



周期成长共舞，迎接化工主升浪

—— 化工行业 2026 年年度策略报告

化工分析师：王鹏、翟启迪、孙思源

周期成长共舞，迎接化工主升浪

—— 化工行业 2026 年年度策略报告

2025 年 11 月 21 日

核心观点

- 行业回顾：**2025 年前三季度，石油化工、基础化工板块归母净利润同比变化 -24.8%、5.3%。其中，油价中枢下移拖累石油化工板块业绩；基础化工板块受产能扩张、部分产品景气回暖影响，业绩小幅改善。盈利能力方面，25Q3 石油化工和基础化工板块销售毛利率为 14.7%、17.6%，均处历史底部区间。
- 行业展望：**预计 2026 年 Brent 原油价格运行区间为 60-70 美元/桶，成本端有望逐步止跌企稳。2024 年以来化工行业资本开支迎来负增长，随着“反内卷”浪潮袭来及海外落后产能加速出清，供给端有望收缩。“十五五”规划建设稿“坚持扩大内需”为未来五年定调，叠加美国降息周期开启，化工品需求空间打开。我们认为，供需双底基本确立，政策预期强力催化，2026 年化工行业或迎周期拐点向上，开启从估值修复到业绩增长的“戴维斯双击”。
- 综合整治内卷式竞争，积极把握周期反转机会。**1) PTA 景气低位运行，行业反内卷呼声渐起，建议关注恒力石化、荣盛石化、新凤鸣、桐昆股份等。2) 涤纶长丝产能趋于集中，行业自律激发周期弹性，建议关注新凤鸣、桐昆股份、恒逸石化等。3) 氨纶否极泰来，行业集中度有望加速提升，建议关注华峰化学、新乡化纤。4) 农药全球需求好转，底部价格品种或迎反弹，建议关注扬农化工、润丰股份、江山股份、广信股份、利尔化学等。5) 有机硅产能扩张步入尾声，行业供需格局有望改善，建议关注合盛硅业、新安股份、东岳硅材等。6) 挑战与机遇并存，静待钛白粉行业走出底部，建议关注龙佰集团。7) 炼油产能面临优化，“减油增化”提升有效供应，建议关注中国石化、中国石油、荣盛石化、恒力石化等。
- 聚焦需求刚性支撑，探寻高胜率赛道。**1) 供方挺价意愿强化，钾肥高景气有望延续，建议关注亚钾国际、东方铁塔。2) 磷矿供需持续偏紧，资源型企业有望充分受益，建议关注芭田股份、云天化、兴发集团、川恒股份等。3) 配额政策强约束，制冷剂高景气延续，建议关注巨化股份、三美股份、永和股份等。4) 氨基酸趋势预计延续，海外产能逐步退出有望带来长期景气，建议关注新和成、安迪苏、梅花生物等。5) 三氯蔗糖期待反内卷，阿洛酮糖空间广阔，建议关注金禾实业、百龙创园、保龄宝等。6) 维生素率先吹响本轮化工涨价号角，目前进入第二阶段，建议关注新和成、浙江医药等。7) 欧盟反倾销初裁即将落地，海外轮胎价值或将重估，建议关注赛轮轮胎、森麒麟等。8) 民爆行业发展稳健，政策引导下行业或加速整合，建议关注广东宏大、易普力、江南化工等。
- 赋能新质生产力，掘金新材料蓝海。**1) 人形机器人轻量化之路，PEEK 或成关键解决方案，建议关注中研股份、沃特股份、国恩股份等。2) AI 助推全球算力需求，电子级 PPO 成长可期，建议关注圣泉集团、东材科技等。3) 芯片核心原料，光刻胶国产替代加速，建议关注万润股份、鼎龙股份等。

化工行业

推荐 维持评级

分析师

王鹏

☎：010-80927713

✉：wangpeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525090001

翟启迪

☎：010-80927677

✉：zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060004

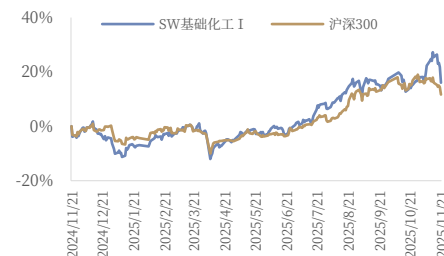
孙思源

☎：0755-23913136

✉：sunsiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070004

相对沪深 300 表现图 2025 年 11 月 21 日



资料来源：中国银河证券研究院

风险提示

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

重点公司盈利预测与估值（2025/11/20）

股票代码	股票简称	EPS				PE				投资 评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
603225.SH	新凤鸣	0.72	0.74	0.99	1.3	22.96	22.34	16.70	12.72	推荐
000893.SZ	亚钾国际	1.03	2.07	2.93	3.73	42.52	21.16	14.92	11.72	推荐
600096.SH	云天化	2.93	3.17	3.24	3.29	10.19	9.41	9.22	9.06	推荐
002984.SZ	森麒麟	2.11	1.31	1.93	2.04	9.58	15.44	10.48	9.91	推荐
002768.SZ	国恩股份	2.49	3.09	3.76	4.50	21.34	17.19	14.13	11.81	推荐

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 行业回顾：化工景气低位徘徊，边际改善曙光初现	4
(一) 行业盈利能力基本筑底，子板块业绩表现分化	4
(二) 行业资本开支收敛，净现金流显著改善	6
二、 行业展望：供需逻辑完美闭环，周期拐点加速到来	7
(一) 成本端：原油供需仍偏累库，关注 OPEC+政策指引	7
(二) 供给端：国内聚焦“反内卷”，海外落后产能加速退出	9
(三) 需求端：新旧动能切换进行时，内需潜力持续释放	12
三、 综合整治内卷式竞争，积极把握周期反转机会	14
(一) PTA 景气低位运行，行业反内卷呼声渐起	14
(二) 涤纶长丝产能趋于集中，行业自律激发周期弹性	16
(三) 氨纶否极泰来，行业集中度有望加速提升	19
(四) 农药全球需求好转，底部价格品种或迎反弹	20
(五) 有机硅产能扩张步入尾声，行业供需格局有望改善	23
(六) 挑战与机遇并存，静待钛白粉行业走出底部	25
(七) 炼油产能面临优化，“减油增化”提升有效供应	28
四、 聚焦需求刚性支撑，探寻高胜率赛道	31
(一) 供方挺价意愿强化，钾肥高景气有望延续	31
(二) 磷矿供需持续偏紧，资源型企业有望充分受益	33
(三) 氨基酸趋势预计延续，海外产能逐步退出有望带来长期景气	36
(四) 三氯蔗糖期待反内卷，阿洛酮糖空间广阔	38
(五) 维生素率先吹响本轮化工涨价号角，目前进入第二阶段	39
(六) 配额政策强约束，制冷剂高景气延续	41
(七) 欧盟反倾销初裁即将公布，海外轮胎价值或将重估	43
(八) 民爆行业发展稳健，政策引导下行业或加速整合	46
五、 赋能新质生产力，掘金新材料蓝海	51
(一) 人形机器人轻量化之路，PEEK 或成关键解决方案	51
(二) AI 助推全球算力需求，电子级 PPO 成长可期	53
(三) 芯片核心原料，光刻胶国产替代加速	55
六、 投资建议	57
(一) “强预期”或催生“强现实”，化工板块配置价值凸显	57
(二) 投资建议	58
七、 风险提示	60

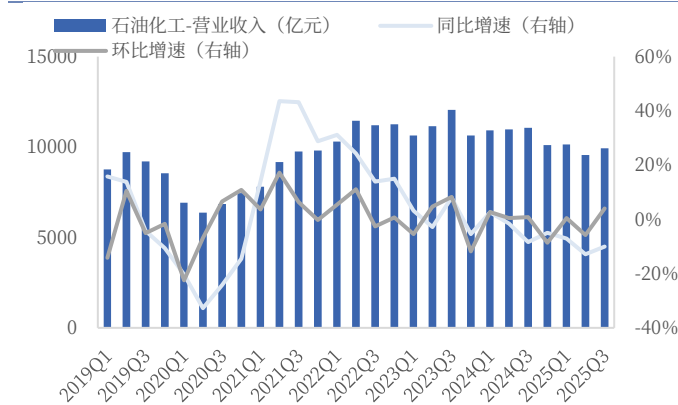
一、行业回顾：化工景气低位徘徊，边际改善曙光初现

（一）行业盈利能力基本筑底，子板块业绩表现分化

2025 年前三季度石油化工与基础化工板块业绩表现分化，基础化工行业景气底部小幅回暖。

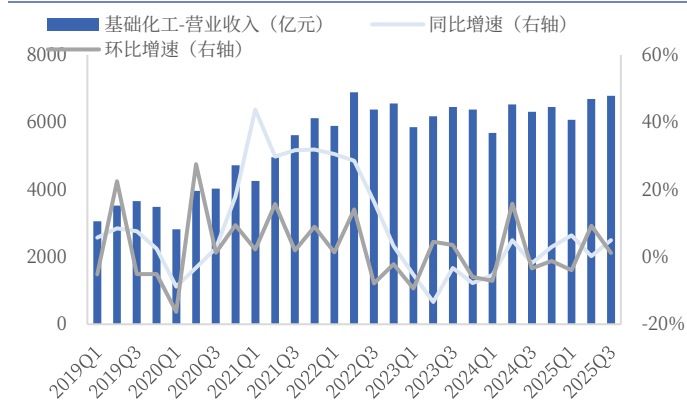
2025 年前三季度石油化工和基础化工板块分别实现营业收入 29644.4、19547.5 亿元，同比分别变化 -10.0%、3.8%；分别实现归母净利润 366.0、1159.9 亿元，同比分别变化 -24.8%、5.3%。2025 年前三季度 Brent 和 WTI 原油均价分别为 69.9、66.7 美元/桶，同比分别下降 14.6、14.0%。其中，受油价中枢下移影响，石油化工板块业绩承压；基础化工板块随行业产能规模持续扩张，部分产品景气度回暖影响，业绩同比小幅上行。分季度来看，25Q3 石油化工和基础化工板块分别实现营业收入 9932.9、6785.2 亿元，同比分别变化 -10.1%、5.0%，环比分别变化 4.0%、1.2%；分别实现归母净利润 106.4、396.3 亿元，同比分别变化 65.9%、21.9%，环比分别变化 15.2%、-0.3%；销售毛利率分别为 14.7%、17.6%，同比分别变化 2.3、0.8 个百分点，环比分别变化 1.1、-0.5 个百分点。目前石油化工和基础化工板块盈利能力均处历史底部区间。我们认为，随国内刺激内需政策持续发力、“反内卷”相关政策及自律行动陆续出台，化工行业供需格局有望逐步改善，看好行业景气度底部向上修复空间。

图1：石油化工单季度营业收入及增速



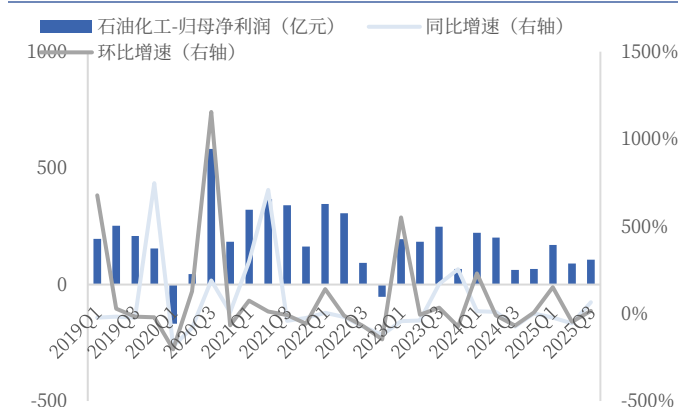
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图2：基础化工单季度营业收入及增速



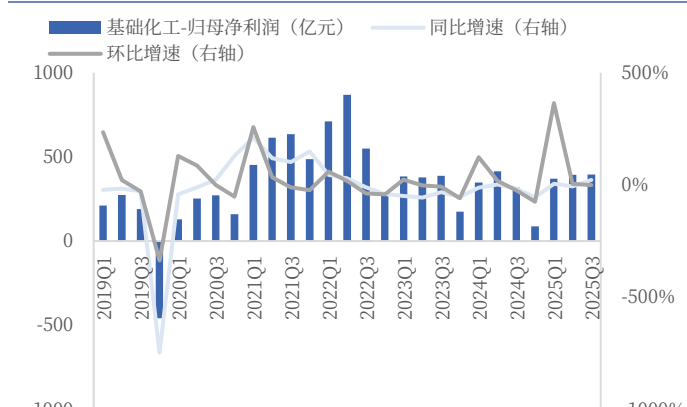
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图3：石油化工单季度归母净利润及增速



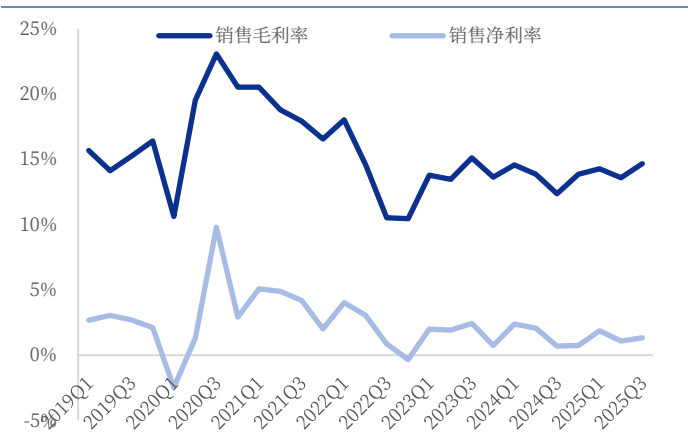
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图4：基础化工单季度归母净利润及增速



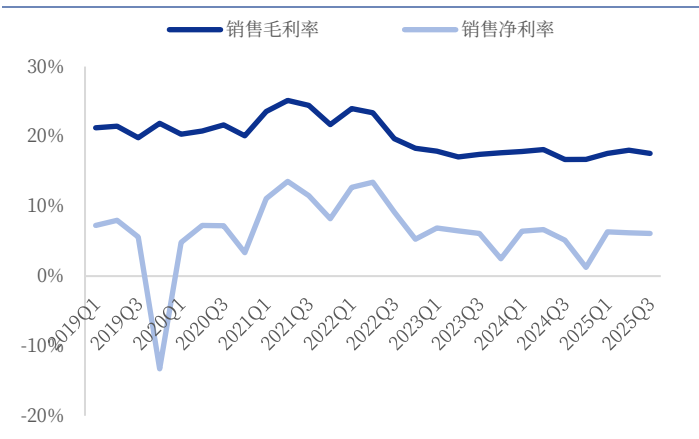
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图5：石油化工单季度销售毛利率/净利率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图6：基础化工单季度销售毛利率



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

2025 年前三季度化工子行业盈利表现分化。在基础化工 33 个细分子行业中，从归母净利润指标来看，2025 年前三季度归母净利润同比提升和下降的子行业占比分别为 51.5%和 48.5%。同比来看，涤纶、氟化工、农药、合成树脂、钾肥等子行业归母净利润涨幅居前；有机硅、橡胶制品、纯碱、粘胶、钛白粉等子行业归母净利润跌幅居前。从毛利率指标来看，2025 年前三季度毛利率同比提升和下降的子行业占比分别为 48.5%和 51.5%。其中氟化工、钾肥、合成树脂、氯碱、复合肥等子行业毛利率抬升幅度居前；有机硅、纯碱、钛白粉、轮胎、粘胶等子行业毛利率下降幅度居前。

表1：基础化工子行业 2025 年前三季度业绩表现

序号	子行业名称	营业总收入（亿元）	同比	归母净利润（亿元）	同比	毛利率	同比变化（pct）
1	涤纶	316.24	2.35%	8.20	148.95%	6.38%	1.64
2	氟化工	406.05	14.39%	57.55	143.41%	26.84%	10.19
3	农药	1294.76	8.58%	62.75	138.36%	21.96%	1.46
4	合成树脂	546.49	33.63%	108.56	80.71%	32.47%	3.47
5	钾肥	173.79	13.92%	86.17	55.89%	59.15%	6.97
6	氯碱	1030.86	-0.08%	44.37	40.54%	16.38%	2.12
7	改性塑料	924.24	17.81%	26.24	39.53%	12.20%	0.39
8	电子化学品	377.70	20.14%	49.17	38.42%	31.40%	0.00
9	其他化学制品III	1402.41	9.62%	84.45	34.92%	17.51%	0.72
10	复合肥	669.01	11.21%	38.38	20.78%	14.97%	1.91
11	食品及饲料添加剂	698.80	0.94%	70.31	16.57%	22.72%	0.64
12	锂电化学品	1761.45	20.71%	34.27	16.06%	11.71%	-0.29
13	膜材料	291.47	-4.43%	1.82	13.72%	13.17%	1.03
14	其他塑料制品	336.65	-4.54%	4.79	10.81%	11.44%	1.74
15	磷肥及磷化工	898.34	-2.96%	75.64	8.32%	18.08%	1.12
16	印染化学品	236.29	-4.14%	21.96	4.02%	24.54%	1.19
17	涂料油墨颜料	254.46	-0.35%	13.19	1.49%	25.61%	0.97
18	民爆用品	455.56	17.20%	29.76	-5.81%	24.52%	-1.50
19	日用化学品	454.50	13.85%	34.47	-7.75%	46.58%	-0.78
20	其他化学原料	892.46	5.17%	50.44	-10.76%	14.67%	-1.09
21	无机盐	130.02	-1.16%	13.52	-11.27%	26.95%	-0.36
22	聚氨酯	1544.51	-2.56%	95.86	-16.46%	13.37%	-1.72

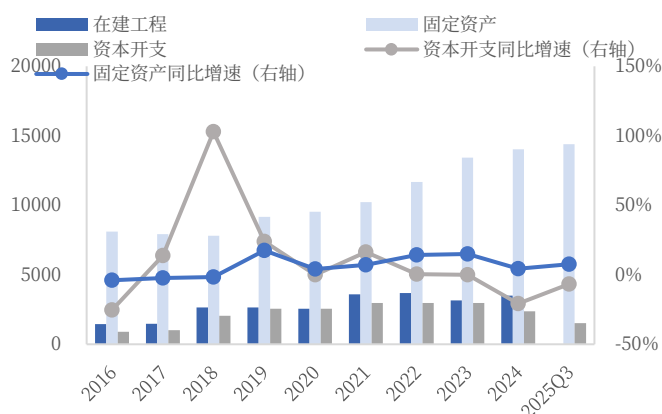
23	轮胎	798.61	11.47%	53.66	-23.67%	18.53%	-3.98
24	橡胶助剂	176.39	-4.91%	5.52	-27.60%	9.21%	-0.85
25	氨纶	208.42	-10.53%	14.99	-30.80%	14.63%	-1.15
26	氮肥	1215.31	2.71%	39.92	-36.03%	12.13%	-1.14
27	碳纤维	21.55	38.22%	-2.13	-37.84%	9.25%	-2.65
28	绵纶	192.67	7.31%	1.42	-42.30%	8.09%	-1.25
29	钛白粉	329.24	-4.16%	17.44	-46.30%	17.06%	-4.46
30	粘胶	249.16	-3.10%	2.38	-55.58%	11.89%	-3.39
31	纯碱	301.62	-15.75%	9.86	-71.47%	18.18%	-6.94
32	橡胶制品	695.75	-2.32%	3.43	-82.89%	10.27%	-0.18
33	有机硅	265.66	-17.37%	1.56	-92.20%	11.76%	-7.65

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(二) 行业资本开支收敛, 净现金流显著改善

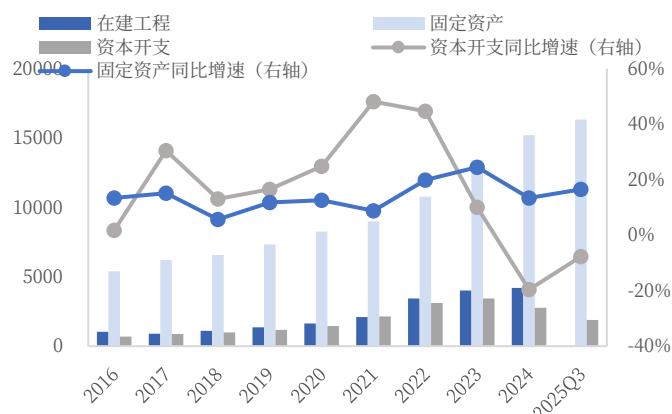
化工行业景气低位, 资本开支增速转负。我国化工行业上一轮资本开支增速于 2021 年达到峰值, 行业规模扩张增速于 2023 年达到峰值。近年在新产能密集释放、需求增速放缓背景下, 化工行业供需矛盾愈发凸显, 企业盈利能力持续承压, 资本开支随之逐步收敛。截至 2025 年三季度末, 石油化工、基础化工板块固定资产分别为 14393.5、16334.8 亿元, 同比分别增长 7.5%、16.5%; 2025 年前三季度资本开支分别为 1516.5、1883.4 亿元, 同比分别下滑 6.6%、7.7%。

图7: 石油化工在建工程、固定资产及资本开支(亿元)及同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

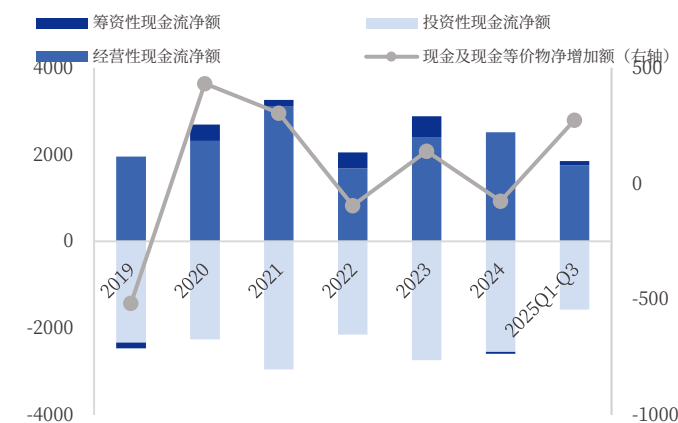
图8: 基础化工在建工程、固定资产及资本开支(亿元)及同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

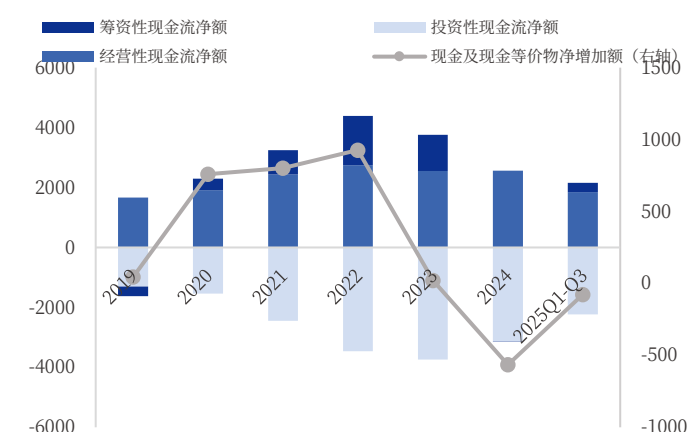
石油化工与基础化工板块现金流显著改善。受行业景气度底部逐步回暖、资本开支规模缩减等因素驱动, 2025 年化工行业现金流显著改善。前三季度石油化工、基础化工行业经营性现金流净额分别为 1750.5、1846.3 亿元, 同比分别增长 5.8%、20.9%; 现金及现金等价物净增加额分别为 274.6、-77.5 亿元, 分别同比变化-22.2、384.3 亿元。经营性现金流净额正增长、现金及现金等价物净增加额重回上行趋势释放出化工企业经营压力正逐步缓解的积极信号, 并有望带动行业盈利及估值逐步向上修复。

图9：石油化工现金流净额（亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图10：基础化工现金流净额（亿元）



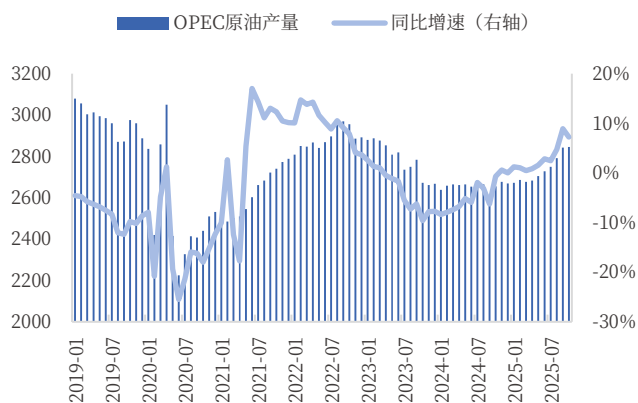
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

二、行业展望：供需逻辑完美闭环，周期拐点加速到来

（一）成本端：原油供需仍偏累库，关注 OPEC+政策指引

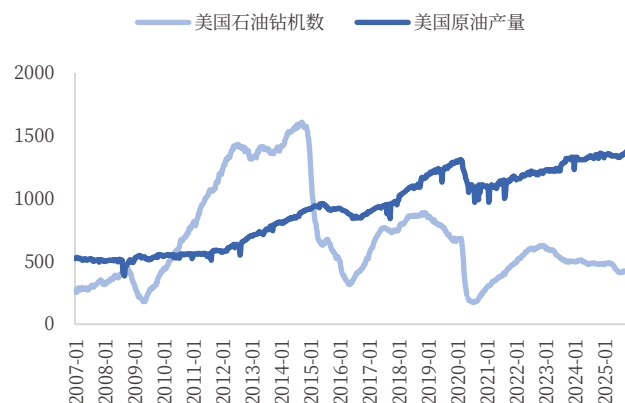
原油供应存回升预期，关注 OPEC+产量政策调整。据 IEA、EIA 数据显示，2026 年全球石油供应增量预计分别为 250、140 万桶/日。其中，美国方面，随着油价中枢下移，部分独立页岩油生产商对资本开支仍较为谨慎，页岩油产量增速或放缓；IEA 预计 2026 年美国原油供应增量为 30 万桶/日，同比下降 42 万桶/日。OPEC+方面，需密切关注石油产量政策调整、执行情况。11 月 2 日，OPEC+八个成员国同意将 12 月石油产量提高 13.7 万桶/日，此为该组织连续 8 个月宣布增产计划，驱动全球原油近端供应预期上移；此外，鉴于季节性因素，该组织 2026 年 1-3 月将暂停增产，有助于降低远端供应增量预期。此外，IEA 预计 2026 年巴西、圭亚那、阿根廷、加拿大石油产量分别增加 23、17、8、5 万桶/日。地缘方面，需着重关注俄罗斯原油供应可能出现的损失风险。10 月 22 日，美国政府宣布制裁俄罗斯最大的两家石油企业俄罗斯石油公司和卢克石油公司，并敦促俄罗斯与乌克兰立即停火。11 月份以来，俄罗斯海运原油出货量连续数周下降，需警惕远期对外供应持续损失风险。整体来看，我们认为，2026 年石油供应存回升预期，但 OPEC+产量政策、地缘因素影响具有不确定性，后续建议密切关注相关主体供应动态。

图11：OPEC 原油产量（万桶/日）及同比增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图12：美国石油钻机数（台）与原油产量（万桶/日）



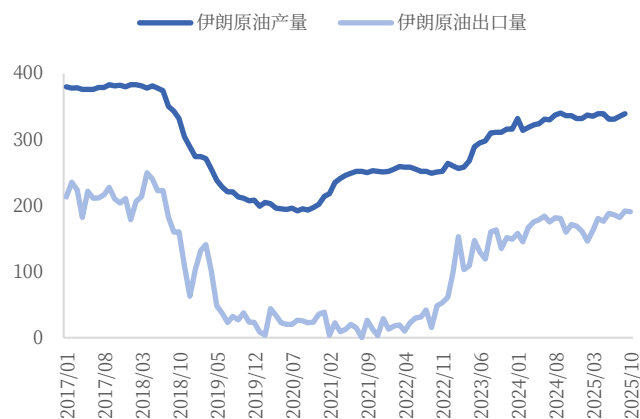
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图13: 俄罗斯原油产量 (万桶/日)



资料来源: IEA, iFind, 中国银河证券研究院

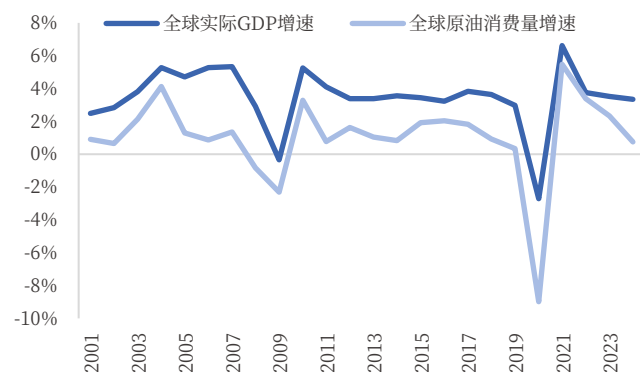
图14: 伊朗原油产量及出口量 (万桶/日)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

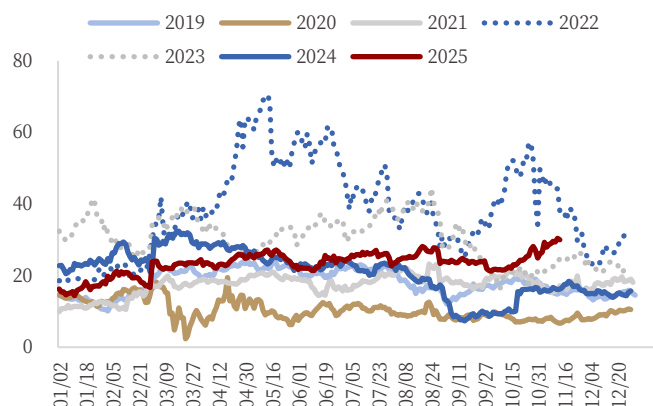
全球经济增速趋于放缓, 需求端限制油价上行高度。一方面, 历史数据显示, 全球原油消费增速与全球实际 GDP 增速呈现明显的正相关性。IMF10 月发布的《世界经济展望》报告认为全球经济变化不定, 未来经济增速仍将疲软, 并将 2026 年全球经济增速预期从年初的 3.3% 下调至 3.1%。据 IEA11 月发布报告显示, 预计 2026 年全球石油消费将增加 77 万桶/日, 略低于 2025 年 79 万桶/日的水平。另一方面, 新能源汽车快速渗透施压成品油消费, 但受欧美炼厂产能结构性退出、新炼厂运行不顺、俄罗斯炼厂受制裁等影响, 成品油供应增速较为缓慢, 裂解价差较往年处于偏高水平。我们认为, 裂解价差对近端油价起一定支撑作用, 但终端需求动能放缓或限制油价远期上行高度。

图15: 全球实际 GDP 增速与原油消费量增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

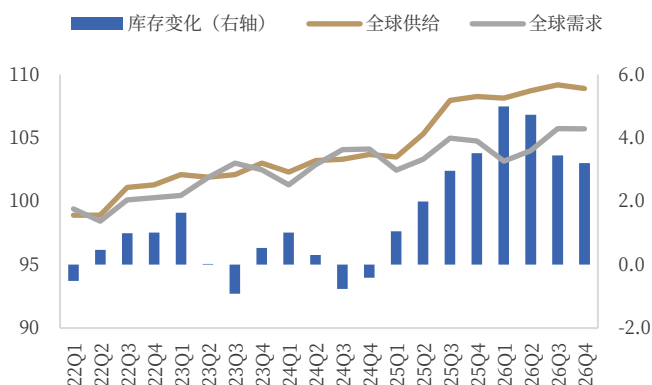
图16: 裂解价差走势 (美元/桶)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

