

## 25Q2 利润同环比下滑，关注石化“反内卷”

2025 年 08 月 22 日

➤ **事件:** 2025 年 8 月 21 日，公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年，公司实现营业收入 14090.5 亿元，同比下降 10.6%；实现归母净利润 214.8 亿元，同比下降 39.8%；实现扣非归母净利润 212.2 亿元，同比下降 40.4%。

➤ **25Q2 归母净利润同环比下滑，公司计划分红 49.7%，A/H 股息率为 1.5%/2.0%。** 25Q2，公司实现营业收入 6737.0 亿元，同比下降 14.3%、环比下降 8.4%；实现归母净利润 82.2 亿元，同比下降 52.7%、环比下降 38.0%；实现扣非归母净利润 79.9 亿元，同比下降 54.1%、环比下降 39.6%，利润下滑主因原油和产品价格和价差下滑、库存减利。公司拟派发现金股利 0.088 元/股，合计 106.7 亿元，分红率 49.7%，以 2025 年 8 月 21 日收盘价计算，A 股息率为 1.5%，H 股股息率为 2.0%。

➤ **勘探及开发：天然气价稳量增，原油价跌量稳。** 25H1，公司油气当量产量 26281 万桶，同比+2.0%；其中，原油产量 14004 万桶，同比-0.3%，天然气产量 7363 亿立方英尺，同比+5.1%。价格方面，原油实现价格为 3415 元/吨，同比-12.9%，自产气、气化 LNG 价格为 1.83、3.35 元/立方米，液态 LNG 价格为 3811 元/吨，同比-3.4%、-0.7%、+1.7%。成本方面，油气现金操作成本为 718 元/吨，同比-4.7%。该板块 25H1 实现营业利润 212.7 亿元，同比-20.75%，其中 Q1 和 Q2 分别为 117.3、95.4 亿元，同比-7.7%、-32.5%。

➤ **炼油：汽柴油需求下降，产品结构持续改善。** 25H1，公司汽/柴/煤油产量为 3079/2427/1633 万吨，同比-4.8%/-17.2%/+4.3%，受汽柴油需求疲软的影响，公司汽柴油产量下滑，然而，在公司增产高端碳材料、润滑油脂等适销产品的推动下，25H1 化工轻油产量实现 2206 万吨，同比+11.5%。盈利能力方面，25H1 炼油毛利为 315 元/吨，同比-0.3%。该板块 25H1 实现营业利润 26.0 亿元，同比-59.41%，其中 Q1 和 Q2 分别为 19.8、6.2 亿元，同比-69.1%、扭亏。

➤ **营销及分销：成品油销量下滑，车用 LNG 销量高增。** 25H1，公司成品油总经销量 11214 万吨，同比-5.8%；车用 LNG 销量则达到 406 万吨，同比+53.2%。成本方面，销售吨油现金费用为 186 元/吨，同比+0.8%。该板块 25H1 实现营业利润 71.7 亿元，同比-50.65%，其中 Q1 和 Q2 分别为 39.7、32.0 亿元，同比-50.1%、-51.4%。

➤ **化工：受产能集中释放、芳烃等产品盈利下滑、装置集中检修等因素影响，经营亏损加大。** 25H1，公司化工产品经营总量 4008 万吨，同比基本持平；其中，乙烯/合成树脂/合纤单体及聚合物产量为 756/1104/544 万吨，同比+16.4%/+12.8%/+18.2%。成本方面，化工单位完全成本为 1197 元/吨，同比下降 12.6%。该板块 25H1 实现营业利润-45.2 亿元，同比增亏，其中 Q1 和 Q2 分别为-13.6、-31.6 亿元。

➤ **投资建议：**石化行业“反内卷”有望推动炼油化工业务盈利能力修复，且在央企市值考核背景下，公司估值有望提升。我们预计，2025~2027 年归母净利润分别为 402.93/442.90/491.46 亿元，EPS 分别为 0.33/0.37/0.41 元/股，对应 2025 年 8 月 21 日的 PE 分别为 18/16/14 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原油价格波动的风险，化工品景气度下行的风险，下游需求不及预期的风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,074,562	2,487,498	2,433,433	2,329,752
增长率 (%)	-4.3	-19.1	-2.2	-4.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	50,313	40,293	44,290	49,146
增长率 (%)	-16.8	-19.9	9.9	11.0
每股收益 (元)	0.41	0.33	0.37	0.41
PE	14	18	16	14
PB	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 21 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

5.86 元



#### 分析师 周泰

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

#### 分析师 李航

执业证书：S0100521110011

邮箱：lihang@mszq.com

#### 分析师 王姗姗

执业证书：S0100524070004

邮箱：wangshanshan\_yj@mszq.com

#### 分析师 卢佳琪

执业证书：S0100525060003

邮箱：lujiaqi@mszq.com

### 相关研究

- 中国石化 (600028.SH) 2025 年一季报点评：炼油和营销拖累业绩，股东增持彰显信心-2025/04/29
- 中国石化 (600028.SH) 2024 年年报点评：高比例分红延续，高股息彰显价值-2025/03/24
- 中国石化 (600028.SH) 2024 年三季报点评：24Q3 库存收益和石化品毛利下降致使利润环比下滑-2024/10/29
- 中国石化 (600028.SH) 2024 年半年报点评：24H1 业绩同比增长，分红承诺提高彰显信心-2024/08/26
- 中国石化 (600028.SH) 2024 年一季报点评：上游产量稳步增长，下游成本管控持续强化-2024/04/29

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3074562	2487498	2433433	2329752
营业成本	2598935	2084359	2020755	1919203
营业税金及附加	267315	223875	219009	209678
销售费用	61422	62187	65703	65233
管理费用	58021	49750	53536	53584
研发费用	15215	14925	14601	13979
EBIT	81379	62227	69441	77277
财务费用	11174	12229	13614	14203
资产减值损失	-6702	-6491	-6335	-6089
投资收益	15889	12855	12576	12040
营业利润	72257	57954	63624	70516
营业外收支	-1744	-776	-776	-776
利润总额	70513	57178	62849	69740
所得税	12966	10864	11941	13251
净利润	57547	46314	50908	56490
归属于母公司净利润	50313	40293	44290	49146
EBITDA	191622	173435	182537	192171

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	146799	120595	152251	181183
应收账款及票据	44333	36382	35591	34074
预付款项	6429	4715	4570	4339
存货	256595	195061	189073	179517
其他流动资产	70359	61666	61100	60015
流动资产合计	524515	418419	442585	459129
长期股权投资	246819	246819	246819	246819
固定资产	717105	755698	792615	827621
无形资产	137983	140983	143983	146983
非流动资产合计	1560256	1601929	1630114	1654760
资产合计	2084771	2020348	2072699	2113889
短期借款	48231	46231	51231	50231
应付账款及票据	256597	202680	196458	186529
其他流动负债	368409	308751	302238	291449
流动负债合计	673237	557662	549927	528209
长期借款	184934	185934	190934	195934
其他长期负债	250307	285867	317869	349871
非流动负债合计	435241	471801	508803	545805
负债合计	1108478	1029463	1058730	1074014
股本	121282	121245	121245	121245
少数股东权益	156371	162392	169010	176353
股东权益合计	976293	990885	1013969	1039875
负债和股东权益合计	2084771	2020348	2072699	2113889

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-4.29	-19.09	-2.17	-4.26
EBIT 增长率	-18.57	-23.53	11.59	11.28
净利润增长率	-16.79	-19.91	9.92	10.96
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	15.47	16.59	17.35	18.04
净利润率	1.64	1.62	1.82	2.11
总资产收益率 ROA	2.41	1.99	2.14	2.32
净资产收益率 ROE	6.14	4.86	5.24	5.69
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.78	0.75	0.80	0.87
速动比率	0.33	0.32	0.38	0.45
现金比率	0.22	0.22	0.28	0.34
资产负债率 (%)	53.17	50.95	51.08	50.81
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	5.44	5.84	5.32	5.38
存货周转天数	35.15	39.18	34.38	34.74
总资产周转率	1.50	1.21	1.19	1.11
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.41	0.33	0.37	0.41
每股净资产	6.76	6.83	6.97	7.12
每股经营现金流	1.23	1.04	1.34	1.39
每股股利	0.29	0.23	0.25	0.28
<b>估值分析</b>				
PE	14	18	16	14
PB	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.55	6.13	5.83	5.54
股息收益率 (%)	4.88	3.92	4.30	4.78

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	57547	46314	50908	56490
折旧和摊销	110243	111208	113096	114894
营运资金变动	-27833	-38322	-9712	-12520
经营活动现金流	149360	126017	162779	168766
资本开支	-137342	-128177	-125523	-123874
投资	-10126	0	0	0
投资活动现金流	-161240	-124354	-112947	-111834
股权募资	15458	0	0	0
债务募资	44398	30002	41002	35002
筹资活动现金流	-19237	-27867	-18176	-28000
现金净流量	-30464	-26204	31656	28933

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048