基础化工

2026 年 11 月 09 日

投资评级：看好（维持）

产能供给见顶，库存低位蓄力，需求东风下中国化工开启新纪元

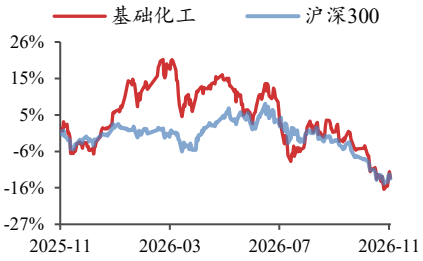
——行业投资策略

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

张晓锋（分析师）
zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790522080003

李婷（联系人）
liting1@kysec.cn
证书编号：S0790126040022

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《本周油价震荡下跌，看好化工行业多重布局方向—行业周报》-2026.11.8

《2026 前三季度化工板块营收、利润增长可观，Q3 业绩环比下滑，资本支出持续下滑—行业点评报告》-2026.11.5

《化肥：厄尔尼诺叠加地缘扰动，行业供需向好、盈利弹性可期—厄尔尼诺专题报告（一）》-2026.11.1

● **产能供给见顶，库存低位蓄力，需求东风下中国化工开启新纪元**

我们坚定看好中国化工在 2027 年开启新一轮景气周期。供给端，产能周期见顶、政策刚性约束以及海外产能加速出清，叠加全行业库存处于历史低位，化工品价格与价差的向上弹性变大。**需求端，**年内受高油价及下游去库压制，化工原料需求较弱，但随着可预期的油价回落，补库和终端需求复苏将为化工带来巨大弹性。**化工行业正站在景气底部向上的起点，板块盈利中枢具备抬升基础，龙头存量资产价值与全球份额提升构成中长期核心逻辑，行业盈利中枢有望进一步抬升，我们坚定看好中国化工长景气周期开启。**

● **供给端：产能供给见顶，库存低位蓄力**

在“反内卷”与“双碳”政策的双重约束下，本轮投产周期已基本见顶，且行业自律行为频率更高、持续时间更长，供给端约束正由预期逐步走向兑现。与此同时，海外化工产能持续退出，中国化工企业有望进一步提升全球市场占有率。当前高油价背景下，多数化工品库存处于低位，补库周期有待开启。面对地缘政治引发的油价波动，国内化工行业抗风险能力突出，全球市占率持续抬升。

● **需求端：高利率、高油价压制年内需求，2027 年或将迎来边际改善**

内需方面，房贷贴息接力国补政策、以旧换新等一揽子促消费政策，共同拉动国内需求企稳修复。**外需方面，**若后续海外加息周期结束，融资约束边际缓解，叠加油价、通胀压力边际改善，海外制造业补库及开工意愿有望释放，化工品外需或将迎来显著修复。

● **推荐及受益标的**

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份、卫星化学等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学、新乡化纤、三友化工等；【氟化工】巨化股份、三美股份、金石资源、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】中盐化工、博源化工、新疆天业、滨化股份等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普、大洋生物、万凯新材等。【新材料】OLED：瑞联新材、万润股份、濮阳惠成；胶膜：皖维高新、洁美科技、东材科技、圣泉集团、长阳科技；添加剂/轮胎等：利安隆、安利股份、雅化集团、通用股份等。**受益标的：**【化工龙头白马】东方盛虹；【化纤行业】神马股份、吉林化纤、恒逸石化、华鼎股份等；【氟化工】东岳集团；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、川金诺、史丹利、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学；【新材料】国瓷材料；【其他】海新能科、华谊集团等。

● **风险提示：**需求不及预期、油价持续高位、双碳政策不及预期、其他风险 [1-2]。

目　录

1、 回顾 2026 年：中国化工高度自主可控，油价失控下初显弹性 7
1.1、 2026H1 化工整体盈利改善，地缘油价扰动带来高波动 7
1.2、 中国化工抗风险能力较强，全球市占率不断提升 10
2、 供给端：产能供给见顶，库存低位蓄力 12
2.1、 供给见顶下，行业自律行为频率更高、时间更长 12
2.2、 海外化工产能退出，中国有望进一步提升全球市场占有率 17
2.3、 高油价持续下，多数化工产品库存降至低位 21
3、 需求端：高利率、高油价压制年内需求，2027 年或将迎来边际改善 23
3.1、 内需：房补接力国补需求，拉动内需修复 23
3.2、 外需：高利率、高油价压制补库需求，若降息开启有望释放化工需求弹性 24
4、 2027 年化工行业存在多重值得布局的方向 25
4.1、 拐点明确、具备高弹性的子行业 25
4.1.1、 粘胶长丝：行业产能呈缩减态势，行业或迎来供需错配、价格有望上涨 25
4.1.2、 粘胶短纤：持续高开工、低库存状态下，景气或持续上行 26
4.1.3、 涤纶长丝：油价高波导致产业链大幅去库，看好下游补库需求弹性 27
4.1.4、 氨纶：需求高增，行业新增产能有限，景气有望持续上行 28
4.1.5、 染料：供给格局逐步优化，未来或将受益于化纤补库需求 29
4.1.6、 大炼化：稀缺资产、行业供需格局向好，静待补库东风 30
4.1.7、 制冷剂：地缘黑天鹅冲击下制冷剂逻辑再次验证，静待需求回暖 32
4.2、 厄尔尼诺叠加地缘扰动，农资、饲料添加剂、生物燃料盈利弹性可期 35
4.2.1、 化肥：厄尔尼诺叠加地缘扰动，行业供需向好、盈利中枢有望上行 38
4.2.2、 农药：供给总量攀升、需求刚性且存在结构性机遇，政策约束下行业格局优化 41
4.2.3、 饲料添加剂：发酵类氨基酸价格与原材料玉米价格走势趋同，豆粕减量替代打开饲料添加剂需求空间 44
4.2.4、 生物燃料：能源安全+降碳背景下，生物燃料需求有望长期刚性增长 47
4.3、 AI 浪潮推动新材料国产替代、量价齐升，打开新空间 48
4.3.1、 高频高速树脂：AI 浪潮推动高频高速树脂国产替代、量价齐升 48
4.3.2、 聚酰亚胺 PI：壁垒高，用途广，国产替代空间广阔 49
4.3.3、 电子级氢氟酸：AI 驱动需求增长，高端产品国产化加速突破 54
4.3.4、 芳纶：光纤、电池隔膜等新兴领域或拉动芳纶需求增长，行业新增产能有限，芳纶景气有望上行 55
4.3.5、 苏博特：主业持续改善，AI4S+液冷打开新空间 55
4.4、 双碳背景下具有全球优势的龙头 56
4.4.1、 万华化学：聚氨酯全球龙头地位稳固，新建磷酸铁锂产能加速打开成长空间 56
4.4.2、 华鲁恒升：优质煤化工龙头企业，双碳背景下有望大幅受益 57
4.4.3、 鲁西化工：煤化工龙头，双碳背景下有望大幅受益 60
4.4.4、 卫星化学：持续完善轻烃产业链一体化布局，拓展高端烯烃衍生物助力公司腾飞 61
5、 风险提示 63

图表目录

图 1： 2026 年 3 月以来，国际原油价格大幅波动 7
图 2： 基础化工板块经营情况：营收延续增长，2026H1 归母净利润高增，2026Q2 业绩同、环比高增 8
图 3： 基础化工板块资本开支及现金流：2026H1 资本性支出同比-7.7%；经营性现金流净额同比+2.5% 8

图 4：化工龙头白马经营情况：2026Q2 多数龙头公司归母净利润同比增长 9
图 5：化工龙头白马盈利能力：2026Q2 毛利率同、环比表现各异 9
图 6：2026 年 3 月以来，煤油比中枢回落，煤头盈利优势显现 10
图 7：2026 年 3 月以来，甲醇-煤炭价差中枢抬升 10
图 8：2026 年 3 月以来，煤制乙二醇价差中枢抬升 10
图 9：2026 年 3 月以来，煤制烯烃价差明显抬升 11
图 10：2026 年 3 月以来，醋酸价差中枢抬升 11
图 11：2024 年，我国在全球化工品销售总额中占比为 45.7% 11
图 12：2024 年，我国在全球化工资本开支总额中占比为 46.6% 11
图 13：2026H1，化工板块在建工程同比下降 10% 12
图 14：2026 年以来，化工行业固定资产投资增速为负 12
图 15：截至 2026 年 10 月 23 日，聚酯瓶片开工率 63.5% 16
图 16：2026 年以来，己内酰胺开工率呈现下降趋势 16
图 17：截至 2026 年 10 月 23 日，直纺长丝周度负荷开工率 76.5% 16
图 18：截至 2026 年 10 月 23 日，有机硅开工率 64.3% 16
图 19：2022-2025 年欧洲宣布关停产能板块占比 19
图 20：2022-2025 年间已宣布关停产能占欧洲行业产能比例 19
图 21：预测至 2031 年，日本乙烯将削减近 180 万吨产能/年 20
图 22：预测至 2035 年，亚洲乙烯开工率或呈上升趋势 20
图 23：自 2026 年 3 月以来，甲醇库存持续下降 21
图 24：自 2026 年 3 月以来，乙二醇库存持续下降 21
图 25：2026 年以来，PX 库存持续下降 21
图 26：自 2026 年 3 月以来，POY 库存持续去化 21
图 27：2026 年 5 月以来，华东港口液体化工品库存降至历史低位（单位：万吨） 22
图 28：2026 年 5 月以来，LPG 港口库存降至低位（单位：万吨） 22
图 29：2026 年 3 月以来，甲醇港口库存降至历史低位（单位：千吨） 22
图 30：2026 年 3 月以来，乙二醇港口库存降至历史低位（单位：千吨） 22
图 31：2026 年 3 月以来，硫磺港口库存降至历史低位（单位：千吨） 22
图 32：2026 年 3 月以来，PE 港口库存降至历史低位（单位：千吨） 22
图 33：2026 年 9 月，国内制造业 PMI 指数为 50.10% 23
图 34：2026 年 1-9 月，房地产开工、竣工同比承压 23
图 35：2026 年 1-9 月，国内空调、冰箱、洗衣机产量分别同比-3.5%、+11%、+3.9% 23
图 36：2026 年 1-9 月，汽车、新能源汽车销量分别同比-3.7%、+12.0% 23
图 37：2026 年以来，中国出口金额稳步提升，对美出口依赖度下降 24
图 38：2026 年 1-9 月，中国化学原料及化学制品制造业出口累计 4882 亿元，累计同比+19.2% 24
图 39：2026 年以来，美国制造业 PMI 指数震荡抬升 24
图 40：2026 年以来，美国 10 年期国债利率震荡上行 24
图 41：2021 年以来，粘胶长丝价格呈现上涨趋势 25
图 42：2024 年以来，粘胶长丝出口量保持增长 25
图 43：2026 年粘胶长丝行业产能利用率较高 25
图 44：截至 10 月 23 日，粘胶长丝行业负荷为 92% 25
图 45：2026 年以来，粘胶短纤价格持续上行 26
图 46：2023 年以来，粘胶短纤表观消费量持续增长 26
图 47：2023 年以来，涡流纺进口量持续增长 26
图 48：2026 年 1-9 月，粘胶短纤行业产能利用率较高 26

图 49： 2026 年粘胶短纤开工率持续高企 27
图 50： 2026 年粘胶短纤库存持续低位 27
图 51： 2026 年 1-10 月长丝行业负荷处于历年较低水平 27
图 52： 截至 2026 年 10 月，长丝行业库存处于较低水平 27
图 53： 2026 年 1-10 月织机开机处于历年较低水平 28
图 54： 2026 年 3 月以来，坯布库存处于历年较低水平 28
图 55： 2026 年以来，氨纶价格呈现上涨趋势 29
图 56： 2023 年以来，氨纶表观消费量持续增长 29
图 57： 2025 年以来，氨纶行业新增产能有限 29
图 58： 2026 年以来，氨纶行业负荷维持在较高水平 29
图 59： 截至 2026 年，活性染料行业产能 CR7 约 85% 30
图 60： 截至 2026 年，分散染料行业产能 CR8 约 97% 30
图 61： 截至 2025 年底，国内炼化产能达到约 9.73 亿吨 30
图 62： 2024 年至今，PX 行业产能基本维持稳定 31
图 63： 预计 2026-2028 年 PTA 行业产能增速显著放缓 31
图 64： 预计 2026-2027 丙烯行业产能增速显著放缓 31
图 65： 需求承压下，R32 价格涨幅放缓（截至 10.29） 32
图 66： R134a 态势较好，涨幅略有放缓（截至 10.29） 32
图 67： R125 平稳运行（截至 10.29） 32
图 68： R410a、R404、R507 持稳运行（截至 10.29） 32
图 69： 我国家用空调产量下滑（截至 9 月） 33
图 70： 家用空调库存持续去化（截至 8 月） 33
图 71： 2026 空调内销排产压力较大 33
图 72： 2026 空调外销排产前低后高 33
图 73： 2026 年以来制冷剂出口压力较大，但价格保持坚挺 34
图 74： 硫磺、硫酸等原料价格经历了大幅上扬 35
图 75： 产品减销、成本抬升对公司利润影响较大 35
图 76： 制冷剂行业基本逻辑没有改变 35
图 77： 长协价格稳定，待需求回暖或将继续上行 35
图 78： 厄尔尼诺推升农产品价格，有望带动农资、饲料添加剂量价齐升 37
图 79： 原油、肥料、粮食、油脂、糖等价格走势趋同 38
图 80： 肥料价格走势与原油、粮食价格等走势趋同 38
图 81： 赖氨酸、苏氨酸价格走势受原材料玉米等影响 38
图 82： 2026 年 10 月以来，生物柴油有所上涨 38
图 83： 国内化肥价格：2022 年上半年创下历史新高后震荡回落，磷肥价格相对高于氮肥、钾肥 39
图 84： 海外化肥价格：2022 年上半年创下历史新高后震荡回落，整体高于国内化肥价格 39
图 85： 复合肥价格与单质肥价格走势趋同 39
图 86： 2023H2 以来，复合肥成本波动趋缓、盈利修复 39
图 87： 2024 年以来全球化肥消费量温和复苏 40
图 88： 化肥价格高位导致 2021 至 2023 年全球消费缩减 40
图 89： 肥料价格自 2022 年高点回落，整体上磷肥相对仍高于氮肥和钾肥，导致磷肥养分占比有所缩减 40
图 90： 中东地区供应氮肥、磷肥、钾肥及化肥原材料合成氨、磷酸等 41
图 91： 霍尔木兹海峡是大宗化肥及其原材料的过境航道，海峡中断将扰动全球化肥供应稳定性 41
图 92： 2024 年全球农业农药使用总量 392 万吨有效成分，同比+5% 42
图 93： 2023 年以来国内化学农药原药产量(折有效成分 100%)同比保持增长 43

图 94： 2026 年以来，草甘膦、草铵膦、氯虫苯甲酰胺、敌草快等价格阶段性反弹，丙硫菌唑价格震荡下跌 43
图 95： 2026 年以来，成本支撑邻/对硝基氯化苯价格上涨 43
图 96： 2026 年以来，成本支撑 K 胺、K 酸价格上涨 43
图 97： 赖、苏氨酸价格复盘：短期主要受供需扰动，长期与原材料玉米价格趋同 44
图 98： 2025 年中国饲用氨基酸产量占全球比重提升至 72.7% 45
图 99： 2025 年全球饲用氨基酸市场价值 171.8 亿美元，同比增长 2.9% 45
图 100： 2026 年 1-9 月，国内赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸出口量同比保持增长 45
图 101： 2026 年 1-9 月，国内赖氨酸出口量升价跌 45
图 102： 2026 年 1-9 月，国内苏氨酸出口量升价跌 45
图 103： 2026 年 1-9 月，国内蛋氨酸出口量同比增长 45
图 104： 2025 年中国维生素产量、市场价值同比增长 46
图 105： 2025 年中国维生素出口量、出口金额同比增长 46
图 106： 2026 年以来，国内废弃油脂价格整体走强 48
图 107： 近期生物航煤价格有所回落 48
图 108： 聚酰亚胺是含有酰亚胺基的高分子材料，环状聚酰亚胺实际应用价值更高 49
图 109： PI 材料性能优异，产品形式多样，下游应用领域丰富 49
图 110： 相较于非光敏 PSPI，PSPI 光刻胶曝光显影后可自发实现图案化，兼具绝缘、耐热与感光等功能 51
图 111： PSPI 光刻胶能够省去涂覆光阻隔剂的工序，简化了光刻工艺 51
图 112： PSPI 可以用于半导体元件表面保护膜、凸块钝化层、重新布线绝缘层等 52
图 113： PSPI 应用于 RDL 等先进封装技术，实现高精度电路互连 52
图 114： PSPI 可以替代玻璃基板，用于柔性显示 53
图 115： PSPI 可以应用于 3D 打印 53
图 116： 2021-2025 年，中国电子级氢氟酸的产能复合年增长率为 20.3% 54
图 117： 2026Q1-Q3，公司实现营业收入 25.75 亿元 56
图 118： 2026Q1-Q3，公司归母净利润同比+9.66% 56
图 119： 10 月 23 日，综合 MDI 价格为 19,205 元/吨 57
图 120： 10 月 23 日，TDI 价格为 17,350 元/吨 57
图 121： 公司已形成以煤化工产品为主，石油化工产品为辅的产业链布局 58
图 122： 公司主要产品为尿素、有机胺、化工产品 58
图 123： 2026 年 3 月以来，公司产品价格高位震荡 59
图 124： 2026 年 3 月以来，得益于公司煤头工艺生产，公司产品价差持续扩大 59
图 125： 2026 年 3 月以来，尿素价格价差中枢抬升 59
图 126： 近期己二酸价差中枢回落 59
图 127： 2026 年 7 月以来，醋酸价格价差中枢抬升 59
图 128： 2026 年 8 月以来，煤制碳酸二甲酯价差中枢抬升，油制路线价差持续扩大 59
图 129： 截至 2026 年 10 月，公司市值回落近年底部，修复空间较大 60
图 130： 2026 年 7 月以来，公司产品价格价差持续扩大 60
图 131： 2026 年 3 月以来，丁醇价差高位震荡 61
图 132： 2026 年 3 月以来，辛醇价差有所回落涨幅 61
图 133： 2026 年 3 月以来，PA6 价格提升，价差涨幅尚不明显 61
图 134： 煤制碳酸二甲酯价差中枢抬升，油制路线价差持续扩大 61
图 135： 卫星化学已具备三大生产基地，是国内领先的轻烃（C2+C3）产业链一体化生产企业 62
图 136： 2026 年 7 月以来，公司营收、产品价差呈增长态势 62
图 137： 2026 年 7 月以来，公司营收、产品价差呈增长态势 62
图 138： 2026 年以来，油气比中枢上移，气头优势显现 63

图 139： 2026 年 3 月以来，乙烯-乙烷价差中枢上移 63
图 140： 2026 年 3 月以来，丙烯-1.2 丙烷价差扩大 63
图 141： 2026 年 3 月以来，聚乙烯-乙烯价差中枢抬升 63

表 1： “反内卷”政策逐步落地，从顶层走向细则，国内化工供给约束持续加码 13
表 2： 双碳政策持续出台，刚性低碳监管下，抬升高耗能化工项目审批门槛 14
表 3： 进入 2026 年，行业自律行为已从集体表态走向实质落地，呈现出频次更密集、持续时间更长的特征 15
表 4： 2024 年以来，欧洲、美国、日本、韩国等陆续退出裂解、烯烃、芳烃等多个化工装置 17
表 5： 自 2024 年以来，欧洲烯烃产业链相关产能近 1100 万吨/年被关停 19
表 6： 从历史经验看，强厄尔尼诺事件将对全球大宗农产品产生持续且深远的影响 36
表 7： PI 产品形式包括 PI 薄膜、PI 浆料、PI 树脂、PI 纤维、PI 泡沫、PI 基复合材料、光敏 PI（PSPI）等 50
表 8： PSPI 材料：国内鼎龙股份、奥来德、八亿时空、强力新材、万润股份、瑞联新材、波米科技等积极布局 53
表 9： 鲁西化工为煤化工行业龙头，产品种类丰富，抗风险能力较强（单位：万吨） 60

1、 回顾 2026 年：中国化工高度自主可控，油价失控下初显弹性

1.1、 2026H1 化工整体盈利改善，地缘油价扰动带来高波动

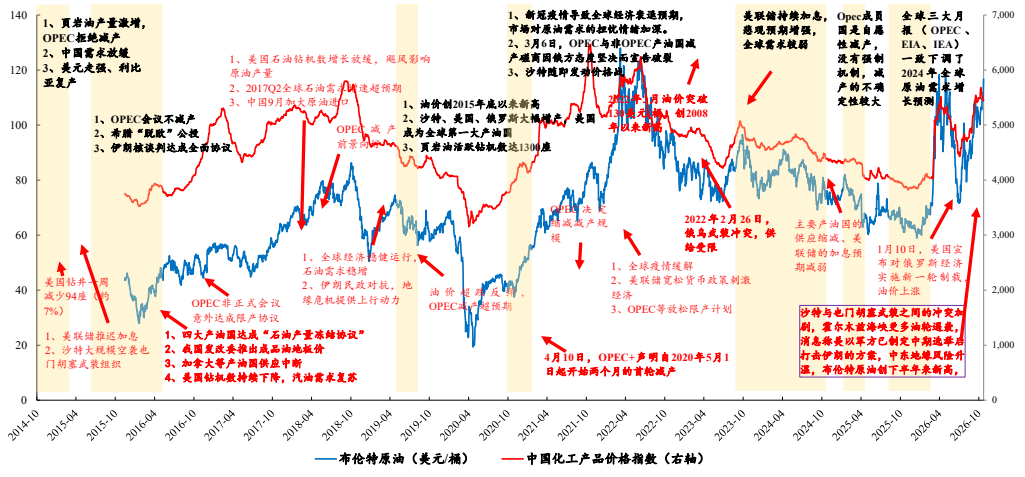
2026 年 3 月以来美伊冲突持续扰动，国际油价大幅波动，影响全球化工产业链库存管理预期。2026 年 2 月 28 日，美伊冲突正式爆发，霍尔木兹海峡封锁风险升温，国际原油进入地缘主导的剧烈震荡行情。

二季度：油价上行，油化工企业库存收益兑现。3—5 月地缘风险阶段性发酵，油价高位震荡，国内化工企业依托前期低位原料库存，阶段性兑现库存收益；**6 月**缓和预期落地，油价明显回调，库存收益支撑同步走弱。

三季度以后：化工企业低价库存消化，快进快出为 2027 年铺垫。进入 2026 年 Q3，前期低价库存逐步消耗，**7—8 月**油价上行动能减弱，二季度积累的库存红利趋于消退。**9 月以来，**航运袭击与管线扰动频发，油价重回高位震荡，企业转向快进快出的库存策略，严控敞口、缩短库存周转，为 2027 年留出空间。

展望四季度：油价难判方向、价差难锁，企业库存以快进快出为主基调，库存边际影响同步减弱。短期油价波动或将带来原料成本扰动，但中长期看，国内化工产业依托完善的供应链配套优势，有望持续提升全球市场竞争力。

图1：2026 年 3 月以来，国际原油价格大幅波动



资料来源：Wind、开源证券研究所

2026H1，化工整体盈利有所改善，国内企业业绩弹性释放。我国 3 月以来美伊冲突驱动油价大幅宽幅波动，在 2026Q2 油价冲高行情中，国内炼化及一体化化工企业兑现可观库存收益，同时海外装置降负收缩供给推升产品价差，油煤价差走阔充分释放煤头化工的成本优势，叠加涨价预期带动下游主动补库，化工板块业绩弹性释放；长期来看，海外化工承受更高能源成本压力，国内完整产业链的比较优势进一步凸显，有望推动我国化工全球市占率继续提升。

2026H1 基础化工行业归母净利润高增，2026Q2 业绩同、环比高增。

经营情况：2026H1，基础化工行业实现营收 13829.4 亿元，同比+13.8%；实现归母净利润 1061 亿元，同比+35.3%。2026Q2，实现营收 7410.9 亿元，同比+16.7%、环比+15.5%；实现归母净利润 618.3 亿元，同比+54.2%、环比+39.7%。

盈利能力：2026H1，基础化工行业销售毛利率 19.1%，同比+1.94pcts；归母净利率 7.7%，同比+1.22pcts。2026Q2，销售毛利率 20.2%，同比+2.98pcts、环比+2.38pcts；归母净利率 8.3%，同比+2.03pcts、环比+1.45pcts。

资本开支：2026H1，基础化工行业资本性支出 1004.8 亿元，同比-7.7%。截至 2026 年 6 月 30 日，在建工程 3071 亿元，同比-10.5%；固定资产 16024.3 亿元，同比+8.1%。

图2：基础化工板块经营情况：营收延续增长，2026H1 归母净利润高增，2026Q2 业绩同、环比高增

基础化工	当期值（亿元）								同比变化（pcts）						环比变化（pcts）
	2021	2022	2023	2024	2025	2025H1	2026H1	2026Q2	2022	2023	2024	2025	2026H1	2026Q2	2026Q2
营业收入	21,295	24,495	23,229	24,009	24,870	12,157	13,829	7,411	15.0%	-5.2%	3.4%	3.6%	13.8%	16.7%	15.5%
营业成本	16,380	19,561	19,261	20,000	20,624	10,070	11,187	5,913	19.4%	-1.5%	3.8%	3.1%	11.1%	12.5%	12.1%
毛利	4,915	4,935	3,969	4,009	4,245	2,087	2,643	1,498	0.4%	-19.6%	1.0%	5.9%	26.6%	36.9%	30.9%
期间费用：	1,980	2,021	2,126	2,261	2,376	1,082	1,268	671	2.1%	5.2%	6.3%	5.1%	17.2%	18.3%	12.3%
其中：销售费用	429	449	476	494	509	242	259	132	4.7%	6.0%	3.8%	3.2%	7.2%	5.6%	4.6%
管理费用	774	836	851	884	920	423	458	239	8.1%	1.8%	3.9%	4.0%	8.1%	12.2%	9.1%
研发费用	518	594	621	657	692	320	353	198	14.6%	4.6%	5.8%	5.3%	10.3%	13.2%	27.4%
财务费用	259	142	178	226	255	97	199	102	-45.3%	25.9%	26.5%	12.8%	104.8%	87.6%	5.2%
归母净利润	2,324	2,223	1,318	1,259	1,332	784	1,061	618	-4.4%	-40.7%	-4.5%	5.8%	35.3%	54.2%	39.7%
销售毛利率	23.1%	20.1%	17.1%	16.7%	17.1%	17.2%	19.1%	20.2%	-2.94	-3.06	-0.39	0.37	1.94	2.98	2.38
期间费用率	9.3%	8.2%	9.2%	9.4%	9.6%	8.9%	9.2%	9.1%	-1.05	0.91	0.26	0.14	0.27	0.12	-0.26
其中：销售费用率	2.0%	1.8%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	-0.18	0.22	0.01	-0.01	-0.11	-0.19	-0.18
管理费用率	3.6%	3.4%	3.7%	3.7%	3.7%	3.5%	3.3%	3.2%	-0.22	0.25	0.02	0.01	-0.17	-0.13	-0.19
研发费用率	2.4%	2.4%	2.7%	2.7%	2.8%	2.6%	2.6%	2.7%	-0.01	0.25	0.06	0.05	-0.08	-0.08	0.25
财务费用率	1.2%	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%	0.8%	1.4%	1.4%	-0.64	0.19	0.17	0.08	0.64	0.52	-0.13
归母净利率	10.9%	9.1%	5.7%	5.2%	5.4%	6.5%	7.7%	8.3%	-1.84	-3.40	-0.43	0.11	1.22	2.03	1.45

数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：基础化工板块资本开支及现金流：2026H1 资本性支出同比-7.7%；经营性现金流净额同比+2.5%

基础化工	当期值/期末值（亿元）						同比变化				
	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1	2022	2023	2024	2025	2026H1
在建工程	2,218	3,227	3,646	3,946	3,123	3,071	45.5%	13.0%	8.2%	-20.9%	-10.5%
固定资产	8,891	10,347	12,296	13,827	15,677	16,024	16.4%	18.8%	12.4%	13.4%	8.1%
资本性支出	2,121	2,758	2,915	2,453	2,306	1,005	30.1%	5.7%	-15.8%	-6.0%	-7.7%
经营性现金流净额	2,606	2,911	2,411	2,565	2,826	1,080	11.7%	-17.2%	6.4%	10.2%	2.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3 月油价持续上涨下，化工龙头白马 Q2 业绩高增，盈利弹性初现。我们选取万华化学、华鲁恒升、巨化股份、卫星化学等化工龙头上市公司进行分析，具体如下：

图4：化工龙头白马经营情况：2026Q2 多数龙头公司归母净利润同比增长

证券简称	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2026H1	同比增速	2026Q2	同比增速	环比增速	2026H1	同比增速	2026Q2	同比增速	环比增速
梅花生物	122.4	-0.4%	62.5	4.0%	4.4%	6.6	-62.6%	5.4	-27.4%	361.3%
龙佰集团	144.2	8.1%	72.6	15.7%	1.5%	8.4	-39.1%	6.6	-6.1%	251.2%
合盛硅业	101.6	3.9%	51.5	13.3%	3.0%	3.2	181.7%	2.5	137.6%	219.6%
新凤鸣	406.9	21.5%	231.6	22.3%	32.1%	14.4	103.2%	10.7	166.2%	191.5%
兴发集团	174.5	19.4%	100.0	35.3%	34.2%	8.4	15.0%	5.8	39.1%	125.6%
东方盛虹	699.2	14.8%	379.0	23.8%	18.4%	45.0	1065.1%	30.7	6705.2%	114.2%
华峰化学	141.7	16.7%	74.0	27.1%	9.4%	19.8	101.6%	13.1	174.4%	96.5%
卫星化学	307.1	30.9%	180.4	62.0%	42.3%	62.3	126.9%	41.1	249.7%	94.1%
昊华科技	96.9	24.9%	54.6	18.6%	29.0%	9.0	39.8%	5.9	29.0%	92.5%
万华化学	1,193.2	31.3%	652.6	36.4%	20.7%	100.6	64.4%	63.5	108.7%	70.7%
宝丰能源	302.0	32.3%	169.6	40.8%	28.1%	97.3	70.1%	60.7	84.9%	65.7%
亚钾国际	38.2	51.5%	23.3	78.2%	56.9%	13.5	57.9%	8.2	73.8%	53.5%
圣泉集团	60.9	13.7%	34.1	18.1%	27.8%	4.5	-10.7%	2.7	-8.2%	52.3%
君正集团	128.9	1.8%	68.0	5.4%	11.7%	16.7	-13.2%	9.5	4.0%	32.3%
蓝晓科技	13.8	10.5%	7.7	15.0%	27.0%	4.2	-5.4%	2.4	-5.1%	31.2%
巨化股份	133.4	0.1%	73.2	-2.8%	21.7%	26.5	29.2%	14.8	18.5%	25.9%
金发科技	341.2	7.8%	185.3	16.0%	18.9%	6.8	17.0%	3.8	12.1%	24.5%
桐昆股份	527.1	19.4%	293.5	18.6%	25.6%	42.2	285.0%	23.2	378.3%	22.5%
新和成	131.3	18.3%	68.3	20.7%	8.6%	40.1	11.3%	21.8	26.7%	19.5%
三美股份	34.1	20.7%	20.2	24.8%	44.2%	10.7	7.6%	5.6	-5.0%	11.6%
华鲁恒升	171.6	8.9	88.2	10.3%	5.7%	23.5	50.0%	12.4	43.4%	10.7%
云天化	228.2	-8.9%	108.4	-9.8%	-9.5%	29.3	6.1%	15.1	2.4%	6.0%
盐湖股份	130.5	79.9%	66.2	67.4%	2.9%	61.7	137.9%	31.4	123.6%	3.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：化工龙头白马盈利能力：2026Q2 毛利率同、环比表现各异

