

2025 年 08 月 14 日

万华化学（600309.SH）

25Q2 环比持稳，强化经营提升韧性，加速技术转化

投资要点

- ◆ **事件:**万华化学发布 2025 年半年报,2025H1 实现营收 909.01 亿元,同比下降 6.35%;归母净利润 61.23 亿元,同比下降 25.10%;扣非归母净利润 62.44 亿元,同比下降 22.90%;毛利率 13.84%,同比下滑 2.57pct;净利率 7.39%,同比下滑 1.85pct。单季度看,2025Q2 实现营收 478.34 亿元,同比下降 6.04%,环比增长 11.07%;归母净利润 30.41 亿元,同比下降 24.30%,环比下降 1.34%;扣非归母净利润 32.04 亿元,同比下降 19.33%,环比增长 5.38%;毛利率 12.16%,同比下滑 3.15pct,环比下滑 3.54pct;净利率 6.98%,同比下滑 1.68pct,环比下滑 0.86pct。
- ◆ **持续优化结构，产销增长对冲行业下行。**2025 年上半年，国际市场需求疲软、地缘摩擦频发等因素给化工行业带来挑战，但在中国经济稳增长政策持续发力下，得益于国内消费升级、出口市场多元化转型以及制造业一体化产业链优势协同作用，化工行业整体保持稳定发展态势，并呈现出结构优化高质量发展格局。万华化学坚持以科技创新为第一核心竞争力，持续优化产业结构。上半年全球聚氨酯行业需求平稳，新能源与高端制造领域表现较好，在新能源汽车轻量化需求推动下，聚氨酯复合材料用量需求持续提升。受海外投资恢复缓慢影响，海外建筑节能等领域需求弱于预期。上半年石化行业烯烃等产品产能集中释放，导致供需格局阶段性失衡，石化产品价格走低，石化业务利润空间进一步压缩。上半年精细化学品及新材料业务稳定发展，在国家新质生产力战略支持、新能源等新兴产业需求带动下，精细化学品及新材料业务有充分的发展空间。从数据上看，2025H1 公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料分别实现收入 368.88、349.34、156.28 亿元，同比分别变化 4.04%、-11.73%、20.41%；毛利率分别为 25.68%、-0.37%、9.55%，同比分别下滑 2.32pct、4.89pct、7.44pct；销量分别为 303、285、119 万吨，同比分别增长 12.64%、3.64%、29.35%。公司三大业务板块毛利率同比出现明显下滑，销量同比保持增长态势，其中聚氨酯、精细化学品及新材料板块收入实现同比增长。
- ◆ **提质增效，强化经营思维。**万华从投资思维向经营思维转变，不断优化组织结构、制度和流程，强化成本费用管控，提升资源配置效率，强化价值创造和业绩导向，充分调动全体员工积极性和创造力。1.烟台工业园：安全高质量完成 14 套装置大修并成功开车。深入推进技改优化落地，打造极致成本。提升装置数智化水平，自主运行率大幅提升。公司 120 万吨/年第二套乙烯装置一次性开车成功，第一套乙烯装置进行乙烷进料改造，改造完成后预计将显著降低生产成本，提高盈利能力。2.宁波工业园：上半年实施专项精准激励，围绕盈利、销量、质量三大维度设定挑战目标。聚焦全价值链效率提升，贯彻精益成本管控，同步强化产品差异化竞争优势。供应链实现灵活调整，最大限度使用波谷价格时段供电，有效节省成本；副产盐酸进一步下降，有效提升收益。3.匈牙利 BC 公司：上半年各装置整体运行平稳，持续推进工艺及参数优化，依据外部市场电力价格动态调整电厂、氯碱等配套装置

公司快报

基础化工 | 聚氨酯III

投资评级

买入(维持)

股价(2025-08-14)

62.51 元

交易数据	
总市值（百万元）	195,685.78
流通市值（百万元）	195,685.78
总股本（百万股）	3,130.47
流通股本（百万股）	3,130.47
12 个月价格区间	91.12/52.90



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.24	4.09	-37.76
绝对收益	12.19	11.21	-12.6

分析师

骆红永

SAC 执业证书编号：S0910523100001

luohongyong@huajinsec.cn

- 相关报告

万华化学：盈利短期承压，项目推进助力长期发展-华金证券-化工-公司快报-万华化学 2025.4.20

万华化学：景气下行展现经营韧性，多项目推进释放长期动能-华金证券-化工-公司快报-万华化学 2024.9.5

运行负荷，有效控制运营成本和维修费用。优化装卸和仓储方案、谈判引入新供应商，进一步降低供应链成本。4. 福建工业园：建立对标标准化机制，将烟、宁、福三基地进行对标，显著增加基地收益。首次进行产业链全停大修，结合基地实际运行状态，开展“精准大修”，避免过度检修，节约费用。5. 四川眉山工业园：寻求路线调整，从设计、建设到生产运营全员树立起成本意识。对标行业冠军定目标，专项攻关、缩小差距。锚定全球新能源材料领军者战略定位，电池材料业务生产与技改并行，产品合格率跨越式提升，单月产能达到行业领先水平。6. 万华蓬莱工业园：保障装置安全稳定运行，并通过技改等方式降低园区运行成本。推进“智能工厂”建设，5套装置率先实现无人巡检，减少90%巡检量，准确率达98%；22个公用工程系统实现无人调度，效率提升21%；海水淡化装置通过“无人巡检+远程控制”实现行业首例完全无人值守。

