



全球供需重塑，中国引领上行

—— 化工行业 2026 年中期策略报告

化工分析师：王鹏、翟启迪、孙思源



全球供需重塑，中国化工引领

—— 化工行业 2026 年中期策略报告

2026 年 6 月 9 日

核心观点

- 行业回顾：**26Q1 石油化工和基础化工板块分别实现归母净利润 302、520 亿元，同比分别增长 77.6%、36.8%，主要系中东地缘冲击引发全球石油供应紧张，国际原油及主要石化化工产品价格快速上涨所致；此外，原料库存收益亦有贡献。盈利能力方面，26Q1 石油化工和基础化工板块销售毛利率分别为 18.5%、18.8%，同比分别增长 4.2、1.3 个百分点，自底部区域向上抬升。
- 行业展望：**地缘局势扰动全球石油供应，26H2 原油价格静待霍尔木兹海峡通行消息指引。我们认为，在海峡解封前，预计 Brent 油价中枢或在 100 美元/桶附近；在海峡逐步恢复通行后，Brent 油价中枢或回落至 80 美元/桶附近。一方面，当前国内化工企业对资本开支保持谨慎态度，海外落后产能正加速出清，供给端“东升西落”趋势显著。另一方面，政策持续刺激内需，同时化工品出口动能正在释放。我们看好 26H2 海内外化工品补库需求释放，以及行业业绩改善，建议关注化工板块配置价值。
- 全球产能格局重塑，看好核心资产竞争力。**1) 海外装置面临不可抗力，MDI 出口竞争力提升，建议关注国内 MDI 核心龙头万华化学。2) 蛋氨酸“东升西落”趋势明确，国产长期受益。建议关注新和成、安迪苏、和邦生物等。3) 产能逼近政策上限，优质炼能稀缺性将凸显。建议关注中国石化、中国石油、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹等。此外，海外成品油市场存在结构性短缺，建议关注恒逸石化等。4) 烯烃出口动能走强，景气拐点有望加速到来，中高油价下，石油替代路线效益仍具成本比较优势，建议关注宝丰能源、卫星化学等。5) 短期电石法 PVA 价差优势显著，长期看好格局优化、价值提升，建议关注皖维高新。
- 聚焦需求刚性支撑，探寻高胜率赛道。**1) 全球化肥供应告急，国内保供平稳有序。其中，煤制尿素成本优势凸显，海内外价差显著扩张；磷铵成本端压力加剧，出口或阶段性收紧；全球钾肥供需偏紧，价格高位持稳，建议关注云天化、兴发集团、华鲁恒升、亚钾国际等。2) 新能源释放旺盛需求增量，磷资源战略地位提升，建议关注芭田股份、云天化、兴发集团、川恒股份、云图控股等。3) 配额政策强约束，制冷剂景气延续，建议关注制冷剂配额领先的龙头企业巨化股份、三美股份、永和股份等。4) 供给格局向好、需求韧性持续，氨纶龙头业绩可期，建议关注华峰化学、新乡化纤等。5) 有机硅终端需求分散，行业自律助力景气改善，建议关注新安股份、东岳硅材等。6) 需求刚性价格回暖，双草景气度持续提升，建议关注扬农化工、润丰股份、江山股份、广信股份、利尔化学等。
- 赋能新质生产力，掘金新材料蓝海。**1) 人形机器人产业化提速，PEEK 需求迎扩张动能，建议关注中研股份、沃特股份、国恩股份、新瀚新材等。2) AI 助推全球算力需求，电子树脂成长可期，PTFE、PPO 作为目前高频高速覆铜板热门树脂，有望充分受益，建议关注圣泉集团、昊华科技、沃特股份等。3) 终端产业发展提速，高端氟材料景气向上，建议关注巨化股份、永和股份等。4) 自主产能释放，高性能 PI 薄膜垄断格局有望打破，建议关注瑞华泰、利安隆。5) 稀土管制+AI 需求高增，国产 MLCC 粉体产业链乘势而上，建议

化工行业

推荐 维持评级

分析师

王鹏

☎：010-80927713

✉：wangpeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525090001

翟启迪

☎：010-80927677

✉：zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060004

孙思源

☎：0755-23913136

✉：sunsiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070004

相对沪深 300 表现图

2026 年 6 月 9 日



资料来源：中国银河证券研究院

风险提示

1. 原料价格大幅上涨的风险；
2. 下游需求不及预期的风险；
3. 政策力度不及预期的风险；
4. 项目达产不及预期的风险；
5. 国际贸易摩擦加剧的风险等。

关注国瓷材料、皖维高新等。6) 航空碳中和蓝海，SAF 需求高速扩容，建议关注海新能科等。

重点公司盈利预测与估值 (2026/6/8)

股票代码	股票简称	EPS				PE				投资评级
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600989.SH	宝丰能源	1.55	2.15	2.19	2.30	15.23	10.98	10.78	10.26	推荐
600096.SH	云天化	2.83	2.84	3.07	3.19	10.23	10.18	9.43	9.07	推荐
000893.SZ	亚钾国际	1.81	3.25	4.30	4.97	26.05	14.49	10.97	9.49	推荐
002886.SZ	沃特股份	0.24	0.38	0.57	0.77	112.04	70.76	47.18	34.92	推荐
600063.SH	皖维高新	0.21	0.39	0.53	0.65	37.95	20.45	15.01	12.32	推荐
002768.SZ	国恩股份	3.10	3.50	4.15	4.88	19.83	17.56	14.81	12.59	推荐

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

目录

Catalog

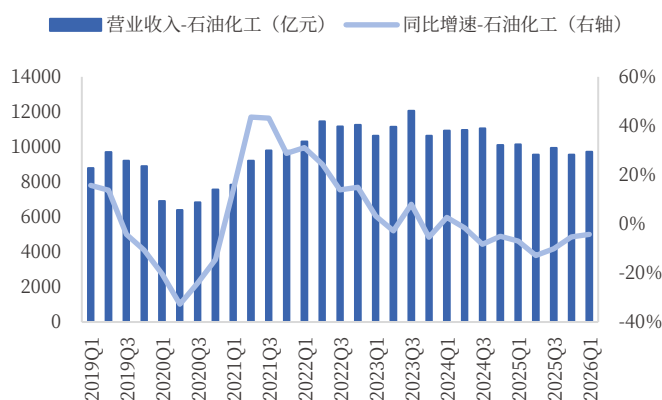
一、 化工周期反转，业绩普遍改善.....	4
(一) 化工行业景气回温，26Q1 业绩迎高增	4
(二) 油价中枢维持高位，板块盈利能力或分化	6
(三) 国内投产趋于谨慎，海外产能加速退出	9
(四) 政策持续刺激内需，出口动能逐步释放	10
二、 全球产能格局重塑，看好核心资产竞争力	11
(一) 海外装置面临不可抗力，MDI 出口竞争力提升	11
(二) 产能逼近政策上限，优质炼能稀缺性将凸显	13
(三) 烯烃出口动能走强，景气拐点有望加速到来	16
(四) 蛋氨酸“东升西落”趋势明确，国产长期受益	19
(五) 短期电石法 PVA 价差优势显著，长期看好格局优化、价值提升	19
三、 把握需求刚性支撑，探寻高胜率赛道	20
(一) 全球化肥供应告急，国内保供平稳有序	20
(二) 新能源释放旺盛需求增量，磷资源战略地位提升	26
(三) 配额政策强约束，制冷剂高景气延续	28
(四) 有机硅终端需求分散，行业自律助力景气改善	30
(五) 供给格局向好、需求韧性持续，氨纶龙头业绩可期	33
(六) 需求刚性价格回暖，双草景气度持续提升	35
四、 赋能新质生产力，加码新材料成长赛道	36
(一) 人形机器人产业化提速，PEEK 需求迎扩张动能	36
(二) AI 助推全球算力需求，电子树脂成长可期	38
(三) 终端产业发展提速，高端氟材料景气向上	42
(四) 自主产能释放，高性能 PI 薄膜垄断格局有望打破	44
(五) 稀土管制+AI 需求高增，国产 MLCC 粉体产业链乘势而上	46
(六) 航空碳中和蓝海，SAF 需求高速扩容	47
五、 投资建议	48
(一) 看好行业景气上行，建议关注化工板块配置价值	48
(二) 投资建议	49
六、 风险提示	51

一、化工周期反转，业绩普遍改善

(一) 化工行业景气回温，26Q1 业绩迎高增

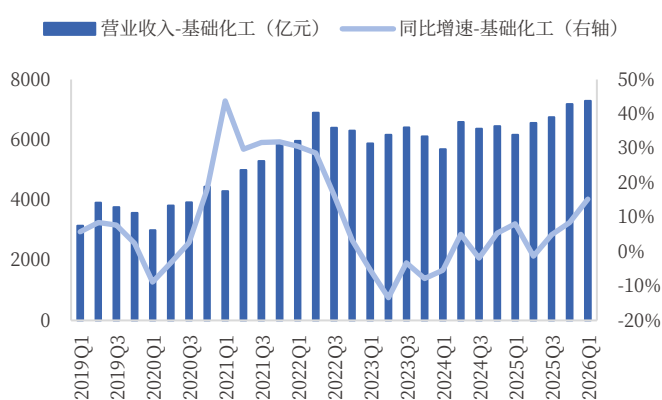
26Q1 石油化工与基础化工业绩显著改善。26Q1 石油化工和基础化工板块分别实现营业收入 9716、7287 亿元，同比分别变化-4.2%、15.2%；分别实现归母净利润 302、520 亿元，同比分别增长 77.6%、36.8%；销售毛利率分别为 18.5%、18.8%，同比分别增长 4.2、1.3 个百分点。26Q1 Brent 和 WTI 原油均价分别为 78.4、72.3 美元/桶，同比分别增长 4.5%、1.2%，环比分别增长 24.3%、22.3%。其中，受中东地区地缘冲突升级影响，2 月下旬以来油价中枢快速上行或是石油化工板块盈利显著增长的主因；基础化工板块业绩增长则与海内外部分领域供给收缩、下游补库需求回暖，以及原材料库存收益等因素相关。我们认为，地缘冲突加剧、能源成本上行，或加速海外相关化工品产能退出进度，优势化工品的海内外订单有望逐步回流国内。加之国内本轮行业产能扩张已进入尾声，中长期来看，化工行业供需格局将随之优化，并带动行业景气上行。

图1：石油化工板块营业收入及同比增速



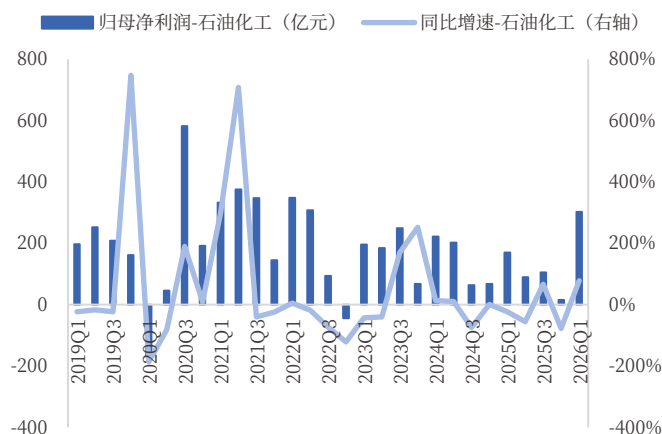
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：基础化工板块营业收入及同比增速



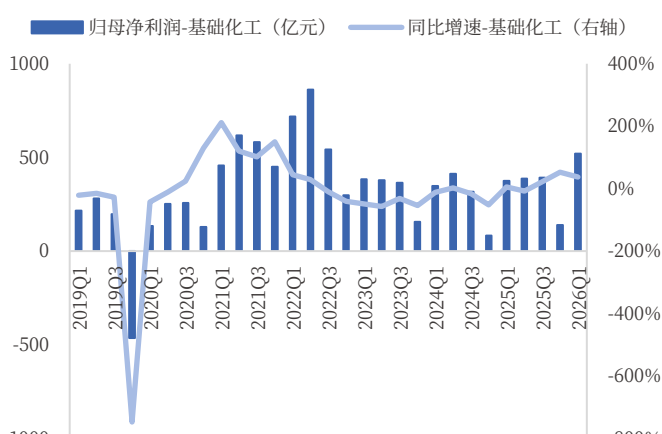
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图3：石油化工板块归母净利润及同比增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图4：基础化工板块归母净利润及同比增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图5: 石油化工行业单季度销售毛利率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 基础化工行业单季度销售毛利率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

26Q1 化工子行业盈利表现偏强。在基础化工 33 个细分子行业中, 从归母净利润指标来看, 26Q1 归母净利润同比提升和下降的子行业占比分别为 72.7%和 27.3%。同比来看, 膜材料、锂电化学品、粘胶、钾肥、涤纶等子行业归母净利润涨幅居前; 其他塑料制品、食品及饲料添加剂、钛白粉、橡胶制品、橡胶助剂等子行业归母净利润跌幅居前。从毛利率指标来看, 26Q1 毛利率同比提升和下降的子行业占比分别为 66.7%和 33.3%。其中碳纤维、钾肥、锂电化学品、氟化工、氨纶等子行业毛利率抬升幅度居前; 食品及饲料添加剂、钛白粉、复合肥、橡胶助剂、涂料油墨颜料等子行业毛利率下降幅度居前。

表1: 基础化工子行业 26Q1 盈利情况

序号	子行业名称	营业总收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	毛利率	同比变化 (pct)
1	膜材料	106.4	17.7%	8.4	1051.8%	16.6%	3.4
2	锂电化学品	925.4	77.8%	80.7	1005.8%	18.8%	7.4
3	粘胶	85.5	4.4%	0.7	扭亏为盈	11.4%	-0.1
4	钾肥	86.4	76.8%	51.3	125.5%	66.4%	12.9
5	涤纶	97.7	20.4%	3.3	125.3%	9.0%	2.5
6	印染化学品	91.7	21.3%	9.9	66.0%	27.9%	4.0
7	碳纤维	7.8	38.6%	-0.5	63.2%	14.2%	14.4
8	氮肥	407.4	10.7%	18.3	62.4%	12.7%	2.7
9	氟化工	138.0	16.8%	23.4	58.1%	31.4%	5.5
10	绵纶	59.1	9.0%	0.1	49.5%	9.3%	0.7
11	其他化学原料	340.9	12.1%	30.1	38.0%	17.3%	1.5
12	合成树脂	200.8	21.7%	40.9	36.7%	32.3%	1.2
13	氨纶	78.2	6.1%	6.8	32.7%	18.4%	4.4
14	改性塑料	303.8	7.6%	9.0	31.1%	12.9%	0.8
15	其他化学制品III	528.5	24.2%	33.6	26.1%	18.5%	0.9
16	聚氨酯	575.8	24.5%	38.7	20.9%	14.6%	-0.8
17	复合肥	395.1	68.3%	16.1	20.7%	11.1%	-2.8
18	农药	452.1	10.5%	33.5	16.8%	23.5%	0.3
19	涂料油墨颜料	80.7	18.5%	3.4	15.8%	22.9%	-1.7
20	电子化学品	133.7	18.5%	15.4	13.6%	30.8%	1.0
21	日用化学品	148.2	1.8%	12.5	6.2%	47.9%	1.9

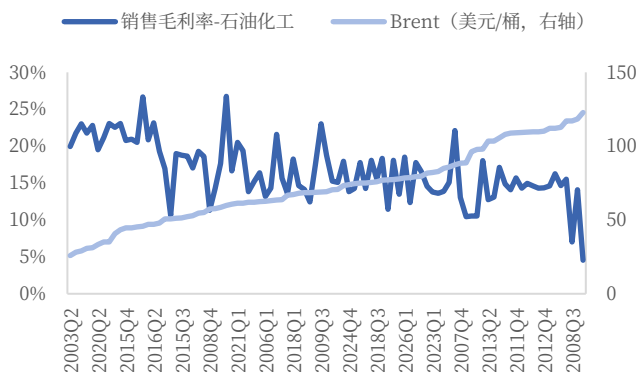
22	轮胎	323.3	29.9%	17.4	4.6%	21.7%	4.3
23	无机盐	44.8	4.3%	4.5	3.1%	24.7%	-1.3
24	磷肥及磷化工	290.9	1.8%	18.8	1.1%	15.6%	0.9
25	纯碱	86.8	-9.3%	3.6	-1.3%	18.1%	1.4
26	氯碱	346.1	3.3%	13.5	-10.0%	15.2%	-1.6
27	有机硅	91.5	1.4%	4.1	-13.2%	19.4%	4.1
28	民爆用品	125.8	2.7%	4.1	-28.5%	20.9%	-0.8
29	橡胶助剂	58.2	-0.2%	1.6	-35.9%	8.6%	-1.8
30	橡胶制品	200.2	-3.7%	1.6	-48.5%	11.3%	1.2
31	钛白粉	120.2	0.2%	3.2	-62.1%	13.1%	-4.5
32	食品及饲料添加剂	241.6	3.2%	10.8	-62.8%	17.5%	-7.8
33	其他塑料制品	114.4	15.9%	1.0	-64.0%	10.8%	-1.5

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 油价中枢维持高位, 板块盈利能力或分化

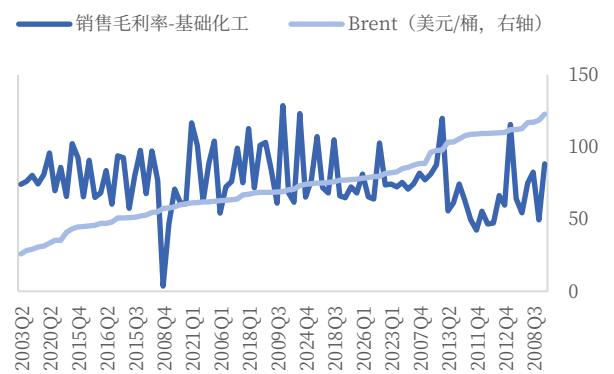
油价显著影响化工盈利, 关注库存转化损益波动。化工行业很多原料都是直接或间接来自于原油, 油价的高低对行业盈利能力影响很大, 若油价大幅上涨则很难将成本全部传导至下游, 对行业盈利能力带来不利影响。通常情况下, 低油价利好化工行业盈利能力提升, 高油价则易导致盈利能力受损。需要注意的是, 在油价持续下跌或上涨过程中, 由于存在原料库存转化方面的损益, 也会对盈利能力带来影响。年初至今, 受地缘冲突频发影响, 原油供应损失推动油价重心大幅抬升。截至6月4日, Brent原油年均价为88.5美元/桶, 较2025年年均价上涨29.9%。假设原油采购+库存40天、丙烷采购+库存60天。截至6月4日, 依据我们搭建的模型测算, 年初以来原油库存转化损益为516元/吨, 丙烷库存转化损益为988元/吨。

图7: 不同油价下石油化工盈利能力



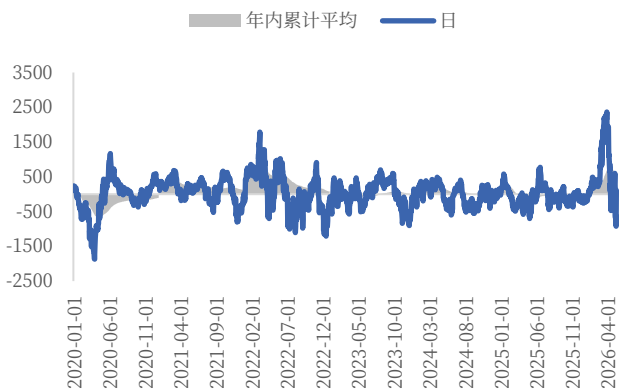
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图8: 不同油价下基础化工盈利能力



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图9: 原油库存转化损益 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

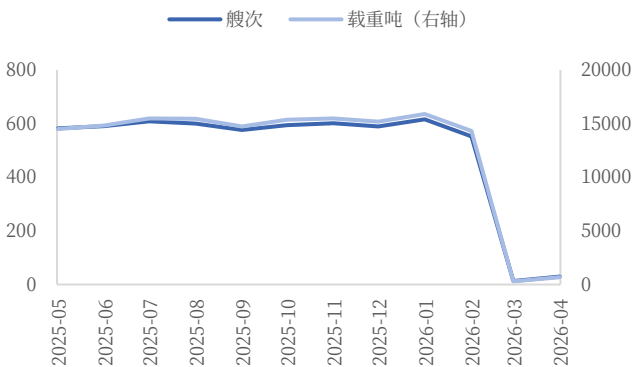
图10: 丙烷库存转化损益 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

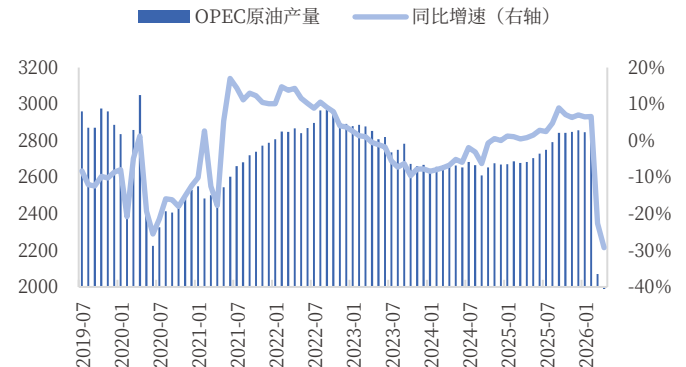
地缘局势扰动全球石油供应，静待霍尔木兹海峡通行指引。 OPEC 方面，自 2 月底美以伊冲突爆发以来，霍尔木兹海峡通行几近中断。据船视宝数据显示，4 月合计有 29 艘次、载重 369.37 万吨的原油船舶通过，较冲突前 600 艘次、载重 1.5 亿吨的正常水平大幅回落。海峡通行受阻、国内储罐能力有限的情况下，海湾国家被迫减产，4 月 OPEC 产量为 1898 万桶/日，环比下降 8.3%、同比下降 29.3%。尽管 OPEC 宣布自 4 月开始逐步增产，我们认为在海峡恢复实质性通行前，OPEC 增产空间有限。伊朗方面，美东时间 4 月 13 日 10 时起，美国对所有进出伊朗港口的海上交通实施封锁。4 月份伊朗石油产量、出口量分别为 305、147 万桶/日，同比分别下降 10.0%、18.8%，后续美伊谈判将影响伊朗石油对外供应。美国方面，近期原油中枢大幅抬升，石油钻机数量低位窄幅回升，或刺激下半年石油产量略有回升。截至 5 月 29 日当周，美国石油钻机数为 429 台，较年初增加 17 台。据 EIA 数据显示，2026 年美国石油产量预计为 2410 万桶/日，同比增加 49 万桶/日。我们认为，当前全球石油供应预期主要受霍尔木兹海峡何时恢复正常通行指引。在海峡恢复实质性通行前，美国、巴西、圭亚那等石油产量增加难以弥补当前中东石油供应缺口，全球石油市场供应预计仍趋紧张。

图11: 霍尔木兹海峡原油船舶通行艘次 (艘次)、载重吨 (万吨)



资料来源: 船视宝, 中国银河证券研究院

图12: OPEC 原油产量 (万桶/日) 及同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图13: 伊朗原油产量、出口量 (万桶/日)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

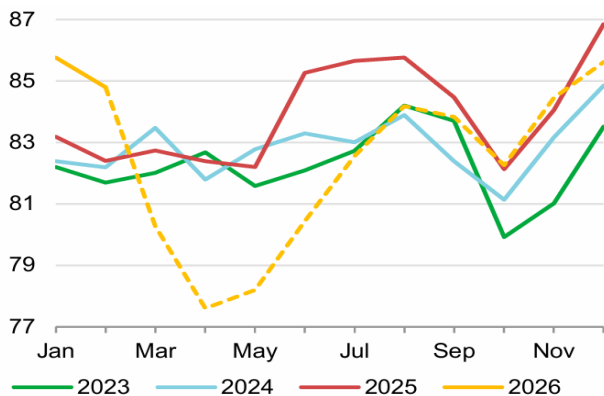
图14: 美国石油钻机数 (台) 与原油产量 (万桶/日)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

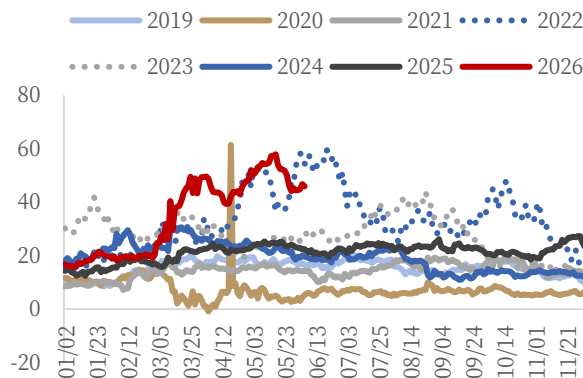
海外成品油裂解价差高企，支撑油价中高位运行。一方面，历史数据显示，全球原油消费增速与全球实际 GDP 增速呈现明显的正相关性。IMF4月发布的《世界经济展望》报告指出，中东冲突通过推高能源价格、扰动供应链及加剧金融市场波动，对全球经济形成负面冲击，预计2026年全球经济增长将放缓至3.1%，较去年1月预测下调0.2个百分点；2027年全球经济增长3.2%，与此前预测一致。此外，通胀压力预期抬升，全球通胀率预计将从2025年的4.1%升至2026年的4.4%。据IEA5月月报显示，受原料供应、中东地缘冲击、俄乌冲突持续等影响，全球炼厂2026年原油处理量预期回落，2026年全球石油消费预计同比下降41.8万桶/日，较1月报告预估的增加93.2万桶/日大幅下调。另一方面，受中东地缘局势影响，当前海外成品油市场供需紧张，成品油价差同比大幅抬升，短期有望支撑原油价格中高位运行。

图15: 全球炼厂原油处理量 (百万桶/日)



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

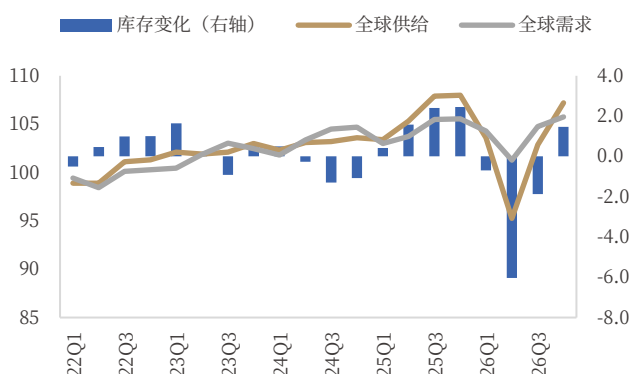
图16: 海外成品油裂解价差 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

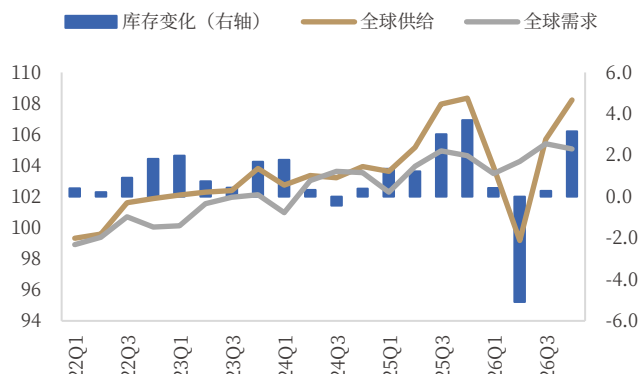
平衡表近强远弱，26Q2存显著去库预期。据IEA、EIA预计，受霍尔木兹海峡封锁影响，中东石油供应同比大幅下降，尽管下游炼厂需求有所下降，但需求损失仍不及供给损失，26Q2全球石油供需平衡表或去库603、509万桶/日，创近五年单季度最大去库幅度。我们认为，短期全球石油市场供需仍将维持偏紧格局。一方面，在霍尔木兹海峡通行恢复正常之前，海湾国家石油产量预计仍将维持低位；即便未来美伊和谈取得实质性进展，预计海峡恢复正常通行仍需时间。此外，中东油田若长时间停产，可能因油藏、油井、设施以及物流方面的限制，增加部分或永久性产量损失的风险。另一方面，全球石油消费旺季即将来临，预计26Q3石油消费将季节性走强。此外，美国释放的1.72亿桶SPR将在远端形成需求增量。

图17: IEA 全球石油供需平衡表 (百万桶/日)



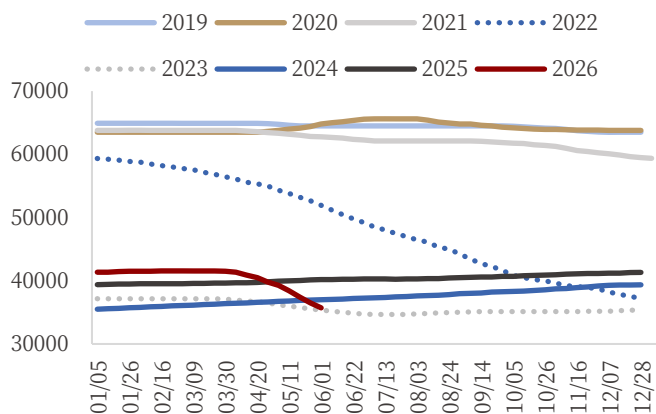
资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

图18: EIA 全球石油供需平衡表 (百万桶/日)



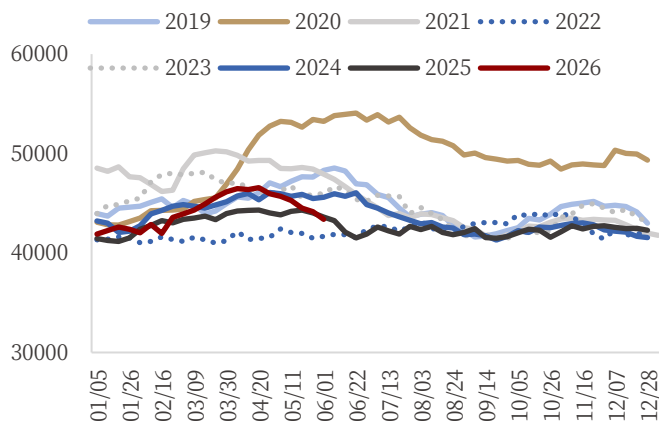
资料来源: EIA, 中国银河证券研究院

图19: 美国战略石油储备库存 (万桶)



资料来源: EIA, 中国银河证券研究院

图20: 美国商业石油储备库存 (万桶)



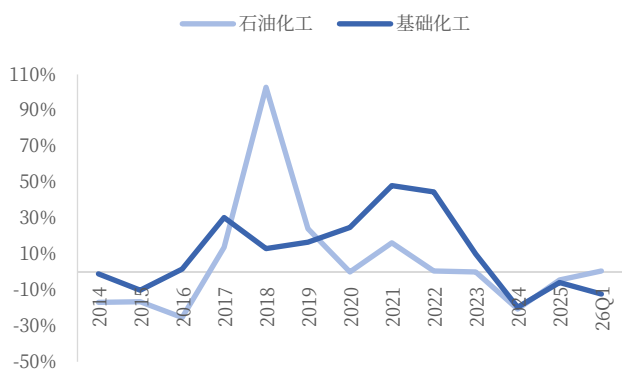
资料来源: EIA, 中国银河证券研究院

油价中枢同比抬升，板块盈利或将分化。我们认为，当前全球石油市场供需预期偏紧，在霍尔木兹海峡恢复正常通行前，预计 Brent 原油价格或将围绕 100 美元/桶宽幅运行，化工行业面临成本端压力测试，板块盈利能力或将出现分化。其中，供需格局较好、下游需求旺盛或具有刚性的细分子行业将具有较强的顺价能力。若霍尔木兹海峡恢复有效通行，中东石油生产将逐步修复，但油田长期关停带来的损失存在不确定性，且远期美国 SPR 补库将构成需求增量，叠加全球石油市场库存将逐步降至低位水平，油价中枢较美以伊冲突前将有所抬升，Brent 原油价格或围绕 80 美元/桶宽幅运行。

(三) 国内投产趋于谨慎，海外产能加速退出

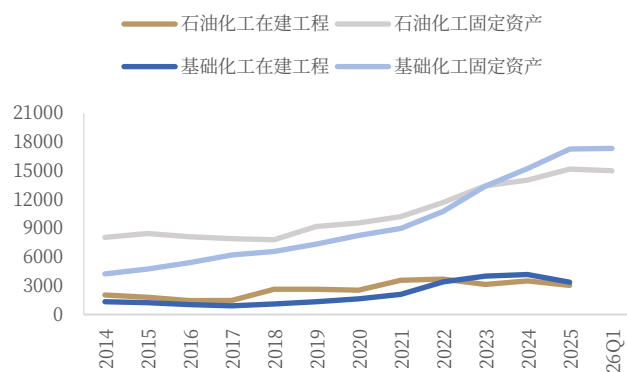
化工资本开支保持谨慎，行业步入产能消化期。“十四五”期间，我国化工行业面临较大的产能扩张压力，但终端需求增速跟进相对不足，行业景气步入周期底部区域，企业盈利能力有所承压，资本开支逐步趋于谨慎。其中，2022 年以来，我国石油化工、基础化工资本开支增速逐步放缓；2024 年石油化工、基础化工资本开支步入负增长；2025 年石油化工、基础化工资本开支同比增速分别为 -4.5%、-5.9%，维持负增长状态。26Q1 石油化工、基础化工资本开支同比增速分别为 0.6%、-12.2%。中长期来看，化工生产企业对资本开支仍保持谨慎态度，预计后续行业在建工程将保持较低水平，固定资产增速将放缓，随终端需求跟进，预计化工行业产能有望加速消化。

图21: 石油化工、基础化工资本开支同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 石油化工、基础化工在建工程、固定资产 (亿元)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

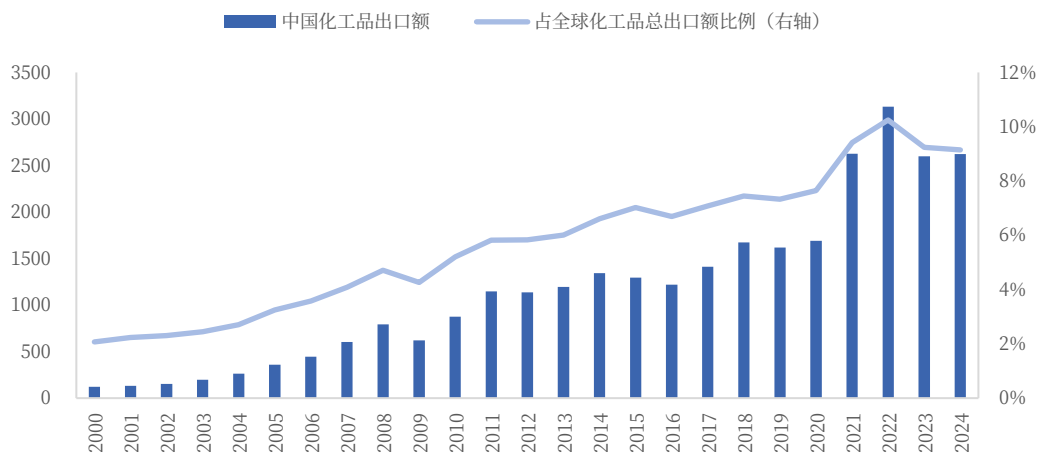
全球化工产能格局重塑, “东升西落” 趋势显著。据卓创数据显示, 未来几年国内多数大宗类化工品产能仍趋增长, 但扩产增速预计有所放缓, 行业供给预期与资本开支、在建工程等数据基本印证。我们认为, 在供给端应重点把握以下几点: 一是, 聚焦全球产能结构性调整, 关注国内优势品种份额提升机会。由于装置竞争优势不足、叠加海外运营和能源成本偏高的影响, 近几年众多海外化工巨头陆续宣布关闭或缩减部分化工品产能。尤其是, 受近期中东地缘冲突影响, 海外落后产能正加速退出市场, 中国化工品凭借成本优势有望加速抢占全球份额, 重点关注具有成本竞争优势赛道, 如 MDI、煤制烯烃、轻烃化工等。二是, 国际贸易摩擦不确定性增强背景下, 为保障产业链供应链安全, 终端产业将关键原材料供应链向国内转移的积极性有望提升, 驱动我国化工新材料企业加速突破“卡脖子”核心技术, 关键化工新材料国产替代进程有望提速。三是, 目前国内社会库存处于低位, 短期供给弹性相对有限的品种, 如氨纶、硫磺等。

(四) 政策持续刺激内需, 出口动能逐步释放

政策端持续发力, 深入挖掘内需潜力。面对当前外部的复杂性和不确定性, 2026 年我国将经济工作的主线聚焦于自身, 坚持内需主导、加紧培育壮大新动能。3 月 5 日, 李强总理在政府工作报告指出, 2026 年要坚持内需主导, 统筹促消费和扩投资, 拓展内需增长新空间, 更好发挥我国超大规模市场优势。4 月 28 日, 中央政治局会议强调持续扩大内需、优化供给, 做优增量、盘活存量, 着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期, 增强经济发展内生动力。我们认为, 一方面, 随着消费品以旧换新政策的延续叠加产品更新换代升级, 消费电子等行业产销有望持续放量, 带动相关板块需求增长; 另一方面, 在国际贸易摩擦仍具有不确定性的背景下, 部分关键化工新材料国产替代进程有望提速。

国内供应链韧性彰显, 看好出口动能走强。据中国石油和化学工业联合会数据显示, 2025 年我国石油和化工行业实现营业收入 15.7 万亿元, 同比下降 3.0%; 出口总额 3311.3 亿美元, 同比增长 2.5%, 出口额占营业收入比重 15.1%, 同比提升 0.9 个百分点。我们认为, 在当前全球地缘局势、贸易摩擦具有高度不确定性的背景下, 我国化工品出口韧性仍存。一是, 近年来, 受全球经济下行、能源成本等因素影响, 海外部分落后化工产能正逐步退出市场。相比之下, 我国部分化工品装置具有后发优势, 规模效应下成本竞争优势不断凸显, 我国化工品出口额及在全球化工品出口总额中所占比例趋于抬升。二是, 近些年, 我国正加速开拓新兴市场, 寻求出口增量, 我国化工品对巴西、俄罗斯、印度尼西亚、阿联酋、西班牙等新兴市场的出口增速有望维持强劲势头。

图23：我国化工品出口额（亿美元）及占全球比例



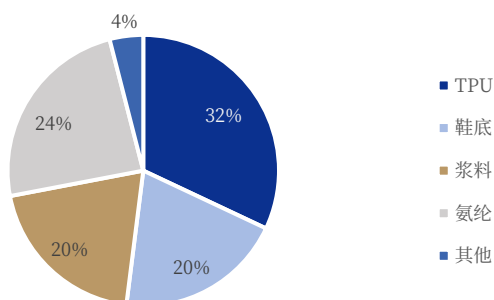
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

二、全球产能格局重塑，看好核心资产竞争力

（一）海外装置面临不可抗力，MDI 出口竞争力提升

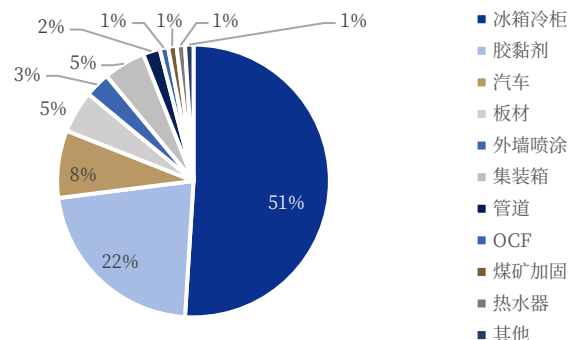
MDI 终端需求涉及“衣食住行”等领域。MDI (Methylene Diphenyl Diisocyanate) 是生产聚氨酯的核心原材料。根据其化学构成及实际应用，MDI 主要包括纯 MDI、聚合 MDI 等。其中，纯 MDI 具有良好的流动性及回弹性，在微孔弹性体、热塑性弹性体、浇铸型弹性体、人造革、合成革等行业中得到广泛运用。2025 年我国纯 MDI 主要消费领域包括 TPU (32%)、鞋底 (20%)、浆料 (20%)、氨纶 (24%) 等。聚合 MDI 具有良好的隔热性能及高黏结性，在保温材料和胶粘剂上得到了广泛的应用。2025 年我国聚合 MDI 主要消费领域包括冰箱冷柜 (51%)、胶黏剂 (22%)、汽车 (8%)、板材 (5%) 等。

图24：2025 年我国纯 MDI 消费结构



资料来源：卓创资讯, 中国银河证券研究院

图25：2025 年我国聚合 MDI 消费结构

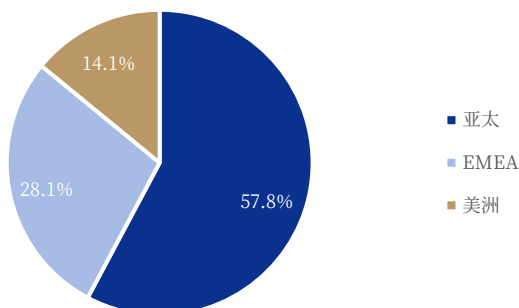


资料来源：卓创资讯, 中国银河证券研究院

MDI 生产壁垒高，国内龙头打破技术封锁。MDI 生产技术与设备较为复杂，技术门槛较高，垄断性较强，全球仅巴斯夫、拜耳、亨斯迈、万华化学、陶氏、三井化学等 8 家企业具有生产技术。MDI 技术壁垒主要体现在以下四方面：一是，光气具有剧毒性，其规模化使用对自动化控制要求较高。二是，光气的工艺流程比较长，反应条件要求苛刻，对各工艺之间的嵌配要求比较高。三是，反应过程中使用的盐酸对设备腐蚀比较严重，对设备的防腐性能要求高。四是，MDI 的热敏性比较强，对温度的控制要求比较高。目前全球 MDI 产能为 1116 万吨/年。从区域占比来看，亚太、EMEA、

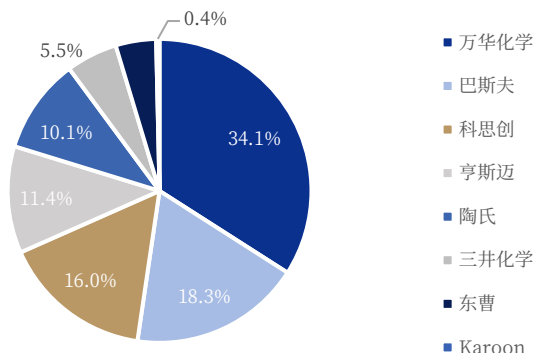
美洲产能占比分别为 57.8%、28.1%、14.1%。从公司产能占比来看，万华化学、巴斯夫、科思创产能占比居前，分别为 34.1%、18.3%、16.0%。其中，万华化学 1993 年开始 MDI 生产技术的开发、1999 年研发出 2 万吨/年的 MDI 制造技术，开启了我国 MDI 的自主生产。

图26：全球 MDI 产能分布情况（按区域）



资料来源：亚洲聚氨酯联盟公众号，中国银河证券研究院

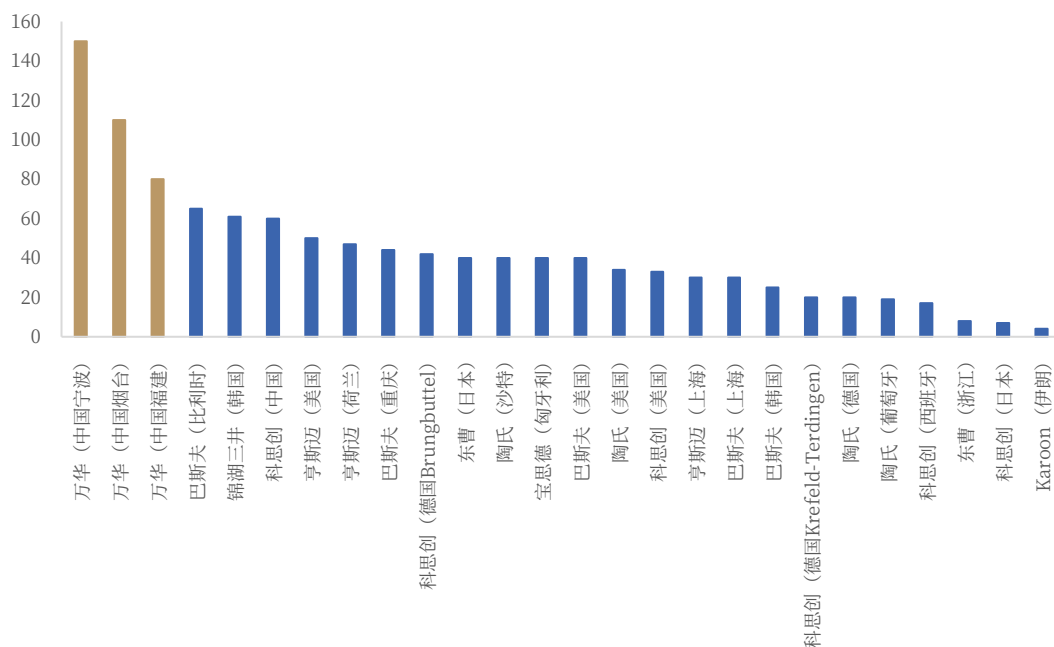
图27：全球 MDI 产能分布情况（按公司）



资料来源：亚洲聚氨酯联盟公众号，中国银河证券研究院

技改提升单套产能，规模经济效益凸显。从全球 MDI 装置产能分布情况来看，国内龙头企业万华化学单套产能居前，最高可达 120 万吨/年。2009 年，万华化学单套 30 万吨/年的 MDI 制造技术开发成功。2011 年，万华化学第五代 MDI 技术开发成功，成功掌握世界上单套规模最大为 40 万吨/年的 MDI 成套技术，比同类技术节能 30% 以上。2013 年，万华化学新型光气化反应技术再获重大突破，并利用新技术完成宁波 120 万吨/年 MDI 生产装置技改和烟台工业园单套 60 万吨/年的 MDI 装置建设。单套装置规模的提升有助发挥规模经济效益。目前，万华化学 MDI 单套装置规模、运行能耗、产品质量等均行业领先，是全球最具综合竞争力的 MDI 制造商。

图28：全球 MDI 产能分布情况（万吨/年）



资料来源：亚洲聚氨酯联盟公众号，中国银河证券研究院

海外聚合 MDI 装置停车增多，国产货源出口动能逐渐增强。中国是全球聚合 MDI 最大的生产

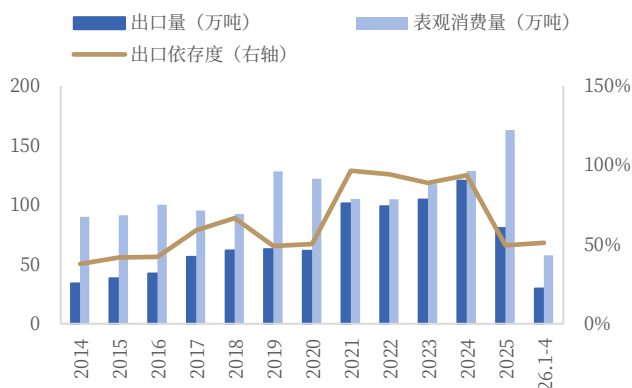
国和消费国，近几年主要出口到北美、欧洲、非洲、中东和南美。2025 年受美国对中国加征关税及反倾销制裁影响，中国聚合 MDI 出口量 80.5 万吨，同比下降 33.1%。2026 年 2 月底以来，受中东地缘冲突影响，霍尔木兹海峡通行接近停滞状态。沙特 Sadara 宣布因供应链持续中断停车；北美科思创因不可抗力、陶氏因原料受限而宣布停车，亨斯迈宣布检修；此外，韩国锦湖、日本东曹等企业陆续宣布检修，或与其原料高度依赖中东有关。近期全球多数地区 MDI 供应出现计划外损失，且聚合 MDI 原材料成本走高背景下，国际巨头纷纷上调产品报价，全球聚合 MDI 市场价格走高，中国与国外市场价格套利窗口打开，利好国产货源出口。据卓创资讯数据显示，自 2026 年 3 月开始，我国聚合 MDI 出口量增加明显；2026 年 1-4 月我国聚合 MDI 出口量 29.5 万吨，同比增加 7.4%，累计出口量自 2025 年 1 月以来首次转正。

表2：2026 年 2 月底以来全球 MDI 装置停车动态

地区	公司	产能 (万吨/年)	开始停车时间	备注
沙特	Sadara	40	2026/3/31	供应链持续中断
美国	科思创	33	2026/5/19	原料供应短缺
美国	陶氏化学	34	2026/5/19	原料供应短缺
美国	亨斯迈	50	2026/5/15	计划检修约 1 个月
韩国	锦湖	20	2026 年 4 月初	检修以来一直未重启
日本	东曹	13+7	2026 年 5 月初	预计检修约 40 天

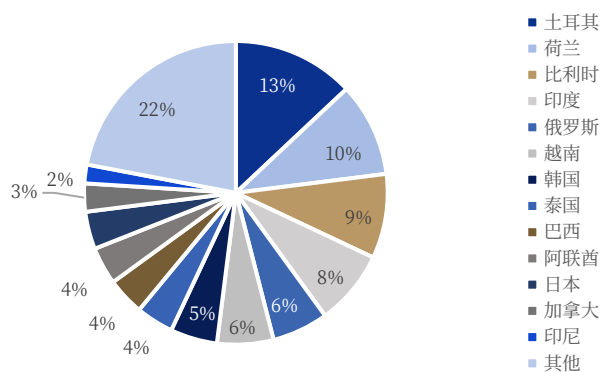
资料来源：商务部、卓创资讯、新浪财经、中商信息 CCM 等，中国银河证券研究院

图29：我国聚合 MDI 出口依存度走势



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图30：2026 年 1-4 月我国聚合 MDI 出口量占比（按贸易伙伴）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

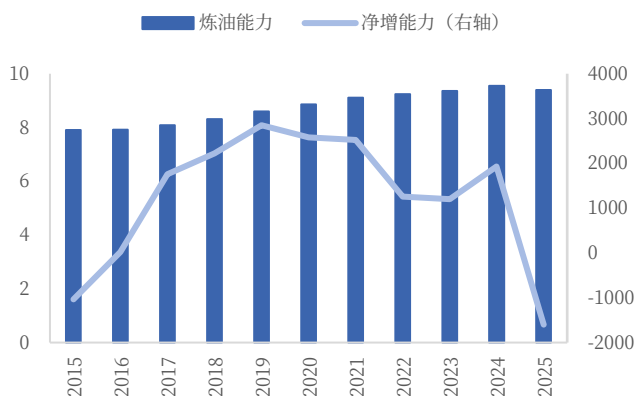
MDI 生产壁垒高，且市场集中度高。国内龙头企业打破技术封锁，并通过不断创新发挥规模经济效益，提升在全球市场的竞争力。当前海外 MDI 装置受不可抗力影响停车、检修频发，海外货源供应紧张，内外盘价差扩大下，国内 MDI 出口动能有望逐步走强，建议关注国内 MDI 核心龙头万华化学（600309.SH）。

（二）产能逼近政策上限，优质炼能稀缺性将凸显

政策指引明确，“十五五”期间国内炼油产能有望达峰。2015 年以来，顺应全球石化产业大型化、基地化、炼化一体化的发展潮流，我国迎来了一轮大炼化的扩能扩产热潮。随着新建炼化项目的逐步投产，“十四五”期间，我国炼油能力整体保持增长态势。2025 年我国总炼油能力达 9.39 亿吨/年，稳居世界第一。近些年，国家各部委陆续出台多项文件，强调严格控制炼油产能规模，明确炼油行业 10 亿吨/年产能的“天花板”。据中石油经研院发布的《2025 年国内外油气行业发展报

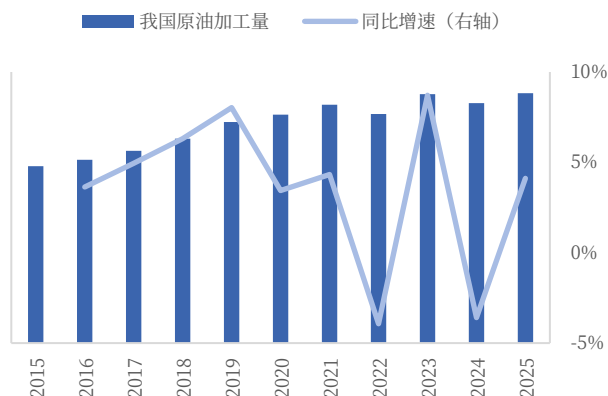
告》预计，随着多个大型炼化一体化项目及炼化转型升级项目投产、小型炼厂及部分老旧装置逐步淘汰，预计到 2030 年，国内炼油能力为 9.2 亿吨/年左右，较 2025 年末净减少 0.2 亿吨/年。

图31: 2015-2024 年我国炼油能力 (亿吨/年) 及增量 (万吨/年)



资料来源: 中国石油集团经济技术研究院, 中国银河证券研究院

图32: 我国原油加工量 (亿吨) 及同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表3: “十五五”期间我国新增/退出炼油能力

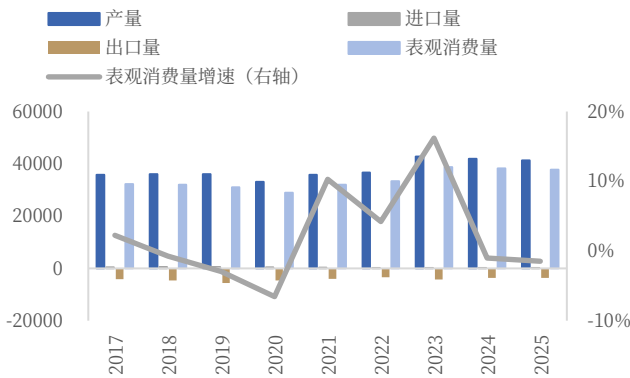
项目	企业	所属集团	炼油能力 (万吨/年)	省份	时间
新增	华锦阿美	中国兵器	1500	辽宁	2026 年
	湖南石化	中国石化	550	湖南	2027 年
	泉州石化	中国中化	300	福建	2027 年
	大连石化长兴岛	中国石油	1000	辽宁	2029 年
	塔河炼化	中国石化	350	新疆	2028 年
	齐鲁石化	中国石化	1000	山东	2029 年
	古雷石化	中国石化	1600	福建	2030 年
小计			6300		
淘汰	湖南石化	中国石化	700	湖南	2027 年
	低于 200 万吨/年及以下		1815	“十五五” 期间	
	部分老旧装置		5920	“十五五” 期间	
	小计			8435	
公示	富海集团	民营企业	1500	山东	公示
	延安石化	延长石油	1000	陕西	公示
	东明石化	民营企业	1500	山东	公示
	小计			4000	

资料来源: 《2025 年国内外油气行业发展报告》(中石油经研院)、界面新闻, 中国银河证券研究院

成品油消费预期承压, “油转化”有望加速推进。2025 年我国成品油表观消费量 3.77 亿吨, 同比下降 1.5%, 对应 2017-2025 年 CAGR2.0%。其中, 受新能源替代冲击, 汽油、柴油表观消费回落, 航煤表观消费依托民航业复苏实现正增长。中长期来看, 我国成品油消费已于 2023 年提前达峰并进入减量发展阶段。在地缘风险、低碳转型和终端用能结构调整的共同作用下, 预计成品油消费增速将继续放缓, 电动汽车、替代燃料等对传统汽柴油的替代效应不断增强。此外, 成品油需求结构将显著分化。据中国石化经研院预计, 汽油受乘用车电动化冲击最为直接, 预计 2030 年需求量降至 1.25 亿吨, 年均降幅为 5.2%; 柴油受物流电动化与产业结构调整双重影响, 预计 2030 年需

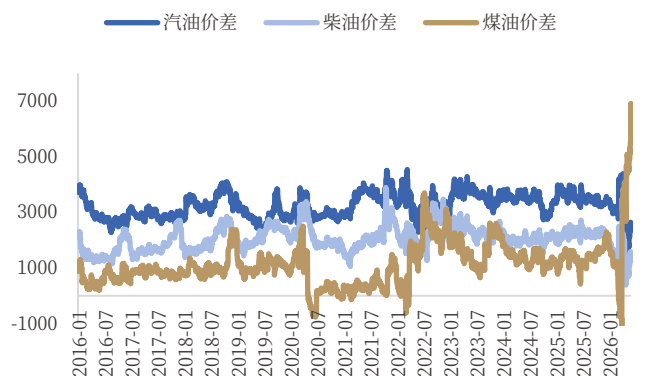
求量降至 1.49 亿吨，年均降幅为 4.2%；航煤受益于航空出行增长，预计 2030 年需求量升至 5000 万吨，年均增长 4.1%。我们认为，在国内成品油需求承压预期背景下，未来国内成品油供给预计保持充足灵活，炼厂“油转化”将加速推进。

图33: 2017-2025 年我国成品油供需 (万吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

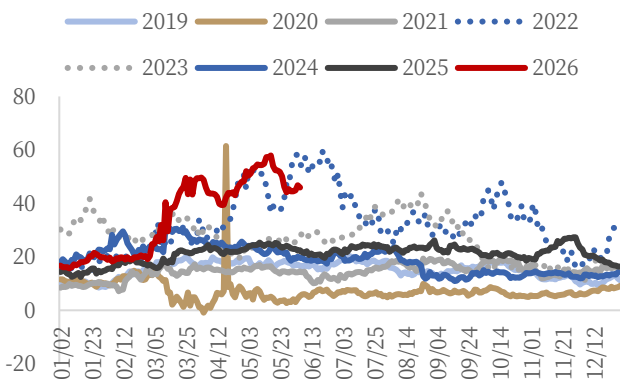
图34: 我国成品油价差走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

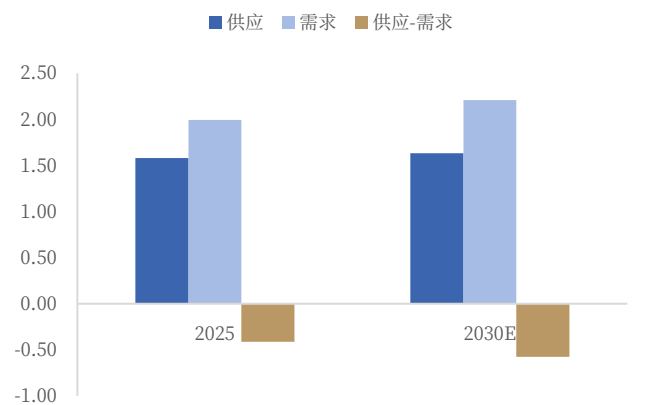
海外成品油市场存在结构性短缺，成品油价差中枢有望抬升。短期来看，受美以伊冲突影响，沙特、阿联酋、科威特、巴林等国多家炼厂受无人机袭击而宣布临时停产，带动海外成品油价差大幅走扩。中期来看，由于经济发展阶段和产业基础不同，全球不同地区成品油消费趋势并不同步。其中，东南亚地区人口增长与经济发展潜力较大，同时新能源汽车增长相对较慢，据中国石化经研院预计，未来五年东南亚成品油需求将增加 2000 万吨，达到 2.2 亿吨。此外，欧洲、日本等老牌工业化国家受能源成本高企、装置老旧落后等因素影响，持续关停炼厂，欧洲成品油缺口将持续扩大、日本成品油出口将减少。短期来看，海外成品油裂解价差受地缘扰动有望维持较高水平运行；中期来看，海外成品油市场存结构性短缺，预计东南亚地区成品油价差中枢同比往年正常水平将有所抬升，在东南亚地区拥有炼化产能布局、具有充足成品油出口配额的企业有望受益。

图35: 海外成品油裂解价差 (美元/桶)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图36: 东南亚地区成品油供需情况 (亿吨)



资料来源: 中国石化经研院, 中国银河证券研究院

表4: 2026 年 2 月底以来中东部分炼厂运行动态

国家	炼厂名称	产能	装置运营变动情况	备注
沙特阿拉伯	SATORP 炼油厂	46.5 万桶/日	2026 年 4 月 8 日全厂停产，4 月 14 日恢复运营、产能维持 23 万桶/日	袭击受损

沙特阿拉伯	Ras Tanura 炼油厂	55 万桶/日	2026 年 3 月 2 日预防性停产	无人机袭击引发火情，预防性停产
沙特阿拉伯	SAMREF 炼油厂	40 万桶/日	2026 年 3 月 19 日遭受无人机袭击	遭受无人机袭击
阿联酋	Ruwais 炼油厂	92.2 万桶/日	2026 年 3 月 10 日起停产	无人机袭击引发火情，预防性停产
科威特	艾哈迈迪港炼油厂	34.6 万桶/日	2026 年 4 月 3 日关停炼油厂部分设施	无人机袭击引发火情
巴林	锡特拉炼油厂	约 40 万桶/日	3 月 9 日宣布不可抗力	遭受袭击
利比亚	扎维耶炼油厂	12 万桶/日	2026 年 5 月 8 日起全面关闭	武装冲突致多枚重型炮弹落在公司区域内

资料来源：财联社、华尔街见闻、科威特国家石油公司官网、人民网、新华社、界面新闻、欧洲时报等，中国银河证券研究院

整体来看，我们认为未来政策端约束下部分小型独立炼厂或逐步退出，大型炼化一体化企业凭借规模优势、技术优势与产业链协同能力，市场份额将进一步提升。此外，伴随着成品油需求下降，化工轻油需求有望持续增长，“油转化”有望加速推进，炼油行业将从传统成品油生产向高附加值化工原料倾斜，契合化工新材料市场需求增长趋势。建议关注中国石化（600028.SH）、中国石油（601857.SH）、荣盛石化（002493.SZ）、恒力石化（600346.SH）、东方盛虹（000301.SZ）等。此外，海外成品油市场存在结构性短缺，建议关注在海外拥有炼厂布局的恒逸石化（000703.SZ）等。

（三）烯烃出口动能走强，景气拐点有望加速到来

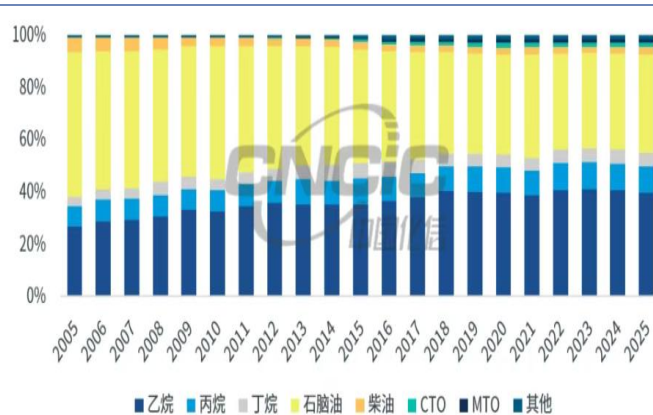
烯烃行业工艺多元，“十四五”产能快速扩张。烯烃行业是石化化工产业的重要组成部分，是基础石化向有机原料、合成材料、化工新材料和专用化学品等下游产业链延伸的关键环节，为下游各行业提供原材料，是国民经济发展的物质基础。2013 年以来，烯烃产能持续增长。其中，2013-2019 年烯烃产能扩张以煤/甲醇制烯烃爆发式增长为特征，PDH 兴起，生产工艺开启多元化进程；2020-2025 年，随着国内民营大炼化项目投产、轻烃裂解爆发式增长，烯烃行业出现新一轮扩能潮。“十四五”期间，烯烃产能年均增速超过 11%，年均新增乙烯产能近 600 万吨/年，是“十三五”期间的两倍以上。从原料结构看，行业生产工艺多元化特征显著，我国烯烃生产形成以石脑油裂解为主，轻烃裂解、煤制烯烃作为有益补充的格局。

图37：我国烯烃新增产能变化（万吨/年）



资料来源：中国化信，中国银河证券研究院

图38：烯烃原料工艺路线占比情况



资料来源：中国化信，中国银河证券研究院

“十五五”烯烃或迎产能周期拐点。“十四五”烯烃产业链产能快速扩张下，行业多数产品面临较大的供需过剩压力。以下游主要产品聚烯烃为例，2025 年我国聚乙烯、聚丙烯产能分别为 3893、4823 万吨/年，对应“十四五”产能 CAGR 为 11.5%、11.4%；同期聚乙烯、聚丙烯表观消费量 CAGR 分别为 2.6%、4.7%。在产能增速远大于需求增速的背景下，聚烯烃行业景气逐步回落。展望“十五五”，据卓创资讯统计数据，目前我国乙烯、丙烯及相关下游衍生产品仍处于产能扩张周期。从投产节奏来看，预计多数产品将在 2026-2028 年迎来增量高峰，2029-2030 年新增产能将显著放

缓。我们认为，随着新增产能的逐步释放，行业竞争将更为充分，落后产能有望加速出清，行业产能周期拐点有望来临。

表5: 乙烯及下游主要产品产能及增量情况统计 (万吨/年)

日期	产能				新增产能预期				
	2015	2020	2025	“十四五” CAGR	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
乙烯	2111	3446	6275	12.7%	1457	1609	1083	337	300
聚乙烯	1529	2256	3893	11.5%	212	147	160	320	105
环氧乙烷	345	549	1016	13.1%	20				
乙二醇	745	1570	3154	15.0%	253	65	340	170	80
苯乙烯	724	1197	2363	14.6%	109	155	127	6	155
EVA	60	97	380	31.3%	160	135	289		

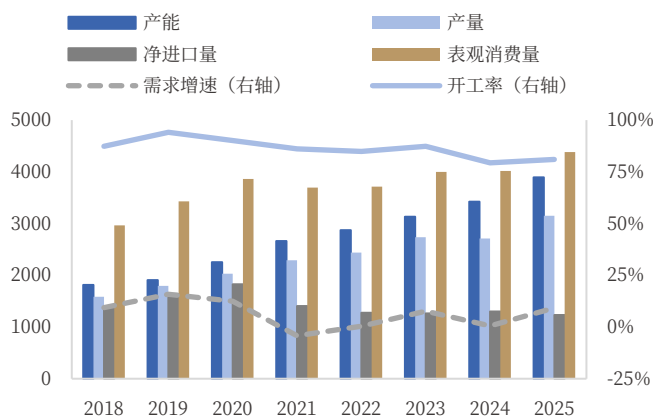
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

表6: 丙烯及下游主要产品产能及增量情况统计 (万吨/年)

日期	产能				新增产能预期				
	2015	2020	2025	“十四五” CAGR	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
丙烯	2829	4477	7703	11.5%	1264	1226	931	407	145
聚丙烯	1778	2816	4823	11.4%	550	320	667	455	280
环氧丙烷	303	321	858	21.8%	108	164	60	20	30
丙烯腈	195	260	545	16.0%	92	33	20		
丙酮	152	204	425	15.9%	19	25		25	
丙烯酸	286	332	445	6.0%	64	8	37	46	58

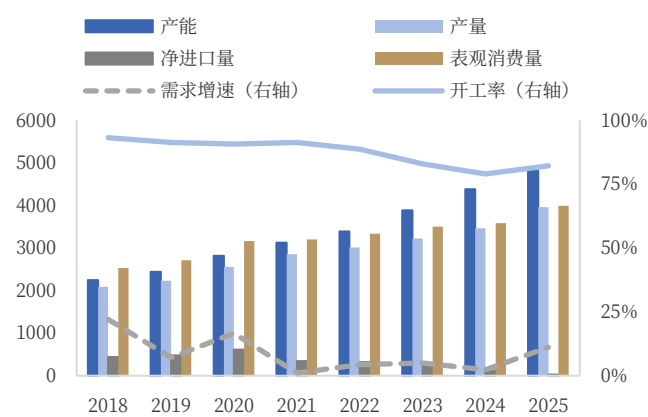
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图39: 2018-2025 年我国聚乙烯供需情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图40: 2018-2025 年我国聚丙烯供需情况 (万吨)

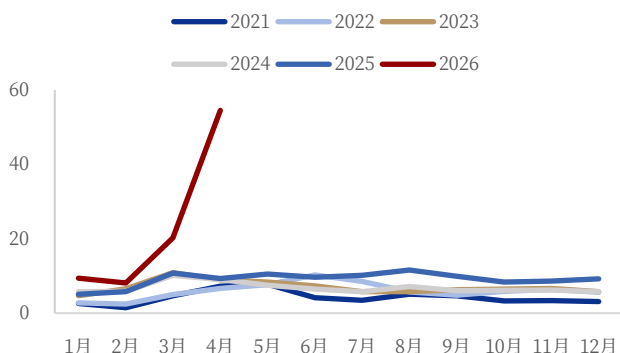


资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

海外产能退出激发国内出口动能，行业景气拐点或加速到来。一方面，亚太地区多地企业受原料供应影响，部分烯烃装置面临不可抗力。另一方面，欧洲部分装置受能源成本高企、装置老旧等因素影响，正逐步退出市场。2026年1-4月，我国烯烃产业链多数产品出口大幅放量。其中，聚乙烯、苯乙烯、乙二醇、聚丙烯出口量分别为92、39、16、158万吨，累计同比分别增长198.2%、203.0%、200.4%、55.0%。2025年我国聚乙烯、苯乙烯、乙二醇、聚丙烯进口量分别为1341、772、24、337万吨，进口依存度分别为30.6%、1.3%、27.7%、8.4%。我们认为，此轮地缘冲突有望加

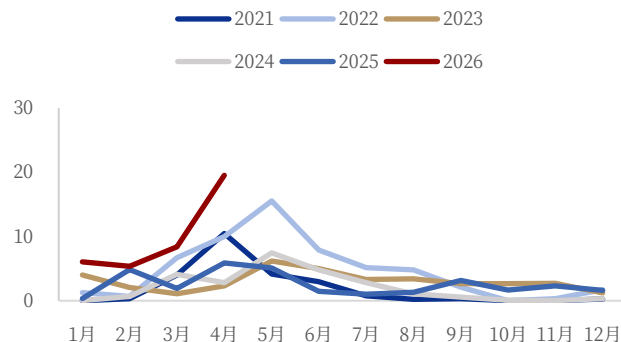
速海外落后烯烃产能退出，国内烯烃产业链产品出口需求有望受到提振，进而促进国内新投产产能消化，加速景气周期拐点到来。

图41：我国聚乙烯月度出口量（万吨）



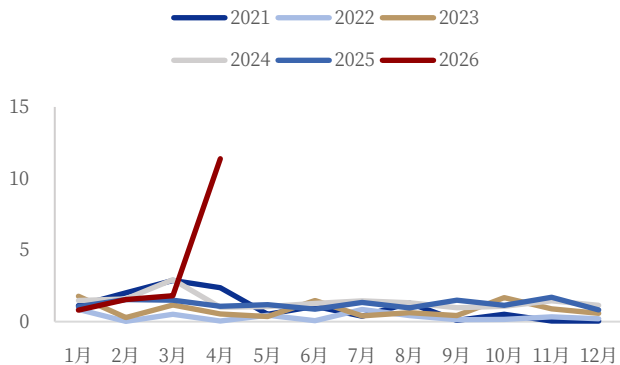
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图42：我国苯乙烯月度出口量（万吨）



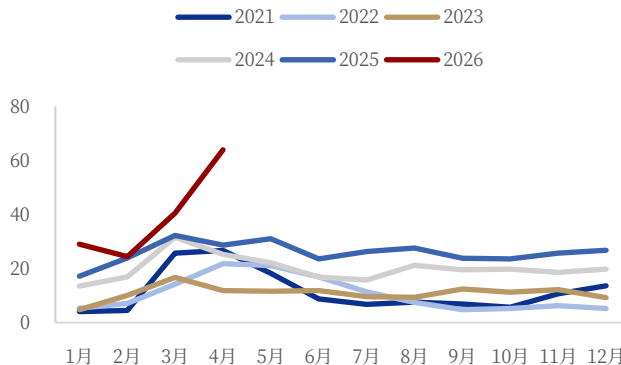
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图43：我国乙二醇月度出口量（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

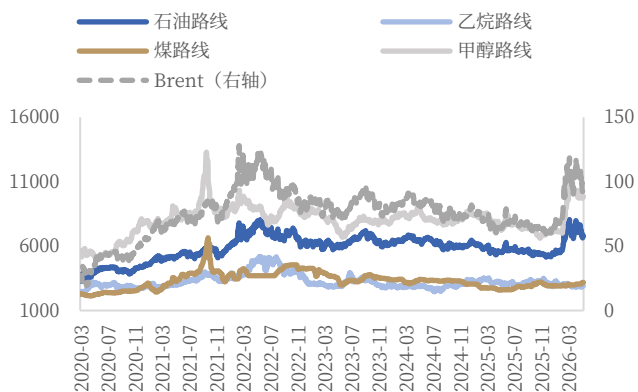
图44：我国聚丙烯月度出口量（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

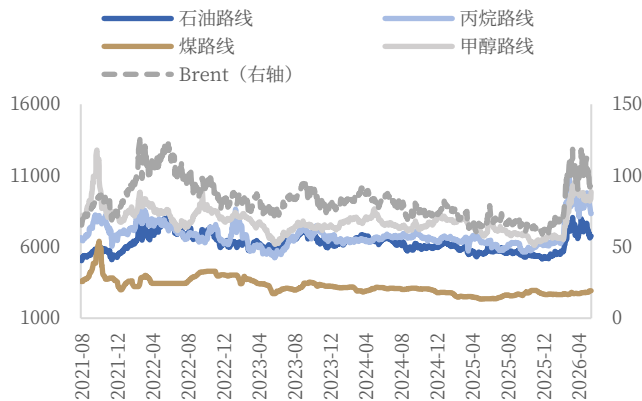
中高油价下，石油替代路线经济效益仍凸显。从生产工艺分布情况来看，油制烯烃仍是国内聚烯烃主要生产路线。据金联创数据显示，2025 国聚乙烯产能中，石油、煤/甲醇、轻烃、外采乙烯产能占比分别为 64%、19%、15%、2%；我国聚丙烯产能中，石油、丙烷、煤/甲醇产能占比分别为 55%、23%、22%。从行业景气来看，短期国际原油、丙烷价格中枢大幅抬升，国内煤炭价格中枢虽有抬升，进口乙烷价格相对平稳，但与油头路线相比，成本仍处于低位，竞争优势凸显。

图45：不同原料路线乙烯成本对比（元/吨、美元/桶）



资料来源：iFind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

图46：不同原料路线丙烯成本对比（元/吨、美元/桶）



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

我们认为，一方面，此轮地缘冲突有望加速海外落后烯烃产能退出，烯烃产业链出口需求有望受到提振，进而促进国内新投产能消化，加速景气周期拐点到来；另一方面，中高油价下，石油替代路线效益仍具成本比较优势。建议关注宝丰能源（600989.SH）、卫星化学（002648.SZ）等。

（四）蛋氨酸“东升西落”趋势明确，国产长期受益

年内蛋氨酸价格高位有望持续，国产最为受益。2026 上半年蛋氨酸受海外装置不可抗力、原料涨价驱动价格大幅冲高，固体蛋氨酸自年初 17.6 元/公斤最高涨至 52 元/公斤，节后随进口货源阶段性回落小幅回落至 39-41 元/公斤震荡运行。供给端，赢创新加坡、住友亚洲装置受地缘因素阶段性停产，叠加新和成国内工厂年中检修，全球阶段性供给收缩，寡头控价能力走强。需求端，肉禽、蛋鸡养殖盈利向好支撑刚需，饲料企业低位补库带动成交回暖。后市看，全球新增产能有限，而全球需求年均稳步增长 5%-6%，国内龙头企业凭借成本与产能优势稳固份额，行业盈利中枢稳步抬升。**建议关注新和成（002001.SZ）、安迪苏（600299.SH）、和邦生物（603077.SH）等。**

表7：全球蛋氨酸产能分布

公司	现有产能（万吨）	生产基地	种类	备注
赢创	70.5	美国、比利时、新加坡	固蛋	
安迪苏	69	法国、西班牙、中国南京	固蛋、液蛋	27 年泉州计划新增 15 万吨固蛋
诺伟司	32	美国	液蛋	
新和成	46	中国山东	固蛋，液蛋	2025 年 6 月 18 万吨液蛋试产，权益 50%
住友	25	日本	固蛋、液蛋	2024 年较 2018 财年（截止 2019 年 3 月）产能减少 3 成
紫光	10	中国宁夏	固蛋	母公司筹划转卖
希杰	14	马来西亚	固蛋	2023 年下半年开始，马来西亚工厂 30%-40%的蛋氨酸产能转产缬氨酸和异亮氨酸
和邦生物	7	中国四川	液蛋	
内蒙古灵圣	0	中国内蒙古	固蛋	在建 20 万吨固蛋

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

（五）短期电石法 PVA 价差优势显著，长期看好格局优化、价值提升

PVA 格局或生变，价值持续提升。2026 上半年 PVA 行情震荡上行，自年初 11700 元/吨冲高至 16000 元/吨，近期小幅回落至 13000-13500 元/吨区间。由于美伊冲突推涨乙烯、醋酸乙烯等原料，海外乙烯法大厂成本抬升、开工受限，国内电石法一体化龙头成本优势凸显。需求端，传统纺织浆料需求平稳，可降解水溶膜、偏光片光学 PVA、MLCC 配套 PVB、锂电涂层等高附加值需求快速放量，支撑高端品种紧俏溢价。未来，行业众多低端落后产能或持续出清，而高端牌号需求持续提升，行业向一体化龙头集中。**建议关注皖维高新（600063.SH）。**

表8: PVA 产能分布

企业名称		产能 (万吨)	工艺路线	投产时间
皖维高新	安徽皖维	6	石油乙烯法	1969
	广西皖维	5	生物乙烯法	2012
	蒙维科技	20	电石乙炔法	2011、2012、2016
中国石化	上海石化	4.6	石油乙烯法	1976
	重庆川维	16	天然气乙炔法	1979 (6)、2011 (10)
	长城能化	10	电石乙炔法	2014
宁夏大地		13	电石乙炔法	2011、2015
内蒙古双欣环保		13	电石乙炔法	2011、2012、2015
常熟长春化工		12	石油乙烯法	2007、2010、2013
湖南湘维		10	电石乙炔法	1978
合计		109.6		25 年以上产能 26.6 万吨

资料来源: 皖维高新公告, 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图47: PVA 价格走势



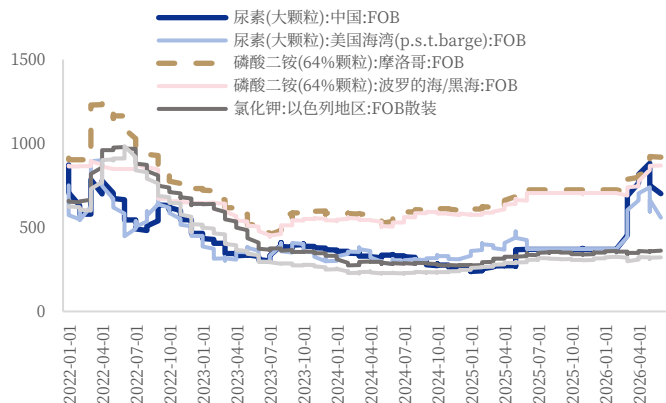
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

三、把握需求刚性支撑，探寻高胜率赛道

(一) 全球化肥供应告急，国内保供平稳有序

中东局势引发全球化肥供应危机，或引发粮食跟随输入性通胀。化肥是农业生产的基石，在保障粮食安全、提高农产品品质和产量等方面起到至关重要的作用。全球化肥供应均集中于少数产区，海外农业生产大国多高度依赖进口化肥。2026 年 2 月以来，中东地区局势持续紧张、霍尔木兹海峡航运受阻，不仅引发了能源价格大幅上涨，也对全球化肥产业链供应链形成了明显冲击。一是，天然气、硫磺等上游原材料价格上行，直接抬高了尿素、磷肥的生产成本。二是，海运费和保费大幅上涨，抬高了化肥进口国的运输成本。三是，海湾地区是全球主要尿素、硫磺生产和出口地区之一，同时全球近三分之一的海运化肥贸易需经过霍尔木兹海峡，地缘冲突不仅导致当地尿素、硫磺生产供应受阻，同时也对化肥成品运输造成严重拖累，进而导致化肥进口依赖国出现化肥供应紧张风险。目前国际市场尿素、磷肥、钾肥均已较年初出现不同程度上涨，其中成本、供应波动更为剧烈的尿素和磷肥价格涨幅更为显著。化肥施用成本大幅上行、供应紧张风险加剧，最终将向下游传导至农作物端，或导致全球粮食产量下滑，进而引发粮食价格跟随输入性通胀。当前中东局势尚未明朗，霍尔木兹海峡暂未恢复通行，海湾地区受到冲击的生产装置修复仍需时日，若地缘扰动持续存在，或导致全球化肥供应紧缺风险中长期延续。

图48: 国际市场化肥价格走势 (美元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图49: 国际农产品期货价格



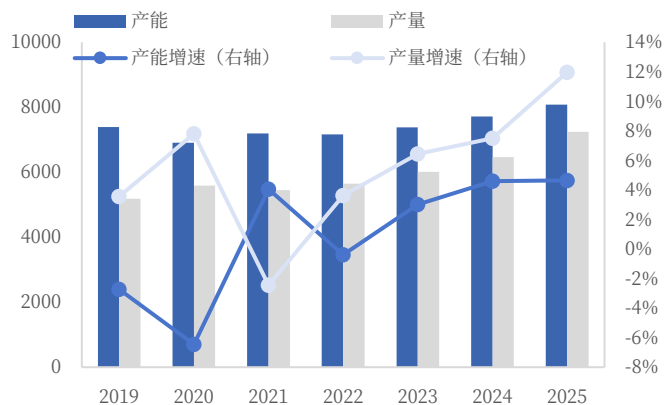
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

坚定落实保供稳价, 我国化肥市场表现平稳。相较于国际市场, 当前我国化肥供应稳定, 价格波动幅度有限。一方面系我国氮肥、磷肥自给率较高, 且生产路径多样化, 关键原材料供应相对更有保障。另一方面系近年来我国坚定落实化肥保供稳价政策, 积极采取综合性市场调控措施, 以确保化肥供应充足、价格基本稳定。我们认为, 本轮全球市场面临的化肥供应危机, 一是有望提升全球及我国化肥产业的战略定位, 并进一步强化我国化肥保供稳价和保障粮食安全的决心; 二是我国对于化肥出口的管控或将逐步收紧, 同时我国化肥出口的议价能力也有望随之提升。

1.1 尿素: 煤制尿素成本优势凸显, 海内外价差显著扩张

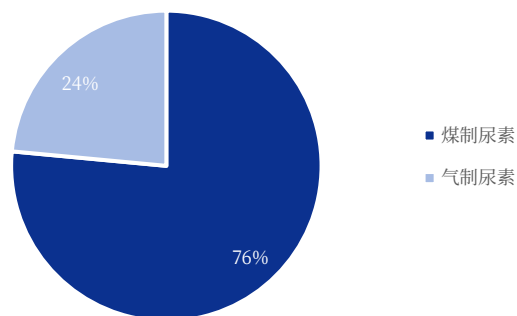
国内尿素供需宽松, 价格低位震荡下煤制尿素更具优势。2023年以来, 我国尿素产能加速投放。截至2025年末, 我国尿素合计产能8080万吨/年, 同比新增359万吨/年, 同比增幅为4.65%, 为近年来最高增幅。供给增速大于需求增速下, 近年我国尿素供需格局整体偏宽松, 尿素价格及价差重心震荡回落。2025年末至2026年春耕期间, 先后受农业备肥需求前置、工业刚需补货, 以及国际市场消息扰动等因素影响, 国内尿素价格小幅回升。5月以来随国内用肥需求转弱, 尿素价格小幅震荡回落。考虑到2026-2027年国内仍有部分在建尿素产能陆续投放, 预计短中期我国尿素市场将延续供需宽松局面, 市场充分竞争、政策保供稳价情况下, 国内市场尿素价格振幅有限。从技术路线来看, 尿素价格中低位震荡下, 低成本煤制尿素更具成本优势。中长期来看, 高成本、高耗能的老旧尿素装置有望加速退出, 加之行业产能扩张逐步告一段落, 未来我国尿素市场供需格局有望逐步改善。

图50: 我国尿素产能、产量 (万吨) 及增速



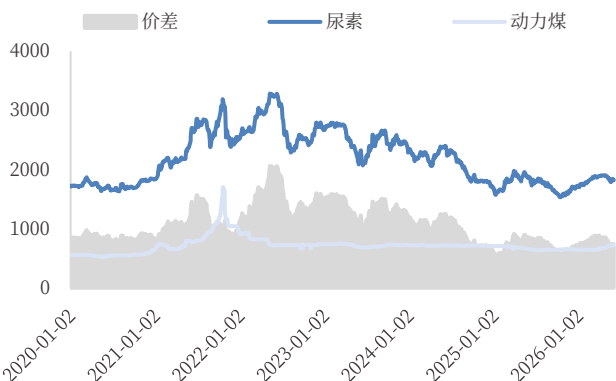
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图51: 我国煤制尿素/气制尿素产能占比



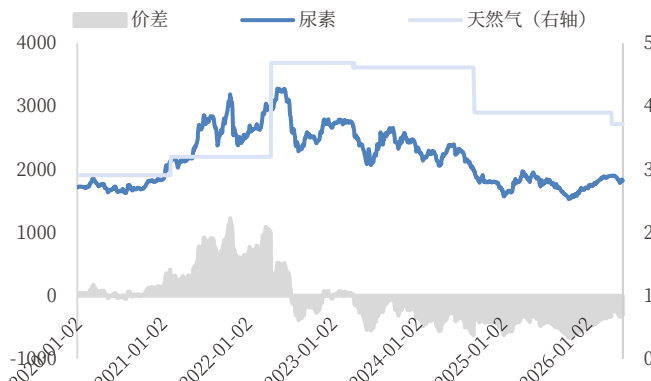
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图52: 煤头尿素价差 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

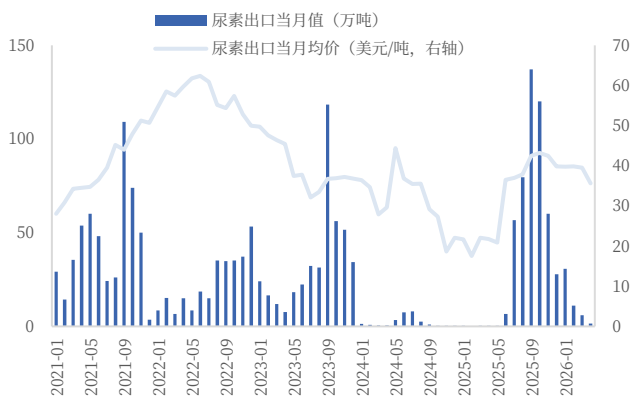
图53: 气头尿素价差 (元/吨、元/立方米)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

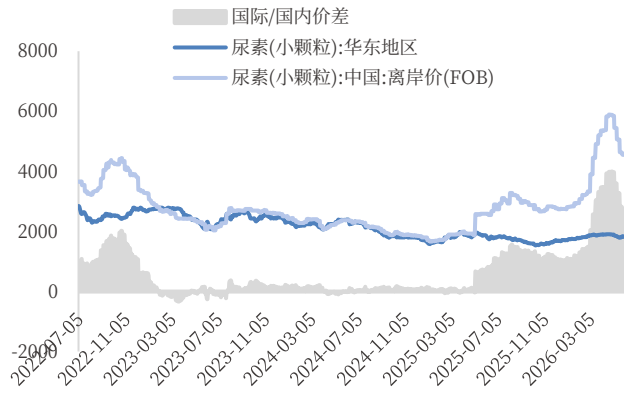
出口订单接棒，缓解淡季国内企业库存压力。国内市场供需偏宽松情况下，出口是缓解我国过剩尿素产能的重要途径。同时为保障国内需求旺季化肥稳定供应，避免货源外流推高国内用肥成本，近年我国尿素出口管控力度有所收紧，春耕用肥旺季实施严格出口限制，并于国内农需淡季逐步释放出口配额。5月27日，2026年第一批企业自律出口配额公布，尿素出口窗口期为6-10月。尿素出口放开，一方面可有效缓解国内生产企业淡季的库存压力；另一方面，当前国内和国际市场价差较大，获取出口配额的生产企业的盈利能力有望随之提振。

图54: 尿素出口量及出口均价



资料来源: iFind, 海关总署, 中国银河证券研究院

图55: 国际/国内市场尿素价差 (元/吨)

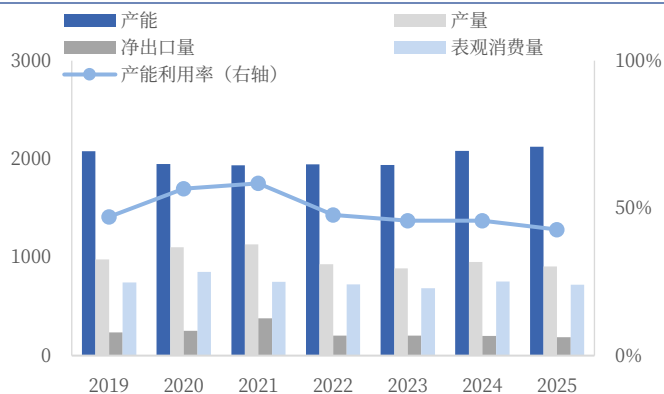


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

1.2 磷铵：成本端压力加剧，出口或阶段性收紧

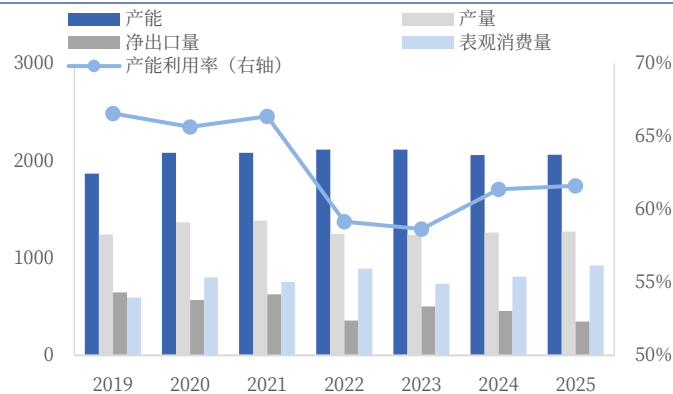
国内严控新增产能，磷铵供需结构偏稳。供给端，2023年末，工信部等八部门联合印发《推进磷资源高效高值利用实施方案》，提出要严格控制磷铵、黄磷等行业新增产能等内容。国家严控新增产能的政策背景下，近年来我国磷铵产能规模总体平稳，同时随产业结构调整，行业集中度有所提升。需求端，磷铵下游以农用刚需为主，需求规模稳定，增量空间有限。中长期来看，在无其他因素扰动情况下，我国磷铵市场将维持偏宽松的供需格局。

图56: 磷酸一铵供需结构 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

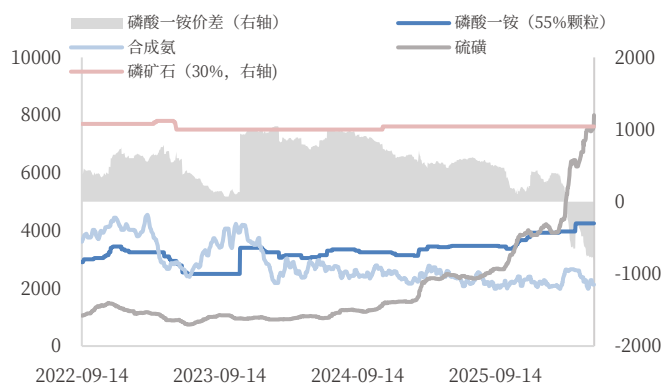
图57: 磷酸二铵供需结构 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

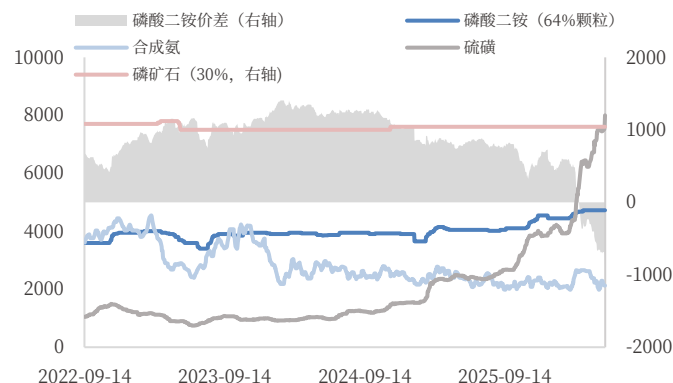
政策约束磷铵价格振幅，成本高压行业盈利缩水。保供稳价政策约束下，我国磷铵价格波动幅度有限，原材料磷矿石、硫磺和合成氨价格波动将直接影响行业盈利。2026年以来，磷矿石、合成氨价格走势相对偏稳，硫磺受中东局势扰动价格出现大幅上涨、市场供应偏紧，导致磷铵价格与价差出现明显倒挂，生产企业面临较大盈利压力。随春耕生产需求旺季进入尾声，部分企业生产积极性下滑，装置出现降负或停车检修，行业开工率明显下滑。考虑到硫磺高价及供应紧张问题短期难以缓解，预计后续行业开工不排除进一步下滑可能。为保障国内用肥需求，2026年我国磷铵出口或存收紧预期。中长期来看，本轮硫磺对磷铵行业造成的成本冲击，一是有望驱动国内磷铵生产企业加速推进磷石膏制酸项目建设，降低对硫磺的依赖；二是有望强化磷铵生产企业关键原材料战略库存储备策略。关键原材料自给率更高、原材料采购策略和采购渠道更加多元化的龙头企业有望在成本端剧烈波动期间更具经营韧性，并占据更高市场份额。

图58: 磷酸一铵价格及价差 (元/吨)



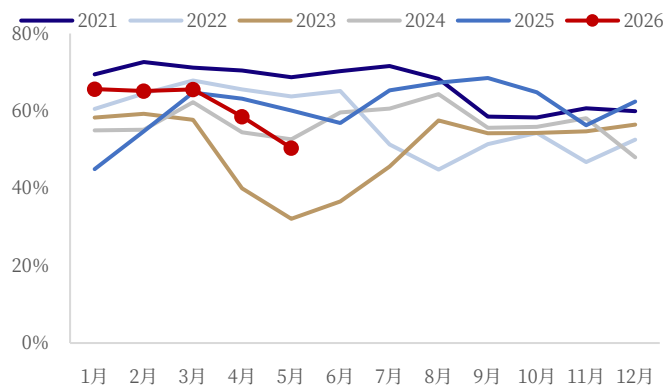
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图59: 磷酸二铵价格及价差 (元/吨)



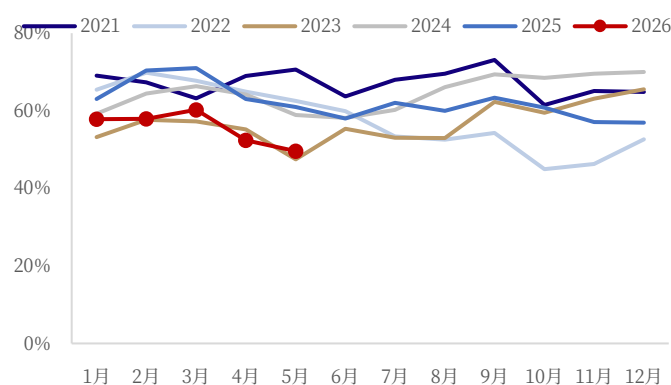
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图60: 磷酸一铵月度开工率



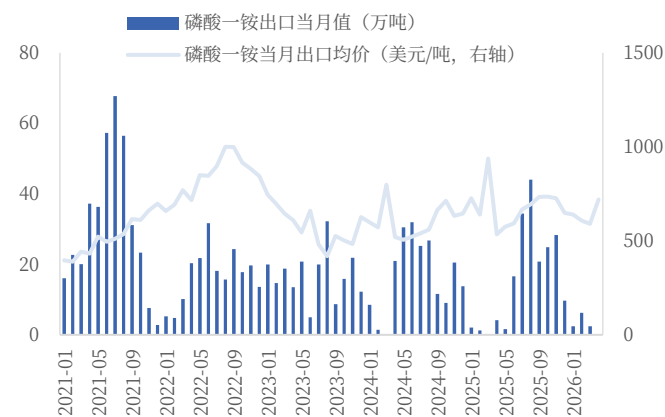
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图61: 磷酸二铵月度开工率



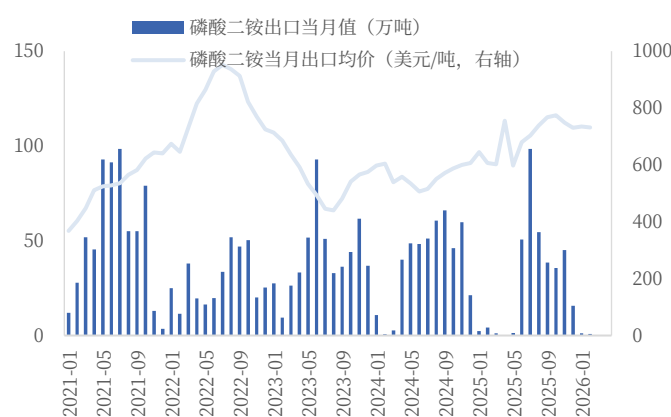
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图62: 磷酸一铵月度出口量及出口均价



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图63: 磷酸二铵月度出口量及出口均价

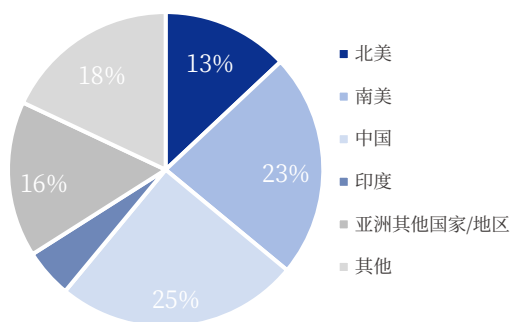


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

1.3 钾肥: 全球钾肥供需偏紧, 价格高位持稳

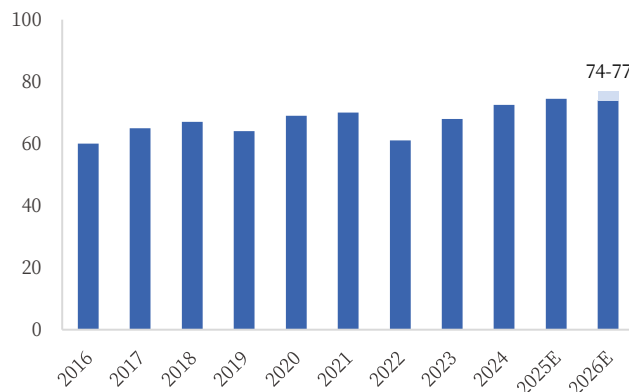
需求支撑较强, 钾肥行业高景气延续。需求端, 受东南亚等地区旺盛需求拉动, 近年全球钾肥总需求量稳步上行, 2025 年全球钾肥 (折 KCl) 总需求量预计为 7450 万吨, 同比增速约 2.8%。预计 2026 年全球钾肥 (折 KCl) 总需求量将进一步扩张至 7400-7700 万吨区间。供给端, 全球钾盐资源和钾肥产能大多集中于少数国家, 钾肥生产与消费存在明显供需错配。且近年全球钾肥产能扩张明显放缓, 叠加部分区域地缘冲突等因素影响, 全球钾肥市场维持供需紧平衡态势。根据 Nutrien, 当前我国、巴西等核心市场钾肥库存均处低位, 持续扩张的钾肥需求正在考验全球钾肥生产装置的运行能力和供应链承载能力。预计 2026 年全球钾肥市场维持偏紧状态, 并将对钾肥价格形成较强支撑。

图64: 全球钾肥消费结构 (2025E)



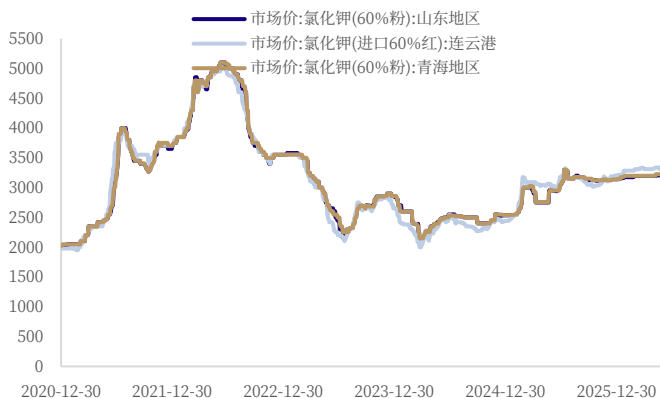
资料来源: Industry Consultants, Nutrien, 中国银河证券研究院

图65: 全球钾肥需求量 (百万吨, 折 KCl)



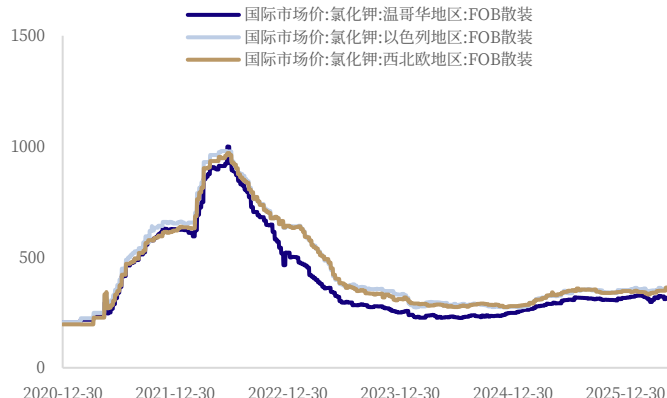
资料来源: Nutrien, 中国银河证券研究院

图66: 国内市场氯化钾价格走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

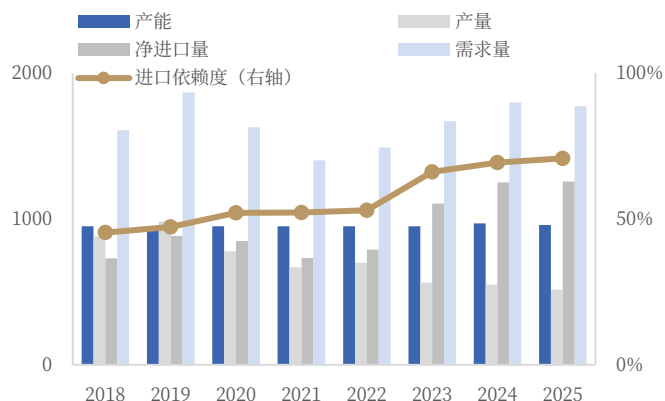
图67: 国际市场氯化钾价格走势 (美元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

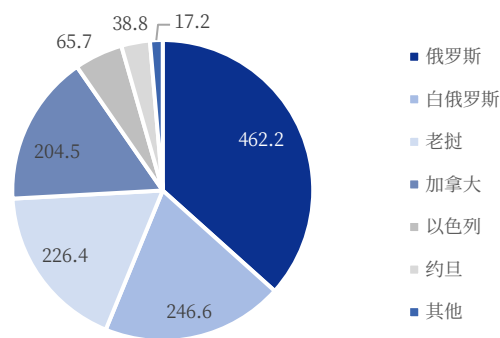
我国钾盐资源有限，长期依赖进口。我国钾肥需求量位居全球首位，2025年我国氯化钾表观需求量约 1775.0 万吨，2020-2025CAGR 约 1.7%。现阶段我国氯化钾产能不足 1000 万吨/年，年产量远远低于我国农业对氯化钾的刚性需求量。且由于我国钾盐资源储量逐步减少、服务年限缩短，我国氯化钾产能规模现已基本没有扩张空间，甚至不排除继续回落的可能。预计中长期内我国钾肥进口依赖度偏高的情况难以发生扭转，且存在进一步升高预期。2025 年，我国氯化钾净进口量约为 1258.0 万吨，进口依赖度约为 70.9%，同比增长 1.4pcts。从进口来源来看，我国进口氯化钾主要来自俄罗斯、白俄罗斯、老挝、加拿大等国家，2025 年上述 CR4 高达 90.3%。为长远助力我国农业发展、保障粮食安全，一方面我国本土钾肥龙头企业应加速整合国内钾盐资源，提高钾盐资源综合利用效率，稳定氯化钾产能；另一方面中资企业应加大力度开发境外钾盐资源、增强钾肥境外储备，尽快提升境外中资企业反哺国内农需的能力。

图68: 氯化钾供需结构 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图69: 2025年我国氯化钾进口结构 (万吨)



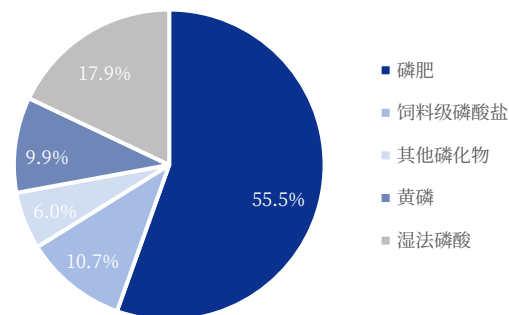
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

综合以上, 我们认为, 当前中东局势尚不明朗, 预计 26H2 全球化肥供应偏紧、价格高位现象仍将存在。本轮地缘冲突所导致的化肥供应危机或将提升全球对粮食安全和化肥贸易安全的重视程度, 全球化肥供应链有望重塑。我国作为全球化肥产销大国, 化肥出口管控机制有望进一步完善, 同时对于化肥出口订单的议价能力也有望得到提升。另外, 我国也将持续落实化肥保供稳价政策, 并将加速补齐钾肥、硫磺等关键单质肥及核心原材料的供应“短板”。看好国内化肥龙头企业的保供能力和抗风险能力, 建议关注云天化 (600096.SH)、兴发集团 (600141.SH)、华鲁恒升 (600426.SH)、亚钾国际 (000893.SZ) 等。

(二) 新能源释放旺盛需求增量, 磷资源战略地位提升

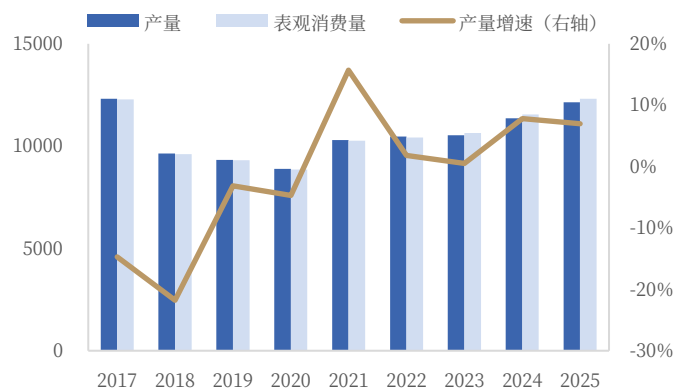
我国磷矿项目监管趋严, 行业产能释放节奏偏缓。我国于 2016 年将磷矿列入战略性矿产资源。2023 年末, 工信部等八部门联合印发《推进磷资源高效高值利用实施方案》, 提出要科学调控磷矿开发强度, 提升资源可持续保障能力等系列内容。2024 年 1 月, 工信部等八部门联合印发《推进磷资源高效高值利用实施方案》, 提出“支持“采、选、加”一体化大型磷化工优势企业按照市场化原则取得矿业权”、“支持优强企业通过兼并重组等方式整合中小磷矿, 推动技术落后、效率低下、不符合生态环保要求、不具备安全生产条件的磷矿企业依法依规退出”等内容, 引导磷矿开采产业良性可持续发展。行业监管政策收紧、环保管控趋严, 近些年我国磷矿落后产能不断退出, 同时新建磷矿项目审批周期明显拉长, 加之新矿山开采难度加大、投资成本抬升, 当前我国项目建设周期及磷矿产能释放进度整体偏缓。2025 年, 我国磷矿石产量约 1.21 亿吨, 同比增长 6.99%。

图70: 2025年我国磷矿石消费结构



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

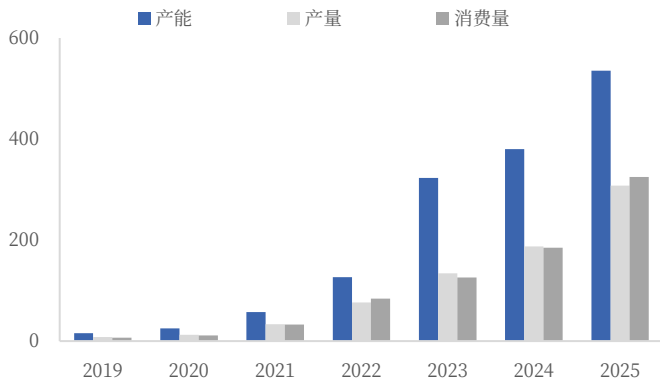
图71: 我国磷矿石年度产销量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

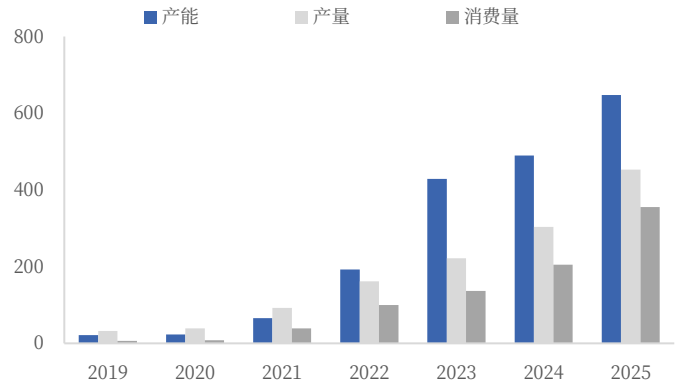
新能源产业释放强劲需求增量，磷资源战略地位提升。磷矿石下游磷化工产品及其所涉及的领域众多。其中磷肥是磷矿石下游最主要的需求来源，虽然产能扩张受限，但其下游农业需求刚性，产销规模平稳，对磷矿石需求支撑较强。磷酸铁、磷酸铁锂等材料是锂电正极核心原材料，受益于新能源产业高速发展，近年我国磷酸铁、磷酸铁锂产销规模快速扩张，并为磷矿石贡献了主要需求增量。2025年下半年以来，全球储能产业全面爆发，磷酸铁及磷酸铁锂需求迎来新一轮高速成长期，并有望带动行业开展新一轮资本开支。中期来看，随磷酸铁及磷酸铁锂产销规模持续扩张，磷矿石需求规模有望实现稳步增长。与此同时，高端精细磷化工品已广泛应用于航天航空、国防军工、半导体等战略性新兴产业，随终端产业发展，高端精细磷化工品产销规模及应用领域有望逐步扩张。

图72: 我国磷酸铁产能及产销量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

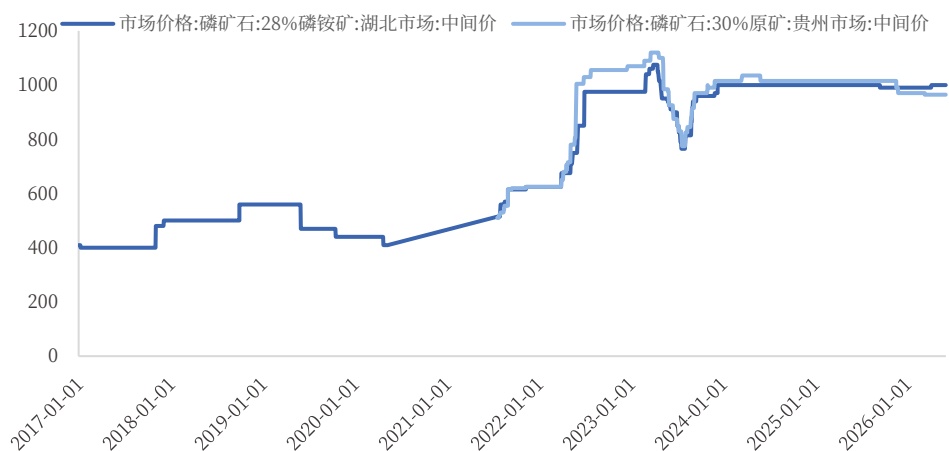
图73: 我国磷酸铁锂产能及产销量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

磷资源战略地位提升，看好磷矿高价延续。磷资源是保障粮食安全、产业安全和国防安全的关键基础。2026年2月，美国总统特朗普援引《国防生产法》签署一项行政命令，将磷元素和草甘膦类除草剂列为国防关键物资，命令授权农业部长确定全国范围内的优先事项和资源分配，为遵守命令的国内生产商提供法律豁免，并要求任何实施规则不得危及国内生产商的企业存续能力。我们认为，该项举措标志着磷资源战略地位的再升级，磷资源的稀缺属性有望得到强化，全球磷资源供给及监管预期中长期趋紧。国内方面，当前我国磷矿产能释放进度仍然偏缓，需求端稳中有增情况下，预计短中期磷矿产能释放进度与需求增速基本匹配，磷资源储备充足的企业依然具有较强定价权，磷矿石价格有望维持高位，**建议关注芭田股份 (002170.SZ)、云天化 (600096.SH)、兴发集团 (600141.SH)、川恒股份 (002895.SZ)、云图控股 (002539.SZ) 等。**

图74: 我国磷矿石价格走势 (元/吨)

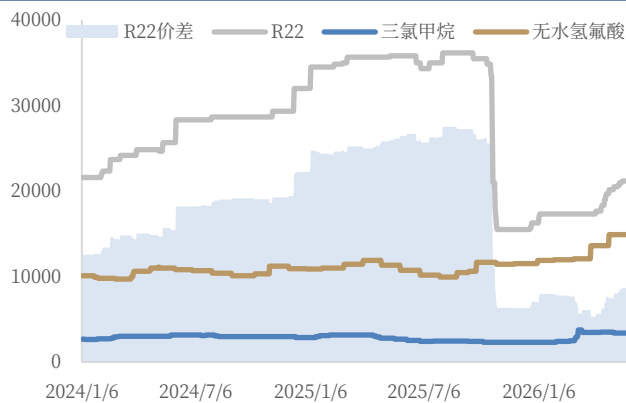


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(三) 配额政策强约束，制冷剂景气延续

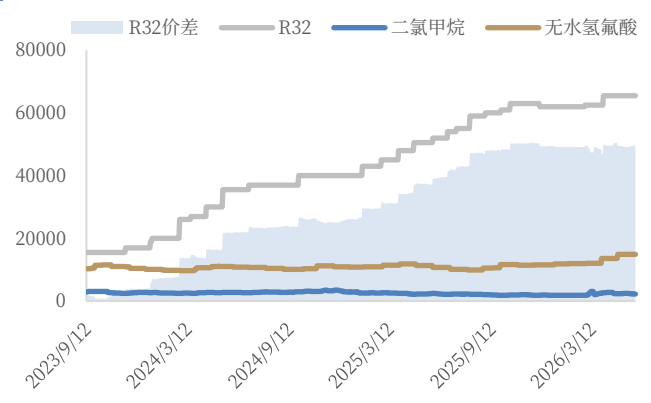
供给端：配额管理政策稳定连续、行业高度集中，制冷剂价格重心维持高位。根据生态环境部发布的《关于印发 2026 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定与分配方案的通知》，2026 年我国 HCFCs 生产配额总量为 151416 吨、内用生产配额总量为 79724 吨，分别较 2025 年减少 12157、6305 吨，分别较基线值削减 71.5%、76.1%。其中，2026 年 R22 生产配额和内用生产配额分别为 146068、77952 吨，分别较 2025 年减少 3000、2910 吨。HFCs 方面，2026 年度生产配额总量和内用生产配额总量分别为 18.53、8.95 亿 tCO₂，与 2025 年度相同。其中，根据 HCFCs 淘汰的替代需求及半导体行业的增长需求，对 R245fa、R41 进行了不同幅度的配额增发。此外，调整原则中，对于任一品种 HFCs 的年度配额累计调增量占该品种配额量的比例由原本的 10%调增至 30%，其余调整原则不变。行业集中度方面，目前主流制冷剂品类配额 CR3、CR5 均在 50%、70% 以上。在供给端总量受配额刚性约束、行业高度集中情况下，生产企业多根据下游需求变化调整开工负荷，产品库存及销售压力较小、挺价意愿持续存在，主流产品价格及价差有望高位持稳。

图75：R22 价格及价差走势（元/吨）



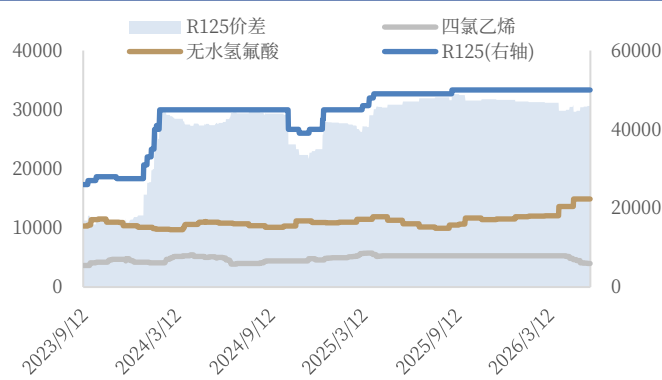
资料来源：iFind、卓创资讯，中国银河证券研究院

图76：R32 价格及价差走势（元/吨）



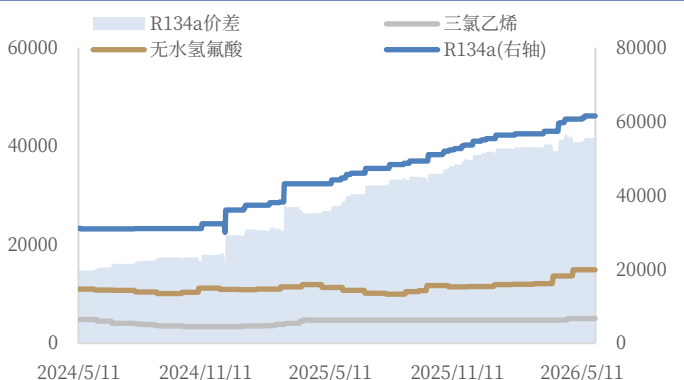
资料来源：iFind、卓创资讯，中国银河证券研究院

图77：R125 价格及价差走势（元/吨）



资料来源：iFind、卓创资讯，中国银河证券研究院

图78：R134a 价格及价差走势（元/吨）

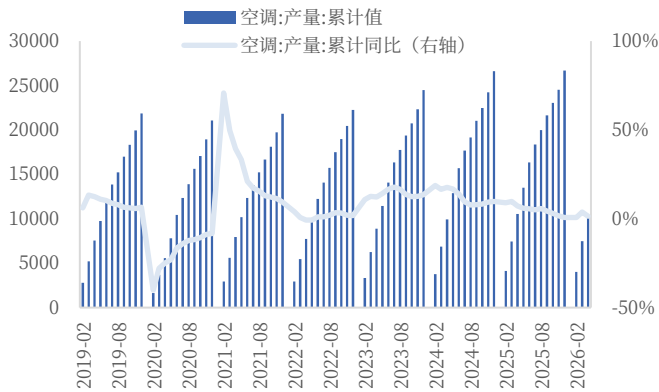


资料来源：iFind、卓创资讯，中国银河证券研究院

需求端：夏季高温将至，海内外补库订单有望回暖。制冷剂终端产品主要集中在空调、汽车等领域，且下游产业对制冷剂需求偏刚性。内需方面，2026 年，我国将“坚持内需主导，建设强大国内市场”列居八项经济重点工作任务首位，“两新”政策及各项提振消费转向行动持续推进。2026 年 1-4 月，我国空调累计产量为 10278.3 万台，同比增长 1.4%；汽车累计产量为 961.4 万辆，同比下滑 5.5%。在刺激增长效应边际递减以及 2025 年高基数背景下，制冷剂终端产品产销增速虽有所放缓，但仍具备有效需求支撑。考虑到夏季将至，当前国内多地已出现高温天气，加之 2026 年厄尔

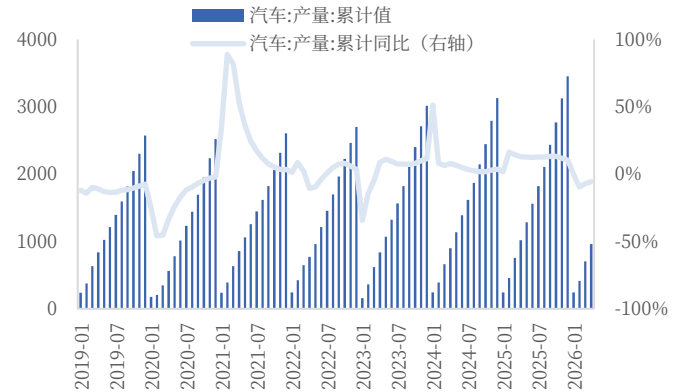
尼诺气候预期，预计制冷剂维保市场需求将逐步回温。外需方面，我国是全球主要制冷剂出口国，年初以来受中东地区冲突升级、海运费上行、船运紧张等因素影响，制冷剂产品出口量同比多出现不同程度下滑，企业待交付订单较多。从出口均价来看，我国生产企业在全球市场依然保持较强议价能力，各产品出口均价同比均实现两位数高增长。预计随北半球国家夏季制冷剂需求旺季到来、中东局势缓解，海外制冷剂补库需求将逐步释放，产品出口均价也有望维持高位。另外，英、美近期相继宣布将推迟 HFCs 削减进程，也将对我国制冷剂出口需求形成一定利好支撑。我们看好 26H2 制冷剂国内需求回暖及海外订单回流潜力。

图79：空调产量（万台）及同比增速



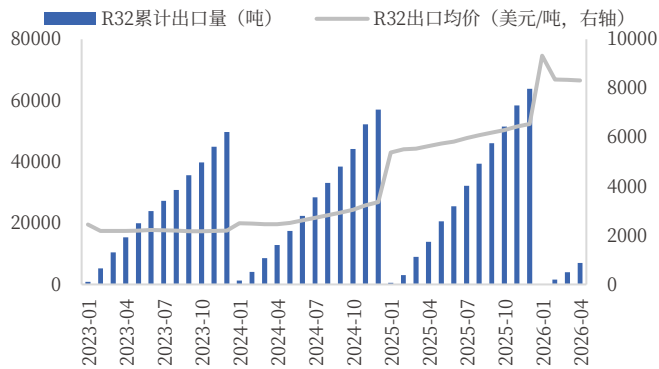
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图80：汽车产量（万辆）及同比增速



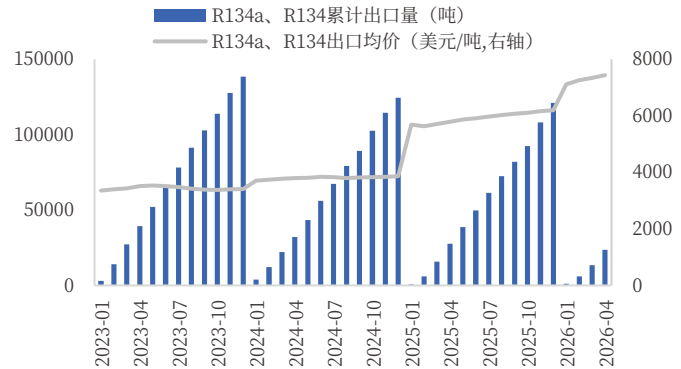
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图81：R32 出口量及出口均价



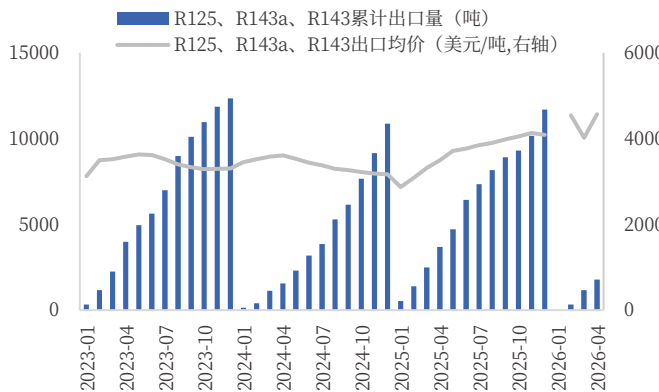
资料来源：iFind，海关总署，中国银河证券研究院

图82：R134a、R134 出口量及出口均价



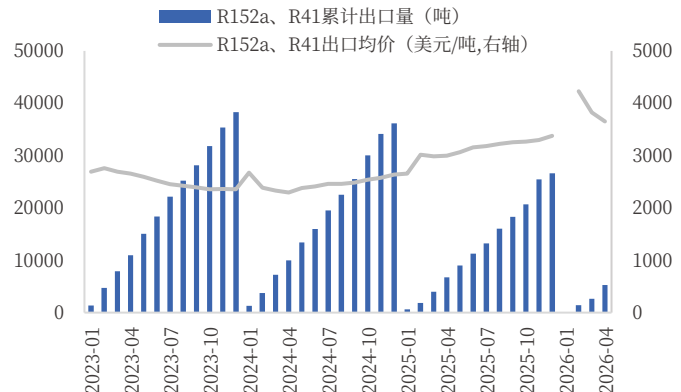
资料来源：iFind，海关总署，中国银河证券研究院

图83：R125、R143a、R143 出口量及出口均价



资料来源：iFind，海关总署，中国银河证券研究院

图84：R152a、R41 出口量及出口均价



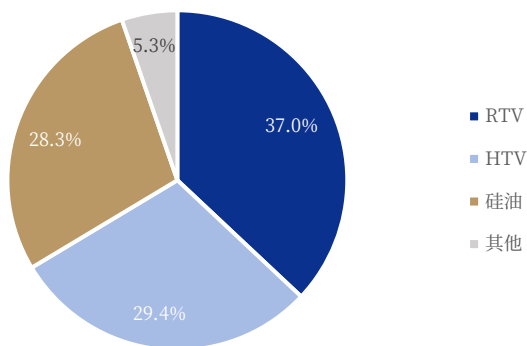
资料来源：iFind，海关总署，中国银河证券研究院

我们看好配额政策强约束下，以 HFCs 为主的制冷剂行业长景气周期，行业定价权将依然掌握在生产企业手中，26H2 主流制冷剂品类价格及价差有望维持高位运行，**建议关注制冷剂配额领先的龙头企业巨化股份（600160.SH）、三美股份（603379.SH）、永和股份（605020.SH）等。**

（四）有机硅终端需求分散，行业自律助力景气改善

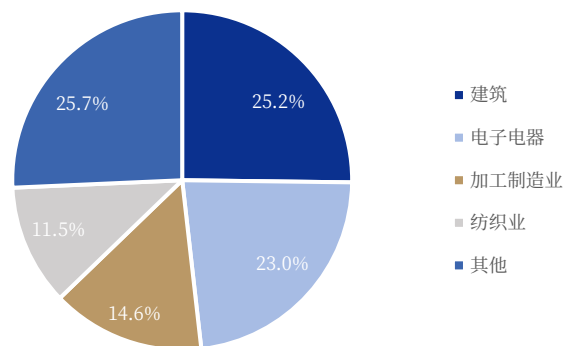
有机硅种类多样，终端需求覆盖广泛。有机硅深加工产品主要包括硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷偶联剂四大类，其中硅橡胶根据硫化机理和硫化温度不同，可分为室温硫化硅橡胶（RTV）、高温硫化硅橡胶（HTV）、加成型硫化液体硅橡胶（LSR）三类。目前 RTV、HTV 为有机硅主要深加工产品，占比分别为 37%、29.4%；硅油紧随其后，占比 28.3%。就有机硅产品下游应用领域分布情况来看，2024 年有机硅产品在建筑、电子电器、加工制造业、纺织业、其他领域占比分别为 25.2%、23.0%、14.6%、11.5%、25.7%。

图85：2024 年我国有机硅深加工产品占比情况



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

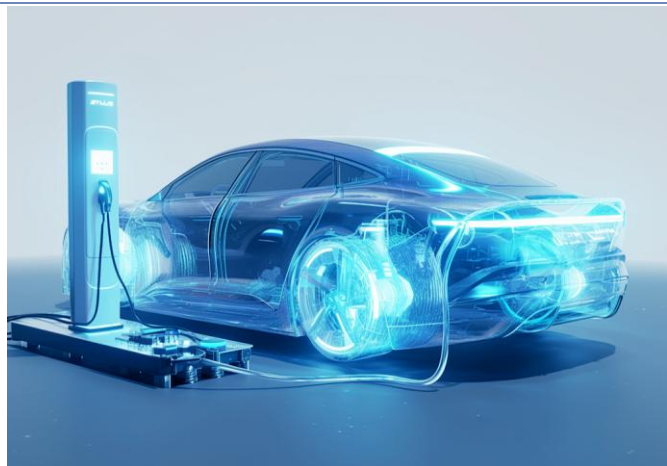
图86：2024 年我国有机硅产品下游应用领域占比情况



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

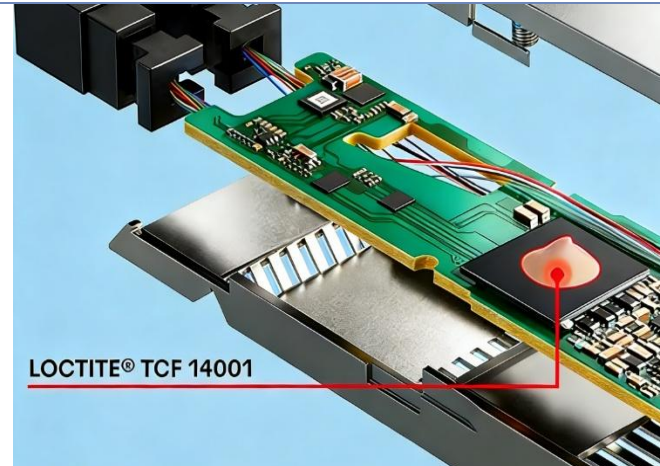
新兴领域需求跟进，有机硅应用场景持续拓展。近些年有机硅应用向新能源汽车、光伏、风电、核电、装配式建筑、医疗、3D 打印、5G 等新兴领域渗透，预计未来下游需求分布将更为分散。其中，新能源领域是有机硅的重要发力点。传统燃油车每辆约需要用 5-7 公斤有机硅，新能源汽车因为要保护电池、绝缘电机、控制温度等，每辆车的有机硅用量提升至 24-25 公斤。例如，专用硅橡胶密封材料，能让电池在高低温、颠簸震动等复杂环境下稳定工作；陶瓷化硅橡胶电缆，着火后会快速变成坚硬的“陶瓷外壳”，挡住火焰和热量，保护新能源汽车的高压线路和光伏电站的配电系统安全。此外，AI 技术的快速发展为有机硅开辟了“高端散热”的新用途。数据中心中传输速度更快的 800G-1.6T 光模块越来越多，芯片的集成度更高、发热也更多，对散热材料的散热能力和稳定性要求更高。超高导热硅基材料散热能力达到了行业领先水平，而且挥发出来的有害物质低于 100ppm，不会污染光模块里的核心光学零件，还能适应芯片发热时的轻微变形，让 AI 数据中心能稳定、连续地运行。

图87：有机硅材料在新能源领域应用



资料来源：合盛硅业公众号，中国银河证券研究院

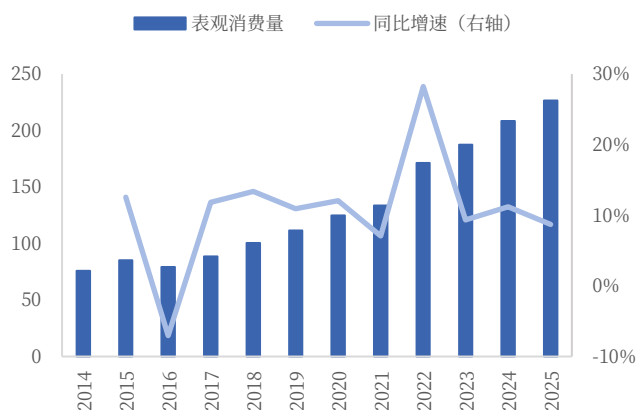
图88：超高导热硅基材料在高端散热领域应用



资料来源：合盛硅业公众号，中国银河证券研究院

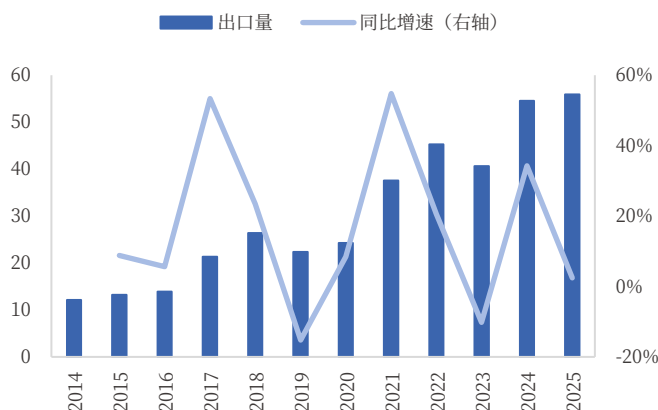
内外需发力，有机硅需求有望持续增长。 内需方面，2025年我国有机硅中间体表观消费量为227万吨，同比增长8.70%；2014-2025年我国有机硅中间体表观消费量CAGR为10.48%。从需求结构来看，尽管近几年房地产景气周期下行拖累建筑领域需求表现，受益新能源（光伏、新能源车）、5G通信、特高压等新兴领域高速发展，2025年有机硅行业需求保持较高增速。尤其新兴领域逐步替代传统石油基材料，如室温胶、高温胶受新能源需求拉动，液体胶、硅树脂因新应用场景（如AI终端、柔性电子）快速拓展，需求增长迅猛。外需方面，2025年我国初级形状聚硅氧烷出口量为55.89万吨，同比增长2.43%；2014-2025年我国初级形状聚硅氧烷出口量CAGR为14.90%。从出口结构来看，2025年我国初级形状聚硅氧烷出口量占比居前的国家分别为韩国、印度、越南、美国、土耳其等，占比分别为17.30%、15.10%、5.48%、5.32%、5.11%。通常情况下，某一国家或地区的人均有机硅消费量水平与该地人均GDP呈正相关关系。随着东南亚等新兴经济体工业化进程加快，人均有机硅消费量有望提升，叠加国内企业成本优势，预计远期我国有机硅出口潜力将持续释放。

图89：我国有机硅中间体表观消费量（万吨）及同比增速



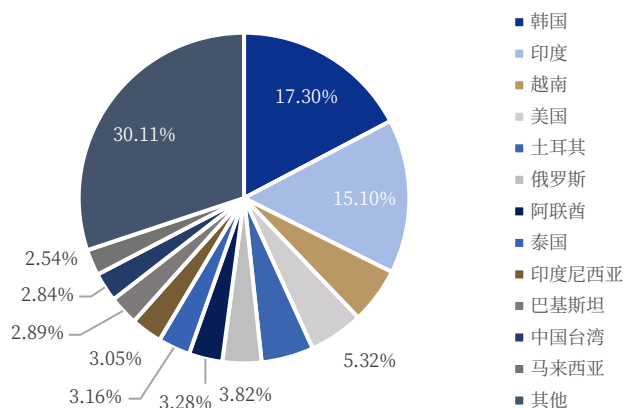
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图90：我国初级形状聚硅氧烷出口量（万吨）及同比增速



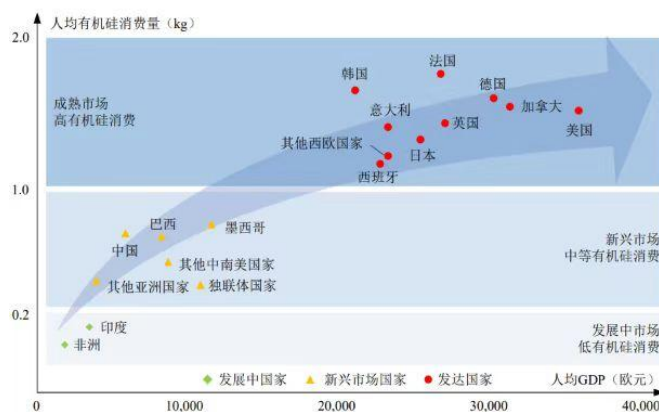
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图91: 2025 年我国初级形状聚硅氧烷出口量分布



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

图92: 全球各市场人均有机硅消费量



资料来源: 德国瓦克年报、东岳硅材招股说明书, 中国银河证券研究院

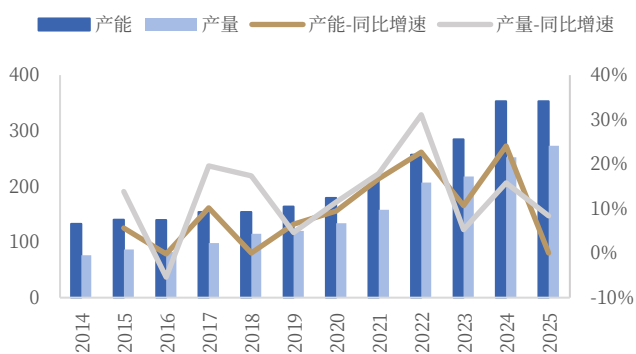
有机硅行业协同逐步落地, 行业景气有望持续改善。一方面, 有机硅行业产能周期与行业景气度密切相关, 2020 年我国有机硅行业迎来新一轮投产周期, 2024 年我国有机硅中间体产能达 353 万吨/年, 对应 2020-2024 年 CAGR 达 18.4%。产能快速扩张之下, 带动有机硅中间体产量持续增长, 2024 年我国有机硅中间体产量为 252 万吨, 对应 2020-2024 年 CAGR 为 17.1%。下游需求增速低于供给增速, 有机硅行业供需过剩, 有机硅行业景气下行, 多数企业步入亏损状态。低效益之下, 企业从盲目扩产、低价竞争转向自律调控、节能减排。2025 年行业无新增产能, 步入产能消化期。据卓创资讯统计, 2026 年有机硅单体拟在建装置仅有湖北兴发 20 万吨/年、新疆其亚 40 万吨/年, 较此前年份明显放缓。另一方面, 在经历了前两年的亏损之后, 2025 年国内单体厂向上修复利润意愿较强。在政策号召“反内卷”的背景下, 2025 年 11 月 12 日及 11 月 18 日, 国内有机硅行业陆续召开会议探讨行业发展, 针对有机硅价格机制、行业联动减产机制达成目标共识, 有机硅行业协同“反内卷”正进入实质性落地阶段。2026 年 1-5 月, 行业开工率在 67.76%-73.45%之间运行, 除 2020 年公共卫生事件扰动外, 基本处于历史同期低位; 同期, 我国有机硅环体产量为 105 万吨, 同比下降 3.4%。需求跟进下, 当前行业协同效果正逐步体现, 有机硅价格、价差正逐步改善。

表9: 2026 年有机硅单体拟在建装置跟踪

生产企业	拟在建产能 (万吨/年)	工艺
湖北兴发	20	合成工艺
新疆其亚	40	合成工艺

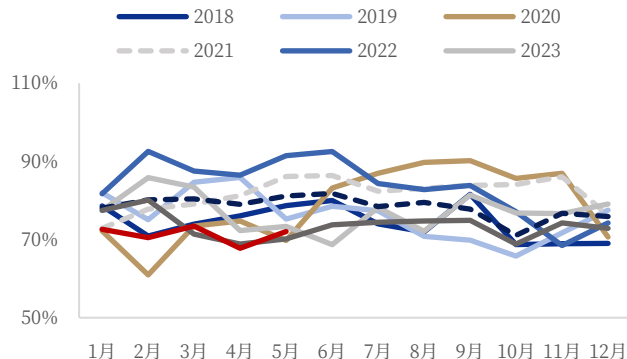
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图93: 我国有机硅中间体产能、产量 (万吨) 及同比增速 (右轴)



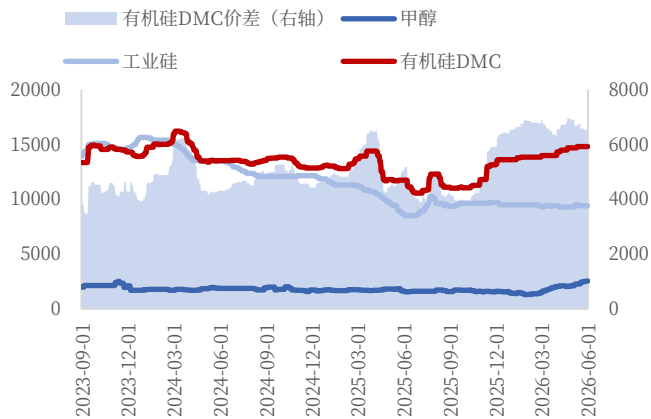
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图94: 我国有机硅中间体月度开工负荷率



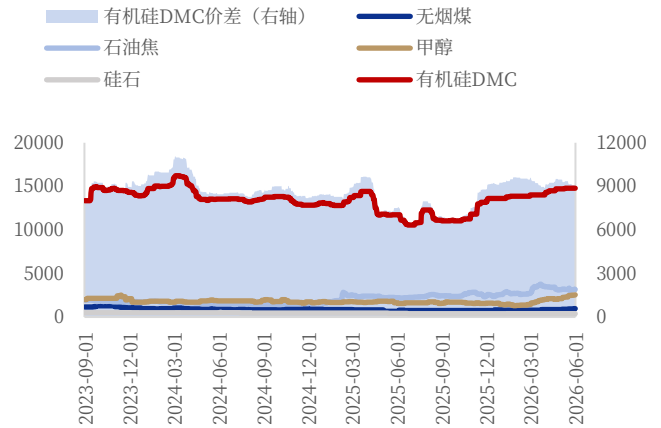
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图95：我国有机硅 DMC 价格、价差（元/吨）走势（无工业硅配套）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图96：我国有机硅 DMC 价格、价差（元/吨）走势（有工业硅配套）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

在历经近三年的低景气后，国内有机硅单体厂向上修复利润意愿较强。短期行业产能投放步入尾声，且行业“反内卷”逐步落地。此外，有机硅终端需求分布广泛，尽管原料甲醇受中东地缘因素影响价格上涨，但行业顺价相对顺利，有机硅价格、价差正逐步改善，看好行业周期弹性。建议关注国内有机硅相关企业新安股份（600596.SH）、东岳硅材（300821.SZ）等。

（五）供给格局向好、需求韧性持续，氨纶龙头业绩可期

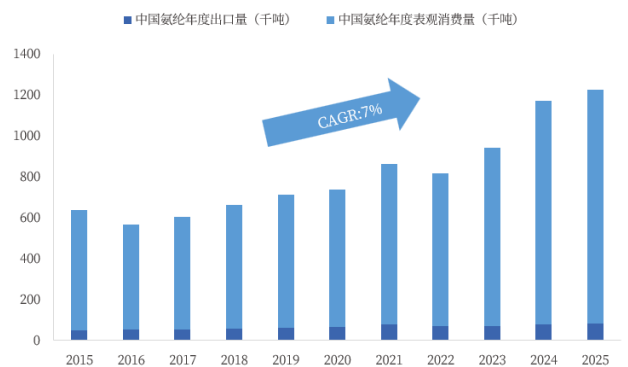
氨纶涨价去库、龙头盈利修复。2026 上半年氨纶走出连续数年低谷，行业周期反转、景气上行。价格自年初 23000 元/吨涨至近 30500 元/吨，涨幅近 30%，叠加 MDI 原料支撑、春夏纺织旺季补库，企业库存从 50 天回落至 24 天低位。展望中长期，行业告别粗放扩产，新增产能严控、集中头部企业，不具备一体化的老、小产能可能被淘汰；需求端，传统内衣稳健，运动户外、医用敷料、汽车内饰、智能穿戴持续扩容，高端差异化氨纶将成为增量主力，细旦、耐高温等高附加值产品溢价稳固，行业由产能比拼转向产品高端化、绿色化升级，龙头有望持续兑现业绩。建议关注华峰化学（002064.SZ）、新乡化纤（000949.SZ）等。

图97：氨纶价格价差修复



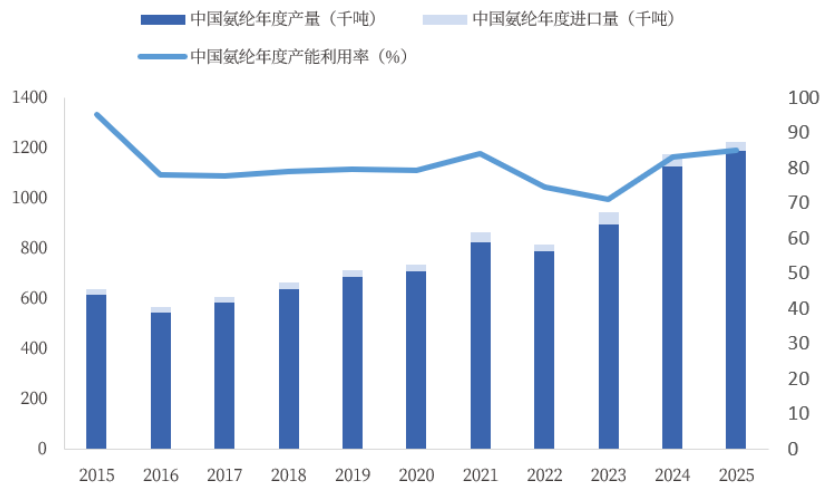
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图98：氨纶需求有增量



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图99: 氨纶产能情况和近年变化



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

表10: 氨纶产能情况和投产时间 (万吨/年)

企业	已有产能 (万吨/年)	投产时间	合计 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)
华峰化学	8	2011-01-02	47.5	25
	10	2014-11-10		
	4.5	2021-10-31		
	10	2023-05-31		
	2.5	2025-02-28		
	7.5	2025/11/30		
	5	2026/1/15		
晓星	1.25	2001-01-01	22.45	3
	1	2003-08-06		
	2	2004-03-24		
	6	2017-03-24		
	3.6	2022-03-31		
	3.6	2023-04-01		
新乡化纤	12	2014-01-02	22	5
	3	2021-12-31		
	3	2022-12-31		
	4	2023-06-30		
诸暨华海	16	2015-08-02	21	
	5	2024-09-01		
泰和新材	4.5	2017-12-15	10	
	4	2023-04-01		
	1.5	2023-04-01		
恒申合纤	4	2010/6/24	7	
	3	2025/2/28		
杜钟氨纶	3	2009-09-02		
泰光氨纶	2.8	2011-01-02		
邦联氨纶	2.5	2005-01-01		
清荣新材料	2.5	2011-01-02		2
英威达	2.5	2005-06-30		
青云新材料	2.3	1996-04-24		3
力隆氨纶	1.55	2013-01-02		
四海氨纶	1	2011-01-02		
浙江中柏 (原开普特)	0.6	2014-06-01		
山东如意	0.5	2005-01-01		
莱卡	0.33	2026/3/31	1	2
	0.33	2026/4/20		
	0.33	2026/4/30		
总计			130.95	40

资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

(六) 需求刚性价格回暖，双草景气度持续提升

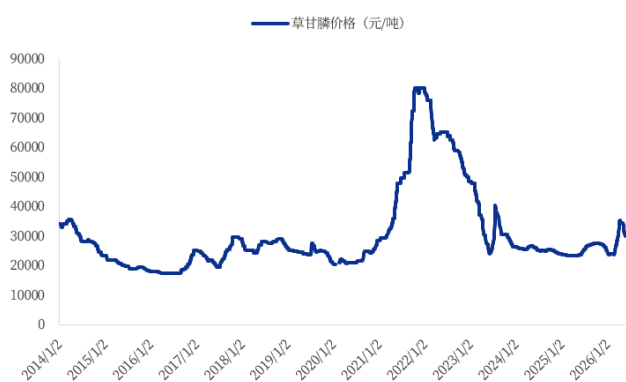
草甘膦先涨后稳，格局稳固后市看好。2026 上半年草甘膦先涨后稳，年初自 2.2 万/吨上行至 3.3 万附近，涨幅超 36%，5 月春耕收尾、渠道去库存，价格有所回落。草甘膦供给格局相对稳定，国内严控新增产能，行业存量产能固化；年初美国将其列入农业战略物资，同时南美提前锁单备货，出口韧性强劲。短期看，原料黄磷高位对成本底线强支撑，大厂控产挺价意愿强。长期看，全球转基因与保护性耕作扩容支撑刚需，叠加中小落后产能加速出清，全球农药第一大单品草甘膦行业的盈利中枢有望稳步抬升。

表11: 草甘膦产能分布

企业		产能(万吨)	产能占比	生产工艺
兴发集团	兴发化工	13	13.95%	甘氨酸
	内蒙古兴发	10	10.73%	甘氨酸
乐山福华		15	16.09%	甘氨酸
江山股份	南通江山农化	7	7.51%	IDA (4万吨) 甘氨酸 (3万吨)
	贵州瓮福江山	5	5.36%	甘氨酸
新安化工		8	8.58%	甘氨酸
江苏好收成		6.2	6.65%	IDA
安徽广信		6	6.44%	甘氨酸
和邦生物		6	6.44%	IDA
广安诚信		4	4.29%	IDA
扬农化工		3	3.22%	IDA
许昌东方		3	3.22%	甘氨酸
连云港立本		5	5.36%	IDA
捷马化工		2	2.15%	IDA
合计		93.2		

资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图100: 草甘膦价格走势



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图101: 草甘膦行业毛利走势



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

草铵膦重点关注精草铵膦的推广应用。2026 上半年草铵膦景气上行，价格由年初 4.4 万/吨稳步抬升至 5 万/吨，库存持续去化；国内取消出口退税倒逼低效产能出清，行业集中度进一步提升。需求端草甘膦抗性叠加百草枯禁用，巴西、北美抗草铵膦转基因作物放量拉动出口高增。未来精草铵膦等高附加值品种成为增量主力，中长期新增产能有限、需求稳步扩容，行业有望从产能内卷

转向精细化、高端化升级。农药板块建议关注扬农化工（600486.SH）、润丰股份（301035.SZ）、江山股份（600389.SH）、广信股份（603599.SH）、利尔化学（002258.SZ）等。

图102：草铵膦价格低位



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图103：草铵膦产能分布

企业	产能（万吨）	产能占比
内蒙古灵圣	7.5	50.85%
利尔化学	2.2	14.92%
济宁天盛	1.8	12.20%
辉丰股份	0.65	4.41%
威远生化	0.5	3.39%
永农生物	0.5	3.39%
甘肃滨农	0.5	3.39%
乐山福华	0.3	2.03%
宁夏新安	0.3	2.03%
南京红太阳	0.3	2.03%
威远生化	0.15	1.02%
滨农科技	0.05	0.34%
总计	14.75	

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

四、赋能新质生产力，加码新材料成长赛道

（一）人形机器人产业化提速，PEEK 需求迎扩张动能

聚醚醚酮（PEEK）是在主链结构中含有两个醚键和一个酮键的重复单元所构成的高聚物，属特种高分子材料，下游对应航空航天、汽车制造、IT 制造、医疗、工业、消费等领域。与主要特种工程塑料、工程塑料相比，PEEK 刚性、韧性、耐热、耐磨、耐腐蚀等指标表现优异。

表12：PEEK 与主要工程塑料、特种工程塑料性能对比

特性	性能指标	单位	PEEK	PTFE	PI	PPSU	PPS	POM	PA66
刚性	拉伸模量	Mpa	4300	1750	3700	2450	4000	2800	1700
韧性	缺口冲击强度	KJ/mm ²	3.5	4.5	4.5	12	2	8	4.5
耐热	长期使用温度	°C	250	260	240	180	220	115	95
耐磨	摩擦系数	-	0.4	0.15	0.4	0.45	0.5	0.52	0.5
耐腐蚀	耐化学性能	-	9.27	9.9	8.4	7.78	9.33	7.58	7.25
电性能	介电强度	KV/mm	24	11	28	26	18	20	27

资料来源：中研股份招股说明书、恩欣格（Ensinger）产品手册、跨骏（Quadrant）工程塑料产品手册，中国银河证券研究院

突破海外技术封锁，PEEK 国产替代步伐有望加速。PEEK 树脂的合成工艺难度较大，在 PEEK 树脂研发成功后的近 50 年中，全球范围内仅有英国威格斯、比利时索尔维、德国赢创、中研股份 4 家产能达到千吨级的企业。由于形成高质量、批次稳定的 PEEK 树脂生产能力对技术、研发投入、工艺细节积累要求较高，因此在实现了新增产能后，PEEK 材料厂商要实现有效的新增产量仍需较长的时间。目前全球 PEEK 行业呈现“一超多强”的竞争格局，近年来国内企业已突破海外技术封锁，多个国产 PEEK 产品主要性能指标已达国际先进水平，且得益于较低的原料、人工等成本，高性价比优势明显，PEEK 国产替代步伐有望加快。

PEEK 或为人形机器人轻量化关键解决方案。早前机器人行业减重主要有两方面，一是材料层面，降低用量或者更换密度更小的材料，比如将铝合金换成更轻的镁铝合金。二是结构层面，如在某些非必要关节，减少材料的用量，把外观结构件做薄，传动结构优化等，或者直接减少不必要的外观结构件。从材料层面来看，与目前机器人主流采用的合金件相比，PEEK 材料比强度、介电常数、耐化学性全面胜出。尤其是比强度指标，PEEK 材料约是铝合金的 8 倍，这意味着在满足强度要求的前提下，PEEK 材料可大幅减轻材料自身重量，是“轻量化”的极佳解决方案。

表13: PEEK 与通用金属钢、铝合金性能指标对比

性能指标	指标含义说明	单位	PEEK	钢	铝合金
比强度	拉伸强度与密度的比值，值越大说明材料在相同密度情况下强度越好	N·m/kg	1500	70	190
介电常数	反映绝缘能力特性的一个系数	-	优	差	差
耐化学性	物体对酸液、碱水、有机溶剂浸泡的耐力	-	优	良	良

资料来源: 中研股份招股说明书, 中国银河证券研究院

人形机器人规模化元年已至，中国企业占据先发优势。2025 年，全球人形机器人市场迎来规模化起点。IDC 数据显示，2025 年全球人形机器人出货量接近 1.8 万台，同比增长约 508%，销售额约 4.4 亿美元；同期，累计销售订单量预计超过 3.5 万台，为后续交付和市场持续放量奠定基础。从竞争格局来看，中国厂商凭借完善的制造体系、快速迭代能力与成本优势，在全球市场中占据主导地位。从应用场景分布来看，人形机器人市场当前呈现出集中度较高、逐步多元化的发展特征。2025 年市场需求主要由文娱商演、教育科研和数据采集等场景驱动，随着核心技术持续成熟、系统稳定性提升及成本逐步下降，工业、物流及其他垂直行业应用的市场空间有望进一步打开。

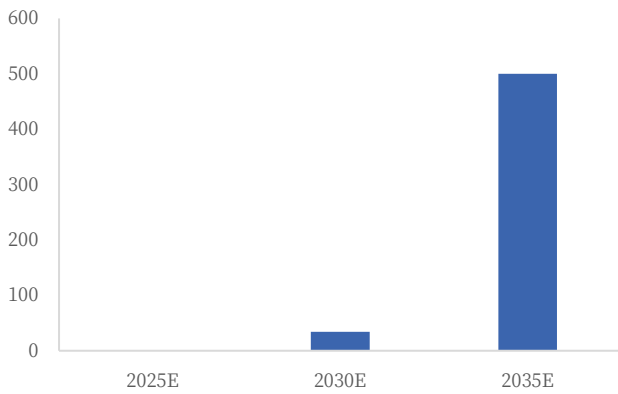
表14: 2025 年主要机器人厂商出货量及发展情况

主要机器人厂商简称	2025 年出货量及发展情况
智元机器人、宇树科技	出货约为 5000 台，位居行业头部，具备规模化交付能力、产品成熟度以及应用场景覆盖上具有领先优势。
乐聚机器人、加速进化、松延动力	出货 1000 台左右，专注重点场景的落地。
银河通用、优必选、众擎机器人、星尘智能等	出货 400-1000 台，以试点项目和定制化交付为主。
星动纪元、魔法原子、北京人形机器人创新中心、星海图、墨甲智创、逐际动力等	出货量百台以上，处于商业化早期探索阶段。
Appttronik、Figure AI、Agility Robotics 等	主要处于试点测试阶段，出货量约数十台。
Tesla	将于 2026 年正式启动规模化量产。

资料来源: IDC 咨询, 中国银河证券研究院

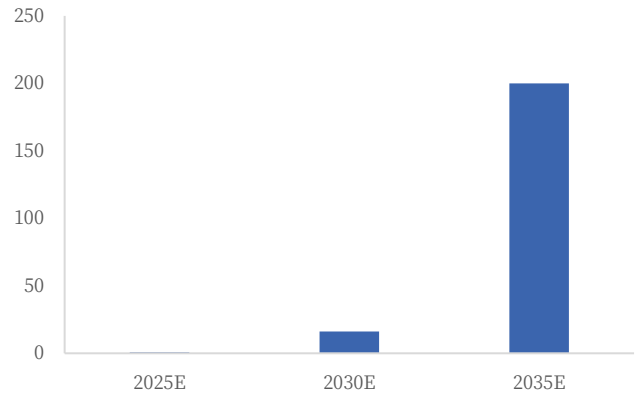
人形机器人产业化提速，利好 PEEK 需求扩张。随着国内上下游产业链技术持续进步，目前人形机器人产业进入量产和商业化双轮驱动的全新阶段。未来在政策支持下，人形机器人技术迭代和实际场景落地有望提速。据 GGII 预测，2025 年全球人形机器人市场销量或达到 1.24 万台，到 2030 年全球人形机器人市场销量将接近 34 万台，到 2035 年全球人形机器人市场销量将超过 500 万台。其中，就中国市场而言，2025 年中国人形机器人市场销量或达到 7300 台，2030 年销量将达到 16.25 万台，2035 年销量有望达到 200 万台左右。我们认为，随着人形机器人产业化提速，PEEK 需求有望扩张。据《全球与中国聚醚醚酮市场发展现状与前景展望》（王宏岗）分析，2024 年全球 PEEK 市场规模约 9.0 亿美元，到 2030 年将增加至 18.5 亿美元，“十五五”期间 CAGR 预计为 8.4%；就中国市场而言，2024 年中国 PEEK 市场规模为 19.2 亿元，到 2030 年将增加至 50 亿元，“十五五”期间 CAGR 预计为 17.8%。

图104: 全球人形机器人销售量预测 (万台)



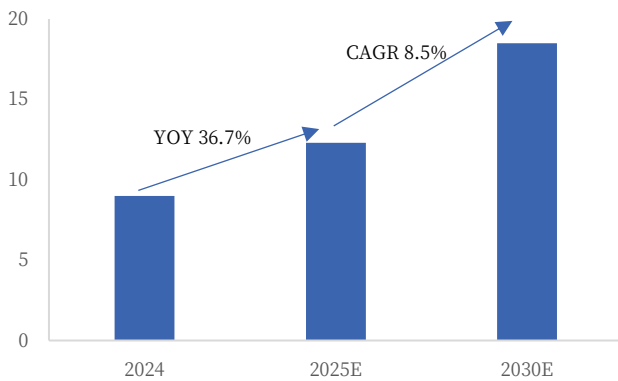
资料来源: GGII, 中国银河证券研究院

图105: 中国人形机器人销售量预测 (万台)



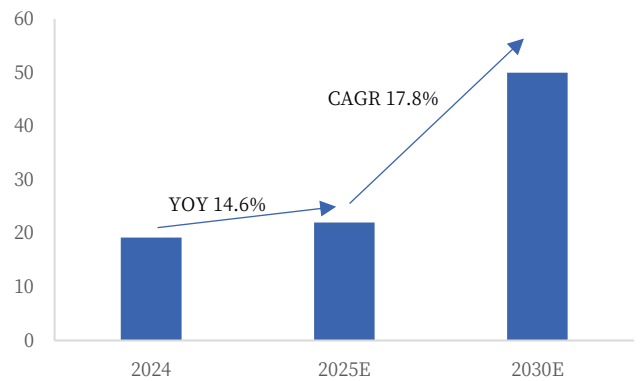
资料来源: GGII, 中国银河证券研究院

图106: 全球 PEEK 市场规模 (亿美元) 及增长率



资料来源: 《全球与中国聚醚醚酮市场发展现状与前景展望》(王宏岗), 中国银河证券研究院

图107: 中国 PEEK 市场规模 (亿元) 及增长率



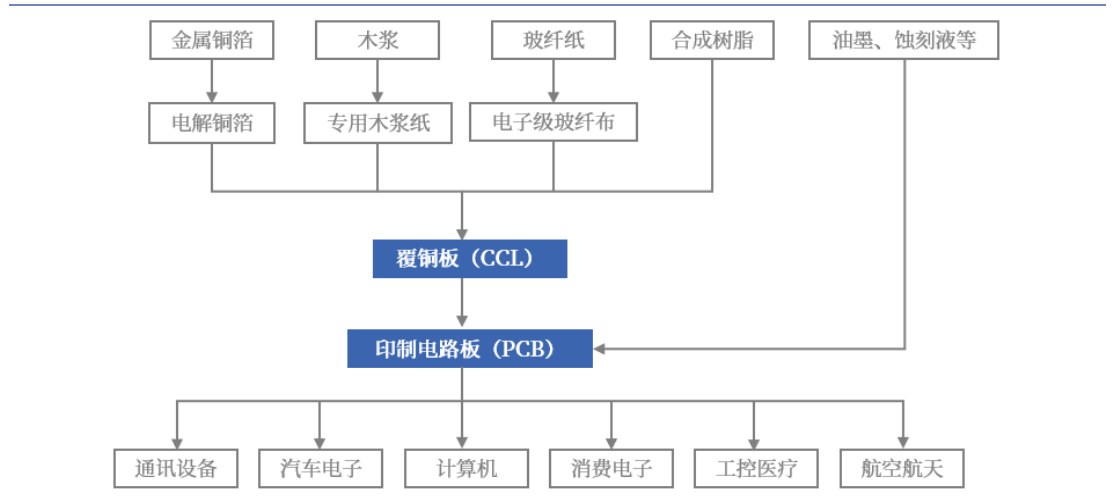
资料来源: 《全球与中国聚醚醚酮市场发展现状与前景展望》(王宏岗), 中国银河证券研究院

PEEK 材料性能优异, 有望成为人形机器人轻量化关键解决方案。随着人形机器人产业化进程提速, 人形机器人产销放量有望提振 PEEK 产品需求, 相关材料企业有望受益, 建议关注国内 PEEK 行业相关企业中研股份 (688716.SH)、沃特股份 (002886.SZ)、国恩股份 (002768.SZ) 等。

(二) AI 助推全球算力需求, 电子树脂成长可期

合成树脂是 PCB 重要组成部分。印制电路板 (PCB) 是搭载电子元器件及实现电信号传输的重要载体, 覆铜板 (CCL) 是制作印制电路板的核心材料, 担负着印制电路板导电、绝缘、支撑三大功能, 主要以高分子树脂涂布 (或浸渍) 玻璃纤维布再与铜箔热压而成。其中, 玻璃纤维布在 PCB 制造中作为增强材料起到增加强度和绝缘的作用, 合成树脂则主要作为粘合剂将玻璃纤维布粘合到一起。

图108: PCB 产业链



资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

高频高速覆铜板对介电性能要求高。随着世界新一轮科技革命和产业变革的深入推进, 尤其是以 AI 为代表的新兴领域快速发展, 高密度、高频率、高可靠性的 PCB 产品需求大增, 市场潜力巨大。由于频率越高, 传输损耗越大, 而且信号传输损耗与材料介电常数 (Dk) 的平方根及介质损耗因数 (Df) 成正比, 覆铜板基体树脂必须具有优异的介电性能, 即低 Dk 和低 Df。此外, 要使得 PCB 板更好地传输高频高速信号, 对线性膨胀系数、吸水性、耐热性、抗化学性等物理性能也有较高要求。常见的覆铜板基体树脂包括环氧树脂 (EP)、氰酸酯树脂 (CE)、苯并噁嗪树脂、聚酰亚胺 (PI)、聚四氟乙烯 (PTFE)、双马来酰亚胺树脂 (BMI) 以及聚苯醚树脂 (PPO) 等, 其中 PTFE 和 PPO 的介电性能极佳, 是最热门的高频高速覆铜板树脂基材。

表15: 高频高速覆铜板代表性指标

指标	高速覆铜板	高频覆铜板	用途
	要求		
介电常数 (Dk)	低	稳定	保证传输速率
介质损耗 (Df)	低	更低	保证传输损耗
线性膨胀系数	低	更低	保证尺寸稳定性
吸水性	低	更低	保证介电常数和介质损耗稳定
其他物理指标	良好的耐热性、抗化学性、抗冲击性等特点		-

资料来源: 联瑞新材公告, 中国银河证券研究院

表16: 覆铜板常用基体树脂性能

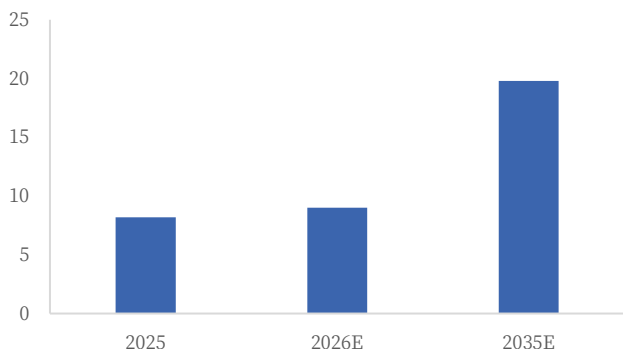
树脂种类	热变形温度 (°C)	收缩率 (%)	介电常数 (1MHz)	介电损耗 (1MHz)
聚苯醚	190	0.1-0.5	2.4	0.001
聚酰亚胺	300	0.1-1	3.4	0.002
双马树脂	240-260	0.7	3.7-4.1	0.008
氰酸酯树脂	240	0.4	2.7-3.2	0.006
聚四氟乙烯	113	46025	2.1	0.0003
环氧树脂	120	0.1-1	3.8-4.5	0.02

资料来源: 《高速高频覆铜板用改性聚苯醚的合成与性能表征》(闫沁宇), 中国银河证券研究院

PTFE 是高频高速覆铜板理性树脂基材之一。PTFE 树脂作为目前为止发现的介电常数最低的

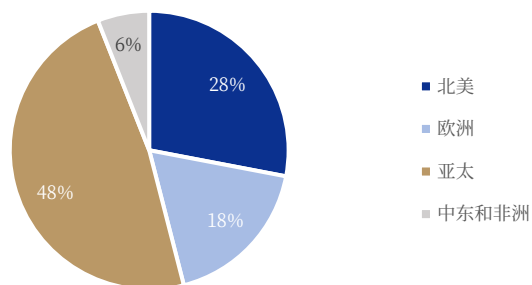
高分子材料，介电损耗值在 0.002 以下，在覆铜板领域表现出优异的介电性能。商品化的 PTFE 树脂常分为 PTFE 粉料、浓缩 PTFE 分散乳液，其应用于高频线路板的最大问题在于 PTFE 成型温度过高、加工困难以及粘接能力差，此外，PTFE 树脂力学性能差、线膨胀系数大、导热性差，为此需对 PTFE 进行改性。目前商品化的 PTFE 覆铜板主要有未增强的 PTFE 覆铜板、玻纤增强型覆铜板和陶瓷粉填充型覆铜。据 Global Growth Insights 数据显示，2025 年全球 PTFE 基覆铜板市场规模为 8.2 亿美元，预计 2026 年将达到 9.0 亿美元、2035 年将达到 19.8 亿美元，对应 2026-2035 年 CAGR 为 9.2%。其中，2025 年亚太市场占据了 48% 市场份额，得益于快速的数字化进程以及电子元件制造业的显著扩张。PTFE 基覆铜板市场规模的持续扩张，有望拉动 PTFE 树脂需求。

图109: 全球 PTFE CCL 市场规模 (亿美元)



资料来源: Global Growth Insights, 中国银河证券研究院

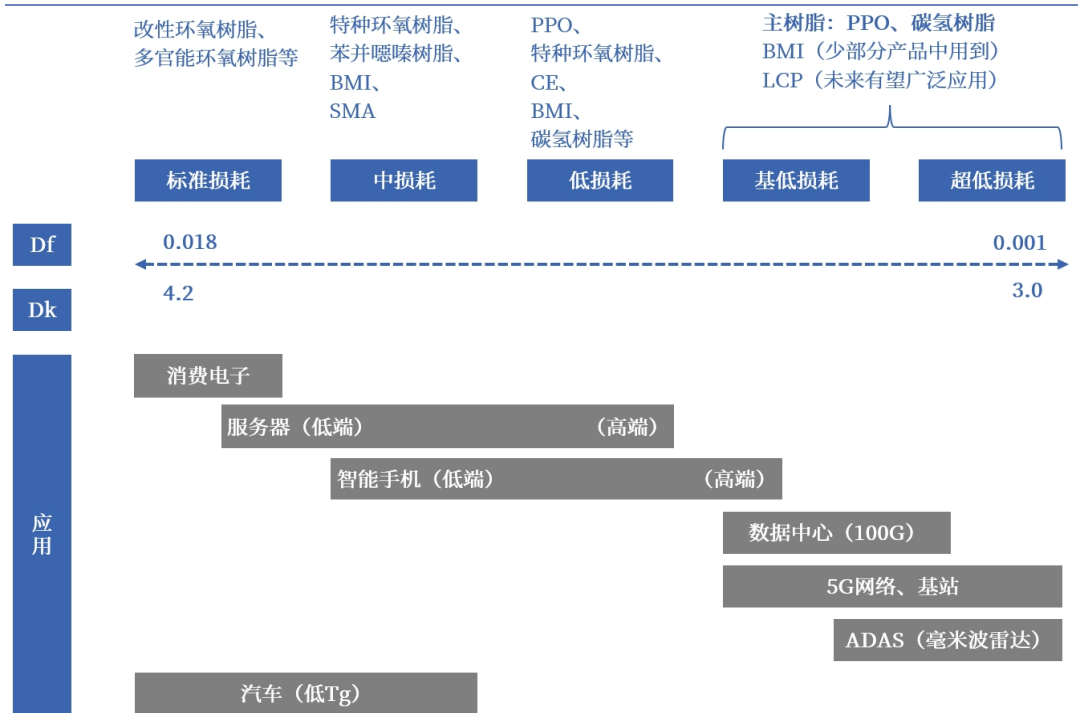
图110: 2025 年全球 PTFE CCL 市场结构



资料来源: Global Growth Insights, 中国银河证券研究院

PPO 是高频高速覆铜板理想树脂基材之一。PPO 是世界五大通用工程塑料之一，具有优异的耐高低温性、电绝缘性、耐蒸汽性能、尺寸稳定性和抗蠕变性。商品化的 PPO 由于分子量高，存在着较低的熔融黏度、较差的流动性、缺口抗冲击低、加工成型困难等缺点，导致其不能直接用于覆铜板基体树脂，需要对其进行改性以满足更高的要求。根据应用不同，覆铜板对树脂的性能要求也不同。目前低损耗等级以上的高频高速电路用覆铜板，所用的主流树脂组成工艺路线有两条。一条是以 PTFE 为代表的热塑性树脂体系构成的工艺路线；另一条是以碳氢树脂或者改性 PPO 树脂为代表的热固性树脂体系构成的工艺路线。在热固性树脂体系工艺路线中，目前是以“PPO 为主体+交联剂”为主流路线。其中，交联剂可为双马酰亚胺树脂、三烯丙基三异氰酸酯 (TAIC)、碳氢树脂等，而 PPO 作为高速覆铜板的主要原材料，在低信号传输损耗性等级以上的高端服务器领域中具有不可替代性。

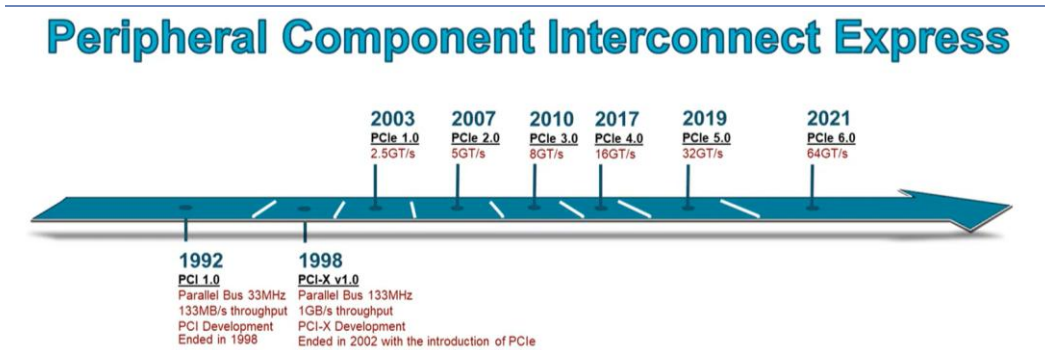
图111: 不同传输损耗等级高频高速覆铜板对应终端硬件及采用的树脂种类



资料来源: 中国玻璃纤维工业协会、联瑞新材公告, 中国银河证券研究院

PCIe5.0 催生高频高速, 普通服务器升级带动电子树脂需求增长。 PCIe 全称为 Peripheral Component Interconnect Express, 是一种高速串行计算机扩展总线标准, 自 2003 年推出以来, 已经成为服务器和 PC 上的重要接口。2019 年 5 月, PCIe5.0 正式发布。与 PCIe4.0 相比, PCIe5.0 信号速率达到 32GT/s, x16 带宽 (双向) 提升到了 128GB/s, 能够更好地满足吞吐量要求高的高性能设备, 如数据中心、边缘计算、机器学习、AI、5G 网络等场景日益增长的需求。我们认为, PCIe 升级或将主要从以下几方面提振普通服务器对高性能树脂的要求。一是, 材料层面, 为提高传输效率, 需要更低信号损耗的板材来制作 PCB, PCIe 升级后服务器对覆铜板的材料要求将达到高频/超低损耗/极低损耗/极低损耗级别。二是, 为了降低信号间的干扰, PCB 需要更多层数来走线。目前 PCB 主流板材为 8-16 层, 对应 PCIe3.0 一般为 8-12 层, PCIe4.0 为 12-16 层, 而 PCIe5.0 平台则在 16 层以上。PCB 层数的增多将带动树脂需求增加。

图112: PCIe 不断升级带动数据传输速率提升

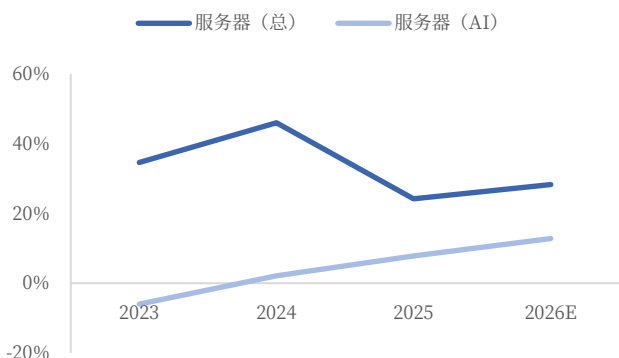


资料来源: TexasInstruments, 中国银河证券研究院

AI 产业步入快速发展, 电子树脂需求有望跟进。 服务器是算力的基础设施, 随着算力需求的快速发展, 全球 AI 服务器出货量有望跟随增加。TrendForce 统计数据显示, 随着北美云端服务供应

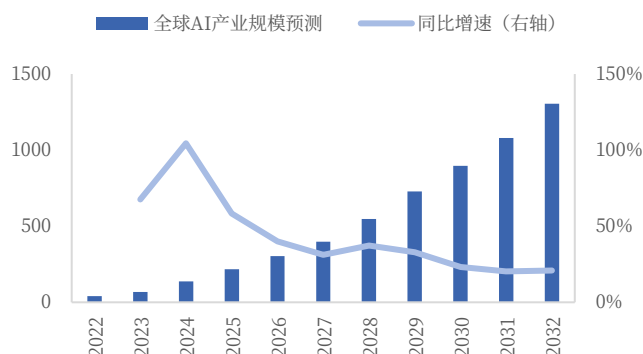
商（CSP）持续加强对 AI 基础设施投资力度，2026 年全球 AI 服务器出货量预计同比增长 28% 以上。其中，2026 年 AI 服务器出货动能主要来自北美 CSP、各地政府主权云项目，以及大型 CSP 加快自有 ASIC 研发、边缘 AI 推理方案的助力。此外，AI 推理服务产生的庞大运算负荷，将通用型服务器带入替换与扩张周期，预计 2026 年全球服务器出货总量将增长 12.8%，增幅同比走扩。AI 服务器通常具有更强大的计算能力和更高效的数据传输能力，较普通服务器增加配置 GPU 加速卡，将增加高频 PCB 使用量，进而提振树脂需求。我们认为，随着 AI 服务器出货量的持续提升，对应电子树脂需求有望增多。

图113: 2023-2026 年全球服务器、AI 服务器出货量同比增速



资料来源: TrendForce, 中国银河证券研究院

图114: 全球 AI 产业规模预测 (十亿美元)



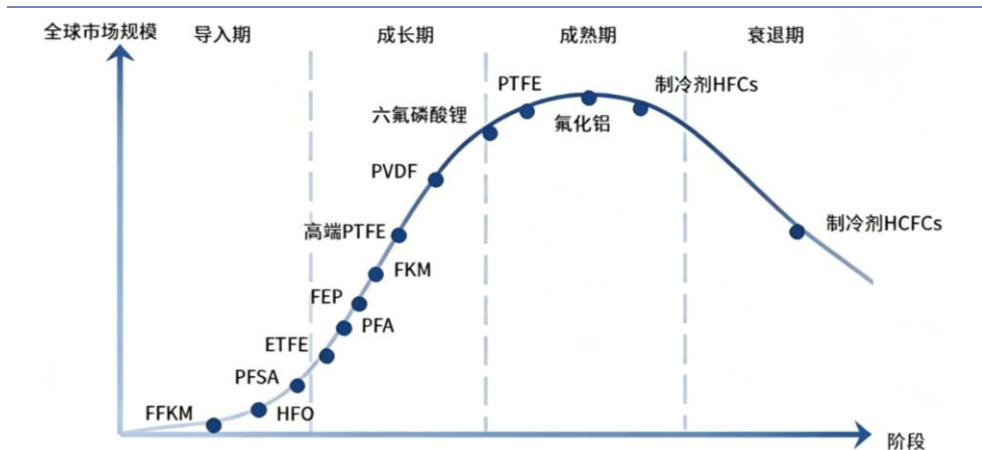
资料来源: 《人工智能算力高质量发展评估体系报告》(浪潮信息、中国信通院), 中国银河证券研究院

PCIe5.0 升级叠加 AI 算力爆发，驱动高频 PCB 需求增加，进而提升对高性能树脂的需求，PTFE、PPO 作为目前高频高速覆铜板热门树脂之一，有望充分受益，**建议关注国内电子级 PPO 生产商圣泉集团 (605589.SH)、PTFE 树脂生产商昊华科技 (600378.SH)、PTFE 薄膜生产商沃特股份 (002886.SZ) 等。**

(三) 终端产业发展提速，高端氟材料景气向上

氟化工产业是现阶段基础化学工业中最具活力和发展潜力的细分领域之一，其产品品类繁多，终端广泛应用于家用电器、消防器材、电子电器、装备制造、建筑纺织、农药、医药、新能源等领域，且很多产品在下游领域具有不可替代性。从产品附加值来看，多位于产业链中下游的含氟高分子材料和含氟精细化学品等高端氟材料的产品附加值更高。以上游原材料萤石价值为基准，高端氟材料价值可高达萤石的数十乃至数百倍。且高端氟材料多为新能源、半导体、数据中心等终端战略新兴产业的重要上游配套材料，受益于终端产业发展提速，目前高端氟材料仍多处于成长期或导入期，是现阶段氟化工产业链最具发展前景和成长空间的细分方向。

图115: 主要氟化工产品生命周期

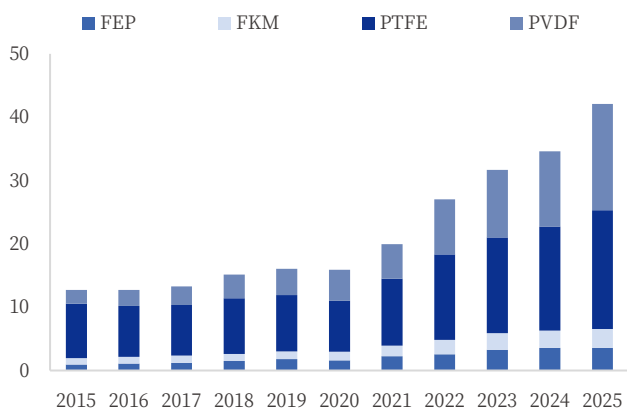


资料来源: 中国化信咨询, 中国银河证券研究院

含氟高分子材料：理化性能优异，市场规模稳健扩张。含氟高分子材料是由氟单体聚合而成的有机高分子化合物，普遍呈现出高耐热性、耐腐蚀性、耐候性、低表面自由能、低电容、高透光、自阻燃等优异性能，广泛应用于通信、新能源、电子电气、航空航天、建筑、纺织、交通运输、医药、机械等领域。含氟高分子材料品类众多，主要包括PTFE、FEP、PVDF、FKM、PFA等。近年来，受益于终端产业快速发展，我国含氟高分子材料发展明显提速，产量规模实现了稳定快速增长。根据产业在线数据，2025年我国合计生产PTFE、PVDF、FEP、FKM 42.09万吨，同比增长21.69%，2015-2025年年均复合增速约12.69%。

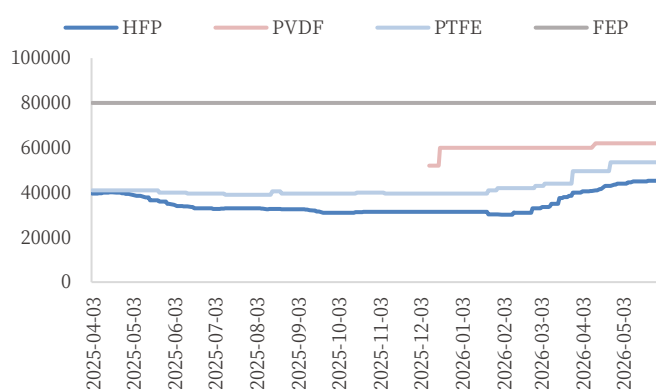
短期来看，2026年初以来，受上游硫磺、氢氟酸等原材料价格上行，国际局势变化、海运费上涨，下游补库需求回暖等多重因素驱动，生产企业挺价意愿明显强化，含氟高分子材料景气度及价格多有回温。中长期来看，数据中心、半导体、新能源等产业仍处于高速发展期，有望催生对高端含氟高分子材料的强劲需求，含氟高分子材料市场规模有望维持稳健增势。目前我国中高端含氟高分子材料产能仍较为缺乏，部分产品依然高度依赖进口，为保障产业链核心原材料供应安全，自主研发能力较强、产业链配套完善的氟化工企业正加速布局高性能含氟高分子材料，未来含氟高分子材料品类齐全、规模领先的氟化工企业的综合竞争力有望不断增强。

图116: 我国主要含氟高分子材料产量(万吨)



资料来源: iFind, 产业在线, 中国银河证券研究院

图117: 主要含氟高分子材料及单体价格走势(元/吨)



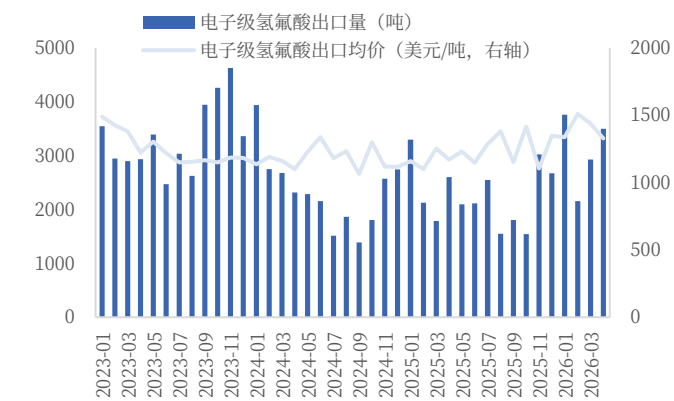
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

含氟精细化学品：发展前景广阔，产业结构转型升级重点方向。含氟精细化学品是由初级或次级氟化工品经过深加工而制得的系列具有特定用途的氟化工品，通常具有技术壁垒高、产品附加值高、产品批量小等特点。含氟精细化学品主要包括含氟有机中间体、含氟电子化学品、含氟表面活

性剂、含氟特种单体、锂电用含氟精细化学品、环保型含氟灭火剂等。目前我国含氟精细化学品总体仍处于成长期，在我国氟化工行业所占比重偏低。作为新能源、半导体、算力、航天航空等领域上游的重要配套材料，氟化工产业向含氟精细化学品领域转型升级与我国培育新兴产业和未来产业、发展新质生产力的目标高度契合，也是打破我国氟化工产业大而不强、高端缺失的必然发展方向，长期成长潜力巨大。

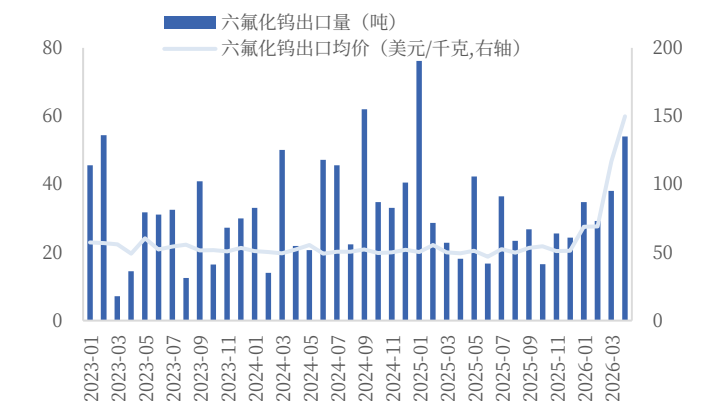
如含氟电子化学品，AI 算力需求爆发，全球半导体产业迎来新一轮扩产潮，含氟湿电子化学品、含氟电子特气等晶圆制造刚需耗材需求随之显著上行。在当前中东局势尚不明朗、原材料价格剧烈波动、海运成本及周期上行背景下，企业或面临半导体材料新建产能短期难以落地、海外供应链中断等风险。我国氟化工企业基于资源优势和产能持续扩张优势有望在此窗口期抢占全球市场、加速实现关键含氟湿电子化学品和含氟电子特气的国产替代。以电子级氢氟酸和六氟化钨为例，2026 年 4 月我国电子级氢氟酸出口量为 3499.90 吨，同比增长 34.56%，出口均价为 1.33 美元/千克，同比增长 13.45%；六氟化钨出口量为 53.98 吨，同比增长 198.12%，出口均价为 149.79 美元/千克，同比增长 203.81%。另外，AI 算力扩容同步带动了全球数据中心的升级和建设，未来浸没式液冷数据中心加速建设，有望为氟化液带来全新发展机遇。目前我国已有部分氟化工企业成功实现氟化液规模化生产，可有效承接数据中心等领域扩张所释放的氟化液需求。

图118: 我国电子级氢氟酸月度出口量及出口均价



资料来源: iFind、海关总署, 中国银河证券研究院

图119: 我国六氟化钨月度出口量及出口均价



资料来源: iFind、海关总署, 中国银河证券研究院

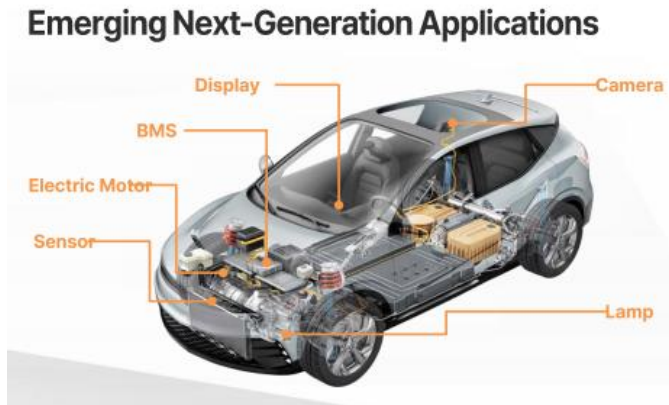
我们看好终端产业发展及国产替代提速趋势下，高端氟材料的中长期发展前景，**建议关注氟化工产业链一体化布局完善，高端氟材料产品品类及自主研发基础储备丰富的氟化工企业巨化股份（600160.SH）、永和股份（605020.SH）等。**

（四）自主产能释放，高性能 PI 薄膜垄断格局有望打破

PI 薄膜性能优良、应用广泛，全球科技革命引领产业加速扩容。PI 薄膜也称“黄金薄膜”，是现阶段理化性能最突出的高分子薄膜。21 世纪以来，得益于高端制造业的发展，PI 薄膜行业迎来发展机遇，现已广泛应用于消费电子、汽车电子、高速轨道交通、风力发电、航天航空、5G 通信、柔性显示等领域。近年全球科技革命深入推进，人工智能、高频高速、柔性基材、航天航空等行业进入快速发展期，也将高性能 PI 薄膜带向了更多新兴前沿应用领域。AI 算力方面，固态变压器(SST)有望成为 AI 电力系统的关键电力电子设备，而电工 PI 薄膜则是固态变压器绝缘和绕组的首选材料；智能感知方面，柔性基材用 PI 薄膜可作为发展轻量化、柔性、微电性能的薄膜传感器基材，可应用于智能穿戴设备、机器人皮肤、健康医疗等领域；航天航空领域，航天航空用 PI 薄膜可有助于延长卫星及飞行器使用寿命、航天航空用 CPI 薄膜可以用于空间柔性太阳能电池。未来随着高性能 PI 薄膜不断向新兴领域渗透，全球 PI 薄膜市场有望加速扩容。根据 FMI 数据，2024 年全球 PI 薄膜

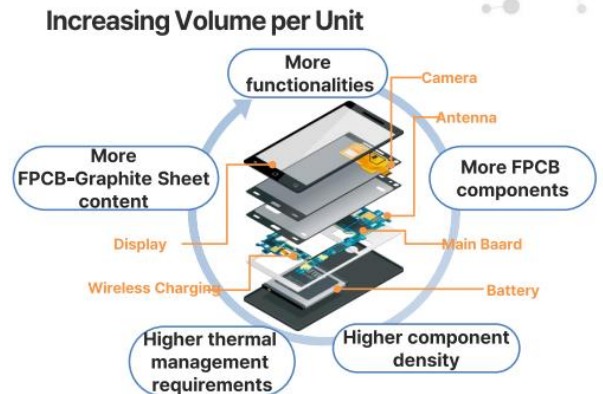
市场（含胶带）规模约 23 亿美元，预计到 2034 年将扩张至 52 亿美元，2024-2034 年 CAGR 约为 8.4%。

图120: PI 薄膜在汽车中的应用



资料来源: PIAM 公告, 中国银河证券研究院

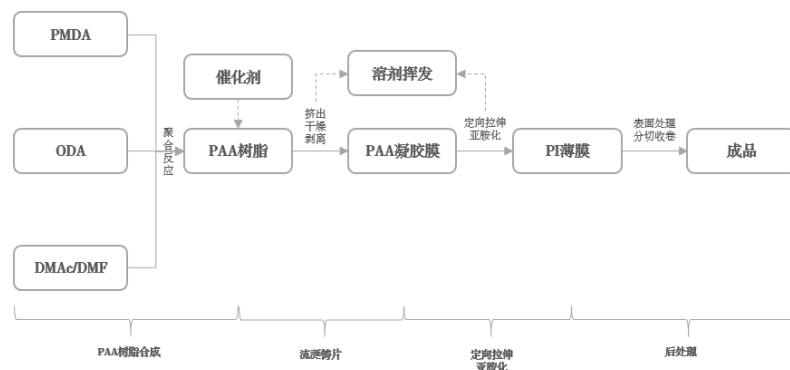
图121: PI 薄膜在智能手机中的应用



资料来源: PIAM 公告, 中国银河证券研究院

高性能 PI 薄膜生产工艺复杂，准入门槛高。高性能 PI 薄膜制备流程较为复杂，以 PMDA（均苯四甲酸二酐）和 ODA（二氨基二苯醚）为单体，在极性溶剂中进行聚合反应合成 PAA（聚酰胺酸）树脂溶液，流涎成 PAA 凝胶膜后，进行定向拉伸和亚胺化，最后经过高温处理、表面处理 and 分切收卷等后处理工序而制成。生产流程中对于树脂配方设计、流涎所得凝胶膜均匀度，以及全程自动控制系统的生产控制水平均有较高要求，新产品研发周期通常在 2 年以上。

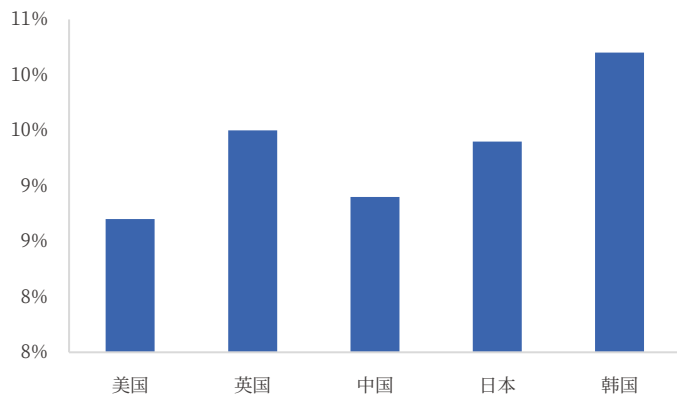
图122: PI 薄膜生产工艺



资料来源: 瑞华泰公告, 中国银河证券研究院

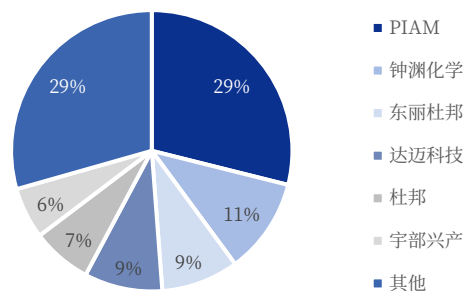
海外企业高度垄断，我国进口替代空间广阔。目前全球高性能 PI 薄膜市场主要被杜邦、钟渊化学、PIAM 等美日韩企业高度垄断。我国是全球 PI 薄膜主要消费国之一，且随着下游产业的持续发展，我国对 PI 薄膜的需求量将呈逐年上涨态势。根据 FMI 数据，2024-2034 年我国 PI 薄膜市场（含胶带）CAGR 有望达到 8.9%，高于全球平均水平。我国 PI 薄膜相关生产研发起步较晚，目前虽已有少数企业通过自主研发或进口产线具备量产高性能 PI 薄膜的能力，但绝大部分高性能 PI 薄膜需求仍需依赖进口，行业平均国产化率不足 20%，甚至柔性显示用 CPI 薄膜等超高附加值细分品类需 100% 依赖进口，国产替代空间广阔。

图123: 部分国家 2024-2034 年 PI 薄膜市场年均复合增速



资料来源: FMI, 中国银河证券研究院

图124: 2023 年全球 PI 薄膜市场分布



资料来源: PIAM 公告, 中国银河证券研究院

产业链供应链安全意识强化, PI 薄膜国产替代正提速。近年全球地缘政治冲突频发, 企业对核心原材料供应链安全的重视程度不断提升, 加之终端新兴产业需求拉动, 我国产业链上下游企业逐步加速推进国产化进程。掌握核心自主技术、产品布局完善且具备规模化生产能力的高性能 PI 薄膜企业, 在技术协同、市场响应以及风险抵御等方面更具优势, 有望在高性能 PI 薄膜国产替代进程中占据有力地位。**重点推荐国产 PI 薄膜代表性企业瑞华泰 (688323.SH), 建议关注拥有 PI 产能布局规划的利安隆 (300596.SZ)。**

(五) 稀土管制+AI 需求高增, 国产 MLCC 粉体产业链乘势而上

MLCC 介质粉体价值高, 但结构性矛盾突出。MLCC (Multi-layer Ceramic Capacitor) 全称片式多层陶瓷电容器, 由陶瓷介质层、内电极、端电极 (外电极)、保护层等层层叠压烧结而成, 是电子里用量最大的被动元器件, 被称作“电子工业大米”。陶瓷介质粉体 (即 MLCC 粉) 是其中价值最高的部分。由于纯度、粒径、稳定性、晶体结构与掺杂技术、制作工艺、专利限制、验证周期长等因素, 国产 MLCC 粉体长期呈现“低端严重内卷, 高端依赖进口”的局面, 全球高端 MLCC 粉体被日本堺化学、美国 Ferro、日本村田等垄断, 下游 MLCC 客户包括村田、三星、TDK 等。

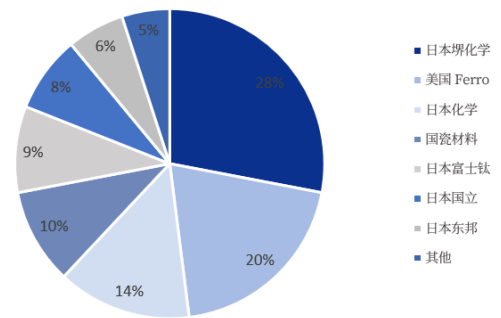
东风已来, 国产 MLCC 粉体产业链乘势而上。过去三年, 由于下游需求疲软, 国产 MLCC 粉体厂扩产放缓, 而日系 MLCC 一体化厂商则有转向外购粉体趋势且库存较低。2026 年 1 月 6 日商务部出台《加强两用物项对日出口管制公告》; 2026 年 2 月 25 日商务部将 TDK、三菱材料等日系 MLCC 及粉体厂家列入关注名单, 对日重稀土 (氧化钇/氧化镱/氧化铽等) 近乎零放行。氧化钇是 MLCC 粉体第一大刚需掺杂, 镱、铽是车规+AI 高压级 MLCC 必备添加物。2026 年 3 月英伟达 Rubin 平台正式量产, AI 级 MLCC 增量需求集中释放。高端产能被 AI 赛道挤占, 叠加消费电子行业回暖, MLCC 全产业链供需矛盾进一步加剧。日系 MLCC 粉体厂面临断供、库存不足, 我国 MLCC 粉体厂从成本优势延伸为供应安全优势, AI 历史机遇下稀缺性更加凸显。同时, PVB 树脂是 MLCC 生坯临时粘结载体, 由于钛酸钡超细粉体本身无成型能力, PVB 溶解在有机溶剂后包裹钛酸钡颗粒, 溶剂烘干后方形成连续高分子网状薄膜。**建议关注国瓷材料 (300285.SZ)、皖维高新 (600063.SH) 等。**

图125: MLCC 的价值量组成

成本结构	低容MLCC	高容MLCC
陶瓷料	20-25%	35-45%
内电极（镍/银/钯）	5%	5-10%
外电极（铜/银）	5%	5-10%
包装材料	20-30%	1-5%
人工成本	10-20%	10-20%
设备折旧及其他	20-35%	20-30%

资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

图126: MLCC 粉体企业竞争格局



资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院

(六) 航空碳中和蓝海, SAF 需求高速扩容

SAF 是航空碳中和必选之路, 空间广阔。民航 99%碳排放来自航油消耗, 受航空发动机物理特性、高空飞行工况约束, 国际民航组织 ICAO、国际航协 IATA 统一定论: SAF (可持续航空燃料) 是航空全行业实现 2050 净零目标的唯一规模化落地路径。各国已陆续将 SAF 从环保选项转为法定强制义务。根据 IATA 统计, 2024 年全球 SAF 产量达 100 万吨, 2030 年全球需求突破 2000 万吨、2050 年需求升至 3.58 亿吨。产业化生产工艺根据技术成熟度和成本, 陆续形成 HEFA 废油脂路线、FT 生物质和 PtL 绿电制油三级格局。当前商业化主力为 HEFA 工艺, 以餐厨废油 (UCO)、农林废弃油脂为原料, 不用改造机场储油、飞机发动机, 可直接与化石航油任意比例掺配。我国国内废弃油脂理论资源超 1200 万吨, 资源禀赋优异, 近年通过白名单出口量不断提升。未来, 在全球双碳与强制掺混政策共振下, SAF 刚需属性持续强化, 打造万亿市场。建议关注海新能科 (300072.SZ) 等。

图127: 欧盟 SAF 添加政策

日期	颁布文件	核心内容
2023 年 6 月	《EU ETS 修订版》	1. 扩大碳市场覆盖范围, 把 ICAO 的基于全球市场的国际航空碳抵消和减排计划 (CORSIA) 纳入修订后的 EU ETS, 并考虑在 2027 年将范围由欧洲内部航线扩大到往来欧洲的航线 2. 对生产和使用 SAF 的厂商进行经济扶持, 对生产企业发放预计总额 16 亿欧元的补贴
2023 年 10 月	《ReFuelEU 计划》	对航空燃料供应商规定了强制 SAF 使用配额, 到 2025 年使用燃料中至少有 2% 的 SAF, 2030 年为 6%, 2035 年为 20%, 2040 年为 34%, 2045 年为 42%, 2050 年为 70%
2024 年 5 月	《净零工业法案》	1. 将可持续替代燃料技术列为“战略性净零技术”之一 2. 航空和海运燃料的欧盟制造商需要进一步开发、生产和扩大可持续的替代燃料, 以便在 2050 年将运输部门的温室气体排放量大幅减少 90%

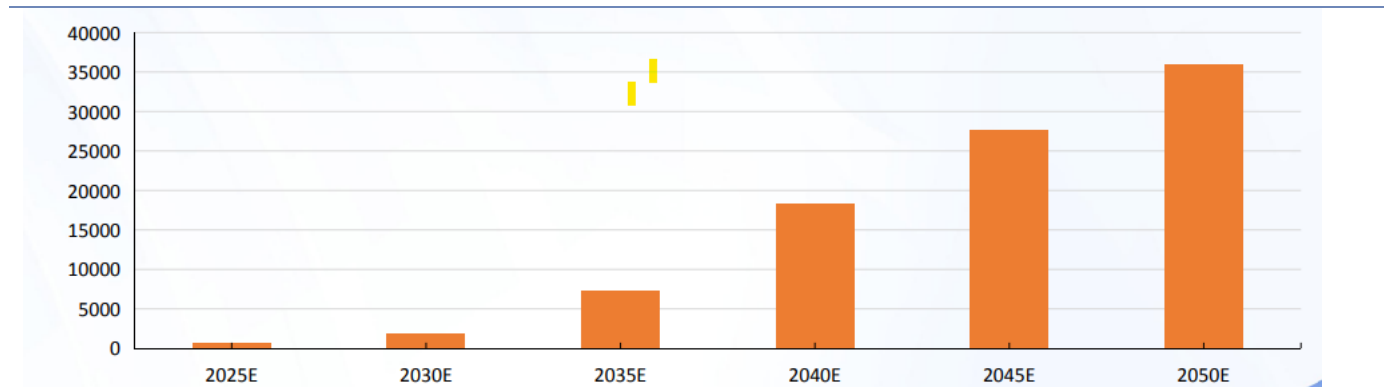
资料来源: 海新能科公告, 中国银河证券研究院

图128: 亚太国家 SAF 添加政策

国家	核心政策内容
日本	2030 年, SAF 强制掺混比例达 10%, 并提议 SAF 豁免进口关税和政策。
韩国	自 2027 年起, 要求所有自韩起飞的国际航班使用掺混 1% 的 SAF 燃料。
新加坡	1. 从 2026 年起要求所有从新加坡离境起飞的航班使用 SAF, 掺混比例为 1%, 2030 年比例将增加至 3%-5% 2. 2025 年 9 月 22 日, 新加坡宣布将在 2026 年推出 SAF 税以支持新加坡 2026 年实现 1% SAF 添加目标。
马来西亚	为 SAF 建立 1% 的授权, 以鼓励近期需求; 2050 年, SAF 达到 47% 的潜在目标。
印度	2027 年, SAF 强制掺混比例达 1%, 2028 年升至 2%, 2030 年升至 5%。
印尼	2027 年国际航班 SAF 掺混比例达到 1%, 并在 2029 年提升至 5%。
泰国	1. 自 2026 年 1 月 1 日起强制要求在 Jet A-1 航空燃油中掺混 1% 的可持续航空燃料 (SAF) 2. 2027 年 - 2029 年为第二阶段, 强制掺混比例目标为 1-2% 3. 2030 年 - 2032 年为第三阶段, 强制掺混比例目标为 3-5% 4. 2033 年起为第四阶段, 强制掺混比例目标提升至 5-8%

资料来源: 海新能科公告, 中国银河证券研究院

图129: 2025年 E-2050年 E 全球 SAF 消费情况预测 (万吨)



资料来源: 海新能科公告, 中国银河证券研究院

五、投资建议

(一) 看好行业景气上行, 建议关注化工板块配置价值

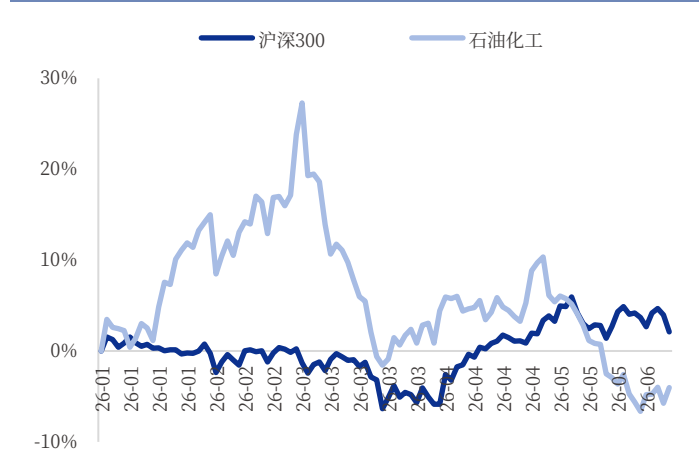
2026年以来,基础化工、石油化工指数出现剧烈波动。截至6月5日,基础化工累计上涨6.8%,石油化工累计下跌5.7%,分别较沪深300指数跑赢4.7、跑输7.8个百分点。其中,基础化工在30个一级行业中排名8位;石油化工在109个二级子行业中排名49位。

图130: 年初至今基础化工和沪深300 收益率表现



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图131: 年初至今石油化工和沪深300 收益率表现



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

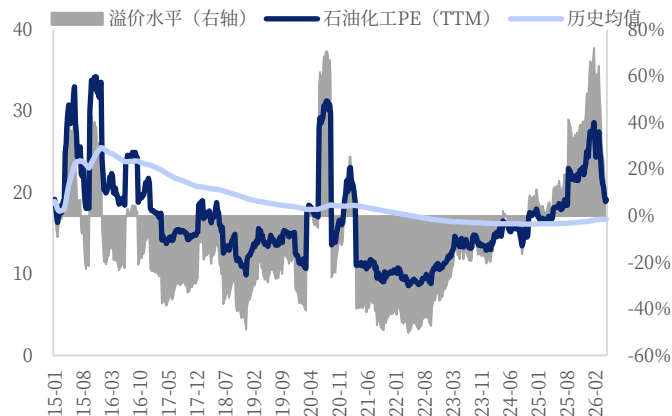
从估值来看,截至6月5日,基础化工和石油化工 PE (TTM) 分别为 31.5x、19.2x, 较 2015 年以来的历史均值 28.4x、16.8x 溢价水平分别为 10.7%、14.3%; PB (MRQ) 分别为 2.7x、1.0x, 较 2015 年以来的历史均值 2.8x、1.2x 溢价水平分别为-2.4%、-11.8%。当前时点基础化工行业市净率已调整回 2015 年以来的历史中枢偏低水平, 具备一定配置性价比。在国际市场“东升西落”趋势明确, 国内市场新旧动能齐发力的背景下, 我们看好 26H2 海内外化工品补库需求释放, 以及行业业绩改善, 建议关注化工板块配置价值。

图132: 2015 年至今基础化工 PE (TTM) 相较历史均值变化



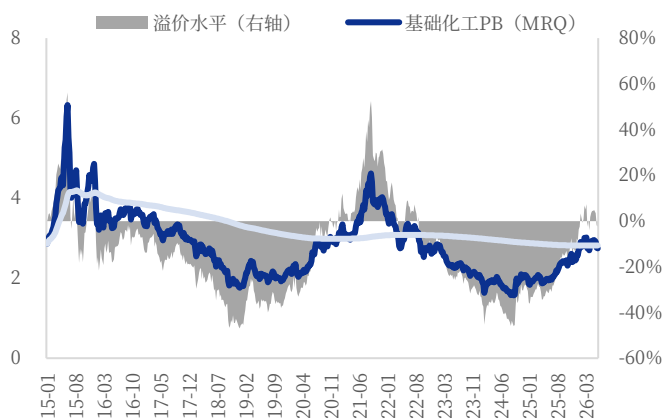
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图133: 2015 年至今石油化工 PE (TTM) 相较历史均值变化



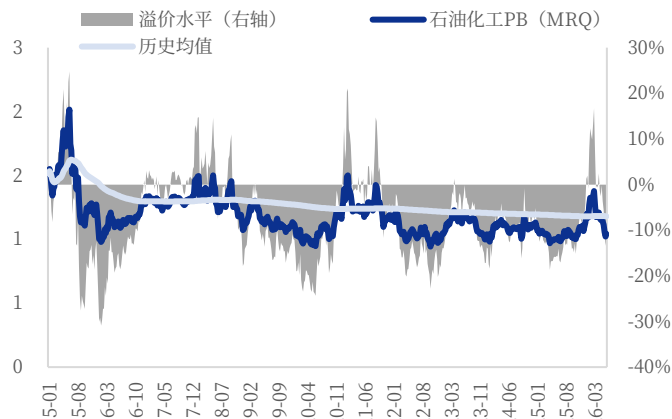
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图134: 2015 年至今基础化工 PB (MRQ) 相较历史均值变化



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图135: 2015 年至今石油化工 PB (MRQ) 相较历史均值变化



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 投资建议

成本端，在霍尔木兹海峡恢复正常通行前，预计 Brent 原油价格或将围绕 100 美元/桶宽幅运行。供给端，一方面，近年来我国化工行业资本开支节奏趋于谨慎，在建、存量产能将逐渐消化；另一方面，国内供给侧自律约束强化、海外落后产能加速出清，供给端有望收缩。需求端，国内新旧动能切换持续推进、海外订单逐步回流国内，化工品需求增长可期。我们认为，2026H2 供给侧收缩和需求侧动能有望助力化工行业景气上行，具体投资建议如下：

全球产能格局重塑，看好核心资产竞争力。建议关注 5 个子板块：1) 海外装置面临不可抗力，MDI 出口竞争力提升，建议关注国内 MDI 核心龙头万华化学。2) 蛋氨酸“东升西落”趋势明确，国产长期受益。建议关注新和成、安迪苏、和邦生物等。3) 烯烃出口动能走强，景气拐点有望加速到来，中高油价下，石油替代路线效益仍具成本比较优势，建议关注宝丰能源、卫星化学等。4) 产能逼近政策上限，优质炼能稀缺性将凸显。建议关注中国石化、中国石油、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹等。此外，海外成品油市场存在结构性短缺，建议关注恒逸石化等。5) 短期电石法 PVA 价差优势显著，长期看好格局优化、价值提升，建议关注皖维高新。

把握需求刚性支撑，探寻高胜率赛道。建议关注 6 个子板块：1) 全球化肥供应告急，国内保供

平稳有序。其中，煤制尿素成本优势凸显，海内外价差显著扩张；磷铵成本端压力加剧，出口或阶段性收紧；全球钾肥供需偏紧，价格高位持稳，建议关注云天化、兴发集团、华鲁恒升、亚钾国际等。2) 新能源释放旺盛需求增量，磷资源战略地位提升，建议关注芭田股份、云天化、兴发集团、川恒股份、云图控股等。3) 配额政策强约束，制冷剂高景气延续，建议关注制冷剂配额领先的龙头企业巨化股份、三美股份、永和股份等。4) 供给格局向好、需求韧性持续，氨纶龙头业绩可期，建议关注华峰化学、新乡化纤等。5) 有机硅终端需求分散，行业自律助力景气改善，建议关注新安股份、东岳硅材等。6) 需求刚性价格回暖，双草景气度持续提升，建议关注扬农化工、润丰股份、江山股份、广信股份、利尔化学等。

赋能新质生产力，掘金新材料蓝海。建议关注 6 条投资主线：1) 人形机器人产业化提速，PEEK 需求迎扩张动能，建议关注中研股份、沃特股份、国恩股份等。2) AI 助推全球算力需求，电子树脂成长可期，PTFE、PPO 作为目前高频高速覆铜板热门树脂，有望充分受益，建议关注圣泉集团、昊华科技、沃特股份等。3) 终端产业发展提速，高端氟材料景气向上，建议关注巨化股份、永和股份等。4) 自主产能释放，高性能 PI 薄膜垄断格局有望打破，建议关注瑞华泰、利安隆。5) 稀土管制+AI 需求高增，国产 MLCC 粉体产业链乘势而上，建议关注国瓷材料、皖维高新等。6) 航空碳中和蓝海，SAF 需求高速扩容，建议关注海新能科等。

表17: 重点公司盈利预测与估值 (2026/6/8)

股票代码	股票简称	EPS				PE				投资评级
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
600989.SH	宝丰能源	1.55	2.15	2.19	2.30	15.23	10.98	10.78	10.26	推荐
600096.SH	云天化	2.83	2.84	3.07	3.19	10.23	10.18	9.43	9.07	推荐
000893.SZ	亚钾国际	1.81	3.25	4.30	4.97	26.05	14.49	10.97	9.49	推荐
605020.SH	永和股份	1.10	1.73	2.01	2.25	29.81	18.97	16.28	14.58	推荐
002886.SZ	沃特股份	0.24	0.38	0.57	0.77	112.04	70.76	47.18	34.92	推荐
002768.SZ	国恩股份	3.10	3.50	4.15	4.88	19.83	17.56	14.81	12.59	推荐
300596.SZ	利安隆	2.16	2.67	3.17	3.69	17.18	13.90	11.70	10.05	推荐
600063.SH	皖维高新	0.21	0.39	0.53	0.65	37.95	20.45	15.01	12.32	推荐
600309.SH	万华化学	4.00	5.84	6.76	7.71	17.43	11.88	10.32	9.05	
600346.SH	恒力石化	1.01	1.68	1.94	2.29	16.52	9.89	8.55	7.26	
002648.SZ	卫星化学	1.58	2.55	2.80	3.10	15.35	9.50	8.62	7.80	
000703.SZ	恒逸石化	0.24	0.38	0.57	0.77	112.04	70.76	47.18	34.92	
600486.SH	扬农化工	3.10	3.50	4.15	4.88	19.83	17.56	14.81	12.59	
600141.SH	兴发集团	1.35	1.84	2.18	2.46	20.16	14.96	12.61	11.15	
600426.SH	华鲁恒升	1.56	2.32	2.67	2.99	17.26	11.56	10.08	8.98	
600160.SH	巨化股份	2.16	2.67	3.17	3.69	17.18	13.90	11.70	10.05	
300285.SZ	国瓷材料	0.61	0.84	1.03	1.24	94.11	68.09	55.70	46.35	
002001.SZ	新和成	2.20	2.82	3.02	3.30	14.02	10.94	10.21	9.35	
002064.SZ	华峰化学	0.37	0.60	0.72	0.84	27.52	17.00	14.26	12.22	

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

注: 推荐标的盈利预测与估值取自最新已发布报告, 其余标的盈利预测与估值取自 iFind 一致预期

六、风险提示

原料价格大幅上涨的风险：原油价格水平高度影响化工行业盈利。若地缘冲突升级，或导致原油供应端出现意外损失，带动国际油价重心大幅抬升，进而加剧多数化工企业成本压力，或对企业盈利能力造成不利影响。

下游需求不及预期的风险：化工品整体供大于求格局下，若刺激内需系列政策落实效果不理想、终端需求持续表现疲弱，或降低化工企业议价能力，进而压低化工品价格及价差表现，对化工行业盈利能力造成不利影响。

政策力度不及预期的风险：若“反内卷”、落后产能退出相关引导政策执行力度不及预期，或没有更具约束力的政策出台，亦或生产企业之间难以对自律行为达成一致，化工品供大于求格局或难以扭转，进而削弱化工品盈利能力改善空间。

项目达产不及预期的风险：安全、环保监管政策趋严下，化工品产能建设项目审批周期、建设周期普遍延长。尤其磷矿等上游资源品，终端需求稳中有增趋势下，若新建项目投产进度不及预期，或导致资源品供应持续偏紧、价格高位探涨，进而压缩产业链中下游环节利润空间。

国际贸易摩擦加剧的风险：我国在部分关键原材料、“卡脖子”化工新材料等环节高度依赖进口，若国际贸易摩擦升级，或导致进口化工品到港周期不确定性增强、产品价格出现大幅波动，进而影响下游企业正常生产经营。

图表目录

图 1: 石油化工板块营业收入及同比增速	4
图 2: 基础化工板块营业收入及同比增速	4
图 3: 石油化工板块归母净利润及同比增速	4
图 4: 基础化工板块归母净利润及同比增速	4
图 5: 石油化工行业单季度销售毛利率	5
图 6: 基础化工行业单季度销售毛利率	5
图 7: 不同油价下石油化工盈利能力	6
图 8: 不同油价下基础化工盈利能力	6
图 9: 原油库存转化损益 (元/吨)	7
图 10: 丙烷库存转化损益 (元/吨)	7
图 11: 霍尔木兹海峡原油船舶通行艘次 (艘次)、载重吨 (万吨)	7
图 12: OPEC 原油产量 (万桶/日) 及同比增速	7
图 13: 伊朗原油产量、出口量 (万桶/日)	8
图 14: 美国石油钻机数 (台) 与原油产量 (万桶/日)	8
图 15: 全球炼厂原油处理量 (百万桶/日)	8
图 16: 海外成品油裂解价差 (美元/桶)	8
图 17: IEA 全球石油供需平衡表 (百万桶/日)	9
图 18: EIA 全球石油供需平衡表 (百万桶/日)	9
图 19: 美国战略石油储备库存 (万桶)	9
图 20: 美国商业石油储备库存 (万桶)	9
图 21: 石油化工、基础化工资本开支同比增速	10
图 22: 石油化工、基础化工在建工程、固定资产 (亿元)	10
图 23: 我国化工品出口额 (亿美元) 及占全球比例	11
图 24: 2025 年我国纯 MDI 消费结构	11
图 25: 2025 年我国聚合 MDI 消费结构	11
图 26: 全球 MDI 产能分布情况 (按区域)	12
图 27: 全球 MDI 产能分布情况 (按公司)	12
图 28: 全球 MDI 产能分布情况 (万吨/年)	12
图 29: 我国聚合 MDI 出口依存度走势	13
图 30: 2026 年 1-4 月我国聚合 MDI 出口量占比 (按贸易伙伴)	13
图 31: 2015-2024 年我国炼油能力 (亿吨/年) 及增量 (万吨/年)	14
图 32: 我国原油加工量 (亿吨) 及同比增速	14
图 33: 2017-2025 年我国成品油供需 (万吨)	15
图 34: 我国成品油价差走势 (元/吨)	15

图 35: 海外成品油裂解价差 (美元/桶)	15
图 36: 东南亚地区成品油供需情况 (亿吨)	15
图 37: 我国烯烃新增产能变化 (万吨/年)	16
图 38: 烯烃原料工艺路线占比情况	16
图 39: 2018-2025 年我国聚乙烯供需情况 (万吨)	17
图 40: 2018-2025 年我国聚丙烯供需情况 (万吨)	17
图 41: 我国聚乙烯月度出口量 (万吨)	18
图 42: 我国苯乙烯月度出口量 (万吨)	18
图 43: 我国乙二醇月度出口量 (万吨)	18
图 44: 我国聚丙烯月度出口量 (万吨)	18
图 45: 不同原料路线乙烯成本对比 (元/吨、美元/桶)	18
图 46: 不同原料路线丙烯成本对比 (元/吨、美元/桶)	18
图 47: PVA 价格走势	20
图 48: 国际市场化肥价格走势 (美元/吨)	21
图 49: 国际农产品期货价格	21
图 50: 我国尿素产能、产量 (万吨) 及增速	21
图 51: 我国煤制尿素/气制尿素产能占比	21
图 52: 煤头尿素价差 (元/吨)	22
图 53: 气头尿素价差 (元/吨、元/立方米)	22
图 54: 尿素出口量及出口均价	22
图 55: 国际/国内市场尿素价差 (元/吨)	22
图 56: 磷酸一铵供需结构 (万吨)	23
图 57: 磷酸二铵供需结构 (万吨)	23
图 58: 磷酸一铵价格及价差 (元/吨)	23
图 59: 磷酸二铵价格及价差 (元/吨)	23
图 60: 磷酸一铵月度开工率	24
图 61: 磷酸二铵月度开工率	24
图 62: 磷酸一铵月度出口量及出口均价	24
图 63: 磷酸二铵月度出口量及出口均价	24
图 64: 全球钾肥消费结构 (2025E)	25
图 65: 全球钾肥需求量 (百万吨, 折 KCl)	25
图 66: 国内市场氯化钾价格走势 (元/吨)	25
图 67: 国际市场氯化钾价格走势 (美元/吨)	25
图 68: 氯化钾供需结构 (万吨)	26
图 69: 2025 年我国氯化钾进口结构 (万吨)	26
图 70: 2025 年我国磷矿石消费结构	26
图 71: 我国磷矿石年度产销量 (万吨)	26

图 72: 我国磷酸铁产能及产销量 (万吨)	27
图 73: 我国磷酸铁锂产能及产销量 (万吨)	27
图 74: 我国磷矿石价格走势 (元/吨)	27
图 75: R22 价格及价差走势 (元/吨)	28
图 76: R32 价格及价差走势 (元/吨)	28
图 77: R125 价格及价差走势 (元/吨)	28
图 78: R134a 价格及价差走势 (元/吨)	28
图 79: 空调产量 (万台) 及同比增速	29
图 80: 汽车产量 (万辆) 及同比增速	29
图 81: R32 出口量及出口均价	29
图 82: R134a、R134 出口量及出口均价	29
图 83: R125、R143a、R143 出口量及出口均价	29
图 84: R152a、R41 出口量及出口均价	29
图 85: 2024 年我国有机硅深加工产品占比情况	30
图 86: 2024 年我国有机硅产品下游应用领域占比情况	30
图 87: 有机硅材料在新能源领域应用	31
图 88: 超高导热硅基材料在高端散热领域应用	31
图 89: 我国有机硅中间体表观消费量 (万吨) 及同比增速	31
图 90: 我国初级形状聚硅氧烷出口量 (万吨) 及同比增速	31
图 91: 2025 年我国初级形状聚硅氧烷出口量分布	32
图 92: 全球各市场人均有机硅消费量	32
图 93: 我国有机硅中间体产能、产量 (万吨) 及同比增速 (右轴)	32
图 94: 我国有机硅中间体月度开工负荷率	32
图 95: 我国有机硅 DMC 价格、价差 (元/吨) 走势 (无工业硅配套)	33
图 96: 我国有机硅 DMC 价格、价差 (元/吨) 走势 (有工业硅配套)	33
图 97: 氨纶价格价差修复	33
图 98: 氨纶需求有增量	33
图 99: 氨纶产能情况和近年变化	34
图 100: 草甘膦价格走势	35
图 101: 草甘膦行业毛利走势	35
图 102: 草铵膦价格低位	36
图 103: 草铵膦产能分布	36
图 104: 全球人形机器人销售量预测 (万台)	38
图 105: 中国人形机器人销售量预测 (万台)	38
图 106: 全球 PEEK 市场规模 (亿美元) 及增长率	38
图 107: 中国 PEEK 市场规模 (亿元) 及增长率	38
图 108: PCB 产业链	39

图 109: 全球 PTFE CCL 市场规模 (亿美元)	40
图 110: 2025 年全球 PTFE CCL 市场结构	40
图 111: 不同传输损耗等级高频高速覆铜板对应终端硬件及采用的树脂种类	41
图 112: PCIe 不断升级带动数据传输速率提升	41
图 113: 2023-2026 年全球服务器、AI 服务器出货量同比增速	42
图 114: 全球 AI 产业规模预测 (十亿美元)	42
图 115: 主要氟化工产品生命周期	43
图 116: 我国主要含氟高分子材料产量 (万吨)	43
图 117: 主要含氟高分子材料及单体价格走势 (元/吨)	43
图 118: 我国电子级氢氟酸月度出口量及出口均价	44
图 119: 我国六氟化钨月度出口量及出口均价	44
图 120: PI 薄膜在汽车中的应用	45
图 121: PI 薄膜在智能手机中的应用	45
图 122: PI 薄膜生产工艺	45
图 123: 部分国家 2024-2034 年 PI 薄膜市场年均复合增速	46
图 124: 2023 年全球 PI 薄膜市场分布	46
图 125: MLCC 的价值量组成	47
图 126: MLCC 粉体企业竞争格局	47
图 127: 欧盟 SAF 添加政策	47
图 128: 亚太国家 SAF 添加政策	47
图 129: 2025 年 E-2050 年 E 全球 SAF 消费情况预测 (万吨)	48
图 130: 年初至今基础化工和沪深 300 收益率表现	48
图 131: 年初至今石油化工和沪深 300 收益率表现	48
图 132: 2015 年至今基础化工 PE (TTM) 相较历史均值变化	49
图 133: 2015 年至今石油化工 PE (TTM) 相较历史均值变化	49
图 134: 2015 年至今基础化工 PB (MRQ) 相较历史均值变化	49
图 135: 2015 年至今石油化工 PB (MRQ) 相较历史均值变化	49
表 1: 基础化工子行业 26Q1 盈利情况	5
表 2: 2026 年 2 月底以来全球 MDI 装置停车动态	13
表 3: “十五五” 期间我国新增/退出炼油能力	14
表 4: 2026 年 2 月底以来中东部分炼厂运行动态	15
表 5: 乙烯及下游主要产品产能及增量情况统计 (万吨/年)	17
表 6: 丙烯及下游主要产品产能及增量情况统计 (万吨/年)	17
表 7: 全球蛋氨酸产能分布	19
表 8: PVA 产能分布	20

表 9: 2026 年有机硅单体拟在建装置跟踪.....	32
表 10: 氨纶产能情况和投产时间 (万吨/年)	34
表 11: 草甘膦产能分布	35
表 12: PEEK 与主要工程塑料、特种工程塑料性能对比	36
表 13: PEEK 与通用金属钢、铝合金性能指标对比	37
表 14: 2025 年主要机器人厂商出货量及发展情况.....	37
表 15: 高频高速覆铜板代表性指标.....	39
表 16: 覆铜板常用基体树脂性能.....	39
表 17: 重点公司盈利预测与估值 (2026/6/8)	50

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王鹏、翟启迪、孙思源，化工行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn