

2026年04月20日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

成本优势筑牢盈利底盘，新材料布局引领成长

—恒力石化（600346.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

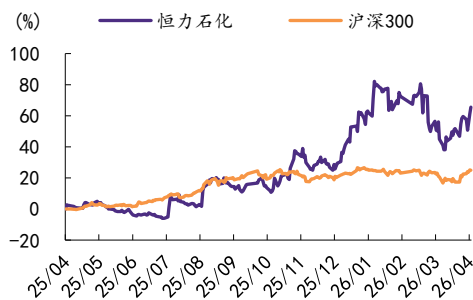
分析师：卢昊 S1050526020001
luhao@cfsc.com.cn
联系人：高铭谦 S1050124080006
gaomq@cfsc.com.cn

基本数据

2026-04-17

当前股价（元）	23.33
总市值（亿元）	1642
总股本（百万股）	7039
流通股本（百万股）	7039
52周价格范围（元）	13.87-26.74
日均成交额（百万元）	578.01

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

恒力石化发布 2025 年年度业绩报告：2025 年公司实现营业收入 2010.87 亿元，同比下滑 14.94%；实现归母净利润 70.75 亿元，同比增加 0.44%。其中，公司 2025Q4 单季度实现营业收入 436.20 亿元，同比下滑 25.49%，环比下滑 18.50%；实现归母净利润 20.52 亿元，同比增长 5.83%，环比增长 4.06%。

投资要点

■ 成本管控见效，一体化优势驱动盈利微增

公司 2025 年盈利微增主要归因于炼化主业成本管控见效及全产业链一体化协同带来的成本优势。2025 年公司通过 114 项技改优化实现降本增效近 10 亿元，叠加国际布伦特原油均价同比下降 14.4% 的有利成本环境，炼化产品毛利率同比大幅提升 7.78 个百分点至 20.91%，在营业收入同比下降 12.81% 的背景下实现以成本优势驱动盈利能力逆势增长；同时，公司依托“油、煤、化”深度融合的大化工平台，充分发挥自备电厂、自备码头、煤制氢等公用工程配套优势，进一步降低了生产运行成本，有效对冲了主要产品价格下行的压力。面对芳烃-PTA-聚酯产业链需求传导滞后、PTA 及聚酯产品价格承压的不利局面，公司采取产品结构优化的应对策略，炼化产品销量同比仅微降 1.72%，基本保持平稳，带动全年归母净利润同比增长 0.44%。

■ 费用结构优化，经营现金流显著改善

期间费用方面，公司 2025 年销售/管理/财务/研发费用率分别同比 0/+0.31/-0.03/+0.09 个百分点，其中管理费用率上升主要因管理费用绝对额增加且营业收入下降，财务费用率小幅下降得益于利息支出减少，研发费用率提升反映公司持续加大技术创新投入。现金流方面，2025 年公司经营活动产生的现金流量净额为 311.22 亿元，同比增长 36.90%，主要系付现成本降幅超过收入端降幅以及期货经纪业务中收到客户备付金大幅增加，净流入规模显著高于净利润，现金流整

体保持稳健。

■ 新材料项目稳步推进，打开未来成长空间

公司多个高附加值新材料项目稳步推进，年产 160 万吨高性能树脂及新材料项目已部分转固，年产 80 万吨功能性聚酯薄膜项目已转固 7 条线，年产 60 万吨功能性聚酯薄膜及锂电池隔膜项目部分转固，年产 60 万吨 BDO 项目已进入试生产状态。在建产能投放后，公司将在高端功能性膜材料、可降解材料、工程塑料等领域形成规模化产能，进一步打通“原油—烯烃—聚酯新材料”全产业链。随着新能源、光伏等新兴领域需求增长，公司作为最具成本竞争力的石化新材料龙头，将受益于国产替代及产能释放，成长空间打开。

■ 盈利预测

公司是国内民营大炼化头部企业，新材料产能迅速扩张，打开成长空间。预测公司 2026-2028 年归母净利润分别为 98.49、117.14、154.87 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16.7、14.0、10.6 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

产品价格不及预期；产品需求不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；行业政策变化等风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	201,087	240,224	241,278	220,552
增长率（%）	-14.9%	19.5%	0.4%	-8.6%
归母净利润（百万元）	7,075	9,849	11,714	15,487
增长率（%）	0.4%	39.2%	18.9%	32.2%
摊薄每股收益（元）	1.01	1.40	1.66	2.20
ROE（%）	10.6%	15.1%	18.6%	25.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产:				
现金及现金等价物	29,453	34,650	43,398	53,071
应收款	1,590	1,899	1,907	1,744
存货	23,712	29,594	29,429	26,030
其他流动资产	16,415	19,272	19,349	17,836
流动资产合计	71,170	85,414	94,084	98,681
非流动资产:				
金融类资产	1,739	1,739	1,739	1,739
固定资产	148,630	155,834	152,290	144,876
在建工程	28,521	11,408	4,563	1,825
无形资产	8,911	8,465	8,020	7,597
长期股权投资	797	797	797	797
其他非流动资产	4,230	4,230	4,230	4,230
非流动资产合计	191,089	180,735	169,901	159,325
资产总计	262,259	266,150	263,984	258,005
流动负债:				
短期借款	71,126	71,126	71,126	71,126
应付账款、票据	14,794	18,463	18,361	16,240
其他流动负债	31,542	31,542	31,542	31,542
流动负债合计	127,462	133,413	133,365	130,184
非流动负债:				
长期借款	61,313	61,313	61,313	61,313
其他非流动负债	6,412	6,412	6,412	6,412
非流动负债合计	67,725	67,725	67,725	67,725
负债合计	195,468	201,138	201,090	197,909
所有者权益				
股本	7,039	7,039	7,039	7,039
股东权益	66,791	65,012	62,895	60,096
负债和所有者权益	262,259	266,150	263,984	258,005

现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	7074	9848	11713	15486
少数股东权益	0	-1	-1	-1
折旧摊销	11668	10354	10812	10554
公允价值变动	-180	-180	-180	-180
营运资金变动	12559	-3377	30	1896
经营活动现金净流量	31122	16645	22375	27755
投资活动现金净流量	-9149	9909	10389	10153
筹资活动现金净流量	-16775	-11628	-13830	-18285
现金流量净额	5,197	14,926	18,934	19,623

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	201,087	240,224	241,278	220,552
营业成本	174,568	207,154	205,900	181,798
营业税金及附加	8,969	10,714	10,761	9,837
销售费用	291	348	349	319
管理费用	2,496	2,982	2,995	2,738
财务费用	4,383	4,634	4,389	4,118
研发费用	1,626	1,942	1,951	1,783
费用合计	8,796	9,906	9,684	8,958
资产减值损失	-1,329	-1,329	-1,329	-1,329
公允价值变动	-180	-180	-180	-180
投资收益	-34	-34	-34	-34
营业利润	9,308	13,002	15,485	20,509
加:营业外收入	122	122	122	122
减:营业外支出	10	10	10	10
利润总额	9,420	13,114	15,598	20,622
所得税费用	2,346	3,266	3,885	5,136
净利润	7,074	9,848	11,713	15,486
少数股东损益	0	-1	-1	-1
归母净利润	7,075	9,849	11,714	15,487

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业收入增长率	-14.9%	19.5%	0.4%	-8.6%
归母净利润增长率	0.4%	39.2%	18.9%	32.2%
盈利能力				
毛利率	13.2%	13.8%	14.7%	17.6%
四项费用/营收	4.4%	4.1%	4.0%	4.1%
净利率				
ROE	10.6%	15.1%	18.6%	25.8%
偿债能力				
资产负债率	74.5%	75.6%	76.2%	76.7%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	126.5	126.5	126.5	126.5
存货周转率	7.4	7.4	7.4	7.4
每股数据(元/股)				
EPS	1.01	1.40	1.66	2.20
P/E	23.2	16.7	14.0	10.6
P/S	0.8	0.7	0.7	0.7
P/B	2.5	2.5	2.6	2.7

■ 化工组介绍

卢昊：华中科技大学本科 IE 专业，上海交通大学工商管理硕士。5 年实业经营和投资经验，10 年证券从业经历。曾担任国海证券/中信建投证券化工&新材料首席分析师。擅长产业研究和战略咨询，曾担任多家一二级企业和机构顾问、央视财经特邀嘉宾。2026 年加入华鑫证券研究所，担任化工新材料行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。