◆ **坚持创新驱动，加速技术成果转化。**万华化学坚持以创新驱动产业升级，持续推进新一代MDI技术开发，推进多个装置扩能和节能降耗项目，打造极致成本竞争力。公司各项自研技术加速成果转化，MS装置一次性开车成功，丰富了光学业务产品线；叔丁胺产业化成功，不断延伸特种胺的产业链。砒聚合物已产出合格品，完善了万华工程塑料的解决方案。生物基1,3-丁二醇成功导入化妆品客户。电池材料持续加大研发投入，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。AI赋能研发项目有序推进，高性能有机光学聚合物与先进制造技术全国重点实验室持续聚焦战略需求，外部协同深化，与行业伙伴共建共赢生态。2025年已申请国内外发明专利469件，新获得授权269件，海外专利布局提速，支持多个新业务的海外业务推广。

◆ **投资建议：**万华化学聚氨酯地位稳固，石化、精细化学品和新材料产不断延伸，持续技改扩能，行业低点强化经营提质增效，深化研发转化积蓄未来新增长点。我们维持盈利预测，预计公司2025-2027年收入分别为2078.35/2203.31/2451.48亿元，同比分别增长14.2%/6.0%/11.3%，归母净利润分别为145.26/171.51/208.16亿元，同比分别增长11.5%/18.1%/21.4%，对应PE分别为13.5x/11.4x/9.4x；维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；项目进度不确定性；贸易摩擦风险；安全环保风险。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	175,361	182,069	207,835	220,331	245,148
YoY(%)	5.9	3.8	14.2	6.0	11.3
归母净利润(百万元)	16,816	13,033	14,526	17,151	20,816
YoY(%)	3.6	-22.5	11.5	18.1	21.4
毛利率(%)	16.8	16.2	15.8	16.4	17.7
EPS(摊薄/元)	5.37	4.16	4.64	5.48	6.65
ROE(%)	19.4	14.3	13.7	14.4	15.2
P/E(倍)	11.6	15.0	13.5	11.4	9.4
P/B(倍)	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4
净利率(%)	9.6	7.2	7.0	7.8	8.5

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	61864	69990	72083	76313	84979
现金	23710	24533	24597	26651	28679
应收票据及应收账款	9144	12319	12423	13498	15343
预付账款	2203	2124	2252	2387	2774
存货	20650	24107	25907	26712	30965
其他流动资产	6157	6907	6903	7065	7217
非流动资产	191176	223343	239154	245411	268895
长期投资	7046	9651	12757	15863	18968
固定资产	98764	118828	136985	147176	168572
无形资产	10786	11971	12692	13307	13902
其他非流动资产	74581	82892	76720	69065	67453
资产总计	253040	293333	311237	321724	353874
流动负债	108657	126083	130701	135790	140316
短期借款	43526	35557	35557	35557	35557
应付票据及应付账款	45594	69136	70905	76430	73104
其他流动负债	19537	21390	24239	23803	31655
非流动负债	49929	63750	60550	50977	58631
长期借款	39811	51576	48376	38803	46457
其他非流动负债	10118	12174	12174	12174	12174
负债合计	158586	189833	191252	186768	198948
少数股东权益	5798	8874	10834	13148	15956
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	1816	1806	1806	1806	1806
留存收益	83848	90147	101686	115311	131849
归属母公司股东权益	88656	94626	109151	121808	138970
负债和股东权益	253040	293333	311237	321724	353874

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	26797	30053	31390	37514	34979
净利润	18300	14791	16485	19465	23625
折旧摊销	10145	11842	11901	14207	16856
财务费用	1676	2094	1933	2138	2259
投资损失	-621	-709	-560	-521	-527
营运资金变动	-5351	-961	1678	2282	-7206
其他经营现金流	2647	2996	-46	-56	-27
投资活动现金流	-44830	-37078	-27106	-19886	-39786
筹资活动现金流	22809	6186	-4220	-15575	6835

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	5.37	4.16	4.64	5.48	6.65
每股经营现金流(最新摊薄)	8.56	9.60	10.03	11.98	11.17
每股净资产(最新摊薄)	28.32	30.23	34.87	38.91	44.39

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175361	182069	207835	220331	245148
营业成本	145926	152643	175052	184169	201872
营业税金及附加	960	1084	1351	1322	1593
营业费用	1346	1619	1871	1873	2084
管理费用	2450	3023	3325	3305	3922
研发费用	4081	4550	5196	5178	6129
财务费用	1676	2094	1933	2138	2259
资产减值损失	-178	-943	-852	-652	-812
公允价值变动收益	82	-76	46	56	27
投资净收益	621	709	560	521	527
营业利润	20389	17966	18862	22271	27031
营业外收入	64	96	0	0	0
营业外支出	444	1137	0	0	0
利润总额	20010	16924	18862	22271	27031
所得税	1710	2133	2377	2807	3407
税后利润	18300	14791	16485	19465	23625
少数股东损益	1484	1758	1960	2314	2808
归属母公司净利润	16816	13033	14526	17151	20816
EBITDA	33094	31896	32695	38616	46145

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	5.9	3.8	14.2	6.0	11.3
营业利润(%)	2.8	-11.9	5.0	18.1	21.4
归属于母公司净利润(%)	3.6	-22.5	11.5	18.1	21.4
获利能力					
毛利率(%)	16.8	16.2	15.8	16.4	17.7
净利率(%)	9.6	7.2	7.0	7.8	8.5
ROE(%)	19.4	14.3	13.7	14.4	15.2
ROIC(%)	11.1	8.6	8.4	9.7	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	62.7	64.7	61.4	58.1	56.2
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	19.3	17.0	16.8	17.0	17.0
应付账款周转率	4.2	2.7	2.5	2.5	2.7
估值比率					
P/E	11.6	15.0	13.5	11.4	9.4
P/B	2.2	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.4	9.1	8.9	7.3	6.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn