



Research and
Development Center

化工 2026 年度策略报告：成长与分红并重，价值再发现

2025 年 12 月 5 日

证券研究报告

行业研究

行业投资策略

化工行业

张燕生 化工行业首席分析师
执业编号: S1500517050001
联系电话: +86 010-83326847
邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

洪英东 化工行业分析师
执业编号: S1500520080002
联系电话: +86 010-83326848
邮箱: hongyingdong@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座
邮编: 100031

化工 2026 年度策略报告：成长与分红并重，价值再发现

2025 年 12 月 5 日

本期内容提要：

行业整体承压。 2022 年以来，中国化工品价格指数持续下行，2023-2025 年连续三年同比下滑，从 2022 年 5 月（平均）的 6000 点跌至 2025 年 11 月（截止 11/19 平均）的 3851，下降 35.81%。2025 年下滑幅度进一步加剧。受此影响，化工行业呈现“增收不增利”特征，规模以上工业企业及中信基础化工板块营业收入虽有小幅增长，2024 年，化学原料和化学制品制造业规模以上企业收入同比增长 4.2%，2025 年前 9 月，增速下滑至 1%。但利润总额逐年下滑，2022 年下滑 8.7%至 7302 亿元，2023 年大幅下滑 34.1%至 4694.2 亿元，2024 年在收入增长的情况下利润进一步下滑 8.6%至 4250.1 亿元，行业整体盈利能力承压。

盈利能力与价格高度相关。从盈利表现来看，化工行业利润率与产品价格走势高度一致，2021-2022 年整体维持在 9-10%的高点。2022 年 Q4 开始，随着化工产品价格持续走低，利润率快速下滑，2023 年利润率下滑至平均 4.8%，2024 年利润率下滑至平均 4.3%，2025 年前 3 季度下滑至平均 3.9%。细分板块表现分化，农用化工 2025 年利润率有所抬升，橡胶及制品板块在行业下行期净利率逐步提升，而化学纤维、化学原料等板块整体仍处于下行区间，政策约束强、需求稳健的行业展现更强韧性。

产能增速有所放缓，但仍需时间消化。供给端方面，2021-2024 年化工行业固定资产投资持续大幅增长，中信基础化工在建工程规模显著增加，尽管 2025 年在建工程增速回落，但固定资产仍维持高增，产能扩张尚未完全收尾。投资回报率随产能投放持续下滑，2023-2024 年基础化工板块 ROE 分别降至 5.95% 和 4.86%，细分板块中钾肥、磷肥、合成树脂等板块 ROE 表现相对稳健。

关注分红稳定、盈利低周期波动的公司。在行业周期底部阶段，盈利稳定、分红能力强（现金流充足、自由现金流健康）、分红意愿高且估值合理的企业更具投资价值。通过筛选，22 家基础化工企业满足盈利能力、现金流、分红比例及股息率等多重指标要求，成为重点关注对象。

投资建议：我们建议投资者关注盈利稳定、分红能力强的公司。

风险因素：下游需求大幅下降的风险；原材料价格大幅上涨的风险；欧美对东南亚轮胎发起新一轮双反或国内外其它贸易政策有不利变动的风险

目录

价格持续下行，行业增收不增利.....	4
盈利整体承压，部分板块表现突出.....	7
一、价格与利润率高度一致.....	7
二、板块之间有所分化，政策约束+需求稳健行业韧性更强.....	9
三、细分行业.....	9
产能扩张是否进入尾声？.....	14
一、在建工程大幅增加，增速稍有回落.....	14
二、投资回报率如何？.....	17
寻找盈利稳定且具有投资回报的公司.....	25
一、分红能力与分红意愿.....	25
二、估值与股息.....	28
投资建议.....	31
风险因素.....	32

表目录

表 1：基础化工板块稳定分红低估值公司.....	30
--------------------------	----

图目录

图 1：中国化工产品价格指数走势.....	4
图 2：化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业营业收入及同比（亿元，%）.....	5
图 3：化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业利润总额及同比（亿元，%）.....	5
图 4：基础化工板块营业总收入（亿元）.....	6
图 5：基础化工板块归母净利润（亿元）.....	6
图 6：化学原料和化学制品制造业规模以上企业利润率（%）.....	7
图 7：中信基础化工板块毛利率（%）.....	8
图 8：中信基础化工板块净利率（%）.....	8
图 9：中信基础化工一级行业归母净利率（%）.....	9
图 10：农用化工各细分板块毛利率（%，钾肥右轴）.....	10
图 11：化学纤维各细分板块毛利率（%）.....	11
图 12：化学原料各细分板块毛利率（%）.....	12
图 13：其他化学制品细分板块毛利率（%，日用化学品右轴）.....	13
图 14：塑料制品细分板块毛利率（%）.....	13
图 15：橡胶制品细分板块毛利率（%）.....	14
图 16：化学原料及化学制品制造业固定资产投资额累计同比（%）.....	15
图 17：中信基础化工在建工程及同比（亿元，%）.....	15
图 18：中信基础化工固定资产及同比（亿元，%）.....	16
图 19：中信基础化工在建工程（亿元）.....	16
图 20：基础化工各板块在建工程同比增速（%）.....	17
图 21：基础化工净资产收益率平均（%）.....	18
图 22：基础化工一级行业净资产收益率平均（%）.....	19
图 23：农用化工各细分板块 ROE（%）.....	20
图 24：化学纤维各细分板块扣非净资产收益率（%）.....	21
图 25：化学原料各细分板块扣非净资产收益率（%）.....	22
图 26：其他化学制品细分板块 ROE（%）.....	23
图 27：塑料制品细分板块 ROE（%）.....	23
图 28：橡胶制品细分板块 ROE（%）.....	24
图 29：基础化工板块近 3 年平均净利率分布(%).....	26
图 30：基础化工净现流占比过去 3 年平均分布(%).....	26
图 31：基础化工自由现金流占比过去 3 年平均分布(%).....	27
图 32：基础化工分红率过去 3 年平均分布(%).....	28
图 33：基础化工板块企业 PE (ttm) 分布（倍）.....	29
图 34：基础化工板块过去 3 年平均分红率/PE(ttm)分布.....	29

价格持续下行，行业增收不增利

一、化工板块整体表现

价格持续下行。

对于化工行业而言，价格是反映行业供需，决定行业盈利的核心要素。

自 2022 年以来，中国化工品价格指数一路走低，从 2022 年 5 月（平均）的 6000 点跌至 2025 年 11 月（截止 11/19 平均）的 3851，下降 35.81%。

年平均来看，2025 年（截止 11/19）平均为 4107，较 2024 年同比下降 10.16%，2023-2025 年连续 3 年同比下滑，且 2025 年下滑幅度较 2024 年（同比-2.3%）进一步加剧。

图 1：中国化工产品价格指数走势



资料来源：同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

与化工产品价格指数下降对应的，是化工企业的收入增速下滑与盈利下滑。

2025 年前 9 个月，化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业营业收入累计同比增长 1%，实现营业收入 67246 亿元。从 2023-2024 年的收入来看，2023 年为价格大幅下行的第一年，且由于在 2021-2022 年价格高位期间建设的产能未能投放，2023 年化学原料和化学制品制造业规模以上企业收入同比下降 3.5%，而 2024-2025 年，尽管价格进一步下跌，但由于产能投放，收入仍实现小幅度增长，但同比增速仍在收窄。2024 年，化学原料和化学制品制造业规模以上企业收入同比增长 4.2%，而截止 2025 年 9 月，增速已经下滑至 1%。

相比于收入，利润对价格更为敏感，也对化工企业的经营更具挑战。与价格相比，化学原料和化学制品制造业规模以上企业营业利润在 2021 年达到 8091 亿元的高点，之后逐年下滑。2022 年下滑 8.7% 至 7302 亿元，2023 年大幅下滑 34.1% 至 4694.2 亿元，2024 年在收入增长的情况下利润进一步下滑 8.6% 至 4250.1 亿元，2025 年前 9 个月，利润进一步下滑 4.4% 至 2802 亿元。

图 2：化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业营业收入及同比（亿元，%）

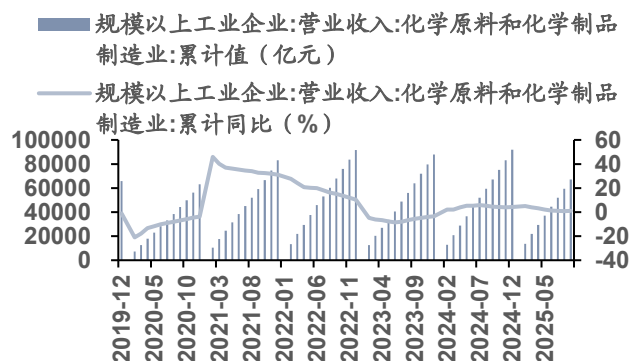
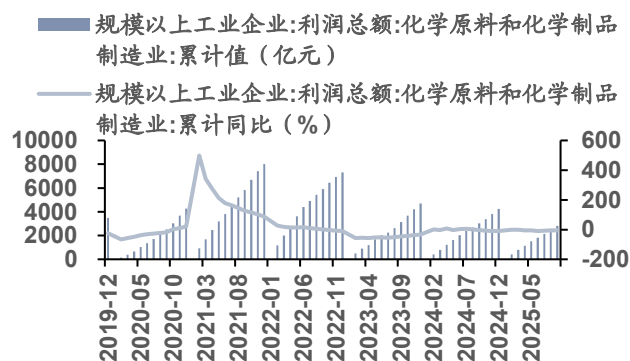


图 3：化学原料和化学制品制造业规模以上工业企业利润总额及同比（亿元，%）



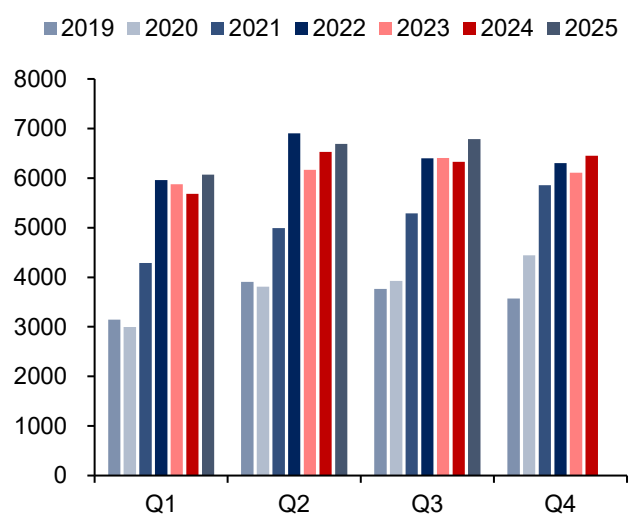
资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

而从上市公司来看，中信基础化工板块营业收入与国家统计局化学原料和化学制品规模以上企业的营业收入趋势基本一致。2022 年以来，在价格承压的情况下，中信基础化工板块的营业收入增速有所放缓，2022 年前 3 季度，中信基础化工板块营业收入同比大幅增长 32%至 19257 亿元，而 2023-2025 年前 3 季度，中信基础化工板块营业收入基本维持在 19000 亿元附近震荡。

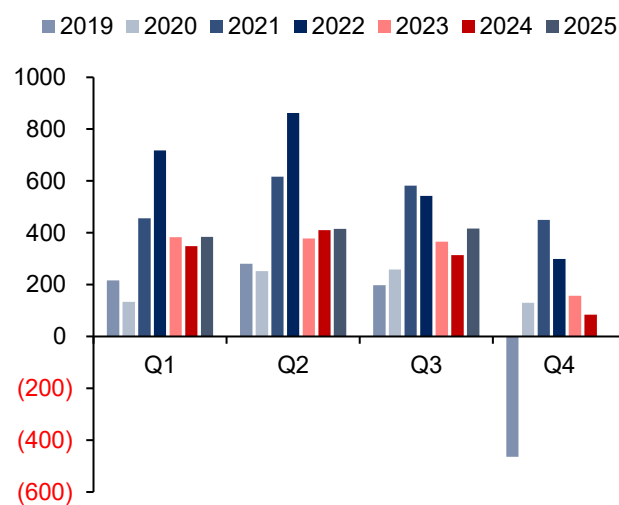
从利润来看，中信基础化工板块公司归母净利润在 2022 年达到高点 2422 亿元，同比增长 28%。而 2023-2024 年连续两年下滑，2024 年利润下滑至 1157 亿元。2025 年前 3 季度，中信基础化工板块公司归母净利润有所修复，前 3 季度实现归母净利润 1217 亿元，同比增长 13.3%。

图 4: 基础化工板块营业总收入 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

图 5: 基础化工板块归母净利润 (亿元)



资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

盈利整体承压，部分板块表现突出

在化工行业产品价格持续走低的影响下，从行业整体来看，行业表现出增收不增利的特点，说明了当前供需矛盾突出，企业盈利能力持存压的现状。

一、价格与利润率高度一致

根据国家统计局统计的化学原料和化学制品制造业规模以上企业的收入和营业利润计算利润率，化学原料和化学制品规模以上企业的利润率从 2020 年底触底反弹，2021-2022 年整体维持在 9-10% 的高点。2022 年 Q4 开始，随着化工产品价格持续走低，利润率快速下滑，2023 年利润率下滑至平均 4.8%，2024 年利润率下滑至平均 4.3%，2025 年前 3 季度下滑至平均 3.9%。

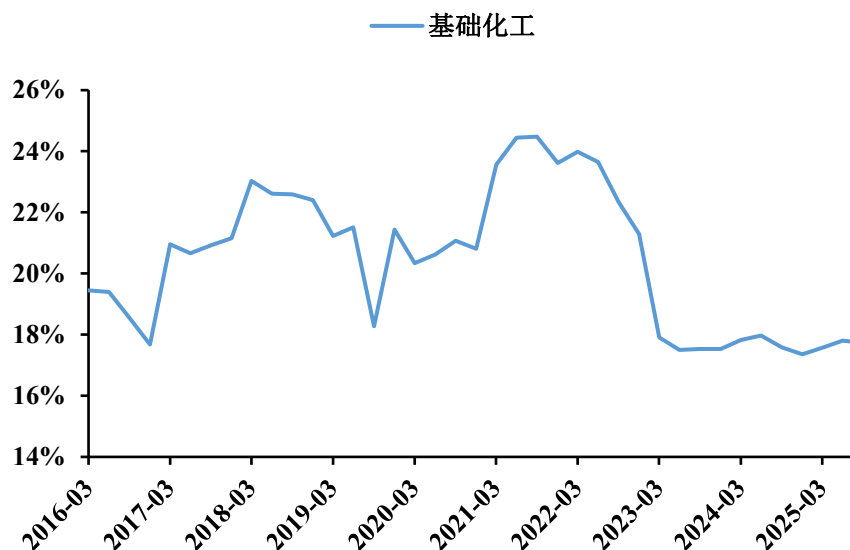
图 6：化学原料和化学制品制造业规模以上企业利润率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

从上市公司口径来看，2018-2020 年期间，中信化工板块毛利率整体在 20% 以上（2019Q3 除外）但呈现小幅度下行趋势，2021-2022 年，随着化工产品价格上行，化工板块毛利率上升至平均 23% 的水平。进入 2023 年，基础化工毛利率下降至 17-18% 的水平。但基础化工上市公司的毛利率 2023-2025 年整体相对平稳，没有出现进一步的大幅下滑。

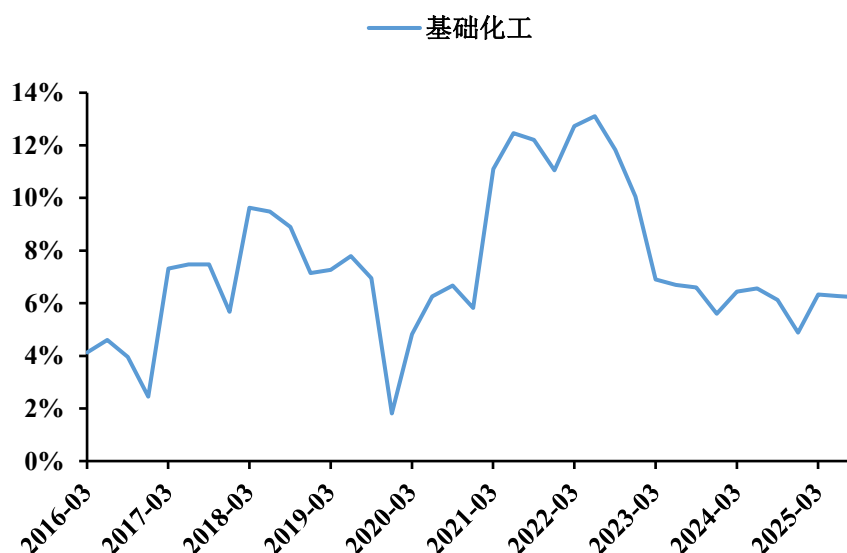
图 7：中信基础化工板块毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

从基础化工板块的净利率来看，与毛利率走势基本一致。2018-2020 年，化工板块净利率出现小幅度下行趋势，从 2018 年初的 9.6%逐步下行至 2020 年底的 5.81%，2021-2022 年净利率水平显著提升，平均达到 11.8%。而 2023-2025Q3，基础化工板块的净利率整体在 6%左右波动。

图 8：中信基础化工板块净利率（%）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

二、板块之间有所分化，政策约束+需求稳健行业韧性更强

1、不同细分板块之间有所分化

以中信化工的 6 个一级细分行业来看，分为农用化工、化学纤维、化学原料、化学制品、塑料及制品、橡胶及制品。

从这 6 个细分行业来看，化学原料和其他化学制品的行业趋势与化工整体趋势基本一致。这两个子行业也占基础化工行业收入比例最高。

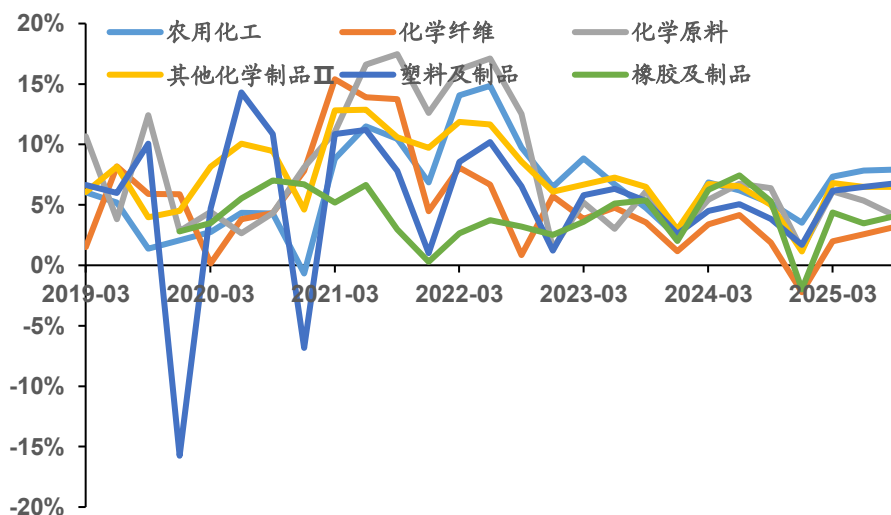
而农用化工虽然也自 2022 年以来持续下行，但进入 2025 年，其利润率有所抬升。

化学纤维行业的净利率自 2022 年以来震荡下行，在 2024 年 Q4 低点之后有所反弹，但其恢复幅度有限，整体仍在下行区间。

塑料及其制品行业利润率季度之间波动显著，即使在基础化工板块表现较强的 2021-2022 年其季度利润率也出现季度间的大幅度震荡。但从整体趋势来看，整体依然处于下行区间。

橡胶及制品板块的趋势与整体板块不一致，其在 2022-2024 年行业下行期间，净利率逐步提升，2024H2 有所下降之后，2025 年再次恢复。核心在于该板块以轮胎企业为主，轮胎产品为非标准的大宗商品，其价格与大宗商品价格走势并不完全一致。

图 9：中信基础化工一级行业归母净利率（%）



资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

三、细分行业

1、农用化工

农用化工进一步分为化肥和农药两个板块，化肥又分钾肥、磷肥、氮肥和复合肥。

农用化工下游需求为农业的农药和化肥，我国化肥以国内需求为主，农药出口较多，对应为国内和全球农药需求。

尽管国内的化肥受到“农药化肥”零增长政策的影响，但是在农业和食品安全的影响下，需求仍长期保持相对稳健。产品价格主要受到国际价格和供给端的影响。

从化肥来看，钾肥板块整体一直维持在较高的毛利率，尤其是 2021-2022 年受到俄乌冲突对全球钾肥供给冲击影响一路走高，2023 年之后有所回落，但进入 2025 年，毛利率进一步回升至 60%。

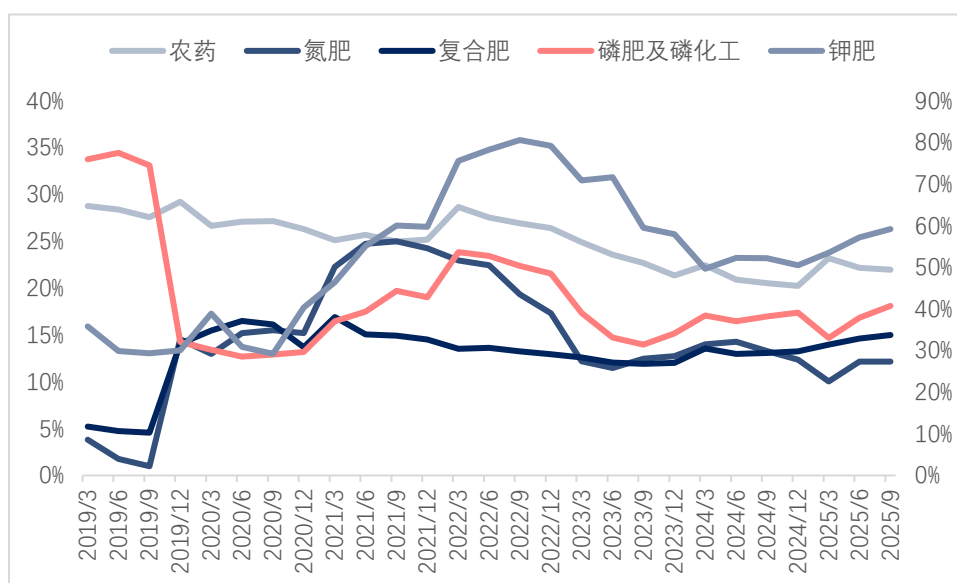
磷肥板块在 2019 年上半年毛利率超过 30%之后大幅回落，之后在 2022 年有小幅回升，但近 3 年平均仍在 15-16%的水平，波动较小。

氮肥板块由于产品分为尿素和合成氨，合成氨可以进一步作为其他化工产品的上游原材料，因此价格也受到其他化工产品价格影响，因此其毛利率与基础化工板块整体一致。

复合肥板块毛利率较为稳定，自 2020 年以来一直保持在 15%左右波动，由于复合肥是直接面向农户销售的产品，具有一定的地域性、品牌属性，因此在上游单质肥价格波动的情况下仍然保持一定的毛利率稳定。

农药板块利润率呈现缓慢下行的趋势，从 2019 年初的 28%下降至 2025 年 Q3 的 22%，主要受到全球产能增加竞争加剧影响。

图 10：农用化工各细分板块毛利率（%，钾肥右轴）



资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

2、化学纤维

化学纤维分为涤纶、锦纶、氨纶、粘胶和碳纤维。

其中，涤纶、锦纶、氨纶和粘胶的主要下游均为纺织服装，其在纺织服装中对应不同的功能需求同时也有一定的替代关系，但主要仍受到全球纺织服装需求的影响。涤纶为其中价

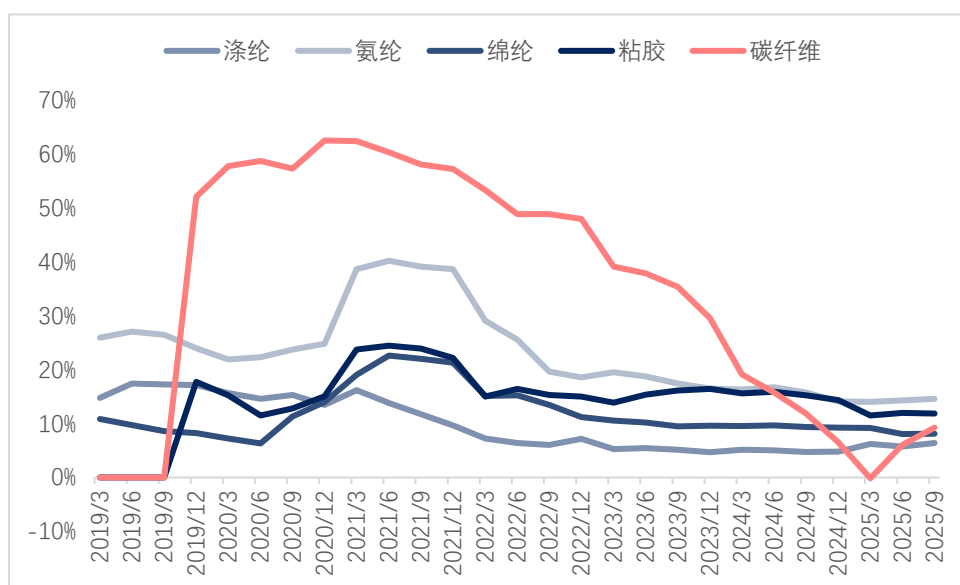
格最低、应用最广的化学纤维。

从涤纶、锦纶、氨纶和粘胶的毛利率来看，涤纶自 2020 年以来一直呈现出下行的趋势，且截止 2025Q3 年仍然利润率水平较低，一方面和涤纶相关企业持续扩产有关，另一方面也和涤纶本身产品缺乏差异性有关。

锦纶、氨纶和粘胶均在 2021 年利润率走高，在 2022 年就开始出现显著的回落，相较于基础化工板块 2021-2022 年两年的景气周期，锦纶、氨纶和粘胶的景气周期更短。

碳纤维是化学纤维中技术壁垒较高的产品，其下游主要为风电、汽车和军工等制造业，在 2019-2023 年整体毛利率均保持在较高的水平，但 2023 年开始毛利率开始出现大幅下行，从高点的 60%一路下行至 10%以下，尤其是 2025 年 Q1，毛利率一度为负。这主要是和下游新能源等行业的景气回落及行业技术扩散带来的产能大幅增长有关。

图 11：化学纤维各细分板块毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

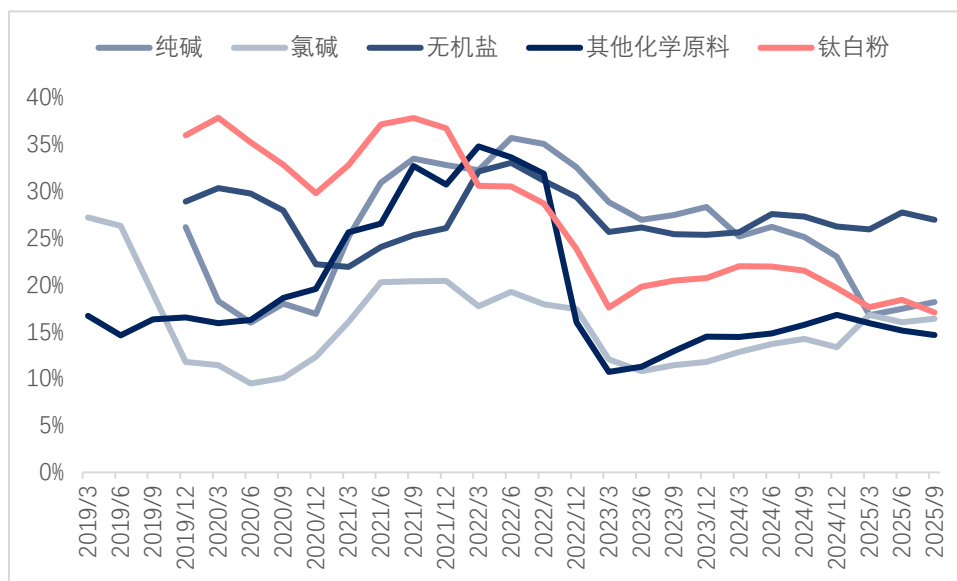
3、化学原料

化学原料分为纯碱、氯碱、钛白粉、无机盐和其他化学原料。

其中，纯碱、氯碱和钛白粉的下游需求中，地产和建筑材料的占比均相对较高，自房地产行业下行以来，其需求受到压制。但拆分来看，氯碱由于产能过剩问题一直较为严重，因此自 2019 年以来整体处于下行趋势，在 2021-2022 有小幅度的修复，但整体毛利率较差。钛白粉 2021 年底毛利率一直维持在较高水平，但 2022 年开始出现显著的下行。纯碱则从 2022 年下半年开始出现下行，纯碱除了建筑玻璃以外，光伏玻璃也是其重要增长点，因此其下行节点较钛白粉更晚。

无机盐毛利率整体趋势与基础化工板块整体一致。其他化学原材料毛利率相对较为稳定。

图 12：化学原料各细分板块毛利率（%）



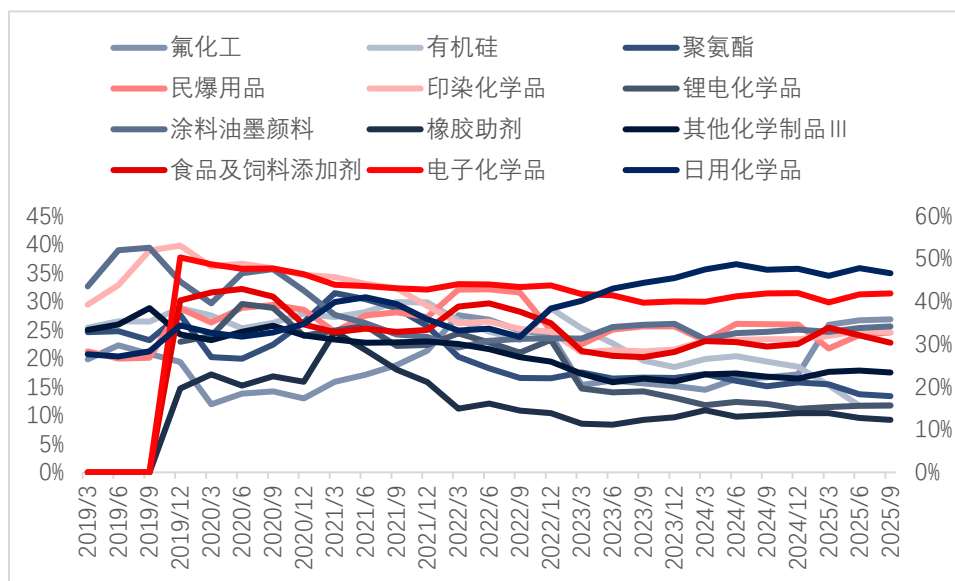
资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

4、

其他化学制品细分板块较多，氟化工、有机硅、聚氨酯、民爆用品、印染化学品、锂电化学品、涂料油墨颜料、橡胶助剂、其他化学品、食品及饲料添加剂、电子化学品、日用化学品。

其中，日用化学品的毛利率自 2022 年 Q3 以来一路走高，与整体板块显著分化。

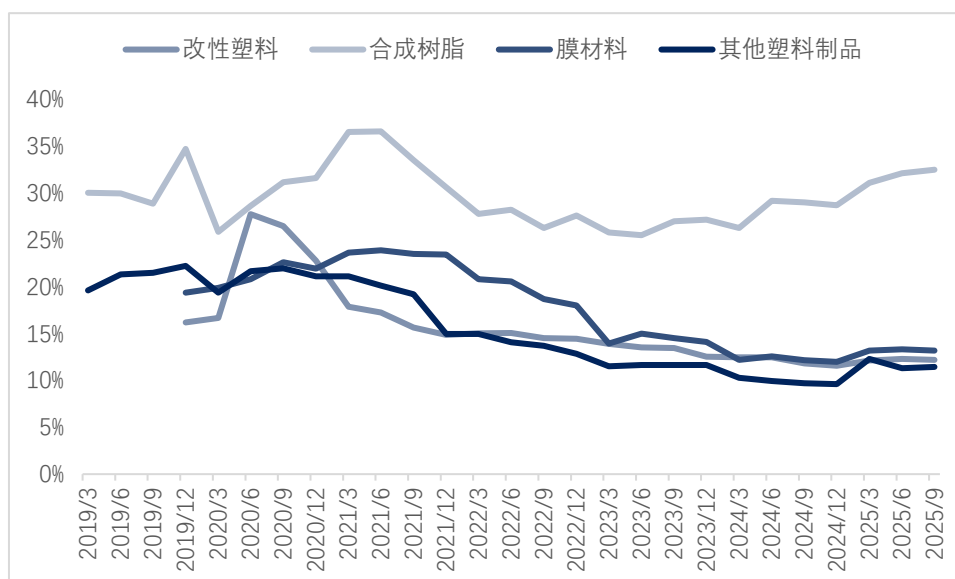
氟化工毛利率进入 2025 年以来也超过 25%，也表现出较高的盈利能力，核心原因在于氟化工一方面存在一定的进入壁垒，另一方面氟化工中的制冷剂在产量端受到国家配额制度的影响，供给受限。

图 13：其他化学制品细分板块毛利率（%，日用化学品右轴）


资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

5、塑料制品

塑料及其制品中，改性塑料、膜材料和其他塑料制品均自 2019 年以来出现震荡下行的趋势，而合成树脂在 2021 年小幅走高回落之后，自 2023 年开始，毛利率又逐步抬升。

图 14：塑料制品细分板块毛利率（%）


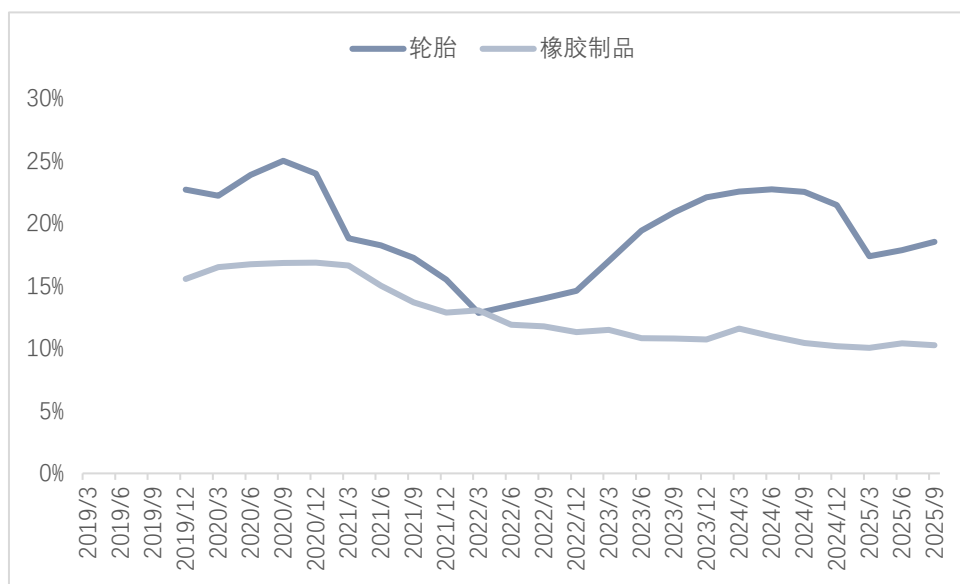
资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

6、橡胶制品

橡胶制品中，轮胎的行业毛利率在 2021-2022 年与整个基础化工板块走势相反，一方面轮胎为终端消费品，在上游原材料价格走高时，对其毛利有一定影响，另一方面，轮胎的毛利率还受到国际贸易冲击的影响，包括全球海运费、欧美国家的贸易制裁等，和其他大宗商品呈现出不一样的趋势。

其他橡胶制品的毛利率则和基础化工板块一样，整体呈现出下行的趋势。

图 15：橡胶制品细分板块毛利率（%）



资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

产能扩张是否进入尾声？

基础化工板块的价格下跌，一方面受到宏观经济增速下滑整体需求放缓的影响，另一方面也与供给端产能扩张有关。

一、在建工程大幅增加，增速稍有回落

从国家统计局统计的化学原料及化学制品的固定资产投资额增速来看，2016-2017 年两年，化工行业固定资产投资额同比负增长，分别下降 1.6%和 4%。在投资下降产能扩张停滞，而 2018 年开始下游需求受到经济政策刺激的影响下，2017-2018 年 CCPI 价格指数走高，2018-2019 年固定资产投资同比增长 6%和 4.2%，叠加 2020 年初的疫情带动价格大幅下跌。

2020 年，在生产受阻的情况下，固定资产投资受到显著影响，上半年投资完成额同比下降 14.2%，全年同比下降 1.2%，而由于海外产能受到限制，出口出现大幅增长，2021 年价格大幅上行。

伴随着价格上行，投资活动再次活跃。2021 年固定资产投资完成额同比增长 15.7%，

2022 年固定资产同比增长 18.8%，2023 年固定资产投资额同比增长 13.4%，2024 年固定资产额同比增长 8.6%。连续四年维持大幅增长。而伴随着投资的大幅增长，需求却遭遇偏弱，与之对应的就是价格持续下行。

图 16：化学原料及化学制品制造业固定资产投资额累计同比（%）

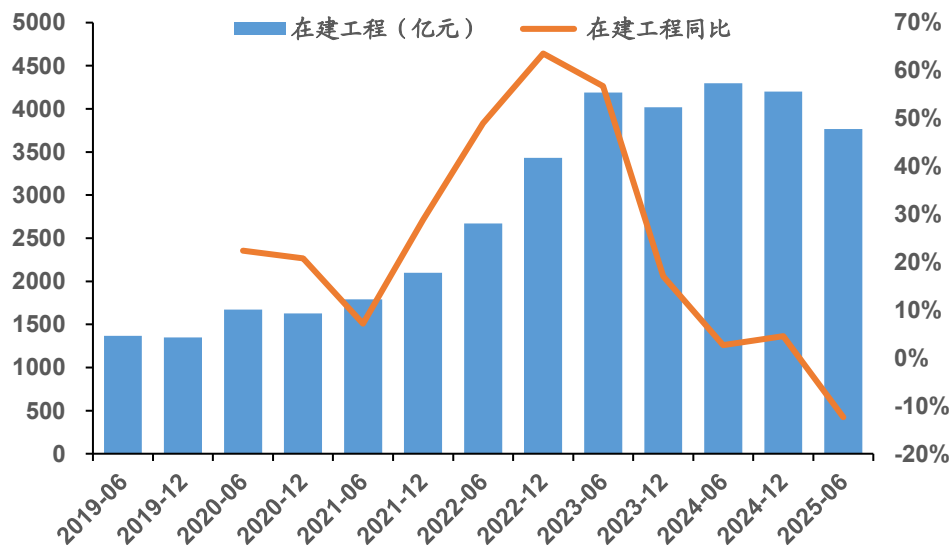


资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

从上市公司的角度来看，中信基础化工在建工程自 2021 年以来显著增加，2021 年底突破 2000 亿元，2022 年突破 3000 亿元，2023 年上半年突破 4000 亿元，2023H-2024 维持在 4000 亿元以上的规模，2025 年上半年略有回落至 3766 亿元。

从同比增速来看，2021 年同比增长 28.9%，2022 年同比增长 63.55%，2023 年同比增长 17.06%，尽管增速有所下降，但仍维持在高速增长。2024 年，随着价格的回落，在建工程同比增速进一步下降至 4.58%，2025 年上半年在建工程增速为 2020 年以来首次转负。

图 17：中信基础化工在建工程及同比（亿元，%）

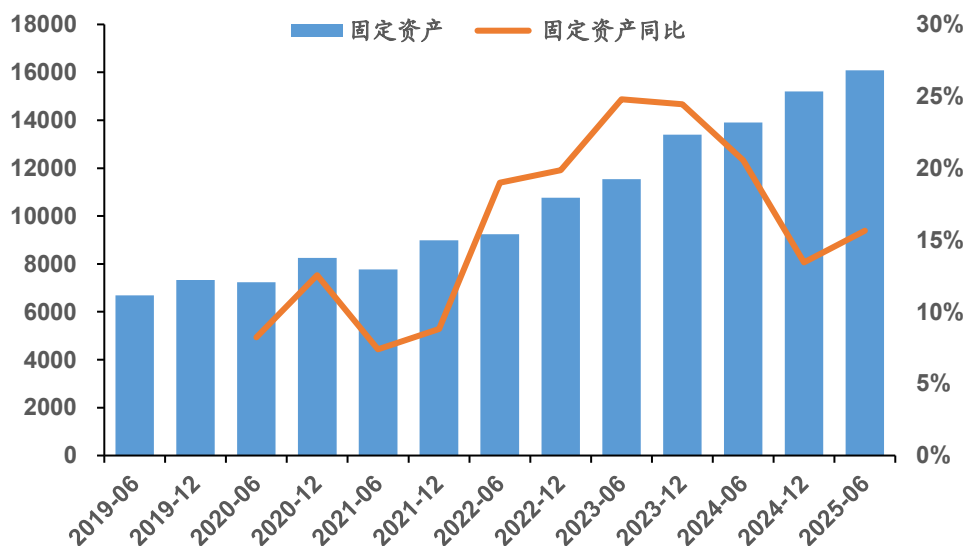


资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

从基础化工板块的固定资产来看，2025H，基础化工板块固定资产达到 16802 亿元，同比增长 15.64%，2022 年以来，随着 2021 年开始的在建工程大幅增长，基础化工板块的固定资产增速提高，2022 年同比增长 19.86%，2023 年同比增长 24.45%，2024 年同比增长 13.44%，持续维持在 10%以上的增长。

而进入 2025 年，虽然在建工程增速回落，但由于绝对规模仍维持在相对高位，固定资产的增速也维持在相对高位，这也意味着固定资产对应的产能仍然处于增速相对较高的阶段。

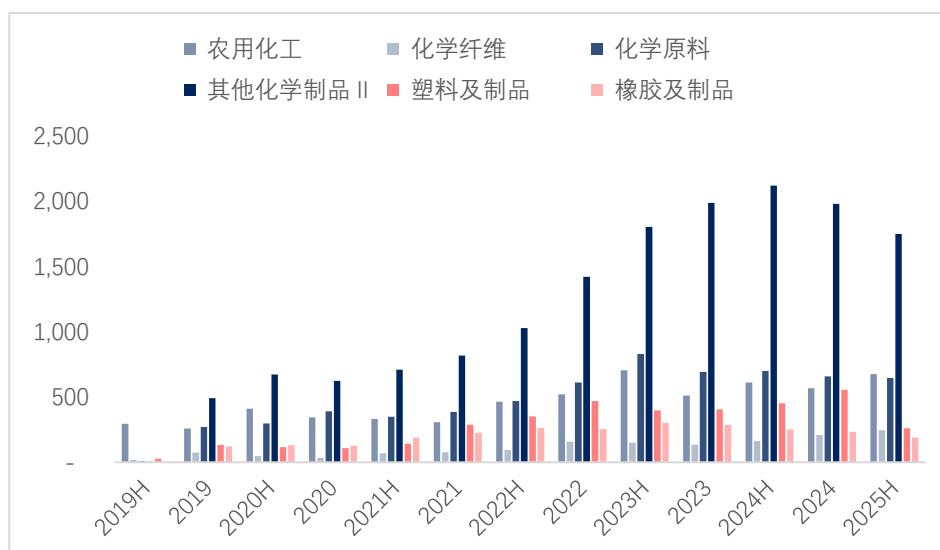
图 18：中信基础化固定资产及同比（亿元，%）



资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

分板块来看，其他化学制品对基础化工板块的在建工程贡献最高，占基础化工在建工程的近 50%。

图 19：中信基础化在建工程（亿元）



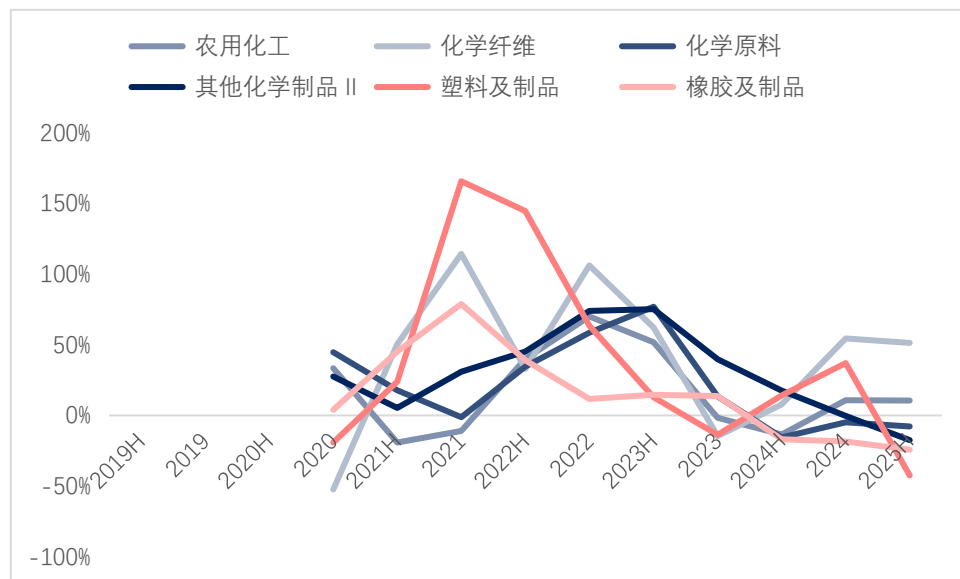
资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

分板块增速来看，化学纤维板块在建工程在 2021-2022 年增速均超过了 100%，尽管 2023 年有所回落，但 2024 和 2025H，增速再次回到 50%以上。

塑料及制品在 2021 年增速曾达到 165%，但 2023 年已经出现同比下滑，而 2025H 大幅下滑 42%。

橡胶及制品行业从 2024H 连续 3 个半年度在建工程都处于下滑趋势，同比下降幅度超过 10%，2025H 同比下滑达到 24%。

图 20：基础化工各板块在建工程同比增速（%）



资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

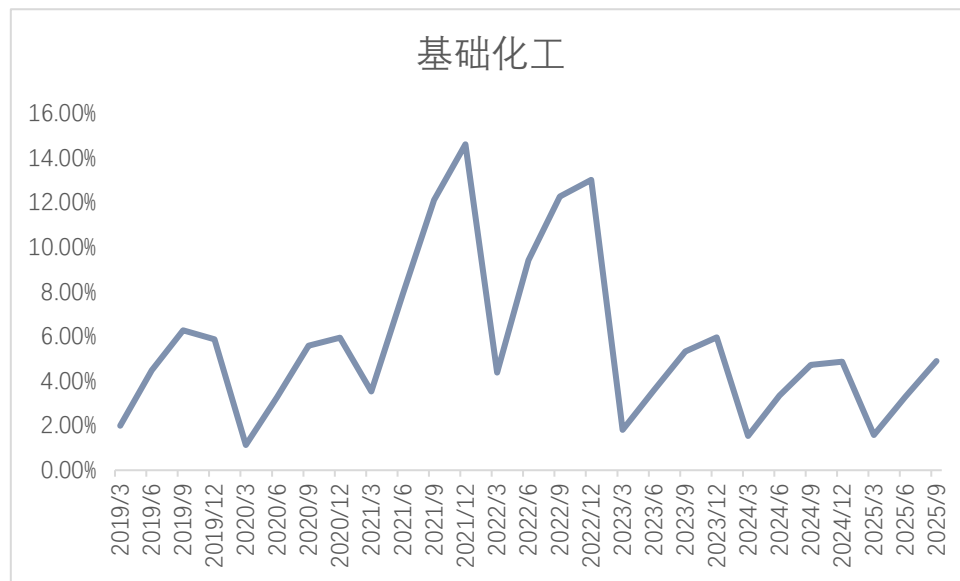
二、投资回报率如何？

对于企业而言，投资除了带来规模的扩张、市场份额的提升以外，最重要的是带来投资回报。尤其是对于上市公司而言，投资更看重投资回报率。如果投资回报率不高，则更好的选择是把盈利进行分红回报。

对于 2021-2022 年基础化工板块在建工程大幅增加，投资增多，我们考察基础化工板块的净资产收益率情况。

从基础化工板块的净资产收益率来看，2021-2022 年，基础化工板块净资产收益率达到 14.61%和 13.01%，均超过了 10%，这也使得基础化工企业投资大幅增加，但随着投资的增加、产能的投放，在价格高位、资产回报率高点投资的产能反而拖累了基础化工板块的资产收益率，2023 年 ROE 已经下降至 5.95%，收益率腰斩。到 2024 年进一步下降至 4.86%。

图 21：基础化工净资产收益率平均（%）



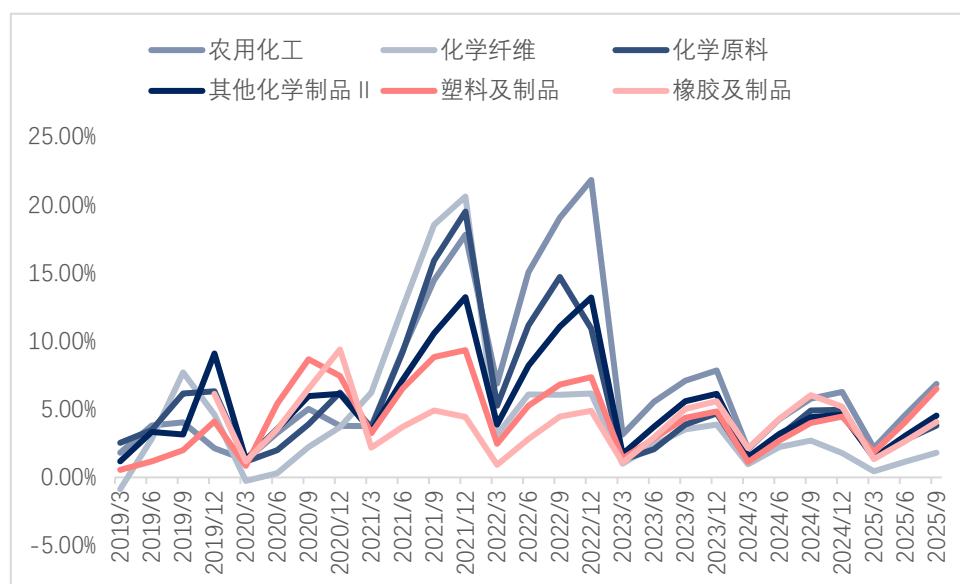
资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

按一级行业分板块来看，2021 年，农用化工、化学纤维、化学原料、其他化学制品的 ROE 明显走高，均超过了 10%，化学纤维的 ROE 达到 20.6%，而进入 2022 年，农用化工仍然维持在高位，达到了 21.82%，而其他化学制品也维持在 13.2% 的高位，但化学纤维迅速回落至 6%。进入 2023 年，农用化工、化学纤维、化学原料、其他化学制品的 ROE 都回落至 10% 以下，农用化工稳健性更强，仍维持在 7.85%，化学纤维已经下降至 3.88%。

与经历了明显的波动的其他细分板块不一样，塑料及制品和橡胶及制品的波动相对较小，但 ROE 本身相对也不高，塑料及制品在 2023 年以来基本在 4-5% 的水平，在 2021 年的高点也只有 9.33%。

而橡胶及制品在 2021 年与 2022 年的 ROE 均不到 5%，2023-2024 年的 ROE 反而超过了 5%，表现出更强的稳定性。

图 22：基础化工一级行业净资产收益率平均（%）



资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

进一步细分到基础化工 3 级行业来看。

1、农用化工

农用化工的资产 ROE 走势与毛利率走势基本一致。

钾肥作为高度垄断性资源，其 ROE 整体维持较高水平。2021-2023 年在 26% 以上，而即使经历了高点回落 2024-2025 年也维持在 10% 以上。

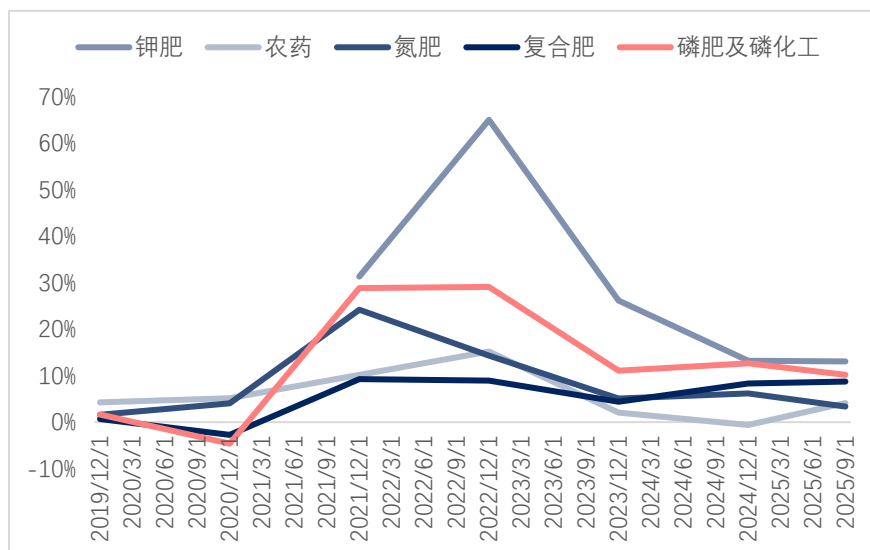
而磷肥板块在 2021-2022 年接近 30% 左右的高点以后，2023-2025 年受益于上游磷矿石的景气也保持在 10% 以上。

复合肥板块经历了 2020 年的低点-2.74% 之后迅速回升，之后保持相对平稳。2024-2025 的 ROE 都维持在 8% 以上。

氮肥在化肥板块中的周期性最强，2021 年 ROE 达到 24.2% 的高点之后一路下行，2025Q3 已经下滑至 3.34%。

农药板块的 ROE 低点在 2024 年，2025 年 Q3 已经较 2024 年低点的-0.6% 转正至 2019 年左右的水平。

图 23：农用化工各细分板块 ROE（%）



资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

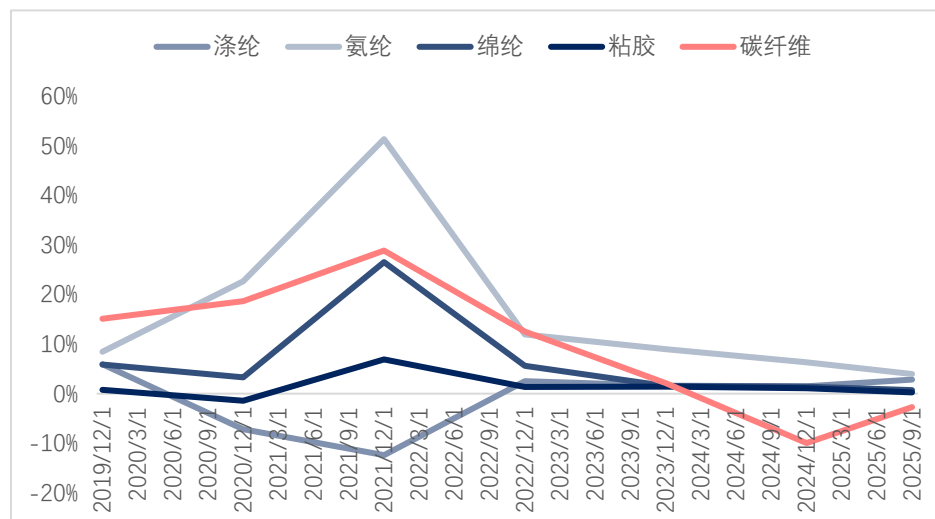
2、化学纤维

从涤纶、锦纶、氨纶和粘胶的净资产收益率来看，涤纶除了 2019 年净资产收益率达到 5% 以上，整体净资产收益率较低，2020-2021 年为负，2022-2025 尽管有所修复，但整体仍在 3% 以下的较低水平。

氨纶和碳纤维都经历了 2020-2021 年两年的景气之后出现显著回落，氨纶的 ROE 从 2021 年高点的 51% 一路下行至 2024 年的 6.35%。2025 年前三季度的收益率仍呈现一定的下降趋势。碳纤维从 2021 年的 28.9% 下跌至 2023 年的 2.1%，而 2024-2025 年，碳纤维板块的 ROE 已经转负。

粘胶板块的 ROE 和涤纶一样一直较低，2021 年高点也仅达到 6.9%，其余年份在 1% 左右。

图 24：化学纤维各细分板块扣非净资产收益率（%）



资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

3、化学原料

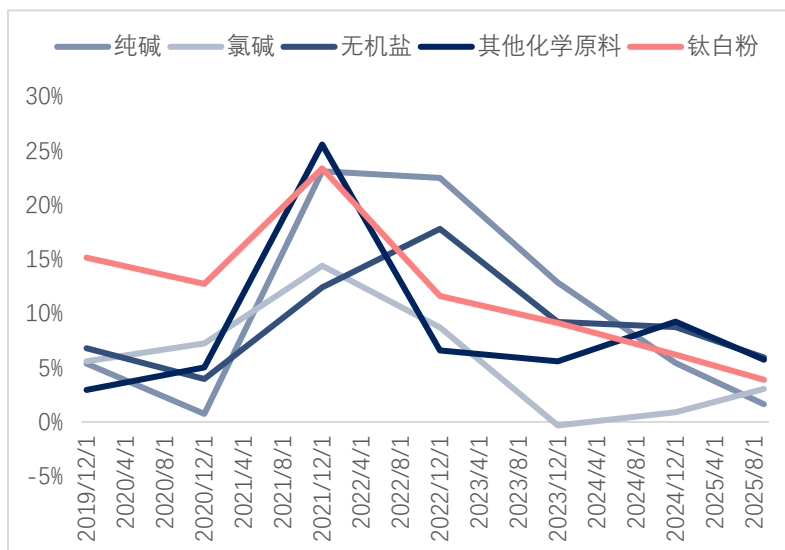
化学原料分为纯碱、氯碱、钛白粉、无机盐和其他化学原料。

纯碱、钛白粉和其他化学原料 ROE 趋势一致，在 2021 年周期高点，纯碱、钛白粉和其他化学原料的 ROE 都超过 20%，之后开始下行，截止 2025Q3，纯碱已经回落至 1.64%，钛白粉回落至 3.89%，其他化学原料回落至 5.73%。

氯碱板块尽管在 2021 年也曾实现 14.4% 的 ROE，但其整体过剩严重，因此其回落后 ROE 较低，2023-2024 年基本在盈亏平衡附近。

无机盐的种类较多，在 2021-2022 年 ROE 高于 10%，回落之后 2025 年 Q3 的 ROE 也依然有 5.93%。

图 25：化学原料各细分板块扣非净资产收益率（%）



资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

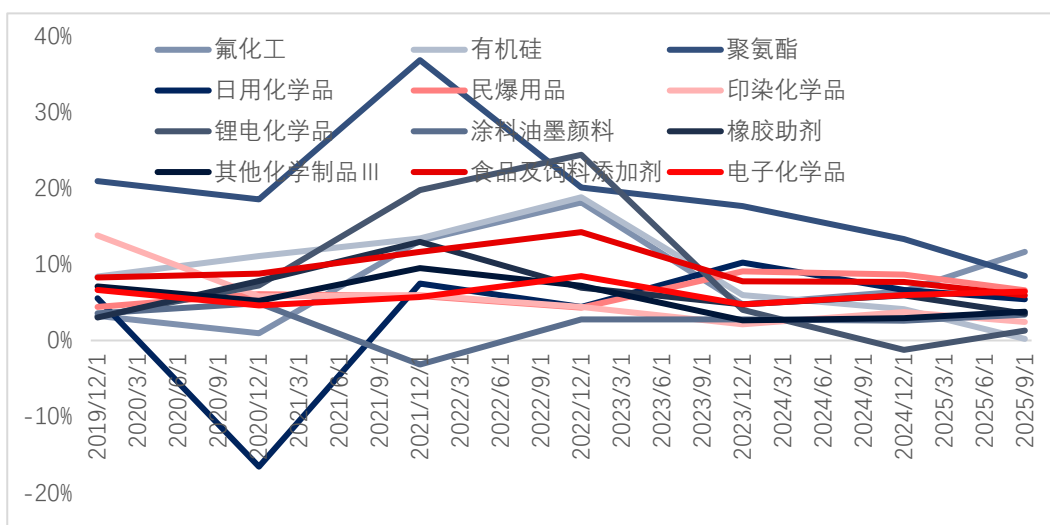
4、其他化学制品

其他化学制品细分板块较多，氟化工、有机硅、聚氨酯、民爆用品、印染化学品、锂电化学品、涂料油墨颜料、橡胶助剂、其他化学品、食品及饲料添加剂、电子化学品、日用化学品。

其中，有机硅、聚氨酯、锂电化学品、食品及饲料添加剂、橡胶助剂 5 个板块的走势和整体化工板块的 ROE 基本一致，2021-2022 年为周期高点，2022 年之后就进入下行周期。其中，聚氨酯、有机硅在下行周期之后，2025 年已经低于 2019 年的水平。

氟化工 ROE 的在 2021-2022 年也经历了周期高点的 10% 以上，2023 年回落之后，2024-2025 年 ROE 又开始回升。主要是受益于制冷剂在配额制度下的景气回升。

民爆用品行业由于一直受到监管的强约束和地域约束，因此其扩产有一定的壁垒。其 ROE 波动相对较小，最近 3 年平均 8% 的 ROE 已经高于 2020-2022 年的 5.41%。

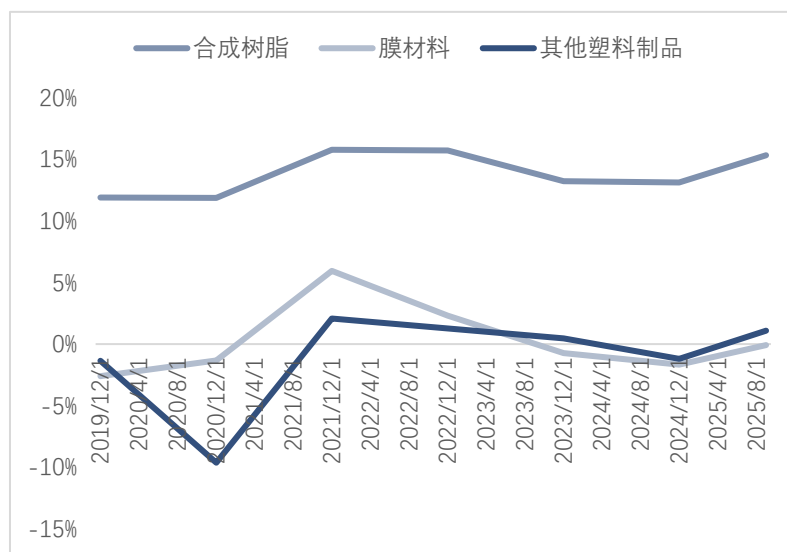
图 26：其他化学制品细分板块 ROE（%）


资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

5、塑料制品

塑料及其制品中，合成树脂的 ROE 水平一直相对稳定，自 2019 年以来一直维持在 10% 以上，高点 15.8% 和低点 11.9% 之间的差异不显著。

膜材料和其他塑料制品 ROE 显著较低，除了在 2021 年周期高点略有提升外，膜材料最近 3 年 ROE 均为负，其他塑料制品 ROE 最近 3 年也有两年为负。

图 27：塑料制品细分板块 ROE（%）


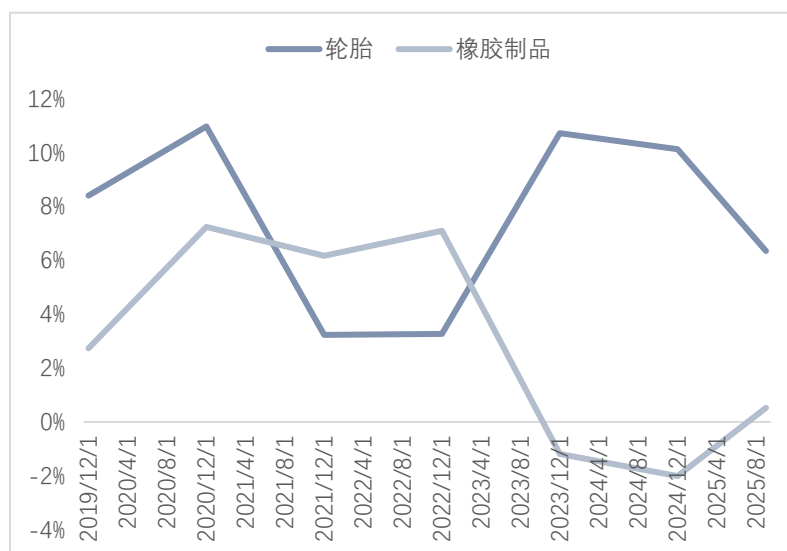
资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

6、橡胶制品

橡胶制品中，轮胎的 ROE 与整个基础化工板块走势相反，2021-2022 为板块 ROE 低点 3.2%，而 2023 年开始恢复至 10%左右的水平。

而橡胶制品和化工周期整体一致，2020-2022 年在 6-7%的水平，之后迅速回落，2023-2024 年连续两年为负。

图 28：橡胶制品细分板块 ROE (%)



资料来源：同花顺 iFind，信达证券研发中心

寻找盈利稳定且具有投资回报的公司

从化工行业整体的周期来看，当前整个化工板块仍处于产能扩张周期，尽管在建工程增速已经下滑，但绝对规模仍然较大，同时固定资产仍在维持高增。因此，如果需求端没有出现显著的增长的情况下，需要更长的时间或者出清掉部分落后产能才能消化掉新增产能从而实现价格的反转。

因此，我们认为在当前节点，从化工企业的投资而言，应该布局两类企业

- 1、公司所处行业处于需求相对较稳定，而产能有一定的制约。所处的行业周期性较弱。以农化板块中的复合肥、化学制品中的氟化工等为代表。这一类的公司其产品价格随着需求增长价格仍具有一定的弹性且实现难度相对较低。
- 2、所处的行业产品具有一定的差异性和进入壁垒，公司与行业的周期并不完全一致，部分公司甚至可以通过自身的差异化实现一定的份额提升，因此无惧周期波动仍具有一定的成长性，比如轮胎行业、食品添加剂行业。

除了上述从行业层面考量的因素以外，我们认为在整体化工仍处于周期底部阶段，是否具有较好的分红能力（现金流水平、自由现金流水平）、较高的分红意愿（过往的分红率）都可以提升相关公司的投资价值。

同时，估值也是重要的考量因素，对于稳健分红的企业，即使考虑到周期波动，如果具有较低的估值，仍然具备长期配置价值。

而对于具有持续成长性的企业，则对应的估值可以在其本身的盈利能力之外给予一定的成长性估值溢价。

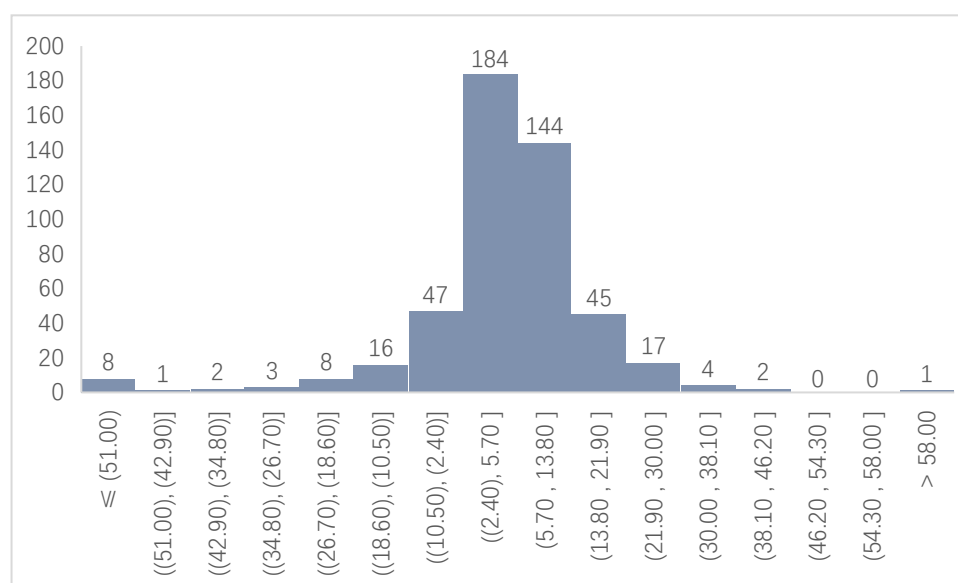
一、分红能力与分红意愿

从分红能力来看，有几个方面决定了一个公司的分红能力，最直接的是净利润，一个公司只有持续地实现经营性的盈利，才能通过盈利进行分红；其次为净利润现金比。另外，自由现金流也决定了一个公司的分红能力。

首先从净利润指标来看，过去 3 年，中信化工板块公司平均净利率 3.46%，其中大于平均值的公司 277 家；过去 6 年平均 6.51%，其中大于平均值公司 274 家。

从过去 3 年净利率平均值的分布来看，化工板块的上市公司净利率主要集中在-2.4%~13.8%之间，其中 5.7%-13.8%的企业有 144 家，占比 29.9%。

图 29：基础化工板块近 3 年平均净利率分布(%)

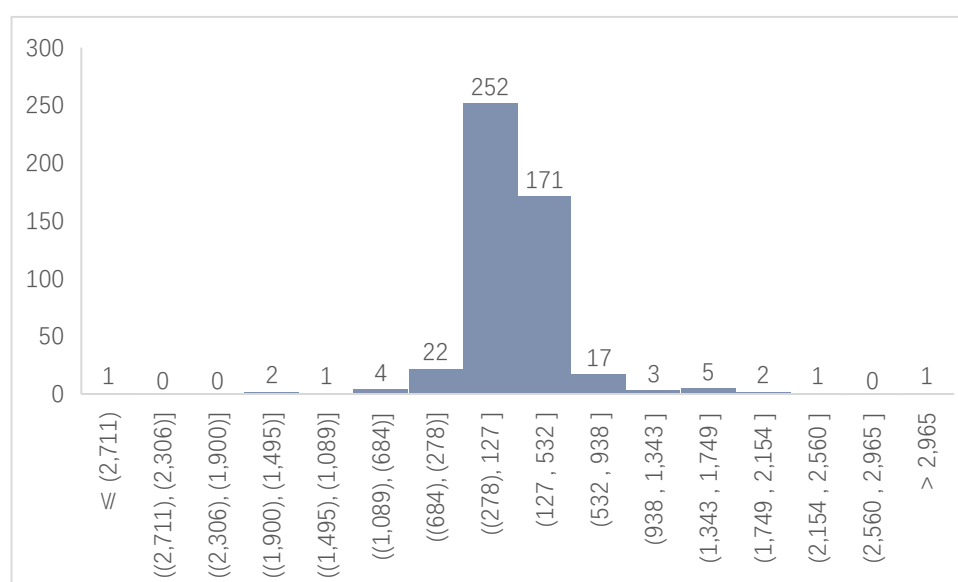


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

从盈利的质量来看，过去 3 年，化工板块的净现金流占净利润比例（净现金占比）平均 127%，大于平均的企业 199 家，过去 6 年平均 109%，大于平均的企业 228 家。

从过去三年净现金流占比来看，主要集中在-278%~532%这个区间，其中在 127%~532%区间的企业为 171 家，占比 35.5%。

图 30：基础化工净现金流占比过去 3 年平均分布(%)

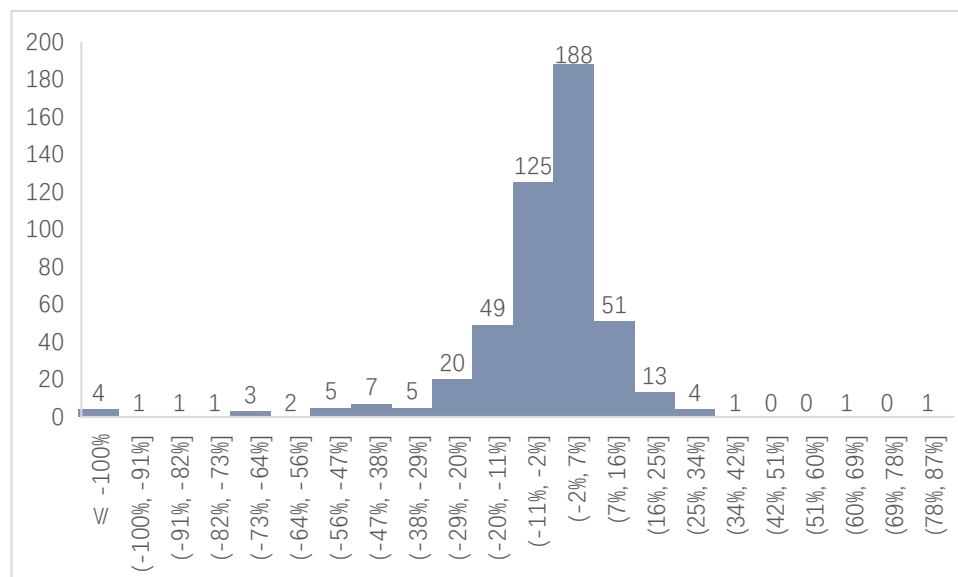


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

而从自由现金流角度来看，以自由现金流/营业收入的比例来看，过去 3 年，化工板块自由现金流占比平均-4.67%，过去 6 年，平均为-5.21%。

从过去 3 年来看，自由现金流占比主要集中于-2%-7%之间，达到 188 家，占比 39%。

图 31：基础化工自由现金流占比过去 3 年平均分布(%)

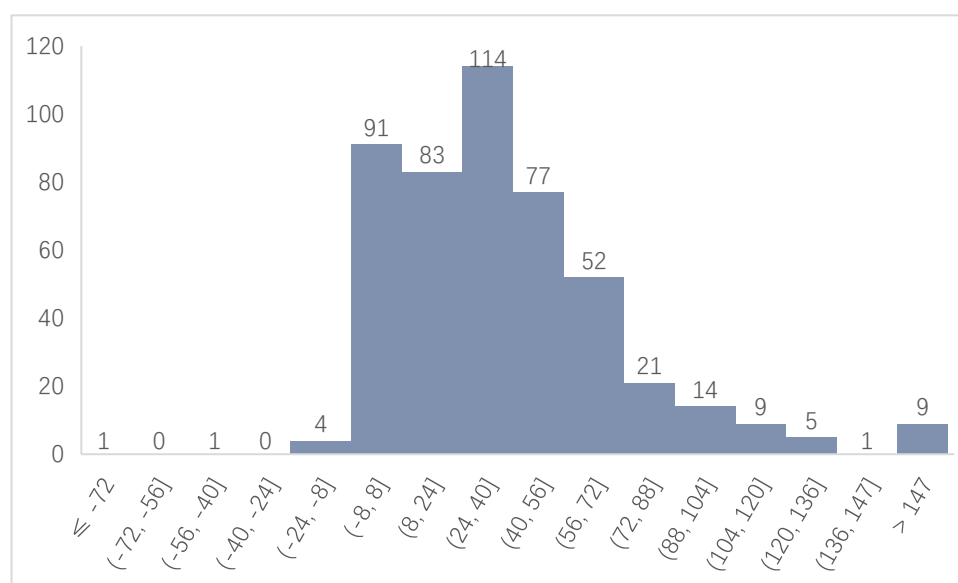


资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

从分红率来看，过去 3 年，化工板块平均分红率为 37.84%，过去 6 年，化工板块平均分红率为 35.58%。

过去 3 年，分红率主要集中在 8%-56%之间，总计 274 家。

图 32：基础化工分红率过去 3 年平均分布(%)



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

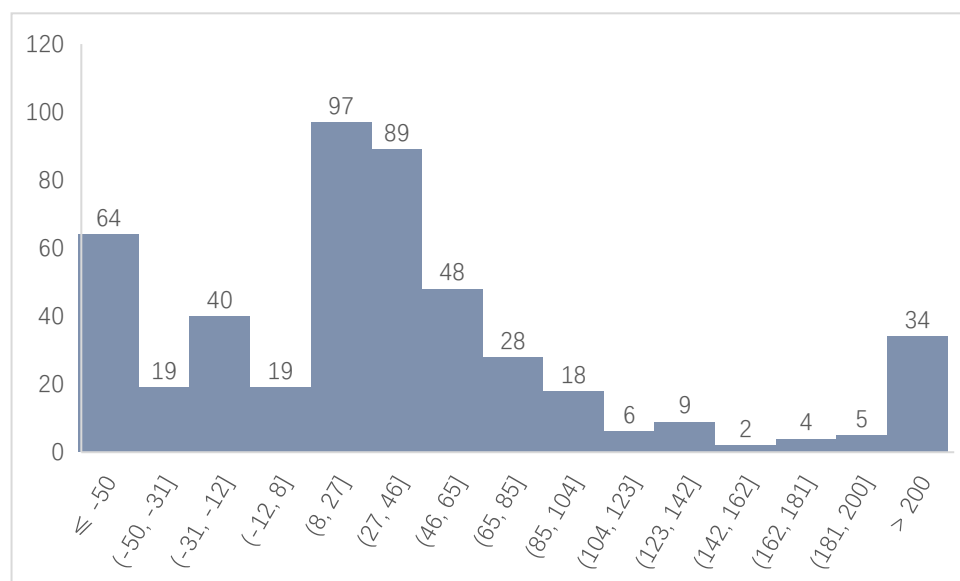
二、估值与股息

除了企业的盈利能力与分红意愿外，企业的估值也会影响企业的预期股息率。对于盈利能力强、分红意愿高的公司，其估值（PE）存在着更高的空间。

从中信化工板块的截止 2025 年 12/5 日收盘价的 pe (ttm) 来看，中位数为 27.34 倍。

从估值分布来看，相对集中于 8-27 倍，共 97 家；27-46 倍，共 89 家。

图 33: 基础化工板块企业 PE (ttm) 分布 (倍)



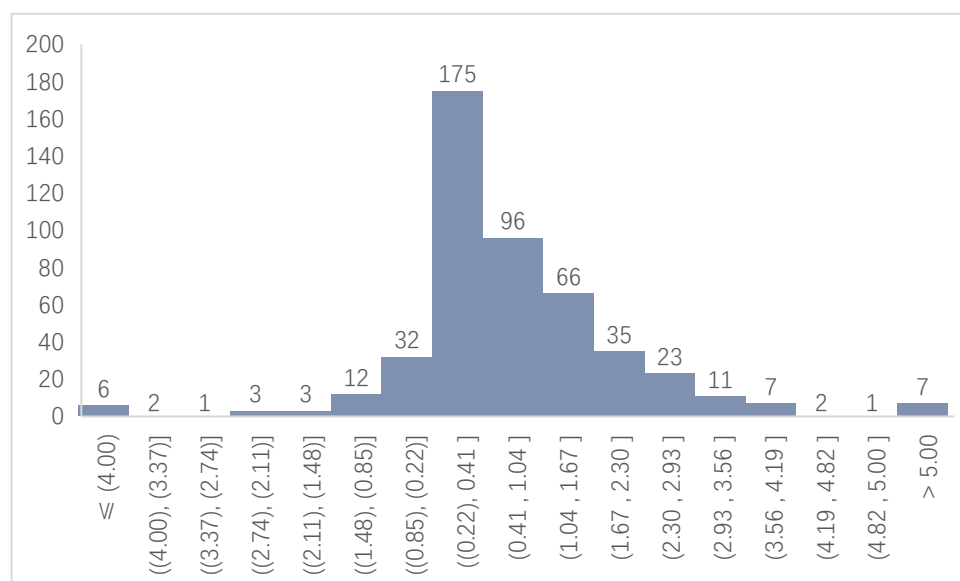
资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

由于股息率=分红/市值=分红/(净利润*PE), 我们用过去 3 年平均分红比例/当前的 PE(ttm) 来测算各个公司的平均股息率。

整个化工板块, 按照当前估值和过去 3 年平均分红率测算, 股息率平均为 0.7%。

从分布来看, 主要集中于-0.22-0.41 之间, 共 175 家。

图 34: 基础化工板块过去 3 年平均分红率/PE(ttm)分布



资料来源: 同花顺 iFinD, 信达证券研发中心

按照我们对盈利、分红能力和股息率的统计，在满足盈利能力（最近 3 年净利率）大于前 30%，自由现金流/营业收入过去 3 年和过去 6 年平均均大于 0，净现金流/净利润过去 6 年大于行业平均，分红比例过去 3 年/过去 6 年平均均大于 25%（大于行业平均），分红比例/PE(ttm)高于行业平均而言，整体满足条件的中信化工公司有 22 家。

表 1：基础化工板块稳定分红低估值公司

股票代码	公司简称	所属行业	过去 6 年平均分红比例 (%)	过去 6 年平均净利率 (%)	过去 6 年自由现金流占比 (%)	PE(ttm) (倍数)
600352.SH	浙江龙盛	印染化学品	35.1208	19.12	24.29%	16.78
002601.SZ	龙佰集团	钛白粉	75.5642	15.15	14.54%	34.16
600873.SH	梅花生物	食品及饲料添加剂	58.7927	11.14	6.75%	7.53
002597.SZ	金禾实业	食品及饲料添加剂	37.6711	16.89	4.37%	21.25
603605.SH	珀莱雅	日用化学品	36.9318	13.17	2.89%	17.32
300717.SZ	华信新材	其他塑料制品	39.0581	13.13	2.28%	35.46
603948.SH	建业股份	其他化学制品Ⅲ	49.4114	10.29	2.01%	19.49
002802.SZ	洪汇新材	其他化学原料	90.6553	14.02	13.64%	52.06
300641.SZ	正丹股份	其他化学原料	41.8799	12.24	0.92%	9.38
605086.SH	龙高股份	其他化学原料	35.8951	36.07	8.73%	67.25
002648.SZ	卫星化学	其他化学原料	32.8857	13.16	6.22%	9.22
002749.SZ	国光股份	农药	74.9370	16.08	6.02%	17.48
002215.SZ	诺普信	农药	57.7731	7.76	6.74%	16.50
002632.SZ	道明光学	膜材料	69.8243	13.62	9.92%	45.59
603227.SH	雪峰科技	民爆用品	31.8577	10.75	7.57%	19.59
002226.SZ	江南化工	民爆用品	39.2852	13.06	7.43%	20.88
002545.SZ	东方铁塔	氯碱	56.1374	16.29	9.01%	24.67
601163.SH	三角轮胎	轮胎	33.5158	10.20	3.79%	13.32
601058.SH	赛轮轮胎	轮胎	28.5887	9.67	0.51%	15.33
600989.SH	宝丰能源	合成树脂	49.5995	24.76	4.04%	12.76
600426.SH	华鲁恒升	氮肥	32.6914	16.52	4.08%	19.33
000683.SZ	远兴能源	纯碱	28.12	20.89	17.15%	25.58

资料来源：同花顺 iFinD，各公司公告，信达证券研发中心，股价为 12/5 日收盘价

投资建议

优先关注需求稳定且产能有制约的行业龙头：聚焦农化板块中的复合肥企业，以及化学制品中的氟化工企业。这类企业所处行业周期性较弱，产品价格随需求增长具备弹性，且产能扩张受限形成竞争壁垒，盈利稳定性更强。

产品差异化显著、具备进入壁垒的成长型企业：关注轮胎行业、食品添加剂行业企业。此类企业产品具有独特性，与行业周期关联度较低，部分企业可通过差异化竞争提升市场份额，抵御周期波动风险，维持长期成长性。

关注高分红低估值标的

我们认为持续的盈利、稳定的分红和较低的估值是当前化工板块极为重要的：因此我们建议关注净利率水平高、分红能力和分红意愿强同时估值较低的相关公司。我们根据近3年净利率处于行业前30%，自由现金流/营业收入过去3年及6年平均均为正，净现金流/净利润过去6年高于行业平均，过去3年及6年平均分红比例均超25%，且分红比例/PE (ttm) 高于行业平均，重点关注浙江龙盛、梅花生物、金禾实业、卫星化学、三角轮胎、华鲁恒升等标的，这类企业在周期底部具备较强的抗风险能力和长期配置价值。

规避高风险领域

远离下游需求依赖地产、建筑等疲软行业的细分领域，如部分化学原料、普通化学纤维等；警惕在建工程规模过大、产能过剩严重且投资回报率持续下滑的企业，避免因供需矛盾加剧导致的盈利进一步恶化风险。

风险因素

- 1、**下游需求大幅下降的风险：**若宏观经济形势不佳、下游需求大幅下滑，可能会对行业产生不利影响
- 2、**原材料价格大幅上涨的风险：**若原材料供应紧缺、价格大幅上涨，可能会给行业成本端带来压力
- 3、**欧美对东南亚轮胎发起新一轮双反或国内外其它贸易政策有不利变动的风险：**若贸易摩擦升级、欧美对东南亚轮胎发起新一轮双反、或其他贸易政策有重大变动，可能对行业基本面有不利影响

研究团队简介

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东，清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。