

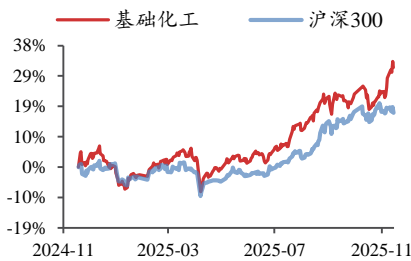
基础化工

2025 年 11 月 18 日

投资评级：看好（维持）

——行业投资策略

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《有机硅、聚酯、己内酰胺反内卷持续推进，硫磷、电新材料产业链价格延续上涨—行业周报》-2025.11.16

《终端磷酸铁锂需求向好，多数磷化工产品价格上涨—行业周报》-2025.11.9

《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》-2025.11.5

“反内卷”为盾，需求为矛，化工有望迎来新一轮景气周期

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

● **化工资本开支接近尾声，供需格局修复，“反内卷”推动下修复进度或加快**
供给端，据 Wind 数据，截至 2025 年 H1，基础化工板块上市公司在建工程共计 3,504 亿元，同比下降 10%；2025 年 1-8 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维的固定资产投资完成额累计同比分别-5.2%、+9.3%，较 2021-2022 年明显下行。行业资本开支及产能投放周期接近尾声，行业供给格局已在缓慢修复。需求端，2025 年《政府工作报告》提出，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。2023 年中国化工品销售额约 2.24 万亿欧元，占全球化工品销售总额的 43.1%，位居全球第一。在外部诸多不利因素影响下，我国出口韧性十足。据 Wind 数据，2025 年 9 月我国出口金额 3,286 亿美元，同比增长 8%。综上，化工资本开支接近尾声，供需格局修复，“反内卷”推动下修复进度或加快。

● 化工行业在“反内卷”推动下有望迎来业绩、估值双重抬升

根据我们统计，截至 2025 年 10 月 24 日，主要化工品价格价差位于 2020 年以来较低水平，但制冷剂产品价格、价差位于景气高位。制冷剂行业在 2024 年正式进入配额制，2024 年制冷剂行业平均动态 PE、PB 均值分别为 44.23、3.59 倍。截至 2025 年 10 月 17 日，基础化工板块 PE、PB 估值分别为 28.10、2.05 倍。未来在“反内卷”政策推动下，行业供需格局持续向好，行业企业盈利向好修复，同时行业估值有望持续抬升，化工行业有望迎来业绩、估值双重抬升。

● “反内卷”为盾，需求为矛，化工有望迎来新一轮景气周期

化工中部分行业已逐步落实“反内卷”措施，有望给其他子行业提供可借鉴的“反内卷”发展思路。我们认为在“反内卷”浪潮席卷而来的当下，新一轮供给侧改革呼之欲出，化工行业供需格局有望进一步优化，其中化工行业龙头企业有望凭借更加规范的管理体系、更好的能耗控制水平获得更多市场份额，这是化工行业整体的重大拐点。建议关注以下方向：①**建议首先增配产品丰富、体量大的龙头公司**：石化（恒力石化、万华化学）、煤化工（华鲁恒升、鲁西化工）、其他白马（新和成、龙佰集团、赛轮轮胎）；②**优先关注在反内卷走在前列且周期拐点率先到来的子行业（涨价）**：涤纶长丝+PTA（新凤鸣、桐昆股份、三房巷）、氨纶（华峰化学、新乡化纤）、制冷剂（巨化股份、三美股份）、粘胶短纤（三友化工）、磷化工（云天控股、兴发集团）、钾肥（盐湖股份、亚钾国际）、民爆（雅化集团）、铬盐（振华股份）等；③**潜在去产能空间较大的行业**：农药（扬农化工）、纯碱（博源化工、中盐化工）、乙二醇（万凯新材）、工业硅/有机硅（合盛硅业）、氯碱（嘉化能源、氯碱化工）、PC（维远股份）；④**自主可控以及未来成长空间较大的新材料**：光刻胶、rPET、固态电池、生物柴油。

● **风险提示**：政策执行不及预期，宏观经济下滑超预期，需求下滑超预期；其他风险详见倒数第 2 页标注 1、2。

目 录

1、 化工行业竞争加剧，企业盈利承压，“反内卷”势在必行	6
1.1、 供给端：行业供给格局已在缓慢修复，“反内卷”推动下修复进度或加快	6
1.2、 需求端： 国内持续提振内需，贸易冲突背景下中国化工品出口韧性十足	7
1.3、 成本端：2025 年以来，油煤价格震荡下行，成本端支撑减弱	9
1.4、 化工周期复盘：化工行业底部位置确认，“反内卷”政策有望助力供给改善	10
1.5、 对标制冷剂行业，化工行业在“反内卷”推动下有望迎来业绩、估值双重抬升	11
1.6、 “反内卷”持续发酵，多行业纷纷响应	12
1.7、 “反内卷”为盾，需求为矛，化工有望迎来新一轮景气周期	14
2、 白马龙头：产品丰富、能耗控制较好的龙头公司，有望率先受益于“反内卷”	15
2.1、 石化：落后产能退出并行与高端材料自给率提高，行业景气拐点可期	15
2.2、 万华化学：MDI 价差低位，看好公司向全球化工巨头持续迈进	17
2.3、 华鲁恒升：主要化工产品景气度或已下滑至底部，德州、荆州基地仍有利润抬升空间	18
2.4、 鲁西化工：产品种类丰富，“反内卷”政策推动下景气上行弹性充足	19
3、 子行业龙头：反内卷走在前列，且周期拐点率先到来的子行业	21
3.1、 PTA：行业扩产已到尾声，底部利润有望向上抬升	21
3.2、 涤纶长丝：“反内卷”先锋，新增产能增速显著放缓，看好供需格局改善	22
3.3、 氨纶：需求有望继续增长	22
3.4、 HFCs 制冷剂：各品种集中度高，龙头企业积极作为，内用、出口配额价值同步持续提升	24
3.5、 粘胶短纤：下游涡流纺设备持续“上新”，或推动粘胶短纤需求增长	26
3.6、 磷：磷矿石景气高位维稳，看好矿化一体企业长景气与高分红共振	27
3.7、 钾：供给集中、需求稳增，看好国产钾肥产能稳步扩张	28
3.8、 民爆：行业总产能受政策严格约束，下游采矿业投资持续增长	29
3.9、 铬盐：供给格局稳定，金属铬需求向上，拉动铬盐产业链景气度整体提升	31
4、 潜力行业：短期“反内卷”迹象较弱,远期去产能空间大的行业	32
4.1、 农药：“正风治卷”三年行动启动，看好供给优化助力盈利修复、景气反转	32
4.2、 纯碱：行业新增产能压力较大，未来低成本的天然碱工艺或将脱颖而出	33
4.3、 乙二醇：未来行业新增产能有限	33
4.4、 工业硅：周期见底，关注供给端扰动预期	34
4.5、 有机硅：产能投放高峰已过，供需格局好转助力有机硅盈利修复	36
4.6、 氯碱：行业盈利触底，反内卷及落后产能退出会推动行业景气向上	37
4.7、 聚碳酸酯：投产高峰已过，需求稳步增长，行业格局有望向好	41
5、 新材料：自主可控或具备产业趋势的新材料板块成长空间广阔	42
5.1、 AI 浪潮推动高频高速树脂及半导体材料国产替代、量价齐升	42
5.2、 rPET: rPET 环保属性突出，未来市场空间广阔	45
5.3、 固态锂电池材料:固态锂电池产业方心未艾，高性能材料产业化先行	46
5.4、 生物柴油：2025 年以来，产业链价格全线上涨，未来需求空间广阔	47
6、 盈利预测与投资建议	48
7、 风险提示	49

图表目录

图 1： 价格：2022 年下半年以来，原油及煤炭价格下跌，化工品价格呈下滑趋势	6
--	---

图 2: PPI: 2023 年以来, 化工各子板块 PPI 同比位于负数区间	6
图 3: 2025 年以来, 化工行业库存仍处于高位	7
图 4: 2025H1, 化工板块在建工程同比下降 10%	7
图 5: 2024 年以来, 化工行业固定资产投资增速放缓	7
图 6: 2025 年 9 月, 国内制造业 PMI 指数为 49.80%	8
图 7: 2025 年 1-9 月, 开工、竣工降幅收窄	8
图 8: 2025 年 1-9 月, 国内空调等家电产量同比增长	8
图 9: 2025 年 1-9 月, 国内汽车产量同比增长	8
图 10: 2023 年, 我国在全球化工品销售总额中占比为 43.1%	9
图 11: 2016 年以来, 美国、印度对我国发起的原审立案数量居前 (单位: 起)	9
图 12: 2025 年以来, 中国出口金额稳步提升, 对美出口依赖度下降	9
图 13: 2025 年 1-8 月, 我国向东盟、欧盟、印度出口金额同比增加	9
图 14: 2025 年以来, 国际原油价格整体呈下滑趋势	10
图 15: 2024 年以来, 国内煤炭价格震荡下行	10
图 16: 我国经济增长进入新常态	10
图 17: 我国居民部门杠杆率提升空间有限	10
图 18: 2025 年 7 月以来, 我国 CPI 环比持续为正	11
图 19: 2025 年以来, 我国 PMI 在荣枯线附近震荡	11
图 20: 当前基础化工行业 PE 低于 2024 年制冷剂行业平均值	11
图 21: 当前基础化工行业 PB 远低于 2024 年制冷剂行业平均值	11
图 22: 截至 2025 年 10 月 24 日, 主要化工品价格价差位于 2020 年以来较低水平	12
图 23: 预计 2025-2030 年全球石油需求趋于稳定	16
图 24: 预计 2025-2030 年全球烯烃新增产能集中在中国	16
图 25: 若后续原油价格下降, 美国页岩油产量将下滑	16
图 26: 预计 2025 年全球石油及天然气开采资本支出同比下降	16
图 27: 截至 2025 年 10 月 24 日, 石化板块多数公司估值处于较低水平	17
图 28: 2025 年 10 月 17 日, 国内综合 MDI 价格为 15,540 元/吨	18
图 29: 2025 年 10 月 17 日, 国内 TDI 价格为 13,400 元/吨	18
图 30: 截至 2025 年 10 月 16 日公司多数产品景气度较低	18
图 31: 目前主营产品总价差位于较低水平	18
图 32: 2025 年以来, 鲁西化工主要产品价格下跌幅度放缓	20
图 33: 2019 年至 2024 年间, 国内 PTA 行业有效产能年均复合增速达到 12.5%	21
图 34: 截至 2025 年 10 月, 国内 PTA 行业产能 CR7 为 76%	21
图 35: 2024 年涤纶长丝产能同比增速 2.35%, 大幅收窄	22
图 36: 截至 2024 年底, 涤纶长丝行业产能 CR6 达 87%	22
图 37: 2024 年, 氨纶产量仅占化纤总产量的 1.41%	23
图 38: 2025 年 1-8 月, 氨纶表观消费量同比增长	23
图 39: 2025 年以来, 氨纶价差处于历史低位	23
图 40: 2025 年 8 月 8 日以来, 氨纶库存持续下降	24
图 41: 截至 2025 年 10 月 15 日, 氨纶亏损已超两年	24
图 42: 各制冷剂品种集中度较高, 掌握全球话语权, 行业利润最大化为优先	24
图 43: 制冷剂 R32 经历了典型的“内卷→过渡、恢复→反内卷向上”的周期, “反内卷”标杆主升正在进行时	25
图 44: R134a 价格已修复至 5.3w/t 左右	25
图 45: R410a 价格已修复至 5.3w/t 左右的水平	25
图 46: 三美股份制冷剂 2025Q2 季度均价创新高	26

图 47: 三美股份 2025Q2 单季度毛利率达 51.6%，单季度 ROE 达 8.5%	26
图 48: 制冷剂特殊背景下形成的特殊商业模式已基本定型	26
图 49: 2011 年以来，喷气涡流纺产能不断增长	27
图 50: 2023 年及 2024 年粘胶短纤表观消费量同比增长	27
图 51: 2021 年来粘胶短纤有效产能下降	27
图 52: 2025 年以来，粘胶短纤价差逐步扩大	27
图 53: 2024 年，我国工业炸药年产量为 449 万吨	30
图 54: 我国前十名民爆企业生产总值占比超 60%（2024）	30
图 55: 新疆地区民爆生产企业生产总值及增速较高	30
图 56: 工业炸药下游应用集中在采矿业（2020 年）	31
图 57: 采矿业固定资产投资与民爆需求高度相关	31
图 58: 重铬酸钠是铬盐最基础的产品	31
图 59: 2024 年，纯碱有效产能同比增长	33
图 60: 2024 年 H2 以来，氨碱、联碱法盈利持续欠佳	33
图 61: 2022 年 3 月以来，EO-MEG 价差始终为正	34
图 62: 工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》将工业硅纳入其中	35
图 63: 国内工业硅炉型以小炉型为主	36
图 64: 2022-2024 年国内有机硅行业产能快速扩张	37
图 65: 2024 年国内有机硅 DMC 表观消费量同比增长 20.9%	37
图 66: 2024 年国内有机硅出口量同比增长 34.2%	37
图 67: 氯碱工业：以烧碱和聚氯乙烯为主要产品，终端涉及基建、地产、化工等国民经济重要组成部分	38
图 68: 氯碱为联产装置，两者开工率变动相关性较高	39
图 69: 2024 年下半年以来氯碱双吨净利润位于底部震荡	39
图 70: 2025 年以来，烧碱净利润位于较高水平	39
图 71: 2023 年以来，PVC 总体处于亏损状态	39
图 72: 2005 年及之前投产的烧碱装置产能占比达 43%	40
图 73: 2005 年及之前投产的 PVC 装置产能占比 12%	40
图 74: 目前 PC 价格处于历史低位	42
图 75: 2024 年我国 PC 表观消费量同比+14.46%	42
图 76: 半导体材料主要包括硅片、湿电子化学品（通用/功能类）、光刻胶、电子气体、CMP 材料等	44
图 77: 废旧聚酯循环再生工程技术	45
图 78: 全球再生塑料市场规模预计将从 2025 年的 900.5 亿美元增长至 2034 年的 1838 亿美元	46
图 79: 预计 2027、2030 年分别为半固态电池、全固态电池产业化拐点	46
图 80: 固态锂电池的生产成本远高于液态锂电池	47
图 81: 2025 年以来，UCO 原料价格持续上涨	47
图 82: 2025 年以来，生物柴油价格持续上涨	47
图 83: 2025 年以来，生物柴油、SAF 出口价格持续上涨	48
图 84: 截至 2025 年 10 月 14 日，SAF 单吨利润超过 3,500 元/吨	48
表 1: “反内卷”政策持续出台	12
表 2: 化工“反内卷”政策主要可为行政法规类、行业自律类、行业协会推动类	13
表 3: 2023 年，我国 HDPE、LDPE、LLDPE、EVA 等产品进口依赖度较高	17
表 4: 荆州基地一台气化炉约等于德州基地的 3 台	19
表 5: 荆州基地拟建 30 万吨 TDI 项目	19
表 6: 鲁西化工为煤化工行业龙头，产品种类丰富，抗风险能力较强（单位：万吨）	20

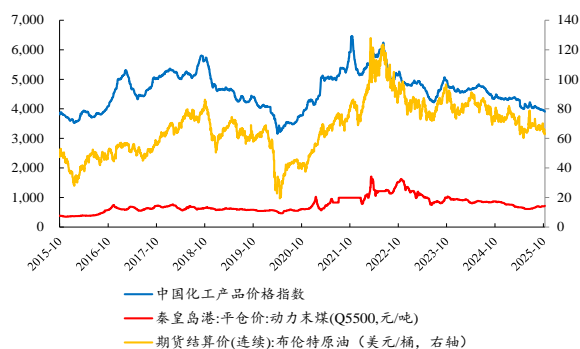
表 7： 预计 2025 年 PTA 新增产能 870 万吨	21
表 8： 未来氨纶行业产能扩张以华峰化学等为主	24
表 9： 磷化工产品价格：2025 年以来，磷矿石、黄磷、磷酸、磷铵、磷酸氢钙等产品均价相较 2024 年均价上涨	28
表 10： 钾肥企业产销数据对比：盐湖股份产销量规模、毛利率居于行业前列，单位成本处于低位	28
表 11： 亚钾国际、东方铁塔、藏格矿业的老挝钾盐产能有望持续扩张	29
表 12： 2025 年以来，供给端扰动或需求端向好等因素带动毒死蜱、烯草酮、草甘膦、氯虫苯甲酰胺、氯氟菊酯、百菌清、甲维盐等农药价格上涨	32
表 13： 部分新增产能规划：未来仍有较多纯碱新增产能拟投产	33
表 14： 未来乙二醇行业新增产能有限	34
表 15： 氯碱行业为高耗能行业，2024 年液碱、电石单位价值耗电量分别为 2.68、1.14kWh/元，位居行业前列	38
表 16： 烧碱弹性表：中泰化学、新疆天业的烧碱弹性位居行业前列	40
表 17： PVC 弹性表：中泰化学、新疆天业的 PVC 弹性位居行业前列	41
表 18： 截至 10 月 15 日，维远股份、鲁西化工、沧州大化等弹性较大	42
表 19： 东材科技、圣泉集团等公司布局马来酰亚胺树脂、聚苯醚树脂、碳氢树脂等高频高速树脂产品	43
表 20： 预计 2025 年国内光刻胶、湿电子化学品市场规模保持增长	44
表 21： 瑞联新材、万润股份、彤程新材、鼎龙股份布局光刻胶等半导体材料	44
表 22： 主要推荐公司盈利预测	48

1、化工行业竞争加剧，企业盈利承压，“反内卷”势在必行

化工行业竞争加剧，企业盈利承压。2022 年以来，化工行业面临需求收缩、供给冲击和预期转弱压力，化工景气度呈下滑趋势。截至 2025 年 10 月 13 日，CCPI 指数 3,909，较高点-40%；动力煤价格 714 元/吨，较高点-58%；布伦特原油价格 63 美元/桶，较高点-51%。化工前期产能投放速度较快，行业竞争加剧，2025 年以来化工行业开工率下滑幅度较大，盈利承压。2025 年 6 月行业开工率为 72%，较高点-8pcts。2025 年 1-8 月，化工行业营收、利润同比分别为+0.9%、-6%。

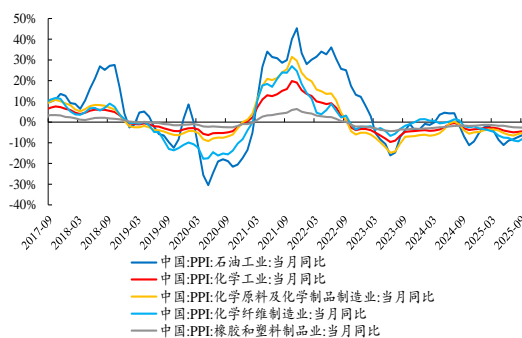
“反内卷”势在必行，化工行业新一轮供给侧改革呼之欲出，化工景气度上行弹性充足。2025 年以来，伴随多项扩内需政策逐步落地，国内需求有望企稳修复，而供应端需解决的问题在于防止行业恶性内卷。自 2024 年 7 月召开的中共中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争以来，国内“反内卷”呼声日益强烈。我们认为，目前我国化工行业整体利润水平较低，多数企业迫切需要改善行业竞争格局，以获得正常盈利水平，在“反内卷”浪潮席卷而来的当下，新一轮供给侧改革势在必行。化工行业景气度从 2021 年的高点持续下行，目前已进入低位震荡，未来随着“反内卷”政策推进、国内内需恢复，化工行业景气度上行弹性充足。

图1：价格：2022 年下半年以来，原油及煤炭价格下跌，化工品价格呈下滑趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：PPI：2023 年以来，化工各子板块 PPI 同比位于负数区间

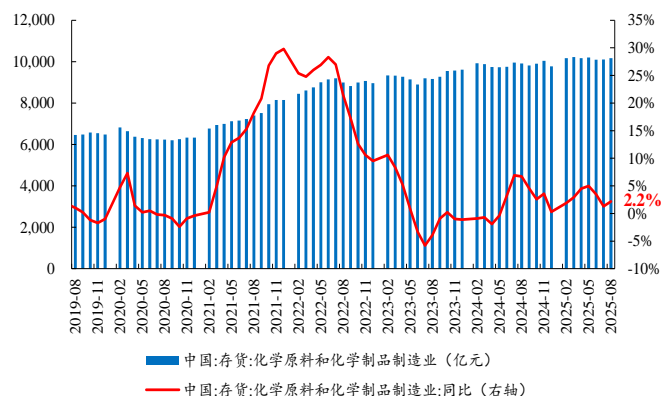


数据来源：Wind、开源证券研究所

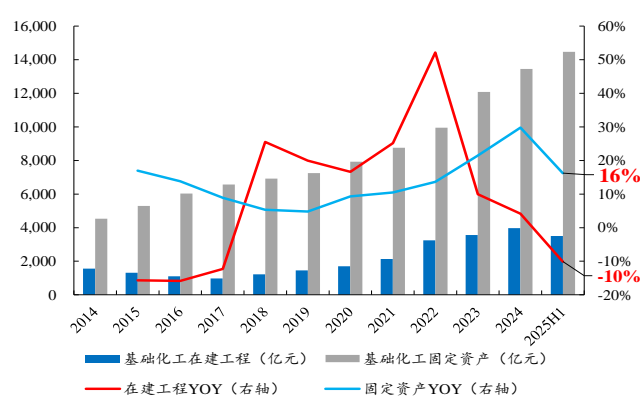
1.1、供给端：行业供给格局已在缓慢修复，“反内卷”推动下修复进度或加快

2024 年下半年以来化工行业库存规模增加，目前库存仍处于高位。2020 年下半年-2023 年，化工行业高景气吸引行业资本性开支提速，尤其 2022 年后新产能释放导致结构性供应更加失调。受新产能投放、产品价格下行、盈利承压影响，2024 年以来化工行业库存整体上升，目前行业库存仍处于高位。据 Wind 数据，截至 2025 年 8 月，我国化学原料和化学制品制造业库存为 10,165 亿元，同比+2.2%。

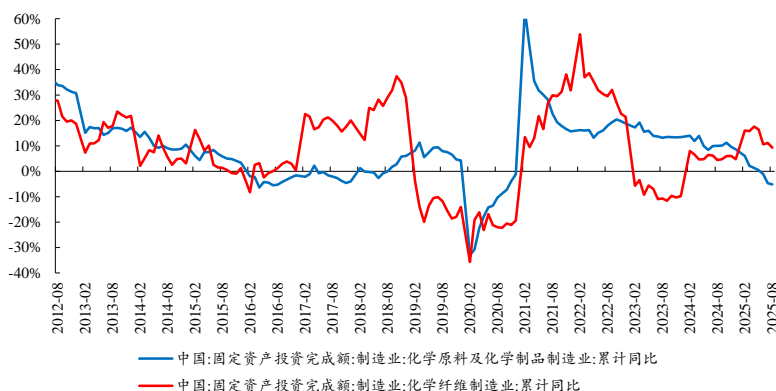
本轮投产周期接近尾声，“反内卷”推动下行业供给格局修复进度或加快。据 Wind 数据，截至 2025 年 H1，基础化工板块上市公司在建工程共计 3,504 亿元，同比下降 10%；2025 年 1-8 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维的固定资产投资完成额累计同比分别-5.2%、+9.3%，较 2021-2022 年明显下行。行业资本开支及产能投放周期接近尾声，行业供给格局已在缓慢修复，“反内卷”推动下修复进度或加快。

图3：2025 年以来，化工行业库存仍处于高位


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025H1，化工板块在建工程同比下降 10%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2024 年以来，化工行业固定资产投资增速放缓


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、需求端：国内持续提振内需，贸易冲突背景下中国化工品出口韧性十足

