



2026年中期投资策略报告：各子行业展望

杨晖 分析师

yanghui1@csc.com.cn

SAC 执证编号: S1440525120006

郑轶 分析师

zhengyi1@csc.com.cn

SAC 编号: S1440526030007

申起昊 分析师

shenqihao@csc.com.cn

SAC 编号: S1440526030008

发布日期

2026年5月27日

王鲜俐 分析师

wangxianli@csc.com.cn

SAC 编号: S1440526030003

陈俊新 分析师

chenjunxin@csc.com.cn

SAC 编号: S1440526030009

吴宇 分析师

wuyu1@csc.com.cn

SAC 编号: S1440526030001

反转与再定价，中国化工迎来再定价

- 地缘冲突与资源民族主义重塑油价中枢。油价扰动有望同步全球库存周期，基于能源安全的供应链重塑有望推动新一轮朱格拉周期。
- 国内资本开支转负、反内卷推动行业挺价、美国深度去库周期结束、亚非拉国家拉动边际需求，化工跟随PPI的上行在26年见到反转。2025H2市场股价领先基本面，配置大于选股，2026年以来选股的边际开始逐渐显现。
- 海外供给出清、国内供给约束、亚非拉供给无法提振，有效的化工资产逐渐稀缺；中国化工盈利底的可靠性进一步提高。亚非拉人均可支配收入快速提升拉动需求，工业品存在长期缺口和通胀可能。
- 市场在H1重点交易油价、地缘和供应链，H2有望回归双碳、反内卷、涨价。流动性上，市场从交易降息转向交易通胀，利好HALO属性的化工资产。

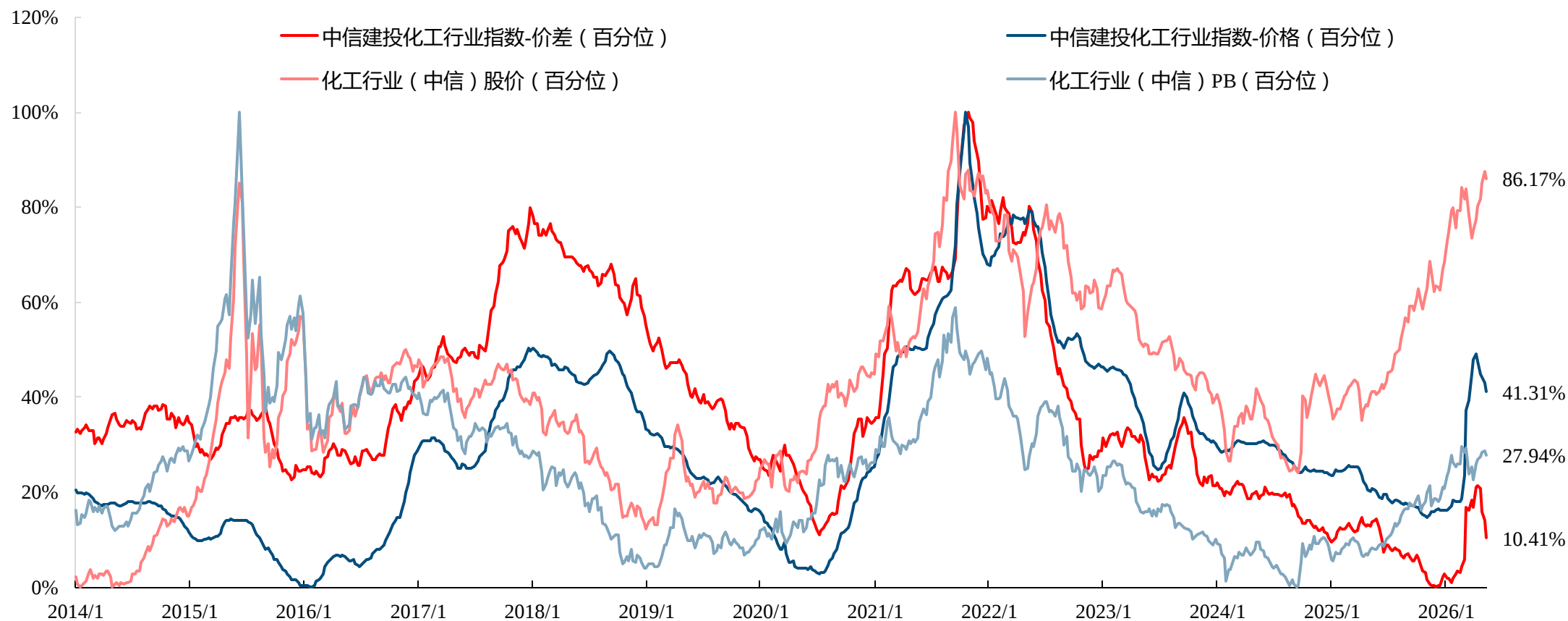
各子行业展望

以滞胀为基础假设，寻找顺利传导的通胀品种。

- 原油：26年供给断崖下滑，需求韧性仍在，中长期油价有望位于高位
- 石化：海外供给出清，中国炼化资产价值重估
- 煤化工：油煤价差重塑成本优势
- 化纤：反内卷推动盈利上移
- 聚氨酯：供给扰动与需求补库共振，盈利弹性可期
- 磷化工：磷矿战略资源与磷肥出口牌照属性增强
- 氟化工：制冷剂涨价仍是主线，新材料业务重估
- 硅化工：有机硅供需反转可期
- 化肥：出口弹性与资源景气并重
- 农药：景气上行趋势确立
- 轮胎：全球化产能进入兑现期
- 两碱：氯碱反转、纯碱磨底
- 钛白粉：成本倒逼供给出清
- 食品及饲料添加剂：供给扰动仍是主要催化
- 民爆：西部工程与矿服订单兑现，驱动中期修复

新一轮库存周期正在启动

- 中信建投化工价格百分位为过去10年的41.31%；价差百分位为过去10年的10.41%；股价百分位为过去10年的86.17%；PB百分位为过去十年的27.94%。



行业价格指数快速上行

➤ 化工价格指数自2025年11月持续上涨，价格百分位从25年11月16.05%修复至26年4月44.89%。

日期	价格分位													
	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚氨酯	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉	农药	食品及饲料添加剂
2026-04-25	44.89%	38.27	52.42%	33.28%	33.56%	50.11%	11.16%	56.88%	56.03%	13.19%	54.05%	51.88%	14.75%	20.06%
2026-03-28	44.74%	38.18	56.63%	31.51%	36.15%	48.67%	16.34%	52.84%	53.83%	12.84%	50.81%	47.51%	7.06%	19.20%
2026-02-28	18.80%	23.20	22.42%	19.24%	14.45%	30.82%	6.37%	48.27%	50.07%	8.56%	46.17%	37.46%	0.13%	8.94%
2026-01-31	18.28%	22.90	21.58%	20.30%	13.74%	30.52%	6.42%	46.67%	50.25%	8.61%	45.35%	38.06%	0.01%	7.63%
2025-12-27	16.21%	21.70	19.58%	18.46%	13.49%	28.07%	5.91%	43.79%	48.49%	8.45%	44.51%	41.68%	1.02%	7.02%
2025-11-29	16.05%	21.61	19.75%	19.02%	14.42%	28.11%	6.50%	41.46%	47.57%	8.16%	41.28%	41.57%	2.67%	6.97%
2025-10-25	15.15%	21.09	21.48%	19.18%	13.76%	27.82%	7.77%	36.19%	47.03%	7.19%	37.44%	33.87%	3.47%	6.96%
2025-09-27	17.14%	22.24	23.89%	19.34%	14.51%	28.77%	8.86%	36.26%	51.80%	7.13%	39.18%	31.89%	3.80%	7.94%
2025-08-30	17.67%	22.55	24.48%	19.68%	15.16%	30.28%	8.69%	36.95%	49.20%	7.62%	39.77%	31.77%	3.47%	8.70%
2025-07-26	18.32%	22.92	26.96%	19.38%	14.59%	29.76%	9.27%	36.43%	47.25%	8.75%	41.12%	30.98%	3.23%	9.94%
2025-10-25	15.15%	21.09	21.48%	19.18%	13.76%	27.82%	7.77%	36.19%	47.03%	7.19%	37.44%	33.87%	3.47%	6.96%
2025-09-27	17.14%	22.24	23.89%	19.34%	14.51%	28.77%	8.86%	36.26%	51.80%	7.13%	39.18%	31.89%	3.80%	7.94%
2025-08-30	17.67%	22.55	24.48%	19.68%	15.16%	30.28%	8.69%	36.95%	49.20%	7.62%	39.77%	31.77%	3.47%	8.70%
2025-07-26	18.32%	22.92	26.96%	19.38%	14.59%	29.76%	9.27%	36.43%	47.25%	8.75%	41.12%	30.98%	3.23%	9.94%
2025-06-28	19.49%	23.59	28.71%	20.61%	14.49%	32.04%	9.74%	36.14%	48.28%	7.14%	38.60%	31.93%	3.05%	11.50%
2025-05-31	20.14%	23.97	27.81%	20.10%	14.59%	32.46%	11.06%	36.14%	49.15%	9.26%	39.64%	33.80%	3.06%	13.55%
2025-04-26	21.34%	24.67	28.47%	21.97%	13.13%	29.92%	11.66%	37.29%	51.11%	10.85%	40.19%	38.49%	3.67%	14.99%
2025-03-29	25.32%	26.96	32.17%	25.38%	16.44%	34.35%	13.58%	37.21%	50.60%	11.88%	43.08%	39.84%	3.45%	15.40%
2025-02-22	25.18%	26.88	34.52%	25.40%	19.29%	36.53%	12.87%	33.50%	46.88%	11.59%	34.38%	36.76%	3.40%	17.40%
2025-01-25	24.33%	26.39	34.24%	23.91%	19.39%	36.28%	12.81%	33.33%	46.43%	11.28%	31.21%	36.49%	3.67%	17.69%
2024-12-28	23.78%	26.08	31.43%	24.45%	19.44%	34.76%	12.53%	34.71%	44.99%	11.59%	34.26%	37.05%	4.27%	18.45%
2024-11-30	24.51%	26.50	30.49%	26.13%	20.03%	34.50%	13.76%	35.41%	43.41%	11.64%	36.18%	38.58%	4.61%	19.95%
2024-10-26	24.49%	26.48	30.01%	26.84%	20.59%	36.58%	14.06%	35.08%	40.43%	11.97%	34.75%	40.69%	5.36%	18.31%

行业价差指数快速上行

➤ 化工价差指数自2025年12月快速上涨，价差百分位从25年12月2.27%修复至26年4月20.01%。

日期	价差分位													
	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚烯烃	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉	农药	食品及饲料添加剂
2026-04-25	20.01%	30.33	33.08%	34.48%	27.73%	48.32%	16.57%	25.87%	48.19%	16.86%	21.91%	43.24%	14.75%	20.06%
2026-03-28	18.23%	29.80	35.84%	32.93%	27.74%	41.52%	21.12%	27.49%	47.00%	15.48%	25.63%	33.58%	7.06%	19.20%
2026-02-28	4.06%	25.64	24.80%	24.08%	26.42%	43.44%	17.54%	29.18%	48.57%	11.36%	35.44%	32.25%	0.13%	8.94%
2026-01-31	1.93%	25.01	25.22%	24.88%	26.09%	41.06%	16.39%	26.25%	49.34%	11.34%	31.45%	31.15%	0.01%	7.63%
2025-12-27	2.27%	25.11	25.41%	26.42%	28.24%	37.77%	15.32%	26.15%	48.81%	10.97%	33.28%	30.56%	1.02%	7.02%
2025-11-29	0.33%	24.54	25.20%	25.12%	28.77%	42.24%	15.08%	23.64%	47.25%	10.45%	25.86%	25.78%	2.67%	6.97%
2025-10-25	3.44%	25.46	26.49%	26.37%	28.73%	43.20%	17.21%	22.92%	45.38%	9.05%	31.06%	33.42%	3.47%	6.96%
2025-09-27	5.65%	26.11	26.05%	28.14%	28.68%	41.65%	17.88%	24.24%	47.94%	8.80%	34.87%	34.30%	3.80%	7.94%
2025-08-30	6.81%	26.45	26.03%	27.66%	29.28%	42.92%	19.55%	25.43%	47.08%	9.47%	37.17%	30.44%	3.47%	8.70%
2025-07-26	8.44%	26.93	28.57%	27.52%	29.38%	40.39%	20.57%	25.69%	46.03%	10.18%	39.37%	30.29%	3.23%	9.94%
2025-10-25	3.44%	25.46	26.49%	26.37%	28.73%	43.20%	17.21%	22.92%	45.38%	9.05%	31.06%	33.42%	3.47%	6.96%
2025-09-27	5.65%	26.11	26.05%	28.14%	28.68%	41.65%	17.88%	24.24%	47.94%	8.80%	34.87%	34.30%	3.80%	7.94%
2025-08-30	6.81%	26.45	26.03%	27.66%	29.28%	42.92%	19.55%	25.43%	47.08%	9.47%	37.17%	30.44%	3.47%	8.70%
2025-07-26	8.44%	26.93	28.57%	27.52%	29.38%	40.39%	20.57%	25.69%	46.03%	10.18%	39.37%	30.29%	3.23%	9.94%
2025-06-28	8.79%	27.03	28.20%	27.30%	26.31%	46.09%	20.06%	24.99%	46.31%	9.27%	39.36%	31.34%	3.05%	11.50%
2025-05-31	14.31%	28.65	29.11%	31.52%	29.28%	44.70%	21.75%	24.45%	45.30%	10.77%	40.76%	41.53%	3.06%	13.55%
2025-04-26	12.81%	28.21	26.48%	30.88%	28.25%	43.48%	20.36%	25.79%	44.13%	12.08%	42.28%	46.41%	3.67%	14.99%
2025-03-29	12.12%	28.01	28.04%	29.55%	28.18%	43.39%	20.50%	25.54%	42.49%	12.53%	39.46%	44.51%	3.45%	15.40%
2025-02-22	12.54%	28.13	29.73%	27.44%	29.16%	40.86%	23.65%	25.14%	41.46%	11.57%	37.83%	48.70%	3.40%	17.40%
2025-01-25	11.70%	27.88	30.03%	25.21%	29.29%	41.48%	22.56%	25.18%	42.54%	10.72%	37.95%	48.58%	3.67%	17.69%
2024-12-28	10.62%	27.57	27.42%	26.53%	28.96%	42.18%	19.55%	26.79%	40.89%	10.52%	40.39%	47.96%	4.27%	18.45%
2024-11-30	11.87%	27.93	27.86%	28.55%	27.94%	41.85%	18.77%	27.46%	38.55%	10.29%	41.92%	51.89%	4.61%	19.95%
2024-10-26	13.98%	28.56	26.72%	30.87%	29.16%	44.85%	19.40%	28.60%	36.98%	10.90%	45.28%	49.89%	5.36%	18.31%

注：农药、食品及饲料添加剂以价格代替价差进行加权计算



库存高位回落

➤ 化工库存指数自2026年2月迅速下降，库存百分位从26年2月100%降至26年4月78.69%。

库存分位														
日期	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚氨酯	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉	农药	食品及饲料添加剂
2026-04-25	78.69%	48.44	45.61%	52.24%	53.27%	59.22%	48.94%	32.04%	33.86%	53.06%	31.42%	41.34%	53.36%	73.68%
2026-03-28	78.22%	48.27	45.82%	52.79%	45.09%	56.07%	46.42%	40.38%	33.74%	51.51%	34.07%	69.64%	58.60%	61.10%
2026-02-28	100.00%	56.06	56.10%	65.24%	56.27%	60.29%	57.36%	46.10%	34.68%	54.11%	43.74%	83.61%	59.05%	62.88%
2026-01-31	79.49%	48.73	43.15%	59.96%	52.61%	42.94%	51.62%	41.74%	30.25%	48.26%	41.03%	82.34%	48.79%	60.70%
2025-12-27	79.83%	48.85	45.09%	54.40%	51.63%	42.92%	51.43%	43.21%	28.79%	51.39%	41.13%	85.88%	41.97%	73.65%
2025-11-29	84.77%	50.61	46.78%	58.42%	52.50%	53.21%	53.44%	40.81%	29.53%	51.49%	41.01%	85.75%	37.57%	73.06%
2025-10-25	86.99%	51.41	47.15%	62.05%	55.56%	53.09%	52.76%	48.34%	31.26%	50.47%	45.17%	83.52%	34.88%	59.54%
2025-09-27	78.52%	48.38	43.91%	56.55%	47.28%	54.61%	48.50%	48.05%	32.09%	50.81%	42.45%	85.72%	32.87%	49.32%
2025-08-30	80.86%	49.22	42.68%	54.99%	48.27%	61.18%	49.40%	50.39%	31.19%	52.70%	39.34%	91.10%	33.83%	54.20%
2025-07-26	78.55%	48.39	43.71%	51.26%	44.21%	60.63%	50.73%	46.76%	32.27%	51.89%	37.99%	95.78%	39.35%	50.96%
2025-10-25	86.99%	51.41	47.15%	62.05%	55.56%	53.09%	52.76%	48.34%	31.26%	50.47%	45.17%	83.52%	34.88%	59.54%
2025-09-27	78.52%	48.38	43.91%	56.55%	47.28%	54.61%	48.50%	48.05%	32.09%	50.81%	42.45%	85.72%	32.87%	49.32%
2025-08-30	80.86%	49.22	42.68%	54.99%	48.27%	61.18%	49.40%	50.39%	31.19%	52.70%	39.34%	91.10%	33.83%	54.20%
2025-07-26	78.55%	48.39	43.71%	51.26%	44.21%	60.63%	50.73%	46.76%	32.27%	51.89%	37.99%	95.78%	39.35%	50.96%
2025-06-28	77.47%	48.01	44.05%	50.95%	42.99%	59.59%	51.54%	40.98%	32.08%	53.08%	39.92%	93.38%	44.70%	47.66%
2025-05-31	76.59%	47.69	44.82%	50.08%	44.40%	55.65%	49.94%	39.35%	31.84%	50.32%	39.56%	100.00%	48.31%	48.61%
2025-04-26	77.92%	48.17	43.92%	48.35%	46.19%	65.27%	50.62%	33.32%	29.53%	51.42%	38.20%	94.57%	57.49%	52.22%
2025-03-29	76.47%	47.65	45.58%	45.67%	42.26%	60.98%	52.97%	34.16%	30.49%	50.64%	36.01%	90.98%	59.21%	57.23%
2025-02-22	75.65%	47.35	47.58%	50.73%	38.75%	56.78%	55.62%	32.46%	27.05%	47.07%	42.51%	89.54%	55.34%	50.37%
2025-01-25	57.31%	40.80	42.07%	41.66%	39.87%	39.96%	46.32%	26.00%	20.98%	46.46%	40.50%	86.69%	47.33%	39.11%
2024-12-28	60.32%	41.87	39.26%	46.95%	40.12%	45.75%	47.01%	32.31%	24.19%	44.85%	38.22%	91.89%	40.43%	36.11%
2024-11-30	59.91%	41.73	41.65%	45.93%	38.53%	50.04%	48.20%	30.60%	31.65%	41.20%	35.17%	87.70%	37.37%	25.57%
2024-10-26	56.34%	40.45	40.94%	48.32%	37.60%	47.25%	44.01%	27.35%	34.16%	37.30%	35.81%	83.61%	33.95%	20.30%

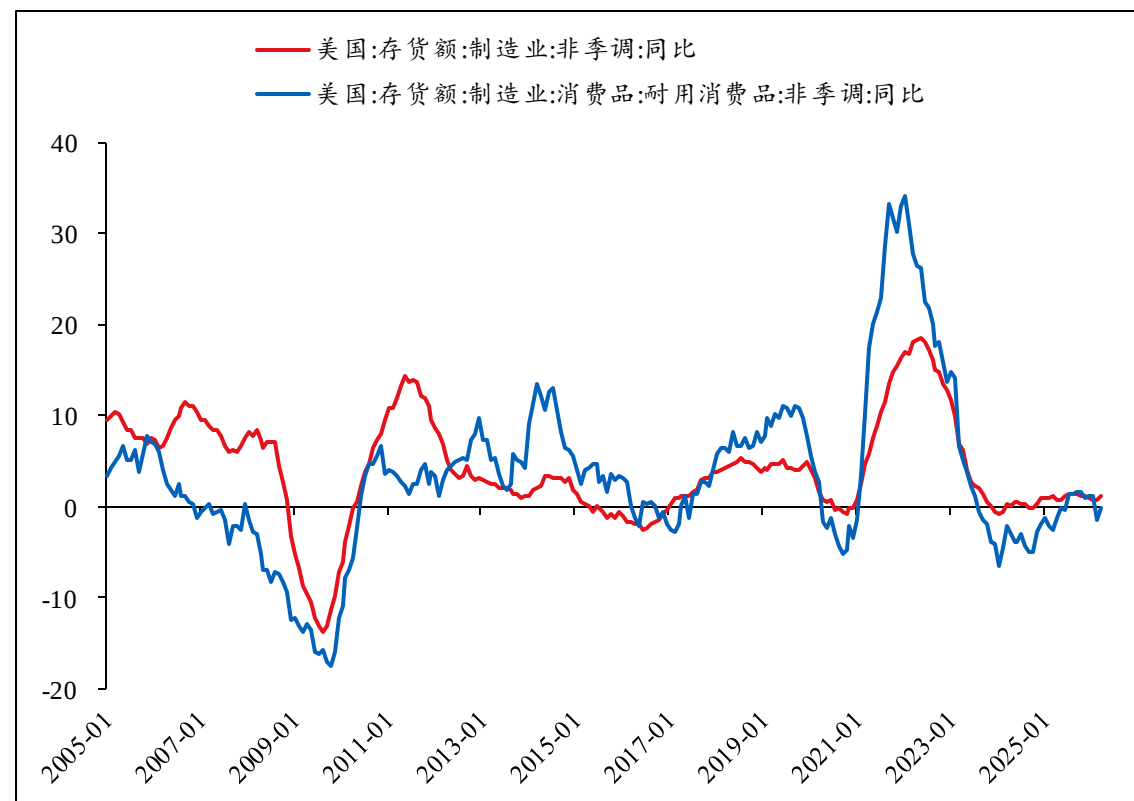
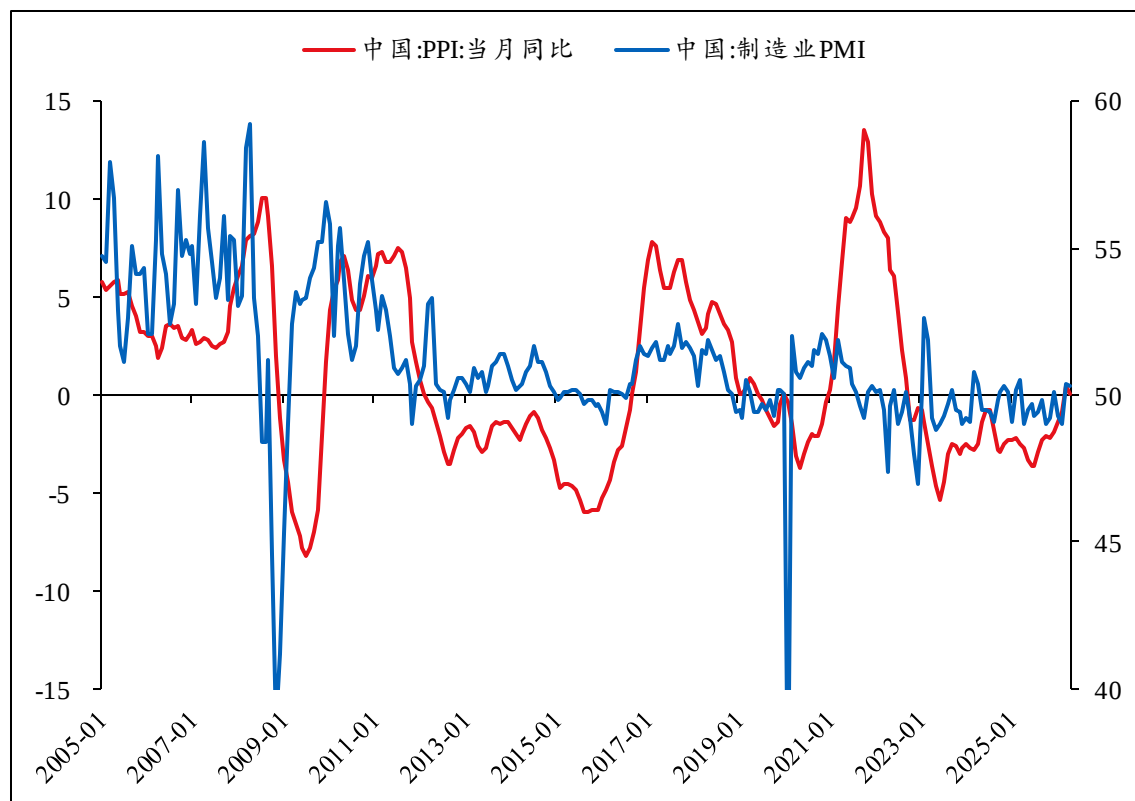
开工保持高位

- 化工开工率指数保持高位，除2月春节影响外，26年开工率分位均高于84%。

日期	开工率分位													
	行业平均-标准化百分位	行业平均-加权	石油化工	煤化工	聚氨酯	化纤	氯碱	磷化工	氟化工	硅化工	化肥	钛白粉	农药	食品及饲料添加剂
2026-04-25	87.72%	68.06%	72.86%	64.97%	70.50%	78.27%	76.87%	55.27%	60.62%	49.64%	63.13%	73.87%	71.90%	73.11%
2026-03-28	86.05%	67.83%	75.20%	63.09%	71.14%	80.20%	79.44%	51.44%	58.76%	48.14%	66.28%	74.76%	69.36%	67.57%
2026-02-28	74.95%	66.34%	77.17%	61.85%	72.03%	73.21%	79.86%	48.62%	54.48%	45.82%	61.45%	70.16%	70.71%	65.23%
2026-01-31	84.33%	67.60%	74.49%	66.68%	71.02%	75.54%	78.91%	53.16%	54.00%	49.08%	61.64%	72.57%	70.78%	70.73%
2025-12-27	65.06%	65.01%	75.07%	61.67%	60.16%	78.82%	76.42%	52.19%	45.89%	51.58%	59.75%	65.25%	70.86%	68.17%
2025-11-29	81.23%	67.19%	76.82%	62.94%	64.98%	80.28%	76.56%	55.27%	55.51%	53.85%	60.19%	56.19%	76.97%	68.17%
2025-10-25	85.27%	67.73%	75.09%	65.27%	68.35%	79.45%	76.12%	52.41%	60.67%	53.25%	60.52%	61.53%	73.57%	69.84%
2025-09-27	86.02%	67.83%	75.90%	63.69%	68.72%	79.14%	77.80%	54.99%	61.01%	53.51%	63.66%	61.97%	75.06%	64.08%
2025-08-30	73.90%	66.20%	73.79%	61.22%	68.05%	79.70%	77.27%	54.00%	57.36%	52.03%	64.29%	62.92%	72.51%	59.11%
2025-07-26	66.19%	65.17%	75.19%	61.87%	66.06%	79.38%	75.09%	53.22%	58.68%	48.01%	60.36%	63.48%	66.54%	54.52%
2025-10-25	85.27%	67.73%	75.09%	65.27%	68.35%	79.45%	76.12%	52.41%	60.67%	53.25%	60.52%	61.53%	73.57%	69.84%
2025-09-27	86.02%	67.83%	75.90%	63.69%	68.72%	79.14%	77.80%	54.99%	61.01%	53.51%	63.66%	61.97%	75.06%	64.08%
2025-08-30	73.90%	66.20%	73.79%	61.22%	68.05%	79.70%	77.27%	54.00%	57.36%	52.03%	64.29%	62.92%	72.51%	59.11%
2025-07-26	66.19%	65.17%	75.19%	61.87%	66.06%	79.38%	75.09%	53.22%	58.68%	48.01%	60.36%	63.48%	66.54%	54.52%
2025-06-28	71.13%	65.83%	75.54%	62.82%	64.52%	81.03%	75.41%	52.13%	57.27%	46.23%	59.84%	64.23%	69.13%	63.64%
2025-05-31	65.56%	65.08%	72.47%	59.42%	63.71%	81.89%	77.06%	50.28%	52.54%	44.99%	64.30%	64.37%	63.21%	74.25%
2025-04-26	70.89%	65.80%	72.68%	59.37%	63.71%	81.02%	79.60%	45.22%	53.76%	43.30%	67.44%	75.35%	68.69%	77.68%
2025-03-29	80.07%	67.03%	74.70%	61.50%	65.28%	82.18%	78.71%	47.18%	50.64%	46.53%	67.41%	80.95%	64.34%	80.87%
2025-02-22	67.99%	65.41%	74.14%	61.37%	72.27%	79.97%	79.32%	45.69%	39.46%	45.79%	62.91%	77.57%	59.66%	72.31%
2025-01-25	68.22%	65.44%	75.54%	61.61%	72.94%	73.47%	79.99%	41.85%	37.55%	46.92%	59.78%	78.66%	64.33%	79.01%
2024-12-28	69.32%	65.59%	73.03%	60.94%	68.91%	81.85%	78.31%	46.90%	36.86%	50.84%	61.94%	77.52%	62.26%	77.78%
2024-11-30	70.84%	65.79%	74.35%	60.89%	67.60%	83.48%	79.66%	46.56%	43.63%	52.68%	64.38%	75.63%	56.94%	69.45%
2024-10-26	59.53%	64.27%	72.54%	64.94%	66.56%	83.55%	77.95%	47.32%	39.92%	52.30%	66.35%	77.87%	56.17%	48.50%

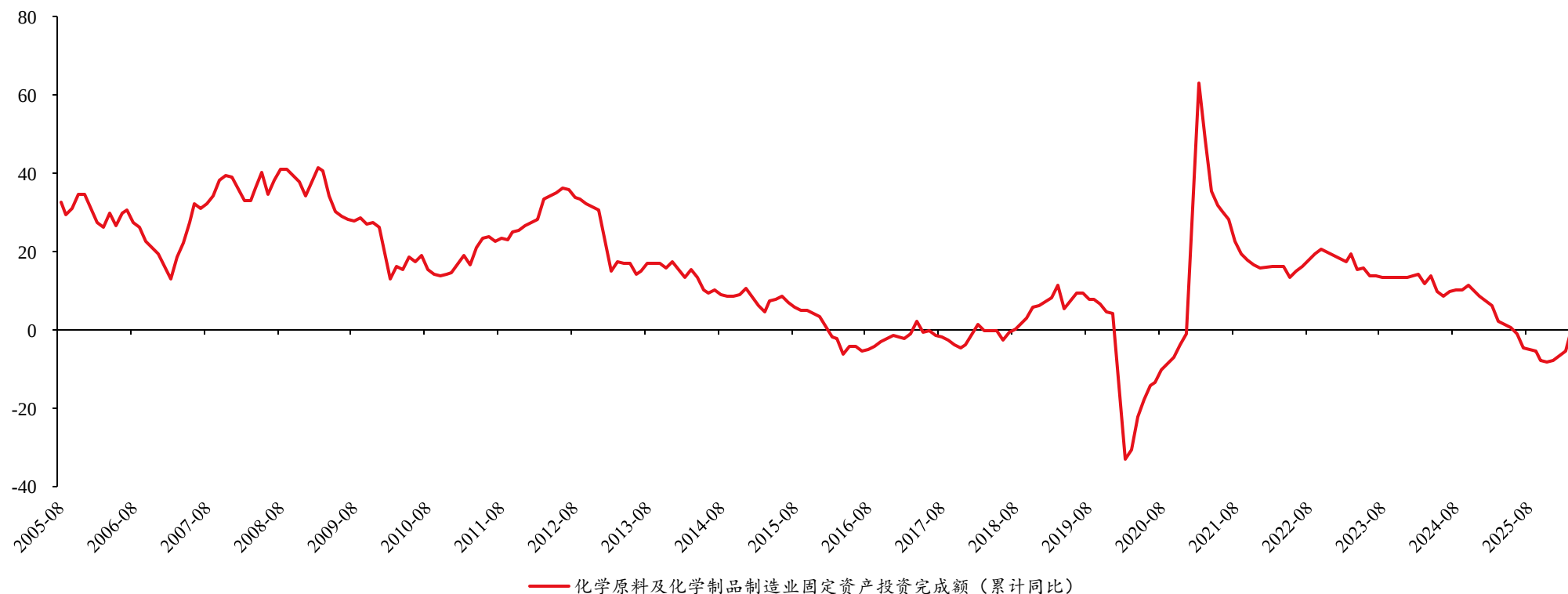
消失的库存周期有望重启

- 过去两年消失的库存周期，源自国内地产的信贷周期失灵和海外美国的深度去库。
- 地缘冲突带来的油价扰动从原材料的维度重新标定全球库存周期，并有望迎来共振。



化工固定资产投资累计同比回落

- 化工固定资产投资完成额累计同比在25年6月转负，是周期反转的领先指标。



化工品规划产能显著改善

➤ 化工行业在16-18年实现了可观的盈利、并且在20-21年的高盈利后迎来了资本开支的大幅度增长。但是随着盈利下行，供给释放节奏收紧，经过出清之后的待投放产能，相比此前有了明显的收窄。

