

➤ **基础化工板块 2025H1 财务数据回顾。** 2025H1 基础化工板块营业收入同比增速为+3.23%，同比提升 4.45 个百分点；净利润同比增速为-2.00%，同比提升 2.66 个百分点。其中，2025 年第二季度营收同比增速为+0.48%，同比下滑 2.87 个百分点，环比下滑 5.94 个百分点；净利润同比增速为-6.50%，同比下滑 7.57 个百分点，环比下滑 9.66 个百分点。2025 上半年共有 282 家公司扣非后净利润同比实现正增长，共有 120 家公司扣非后净利润亏损。

➤ **我们持续看好低估值、有业绩、行业景气度向上的标的，建议涤纶长丝、制冷剂、TDI、有机硅、复合肥、农药等行业优质股票标的。** (1) 涤纶长丝：涤纶长丝行业大规模在建产能基本投产结束，2024 年纺织业新建固定资产投资完成额增速达到阶段高点后，后续供给端增速有望放缓，供需平衡表有望改善；并且目前行业库存处于相对低位，接下去行业具备涨价基础，建议关注涤纶长丝龙头的桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化；(2) 制冷剂：供给端强限制，需求端稳增长，价格有望保持高位，制冷剂企业业绩有望维持高增，建议关注巨化股份、三美股份、永和股份、昊华科技；(3) TDI：行业集中度大幅提升，供给格局优化，海外厂商发生供应中断，导致国内供应偏紧，为国内相关厂商带来盈利改善机会，建议关注万华化学、沧州大化；(4) 有机硅：25H1 有机硅价格触底，行业盈利承压。当前有机硅行业产能高速扩张期已过，有机硅有望在行业自身供需平衡表修复和反内卷预期的共振下，实现景气度反转，带动企业盈利改善，建议关注新安股份、兴发集团、合盛硅业；(5) 复合肥：复合肥行业需求中长期增长+原材料价格中枢下移，复合肥需求和价差都具备一定弹性，加上行业格局改善集中度持续提升，龙头企业可充分受益，建议关注新洋丰、云图控股、史丹利；(6) 农药：农药行业 25H1 实现营收、利润同比显著改善，农药行业底部确认，当前小品种农药率先启动价格修复，草甘膦价格持续回暖，农药整体盈利能力有望持续改善，建议关注扬农化工、润丰股份、安道麦 A、新安股份、利尔化学、江山股份、利民股份。

➤ **风险提示：** 下游需求不及预期的风险，原油及天然气大幅上涨的风险，环保和生产安全的风险，宏观经济下行的风险等。

推荐
维持评级

分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@glms.com.cn

分析师 李金凤

执业证书：S0100524070003

邮箱：lijinfeng@glms.com.cn

分析师 费晨洪

执业证书：S0100524080004

邮箱：feichenhong@glms.com.cn

分析师 李家豪

执业证书：S0100524010002

邮箱：lijiahao@glms.com.cn

分析师 刘隆基

执业证书：S0100524080006

邮箱：liulongji@glms.com.cn

分析师 曾佳晨

执业证书：S0100524040002

邮箱：zengjiachen@glms.com.cn

相关研究

1. 生物柴油行业周报 (20250901-20250907)：SAF 本周实现高位继续上涨，单吨到岸价突破 2700 美元-2025/09/09
2. 化工行业周报 (20250901-20250907)：本周甲基麦芽酚、百草枯、顺酐、硫磺、MDI 等产品涨幅居前-2025/09/08
3. 化工行业点评报告：多家轮胎企业发布涨价通知，看好轮胎企业利润修复-2025/09/08
4. 生物柴油行业周报 (20250825-20250831)：SAF 价格周度大幅上涨 15%+，原材料端价格仍处高位-2025/09/01
5. 化工行业周报 (20250825-20250831)：本周丙烯酸甲酯、NYMEX 天然气、无水氢氟酸等产品涨幅居前-2025/09/01

目录

1 基础化工板块 2025H1 财务数据回顾	3
1.1 2025H1 基础化工板块营收及净利润同比增速降幅收窄	3
1.2 基础化工子行业 2025H1 收入、净利润及毛利率情况	4
1.3 基础化工子行业 2025Q2 收入、净利润及毛利率情况	9
2 看好涤纶长丝、制冷剂、TDI、有机硅、复合肥、农药子行业	14
2.1 涤纶长丝：“反内卷”政策有望遏制供给端快速上量	14
2.2 制冷剂：二代生产配额持续削减，三代生产配额维持基准，供给端收紧趋势有望维持景气度	16
2.3 TDI：上半年价格低迷，海外不可抗力带动价格上涨	18
2.4 有机硅：上半年价格承压，供需平衡表有望逐步修复	20
2.5 复合肥：复合化率有望长期提升，复合肥行业营收维持稳定增长态势	22
2.6 农药：全球去库收尾，原药价格进入底部阶段	24
3 投资建议	28
4 风险提示	29
插图目录	30
表格目录	30

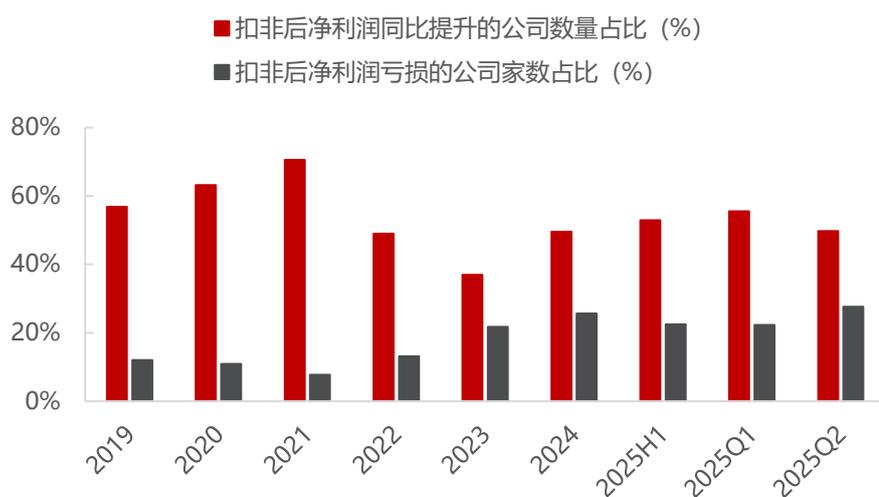
1 基础化工板块 2025H1 财务数据回顾

由于基础化工子行业较多，我们按照中信证券行业分类将其分为农用化工、化学纤维、化学原料、其他化学制品、塑料及制品、橡胶及制品六大一级行业以及 33 个二级子行业。

2025 年上半年 52.91% 的公司扣非后净利润同比实现正增长。我们统计的 533 家基础化工上市公司，2025 年上半年共有 282 家公司扣非后净利润同比实现正增长，占化工总公司数量的比例为 52.91%，同比下滑 1.88 个百分点；共有 120 家公司扣非后净利润亏损，占化工总公司数量的比例为 22.51%，同比提升 3.75 个百分点，亏损面较 2024H1 略有增长。

2025 年第二季度扣非后净利润亏损家数略有提升。2025Q2 扣非后净利润同比实现正增长的公司数占比为 49.72%，环比下滑 5.82 个百分点；扣非后净利润亏损的公司数占比为 27.58%，环比提升 5.25 个百分点。

图1：2025H1 基础化工板块扣非后净利润正增长的公司数量比例同比提升



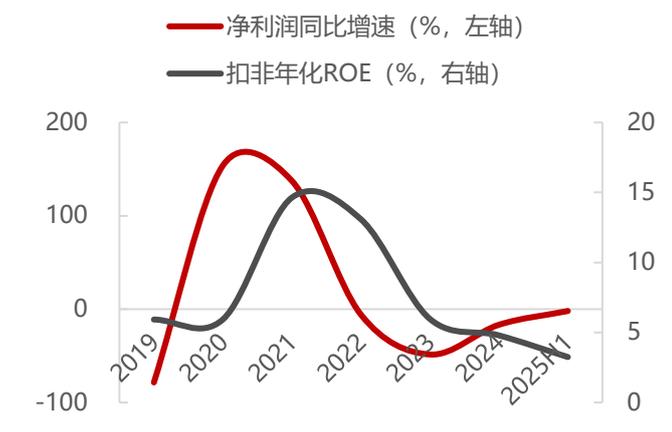
资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 2025H1 基础化工板块营收及净利润同比增速降幅收窄

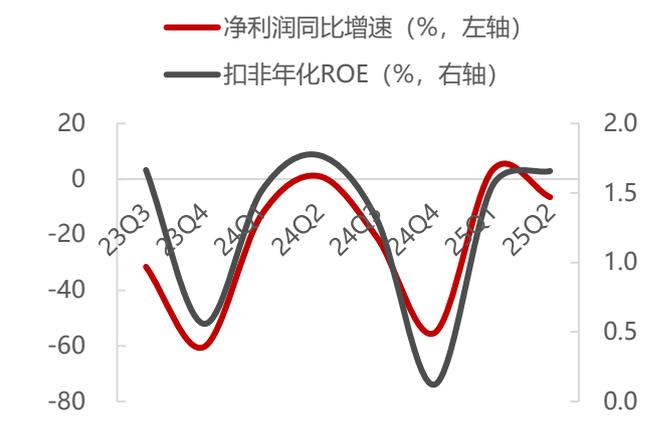
2025 上半年营收及净利润增同比速降幅有所放缓。2025H1 基础化工板块营业收入同比增速为+3.23%，同比提升 4.45 个百分点；净利润同比增速为-2.00%，同比提升 2.66 个百分点；扣非后年化净资产收益率为 3.25%，同比下滑 0.07 个百分点；毛利率为 17.77%，同比下滑 0.17 个百分点。

2025 年二季度营收及净利润增速同环比略有下降。2025 年第二季度板块营

收同比增速为+0.48%，同比下滑 2.87 个百分点，环比下滑 5.94 个百分点；净利润同比增速为-6.50%，同比下滑 7.57 个百分点，环比下滑 9.66 个百分点；扣非后 ROE 为 1.66%，同比下滑 0.11 个百分点，环比提升 0.11 个百分点；毛利率为 16.70%，同比下滑 0.85 个百分点，环比下滑 1.27 个百分点。

图2：2025H1 基础化工板块净利润同比增速降幅放缓


资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2025Q2 基础化工板块净利润同比增速由负转正


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 基础化工子行业 2025H1 收入、净利润及毛利率情况

从营收同比增速来看，碳纤维、合成树脂、改性塑料、民爆用品、锂电化学品子行业增幅最大，分别同比增加 37.75%、27.61%、22.11%、21.51%和 15.35%，同比增速均超过 15%；而纯碱、有机硅、绵纶、氨纶、涤纶降幅最大，分别同比降低 18.26%、15.82%、11.79%、10.55%和 6.62%，同比降低幅度均超过 5%。

从净利润同比增速来看，氟化工、农药、合成树脂、氯碱、钾肥子行业增幅最大，分别同比增加 110.92%、87.37%、64.85%、37.19%和 36.20%，同比增速均超过 30%；而膜材料、碳纤维、其他塑料制品、农药、锂电化学品降幅最大，分别同比降低 672.74%、101.51%、81.13%、79.13%和 72.66%，同比降低幅度均超过 50%。

从毛利率来看，氟化工、钾肥、合成树脂、氯碱、复合肥子行业同比提升幅度最大，分别同比提升 10.26、4.99、2.94、2.31 和 1.64 个百分点；而纯碱、有机硅、碳纤维、轮胎、粘胶下滑幅度靠前，分别同比下滑 8.73、8.72、5.93、4.87 和 3.95 个百分点。

表1：2019-2025H1 基础化工子行业营业收入同比增长率 (%)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025H1
基础化工	0.22	1.60	33.31	18.74	-7.58	-0.17	6.42	0.48	3.23
农用化工	-2.64	-1.57	28.54	20.45	-13.14	-1.08	6.68	-4.85	0.33
——氮肥	-8.57	-6.21	46.63	1.75	-9.71	7.64	-0.98	-7.10	-4.41
——钾肥	-2.47	-20.47	18.12	120.41	-27.59	-28.56	22.97	-9.33	2.66
——复合肥	-4.73	-1.59	21.09	25.48	0.71	-2.07	25.84	-8.17	6.20
——农药	1.96	9.43	21.66	23.03	-21.26	-1.09	4.54	7.00	5.97
——磷肥及磷化工	3.25	-1.00	24.83	23.15	-8.30	-3.77	4.78	-14.44	-5.85
化学纤维	1.05	-10.55	53.21	1.79	-0.91	1.51	-5.06	-8.07	-6.58
——涤纶	12.54	-26.86	13.66	13.54	4.44	2.82	-7.06	-6.26	-6.62
——氨纶	-8.88	6.81	92.66	-9.57	1.99	2.11	-3.30	-17.40	-10.55
——粘胶	-3.56	-10.96	38.71	-2.67	-4.41	-0.61	-3.39	-2.74	-3.06
——绵纶	6.24	-16.01	60.13	0.64	-7.52	9.59	-7.39	-16.59	-11.79
——碳纤维	23.68	78.05	66.62	48.59	-2.69	-31.27	-0.93	90.05	37.75
化学原料	4.82	0.25	23.58	4.62	-9.77	1.56	7.48	-4.62	1.09
——纯碱	-9.61	-10.03	57.34	24.14	-13.16	-11.55	-14.09	-21.65	-18.26
——氯碱	9.52	0.79	-3.56	-3.80	-17.06	-2.03	5.31	-1.58	1.68
——无机盐	-1.71	-5.80	47.52	24.26	-6.99	-3.02	3.11	-3.82	-0.55
——其他化学原料	-0.96	0.10	77.19	5.72	-0.94	11.45	23.18	0.01	10.67
——钛白粉	7.54	16.47	47.97	12.37	3.65	7.21	2.39	-5.74	-1.54
其他化学制品II	-0.76	4.02	49.15	32.67	-6.68	-4.35	5.82	2.74	4.18
——日用化学品	1.72	-2.25	15.27	2.73	2.01	3.98	5.90	8.87	7.48
——民爆用品	8.41	7.22	27.17	16.66	16.30	1.60	20.07	22.54	21.51
——涂料油墨颜料	24.56	18.10	28.93	-6.85	1.89	1.99	1.27	-8.14	-4.11
——印染化学品	2.23	-23.76	11.67	17.51	-17.60	3.77	-2.96	-3.58	-3.28
——其他化学制品III	-5.57	8.76	25.91	21.02	-4.28	1.71	6.10	4.26	5.12
——食品及饲料添加剂	4.89	10.07	28.17	34.07	-4.73	0.75	1.96	-0.36	0.79
——电子化学品	9.16	15.37	37.72	11.44	-3.74	11.76	14.15	8.97	11.39
——锂电化学品	-7.16	20.26	140.96	102.50	-19.99	-25.08	19.39	11.95	15.35
——氟化工	-0.60	-2.29	31.48	26.62	-5.45	3.02	9.36	12.23	10.92
——有机硅	3.23	0.82	52.49	15.70	-0.95	2.92	0.03	-27.90	-15.82
——聚氨酯	-9.05	6.89	95.36	14.04	5.24	4.22	-6.42	-5.90	-6.15
——橡胶助剂	-7.82	-13.35	41.48	23.92	-1.16	2.96	-2.21	-8.26	-5.34
塑料及制品	7.40	11.64	20.59	8.24	3.86	10.15	15.33	12.72	13.94
——改性塑料	16.90	22.15	18.03	7.78	16.95	17.48	26.68	18.16	22.11
——合成树脂	6.84	19.79	28.38	14.48	-0.56	11.17	26.17	28.90	27.61
——膜材料	0.45	-4.06	21.43	12.26	-6.53	-4.84	-7.64	-4.84	-6.19
——其他塑料制品	-0.40	0.30	15.90	-0.37	-4.91	7.43	-1.20	-2.01	-1.65
橡胶及制品	-2.77	5.21	22.33	7.21	-8.17	9.05	3.88	5.11	4.52
——轮胎	4.35	3.56	6.99	4.49	17.37	13.51	11.46	10.38	10.90
——橡胶制品	-8.20	6.54	34.33	8.90	-23.29	5.03	-3.85	0.09	-1.74

资料来源：Wind, 民生证券研究院

表2：2019-2025H1 基础化工子行业净利润同比增长率 (%)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025H1
基础化工	-78.53	153.96	137.45	-5.79	-48.60	-4.66	-6.50	3.16	-2.00
农用化工	-289.18	140.94	336.43	36.12	-59.11	-16.38	15.98	6.92	9.89
——氮肥	-80.70	61.46	437.19	-33.03	-63.86	85.92	-17.37	-51.77	-40.56
——钾肥	-1627.06	105.47	198.97	212.75	-46.85	-51.13	31.55	44.85	36.20
——复合肥	-70.62	-182.83	598.64	-2.93	-23.74	27.48	0.57	34.75	12.75
——农药	-48.74	38.47	38.49	87.05	-79.89	-54.44	146.41	59.25	87.37
——磷肥及磷化工	263.35	-181.13	1729.37	16.31	-54.00	25.70	-1.84	-15.01	-5.12
化学纤维	-3.71	-40.35	430.16	-53.40	-44.67	-11.51	-45.15	-47.39	-44.02
——涤纶	650.58	-211.13	-4.36	411.31	-82.66	-29.40	63.51	1.31	29.58
——氨纶	-6.46	32.33	256.38	-66.27	-15.71	5.38	-46.73	-25.88	-38.54
——粘胶	-81.17	-61.96	1347.42	-89.18	22.37	155.95	-66.40	-108.84	-79.13
——绵纶	-38.11	-26.76	375.91	-76.87	-70.22	853.45	-82.83	-32.05	-60.14
——碳纤维	30.31	132.04	171.27	49.35	-58.60	-101.33	268.60	-1529.24	-672.74
化学原料	-23.58	-2.65	207.70	-35.16	-56.40	15.76	-30.01	11.65	-10.03
——纯碱	-31.76	-103.29	15507.33	-11.09	-45.03	-19.13	-72.12	-62.58	-72.66
——氯碱	-31.63	30.57	73.52	-34.06	-95.23	71.67	-2.57	113.12	37.19
——无机盐	-7.04	-15.13	178.28	49.02	-37.50	-0.48	-7.90	7.24	-3.23
——其他化学原料	-30.36	-3.19	307.49	-61.46	-32.24	20.72	-9.32	72.96	25.06
——钛白粉	7.29	-9.94	146.24	-45.27	-11.70	51.79	-35.60	-24.48	-31.93
其他化学制品II	-24.84	-11.13	109.58	-2.26	-46.07	-8.39	-6.29	-0.32	-3.54
——日用化学品	-8.92	-204.73	526.73	-69.61	93.12	17.71	-17.43	-21.19	-19.80
——民爆用品	9.92	33.64	36.06	-30.36	61.36	-9.82	11.22	16.86	1.84
——涂料油墨颜料	0.23	62.55	-129.33	103.39	-12.36	5.21	-14.39	38.78	-1.26
——印染化学品	-0.68	-27.01	-3.29	-43.38	-61.82	47.84	-10.65	27.75	-1.38
——其他化学制品III	-11.91	-7.44	58.66	-16.47	-50.58	-7.07	14.50	8.58	9.68
——食品及饲料添加剂	2.00	13.91	48.35	25.52	-38.36	21.12	-6.18	25.37	9.56
——电子化学品	-4.16	-7.53	27.95	28.10	-28.56	24.73	20.42	30.32	25.96
——锂电化学品	-58.36	35.27	319.65	78.36	-76.28	-62.45	-27.78	-38.61	-18.99
——氟化工	-63.66	-40.70	347.31	45.24	-66.69	34.54	102.45	118.42	110.92
——有机硅	24.38	-27.60	97.58	-36.92	-56.64	-33.18	-178.03	-36.82	-101.51
——聚氨酯	-37.99	6.71	143.01	-37.74	-2.69	-3.80	-22.21	-25.56	-24.04
——橡胶助剂	-78.43	166.33	80.28	-42.26	-30.78	108.42	-8.94	-14.78	-12.17
塑料及制品	-90.55	433.83	14.16	-9.31	-26.36	-14.33	40.80	53.35	47.00
——改性塑料	276.65	265.61	-55.75	7.76	-43.58	-5.96	1.56	25.56	26.11
——合成树脂	-4.85	21.45	47.29	-14.58	-7.59	35.12	64.96	66.62	64.85
——膜材料	-403.65	64.80	81.73	-40.83	-89.59	-97.95	-58.03	-52.43	-50.86
——其他塑料制品	-89.33	-560.85	139.56	102.84	-0.02	-75.21	-114.42	78.42	-17.54
橡胶及制品	38.22	52.62	-24.01	-20.37	20.98	67.46	-51.20	-28.61	-42.93
——轮胎	44.50	67.78	-55.81	-20.92	208.14	74.03	-28.95	-24.65	-28.14
——橡胶制品	25.54	28.55	41.12	-20.02	-96.30	52.37	-96.34	-44.71	-81.13

资料来源：Wind, 民生证券研究院

表3：2019-2025H1 基础化工子行业扣非后 ROE (%)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025H1
基础化工	5.92	5.93	14.64	13.09	5.97	4.79	3.25	1.55	1.66
农用化工	2.21	3.77	17.68	21.77	7.74	6.04	4.51	2.12	2.34
——氮肥	1.59	4.07	24.20	14.35	5.08	6.21	2.55	0.97	1.57
——钾肥	-20.88	-146.28	31.31	65.08	26.20	13.21	7.97	3.55	4.30
——复合肥	1.18	-3.35	9.27	8.92	4.38	8.29	6.20	3.03	3.08
——农药	4.24	5.23	10.17	15.38	1.98	-0.99	3.23	1.88	1.31
——磷肥及磷化工	1.62	-4.24	28.89	29.11	11.10	12.64	5.77	2.46	3.22
化学纤维	4.60	3.68	20.92	6.81	4.04	1.79	1.20	0.44	0.73
——涤纶	5.94	-7.18	-12.42	2.54	1.63	1.45	1.74	0.64	1.11
——氨纶	8.46	22.70	51.39	11.94	8.99	6.35	2.69	1.36	1.31
——粘胶	0.76	-1.43	6.91	1.32	1.42	1.08	0.14	-0.19	0.33
——绵纶	5.87	3.32	26.56	5.60	1.52	1.44	0.61	0.48	-0.04
——碳纤维	15.12	18.67	34.51	18.59	3.58	-7.63	-1.00	-1.16	0.15
化学原料	6.32	6.22	19.50	10.93	4.70	4.95	2.75	1.48	1.25
——纯碱	5.39	0.74	23.11	22.51	12.85	5.45	1.18	0.57	0.61
——氯碱	5.58	7.24	14.40	8.77	-0.32	0.88	1.91	1.04	0.86
——无机盐	6.78	3.96	12.40	17.80	9.23	8.74	4.51	2.02	2.44
——其他化学原料	2.95	5.07	25.58	6.58	5.59	9.25	4.22	2.39	1.78
——钛白粉	15.15	12.74	23.37	11.60	9.11	6.19	3.41	1.82	1.55
其他化学制品II	9.13	6.11	13.33	13.26	6.16	4.53	3.00	1.41	1.54
——日用化学品	6.20	-15.69	7.48	4.40	10.23	6.68	4.13	2.00	2.09
——民爆用品	4.43	6.17	5.83	4.31	9.08	8.67	4.52	1.24	3.24
——涂料油墨颜料	3.58	4.90	-3.16	2.77	2.77	2.59	2.21	0.48	1.64
——印染化学品	13.80	5.80	5.96	4.41	2.12	3.74	1.60	0.73	0.86
——其他化学制品III	7.11	5.21	9.50	7.36	2.93	2.77	2.39	1.10	1.23
——食品及饲料添加剂	8.28	8.80	11.65	14.21	7.75	7.67	4.87	2.74	2.05
——电子化学品	6.65	4.60	5.72	8.46	4.75	5.97	4.06	1.75	2.22
——锂电化学品	3.16	7.12	19.38	24.04	4.16	-1.05	0.62	0.26	0.36
——氟化工	3.24	0.95	13.14	18.18	4.75	6.46	7.52	2.95	4.31
——有机硅	7.95	7.51	16.57	18.82	5.96	4.11	-0.51	0.78	-1.30
——聚氨酯	20.94	18.55	36.83	20.09	17.52	13.29	5.96	2.85	3.00
——橡胶助剂	3.02	7.81	12.96	6.95	4.73	5.94	2.87	1.68	1.18
塑料及制品	4.11	7.45	9.33	7.38	4.99	4.58	4.08	1.85	2.19
——改性塑料	7.85	26.16	8.47	8.03	4.56	4.73	3.38	1.47	1.87
——合成树脂	11.91	11.88	15.79	15.75	13.24	13.13	9.77	4.37	5.21
——膜材料	-4.48	-1.32	5.95	2.30	-0.74	-1.68	-0.09	-0.02	-0.06
——其他塑料制品	-1.36	-9.64	2.10	1.46	1.08	-0.53	0.89	0.48	0.41
橡胶及制品	6.12	9.38	4.45	4.93	5.63	5.21	2.64	1.32	1.30
——轮胎	8.41	10.97	3.23	3.27	10.72	10.13	4.07	1.92	2.11
——橡胶制品	2.73	7.24	6.18	7.14	-0.91	-1.63	0.54	0.44	0.10

资料来源：Wind, 民生证券研究院

表4：2019-2025H1 基础化工子行业毛利率 (%)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2	2025H1
基础化工	21.44	20.82	23.60	21.28	17.52	17.34	17.55	17.97	17.77
农用化工	19.17	18.28	23.21	24.89	18.28	17.41	17.26	19.21	18.31
——氮肥	14.55	15.17	24.24	17.32	12.74	12.35	10.02	13.93	12.15
——钾肥	30.02	40.35	59.69	79.14	57.95	50.44	53.49	60.15	57.19
——复合肥	14.06	13.68	14.52	12.93	12.00	13.25	13.96	15.27	14.61
——农药	29.21	25.98	24.95	26.42	21.23	19.93	22.93	20.88	21.88
——磷肥及磷化工	14.22	13.18	19.02	21.53	15.16	17.38	14.67	18.97	16.83
化学纤维	17.62	17.20	26.34	14.16	12.22	10.34	10.06	9.69	9.84
——涤纶	17.17	13.47	9.67	7.18	4.69	4.80	6.19	5.34	5.73
——氨纶	24.02	24.84	38.70	18.59	16.50	14.11	14.04	14.59	14.30
——粘胶	17.72	15.07	22.23	15.01	16.45	14.34	11.51	12.44	11.98
——绵纶	8.22	14.00	21.33	11.21	9.63	9.26	9.17	7.01	8.04
——碳纤维	52.14	62.59	49.40	44.52	27.72	10.73	6.79	13.39	10.66
化学原料	16.57	15.64	26.34	20.45	16.59	17.09	17.05	16.46	16.76
——纯碱	26.17	16.90	32.79	32.55	28.32	23.03	16.76	18.11	17.47
——氯碱	11.78	12.26	20.19	17.41	11.79	13.35	16.82	15.23	16.01
——无机盐	28.89	22.21	26.05	29.37	25.33	26.22	25.92	29.49	27.74
——其他化学原料	16.54	19.58	30.72	16.02	14.48	16.82	15.92	14.32	15.14
——钛白粉	35.98	29.78	36.72	23.85	20.75	19.69	17.64	19.28	18.40
其他化学制品II	28.88	26.87	25.52	22.69	18.66	19.15	19.48	19.43	19.46
——日用化学品	34.36	34.77	35.76	38.35	45.45	47.39	45.71	49.04	47.49
——民爆用品	28.75	28.51	27.23	24.94	25.60	25.91	21.71	25.72	24.06
——涂料油墨颜料	33.47	31.86	23.75	23.52	26.07	25.02	24.62	26.23	25.32
——印染化学品	39.78	34.66	29.19	24.64	21.55	23.35	23.90	25.66	24.81
——其他化学制品III	24.17	24.02	22.96	19.50	16.15	16.37	17.40	17.67	17.56
——食品及饲料添加剂	30.14	25.93	25.02	26.19	21.08	22.46	25.27	22.72	24.00
——电子化学品	37.70	34.77	32.05	32.76	29.96	31.44	29.81	32.53	31.23
——锂电化学品	22.93	24.54	22.59	22.60	13.29	11.77	12.03	12.46	12.26
——氟化工	19.39	12.95	21.36	24.17	15.17	17.19	25.90	27.29	26.67
——有机硅	28.80	27.85	29.84	28.75	18.48	18.52	15.24	7.92	11.68
——聚氨酯	27.61	26.36	25.67	16.51	16.25	15.46	15.13	11.99	13.48
——橡胶助剂	14.72	15.90	15.85	10.36	9.64	10.37	10.40	8.70	9.55
塑料及制品	21.97	24.27	20.37	17.77	15.99	15.08	17.31	17.68	17.50
——改性塑料	16.20	22.78	14.89	14.46	12.65	11.65	12.20	12.50	12.36
——合成树脂	34.70	31.61	30.61	27.60	27.15	28.70	31.08	32.99	32.10
——膜材料	19.36	21.93	23.42	17.98	14.09	11.98	13.19	13.44	13.32
——其他塑料制品	22.22	21.10	15.04	13.06	12.55	10.38	13.22	11.22	12.12
橡胶及制品	18.88	20.00	13.90	12.59	16.25	15.93	14.15	14.74	14.46
——轮胎	22.71	23.99	15.51	14.62	22.09	21.48	17.37	18.31	17.85
——橡胶制品	15.55	16.87	12.90	11.38	10.96	10.53	10.34	11.00	10.70

资料来源：Wind, 民生证券研究院

1.3 基础化工子行业 2025Q2 收入、净利润及毛利率情况

从营收同比增速来看，碳纤维、民爆用品、涂料油墨颜料、钾肥、氟化工子行业 2025 年二季度增幅最大，分别同比增加 41.91%、41.86%、29.52%、24.85% 和 22.73%，同比增速均超过 20%；而钛白粉、氨纶、有机硅、其他化学原料、涤纶同比降幅最大，分别降低 13.79%、9.54%、5.41%、4.69%和 1.95%。

从净利润同比增速来看，碳纤维、农药、氟化工、合成树脂、涤纶子行业增幅最大，分别同比增加 268.60%、146.41%、102.45%、64.96%和 63.51%，同比增速均超过 50%；而有机硅、其他塑料制品、橡胶制品、涤纶、纯碱同比降幅最大，分别降低 178.03%、114.42%、96.34、82.83%%和 72.12%，同比降低幅度均超过 50%。

从毛利率来看，氟化工、钾肥、磷肥及磷化工、复合肥、印染化学品同比提升幅度最大，分别同比提升 9.27、6.43、3.03、2.70 和 2.38 个百分点；而有机硅、纯碱、轮胎、粘胶、聚氨酯下滑幅度靠前，分别同比下滑 12.89、8.96、4.56、3.83 和 2.74 个百分点。

表5：2023Q2-2025Q2 基础化工子行业营业收入同比增长率 (%)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
基础化工	-13.47	-3.13	-8.25	-6.00	3.35	-2.98	4.46	6.42	9.43
农用化工	-23.88	-6.83	-8.75	-9.99	7.98	-4.61	2.84	6.68	10.59
——氮肥	-24.40	3.14	-2.70	0.07	19.88	3.34	8.32	-0.98	19.86
——钾肥	-40.36	-11.01	-27.02	-42.73	-14.22	-43.69	-14.73	22.97	24.85
——复合肥	-21.51	33.93	6.88	-17.46	26.34	-8.76	-4.80	25.84	-0.22
——农药	-24.94	-27.37	-16.99	-10.80	-0.15	1.53	7.04	4.54	13.28
——磷肥及磷化工	-17.67	-2.84	-6.74	-8.21	1.28	-8.64	0.60	4.78	1.01
化学纤维	-3.10	6.09	6.43	4.43	6.80	-3.79	-0.65	-5.06	4.48
——涤纶	10.75	11.14	-0.16	5.37	7.86	-2.65	1.80	-7.06	18.53
——氨纶	-1.10	15.45	10.75	5.82	9.69	-5.35	-0.87	-3.30	-9.54
——粘胶	-10.36	-2.69	7.25	1.19	1.75	-3.73	-1.48	-3.39	2.99
——涤纶	-15.24	1.84	18.07	18.54	20.27	2.55	0.28	-7.39	-1.95
——碳纤维	-1.37	-2.16	-13.38	-33.32	-39.67	-32.41	-18.57	-0.93	41.91
化学原料	-19.19	-3.85	-6.10	-7.90	-0.04	2.67	8.49	7.48	-0.58
——纯碱	-35.57	-9.51	2.28	-18.52	13.74	-12.13	-25.51	-14.09	11.96
——氯碱	-18.25	-11.92	-20.99	-14.20	-13.36	1.45	15.20	5.31	3.68
——无机盐	-13.73	-3.28	-10.49	-7.74	4.11	-3.68	-4.63	3.11	4.15
——其他化学原料	-14.47	4.38	11.04	1.46	9.70	12.27	20.80	23.18	-4.69
——钛白粉	-10.80	20.23	5.48	7.26	12.45	1.30	8.76	2.39	-13.79
其他化学制品II	-8.14	-4.30	-13.42	-8.44	-0.59	-7.39	-0.93	5.82	11.76
——日用化学品	2.90	-1.12	8.12	1.54	6.63	1.35	5.79	5.90	15.93

——民爆用品	15.32	10.28	20.13	-2.84	-6.84	5.16	10.02	20.07	41.86
——涂料油墨颜料	5.59	6.53	1.13	2.28	3.11	-0.41	2.14	1.27	29.52
——印染化学品	-15.44	-5.32	-30.00	-3.49	0.51	1.33	15.65	-2.96	7.69
——其他化学制品Ⅲ	-10.78	-3.37	-5.50	-0.86	5.52	-2.34	4.43	6.10	11.23
——食品及饲料添加剂	-11.63	0.02	-2.57	2.31	3.68	-0.64	-2.06	1.96	-1.05
——电子化学品	-11.89	4.64	4.38	13.53	11.09	7.95	14.52	14.15	8.46
——锂电化学品	-11.87	-19.51	-43.74	-37.46	-21.98	-31.87	-4.01	19.39	11.50
——氟化工	-12.44	1.24	-2.09	10.81	10.92	-8.83	4.53	9.36	22.73
——有机硅	-16.68	19.25	8.38	-5.66	20.28	-3.30	1.31	0.03	-5.41
——聚氨酯	-3.74	8.74	19.71	10.61	11.46	11.05	-16.74	-6.42	10.54
——橡胶助剂	-12.92	-3.99	0.49	0.36	8.85	-2.46	5.33	-2.21	0.44
塑料及制品	-1.67	10.14	8.36	4.78	10.67	6.19	17.87	15.33	11.79
——改性塑料	15.38	27.15	18.16	11.07	12.53	13.69	30.04	26.68	7.65
——合成树脂	-14.13	1.44	14.63	14.96	22.79	4.90	4.35	26.17	13.00
——膜材料	-12.67	1.53	-8.45	-9.12	-5.12	-13.60	8.43	-7.64	10.95
——其他塑料制品	-5.77	-3.33	-3.11	-4.66	9.95	9.65	14.05	-1.20	22.00
橡胶及制品	-13.25	-5.37	-8.27	5.21	7.97	5.32	17.56	3.88	12.92
——轮胎	15.19	16.45	27.88	20.30	13.90	8.71	12.49	11.46	6.69
——橡胶制品	-28.61	-19.77	-28.74	-6.76	2.85	2.08	22.67	-3.85	20.29

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表6: 2023Q2-2025Q2 基础化工子行业净利润同比增长率 (%)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
基础化工	-57.04	-31.55	-60.45	-12.92	1.07	-20.95	-55.33	3.16	-6.50
农用化工	-65.58	-56.58	-76.10	-30.83	-6.32	-6.26	69.43	6.92	15.98
——氮肥	-86.46	14.54	-143.59	21.05	230.38	-32.19	444.36	-51.77	-17.37
——钾肥	-45.72	-65.23	-51.88	-55.57	-55.46	-16.64	-11.69	44.85	31.55
——复合肥	-63.64	5458.69	-5.15	-15.29	95.73	103.64	371.80	34.75	0.57
——农药	-66.62	-88.80	-269.52	-50.08	-63.45	-116.54	19.24	59.25	146.41
——磷肥及磷化工	-73.65	-55.40	-9.66	-13.80	72.76	49.82	-15.57	-15.01	-1.84
化学纤维	-34.97	119.20	-81.68	-20.51	-9.88	-54.02	-297.19	-47.39	-45.15
——涤纶	-23.26	30.58	-117.04	-37.85	-19.84	-68.56	79.75	1.31	63.51
——氨纶	-31.65	1906.20	3.22	-12.19	11.15	-20.80	-76.21	-25.88	-46.73
——粘胶	-24.91	5765.02	212.66	2874.68	3.27	-70.02	-237.03	-108.84	-66.40
——绵纶	-94.98	1377.63	148.98	231.61	798.38	-61.02	65.48	-32.05	-82.83
——碳纤维	-19.70	-70.63	-142.12	-98.25	-104.85	-144.82	-379.95	-1529.24	268.60
化学原料	-83.34	-28.17	-22.16	-14.52	53.17	3.98	-66.01	11.65	-30.01
——纯碱	-71.46	-37.52	33.90	-42.39	49.76	-37.33	-111.32	-62.58	-72.12
——氯碱	-103.13	-71.39	-184.03	-41.64	1102.50	39.25	-124.73	113.12	-2.57
——无机盐	-46.07	-50.68	-3.17	-16.19	13.14	48.44	-16.69	7.24	-7.90
——其他化学原料	-93.83	94.05	681.71	37.38	-3.40	20.91	312.84	72.96	-9.32
——钛白粉	-48.36	5.98	1367.28	60.06	22.23	-2.21	-137.21	-24.48	-35.60
其他化学制品Ⅱ	-45.64	-26.98	-64.05	-4.35	-8.49	-32.43	-65.46	-0.32	-6.29

——日用化学品	65.88	537.62	386.69	25.37	11.97	-31.02	-66.27	-21.19	-17.43
——民爆用品	28.81	49.05	242.52	-7.56	-9.50	5.63	185.55	16.86	11.22
——涂料油墨颜料	24.21	52.62	-129002.49	50.26	-5.11	-7.12	-107.44	38.78	-14.39
——印染化学品	-65.65	-73.45	-61.16	11.68	86.46	379.47	180.94	27.75	-10.65
——其他化学制品Ⅲ	-63.21	-48.10	-99.62	14.37	-15.10	-32.26	-359.63	8.58	14.50
——食品及饲料添加剂	-52.00	-29.60	-43.49	13.61	25.86	-13.22	-41.14	25.37	-6.18
——电子化学品	-23.61	19.59	-5.73	73.37	23.29	9.01	-27.95	30.32	20.42
——锂电化学品	-66.40	-53.40	-118.86	-61.95	-57.01	-89.75	-140.68	-38.61	-27.78
——氟化工	-61.00	-52.09	-70.32	59.02	22.64	-24.40	64.24	118.42	102.45
——有机硅	-59.16	-65.72	-34.96	-38.71	-29.75	23.49	-51.73	-36.82	-178.03
——聚氨酯	-8.04	33.11	29.65	3.33	-9.79	-28.76	-35.21	-25.56	-22.21
——橡胶助剂	-65.23	26.82	81.71	337.19	42.23	-2.61	31.21	-14.78	-8.94
塑料及制品	-41.99	-19.38	63.55	-22.75	-15.68	-32.60	-41.16	53.35	40.80
——改性塑料	-31.21	-35.00	-99.68	-33.62	-2.80	-9.77	575.93	25.56	1.56
——合成树脂	-41.86	15.00	63.81	15.56	50.01	-14.58	13.70	66.62	64.96
——膜材料	-72.36	-37.72	-9.71	-100.26	-113.24	-113.42	-138.11	-52.43	-58.03
——其他塑料制品	-17.75	-62.78	129.12	-68.04	-85.83	-47.87	-368.82	78.42	-114.42
橡胶及制品	3.64	42.11	-27.27	75.67	55.45	0.21	-202.61	-28.61	-51.20
——轮胎	139.51	222.55	247.00	150.55	31.11	-0.40	-54.96	-24.65	-28.95
——橡胶制品	-69.86	-80.49	-300.48	-21.63	151.70	7.09	-56.18	-44.71	-96.34

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表7: 2023Q2-2025Q2 基础化工子行业扣非后 ROE (%)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
基础化工	1.74	1.67	0.56	1.51	1.77	1.31	0.12	1.55	1.66
农用化工	2.35	1.54	0.77	2.00	2.14	1.46	0.41	2.12	2.34
——氮肥	0.58	2.19	0.58	1.97	2.38	1.26	0.54	0.97	1.57
——钾肥	8.19	3.19	7.32	2.66	3.70	2.88	3.85	3.55	4.30
——复合肥	1.55	1.06	-1.10	2.28	3.07	1.90	0.95	3.03	3.08
——农药	1.67	0.08	-2.19	1.15	0.41	-0.26	-2.31	1.88	1.31
——磷肥及磷化工	2.04	2.65	2.77	3.14	3.51	3.76	2.17	2.46	3.22
化学纤维	1.39	1.14	0.28	0.95	1.26	0.46	-0.91	0.44	0.73
——涤纶	0.69	0.90	-0.99	0.66	0.56	0.23	-0.00	0.64	1.11
——氨纶	2.49	1.81	1.87	2.02	2.54	1.41	0.37	1.36	1.31
——粘胶	1.08	0.72	0.09	0.51	1.31	0.11	-0.86	-0.19	0.33
——锦纶	-0.00	1.07	0.40	0.72	0.85	0.36	-0.58	0.48	-0.04
——碳纤维	1.62	0.81	-1.32	-0.22	-0.55	-0.78	-6.31	-1.16	0.15
化学原料	0.74	1.41	0.61	1.23	1.78	1.74	0.02	1.48	1.25
——纯碱	2.06	2.59	3.76	1.86	2.68	1.35	-0.43	0.57	0.61
——氯碱	0.06	0.31	-1.41	0.43	0.84	0.62	-1.23	1.04	0.86
——无机盐	3.06	1.70	1.81	2.05	3.08	2.32	1.27	2.02	2.44
——其他化学原料	-0.02	2.17	0.77	1.36	2.16	3.22	2.39	2.39	1.78
——钛白粉	1.94	2.36	2.72	2.51	2.44	2.39	-1.34	1.82	1.55

其他化学制品II	1.95	1.84	0.49	1.48	1.67	1.15	0.19	1.41	1.54
——日用化学品	2.59	2.44	2.24	2.83	2.85	1.34	-0.36	2.00	2.09
——民爆用品	4.14	2.85	0.02	1.13	3.39	2.64	1.42	1.24	3.24
——涂料油墨颜料	2.09	1.85	-1.28	0.00	1.92	1.60	-1.24	0.48	1.64
——印染化学品	1.02	0.54	-0.01	0.75	0.88	0.97	1.11	0.73	0.86
——其他化学制品III	0.79	0.87	-0.58	1.14	1.12	0.62	-0.14	1.10	1.23
——食品及饲料添加剂	1.86	1.75	2.04	2.35	2.26	1.56	1.46	2.74	2.05
——电子化学品	1.78	1.48	0.72	1.44	1.99	1.81	0.72	1.75	2.22
——锂电化学品	1.59	1.98	-0.68	0.38	0.39	0.09	-1.95	0.26	0.36
——氟化工	2.10	1.57	0.30	1.34	2.24	1.33	1.35	2.95	4.31
——有机硅	1.56	0.90	0.65	1.44	1.11	1.10	0.44	0.78	-1.30
——聚氨酯	4.82	4.46	3.57	4.07	3.93	2.77	2.39	2.85	3.00
——橡胶助剂	1.26	1.70	1.21	1.52	1.35	1.65	1.44	1.68	1.18
塑料及制品	1.45	1.58	0.50	1.15	1.55	1.22	0.51	1.85	2.19
——改性塑料	1.32	1.27	0.34	1.17	1.57	1.60	0.35	1.47	1.87
——合成树脂	2.95	3.61	3.76	2.80	3.92	2.85	3.39	4.37	5.21
——膜材料	0.41	0.22	-1.99	-0.11	-0.25	-0.28	-1.52	-0.02	-0.06
——其他塑料制品	0.86	0.74	-0.95	0.21	0.24	0.27	-1.34	0.48	0.41
橡胶及制品	1.84	2.07	0.59	2.09	2.12	1.69	-0.82	1.32	1.30
——轮胎	2.86	3.33	3.08	2.97	3.12	2.57	1.24	1.92	2.11
——橡胶制品	0.50	0.47	-2.73	0.88	0.74	0.45	-3.84	0.44	0.10

资料来源: Wind, 民生证券研究院

表8: 2023Q2-2025Q2 基础化工子行业毛利率 (%)

	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
基础化工	17.05	17.43	17.66	17.80	18.06	16.69	16.70	17.55	17.97
农用化工	18.39	16.50	18.09	18.31	17.70	16.90	16.83	17.26	19.21
——氮肥	10.72	14.24	13.65	13.99	14.52	11.31	9.59	10.02	13.93
——钾肥	72.37	37.22	53.56	49.62	53.72	52.13	46.48	53.49	60.15
——复合肥	11.38	11.71	12.24	13.53	12.56	13.28	13.97	13.96	15.27
——农药	22.18	20.34	16.63	22.13	19.32	19.34	18.94	22.93	20.88
——磷肥及磷化工	12.42	12.58	19.61	17.08	15.94	17.92	18.68	14.67	18.97
化学纤维	13.27	11.71	10.62	11.78	11.73	9.72	8.20	10.06	9.69
——涤纶	5.66	4.62	3.31	5.16	4.96	4.19	4.97	6.19	5.34
——氨纶	17.96	15.05	13.76	16.32	17.10	13.82	8.98	14.04	14.59
——粘胶	16.85	17.65	17.32	15.59	16.27	13.97	11.54	11.51	12.44
——绵纶	9.85	8.46	9.94	9.54	9.74	8.72	9.02	9.17	7.01
——碳纤维	35.01	27.65	7.03	17.89	14.84	8.94	1.53	6.79	13.39
化学原料	14.22	17.27	17.92	16.85	18.09	17.57	15.22	17.05	16.46
——纯碱	24.14	28.57	30.60	25.16	27.06	22.66	15.94	16.76	18.11
——氯碱	9.68	12.81	12.90	12.85	14.47	14.17	10.80	16.82	15.23
——无机盐	26.64	23.95	25.10	25.63	29.30	26.79	23.01	25.92	29.49
——其他化学原料	11.76	15.12	14.79	14.46	15.13	17.30	19.39	15.92	14.32

——钛白粉	22.28	21.66	21.59	21.99	21.96	20.63	14.22	17.64	19.28
其他化学制品Ⅱ	18.25	18.94	18.78	19.35	19.71	17.94	19.48	19.48	19.43
——日用化学品	45.63	44.43	49.41	47.34	49.50	44.10	48.22	45.71	49.04
——民爆用品	26.76	26.70	25.55	23.08	28.18	25.97	25.68	21.71	25.72
——涂料油墨颜料	26.87	26.52	25.90	23.37	25.13	24.72	25.57	24.62	26.23
——印染化学品	21.69	20.86	21.24	23.15	23.27	23.62	23.33	23.90	25.66
——其他化学制品Ⅲ	14.64	17.10	14.75	17.18	17.29	15.61	15.31	17.40	17.67
——食品及饲料添加剂	19.51	19.76	23.63	22.98	22.61	20.49	23.72	25.27	22.72
——电子化学品	30.79	28.47	31.90	29.92	31.68	32.29	31.56	29.81	32.53
——锂电化学品	13.11	14.94	11.20	12.34	13.19	11.97	9.73	12.03	12.46
——氟化工	16.76	14.79	13.85	14.46	18.02	16.05	18.80	25.90	27.29
——有机硅	20.04	14.48	15.17	19.86	20.82	17.58	15.74	15.24	7.92
——聚氨酯	15.14	16.83	16.06	16.88	14.73	12.98	18.12	15.13	11.99
——橡胶助剂	8.17	10.79	10.81	10.91	8.71	10.62	11.20	10.40	8.70
塑料及制品	16.13	16.44	15.27	15.46	16.47	14.25	14.40	17.31	17.68
——改性塑料	13.25	13.44	10.32	12.57	12.50	10.90	11.03	12.20	12.50
——合成树脂	25.20	29.49	28.45	26.25	31.78	28.68	27.91	31.08	32.99
——膜材料	16.00	13.62	12.24	12.21	12.63	11.29	11.52	13.19	13.44
——其他塑料制品	13.07	12.46	12.79	11.04	10.40	10.00	10.27	13.22	11.22
橡胶及制品	15.56	17.08	17.97	17.23	16.63	15.93	14.05	14.15	14.74
——轮胎	21.55	23.41	25.37	22.56	22.87	22.14	18.60	17.37	18.31
——橡胶制品	10.34	11.02	10.46	11.78	10.67	9.63	9.82	10.34	11.00

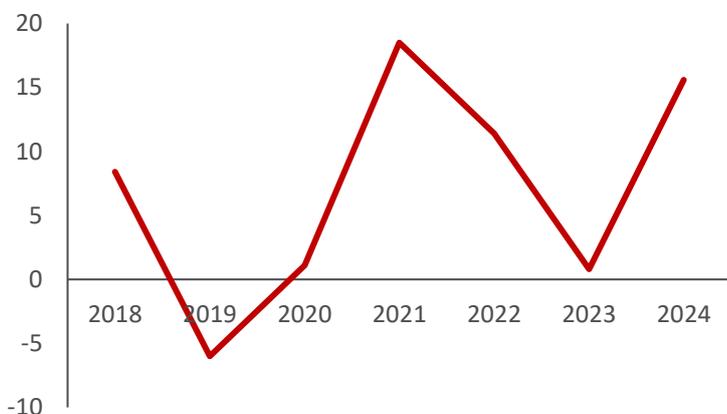
资料来源：Wind, 民生证券研究院

2 看好涤纶长丝、制冷剂、TDI、有机硅、复合肥、农药子行业

2.1 涤纶长丝：“反内卷”政策有望遏制供给端快速上量

过去几年行业供给端均正增长。根据国家统计局的数据，2022、2023 年我国纺织业新建固定资产投资完成额增速分别为 11.4%和 0.8%，而 2024 年，该指标增速为 15.6%，上涨幅度显著。

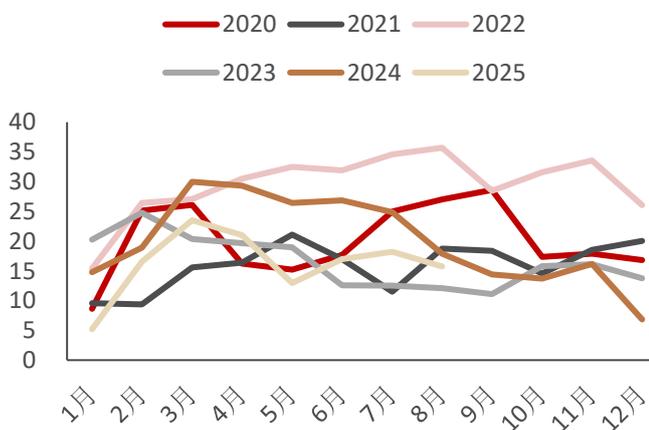
图4：纺织业新建固定资产投资完成额增速（%）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

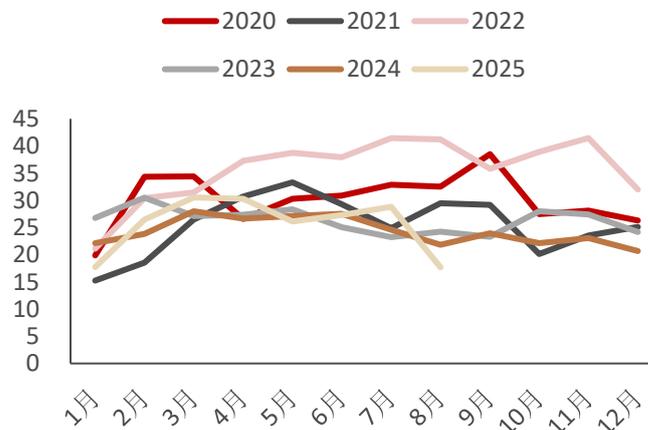
需求承压，库存有所累积。根据 wind 的数据，截至 2025 年 8 月 28 日，POY、DTY 和 FDY 的库存天数分别为 25 天、31 天以及 26 天，下游聚酯仍有累积库存。

图5：江浙织机 POY 的库存天数(天,截至 2025/8/28)



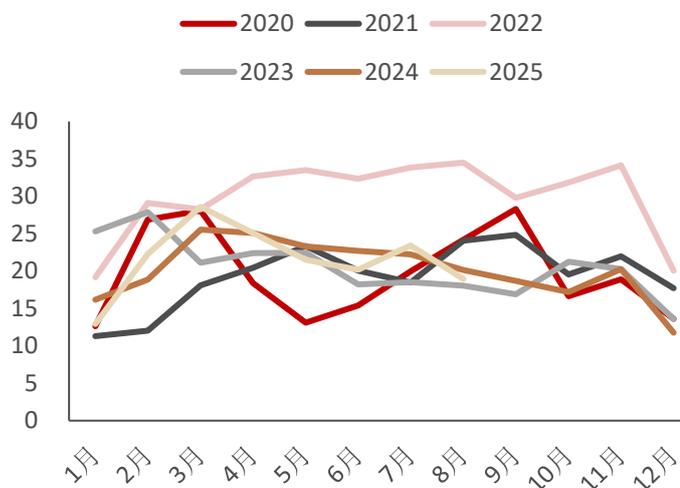
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：江浙织机 DTY 的库存天数(天,截至 2025/8/28)



资料来源：wind，民生证券研究院

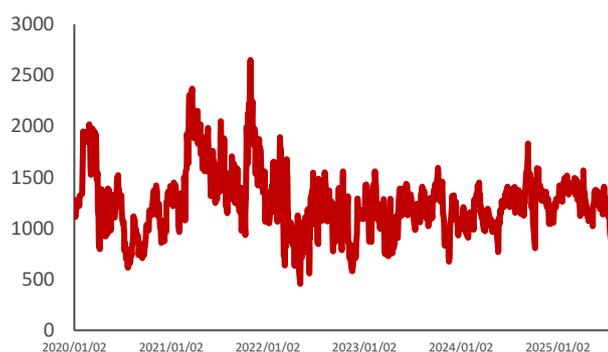
图7: 江浙织机 FDY 的库存天数 (天, 截至 2025/8/28)



资料来源: wind, 民生证券研究院

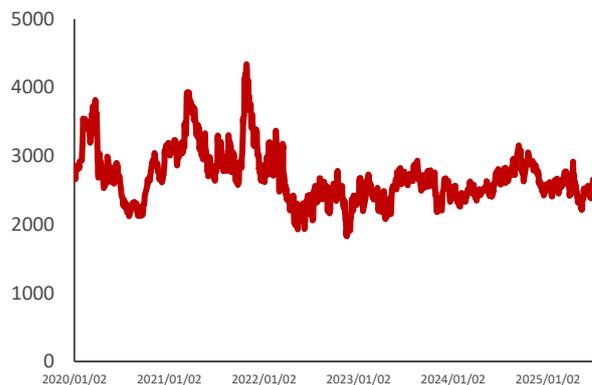
“反内卷”政策有望遏制涤纶长丝供给端快速上量,行业盈利能力有望改善。根据百川盈孚的数据计算,截至2025年8月29日,POY、DTY、FDY的原料价差分别为1298.09、2473.09、1573.09元/吨,POY、DTY和FDY的原料价差分别位于自2020年以来的第61百分位数、第31百分位数以及第34百分位数;在行业联合减产背景下,涤纶长丝行业格局将进一步优化,告别低价内卷的恶性竞争,聚酯产品的盈利有望持续改善。

图8: POY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/8/29)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图9: DTY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/8/29)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图10: FDY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/8/29)


资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

表9: 涤纶长丝主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况

公司	项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
桐昆股份	营收增速 (%)	-9.39	29.01	4.79	33.30	22.59	-8.41
	净利润增速 (%)	-1.38	158.26	-98.18	545.29	48.28	2.90
	毛利率 (%)	6.32	11.02	3.23	5.06	4.64	6.76
新凤鸣	营收增速 (%)	8.30	21.05	13.44	21.03	9.15	7.10
	净利润增速 (%)	-55.43	273.77	-109.10	628.44	1.31	17.37
	毛利率 (%)	4.96	10.51	3.71	5.84	5.63	6.42
恒逸石化	营收增速 (%)	8.55	49.23	17.26	-10.46	-7.85	-13.59
	净利润增速 (%)	-4.86	3.77	-123.56	139.88	-117.83	-51.70
	毛利率 (%)	6.92	5.72	2.32	3.76	3.66	4.31

资料来源: iFind, 民生证券研究院

2.2 制冷剂: 二代生产配额持续削减, 三代生产配额维持基准, 供给端收紧趋势有望维持景气度

2025H1 制冷剂板块主要上市公司巨化股份、三美股份、永和股份、昊华科技营业收入和持续经营净利润增速整体保持正向增长, 营业收入分别为 133.31 亿元、28.28 亿元、24.45 亿元、77.60 亿元, 同比分别增长 10.36%、38.58%、12.39%、124.33%; 持续经营净利润分别为 22.76 亿元、9.88 亿元、2.72 亿元、7.25 亿元, 同比增长 146.43%、157.61%、140.28%、95.60%; 毛利率分别为 28.72%、49.50%、25.29%、23.53%。

我国自 2013 年开始对二代制冷剂实配额生产, 2025 年 1 月, 年度制冷剂配额落地, 国内二代制冷剂生产配额继续削减, 供给持续收紧。据公示, 2025 年二代制冷剂生产配额较去年减少 4.96 万吨; 内用生产配额较去年减少 4.21 万吨。其

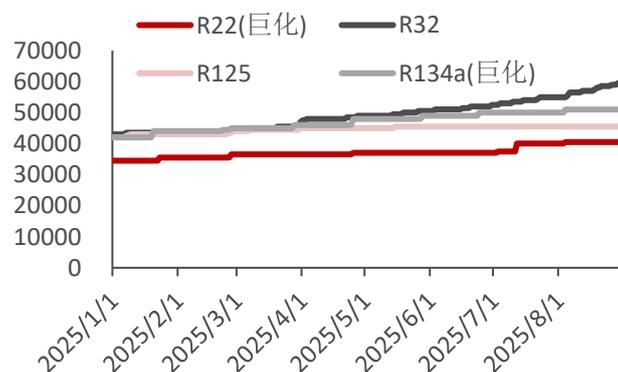
中，R22 生产配额和内用生产配额较去年分别减少 3.14 万吨和 3.01 万吨。

三代制冷剂蓄势待发。2025 年，三代制冷剂生产配额增加 4.34 万吨；内用生产配额增加 4.72 万吨。总体而言，三代制冷剂生产和使用总量控制目标保持在基线值，维持了 2024 年的水平。其中，R32 生产配额较上年增加 4.08 万吨，内用生产配额增加 4.25 万吨；R134a 生产配额较上年减少 0.74 万吨，内用生产配额减少 0.22 万吨；R125 生产配额增加 0.16 万吨。

截至 2025 年 9 月 2 日，制冷剂市场维持向好预期，市场相对稳定。目前制冷剂价格较年初有小幅上涨：9 月 2 日 R22 含税出厂价为 37000-39000 元/吨，较年初上涨 16.92%；R32 含税出厂价为 60000-61000 元/吨，较年初上涨 45.78%；R125 含税出厂价为 45000-47000 元/吨，较年初上涨 8.24%；R134a 含税出厂价为 51000-52000 元/吨，较年初上涨 20.47%。新一轮月度制冷剂报价发布，主流产品价格小幅上调，市场继续维持高景气态势。在高价环境下，下游企业多以刚需补库为主，按需采购成为主流。具体来看，R32 在内需和出口共同推动下，企业报价上调 1000 元/吨，部分企业报价较为超前，市场看涨情绪明显，主流成交价格逐步向 61000 元/吨靠拢。R22 在“打非”政策支撑下，企业坚决挺价护市，小钢瓶货源持续提振市场需求，目前主流企业报价维持在 39500-40500 元/吨。R134a 走势延续强势，在内贸配额持续消化、企业报价上调至 51000-52000 元/吨的背景下，出口市场集中带动有望推动价格进一步上涨。R410a 在 R32 涨价的联动效应下，跟涨至 50500-51000 元/吨。另一方面，R125 下游需求仍显疲软，企业以控量挺价为主；R227ea 则因配额集中、需求旺盛，市场高位盘整，持续消化企业报价。综合而言，在政策支持与刚性需求的双重推动下，市场预期进一步好转，外贸环境持续改善有助于推动市场价格温和上行，预计短期内制冷剂市场整体将呈稳中向上走势。

