

## 公司研究 | 点评报告 | 恒力石化 (600346.SH)

# 四季度利润企稳向好，炼化景气度触底反弹

### 报告要点

公司公布 2025 年年度报告，2025 年实现营业收入 2,010.87 亿元，同比下降 14.94%；归母净利润 70.75 亿元，同比上涨 0.44%；扣非归母净利润 59.49 亿元，同比上涨 14.21%。其中 2025 年第四季度实现营业收入 436.20 亿元，同比下降 25.49%，环比下降 18.50%；归母净利润 20.52 亿元，同比上升 5.83%，环比上升 4.04%；扣非归母净利润 17.64 亿元，同比上升 202.86%，环比下滑 6.62%。

### 分析师及联系人



魏凯

SAC: S0490520080009

SFC: BUT964



侯彦飞

SAC: S0490521050002

SFC: BVN517

恒力石化 (600346.SH)

2026-04-17

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 四季度利润企稳向好，炼化景气度触底反弹

### 事件描述

公司公布 2025 年年度报告，2025 年实现营业收入 2,010.87 亿元，同比下降 14.94%；归母净利润 70.75 亿元，同比上涨 0.44%；扣非归母净利润 59.49 亿元，同比上涨 14.21%。其中 2025 年第四季度实现营业收入 436.20 亿元，同比下降 25.49%，环比下降 18.50%；归母净利润 20.52 亿元，同比上升 5.83%，环比上升 4.04%；扣非归母净利润 17.64 亿元，同比上升 202.86%，环比下滑 6.62%。

### 事件评论

- 2025Q4 油价及产品价格均有所回落，炼化景气度保持平稳，芳烃景气度有所改善。** 芳烃链：2025Q4 国内 PX、PTA、MEG、POY 价格分别为 830 美元/吨、4616 元/吨、3933 元/吨、6497 元/吨，环比变动 0.4%、0.5%、-10.2%、-3.0%，价差均值分别为 1961、162、22、1091 元/吨，价差环比 4.2%、-5.8%、-76.8%、1.3%。烯烃链：乙烯、丙烯、丁二烯同石脑油的四季度价差均值分别为 1377、1278、2781 元/吨。对应价差环比-22%、-15%、-30%，整体显著承压。展望未来，一季度价差已有显著改善，随着全球炼化行业供需持续改善，景气度有望持续向好。
- 海外高成本装置退出趋势持续，地缘冲突导致部分中东装置出现不可抗力，当前海峡封锁将进一步加速全球芳烃及烯烃过剩产能出清。** 欧洲、日本、韩国等地区的部分裂解和基础化工装置，在原料、能源、碳成本及需求疲弱的多重压力下，已呈现持续收缩态势。2024 年 4 月以来欧洲已有多家裂解装置关闭，乙烯总产能削减约 430 万吨/年，约占欧洲乙烯产能 20%，韩国和日本部分油头化工装置也在加快退出或整合。同时，近期霍尔木兹海峡持续封锁背景下，原油及石脑油等烯烃装置原料供应受到较大影响，进一步加快老旧产能出清速度，如 3 月 6 日韩国乙烯生产商 YNCC 决定永久关停位于丽水工厂年产能分别为 90 万吨和 50 万吨的两套装置，YNCC 的乙烯年产能将从 230 万吨降至约 90 万吨。随着海外产能持续出清，芳烃及烯烃行业有望提前进入景气拐点。
- 行业内独具“油、煤、化”深度融合的大化工企业，公用工程配套完备。** 公司已构建以 2000 万吨/年原油和 600 万吨/年原煤加工及耦合能力为核心的原料转化体系，主要产出年产 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、60 万吨硫磺、40 万吨高密度聚乙烯、14 万吨丁二烯、26 万吨 PC、15 万吨 PS、30 万吨 ABS 等高端化工产品，煤化工年产 80 万吨甲醇、58 万吨液氨、100 万吨醋酸、30 万吨己二酸、8 万吨聚甲醛、25 万吨高纯氢及高热值甲烷燃料气等特色产品。同时，公司在园区内自备了国内最大的煤制氢装置，拥有总装机容量 920MW 的高功率热电厂，年供应低成本电力约 80 亿度、各级蒸汽约 9400 万吨；配备 2 个 30 万吨级原油码头、600 万吨自有原油罐区等，显著降低生产与运营成本
- 不考虑未来股本变动的情况下，预计公司 2026 年-2028 年的归母净利润分别 149.7 亿元、166.3 亿元、198.8 亿元，对应 2026 年 4 月 16 日收盘价 PE 分别为 11.4X、10.3X、8.6X，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 国际油价大幅下滑；
- 下游需求增速不及预期；
- 项目进度不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

### 公司基础数据

当前股价(元)	24.30
总股本(万股)	703,910
流通A股/B股(万股)	703,910/0
每股净资产(元)	9.49
近12月最高/最低价(元)	27.26/13.76

