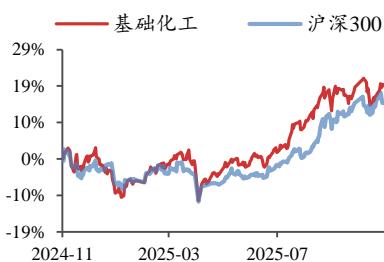


基础化工

2025年11月05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

《“十五五”规划建议整治“内卷式”竞争，看好化工行业反内卷—化工行业周报》-2025.11.1

《“反内卷”为盾，需求为矛，化工有望迎来新一轮景气周期—化工行业2026年度投资策略》-2025.10.29

《PTA产品亏损持续加剧，看好行业反内卷前景—行业周报》-2025.10.26

基础化工增收增利，石油石化减收减利，行业资本性开支延续下降，氟化工、农化、炼油化工等盈利可观

——化工行业2025年三季报总结报告

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

徐正凤（分析师）

xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790524070005

● 基础化工：2025年前三季度增收增利，氟化工、农化等子行业盈利可观

我们选取402家沪深A股上市公司分析：(1) 经营情况：2025前三季度，营收17,645.8亿元，同比+3.0%；归母净利润1,097.5亿元，同比+6.3%。2025Q3，营收6,051.5亿元，同比+2.1%、环比-0.04%；归母净利润366.4亿元，同比+16.8%、环比-2.2%。(2) 资本开支和现金流：2025前三季度，资本性支出约260亿元，同比-8.3%；经营性现金流净额1,805.2亿元，同比+20.3%。截至2025Q3末，在建工程3,529.8亿元，同比-16.4%；固定资产14,786.9亿元，同比+15.8%。(3) 子行业：2025前三季度，农药、胶黏剂及胶带、氟化工、钾肥等子行业归母净利润同比大幅增长，氟化工、钾肥、食品及饲料添加剂、复合肥等子行业盈利能力提升，有机硅、粘胶、煤化工、氯碱等子行业资本性支出同比降幅居前。

● 石油石化：2025年前三季度减收减利，资本性支出同比延续下降

我们选取45家沪深A股上市公司分析，剔除两桶油之后：(1) 经营情况：2025前三季度，营收13,354.1亿元，同比-6.4%；归母净利润1,183.9亿元，同比-10.5%。2025Q3，营收4,525.8亿元，同比-4.5%、环比+2.6%；归母净利润376亿元，同比-2.5%、环比+1.0%。(2) 资本开支和现金流：2025前三季度，资本性支出1,450.2亿元，同比-12.6%；经营性现金流净额2,402.1亿元，同比-4.0%。截至2025Q3末，在建工程3,139.8亿元，同比+76.3%；固定资产7,949.3亿元，同比+4.5%。

● 行业总览：2025年前三季度基础化工行业涨幅居前，成本端油煤气价格下跌

据Wind数据，2025年1-9月，基础化工行业涨跌幅为25.4%、排名10/31位；石油石化行业涨跌幅为-3.1%、排名29/31位。据国家统计局数据，2025年1-9月，中国化学原料及化学制品制造业营业收入67,246.8亿元，累计同比+1.0%；利润总额2,802.6亿元，累计同比-4.4%；固定资产投资完成额累计同比-5.6%，同比-15.7pcts。据Wind和百川盈孚数据，截至10月29日，OPEC一揽子原油价格65.24美元/桶、较年初-12.54%，国内天然气参考价格4,342元/吨、较年初-4.55%，国内无烟煤参考价格884元/吨、较年初-10.98%。

● 盈利预测及投资建议

2025年前三季度，多数化工龙头公司资本性开支同比下降。我们认为，在“反内卷”政策推动下，化工行业供需格局持续向好，行业企业盈利向好修复，同时行业估值有望抬升，化工行业有望迎来业绩、估值双重提升。【推荐标的】万华化学、盐湖股份、恒力石化、荣盛石化、巨化股份、新和成、合盛硅业、华鲁恒升、龙佰集团、华峰化学、昊华科技、亚钾国际、桐昆股份、三美股份、兴发集团、蓝晓科技、扬农化工、博源化工、新凤鸣、圣泉集团等。【受益标的】云天化、金发科技、君正集团、梅花生物等。

● 风险提示：油价大幅波动，下游需求疲软，宏观经济下行，其他风险等¹。

目 录

1、 行业总览: 2025 年前三季度, 基础化工行业指数跑赢沪深 300 指数 7.46%, 石油石化行业指数跑输沪深 300 指数 21.06%	4
2、 基础化工: 2025 年前三季度增收增利, 资本性开支同比延续下降, 氟化工、钾肥、民爆制品等子行业盈利可观	6
2.1、 板块总览: 2025 年前三季度, 归母净利润增速高于营收增速, 资本性开支同比延续下降	6
2.2、 子行业分析: 2025 年前三季度, 农药、氟化工、胶黏剂及胶带、钾肥等子行业归母净利润同比增速居前, 氟化工、钾肥、食品及饲料添加剂、复合肥等子行业盈利能力提升	7
3、 石油石化: 2025 年前三季度资本性开支同比延续下降, 炼油化工、油田服务子行业归母净利润同比增长	10
3.1、 板块总览: 2025 年前三季度营收、归母净利润同比下降, 2025Q3 营收、归母净利润环比改善	10
3.2、 子行业分析: 2025 年前三季度, 油气及炼化工程、油田服务子行业营收同比增长, 多数子行业资本性开支同比下降	12
4、 重点龙头公司跟踪: 2025 年前三季度, 三美股份、亚钾国际、巨化股份等归母净利润同比大幅增长, 多数公司资本性开支同比下降	14
5、 盈利预测及投资建议	16
6、 风险提示	17

图表目录

图 1: 2025 年前三季度, 基础化工指数跑赢沪深 300 指数 7.46%, 石油石化指数跑输沪深 300 指数 21.06%	4
图 2: 2025 年前三季度, CCPI 指数下跌 8.31%	4
图 3: 截至 10 月 30 日, 基础化工行业市盈率为 29.28 倍, 历史分位 68.13% (2010 年以来)	4
图 4: 截至 10 月 30 日, 石油石化行业市净率 1.27 倍, 历史分位 13.37% (2010 年以来)	4
图 5: 2025 年前三季度, 基础化工行业涨跌幅 25.4%、石油石化行业涨跌幅 -3.1%	5
图 6: 2025 年 1-9 月, 国内化学原料及化学制品制造业营收累计同比 +1%	5
图 7: 2025 年 1-9 月, 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 -5.6%	5
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: 2025 年前三季度, 实现营收 17,645.8 亿元, 同比 +3.0%; 实现归母净利润 1,097.5 亿元, 同比 +6.3%	7
图 11: 基础化工板块资本开支及现金流: 2025 年前三季度, 资本性支出 1,653.7 亿元, 同比 -8.3%; 经营性现金流净额 1,805.2 亿元, 同比 +20.3%	7
图 12: 基础化工子行业经营情况: 2025 年前三季度, 非金属材料、胶黏剂及胶带、氟化工、民爆制品、改性塑料、钾肥等子行业营收同比增速居前, 农药、氟化工、胶黏剂及胶带、钾肥等子行业归母净利润同比增速居前	8
图 13: 基础化工子行业盈利能力: 2025 年前三季度, 氟化工、钾肥、食品及饲料添加剂、复合肥等子行业销售毛利率、归母净利率均实现同比提升	9
图 14: 基础化工子行业资本开支及现金流: 2025 年前三季度, 有机硅、粘胶、煤化工、氯碱等子行业资本性支出同比降幅居前, 钾肥、氟化工、氮肥、氨纶等子行业经营性现金流净额同比增速居前	10
图 15: 石油石化板块经营情况: 2025 年前三季度, 实现营收 56,181.1 亿元, 同比 -7.1%; 实现归母净利润 2,746.5 亿元, 同比 -11.1% (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 年前三季度, 资本性支出 4,108.8 亿元, 同比 -6.9%; 经营性现金流净额 6,980.9 亿元, 同比 +1.1% (包括中国石油、中国石化)	11
图 17: 石油石化板块经营情况: 2025 年前三季度, 实现营收 13,354.1 亿元, 同比 -6.4%; 实现归母净利润 1,183.9 亿元, 同比 -10.5% (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 年前三季度, 资本性支出 1,450.2 亿元, 同比 -12.6%; 经营性现金流净额	

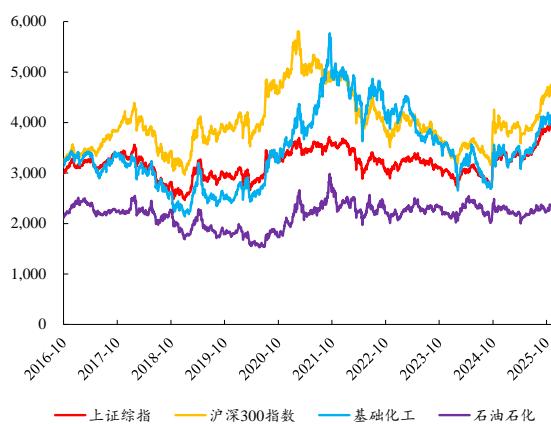
2,402.1 亿元，同比-4.0%（剔除中国石油、中国石化）	12
图 19： 石油石化子行业经营情况：2025 年前三季度，油气及炼化工程、油田服务子行业营收同比增长，炼油化工、油田服务子行业归母净利润同比增长（剔除中国石油、中国石化）	13
图 20： 石油石化子行业盈利能力：2025 年前三季度，炼油化工、油田服务等子行业销售毛利率同比提升	13
图 21： 石油石化子行业资本开支及现金流：2025 年前三季度，炼油化工、油气及炼化工程、油品石化贸易、油田服务等子行业资本性支出同比下降（剔除中国石油、中国石化）	13
图 22： 化工龙头白马经营情况：2025 年前三季度，亚钾国际、三美股份、金发科技、昊华科技等营收同比增速居前，三美股份、亚钾国际、巨化股份等归母净利润同比增速居前	14
图 23： 化工龙头白马盈利能力：2025 年前三季度，三美股份、巨化股份、亚钾国际、盐湖股份等销售毛利率、销售净利率均同比增长	15
图 24： 化工龙头白马资本开支及现金流：2025 年前三季度，合盛硅业、君正集团、蓝晓科技、恒力石化等资本性支出同比下降，三美股份、巨化股份、东方盛虹等经营性现金流净额同比增长	16
表 1： 相关标的盈利预测与估值	16

1、行业总览：2025 年前三季度，基础化工行业指数跑赢沪深 300 指数 7.46%，石油石化行业指数跑输沪深 300 指数 21.06%

行业指数：截至 2025 年 09 月 30 日，上证综指收于 3882.8 点，较期初（2025 年 01 月 01 日）的 3351.8 点上涨 15.84%；沪深 300 指数报 4640.7 点，较期初上涨 17.94%；基础化工行业指数报 4113.7 点，较期初上涨 25.4%；石油石化行业指数报 2243.3 点，较期初下跌 3.12%；CCPI（中国化工产品价格指数）报 3949 点，较期初下跌 8.31%。当期（2025 年 01 月 01 日-2025 年 09 月 30 日）基础化工行业指数跑赢沪深 300 指数 7.46%，石油石化行业指数跑输沪深 300 指数 21.06%。

行业估值水平：据 Wind 数据，截至 2025 年 10 月 30 日，基础化工行业市盈率 PE 为 29.28 倍、历史分位 68.13%，市净率 PB 为 2.1 倍、历史分位 29.64%；石油石化行业市盈率 PE 为 19.23 倍、历史分位 61.76%；市净率 PB 为 1.27 倍、历史分位 13.37%（2010 年以来）。

图1：2025 年前三季度，基础化工指数跑赢沪深 300 指数 7.46%，石油石化指数跑输沪深 300 指数 21.06%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2025 年前三季度，CCPI 指数下跌 8.31%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：截至 10 月 30 日，基础化工行业市盈率为 29.28 倍，历史分位 68.13%（2010 年以来）



数据来源：Wind、开源证券研究所

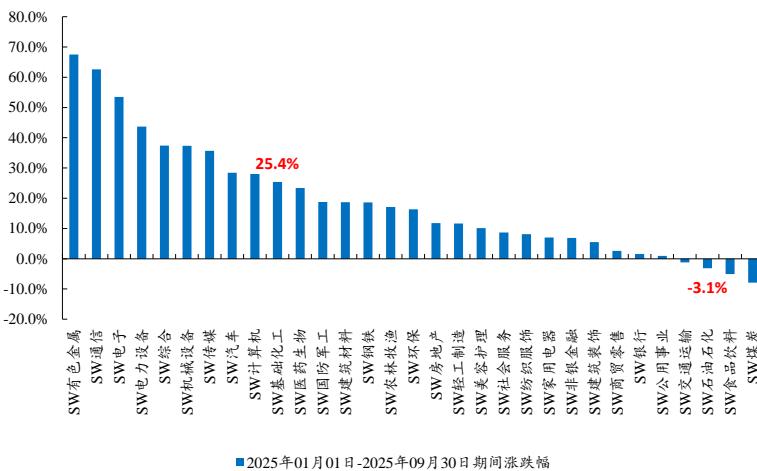
图4：截至 10 月 30 日，石油石化行业市净率 1.27 倍，历史分位 13.37%（2010 年以来）



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 09 月 30 日期间，31 个二级子行业中 27 个涨幅 >0 ，有 4 个涨幅 <0 ，其中基础化工行业涨跌幅为 25.4%、涨幅排名第 10 位；石油石化行业涨跌幅为 -1.2%、涨幅排名第 29 位。

图5：2025 年前三季度，基础化工行业涨跌幅 25.4%、石油石化行业涨跌幅-3.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

行业经营情况：2025 年前三季度化学原料及化学制品制造业增收不增利，固定资产投资完成额同比下降。据国家统计局数据，2025 前三季度中国化学原料及化学制品制造业营业收入 67246.8 亿元，累计同比+1%；利润总额 2802.6 亿元，累计同比 -4.4%；固定资产投资完成额累计同比-5.6%，同比-15.7pcts。

成本端：2025 年 1-9 月油、煤、气均价同比下跌，2025Q4 以来油、煤、气价格延续下跌。据 Wind 和百川盈孚数据，2025 年 1-9 月，OPEC 一揽子原油均价 71.5 美元/桶、同比-12.89%，国内天然气均价 4,406.18 元/吨、同比-3.93%，国内无烟煤均价 893.27 元/吨、同比-15.84%。截至 10 月 29 日，OPEC 一揽子原油价格 65.24 美元/桶、较年初-12.54%，国内天然气参考价格 4,342 元/吨、较年初-4.55%，国内无烟煤参考价格 884 元/吨、较年初-10.98%。

**图6：2025 年 1-9 月，国内化学原料及化学制品制造业营
收累计同比+1%**



**图7：2025 年 1-9 月，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-5.6%**

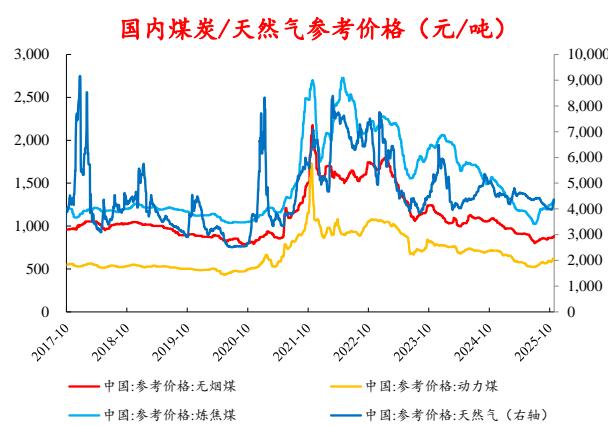


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

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：2025年前三季度增收增利，资本性开支同比延续下降，氟化工、钾肥、民爆制品等子行业盈利可观

我们选取基础化工板块402家沪深两市A股上市公司（剔除ST*、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：2025年前三季度，归母净利润增速高于营收增速，资本性开支同比延续下降

经营情况：2025前三季度，基础化工行业实现营收17,645.8亿元，同比+3.0%；实现归母净利润1,097.5亿元，同比+6.3%。2025Q3，实现营收6,051.5亿元，同比+2.1%、环比-0.04%；实现归母净利润366.4亿元，同比+16.8%、环比-2.2%。

盈利能力：2025前三季度，基础化工行业销售毛利率16.9%，同比+0.41pcts；归母净利率6.2%，同比+1.02pcts。2025Q3，销售毛利率16.9%，同比+0.91pcts、环比-0.06pcts；归母净利率6.0%，同比+0.76pcts、环比-0.13pcts。

期间费用：2025前三季度，基础化工行业期间费用1,578.2亿元，同比+1.9%；期间费用率8.9%，同比-0.29pcts。2025Q3，期间费用566.8亿元，同比+1.3%、环比+7.7%；期间费用率9.4%，同比-0.07pcts、环比+0.7pcts。

资本开支：2025前三季度，基础化工行业资本性支出1,653.7亿元，同比-8.3%。截至2025Q3末，在建工程3,529.8亿元，同比-16.4%；固定资产14,786.9亿元，同比+15.8%。

现金流：2025前三季度，基础化工行业经营性现金流净额1,805.2亿元，同比+20.3%。

图10：基础化工板块经营情况：2025 年前三季度，实现营收 17,645.8 亿元，同比+3.0%；实现归母净利润 1,097.5 亿元，同比+6.3%

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	2025前三季度	2025Q3	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025前三季度	2025Q3	2025Q3
营业收入	14977.6	15629.6	20660.9	23739.5	22523.8	23281.1	17860.2	6128.5	4.4%	32.2%	14.9%	-5.1%	3.4%	3.0%	2.2%	0.1%
营业成本	11800.6	12412.4	15879.5	18990.4	18717.4	19434.1	14835.2	5090.4	5.2%	27.9%	19.6%	-1.4%	3.8%	2.7%	1.1%	0.1%
毛利	3177.0	3217.1	4781.4	4749.1	3806.4	3847.1	3025.0	1038.1	1.3%	48.6%	-0.7%	-19.8%	1.1%	4.4%	8.1%	-0.3%
期间费用：	1901.4	1737.4	1866.8	1916.4	2022.3	2149.8	1598.4	573.8	-8.6%	7.5%	2.7%	5.5%	6.3%	1.9%	1.3%	7.6%
其中：销售费用	663.7	451.3	371.6	388.6	415.3	430.5	324.3	111.9	-32.0%	-17.6%	4.6%	6.9%	3.7%	4.0%	5.2%	1.2%
管理费用	643.9	651.5	752.5	812.4	833.2	865.9	628.3	216.1	1.2%	15.5%	7.96%	2.6%	3.9%	1.5%	-0.3%	4.2%
研发费用	332.5	369.5	503.3	578.3	605.2	641.0	487.0	175.8	11.1%	36.2%	14.9%	4.6%	5.9%	4.0%	1.9%	3.5%
财务费用	261.2	265.1	239.4	137.1	168.6	212.3	158.9	70.0	1.5%	-9.7%	-42.7%	23.0%	25.9%	-6.5%	-0.9%	54.5%
归母净利润	504.2	1102.4	2305.6	2178.6	1282.7	1201.7	1104.7	368.9	118.7%	109.1%	-5.5%	-41.1%	-6.3%	6.1%	17.1%	-2.1%
销售毛利率	21.2%	20.6%	23.1%	20.0%	16.9%	16.5%	16.9%	16.9%	-0.63	2.56	-3.14	-3.11	-0.38	0.41	0.91	-0.06
期间费用率	12.7%	11.1%	9.0%	8.1%	9.0%	9.2%	8.9%	9.4%	-1.58	-2.08	-0.96	0.91	0.26	-0.28	-0.08	0.66
其中：销售费用率	4.4%	2.9%	1.8%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	-1.54	-1.09	-0.16	0.21	0.01	-0.03	0.05	0.02
管理费用率	4.3%	4.2%	3.6%	3.4%	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%	-0.13	-0.53	-0.22	0.28	0.02	-0.20	-0.09	0.14
研发费用率	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.7%	2.8%	2.7%	2.9%	0.14	0.07	0.0003	0.25	0.07	-0.03	-0.01	0.10
财务费用率	1.7%	1.7%	1.2%	0.6%	0.7%	0.9%	0.9%	1.1%	-0.05	-0.54	-0.58	0.17	0.16	-0.02	-0.04	0.40
归母净利率	3.4%	7.1%	11.2%	9.2%	5.7%	5.2%	6.2%	6.0%	3.69	4.11	-1.98	-3.48	-0.53	1.02	0.76	-0.13

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：2025 年前三季度，资本性支出 1,653.7 亿元，同比-8.3%；经营性现金流净额 1,805.2 亿元，同比+20.3%

基础化工	当期值 (亿元)							同比变化						
	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025前三季度	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025前三季度	
在建工程	1497.3	1710.6	2162.8	3199.2	3632.0	4011.0	3529.8	14.2%	26.4%	47.9%	13.5%	10.4%	-16.4%	
固定资产	7298.0	7994.1	8848.4	10076.3	12145.2	13588.2	14786.9	9.5%	10.7%	13.9%	20.5%	11.9%	15.8%	
资本性支出	1323.8	1483.9	2090.6	2710.1	2893.9	2456.0	1653.7	12.1%	40.9%	29.6%	6.8%	-15.1%	-8.3%	
经营性现金流净额	1891.2	1922.3	2517.4	2828.0	2287.7	2477.8	1805.2	1.6%	31.0%	12.3%	-19.1%	8.3%	20.3%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、子行业分析：2025 年前三季度，农药、氟化工、胶黏剂及胶带、钾肥等子行业归母净利润同比增速居前，氟化工、钾肥、食品及饲料添加剂、复合肥等子行业盈利能力提升

基础化工子行业营收增速：2025 前三季度，基础化工 29 个子行业中，有 17 个子行业营收同比增长，有 12 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：非金属材料(19.8%)、胶黏剂及胶带、氟化工、民爆制品、改性塑料、钾肥、合成树脂、煤化工、粘胶、轮胎(10.7%)。2025Q3，基础化工 29 个子行业中，有 17 个子行业营收同比增长，有 12 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：钾肥(34.9%)、非金属材料、胶黏剂及胶带、民爆制品、粘胶、煤化工、轮胎、合成树脂、改性塑料、氮肥(8.2%)。

基础化工子行业归母净利润增速：2025 前三季度，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(174%)、氟化工、胶黏剂及胶带、钾肥、煤化工、改性塑料、氯碱、食品及饲料添加剂、涤纶、合成树脂(26.1%)。2025Q3，基础化工 29 个子行业中，有 18 个子行业归母净利润同比增长，有 11 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(255179.1%)、粘胶、胶黏剂及胶带、氟化工、钾肥、煤化工、涤纶、改性塑料、膜材料、氯碱(37.4%)。

图12：基础化工子行业经营情况：2025年前三季度，非金属材料、胶黏剂及胶带、氟化工、民爆制品、改性塑料、钾肥等子行业营收同比增速居前，农药、氟化工、胶黏剂及胶带、钾肥等子行业归母净利润同比增速居前

项目	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2025前三季度	同比增速	2025Q3	同比增速	环比增速	2025前三季度	同比增速	2025Q3	同比增速	环比增速
基础化工子行业										
纯碱	296.3	-16.5%	96.9	-12.9%	-3.9%	9.6	-68.7%	2.6	-63.5%	-30.3%
氯碱	933.7	-0.4%	315.6	-3.5%	0.6%	31.9	30.2%	11.1	37.4%	21.3%
无机盐	258.1	-6.3%	82.5	-7.3%	-9.2%	14.4	-41.6%	3.0	-51.7%	-52.9%
煤化工	1124.7	12.1%	378.5	13.7%	-4.1%	105.4	40.3%	34.8	78.4%	-11.1%
钛白粉	329.1	-4.1%	106.0	-9.2%	2.6%	17.4	-46.3%	2.3	-77.9%	-66.2%
涂料油墨	117.4	-4.2%	39.6	-10.6%	-3.1%	6.8	-10.0%	1.8	-33.6%	-32.4%
民爆制品	534.4	15.9%	192.7	13.8%	-3.4%	35.0	7.1%	12.5	6.8%	-19.6%
纺织化学制品	220.8	-4.5%	73.7	-6.5%	-2.9%	19.2	-2.2%	6.5	9.5%	-13.3%
氟化工	562.4	16.2%	200.0	2.7%	-1.8%	70.0	122.8%	27.2	168.3%	3.8%
聚氨酯	1544.3	-2.4%	569.2	5.3%	11.2%	95.5	-16.9%	31.7	5.0%	-0.1%
食品及饲料添加剂	851.7	3.2%	283.0	-1.2%	-0.7%	128.2	29.6%	40.6	13.9%	5.0%
有机硅	286.9	-17.1%	97.2	-19.3%	5.3%	5.8	-77.1%	3.3	-58.2%	198.3%
胶黏剂及胶带	129.7	16.6%	47.8	21.0%	5.8%	4.1	91.7%	2.0	241.1%	52.7%
涤纶	806.0	0.6%	285.5	-1.4%	-1.6%	13.6	26.9%	3.1	51.5%	-49.3%
粘胶	107.5	11.6%	36.8	13.7%	0.9%	1.2	-17.7%	0.9	1541.3%	193.2%
氨纶	181.1	-11.1%	59.7	-9.9%	2.6%	14.6	-27.5%	4.8	-3.7%	-0.2%
锦纶	195.0	-18.6%	62.4	-15.7%	-6.7%	2.4	-58.5%	0.5	-77.3%	57.2%
改性塑料	973.8	15.7%	353.8	8.6%	10.5%	27.9	33.4%	11.4	47.9%	27.8%
合成树脂	219.4	12.8%	77.1	11.2%	2.0%	20.2	26.1%	6.7	12.5%	-11.0%
膜材料	266.1	2.5%	93.1	3.9%	2.3%	7.1	15.1%	2.4	41.0%	-3.8%
炭黑	163.4	-5.1%	54.7	-5.3%	-0.6%	5.9	-21.3%	1.5	-49.6%	-21.9%
橡胶助剂	51.0	2.9%	17.3	1.8%	4.1%	6.5	4.9%	1.8	2.5%	-31.1%
轮胎	863.0	10.7%	307.3	11.8%	7.4%	63.8	-27.1%	23.4	-22.3%	16.1%
氮肥	579.5	4.8%	196.8	8.2%	-7.3%	26.6	-28.0%	9.2	-4.1%	-21.1%
磷肥及磷化工	937.9	-3.8%	337.1	2.4%	10.7%	76.2	6.4%	33.3	31.5%	36.9%
钾肥	183.7	14.5%	69.2	34.9%	12.2%	66.9	62.2%	28.3	106.9%	33.0%
复合肥	669.0	6.5%	199.9	7.2%	-14.7%	38.4	16.7%	11.7	24.7%	-12.7%
农药	1160.9	6.2%	364.4	5.9%	-14.6%	50.9	174.0%	10.9	255179.1%	-42.3%
非金属材料	166.4	19.8%	58.2	23.3%	-1.3%	13.1	14.8%	3.4	-21.1%	-34.6%