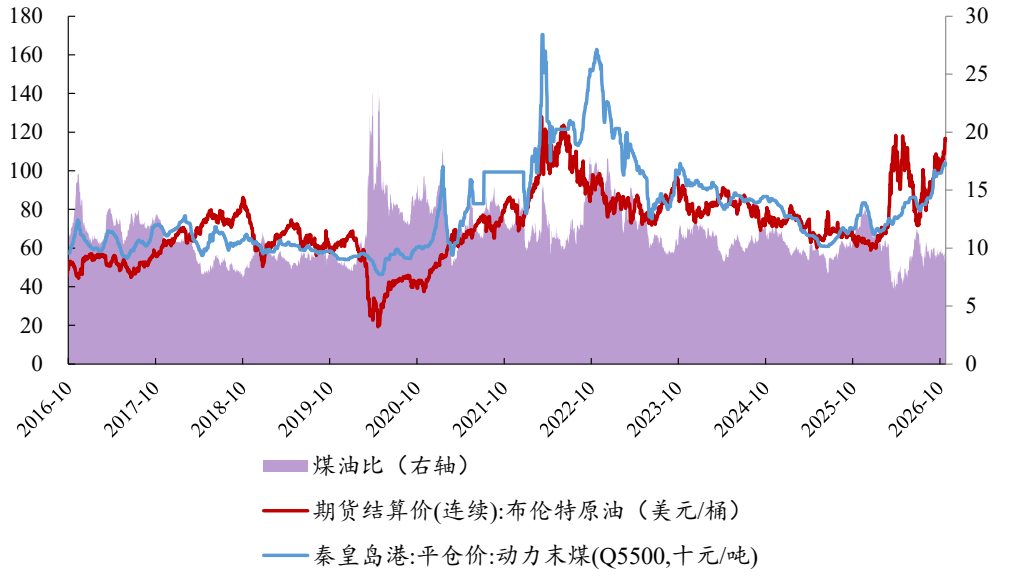
证券简称	销售毛利率（pcts）					销售净利率（pcts）				
	2026H1	同比	2026Q2	同比	环比	2026H1	同比	2026Q2	同比	环比
万华化学	17.1%	3.24	19.0%	6.87	4.31	9.7%	2.30	11.0%	4.05	2.96
盐湖股份	71.4%	14.18	74.0%	13.56	5.25	55.5%	15.59	56.8%	17.23	2.55
恒力石化	14.0%	2.00	13.9%	0.30	-0.04	7.3%	4.40	6.7%	4.59	-1.23
荣盛石化	15.3%	1.96	11.3%	-1.28	-8.36	7.2%	6.03	6.2%	5.59	-2.09
新和成	44.2%	-1.67	45.5%	0.34	2.57	30.7%	-1.94	32.1%	1.45	2.91
卫星化学	28.1%	7.53	30.7%	11.41	6.40	20.3%	8.59	22.8%	12.24	6.09
巨化股份	34.0%	5.31	33.7%	4.78	-0.65	22.3%	5.25	22.9%	4.61	1.28
东方盛虹	20.3%	10.16	21.5%	11.08	2.55	6.6%	5.93	8.3%	8.17	3.77
华鲁恒升	24.1%	6.09	25.8%	6.19	3.54	14.8%	3.84	15.3%	3.31	0.99
云天化	20.9%	1.73	22.4%	1.11	2.81	13.7%	1.57	15.1%	1.34	2.51
华峰化学	21.8%	8.05	24.9%	10.80	6.44	14.0%	5.86	17.8%	9.47	7.87
桐昆股份	10.0%	3.28	10.8%	4.78	1.70	8.1%	5.56	8.0%	6.01	-0.16
合盛硅业	18.4%	10.46	17.7%	17.48	-1.38	3.1%	7.38	4.7%	19.38	3.17
亚钾国际	59.9%	2.42	61.5%	0.91	4.18	35.4%	1.54	35.1%	-0.94	-0.79
君正集团	20.7%	-2.10	21.5%	-0.50	1.68	13.1%	-2.16	14.2%	0.02	2.20
昊华科技	24.5%	1.00	25.0%	0.86	1.00	10.8%	1.50	12.3%	1.14	3.22
金发科技	13.1%	0.83	13.0%	0.51	-0.26	1.6%	0.60	1.7%	0.78	0.33
龙佰集团	20.0%	-3.57	25.3%	0.74	10.51	6.7%	-3.74	10.5%	-0.71	7.54
三美股份	52.0%	2.46	50.9%	-0.66	-2.48	30.7%	-4.28	27.2%	-9.38	-8.57
兴发集团	16.5%	0.02	18.5%	-1.33	4.86	5.7%	0.34	6.7%	0.51	2.15
博源化工	29.2%	-2.57	26.5%	-8.01	-5.99	18.1%	-0.11	16.5%	-2.74	-3.66
圣泉集团	24.6%	-0.23	23.3%	-2.11	-2.95	7.8%	-1.97	8.4%	-2.13	1.49
蓝晓科技	53.3%	2.02	51.5%	-0.12	-3.94	30.6%	-5.39	31.0%	-6.72	1.03
新凤鸣	8.4%	1.97	9.2%	2.87	1.91	3.5%	1.42	4.6%	2.50	2.53
扬农化工	23.0%	-0.62	24.4%	1.81	2.57	12.0%	-0.97	12.2%	-0.20	0.46
梅花生物	12.9%	-10.25	16.2%	-5.52	6.66	5.4%	-8.99	8.7%	-3.76	6.73

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 中国化工抗风险能力较强，全球市占率不断提升

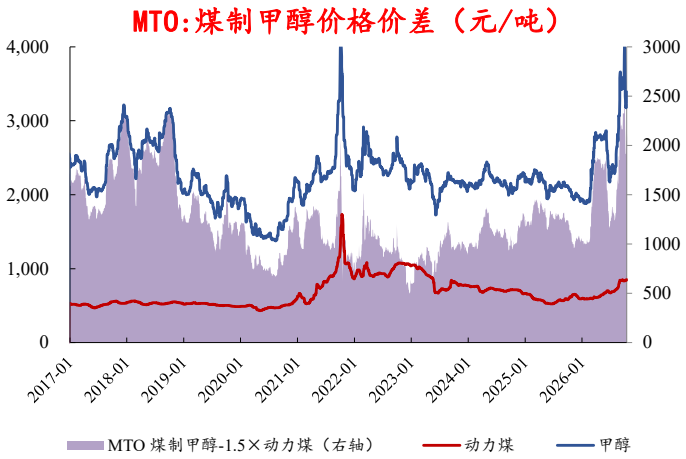
中国化工产业链长、配套全，煤化工依托体系优势提升供应链韧性，显著提升中国化工自主可控能力和抗风险能力。中东地缘冲突扰动原油供给，油价宽幅波动，油价上涨抬升油化成本，煤头品种依托稳定煤炭成本迎来价差扩张，盈利弹性释放。截至 2026 年 10 月 23 日，甲醇、乙二醇、聚烯烃、醋酸等煤基品种加工价差中枢抬升，煤油比中枢回落，煤头路线盈利优势充分凸显。（注：煤油比水平（本文统一采用动力末煤：平仓价:秦皇岛港:Q＜5500/布伦特原油:主力合约:收盘价来代表）

图6：2026 年 3 月以来，煤油比中枢回落，煤头盈利优势显现



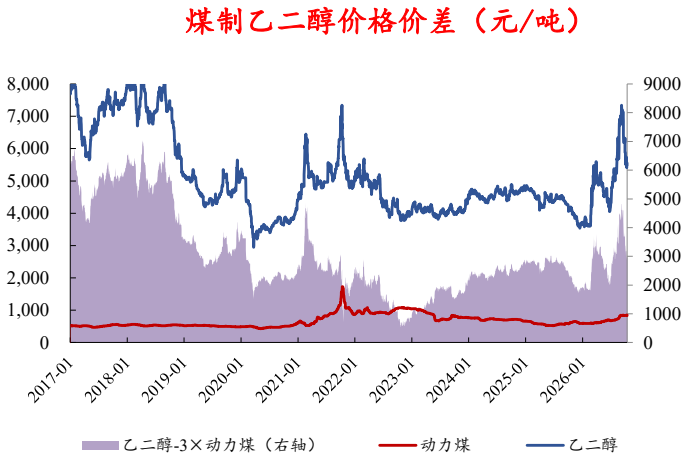
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：煤油比水平（本文统一采用动力末煤：平仓价:秦皇岛港:Q＜5500/布伦特原油:主力合约:收盘价来代表）

图7：2026 年 3 月以来，甲醇-煤炭价差中枢抬升



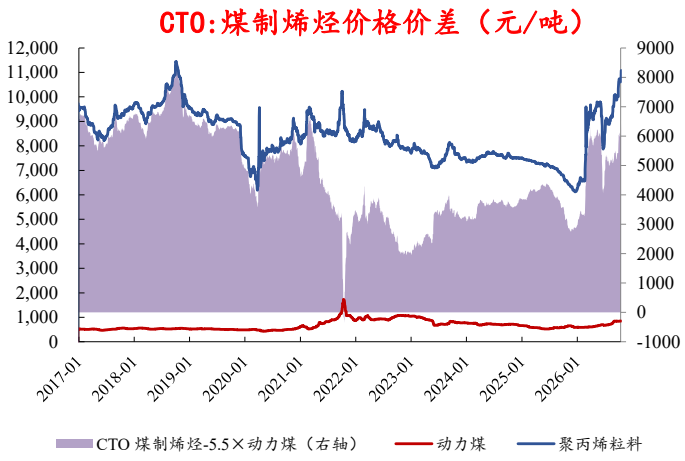
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图8：2026 年 3 月以来，煤制乙二醇价差中枢抬升



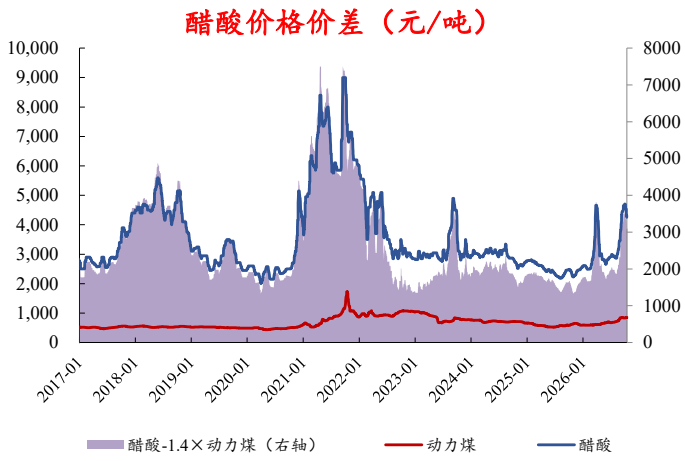
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图9：2026 年 3 月以来，煤制烯烃价差明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

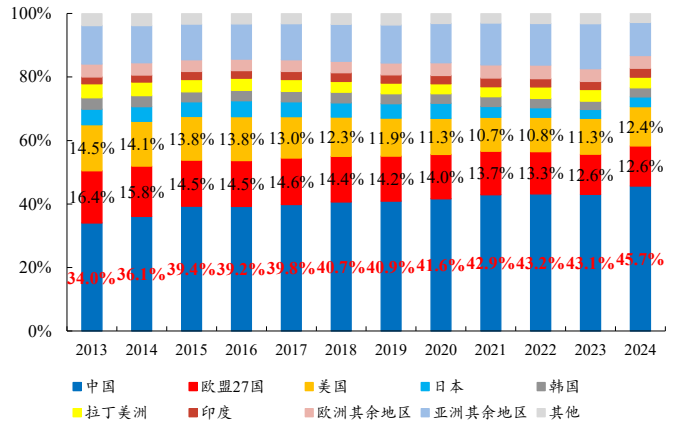
图10：2026 年 3 月以来，醋酸价差中枢抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

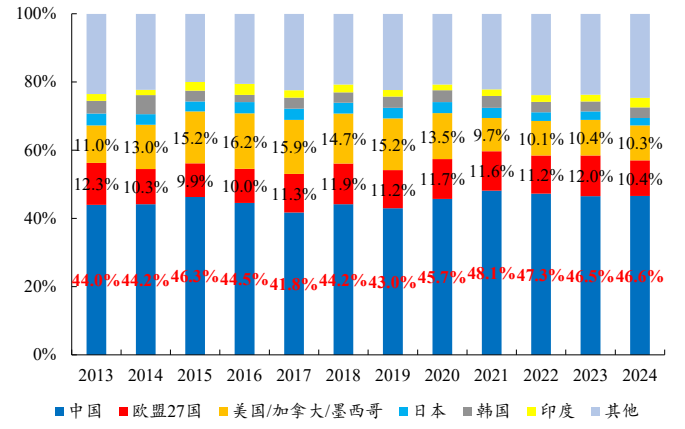
化工产业是我国最重要的基础制造业之一，全球市占率不断提升。据《中国石油和化学工业“十五五”转型发展的创新之路》报告，预计 2025 中国化工销售收入占到全球比重有望达 45%以上；据 CEFIC 数据，2024 年中国化工品销售额约 2.30 万亿欧元，占全球化工品销售总额的 45.7%；2024 年中国化工行业资本开支 1270 亿欧元，占全球化工行业资本开支的 46.6%，两项数据自 2013 年以来均稳居全球第一，并呈稳定增长态势。2022 年以来，国内化工产业坚定落实国家各项工作部署要求，运行态势整体平稳，稳定供应全球能力凸显。**我们看好国内化工行业景气底部向上，化工龙头企业存量资产优势显著，看好中国化工产业凭借成本、技术与产能优势，进一步提升全球市场占有率，加速提升中国化工行业话语权。**

图11：2024 年，我国在全球化工品销售总额中占比为 45.7%



数据来源：CEFIC、开源证券研究所

图12：2024 年，我国在全球化工资本开支总额中占比为 46.6%



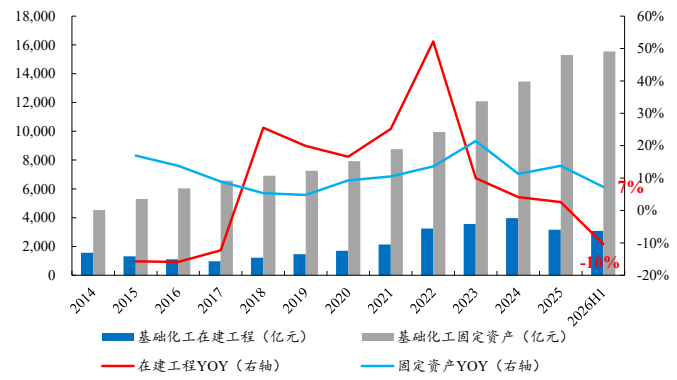
数据来源：CEFIC、开源证券研究所

2、供给端：产能供给见顶，库存低位蓄力

2.1、供给见顶下，行业自律行为频率更高、时间更长

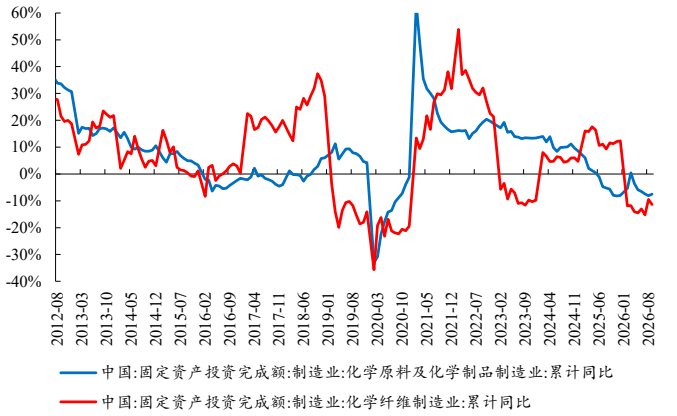
本轮投产周期到顶，双碳约束趋严下 2026H1 化工行业在建工程回落，供给端约束从预期逐步走向兑现。据 Wind 数据，截至 2026 年 H1，基础化工板块上市公司在建工程共计 3,080 亿元，同比下降 10%；2026 年 1-9 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维的固定资产投资完成额累计同比分别-7.5%、-11.4%，较 2025 年下降幅度进一步增大。本轮行业资本开支及产能投放周期到底，双碳政策严格约束化工新增项目审批，叠加“反内卷”政策持续落地，部分行业自律行为共同约束，行业供给格局修复加快。

图13：2026H1，化工板块在建工程同比下降 10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2026 年以来，化工行业固定资产投资增速为负



数据来源：Wind、开源证券研究所

在“反内卷”与“双碳”政策的双重约束下，国内化工供给端扩张已基本见顶，进入存量博弈阶段，多个子行业的自律行为呈现出频次更密集、持续时间更长的特征。

自 2024 年 7 月召开的中共中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争以来，国内“反内卷”政策持续落地。2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议定调反内卷，此后化工多个行业迅速跟进，纷纷发起反内卷号召。**2025 年 10 月 28 日，**《“十五五”规划建议》提出，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点，并在统一市场基础制度规则、综合整治“内卷式”竞争、健全一体衔接的流通规则和标准等方面作出部署。**2025 年 12 月 11 日，**中央经济工作会议中，从**综合整治“内卷式”竞争**变为**深入整治“内卷式”竞争**,以及 2026 年政府工作任务之一是“深入整治‘内卷式’竞争”。**2026 年 4 月 28 日，**中共中央政治局会议再次强调深入整治“内卷式”竞争，未来“反内卷”力度有望进一步加大。**2026 年 7 月 30 日，**中共中央政治局召开会议，会议强调**继续综合整治“内卷式”竞争。2026 年 9 月 10 日，**两部门印发《关于重要工业品低价无序竞争成本核算有关事项的通知》，明确以企业个别成本为核心、兼顾产能利用率、支持分区域测算，**将反内卷从顶层政策细化为可落地执行的实操工具。**

表1：“反内卷”政策逐步落地，从顶层走向细则，国内化工供给约束持续加码

时间	颁布主体	内容
2024 年 7 月	中共中央政治局会议	会议指出**强化行业自律，防止恶性竞争。**
2024 年 12 月	中央经济工作会议	会议进一步指出，要**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》	《报告》提出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	会议强调，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。**
2025 年 7 月 4 日	《化工装置老化评估方法（征求意见稿）》	文件指出企业应科学系统识别、评估与管理化工企业装置、设备老化风险，**对实际使用超过 20 年的化工装置开展老化评估，**并采取相应的老化管理措施。
2025 年 7 月 18 日	工业和信息化部新闻发布会	发布会上表示，钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，**工业和信息化部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。**
2025 年 7 月 30 日	中共中央政治局会议	会议强调要依法依规治理企业无序竞争，推动市场竞争秩序持续优化。
2025 年 8 月 1 日	国家发展改革委新闻发布会	发布会中**多次提及“内卷式”竞争**，表示将加快推进价格法修订，选取“内卷式”竞争问题比较突出的行业领域，有针对性开展成本调查，摸清生产经营情况，**督促企业自觉规范价格行为。**
2025 年 10 月 28 日	《“十五五”规划建议》	《建议》提出坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点，并在统一市场基础制度规则、**综合整治“内卷式”竞争。**
2025 年 12 月 11 日	中央经济工作会议	会议提出从综合整治“内卷式”竞争变为**深入整治“内卷式”竞争**，反内卷的力度有望加大。
2026 年 3 月 5 日	《政府工作报告》	《报告》提出要加强反垄断、反不正当竞争，强化公平竞争审查刚性约束，**深入整治“内卷式”竞争，营造良好市场生态。**
2026 年 4 月 28 日	中共中央政治局会议	会议强调，要加快建设现代化产业体系，保持制造业合理比重。纵深推进全国统一大市场建设，**深入整治“内卷式”竞争。**
2026 年 7 月 30 日	中共中央政治局会议	会议强调，要“营造公平有序的市场竞争环境，制定实施全国统一大市场建设条例，**继续综合整治“内卷式”竞争**，常态化解决企业账款拖欠问题”。
2026 年 8 月 25 日	《党政领导干部生态环境损害责任追究办法》	《办法》第三条明确坚持“党政同责、失职追责“严肃问责、终身追究”，适用于县级以上地方党委政府及有关部门领导成员，**使碳达峰碳中和从政策倡导转化为可追责的刚性约束。**
2026 年 9 月 10 日	《关于重要工业品低价无序竞争成本核算有关事项的通知》	《通知》明确了各方核算职责，**以个别成本为优先基准、行业平均成本为补充，以账载审计资料为基础并考虑产能利用率，可分区域测算。**

资料来源：财联社公众号、中共中央办公厅、国务院办公厅、人民论坛网、华夏时报、中国新闻社、应急管理部、第一财经公众号、国家发展改革委、南方都市报、央视新闻、红旗文稿公众号、求是网、法制日报、新华网、券商中国、生态环境部、开源证券研究所

双碳约束持续加码，高耗能化工审批门槛抬升，行业格局加速优化。2020 年 9 月 22 日，我国在第 75 届联合国大会一般性辩论上郑重宣示，中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值、努力争取 2060 年前实现碳中和的“双碳”战略目标。**2021 年**发布的《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》为双碳工作总纲领，明确总体要求、主要目标、重点任务和保障措施。**2026 年 3 月**，十五五规划纲要中明确提出“以碳达峰碳中和为牵引，协同推进降碳、减污、扩绿、增长”，“十五五”期间单位 GDP 二氧化碳排放强度累计要降低 17%。

2026 年 4 月 22 日，中办、国办发布《关于更高水平更高质量做好节能降碳工作的意见》，**4 月 23 日**发布《碳达峰碳中和综合评价考核办法》，两项重磅文件接连发

布，**既明确了未来节能降碳的行动纲领，又建立了刚性约束的考核体系。2026 年 7 月 31 日**，工业和信息化部印发《工业绿色低碳发展“十五五”规划》，**对化工行业实施刚性低碳监管，严控高碳新增产能、出清低效存量产能，**

2026 年 10 月，工业和信息化部印发《加快构建工业和信息化领域碳排放双控工作体系实施方案（2026—2030 年）》，**新增化工项目叠加碳排放评价与置换约束。供给端低碳约束进一步强化，标志着我国化工粗放扩产时代终结，双碳工作进入了更高水平、更严约束、更实举措的全新阶段。未来高耗能化工项目审批门槛大幅抬升，落后产能加速出清，存量优质产能稀缺性凸显，行业盈利中枢将长期抬升。**

表2：双碳政策持续出台，刚性低碳监管下，抬升高耗能化工项目审批门槛

时间	颁布单位	文件	内容
2021 年 9 月	国务院等	《中共中央、国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	《意见》为双碳工作总纲领，**明确总体要求、主要目标、重点任务和保障措施。**
2021 年 10 月	国务院等	《2030 年前碳达峰行动方案》	《行动方案》作为中国实现 2030 年前碳达峰目标的顶层设计和总体部署，**构建了覆盖经济社会发展全过程和各方面的系统性行动框架。**
2021 年 12 月	国务院等	《“十四五”节能减排综合工作方案》	《方案》指出**到 2025 年，全国单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，**能源消费总量得到合理控制，化学需氧量、氨氮、氮氧化物、挥发性有机物排放总量比 2020 年分别下降 8%、8%、10%以上、10%以上。
2022 年 2 月	工业和信息化部等四部门	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南（2022 年版）》	《实施指南》明确提出对能效在基准水平以下，且难以在规定时限通过改造升级达到基准水平以上的产能，**通过市场化方式、法治化手段推动其加快退出**。
2022 年 7 月	工业和信息化部等三部门	《工业领域碳达峰实施方案》	《方案》提出到 2025 年，单位工业增加值二氧化碳排放下降幅度大于全社会下降幅度，重点行业二氧化碳排放强度明显下降。
2024 年 5 月	国务院等	《2024—2025 年节能降碳行动方案》	《行动方案》提出 2024 年，规模以上工业单位增加值能源消耗降低 3.5%左右，非化石能源消费占比达到 18.9%左右，重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约 5000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.3 亿吨。2025 年，**重点领域和行业节能降碳改造形成节能量约 5000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.3 亿吨。**
2025 年 7 月	国家发改委等	《固定资产投资项目节能审查和碳排放评价办法》	《评价办法》旨在通过“能碳双控”机制从源头遏制高耗能、高排放项目盲目发展。具体内容包括将**年煤炭消费量 1000 吨以上的项目全部纳入审查范围**；国家发改委**直接审查重点领域年综合能源消费量 50 万吨标准煤及以上**（或年煤炭消费量 50 万吨及以上）项目等。
2025 年 11 月	生态环境部	《2024、2025 年度全国碳排放权交易市场钢铁、水泥、铝冶炼行业配额总量和分配方案》	《方案》指出**到 2027 年，化工、石化、民航、造纸等行业也将被纳入碳交易市场。**
2026 年 1 月	工业和信息化部等五部门	《关于开展零碳工厂建设工作的指导意见》	《指导意见》首次从顶层设计层面为零碳工厂建设搭建起系统性政策框架。
2026 年 3 月	工业和信息化部	《“十五五”规划纲要》	《纲要》再次强调，统筹发展和减排，扎实开展碳达峰行动，加快产业结构、能源结构、交通运输结构等调整优化，确保如期实现碳达峰目标。**“十五五”时期，单位国内生产总值二氧化碳排放累计降低 17%。**

时间	颁布单位	文件	内容
2026 年 4 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于更高水平更高质量做好节能降碳工作的意见》	《意见》对推进新形势下的节能降碳工作作出系统部署，**明确了总体要求、重点任务和实施路径。**
2026 年 4 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《碳达峰碳中和综合评价考核办法》	《考核办法》设置**“5 项控制+9 项支撑”的‘5+9’指标体系，**对评价考核从目标分解、结果评定、实施程序、监测预警等方面进行了部署。
2026 年 7 月	工业和信息化部	《工业绿色低碳发展“十五五”规划》	《规划》**对化工行业实施刚性低碳监管。**政策以碳排放双控为抓手，严控高碳新增产能、出清低效存量产能，推动行业绿能替代、工艺低碳改造及固废资源化利用。
2026 年 10 月	工业和信息化部	《加快构建工业和信息化领域碳排放双控工作体系实施方案（2026—2030 年）》	《实施方案》要求，到 2030 年，规模以上工业单位增加值二氧化碳排放比 2025 年降低 17%以上、能耗下降 10%以上。《实施方案》**新增化工项目叠加碳排放评价与置换约束，供给端低碳约束进一步强化。**

资料来源：国家发展改革委、中国政府网、中国电力报公众号、环球网财经、工信微报公众号、中国石化经研院、生态环境部、工业和信息化部、开源证券研究所

2025 年以来，在行业亏损与“反内卷”政策的双重施压下，化工多个子行业开启了自律行为。进入 2026 年，行业自律行为已从集体表态走向实质落地，**呈现出频次更密集、持续时间更长的特征：**涤纶长丝、聚酯瓶片、己内酰胺、有机硅、等品种落实减产，有机硅等行业挺价，遏制“内卷式”竞争。**在成本高企、利润微薄、需求转淡的困境下，此轮行业自律行为在短期内有效收紧了供应，为价格提供了底部支撑。**

表3：进入 2026 年，行业自律行为已从集体表态走向实质落地，呈现出频次更密集、持续时间更长的特征

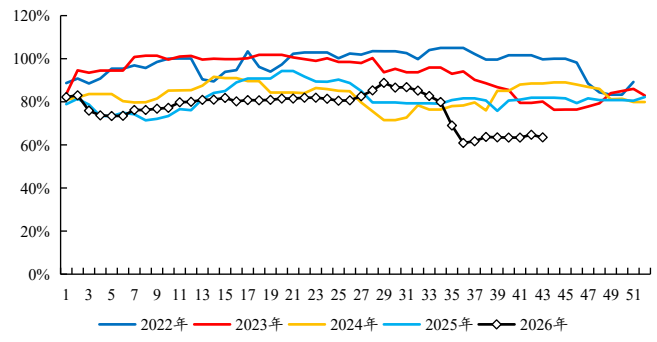
行业	时间	内容
涤纶长丝	2025 年 5 月	涤纶长丝龙头企业陆续推进自律减产。
	2026 年 1 月	执行为期一季度 15%的减产，覆盖 FDY、POY。
	2026 年 4 月	行业继续加码，减产比例提升至 30%，执行至二季度末。
	2026 年 5 月下旬	三家头部大厂进一步计划扩大减产。
	2026 年 6 月	行业按 40%减产目标安排生产。
聚酯瓶片	2025 年 6-7 月	行业集中发布减产预案，落地首轮执行。
	2026 年 8 月下旬	行业再度开启集中减产。
	2026 年 8—9 月	据 CCF，聚酯瓶片新增检修产能近 700 万吨，约占行业总产能 30%，涉及逸盛、三房巷、华润、万凯、远纺、昊源、富海等主流生产企业，叠加前期已减停装置产能。
锦纶	2025 年 9 月	中国化学纤维工业协会锦纶分会召集永荣股份等龙头召开会议，并倡议行业自律、适度限产，按需调整开工、严控新增产能，抵制低价内卷。
	2025 年 11 月	据 CCF 消息，上游 CPL（己内酰胺）启动协同减产，行业达成 20%减产保价共识。
	2026 年 5 月	据 CCF 消息，湖北三宁、广西恒逸等大厂落实减产，开工率自 8 成降至 7 成，巴陵恒逸、鲁西装置同步跟进降负。

行业	时间	内容
有机硅	2025 年 11 月以来	有机硅行业主要企业推进协同减排、稳价控产，抵制恶性低价竞争，修复行业盈利。
	2025 年 12 月起	行业执行 30%协同减产。
	2026 年 3—5 月	行业减产比例上调至 35%。
	2026 年 6—8 月	行业进一步执行 40%阶段性减产。
	2026 年 9 月	行业继续协同，维持 50%减产力度。

资料来源：钢联能化公众号、生态环境部公众号、中国能源报公众号、百川盈孚、CCF、石化联合会化工新材料专委会公众号、安徽省纺织行业协会、开源证券研究所

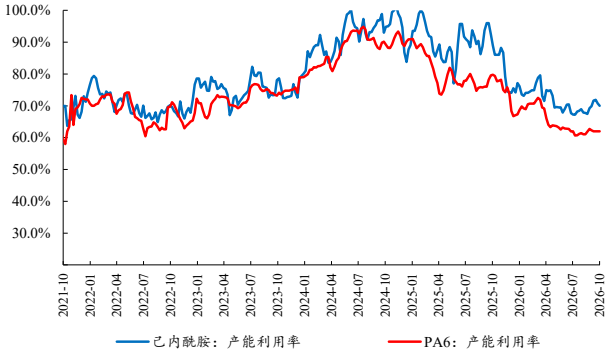
行业自律行为推进下，开工负荷持续下降。聚酯瓶片方面，2026 年 8 月以来开工率不断下降，截至 2026 年 10 月 23 日，开工率 63.5%，处于历史低位；锦纶方面，己内酰胺开工率自年初呈持续下行态势。同时，在涤纶长丝协同减产下，直纺长丝开工率同样处于低位运行状态，截至 2026 年 10 月 23 日，直纺长丝开工率为 76.5%。有机硅开工率中枢下移，截至 2026 年 10 月 23 日，有机硅开工率为 64.3%。

图15：截至 2026 年 10 月 23 日，聚酯瓶片开工率 63.5%



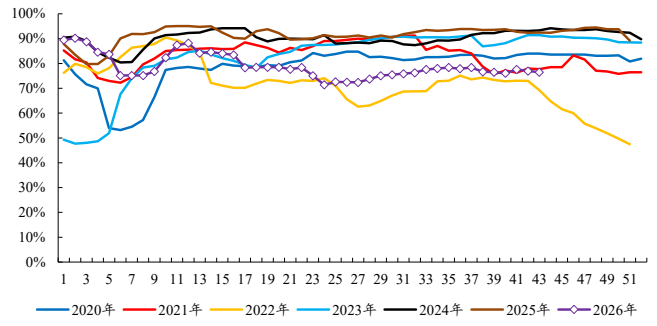
数据来源：CCF、开源证券研究所

图16：2026 年以来，己内酰胺开工率呈现下降趋势



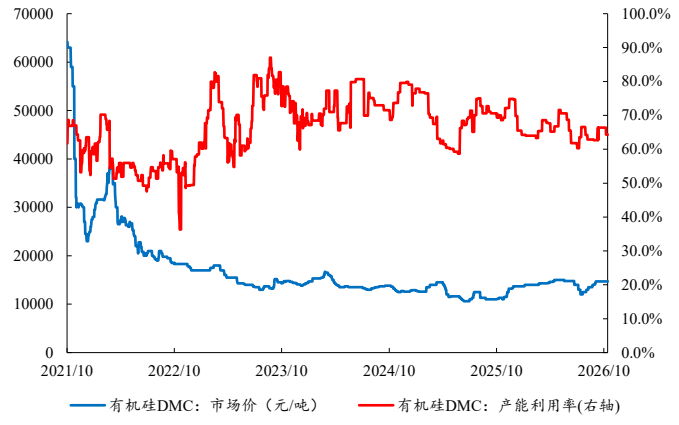
数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

图17：截至 2026 年 10 月 23 日，直纺长丝周度负荷开工率 76.5%



数据来源：CCF、开源证券研究所

图18：截至 2026 年 10 月 23 日，有机硅开工率 64.3%



数据来源：CCF、开源证券研究所

2.2、 海外化工产能退出，中国有望进一步提升全球市场占有率

近年来全球化工市场迎来一轮大范围产能出清，欧洲成为本轮产能收缩核心区域，美国、韩国、日本同步开启产业洗牌。同时，2026 年 3 月以来，地缘扰动下，海外化工退出周期进一步加速。中国化工产业凭借成本、技术与产能优势，进一步提升全球市场占有率，加速提升中国化工行业话语权。

表4：2024 年以来，欧洲、美国、日本、韩国等陆续退出裂解、烯烃、芳烃等多个化工装置

区域	国家/地区	企业	装置/产品	产能（万吨/年）	关停时间	备注产能（万吨/年）
欧洲	法国	埃克森美孚	裂解+PE/PP/胶粘剂		2024-04	占该基地化工业务 70%
		埃克森美孚	蒸汽裂解（乙烯）	42.5	2024 年起停产	含下游 PE/PP/胶粘剂
		阿科玛	氯碱	7.4	2025 年中起停运	烧碱 8.3
		文科雷克斯	氯碱	11.9	2025 上半年停产	烧碱 13.3
		英力士	烯烃及下游衍生物	50.0	未明确	两套合计
	荷兰	维诺娃	PVC	22.5	2025-11 起停产	
		沙特基础工业（SABIC）	蒸汽裂解	57.5	未明确	
		西湖化学（Westlake）	双酚 A+液体环氧树脂		未明确	全基地关停
		壳牌	部分烯烃及衍生物		分阶段	
		利安德巴塞尔+科思创	PO/SM	31.5	已退出	苯乙烯 64、PO31.5
	英国	沙特基础工业（SABIC）	蒸汽裂解 Olefins6	86.5	自 2020-10 封存	另丙烯 41.5、丁二烯 10；
		陶氏	基础硅氧烷	14.5	2026 年中	
		英力士	蒸汽裂解	35.0	2026 年底前	
		壳牌	蒸汽裂解		2026—2027 分阶段	
	意大利	埃尼 Versalis	蒸汽裂解	100.0	2025 起	与 Brindisi 两套合计约 100 万吨/年
	比利时	道达尔能源	蒸汽裂解	55.0	2027 年底前	另丙烯 23；（两套中较小一套）
	德国	巴斯夫	己内酰胺/合成氨(1套)/己二酸/环己醇/环己酮/碳酸钠/TDI及 DNT·TDA		2023—2025 陆续	
		巴斯夫	草铵膦		2024 年底	两基地关闭
		英力士伊诺文	氯碱+ECH	18.0	2025-10 关闭	烧碱 20.1；ECH5.2
		巴斯夫	环十二酮(CDon)/环戊酮(CPon)/剩余己二酸		2025H1（CDon·CPon）/2025 年内（己二酸）	
		陶氏	蒸汽裂解		2027Q4	

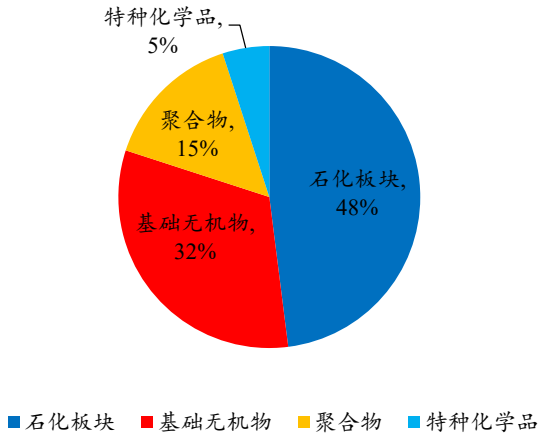
区域	国家/地区	企业	装置/产品	产能（万吨/年）	关停时间	备注产能（万吨/年）
		陶氏	氯碱/乙烯	25.0	2027Q4	烧碱 27.5
		壳牌	芳烃+烯烃装置		分阶段	
		巴斯夫	连二亚硫酸钠		关闭	
		英力士	酚酮装置		永久停止	永久停止生产
		壳牌	邻/对二甲苯（OX/PX）			
	捷克	斯波拉纳	PVC	13.5	2025 上半年	
	斯洛伐克	强化	PVC	9.0	2025 年初	至少部分产能
	荷兰/比利时	阿克苏诺贝尔	生产基地		陆续关闭	整合至区域内其他工厂
	爱尔兰/赞比亚	阿克苏诺贝尔	生产基地		陆续关闭	
	法/德/英/西	利安德巴塞尔	烯烃与聚烯烃资产		2026H1 完成交割	4 处资产及业务出售给 AEQUITA
	欧洲多处	亨斯曼	聚氨酯（PU）工厂		未定	可能关闭
美国	美国	Styropek	EPS		2025-01 前	
		奥升德	尼龙（剩余装置）		2025 年初	
		英力士苯领	ABS		2025Q2	开始退役
		罗姆	MMA		2025 年中	由德州新装置（新工艺）替代
		Cornerstone	丙烯腈（ACN）		2025 年中	
		西湖化学（Westlake）	悬浮 PVC	45.4	2025-12	
		西湖化学（Westlake）	VCM	41.3	2025-12	
		西湖化学（Westlake）	隔膜氯碱	37.5	2025-12	烧碱 41.3
		西湖化学（Westlake）	苯乙烯	25.9	2025-12	
		安斯泰（AmSty）	聚苯乙烯（PS）		2026-05 起临时停产	1953 年投产，远离上游苯乙烯
		英力士苯领	聚苯乙烯（PS）	40.0	2026Q4 停产；2026Q4 起拆除	1960 年投产，非一体化
		巴斯夫	多条生产线缩减		2027 年春前	
		斯泰潘	表面活性剂			停止生产
		斯泰潘	部分资产			资产退役
韩国	韩国	YNCC	裂解（3 号 47+2 号 92）	139.0	2026 年底前完成	3 号原已闲置；仅保留 1 号 90
		乐天化学+HD 现代化学	石脑油裂解	110.0	关停	乐天大山厂剥离后与 HD 现代合并
		LG 化学（+GSCaltex）	裂解 1 号	120.0	未定	与 GSCaltex 讨论整合
		SKGeocentric	裂解装置	66.0	未定	
日本	日本	出光兴产+三井化学	乙烯装置整合		2026—2027	整合后合计降至 55 万吨/年
		丸善石化	石脑油裂解		2026—2027 关停	

区域	国家/地区	企业	装置/产品	产能（万吨/年）	关停时间	备注产能（万吨/年）
		东丽	PTA		2026 年内	全面停产，退出该产品
		ENEOS	裂解装置		2028 年前	退役
		旭化成+三井化学+三菱化学	乙烯（AMEC）		后续执行	关停并整合至大阪石化

资料来源：各公司官网、ICIS、中国化工报、Cefic、金联创、S&PGlobal、Platts、BASF 官网、南方农村报、Chemical Week、开源证券研究所

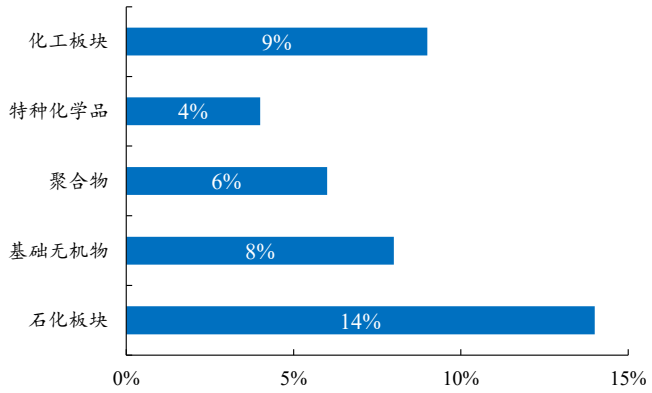
欧洲化工正经历以石化、烯烃为主的结构性深度出清。据欧洲化学工业理事会（Cefic）数据，2022 至 2025 年间欧洲累计永久关停化工产能 **3700 万吨，约占欧洲化工总产能的 9%。分品类来看，**据 Cefic 统计，**上游石化（烯烃/裂解）**关停 **1780 万吨**，占总关停量的 **48%**，蒸汽裂解装置总产能被削减 **16%**，是受损最严重的板块。**基础无机化学品**关停 1170 万吨，占比 32%。**聚合物**关停 540 万吨，占比 15%。**特种化学品**关停 200 万吨，占比 5%。**关停产能中**，石化产能受影响相对更大，减少 14%，其次分别是基础无机物减少 8%，聚合物减少 6%；特种化学品减少 4%。据 Chem Orbis Supply Wizard 数据统计，自 2024 年以来，欧洲乙烯、丙烯、聚丙烯、聚乙烯、PVC、EDC 等烯烃产业链相关产能合计约 1100 万吨被关停。

图19：2022-2025 年欧洲宣布关停产能板块占比



数据来源：Cefic、欧洲统计局、彭博、开源证券研究所

图20：2022-2025 年间已宣布关停产能占欧洲行业产能比例



数据来源：Cefic、欧洲统计局、彭博、开源证券研究所

表5：自 2024 年以来，欧洲烯烃产业链相关产能近 1100 万吨/年被关停

产品	受影响产能（万吨/年）
乙烯	518
丙烯	212
聚丙烯	96.5
聚乙烯	53.5
S-PVC	67.5

产品	受影响产能（万吨/年）
氯乙烯	62.9
EDC	82.5

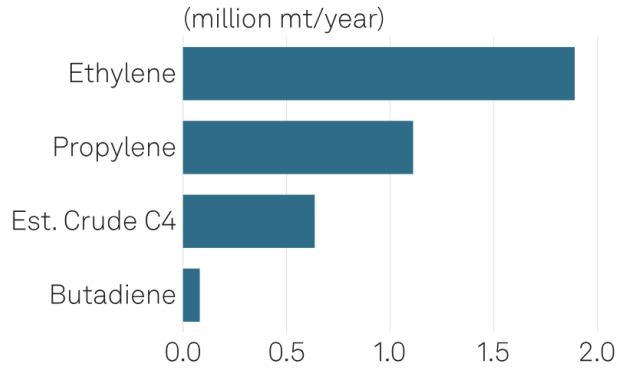
数据来源：Chem Orbis Supply Wizard、开源证券研究所

美国退出产能以老旧非一体化装置为主，主要集中在 PS、PVC、苯乙烯、表面活性剂等大宗塑料等品类。据 Chem Net 及各公司官网统计，2025 年以来，如英力士苯领（PS）、AmSty（PS）、西湖化学(PVC 及苯乙烯)、斯泰潘(表面活性剂)等企业分批关停多条 PS、PVC、苯乙烯、表面活性剂等数十年老旧生产线。

亚太中，日韩化工产业链同步推进产能优化，韩国以产业重组为主，日本多家龙头企业整合、关停乙烯、PTA 等核心装置。韩国方面，据 S&P Global 统计，2025 年 8 月，韩国产业通商资源部提出将石脑油裂解产能削减 270 万至 370 万吨/年的目标，削减约占其 1300 万吨乙烯总产能的 20%至 28%。截至 2026 年 9 月，大山与丽水两地公布的关停总量约 249 万吨，逼近全国削减目标下限。

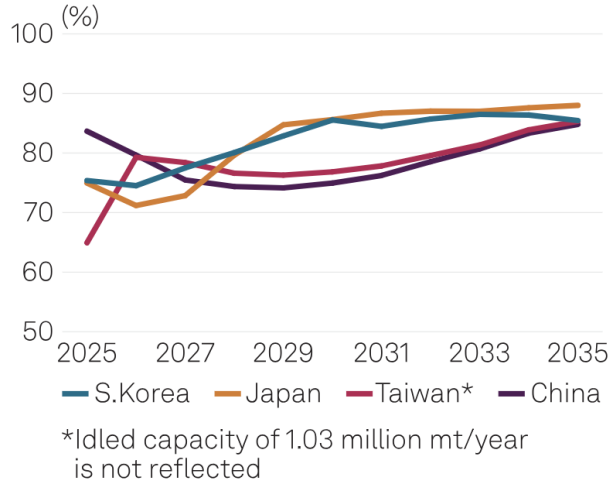
日本方面，预计 2030 年前将削减逾 25%的乙烯产能。据 S&P Global 统计，预计 2027 年至 2028 年间，Maruzen 石化（年 49 万吨）、千叶的出光兴山（年 37.4 万吨）和川崎的 ENEOS（年 46 万吨）三家裂解厂关闭，位于水岛的朝日化工/三菱化学裂解厂（年产 56.7 万吨）计划于 2030 年前关闭。据隆众资讯，日本东丽、三菱化学、三井化学、英力士、乐天化学等国际巨头相继关停旗下 PTA 装置。

图21：预测至 2031 年，日本乙烯将削减近 180 万吨产能/年



资料来源：S&P Global、开源证券研究所

图22：预测至 2035 年，亚洲乙烯开工率或呈上升趋势



资料来源：S&P Global、开源证券研究所

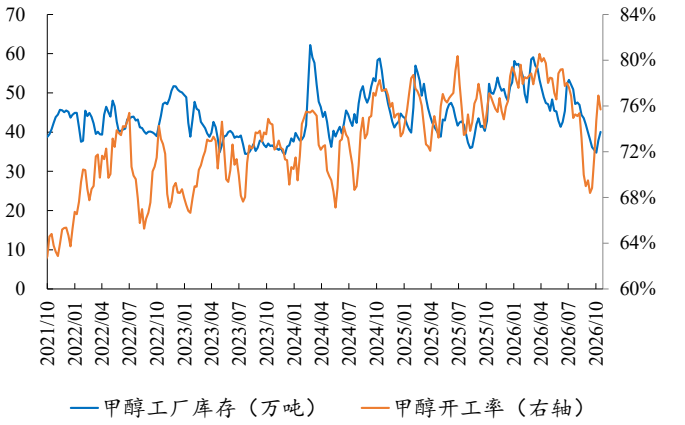
整体来看，随着海外化工产能的退出，中国化工的全球占有率和话语权将进一步提升。据《中国石油和化学工业“十五五”转型发展的创新之路》报告，预计 2025 中国化工销售收入占到全球比重有望达 45%以上，据 CEFIC 数据，2024 年我国化工品销售总额已位列全球第一，市占率达 45.7%。**2026-2027 年成为全球化工产能集中落地退出的关键窗口期，欧美老旧炼化、化工装置加速淘汰，日韩依托园区整合完**

成产能优化，全球化工产能格局正在向东转移。中国化工产业凭借成本、技术与产能优势，进一步提升全球市场占有率，加速提升中国化工行业话语权。

2.3、 高油价持续下，多数化工产品库存降至低位

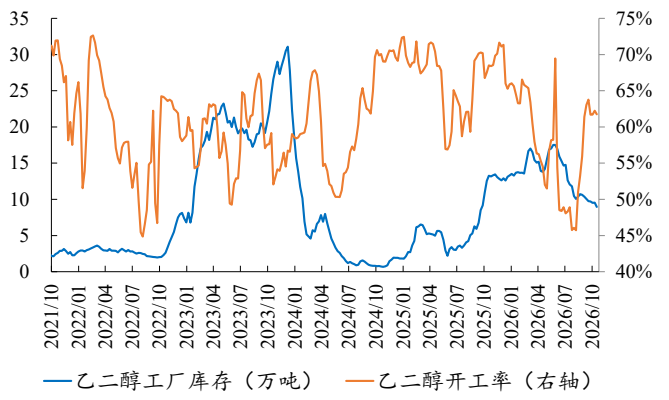
当前中东地缘冲突持续扰动全球供应链，高油价持续下多数化工产品库存已降至历史低位。一方面，高企的原料价格抑制了企业的开工意愿与补库动力，利润承压下导致企业普遍采取“以销定产”的低库存策略；另一方面，受地缘扰动和运输受限影响，到港库存持续下降。**整体来看，化工品库存正处于低位蓄力阶段，一旦后续油价回落，或开启持续补库行情，带动产品价差持续修复。**

图23：自 2026 年 3 月以来，甲醇库存持续下降



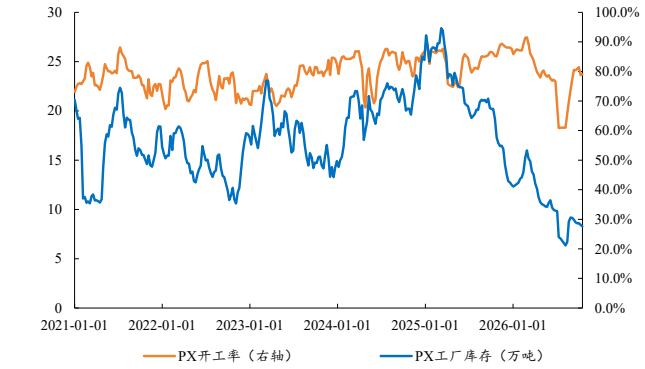
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图24：自 2026 年 3 月以来，乙二醇库存持续下降



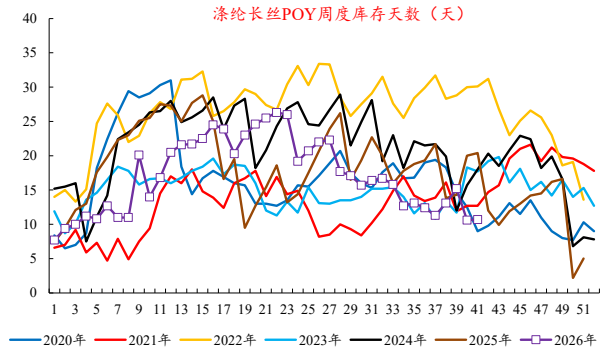
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图25：2026 年以来，PX 库存持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

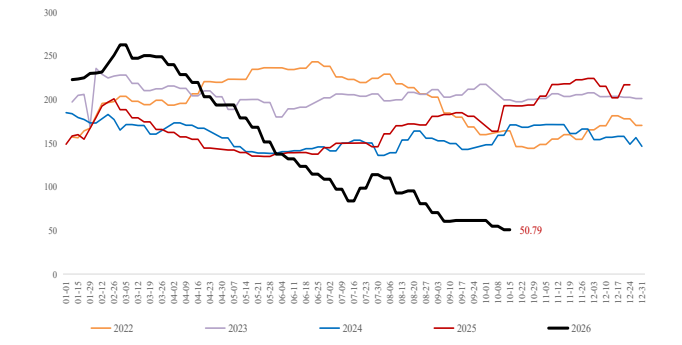
图26：自 2026 年 3 月以来，POY 库存持续去化



数据来源：CCF、开源证券研究所

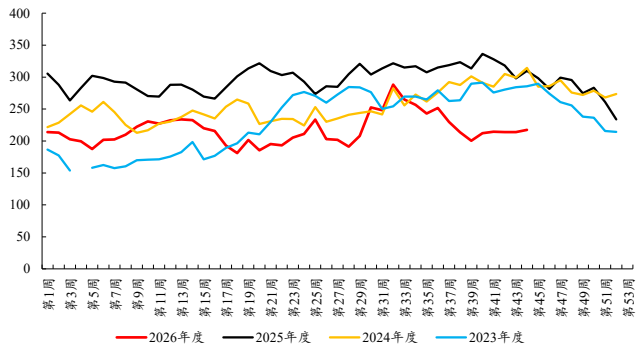
高度依赖中东进口的化工品种供给偏紧，港口库存降至历史低位。自 2026 年 3 月起，霍尔木兹海峡受阻，甲醇、乙二醇、LPG、硫磺、PE 等高度依赖中东进口化工品供给偏紧，港口库存自 5 月起持续去库，现货端供给偏紧。据卓创资讯，截至 2026 年 10 月 23 日，华东液体化工品港口库存 50.79 万吨，降至历史低位。

图27：2026 年 5 月以来，华东港口液体化工品库存降至历史低位（单位：万吨）



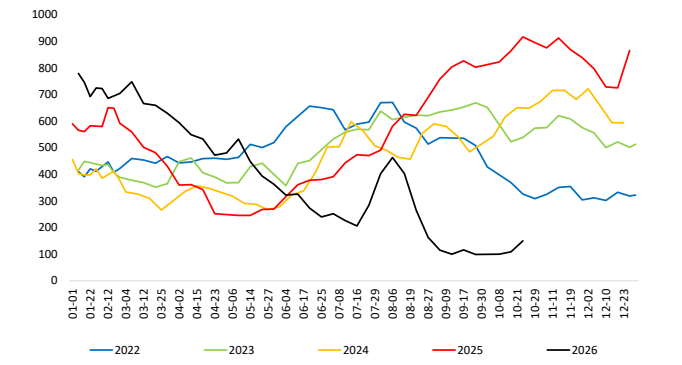
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图28：2026 年 5 月以来，LPG 港口库存降至低位（单位：万吨）



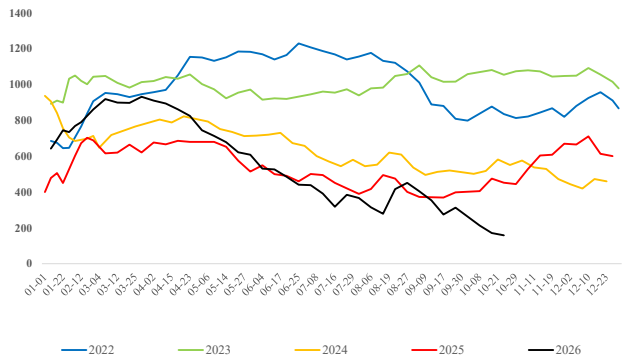
数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

图29：2026 年 3 月以来，甲醇港口库存降至历史低位（单位：千吨）



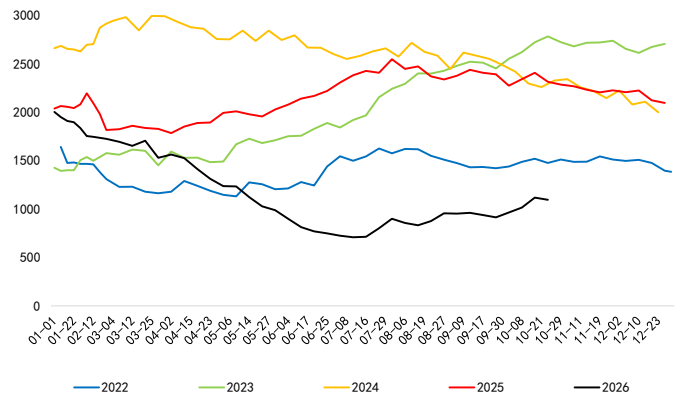
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图30：2026 年 3 月以来，乙二醇港口库存降至历史低位（单位：千吨）



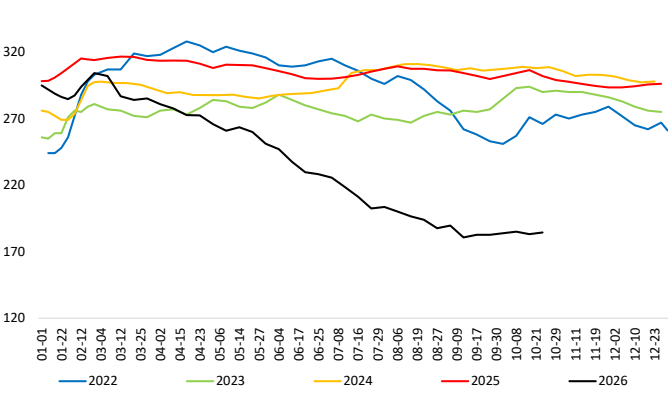
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图31：2026 年 3 月以来，硫磺港口库存降至历史低位（单位：千吨）



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图32：2026 年 3 月以来，PE 港口库存降至历史低位（单位：千吨）



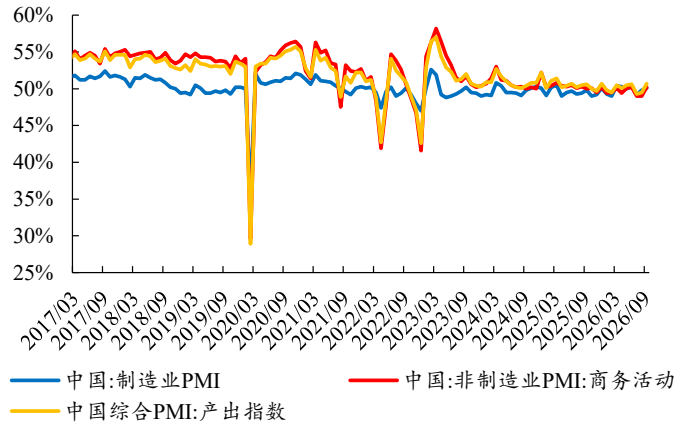
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

3、 需求端：高利率、高油价压制年内需求，2027 年或将迎来边际改善

3.1、 内需：房补接力国补需求，拉动内需修复

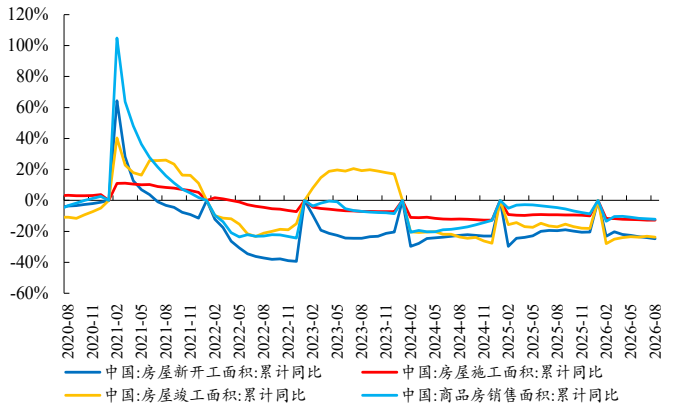
内需方面，房贷贴息接力国补政策、以旧换新等一揽子促消费政策，共同拉动国内需求企稳修复。虽然年内需求修复放缓，家电、汽车补贴效应逐步退坡，但 2026 年 9 月 29 日出台的房贷贴息叠加国补以旧换新等扩大内需政策，有望带动需求的修复，促进新房二手房成交回暖，据 Wind 数据显示，2026 年 1—9 月，我国房屋新开工/施工/竣工/商品房销售面积分别同比-24.9%/-12.8%/-25.1%/-13.2%。**与此同时，房贷贴息政策还间接拉动交房后家电、家纺等后周期需求，**据 Wind 数据，2026 年 1—9 月空调、冰箱、洗衣机产量分别同比-3.5%、+11%、+3.9%；2026 年 1—9 月汽车、新能源汽车销量分别同比-3.7%、+12.0%，延续增长趋势。这些需求最终向上传导至聚氨酯、涂料、改性塑料、化纤等化工品。从整体景气看，据国家统计局数据，2026 年 9 月国内综合 PMI、制造业 PMI 分别为 50.10%、50.70%，总体位于荣枯线附近。

图33：2026 年 9 月，国内制造业 PMI 指数为 50.10%



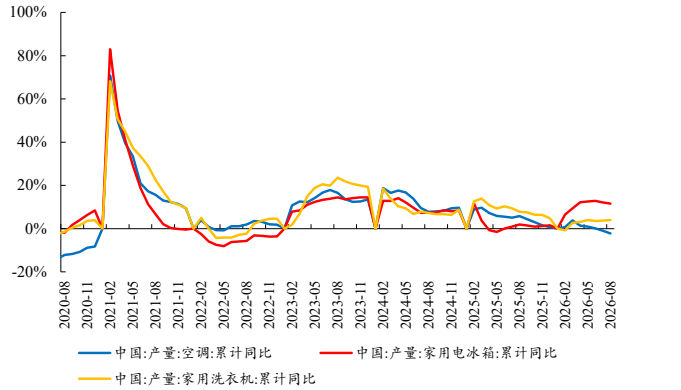
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：2026 年 1-9 月，房地产开工、竣工同比承压



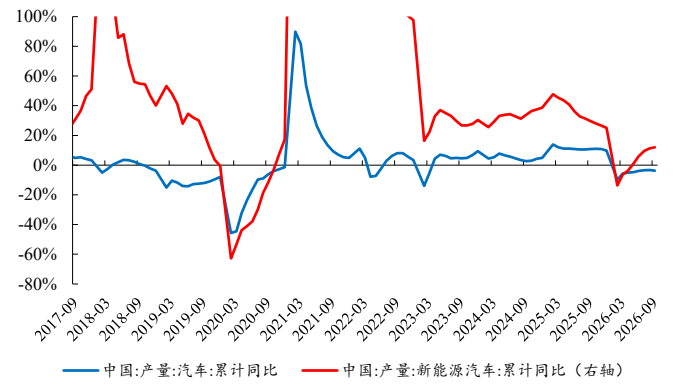
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2026 年 1-9 月，国内空调、冰箱、洗衣机产量分别同比-3.5%、+11%、+3.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2026 年 1-9 月，汽车、新能源汽车销量分别同比-3.7%、+12.0%



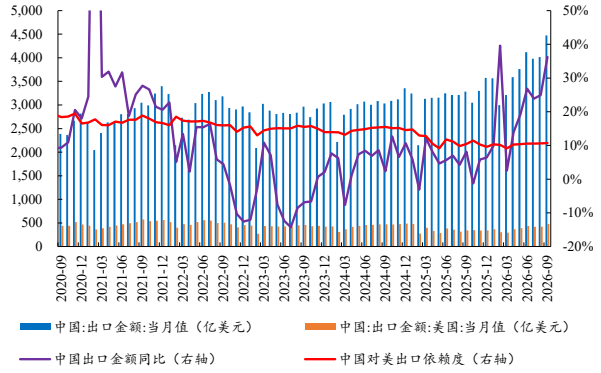
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 外需：高利率、高油价压制补库需求，若降息开启有望释放化工需求弹性

全球化工供给格局重塑背景下，国内依托产业优势承接海外转移订单，化工出口实现较快增长。2026 年上半年，受地缘扰动及欧洲产能退出的综合影响，全球化工供给偏紧，我国依托完备的产业体系与全链条配套优势，且在全球化工销售体系中占据较高份额，有效承接海外溢出需求。据 Wind 数据，2026 年 1-9 月，我国化学原料及化学制品出口累计 4882 亿元，累计同比+19.2%；2026 年 9 月，我国出口金额 4,472 亿美元，同比增长 36%，2026 年以来稳步增长；对美国依赖度为 11%，2021 年以来稳步下降。

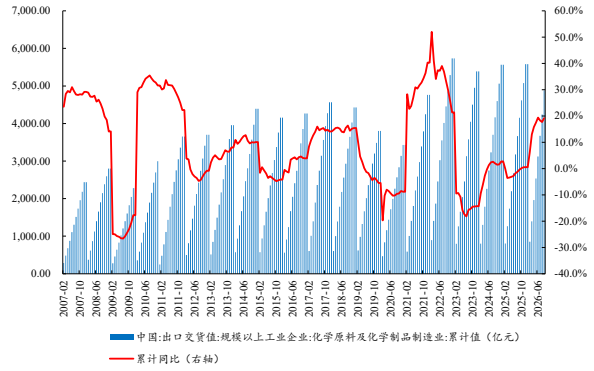
高利率、高油价压制补库需求，降息开启有望释放化工需求弹性。当前，全球经济正面临能源价格上涨、通胀压力加剧以及高利率的多重压力。据 Wind 数据，2026 年以来，美国 10 年期国债利率震荡上行，截至 2026 年 10 月 23 日，10Y 美债利率 5.00%，联邦基金利率 3.88%，利率中枢持续位于高位；叠加美伊冲突推升油价、通胀压力高企，共同压制下游制造业原料采购。2026 年以来，美国制造业 PMI 指数震荡抬升，截至 2026 年 9 月，美国制造业 PMI 达 54.5，但客户库存指数处于较低分位，库存同比仅处 42%分位，海外高利率背景抑制制造业需求。**若后续海外降息周期开启，融资约束边际缓解，叠加油价、通胀压力边际改善，海外制造业补库及开工意愿有望释放，化工品外需或将迎来显著修复。**

图37：2026 年以来，中国出口金额稳步提升，对美出口依赖度下降



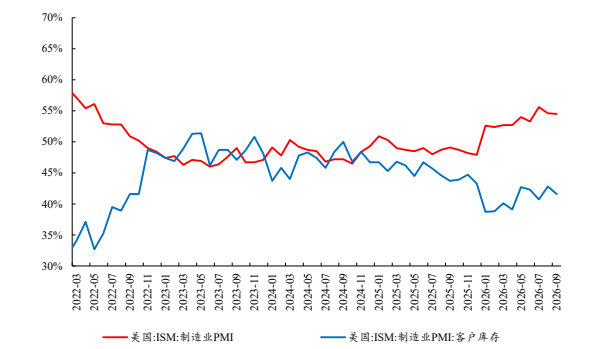
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2026 年 1-9 月，中国化学原料及化学制品制造业出口累计 4882 亿元，累计同比+19.2%



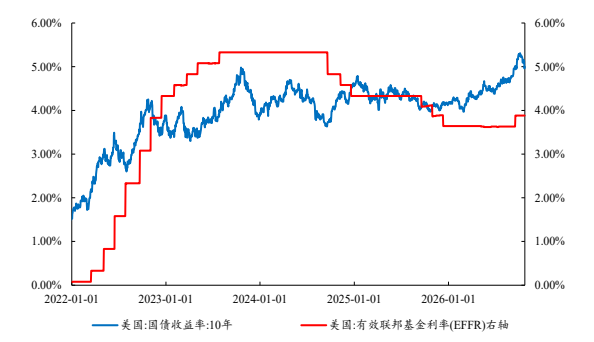
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图39：2026 年以来，美国制造业 PMI 指数震荡抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2026 年以来，美国 10 年期国债利率震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 2027 年化工行业存在多重值得布局的方向

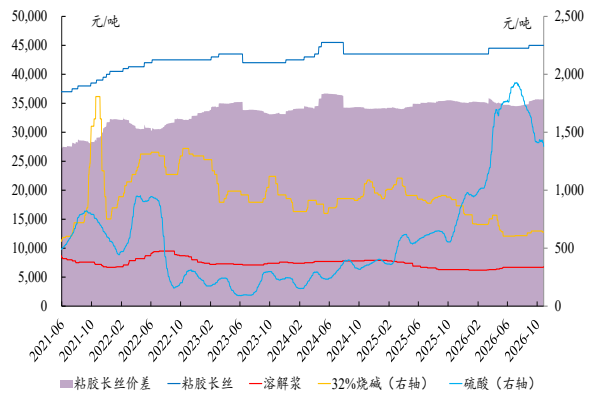
4.1、 拐点明确、具备高弹性的子行业

4.1.1、 粘胶长丝：行业产能呈缩减态势，行业或迎来供需错配、价格有望上涨

粘胶长丝行业产能呈缩减态势。10 月 9 日，新乡化纤公告公司国有建设用地使用权被收回暨部分生产线停产，**公司将自 10 月 12 日起对公司北区生物质纤维素长丝生产线及星鹭科技进行关停，涉及公司生物质纤维素长丝产能 31,200 吨/年。**另外，根据丝丽雅集团公众号报道，**2026 年是“十五五”开局之年，也是公司加快推进搬迁转型的关键之年。**而宜宾丝丽雅为现有少数粘胶长丝主要企业之一，若 2026 年内宜宾丝丽雅粘胶长丝产能关停搬迁，或进一步加剧粘胶长丝产能紧张态势。**需求方面，2024 年以来出口需求量保持增长，有望迎供需错配行情。**据百川盈孚数据，粘胶长丝行业有效产能分布在 4 家厂家，产能增量有限，2026 年 9 月以来行业开工率维持在 90%。需求端，2024 年、2025 年、2026 年 1-9 月，粘胶长丝出口量分别达 9.62、11.36、10.31 万吨，同比分别+6.8%、+18.2%、+23.1%。**我们认为，出口需求持续增长背景下，随着行业产能缩减，粘胶长丝有望迎来供需错配行情，价格或将上涨。**

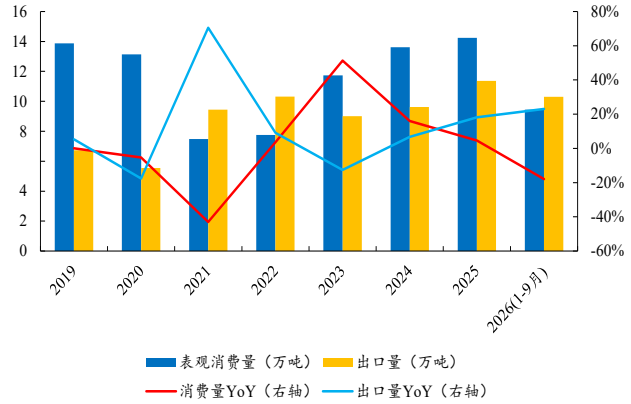
推荐标的：新乡化纤。受益标的：吉林化纤。

图41：2021 年以来，粘胶长丝价格呈现上涨趋势



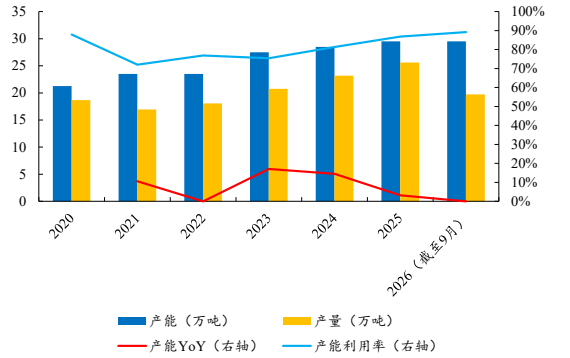
数据来源：百川盈孚、Wind、开源证券研究所

图42：2024 年以来，粘胶长丝出口量保持增长



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图43：2026 年粘胶长丝行业产能利用率较高



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图44：截至 10 月 23 日，粘胶长丝行业负荷为 92%



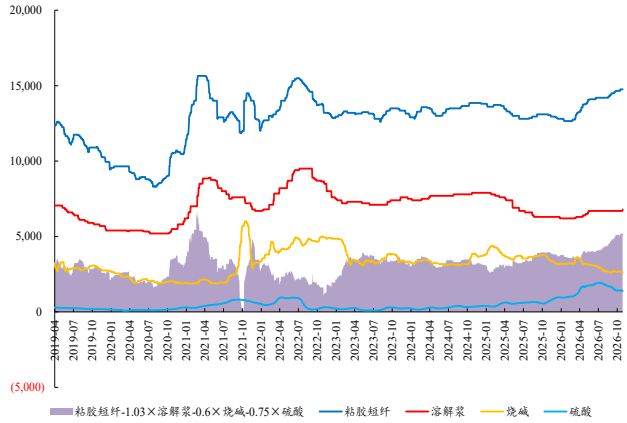
数据来源：CCF、开源证券研究所

4.1.2、 粘胶短纤：持续高开工、低库存状态下，景气或持续上行

2026 年以来，粘胶短纤持续维持高开工、低库存状态，价格持续上行。需求端，根据 CCF 报道，2023 年以来，涡流纺产能快速增长，预计 2026 年国内涡流纺将增100万吨，截至 2026 年 7 月，国内涡流纺总台数预计在 6000 台以上，带动粘胶短纤需求持续增长。根据百川盈孚数据，2023 年以来，粘胶短纤需求持续增长。2026 年 1-9 月，粘胶短纤表观消费量达到 315.06 万吨，同比+4.75%。开工率方面，根据百川盈孚数据，2026 年以来行业开工率均维持在 8 成以上，行业负荷提升空间有限。库存方面，根据 CCF，2026 年粘胶短纤物理库存天数持续低位。截至 10 月 23 日，粘胶短纤库存天数为 6 天，基本企业库存处于持续待发状态，足见其供需偏紧态势。新增产能方面，根据百川盈孚数据，预计盐城金光在 2027 年 6 月投产 50 万吨，但我们认为，50 万吨产能体量较大，或逐线投产，对行业实际冲击或有限。随着下游涡流纺产能扩大以及纺服景气上行，粘胶短纤行业景气有望持续上行。

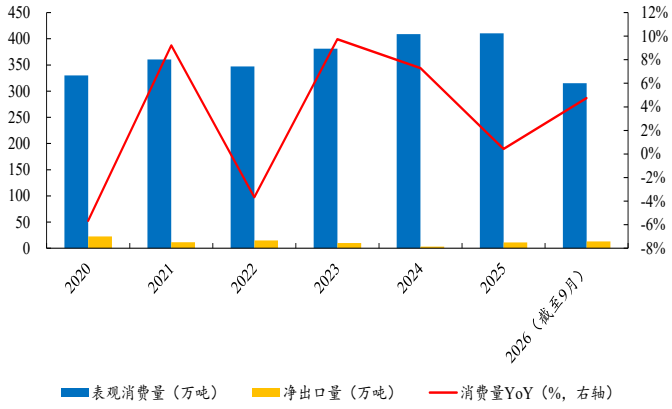
推荐标的：三友化工。受益标的：中泰化学。

图45：2026 年以来，粘胶短纤价格持续上行



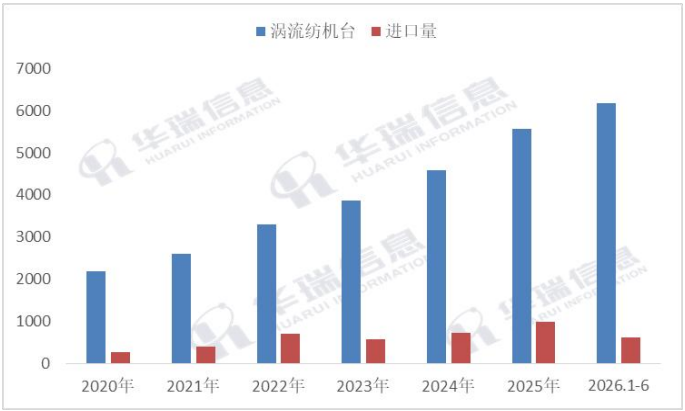
数据来源：百川盈孚、Wind、开源证券研究所

图46：2023 年以来，粘胶短纤表观消费量持续增长



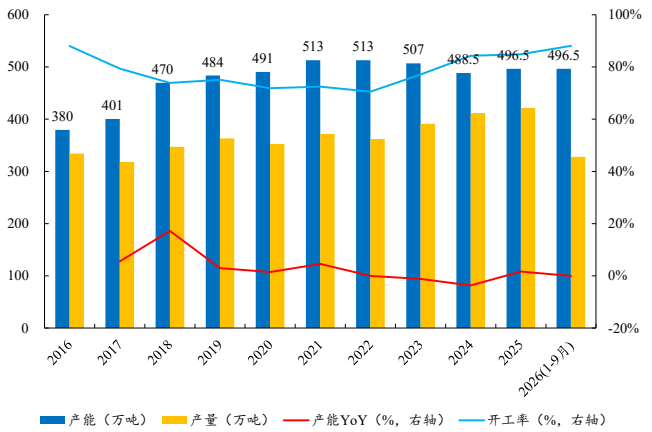
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图47：2023 年以来，涡流纺进口量持续增长



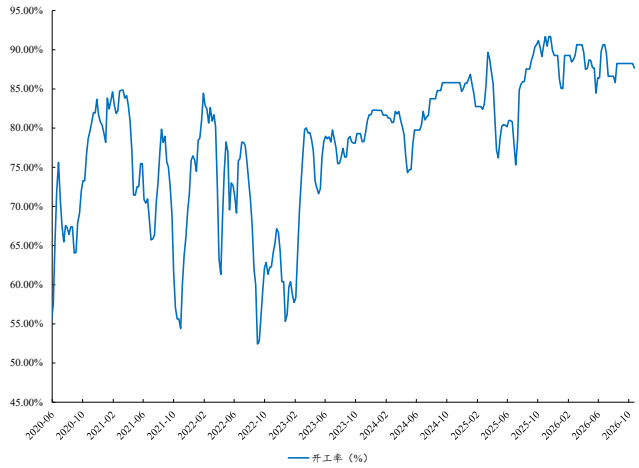
数据来源：CCF

图48：2026 年 1-9 月，粘胶短纤行业产能利用率较高



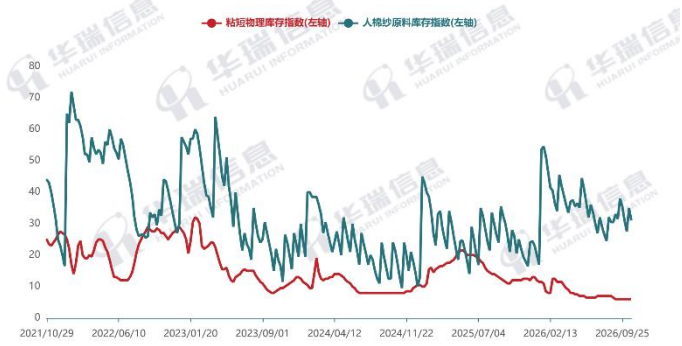
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图49：2026 年粘胶短纤开工率持续高企



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图50：2026 年粘胶短纤库存持续低位

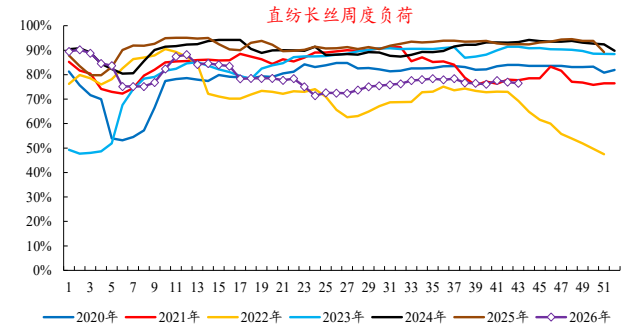


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

4.1.3、 涤纶长丝：油价高波导致产业链大幅去库，看好下游补库需求弹性

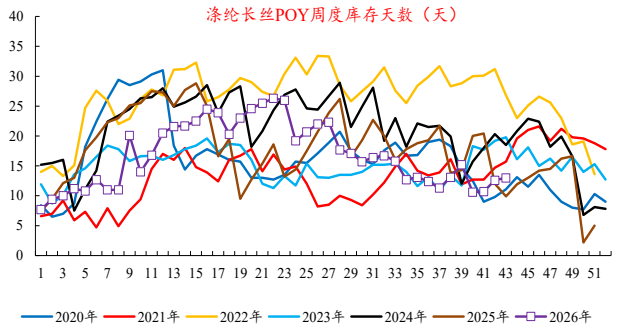
作为原油炼化的终端产品之一，涤纶长丝的价格、成本与原油价格高度相关。2026 年，受美伊冲突影响，油价高位波动且存在美伊和谈以后大幅下跌的预期，这使得涤纶长丝产业链上下游纷纷减产去库存（防止库存规模过大，美伊和谈、海峡放开以后导致油价大跌，进而出现大量库存贬值）。在此背景下，在涤纶长丝终端纺服需求平稳的情况下，涤纶长丝直接需求出现大幅下降。据百川盈孚统计，2026 年 1-9 月国内涤纶长丝表观消费量同比下降 6.75%。

图51：2026 年 1-10 月长丝行业负荷处于历年较低水平



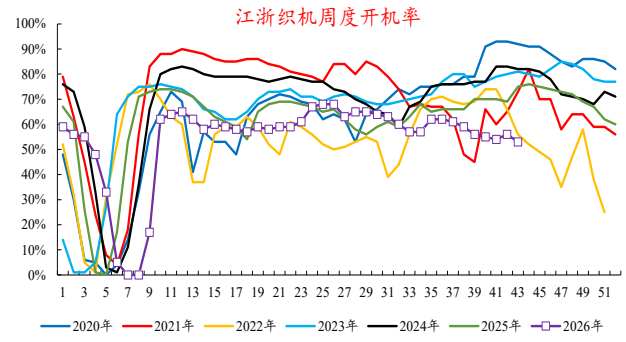
数据来源：CCF、开源证券研究所

图52：截至 2026 年 10 月，长丝行业库存处于较低水平



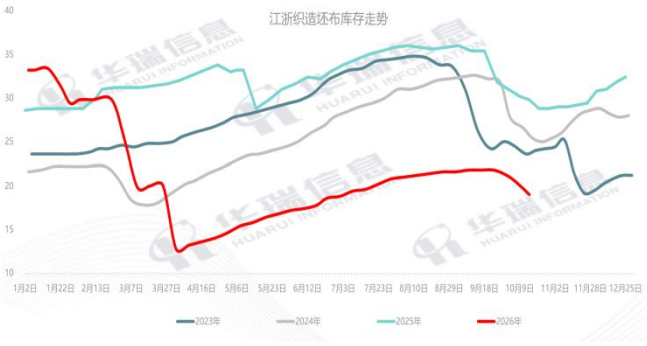
数据来源：CCF、开源证券研究所

图53：2026 年 1-10 月织机开机处于历年较低水平



数据来源：CCF、开源证券研究所

图54：2026 年 3 月以来，坯布库存处于历年较低水平



数据来源：CCF、开源证券研究所

整体来看，2026 年油价高波使得长丝直接需求受到压制，产业链各个环节处于深度去库过程。**短期来看，**一旦后续原油价格回归正常水平，长丝下游产业链各个环节有望迎来补库，届时补库需求叠加终端真实需求，长丝盈利或将值得期待。

同时，中长期来看，供给端，长丝行业供给增速逐步放缓，2026 年行业反内卷也渐入佳境，在油价暴涨暴跌、直接需求大幅下降的背景下，多次压力测试也均顺利通过。需求端，长丝下游主要为纺织服装，需求具有刚性与韧性，且长丝对其他化纤及棉花具有替代效应，未来需求仍有望维持稳健增长。在此背景下，涤纶长丝行业盈利中枢有望逐步抬升。

推荐标的：新凤鸣、桐昆股份、恒力石化、荣盛石化。

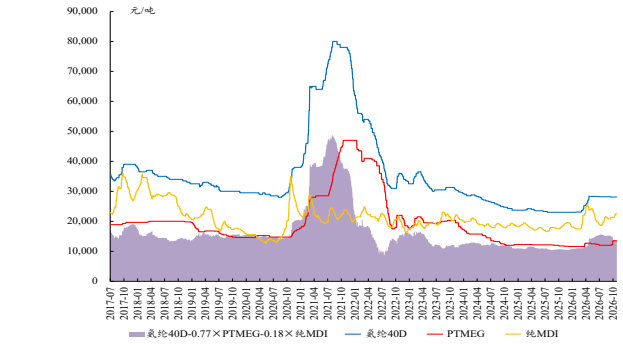
受益标的：恒逸石化、东方盛虹。

4.1.4、 氨纶：需求高增，行业新增产能有限，景气有望持续上行

2023 年以来，氨纶需求持续增长，2027 年供需或仍偏紧。随着人们对穿着舒适度日益提高，氨纶渗透率、添加量持续提升。2023 年以来，氨纶表观消费量连年增长。2023 年-2025 年，氨纶表观消费量分别为 86.8、102.7、106.2 万吨，同比分别+17.08%、+18.24%、+3.47%，2026 年 1-9 月，氨纶表观消费量达 91.8 万吨，同比增速仍达到 16.56%。**库存方面，**根据 CCF 数据，截至 10 月 23 日，氨纶工厂库存天数为 37.6 天。**开工率方面，**根据 CCF 数据，2026 年以来，氨纶行业开工率维持在 77%-87%区间。截至 10 月 23 日，氨纶行业开工率为 86%，行业产能利用率较高。**新增产能方面，**根据卓创资讯数据，2027 年新增产能主要为华峰化学 5 万吨、新乡化纤 5 万吨新增产能投放，新增产能有限。根据百川盈孚数据测算，2021-2025 年，氨纶需求复合增速为 9.5%，若按 2026 年全年氨纶表观消费量 122.3 万吨测算，2027 年假设氨纶表观消费量增速为 9.5%，则 2027 年氨纶表观消费量有望增长 11.62 万吨，2027 年的新增需求或足以覆盖主要的新增产能。

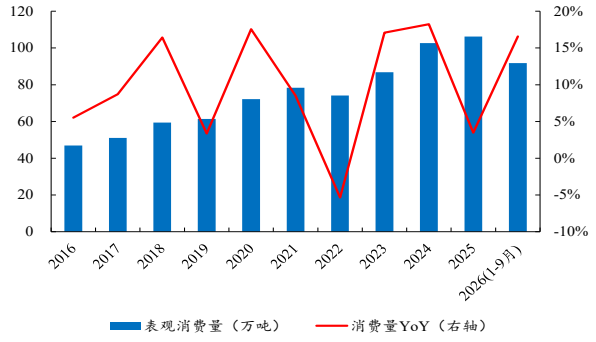
推荐标的：新乡化纤、华峰化学、泰和新材。

图55：2026 年以来，氨纶价格呈现上涨趋势



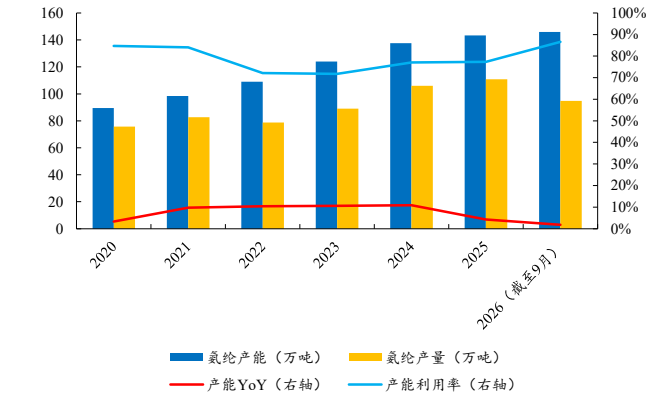
数据来源：百川盈孚、Wind、开源证券研究所

图56：2023 年以来，氨纶表观消费量持续增长



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图57：2025 年以来，氨纶行业新增产能有限



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图58：2026 年以来，氨纶行业负荷维持在较高水平



数据来源：CCF

4.1.5、 染料：供给格局逐步优化，未来或将受益于化纤补库需求

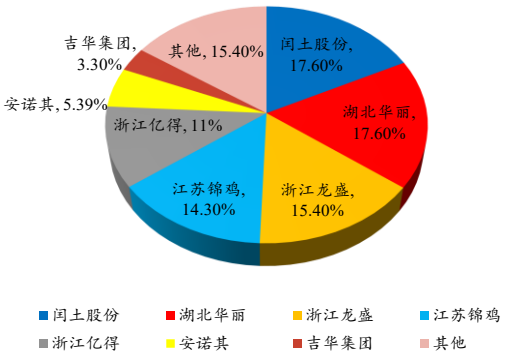
染料主要用于坯布到面料环节的印染工序，主要有分散染料与活性染料两大类。其中，分散染料主要用于涤纶、锦纶、醋纤等材质的面料，活性染料主要适用于棉、麻、丝、毛、锦等天然纤维面料。

短期来看，如在上文涤纶长丝章节所提到的，2026 年涤纶长丝直接需求受到油价高波的压制，这在某种程度上也影响了分散染料的需求。一旦后续油价回归正常，涤纶长丝下游补库需求释放，分散染料需求也有望随之充分受益。

中长期来看，因环保政策等原因，染料行业进入门槛较高、未来新增产能有限。同时，国内分散染料与活性染料行业集中度较高，具备坚实行业自律与反内卷基础。需求稳步增长背景下，未来染料行业景气度有望迎来修复。

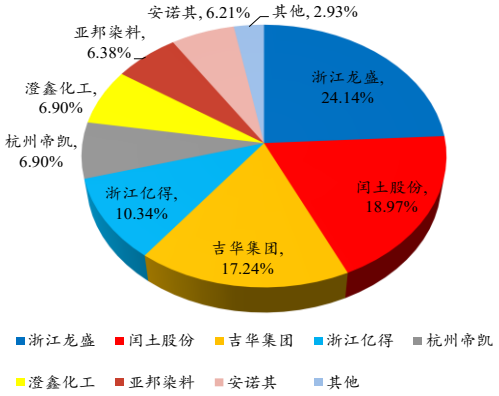
受益标的：浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、安诺其、锦鸡股份、万丰股份等。

图59：截至 2026 年，活性染料行业产能 CR7 约 85%



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图60：截至 2026 年，分散染料行业产能 CR8 约 97%

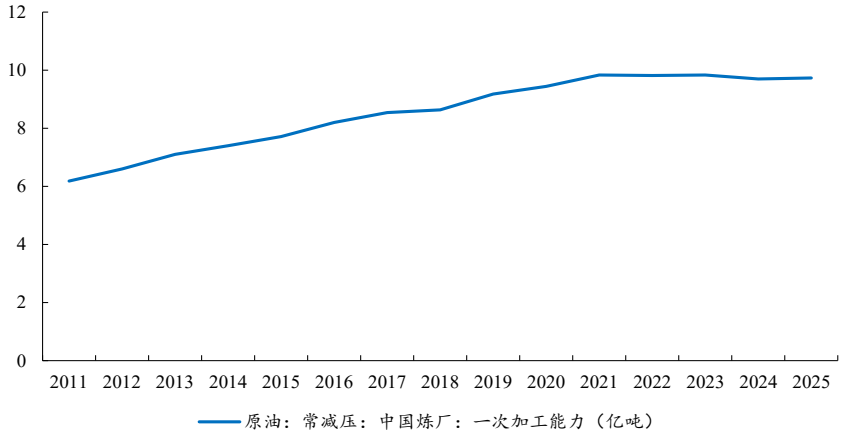


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

4.1.6、 大炼化：稀缺资产、行业供需格局向好，静待补库东风

国内炼化产能存在 10 亿吨的产能红线，据钢联数据，截至 2025 年底，国内炼化产能已经达到约 9.73 亿吨，接近产能天花板。后续炼化行业新增产能指标审批难度或进一步加大，未来新建产能也或将只能多通过产能置换以及技改的途径。在此背景下，现有存量炼化资产的稀缺属性也有望逐步突显。

图61：截至 2025 年底，国内炼化产能达到约 9.73 亿吨



数据来源：钢联数据、开源证券研究所

短期来看，炼化行业以原油为原料，其产业链链条长、环节多、库存蓄水池大，终端应用领域涉及国民经济的方方面面。2026 年受油价高波影响，炼化多个直接下游需求受到压制，其中上文提到的涤纶长丝产品就是典型的例子。因此，与长丝类似，一旦后续原油价格回归正常水平，炼化需求也有望迎来修复。

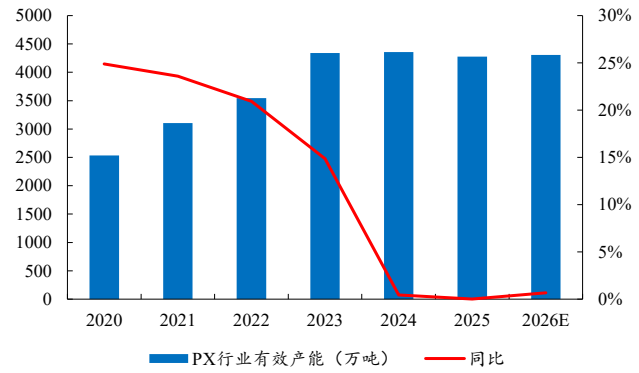
中长期来看，炼化产业链直接下游可分为成品油和化工品两个板块，其中在化工品方面，多个主要产品（如 PX、PTA、丙烯）已经进入行业投产的尾声。伴随需

求的稳健增长，后续行业供需格局有望逐步优化。

推荐标的：恒力石化、荣盛石化。

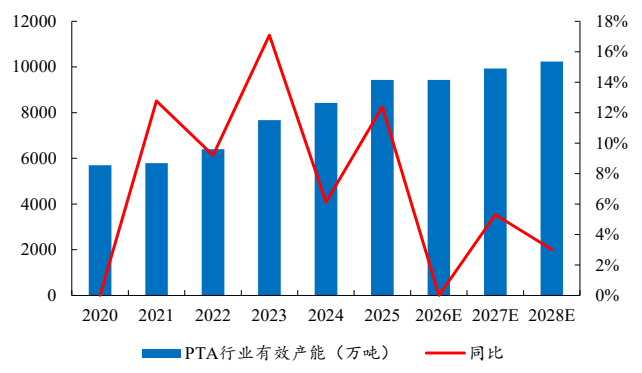
受益标的：恒逸石化、东方盛虹。

图62：2024 年至今，PX 行业产能基本维持稳定



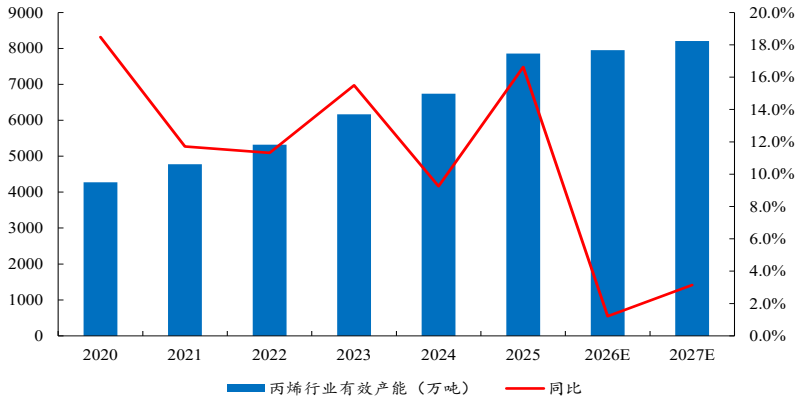
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图63：预计 2026-2028 年 PTA 行业产能增速显著放缓



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图64：预计 2026-2027 丙烯行业产能增速显著放缓



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

4.1.7、 制冷剂：地缘黑天鹅冲击下制冷剂逻辑再次验证，静待需求回暖

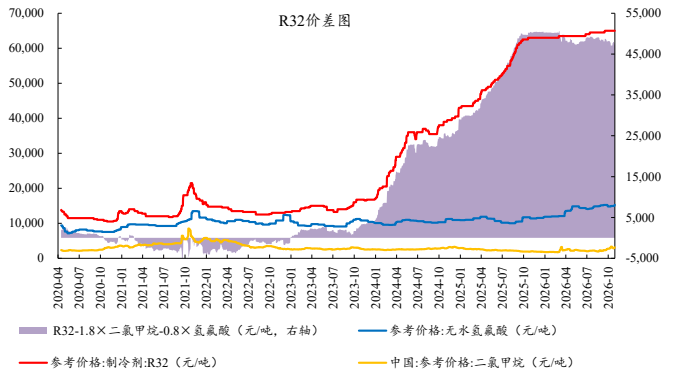
（1）2026 年地缘冲突以来，需求超预期下滑，行情承压

自 2022 年以后制冷剂产业和市场博弈主要围绕政策、供给端，2027 年配额政策已经落地，主要内容与 2026 没有变化，政策愈加成熟稳定。而 2026 遭遇地缘黑天鹅冲击需求，并进一步考验行业格局。

预期内因素：空调小年，需求走弱；

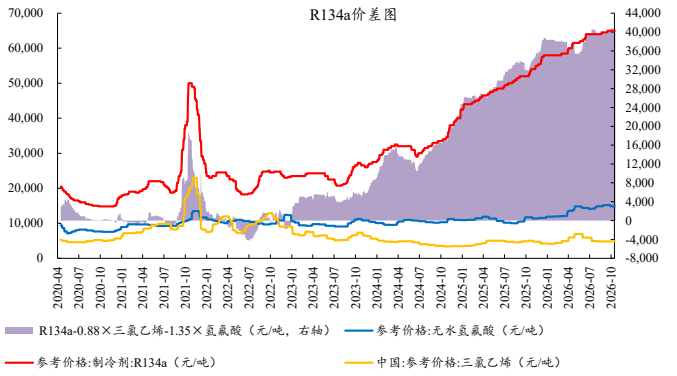
预期外因素：地缘黑天鹅冲击，使全球需求进一步走弱，并扰乱了市场预期导致行业出货承压、成本抬升，制冷剂价格涨幅放缓。现实和预期双弱，意外地引发了一轮全球强烈去库周期，行业利润释放同步承压。

图65：需求承压下，R32 价格涨幅放缓（截至 10.29）



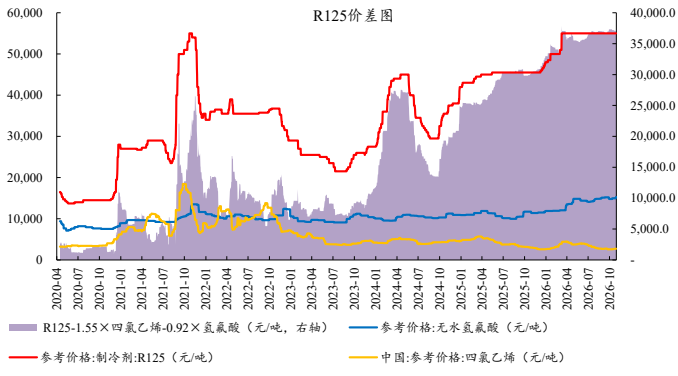
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图66：R134a 态势较好，涨幅略有放缓（截至 10.29）



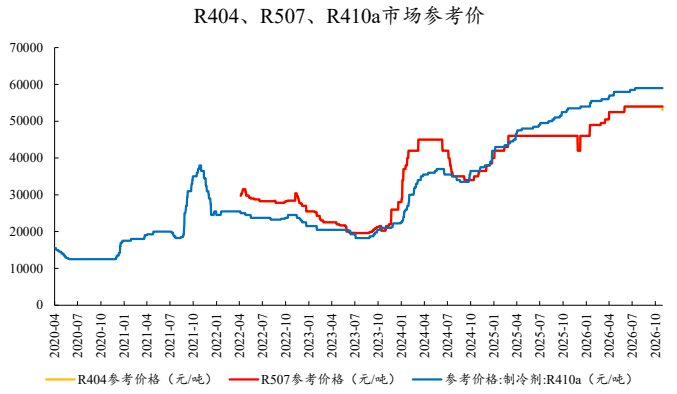
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图67：R125 平稳运行（截至 10.29）



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图68：R410a、R404、R507 持稳运行（截至 10.29）

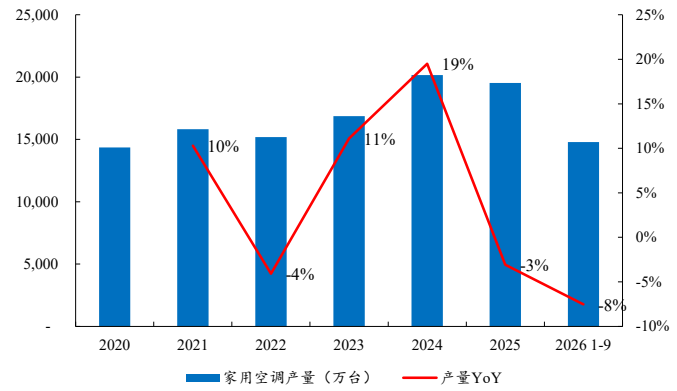


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

（2）虽需求疲弱、成本高企影响短期景气，但行业韧性依然突出

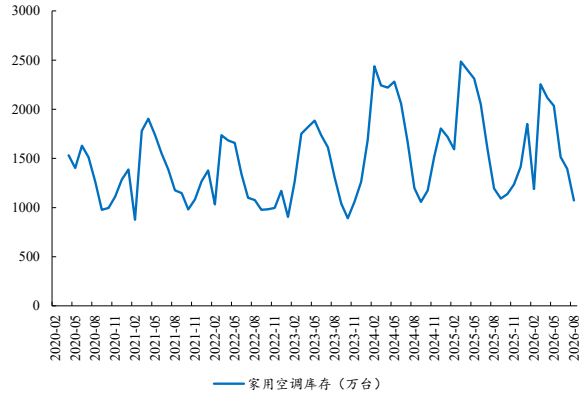
空调需求疲弱，Q4 有所好转。地缘冲击需求、成本、预期，叠加商业模式变革、国补边际效应降低，空调行业亦处于阵痛期。2026 前三季度，我国空调产销量延续下滑趋势，排产数据更加惨淡，四季度开始有一定好转。

图69：我国家用空调产量下滑（截至 9 月）



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图70：家用空调库存持续去化（截至 8 月）



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图71：2026 空调内销排产压力较大



数据来源：产业在线

图72：2026 空调外销排产前低后高



资料来源：产业在线

制冷剂外需低迷，R32 出口大幅下滑，9 月边际改善迹象明显。2026 年 1-9 月份，制冷剂外贸出货全面下滑，尤其 R32 单质出口下滑幅度前所未见。制冷剂终端以空调、汽车等耐用消费品的新装和维修市场为主，需求弱弹性属性明显。而出口量出现这么大幅度下滑，我们认为，终端需求下滑只是一方面，而因为产业链预期的疲弱导致渠道环节大规模去库或为更重要的原因。2026Q2-Q3 呈“终端需求弱、地缘局势不明朗、成本大幅抬升→渠道环节拿货谨慎，以库存满足刚需→制冷剂企业出货压力骤增，价格上涨乏力→产业链对价格预期转弱，保守悲观，拿货意愿进一步下降”的负向螺旋。随着渠道库存见底，年底渠道传统备货需求开启，刚需有所改善，9 月出口达年内较佳水平。**虽然制冷剂出口量下滑幅度较大，但价格依然保持良好态势，稳中向好，各企业再次顶住压力，证明了行业逻辑的韧性。**

图73：2026 年以来制冷剂出口压力较大，但价格保持坚挺

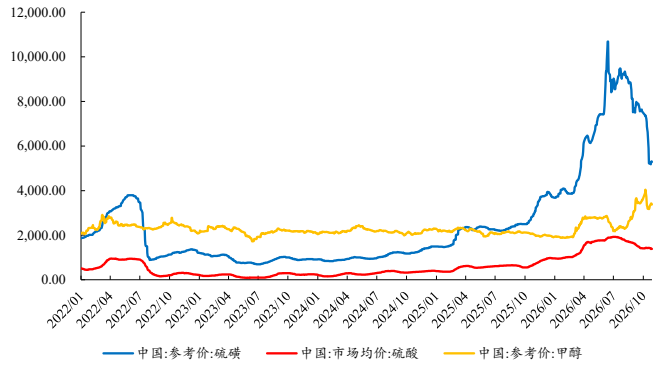
	HFC-32出口量（吨）							HFC-32出口均价（元/吨）						
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2026同比	2026环比	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2026同比	2026环比
1月	2,501	889	1,231	568	64	-88.7%	-98.8%	18,100	16,526	17,887	39,066	64,824	65.9%	21.7%
2月	2,868	4,374	2,864	2,469	1,513	-38.7%	2256.3%	17,438	14,810	17,881	40,435	57,062	41.1%	-12.0%
3月	4,551	5,218	4,475	5,988	2,359	-60.6%	55.9%	17,233	14,994	17,516	40,182	57,611	43.4%	1.0%
4月	3,583	4,921	4,258	4,922	3,096	-37.1%	31.2%	17,385	15,125	17,820	42,426	56,657	33.5%	-1.7%
5月	4,861	4,560	4,629	6,610	2,783	-57.9%	-10.1%	16,299	15,947	19,397	42,948	56,287	31.1%	-0.7%
6月	4,404	4,017	4,938	4,951	2,784	-43.8%	0.0%	15,950	16,861	21,391	44,267	57,901	30.8%	2.9%
7月	4,814	3,350	5,996	6,647	2,080	-68.7%	-25.3%	14,868	15,352	22,583	46,682	57,598	23.4%	-0.5%
8月	6,060	3,452	4,745	7,293	2,560	-64.9%	23.0%	14,088	15,394	24,085	47,265	56,831	20.2%	-1.3%
9月	4,520	4,889	5,321	6,627	4,354	-34.3%		15,293	14,767	25,084	48,504	54,567	12.5%	-4.0%
10月	5,293	4,142	5,694	5,404				15,097	15,481	27,872	50,737			
11月	7,375	5,157	8,046	6,965				14,716	16,529	30,000	53,422			
12月	8,831	4,724	4,823	5,362				13,773	16,670	34,688	53,281			
合计	59,661	49,694	57,019	63,806	21,593	-53.1%		15,447	15,645	23,182	46,749	56,616	27.2%	
	HFC-134出口量（吨）							HFC-134出口均价（元/吨）						
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2026同比	2026环比	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2026同比	2026环比
1月	3,313	3,010	3,969	774	1,197	54.6%	-90.8%	29,385	22,665	26,639	41,329	49,464	19.7%	8.2%
2月	5,830	11,099	8,240	5,154	4,783	-7.2%	299.6%	28,137	23,649	27,034	40,943	49,997	22.1%	1.1%
3月	11,926	13,428	9,910	9,762	7,383	-24.4%	54.4%	25,776	23,910	27,605	41,806	51,198	22.5%	2.4%
4月	12,610	12,391	9,960	12,039	10,272	-14.7%	39.1%	26,565	25,516	27,751	42,784	51,681	20.8%	0.9%
5月	14,320	12,765	11,275	10,855	9,678	-10.8%	-5.8%	24,839	25,526	27,867	43,719	52,294	19.6%	1.2%
6月	15,130	12,640	12,834	11,093	13,258	19.5%	37.0%	22,804	25,116	28,669	43,522	53,965	24.0%	3.2%
7月	19,832	13,544	11,305	11,673	9,703	-16.9%	-26.8%	21,166	23,422	27,235	44,707	55,646	24.5%	3.1%
8月	14,053	13,117	11,856	11,046	7,366	-33.3%	-24.1%	21,517	22,516	25,910	45,047	55,413	23.0%	-0.4%
9月	13,040	11,549	9,832	9,595	9,089	-5.3%	23.4%	23,192	22,553	27,469	45,475	56,490	24.2%	1.9%
10月	12,239	11,026	13,438	10,400				25,101	24,343	27,770	45,854			
11月	13,226	13,847	11,969	15,712				25,479	25,762	28,373	45,740			
12月	13,186	10,730	9,886	13,029				24,251	25,024	30,374	45,695			
合计	148,704	139,145	124,475	121,133	72,729	-11.3%		16,144	27,636	48,099	44,334	53,491	22.5%	
	HFC-125（≥40%）混合物出口量（吨）							HFC-125(>40%)混合物出口均价（元/吨）						
	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2026同比	2026环比	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2026同比	2026环比
1月	1,669	2,504	2,592	243	855	252.2%	-84.8%	27,986	22,346	23,210	38,637	49,815	28.9%	7.7%
2月	6,375	6,346	3,737	2,987	2,070	-30.7%	142.1%	26,679	23,549	25,409	41,988	50,986	21.4%	2.4%
3月	8,156	8,962	5,953	5,894	4,977	-15.6%	140.4%	26,685	23,046	24,030	42,104	52,491	24.7%	3.0%
4月	9,509	8,966	7,120	6,047	5,502	-9.0%	10.6%	27,065	22,980	25,032	43,018	51,941	20.7%	-1.0%
5月	9,545	8,048	7,003	6,116	4,236	-30.7%	-23.0%	28,313	23,534	25,022	44,198	52,788	19.4%	1.6%
6月	10,204	7,785	8,629	6,745	4,163	-38.3%	-1.7%	27,190	23,479	25,576	44,076	53,175	20.6%	0.7%
7月	11,328	8,309	8,510	6,226	4,774	-23.3%	14.7%	25,953	22,131	24,919	45,673	54,221	18.7%	2.0%
8月	11,671	8,331	8,969	5,838	3,760	-35.6%	-21.2%	25,720	21,850	23,807	45,841	53,721	17.2%	-0.9%
9月	10,559	7,682	6,772	5,703	4,730	-17.1%	25.8%	26,308	21,960	24,844	46,107	54,215	17.6%	0.9%
10月	10,616	7,836	7,782	4,827				27,723	22,114	27,087	46,343			
11月	10,829	11,829	7,656	6,090				27,123	23,783	27,711	46,932			
12月	8,833	6,890	6,041	5,619				25,196	22,265	27,844	46,267			
合计	109,294	93,489	80,764	62,332	35,068	-23.4%		33,741	51,634	27,778	44,840	52,968	19.8%	

数据来源：海关总署、开源证券研究所

（3）地缘冲击下，原材料成本大幅上扬

地缘冲突催化石油产业链价格，硫磺、硫酸、氢氟酸价格加速上涨，甲醇、二氯甲烷等价格亦涨幅较大。在制冷剂价格整体求稳的背景下，原材料大幅上涨吞噬利润。如巨化股份 2026 中报分析，公司上半年因减销减利+原料成本上涨就影响公司 10 亿左右的利润。近期随着原材料价格成下降趋势，成本端或趋势性改善。

图74：硫磺、硫酸等原料价格经历了大幅上扬



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图75：产品减销、成本抬升对公司利润影响较大



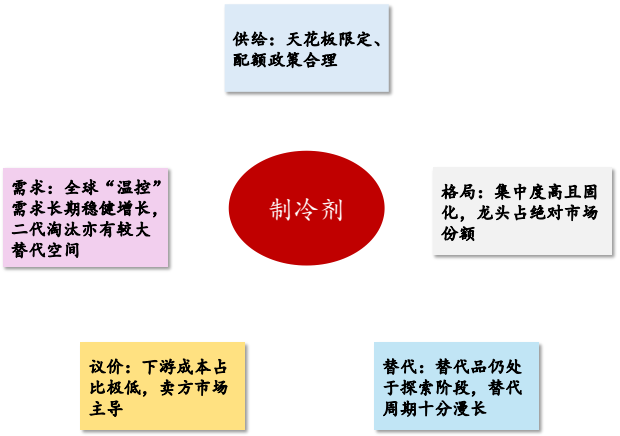
资料来源：巨化股份公告

（4）短期冲击不改行业向上趋势，至暗时刻已过，静待需求回暖，当前估值极具性价比

我们认为，地缘黑天鹅对需求、渠道和预期的冲击确实较超预期，但并没有改变行业核心逻辑，反而在极端压力下行业再次证明了自己，独特、稀缺的商业模式依然稳固：供给天花板锁定+格局固化且集中+下游需求长期稳健增长+替代品仍处于探索阶段+下游成本占比极低=较长时期内打破周期魔咒，享超长景气周期。

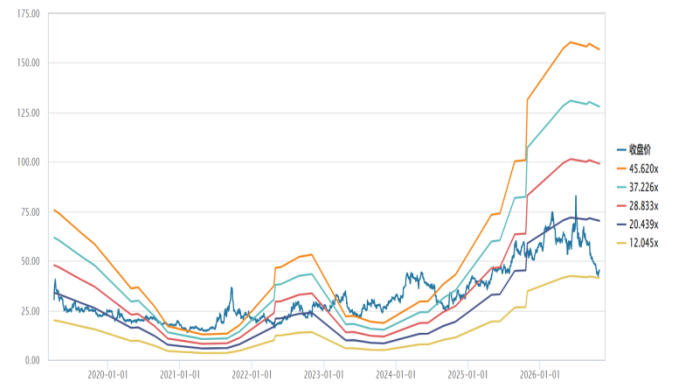
当前需求边际有所改善、价格保持稳定，逻辑继续夯实；中期需求回暖、补库开启、价格重新开启上行通道或只是时间问题；长期趋势、空间并未发生任何改变。而行业估值达到历史较低水平，如制冷剂典型公司三美股份，以 Wind 统计的 PE-Band 数据，以 Wind 一致预期的净利润（TTM）口径测算，公司当前 PE 水平约 13.2x，达公司上市以来 0.7%分位数，估值极具性价比。

图76：制冷剂行业基本逻辑没有改变



资料来源：开源证券研究所

图77：长协价格稳定，待需求回暖或将继续上行



资料来源：Wind

4.2、 厄尔尼诺叠加地缘扰动，农资、饲料添加剂、生物燃料盈利弹性可期

超强厄尔尼诺事件正在发展中，极大概率在 2026/2027 年冬季达到极强级别。厄尔尼诺是中太平洋和东太平洋表层海水大范围持续异常偏暖的自然气候现象，其可通过大气环流传递至全球多个地区，引发不同程度的气候异常。厄尔尼诺通常每

两至七年发生一次，每次持续九至十二个月。2026 年 6 月 11 日，美国国家海洋和大气管理局（NOAA）气候预测中心（CPC）正式发布厄尔尼诺警报（ElNiñoAdvisory），确认厄尔尼诺条件已在赤道太平洋形成。国家气候中心监测显示，2026 年 5 月以来，赤道中东太平洋进入厄尔尼诺状态，关键海域海温指数持续快速升高，2026 年 9 月已正式形成一次超强厄尔尼诺事件。监测记录显示的过去 3 次超强厄尔尼诺事件，分别发生于 1982 至 1983 年、1997 至 1998 年和 2015 至 2016 年。当前海温监测指数及其增暖速率，均显著高于上述 3 次超强厄尔尼诺事件的同期水平。

根据我的钢铁网报道，从历史经验看，厄尔尼诺事件往往导致全球气候状态的显著偏移：东南亚和澳大利亚趋于干旱少雨、南美巴西南部和阿根廷趋于湿润多雨、北美南部冬季趋于温暖湿润、印度季风趋于偏弱。这些气候异常将对全球大宗农产品产生持续且深远的影响。1997/1998 和 2015/2016 两次极强厄尔尼诺事件，均导致马来西亚棕榈油产量大幅下降，驱动全球油脂价格大幅上涨。

本次 2026/2027 事件若如预测发展至极强级别，其影响范围和强度将至少与前两次看齐。全球大宗农产品市场将面临近年来最强的气候扰动，农产品价格波动率预计显著上升。根据我的钢铁网报道，关键时间节点包括：2026 年 9-10 月（北半球秋收定产、南半球播种季）、2026 年 12 月-2027 年 1 月（厄尔尼诺峰值、东南亚干旱加剧）、2027 年 3-5 月（南美大豆收获、马来/印尼棕榈油季度产量报告）。

表6：从历史经验看，强厄尔尼诺事件将对全球大宗农产品产生持续且深远的影响

历史事件	峰值 Niño-3.4	持续时间	主要受影响品种	全球粮价影响
1982/1983	+2.1 度	1982.4-1983.6	小麦、玉米、棕榈油、甘蔗	FAO 粮价指数涨 15%
1997/1998	+2.4 度	1997.4-1998.5	棕榈油、大豆、小麦、糖	棕榈油产量降 12%
2015/2016	+2.6 度	2015.3-2016.5	棕榈油、豆粕、白糖、咖啡	棕榈油价格涨 30%+
2023/2024	+2.1 度	2023.5-2024.6	大豆、玉米、棕榈油	全球粮价波动加剧
2026/2027 预测	预计+2.0-2.5 度	2026.5-2027 春	预计全面影响	待评估

资料来源：NOAACPC 历史 ENSO 存档、FAO 粮价指数数据库、我的钢铁网、开源证券研究所

根据我的钢铁网报道，厄尔尼诺等异常气候将直接传导至全球大宗农产品的生产、流通和价格体系，产业链传导可以从生产端、成本端、价格端层面进行分析：

（1）生产端，厄尔尼诺通过改变全球降水和温度分布直接影响作物生长条件。比如：东南亚干旱导致油棕榈和橡胶减产、澳大利亚小麦油菜籽减产、印度甘蔗和稻谷减产、南美大豆受益。

（2）成本端，厄尔尼诺通过对能源价格、化肥成本、海运成本等多渠道间接影响农业生产成本。厄尔尼诺对农产品成本端的影响主要通过三个渠道：一是燃料价格上涨，比如东南亚水电减少导致对化石能源依赖上升，推高农机燃油和化肥原料成本；二是化肥成本上涨，天然气、煤炭是氮肥的重要原料，价格波动直接影响化肥成本；三是海运成本上升，巴拿马运河水位下降限制通行，厄尔尼诺年份运河通航能力下降往往推高散货船运价。

（3）价格端，厄尔尼诺事件往往导致全球农产品价格波动率显著上升。从历史经验看，油脂油料板块尤其是棕榈油反应最敏感；谷物板块分化明显，小麦价格弹性较大；软商品中白糖和咖啡受气候预期影响显著。总体来看，厄尔尼诺事件推升全球农产品价格均值的概率较高，但不同品种间差异较大。

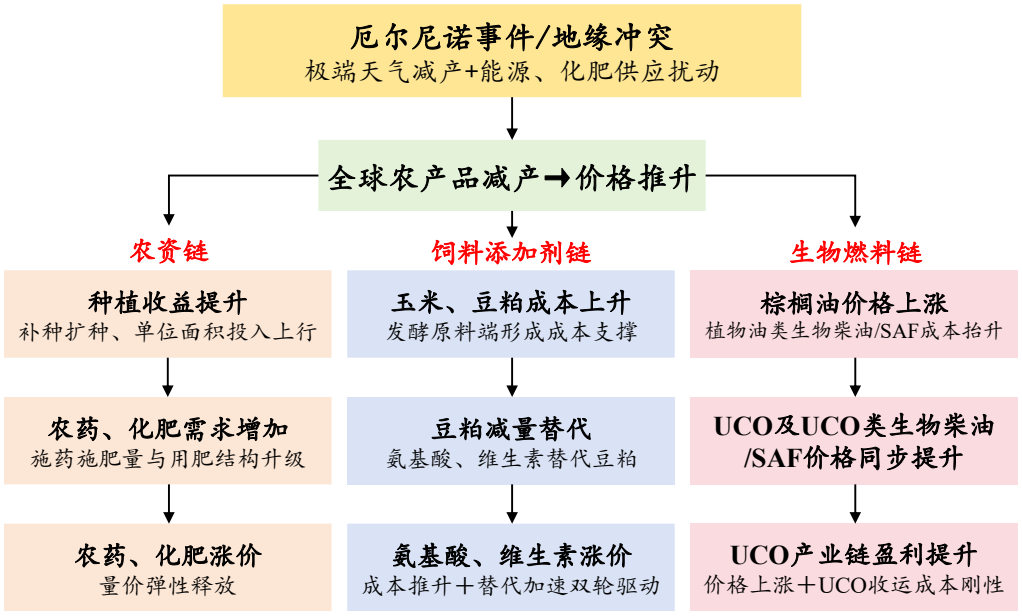
历史规律显示，厄尔尼诺事件推升全球农产品价格均值的概率较高，化工板块中农资、饲料添加剂、生物燃料行业有望受益。

（1）农资方面，2022 年以来地缘政治冲突持续冲击全球供应链安全与能源市场，厄尔尼诺等异常天气事件频发则在低收入和气候脆弱国家引发粮食安全与经济稳定性问题，逻辑链是“厄尔尼诺/地缘冲突→农产品减产→粮价上涨→种植收益提升→补种扩种及单位面积投入提升，拉动农药、化肥等农资需求增加→农资涨价”。

（2）饲料添加剂方面，发酵工艺生产赖氨酸、苏氨酸等主要原材料为玉米，国内积极推行豆粕减量替代，逻辑链是“厄尔尼诺➡农产品涨价➡玉米、豆粕成本上升➡生物发酵氨基酸获得成本支撑，氨基酸、维生素等饲料添加剂替代豆粕➡氨基酸/维生素涨价”。

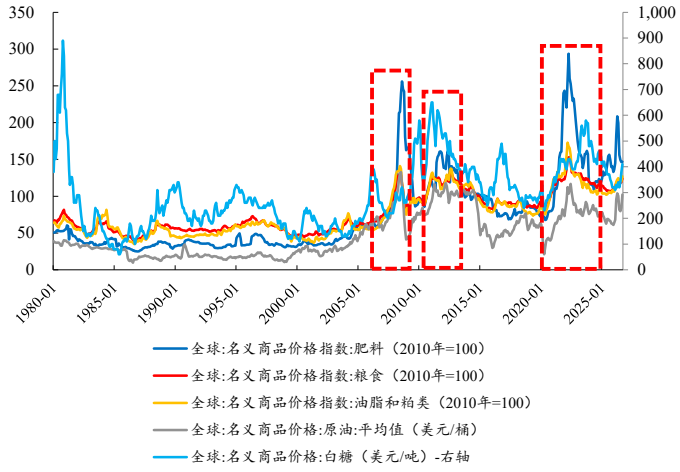
（3）生物燃料方面，生物柴油、SAF 的原料均为油脂，其中植物油类油脂（棕榈油等）和废弃油脂（UCO 等）为主要原料，逻辑链是“厄尔尼诺➡东南亚棕榈油减产➡棕榈油价格上涨➡植物油类生物柴油/SAF 成本抬升➡UCO 及 UCO 类生物柴油/SAF 价格同步提升，叠加 UCO 收运成本较为刚性，产业链价差扩大”。

图78：厄尔尼诺推升农产品价格，有望带动农资、饲料添加剂量价齐升



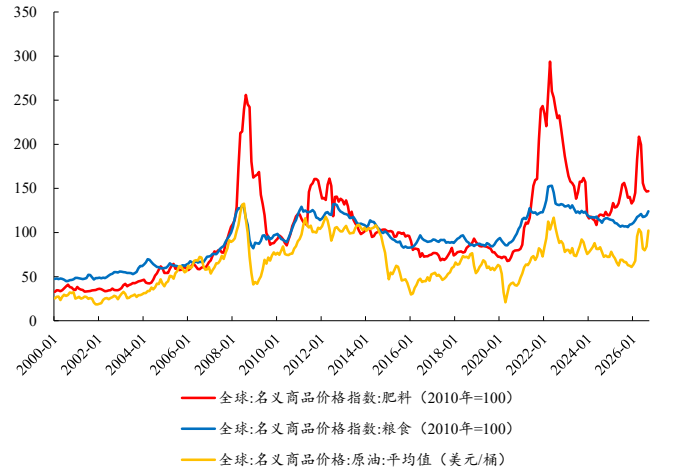
资料来源：开源证券研究所

图79：原油、肥料、粮食、油脂、糖等价格走势趋同



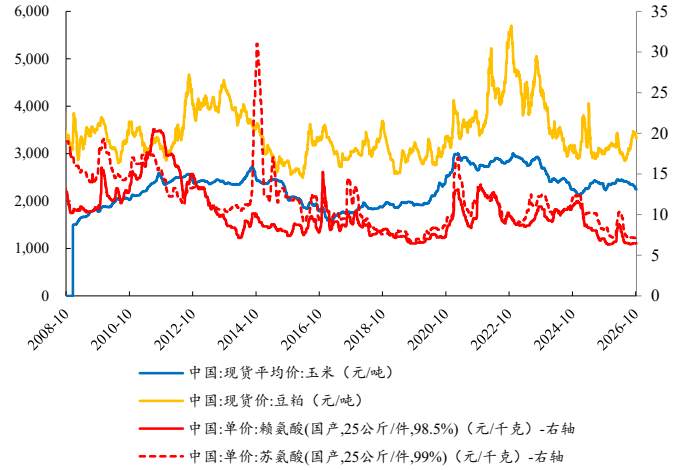
数据来源：Wind、开源证券研究所

图80：肥料价格走势与原油、粮食价格等走势趋同



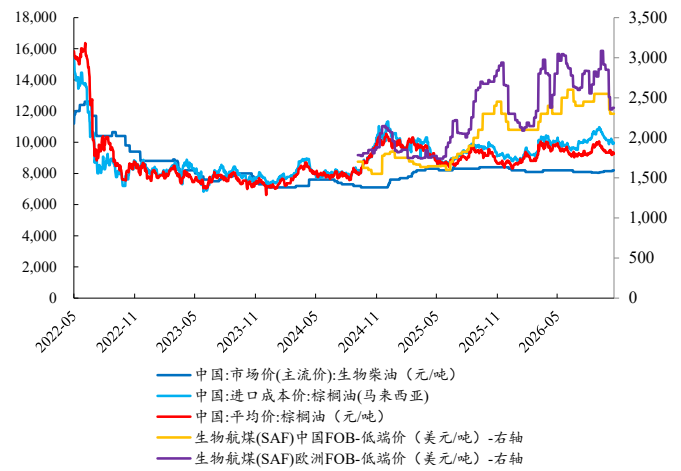
数据来源：Wind、开源证券研究所

图81：赖氨酸、苏氨酸价格走势受原材料玉米等影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

图82：2026 年 10 月以来，生物柴油有所上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

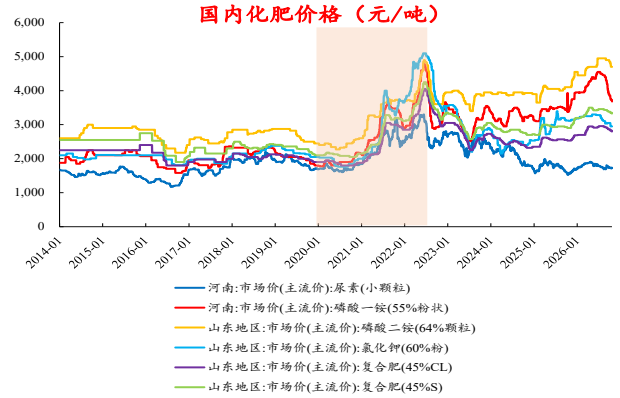
4.2.1、 化肥：厄尔尼诺叠加地缘扰动，行业供需向好、盈利中枢有望上行

化肥是农业发展和国家粮食安全的重要保障，主要包括氮肥、磷肥、钾肥和复合肥四个子行业，农业种植结构的调整、农民施肥习惯的改变以及农产品价格的波动等农业发展状况对化肥需求量有直接影响。

全球化肥价格自 2022 年上半年历史高点震荡回落，氮磷钾肥价格走势分化，磷肥相对高于氮肥和钾肥。据 Wind 和百川盈孚数据，2020 年至 2022 年上半年，粮食安全、高通胀、俄乌冲突等助推粮食价格走高，农民种植意愿增强，全球化肥价格普遍上行，且海外价格显著高于国内，国内化肥出口管控加剧。2022 年下半年至 2024 年，成本支撑减弱、下游去库、国内尿素产能释放，全球化肥价格震荡下跌。2025 年以来，氮、磷、钾肥价格走势分化，其中：国内尿素新增产能投放、煤炭成本支撑有限，价格震荡走弱，海外天然气成本支撑尿素价格震荡走高；磷肥新增产能有限，磷矿石、硫磺硫酸成本支撑磷肥价格高位震荡；氯化钾价格受国际价格影响企稳回升，2026 年以来震荡偏弱；复合肥的价格与尿素、磷酸一铵和氯化钾的相关性

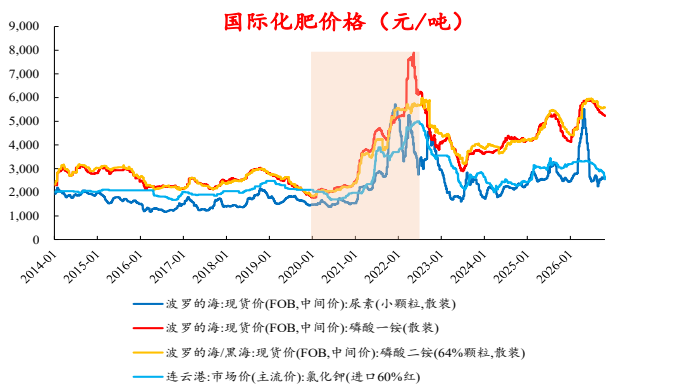
趋强，单质肥价格波动趋缓，复合肥企业迎来量利修复。

图83：国内化肥价格：2022 年上半年创下历史新高后震荡回落，磷肥价格相对高于氮肥、钾肥



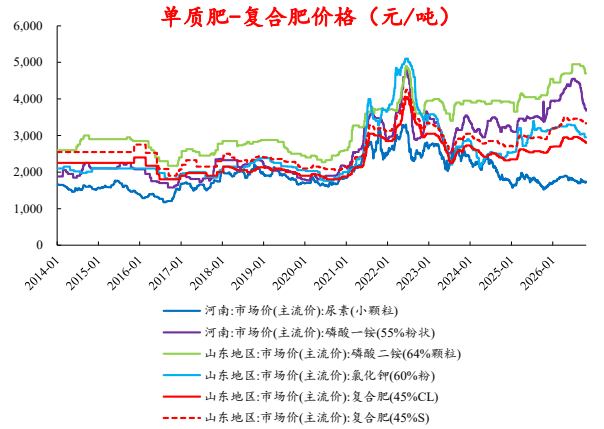
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图84：海外化肥价格：2022 年上半年创下历史新高后震荡回落，整体高于国内化肥价格



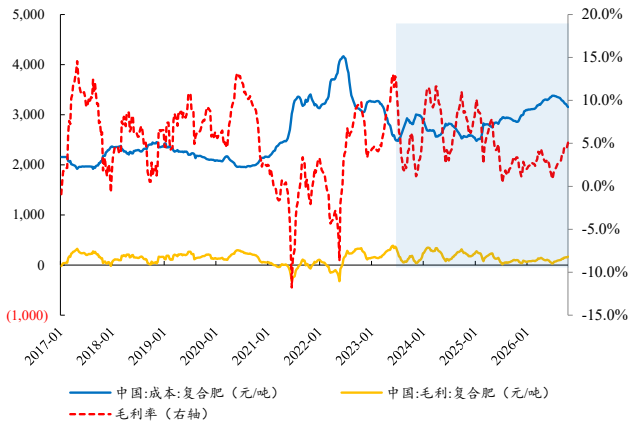
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图85：复合肥价格与单质肥价格走势趋同



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

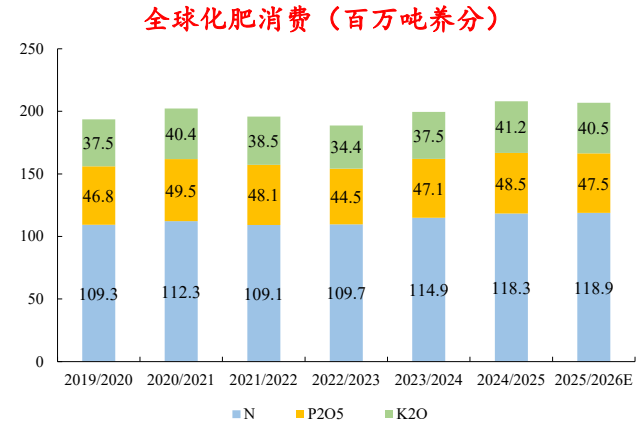
图86：2023H2 以来，复合肥成本波动趋缓、盈利修复



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

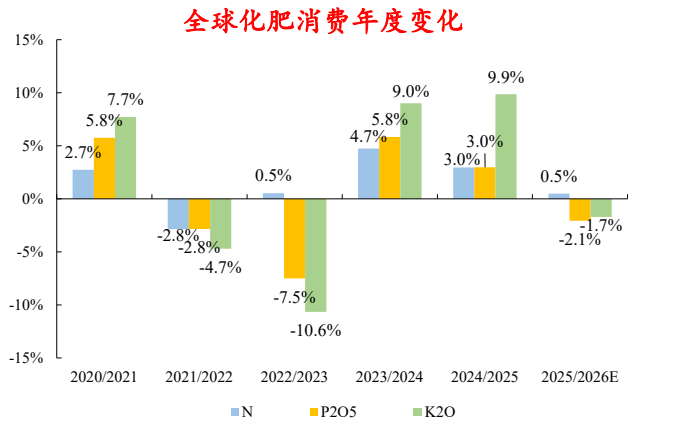
从需求端看，2022 年俄乌冲突以来全球化肥消费量温和复苏。肥料可负担性以肥料价格与作物价格之间的平衡来衡量，是影响使用的关键决定因素之一，仅次于作物面积和单产需求。当该比率恶化时，农民会首先推迟或减少施用价格弹性更大的一类养分，产量风险会在多个季节中累积。氮是可负担性弹性最小的养分，因为其在作物生长中的关键作用；磷肥和钾肥的使用对可负担性更敏感。化肥价格在 2020 年至 2022 年上半年震荡走高，影响了肥料可负担性，导致 2021-2023 年期间全球化肥消费量缩减；随着化肥价格震荡回落，2024 年以来全球化肥消费量温和复苏。此外，磷肥相对仍高于氮肥和钾肥，导致磷在总肥料使用中的份额有所下降。

图87：2024 年以来全球化肥消费量温和复苏



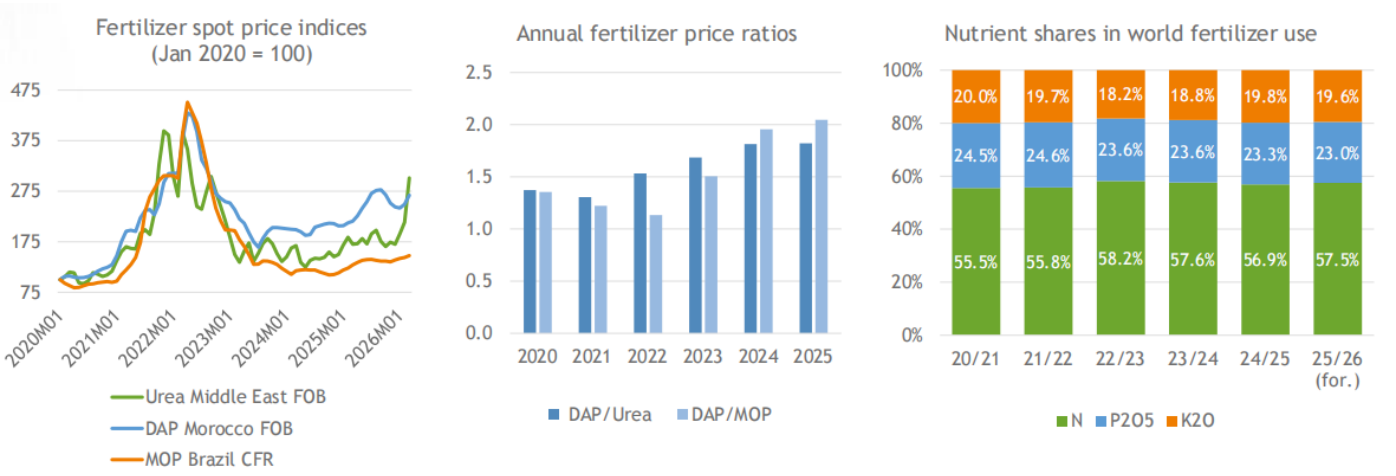
数据来源：《2026IFAMediumTermOutlook》、开源证券研究所

图88：化肥价格高位导致 2021 至 2023 年全球消费缩减



数据来源：《2026IFAMediumTermOutlook》、开源证券研究所

图89：肥料价格自 2022 年高点回落，整体上磷肥相对仍高于氮肥和钾肥，导致磷肥养分占比有所缩减



资料来源：《2026IFAMediumTermOutlook》、开源证券研究所

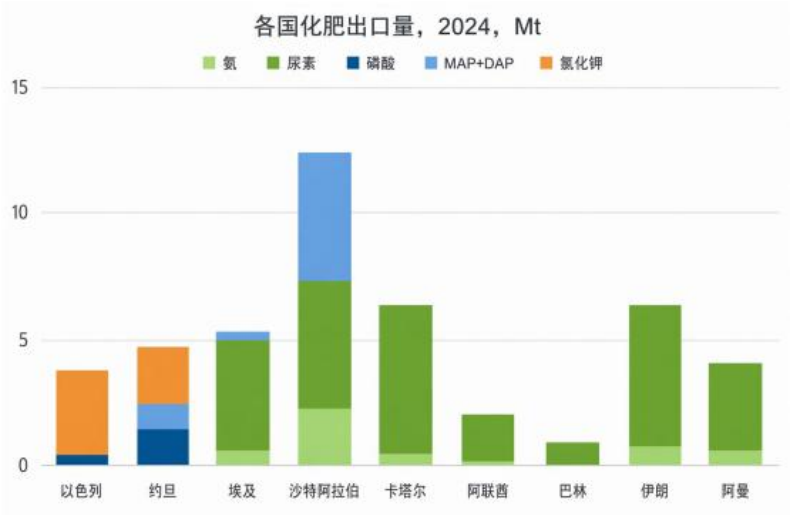
2026 年中东地缘政治扰动中东地区化肥及化肥原材料供应。2026 年 2 月 27 日，美国、以色列联合对伊朗发动代号为“史诗怒火”和“咆哮的狮子”的联合军事行动，伊朗随即反制封锁霍尔木兹海峡。霍尔木兹海峡是大宗化肥及其原材料的过境航道，海峡受扰动对化肥市场有多层影响：伊朗、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿联酋和巴林是氮肥、磷肥及原材料合成氨、硫磺、天然气（LNG）的重要出口国，预计占到全球尿素贸易的 34%、磷酸一铵+磷酸二铵贸易的 18%、氨贸易的 23%、硫磺贸易的 49%、LNG 贸易的 20%（2024 年贸易份额数据）。此外，其他地区的氮肥生产商可能也会因能源市场扰动而受到更高天然气价格、天然气限供的影响。

我们认为，2022 年俄乌冲突、2026 年以来中东地缘冲突扰动全球能源、化肥供应链稳定性，2026/2027 年强厄尔尼诺事件或将直接传导至全球大宗农产品的生产、流通和价格体系，从能源价格、化肥成本、海运成本等多渠道间接影响农业生产成本。国内氮肥、钾肥、磷肥三大主肥产能增量受限，复合肥行业供需向好，化肥行业盈利弹性可期。

【推荐标的】华鲁恒升、兴发集团、云图控股、盐湖股份、亚钾国际等。【受益

标的】中国心连心化肥、云天化、湖北宜化、东方铁塔、藏格矿业、新洋丰、史丹利等。

图90：中东地区供应氮肥、磷肥、钾肥及化肥原材料合成氨、磷酸等



资料来源：《2026IFAMediumTermOutlook》

图91：霍尔木兹海峡是大宗化肥及其原材料的过境航道，海峡中断将扰动全球化肥供应稳定性



资料来源：《2026IFAMediumTermOutlook》

4.2.2、 农药：供给总量攀升、需求刚性且存在结构性机遇，政策约束下行业格局优化

农药作为农产品保产增收的重要保障，是农业生产中不可缺少的生产资料。长期以来，农药对控制病虫草害、保护农作物安全生长、提高作物产量、促进国民经济持续稳定发展等发挥重要作用。

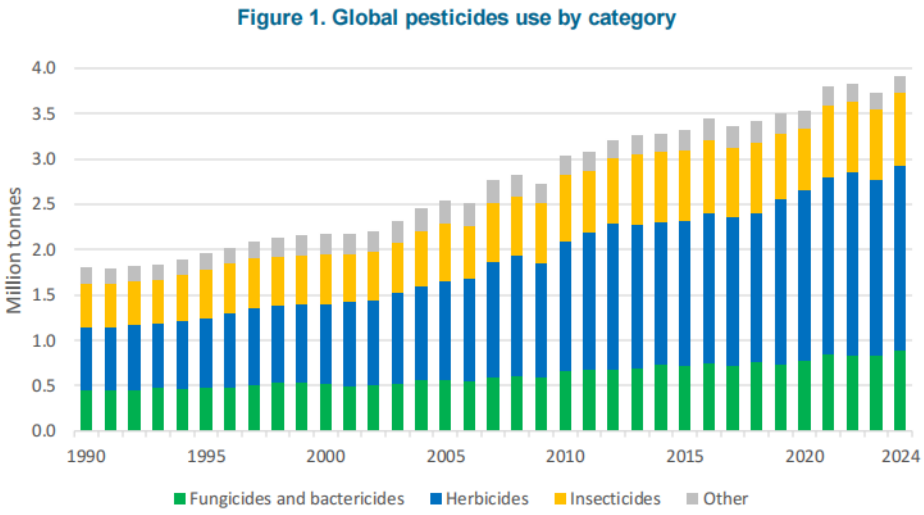
供给端，国内供应总量攀升、自主创制能力提升、政策加速落后低效产能出清，印度农化产能扩张。据国家统计局数据，2026 年 1-9 月，中国化学农药原药产量(折有效成分 100%)累计值达到 328.7 万吨、同比+5.6%，2023 年以来供应总量持续攀升。

同时，国内“双碳”、安全生产、农药登记、“反内卷”、“一品一证”等多重政策约束，加速落后低效产能出清，行业正式进入强合规、高门槛、结构化升级的转型周期，叠加国内农药自主创制能力稳步提升，数字化、智能化技术与农药研发、生产、施用的融合进一步深化，为行业高质量发展注入新动能。此外，印度农化企业产能扩张，其出口份额及特定品种定价影响力不断提升，持续分流国内企业国际市场空间。

需求端，刚性的全球作物保护品市场依旧存在结构性的增长机会。农药需求与人类对粮食及其他农作物需求密切相关。近年来，随着世界人口的增加、病虫害时常发生，全球作物保护品市场规模保持扩张。根据联合国粮食及农业组织（FAO）数据库及 2026 年发布的报告《Pesticides use and trade1990–2024》，2024 年，全球农业农药使用总量为 392 万吨有效成分，同比+5%，较 2014 年增长 19%，2014-2024 年复合增速 1.8%；较 1990 年增长 117%，1990-2024 年复合增速 3.3%。AgbioInvestor 预测，到 2030 年，传统作物保护领域将经历缓慢但稳健的增长，年增长率约为 2%。从总量增速上看，农药并非高成长性行业，但仍蕴含由刚需支撑的结构性机遇：一是非专利作物保护品市场份额的持续扩大；二是伴随非专利作物保护品市场份额的持续扩大，优秀的跨国非专利保护品公司成长快速；三是伴随不同转基因种子的推广，不同品种的抗性，政府的禁限用政策带来不同品种间的此消彼长，比如近年来草铵膦、敌草快、丙硫菌唑、氯虫苯甲酰胺等品种全球市场需求量快速增长。

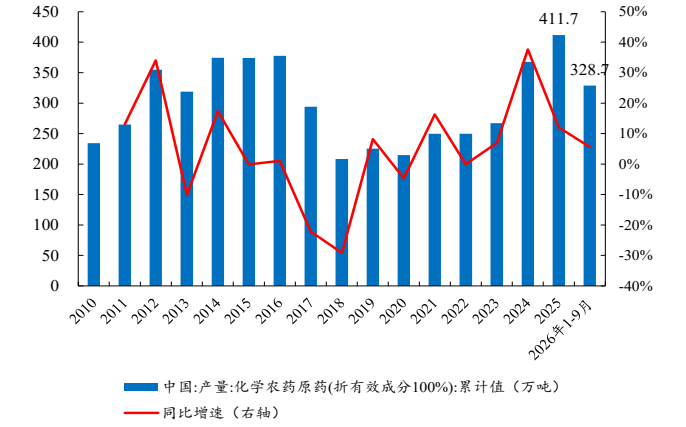
价格端，农药原药价格整体低位徘徊，2026 年以来部分中间体及原药价格阶段性反弹。据百川盈孚数据，2026 年以来草铵膦、氯虫苯甲酰胺、草甘膦等原药，以及中间体邻/对硝基氯化苯、K 胺、甘氨酸等市场价格阶段性反弹，主要是地缘扰动导致成本端支撑偏强，下游农药等刚需托底有力。2026 年 11 月 1 日，中农立华原药价格指数报 74.77 点，同比上涨 0.01%，环比 10 月上涨 1.74%。跟踪的上百个产品中，同比 57%产品下跌，5%产品持平，38%产品上涨；环比 10 月 19%产品下跌，48%产品持平，33%产品上涨。目前原油及能源价格维持强势，基础原料与中间体报价持续抬升，原药成本端支撑进一步夯实，市场整体延续稳中偏强走势。外贸询单较前期增多，下游制剂企业陆续启动冬储备货，但成交仍以刚需补单为主，对已上调价格的品种多持观望态度，涨价传导并不顺畅。

图92：2024 年全球农业农药使用总量 392 万吨有效成分，同比+5%



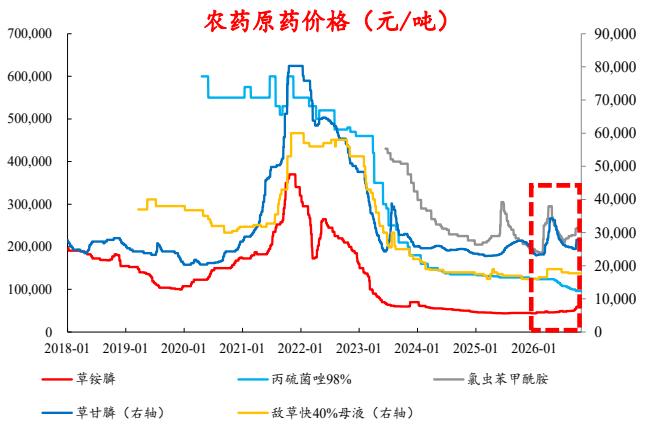
资料来源：《Pesticides use and trade1990–2024》（FAO）（注：图例从左至右依次为杀菌剂、除草剂、杀虫剂、其他，其他包括植物生长调节剂、杀鼠剂以及其他未列名农药等。）

图93：2023 年以来国内化学农药原药产量(折有效成分100%)同比保持增长



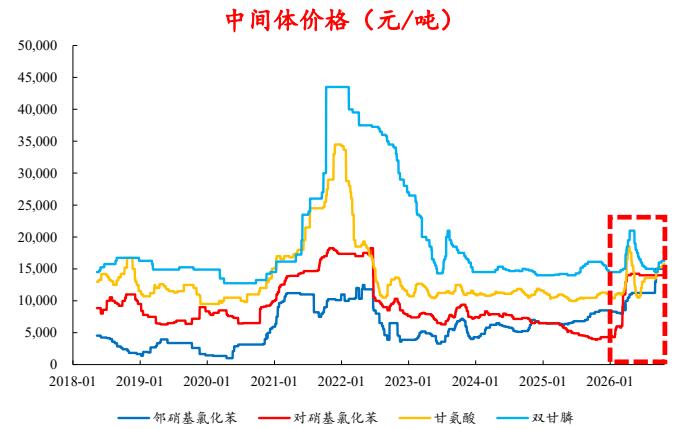
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图94：2026 年以来，草甘膦、草铵膦、氯虫苯甲酰胺、敌草快等价格阶段性反弹，丙硫菌唑价格震荡下跌



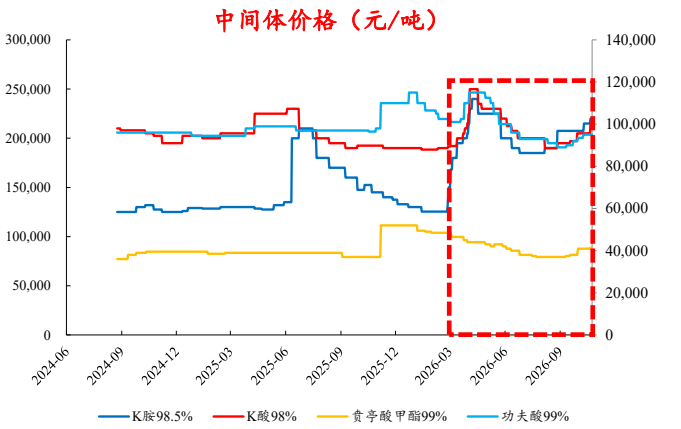
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图95：2026 年以来，成本支撑邻/对硝基氯化苯价格上涨



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图96：2026 年以来，成本支撑 K 胺、K 酸价格上涨



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

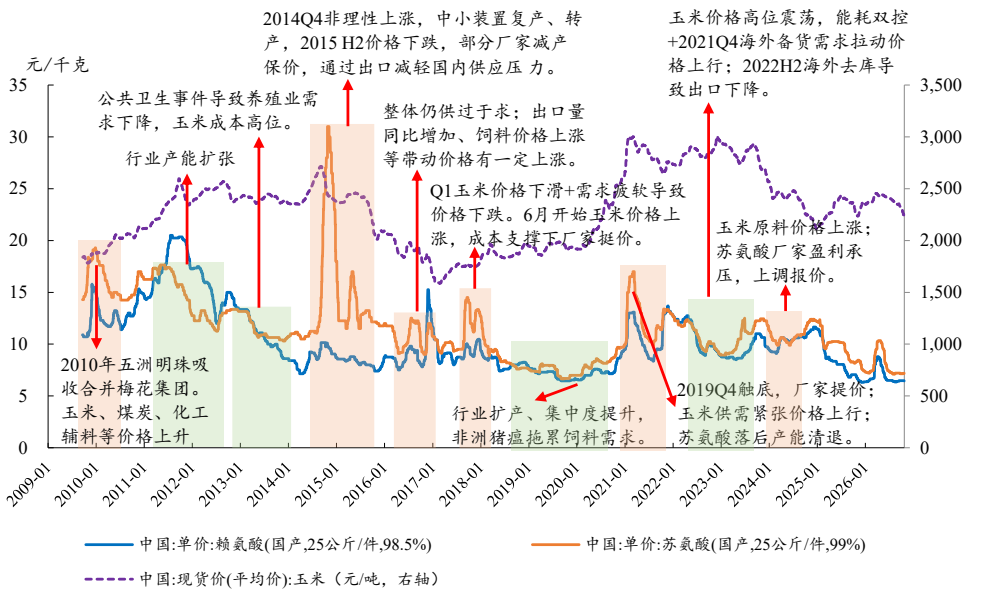
综合来看，供给端，地缘冲突扰动全球能源化工供应链，国内持续执行严控新增产能、行业反内卷政策，农药行业产能进一步向合规完善、具备全产业链及海外登记能力的头部企业集中，供给结构持续优化。需求端，厄尔尼诺现象导致高温、异常降雨等气候异常，全球病虫害、杂草抗性压力上升，叠加各国粮食安全战略优先级提升，农药刚需基本面扎实，核心防治品类需求保持稳定，非刚需品类需求增长韧性有所分化。我们看好农药行业供需持续优化带动产业链盈利修复，草铵膦、草甘膦等涨价品种及“中间体-原药-制剂”一体化农药龙头有望受益。

【推荐标的】扬农化工、利民股份、兴发集团等；【受益标的】江山股份、利尔化学、润丰股份、国光股份、广信股份、联化科技、善水科技等。

4.2.3、 饲料添加剂：发酵类氨基酸价格与原材料玉米价格走势趋同，豆粕减量替代打开饲料添加剂需求空间

赖氨酸、苏氨酸等发酵类氨基酸价格短期主要受供需扰动，长期与原材料玉米价格走势趋同。从产业链看，发酵工艺生产饲用氨基酸的主要原材料为玉米，煤炭等提供生产过程中需要的热能，玉米在原材料中的占比约在 50%以上，因此赖氨酸、苏氨酸价格的长期走势与玉米价格变化情况较为一致。但中短期内，受下游需求、行业内龙头企业竞争策略变化的影响，赖氨酸产品价格与玉米价格变化情况可能会出现大幅偏离。此外，由于苏氨酸的产能集中度高于赖氨酸，且和赖氨酸的营养功效、具体应用存在差异，所以苏氨酸的价格变动和行业利润水平与赖氨酸并不完全相同。

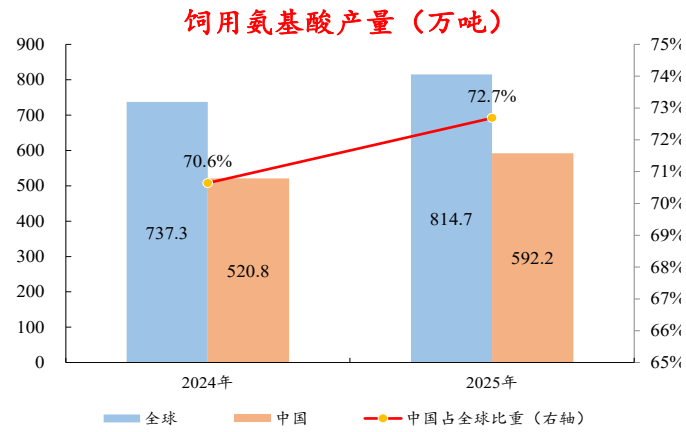
图97：赖、苏氨酸价格复盘：短期主要受供需扰动，长期与原材料玉米价格趋同



数据来源：Wind、博亚和讯、百川盈孚、星湖科技公告、梅花生物公告、开源证券研究所

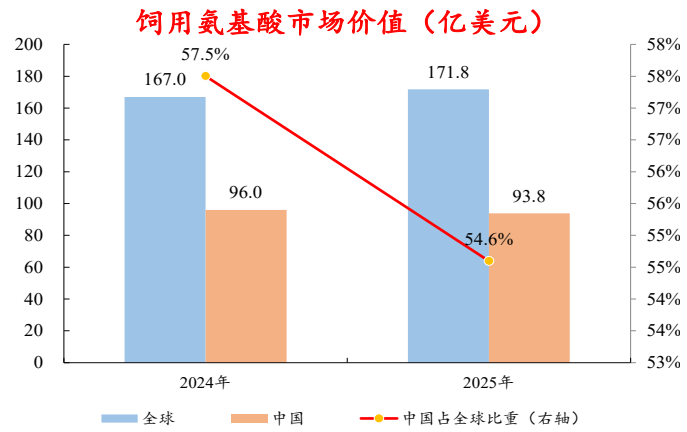
2025 年中国饲用氨基酸产量占全球比重提升至 72.7%、市场价值同比小幅下降，贸易摩擦影响赖氨酸等出口。据博亚和讯测算和百川盈孚数据，**（1）全球：**2025 年全球饲用氨基酸（赖氨酸、蛋氨酸、苏氨酸、缬氨酸、色氨酸、异亮氨酸和精氨酸）供应量 814.7 万吨，同比增长 10.5%，近五年小品种氨基酸供应量持续大幅增长。2025 年饲用氨基酸价格多不同程度下跌，全球饲用氨基酸市场价值 171.8 亿美元，同比增长 2.9%。**（2）中国：**2025 年中国饲用氨基酸产量 592.2 万吨，同比增长 13.7%；市场价值 93.8 亿美元，同比下降 2.3%。2018-2025 年中国饲用氨基酸产量占全球比重持续提高，2025 年中国饲用氨基酸产量占全球比重提升至 72.7%。**（3）进出口：**近两年，欧盟、巴西和美国先后对原产于中国的赖氨酸和缬氨酸立案调查及加征反倾销/反补贴税，分品种看，2025 年，中国赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸出口量分别为 103.8、69.3、31.9 万吨，同比分别-6.2%、-3.5%、+22.7%；蛋氨酸进口量 18.2 万吨，同比+13.8%。2026 年 1-9 月，中国赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸出口量分别为 81.0、54.7、26.0 万吨，同比分别+6.0%、+6.5%、+13.8%；蛋氨酸进口量 13.3 万吨，同比+0.06%。

图98：2025 年中国饲用氨基酸产量占全球比重提升至 72.7%



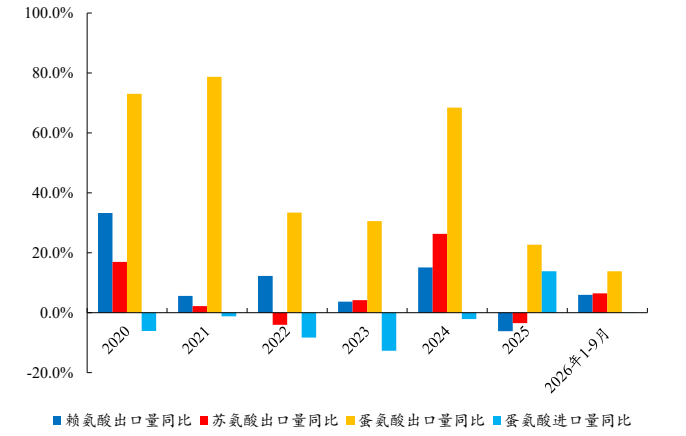
数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

图99：2025 年全球饲用氨基酸市场价值 171.8 亿美元，同比增长 2.9%



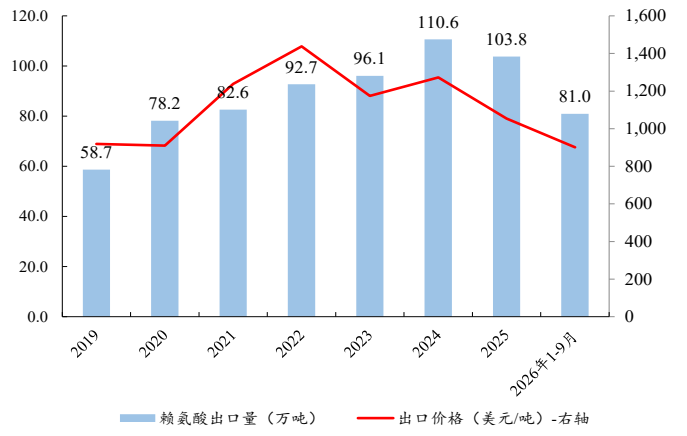
数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

图100：2026 年 1-9 月，国内赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸出口量同比保持增长



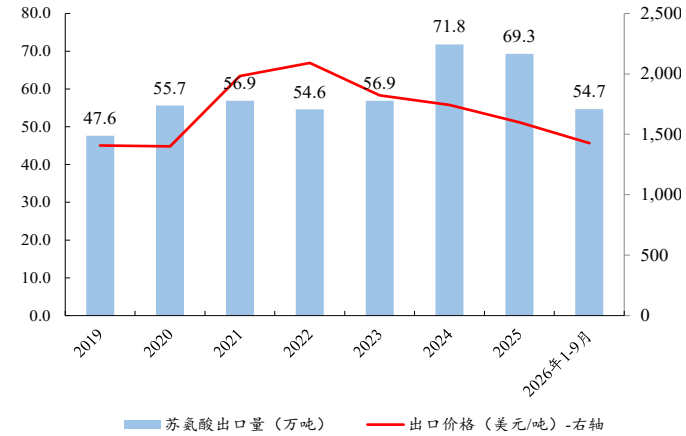
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图101：2026 年 1-9 月，国内赖氨酸出口量升价跌



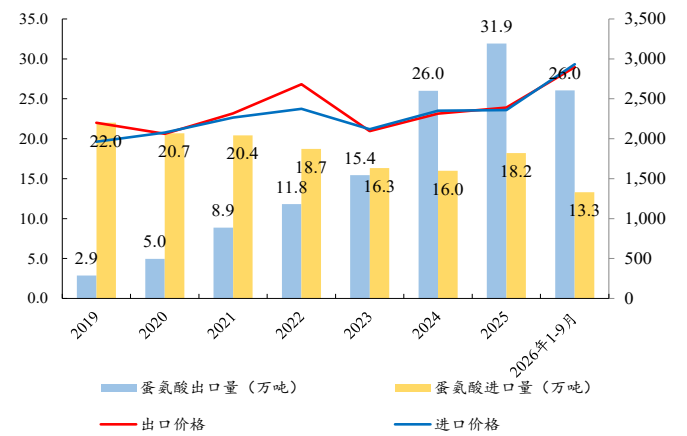
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图102：2026 年 1-9 月，国内苏氨酸出口量升价跌



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

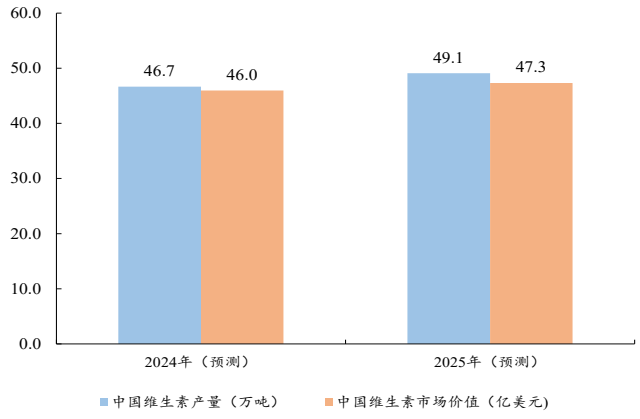
图103：2026 年 1-9 月，国内蛋氨酸出口量同比增长



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

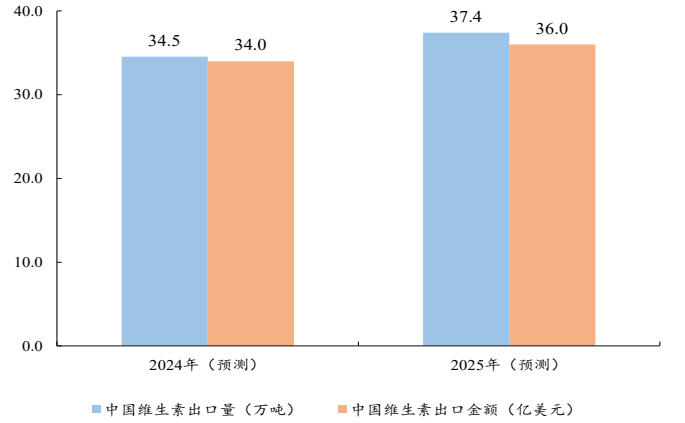
全球维生素产业正处于产能扩张期，我国维生素产量占全球比重超过 80%。根据博亚和讯《中国维生素产业发展报告（2025）》，预计 2025 年中国维生素产量 49.1 万吨，同比增长 5.2%，占全球产量的 89.0%；预计 2025 年中国维生素市场价值约 47.3 亿美元，同比增长 2.9%；预计 2025 年中国维生素出口量 37.4 万吨，同比增长 8.3%，出口金额 36.0 亿美元，同比增长 5.9%。2020 年以来，行业新建项目持续增加，地缘政治冲突加剧国际贸易竞争，行业面临“政策壁垒、市场准入壁垒、技术壁垒、价格竞争”等多重挑战。

图104：2025 年中国维生素产量、市场价值同比增长



数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

图105：2025 年中国维生素出口量、出口金额同比增长



数据来源：博亚和讯、开源证券研究所

供需端，经过多年的市场竞争和产能调整，我国凭借生产成本较低、国内市场需求较强劲、技术水平发展较快等优势，已成为全球赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸等大品类氨基酸，以及维生素的主要供应地区。同时，借助合成生物学技术，色氨酸、精氨酸、缬氨酸、异亮氨酸等小品种氨基酸也有望实现成本压降和产能扩张，并在低蛋白日粮技术推广及豆粕的减量替代背景下打开配方使用空间。

价格端，2025 年以来受欧盟、美国等地区反倾销政策影响，叠加国内产能扩张，发酵类饲用氨基酸价格震荡下跌、行业盈利空间大幅压缩。企业通过上下游合作、海外布局、技术升级等组合举措，积极应对行业困境，推动全球供应链重构与价值回归。

我们认为，全球经济贸易格局深度调整，国内畜牧业产能优化升级，氨基酸、维生素行业迎来产能扩张与贸易壁垒并存的发展新阶段，2025 年以来价格震荡走弱、行业盈利承压；2026/2027 年厄尔尼诺事件或提升玉米、豆粕成本上升，赖氨酸、苏氨酸等发酵类氨基酸获得成本支撑，饲料生产企业和下游畜牧养殖企业对动物营养氨基酸、维生素等饲料添加剂的需求量有望不断增加，行业有望迎来量利修复。

【推荐标的】新和成等。【受益标的】安迪苏、梅花生物、星湖科技、阜丰集团、华恒生物等。

4.2.4、 生物燃料：能源安全+降碳背景下，生物燃料需求有望长期刚性增长

可食用油脂、废弃油脂为生产生物柴油、SAF 所需的主要原料。据《中国生物柴油产业面临的挑战及发展建议》(王丹等)，生物柴油、SAF 原料油脂可分为：(1)可食用油脂，如玉米油、大豆油等；(2)非粮油脂，如麻风树油、橡胶籽油、苦杏仁油等；(3)废弃油脂或藻类油脂；(4)二氧化碳或生物质，其中可食用油脂、废弃油脂两类为主要原料。据 S&P Global 数据，废弃食用油(UCO)制生物柴油单位碳排放仅 19.87 gCO_2e/MJ，显著低于棕榈油(103 gCO_2e/MJ)与大豆油(51.83gCO_2e/MJ)。**我国 UCO 资源储备丰富，在厄尔尼诺或导致棕榈油价格上涨以及全球减碳诉求持续增强的背景下，我国以 UCO 为主要原料的生物柴油、SAF 路线有望受益。**

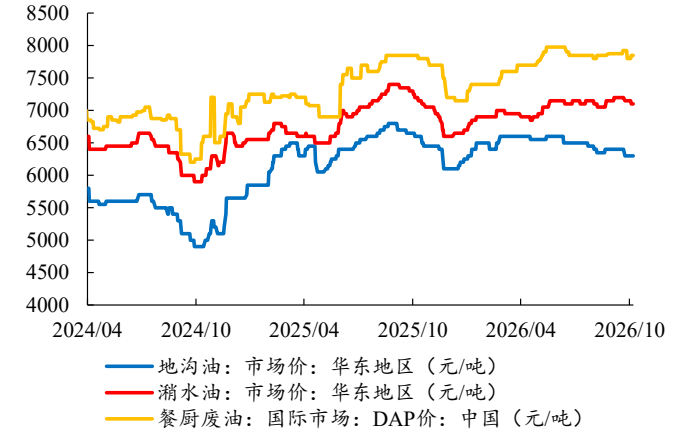
能源安全+降碳背景下，全球主要经济体强制掺混政策奠定生物柴油、SAF 需求长期刚性增长。(1)国内：2026 年“绿色燃料”已首次写入政府工作报告，部分地区试点推广 B5(5%生物柴油+95%普通柴油)，并计划逐步提高掺混比例；2025 年 3 月 19 日起，北京大兴、成都双流、郑州新郑、宁波栎社四大机场起飞的国内航班，已开始常态化加注掺混 1%的生物航油混合燃料。**(2)欧盟：**RED III 要求到 2030 年实现交通领域温室气体强度降低 14.5%或可再生能源占比达到 29%；ReFuelEU Aviation 提出，SAF 掺混比例由 2025 年的 2%提升至 2030 年的 6%，目前已顺利完成 2025 年目标。**(3)**此外，**印尼**计划于 2027 年实施 B60 生物柴油政策，将柴油中的一代生物柴油掺混比例从目前的 50%提高至 60%；**英国** SAF Mandate 提出，2025 年、2030 年和 2040 年 SAF 掺混比例分别达到 2%、10%和 22%；**新加坡**自 2026 年 10 月起实施 1%的 SAF 掺混，2030 年提升至 3%~5%；**韩国**将于 2027 年实施 1%SAF 强制掺混政策；**日本**要求 2030 年 SAF 至少达到航空燃料消费量的 10%等。

2026 年以来，国内废弃油脂价格整体走强，生物柴油、SAF 价格上涨后回落。截至 2026 年 10 月 26 日，国内地沟油、潲水油、餐厨费油价格分别为 6300 元/吨、7100 元/吨、7850 元/吨，较年初+3.28%、+6.77%、+9.79%；餐厨废油甲酯生物柴油、二代植物油生物柴油、欧洲生物航煤、中国生物航煤价格分别为 1220 美元/吨、1755 美元/吨、2530 美元/吨、2130 美元/吨，较年初+4.72%、-6.40%、+12.44%、-3.18%。

综合来看，供给端 UCO 总量受限，SAF 销售需申请出口白名单、民航局适航认证、ISCC/RSBCORSIA 认证等资质，行业准入门槛较高；需求端中国、欧盟等多个地区推出强制掺混政策，奠定需求长期刚性增长，且油价高波动背景下增加了生物燃料替代动力；同时，厄尔尼诺或推动全球植物油价格中枢上行，国内以 UCO 为主要原材料的生物燃料产业链景气度有望持续上行。

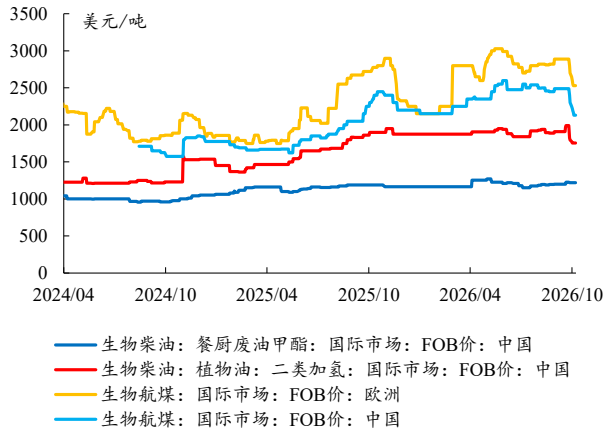
【受益标的】卓越新能、海新能科、山高环能、朗坤科技、鹏鹞环保、丰倍生物等。

图106：2026 年以来，国内废弃油脂价格整体走强



数据来源：钢联数据、开源证券研究所

图107：近期生物航煤价格有所回落



数据来源：钢联数据、开源证券研究所

4.3、 AI 浪潮推动新材料国产替代、量价齐升，打开新空间

4.3.1、 高频高速树脂：AI 浪潮推动高频高速树脂国产替代、量价齐升

AI 驱动 PCB 产业链协同升级，高频高速树脂迎来量价齐升。从产业链格局来看，受全球产业转移趋势驱动，海外覆铜板及下游 PCB 产能持续向我国集聚，叠加国内头部厂商密集投放产能，我国基础覆铜板行业产能规模迅速扩张。同时，国内覆铜板企业积极联动本土电子级树脂供应商，依托产学研融合模式，联合开发适配高频、高速、高耐热性、高导热性、高可靠性要求的高性能覆铜板多元化解决方案，助力突破海外技术垄断，加快高性能覆铜板国产化替代进程。

随着高端半导体芯片、算力芯片、先进封装器件的规模化量产，终端市场对高频高速、高层数、高密度、高可靠的高端印制电路板（PCB）与封装基板需求持续增长，PCB 通常由多个覆铜板叠加压合而成。**电子级树脂材料是制作高性能覆铜板的三大核心主材之一，尤其是双马来酰亚胺树脂、活性酯树脂、碳氢树脂、聚苯醚树脂、PTFE 树脂等具备高玻璃化转变温度、低介电常数、低介质损耗、低膨胀系数等特性，可充分满足信号传输高频化、信息处理高速化的性能需求，有望受益于高速覆铜板及配套封装基板对低介电树脂的市场需求持续扩容。**

【推荐标的】东材科技、圣泉集团等；【受益标的】中化国际等。

东材科技：公司聚焦电子级树脂材料研发攻关，自主研发出双马来酰亚胺树脂、活性酯树脂、碳氢树脂、聚苯醚树脂、苯并噁嗪树脂及特种环氧树脂等多款电子级树脂材料，并与多家全球知名覆铜板制造商建立稳定供货关系。特别是双马来酰亚胺树脂、活性酯树脂、碳氢树脂、聚苯醚树脂等核心产品，质量性能稳定、竞争优势突出，已通过国内外一线覆铜板厂商，配套应用于英伟达、华为、苹果、英特尔等主流服务器体系，深度嵌入全球 AI 算力建设上游核心供应链，有效推动公司电子材料板块快速增长与可持续发展。

圣泉集团：公司聚焦高频高速低介电材料、半导体封装材料、半导体树脂及光学材料四大核心赛道，产品覆盖 M6/M7/M8/M9 全系列树脂产品,产品广泛应用于高性能覆铜板、印制线路板油墨、半导体环氧塑封料、先进封装等领域。2026 年上半年，公司低介电材料核心产品 PP0/0PE 等基本实现满产满销，相关产品已通过多家

国内外头部 CCL 及 PCB 厂商性能认证并实现稳定批量出货,ODV 作为 M8/M9 级超低损耗碳氢树脂，已通过多家国内外头部覆铜板厂商性能认证并实现稳定批量出货，BCB 苯并环丁烯树脂处于小批量供货阶段。

4.3.2、 聚酰亚胺 PI：壁垒高，用途广，国产替代空间广阔

PI 材料性能优异，产品形式多样。聚酰亚胺（Polyimide，简称 PI）是一种含有酰亚胺基（—CO-NH-CO—）的有机高分子材料，按结构不同可以分为线形聚酰亚胺和环状聚酰亚胺，线形聚酰亚胺合成困难且不稳定，实际应用价值较小；环状聚酰亚胺包括脂肪聚酰亚胺和芳香聚酰亚胺两类。

PI 具有最高的阻燃等级（UL-94），良好的电气绝缘性能、机械性能、化学稳定性、耐老化性能、耐辐照性能、低介电损耗，且这些性能在很宽的温度范围（-269℃至 400℃）内不会发生显著变化。得益于优异的综合性能及出色的加工性能，PI 可以制成除了橡胶以外的各种形式的产品，包括 **PI 薄膜、PI 浆料、PI 树脂、PI 纤维、PI 泡沫、PI 基复合材料、光敏聚酰亚胺（PSPI）等，其中 PI 薄膜系 PI 最早商业化、最成熟、市场容量最大的产品形式。**PI 产品类型的多样性在高分子材料中居于前列，广泛应用于国防军工、航空航天、原子能工业、电子电气、5G 通信、微电子、汽车工业等各个领域。

图108：聚酰亚胺是含有酰亚胺基的高分子材料，环状聚酰亚胺实际应用价值更高

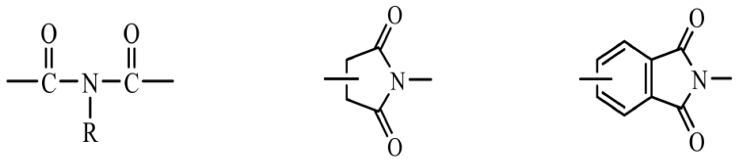
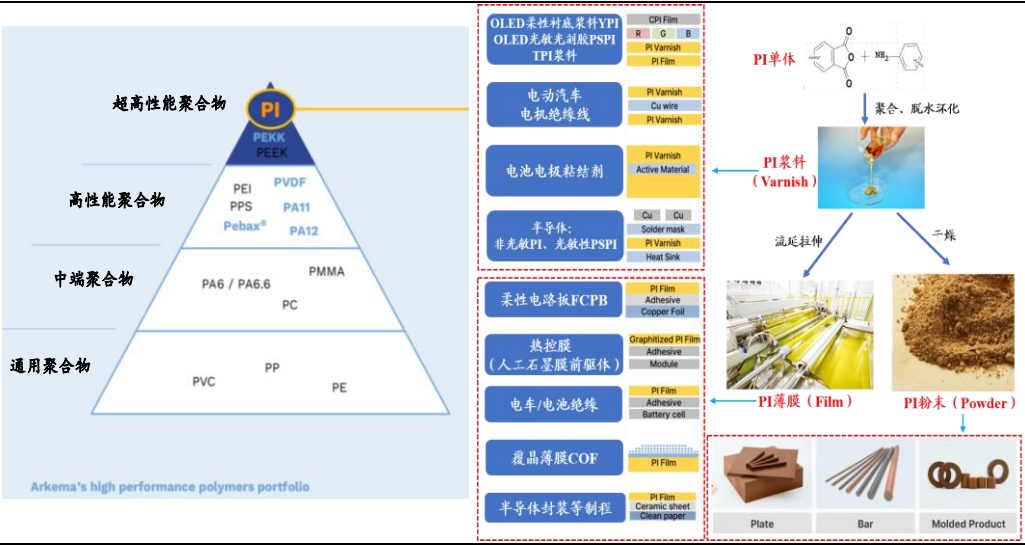


图 1-1. 酰亚胺结构式（a）线形酰亚胺，（b）脂肪族酰亚胺（c）芳香族酰亚胺

资料来源：《高透明耐高温聚酰亚胺的分子设计、合成及性能研究》(2022)

图109：PI 材料性能优异，产品形式多样，下游应用领域丰富



资料来源：阿科玛公告、韩国 PIAM 年报、日本宇部官网等、开源证券研究所

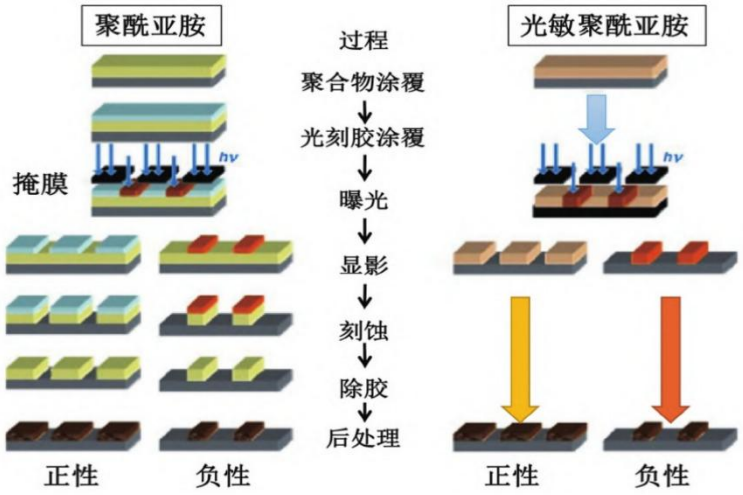
表7：PI 产品形式包括 PI 薄膜、PI 浆料、PI 树脂、PI 纤维、PI 泡沫、PI 基复合材料、光敏 PI（PSPI）等

PI 材料类型	应用说明
PI 薄膜	PI 薄膜系 PI 最早实现商业化、最成熟、市场容量最大的产品形式，可作为绝缘及电缆绕包材料；透明 PI（CPI）可做成柔性基板/盖板材料。
PI 浆料	包括 PI 绝缘涂料、PI 胶黏剂、PAA 溶液、PI 溶液等。PI 耐高温绝缘涂料可用于电机、电器、变压器绕组的浸渍；PI 胶黏剂可满足航空航天领域极端环境下黏结、绝缘的需求；PAA 浆料、PI 溶液也可被进一步加工成薄膜、纤维等制品。
PI 树脂	用于耐高温、自润滑、密封以及耐磨零部件，适合大型电站、纺织机械、气体压缩机、刹车片、轴承等场景。
PI 纤维	PI 纤维主要用于军品市场，民用市场处于快速开发阶段。PI 纤维的耐热性能、机械性能优异，是航天航空和军用飞机等重要领域的核心配件材料，在环保高温滤材、防火材料等领域也有广阔的市场空间。
PI 泡沫	作为隔热、隔音、防震等功能材料广泛应用于飞机、船舰、火车、汽车等领域。
PI 基复合材料	PI 基复合材料是耐高温性能与高强基材结合的复合材料，主要应用于航天航空、高速轨道交通、汽车等行业。
PSPI	PSPI 主要有光刻胶和电子封装两大应用。PSPI 光刻胶相比于传统光刻胶，无需涂覆光阻隔剂，能大幅缩减加工工序；同时 PSPI 也是重要的电子封装胶，包括集成电路以及多芯片封装件等的封装。

资料来源：瑞华泰招股书、《聚酰亚胺泡沫的研究及应用》（武海涛等，2023）、《聚酰亚胺发展概况与应用展望》（董玥，2022）、开源证券研究所

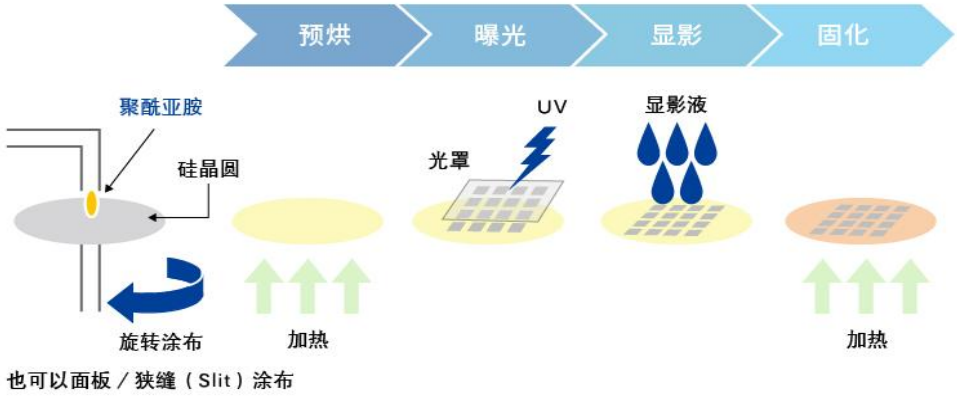
光敏聚酰亚胺（PSPI，Photosensitive Polyimide）是在聚酰亚胺的基础上引进光敏基团及增感基团，可在紫外光等高能辐射照射下自发实现图案化的兼具绝缘、耐热与感光等多种功能的高分子材料。非光敏聚酰亚胺不具备光敏性，如果有图形化需求，需要与光刻胶配合使用，基本方法是在 PI 膜上涂上一层光刻胶，刻出光刻胶图形，然后用光刻胶图形制造光刻掩蔽层，接着刻蚀下层的 PI 膜，移除光刻胶后，PI 膜上即可留下光刻胶图形。这种工艺较为繁复，且需要多步湿法刻蚀，会破坏图案质量，造成图案分辨率下降、图形轮廓失真。广义的 PSPI 指一个复合体系，含有聚酰亚胺或聚酰亚胺前驱体树脂如聚酰胺酸、聚酰胺酸酯、聚酰胺酸盐及聚异酰亚胺，以及催化剂、光敏剂、光引发剂和其他助剂等。PSPI 具有良好的光敏性，这一特性源于其分子结构中特别设计的光敏基团，这些基团能够通过紫外光照射引发化学反应，调控材料的溶解性等性质。**PSPI 光刻胶在光刻形成图案后，留存在特定区域形成器件所需的介电绝缘层，能够省去涂覆光阻隔剂的工序，同样作为介电材料，PSPI 简化了集成电路的制造工艺，并提供了光刻胶图形的精度。**

图110：相较于非光敏 PSPI，PSPI 光刻胶曝光显影后可自发实现图案化，兼具绝缘、耐热与感光等功能



资料来源：《负性光敏聚酰亚胺材料研究进展》（吴嘉豪等，2023）

图111：PSPI 光刻胶能够省去涂覆光阻隔剂的工序，简化了光刻工艺



资料来源：日本东丽官网（TORAY）

需求端：PSPI 可以应用于先进封装、OLED 显示、3D 打印等。

（1）先进封装：先进封装以异构集成与高密度互连为核心导向，通过以微凸点（Bump）、再布线层（RDL）、晶圆（Wafer）和硅通孔（TSV）等为代表的先进封装技术，构建“点-线-面-体”多维互连架构，经各工艺的功能协同与层级化布局，各类指定材料的精准应用为架构稳定运行提供底层保障。其中，RDL 的布线精度与信号传输效率，依赖光刻胶与 PSPI 支撑：光刻胶凭借高分辨率、耐蚀刻性实现精细布线成型，助力 RDL 密度提升；PSPI 作为介质层核心，兼具耐热性、绝缘性与低介电损耗，减少层间干扰与信号延迟，兼顾结构稳定与传输性能，主要发挥以下作用：一是作为介电绝缘材料，应用于 RDL 等制程，实现高精度电路互连；二是充当芯片的表面钝化层和应力缓冲层，为芯片提供防潮、防刮及物理保护，并缓解热应力，其低温和化的特性，能减少对热敏感元件的损伤，有利于提升封装良率。因此，它

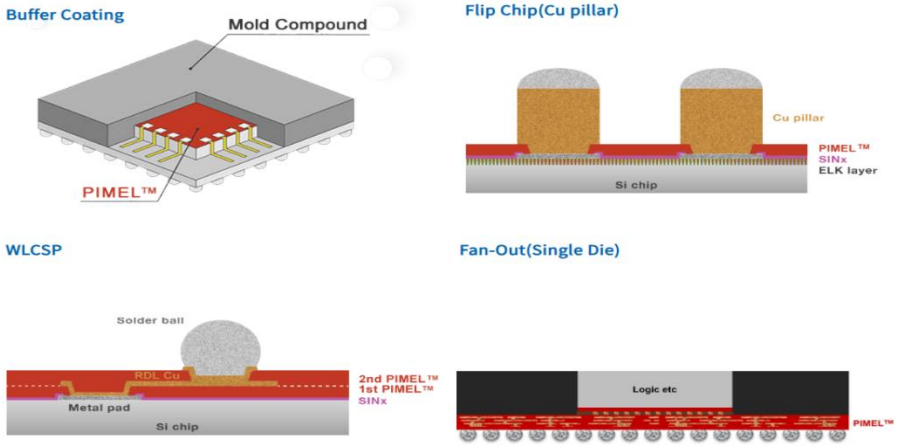
已成为晶圆级封装、芯片异构集成（Chiplet）等先进技术不可或缺的基础材料。

（2）OLED 显示：PSPI 作为平坦层（PLN）、像素界定层（PDL）和支撑层，能够有效提升显示的均匀性和稳定性，改善显示效果。此外，PSPI 可以替代传统的玻璃基板，实现屏幕的可弯折性，有望用于开发新型的柔性显示屏和柔性照明设备。

（3）3D 打印：传统 3D 打印聚合物树脂（聚氨酯、环氧树脂、丙烯酸树脂等）虽可用于构建手术支架等复杂结构，但这些树脂热力学性质较差，限制了 3D 打印在航空航天等高端领域的应用。现阶段应用于 3D 打印领域的多为负性 PSPI。比较常见的一种聚酰亚胺 3D 打印构件形成方法是从 PSPI 前体溶液中进行光交联获得 3D 凝胶，再将凝胶进行固化得到固态构件。

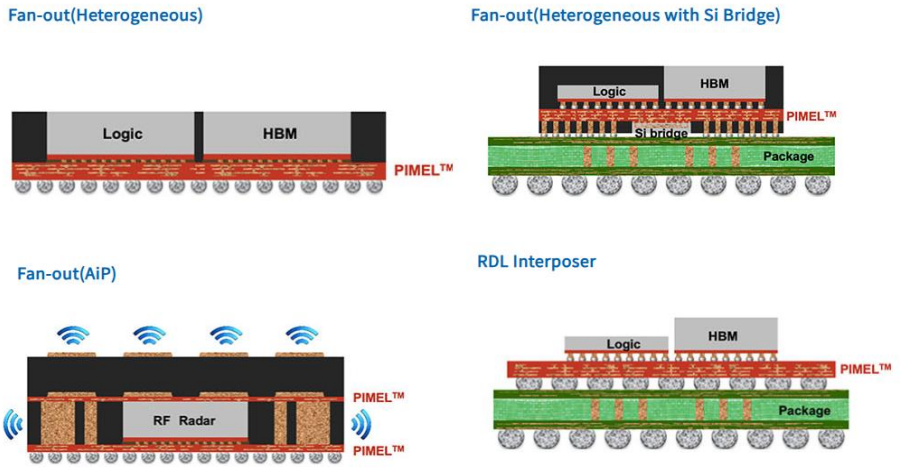
【推荐标的】奥来德、瑞联新材、万润股份等；【受益标的】艾森股份、八亿时空、强力新材等。

图112：PSPI 可以用于半导体元件表面保护膜、凸块钝化层、重新布线绝缘层等



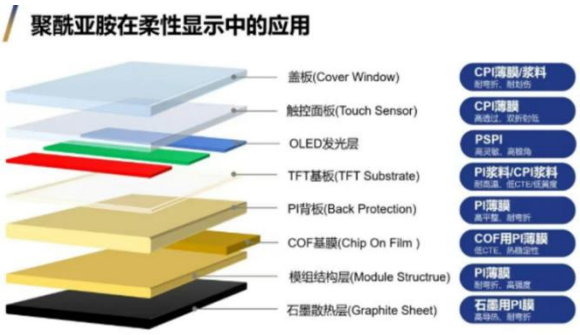
资料来源：日本旭化成官网（注：PIMEL™是旭化成光敏聚酰亚胺产品系列商品名）

图113：PSPI 应用于 RDL 等先进封装技术，实现高精度电路互连



资料来源：日本旭化成官网（注：PIMEL™是旭化成光敏聚酰亚胺产品系列商品名）

图114：PSPI 可以替代玻璃基板，用于柔性显示



资料来源：势银膜链公众号

图115：PSPI 可以应用于 3D 打印

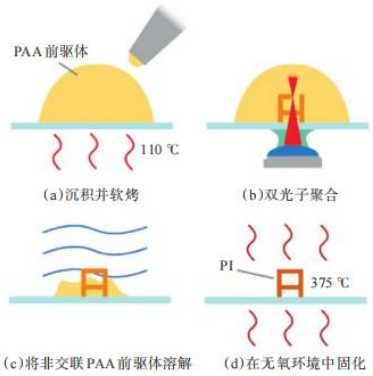


图5 微型3D打印聚酰亚胺物体的制造工艺[41]

资料来源：《光敏聚酰亚胺的改性及应用研究进展》(郑毅等，2025)

表8：PSPI 材料：国内鼎龙股份、奥来德、八亿时空、强力新材、万润股份、瑞联新材、波米科技等积极布局

公司简称	PSPI 相关业务进展
鼎龙股份	公司光敏聚酰亚胺材料主要包括：(1) 光敏聚酰亚胺浆料 PSPI：用作 OLED 显示制程的光刻胶。(2) 半导体封装 PI：覆盖非光敏 PI、正性 PSPI 光刻胶和负性 PSPI 光刻胶。(3) 封装光刻胶 PSPI：兼具光刻胶的图案化和树脂薄膜的应力缓冲、介电层等功能，主要应用于晶圆级封装（WLP）中的凸块（Bumping）制造工艺中。
艾森股份	(1) 先进封装领域，公司正加速推进用于 Bumping、WLCSP、2.5D/3D 封装的 PSPI 的验证与量产，产品包括高温固化、低温固化、超低温固化系列，其中低温 PSPI 在客户端小量产中，具备低应力、高可靠性及高分辨率的 PSPI 产品在客户端验证中。(2) 晶圆制造领域，可应用于功率器件的 PSPI 已实现小批量供货，并同步在多家头部客户，包括存储芯片厂商推广验证中。(4) 光刻胶树脂：PSPI 光刻胶的聚酰胺酯/聚酰胺酸/PBO 树脂。
奥来德	PSPI 材料内容覆盖树脂合成、配方优化及制备方法等关键环节，并已应用到生产过程当中。目前已实现 PSPI 材料稳定批量供货，同时顺利完成国内头部面板企业的产品性能测试与产线适配验证。
八亿时空	应用于显示面板领域含氟光敏聚酰亚胺面板光刻胶工艺优化和产品稳定性验证完成，首客户完成供应商录入，完成产线试产；同时公司在先进封装用 PSPI 方向也加速推进，感光树脂中试开发完成，高温/低温封装胶配方中试开发完成，光刻形貌等指标接近标品水平，已展开下游客户验证工作。
强力新材	公司 PSPI 产品包括 350℃高温固化、250℃低温固化 及 180℃超低温固化三种类型，高温固化 PSPI 适用于各类封装结构，低温固化 PSPI 适用于 FOWLP、Chiplet/异构集成等先进封装结构。部分产品已处于客户验证阶段并实现订单突破。
万润股份	公司目前聚酰亚胺材料产品包括单体材料与成品材料，主要应用在电子与显示领域。在电子与显示领域聚酰亚胺单体材料方面，公司生产技术目前可覆盖大部分高端产品，目前已有产品实现批量供应；在显示领域聚酰亚胺成品材料方面，公司控股子公司三月科技自主知识产权的 TFT 用聚酰亚胺成品材料（取向剂）和 OLED 用光敏聚酰亚胺（PSPI）成品材料已经在下游面板厂实现供应。
瑞联新材	公司 PSPI 单体材料已完成小试、中试及量产稳定批次的全流程验证，并成功通过国外头部客户认证，实现稳定供应。产能方面，公司现有 PSPI 产能约 60 吨/年，目前已实现国外客户每月吨级出货。在建产能方面，公司规划新增 PSPI 产能约 200 吨/年，相关项目预计于 2027 年二季度建成投产。
国风新材	与中科大、哈工大等机构持续开展战略合作，聚焦 PSPI 光刻胶、PI 浆料等前沿技术攻关。热塑性聚酰亚胺（TPI）复合膜产品、透明聚酰亚胺薄膜（CPI）产品、柔性衬底聚酰亚胺浆料产品、光敏聚酰亚胺（PSPI）光刻胶产品处于在研阶段。
北京波米科技	公司产品包括非光敏性聚酰亚胺与光敏性聚酰亚胺（PSPI）以及聚酰亚胺液晶取向剂，主要应用于半导体分立器件制造、半导体先进封装与液晶显示面板制造领域。目前在非光敏聚酰亚胺材料、光敏正胶聚酰亚胺材料、光敏低温负胶聚酰亚胺产品、光敏高温聚酰亚胺产品均有产品稳定销售。与矽品科技、通富微电、盛合晶微、江阴长电先进封装、上海积塔半导体、中车半导体、湖北台基半导体、华天科技、英诺赛科、芯联集成、TCL 华星光电

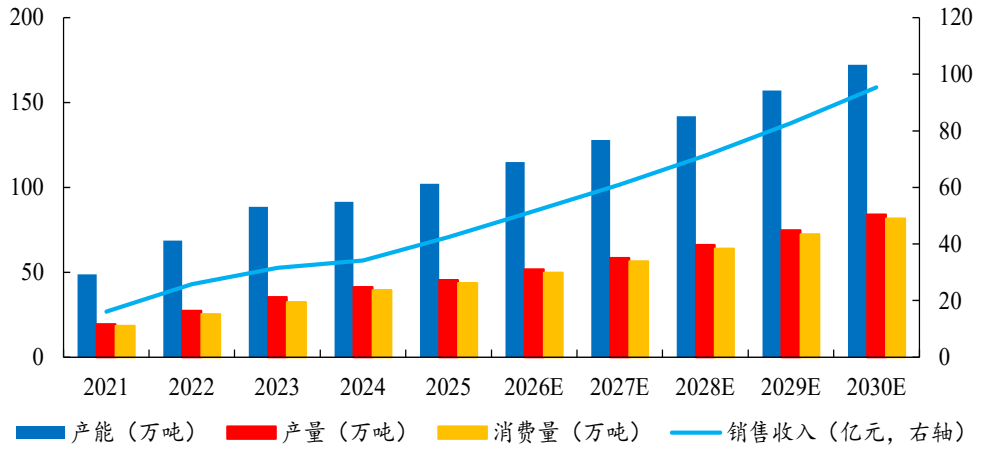
公司简称	PSPI 相关业务进展
	等建立了合作关系。2026 年 1 月阳谷华泰公告将以现金取得部分波米科技股权事项。
欣奕华	欣奕华(SINEVA)是一家在智能机器及先进材料领域内为客户提供解决方案与产品的高科技公司。公司自主研发的 PDL 用光敏聚酰亚胺材料开发已经实现树脂 5L 放大合成稳定生产，光刻胶配方优化基本完成，在所测试的相关解像性能、热学、力学、电学等各项性能指标测试结均达国际先进水平。PDL 材料是在 AMOLED 蒸镀前通过光刻工艺制作的像素定义层，用于划分子像素发光区域和减少相邻像素之间的混色。
明士新材料	公司专注于微电子制造与封装材料领域，致力于先进光敏聚酰亚胺（PSPI）光刻胶的研发、生产、销售及技术服务。
连云港邃铸科技	根据连云港邃铸科技有限公司光刻胶项目环评，项目投资 1 亿元，于 2024 年 11 月开工建设，2025 年 2 月竣工，并于 2025 年 2 月 12 日开始调试。项目包括年产 10t 光敏型聚酰亚胺光刻胶和 10t 非光敏型聚酰亚胺光刻胶。

资料来源：各公司公告、各公司官网、项目环评报告等、开源证券研究所

4.3.3、 电子级氢氟酸：AI 驱动需求增长，高端产品国产化加速突破

国内电子级氢氟酸行业呈现“产能快速扩张、高端仍需突破”的格局。根据用途及纯度的不同，电子级氢氟酸可分为 EL、UP、UPS、UPSS 及 UPSSS（semi G5 级），其中，UPSSS（semi G5 级）主要应用集中于集成电路等高科技产业中的清洗、蚀刻等关键技术环节。电子级氢氟酸需求受半导体和光伏拉动持续增长，但新增产能多集中于低端，导致低端产品结构性过剩、价格承压，而高端产品仍依赖进口，国产化率亟待提升。2021-2025 年，国内电子级氢氟酸的产能、产量及消费量复合年增长率分别为 20.3%、23.8%及 24.0%；销售收入由 2021 年的 16.05 亿元增长至 2025 年的 42.43 亿元，复合年增长率为 27.5%，未来其需求有望随着半导体制造规模的扩大而刚性增长。

图116：2021-2025 年，中国电子级氢氟酸的产能复合年增长率为 20.3%



数据来源：中国化工经济技术发展中心、弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

滨化股份是国内 G5 级氢氟酸的主要供货商之一。截至 2025 年 12 月 31 日，中国约有 30 家电子级氢氟酸制造商，约有 10 家电子级氢氟酸（semi G5 级）供应商。滨化股份拥有 6000 吨/年 G5 级电子级氢氟酸产能，是中国电子级氢氟酸的主要供货商之一，已向国内领先的半导体企业供应电子级氢氟酸产品，并出口日本、韩国、新加坡等海外市场，产品品质得到了客户的高度认可。**按 2025 年中国电子级氢氟酸**

（semi G5 级）产量计算，滨化股份排名第五，市场份额为 8.5%；按销售收入计算，公司排名第五，市场份额为 9.6%。此外，2026 年 7 月 19 日，北鲲计划——滨化集团电子级高纯氟化氢气体投产暨新产品发布会举行。滨化集团通过工艺、工程、检测、充装四方面技术突破，实现制备、生产、分析、包装的闭环控制，半导体用高纯氟化氢产品品质达到 6N 等级(99.9999%)，达到国际一流水平。

同时，公司积极搭建湿电子化学品平台，横向拓展产品矩阵。在电子级氢氟酸取得成功的基础上，公司正在投建蚀刻液、剥离液等高价值功能化学品的产能，并加速在电子级盐酸、氨水及硫酸等湿电子化学品领域的研发和生产布局。**我们看好公司在电子化学品领域的持续深耕，未来随着湿电子化学品平台的完善和新产品的陆续推出，该板块有望成为公司新的业绩增长点。**

4.3.4、 芳纶：光纤、电池隔膜等新兴领域或拉动芳纶需求增长，行业新增产能有限，芳纶景气有望上行

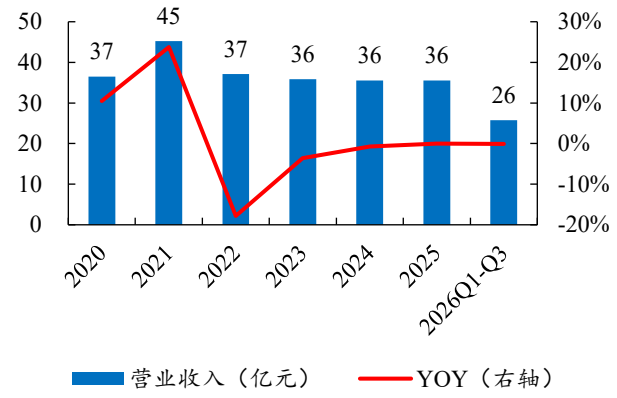
芳纶纤维是人造纤维，其分子具有相对刚性的聚合物链，具有高强度、优异的耐磨性、良好的耐有机溶剂性、不导电、无熔点、低可燃性以及在高温下良好的织物完整性。芳纶的传统应用主要在**安全与防护、摩擦材料、橡胶增强、光纤、轮胎增强、电气绝缘、航空航天**等领域。根据上海证券报报道，**光纤光缆领域**是对位芳纶的主要下游应用场景，受数据中心建设带动，光纤光缆需求大幅增加，切实拉动对位芳纶需求。另外，**电池隔膜正朝着高分子聚合物涂覆隔膜的方向发展，**相比于传统隔膜，芳纶涂覆隔膜具有耐高温、易浸润、抗穿刺等明显优点。芳纶涂覆隔膜行业目前仍处于发展初期，**但泰和新材的 SAFEBM®电池芳纶涂覆隔膜中试项目于 2023 年建成投产，**2025 年启动产业化投料试车，并结合市场需求持续优化调整，已实现批量交付。**电子布方面，**泰和新材正在与下游一起探索间位、对位芳纶、非芳纶的材料的电子布方案。供给端，根据泰和新材 2025 年报，2025 年芳纶产能主要集中在国外，全球名义产能约 18-19 万吨，需求约 14-15 万吨。国内以泰和新材为行业的龙头，截至 2026 年 9 月 3 日，公司间位芳纶产能 1.6 万吨，全部位于烟台，开工约八成；对位芳纶方面，公司在宁夏基地的产能为 1.2 万吨，开工约七成；公司间位芳纶国内市占率间位约 60%、对位约 50%。**随着芳纶下游新兴需求增长，而新增产能有限，芳纶景气有望上行，泰和新材作为芳纶龙头有望明显受益。**

推荐标的：泰和新材。

4.3.5、 苏博特：主业持续改善，AI4S+液冷打开新空间

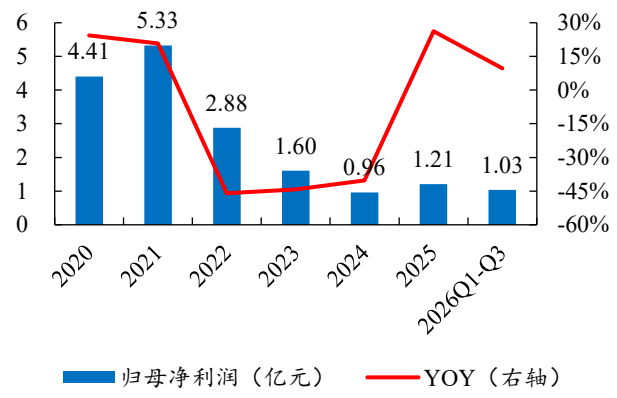
公司为国内混凝土外加剂行业的龙头企业。2014-2025 年，公司在中国混凝土外加剂企业综合十强评比以及中国聚羧酸系减水剂企业十强评选中连续多年排名第一。受益于基建板块持续增长，2025 年以来公司主业业绩改善明显。2026 年前 3 季度，公司实现营业收入 25.75 亿元，同比-0.08%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比+9.66%。

图117：2026Q1-Q3，公司实现营业收入 25.75 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图118：2026Q1-Q3，公司归母净利润同比+9.66%



数据来源：Wind、开源证券研究所

AI4S 方面，公司重点实验室与东南大学、阿里云联合发布国内首个混凝土垂直领域大模型“砼真砼知”，助力公司长期成长。该模型可为混凝土材料研发、方案设计与工程应用提供专业、可靠、高效的智能化解决方案，助力混凝土材料研发创新与产业化落地，目前已在南京北站等工程项目试点应用。未来团队将持续迭代优化大模型，并赋能升级公司“产品+技术方案”综合服务能力，稳步推动大模型向更多工程项目与科研实验室开放。

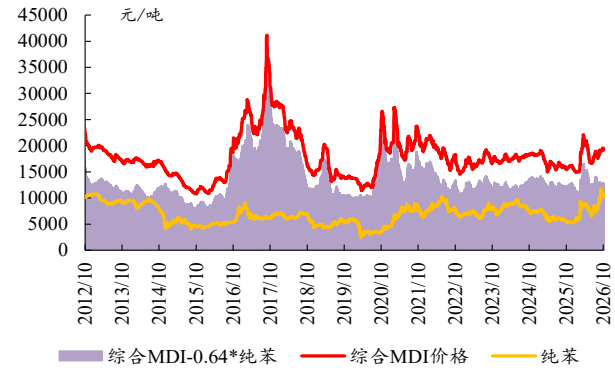
液冷方面，公司全资子公司江苏道成管业是国内行业领先的不锈钢管道系统方案提供商，目前有不锈钢液冷管路产品，未来有望为公司打开成长新空间。据 Markets and Markets 报告，全球数据中心管道市场预计将从 2025 年的 64.6 亿美元增长至 2032 年的 162.6 亿美元，年复合增长率达 14.1%；据上海钢管行业协会，2024-2027 年，国内超算、高端智算液冷场景专用不锈钢管市场复合增长率预计达 47.3%，对应液冷专用配管整体市场规模达数十亿元级别。

4.4、 双碳背景下具有全球优势的龙头

4.4.1、 万华化学：聚氨酯全球龙头地位稳固，新建磷酸铁锂产能加速打开成长空间

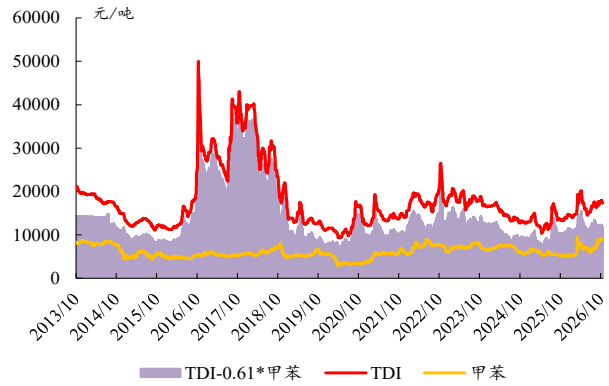
聚氨酯板块：2025 年末，公司拥有 380 万吨/年 MDI、147 万吨/年 TDI 装置，是目前全球领先的 MDI 和 TDI 供应商。据 Wind 数据，截至 2026 年 10 月 23 日，综合 MDI（0.7*聚合 MDI+0.3*纯 MDI）价格、价差分别为 19,205、12,331 元/吨；TDI 价格、价差分别为 17,350、11,848 元/吨。需求端来看，国内冰箱、冷柜需求持续增长。2026 年 1-9 月，我国家用电冰箱、冷柜产量分别为 7,238、1,808 万台，同比增长 14.11%、14.27%，带动了 MDI 需求增长。其余汽车行业、氨纶行业等需求逐步提升，MDI、TDI 或存在较大向上弹性。

图119：10 月 23 日，综合 MDI 价格为 19,205 元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图120：10 月 23 日，TDI 价格为 17,350 元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

石化板块，2026 年上半年，公司乙烯、丙烯酸、POCHP 等石化装置持续降本增效，进一步夯实产业链成本优势与原料保障能力。未来伴随地缘冲突背景下海外化工品供应扰动，公司聚氨酯、石化产品有望稳定供应全球，公司主要产品价差有望扩大。

精细化学品及新材料业务板块，公司磷酸铁锂产能进入密集兑现期，海阳绿电产业园一期 10 万吨/年已于 2026 年 3 月建成投产，二、三期各 20 万吨生产线同步开工，计划 2026 年末全部建成；莱州基地规划产能 65 万吨/年，一期 32 万吨项目 2026 年 3 月正式开工，预计 2026 年末投产，二期项目开工仪式已于 10 月 23 日顺利举行；以及随着寿光 60 万吨/年、滨州 16 万吨/年等后续项目梯次推进，万华在山东规划的磷酸铁锂总产能将超过 190 万吨/年，叠加四川区域已落地产能，全国总规划规模已突破 200 万吨。

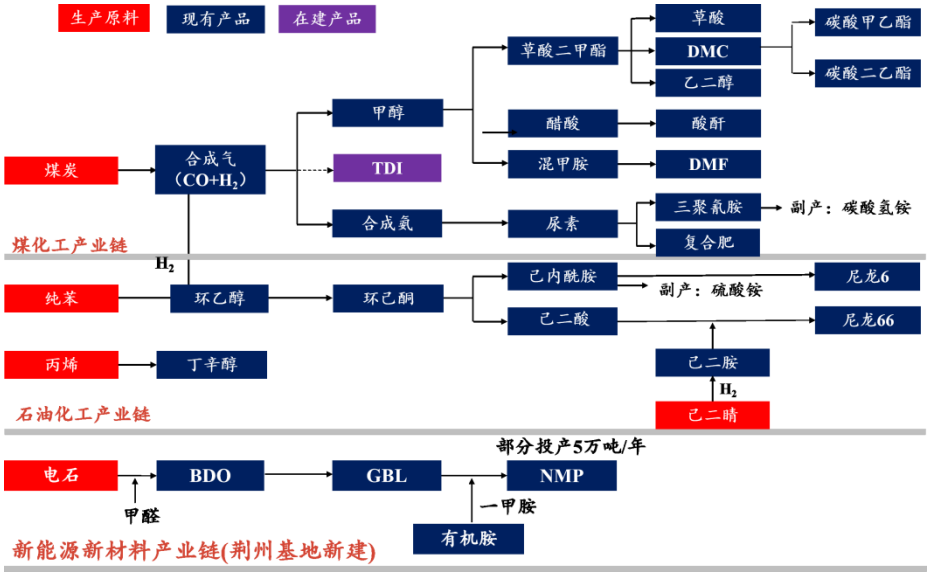
4.4.2、 华鲁恒升：优质煤化工龙头企业，双碳背景下有望大幅受益

华鲁恒升为优质煤化工龙头企业，双碳背景下有望大幅受益。公司成本优势明显，2024-2025 年间在行业低谷期仍能保持 18%以上的毛利率与 10%以上的销售净利率。在双碳政策收紧、高能耗项目审批门槛大幅提升的背景下，根据公司 2025 年 ESG 报告，2025 年公司共消耗 942.62 万吨标准煤，存量产能形成天然壁垒，且凭借行业领先的煤气化成本管控，公司有望在供给侧优化中持续受益，随着双碳政策与化工行业反内卷推进，主要煤化工产品价差修复将带动吨煤盈利释放较大弹性。

新建产能：德州基地方面，2026 年 9 月，公司气化平台升级改造项目投产成功，规模为合成气总量 45.09 万 Nm3/h。

计划新建产能：德州基地方面，拟建 20 万吨二元酸项目；荆州基地方面，拟建 30 万吨 TDI 项目。

图121：公司已形成以煤化工产品为主，石油化工产品为辅的产业链布局



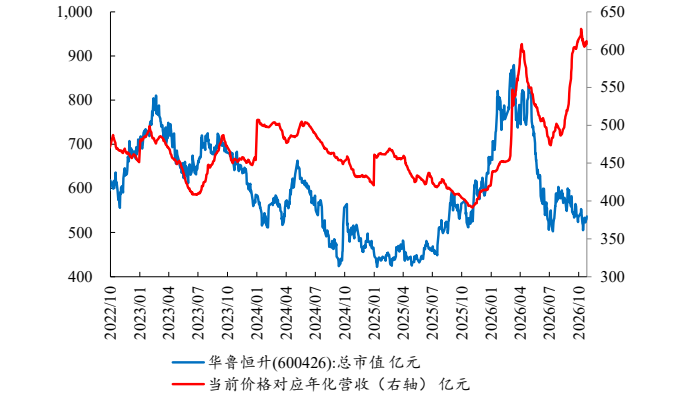
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图122：公司主要产品为尿素、有机胺、化工产品

汇总	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
肥料：尿素+复合肥+碳酸氢铵+硫酸铵										
合成氨	90	140	140	140	140	140	140	140	140	140
甲醇	170	170	170	170	170	170	170	170	170	170
尿素	130	180	180	180	180	180	255	307	307	307
复合肥	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
硫酸铵	10	10	10	10	55	60	60	60	60	60
碳酸氢铵	25	50	50	50	50	50	50	50	130	130
有机胺:DMF+一甲胺+二甲胺+三甲胺										
DMF	25	25	25	25	33	33	33	48	48	48
混甲胺	20	20	20	20	20	40	40	55	55	55
醋酸及衍生品:醋酸+醋酐										
醋酸	50	50	50	50	50	50	150	150	150	150
醋酐	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
新材料:己二酸+环己酮+乙二醇+异辛醇+正丁醇+碳酸二甲酯+己内酰胺										
己二酸	16	16	16	16	33	33	33	53	53	53
环己酮	10	10	10	10	50	50	50	50	50	50
辛醇	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
乙二醇	5	55	55	55	55	55	55	55	55	55
草酸				10	20	20	30	50	70	70
DMC					30	30	60	60	60	60
EMC							15	15	15	15
己内酰胺					30	30	40	45	45	45
尼龙6						20	20	20	20	20
其他										
硝酸	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
三聚氰胺	5	10	10	10	10	10	10	10	10	10

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图123：2026 年 3 月以来，公司产品价格高位震荡



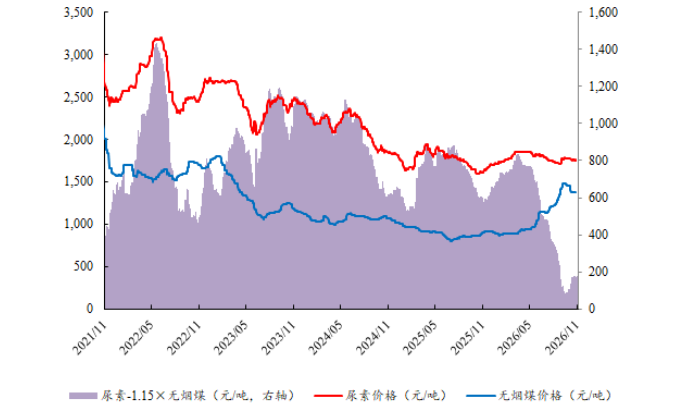
数据来源：Wind、开源证券研究所

图124：2026 年 3 月以来，得益于公司煤头工艺生产，公司产品价差持续扩大



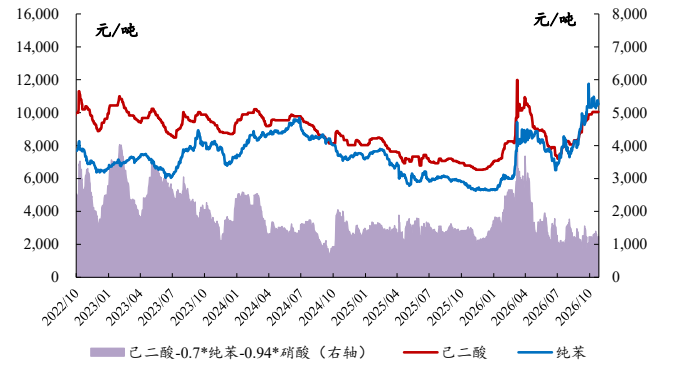
数据来源：Wind、开源证券研究所

图125：2026 年 3 月以来，尿素价格价差中枢抬升



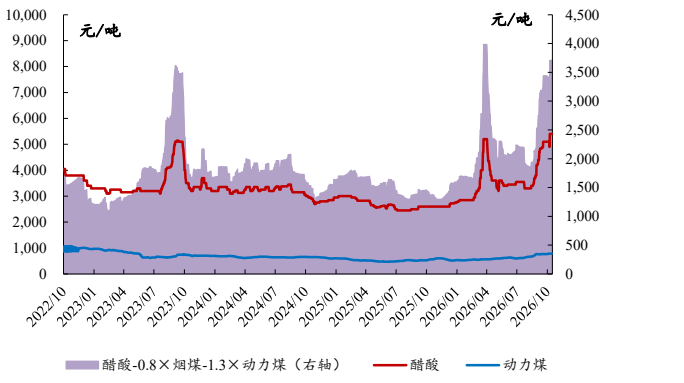
数据来源：Wind、开源证券研究所

图126：近期己二酸价差中枢回落



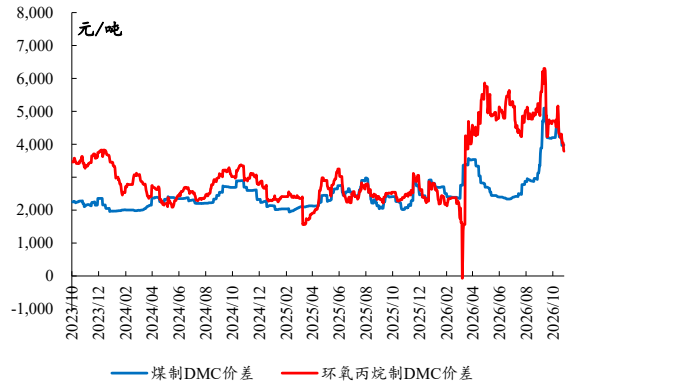
数据来源：Wind、开源证券研究所

图127：2026 年 7 月以来，醋酸价格价差中枢抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图128：2026 年 8 月以来，煤制碳酸二甲酯价差中枢抬升，油制路线价差持续扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4.3、 鲁西化工：煤化工龙头，双碳背景下有望大幅受益

鲁西化工为煤化工行业龙头，产品种类丰富，抗风险能力较强。主营业务包括化工新材料、基础化工及其他业务，其中化工新材料产品包括聚碳酸酯、尼龙 6、己内酰胺、有机硅等；基础化工产品包括甲烷氯化物和二甲基甲酰胺等；其他业务主要包括化工装备制造、化工行业相关设计研发等。

公司园区内产业链条一体化优势明显。园区各装置之间上下游关联度高，互为原料，通过管网密闭输送，循环利用，安全高效。

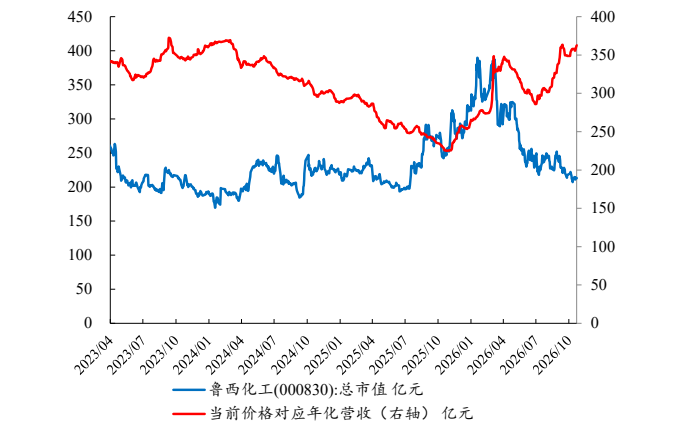
未来公司持续延链、补链、强链，扩大化工新材料的比重，2025 年 24 万吨/年乙烯下游一体化项目、15 万吨丙酸等项目顺利投产。

表9：鲁西化工为煤化工行业龙头，产品种类丰富，抗风险能力较强（单位：万吨）

产品	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026E
多元醇	75	75	75	75	75	75	75
己内酰胺	30	40	40	40	70	70	70
双氧水（折百）	25	40	40	40	40	40	40
尼龙 6	30	40	40	40	70	70	70
DMF	15	15	15	35	35	35	35
甲酸	40	40	40	40	40	40	40
丙酸		4	4	4	4	19	19
甲酸钠		10	10	10	10	10	10
聚碳酸酯	27	27	27	27	27	27	27
甲烷氯化物	22	22	22	22	22	22	22
烧碱	40	40	40	40	40	40	40
氯磺酸	10	10	10	10	10	10	10
复合肥	170	170	170	170	170	170	170
有机硅				5	5	45	45

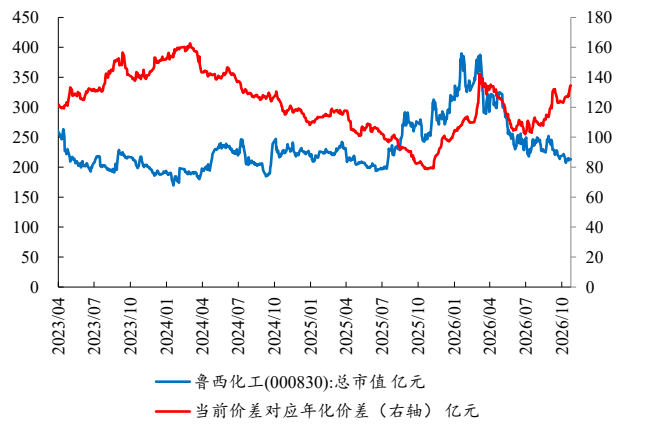
资料来源：公司公告、公司环评报告、开源证券研究所

图129：截至 2026 年 10 月，公司市值回落近年底部，修复空间较大



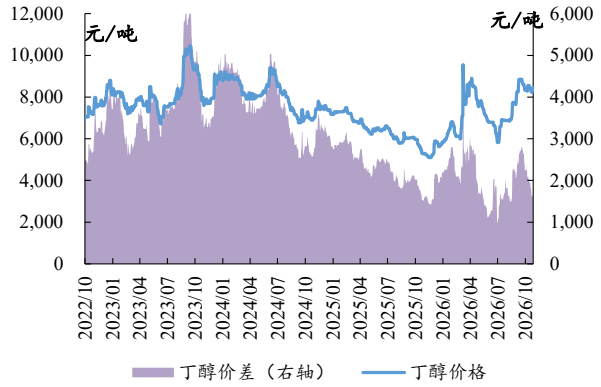
数据来源：Wind、开源证券研究所

图130：2026 年 7 月以来，公司产品价格价差持续扩大



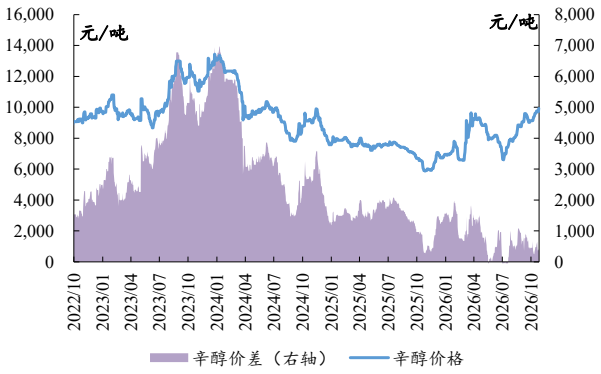
数据来源：Wind、开源证券研究所

图131：2026 年 3 月以来，丁醇价差高位震荡



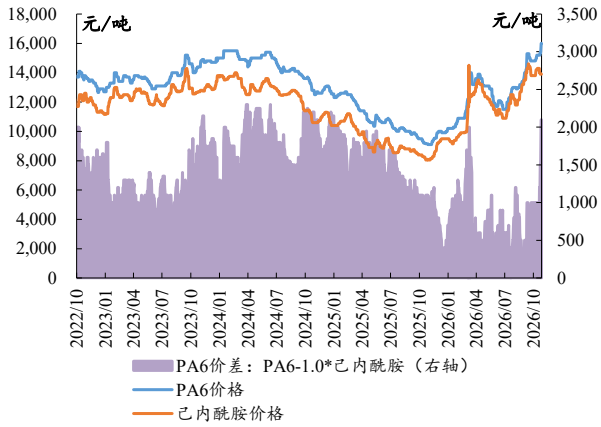
数据来源：Wind、开源证券研究所

图132：2026 年 3 月以来，辛醇价差有所回落涨幅



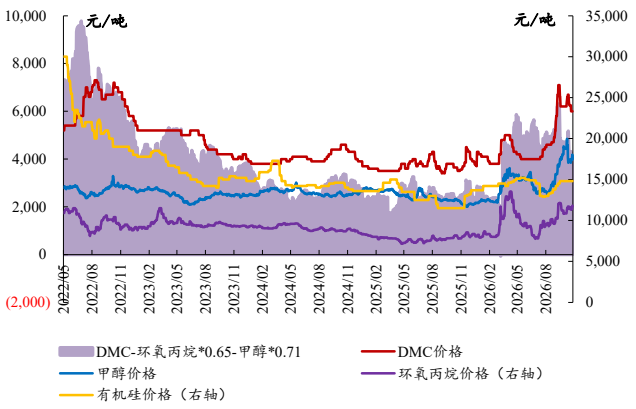
数据来源：Wind、开源证券研究所

图133：2026 年 3 月以来，PA6 价格提升，价差涨幅尚不明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图134：煤制碳酸二甲酯价差中枢抬升，油制路线价差持续扩大



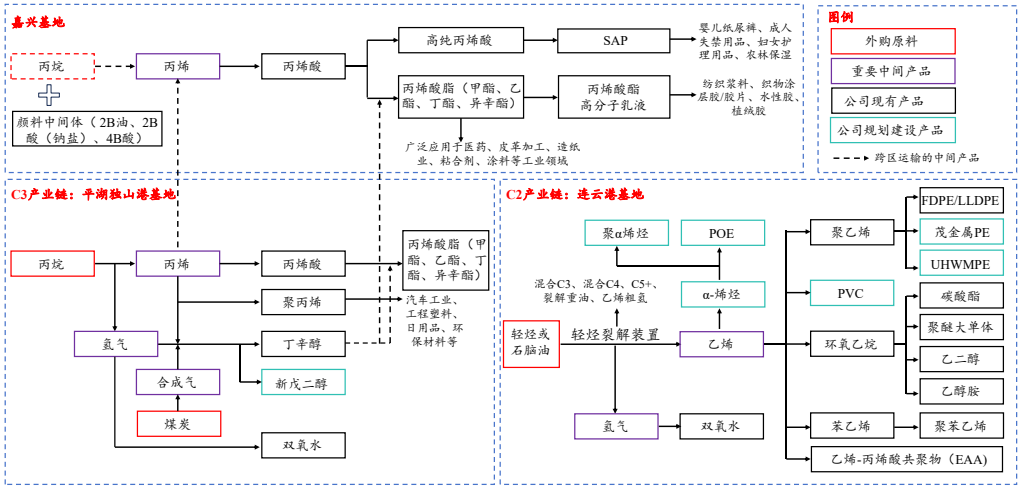
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4.4、 卫星化学：持续完善轻烃产业链一体化布局，拓展高端烯烃衍生物助力公司腾飞

公司已具备三大生产基地，是国内领先的轻烃（C2+C3）产业链一体化生产企业，率先建立了自主可控的轻烃全球供应链。

在美国得克萨斯州，由中国卫星化学合资建设的 OrbitEthaneExportTerminal 码头，出口能力约 18 万桶/日，其中与卫星化学签署 15 万桶/日长约。得益于美国较为充足的页岩气资源，美国轻烃价格较低，公司在美国的运输码头将助力公司获得较为稳定的北美低价轻烃（乙烷、丙烷等），进而为公司打造较强成本竞争力。

图135：卫星化学已具备三大生产基地，是国内领先的轻烃（C2+C3）产业链一体化生产企业

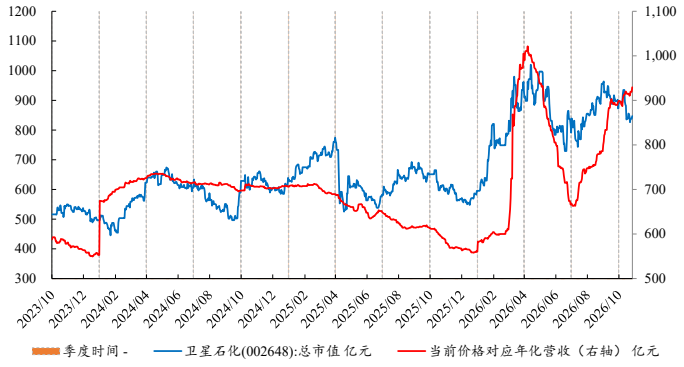


资料来源：开源证券研究所

2026 年 3 月以来，油价中枢抬升，以乙烷为原料的轻烃路线相对石脑油路线的成本优势，成本红利沿乙烯向下游聚乙烯环节传导。据 Wind 数据及我们测算，2026 年以来卫星化学营收与产品价差同步抬升，卫星化学轻烃裂解的优势突出。

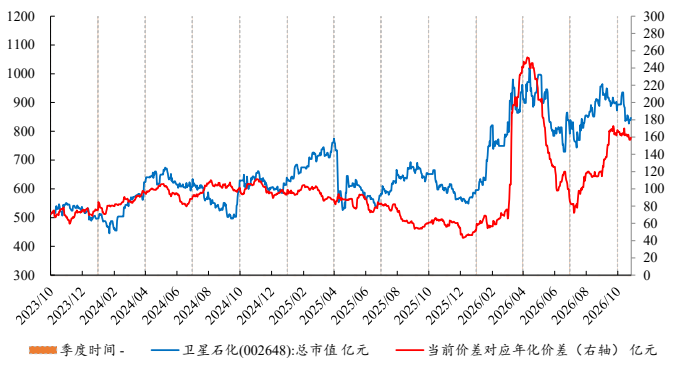
2026 年 3 月以来，油气比与 C2 产业链价差共振上行，轻烃裂解价差持续修复。2026 年以来油气比中枢持续上移，据 Wind 数据及我们测算，截至 10 月 31 日，油气比约 4.47，较年初上行 121.0%。与此同时，乙烯-乙烷价差、聚乙烯-乙烯价差中枢同步抬升，其中乙烯-乙烷价差约 2789 元/吨、聚乙烯-乙烯价差约 2728 元/吨，较年初分别实现+116.3%、249.5%。（注：本文油气比计算采用布伦特原油期货结算价（美元/桶）/美国 HenryHub 天然气价（美元/MMBtu）/10）

图136：2026 年 7 月以来，公司营收、产品价差呈增长态势



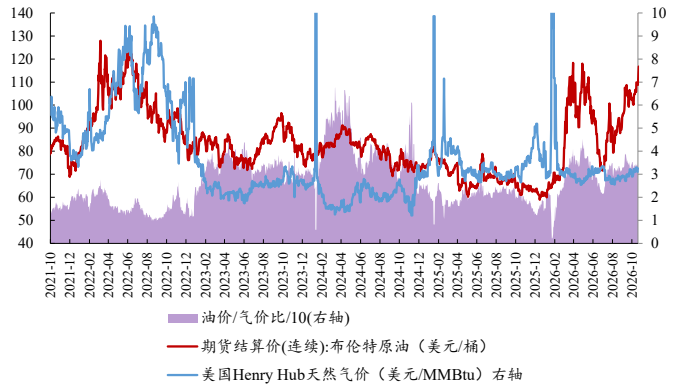
数据来源：Wind、开源证券研究所

图137：2026 年 7 月以来，公司营收、产品价差呈增长态势



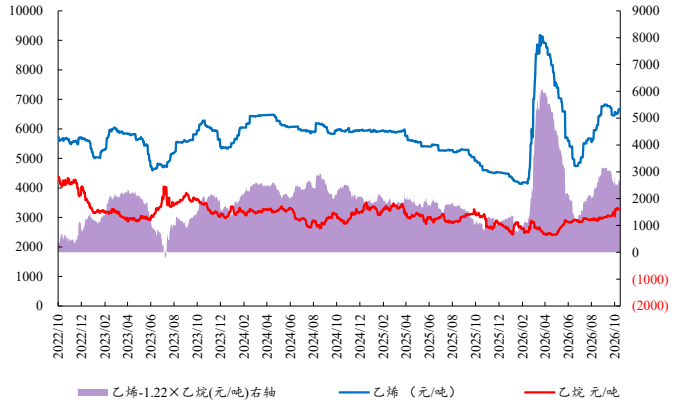
数据来源：Wind、开源证券研究所

图138：2026 年以来，油气比中枢上移，气头优势显现



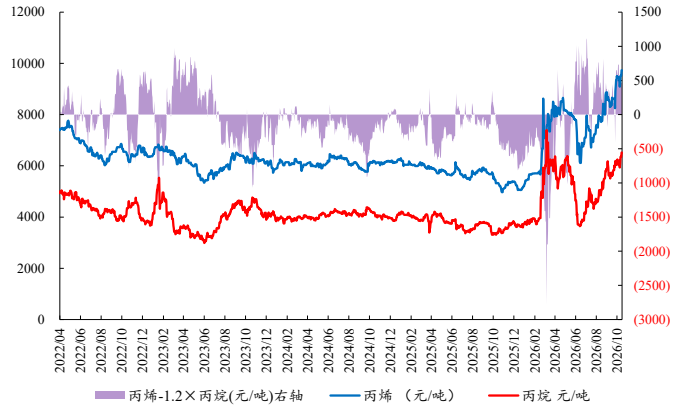
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：本文油气比计算采用布伦特原油期货结算价（美元/桶）/美国 HenryHub 天然气价（美元/MMBtu））

图139：2026 年 3 月以来，乙烯-乙烷价差中枢上移



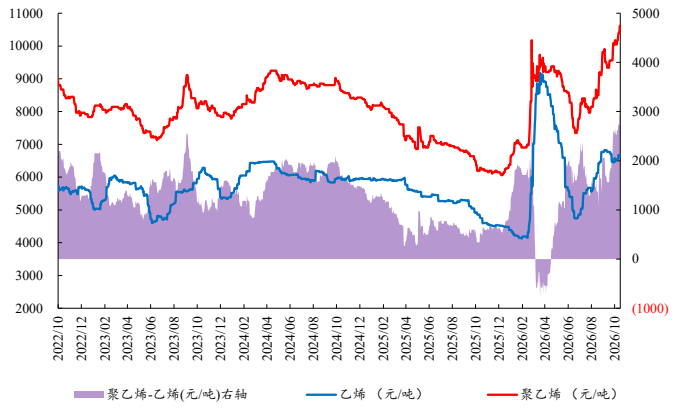
数据来源：Wind、开源证券研究所

图140：2026 年 3 月以来，丙烯-1.2 丙烷价差扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图141：2026 年 3 月以来，聚乙烯-乙烯价差中枢抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

需求不及预期：终端消费复苏偏弱，下游需求恢复节奏慢，影响化工品价格及盈利修复。

油价持续高位：地缘扰动支撑油价高位运行，抬升原料成本，影响化工品价差。

双碳政策不及预期：碳约束、能耗管控落地不及预期，老旧产能退出进度放缓，供给出清不及预期。

其他风险详见倒数第二页标注。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（Outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（Underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（Overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（Underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

[1] 根据新凤鸣 2026 年中报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣2.24%的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。根据盐湖股份 2026 年中报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份 2.77%的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn