



化工的赢家不由风口决定:营收越大不等于越赚钱

文 / 0pm.AI · 2026-07-12

宝丰营收是荣盛1/6、利润却13倍,利润正向低成本产能集中

先摆两张账本。

一张写着**3086亿**营收,一年忙到头,净利只剩**8.48亿**——荣盛石化2025年的成绩单,同比还涨了17.09%。

另一张写着**480亿**营收,只有前者的六分之一,净利却是**113.5亿**——宝丰能源。

营收差6倍,利润倒挂13倍。

同一条化工赛道,同一个年份,谁在替股东干活,谁在替银行打工,这两张账本一摊开,答案就凉在桌面上了。

这是这个系列的最后一篇。前四篇分别拆了反内卷、拆了出海、拆了周期底。到这一篇,我想把话说到底:化工这轮周期的赢家,不由哪个风口决定,由你在成本曲线上站哪个位置决定。

— 营收是规模的荣耀,利润才是活下去的门票

先算笔小账。

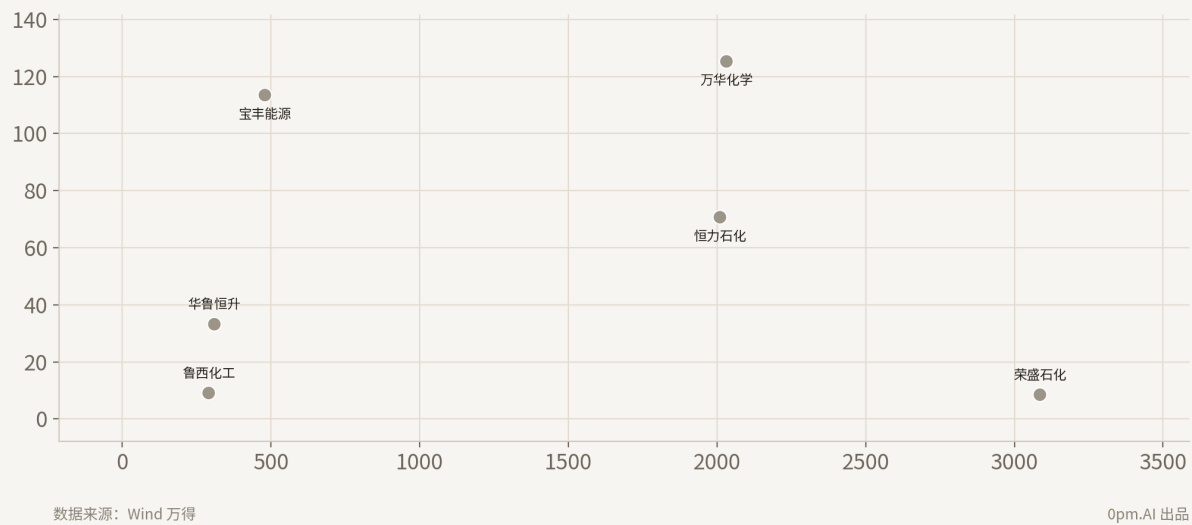
荣盛石化3086亿的盘子,按归母净利/营收算,归母净利率**0.27%**(采集员据2025年报计算口径)。什么概念?卖出100块钱的产品,净落到自己兜里的不到3毛。

宝丰能源呢?同样卖100块,净落下**23.6元**。

一个是薄如刀片,一个是厚如城墙。

营收越大不等于越赚钱：决定利润的是成本曲线的位置

六大龙头 2025 营业收入 vs 归母净利润（亿元） · 来源 Wind 年报口径



营收越大不等于越赚钱：荣盛3086亿营收趴在利润轴的地板，宝丰480亿营收却顶在天花板

这张散点图最扎眼的地方,是它把"营收"和"利润"这两个常被混为一谈的东西,硬生生掰开了。横轴往右跑得越远的公司,纵轴不一定往上走——荣盛趴在利润轴的地板上,宝丰顶在天花板上,中间横着一道谁也跨不过去的成本线。

你以为大厂就是赚钱机器?账本告诉你,营收是规模的荣耀,利润才是活下去的门票。

— 六家龙头,横在成本曲线的两端

把口径拉齐,看2025年归母净利率这一列,分化更露骨:

