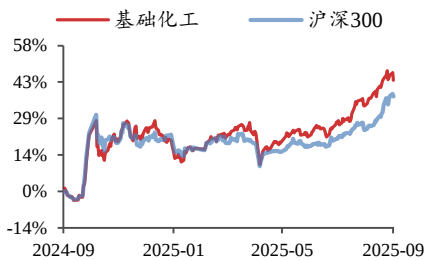


基础化工

2025 年 09 月 03 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《本周化工企业半年报集中披露，制冷剂、涤纶长丝业绩优异——行业周报》-2025.8.31

《“反内卷”政策持续强化，化工行业供给端竞争格局有望改善——行业周报》-2025.8.24

《氨纶：落后产能出清进行时，龙头企业有望受益——行业深度报告》-2025.8.21

2025H1 化工板块增收减利，固定资产投资完成额同比下降

——行业点评报告

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

蒋跨越（分析师）

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790523120001

徐正凤（分析师）

xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790524070005

● 化学原料及化学制品制造业增收减利，固定资产投资完成额同比下降

据国家统计局数据,2025 年 H1 中国化学原料及化学制品制造业营业收入 44635.9 亿元,累计同比+1.4%;利润总额 1814.6 亿元,累计同比-9%;固定资产投资完成额累计同比-1.1%。截至 2025 年 06 月 30 日,上证综指收于 3444.4 点,较期初(2025 年 01 月 01 日)的 3351.8 点上涨 2.76%;沪深 300 指数报 3936.1 点,较期初上涨 0.03%;基础化工行业指数报 3522.6 点,较期初上涨 7.38%;石油石化行业指数报 2204.6 点,较期初下跌 4.79%;CCPI(中国化工产品价格指数)报 4141 点,较期初下跌 3.85%。我们选取万华化学、华鲁恒升、巨化股份、恒力石化等化工龙头上市公司进行分析,2025H1 巨化股份、新和成、圣泉集团等归母净利润增速靠前;同时 2025H1,恒力石化、合盛硅业等龙头公司的资本性支出同比增速大幅下降。

● 基础化工：2025H1 增收同比增收增利，氟化工、农药等子行业盈利可观

经营情况方面,2025 年 H1,基础化工行业实现营收 11707 亿元,同比+3.5%;实现归母净利润 731.7 亿元,同比+2.7%。2025Q2,实现营收 6108 亿元,同比+1.5%、环比+9.1%;实现归母净利润 369.4 亿元,同比-4.5%、环比+2%。**盈利能力方面**,2025 年 H1,基础化工行业销售毛利率 17.2%,同比+0.47pcts;归母净利率 6.3%,同比+1.25pcts。2025Q2,销售毛利率 17.2%,同比-0.11pcts、环比+0.03pcts;归母净利率 6.0%,同比-0.38pcts、环比-0.42pcts。

● 石油石化：2025H1 年剔除两桶油后，板块营收、利润同比下降

剔除中国石油、中国石化之后，具体情况如下：**经营情况方面**,2025 年 H1,石油石化行业实现营收 8893.7 亿元,同比-7.3%;实现归母净利润 818.1 亿元,同比-13.5%。2025Q2,实现营收 4444.5 亿元,同比-9.1%、环比-0.1%;实现归母净利润 376.4 亿元,同比-20.6%、环比-14.8%。**盈利能力方面**,2025 年 H1,石油石化行业销售毛利率 21.3%,同比+1.52pcts;归母净利率 9.2%,同比+0.96pcts。2025Q2,销售毛利率 20.6%,同比-0.58pcts、环比-1.39pcts;归母净利率 8.5%,同比-1.22pcts、环比-1.46pcts。

● 推荐标的及受益标的

我们看好化工行业供需格局逐步迎来改善,相关标的有望充分受益。【推荐标的】万华化学、华鲁恒升、巨化股份、恒力石化、荣盛石化、新凤鸣、桐昆股份、华峰化学、合盛硅业、龙佰集团、新和成、扬农化工、盐湖股份、博源化工、圣泉集团、蓝晓科技、卫星化学等。【受益标的】梅花生物、东方盛虹、云天化、君正集团等。

● **风险提示：**油价大幅波动；下游需求疲软；其他风险详见倒数第二页标注 1。

目 录

1、 行业总览：化学原料及化学制品制造业增收减利，固定资产投资完成额同比下降	4
2、 基础化工：2025H1 同比增收增利，氟化工、农药等子行业盈利可观	6
2.1、 板块总览：2025H1 同比增收增利，2025Q2 同比增收减利	6
2.2、 子行业分析：2025H1 农药、氟化工等子行业盈利增速排名靠前	7
3、 石油石化：2025H1 年剔除两桶油后，板块营收、利润同比下降	10
3.1、 板块总览：2025H1 剔除两桶油后，板块营收、利润同比下降	10
3.2、 子行业分析：油气及炼化工程、油田服务等子行业营收同比增速居前，油田服务等子行业归母净利润同比增速居前	12
4、 重点公司跟踪：2025H1 巨化股份、新和成等归母净利润同比增速居前	13
5、 盈利预测及投资建议	15
6、 风险提示	16

图表目录

图 1： 2025 年上半年基础化工行业指数跑赢沪深 300 指数 7.35%，石油石化行业指数跑输沪深 300 指数 4.82%	4
图 2： 2025 年上半年 CCPI 指数下跌 3.85%	4
图 3： 截至 2025 年 06 月 30 日，基础化工行业市盈率 PE 为 24.98 倍，历史分位 47.49%（2010 年以来）	4
图 4： 截至 2025 年 6 月 30 日，石油石化 PB 为 1.19 倍、历史分位 3.59%（2010 年以来）	4
图 5： 2025 年上半年基础化工行业涨跌幅为+7.38%、石油石化行业涨跌幅为-4.79%	5
图 6： 2025 年上半年，国内化学原料及化学制品制造业营收累计同比+1.4%	6
图 7： 2025 年上半年，国内化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比-1.1%	6
图 8： 2025 年以来，国际油价震荡下行	6
图 9： 2025 年以来，国内煤、天然气价格下跌	6
图 10： 基础化工板块经营情况：2025H1 同比增收增利，2025Q2 同比增收减利	7
图 11： 基础化工板块资本开支及现金流：2025H1，基础化工行业资本性支出 1070.5 亿元，同比-12.8%	7
图 12： 基础化工子行业经营情况：2025H1 农药、氟化工等子行业盈利增速排名靠前	8
图 13： 基础化工子行业盈利能力：2025H1 钾肥、橡胶助剂等子行业归母净利率排名靠前	9
图 14： 基础化工子行业资本开支及现金流：2025H1 合成树脂等子行业资本性支出同比增速排名靠前	10
图 15： 石油石化板块经营情况：2025H1，石油石化行业实现营收 37485.3 亿元，同比-8.3%；实现归母净利润 1872.8 亿元，同比-14.4%（包括中国石油、中国石化）	11
图 16： 石油石化板块资本开支及现金流：2025 年 H1，石油石化行业资本性支出 2669.6 亿元，同比-7.7%	11
图 17： 石油石化板块经营情况：2025 年 H1，石油石化行业实现营收 8893.7 亿元，同比-7.3%；实现归母净利润 818.1 亿元，同比-13.5%（剔除中国石油、中国石化）	12
图 18： 石油石化板块资本开支及现金流：2025 年 H1，石油石化行业资本性支出 995.6 亿元，同比-12.3%（剔除中国石油、中国石化）	12
图 19： 石油石化子行业经营情况：2025 年 H1，营收同比增速排名为：油气及炼化工程、油田服务、其他、油气开采、炼油化工、油品石化贸易（剔除中国石油、中国石化）	13
图 20： 石油石化子行业资本开支及现金流：2025H1 油田服务资本性支出排名靠前（剔除中国石油、中国石化）	13
图 21： 化工龙头白马经营情况：2025H1 巨化股份等龙头公司归母净利润同比增速居前	14
图 22： 化工龙头白马盈利能力：2025H1 新和成等龙头公司的销售净利率居前	14
图 23： 化工龙头白马资本开支及现金流：2025H1 恒力石化、合盛硅业等龙头公司的资本性支出同比下降	15

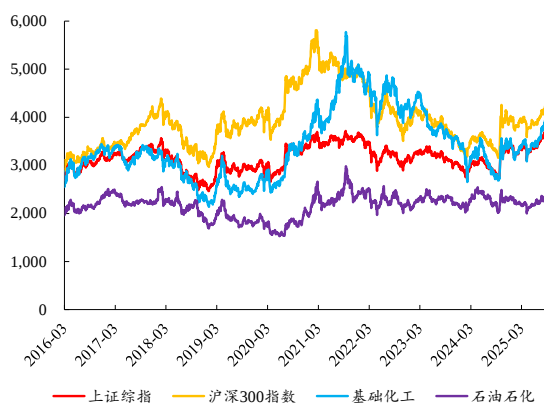
表 1： 重点跟踪公司盈利预测与估值	15
--------------------------	----

