

万华化学(600309)

报告日期: 2025年09月05日

25Q2 彰显经营韧性，化工龙头未来可期

——万华化学更新报告

事件

8月12日，公司发布2025年中报：2025H1，公司实现营业收入909.01亿元，同比-6.35%；实现归母净利润61.23亿元，同比-25.10%；加权平均净资产收益率为6.24%，同比减少2.75个百分点。销售毛利率13.84%，同比减少2.57个百分点；销售净利率7.39%，同比减少1.85个百分点。

其中，2025Q2实现营收478.34亿元，同比-6.04%，环比+11.07%；实现归母净利润30.41亿元，同比-24.30%，环比-1.34%；平均净资产收益率为3.07%，同比减少1.30个百分点，环比减少0.12个百分点。销售毛利率12.16%，同比减少3.15个百分点，环比减少3.54个百分点；销售净利率6.98%，同比减少1.68个百分点，环比减少0.86个百分点。

9月4日，公司发布关于与科威特石化工业公司合资完成工商变更登记的公告，子公司万华化学（烟台）石化有限公司和科威特石化工业公司合资合作，科威特石化工业公司向万华化学（烟台）石化有限公司增资6.38亿美元，获得万华化学（烟台）石化有限公司25%股权。

点评

25Q2 归母环比基本持平，彰显公司经营韧性

2025Q2公司实现归母净利30.41亿元，环比-0.41亿元，在出口承压、石化大额转固下，实现环比基本持平，彰显经营韧性。具体细项，25Q2公司毛利环比-9.46亿元，资产减值损失环比+2.02亿元，管理费用环比-3.01亿元，财务费用环比-5.58亿元，营业外收入环比+0.98亿元，营业外支出环比-1.05亿元，所得税环比-1.47亿元。其中，毛利环比下滑，主要由于建筑等下游需求不振，烯烃等石化产品阶段性供需失衡，叠加关税政策影响，主要产品价差收窄。据百川盈孚，2025Q2聚合MDI毛利达4135元/吨，环比-1336元/吨，TDI毛利达25元/吨，环比-1023元/吨；财务费用环比减少主要由于汇兑收益增加所致。

乙烷路线利好长期盈利，引入科威特石化加快国际化步伐

截至2025年中，公司固定资产达1486亿元，较2024年底增加297亿元，其中乙烯二期、高性能材料一体化项目在建工程账面余额均实现大幅下降，石化新增转固压力逐步缓解。展望未来，乙烷裂解仍是乙烯生产中具经济性和竞争力的关键路线，公司乙烯二期和乙烯一期原料改造陆续完成，将有效助力石化盈利水平提升。同时，公司积极引入战略投资者，科威特石化工业公司向子公司万华化学（烟台）石化有限公司增资6.38亿美元，获得万华化学（烟台）石化有限公司25%股权，此次合作有助于提升公司石化业务原料供应安全性，分散石化业务运营风险，加快公司国际化步伐。

创新驱动产业升级，核心竞争力持续增强

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。精细化学品及新材料方面，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；砜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。同时，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。

投资评级：买入(维持)

分析师：李辉
执业证书号：S1230521120003
lihui01@stocke.com.cn

分析师：汤永俊
执业证书号：S1230523120009
tangyongjun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥64.69
总市值(百万元)	202,510.21
总股本(百万股)	3,130.47

股票走势图



相关报告

- 《盈利短期承压，化工龙头聚焦高质量发展》 2025.05.05
- 《检修及景气下行致盈利短期承压，多维布局看好长期成长》 2024.10.29
- 《2024H1业绩同比略减，看好新项目投产驱动盈利增长》 2024.08.13

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 133.76/165.07/186.20 亿元，EPS 分别为 4.27/5.27/5.95 元，现价对应 PE 为 15.14/12.27/10.88 倍。万华化学是全球聚氨酯及化工龙头企业，主要产品 MDI 及 TDI 具有较高技术壁垒，同时公司持续通过研发驱动，新项目有序推进，未来呈高成长，维持“买入”评级。

□ 风险提示

新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、丙烷价格大幅震荡等。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	182,069	203,895	228,261	249,268
(+/-) (%)	3.83%	11.99%	11.95%	9.20%
归母净利润	13,033	13,376	16,507	18,620
(+/-) (%)	-22.49%	2.63%	23.41%	12.80%
每股收益(元)	4.16	4.27	5.27	5.95
P/E	15.54	15.14	12.27	10.88

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	69,990	68,876	73,397	78,112
现金	24,533	19,972	20,783	21,784
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	12,319	15,020	16,181	16,978
其它应收款	1,316	1,473	1,649	1,800
预付账款	2,124	2,277	2,329	2,535
存货	24,107	25,787	28,039	30,514
其他	5,592	4,348	4,416	4,501
非流动资产	223,343	250,105	272,038	292,920
金融资产类	565	565	565	565
长期投资	9,651	11,610	13,594	15,673
固定资产	118,828	151,960	178,951	200,815
无形资产	11,971	13,165	14,291	15,450
在建工程	63,159	52,682	43,877	39,114
其他	19,169	20,123	20,761	21,304
资产总计	293,333	318,981	345,435	371,032
流动负债	126,083	131,665	135,380	136,015
短期借款	35,557	36,057	37,057	37,857
应付款项	69,136	70,549	72,794	73,352
预收账款	0	0	0	0
其他	21,390	25,059	25,528	24,806
非流动负债	63,750	70,101	74,701	79,201
长期借款	48,176	53,176	57,776	62,276
其他	15,574	16,925	16,925	16,925
负债合计	189,833	201,766	210,081	215,216
少数股东权益	8,874	10,197	11,830	13,671
归属母公司股东权	94,626	107,018	123,524	142,145
负债和股东权益	293,333	318,981	345,435	371,032

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	30,053	36,857	42,620	45,239
净利润	14,791	14,699	18,139	20,462
折旧摊销	13,022	19,534	22,672	25,621
财务费用	2,884	2,808	2,989	3,153
投资损失	(709)	(714)	(685)	(623)
营运资金变动	(333)	832	(918)	(3,784)
其它	398	(301)	421	410
投资活动现金流	(37,078)	(45,299)	(44,420)	(46,385)
资本支出	(35,360)	(44,817)	(43,111)	(44,919)
长期投资	(2,185)	(1,958)	(1,984)	(2,079)
其他	467	1,476	675	613
筹资活动现金流	6,186	3,826	2,611	2,147
短期借款	(7,969)	500	1,000	800
长期借款	8,365	5,000	4,600	4,500
其他	5,790	(1,674)	(2,989)	(3,153)
现金净增加额	(821)	(4,561)	810	1,001

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	182,069	203,895	228,261	249,268
营业成本	152,643	175,156	194,118	211,253
营业税金及附加	1,084	1,223	1,370	1,496
营业费用	1,619	1,733	1,940	2,119
管理费用	3,023	3,058	3,424	3,739
研发费用	4,550	5,097	5,707	6,232
财务费用	2,094	2,317	2,590	2,737
资产减值损失	(740)	(105)	(107)	(115)
公允价值变动损益	(76)	55	68	85
投资净收益	709	714	685	623
其他经营收益	1,181	1,209	1,354	1,479
营业利润	17,966	17,205	21,137	23,792
营业外收支	(1,042)	(407)	(407)	(407)
利润总额	16,924	16,799	20,731	23,385
所得税	2,133	2,100	2,591	2,923
净利润	14,791	14,699	18,139	20,462
少数股东损益	1,758	1,323	1,633	1,842
归属母公司净利润	13,033	13,376	16,507	18,620
EBITDA	32,817	38,649	45,993	51,743
EPS (最新摊薄)	4.16	4.27	5.27	5.95

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.83%	11.99%	11.95%	9.20%
营业利润	-11.89%	-4.23%	22.85%	12.56%
归属母公司净利润	-22.49%	2.63%	23.41%	12.80%
获利能力				
毛利率	16.16%	14.10%	14.96%	15.25%
净利率	7.16%	6.56%	7.23%	7.47%
ROE	13.77%	12.50%	13.36%	13.10%
ROIC	8.30%	7.28%	8.04%	8.18%
偿债能力				
资产负债率	64.72%	63.25%	60.82%	58.00%
净负债比率	77.58%	79.10%	72.04%	65.34%
流动比率	0.56	0.52	0.54	0.57
速动比率	0.31	0.28	0.29	0.30
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.67	0.69	0.70
应收账款周转率	16.97	15.74	16.20	16.72
应付账款周转率	7.34	6.56	7.23	7.92
每股指标(元)				
每股收益	4.16	4.27	5.27	5.95
每股经营现金	9.60	11.77	13.61	14.45
每股净资产	30.23	34.19	39.46	45.41
估值比率				
P/E	15.54	15.14	12.27	10.88
P/B	2.14	1.89	1.64	1.42
EV/EBITDA	9.27	7.64	6.52	5.88

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>