


**公司评级**      **买入（上调）**

报告日期      2026年04月16日

**基础数据**

04月16日收盘价（元）	24.30
总市值（亿元）	1,710.50
总股本（亿股）	70.39

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

**相关研究**

【兴证化工】恒力石化（600346）2025年三季报点评：业绩环比显著改善，“反内卷”有望助力行业盈利修复-2025.10.31

【兴证化工】恒力石化（600346）2025年半年报点评：油价回落及检修致单季盈利短暂下滑，“反内卷”与海外产能退出有望共振加速行业修复-2025.08.27

【兴证化工】恒力石化（600346）2025年一季报点评：扣非净利环比高增，分红潜力可观-2025.04.23

**分析师：张樾樾**

 S0190526040002  
 zhangxixi@xyzq.com.cn

**分析师：刘梓涵**

 S0190523070006  
 liuzihan@xyzq.com.cn

**恒力石化(600346.SH)**

## 2025年全年盈利同比改善，海内外供给格局重塑优化有望加速行业修复

**投资要点：**

- **事件：**恒力石化发布2025年年报，报告期内公司实现营业收入2009.86亿元，同比下滑14.93%；实现归属上市公司股东的净利润70.75亿元，同比增长0.44%，实现扣非归母净利润59.49亿元，同比增长14.21%。其中2025Q4单季度实现营业收入436.02亿元，同比下滑25.48%，环比下滑18.49%；实现归母净利润20.52亿元，同比增长5.83%，环比增长4.04%；实现扣非归母净利润17.64亿元，同比增长202.86%，环比下滑6.62%。

公司同时发布《2025年度利润分配方案公告》。经董事会决议，公司本次拟向全体股东每股派发现金红利0.29元（含税）。截至公告发布日，公司总股本70.39亿股，以此计算合计拟派发现金红利20.41亿元（含税），连同半年度公司向全体股东每股派发现金红利0.08元（含税）（总额5.63亿元（含税）），2025年度公司累计派发的现金分红总额为26.04亿元，占2025年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润比例为36.81%。

- **成品油及烯烃价差有所改善，精细化运营降本增效助力公司全年业绩同比增长。**价差方面，据卓创资讯数据，2025年全年国内汽油/柴油-原油裂解价差分别平均为1162元/吨、927元/吨，同比分别扩大192元/吨、扩大185元/吨；乙烯/丙烯-石脑油均价差分别为219美元/吨、169美元/吨，同比分别扩大13美元/吨、扩大21美元/吨；PX-石脑油均价差237美元/吨，同比收窄50美元/吨。**量方面**，公司2025年全年实现炼化产品、PTA、新材料产品销售量分别1963万吨、1362万吨、566万吨，同比分别-1.7%、-0.4%、+0.3%。行业底部震荡背景下，公司不断推进精细化运营降本增效助力盈利改善：据公司年报披露，恒力炼化全年策划并实施技改优化项目114项（已完成57项），全年累计实现降本增效近10亿元；下游新材料板块聚焦高附加值产品结构优化，以高端化、差异化提升单位盈利水平，有效对冲大宗产品周期性压力。
- **地缘扰动有望加速全球行业格局重塑，同时国内供给端有望在顶层设计指导下不断优化，行业景气修复可期。**海外来看，近期地缘因素扰动下，炼化行业特别是乙烯环节供给端格局或正迎来重塑：霍尔木兹海峡通行受阻背景下，已有部分欧洲、日韩、东南亚等地区石化装置由于原油/石脑油供应受阻、能源成本上涨等因素而宣布不可抗力、降负乃至关停。相比之下，我国化工企业的能源、原料供给来源性相对多样，且装置运营成本控制水平、一体化程度相对更高，有望在供应链扰动中呈现出更强的抵御外部环境波动能力，从而受益于全球化工行业供给格局重塑。同时，地缘事件爆发前即已有较多海外乙烯装置宣布近年逐步退出/重整计划。国内来看，2025年9月工信部等七部门发布《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026年）》，其中提出“严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏……石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求”；2026年4月，工信部等七部门发布《加力推进石化化工行业老旧装置更新改造行动方案（2026-2029年）》指导老旧装置改造落地。综合来看，海外装置的逐步出清整合以及国内老旧装置改造有望形成合力，共同推动行业格局逐步改善。公司作为行业龙头企业有望从中充分受益。
- **上调至“买入”的投资评级。**恒力石化是我国石油化工行业的领军企业之一，公司当前已成功打通“原油-芳烃、烯烃-PTA、乙二醇-聚酯新材料”全产业链：上游方面，公司拥有2000万吨/年炼化一体化项目，配套520万吨/年PX产能及150万吨/年乙

烯产能；中游方面，公司为 PTA 行业的龙头企业，现阶段拥有 PTA 产能 1660 万吨/年；下游方面，公司产品种类丰富，应用领域广泛。当前公司本轮资本开支高峰已过，后续随精细化运营持续推进，回报股东能力有望进一步增强。我们调整公司 2026~2027 年 EPS 预测分别为 1.74 元、2.15 元并引入 2028 年 EPS 预测为 2.55 元，上调至“买入”的投资评级。

**风险提示：**油价及煤价大幅波动风险；下游需求不及预期风险；行业内企业投产计划调整风险。

### 主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	201087	259073	270188	280092
同比增长	-14.9%	28.8%	4.3%	3.7%
归母净利润（百万元）	7075	12235	15156	17959
同比增长	0.4%	72.9%	23.9%	18.5%
毛利率	13.1%	13.7%	14.6%	15.6%
ROE	10.6%	16.8%	18.9%	20.1%
每股收益（元）	1.01	1.74	2.15	2.55
市盈率	24.2	14.0	11.3	9.5

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>71170</b>	<b>80854</b>	<b>83847</b>	<b>85476</b>
货币资金	29453	30617	32898	34252
交易性金融资产	1739	2839	3739	4239
应收票据及应收账款	651	837	870	901
预付款项	1423	1809	1868	1914
存货	23712	29147	29046	28849
其他	14193	15605	15427	15322
<b>非流动资产</b>	<b>191089</b>	<b>183722</b>	<b>179491</b>	<b>179304</b>
长期股权投资	797	797	797	797
固定资产	148630	156950	158599	160885
在建工程	29157	13578	7789	5395
无形资产	8911	8724	8559	8415
商誉	77	77	77	77
其他	3517	3597	3669	3735
<b>资产总计</b>	<b>262259</b>	<b>264576</b>	<b>263337</b>	<b>264779</b>
<b>流动负债</b>	<b>127743</b>	<b>130942</b>	<b>128077</b>	<b>125542</b>
短期借款	71126	64126	58126	53126
应付票据及应付账款	14794	18932	19540	20021
其他	41823	47885	50411	52394
<b>非流动负债</b>	<b>67725</b>	<b>60805</b>	<b>54855</b>	<b>49855</b>
长期借款	60814	53814	47814	42814
其他	6911	6991	7041	7041
<b>负债合计</b>	<b>195468</b>	<b>191747</b>	<b>182932</b>	<b>175396</b>
股本	7039	7039	7039	7039
未分配利润	39502	43705	49010	55296
少数股东权益	18	17	15	13
<b>股东权益合计</b>	<b>66791</b>	<b>72829</b>	<b>80405</b>	<b>89383</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>262259</b>	<b>264576</b>	<b>263337</b>	<b>264779</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	7075	12235	15156	17959
折旧和摊销	12396	14211	15038	15963
营运资金的变动	6628	1479	2194	1819
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>31122</b>	<b>33226</b>	<b>37125</b>	<b>40354</b>
资本支出	-7074	-5994	-10013	-15031
长期投资	-946	-1046	-846	-546
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-9149</b>	<b>-7971</b>	<b>-11724</b>	<b>-16382</b>
债权融资	-17289	-13720	-11800	-10000
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-23323</b>	<b>-24012</b>	<b>-23121</b>	<b>-22617</b>
现金净变动	-1429	1165	2281	1354

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>201087</b>	<b>259073</b>	<b>270188</b>	<b>280092</b>
营业成本	174568	223382	230561	236241
税金及附加	8969	11550	12046	12488
销售费用	291	370	388	364
管理费用	2496	3211	3349	3472
研发费用	1626	2098	2188	2268
财务费用	4383	3763	3314	3309
投资收益	-34	-52	-54	-56
公允价值变动收益	-180	0	0	-100
信用减值损失	-8	-5	-3	-1
资产减值损失	-1329	-1196	-1076	-969
<b>营业利润</b>	<b>9308</b>	<b>16168</b>	<b>20047</b>	<b>23768</b>
营业外收支	113	123	134	146
<b>利润总额</b>	<b>9420</b>	<b>16292</b>	<b>20182</b>	<b>23915</b>
所得税	2346	4058	5027	5957
净利润	7074	12233	15154	17958
少数股东损益	0	-1	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>7075</b>	<b>12235</b>	<b>15156</b>	<b>17959</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>1.01</b>	<b>1.74</b>	<b>2.15</b>	<b>2.55</b>

**主要财务比率**

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	-14.9%	28.8%	4.3%	3.7%
营业利润增长率	8.9%	73.7%	24.0%	18.6%
归母净利润增长率	0.4%	72.9%	23.9%	18.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	13.1%	13.7%	14.6%	15.6%
归母净利率	3.5%	4.7%	5.6%	6.4%
ROE	10.6%	16.8%	18.9%	20.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74.5%	72.5%	69.5%	66.2%
流动比率	0.56	0.62	0.65	0.68
速动比率	0.31	0.34	0.37	0.40
<b>营运能力</b>				
资产周转率	75.1%	98.4%	102.4%	106.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.01	1.74	2.15	2.55
每股经营现金	4.42	4.72	5.27	5.73
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	24.2	14.0	11.3	9.5
PB	2.6	2.3	2.1	1.9

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyq.com.cn">research@xyq.com.cn</a>