

强于大市

化工行业 2025 年年报综述

基础化工底部修复，石油石化小幅承压

2025 年基础化工行业业绩底部企稳，盈利能力同比小幅提升，年末在建工程增速转负；石油石化行业收入、业绩小幅承压。随着供给端压力缓解，行业盈利能力有望企稳回升，维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- **基础化工行业 2025 年业绩底部企稳。**2025 年基础化工行业实现营收 23633.50 亿元，同比上升 2.41%；实现归母净利润合计 1168.66 亿元，同比提升 3.78%。行业毛利率、净利率分别为 16.52%、5.24%，较 2024 年分别提升 0.46pct、0.11pct。单季度来看，2025 年第四季度基础化工行业实现营业收入 6078.48 亿元，环比、同比分别增长 1.30%、3.28%；实现归母净利润 109.96 亿元，环比下降 66.12%，同比下降 28.49%。
- **2025 年基础化工多数子行业营业收入同比上升。**基础化工 33 个子行业中，有 19 个子行业 2025 年年度营业收入较 2024 年年度实现正增长，其中 8 个子行业涨幅超过 10%。非金属材料、胶黏剂及胶带、氟化工子行业营收增长幅度居前，同比增速分别为 18.57%、16.41%、16.21%。其余 14 个子行业的营收同比下降，其中锦纶、有机硅子行业降幅居前，同比分别下降 21.07%、15.39%。
- **2025 年胶黏剂及胶带、农药、氯碱等子行业业绩改善明显，纯碱、有机硅、锦纶等子行业业绩下滑幅度较大。**33 个子行业中，有 16 个子行业 2025 年全年归母净利润同比增长。其中，胶黏剂及胶带、农药、氯碱行业归母净利润同比分别增长 476.43%、416.15%、282.77%。2025 年归母净利润降幅居前的子行业包括有机硅、纯碱、锦纶等，分别为 157.62%（转亏）、106.24%（转亏）、87.59%。2025 年营收及归母净利润同比均增长的子行业包括煤化工、其他化学制品、氟化工、食品及饲料添加剂、胶黏剂及胶带、粘胶、其他化学纤维、改性塑料、合成树脂、橡胶助剂、农药、钾肥、复合肥。
- **2025 年末基础化工在建工程同比增速转负，固定资产维持增长。**自 2022 年行业较大幅度扩产后，在建工程规模不断扩大，至 2024 年末达到顶峰 3928.19 亿元，2025 年末行业在建工程 3031.82 亿元，同比下降 22.82%。在 33 个子行业中，2025 年末在建工程同比增长幅度较大的子行业为涤纶（+61.61%）、非金属材料（+56.63%），同比下降幅度较大的子行业为胶黏剂及胶带（-82.44%）、复合肥（-72.00%）。2025 年末基础化工行业固定资产金额为 15025.14 亿元，同比增长 13.89%。
- **石油石化行业 2025 年营收及归母净利润下降，盈利能力有所承压。**2025 年石油石化板块实现营业收入合计 74681.60 亿元，同比下降 6.04%；实现归母净利润 3305.54 亿元，同比下降 11.73%。2025 年石油石化行业毛利率、净利率分别为 19.08%、4.71%，较 2024 年分别下滑 0.06pct、0.35pct。2025 年石油石化行业 ROE（摊薄）为 8.88%，较 2024 年下降 1.57pct。2023-2025 年石油石化行业毛利率、ROE（摊薄）持续下滑。
- **石油石化行业在建工程同比负增长。**截至 2025 年末，石油石化行业在建工程为 6877.07 亿元，较 2024 年末减少 6.55%。2025 年末中国石油、中国石化、中国海油在建工程金额分别为 2166.16 亿元、1951.96 亿元、1509.13 亿元，同比分别 +0.77%、-6.49%、-4.05%，三家公司在建工程占行业比重为 81.83%。

投资建议

- 截至 2026 年 5 月 5 日，SW 基础化工市盈率（TTM，剔除负值）为 29.51 倍，处在历史（2002 年至今）的 84.36% 分位数；市净率为 2.61 倍，处在历史水平的 74.58% 分位数；SW 石油石化市盈率（TTM）为 16.26 倍，处在历史（2002 年至今）的 49.68% 分位数；市净率为 1.53 倍，处在历史水平的 53.17% 分位数。考虑到本轮行业扩产已近尾声，“双碳”、“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，长期来看化工产业链全球市占率与竞争力持续提升，维持行业“强于大市”评级。中长期推荐投资主线：
 - 1、地缘冲突持续背景下油价维持中高位，优质石化、煤化工资产有望迎来价值重估；2、化工产业全球市占率与竞争力持续提升，行业龙头经营韧性凸显，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；3、“双碳”、“反内卷”等持续催化，关注供需格局持续向好子行业，包括炼化、聚酯、染料、有机硅、农药、制冷剂、磷化工等；3、下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔。
- 推荐：中国石油、中国海油、卫星化学、宝丰能源、万华化学、华鲁恒升、新和成、中国石化、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、巨化股份、云天化、赛轮轮胎、安集科技、雅克科技、鼎龙股份、江丰电子、彤程新材、圣泉集团、东材科技、中材科技、莱特光电、蓝晓科技等。

评级面临的主要风险

- 油价异常波动风险；国际贸易摩擦风险；周期持续下行风险；行业竞争加剧风险；项目进展不及预期风险；汇率变动风险。

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：赵泰

tai.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300525100001

目录

基础化工：2025 年业绩底部企稳，盈利能力同比提升	4
营收、业绩触底改善.....	4
盈利能力触底小幅反弹.....	7
行业在建工程增速转负.....	10
石油石化：2025 年收入、业绩下滑，盈利能力小幅承压	12
营收及归母净利润有所下降.....	12
盈利能力小幅承压	13
2025 年末石油石化行业在建工程同比减少	14
投资建议与风险提示	16
小结	16
估值与投资建议	16
风险提示	17

图表目录

图表 1. 基础化工板块 2025 年经营数据分析.....	4
图表 2. 基础化工板块经营数据 2025 年 Q4 同环比情况.....	4
图表 3. 基础化工各子行业 2025 年及 2025Q4 营业收入增速.....	5
图表 4. 基础化工子行业 2025 年全年营业收入同比增速.....	5
图表 5. 基础化工子行业 2025Q4 营业收入同比增速.....	5
图表 6. 基础化工子行业 2025Q4 营业收入环比增速.....	6
图表 7. 基础化工各子行业 2025 年及 2025Q4 归母净利润增速.....	6
图表 8. 基础化工子行业 2025 年归母净利润同比增速.....	7
图表 9. 基础化工子行业 2025Q4 归母净利润同比增速.....	7
图表 10. 基础化工子行业 2025Q4 归母净利润环比增速.....	7
图表 11. 2019-2025 年基础化工行业毛利率、净利率走势.....	8
图表 12. 2019-2025 年基础化工行业 ROE (摊薄) 走势.....	8
图表 13. 2023-2025 年基础化工行业毛利率、净利率、ROE (摊薄) 走势.....	8
图表 14. 2025 年基础化工子行业各指标及同比变化.....	9
图表 15. 基础化工行业 2025 年同比上升的子行业.....	9
图表 16. 2019-2025 年末基础化工行业在建工程及同比增速.....	10
图表 17. 2025 年末基础化工不同子行业在建工程占比.....	10
图表 18. 2025 年末基础化工行业在建工程前五企业及占比.....	10
图表 19. 基础化工子行业 2025 年末在建工程同比增速.....	11
图表 20. 2019-2025 年末基础化工行业固定资产及同比增速.....	11
图表 21. 石油石化板块经营数据分析.....	12
图表 22. 石油石化板块经营数据 2025Q4 同环比情况.....	12
图表 23. 石油石化各子行业营业收入 2025 年全年同比与 2025Q4 同环比.....	12
图表 24. 石油石化各子行业 2025 年及 2025Q4 归母净利润增速.....	13
图表 25. 2019-2025 年石油石化行业毛利率、净利率走势.....	13
图表 26. 2019-2025 年石油石化行业 ROE (摊薄) 走势.....	13
图表 27. 2023-2025 年石油石化行业毛利率、净利率、ROE (摊薄) 走势.....	13
图表 28. 2025 年石油石化子行业各指标及同比变化.....	14
图表 29. 2019-2025 年末石油石化行业在建工程及同比增速.....	14
图表 30. 2025 年末石油石化不同子行业在建工程占比.....	14
图表 31. 2025 年末石油石化行业在建工程前五企业及占比.....	14
图表 32. 2019-2025 年末石油石化行业固定资产及同比增速.....	15

基础化工：2025 年业绩底部企稳，盈利能力同比提升

营收、业绩触底改善

2025 年基础化工行业营业收入、归母净利润同比改善。2025 年基础化工板块（申万 2021 版行业分类，下同）实现营业收入合计 23633.50 亿元，同比提升 2.41%；实现归母净利润 1168.66 亿元，同比提升 3.78%。

2025 年第四季度营收维持增长，归母净利润同、环比下降。2025 年第四季度基础化工行业实现营业收入 6078.48 亿元，环比、同比分别增长 1.30%、3.28%；实现归母净利润 109.96 亿元，环比下降 66.12%，同比下降 28.49%。

图表 1. 基础化工板块 2025 年经营数据分析

	2025 年全年	2024 年全年	2023 年全年	2022 年全年
营收 (亿元)	23,633.50	22,935.70	22,265.41	23,654.05
增速 (%)	2.41	3.28	(5.91)	15.13
归母净利润 (亿元)	1,168.66	1,120.78	1,212.73	2,174.34
增速 (%)	3.78	(7.37)	(44.26)	(5.29)

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 2. 基础化工板块经营数据 2025 年 Q4 同环比情况

	2025 年 Q4	2025 年 Q3	2024 年 Q4
营业收入 (亿元)	6,078.48	5,998.98	5,841.96
2025Q4 环比 2025Q3 (%)	1.30		
2025Q4 同比 2024Q4 (%)	3.28		
归母净利润 (亿元)	109.96	350.95	152.28
2025Q4 环比 2025Q3 (%)	(66.12)		
2025Q4 同比 2024Q4 (%)	(28.49)		

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

2025 年基础化工多数子行业营业收入同比上升。分子行业来看，统计的 33 个子行业中，有 19 个子行业 2025 年营业收入较 2024 年实现正增长，其中 8 个子行业涨幅超过 10%。非金属材料、胶黏剂及胶带、氟化工子行业营收增长幅度居前，同比增速分别为 18.57%、16.41%、16.21%。其余 14 个子行业的营收同比下降，其中锦纶、有机硅子行业降幅居前，同比分别下降 21.07%、15.39%。

单季度来看，25Q4 多数子行业营收同比下降。同比方面，统计的 33 个子行业中，有 14 个子行业的 2025Q4 营业收入同比 2024Q4 实现正增长，其中聚氨酯、非金属材料、复合肥子行业同比增速分别为 61.88%、26.14%、24.16%，其余 19 个子行业 2025Q4 营收同比下降，其中锦纶子行业降幅最大，为 25.65%。环比方面，统计的 33 个子行业中，23 个子行业 2025Q4 营收环比 2025Q3 提升，其中复合肥子行业提升幅度为 19.86%，无机盐子行业提升幅度为 17.77%。另有 10 个子行业 2025Q4 营收环比负增长，其中磷肥及磷化工子行业降幅最大，为 18.99%。2025Q4 营业总收入同比、环比均增长的子行业有 11 个，包括民爆制品、其他化学制品、聚氨酯、胶黏剂及胶带、涤纶、粘胶、其他化学纤维、橡胶助剂、钾肥、复合肥、非金属材料。

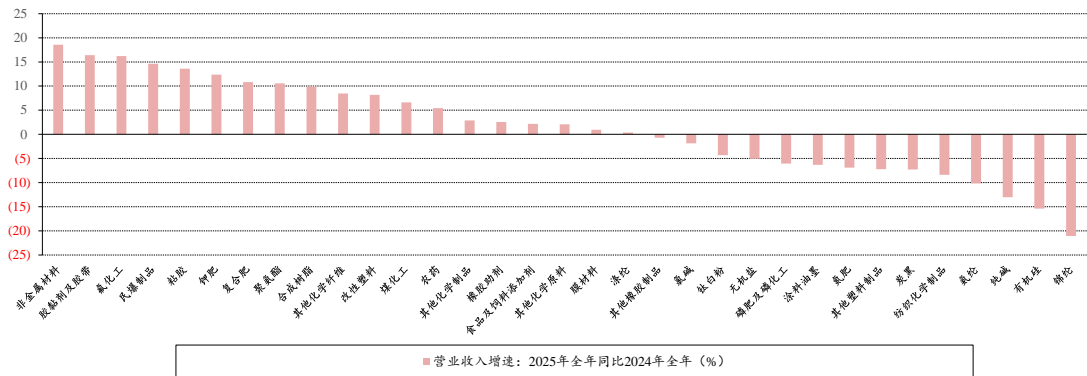
图表 3. 基础化工各子行业 2025 年及 2025Q4 营业收入增速

子行业名称	25 全年同比 24 全年 (%)	25Q4 同比 (%)	25Q4 环比 (%)	子行业名称	25 全年同比 24 全年 (%)	25Q4 同比 (%)	25Q4 环比 (%)
非金属材料	18.57	26.14	11.19	膜材料	0.95	(3.33)	1.03
胶黏剂及胶带	6.41	5.79	0.54	涤纶	0.37	0.60	0.14
氟化工	6.21	6.87	(2.14)	其他橡胶制品	(0.69)	(6.53)	(0.70)
民爆制品	4.63	11.89	11.98	氯碱	(1.85)	(5.92)	0.07
粘胶	3.60	19.43	8.20	钛白粉	(4.32)	(4.80)	3.14
钾肥	12.36	7.30	6.02	无机盐	(5.05)	(1.50)	7.77
复合肥	10.82	24.16	9.86	磷肥及磷化工	(6.06)	(13.10)	(18.99)
聚氨酯	10.55	61.88	9.64	涂料油墨	(6.33)	(18.04)	(6.37)
合成树脂	9.87	(0.74)	1.79	氮肥	(6.88)	(9.69)	(3.99)
其他化学纤维	8.48	6.71	5.67	其他塑料制品	(7.23)	(13.21)	(10.00)
改性塑料	8.18	(8.99)	(5.92)	炭黑	(7.30)	(13.18)	2.15
煤化工	6.61	1.85	(6.28)	纺织化学制品	(8.38)	(17.51)	10.08
农药	5.42	3.36	(1.06)	氨纶	(10.15)	(7.17)	1.94
其他化学制品	2.90	1.76	1.85	纯碱	(13.02)	(2.76)	6.93
橡胶助剂	2.55	1.57	2.41	有机硅	(15.39)	(10.97)	1.64
食品及饲料添加剂	2.17	(0.60)	3.14	锦纶	(21.07)	(25.65)	(6.55)
其他化学原料	2.09	(6.83)	2.58				

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

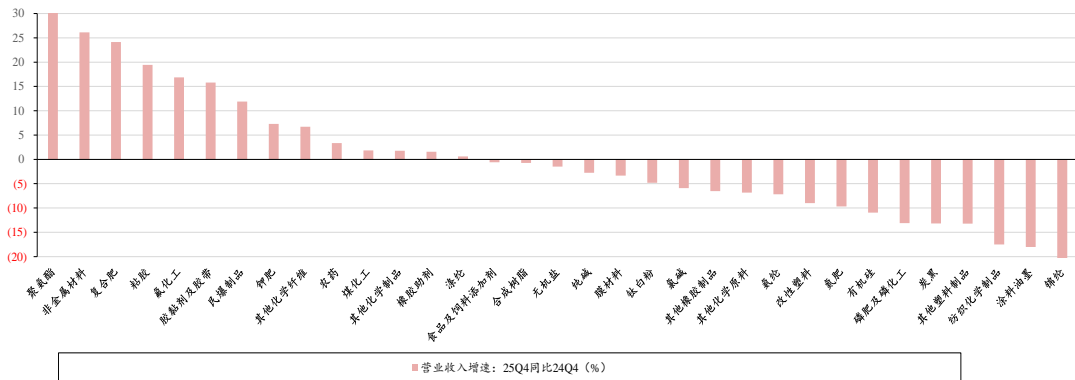
注：子行业按照 2025 年全年营收同比增速降序排序

图表 4. 基础化工子行业 2025 年全年营业收入同比增速



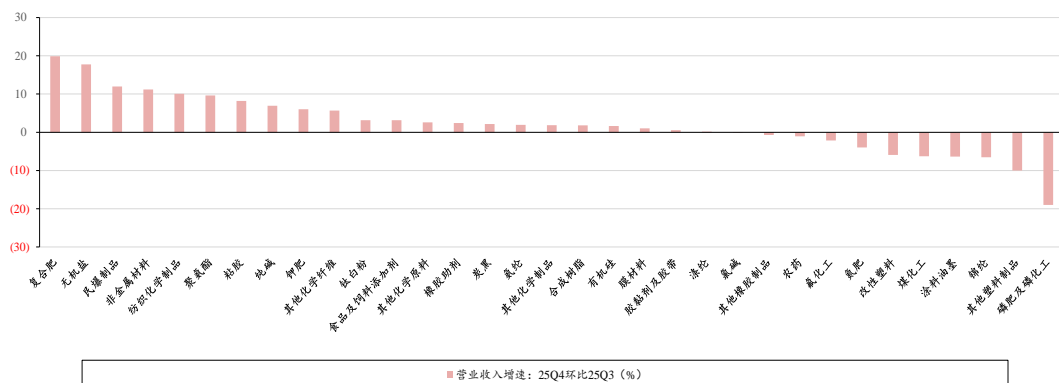
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 5. 基础化工子行业 2025Q4 营业收入同比增速



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 6. 基础化工子行业 2025Q4 营业收入环比增速



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

归母净利润方面，2025 年胶黏剂及胶带、农药、氯碱等子行业改善明显，纯碱、有机硅、锦纶等子行业下滑幅度较大。33 个子行业中，有 16 个子行业 2025 年全年归母净利润同比增长。其中，胶黏剂及胶带、农药、氯碱行业归母净利润同比分别增长 476.43%、416.15%、282.77%。2025 年归母净利润降幅居前的子行业包括有机硅、纯碱、锦纶等，分别为 157.62%（转亏）、106.24%（转亏）、87.59%。2025 年营收及归母净利润同比均增长的子行业包括煤化工、其他化学制品、氟化工、食品及饲料添加剂、胶黏剂及胶带、粘胶、其他化学纤维、改性塑料、合成树脂、橡胶助剂、农药、钾肥、复合肥。

单季度来看，25Q4 多数子行业归母净利润环比有所下降。同比方面，25Q4 有 16 个子行业归母净利润同比 24Q4 有所增长，其中，氟化工、其他塑料制品、胶黏剂及胶带、钾肥、粘胶子行业归母净利润同比涨幅分别达 220.73%、134.38%、131.94%、127.12%、102.82%；17 个子行业归母净利润同比下降，其中，纯碱、非金属材料、其他橡胶制品、有机硅、膜材料降幅居前。环比方面，25Q4 有 6 个子行业归母净利润较 25Q3 有所增长，分别为钾肥、无机盐、纺织化学制品、其他化学原料、聚氨酯、复合肥。25Q4 同环比均增长的子行业包括无机盐、纺织化学制品、聚氨酯、钾肥、复合肥。

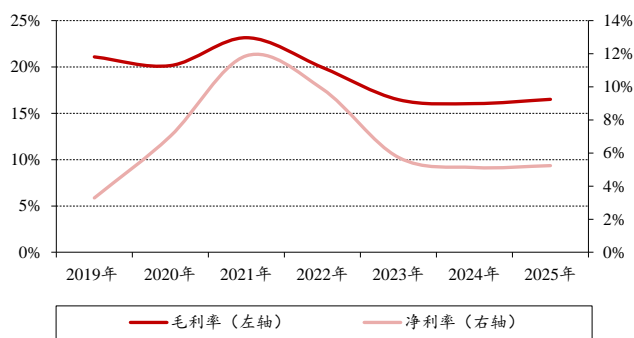
图表 7. 基础化工各子行业 2025 年及 2025Q4 归母净利润增速

子行业名称	25 全年同比 24 全年 (%)	25Q4 同比 (%)	25Q4 环比 (%)	子行业名称	25 全年同比 24 全年 (%)	25Q4 同比 (%)	25Q4 环比 (%)
胶黏剂及胶带	476.43	131.94	(80.54)	磷肥及磷化工	(9.18)	(92.68)	(103.16)
农药	416.15	50.84	(124.76)	氨纶	(16.32)	92.81	(16.79)
氯碱	282.77	96.86	(105.63)	非金属材料	(18.48)	(1561.2)	(162.37)
粘胶	194.44	102.82	(82.89)	涂料油墨	(20.13)	(139.67)	(124.37)
氟化工	138.66	220.73	(40.43)	膜材料	(21.66)	(405.79)	(217.22)
其他塑料制品	89.93	134.38	(83.22)	涤纶	(23.39)	(156.57)	(161.80)
钾肥	83.79	127.12	61.45	无机盐	(29.86)	77.61	61.21
其他化学纤维	31.66	82.40	(24.05)	民爆制品	(29.90)	(168.09)	(126.79)
改性塑料	29.89	29.25	(66.51)	其他化学原料	(30.94)	(69.99)	20.45
煤化工	23.27	(22.86)	(41.13)	氮肥	(34.76)	(48.92)	(64.92)
复合肥	21.99	45.77	5.33	炭黑	(56.72)	(124.65)	(165.57)
食品及饲料添加剂	12.93	(36.48)	(49.23)	钛白粉	(64.21)	(56.7)	(459.07)
纺织化学制品	9.82	52.44	30.22	其他橡胶制品	(67.43)	(741.04)	(285.63)
橡胶助剂	7.19	24.20	(38.41)	锦纶	(87.59)	(148.44)	(359.19)
其他化学制品	6.48	9.94	(172.84)	纯碱	(106.24)	(2901.24)	(344.83)
合成树脂	4.29	(37.89)	(21.38)	有机硅	(157.62)	(626.77)	(805.18)
聚氨酯	(4.44)	60.71	11.35				

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

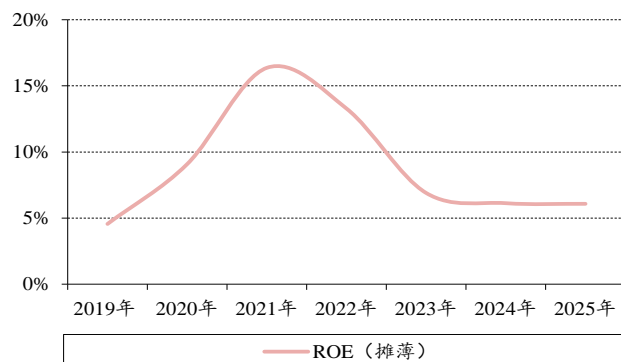
注：子行业按照 2025 年全年归母净利润同比增速降序排序

图表 11. 2019-2025 年基础化工行业毛利率、净利率走势



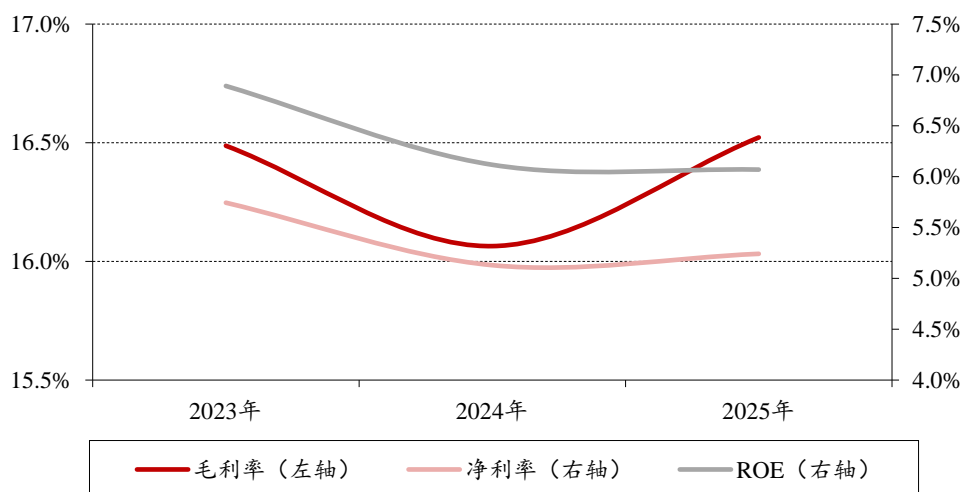
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 12. 2019-2025 年基础化工行业 ROE (摊薄) 走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 13. 2023-2025 年基础化工行业毛利率、净利率、ROE (摊薄) 走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

分子行业来看，33 个子行业中，除纯碱、有机硅外均实现盈利（ROE 大于零），其中钾肥、氟化工、食品及饲料添加剂、复合肥、聚氨酯的净资产收益率居前，ROE（摊薄）分别为 16.68%、11.79%、11.22%、10.91%、10.66%。毛利率方面，2025 年钾肥同比提升 7.68pct 至 54.68%，为子行业中最高，涤纶同比提升 0.04pct 至 5.74%，为子行业最低。营运能力方面，2025 年存货周转率最高的子行业为纯碱（11.65 次），最低子行业为纺织化学制品（0.70 次）；应收账款周转率最高的子行业为煤化工（45.34 次），最低子行业为其他橡胶制品（2.63 次）。

从变化来看，2025 年毛利率相较于 2024 年实现提升的子行业有 18 个，其中氟化工毛利率同比提升 7.82pct，达 25.59%；毛利率较 2024 年有所下滑的子行业有 15 个，其中有机硅、纯碱、钛白粉毛利率同比分别下降 6.54pct、5.60pct、3.69pct 至 13.15%、18.55%、16.00%。2025 年 ROE（摊薄）同比增长的子行业有 14 个，其中氟化工提升幅度最大，同比提升 6.18pct 至 11.79%。

图表 14. 2025 年基础化工子行业各指标及同比变化

	2025 年毛利率 (%)	2025 年毛利率同比 2024 年 (pct)	2025 年 ROE (摊薄) (%)	2025 年 ROE (摊薄) 同比 2024 年 (pct)	2025 年应收账款周转率 (次)	2024 年应收账款周转率 (次)	2025 年存货周转率 (次)	2024 年存货周转率 (次)
纯碱	18.55	(5.60)	(0.52)	(8.19)	9.45	100.11	11.65	12.56
氯碱	15.23	2.36	2.76	2.02	32.71	35.68	10.57	11.40
无机盐	20.17	(3.18)	4.75	(2.18)	18.54	23.19	6.57	7.16
其他化学原料	13.14	(1.24)	5.98	(3.04)	31.24	32.01	9.11	9.75
煤化工	17.77	1.40	10.47	1.76	45.34	47.78	10.77	10.74
钛白粉	16.00	(3.69)	2.41	(4.19)	8.20	9.34	3.56	3.66
涂料油墨	23.87	0.69	4.12	(1.30)	3.33	3.56	4.30	4.89
民爆制品	24.80	0.18	5.19	(2.26)	3.41	3.45	9.01	8.25
纺织化学制品	24.39	1.13	4.48	0.46	5.80	6.36	0.70	0.75
其他化学制品	14.20	0.42	2.49	0.04	7.72	7.73	5.68	5.72
氟化工	25.59	7.82	11.79	6.18	9.19	9.00	6.04	6.50
聚氨酯	13.35	(2.26)	10.66	(1.95)	14.06	16.35	7.21	7.06
食品及饲料添加剂	26.49	0.09	11.22	0.27	9.02	9.84	4.29	4.50
有机硅	13.15	(6.54)	(3.46)	(9.22)	10.88	12.92	3.29	3.62
胶黏剂及胶带	12.54	0.75	4.36	3.55	3.52	3.72	6.51	5.80
涤纶	5.74	0.04	3.37	(1.05)	15.82	16.50	10.63	10.64
粘胶	10.71	(0.90)	1.04	2.15	5.38	5.15	4.26	4.49
其他化学纤维	16.90	0.50	4.35	0.73	9.60	9.63	4.50	4.53
氨纶	13.19	(0.65)	6.79	(1.60)	9.41	10.76	5.64	6.32
锦纶	8.21	(2.01)	0.60	(5.15)	11.05	13.13	7.68	9.33
其他塑料制品	12.25	2.57	3.55	1.59	7.02	8.26	5.39	5.75
改性塑料	13.11	1.37	5.88	0.99	5.63	5.46	6.24	6.52
合成树脂	20.56	1.21	8.38	(0.28)	3.76	3.82	5.22	5.29
膜材料	15.79	0.88	1.02	(0.34)	5.64	6.09	3.91	4.02
其他橡胶制品	18.20	(2.14)	1.31	(2.78)	2.63	2.75	4.02	4.08
炭黑	9.18	(1.34)	3.57	(5.09)	4.87	5.20	9.01	9.91
橡胶助剂	20.77	(0.65)	9.75	(0.57)	3.85	3.87	5.31	5.81
氮肥	15.29	0.68	5.28	(2.17)	43.81	53.67	9.26	9.32
磷肥及磷化工	17.66	0.86	8.47	(1.58)	25.24	28.16	4.95	5.56
农药	20.48	2.20	3.68	2.96	5.02	5.10	3.41	3.19
钾肥	54.68	7.68	16.68	5.95	36.27	33.14	5.03	5.49
复合肥	11.81	0.95	10.91	1.19	42.09	38.60	5.13	5.08
非金属材料	17.73	1.02	3.50	(0.85)	5.82	4.80	2.64	2.58

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 15. 基础化工行业 2025 年同比上升的子行业

上升的指标	板块名称
毛利率	氟化工、钾肥、其他塑料制品、氯碱、农药、煤化工、改性塑料、合成树脂、纺织化学制品、非金属材料、复合肥、膜材料、氮肥、其他化学纤维、其他化学制品、民爆制品、食品及饲料添加剂、涤纶
净资产收益率	氟化工、钾肥、胶黏剂及胶带、农药、粘胶、氯碱、煤化工、其他塑料制品、复合肥、改性塑料、其他化学纤维、纺织化学制品、食品及饲料添加剂、其他化学制品
存货周转率	民爆制品、胶黏剂及胶带、农药、聚氨酯、非金属材料、复合肥、煤化工
应收账款周转率	复合肥、钾肥、非金属材料、粘胶、氟化工、改性塑料

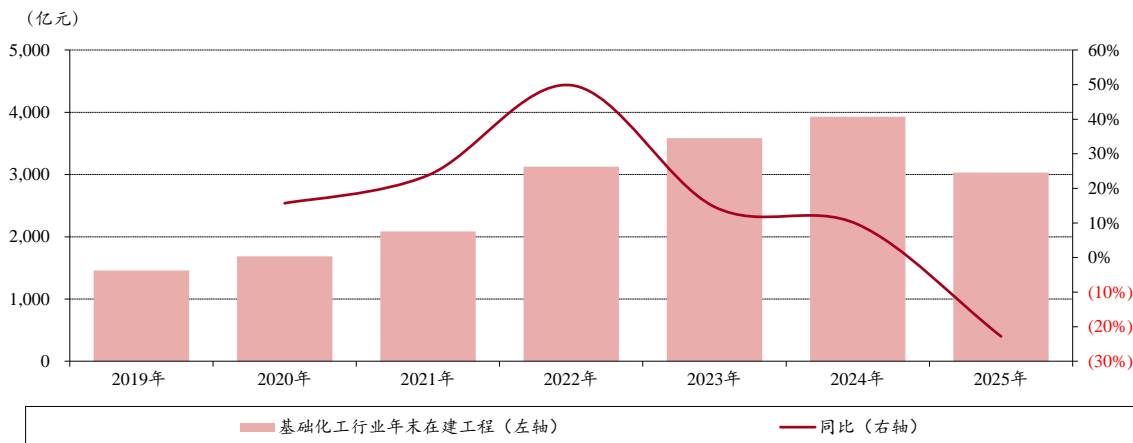
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：按同比涨幅降序排序

行业在建工程增速转负

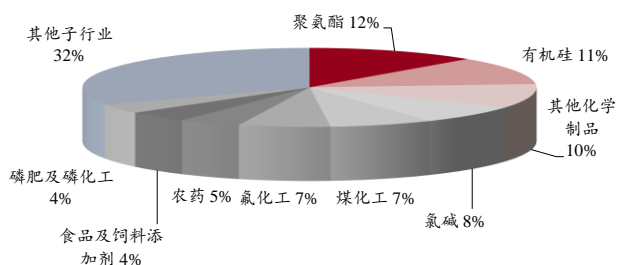
自 2022 年行业较大幅度扩产后，在建工程规模不断扩大，至 2024 年末达到顶峰 3928.19 亿元，2025 年末行业在建工程 3031.82 亿元，同比下降 22.82%。2025 年末聚氨酯、有机硅的在建工程在基础化工行业内占比超过 10%。万华化学、合盛硅业、华谊集团、巨化股份、中泰化学 2025 年末在建工程金额分别为 346.25 亿元、330.78 亿元、100.35 亿元、88.48 亿元、87.67 亿元，居行业前列。

图表 16. 2019-2025 年末基础化工行业在建工程及同比增速



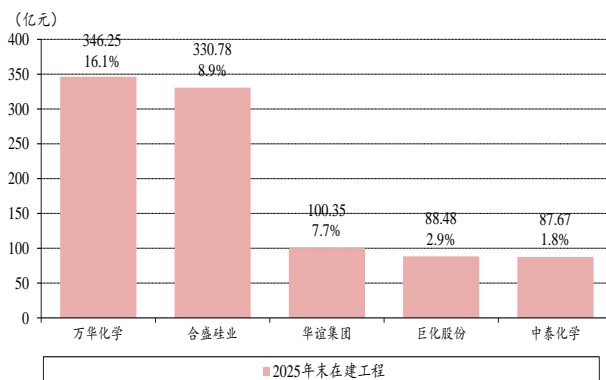
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 17. 2025 年末基础化工不同子行业在建工程占比



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 18. 2025 年末基础化工行业在建工程前五企业及占比

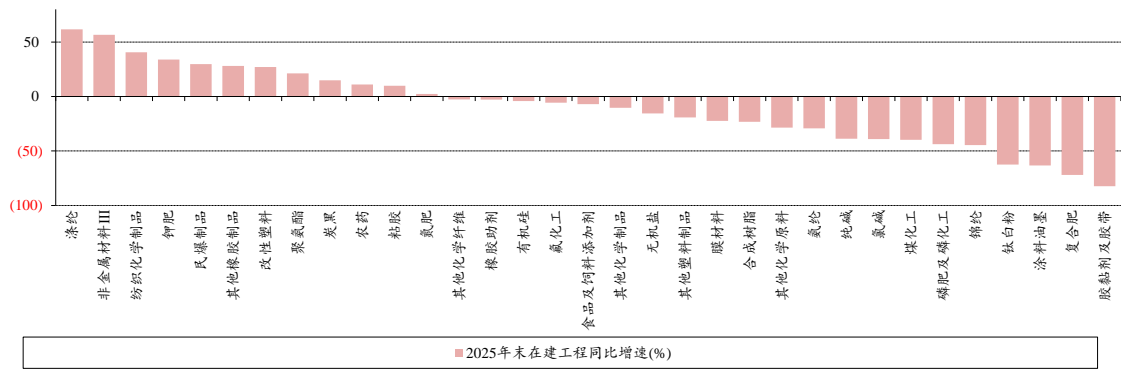


资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：数据标签为企业在建工程金额及其占整体化工行业在建工程金额的百分比

在 33 个子行业中，2025 年末在建工程同比下降的子行业有 21 个，其余子行业在建工程呈上升趋势。2025 年末在建工程同比增长幅度较大的子行业为涤纶 (+61.61%)、非金属材料 (+56.63%)，同比下降幅度较大的子行业为胶黏剂及胶带 (-82.44%)、复合肥 (-72.00%)。

