

# 恒力石化（600346）

## 2025 年年报点评：炼化龙头行稳致远，地缘冲突下有望明显受益

买入（维持）

2026 年 04 月 14 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

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	236,401	201,087	236,900	229,657	218,788
同比（%）	0.65	(14.94)	17.81	(3.06)	(4.73)
归母净利润（百万元）	7,044	7,075	10,278	12,012	12,824
同比（%）	2.01	0.44	45.28	16.87	6.77
EPS-最新摊薄（元/股）	1.00	1.01	1.46	1.71	1.82
P/E（现价&最新摊薄）	22.78	22.68	15.61	13.36	12.51

### 投资要点

- **事件 1:** 2026 年 4 月 14 日，公司发布 2025 年年报，实现营业总收入 210.87 亿元（同比-14.9%）；实现归母净利润 70.75 亿元（同比+0.4%）；实现扣非后归母净利润 59.49 亿元（同比+14.2%）。其中 2025Q4，公司实现营业收入 436.20 亿元（同比-25.5%，环比-18.5%）；实现归母净利润 20.52 亿元（同比+5.8%，环比+4.0%）；实现扣非后归母净利润 17.64 亿元（同比+202.9%，环比-6.6%）。业绩符合我们预期。
- **事件 2:** 公司发布 2026 年度“提质增效重回报”行动方案，公司将聚焦主营业务，锚定高质量发展目标，统筹市场拓展、精益运营和体系保障等重点任务，聚焦差异化功能性材料领域的技术空白与市场痛点，在前沿技术突破与尖端产品研发上精准发力。
- **三大业务板块稳步发展:** 1) **炼化产品板块:** 2025 年，板块实现营业收入 942.8 亿元（同比-12.8%），毛利率 20.9%（同比+7.78pct）。公司炼化板块主要产品情况：年产 520 万吨 PX、200 万吨纯苯、180 万吨纤维级乙二醇、85 万吨聚丙烯、72 万吨苯乙烯等。公司炼化生产的优势，主要源于超大型装置的规模效应与一体化布局的协同效应。2) **PTA 板块:** 2025 年，板块实现营业收入 572.3 亿元（同比-16.0%），毛利率 4.8%（同比+1.4pct）。公司拥有并运营全球领先的 PTA 产能，2025 年 PTA 产能达 1660 万吨/年，是行业内技术最先进、成本优势最显著的 PTA 生产供应商。2025 年，PTA 行业检修增加，企业通过减产、停产缓解供需压力，9-10 月 PTA 行业先后展开两次“反内卷”商讨，龙头企业率先减产，释放行业自律信号，产品利润率有所上升。3) **聚酯产品板块:** 2025 年，板块实现营业收入 399.8 亿元（同比-4.3%），毛利率 7.4%（同比-6.8pct）。公司聚酯产品种类丰富、规格齐全。但受需求传导滞后影响，下游聚酯整体盈利水平未实现明显改善，仅高端差别化品种成为盈利核心支撑。
- **重视股东回报，高分红政策延续:** 2025 年，公司首次实施中期分红 5.63 亿元，全年合计分红金额 26.04 亿元，合计分红比例 36.81%，继续保持高分红水准。随着公司后续资本开支力度下降，分红能力有望继续提升。
- **盈利预测与投资评级:** 地缘冲突推动油价大幅上行，主要炼化产品价格上涨。公司作为民营大炼化龙头，成本优势突出，全产业链布局优势明显。我们调整盈利预测，2026-2027 年公司归母净利润分别为 103、120 亿元（前值为 93、107 亿元），新增 2028 年盈利预测，2028 年公司归母净利润为 128 亿元。按 2026 年 4 月 14 日收盘价，对应 PE 分别 15.6、13.4、12.5 倍。我们看好公司优异的盈利水平，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 油价大幅波动风险、行业竞争加剧风险、主要原材料供应稳定性风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.79
一年最低/最高价	13.76/27.26
市净率(倍)	2.40
流通 A 股市值(百万元)	160,421.08
总市值(百万元)	160,421.08

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.49
资产负债率(% ,LF)	74.53
总股本(百万股)	7,039.10
流通 A 股(百万股)	7,039.10

### 相关研究

《恒力石化(600346): 2024 年年报 & 2025 年一季报点评: 盈利能力稳健, 打造“成长+回报”型企业》

2025-04-25

《恒力石化(600346): 2024 年一季报点评: Q1 净利同比高增, 新项目投产有望贡献业绩》

2024-04-23

恒力石化三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>71,170</b>	<b>87,229</b>	<b>102,343</b>	<b>117,657</b>	<b>营业总收入</b>	<b>201,087</b>	<b>236,900</b>	<b>229,657</b>	<b>218,788</b>
货币资金及交易性金融资产	31,191	46,187	61,930	79,105	营业成本(含金融类)	174,568	207,451	198,747	186,718
经营性应收款项	8,608	8,754	9,199	8,707	税金及附加	8,969	8,765	8,330	8,598
存货	23,712	24,779	23,739	22,302	销售费用	291	322	321	307
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,496	2,389	2,437	2,415
其他流动资产	7,658	7,508	7,475	7,543	研发费用	1,626	1,669	1,710	1,647
<b>非流动资产</b>	<b>191,089</b>	<b>183,361</b>	<b>175,030</b>	<b>166,208</b>	财务费用	4,383	4,495	4,270	4,034
长期股权投资	797	797	797	797	加:其他收益	2,101	1,954	2,194	2,061
固定资产及使用权资产	148,725	150,426	148,898	144,779	投资净收益	(34)	(71)	(80)	(60)
在建工程	29,157	20,025	13,520	9,116	公允价值变动	(180)	0	0	0
无形资产	8,911	8,613	8,315	8,017	减值损失	(1,337)	(100)	(100)	(100)
商誉	77	77	77	77	资产处置收益	2	1	2	2
长期待摊费用	2,059	2,059	2,059	2,059	<b>营业利润</b>	<b>9,308</b>	<b>13,591</b>	<b>15,857</b>	<b>16,971</b>
其他非流动资产	1,364	1,364	1,364	1,364	营业外净收支	113	119	167	133
<b>资产总计</b>	<b>262,259</b>	<b>270,589</b>	<b>277,373</b>	<b>283,866</b>	<b>利润总额</b>	<b>9,420</b>	<b>13,710</b>	<b>16,025</b>	<b>17,104</b>
<b>流动负债</b>	<b>127,743</b>	<b>129,981</b>	<b>129,551</b>	<b>128,345</b>	减:所得税	2,346	3,427	4,006	4,276
短期借款及一年内到期的非流动负债	90,263	90,263	90,263	90,263	<b>净利润</b>	<b>7,074</b>	<b>10,282</b>	<b>12,019</b>	<b>12,828</b>
经营性应付款项	14,794	18,339	17,983	16,408	减:少数股东损益	0	4	7	4
合同负债	10,280	9,317	9,271	9,543	<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,075</b>	<b>10,278</b>	<b>12,012</b>	<b>12,824</b>
其他流动负债	12,406	12,061	12,034	12,131	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.01	1.46	1.71	1.82
<b>非流动负债</b>	<b>67,725</b>	<b>67,725</b>	<b>67,725</b>	<b>67,725</b>	EBIT	13,902	18,205	20,295	21,139
长期借款	60,814	60,814	60,814	60,814	EBITDA	26,298	30,834	33,526	34,860
应付债券	499	499	499	499	毛利率(%)	13.14	12.43	13.46	14.66
租赁负债	64	64	64	64	归母净利率(%)	3.52	4.34	5.23	5.86
其他非流动负债	6,348	6,348	6,348	6,348	收入增长率(%)	(14.94)	17.81	(3.06)	(4.73)
<b>负债合计</b>	<b>195,468</b>	<b>197,706</b>	<b>197,276</b>	<b>196,070</b>	归母净利润增长率(%)	0.44	45.28	16.87	6.77
归属母公司股东权益	66,773	72,861	80,069	87,763					
少数股东权益	18	22	29	33					
<b>所有者权益合计</b>	<b>66,791</b>	<b>72,884</b>	<b>80,098</b>	<b>87,796</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>262,259</b>	<b>270,589</b>	<b>277,373</b>	<b>283,866</b>					

  

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	31,122	29,075	30,395	32,167	每股净资产(元)	9.49	10.35	11.37	12.47
投资活动现金流	(9,149)	(4,952)	(4,911)	(4,925)	最新发行在外股份(百万股)	7,039	7,039	7,039	7,039
筹资活动现金流	(23,323)	(9,048)	(9,742)	(10,067)	ROIC(%)	4.66	6.16	6.67	6.73
现金净增加额	(1,429)	14,996	15,742	17,175	ROE-摊薄(%)	10.59	14.11	15.00	14.61
折旧和摊销	12,396	12,629	13,231	13,722	资产负债率(%)	74.53	73.06	71.12	69.07
资本开支	(7,074)	(4,880)	(4,831)	(4,865)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.68	15.61	13.36	12.51
营运资本变动	6,628	1,175	198	655	P/B(现价)	2.40	2.20	2.00	1.83

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。

## 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>