1、行业总览：化学原料及化学制品制造业增收减利，固定资产投资完成额同比下降

行业指数：截至 2025 年 06 月 30 日，上证综指收于 3444.4 点，较期初（2025 年 01 月 01 日）的 3351.8 点上涨 2.76%；沪深 300 指数报 3936.1 点，较期初上涨 0.03%；基础化工行业指数报 3522.6 点，较期初上涨 7.38%；石油石化行业指数报 2204.6 点，较期初下跌 4.79%；CCPI（中国化工产品价格指数）报 4141 点，较期初下跌 3.85%。期间（2025 年 01 月 01 日-2025 年 06 月 30 日）基础化工行业指数跑赢沪深 300 指数 7.35%，石油石化行业指数跑输沪深 300 指数 4.82%。

行业估值水平：据 Wind 数据，截至 2025 年 06 月 30 日，基础化工行业市盈率 PE 为 24.98 倍、历史分位 47.49%，市净率 PB 为 1.8 倍、历史分位 16.28%；石油石化行业市盈率 PE 为 16.27 倍、历史分位 43.19%；市净率 PB 为 1.19 倍、历史分位 3.59%（2010 年以来）。

图1：2025 年上半年基础化工行业指数跑赢沪深 300 指数 7.35%，石油石化行业指数跑输沪深 300 指数 4.82%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025 年上半年 CCPI 指数下跌 3.85%



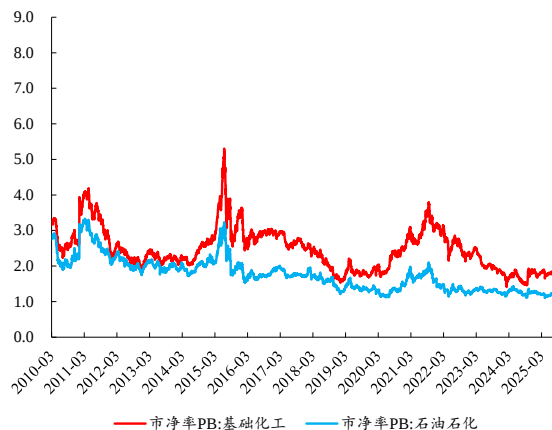
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：截至 2025 年 06 月 30 日，基础化工行业市盈率 PE 为 24.98 倍，历史分位 47.49%（2010 年以来）



数据来源：Wind、开源证券研究所

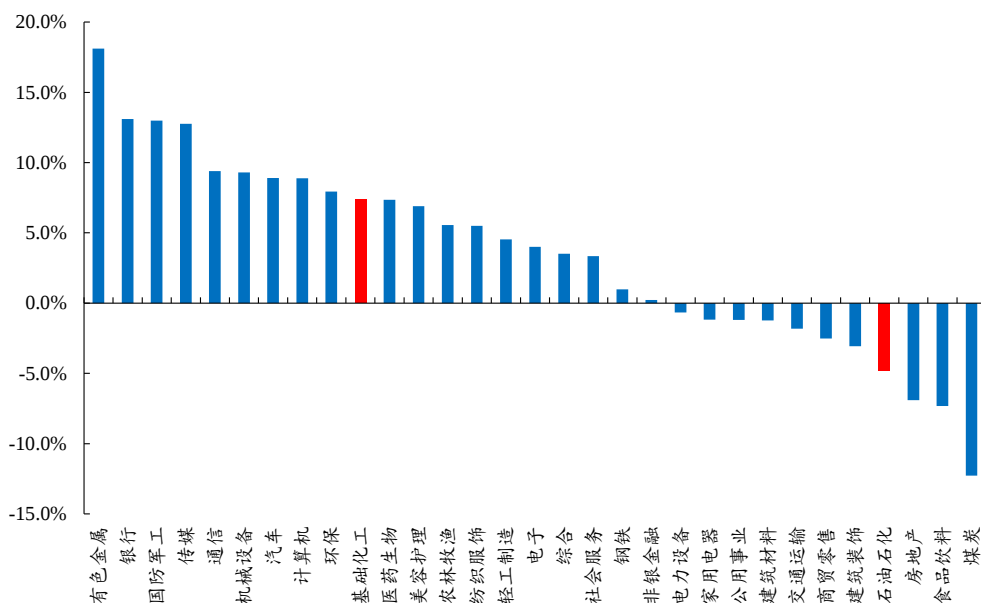
图4：截至 2025 年 6 月 30 日，石油石化 PB 为 1.19 倍、历史分位 3.59%（2010 年以来）



数据来源：Wind、开源证券研究所

行业涨跌幅：据 Wind 数据，2025 年 01 月 01 日-2025 年 06 月 30 日期间，31 个二级子行业中有 20 个上涨，有 11 个下跌，其中基础化工行业涨跌幅为 7.38%、涨幅排名第 10 位；石油石化行业涨跌幅为-4.79%、涨幅排名第 28 位。

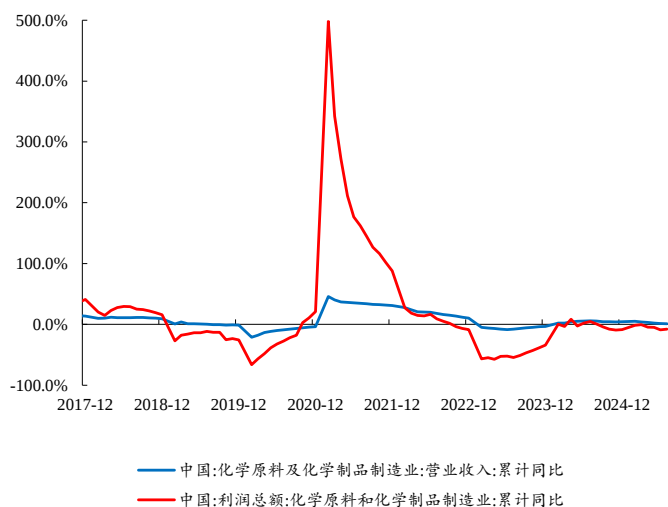
图5：2025 年上半年基础化工行业涨跌幅为+7.38%、石油石化行业涨跌幅为-4.79%



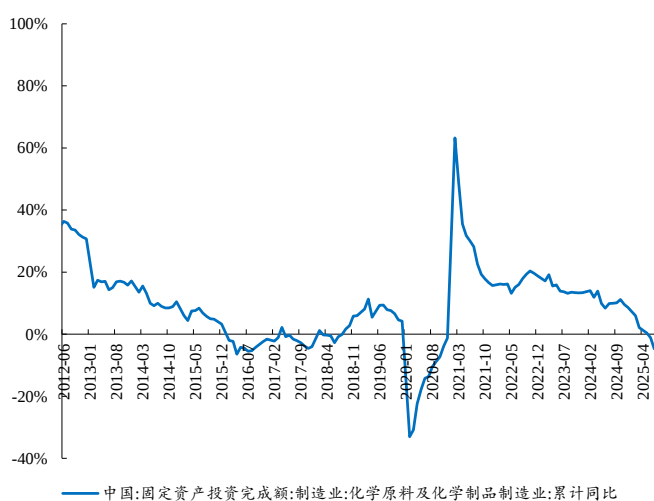
数据来源：Wind、开源证券研究所

化学原料及化学制品制造业增收减利，固定资产投资增速同比下降。据国家统计局数据，2025 年 H1 中国化学原料及化学制品制造业营业收入 44635.9 亿元,累计同比+1.4%;利润总额 1814.6 亿元,累计同比-9%;固定资产投资完成额累计同比-1.1%。

成本端：2025 年以来油价、煤、天然气价格下跌。据 Wind 和百川盈孚数据，2025 年 H1，OPEC 一揽子原油均价 72.03 美元/桶、同比+13.7%，国内天然气均价 4487.31 元/吨、同比-1.27%，国内无烟煤均价 920.12 元/吨、同比+14.54%。截至 2025 年 06 月 30 日,OPEC 一揽子原油价格 68.35 美元/桶、较年初-8.37%，国内天然气参考价格 4376 元/吨、较年初-3.8%，国内无烟煤参考价格 825 元/吨、较年初-16.92%。

图6：2025 年上半年，国内化学原料及化学制品制造业营收累计同比+1.4%


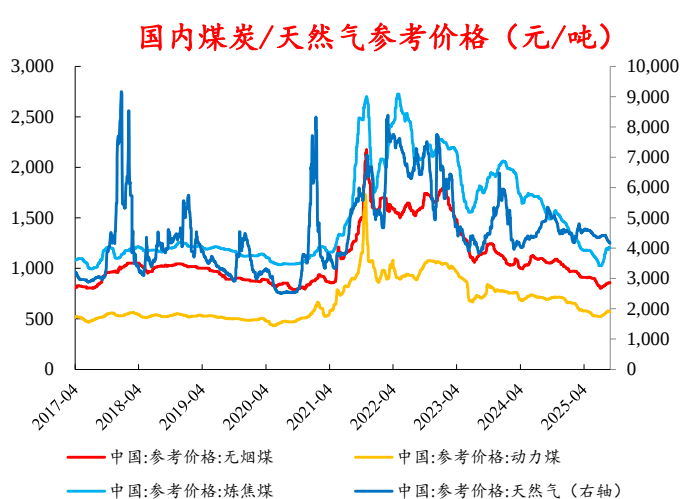
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图7：2025 年上半年，国内化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比-1.1%


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图8：2025 年以来，国际油价震荡下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025 年以来，国内煤、天然气价格下跌


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

2、基础化工：2025H1 同比增收增利，氟化工、农药等子行业

盈利可观

我们选取基础化工板块 405 家沪深两市 A 股上市公司（剔除 ST*），细分纯碱、氯碱、无机盐、煤化工、钛白粉、涂料油墨、民爆制品、纺织化学制品、氟化工等 29 个子行业进行分析，具体如下：

2.1、板块总览：2025H1 同比增收增利，2025Q2 同比增收减利

经营情况：2025 年 H1，基础化工行业实现营收 11707 亿元，同比+3.5%；实现归母净利润 731.7 亿元，同比+2.7%。2025Q2，实现营收 6108 亿元，同比+1.5%、环

比+9.1%；实现归母净利润 369.4 亿元，同比-4.5%、环比+2%。

盈利能力：2025 年 H1，基础化工行业销售毛利率 17.2%，同比+0.47pcts；归母净利率 6.3%，同比+1.25pcts。2025Q2，销售毛利率 17.2%，同比-0.11pcts、环比+0.03pcts；归母净利率 6.0%，同比-0.38pcts、环比-0.42pcts。

期间费用：2025 年 H1，基础化工行业期间费用 1052.4 亿元，同比+2.5%；期间费用率 9%，同比-0.51pcts。2025Q2，期间费用 551.2 亿元，同比+3.8%、环比+10%；期间费用率 9%，同比+0.21pcts、环比+0.07pcts。

资本开支：2025 年 H1，基础化工行业资本性支出 1070.5 亿元，同比-12.8%。截至 2025 年 6 月 30 日，在建工程 3476.4 亿元，同比-12.3%；固定资产 14728.3 亿元，同比+16.2%。

现金流：2025 年 H1，基础化工行业经营性现金流净额 1052.2 亿元，同比+29%。

图10：基础化工板块经营情况：2025H1 同比增收增利，2025Q2 同比增收减利

基础化工	当期值（亿元）								同比变化（pcts）								环比变化（pcts）
	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1	2025Q2	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1	2025Q2	2025Q2	
营业收入	15018.4	15619.3	20611.5	23698.6	22443.6	23187.3	11707.0	6108.0	4.0%	32.0%	15.0%	-5.3%	3.3%	3.5%	1.5%	9.1%	
营业成本	11809.1	12378.1	15816.2	18931.5	18640.1	19318.6	9698.9	5059.4	4.8%	27.8%	19.7%	-1.5%	3.6%	3.6%	1.6%	9.1%	
毛利	3209.3	3241.2	4795.2	4767.2	3803.5	3868.7	2008.1	1048.6	1.0%	47.9%	-0.6%	-20.2%	1.7%	3.0%	0.8%	9.3%	
期间费用：	1960.9	1792.7	1911.4	1954.7	2059.9	2203.3	1052.4	551.2	-8.6%	6.6%	2.3%	5.4%	7.0%	2.5%	3.8%	10.0%	
其中：销售费用	697.5	487.4	398.7	423.0	448.4	471.4	231.3	119.8	-30.1%	-18.2%	6.1%	6.0%	5.1%	2.3%	0.6%	7.5%	
管理费用	658.3	659.0	757.7	816.7	833.4	868.1	414.3	208.1	0.1%	15.0%	7.78%	2.0%	4.2%	2.9%	3.3%	1.0%	
研发费用	331.6	368.6	500.6	574.2	599.0	633.8	307.4	167.9	11.1%	35.8%	14.7%	4.3%	5.8%	5.0%	5.0%	20.3%	
财务费用	273.4	277.7	254.3	140.8	179.1	230.0	99.5	55.4	1.5%	-8.4%	-44.6%	27.2%	28.4%	-5.8%	10.0%	25.5%	
归母净利润	483.1	1075.6	2283.5	2135.5	1229.8	1159.8	731.7	369.4	122.7%	112.3%	-6.5%	-42.4%	-5.7%	2.7%	-4.5%	2.0%	
销售毛利率	21.4%	20.8%	23.3%	20.1%	16.9%	16.7%	17.2%	17.2%	-0.62	2.51	-3.15	-3.17	-0.26	0.47	-0.11	0.03	
期间费用率	13.1%	11.5%	9.3%	8.2%	9.2%	9.5%	9.0%	9.0%	-1.58	-2.20	-1.03	0.93	0.32	-0.51	0.21	0.07	
其中：销售费用率	4.6%	3.1%	1.9%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-1.52	-1.19	-0.15	0.21	0.04	-0.06	-0.02	-0.03	
管理费用率	4.4%	4.2%	3.7%	3.4%	3.7%	3.7%	3.5%	3.4%	-0.16	-0.54	-0.23	0.27	0.03	-0.21	0.06	-0.27	
研发费用率	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.7%	2.7%	2.6%	2.7%	0.15	0.07	-0.01	0.25	0.06	-0.11	0.09	0.26	
财务费用率	1.8%	1.8%	1.2%	0.6%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	-0.04	-0.54	-0.64	0.20	0.19	-0.14	0.07	0.12	
归母净利率	3.2%	6.9%	11.1%	9.0%	5.5%	5.0%	6.3%	6.0%	3.67	4.19	-2.07	-3.53	-0.48	1.25	-0.38	-0.42	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：基础化工板块资本开支及现金流：2025H1，基础化工行业资本性支出 1070.5 亿元，同比-12.8%

基础化工	当期值（亿元）							同比变化					
	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1
在建工程	1507.0	1729.0	2194.4	3246.1	3696.8	4031.1	3476.4	14.7%	26.9%	47.9%	13.9%	9.0%	-12.3%
固定资产	7243.5	7916.1	8748.5	10145.8	12164.6	13732.3	14728.3	9.3%	10.5%	16.0%	19.9%	12.9%	16.2%
资本性支出	1343.1	1504.6	2118.2	2750.6	2953.2	2484.2	1070.5	12.0%	40.8%	29.9%	7.4%	-15.9%	-12.8%
经营性现金流净额	1887.2	1926.0	2567.1	2832.0	2302.4	2524.1	1052.2	2.1%	33.3%	10.3%	-18.7%	9.6%	29.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、子行业分析：2025H1 农药、氟化工等子行业盈利增速排名靠前

基础化工子行业营收增速：2025 年 H1，基础化工 29 个子行业中，有 18 个子行业营收同比增长，有 11 个子行业营收同比下降。营收同比增速前十名的子行业分别是：氟化工（25.2%）、改性塑料、非金属材料、民爆制品、胶黏剂及胶带、合成树脂、煤化工、粘胶、轮胎、复合肥（6.9%）。2025Q2，基础化工 29 个子行业中，有 15 个子行业营收同比增长，有 14 个子行业营收同比下降。营收同比增速前十名的子

行业分别是：氟化工（28.5%）、非金属材料、民爆制品、粘胶、改性塑料、胶黏剂及胶带、煤化工、合成树脂、轮胎、氮肥（8.3%）。

基础化工子行业归母净利润增速：2025 年 H1，基础化工 29 个子行业中，有 16 个子行业归母净利润同比增长，有 13 个子行业归母净利润同比下降。归母净利润同比增速前十名的子行业分别是：农药（204.5%）、氟化工、钾肥、食品及饲料添加剂、胶黏剂及胶带、非金属材料、合成树脂、煤化工、氯碱、改性塑料（26.6%）。2025Q2，基础化工 29 个子行业中，有 13 个子行业归母净利润同比增长，有 16 个子行业归母净利润同比下降。归母净利润同比增速前十名的子行业分别是：农药（13790.7%）、胶黏剂及胶带、氟化工、非金属材料、钾肥、涤纶、煤化工、合成树脂、改性塑料、橡胶助剂（12.8%）。

图12：基础化工子行业经营情况：2025H1 农药、氟化工等子行业盈利增速排名靠前

项目	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2025H1	同比增速	2025Q2	同比增速	环比增速	2025H1	同比增速	2025Q2	同比增速	环比增速
基础化工子行业										
纯碱	199.3	-18.2%	100.9	-19.3%	2.5%	6.9	-70.3%	3.8	-69.4%	18.2%
氯碱	618.1	1.3%	313.7	-2.1%	3.1%	20.8	26.7%	9.1	-19.8%	-21.7%
无机盐	175.1	-6.9%	88.8	-11.5%	3.0%	13.2	-40.9%	6.7	-46.4%	3.9%
煤化工	746.2	11.3%	394.8	12.9%	12.3%	70.5	26.9%	39.2	29.1%	24.8%
钛白粉	223.1	-1.5%	103.3	-5.7%	-13.8%	15.2	-31.6%	6.7	-36.8%	-19.8%
涂料油墨	74.5	-0.8%	39.4	-4.9%	12.3%	4.5	0.9%	2.4	-14.3%	15.2%
民爆制品	341.7	17.2%	199.4	18.6%	40.2%	22.5	7.2%	15.6	0.8%	126.6%
纺织化学制品	144.9	-3.4%	74.7	-4.2%	6.5%	12.4	-5.5%	7.3	-18.6%	43.4%
氟化工	366.8	25.2%	206.5	28.5%	28.8%	43.0	103.0%	26.2	104.7%	56.6%
聚氨酯	975.1	-6.4%	511.9	-6.1%	10.5%	63.8	-24.7%	31.7	-23.5%	-0.9%
食品及饲料添加剂	568.7	5.5%	285.1	2.9%	0.5%	87.6	38.5%	38.7	11.7%	-20.9%
有机硅	191.8	-15.4%	93.5	-26.9%	-5.0%	2.5	-85.9%	-3.4	-140.7%	-157.9%
胶黏剂及胶带	81.9	14.2%	45.1	16.0%	22.7%	2.2	37.2%	1.3	139.6%	46.4%
涤纶	520.5	1.8%	290.0	5.2%	25.8%	10.6	21.2%	6.1	33.5%	34.9%
粘胶	70.7	10.5%	36.4	16.3%	6.2%	0.3	-82.1%	0.3	-64.6%	-817.5%
氨纶	121.4	-11.7%	58.2	-17.8%	-7.8%	9.8	-35.2%	4.8	-42.6%	-5.0%
锦纶	108.6	-10.4%	54.3	-14.4%	0.0%	0.4	-81.5%	-0.3	-126.9%	-143.3%
改性塑料	620.4	20.0%	320.3	16.2%	6.7%	16.1	26.6%	8.7	19.0%	18.9%
合成树脂	142.3	13.7%	75.6	10.4%	13.4%	13.5	34.2%	7.5	25.9%	25.5%
膜材料	173.0	1.7%	91.0	0.8%	11.0%	4.7	5.4%	2.4	-19.9%	8.3%
炭黑	108.7	-5.0%	55.0	-7.6%	2.5%	4.5	-3.8%	1.9	-14.4%	-28.7%
橡胶助剂	33.8	3.5%	16.6	0.7%	-3.5%	4.8	5.8%	2.6	12.8%	14.6%
轮胎	555.7	10.0%	286.2	9.9%	6.2%	40.4	-29.7%	20.2	-33.0%	-0.3%
氮肥	382.7	3.1%	212.3	8.3%	24.6%	17.4	-36.4%	11.6	-22.7%	101.0%
磷肥及磷化工	600.8	-6.9%	304.5	-15.2%	2.8%	42.9	-7.3%	24.4	-2.7%	31.5%
钾肥	114.5	4.9%	61.6	-7.4%	16.6%	38.6	40.1%	21.3	35.2%	22.7%
复合肥	451.0	6.9%	225.4	-7.3%	-0.1%	26.3	15.7%	13.2	2.2%	0.3%
农药	960.9	5.2%	508.2	6.7%	12.3%	44.0	204.5%	15.7	13790.7%	-44.5%
非金属材料	108.1	18.0%	59.0	25.2%	20.0%	9.7	36.4%	5.2	40.7%	12.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

基础化工子行业销售毛利率：2025 年 H1，基础化工 29 个子行业中，有 14 个子行业销售毛利率同比增长，有 15 个子行业销售毛利率同比下降。销售毛利率前十名的子行业分别是：钾肥（53.8%）、食品及饲料添加剂、氟化工、纺织化学制品、民爆制品、涂料油墨、无机盐、橡胶助剂、农药、合成树脂（21.4%）。2025Q2，基础化工 29 个子行业中，有 16 个子行业销售毛利率同比增长，有 13 个子行业销售毛利率同比下降。销售毛利率前十名的子行业分别是：钾肥（49.4%）、食品及饲料添加剂、民爆制品、轮胎、涂料油墨、纺织化学制品、纯碱、无机盐、橡胶助剂、钛白粉（20.6%）。

基础化工子行业归母净利率：2025 年 H1，基础化工 29 个子行业中，有 16 个子

行业归母净利润率同比增长，有 13 个子行业归母净利润率同比下降。归母净利润率前十名的子行业分别是：钾肥（25.7%）、橡胶助剂、食品及饲料添加剂、轮胎、无机盐、氨纶、钛白粉、纯碱、涂料油墨、纺织化学制品（8.3%）。2025Q2，基础化工 29 个子行业中，有 13 个子行业归母净利润率同比增长，有 16 个子行业归母净利润率同比下降。归母净利润率前十名的子行业分别是：钾肥（26.7%）、食品及饲料添加剂、轮胎、橡胶助剂、非金属材料、钛白粉、合成树脂、磷肥及磷化工、氨纶、纺织化学制品（7.3%）。

图13：基础化工子行业盈利能力：2025H1 钾肥、橡胶助剂等子行业归母净利润率排名靠前

项目	销售毛利率 (pcts)					归母净利润率 (pcts)				
	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比
基础化工子行业										
纯碱	18.8%	-7.80	22.9%	-6.66	1.92	8.6%	-6.11	6.5%	-6.11	0.50
氯碱	15.3%	1.45	13.6%	-0.18	-1.64	2.6%	0.68	2.5%	-0.64	-0.92
无机盐	22.3%	-5.41	22.7%	-6.38	1.44	10.1%	-4.33	6.2%	-4.94	0.07
煤化工	18.1%	-0.05	15.0%	-0.46	1.18	7.5%	1.17	5.9%	1.25	0.99
钛白粉	18.4%	-3.58	20.6%	-2.68	1.65	9.5%	-2.99	8.8%	-3.21	-0.49
涂料油墨	23.2%	0.41	23.3%	0.04	0.38	8.6%	0.10	6.3%	-0.68	0.15
民爆制品	23.5%	-0.89	24.7%	-2.02	3.33	7.1%	-0.61	7.0%	-1.37	2.98
纺织化学制品	24.4%	1.44	23.3%	2.12	1.80	8.3%	-0.19	7.3%	-1.74	2.52
氟化工	25.4%	6.92	17.2%	6.29	1.12	6.4%	4.49	5.1%	4.73	2.25
聚氨酯	13.8%	-2.43	13.4%	-2.95	-3.31	7.3%	-1.59	5.6%	-1.41	-0.72
食品及饲料添加剂	29.0%	3.79	26.1%	2.05	-2.23	12.0%	3.67	12.5%	1.07	-3.67
有机硅	13.0%	-8.21	18.6%	-11.76	-6.33	7.3%	-6.43	6.4%	-10.17	-9.61
胶黏剂及胶带	12.5%	0.00	11.4%	0.91	0.62	1.9%	0.44	1.5%	1.47	0.46
涤纶	6.2%	0.54	4.6%	0.34	-0.40	1.3%	0.33	0.7%	0.44	0.14
粘胶	10.7%	-2.38	12.1%	-2.45	1.49	1.5%	-1.94	-0.2%	-1.93	0.97
氨纶	13.8%	-2.74	13.7%	-2.78	0.64	9.9%	-2.94	7.5%	-3.55	0.24
锦纶	7.7%	-1.93	8.7%	-3.49	-2.92	1.4%	-1.29	0.9%	-2.14	-1.69
改性塑料	12.4%	-0.10	10.9%	0.06	0.40	2.4%	0.14	2.3%	0.07	0.28
合成树脂	21.4%	1.34	19.8%	1.62	0.65	8.2%	1.44	8.6%	1.22	0.95
膜材料	16.0%	0.90	14.0%	0.48	0.15	2.4%	0.10	1.9%	-0.69	-0.07
炭黑	10.0%	0.63	10.9%	0.60	-1.40	4.4%	0.05	5.0%	-0.27	-1.48
橡胶助剂	21.9%	-0.60	21.5%	-0.30	0.14	12.6%	0.31	10.1%	1.65	2.43
轮胎	18.4%	-5.22	23.6%	-4.92	1.11	11.2%	-4.10	11.0%	-4.51	-0.46
氮肥	15.2%	-0.85	12.8%	1.66	7.05	4.1%	-2.83	4.5%	-2.20	2.08
磷肥及磷化工	16.4%	0.34	17.5%	2.66	3.89	7.3%	-0.03	7.7%	1.03	1.75
钾肥	53.8%	5.09	49.4%	5.23	4.37	25.7%	8.47	26.7%	10.89	1.71
复合肥	14.8%	1.78	13.3%	2.84	1.29	5.3%	0.44	5.1%	0.54	0.02
农药	21.9%	1.64	18.5%	2.14	-2.08	0.3%	3.00	-2.7%	3.07	-3.16
非金属材料	20.4%	1.35	15.8%	2.47	-1.18	8.2%	1.21	9.0%	0.96	-0.57

数据来源：Wind、开源证券研究所

基础化工子行业资本开支：2025 年 H1，基础化工 29 个子行业中，（1）在建工程：有 14 个子行业在建工程同比增加，有 15 个子行业在建工程同比下降。在建工程同比增速前 5 名的子行业分别是：钾肥（72.1%）、氮肥、纯碱、锦纶、氨纶（43.7%）。

（2）固定资产：有 26 个子行业固定资产同比增加，有 3 个子行业固定资产同比下降。固定资产同比增速前 5 名的子行业分别是：聚氨酯（36.2%）、煤化工、涤纶、民爆制品、氮肥（23.1%）。（3）资本性支出：有 8 个子行业资本性支出同比增加，有 21 个子行业资本性支出同比下降。资本性支出同比增速前 5 名的子行业分别是：合成树脂（53.5%）、磷肥及磷化工、橡胶助剂、纯碱、氟化工（22.8%）。

基础化工子行业现金流：2025 年 H1，基础化工 29 个子行业中，有 17 个子行业经营性现金流净额同比增加，有 12 个子行业经营性现金流净额同比下降。同比增速前 5 名的子行业分别是：氟化工、有机硅、炭黑、锦纶、粘胶。

图14：基础化工子行业资本开支及现金流：2025H1 合成树脂等子行业资本性支出同比增速排名靠前

项目	在建工程（亿元）		固定资产（亿元）		资本性支出（亿元）		经营性现金流净额（亿元）	
	2025H1	同比增速	2025H1	同比增速	2025H1	同比增速	2025H1	同比增速
基础化工子行业								
纯碱	72.3	68.4%	389.8	4.1%	18.4	28.4%	17.5	-45.5%
氯碱	269.8	-12.2%	1252.5	14.0%	61.6	-18.3%	53.9	40.3%
无机盐	42.1	-29.8%	317.6	-2.0%	18.5	-15.6%	16.0	-32.0%
煤化工	194.4	-36.6%	1214.1	30.5%	63.7	-21.8%	130.6	43.0%
钛白粉	64.4	-10.0%	363.1	1.7%	13.5	21.1%	19.8	63.2%
涂料油墨	10.2	37.0%	72.3	4.7%	4.9	-9.8%	3.2	108.7%
民爆制品	54.3	3.7%	308.5	24.1%	12.6	-27.9%	13.0	2.3%
纺织化学制品	27.5	-34.5%	161.1	5.1%	6.3	-32.2%	51.4	100.1%
氟化工	158.5	24.8%	435.1	22.4%	48.8	22.8%	48.0	52676.9%
聚氨酯	421.3	-32.5%	1565.6	36.2%	176.5	-14.8%	110.0	7.4%
食品及饲料添加剂	117.4	22.0%	726.0	4.3%	66.5	9.8%	91.0	25.6%
有机硅	371.7	-4.0%	407.5	13.1%	15.3	-57.9%	40.4	703.5%
胶黏剂及胶带	8.6	-47.9%	61.5	22.7%	7.2	-27.5%	1.2	-70.9%
涤纶	89.2	-3.5%	411.8	24.3%	53.4	-4.7%	11.5	-197.6%
粘胶	23.6	42.6%	147.1	6.0%	4.2	-11.5%	-1.7	171.6%
氨纶	20.9	43.7%	103.7	-100.0%	8.3	-2.3%	13.5	82.6%
锦纶	86.4	59.7%	55.6	-13.9%	10.3	-26.7%	4.4	198.8%
改性塑料	85.2	-32.0%	444.3	21.5%	25.4	-21.2%	22.7	-13.3%
合成树脂	36.6	22.1%	103.5	10.7%	11.9	53.5%	-2.6	-39.6%
膜材料	63.9	-21.8%	304.7	11.9%	18.8	-27.3%	0.8	-66.6%
炭黑	12.6	-10.5%	75.2	20.9%	6.9	-7.5%	7.0	326.0%
橡胶助剂	9.8	7.0%	27.3	7.4%	2.9	33.9%	3.4	11.4%
轮胎	141.5	9.3%	693.4	14.8%	53.1	-20.7%	14.0	-53.2%
氮肥	104.8	71.3%	666.5	23.1%	52.2	22.6%	34.8	-14.1%
磷肥及磷化工	112.5	-1.9%	741.2	4.8%	38.1	52.9%	37.9	-29.6%
钾肥	82.2	72.1%	158.4	3.9%	17.2	-1.6%	79.3	73.9%
复合肥	66.1	1.0%	281.1	10.5%	23.5	-0.4%	24.3	22.5%
农药	192.9	-24.9%	828.5	16.2%	60.3	-17.4%	63.0	-2.8%
非金属材料	21.6	-30.3%	132.0	13.2%	8.6	-18.1%	-0.3	-102.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、石油石化：2025H1 年剔除两桶油后，板块营收、利润同比下降

我们选取石油石化板块 47 家沪深两市 A 股上市公司（剔除 ST*，包括中国石油、中国石化），细分油气开采、油田服务、油气及炼化工程、油品石化贸易、炼油化工、其他合计 6 个子行业进行分析，具体如下：

3.1、板块总览：2025H1 剔除两桶油后，板块营收、利润同比下降

经营情况：2025 年 H1，石油石化行业实现营收 37485.3 亿元，同比-8.3%；实现归母净利润 1872.8 亿元，同比-14.4%。2025Q2，实现营收 18151.4 亿元，同比-10%、环比-6.1%；实现归母净利润 830.4 亿元，同比-22.9%、环比-20.3%。

盈利能力：2025 年 H1，石油石化行业销售毛利率 18.9%，同比-0.23pcts；归母净利率 5%，同比+0.29pcts。2025Q2，销售毛利率 18.6%，同比-0.56pcts、环比-0.68pcts；归母净利率 4.6%，同比-0.77pcts、环比-0.82pcts。

期间费用：2025 年 H1，石油石化行业期间费用 1852.4 亿元，同比-0.8%；期间费用率 4.9%，同比-0.07pcts。2025Q2，期间费用 910.6 亿元，同比-2%、环比-3.3%，期间费用率 5%，同比+0.41pcts、环比+0.1pcts。

资本开支：2025 年 H1，石油石化行业资本性支出 2669.6 亿元，同比-7.7%。截至 2025 年 6 月 30 日，在建工程 7407.2 亿元，同比+31%；固定资产 19787.7 亿元，同比+3.8%。

现金流：2025 年 H1，石油石化行业经营性现金流净额 3253.4 亿元，同比-19.5%。

图15：石油石化板块经营情况：2025H1，石油石化行业实现营收 37485.3 亿元，同比-8.3%；实现归母净利润 1872.8 亿元，同比-14.4%（包括中国石油、中国石化）