注：股价为 2026 年 4 月 16 日收盘价

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

### 相关研究

- 《三季度业绩超预期，反内卷下景气度触底反弹在即》2025-10-29
- 《反内卷下炼化景气度触底反弹在即》2025-08-28
- 《一季度业绩环比改善，景气度企稳向好》2025-04-22



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 风险提示

- 1、国际油价大幅下滑：油价大幅下滑将导致公司原料及产品出现大幅跌价损失，此外也将导致公司实际价差缩减明显，公司业绩将显著承压。
- 2、下游需求增速不及预期：终端需求不及预期将导致产品供需结构有所恶化，价差大幅下滑，公司业绩显著承压。
- 3、项目进度不及预期：如果公司规划项目进度不及预期将导致投产延期，影响产能放量。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>201087</b>	<b>290572</b>	<b>268971</b>	<b>281155</b>	货币资金	29453	40731	50366	62167
营业成本	174568	247664	225685	233807	交易性金融资产	1739	1739	1739	1739
<b>毛利</b>	<b>26519</b>	<b>42908</b>	<b>43286</b>	<b>47348</b>	应收账款	641	927	858	897
%营业收入	13%	15%	16%	17%	存货	23712	33641	30655	31758
营业税金及附加	8969	12960	11996	12540	预付账款	1423	2018	1839	1905
%营业收入	4%	4%	4%	4%	其他流动资产	14202	14624	14522	14580
销售费用	291	421	389	407	<b>流动资产合计</b>	<b>71170</b>	<b>93680</b>	<b>99980</b>	<b>113046</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	797	797	797	797
管理费用	2496	3607	3339	3490	投资性房地产	236	218	201	183
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	148630	146391	141540	133890
研发费用	1626	2349	2175	2273	无形资产	8911	8675	8438	8202
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	77	77	77	77
财务费用	4383	5674	5199	4352	递延所得税资产	550	550	550	550
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他非流动资产	31889	38789	42289	44389
加：资产减值损失	-1329	-950	-810	-710	<b>资产总计</b>	<b>262259</b>	<b>289176</b>	<b>293871</b>	<b>301133</b>
信用减值损失	-8	0	0	0	短期贷款	71126	63805	49854	31408
公允价值变动收益	-180	0	0	0	应付款项	10904	15470	14097	14604
投资收益	-34	-48	-45	-47	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>9308</b>	<b>19938</b>	<b>22147</b>	<b>26470</b>	应付职工薪酬	465	660	601	623
%营业收入	5%	7%	8%	9%	应交税费	2035	2940	2721	2845
营业外收支	113	0	0	0	其他流动负债	43213	49313	47479	48157
<b>利润总额</b>	<b>9420</b>	<b>19938</b>	<b>22147</b>	<b>26470</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>127743</b>	<b>132188</b>	<b>114752</b>	<b>97636</b>
%营业收入	5%	7%	8%	9%	长期借款	60814	68314	73814	78314
所得税费用	2346	4966	5516	6593	应付债券	499	499	499	499
净利润	7074	14972	16631	19878	递延所得税负债	37	37	37	37
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>7075</b>	<b>14973</b>	<b>16632</b>	<b>19879</b>	其他非流动负债	6375	6375	6375	6375
少数股东损益	0	-1	-1	-1	<b>负债合计</b>	<b>195468</b>	<b>207413</b>	<b>195477</b>	<b>182861</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.01</b>	<b>2.13</b>	<b>2.36</b>	<b>2.82</b>	归属于母公司所有者权益	66773	81747	98379	118257
					少数股东权益	18	17	16	15
					<b>股东权益</b>	<b>66791</b>	<b>81764</b>	<b>98395</b>	<b>118272</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>262259</b>	<b>289176</b>	<b>293871</b>	<b>301133</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>31122</b>	<b>32938</b>	<b>33434</b>	<b>36049</b>	<b>基本指标</b>				
取得投资收益收回现金	36	-48	-45	-47	每股收益	1.01	2.13	2.36	2.82
长期股权投资	-51	0	0	0	每股经营现金流	4.42	4.68	4.75	5.12
资本性支出	-1386	-9218	-6607	-3807	市盈率	24.18	11.42	10.28	8.60
其他	-7750	-6897	-3497	-2097	市净率	2.56	2.09	1.74	1.45
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-9149</b>	<b>-16163</b>	<b>-10149</b>	<b>-5951</b>	EV/EBITDA	11.48	8.00	7.12	5.91
债券融资	499	0	0	0	总资产收益率	2.7%	5.2%	5.7%	6.6%
股权融资	0	0	0	0	净资产收益率	10.6%	18.3%	16.9%	16.8%
银行贷款增加(减少)	-19390	179	-8451	-13946	净利率	3.5%	5.2%	6.2%	7.1%
筹资成本	-8353	-5675	-5199	-4352	资产负债率	74.5%	71.7%	66.5%	60.7%
其他	3921	0	0	0	总资产周转率	0.77	1.00	0.92	0.93
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-23323</b>	<b>-5496</b>	<b>-13650</b>	<b>-18298</b>					
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-1350</b>	<b>11279</b>	<b>9635</b>	<b>11801</b>					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。