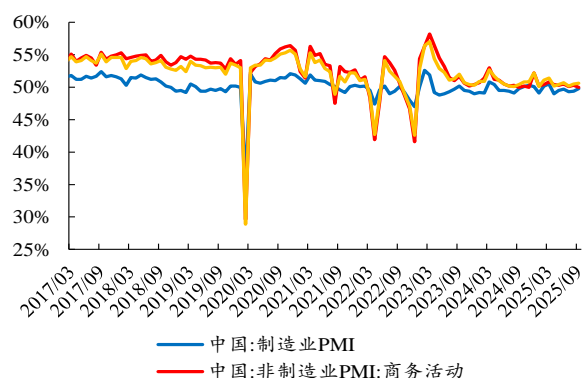
以旧换新及扩大内需等政策推动，国内需求有望企稳恢复。2025 年《政府工作报告》提出，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。其中实施提振消费专项行动举措包括，安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新等，国内需求有望稳步恢复。据国家统计局数据，2025 年 9 月，国内综合 PMI、制造业 PMI 指数分别为 50.60%、49.80%，总体位于荣枯线附近。

地产：2025 年 1-9 月，我国房屋新开工/施工/竣工/商品房销售面积分别同比 -18.9%/-9.4%/-15.3%/-5.5%，开工、竣工降幅收窄。

家电：受益于以旧换新政策拉动，2025 年 1-9 月，我国空调/家用电冰箱/家用洗衣机产量分别同比+4.4%/+1.5%/+7.5%。

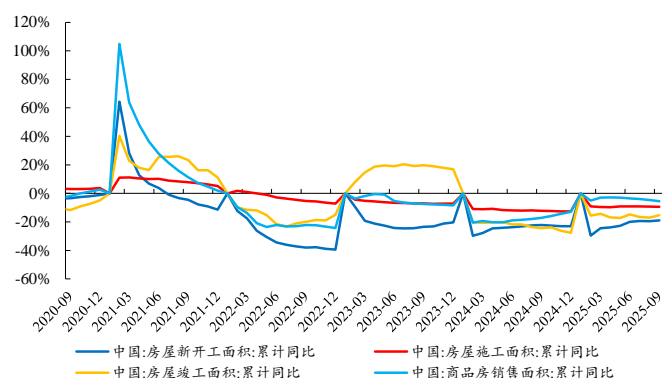
汽车：2025 年 1-9 月，我国汽车/新能源汽车销量分别同比+10.9%/+29.7%，延续增长趋势。

图6：2025年9月，国内制造业PMI指数为49.80%



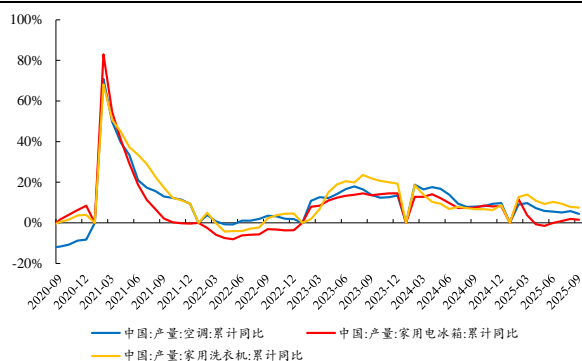
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2025年1-9月，开工、竣工降幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2025年1-9月，国内空调等家电产量同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2025年1-9月，国内汽车产量同比增长

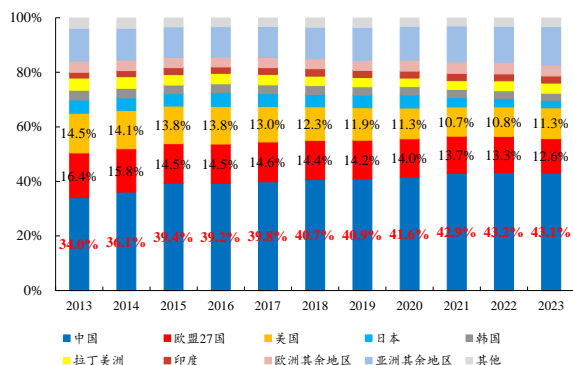


数据来源：Wind、开源证券研究所

中国化工品销售额已连续多年稳居全球第一，欧洲化工企业陆续退出下中国化工品市占率有望进一步提升。据 CEFIC 数据，2023 年中国化工品销售额约 2.24 万亿元，占全球化工品销售总额的 43.1%，自 2013 年以来均稳居全球第一。近年来，受高昂的能源成本、气候变化相关税费以及高涨的原材料价格，不断变化的关税等多重因素的影响，欧盟超 1500 万吨/年产能被列入关停计划，在此背景下，中国化工品市占率有望进一步提升。

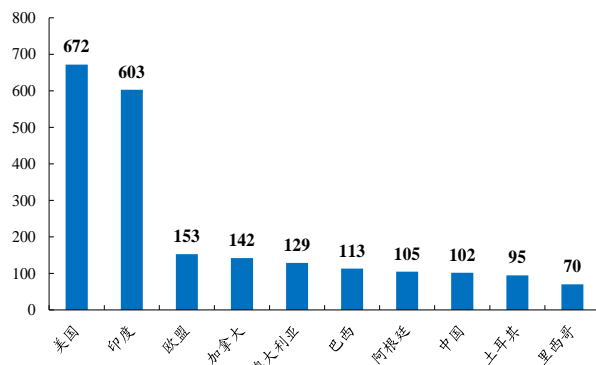
多国对华频繁发起反倾销背景下，我国出口韧性十足。2016 年以来，美国、印度对我国发起的原审立案数量居前。2025 年特朗普当选美国总统之后，美国不断对我国产品征收关税。在外部诸多不利因素影响下，我国出口韧性十足。据 Wind 数据，2025 年 9 月，我国出口金额 3,286 亿美元，同比增长 8%，2025 年以来稳步增长；对美国依赖度为 10%，2021 年以来稳步下降。2025 年 1-8 月，我国向东盟、欧盟、印度出口金额同比增加 15%、7%、13%。中国雄厚的制造业基础是我国面对关税谈判中的最强筹码，其中我国化工实力位居世界前列，化工产品出口具有较强竞争力。

图10：2023 年，我国在全球化工品销售总额中占比为 43.1%



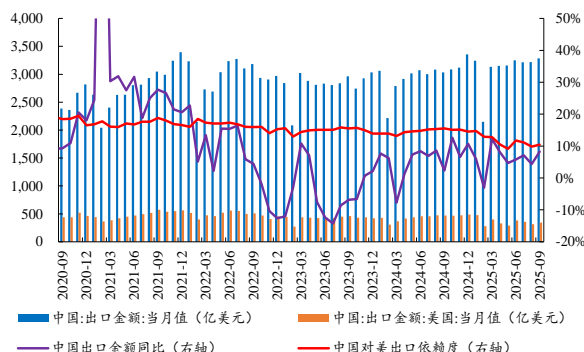
数据来源：cefic、开源证券研究所

图11：2016 年以来，美国、印度对我国发起的原审立案数量居前（单位：起）



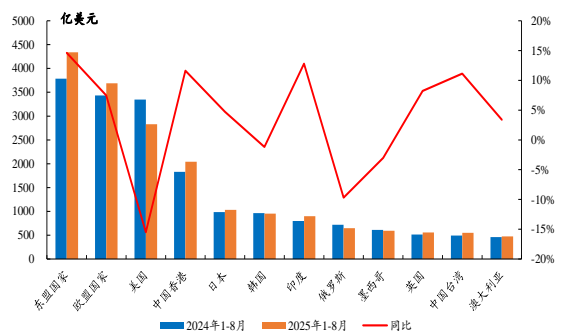
数据来源：中国贸易救济信息网、开源证券研究所

图12：2025 年以来，中国出口金额稳步提升，对美出口依赖度下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2025 年 1-8 月，我国向东盟、欧盟、印度出口金额同比增加



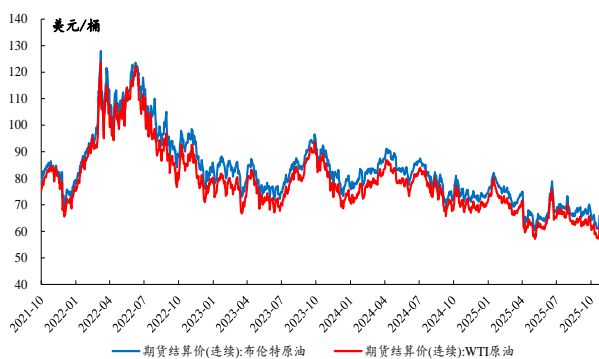
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、成本端：2025 年以来，油煤价格震荡下行，成本端支撑减弱

油价：2025 年以来国际油价大幅波动，整体价格重心下移。受 OPEC+增产决策、地缘政治冲突、全球贸易摩擦及美国页岩油产量变化等多重因素交织影响，2025 年以来国际原油价格呈现剧烈波动，整体呈现下滑走势。据 Wind 数据，截至 2025 年 10 月 13 日，布伦特、WTI 原油期货结算价分别为 63.32、59.49 美元/桶，较 2025 年初分别-17%、-19%。

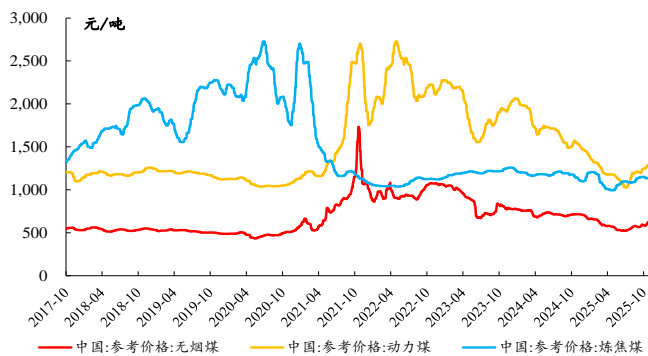
煤价：国内煤炭安全稳定供应能力持续增强，2024 年以来煤炭价格震荡下行。据 Wind 数据，截至 2025 年 10 月 13 日，国内无烟煤、动力煤、炼焦煤参考价格分别为 861、581、1,256 元/吨，较 2025 年初分别-13%、-12%、-10%。

图14：2025 年以来，国际原油价格整体呈下滑趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2024 年以来，国内煤炭价格震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、化工周期复盘：化工行业底部位置确认，“反内卷”政策有望助力供给改善

复盘过去三轮化工周期表现，总结来看：

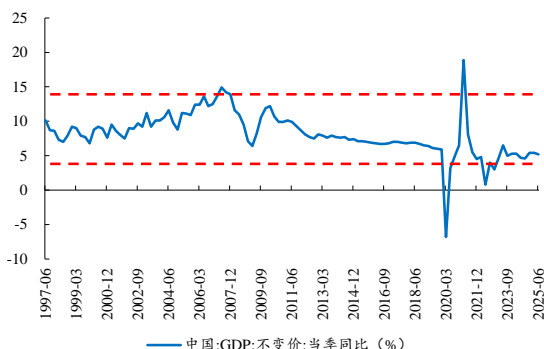
2008-2011 年：（1）供给端被动出清：全球金融危机对当时出口导向型的我国影响较大，部分落后企业破产，供给侧迅速出清；（2）需求端强刺激：在 PPI 快速下行阶段，四万亿需求刺激计划，“铁公基”发力，家电下乡带动消费需求。

2015-2018 年：（1）供给端主动强出清：在 PPI 长期低迷且进一步下挫阶段，提出供给侧结构性改革，“三去一降一补”，通过环保等要求强制出清中小落后产能；（2）需求端加杠杆：棚改货币化拉动地产需求，进而拉动商品需求。

2020-2021 年：（1）供给端主动强出清：在 PPI 不断下行阶段，提出“双碳”目标、能耗双控，阶段性强制关停了部分高耗能产能；（2）需求高增：公共卫生事件冲击带来的出口转好拉动部分需求，而新能源需求高增对相应原料需求高增，硅、锂等价格大涨。

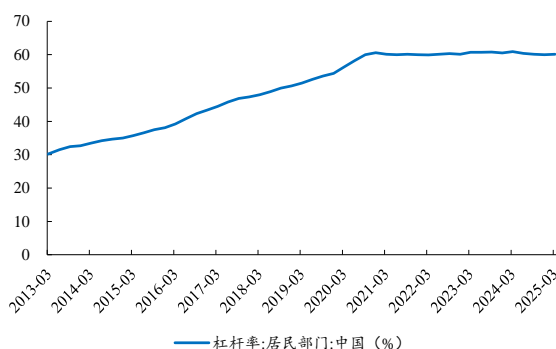
综上，化工行情的推动力已从过去以需求刺激为主，逐渐转向为以供给侧改革为主。政策的催化一般是在 PPI 已经是底部状态区间的顺势而为。从当下 PPI 历史对比来看，当前化工周期在底部区间徘徊已久。从需求端的 CPI、PMI、居民杠杆率等指标来看，短期改善程度相对有限。因此我们认为，为优化行业供需格局、推动行业向高质量发展转型，或将从供给端寻求突破。

图16：我国经济增长进入新常态

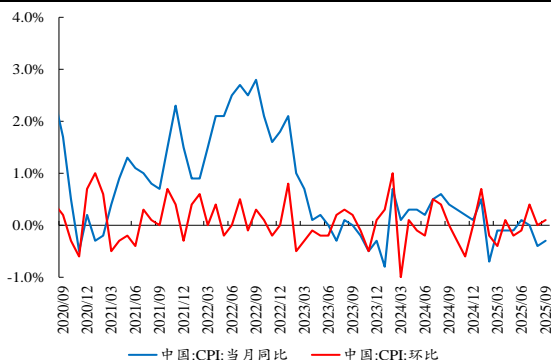


数据来源：Wind、开源证券研究所

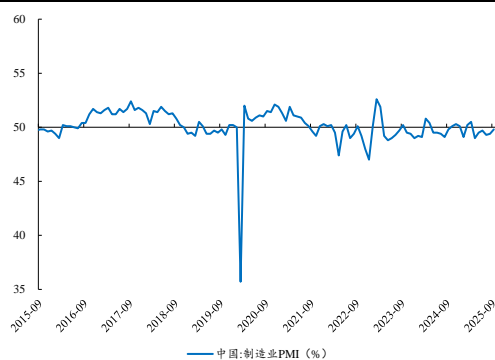
图17：我国居民部门杠杆率提升空间有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2025 年 7 月以来，我国 CPI 环比持续为正


数据来源：Wind、开源证券研究所

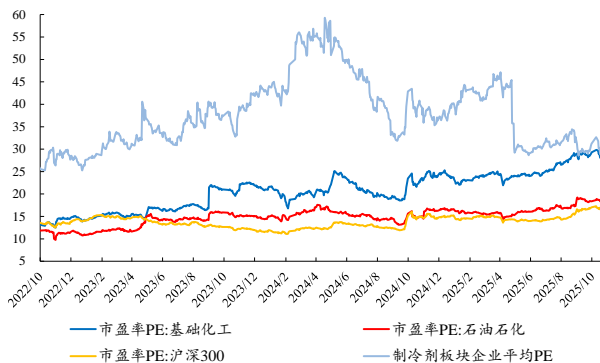
图19：2025 年以来，我国 PMI 在荣枯线附近震荡


数据来源：Wind、开源证券研究所

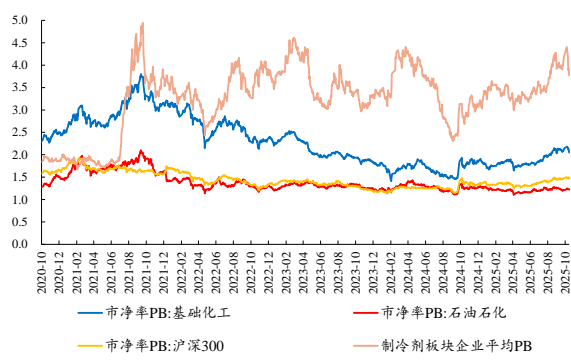
1.5、对标制冷剂行业，化工行业在“反内卷”推动下有望迎来业绩、估值双重抬升

综上，供给端，化工行业产能投放接近尾声，行业供给格局已在缓慢修复。需求端，以旧换新及扩大内需等政策推动，国内需求有望企稳恢复，同时中国化工品销售额位居全球首位，贸易冲突背景下出口韧性十足。未来随着供给侧改革推进，化工行业供需格局向好改善进程有望加快。

对标制冷剂行业，未来化工行业在“反内卷”推动下有望迎来业绩、估值双重抬升。根据我们统计，截至 2025 年 10 月 24 日，主要化工品价格价差位于 2020 年以来较低水平，但制冷剂产品价格、价差位于景气高位。制冷剂行业为反内卷先锋，2024 年行业正式进入配额制，供给被严格限定，但下游空调、汽车需求增长带动其需求增长，行业景气度持续向上，带动板块估值水平持续向上，2024 年制冷剂行业平均动态 PE、PB 均值分别为 44.23、3.59 倍。截至 2025 年 10 月 17 日，基础化工板块 PE、PB 估值分别为 28.10、2.05 倍。因此，未来在“反内卷”政策推动下，行业供需格局持续向好，行业企业盈利向好修复，同时行业估值有望持续抬升，化工行业有望迎来业绩、估值双重抬升。

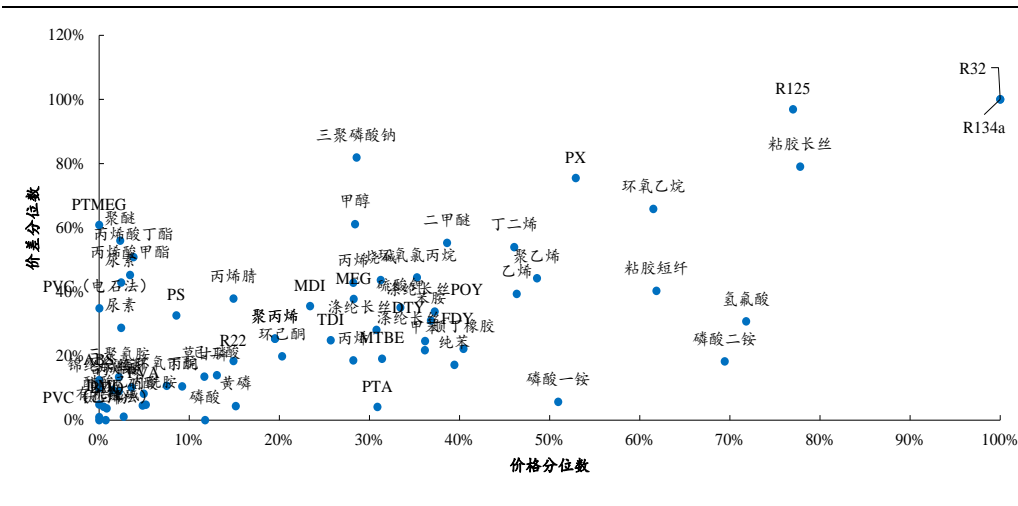
图20：当前基础化工行业 PE 低于 2024 年制冷剂行业平均值


数据来源：Wind、开源证券研究所（制冷剂板块估值计算公司包括昊华科技、永和股份、巨化股份、三美股份，PE 按照动态市盈率计算）

图21：当前基础化工行业 PB 远低于 2024 年制冷剂行业平均值


数据来源：Wind、开源证券研究所（制冷剂板块估值计算公司包括昊华科技、永和股份、巨化股份、三美股份，PE 按照动态市盈率计算）

图22：截至 2025 年 10 月 24 日，主要化工品价格价差位于 2020 年以来较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6、“反内卷”持续发酵，多行业纷纷响应

中央财经委员会第六次会议定调“反内卷”，多行业纷纷响应。自 2024 年 7 月召开的中共中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争以来，国内“反内卷”呼声日益强烈。2024 年 12 月，中央经济工作会议强调综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。此后化工及化工物流、光伏、水泥等多个行业迅速跟进，纷纷发起“反内卷”号召。2025 年 10 月 15 日，新修订的《中华人民共和国反不正当竞争法》（以下简称《反不正当竞争法》）正式施行，明确规定平台经营者不得强制或变相强制平台内经营者以低于成本的价格销售商品。

表1：“反内卷”政策持续出台

时间	行业	内容
2024 年 7 月	宏观政策	中共中央政治局会议提出，要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。
2024 年 12 月	宏观政策	中央经济工作会议强调，综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025 年 3 月 5 日	宏观政策	《政府工作报告》要求，加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025 年 5 月 20 日	宏观政策	发改委新闻发布会再谈反内卷，促进兼并重组、科学论证煤化工、氧化铝等行业新增产能项目。
2025 年 7 月 1 日	宏观政策	中央财经委员会第六次会议召开，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
2025 年 7 月 18 日	宏观政策	工信部总工程师谢少锋在 7 月 18 日国新办新闻发布会上表示，钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，工业和信息化部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。
2025 年 7 月 24 日	宏观政策	国家发展改革委、市场监管总局研究起草了价格法修正草案（征求意见稿），现向社会公开征求意见。修正草案起草说明指出，修正草案共 10 条，主要涉及三方面内容：完善政府定价相关内容、进一步明确不正当价格行为认定标准、健全价格违法行为法律责任。
2025 年 7 月 25 日	宏观政策	国家发展改革委修订印发《固定资产投资项目节能审查和碳排放评价办法》，有利于在新形势下进一步提升节能审查制度效能，将对深入推进节能降碳工作形成有力支撑。
2025 年 7 月 28 日	宏观政策	全国工业和信息化主管部门负责同志座谈会在京召开，会议强调，巩固新能源汽车行业“内卷式”竞争综合整治成效，加强光伏等重点行业治理，以标准提升倒逼落后产能退出。
2025 年 7 月 30 日	宏观政策	中共中央政治局会议提出，深化改革，纵深推进全国统一大市场建设，推进重点行业产能治理，

时间	行业	内容
2025 年 8 月 1 日	宏观政策	规范地方招商引资行为。并且强调要依法依规治理企业无序竞争，推动市场竞争秩序持续优化。 国家发改委新闻发布会中多次提及“内卷式”竞争，蒋毅表示将加快推进价格法修订，加强政策宣贯和提示提醒。选取“内卷式”竞争问题比较突出的行业领域，有针对性开展成本调查，摸清生产经营情况，督促企业自觉规范价格行为。
2025 年 8 月 5 日	宏观政策	中国人民银行等七部门联合印发《关于金融支持新型工业化的指导意见》，提出坚持分类施策、有扶有控，推动产业加快迈向中高端，防止“内卷式”竞争。
2025 年 10 月 15 日	宏观政策	新修订的《中华人民共和国反不正当竞争法》（以下简称《反不正当竞争法》）正式施行，明确规定平台经营者不得强制或变相强制平台内经营者以低于成本的价格销售商品。

资料来源：经济日报公众号、经济日报公众号、经济日报公众号、发改委、新华社、财联社、中国证券报公众号、国家发展改革委公众号、质量基础设施公众号、国家发展改革委公众号、南方都市报公众号、人民网评公众号、开源证券研究所

目前化工行业“反内卷”政策主要可为三类，政策执行力度由高到低依次为行政法规类、行业自律类、行业协会推动类。

行政法规类政策：基于我国执行双碳政策以及发展新质生产力的背景，我国将陆续推动化工老旧落后及高耗能装置退出、限制新增高耗能产品产能。同时，我国还将不断完善碳交易市场，将石化、化工纳入交易市场，通过碳交易市场进一步推动化工落后产能退出。

行业自律类政策：此类政策主要由行业各主要企业自发制定，尤其是产能集中度较高、且盈利能力长期较低的行业会进行自发的行业自律，包括三氯蔗糖、涤纶长丝、聚酯瓶片等行业。2025 年以来，相关的企业已经进行了行业自律动作，并取得了一定成效。

行业协会推动类：此类政策主要出现于行业规模较大，但产能集中度较低的企业，比如 BDO、氯碱、锦纶等。该政策目前来看在实际执行的力度上较弱，未来仍需要强有力的行政法规类政策推动相关行业实现落后产能出清。

表2：化工“反内卷”政策主要可为行政法规类、行业自律类、行业协会推动类

类型	时间	行业	内容
行政法规	2025 年 6 月 10 日	煤化工	河南工信厅出台严禁以“绿色甲醇”名义违规建设“煤制甲醇”项目新规定
	2025 年 7 月 4 日	化工装置	公开征求《化工装置老化评估方法(征求意见稿)》意见，企业应科学系统识别、评估与管理化工企业装置、设备老化风险，对实际使用超过 20 年的化工装置开展老化评估，并采取相应的老化管理措施
	2025 年 8 月 1 日	多晶硅	工信部发布《关于印发 2025 年度多晶硅行业专项节能监察任务清单的通知》，41 家多晶硅生产企业被列入此次专项节能监察名单
	2025 年 9 月 27 日	碳市场	生态环境部发布了《全国碳市场发展报告 (2025)》，到 2027 年，将发电、石化、化工、建材、钢铁、有色金属、造纸、民航行业等八大行业纳入碳交易市场。
	2025 年 10 月 13 日	石化行业	《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》印发，锁定未来两年石化行业发展目标：2025—2026 年，行业增加值年均增长 5% 以上，通过科技创新、投资优化、需求拓展等多元化举措，推动行业实现平稳运行与结构优化升级。
行业自律	2025 年 7 月	三氯蔗糖	三氯蔗糖主要生产企业在 7 月全部停车
	2025 年 7 月 3 日	聚酯瓶片	6 月 16 日，据 CCF 消息，聚酯瓶片工厂陆续宣布减停产计划。2025 年 7 月起，逸盛，华润材料，万凯新材，中石化等瓶片装置预计减产 20%，其中三房巷在 2025 年 5 月底以来已停车共计 100 万吨，百宏长期维持 7 成开工，减产均超 20%，因此涉及减停产的产能共计约 259 万吨（不包含部分前期长停的装置）

类型	时间	行业	内容
行业协会推动	2025 年 1 月 20 日	BDO	BDO 生产企业座谈会举办，与会企业指出，强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，抱团取暖是应对 BDO 行业结构性矛盾的重要手段。
	2025 年 3 月 13 日	草甘膦	草甘膦行业反内卷专题会议在京召开，旨在全面探讨并切实解决行业内普遍存在的过度竞争、资源重复投入以及利润空间不断压缩等“内卷”问题，以推动行业的健康可持续发展。
	2025 年 3 月 22 日	钛白粉	治理钛白粉行业“内卷式”竞争，加强行业自律，促进提质增效，加快高端产品研发，缩小与国际钛白粉产品之间的差距，避免同质化竞争
	2025 年 7 月 2 日	化工物流	中国物流与采购联合会危化品物流分会发布《关于反对“内卷式”竞争 促进化工物流行业高质量发展的倡议》。
	2025 年 7 月 29 日	氯碱	山东氯碱行业自律整治内卷，协会将积极呼吁、引导、规范行业避免恶性竞争，强化市场自律，防止低效价格战和资源浪费
	2025 年 7 月 30 日	锦纶	锦纶行业响应“反内卷”政策，警惕低价竞争风险，要积极响应中央“反内卷”政策导向;在即将到来的“十五五”，行业要持续推动高端化、差异化、智能化、绿色化、健康化发展

资料来源：环球塑化公众号、钢联能化公众号、光伏产业网微信公众号、生态环境部公众号、中国能源报公众号、百川盈孚、CCF、石化联合会化工新材料专委会公众号、中国农药工业协会公众号、全球铁合金网公众号、中物联危化品物流分会、山东省氯碱行业协会、安徽省纺织行业协会、开源证券研究所

1.7、“反内卷”为盾，需求为矛，化工有望迎来新一轮景气周期

化工中部分行业已逐步落实“反内卷”措施，有望给其他子行业提供可借鉴的“反内卷”发展思路。我们认为在“反内卷”浪潮席卷而来的当下，新一轮供给侧改革呼之欲出，化工行业供需格局有望进一步优化，其中化工行业龙头企业有望凭借更加规范的管理体系、更好的能耗控制水平获得更多市场份额，这是化工行业整体的重大拐点。我们根据国家政策出台顺序先后以及行业自律情况，给出以下建议：

(1) 建议首先增配产品丰富、体量大的龙头公司：

①**石化**：推荐标的：恒力石化、荣盛石化、万华化学；受益标的：卫星化学、东方盛虹等；

②**煤化工**：推荐标的：华鲁恒升；受益标的：鲁西化工、宝丰能源等；

③**其他**：推荐标的：新和成、龙佰集团、赛轮轮胎优。

(2) 先关注在反内卷走在前列且周期拐点率先到来的子行业（涨价）：

①**涤纶长丝+PTA**(反内卷先锋，行业率先出清、业绩提前出拐点)：推荐标的：新凤鸣 1、桐昆股份、恒力石化、荣盛石化；受益标的：恒逸石化、三房巷、东方盛虹；

②**氨纶**：推荐标的：华峰化学、泰和新材；受益标的：新乡化纤；

③**制冷剂**：推荐标的：巨化股份、三美股份、昊华科技；受益标的：永和股份等；

④**粘胶短纤**：推荐标的：三友化工；受益标的：中泰化学；

⑤**磷化工**：推荐标的：云天化、兴发集团；受益标的：云天化、湖北宜化、川恒股份等；

⑥钾肥：推荐标的：盐湖股份 2、亚钾国际；受益标的：东方铁塔、藏格矿业；

⑦民爆：推荐标的：雅化集团；受益标的：壶化股份、雪峰科技、高争民爆、广东宏大、江南化工、易普力、凯龙股份、保利联合等；

⑧铬盐：推荐标的：振华股份；

(3) 潜在去产能空间较大的行业：

①农药：推荐标的：扬农化工、利民股份（百菌清等）、兴发集团（草甘膦龙头）、和邦生物（双甘膦龙头）；受益标的：江山股份（草甘膦弹性龙头）、利尔化学（草铵膦龙头）、润丰股份（农药制剂出海）、广信股份（光气一体化农药龙头）、国光股份（植物生长调节剂）、先达股份（烯草酮）、善水科技（农药中间体）等；

②纯碱：推荐标的：博源化工、中盐化工；受益标的：山东海化等；

③乙二醇：推荐标的：万凯新材；

④工业硅+有机硅：推荐标的：合盛硅业、兴发集团等；受益标的：新安股份；

⑤氯碱：受益标的：中泰化学、新疆天业、氯碱化工、君正集团、嘉化能源等；

⑥PC：推荐标的：万华化学、恒力石化、荣盛石化；受益标的：维远股份、鲁西化工、沧州大化等。

(4) 自主可控以及未来成长空间较大的新材料

①光刻胶：推荐标的：瑞联新材、万润股份、圣泉集团；受益标的：鼎龙股份、彤程新材、久日新材、格林达等；

②rPET：推荐标的：万凯新材等；

③固态电池：受益标的：上海洗霸、道氏技术、光华科技、长阳科技等；

④生物柴油：推荐标的：卓越新能；受益标的：山高环能、嘉澳环保等。

2、白马龙头：产品丰富、能耗控制较好的龙头公司，有望率先受益于“反内卷”

2.1、石化：落后产能退出并行与高端材料自给率提高，行业景气拐点可期

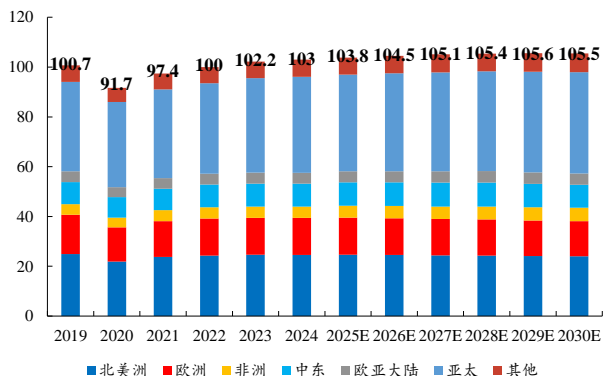
原油价格或下降幅度较小，石化成本端具有一定支撑。需求方面，据 IEA 预测，预计 2025-2030 年，全球原油需求量维持在 1.04-1.05 亿桶/天。虽然汽油、柴油、原料油等用于交通运输领域的油品需求下滑，但基于液化石油气/乙烷、石脑油等产品受下游石化产品需求增加带动而需求增长。其中未来烯烃产能主要集中在中国，因而中国将承担起全球主要的原油消耗。

供应方面，OPEC+ 和美国都计划扩大石油产量，预计后续全球石油库存或将抬升，进而使得原油价格下滑。但实际上 OPEC+ 原油产量将接近最大值。2025 年 5-9 月，OPEC+ 中 8 个主要成员国仅恢复了 220 万桶/日供应量的约 60%，部分原因是某些国家正在补偿此前的超额生产。美国也将根据原油价格来推进其页岩油开采进度，

据 IEA 估计，中性预计到 2030 年，美国页岩油将增长 36 万桶/天，但 WTI 原油价格在 80 美元/桶将导致美国页岩油有 58 万桶/天；WTI 原油价格在 40 美元/桶比基本情况损失 120 万桶/天。同时，据 IEA 预测，2025 年全球石油和天然气的资本开支同比下滑。

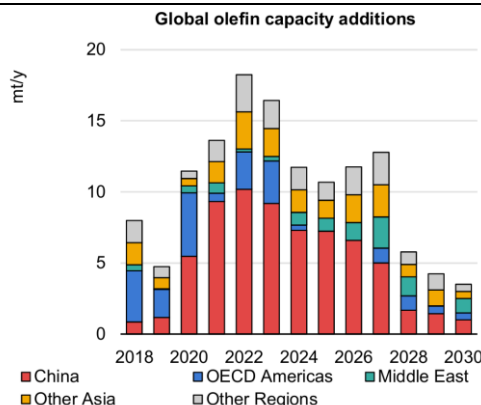
综上，基于原油开采能力以及开采企业对原油盈利能力的考虑，原油价格下降幅度或较小，对石化产品成本端有一定支撑。

图23：预计 2025-2030 年全球石油需求趋于稳定



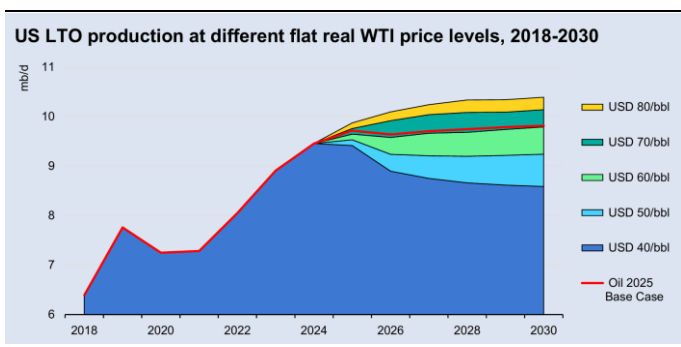
数据来源：IEA、开源证券研究所

图24：预计 2025-2030 年全球烯烃新增产能集中在中国



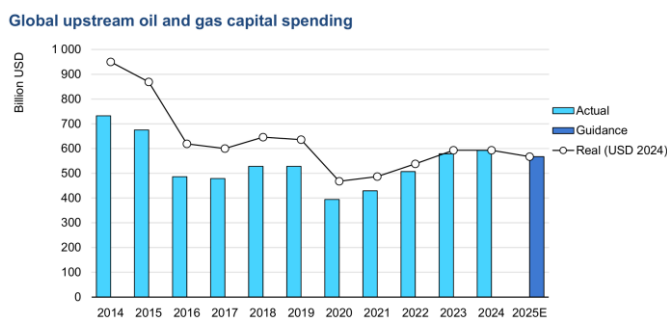
资料来源：IEA

图25：若后续原油价格下降，美国页岩油产量将下滑



资料来源：IEA

图26：预计 2025 年全球石油及天然气开采资本支出同比下降



资料来源：IEA

落后产能退出并行与高端材料自给率提高，行业景气拐点可期。据《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》（以下简称《方案》）设定目标，2025—2026 年行业增加值年均增长 5% 以上，同时提出严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯新增产能投放节奏，防范煤制甲醇行业产能过剩风险。加力推进老旧装置更新改造，实施“人工智能+石化化工”行动，推动行业高端化、绿色化、数字化转型。同时《方案》确将电子化学品、高端聚烯烃、特种橡胶等列入重点领域，推动关键材料国产化提速。

据中国化工信息周刊公众号，2023 年，我国聚苯乙烯、环氧乙烷、苯乙烯、乙二醇、PVC 等低端石化产品供应量大于需求量，但 HDPE、LDPE、LLDPE、EVA 等产品需要部分依赖进口，m-PE、UHMWPE、POE 进口依赖度分别为 86%、44%、100%。

综上，我们认为未来原油价格大幅下跌的可能性较低，石化产品成本端具有一定支撑。随着石化“反内卷”推动，产品线丰富、能耗水平高的大炼化企业有望充分受益，同时石化龙头企业具有较强研发实力，能够加快高端石化产品国产化进程。

推荐标的：恒力石化、荣盛石化、万华化学；受益标的：卫星化学、东方盛虹等。

表3：2023 年，我国 HDPE、LDPE、LLDPE、EVA 等产品进口依赖度较高

分类	EPS	EO	PS	EG	PVC	SBR	SM	ABS	乙烯	HDPE	LDPE	LLDPE	EVA
产能/(万 t/a)	667	863.3	621	2809.1	3031	185.5	2129.2	770.5	5174	1277	441.5	459	245
消费量/万 t	340.36	499.2	444.01	2366.99	2096	148.68	1600.1	680	4716	1773.1	599.4	1688.1	336.67
产能消费满足率/%	196	173	140	119	145	125	133	113	110	72	74	27	73
(产能+净进口)/消费量/%	188	173	150	148	135	138	136	127	114	99	121	57	108

数据来源：中国化工信息周刊公众号、开源证券研究所

图27：截至 2025 年 10 月 24 日，石化板块多数公司估值处于较低水平

相关企业		市值 (亿元)	指标	单位	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025/3/31	2025/6/30	2025E	2026E	2027E
600346.SH	恒力石化	1,187	归母净利润	亿元	100.25	134.62	155.31	23.18	69.05	70.44	20.51	9.99	91.43	114.01	123.24
			PE	倍	11.29	14.63	10.41	47.15	13.43	15.34	13.19	16.45	12.99	10.42	9.64
002493.SZ	荣盛石化	992	归母净利润	亿元	22.07	73.09	128.24	33.40	11.58	7.24	5.88	0.14	24.93	40.72	54.90
			PE	倍	35.32	25.50	14.34	37.29	90.49	126.48	37.04	69.62	39.79	24.36	18.07
000703.SZ	恒逸石化	244	归母净利润	亿元	32.01	30.72	34.08	-10.80	4.35	2.34	0.51	1.75	4.20	6.32	8.35
			PE	倍	12.36	15.34	11.42	-23.87	56.58	98.42	107.33	47.55	57.93	38.55	29.17
000301.SZ	东方盛虹	603	归母净利润	亿元	16.14	3.16	45.44	5.48	7.17	-22.97	3.41	0.45	9.33	17.07	25.04
			PE	倍	12.93	144.90	20.58	157.27	88.51	-23.63	40.16	71.29	64.60	35.33	24.08
600309.SH	万华化学	1,924	归母净利润	亿元	101.30	100.41	246.49	162.34	168.16	130.33	30.82	30.41	135.57	173.88	204.36
			PE	倍	17.41	28.47	12.87	17.92	14.34	17.19	17.12	13.91	14.19	11.06	9.41
002648.SZ	卫星化学	614	归母净利润	亿元	12.73		60.07	30.62	47.89	60.72	15.68	11.75	64.36	79.25	98.16
			PE	倍	13.69	19.27	11.46	17.05	10.37	10.42	12.34	10.64	9.55	7.75	6.26
601233.SH	桐昆股份	344	归母净利润	亿元	28.84	28.47	73.32	1.30	7.97	12.02	6.11	4.86	25.41	36.49	42.76
			PE	倍	mnjkui	15.89	6.96	267.57	45.77	23.67	11.53	11.62	13.52	9.42	8.04
603225.SH	新凤鸣	239	归母净利润	亿元	13.55	6.03	22.54	-2.05	10.86	11.00	3.06	4.03	16.09	20.48	25.52
			PE	倍	12.76	32.18	10.08	-81.15	20.00	15.42	14.75	11.45	14.83	11.65	9.35
301216.SZ	万凯新材	116	归母净利润	亿元	3.67	2.03	4.42	9.57	4.37	-3.00	0.48	0.08	1.23	4.88	7.28
			PE	倍	0.00	0.00	0.00	10.29	16.67	-17.51	35.04	57.07	94.19	23.74	15.91
301090.SZ	华润材料	113	归母净利润	亿元	4.14	6.29	4.82	8.24	3.81	-5.70	-0.19	-1.02			
			PE	倍	0.00	0.00	40.62	18.07	42.35	-18.11	-139.83	-46.17			
600370.SH	三房巷	88	归母净利润	亿元	0.55	5.59	6.30	8.18	-2.75	-4.87	-1.22	-1.49			
			PE	倍	44.26	20.02	20.17	14.43	-34.29	-14.71	-17.75	-13.66			

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：恒力石化、荣盛石化、万华化学、桐昆股份、新凤鸣、万凯新材盈利预测数据来源于开源证券研究所，其他公司盈利预测数据来源于 Wind 一致预期。）

2.2、万华化学：MDI 价差低位，看好公司向全球化工巨头持续迈进

万华化学是目前全球最大的 MDI 和 TDI 供应商。截至 2024 年底，公司拥有 MDI 产能 380 万吨/年、TDI 产能 111 万吨/年。MDI&TDI：价格、价差处于低位。据 Wind 数据，截至 2025 年 10 月 17 日，综合 MDI（0.7*聚合 MDI+0.3*纯 MDI）价格、价差分别为 15,540、11,966 元/吨，位于 2012 年至今的 15.66%、14.16%分位；TDI 价格、价差分别为 13,400、10,234 元/吨，位于 2012 年至今的 10.07%、8.28%分位，处于历史较低水平。

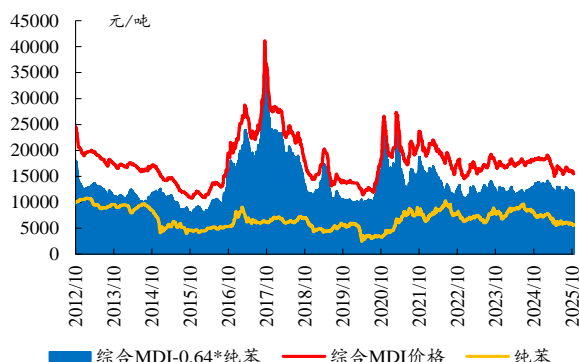
需求端：国内冰箱、冷柜需求持续增长。2024 年，我国家用电冰箱、冷柜产量分别为 9,040、2,336 万台，同比增长 5.75%、3.57%，带动了 MDI 需求增长。其余汽车行业、氨纶行业等需求逐步恢复，MDI、TDI 或存在较大向上弹性。

公司多项自研技术逐步落地，看好公司向全球化工巨头持续迈进。2025H1，公

司 MS 装置一次性开车成功，丰富了光学业务产品线；叔丁胺产业化成功，不断延伸特种胺的产业链；砜聚合物已产出合格品，完善了万华工程塑料的解决方案；生物基 1,3-丁二醇成功导入化妆品客户；电池材料持续加大研发投入，多项技术取得阶段性突破，第四代磷酸铁锂完成量产供应，五代完成定型首发；开发多个高附加值 POE、聚烯烃、尼龙 12、改性材料新品。

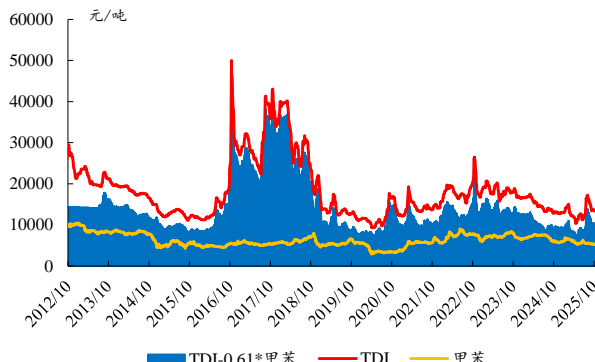
我们认为，公司作为化工行业龙头企业，有望率先受益于化工板块供给侧改善的景气修复行情，未来新项目投产及产品盈利改善将带动公司业绩增长。

图28：2025 年 10 月 17 日，国内综合 MDI 价格为 15,540 元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2025 年 10 月 17 日，国内 TDI 价格为 13,400 元/吨

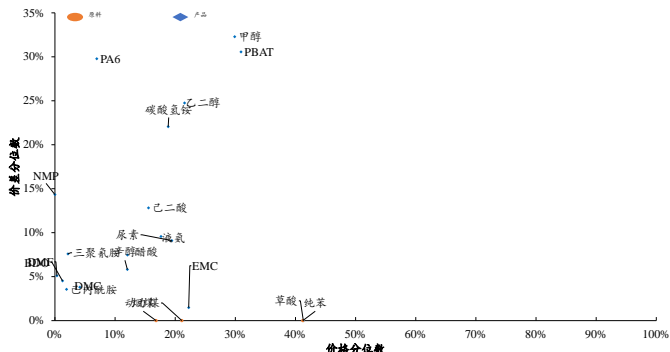


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、华鲁恒升：主要化工产品景气度或已下滑至底部，德州、荆州基地仍有利润抬升空间

2023 年以来，在化工品需求疲软的背景下，公司主营产品景气度总体呈现下滑趋势，公司主要化工品价差分位数处于底部。根据公司 2024 年 ESG 报告，2024 年公司共消耗 967.61 万吨标准煤。随着未来经济复苏和化工行业反内卷深入，主要煤化工产品价格有望修复，公司吨煤盈利有望修复，弹性空间较大。

图30：截至 2025 年 10 月 16 日公司多数产品景气度较低



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图31：目前主营产品总价差位于较低水平



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

德州基地继续降本，荆州基地持续扩品类，两个基地仍有利润抬升空间。德州基地方面，公司德州基地拟投资建设气化平台升级改造项目，预计投资 30.39 亿元，

项目建设周期 18 个月；同时根据山东省工业和信息化厅公示，公司或拟建 55 万吨合成氨、75 万吨尿素，预计 2027 年 6 月投产。这两个项目有望进一步打开德州基地成长空间。**荆州基地方面**，根据公司环评报告，公司在荆州拟建 30 万吨 TDI 项目。预计项目总投资为 54.88 亿元，主要建设 36 万吨/年 DNT 装置、60 万吨/年废酸浓缩(SAC)装置、23 万吨/年 TDA 装置、30 万吨/年 TDI 装置，配套建设 27 万吨/年硝酸装置、28 万吨/年氯化钙装置及配套公辅、环保设施，预计 2027 年底竣工。

表4：荆州基地一台气化炉约等于德州基地的 3 台

基地	配套项目	工艺	投产时间	造气炉		喷嘴类型	运行状态	造气规模	
				炉高(米)	台数(台)			单炉合成气(CO+H2)产生量(m3/h)	合成气(CO+H2)产生量合计(m3/h)
德州	老系统装置	固定床	2000 年	2.8	9	单喷嘴	停产，被替代	6,998	62,978
				3.6	5		停产，被替代	11,348	56,738
	大型氮肥装置国产化工程	水煤浆	2004 年	2.8	1	四喷嘴	停产，被替代	50,889	50,889
			2007 年	2.8	2			53,703	107,406
	原料煤本地化与动力结构调整项目	水煤浆	2008 年	2.8	2			53,703	107,406
	醋酸装置节能新工艺改造项目	水煤浆	2013 年	-	3	多喷嘴	在产	60,662	181,987
	传统产业升级及清洁生产综合利用项目	水煤浆	2017 年	3.2	3			56,868	170,604
	在产合计	-	-	-	10			56,740	567,403
	园区动力项目	水煤浆	2023 年	-	3			179,333	538,000

数据来源：华鲁恒升公告、华鲁恒升环评报告、开源证券研究所

表5：荆州基地拟建 30 万吨 TDI 项目

装置	产品名称	年产量(万吨/年)	备注
DNT 装置	二硝基甲苯	35.4	中间产品
废酸浓缩装置	废酸	50.4	副产品
TDA 装置	TDA(2,4-二氨基甲苯)	22.36	中间产品
	邻甲苯二胺	0.7	副产品
TDI 装置	TDI	30	产品
硝酸装置	硝酸	26.2	中间产品
氯化钙装置	无水氯化钙	7.8	副产品
	二水氯化钙	18.2	副产品

数据来源：华鲁恒升公告、华鲁恒升环评报告、开源证券研究所

2.4、鲁西化工:产品种类丰富，“反内卷”政策推动下景气上行弹性充足

鲁西化工为煤化工行业龙头，产品种类丰富，抗风险能力较强。鲁西化工主营

业务包括化工新材料、基础化工及其他业务，其中化工新材料产品主要包括聚碳酸酯、尼龙 6、己内酰胺、有机硅等；基础化工产品主要包括甲烷氯化物和二甲基甲酰胺等；其他业务主要包括化工装备制造、化工行业相关设计研发等。公司园区内产业链条一体化优势明显，园区各装置之间上下游关联度高，互为原料，通过管网密闭输送，循环利用，吃干榨净，安全高效。公司下游产业涵盖建材、农药、医药、食品添加剂、染料、化工、纺织、制鞋、制革、改性及复合材料等领域，多元的产品矩阵下游应用广泛且需求分散，抗风险能力较强。

未来公司持续延链、补链、强链，扩大化工新材料的比重，同时有序推进乙烯下游一体化项目、15 万吨丙酸等项目。2022 年以来，受煤炭价格下跌及终端需求较弱影响，公司主要产品价格呈下跌趋势。但 2025 年以来，化工行业景气度有所恢复，公司主要产品跌幅放缓。未来随着化工行业“反内卷”政策推动，公司作为产品丰富、产业链一体化程度较高的龙头企业，后续景气度上行弹性充足。

表6：鲁西化工为煤化工行业龙头，产品种类丰富，抗风险能力较强（单位：万吨）

产品	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
多元醇	75	75	75	75	75
己内酰胺	30	40	40	40	70
双氧水（折百）	25	40	40	40	40
尼龙 6	30	40	40	40	70
DMF	15	15	15	35	35
甲酸	40	40	40	40	40
甲酸钠	10	10	10	10	10
聚碳酸酯	27	27	27	27	27
甲烷氯化物	22	22	22	22	22
烧碱	40	40	40	40	40
氯磺酸	10	10	10	10	10
复合肥	170	170	170	170	170
有机硅				5	5

数据来源：鲁西化工公告、鲁西化工环评报告、隆众资讯、开源证券研究所

图32：2025 年以来，鲁西化工主要产品价格下跌幅度放缓



数据来源：鲁西化工公告、鲁西化工鲁西化工环评报告、隆众资讯、Wind、开源证券研究所

3、子行业龙头：反内卷走在前列，且周期拐点率先到来的子行业

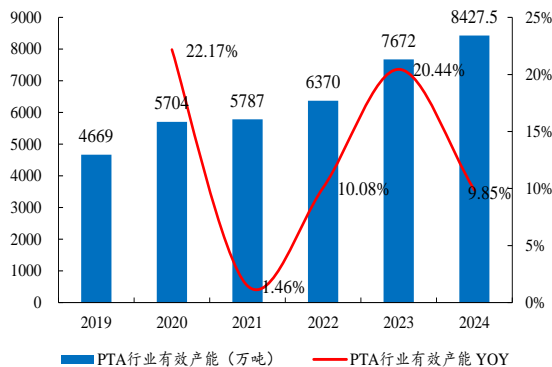
3.1、PTA：行业扩产已到尾声，底部利润有望向上抬升

2019年至2024年间，国内PTA行业扩产进程不断加快，行业有效产能由4669万吨提升至8427.5万吨，年均复合增速达到12.5%。从PTA行业未来扩产情况来看，据百川盈孚数据，2025年国内PTA新增产能预计合计达到870万吨，其中东方盛虹、三房巷、新凤鸣分别新增250、320、300万吨。再往后看，2026年及以后规划产能仍有合计800万吨。但考虑到当前PTA盈利承压，其投产进程尚存在较大不确定性，2025年或已接近国内PTA行业扩产的尾声。

同时，据卓创资讯数据，截至2025年8月，国内PTA产能中，投产超20年、15年、10年的老装置产能分别达到230、545、3315万吨，分别占总产能的2.6%、6.2%、37.4%。当前国内PTA行业依旧存在部分老旧装置，同时由于近年来PTA技术的迭代进步，老旧装置加工费或显著高于新投装置，在此背景下，部分高成本、低竞争力的老旧产能或面临出清。此外，截至2025年8月，国内PTA行业产能CR7也达到76%，集中度较高，龙头企业具备一定的定价权，同时也为行业自律与反内卷创造了良好的条件。

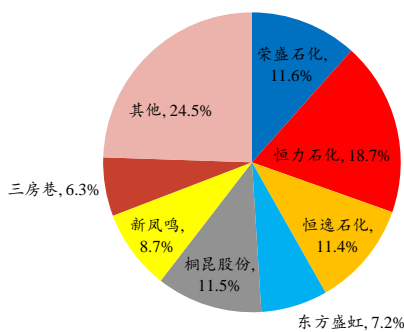
【推荐标的】恒力石化、荣盛石化、新凤鸣、桐昆股份等。【受益标的】恒逸石化、三房巷、东方盛虹等。

图33：2019年至2024年间，国内PTA行业有效产能年均复合增速达到12.5%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图34：截至2025年10月，国内PTA行业产能CR7为76%



数据来源：各公司公告、隆众咨询、百川盈孚、开源证券研究所

表7：预计2025年PTA新增产能870万吨

企业	新增产能 (万吨)	投产时间/ 预计投产时间
江苏虹港石化（东方盛虹）	250	2025年6月
三房巷	320	2025年8月
独山能源（新凤鸣）	300	预计2025年12月
2025年新增产能合计	870	-
福建福海创	300	预计2026年12月
广西桐昆石化	300	预计2026年12月

企业	新增产能 (万吨)	投产时间/ 预计投产时间
中石油乌鲁木齐石化分公司	200	预计 2027 年 7 月
2026 年及以后新增产能合计	800	-

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

3.2、涤纶长丝：“反内卷”先锋，新增产能增速显著放缓，看好供需格局改善

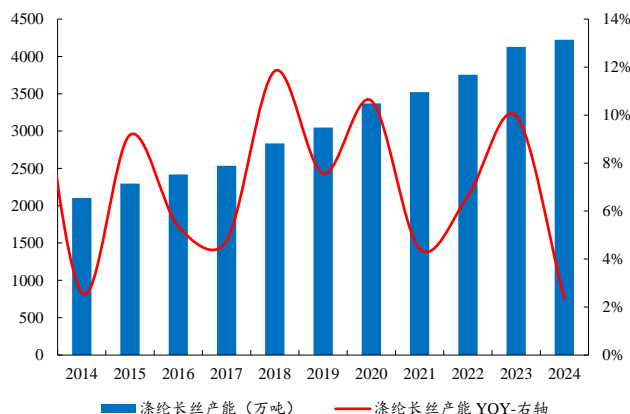
行业产能增速大幅放缓，扩产周期告一段落。2014-2023 年，涤纶长丝行业处于产能高速扩张期，产能稳步提升，据隆众资讯数据，行业产能从 2014 年的 2103 万吨提升至 2023 年的 4128 万吨，年均复合增速达 7.78%。但从 2024 年开始，头部企业主动收缩扩产节奏，行业“反内卷”行为开始体现。涤纶长丝在 2024 年仅新增产能 97 万吨，同比增速大幅放缓，较 2023 年仅有 2.35% 的增速。

行业新增产能集中于头部。据百川盈孚数据，2025 年新增产能规划为 185 万吨，目前仅有新凤鸣 65 万吨新增产能投产，其余 120 万吨新增产能来自于桐昆股份。但是，我们预计，根据公司目前规划，2025 年下半年桐昆股份或仅有 60 万吨产能投产，因此 2025 年全年新增产能预计为 125 万吨。虽然 2025 年新增产能规划或将超过 2024 年全年新增产能，但是投产企业仅集中在长丝龙头桐昆股份和新凤鸣，且投产节奏有序。目前涤纶长丝的行业发展已经从“规模扩张”转向“质量提升”。

CR2 集中度有望进一步提升。据我们统计，截至 2024 年底，涤纶长丝行业的龙头企业桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、恒力石化、东方盛虹和荣盛石化产能分别为 1350、780、637（根据 2024 年年报，该产能包括聚酯切片）、410、360、142 万吨，行业 CR6 从 2023 年的 85% 左右达到 2024 年的 87% 左右，集中度进一步提升。展望 2026 年，我们预计，涤纶长丝潜在新增产能依旧主要集中在桐昆股份和新凤鸣两家专注于涤纶长丝生产制造的企业，两大长丝龙头地位稳固。

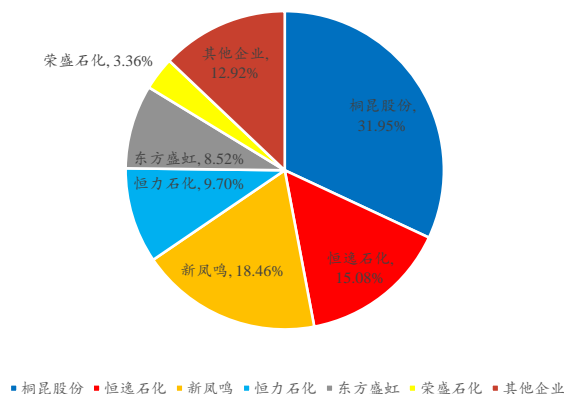
【推荐标的】新凤鸣、桐昆股份等。【受益标的】恒逸石化等。

图35：2024 年涤纶长丝产能同比增速 2.35%，大幅收窄



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图36：截至 2024 年底，涤纶长丝行业产能 CR6 达 87%



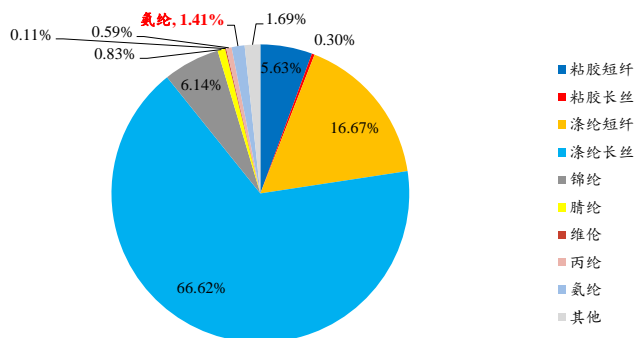
数据来源：各公司公告、隆众咨询、百川盈孚、开源证券研究所

3.3、氨纶：需求有望继续增长

2022 年以来氨纶需求持续增长，未来渗透率有望提升。根据中国化纤协会、国家统计局、百川盈孚数据，2022 年以来，氨纶表观消费量持续增长。2025 年 1-8 年，

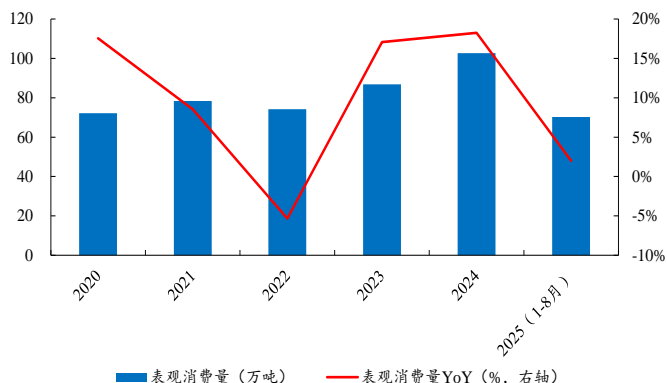
氨纶表现消费量同比+2.00%。另截至 2024 年，氨纶产量仅占化纤总产量的 1.41%，占比较低，未来有望继续提升。

图37：2024 年，氨纶产量仅占化纤总产量的 1.41%



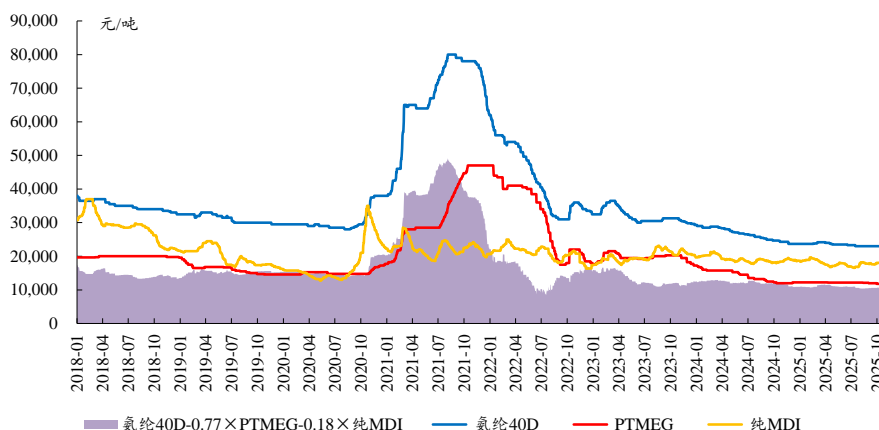
数据来源：中国化学纤维工业协会、开源证券研究所

图38：2025 年 1-8 月，氨纶表现消费量同比增长



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

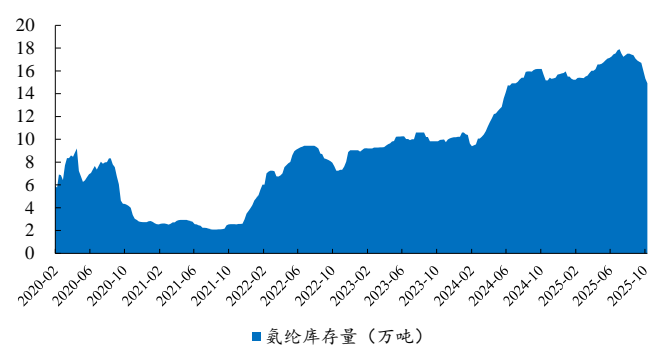
图39：2025 年以来，氨纶价差处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

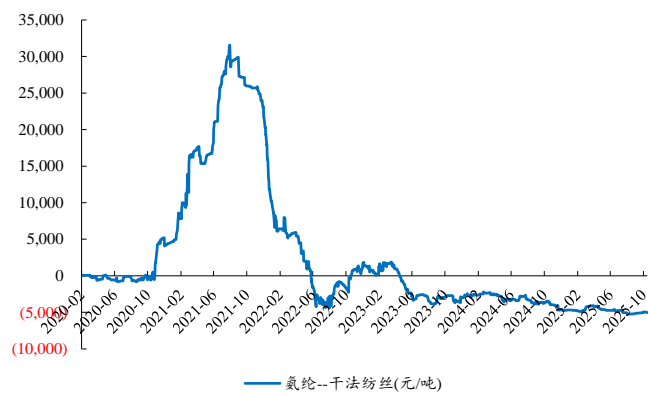
行业亏损已久，产能有所出清。根据百川盈孚的数据，截至 2025 年 10 月 15 日，氨纶平均毛利润为-5,028 元/吨，已连续亏损超两年。根据中国化工信息杂志、天天化工网、百川盈孚报道，晓星氨纶 5.44 万吨、常熟泰光 2.8 万吨产能将逐步关停，连云港杜钟 3 万吨产能长期关停，标志着氨纶行业产能出清正在进行。据卓创资讯数据，截至 2025 年 10 月，氨纶装置投产超过 20 年的合计有 18.3 万吨。**推荐标的：华峰化学。受益标的：新乡化纤。**

图40：2025 年 8 月 8 日以来，氨纶库存持续下降



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图41：截至 2025 年 10 月 15 日，氨纶亏损已超两年



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表8：未来氨纶行业产能扩张以华峰化学等为主

公司	产能 (万吨)	预计投产时间	省份
杭州舒尔姿	1.5	2025-12	浙江
华峰重庆氨纶	1.5	2025-12	重庆
银川滨河恒意	2.0	-	宁夏
华峰重庆氨纶	12	-	重庆
晓星氨纶(宁夏)	22.8	-	宁夏

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

3.4、HFCs 制冷剂：各品种集中度高，龙头企业积极作为，内用、出口配额价值同步持续提升

HFCs 制冷剂已于 2024 年正式进入配额制,行业运营状况渐入佳境。其中 R32、R134a、R125 为核心品种,三者配额量占总配额的 83%。HFCs 各品种集中度高均较高,且格局固定,为向上趋势性行情的展开奠定良好基础。

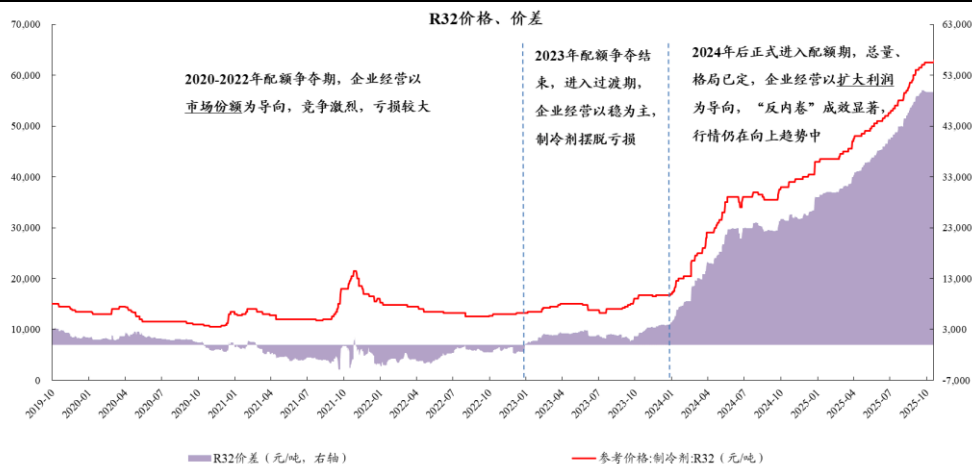
图42：各制冷剂品种集中度较高，掌握全球话语权，行业利润最大化为优先

	2025 HFCs权益配额 (吨)											2025 R22权益配额 (吨)		总计
	R32	R125	R134a	R143a	R152a	R245fa	R227ea	R236fa	R236ea	R41	R23	HFCs合计	R22	
巨化股份	106,702	53,586	64,598	20,666		296	9,397				261	255,506	38,910	294,416
三美股份	33,103	30,825	49,915	7,321							338	121,502	7,826	129,328
昊华科技		25,091	44,351	3,232		4,656	4,429	91		72	779	82,701	693	83,394
东岳集团	41,629	10,954	5,104	26	5,420						551	63,683	32,466	96,149
飞源化工	14,208	6,924	7,791									28,923		28,923
东阳光	28,871	19,232	4,564									52,667		52,667
永和股份	6,440	8,199	10,212	14,374	11,701		7,135				125	58,186	3,220	61,406
梅兰化工	22,594	937	5,954		1,794							31,279	30,822	62,101
鲁西化工	4,143											4,143		4,143
联创股份					2,633	359						2,993		2,993
其他	22,659	11,535	15,780	1,679	12,186	14,203	10,474	665	191	13	898	90,283	35,130	125,413
总配额合计	280,349	167,282	208,269	47,298	33,734	19,514	31,435	756	191	85	2,952	791,865	149,068	940,933

数据来源：生态环境部、开源证券研究所

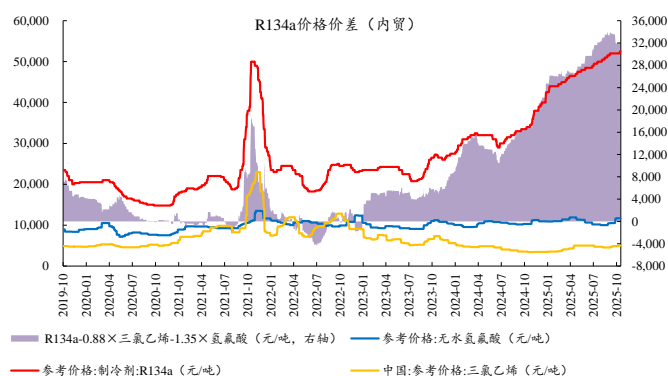
以 R32 为例，制冷剂过去几年经历了：2020-2022 年“内卷”（份额争夺）期，制冷剂亏损较大→2023 年过渡期，亏损大幅收窄，盈利略有修复→2024 至今，进入配额期，“反内卷”成效显著，制冷剂利润恢复性上涨，主升正在进行中。制冷剂作为“反内卷”的标杆、模范，其目前较为成功的模式值的广泛推广、借鉴。当前，R32 超级大单品趋势已经形成，或将长期保持量价齐升。

图43: 制冷剂 R32 经历了典型的“内卷→过渡、恢复→反内卷向上”的周期,“反内卷”标杆主升正在进行时



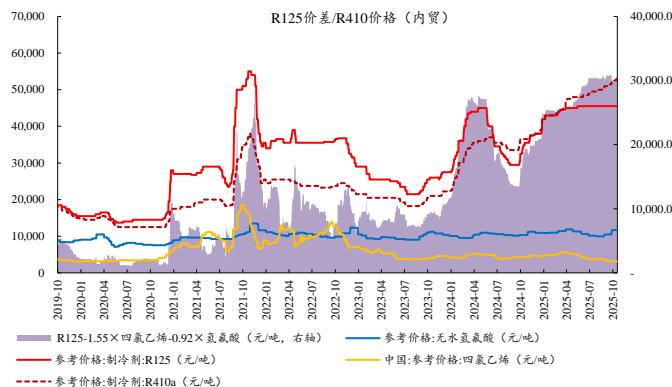
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图44: R134a 价格已修复至 5.3w/t 左右



资料来源：开源证券研究所

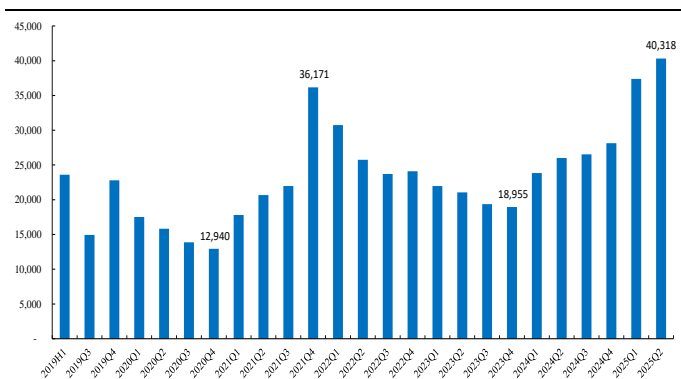
图45: R410a 价格已修复至 5.3w/t 左右的水平



资料来源：开源证券研究所

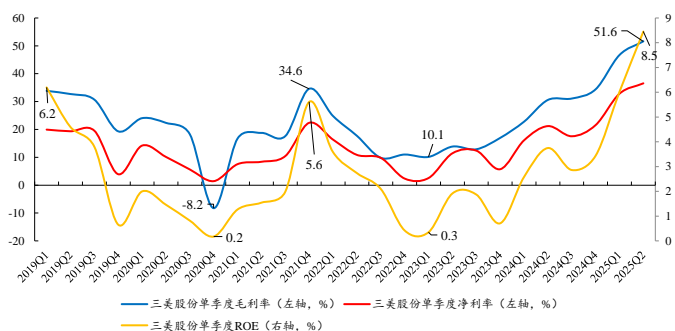
制冷剂价格显著修复，盈利能力也同步大幅增长。由于三美股份制冷剂业务占比较高，我们以其 2025 中报经营数据为例来观察制冷剂行业当前盈利状况。三美股份 2025Q2 制冷剂均价达 40,318 元/吨，创季度均价新高，比 2023Q4 均价翻倍不止。同时，公司 2025Q2 单季度毛利率、ROE 分别达 51.6%、8.5%，相比低谷期的极低毛利和 ROE 明显修复。但当前还并未达到周期高点，主升还在进行中。

