

强于大市

公司名称	股票代码	股价	评级
兴发集团	600141.SH	人民币 42.25	买入
扬农化工	600486.SH	人民币 76.80	买入

资料来源: Wind, 中银证券
以2026年1月23日收市价为标准

化工行业 2026 年度策略

行业周期拐点已近, 新材料蓄势腾飞

2025年化工行业景气度处于低位。展望2026年, 本轮行业扩产已近尾声, “反内卷”等措施有望催化行业盈利底部修复, 同时新材料受益于下游需求的快速发展, 有望开启新一轮高成长。当前行业估值处于低位。维持行业强于大市评级, 推荐三条投资主线。

支撑评级的要点

- 化工品价格处于历史低位, 基础化工盈利周期性触底。**截至2025年11月, 全国工业品PPI、生产资料PPI及化工工业PPI均连续38个月呈现同比负增长, 形成仅次于2012-2016年周期(当时为连续54个月)的历史第二长负增长持续期间。产品价格方面, 以2015年以来的价格数据为基础, 截至25年12月底, 在我们跟踪的111个化工品种中, 价格分位数在10%以下的品种有30种, 价格分位数在30%以下(含10%以下)的品种有70种, 价格分位数在50%以上的品种有25种。截至2025年前三季度, SW基础化工行业销售毛利率和销售净利率分别为16.82%和6.41%。SW石油石化行业得益于油气上游增储上产, 以及国内天然气价格机制改革, 盈利能力相对稳定, 截至2025年前三季度, SW石油石化行业归母净利润为2760.99亿元, 同比下降11.07%, 销售毛利率和销售净利率分别为19.03%和5.26%。
- 供给方面, 在建工程同比增速转负, 本轮扩产接近尾声。**截至2025年三季度末, 基础化工行业固定资产为14,628.58亿元, 同比增长15.56%, 较2024年末增长12.04%, 创历史新高。同时, 在建工程已出现拐点, 2025年Q1, 在建工程同比增速实现近四年首次转负, 截至2025Q3, 在建工程进一步降至3,584.15亿元, 同比下降15.11%, 较2024年末下降10.18%。根据国家统计局的统计数据, 2025年6月, 化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额也实现近5年首次同比转负。
- “反内卷”有望促进供需格局优化。**2024年以来, “反内卷”关注度持续提升。2025年10月, “十五五”规划建议”强调要坚持高质量发展, 完善要素配置机制, 提升资源利用效率, 同时强化能耗、环保、安全等约束性要求, 引导行业向结构优化和竞争质量提升方向发展。对照“节能降碳行动方案”“化工能耗限额标准”和老旧装置摸底评估等政策要求, 未来化工行业将在更严格的能耗、碳排放和安全工艺标准下加快落后产能出清速度, 供给侧优化趋势将持续深化。预计“十五五”期间, 化工行业将从规模扩张向高质量增长转变, 供需格局有望改善, 行业景气度有望提升。
- 需求方面, 国内地产需求承压, 汽车、化纤需求持续向好, 2026年政策有望继续加持需求复苏。**2025年1-10月, 地产链相关产品需求下滑, 但家电链相关产品需求较为稳健, 同时下游汽车、化纤产销量同比仍维持低双/高单位数增长, 相关产品需求持续向好。出口方面, 截至2025年9月, 化学原料和化学制品制造业出口商品数量指数为122.40。“十五五”期间随着扩内需政策的稳步落地, 以及新能源、AI、半导体、人形机器人等下游产业的快速发展, 我国的化工品需求有望继续保持良好增长。
- 成本方面, 2026年全球原油市场或仍呈现供大于求的格局。**2026年国际油价或仍有下行空间, 但若油价跌幅较大, OPEC+产量政策也会跟随国际油价波动灵活调整, 此外, 包括中国、美国、印度等消费大国可能加大原油储备, 会在一定程度上消化吸收供应过剩压力。同时需要关注地缘政治事件可能对油价带来的意外冲击。综合而言, 供应过剩压力之下, 国际油价中枢或继续下行, 但随着价格中枢下移, 页岩油等价格敏感油品的产量或下降, 同时消费国储备需求或对油价形成支撑, 国际油价有望逐步企稳, 我们预计2026年布伦特原油价格的区间为50-70美元/桶。

投资建议

- 估值方面, 截至2026年1月23日, SW基础化工指数的市盈率(TTM, 剔除负值)为29.45倍, 处于2002年以来的41.85%分位数; 市净率为2.66倍, 对应21.19%分位; 石油石化指数的市盈率(TTM 剔除负值)为14.08倍, 处于2002年以来的12.49%分位数; 市净率为1.37倍, 处于2002年以来的5.99%分位数。总体而言, 化工行业景气度与估值均处于低位, 本轮扩产已接近尾声, “反内卷”等因素催化下供给格局有望优化, 下游需求将逐步复苏, 维持行业“强于大市”评级。中长期投资主线:**
- 1、传统化工龙头经营韧性凸显, 布局新材料等领域, 竞争能力逆势提升, 行业景气度好转背景下有望迎来业绩、估值双提升, 推荐: 万华化学、华鲁恒升、卫星化学、宝丰能源、新和成。**另一方面, 能源央企提质增效深入推进, 分红派息政策稳健, 推荐: 中国石油、中国海油、中国石化。
- 2、“反内卷”等持续催化, 关注供需格局持续向好行业。**一是炼化、聚酯、染料、有机硅、农药等子行业产品价格处于低位, 供给格局集中, 部分子行业已通过自律、联合减产等方式维持价格秩序。推荐: 恒力石化、东方盛虹、桐昆股份、新凤鸣、浙江龙盛、兴发集团、扬农化工、利尔化学、联化科技, 建议关注: 荣盛石化、上海石化、三房巷、万凯新材、恒逸石化、华润材料等。二是三代制冷剂供给端刚性缩减、需求端保持韧性, AI快速发展带动氟化液需求提升, 优质氟化工企业或受益。推荐: 巨化股份。三是上游磷矿石产能短期内释放有限, 下游新能源需求快速增长带动行业景气度较高。推荐: 云天化, 建议关注: 新洋丰。四是高性价比轮胎需求旺盛, 贸易政策不确定性下, 胎企海外基地布局成为竞争力新锚点。推荐: 赛轮轮胎, 建议关注: 中策橡胶。
- 3、下游行业快速发展, 新材料领域公司发展空间广阔。**一是电子材料。受益于下游行业快速发展、先进技术不断迭代以及国产替代大背景, 电子材料领域持续迎来发展良机。半导体材料方面, 关注AI、先进封装等引起的行业变化, 半导体材料自主可控意义深远。PCB材料方面, 关注AI快速发展带动高频高速树脂、电子布等需求增长。OLED材料方面, 关注OLED渗透率提升、显示新技术发展与相关材料国产替代。二是新能源材料。下游持续发展, 固态电池等新方向带动上游材料端需求增长。三是医药、机器人等新兴领域对相关材料需求旺盛。推荐: 安集科技、雅克科技、鼎龙股份、江丰电子、圣泉集团、东材科技、中材科技、沪硅产业、德邦科技、阳谷华泰、万润股份、莱特光电、蓝晓科技; 建议关注: 彤程新材、华特气体、联瑞新材、宏和科技、奥德德、瑞联新材、唯科科技。

评级面临的主要风险

- 油价大幅波动, “反内卷”执行不及预期, 环保政策变化带来的风险, 国际贸易政策发生变化。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 徐中良

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524050001

证券分析师: 范琦岩

qiyan.fan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525040001

证券分析师: 赵泰

tai.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525100001

目录

化工行业周期拐点将近，成本压力有望减弱	7
化工品价格处于历史低位，盈利能力周期性触底.....	7
供应端：在建工程增速同比转负，本轮扩产接近尾声.....	9
需求端：内需有望提振，出口持续增长.....	11
成本端：供应过剩压力延续，原油价格有望筑底企稳.....	15
行业盈利与估值水平.....	17
小结与展望.....	19
行业景气底部向上，关注龙头公司业绩估值双提升	21
传统龙头竞争力逆势提升，2026年有望迎来估值业绩双修复.....	21
大型能源央企：提质增效，重视股东回报.....	23
“反内卷”等持续催化，行业有望加速走出底部周期	26
炼化：产业升级政策密集出台，行业竞争格局有望优化.....	27
聚酯：产能增速放缓，龙头企业联合减产.....	29
染料：供给集中，价格处于低位.....	30
氟化工：制冷剂配额下发行业景气延续，AI快速发展带动氟化液需求提升.....	32
有机硅：投产高峰已过，“反内卷”催化下价格有望触底回升.....	38
磷化工：磷矿石资源属性突出，下游新能源领域带动需求提升.....	39
农药：下游采购正常化，部分品种或迎涨价机会.....	41
轮胎：受益欧美对高性价比轮胎旺盛需求，国际贸易不确定性下，海外基地为竞争力新锚点.....	44
下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔	49
电子材料：看好下游快速发展、先进技术迭代以及国产替代带来的材料需求增长.....	49
新能源材料：下游持续发展，固态电池等新方向带动上游材料端需求增长.....	51
投资建议	54
风险提示	56
兴发集团.....	57
扬农化工.....	59

图表目录

图表 1. PPI 同比情况 (2000.01-2025.11)	7
图表 2. 产能利用率 (2017.03-2025.09)	7
图表 3. 部分化工产品价格及分位数 (截至 2025 年 12 月 26 日)	8
图表 4. 化工一级子行业营收及同比增速 (2017.02-2025.09)	9
图表 5. 橡胶和塑料制品业利润及同比变化 (2012-2025.09)	9
图表 6. 化学纤维利润及同比变化 (2012-2025.09)	9
图表 7. 化学原料及化学制品利润及同比变化 (2012-2025.09)	9
图表 8. SW 基础化工行业固定资产及同比增速(2000-2025Q3)	9
图表 9. SW 基础化工行业在建工程及同比增速(2010-2025H1)	9
图表 10. 化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增速 (2004.04-2025.10)	10
图表 11. 化学原料及制品制造业历史产成品存货 (截至 2025 年 9 月)	10
图表 12. 化学纤维制造业产成品存货 (截至 2025 年 9 月)	10
图表 13. 橡胶和塑料制品业产成品存货 (截至 2025 年 9 月)	10
图表 14. 工业企业产成品存货累计同比 (截至 2025 年 9 月)	10
图表 15. 国内房地产新开工、竣工面积 (1999-2025.10)	11
图表 16. 国内房地产新开工、竣工面积累计同比 (截至 2025 年 10 月)	11
图表 17. 国内家电产品产量 (1989-2024)	11
图表 18. 国内家电产品产量累计同比 (截至 2025 年 9 月)	11
图表 19. 国内汽车产量及增速 (截至 2025 年 10 月)	11
图表 20. 国内汽车销量及增速 (截至 2025 年 10 月)	11
图表 21. 国内新能源汽车产量及增速 (截至 2025 年 10 月)	12
图表 22. 国内新能源汽车销量及增速 (截至 2025 年 10 月)	12
图表 23. 2024 年以来我国部分需求政策梳理	13
图表 24. 化学品及有关产品出口金额及布油价格 (1976-2024)	14
图表 25. 化学原料和化学品制造业出口商品数量指数 (截至 2025 年 9 月)	14
图表 26. 化工行业部分产品出口数量指数 (2010.01-2025.09)	14
图表 27. 中国出口总额及化学工业产品出口金额同比变化	14
图表 28. SW 石油石化行业境外营收占比变化 (2000-2024)	15
图表 29. SW 基础化工行业境外营收占比变化 (2000-2024)	15
图表 30. 国际油价走势	15
图表 31. 2025 年以来 OPEC+产量政策	16
图表 32. 全球原油供需平衡表及预测	16
图表 33. OPEC 及非 OPEC 国家液体燃料产量及预测	16
图表 34. 美国及俄罗斯原油产量	17
图表 35. OECD 商业原油库存	17

图表 36. SW 基础化工及 SW 石油石化行业上市公司数量(2010.12-2025.11)	17
图表 37. SW 基础化工行业营收及同比（2009-2025 前三季度）	17
图表 38. SW 石油石化行业营收及同比（2009-2025 前三	17
季度）	17
图表 39. SW 基础化工行业归母净利润及同比（2009-2025Q3）	18
图表 40. SW 石油石化行业归母净利润及同比（2009-2025Q3）	18
图表 41. SW 基础化工及石油石化行业销售毛利率（2010-2025 前三季度）	18
图表 42. SW 基础化工及石油石化行业销售净利率（2010-2025 前三季度）	18
图表 43. SW 基础化工指数历史估值.....	19
图表 44. SW 石油石化指数历史估值.....	19
图表 45. 沪深 300 指数历史估值.....	19
图表 46. 2022-2025 年前三季度龙头公司业绩情况	21
图表 47. 龙头企业净利率优于行业整体水平（单位：%）	21
图表 48. 龙头企业 ROE（摊薄）优于行业整体水平（单位：%）	22
图表 49. 龙头企业销售、管理费用合计占营业总收入比重低于行业整体水平（单	22
位：%）	22
图表 50. 优秀企业资本开支情况.....	22
图表 51. 龙头公司向新材料领域延伸布局.....	23
图表 52. 龙头企业市净率变化（2010-2025.12.25）	23
图表 53. 推荐的上市公司	23
图表 54. “三桶油”油气当量产量（单位：百万桶）	24
图表 55. “三桶油”勘探开采板块营收（单位：亿元）	24
图表 56. “三桶油”勘探开采板块毛利（单位：亿元）	24
图表 57. 2022 年至 2024 年央企考核体系对比.....	24
图表 58. “三桶油”净利率（单位：%）	25
图表 59. “三桶油”ROE（摊薄）（单位：%）	25
图表 60. “三桶油”现金分红额（单位：亿元）	25
图表 61. “三桶油”分红比率	25
图表 62. 推荐的上市公司	25
图表 63. 2024 年以来倡导“反内卷”的会议或报告.....	26
图表 64. 2024 年以来化工行业倡导“反内卷”的会议或报告.....	27
图表 65. 石油化工行业产业升级相关政策、标准或事件.....	28
图表 66. 原油非国营贸易进口配额（2026 年提前批及 2025 年第一批）	28
图表 67. 推荐的上市公司	29
图表 68. PTA、瓶片，涤纶长丝的产能及增速.....	29
图表 69. PTA、瓶片，涤纶长丝供应格局（2025）	29
图表 70. 涤纶长丝产业链“反内卷”重要事件.....	30
图表 71. 推荐的上市公司	30
图表 72. 2015-2024 年我国印染布产量.....	30

图表 73. 2015-2024 年我国染料产量.....	30
图表 74. 分散染料市场集中度 (截至 2025 年 12 月)	31
图表 75. 活性染料市场集中度 (截至 2025 年 12 月)	31
图表 76. 国内分散染料市场均价	31
图表 77. 分散染料出口均价	31
图表 78. 国内活性染料市场均价	31
图表 79. 活性染料出口均价	31
图表 80. 推荐的上市公司	32
图表 81. R32 价格及价差	32
图表 82. R134a 价格及价差	32
图表 83. R125 价格及价差	33
图表 84. R22 价格及价差	33
图表 85. 三代制冷剂配额削减时间表	33
图表 86. 2025-2026 年度氢氟碳化物生产配额核发表对比 (单位: 吨)	34
图表 87. 2025-2026 年度消耗臭氧层物质生产配额核发表对比 (单位: 吨)	34
图表 88. 2025/2024 年我国家用空调月度产量对比	35
图表 89. 2023-2025 年 11 月我国汽车月度销量及增长率	35
图表 90. 2024-2025 年制冷剂原料价格走势 (千元/吨)	35
图表 91. 氟化液分类	36
图表 92. 氟化液产业链 (以半导体干法蚀刻为例)	36
图表 93. 数据中心冷却方式	36
图表 94. 单相浸没式液冷系统原理	36
图表 95. 部分主要氟化液产品分类简介	37
图表 96. 推荐的氟化工上市公司	38
图表 97. 2024 年有机硅下游消费结构	38
图表 98. 2015 年以来甲基环氧硅烷价格走势	39
图表 99. 推荐的上市公司	39
图表 100. 磷矿石 2025 年新增产能	40
图表 101. FY2018-2024 全球化肥施用量	40
图表 102. FY2025-2029 全球化肥施用量增量预测	40
图表 103. 磷酸铁锂、六氟磷酸锂价格	41
图表 104. 推荐的上市公司	41
图表 105. 农药原药价格指数	42
图表 106. 富美实存货金额	42
图表 107. 安道麦库存金额	42
图表 108. 美国农化制造商库存金额同比增速 (%)	42
图表 109. 2025 年全球草甘膦有效产能市场份额	43
图表 110. 我国草甘膦原药产能	43
图表 111. 草甘膦市场价格	43

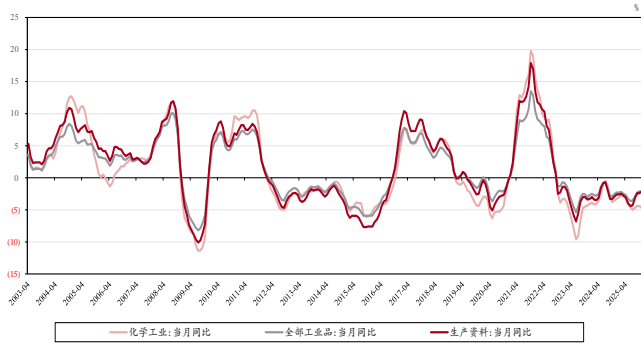
图表 112. 推荐的上市公司	44
图表 113. 全球轮胎消费量	44
图表 114. 2014 年美国轮胎进口结构	44
图表 115. 2024 年美国轮胎进口结构	44
图表 116. 2020-2024 年欧盟卡客车轮胎进口结构（单位：万吨）	45
图表 117. 2020-2024 年欧盟进口自非成员国卡客车轮胎重量（单位：万吨）	45
图表 118. 2020-2024 年欧盟卡客车轮胎进口结构（单位：亿欧元）	45
图表 119. 2024 年欧盟进口乘用车轮胎均价（单位：欧元/公斤）	45
图表 120. 2020-2024 年欧盟乘用车轮胎进口结构（单位：万吨）	46
图表 121. 2020-2024 年东南亚国家对欧盟出口量情况（单位：万吨）	46
图表 122. 2020-2024 年欧盟乘用车轮胎进口结构（单位：亿欧元）	46
图表 123. 2024 年欧盟进口乘用车轮胎均价（单位：欧元/公斤）	46
图表 124. 近年来海外头部轮胎品牌相继有产能退出	47
图表 125. 2024 年主要胎企海外营收及东南亚生产基地规划	47
图表 126. 在欧洲、美洲、非洲布局生产基地的轮胎企业梳理	48
图表 127. 推荐的上市公司	48
图表 128. 2010-2025 年 10 月全球半导体产业销售额	49
图表 129. 2024-2028 年全球半导体制造产能增速	49
图表 130. 2018-2024 年全球各地区半导体材料市场规模	50
图表 131. 2016-2024 年全球晶圆制造/封装材料市场规模	50
图表 132. 覆铜板成本构成	50
图表 133. 不同传输损耗等级高频高速覆铜板采用的树脂	50
图表 134. 2020-2030 年全球 OLED 显示面板需求及预测	51
图表 135. AMOLED 面板在显示面板市场的收入占比提升	51
图表 136. PSPI 图案加工工艺相较 PI 更加简单	51
图表 137. PSPI 在 OLED 显示制程中的应用	51
图表 138. 新能源材料全景图	52
图表 139. 电池材料成本比例	52
图表 140. 吸附分离材料国内外主要厂商	52
图表 141. 主要推荐的新材料上市公司	53

化工行业周期拐点将近，成本压力有望减弱

化工品价格处于历史低位，盈利能力周期性触底

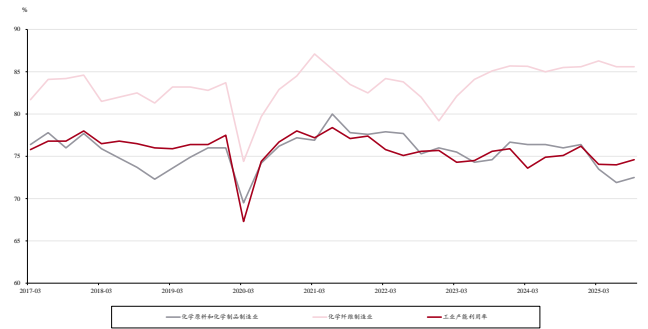
化工行业 PPI 及产能利用率持续走低。截至 2025 年 11 月，全国工业品 PPI、生产资料 PPI 及化工工业 PPI 均连续 38 个月呈现同比负增长，形成仅次于 2012-2016 年周期（当时为连续 54 个月）的历史第二长负增长持续期间。从产能利用率来看，化学原料和化学制品制造业的产能利用率从 2021 年第二季度的 80.0% 震荡回落，2025 年三季度降至 72.5%，下降幅度高于我国工业产能利用率的平均水平。

图表 1. PPI 同比情况 (2000.01-2025.11)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 产能利用率 (2017.03-2025.09)



资料来源: Wind, 中银证券

化工产品价格处于历史低位水平。以 2015 年以来的价格数据为基础，截至 2025 年 12 月底，原油、煤炭的价格分位数为 59.49%、50.00%。在我们跟踪的 111 个化工品种中，价格分位数在 10% 以下的品种有 30 种，占比为 27.03%，主要有草铵膦、氨纶、双酚 A、纯碱、PVC、电石、EDC 等。价格分位数在 30% 以下（含 10% 以下）的品种有 70 种，占比为 63.06%，主要有尿素、丙烯、甲醇、焦炭、黄磷、磷酸等。价格分位数在 50% 以上的品种有 25 种，占比为 22.52%，主要有 WTI 原油、石脑油、天然橡胶、对二甲苯、阳泉无烟末煤等。价格分位数在 70% 以上的品种有 16 种，占比为 14.41%，主要有 R134a、萤石粉、硫磺、硫酸、辛醇等。

图表 3. 部分化工产品价格及分位数 (截至 2025 年 12 月 26 日)

产品	单位	最新价格	价格分位数	产品	单位	最新价格	价格分位数
WTI 原油	美元/桶	58.35	59.49%	PTA	元/吨	5140.00	33.64%
NYMEX 天然气	美元/mbtu	4.24	32.91%	PET 切片	元/吨	5800.00	21.97%
石脑油	元/吨	6760.00	57.61%	涤纶短纤	元/吨	6550.00	23.25%
克炼沥青	元/吨	4450.00	86.27%	涤纶 FDY	元/吨	6775.00	25.00%
纯苯	元/吨	5315.00	36.98%	PTMEG	元/吨	11600.00	0.57%
氨纶 40D	元/吨	23000.00	0.50%	R125 (浙江巨化)	元/吨	47500.00	77.91%
苯乙烯	元/吨	6700.00	24.66%	己内酰胺 (CPL)	元/吨	9475.00	14.79%
乙烯	美元/吨	725.00	34.79%	丙烯腈	元/吨	7725.00	11.05%
丙烯	美元/吨	710.00	26.99%	PA66 长丝	元/吨	15150.00	0.53%
丁二烯	美元/吨	710.00	17.15%	磷矿石	元/吨	950.00	84.72%
天然橡胶	元/吨	15550.00	55.42%	黄磷	元/吨	22600.00	21.77%
丁苯橡胶	元/吨	11525.00	22.11%	磷酸	元/吨	7150.00	21.59%
顺丁橡胶 BR9000	元/吨	11600.00	21.99%	三聚磷酸钠	元/吨	7300.00	43.75%
丁基橡胶 268	元/吨	20250.00	28.57%	硫磺	美元/吨	495.00	97.75%
氯丁橡胶 A90	元/吨	68800.00	99.71%	硫酸	元/吨	1230.00	97.46%
丁腈橡胶 N41	元/吨	23300.00	71.43%	DAP	元/吨	3450.00	64.71%
LLDPE	美元/吨	6350.00	10.10%	MAP	元/吨	3725.00	70.16%
PP	美元/吨	800.00	8.45%	无烟中块煤	元/吨	970.00	50.00%
乙二醇	元/吨	3689.00	10.14%	无烟末煤	元/吨	478.00	53.56%
甲醇	元/吨	2158.00	25.56%	液氨	元/吨	2430.00	21.08%
二甲醚	元/吨	3350.00	27.42%	尿素	元/吨	1700.00	27.67%
煤焦油	元/吨	3251.00	37.40%	草甘膦	元/吨	24400.00	11.23%
炭黑	元/吨	5600.00	20.00%	二乙醇胺	元/吨	11300.00	80.85%
聚乙烯醇	元/吨	10150.00	7.67%	甘氨酸	元/吨	18200.00	40.96%
醋酸乙烯	元/吨	5875.00	7.29%	纯吡啶	元/吨	18200.00	20.98%
醋酸	元/吨	2526.00	11.92%	百草枯 (沙隆达)	元/吨	16000.00	48.91%
醋酐	元/吨	3900.00	2.30%	季戊四醇	元/吨	9500.00	22.41%
轻质纯碱	元/吨	1240.00	3.76%	丙酮	元/吨	4080.00	12.42%
重质纯碱	元/吨	1250.00	2.00%	丁酮	元/吨	6250.00	16.14%
30% 隔膜烧碱	元/吨	883.00	22.43%	苯酚	元/吨	5785.00	14.37%
PVC	元/吨	4400.00	1.36%	双酚 A	元/吨	7500.00	3.66%
液氯	元/吨	231.00	17.75%	环氧氯丙烷	元/吨	11700.00	35.66%
盐酸	元/吨	219.00	19.88%	金属硅	元/吨	10600.00	0.76%
焦炭	元/吨	1295.00	22.49%	甲基环硅氧烷	元/吨	13700.00	5.89%
电石	元/吨	2774.00	7.05%	苯酐	元/吨	7500.00	65.00%
原盐	元/吨	250.00	44.01%	辛醇	元/吨	9300.00	93.62%
EDC	元/吨	350.00	5.67%	邻二甲苯	元/吨	7700.00	70.73%
DMF	元/吨	3725.00	0.95%	离子膜烧碱 (99%)	元/吨	4200.00	61.43%
甲苯	元/吨	5205.00	35.63%	氯化铝	元/吨	10900.00	67.01%
苯胺	元/吨	8090.00	32.66%	冰晶石	元/吨	7700.00	81.19%
甲醛	元/吨	1100.00	15.38%	萤石粉 (湿粉)	元/吨	3308.00	78.75%
己二酸	元/吨	6850.00	15.30%	二氯甲烷	元/吨	1710.00	0.43%
顺酐	元/吨	4850.00	0.41%	三氯乙烯	元/吨	4200.00	4.23%
BDO	元/吨	8100.00	3.46%	无水氢氟酸	元/吨	11900.00	71.11%
环氧丙烷	元/吨	8250.00	14.13%	R22	元/吨	16000.00	22.71%
硬泡聚醚	元/吨	7725.00	3.22%	R134a	元/吨	55000.00	97.47%
锦纶 FDY	(元/吨)	12100.00	2.27%	钛白粉 (锐钛型)	元/吨	11900.00	29.67%
软泡聚醚	元/吨	8300.00	9.27%	联苯菊酯	万元/吨	13.30	1.84%
聚合 MDI	元/吨	14550.00	15.36%	草胺磷	元/吨	43900.00	0.06%
纯 MDI	元/吨	18100.00	23.34%	高效氯氟菊酯	万元/吨	11.50	4.88%
TDI	元/吨	14300.00	12.82%	贵亭酸甲酯	万元/吨	6.00	50.00%
浆粕	美元/吨	800.00	2.50%	维生素 A	元/千克	62.50	0.27%
棉短绒	元/吨	3600.00	20.97%	维生素 E	元/千克	55.50	16.73%
粘胶短纤	元/吨	12800.00	49.45%	蛋氨酸	元/吨	17500.00	1.38%
粘胶长丝	元/吨	43500.00	80.58%	萤石 (97 湿粉)	元/吨	3308.00	78.75%
对二甲苯 (PX)	美元/吨	901.00	60.03%				

资料来源: 百川盈孚、中银证券

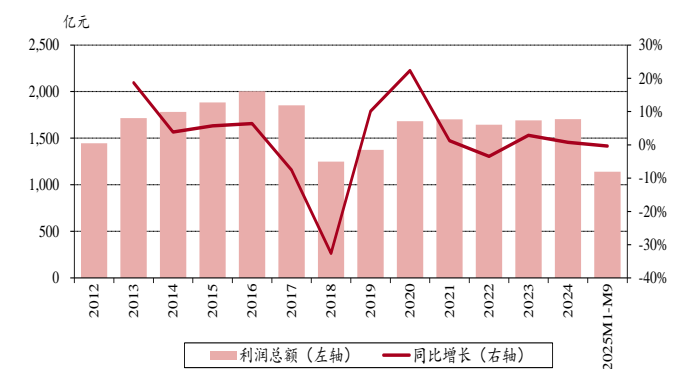
化工行业营收规模总体扩张。化工行业营业收入总体保持增长态势, 2017 年以来, 除 2020 年及 2023 年受国际油价短期下跌影响外, 化学原料及化学制品制造业、橡胶和塑料制品业等一级子行业的营业收入大部分实现正增长, 但盈利能力却呈现周期性波动, 2025 年 1-9 月份, 化学原料及化学制品制造业、化学纤维、橡胶和塑料制品业利润总额同比分别-7.11%、+15.28%、-0.38%。

图表 4. 化工一级子行业营收及同比增速 (2017.02-2025.09)



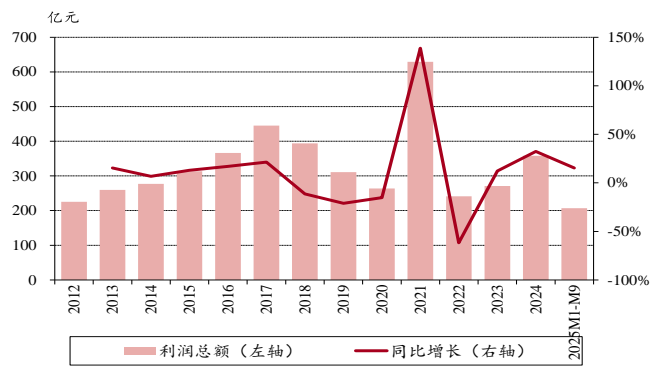
资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. 橡胶和塑料制品业利润及同比变化 (2012-2025.09)



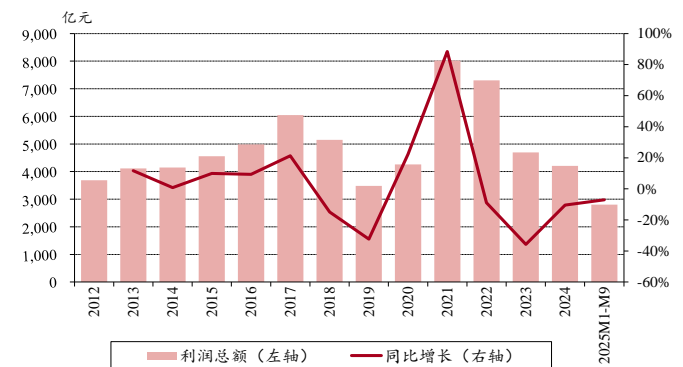
资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 化学纤维利润及同比变化 (2012-2025.09)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 7. 化学原料及化学制品利润及同比变化 (2012-2025.09)

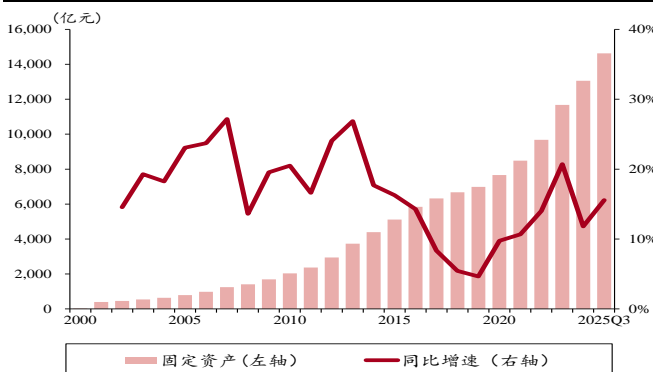


资料来源: Wind, 中银证券

供应端：在建工程增速同比转负，本轮扩产接近尾声

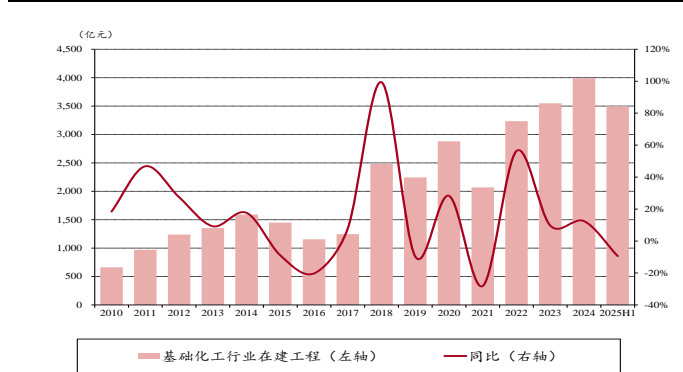
固定资产持续增加，在建工程同比增速转负。截至 2025 年三季度末，SW 基础化工行业上市公司固定资产为 14,628.58 亿元，同比增长 15.56%，较 2024 年末增长 12.04%，创历史新高。同时，在建工程已出现拐点，截至 2025 年 Q3，在建工程进一步降至 3,584.15 亿元，同比下降 15.11%，较 2024 年末下降 10.18%。根据国家统计局的统计数据，2025 年 6 月，化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额也实现近 5 年首次同比转负。

图表 8. SW 基础化工行业固定资产及同比增速 (2000-2025Q3)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 9. SW 基础化工行业在建工程及同比增速 (2010-2025H1)



资料来源: Wind, 中银证券

子行业间对比来看，2022-2024年，在建工程同比增速均为正值的子行业有化学原料、化学制品、民爆制品、聚氨酯、其他橡胶制品、农化制品、钾肥等子行业，同比增速均为负值的子行业有纺织化学制品等子行业。2023-2024年在建工程同比增速均为负值的子行业有膜材料、橡胶助剂等子行业。

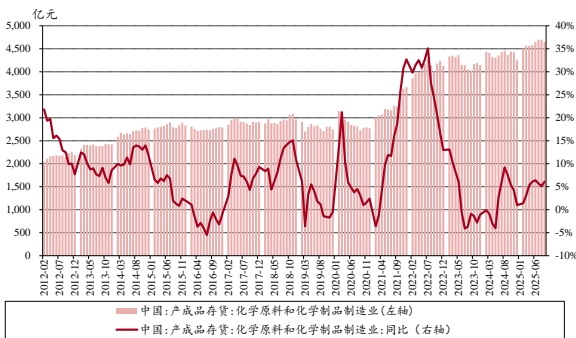
图表 10. 化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增速（2004.04-2025.10）



资料来源：Wind、中银证券

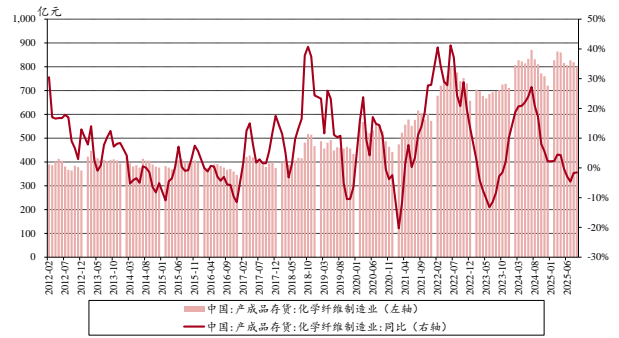
从库存数据来看，判断化工行业库存整体水平不高，或仍处于累库阶段。截至 2025 年 9 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业产成品库存金额分别同比提升 6.10%、下降 1.50%、提升 3.30%，结合 2025 年 9 月三个子行业 PPI 同比增速分别为-5.20%、-7.90%、-2.70%，库存数量或均有所增加。

图表 11. 化学原料及制品制造业历史产成品存货（截至 2025 年 9 月）



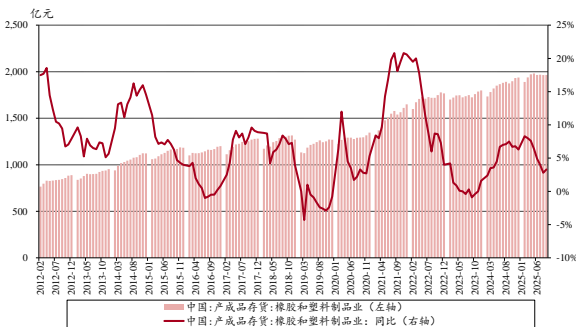
资料来源：Wind、中银证券

图表 12. 化学纤维制造业产成品存货（截至 2025 年 9 月）



资料来源：Wind、中银证券

图表 13. 橡胶和塑料制品业产成品存货（截至 2025 年 9 月）



资料来源：Wind、中银证券

图表 14. 工业企业产成品存货累计同比（截至 2025 年 9 月）

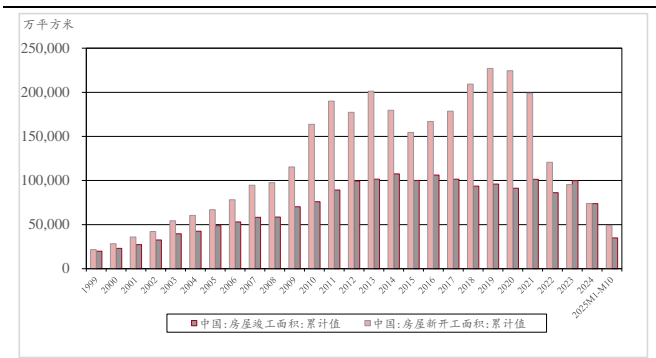


资料来源：Wind、中银证券

需求端：内需有望提振，出口持续增长

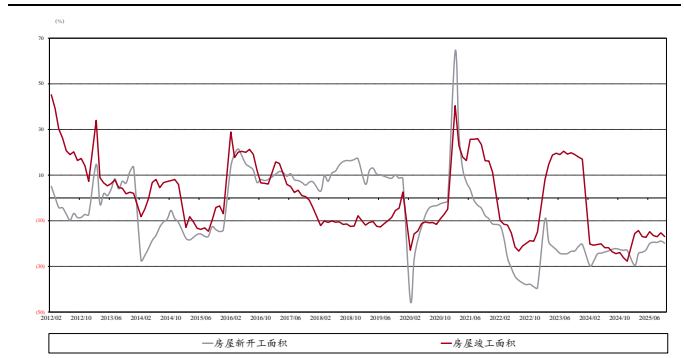
2025年地产下游需求承压，汽车、化纤下游需求持续向好。化工品的下游涵盖房地产、汽车、家电、纺织服装、农林牧渔等多个行业。从国内市场来看，地产链相关产品需求下滑，2025年1-10月房屋新开工、竣工面积分别同比下降19.87%、16.99%，家电产业链相关产品需求保持稳健，2025年1-9月空调、家用电冰箱、彩电累计产量同比分别提升4.40%、1.50%、下降2.90%。汽车产业链方面，2025年1月至10月汽车产量为2,732.50万辆，同比增长10.80%；销量为2,768.70万辆，同比增长12.44%。其中新能源汽车产量1,267.20万辆，同比增长28.00%；销量为1,294.30万辆，同比增长32.75%。化纤产业链相关产品需求持续向好，2025年1月至10月化学纤维累计产量为7,233.00万吨，同比增长10.19%，合成纤维累计产量为6599.70万吨，同比增长9.52%。

图表 15. 国内房地产新开工、竣工面积 (1999-2025.10)



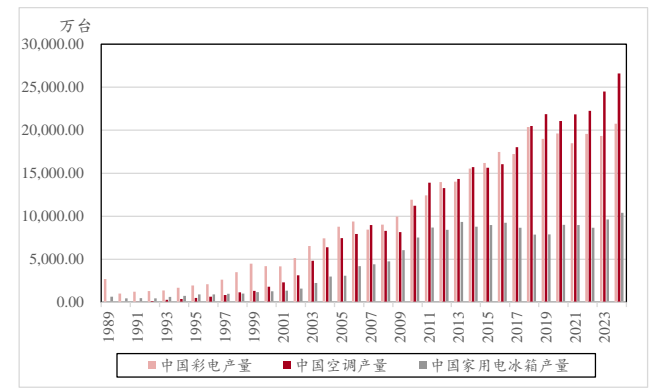
资料来源: Wind, 中银证券

图表 16. 国内房地产新开工、竣工面积累计同比(截至 2025 年 10 月)



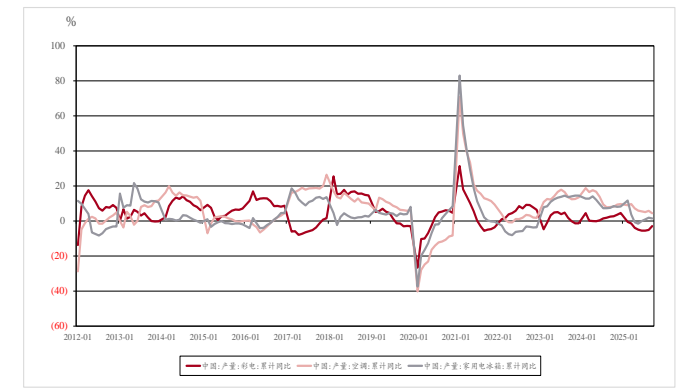
资料来源: Wind, 中银证券

图表 17. 国内家电产品产量 (1989-2024)



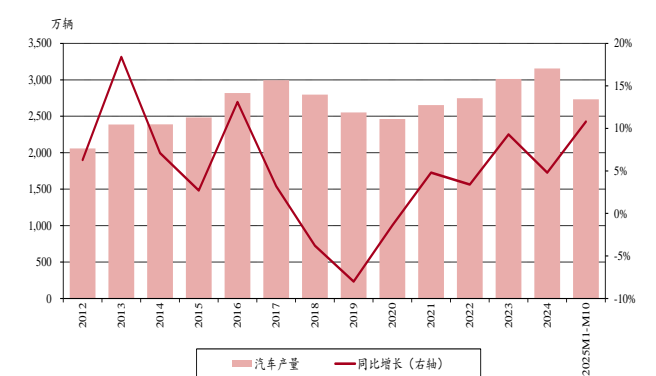
资料来源: Wind, 中银证券

图表 18. 国内家电产品产量累计同比(截至 2025 年 9 月)



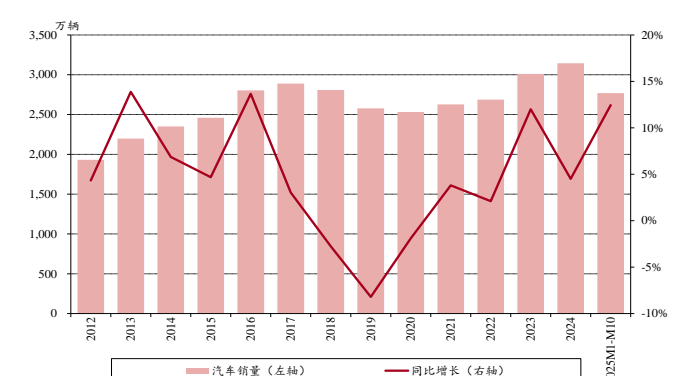
资料来源: Wind, 中银证券

图表 19. 国内汽车产量及增速 (截至 2025 年 10 月)



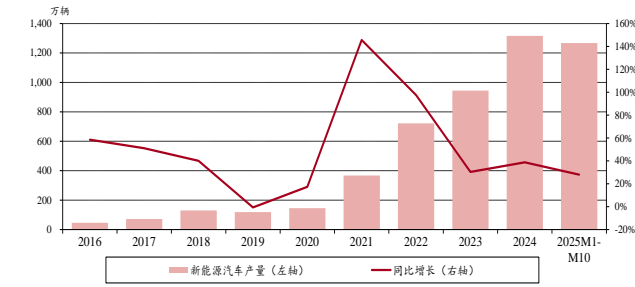
资料来源: Wind, 中银证券

图表 20. 国内汽车销量及增速 (截至 2025 年 10 月)



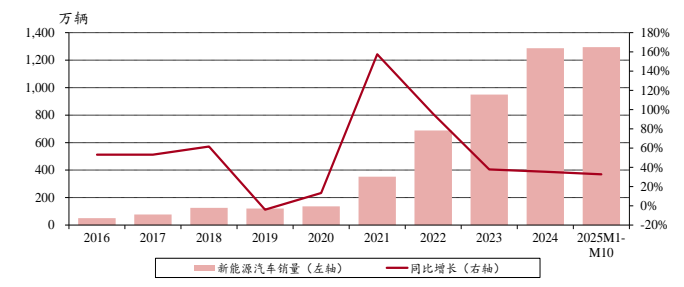
资料来源: Wind, 中银证券

图表 21. 国内新能源汽车产量及增速(截至 2025 年 10 月)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 22. 国内新能源汽车销量及增速(截至 2025 年 10 月)



资料来源: Wind, 中银证券

国内政策持续发力，内需有望再提振。2022 年以来，我国推出一系列扩大内需、提振消费的政策组合，带动化工品终端需求结构性回暖。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）》，指出要坚定实施扩大内需战略，培育完整内需体系。2023 年起，“以旧换新”、新能源汽车购置补贴、绿色智能家电推广等促消费政策密集落地，2024 年 3 月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，2025 年 2 月，市场监管总局等五部门关于印发《优化消费环境三年行动方案（2025-2027 年）》，相关政策对汽车、家电（冰箱、空调、电视等）等下游需求形成支撑，直接拉动化工原材料的刚性需求。2025 年 10 月《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》明确提出强大国内市场，坚持扩大内需为战略基点，坚持惠民生和促消费、以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性。展望未来，“十五五”期间随着扩内需政策的稳步落地，以及新能源、AI、半导体、人形机器人等下游产业的快速发展，我国的化工品需求有望继续保持良好增长。

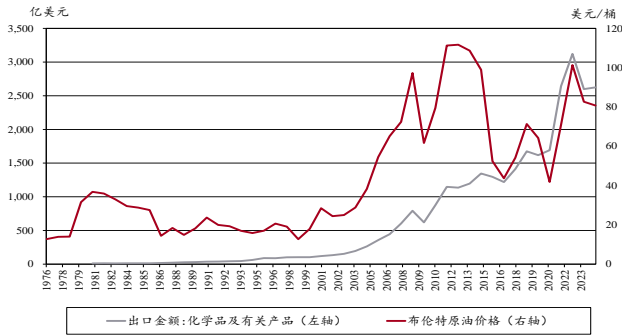
图表 23. 2024 年以来我国部分需求政策梳理

文件/会议	时间	部门	主要内容	化工受益品种
“两新”政策				
《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	2024.3.7	国务院	推进重点行业设备更新改造；开展汽车、家电、家装消费品等换新	汽车产业链（轮胎、塑料、新能源材料等）；家电产业链（MDI、改性塑料、制冷剂）、光伏胶膜、PVDF、正极材料、纯碱、聚烯烃等
《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	2024.7.24	国家发改委、财政部	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新	
《优化消费环境三年行动方案（2025-2027 年）》	2025.2.17	市监总局、发改委、工信部、商务部、文化和旅游部 5 部门	实施消费供给提质行动，提升实物消费质量，改善服务消费品质，创造更多消费场景。	
地产政策				
中共中央政治局会议	2024.9.26	中共中央政治局	促进房地产市场止跌回稳，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量土地；要调整住房限购政策，降低存量房贷利率 取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准	
住建部等相关负责人介绍促进房地产市场平稳健康发展有关情况	2024.10.17	住建部、财政部、中国人民银行等	降低住房公积金贷款利率、降低住房贷款首付比例、降低存量贷款利率、降低换购住房的税费负担 通过货币化安置等方式，新增实施 100 万套城中村改造和危旧房改造，将“白名单”项目的信贷规模增加到 4 万亿元	
《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	2024.11.12	财政部、税务总局、住建部	加大住房交易环节契税优惠力度，降低土地增值税预征率下限；明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税优惠政策，降低二手房交易成本	地产建筑（PVC、纯碱、钛白粉、有机硅、减水剂等）；家具（MDI、TDI、聚醚、涤纶等）
《山西省持续用力推动房地产市场止跌回稳 2025 年行动计划》	2025.3.28	山西省住建厅等	持续用力推动房地产市场止跌回稳，把各项存量政策、增量政策坚决落实到位，大力支持居民刚性和改善性住房需求，促进商品房销售，逐步化解房地产库存；要坚持合理控制增量、优化调整存量、着力提高质量，持续优化住房及用地供应，因地制宜推动“好房子”建设，切实提升住宅物业服务质量；要用好“白名单”融资机制，持续推进保交房工作，有效防范化解房地产领域风险。有序完善房地产基础性制度，加快构建房地产发展新模式，稳续推动房地产高质量发展。	
海南省《关于进一步优化调整有关调控政策的通知》	2025.8.15	海南省住建厅	优化人才购房、取消普通/非普通划分；盘活土地	
其他政策				
“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况发布会	2024.10.12	财政部	财政部在加快落实已确定的政策基础上，围绕稳增长、扩内需、化风险，推出一揽子针对性政策举措，同时有其他政策工具在研究中	顺周期产业链
《全国人民代表大会常务委员会关于批准<国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案>的决议》	2024.11.8	全国人大常委会	增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务；从 2024 年开始，连续 5 年每年从新增地方政府专项债券中安排 8,000 亿元专门用于化债	
《关于扩大服务消费的若干政策措施》	2025.09.05	商务部等 9 部门	明确“更大力度提振消费、扩大内需”，提出培育消费促进平台、实施服务消费提质惠民行动、丰富高品质服务供给、激发服务消费新增量。	
《政府工作报告》（2025 年）	2025.03.05	国务院	“坚定实施扩大内需战略，做大做强国内大循环”，强调完善促进消费和扩大投资的体制机制，把“扩内需、稳增长”作为当年宏观政策主线。	

资料来源：中国政府网，国家市场监管总局，国务院新闻办，界面新闻，财政部，山西经济日报，凤凰网，千龙网，中银证券

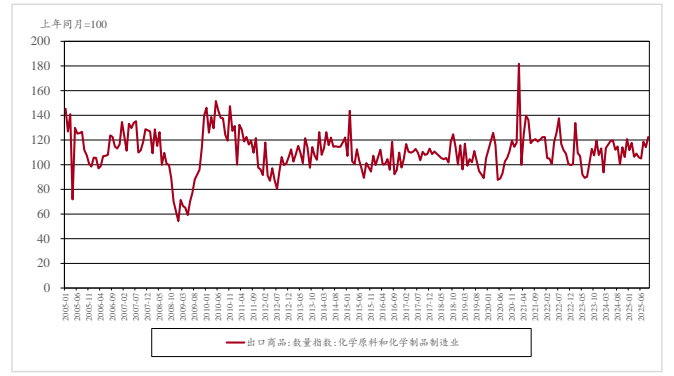
化工行业出口规模持续提升。2022年中国化学品及有关产品出口金额达到3120.88亿美元，较2014年增长131.96%，2023年以来，受国际油价及国内煤炭价格回落影响，出口金额略有下降，2024年，中国化学品及有关产品出口金额为2623.42亿美元，仍处于历史高位。2020年四季度以来，中国化学原料和化学制品制造业出口商品数量指数基本保持扩张区间，仅2023年5月-7月，以及2024年2月受上年同期高增速影响，略低于100。截至2025年9月，化学原料和化学制品制造业出口商品数量指数为122.40。

图表 24. 化学品及有关产品出口金额及布油价格 (1976-2024)



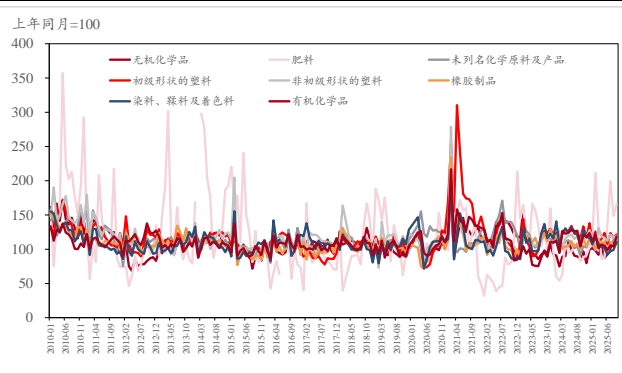
资料来源：同花顺iFinD，中银证券

图表 25. 化学原料和化学制品制造业出口商品数量指数 (截至 2025 年 9 月)



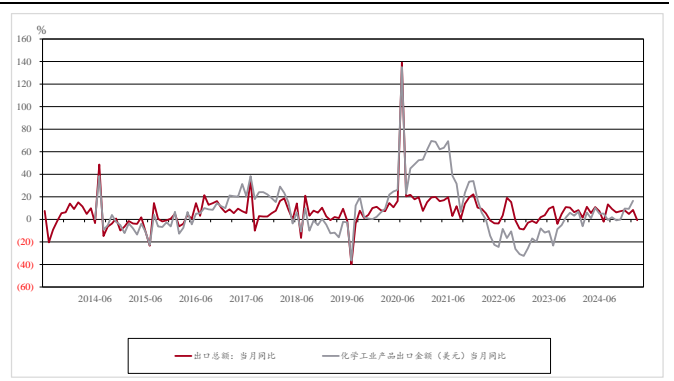
资料来源：同花顺iFinD，中银证券

图表 26. 化工行业部分产品出口数量指数 (2010.01-2025.09)



资料来源：同花顺iFinD，中银证券

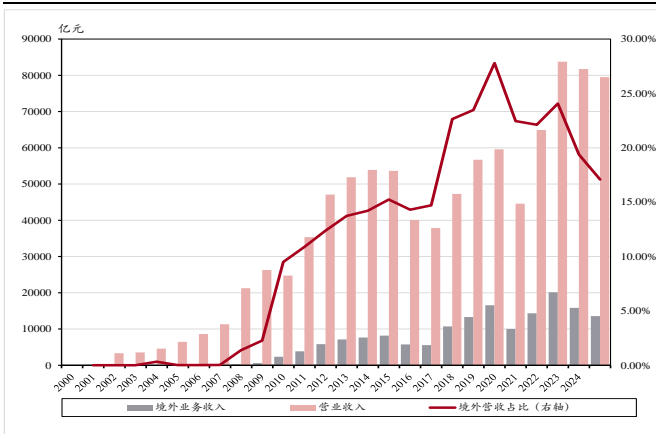
图表 27. 中国出口总额及化学工业产品出口金额同比变化



资料来源：同花顺iFinD，中银证券

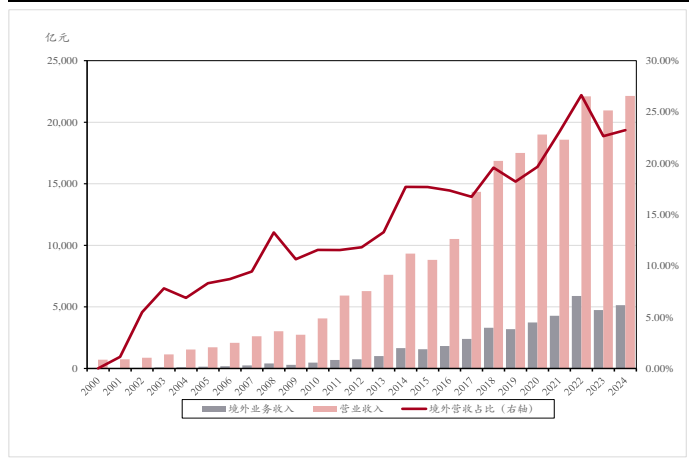
化工行业境外业务占比稳步提升。根据 Wind 统计的上市公司数据，2000 年以来，化工行业海外营收占比逐步提升，2024 年，SW 基础化工行业和 SW 石油石化行业的境外营收占比分别为 23.23%、17.09%，较 2014 年分别提升 5.52pct、1.85pct。2025 年上半年，SW 基础化工、SW 石油石化的境外营收分别为 2,349.55、6,742.10 亿元，同比分别+4.74%、-25.27%；营收占比分别为 21.02%、17.98%；同比分别-0.13pct、-4.08pct。

图表 28. SW 石油石化行业境外营收占比变化 (2000-2024)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 29. SW 基础化工行业境外营收占比变化 (2000-2024)



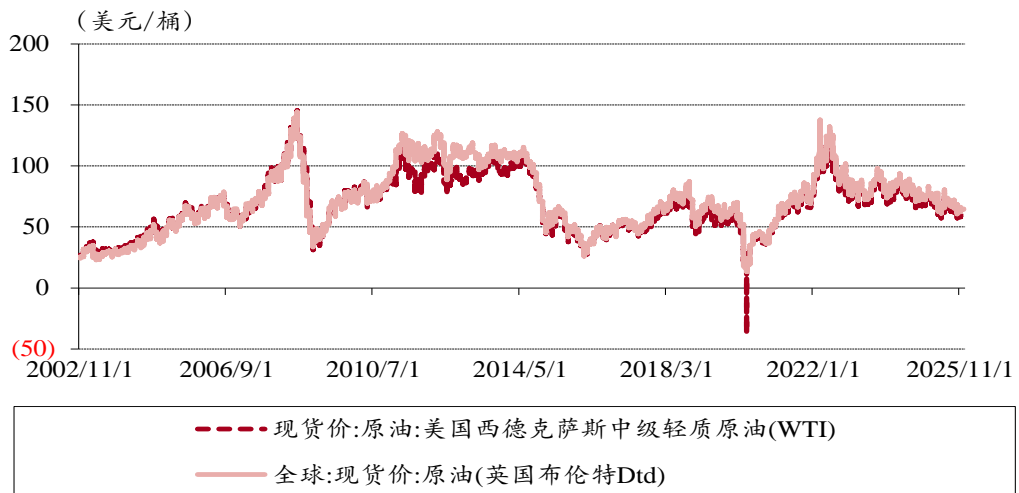
资料来源: Wind, 中银证券

成本端：供应过剩压力延续，原油价格有望筑底企稳

2025 年原油市场供过于求，国际油价震荡下行。

2025 年布伦特原油和 WTI 原油现货价格分别为 69.24 美元/桶、64.91 美元/桶，较 2024 年分别下降 11.68 美元/桶、10.67 美元/桶。截至 2025 年 10 月，全球的整体平均供应为 1.057 亿桶/天，需求为 1.039 亿桶/天，较 2024 年分别同比增长了 2.6% 和 0.93%。回顾 2025 年，OPEC 增产政策、美国关税政策、以及地缘政治事件等因素均对国际油价产生重要影响，其中，OPEC+ 闲置产能快速释放是国际油价下跌的核心因素之一。

图表 30. 国际油价走势



资料来源: Wind, 中银证券

OPEC+ 调整策略，注重抢占市场份额。 OPEC+ 在 2022 年-2024 年主要通过强有力的减产政策，维持原油市场相对平衡，但随着美国页岩油产量增长，以及圭亚那、巴西等国家海洋石油产能释放，OPEC+ 开始通过“低成本优势+主动增产”的组合策略，拿回市场份额、维护自身在全球能源市场的地位。OPEC+ 在 2025 年 4 月起宣布开始停止减产计划，并着手恢复其在 2020 年起自愿减产的原油产能，第一批计划实施恢复 220 万桶/日的原油产量，但在同年 5 至 9 月份，OPEC+ 就通过提速增产提前一年完成合计 232.6 万桶/日的原油产量。随着进入 10 月，OPEC+ 宣布开始实施第二部分资源减产恢复计划，计划恢复产能 165 万桶/日，在 2025 年的 10 月、11 月、12 月月均增产 13.7 万桶/日。随着全球供应过剩压力加大，2025 年 11 月 2 日，OPEC+ 决定放缓第二批资源减产回补 (165 万桶/日)，在 2026 年一季度暂停原油产量回补。

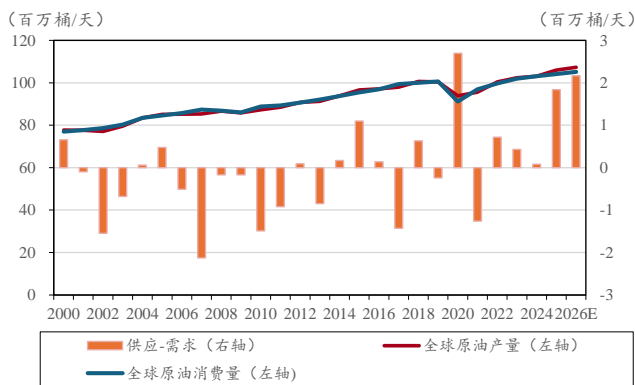
图表 31. 2025 年以来 OPEC+产量政策

回补阶段	逐月计划
第一次联合减产回补 (计划回补 220 万桶/日)	1) 2025 年 3 月 3 日:考虑到市场积极的前景, OPEC+决定从 2025 年 4 月 1 日起逐步且灵活地恢复 220 万桶/日的自愿调整措施, 实施将从 25 年 4 月开始实施, 持续至 26 年 9 月结束。同时, 阿联酋的必要产量已增加 30 万桶/日。
	2) 2025 年 4 月 3 日:2025 年 3 月 3 日再次确认的启动逐步且灵活地恢复每日 220 万桶自愿调整量的决定(该调整量自 2025 年 4 月 1 日起开始实施), 八个参与国将实施每日 41.1 万桶的产量调整。
	3) 2025 年 5 月 5 日:考虑到市场健康且库存较低, OPEC+在 6 月实施每日 41.1 万桶的产量调整至原有水平。
	4) 2025 年 5 月 31 日:八个参与国将于 2025 年 7 月实施每日 41.1 万桶的产量调整。较 2025 年 6 月所需的生产水平有所降低。
	5) 2025 年 7 月 5 日:市场基本面稳定, 八个参与国将于 2025 年 8 月实施每日 54.8 万桶的产量调整。
	6) 2025 年 8 月 3 日:鉴于市场基本面和经济前景稳定, 8 个参与国将于 2025 年 8 月实施 54.7 万桶的生产调整。
第二次自愿减产回补(计划回补 165 万桶/日)	1) 2025 年 9 月 7 日:八个参与国决定自 2025 年 11 月起实施每日 13.7 万桶的产量调整, 此调整是在 2023 年 4 月宣布的每日 165 万桶额外自愿调整基础上进行的。
	2) 2025 年 10 月 5 日:八个参与国决定自 2025 年 11 月起实施每日 13.7 万桶的产量调整, 此调整是在 2023 年 4 月宣布的每日 165 万桶额外自愿调整基础上进行的。
	3) 2025 年 11 月 2 日:鉴于全球经济前景稳定且当前市场基本面健康这八个参与国决定自 2025 年 12 月起实施每日 13.7 万桶的产量调整, 此调整是在 2023 年 4 月宣布的每日额外自愿调整 165 万桶的基础上进行的。除 12 月外, 由于季节性因素, 这八个国家还决定在 2026 年 1 月、2 月和 3 月暂停生产增量。

资料来源: OPEC, 能源研发中心公众号, 海通期货, 生意社, 卓创资讯, 中银证券

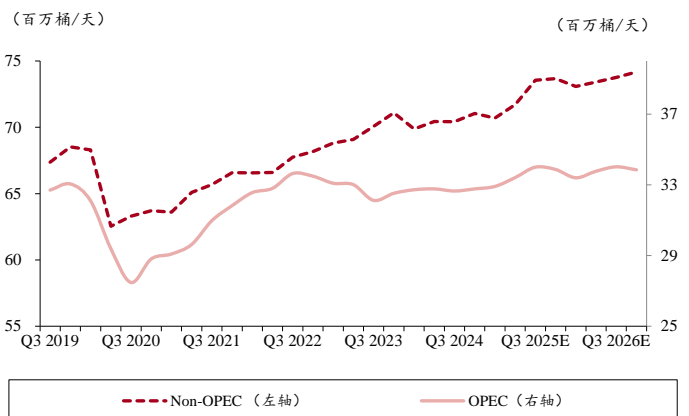
展望 2026 年, 全球原油市场或仍呈现供大于求的格局, 国际油价或仍有下行空间。但若油价跌幅较大, OPEC+ 作为平衡原油市场的重要产量, 其产量政策也会跟随国际油价波动灵活调整, 此外, 包括中国、美国、印度等消费大国可能加大原油储备, 会在一定程度上消化吸收供应过剩压力。同时需要关注地缘政治事件可能对油价带来的意外冲击, 若俄乌达成和平解决方案, 俄罗斯遭受的制裁逐步放松, 原油价格或进一步走低, 但若俄乌冲突延续, 乌克兰对俄罗斯能源设施的打击持续加大, 国际油价或会阶段性反弹。综合而言, 供应过剩压力之下, 国际油价中枢或继续下行, 但随着价格中枢下移, 页岩油等价格敏感油品的产量或下降, 同时消费国储备需求或对油价形成支撑, 国际油价有望逐步企稳, 我们预计 2026 年布伦特原油价格的区间为 50-70 美元/桶。

图表 32. 全球原油供需平衡表及预测



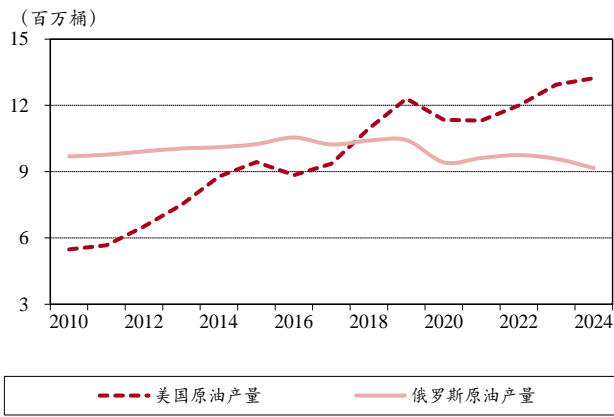
资料来源: EIA, 中银证券

图表 33. OPEC 及非 OPEC 国家液体燃料产量及预测



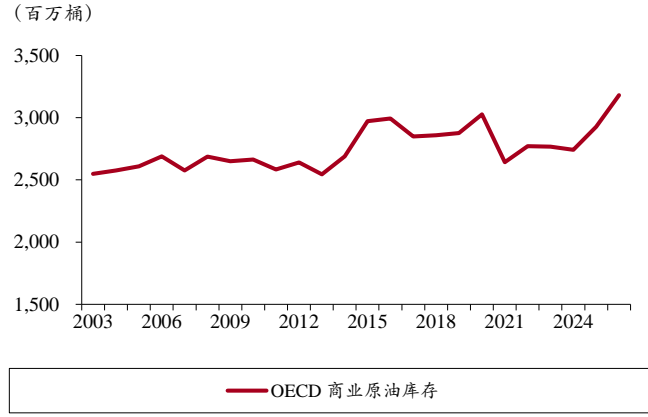
资料来源: EIA, 中银证券

图表 34. 美国及俄罗斯原油产量



资料来源: EIA, 中银证券

图表 35. OECD 商业原油库存

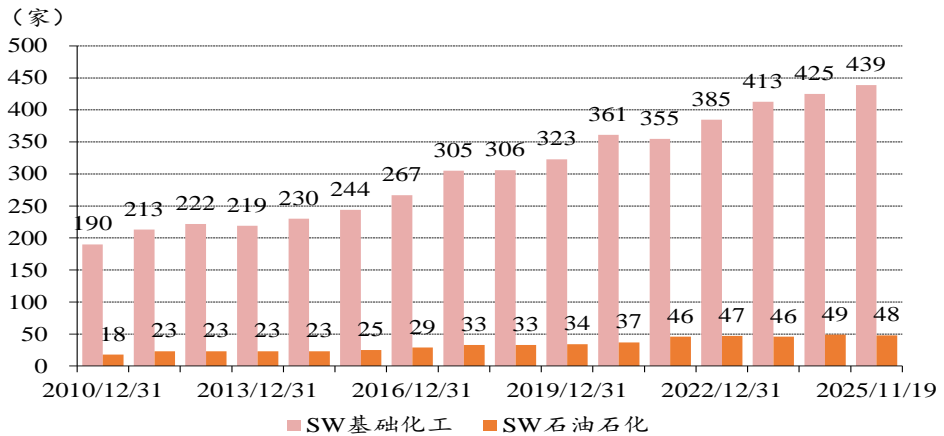


资料来源: EIA, 中银证券

行业盈利与估值水平

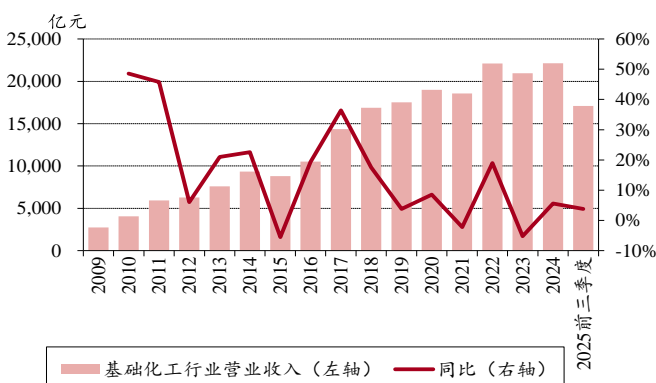
化工行业上市公司数量持续增加。截至 2025 年 11 月 19 日, SW 基础化工和 SW 石油石化行业上市公司数量分别为 439 家和 48 家。截至 2025 年前三季度, SW 基础化工和 SW 石油石化行业分别实现营收 17100.73 亿元和 56281.38 亿元, 同比分别+3.79%、-7.14%。

图表 36. SW 基础化工及 SW 石油石化行业上市公司数量(2010.12-2025.11)



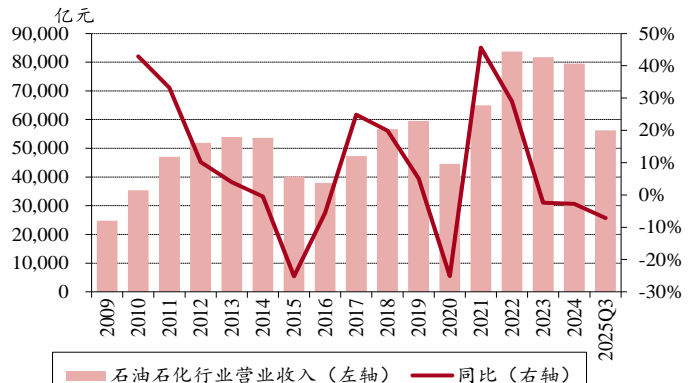
资料来源: Wind, 中银证券

图表 37. SW 基础化工行业营收及同比 (2009-2025 前三季度)



资料来源: Wind, 中银证券

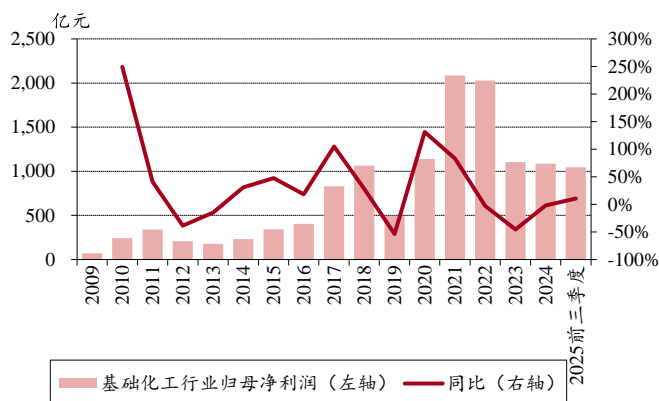
图表 38. SW 石油石化行业营收及同比 (2009-2025 前三季度)



资料来源: Wind, 中银证券

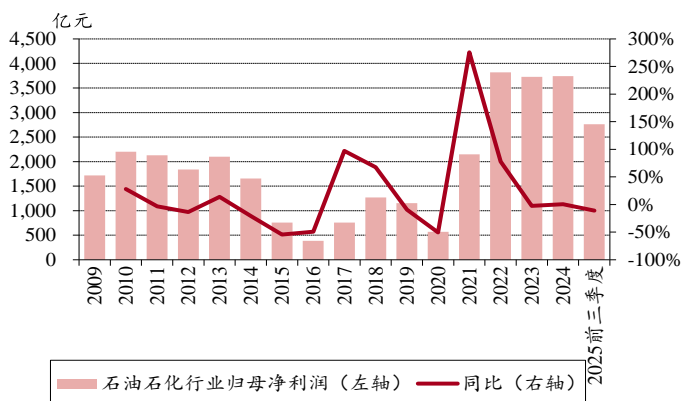
基础化工盈利能力处于多年低位。2022年以来，SW基础化工行业归母净利润连续三年下滑，2024年SW基础化工行业归母净利润为1084.85亿元，较2021年下滑47.96%，销售毛利率和销售净利率分别为16.27%和5.13%，较2021年分别下滑7.36pct和6.76pct。2025年以来，SW基础化工行业盈利能力企稳，截至2025年前三季度，SW基础化工行业销售毛利率和销售净利率分别为16.82%和6.41%。SW石油石化行业得益于油气上游增储上产，以及国内天然气价格机制改革，盈利能力相对稳定，截至2025年前三季度，SW石油石化行业归母净利润为2760.99亿元，同比下降11.07%，销售毛利率和销售净利率分别为19.03%和5.26%。

图表 39. SW 基础化工行业归母净利润及同比 (2009-2025Q3)



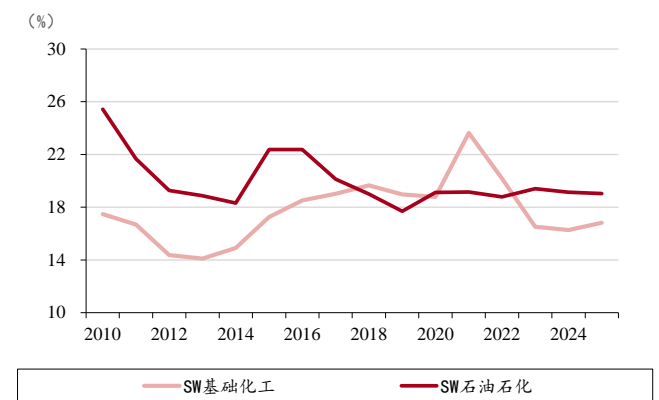
资料来源: Wind, 中银证券

图表 40. SW 石油石化行业归母净利润及同比 (2009-2025Q3)



资料来源: Wind, 中银证券

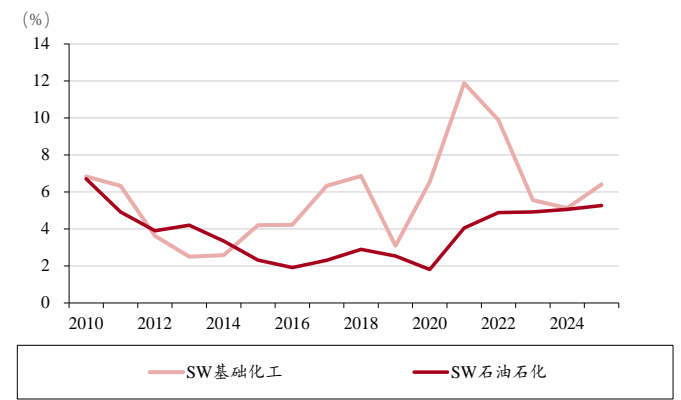
图表 41. SW 基础化工及石油石化行业销售毛利率 (2010-2025 前三季度)



资料来源: Wind, 中银证券

注: 2025 年为前三季度数据

图表 42. SW 基础化工及石油石化行业销售净利率 (2010-2025 前三季度)



资料来源: Wind, 中银证券

注: 2025 年为前三季度数据

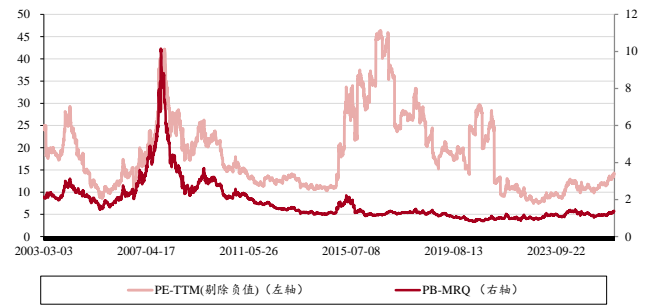
估值存在修复空间。截至2026年1月23日，SW基础化工指数的市盈率(TTM，剔除负值)为29.45倍，处于2002年以来的41.85%分位数；市净率为2.66倍，对应21.19%分位；石油石化指数的市盈率(TTM剔除负值)为14.08倍，处于2002年以来的12.49%分位数；市净率为1.37倍，处于2002年以来的5.99%分位数。

图表 43. SW 基础化工指数历史估值



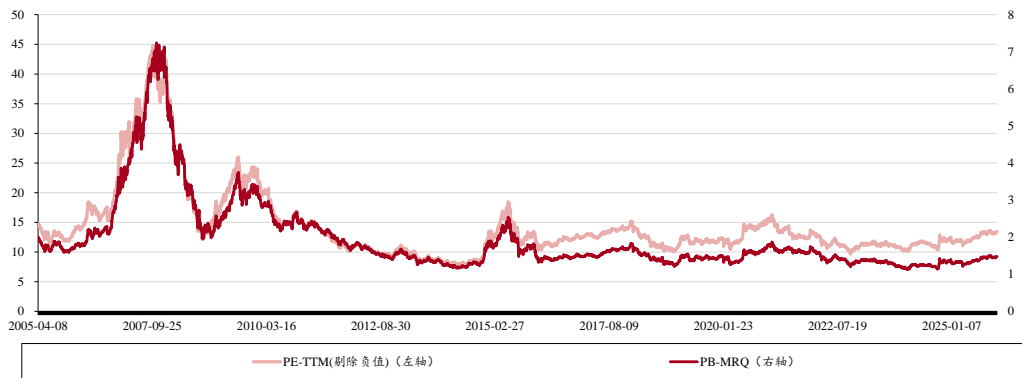
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 44. SW 石油石化指数历史估值



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 45. 沪深 300 指数历史估值



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

小结与展望

化工品价格处于历史低位。截至 2025 年 11 月，全国工业品 PPI、生产资料 PPI 及化工工业 PPI 均连续 38 个月呈现同比负增长，形成仅次于 2012-2016 年周期（当时为连续 54 个月）的历史第二长负增长持续期间。产品价格方面，以 2015 年以来的价格数据为基础，截至 25 年 12 月底，在我们跟踪的 111 个化工品种中，价格分位数在 10% 以下的品种有 30 种，价格分位数在 30% 以下（含 10% 以下）的品种有 70 种，价格分位数在 50% 以上的品种有 25 种。行业营收利润方面，2025 年 1-9 月份，化学原料及化学制品制造业、化学纤维、橡胶和塑料制品业利润总额同比分别-7.11%、+15.28%、-0.38%。库存方面，截至 2025 年 9 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业产成品库存金额分别同比提升 6.10%、下降 1.50%、提升 3.30%，结合 2025 年 9 月三个子行业 PPI 同比增速分别为-5.20%、-7.90%、-2.70%，判断化工行业库存整体水平不高，或仍处于累库阶段。

在建工程同比增速转负，本轮扩产接近尾声。截至 2025 年三季度末，基础化工行业固定资产为 14,628.58 亿元，同比增长 15.56%，较 2024 年末增长 12.04%，创历史新高。同时，在建工程已出现拐点，2025 年 Q1，在建工程同比增速实现近四年首次转负，截至 2025Q3，在建工程进一步降至 3,584.15 亿元，同比下降 15.11%，较 2024 年末下降 10.18%。根据国家统计局的统计数据，2025 年 6 月，化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额也实现近 5 年首次同比转负。

国内地产需求承压，汽车、化纤需求持续向好，化工品出口商品指数保持扩张。国内市场方面，2025 年 1-10 月，地产链相关产品需求下滑，但家电链相关产品需求较为稳健，同时下游汽车、化纤产销量同比仍维持低双/高单位数增长，相关产品需求持续向好。出口方面，2020 年四季度以来，中国化学原料和化学制品制造业出口商品数量指数基本保持扩张区间，仅 2023 年 5 月-7 月，以及 2024 年 2 月受上年同期高增速影响，略低于 100。截至 2025 年 9 月，化学原料和化学制品制造业出口商品数量指数为 122.40。

成本方面，2025 年国际油价震荡下行。2025 年布伦特原油和 WTI 原油现货价格分别为 69.24 美元/桶、64.91 美元/桶，较 2024 年分别下降 11.68 美元/桶、10.67 美元/桶。OPEC 增产政策、美国关税政策、以及地缘政治事件等因素均对国际油价产生重要影响，其中，OPEC+ 闲置产能快速释放是国际油价下跌的核心因素之一。

基础化工盈利能力处于多年低位。截至 2025 年前三季度，SW 基础化工行业销售毛利率和销售净利率分别为 16.82% 和 6.41%。SW 石油石化行业得益于油气上游增储上产，以及国内天然气价格机制改革，盈利能力相对稳定，截至 2025 年前三季度，SW 石油石化行业归母净利润为 2760.99 亿元，同比下降 11.07%，销售毛利率和销售净利率分别为 19.03% 和 5.26%。

展望 2026 年

需求方面，2025 年 10 月《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》明确提出强大国内市场，坚持扩大内需为战略基点，坚持惠民生和促消费、以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性。“十五五”期间随着扩内需政策的稳步落地，以及新能源、AI、半导体、人形机器人等下游产业的快速发展，我国的化工品需求有望继续保持良好增长。

供给方面，本轮化工行业扩产已接近尾声。2025 年 10 月，“‘十五五’规划建议”强调要坚持高质量发展，完善要素配置机制，提升资源利用效率，同时强化能耗、环保、安全等约束性要求，引导行业向结构优化和竞争质量提升方向发展。对照“节能降碳行动方案”“化工能耗限额标准”和老旧装置摸底评估等政策要求，未来化工行业将在更严格的能耗、碳排放和安全工艺标准下加快落后产能出清速度，供给侧优化趋势将持续深化。预计“十五五”期间，化工行业将从规模扩张向高质量增长转变，供需格局有望改善，行业景气度有望提升。

成本方面，2026 年全球原油市场或仍呈现供大于求的格局。2026 年国际油价或仍有下行空间，但若油价跌幅较大，OPEC+ 作为平衡原油市场的重要产量，其产量政策也会跟随国际油价波动灵活调整，此外，包括中国、美国、印度等消费大国可能加大原油储备，会在一定程度上消化吸收供应过剩压力。同时需要关注地缘政治事件可能对油价带来的意外冲击，若俄乌达成和平解决方案，俄罗斯遭受的制裁逐步放松，原油价格或进一步走低，但若俄乌冲突延续，乌克兰对俄罗斯能源设施的打击持续加大，国际油价或会阶段性反弹。综合而言，供应过剩压力之下，国际油价中枢或继续下行，但随着价格中枢下移，页岩油等价格敏感油品的产量或下降，同时消费国储备需求或对油价形成支撑，国际油价有望逐步企稳，我们预计 2026 年布伦特原油价格的区间为 50-70 美元/桶。

估值方面，2026 年 1 月 23 日，SW 基础化工指数的市盈率 (TTM，剔除负值) 为 29.45 倍，处于 2002 年以来的 41.85% 分位数；市净率为 2.66 倍，对应 21.19% 分位；石油石化指数的市盈率 (TTM 剔除负值) 为 14.08 倍，处于 2002 年以来的 12.49% 分位数；市净率为 1.37 倍，处于 2002 年以来的 5.99% 分位数。总体而言，化工行业景气度与估值均处于低位，本轮扩产已接近尾声，“反内卷”等因素催化下供给格局有望优化，下游需求将逐步复苏，维持行业“强于大市”评级。**中长期投资主线：**

1、传统化工龙头经营韧性凸显，布局新材料等领域，竞争能力逆势提升，行业景气度好转背景下有望迎来业绩、估值双提升，推荐：万华化学、华鲁恒升、卫星化学、宝丰能源、新和成。另一方面，能源央企提质增效深入推进，分红派息政策稳健，推荐：中国石油、中国海油、中国石化。

2、“反内卷”等持续催化，关注供需格局持续向好子行业。一是炼化、聚酯、染料、有机硅、农药等子行业产品价格处于低位，供给格局集中，部分子行业已通过自律、联合减产等方式维持价格秩序。推荐：恒力石化、东方盛虹、桐昆股份、新凤鸣、浙江龙盛、兴发集团、扬农化工、利尔化学、联化科技，建议关注：荣盛石化、上海石化、三房巷、万凯新材、恒逸石化、华润材料等。二是三代制冷剂供给端刚性缩减、需求端保持韧性，AI 快速发展带动氟化液需求提升，优质氟化工企业或受益。推荐：巨化股份。三是上游磷矿石产能短期内释放有限，下游新能源需求快速增长带动行业景气度较高。推荐：云天化，建议关注：新洋丰。四是高性价比轮胎需求旺盛，贸易政策不确定性下，胎企海外基地布局成为竞争力新锚点。推荐：赛轮轮胎，建议关注：中策橡胶。

3、下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔。一是电子材料。受益于下游行业快速发展、先进技术不断迭代以及国产替代大背景，电子材料领域持续迎来发展良机。半导体材料方面，关注 AI、先进封装等引起的行业变化，半导体材料自主可控意义深远。PCB 材料方面，关注 AI 快速发展带动高频高速树脂、电子布等需求增长。OLED 材料方面，关注 OLED 渗透率提升、显示新技术发展与相关材料国产替代。二是新能源材料。下游持续发展，固态电池等新方向带动上游材料端需求增长。三是医药、机器人等新兴领域对相关材料需求旺盛。推荐：安集科技、雅克科技、鼎龙股份、江丰电子、圣泉集团、东材科技、中材科技、沪硅产业、德邦科技、阳谷华泰、万润股份、莱特光电、蓝晓科技；建议关注：彤程新材、华特气体、联瑞新材、宏和科技、奥来德、瑞联新材、唯科科技。

行业景气底部向上，关注龙头公司业绩估值双提升

传统龙头竞争力逆势提升，2026 年有望迎来估值业绩双修复

行业景气度低点，龙头公司业绩有所分化。2025 年前三季度，多数化工品价格处于底部区间，宝丰能源、新和成、卫星化学、万华化学、华鲁恒升等龙头公司分别实现归母净利润 89.50 亿元、53.21 亿元、37.55 亿元、91.57 亿元、23.74 亿元，同比分别+97.27%、+33.37%、+1.69%、-17.45%、-22.14%。宝丰能源内蒙古烯烃项目放量，新和成蛋氨酸产品价格维持较高水平，其他龙头公司业绩同比微增或下滑。

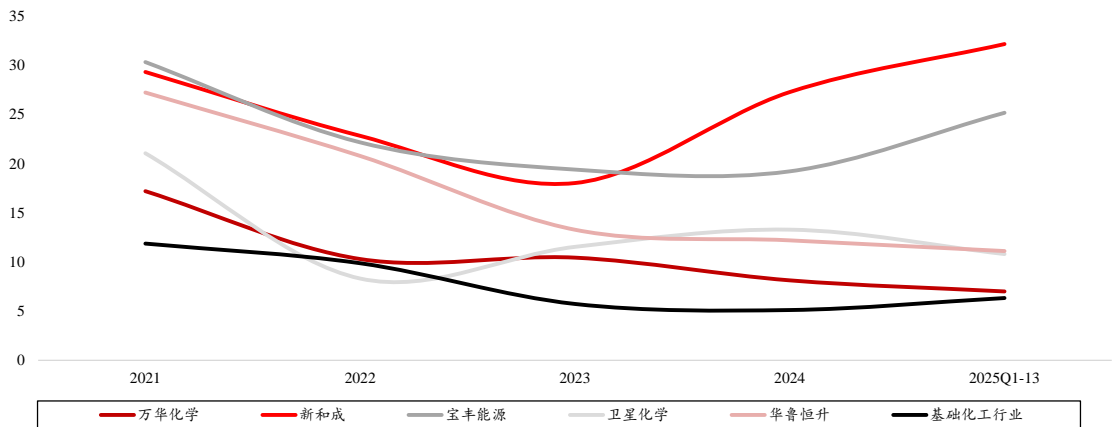
图表 46. 2022-2025 年前三季度龙头公司业绩情况

		2022	2023	2024	2025Q1-Q3
宝丰能源	归母净利润 (亿元)	63.03	56.51	63.38	89.50
	同比增速 (%)	(10.86)	(10.34)	12.16	97.27
新和成	归母净利润 (亿元)	36.20	27.04	58.69	53.21
	同比增速 (%)	(16.28)	(25.30)	117.01	33.37
卫星化学	归母净利润 (亿元)	30.62	47.89	60.72	37.55
	同比增速 (%)	(49.02)	56.42	26.77	1.69
万华化学	归母净利润 (亿元)	162.34	168.16	130.33	91.57
	同比增速 (%)	(34.14)	3.59	(22.49)	(17.45)
华鲁恒升	归母净利润 (亿元)	62.89	35.76	39.03	23.74
	同比增速 (%)	(13.30)	(43.14)	9.14	(22.14)

资料来源: Wind, 各公司公告, 中银证券

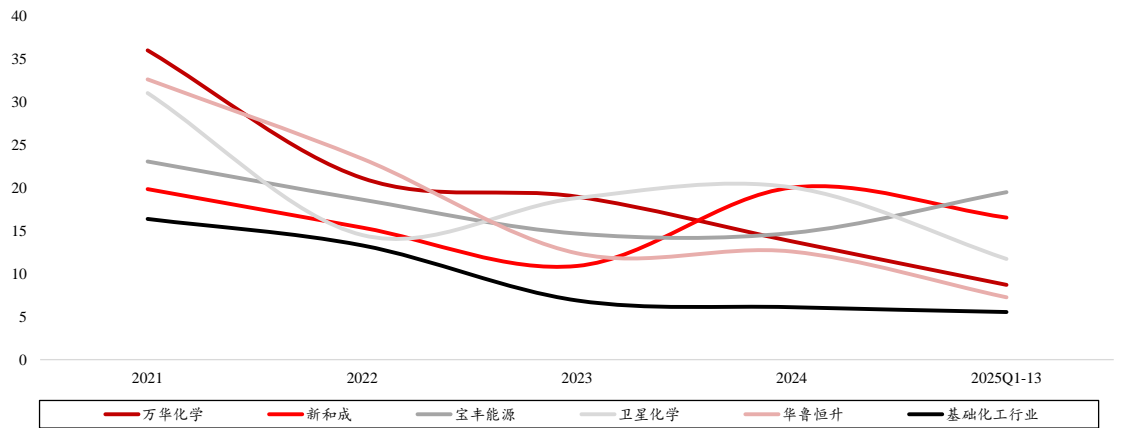
龙头盈利能力保持韧性，优于行业平均。尽管行业整体承压下，化工龙头企业业绩有所波动，但部分企业凭借产业链一体化优势、精益管理优势及产品品牌优势，盈利能力强于行业整体水平，仍保持一定的盈利水平，抗风险能力突出。此外，龙头企业具备规模优势，不断向内挖潜，期间费用率水平低于行业平均水平。

图表 47. 龙头企业净利率优于行业整体水平 (单位: %)



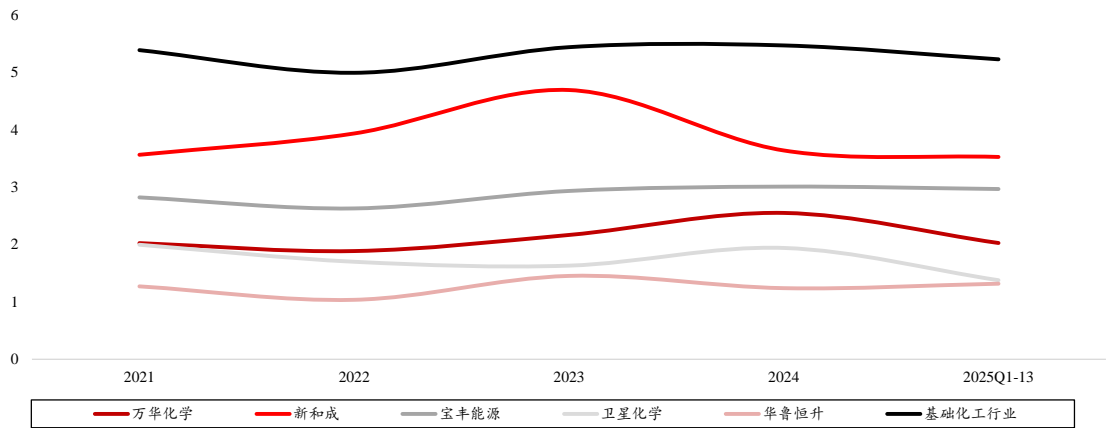
资料来源: Wind, 中银证券

图表 48. 龙头企业 ROE (摊薄) 优于行业整体水平 (单位: %)



资料来源: Wind、中银证券

图表 49. 龙头企业销售、管理费用合计占营业总收入比重低于行业整体水平 (单位: %)



资料来源: Wind、中银证券

上一轮产能扩张周期中, 龙头企业产能优势进一步增强。2022-2024 年, 龙头企业积极布局产能扩张, 固定资产合计规模整体呈上升趋势, 产能优势增强; 在建工程则因企业项目进度不同而呈现波动, 部分企业延续扩张, 部分企业则进入产能释放阶段。此外, 企业积极寻求新的发展机会, 在新材料等领域加码业务布局, 具备长期成长性。

图表 50. 优秀企业资本开支情况

	在建工程合计 (亿元)				固定资产合计 (亿元)			
	2022	2023	2024	2025Q3	2022	2023	2024	2025Q3
万华化学	370.64	504.55	631.59	381.73	785.58	987.64	1,188.28	1,517.61
新和成	50.89	16.22	5.72	6.47	165.24	218.60	219.16	206.74
宝丰能源	165.89	143.89	301.26	46.00	264.12	413.69	432.16	654.82
卫星化学	49.13	31.86	28.24	36.96	190.33	252.58	269.67	256.27
华鲁恒升	50.26	32.01	48.31	23.63	155.91	289.41	300.56	331.45

资料来源: Wind, 各公司公告, 中银证券

延伸原有产业链, 布局新材料。中长期来看, 龙头企业业务扩张的方向主要有两个, 其一, 以现有业务为核心, 扩充主力产品产能的同时向产业链上下游其他相关产品延伸, 旨在通过产品间的协同优势, 降低整体运营成本, 进一步扩大公司的行业优势。其二, 加大新材料, 尤其是新能源材料的产业布局, 具体包括光伏、锂电、风电等化工原材料, 航空航天、汽车、机械等高端工程材料, 以及可降解塑料、生物合成等新兴材料。

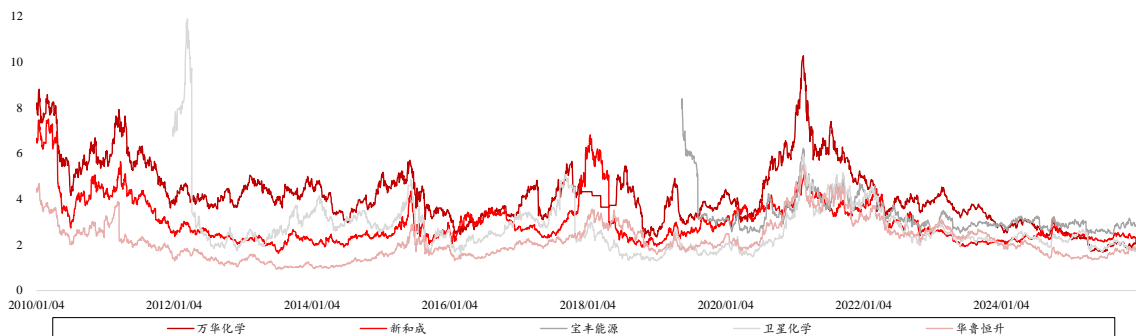
图表 51. 龙头公司向新材料领域延伸布局

企业	领域/项目	进展
万华化学	电池材料	2024 年万华四川基地连续化石墨负极等电池产业链项目陆续投产。正极材料持续开发差异化新技术。2025 年 12 月 11 日，公司官网公示《万华化学（烟台）电池产业有限公司万华化学莱州年产 65 万吨磷酸铁锂项目环境影响报告书》，拟在山东省烟台莱州市建设，建成后形成年产 65 万吨磷酸铁锂能力
新和成	尼龙新材料	天津尼龙新材料项目一期规划 10 万吨/年己二腈、己二胺和 14 万吨/年尼龙 66，已于 2025 年 9 月正式启动桩基施工，预计 2027 年建成
华鲁恒升	NMP、TDI	荆州基地二期年产 20 万吨 BDO、16 万吨 NMP 及 3 万吨 PBAT 生物可降解材料一体化项目，于 2025 年 8 月部分装置投产；荆州基地三期规划 30 万吨/年 TDI 项目

资料来源：各公司公告，万华化学官网，中银证券

龙头公司估值处于低位，若行业景气度回暖有望迎来业绩、估值双提升。当前化工品种价格处于历史低位，盈利能力偏弱。同时，部分龙头化工企业市净率处于较低水平，截至 2025 年 12 月 25 日，万华化学、新和成、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升分别处于 2010 年（或上市）以来 PB（MRQ）的 5.00%、28.30%、42.20%、13.60%、53.00% 分位数。未来随着国内经济高质量发展、“反内卷”催化，叠加海外需求恢复，行业景气度有望逐步修复，龙头公司估值存在修复空间。

图表 52. 龙头企业市净率变化（2010-2025.12.25）



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 53. 推荐的上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			市盈率 (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600309.SH	万华化学	买入	84.25	4.29	5.61	5.61	19.65	15.02	15.03
600426.SH	华鲁恒升	买入	37.78	1.68	2.06	2.19	22.43	18.31	17.29
002648.SZ	卫星化学	买入	22.18	1.84	2.32	2.77	12.06	9.55	8.01
600989.SH	宝丰能源	买入	22.46	1.63	1.85	2.06	13.79	12.16	10.91
002001.SZ	新和成	买入	27.95	2.10	2.41	2.58	13.29	11.58	10.84

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日为 2026 年 1 月 23 日

大型能源央企：提质增效，重视股东回报

保障能源安全，增储上产力度加大。推动油气增储上产是保障国家能源安全的战略选择，也是实现“双碳”目标的关键。2019 年，国家能源局正式实施油气行业增储上产“七年行动计划”，2020 年以来，我国原油及天然气产量持续上升。中国石油、中国石化、中国海油，作为国内石油石化行业的主力军，在保障中国石化能源产业安全供应中发挥着举足轻重的作用。2025 年前三季度，中国石油、中国石化、中国海油的油气当量产量分别为 1377.2 百万桶、394.5 百万桶、578.3 百万桶，分别同比增长 2.6%、2.2%、6.7%。

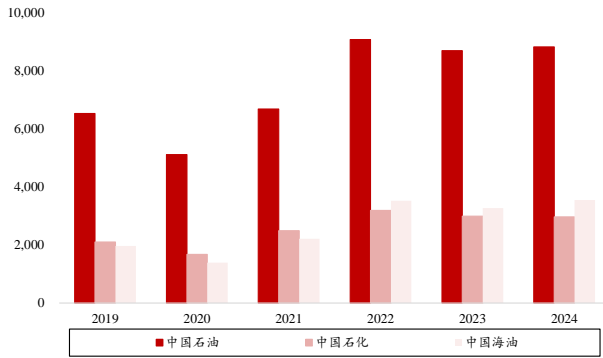
图表 54. “三桶油”油气当量产量 (单位: 百万桶)

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1-Q3
中国石油	1,560.8	1,625.5	1,624.8	1,685.4	1,759.2	1,797.4	1,377.2
中国石化	458.9	459.0	479.7	489.0	504.1	515.4	394.5
中国海油	506.0	528.0	572.8	623.8	678.0	726.8	578.3

资料来源: 各公司公告, 中银证券

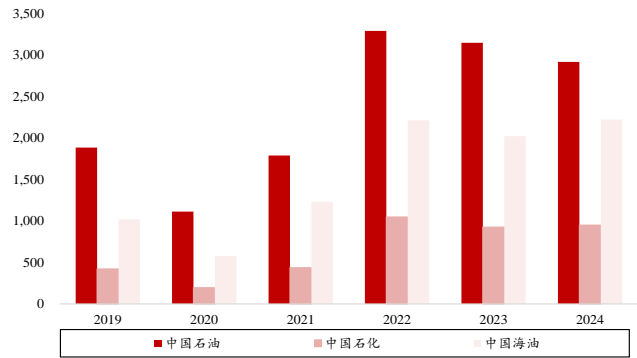
提质增效, 油气开采板块营收降幅小于油价波动幅度。2019-2024 年中国石油、中国石化、中国海油在油气勘探与生产板块的营收年复合增速为 6.21%、7.12%、12.52%, 毛利润年复合增速为 9.13%、17.61%、16.87%。2025 年上半年, 布伦特原油期货结算价均价为 70.81 美元/桶, 较 2024 年同期下降 15.11%, 中国石油、中国石化、中国海油在油气勘探与生产板块营收分别同比-6.31%、-5.92%、-7.22%, 毛利润分别同比-0.52%、-15.25%、-10.34%。油价波动背景下, 依靠增储上产和技术进步, 三家企业油气开采板块营收降幅小于油价降幅, 中国石油盈利能力逆势提升。

图表 55. “三桶油”勘探开采板块营收 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 各公司公告, 中银证券

图表 56. “三桶油”勘探开采板块毛利 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 各公司公告, 中银证券

央企考核指标优化, 管理效能提升。国务院国资委构建新型中央企业经营指标体系, 2019 年首次提出“两利三率”的指标体系, 将营收利润率和研发经费投入强度纳入考核指标, 与净利润、利润总额、资产负债率共同形成考核体系。2021 年, 国资委引入全员劳动生产率, 形成“两利四率”考核指标体系。2023 年, 国资委进一步将中央企业主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”, 并提出了“一增一稳四提升”的年度经营目标。2024 年, 对中央企业全面实施“一企一策”考核, 全面推开上市公司市值管理考核, 量化评价中央企业控股上市公司市场表现, 引导企业更加重视上市公司的内在价值和市场表现。2025 年, 国资委在京召开中央企业负责人会议, 会议提到, 要以强化管理提高发展质量, 加强上市公司质量和市值管理。“三桶油”及其控股企业作为中国石油石化行业的领军企业, 积极响应号召, 管理效能及核心竞争力有望进一步提升。

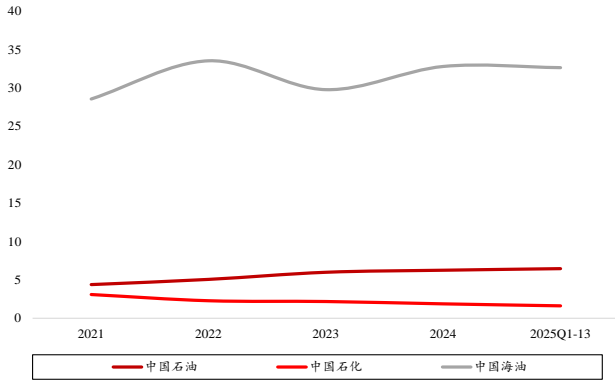
图表 57. 2022 年至 2024 年央企考核体系对比

	2022 年“两利四率”	2023 年“一利五率”	2024 年“一企一策”
指标内容	两利: 净利润、利润总额 四率: 营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率	一利: 利润总额 五率: 净资产收益率、营业现金比率、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率	在坚持“一利五率”基础上, 根据企业功能定位、行业特点、承担重大任务等情况, 增加反映价值创造能力的针对性考核指标, “一企一策”签订个性化经营业绩责任书, 着力提升考核精准性有效性。
考核要求	两增: 利润总额和净利润增速要高于国民经济增速 一控: 资产负债率要控制在 65% 以内 三提高: 营业收入利润率要再提高 0.1 个百分点、全员劳动生产率再提高 5%、研发经费投入要进一步提高	一增: 确保利润总额增速高于全国 GDP 增速, 力争取得更好业绩 一稳: 资产负债率总体保持稳定 四提升: 净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标进一步提升	建立考核“双加分”机制, 分档设置效益指标考核目标, 对跑赢国民经济增速的企业给予考核加分, 同步设立提质增效特别奖, 对做出贡献的企业再给予额外加分

资料来源: 国资委官网, 经济参考网, 中银证券

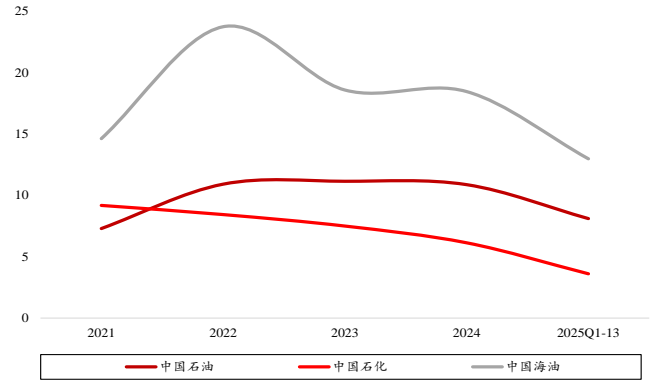
改革成效促发展,经营能力保持稳健。2024年中国海油、中国石油、中国石化的净利率分别为32.81%、6.25%、1.87%，净资产收益率（摊薄）分别为18.45%、10.87%、6.14%。2025年前三季度，面对油价下跌及下游需求不振，三家企业经营及盈利能力保持稳健，中国海油、中国石油、中国石化的净利率分别为32.66%、6.46%、1.61%，同比分别-3.13pct、-0.11pct、-0.54pct，净资产收益率（摊薄）分别为12.98%、8.10%、3.61%，同比分别-3.25pct、-0.79pct、-1.79pct。

图表 58. “三桶油”净利率（单位：%）



资料来源: Wind, 中银证券

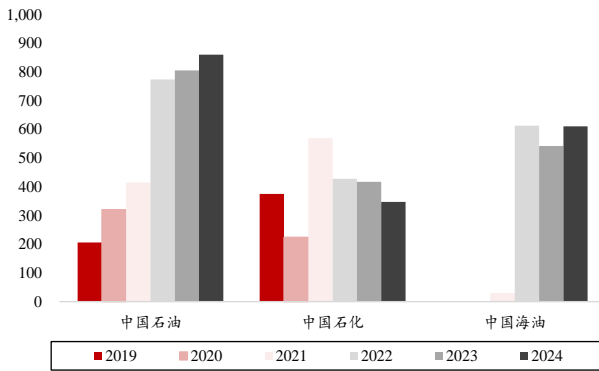
图表 59. “三桶油”ROE（摊薄）（单位：%）



资料来源: Wind, 中银证券

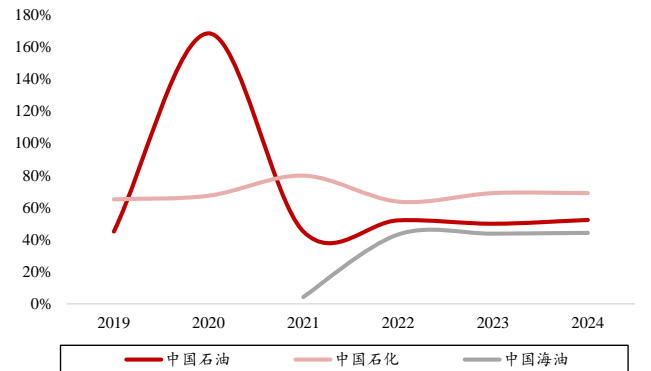
分红派息政策稳健。股东回报方面，2024年中国石油、中国石化、中国海油现金分红额分别为860.20亿元、347.43亿元、610.71亿元，分红比率分别为52.24%、69.05%、44.27%。根据三家公司2024年度现金分红额及截至2025年12月30日收盘价计算，中国石油、中国石化、中国海油股息率分别为4.59%、4.71%、4.29%。

图表 60. “三桶油”现金分红额（单位：亿元）



资料来源: Wind, 中银证券

图表 61. “三桶油”分红比率



资料来源: Wind, 中银证券

推荐个股：能源央企提质增效深入推进，分红派息政策稳步推进，推荐中国石油、中国石化、中国海油等。

图表 62. 推荐的上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			市盈率 (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600938.SH	中国海油	买入	31.40	2.91	2.92	2.99	10.80	10.76	10.49
601857.SH	中国石油	买入	9.83	0.91	0.93	0.94	10.83	10.62	10.42
600028.SH	中国石化	买入	6.15	0.37	0.41	0.46	16.60	15.08	13.39

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

注: 股价截止日为2026年1月23日

“反内卷”等持续催化，行业有望加速走出底部周期

2024年以来，“反内卷”关注度持续提升。2024年7月的中央政治局会议明确“依法依规治理企业无序竞争”，12月份进一步升级为“综合整治‘内卷式’竞争”。2025年政府工作报告再次指出要破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争，2025年7月中央财经委员会第六次会议，强调要聚焦重点难点，依法依规治理企业无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

图表 63. 2024 年以来倡导“反内卷”的会议或报告

时间	事件	要点
2024 年 7 月 30 日	中共中央政治局会议	依法依规治理企业无序竞争
2024 年 12 月	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
2025 年 3 月 5 日	政府工作报告	要加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争
2025 年 7 月 1 日	中央财经委员会第六次会议	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出

资料来源：新华社，中国政府网，经济日报，新浪财经，中银证券

行业自律减产+去产能政策协同推进，化工“反内卷”持续深化。2024年以来，涤纶长丝、聚酯瓶片、有机硅、PTA、己内酰胺等子行业先后通过行业协会倡议、龙头企业联合减产等手段，推动产品价格及利润修复，避免同业过度竞争，实现行业供需关系向良性方向发展。同时，“反内卷”相关的政策文件也在陆续出台，国家发展改革委和市场监管总局10月9日发布了《关于治理价格无序竞争维护良好市场价格秩序的公告》，此外，根据《2024-2025年节能降碳行动方案》、《炼化行业单位产品能源消耗限额》、《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》以及《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026年）》的要求，石化行业有望通过提高行业能耗标准、限制新增产能、新建项目减量置换、老旧装置改造升级等方式，实现产品结构调整，淘汰落后产能，实现供给优化。我们认为，化工行业“反内卷”已经从单一的“自律减产”向“自律减产+去产能政策”协同推进升级，“反内卷”逐步演变为行业的共识。

图表 64. 2024 年以来化工行业倡导“反内卷”的会议或报告

行业	时间	事件	要点
基础化工	2024 年 4-5 月	联合减产（涤纶长丝）	龙头企业主动减产 10%，缓解市场供需失衡
	2024 年 12 月	行业协会倡议（涤纶长丝）	中国化学纤维工业协会发布《涤纶长丝行业高质量发展倡议书》，倡导行业自律，谨慎扩产，守住底线，防止“内卷式”恶性竞争
	2025 年 8 月	行业协会倡议（农药）	中国农药协会针对农药行业存在的隐性添加、非法生产、无序竞争等突出问题，在全行业开展“正风治卷”三年行动
	2025 年 8 月	行业协会倡议（工业硅）	云南、四川、福建等 5 省工业硅行业协会达成《工业硅行业协会代表反对内卷促进高质量发展 昆明倡议》：共同提议全国工业硅生产企业共同抵制低于现金成本价销售产品的恶劣行径，抵制低价竞标，抵制内卷竞争
	2025 年 10 月	产业发展座谈会（PTA+聚酯切片）	工信部联合行业协会及六家龙头企业召开了 PTA 产业发展座谈会，旨在防范内卷式竞争
	2025 年 11 月 5 日	行业交流会（己内酰胺）	通过阶段性减产 20% 收缩市场供应，缓解库存压力与价格下行压力，逐步修复行业盈利水平，推动产业链上下游协同发展
	2025 年 11 月 12 日	行业协调会议（有机硅 DMC）	行业开工率一致减产 30%，预计于 12 月初开始执行
石油石化	2024 年 5 月	国家标准	国家强制标准《炼化行业单位产品能源消耗限额》实施，抬升进入门槛强化石化产业规划布局刚性约束。严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，禁止新建用汞的聚氯乙烯、氯乙烯产能，严格控制新增延迟焦化生产规模。新建和改扩建石化化工项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平，用于置换的产能须按要求及时关停并拆除主要生产设施。全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置。到 2025 年底，全国原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内
	2024 年 5 月	《2024—2025 年节能降碳行动方案》	工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部、应急管理部、国务院国资委等五部委联合印发了《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》（工信厅联原函〔2025〕254 号），对截至 2025 年 5 月 30 日设计使用年限到期或运行超 20 年的石化化工装置进行全面摸底评估
	2025 年 7 月	《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》	加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导，严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏，防范遏制甲醇行业产能过剩风险。石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目

资料来源：中国政府网，中国化纤工业协会，中国农药工业协会，工业硅行业协会，东方财富网，和讯网，新浪财经，工业和信息化部，中国石油新闻中心，中国环保协会，界面新闻，中银证券

2025 年 10 月，“‘十五五’规划建议”强调要坚持高质量发展，完善要素配置机制，提升资源利用效率，同时强化能耗、环保、安全等约束性要求，引导行业向结构优化和竞争质量提升方向发展。对照“节能降碳行动方案”、“化工能耗限额标准”和老旧装置摸底评估等政策要求，未来化工行业将在更严格的能耗、碳排放和安全工艺标准下加快落后产能出清速度，供给侧优化趋势将持续深化。预计“十五五”期间，化工行业将从规模扩张向高质量增长转变，供需格局有望改善，行业景气度有望提升。

炼化：产业升级政策密集出台，行业竞争格局有望优化

行业能耗指标持续升级，落后产能退出加速。2024 年以来，国务院、国家发改委、工信部等多部门出台多项支持、规范石油化工行业的法规政策。一方面，基于碳达峰、碳中和的发展目标，节能降碳的推进力度持续加大，石化行业作为消费化石能源、碳排放的重点行业，行业标准不断升级，2024 年 4 月出台的《炼化行业单位产品能源消耗限额》标准，增加了单位产品能耗限额等级，并更改了炼油、乙烯、聚丙烯、苯乙烯、对二甲苯、精对苯二甲酸能耗限额指标。《2024-2025 年节能降碳行动方案》中要求新建和改扩建石化化工项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平，到 2025 年底，炼油、乙烯、合成氨、电石行业能效标杆水平以上产能占比超过 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出。另一方面，落后产能有序退出。2024 年 6 月应急管理部、工业和信息化部、国务院国资委、市场监管总局联合印发《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》，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，对企业中的老旧装置、压力式液化烃球罐和部分常压可燃、剧毒液体储罐，实现依法淘汰一批、有序退出一批、改造提升一批。2025 年 7 月工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部、应急管理部、国务院国资委等五部委联合印发《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》，对截至 2025 年 5 月 30 日设计使用年限到期或运行超 20 年的石化化工装置进行全面摸底评估，随着行业标准升级，老旧、落后产能的淘汰有望加快。

图表 65. 石油化工行业产业升级相关政策、标准或事件

时间	标准或政策	要点
2024 年 4 月	《炼化行业单位产品能源消耗限额》	增加了单位产品能耗限额等级；更改了炼油、乙烯、聚丙烯、苯乙烯、对二甲苯、精对苯二甲酸能耗限额指标
2024 年 5 月	《2024-2025 年节能降碳行动方案》	强化石化产业规划布局刚性约束。严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，禁止新建用汞的聚氯乙烯、氯乙烯产能，严格控制新增延迟焦化生产规模。新建和改扩建石化化工项目须达到能效标杆水平和环保绩效 A 级水平，用于置换的产能须按要求及时关停并拆除主要生产设施。全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置。到 2025 年底，全国原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内
2024 年 6 月	《化工老旧装置淘汰退出和更新改造工作方案》	以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,对以上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 年 7 月	《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》	工业和信息化部、国家发展改革委、生态环境部、应急管理部、国务院国资委等五部委联合印发《关于开展石化化工行业老旧装置摸底评估的通知》，对截至 2025 年 5 月 30 日设计使用年限到期或运行超 20 年的石化化工装置进行全面摸底评估
2025 年 9 月	《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》	严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏。石化领域严格执行新建炼油项目产能减量置换要求，重点支持石化老旧装置改造、新技术产业化示范以及现有炼化企业“减油增化”项目

资料来源：政府官网，全国标准信息公共服务平台，江苏化工网，中国石油和化工网，中国石油石化公众号，中银证券

炼化产能临近上限，竞争格局逐步优化。《2024-2025 年节能降碳行动方案》中明确指出，到 2025 年底，全国原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，全面淘汰 200 万吨/年及以下常减压装置。根据卓创资讯的统计数据，2025 年中国原油一次加工能力为 9.68 亿吨/年，同比增长 0.94%，增速较往年明显放缓。此外，炼油行业呈现“两桶油为主、多元主体为辅”的竞争格局，中石油、中石化占据主导地位，中海油、中国兵器、中化、延长及独立炼厂共同构成多元化竞争生态。2025 年中国平均炼厂规模达 658.6 万吨/年，千万吨及以上炼厂数量增至 38 家。大型炼化一体化企业总数量为 30 家，合计炼油能力 44,710 万吨/年，炼化一体化合计产能占全国总产能的 46.18%。2025 年 11 月底，中国 2026 年原油进口配额提前批下发，其中大连恒力、荣盛石化、盛虹炼化分别获得 300 万吨、75 万吨和 50+万吨的配额，相比于 2025 年，进口配额明显向头部企业集中，未来行业资源或加速向优势企业倾斜。

图表 66. 原油非国营贸易进口配额（2026 年提前批及 2025 年第一批）

企业名称	2026 年提前批/万吨	2025 年第一批/万吨
河南丰利石化有限公司		20
恒力石化(大连)炼化有限公司	300	200
东营齐润化工有限公司		27
利华益利津炼化有限公司		30
山东东方华龙工贸集团有限公司		30
山东金诚石化集团有限公司		27
山东齐成石油化工有限公司		27
山东神驰化工集团有限公司		25
山东胜星化工有限公司		13
山东寿光鲁清石化有限公司		51
山东万通石油化工有限公司		20
无棣鑫岳燃化有限公司		28
弘润		106
荣盛石化	75	
盛虹炼化	50+	

资料来源：石化大趋势公众号，中银证券

推荐个股：节能降碳持续推进，行业标准不断升级，同时，国内产能接近指标上限，落后产能加速退出，炼化行业有望迎来周期拐点，推荐恒力石化、东方盛虹，建议关注荣盛石化、上海石化等。

图表 67. 推荐的上市公司

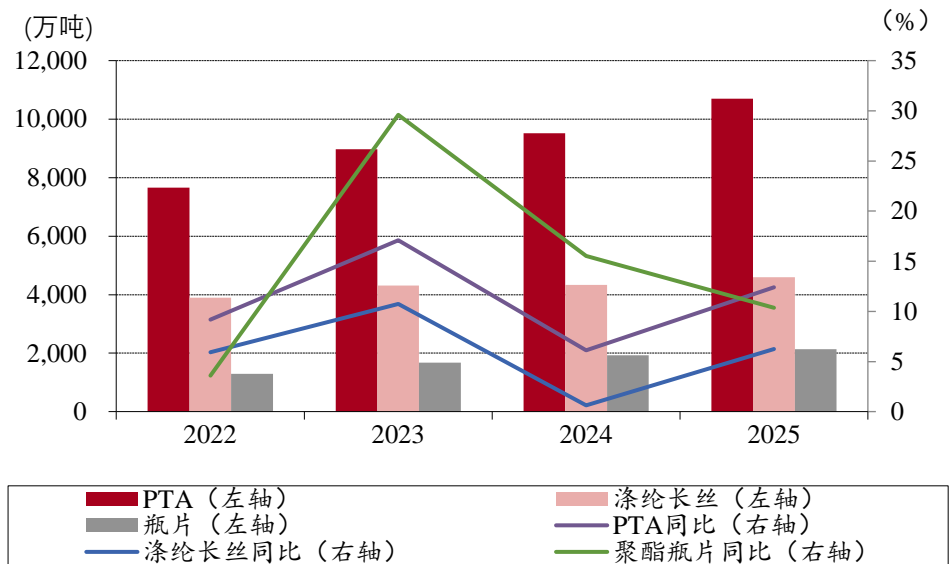
公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			市盈率 (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600346.SH	恒力石化	买入	26.15	1.03	1.22	1.45	25.31	21.38	18.04
000301.SZ	东方盛虹	增持	12.08	0.15	0.43	0.60	80.18	28.30	20.29

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券
注：股价截止日为 2026 年 1 月 23 日

聚酯：产能增速放缓，龙头企业联合减产

竞争格局集中，扩产节奏放缓。根据百川盈孚统计数据，2022-2025 年聚酯瓶片、涤纶长丝、PTA 的产能复合增速分别为 21.74%、6.13%、13.22%，截至 2025 年 12 月，聚酯瓶片、涤纶长丝、PTA 的产能分别为 2133 万吨/年、4614 万吨/年、10703.5 万吨/年，同比分别增长 10.35%、6.24%、12.39%。我国聚酯产业链竞争格局集中，头部效应显著，聚酯瓶片、涤纶长丝、PTA 产品的 CR8 分别为 78.76%、68.58%、62.43%，且头部企业多为一体化企业，恒逸石化、荣盛石化同时拥有 PTA、涤纶长丝、聚酯瓶片的权益产能，桐昆股份、新凤鸣、东方盛虹、恒力石化同时拥有 PTA、涤纶长丝的产能，三房巷同时拥有 PTA 和聚酯瓶片产能。

图表 68. PTA、瓶片，涤纶长丝的产能及增速



资料来源：百川盈孚、中银证券

图表 69. PTA、瓶片，涤纶长丝供应格局 (2025)

	CR4(%)	CR8(%)	头部企业
聚酯瓶片	57.67	78.76	三房巷、万凯新材、华润材料、荣盛石化、恒逸石化
涤纶长丝	52.82	68.58	桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、东方盛虹、荣盛石化、恒力石化
PTA	38.47	62.43	恒力石化、新凤鸣、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化、三房巷

资料来源：百川盈孚，中银证券

“反内卷”共识持续深化。2024 年以来，涤纶长丝、聚酯瓶片等产品的头部企业先后通过联合减产、行业协会倡导等多种方式开展“反内卷”，倡导行业自律；2025 年 10 月工信部原材料工业司联合石化联合会、化纤协会及 PTA 头部企业召开产业发展座谈会，明确要求企业提交产能、产量、效益等核心数据，以及有关防范行业反内卷的措施建议。我们认为，“反内卷”的共识不断深化，聚酯行业有望从追求规模扩张，转向追求行业高效益发展，随着下游需求复苏，行业景气度有望上行。

图表 70. 涤纶长丝产业链“反内卷”重要事件

产品	时间	事件	主要内容
涤纶长丝	2024 年 5 月	龙头企业联合减产	龙头企业主动减产 10%，缓解市场供需失衡
涤纶长丝	2024 年 12 月	行业协会倡议	中国化学纤维工业协会发布《涤纶长丝行业高质量发展倡议书》，倡导行业自律，谨慎扩产，守住底线，防止“内卷式”恶性竞争
聚酯瓶片	2025 年 5 月	头部企业集中减产	头部企业根据整体行业现状及公司生产经营需要，有序调减 PET 生产计划，据百川盈孚数据，2025 年 5 月，国内聚酯瓶片（PET）集中减产涉及产能合计约 336 万吨，约占总产能的 16.3%
PTA	2025 年 10 月	产业发展座谈会	工信部原材料工业司联合石化联合会、化纤协会及 PTA 头部企业召开产业发展座谈会，标志着 PTA 行业从“内卷式竞争”向“高质量发展”转型的关键节点

资料来源：新浪财经，中国纺织工业联合会，华夏时报，中银证券

推荐个股：涤纶长丝行业竞争格局集中，头部效应显著，同时扩产节奏放缓，随着“反内卷”的共识深化，行业景气度有望修复上行，推荐桐昆股份、新凤鸣，建议关注三房巷、万凯新材、恒逸石化、华润材料等。

图表 71. 推荐的上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			市盈率 (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601233.SH	桐昆股份	买入	20.57	0.98	1.32	1.59	21.05	15.57	12.90
603225.SH	新凤鸣	买入	22.05	0.99	1.20	1.39	22.35	18.41	15.86

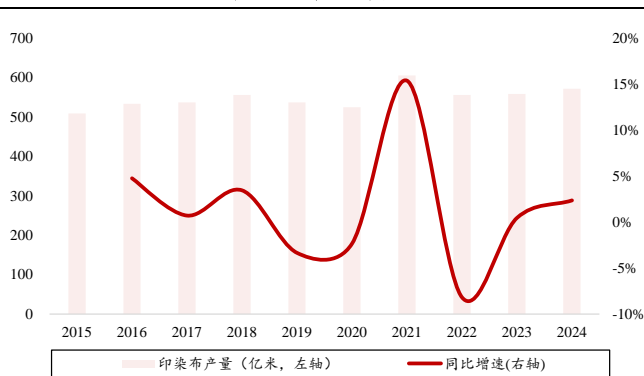
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日为 2026 年 1 月 23 日

染料：供给集中，价格处于低位

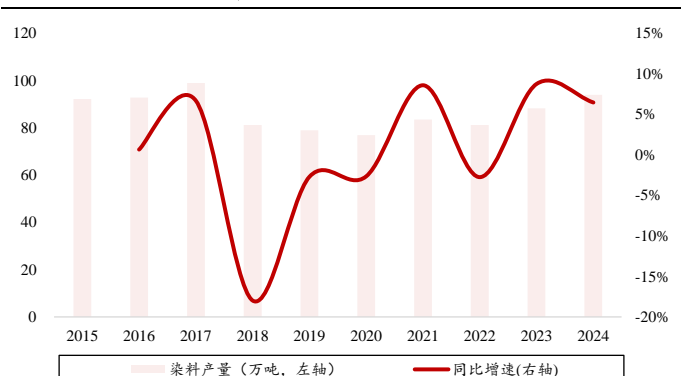
印染布产量稳定，染料产量总体提升。根据中国工业纺织联合会数据，2024 年我国印染布产量为 572.01 亿米，同比增长 2.36%。2019-2024 年我国印染布产量复合增速为 1.25%，保持稳健。但同期内染料产量持续增长，根据中国染料工业协会数据，2019-2024 年我国染料产量由 79 万吨增长至 94 万吨，复合增速为 3.54%。

图表 72. 2015-2024 年我国印染布产量



资料来源：中国纺织工业联合会，中银证券

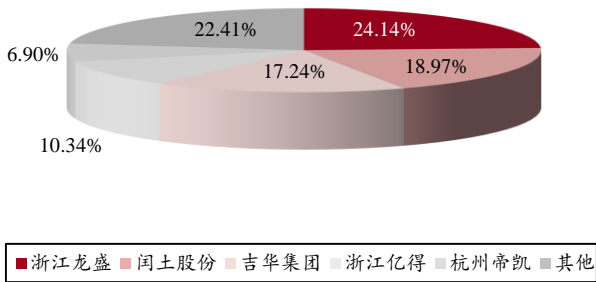
图表 73. 2015-2024 年我国染料产量



资料来源：中国染料工业协会，中银证券

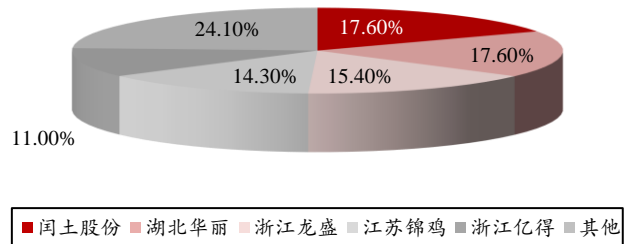
行业集中度较高。2024 年我国染料产量前五名的上市公司是浙江龙盛 (22.06 万吨)、闰土股份 (19.37 万吨)、吉华集团 (7.46 万吨)、锦鸡股份 (4.96 万吨)、安诺其 (3.55 万吨)，五家企业合计产量占全国总产量比重达 61.07%，较 2023 年提升 1.54pct。根据百川盈孚，截至 2025 年 12 月，分散染料、活性染料 CR5 分别为 77.59%、75.90%。

图表 74. 分散染料市场集中度 (截至 2025 年 12 月)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

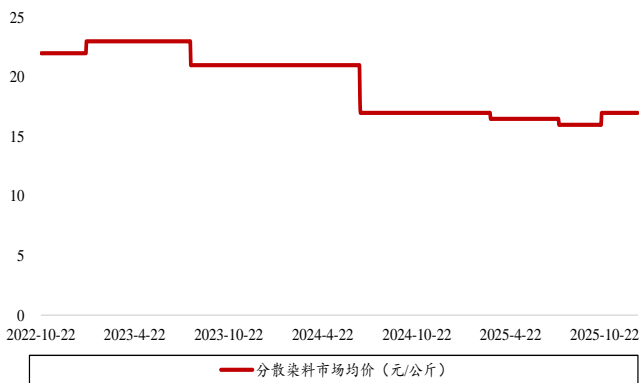
图表 75. 活性染料市场集中度 (截至 2025 年 12 月)



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

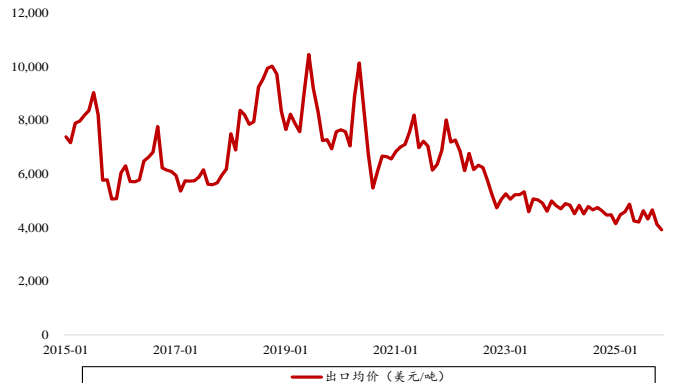
价格处于低位。供过于求格局下, 近年来染料行业竞争较为激烈, 产品整体价格持续走低。截至 2025 年 12 月 25 日, 国内分散染料市场均价为 17 元/公斤, 活性染料均价为 22 元/公斤。出口价格方面, 2025 年 11 月分散染料出口均价为 3.92 美元/公斤, 较 2024 年同期下降 12.30%, 2025 年内 (截至 11 月) 出口均价为 4.38 美元/公斤, 创近十年新低; 2025 年 11 月活性染料出口均价为 4.61 美元/公斤, 较 2024 年同期下降 5.48%, 2025 年内 (截至 11 月) 出口均价为 5.08 美元/公斤, 近十年来仅高于 2024 年的 5.00 美元/公斤。

图表 76. 国内分散染料市场均价



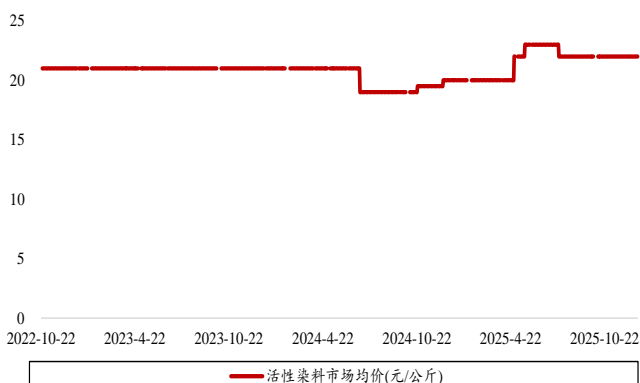
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 77. 分散染料出口均价



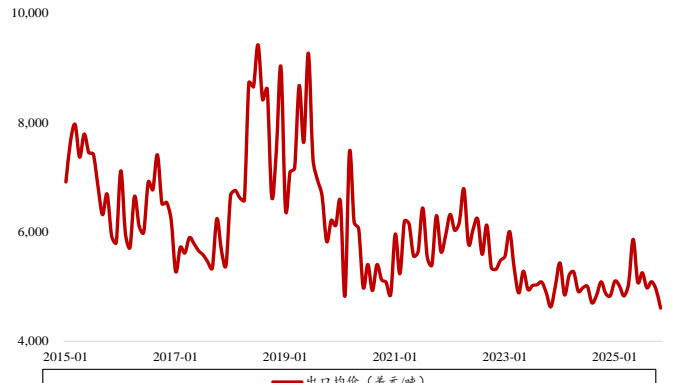
资料来源: 海关总署, 中银证券

图表 78. 国内活性染料市场均价



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 79. 活性染料出口均价



资料来源: 海关总署, 中银证券

供给有望持续优化。据我们统计，未来染料行业新增产能较少，主要上市公司活性染料基本无新增产能，分散染料在建产能包括：安诺其 4.27 万吨，预计于 2026 年 12 月 31 日达到预定可使用状态；福莱茵特 2.8 万吨，预计于 2026 年 6 月建成；万丰股份 1 万吨，预计于 2026 年 6 月达到预定可使用状态。同时考虑到当前染料价格处于低位，产能投放进度及开工率情况可能根据市场情况有所调整。此外，环保是制约染料企业生产的关键因素，近年来环保政策趋严，大量缺乏环保投入的中小企业部分处于关停产能状态或停产整顿状态。2025 年 9 月，工信部等七部门印发《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，文件提到，增强高端化供给，推动涂料、染料、农药等具有比较优势的大宗产品提质升级，未来低污染、低毒害或成为染料行业升级的重要方向。

染料价格处于底部区间，随着未来需求逐步复苏，行业景气度有望逐步改善。行业集中度较高，当前行业新增产能较少，且环保政策等因素或对现有产能形成制约，份额稳定、安全环保投入较高、产业链配套齐全的龙头企业有望受益。推荐：浙江龙盛。

图表 80. 推荐的上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			市盈率 (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600352.SH	浙江龙盛	买入	13.12	0.69	0.73	0.83	18.92	17.88	15.90

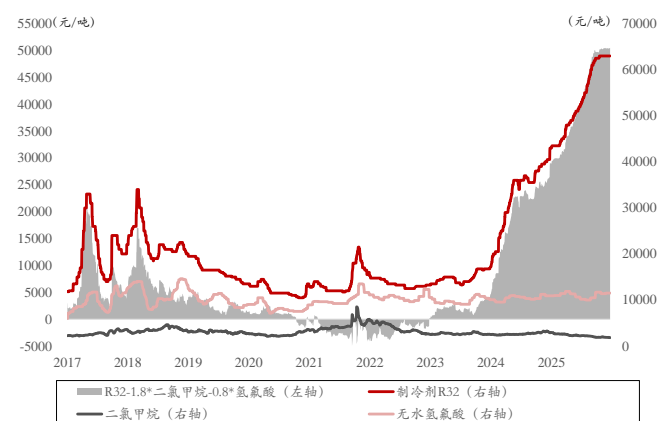
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日为 2026 年 1 月 23 日

氟化工：制冷剂配额下发行业景气延续，AI 快速发展带动氟化液需求提升

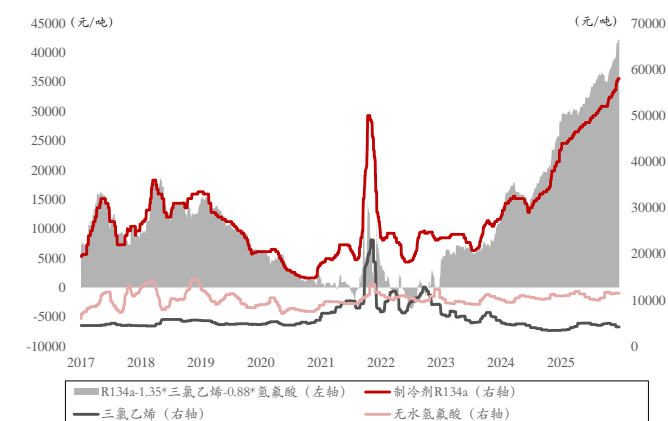
制冷剂价格中枢持续上移，高景气品种领涨、弱势品种承压。根据氟化工产业圈以及百川盈孚，2025 年制冷剂市场价格呈现结构性分化格局，截至 2025 年 12 月 23 日，三代制冷剂核心品种价格表现亮眼：1) R32 最新价格为 6.30 万元/吨，2025 年均价为 5.36 万元/吨，同比 2024 年均价上涨 62.34%。结合空调充注量来看，单台空凋制冷剂成本约 37 元；2) 受集中采购需求推动，R134a 最新价格上涨至 5.80 万元/吨，2025 年均价为 4.95 万元/吨，同比 2024 年均价上涨 50.12%。单台汽车制冷剂成本约 35 元；3) 受配额紧张支撑，R125 最新价格为 4.70 万元/吨，2025 年均价为 4.50 万元/吨，同比 2024 年均价上涨 22.31%。单台 R410a 空凋制冷剂成本约 55 元；4) R143a 主要用于混配 R404A、R507，因下游需求淡稳，价格相对弱势运行。R143a 最新价格为 4.10 万元/吨，2025 年均价为 4.47 万元/吨，同比 2024 年均价上涨 1.77%。

图表 81. R32 价格及价差



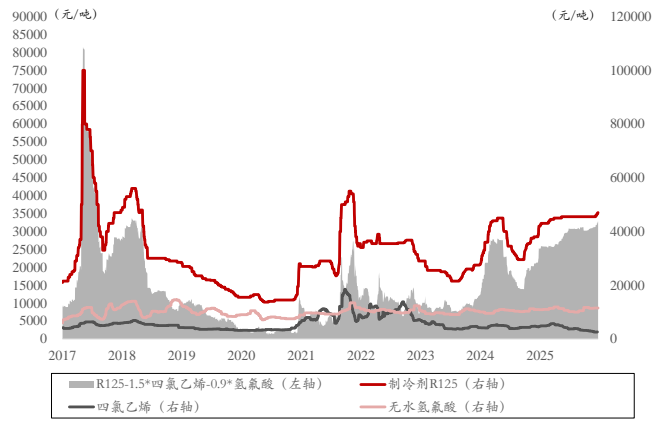
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 82. R134a 价格及价差



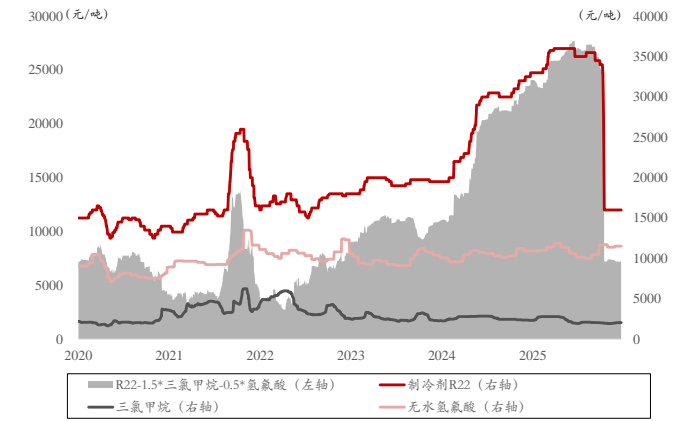
资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 83. R125 价格及价差



资料来源：百川盈孚，中银证券

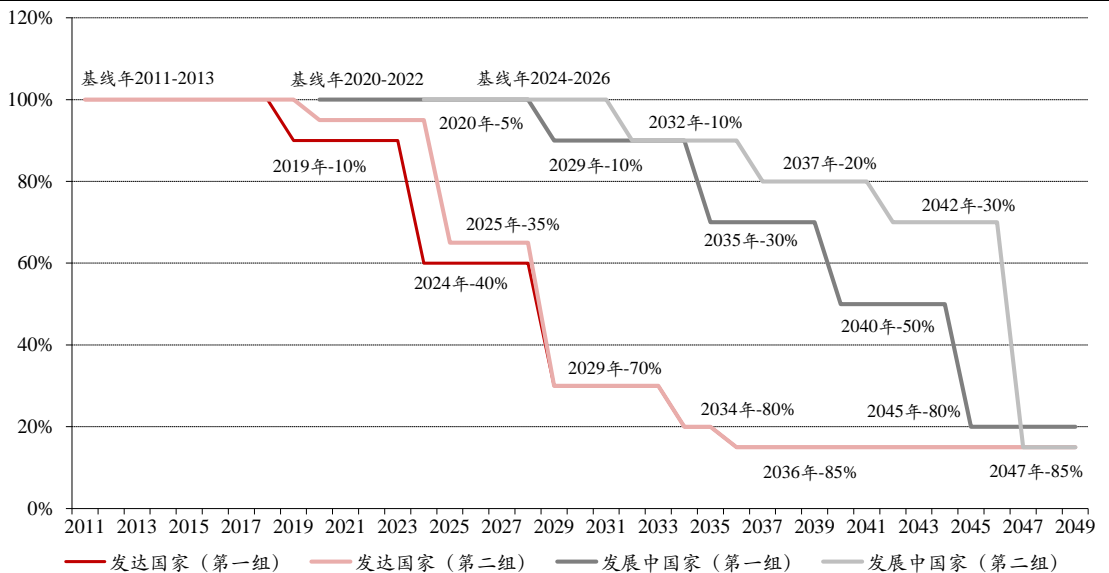
图表 84. R22 价格及价差



资料来源：百川盈孚，中银证券

供给端：三代制冷剂配额刚性缩减，新旧产能衔接不足。当前制冷剂供给端受《基加利修正案》以及国内配额政策双重约束，供应增量受限，企业无法通过自主扩产抢占市场，且中小企业无配额或配额不足已逐步退出，行业集中度进一步提高。根据 2025 年 12 月 9 日生态环境部公布的《关于 2026 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》，三代制冷剂方面，2026 年 HFCs 生产配额总量为 79.78 万吨，较 2025 年增加 5,963 吨，配额变化主要来自于：增加 3,242 吨 HFC-134a, 2,918 吨 HFC-245fa, 1,171 吨 HFC-32 等；减少 1,255 吨 HFC-143a、517 吨 HFC-227ea 以及 63 吨 HFC-152a。根据氟化工产业圈，三代制冷剂供给端总体仍保持紧平衡态势，R32 虽允许 30% 跨品种互转，但 CR3 龙头企业（如巨化股份 HFCs 配额占全国 37.6%）优先保障高景气品种，实际供给变化不大。二代制冷剂方面，2026 年 HCFCs 生产配额总计 15.14 万吨，较 2025 年削减 12,162 吨，其中削减 3,005 吨 HCFC-22、9,157 吨 HCFC-141b，HCFC-141b 配额削减为 0，供给收缩趋势明确。四代制冷剂方面，根据氟化工产业圈，HFOs 产能虽增长迅速，但受专利及生产工艺等壁垒限制，实际产能利用率低，巨化股份等龙头当前 HFOs 产能仅 0.8 万吨/年，难以填补缺口。

图表 85. 三代制冷剂配额削减时间表



资料来源：联合国环境规划署《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》，中银证券

图表 86. 2025-2026 年度氢氟碳化物生产配额核发表对比 (单位: 吨)

2025-2026年度氢氟碳化物生产配额核发表对比 (吨)						
HFCs种类	生产配额			内用生产配额		
	2025年	2026年	增减变化	2025年	2026年	增减变化
HFC-32	280,349	281,520	1,171	184,479	185,249	770
HFC-134a	208,269	211,511	3,242	80,398	81,633	1,235
HFC-125	167,282	167,633	351	61,141	61,260	119
HFC-143a	47,298	46,043	-1,255	11,445	10,894	-551
HFC-152a	33,734	33,671	-63	8,055	8,040	-15
HFC-227ea	31,435	30,918	-517	27,492	27,425	-67
HFC-245fa	19,514	22,432	2,918	14,035	16,999	2,964
HFC-23	2,952	2,952	0	2,348	2,348	0
HFC-236fa	756	829	73	145	145	0
HFC-236ea	191	191	0	0	0	0
HFC-41	102	145	43	42	89	47
总计	791,882	797,845	5,963	389,580	394,082	4,502

资料来源: 生态环境部, 氟化工产业园, 中银证券

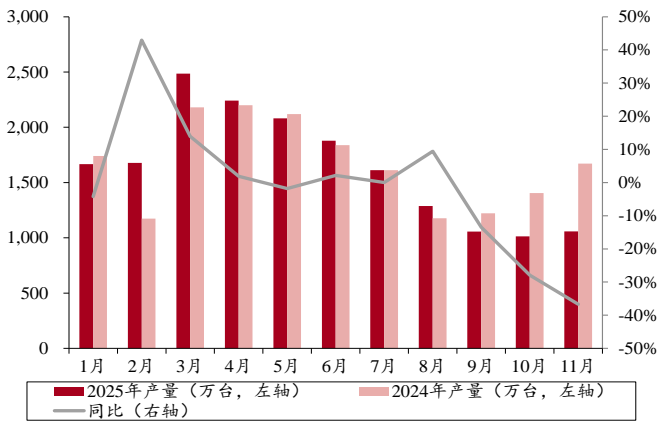
图表 87. 2025-2026 年度消耗臭氧层物质生产配额核发表对比 (单位: 吨)

2025-2026年度消耗臭氧层物质生产配额核发表对比 (吨)						
HCFCs种类	生产配额			内用生产配额		
	2025年	2026年	增减变化	2025年	2026年	增减变化
HCFC-22	149,068	146,063	-3,005	80,862	77,948	-2,914
HCFC-141b	9,157	0	-9,157	3,395	0	-3,395
HCFC-142b	3,360	3,360	0	1,240	1,240	0
HCFC-123	1,738	1,738	0	432	432	0
HCFC-124	250	250	0	100	100	0
总计	163,573	151,411	-12,162	86,029	79,720	-6,309

资料来源: 生态环境部, 氟化工产业园, 中银证券

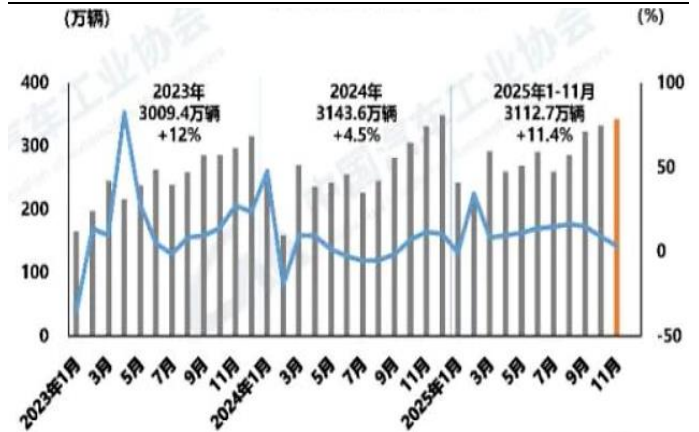
需求端: 制冷剂下游产销保持韧性。2025 年我国空调行业需求维持平稳。根据产业在线, 尽管从 2025 年 9 月开始我国家用空调产量同比出现下滑, 然而受 2025 年上半年产量快速增长拉动, 2025 年 1-11 月我国家用空调产量合计达 1.81 亿台, 同比下降 1.53%。氟化工产业园预计 2026 年我国家用空调产销增速放缓, 总量维持平稳, 但庞大的存量更新和结构升级需求仍有望支撑制冷剂消费规模扩大。此外, 2025 年我国汽车产销稳步增长。根据中国汽车工业协会, 2025 年 1-11 月我国汽车产销分别完成 3,123.1 万辆和 3,112.7 万辆, 同比分别增长 11.9% 和 11.4%, 其中新能源汽车产销分别完成 1,490.7 万辆和 1,478.0 万辆, 同比分别增长 31.4% 和 31.2%, 市场渗透率达 47.5%。根据氟化工产业园的信息, 新能源汽车对制冷剂需求量较燃油车有所增加, 预计 2026 年汽车产销总量有望逼近 3,600 万辆, 其中新能源汽车仍有望保持两位数增长, 市场渗透率预计突破 60%。汽车产销稳步增长、存量车售后需求提升、新车及出口配套需求持续释放, 有望推动 R134a 制冷剂需求规模扩大。除了传统空调、汽车市场的需求增量以外, 新能源汽车电池保温、数据中心液冷、热泵供暖等场景需求增长也有望对制冷剂需求形成强劲支撑。

图表 88. 2025/2024 年我国家用空调月度产量对比



资料来源：产业在线，中银证券

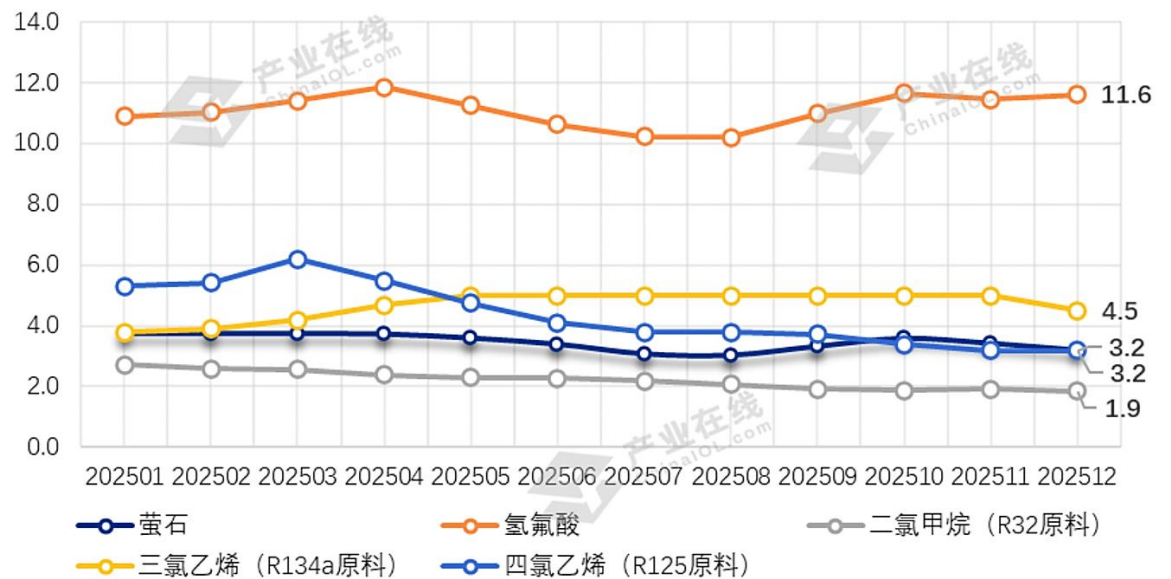
图表 89. 2023-2025 年 11 月我国汽车月度销量及增长率



资料来源：智能汽车设计，中国汽车工业协会，中银证券

成本端：原料价格高位，制冷剂成本支撑强劲。根据氟化工产业圈，萤石为战略性矿产，国内环保检查与开采配额收紧限制了矿山开工，2025 年以来萤石价格以维持高位运行为主，25H1 萤石粉均价为 3,660 元/吨，同比上涨 4.7%，较 2023 年低位涨幅超 20%，25Q1 季度均价更是达到 3,750 元/吨。萤石成本压力向下游氢氟酸传导，其余原料产品价格均处于成本线附近。此外，能源价格上升导致制冷剂制造费用增加。制冷剂生产属于高能耗流程，需消耗大量煤炭、电力等能源以维持反应条件和设备运转。2025 年全球能源市场价格整体维持高位，制冷剂生产能耗成本增加。

图表 90. 2024-2025 年制冷剂原料价格走势 (千元/吨)

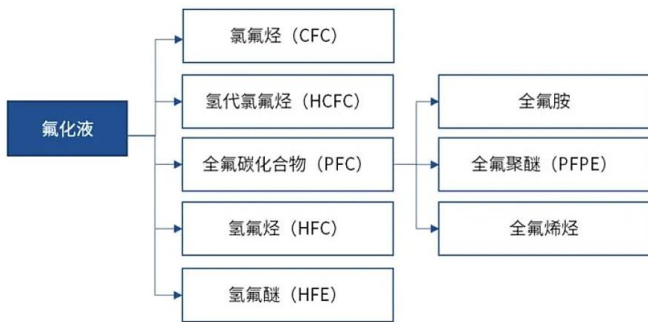


资料来源：氟化工产业圈，产业在线，中银证券

综合来看，受益于供给端配额持续收缩、需求端下游稳中有升以及成本端原料涨价的多重共振，制冷剂价格中枢有望稳步上移，推动制冷剂行业景气度继续上行。

AI 快速发展提升浸没式液冷需求，氟化液迎来发展良机。根据中国化信，氟化液因其具备优异的电绝缘性、良好的热导性、强化学惰性、高安全性能等特点，被广泛应用于半导体加工、数据中心冷却、精密清洗、带电消防、新能源锂电池热控、航空电子设备喷雾冷却等领域。在半导体加工领域，氟化液可作为清洗剂、脱水剂、光刻机控温液以及芯片封装工序的检漏液等；在数据中心液冷领域，氟化液可作为浸没式冷却液。AI 快速发展推进数据中心算力需求大幅提升，随着芯片性能的提高，数据中心热流显著升高，影响电子元器件正常运行。液冷被认为是最有效的绿色高效制冷技术，正逐渐取代风冷成为新型数据中心制冷解决方案的最佳选择。国内液冷主要分为喷淋液冷、冷板液冷、单相浸没液冷、相变浸没液冷，冷板液冷约占 65%，单相液冷和相变液冷约占 34%。目前浸没式冷却液主要分为碳氢及有机硅化合物类和碳氟化合物类（即氟化液），氟化液整体传热能力更佳，同时无闪点不可燃、寿命长、不易变质、兼容性好、低粘度易维护、更安全可靠。根据 Grand View Research 的预测，2022 年全球浸没式冷却液市场规模为 1.97 亿美元，至 2030 年有望达到 10.07 亿美元，CAGR 为 22.6%。

图表 91. 氟化液分类



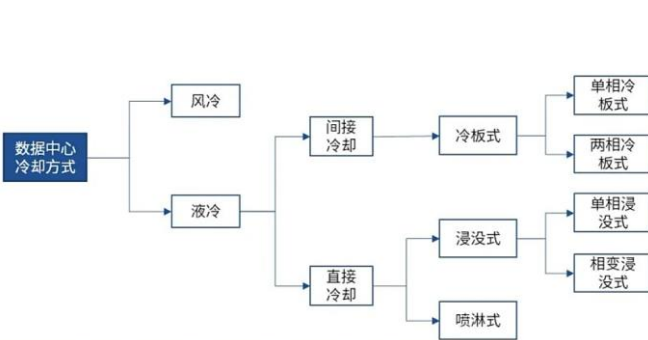
资料来源：中国化信，中银证券

图表 92. 氟化液产业链（以半导体干法蚀刻为例）



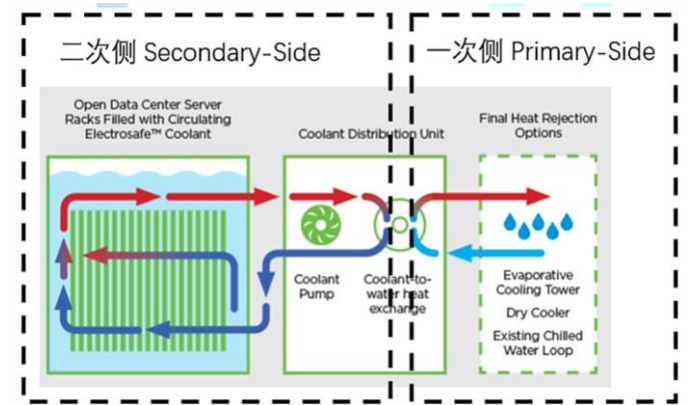
资料来源：中国化信，中银证券

图表 93. 数据中心冷却方式



资料来源：中国化信，中银证券

图表 94. 单相浸没式液冷系统原理



资料来源：开放数据中心委员会，中银证券

图表 95. 部分主要氟化液产品分类简介

产品	应用领域	价格	主要生产企业
氢氟醚类氟化液	产品应用相对成熟，在精密清洗领域有较为广阔的市场空间，且已用于数据中心单相浸没液冷领域。其在电子信息领域的清洗市场份额占比超过 60%	海外厂家产品约 70 万元/吨	代表产品包括 3M 公司的 Novec 系列产品等
全氟聚醚	可用于半导体冷却与服务器液冷等领域	国内半导体冷却用氟化液单价最高可达 150 万元/吨，服务器冷却用氟化液价格稍低	全氟聚醚合成工艺主要掌握在国外公司，K 型和 D 型全氟聚醚主要有杜邦的 Krytox 系列产品和大金的 Demnum 品牌，Y 型和 Z 型全氟聚醚主要有索尔维的 Fomblin 系列。全氟聚醚可分为全氟聚醚油和全氟聚醚流体，全氟聚醚油聚合度更高，可作为润滑剂；全氟聚醚流体聚合度低，主要用作电子测试液、电子清洗液和导热液。国内全氟聚醚流体几乎全部为进口，消费量超过 1,000 吨，主要供应来自 3M、索尔维和德国瑞立博。其中，3M 产品占国内总需求量 75% 以上，索尔维约占 20%，德国瑞立博约占 5%
全氟烯烃	全氟烯烃主要包括六氟丙烯低聚体和全氟环烯烃，其中最常用的是六氟丙烯低聚体。六氟丙烯低聚体易于大规模制备，相较于氢氟醚和全氟聚醚具备成本优势和价格优势，是理想的数据中心冷却液，但缺点是毒性不确定，不利于推广	20~30 万元/吨	六氟丙烯低聚体产品技术壁垒较低，生产厂家众多，行业竞争激烈
全氟胺类氟化液	具有非常优异的化学稳定性，但是由于其合成壁垒高，限制了产品普及。技术路线仅电解氟化法一种，工艺复杂且能耗较高	-	-

资料来源：中国化信，中银证券

氟化液发展挑战与机遇并存，市场规模快速提升。根据中国化信，目前氟化液产业发展的难点主要在于：一方面氟化液行业壁垒较高，产品测试周期较长，下游半导体厂商均早已建立长期稳定的供应关系，中国企业进入较难；另一方面氟化液虽性能优秀，但由于价格高昂，下游客户应用较为谨慎，液冷数据中心导入较慢。然而氟化液仍有较强的发展机遇。半导体领域，晶圆扩产新线投产、日常生产损耗补充均需充注大量氟化液，且先进节点清洗工艺更加复杂，拉动氟化液需求增长。数据中心液冷领域，浸没式液冷有望在超算中心等场景得到进一步推广，预计到 2025 年我国液冷服务器市场规模将达到 1,300 亿元。其中浸没式液冷市场占约 530 亿元，占比将超过 40%；液冷数据中心对氟化液需求也将同步增长，预计 2025 年氟化液在国内数据中心市场的需求有望超 3 万吨，2023-2025 年 CAGR 超 30%，以 200 元/kg 均价对应国内数据中心领域的市场规模超 60 亿元。此外，行业龙头 3M 计划于 2025 年底退出 PFASs 类产品生产。此前半导体领域用氟化液主要生产企业为 3M，市场份额约 80%，索尔维市场份额约 20%，3M 退出将对全球氟化液供应格局产生较大影响，全球半导体厂商将面临重新选取半导体冷却液供应商的局面，由此也将带来国产替代新机遇，国内领先的氟化液厂家有望填补市场空白。

氟化液国产替代持续推进。根据中国化信，国外企业在氟化液领域起步较早，产品较为成熟，依靠长期技术积累和高额研发投入占据了较大的市场份额，代表性企业为 3M、索尔维等。国内电子氟化液行业整体仍处于加速追赶进程中，新宙邦、巨化股份等企业取得一定突破，永和股份、永太科技、天赐材料等企业也均在氟化液领域加速布局。根据新宙邦 2025 年中报，近年来由于某国际知名氟化学企业逐步退出市场，客户加快供应切换，带动公司有机氟化学品销售稳定增长，在半导体化学品领域公司开发出高纯化学品及蚀刻液、新型冷却液等新产品，产能方面三明海斯福年产 3 万吨高端氟精细化学品项目（三期）和三明海斯福氟新材料研究中心项目将提升部分产品产能。根据巨化股份 2025 年中报，公司开发出电子氟化液氢氟醚 D 系列产品和全氟聚醚 JHT 系列产品，可为半导体生产、大数据中心、新能源汽车、储能、机器人 AI 等战略新兴产业提供良好的热管理、高精度清洗、恶劣环境润滑解决方案，为适应液冷市场发展需求，公司将加大氟化液冷媒产品研发。

推荐个股：氟化工景气度有望持续向上。三代制冷剂供给端刚性缩减、需求端保持韧性，AI 快速发展带动氟化液需求提升，优质氟化工企业或受益。推荐：巨化股份。

图表 96. 推荐的氟化工上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			市盈率 (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600160.SH	巨化股份	买入	39.14	1.55	1.88	2.15	25.31	20.83	18.18

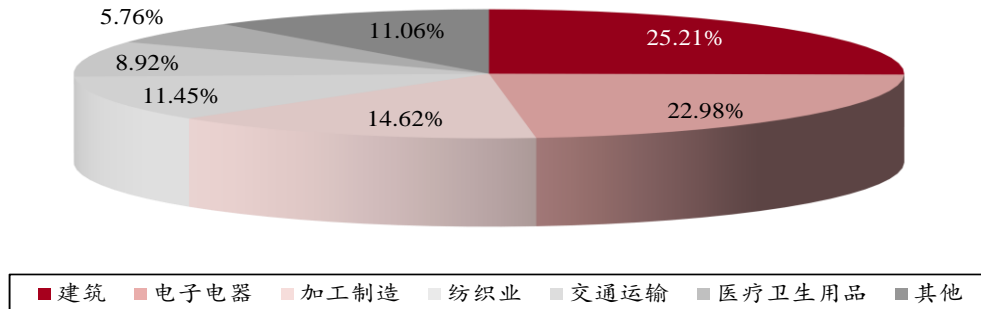
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日为 2026 年 1 月 23 日

有机硅：投产高峰已过，“反内卷”催化下价格有望触底回升

下游新兴领域接力，需求持续增长。有机硅是对含硅有机化合物的统称，有机硅材料具备耐温、耐候、电气绝缘、低表面张力等优异的性能，在多个下游领域有广泛应用，有“工业味精”之称。有机硅产业链包括原料（硅粉、氯甲烷）、单体（以甲基氯硅烷为主）、中间体（以甲基硅氧烷为主）和深加工产品四个环节。根据百川盈孚，2025 年我国有机硅中间体表观消费量为 185.00 万吨，2023-2025 年复合增速为 10.96%。根据百川盈孚 2024 年统计数据，有机硅中间体下游领域包括建筑（占比 25.21%）、电子电器（22.98%）、加工制造业（14.62%）、纺织（11.45%）等。随着新能源汽车、集成电路、高端装备等行业的快速发展和有机硅应用领域的不断拓宽，有机硅需求有望持续增长。根据中国化信预测，2025-2030 年有机硅产品需求年均增长率为 8.5%，到 2030 年电力行业将会成为有机硅最主要的下游消费行业。

图表 97.2024 年有机硅下游消费结构



资料来源：百川盈孚，中银证券

国内扩产高峰期已过，产能扩张节奏放缓。单体方面，根据兴发集团公告，2022-2024 年我国有机硅单体产能由 514 万吨增长至 682 万吨，复合增速为 15.19%。中间体方面，根据东岳硅材公告，2024 年我国有机硅中间体产能为 344 万吨，2019-2024 年复合增速为 17.8%。我们统计 2025-2026 年在建产能包括：2025 年 3 月，鲁西化工 40 万吨有机硅单体项目投产；2025 年 6 月，云南能投下属企业云能硅材 40 万吨/年有机硅单体及配套项目一期工程竣工验收；2025 年 4 月其亚集团年产 160 万吨有机硅项目在准东地区开始建设，计划于 2026 年底建成。

产能集中度较高，具备行业协同的条件。有机硅行业较为集中，根据新安股份年报，2024 年中国基础硅氧烷产能占全球比重达 75%，硅氧烷产量占全球比重达 72%。以有机硅单体计，我国产能较大的公司包括：合盛硅业（173 万吨/年），东岳硅材（60 万吨/年）、兴发集团（60 万吨/年）、新安股份（50 万吨/年）等，以上四家合计占行业总产能比重达到 50.29%。

海外产能面临高成本，国内产能话语权逐步提升。根据 CAFSI 及化工头条数据，美国迈图于 2021 年关闭位于纽约沃特福德的有机硅工厂，涉及产能折 DMC 约 11 万吨/年；根据第一财经广播，陶氏化学于 2025 年 7 月宣布，预计于 2027 年底前彻底关闭位于英国巴里的硅氧烷基础设施，涉及 14.5 万吨/年的 DMC 产能。此外，根据光储焦点，德国多晶硅、有机硅巨头瓦克化学于 2025 年 11 月宣布将在全球范围内裁员超 1500 人，主要集中在德国本部。我们认为，海外有机硅厂商承担较高的能源及运营成本，面临较为复杂的监管程序和税收负担，若产品价格及盈利水平长期处于较低水平，未来或仍有持续退出的趋势。

价格处于底部区间，行业协同推进“反内卷”，价格有望温和修复。2022年以来，有机硅价格持续下跌。根据百川盈孚，2022年-2025年12月26日，甲基环氧硅烷年内均价分别为2.38万元/吨、1.50万元/吨、1.40万元/吨、1.23万元/吨，分别同比-24.53%、-37.03%、-6.68%、-11.72%。有机硅行业通过自律减少排产规范竞争秩序，根据SMM硅世界，2025年11月国内有机硅行业召开会议，针对有机硅价格机制、行业联动减产机制达成目标共识。截至2025年12月26日，甲基环氧硅烷价格为1.37万元/吨，较11月初低点价格1.1万元/吨已上涨24.55%，但仍处于2015年以来17.20%分位。

图表 98. 2015 年以来甲基环氧硅烷价格走势



资料来源：百川盈孚，中银证券

推荐个股：有机硅需求持续增长，供需格局有望改善，叠加行业协同推进，产品价格有望温和回升。具备产业链一体化能力，成本领先的行业龙头有望受益，推荐：兴发集团。

图表 99. 推荐的上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			市盈率 (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600141.SH	兴发集团	买入	42.25	1.66	2.08	2.53	25.49	20.29	16.69

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日为 2026 年 1 月 23 日

磷化工：磷矿石资源属性突出，下游新能源领域带动需求提升

全球及我国磷矿石分布集中。根据 USGS 数据，2024 年全球磷矿石储量约为 740 亿吨，其中我国储量约为 37 亿吨，占比 5.00%；2024 年全球磷矿石产量约为 2.4 亿吨（同比增长 3.00%），其中我国产量约为 1.1 亿吨（同比增长 4.76%），居全球首位。

磷矿资源具备稀缺属性。我国磷矿分布不均匀，根据自然资源部 2022 年的统计数据，云南、贵州、四川、湖北四省磷矿储量总和占我国比重为 92%。此外，我国磷矿资源品位相对较差，且存在过度开采。根据 USGS 数据，2024 年我国磷矿石储采比为 33.64，远低于全球平均水平 308.33。早在 2002 年，我国国土资源部将磷矿列为国民经济急缺的 20 种重要矿产资源之一，2016 年我国将磷矿纳入战略性矿产资源并提出 1.5 亿吨/年左右的开采总量预期。政策鼓励高效开采磷矿石并推进磷全产业链的规范、高效利用，如《推进磷资源高效高值利用实施方案》中提出，严格有序投放磷矿业权，支持“采、选、加”一体化的大型磷化工优势企业按照市场化原则取得矿业权，在《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》、《2024-2025 年节能降碳行动方案》中均提出要严控黄磷、磷铵产能。

磷矿石规划产能较多,但实际投产进度或不达预期。2021年及之前,磷矿石价格维持在300元/吨-400元/吨左右。2021年以来,伴随供给端环保政策、矿山减产等因素有所收缩,下游新能源需求快速发展,供需关系趋于紧张,磷矿石价格维持高位。磷矿石高景气度下,较多企业规划磷矿石产能建设项目,但:1)新建项目中多为地下开采,且其中包含较多低品位磷矿,产能投放的时间进度及经济性或不达预期;2)部分项目为原有磷矿贫化、开采完毕或退出后的接续项目,实际上涉及原有产能的退出。根据百川盈孚于2025年初的统计数据,2024年我国磷矿石有效产能为1.19亿吨,预计2025年新增2285万吨。但据我们不完全统计,2025年内磷矿石新增投产项目产能远不及之前预期,且考虑产能爬坡、部分项目当前仅产出工程矿等因素,实际新增有效产能可能更少。

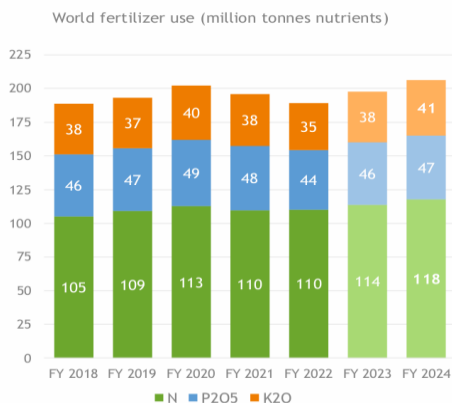
图表 100.磷矿石 2025 年新增产能

企业	项目	省份	预计新增产能(万吨)	当前阶段
马边无穷矿业有限公司 (天原股份)	丁家磷矿(二期)	四川省	90	2025年8月试生产
贵州芭田生态工程有限公司 (芭田股份)	小高寨磷矿	贵州省	290	2025年2月一期200万吨/年下发《安全生产许可证》,2025年11月生产建设规模从200万吨/年增加至290万吨/年
云南磷化集团有限公司 (云天化)	昆阳磷矿(二矿)	云南省	200	截至2025年中报,进入试运行阶段
和邦生物	马边烟峰磷矿	四川省	100	2025年1月进入试生产
和邦生物	汉源刘家山磷矿	四川省	120	2025年产出工程矿,预计四季度实现销售
贵州胜有福矿业有限责任公司	榜上磷矿	贵州省	200	预计到2025年底可达到矿山开采设计要求,验收完成后将按照200万吨/年的开采量开采
湖北宜安联合实业有限责任公司 (兴发集团参股)	麻坪磷矿	湖北省	400	2025年11月建成投产

资料来源:各公司公告,各项目环评,乐山市生态环境局,贵州日报,三峡商报,同花顺财经,中银证券

全球磷肥需求稳健,配额政策控制我国出口量。根据国际化肥协会(IFA)数据,FY2024全球化肥施用量同比增长4.4%至2.06亿吨,超过此前最高点2.02亿吨(FY2020)。其中,磷肥施用量(折 P_2O_5)0.47亿吨,FY2023、FY2024分别同比增长4.0%、2.5%,但尚未恢复至FY2020-2021水平。IFA预测,FY2029全球化肥施用量将增长至2.24亿吨,从年均增速上看,钾肥最高,磷肥、氮肥次之,在1%-2%之间。我国是磷肥净出口国,但出口量受配额约束,2024、2025年出口量均有所缩减。根据海关总署数据,截至2025年11月,我国磷酸一铵、磷酸二铵出口量分别为178.14万吨、332.00万吨,同比分别-4.56%、-23.68%。预计未来全球磷肥需求保持稳健增长,但需关注我国磷肥出口的配额变化。

图表 101. FY2018-2024 全球化肥施用量



资料来源: IFA, 中银证券

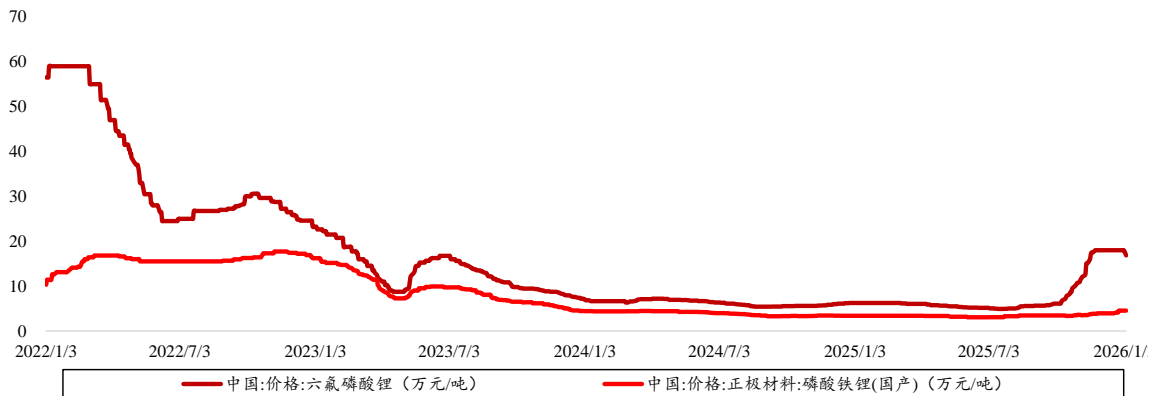
图表 102. FY2025-2029 全球化肥施用量增量预测



资料来源: IFA, 中银证券

新能源需求助力磷化工景气度维持高位。2021年以来，动力电池、储能等领域需求快速增长，磷酸铁锂、六氟磷酸锂等材料带动磷化工需求提升。**分下游看：动力电池方面**，根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2021-2024年，我国动力电池销量复合增速为62.05%，其中磷酸铁锂电池销量复合增速达70.51%。2025年1-11月国内动力电池累计销量为1044.3GWh，同比增长50.3%，其中磷酸铁锂电池累计销量为760.5GWh，同比增长66.9%。**储能电池方面**，根据中商产业研究院发布的《2025-2030年全球与中国储能锂电池市场现状及未来发展趋势》，2024年全球储能电池出货量为301GWh，同比增长62%，其中中国储能锂电池出货量达到260GWh，同比增长40.54%。中商产业研究院预测，2025年全球储能电池、中国储能锂电池出货量有望达451.5GWh、364GWh。根据晶科能源投资者活动关系记录表，公司预计，在国内电力市场化改革和容量电价政策、美国数据中心建设、欧洲多国激励政策等因素的刺激下，2026-2030年全球储能装机量复合增速有望保持在30%以上。

图表 103. 磷酸铁锂、六氟磷酸锂价格



资料来源：Wind，中银证券

综合来看，上游磷矿石短期内产能释放有限，下游动力电池、储能电池需求快速增长，磷化工产业链有望维持高景气度，拥有上游磷矿石资源、具备一体化生产能力的企业有望受益。推荐：云天化、兴发集团，建议关注：新洋丰。

图表 104. 推荐的上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			市盈率 (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600096.SH	云天化	买入	37.66	3.13	3.22	3.31	12.03	11.69	11.37

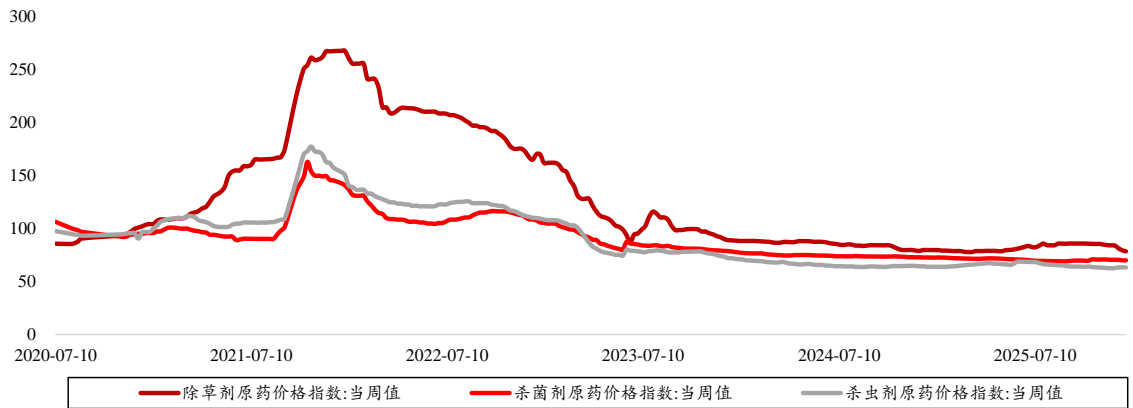
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日为2026年1月23日

农药：下游采购正常化，部分品种或迎涨价机会

农药产品价格处于低点。2021年全球公共卫生事件影响下，海外市场备货需求旺盛，农药价格大幅提升，催生农药景气周期。2023年以来，景气周期中新建的产能释放叠加海外去库存，农药价格持续低迷。根据同花顺数据，截至2025年12月26日，除草剂、杀菌剂、杀虫剂原药价格指数分别为78.57、70.07、63.35，较2022年同期分别下降53.85%、34.99%、42.42%。

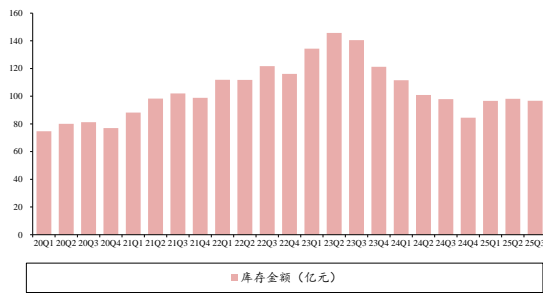
图表 105. 农药原药价格指数



资料来源：百川盈孚，中银证券

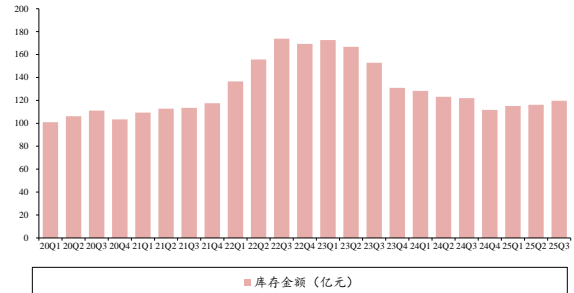
下游去库周期结束，迎来阶段性补库需求。经历 2023 年库存高企阶段后，下游跨国农药贸易公司库存金额于 2024 年有所回落，2025 年出现小幅回升。根据 FRED 数据，美国农化产品制造商库存同比数据于 2025 年 4 月重回正增长，农药下游或迎来补库周期。但值得注意的是，尽管去库周期已经结束，但下游渠道客户低库存的采购方式成为新常态，预计短期内难以出现类似上一轮周期中大批量采购、备货的情况。

图表 106. 富美实存货金额



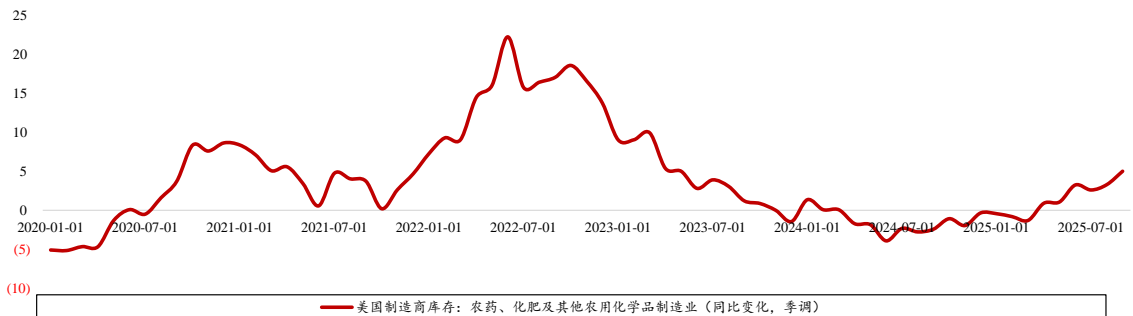
资料来源：Wind，中银证券

图表 107. 安道麦库存金额



资料来源：Wind，中银证券

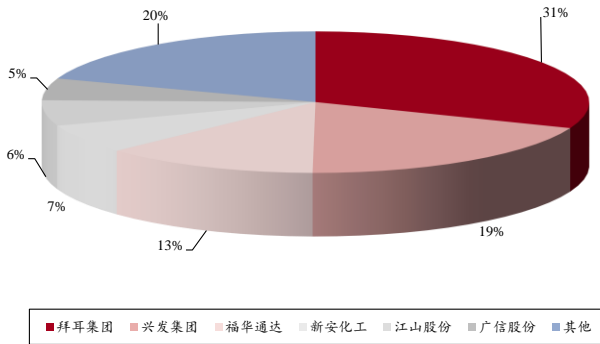
图表 108. 美国农化制造商库存金额同比增速 (%)



资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis，中银证券

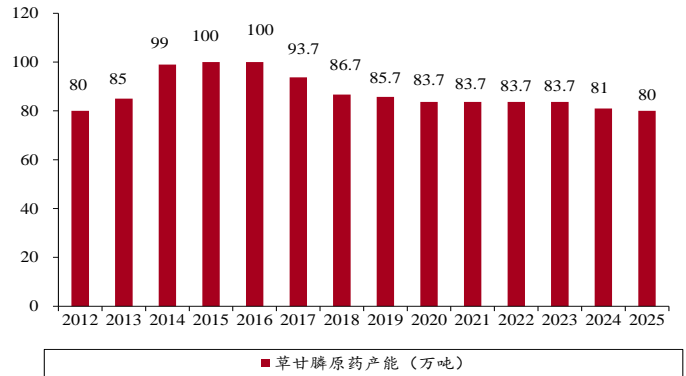
草甘膦：供给较为集中，“反内卷”催化下价格有望回升。草甘膦是全球使用量最大的除草剂品种，约占全球除草剂份额的 30%。根据农药资讯网数据，2025 年全球草甘膦有效产能约 120 万吨/年，其中海外孟山都 38 万吨/年（占比 31%）、中国产能 81 万吨/年（占比 66%），其余企业（美国阿宝及印度企业等）合计产能不足 5 万吨。2025 年全球产能居前的企业主要有：孟山都、兴发集团、福华通达、新安股份、江山股份等，产能 CR5 达 75%。

图表 109. 2025 年全球草甘膦有效产能市场份额



资料来源：农药资讯网，各公司公告，百川盈孚，中银证券
注：福华通达产能为 2022 年数据

图表 110. 我国草甘膦原药产能

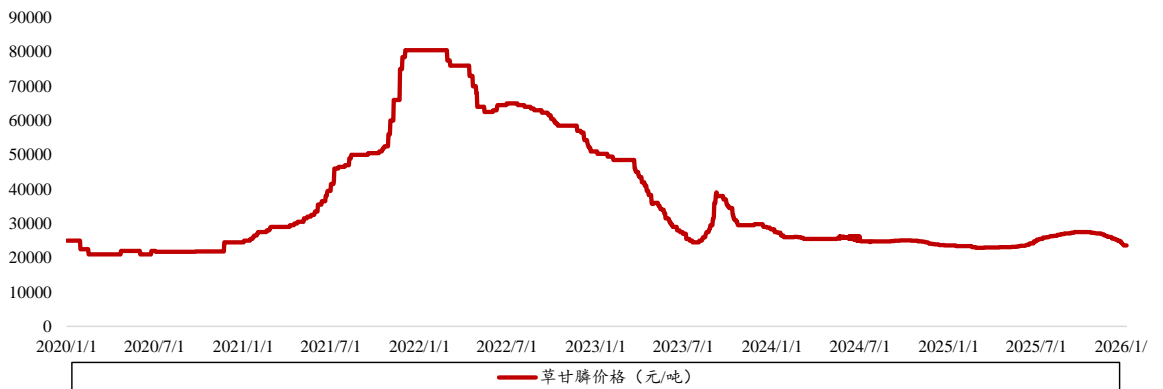


资料来源：农药咨询网，中银证券

新建产能受政策制约，预计未来增量有限。我国草甘膦产能于 2015 年达到峰值 100 万吨/年，此后在供给侧改革和严格环保督查的影响下，中小落后产能持续退出。2023 年国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，将草甘膦等品种列为限制类，即需要督促改造和禁止新建产能。2018-2025 年国内草甘膦均无新增产能。截至 2025 年底，国内在建产能包括：贵州江山作物科技有限公司（江山股份与瓮福集团合资）10 万吨/年草甘膦产能，一期项目 5 万吨/年于 2025 年 11 月基本完成装置建设；和邦生物 50 万吨/年双甘膦（草甘膦中间体）项目，截至 2025 年中报，厂前区工程基本完工，生产区建设基本完成。我们认为，考虑到当前草甘膦景气度较低，且环保等要求严格，项目建成后有效产能增量或较为有限。海外方面，和邦生物在印尼规划 20 万吨/年草甘膦项目，截至 2025 年中报，地基真空预压施工已完成大部分工作内容。

“反内卷”共识下，价格有望提振。根据中国农药工业协会，2025 年 3 月草甘膦反内卷专题会议在北京召开，旨在探讨行业过度竞争、资源重复投入及利润空间压缩等问题，兴发集团、江山化工等行业领军企业参加会议，达成初步共识。根据百川盈孚，2025 年 9 月，草甘膦价格上涨至 27504 元/吨，较 2024 年同期高 10.13%，之后有所回落，截至 2025 年 12 月 25 日，草甘膦价格为 24301 元/吨，处于 2020 年以来的 23.50%分位。

图表 111. 草甘膦市场价格



资料来源：百川盈孚，中银证券

推荐个股：农药库存去化周期结束，供给弹性较小或存在行业协同可能性的品种（如草甘膦）及近年来产能持续退出、供需格局优化的部分小品种有望迎来景气度改善，对应品种产能领先的企业有望受益。推荐：扬农化工、利尔化学、联化科技。

图表 112. 推荐的上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			市盈率 (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600486.SH	扬农化工	买入	76.80	3.25	3.95	4.47	23.64	19.46	17.17
002258.SZ	利尔化学	买入	17.15	0.56	0.70	0.87	30.64	24.51	19.75
002250.SZ	联化科技	买入	18.02	0.35	0.47	0.59	50.99	38.52	30.60

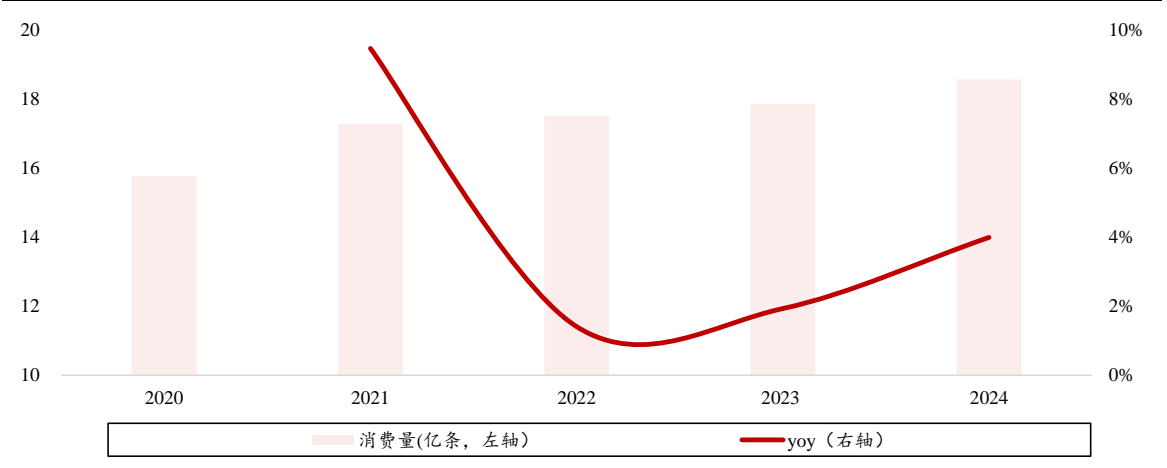
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

注: 股价截止日为 2026 年 1 月 23 日

轮胎: 受益欧美对高性价比轮胎旺盛需求, 国际贸易不确定性下, 海外基地为竞争力新锚点

2023 年全球轮胎市场规模超万亿元, 欧洲、北美为主要消费市场。根据米其林年报, 2023 年全球轮胎市场规模超过 1,900 亿美元, 其中乘用车及轻卡轮胎、重卡轮胎占比分别约为 60%、30%。从消费量看, 2024 年全球轮胎消费量为 18.56 亿条, 同比增长 3.99%, 全球公共卫生事件后, 全球轮胎市场呈现持续修复态势, 2020-2024 年消费量 CAGR 为 4.15%。其中, 欧洲、北美轮胎消费量分别为 5.11 亿条 (yoy+4.85%)、4.36 亿条 (yoy+1.82%), 占全球轮胎消费比重分别为 27.51% 和 23.48%, 为全球前两大消费市场。

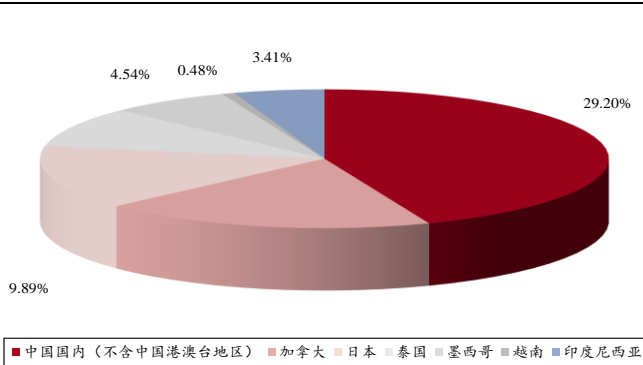
图表 113. 全球轮胎消费量



资料来源: 米其林官网, 中银证券

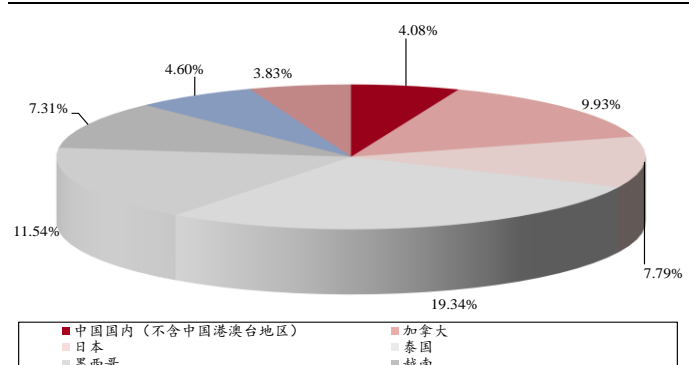
近年来美国、欧洲对高性价比轮胎的依赖程度逐年加强。1) 美国: 东南亚各国进口轮胎份额持续提升。根据美国国际贸易管理局 (ITA) 数据, 2024 年泰国为对美轮胎出口第一大国, 美国进口自泰国、越南、印度尼西亚、柬埔寨的轮胎占总进口金额的比重分别为 19.34%、7.31%、4.60%、3.83%, 较 2014 年分别提升 13.14pct、6.83pct、1.19pct、3.83pct。

图表 114. 2014 年美国轮胎进口结构



资料来源: 美国国际贸易管理局, 中银证券

图表 115. 2024 年美国轮胎进口结构

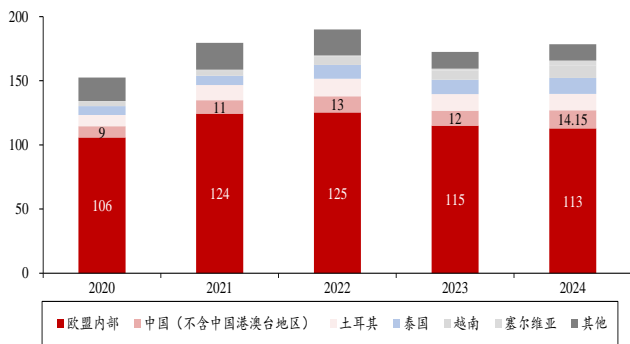


资料来源: 美国国际贸易管理局, 中银证券

2) 欧洲：轮胎“消费降级”趋势明显，中国（不含中国港澳台地区）及东南亚进口份额快速增长，仍有较大提升空间。根据 Roland Berger 发布的数据，截至 2023 年 5 月的十年间，欧洲入门级卡车轮胎的市场份额增长了 11pct，截至 2024 年 6 月的十年间，欧洲入门级乘用车和轻型卡车轮胎的市场份额增长了 9pct。根据欧洲统计局数据，在进口市场上，近五年欧盟进口乘用车和卡客车均价整体有所提升，但进口结构发生变化，来自中国（不含中国港澳台地区）和东南亚地区的高性价比轮胎份额快速增长，对其进口自内部成员国的轮胎份额形成挤压，在一定程度上反映了欧洲高通胀背景下对高性价比轮胎的旺盛需求。分乘用车和卡客车来看：

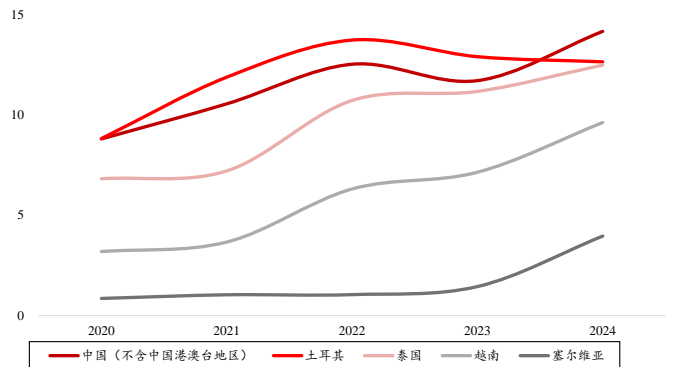
卡客车：2024 年欧盟合计进口卡客车轮胎 178.47 万吨，2020-2024 年复合增速为 4.00%，合计进口卡客车轮胎 76.52 亿欧元，2020-2024 年复合增速为 10.33%。2024 年，尽管欧盟对卡客车轮胎征收 0-35.74 欧元/条的反倾销税，进口自中国（不含中国港澳台地区）的轮胎重量、金额分别位列除欧盟成员国之外第一名、第二名。以重量计，2024 年欧盟自成员国外进口量前五名的国家（地区）分别为中国（不含中国港澳台地区）、土耳其、泰国、越南、塞尔维亚，进口量分别为 14.15 万吨、12.48 万吨、9.62 万吨、3.96 万吨。从趋势上看，2020-2024 年进口自欧盟成员国之外的国家（地区）的卡客车轮胎重量占比由 30.68% 提升至 36.73%，前五名中除土耳其外均保持较快增速，其中越南、塞尔维亚 2020-2024 年对欧盟出口卡客车轮胎重量复合增速分别达 31.78%、46.42%。在价格方面，欧盟进口自中国（不含中国港澳台地区）、塞尔维亚、泰国、越南的均价分别为 3.19、3.16、2.90、2.75 欧元/公斤，低于进口自欧盟内部国家的均价 4.82 元/公斤。

图表 116.2020-2024 年欧盟卡客车轮胎进口结构（单位：万吨）



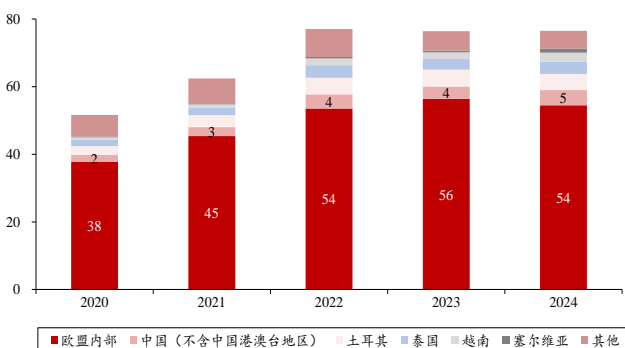
资料来源：欧洲统计局，中银证券

图表 117.2020-2024 年欧盟进口自非成员国卡客车轮胎重量（单位：万吨）



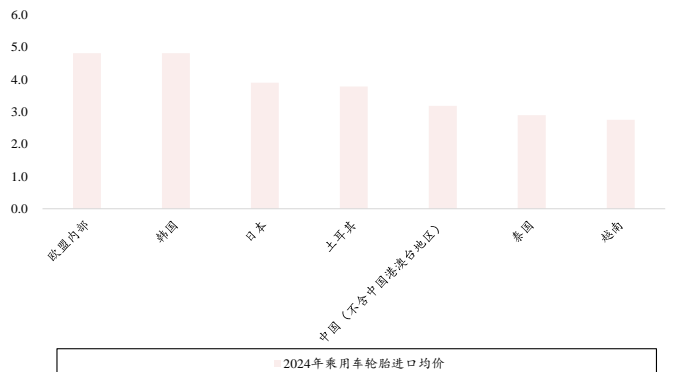
资料来源：欧洲统计局，中银证券

图表 118.2020-2024 年欧盟卡客车轮胎进口结构（单位：亿欧元）



资料来源：欧洲统计局，中银证券

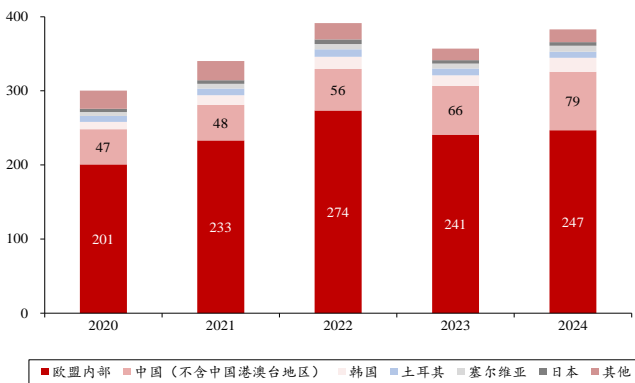
图表 119.2024 年欧盟进口乘用车轮胎均价（单位：欧元/公斤）



资料来源：欧洲统计局，中银证券

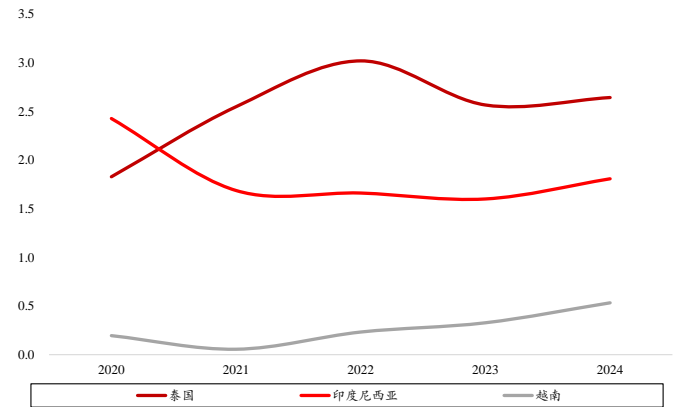
乘用车：根据 Eurostat 数据，2024 年欧盟合计进口乘用车轮胎 382.93 万吨，2020-2024 年复合增速为 6.26%，合计进口卡客车轮胎 214.53 亿欧元，2020-2024 年复合增速为 12.30%。2024 年欧盟进口自中国（不含中国港澳台地区）的乘用车轮胎量为 78.64 万吨，占欧盟进口自其成员国以外的国家（地区）总量的 57.84%。在中国（不含中国港澳台地区）之后，按照出口重量由高到低依次为韩国、土耳其、塞尔维亚、日本、泰国。从趋势上看，2022-2024 年欧盟进口乘用车轮胎中，来自欧盟成员国以外的国家（地区）的轮胎量占比由 30.10% 提升至 35.51%，其中中国（不含中国港澳台地区）、越南增速较快，期间复合增长率分别为 18.56%、51.40%。近五年印度、泰国对欧盟乘用车轮胎出口也有较为明显的增长，2024 年两国出口量分别为 2.41 万吨、2.64 万吨，较 2020 年分别增长 258.00%、44.56%。在进口价格方面，中国（不含中国港澳台地区）、印度、越南、泰国对欧盟出口均价分别为 3.32、3.37、3.42、3.83 欧元/公斤，低于欧盟进口均价 5.60 欧元/公斤。

图表 120.2020-2024 年欧盟乘用车轮胎进口结构
(单位：万吨)



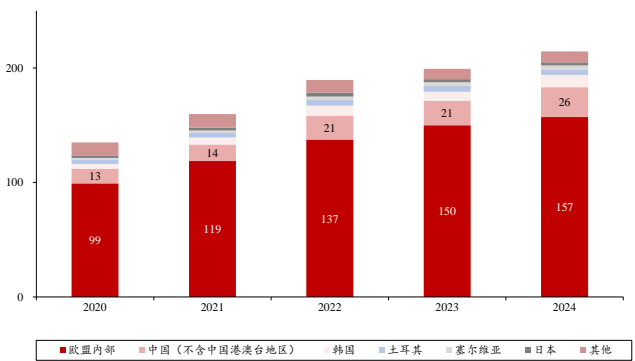
资料来源：欧洲统计局，中银证券

图表 121.2020-2024 年东南亚国家对欧盟出口量情况
(单位：万吨)



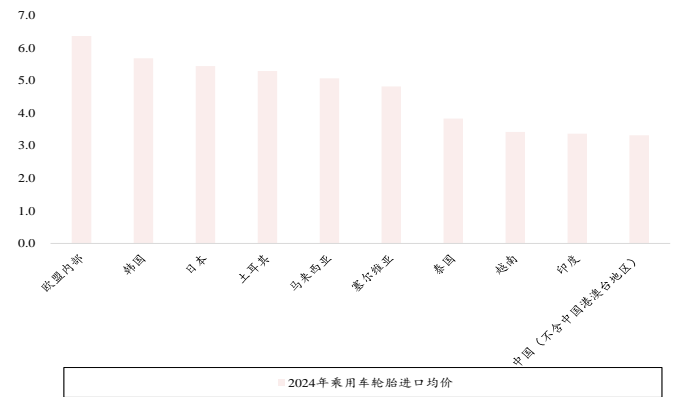
资料来源：欧洲统计局，中银证券

图表 122.2020-2024 年欧盟乘用车轮胎进口结构
(单位：亿欧元)



资料来源：欧洲统计局，中银证券

图表 123.2024 年欧盟进口乘用车轮胎均价
(单位：欧元/公斤)



资料来源：欧洲统计局，中银证券

欧美运营成本较高，有高成本产能退出。一方面，欧洲本土的老旧产能及高通胀带来的成本压力持续侵蚀轮胎厂利润，并加速落后产能退出；另一方面，亚洲高性价比轮胎份额的增长，使得部分欧洲产能相对过剩。根据青岛双星公告，2022 年以来米其林、固特异、普利司通等海外头部轮胎企业在欧美地区（含俄罗斯）关停或减产的轮胎工厂超过 15 个，其中欧洲地区（不含俄罗斯）超过 10 个，基本为 50 年以上老厂，共涉及轮胎年产能超过 5,000 万条。

图表 124.近年来海外头部轮胎品牌相继有产能退出

企业	工厂	详细情况
米其林	德国卡尔斯鲁厄、特里尔、洪堡工厂	2023年11月，米其林宣布计划于2025年底关闭德国三家工厂。其中卡尔斯鲁厄工厂产能约110万条PCR轮胎；特里尔和洪堡工厂主要生产OTR轮胎。
	法国绍莱、瓦纳工厂	2024年11月5日，米其林宣布最迟将在2026年初关闭法国两家轮胎厂，将影响1254名员工
	巴西瓜鲁柳斯工厂	该工厂主要生产摩托车和自行车内胎、工业轮胎及半成品。2025年6月27日，米其林宣布，由于亚洲进口产品大量涌入导致产能过剩，计划于2025年12月前将其关闭，受影响员工约350名
	美国阿德莫尔工厂	该工厂无法以具有竞争力的成本供应轮胎，将于2025年底关闭，该工厂拥有约1400名员工
普利司通	法国贝蒂讷工厂	2020年9月，普利司通决定对法国贝蒂讷采取关停计划，将导致863名工人失业
	比利时兰卡拉尔胎面胶工厂	由于需求下降，计划于2025年上半年关闭位于比利时兰卡拉尔的胎面胶工厂
	美国拉弗格尼工厂	计划于2025年7月31日前关闭田纳西州拉弗格尼的卡客车轮胎工厂，每年将减少200万条卡客车轮胎产能
固特异	德国富尔达、菲尔斯滕瓦尔德工厂	至2025年第三季度末，关闭富尔达工厂；到2027年底，逐步淘汰菲尔斯滕瓦尔德除混炼部门外的所有轮胎制造活动

资料来源：普利司通公告，tyrepress China，轮胎报，再生胶网，中国轮胎商务网，炭黑产业网，轮胎商业，中银证券

贸易政策具有一定不确定性，海外基地布局势在必行。当地时间4月2日，美国总统特朗普签署关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴加征10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。我们认为，未来美国关税政策或仍存不断变化的可能性。欧洲方面，2025年5月21日，欧盟委员会发布公告（C/2025/2778），正式对原产于中国的乘用车及轻型卡车轮胎发起反倾销调查。2025年11月6日，欧盟委员会发布公告，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补贴调查。12月19日，欧盟委员会决定，由于存在技术复杂性，暂不实施反倾销临时措施，并将终裁的决定时间提前1个月至2026年6月18日。2024年欧盟进口自其外部的乘用车轮胎中，来自中国的乘用车轮胎占比达57.84%，参考2018年欧盟对中国卡客车轮胎施加“双反”税率后，当年中国出口份额即有明显下降，同时考虑到欧洲地区对高性价比轮胎的需求并未消失，我们认为该“双反”或推动欧洲轮胎进口结构变化。

海外基地布局及运营情况是决定出海胎企竞争力的重要因素。我国胎企产能出海主要包括以下两种思路：1) 布局东南亚生产基地，享受当地原材料及人力成本优势的同时，在一定程度上规避贸易政策影响。2) 布局欧洲、北美等生产基地，临近高附加值市场，便于快速响应客户订单并嵌入客户配套产业链。此外，在国内胎企争相布局海外产能的背景下，海外生产基地的运营效率至关重要。中长期来看，我们看好海外基地布局均衡、经营效率良好的国内胎企在全球范围内份额持续提升。推荐：赛轮轮胎，建议关注：中策橡胶。

图表 125.2024年主要胎企海外营收及东南亚生产基地规划

企业	2024年海外营收（亿元）及占比	东南亚基地	产能（含在建）
赛轮轮胎	238.11 (74.87%)	越南	1,600万条半钢胎、260万条全钢胎、10万条非公路胎
		柬埔寨	2,100万条半钢胎（1200万条建成）、330万条全钢胎
		印度尼西亚	360万条子午线轮胎、3.7万吨非公路胎
中策橡胶	188.96 (48.14%)	泰国	-
		印度尼西亚	-
玲珑轮胎	107.32 (48.65%)	泰国	1,500万套半钢胎、220万套全钢胎
森麒麟	76.05 (89.36%)	泰国	1,600万条半钢子午胎、200万条全钢子午胎
通用股份	56.70 (81.48%)	泰国	1600万条半钢胎、130万条全钢胎
		柬埔寨	850万条半钢子午胎、165万条全钢子午胎
贵州轮胎	43.95 (41.11%)	越南	215万条全钢胎、600万条半钢胎

资料来源：各公司公告，中银证券

图表 126.在欧洲、美洲、非洲布局生产基地的轮胎企业梳理

企业	海外基地	(规划)年产能
赛轮轮胎	墨西哥	600 万条半钢胎
	埃及	300 万条半钢胎、60 万条全钢胎
玲珑轮胎	塞尔维亚	1,200 万套半钢胎、240 万套全钢胎, 20 万条工程及农用子午胎
	巴西	1200 万条半钢胎, 240 万条全钢胎, 20 万条工农业轮胎, 10 万条翻新轮胎
森麒麟	摩洛哥	1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎
	西班牙	1,200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎

资料来源: 各公司公告, 轮胎商业, 中银证券

图表 127. 推荐的上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			市盈率 (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
601058.SH	赛轮轮胎	买入	15.89	1.15	1.46	1.70	13.86	10.85	9.33

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

注: 股价截止日为 2026 年 1 月 23 日

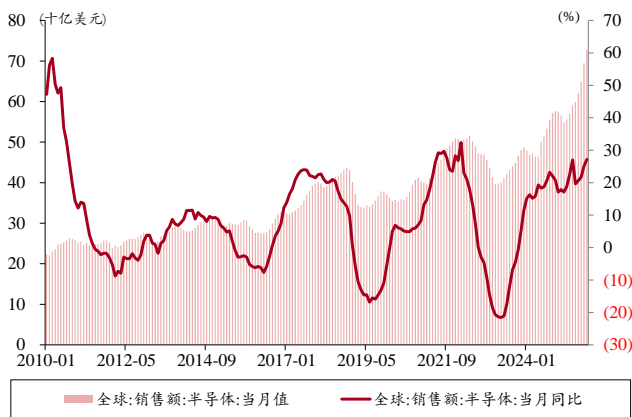
下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔

电子材料：看好下游快速发展、先进技术迭代以及国产替代带来的材料需求增长

全球半导体行业经历周期性调整后呈现复苏迹象，半导体供应商加速扩产。根据晶瑞电材 2025 年中报，25H1 得益于新能源汽车普及、智能驾驶渗透、数据中心与 AI 算力需求增长等多重因素的共同推动，全球半导体行业在经历周期性调整后继续呈现复苏迹象。从销售额上看，美国半导体行业协会（SIA）数据显示，2025 年 1-10 月全球半导体产业销售额为 6,121.4 亿美元，同比增长 21.86%。晶瑞电材 2025 年中报显示，根据世界半导体贸易组织（WSTS）6 月发布的预测，2025 年全球半导体市场规模有望达到 7,009 亿美元，同比增长 11.2%，2026 年有望达到 7,607 亿美元，同比增长 8.5%，其中存储器预计将再次引领增长，逻辑和模拟器件也将有所贡献。从产能上看，根据国际半导体产业协会（SEMI）的预测报告，因 AI 应用需求日益增长，全球半导体供应商加速扩产，2028 年全球 12 英寸晶圆产能有望达到 1,110 万片/月，创历史新高，2024-2028 年 CAGR 达 7%。这一增长的关键驱动力之一是 7 nm 及以下先进工艺产能的持续扩张，产能有望自 2024 年的 85 万片/月扩增至 2028 年的 140 万片/月，CAGR 达 14%。从晶圆供应角度看，2030 年中国晶圆代工产能有望领先全球。根据先导机电官网的信息，市场研究机构 Yole Group 最新发布的《半导体晶圆代工产业现状报告》显示，2024 年全球晶圆代工产能分布发生变化：中国台湾地区以 23% 的市占率位居第一，中国大陆（21%）紧随其后，超越韩国（19%）、日本（13%）、美国（10%）和欧洲（8%），成为全球第二大晶圆制造基地。Yole Group 预测 2024-2030 年全球晶圆代工产能将以年均 4.3% 的速度增长，而中国大陆的占比有望从 21% 提升至 30%，超越中国台湾地区成为全球最大代工市场。

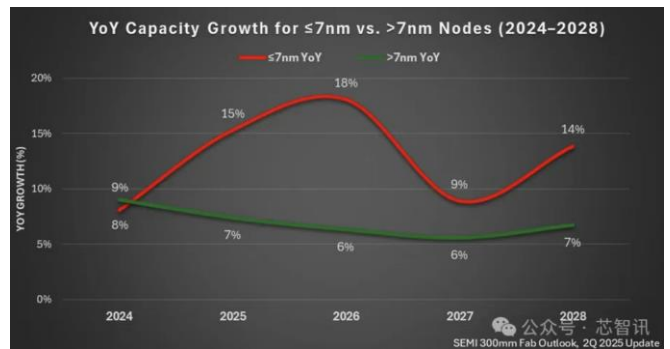
半导体材料：AI 等领域快速发展带动材料需求提升，关键材料自主可控重要性日益增强。受益于整体半导体市场的复苏，以及高性能计算和高带宽存储器制造对先进材料需求的增长，全球半导体材料市场规模保持增长态势。根据安集科技 2025 年中报，SEMI 数据显示 2024 年全球半导体材料市场销售额达 675 亿美元，同比增长 3.8%。晶瑞电材 2025 年中报显示，根据调研机构 TECHCET 最新预测，2025 年全球半导体材料市场规模有望达到约 700 亿美元，同比增长约 6%。受 AI 相关需求推动，晶圆投片量有望持续增加，从而带动半导体材料市场成长，TEHCET 预计 2029 年全球半导体材料市场规模有望超过 870 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 4.5%。根据中国化信的信息，历经多年发展，我国已实现大多数半导体材料的布局或量产，但是中国半导体材料整体国产化率约为 15%，其中晶圆制造材料国产化率<15%，封装材料国产化率<30%，尤其在高端领域几乎完全依赖进口。在 CMP 抛光材料、光刻胶、前驱体、电子特气等多种关键半导体材料方面，我国企业稳健布局产能与技术研发，未来有望逐步实现规模增长与技术迭代，半导体材料国产化率有望持续提升。

图表 128. 2010-2025 年 10 月全球半导体产业销售额



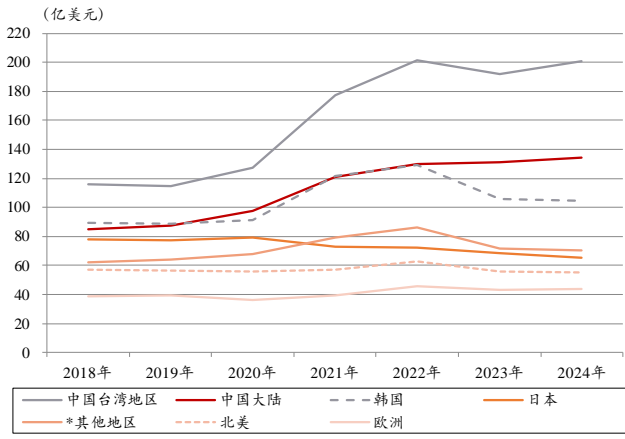
资料来源：美国半导体产业协会，Wind，中银证券

图表 129. 2024-2028 年全球半导体制造产能增速



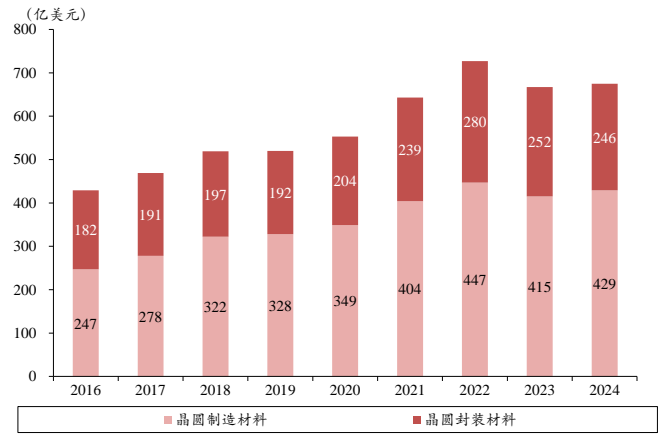
资料来源：芯智讯，SEMI，中银证券

图表 130. 2018-2024 年全球各地区半导体材料市场规模



资料来源: SEMI, 中银证券

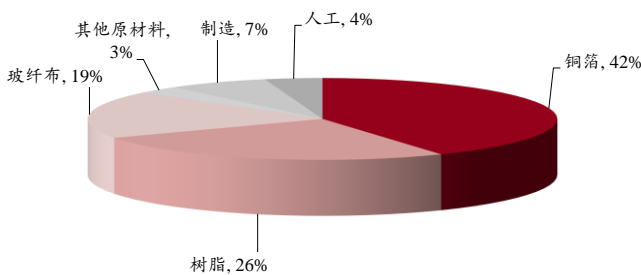
图表 131. 2016-2024 年全球晶圆制造/封装材料市场规模



资料来源: SEMI, 中银证券

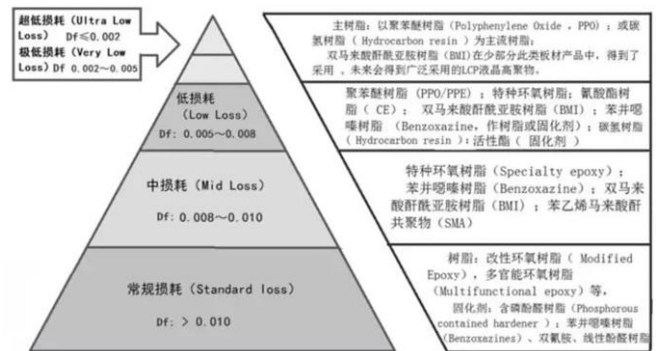
PCB 材料: 覆铜板行业向高频高速演进, 高频高速树脂、电子布需求不断提升。根据前瞻产业研究院以及观研报告网, PCB 是集成电路的硬件载体, 覆铜板是加工 PCB 的基础材料, 电子树脂、电子布、铜箔是制作覆铜板的主要原材料, 合计占覆铜板生产成本的 87%。根据 PrismaMark 的信息, 受益于全球 PCB 产业向我国转移, 覆铜板行业国产化发展迅速, 我国现已成为全球最大的覆铜板生产国。按照电子树脂/电子布成本占比约为 26%/19% 估算, 2023 年全球用于覆铜板生产的电子树脂/电子布市场规模约为 33.02/24.13 亿美元, 其中中国大陆市场规模约为 24.18/17.67 亿美元。根据同宇新材招股说明书以及圣泉集团 2025 年中报, 5G 通信技术、汽车智能化的迅速发展以及数据中心、云计算的需求快速增长驱动覆铜板行业向高频高速演进, PPO、碳氢树脂、双马树脂、PTFE 等电子树脂有望成为 AI 服务器时代高速覆铜板主流材料, 国产替代正持续推进。根据宏和科技 2024 年年报以及 2025 年中报, 在 AI 等新兴市场的需求带动下, 低介电常数、低热膨胀系数等高端电子纱及高性能电子布市场需求快速增长。根据观研报告网, 全球高端电子布行业呈日本寡头垄断格局, 供需缺口下我国企业加速国产替代。

图表 132. 覆铜板成本构成



资料来源: 观研报告网, 中银证券

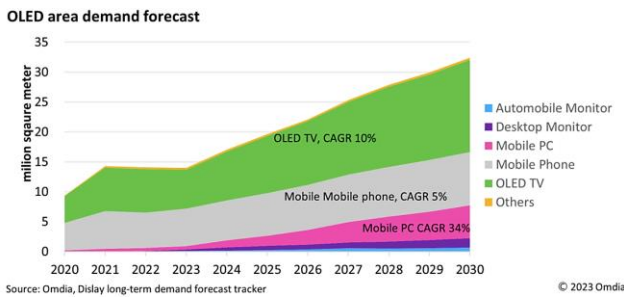
图表 133. 不同传输损耗等级高频高速覆铜板采用的树脂



资料来源: 江西乔斯特新材料官网, 中银证券

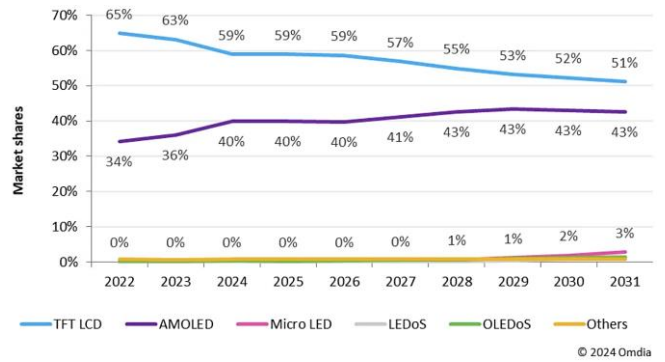
OLED 材料:终端需求增长、高世代线产能释放以及新技术推广应用带动材料需求提升。根据 omdia、Sino Market Research 以及莱特光电 2025 年中报,全球 OLED 面板出货量稳健增长,在智能手机、平板、笔电、车载等领域的渗透率有望不断提升。25H1 我国显示面板全球份额首超 50%,国内面板厂商相继布局高世代 OLED 产线,叠层 OLED 等新技术不断推进,带动 OLED 材料需求进一步增长。根据 QYResearch 以及群智咨询,2024 年全球 OLED 显示材料市场销售额达 24.4 亿美元,预计 2031 年达 84.98 亿美元,2025-2031 年 CAGR 为 19.8%;2024 年我国 OLED 有机材料(终端+前端材料)市场规模约为 57 亿元,同比大幅提升 31%。根据境成研究的数据,目前 OLED 通用辅助材料国产化率约为 12%,终端材料国产化率不足 5%,国内厂商不断进行国产化突破,同时随着国内 OLED 面板产能和市占率的扩张,国产 OLED 有机发光材料市场空间有望持续扩大。另一方面,根据未来半导体的信息,PSPI 材料性能优异,与传统光刻胶相比可简化光刻工艺,是 OLED 显示制程的核心主材。日本和美国企业占据全球 PSPI 主导地位。随着我国集成电路、OLED 面板等产业需求的进一步扩大,国内 PSPI 市场规模有望持续扩增,国产产品放量可期。

图表 134. 2020-2030 年全球 OLED 显示面板需求及预测



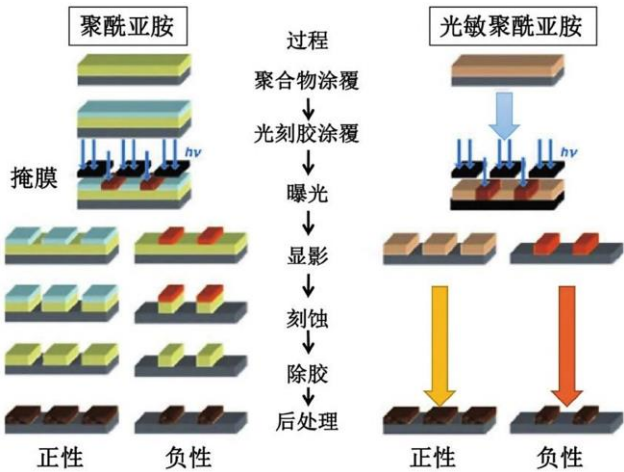
资料来源: OLED-info, Omdia, 中银证券

图表 135. AMOLED 面板在显示面板市场的收入占比提升



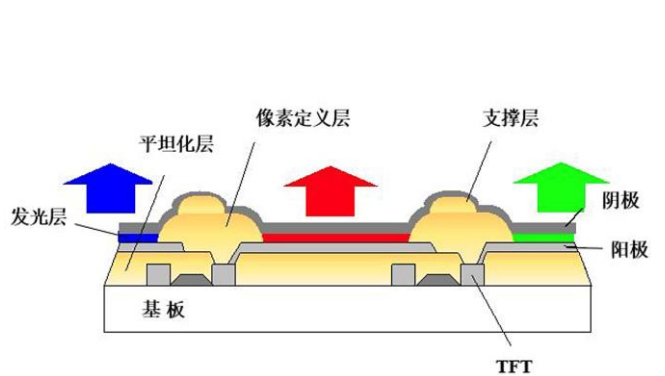
资料来源: OLEDindustry 公众号, Omdia, 中银证券

图表 136. PSPI 图案加工工艺相较 PI 更加简单



资料来源: 未来半导体, 中银证券

图表 137. PSPI 在 OLED 显示制程中的应用



资料来源: 奥来德 2023 年年报, 中银证券

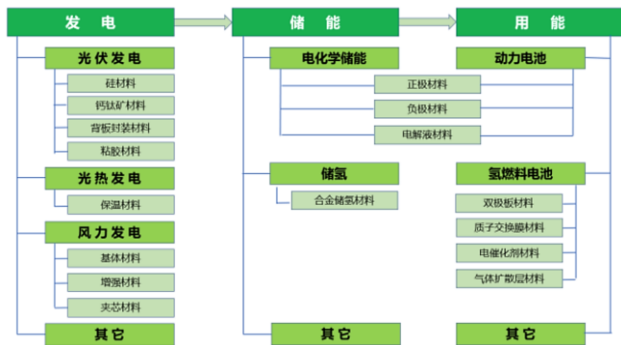
新能源材料: 下游持续发展, 固态电池等新方向带动上游材料端需求增长

我国推进能源绿色低碳转型, 新能源行业蓬勃发展。国务院新闻办公室于 2025 年 11 月 8 日发布《碳达峰、碳中和的中国行动》白皮书, 白皮书中提到, 我国大力实施可再生能源替代, 推进新型能源体系和新型电力系统建设, 为实现“双碳”目标提供有力支撑, 推进非化石能源消费比重由 2020 年的 16.0% 增至 2024 年的 19.8%, 年均提高近 1 个百分点; 中国已经建成全球最大、最完整的清洁能源产业链, 积极发展“新能源+储能”, 推动锂离子电池、液流电池、压缩空气储能、重力储能、飞轮储能等技术多元化应用; 截至 2024 年底, 新型储能装机达到 7,376 万千瓦/1.68 亿千瓦时, 是 2020 年的 20 倍, 装机规模占全球总装机比例超过 40%。

新能源材料市场前景较大。根据中国石化新闻网，近年来我国新能源产业发展迅猛，新能源汽车、锂电池、光伏产品“新三样”在全球市场中的份额分别超过 60%、70%、80%。此外，在固态电池方面，自 2022 年以来固态电池研发和产业化取得明显进展，半固态电池在 2023 年实现了产业化突破，预计 2030 年出货量超过 300 吉瓦时，全固态电池届时也将迎来量产。据测算，当量产规模达到 7 吉瓦时时，固态电池价格就能与液态电池持平。受益于下游行业的快速发展，我国风电、光伏、氢能、锂电池等新能源行业相关化工新材料市场前景巨大，预计 2030 年我国新能源材料市场规模超过 3 万亿元。然而我国新能源材料与国外先进水平相比仍存在较大差距，部分核心关键材料受制于人，高端材料对外依存度较高。

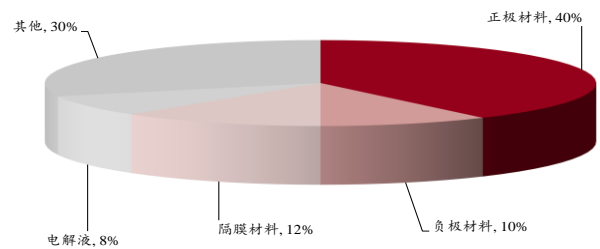
部分新能源材料价格推升。随着下游需求不断提升，部分新能源材料价格推升。根据国际金融报，六氟磷酸锂主要用于生产锂离子电池电解液，电解液是动力电池和储能电池的主材之一，六氟磷酸锂占电解液成本的 50% 左右，目前全球 95% 的六氟磷酸锂产能集中在中国。根据百川盈孚，2025 年 12 月 19 日六氟磷酸锂市场均价为 17.50 万元/吨，较 2024 年同期上涨 182.26%。本轮六氟磷酸锂价格自 2025 年 7 月 7 日的 4.90 万元/吨上涨至 12 月 5 日的 17.80 万元/吨，涨幅达 263.27%，且随着供给端短期弹性不足、需求端储能市场呈现增长状态、原料端碳酸锂等价格上涨，六氟磷酸锂价格有望得到一定支撑。另一方面，根据中国证券报，磷酸铁锂材料是锂离子电池产业的核心支柱，以近 74% 的正极材料出货占比支撑全产业链运转，在储能电池领域更有 99.9% 的绝对占比。上海钢联数据显示，截至 2025 年 12 月 16 日动力型磷酸铁锂主流市场价格从 2025 年 6 月底的 3.18 万元/吨涨至 4.12 万元/吨，涨幅达 29.56%，近一个月上涨 0.26 万元/吨，磷酸铁（2025 年 12 月 26 日价格为 1.09 万元/吨，本轮自 2025 年 8 月 1.05 万元/吨上涨 3.94%）等原材料价格上行以及对新能源汽车、储能行业的乐观预期助推磷酸铁锂价格上涨，磷酸铁锂行业亏损困局有望得到改善。

图表 138. 新能源材料全景图



资料来源：北大先鋒，中银证券

图表 139. 电池材料成本比例



资料来源：北大先鋒，中银证券

吸附材料应用领域广阔，新兴市场需求旺盛。根据蓝晓科技 2025 年中报，吸附分离技术在食品、化工等传统领域市场需求继续保持高速增长，尤其是来自新兴国家和地区产业升级带来的市场需求增速较好。随着吸附分离技术研究的不断深入，新兴产业应用范围、应用领域和应用数量都呈现快速增长的趋势。例如：新能源汽车行业的蓬勃发展，带动了锂、镍、钴等新能源金属的需求，加速了该类金属资源开发和回收方面的新技术创新；在半导体、电子元器件行业，第三代半导体材料对金属镓需求旺盛，同时产业升级要求产品品质提升，对纯化技术提出更高要求；在生命科学领域，伴随技术进步，对药品、疫苗、血液制品、重组蛋白质、抗体等的纯度提出更高的要求。

图表 140. 吸附分离材料国内外主要厂商

应用领域	国际厂商	国内厂商
金属提取	美国陶氏、住友化学等	蓝晓科技
制药	美国陶氏、日本三菱等	蓝晓科技、纳微科技、鲁抗立科
水处理	德国朗盛、漂莱特等	蓝晓科技、争光股份、江苏苏青、东大化工
食品加工	美国陶氏等	蓝晓科技、争光股份
节能环保	-	蓝晓科技、争光股份
化工催化	德国朗盛、日本三菱、漂莱特等	蓝晓科技

资料来源：各公司公告，蓝晓科技招股说明书，中银证券

推荐个股：下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔。一是电子材料。受益于下游行业快速发展、先进技术不断迭代以及国产替代大背景，电子材料领域持续迎来发展良机。半导体材料方面，关注 AI、先进封装等引起的行业变化，半导体材料自主可控意义深远。PCB 材料方面，关注 AI 快速发展带动高频高速树脂、电子布等需求增长。OLED 材料方面，关注 OLED 渗透率提升、显示新技术发展与相关材料国产替代。二是新能源材料。我国新能源材料市场规模持续扩大，下游新能源、储能等行业蓬勃发展有望提升相关材料产业链景气度。三是医药、机器人等新兴领域对相关材料需求旺盛。推荐：**安集科技、雅克科技、鼎龙股份、江丰电子、圣泉集团、东材科技、中材科技、沪硅产业、德邦科技、阳谷华泰、万润股份、莱特光电、蓝晓科技**；建议关注：**彤程新材、华特气体、联瑞新材、宏和科技、奥来德、瑞联新材、唯科科技**。

图表 141. 主要推荐的新材料上市公司

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	EPS (元/股)			市盈率 (x)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688019.SH	安集科技	买入	294.80	4.73	6.03	7.16	62.37	48.89	41.16
002409.SZ	雅克科技	买入	94.71	2.49	3.23	4.08	38.09	29.35	23.24
300054.SZ	鼎龙股份	买入	47.39	0.73	0.93	1.15	65.28	50.88	41.12
605589.SH	圣泉集团	买入	31.18	1.43	1.74	2.22	21.82	17.89	14.07
601208.SH	东材科技	买入	26.81	0.41	0.63	0.77	66.06	42.72	34.77
002080.SZ	中材科技	买入	39.67	1.18	1.67	2.32	33.62	23.70	17.13
300666.SZ	江丰电子	买入	122.03	1.97	2.48	3.00	61.95	49.26	40.66
688126.SH	沪硅产业	增持	23.38	0.01	0.06	-	1,931.79	362.78	-
688035.SH	德邦科技	增持	56.23	1.03	1.47	2.06	54.79	38.35	27.33
300121.SZ	阳谷华泰	买入	14.17	0.53	0.59	0.65	26.96	24.17	21.68
002643.SZ	万润股份	买入	17.72	0.44	0.54	0.63	40.58	32.91	28.30
688150.SH	莱特光电	增持	28.83	0.71	1.09	1.52	40.56	26.49	18.96
300487.SZ	蓝晓科技	买入	71.58	1.94	2.36	2.86	36.82	30.28	24.99

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截止日为 2026 年 1 月 23 日

投资建议

化工品价格处于历史低位。截至 2025 年 11 月，全国工业品 PPI、生产资料 PPI 及化工工业 PPI 均连续 38 个月呈现同比负增长，形成仅次于 2012-2016 年周期（当时为连续 54 个月）的历史第二长负增长持续期间。产品价格方面，以 2015 年以来的价格数据为基础，截至 25 年 12 月底，在我们跟踪的 111 个化工品种中，价格分位数在 10% 以下的品种有 30 种，价格分位数在 30% 以下（含 10% 以下）的品种有 70 种，价格分位数在 50% 以上的品种有 25 种。行业营收利润方面，2025 年 1-9 月份，化学原料及化学制品制造业、化学纤维、橡胶和塑料制品业利润总额同比分别-7.11%、+15.28%、-0.38%。库存方面，截至 2025 年 9 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业产成品库存金额分别同比提升 6.10%、下降 1.50%、提升 3.30%，结合 2025 年 9 月三个子行业 PPI 同比增速分别为-5.20%、-7.90%、-2.70%，判断化工行业库存整体水平不高，或仍处于累库阶段。

在建工程同比增速转负，本轮扩产接近尾声。截至 2025 年三季度末，基础化工行业固定资产为 14,628.58 亿元，同比增长 15.56%，较 2024 年末增长 12.04%，创历史新高。同时，在建工程已出现拐点，2025 年 Q1，在建工程同比增速实现近四年首次转负，截至 2025Q3，在建工程进一步降至 3,584.15 亿元，同比下降 15.11%，较 2024 年末下降 10.18%。根据国家统计局的统计数据，2025 年 6 月，化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额也实现近 5 年首次同比转负。

国内地产需求承压，汽车、化纤需求持续向好，化工品出口商品指数保持扩张。国内市场方面，2025 年 1-10 月，地产链相关产品需求下滑，但家电链相关产品需求较为稳健，同时下游汽车、化纤产销量同比仍维持低双/高单位数增长，相关产品需求持续向好。出口方面，2020 年四季度以来，中国化学原料和化学制品制造业出口商品数量指数基本保持扩张区间，仅 2023 年 5 月-7 月，以及 2024 年 2 月受上年同期高增速影响，略低于 100。截至 2025 年 9 月，化学原料和化学制品制造业出口商品数量指数为 122.40。

成本方面，2025 年国际油价震荡下行。2025 年布伦特原油和 WTI 原油现货价格分别为 69.24 美元/桶、64.91 美元/桶，较 2024 年分别下降 11.68 美元/桶、10.67 美元/桶。OPEC 增产政策、美国关税政策、以及地缘政治事件等因素均对国际油价产生重要影响，其中，OPEC+ 闲置产能快速释放是国际油价下跌的核心因素之一。

基础化工盈利能力处于多年低位。截至 2025 年前三季度，SW 基础化工行业销售毛利率和销售净利率分别为 16.82% 和 6.41%。SW 石油石化行业得益于油气上游增储上产，以及国内天然气价格机制改革，盈利能力相对稳定，截至 2025 年前三季度，SW 石油石化行业归母净利润为 2760.99 亿元，同比下降 11.07%，销售毛利率和销售净利率分别为 19.03% 和 5.26%。

展望 2026 年

需求方面，2025 年 10 月《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》明确提出强大国内市场，坚持扩大内需为战略基点，坚持惠民生和促消费、以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性。“十五五”期间随着扩内需政策的稳步落地，以及新能源、AI、半导体、人形机器人等下游产业的快速发展，我国的化工品需求有望继续保持良好增长。

供给方面，2025 年 10 月，“‘十五五’规划建议”强调要坚持高质量发展，完善要素配置机制，提升资源利用效率，同时强化能耗、环保、安全等约束性要求，引导行业向结构优化和竞争质量提升方向发展。对照“节能降碳行动方案”“化工能耗限额标准”和老旧装置摸底评估等政策要求，未来化工行业将在更严格的能耗、碳排放和安全工艺标准下加快落后产能出清速度，供给侧优化趋势将持续深化。此外，本轮化工行业扩产已接近尾声。预计“十五五”期间，化工行业将从规模扩张向高质量增长转变，供需格局有望改善，行业景气度有望提升。

成本方面，2026 年全球原油市场或仍呈现供大于求的格局。2026 年国际油价或仍有下行空间，但若油价跌幅较大，OPEC+ 作为平衡原油市场的重要产量，其产量政策也会跟随国际油价波动灵活调整，此外，包括中国、美国、印度等消费大国可能加大原油储备，会在一定程度上消化吸收供应过剩压力。同时需要关注地缘政治事件可能对油价带来的意外冲击，若俄乌达成和平解决方案，俄罗斯遭受的制裁逐步放松，原油价格或进一步走低，但若俄乌冲突延续，乌克兰对俄罗斯能源设施的打击持续加大，国际油价或会阶段性反弹。综合而言，供应过剩压力之下，国际油价中枢或继续下行，但随着价格中枢下移，页岩油等价格敏感油品的产量或下降，同时消费国储备需求或对油价形成支撑，国际油价有望逐步企稳，我们预计 2026 年布伦特原油价格的区间为 50-70 美元/桶。

估值方面，2026年1月23日，SW基础化工指数的市盈率（TTM，剔除负值）为29.45倍，处于2002年以来的41.85%分位数；市净率为2.66倍，对应21.19%分位；石油石化指数的市盈率（TTM剔除负值）为14.08倍，处于2002年以来的12.49%分位数；市净率为1.37倍，处于2002年以来的5.99%分位数。总体而言，化工行业景气度与估值均处于低位，本轮扩产已接近尾声，“反内卷”等因素催化下供给格局有望优化，下游需求将逐步复苏，维持行业“强于大市”评级。**中长期投资主线：**

1、传统化工龙头经营韧性凸显，布局新材料等领域，竞争能力逆势提升，行业景气度好转背景下有望迎来业绩、估值双提升，推荐：万华化学、华鲁恒升、卫星化学、宝丰能源、新和成。另一方面，能源央企提质增效深入推进，分红派息政策稳健，推荐：中国石油、中国海油、中国石化。

2、“反内卷”等持续催化，关注供需格局持续向好子行业。一是炼化、聚酯、染料、有机硅、农药等子行业产品价格处于低位，供给格局集中，部分子行业已通过自律、联合减产等方式维持价格秩序。推荐：恒力石化、东方盛虹、桐昆股份、新凤鸣、浙江龙盛、兴发集团、扬农化工、利尔化学、联化科技，建议关注：荣盛石化、上海石化、三房巷、万凯新材、恒逸石化、华润材料等。二是三代制冷剂供给端刚性缩减、需求端保持韧性，AI快速发展带动氟化液需求提升，优质氟化工企业或受益。推荐：巨化股份。三是上游磷矿石产能短期内释放有限，下游新能源需求快速增长带动行业景气度较高。推荐：云天化，建议关注：新洋丰。四是高性价比轮胎需求旺盛，贸易政策不确定性下，胎企海外基地布局成为竞争力新锚点。推荐：赛轮轮胎，建议关注：中策橡胶。

3、下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔。一是电子材料。受益于下游行业快速发展、先进技术不断迭代以及国产替代大背景，电子材料领域持续迎来发展良机。半导体材料方面，关注AI、先进封装等引起的行业变化，半导体材料自主可控意义深远。PCB材料方面，关注AI快速发展带动高频高速树脂、电子布等需求增长。OLED材料方面，关注OLED渗透率提升、显示新技术发展与相关材料国产替代。二是新能源材料。下游持续发展，固态电池等新方向带动上游材料端需求增长。三是医药、机器人等新兴领域对相关材料需求旺盛。推荐：安集科技、雅克科技、鼎龙股份、江丰电子、圣泉集团、东材科技、中材科技、沪硅产业、德邦科技、阳谷华泰、万润股份、莱特光电、蓝晓科技；建议关注：彤程新材、华特气体、联瑞新材、宏和科技、奥来德、瑞联新材、唯科科技。

风险提示

油价大幅波动。影响油价走势的不确定性风险有增加的趋势，美联储加息频率、OPEC+减产协议退出或者重新协商、俄乌冲突加剧等因素都有可能给油价走势带来影响，甚至在个别时点会引起油价异常巨大的波动。原油作为基础化工、石油石化行业的上游，其价格剧烈波动会对公司生产经营规划、企业盈利水平带来负面影响。

“反内卷”执行不及预期。当前“反内卷”推进主要依靠自律协同或协会倡议。若下游需求持续偏弱，导致价格纪律难以执行，或行业中相关企业，尤其是产能占比较高的企业，仍以市场份额为主导，可能导致部分子行业产品价格温和回暖的预期难以实现，企业盈利能力继续承压。

环保政策变化带来的风险。若干化工子行业的生产、加工过程都伴有污染物的产生，因此我国环保政策的设计和对于此类行业来讲事关重大，有可能给企业的正常运行、原材料的稳定供应、价格的走势都带来不可预计的影响。

国际贸易政策发生变化。当前全球贸易环境不确定性增强，未来若发生贸易摩擦或关税调整，将可能对化工行业公司的进出口业务收入及盈利能力产生影响。

600141.SH
买入

市场价格:人民币 42.25

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	22.7	23.0	58.7	97.3
相对上证综指	19.9	17.5	53.2	69.3

发行股数(百万)	1,103.26
流通股(百万)	1,103.26
总市值(人民币 百万)	46,612.65
3个月日均交易额(人民币 百万)	885.96
主要股东持股比例	
宜昌兴发集团有限责任公司	20.06%

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2026年1月23日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 农化制品

证券分析师: 余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 赵泰

tai.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525100001

兴发集团

磷矿资源优势突出、特化打造第二增长曲线, 充分受益多品种景气度回暖

公司是国内磷化工行业龙头, 磷矿石资源储量充足且产能持续扩张, 高附加值特种化学品打开长期成长空间。此外, 有机硅、草甘膦等产品供需格局有望改善。看好公司持续发展及部分产品价格、盈利修复的业绩弹性, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **公司是国内磷化工行业龙头企业。**公司主营产品包括磷矿石、特种化学品、农药、有机硅、肥料等。2020-2025年前三季度, 受主要产品价格变化影响, 公司收入、业绩呈现较大波动, 2021、2022年公司分别实现收入239.02亿元(yoy+30.49%)、303.11亿元(yoy+26.81%), 归母净利润42.82亿元(yoy+589.24%)、58.52亿元(yoy+36.67%), 2023年以来, 磷化工景气度维持较高水平, 但草甘膦、有机硅价格下降, 公司业绩有所承压。2025年前三季度, 公司收入同比增长7.85%至237.81亿元, 归母净利润同比增长0.31%至13.18亿元。分板块看, 2025H1公司磷矿石、特种化学品、草甘膦、磷肥、商贸物流、有机硅收入占比分别为10.60%、17.88%、17.57%、13.16%、17.19%、9.37%, 毛利占比分别为50.49%、19.62%、13.31%、5.28%、3.39%、-1.27%。
- **磷矿资源优势显著, 高端精细化工品种类丰富, 保障公司稳健发展。**上游资源方面, 根据公司2024年年报及投资者关系活动记录, 截至2024年底, 公司拥有磷矿石储量3.95亿吨, 设计产能585万吨/年, 未来增量包括控股参股公司荆州荆化、桥沟矿业、宜安实业、兴华矿业所持磷矿, 其中参股26%的宜安实业400万吨/年产能已建成并于2025年11月取得安全生产许可证。特种化学品方面, 公司产品矩阵种类丰富, 5000吨/年磷化剂、3000吨/年乙硫醇、2500吨/年二甲基砷等产品处于放量阶段, 后续3.5万吨/年磷系阻燃剂、2万吨/年存储元器件专用次磷酸钠、1万吨/年五硫化二磷等产品陆续投产, 预计为公司收入、利润贡献稳定增量。
- **扩产周期已过, 供需格局优化下有机硅价格有望底部回暖。**有机硅需求随着下游新兴领域发展及应用范围拓宽持续增长, 根据中国化信预测, 2030年我国有机硅需求有望达到325万吨, 计算得2024-2030年需求复合增速为10.18%。2022-2024年产能密集投放, 产品价格持续下行, 至2025年扩产高峰已过, 预计未来产能增速放缓。2025年11月国内有机硅行业召开会议, 针对有机硅价格机制、行业联动减产机制达成目标共识。随着供需格局改善及“反内卷”推进, 未来有机硅价格有望逐步回暖。2023、2024、2025年前三季度, 公司有机硅系列产品销售均价分别为1.14万元/吨、1.06万元/吨、0.91万元/吨, 同比分别-38.58%、-7.52%、-15.04%。截至2024年年报, 公司有机硅单体设计产能60万吨/年, 生产成本控制能力居国内前列, 有望充分受益产品价格回升。
- **草甘膦有望受益“反内卷”下的行业景气度回升。**受行业新增产能及下游去库存影响, 2022年以来草甘膦行业景气度持续走低, 我们预计2026年有望逐步修复。供给方面, 国家发改委《产业结构调整指导目录(2024年本)》将草甘膦生产装置列为限制类, 预计未来新增产能有限; 2025年3月, 中国农药工业协会组织召开草甘膦“反内卷”专题会议, 探讨行业过度竞争等问题并达成初步共识。需求方面, 2025H1全球农药渠道库存趋近合理水平, 采购节奏或逐步恢复正常。公司拥有草甘膦原药产能23万吨/年, 2023、2024、2025年前三季度农药(草甘膦为主)销售均价分别为2.50万元/吨、2.13万元/吨、2.03万元/吨, 同比分别-55.33%、-14.92%、-4.88%。

估值

- 预计2025-2027年公司归母净利润分别为18.29亿元、22.97亿元、27.93亿元, EPS分别为1.66元、2.08元、2.53元, PE分别为25.5倍、20.3倍、16.7倍。看好公司持续发展及部分产品价格、盈利修复的业绩弹性, 首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- “反内卷”效果不及预期; 磷矿石价格大幅下跌; 产品价格大幅下降。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	28,105	28,396	30,183	32,555	35,237
增长率(%)	(7.3)	1.0	6.3	7.9	8.2
EBITDA(人民币 百万)	3,922	4,646	5,005	5,765	6,368
归母净利润(人民币 百万)	1,379	1,601	1,829	2,297	2,793
增长率(%)	(76.4)	16.1	14.2	25.6	21.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.25	1.45	1.66	2.08	2.53
市盈率(倍)	33.8	29.1	25.5	20.3	16.7
市净率(倍)	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0
EV/EBITDA(倍)	9.8	9.8	13.8	10.9	9.2
每股股息(人民币)	0.6	1.0	1.1	1.4	1.7
股息率(%)	3.3	4.6	2.7	3.4	4.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28,105	28,396	30,183	32,555	35,237
营业收入	28,105	28,396	30,183	32,555	35,237
营业成本	23,562	22,854	24,993	26,455	28,431
营业税金及附加	345	570	411	499	576
销售费用	361	441	423	439	465
管理费用	468	567	595	635	677
研发费用	1,117	1,183	1,250	1,341	1,445
财务费用	316	350	405	395	290
其他收益	90	205	150	125	125
资产减值损失	(355)	(452)	(150)	(100)	(50)
信用减值损失	(52)	(40)	65	0	0
资产处置收益	1	3	1	1	1
公允价值变动收益	9	(23)	0	0	0
投资收益	118	121	185	120	120
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,747	2,247	2,359	2,937	3,550
营业外收入	91	18	20	20	20
营业外支出	123	182	120	120	120
利润总额	1,716	2,083	2,259	2,837	3,450
所得税	329	465	415	521	634
净利润	1,387	1,619	1,844	2,316	2,816
少数股东损益	8	17	15	19	23
归母净利润	1,379	1,601	1,829	2,297	2,793
EBITDA	3,922	4,646	5,005	5,765	6,368
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.25	1.45	1.66	2.08	2.53

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,619	8,295	8,853	9,321	9,937
货币资金	2,239	1,464	1,509	1,628	1,762
应收账款	1,244	1,595	1,792	1,861	2,054
应收票据	5	8	14	13	16
存货	2,234	3,539	3,958	4,125	4,246
预付账款	262	333	292	326	338
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,634	1,355	1,287	1,369	1,521
非流动资产	36,942	39,481	41,131	40,181	39,137
长期投资	1,917	1,760	1,620	1,620	1,620
固定资产	26,230	30,301	30,394	29,824	29,042
无形资产	2,969	3,040	4,798	4,745	4,682
其他长期资产	5,826	4,381	4,319	3,992	3,793
资产合计	44,561	47,776	49,983	49,503	49,074
流动负债	11,804	14,003	15,751	18,645	19,329
短期借款	1,714	2,049	4,008	5,985	5,972
应付账款	5,360	5,483	5,625	6,133	6,503
其他流动负债	4,730	6,470	6,117	6,527	6,854
非流动负债	10,787	10,891	10,766	6,658	4,653
长期借款	6,329	6,295	6,113	2,005	0
其他长期负债	4,458	4,596	4,653	4,653	4,653
负债合计	22,591	24,894	26,517	25,303	23,982
股本	1,112	1,103	1,103	1,103	1,103
少数股东权益	1,265	1,419	1,434	1,453	1,476
归属母公司股东权益	20,705	21,463	22,032	22,746	23,615
负债和股东权益合计	44,561	47,776	49,983	49,503	49,074

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,387	1,619	1,844	2,316	2,816
折旧摊销	2,077	2,356	2,577	2,679	2,774
营运资金变动	769	(519)	(433)	567	218
其他	(2,779)	(1,868)	(394)	274	169
经营活动现金流	1,453	1,589	3,594	5,836	5,976
资本支出	(2,432)	(1,503)	(3,742)	(1,730)	(1,730)
投资变动	98	160	189	(1)	(1)
其他	(255)	(696)	186	121	121
投资活动现金流	(2,588)	(2,039)	(3,367)	(1,610)	(1,610)
银行借款	822	302	1,777	(2,131)	(2,019)
股权融资	(1,875)	(1,302)	(1,260)	(1,582)	(1,924)
其他	(444)	630	(699)	(395)	(290)
筹资活动现金流	(1,497)	(371)	(182)	(4,108)	(4,233)
净现金流	(2,632)	(821)	45	119	134

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(7.3)	1.0	6.3	7.9	8.2
营业利润增长率(%)	(78.7)	28.6	5.0	24.5	20.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(76.4)	16.1	14.2	25.6	21.6
息税前利润增长率(%)	(77.6)	24.1	6.0	27.1	16.5
息税折旧前利润增长率(%)	(60.6)	18.5	7.7	15.2	10.5
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(76.4)	16.1	14.2	25.6	21.6
获利能力					
息税前利润率(%)	6.6	8.1	8.0	9.5	10.2
营业利润率(%)	6.2	7.9	7.8	9.0	10.1
毛利率(%)	16.2	19.5	17.2	18.7	19.3
归母净利润率(%)	4.9	5.6	6.1	7.1	7.9
ROE(%)	6.7	7.5	8.3	10.1	11.8
ROIC(%)	3.7	4.0	4.3	6.2	7.9
偿债能力					
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	0.5	0.5	0.6	0.5	0.4
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	25.9	20.0	17.8	17.8	18.0
应付账款周转率	5.8	5.2	5.4	5.5	5.6
费用率					
销售费用率(%)	1.3	1.6	1.4	1.4	1.3
管理费用率(%)	1.7	2.0	2.0	2.0	1.9
研发费用率(%)	4.0	4.2	4.1	4.1	4.1
财务费用率(%)	1.1	1.2	1.3	1.2	0.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.2	1.5	1.7	2.1	2.5
每股经营现金流(最新摊薄)	1.3	1.4	3.3	5.3	5.4
每股净资产(最新摊薄)	18.8	19.5	20.0	20.6	21.4
每股股息	0.6	1.0	1.1	1.4	1.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	33.8	29.1	25.5	20.3	16.7
P/B(最新摊薄)	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0
EV/EBITDA	9.8	9.8	13.8	10.9	9.2
价格/现金流(倍)	32.1	29.3	13.0	8.0	7.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

600486.SH
买入

市场价格:人民币 76.80

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.9	15.3	11.9	40.0
相对上证综指	7.1	9.8	6.4	11.9

发行股数(百万)	405.33
流通股(百万)	403.99
总市值(人民币 百万)	31,128.98
3个月日均交易额(人民币 百万)	309.75
主要股东持股比例	
先正达集团股份有限公司	35.94%

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2026年1月23日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 农化制品

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 赵泰

tai.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300525100001

扬农化工

龙头地位稳固, 创制药优势显著, 受益行业景气度回暖

公司是国内农药行业龙头, 充分受益于农药行业景气度回升和竞争格局优化, 葫芦岛基地项目建设有望助力公司产能、产品附加值提升。公司新农药创制水平领先, 在新药创制领域持续发力, 长期成长可期。看好公司的龙头地位和新药研发能力, 首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **国内农药行业龙头, 全球拟除虫菊酯原药核心供应商。**公司产品涵盖杀虫剂、除草剂、杀菌剂、植物生长调节剂等约70个品种, 核心品种拟除虫菊酯品种、规模名列全国农药行业第一, 卫生菊酯国内市占率约70%, 麦草畏全球产能领先。2002年(上市)-2024年, 公司收入、归母净利润CAGR分别为17.49%、19.41%。2025年前三季度, 公司营收同比增长14.23%至91.56亿元, 归母净利润同增2.88%至10.55亿元。分业务看, 2024年原药、制剂、贸易业务收入占比分别为61.51%、14.81%、22.09%, 毛利占比分别为73.73%、19.08%、7.01%。
- **产能布局均衡, 葫芦岛基地有望贡献增量。**公司布局优士化学(江苏扬州)、优嘉植保(江苏南通)、沈阳科创(辽宁沈阳)、优创植保(辽宁葫芦岛)等生产基地, 总产能超10万吨。其中, 现有设计产能包括功夫菊酯8500吨/年, 草甘膦30000吨/年, 烯草酮5000吨/年, 三唑类杀菌剂8500吨/年。根据公司2025年中报, 上半年优嘉植保、优士化学、沈阳科创分别实现营收27.33亿元、7.39亿元、6.47亿元, 净利润分别为4.96亿元、0.75亿元、0.34亿元。根据公司投资者关系活动记录, 优创植保一期项目于2024年进入试生产阶段, 2025年逐步完成产能爬坡, 截至2025年12月, 二期项目正处于规划中, 预计将聚焦于现有、在研产品的高质量转化。
- **下游去库存、行业产能扩张进入尾声, 公司有望充分受益行业景气度回暖。**2022年开始, 受行业新增产能投产及海外渠道库存积压影响, 农药行业景气度持续下行。至2025年, 行业供需迎来改善, 景气度有望重回温和上升通道。一方面, 政府对部分农药生产装置限制新建并限期改造, 管控高毒农药, 并规范登记证使用, 行业协会组织召开草甘膦“反内卷”会议以规范竞争。另一方面, 根据公司2025年半年报, 上半年全球农药渠道库存趋近合理水平, 叠加原料价格提升, 部分厂家已率先提价。公司作为行业龙头, 一体化配套完善, 有望充分受益行业景气度回升和竞争格局优化。
- **先正达集团赋能, 创制药有望带来长期增长。**公司控股股东先正达集团2024年农化销售额全球第一, 具备高端农药研发能力与全球销售能力, 与公司形成协同。根据公司投资者关系活动记录, 先正达的专利化合物氟啶啉酰胺已于2025年批量生产, 未来随着先正达登记布局推进, 相关订单需求将逐步提升。自主研发方面, 公司拥有扬州植保研究院和沈阳农研公司南北两个研发中心, 先后开发氟吗啉、烯肟菌酯、四氯虫酰胺、乙唑螨腈等创制产品, 2025H1农研公司营收、净利润分别为0.66亿元、0.31亿元。根据公司2024年年报, 在我国自主创制、年销售额超过亿元的6个品种中, 公司占居3个。根据公司投资者活动记录, 创制农药氟螨双醚的登记申请正在等待有关部门批准, 预计于2026年推向市场。

估值

- 预计2025-2027年公司归母净利润分别为13.17亿元、16.00亿元、18.13亿元, EPS分别为3.25元、3.95元、4.47元, PE分别为23.6倍、19.5倍、17.2倍。看好公司的龙头地位和新药研发能力, 首次覆盖, 给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 产能建设进度不及预期; 行业竞争加剧; 汇率变化。

投资摘要

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	11,478	10,435	11,551	12,616	13,508
增长率(%)	(27.4)	(9.1)	10.7	9.2	7.1
EBITDA(人民币 百万)	2,547	1,988	2,226	2,553	2,835
归母净利润(人民币 百万)	1,565	1,202	1,317	1,600	1,813
增长率(%)	(12.8)	(23.2)	9.5	21.6	13.3
最新股本摊薄每股收益(人民币)	3.86	2.97	3.25	3.95	4.47
市盈率(倍)	19.9	25.9	23.6	19.5	17.2
市净率(倍)	3.2	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA(倍)	9.7	10.7	12.5	10.9	9.5
每股股息(人民币)	0.9	0.7	0.7	0.9	1.0
股息率(%)	1.4	1.2	1.0	1.2	1.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,478	10,435	11,551	12,616	13,508
营业收入	11,478	10,435	11,551	12,616	13,508
营业成本	8,539	8,023	8,864	9,594	10,178
营业税金及附加	47	35	39	43	46
销售费用	230	232	243	265	284
管理费用	517	468	485	530	567
研发费用	418	358	387	423	453
财务费用	(58)	(65)	(69)	(125)	(157)
其他收益	27	65	30	30	30
资产减值损失	(24)	(59)	0	0	0
信用减值损失	90	9	(70)	(20)	(20)
资产处置收益	5	16	1	1	1
公允价值变动收益	3	(3)	0	0	0
投资收益	(15)	3	(5)	(5)	(5)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,869	1,413	1,559	1,892	2,143
营业外收入	2	5	4	4	4
营业外支出	5	12	4	7	8
利润总额	1,866	1,406	1,559	1,889	2,140
所得税	300	203	241	287	325
净利润	1,566	1,203	1,317	1,602	1,815
少数股东损益	1	1	1	1	1
归母净利润	1,565	1,202	1,317	1,600	1,813
EBITDA	2,547	1,988	2,226	2,553	2,835
EPS(最新股本摊薄, 元)	3.86	2.97	3.25	3.95	4.47

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,075	7,182	8,408	8,592	9,427
货币资金	1,763	1,618	2,523	2,394	2,859
应收账款	1,895	1,931	2,047	2,158	2,345
应收票据	653	662	685	716	784
存货	1,590	1,105	1,357	1,414	1,413
预付账款	201	198	196	210	220
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	2,974	1,667	1,600	1,699	1,805
非流动资产	6,628	10,483	10,155	11,168	11,919
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	4,106	5,612	5,965	6,188	6,573
无形资产	641	584	567	549	531
其他长期资产	1,879	4,285	3,622	4,428	4,812
资产合计	15,703	17,665	18,564	19,760	21,346
流动负债	5,744	6,629	6,516	6,479	6,667
短期借款	361	1,192	800	500	300
应付账款	1,950	2,519	2,652	2,785	2,983
其他流动负债	3,433	2,918	3,064	3,194	3,385
非流动负债	281	493	493	493	493
长期借款	3	0	0	0	0
其他长期负债	278	493	493	493	493
负债合计	6,026	7,122	7,009	6,972	7,160
股本	406	407	405	405	405
少数股东权益	6	7	8	9	10
归属母公司股东权益	9,672	10,536	11,547	12,779	14,175
负债和股东权益合计	15,703	17,665	18,564	19,760	21,346

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,566	1,203	1,317	1,602	1,815
折旧摊销	755	720	762	812	874
营运资金变动	(1,438)	2,051	(42)	(49)	19
其他	1,511	(1,819)	311	(134)	(167)
经营活动现金流	2,395	2,155	2,349	2,230	2,541
资本支出	(1,518)	(1,835)	(811)	(1,811)	(1,611)
投资变动	1	5	0	0	0
其他	(2,028)	(363)	(4)	(4)	(4)
投资活动现金流	(3,545)	(2,193)	(815)	(1,815)	(1,615)
银行借款	(190)	829	(392)	(300)	(200)
股权融资	(352)	(463)	(305)	(368)	(417)
其他	47	(194)	69	125	157
筹资活动现金流	(495)	172	(629)	(543)	(460)
净现金流	(1,646)	134	905	(129)	465

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(27.4)	(9.1)	10.7	9.2	7.1
营业利润增长率(%)	(12.9)	(24.4)	10.3	21.4	13.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(12.8)	(23.2)	9.5	21.6	13.3
息税前利润增长率(%)	(13.2)	(29.2)	15.4	19.0	12.6
息税折旧前利润增长率(%)	(5.9)	(21.9)	11.9	14.7	11.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(12.8)	(23.2)	9.5	21.6	13.3
获利能力					
息税前利润率(%)	15.6	12.2	12.7	13.8	14.5
营业利润率(%)	16.3	13.5	13.5	15.0	15.9
毛利率(%)	25.6	23.1	23.3	23.9	24.7
归母净利润率(%)	13.6	11.5	11.4	12.7	13.4
ROE(%)	16.2	11.4	11.4	12.5	12.8
ROIC(%)	17.2	13.2	14.9	15.8	16.5
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
净负债权益比	(0.1)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)
流动比率	1.6	1.1	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	5.0	5.5	5.8	6.0	6.0
应付账款周转率	6.5	4.7	4.5	4.6	4.7
费用率					
销售费用率(%)	2.0	2.2	2.1	2.1	2.1
管理费用率(%)	4.5	4.5	4.2	4.2	4.2
研发费用率(%)	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4
财务费用率(%)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(1.0)	(1.2)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.9	3.0	3.2	3.9	4.5
每股经营现金流(最新摊薄)	5.9	5.3	5.8	5.5	6.3
每股净资产(最新摊薄)	23.9	26.0	28.5	31.5	35.0
每股股息	0.9	0.7	0.7	0.9	1.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	19.9	25.9	23.6	19.5	17.2
P/B(最新摊薄)	3.2	3.0	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	9.7	10.7	12.5	10.9	9.5
价格/现金流(倍)	13.0	14.4	13.3	14.0	12.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371