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前三季度，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(55.7%)、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、合成树脂、橡胶助剂、无机盐、农药(20.3%)。2025Q3，基础化工29个子行业中，有15个子行业销售毛利率同比增长，有14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(58.8%)、氟化工、食品及饲料添加剂、民爆制品、纺织化学制品、涂料油墨、合成树脂、纯碱、农药、磷肥及磷化工(20%)。

基础化工子行业归母净利率：2025前三季度，基础化工29个子行业中，有15个子行业归母净利率同比增长，有14个子行业归母净利率同比下降。归母净利率前十名的子行业分别是：钾肥(36.4%)、食品及饲料添加剂、橡胶助剂、氟化工、煤化工、合成树脂、纺织化学制品、磷肥及磷化工、氨纶、非金属材料(7.9%)。2025Q3，基础化工29个子行业中，有17个子行业归母净利率同比增长，有12个子行业归母净利率同比下降。归母净利率前十名的子行业分别是：钾肥(40.9%)、食品及饲料添加剂、氟化工、橡胶助剂、磷肥及磷化工、煤化工、纺织化学制品、合成树脂、氨纶、轮胎(7.6%)。

图13：基础化工子行业盈利能力：2025 年前三季度，氟化工、钾肥、食品及饲料添加剂、复合肥等子行业销售毛利率、归母净利率均实现同比提升

项目	销售毛利率 (pcts)					归母净利率 (pcts)				
	2025前三季度	同比	2025Q3	同比	环比	2025前三季度	同比	2025Q3	同比	环比
基础化工子行业										
纯碱	19.3%	-6.17	20.2%	-2.65	0.44	3.2%	-5.38	2.7%	-3.75	-1.02
氯碱	15.6%	1.84	16.2%	2.60	1.78	3.4%	0.80	3.5%	1.05	0.60
无机盐	20.6%	-4.08	19.3%	-3.76	-3.09	5.6%	-3.37	3.6%	-3.33	-3.35
煤化工	18.5%	1.35	19.2%	4.16	0.51	9.4%	1.89	9.2%	3.34	-0.72
钛白粉	17.1%	-4.46	14.3%	-6.38	-5.03	5.3%	-4.16	2.2%	-6.67	-4.38
涂料油墨	22.1%	0.32	21.8%	-0.15	-0.66	5.8%	-0.37	4.6%	-1.60	-2.01
民爆制品	24.0%	-0.51	24.8%	0.17	-0.13	6.5%	-0.54	6.5%	-0.42	-1.31
纺织化学制品	24.0%	0.71	23.1%	-0.43	-2.25	8.7%	0.20	8.8%	1.28	-1.06
氟化工	25.9%	7.82	26.6%	9.26	0.53	12.5%	5.96	13.6%	8.38	0.74
聚氨酯	13.5%	-1.79	12.9%	-0.47	0.65	6.2%	-1.08	5.6%	-0.02	-0.63
食品及饲料添加剂	27.9%	2.34	25.6%	-0.54	-2.30	15.1%	3.07	14.4%	1.91	0.79
有机硅	13.2%	-7.19	13.4%	-5.26	3.66	2.0%	-5.33	3.4%	-3.14	7.00
胶黏剂及胶带	12.3%	0.26	12.1%	0.76	-0.61	3.2%	1.25	4.1%	2.66	1.26
涤纶	5.7%	0.44	4.9%	0.25	-1.11	1.7%	0.35	1.1%	0.38	-1.01
粘胶	10.6%	-2.13	10.5%	-1.62	-0.98	1.1%	-0.39	2.5%	2.64	1.61
氨纶	14.1%	-1.50	7.7%	1.05	0.64	8.1%	-1.82	8.0%	0.52	-0.22
锦纶	8.9%	-2.41	8.6%	-1.11	1.00	1.2%	-1.17	0.8%	-2.09	0.31
改性塑料	12.3%	0.39	12.1%	1.19	-0.52	2.9%	0.38	3.2%	0.86	0.44
合成树脂	21.4%	1.43	21.4%	1.59	-0.22	9.2%	0.97	8.7%	0.10	-1.26
膜材料	15.9%	1.14	15.6%	1.60	-0.46	2.7%	0.29	2.5%	0.67	-0.16
炭黑	9.9%	-0.01	9.7%	-1.27	0.39	3.6%	-0.75	2.7%	-2.33	-0.72
橡胶助剂	21.0%	-1.14	19.3%	-2.19	-2.69	12.8%	0.24	10.2%	0.07	-5.21
轮胎	18.9%	-4.62	20.0%	-3.54	1.12	7.4%	-3.83	7.6%	-3.34	0.57
氮肥	15.4%	-0.10	15.8%	1.42	-2.62	4.6%	-2.09	4.7%	-0.60	-0.81
磷肥及磷化工	17.7%	1.17	20.0%	2.57	1.69	8.1%	0.78	9.9%	2.19	1.89
钾肥	55.7%	6.73	58.8%	9.33	2.93	36.4%	10.72	40.9%	14.23	6.38
复合肥	15.0%	1.94	15.8%	2.52	0.55	5.7%	0.50	5.8%	0.82	0.13
农药	20.3%	1.63	20.2%	1.89	0.22	4.4%	2.69	3.0%	2.99	-1.43
非金属材料	18.5%	0.54	15.0%	-0.88	-4.87	7.9%	-0.34	5.8%	-3.26	-2.95

数据来源：Wind、开源证券研究所

基础化工子行业资本开支：2025 前三季度末，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：纯碱(77.4%)、钾肥、锦纶、粘胶、氨纶(42.1%)。

(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(41.1%)、涤纶、氮肥、煤化工、民爆制品(24.8%)。(3) 资本性支出：2025 前三季度，有 11 个子行业资本性支出同比增加，有 18 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：无机盐(309%)、磷肥及磷化工、合成树脂、氟化工、氨纶(21.9%)。

基础化工子行业现金流：2025 前三季度，基础化工 29 个子行业中，有 14 个子行业经营性现金流净额同比增加，有 15 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：钾肥(66.3%)、氟化工、氮肥、氨纶、膜材料(27.6%)。

图14：基础化工子行业资本开支及现金流：2025 年前三季度，有机硅、粘胶、煤化工、氯碱等子行业资本性支出同比降幅居前，钾肥、氟化工、氮肥、氨纶等子行业经营性现金流净额同比增速居前

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）	
基础化工子行业	2025前三季度	同比增速	2025前三季度	同比增速	2025前三季度	同比增速	2025前三季度	同比增速
纯碱	81.6	77.4%	409.7	7.1%	34.5	21.4%	35.2	-16.8%
氯碱	278.1	-10.9%	1252.7	4.4%	91.3	-22.7%	94.4	5.4%
无机盐	38.8	5.0%	259.1	5.0%	86.5	309.0%	13.8	0.9%
煤化工	212.8	-46.2%	1200.3	29.9%	99.5	-24.1%	211.6	23.2%
钛白粉	70.7	-2.7%	354.9	-0.5%	20.6	-4.8%	30.5	-16.4%
涂料油墨	9.5	15.7%	77.5	15.3%	8.6	1.2%	5.7	-8.7%
民爆制品	59.1	4.4%	313.6	24.8%	21.9	-19.8%	20.6	2.7%
纺织化学制品	28.8	-23.0%	161.5	1.9%	12.1	-12.0%	69.1	-0.1%
氟化工	166.3	2.6%	434.0	16.6%	77.0	22.6%	75.7	39.2%
聚氨酯	408.3	-43.5%	1596.1	41.1%	245.6	-19.9%	177.7	-10.0%
食品及饲料添加剂	138.9	36.7%	729.3	3.4%	106.8	16.5%	172.8	-92.2%
有机硅	376.4	-4.9%	400.0	11.8%	19.1	-59.8%	48.4	21.4%
胶黏剂及胶带	9.9	-47.6%	61.5	22.1%	9.7	-22.1%	8.9	-11.1%
涤纶	63.0	-48.3%	455.2	37.8%	76.4	-6.1%	43.5	-26.9%
粘胶	26.8	49.0%	145.2	2.8%	5.5	-41.4%	-0.3	8.3%
氨纶	19.4	42.1%	106.4	-4.7%	11.5	21.9%	29.3	34.2%
锦纶	99.6	56.3%	81.2	-8.2%	24.3	-1.9%	10.6	-68.6%
改性塑料	90.9	-30.7%	435.4	21.3%	38.9	-14.0%	46.0	-10.4%
合成树脂	37.8	17.3%	105.1	12.4%	16.5	33.2%	-0.9	26.1%
膜材料	73.9	-5.6%	303.3	8.8%	32.7	-10.5%	7.2	27.6%
炭黑	14.2	-5.9%	74.8	15.0%	9.3	-7.0%	9.0	10.0%
橡胶助剂	7.3	-16.1%	30.1	15.2%	4.3	12.0%	4.7	-20.0%
轮胎	127.8	1.8%	719.4	13.1%	74.9	-20.2%	59.9	-79.5%
氮肥	74.0	-3.1%	715.0	32.1%	70.7	-5.7%	64.3	36.6%
磷肥及磷化工	126.0	5.8%	734.4	2.7%	57.4	52.9%	86.7	-17.1%
钾肥	93.2	59.1%	154.2	0.4%	28.8	19.3%	117.2	66.3%
复合肥	79.8	27.1%	290.3	5.7%	42.2	1.3%	29.2	4.1%
农药	187.6	-17.6%	728.3	18.9%	78.6	-14.1%	91.1	-27.0%
非金属材料	25.3	-23.7%	130.2	12.2%	12.6	-9.5%	10.7	-2.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、石油石化：2025 年前三季度资本性开支同比延续下降，炼油化工、油田服务子行业归母净利润同比增长

我们选取石油石化板块 45 家沪深两市 A 股上市公司（剔除 ST*、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：2025 年前三季度营收、归母净利润同比下降，2025Q3 营收、归母净利润环比改善

经营情况：2025 前三季度，石油石化行业实现营收 56,181.1 亿元，同比-7.1%；实现归母净利润 2,746.5 亿元，同比-11.1%。2025Q3，实现营收 18,761.2 亿元，同比-4.6%、环比+3.5%；实现归母净利润 883.9 亿元，同比-2.9%、环比+6.9%。

盈利能力：2025 前三季度，石油石化行业销售毛利率 19.0%，同比-0.1pcts；归母净利率 4.9%，同比+0.19pcts。2025Q3，销售毛利率 19.3%，同比+0.83pcts、环比+0.75pcts；归母净利率 4.7%，同比+0.08pcts、环比+0.15pcts。

期间费用：2025 前三季度，石油石化行业期间费用 2,812.6 亿元，同比-1.5%；期间费用率 5.0%，同比-0.001pcts。2025Q3，期间费用 965.2 亿元，同比-2.9%、环比+6.3%，期间费用率 5.1%，同比+0.09pcts、环比+0.1pcts。

资本开支：2025 前三季度，石油石化行业资本性支出 4,108.8 亿元，同比-6.9%。截至 2025Q3 末，在建工程 7,131.1 亿元，同比+21.7%；固定资产 20,264 亿元，同比+6.6%。

现金流：2025 前三季度，石油石化行业经营性现金流净额 6,980.9 亿元，同比+1.1%。

图15：石油石化板块经营情况：2025 年前三季度，实现营收 56,181.1 亿元，同比-7.1%；实现归母净利润 2,746.5 亿元，同比-11.1%（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	2025前三季度	2025Q3	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025前三季度	2025Q3	
营业收入	65496.5	50469.5	67265.5	83578.5	81611.6	79345.2	56181.1	18761.2	-22.9%	33.3%	24.3%	-2.4%	-2.8%	-7.1%	-4.6%	3.5%
营业成本	53496.4	40757.3	53618.9	67905.5	65800.3	64180.8	45498.2	15143.6	-23.8%	31.6%	26.6%	-3.1%	-2.5%	-7.3%	-5.6%	2.6%
毛利	12000.1	9712.2	13646.6	15673.0	15811.3	15164.4	10682.8	3617.7	-19.1%	40.5%	14.8%	0.9%	-4.1%	-6.2%	-0.3%	7.7%
期间费用：	3834.6	3793.1	3667.0	3728.0	3956.6	3973.1	2812.6	965.2	-1.1%	-3.3%	1.7%	6.1%	0.4%	-1.5%	-2.9%	6.3%
其中：销售费用	1466.7	1423.2	1354.8	1342.5	1390.0	1321.0	933.3	326.3	-3.0%	-4.8%	-0.9%	3.5%	-5.0%	-3.9%	-3.6%	7.3%
管理费用	1476.4	1461.5	1398.4	1352.8	1437.9	1529.8	1098.7	378.9	-1.0%	-4.3%	-3.26%	6.3%	6.4%	2.1%	-0.8%	4.0%
研发费用	352.9	376.3	450.6	520.5	583.1	604.6	393.0	135.1	6.6%	19.8%	15.5%	12.0%	3.7%	-0.7%	-1.6%	10.3%
财务费用	538.6	532.1	463.2	512.2	545.6	517.7	387.6	124.9	-1.2%	-13.0%	10.6%	6.5%	-5.1%	-5.7%	-8.0%	6.8%
归母净利润	1986.0	1102.2	2911.1	3802.3	3703.8	3725.5	2746.5	883.9	-44.5%	164.1%	30.6%	-2.6%	0.6%	-11.1%	-2.9%	6.9%
销售毛利率	18.3%	19.2%	20.3%	18.8%	19.4%	19.1%	19.0%	19.3%	0.92	1.04	-1.54	0.62	-0.26	-0.10	0.83	0.75
期间费用率	5.9%	7.5%	5.5%	4.5%	4.8%	5.0%	5.0%	5.1%	1.66	-2.06	-0.99	0.39	0.16	-0.001	0.09	0.13
其中：销售费用率	2.2%	2.8%	2.0%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	0.58	-0.81	-0.41	0.10	-0.04	-0.004	0.02	0.06
管理费用率	2.3%	2.9%	2.1%	1.6%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	0.64	-0.82	-0.46	0.14	0.17	0.03	0.08	0.01
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	-0.06	0.02	0.04
财务费用率	0.8%	1.1%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.23	-0.37	-0.08	0.06	-0.02	0.04	-0.02	0.02
归母净利率	3.0%	2.2%	4.3%	4.5%	4.5%	4.7%	4.9%	4.7%	-0.85	2.14	0.22	-0.01	0.16	0.19	0.08	0.15

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 年前三季度，资本性支出 4,108.8 亿元，同比-6.9%；经营性现金流净额 6,980.9 亿元，同比+1.1%（包括中国石油、中国石化）

石油石化	当期值（亿元）							同比变化						
	2019Y	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025前三季度	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025前三季度	
在建工程	5209.5	4922.5	5975.5	5822.6	5305.7	7354.0	7131.1	-5.5%	21.4%	-2.6%	-8.9%	38.6%	21.72%	
固定资产	17191.7	14611.9	15430.4	17371.0	19215.3	19951.0	20264.0	-15.0%	5.6%	12.6%	10.6%	3.8%	6.6%	
资本性支出	6588.3	5930.7	6525.1	6463.8	7203.1	6738.8	4108.8	-10.0%	10.0%	-0.9%	11.4%	-6.4%	-6.9%	
经营性现金流净额	6884.8	6535.1	8248.8	7948.8	9484.3	8948.2	6980.9	-5.1%	26.2%	-3.6%	19.3%	-5.7%	1.1%	

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 前三季度，石油石化行业实现营收 13,354.1 亿元，同比-6.4%；实现归母净利润 183.9 亿元，同比-10.5%。2025Q3，实现营收 4,525.8 亿元，同比-4.5%、环比+2.6%；实现归母净利润 376 亿元，同比-2.5%、环比+1.0%。

盈利能力：2025 前三季度，石油石化行业销售毛利率 20.9%，同比+1.25pcts；归母净利率 8.9%，同比+0.67pcts。2025Q3，销售毛利率 20.4%，同比+1.21pcts、环比-0.18pcts；归母净利率 8.3%，同比+0.17pcts、环比-0.13pcts。

期间费用：2025 前三季度，石油石化行业期间费用 593.6 亿元，同比-6%；期间费用率 4.4%，同比-0.12pcts。2025Q3，期间费用 212.2 亿元，同比-1%、环比+14.1%，期间费用率 4.7%，同比+0.16pcts、环比+0.5pcts。

资本开支:2025 前三季度,石油石化行业资本性支出 1,450.2 亿元,同比-12.6%。截至 2025Q3 末,在建工程 3,139.8 亿元,同比+76.3%;固定资产 7,949.3 亿元,同比+4.5%。

现金流:2025 前三季度,石油石化行业经营性现金流净额 2,402.1 亿元,同比-4.0%。

图17: 石油石化板块经营情况: 2025 年前三季度, 实现营收 13,354.1 亿元, 同比-6.4%; 实现归母净利润 1,183.9 亿元, 同比-10.5% (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	2025前三季度	2025Q3	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025前三季度	2025Q3	
营业收入	10666.5	10071.3	13713.1	18005.1	19379.3	19219.7	13354.1	4525.8	-5.6%	36.2%	31.3%	7.6%	-0.8%	-6.4%	-4.5%	2.6%
营业成本	8583.8	8310.1	10738.3	14432.5	15679.9	15439.2	10560.0	3604.3	-3.2%	29.2%	34.4%	8.6%	-1.5%	-6.9%	-5.9%	2.8%
毛利	2082.6	1761.2	2974.8	3572.6	3699.5	3780.5	2794.1	921.5	-15.4%	68.9%	20.1%	3.6%	2.2%	-4.6%	1.6%	1.7%
期间费用:	591.2	621.5	690.1	757.7	855.9	876.9	593.6	212.2	5.1%	11.0%	9.8%	13.0%	2.5%	-6.0%	-1.0%	14.1%
其中:销售费用	90.4	64.1	62.9	73.3	75.7	74.9	55.4	18.6	-29.1%	-1.8%	16.4%	3.3%	-1.1%	0.4%	-2.9%	6.1%
管理费用	237.7	245.4	256.0	275.5	291.1	299.3	203.0	70.6	3.2%	4.3%	7.62%	5.6%	2.8%	-1.2%	-0.4%	6.3%
研发费用	102.3	118.0	168.5	192.6	223.8	222.3	149.4	52.3	15.3%	42.9%	14.3%	16.2%	-0.7%	-3.2%	-0.5%	2.4%
财务费用	160.8	194.0	202.7	216.3	265.3	280.4	185.8	70.7	20.7%	4.5%	6.7%	22.7%	5.7%	-14.1%	-1.3%	38.9%
归母净利润	953.3	582.9	1277.4	1645.5	1487.7	1575.6	1183.9	376.0	-38.9%	119.1%	28.8%	-9.6%	5.9%	-10.5%	-2.5%	1.0%
销售毛利率	19.5%	17.5%	21.7%	19.8%	19.1%	19.7%	20.9%	20.4%	-2.04	4.21	-185	-0.75	0.58	1.25	1.21	-0.18
期间费用率	5.5%	6.2%	5.0%	4.2%	4.4%	4.6%	4.4%	4.7%	0.63	-1.14	-0.82	0.21	0.15	-0.12	0.16	0.48
其中:销售费用率	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	-0.21	-0.18	-0.05	-0.02	-0.001	0.02	0.01	0.01
管理费用率	2.2%	2.4%	1.9%	1.5%	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	0.21	-0.57	-0.34	-0.03	0.06	-0.04	0.06	0.06
研发费用率	1.0%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	0.21	0.06	-0.16	0.08	0.002	-0.04	0.05	-0.002
财务费用率	1.5%	1.9%	1.5%	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.6%	0.42	-0.45	-0.28	0.17	0.09	-0.07	0.05	0.41
归母净利率	8.9%	5.8%	9.3%	9.1%	7.7%	8.2%	8.9%	8.3%	-3.15	3.53	-0.18	-1.46	0.52	0.67	0.17	-0.13

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 年前三季度, 资本性支出 1,450.2 亿元, 同比-12.6%; 经营性现金流净额 2,402.1 亿元, 同比-4.0% (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	2025前三季度	2020Y	2021Y	2022Y	2023Y	2024Y	2025前三季度	
在建工程	994.7	1452.7	2179.4	1893.3	1528.9	3116.9	3139.8	46.0%	50.0%	-13.1%	-19.3%	103.9%	76.3%	
固定资产	3933.3	4559.2	5252.7	6433.2	7623.9	7975.9	7949.3	15.9%	15.2%	22.5%	18.5%	4.6%	4.5%	
资本性支出	1909.2	2051.6	2420.3	2301.0	2663.0	2320.3	1450.2	7.5%	18.0%	-4.9%	15.7%	-12.9%	-12.6%	
经营性现金流净额	1754.5	1674.1	2582.3	2848.4	3303.6	3389.3	2402.1	-4.6%	54.2%	10.3%	16.0%	2.6%	-4.0%	

数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、子行业分析: 2025 年前三季度, 油气及炼化工程、油田服务子行业营收同比增长, 多数子行业资本性开支同比下降

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 前三季度, 营收同比增速排名为: 油气及炼化工程(4.2%)、油田服务、油气开采、其他、炼油化工、油品石化贸易(-14.6%)。2025Q3, 营收同比增速排名为: 油气及炼化工程(6.6%)、油气开采、油田服务、炼油化工、其他、油品石化贸易(-22.8%)。

石油石化子行业归母净利润增速:2025 前三季度, 归母净利润同比增速排名为: 炼油化工(51.5%)、油田服务、油气及炼化工程、油气开采、其他、油品石化贸易(-37%)。2025Q3, 归母净利润同比增速排名为: 炼油化工(183.6%)、其他、油田服务、油气及炼化工程、油气开采、油品石化贸易(-51.9%)。

图19：石油石化子行业经营情况：2025年前三季度，油气及炼化工程、油田服务子行业营收同比增长，炼油化工、油田服务子行业归母净利润同比增长（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）				
	2025前三季度	同比增速	2025Q3	同比增速	环比增速	2025前三季度	同比增速	2025Q3	同比增速	环比增速
石油石化子行业	3156.5	-4.3%	1058.7	5.4%	4.0%	1023.2	-12.6%	325.1	-12.3%	-1.6%
油气开采	3156.5	-4.3%	1058.7	5.4%	4.0%	1023.2	-12.6%	325.1	-12.3%	-1.6%
油田服务	1279.8	1.4%	423.9	-0.9%	-7.3%	71.6	10.6%	25.9	7.6%	-2.3%
油气及炼化工程	794.1	4.2%	291.0	6.6%	8.4%	22.0	-8.4%	5.6	-2.4%	-33.9%
油品石化贸易	298.9	-14.6%	92.7	-22.8%	-0.1%	14.7	-37.0%	3.3	-51.9%	11.1%
炼油化工	6523.4	-9.2%	2219.8	-7.9%	5.0%	44.9	51.5%	16.5	183.6%	699.2%
其他	1301.5	-7.8%	439.6	-12.3%	-4.7%	7.4	-20.9%	-0.3	83.4%	-116.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：石油石化子行业盈利能力：2025年前三季度，炼油化工、油田服务等子行业销售毛利率同比提升

项目	销售毛利率（pcts）					归母净利率（pcts）				
	2025前三季度	同比	2025Q3	同比	环比	2025前三季度	同比	2025Q3	同比	环比
石油石化子行业	52.2%	-2.21	49.7%	-6.21	-2.38	32.4%	-3.10	30.7%	-6.17	-1.74
油气开采	52.2%	-2.21	49.7%	-6.21	-2.38	32.4%	-3.10	30.7%	-6.17	-1.74
油田服务	14.0%	0.82	14.9%	1.11	0.53	5.6%	0.46	6.1%	0.48	0.31
油气及炼化工程	9.7%	-0.49	8.7%	-1.67	-2.12	2.8%	-0.38	1.9%	-0.18	-1.24
油品石化贸易	16.7%	0.34	16.3%	1.73	2.67	4.9%	-1.75	3.5%	-2.14	0.35
炼油化工	11.8%	1.41	12.3%	3.36	0.69	0.7%	0.28	0.7%	1.56	0.64
其他	5.3%	-0.68	4.1%	-0.78	-0.80	0.6%	-0.09	-0.1%	0.32	-0.52

