上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2026年1月9日
行业：基础化工
增持 （维持）

周期有望回暖，新兴需求成长可期
——化工行业2026年度投资策略

分析师：于庭泽 SAC编号：S0870523040001
分析师：郭吟冬 SAC编号：S0870525110001

主要观点

◆ **化工行业景气回升，周期有望回暖。**行业供给增速预期放缓，补库周期已经开启，国家层面持续强化政策引导，新一轮供给侧改革蓄势待发。关注制冷剂、钾肥、有机硅、磷化工等景气上行板块。

◆ **关注新材料成长性机会。**（1）锂电材料：固态电池产业化进程加速，利好相关材料；（2）光刻胶：下游半导体需求旺盛，光刻胶作为产业链关键材料，国产替代加速。

◆ **建议关注：**

1. 制冷剂：金石资源、巨化股份、三美股份、永和股份；
2. 钾肥：亚钾国际、盐湖股份；
3. 有机硅：东岳硅材、兴发集团、新安股份、鲁西化工；
4. 磷化工：云天化、兴发集团、川恒股份、芭田股份；
5. 工业气体：侨源股份；
6. 新材料：当升科技、彤程新材、晶瑞电材。

风险提示：原油价格波动、需求不达预期、宏观经济下行。

目录

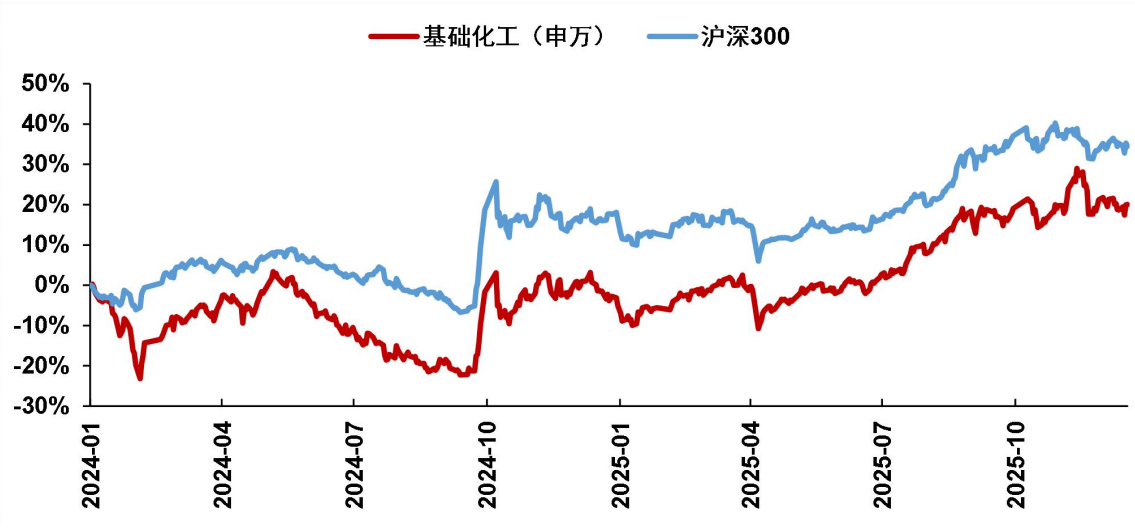
Content

一、行业回顾：景气仍处底部，复苏可期
二、关注板块：供需改善景气向好子板块，以及需求驱动下的新材料机会
三、风险提示

行情回顾：2025年基础化工指数回升，化工品价格弱势运行

- 2024年下半年以来，基础化工指数震荡上行，与大盘走势相近。截至2025年12月18日，基础化工指数较年初上涨26.44%。
- 2025年中国化工产品价格指数CCPI有所回落，截至2025年12月18日，CCPI报3842点，年内下跌10.86%，化工行业景气度仍有待修复。

图1 2024年至今基础化工指数走势



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图2 CCPI化工品价格指数

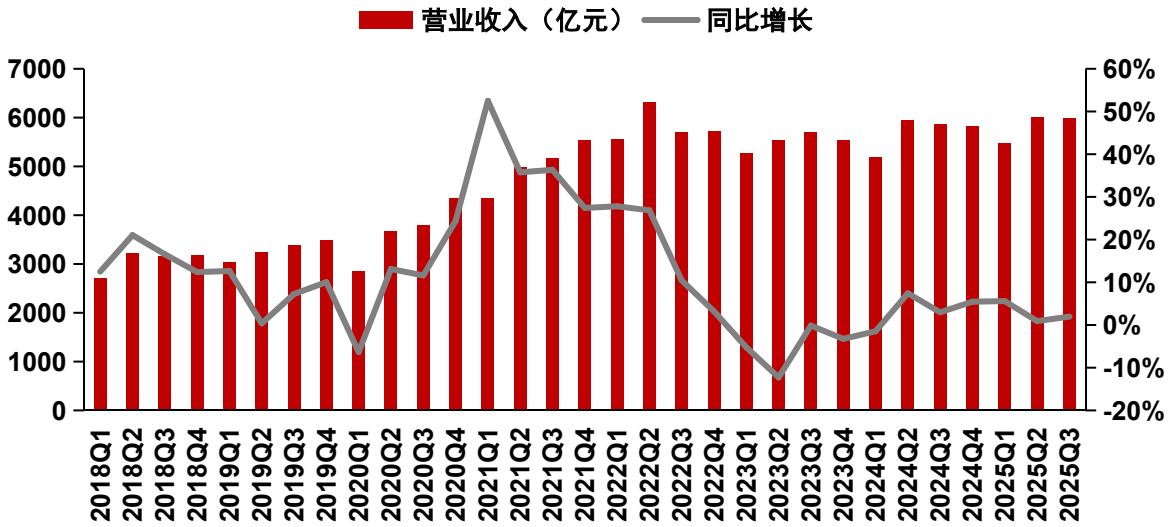


资料来源：iFinD，上海证券研究所

2025年前三季度营业收入和归母净利润同比微增

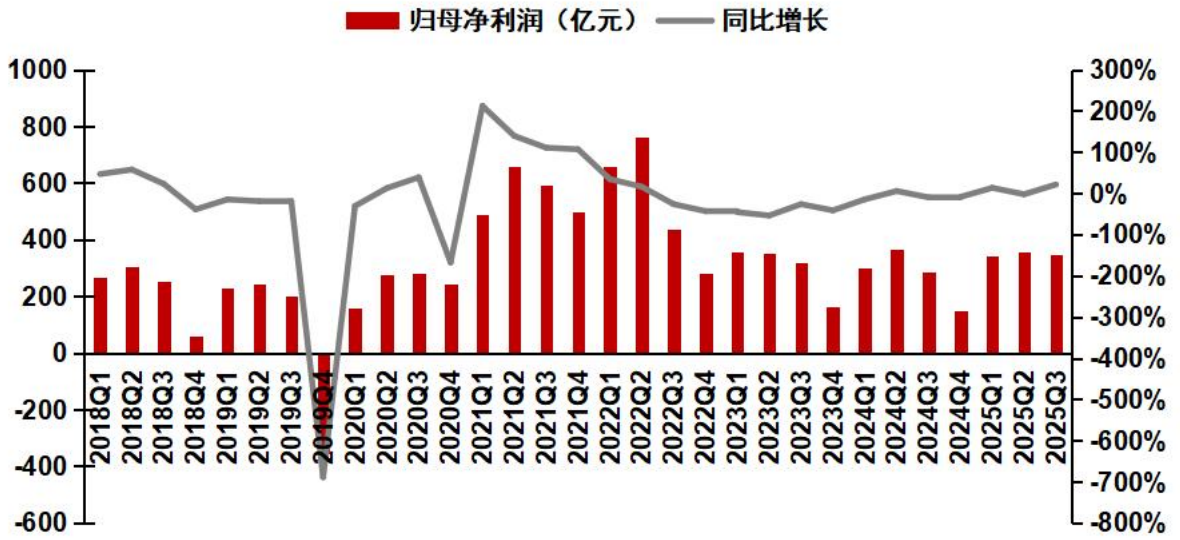
- 2025年前三季度，基础化工（申万）实现营业收入17478亿元，同比增长2.74%，归母净利润1051亿元，同比增长9.56%。
- 2023年以来，基础化工行业营业收入和归母净利润水平趋于稳定，但归母净利润仍低于2021-2022年的阶段性高点。2025Q3，基础化工行业实现营业收入5993亿元，同比增长2.10%，环比下降0.19%，归母净利润350亿元，同比增长21.58%，环比下降2.41%。

图3 基础化工（申万）营业收入单季度增长情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图4 基础化工（申万）归母净利润单季度增长情况

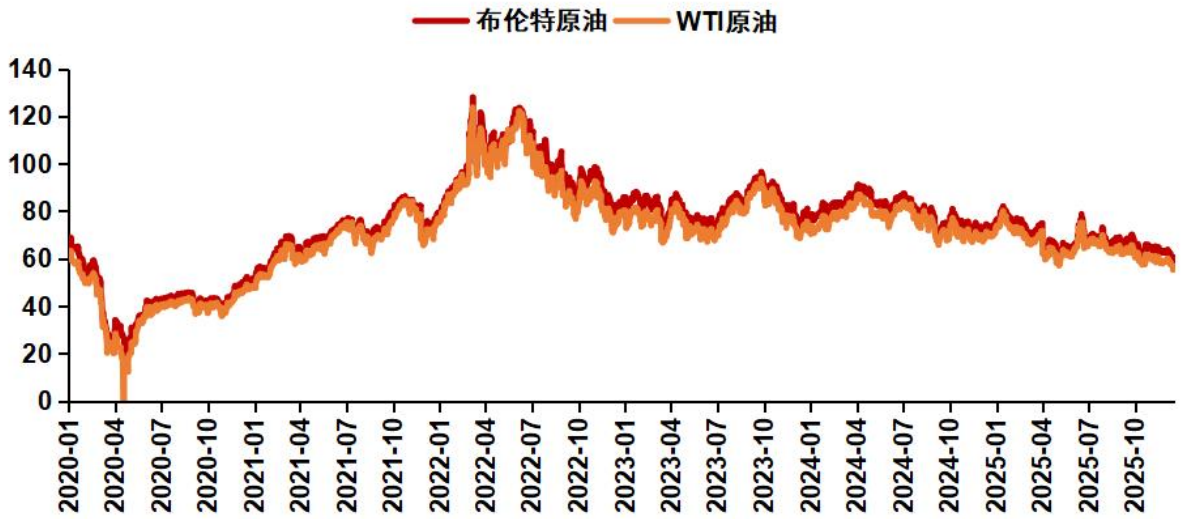


资料来源：iFinD，上海证券研究所

原油价格中枢下降，化工成本端压力减轻

◆ 2025年以来，OPEC+由减产转向增产，地缘因素趋于缓和，国际原油价格中枢下行，布伦特原油在59~82美元/桶区间内，较2024年下降约10美元。展望2026年，我们认为，在全球能源需求疲弱的背景下，供应端过剩压力或将持续对油价施压。

图5 国际原油价格走势（美元/桶）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图6 动力煤及天然气价格走势

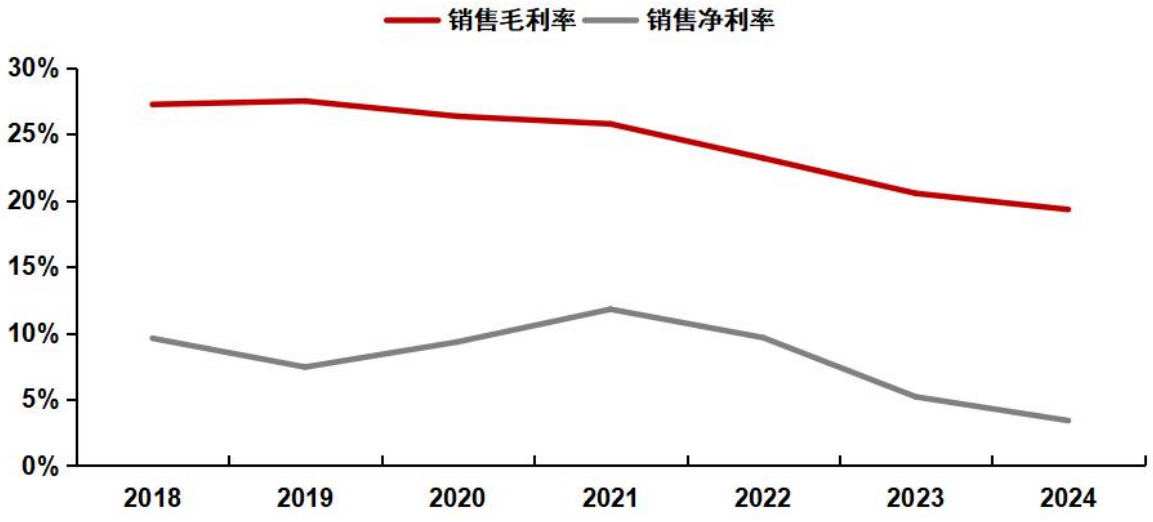


资料来源：钢联数据，iFinD，上海证券研究所

化工行业盈利能力触底，2025年前三季度净利率回升

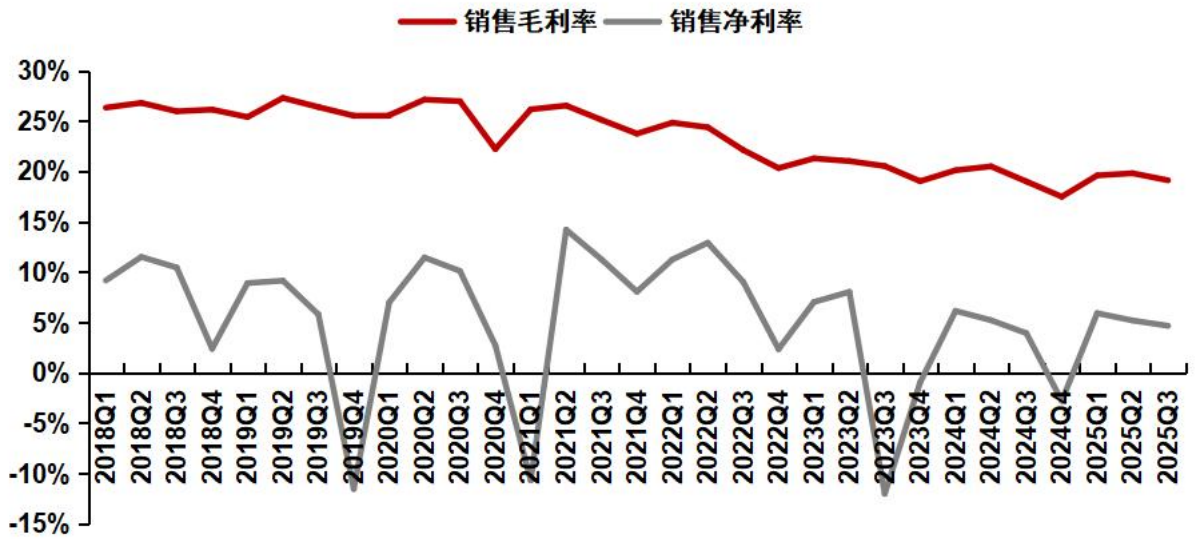
◆ 受原材料价格高企挤压下游企业利润等影响，自2022Q2以来，基础化工行业盈利能力出现了明显的下滑，2025以来逐渐企稳。2025年前三季度，基础化工行业销售毛利率分别为19.59%、19.81%和19.15%，相较2024年分别-0.51、 -0.68、+0.13pct；2025年前三季度实现销售净利率5.50%，较2024年同期+0.07pct。

图7 基础化工（申万）历年毛利率及净利率水平



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图8 基础化工（申万）单季度毛利率及净利率水平



资料来源：iFinD，上海证券研究所

行业资本扩张放缓，供应端压力逐渐减轻

- 截至2025Q3，基础化工行业在建工程合计3457亿元，同比减少16.8%，同比增速转负。
- 从固定资产投资完成额累计同比数据来看，石油加工、炼焦和核燃料加工业由2025年2月+48.3%降至11月+23.6%，化学原料及化学制品制造业在2025年由正转负，化学纤维制造业由2025年2月+16.0%降至11月+12.1%，橡胶和塑料制品业由2025年2月+14.3%降至11月+3.4%。我们认为，化工行业或已度过产能投放高峰，未来供应端压力有望逐渐减轻。

图9 化工行业固定资产投资完成额累计同比



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图10 基础化工（申万）在建工程增长情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

行业补库周期已开启

◆ 2024Q1开始，基础化工行业存货同比增速由负转正，我们认为行业现已进入主动补库周期，景气度预期向好。

图11 基础化工（申万）存货增长情况



资料来源：iFinD，上海证券研究所

基础化工行业估值仍处于历史较低水平

◆ 截至2025年12月19日，A股基础化工行业（申万）PB平均值为3.16倍，略低于十年内中位数水平。

图12 基础化工行业（申万）PB



资料来源：iFinD，上海证券研究所

目录

Content

一、行业回顾：景气仍处底部，复苏可期
二、关注板块：供需改善景气向好子板块，以及需求驱动下的新材料机会
三、风险提示

制冷剂：供给确定性收缩叠加需求释放，三代制冷剂景气持续上行

◆ **供给：三代制冷剂生产使用已进入配额时代。**为全面履行《保护臭氧层维也纳公约》和《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》及其《基加利修正案》，我国将逐步削减 HCFCs 和HFCs 受控用途的生产和使用。其中，HCFCs 受控用途生产量和使用量在基线值2.91万吨和1.89万吨消耗臭氧潜能值基础上，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%。HFCs 受控用途生产量和使用量在基线值18.53亿吨和9.05亿吨二氧化碳当量（tCO_2）基础上，2029年均削减基线值的10%。

表1 三代制冷剂削减进程

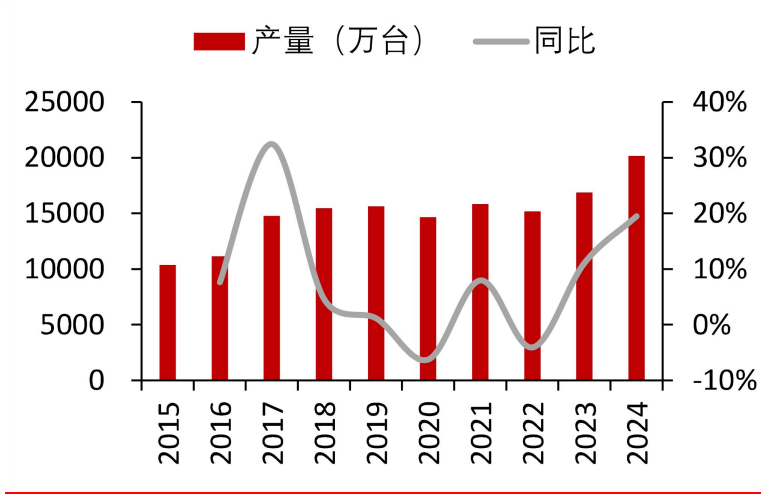
进度	大部分发达国家	俄罗斯等五个国家	大部分发展中国家（含中国）	印度等十个国家
基线值	2011-2013 年HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 15%	2011-2013 年 HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 25%	2020-2022 年 HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 65%	2024-2026 年 HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 65%
冻结	-	-	2024年	2028年
削减进度	2019 年削减10%	2020 年削减 5%	2029 年削减 10%	2032 年削减 10%
	2024 年削减 40%	2025 年削减 35%	2035 年削减 30%	2037 年削减 20%
	2029 年削减 70%	2029 年削减 70%	2040 年削减 50%	2042 年削减 30%
	2034 年削减 80%	2034 年削减 80%	2045 年削减 80%	2047 年削减 85%
	2036 年削减 85%	2036 年削减 85%	-	-

资料来源：永和股份2024年度报告，上海证券研究所

制冷剂：供给确定性收缩叠加需求释放，三代制冷剂景气持续上行

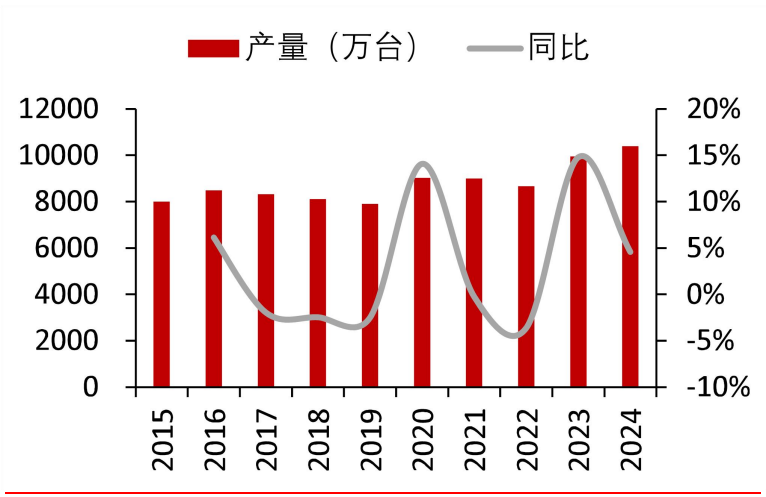
◆ **需求：有望稳定增长。**目前国内制冷剂下游三大主要应用领域是空调、冰箱、汽车。据百川盈孚，家用空调是我国制冷剂行业下游应用市场占比最大的领域，占70%的市场份额。近年来，我国空调、冰箱及汽车产量总体呈现增长趋势，为制冷剂带来需求增量。此外，制冷设备庞大的保有量带来的维修市场也将贡献额外的需求增量。

