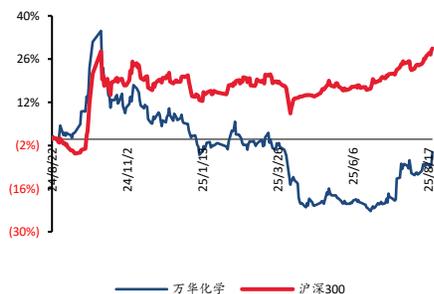


万华化学 2025 年中报点评： 2025Q2 业绩环比止跌，周期景气回升或可期待

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	31.3/31.3
总市值/流通(亿元)	2,053.59/2,053.59
	3.59
12 个月内最高/最低价(元)	100.4/52.1

相关研究报告

<<万华化学 2024 年报及 2025 年一季报点评：毛利率下滑拖累业绩，精细化学品及新材料业务持续增长>>—2025-04-22

<<未来三大板块均有项目陆续落地，夯实公司成长基础>>—2024-03-27

<<新材料业务持续高增，拟收购铜化集团化工业务>>—2023-11-17

证券分析师：王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522120001

证券分析师：王海涛

E-MAIL: wanght@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523010001

事件：公司发布 2025 年中报，期内实现营业总收入 909.01 亿元，同比下降 6.35%，实现归母净利润 61.23 亿元，同比下降 25.10%。

点评：

Q2 业绩环比止跌，企稳迹象初现。2025 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，同比下降 25.10%。其中，第二季度实现收入 478.33 亿元，环比增长 11%，归母净利润 30.4 亿元，环比大致持平。分业务板块来看，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。7 月份开始，受海外主要竞争对手装置出现不可抗力或意外停车的影响，TDI、MDI 价格逐步提升，公司聚氨酯板块盈利有望逐步改善；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，石化板块业绩下滑；精细化学品及新材料业务稳定发展，随着相关产品和产能释放，收入体量平稳增长。

传统主业和精细化学品及新材料产能持续释放。上半年，公司 120 万吨/年的第二套乙烯装置已一次性开车成功。公司第一套百万吨级乙烯装置正在进行乙烷进料的技术改造，预计将于 2025 年底完成。新材料方面，公司 MS 树脂装置一次性开车成功，填补了国内高端光学级 MS 规模化生产的空白。维生素 A 全产业链贯通，正式进入大健康领域。在新能源领域，公司自主研发的 POE 项目已开车成功，打破国外垄断。

投资建议：

万华化学已形成聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大产业集群，通过不断延伸产业链、扩大高端化产品生产实现持续高效发展。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 4.3/5.34/6.29 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格剧烈波动；需求下滑；项目进展不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	182,069	201,936	228,722	262,021
营业收入增长率(%)	3.83%	10.91%	13.26%	14.56%
归母净利(百万元)	13,033	13,449	16,703	19,684
净利润增长率(%)	-22.49%	3.19%	24.19%	17.85%
摊薄每股收益(元)	4.15	4.30	5.34	6.29
市盈率(PE)	17.19	15.27	12.30	10.43

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	23,710	24,533	26,894	39,827	58,935
应收和预付款项	11,347	14,443	16,047	18,153	20,793
存货	20,650	24,107	27,060	30,399	34,788
其他流动资产	6,157	6,907	8,214	9,855	11,394
流动资产合计	61,864	69,990	78,215	98,234	125,909
长期股权投资	7,046	9,651	11,082	12,700	14,584
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	98,764	118,828	162,632	189,327	203,533
在建工程	50,455	63,159	35,579	21,290	13,145
无形资产开发支出	10,786	11,971	12,535	13,135	13,699
长期待摊费用	29	31	33	34	35
其他非流动资产	85,962	89,693	98,378	118,405	145,600
资产总计	253,040	293,333	320,239	354,889	390,596
短期借款	43,526	35,557	29,452	24,596	18,286
应付和预收款项	45,594	69,136	77,604	87,180	99,766
长期借款	39,811	48,176	59,020	73,371	84,558
其他负债	29,655	36,964	39,269	40,732	42,322
负债合计	158,586	189,833	205,346	225,879	244,931
股本	3,140	3,140	3,130	3,130	3,130
资本公积	1,816	1,806	1,806	1,806	1,806
留存收益	83,848	90,147	98,492	110,356	124,355
归母公司股东权益	88,656	94,626	104,205	116,069	130,067
少数股东权益	5,798	8,874	10,689	12,942	15,597
股东权益合计	94,454	103,500	114,894	129,011	145,665
负债和股东权益	253,040	293,333	320,239	354,889	390,596

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	26,797	30,053	42,226	52,309	62,064
投资性现金流	-44,830	-37,078	-38,766	-40,648	-38,356
融资性现金流	22,809	6,186	-45	1,081	-4,843
现金增加额	4,684	-821	3,470	12,742	18,865

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	175,361	182,069	201,936	228,722	262,021
营业成本	145,926	152,643	171,339	192,480	220,269
营业税金及附加	960	1,084	1,202	1,361	1,560
销售费用	1,346	1,619	1,796	2,034	2,330
管理费用	2,450	3,023	3,353	3,797	4,350
财务费用	1,676	2,094	3,202	3,311	3,302
资产减值损失	-135	-740	-100	-90	-116
投资收益	621	709	786	891	1,020
公允价值变动	82	-76	0	0	0
营业利润	20,389	17,966	18,038	22,354	26,320
其他非经营损益	-379	-1,042	-573	-665	-760
利润总额	20,010	16,924	17,465	21,689	25,561
所得税	1,710	2,133	2,201	2,733	3,221
净利润	18,300	14,791	15,264	18,956	22,339
少数股东损益	1,484	1,758	1,814	2,253	2,655
归母股东净利润	16,816	13,033	13,449	16,703	19,684

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	16.79%	16.16%	15.15%	15.85%	15.93%
销售净利率	9.59%	7.16%	6.66%	7.30%	7.51%
销售收入增长率	5.92%	3.83%	10.91%	13.26%	14.56%
EBIT 增长率	3.77%	-7.40%	4.40%	20.97%	15.45%
净利润增长率	3.59%	-22.49%	3.19%	24.19%	17.85%
ROE	18.97%	13.77%	12.91%	14.39%	15.13%
ROA	8.06%	5.41%	4.98%	5.62%	5.99%
ROIC	10.11%	8.30%	7.99%	8.75%	9.30%
EPS (X)	5.36	4.15	4.30	5.34	6.29
PE (X)	14.33	17.19	15.27	12.30	10.43
PB (X)	2.72	2.37	1.97	1.77	1.58
PS (X)	1.38	1.23	1.02	0.90	0.78
EV/EBITDA (X)	9.66	9.27	6.94	5.59	4.58

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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。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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。