

公司研究

Q3 归母净利润环比小幅改善，静待炼化景气修复

——中国石化（600028.SH/0386.HK）2025 年三季报点评

A 股：买入（维持）

当前价：5.52 元

H 股：买入（维持）

当前价：4.22 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：王礼沐

执业证书编号：S0930524040002

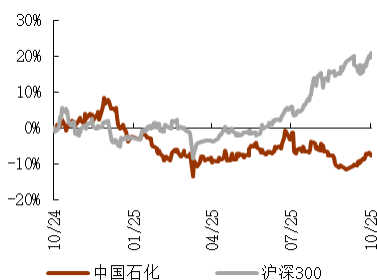
010-56513142

wanglimo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1211.78
总市值(亿元):	6689.00
一年最低/最高(元):	5.25/6.78
近 3 月换手率:	1.09%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.2	-19.4	-30.6
绝对	4.0	-4.6	-10.8

资料来源：Wind

相关研报

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：

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度，公司实现营业总收入 21134 亿元，同比-10.7%，实现归母净利润 300 亿元，同比-32.2%。2025Q3 单季，公司实现营业总收入 7044 亿元，同比-10.9%，环比+4.6%，实现归母净利润 85 亿元，同比-0.5%，环比+3.4%。

点评：

一、油价回升叠加炼油盈利修复，25Q3 归母净利润、现金流环比改善

2025 年前三季度，国际油价震荡下行，布油现货均价为 70.9 美元/桶，同比-14.4%。2025Q3 单季，受地缘政治和季节性景气影响，油价环比回升，布油期货均价为 68.17 美元/桶，同比-13.4%，环比+2.2%。2025 年前三季度，境内天然气消费量同比增长 2.0%；境内成品油需求主要受到可替代能源影响，消费量同比下降 4.0%；境内主要化工产品需求保持增长，乙烯当量消费量同比增长 8.1%，但受新增产集中投放影响，化工毛利处于低位。公司全面统筹生产经营，推进区域优化，深化挖潜增效，生产经营保持平稳，归母净利润环比小幅改善，前三季度经营活动现金流净额 1148 亿元，同比+13.0%。

2025 年前三季度，公司上游业务受油价同比下跌影响，实现息税前利润 381 亿元，同比-15.8%。炼油业务受库存损失同比收窄影响，实现息税前利润 70 亿元，同比+13.7%。受成品油需求下滑影响，营销及分销业务实现息税前利润 128 亿元，同比-35.6%。化工行业景气度触底，前三季度公司化工业务实现息税前利润-82 亿元，同比增亏 34 亿元。

二、分业务解读：上游盈利能力高位运行，炼化受行业景气度低迷影响

1、上游加强“增储上产”，油气当量产量同比增长 2.2%

2025 年前三季度，公司上游板块实现息税前利润 381 亿元，同比-15.8%，Q3 单季实现息税前利润 126 亿元，同比-12.4%，环比+5.7%，主要由于油价同比下跌。2025 年前三季度，公司原油实现价格 66.4 美元/桶，同比下降 10.2 美元/桶，自产天然气实现价格 1.78 元/方，同比下降 0.115 元/方。2025 年前三季度，公司勘探开发取得积极进展，油气当量产量同比增长 2.2%，其中国内原油产量 191 百万桶，同比+0.4%，天然气产量 311 亿方，同比+4.9%。公司积极降本增效，前三季度油气现金操作成本为 14.3 美元/桶，同比下降 0.7 美元/桶。

2、炼油需求下滑，加强产业链协同优化实现盈利同比增长

2025 年前三季度，公司炼油板块实现息税前利润 70 亿元，同比+13.7%，Q3 单季实现息税前利润 37 亿元，同比增利 45 亿元，环比增利 28 亿元，主要由于库存损失收窄，以及公司坚持产销一体运行，灵活调整产品结构和成品油收率。2025 年前三季度，公司加工原油 18641 万吨，同比-2.2%，生产成品油 11108 万吨，同比-4.7%，其中，汽油产量同比-4.1%，柴油产量同比-11.7%，煤油产量同比+6.5%。前三季度公司炼油毛利为 6.1 美元/桶，同比上升 0.5 美元/桶，现金操作成本为 3.9 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

2025 年前三季度，公司销售板块实现息税前利润 128 亿元，同比-35.6%，Q3 单季实现息税前利润 34 亿元，同比+0.8%，环比-23.9%，主要由于汽柴油需求下行和电动汽车快速发展。公司充分发挥网络优势，巩固油品市场份额，车用 LNG 经营量和充电量同比大幅增长，不断提升非油业务经营质量。2025 年前三季度，公司成品油总经销量 17149 万吨，同比-5.7%，其中境内成品油零售量 8267 万吨，同比-3.7%，境内成品油直销分销量 5041 万吨，同比-3.4%。前三季度公司非油业务实现利润 41.91 亿元，同比+5.4%。

4、化工景气度触底，化工分部增亏

2025 年前三季度，公司化工业务实现息税前利润-82 亿元，同比增亏 34 亿元，Q3 单季实现息税前利润-41 亿元，同比增亏 15 亿元，环比增亏 14 亿元，主要由于化工景气度低迷。公司大力降本减费，提升有边际效益的加工负荷。持续推进原料轻质化、多元化，优化装置运行，调整产品结构。加大新产品、高附加值产品开发力度。2025 年前三季度公司乙烯产量为 11588 万吨，同比+15.4%，化工单位完全加工成本为 1195 元/吨，同比下降 126 元/吨。

盈利预测、估值与评级

25Q3 公司业绩环比改善，但考虑到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 401（下调 11%）、462（下调 17%）、514（下调 22%）亿元，对应的 EPS 分别为 0.33、0.38、0.42 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	29,055	29,191	29,556
营业收入增长率	-3.19%	-4.29%	-5.50%	0.47%	1.25%
归母净利润（亿元）	605	503	401	462	514
归母净利润增长率	-8.81%	-16.79%	-20.22%	15.04%	11.35%
EPS（元）	0.51	0.41	0.33	0.38	0.42
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.50%	6.14%	4.76%	5.28%	5.64%
P/E（A 股）	10.9	13.3	16.7	14.5	13.0
P/E（H 股）	7.6	9.3	11.6	10.1	9.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-29；汇率：按 1HKD=0.9138CNY 换算 注：2023 年公司总股本为 1193.49 亿股，2024 年公司总股本为 1212.82 亿股，2025 年起公司总股本为 1211.78 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	29055	29191	29556
营业成本	27097	25989	24765	24815	25066
折旧和摊销	885	943	1338	1385	1436
税金及附加	2729	2673	2526	2538	2570
销售费用	612	614	580	583	590
管理费用	597	580	548	551	558
研发费用	140	152	144	144	146
财务费用	99	112	100	141	144
投资收益	58	159	159	159	159
营业利润	867	723	598	672	736
利润总额	861	705	580	654	719
所得税	161	130	107	120	132
净利润	700	575	474	534	587
少数股东损益	96	72	72	72	72
归属母公司净利润	605	503	401	462	514
EPS(元)	0.51	0.41	0.33	0.38	0.42

现金流量表 (亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1615	1494	1600	1582	2045
净利润	605	503	401	462	514
折旧摊销	885	943	1338	1385	1436
净营运资金增加	224	52	-349	367	22
其他	-99	-5	209	-632	73
投资活动产生现金流	-1559	-1612	-3274	-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	-1449	117	117
融资活动现金流	227	-192	1593	84	-417
股本变化	-5	19	-1	0	0
债务净变化	860	452	1880	363	-119
无息负债变化	-295	-47	-2024	-349	37
净现金流	283	-305	-81	7	17

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.6%	15.5%	14.8%	15.0%	15.2%
EBITDA 率	6.3%	6.1%	6.7%	7.1%	7.4%
EBIT 率	3.6%	3.0%	2.1%	2.3%	2.5%
税前净利润率	2.7%	2.3%	2.0%	2.2%	2.4%
归母净利润率	1.9%	1.6%	1.4%	1.6%	1.7%
ROA	3.5%	2.8%	2.3%	2.5%	2.7%
ROE (摊薄)	7.5%	6.1%	4.8%	5.3%	5.6%
经营性 ROIC	9.1%	6.9%	3.9%	4.1%	4.4%

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	0.57	0.58	0.59
速动比率	0.44	0.40	0.29	0.29	0.30
归母权益/有息债务	2.90	2.54	1.65	1.60	1.70
有形资产/有息债务	6.65	5.91	3.78	3.62	3.78

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	21008	21416	21763
货币资金	1650	1468	1387	1394	1411
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	487	443	394	396	401
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	261	321	282	284	287
存货	2509	2566	2445	2450	2475
其他流动资产	290	357	340	341	345
流动资产合计	5344	5245	4935	4952	5007
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	458	458	458
非流动资产合计	14922	15603	16073	16464	16756
总负债	10680	11085	10941	10955	10873
短期借款	598	482	2312	2625	2457
应付账款	2299	2089	2229	1874	1893
应付票据	291	477	455	456	460
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1139	1200	1183	1185	1188
流动负债合计	6471	6732	8601	8564	8428
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	112	113	117
非流动负债合计	4209	4352	2340	2391	2445
股东权益	9587	9763	10067	10461	10890
股本	1193	1213	1212	1212	1212
公积金	3404	3530	3531	3531	3531
未分配利润	3404	3440	3672	3994	4351
归属母公司权益	8058	8199	8431	8753	9109
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%	0.34%	0.48%	0.49%
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	0.12	0.13	0.14
每股经营现金流	1.35	1.23	1.32	1.31	1.69
每股净资产	6.75	6.76	6.96	7.22	7.52
每股销售收入	26.91	25.35	23.98	24.09	24.39

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A 股)	10.9	13.3	16.7	14.5	13.0
PB (A 股)	0.82	0.82	0.79	0.76	0.73
EV/EBITDA	4.9	5.7	6.5	6.4	6.0
股息率	3.6%	2.5%	2.1%	2.4%	2.6%

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所载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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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