图13 国内家用空调产量及增速



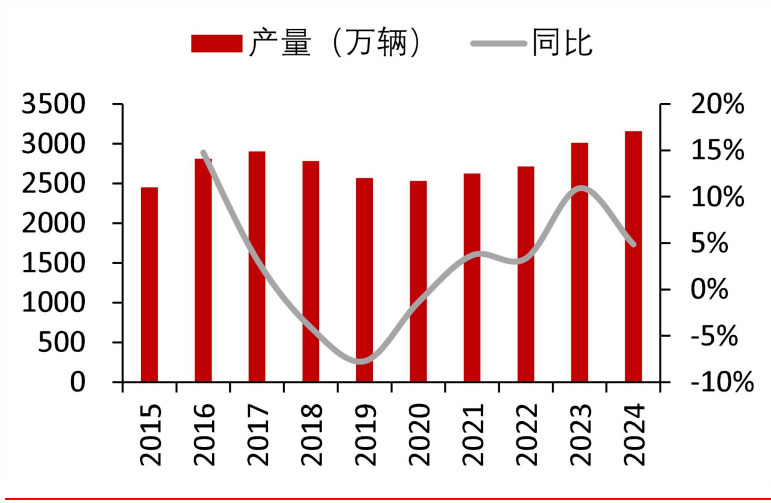
资料来源：iFinD，上海证券研究所

图14 国内家用电冰箱产量及增速



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图15 国内汽车产量及增速



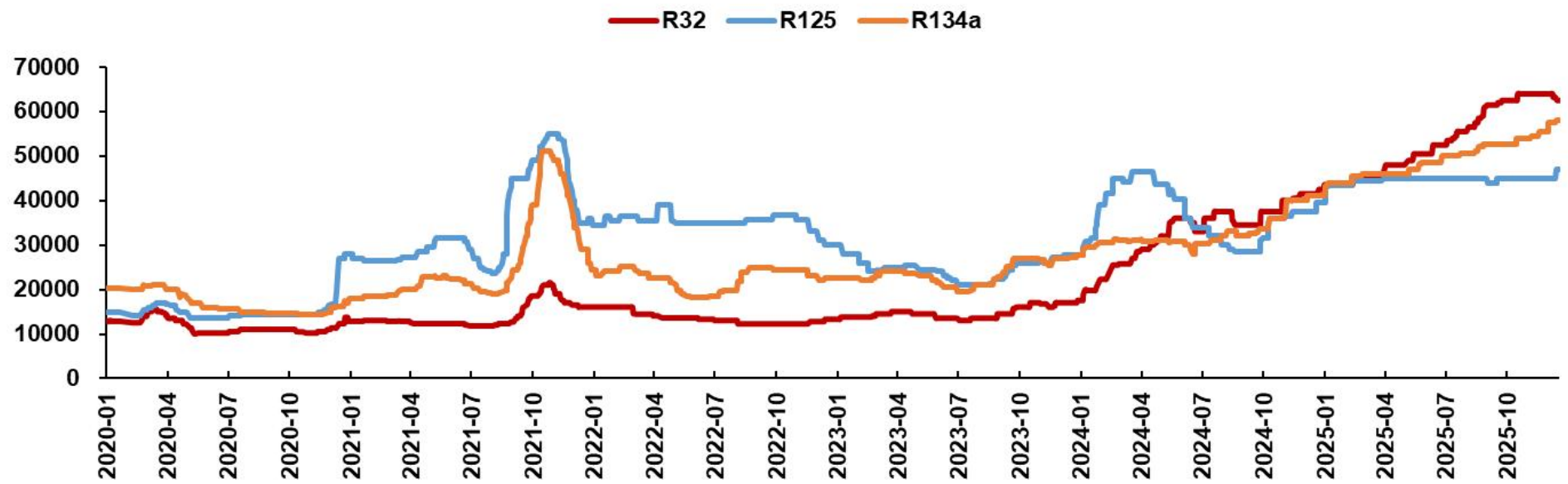
资料来源：iFinD，上海证券研究所

制冷剂：供给确定性收缩叠加需求释放，三代制冷剂景气持续上行

◆ **2025年以来，三代制冷剂主要品种价格不断突破新高。**2024年下半年以来，主流制冷剂品种价格持续上涨。据钢联数据，截至2025年12月19日，R32、R125、R134a市场均价分别达到62500、47000、58000元/吨，本年涨幅分别达到43.68%、18.99%、41.46%。

◆ **建议关注：**金石资源、巨化股份、三美股份、永和股份。

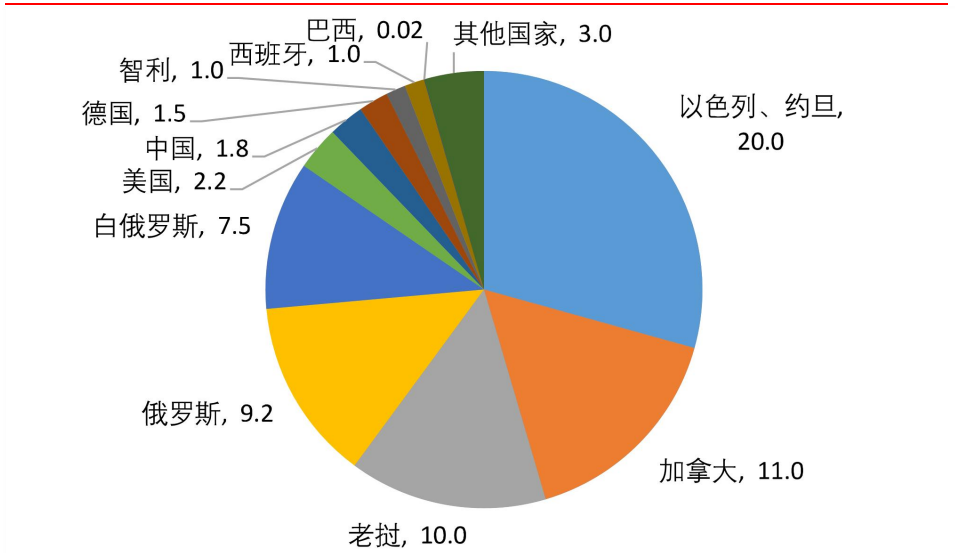
图16 主流三代制冷剂价格走势（元/吨）



资料来源：钢联数据，上海证券研究所

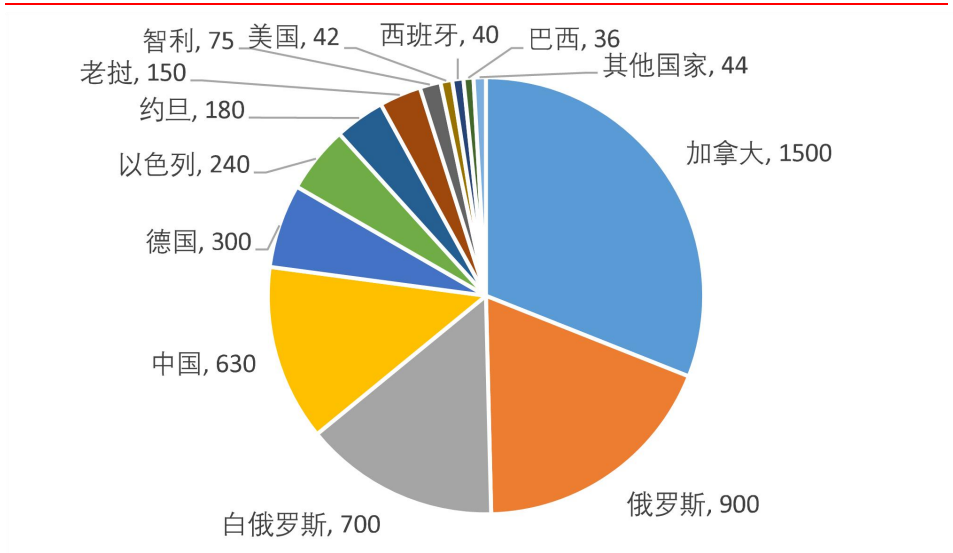
◆ **全球钾肥资源高度集中，行业寡头垄断。**钾肥是农业生产的刚需，其供应和价格波动紧密关系粮食安全[1]。据USGS 2025年1月的报告，全球钾资源主要分布于以色列和约旦、加拿大、老挝、俄罗斯、白俄罗斯等地区，这五个区域合计钾资源储量占比达84.6%。供应方面，加拿大、俄罗斯、白俄罗斯、中国等国家贡献了全球多数的钾肥产量。据农资导报援引USGS数据，2023年，加拿大Nutrien、白俄罗斯钾肥公司（BPC）、俄罗斯乌拉尔钾肥公司（Uralkali）、美国美盛公司（Mosaic）四家巨头瓜分全球产量的67%[2]。我国是世界上最大的钾肥消费国，占全球消费量的25%，而钾盐资源储量整体不足，仅占世界钾盐储量的5%，与消费量形成巨大反差，钾肥进口依赖度较高[3]。

图17 全球钾资源储量（折K_2O，亿吨）



资料来源：USGS，上海证券研究所

图18 2024年全球钾肥产量（折K_2O，万吨）

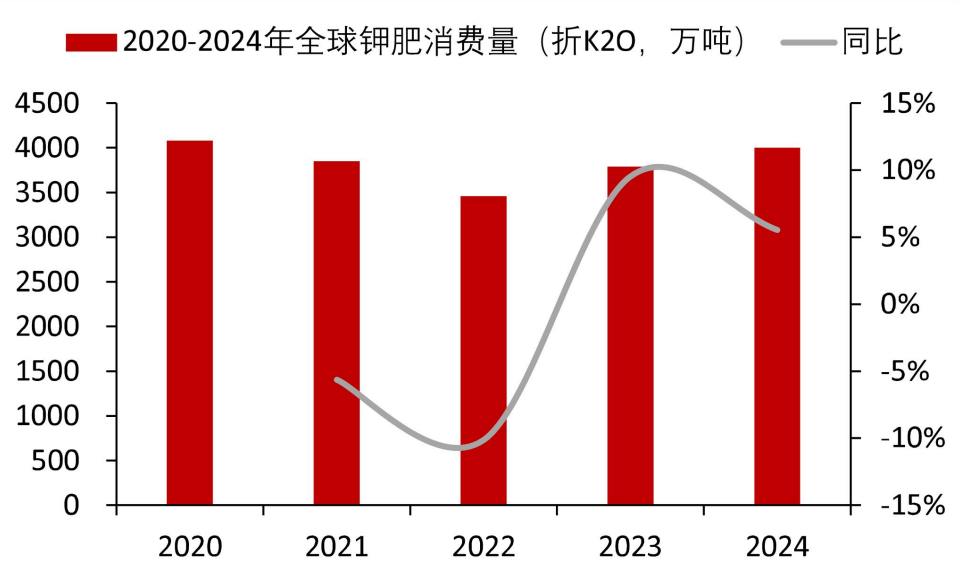


资料来源：USGS，上海证券研究所

1, 2, 3: 来源：农资导报 作者：陈馨蕊 编辑：陈然 审核：翟怡婷 监制：吴俊生

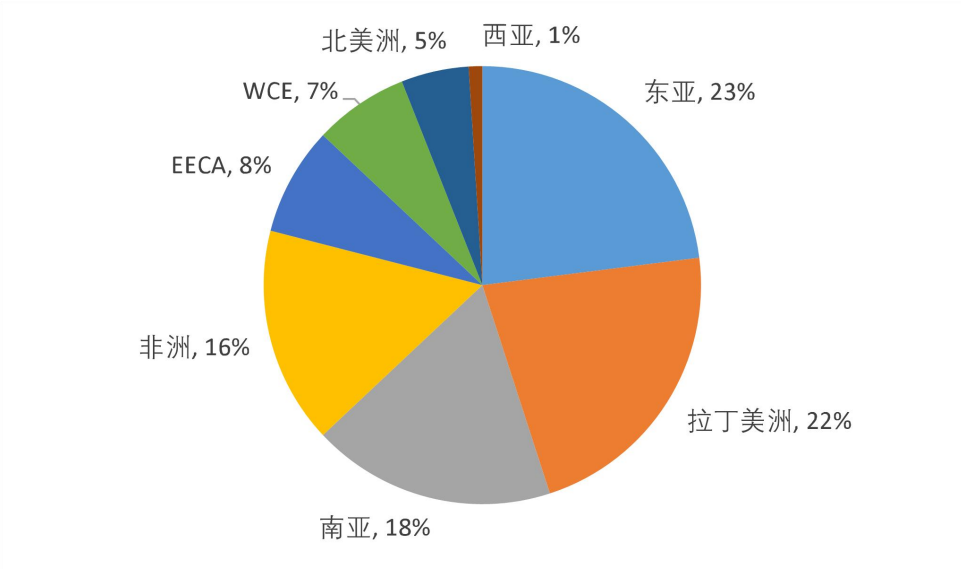
◆ **全球钾肥需求自2023年以来恢复性增长，预计未来仍将保持增长。**根据国际肥料协会(IFA)，全球情况显示，2024年化肥的可负担性有所改善。2024年全球钾肥消费量达4000万吨（折K_2O），同比增长5.5%。2024 年至 2028 年间，预计 K_2O 消费增长率为 10%。其中，东亚、拉丁美洲、南亚将成为钾肥新增消费量的主要贡献区域。

图19 2020-2024年全球钾肥消费量（折K_2O，万吨）



资料来源：IFA，上海证券研究所

图20 2024-2028年全球钾肥预计消费增量分地区占比（折K_2O）



资料来源：IFA，上海证券研究所

钾肥：巨头减产背景下，行业景气回升

- **2024年底以来，两俄减产挺价，钾肥价格上行。**据白俄罗斯国家通讯社2024年11月4日报道，白俄罗斯总统亚历山大·卢卡申科提议，与俄罗斯化肥生产商协调削减10%的钾肥产量，以提高市场价格[1]。据农化时代转译外网2025年1月22日消息，白俄罗斯钾肥巨头Belaruskali计划在其索利戈尔斯克4号矿区开展大规模设备维护作业，这将直接导致公司钾肥产量减少约90万-100万吨。钾肥行业寡头垄断，两俄作为主要生产国，其减产行为将使全球钾肥市场供应紧张。2025年以来，国际钾肥价格持续上行。据钢联数据，截至2025年12月19日，氯化钾温哥华fob现货价为315.5美元/吨，本年涨幅为27.22%。
- **2026年中国钾肥大合同达成，或将为钾肥景气度带来支撑。**据农资导报，2026年中国钾肥年度进口合同价（到岸价格）为348美元/吨，与2025年度价格基本持平。我们认为，2026年钾肥大合同价格维持在较高水平，表明市场对钾肥景气度保持信心。
- **建议关注：**亚钾国际、盐湖股份。

图21 国际氯化钾价格走势（美元/吨）



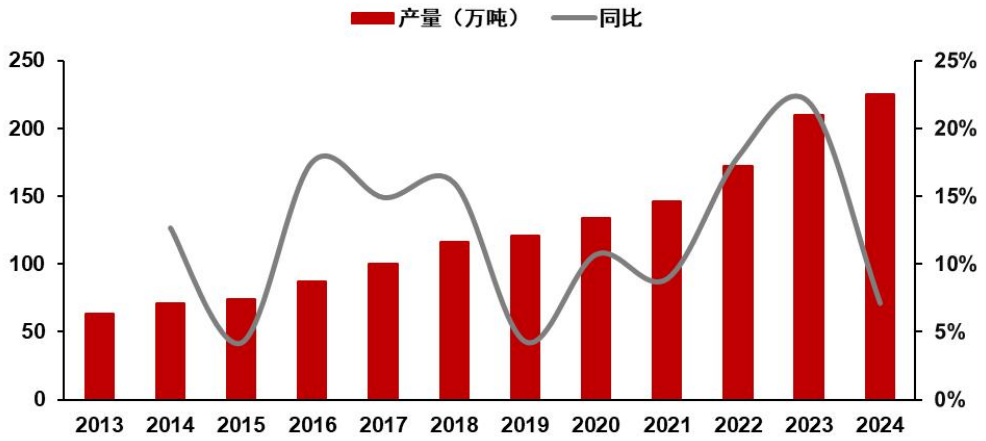
资料来源：钢联数据，上海证券研究所

1:来源：农资导报 作者：陈馨蕊 编辑：陈馨蕊 审核：陈国兴 监制：郑红艳

有机硅：产能投产高峰已过，盈利有望修复

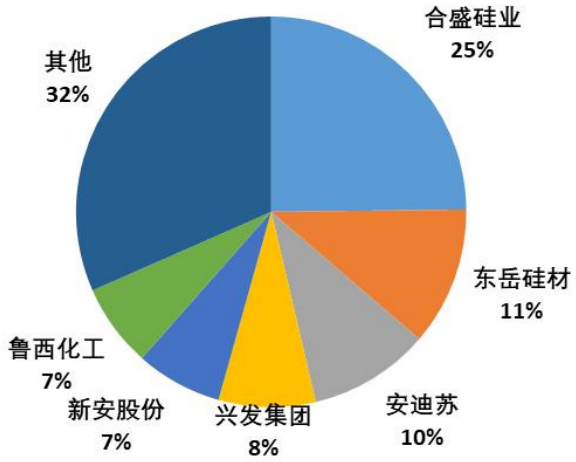
- **有机硅行业扩产周期步入尾声，我国启动行业自律行动。**2022-2024 年有机硅行业多个扩产项目陆续落地。目前，国内有机硅产能扩张周期已基本结束，2025年无新装置投产，2026年底前也无大规模新增产能规划。2025年，行业“反内卷”行动启动，主流单体企业计划于2025年12月初集体减产30%产能。
- **海外产能持续退出。**2025年7月，陶氏宣布将于2026年中期关闭其英国巴里基础硅氧烷工厂，涉及产能14.5万吨。随着海外重要产能关停进程推进，中国有机硅基础原料及下游产品出口规模存在进一步增长的空间。据慧正资讯，2025年国内有机硅行业已从产能过剩转向供需紧平衡，预计全年供需缺口约0.9万吨，2026年缺口将扩大至11.2万吨，有机硅行业景气有望持续回升。

图22 2013-2024年中国有机硅DMC产量



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图23 中国有机硅单体生产企业产能占比



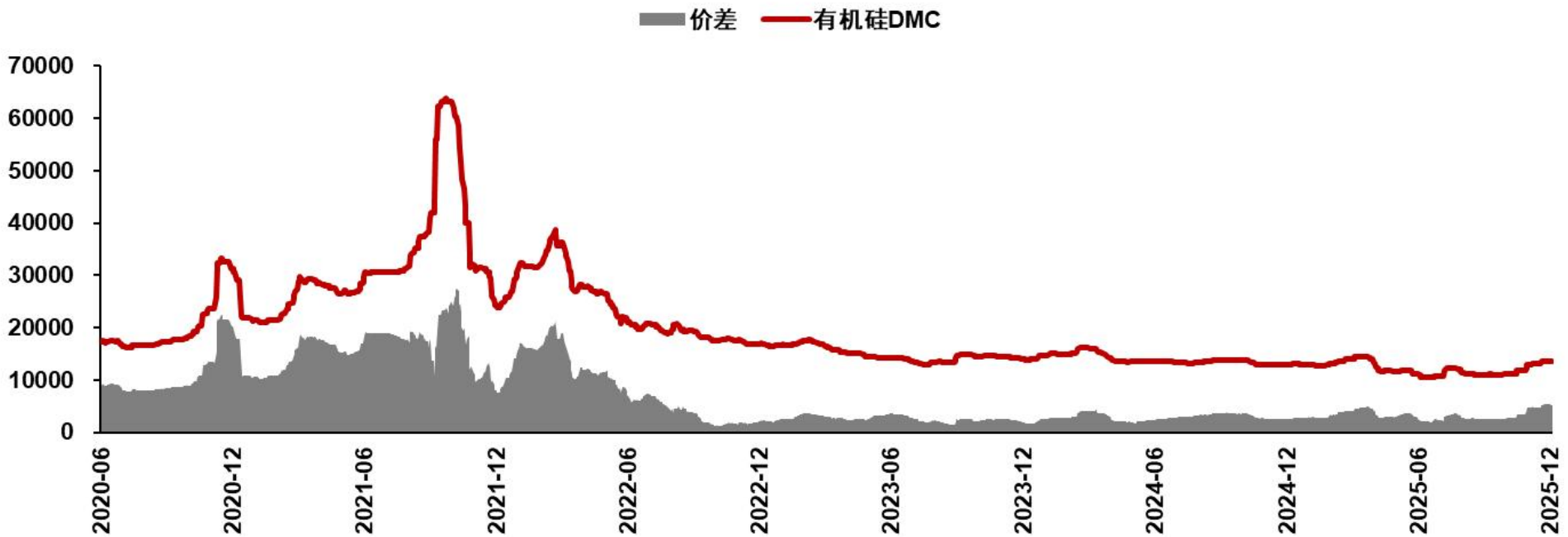
资料来源：隆众资讯，上海证券研究所

有机硅：产能投产高峰已过，盈利有望修复

◆ **有机硅盈利水平处于历史底部。**我们认为，随着”反内卷“行动的深入，有机硅行业供需格局有望转好，盈利能力有望修复。

◆ **建议关注：**东岳硅材、兴发集团、新安股份、鲁西化工。

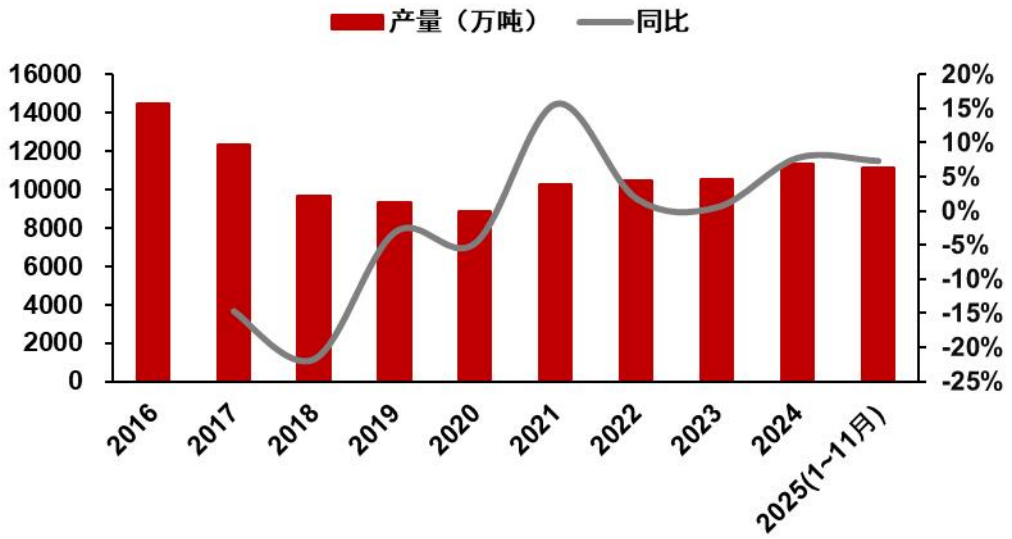
图24 有机硅DMC价格价差走势（元/吨）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

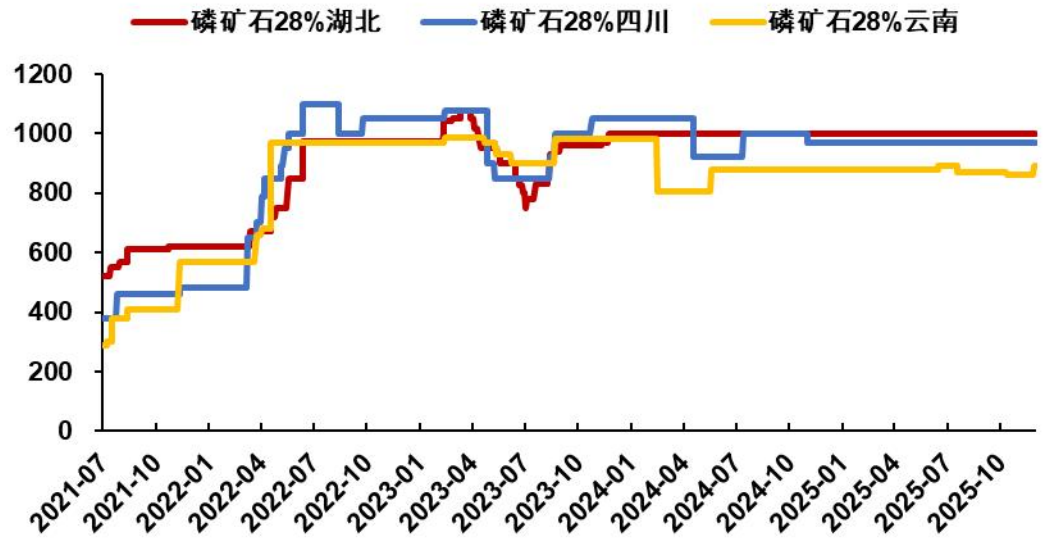
◆ **磷矿保持高景气。**随着磷矿品位下降、环保政策、新产能投放周期较长等影响，磷矿石市场维持紧平衡状态，2025年以来，磷矿石价格维持高位。

图25 2016-2025年中国磷矿石产量



资料来源：iFinD，上海证券研究所

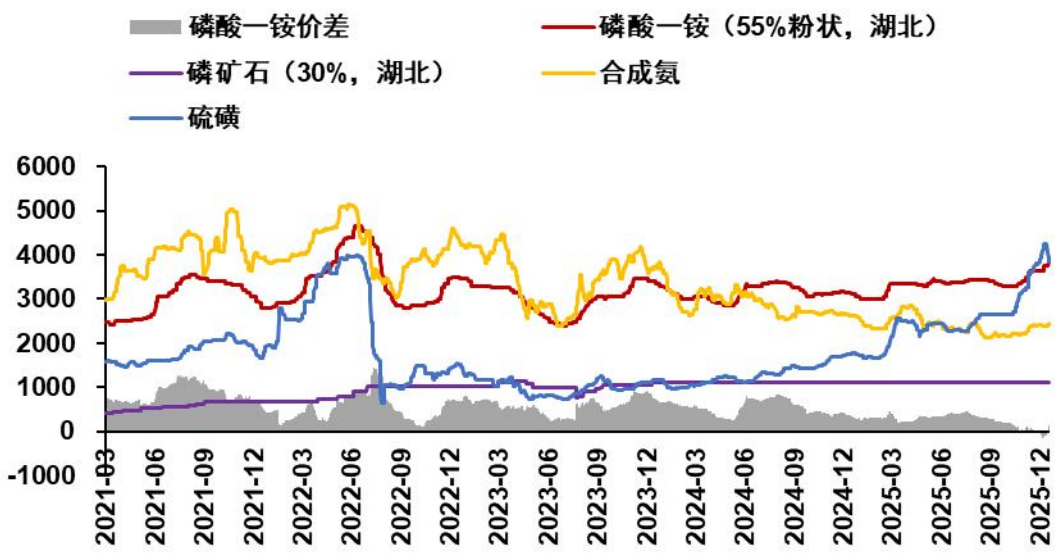
图26 中国磷矿石价格走势（元/吨）



资料来源：钢联数据，上海证券研究所

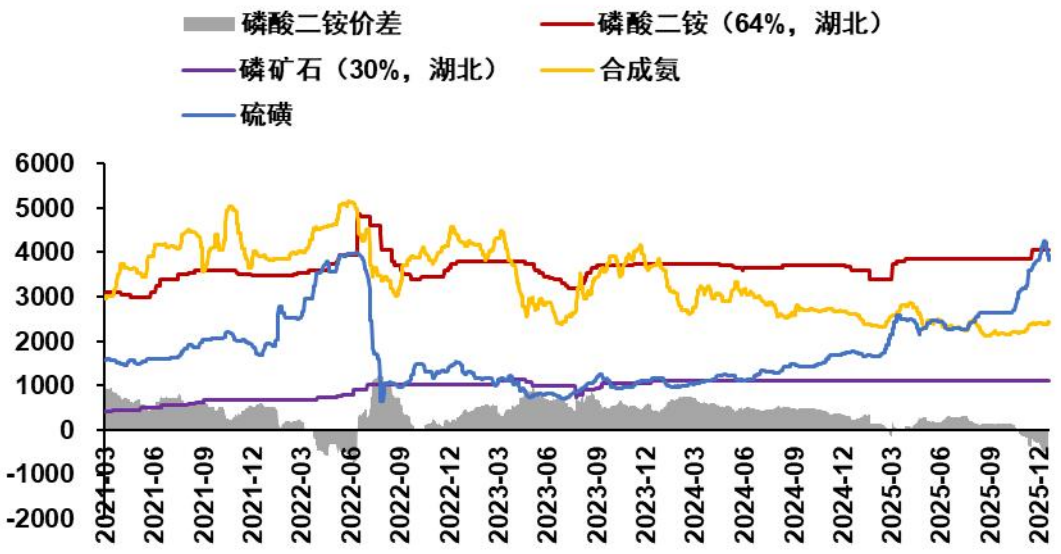
◆ **磷肥市场保持高位。**2025年以来，硫酸、磷矿石等原料价格处于高位，为磷肥价格提供成本支撑，但磷肥价差有所走弱。

图27 磷酸一铵价格价差走势（元/吨）



资料来源：钢联数据，上海证券研究所

图28 磷酸二铵价格价差走势（元/吨）

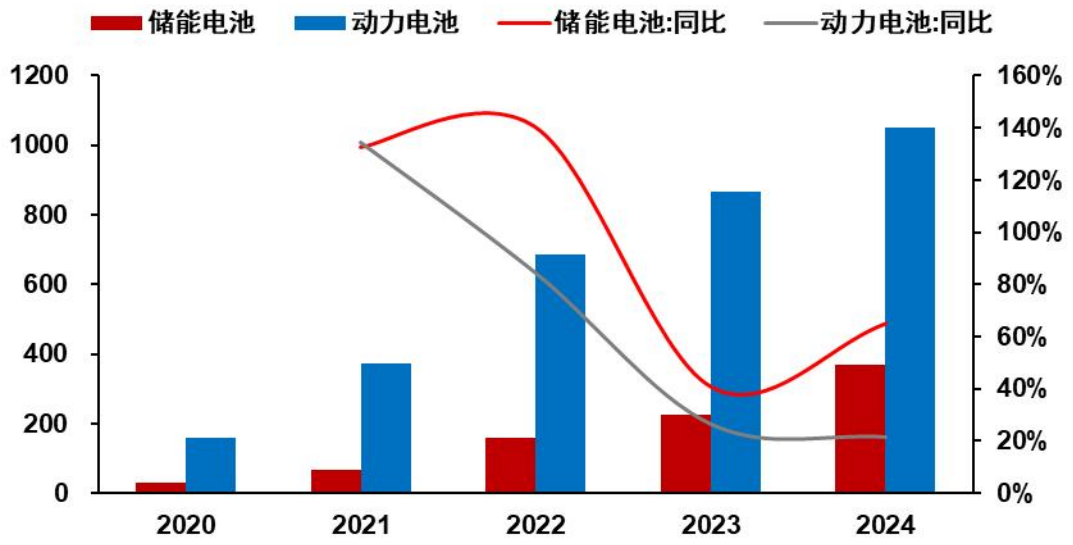


资料来源：钢联数据，上海证券研究所

◆ **储能快速发展，磷酸铁需求有望提振。**全球储能市场迅速壮大，据隆众资讯，2025年1-9月全球储能电池出货量达428GWh，同比增长90.7%；预计到2030年，我国储能市场规模可达1226GWH，2025-2030年CAGR为25.11%。作为锂电主流正极材料的磷酸铁锂及其上游磷酸铁的需求有望快速增长。

◆ **建议关注：**云天化、兴发集团、川恒股份、芭田股份。

图29 2020-2024年全球锂电池出货量（吉瓦时）及同比



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图30 磷酸铁价格走势（元/吨）

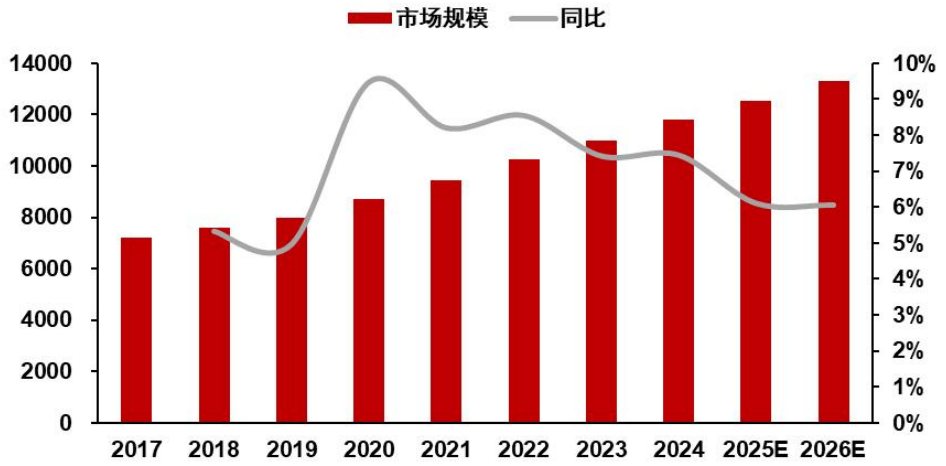


资料来源：钢联数据，上海证券研究所

工业气体：市场规模保持增长，国产化进程持续推进

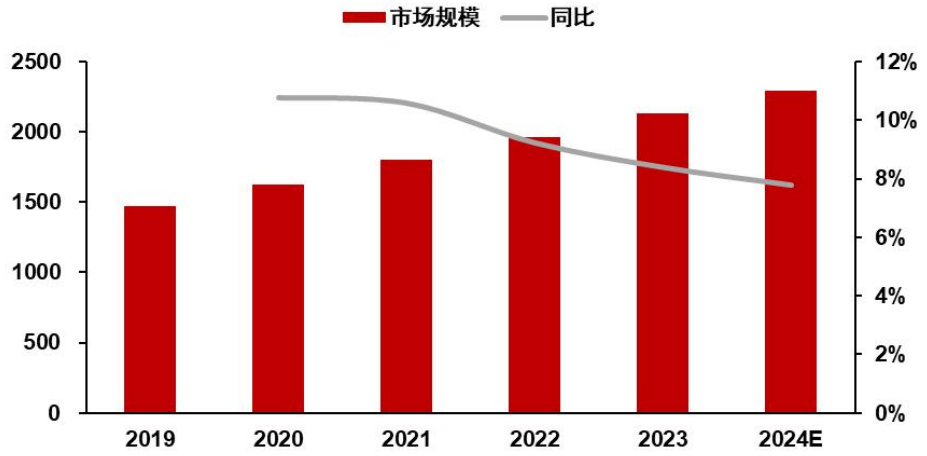
- **我国工业气体市场规模增速高于全球。**近年来，全球工业气体市场稳步增长。据中研普华产业研究院预测，2026年全球工业气体市场规模将达到13299亿元，2021-2026年CAGR为7.11%。我国工业气体行业发展迅速，据金宏气体公告，预计到2026年中国工业气体行业的市场规模将达到2842亿元，2021-2026年复合增长率为9.59%。目前，煤化工等领域对工业气体的需求正在快速增长，而新能源、新材料、电子、半导体等新兴产业将带来新增需求。
- **高端市场国产化率仍有较大提升空间。**国际气体巨头企业利用自身的资本优势和百余年气体行业发展的积累，在工业气体行业相关技术和应用上，处于世界领先水平。尤其是在高端特气等领域，我国仍亟待突破瓶颈。据金宏气体公告，我国电子特气国内自给率非常低，近八成产品依赖进口。
- **建议关注：**侨源股份。

图31 2017-2026年全球工业气体市场规模及预测（亿元）



资料来源：中研普华产业研究院，上海证券研究所

图32 2019-2024年全球工业气体市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院，上海证券研究所

◆ **固态电池产业化在即。**固态电池的核心优势在于能量密度跨越式提升、安全性实现质的飞跃、电池厚度大幅降低。目前固态电池处于从半固态向全固态过渡的关键期，技术路线逐步成熟，据中国化信，全固态电池的工程化突破预计将在2026-2027年实现。

表2 部分企业（半）固态电池进展及量产计划

类型	企业	核心产品/技术	关键进展与量产计划	类型	企业	核心产品/技术	量产计划
电池企业	宁德时代	硫化物	2027年小批量生产	车企	奇瑞	600Wh/kg，目标续航1300公里	2027年完成装车验证
	比亚迪	硅碳负极全固态电池，400Wh/kg	2027年示范，2030年大规模		东风	预研550Wh/kg	2026年量产上车
	国轩高科	300Wh/kg / 350Wh/kg	中试线已贯通		广汽	超400Wh/kg，续航超1000公里	2026年小批量装车
	亿纬锂能	300Wh/kg	10Ah电池下线		上汽	全固态电池	2027年量产
	欣旺达	400Wh/kg	消费类半固态量产超千万颗		丰田		2027-2028年量产
	中创新航	430Wh/kg	配套产线已建成				

资料来源：集邦固态电池，上海证券研究所

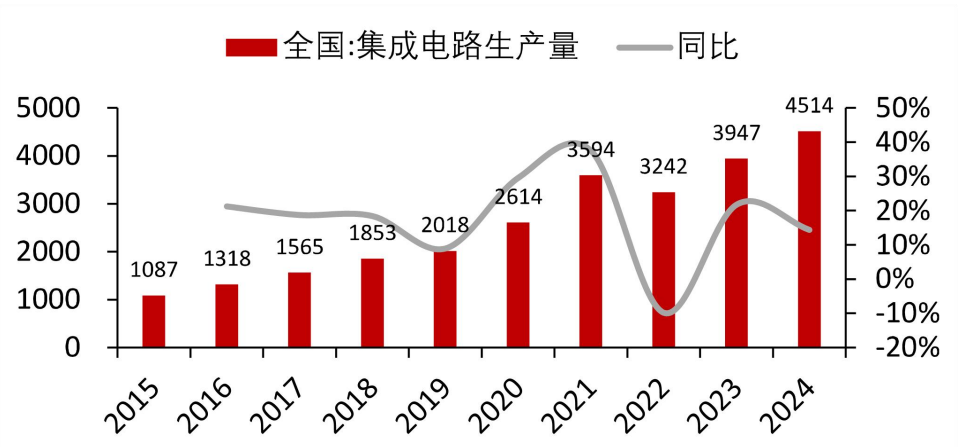
锂电材料：固态电池产业化加速，关注受益材料

- **正极：关注高镍三元、富锂锰基材料。**高比能、高能量密度是正极材料主要发展方向，核心在于与固态电解质的协同适配。高镍三元材料和富锂锰基材料备受关注。
- **负极：硅基负极和锂金属负极是未来发展方向。**硅基负极的优势在于具有高比容量，并可以在不影响整体能量密度的情况下减小电极的厚度，提升快充性能和电池寿命。锂金属负极具有极高的理论容量和低电位、低密度优势，可从本质上提升电池安全性、能量密度和重量，是全固态电池的最优发展方向。
- **固态电解质：技术分化。**固态电池的技术分化核心在于固态电解质的选择，目前形成氧化物、硫化物、聚合物三大主流路线，各具优劣与适用场景。
- **建议关注：**当升科技。

光刻胶：半导体产业关键材料，国产替代正当时

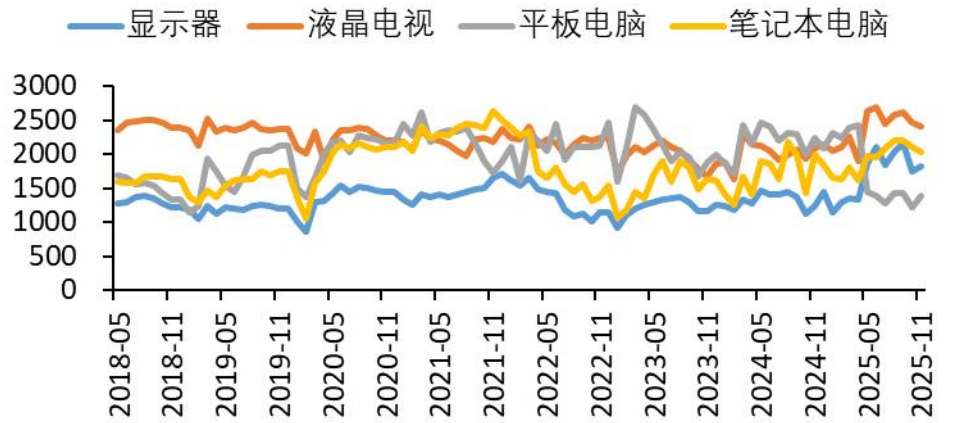
- **下游需求旺盛，光刻胶市场规模持续扩大。**据Grand View Research，2024 年全球光刻胶市场规模估计为 49.6 亿美元，预计到 2030 年将达到 67 亿美元，2025 年至 2030 年的CAGR为 5.24%。智能手机、电视和可穿戴设备对高分辨率显示面板（OLED/LCD）的需求增长驱动相关光刻胶需求增长，而半导体先进制程（如5nm以下节点）推动对极紫外（EUV）光刻胶的需求。半导体市场规模增速可观，为光刻胶需求提供有力支撑。据世界半导体贸易统计组织 WSTS预计，2025和2026年，全球半导体市场规模分别将达到 7720 和 9750 亿美元，同比增幅分别为 22.5% 和 26.3%。
- **高端产品进口依赖度高，国产化进程加速中。**我国光刻胶行业起步较晚，国内生产能力主要集中在PCB光刻胶，半导体光刻胶国产化率仍处于较低水平。彤程新材是国内半导体光刻胶龙头企业，产品涵盖G线、I线、KrF和ArF光刻胶，是国内 8-12 英寸集成电路产线最主要的本土材料供应商。晶瑞电材子公司瑞红苏州是国内光刻胶领域的先驱，在高端光刻胶方面，截至2025H1，已有多款KrF光刻胶量产，ArF光刻胶已小批量出货。
- **建议关注：**彤程新材、晶瑞电材。

图33 全国集成电路生产量（亿块）及同比



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图34 全球液晶面板出货量（万片）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

四、风险提示

1. 原油价格波动
2. 需求不达预期
3. 宏观经济下行

行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。