石油石化	当期值（亿元）								同比变化（pcts）								环比变化（pcts）
	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1	2025Q2	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1	2025Q2	2025Q2	
营业收入	65667.4	50606.6	67415.0	83731.5	81752.9	79479.0	37485.3	18151.4	-22.9%	33.2%	24.2%	-2.4%	-2.8%	-8.3%	-10.0%	-6.1%	
营业成本	53635.5	40871.0	53734.2	67995.4	65891.7	64269.4	30399.9	14783.8	-23.8%	31.5%	26.5%	-3.1%	-2.5%	105.6%	-9.4%	-5.3%	
毛利	12031.9	9735.6	13680.8	15736.1	15861.2	15209.5	7085.4	3367.6	-19.1%	40.5%	15.0%	0.8%	-4.1%	-72.9%	-12.6%	-9.4%	
期间费用：	3847.5	3809.6	3681.3	3742.4	3970.2	3986.8	1852.4	910.6	-1.0%	-3.4%	1.7%	6.1%	0.4%	-0.8%	-2.0%	-3.3%	
其中：销售费用	1468.3	1423.6	1355.1	1342.7	1390.2	1321.2	607.1	304.2	-3.0%	-4.8%	-0.9%	3.5%	-5.0%	-4.1%	-6.8%	0.4%	
管理费用	1482.9	1468.6	1404.2	1359.3	1446.1	1538.5	723.3	366.2	-1.0%	-4.4%	-3.20%	6.4%	6.4%	3.5%	9.6%	2.6%	
研发费用	354.5	378.1	452.8	522.5	584.2	605.8	258.4	122.7	6.7%	19.8%	15.4%	11.8%	3.7%	-0.2%	-1.7%	-9.5%	
财务费用	541.7	539.3	469.1	517.9	549.7	521.3	263.6	117.5	-0.4%	-13.0%	10.4%	6.1%	-5.2%	-4.8%	-18.4%	-19.6%	
归母净利润	1987.4	1078.7	2915.8	3815.8	3725.2	3744.2	1872.8	830.4	-45.7%	170.3%	30.9%	-2.4%	0.5%	-14.4%	-22.9%	-20.3%	
销售毛利率	18.3%	19.2%	20.3%	18.8%	19.4%	19.1%	18.9%	18.6%	0.92	1.06	-1.50	0.61	-0.26	-0.23	-0.56	-0.68	
期间费用率	5.9%	7.5%	5.5%	4.5%	4.9%	5.0%	4.9%	5.0%	1.67	-2.07	-0.99	0.39	0.16	-0.07	0.41	0.15	
其中：销售费用率	2.2%	2.8%	2.0%	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%	1.7%	0.58	-0.80	-0.41	0.10	-0.04	-0.04	0.06	0.11	
管理费用率	2.3%	2.9%	2.1%	1.6%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	0.64	-0.82	-0.46	0.15	0.17	-0.01	0.36	0.17	
研发费用率	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%	0.21	-0.08	-0.05	0.09	0.05	-0.07	0.06	-0.03	
财务费用率	0.8%	1.1%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.24	-0.37	-0.08	0.05	-0.02	0.05	-0.07	-0.11	
归母净利率	3.0%	2.1%	4.3%	4.6%	4.6%	4.7%	5.0%	4.6%	-0.89	2.19	0.23	0.00	0.15	0.29	-0.77	-0.82	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：石油石化板块资本开支及现金流：2025 年 H1，石油石化行业资本性支出 2669.6 亿元，同比-7.7%

石油石化	当期值（亿元）							同比变化					
	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1
在建工程	5238.2	4929.2	5983.8	5824.9	5306.5	7359.1	7407.2	-5.9%	21.4%	-2.7%	-8.9%	38.7%	31.0%
固定资产	17237.9	14652.7	15416.8	17402.6	19246.2	19977.2	19787.7	-15.0%	5.2%	12.9%	10.6%	3.8%	3.8%
资本性支出	6640.9	5950.1	6576.7	6501.3	7250.1	6775.3	2669.6	-10.4%	10.5%	-1.1%	11.5%	-6.5%	-7.7%
经营性现金流净额	6935.9	6557.2	8297.1	8033.0	9553.9	9018.8	3253.4	-5.5%	26.5%	-3.2%	18.9%	-5.6%	-19.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

剔除中国石油、中国石化之后，具体情况如下：

经营情况：2025 年 H1，石油石化行业实现营收 8893.7 亿元，同比-7.3%；实现归母净利润 818.1 亿元，同比-13.5%。2025Q2，实现营收 4444.5 亿元，同比-9.1%、环比-0.1%；实现归母净利润 376.4 亿元，同比-20.6%、环比-14.8%。

盈利能力：2025 年 H1，石油石化行业销售毛利率 21.3%，同比+1.52pcts；归母净利率 9.2%，同比+0.96pcts。2025Q2，销售毛利率 20.6%，同比-0.58pcts、环比-1.39pcts；归母净利率 8.5%，同比-1.22pcts、环比-1.46pcts。

期间费用：2025 年 H1，石油石化行业期间费用 386.4 亿元，同比-8.9%；期间费用率 4.3%，同比-0.26pcts。2025Q2，期间费用 188.5 亿元，同比-17.7%、环比-4.7%，期间费用率 4.2%，同比-0.44pcts、环比-0.2pcts。

资本开支：2025 年 H1，石油石化行业资本性支出 995.6 亿元，同比-12.3%。截至 2025Q2，在建工程 3173.6 亿元，同比+84.1%；固定资产 8005.1 亿元，同比+4.8%。

现金流：2025 年 H1，石油石化行业经营性现金流净额 372.6 亿元，同比-74.2%。

图17：石油石化板块经营情况：2025 年 H1，石油石化行业实现营收 8893.7 亿元，同比-7.3%；实现归母净利润 818.1 亿元，同比-13.5%（剔除中国石油、中国石化）

石油石化	当期值（亿元）								同比变化（pcts）								环比变化（pcts）
	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1	2025Q2	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1	2025Q2	2025Q2	
营业收入	10837.4	10208.4	13862.7	18158.1	19520.7	19353.5	8893.7	4444.5	-5.8%	35.8%	31.0%	7.5%	-0.9%	-7.3%	-9.1%	-0.1%	
营业成本	8722.9	8423.8	10853.7	14522.4	15771.3	15527.9	7000.9	3529.4	-3.4%	28.8%	33.8%	8.6%	-1.5%	-7.3%	-8.4%	1.7%	
毛利	2114.4	1784.6	3009.0	3635.7	3749.4	3825.7	1892.9	915.1	-15.6%	68.6%	20.8%	3.1%	2.0%	-7.4%	-11.5%	-6.4%	
期间费用：	604.1	638.0	704.5	772.2	869.6	890.7	386.4	188.5	5.6%	10.4%	9.6%	12.6%	2.4%	-8.9%	-17.7%	-4.7%	
其中：销售费用	92.1	64.4	63.2	73.5	76.0	75.1	36.8	17.6	-30.0%	-1.9%	16.2%	3.4%	-1.1%	2.1%	-0.9%	-8.4%	
管理费用	244.3	252.5	261.9	282.0	299.3	308.0	136.0	68.2	3.4%	3.7%	7.69%	6.1%	2.9%	-2.5%	-3.8%	0.6%	
研发费用	103.8	119.8	170.7	194.6	224.9	223.5	97.6	51.3	15.4%	42.5%	14.0%	15.6%	-0.6%	-4.7%	-11.1%	11.0%	
财务费用	163.9	201.2	208.6	222.0	269.4	284.0	116.0	51.4	22.8%	3.7%	6.4%	21.3%	5.4%	-20.7%	-37.8%	-20.4%	
归母净利润	954.8	559.4	1282.1	1659.1	1509.1	1594.3	818.1	376.4	-41.4%	129.2%	29.4%	-9.0%	5.6%	-13.5%	-20.6%	-14.8%	
销售毛利率	19.5%	17.5%	21.7%	20.0%	19.2%	19.8%	21.3%	20.6%	-2.03	4.22	-1.68	-0.82	0.56	1.52	-0.58	-1.39	
期间费用率	5.6%	6.2%	5.1%	4.3%	4.5%	4.6%	4.3%	4.2%	0.68	-1.17	-0.83	0.20	0.15	-0.26	-0.44	-0.20	
其中：销售费用率	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	-0.22	-0.18	-0.05	-0.02	0.00	0.03	0.03	-0.04	
管理费用率	2.3%	2.5%	1.9%	1.6%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	0.22	-0.58	-0.34	-0.02	0.06	-0.06	0.08	0.01	
研发费用率	1.0%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	0.22	0.06	-0.16	0.08	0.00	-0.06	-0.03	0.12	
财务费用率	1.5%	2.0%	1.5%	1.2%	1.4%	1.5%	1.3%	1.2%	0.46	-0.47	-0.28	0.16	0.09	-0.16	-0.53	-0.30	
归母净利率	8.8%	5.5%	9.2%	9.1%	7.7%	8.2%	9.2%	8.5%	-3.33	3.77	-0.11	-1.41	0.51	0.96	-1.22	-1.46	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：石油石化板块资本开支及现金流：2025 年 H1，石油石化行业资本性支出 995.6 亿元，同比-12.3%（剔除中国石油、中国石化）