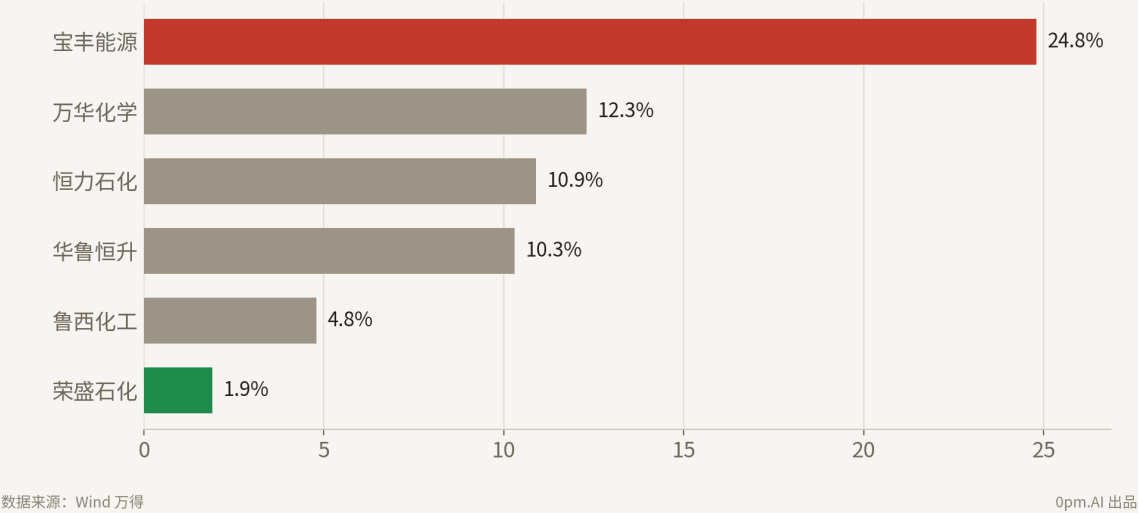
宝丰**23.6%** > 华鲁恒升**10.7%** > 万华化学**6.2%** > 恒力石化**3.5%** > 鲁西化工**3.1%** > 荣盛石化**0.27%** > 旭阳**0.15%** > 东方盛虹**0.1%**。

从23.6%到0.1%,同在一个板块,盈利能力差了两百多倍。

再看回报端。六大龙头2025年的ROE,从宝丰的**24.8%**,一路滑到荣盛的**1.9%**——同样掏一块钱本金进去,一个替你生出近两毛五,一个还不到两分。

同是化工龙头，ROE 从 24.8% 到 1.9%

六大化工龙头 2025 年净资产收益率 ROE (%) · 来源 Wind 年报口径



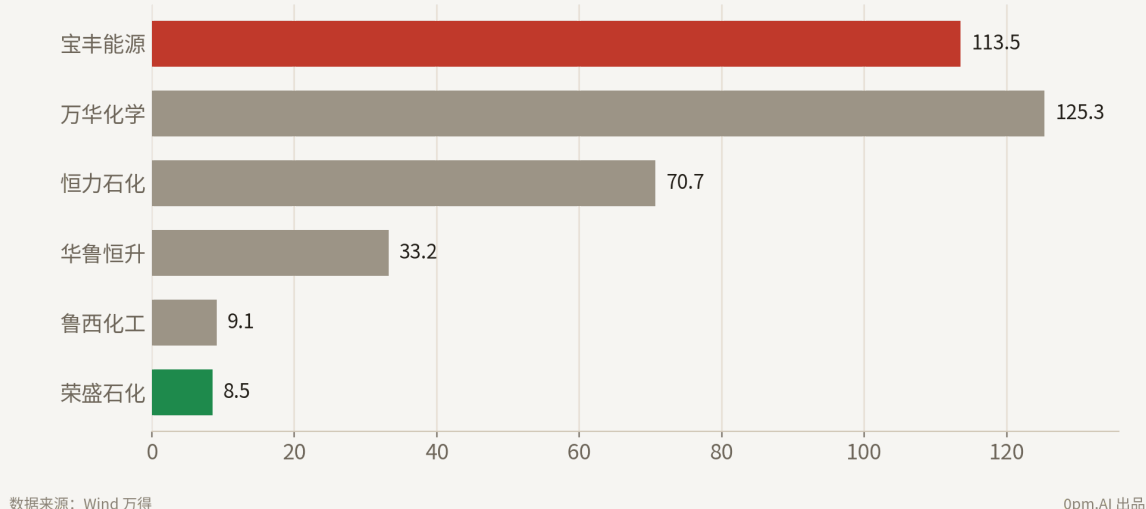
六大龙头2025 ROE从24.8%到1.9%,同在化工赛道,回报差13倍——分野不在赛道在成本

这张ROE对照图想让你看见的,不是谁强谁弱这么简单。它想让你看见:决定命运的分野,压根不在你选了哪条赛道,而在你的成本卡在曲线的哪一段。

绝对额也一样悬殊。宝丰一家113.5亿的净利,顶得过荣盛、恒力、鲁西三家加起来(8.48+70.75+9.07=88.3亿)还富余。

宝丰营收只有荣盛六分之一，净利却是它的十三倍

六大化工龙头 2025 年归母净利润（亿元）· 来源 Wind 年报口径



六大龙头2025归母净利: 宝丰113.5亿一家顶过荣盛+恒力+鲁西之和, 净利不看营收看成本

连龙头里的龙头也难。万华化学,MDI全球一哥,归母净利从2023年的**168.2亿**,滑到2024年的**130.33亿**,再到2025年的**125.27亿**(同比-3.88%,扣非121.44亿、-9.10%)。

三年,168亿一路走到125亿。增收不增利,连万华都躲不过。

这是龙头也难的缩影:当整条成本曲线往下压,你站得再高,脚下的地也在往下沉。

一 三张药方,治的都是标

回头看前四篇开的药。

第一张,**反内卷**。行业确实在加速头部化,证券时报的说法是"炼化反内卷行业加速头部化",48家石化上市公司2025年报整体筑底企稳、巨头分化显著,四大民营石化龙头里东方盛虹股价已跌去八成余。可反内卷是把慢刀子——它砍的是新增产能的冲动,砍不掉你今天就趴在高成本这一端的事实。

第二张,**出海**。2024年中国对共建"一带一路"国家进出口增长6.4%、占进出口总值50.3%,东盟以6.99万亿元、同比+9.0%坐上第一大贸易伙伴,化工品是主力品类之一。路是好路,但天花板也实打实:美国那头,巴斯夫和陶氏2025年2月12日向ITC递了申请,主张中国MDI「倾销幅度305%到507%」,3月4日商务部启动调查;而中国出口美国的MDI,此前已经压着**41.5%**的关税(2019年起

25%、2025年2月起再加10%)。印度那头,对中国PVC糊树脂的反倾销税**248—707美元/吨**,2024年6月13日生效,一压就是5年。出海能摊薄,但摊不平贸易壁垒这道墙。

第三张,**周期**。底是结构性的底,不是V形反转的底。基础化工板块A股上市公司2025年上半年的在建工程合计还有约**3504亿元**——这么多装置还在往下浇混凝土,供给侧的出清,注定是慢动作。

三张药方,反内卷是慢刀子,出海有天花板,周期是结构性筑底。

治标,都治标。

真正决定谁能活着走出这轮周期的,是那个更冷、也更硬的变量:**成本曲线的位置**。

一 穿越周期的,是三类人

谁能穿过去?我把牌面上的赢家归成三类。

第一类,**成本领先**。典型是宝丰能源——同样走煤制烯烃,它靠坑口低价煤和煤电一体化,把自己的成本压在曲线左端(这条优势的前提,是油价别塌回石脑油更划算的区间;不是所有煤制烯烃都自动躺在左端)。它的底气不只在存量——宁东四期烯烃新材料及储能项目2025年4月集中开工,总投资约**310亿元**,计划2026年底建成投产,内蒙二期、新疆烯烃还在前期推进。成本领先的公司,越是周期底部,越敢扩,因为它的每一吨都还有肉。

第二类,**一体化规模**。万华、恒力这类,靠的是大装置摊薄。就算三年净利从168亿掉到125亿,万华的一体化链条仍能把单位成本压到多数同行够不着的水平;恒力2025年70.75亿的净利(同比+0.44%),是靠炼化一体化的体量硬扛出来的稳。规模不保证高回报,但规模是你不被第一波出清扫掉的护甲。