数据来源：Wind、开源证券研究所

石油石化子行业资本开支：2025前三季度末，石油石化6个子行业中，**(1) 在建工程：**有2个子行业在建工程同比增加，有4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(2894.2%)、油田服务、其他、油气及炼化工程、炼油化工(-9.5%)。**(2) 固定资产：**有5个子行业固定资产同比增加，有1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(7.5%)、炼油化工、其他、油气开采、油气及炼化工程(0.6%)。**(3) 资本性支出：**2025前三季度，有1个子行业资本性支出同比增加，有5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(10.7%)、油气开采、油田服务、油品石化贸易、油气及炼化工程(-22.3%)。

石油石化子行业现金流：2025前三季度，石油石化6个子行业中，有3个子行业经营性现金流净额同比增加，有3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：油气及炼化工程(65.7%)、炼油化工、油田服务、油品石化贸易、油气开采(-6.1%)。

图21：石油石化子行业资本开支及现金流：2025年前三季度，炼油化工、油气及炼化工程、油品石化贸易、油田服务等子行业资本性支出同比下降（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）	
	2025前三季度	同比增速	2025前三季度	同比增速	2025前三季度	同比增速	2025前三季度	同比增速
石油石化子行业	1556.0	2894.2%	118.4	1.0%	785.7	-8.3%	1727.3	-6.1%
油气开采	1556.0	2894.2%	118.4	1.0%	785.7	-8.3%	1727.3	-6.1%
油田服务	67.4	22.4%	783.6	-1.4%	74.3	-12.8%	63.1	6.1%
油气及炼化工程	20.8	-6.0%	185.2	0.6%	12.2	-22.3%	-12.5	65.7%
油品石化贸易	50.6	-26.8%	292.0	7.5%	12.3	-18.8%	45.7	-0.4%
炼油化工	1239.4	-9.5%	5752.8	5.5%	430.4	-23.8%	550.8	8.0%
其他	205.6	-3.9%	817.3	4.0%	135.2	10.7%	27.8	-67.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、重点龙头公司跟踪：2025 年前三季度，三美股份、亚钾国际、巨化股份等归母净利润同比大幅增长，多数公司资本性开支同比下降

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22：化工龙头白马经营情况：2025 年前三季度，亚钾国际、三美股份、金发科技、昊华科技等营收同比增速居前，三美股份、亚钾国际、巨化股份等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）				
	2025前三季度	同比增速	2025Q3	同比增速	环比增速	2025前三季度	同比增速	2025Q3	同比增速	环比增速
万华化学	1,442.3	-2.3%	533.2	5.5%	11.5%	91.6	-17.5%	30.3	4.0%	-0.2%
盐湖股份	111.1	6.3%	43.3	34.8%	18.3%	45.0	43.3%	19.9	114.0%	45.0%
恒力石化	1,573.8	-11.5%	535.0	-18.0%	14.2%	50.2	-1.6%	19.7	81.5%	97.4%
荣盛石化	2,278.1	-7.1%	791.9	-5.7%	7.5%	8.9	1.3%	2.9	1427.9%	1992.9%
巨化股份	203.9	13.9%	70.6	21.2%	-6.2%	32.5	160.2%	12.0	186.5%	-3.6%
新和成	166.4	5.5%	55.4	-6.7%	-2.1%	53.2	33.4%	17.2	-3.8%	-0.3%
合盛硅业	152.1	-25.4%	54.3	-23.5%	19.4%	-3.2	-122.1%	0.8	-84.1%	111.5%
华鲁恒升	235.5	-6.5%	77.9	-5.1%	-2.5%	23.7	-22.1%	8.1	-2.4%	-6.6%
龙佰集团	194.4	-6.9%	61.0	-13.7%	-2.7%	16.7	-34.7%	2.9	-65.7%	-58.6%
华峰化学	181.1	-11.1%	59.7	-9.9%	2.6%	14.6	-27.5%	4.8	-3.7%	-0.2%
昊华科技	123.0	20.5%	45.4	22.3%	-1.4%	12.3	44.6%	5.9	84.3%	27.7%
亚钾国际	38.7	55.8%	13.4	71.4%	2.7%	13.6	163.0%	5.1	104.7%	8.0%
桐昆股份	674.0	-11.4%	232.4	-16.5%	-6.1%	15.5	53.8%	4.5	872.1%	-6.9%
三美股份	44.3	45.7%	16.0	60.3%	-0.9%	15.9	183.7%	6.0	236.6%	0.4%
兴发集团	237.8	7.8%	91.6	6.0%	23.9%	13.2	0.3%	5.9	16.2%	42.1%
蓝晓科技	19.3	2.2%	6.9	14.9%	2.3%	6.5	9.3%	2.1	7.7%	-17.6%
扬农化工	91.6	14.2%	29.2	26.1%	-2.3%	10.6	2.9%	2.5	-5.0%	-32.7%
博源化工	86.6	-16.5%	27.4	-17.0%	-10.1%	10.6	-41.1%	3.2	-46.4%	-20.9%
新凤鸣	515.4	4.8%	180.5	0.7%	-4.7%	8.7	16.6%	1.6	13.4%	-60.4%
圣泉集团	80.7	12.9%	27.2	7.8%	-5.9%	7.6	30.8%	2.6	3.7%	-12.1%
东方盛虹	921.6	-14.9%	312.5	-11.9%	2.1%	1.3	108.9%	-2.6	85.0%	-676.4%
卫星化学	347.7	7.7%	113.1	-12.2%	1.6%	37.6	1.7%	10.1	-38.2%	-13.9%
云天化	376.0	-19.5%	126.1	-14.4%	5.2%	47.3	6.9%	19.7	24.3%	33.7%
金发科技	496.2	22.6%	179.8	5.0%	12.6%	10.6	55.9%	4.8	58.0%	41.5%
君正集团	186.9	1.6%	60.3	-10.4%	-6.6%	28.0	24.9%	8.8	21.0%	-3.8%
梅花生物	182.2	-2.5%	59.3	-1.7%	-1.3%	30.3	51.6%	12.6	141.1%	67.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：化工龙头白马盈利能力：2025 年前三季度，三美股份、巨化股份、亚钾国际、盐湖股份等销售毛利率、销售净利率均同比增长

证券简称	销售毛利率 (pcts)					销售净利率 (pcts)				
	2025前三季度	同比	2025Q3	同比	环比	2025前三季度	同比	2025Q3	同比	环比
万华化学	13.44%	-1.94	12.77%	-0.63	0.60	6.99%	-1.34	6.32%	-0.26	-0.65
盐湖股份	59.18%	4.72	62.27%	6.09	1.86	43.53%	11.01	49.11%	16.81	9.54
恒力石化	13.46%	3.10	16.36%	8.58	2.72	3.19%	0.32	3.69%	2.02	1.55
荣盛石化	12.91%	0.74	12.19%	0.48	-0.43	1.15%	0.42	1.21%	1.06	0.62
巨化股份	28.86%	11.91	29.12%	11.73	0.17	17.77%	10.00	19.08%	11.07	0.78
新和成	45.55%	6.01	44.86%	1.30	-0.26	32.17%	6.77	31.27%	1.09	0.64
合盛硅业	8.19%	-13.82	8.67%	-10.94	8.44	-2.24%	-9.22	1.36%	-5.25	16.03
华鲁恒升	18.38%	-1.63	19.14%	1.58	-0.49	11.12%	-1.90	11.40%	0.52	-0.59
龙佰集团	22.29%	-4.65	19.39%	-6.41	-5.13	8.66%	-3.59	4.67%	-7.24	-6.52
华峰化学	14.09%	-1.50	14.74%	1.05	0.64	8.12%	-1.79	8.07%	0.54	-0.23
昊华科技	25.18%	2.46	28.00%	7.69	3.89	11.09%	2.36	14.07%	6.36	2.96
亚钾国际	58.91%	9.79	61.55%	12.29	0.92	35.21%	15.26	37.81%	7.14	1.81
桐昆股份	5.81%	0.67	4.01%	0.68	-2.00	2.32%	0.98	1.97%	2.16	-0.02
三美股份	50.73%	22.45	52.90%	21.83	1.30	35.67%	17.28	36.94%	19.38	0.39
兴发集团	16.78%	-1.18	17.32%	-1.54	-2.56	17%	0.15	7.41%	1.40	1.27
蓝晓科技	52.81%	4.15	55.62%	4.42	3.96	34.00%	2.16	30.42%	-1.84	-7.33
扬农化工	22.35%	-1.67	19.61%	-3.90	-2.94	11.53%	-1.27	8.54%	-2.80	-3.86
博源化工	31.81%	-10.82	31.85%	-7.09	-2.67	17.91%	-8.08	17.27%	-8.39	-1.93
新凤鸣	5.91%	0.30	4.96%	0.04	-1.39	1.69%	0.17	0.89%	0.10	-1.24
圣泉集团	24.86%	1.71	24.95%	1.81	-0.45	9.69%	1.38	9.58%	-0.54	-0.97
东方盛虹	9.92%	1.33	9.48%	5.07	-0.91	0.12%	1.45	-0.89%	4.04	-1.02
卫星化学	20.71%	-1.39	21.00%	-2.62	1.68	10.80%	-0.63	8.95%	-3.75	-1.61
云天化	20.85%	3.86	24.21%	6.40	2.95	13.61%	2.70	16.48%	5.10	2.76
金发科技	11.98%	-0.24	11.44%	0.65	-1.05	1.28%	0.49	1.85%	1.44	0.93
君正集团	22.47%	2.65	21.75%	4.50	-0.25	15.14%	2.66	14.83%	3.90	0.66
梅花生物	21.26%	2.36	17.29%	-0.36	-4.42	16.61%	5.93	21.18%	12.55	8.72

数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：化工龙头白马资本开支及现金流：2025 年前三季度，合盛硅业、君正集团、蓝晓科技、恒力石化等资本性支出同比下降，三美股份、巨化股份、东方盛虹等经营性现金流净额同比增长

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）	
	2025前三季度	同比增速	2025前三季度	同比增速	2025前三季度	同比增速	2025前三季度	同比增速
万华化学	381.7	-45.3%	1,517.6	43.6%	237.5	-20.2%	170.2	-11.8%
盐湖股份	40.3	195.8%	77.8	-7.8%	13.1	92.6%	88.6	119.7%
恒力石化	337.0	-25.3%	1,462.9	3.4%	63.3	-63.3%	201.3	0.1%
荣盛石化	605.1	4.5%	2,249.4	5.9%	241.9	-1.2%	236.5	19.9%
巨化股份	49.7	130.7%	112.1	-3.8%	30.7	92.4%	36.3	353.5%
新和成	6.5	4.5%	206.7	-6.7%	14.6	33.0%	56.4	23.3%
合盛硅业	357.4	-4.8%	312.9	11.9%	9.3	-75.1%	37.3	104.9%
华鲁恒升	23.6	-46.3%	331.4	14.3%	26.9	-25.1%	33.0	-15.2%
龙佰集团	45.3	25.5%	235.1	-6.7%	13.6	8.4%	25.4	-2.1%
华峰化学	19.4	42.1%	106.4	-4.7%	11.5	21.9%	29.3	198.7%
昊华科技	21.1	-50.1%	108.7	41.1%	11.5	-24.9%	7.9	106.6%
亚钾国际	49.2	21.4%	53.8	19.4%	14.0	-14.4%	14.1	96.7%
桐昆股份	66.4	49.5%	465.9	-2.9%	91.1	19.4%	19.6	-63.6%
三美股份	16.1	216.4%	12.0	9.4%	9.7	135.9%	15.6	393.2%
兴发集团	31.8	-32.4%	302.6	9.6%	16.1	46.6%	6.4	-17.0%
蓝晓科技	3.7	9.8%	7.4	14.6%	0.5	-66.3%	5.4	20.5%
扬农化工	13.4	-36.1%	57.8	39.8%	5.3	-49.4%	21.3	-31.5%
博源化工	46.8	308.5%	182.3	-3.0%	18.5	82.4%	29.7	-0.8%
新凤鸣	51.2	-29.1%	296.8	24.3%	62.6	21.8%	13.3	-67.4%
圣泉集团	20.5	43.9%	48.2	3.8%	5.8	211.2%	-3.3	-22.4%
东方盛虹	135.7	-44.4%	1,400.9	12.2%	66.9	-35.0%	117.9	251.5%
卫星化学	37.0	5.6%	256.3	-2.6%	8.7	-58.8%	66.2	16.3%
云天化	33.0	43.4%	196.9	-7.0%	15.5	120.2%	78.5	4.6%
金发科技	28.4 -61.2%		254.5	20.0%	16.2	-5.6%	23.2	58.2%
君正集团	11.9	-24.7%	203.1	-5.9%	7.1	-69.4%	39.1	201.7%
梅花生物	16.0	34.2%	113.3	6.4%	15.2	6.9%	47.1	15.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、盈利预测及投资建议

我们认为，在“反内卷”政策推动下，化工行业供需格局持续向好，行业企业盈利向好修复，同时行业估值有望抬升，化工行业有望迎来业绩、估值双重提升。

【推荐标的】万华化学、盐湖股份、恒力石化、荣盛石化、巨化股份、新和成、合盛硅业、华鲁恒升、龙佰集团、华峰化学、昊华科技、亚钾国际、桐昆股份、三美股份、兴发集团、蓝晓科技、扬农化工、博源化工、新凤鸣、圣泉集团等。

【受益标的】云天化、金发科技、君正集团、梅花生物等。

表1：相关标的盈利预测与估值

证券简称	收盘价（元/股）		总市值（亿元）		归母净利润增速（%）			PE（倍）		评级
	2025年11月4日	2025年11月4日	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	评级	
万华化学	61.6	1,928.4	-22.5	-3.4	28.3	17.2	15.3	11.9	买入	
盐湖股份	23.9	1,263.1	-41.1	12.5	10.0	19.2	24.1	21.9	买入	
恒力石化	17.6	1,237.5	2.0	8.4	30.5	15.3	16.2	12.4	买入	
荣盛石化	10.0	999.9	-37.4	138.9	128.7	126.5	57.8	25.3	买入	

证券简称	收盘价(元/股)	总市值(亿元)	归母净利润增速(%)			PE(倍)		评级	
	2025年11月4日	2025年11月4日	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
巨化股份	33.2	895.0	107.7	161.7	42.1	33.2	17.5	12.3	买入
新和成	24.2	745.0	117.0	14.0	12.2	11.5	11.1	9.9	买入
合盛硅业	48.3	570.5	-33.6	-64.9	274.1	37.7	93.4	25.0	买入
华鲁恒升	24.7	525.1	9.1	-11.1	31.3	11.8	15.1	11.5	买入
龙佰集团	17.5	417.6	-32.8	-3.7	34.9	19.4	20.0	14.8	买入
华峰化学	8.9	442.2	-10.4	-13.5	41.0	18.3	23.0	16.3	买入
昊华科技	30.7	396.2	-10.9	42.6	25.0	30.4	26.4	21.1	买入
亚钾国际	40.7	376.1	-23.0	91.7	32.2	19.7	20.6	15.6	买入
桐昆股份	14.1	339.6	50.8	111.4	43.6	23.7	13.4	9.3	买入
三美股份	53.1	324.2	178.4	203.5	42.4	30.1	13.7	9.6	买入
兴发集团	27.5	303.5	14.3	13.5	28.1	14.9	16.7	13.0	买入
蓝晓科技	53.8	272.9	9.8	15.1	19.3	30.9	30.1	25.2	买入
扬农化工	62.5	253.2	-23.2	5.2	26.5	19.6	20.0	15.8	买入
博源化工	6.5	239.9	28.5	-22.2	34.9	11.5	17.0	12.6	买入
新凤鸣	15.3	232.5	1.3	46.2	27.3	15.4	14.4	11.3	买入
圣泉集团	26.7	225.9	9.9	23.9	28.9	23.0	21.0	16.3	买入
东方盛虹	9.1	603.6	-420.3	扭亏	82.8	-23.6	64.7	35.4	未评级
卫星化学	17.4	585.8	26.8	-2.9	25.0	10.4	9.9	7.9	未评级
云天化	29.3	534.1	17.9	6.9	4.2	7.7	9.4	9.0	未评级
金发科技	19.1	502.5	160.4	74.2	33.1	27.6	35.0	26.3	未评级
君正集团	5.2	438.8	3.0	29.1	10.7	15.8	12.1	11.0	未评级
梅花生物	11.4	320.8	-13.8	19.6	6.7	10.4	9.8	9.2	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：昊华科技及“未评级”标的盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测，其余均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R3（中风险），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C3、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C3、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年三季报，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4.35%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集团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。根据盐湖股份2025年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份5.03%的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份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，开源证券不对其实内容负责。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形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