

2025 年 08 月 14 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩短期承压，多元化布局提升竞争力

—万华化学（600309.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：张伟保 S1050523110001

zhangwb@cfsc.com.cn

联系人：高铭谦 S1050124080006

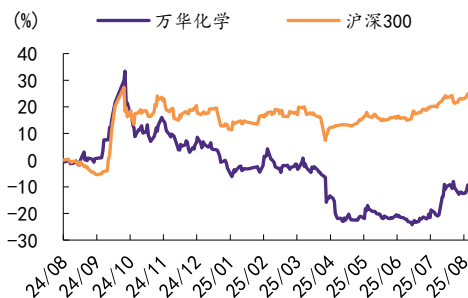
gaomq@cfsc.com.cn

基本数据

2025-08-14

当前股价（元）	62.51
总市值（亿元）	1957
总股本（百万股）	3130
流通股本（百万股）	3130
52 周价格范围（元）	52.53-93.75
日均成交额（百万元）	1586.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《万华化学（600309）：聚氨酯龙头产销持续增长，盈利能力下滑拖累业绩》2025-04-25
- 2、《万华化学（600309）：公司 Q3 业绩承压，迈入国际化新篇章》2024-11-12
- 3、《万华化学（600309）：聚氨酯供需改善，新项目新产能打开成长空间》2024-08-14

万华化学发布 2025 年半年度业绩报告：2025 年上半年公司实现营业总收入 909.01 亿元，同比下降 6.35%；实现归母净利润 61.23 亿元，同比下滑 25.10%。其中，公司 2025Q2 单季度实现营业收入 478.34 亿元，同比下降 6.04%，环比上升 11.07%；实现归母净利润 30.41 亿元，同比下降 24.30%，环比下降 1.34%。

投资要点

■ 聚氨酯内外需求不振叠加石化行业供需失衡导致业绩承压

作为聚氨酯全球龙头，万华化学拥有全球最大的 MDI 和 TDI 产能。2025 上半年公司聚氨酯业务实现营业收入 368.88 亿元，同比增长 4.04%，占总营业收入的 40.58%，然毛利率同比下降 0.47pct。尽管新能源汽车等高端制造领域需求增长，带动聚氨酯复合材料用量上升，但国内冰冷、建筑行业需求不振，叠加外销受关税政策影响，聚合 MDI、TDI 需求下降，多因素导致聚氨酯业务盈利能力下降。从石化板块来看，2025 上半年实现营业收入 349.34，同比下降 11.73%，毛利率为-0.37%，由正转负。上半年国内石化行业产能集中释放，供需阶段性失衡导致烯烃等产品价格走低，导致公司石化业务利润空间进一步压缩。2025 上半年精细化学品及新材料板块实现营业收入 156.28 亿元，同比增长 20.41%，在总营业收入占比提升至 17.19%。该板块在上半年保持稳定发展。公司积极布局 POE 弹性体、电池材料等新兴领域，虽然精细化学品及新材料板块目前营收占比较小，但增长潜力较大，有望成为公司未来的重要盈利增长点。

■ 四项费用率保持稳定，现金流持续稳健

期间费用方面，公司 2025 年上半年销售/管理/财务/研发费用率分别同比变化+0.10/-0.16/-0.48/+0.38pct，其中公司研发费用率小幅上行体现了公司在技术创新和新产品开发方面的持续投入，这与公司“变革年”战略中持续布局精细化学品及新材料业务的策略相符。此外，上半年公司财务费用大幅下降 46.09%，主要得益于本期汇兑收益的增加。现金流方面，公司经营活动的现金流量净额为 105.28 亿元，较上年同期增加 2.3%，保持稳定并略有增长。尽管盈利能力承压，

公司核心业务的现金回流能力依然稳健，能够稳定产生正向现金流，

■ 新领域多元化布局，提升市场竞争力

为了摆脱对聚氨酯单一品类的业绩依赖，万华化学持续在精细化学品及新材料业务方面布局，相继部署了 POE(聚烯烃弹性体)、高能量密度磷酸铁锂等先进产能；公司 MS(甲基丙烯酸甲酯-苯乙烯共聚物)树脂装置一次性开车成功，填补了国内高端光学级 MS 规模化生产空白；电池新材料方面，公司持续加大研发投入，多项技术取得阶段性突破，第四代磷酸铁锂完成量产供应，五代完成定型首发。公司还坚持产品差异化战略，开发多个高附加值 POE、聚烯烃、尼龙 12、改性材料新品，拓展细分市场，助力新业务能力提升。

■ 盈利预测

公司短期业绩承压，但聚氨酯产品在国内的稀缺性地位不改，新产能投产后将进一步巩固公司龙头地位。预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 135.11、168.69、194.78 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.5、11.6、10.0 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

原材料、产品价格波动；宏观经济不及预期；行业竞争加剧；产能投放不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	182,069	210,394	232,023	245,280
增长率（%）	3.8%	15.6%	10.3%	5.7%
归母净利润（百万元）	13,033	13,511	16,869	19,478
增长率（%）	-22.5%	3.7%	24.9%	15.5%
摊薄每股收益（元）	4.15	4.32	5.39	6.22
ROE（%）	12.6%	12.6%	15.1%	16.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	24,533	42,067	59,967	77,523
应收款	13,634	15,755	17,375	18,367
存货	24,107	28,348	30,981	32,512
其他流动资产	7,716	8,916	9,833	10,395
流动资产合计	69,990	95,086	118,156	138,797
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	118,828	146,956	151,578	147,241
在建工程	60,082	24,033	9,613	3,845
无形资产	11,971	11,372	10,774	10,205
长期股权投资	9,651	9,651	9,651	9,651
其他非流动资产	22,810	22,810	22,810	22,810
非流动资产合计	223,343	214,822	204,427	193,753
资产总计	293,333	309,909	322,583	332,550
流动负债：				
短期借款	35,557	35,557	35,557	35,557
应付账款、票据	69,136	81,297	88,850	93,240
其他流动负债	16,196	16,196	16,196	16,196
流动负债合计	126,083	139,051	147,222	151,990
非流动负债：				
长期借款	51,576	51,576	51,576	51,576
其他非流动负债	12,174	12,174	12,174	12,174
非流动负债合计	63,750	63,750	63,750	63,750
负债合计	189,833	202,802	210,972	215,740
所有者权益				
股本	3,140	3,130	3,130	3,130
股东权益	103,500	107,107	111,610	116,810
负债和所有者权益	293,333	309,909	322,583	332,550

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	14791	15333	19145	22106
少数股东权益	1758	1823	2276	2628
折旧摊销	11835	8520	10366	10644
公允价值变动	-76	-76	-76	-76
营运资金变动	1745	5407	3000	1683
经营活动现金净流量	30053	31007	34710	36983
投资活动现金净流量	-37078	7922	9797	10105
筹资活动现金净流量	24558	-11726	-14641	-16906
现金流量净额	17,534	27,202	29,866	30,183

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	182,069	210,394	232,023	245,280
营业成本	152,643	178,239	194,787	204,400
营业税金及附加	1,084	1,252	1,381	1,460
销售费用	1,619	1,871	2,063	2,181
管理费用	3,023	3,493	3,852	4,072
财务费用	2,094	2,565	2,064	1,573
研发费用	4,550	5,258	5,799	6,130
费用合计	11,287	13,187	13,778	13,956
资产减值损失	-740	-740	-740	-740
公允价值变动	-76	-76	-76	-76
投资收益	709	709	709	709
营业利润	17,966	18,586	22,947	26,335
加：营业外收入	96	96	96	96
减：营业外支出	1,137	1,137	1,137	1,137
利润总额	16,924	17,544	21,905	25,293
所得税费用	2,133	2,211	2,761	3,187
净利润	14,791	15,333	19,145	22,106
少数股东损益	1,758	1,823	2,276	2,628
归母净利润	13,033	13,511	16,869	19,478

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	3.8%	15.6%	10.3%	5.7%
归母净利润增长率	-22.5%	3.7%	24.9%	15.5%
盈利能力				
毛利率	16.2%	15.3%	16.0%	16.7%
四项费用/营收	6.2%	6.3%	5.9%	5.7%
净利率	8.1%	7.3%	8.3%	9.0%
ROE	12.6%	12.6%	15.1%	16.7%
偿债能力				
资产负债率	64.7%	65.4%	65.4%	64.9%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	13.4	13.4	13.4	13.4
存货周转率	6.3	6.3	6.3	6.3
每股数据(元/股)				
EPS	4.15	4.32	5.39	6.22
P/E	15.1	14.5	11.6	10.0
P/S	1.1	0.9	0.8	0.8
P/B	2.1	2.0	2.0	1.9

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

覃前：大连理工大学化工学士，金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。