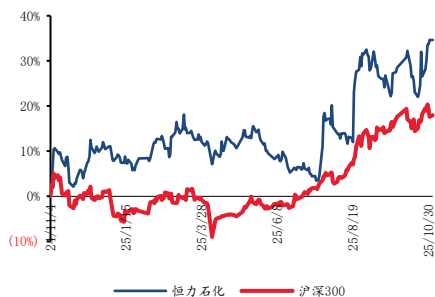


2025Q3 业绩超预期，或受益于行业“反内卷”

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	70.39/70.39
总市值/流通(亿元)	1,263.52/1,263.52
12 个月内最高/最低价(元)	18.28/13.65

相关研究报告

<<油价震荡及检修影响短期业绩，或受益于行业“反内卷”>>—2025-08-26

<<恒力石化(600346.SH):炼化板块盈利有望修复，新材料产能逐步投放>>—2025-04-23

证券分析师: 王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522120001

事件: 公司近期发布 2025 年三季报，期内实现营业收入 1575 亿元，同比下降 11.46%；实现归母净利润 50.23 亿元，同比下降 1.61%；其中 25Q3 单季度实现归母净利润 19.72 亿元，同比增长 81.47%。

25Q3 业绩超预期，民营大炼化龙头韧性显现。据公司公告，2025 年 1-9 月原油平均进价 3680 元/吨，较 2024 年同期的 4279 元/吨下降 13.99%；前三季度煤炭平均进价 555 元/吨，较 2024 年同期的 701 元/吨下降 20.82%；2025 年 1-9 月炼化产品平均售价 4995 元/吨，较 2024 年同期的 5510 元/吨下降 9.34%。2025Q3，公司实现归母净利润 19.7 亿元，同比增长 81.47%，环比增长 97.41%，盈利能力明显改善。公司主营业务囊括从“一滴油到万物”的炼化、芳烃、烯烃、基础化工、精细化工以及下游材料，“油、煤、化”产业链一体化的优势显现。

行业“反内卷”背景下，看好炼化板块景气修复。2025 年 5 月国家发改委强调，要加快淘汰炼油等行业低效落后产能；2025 年 6 月，五部委联合启动老旧装置摸底评估，聚焦在投产超 20 年的炼油、化肥等领域装置，精准直击供给端过剩这一痛点。叠加税改可能进一步压缩地炼空间，或推动落后产能加速退出。公司是民营大炼化龙头，拥有全产业链一体化的协同优势，持续打造“平台化+新材料”的价值成长，在政策支持、工艺技术、产业协同等方面优势突出，有望明显受益。

投资建议: 我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 71/89/105 亿元，对应当前股价 PE 分别为 18x、14x、12x，维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动、产品价格波动、项目进展不及预期、行业产能过剩风险、需求下滑、行业竞争加剧等。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	2,364	2,337	2,438	2,476
营业收入增长率(%)	0.65%	-1.13%	4.31%	1.56%
归母净利(亿元)	70	71	89	105
净利润增长率(%)	2.01%	0.50%	25.65%	18.21%
摊薄每股收益(元)	1.00	1.01	1.26	1.49
市盈率(PE)	15.35	17.85	14.21	12.02

资料来源: 携宁, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (亿元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	205	308	518	757	1033
应收和预付款项	23	30	30	31	31
存货	313	243	222	215	203
其他流动资产	121	151	161	173	184
流动资产合计	661	733	931	1176	1452
长期股权投资	6	7	8	9	10
投资性房地产	2	2	2	2	2
固定资产	1300	1470	1618	1707	1750
在建工程	488	384	269	188	132
无形资产开发支出	90	91	97	102	106
长期待摊费用	20	20	18	16	13
其他非流动资产	699	756	946	1190	1464
资产总计	2606	2731	2958	3214	3478
短期借款	670	790	869	947	1025
应付和预收款项	276	209	205	212	214
长期借款	706	723	790	857	925
其他负债	354	374	397	418	438
负债合计	2006	2097	2260	2434	2601
股本	70	70	70	70	70
资本公积	188	188	188	188	188
留存收益	341	373	437	519	616
归母公司股东权益	600	634	698	779	876
少数股东权益	0	0	0	0	1
股东权益合计	600	634	698	780	877
负债和股东权益	2606	2731	2958	3214	3478

现金流量表 (亿元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	235	227	298	344	388
投资性现金流	(388)	(209)	(182)	(189)	(189)
融资性现金流	99	78	94	84	78
现金增加额	(53)	95	210	238	277

资料来源：携宁，太平洋证券

利润表 (亿元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2349	2364	2337	2438	2476
营业成本	2084	2130	2085	2156	2176
营业税金及附加	92	64	75	80	76
销售费用	3	3	3	3	3
管理费用	20	22	21	22	22
财务费用	54	52	59	61	62
资产减值损失	(6)	(15)	(15)	(15)	(15)
投资收益	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动	4	3	2	2	2
营业利润	89	85	86	109	129
其他非经营损益	(0)	3	2	2	2
利润总额	89	88	89	111	132
所得税	20	18	18	22	26
净利润	69	71	71	89	105
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归母股东净利润	69	70	71	89	105

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	11.25%	9.86%	10.74%	11.55%	12.09%
销售净利率	2.94%	2.98%	3.03%	3.65%	4.25%
销售收入增长率	5.62%	0.65%	-1.13%	4.31%	1.56%
EBIT 增长率	109.16%	-2.45%	8.95%	16.41%	12.43%
净利润增长率	197.83%	2.01%	0.50%	25.65%	18.21%
ROE	11.51%	11.11%	10.15%	11.41%	12.00%
ROA	2.75%	2.64%	2.49%	2.89%	3.15%
ROIC	5.13%	4.73%	4.71%	5.03%	5.19%
EPS (X)	0.98	1.00	1.01	1.26	1.49
PE (X)	13.44	15.35	17.85	14.21	12.02
PB (X)	1.55	1.70	1.81	1.62	1.44
PS (X)	0.39	0.46	0.54	0.52	0.51
EV/EBITDA (X)	9.44	9.90	8.46	7.01	5.91

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供面许可任何机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。