图46：三美股份制冷剂 2025Q2 季度均价创新高



数据来源：三美股份公告、开源证券研究所

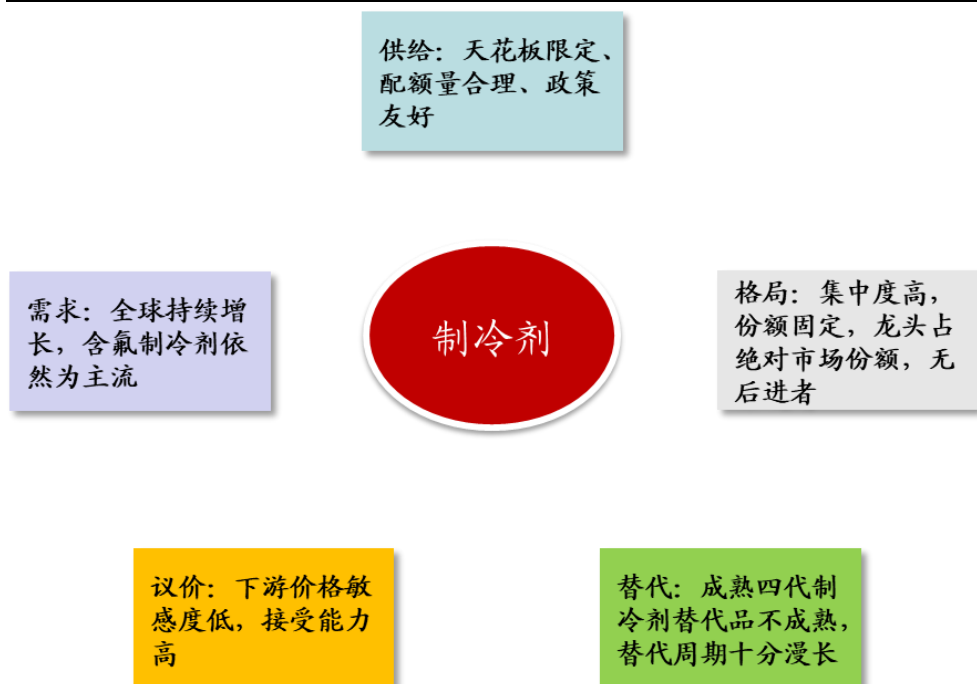
图47：三美股份 2025Q2 单季度毛利率达 51.6%，单季度 ROE 达 8.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

制冷剂特殊背景下形成的特殊商业模式已基本定型：一方面【下游低成本占比+刚需(必需消费品)】；另一方面【全球特许经营权+价格市场化】，其非周期性行业特征逐步凸显，此逻辑在全市场也非常稀缺，市场可能仍在等待基本面的不断自我证明来实现认知的进化。第三代制冷剂（HFCs）价格、利润重心将不断抬升，行业龙头将迎来高确定十年以上黄金发展期。

图48：制冷剂特殊背景下形成的特殊商业模式已基本定型



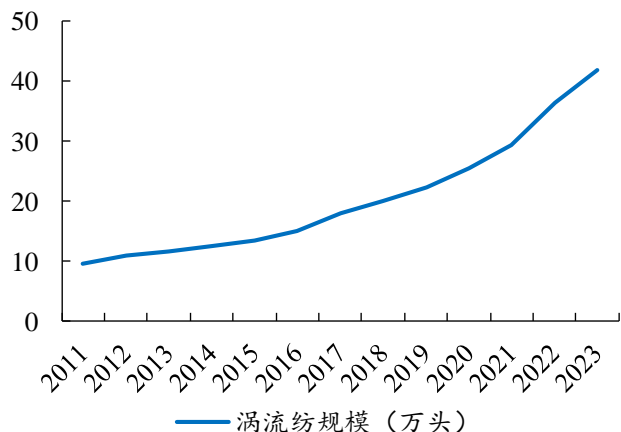
资料来源：开源证券研究所

3.5、粘胶短纤：下游涡流纺设备持续“上新”，或推动粘胶短纤需求增长

粘胶短纤主要应用于纱线 and 无纺布，国内需求增长。2023 年，我国短纤纺纱主要是以环锭纺、气流纺、涡流纺为主，其市场份额分别占 70%、20%和 10%左右。其中涡流纺因其具有流程短、速度快、智能化、绿色环保等优势，近年来发展十分迅猛。受纺织速度影响，涡流纺适纺的纤维长度和线密度分别为 25—65mm、0.17—0.78tex，粘胶短纤可精准控制长度并且表面光滑，天然适合采用涡流纺方法进行纺织。我们认为，随着未来涡流纺的加速部署，有望带动粘胶纤维的需求增长。根据

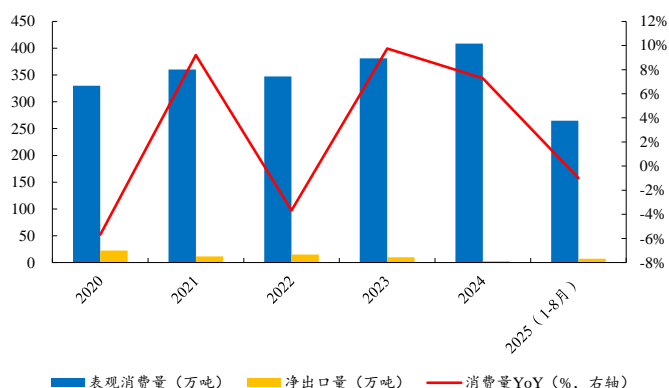
百川盈孚数据，2023 年及 2024 年，粘胶短纤的表观消费量分别为 381、409 万吨，同比增速分别为 9.74%、7.28%。2025 年 1-8 月，粘胶短纤的表观消费量为 264.9 万吨，同比仅下滑 1.00%，在关税争端比较激烈的情况下，粘胶短纤同比下滑幅度较小，足见其需求韧性。

图49：2011 年以来，喷气涡流纺产能不断增长



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图50：2023 年及 2024 年粘胶短纤表观消费量同比增长

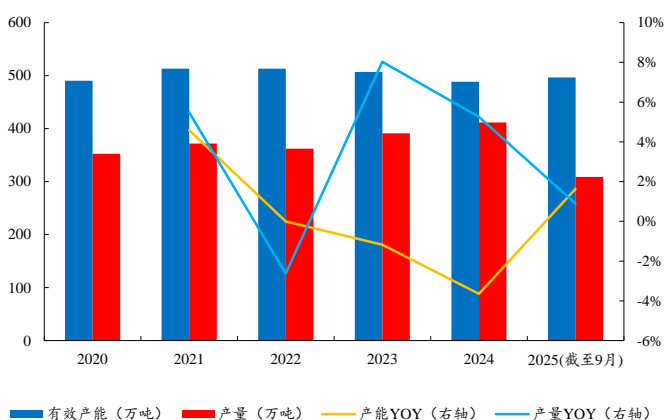


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

2021 年以来，粘胶短纤有效产能小幅下降。2024 年工信部更新《粘胶纤维行业规范条件》，要求新增产能采用产污强度小、节能环保的工艺和设备，旨在提高行业环保水平，淘汰落后中小产能。叠加行业内中小厂商盈利不足，近年来国内粘胶短纤有效产能有所下降。根据百川盈孚数据，粘胶短纤有效产能自 2021 年达到峰值 513 万吨后，2024 年粘胶短纤有效产能降至 488.5 万吨，较 2021 年有效产能下降幅度为 4.8%。截至 2025 年 9 月，国内粘胶短纤有效产能为 496.5 万吨/年。未来新增产能方面，仅盐城金光有 50 万吨粘胶短纤规划产能，预计在 2026 年 6 月投产。但根据盐城金光官网显示，该项目 2022 年 4 月 27 日曾进行过一期第一阶段的部分公用工程招标，该项目进度至今仍未披露，未来是否能如期投产仍存疑虑。

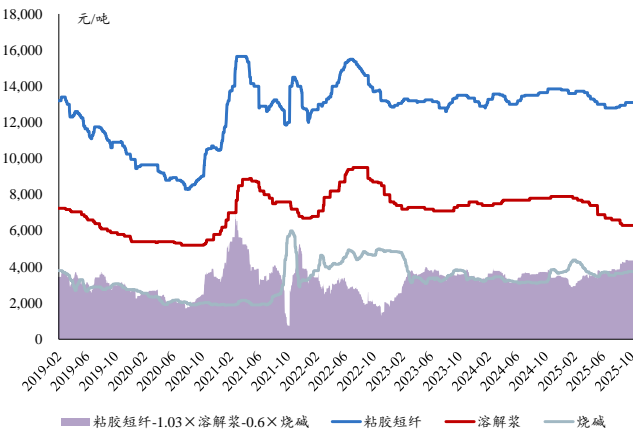
推荐标的：三友化工；受益标的：中泰化学。

图51：2021 年来粘胶短纤有效产能下降



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图52：2025 年以来，粘胶短纤价差逐步扩大



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

3.6、磷：磷矿石景气高位维稳，看好矿化一体企业长景气与高分红共振

我们认为，磷矿采选壁垒提升、磷石膏处理难度高或导致磷矿石供给增量低于请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

预期，价格中枢有望保持高位；下游磷化工产品格局持续优化助力企业保持经营稳健，加上多数企业收敛磷酸铁等资本开支，在经营业绩稳健、经营性现金流充足基础上，企业现金分红动力进一步提升，我们看好“采、选、加”一体化的磷化工企业壁垒稳固，长景气与高分红共振。

【推荐标的】兴发集团、云图控股等。【受益标的】云天化、川恒股份、芭田股份、新洋丰、史丹利、湖北宜化、川发龙蟒等。

表9：磷化工产品价格：2025 年以来，磷矿石、黄磷、磷酸、磷酸铵、磷酸氢钙等产品均价相较 2024 年均价上涨

价格(元/吨)	磷矿石	黄磷	磷酸热法酸 85%工业	湿法净 化磷酸 85%	磷酸一 铵 (55% 粉状)	磷酸二 铵 (64% 颗粒)	工业级 磷酸一 铵 (73%)	波罗的海: 现货价 (FOB,中间 价):磷酸一 铵(散装)	波罗的海/ 黑海:现货 价(FOB,中 间价):磷酸 二铵(64%)	磷酸 二氢钙	磷酸 一二钙	磷酸 氢钙	六偏 磷酸钠	三聚 磷酸钠	磷酸铁	磷酸铁锂
2021Y	496	26,846	8,523		2,983	3,421	4,892	4,171	4,001	3,363	3,014	2,429	7,518	6,217	16,410	60,105
2022Y	894	33,147	10,100	9,570	3,526	3,979	6,639	5,568	5,378	4,592	3,870	3,107	9,800	7,933	23,940	157,778
2023Y	991	25,029	7,398	6,562	3,119	3,839	5,580	3,686	3,873	3,489	3,052	2,314	9,108	8,211	13,828	90,757
2024Y	1,013	22,808	6,677	6,082	3,234	3,920	5,673	4,024	4,003	3,762	3,410	2,576	8,420	6,888	10,419	38,786
2025Y	1,019	22,861	6,747	6,529	3,403	3,994	6,122	4,782	4,831	4,515	4,075	3,000	8,014	6,633	10,522	34,727
2024Q1	1,009	23,153	6,692	5,572	3,180	3,922	5,298	3,697	3,954	3,460	3,195	2,389	8,535	7,259	10,357	41,993
2024Q2	1,009	22,199	6,601	6,119	3,143	3,895	5,937	3,910	3,785	3,778	3,417	2,551	8,516	7,029	10,416	42,568
2024Q3	1,017	22,792	6,608	6,180	3,387	3,939	5,744	4,281	4,088	3,881	3,345	2,563	8,439	6,748	10,445	36,085
2024Q4	1,018	23,088	6,805	6,452	3,223	3,922	5,712	4,204	4,182	3,923	3,676	2,794	8,195	6,520	10,457	34,573
2025Q1	1,018	23,285	6,785	6,589	3,248	3,861	6,035	4,259	4,256	4,204	3,811	2,851	8,050	6,583	10,500	35,753
2025Q2	1,020	23,153	6,846	6,569	3,461	4,066	6,438	4,906	4,823	4,597	4,224	3,041	8,050	6,685	10,562	33,585
2025Q3	1,020	22,270	6,635	6,440	3,494	4,034	6,014	5,226	5,415	4,706	4,189	3,092	7,960	6,640	10,505	34,842
2025Q4	1,017	21,710	6,525	6,438	3,424	4,100	5,699	4,827	5,113	4,697	4,068	3,070	7,850	6,555	10,515	34,850
2025 年 10 月 9 日	1,017	21,710	6,525	6,430	3,380	4,100	5,699	4,827	5,113	4,697	4,068	3,070	7,850	6,555	10,515	34,850
较 2025 年 初	-0.1%	-4.6%	-2.4%	-1.4%	8.3%	5.1%	-2.5%	15.0%	21.8%	14.0%	9.6%	9.1%	-2.5%	0.8%	0.1%	-9.0%
同比	-0.1%	-5.1%	-4.0%	5.8%	4.6%	5.1%	2.7%	15.3%	23.0%	27.0%	15.2%	16.8%	-4.3%	0.8%	0.6%	1.6%

数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所(截至 2025 年 10 月 9 日)

3.7、钾：供给集中、需求稳增，看好国产钾肥产能稳步扩张

据百川盈孚数据，2025 年（截至 10 月 9 日）国内钾肥现货价 3,060 元/吨，相较 2024 年均价+23.1%；受益于钾肥量价齐升，2025 年以来行业上市公司业绩表现亮眼。我们认为，随着全球农业生产的持续增长和可再生燃料需求的增加，钾肥作为重要的农业生产资料，其需求量预计将继续保持增长态势。伴随亚钾国际、藏格矿业、东方铁塔的老挝钾盐产能持续扩产，有望为业绩增长奠定坚实基础。

【推荐标的】亚钾国际、盐湖股份。【受益标的】东方铁塔、藏格矿业。

表10：钾肥企业产销数据对比：盐湖股份产销量规模、毛利率居于行业前列，单位成本处于低位

公司简称	单位：万吨，元/吨	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
盐湖股份	产量	492	447	483	563	552	503	580	493	496
	销量	492	455	469	454	645	474	494	560	467

公司简称	单位：万吨，元/吨	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
	单位售价	1378	1299	1589	1633	1615	2282	3501	2610	2159
	单位成本	404	461	446	472	717	719	720	1271	895
	单位毛利	974	838	1143	1161	898	1564	2781	1340	1264
	毛利率	70.7%	64.5%	71.9%	71.1%	55.6%	68.5%	79.4%	51.3%	58.5%
	产量	166	185	148	108	112	108	131	109	107
	销量	165	183	145	109	113	107	110	129	104
	单位售价	1577	1622	1865	1830	1615	2491	3482	2486	2115
	单位成本	447	444	574	773	1070	1030	1012	1089	1167
藏格矿业	单位毛利	1130	1178	1291	1056	545	1462	2470	1397	948
	毛利率	71.7%	72.6%	69.2%	57.7%	33.7%	58.7%	70.9%	56.2%	44.8%
	产量	14	17	22	25	25	34	91	165	182
	销量	13	19	19	25	24	35	91	161	174
	单位售价	1547	1435	1679	1802	1528	2364	3736	2423	1989
	单位成本	981	813	867	795	851	822	1035	996	1004
亚钾国际	单位毛利	566	622	812	1007	677	1542	2701	1427	986
	毛利率	36.6%	43.3%	48.3%	55.9%	44.3%	65.2%	72.3%	58.9%	47.9%
	产量				46	46	45	51	89	120
	销量	49	49	55	47	45	45	47	89	121
	单位售价	222	1624	1856	1853	1595	2272	3873	2282	1822
	单位成本	127	777	804	1051	1198	1296	1339	1242	1086
东方铁塔	单位毛利	96	846	1052	802	397	976	2534	1040	736
	毛利率	43.1%	52.1%	56.7%	43.3%	24.9%	43.0%	65.4%	45.6%	40.4%

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所（注：东方铁塔 2023A 只披露产量，公司公告产销基本平衡，我们假设产销量相等。）

表11：亚钾国际、东方铁塔、藏格矿业的老挝钾盐产能有望持续扩张

证券代码	证券简称	2025 年 10 月 14 日 总市值(亿元)	氯化钾设计产能 (万吨/年)	氯化钾设计产能/总市值 (万吨/亿元×100)	每上涨 100 元/吨 增厚净利润 (亿元，25%所得税)	2024 年销量 (万吨)	氯化钾剩余规划产能 (万吨/年)
000792.SZ	盐湖股份	1,191.1	500	42.0	3.75	467	2030 年达到 1000 万吨
000408.SZ	藏格矿业	897.1	200	22.3	1.50	104	老挝一期 200 万吨
000893.SZ	亚钾国际	381.6	老挝 100	26.2	0.75	174	老挝 200 万吨
002545.SZ	东方铁塔	175.2	老挝 100	57.1	0.75	121	老挝 100 万吨（权益 75%）

数据来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

3.8、民爆：行业总产能受政策严格约束，下游采矿业投资持续增长

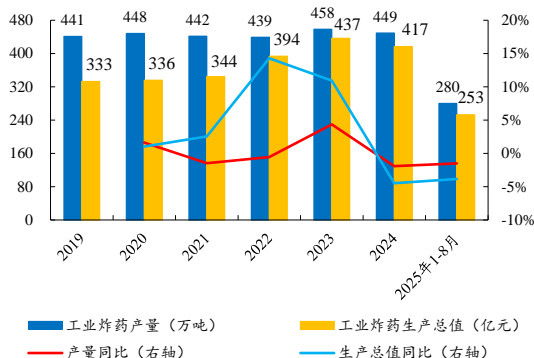
全链条的强监管、强政策导向，构筑民爆行业深厚壁垒。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》提到“原则上不新增产能过剩品种的民爆物品许可产能”。2020 年，我国工业炸药全国许可年产能约 540 万吨；2019-2024 年，全国工业炸药年产量稳定在 400 万吨以上；2025 年 1-8 月，我国民爆生产企业工业炸药累计产量为 280 万吨，同比减少 1.50%。

同时，政府明确鼓励民爆企业兼并重组。根据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，到 2025 年，我国民爆生产企业（集团）数量进一步降低到 50 家以内，排名前 10 家民爆企业行业生产总值占比提升至 60% 以上，并形成 3 至 5 家具有较强

行业带动力、国际竞争力的大型民爆一体化企业，以推动民爆行业的高质量发展，相关头部企业有望率先受益。

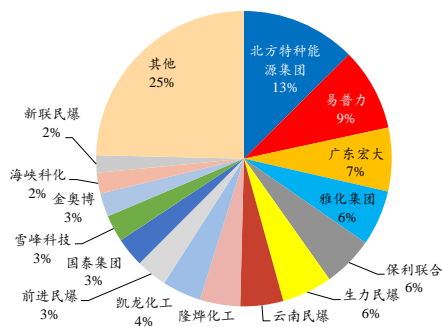
民爆企业区域性较强。(1) 总量上看：新疆、内蒙古、四川、山西等都为矿藏大省（区），对民爆器材需求较为旺盛，2024 年四省民爆生产企业生产总值均超 30 亿元，四省合计占比行业生产总值的 38%。(2) 增速上看：2024 年新疆、西藏等地区同比增速居前，未来西部省份市场潜力较大。

图53：2024 年，我国工业炸药年产量为 449 万吨



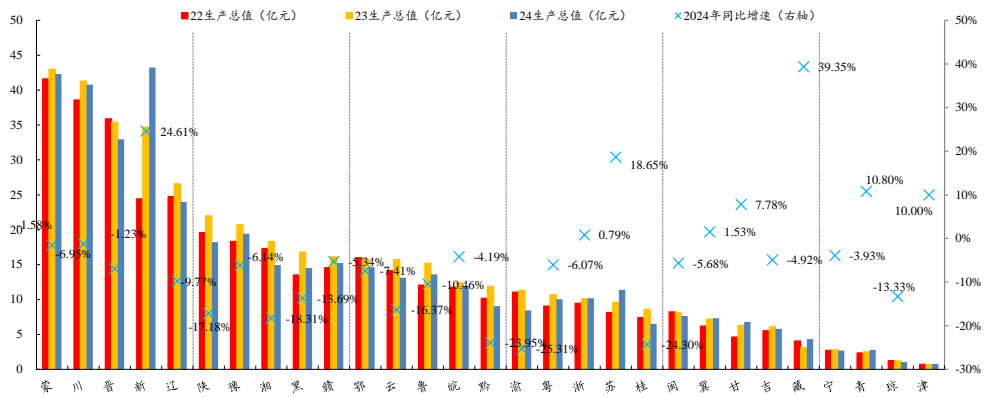
数据来源：中国民爆信息公众号、《我国爆破行业发展成就、挑战与机遇》（汪旭光，2024）、开源证券研究所

图54：我国前十家民爆企业生产总值占比超 60%(2024)



数据来源：中国民爆信息公众号、开源证券研究所

图55：新疆地区民爆生产企业生产总值及增速较高



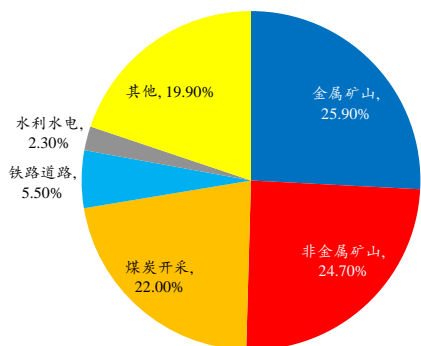
数据来源：中国民爆信息公众号、开源证券研究所

采矿业投资延续良好增长势头，拉动民爆需求稳步上涨。工业炸药主要应用在三大领域，分别为采矿、铁路道路、水利水电，2020 年占比分别为 72.60%、5.50%、2.30%。**国内：**2024 年，我国采矿业固定资产投资同比增长 10.50%，明显高于 2023 年全年的 2.10%，延续了良好的增长势头。同时，未来伴随着超长期特别国债等举措加快落地，水利、交通等重大工程项目建设有望全力推进，或持续拉动国内工业炸药需求增长。**海外：“一带一路”政策带动矿企、基建企业出海，有望打开海外民爆市场需求。**2024 年我国采矿业对外直接投资存量达 2486 亿美元，同比增长 28.47%。

民爆行业供给端受工信部严格监管，而需求端在采矿业投资的发力下持续回升，供需关系持续改善。同时，由于区域壁垒的存在，西部高景气区域的民爆企业或将持续享受超额收益。我们看好头部民爆企业在新一轮洗牌中实现规模的快速扩张，并在供需关系及行业格局持续改善中享受行业景气度提升带来的长期增长。

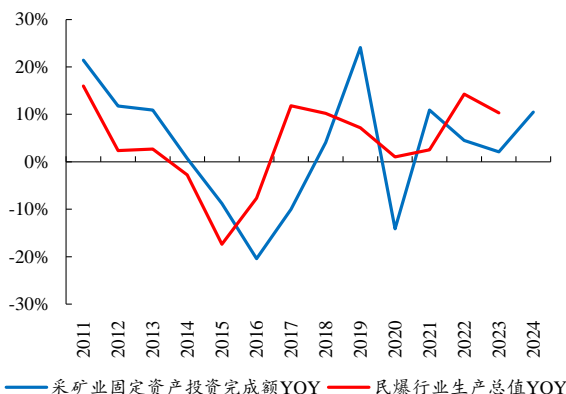
推荐标的：雅化集团。受益标的：江南化工、易普力、广东宏大、国泰集团、凯龙股份、壶化股份、保利联合、高争民爆、雪峰科技等。

图56：工业炸药下游应用集中在采矿业（2020年）



数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图57：采矿业固定资产投资与民爆需求高度相关



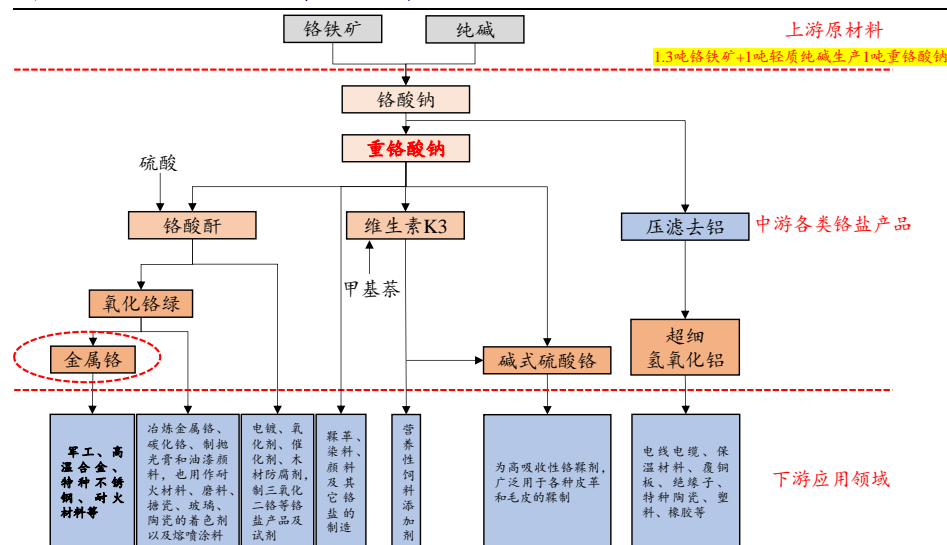
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.9、铬盐：供给格局稳定，金属铬需求向上，拉动铬盐产业链景气度整体提升

铬盐生产具有排放治理压力，新增产能严格受限。铬盐生产过程中通常会产生大量的废渣，属于重金属危险废物，其中含有的六价铬（无钙焙烧工艺不含铬酸钙）易溶且不稳定，污染土地、水资源，会对人体、农作物机体造成损伤。根据《国家危险废物名录》，铬渣及铬化学品生产过程中产生的其它废物已经均被列入在内。过去10年间，铬盐行业无任何新进入企业与新投产项目，行业唯一的供给增量来源于振华股份一次次的技改（在总排放量不扩大前提下，依靠收率提升等，扩充产能）。

金属铬需求向上，拉动铬盐产业链景气度整体提升。铬盐主要应用于工程电镀、金属铬冶炼、耐火材料、颜料、皮革制品等领域。其中，在金属铬领域，受益于下游高温合金及军工需求的加速释放，金属铬需求旺盛，带动铬盐产业链景气度整体提升。【推荐标的】振华股份。

图58：重铬酸钠是铬盐最基础的产品



数据来源：振华股份公司公告、开源证券研究所

4、潜力行业：短期“反内卷”迹象较弱,远期去产能空间大的行业

4.1、农药：“正风治卷”三年行动启动，看好供给优化助力盈利修复、景气反转

2022Q4 以来，全球农药市场进入去库周期，国内规模化产能释放，供需错配导致多数农药产品价格自 2021 年的高点震荡走低。截至 10 月 12 日，中农立华原药价格指数报 74.73 点，同比下跌 0.66%，环比 9 月下跌 0.09%。跟踪的上百个产品中，同比 68% 产品下跌；环比 9 月 78% 产品持平，6% 产品上涨。据中国农药工业协会公众号报道，7 月 24 日中国农药工业协会发布关于开展农药行业“正风治卷”行动的通知。根据 2024 年中央经济工作会议关于“综合整治内卷”的工作要求，经研究决定，针对当前农药行业存在的隐性添加、非法生产、无序竞争等突出问题，在全行业开展“正风治卷”三年行动。通过开展“正风治卷”行动，预计到 2027 年底：市场秩序明显改善，行业内卷式竞争得到有效遏制，产品质量显著提升，非法生产行为得到根本遏制，企业合规经营意识显著增强。

我们认为，短期来看，农药行业景气下行持续较长时间导致企业对于安全、维保等费用或趋于减少，为安全生产埋下隐患，2025 年以来烯草酮、毒死蜱、氯虫苯甲酰胺等供给扰动不断；随着全球市场分销渠道积极消化库存，加上出口市场需求良好，草甘膦、（精）草铵膦、氯氟菊酯、多菌灵、百菌清、阿维菌素、甲维盐等部分农药产品刚需阶段性反弹，有望助力企业盈利修复。中长期来看，农药行业“正风治卷”三年行动，有望有效遏制行业内卷式竞争，或助力景气反转。

【推荐标的】扬农化工（农化龙头白马）、利民股份（百菌清等）、兴发集团（草甘膦龙头）等；【受益标的】江山股份（草甘膦弹性龙头）、利尔化学（草铵膦龙头）、润丰股份（农药制剂出海）、广信股份（光气一体化农药龙头）、国光股份（植物生长调节剂）、先达股份（烯草酮）、和邦生物（双甘膦龙头）、善水科技（农药中间体）等。

表12：2025 年以来，供给端扰动或需求端向好等因素带动毒死蜱、烯草酮、草甘膦、氯虫苯甲酰胺、氯氟菊酯、百菌清、甲维盐等农药价格上涨

均价 (元/吨)	毒死蜱	烯草酮折 百	氯虫苯甲 酰胺 97%	草甘膦	草铵膦	氯氟 菊酯	多菌灵	百菌清	阿维菌素 94%	百草枯	甲维盐折百
2020Y	42,900	120,888		22,163	139,116	86,363	35,235	31,751	670,281	13,791	973,153
2021Y	42,401	125,930		50,761	244,100	90,874	41,894	21,317	693,280	16,697	994,100
2022Y	48,285	170,936		62,301	227,424	88,695	45,159	20,954	630,482	25,201	898,373
2023Y	38,482	88,727		32,517	82,472	68,771	39,703	18,681	422,249	16,440	569,478
2024Y	35,912	68,690	248,074	25,050	54,278	61,852	33,881	20,152	402,680	12,704	561,740
2025Y	39,424	108,298	232,396	24,571	44,831	72,668	34,938	28,637	492,358	12,762	687,668
2024Q1	35,275	67,292	293,583	25,413	60,508	56,000	35,438	18,000	359,500	13,220	506,667
2024Q2	35,752	66,194	252,500	25,639	55,274	61,016	34,105	17,145	383,226	13,014	528,871
2024Q3	35,237	67,364	230,129	24,794	52,568	65,000	33,250	19,970	416,818	12,564	580,000
2024Q4	37,407	73,952	218,710	24,381	49,073	65,000	32,823	25,435	448,871	12,043	628,468
2025Q1	38,576	77,305	209,119	23,239	45,856	67,373	33,373	27,500	478,983	11,224	662,542

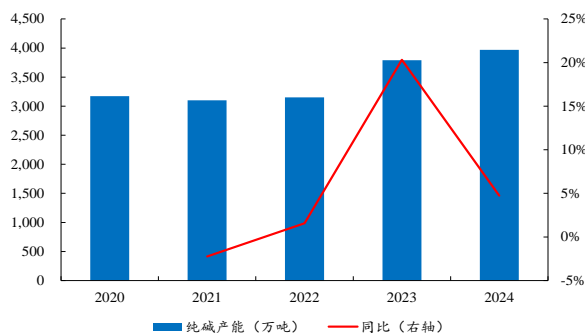
均价 (元/吨)	毒死蜱	烯草酮折百	氯虫苯甲酰胺 97%	草甘膦	草铵膦	氯氟菊酯	多菌灵	百菌清	阿维菌素 94%	百草枯	甲维盐折百
2025Q2	40,393	121,361	246,262	23,403	44,500	75,000	36,033	28,705	513,115	11,667	713,279
2025Q3	39,298	122,432	239,623	26,624	44,279	75,000	35,288	29,500	485,822	14,921	686,575
2025Q4	39,000	110,000	215,000	27,495	44,500	75,000	36,000	29,500	455,833	17,000	650,833
2025-10-15	39,000	110,000	215,000	27,495	44,500	75,000	36,000	29,500	455,000	17,000	650,000
历史分位	41.5%	54.8%	9.5%	51.8%	4.4%	32.8%	42.7%	84.4%	28.3%	71.4%	31.5%
较 2025 年初	5.4%	46.7%	4.9%	16.5%	-5.3%	15.4%	9.9%	7.3%	-2.2%	47.8%	1.6%
同比	6.1%	57.1%	-4.4%	9.6%	-11.0%	15.4%	8.3%	28.3%	5.8%	38.8%	5.7%
最大值	57,000	220,000	430,000	80,309	370,000	105,000	50,000	40,000	800,000	28,000	1,200,000
最小值	33,500	66,000	205,000	20,279	43,700	56,000	32,750	16,500	350,000	11,000	500,000

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所(截至 2025 年 10 月 15 日)

4.2、纯碱：行业新增产能压力较大，未来低成本的天然碱工艺或将脱颖而出

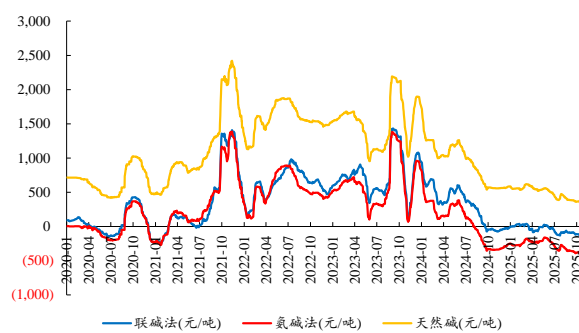
2025 年起，预计将有多套纯碱新增装置投产。随着纯碱行业供需失衡加剧，已有落后产能逐渐被淘汰。淘汰产能方面，根据卓创资讯数据，2024 年 9 月，河南金山化工淘汰联碱产能 70 万吨。根据百川盈孚数据，目前纯碱行业有效产能为 4,200 万吨，同比+5.79%。展望未来仍有多套装置预计投产：2025 年底，博源化工或新增天然碱产能 280 万吨，产能压力较大；另外还有未来中盐化工在内蒙古通辽拟建天然碱矿开发项目，一期拟建 500 万吨纯碱产能。这些装置的投产，或进一步加剧纯碱行业供需失衡的局面。推荐标的：博源化工。受益标的：中盐化工、山东海化。

图59：2024 年，纯碱有效产能同比增长



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图60：2024 年 H2 以来，氨碱、联碱法盈利持续欠佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：部分新增产能规划：未来仍有较多纯碱新增产能拟投产

企业	产能 (万吨)	生产工艺	预计投产时间	省份
博源化工	280	天然碱	2025-12	内蒙古自治区
雪天盐业	80	联碱法	2026-12	湖南省
中盐化工	500	天然碱法	2027-06	内蒙古自治区

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

4.3、乙二醇：未来行业新增产能有限

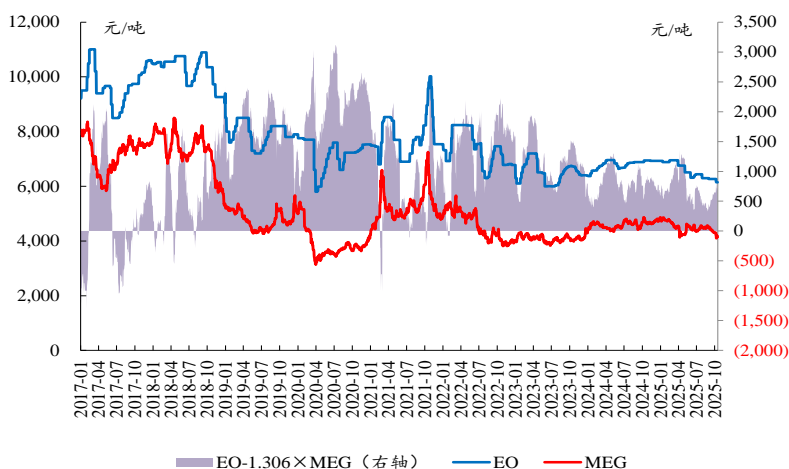
2022 年 3 月以来，石化企业生产 EO 的效益更明显。根据百川盈孚，生产 1 吨 EO 需要乙烯 0.79t，生产 1 吨 MEG 需要乙烯 0.605t，因此石化企业在考虑 EO、MEG 装置开工率配置时，通常会考虑，EO-1.306×MEG 的价差的正负。当该价差为正时，

只生产 EO 的盈利水平更佳。2022 年 3 月以来，该价差始终为正，未来乙烯制乙二醇开工率或仍难提升。

未来乙二醇新增产能较少。根据百川盈孚数据，目前乙二醇行业产能为 2920.4 万吨。2025 年 11 月，宁夏畅亿 20 万吨产能或将投产，2026 年，宝丰能源 10 万吨、巴斯夫广东 90 万吨、华锦阿美 40 万吨产能或将投产。尽管有内蒙古久泰 100 万吨、中煤 60 万吨产能规划，但根据百川盈孚统计显示，这两个项目目前处于搁置状态。若其余规划新增产能如期落地，在目前乙二醇行业产能 2920.4 万吨的基础上，预计未来乙二醇产能同比仅增长 5.48%。

【推荐标的】：荣盛石化、恒力石化；**【受益标的】：**万凯新材（含转债）、丹化科技（含 B 股）、东方盛虹、卫星化学、新疆天业。

图61：2022 年 3 月以来，EO-MEG 价差始终为正



数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：未来乙二醇行业新增产能有限

企业	产能（万吨）	预计投产时间	省份
宁夏畅亿清洁能源有限公司	20	2025-11	宁夏回族自治区
宁夏宝丰能源集团股份有限公司	10	2026-02	宁夏回族自治区
巴斯夫一体化基地(广东)有限公司	90	2026-03	广东省
华锦阿美石油化工有限公司	40	2026-11	辽宁省
内蒙古久泰新材料有限公司	100	项目搁置	内蒙古自治区
中煤平朔集团有限公司	60	项目搁置	山西省

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

4.4、工业硅：周期见底，关注供给端扰动预期

工业硅作为典型的高能耗行业，在能耗管控趋严背景下，我们未来工业硅行业供给端的扰动或来自于两方面：

（一）关注基准水平与标杆水平可能带来的相关产能淘汰/技改

2023 年 6 月，国家发改委等部门发布了关于《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》的通知，在拓展重点领域范围、强化能效水平引领、推动分类改造升级、做好工作统筹衔接、完善相关配套政策等方面提出明确要求。其中，在推动分类改造升级方面，要求依据能效标杆水平和基准水平，分类实施改造升级。

对于能效低于基准水平的存量项目，各地要明确改造升级和淘汰时限，制定年度改造和淘汰计划，引导企业有序开展节能降碳技术改造或淘汰退出，在规定时限内将能效改造升级到基准水平以上，对于不能按期改造完毕的项目进行淘汰。对此前明确的炼油、煤制焦炭、煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇、烧碱、纯碱、电石、乙烯、对二甲苯、黄磷、合成氨、磷酸一铵、磷酸二铵、水泥熟料、平板玻璃、建筑陶瓷、卫生陶瓷、炼铁、炼钢、铁合金冶炼、铜冶炼、铅冶炼、锌冶炼、电解铝等 25 个领域，原则上应在 2025 年底前完成技术改造或淘汰退出；对本次增加的乙二醇，尿素，钛白粉，聚氯乙烯，精对苯二甲酸，子午线轮胎，工业硅，卫生纸原纸、纸中原纸，棉、化纤及混纺机织物，针织物、纱线，粘胶短纤维等 11 个领域，原则上应在 2026 年底前完成技术改造或淘汰退出。

2024 年 5 月，国务院关于印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》的通知，提出：（1）严格落实电解铝产能置换，从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能。大力发展再生金属产业。（2）推广高效稳定铝电解、铜钼连续吹炼、竖式还原炼镁、大型矿热炉制硅等先进技术，加快有色金属行业节能降碳改造。到 2025 年底，电解铝行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%，可再生能源使用比例达到 25% 以上；铜、铅、锌冶炼能效标杆水平以上产能占比达到 50%；有色金属行业能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。

图62：工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》将工业硅纳入其中

序号	国民经济行业分类及代码			重点领域	指标名称	指标单位	标杆水平	基准水平	参考标准	
	大类	中类	小类							
9	有色金属冶炼和压延加工业（32）	常用有色金属冶炼（321）	硅冶炼（3218）	★工业硅	主要还原剂为木炭	单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	2500	3300	GB 31338
				主要还原剂为石油焦和煤	2700			3500		
				主要还原剂为煤	2800			3600		

注：1. 各领域标杆水平和基准水平主要参考国家现行单位产品能耗限额标准的先进值和准入值、限定值，根据行业实际、发展预期、生产装置整体能效水平等确定。统计范围、计算方法等参考相应标准。
2. 表中的工业重点领域范围和标杆水平、基准水平，视行业发展和国家现行单位产品能耗限额标准修订情况进行补充完善和动态调整。
3. 相较于《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平（2021 年版）》，新增加的重点领域用“★”标注，能效水平有调整的用“▲”标注。

资料来源：《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》

（二）关注后续小炉型淘汰出清

2023 年 12 月 27 日，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，其中在淘汰类目录方面，要求 12500 千伏安以下普通铁合金矿热电炉于 2025 年 12 月 31 日前淘汰。在限制类目录方面，要求 2×2.5 万千伏安（总容量 5.0 万千伏安）及以下普通铁合金矿热电炉，需要督促改造和禁止新建的生产能力。

目前我国工业硅生产的矿热炉型号主要分为 12500kva、25000kva、33000kva 三个主流型号。据百川盈孚统计，截止 2023 年我国工业硅炉型台数占比为：12500kva 以下占比 12%、12500 至 16500kva（包含 12500kva）占比 52%、16500 至 25000kva（包含 16500kva）占比 9%、25000kva 及以上占比 28%。工业硅炉型产能占比为：12500kva 以下占比 7%、12500 至 16500kva（包含 12500kva）占比 51%、16500 至 25000kva（包含 16500kva）占比 9%、25000kva 及以上占比 33%。

据百川盈孚数据，单独看 12500kva 炉型，截至 2024 年国内 12500kva 炉型合计 346 台，合计产能约 277 万吨/年，约占总产能的 40%，若加上 12500kva 以下小炉型产能，则合计产能占比超过 45%。若后续 12500kva 及以下小产能面临强制出清或产能置换，或面临两个主要问题：

(1) 产能指标问题：很多小企业本身只有一套 12500kva 的炉子，无法通过 2 套/3 套 12500kva 装置换一套 25000kva/33000kva 的工业硅生产装置。

(2) 资金问题：假设 3 套 12500kva 装置换一套 33000kva 的装置，预计资本投入较大，小企业可能面临资金困境。

【推荐标的】：合盛硅业、兴发集团等。【受益标的】：新安股份等。

图63：国内工业硅炉型以小炉型为主

区域	12. 5mva以下	12. 5-16. 5mva	16. 5-25mva	25mva及以上
东北	12	16	1	4
华北	14	13	1	17
华东	16	19	2	6
华南	1	15	1	0
华中	7	25	0	0
西北	9	107	16	158
西南	30	200	44	25
台数总计（台）	89	395	65	210
台数总计占比	12%	52%	9%	28%

区域	12. 5mva以下	12. 5-16. 5mva	16. 5-25mva	25mva及以上
东北	70000	118000	12000	60000
华北	63000	175000	12000	14000
华东	44000	162000	26000	72000
华南	6000	96000	12000	
华中	27000	198000		
西北	49000	1007000	107000	1653000
西南	184000	1552000	409000	338000
产能总计（吨）	443000	3308000	578000	2137000
产能总计占比	7%	51%	9%	33%

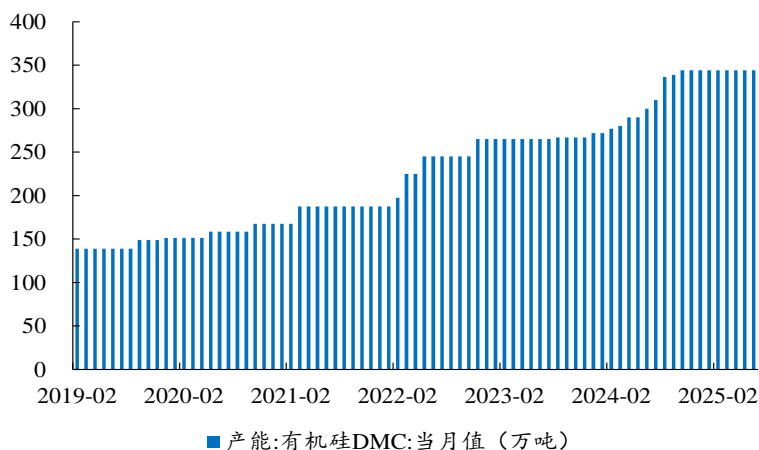
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

4.5、有机硅：产能投放高峰已过，供需格局好转助力有机硅盈利修复

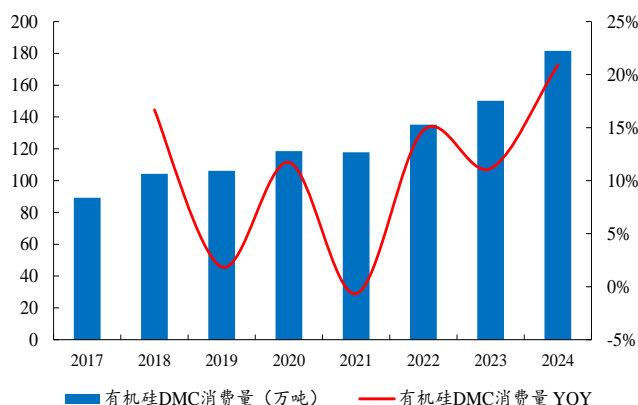
据百川盈孚数据，2022-2024 年有机硅行业在建项目集中落地，每年新增产能分别达到 77.5、7、72 万吨，产能增速分别达到 41%、3%、26%。未来国内有机硅行业新增产能十分有限，供给格局有望逐步改善。据百川盈孚数据，目前国内有机硅行业在建/规划新增产能仅有新疆起亚的 80 万吨/年，预计 2026 年年底投产（但考虑到当前有机硅行业盈利承压，其投产进程仍有较大不确定性）。因此往后看，有机硅行业供给端竞争压力有望得到缓解。

内需方面，国内有机硅需求稳步增长，下游应用以建筑、电子电器、加工制造业、纺织业等为主。据百川盈孚数据，2017 年至 2024 年间，国内有机硅 DMC 表观消费量由 89.32 万吨逐步提升至 181.64 万吨，CAGR 达到 10.7%，其中 2022 年、2023 年与 2024 年受新能源行业高速增长拉动，国内有机硅 DMC 表观消费量分别同比增长 14.7%、11.1%、20.9%。展望未来，一揽子政策积极提振房地产市场，地产领域需求有望企稳，同时新能源领域需求快速释放，有望贡献重要增量。出口方面，据百川盈孚数据，2010 年至 2024 年，国内有机硅 DMC 出口量由 5.11 万吨提升至 54.57 万吨（其中 2024 年出口量同比增长 34.2%），进口量由 19.61 万吨下降至 10.88 万吨。当前海外有机硅企业面临成本、环保压力，整体产能有所收缩，国内有机硅产业具备成本优势，未来出口量有望稳步增长。

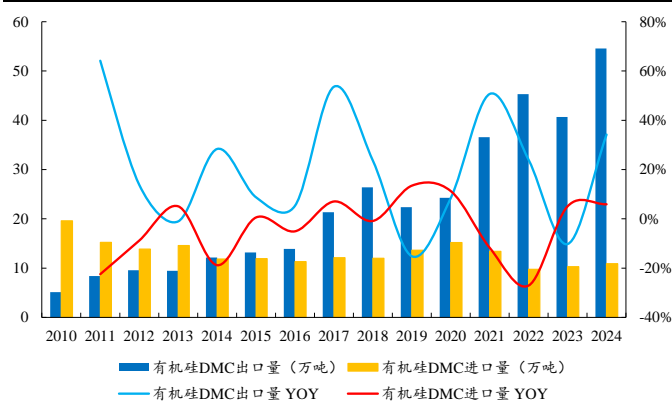
【推荐标的】：合盛硅业、兴发集团；【受益标的】：三友化工、新安股份、东岳硅材、恒星科技、鲁西化工等。

图64：2022-2024 年国内有机硅行业产能快速扩张


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图65：2024 年国内有机硅 DMC 表观消费量同比增长 20.9%


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

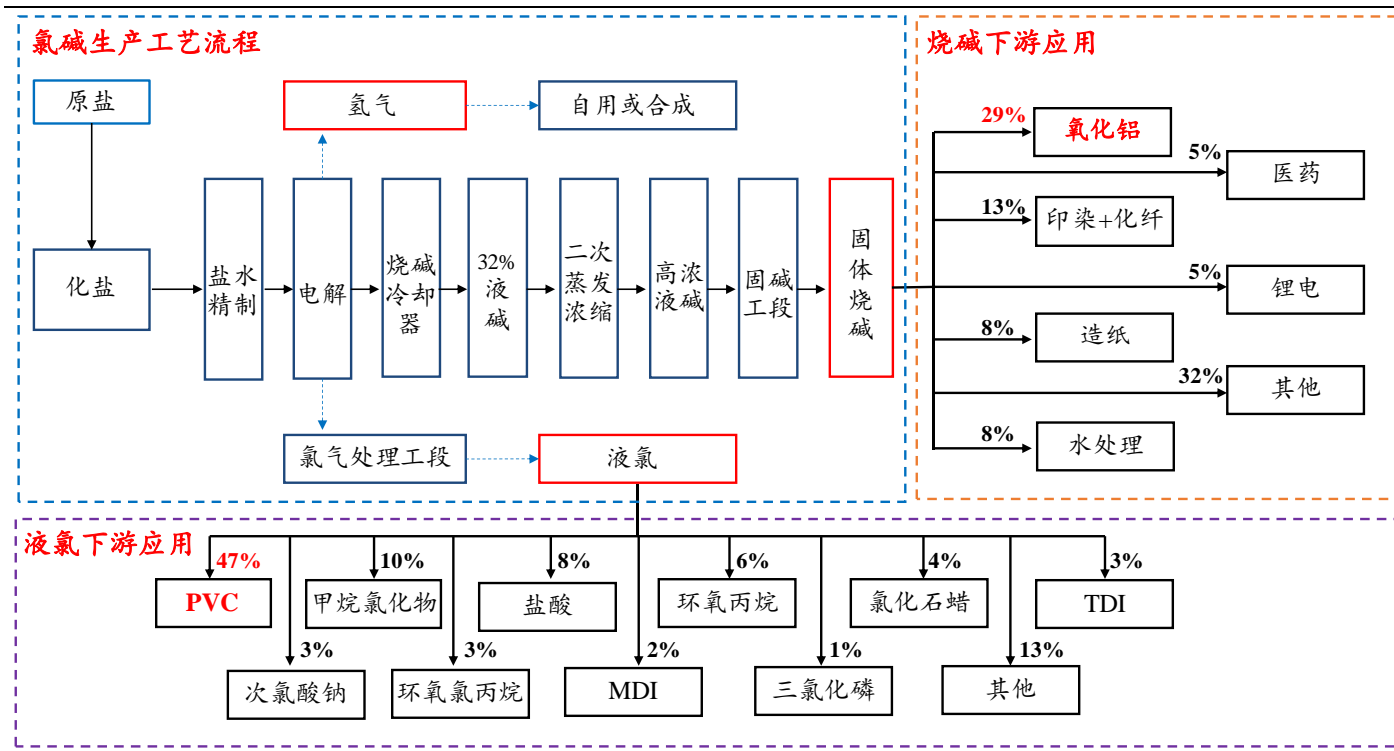
图66：2024 年国内有机硅出口量同比增长 34.2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.6、氯碱：行业盈利触底，反内卷及落后产能退出会推动行业景气向上

氯碱工业主要产品为烧碱和聚氯乙烯（PVC），终端涉及基建、地产、化工等国民经济重要组成部分。氯碱工业产品主要包括烧碱和聚氯乙烯两大产品及副产品氯气、氢气，其生产工艺为：通过采用离子交换膜法电解食盐水，产生 32%液体烧碱（简称液碱）、氯气、氢气等产品。据隆众资讯数据，生产 1 吨烧碱将对应生产 0.886 吨氯气、0.025 吨氢气。

图67：氯碱工业：以烧碱和聚氯乙烯为主要产品，终端涉及基建、地产、化工等国民经济重要组成部分



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所（注：上述数据为2023年数据）

氯碱行业为高耗能行业，行业总耗电量高且单位价值耗电量大。生产单吨电石（电石法PVC主要原料）、烧碱、电石法PVC、乙烯法PVC平均耗电3,400、2,400、580、550kWh。虽然生产单吨电石、烧碱所需电量低于黄磷、工业硅，但烧碱、电石行业产量较大，且单位价值耗电量大。据百川盈孚数据及我们统计，2024年烧碱、电石行业总耗电量分别为989、909亿kWh；单位价值耗电量分别为2.68、1.14kWh/元，均位于行业前列。未来若节能降碳政策趋严，氯碱行业作为高耗能行业，其产能或将面临较大程度的政策限制。

表15：氯碱行业为高耗能行业，2024年液碱、电石单位价值耗电量分别为2.68、1.14kWh/元，位居行业前列

产品	补充	耗电强度 (kWh/吨)	2024年产量 (万吨)	行业总耗电量 (亿kWh)	2024年均价 (含税, 元/吨)	单位价值耗电量 (kWh/元)
烧碱	液碱	2,400	4,119	989	895	2.68
电石		3,400	2,674	909	2,980	1.14
工业硅	主要还原剂为煤	12,800	471	603	12,539	1.02
黄磷		14,000	85	119	22,802	0.61
合成氨	原料为粉煤（包括无烟粉煤、烟煤）	1,246	6,099	760	2,733	0.46
煤制乙二醇		1,235	647	80	4,519	0.27
乙二醇	乙烯法	1,235	1,849	228	4,603	0.27
煤制甲醇	烟煤为原料	304	6,781	206	2,179	0.14
聚氯乙烯	电石法（通用型）	580	1,732	100	5,337	0.11
聚氯乙烯	乙烯法（通用型）	550	597	33	5,779	0.10
煤制烯烃		785	5	0	7,535	0.10
磷酸一铵	料浆法（粒状）	196	1,098	22	3,125	0.06
尿素	汽轮机驱动	125	6,754	84	2,096	0.06

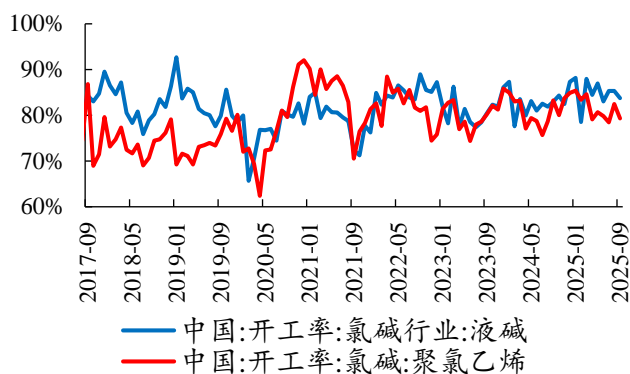
产品	补充	耗电强度 (kWh/吨)	2024 年产量 (万吨)	行业总耗电量 (亿 kWh)	2024 年均价 (含税, 元/吨)	单位价值耗电量 (kWh/元)
纯碱	氨碱法生产重质纯碱	60	3,621	22	1,961	0.03
磷酸二铵	料浆法(粒状)	53	1,425	8	3,641	0.01
钛白粉	硫酸法锐钛型	76	467	4	15,572	0.00

数据来源: Wind、百川盈孚、期货日报网、立鼎产业研究网等、开源证券研究所

行业变化 1: 氯碱盈利已触底, PVC 亏损严重, 反内卷政策推动下行业盈利有望修复

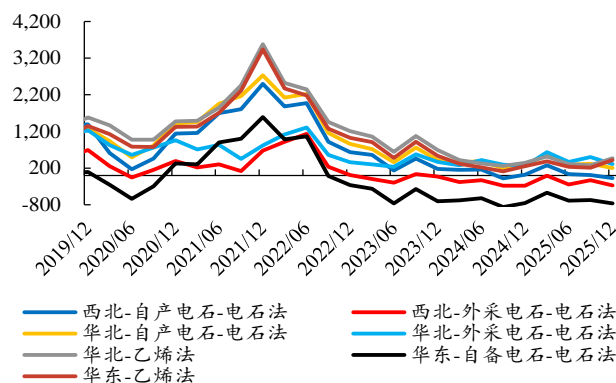
从氯碱行业的盈利来看, 氯碱为联产装置, 其中 PVC 由于下游地产、基建等需求低迷, 盈利能力持续下滑, 装置开工率下滑, 带动烧碱开工率下滑。但是由于烧碱下游氧化铝受终端光伏、新能源汽车需求增长带动, 氧化铝需求向好, 且 2025 年氧化铝新增产能较多, 烧碱需求增长, 盈利情况较好, 以碱补氯的局面延续。从利润测算角度而言, 从 2024 年下半年以来, 烧碱+PVC 的双吨盈利底部震荡。从氯碱行业上市公司 2024 年利润情况看, 在我们统计的 14 家上市企业中, 6 家企业的氯碱业务处于盈亏平衡或者亏损的状态, 可能非上市公司的情况更差, 说明氯碱行业见底迹象明显。

图68: 氯碱为联产装置, 两者开工率变动相关性较高



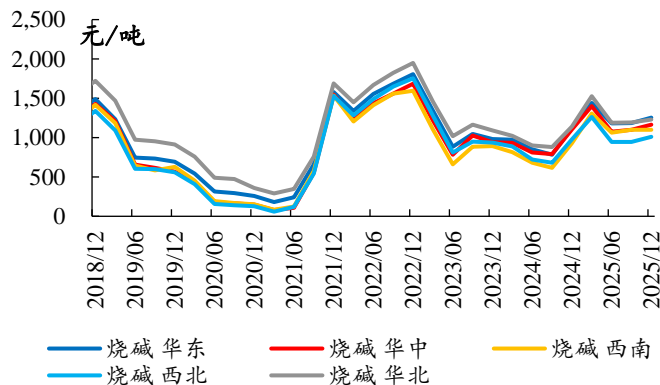
数据来源: 百川盈孚、隆众资讯、开源证券研究所

图69: 2024 年下半年以来氯碱双吨净利润位于底部震荡



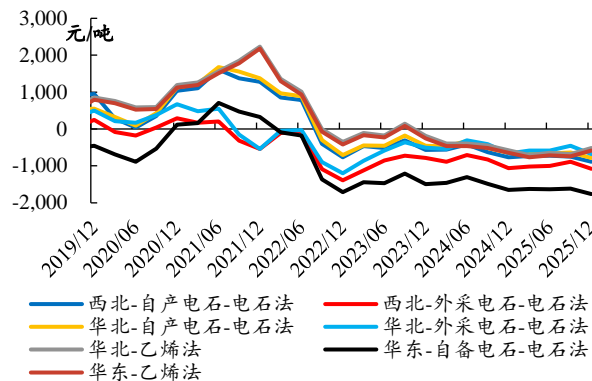
数据来源: 百川盈孚、隆众资讯、开源证券研究所

图70: 2025 年以来, 烧碱净利润位于较高水平



数据来源: 百川盈孚、隆众资讯、开源证券研究所

图71: 2023 年以来, PVC 总体处于亏损状态

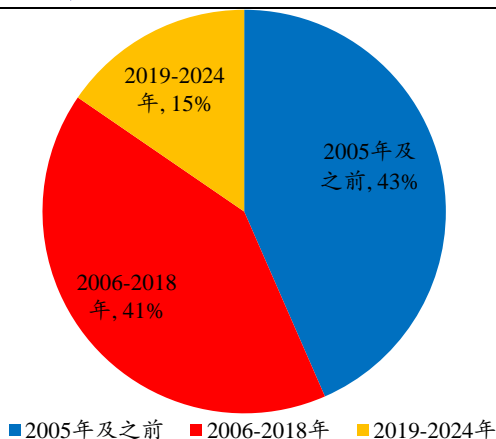


数据来源: 百川盈孚、隆众资讯、开源证券研究所

行业变化 2：烧碱老旧装置较多，落后产能进行改造或退出有望推动烧碱供需格局进一步向好

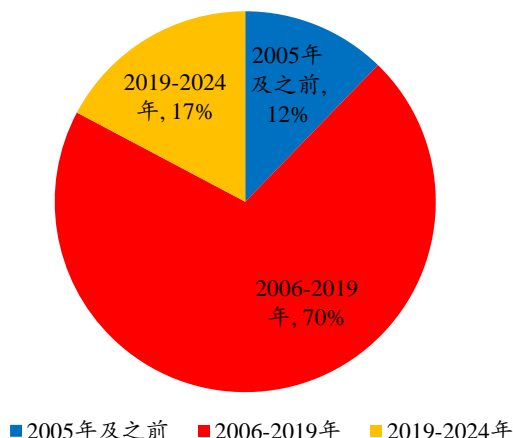
2024 年 9 月，工业和信息化部公布《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》，要求推动超过 20 年年限的包括氯碱行业在内的多个石化化工行业的老旧装置进行改造。2025 年 7 月，工信部表示钢铁、有色、石化等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，有望进一步推动氯碱行业老旧及落后产能退出。据隆众资讯数据，截至 2024 年年底，烧碱行业装置投产年限超过 20 年的产能占比达 43%，老旧装置产能较大。未来若这些老旧产能陆续进行改造或退出，烧碱行业供需有望逐步向好。

图72：2005 年及之前投产的烧碱装置产能占比达 43%



资料来源：百川盈孚、隆众资讯、开源证券研究所

图73：2005 年及之前投产的 PVC 装置产能占比 12%



资料来源：百川盈孚、隆众资讯、开源证券研究所

氯碱行业弹性较大的龙头企业中泰化学、新疆天业；以及成本控制位居行业前列的君正集团、嘉化能源、镇洋发展等有望受益。

表16：烧碱弹性表：中泰化学、新疆天业的烧碱弹性位居行业前列

序号	股票代码	公司名称	产能（万吨）	2025/10/24 市值（亿元）	产能/市值（吨/万元）
1	002092.SZ	中泰化学	186	123	1.52
2	600075.SH	新疆天业	97	80	1.21
3	002748.SZ	世龙实业	30	37	0.81
4	600618.SH	氯碱化工	102	128	0.79
5	601678.SH	滨化股份	61	87	0.70
6	002386.SZ	天原股份	48	70	0.69
7	000698.SZ	沈阳化工	20	31	0.65
8	000635.SZ	英力特	21	34	0.61
9	300214.SZ	日科化学	20	35	0.58
10	603213.SH	镇洋发展	35	62	0.56
11	000422.SZ	湖北宜化	78	145	0.54
12	601568.SH	北元集团	80	157	0.51
13	600935.SH	华塑股份	48	95	0.51
14	000822.SZ	山东海化	25	51	0.49
15	600409.SH	三友化工	53	114	0.47
16	000510.SZ	新金路	14	35	0.40
17	600230.SH	沧州大化	16	50	0.32

序号	股票代码	公司名称	产能（万吨）	2025/10/24 市值（亿元）	产能/市值（吨/万元）
18	600328.SH	中盐化工	36	115	0.31
19	600929.SH	雪天盐业	30	97	0.31
20	000818.SZ	航锦科技	43	143	0.30
21	603599.SH	广信股份	30	106	0.28
22	600273.SH	嘉化能源	30	115	0.26
23	600295.SH	鄂尔多斯	60	261	0.23
24	002440.SZ	闰土股份	16	83	0.19
25	000830.SZ	鲁西化工	40	246	0.16
26	601216.SH	君正集团	55	437	0.13
27	600160.SH	巨化股份	56	957	0.06

数据来源：百川盈孚、隆众资讯、开源证券研究所

表17：PVC 弹性表：中泰化学、新疆天业的 PVC 弹性位居行业前列

序号	股票代码	公司名称	产能（万吨）	2025/10/24 市值（亿元）	产能/市值（吨/万元）
1	600075.SH	新疆天业	140	80	1.75
2	002092.SZ	中泰化学	210	123	1.71
3	000635.SZ	英力特	27	34	0.79
4	601568.SH	北元集团	110	157	0.70
5	600935.SH	华塑股份	64	95	0.68
6	000422.SZ	湖北宜化	84	145	0.58
7	603213.SH	镇洋发展	30	62	0.48
8	600618.SH	氯碱化工	48	103	0.47
9	600328.SH	中盐化工	40	115	0.35
10	600409.SH	三友化工	40	114	0.35
11	600295.SH	鄂尔多斯	80	261	0.31
12	600273.SH	嘉化能源	30	115	0.26
13	601216.SH	君正集团	70	437	0.16
14	600309.SH	万华化学	80	1,924	0.04

数据来源：百川盈孚、隆众资讯、开源证券研究所

4.7、聚碳酸酯：投产高峰已过，需求稳步增长，行业格局有望向好

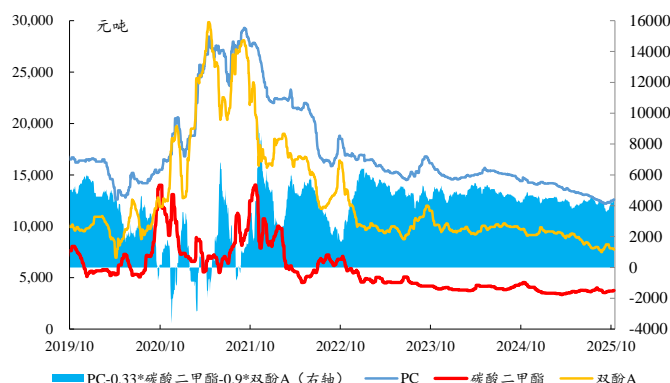
供给端：2024 年底，我国 PC 有效产能为 379 万吨，2019-2024 年期间 CAGR 为 17.95%，其中 2024 年产能同比增长 8.91%，增速明显放缓。2025 年预计我国仅有漳州奇美一套 18 万吨新增装置，产能投放高峰已过。

需求端：PC 下游主要为电子电器、板材/片材/薄膜、汽车等，2019-2024 年间，国内 PC 表观消费量由 236.37 万吨增长至 322.65 万吨，CAGR 为 6.42%。2024 年，我国 PC 总进口量为 88.73 万吨，同比-14.84%，占表观消费量的 27.50%，未来仍有下降空间；出口量为 48.72 万吨，同比+34.44%，占总产量的 17.24%。

展望未来，我们认为伴随 3C 消费电子升级迭代、新能源汽车渗透率逐步提升以及进口依存度下降等，PC 需求有望持续增长。同时供给端产能增速放缓，部分厂商主动关停老旧装置，未来 PC 利润水平存在较大向上弹性。

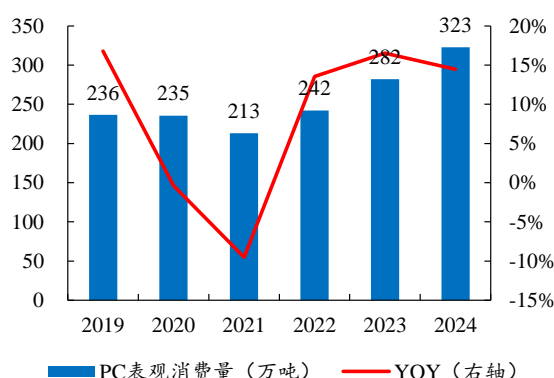
【推荐标的】万华化学、恒力石化、荣盛石化。【受益标的】维远股份、鲁西化工、沧州大化等。

图74：目前 PC 价格处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图75：2024 年我国 PC 表观消费量同比+14.46%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表18：截至 10 月 15 日，维远股份、鲁西化工、沧州大化等弹性较大

股票代码	公司	市值 (亿元)	苯酚+丙酮 (万吨/年)		双酚 A (万吨/年)		PC (万吨/年)		产能/市值
			现有产能	拟建产能	现有产能	拟建产能	现有产能	拟建产能	
600309.SH	万华化学	2,027	78		57.6		60		0.030
600346.SH	恒力石化	1,188	68		48		26		0.022
002493.SZ	荣盛石化	959	130	65	48	48	52	52	0.054
600955.SH	维远股份	80	70		24		13		0.163
000830.SZ	鲁西化工	249	—		20		30		0.120
600230.SH	沧州大化	51	—		20		10		0.197
000301.SZ	东方盛虹	631	65		—	24	—		—
600623.SH	华谊集团	191	16.8		12		—		—
600500.SH	中化国际	152	65		48		—		—

数据来源：百川盈孚、中国化工园区公众号、Wind、各公司公告、开源证券研究所（注：现有产能统计至 2024 年底，华谊集团使用广西华谊权益产能计算）

5、新材料：自主可控或具备产业趋势的新材料板块成长空间广阔

5.1、AI 浪潮推动高频高速树脂及半导体材料国产替代、量价齐升

AI 浪潮引领高频高速树脂行业发展，随着 5G 通信、毫米波雷达、物联网等产业的快速发展，电子设备的信号传输趋于高频、高速化。伴随 AIGC、机器学习等高性能计算不断加快，高算力服务器 PCB 对覆铜板的介电性能有着持续提升的要求，经特殊设计，具有规整分子构型和固化后较少极性基团产生的碳氢树脂（CH）、聚苯醚（PPE/PPO）、聚酰亚胺树脂（PI）、双马来酰亚胺树脂（BMI）等新型电子树脂应运而生，形成具备优异介电性能和 PCB 加工可靠性的材料体系，为电子材料的发展和国产化替代提供了广阔空间。

【推荐标的】东材科技、圣泉集团；【受益标的】美联新材、世名科技、同宇新材等。

表19：东材科技、圣泉集团等公司布局马来酰亚胺树脂、聚苯醚树脂、碳氢树脂等高频高速树脂产品

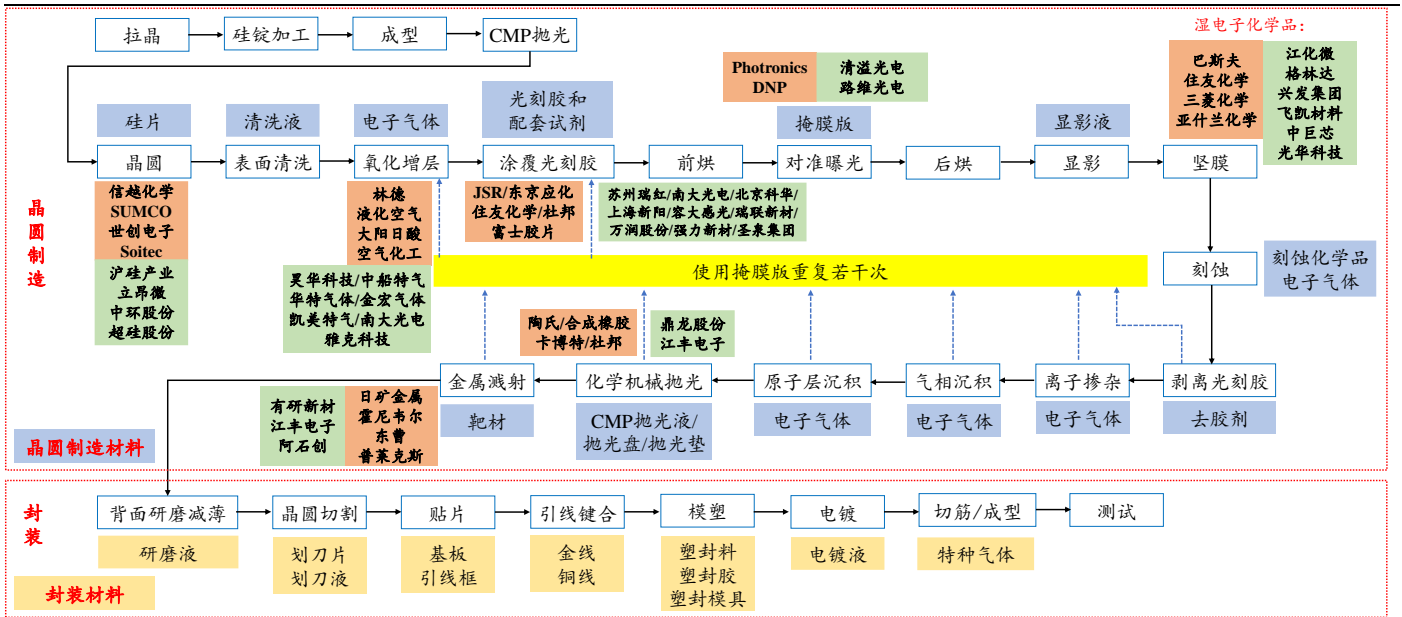
证券简称	主营业务	高频高速树脂相关情况
东材科技	电工绝缘材料、新能源材料、光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料等	马来酰亚胺树脂、活性酯固化剂树脂、碳氢树脂、热固性聚苯醚 PPO 树脂、苯并噁嗪树脂、苯并环丁烯（BCB）类高速电子材料等。
圣泉集团	生物质化工原料（纤维素、半纤维素、木质素等）、合成树脂（呋喃树脂、酚醛树脂、冷芯盒树脂、环氧树脂等）、复合材料（酚醛树脂泡沫板、轻芯钢等）、先进电子材料及电池材料（电子级树脂、高频高速材料、多孔碳、硅碳等）	公司已具备从 M4 到 M9 全系列产品总体解决方案的能力。目前产品细分包括电子级酚醛树脂、特种环氧树脂、PPO/OPE、碳氢树脂、苯并噁嗪树脂、双马来酰亚胺树脂等功能型高分子材料，公司不仅着眼于发展 M6、M7 水平的高频高速树脂，同时还逐步推进 M8、M9 等超低损耗材料的开发及推广。
美联新材	高分子材料（色母粒）、精细化工（氯化钠、三聚氯氰和染料、颜料及其中间体等）与新能源业务（锂电池、钠电池和半固态电池等湿法隔膜，普鲁士蓝/白钠离子电池正极材料）	控股孙公司辉虹科技生产范烯（EX）树脂材料，目前公司已有 EX 电子材料年产能 200 吨，公司尽快将产能扩大至 500 吨/年，2026 年将根据市场需求及时扩建产能。
同宇新材	电子树脂	目前已经突破苯并噁嗪树脂、马来酰亚胺树脂、官能化聚苯醚树脂和高阶碳氢树脂等关键核心技术。高阶碳氢树脂已开展中试并送样，目前处于客户测试阶段，尚未实现量产销售。
世名科技	纳米着色材料（色浆）、功能性纳米分散体、特种添加剂、电子化学品及智能调色系统等产品	500 吨级电子级碳氢树脂已顺利竣工。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

半导体材料：产业转移带动本地配套需求提升，自主可控驱动国产替代提速。

全球半导体行业稳步复苏，AI 相关需求有望带动半导体材料市场成长。2025 年上半年，得益于新能源汽车普及、智能驾驶渗透、数据中心与 AI 算力需求增长等多重因素的共同推动，全球半导体行业在经历周期性调整后继续呈现复苏迹象。世界半导体贸易组织（WSTS）2025 年 6 月发布的预测，2025 年全球半导体市场规模将达到 7,009 亿美元，同比增长 11.2%。预测全球半导体市场到 2026 年将增长 8.5%，达到 7,607 亿美元，其中存储器预计将再次引领增长，逻辑和模拟器件也将有所贡献。从细分领域来看，调研机构 TECHCET 最新预测，2025 年全球半导体材料市场将达到约 700 亿美元规模，同比增长约 6%。受 AI 相关需求推动，晶圆投片量将持续增加，从而带动半导体材料市场成长。预计今后市场将以年均 4.5% 的复合增长率增长，到 2029 年市场规模将超过 870 亿美元。

图76：半导体材料主要包括硅片、湿电子化学品（通用/功能类）、光刻胶、电子气体、CMP材料等



半导体材料：基体材料、晶圆制造材料（硅片、光掩模、光刻胶、光刻胶辅助材料、工艺化学品、电子特气、靶材、CMP抛光材料等）、封装材料（引线框架、封装基板、陶瓷基板、键合丝、包封材料、芯片粘接材料等）和关键元器件材料等

半导体设备：硅片制造设备（单晶炉、研磨、抛光）、晶圆前道设备（光刻、涂胶显影、刻蚀、物理气相沉积PVD/化学气相沉积CVD、氧化扩散热处理、离子注入、化学机械抛光CMP、清洗、过程控制）、晶圆后道设备（焊线机、分选机、探针台、划片机）、辅助设备（搬运仓储、气体纯化设备）等

资料来源：各公司公告、新材料在线网等、开源证券研究所

我们认为，随着国内主要晶圆厂商近几年将陆续迎来密集投产期、国家对半导体材料行业扶持力度正不断加强，国产替代进程正在加快，有望持续带动半导体光刻胶、湿电子化学品等半导体材料的需求增长。【推荐标的】瑞联新材、万润股份、圣泉集团等。【受益标的】鼎龙股份、彤程新材、久日新材、格林达等。

表20：预计 2025 年国内光刻胶、湿电子化学品市场规模保持增长

中国光刻胶市场规模（亿元）		集成电路	新型显示	PCB	合计
2024 年		65.1	65.12	37.39	167.61
2025 年（预计）		68.02	67.13	43.84	178.99
同比增速（预计）		4.49%	3.09%	17.25%	6.79%
中国湿化学品市场规模（亿元）		集成电路	新型显示	光伏太阳能电池	合计
2024 年		70.9	138.7	75.8	285.4
2025 年（预计）		75.2	146.2	62.6	284
同比增速（预计）		6.06%	5.41%	-17.41%	-0.49%

数据来源：中国电子材料行业协会、开源证券研究所

表21：瑞联新材、万润股份、彤程新材、鼎龙股份布局光刻胶等半导体材料

证券简称	半导体材料相关布局
瑞联新材	聚酰亚胺单体、光刻胶单体、膜材料中间体、光刻胶树脂、封装胶材料、光敏剂等
万润股份	光刻胶单体、光刻胶树脂、光致产酸剂以及半导体制程中清洗剂添加材料等
彤程新材	半导体光刻胶及配套试剂、显示面板光刻胶、PI 材料及电子类树脂等
久日新材	i-线光刻胶、g-线光刻胶、Broadband 光刻胶、光刻胶增感剂、光刻胶用光引发剂
强力新材	光刻胶用光引发剂、光刻胶树脂（及配套单体）
扬帆新材	光刻胶用光引发剂
圣泉集团	光刻胶用电子级树脂

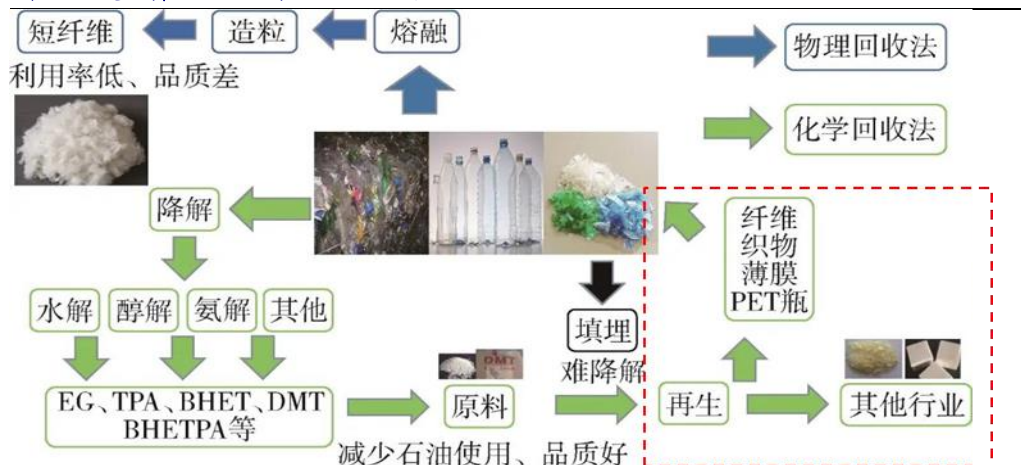
证券简称	半导体材料相关布局
格林达	显影液、蚀刻液、稀释液、清洗液等
雅克科技	半导体前驱体材料、光刻胶及光刻胶配套试剂（RGB 彩色光刻胶、正性 TFT 光刻胶、OC/PS 光刻胶、CNT 防静电材料以及光刻胶配套试剂）、电子特气（六氟化硫和四氟化碳等）、硅微粉等。
多氟多	电子级氢氟酸、电子级硅烷、其他电子级化学品以及硼的同位素等。
鼎龙股份	CMP 工艺材料（CMP 抛光垫、CMP 抛光液、CMP 清洗液）、光刻胶（KrF/ArF 光刻胶）、半导体显示材料（黄色聚酰亚胺浆料 YPI、光敏聚酰亚胺浆料 PSPI、薄膜封装材料 TFE-INK 等）、半导体先进封装材料（半导体封装 PI、临时键合胶等）
广信材料	PCB 光刻胶、显示光刻胶、光伏胶等光刻胶及配套材料等

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

5.2、rPET: rPET 环保属性突出，未来市场空间广阔

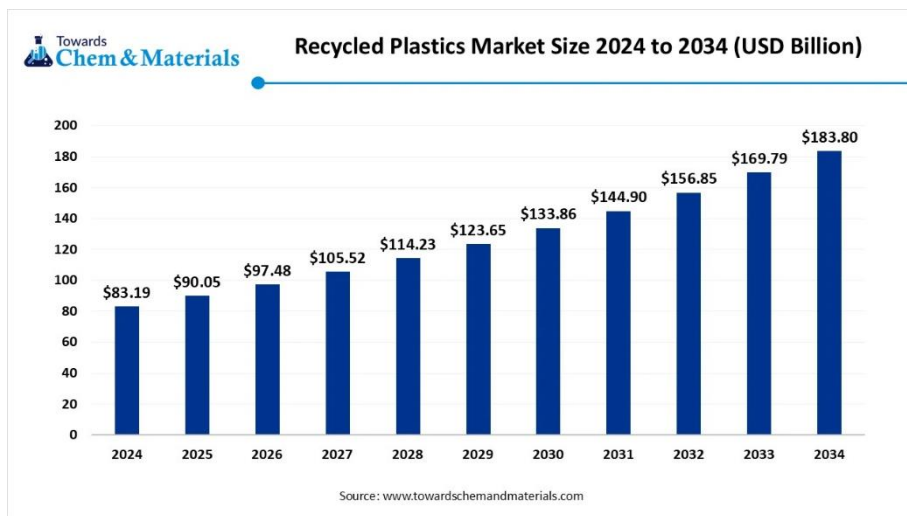
rPET 环保属性突出，未来市场空间广阔。中国废弃聚酯瓶年社会产量已超 4000 万吨，其中约 60%的废弃聚酯被扔进了垃圾填埋场或在自然环境中焚烧。随着循环经济实践的日益普及和对塑料产品需求的不断增长。世界多个国家地区出台法规要求推进 rPET 对原生 PET 的替代使用，其中，欧盟要求 2030 年塑料食品包装中应至少包含 10%的再生材料，一次性饮料瓶至少包含 30%的再生材料；美国要求到 2030 年塑料包装瓶的再生材料占比需达到 30%，美国加州、华盛顿州等要求这一占比达到 50%。根据 Precedence Research 及其姊妹机构 Towards Chemical and Materials 的研究，全球再生塑料市场规模预计将从 2025 年的 900.5 亿美元增长至 2034 年的 1838 亿美元，年复合增长率（CAGR）为 8.25%。2024 年市场规模已达 831.9 亿美元，显示出强劲的增长动力。**受益标的：万凯新材等。**

图77：废旧聚酯循环再生工程技术



资料来源《循环再利用聚酯的再生工艺、行业应用与鉴别特征》（李泽杨等）

图78：全球再生塑料市场规模预计将从2025年的900.5亿美元增长至2034年的1838亿美元

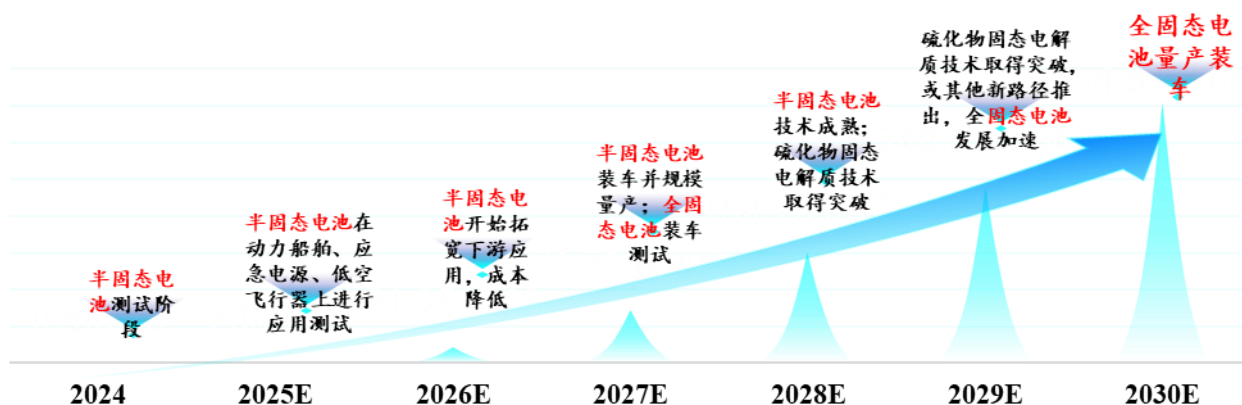


资料来源：废塑料新观察公众号

5.3、固态锂电池材料:固态锂电池产业方心未艾，高性能材料产业化先行

固态锂电池产业方心未艾，高性能材料产业化先行。固态锂电池当前液态锂离子电池体系能量密度难以突破 350Wh/kg 的极限。全固态锂电池使用具备优异阻燃性能的固态电解质取代了电池体系中的电解液和隔膜。两者相比，固态锂电池的优势在于：比能量可达 500Wh/kg 以上、固态电解质取代液态电池中的隔膜和电解液带来轻量化、安全性能更好。但固态锂电池的缺点在于充电速度慢、循环性能差、发热量大、生产成本低，其中生产成本为影响其产业化的重要因素，据亿欧智库数据及我们测算，2024 年 8 月，固态锂电池的生产成本在 1.9-6.2 元/Wh，高于磷酸铁锂/石墨体系约 0.34 元/Wh 的生产成本。材料成本占固态锂电池总成本的比例较大，为后续需要重点降本环节，因此建议重点关注能够快速实现量产，以及能够实现降本的企业。受益标的：上海洗霸、道氏技术、光华科技等。

图79：预计 2027、2030 年分别为半固态电池、全固态电池产业化拐点



资料来源：开源证券研究所

图80：固态锂电池的生产成本远高于液态锂电池

	聚合物复合电解质路线	氧化物电解质路线	硫化物电解质路线	磷酸铁锂/石墨体系
电芯性能	能量密度：400-600Wh/kg 电芯电压：3.6-5V	450-700Wh/kg 3.6-5.5V	450-900Wh/kg 3.6-5V	120-180Wh/kg 3.2V
电解质材料	材料：LLZO+PEO 成本：50-60万元/吨	LATP（属于NASICON）/LLZO/LLTO 30-40万元/吨	LPS/LPGS 200-250万元/吨	六氟磷酸锂电解液 2万元/吨
正极材料	材料：高镍三元 克容量：280mAh/g 成本：16.8万元/吨	富锂锰基 300mAh/g 16.8万元/吨	尖晶石镍锰酸锂 133mAh/g 16.8万元/吨	高镍三元 280mAh/g 16.8万元/吨
负极材料	材料：硅碳 克容量：610mAh/g 成本：12万元/吨	硅氧 300mAh/g 9万元/吨	硅金属 3860mAh/g 70万元/吨	硅碳 610mAh/g 12万元/吨
预估成本	总成本：1.9-3.5元/Wh 制造成本：1.4-2.2元/Wh 材料成本：0.5-1.3元/Wh	总成本：2.8-4.6元/Wh 制造成本：1.3-1.8元/Wh 材料成本：1.5-2.8元/Wh	总成本：3.7-6.2元/Wh 制造成本：1.1-1.4元/Wh 材料成本：2.6-4.8元/Wh	总成本：0.34元/Wh 制造成本：0.12元/Wh 材料成本：0.22元/Wh

资料来源：亿欧智库、百川盈孚、爱采购官网、《钠离子电池正极材料研究进展》（游济远等）等、开源证券研究所(注:上述路线成本均根据 2024 年 8 月材料价格估算)

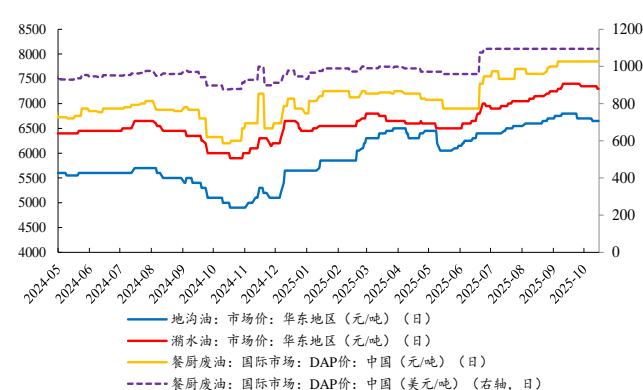
5.4、生物柴油：2025 年以来，产业链价格全线上涨，未来需求空间广阔

生物航煤(SAF)：2025 年，欧盟、英国正式执行 2% 的 SAF 掺混比例政策。2027 年，CORSIA 要求国际民航组织成员国强制参与航空减排。2050 年，国际航空运输协会（IATA）等承诺航空业实现净零排放。根据我们测算，2050 年仅欧盟和英国对 SAF 需求总量接近 4000 万吨。我国具有较多的原料 UCO,成本优势凸显。随着我国出口白名单上的企业增加，行业内具有成本优势的企业有望受益。**受益标的：嘉澳环保、海新能科、卓越新能等。**

餐厨废油(UCO)：我国每年食用油消费量在 4,000 万吨左右，对应每年 UCO 回收量在 300 万吨左右，供应量整体较为稳定。未来随着下游生物柴油及 SAF 需求快速增长，UCO 供需或持续偏紧。**受益标的：山高环能、朗坤科技等。**

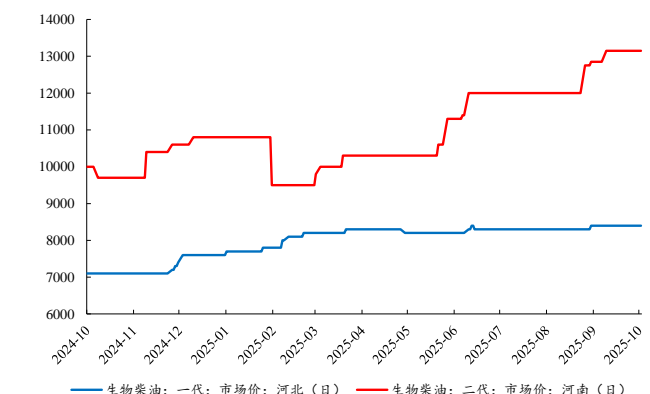
生物柴油：随着 IMO “2050 年净零框架”（NZF）正式落地，航运业首次迎来全球统一的碳强度约束。预计在 2030 年之前，生物燃料混合是“花钱少、见效快”的方案。**受益标的：卓越新能、海新能科等。**

图81：2025 年以来，UCO 原料价格持续上涨



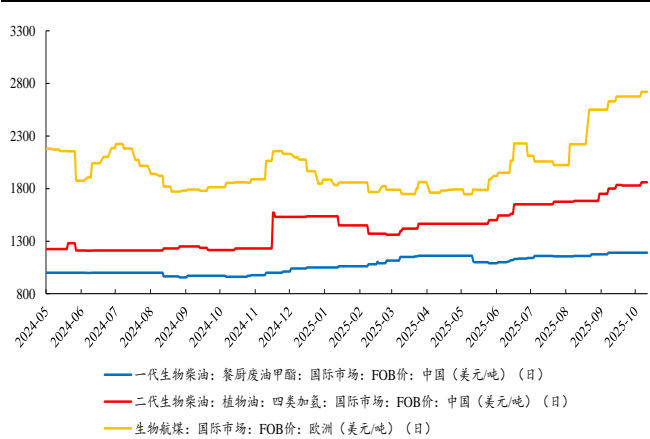
数据来源：隆众资讯、百川盈孚、Wind、开源证券研究所

图82：2025 年以来，生物柴油价格持续上涨



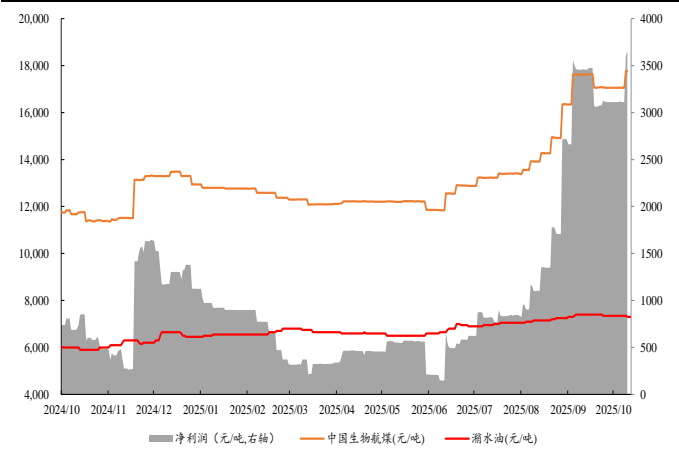
数据来源：隆众资讯、百川盈孚、Wind、开源证券研究所

图83：2025 年以来，生物柴油、SAF 出口价格持续上涨



数据来源：隆众资讯、百川盈孚、Wind、开源证券研究所

图84：截至 2025 年 10 月 14 日,SAF 单吨利润超过 3,500 元/吨



数据来源：隆众资讯、百川盈孚、Wind、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议

化工中部分行业已逐步落实“反内卷”措施，有望给其他子行业提供可借鉴的“反内卷”发展思路。我们认为在“反内卷”浪潮席卷而来的当下，新一轮供给侧改革呼之欲出，化工行业供需格局有望进一步优化，其中化工行业龙头企业有望凭借更加规范的管理体系、更好的能耗控制水平获得更多市场份额，这是化工行业整体的重大拐点。

表22：主要推荐公司盈利预测

公司代码	证券简称	市值（亿	归母净利润（亿元）					PE（倍）				评级
		元）	2025 年 10	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
		2025 年 10										
		月 24 日										
600346.SH	恒力石化	1,187	70.44	76.4	99.7	123.2	16.9	15.5	11.9	9.6	买入	
002493.SZ	荣盛石化	992	7.24	17.3	39.6	60.5	136.9	57.3	25.1	16.4	买入	
600309.SH	万华化学	1,924	130.33	135.6	173.9	204.4	14.8	14.2	11.1	9.4	买入	
600426.SH	华鲁恒升	528	39.03	34.7	45.6	56.8	13.5	15.2	11.6	9.3	买入	
002001.SZ	新和成	714	58.69	66.9	75.1	80.8	12.2	10.7	9.5	8.8	买入	
601058.SH	赛轮轮胎	476	40.63	42.0	52.6	62.4	11.7	11.4	9.1	7.6	买入	
603225.SH	新凤鸣	239	11.00	16.1	20.5	25.5	21.7	14.8	11.6	9.3	买入	
601233.SH	桐昆股份	344	12.02	25.4	36.5	42.7	28.6	13.5	9.4	8.0	买入	
002064.SZ	华峰化学	435	22.20	24.7	31.1	38.2	19.6	17.6	14.0	11.4	买入	
600160.SH	巨化股份	957	19.60	51.28	72.85	85.35	48.9	18.7	13.1	11.2	买入	
603379.SH	三美股份	343	7.79	20.8	26.1	29.7	44.0	16.5	13.1	11.5	买入	
002539.SZ	云图控股	121	8.04	10.4	13.9	16.4	15.0	11.6	8.7	7.4	买入	
600141.SH	兴发集团	292	16.01	20.62	23.3	26.8	18.2	14.2	12.6	10.9	买入	
000792.SZ	盐湖股份	1,229	46.63	52.5	57.7	61.1	26.3	23.4	21.3	20.1	买入	
000893.SZ	亚钾国际	379	9.50	18.2	24.1	29.3	39.9	20.8	15.8	13.0	买入	
002497.SZ	雅化集团	206	2.57	5.8	8.7	12.0	80.2	35.5	23.7	17.1	买入	
603067.SH	振华股份	128	4.73	7.3	8.5	9.7	27.1	17.6	15.1	13.2	买入	

公司代码	证券简称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE(倍)				评级
		2025年10月24日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600486.SH	扬农化工	265	12.02	14.10	16.00	18.23	22.0	18.8	16.5	14.5	买入
002734.SZ	利民股份	81	0.81	5.0	5.8	6.7	99.2	16.1	14.0	12.1	买入
000683.SZ	博源化工	229	18.11	17.00	20.80	21.42	12.6	13.5	11.0	10.7	买入
600328.SH	中盐化工	115	5.19	1.5	1.5	3.5	22.1	77.4	75.3	33.1	买入
301216.SZ	万凯新材	116	-3.00	1.2	4.9	7.3	-38.6	94.2	23.7	15.9	买入
688550.SH	瑞联新材	87	2.52	3.4	4.0	4.6	34.8	26.1	21.7	19.0	买入
002643.SZ	万润股份	117	2.46	4.61	5.28	6.30	47.6	25.4	22.2	18.6	买入

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：“买入”的公司使用开源证券研究所盈利预测）

7、风险提示

（1）政策执行不及预期：若“反内卷”政策实行节奏放缓、行业自律效果不及预期，行业供给压力或将延续，行业景气恢复或将迟滞；

（2）宏观经济下滑超预期：若宏观经济下滑压力较大，则产能消化节奏或放缓，“反内卷”效果体现或延后；

（3）需求下滑超预期：若需求出现较大下滑，供给侧改革效果或将大打折扣。

其他风险详见倒数第2页标注1，2。

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。

2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