石油石化	当期值（亿元）							同比变化					
	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025H1
在建工程	1023.4	1459.4	2187.7	1895.6	1529.7	3122.0	3173.6	42.6%	49.9%	-13.3%	-19.3%	104.1%	84.1%
固定资产	3979.7	4600.3	5239.2	6465.3	7655.5	8002.3	8005.1	15.6%	13.9%	23.4%	18.4%	4.5%	4.8%
资本性支出	1961.8	2071.0	2471.9	2338.6	2710.0	2356.8	995.6	5.6%	19.4%	-5.4%	15.9%	-13.0%	-12.3%
经营性现金流净额	1805.6	1696.3	2630.7	2932.7	3373.2	3459.9	372.6	-6.1%	55.1%	11.5%	15.0%	2.6%	-74.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、子行业分析：油气及炼化工程、油田服务等子行业营收同比增速居前，油田服务等子行业归母净利润同比增速居前

剔除中国石油、中国石化之后，具体情况如下：

石油石化子行业营收增速：2025 年 H1，营收同比增速排名为：油气及炼化工程（2.9%）、油田服务、其他、油气开采、炼油化工、油品石化贸易（-10.3%）。2025Q2，营收同比增速排名为：油田服务（2.6%）、油气及炼化工程、油品石化贸易、其他、炼油化工、油气开采（-12.8%）。

石油石化子行业归母净利润增速：2025 年 H1，归母净利润同比增速排名为：油田服务（12.3%）、油气及炼化工程、油气开采、油品石化贸易、其他、炼油化工（-37.4%）。2025Q2，归母净利润同比增速排名为：油田服务（2.4%）、油气开采、油气及炼化工程、油品石化贸易、其他、炼油化工（-86%）。

图19：石油石化子行业经营情况：2025 年 H1，营收同比增速排名为：油气及炼化工程、油田服务、其他、油气开采、炼油化工、油品石化贸易（剔除中国石油、中国石化）

项目	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2025H1	同比增速	2025Q2	同比增速	环比增速	2025H1	同比增速	2025Q2	同比增速	环比增速
石油石化子行业										
油气开采	2137.5	-8.5%	1036.2	-12.8%	-5.9%	707.7	-12.9%	333.9	-17.8%	-10.7%
油田服务	855.9	2.5%	457.1	2.6%	14.6%	45.7	12.3%	26.5	2.4%	38.5%
油气及炼化工程	503.1	2.9%	268.5	-0.5%	14.5%	16.4	-10.2%	8.5	-19.7%	9.0%
油品石化贸易	206.2	-10.3%	92.7	-6.4%	-18.3%	11.4	-30.9%	2.9	-61.6%	-65.4%
炼油化工	4329.2	-9.8%	2128.7	-11.0%	-3.3%	29.1	-37.4%	2.4	-86.0%	-91.2%
其他	861.9	-5.4%	461.2	-6.5%	15.1%	7.7	-31.9%	2.1	-66.6%	-63.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

石油石化子行业资本开支：2025H1，石油石化 6 个子行业中，（1）在建工程：有 4 个子行业在建工程同比增加，有 2 个子行业在建工程同比下降。在建工程同比增速前 5 名的子行业分别是：油气开采（3160%）、油田服务、油气及炼化工程、其他、炼油化工（-9.8%）。（2）固定资产：有 4 个子行业固定资产同比增加，有 2 个子行业固定资产同比下降。固定资产同比增速前 5 名的子行业分别是：油品石化贸易（12.3%）、炼油化工、油气开采、其他、油气及炼化工程（-0.6%）。（3）资本性支出：有 2 个子行业资本性支出同比增加，有 4 个子行业资本性支出同比下降。资本性支出同比增速前 5 名的子行业分别是：其他（15.9%）、油田服务、油气开采、油气及炼化工程、油品石化贸易（-29.6%）。

石油石化子行业现金流：2025 年 H1，石油石化 6 个子行业中，有 2 个子行业经营性现金流净额同比增加，有 4 个子行业经营性现金流净额同比下降。同比增速前 5 名的子行业分别是：炼油化工（35.9%）、油品石化贸易、油田服务、油气开采、油气及炼化工程（-111.7%）。

图20：石油石化子行业资本开支及现金流：2025H1 油田服务资本性支出排名靠前（剔除中国石油、中国石化）

项目	在建工程（亿元）		固定资产（亿元）		资本性支出（亿元）		经营性现金流净额（亿元）	
	2025H1	同比增速	2025H1	同比增速	2025H1	同比增速	2025H1	同比增速
石油石化子行业								
油气开采	1628.0	3160.0%	131.3	4.4%	549.8	-2.8%	34.8	-97.2%
油田服务	67.8	29.9%	795.5	-0.7%	49.9	3.7%	19.7	-37.7%
油气及炼化工程	21.4	18.5%	185.9	-0.6%	7.8	-19.8%	5.2	-111.7%
油品石化贸易	46.7	-35.7%	298.0	12.3%	8.7	-29.6%	31.5	7.8%
炼油化工	1214.9	-9.8%	5773.4	6.0%	273.3	-33.0%	278.6	35.9%
其他	194.8	6.1%	821.0	1.2%	106.2	15.9%	2.7	-337.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、重点公司跟踪：2025H1 巨化股份、新和成等归母净利润同比增速居前

我们选取万华化学、华鲁恒升、巨化股份、恒力石化等化工龙头上市公司进行分析，具体如下：

图21：化工龙头白马经营情况：2025H1 巨化股份等龙头公司归母净利润同比增速居前

证券简称	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2025H1	同比增速	2025Q2	同比增速	环比增速	2025H1	同比增速	2025Q2	同比增速	环比增速
万华化学	909.0	-6.4%	478.3	-6.0%	11.1%	61.2	-25.1%	30.4	-24.3%	-1.3%
华鲁恒升	157.6	-7.1%	79.9	-11.2%	2.8%	15.7	-29.5%	8.6	-25.6%	21.9%
巨化股份	133.3	10.4%	75.3	13.9%	29.8%	20.5	147.0%	12.4	138.8%	53.6%
恒力石化	1038.9	-7.7%	468.6	-13.5%	-17.8%	30.5	-24.1%	10.0	-46.8%	-51.3%
荣盛石化	1486.3	-7.8%	736.5	-8.1%	-1.8%	6.0	-29.8%	0.1	-95.5%	-97.7%
卫星化学	234.6	20.9%	111.3	5.1%	-9.7%	27.4	33.4%	11.8	13.7%	-25.1%
东方盛虹	609.2	-16.4%	306.1	-15.2%	1.0%	3.9	21.2%	0.5	-37.1%	-86.8%
新凤鸣	334.9	7.1%	189.3	12.6%	30.1%	7.1	17.3%	4.0	22.2%	31.4%
桐昆股份	441.6	-8.4%	247.4	-8.7%	27.4%	11.0	2.9%	4.9	0.0%	-20.5%
华峰化学	121.4	-11.7%	58.2	-17.8%	-7.8%	9.8	-35.2%	4.8	-42.6%	-5.0%
合盛硅业	97.8	-26.3%	45.5	-42.1%	-13.0%	-4.0	-140.6%	-6.6	-245.9%	-352.9%
龙佰集团	133.3	-3.3%	62.8	-3.5%	-11.0%	13.9	-19.5%	7.0	-9.2%	1.9%
新和成	111.0	12.8%	56.6	5.9%	4.1%	36.0	63.5%	17.2	29.1%	-8.3%
扬农化工	62.3	9.4%	29.9	18.6%	-7.6%	8.1	5.6%	3.7	11.1%	-14.7%
云天化	249.9	-21.9%	119.9	-33.9%	-7.8%	27.6	-2.8%	14.7	6.5%	14.2%
盐湖股份	67.8	-6.3%	36.6	-18.9%	17.4%	25.2	13.7%	13.7	7.2%	19.8%
君正集团	126.6	8.6%	64.5	-0.1%	4.0%	19.2	26.8%	9.1	13.9%	-9.4%
远兴能源	59.2	-16.3%	30.5	-23.3%	6.3%	7.4	-38.6%	4.0	-36.9%	19.0%
蓝晓科技	12.5	-3.6%	6.7	1.1%	16.3%	4.4	10.0%	2.5	7.0%	30.2%
圣泉集团	53.5	15.7%	28.9	16.1%	17.6%	5.0	51.2%	2.9	51.7%	42.3%
梅花生物	122.8	-2.9%	60.1	-2.3%	-4.1%	17.7	20.0%	7.5	3.8%	-26.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：化工龙头白马盈利能力：2025H1 新和成等龙头公司的销售净利率居前

证券简称	销售毛利率（pcts）					销售净利率（pcts）				
	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比	2025H1	同比	2025Q2	同比	环比
万华化学	13.84%	-2.57	12.16%	-3.15	-3.54	7.39%	-1.86	6.98%	-1.68	-0.86
华鲁恒升	18.01%	-3.19	19.63%	-0.96	3.28	10.98%	-3.08	12.00%	-1.90	2.06
巨化股份	28.72%	11.99	28.95%	10.57	0.54	17.07%	9.43	18.29%	9.32	2.81
恒力石化	11.96%	0.10	13.64%	1.03	3.07	2.94%	-0.64	2.13%	-1.34	-1.47
荣盛石化	13.29%	0.89	12.62%	1.90	-1.33	1.12%	0.08	0.59%	-0.12	-1.05
卫星化学	20.56%	-0.52	19.33%	-1.28	-2.36	11.69%	1.11	10.56%	0.82	-2.16
东方盛虹	10.14%	-0.47	10.39%	0.05	0.50	0.64%	0.22	0.13%	-0.04	-1.02
新凤鸣	6.42%	0.41	6.35%	0.24	-0.17	2.12%	0.19	2.13%	0.17	0.02
桐昆股份	6.76%	0.57	6.01%	0.23	-1.70	2.50%	0.27	1.98%	0.18	-1.17
华峰化学	13.77%	-2.74	14.10%	-2.78	0.64	8.15%	-2.92	8.29%	-3.54	0.28
合盛硅业	7.92%	-15.37	0.22%	-23.34	-14.40	-4.23%	-11.42	-14.68%	-20.19	-19.53
龙佰集团	23.62%	-3.91	24.52%	-2.16	1.70	10.48%	-1.94	11.19%	-0.67	1.33
新和成	45.89%	8.78	45.11%	6.26	-1.59	32.62%	10.10	30.63%	5.49	-4.08
扬农化工	23.64%	-0.59	22.55%	-1.54	-2.09	12.93%	-0.47	12.40%	-0.85	-1.03
云天化	19.16%	2.55	21.25%	6.56	4.02	12.17%	1.46	13.71%	4.23	2.98
盐湖股份	57.21%	3.51	60.41%	3.70	6.97	39.96%	7.35	39.58%	10.52	-0.83
君正集团	22.81%	1.51	22.01%	0.80	-1.63	15.30%	1.90	14.16%	1.36	-2.31
远兴能源	31.79%	-12.57	34.52%	-9.74	5.63	18.21%	-7.93	19.20%	-7.08	2.04
蓝晓科技	51.26%	3.78	51.66%	2.22	0.87	35.97%	4.32	37.75%	1.79	3.85
圣泉集团	24.82%	1.66	25.40%	2.00	1.27	9.75%	2.43	10.55%	2.62	1.76
梅花生物	23.18%	3.68	21.71%	2.03	-2.90	14.40%	2.74	12.46%	0.73	-3.79

数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：化工龙头白马资本开支及现金流：2025H1 恒力石化、合盛硅业等龙头公司的资本性支出同比下降

证券简称	在建工程（亿元）		固定资产（亿元）		资本性支出（亿元）		经营性现金流净额（亿元）	
	2025H2	同比增速	2025H2	同比增速	2025H2	同比增速	2025H2	同比增速
万华化学	396.8	-33.7%	1,485.6	38.1%	170.3	-15.1%	105.3	2.3%
华鲁恒升	41.3	-0.6%	314.6	12.0%	20.2	-18.6%	23.3	-19.8%
巨化股份	43.0	121.4%	113.5	-3.5%	18.0	54.1%	26.7	340.5%
恒力石化	362.0	-31.0%	1,459.2	9.4%	38.4	-72.5%	194.8	55.4%
荣盛石化	528.1	-0.5%	2,291.5	6.2%	155.8	-10.2%	75.9	-9.6%
卫星化学	32.7	-31.9%	257.6	4.1%	6.0	-65.3%	50.5	138.9%
东方盛虹	182.8	-13.7%	1,349.3	7.3%	37.8	-44.5%	28.1	39.1%
新凤鸣	29.7	-46.5%	302.4	26.9%	42.8	33.6%	-5.3	-19.7%
桐昆股份	54.4	5.4%	474.7	0.8%	71.1	28.6%	-3.0	-83.9%
华峰化学	20.9	43.7%	103.7	-7.5%	8.3	-2.3%	13.5	82.6%
合盛硅业	352.8	-4.0%	321.0	13.3%	8.3	-71.0%	35.2	1987.9%
龙佰集团	38.3	13.1%	244.9	-3.3%	8.8	93.6%	15.2	10.8%
新和成	5.7	-37.7%	211.4	-4.1%	6.3	-23.9%	32.4	51.6%
扬农化工	16.6	-17.2%	55.1	44.0%	4.1	-42.3%	17.3	-34.3%
云天化	26.9	41.9%	200.3	-7.5%	9.4	137.8%	42.0	-9.0%
盐湖股份	32.2	356.5%	81.6	-2.3%	6.4	35.4%	61.6	76.3%
君正集团	11.1	-73.5%	208.2	15.0%	5.7	-44.3%	25.9	187.5%
远兴能源	31.4	112.9%	186.0	2.3%	6.8	28.0%	12.6	-7.1%
蓝晓科技	4.4	61.4%	6.6	-1.2%	0.3	-67.4%	2.9	36.5%
圣泉集团	18.0	26.8%	49.0	4.8%	3.3	148.9%	-2.8	-43.9%
梅花生物	11.3	50.6%	113.1	4.1%	10.9	3.7%	23.1	3.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测及投资建议

我们看好化工行业供需格局逐步迎来改善，相关标的有望充分受益。

【推荐标的】万华化学、华鲁恒升、巨化股份、恒力石化、荣盛石化、新凤鸣、桐昆股份、华峰化学、合盛硅业、龙佰集团、新和成、扬农化工、盐湖股份、博源化工、圣泉集团、蓝晓科技、卫星化学等。

【受益标的】梅花生物、东方盛虹、云天化、君正集团等。

表1：受益标的盈利预测与估值

证券简称	收盘价（元/股）	归母净利润增速（%）			PE（倍）			评级
	2025年9月2日	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
万华化学	67.27	-22.5	4.0	28.3	17.2	15.5	12.1	买入
华鲁恒升	26.88	9.1	-11.1	31.3	11.8	16.4	12.5	买入
巨化股份	37.05	107.7	161.7	42.1	33.2	19.5	13.7	买入
恒力石化	17.58	2.0	8.4	30.5	15.3	16.2	12.4	买入
荣盛石化	9.77	-37.4	137.5	130.0	126.5	56.7	24.7	买入
新凤鸣	15.14	1.3	46.2	27.3	15.4	14.3	11.3	买入
桐昆股份	14.34	50.8	111.4	43.6	23.7	13.6	9.5	买入
华峰化学	7.62	-10.4	11.4	25.7	18.3	15.3	12.2	买入
合盛硅业	51.76	-33.6	15.2	54.5	37.7	30.5	19.8	买入

证券简称	收盘价（元/股）	归母净利润增速（%）			PE（倍）			评级
	2025 年 9 月 2 日	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
龙佰集团	18.33	-32.8	62.3	33.2	19.4	12.4	9.3	买入
新和成	24.48	117.0	14.0	12.2	11.5	11.2	10.0	买入
扬农化工	72.84	-23.2	17.3	13.5	19.6	20.9	18.5	买入
盐湖股份	19.73	-41.1	12.5	10.0	19.2	19.9	18.1	买入
博源化工	6.41	28.5	-6.1	22.3	11.5	14.0	11.5	买入
圣泉集团	31.73	9.9	37.0	42.0	23.0	22.6	19.4	买入
蓝晓科技	55.69	9.8	26.4	23.5	30.9	29.7	23.7	买入
卫星化学	19.65	26.8	8.9	25.3	10.4	10.0	8.0	买入
梅花生物	10.94	-13.8	16.8	9.4	10.4	9.8	8.9	未评级
东方盛虹	9.88	-420.3	144.4	98.0	-23.6	64.0	32.3	未评级
云天化	27.00	17.9	5.7	4.5	7.7	8.7	8.4	未评级
君正集团	5.41	3.0	24.8	10.5	15.8	13.0	11.8	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：“未评级”公司的盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测）

注：卫星化学、梅花生物、东方盛虹、云天化、君正集团盈利预测来自 Wind 一致预期，其余来自开源证券研究所；

6、风险提示

油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2025 年半年报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn