

2026年06月01日

供给降速，曙光初现

——2026年化工一季报总结

投资评级：看好（维持）

投资要点：

证券分析师

李辉

SAC: S1350526010001

lihui01@huayuanstock.com

张峰

SAC: S1350525120003

zhangfeng03@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

李佳骏

SAC: S1350526010004

lijiajun@huayuanstock.com

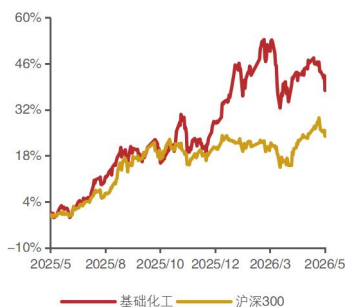
陶爱普

SAC: S1350526040002

taoai pu@huayuanstock.com

联系人

板块表现：



- 供给收缩及油价上涨，驱动行业涨价盈利回升。**化工 PPI 持续 3 年下行，2025 年化工行业景气度见底，行业盈利和产能利用率处于历史低位，行业固定资产投资累计同比增速下降 8%。2025 年下半年国家“反内卷”和淘汰老旧产能等政策推动下，2026 年 1 季度行业价格指数和盈利触底回升。据国家统计局数据，2025 年化学原料与制品行业实现收入 9.03 万亿元，同比增长 0.5%；实现利润总额 3766 亿元，同比下降 7.3%。2026 年 1 季度，化学原料与制品行业实现收入 2.25 万亿元，同比增长 6.6%；实现利润总额 1168.7 亿元，同比增长 54.5%，行业整体盈利回升。26Q1 归母净利润同比增幅最高的 5 个子行业分别为：粘胶、膜材料、钾肥、氮肥、纺织化学制品，净利润增速分别为：+843.8%、+289.2%、+131.1%、+82.7%、+77.5%。
- 油气开采：**2026 年一季度国内油气产量稳定提升，量价齐升带动“三桶油”业绩上行，其中国内原油产量达到 5480 万吨，同比+1.32%；天然气产量达到 680.7 亿方，同比+3.18%，但油服板块表现较弱，预期高油价下将有所好转；**炼化：**炼化企业归母净利润显著提升，主要由于油价上行带来的库存收益较大，主营炼厂开工率持续下降，预期石化产品供给将持续偏紧，炼化产品景气度有望提升，具备成本优势的头部企业有望受益；**煤化工&天然气化工：**中东地缘推动国内煤化工景气走高，预计在霍尔木兹海峡完全解封之前，煤化工产业链有望继续维持高景气。此外，油价中枢提升叠加乙烷价格走低，乙烷制乙烯利润显著提升，预计未来随着油价高位震荡，天然气化工景气仍将维持较高水平；**聚氨酯：**2026 年以来尤其是美伊战争后，MDI 价格和盈利大幅回升，同时受美伊战争影响，3 月底中东 MDI 公司 sadara 被证实停产，供给冲击持续加剧，预计后续 MDI 价格仍将上涨；**涤纶长丝：**26Q1 涤纶长丝在库存收益带动下，行业盈利有显著提升，头部企业继续维持协同减产策略，未来随着中下游补库需求提升，涤纶长丝景气度有望维持较好水平；**粘胶短纤：**我国粘胶短纤行业近几年没有新增产能，需求稳定增长，产能利用率和盈利震荡回升，2026 年以来棉花与粘胶短纤价差处于历史相对高位，有望带动粘胶短纤需求，进而推动粘胶短纤价格上涨；**饲料添加剂：**维生素下游饲料添加剂需求刚性较强，美伊战争后，霍尔木兹海峡封锁，原油运输受阻，蛋氨酸、VA 和 VE 等受此影响，供给收缩，下游库存处于历史低位，导致价格大幅上涨。未来随着下游养殖旺季来临，补库需求有望陆续释放，市场供需矛盾或将加剧，价格有望继续上涨；**农药：**在出口增值税退税政策取消、行业“反内卷”以及原油上涨抬升成本等因素的影响下，2026 年 3-4 月除草剂、杀虫剂、杀菌剂价格均实现可观涨幅，基本回到 2023 年的价格水平，高粮价+补库需求有望驱动农药景气度持续上行；**钾肥：**全球钾肥价格正经历 10 年内第二轮上涨周期，展望未来全球钾肥新增供给有限，我们预计需求仍将呈现稳定增长趋势，供需关系仍然紧张，价格或易涨难跌；**磷：**磷矿资源稀缺，截至 2026 年 5 月 13 日，中国磷矿石价格为 1037.5 元/吨，处于近十年历史高位，价格居高难下，2026 年以来，由于硫磺价格大幅增长，磷肥盈利处于历史低位，但因下游需求增长，磷酸铁毛利亏损收窄；**CCL 树脂：**AI 拉动全球算力规模持续升级，PCB 作为算力的基座，其上游材料也呈现性能要求升级+需求提升的双重态势，随着英伟达 GPU 1~2

年迭代一次，对应 CCL 材料也有望逐步从 M4（Low-loss）向 M8（Extreme Low Loss）、M10（Ultra Extreme Low Loss）升级，对应的树脂体系从双马向 PPO、碳氢、PTFE 等材料升级。在高速 CCL 需求快速增长下，国产高端 CCL 树脂供应链有望迎来战略性机遇；**有机硅**：过去几年有机硅行业扩产较多，2025 年为近年来首个无新增产能释放的年份，或表明有机硅投产高峰已过，下游新能源汽车、5G 基站、电子电力、光伏等细分领域的需求增量可观。“反内卷”背景下，有机硅行业盈利明显修复，有机硅中间体单吨毛利由 2025 年 9 月亏损 2 千元的水平涨至 2026 年 2 月盈利近 2 千元的水平，截至 2026 年 5 月 15 日有机硅中间体单吨毛利维持在 1634 元的水平。

- **投资建议：基础化工**：化工 PPI 持续 3 年下行，固定资产投资增速降至历史低位，供需有望逐步改善。美伊战争中东原料供应受阻，行业被动减产，供需加速改善。看好受益于高油价的煤化工和天然气化工，农化产品如钾肥和农药，化纤如涤纶长丝和粘胶短纤；看好成本转嫁能力强的寡头格局产品如 MDI；看好需求刚性减产价格弹性较大的饲料添加剂如蛋氨酸维生素。AI 算力需求大幅增长，看好上游材料如 CCL 高速树脂。**石油化工**：在中东地缘影响下，我们预期油价将继续维持高位震荡的走势，且霍尔木兹海峡封锁时间越久，油价上涨的概率越高，因此上游资产值得重视，油公司和油服公司有望受益于高油价；中游炼化在原料逐步紧缺的背景下，行业开工率或存在进一步下降的空间，对于成本低且原料相对充足的头部企业或存在一定利好；下游涤纶长丝板块在行业协同减产背景下，预计价差仍将维持较好水平，若未来终端补库需求来临，涤纶长丝景气或将有所提升。
- **风险提示：原材料价格波动风险；需求不及预期风险；安全事故风险。**

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 供给降速，曙光初现..... | 6 |
| 2. 整体复苏，结构分化..... | 8 |
| 3. 重点子行业..... | 8 |
| 3.1. 油气开采：油气量价齐升，业绩弹性较大..... | 8 |
| 3.2. 炼化：油价上行带动炼化库存收益提升..... | 9 |
| 3.3. 煤化工&天然气化工：中东地缘与高油价带动景气度提升..... | 11 |
| 3.4. 聚氨酯：供给冲击持续加剧，社会库存降至历史低位..... | 12 |
| 3.5. 涤纶长丝：库存收益带动盈利提升，协同减产推动下游顺价..... | 13 |
| 3.6. 粘胶短纤：供给无新增，看好行业盈利复苏..... | 14 |
| 3.7. 饲料添加剂：需求刚性较强，供给扰动下价格展现弹性..... | 15 |
| 3.8. 农药：增值税出口退税、“反内卷”、原油价格抬升带动价格回暖..... | 16 |
| 3.9. 钾肥：全球供需紧张致价格上移，老挝钾重要性逐步提升..... | 18 |
| 3.10. 磷：矿石价格高位维持，硫磺挤压肥料盈利，磷酸铁价利略增..... | 20 |
| 3.11. CCL树脂：材料升级+原料涨价，国产渗透加速..... | 21 |
| 3.12. 有机硅：“反内卷”，有机硅迎来曙光..... | 22 |
| 4. 投资建议..... | 23 |
| 5. 风险提示..... | 23 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 2022 年至今化工 PPI 持续下行 | 6 |
| 图表 2: 2025 年化学原料与制品行业利润率降至历史低位 | 6 |
| 图表 3: 2025 年化学原料与制品固定资产投资累计同比增速-8% | 6 |
| 图表 4: 2025 年化学原料与制品行业产能利用率降至历史低位 | 6 |
| 图表 5: 2026 年以来化工品价格指数大幅上涨 | 7 |
| 图表 6: 2026 年 Q1 化学原料与制品行业利润总额同比增长 54.5% | 7 |
| 图表 7: 布伦特原油期货结算价走势 (美元/桶) | 7 |
| 图表 8: 二级化工子行业归母净利润同比增速 | 8 |
| 图表 9: 三级化工子行业归母净利润同比增速 | 8 |
| 图表 10: 中国原油产量累计值 (万吨) | 9 |
| 图表 11: 中国天然气产量累计值 (亿方) | 9 |
| 图表 12: 中海油资本开支 (亿元) | 9 |
| 图表 13: 中国原油加工量和进口量 (千吨) | 10 |
| 图表 14: 主营炼厂和地炼开工率 | 10 |
| 图表 15: 尿素价格与毛利 (元/吨) | 11 |
| 图表 16: 煤制烯烃盈利 (元/吨) | 11 |
| 图表 17: 乙烷制乙烯盈利 | 11 |
| 图表 18: 丙烷脱氢制丙烯盈利 | 11 |
| 图表 19: 2025 年中国 MDI 开工率下行 | 12 |
| 图表 20: MDI 毛利 2026 年见底回升 | 12 |
| 图表 21: 中国 MDI 社会库存降至历史低位 | 12 |
| 图表 22: 2026 年 3 月起中国 MDI 市场价见底回升 | 12 |
| 图表 23: 涤纶长丝供需情况 (千吨) | 13 |
| 图表 24: 涤纶长丝开工负荷率 | 13 |
| 图表 25: 涤纶长丝价差 (元/吨) | 13 |
| 图表 26: 粘胶短纤产能利用率升至高位 | 14 |
| 图表 27: 2023-2025 年中国粘胶短纤需求稳定增长 | 14 |
| 图表 28: 2026 年 4 月以来, 粘胶短纤库存降至历史低位 | 14 |
| 图表 29: 2026 年以来, 粘胶短纤价格毛利企稳回升 | 14 |

| | |
|---|----|
| 图表 30: 预计 2026 年棉花减产全球库存消费比降至历史低位 | 15 |
| 图表 31: 2026 年以来棉花与粘胶短纤价差处于历史相对高位 | 15 |
| 图表 32: 维生素价格指数 2026 年触底回升 | 15 |
| 图表 33: 2018 年以来中国饲料产量保持稳定增长 | 15 |
| 图表 34: 2026 年 3 月以来蛋氨酸、维生素 A/E 价格大幅上涨 | 16 |
| 图表 35: 主要饲料企业 2025 年以来存货周转率持续提升 | 16 |
| 图表 36: 2025 年全球维生素 E 供给高度集中 | 16 |
| 图表 37: 2025 年全球蛋氨酸供给高度集中 | 16 |
| 图表 38: 中农立华农药原药价格指数 | 17 |
| 图表 39: 中国除草剂出口数量, 千吨 | 17 |
| 图表 40: 中国杀虫剂出口数量, 千吨 | 17 |
| 图表 41: 中国杀菌剂出口数量, 千吨 | 17 |
| 图表 42: 全球主要粮食作物期货价格走势 | 18 |
| 图表 43: 美国农化品存货额及同比增速 | 18 |
| 图表 44: 2024 年 10 月至今, 全球氯化钾价格稳中向上 | 19 |
| 图表 45: 2025 年 2 月至今, 中国氯化钾批发价格指数高位稳定 | 19 |
| 图表 46: 中国钾肥消费量逐步提高, 但自给率低 | 19 |
| 图表 47: 中国进口自老挝的钾肥占比提升明显 | 19 |
| 图表 48: 当前全球磷矿价格中枢偏高 (美元/吨) | 20 |
| 图表 49: 2023 年底至今中国磷矿价格高位维持 (元/吨) | 20 |
| 图表 50: 2025 年以来硫磺涨价挤压磷肥利润 | 20 |
| 图表 51: 2025 年 11 月以来磷酸铁毛利亏损收窄 | 20 |
| 图表 52: CCL 高速树脂核心逻辑: 材料升级+国产替代 | 21 |
| 图表 53: CCL 用树脂 DK/DF 分布图 | 21 |
| 图表 54: 各树脂体系性能指标 | 21 |
| 图表 55: 有机硅单体投产高峰或已过, 需求快速增长 | 22 |
| 图表 56: 有机硅下游新兴领域需求保持快速增长 | 22 |
| 图表 57: “反内卷”, 有机硅行业盈利明显修复 | 23 |

1. 供给降速，曙光初现

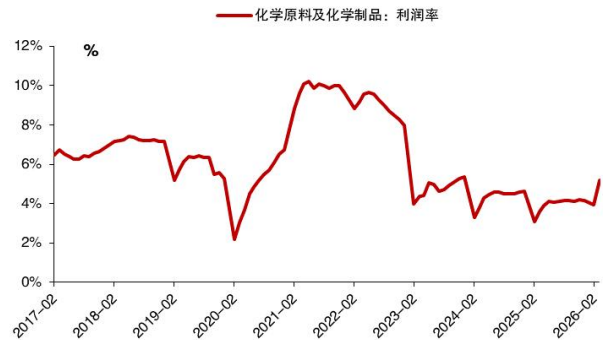
化工 PPI 自 2022 年开始持续 3 年下行，2025 年化工行业景气见底，行业盈利和产能利用率均处于历史低位，行业固定资产投资累计同比增速下降 8%。2025 年下半年国家“反内卷”和淘汰老旧产能等政策推动下，2026 年 1 季度行业价格指数和盈利触底回升。

图表 1：2022 年至今化工 PPI 持续下行



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：2025 年化学原料与制品行业利润率降至历史低位



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 3：2025 年化学原料与制品固定资产投资累计同比增速-8%



资料来源：Wind，华源证券研究所

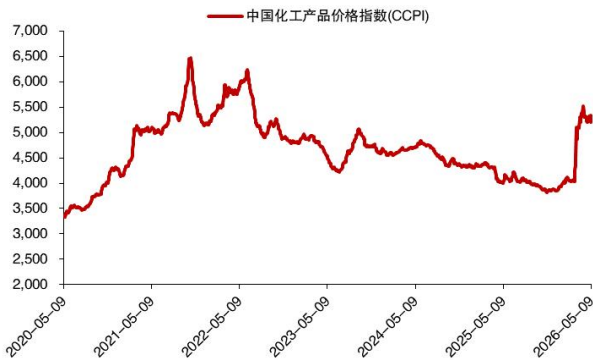
图表 4：2025 年化学原料与制品行业产能利用率降至历史低位



资料来源：Wind，华源证券研究所

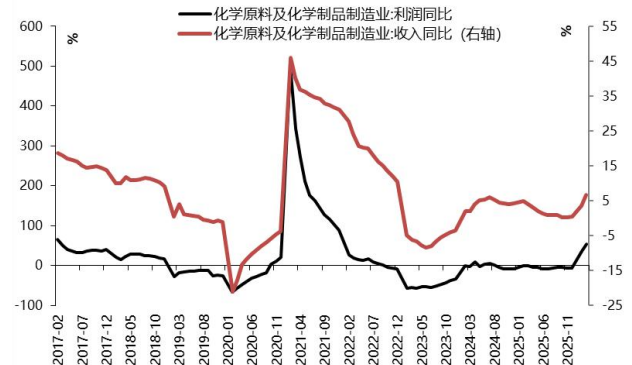
化工行业供给收缩叠加油价上涨，驱动化工品价格上涨及盈利回升。根据化工在线数据，截至 2026 年 5 月 9 日，CCPI 化工产品价格指数为 5190 点，较年初上涨 32.1%。据国家统计局数据，2025 年化学原料与制品行业实现收入 9.03 万亿元，同比增长 0.5%；实现利润总额 3766 亿元，同比下降 7.3%。2026 年 1 季度，化学原料与制品行业实现收入 2.25 万亿元，同比增长 6.6%；实现利润总额 1168.7 亿元，同比增长 54.5%。

图表 5：2026 年以来化工品价格指数大幅上涨



资料来源：Wind，化工在线，华源证券研究所

图表 6：2026 年 Q1 化学原料与制品行业利润总额同比增长 54.5%



资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

中东地缘带动原油价格走强。2026 年一季度布伦特原油期货结算价均价达到 78.38 美元/桶，同比+4.54%，环比+24.26%。2026 年一季度油价利好因素主要在于地缘政治，2 月底伴随美国和以色列对中东国家发动军事打击，中东地缘逐步冲突升级，霍尔木兹海峡航运危机进一步加速了油价上涨；利空因素主要在于欧佩克+增产重启与淡季累库，3 月欧佩克+主要产油国宣布将于 2026 年 4 月再度逐步恢复 165 万桶/天的联合减产，其中 4 月增产 20.6 万桶/天，在供给紧缺的背景下，增产对于油价影响效果相对较弱，最终油价呈现震荡上行的走势。预计未来在地缘影响下，短期油价或将维持高位震荡，局势未出现明显升级下，布伦特油价或将维持 90-120 美元/桶；若局势升级，我们认为布伦特油价期货结算价或将提升至 120 美元/桶。

图表 7：布伦特原油期货结算价走势（美元/桶）

期货结算价(连续):布伦特原油



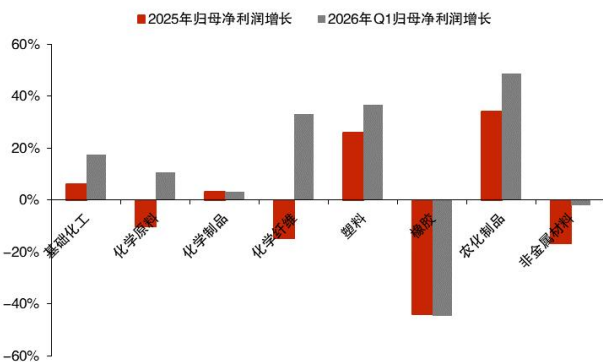
资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 整体复苏，结构分化

2025年和2026年1季度,基础化工行业上市公司收入同比增速分别为+4.7%和+13.3%,归母净利润增速分别为+6.1%和+17.7%(申万行业分类,流通市值加权平均)。二级子行业中,化学原料、化学制品、化学纤维、塑料、橡胶、农化制品和非金属材料2025年归母净利润同比增速分别为-10%/+3.3%/-14.5%/+25.9%/-44%/+34.2%/-16.6%,2026年1季度归母净利润同比增速分别为+10.7%/+3.4%/+33.3%/+36.7%/-44.6%/+48.8%/-1.9%。

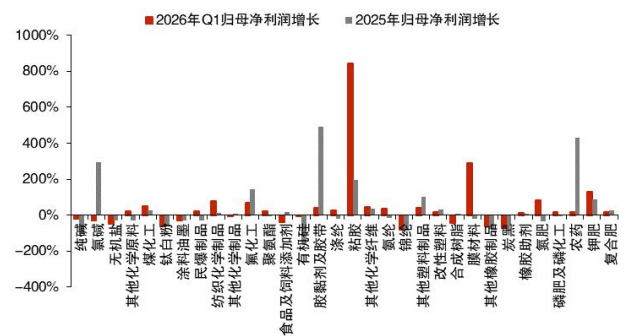
三级子行业中,2025年和2026年1季度归母净利润同比均增长的分别是:煤化工、纺织化学制品、氟化工、胶黏剂及胶带、粘胶、其他化学纤维、其他塑料制品、改性塑料、橡胶助剂、农药、钾肥、复合肥;归母净利润同比均下滑的分别是:纯碱、无机盐、钛白粉、涂料油墨、有机硅、锦纶、其他橡胶制品、炭黑;归母净利润2025年同比为正但26Q1同比为负的分别是:氯碱、其他化学制品、食品及饲料添加剂、合成树脂;归母净利润2025年同比为负但26Q1同比为正的分别是:其他化学原料、民爆制品、聚氨酯、涤纶、氨纶、膜材料、氮肥、磷肥及磷化工。2026年1季度归母净利润增幅最高的5个子行业分别为:粘胶(yoy+843.8%)、膜材料(yoy+289.2%)、钾肥(yoy+131.1%)、氮肥(yoy+82.7%)、纺织化学制品(yoy+77.5%)。

图表8: 二级化工子行业归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 华源证券研究所 注: 采用申万行业分类

图表9: 三级化工子行业归母净利润同比增速



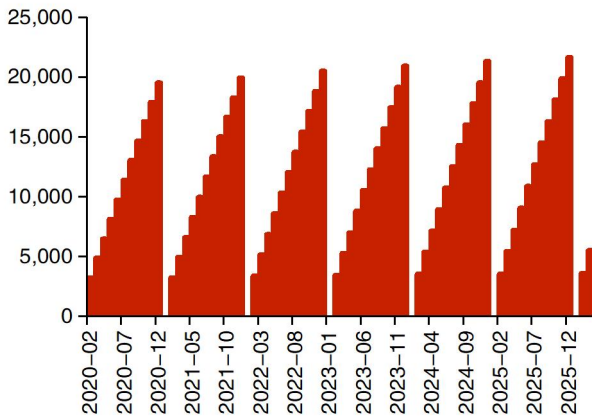
资料来源: Wind, 华源证券研究所 注: 采用申万行业分类

3. 重点子行业

3.1. 油气开采: 油气量价齐升, 业绩弹性较大

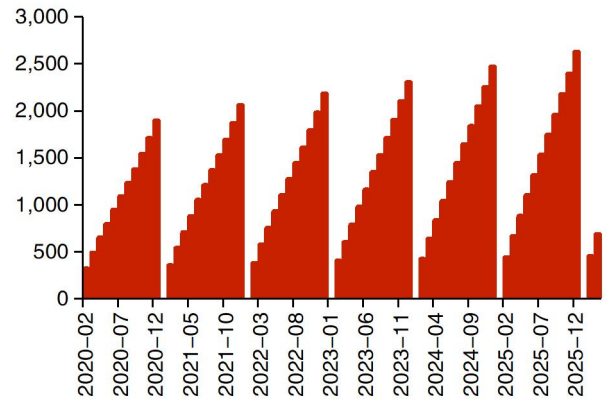
国内油气产量稳定提升,量价齐升带动“三桶油”业绩上行。2026年一季度,国内原油产量达到5480万吨,同比+1.32%;天然气产量达到680.7亿方,同比+3.18%。公司层面,26Q1中国海油油气产量达到205.1百万桶油当量,同比+8.6%;中国石油油气产量达到470.2百万桶油当量,同比+0.7%;中国石化油气产量达到131.5百万桶油当量,同比+0.4%。量价齐升下,“三桶油”业绩表现优异,26Q1中国海油实现归母净利润391.4亿元,同比+7.1%;中国石油实现归母净利润483.3亿元,同比+3.3%;中国石化实现归母净利润170.1亿元,同比+28.2%。

图表 10: 中国原油产量累计值 (万吨)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

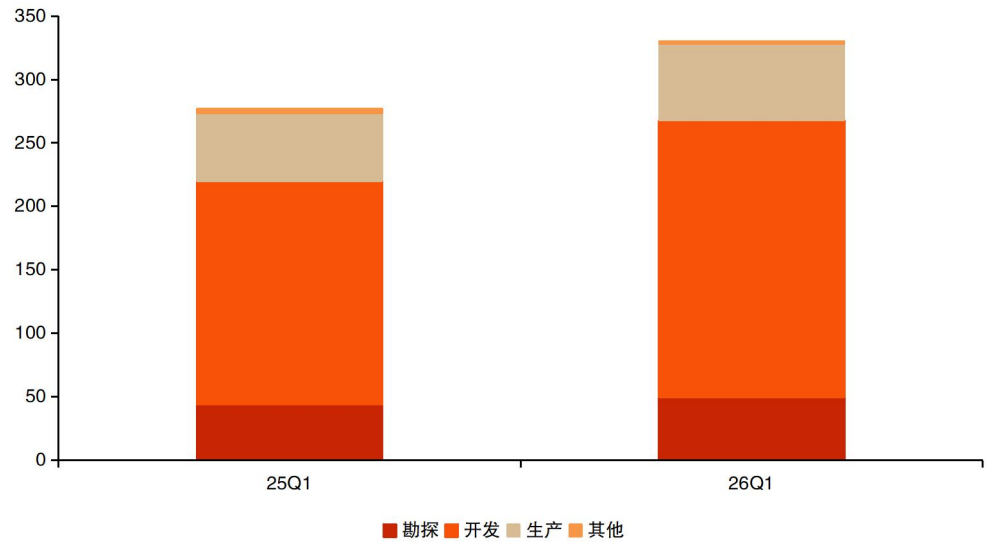
图表 11: 中国天然气产量累计值 (亿方)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

油服板块表现较弱,预期高油价下将有所好转。26Q1 中国海油资本开支达到 330.2 亿元,同比+19.2%。2026 年一季度油服板块景气度有所下滑,其中中海油服实现归母净利润 8.56 亿元,同比-3.5%;海油工程实现归母净利润 4.38 亿元,同比-19%;海油发展实现归母净利润 6.37 亿元,同比+7%。我们预计在中海油资本开支提升下,油服公司国内订单存在好转预期,并且随着未来油价中枢提升,预期油服公司海外订单将有所好转,带动油服景气提升。

图表 12: 中海油资本开支 (亿元)



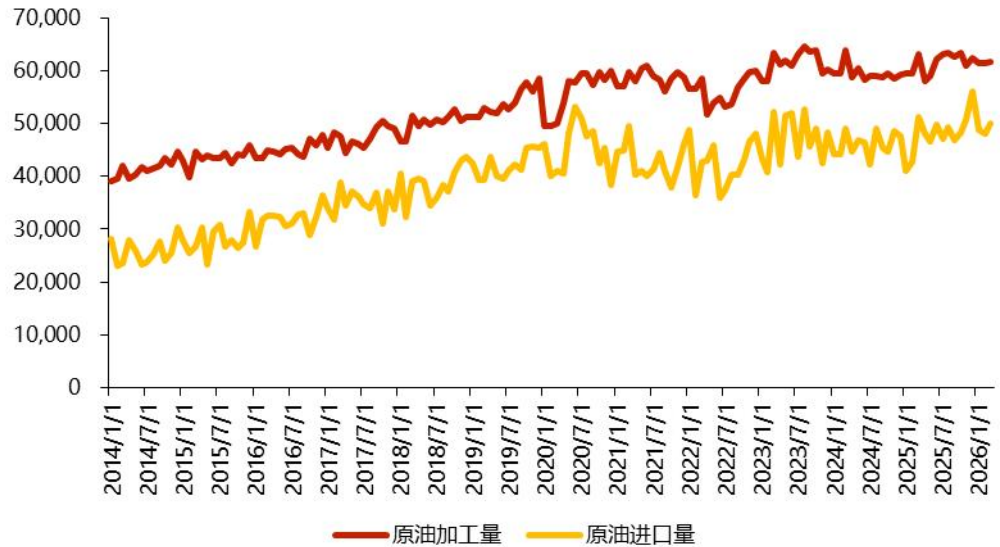
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

3.2. 炼化: 油价上行带动炼化库存收益提升

26Q1 主要炼化企业归母净利润显著提升,主要由于油价上行带来的库存收益较大。公司方面,恒力石化实现归母净利润 39.1 亿元,同比+90.7%;荣盛石化实现归母净利润 28.2 亿元,同比+378.5%;东方盛虹实现归母净利润 14.3 亿元,同比+319.9%;恒逸石化实现归母净利

润 20 亿元，同比+3773.8%。炼化企业通常会储备 2-3 个月的原油库存，在油价上行过程中，库存收益较为明显，因此 2026Q1 主要炼化企业盈利提升较为显著。

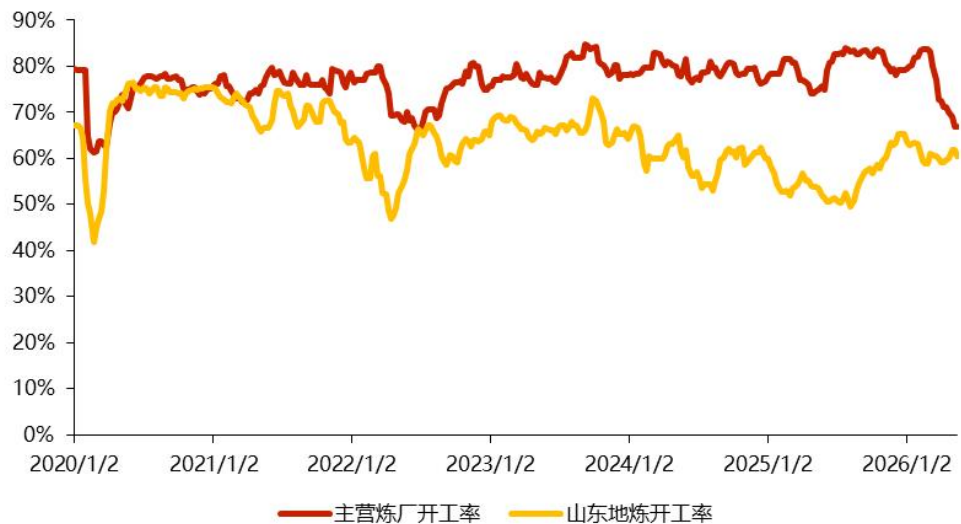
图表 13：中国原油加工量和进口量（千吨）



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

2026 年 3 月以来主营炼厂开工率持续下降，预期石化产品将供给偏紧。截至 5 月 14 日，国内主营炼厂开工率达到 66.84%，持续走低，目前已经达到历史底部水平；山东地炼开工率达到 60.48%，维持较高水平。根据历史情况，我们判断通常主营炼厂开工率在 80%左右，开工率低于 70%的情况下，意味着炼厂经营压力较大或面临原料不足等问题，预计后续在供给收缩下，炼化产品景气度将提升，具备成本优势的头部企业有望受益。

图表 14：主营炼厂和地炼开工率

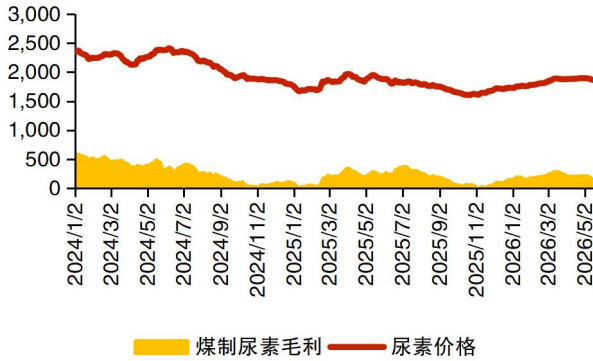


资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

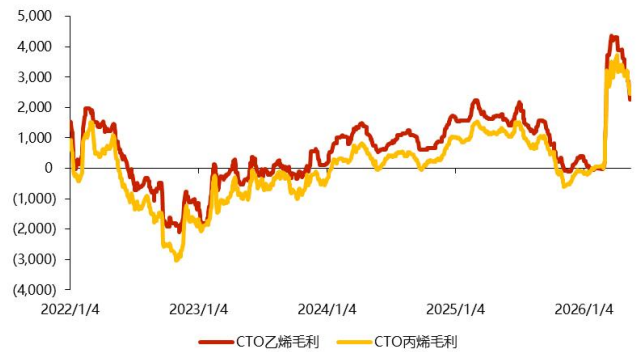
3.3. 煤化工&天然气化工：中东地缘与高油价带动景气度提升

中东地缘推动国内煤化工景气度走高。26Q1 中东地缘导致全球尿素供应紧张，尿素景气维持较高水平；在高油价影响下，26 年 3 月以来煤制烯烃利润也显著抬升。26Q1 主要煤化工企业业绩普遍有显著提升，其中鲁恒升实现归母净利润 11.2 亿元，同比+58%；鲁西化工实现归母净利润 4.4 亿元，同比+6.1%；宝丰能源实现归母净利润 36.6 亿元，同比+50.2%。预计在霍尔木兹海峡完全解封之前，煤化工产业链有望继续维持高景气。

图表 15：尿素价格与毛利（元/吨）



图表 16：煤制烯烃盈利（元/吨）

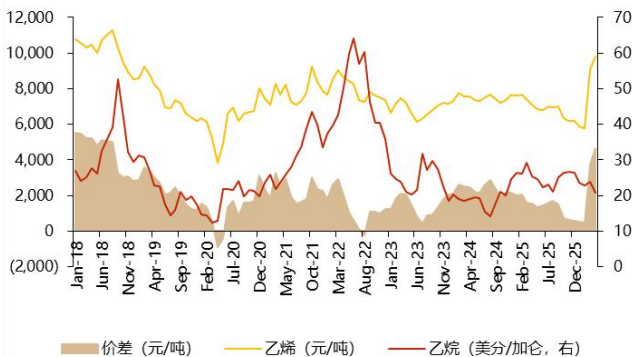


资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

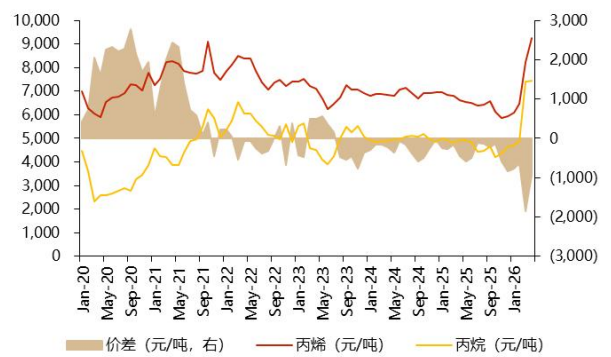
资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

26 年 3 月以来油价中枢提升叠加乙烷价格走低，乙烷制乙烯利润显著提升。26Q1 乙烷价格震荡下行，而乙烯价格跟随油价提升，乙烷制乙烯利润显著抬升；丙烷在中东地缘影响下，价格也有明显提升，丙烷制丙烯利润有所收窄，但具备丙烷冻库的企业库存或存在一定收益。公司方面，26Q1 卫星化学实现归母净利润 21.2 亿元，同比+35%；东华能源实现归母净利润 1.6 亿元，同比+203.8%。预计未来随着油价高位震荡，天然气化工景气度仍将维持较高水平。

图表 17：乙烷制乙烯盈利



图表 18：丙烷脱氢制丙烯盈利



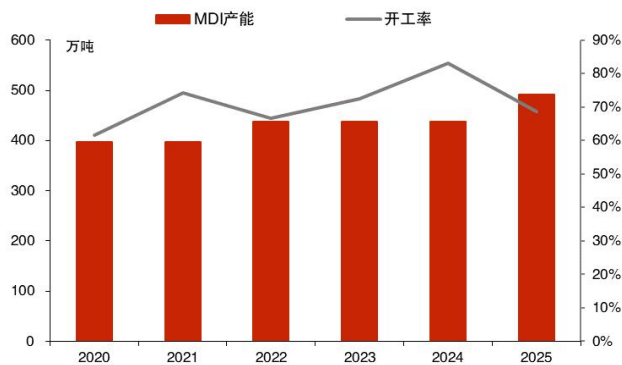
资料来源：彭博，卓创资讯，华源证券研究所

资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

3.4. 聚氨酯：供给冲击持续加剧，社会库存降至历史低位

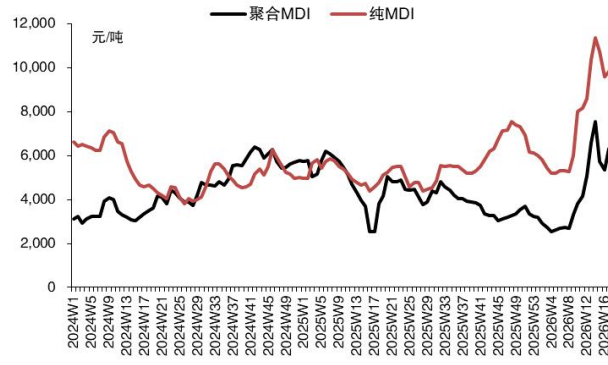
2025 年 MDI 需求受中美贸易摩擦和地产景气下行影响，需求增长放缓。产能释放，开工率下行，行业盈利下行。据卓创资讯数据，2025 年中国 MDI 开工率 68.6%，较 2024 年下降 14.5pct。

图表 19：2025 年中国 MDI 开工率下行



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

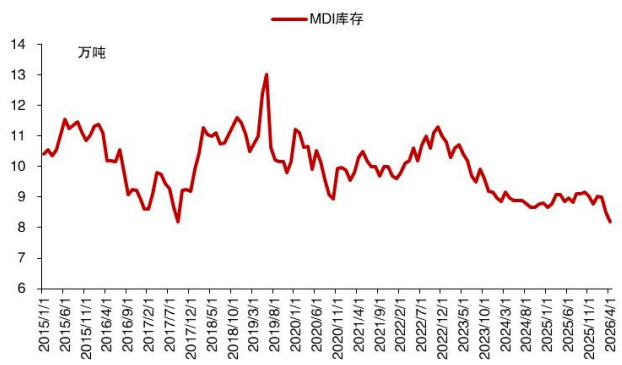
图表 20：MDI 毛利 2026 年见底回升



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

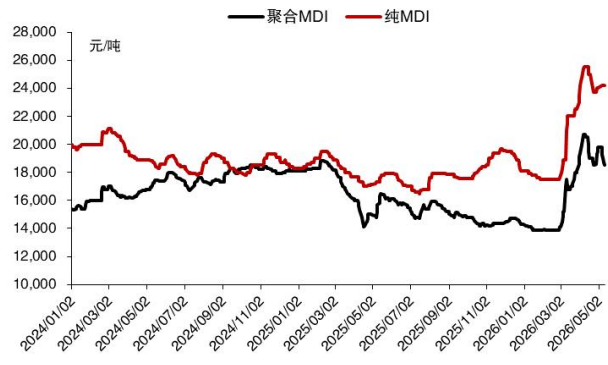
2026 年以来尤其是美伊战争后，MDI 价格和盈利大幅回升。据百川盈孚数据，截至 26 年 5 月 15 日，国内纯 MDI 和聚合 MDI 市场价分别为 2.38/1.85 万元/吨，较 2026 年年初分别上涨 31.5%和 30.3%；截至 2026W19，吨毛利分别为 10453/5753 元/吨，较 2026 年年初分别上涨 74.6%和 80.6%。

图表 21：中国 MDI 社会库存降至历史低位



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 22：2026 年 3 月起中国 MDI 市场价见底回升



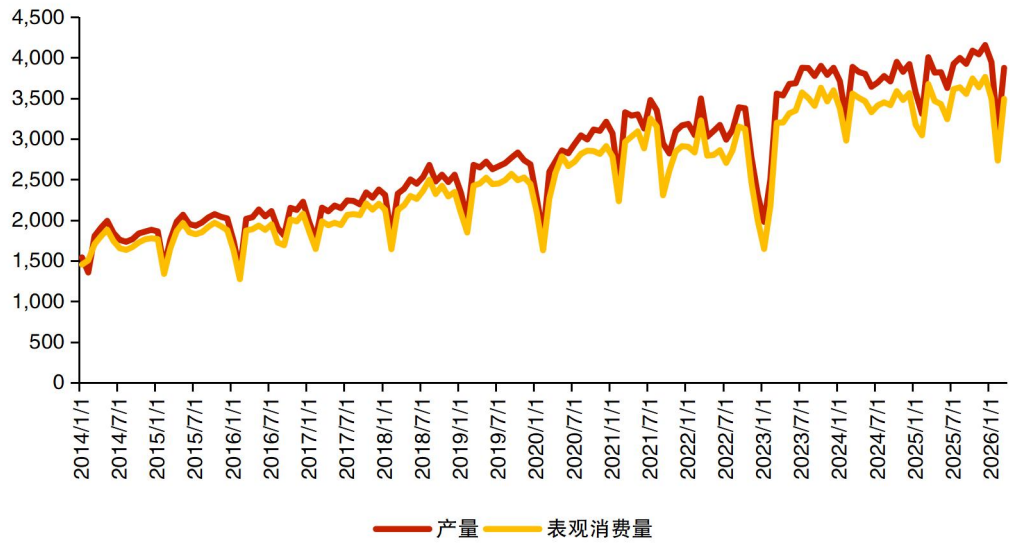
资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

受美伊战争影响，3 月底中东 MDI 公司 sadara 被证实停产，供给冲击持续加剧。据卓创资讯数据，截至 2026 年 4 月底中国 MDI 社会库存降至 8.2 万吨，处于历史低位。我们预计后续 MDI 价格仍将上涨。

3.5. 涤纶长丝：库存收益带动盈利提升，协同减产推动下游顺价

26Q1 涤纶长丝在库存收益带动下，行业盈利有显著提升。一季度国内涤纶长丝产量达到 1090.8 万吨，同比+0.3%；表观消费量达到 971.7 万吨，同比-1.7%，表现相对平淡。在油价上涨带动原材料价格提升的背景下，涤纶长丝企业盈利显著或受益于库存收益提升，其中 26Q1 新凤鸣实现归母净利润 3.7 亿元，同比+20.2%；桐昆股份实现归母净利润 19 亿元，同比+210.6%，剔除投资收益后，主业净利润达到 10.1 亿元，同比+183.5%。

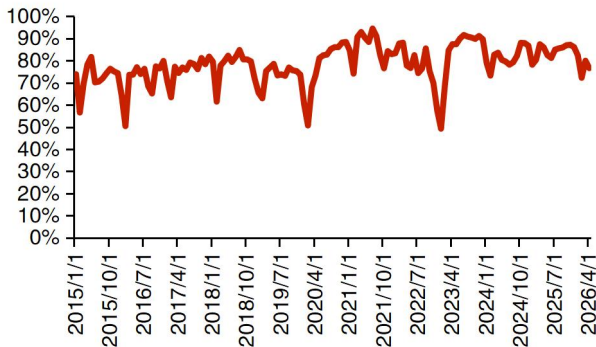
图表 23：涤纶长丝供需情况（千吨）



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

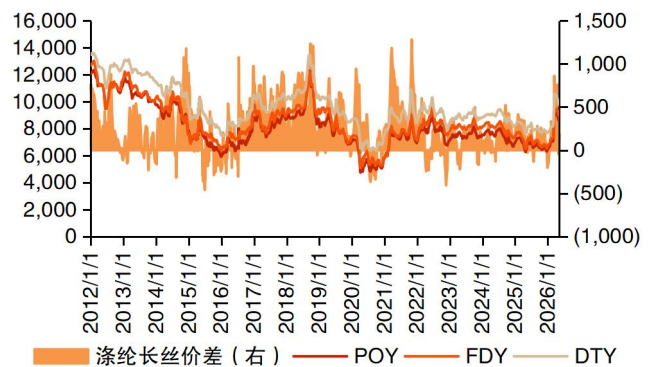
头部企业协同减产，涤纶长丝价差显著提升。2026 年涤纶长丝头部企业继续维持协同减产策略，行业平均开工负荷率不足 80%，在供应收缩下，3 月份以来，涤纶长丝价差水平显著提升。在协同减产策略下，涤纶长丝顺价情况较好，未来随着中下游补库需求提升，涤纶长丝景气度有望维持较好水平。

图表 24：涤纶长丝开工负荷率



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 25：涤纶长丝价差（元/吨）



资料来源：Wind，华源证券研究所

3.6. 粘胶短纤：供给无新增，看好行业盈利复苏

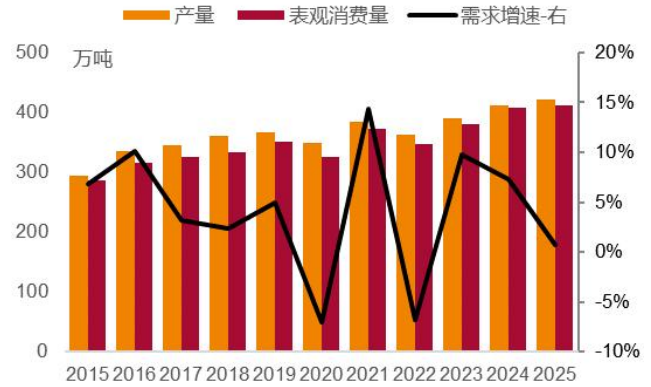
我国粘胶短纤行业近几年没有新增产能，需求稳定增长，2022 年以来产能利用率和盈利震荡回升。据百川盈孚统计，2025 年底行业总产能为 485 万吨/年，产量为 422 万吨/年，同比增长 2.38%，产能利用率约 87%，接近历史高位。

图表 26：粘胶短纤产能利用率升至高位



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

图表 27：2023-2025 年中国粘胶短纤需求稳定增长



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

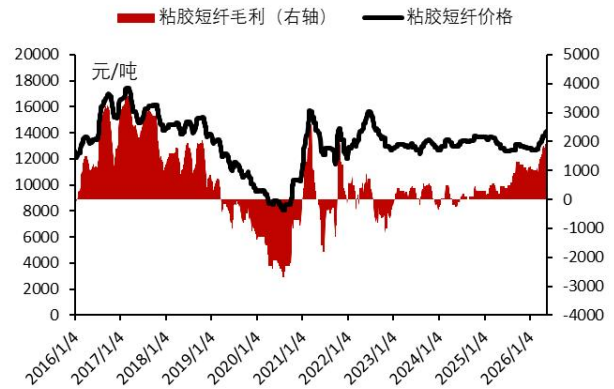
粘胶短纤下游主要用于纺织服装和无纺布等，2012-2025 年需求 CAGR 为 4.4%。据百川盈孚数据，截至 5 月 15 日行业工厂库存约 6.9 万吨，降至近 6 年历史低位。高开工低库存，粘胶短纤供需持续好转。截至 5 月 19 日粘胶短纤价格 1.41 万元/吨，较年初上涨 10.2%，毛利较年初相比也持续上升。

图表 28：2026 年 4 月以来，粘胶短纤库存降至历史低位



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

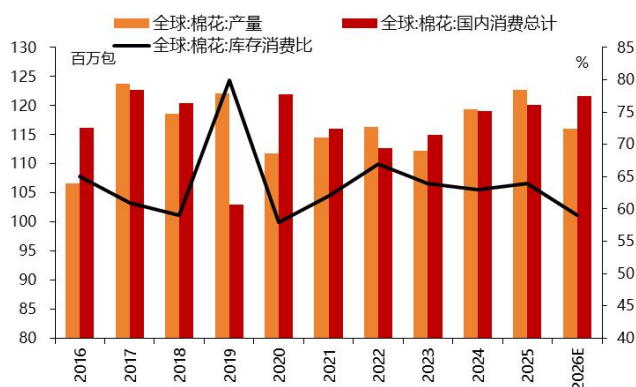
图表 29：2026 年以来，粘胶短纤价格毛利企稳回升



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

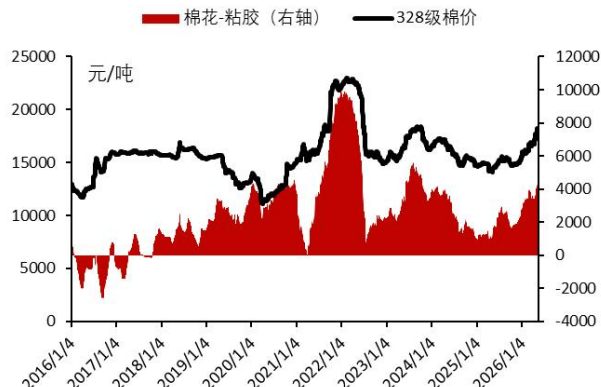
根据美国农业部发布的全球棉花供需预测报告，26/27 年全球棉花产量较上年度减少 143.7 万吨，消费量增加 34 万吨，预计 2026 年期末库存消费比将降至 59%，同比下降 5pct，降至近十年低位。考虑到今年可能发生厄尔尼诺，全球产量可能存在一定变数。受此影响，国内 3128B 棉价年初至今持续上涨。据全国棉花交易市场数据，截至 5 月 19 日 3128B 棉价 17602 元/吨，较年初上涨 13.15%。棉价与粘胶价差 3500 元/吨，处于近 10 年相对高位。

图表 30：预计 2026 年棉花减产全球库存消费比降至历史低位



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

图表 31：2026 年以来棉花与粘胶短纤价差处于历史相对高位



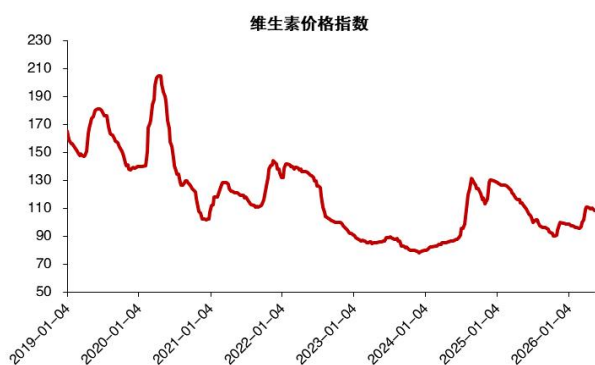
资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

粘胶短纤俗称人造棉，性能与棉花接近。2026 年以来棉花与粘胶短纤价差处于历史相对高位，有望带动粘胶短纤需求，进而推动粘胶短纤价格上涨。

3.7. 饲料添加剂：需求刚性较强，供给扰动下价格展现弹性

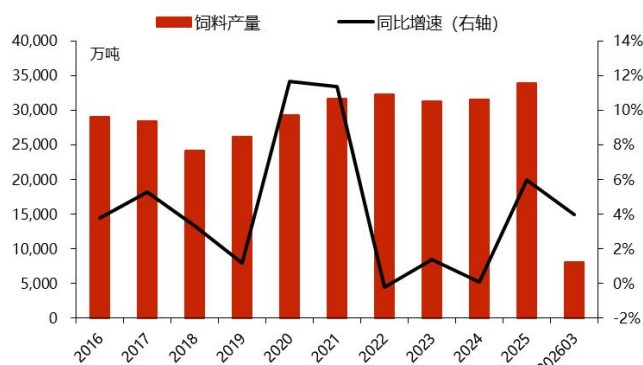
2025 年我国生猪、家禽养殖盈利能力下降，饲料原料价格整体震荡下行。行业新建项目持续增加，部分新厂家新建产能投产，维生素市场价格承压。据博亚和讯数据，2025 年 VA/VE 均价分别为 76.57/86.8 元/公斤，同比分别下跌 42.6%/14%。但维生素下游饲料添加剂需求刚性较强，据博亚和讯研究，预计 2025 年全年饲料消费量同比增长 5%左右。

图表 32：维生素价格指数 2026 年触底回升



资料来源：Wind，华源证券研究所

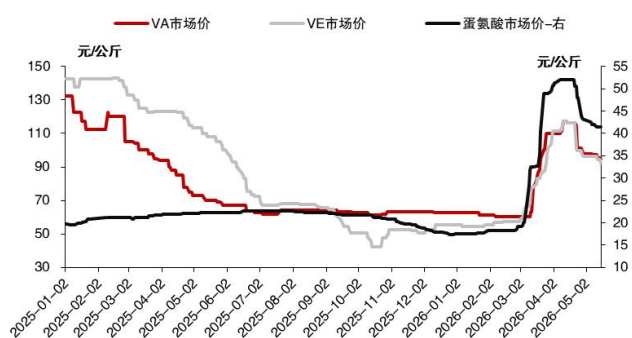
图表 33：2018 年以来中国饲料产量保持稳定增长



资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

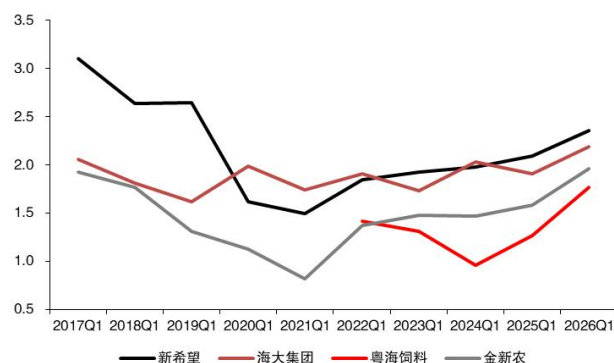
2026 年 3 月以来，供给扰动，需求刚性较强导致饲料添加剂价格大幅上涨。美伊战争后，霍尔木兹海峡封锁，原油运输受阻。蛋氨酸、维生素 A 和 E 等受此影响，供给收缩，下游库存处于历史低位，导致价格大幅上涨。根据博亚和讯数据，截至 5 月 15 日，VA/VE/蛋氨酸市场价分别为 95/92.5/41.5 元/公斤，较年初分别大幅上涨 52%/66.7%/135.8%。

图表 34：2026 年 3 月以来蛋氨酸、维生素 A\E 价格大幅上涨



资料来源：Wind，博亚和讯，华源证券研究所

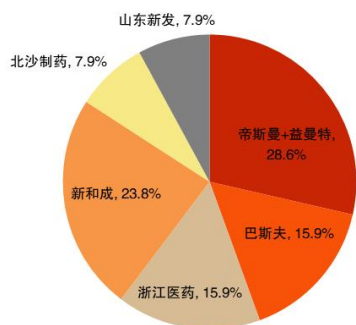
图表 35：主要饲料企业 2025 年以来存货周转率持续提升



资料来源：Wind，华源证券研究所

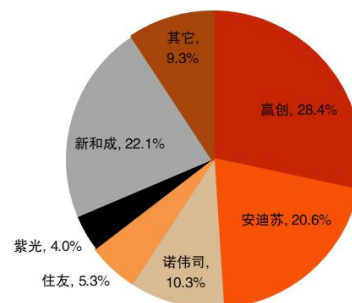
由于维生素及蛋氨酸订单周期为月单甚至季度单，3 月以来产品大幅涨价或将在 Q2、Q3 逐步体现。4 月至今价格回落主要由于：（1）中东局势有所缓和，前期因恐慌抢购积累的市场情绪得到释放，贸易商出于落袋为安的心理，阶段性加大出货力度。（2）下游饲料企业在 3-4 月集中补库后，当前库存水平有所回升，采购节奏放缓。但进入 6 月后，预计龙头公司或存高温检修，装置或陆续停车，国内产量有望下降。下游养殖旺季来临，补库需求有望陆续释放，市场供需矛盾或将加剧，价格有望继续上涨。

图表 36：2025 年全球维生素 E 供给高度集中



资料来源：博亚和讯，华源证券研究所

图表 37：2025 年全球蛋氨酸供给高度集中

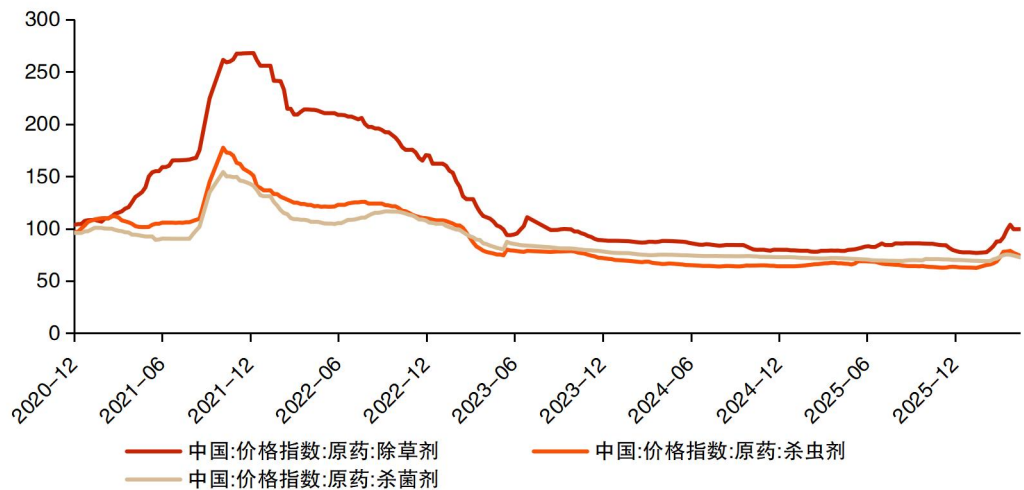


资料来源：博亚和讯，华源证券研究所

3.8. 农药：增值税出口退税、“反内卷”、原油价格抬升带动价格回暖

2026 年以来，农药原药价格呈现 1-2 月承压下行，3-4 月加速上行，5 月略有回落的态势，其中在增值税出口退税政策取消、行业“反内卷”以及原油价格上涨抬升原材料成本等因素的影响下，3-4 月除草剂、杀虫剂、杀菌剂价格均实现可观涨幅，基本回到 2023 年的价格水平。

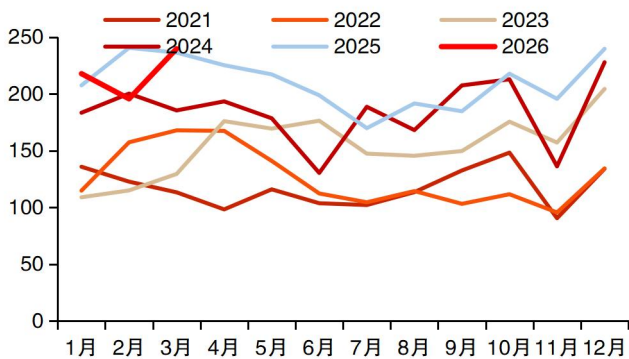
图表 38：中农立华农药原药价格指数



资料来源：Wind，中农立华官网，华源证券研究所

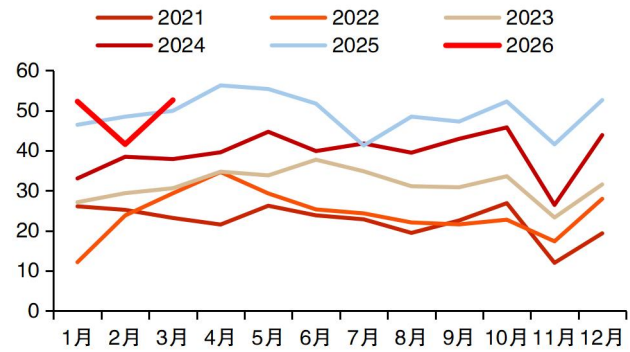
2026 年 1 月 8 日，我国财政部、税务总局公告，自 4 月 1 日起，取消部分农药原药/中间体的增值税出口退税。出口退税取消带动了部分海外客户提前备库，从海关总署发布的出口数据可以观察到，2026 年 Q1 我国农药原药（尤其是除草剂和杀虫剂）出口开局良好，基本达到过去五年的较高水平。

图表 39：中国除草剂出口数量，千吨



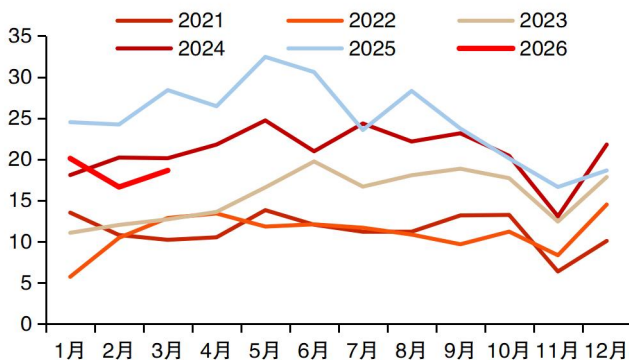
资料来源：Wind，海关总署，华源证券研究所

图表 40：中国杀虫剂出口数量，千吨



资料来源：Wind，海关总署，华源证券研究所

图表 41：中国杀菌剂出口数量，千吨



资料来源：Wind，海关总署，华源证券研究所

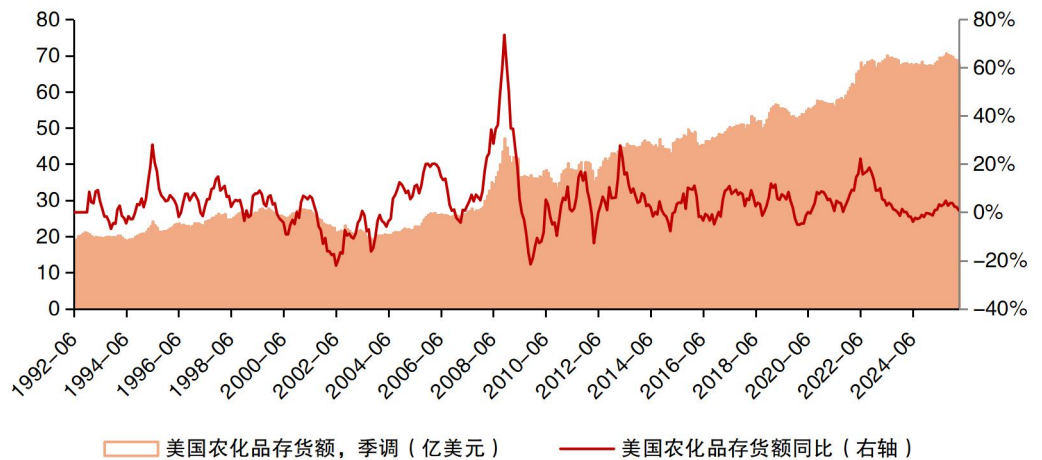
高粮价+补库需求有望驱动农药景气度持续上行。2026年在厄尔尼诺天气+库存历史低位+地缘局势影响下，全球主要粮食作物大豆、玉米、小麦价格逐步走高，由此有望从需求端拉动上游农化产业链景气上行。自2022年6月以来，美国农化品存货额增长有限，已持续消化4年，若高油价驱动粮价进一步走高，有望驱动南、北美等地区开启农药补库。

图表 42：全球主要粮食作物期货价格走势



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 43：美国农化品存货额及同比增速



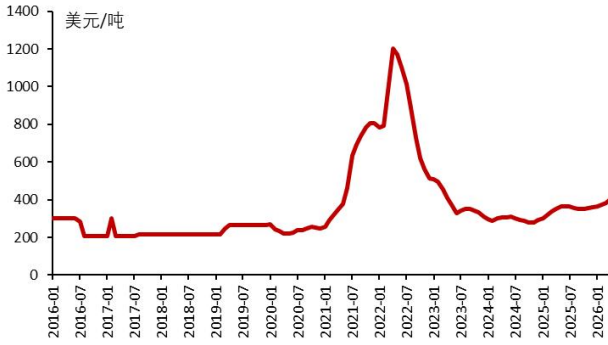
资料来源：Wind，华源证券研究所

3.9. 钾肥：全球供需紧张致价格上移，老挝钾重要性逐步提升

全球钾肥价格正经历 10 年内第二轮上涨周期：回顾钾肥近 10 年价格周期，一共有两轮涨价周期，一波是 2021-2022 年，特点是快涨快跌，本质矛盾是俄乌冲突导致俄罗斯和白俄罗斯两大钾肥核心产地减产，2021 年底-2022 年初全球钾肥供需出现较大供需缺口，价格呈现快速上涨；但随着后续俄罗斯和白俄罗斯生产逐步修复，2022 年中旬到 2023 年全球钾肥供给修复，价格呈现快速下跌趋势；2023-2024 年全球钾肥供需正常，价格维持相对稳定。

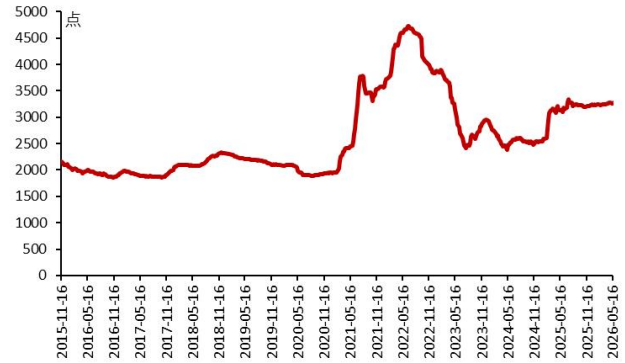
进入 2025 年，全球供需再次趋紧，钾肥价格呈现温和上涨趋势，根据 Wind 和世界银行数据，截至 2026 年 4 月全球氯化钾商品价格 401.25 美元/吨，截至 2026 年 5 月 11 日中国氯化钾批发价格指数 3264 元/吨，海内外均呈现稳定趋涨态势。展望后续：全球钾肥新增供给或有限，需求方面或将随着全球种植面积增长以及经济作物种植比例增长，我们预计钾肥需求仍将呈现稳定增长趋势，钾肥后续供需关系仍然紧张，价格或易涨难跌。

图表 44：2024 年 10 月至今，全球氯化钾价格稳中向上



资料来源：Wind，世界银行，华源证券研究所

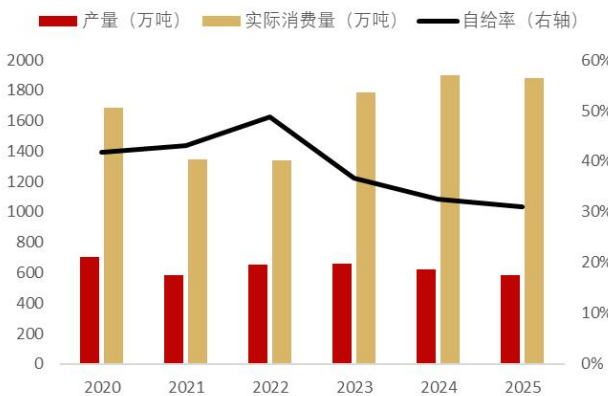
图表 45：2025 年 2 月至今，中国氯化钾批发价格指数高位稳定



资料来源：Wind，华源证券研究所

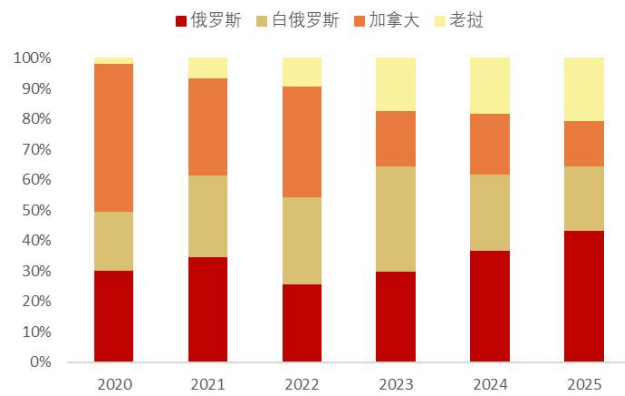
中国钾肥高度依赖进口，老挝重要性不断凸显：由于中国的钾肥资源稀缺，钾肥自给率低，高度依赖从外部进口。截至 2025 年，我国钾肥进口量约 1261.4 万吨，按照当年实际消费量 1879.23 万吨计算，自给率仅 30.96%，呈现持续下滑趋势；从中国的钾肥进口结构来看，老挝 2020 年占比 1.48%，一直提升到 2025 年的 17.44%，其对于中国的重要性不言而喻；**我们认为老挝未来会逐步成为全球的重要钾肥供应国之一，中国公司在老挝布局钾肥项目，其战略重要性或将持续提升。**

图表 46：中国钾肥消费量逐步提高，但自给率低



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

图表 47：中国进口自老挝的钾肥占比提升明显

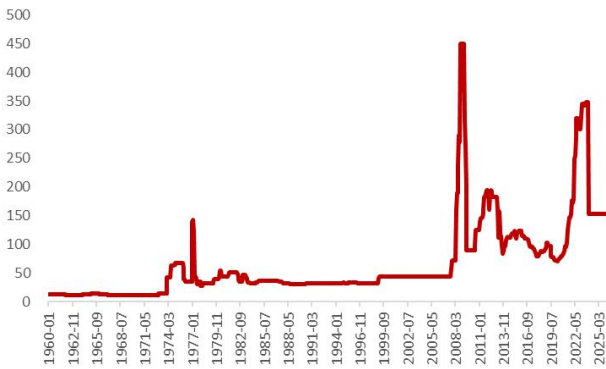


资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

3.10. 磷：矿石价格高位维持，硫磺挤压肥料盈利，磷酸铁价利略增

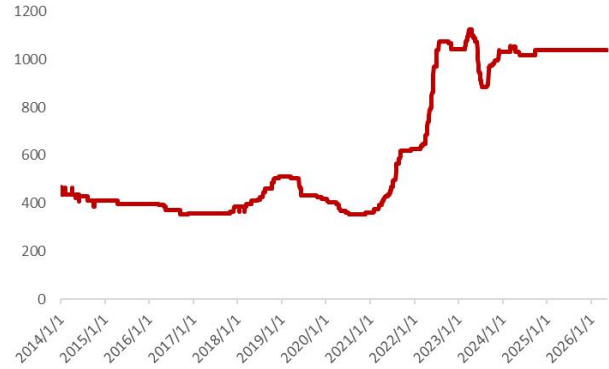
磷矿资源稀缺，价格居高难下：进入 2021 年后，随着全球新能源行业的快速发展，含磷电池对于磷矿石的需求大幅增加，同时由于全球磷矿石供给新增困难，磷矿石供需紧张，价格居高不下；根据世界银行数据，截至 2026 年 4 月，全球磷矿石商品价格 152.5 美元/公吨，处于历史高位；根据卓创资讯数据，截至 2026 年 5 月 13 日，中国磷矿石价格 1037.5 元/吨，也处于近十年历史高位。展望后续，全球磷矿石供需依旧紧张，我们预计后续磷矿石价格仍将在高位维持。

图表 48：当前全球磷矿价格中枢偏高（美元/吨）



资料来源：Wind，世界银行，华源证券研究所

图表 49：2023 年底至今中国磷矿价格高位维持（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

2026 年以来，由于硫磺价格大幅增长，磷肥盈利处于历史低位，但因下游需求增长，磷酸铁毛利亏损收窄：近年来，随着全球局势动荡，传统硫磺产地生产受到影响，全球硫磺价格水涨船高；同时由于硫酸是磷肥主要原材料，磷肥盈利能力受到压制，根据卓创资讯，截至 2026 年 5 月 9 日，磷酸二铵周度毛利为-1804 元/吨，处于近十年来历史低位；另外一边随着新能源行业的快速发展，下游电池需求快速增长，磷酸铁作为磷酸铁锂的电池前驱体，议价能力增强。2025 年 11 月以来，由于需求较高，磷酸铁进入涨价通道，盈利逐步呈改善趋势；根据卓创资讯及 Wind 数据，截至 2026 年 5 月 14 日，磷酸铁价格为 1.36 万元/吨，日度毛利为-826 元/吨，相较于前两年明显改善。

图表 50：2025 年以来硫磺涨价挤压磷肥利润



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 51：2025 年 11 月以来磷酸铁毛利亏损收窄



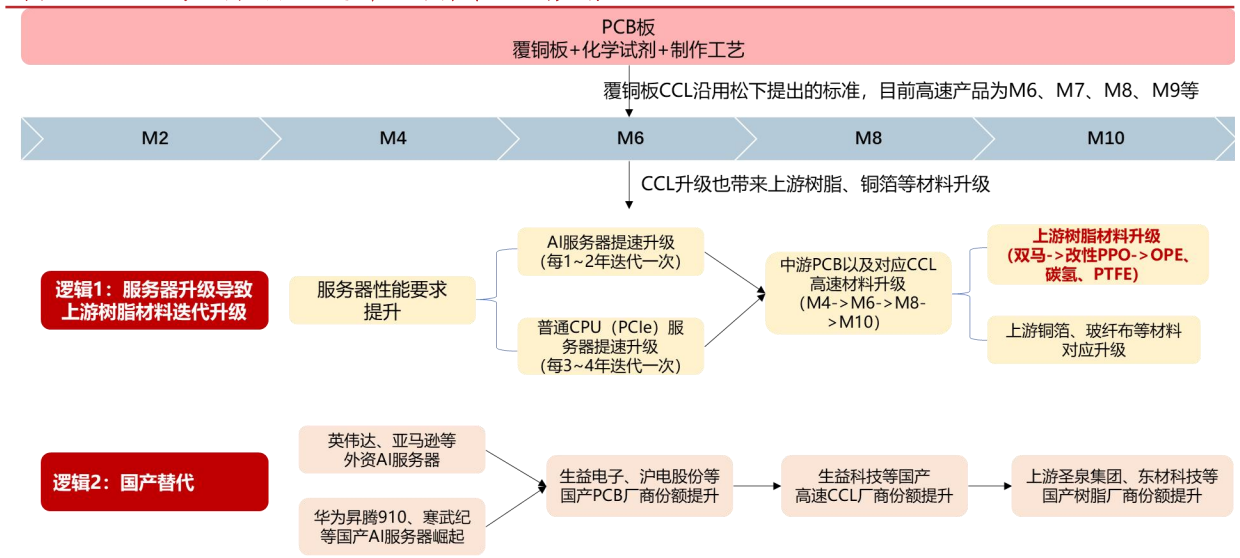
资料来源：Wind，卓创资讯，华源证券研究所

综上所述当前磷化工板块，我们投资建议是（1）关注磷矿石扩产的公司；（2）关注磷矿石贡献主要利润且分红比例高的公司；（3）磷酸铁或电池相关产品占比多的公司。

3.11. CCL 树脂：材料升级+原料涨价，国产渗透加速

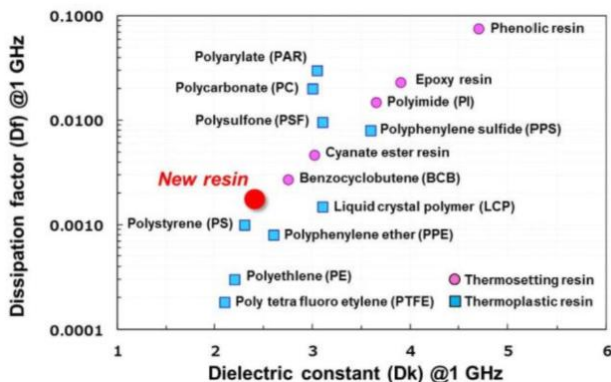
AI 拉动全球算力规模持续升级，根据中国信通院，预计 2030 年全球算力规模将达到 56ZFlops，平均每年增长达到 65%。PCB 作为算力的基座，其上游材料也呈现性能要求升级+需求提升的双重态势，总体来说 AI 服务器所用 CCL 材料需要具备更低的损耗，PCB 面积也有所增加，随着英伟达 GPU 1~2 年迭代一次，对应 CCL 材料也有望逐步从 M4（Low-loss）向 M8（Extreme Low Loss）、M10（Ultra Extreme Low Loss）升级，对应的树脂体系从双马向 PPO、碳氢、PTFE 等材料升级。

图表 52：CCL 高速树脂核心逻辑：材料升级+国产替代



资料来源：中国石油和化工网，华源证券研究所

图表 53：CCL 用树脂 DK/DF 分布图



资料来源：《Low Transmission Loss Fim Material for High-Speed High-Frequency Devices》Tanigawa, Takao et al., 公隆化学，华源证券研究所

图表 54：各树脂体系性能指标

资料来源：《碳氢树脂高频覆铜板的研究进展》李会录等，华源证券研究所

覆铜板生产以中国大陆为主，2020 年中国大陆地区覆铜板产量已占全球的 76.9%，在高速 CCL 需求快速增长下，国产高端 CCL 树脂供应链有望迎来战略性机遇。

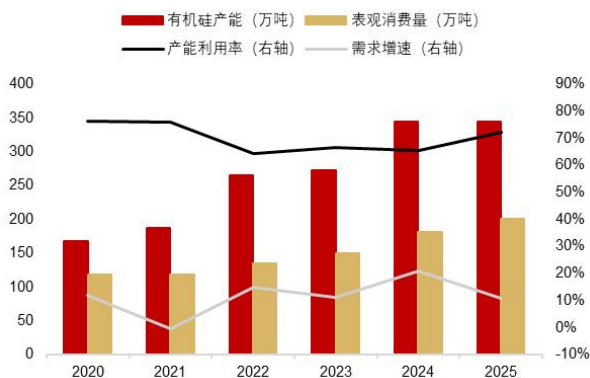
由于最新一代的技术方案暂未确定，且日本等外资龙头产能较少，在需求快速迭代的背景下，中国厂商有望迎来弯道超车的机会。另外，在 26 年中东局势动荡的背景下，海外产业链受到了一定的冲击，供需格局偏紧，PPO 等高端树脂开始涨价。

东材科技、圣泉集团均在高端电子树脂项目大力布局，有望受益产业链需求升级。

3.12. 有机硅：“反内卷”，有机硅迎来曙光

行业投产高峰或已过，新兴领域贡献增量。过去几年有机硅行业扩产较多，有机硅中间体产能从 2020 年的 168 万吨/年扩张到 2025 年的 344 万吨/年，2020-2025 年复合增速在 15%。2025 年为近年来首个无新增产能释放的年份，或表明有机硅投产高峰已过。2025 年中国有机硅中间体厂家仅 13 家，CR3 产能占比 46%。全年产量 247.7 万吨，产能利用率 72%。需求端，有机硅下游应用集中在电子电器、建筑、纺织、交通运输等领域，2021-2025 年有机硅中间体需求年均复合增速达 14.3%。2021 年有机硅中间体下游建筑需求占比为 33.08%，2025 年建筑需求占比降至 23.6%，新能源汽车、5G 基站、电子电力、光伏等细分领域的需求增量可观，同时医疗、航空航天、纺织助剂等传统应用领域创新场景不断拓展，共同驱动需求增长。

图表 55：有机硅单体投产高峰或已过，需求快速增长



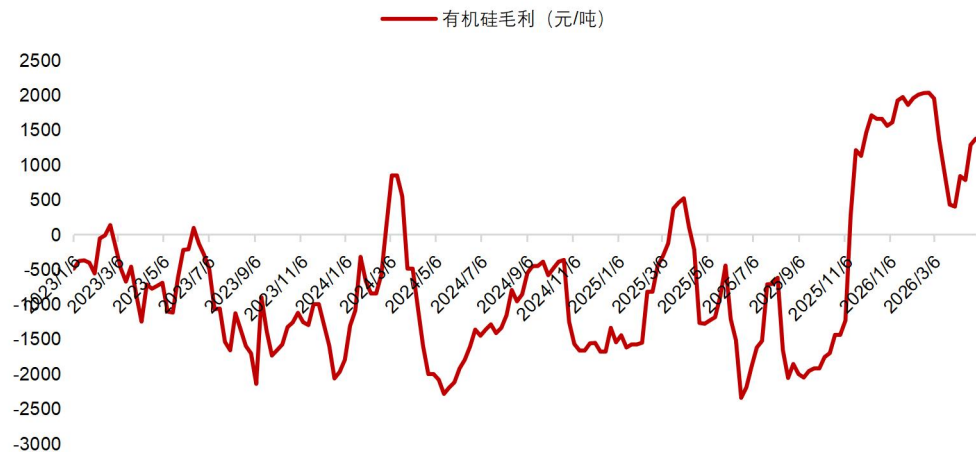
资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

图表 56：有机硅下游新兴领域需求保持快速增长



资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

“反内卷”，有机硅行业盈利明显修复。有机硅行业自 22 年 10 月开始亏损，2025 年 9 月价格降至历史低位，行业面临严重亏损。“反内卷”政策下，2025 年 11 月 12 日，鲁西化工牵头召开行业“救市攻坚会”，国内主要有机硅企业计划达成“减产 30%+涨价至 13500 元/吨”的关键目标。有机硅中间体单吨毛利由 2025 年 9 月亏损 2 千元的水平涨至 2026 年 2 月盈利近 2 千元的水平，截至 2026 年 5 月 15 日有机硅中间体单吨毛利维持在 1634 元的水平。

图表 57：“反内卷”，有机硅行业盈利明显修复


资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

4. 投资建议

基础化工：化工 PPI 持续 3 年下行，固定资产投资增速降至历史低位，供需有望逐步改善。美伊战争中东原料供应受阻，行业被动减产，供需加速改善。看好受益于高油价的煤化工和天然气化工，农化产品如钾肥和农药，化纤如涤纶长丝和粘胶短纤；看好成本转嫁能力强的寡头格局产品如 MDI；看好需求刚性减产价格弹性较大的饲料添加剂如蛋氨酸维生素。AI 算力需求大幅增长，看好上游材料如 CCL 高速树脂。

石油化工：在中东地缘影响下，我们预期油价将继续维持高位震荡的走势，且霍尔木兹海峡封锁时间越久，油价上涨的概率越高，因此上游资产值得重视，油公司和油服公司有望受益于高油价；中游炼化在原料逐步紧缺的背景下，行业开工率或存在进一步下降的空间，对于成本低且原料相对充足的头部企业或存在一定利好；下游涤纶长丝板块在行业协同减产背景下，预计价差仍将维持较好水平，若未来终端补库需求来临，涤纶长丝景气或将有所提升。

5. 风险提示

原材料价格波动风险：行业经营业绩受到原油煤炭和天然气等上游原料价格波动的影响。如果原料价格大幅上涨，而产品售价滞后调整，将会对行业盈利水平构成影响。

需求不及预期风险：行业下游需求受到宏观环境等因素影响，存在不确定性。此外，一些新项目及新产品能否落地及量产取决于行业内公司自身技术实力、市场需求变化，存在新项目或新产品需求不及预期的风险。

安全事故风险：化工企业生产所需部分原料、半成品为危险化学品，在运输、储存、生产环节均存在发生危险化学品事故的风险。如果出现因操作不当以及自然灾害等原因造成意外安全事故，会影响生产经营的正常进行。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。