

中国石化（600028.SH）/中国石油化工股份（00386.HK）

业绩承压，石化化工反内卷推进或带动公司景气度回升

买入(维持)-A / 买入(维持)-H

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,212,215	3,074,562	2,956,087	2,992,551	3,107,841
同比（%）	(3.19)	(4.29)	(3.85)	1.23	3.85
归母净利润（百万元）	60,463	50,313	40,526	48,003	53,425
同比（%）	(9.87)	(16.79)	(19.45)	18.45	11.29
EPS-最新摊薄（元/股）	0.50	0.42	0.33	0.40	0.44
P/E（A）	11.94	14.34	17.81	15.03	13.51
P/E（H）	8.24	9.90	12.29	10.38	9.32

投资要点

- **事件：**2025 年 11 月 27 日，在南京举行的 2025 世界智能制造大会上，工信部等六部委联合公布首批 15 家领航级智能工厂项目培育名单，中国石化镇海炼化是其中唯一入选的炼化企业。
- **2025 年前三季度，油价与产品价格下跌带来库存减利：**在中国企业会计准则下，2025 年前三季度，公司实现营业收入 21134 亿元，同比-10.7%；实现归母净利润 300 亿元，同比-32.2%。其中 2025Q3，公司实现营业收入 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%。
- **上游板块盈利缩窄：**2025Q1-3，勘探及开发板块营业利润 320 亿元，同比-61 亿元（同比-16%）。（1）**价：**2025Q1-3，油实现价格为 66.4 美元/桶（同比-13%）；自产气实现价格 7.14 美元/千立方英尺（同比-4.5%）。（2）**量：**天然气贡献油气产量增量。2025Q1-3，油气当量产量 394.48 百万桶油当量（同比+2.2%），其中石油净产量 211 百万桶（同比-0.06%），天然气 311 亿立方米（同比+4.9%）。
- **下游炼油景气度改善，化工板块仍然承压：**（1）**炼油：**2025Q1-3，炼油板块营业利润 61 亿元，同比+4 亿元（同比+7%），主要系公司坚持产销一体运行，统筹优化装置负荷，做大有效益的加工程度。发挥全球资源配置优势，优化采购节奏和库存运作，降低原油及原料油成本。灵活调整产品结构和成品油收率，增产航煤。2025Q1-3，公司成品油产量 1.1 亿吨，同比-552 万吨（同比-5%）。（2）**化工：**2025Q1-3，化工板块营业利润-74 亿元，同比亏损扩大，主要系国内新增产能持续释放，化工盈利水平低迷。
- **成品油销售板块盈利下降：**2025Q1-3，营销及分销板块营业利润 98 亿元，同比-69 亿元（同比-41%），主要系境内汽柴油销量下行；成品油总销量 1.7 亿吨，同比-1027 万吨（同比-5.7%）。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到油价整体下行导致的库存减利，以及公司各板块盈利情况，我们调整盈利预测，2025-2027 年公司归母净利润分别为 405、480、534 亿元（前值为 502、604、723 亿元）。根据 2025 年 12 月 5 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 17.8、15.0、13.5 倍，对应 H 股 PE 分别 12.3、10.4、9.3 倍。我们看好油价基本见底情况下，石化化工行业反内卷持续推进，公司炼油及化工业务盈利能力有望修复，维持“买入”评级。
- **风险提示：**地缘政治风险；宏观经济波动；成品油需求复苏不及预期。

2025 年 12 月 05 日

证券分析师 陈淑娴

执业证书：S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

证券分析师 周少玟

执业证书：S0600525070005

zhoushm@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

人民币/港币	600028 SH	00386 HK
收盘价	5.96	4.50
52 周价格范围	5.29/6.76	3.76/4.73
市净率（倍）	0.87	0.66
市值（百万）	721,686.05	544,897.19

相关研究

《中国石化(600028)：2025 年半年报业绩预告点评：25H1 业绩承压，未来受益于成品油反内卷与消费税改革》

2025-08-01

《中国石化(600028)：2025 年一季度报点评：业绩环比大幅改善，化工板块同比减亏》

2025-04-29

中国石化三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	524,515	399,067	554,397	495,081	营业总收入	3,074,562	2,956,087	2,992,551	3,107,841
货币资金及交易性金融资产	146,803	148,870	168,747	218,131	营业成本(含金融类)	2,598,935	2,510,123	2,541,725	2,643,567
经营性应收款项	53,375	40,647	56,461	44,112	税金及附加	267,315	256,982	253,653	253,835
存货	256,595	154,786	254,714	171,194	销售费用	61,422	59,122	59,851	62,157
合同资产	0	0	0	0	管理费用	58,021	53,210	53,866	55,941
其他流动资产	67,742	54,764	74,475	61,645	研发费用	15,215	13,302	13,466	13,985
非流动资产	1,560,256	1,579,411	1,584,885	1,582,355	财务费用	11,174	15,371	15,726	15,578
长期股权投资	246,819	266,819	286,819	306,819	加:其他收益	12,253	6,503	6,584	6,837
固定资产及使用权资产	881,447	904,351	916,425	914,774	投资净收益	15,889	10,346	10,474	10,877
在建工程	208,747	182,998	154,398	131,518	公允价值变动	(4,147)	0	0	0
无形资产	137,983	138,983	139,983	140,983	减值损失	(6,810)	(8,000)	(4,000)	(5,579)
商誉	6,493	6,493	6,493	6,493	资产处置收益	1,967	591	599	622
长期待摊费用	12,131	13,131	14,131	15,131	营业利润	72,257	57,419	67,920	75,535
其他非流动资产	66,636	66,636	66,636	66,636	营业外净收支	(1,744)	(500)	(500)	(500)
资产总计	2,084,771	1,978,478	2,139,282	2,077,436	利润总额	70,513	56,919	67,420	75,035
流动负债	673,237	552,993	696,403	615,029	减:所得税	12,966	11,384	13,484	15,007
短期借款及一年内到期的非流动负债	112,833	126,292	139,751	144,862	净利润	57,547	45,535	53,936	60,028
经营性应付款项	256,597	161,757	275,985	179,296	减:少数股东损益	7,234	5,009	5,933	6,603
合同负债	127,697	112,956	127,086	132,178	归属母公司净利润	50,313	40,526	48,003	53,425
其他流动负债	176,110	151,989	153,581	158,692	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.33	0.40	0.44
非流动负债	435,241	433,741	432,241	430,741	EBIT	81,379	69,852	76,573	85,193
长期借款	184,934	184,934	184,934	184,934	EBITDA	191,622	192,697	207,099	222,145
应付债券	25,562	25,562	25,562	25,562	毛利率(%)	15.47	15.09	15.06	14.94
租赁负债	154,904	153,404	151,904	150,404	归母净利率(%)	1.64	1.37	1.60	1.72
其他非流动负债	69,841	69,841	69,841	69,841	收入增长率(%)	(4.29)	(3.85)	1.23	3.85
负债合计	1,108,478	986,734	1,128,644	1,045,770	归母净利润增长率(%)	(16.79)	(19.45)	18.45	11.29
归属母公司股东权益	819,922	830,364	843,325	857,750					
少数股东权益	156,371	161,380	167,313	173,916					
所有者权益合计	976,293	991,744	1,010,638	1,031,666					
负债和股东权益	2,084,771	1,978,478	2,139,282	2,077,436					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	149,360	178,061	191,091	232,726	每股净资产(元)	6.76	6.86	6.96	7.08
投资活动现金流	(161,240)	(139,562)	(129,428)	(129,001)	ROIC(%)	4.65	3.81	4.09	4.47
筹资活动现金流	(19,237)	(36,432)	(41,786)	(54,342)	ROE-摊薄(%)	6.14	4.88	5.69	6.23
现金净增加额	(30,464)	2,067	19,878	49,384	资产负债率(%)	53.17	49.87	52.76	50.34
折旧和摊销	110,243	122,845	130,526	136,952	P/E(A)	14.34	17.81	15.03	13.51
资本开支	(137,342)	(128,909)	(118,901)	(118,878)	P/B(A)	0.88	0.87	0.86	0.84
营运资本变动	(27,833)	(6,188)	(5,501)	22,214	EV/EBITDA	5.96	5.52	5.09	4.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

注: 首页盈利预测与估值表格、三大财务预测表都为中石化A股模型数据, 首页P/E(H)采用中石化H股2025年12月5日收盘价计算, 港元兑人民币汇率0.91。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>