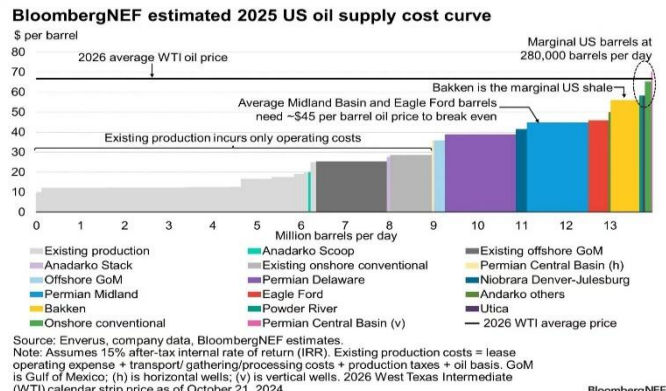
平衡表存显著累库预期, 关注页岩油成本支撑。据 IEA 最新报告预测显示, 2026 年全球石油供需平衡表存累库预期。分度来看, Q1、Q2 累库幅度预期较大, Q3、Q4 累库幅度或放缓。我们认为, 在不出现极端地缘事件引发的供应损失情况下, 上半年供需压力或施压油价, 重点关注美国页岩油成本对油价的支撑, 后续 OPEC+ 产量政策或指引远期油价走向。据 Bloomberg 数据显示, 以 WTI 油价计算, Bakken 地区的盈亏平衡油价为每桶 57.4 美元/桶, 是页岩油边际成本。预期 2026 年 Brent 油价运行区间为 60-70 美元/桶, 节奏上或前弱后强。此外, 若因极端地缘事件导致俄罗斯、伊朗等石油对外供应中断, 则石油市场累库预期或将扭转, 油价上方空间有望打开, 中枢或将上移。

图17: IEA 全球石油供需平衡表预测 (百万桶/日)



资料来源: IEA, 中国银河证券研究院

图18: 2025 年美国石油成本曲线 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

(二) 供给端：国内聚焦“反内卷”，海外落后产能加速退出

周期底部运行，行业自律呼声渐浓。2024年7月30日召开的中共中央政治局会议中提出要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，自此我国正式吹响“反内卷”号角。2025年6月27日，《中华人民共和国反不正当竞争法》由第十四届全国人民代表大会常务委员会第十六次会议修订通过，修订版新增“平台经营者不得强制或者变相强制平台内经营者按照其定价规则，以低于成本的价格销售商品，扰乱市场竞争秩序”等内容，并将于2025年10月15日起正式施行。随后发布的《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》中也提出，经营者不得“相互串通，操纵市场价格”；不得“为了排挤竞争对手或者独占市场，以低于成本的价格倾销，或者强制其他经营者按照其定价规则以低于成本的价格倾销”等系列内容。2025年10月28日，“十五五”规划建议稿明确提出综合整治“内卷式”竞争。从细分行业来看，在周期底部阶段，PTA、涤纶长丝、涤纶短纤、瓶片、有机硅、己内酰胺等行业纷纷涌现自律呼声。我们认为，本轮“反内卷”浪潮有望强化石化化工企业自律行为，打破行业以量补价、增收不增利的现实困境，引导化工品价格及盈利水平逐步回归理性，进而带动行业景气度回升、估值重塑。

表2: 近期我国反内卷相关政策/会议梳理

时间	文件/会议名称	相关内容
2024/7/30	中共中央政治局会议	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
2024/12/12	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业。
2025/3/5	《2025年政府工作报告》	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。
2025/6/27	《中华人民共和国反不正当竞争法》	新增“平台经营者不得强制或者变相强制平台内经营者按照其定价规则，以低于成本的价格销售商品，扰乱市场竞争秩序”等内容。修订后的《中华人民共和国反不正当竞争法》将于2025.10.15起施行。
2025/7/24	《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》	经营者不得“相互串通，操纵市场价格”；不得“为了排挤竞争对手或者独占市场，以低于成本的价格倾销，或者强制其他经营者按照其定价规则以低于成本的价格倾销”等。

2025/7/30	中共中央政治局会议	坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合。纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。
2025/10/28	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	综合整治“内卷式”竞争。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

启航高质量发展，政策引导落后产能退出。2024 年以来，石化化工行业老旧装置淘汰更新相关政策文件接连出台。2024 年 5 月 23 日，工信部发布《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》，要求以炼化、煤化工、氯碱、纯碱、电石、磷肥、轮胎、精细化工等领域达到设计使用年限或实际投产运行超 20 年的主体老旧装置为重点，推动老旧装置绿色化、智能化、安全化改造，加快更新改造老旧、低效、高风险设备。2025 年 7 月 7 日，应急管理部发布《化工装置老化评估方法(征求意见稿)》，要求企业对已达到设计使用年限、未按规定设计使用年限但实际使用超过 20 年的化工装置开展老化评估。随后湖南省、山东省、辽宁省等多个省份先后启动摸排工作。我们认为，推进老旧、低效、高能耗设备退出或更新，引导行业高端化、智能化、绿色化发展，一是有助于清退部分落后的过剩产能，缓解行业供需矛盾；二是有助于降低企业安全风险和生产成本，提升行业标准化水平、产品质量，以及行业生产效率和市场竞争力。

表3：近期我国石化化工行业引导落后产能退出相关政策/会议梳理

时间	文件/会议名称	相关内容
2024/5/23	《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》	以炼化、煤化工、氯碱、纯碱、电石、磷肥、轮胎、精细化工等领域达到设计使用年限或实际投产运行超过 20 年的主体老旧装置为重点，推动老旧装置绿色化、智能化、安全化改造，加快更新改造老旧、低效、高风险设备。涉及炼油、乙烯、对二甲苯（PX）、二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI）、煤制烯烃、烧碱、纯碱、电石、磷氨等产能变化的，应符合产业政策要求，严禁违规新增产能。
2024/6/21	《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》	取得危险化学品安全生产许可、安全使用许可的企业为范围，对企业中近年来排查确定的老旧装置、压力式液化烃球罐和部分常压可燃、剧毒液体储罐，根据产业政策、安全标准、安全风险等情况明确分类治理要求，实现依法淘汰一批、有序退出一批、改造提升一批。
2025/1/5	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	加力推进设备更新：1.加大重点领域设备更新项目支持力度；2.加力实施设备更新贷款贴息；3.加快存量设备评估诊断和项目储备；4.加强老旧营运船舶报废更新项目实施；5.扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新；6.提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准。
2025/7/7	关于公开征求《化工装置老化评估方法(征求意见稿)》意见的函	规定了化工装置老化评估的基本要求、老化评估流程与步骤，设备老化评估、单元老化评估与装置老化评估方法。要求企业对已达到设计使用年限、未按规定设计使用年限但实际使用超过 20 年的化工装置开展老化评估。
2025/7/18	国新办新闻发布会	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。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

欧洲化工陷入困境，海外落后产能加速退出。近些年，受俄乌冲突、碳边境调节机制、新能源汽车的加速普及等影响，欧洲化工产业面临成本端和需求端的双重冲击，倒逼供给端落后产能加速退出，尤其是大宗化学品。2023 年以来，巴斯夫、陶氏、亨斯迈、塞拉尼斯、英力士、科思创、壳牌、利安德巴塞尔、阿克苏诺贝尔、SABIC 等企业宣布陆续关停欧洲地区的部分化工生产装置。

产品涵盖从上游的烯烃裂解、丁二烯、合成氨；到中上游的聚丙烯、环氧丙烷、PX、PTA、双酚 A、己内酰胺；再到中下游的聚氨酯、聚碳酸酯、PMMA、尼龙 66 和热塑性纤维复合材料等。过去 20 余年期间，随我国化工品产能规模持续扩张、产业链布局逐步完善、国际竞争力持续增强，我国化工品出口额及在全球化工品出口总额中所占比例趋于抬升。根据 WTO 数据显示，2024 年我国化工品出口额为 2550 亿美元，对应 2001-2024 年 CAGR 为 13.7%；约占全球化工品总出口额的 8.9%，较 2001 年增加 6.1 个百分点。随着欧洲化工产业落后产能的退出，我国化工品有望凭借稳定的供应链、优异的成本优势等积极抢占市场份额，为需求端开辟增量。

表4：近几年欧洲部分化工品产能退出情况

企业简称	(拟) 退出产能	地点	时间
巴斯夫	1.关闭己内酰胺装置、两套合成氨装置之一及相关副产设施	路德维希港	2023-2024 年
	2.削减己二酸产能，关闭环己醇、环己酮和碳酸钠装置	路德维希港	2023-2024 年
	3.关闭 TDI 装置以及 DNT 和 TDA 的前体装置	路德维希港	2023-2024 年
	4.哈贾瓦尔塔正极材料前驱体（PCAM）工厂	芬兰	2024 年
	5.停止在 Knapsack 和法兰克福工厂生产活性成分草铵膦	德国/法国	2024 年底前
	6.停止与己二酸、环十二酮（CDon）、环戊酮（CPon）相关的生产	路德维希港	2025 年
陶氏	1.关停 Terneuzen 的 LCH3 裂解装置	荷兰	2025 年
	2.关闭巴里的基础硅氧烷工厂，涉及年产能 14.5 万吨	英国	2026 年年中
	3.关闭博伦工厂乙烯裂解装置	德国	2027 年四季度
	4.关闭施科保工厂的氯碱和乙烯基（CAV）资产	德国	2027 年四季度
英力士	1.计划关闭其安特卫普省赫尔工厂的 PX 和 PTA 一体化生产设施中两套 PTA 装置中较小和较旧的一套装置	比利时	
	2.关闭苏格兰的格兰杰茅斯乙醇工厂	英国	2025 年
	3.赫尔工厂的 87.5 万吨/年 PTA 装置因监管机构“强加无法实现的环保目标”而面临关闭的威胁。	比利时	
	4.计划永久停止格拉德贝克的苯酚生产基地的生产	德国	
SABIC	1.关停卡塔赫纳的两条聚碳酸酯（PC）生产线中的一条	西班牙	2023 年末
	2.关闭赫伦的烯烃 3 裂解装置，该装置年产能 55 万吨/年乙烯和 32.5 万吨/年丙烯	荷兰	2024 年
	3.关停英格兰泰恩赛德地区的烯烃 6 号裂解装置，该装置年产能 86.5 万吨，丙烯 41.5 万吨/年	英国	2025 年
利安德巴塞尔	1.关闭布林迪西两套聚丙烯生产装置中的一套	意大利	2023 年底
	2.关闭与科思创的合资 Maasvlakte 工厂的环氧丙烷/苯乙烯单体（PO/SM）生产装置	荷兰	2026 年底
壳牌	1.在欧洲的化工部门可能面临部分/全部关闭。		
埃克森美孚	1.关闭位于格拉雄翁一座蒸汽裂解炉，该工厂拥有乙烯产能 42.5 万吨/年、丙烯产能 29 万吨/年，相关衍生产品包括聚乙烯、聚丙烯	法国	2024 年
塞拉尼斯	1.关闭尤恩特罗普的尼龙 66 和高性能尼龙工厂	德国	2024 年
	2.阶段性关闭位于法兰克福的醋酸乙烯单体（VAM）工厂	德国	2025 年
	3.计划关闭位于梅赫伦的工程材料复合基地	比利时	
亨斯迈	1.关闭位于德国 Deggendorf 和英国 KingLynn 的聚氨酯系统工厂	德国	2025 年
	2.关闭位于默尔斯的马来酸酐工厂	德国	2025 年
盛禧奥	1.关闭丹麦 Brønderslev、意大利 Rho 的 PMMA 板材业务	荷兰/意大利	
	2.Terneuzen 的乙苯苯乙烯单体（EBSM）制造工厂停运	荷兰	
	3.结束斯塔德的聚碳酸酯（PC）工厂的生产，退出原生 PC 生产业务。	德国	2025 年
科思创	1.关闭 Markt Bibart 工厂，停止生产 Maezio 品牌热塑性纤维复合材料		

赢创	1.位于哈瑙的制药用酮酸生产基地将停止生产	德国	2025 年
西湖化学	1.停止佩尔尼斯工厂运营，将关闭 15 万吨/年双酚 A（BPA）和 10 万吨/年液体环氧树脂装置，并不再重启于 2024 年 7 月停产的烯丙基氯和环氧氯丙烷装置	荷兰	2025 年
索尔维	1.停止 Salindres 工厂生产 TFA 及其氟化衍生物	法国	2025 年
科莱恩	1.关闭波德里的 sunliquid®生物乙醇制造工厂，并缩减德国生物燃料及衍生品业务线的相关活动	罗马尼亚	2023 年
阿克苏诺尔	1.计划关闭位于荷兰、爱尔兰的生产基地，并将生产转移		
道达尔能源	1.计划永久关闭安特卫普的一座老旧裂解装置，该厂拥有 55 万吨/年乙烯和 23 万吨/年丙烯	比利时	2027 年
埃尼集团	1.计划关闭普里奥洛和布林迪西的两座裂解装置	意大利	2025 年

资料来源：ACMI 国化新材料研究院，中国银河证券研究院

（三）需求端：新旧动能切换进行时，内需潜力持续释放

全方位扩大国内需求，新旧动能切换进行时。面对现阶段外部诸多不确定性风险，2025 年我国将经济工作的主线聚焦于自身。总量层面，积极做优增量、盘活存量，全方位扩大国内需求。2024 年中央经济工作会议、2025 年 3 月 5 日在第十四届全国人民代表大会第三次会议发布的《2025 年政府工作报告》中均提及要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。结构层面，新旧发展动能正在切换，我国经济底层逻辑从土地财政向新质生产力转变。地方政府曾依靠“土地财政”获得大量资本积累并投向基础设施建设，带动我国经济高速发展。土地资源的有限性以及泡沫和地方政府债台高筑等风险暴露，证明“土地财政”并非发展的长久之计。面对全球百年变局以及我国现实转型需要，由科技创新起主导作用的“新质生产力”成为我国经济发展的强劲推动力和支撑力。2025 年 10 月 28 日发布的“十五五”规划建议稿中明确提及要统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，加快培育新动能，促进经济结构优化升级。我们认为，随着国家各项政策持续发力，我国经济韧性仍存，结构有望持续优化升级。

表5：我国扩大内需相关政策文件/会议梳理

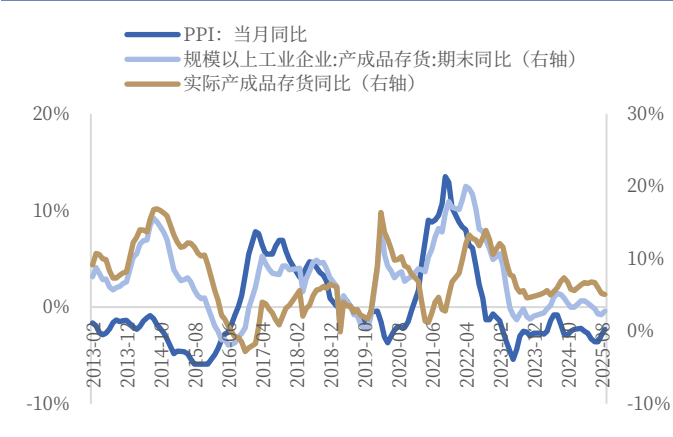
时间	相关部门/会议	文件/会议名称	相关内容
2024/12/12	中共中央	中央经济工作会议	明年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策；要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。
2025/1/5	发改委、财政部	《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	加力推进设备更新：1.加大重点领域设备更新项目支持力度；2.加力实施设备更新贷款贴息；3.加快存量设备评估诊断和项目储备；4.加强老旧营运船舶报废更新项目实施；5.扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新；6.提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准。 扩围支持消费品以旧换新：1.优化消费品以旧换新资金分配；2.扩大汽车报废更新支持范围；3.完善汽车置换更新补贴标准；4.加力支持家电产品以旧换新；4.实施手机等数码产品购新补贴；5.积极支持家装消费品换新；6.加快推进电动自行车以旧换新。

2025/3/5	第十四届全国人大三次会议	《2025 年政府工作报告》	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。 因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。推动科技创新和产业创新融合发展，大力推进新型工业化，做大做强先进制造业，积极发展现代服务业，促进新动能积厚成势、传统动能焕新升级。
2025/7/30	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。 要坚定不移深化改革。坚持以科技创新引领新质生产力发展，加快培育具有国际竞争力的新兴支柱产业，推动科技创新和产业创新深度融合发展。
2025/10/28	中共中央	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》	统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，加快培育新动能，促进经济结构优化升级，做优增量、盘活存量，推动经济持续健康发展和社会全面进步。

资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

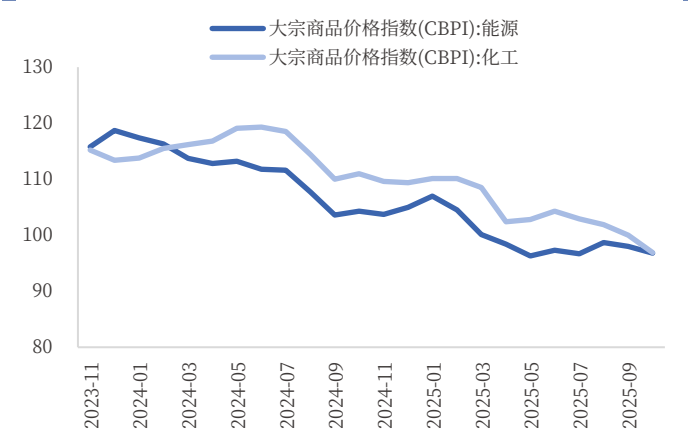
宏观经济韧性仍存，化工品需求存提振空间。截至 2025 年 9 月，我国石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业规模以上工业增加值分别累计同比增加 6.9%、8.1%、7.6%、6.2%。但从采购节奏来看，一是终端产业回暖进程偏缓，二是受国际原油价格回落等因素影响，化工品价格仍处于较低水平。现阶段下游企业多存观望心态，对原材料补库偏谨慎，加之化工品多供需结构偏宽松，需求弱势释放对化工行业景气度实际拉动作用较为有限。展望 2026 年，我们认为，在全方位扩大内需政策驱动下，宏观经济韧性较强，各行业边际改善进程虽缓但趋势仍在，叠加上游原料价格有望止跌企稳，化工品需求预计仍存提振空间。

图19：我国 PPI 当月同比与规模以上工业企业产成品存货同比走势



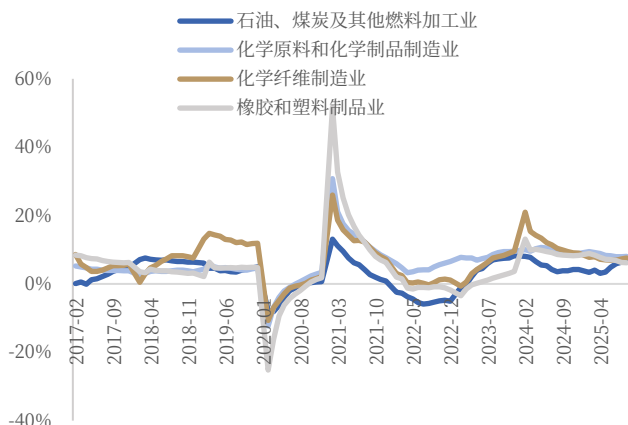
资料来源：iFind，中国银河证券研究院
注：以产成品存货同比-PPI 同比衡量实际产成品存货同比

图20：能源及化工类大宗商品价格指数



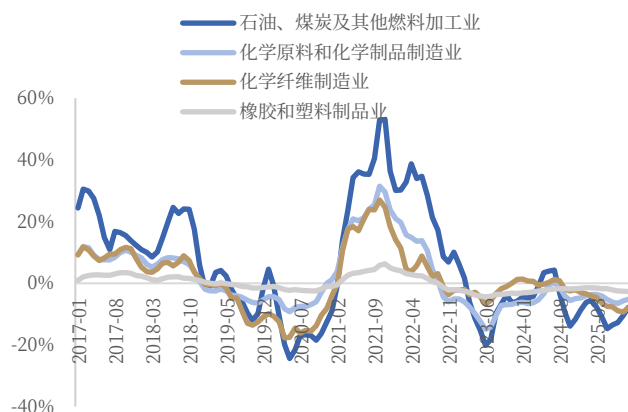
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图21: 化工细分行业工业增加值累计同比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图22: 化工细分行业 PPI 当月同比



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

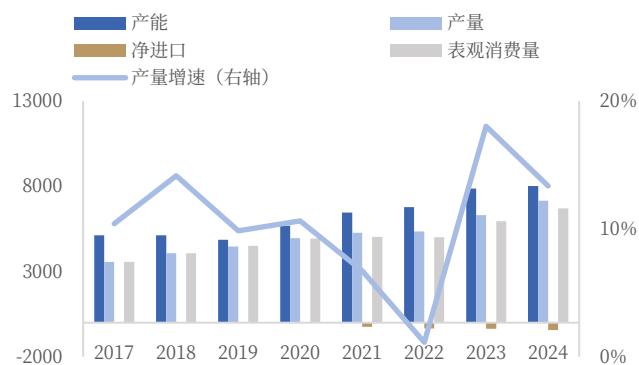
供给反抗与需求新动能并举，化工景气有望筑底向上。目前我国化工行业景气正值历史底部区域。在不发生原油供应大幅中断的情况下，预计2026年Brent原油价格运行区间为60-70美元/桶，成本端有望逐步止跌企稳，行业景气修复程度预计仍与供需情况息息相关。供给端，一方面，2024年以来化工行业资本开支迎来负增长，在建、存量产能将逐渐消化；另一方面，国内“反内卷”浪潮汹涌，海外落后产能加速出清，供给端有望收缩。需求端，“十五五”规划建议稿“坚持扩大内需”为未来五年定调，国内新旧动能切换将持续推进叠加美国降息周期开启，化工品需求增长可期。建议关注以下三条投资主线：一是，综合整治内卷式竞争，积极把握周期反转机会；二是，聚焦需求刚性支撑，探寻高胜率赛道；三是，赋能新质生产力，掘金新材料蓝海。

三、综合整治内卷式竞争，积极把握周期反转机会

（一）PTA 景气低位运行，行业反内卷呼声渐起

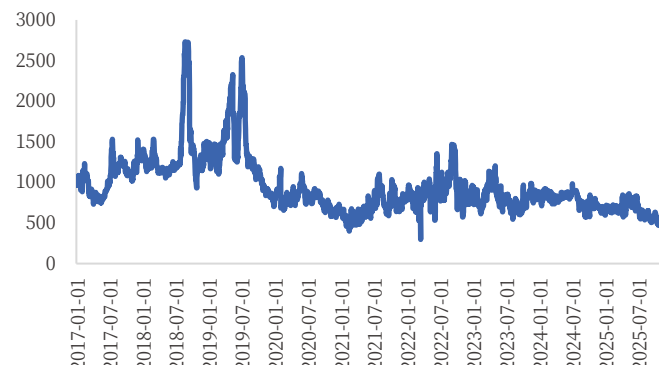
PTA 产能扩张阶段性收尾，2026 年供需压力有望缓和。随着国内民营大炼化的发展，2020 年我国 PTA 产能开启扩张。2024 年我国 PTA 产能为 8015 万吨/年，较 2019 年增长 3160 万吨/年，2019-2024 年产能年均复合增速达 10.5%。产能快速扩张之下，我国由 PTA 净进口国逐步转为净出口国，近些年出口量逐步增长，2024 年我国 PTA 出口量为 442 万吨，较 2019 年增长了 538.7%。2025 年以来，行业新增产能合计 820 万吨/年。随着近些年行业新增产能的释放，PTA 产量持续增长，需求增速跟进不足，社会库存趋于攀升，行业景气逐步下行。我们认为，2026 年 PTA 行业供需有望迎阶段性改善。一方面，据卓创资讯统计，2026 年 PTA 行业暂无新增产能投放计划，2027-2028 年行业预计仍有 1400 万吨/年规划产能待投放，远期规划产能仍较多，但行业低景气之下新产能投放进度预计仍存在不确定性。另一方面，终端纺织服装、食品饮料等领域消费具有韧性，涤纶长丝、涤纶短纤、瓶片等行业预计仍有一定供应增量，或对 PTA 需求有所提振。

图23: 2017-2024 年我国 PTA 供需情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图24: 我国 PTA 价差走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表6: PTA 行业新增产能投放情况及计划

企业简称	所在省份/自治区	投产时间	产能 (万吨/年)	小计 (万吨/年)
江苏盛虹	江苏省	2025 年 6 月	250	820
海伦石化	江苏省	2025 年 7 月	320	
独山能源	浙江省	2025 年 11 月	250	
广州泛亚	广东省	2027 年 3 月	300	1100
乌鲁木齐石化	新疆维吾尔自治区	2027 年 9 月	200	
桐乡桐昆	浙江省	2027 年 12 月	300	
福化福海创	福建省	2027 年 12 月	300	
九江石化	江西省	2028 年 3 月	300	300

资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

落后产能淘汰逐步开启, 反内卷呼声逐步强烈。近些年 PTA 行业竞争加剧, PTA 价差跌至历史底部区域, 长时间低景气之下, 行业产能淘汰逐步开启。一方面, PTA 为典型后发优势行业, 新投装置成本优势明显; 另一方面, 新增 PTA 装置集中在龙头企业, 龙头企业多数具有“一体化”优势, 抗风险能力较强。据卓创资讯统计, 2020 年以来 PTA 行业淘汰装置显著增多, 2020 年、2021 年、2024 年行业分别淘汰了 154、254、432.5 万吨/年的产能, 且多为单套产能小于 100 万吨/年的小型 PTA 装置。2024 年我国 PTA 行业产能集中度 (CR6) 为 74.1%, 较 2019 年增加 28.8 个百分点, 未来随着 PTA 行业落后产能的进一步淘汰, 行业产能集中度有望维持较高水平。2025 年 10 月份以来, 行业供给端催化逐步增多。10 月底, 工信部召开 PTA 及瓶级聚酯切片产业发展座谈会, 旨在防范和化解行业的“内卷式”竞争。11 月以来, PTA 生产企业检修计划逐步增多。据卓创资讯统计数据显示, 11 份新增检修 670 万吨/年。未来建议密切关注行业自律进展及落后产能退出情况。

表7: 我国 PTA 装置淘汰情况

企业简称	所在省份/自治区	淘汰时间	产能 (万吨/年)	小计 (万吨/年)
正昊化纤	山东省	2007 年 1 月	8.5	8.5
辽阳石化	辽宁省	2013 年 7 月	80	145
逸盛宁波石化	浙江省	2013 年 12 月	65	
珠海龙华	广东省	2014 年 2 月	60	95
扬子石化	江苏省	2014 年 5 月	35	
禾宇石化	浙江省	2015 年 3 月	60	285
禾宇石化	浙江省	2015 年 3 月	60	

腾龙芳烃	福建省	2015 年 4 月	165	
禾宇石化	浙江省	2020 年 3 月	60	154
福建佳龙	福建省	2020 年 4 月	60	
天津石化	天津市	2020 年 4 月	34	
上海石化	上海市	2021 年 2 月	40	254
禾宇石化	浙江省	2021 年 3 月	140	
乌石化	新疆维吾尔自治区	2021 年 4 月	9	
逸盛宁波石化	浙江省	2021 年 12 月	65	
扬子石化	江苏省	2024 年 5 月	35	432.5
扬子石化	江苏省	2024 年 5 月	65	
仪征化纤	江苏省	2024 年 5 月	35	
仪征化纤	江苏省	2024 年 5 月	65	
上海亚东石化	上海市	2024 年 5 月	70	
江阴汉邦	江苏省	2024 年 5 月	60	
洛阳石化	河南省	2024 年 5 月	32.5	
宁波三菱	浙江省	2024 年 8 月	70	
重庆蓬威	重庆市	2025 年 9 月	90	90

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

表8：近期 PTA 装置检修计划

相关企业	总规模（万吨/年）	检修减产规模（万吨/年）	检修减产开始时间	检修减产结束时间
虹港石化	640	150	2022/3/16	长期停车
海伦石化	560	120	2023/7/2	长期停车
汉邦	220	220	2025/1/5	长期停车
宁波逸盛	420	200	2025/1/25	长期停车
逸盛大化	600	225	2025/8/8	待定
海南逸盛	450	200	2025/8/15	2025/11/15
海伦石化	240	120	2025/8/28	待定
宁波台化	270	120	2025/9/5	待定
独山能源	710	220	2025/11/5	待定
珠海英力士	235	110	2025/11/6	待定
四川能投	100	100	2025/11/8 左右	2025/12/待定
虹港石化	640	240	2025/11 月中旬	2025/11 月末

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

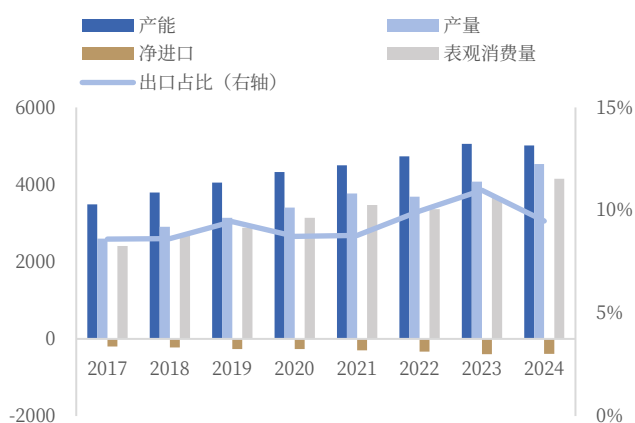
当前 PTA 价差处历史底部区域，我们认为，2026 年 PTA 行业供需有望阶段性改善，近期行业“反内卷”呼声渐浓，供给端催化有望深化行业景气修复程度。建议关注相关企业恒力石化（600346.SH）、荣盛石化（002493.SZ）、新凤鸣（603225.SH）、桐昆股份（601233.SH）等。

（二）涤纶长丝产能趋于集中，行业自律激发周期弹性

涤纶长丝行业集中度高，未来供应或更为有序。近些年，在民营龙头企业的“炼化一体化”布局以及国内消费和出口需求的支撑下，PX-PTA-聚酯各环节产能均大幅度扩张，涤纶长丝作为主要的聚酯产品，产能步入快速扩张期。2023 年我国涤纶长丝产能 5052 万吨/年，2017-2023 年产能年均复合增速达 6.4%。据卓创资讯数据显示，2024 年我国涤纶长丝实际净增产能为 -39 万吨/年，自

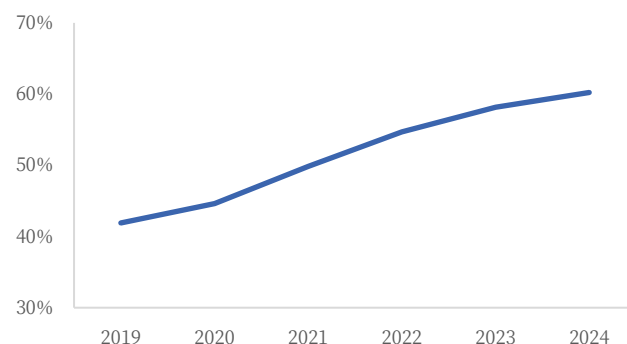
2015 年以来首度出现负增长。2025 年以来，行业新增产能 285 万吨/年，预计年内涤纶长丝行业仍有 30 万吨/年的新增产能待投放。此外，过去几年行业新增产能主要集中在龙头企业，且伴随部分落后产能的退出，行业集中度逐步抬升，2024 年行业 CR4 为 60.2%，较 2019 年增加 18.3 个百分点。我们认为，长期来看，涤纶长丝行业仍有新增产能投放，但行业集中度高，且龙头企业具有较好的自律基础，未来行业供应或更为有序。

图25：2017-2024 年我国涤纶长丝供需情况（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图26：2019-2024 年我国涤纶长丝行业集中度（CR4）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

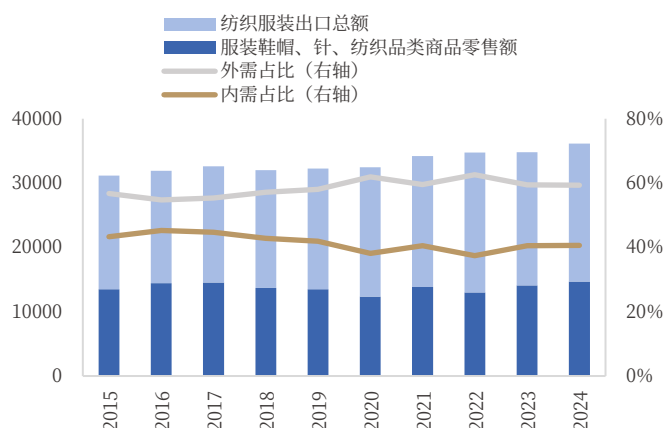
表9：涤纶长丝在建项目不完全统计

企业	工艺路线	所在省份	产能（万吨/年）	投产时间
福建恒海	熔体直纺	福建省	30	2025 年 12 月
安徽佑顺	熔体直纺	安徽省	30	2026 年 2 月
福建恒海	熔体直纺	福建省	30	2026 年 3 月
恒逸（海宁）	熔体直纺	浙江省	40	2026 年 6 月
新疆中泰	熔体直纺	新疆维吾尔自治区	25	2027 年 12 月
华祥智纤	熔体直纺	江西省	120	2025 年 8 月 27 日举办项目建设动员会

资料来源：卓创资讯，九江经济技术开发区网站，中国银河证券研究院

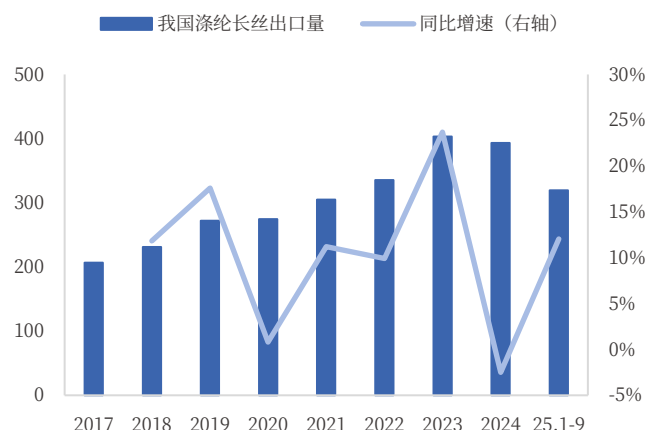
纺服消费具有韧性，涤纶长丝需求预期平稳增长。涤纶长丝需求包括内需和外需两部分。1) 国内需求层面，终端纺服需求将通过“涤纶长丝——织造——坯布——纺织服装”产业链逐步传导至涤纶长丝。2017-2024 年我国纺织服装消费基本维持平稳增长态势。2025 年 1-10 月，我国服装鞋帽、针、纺织品类商品零售额 12053 亿元，同比增长 3.5%；同期，我国纺织服装累计出口 2439 亿美元，同比下降 1.6%。2) 出口层面，2017-2024 年，我国涤纶长丝直接出口量占表观消费量比例在 8.5%-11.0%之间波动。长期来看，2017-2024 年，我国涤纶长丝出口量年均复合增长率为 9.6%。2025 年 1-9 月，我国涤纶长丝出口量 319 万吨，同比增长 12.1%。2025 年 11 月 12 日，印度取消对我国涤纶长丝 BIS 认证，中长期有望适当拉动我国涤纶长丝出口。我们认为，终端纺织服装需求具有韧性，2026 年在内外需驱动下，预计涤纶长丝需求将保持稳健增长。

图27：我国纺织服装需求消费（亿元）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

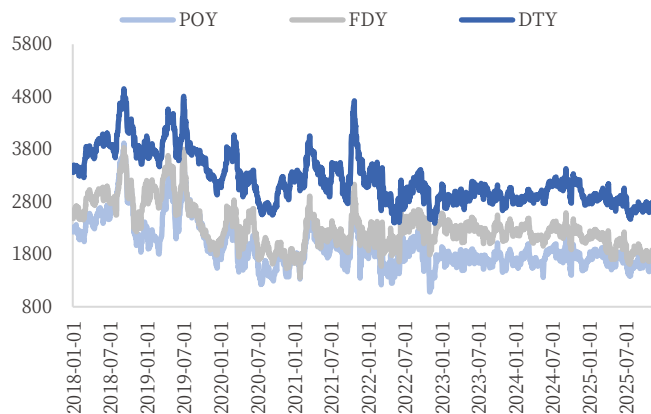
图28：我国涤纶长丝出口量（万吨）及同比增速



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

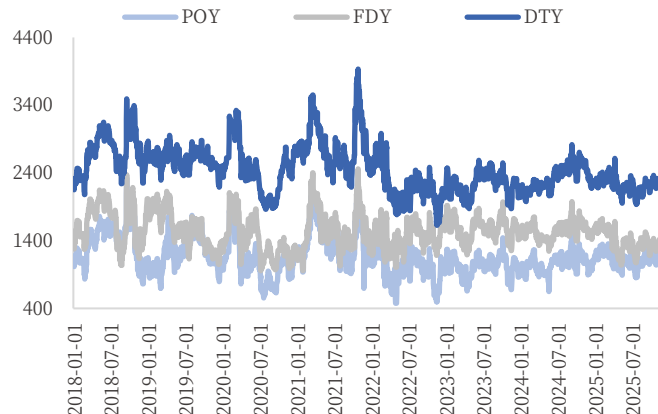
行业存自律基础，价差底部彰显韧性。一方面，我国涤纶长丝行业存较好的行业自律经验。2024年5月23日，涤纶长丝部分主流工厂开始实行“限产保价”计划，采取先保价再限产减产以达到降库存和修复利润的目的。2025年以来，涤纶长丝行业取消“一口价”模式，龙头企业通过协调开工率，灵活调节市场供应。1-10月，我国涤纶长丝产量为3806万吨，累计同比增长2.3%。另一方面，自2024年5月，涤纶长丝龙头企业开启行业自律后，我国涤纶长丝POY、DTY、FDY价差自低位开启阶段性修复。目前，涤纶长丝POY、DTY、FDY价差仍处于历史较低水平运行，我们认为在反对“内卷式”竞争的氛围下，涤纶长丝行业具有较好的协作基础，预计未来产品价差仍存向上修复空间。

图29：涤纶长丝POY、DTY、FDY价差（PX，元/吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图30：涤纶长丝POY、DTY、FDY价差（PTA，元/吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

我们认为，2026年涤纶长丝终端纺织服装需求增速有望维持稳健，行业投产高峰已过，龙头自律约束下，未来行业供应或更有序，目前涤纶长丝价差仍处于历史偏低水平运行，存向上修复空间。“反内卷”浪潮下涤纶长丝周期弹性值得关注。建议关注新凤鸣（603225.SH）、桐昆股份（601233.SH）、恒逸石化（000703.SZ）等。

（三）氨纶否极泰来，行业集中度有望加速提升

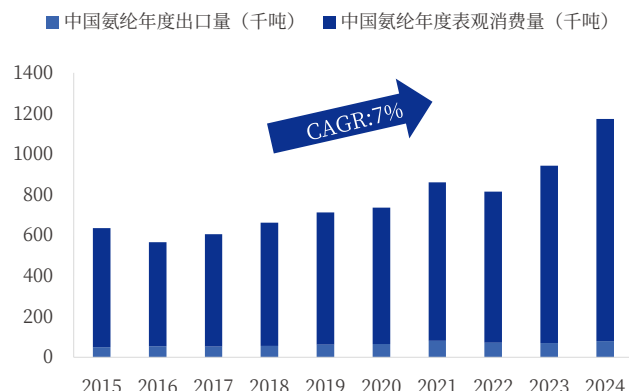
2025 年氨纶市场先涨后跌。虽然供给端侧有增有减、净增长产能 1.8 万吨/年，但需求侧不及去年同期是影响价格的主要原因。上半年主要受美国增加关税导致多数终端海外订单取消较多，下游采购心态谨慎、仅按需为主；下半年外部影响因素仍存，下游仍采用“随用随采、少量多次”采购模式，缺乏集中订单释放。2025 年氨纶行业平均库存天数为 51.57 天，较去年同期增加 6.47 天。

图31：氨纶价格价差低位



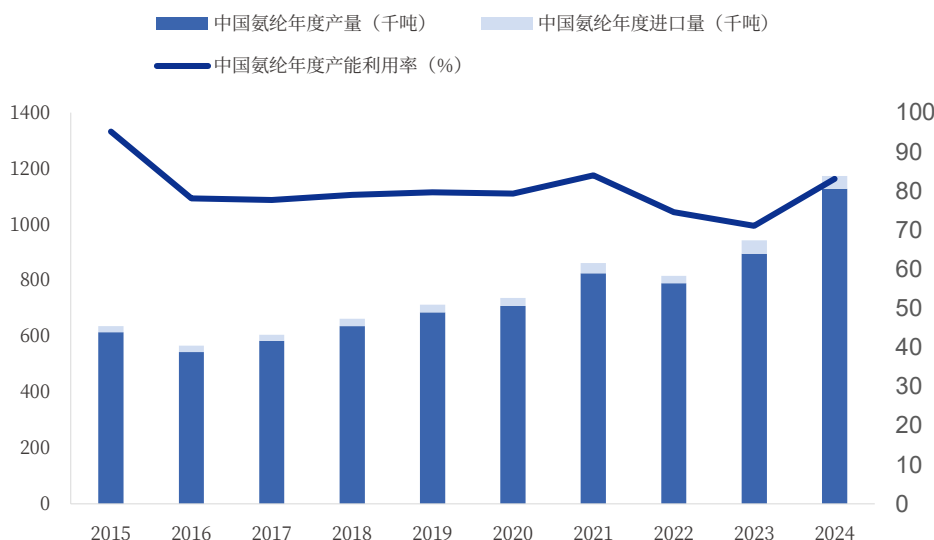
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图32：过去十年氨纶行业需求增速较快



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图33：氨纶产能情况和近年变化



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

表10：氨纶产能情况和近年变化（万吨/年）

企业		已有产能（万吨/年）	投产时间	合计（万吨/年）	在建产能（万吨/年）
华峰化学	华峰化学	6	2011-01-02	35	7.5
	华峰重庆氨纶	12	2014-11-10		
	华峰重庆氨纶	4.5	2021-10-31		
	华峰重庆氨纶	10	2023-05-31		
	华峰重庆氨纶	2.5	2025-02-28		

晓星	浙江晓星	2.5	2001-01-01	28.7	3
	晓星氨纶珠海	3	2003-08-06		
	晓星氨纶广东	5	2004-03-24		
	晓星氨纶衢州	6	2017-03-24		
	晓星（宁夏）氨纶	3.6	2022-03-31		
	晓星（宁夏）氨纶	3.6	2023-04-01		
	晓星（宁夏）氨纶	5	2025-05-01		
新乡化纤		12	2014-01-02	22	
		3	2021-12-31		
		3	2022-12-31		
		4	2023-06-30		
诸暨华海		16	2015-08-02	21	
		5	2024-09-01		
泰和新材	宁东泰和新材	3.5	2017-12-15	9	
	宁东泰和新材	4	2023-04-01		
	泰和新材	1.5	2023-04-01		
恒申合纤		4	2010-06-24		
杜钟氨纶		3	2009-09-02		
泰光氨纶		2.8	2011-01-02		
邦联氨纶		2.5	2005-01-01		
清荣新材料		2.5	2011-01-02		
英威达		2.5	2005-06-30		
青云新材料		2.3	1996-04-24		5
力隆氨纶		1.55	2013-01-02		
四海氨纶		1	2011-01-02		
浙江中柏（原开普特）		0.6	2014-06-01		
山东如意		0.5	2005-01-01		
莱卡					3
总计				138.95	18.5

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

反内卷引导下氨纶或迎来修复性上涨。原料端，目前 PTMEG 市场价格已经处于近 10 年底部，对氨纶价格支撑较为坚挺。供给端，2025 年底到 2026 年，预计新增产能 11.5 万吨/年，预计淘汰产能 5.94 万吨/年，老旧产能淘汰后供给侧增速放缓。需求侧，随着外部采购逐渐恢复正常以及政策刺激内需，预计需求较 2025 年会有改善。建议关注华峰化学(002064.SZ)、新乡化纤(000949.SZ)。

（四）农药全球需求好转，底部价格品种或迎反弹

由小品种农药扩散开来的涨价行情。2025 年一季度旺季来临前，受供给侧不可抗力、原料成本上升等因素，同时需求旺盛，众多杀虫剂、除草剂、杀菌剂迎来涨价。包括毒死蜱、阿维菌素、甲维盐等杀虫剂，烯草酮、绿草定等除草剂，百菌清、乙二胺等杀菌剂。如代森锰锌主因印度老牌供应商因高温装置停产或降负，出口订单增多，而百菌清在南美大豆种植期受降雨和大豆锈病影响需

求旺盛。

草甘膦市场呈“V”型走势，价格先跌后涨。截止 10 月 31 日，草甘膦市场年均价为 2.48 万元/吨，较年初 2.36 万元/吨上涨 1200 元/吨。供给端，虽有华东、华中部分企业装置较长时间维持低负荷开工，但其余主流工厂多维持正常开工，8 月外其余月份行业开工率均在 70% 以上；价格先跌主要由于年初需求低迷，二季度后海外需求释放，价格应需而涨。

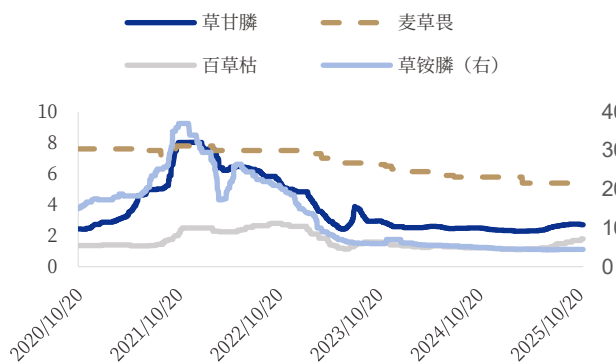
草铵膦价格先跌后涨再稳。截止 10 月 31 日，95% 草铵膦原粉价格为 4.45 万元/吨，较年初下跌 2500 万元/吨。供给侧，2025 年草铵膦总产能达到 15.1 万吨，较 2024 年保持稳定，但产量相较于 2024 年同期大幅增加。需求侧，同期也有增加，一方面精草铵膦行业产能持续扩张，另一方面国内企业持续推动草铵膦海外登记叠加价格优势明显。

表11：主要农药品种所处历史位置及最新价格走势（20200203-20251031）

产品	单位	25Q4	25年均价	24年均价	当前所处历史位置
草甘膦	万元/吨	2.7	2.5	2.5	11.52%
草铵膦	万元/吨	4.5	4.5	5.4	0.25%
麦草畏	万元/吨	5.4	5.5	5.9	0.00%
百草枯	万元/吨	1.7	1.3	1.3	41.18%
吡虫啉	万元/吨	6.7	6.8	7.7	0.27%
高效氯氟氰菊酯	万元/吨	10.7	10.8	10.8	0.73%
多菌灵	万元/吨	3.7	3.5	3.4	24.64%
代森锰锌	万元/吨	2.8	2.5	2.3	100.00%
啉菌酯	万元/吨	13.9	13.8	14.5	0.76%
吡啶醚菌酯	万元/吨	14.7	15.4	16.3	0.00%
噻虫嗪	万元/吨	5.2	5.3	5.9	0.00%

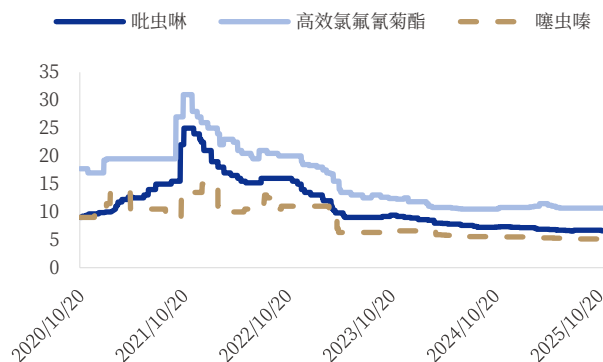
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图34：除草剂主流品种价格走势（万元/吨）



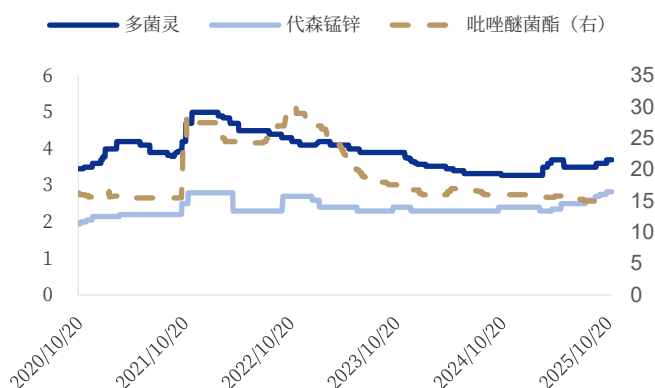
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图35：杀虫剂主流品种价格走势（万元/吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

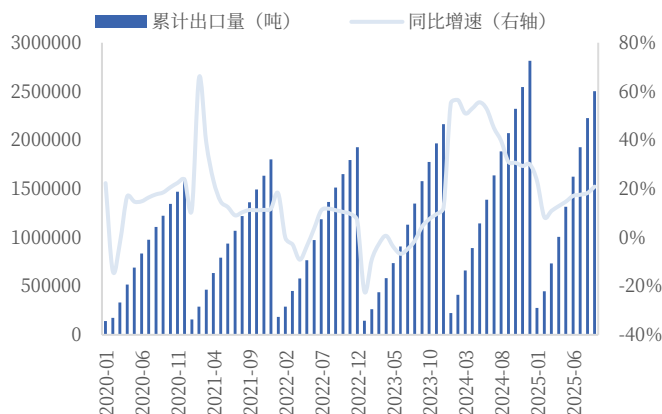
图36：杀菌剂主流品种价格走势（万元/吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

展望后市，需求好转叠加“一证一品”、“正风治卷”等政策或收缩供给，价格仍处底部的品种具备较高涨价可能。一方面尽管部分农药已有涨价，但较历史高度仍有较长距离。对于部分产业公司诉求强、作物真实需求旺、供给存在不可抗力等因素催化的品种，后续涨价持续性仍然看好。另一方，“一证一品”、“正风治卷”三年行动相继出台，借证代工或违规生产销售的中小农药企业有望面临整合或退出，大量劣质农药、同质化农药有望加速出清，农药市场供应格局有望得到优化。建议关注扬农化工（600486.SH）、润丰股份（301035.SZ）、江山股份（600389.SH）、广信股份（603599.SH）、利尔化学（002258.SZ）等。

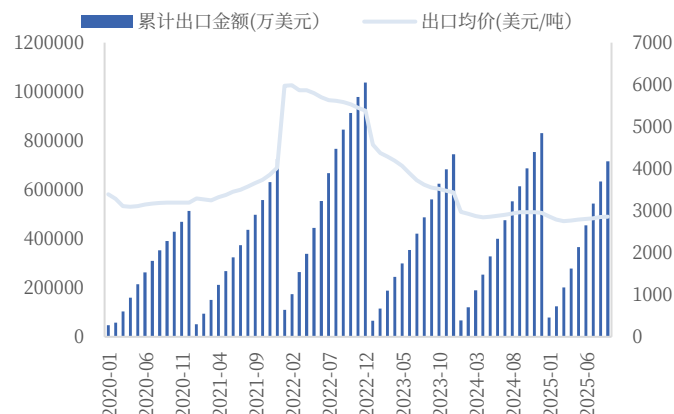
图37：我国农药月度累计出口量及增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

注：包含杀虫剂、杀菌剂、除草剂

图38：我国农药月度累计出口金额及出口均价（右轴）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

注：包含杀虫剂、杀菌剂、除草剂

表12：农药行业“反内卷”相关政策文件/行动

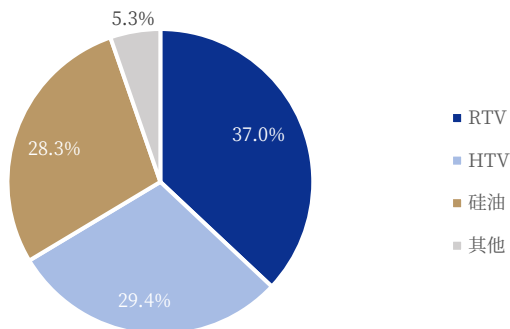
政策/行动名称	相关内容
《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	草甘膦、草铵膦、烯草酮等被列入限制类名单
中华人民共和国农业农村部公告 第 925 号	同一登记证号的农药产品应当标注同样的商标，委托加工、分装的产品不得标注受托人的商标。自 2026 年 1 月 1 日起实施。
“正风治卷”三年行动	1.严禁在产品中添加或以助剂名义销售隐性成分或未登记的活性成分；2.严厉打击非法生产行为；3.严禁销售或采购非法母药加工制剂；4.抵制企业低价无序竞争行为。

资料来源：中国农药信息网、中国农药工业协会，中国银河证券研究院

（五）有机硅产能扩张步入尾声，行业供需格局有望改善

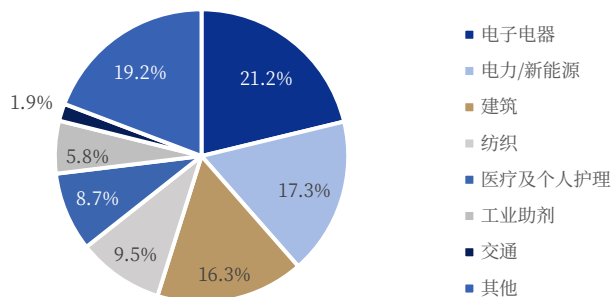
有机硅种类多样，终端需求覆盖广泛。有机硅深加工产品主要包括硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷偶联剂四大类，其中硅橡胶根据硫化机理和硫化温度不同，可分为室温硫化硅橡胶（RTV）、高温硫化硅橡胶（HTV）、加成型硫化液体硅橡胶（LSR）三类。目前 RTV、HTV 为有机硅主要深加工产品，占比分别为 37%、29.4%；硅油紧随其后，占比 28.3%。就有机硅产品下游应用领域分布情况来看，2022 年有机硅产品在电子电器、电力/新能源、建筑、纺织、医疗护理、工业助剂、交通等领域的用量占比分别为 21.2%、17.3%、16.3%、9.5%、8.7%、5.8%、1.9%。

图39：2024 年我国有机硅深加工产品占比情况



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

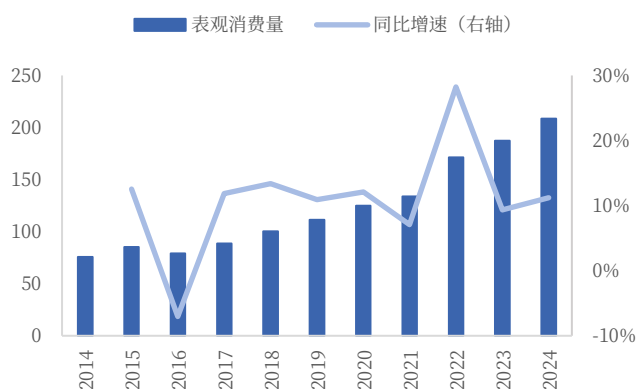
图40：2022 年我国有机硅产品下游应用领域占比情况



资料来源：ACMI/SAGSI，中商产业研究院，中国银河证券研究院

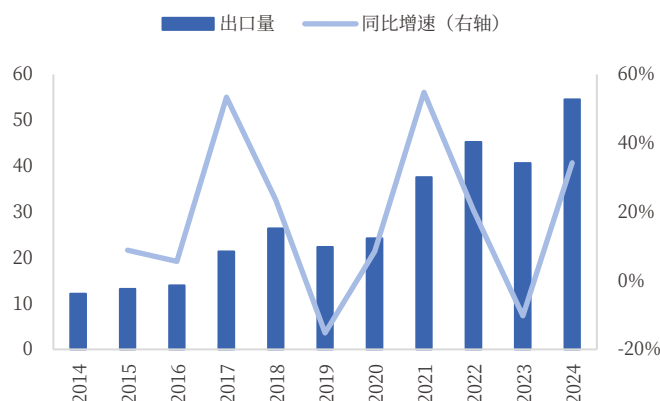
内外需发力，有机硅需求有望持续增长。内需方面，2024 年我国有机硅中间体表观消费量为 208 万吨，同比增长 11.21%；2014-2024 年我国有机硅中间体表观消费量 CAGR 为 10.66%。从需求结构来看，尽管近几年房地产景气周期下行拖累建筑领域需求表现，受益新能源（光伏、新能源车）、5G 通信、特高压等新兴领域高速发展，2025 年有机硅行业需求有望保持较高增速。尤其新兴领域逐步替代传统石油基材料，如室温胶、高温胶受新能源需求拉动，液体胶、硅树脂因新应用场景（如 AI 终端、柔性电子）快速拓展，需求增长迅猛。外需方面，2024 年我国初级形状聚硅氧烷出口量为 54.56 万吨，同比增长 34.24%；2014-2024 年我国初级形状聚硅氧烷出口量 CAGR 为 16.23%。从出口结构来看，2024 年我国初级形状聚硅氧烷出口量占比居前的国家分别为韩国、印度、美国、土耳其、越南等，占比分别为 18.15%、12.42%、7.52%、5.41%、5.08%。通常情况下，某一国家或地区的人均有机硅消费量水平与该地人均 GDP 呈正相关关系。随着东南亚等新兴经济体工业化进程加快，人均有机硅消费量有望提升，叠加国内企业成本优势，预计远期我国有机硅出口潜力将持续释放。

图41：我国有机硅中间体表观消费量（万吨）及同比增速



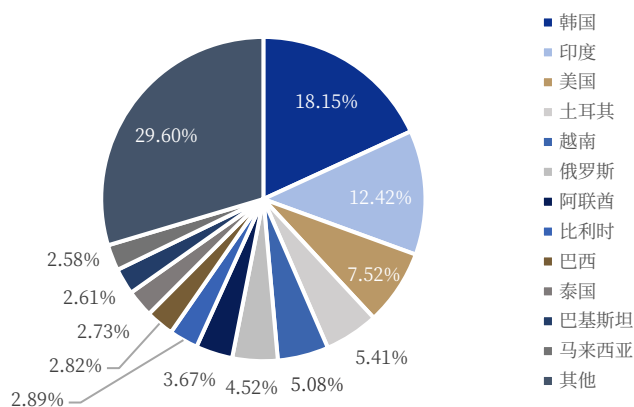
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图42：我国初级形状聚硅氧烷出口量（万吨）及同比增速



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图43：2024 年我国初级形状聚硅氧烷出口量分布



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

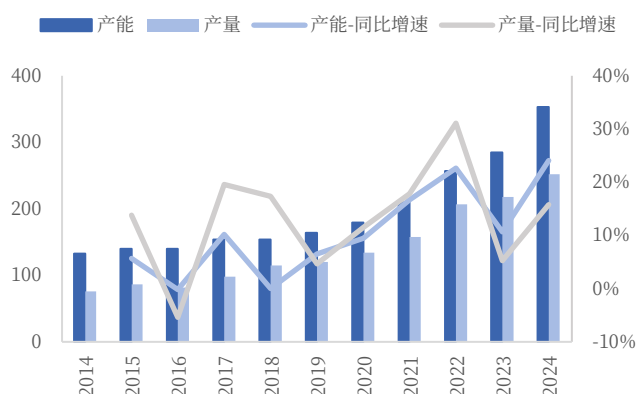
图44：全球各市场人均有机硅消费量



资料来源：德国瓦克年报、东岳硅材招股说明书，中国银河证券研究院

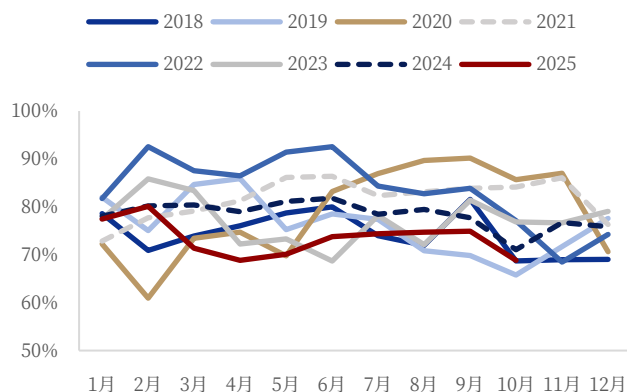
产能扩张步入尾声，供给端自律性趋于提高。有机硅行业产能周期与行业景气度密切相关，2020 年我国有机硅行业迎来新一轮投产周期，2024 年我国有机硅中间体产能达 353 万吨/年，对应 2020-2024 年 CAGR 达 18.4%。产能快速扩张之下，带动有机硅中间体产量持续增长，2024 年我国有机硅中间体产量为 252 万吨，对应 2020-2024 年 CAGR 为 17.1%。下游需求增速低于供给增速，有机硅行业供需过剩，近几年有机硅行业景气下行，多数企业步入亏损状态。展望未来，一方面，行业产能扩张周期步入收尾阶段，据卓创资讯统计，2025 年有机硅单体拟在建装置仅有湖北兴发 20 万吨/年、新疆其亚 40 万吨/年，较此前年份明显放缓。另一方面，在经历了前两年的亏损之后，2025 年国内单体厂向上修复利润意愿较强，有机硅单体厂曾有过阶段性自律行为，旨在通过调节产量平衡供需关系，进而实现利润的修复。2025 年 3-5 月，行业开工率在 68.86%-71.40%之间运行，处于历史同期低位水平；11 月 13 日，据百川盈孚报道，有机硅单体厂协商达成共识，计划减产提价。

图45：我国有机硅中间体产能、产量（万吨）及同比增速（右轴）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图46：我国有机硅中间体月度开工负荷率



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

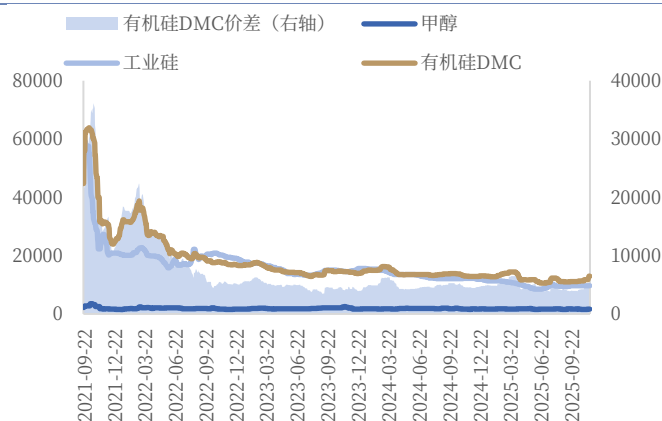
表13：2025年有机硅单体拟在建装置跟踪

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

资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

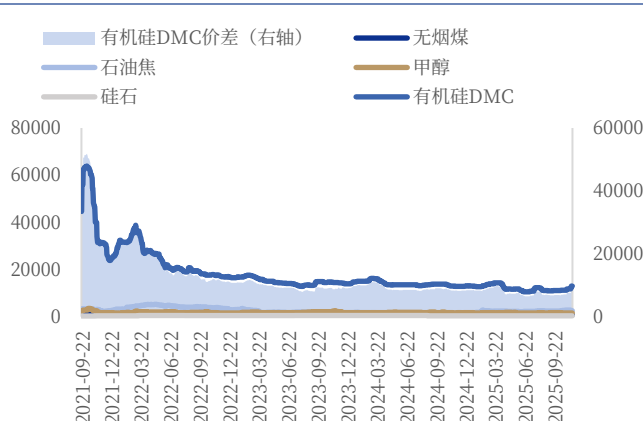
有机硅价 DMC 差居历史低位，静待行业周期弹性。从价差走势来看，2022 年期间有机硅 DMC 价差自高位逐步回落，行业景气逐步陷入低谷。在历经近三年的低景气后，国内有机硅单体厂向上修复利润意愿较强。2025 年上半年，有机硅单体厂曾有过自律行为，带动有机硅价格、价差阶段性走强。我们认为，短中期来看，我国有机硅产能扩张周期步入收尾阶段，在新兴领域需求驱动下，有机硅需求增速有望维持较高水平，行业步入产能消化期。短期来看，在低景气之下，建议密切关注生产企业自律行为动向，或有望激发阶段性周期弹性。建议关注国内有机硅相关企业合盛硅业（603260.SH）、新安股份（600596.SH）等。

图47：我国有机硅 DMC 价格、价差（元/吨）走势（无工业硅配套）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图48：我国有机硅 DMC 价格、价差（元/吨）走势（有工业硅配套）



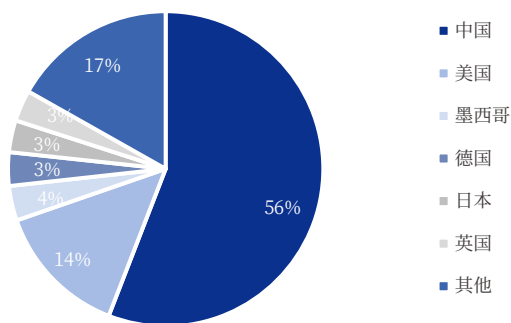
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（六）挑战与机遇并存，静待钛白粉行业走出底部

海外厂家陆续关停部分产能，全球钛白粉市场正加速向我国转移。近年来，受运营环境日益严峻等因素影响，科慕、康诺斯、特诺、泛能拓等海外钛白粉工厂陆续关停了部分钛白粉产能。与此同时，我国钛白粉产能逐步扩张、竞争力持续提升，全球钛白粉市场随之加速向我国转移，我国现

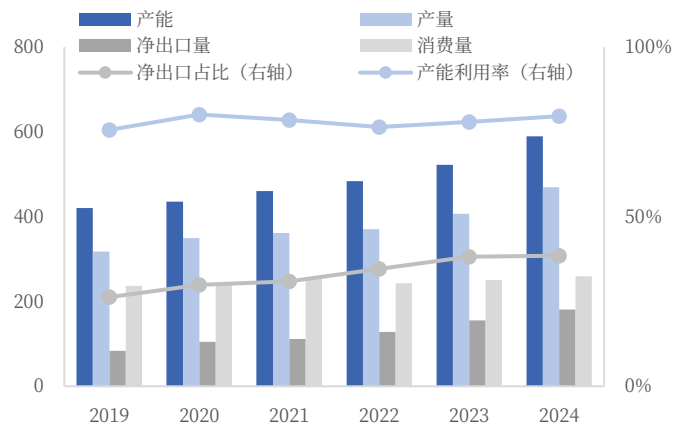
已成为全球最大的钛白粉生产市场。截至 2024 年末，我国钛白粉产能约 590 万吨/年，同比增长约 13%，占全球钛白粉总产能比例超 50%。目前海外市场已基本无钛白粉产能扩张计划，而国内部分企业后续仍有少量在建产能将陆续释放，预计未来我国钛白粉总产能将提升至 750 万吨/年，届时将达到全球其他国家合计钛白粉产能的 2 倍以上。

图49：2024 年全球钛白粉产能分布



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

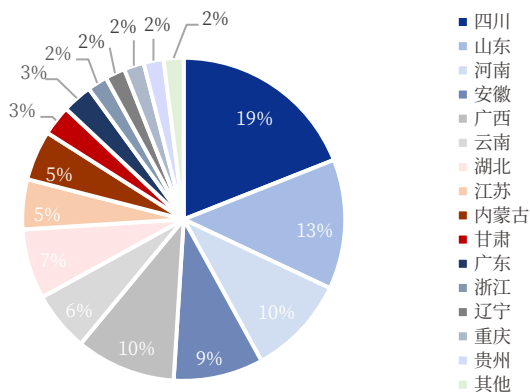
图50：我国钛白粉供需结构（万吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

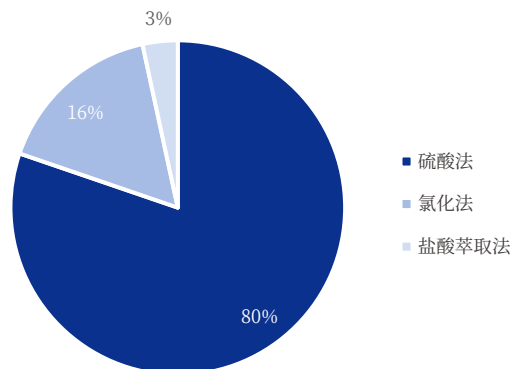
我国钛白粉产能结构仍有优化空间。产能集中度方面，全球除我国外只有 10 余家钛白粉生产商，而我国现有钛白粉主要生产企业超 40 家，企业规模普遍偏小，仅半数左右企业产能超 10 万吨/年，产能较为分散。生产工艺方面，我国现有钛白粉产能以传统的硫酸法为主，其中投产年限超 20 年的装置产能占比超 20%。而相对流程短、产能大、节能环保且更具价格优势的氯化法占比较低，仅少数钛白粉生产企业掌握了氯化法核心技术。《产业结构调整目录（2019 年本）》中将单线产能 3 万吨/年及以上的氯化法钛白粉列为“鼓励类”，硫酸法钛白粉则列为“限制类”。另根据应急管理部等部门发布的《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》、《化工装置老化评估方法（征求意见稿）》，我国将以运行超 20 年的化工老旧装置为重点评估对象，实现依法淘汰一批、有序退出一批、升级改造一批。预计未来在行业竞争不断加剧、低碳环保政策持续推行的背景下，钛白粉行业落后产能有望逐步整合清退，产品质量高、低成本、大规模的氯化法钛白粉将更具竞争优势。

图51：2025 年我国钛白粉产能分布（按地区）



资料来源：涂多多，中国银河证券研究院

图52：目前我国钛白粉产能分布（按工艺）

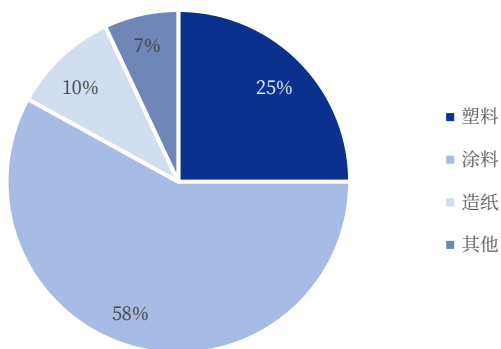


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

钛白粉需求与宏观经济发展高度相关，行业供需矛盾较为突出。钛白粉应用场景众多，下游主要应用于涂料、塑料、造纸等领域，其需求增速与宏观经济以及建筑、基建、工业等领域发展成正

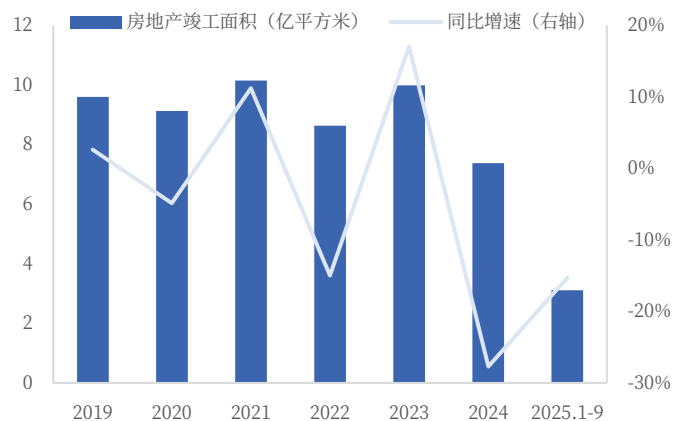
相关。长期来看，随全球宏观经济可持续发展，钛白粉市场规模有望维持小幅扩张趋势。2024 年全球钛白粉市场规模约为 207.2 亿美元，预计到 2029 年将扩张至 244.1 亿美元，2024-2029 年 CAGR 约 3.3%。分市场来看，内需方面，近年受宏观经济增长承压、房地产市场低迷影响，国内钛白粉需求增速偏缓。据卓创资讯数据，2024 年我国钛白粉产量、消费量分别为 470.0、260.0 万吨，同比分别增长约 15.5%、3.8%。供应增速显著高于需求增速下，我国钛白粉产能过剩压力明显加剧。

图53：2024 年我国钛白粉消费结构



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

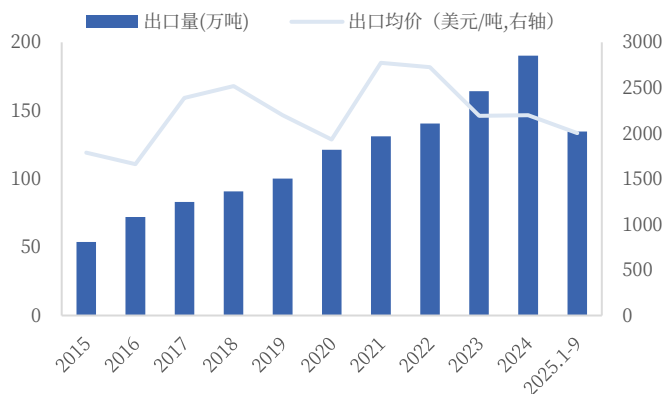
图54：我国房地产竣工面积及增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

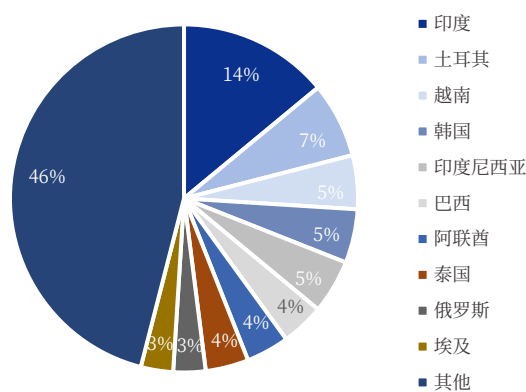
外需方面，基于较高的产品性价比，近些年随着我国钛白粉企业产能扩张、产品品质逐步提升，以及海外部分产能陆续关停退出，我国钛白粉出口规模逐步扩张，出口市场逐步成为我国消化钛白粉过剩产能的重要支柱。2024 年我国钛白粉出口量为 190.3 万吨，同比增长 15.9%，2015-2024 年 CAGR 为 15.1%。在我国钛白粉出口规模持续扩张的同时，近年来海外贸易保护情绪逐步升温。2023 年 8 月以来，欧亚经济联盟、欧盟、印度、巴西以及沙特阿拉伯等 5 个地区/国家先后对我国钛白粉发起反倾销调查。2025 年以来，受海外部分国家/地区反倾销税落地以及中美关税政策波动影响，我国钛白粉出口明显承压，1-9 月累计出口量为 134.6 万吨，同比下滑 6.5%。

图55：我国钛白粉出口量及出口均价



资料来源：卓创资讯、海关总署，中国银河证券研究院

图56：2025 年前三季度我国钛白粉出口分布



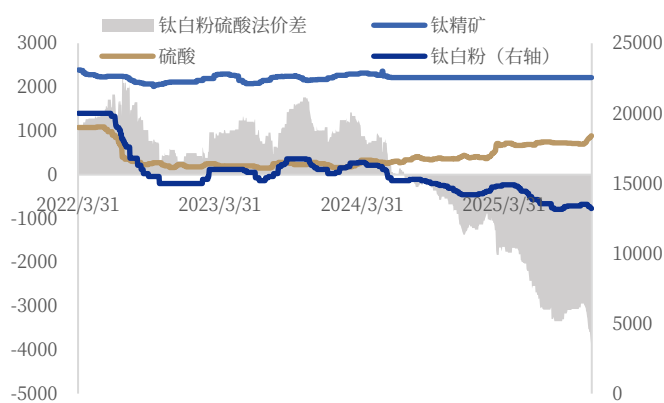
资料来源：海关总署、涂多多，中国银河证券研究院

出口阶段性受阻，不改我国钛白粉企业竞争实力。我们认为，海外发起反倾销虽然对我国钛白粉出口形成阶段性阻力，但较难削弱我国钛白粉企业的出口地位及竞争力。一是，在海外企业已基本无钛白粉产能扩张计划的情况下，面对高昂的能源成本、人力成本，以及相对老旧的设备，海外企业生产的钛白粉竞争力正逐步削弱，全球市场对我国钛白粉的依赖度正逐步提升，我国钛白粉企

业一方面可通过调整钛白粉出口价格将部分所增加的关税向下游转移，另一方面也可以通过建设海外基地或收购海外资产等渠道有效规避关税风险。二是，在海外地区/国家钛白粉自给能力有限、高度依赖中国进口的情况下，反倾销政策执行方案或存在调整空间。以欧亚经济联盟和印度为例，2025年10月17日，欧亚经济委员会发布对中国钛白粉反倾销最终裁决执行公告，称决定接收龙佰集团和山东道恩所提交的价格承诺，对其符合价格承诺的产品不征收反倾销税；印度当地进口商和协会于2025年1月针对自中国进口的钛白粉征收反倾销关税一案向当地法院提起诉讼，2025年9月22日印度法院作出裁决，认为调查机关在事实披露中存在缺陷，要求其中止征税并重新审核，并于2025年10月17日公布了发回重审公告。三是，近年来我国钛白粉出口增量多来自经济发展增速较快的新兴经济体，我国钛白粉生产企业可以通过加大力度开拓其他海外市场以对冲存量市场出口下滑风险。四是，我国钛白粉产品在具备高性价比的同时，企业也在加快进行技术创新和产业结构升级，以进一步提升市场竞争力。长远来看，我国钛白粉出口仍具备一定增长潜力，全球化竞争加剧的趋势也将带动我国钛白粉行业资源加速向头部企业整合。

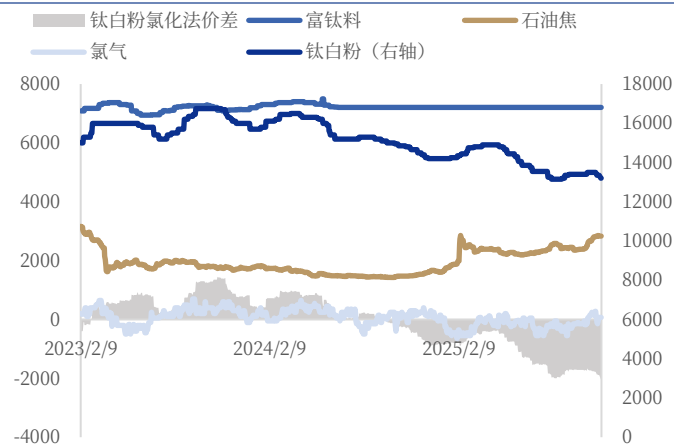
钛白粉行业景气底部，龙头企业竞争优势凸显。2025年以来，受行业产能持续释放、内外需同时承压影响，钛白粉价格及价差持续震荡下行，企业面临较大盈利压力。我们认为，短期来看，在“反内卷”呼声渐起、企业减产挺价意愿逐步强化的情况下，钛白粉价格及价差进一步下跌空间有限。中长期来看，钛白粉需求仍有增长空间，市场充分竞争叠加政策有序引导，行业落后产能淘汰进程将提速，钛白粉行业集中度将随之提升，产业结构将逐步优化。看好具备资源优势、规模优势，并掌握低成本钛白粉核心技术的钛白粉龙头企业的竞争优势。**建议关注国内钛产业链一体化布局的钛白粉龙头企业龙佰集团（002601.SZ）。**

图57：硫酸法钛白粉价差（元/吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图58：氯化法钛白粉价差（元/吨）



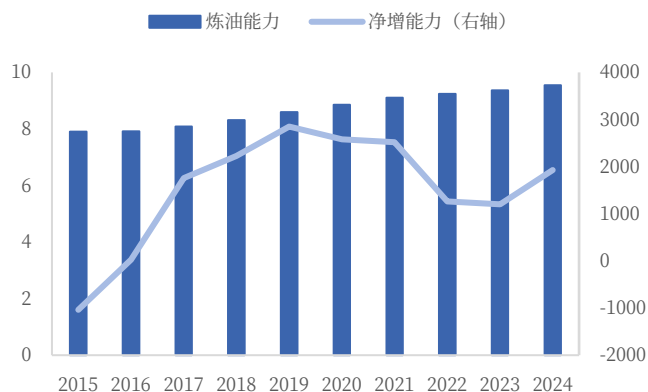
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（七）炼油产能面临优化，“减油增化”提升有效供应

我国炼油能力逼近“天花板”，“双碳”目标下绿色化发展任重道远。2015年以来，顺应全球石化产业大型化、基地化、炼化一体化的发展潮流，我国迎来了一轮大炼化的扩能扩产热潮。随着新建炼化项目的逐步投产，“十四五”期间，我国炼油能力逐年增长。2024年我国总炼油能力达9.55亿吨/年，稳居世界第一。近些年，国家各部委陆续出台多项文件，为我国炼油化工行业发展指明方向，包括《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》、《2030年前碳达峰行动方案》、《“十四五”现代能源体系规划》、《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》、《产业结构调整指导目录》、《炼油行业节能降碳专项行动计划》等。上述文件多次强调了严格控制炼油产能规模，明确炼油行业10亿吨/年产能的“天花板”。据《2024年国内外油

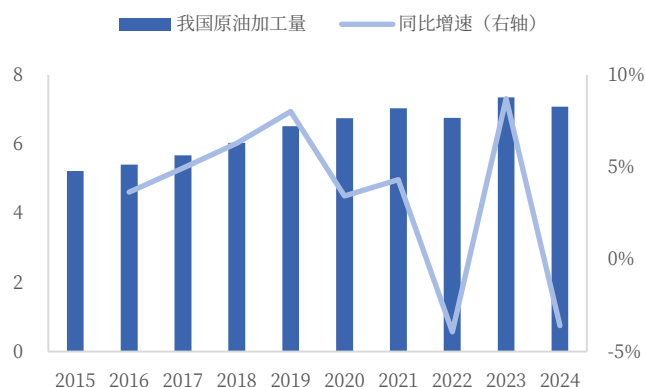
气行业发展报告》预计，根据目前在建、改扩建和拟建项目，我国炼油能力将在 2028 年左右达峰，峰值为 9.8 亿吨/年。之后部分落后产能将继续退出，预计到 2030 年，国内炼油能力将降至 9.6 亿吨/年左右。此外，炼油行业碳排放量占石化行业总量的 51.3%，远超其他子行业，成为“双碳”目标实现的关键攻坚领域。据《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》数据显示，我国炼油行业单位能量因数综合能耗基准水平为 8.5 千克标准油/吨·能量因数。2024 年我国炼油行业能效基准水平以下产能占比仍超 20%，行业绿色化发展任重道远。

图59：2015-2024 年我国炼油能力（亿吨/年）及增量（万吨/年）



资料来源：中国石油集团经济技术研究院，中国银河证券研究院

图60：我国原油加工量（亿吨）及同比增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

表14：炼油化工行业相关产业政策

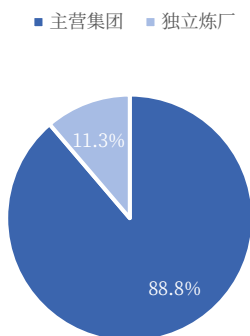
时间	发文机关	文件名称	相关内容
2021/9/22	中共中央、国务院	《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	未纳入国家有关领域产业规划的，一律不得新建改扩建炼油和新建乙烯、对二甲苯、煤制烯烃项目。
2021/10/24	国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》	严格项目准入，合理安排建设时序，严控新增炼油和传统煤化工生产能力。到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内。
2022/1/29	国家发展改革委、国家能源局	《“十四五”现代能源体系规划》	推进炼化产业转型升级，严控新增炼油产能，有序推动落后和低效产能退出，延伸产业链，增加高附加值产品比重。
2023/10/10	国家发展改革委、国家能源局、工业和信息化部、生态环境部	《关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见》	到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，千万吨级炼油产能占比 55% 左右。新建炼厂的常减压装置规模不得低于 1000 万吨/年。依法依规推动不符合国家产业政策的 200 万吨/年及以下常减压装置有序淘汰退出。
2023/12/27	国家发展改革委	《产业结构调整指导目录》	1000 万吨/年以下常减压装置被列入限制类，200 万吨/年及以下常减压装置（青海格尔木及符合有关条件的除外）被列入淘汰类。
2024/5/27	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局、国家能源局	《炼油行业节能降碳专项行动计划》	到 2025 年底，全国原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内。严格控制炼油产能规模，禁止以重油综合利用、原料预处理、沥青装置等名义变相新增炼油产能。

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

“老旧装置”定义面临重构，独立炼厂承压或更重。近日，工业和信息化部、国家发展改革委、等五部委办公厅联合印发《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》（简称“通知”），对“截至 2025 年 5 月 30 日，石化化工行业主体设备设施达到设计使用年限、或实际投产运行超过 20 年的生产装置”开展摸底评估工作。据卓创资讯统计数据显示，按照之前“投产超 30 年”的装置为“老旧装置”的划分标准，目前国内在产的 145 家在产炼油企业中，投产超 30 年（1995 年及

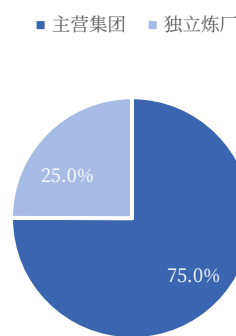
之前投产)的一次炼油装置总产能为16260万吨/年,其中主营集团占比88.75%,独立炼厂占比为11.25%。按照《通知》中“实际投产运行超过20年”来界定,则145家企业中,投产超20年的(2005年及以前)一次炼油装置总产能为30185万吨,其中主营集团占比75.04%;独立炼厂占比11.25%。新旧两种对于“老旧装置”的定义中,主营集团旗下装置占据绝大多数。多数主营炼厂老旧装置均已完成技改升级,预计在未来的“行业老旧装置更新改造行动”中受影响或较小,大多数独立炼厂旗下的老旧装置,受炼厂资金短缺、技术能力不足、安全风险高等主要因素制约,多无法完成技改升级,在“行业老旧装置更新改造行动”中受影响或相对较大,预计未来承压或相对明显。

图61: 实际运行年限30年及以上老旧产能集团占比



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

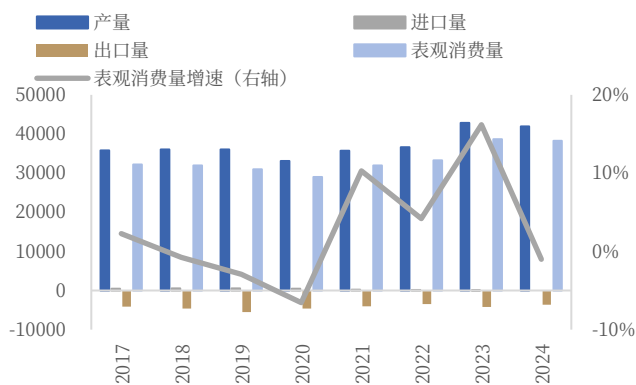
图62: 实际运行年限20年及以上老旧产能集团占比



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

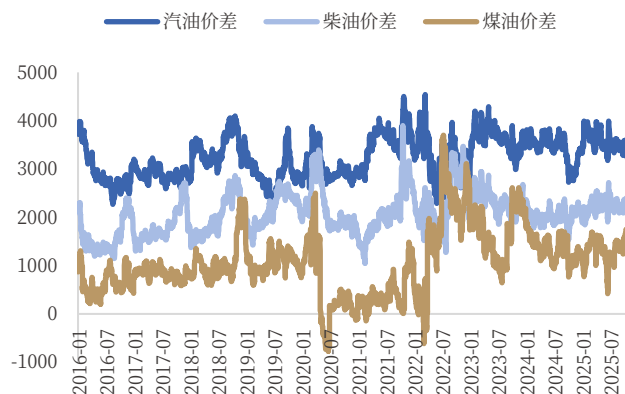
新能源加速替代施压成品油市场,“油转化”有望加速推进。2024年我国成品油表观消费量3.83亿吨,同比下降1.0%,对应2016-2024年CAGR2.5%。2025年以来,新能源和替代能源渗透率不断提高,导致国内成品油市场需求疲软,供应持续宽松,汽、柴油价格弱势运行。2025年1-10月,我国新能源汽车累计销量1294.3万辆,同比增长32.7%。10月我国新能源汽车批发渗透率和国内零售渗透率分别为55.3%和57.2%,较1月分别增加13.0和15.7个百分点。据《2023年中国炼油工业发展状况及展望》(费华伟等)分析,“十五五”期间,电动汽车对交通用油的替代将加速,我国成品油需求量将进入下行空间。我们认为,在新能源替代加速的背景下,国内成品油需求将承压,未来国内成品油供给预计保持充足灵活,炼厂“油转化”将加速推进。

图63: 2017-2024年我国成品油供需(万吨)



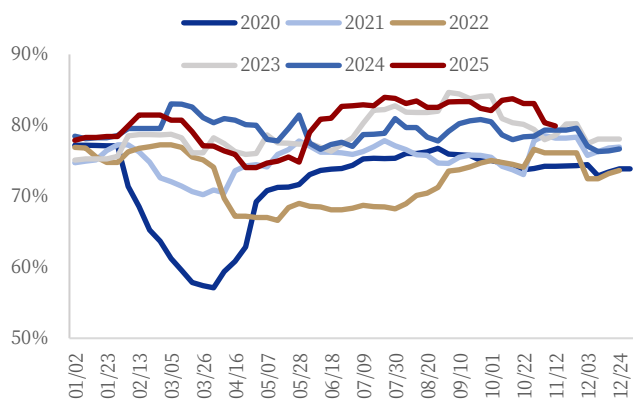
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图64: 我国成品油价差走势(元/吨)



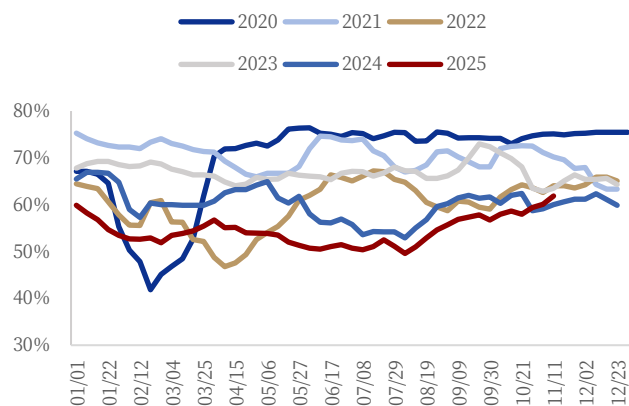
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图65：我国主营炼厂开工负荷



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图66：我国地炼装置开工负荷



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

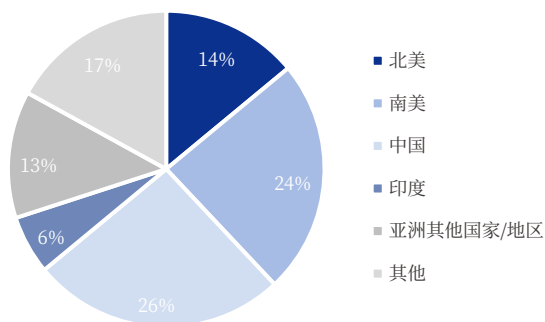
整体来看，我们认为未来政策端约束下部分小型独立炼厂或逐步退出，大型炼化一体化企业凭借规模优势、技术优势与产业链协同能力，市场份额将进一步提升。此外，伴随着成品油需求下降，化工轻油需求有望持续增长，“油转化”有望加速推进，炼油行业将从传统成品油生产向高附加值化工原料倾斜，契合化工新材料市场需求增长趋势。建议关注中国石化（600028.SH）、中国石油（601857.SH）、荣盛石化（002493.SZ）、恒力石化（600346.SH）等。

四、聚焦需求刚性支撑，探寻高胜率赛道

（一）供方挺价意愿强化，钾肥高景气有望延续

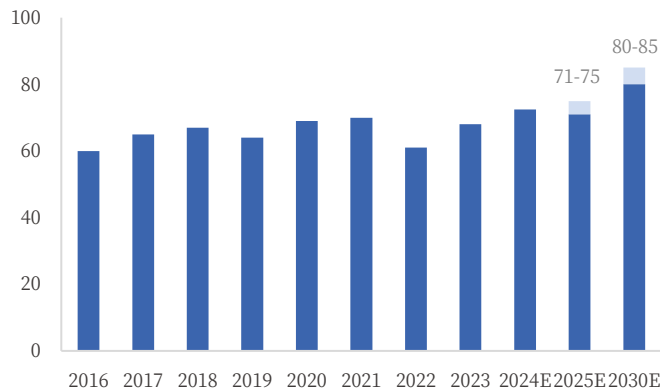
全球钾肥供需错配，主要消费国高度依赖进口。需求端刚性支撑下，近年全球钾肥总需求量震荡上行。2024年全球钾肥（折KCl）总需求量预计为7250万吨，同比增速约6.6%。预计2025年全球钾肥（折KCl）总需求量在7100-7500万吨区间。到2030年，全球钾肥年总需求量将扩充至8000-8500万吨。中长期内全球钾肥需求与产能扩张节奏有望保持匹配。分区域来看，全球钾肥需求主要集中在亚洲、北美及南美等区域的农业大国，如中国、印度、巴西、美国等。而这些钾肥需求大国往往钾盐资源相对匮乏，或本土产能难以满足自身需求，因而全球钾肥市场长期存在严重供需错配，主要消费国钾肥高度依赖进口。

图67：全球钾肥消费结构（2024E）



资料来源：Industry Consultants，中国银河证券研究院

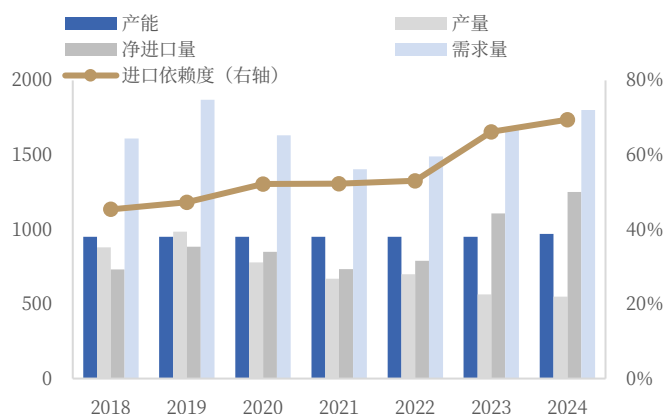
图68：全球钾肥需求量（百万吨，折KCl）



资料来源：Nutrien，中国银河证券研究院

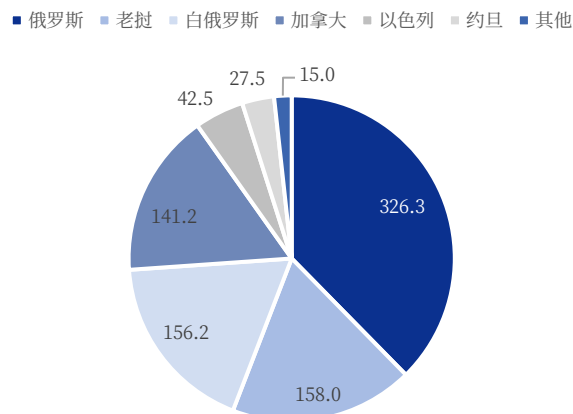
我国钾肥产能及产量规模基本稳定,高度依赖进口现状或中长期延续。我国作为农业生产大国,对钾肥需求量位居全球第一,占比接近全球钾肥总需求量的四分之一。且近年来在粮食保供政策下,我国粮食作物播种面积及粮食产量逐年稳步提升,钾肥需求也呈现稳中有增态势。2024年,我国氯化钾表观需求量约1801.2万吨,同比增长7.7%。而现阶段我国氯化钾产能尚不足1000万吨/年,难以满足我国农业对钾肥的刚性需求。且由于我国钾盐资源储量逐步减少、服务年限下降,资源型钾肥产能扩张已不可持续,我国氯化钾产能规模现已基本趋于稳定,未来鲜少有钾肥产能增量,预计中长期内我国钾肥进口依赖度偏高的情况或难以发生扭转,且进口依赖度水平仍存在进一步升高预期。2024年,我国氯化钾净进口量约为1251.2万吨,进口依赖度约为69.5%,同比增长3.3个百分点。从进口来源来看,我国进口氯化钾主要来自俄罗斯、老挝、白俄罗斯、加拿大等国家,2025年前三季度上述CR4高达90.2%。

图69: 我国氯化钾供需结构(万吨)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图70: 2025年1-9月我国氯化钾进口分布(万吨)



资料来源: 海关总署, 中国银河证券研究院

我国采取钾肥进口价格联合谈判机制,进口钾肥大合同价格常年处于全球“价格洼地”。基于全球钾肥供给集中的特点,钾肥价格往往由国际寡头定价,且主产区供应波动将显著影响钾肥价格表现。我国多年来采用钾肥进口价格联合谈判机制,以保障国内钾肥稳定供应,同时增强进口钾肥议价能力。该机制持续运行,加之近年来海外中资企业反哺国内能力逐步增强,成功使得我国在全球钾肥市场占据有利地位,钾肥进口价格保持全球“价格洼地”地位。同时,我国作为全球钾肥最大消费国,历年钾肥进口大合同的签订情况也已被视作全球钾肥市场重要的量、价指引信号。

表15: 近年中印钾肥大合同价格对比(美元/吨)

年份	中国		印度	
	签订价格	签订时间	签订价格	签订时间
2020	220	4月30日	230	5月12日
2021	247	2月10日	247/280/445	1月29日
2022	590	2月15日	590	2月14日
2023	307	6月6日	422/319	4月4日
2024	273	7月9日	279	7月10日
2025	346	6月12日	349	6月4日

资料来源: 中国无机盐工业协会、钾肥新视觉公众号, 中国银河证券研究院

供方挺价意愿强化,钾肥价格中枢上行。受生产成本及海运费上升等因素影响,2025年以来国际钾肥寡头挺价意愿明显强化,加之下游补货需求改善,全球钾肥价格重心上移。6月12日,我国

2025 年度钾肥大合同价格正式敲定为 346 美元/吨，较 2024 年上涨 26.7%。国内市场方面，受国内生产供应能力有限、进口货源到港周期不确定性增强影响，需求旺季期间钾肥供应偏紧、现货流通不足，行业库存回落至偏低水平，持货商惜售挺价意愿也随之强化。根据海关总署数据，2025 年前三季度我国氯化钾累计进口量为 866.8 万吨，同比下滑 6.3%。另据卓创资讯数据，截至 10 月末我国氯化钾社会库存、港口库存分别为 300 万吨、185 万吨，分别较去年同期减少 150、99 万吨，均处近年历史底部水平。

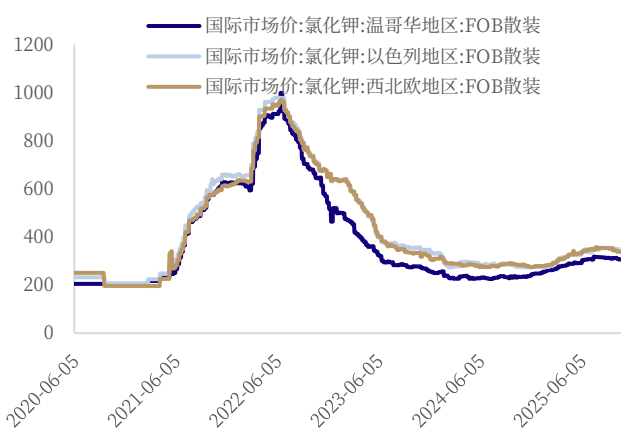
考虑到短期内全球钾肥市场增量产能有限、钾肥需求随主要农作物种植面积扩张有望保持稳健扩张态势，预计 2026 年全球钾肥市场仍将以供需紧平衡为主，供方挺价意愿强化下，钾肥价格有望保持在偏高水平震荡运行。我们持续看好 2026 年全球氯化钾价格表现及行业高景气延续，建议关注境外中资钾肥领军企业亚钾国际（000893.SZ）。

图71：国内市场氯化钾价格走势（元/吨）



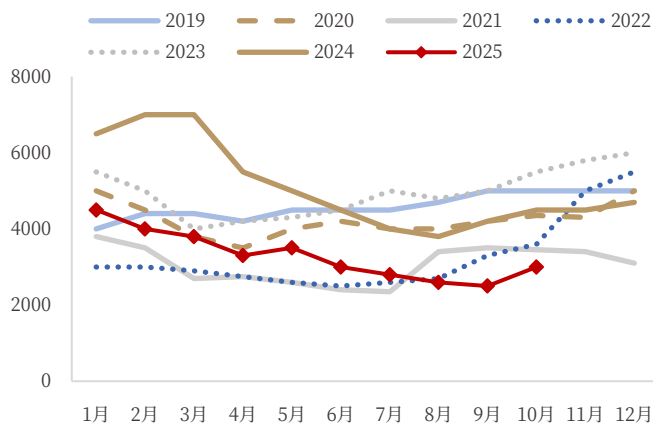
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图72：国际市场氯化钾价格走势（美元/吨）



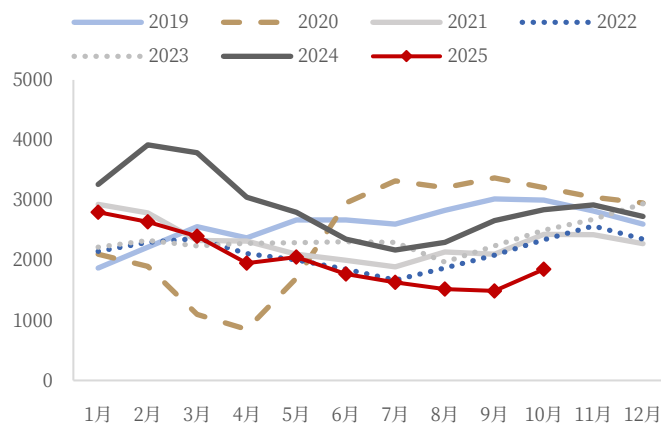
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图73：我国氯化钾月度社会库存（千吨）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图74：我国氯化钾月度港口库存（千吨）



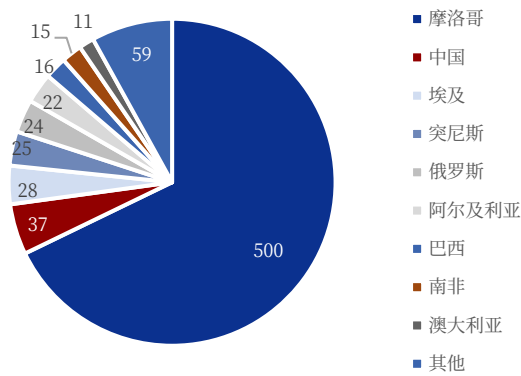
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

（二）磷矿供需持续偏紧，资源型企业有望充分受益

我国磷矿资源保障年限相对偏低。全球磷矿分布高度集中，根据 USGS 数据，2024 年全球已探明磷矿石储量超 737 亿吨，其中摩洛哥以 500 亿吨储量位居全球第一，我国磷矿石储量约 37 亿吨，位居全球第二，约占全球总储量的 5.0%。产量方面，2024 年全球磷矿石总产量约 2.4 亿吨，其中我国磷矿石产量约 1.1 亿吨，约占全球总产量的 46.1%，位居全球第一。储采比方面，2024 年我国磷矿石储采比为 34，同期全球平均储采比为 309，摩洛哥储采比为 1667，相比之下我国磷矿资源存

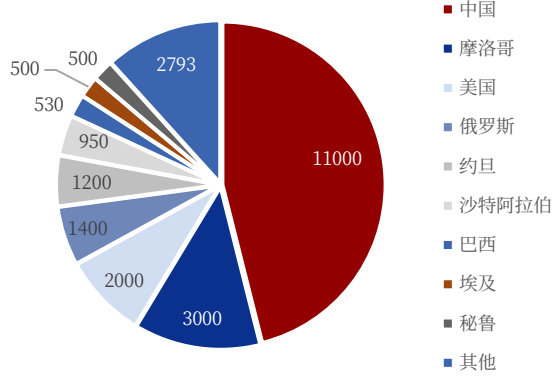
在过度开采、保障年限偏低等问题。

图75：2024 年全球磷矿石储量分布（亿吨）



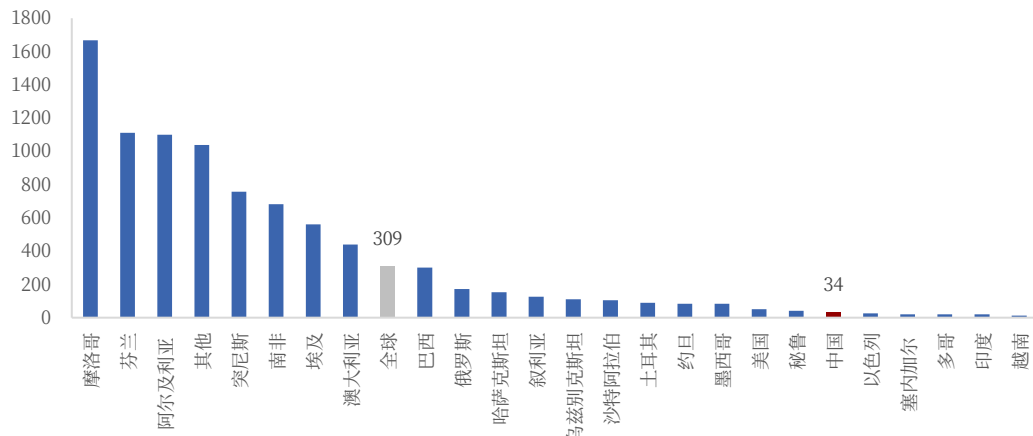
资料来源：USGS，中国银河证券研究院

图76：2024 年全球磷矿石产量分布（万吨）



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

图77：2024 年主要国家磷矿石储采比



资料来源：USGS，中国银河证券研究院

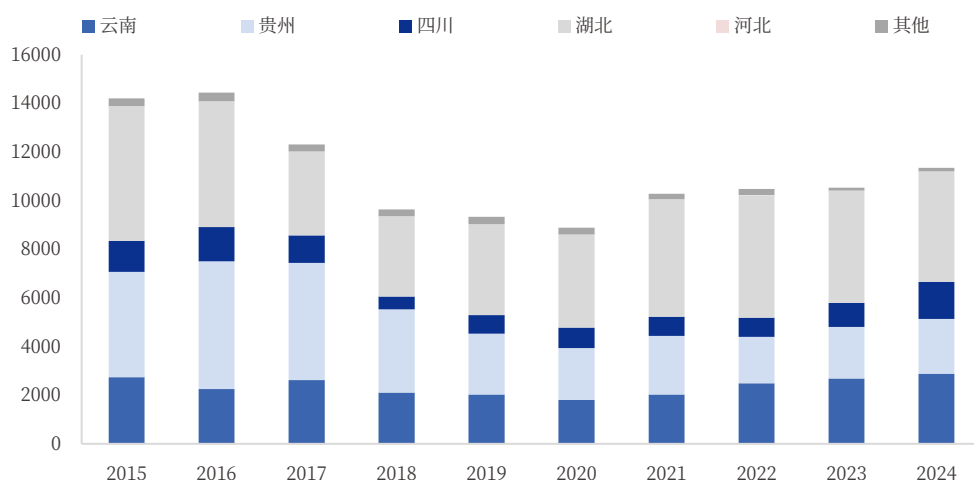
我国磷矿平均品位低、开采难度大，政策强化磷资源保障支撑。相比于其他国家，我国磷矿资源贫矿多、富矿少、开采难度大。分区域来看，我国磷矿资源主要集中在云南、贵州、四川、湖北等地。整体来看我国磷矿平均 P_2O_5 含量约为 17%，可采储量平均品位仅为 23%，远低于世界平均品位 30%。其中， P_2O_5 含量小于 20% 的较低品位磷矿占比约 60%，含量大于 30% 的 I 级磷矿储量仅占 9.4%。作为全球最大的磷化工生产和消费国，若磷矿资源持续过量消耗，未来我国磷矿品位或将持续下滑，磷矿石开采难度及开采成本也将随之持续上升。为强化磷资源保障支撑，2024 年 1 月，工信部等八部门联合印发《推进磷资源高效高值利用实施方案》（以下简称《方案》），《方案》提出“支持“采、选、加”一体化大型磷化工优势企业按照市场化原则取得矿业权”、“支持优势企业通过兼并重组等方式整合中小磷矿，推动技术落后、效率低下、不符合生态环保要求、不具备安全生产条件的磷矿企业依法依规退出”等内容，引导磷矿开采产业良性可持续发展。

表16：我国磷矿品位分布

省份	中国	湖北	云南	贵州	四川	湖南	河北
磷矿储量占比	100%	29%	19%	17%	7%	9%	-
平均品位	17.00%	22.20%	22.34%	22.30%	21.20%	16.06%	尾矿居多

资料来源：隆众资讯，中国银河证券研究院

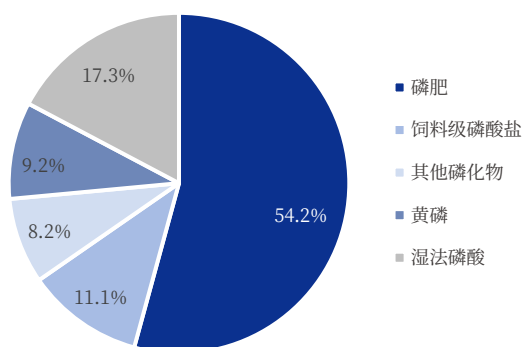
图78：我国磷矿产量分布（万吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

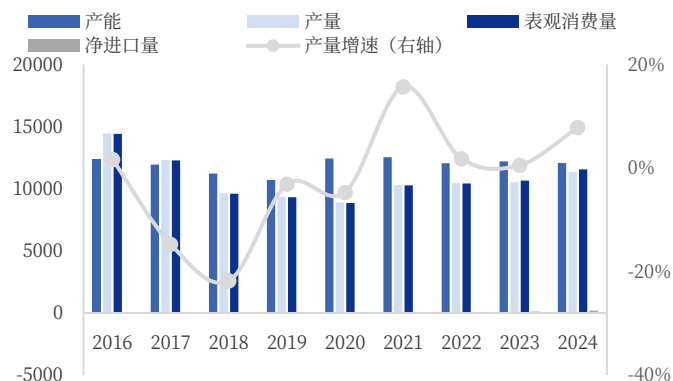
预计我国磷矿供应中短期偏紧。供给端，我国于2016年将磷矿列入战略性矿产资源，国家有关部门及各地政府对磷矿采选的管控力度明显加大，叠加近年环保政策趋严，磷矿落后产能不断退出，我国磷矿石供应逐步收紧。2024年，我国磷矿石产能约为1.21亿吨/年，同比下滑0.90%；磷矿石（折30% P_2O_5 ）产量约1.13亿吨，同比增长7.80%，较2016年高点下滑21.38%。产能增量方面，现阶段各磷矿主产区虽然都有在建或拟建磷矿产能，但随监管力度加大、新矿山开采难度提升，项目建设周期及产能爬坡周期普遍有所拉长，预计未来1-2年内国内磷矿产能增量释放情况仍存在较大不确定性。此外，在建或拟建磷矿石项目大多规划了配套磷化工产品产能，即便未来磷矿项目逐步投产，实际流通到市场上的磷矿石增量或较为有限。需求端，磷肥是磷矿石下游最主要的需求来源，在我国粮食安全及化肥保供稳价政策背景下，预计磷肥对磷矿石的需求整体保持稳健。另外，随新能源等终端产业高速发展，精制磷酸、精细磷酸盐等高附加值产品的产能及产量持续攀升，形成了对磷矿石的增量需求。我们认为，在供给端落后产能持续退出、新增产能释放进展不确定性较强，需求端稳中有增的情况下，预计未来1-2年我国磷矿石需求增量或将超过产能增量，磷矿石供需结构将维持紧平衡。

图79：2024年我国磷矿石消费结构



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图80：我国磷矿石供需结构（万吨）

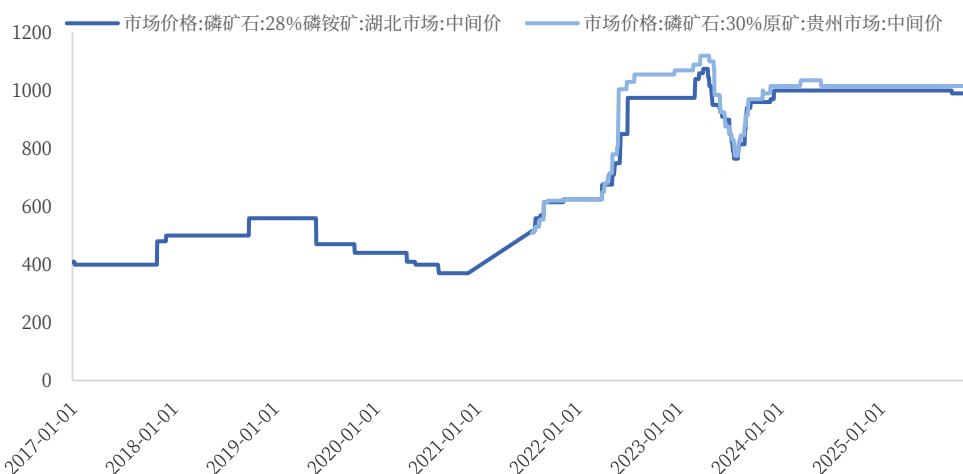


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

磷矿石价格有望维持高位运行，具有资源优势的磷化工企业有望充分受益。我们认为，中短期来看，磷矿石供需结构紧平衡态势下，我国磷矿石价格将维持高位运行。中长期来看，随在建产能

陆续释放、磷矿石供需结构改善，磷矿石价格虽有回落预期，但预计回落空间有限。一方面，我国落后磷矿石产能仍在持续退出，同时下游磷化工产能仍处于扩张通道，新增磷矿石产能能够得到有效消化；另一方面，随优质磷矿持续消耗，未来我国磷矿开采难度和开采成本将持续上行，磷矿的稀缺性将进一步凸显，供方惜售情绪或愈发显著。另考虑到磷化工产业链中下游产品现都处于供需相对过剩状态，预计未来磷化工产业链利润将多集中在上游资源端，磷资源储备丰富、产业链一体化布局完善的磷化工企业的竞争优势将更为突出。**建议关注芭田股份（002170.SZ）、云天化（600096.SH）、兴发集团（600141.SH）、川恒股份（002895.SZ）等。**

图81：我国磷矿石价格走势（元/吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（三）氨基酸趋势预计延续，海外产能逐步退出有望带来长期景气

2025 年 98 赖以跌为主、70 赖小跌。截止 2025 年 10 月 31 日 98.5%赖氨酸年均价 8.25 元/公斤，较 2024 年均价 10.50 元/公斤下跌 21.43%。主要源于欧盟和美国对中国赖氨酸的反倾销调查，2025 年 7 月欧盟终裁反倾销税率为 47.7%-58.2%，对 98.5%赖氨酸出口影响巨大，企业积极拓展其他海外需求以价换量的同时，美国、印尼等地开工率趁此提升以供应欧盟需求空缺，全球供应量提升。而国内下游饲料养殖企业对 98.5%赖氨酸用量较少，主要使用 70%赖氨酸，导致 98.5%赖氨酸国内供需失衡，价格一跌再跌。截至到 10 月 31 日，70%赖氨酸年均价 5.08 元/公斤，2024 年 5.22 元/公斤，跌幅较小。原因来自欧盟反倾销裁定前后，70%赖氨酸相对 98.5%赖氨酸的性价比提升，因此出口量增加，导致国内供应略有紧张，同时二季度原料玉米价格上涨，成本支撑增强，后随着 98 赖超跌重拿回性价比优势以及 80 赖投产导致 70 赖价格有所下跌。据百川盈孚，2025 年 1-9 月赖氨酸酯及盐总出口量约 764064 吨，同比减少 6.21%。其中欧盟出口量约 97811 吨，同比减少 59.65%；俄罗斯出口量约 32039 吨，同比增加 210%；美国出口量约 60674 吨，同比增加 19.59%。

2025 年苏氨酸市场偏弱运行。截至到 10 月 31 日，苏氨酸年均价 9.71 元/公斤，较 2024 年 10.85 元/公斤有所下跌。年初苏氨酸价格大幅下跌，主因 2024 年年末工厂为执行已签的高价合同持续挺价，导致库存累积过多，进入 1 月后头部工厂主动大幅降价消库。随后下游采购转好，叠加小厂苏氨酸装置转线，场内主要由四家工厂供应，联合控价推涨。三季度以来由于养殖行业传统淡季且出口行情不佳，价格不断下跌。

2025 年蛋氨酸检修频频，价格表现稳定偏强。截至到 10 月 31 日，蛋氨酸年均价 21.63 元/公斤，较 2024 年 21.16 元/公斤微涨。2025 年蛋氨酸供给侧不断释放检修消息，安迪苏欧洲工厂 3-5 月检修、南京工厂 4-5 月检修；赢创计划 5-7 月、8-9 月、9-10 月分别对比利时和德国新加坡、安

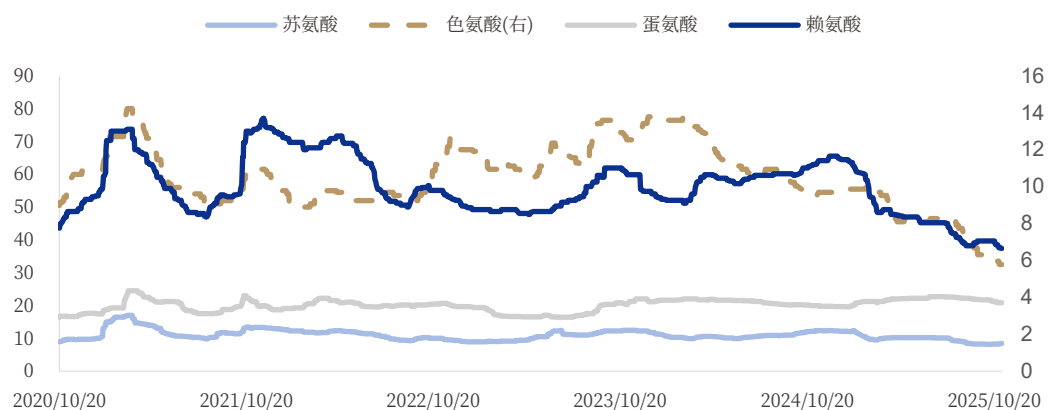
特卫普生产基地进行检修；新和成计划 7 月下旬至 8 月上旬对蛋氨酸产线轮替检修；紫光计划 8 月初开启 50 天左右的检修等。与此同时，新和成液蛋项目于 6 月开始试生产。2025 年 1-9 月蛋氨酸出口量 22.9 万吨，同比增加 18.3%。根据饲料巴巴，2025 年 10 月 31 日起安迪苏液体蛋氨酸计划提价 7%；11 月 3 日，新和成宣布其固体蛋氨酸出口美元报价即日起提高 8%。

表17：主要氨基酸品种所处历史位置及最新价格走势（20200203-20251031）

产品	单位	25Q4	25年均价	24年均价	当前所处历史位置
赖氨酸	元/千克	6.9	8.3	10.5	1.75%
苏氨酸	元/千克	8.2	9.8	11.0	13.50%
色氨酸	元/千克	34.1	46.2	63.5	0.00%
蛋氨酸	元/千克	21.2	21.8	21.0	48.35%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图82：主要氨基酸品种的价格走势（元/千克）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2026 年赖氨酸关注出口拓展及不同赖氨酸性价比。供给侧，2026 年赖氨酸有 60 万吨新增产能，包括内蒙古玉王生物科技有限公司 25 万吨、寿光金玉米生物科技有限公司 5 万吨、裕米生物科技（山东）有限公司 30 万吨。分产品看，98.5%赖氨酸关注出口及海外生产情况，70%赖氨酸可能逐步被 80%赖氨酸替代，关注 80%赖氨酸推广进度。

2026 年苏氨酸格局集中，价格预计稳定为主。中国苏氨酸工厂产能占到全球 90%，其中四家占绝对地位，控价能力较强。供给侧，预计 2026 年底新增裕米生物科技（山东）有限公司 20 万吨产能。

2026 年蛋氨酸或有新增供给消息冲击，但中长期海外产能退出引导行业持续看好。蛋氨酸规划产能方面，主要有安迪苏泉州 15 万吨/年固体蛋氨酸工厂，预计 2027 年投产；内蒙古灵圣蛋氨酸科技 20 万吨蛋氨酸项目，目前仍在建设中、投产时间未知。中长期看，蛋氨酸年均需求增速在 3-4%。而在竞争加剧背景下日本住友、韩国希杰此前已有减产和转产动作，未来或彻底退出市场，蛋氨酸在供给新增有限、需求稳定增长背景下迎来长期景气。建议关注新和成（002001.SZ）、安迪苏（600299.SH）、梅花生物（600873.SH）等。

表18：全球蛋氨酸产能分布

公司	现有产能（万吨）	生产基地	种类	备注
赢创	70.5	美国、比利时、新加坡	固蛋	
安迪苏	69	法国、西班牙、中国南京	固蛋、液蛋	27 年泉州计划新增 15 万吨固蛋
诺伟司	32	美国	液蛋	
新和成	39	中国山东	固蛋，液蛋	2025 年 6 月 18 万吨液蛋试产，权益 50%
住友	25	日本	固蛋、液蛋	2024 年较 2018 财年（截止 2019 年 3 月）产能减少 3 成
紫光	10	中国宁夏	固蛋	母公司筹划转卖
希杰	14	马来西亚	固蛋	2023 下半年开始，马来西亚工厂 30%-40%的蛋氨酸产能转产缬氨酸和异亮氨酸
和邦生物	7	中国四川	液蛋	
内蒙古灵圣	0	中国内蒙古	固蛋	在建 20 万吨固蛋

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

（四）三氯蔗糖期待反内卷，阿洛酮糖空间广阔

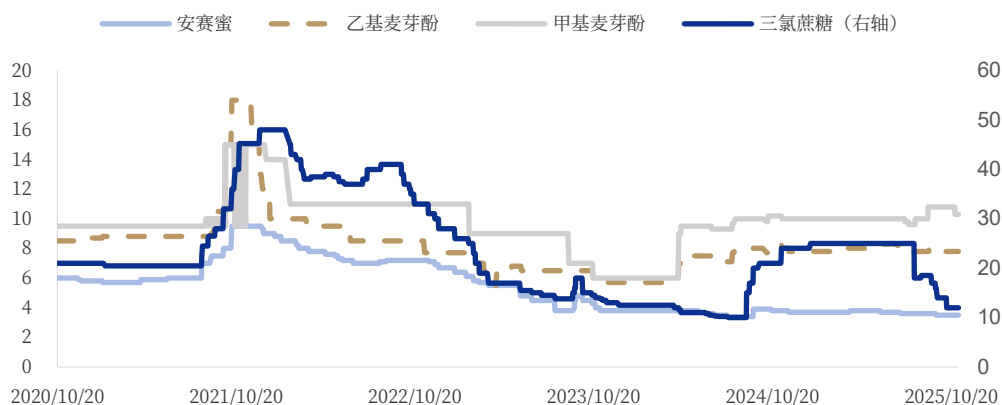
2025 年三氯蔗糖价格博弈严重。年初由于金禾实业、福建科宏、山东康宝、新琪安四家头部企业对三氯蔗糖一致提价，价格因此延续 2024 年下半年涨价态势继续上扬 1 万元/吨至 25 万元/吨，但需求低迷叠加海外备货不及预期，价格传导有所受阻。后主流厂家采取大规模减产以期提价，但又遭遇关税战升级导致出口订单延迟，价格难再有突破。随着下半年检修装置重启，需求持续不及预期，价格最终失守急速下跌，目前价格 12 万元/吨，较年初跌幅超一半。根据百川盈孚，2025 年前三季度三氯蔗糖出口量 10336 吨，同比下滑 25%，出口金额 1.9 亿美元。

表19：主要甜味剂品种所处历史位置及最新价格走势（2020Q203-20251031）

产品	单位	25Q4	25年均价	24年均价	当前所处历史位置
三氯蔗糖	万元/吨	12.2	22.2	14.9	5.26%
安赛蜜	万元/吨	3.5	3.7	3.7	1.64%
乙基麦芽酚	万元/吨	7.8	8.0	7.2	18.40%
甲基麦芽酚	万元/吨	10.7	10.1	8.8	47.78%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图83：主要甜味剂的价格走势（万元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

反内卷有望引领三氯蔗糖生产企业走上共赢之路。2025 年三氯蔗糖面临“供给收缩”与“需求疲软”夹击，导致价格在年初涨价后再未有突破、甚至重回内卷。但在急速充分下跌之后，目前价格再次逼近部分主流厂商的成本线。我们认为，在十五五规划建议稿中再次重申综合整治内卷的政策指引下，三氯蔗糖行业有望迎来新一轮更为持续有力且科学的供给侧优化，而在需求侧，三氯蔗糖作为甜价比突出的高倍甜味剂，在政策刺激下也将逐渐回暖，未来价格有望保持在合理高度。建议关注金禾实业（002597.SZ）。

阿洛酮糖作为新食品原料获批，未来空间广阔。阿洛酮糖作为一种新型低热量稀有糖，于 2025 年 7 月 2 日被国家卫健委正式批准为新食品原料。此前十余年阿洛酮糖已在美、日、韩、加、澳、新等 14 个国家和地区获得法规许可，安全性及健康属性得到充分验证。阿洛酮糖核心优势在于口味更正、能参与美拉德反应、具备调节血糖的潜力等方面。未来随着健康意识提升和减糖需求增加，阿洛酮糖作为天然、低热量、口感接近蔗糖的代糖，有望在饮料、烘焙、糖果等领域逐步替代传统糖类或其他代糖，市场空间持续扩大。建议关注百龙创园（605016.SH）、保龄宝（002286.SZ）等。

（五）维生素率先吹响本轮化工涨价号角，目前进入第二阶段

2025 年维生素市场行情进入右侧。回顾 2025 年，年初至 10 月 31 日，除维生素 B1 微涨外其他维生素产品价格几乎全线下跌。而在 2024 年维生素作为化工子板块中为数不多的景气板块，多数产品率先进入涨价通道。当时上涨的主要原因包括：工厂前期持续亏损，大部分产品 2023 年出现了超跌，减产保价；厂家挺价、涨价的供给反抗；部分原料价格上涨；一些突发事件引发市场缺货恐慌。因此，在价格上涨后的 2025 年，由于涨价加速新产能释放、巴斯夫复产等不利因素叠加下 2024 年涨价造成超买，供需矛盾突出导致挺价接连失败，“买涨不买跌”情绪下多数产品出现“跌跌不休”态势。其中，维生素 E、维生素 A 价格领跌，维生素 B6、维生素 D3、维生素 C、泛酸钙、叶酸、维生素 K3、烟酰胺，跌幅均在 20% 以上。

表20：主要维生素品种所处历史位置及最新价格走势（20200203-20251031）

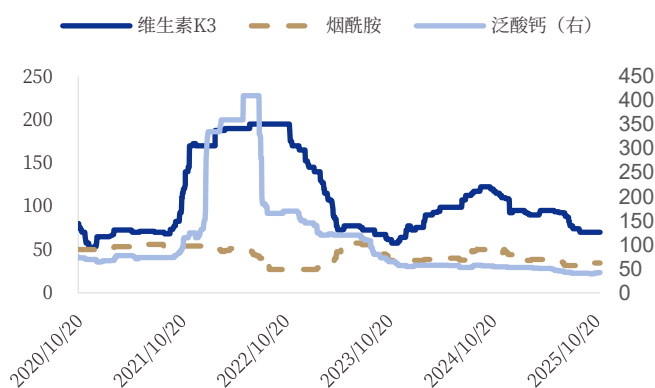
产品	单位	25Q4	25年均价	24年均价	当前所处历史位置
维生素K3	元/千克	70.0	85.2	102.4	12.28%
泛酸钙	元/千克	41.0	46.5	55.8	0.67%
维生素B1	元/千克	238.0	233.2	185.3	60.00%
烟酰胺	元/千克	34.5	36.1	42.6	24.19%
维生素A	元/千克	62.0	79.5	134.0	0.32%
维生素B12	元/千克	91.5	94.3	108.0	0.00%
维生素B2	元/千克	74.0	78.5	100.9	0.00%
维生素B6	元/千克	109.6	159.8	156.1	0.00%
维生素D3	元/千克	214.0	237.9	153.2	43.48%
维生素E	元/千克	46.2	94.0	101.7	8.33%
2%生物素	元/千克	28.0	29.0	34.0	0.00%
叶酸	元/千克	246.3	299.0	202.7	31.19%
维生素C	元/千克	20.0	22.2	26.8	2.99%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

短期维生素结构性机会仍存。从需求端看，多数维生素以饲料为主，随着养殖业科学规模化发展，需求具有刚性增长特点，同时食品、功能性饮料等领域对维生素需求增加，也将成为新动能。如叶酸作为孕妇补充剂、维生素 D3 作为钙剂辅助成分、烟酰胺作为功能饮料的核心成分等的应用仍有很大成长空间。从供给端看，我们认为部分供给格局更为集中、头部企业控价能力强、库存较低的品种仍有走出独立上涨行情。比如 VD3、叶酸等。

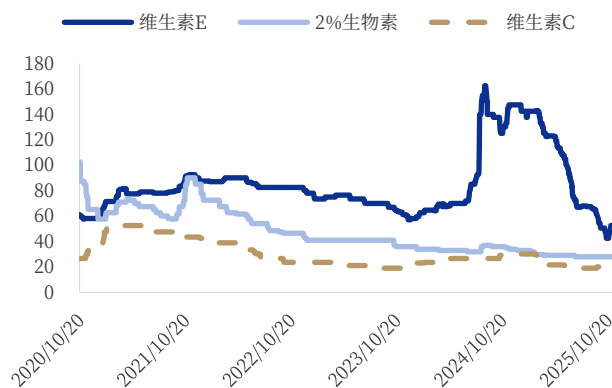
中长期海外产能退出利好中国维生素企业定价权提升。我国维生素产业发展不足 20 年，此前近一个世纪都被海外企业垄断，但 2006 年至今中国维生素企业发展迅猛，目前已成为全球维生素出口第一大国，多个品种在国际上占据主导地位。展望未来，国内仍有部分新增产能释放，而海外企业在目前价格下经营压力更大叠加成本攀升或面临彻底退出可能，如帝斯曼-芬美意在 2024 年 2 月宣布计划剥离动物营养与健康业务。建议关注新和成（002001.SZ）、浙江医药（600216.SH）、兄弟科技（002562.SZ）等。

图84：维生素价格走势之一（元/千克）



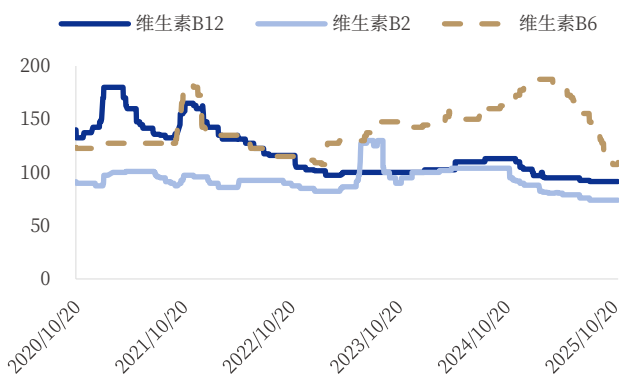
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图85：维生素价格走势之二（元/千克）



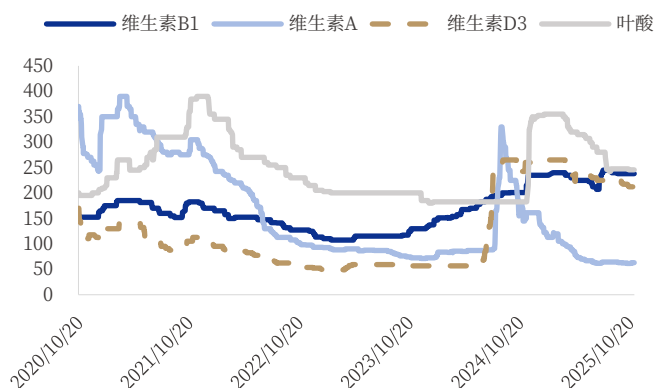
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图86: 维生素价格走势之三 (元/千克)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图87: 维生素价格走势之四 (元/千克)

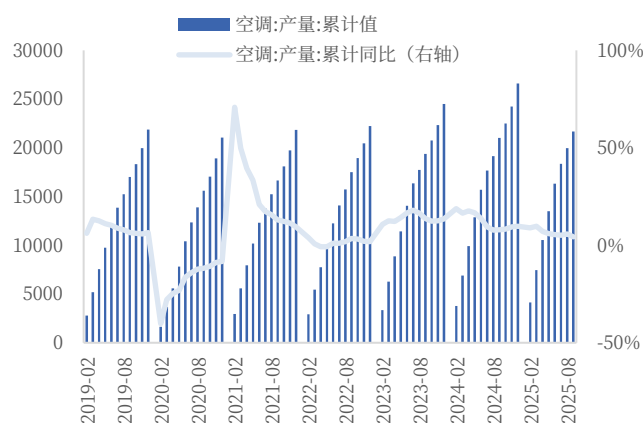


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(六) 配额政策强约束，制冷剂高景气延续

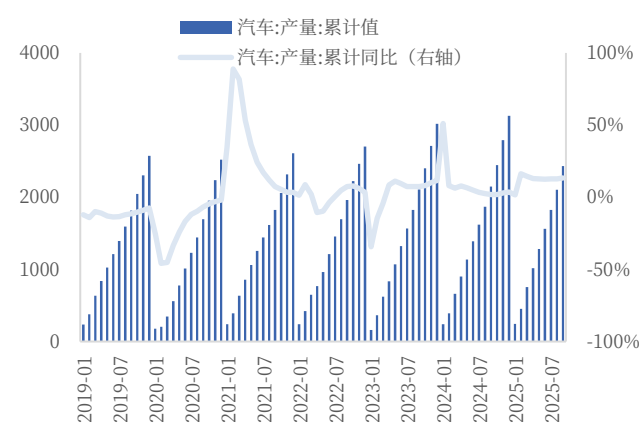
需求端：刺激消费政策延续，制冷剂主要终端产品产量保持正增长。制冷剂终端产品主要集中在空调、汽车等领域，且下游产业对制冷剂需求偏刚性。2024年以来，国内刺激经济政策“组合拳”接连出台，多地以旧换新、政府补贴力度加码。2025年，我国坚持稳中求进，大力提振消费、全方位扩大内需，各项刺激消费政策得以延续、扩容，加之国内北方多地高温天气影响，制冷剂主要终端产品产量多表现亮眼。2025年1-9月，我国空调累计产量为21657.1万台，同比增长4.4%；汽车累计产量为2433.3万辆，同比增长13.3%。终端产品产量稳中有增，为制冷剂在需求端形成了有力支撑。展望2026年，国内以旧换新等促消费政策有望延续，考虑到刺激增长效应边际递减以及2025年高基数，预计空调、汽车产销增速或有所放缓，但将望为制冷剂贡献有效需求支撑，加之新能源汽车占比提升、存量三代制冷剂空调维保需求逐步释放，三代制冷剂HFCs需求将保持稳中有增态势。

图88: 空调产量(万台)及同比增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图89: 汽车产量(万辆)及同比增速



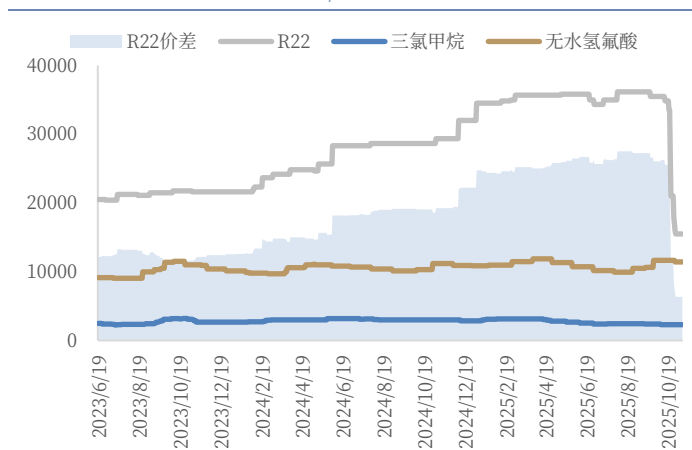
资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

供给端：配额管理政策稳定且连续，制冷剂价格重心持续探涨。2024年，我国HFCs正式开启配额管理，同时HCFCs配额有序削减。2025年4月9日，生态环境部等五部门联合印发《中国履行〈关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书〉国家方案（2025—2030年）》。《国家方案》明确了以下履约目标：一是，持续禁止已淘汰ODS受控用途生产和使用，进一步巩固成效，确保可持续履约；二是，HCFCs受控用途生产量和使用量在2025年分别削减基线值的67.5%和73.2%，2030年均削减基线值的97.5%；三是，HFCs受控用途生产量和使用量在2029年均削减基线值的10%。

《国家方案》充分体现了我国实现国家履约目标、坚持保护臭氧层和应对气候变化协同，分行业、分物质开展 ODS 和 HFCs 淘汰和削减行动的决心。2025 年 10 月 24 日，生态环境部发布《关于印发 2026 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定与分配方案的通知》，规定 2026 年我国 HCFCs 生产配额总量为 151416 吨、内用生产配额总量为 79724 吨，分别较 2025 年减少 12157、6305 吨，分别较基线值削减 71.5%、76.1%。其中，2026 年 R22 生产配额和内用生产配额分别为 146068、77952 吨，分别较 2025 年减少 3000、2910 吨。HFCs 方面，2026 年度生产配额总量和内用生产配额总量分别为 18.53、8.95 亿 tCO₂，与 2025 年度相同。其中，根据 HCFCs 淘汰的替代需求及半导体行业的增长需求，对 R245fa、R41 进行了不同幅度的配额增发。此外，调整原则中，对于任一品种 HFCs 的年度配额累计调增量占该品种配额量的比例由原本的 10%调增至 30%，其余调整原则不变。

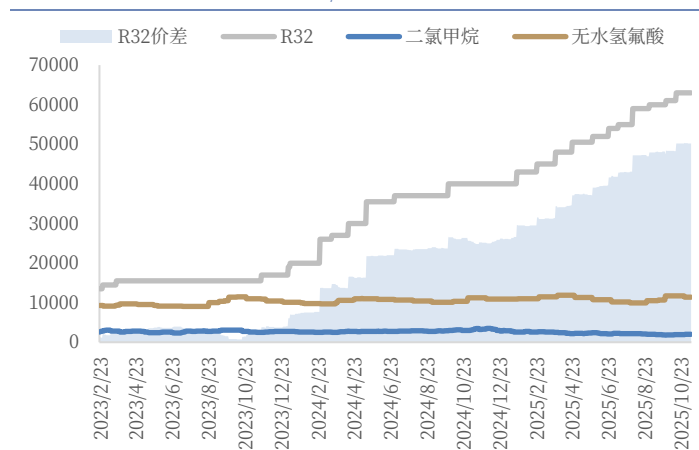
配额政策强约束、下游需求稳中向好背景下，2025 年以来终端空调、汽车等产品产销维持高速增长，下游企业库存快速消耗，制冷剂需求旺盛，市场采购活跃度较高，主流产品价格传导顺畅，制冷剂行业高景气延续，主流产品价格及价差高位探涨。考虑到制冷剂供给端政策延续强约束，需求端支撑较强，预计 2026 年制冷剂价格及价差将维持高位运行，行业定价权仍将由供方主导。

图90: R22 价格及价差走势 (元/吨)



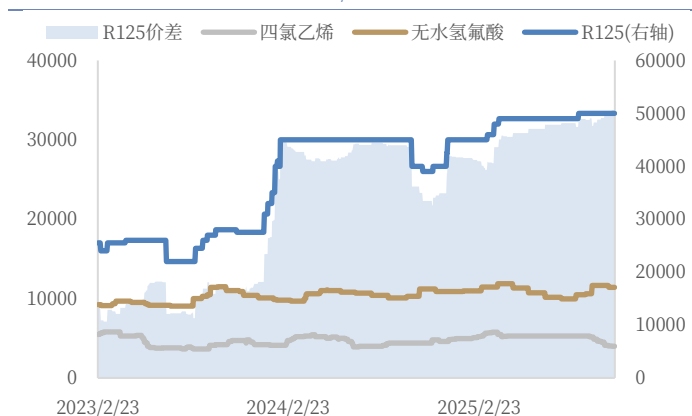
资料来源: iFind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

图91: R32 价格及价差走势 (元/吨)



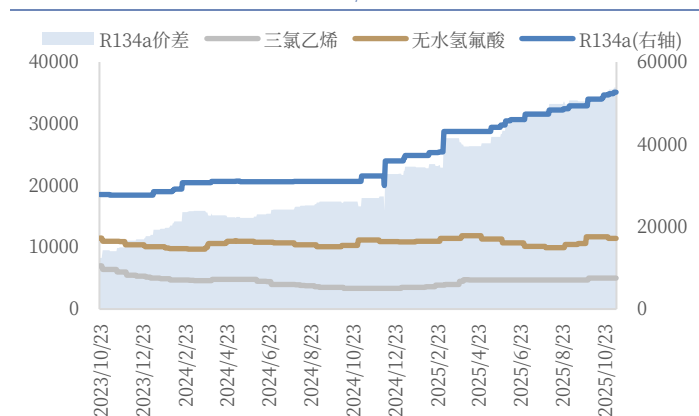
资料来源: iFind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

图92: R125 价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: iFind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

图93: R134a 价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: iFind、卓创资讯, 中国银河证券研究院

成本端：萤石供需偏紧常态化，价格中枢有望中长期维持在偏高水平。近年来，我国萤石矿供应整体趋紧，同时萤石矿山安全生产监管趋严，生产商挺价惜售情绪明显，致下游选厂开工负荷受限，萤石粉现货流通紧张频繁出现，萤石粉价格高位随需求季节性变化而小幅震荡。短期来看，当

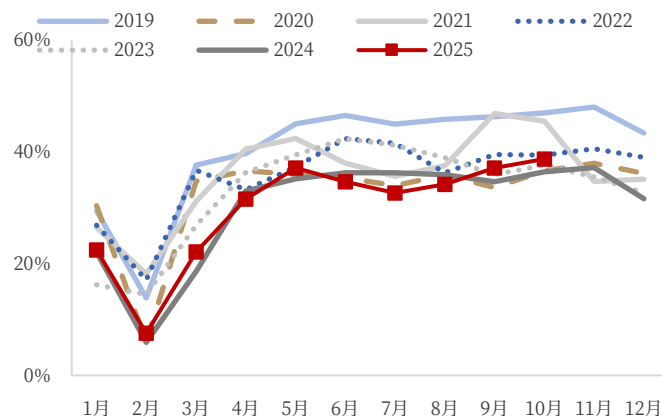
前下游无水氢氟酸企业原料库存充足，在硫酸价格持续上涨所带来的成本压力下，对萤石粉存在压价情绪，且采购意愿偏弱，加之后续随制冷剂配额持续消耗，无水氢氟酸需求转弱，开工率预期下滑，萤石粉价格随之出现小幅回调。但中长期来看，随安全环保政策趋严、优质资源持续消耗，我国中小萤石开采企业及落后萤石矿山或加速退出，萤石矿开采成本将逐步增加，萤石矿及萤石粉供应或难有增量，萤石价格有望维持在偏高水平震荡，并在成本端对无水氢氟酸及制冷剂价格起到一定支撑作用。

图94：萤石价格走势（元/吨）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图95：我国萤石月度开工率



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

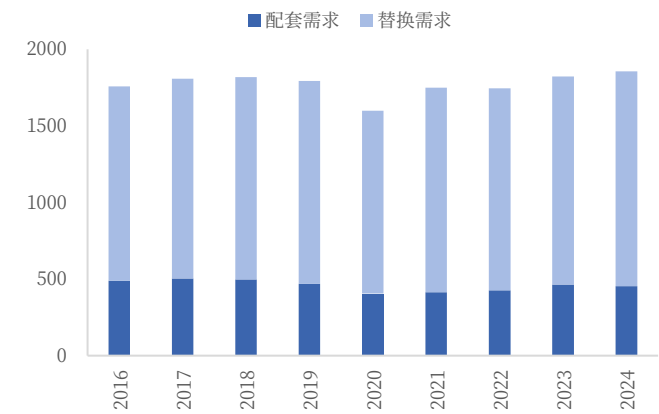
供给端强约束、需求端稳中有升下，预计未来三代制冷剂 HFCs 主流产品价格、价差有望维持高位运行，制冷剂行业高景气延续确定性较强，制冷剂行业话语权和定价权有望集中在供给端手中。我们看好制冷剂中长期价格及价差表现，配额占比较高的制冷剂龙头企业有望充分受益，建议关注巨化股份（600160.SH）、三美股份（603379.SH）、永和股份（605020.SH）等。

（七）欧盟反倾销初裁即将公布，海外轮胎价值或将重估

轮胎消费具有一定刚性，万亿级赛道市场空间广阔。轮胎是一种必须消费品，其需求包括乘用车、载重汽车、工程机械车、农林业机械车、工业车辆、飞机、特种车辆等，以车辆为主。从消费类别来看，轮胎需求分为配套需求、替换需求两类，70%以上的需求是由汽车保有量创造的替换需求。在汽车保有量持续增长的背景下，替换需求将给予轮胎消费刚性支撑。据米其林数据显示，2024 年全球轮胎消费量 18.6 亿条，同比增长 1.9%。从市场空间来看，2024 年全球 75 强轮胎销售额为 1744.9 亿美元，对应万亿元赛道，市场空间广阔。

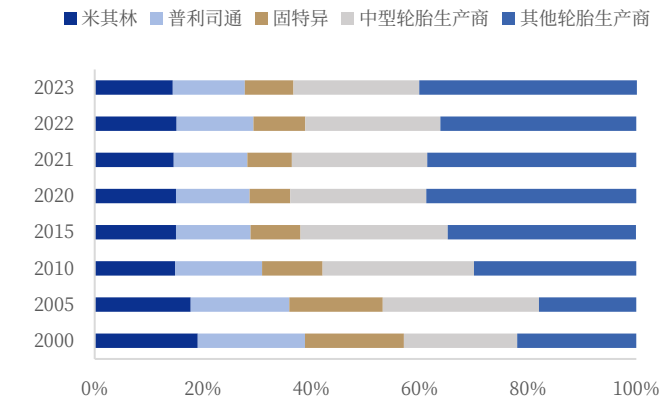
国产头部品牌居第三梯队，向上拓展空间广阔。全球轮胎市场竞争激烈，从竞争格局来看，可分为四大梯队。第一梯队包括米其林、普利司通和固特异，其产品主要集中于高端乘用车、轻卡车子午胎市场；第二梯队包括大陆轮胎、倍耐力、住友橡胶、韩泰轮胎、东洋轮胎等，其多供货于中高端乘用车、轻卡车子午胎市场；第三梯队包括中策橡胶、三角轮胎、玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟、双钱集团等企业，系国内轮胎厂商的主要代表；第四梯队以中小型民营轮胎企业为主，主要定位于低端市场。据米其林年报显示，2023 年米其林、普利司通、固特异、中型轮胎生产商、其他轮胎生产商占全球轮胎市场份额分别为 14.4%、13.3%、9.0%、23.2%、40.2%。其中，第一梯队占据了全球 36.7% 份额。国内头部轮胎企业正逐渐通过技术研发、装备工艺、生产组织管理等方面努力接近或达到世界先进水平，其市场竞争力有望逐步赶超第二梯队企业，未来向上拓展空间广阔。

图96：2016-2024 年全球轮胎市场配套、替换需求情况（百万条）



资料来源：米其林公告，中国银河证券研究院

图97：全球轮胎市场份额占比



资料来源：米其林公告，中国银河证券研究院

“双反”制裁频发，中国轮胎企业纷纷布局海外。一方面，近些年美国、欧洲等地不断对中国轮胎企业的轮胎产品展开涉及贸易保护的反倾销、反补贴（以下简称“双反”）调查，国内轮胎对美国、欧洲出口面临较大冲击。另一方面，泰国、越南、老挝等东南亚国家是天然橡胶主产地，且劳动力成本较低，企业通过在东南亚建厂，可降低原材料成本、运输成本、人工成本等。此外，东南亚等地在早期尚未面临海外“双反”制裁，可抵御贸易壁垒，帮助国内轮胎企业实现海外业务的快速拓展。2020 年美国对泰国、越南等地开展“双反”调查，2024 年复审调查终裁结果显示，目前泰国向美国出口的乘用车和轻卡车轮胎面临 1.24%-6.16%的反倾销税率，越南向美国出口的乘用车和轻卡车轮胎面临 6.23%-7.89%的反补贴税率。2025 年 5 月 21 日，欧盟委员会启动对原产于中国的新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎的反倾销调查。受贸易摩擦影响，部分轮胎企业已在塞尔维亚、印度尼西亚、摩洛哥、西班牙、墨西哥、埃及等地规划产能，进一步拓展出海版图。

表21：近年来中国轮胎业面临的贸易摩擦情况

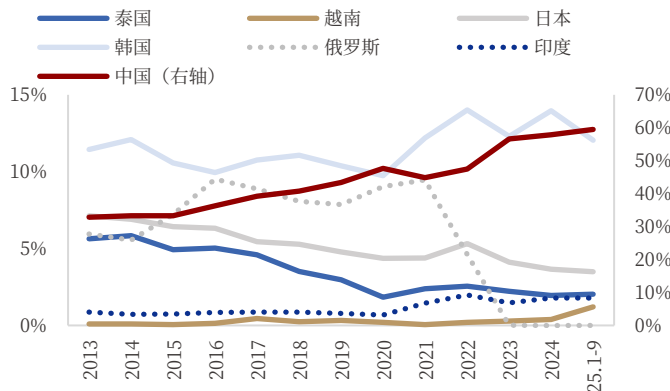
发起组织	贸易摩擦类型	轮胎类型	时间	税率情况
美国	双反	乘用车和轻型卡车轮胎	2014 年 7 月	1.2014 年 7 月，美国开启双反调查
				2.2015 年 8 月，双反终裁，中国轮胎厂商将被征收 14.35%-87.99%的反倾销税和 20.73%-100.77%的反补贴税，此后，每年美国商务部将对征税的产品进行一次复审
	双反	卡客车轮胎	2016 年 2 月	1.2016 年 2 月启动调查
				2.2016 年 11 月美国海关发布公告，美国商务部在反补贴初裁执行 120 天之后暂停征收反补贴税
				3.2017 年，终裁中国胜诉
	贸易战加征关税	覆盖大部分轮胎种类	2018 年 9 月	1.2018 年 9 月，美国政府宣布，开始对产自中国的 2000 亿美元产品（包括轮胎产品）加征 10%关税
				2.2019 年 5 月，前述商品关税由 10%提升至 25%
	双反重启	卡客车轮胎	2018 年 11 月	1.2018 年 11 月，美国重启卡客车轮胎双反调查
				2.2019 年 2 月，美国商务部发布对中国卡客车轮胎双反税令，部分中国企业的双反税率为 23.81%-66.17%，中国统一税率为 44.99%
	对泰国、越南等地开展双反调查	乘用车和轻卡车轮胎	2020 年 6 月	1.2020 年 6 月，美国对东南亚部分国家和地区轮胎企业启动双反补贴调查
				2.2021 年 5 月，美国公布针对东南亚相关国家和地区涉案产品的双反税率终裁结果。泰国向美国出口的乘用车和轻卡车轮胎面临 14.59%-21.09%的反倾销税率，越南向美国出口的乘用车和轻卡车轮胎面临 6.23%-7.89%的反补贴税率

				3.2024 年 1 月, 美国公布针对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销复审调查终裁结果。泰国向美国出口的乘用车和轻卡车轮胎面临 1.24%-6.16% 的反倾销税率
欧盟	双反	卡客车轮胎	2018 年 11 月	1.2018 年 11 月, 欧盟对进口自中国的卡客车轮胎征收 42.73-61.76 欧元/条的“双反”税
				2.2022 年 5 月, 欧盟普通法院判决撤销欧委会有关对中国卡客车轮胎的“双反”税令
				3.2023 年 4 月, 欧盟对 2018 年 5 月 18 日至 2018 年 11 月 12 日进口自中国的卡客车轮胎征收 21.12-61.76 欧元/条的反倾销税; 对自 2018 年 11 月 13 日起进口自中国的卡客车轮胎征收 0.00-35.74 欧元/条的反倾销税
	反倾销	新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎	2025 年 5 月	2025 年 5 月, 欧盟委员会启动对原产于中国的新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎的反倾销调查。

资料来源: 商务部网站、Wind、EU、通用股份公告、森麒麟公告、中国银河证券研究院

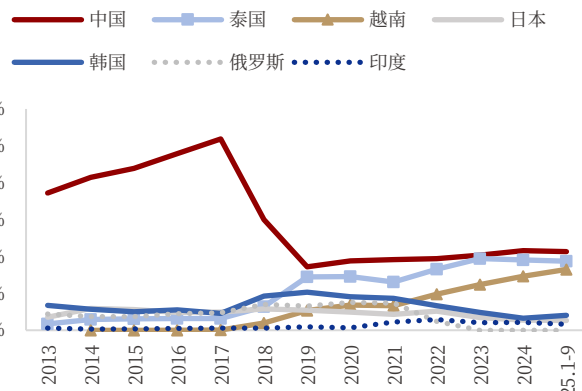
欧盟反倾销调查初裁即将公布, 海外资产或迎价值重估。2025 年 5 月 21 日, 欧盟委员会对原产于中国的新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎发起反倾销调查, 初裁预计将于 7 个月内公布, 最长不超过 8 个月。据卓创资讯统计, 2024 年我国累计向欧盟出口半钢胎重量达 821 千吨, 按照一条半钢胎平均重量为 10 千克换算, 共有 0.82 亿条半钢胎出口欧盟。若欧盟对原产于中国的半钢胎征收高昂的反倾销税, 原产于国内的轮胎出口欧盟预计将面临较大压力。一方面, 2024 年欧盟从中国进口半钢胎重量占比为 57.9%, 无海外半钢胎产能的企业预计将被迫开拓非欧盟市场, 让渡欧盟市场份额。另一方面, 具有海外半钢胎产能的企业有望通过海外工厂大规模承接欧盟订单, 且产品议价能力有望增强, 海外半钢胎资产有望迎来价值重估。

图98: 欧盟 27 国半钢胎进口市场份额



资料来源: Eurostat, 中国银河证券研究院

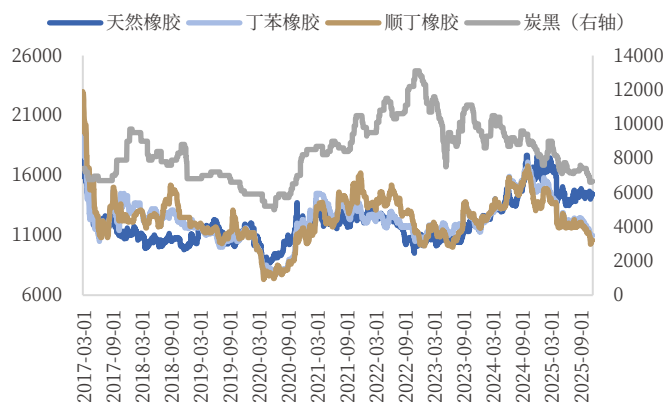
图99: 欧盟 27 国全钢胎进口市场份额



资料来源: Eurostat, 中国银河证券研究院

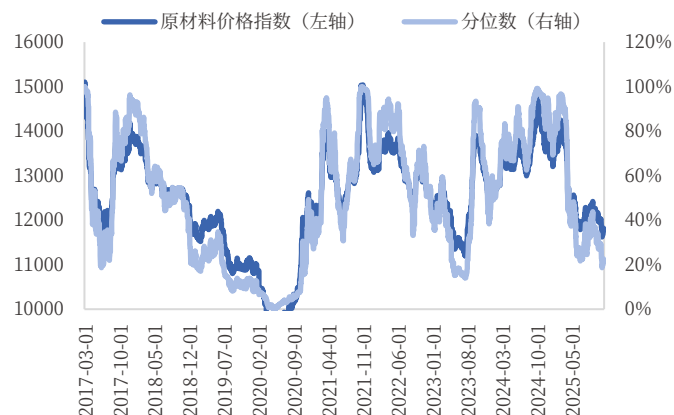
轮胎原料成本压力逐步释放, 成本端压力有望进一步减轻。截至 11 月 17 日, 天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、炭黑年内均价分别为 14953、12811、12425、3650 元/吨, 同比分别变化 3.7%、-11.3%、-12.2%、-17.7%。由于轮胎主要原材料价格走势存在阶段性分化, 为反映轮胎原料综合成本变化, 我们依托天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线、橡胶助剂等产品价格, 构建了轮胎原料价格指数。截至 2025 年 11 月 17 日, 该指数为 11789 元/吨, 处于 2017 年 3 月以来 22% 的历史分位数水平, 较 2 月下旬 97% 的历史分位数水平明显下降。我们认为, 若欧盟新一轮反倾销制裁落地, 或对无海外产能布局的国产轮胎企业产生较大冲击, 进而抑制相关轮胎原材料需求, 预计轮胎主要原材料价格有望维持相对低位, 成本端压力有望同比减轻。

图100: 轮胎主要原材料价格走势 (元/吨)



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图101: 单胎原材料价格指数 (元/吨) 及分位数



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

轮胎需求具有刚性且市场空间广阔，长期来看国产品牌凭借性价比优势正积极抢占市场份额，短期来看欧盟“反倾销”调查初裁即将公布，利好拥有海外半钢胎产能的企业，建议关注赛轮轮胎（601058.SH）、森麒麟（002984.SZ）等。

（八）民爆行业发展稳健，政策引导下行业或加速整合

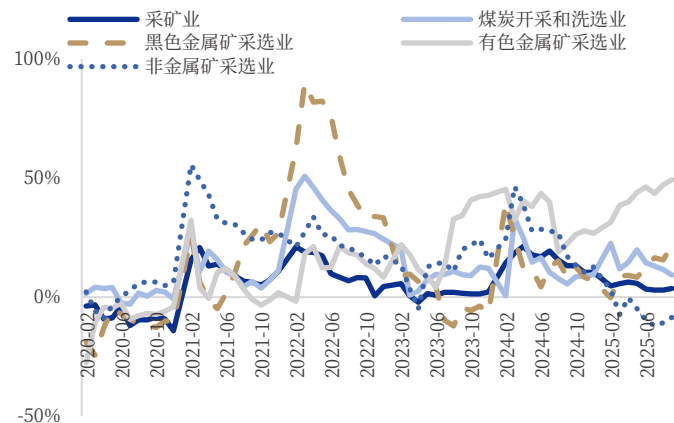
民爆是国家基础性行业，矿山开采是民爆产品最主要的应用领域。民爆产品主要应用于矿山开采、水利水电设施建设、交通建设等基础性行业，尤其在基础工业、重要大型基础设施建设领域具有不可替代的作用，民爆行业因此被归为国家基础性行业。细分领域来看，矿山开采是民爆产品最主要的应用领域，煤炭、金属、非金属矿山开采占比超 70%，其中煤炭占比最高。多年来我国持续推进煤炭、黑色金属以及有色金属等采矿业发展，不断完善基础设施建设，为民爆行业及配套服务提供了有效需求支撑。

图102: 我国水利管理业、基础设施建设固定资产投资完成额增速



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图103: 我国采矿业及细分领域固定资产投资完成额累计同比

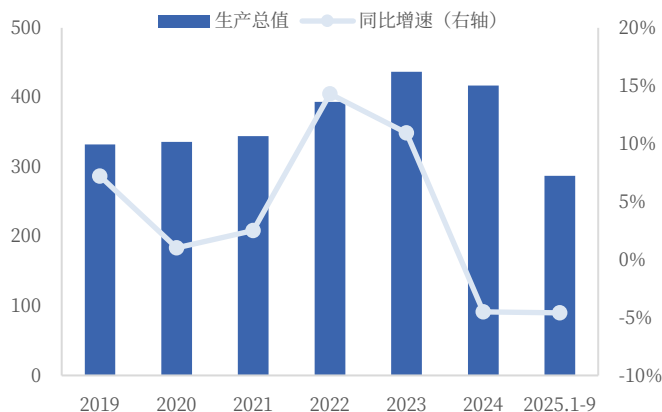


资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

下游需求偏弱、行业竞争加剧，民爆行业阶段性承压。根据中爆协数据，2024 年我国民爆行业生产、利润总值分别为 416.95、96.39 亿元，分别同比下滑 4.50%、上涨 13.04%。2020-2024 年我国民爆行业生产、利润总值 CAGR 分别为 5.55%、16.18%。2024 年受部分下游产业形势影响，民爆市场整体需求表现偏弱，加之行业内竞争激烈，民爆行业产值出现缩量下行。但受主要原材料硝酸铵价格持续走低，及西部等地区需求增加带动，行业利润仍保持稳定增长。2025 年以来，民爆市场需求仍略显疲软，加之市场竞争加剧，行业产值及利润同比出现小幅下滑。2025 年前三季度我国

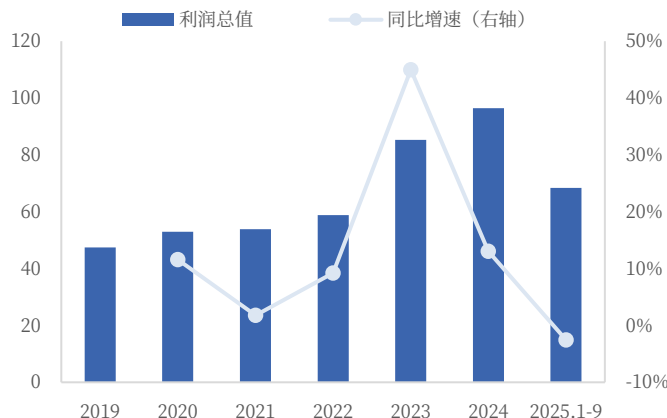
民爆行业生产、利润总值分别为 287.35、68.40 亿元，分别同比下滑 4.60%、2.54%。

图104：我国民爆行业生产总值（亿元）及同比增速



资料来源：中爆协，中国银河证券研究院

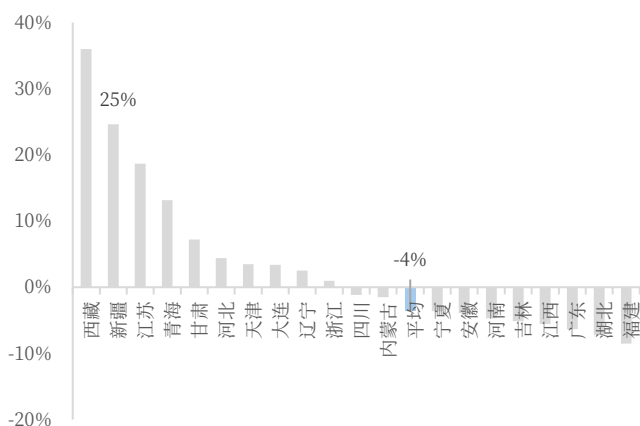
图105：我国民爆行业利润总值（亿元）及同比增速



资料来源：中爆协，中国银河证券研究院

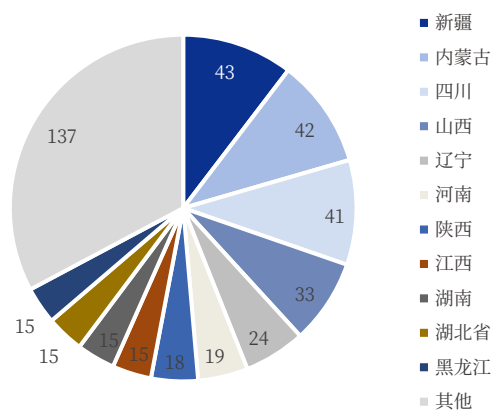
西部大开发战略深入实施，民爆行业重心或逐步向西部转移。现阶段我国民爆行业产能仍处于过剩状态，分区域来看存在发展不均衡的情况，不同地区民爆市场发展趋势存在较大差异。得益于西部大开发战略深入实施，近年来我国民爆行业市场正逐步向西部地区转移。2024 年，西藏、新疆、青海、甘肃民爆企业生产总值分别同比增长 36.0%、24.6%、13.2%、7.2%，同期全国平均下滑 3.6%，西部富矿区民爆行业生产总值增速普遍高于全国平均水平。2024 年 8 月 23 日，中央政治局会议审议通过了《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》，会议指出，西部大开发是党中央作出的重大战略决策，要聚焦大保护、大开放、高质量发展，加快构建新发展格局，提升区域整体实力和可持续发展能力，并强调要加强重点领域安全保障能力建设，强化能源资源保障。2024 年 11 月 27 日，国家发改委发布《西部地区鼓励类产业目录（2025 年本）》，旨在引导西部地区发展特色优势产业，因地制宜发展新兴产业，加快产业转型升级。政策引导下，西部地区优势战略性矿产资源开发利用及基础设施建设有望在中长期内维持较快发展，并带动区域性民爆产品及爆破工程服务需求持续增长。

图106：2024 年我国民爆企业生产总值同比增速排名前 20 省份



资料来源：中爆协，中国银河证券研究院

图107：2024 年我国民爆企业生产总值分布（亿元）

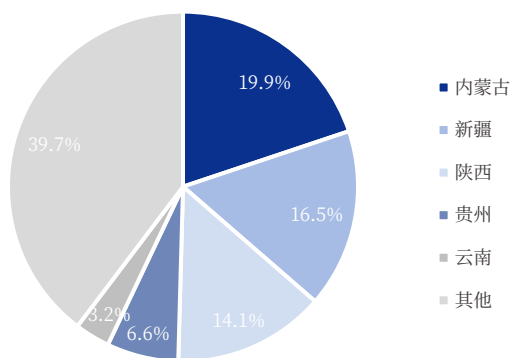


资料来源：中爆协，中国银河证券研究院

疆煤品质好、开采成本低，产量与储量尚未完全匹配。综合资源分布、生产总值及增速等指标来看，新疆有望成为未来贡献民爆需求增量的主力区域。新疆矿产种类多、储量大，已发现的矿产有 138 种，其中 9 种储量居全国首位，32 种居西北地区首位。其中，煤炭是新疆最具优势的矿产资源之一，新疆煤炭资源储量位列全国第二。且新疆煤田煤质较好，具有低灰、低硫、高发热量等特

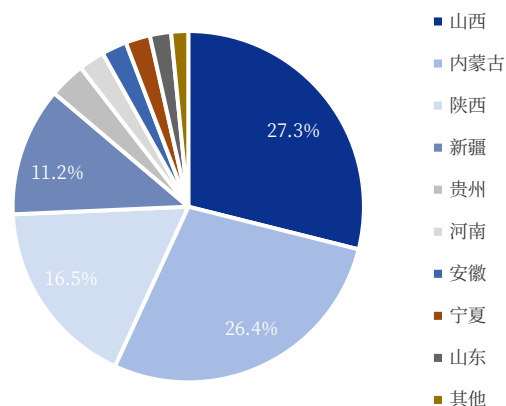
点，煤炭资源具有埋藏浅、煤层厚、地质构造简单等特质，适用于成本较低的露天开采。根据自然资源部数据，新疆煤炭储量约占全国煤炭总储量的 16.5%，位列全国第二。从产量来看，2025 年 1-9 月，新疆地区原煤产量约 4.0 亿吨，同比增长 4.1%，约占全国总产量的 11.2%，位列全国第四。可见疆煤在我国的市场地位与其资源储备量尚未完全匹配，疆煤产能及产量仍有一定释放空间。

图108：我国煤炭储量分布



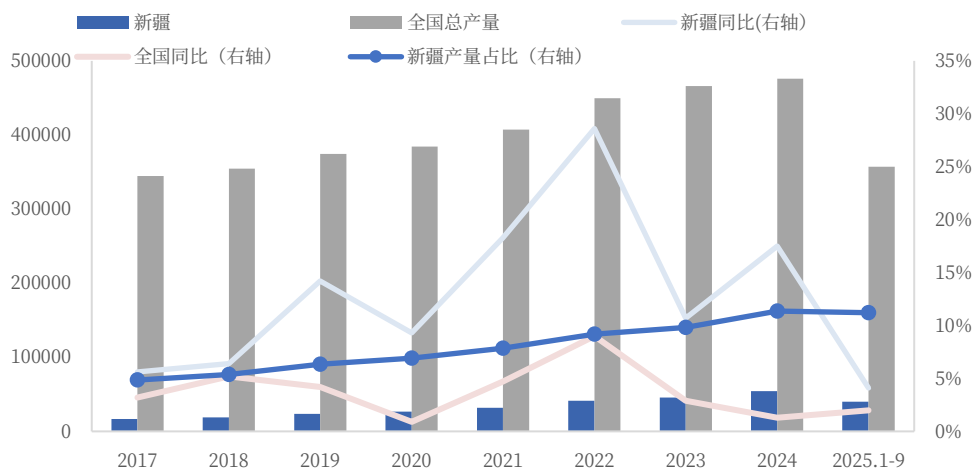
资料来源：自然资源部，中国银河证券研究院

图109：2025 年 1-9 月全国原煤产量分布



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

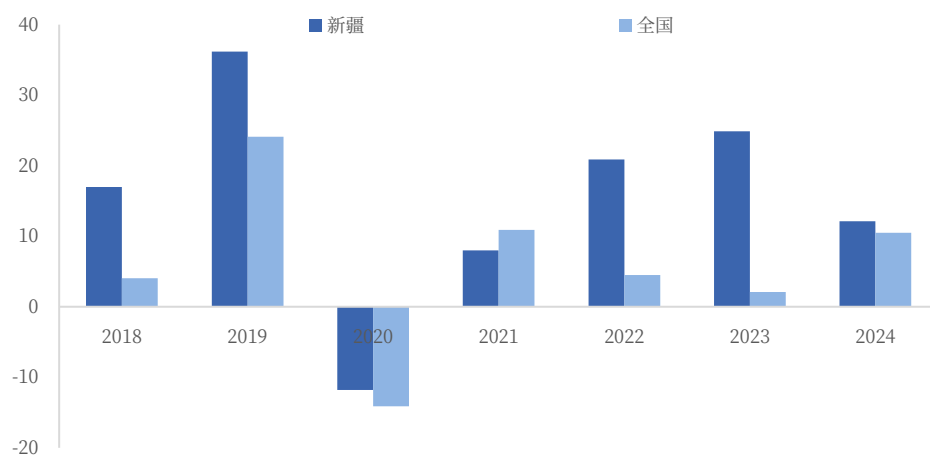
图110：新疆地区原煤产量（万吨）及占比



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

疆煤产能及产量释放潜力大，是民爆产品需求增量的重要来源。2022 年 9 月，新疆召开自治区党委十届五次全会，提出将立足新疆资源禀赋和区位优势，充分发挥油气、煤炭、矿产、粮食、棉花、果蔬等资源和产业在全国经济大局中的重要作用，并提出将建设包含煤炭煤电煤化工产业集群在内的“八大产业集群”。2022 年 12 月，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，将新疆纳入全国五大煤炭供应保障基地。另根据新疆人民政府印发的《加快新疆大型煤炭供应 保障基地建设服务国家能源安全的实施方案》，“十四五”期间，新疆将全面加快推进 1.6 亿吨/年煤矿新增产能项目建设。新疆还计划在“十五五”期间煤炭产量超过陕西省。2024 年陕西省原煤产量为 7.8 亿吨，以此为基准，到 2030 年以前预计新疆煤炭产量至少还有 44.2% 的增量空间。中长期来看，新疆作为我国战略性矿产资源资源储备的重要区域，采矿业规模有望维持高速扩张，进而有效带动新疆地区民爆产品及爆破工程服务需求显著扩张。

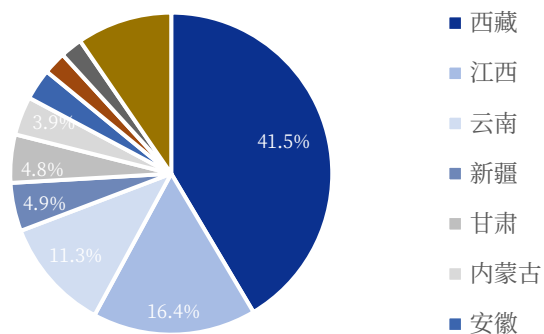
图111：新疆及全国采矿业固定资产投资额同比增速对比（%）



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

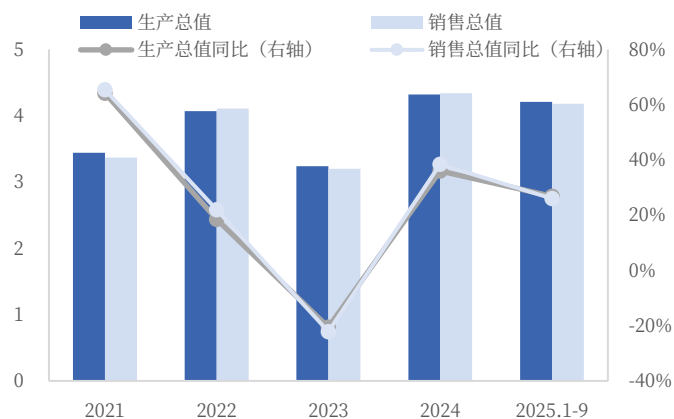
铜矿开采潜力巨大、大型基建项目稳步推进，西藏民爆市场迎发展机遇。优势矿产资源方面，西藏铜矿资源储量在全国铜矿总储量中占比超 40%。根据中国地质调查局数据，青藏高原“十四五”以来累计新增铜资源量 2000 余万吨，预测资源潜力达 1.5 亿吨。作为全球第一大铜消费国和净进口国，西藏地区的铜矿资源对于确保我国铜产业链、供应链安全具有重大意义。当地现已形成玉龙、多龙、巨龙-甲玛和雄村-朱诺四个千万吨级铜矿资源基地，各基地现均有在建/规划铜矿项目稳步推进中。7 月 19 日，雅鲁藏布江下游水电工程宣布开工，该工程计划建设 5 座梯级电站，总投资额超万亿元，同时多条进藏铁路项目建设也在持续推进中。中长期来看，铜矿开采产能持续扩张、大型基建项目稳步推进，将为西藏地区民爆需求贡献稳定增量。

图112：我国铜矿储量分布



资料来源：自然资源部，中国银河证券研究院

图113：西藏民爆生产销售总值（亿元）及增速



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

持续深化供给侧结构性改革，市场集中度快速提升。基于易燃易爆、高危等特点，民爆产品的生产、销售、运输等环节均需在取得许可资质下方能开展。严格监管下，民爆产品的运输成本较高，使得民爆产品销售半径具有较高的区域性，进而导致我国民爆行业长期存在市场集中度偏低、产能总体过剩但分布不均的问题。“十三五”期间，我国民爆行业加快推进供给侧结构性改革，生产企业数量由 145 家减少至 76 家，生产、销售总值 CR10 由 41% 提升至 49%。工信部发布的《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》指出，要持续推进行业重组整合，支持民爆企业联优并强，到 2025 年，我国民爆生产企业数量将减少至 50 家以内，企业生产、销售总值 CR10 将提升至 60% 以上。2024 年，我国民爆生产企业生产、销售总值 CR10 为 62.47%，已提前达成“十四五”相应目标。

表22：“十四五”民爆行业发展主要预期指标

指标	2020 年	2025 年	属性
重特大安全事故起数	0	0	预期性
企业安全生产标准化二级及以上达标率	-	100%	约束性
龙头骨干企业研发经费占营业收入比重	2.8%	3.5%	预期性
现有危险岗位操作人员机器人替代比例	-	≥40%	预期性
包装型工业炸药生产线最小许可产能（吨/年）	>10000	≥12000	约束性
企业现场混装炸药许可产能占比	≥30%	≥35%	约束性
生产企业（集团）数量	76	≤50	预期性
排名前 10 家企业行业生产总值占比	49%	≥60%	预期性

资料来源：《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》（工信部），中国银河证券研究院

表23：2024 年民爆生产企业集团排名前十

序号	集团名称	生产总值
1	北方特种能源集团有限公司	52.37
2	易普力股份有限公司	37.73
3	广东宏大控股集团股份有限公司	29.05
4	四川雅化民爆集团有限公司	25.29
5	保利联合化工控股集团股份有限公司	23.13
6	内蒙古生力民爆股份有限公司	22.99
7	云南民爆集团有限责任公司	19.58
8	抚顺隆烨化工有限公司	18.37
9	湖北凯龙化工股份有限公司	17.76
10	前进民爆股份有限公司	14.21
行业生产总值合计		416.95
前 10 名生产总值合计		260.48
前 10 名占行业生产总值比例		62.47%

资料来源：中爆协，中国银河证券研究院

政策指引明确，龙头企业有望充分获益。2025 年 2 月，工信部印发《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》，提出到 2027 年底，民爆产品无人化生产线推广应用；产业集中度进一步提升，形成 3 到 5 家具有较强国际竞争力的大型民爆企业(集团)；产品结构和产能布局更加优化，继续压减包装型工业炸药许可产能，稳步提升企业(集团)现场混装炸药许可产能占比；产品质量保障能力和有效供给能力显著增强等内容。预计在政策持续约束下，未来我国民爆产业及产品结构有望持续优化，行业内并购重组工作将持续推进，市场份额有望将加速向产能规模及安全投入规模领先、产销爆破服务一体化布局完善的龙头企业集中。

需求端，随西部大开发工程持续深入推进，我国民爆产品及爆破工程服务需求重心将逐步向新疆、西藏等西部地区转移，并有望在中长期内保持稳定需求增速，同时有望改善民爆行业区域性发展不均衡的问题。供给端，政策引导下，民爆行业市场份额有望持续向产销爆破服务一体化的龙头企业集中，行业落后、过剩产能将加速清退，同时民爆行业也将持续向少人化、无人化的智能制造方向发展，以确保安全高质量生产。**综合以上，我们持续看好民爆产品产能规模领先、产销爆破服务一体化布局完善，且在西部地区具有一定相对优势的民爆企业的竞争力，建议关注广东宏大（002683.SZ）、易普力（002096.SZ）、江南化工（002226.SZ）等。**

五、赋能新质生产力，掘金新材料蓝海

（一）人形机器人轻量化之路，PEEK 或成关键解决方案

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

表24：PEEK 与主要工程塑料、特种工程塑料性能对比

特性	性能指标	单位	PEEK	PTFE	PI	PPSU	PPS	POM	PA66
刚性	拉伸模量	Mpa	4300	1750	3700	2450	4000	2800	1700
韧性	缺口冲击强度	KJ/mm2	3.5	4.5	4.5	12	2	8	4.5
耐热	长期使用温度	℃	250	260	240	180	220	115	95
耐磨	摩擦系数	-	0.4	0.15	0.4	0.45	0.5	0.52	0.5
耐腐蚀	耐化学性能	-	9.27	9.9	8.4	7.78	9.33	7.58	7.25
电性能	介电强度	KV/mm	24	11	28	26	18	20	27

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

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

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

表25：PEEK 与通用金属钢、铝合金性能指标对比

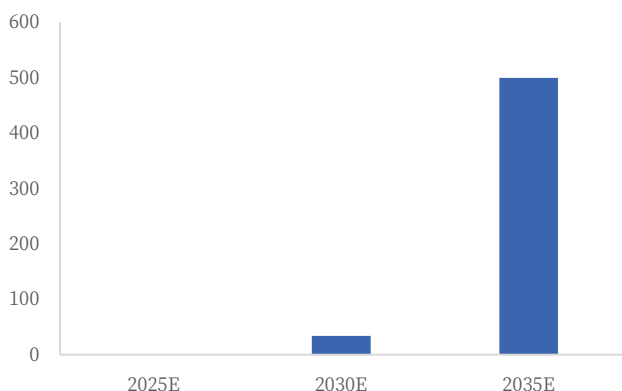
性能指标	指标含义说明	单位	PEEK	钢	铝合金
比强度	拉伸强度与密度的比值，值越大说明材料在相同密度情况下强度越好	N·m/kg	1500	70	190
介电常数	反映绝缘能力特性的一个系数	-	优	差	差
耐化学性	物体对酸液、碱水、有机溶剂浸泡的耐力	-	优	良	良

资料来源：中研股份招股说明书，中国银河证券研究院

人形机器人产业化提速，利好 PEEK 需求扩张。在当前中国低生育率化、高老龄化持续加速的背景下，人口红利效应逐渐减弱，人形机器人能够完成非结构化制造环境中的组装、分拣、检测等任务，极大地提高了生产效率和质量，是缓解制造业人力供需矛盾的关键一环。2021 年以来，国家多部门陆续出台了机器人产业相关政策，助力扩大机器人产业规模、丰富其应用场景、加速机器人商业化进程。未来在政策支持下，人形机器人技术迭代和实际场景落地有望提速。据 GGII 预

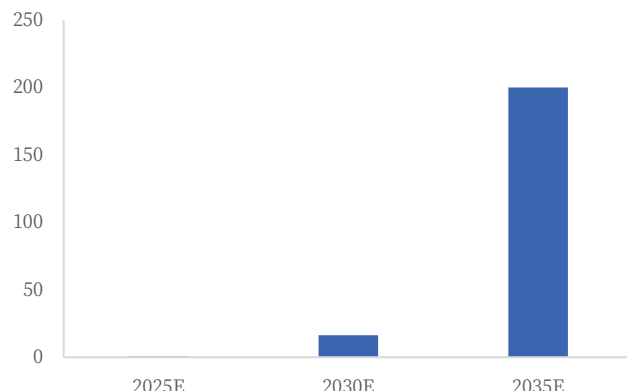
测，2025 年全球人形机器人市场销量有望达到 1.24 万台，到 2030 年全球人形机器人市场销量将接近 34 万台，到 2035 年全球人形机器人市场销量将超过 500 万台。其中，就中国市场而言，2025 年中国人形机器人市场销量将达到 7300 台，2030 年销量将达到 16.25 万台，2035 年销量有望达到 200 万台左右。我们认为，随着人形机器人产业化提速，PEEK 需求有望扩张。据《全球与中国聚醚醚酮市场发展现状与前景展望》（王宏岗）分析，2024 年全球 PEEK 市场规模约 9.0 亿美元，预计 2025 年将增加至 12.3 亿美元，到 2030 年将增加至 18.5 亿美元，对应“十五五”期间 CAGR 为 8.5%；就中国市场而言，2024 年中国 PEEK 市场规模为 19.2 亿元，预计到 2025 年将增加至 22.0 亿元，同比增长 14.6%，到 2030 年将增加至 50 亿元，对应“十五五”期间 CAGR 为 17.8%。

图114: 全球人形机器人销售量预测（万台）



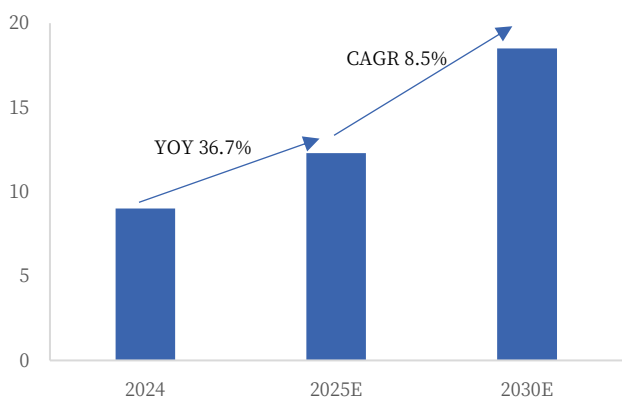
资料来源: GGII, 中国银河证券研究院

图115: 中国人形机器人销售量预测（万台）



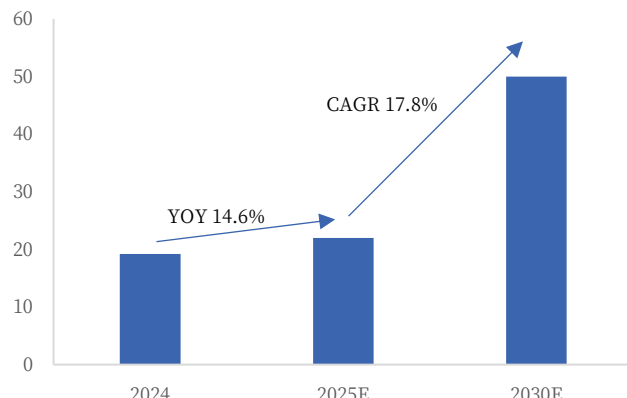
资料来源: GGII, 中国银河证券研究院

图116: 全球 PEEK 市场规模（亿美元）及增长率



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

图117: 中国 PEEK 市场规模（亿元）及增长率



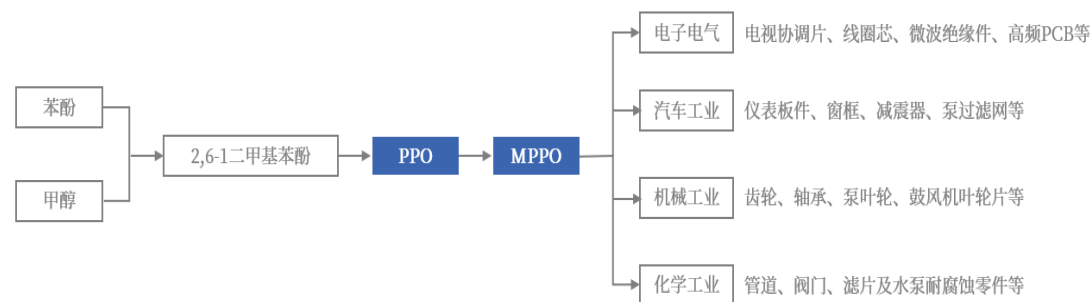
资料来源: 《全球与中国聚醚醚酮市场发展现状与前景展望》（王宏岗），中国银河证券研究院

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

（二）AI 助推全球算力需求，电子级 PPO 成长可期

聚苯醚（PolyphenyleneOxide，PPO）是世界五大通用工程塑料之一，具有优异的耐高低温性、电绝缘性、耐蒸汽性能、尺寸稳定性和抗蠕变性。鉴于 PPO 本身的加工性能差、耐冲击性能差等缺点，市售的 PPO 产品均为经过高抗冲击聚苯乙烯（HIPS）、玻璃纤维（GF）、聚酰胺（PA）等辅助料改性过的共混物。改性 PPO 被广泛用于电子电气、汽车、机械、化工等领域。其中，电子电气是国内改性 PPO 主要消费领域，约占 2021 年总需求的 72%。

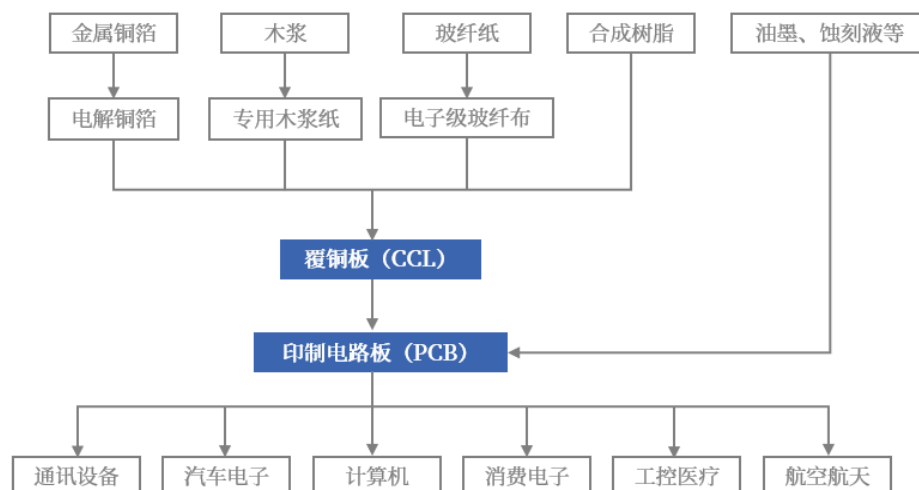
图118：聚苯醚产业链



资料来源：思瀚产业研究院、中商产业研究院、中国银河证券研究院

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

图119：PCB 产业链



资料来源：前瞻产业研究院、中国银河证券研究院

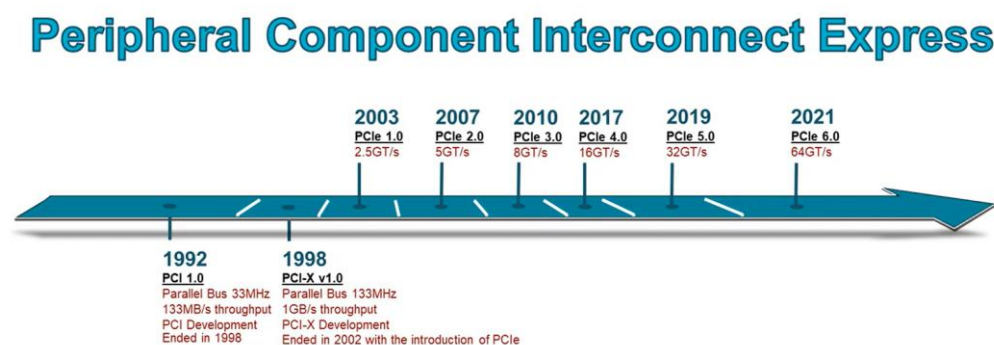
PPO 综合性能优异，是高频 PCB 理想基材。常见的 CCL 基体树脂包括环氧树脂（EP）、氰酸酯树脂（CE）、苯并噁嗪树脂、聚酰亚胺（PI）、聚四氟乙烯（PTFE）、双马来酰亚胺树脂（BMI）以及聚苯醚树脂（PPO）等，其中 PTFE 和 PPO 的介电性能极佳，是最热门的高频高速覆铜板树脂基材。但 PTFE 薄膜弹性模量小、线性膨胀系数大，与金属导体和其他元件附着力较弱，较难在较小厚度下加工，因此不宜应用于超薄 PCB 中，限制了其在覆铜板领域大量使用。PPO 分子结构中无强极性基团的特性为其带来低的介电常数和介电损耗，且在一个宽的温度和频率的变化范围内其

介电性几乎不受影响，同时 PPO 分子链中含有大量苯环结构致使分子具有较强的刚性，是具有超高频应用潜力的覆铜板基体树脂。

电子级 PPO 自给率偏低，国产替代空间可期。一方面，全球 PPO 产能主要集中在海外企业。目前 PPO 改性企业较多，但 PPO 生产企业较为稀缺。全球仅有 SABIC、旭化成、三菱瓦斯化学、中国蓝星集团旗下南通星辰等少数几家企业掌握了工业化生产 PPO 的能力。其中，SABIC 于 2007 年收购美国通用电气的工程塑料业务，是世界上最大的聚苯醚生产商，2022 年 PPO 产能约为 13.5 万吨/年，约占全球产能的 46.6%。此外，SABIC 作为全球主流电子级 PPO 供应商，2022 年销量 1000 余吨。另一方面，国内已实现 PPO 工业化生产，但电子级 PPO 仍高度依赖进口。上市公司中，圣泉股份、东材科技等有电子级 PPO 产能布局。

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

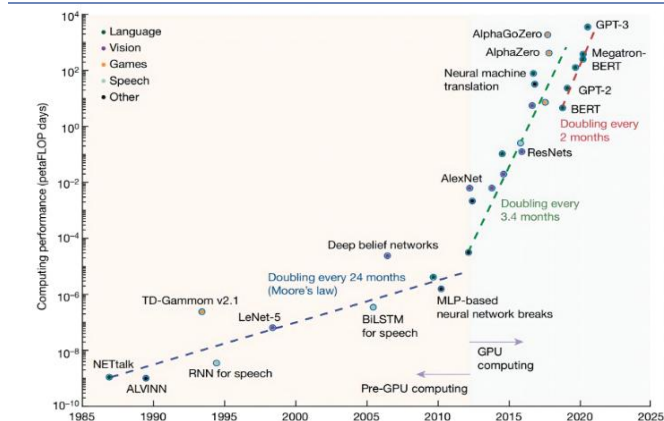
图120: PCIe 不断升级带动数据传输速率提升



资料来源: TexasInstruments, 中国银河证券研究院

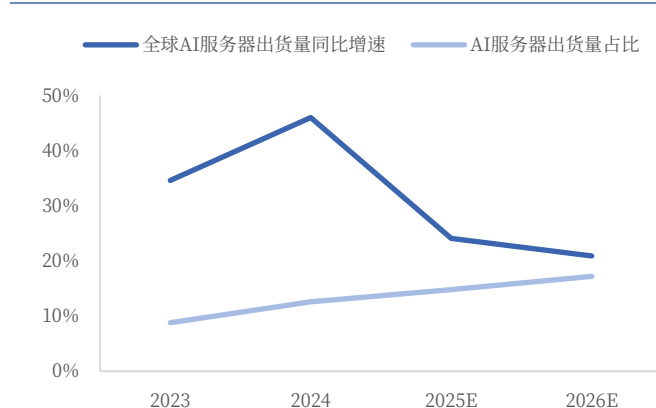
算力需求有望爆发，AI 服务器有望带动 PPO 需求增长。OpenAI 研究显示，2012 年之前，开发突破性模型所需的计算能力的增长速度与摩尔定律大致相同，单个微芯片的计算能力往往每两年翻一番。2012 年随着图像识别系统 AlexNet 的引进，顶级模型的计算需求急剧增加，2012-2018 年算力需求每 3-4 个月翻一番。随着 AI 的持续发展，预计未来每 2 个月算力需求将翻一番。服务器是算力的基础设施，随着算力需求的快速发展，全球 AI 服务器出货量有望跟随增加。据 TrendForce 集邦咨询预估，2026 年来自云端服务业者（CSP）、主权云的需求持续稳健，对 GPU、ASIC 拉货动能将有所提升，叠加 AI 推理应用蓬勃发展，预计全球 AI 服务器出货量将同比增长 20% 以上，占整体服务器比重上升至 17%。AI 服务器通常具有更强大的计算能力和更高效的数据传输能力，较普通服务器增加配置 GPU 加速卡，将增加高频 PCB 使用量，进而提振树脂需求。我们认为，随着 AI 服务器出货量的持续提升，对应电子树脂需求有望增多。