内销增长动力强劲，HFCs 现货价格有望上涨。根据百川盈孚数据，2025 年 1-7 月家用空调产量 13643 万台，同比上涨 5.81%；2025 年 7 月 R410a 产量 13851 吨，同比上涨 32.93%。需求的增长有望带动制冷剂现货价格保持高位。

图11：2025 年制冷剂价格走势（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2024 年至 2025 年 7 月空调产量情况（万台）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

表10：制冷剂主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况

公司	项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
巨化股份	营收增速 (%)	2.94	12.03	19.48	-3.88	18.43	10.36
	净利润增速 (%)	-88.84	952.22	122.27	-59.58	124.7	146.43
	毛利率 (%)	9.26	14.13	19.06	13.22	17.50	28.72
三美股份	营收增速 (%)	-30.85	48.8	17.84	-30.12	21.17	38.58
	净利润增速 (%)	-65.66	141.98	-9.44	-42.41	177.08	157.61
	毛利率 (%)	15.11	23.18	16.07	13.40	29.79	49.50
永和股份	营收增速 (%)	3.66	48.51	31.22	14.86	5.42	12.39
	净利润增速 (%)	-26.85	173.37	7.98	-38.77	37.22	140.28
	毛利率 (%)	21.03	23.62	18.45	14.63	17.74	25.29
昊华科技	营收增速 (%)	15.35	36.92	22.13	-13.4	77.86	124.33
	净利润增速 (%)	21.78	38.14	29.54	-23.07	22.77	95.60
	毛利率 (%)	28.33	27.18	24.29	26.65	21.73	23.53

资料来源：iFind, 民生证券研究院

2.3 TDI：上半年价格低迷，海外不可抗力带动价格上涨

上半年 TDI 价格低迷，处于历史低位水平。2025 年以来受到整体需求疲软的影响，TDI 价格长期处于低迷状态。根据百川盈孚数据显示，2021-2024 年国内 TDI 市场均价分别为 14025 元/吨，18236 元/吨、18078 元/吨、14442 元/吨。而 2025 上半年，TDI 均价下降至 12269 元/吨，同比比 2024H1 的 15735 元/吨，下降 22.03%。2025 年上半年 TDI 价格处于近年来的历史低点。

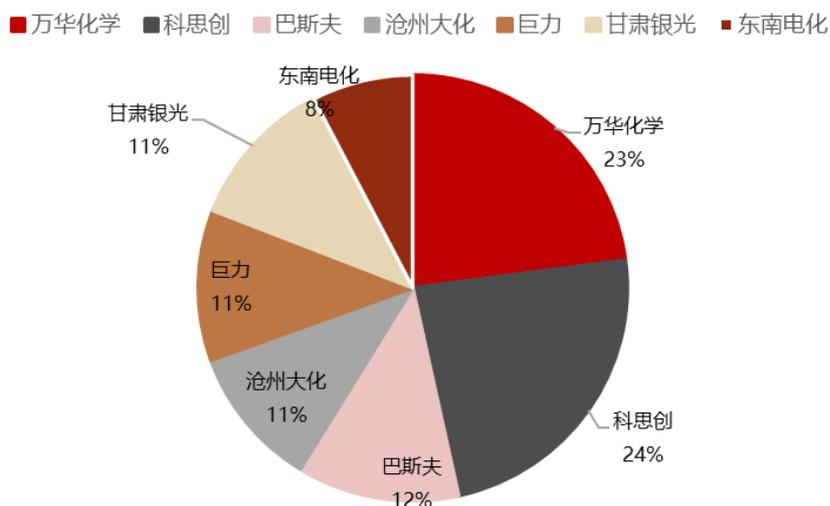
图13：2020-2025 年 8 月 TDI 价格


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

供给端格局变化显著，行业集中度将大幅提升。2022 年国内 TDI 总产能 131 万吨，有万华化学、科思创、巴斯夫、沧州大化、烟台巨力、甘肃银光、东南电化，万华化学产能份额约 23%，CR3 约为 59%。2022 年以来由于头部企业采取了并

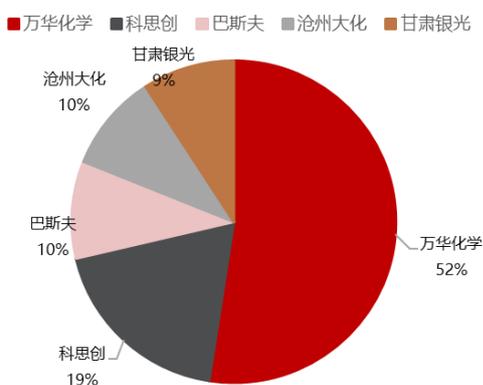
购、新建产能等系列措施，导致国内 TDI 供给端集中度显著提升。到 2025 年上半年行总产能 164 万吨。其中万华化学产能份额提升至 52%，CR3 提升至 81%。预计到 2025 年底，国内总产能预计将提升至 210 万吨，万华化学产能份额将进一步提升至 60%，CR3 将提升至 85%。

图14：2022 年国内 TDI 产能份额



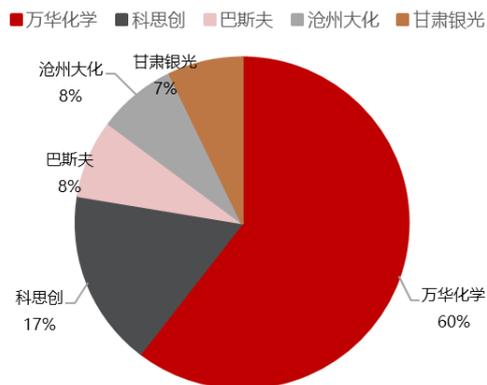
资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

图15：2025H1 国内 TDI 产能份额



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

图16：2025H2 国内 TDI 产能份额



资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

欧洲装置发生不可抗力，带动国内 TDI 价格快速上涨。根据隆众资讯 7 月 16 日报道，科思创位于德国多马根工厂于 7 月 12 日受电气火灾影响，TDI 生产过程中出现供应不可抗力，宣布 TDI 供应不可抗力，该装置年产能 30 万吨。此前，其宣布烧碱、氯气和盐酸生产过程中出现不可抗力，损失量无法完全通过其他工厂交付来弥补，持续时间暂无法预测，因此预计会出现严重的延迟和中断。8 月底，科思创再次发布紧急通知，宣布因其德国工厂的不可抗力事件持续时间超出预期。受

到相关信息影响，国内 TDI 价格随之上涨，8 月高点价格一度达到 16525 元/吨，7-8 月 TDI 均价也在 14789 元/吨，相比 2025H1 均价上涨 20.54%。预期三季度国内相关生产企业盈利将有明显改善。

表11：TDI 板块主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况

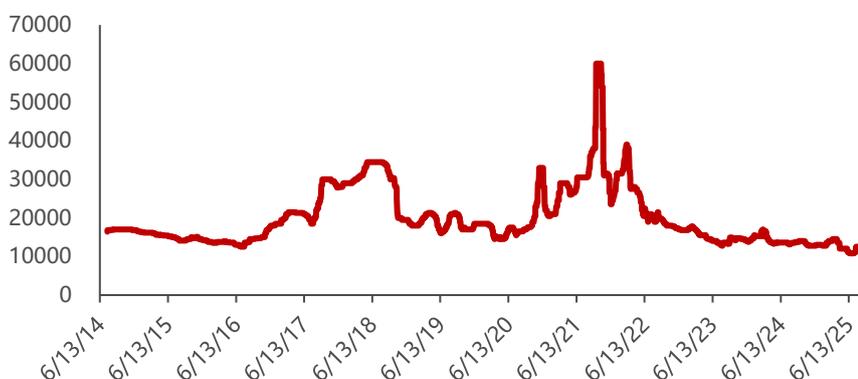
公司	项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
万华化学	营收增速 (%)	7.91	98.19	13.76	5.92	3.83	-6.35
	净利润增速 (%)	-1.68	140.42	-31.94	7.38	-19.17	-25.15
	毛利率 (%)	26.78	26.26	16.57	16.79	16.16	13.84
沧州大化	营收增速 (%)	-21.48	44.40	62.27	-0.95	4.19	-12.08
	净利润增速 (%)	-47.86	1,376.5	882.36	-54.05	-83.20	-27.45
	毛利率 (%)	7.05	17.99	16.11	13.42	6.47	6.55

资料来源：iFind，民生证券研究院

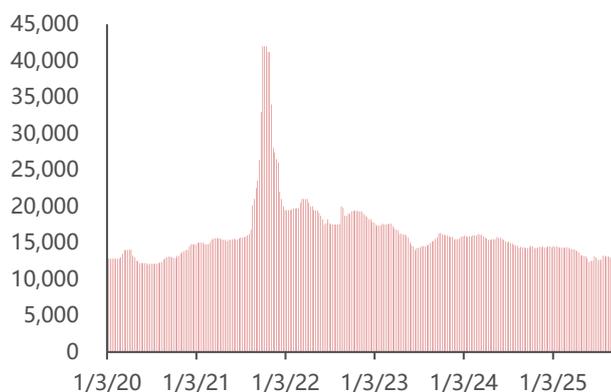
2.4 有机硅：上半年价格承压，供需平衡表有望逐步修复

25H1 有机硅价格承压，行业整体营收、净利润同比下降。截至 25 年 6 月底，有机硅 DMC 价格行至近五年内低点 10800 元/吨，上半年均价为 12849 元/吨，同比下降 12%；据百川盈孚数据，有机硅上半年行业平均毛利约为-931 元/吨，由于有机硅价格承压，行业整体进入亏损状态。从经营数据来看，25 年上半年有机硅板块营收同比增速为-15.82%，净利润同比增速为-101.51%，整体毛利润率为 11.68%；25Q2 营收同比增速为-27.90%，净利润同比增速为-36.82%，整体毛利润率为 7.92%。

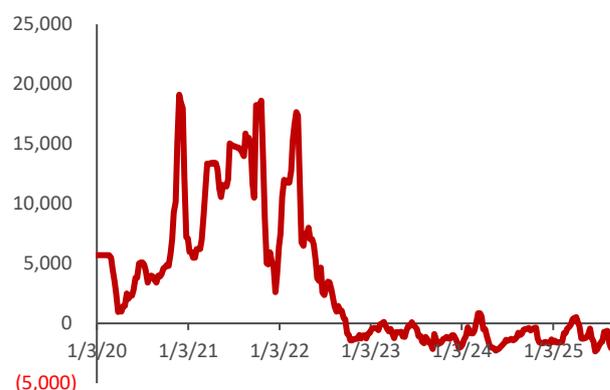
图17：有机硅 DMC 价格走势（元/吨，截至 2025/8/29）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图18: 有机硅 DMC 行业成本走势 (元/吨)


资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图19: 有机硅 DMC 行业毛利润走势 (元/吨)


资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

国内产能密集投放期已过, 供需平衡表有望开始修复。近年来中国有机硅行业快速发展, 根据百川盈孚的统计数据, 国内产能从 2019 年的 151.5 万吨/年上升至 2024 年的 344 万吨/年, 其中 2022-2024 年为新产能的密集投放期, 预计 2025 年整体产能增速将明显放缓。从产能利用率角度看, 近年粗放型扩产导致国内产能利用率显著下降, 2023-2024 年行业产能利用率不足 70%。从需求端去看, 下游应用领域不断的拓展下有机硅的表观消费量维持较快的增长, 2020-2024 年 CAGR 为 11%, 其中 2024 年国内表观需求量为 182 万吨, 同比增长 21%; 出口方面, 在国内企业成本优势突出+近年海外产能退出的情况下, 出口量实现了高速增长, 2020-2024 年 CAGR 为 22%, 其中 2024 年出口量为 55 万吨, 同比增长 34%。我们认为, 随着有机硅行业产能增速回落, 持续增长的内需和出口将有效提高行业产能利用率, 供需平衡表有望开始修复。

图20：2019-2024 年国内有机硅 DMC 供需平衡表 (单位：万吨)

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
产能	151.5	167.5	187.5	265	272	344
yoy	9%	11%	12%	41%	3%	26%
有效产能	150.8	159.3	169.3	244.3	271.3	334.0
产量	114.9	127.7	142.0	170.7	180.6	225.3
yoy	-3%	11%	11%	20%	6%	25%
产能利用率	76%	80%	84%	70%	67%	67%
进口量	14	15	13	10	10	11
出口量	22	24	38	45	41	55
净出口量	9	9	24	36	30	44
表观消费量	106	119	118	135	150	182
yoy	2%	12%	-1%	15%	11%	21%

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

表12：有机硅板块主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况

公司	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
新安股份	营收增速 (%)	-0.4	4.25	51.45	14.89	-32.89	0.24	-5.07
	净利润增速 (%)	-64.81	23.42	319.94	11.49	-94.22	-65.23	-46.08
	毛利率 (%)	16.16	14.26	25.58	24.33	12.54	11.07	10.78
兴发集团	营收增速 (%)	1.09	1.95	29.42	26.81	-7.28	0.41	9.07
	净利润增速 (%)	-51.05	51.31	685.53	43.57	-79.59	14.92	-2.45
	毛利率 (%)	13.63	13.41	33.44	35.61	16.17	19.52	16.44
合盛硅业	营收增速 (%)	-19.3	0.34	137.99	10.62	12.37	0.41	-26.34
	净利润增速 (%)	-60.94	27.62	482.77	-37.64	-49.76	-34.11	-143.41
	毛利率 (%)	27.8	28.17	52.87	34.39	20.15	20.54	7.92
东岳硅材	营收增速 (%)	-19.63	-8.41	73.1	55.4	-28.7	7.27	-14.98
	净利润增速 (%)	-16.59	-49.27	309.87	-55.59	-153.14	119.45	-35.17
	毛利率 (%)	27.69	22.85	37.39	14.2	0.79	6.27	6.1

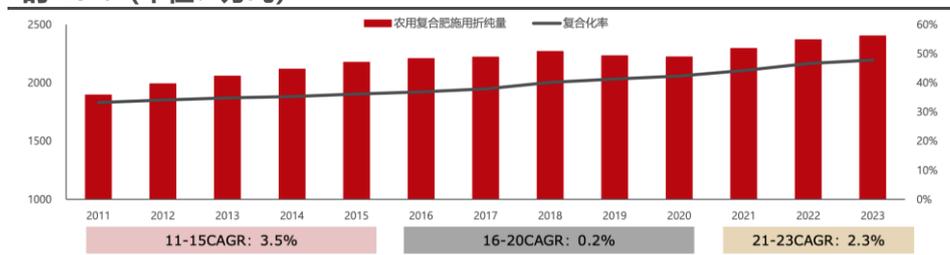
资料来源：Wind，民生证券研究院

2.5 复合肥：复合化率有望长期提升，复合肥行业营收维持稳定增长态势

复合化率逐年提升带来确定性量增。国内复合化率逐年提升，但与发达国家仍有较大进步空间。从施用量上看，11-15 年粮价上行期，施用量 CAGR 为 3.5%；16-20 年农业农村部组织开展化肥农药使用量零增长行动，施用量 CAGR 为 0.2%；21-23 年粮价上行期，CAGR 再次提高到 2.3%。在 2011-2023 年期间，复合化

率从 33%大幅提升到 48%，但与发达国家 70-80%的复合化率仍有较大的提升空间。

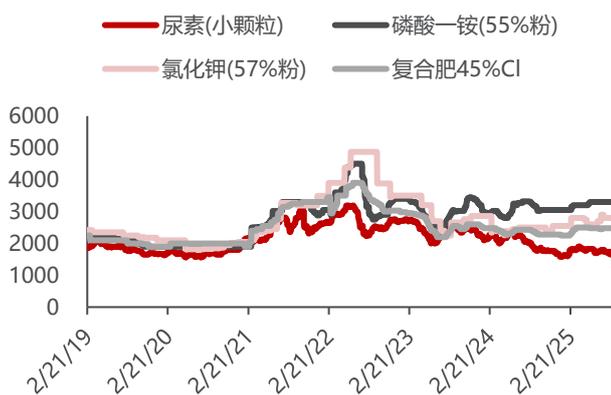
图21：国内复合肥施用量逐年增长，复合化率从 2011 的 33%提升到 2023 年的 48% (单位：万吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

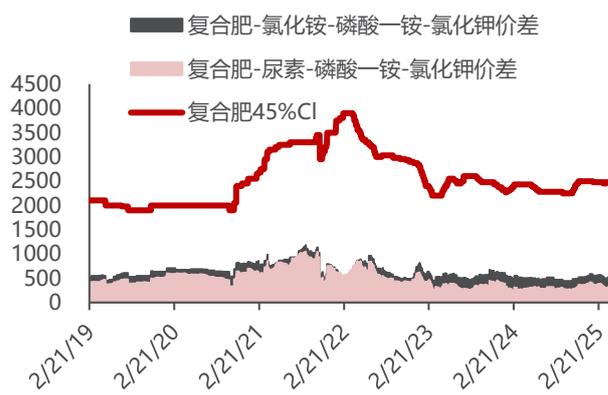
单质肥价格高位回落，复合肥具备价差修复弹性。长周期来看，复合肥价格与单质肥价格波动相关性较大。复合肥产品成本构成中，用作原材料的氮磷钾三大基础肥料占生产成本的比例达到八成以上，对复合肥产品成本及销售价格影响重大，复合肥的价格波动与单质肥的价格保持同向波动。2021-2022 年，在煤炭、氮肥、磷肥、钾肥等原材料成本上涨的支撑下，复合肥价格上涨幅度较大。2023-2024 年，受上游原材料价格走弱影响，复合肥整体价格呈波动下行趋势。从价差的角度可以看出，复合肥主要通过成本加成的模式定价，近十年价差基本为维持在 500-800 元/吨之间波动。

图22：尿素、磷酸一铵、氯化钾价格走势 (元/吨)



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：复合肥价格和价差走势 (元/吨)

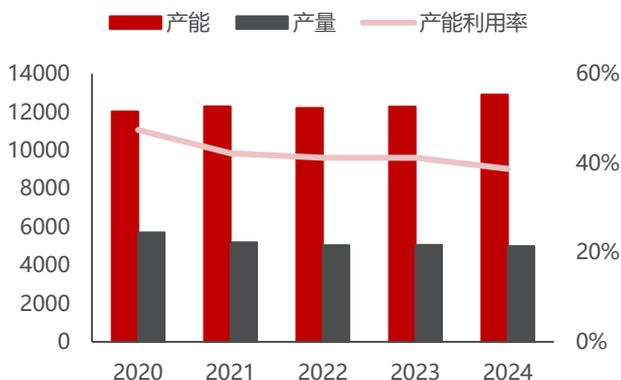


资料来源：wind，民生证券研究院

行业格局持续改善，龙头集中度提高。随着农业现代化进程的推进，规模化种植对化肥产品质量、应用效果、供应能力和配套的农化服务提出了更高的要求，质量好、效果佳、品牌响、规模大的企业有望进一步提升其市场份额，产能集中度会越来越高。竞争的白热化将推动行业走向整合，并购、合作将成为行业新常态。2024 年行业龙头新洋丰、云图控股、史丹利复合肥销量分别为 436、392、351

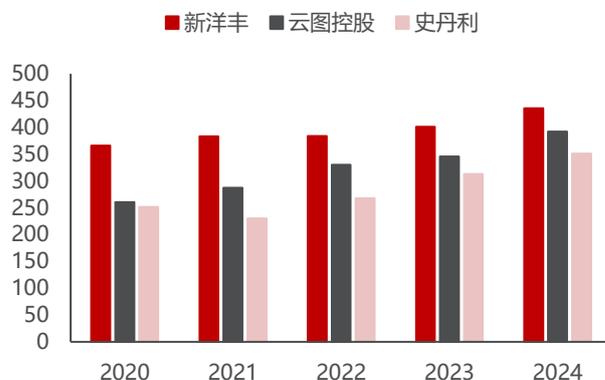
万吨，维持了持续增长的态势。

图24：近年来我国复合肥产能及产量情况（万吨）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图25：近年来新洋丰、云图控股、史丹利销量呈持续增长态势（万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

复合肥板块 25H1 营收、净利润同比维持稳定增长。复合肥板块 25H1 营收同比增速为 6.20%，净利润同比增速为 12.75%，整体毛利润率为 14.61%；25Q2 营收同比增速为-0.22%，净利润同比增速为 0.57%，整体毛利润率为 15.27%。

表13：复合肥主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况

公司	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
新洋丰	营收增速 (%)	-7.01	7.94	17.21	35.22	-5.38	3.07	11.63
	净利润增速 (%)	-20.29	47.11	28.32	9.86	-11.11	9.84	30.75
	毛利率 (%)	18.68	18	18.9	14.54	14.89	15.64	17.34
云图控股	营收增速 (%)	9.64	6.12	62.74	37.62	6.17	-6.37	3.59
	净利润增速 (%)	30	131.75	144.11	20.58	-41.47	-6.17	13.43
	毛利率 (%)	15.67	17.8	18.54	15.22	10.18	10.71	11.99
史丹利	营收增速 (%)	1.54	7.04	4.01	40.44	10.54	2.71	12.66
	净利润增速 (%)	-45.36	160.71	52.69	9.85	59.09	12.91	21.72
	毛利率 (%)	15.01	18.11	18.27	14.23	17.48	18.18	19.11

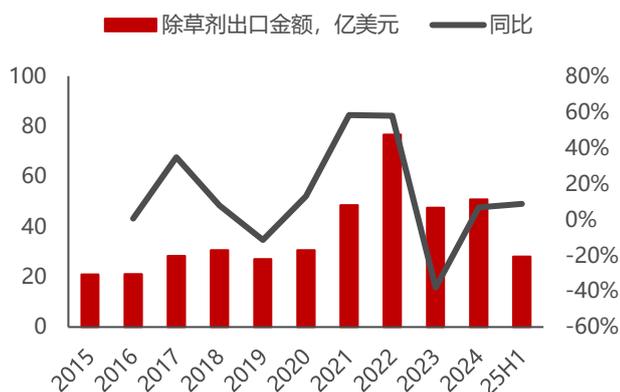
资料来源：Wind，民生证券研究院

2.6 农药：全球去库收尾，原药价格进入底部阶段

农药出口规模显著增长，全球去库周期接近尾声。2024 年国内农药企业出口情况显著增长，从出口数量看，2024 年除草剂、杀虫剂、杀菌剂的出口数量同比大幅增加 30%、25%、40%，均创出了历史最高水平，相应分别带动了出口金额分别提高 7%、17%、26%。但从出口均价可以看出，农药行业仍处于以价换量局

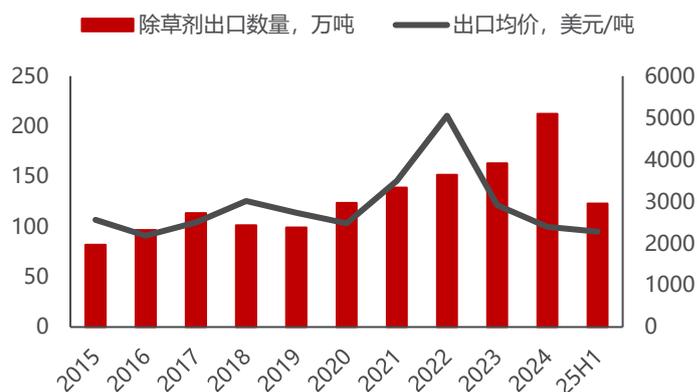
面之中，24年除草剂、杀虫剂、杀菌剂的出口均价较23年分别下降18%、6%、10%，一方面反映出由于全球农药去库到达尾声，下游渠道采购的积极性逐步提高；另一方面也反映出22年以来供给侧持续释放的新产能加剧了国内竞争，价格反转仍需等待供需再平衡。

图26：2015-2025H1 除草剂出口金额走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图27：2015-2025H1 除草剂出口数量及出口均价



资料来源：wind，民生证券研究院

图28：2015-2025H1 杀虫剂出口金额走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图29：2015-2025H1 杀虫剂出口数量及出口均价



资料来源：wind，民生证券研究院

图30：2015-2025H1 杀菌剂出口金额走势



资料来源：wind，民生证券研究院

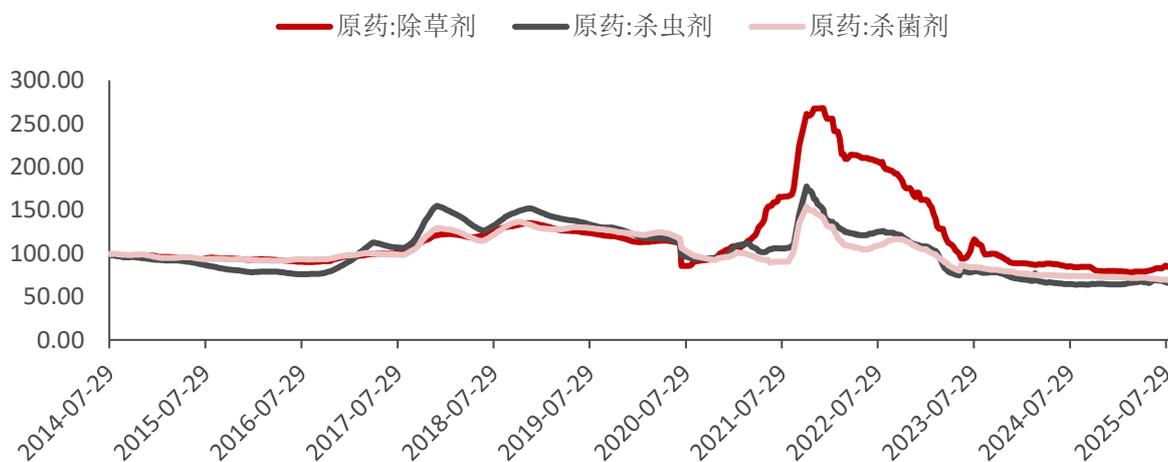
图31：2015-2025H1 杀菌剂出口数量及出口均价



资料来源：wind，民生证券研究院

农药价格持续磨底，产品价格出现分化，部分小品种农药有望率先走出价格泥潭。2025 年初以来，农药原药市场触底回升，根据中农立华数据，截至 2025/08/31，中农立华原药价格指数报 74.89 点，同比下跌 0.24%，环比上月上涨 0.48%，跟踪的上百个产品中，同比去年 69%产品下跌；环比上月 73%产品持平，5%产品上涨；其中，除草剂、杀虫剂、杀菌剂的原药价格指数分别为 85.85、65.33、69.15，均接近最近十年的最低水平。当前，海外前期恐慌性囤积的库存已经得到消化，24 年国内农药的开工率、出口数量都较 23 年实现了大幅的改善。我们认为，压制原药价格的关键仍然是产能过剩，而小品种农药天然具备终端库存去化快，竞争者少，上下游协同更好的特点，从需求反转传导到价格上涨的节奏会更迅速。比如，受益于南美降雨增加+大豆锈病爆发，以百菌清、代森锰锌为主的杀菌剂价格自 24Q3 以来率先启动涨价。

图32：2025 年年初以来农药原药价格指数延续底部震荡走势



资料来源：wind，民生证券研究院

农药板块 25H1 营收、净利润同比触底回升，其中 25Q2 净利润实现同比显著增长。农药板块 25H1 营收同比增速为 5.97%，净利润同比增速为 87.37%，整体毛利率为 21.88%；25Q2 营收同比增速为 13.28%，净利润同比增速为 146.41%，整体毛利率为 20.88%。

表14：农药板块主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况

公司	项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
扬农化工	营收增速 (%)	1.38	12.98	20.45	33.52	-27.41	-9.09	9.38
	净利润增速 (%)	14.54	3.24	1.01	46.82	-12.78	-23.19	5.58
	毛利率 (%)	28.81	26.31	23.06	25.68	25.6	23.11	23.64
润丰股份	营收增速 (%)	12.44	20.02	34.39	47.6	-20.58	15.77	14.94
	净利润增速 (%)	10.64	31.31	81.79	75.82	-42.85	-37.84	188.51
	毛利率 (%)	18.42	17.14	18.97	20.24	21.19	19.79	21.42
安道麦A	营收增速 (%)	2.59	3.2	9.12	20.44	-12.31	-10.04	0.76
	净利润增速 (%)	-88.68	27.33	-53.7	273.14	-363.52	-80.79	91.02
	毛利率 (%)	32.23	29.44	24.57	25.14	20.73	22.85	26.58
新安股份	营收增速 (%)	-0.4	4.25	51.45	14.89	-32.89	0.24	-5.07
	净利润增速 (%)	-64.81	23.42	319.94	11.49	-94.22	-65.23	-46.08
	毛利率 (%)	16.16	14.26	25.58	24.33	12.54	11.07	10.78
利尔化学	营收增速 (%)	3.4	19.33	30.7	56.08	-22.55	-6.88	35.36
	净利润增速 (%)	-40.66	73.46	73.39	74.17	-62.11	-61.1	151.88
	毛利率 (%)	25.86	28.95	32	31.98	23.34	16.06	18.53
江山股份	营收增速 (%)	21.93	7.11	26.6	28.76	-39.08	6.8	6.07
	净利润增速 (%)	-23.72	15	140.41	125.39	-84.74	-19.89	93.71
	毛利率 (%)	17.09	16.6	24.05	32.03	13.43	14.49	18.04
利民股份	营收增速 (%)	86.46	54.91	7.97	5.88	-15.8	0.32	6.69
	净利润增速 (%)	65.47	24.2	-22.06	-32.12	-72.07	47.13	664.54
	毛利率 (%)	26.7	24.74	22.6	18.84	16.98	19.48	26.13
国光股份	营收增速 (%)	17.2	14.37	17.11	21.34	12.82	6.79	7.33
	净利润增速 (%)	-14.26	-15.29	19.67	-43.47	178.27	20.06	6.55
	毛利率 (%)	45.87	47.28	44.58	37.87	41.55	45.43	47.42

资料来源：Wind, 民生证券研究院

3 投资建议

我们持续看好低估值、有业绩、行业景气度向上的标的，建议涤纶长丝、制冷剂、TDI、有机硅、复合肥、农药等行业优质股票标的。

(1) 涤纶长丝：涤纶长丝行业大规模在建产能基本投产结束，2024年纺织业新建固定资产投资完成额增速达到阶段高点后，后续供给端增速有望放缓，供需平衡表有望改善；并且目前行业库存处于相对低位，接下去行业具备涨价基础，**建议关注涤纶长丝龙头的桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化；**

(2) 制冷剂：供给端强限制，需求端稳增长，价格有望保持高位，制冷剂企业业绩有望维持高增，**建议关注巨化股份、三美股份、永和股份、昊华科技；**

(3) TDI：行业集中度大幅提升，供给格局优化，海外厂商发生供应中断，导致国内供应偏紧，为国内相关厂商带来盈利改善机会，**建议关注万华化学、沧州大化；**

(4) 有机硅：25H1有机硅价格触底，行业盈利承压。当前有机硅行业产能高速扩张期已过，有机硅有望在行业自身供需平衡表修复和反内卷预期的共振下，实现景气度反转，带动企业盈利改善，**建议关注新安股份、兴发集团、合盛硅业；**

(5) 复合肥：复合肥行业需求中长期增长+原材料价格中枢下移，复合肥需求和价差都具备一定弹性，加上行业格局改善集中度持续提升，龙头企业可充分受益，**建议关注新洋丰、云图控股、史丹利；**

(6) 农药：农药行业25H1实现营收、利润同比显著改善，农药行业底部确认，当前小品种农药率先启动价格修复，草甘膦价格持续回暖，农药整体盈利能力有望持续改善，**建议关注扬农化工、润丰股份、安道麦A、新安股份、利尔化学、江山股份、利民股份。**

4 风险提示

1) 下游需求不及预期的风险。当下游需求不足导致供需错配时，或将导致产品价格下跌；若行业长时间陷入供大于求的局面，则容易导致化工品陷入价格战、行业产能出清等风险。

2) 原油及天然气价格大幅上涨的风险。原油、天然气是化工重要的上游原材料，当其价格大幅上涨会直接或间接导致化工产品成本抬升，盈利水平下降。

3) 环保和生产安全的风险。化工生产装置复杂，控制难度高，因此存在较大的环保和生产安全的风险。

4) 宏观经济增速下行的风险。若宏观经济增速下行可能导致需求承压，进而传导到产业链上游企业，对企业生产开工率以及经营业绩带来负面影响。

插图目录

图 1: 2025H1 基础化工板块扣非后净利润正增长的公司数量比例同比提升	3
图 2: 2025H1 基础化工板块净利润同比增速降幅放缓	4
图 3: 2025Q2 基础化工板块净利润同比增速由负转正	4
图 4: 纺织业新建固定资产投资完成额增速 (%)	14
图 5: 江浙织机 POY 的库存天数 (天, 截至 2025/8/28)	14
图 6: 江浙织机 DTY 的库存天数 (天, 截至 2025/8/28)	14
图 7: 江浙织机 FDY 的库存天数 (天, 截至 2025/8/28)	15
图 8: POY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/8/29)	15
图 9: DTY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/8/29)	15
图 10: FDY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/8/29)	16
图 11: 2025 年制冷剂价格走势 (元/吨)	17
图 12: 2024 年至 2025 年 7 月空调产量情况 (万台)	17
图 13: 2020-2025 年 8 月 TDI 价格	18
图 14: 2022 年国内 TDI 产能份额	19
图 15: 2025H1 国内 TDI 产能份额	19
图 16: 2025H2 国内 TDI 产能份额	19
图 17: 有机硅 DMC 价格走势 (元/吨, 截至 2025/8/29)	20
图 18: 有机硅 DMC 行业成本走势 (元/吨)	21
图 19: 有机硅 DMC 行业毛利润走势 (元/吨)	21
图 20: 2019-2024 年国内有机硅 DMC 供需平衡表 (单位: 万吨)	22
图 21: 国内复合肥施用量逐年增长, 复合化率从 2011 的 33% 提升到 2023 年的 48% (单位: 万吨)	23
图 22: 尿素、磷酸一铵、氯化钾价格走势 (元/吨)	23
图 23: 复合肥价格和价差走势 (元/吨)	23
图 24: 近年来我国复合肥产能及产量情况 (万吨)	24
图 25: 近年来新洋丰、云图控股、史丹利销量呈持续增长态势 (万吨)	24
图 26: 2015-2025H1 除草剂出口金额走势	25
图 27: 2015-2025H1 除草剂出口数量及出口均价	25
图 28: 2015-2025H1 杀虫剂出口金额走势	25
图 29: 2015-2025H1 杀虫剂出口数量及出口均价	25
图 30: 2015-2025H1 杀菌剂出口金额走势	26
图 31: 2015-2025H1 杀菌剂出口数量及出口均价	26
图 32: 2025 年年初以来农药原药价格指数延续底部震荡走势	26

表格目录

表 1: 2019-2025H1 基础化工子行业营业收入同比增长率 (%)	5
表 2: 2019-2025H1 基础化工子行业净利润同比增长率 (%)	6
表 3: 2019-2025H1 基础化工子行业扣非后 ROE (%)	7
表 4: 2019-2025H1 基础化工子行业毛利率 (%)	8
表 5: 2023Q2-2025Q2 基础化工子行业营业收入同比增长率 (%)	9
表 6: 2023Q2-2025Q2 基础化工子行业净利润同比增长率 (%)	10
表 7: 2023Q2-2025Q2 基础化工子行业扣非后 ROE (%)	11
表 8: 2023Q2-2025Q2 基础化工子行业毛利率 (%)	12
表 9: 涤纶长丝主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况	16
表 10: 制冷剂主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况	18
表 11: TDI 板块主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况	20
表 12: 有机硅板块主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况	22
表 13: 复合肥主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况	24
表 14: 农药板块主要上市公司营收增速、净利润增速、毛利率情况	27

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048