

公司研究

Q1 归母净利润环比改善，产业链协同优化效应显著

——中国石化（600028.SH/0386.HK）2025年一季报点评

A股：买入（维持）

当前价：5.71元

H股：买入（维持）

当前价：3.94港元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

021-52523800

caijiahao@ebsecn.com

分析师：王礼沫

执业证书编号：S0930524040002

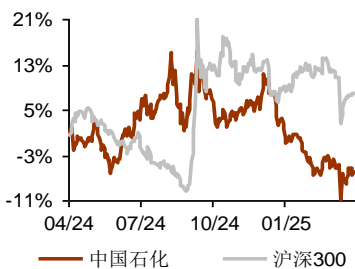
010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1212.82
总市值(亿元)	6925.18
一年最低/最高(元)	5.25/7.64
近3月换手率	6.61%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.37	-4.79	-7.98
绝对	-1.04	-5.15	-3.63

资料来源：Wind

相关研报

增储上产成效显著，维持高分红积极回馈股东——中国石化（600028.SH/0386.HK）2024年报点评（2025-03-24）
四十年腾飞跨越，石化航母再启航——中国石化（600028.SH/0386.HK）深度分析报告（2023-12-26）

要点

事件 1:

公司发布 2025 年一季报，2025Q1，公司实现营业总收入 7354 亿元，同比-6.91%，环比+3.86%，实现归母净利润 133 亿元，同比-27.58%，环比+118.66%。

点评:

一、油价高位震荡叠加炼化减亏，25Q1 归母净利润、现金流环比改善

2025Q1 油价高位震荡，布油均价为 74.98 美元/桶，同比-8.3%，环比+1.3%。境内天然气需求同比增长 0.8%，成品油需求同比下降 4.0%，化工产品需求保持增长，境内乙烯当量消费量同比增长 3.1%，但受新增产集中投放影响，化工毛利处于低位。公司加大一体化和区域优化力度，紧贴市场拓市扩销，加强成本费用管控，保持生产经营的平稳运行，归母净利润环比大幅改善，25Q1 经营活动现金流净额 81 亿元，实现同比转正。

2025Q1，公司上游业务受油价同比下跌影响，实现息税前利润 136 亿元，同比-8.0%，环比-6.0%。受炼油需求不振、炼油产品毛利同比下滑影响，公司炼油业务实现息税前利润 24 亿元，同比-65.3%，环比增利 34 亿元。受成品油需求下滑影响，营销及分销业务实现息税前利润 49 亿元，同比-43.9%，环比+98.2%。化工行业景气度仍在底部，但得益于公司加强成本控制能力，25Q1 公司化工业务实现息税前利润-13 亿元，同比减亏 2.88 亿元，环比减亏 56 亿元。

二、分业务解读：上游盈利能力高位运行，炼化业务成本控制成效凸显

1、上游加强“增储上产”，油气当量产量同比增长 1.7%

2025Q1 公司上游板块实现息税前利润 136 亿元，同比-8.0%，环比-6.0%，主要由于油价同比下跌，以及天然气产业链盈利水平回落。2025Q1，公司原油实现价格 71.5 美元/桶，同比下降 3.9 美元/桶，自产天然气实现价格 1.93 元/方，同比下降 0.056 元/方。2025Q1，公司勘探开发取得积极进展，油气当量产量同比增长 1.7%，其中原油 69.53 百万桶，同比-1.2%；天然气 104 亿方，同比+5.1%。公司积极降本增效，25Q1 油气现金操作成本为 14.4 美元/桶，同比下降 0.8 美元/桶。

2、炼油需求下滑，加强产业链协同优化实现环比扭亏为盈

2025Q1 公司炼油板块实现息税前利润 24 亿元，同比-65.3%，环比增利 34 亿元，主要由于柴油需求疲弱、炼油产品毛利收窄。公司坚持产业链一体协同优化，增产化工原料和航煤，持续压降柴汽比，推进低成本“油转化”、高价值“油转特”。2025Q1 公司加工原油 6213 万吨，同比-1.8%，生产成品油 3719 万吨，同比-4.2%，其中，汽油产量同比-0.2%，柴油产量同比-13.9%，煤油产量同比+5.7%。25Q1 公司炼油毛利为 6.2 美元/桶，同比下降 1 美元/桶，现金操作成本为 4.0 美元/桶，同比上升 0.2 美元/桶。

3、销售业务加快转型，非油利润稳步增长

2025Q1 公司销售板块实现息税前利润 49 亿元,同比-43.9%,环比+98.2%,主要由于柴油消费疲弱和电动汽车快速发展。公司充分发挥一体化优势和网络优势,加气量和充换电量同比大幅提升,车用 LNG 销量同比大增 117%;提升非油业务经营质量,积极向“油气氢电服”综合能源服务商转型。2025Q1,公司成品油总经销量 5559 万吨,同比-7.1%,其中境内成品油零售量 2743 万吨,同比-6.4%,境内成品油直销分销量 1573 万吨,同比-3.3%。2025Q1 公司非油业务实现利润 18.77 亿元,同比+26.3%。

4、化工景气度仍在底部，降本增效助力减亏

25Q1 公司化工业务实现息税前利润-13 亿元,同比减亏 2.88 亿元,环比减亏 56 亿元,主要由于化工景气度低迷,但公司降本增效得到一定成效。以效益为导向优化原料、装置、产品结构,提升装置负荷,增产盈利产品,加大新产品、高附加值产品开发力度。25Q1 公司乙烯产量为 386 万吨,同比+17.7%,化工单位完全加工成本为 1193 元/吨,同比下降 177 元/吨。

盈利预测、估值与评级

25Q1 公司业绩环比改善,但考虑到油价近期大幅下跌,成品油需求持续下行,化工景气度复苏不及预期,我们下调公司 25-27 年盈利预测,预计公司 25-27 年归母净利润分别为 536 (下调 8%) /573 (下调 8%) /615 (下调 8%) 亿元,对应的 EPS 分别为 0.44、0.47、0.51 元/股。公司坚守长期主义,前瞻性布局新能源、新材料业务,未来随着化工行业景气度整体向好,公司新产能逐步投产,新能源领域布局落地,业绩有望增厚,我们看好公司长期成长前景,因此维持 A 股和 H 股的“买入”评级。

风险提示：原油价格下行风险，成品油和化工品景气度下行风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	32,122	30,746	30,592	31,179	31,918
营业收入增长率	-3.19%	-4.29%	-0.50%	1.92%	2.37%
归母净利润 (亿元)	605	503	536	573	615
归母净利润增长率	-8.81%	-16.79%	6.59%	6.80%	7.38%
EPS (元)	0.51	0.41	0.44	0.47	0.51
ROE (归属母公司) (摊薄)	7.50%	6.14%	6.26%	6.39%	6.55%
P/E (A 股)	11.3	13.8	12.9	12.1	11.3
P/E (H 股)	7.3	8.9	8.4	7.8	7.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-28；汇率：按 1HKD=0.93933CNY 换算 注：2023、2024 年及以后公司总股本分别为 1193.49、1212.82 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	32122	30746	30592	31179	31918
营业成本	27097	25989	25941	26418	27009
折旧和摊销	885	943	1338	1385	1436
税金及附加	2729	2673	2660	2711	2775
销售费用	612	614	611	623	638
管理费用	597	580	577	588	602
研发费用	140	152	151	154	158
财务费用	99	112	98	138	139
投资收益	58	159	159	159	159
营业利润	867	723	763	808	860
利润总额	861	705	746	790	842
所得税	161	130	137	145	155
净利润	700	575	609	645	687
少数股东损益	96	72	72	72	72
归属母公司净利润	605	503	536	573	615
EPS(元)	0.51	0.41	0.44	0.47	0.51

现金流量表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1615	1494	1732	1667	2136
净利润	605	503	536	573	615
折旧摊销	885	943	1338	1385	1436
净营运资金增加	224	52	(274)	411	44
其他	(99)	(5)	131	(702)	41
投资活动产生现金流	(1559)	(1612)	(3289)	(1659)	(1610)
净资本支出	(1661)	(1373)	(1815)	(1765)	(1715)
长期投资变化	2346	2468	(10)	(11)	(12)
其他资产变化	(2243)	(2707)	(1464)	117	117
融资活动现金流	227	(192)	1550	21	(490)
股本变化	(5)	19	0	0	0
债务净变化	860	452	1820	332	(168)
无息负债变化	(295)	(47)	(1840)	(309)	83
净现金流	283	(305)	(7)	28	35

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.6%	15.5%	15.2%	15.3%	15.4%
EBITDA 率	6.3%	6.1%	6.9%	7.0%	7.2%
EBIT 率	3.6%	3.0%	2.5%	2.6%	2.7%
税前净利润率	2.7%	2.3%	2.4%	2.5%	2.6%
归母净利润率	1.9%	1.6%	1.8%	1.8%	1.9%
ROA	3.5%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%
ROE (摊薄)	7.5%	6.1%	6.3%	6.4%	6.6%
经营性 ROIC	9.1%	6.9%	5.0%	4.9%	5.1%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	53%	53%	52%	51%	50%
流动比率	0.83	0.78	0.59	0.61	0.63
速动比率	0.44	0.40	0.30	0.31	0.32
归母权益/有息债务	2.90	2.54	1.70	1.66	1.80
有形资产/有息债务	6.65	5.91	3.88	3.74	3.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	20267	20848	21267	21755	22167
货币资金	1650	1468	1461	1489	1524
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	487	443	415	423	433
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	261	321	297	303	310
存货	2509	2566	2561	2608	2667
其他流动资产	290	357	355	361	369
流动资产合计	5344	5245	5179	5275	5395
其他权益工具	5	4	4	4	4
长期股权投资	2346	2468	2478	2489	2501
固定资产	6909	7171	7231	7320	7400
在建工程	1803	2087	2511	2802	2994
无形资产	1382	1380	1302	1230	1163
商誉	65	65	65	65	65
其他非流动资产	335	474	473	473	473
非流动资产合计	14922	15603	16088	16480	16772
总负债	10680	11085	11065	11088	11002
短期借款	598	482	2252	2534	2316
应付账款	2299	2089	2335	1995	2040
应付票据	291	477	477	485	496
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1139	1200	1199	1205	1212
流动负债合计	6471	6732	8710	8677	8534
长期借款	1793	1849	1899	1949	1999
应付债券	85	256	256	256	256
其他非流动负债	131	128	127	133	140
非流动负债合计	4209	4352	2355	2411	2468
股东权益	9587	9763	10202	10667	11164
股本	1193	1213	1213	1213	1213
公积金	3404	3530	3530	3530	3530
未分配利润	3404	3440	3807	4200	4625
归属母公司权益	8058	8199	8566	8959	9384
少数股东权益	1529	1564	1636	1708	1781

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.90%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率	1.86%	1.89%	1.89%	1.89%	1.89%
财务费用率	0.31%	0.36%	0.32%	0.44%	0.44%
研发费用率	0.43%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%
所得税率	19%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.14	0.15	0.16	0.17
每股经营现金流	1.35	1.23	1.43	1.37	1.76
每股净资产	6.75	6.76	7.06	7.39	7.74
每股销售收入	26.91	25.35	25.22	25.71	26.32

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A股)	11.3	13.8	12.9	12.1	11.3
PB (A股)	0.85	0.84	0.81	0.77	0.74
EV/EBITDA	5.0	5.8	6.0	6.0	5.7
股息率	3.5%	2.5%	2.6%	2.7%	2.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于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。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP