

宝丰能源（600989.SH）

扣非归母净利同环比提升，规模效应持续释放

优于大市

核心观点

公司三季度归母净利润同比大幅提升。公司 2025 年三季度营收 127.3 亿元（同比+72.5%，环比+5.6%），归母净利润 32.3 亿元（同比+162.3%，环比-1.5%），扣非归母净利润 33.9 亿元（同比+144.0%，环比+13.7%）；毛利率/净利率为 38.4%/25.4%，期间费用率 7.5%。三季度内蒙古烯烃项目持续释放产能，聚烯烃产销量同比大幅增长，毛利率同环比提升，驱动利润端同比高增。

聚烯烃产能扩张持续，贡献利润增量。2025 年三季度公司聚乙烯/聚丙烯销量为 67.82/66.71 万吨（同比+171%/+165%，环比+6%/+6%），增量核心来自内蒙古煤制烯烃项目的满产贡献。三季度国内聚烯烃市场受原油波动、终端需求分化影响，公司聚乙烯/聚丙烯不含税平均售价 6439/6180 元/吨（同比-8%/-9%，环比-1%/-3%）。公司聚烯烃产能扩张持续，宁东四期烯烃 4 月已开工建设，计划于 2026 年底建成投产；新疆烯烃项目、内蒙二期烯烃项目前期工作正在积极推进。

EVA/LDPE 产销同比增长。公司 EVA/LDPE 产品三季度产量/销量 5.39/5.67 万吨（同比+84%/+118%，环比-8%/-9%），平均售价 8733 元/吨，同比+7%，环比基本持平。EVA 装置主要原料自主供应，产业链协同发展实现成本优化。

焦炭价格环比有所修复。2025 年三季度公司焦炭销量 177.39 万吨（同比+0.2%，环比+4.2%），需求端有所回暖，带动销量环比改善；不含税平均售价 1005 元/吨（同比-23%，环比+7%）。受钢铁行业需求边际改善带动，叠加焦煤成本上涨助推，焦炭价格环比有所修复。

煤制烯烃成本优势仍存。2025 年 1-9 月公司主要原材料采购价格保持低位，气化原料煤/炼焦精煤/动力煤的平均采购单价分别为 448/740/325 元/吨，同比分别-19%/-32%/-24%。三季度内蒙古 5200 大卡原煤坑口价为 487 元/吨（同比-26%，环比+13%），煤价环比提升增加成本压力，但公司内蒙古基地成本进一步优化助力毛利率提升。据卓创资讯，2025 年三季度煤制与油制烯烃平均成本分别为 6338/7456 元/吨，煤制烯烃成本优势约为 1119 元/吨，仍有较大优势。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司主营产品聚烯烃产能扩张贡献利润增量，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 122.06/124.13/132.67 亿元，对应 EPS 为 1.66/1.69/1.81 元，当前股价对应 PE 为 10.4/10.2/9.6X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	29,136	32,983	51,456	56,036	61,639
(+/-%)	2.5%	13.2%	56.0%	8.9%	10.0%
归母净利润(百万元)	5651	6338	12206	12413	13267
(+/-%)	-10.3%	12.2%	92.6%	1.7%	6.9%
每股收益(元)	0.77	0.86	1.66	1.69	1.81
EBIT Margin	24.4%	25.9%	29.7%	27.4%	26.2%
净资产收益率(ROE)	14.7%	14.7%	24.4%	21.6%	20.4%
市盈率(PE)	22.5	20.0	10.4	10.2	9.6
EV/EBITDA	18.0	16.2	8.6	8.3	7.8
市净率(PB)	3.29	2.95	2.53	2.21	1.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学原料

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

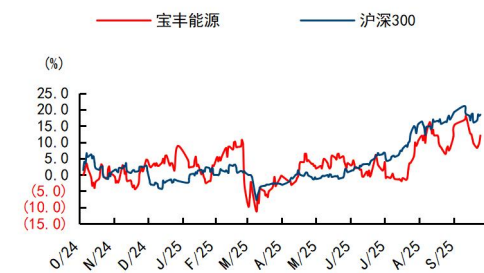
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.30 元
总市值/流通市值	126867/126867 百万元
52 周最高价/最低价	18.55/13.85 元
近 3 个月日均成交额	726.38 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宝丰能源（600989.SH）-二季度归母净利润再创新高，聚烯烃贡献增量》——2025-08-22

《宝丰能源（600989.SH）-二季度归母净利润同环比提升，内蒙古烯烃贡献增量》——2025-07-14

《宝丰能源（600989.SH）-一季度归母净利高增，聚烯烃量利齐升》——2025-04-22

《宝丰能源（600989.SH）-一季度归母净利同环比提升，内蒙古烯烃逐步放量》——2025-04-10

《宝丰能源（600989.SH）-四季度归母净利提升，内蒙烯烃项目逐步投产》——2025-03-12

公司三季度归母净利润同比大幅提升。公司 2025 年三季度营收 127.3 亿元（同比+72.5%，环比+5.6%），归母净利润 32.3 亿元（同比+162.3%，环比-1.5%），扣非归母净利润 33.9 亿元（同比+144.0%，环比+13.7%）。毛利率为 38.3%（同比+4.2pct，环比+0.4pct），净利率为 25.4%（同比+8.7pct，环比-1.8pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.2%、2.6%、2.4%、2.3%，总费用率 7.5%（同比-2.1pct，环比-1.2pct）。三季度内蒙古烯烃项目持续释放产能，聚烯烃产销量同比大幅增长，毛利率同环比提升，驱动利润端同比高增。

图1: 宝丰能源季度营业收入（亿元）



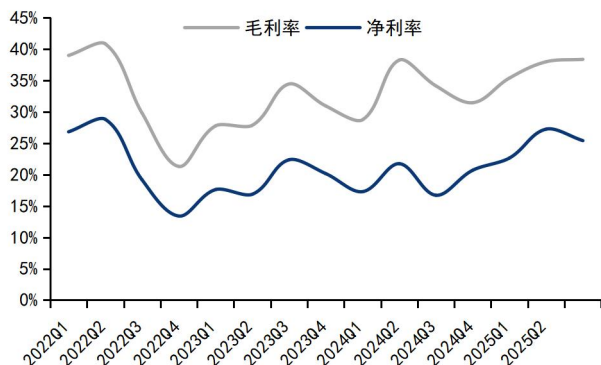
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 宝丰能源季度归母净利润（亿元）



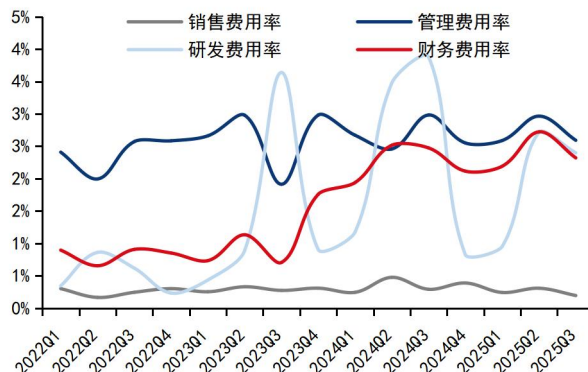
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 宝丰能源季度毛利率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 宝丰能源季度销售、管理、研发、财务费用率



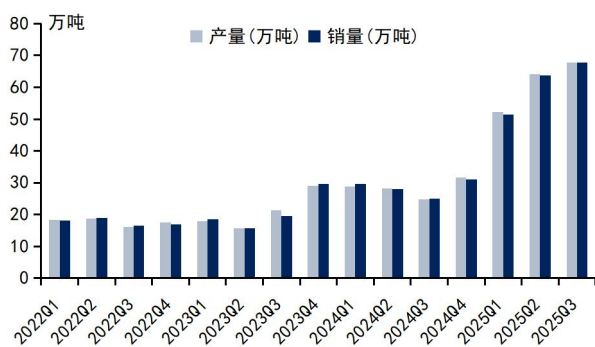
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

聚烯烃产能扩张持续，贡献利润增量。2025 年三季度公司聚乙烯/聚丙烯销量为 67.82/66.71 万吨（同比+171%/+165%，环比+6%/+6%），增量核心来自内蒙古煤制烯烃项目的满产贡献。三季度国内聚烯烃市场受原油波动、终端需求分化影响，公司聚乙烯/聚丙烯不含税平均售价 6439/6180 元/吨（同比-8%/-9%，环比-1%/-3%）。公司聚烯烃产能扩张持续，宁东四期烯烃 4 月已开工建设，计划于 2026 年底建成投产；新疆烯烃项目、内蒙二期烯烃项目前期工作正在积极推进。

EVA/LDPE 产销同比增长。公司 EVA/LDPE 产品三季度产量/销量 5.39/5.67 万吨（同比+84%/+118%，环比-8%/-9%），平均售价 8733 元/吨，同比+7%，环比基本持平。EVA 装置主要原料自主供应，产业链协同发展实现成本优化。

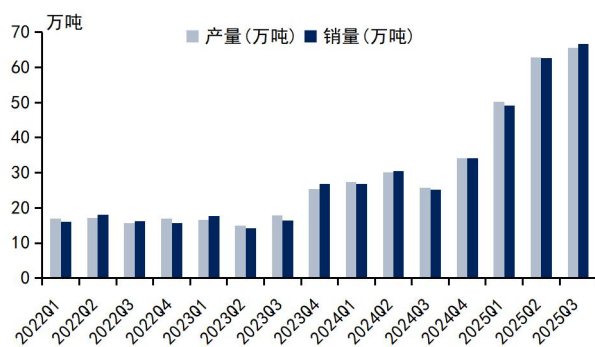
焦炭价格环比有所修复。2025 年三季度公司焦炭销量 177.39 万吨（同比+0.2%，环比+4.2%），需求端有所回暖，带动销量环比改善；不含税平均售价 1005 元/吨（同比-23%，环比+7%）。受钢铁行业需求边际改善带动，叠加焦煤成本上涨助推，焦炭价格环比有所修复。

图5：宝丰能源聚乙烯产销量（万吨）



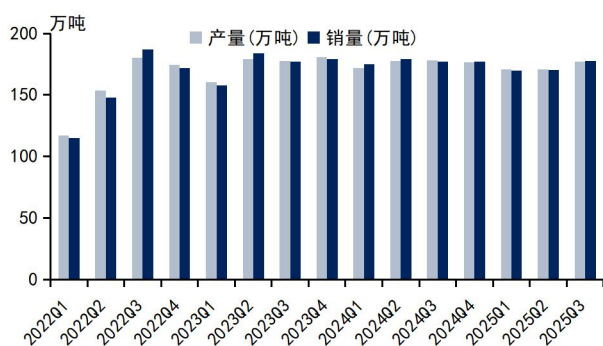
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：宝丰能源聚丙烯产销量（万吨）



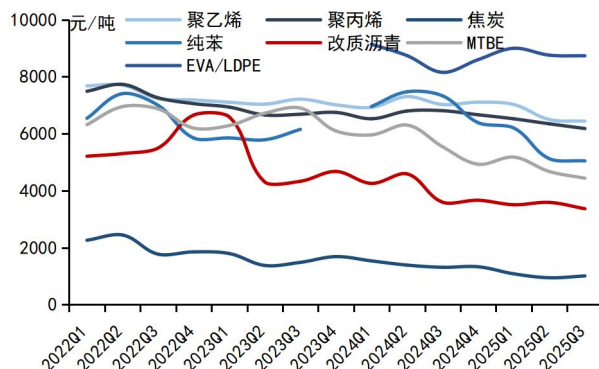
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：宝丰能源焦炭产销量（万吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：宝丰能源主营产品价格（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

煤制烯烃成本优势仍存。2025 年 1-9 月公司主要原材料采购价格保持低位，气化原料煤/炼焦精煤/动力煤的平均采购单价分别为 448/740/325 元/吨，同比分别-19%/-32%/-24%。三季度内蒙古 5200 大卡原煤坑口价为 487 元/吨（同比-26%，环比

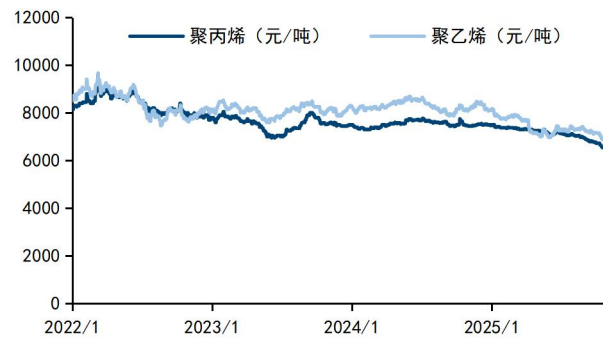
+13%)，煤价环比提升增加成本压力，但公司内蒙古基地成本进一步优化助力毛利率提升。据卓创资讯，2025 年三季度煤制与油制烯烃平均成本分别为 6338/7456 元/吨，煤制烯烃成本优势约为 1119 元/吨，仍有较大优势。

图9：油制与煤制烯烃成本对比（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图10：聚乙烯及聚丙烯市场价格（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司主营产品聚烯烃产能扩张贡献利润增量，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 122.06/124.13/132.67 亿元，对应 EPS 为 1.66/1.69/1.81 元，当前股价对应 PE 为 10.4/10.2/9.6 X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（百万元）	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	25.08	53,250.36	1.84	1.60	1.89	13.6	15.7	13.3	1.7
601088.SH	中国神华	无评级	42.22	838,848.91	2.95	2.55	2.64	14.3	16.5	16.0	2.1
002648.SZ	卫星化学	优于大市	18.19	61,275.67	1.80	1.98	2.21	10.1	9.2	8.2	2.0
600989.SH	宝丰能源	优于大市	17.30	126,867.13	0.87	1.66	1.69	19.9	10.4	10.2	2.8

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2025 年 10 月 23 日，无评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1283	2477	1973	11216	16682	营业收入	29136	32983	51456	56036	61639
应收款项	89	59	92	124	119	营业成本	20279	22050	32738	37036	41311
存货净额	1292	1575	2100	2327	2631	营业税金及附加	467	645	859	976	1102
其他流动资产	770	675	1320	1355	1444	销售费用	86	117	155	178	200
流动资产合计	3435	4786	5484	15022	20875	管理费用	769	875	1230	1362	1497
固定资产	55758	73342	80081	81148	85832	研发费用	431	756	1180	1133	1357
无形资产及其他	5154	5027	4901	4776	4650	财务费用	327	744	839	690	513
投资性房地产	5656	4756	4756	4756	4756	投资收益	39	16	18	18	18
长期股权投资	1628	1655	1683	1711	1739	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	71630	89566	96906	107412	117852	其他收入	(462)	(739)	(1180)	(1133)	(1357)
短期借款及交易性金融负债	3471	7119	5338	5126	5678	营业利润	6786	7828	14475	14680	15678
应付款项	1948	1489	2566	2824	2957	营业外净收支	(319)	(542)	(425)	(425)	(425)
其他流动负债	8894	12642	13651	16692	19076	利润总额	6467	7286	14051	14255	15253
流动负债合计	14313	21250	21555	24642	27711	所得税费用	816	949	1845	1842	1987
长期借款及应付债券	17524	21513	21513	21513	21513	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	1257	3797	3772	3747	3722	归属于母公司净利润	5651	6338	12206	12413	13267
长期负债合计	18780	25310	25285	25260	25235	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	33094	46560	46839	49901	52945	净利润	5651	6338	12206	12413	13267
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	8	(8)	0	0	0
股东权益	38537	43006	50067	57511	64907	折旧摊销	1788	2149	4836	5916	6852
负债和股东权益总计	71630	89566	96906	107412	117852	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	327	744	839	690	513
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	3037	6563	858	2980	2104
每股收益	0.77	0.86	1.66	1.69	1.81	其它	(8)	8	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.21	0.44	0.70	0.68	0.80	经营活动现金流	10475	15050	17899	21309	22223
每股净资产	5.25	5.86	6.83	7.84	8.85	资本开支	0	(19616)	(11449)	(6857)	(11410)
ROIC	11%	11%	17%	17%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	15%	15%	24%	22%	20%	投资活动现金流	(1628)	(19644)	(11477)	(6885)	(11438)
毛利率	30%	33%	36%	34%	33%	权益性融资	3	149	0	0	0
EBIT Margin	24%	26%	30%	27%	26%	负债净变化	6612	3989	0	0	0
EBITDA Margin	31%	32%	39%	38%	37%	支付股利、利息	(1545)	(3206)	(5145)	(4968)	(5871)
收入增长	2%	13%	56%	9%	10%	其它融资现金流	(19860)	4073	(1781)	(212)	552
净利润增长率	-10%	12%	93%	2%	7%	融资活动现金流	(9722)	5787	(6926)	(5181)	(5320)
资产负债率	46%	52%	48%	46%	45%	现金净变动	(875)	1194	(504)	9243	5466
股息率	1.2%	2.5%	4.1%	3.9%	4.6%	货币资金的期初余额	2158	1283	2477	1973	11216
P/E	22.5	20.0	10.4	10.2	9.6	货币资金的期末余额	1283	2477	1973	11216	16682
P/B	3.3	2.9	2.5	2.2	2.0	企业自由现金流	0	(3476)	7532	15406	11612
EV/EBITDA	18.0	16.2	8.6	8.3	7.8	权益自由现金流	0	4586	5022	14593	11718

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032