

2025年10月28日

## 买入（维持）

报告原因：业绩点评

## 证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

|             |             |
|-------------|-------------|
| 数据日期        | 2025/10/28  |
| 收盘价         | 17.31       |
| 总股本(万股)     | 703,910     |
| 流通A股/B股(万股) | 703,910/0   |
| 资产负债率(%)    | 76.41%      |
| 市净率(倍)      | 1.88        |
| 净资产收益率(加权)  | 7.79        |
| 12个月内最高/最低价 | 18.00/13.65 |



## 相关研究

《恒力石化（600346）：石化周期底部盈利暂时承压，“反内卷”下龙头优势有望凸显——公司简评报告》  
2025.08.25

《恒力石化（600346）：盈利显韧性，分红重回报——公司简评报告》  
2025.04.23

《恒力石化（600346）：原料波动影响产品价格及库存，不改炼化优质龙头属性——公司简评报告》  
2024.10.29

## 恒力石化（600346）：三季度盈利略超预期，周期底部展现龙头韧性

——公司简评报告

## 投资要点

- **成本优化与毛利率修复驱动单季净利同比增长：**公司前三季度实现营收1574.67亿元，同比减少11.46%；归母净利润50.23亿元，同比减少1.61%。其中，第三季度单季营收535.24亿元，同比下滑17.99%，但归母净利润19.72亿元，同比大幅增长81.47%。前三季度营收同比下滑主因是炼化产品（营收同比-6.02%）和PTA（营收同比-17.55%）业务承压，但受益于原油价格波动趋稳后毛利率改善，公司单季营业成本降幅达25.62%（447.42亿元），显著快于营收降幅，反映公司通过精细化管理有效对冲原料价格波动。面对炼化行业产能结构性矛盾，公司依托“油煤化”融合平台（煤制氢降低炼化成本）和全产业链协同，维持成本优势。
- **分红政策稳定股东回报，现金流支撑长期发展：**公司2025年前三季度实现经营性现金流净额201.34亿元，同比基本持平（同比+0.09%）。截至三季度末，公司货币资金较上年末增加17.42%，达362.09亿元。公司持续践行高比例分红，2025年首次实施了“年度+中期”分红，每股派发现金红利0.08元（含税），合计派现5.63亿元（含税），进一步增强了市场信心。
- **“反内卷”趋势下石化行业有望走出底部，龙头或率先受益：**自2024年起，国家层面多次强调要综合整治“内卷式”竞争，规范地方招商引资行为。石化行业近年供给过剩现象突出，有望成为“反内卷”重要领域。另外，海外石化企业退出整合事件频发，我国炼化一体化优势有望更具国际竞争力。恒力石化作为民营大炼化龙头，公司拥有2000万吨/年炼化一体化项目、500万吨/年现代煤化工装置、150万吨/年乙烯项目和1660万吨/年的PTA装置四大产能集群，同时在差异化纤维、功能性薄膜、工程塑料和可降解新材料等下游化工新材料领域拥有完善的产能布局，有望未来受益炼化新一轮景气周期。
- **盈利预测与投资评级：**根据最新财报，我们维持预测2025年-2027年公司EPS分别为1.10元、1.56元、1.81元。对应PE（以2025年10月28日收盘价计算）分别为15.77倍、11.07倍和9.57倍。我们看好公司分红持续增强的龙头属性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**石化产能出清不及预期风险；原料能源价格大幅波动风险；市场竞争加剧风险。

## 盈利预测与估值简表

|            | 2022A     | 2023A     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入(百万元)  | 222323.58 | 234790.67 | 236273.28 | 253463.46 | 259744.67 | 267117.14 |
| 同比增速(%)    | 12.30%    | 5.61%     | 0.63%     | 7.28%     | 2.48%     | 2.84%     |
| 归母净利润(百万元) | 2318.30   | 6904.60   | 7043.57   | 7728.85   | 11005.92  | 12737.11  |
| 同比增速(%)    | -85.07%   | 197.83%   | 2.01%     | 9.73%     | 42.40%    | 15.73%    |
| 毛利率(%)     | 8.21%     | 11.25%    | 9.86%     | 10.49%    | 11.81%    | 12.21%    |
| 每股盈利(元)    | 0.33      | 0.98      | 1.00      | 1.10      | 1.56      | 1.81      |
| ROE(%)     | 4.39%     | 11.51%    | 11.11%    | 11.28%    | 14.52%    | 15.11%    |
| PE(倍)      | 52.56     | 17.65     | 17.30     | 15.77     | 11.07     | 9.57      |

资料来源：同花顺，东海证券研究所 数据截至2025/10/28

## 附录：三大报表预测值

## 资产负债表

| 单位：百万元           | 2024A            | 2025E            | 2026E            | 2027E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 30836.64         | 38019.52         | 38961.70         | 40067.57         |
| 应收票据及账款          | 7236.29          | 7111.48          | 7282.60          | 7489.54          |
| 预付账款             | 2432.13          | 2253.30          | 2309.14          | 2374.69          |
| 其他应收款            | 441.30           | 715.58           | 733.32           | 754.13           |
| 存货               | 24251.46         | 28827.22         | 29497.62         | 30195.60         |
| 其他流动资产           | 8071.74          | 7304.70          | 7475.10          | 7675.12          |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>73269.56</b>  | <b>84231.80</b>  | <b>86259.48</b>  | <b>88556.64</b>  |
| 长期股权投资           | 745.87           | 804.75           | 863.64           | 922.52           |
| 固定资产             | 147444.49        | 151643.74        | 158015.86        | 161654.86        |
| 在建工程             | 38393.83         | 33795.37         | 22196.92         | 12598.46         |
| 无形资产             | 9147.17          | 9312.18          | 9469.18          | 9618.18          |
| 长期待摊费用           | 1980.55          | 2128.44          | 2140.33          | 2016.22          |
| 其他非流动资产          | 2101.40          | 2088.27          | 2075.14          | 2062.01          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>199813.31</b> | <b>199772.76</b> | <b>194761.07</b> | <b>188872.26</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>273082.87</b> | <b>284004.56</b> | <b>281020.55</b> | <b>277428.89</b> |
| 短期借款             | 79041.95         | 80079.01         | 74513.32         | 66677.17         |
| 应付票据及账款          | 20936.96         | 28371.38         | 28648.21         | 29326.09         |
| 其他流动负债           | 30900.39         | 31875.75         | 32341.16         | 33145.81         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>130879.31</b> | <b>140326.14</b> | <b>135502.70</b> | <b>129149.07</b> |
| 长期借款             | 72593.90         | 68932.70         | 63458.36         | 57756.13         |
| 其他非流动负债          | 6192.10          | 6192.10          | 6192.10          | 6192.10          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>78786.00</b>  | <b>75124.80</b>  | <b>69650.46</b>  | <b>63948.23</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>209665.31</b> | <b>215450.94</b> | <b>205153.15</b> | <b>193097.30</b> |
| 股本               | 7039.10          | 7039.10          | 7039.10          | 7039.10          |
| 资本公积             | 18845.17         | 18845.17         | 18845.17         | 18845.17         |
| 留存收益             | 37514.91         | 42640.61         | 49939.63         | 58386.76         |
| 归属母公司权益          | 63399.18         | 68524.88         | 75823.90         | 84271.03         |
| 少数股东权益           | 18.39            | 28.74            | 43.49            | 60.56            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>63417.56</b>  | <b>68553.62</b>  | <b>75867.39</b>  | <b>84331.59</b>  |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>273082.87</b> | <b>284004.56</b> | <b>281020.55</b> | <b>277428.89</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元          | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 税后经营利润          | 7053.01         | 6374.72         | 9656.18         | 11389.69        |
| 折旧与摊销           | 11038.42        | 11179.44        | 12150.57        | 13027.70        |
| 财务费用            | 5233.63         | 6744.10         | 6411.67         | 5847.80         |
| 其他经营资金          | 316.68          | 1706.29         | 1706.29         | 1706.29         |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>22732.57</b> | <b>30692.98</b> | <b>29639.50</b> | <b>32320.74</b> |
| 投资性现金净流量        | -20902.27       | -11538.72       | -7538.72        | -7538.72        |
| 筹资性现金净流量        | 7817.28         | -11971.39       | -21158.60       | -23676.16       |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>9521.14</b>  | <b>7182.88</b>  | <b>942.18</b>   | <b>1105.87</b>  |

## 利润表

| 单位：百万元     | 2024A     | 2025E     | 2026E     | 2027E     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入       | 236273.28 | 253463.46 | 259744.67 | 267117.14 |
| 营业成本       | 212983.33 | 226863.66 | 229077.24 | 234497.71 |
| 营业税金及附加    | 6423.61   | 6890.96   | 7061.73   | 7262.17   |
| 销售费用       | 326.43    | 371.59    | 380.80    | 391.61    |
| 管理费用       | 2204.68   | 2225.07   | 2280.21   | 2344.93   |
| 研发费用       | 1702.88   | 1826.78   | 1872.05   | 1925.18   |
| 财务费用       | 5233.63   | 6744.10   | 6411.67   | 5847.80   |
| 其他经营损益     | 127.30    | 83.92     | 83.92     | 83.92     |
| 投资收益       | -137.20   | -58.03    | -58.03    | -58.03    |
| 公允价值变动损益   | 325.00    | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 营业利润       | 8549.50   | 9568.43   | 13671.89  | 15839.65  |
| 其他非经营损益    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 利润总额       | 8819.79   | 9677.88   | 13781.35  | 15949.10  |
| 所得税        | 1766.78   | 1938.67   | 2760.68   | 3194.92   |
| 净利润        | 7053.01   | 7739.21   | 11020.67  | 12754.18  |
| 少数股东损益     | 9.44      | 10.36     | 14.75     | 17.07     |
| 归属母公司股东净利润 | 7043.57   | 7728.85   | 11005.92  | 12737.11  |
| EBITDA     | 25091.84  | 27601.42  | 32343.59  | 34824.60  |
| NPOLAT     | 9771.20   | 13044.80  | 16060.43  | 17343.02  |
| EPS(元)     | 1.00      | 1.10      | 1.56      | 1.81      |

## 主要财务比率

|             | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b> |        |        |        |        |
| 营收增长率       | 0.63%  | 7.28%  | 2.48%  | 2.84%  |
| EBIT增长率     | -1.30% | 16.85% | 22.96% | 7.94%  |
| EBITDA增长率   | 4.69%  | 10.00% | 17.18% | 7.67%  |
| 归母净利润增长率    | 2.01%  | 9.73%  | 42.40% | 15.73% |
| <b>盈利能力</b> |        |        |        |        |
| 毛利率         | 9.86%  | 10.49% | 11.81% | 12.21% |
| 净利率         | 2.99%  | 3.05%  | 4.24%  | 4.77%  |
| ROE         | 11.11% | 11.28% | 14.52% | 15.11% |
| ROA         | 2.58%  | 2.72%  | 3.92%  | 4.59%  |
| ROIC        | 4.95%  | 6.06%  | 7.38%  | 8.11%  |
| <b>估值倍数</b> |        |        |        |        |
| P/E         | 17.30  | 15.77  | 11.07  | 9.57   |
| P/S         | 0.52   | 0.48   | 0.47   | 0.46   |
| P/B         | 1.92   | 1.78   | 1.61   | 1.45   |
| 股息率         | 2.60%  | 2.14%  | 3.04%  | 3.52%  |
| EV/EBIT     | 18.49  | 16.50  | 12.87  | 11.31  |
| EV/EBITDA   | 10.35  | 9.82   | 8.04   | 7.08   |
| EV/NOPLAT   | 26.59  | 20.77  | 16.18  | 14.21  |

资料来源：同花顺，东海证券研究所

数据截至 2025/10/28

## 一、评级说明

|        | 评级 | 说明                            |
|--------|----|-------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%     |
|        | 看平 | 未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%     |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
|        | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间   |
|        | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%   |

## 二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8621 ) 20333619  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8610 ) 59707105  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089