图121: 1985-2025E 算力需求趋势



资料来源:《The Latest Advances, Challenges and Future》(Shiqiang Zhu 等), 中国银河证券研究院

图122: 全球 AI 服务器出货量增速及占比情况



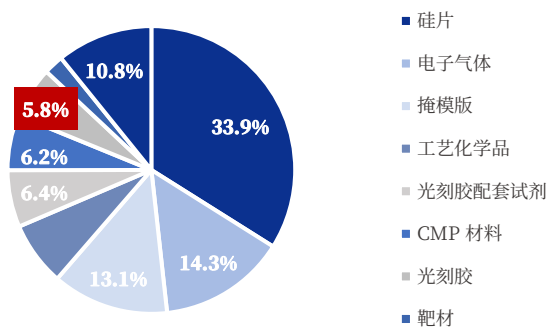
资料来源: TrendForce 集邦咨询, 中国银河证券研究院

PCIe5.0 升级叠加 AI 算力爆发, 驱动高频 PCB 需求增加, 进而提升对高性能树脂的需求, PPO 作为目前高频高速覆铜板主流树脂之一, 有望充分受益, **建议关注国内电子级 PPO 生产商圣泉集团 (605589.SH) 等。**

(三) 芯片核心原料, 光刻胶国产替代加速

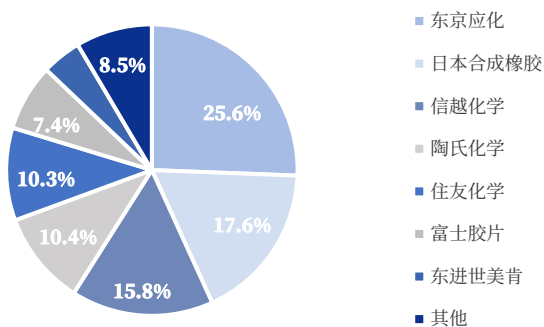
半导体光刻胶是芯片关键材料, 壁垒高企。光刻即在光照作用下, 借助光刻胶(又名光致抗蚀剂)将掩模版上的图形转移到基片上的技术。光刻胶分 PCB 光刻胶、显示光刻胶、半导体光刻胶。其中半导体光刻胶市场规模最大且壁垒最高, 主要由国外企业垄断, 如日本东京应化、日本合成橡胶、信越化学、陶氏化学等。根据中国电子信息产业发展研究院发表的《全球半导体光刻胶行业现状及发展分析》, 半导体芯片制造过程中光刻工艺占芯片制造时间的 40%-50%、占芯片制造成本的 30%, 因此半导体光刻胶是制造芯片最关键的材料, 半导体光刻胶被誉为半导体材料“皇冠上的明珠”。

图123: 2023 年全球半导体材料市场构成



资料来源:《全球半导体光刻胶行业现状及发展分析》(冯国楠等), 中国银河证券研究院

图124: 2023 年半导体光刻胶市场企业竞争格局



资料来源:《全球半导体光刻胶行业现状及发展分析》(冯国楠等), 中国银河证券研究院

光刻胶体系复杂, 依赖经验积累。光刻胶主要由 4 部分组成: 成膜树脂、光敏物质、溶剂、适当的助剂。光刻胶配方研发是通过成百上千个树脂、光酸和添加剂的排列组合尝试出来, 且难以通过现有产品反向解构, 因此对技术及经验积累要求很高。根据刻蚀用光的波长不同, 光刻胶可分为普通宽谱光刻胶、g 线 (436nm)、i 线 (365nm)、KrF (248nm)、ArF (193nm)、F2 (157nm), 以及 EUV(<13.5nm)光刻胶。目前半导体光刻胶中 g/i 线光刻胶国产化率不到 30%, KrF 光刻胶国

产化率仅为 5%，ArF/ArFi 光刻胶国产化率仅 1%，EUV 光刻胶尚在开发阶段。

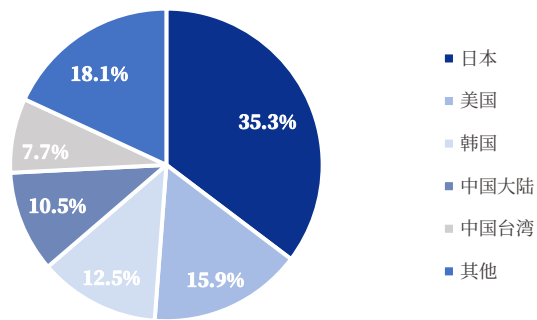
表26：常见光刻胶体系

光刻胶体系	成膜树脂	感光剂	光刻波长	技术节点及用途
聚乙烯醇肉桂酸酯系负性光刻胶	聚乙烯醇肉桂酸酯	成膜树脂自身	紫外全谱（300-450nm）	3μm 以上集成电路和半导体器件
环化橡胶-双叠氮负胶	环化橡胶	芳香族双叠氮化合物	紫外全谱（300-450nm）	2μm 以上集成电路和半导体器件
酚醛树脂-重氮萘醌正胶	酚醛树脂	重氮萘醌化合物	G 线（436nm）、I 线（365nm）	0.5μm 以上集成电路、0.35μm-0.5μm 集成电路
248nm 光刻胶	聚对羟基苯乙烯及其衍生物	光致产酸剂	KrF(248nm)	0.25μm-0.13μm 集成电路
193nm 光刻胶	聚脂环族丙烯酸酯及其共聚物	光致产酸剂	ArF（193nm 干法）、ArF(193nm 浸没法)	130-65nm 集成电路、45nm，32nm 集成电路
EUV 光刻胶	聚酯衍生物分子玻璃单组份材料	光致产酸剂	极紫外（EUV，13.5nm）	32nm，22nm 及以下集成电路
电子束光刻体系	甲基丙烯酸酯及其共聚物	光致产酸剂	电子束	掩膜板制备
纳米压印紫外光刻胶体系	丙烯酸酯类；环氧树脂；乙烯基醚	自由基型光引发剂；阳离子光引发剂	紫外光	电子学、生物学、光学等领域

资料来源：《光刻材料的发展及应用》（庞玉莲，邹应全），中国银河证券研究院

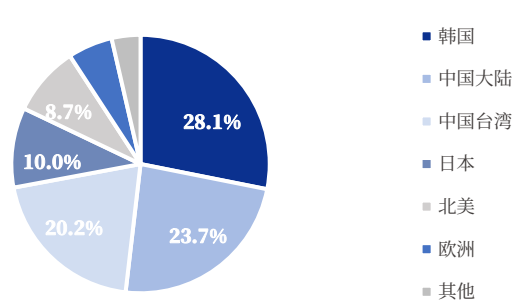
我国是光刻胶第一大市场，国产化加速发力。从市场地域分布来看，全球半导体光刻胶市场排名前四的国家/地区均为亚太地区，这与半导体产能都集中在亚太市场密切相关，据《全球半导体光刻胶行业现状及发展分析》，2023 年全球超 75%的半导体产能在亚太市场。近年，芯片供应越来越成为政治博弈工具，我国研发脚步较快，但与技术原始积累较强的日韩美相比仍有一定差距。2024 年，全球光刻胶产业的相关专利申请总量超 17 万件，中国大陆和中国台湾地区的光刻胶专利受理量占比分别为 10.5%和 7.7%。建议关注万润股份（002643.SZ）、鼎龙股份（300054.SZ）等。

图125：2024 年全球光刻胶专利受理分布



资料来源：《全球半导体光刻胶行业现状及发展分析》（冯国楠等），中国银河证券研究院

图126：2023 年半导体光刻胶市场全球地域分布



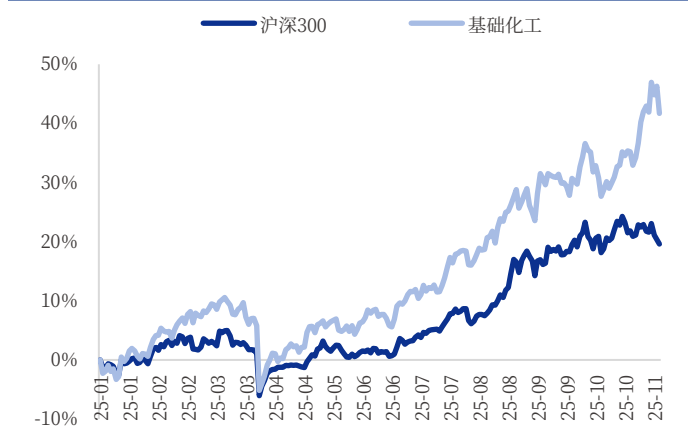
资料来源：《全球半导体光刻胶行业现状及发展分析》（冯国楠等），中国银河证券研究院

六、投资建议

（一）“强预期”或催生“强现实”，化工板块配置价值凸显

2025 年以来，基础化工、石油化工指数整体震荡上行。截至 11 月 18 日，基础化工累计上涨 41.7%，石油化工累计上涨 13.0%，分别较沪深 300 指数跑赢 22.1、跑输 6.6 个百分点。其中，基础化工在 30 个一级行业中排名 5 位；石油化工在 109 个二级子行业中排名 79 位。

图127：年初至今基础化工和沪深 300 收益率表现



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

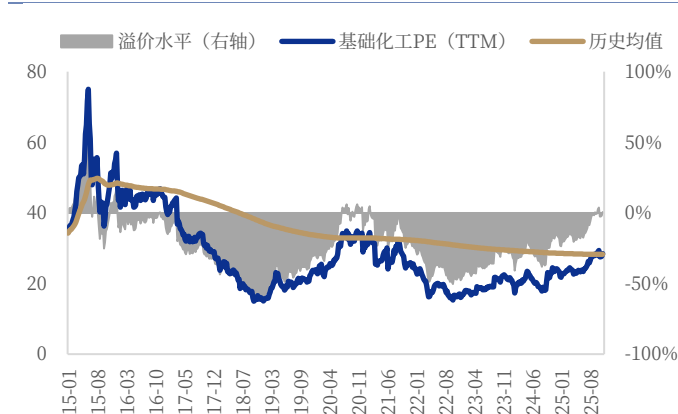
图128：年初至今石油化工和沪深 300 收益率表现



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

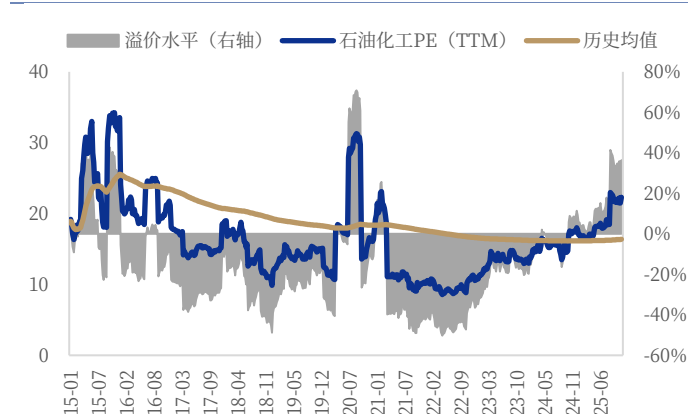
从估值来看，截至 11 月 18 日，基础化工和石油化工 PE (TTM) 分别为 28.3x、22.9x，较 2015 年以来的历史均值 28.3x、16.4x 溢价水平分别为 0.02%、40.01%；PB (MRQ) 分别为 2.6x、1.1x，较 2015 年以来的历史均值 2.8x、1.2x 溢价水平分别为 -9.53%、-6.50%。当前时点基础化工行业市净率仍处在 2015 年以来的历史中枢偏低水平，随着“反内卷”浪潮连续发力，“强预期”有望逐渐带来“强现实”的价格提升、业绩改善，化工板块配置价值值得重视。

图129：2015 年至今基础化工 PE (TTM) 相较历史均值变化



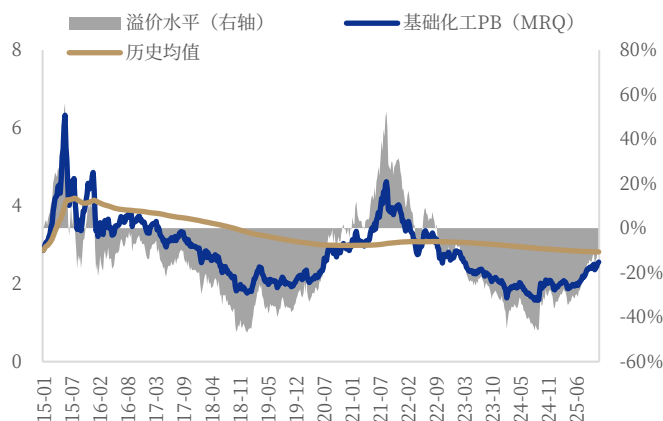
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图130：2015 年至今石油化工 PE (TTM) 相较历史均值变化



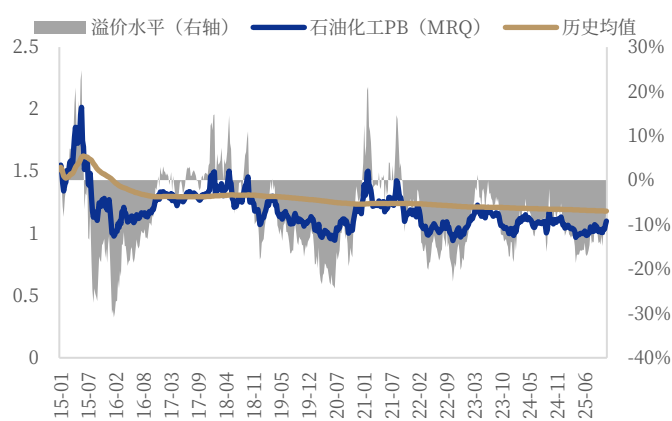
资料来源：iFind，中国银河证券研究院

图131: 2015 年至今基础化工 PB (MRQ) 相较历史均值变化



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图132: 2015 年至今石油化工 PB (MRQ) 相较历史均值变化



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

（二）投资建议

目前我国化工行业景气正值历史底部区域。在不发生原油供应大幅中断的情况下, 预计 2026 年 Brent 原油价格运行区间为 60-70 美元/桶, 成本端有望逐步止跌企稳, 行业景气修复程度预计仍与供需情况息息相关。供给端, 一方面, 2024 年以来化工行业资本开支迎来负增长, 在建、存量产能将逐渐消化; 另一方面, 国内“反内卷”浪潮汹涌, 海外落后产能加速出清, 供给端有望收缩。需求端, “十五五”规划建议稿“坚持扩大内需”为未来五年定调, 国内新旧动能切换将持续推进叠加美国降息周期开启, 化工品需求增长可期。我们认为, 2026 年供给侧的反抗和需求侧的新动能有望加速化工行业周期反转, 具体投资建议如下:

综合整治内卷式竞争, 积极把握周期反转机会。建议关注七个子板块: 1) PTA 景气低位运行, 行业反内卷呼声渐起, 建议关注恒力石化(600346.SH)、荣盛石化(002493.SZ)、新凤鸣(603225.SH)、桐昆股份(601233.SH)等。2) 涤纶长丝产能趋于集中, 行业自律激发周期弹性, 建议关注新凤鸣(603225.SH)、桐昆股份(601233.SH)、恒逸石化(000703.SZ)等。3) 氨纶否极泰来, 行业集中度有望加速提升, 建议关注华峰化学(002064.SZ)、新乡化纤(000949.SZ)。4) 农药全球需求好转, 底部价格品种或迎反弹, 建议关注扬农化工(600486.SH)、润丰股份(301035.SZ)、江山股份(600389.SH)、广信股份(603599.SH)、利尔化学(002258.SZ)等。5) 有机硅产能扩张步入尾声, 行业供需格局有望改善, 建议关注合盛硅业(603260.SH)、新安股份(600596.SH)等。6) 挑战与机遇并存, 静待钛白粉行业走出底部, 建议关注龙佰集团(002601.SZ)。7) 炼油产能面临优化, “减油增化”提升有效供应, 建议关注中国石化(600028.SH)、中国石油(601857.SH)、荣盛石化(002493.SZ)、恒力石化(600346.SH)等。

聚焦需求刚性支撑, 探寻高胜率赛道。建议关注八个子板块: 1) 供方挺价意愿强化, 钾肥高景气有望延续, 建议关注亚钾国际(000893.SZ)。2) 磷矿供需持续偏紧, 资源型企业有望充分受益, 建议关注芭田股份(002170.SZ)、云天化(600096.SH)、兴发集团(600141.SH)、川恒股份(002895.SZ)等。3) 氨基酸趋势预计延续, 海外产能逐步退出有望带来长期景气, 建议关注新和成(002001.SZ)、安迪苏(600299.SH)、梅花生物(600873.SH)等。4) 三氯蔗糖期待反内卷, 阿洛酮糖空间广阔, 建议关注金禾实业(002597.SZ)、百龙创园(605016.SH)、保龄宝(002286.SZ)等。5) 维生素率先吹响本轮化工涨价号角, 目前进入第二阶段, 建议关注新和成(002001.SZ)、浙江医药(600216.SH)、兄弟科技(002562.SZ)等。6) 配额政策强约束, 制冷剂高景气延续, 建议关注巨化股份(600160.SH)、三美股份(603379.SH)、永和股份(605020.SH)等。7) 欧

盟反倾销初裁即将落地，海外轮胎价值或将重估，建议关注赛轮轮胎（601058.SH）、森麒麟（002984.SZ）等。8）民爆行业发展稳健，政策引导下行业或加速整合，建议关注广东宏大（002683.SZ）、易普力（002096.SZ）、江南化工（002226.SZ）等。

赋能新质生产力，掘金新材料蓝海。建议关注三条投资主线：1）人形机器人轻量化之路，PEEK或成关键解决方案，建议关注中研股份（688716.SH）、沃特股份（002886.SZ）、国恩股份（002768.SZ）等。2）AI 助推全球算力需求，电子级 PPO 成长可期，建议关注圣泉集团（605589.SH）。3）芯片核心原料，光刻胶国产替代加速，建议关注万润股份（002643.SZ）、鼎龙股份（300054.SZ）等。

表27：重点公司盈利预测与估值（2025/11/20）

股票代码	股票简称	EPS				PE				投资评级
		2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
603225.SH	新凤鸣	0.72	0.74	0.99	1.30	22.96	22.34	16.70	12.72	推荐
603599.SH	广信股份	0.86	0.78	1.01	1.18	13.91	15.26	11.79	10.09	推荐
600028.SH	中国石化	0.41	0.34	0.35	0.43	14.76	17.79	17.29	14.07	推荐
000893.SZ	亚钾国际	1.03	2.07	2.93	3.73	42.52	21.16	14.92	11.72	推荐
002170.SZ	芭田股份	0.42	1.01	1.22	1.43	28.83	12.09	10.03	8.54	推荐
600096.SH	云天化	2.93	3.17	3.24	3.29	10.19	9.41	9.22	9.06	推荐
605020.SH	永和股份	0.49	1.28	1.61	1.86	56.80	21.02	16.72	14.41	推荐
601058.SH	赛轮轮胎	1.24	1.19	1.52	1.74	12.99	13.54	10.60	9.26	推荐
002984.SZ	森麒麟	2.11	1.31	1.93	2.04	9.58	15.44	10.48	9.91	推荐
002768.SZ	国恩股份	2.49	3.09	3.76	4.50	21.34	17.19	14.13	11.81	推荐
601233.SH	桐昆股份	0.50	0.87	1.23	1.51	20.56	17.06	12.15	9.88	
002064.SZ	华峰化学	0.45	0.41	0.56	0.66	28.55	23.25	17.00	14.62	
600486.SH	扬农化工	2.96	3.31	3.96	4.55	21.25	19.50	16.27	14.18	
301035.SZ	润丰股份	1.60	4.60	5.48	5.77	19.79	15.30	12.85	12.19	
603260.SH	合盛硅业	1.47	0.45	1.51	1.97	-	139.58	41.63	31.92	
600596.SH	新安股份	0.04	0.22	0.47	0.66	-	52.31	24.88	17.88	
002601.SZ	龙佰集团	0.91	1.01	1.32	1.59	33.73	17.89	13.71	11.38	
002001.SZ	新和成	1.91	2.15	2.34	2.58	10.60	11.55	10.60	9.63	
002597.SZ	金禾实业	0.98	1.38	1.78	2.13	21.85	14.96	11.64	9.71	
605016.SH	百龙创园	0.76	0.85	1.09	1.41	26.28	24.54	19.15	14.82	
600160.SH	巨化股份	0.73	1.66	2.09	2.45	23.48	20.54	16.33	13.92	
002886.SZ	沃特股份	0.14	0.23	0.47	0.75	122.54	85.01	41.81	26.02	
605589.SH	圣泉集团	1.03	1.40	1.74	2.13	22.03	19.52	15.76	12.84	
002643.SZ	万润股份	0.26	0.46	0.55	0.63	49.00	29.79	24.82	21.49	

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

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

七、风险提示

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

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

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

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

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

图表目录

图 1: 石油化工单季度营业收入及增速	4
图 2: 基础化工单季度营业收入及增速	4
图 3: 石油化工单季度归母净利润及增速	4
图 4: 基础化工单季度归母净利润及增速	4
图 5: 石油化工单季度销售毛利率/净利率	5
图 6: 基础化工单季度销售毛利率	5
图 7: 石油化工在建工程、固定资产及资本开支（亿元）及同比增速	6
图 8: 基础化工在建工程、固定资产及资本开支（亿元）及同比增速	6
图 9: 石油化工现金流净额（亿元）	7
图 10: 基础化工现金流净额（亿元）	7
图 11: OPEC 原油产量（万桶/日）及同比增速	7
图 12: 美国石油钻机数（台）与原油产量（万桶/日）	7
图 13: 俄罗斯原油产量（万桶/日）	8
图 14: 伊朗原油产量及出口量（万桶/日）	8
图 15: 全球实际 GDP 增速与原油消费量增速	8
图 16: 裂解价差走势（美元/桶）	8
图 17: IEA 全球石油供需平衡表预测（百万桶/日）	9
图 18: 2025 年美国石油成本曲线（美元/桶）	9
图 19: 我国 PPI 当月同比与规模以上工业企业产成品存货同比走势	13
图 20: 能源及化工类大宗商品价格指数	13
图 21: 化工细分行业工业增加值累计占比	14
图 22: 化工细分行业 PPI 当月同比	14
图 23: 2017-2024 年我国 PTA 供需情况（万吨）	15
图 24: 我国 PTA 价差走势（元/吨）	15
图 25: 2017-2024 年我国涤纶长丝供需情况（万吨）	17
图 26: 2019-2024 年我国涤纶长丝行业集中度（CR4）	17
图 27: 我国纺织服装需求消费（亿元）	18
图 28: 我国涤纶长丝出口量（万吨）及同比增速	18
图 29: 涤纶长丝 POY、DTY、FDY 价差（PX，元/吨）	18
图 30: 涤纶长丝 POY、DTY、FDY 价差（PTA，元/吨）	18
图 31: 氨纶价格价差低位	19
图 32: 过去十年氨纶行业需求增速较快	19
图 33: 氨纶产能情况和近年变化	19
图 34: 除草剂主流品种价格走势（万元/吨）	21

图 35: 杀虫剂主流品种价格走势 (万元/吨)	21
图 36: 杀菌剂主流品种价格走势 (万元/吨)	22
图 37: 我国农药月度累计出口量及增速	22
图 38: 我国农药月度累计出口金额及出口均价 (右轴)	22
图 39: 2024 年我国有机硅深加工产品占比情况	23
图 40: 2022 年我国有机硅产品下游应用领域占比情况	23
图 41: 我国有机硅中间体表观消费量 (万吨) 及同比增速	24
图 42: 我国初级形状聚硅氧烷出口量 (万吨) 及同比增速	24
图 43: 2024 年我国初级形状聚硅氧烷出口量分布	24
图 44: 全球各市场人均有机硅消费量	24
图 45: 我国有机硅中间体产能、产量 (万吨) 及同比增速 (右轴)	25
图 46: 我国有机硅中间体月度开工负荷率	25
图 47: 我国有机硅 DMC 价格、价差 (元/吨) 走势 (无工业硅配套)	25
图 48: 我国有机硅 DMC 价格、价差 (元/吨) 走势 (有工业硅配套)	25
图 49: 2024 年全球钛白粉产能分布	26
图 50: 我国钛白粉供需结构 (万吨)	26
图 51: 2025 年我国钛白粉产能分布 (按地区)	26
图 52: 目前我国钛白粉产能分布 (按工艺)	26
图 53: 2024 年我国钛白粉消费结构	27
图 54: 我国房地产竣工面积及增速	27
图 55: 我国钛白粉出口量及出口均价	27
图 56: 2025 年前三季度我国钛白粉出口分布	27
图 57: 硫酸法钛白粉价差 (元/吨)	28
图 58: 氯化法钛白粉价差 (元/吨)	28
图 59: 2015-2024 年我国炼油能力 (亿吨/年) 及增量 (万吨/年)	29
图 60: 我国原油加工量 (亿吨) 及同比增速	29
图 61: 实际运行年限 30 年及以上老旧产能集团占比	30
图 62: 实际运行年限 20 年及以上老旧产能集团占比	30
图 63: 2017-2024 年我国成品油供需 (万吨)	30
图 64: 我国成品油价差走势 (元/吨)	30
图 65: 我国主营炼厂开工负荷	31
图 66: 我国地炼装置开工负荷	31
图 67: 全球钾肥消费结构 (2024E)	31
图 68: 全球钾肥需求量 (百万吨, 折 KCl)	31
图 69: 我国氯化钾供需结构 (万吨)	32
图 70: 2025 年 1-9 月我国氯化钾进口分布 (万吨)	32
图 71: 国内市场氯化钾价格走势 (元/吨)	33

图 72: 国际市场氯化钾价格走势 (美元/吨)	33
图 73: 我国氯化钾月度社会库存 (千吨)	33
图 74: 我国氯化钾月度港口库存 (千吨)	33
图 75: 2024 年全球磷矿石储量分布 (亿吨)	34
图 76: 2024 年全球磷矿石产量分布 (万吨)	34
图 77: 2024 年主要国家磷矿石储采比	34
图 78: 我国磷矿产量分布 (万吨)	35
图 79: 2024 年我国磷矿石消费结构	35
图 80: 我国磷矿石供需结构 (万吨)	35
图 81: 我国磷矿石价格走势 (元/吨)	36
图 82: 主要氨基酸品种的价格走势 (元/千克)	37
图 83: 主要甜味剂的价格走势 (万元/吨)	39
图 84: 维生素价格走势之一 (元/千克)	40
图 85: 维生素价格走势之二 (元/千克)	40
图 86: 维生素价格走势之三 (元/千克)	41
图 87: 维生素价格走势之四 (元/千克)	41
图 88: 空调产量 (万台) 及同比增速	41
图 89: 汽车产量 (万辆) 及同比增速	41
图 90: R22 价格及价差走势 (元/吨)	42
图 91: R32 价格及价差走势 (元/吨)	42
图 92: R125 价格及价差走势 (元/吨)	42
图 93: R134a 价格及价差走势 (元/吨)	42
图 94: 萤石价格走势 (元/吨)	43
图 95: 我国萤石月度开工率	43
图 96: 2016-2024 年全球轮胎市场配套、替换需求情况 (百万条)	44
图 97: 全球轮胎市场份额占比	44
图 98: 欧盟 27 国半钢胎进口市场份额	45
图 99: 欧盟 27 国全钢胎进口市场份额	45
图 100: 轮胎主要原材料价格走势 (元/吨)	46
图 101: 单胎原材料价格指数 (元/吨) 及分位数	46
图 102: 我国水利管理业、基础设施建设固定资产投资完成额增速	46
图 103: 我国采矿业及细分领域固定资产投资完成额累计同比	46
图 104: 我国民爆行业生产总值 (亿元) 及同比增速	47
图 105: 我国民爆行业利润总值 (亿元) 及同比增速	47
图 106: 2024 年我国民爆企业生产总值同比增速排名前 20 省份	47
图 107: 2024 年我国民爆企业生产总值分布 (亿元)	47
图 108: 我国煤炭储量分布	48

图 109: 2025 年 1-9 月全国原煤产量分布	48
图 110: 新疆地区原煤产量 (万吨) 及占比	48
图 111: 新疆及全国采矿业固定资产投资额同比增速对比 (%)	49
图 112: 我国铜矿储量分布	49
图 113: 西藏民爆生产销售总值 (亿元) 及增速	49
图 114: 全球人形机器人销售量预测 (万台)	52
图 115: 中国人形机器人销售量预测 (万台)	52
图 116: 全球 PEEK 市场规模 (亿美元) 及增长率	52
图 117: 中国 PEEK 市场规模 (亿元) 及增长率	52
图 118: 聚苯醚产业链	53
图 119: PCB 产业链	53
图 120: PCIe 不断升级带动数据传输速率提升	54
图 121: 1985-2025E 算力需求趋势	55
图 122: 全球 AI 服务器出货量增速及占比情况	55
图 123: 2023 年全球半导体材料市场构成	55
图 124: 2023 年半导体光刻胶市场企业竞争格局	55
图 125: 2024 年全球光刻胶专利受理分布	56
图 126: 2023 年半导体光刻胶市场全球地域分布	56
图 127: 年初至今基础化工和沪深 300 收益率表现	57
图 128: 年初至今石油化工和沪深 300 收益率表现	57
图 129: 2015 年至今基础化工 PE (TTM) 相较历史均值变化	57
图 130: 2015 年至今石油化工 PE (TTM) 相较历史均值变化	57
图 131: 2015 年至今基础化工 PB (MRQ) 相较历史均值变化	58
图 132: 2015 年至今石油化工 PB (MRQ) 相较历史均值变化	58
表 1: 基础化工子行业 2025 年前三季度业绩表现	5
表 2: 近期我国反内卷相关政策/会议梳理	9
表 3: 近期我国石化化工行业引导落后产能退出相关政策/会议梳理	10
表 4: 近几年欧洲部分化工产品产能退出情况	11
表 5: 我国扩大内需相关政策文件/会议梳理	12
表 6: PTA 行业新增产能投放情况及计划	15
表 7: 我国 PTA 装置淘汰情况	15
表 8: 近期 PTA 装置检修计划	16
表 9: 涤纶长丝在建项目不完全统计	17
表 10: 氨纶产能情况和近年变化 (万吨/年)	19
表 11: 主要农药品种所处历史位置及最新价格走势 (20200203-20251031)	21

表 12: 农药行业“反内卷”相关政策文件/行动	22
表 13: 2025 年有机硅单体拟在建装置跟踪	25
表 14: 炼油化工行业相关产业政策	29
表 15: 近年中印钾肥大合同价格对比（美元/吨）	32
表 16: 我国磷矿品位分布	34
表 17: 主要氨基酸品种所处历史位置及最新价格走势（20200203-20251031）	37
表 18: 全球蛋氨酸产能分布	38
表 19: 主要甜味剂品种所处历史位置及最新价格走势（20200203-20251031）	38
表 20: 主要维生素品种所处历史位置及最新价格走势（20200203-20251031）	40
表 21: 近年来中国轮胎业面临的贸易摩擦情况	44
表 22: “十四五”民爆行业发展主要预期指标	50
表 23: 2024 年民爆生产企业集团排名前十	50
表 24: PEEK 与主要工程塑料、特种工程塑料性能对比	51
表 25: PEEK 与通用金属钢、铝合金性能指标对比	51
表 26: 常见光刻胶体系	56
表 27: 重点公司盈利预测与估值（2025/11/20）	59

分析师承诺及简介

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

王鹏、翟启迪、孙思源，化工行业分析师。

免责声明

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

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

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

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

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

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