第三类,**结构升级**。往新材料、高端品要溢价。荣盛虽然利润率薄,但2024年浙石化的1000吨/年 α -烯烃中试、10万吨稀土顺丁橡胶、38万吨聚醚、150万吨聚酯切片相继投产,是在往产业链上游的高附加值段挪。低毛利的大宗盘子摊在那儿,能不能翻身,就看这些新料能不能从0.27%的净利率里长出第二条曲线。

还有一条暗线值得记一笔:沙特阿美2024年1月2日与荣盛签MOU(拟收SASREF 50%股权、中金石化不超50%),11月19日再签开发框架协议;2024年4月又与恒力集团签MOU,拟以超110亿元收购恒力石化10%加一股股份。上游资源方往下游一体化里塞钱,本身就是对"低成本一体化"这条路的下注。

— 利润向左集中,这是分化不是普涨

请把这句话记牢:接下来化工的复苏,大概率不是普涨,是分化。

低成本产能吃肉,高成本重资产被碾。利润像水,往成本曲线的左侧汇——谁的每一吨更便宜,谁就先把回暖的现金流收进兜里。

而去产能真正出清的,恰恰是右侧那批高成本、高负债、大装置还在爬坡的公司。

所以别把"周期底部"直接翻译成"闭眼买龙头"。同样叫龙头,鲁西化工2025年归母净利9.07亿、同比-55.31%,华鲁恒升33.15亿、同比-15.04%,两家的日子和宝丰的日子,根本不在一条曲线上。

营收榜会骗你,利润榜才说真话,而成本曲线,是利润榜背后的那张底牌。

— 尾声:底可能很长,但位置决定谁能等到天亮

我不给买卖建议,这一篇是格局判断,不是荐股。

诚实说清风险:化工周期的底,可能被拉得比谁想的都长——3504亿在建工程压着,反内卷是慢动作,出海撞着关税墙,盈利见底的信号还没真正亮起来。这时候谈反弹,言之尚早;能谈的,是谁有资格熬到反弹。

反弹看的是盈利见底信号,穿越看的是成本曲线位置。前者定时间,后者定生死。

留三个问题给你,不是问仓位,是问框架:

当一家公司营收是同行6倍、利润却只有人家1/13,你该把它记成大公司,还是记成高成本公司?

当"龙头"两个字里同时装着24.8%和1.9%的ROE,这个标签还能不能当买入理由用?

当去产能真的开始出清,被扫走的会是小公司,还是高成本的公司——哪怕它很大?

想清楚这三问,你就摸到了这轮化工周期真正的分水岭。

风险提示: 本文仅为行业格局分析,不构成任何投资建议。文中财务数据据各公司年报及主流财媒报道整理,ROE、净利率为按公开数据测算口径,与公司官方披露可能存在差异;历史业绩不代表未来,市场有风险,投资需谨慎。

来源家族:各公司2025年年度报告及摘要、证券时报、界面新闻、证券之星、凤凰网财经、东吴证券点评、新浪财经公告、海关总署、中国贸易救济信息网(商务部)、21世纪经济报道。

◆ Opm.AI 出品

反内卷、出海、周期反转三张药方逐一体检，煤化工的成本护城河谁能穿越

真图驱动

一手权威源

多源交叉核验

数据与口径

数据来源

Wind（龙头财务/板块估值分位/日K）·
CPCIF 中国石油和化学工业联合会 ·
国家统计局 · 中国煤炭工业协会/运销协会 · 海关总署 · 公司年报与公告 ·
工信部/发改委/国务院政策原文 · 具名
券商研报（观点）· 财新/华尔街见闻等
具名报道 · 雪球/知乎社区原话（仅作参考点·待核）

🔄 更新：2026-07-12

访问官网



扫码直达 Opm.ai

官网入口

Opm.AI

风险提示：本内容基于公开信息整理，仅供研究参考，不构成任何投资建议、不预测涨跌、不承诺收益；力求准确但不保证完整无误，据此操作风险自担。市场有风险，决策需谨慎。

© 2026 Opm.AI