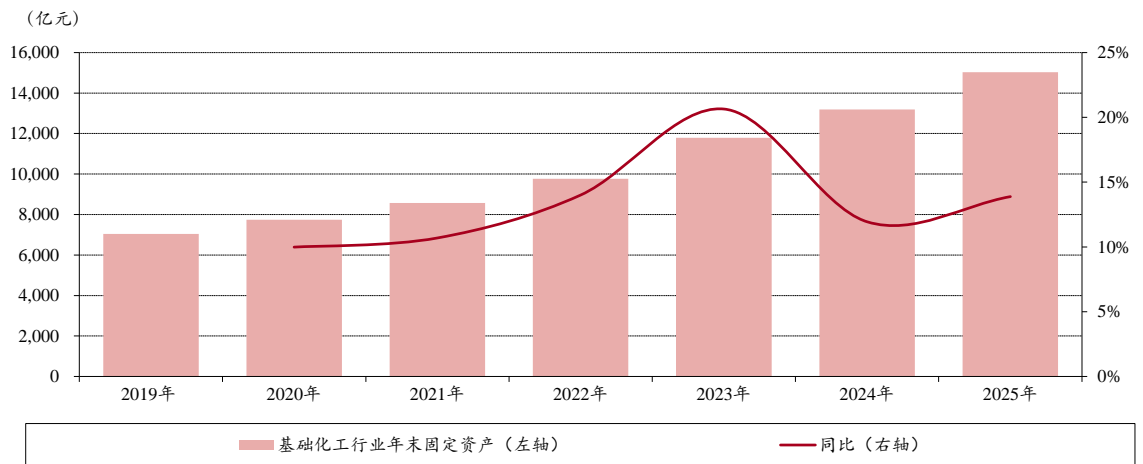
图表 19. 基础化工子行业 2025 年末在建工程同比增速



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

随着前期在建工程转固，行业固定资产维持增长。2025 年末基础化工行业固定资产金额为 15025.14 亿元，同比增长 13.89%。

图表 20. 2019-2025 年末基础化工行业固定资产及同比增速



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

石油石化：2025 年收入、业绩下滑，盈利能力小幅承压

营收及归母净利润有所下降

2025 年石油石化行业营收及归母净利润小幅下降。2025 年石油石化板块（申万 2021 版行业分类，下同）实现营业收入合计 74681.60 亿元，同比下降 6.04%；实现归母净利润 3305.54 亿元，同比下降 11.73%。

图表 21. 石油石化板块经营数据分析

	2025 年全年	2024 年全年	2023 年全年	2022 年全年
营收（亿元）	74,681.60	79,484.05	81,757.27	83,736.42
增速（%）	(6.04)	(2.80)	(2.34)	24.02
归母净利润（亿元）	3,305.54	3,744.70	3,725.68	3,816.28
增速（%）	(11.73)	0.44	(2.36)	30.61

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 22. 石油石化板块经营数据 2025Q4 同环比情况

	2025 年 Q4	2025 年 Q3	2024 年 Q4
营业收入（亿元）	18,400.22	18,793.69	18,884.35
2025Q4 环比 2025Q3（%）	(2.09)		
2025Q4 同比 2024Q4（%）	(2.50)		
归母净利润（亿元）	544.55	887.90	639.76
2025Q4 环比 2025Q3（%）	(42.02)		
2025Q4 同比 2024Q4（%）	(14.56)		

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

2025 年多数子行业归母净利润下滑，油田服务板块归母净利润同比提升。分子行业来看，石油石化 6 个子行业中，仅油气及炼化工程 2025 年营收同比正增长，同比增速为 8.22%，油气开采、油田服务、炼化化工、油品石化贸易、其他石化 2025 年营收分别同比下滑 5.53%、0.40%、6.39%、15.42%、6.90%。归母净利润方面，石油石化 6 个子行业中，仅油田服务子行业 2025 年实现正增长，同比增速为 8.95%，其余子行业同比均有所下滑。2025 年油气开采、油气及炼化工程、炼化化工、油品石化贸易、其他石化归母净利润分别同比下滑 12.15%、18.36%、10.94%、40.31%、155.40%（转亏）。

单季度来看，营收方面，2025Q4 油气及炼化工程营收同比、环比分别增长 14.78%、83.84%，其余子行业 2025Q4 营收均呈现下降趋势；归母净利润方面，2025 年第四季度油气开采、油气及炼化工程、炼化化工、其他石化行业同比、环比均有所下降。

图表 23. 石油石化各子行业营业收入 2025 年全年同比与 2025Q4 同环比

子行业名称	25 全年同比 24 全年 (%)	25Q4 同比 (%)	25Q4 环比 (%)	子行业名称	25 全年同比 24 全年 (%)	25Q4 同比 (%)	25Q4 环比 (%)
油气及炼化工程	8.22	14.78	83.84	炼化化工	(6.39)	(2.36)	(3.88)
油田服务	(0.40)	(4.12)	8.94	其他石化	(6.90)	(4.12)	4.07
油气开采 III	(5.53)	(9.34)	(17.81)	油品石化贸易	(15.42)	(17.78)	10.52

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：子行业按照 2025 年全年营收同比增速降序排序

图表 24.石油石化各子行业 2025 年及 2025Q4 归母净利润增速

子行业名称	25 全年同比 24 全年 (%)	25Q4 同比 (%)	25Q4 环比 (%)	子行业名称	25 全年同比 24 全年 (%)	25Q4 同比 (%)	25Q4 环比 (%)
油田服务	8.95	3.22	(31.93)	油气及炼化工程	(8.36)	(96.23)	(100.41)
炼油化工	(10.94)	(12.76)	(42.01)	油品石化贸易	(40.31)	(48.20)	87.67
油气开采 III	(12.15)	(9.08)	(38.88)	其他石化	(15.40)	(706.20)	(5798.79)

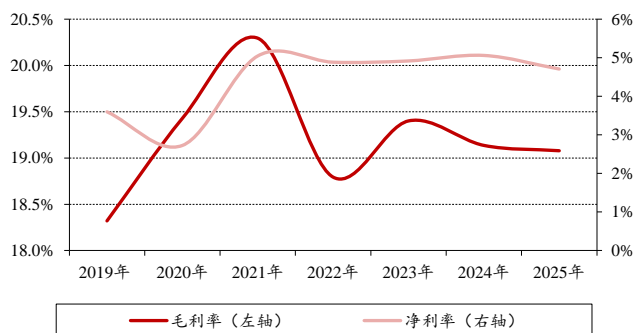
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：子行业按照 2025 年全年归母净利润同比增速降序排序

盈利能力小幅承压

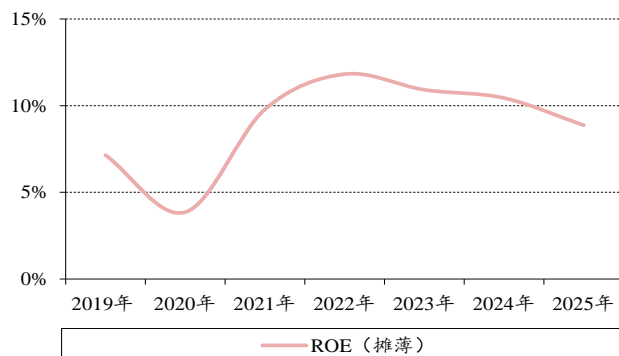
2025 年石油石化行业整体盈利能力下降。2025 年石油石化行业毛利率、净利率分别为 19.08%、4.71%，较 2024 年分别下滑 0.06pct、0.35pct。2025 年石油石化行业 ROE（摊薄）为 8.88%，较 2024 年下降 1.57pct。2023-2025 年石油石化行业毛利率、ROE（摊薄）持续下滑。

图表 25. 2019-2025 年石油石化行业毛利率、净利率走势



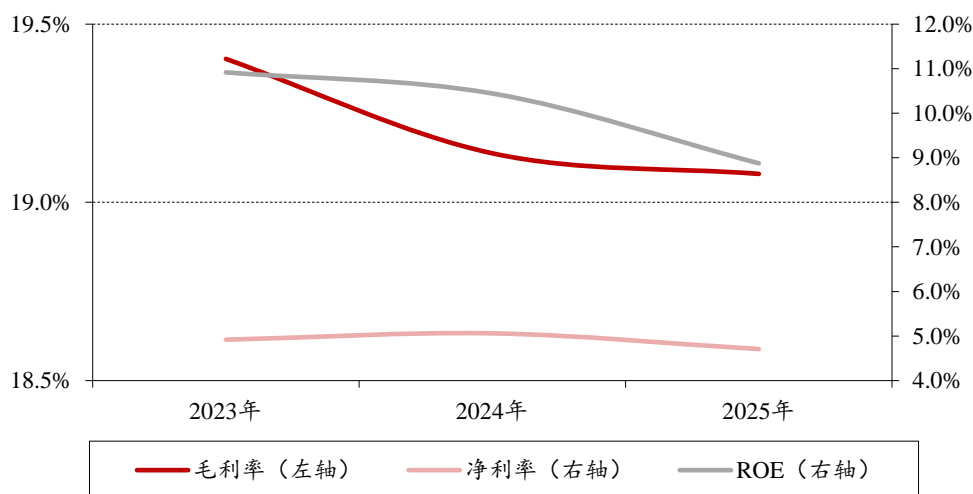
资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 26. 2019-2025 年石油石化行业 ROE（摊薄）走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

图表 27. 2023-2025 年石油石化行业毛利率、净利率、ROE（摊薄）走势



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

油田服务板块盈利能力提升，油气开采板块营运能力提升。分子行业看，2025 年油田服务、炼油化工子行业毛利率分别同比提升 0.90pct、0.09pct 至 13.61%、17.80%，其余子行业毛利率均有所下降。营运能力方面，2025 年油气开采子行业存货周转率、应收账款周转率均同比提升。

图表 28. 2025 年石油石化子行业各指标及同比变化

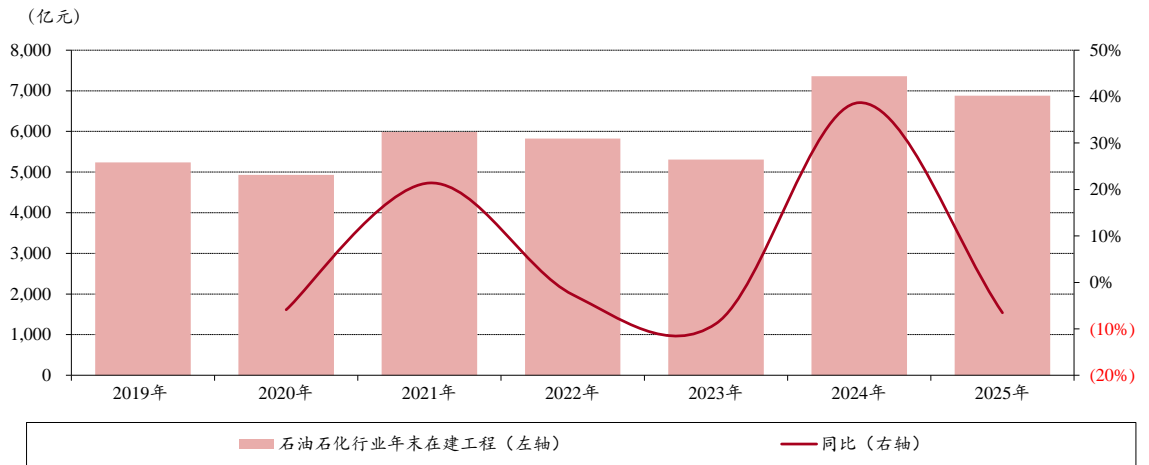
	2025 年毛利率 (%)	2025 年毛利率同比 2024 年 (pct)	2025 年 ROE (摊薄) (%)	2025 年 ROE (摊薄) 同比 2024 年 (pct)	2025 年应收账款周转率 (次)	2024 年应收账款周转率 (次)	2025 年存货周转率 (次)	2024 年存货周转率 (次)
油气开采	51.16	(2.30)	14.72	(3.24)	30.13	11.80	32.66	31.83
油田服务	13.61	0.90	9.81	0.16	4.87	4.93	30.19	32.37
油气及炼化工程	9.23	(0.47)	3.63	(0.83)	5.64	6.47	6.81	7.34
炼油化工	17.80	0.09	7.41	(1.17)	47.11	52.64	10.55	10.38
油品石化贸易	19.06	(0.00)	5.84	(3.31)	15.10	18.40	11.96	14.07
其他石化	4.92	(0.62)	(0.84)	(2.33)	16.90	21.00	10.14	10.64

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

2025 年末石油石化行业在建工程同比减少

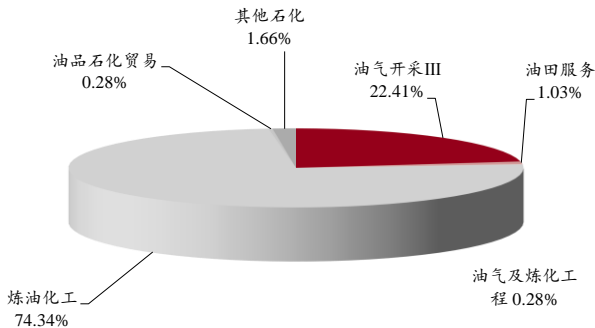
2025 年石油石化行业在建工程增速转负。截至 2025 年末, 石油石化行业在建工程为 6877.07 亿元, 较 2024 年末减少 6.55%。2025 年末中国石油、中国石化、中国海油在建工程金额分别为 2166.16 亿元、1951.96 亿元、1509.13 亿元, 同比分别+0.77%、-6.49%、-4.05%, 三家公司在建工程占行业比重为 81.83%。

图表 29. 2019-2025 年末石油石化行业在建工程及同比增速



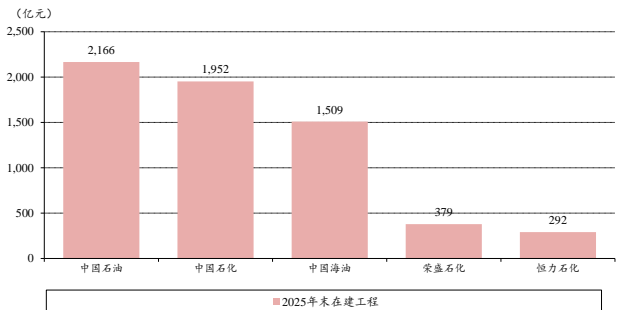
资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 30. 2025 年末石油石化不同子行业在建工程占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

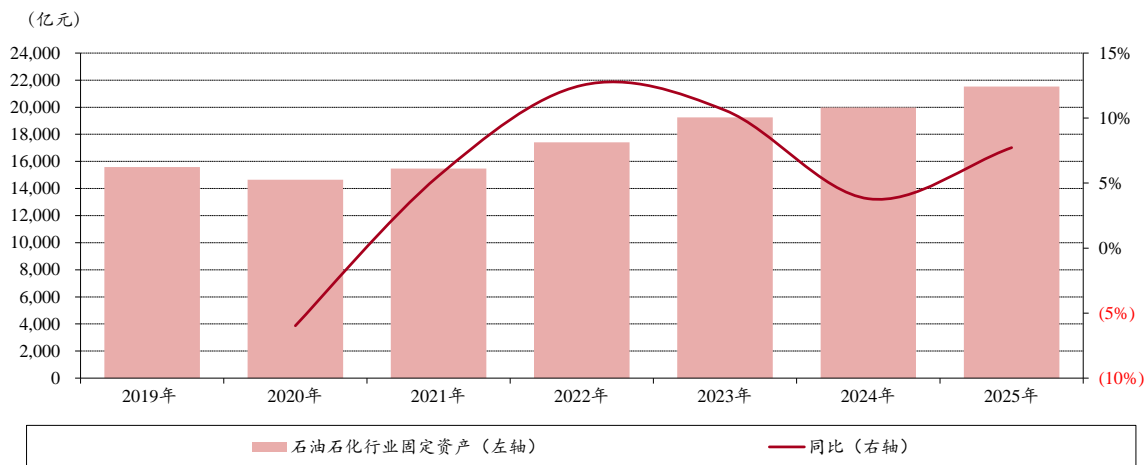
图表 31. 2025 年末石油石化行业在建工程前五企业及占比



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

全行业固定资产持续增加。截至 2025 年末，石油石化行业固定资产 21524.27 亿元，同比增长 7.72%。自 2021 年以来，石油石化行业总固定资产呈现持续增长的趋势。

图表 32. 2019-2025 年末石油石化行业固定资产及同比增速



资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

投资建议与风险提示

小结

基础化工行业 2025 年业绩底部企稳。2025 年基础化工行业实现营收 23633.50 亿元，同比上升 2.41%；实现归母净利润合计 1168.66 亿元，同比提升 3.78%。行业毛利率、净利率分别为 16.52%、5.24%，较 2024 年分别提升 0.46pct、0.11pct。近三年基础化工盈利能力下滑后有所回升。单季度来看，2025 年第四季度基础化工行业实现营业收入 6078.48 亿元，环比、同比分别增长 1.30%、3.28%；实现归母净利润 109.96 亿元，环比下降 66.12%，同比下降 28.49%。

2025 年基础化工多数子行业营业收入同比上升。基础化工 33 个子行业中，有 19 个子行业 2025 年年度营业收入较 2024 年年度实现正增长，其中 8 个子行业涨幅超过 10%。非金属材料、胶黏剂及胶带、氟化工子行业营收增长幅度居前，同比增速分别为 18.57%、16.41%、16.21%。其余 14 个子行业的营收同比下降，其中锦纶、有机硅子行业降幅居前，同比分别下降 21.07%、15.39%。

2025 年胶黏剂及胶带、农药、氯碱等子行业业绩改善明显，纯碱、有机硅、锦纶等子行业业绩下滑幅度较大。33 个子行业中，有 16 个子行业 2025 年全年归母净利润同比增长。其中，胶黏剂及胶带、农药、氯碱行业归母净利润同比分别增长 476.43%、416.15%、282.77%。2025 年归母净利润降幅居前的子行业包括有机硅、纯碱、锦纶等，分别为 157.62%（转亏）、106.24%（转亏）、87.59%。2025 年营收及归母净利润同比均增长的子行业包括煤化工、其他化学制品、氟化工、食品及饲料添加剂、胶黏剂及胶带、粘胶、其他化学纤维、改性塑料、合成树脂、橡胶助剂、农药、钾肥、复合肥。

2025 年末基础化工在建工程同比增速转负，固定资产维持增长。自 2022 年行业较大幅度扩产后，在建工程规模不断扩大，至 2024 年末达到顶峰 3928.19 亿元，2025 年末行业在建工程 3031.82 亿元，同比下降 22.82%。在 33 个子行业中，2025 年末在建工程同比增长幅度较大的子行业为涤纶（+61.61%）、非金属材料（+56.63%），同比下降幅度较大的子行业为胶黏剂及胶带（-82.44%）、复合肥（-72.00%）。2025 年末基础化工行业固定资产金额为 15025.14 亿元，同比增长 13.89%。

石油石化行业 2025 年营收及归母净利润下降，盈利能力有所承压。2025 年石油石化板块实现营业收入合计 74681.60 亿元，同比下降 6.04%；实现归母净利润 3305.54 亿元，同比下降 11.73%。2025 年石油石化行业毛利率、净利率分别为 19.08%、4.71%，较 2024 年分别下滑 0.06pct、0.35pct。2025 年石油石化行业 ROE（摊薄）为 8.88%，较 2024 年下降 1.57pct。2023-2025 年石油石化行业毛利率、ROE（摊薄）持续下滑。

石油石化行业在建工程同比负增长。截至 2025 年末，石油石化行业在建工程为 6877.07 亿元，较 2024 年末减少 6.55%。2025 年末中国石油、中国石化、中国海油在建工程金额分别为 2166.16 亿元、1951.96 亿元、1509.13 亿元，同比分别+0.77%、-6.49%、-4.05%，三家公司在建工程占行业比重为 81.83%。

估值与投资建议

截至 2026 年 5 月 5 日，SW 基础化工市盈率（TTM，剔除负值）为 29.51 倍，处在历史（2002 年至今）的 84.36%分位数；市净率为 2.61 倍，处在历史水平的 74.58%分位数；SW 石油石化市盈率（TTM）为 16.26 倍，处在历史（2002 年至今）的 49.68%分位数；市净率为 1.53 倍，处在历史水平的 53.17%分位数。考虑到本轮行业扩产已近尾声，“双碳”、“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，长期来看化工产业链全球市占率与竞争力持续提升，维持行业“强于大市”评级。中长期推荐投资主线：1、地缘冲突持续背景下油价维持中高位，优质石化、煤化工资产有望迎来价值重估；2、化工产业全球市占率与竞争力持续提升，行业龙头经营韧性凸显，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；2、“双碳”、“反内卷”等持续催化，关注供需格局持续向好子行业，包括炼化、聚酯、染料、有机硅、农药、制冷剂、磷化工等；3、下游行业快速发展，新材料领域公司发展空间广阔。推荐：中国石油、中国海油、卫星化学、宝丰能源、万华化学、华鲁恒升、新和成、中国石化、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、巨化股份、云天化、赛轮轮胎、安集科技、雅克科技、鼎龙股份、江丰电子、彤程新材、圣泉集团、东材科技、中材科技、莱特光电、蓝晓科技等。

风险提示

油价异常波动风险。宏观层面的不确定性可能加剧油价波动水平，而原油是基础化工行业的起点，其异常波动可能会对延伸产业链、企业营收带来负面影响。

国际贸易摩擦风险。对海外市场的出口是中国部分化工企业销售的重要组成部分，但近年来国际贸易保护主义盛行，如后续国际贸易摩擦超预期升级，可能对相关企业的产品出口销售产生不利影响。

周期持续下行风险。作为典型的周期性行业，化工行业目前处于去库存阶段，年初以来景气度持续低迷。当前行业估值处于历史低位，行业是否触底，需求端、供给端、成本端是否将迎来边际改善，存在一定的不确定性。

行业竞争加剧风险。近年来，我国基础化工行业部分关键技术取得新突破，但和国外企业相比，国内基础化工企业总体竞争力不强，面临竞争压力较大，企业发展面临一定的不确定性。

项目进展不及预期风险。近年来，部分细分领域龙头企业规划了较多新建产能，但当前政府审批进度不确定性较大，新建项目能否顺利推进具有较大不可预测性。

汇率变动的风险。部分企业拥有较大体量的进出口业务，由于人民币汇率存在波动，外汇结算带给企业的影响具有一定的不确定性。

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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。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