板块	产品	产能增速									
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2025-2027E 产能复合增速
油化工	粘胶短纤	3.0%	1.4%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.7%	5.7%	3.9%	4.8%
	涤纶长丝	7.4%	6.7%	3.5%	6.0%	10.8%	0.6%	6.1%	3.0%	1.7%	2.4%
	涤纶短纤	7.1%	4.6%	6.0%	6.0%	8.8%	7.6%	10.5%	2.0%	3.2%	2.6%
	聚酯瓶片		10.1%	3.9%	3.6%	29.6%	15.5%	10.3%	2.5%	2.1%	2.3%
	PA6	21.3%	8.8%	8.1%	6.7%	5.7%	22.3%	16.2%	5.4%	0.8%	3.0%
	氨纶	7.7%	3.5%	10.1%	13.9%	10.6%	10.9%	8.9%	5.0%	0.0%	2.5%
	PX	58.4%	29.6%	23.6%	20.9%	14.9%	0.5%	0.0%	1.1%	7.5%	4.2%
	PTA	7.4%	33.3%	12.8%	9.2%	17.1%	6.1%	12.4%	0.0%	6.1%	3.0%
	己内酰胺		8.0%	24.5%	5.6%	14.1%	14.8%	-0.4%	2.5%	1.4%	2.0%
	己二酸	3.3%	8.7%	7.8%	6.9%	26.5%	10.2%	0.0%	0.6%	6.7%	3.6%
	PC	31.7%	24.1%	13.6%	26.5%	17.6%	10.3%	3.1%	0.0%	13.2%	6.4%
	PP	5.3%	22.2%	9.6%	15.0%	12.4%	11.2%	10.1%	4.7%	6.4%	5.5%
	PE	6.2%	14.1%	6.3%	22.7%	10.8%	10.5%	13.2%	4.9%	9.0%	6.9%
	双酚A		14.4%	36.7%	43.0%	30.9%	19.7%	7.2%	6.1%	19.4%	12.6%
	PBAT			101.6%	54.8%	20.2%	92.6%	17.5%	1.5%	0.3%	0.9%
	MMA		14.8%	6.8%	37.1%	14.1%	8.1%	5.6%	7.4%	4.1%	5.8%
	丙烯酸	14.6%	1.9%	16.3%	9.8%	0.0%	0.0%	15.2%	0.0%	0.3%	0.1%
	乙烯	12.7%	53.8%	0.0%	41.3%	8.3%	7.5%	15.5%	5.0%	4.8%	4.9%
	MDI	0.0%	3.0%	14.4%	10.1%	0.0%	10.3%	15.1%	6.3%	5.9%	6.1%
	TDI	41.7%	18.5%	0.7%	0.0%	10.6%	3.8%	22.7%	3.0%	0.0%	1.5%
	顺酐	2.3%	4.9%	6.0%	22.6%	0.0%	107.9%	24.7%	6.2%	12.0%	9.1%
	MTBE	3.8%	0.9%	0.0%	0.4%	2.0%	0.0%	18.2%	0.9%	2.7%	1.8%
	环氧丙烷	2.5%	0.0%	19.8%	22.5%	25.4%	23.2%	11.4%	3.1%	15.4%	9.0%
	软泡聚醚	-0.1%	10.4%	24.9%	17.6%	0.0%	2.3%	11.7%	10.4%	2.6%	6.5%
	环氧乙烷		7.5%	26.9%	18.5%	1.8%	9.7%	0.0%	4.7%	5.6%	5.2%
	BDO	0.0%	0.0%	0.0%	22.4%	27.5%	40.2%	18.7%	11.9%	4.9%	8.4%
	丁二烯	0.0%	28.3%	11.9%	3.5%	12.9%	5.9%	15.3%	1.4%	5.9%	3.6%
	柴油		0.5%	-7.1%	-1.3%	0.0%	0.0%				
	丙烯酸丁酯		0.0%	9.9%	-0.7%	2.8%	17.0%	20.2%	0.0%	0.4%	0.2%
煤化工	甲醇	3.2%	8.1%	7.9%	1.2%	3.4%	1.3%	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	二甲醚	5.3%	-6.4%	4.9%	-4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	醋酸	4.0%	1.1%	6.7%	16.9%	7.0%	4.1%	22.8%	10.7%	2.8%	6.7%
	乙二醇	1.9%	45.8%	32.3%	25.4%	9.8%	1.1%	5.2%	3.4%	1.4%	2.4%
	炭黑	6.9%	0.6%	6.9%	0.1%	1.9%	6.3%	4.2%	2.4%	3.9%	3.2%
	DMF	0.0%	-3.0%	0.0%	11.5%	60.7%	5.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	合成氨	0.3%	0.4%	3.3%	2.4%	8.9%	3.8%	3.2%	0.4%	0.5%	0.5%
	醋酸乙烯		0.0%	0.0%	7.2%	20.1%	9.5%	2.6%	0.0%	6.2%	3.1%
	尿素	-3.3%	-4.0%	2.7%	0.0%	11.2%	6.2%	4.3%	3.5%	2.2%	2.9%

板块	产品	产能增速									
		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2025-2027E 产能复合增速
磷化工	磷矿石		7.4%	7.2%	5.2%	-2.4%	10.7%	3.0%	5.5%	7.8%	6.7%
	黄磷		-2.9%	1.1%	2.5%	2.1%	1.4%	6.6%	8.5%	1.6%	5.0%
	工业一铵		2.9%	10.3%	18.4%	2.8%	3.8%	13.9%	16.5%	3.4%	9.8%
	磷酸铁		14.8%	112.9%	137.4%	176.6%	10.9%	5.7%	12.9%	15.5%	14.2%
	磷酸氢钙		-17.9%	0.0%	-18.0%	-7.9%	0.0%	101.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	磷酸铁锂		29.4%	75.8%	116.2%	198.3%	6.1%	14.6%	32.0%	13.3%	22.3%
	磷酸一铵	-14.9%	-21.4%	-0.5%	-0.8%	17.2%	4.4%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	磷酸二铵	-12.5%	1.1%	-0.5%	0.0%	12.9%	-1.6%	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
氟化工	氢氟酸	3.1%	1.5%	7.2%	13.3%	19.8%	0.6%	5.9%	10.2%	12.5%	11.4%
	萤石	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-15.0%	0.3%	-7.7%
	R22	9.0%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%
	R32	34.9%	38.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	R134a	0.0%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	PTFE	3.8%	12.3%	3.1%	20.6%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	PVDF		0.8%	11.3%	56.1%	26.4%	19.2%	9.2%	18.4%	25.3%	21.8%
	6F	13.9%	9.7%	69.0%	101.1%	79.9%	13.8%	13.5%	22.7%	23.6%	23.2%
硅化工	工业硅	-0.2%	-5.0%	2.3%	22.3%	8.5%	0.0%	12.5%	9.3%	9.9%	9.6%
	三氯氢硅		-9.1%	-5.1%	18.0%	40.6%	-4.3%	20.4%	3.8%	6.4%	5.1%
	有机硅DMC	9.0%	10.6%	11.9%	41.3%	2.6%	26.5%	0.0%	0.0%	18.9%	9.0%
盐化工	原盐		2.6%	0.0%	3.0%	2.2%	-5.2%	1.9%	0.3%	1.4%	0.8%
	电石		-20.2%	2.4%	9.3%	5.6%	2.3%	5.3%	0.3%	0.1%	0.2%
	PVC	0.5%	0.7%	1.2%	8.1%	2.2%	2.8%	3.3%	1.0%	0.0%	0.5%
	烧碱(液)	-2.6%	4.7%	3.3%	2.0%	10.0%	3.3%	2.3%	3.1%	3.8%	3.4%
	烧碱(固)										
	纯碱	7.9%	-0.9%	-2.2%	1.6%	32.2%	4.3%	2.4%	9.0%	3.8%	6.3%
	钛白粉	17.1%	0.6%	7.0%	9.3%	13.4%	11.0%	4.9%	2.8%	5.3%	4.1%
	生物柴油	0.0%	18.2%	31.9%	3.3%	7.6%	14.9%				
其他	蛋氨酸	0.0%	23.5%	16.7%	36.7%	22.4%	8.5%	40.4%	6.0%	9.4%	7.7%
	三氯蔗糖	0.0%	9.4%	35.7%	16.3%	32.6%	18.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	安赛蜜		0.0%	0.0%	0.0%	81.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	草甘膦	0.0%	0.7%	4.1%	7.2%	0.0%	0.0%	1.3%	14.4%	0.0%	7.0%
	草铵膦	20.0%	36.7%	12.2%	78.3%	37.8%	33.6%	0.0%	0.0%	3.3%	1.6%
	百草枯	0.0%	-10.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-18.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	氯化钾		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	氯化铵		-4.6%	-3.1%	2.5%	17.3%	7.1%	17.8%	5.0%	2.0%	3.5%
	复合肥		6.1%	2.3%	-0.7%	0.5%	5.2%	4.3%	2.0%	1.5%	1.8%
	硝酸	0.0%	0.0%	2.2%	-18.8%	-11.3%	0.0%	4.5%	0.0%	0.0%	0.0%



关注高开工率化工品

➤ 高开工率的化工品，若未来两年供给增速较低，则有望较快走出反转。

产品	开工率							目前价格	历史价格分位数	历史价差分位数	2025-2027年产能复合增速	25年开工率相比20和21年提升
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026/5/7					
涤纶长丝	80.29%	84.94%	72.85%	77.42%	86.15%	88.86%	82.54%	8850	52.03%	25.76%	2.35%	6.25%
聚合MDI	67.25%	72.91%	64.57%	59.78%	73.20%	85.54%	82.03%	19250	32.00%	23.49%	6.12%	15.46%
粘胶短纤	68.76%	74.09%	68.94%	75.96%	82.54%	85.35%	88.64%	13900	60.32%	72.54%	4.79%	13.93%
聚乙烯	91.95%	88.57%	88.84%	89.42%	83.66%	85.06%	75.19%	8496	18.03%	42.47%	6.93%	-5.20%
己内酰胺	78.70%	78.45%	71.09%	71.15%	80.86%	84.61%	74.04%	12350	42.30%		1.98%	6.04%
尿素	73.24%	70.33%	72.89%	80.40%	84.29%	84.31%	91.16%	1853	32.83%	29.76%	2.88%	12.53%
PX	81.32%	78.10%	74.38%	76.14%	82.44%	83.80%	79.80%	10012	79.02%	24.03%	4.24%	4.09%
乙烯	95.81%	85.05%	84.28%	84.35%	82.12%	83.22%	80.56%	8575	88.02%	29.58%	4.89%	-7.21%
纯碱	76.80%	79.83%	82.30%	80.65%	83.38%	82.23%	86.40%	1131	0.43%	13.03%	6.35%	3.92%
纯MDI	67.25%	72.91%	64.57%	59.03%	73.20%	82.20%	82.03%	24200	45.93%	33.50%	6.12%	12.12%
涤纶短纤	82.13%	81.44%	75.41%	78.60%	80.21%	81.86%	80.36%	8250	47.69%	17.52%	2.59%	0.08%
聚酯切片	88.05%	84.93%	84.58%	78.59%	79.21%	80.91%	78.96%	7750	67.08%	87.38%	2.32%	-5.58%
氯化铵	72.64%	67.56%	70.51%	87.55%	87.34%	80.84%	76.13%	622	24.94%		3.49%	10.74%
PC	49.62%	43.90%	48.02%	65.90%	76.07%	79.98%	81.72%	17458			6.40%	33.22%
草铵膦	49.03%	36.88%	71.98%	63.43%	62.86%	79.75%	85.82%	46000	0.68%		1.64%	36.80%
甲醇	60.99%	65.35%	70.17%	71.62%	75.61%	79.09%	78.47%	2793	71.47%	84.52%	0.00%	15.92%
氨纶	81.16%	85.83%	71.99%	71.75%	80.72%	78.92%	86.23%	28300	11.30%	19.44%	2.47%	-4.58%
PA6	66.65%	73.88%	73.24%	74.27%	81.46%	78.43%	72.99%	13275	53.17%	42.36%	3.03%	8.17%
聚丙烯粒料	90.13%	87.13%	86.03%	86.93%	82.30%	78.33%	61.51%	9412	77.27%	14.18%	5.52%	-10.30%
蛋氨酸	88.77%	70.42%	75.42%	70.44%	77.13%	78.01%	89.83%	38	65.63%		7.70%	-1.58%
醋酸	74.18%	76.02%	73.02%	77.44%	81.86%	77.61%	68.49%	3065	17.98%	5.13%	6.66%	2.51%
PTA	78.28%	73.39%	70.50%	75.78%	79.47%	76.33%	64.26%	6760	60.63%	20.35%	2.99%	0.49%
草甘膦	77.16%	83.38%	73.55%	65.30%	75.72%	75.73%	72.17%	33792	25.25%	0.00%	6.97%	-4.54%

关注出口占比20%+，出口增速30%+ 的化工品

➤ 海外供给退出拉动出口，化工品直接出口占比有望提升，建议关注海外出口高景气品种。

主要化工品出口占比及出口量同比数据一览（上）									
板块	产品	出口/产量					出口量同比		
		2022	2023	2024	2025	截至2026.3	2024	2025	截至2026.3
油化工	粘胶短纤	9.2%	7.4%	6.5%	7.8%	7.4%	-7.4%	22.0%	1.0%
	涤纶长丝	9.5%	10.4%	8.6%	9.1%	10.7%	-5.0%	13.2%	23.4%
	涤纶短纤	15.2%	16.7%	16.6%	19.7%	17.8%	9.4%	28.3%	6.0%
	聚酯瓶片	39.6%	36.6%	40.4%	39.2%	39.1%	28.4%	10.4%	1.7%
	PA6	9.2%	10.4%	10.1%	11.5%	14.7%	20.6%	28.6%	45.7%
	氨纶	9.0%	7.8%	7.4%	7.3%	5.9%	13.2%	3.1%	-14.9%
	PX	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-99.8%	147.2%	-100.0%
	PTA	6.5%	5.6%	6.3%	5.4%	4.9%	25.9%	-13.6%	-3.1%
	己内酰胺	1.2%	2.1%	3.3%	2.5%	1.1%	112.3%	-16.3%	-68.9%
	己二酸	22.0%	20.5%	21.8%	21.2%	17.2%	9.4%	8.7%	-18.7%
	PC	22.0%	16.9%	17.2%	18.7%	16.2%	34.4%	20.0%	-3.5%
	PP	4.5%	4.2%	7.6%	8.3%	10.2%	91.0%	23.7%	28.4%
	PE	2.9%	3.0%	3.0%	3.3%	4.3%	-1.8%	34.7%	74.4%
	双酚A	0.6%	0.2%	0.7%	0.7%	0.5%	466.6%	30.6%	-29.4%
	MMA	12.7%	13.3%	21.7%	14.5%	16.5%	115.5%	-17.9%	3.6%
	丙烯酸	4.9%	5.0%	3.8%	2.2%	2.0%	-12.9%	-34.9%	12.6%
	乙烯	0.5%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%	-49.1%	-75.6%	-58.6%
	MDI	42.8%	44.5%	38.3%	22.1%	23.2%	13.3%	-29.7%	-3.6%
	TDI	31.1%	27.1%	25.8%	37.9%	38.1%	10.2%	51.8%	20.2%
	顺酐	17.5%	13.6%	15.5%	15.5%	23.1%	36.4%	20.3%	54.9%
	MTBE	11.1%	12.9%	21.2%	45.6%	62.0%	32.2%	100.7%	118.9%
	环氧丙烷	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	0.0%	211.7%	-31.2%	-88.8%
	软泡聚醚	31.5%	39.1%	40.0%	45.7%	33.8%	27.3%	28.1%	-17.5%
	环氧乙烷	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.4%	31.1%	64.1%
	BDO	6.6%	11.1%	12.2%	12.7%	15.0%	42.8%	-1.6%	44.6%
	丁二烯	2.3%	1.7%	2.7%	0.5%	1.3%	71.1%	-79.4%	141.5%
	柴油	4.4%	5.6%	3.3%	2.8%	2.7%	-41.8%	-16.7%	8.2%
	丙烯酸丁酯	16.2%	13.0%	15.1%	11.3%	9.8%	18.0%	-7.5%	47.1%
煤化工	甲醇	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	5.1%	86.0%	103.3%
	二甲醚	0.3%	0.4%	0.7%	0.7%	0.8%	21.1%	12.8%	2.9%
	醋酸	13.8%	9.7%	11.1%	10.4%	9.5%	34.1%	0.1%	64.2%
	乙二醇	0.3%	0.6%	0.9%	0.7%	0.8%	65.1%	-12.4%	1.8%
	炭黑	16.2%	14.2%	17.2%	19.4%	17.7%	32.4%	22.4%	-5.1%
	DMF	12.8%	15.4%	17.2%	15.3%	14.9%	21.7%	5.3%	-16.9%
	合成氨	0.5%	0.3%	0.1%	0.5%	1.2%	-51.6%	277.6%	644.9%
	醋酸乙烯	5.9%	4.0%	2.9%	1.4%	1.2%	-14.9%	-42.0%	77.1%
	尿素	5.0%	6.8%	0.4%	6.8%	2.5%	-93.8%	1769.1%	7424.7%

板块	产品	出口/产量					出口量同比		
		2022	2023	2024	2025	截至2026.3	2024	2025	截至2026.3
磷化工	磷矿石	0.5%	0.3%	0.1%	0.1%		-68.9%	-6.3%	56.8%
	黄磷	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-56.6%	501.6%	-100.0%
	工业一铵	113.2%	131.1%	90.2%	60.4%	12.4%	-1.6%	-6.3%	231.7%
	磷酸氢钙	6.9%	6.6%	8.7%	10.1%	9.9%	14.6%	35.7%	3.9%
	磷酸铁锂	0.1%	0.1%	0.1%	0.8%	1.6%	182.1%	885.3%	520.1%
	磷酸一铵	18.9%	20.0%	18.3%	18.3%	4.5%	-1.6%	-6.3%	231.7%
	磷酸二铵	28.5%	36.0%	32.0%	26.2%	0.6%	-9.4%	-23.8%	-75.6%
氟化工	氢氟酸	14.0%	11.0%	11.3%	12.4%	7.6%	-2.8%	5.9%	-35.0%
	萤石	9.4%	7.4%	2.5%	4.0%	8.1%	-70.4%	92.2%	147.7%
	R22	16.6%	18.2%	21.2%	17.1%	6.6%	-13.7%	-15.2%	10.0%
	R32	22.9%	19.6%	25.1%	22.0%	5.8%	14.7%	11.9%	-56.4%
	R134a	66.6%	66.0%	89.1%	67.7%	11.8%	-10.5%	-2.7%	-61.9%
	PTFE	34.7%	24.8%	30.2%	26.6%	35.9%	16.8%	8.8%	-6.1%
	PVDF	52.1%	32.6%	38.3%	27.0%	42.1%	20.1%	-10.2%	15.9%
硅化工	6F	17.3%	13.1%	9.8%	6.4%	10.3%	-0.5%	-6.1%	39.3%
	工业硅	19.7%	15.2%	15.4%	17.8%	20.7%	26.7%	-0.6%	15.8%
盐化工	有机硅DMC	26.5%	22.5%	24.2%	22.6%	37.6%	34.2%	2.4%	53.0%
	原盐	0.8%	0.8%	0.7%	1.1%	0.9%	-11.8%	43.6%	-14.4%
	电石	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	-4.8%	26.4%	1.9%
	PVC	9.0%	10.1%	11.2%	16.0%	24.0%	15.1%	46.1%	45.1%
	烧碱(液)	6.8%	5.0%	6.3%	7.9%	4.3%	33.0%	31.9%	-43.0%
	烧碱(固)	11.4%	10.0%	8.9%	12.3%	14.5%	-10.7%	42.1%	91.7%
	纯碱	7.2%	5.0%	3.4%	5.9%	6.6%	-18.0%	79.7%	35.8%
其他	钛白粉	39.1%	41.1%	40.7%	38.9%	46.0%	15.9%	-4.5%	7.2%
	蛋氨酸	29.4%	26.3%	52.5%	41.9%	24.5%	68.5%	22.7%	-23.6%
	三氯蔗糖	71.9%	75.5%	93.9%	102.1%	139.1%	14.0%	-19.1%	39.4%
	安赛蜜	85.0%	81.4%	99.4%	72.7%	81.0%	22.6%	-14.8%	7.4%
	草甘膦	103.7%	87.3%	98.1%	101.2%	122.8%	30.4%	4.4%	27.1%
	氯化钾	0.4%	7.7%	1.9%	0.6%	0.7%	-76.1%	-71.8%	-58.5%
	氯化铵	3.1%	6.1%	9.0%	14.3%	15.3%	71.6%	50.2%	6.5%
	复合肥	1.3%	1.4%	1.4%	1.5%	0.1%	-2.4%	10.8%	-90.3%
	硝酸	1.8%	2.0%	2.4%	4.7%	5.6%	27.3%	88.2%	98.3%

2025年度：各板块整体仍处盈利底部

- 2025年化工板块盈利整体仍处底部阶段，根据我们按照上市公司业务分类之后的版块情况：
- 净利率有所改善的行业包括：食品及饲料添加剂、氟化工、化肥、煤化工、氯碱、改性塑料、农药和再生行业；
- 净利率继续下行的行业包括：动力煤、轮胎、磷化工、聚氨酯、原油、天然气、民爆、钛白粉、炼焦煤、长丝、纯碱和硅化工。

板块	营业收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	毛利率	同比 (pct)	净利率	同比 (pct)
食品及饲料添加剂	877.0	1.6%	113.7	4.8%	33.7%	-0.4	13.0%	0.4
氟化工	654.1	17.2%	81.5	124.1%	27.5%	8.5	12.5%	5.9
动力煤	8364.1	-13.2%	976.7	-22.1%	30.8%	-1.3	11.7%	-1.3
化肥	2360.6	0.3%	240.6	23.9%	20.4%	2.4	10.2%	1.9
煤化工	1879.3	5.3%	151.6	12.1%	17.3%	1.0	8.1%	0.5
轮胎	2072.3	9.2%	125.4	-15.8%	16.8%	-1.4	6.0%	-1.8
磷化工	1826.0	2.4%	109.6	-4.4%	17.1%	1.2	6.0%	-0.4
聚氨酯	2236.8	10.4%	130.3	-4.3%	13.3%	-2.2	5.8%	-0.9
原油	60462.7	-6.0%	3111.9	-11.8%	20.9%	-0.3	5.1%	-0.3
天然气	1860.9	-6.1%	83.1	-19.5%	15.1%	-0.3	4.5%	-0.7
民爆	722.7	14.8%	26.4	-36.2%	24.6%	-0.2	3.7%	-2.9
油服	3136.8	3.1%	105.0	3.7%	11.3%	0.3	3.3%	0.0
钛白粉	404.1	-4.4%	11.5	-58.4%	17.1%	-3.8	2.8%	-3.7
炼焦煤	1927.4	-24.2%	51.7	-68.4%	23.5%	-2.3	2.7%	-3.8
氯碱	1506.1	4.4%	39.5	168.1%	15.7%	2.8	2.6%	1.6
改性塑料	1221.5	9.2%	31.3	40.9%	13.1%	1.6	2.6%	0.6
农药	1929.1	4.2%	37.1	270.5%	21.2%	2.5	1.9%	3.1
涤纶长丝	3692.3	-5.7%	64.9	-8.3%	6.9%	0.0	1.8%	-0.1
石化	10254.3	-8.1%	65.6	-6.3%	11.2%	1.2	0.6%	0.0
再生	167.0	30.6%	(0.1)	98.6%	17.4%	6.3	-0.1%	6.3
纯碱	695.3	-14.1%	-3.4	-106.9%	16.1%	-5.0	-0.5%	-6.6
硅化工	476.1	-13.6%	-20.6	-170.0%	11.1%	-6.1	-4.3%	-9.7
合计	108726.3	-5.3%	5533.2	-12.5%	19.5%	-0.2	5.1%	-0.4

2026Q1：单季度业绩显著回暖

➤ 2026年一季度化工各板块业绩环比明显修复，由于油价快速上行，化工品价差拉大的同时，部分行业实现了显著的库存收益。

板块	营业收入 (亿元)	同比	环比	归母净利润 (亿元)	同比	环比	毛利率	同比 (pct)	环比 (pct)	净利率	同比 (pct)	环比 (pct)
氟化工	158.9	17.0%	-4.0%	23.3	48.1%	74.6%	30.0%	3.4	3.9	14.6%	3.1	6.6
食品及饲料添加剂	233.2	6.0%	6.1%	30.3	-15.9%	67.6%	32.0%	-3.9	0.6	13.0%	-3.4	4.8
化肥	665.3	15.5%	13.5%	80.8	65.2%	29.2%	22.6%	5.2	2.6	12.1%	3.7	1.5
动力煤	2012.5	1.4%	-10.2%	237.6	-3.4%	-2.4%	29.5%	-0.7	-1.9	11.8%	-0.6	0.9
煤化工	489.1	8.4%	8.3%	56.6	51.3%	124.7%	19.7%	3.1	3.9	11.6%	3.3	6.0
原油	15591.6	-2.3%	7.4%	1044.8	8.1%	97.3%	23.7%	2.8	2.1	6.7%	0.6	3.1
聚氨酯	595.9	24.7%	-7.9%	38.4	18.2%	12.1%	14.2%	-1.0	0.7	6.4%	-0.4	1.2
磷化工	471.0	9.5%	9.6%	30.3	12.8%	500.3%	15.6%	1.3	-0.8	6.4%	0.2	5.3
农药	501.0	6.5%	9.1%	30.4	30.0%	360.4%	21.8%	0.3	-0.3	6.1%	1.1	8.6
轮胎	572.5	19.2%	10.9%	33.4	0.6%	48.5%	19.2%	3.0	2.1	5.8%	-1.1	1.5
涤纶长丝	937.3	11.4%	-4.7%	52.5	189.9%	324.7%	11.4%	3.5	5.2	5.6%	3.5	4.3
石化	2365.0	-8.5%	-6.5%	125.7	228.1%	16916.9%	16.3%	4.9	5.7	5.3%	3.8	5.3
民爆	154.1	11.8%	-25.4%	7.5	14.0%	212.0%	21.6%	0.3	-5.2	4.9%	0.1	8.1
炼焦煤	486.6	0.0%	-1.3%	22.5	-10.6%	3603.8%	22.6%	-1.2	-0.8	4.6%	-0.5	4.5
硅化工	126.6	5.1%	11.8%	5.6	2.1%	122.3%	17.6%	4.0	6.9	4.4%	-0.1	26.5
油服	619.8	0.0%	-44.0%	21.7	-11.9%	35.1%	12.0%	1.0	1.8	3.5%	-0.5	2.1
天然气	434.3	-11.7%	-11.6%	14.7	-42.4%	-19.1%	14.0%	-0.1	-2.2	3.4%	-1.8	-0.3
改性塑料	298.4	7.8%	-4.8%	8.9	33.7%	83.8%	13.0%	0.9	-2.4	3.0%	0.6	1.4
钛白粉	110.2	-0.1%	8.7%	3.2	-62.1%	148.6%	13.6%	-5.1	-0.2	2.9%	-4.7	9.4
纯碱	161.7	-6.9%	-4.7%	4.3	-20.4%	123.2%	15.5%	-0.3	1.1	2.7%	-0.4	13.5
氯碱	379.1	10.2%	-0.4%	9.8	-18.1%	1918.6%	13.8%	-1.6	-0.8	2.6%	-0.9	2.7
再生	36.5	24.5%	-25.8%	0.3	-38.4%	106.7%	18.5%	4.4	-4.3	1.0%	-1.0	11.5
合计	27400.5	0.0%	0.9%	1882.8	14.6%	102.2%	21.7%	2.3	2.1	6.9%	0.9	3.4

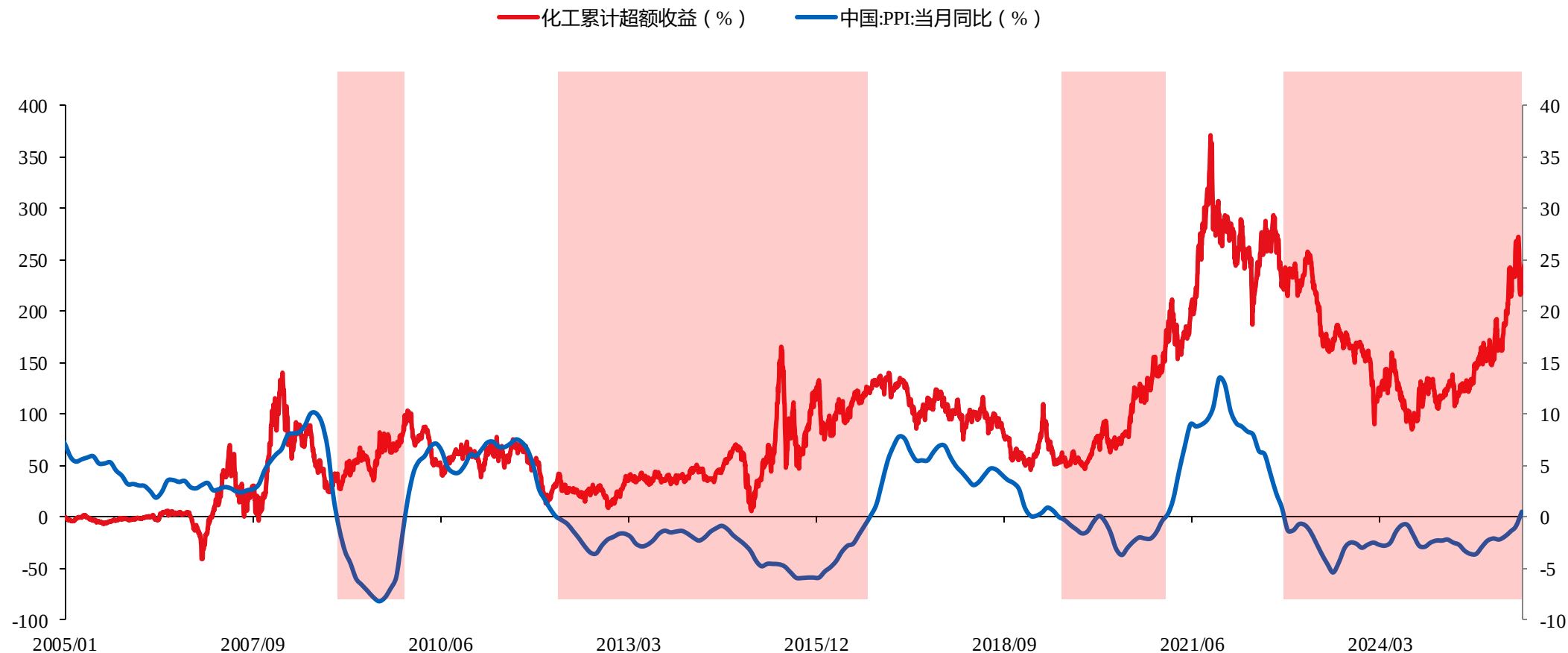
各板块资本开支同比增速

- 2025年及2026Q1化工行业资本开支整体继续收缩。相比2025年，纯碱、动力煤、化纤等行业资本开支转负进入收缩区间。
- 维持较高资本开支增速的行业包括：氟化工、民爆、食品添加剂、磷化工等。

板块	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
纯碱	-13.2%	37.5%	24.4%	-12.9%	-36.0%	11.5%	-23.6%	33.4%	-3.8%	-39.7%	-4.9%	72.3%	57.8%	12.4%	-0.4%	141.8%	-5.3%
氟化工	111.3%	65.3%	9.3%	-3.6%	8.2%	-25.6%	33.0%	2.1%	40.9%	35.5%	24.5%	7.8%	94.2%	-5.3%	-11.3%	40.7%	153.9%
磷化工	56.9%	37.4%	1.6%	-26.1%	-5.0%	-6.1%	-20.5%	-17.0%	-5.0%	-6.4%	0.5%	140.8%	51.0%	-17.3%	-0.3%	22.2%	10.0%
动力煤	2.6%	60.2%	12.4%	-4.3%	-21.6%	-27.3%	-12.8%	-7.8%	5.3%	3.9%	8.3%	5.2%	36.3%	23.8%	9.2%	15.5%	-7.1%
钛白粉	129.5%	-25.6%	28.9%	139.2%	27.2%	19.5%	-23.3%	-25.3%	93.3%	34.1%	-6.4%	187.3%	76.2%	-25.3%	-44.7%	12.6%	0.6%
化纤	25.4%	145.8%	-21.9%	4.2%	-21.4%	-8.4%	26.5%	94.0%	62.6%	15.5%	-5.2%	25.5%	11.1%	-12.8%	-1.5%	6.6%	-17.3%
化肥	25.6%	96.5%	21.0%	-3.5%	-15.1%	-21.9%	-31.4%	5.2%	-23.2%	-10.2%	2.9%	47.0%	97.4%	8.1%	-18.2%	-1.0%	-13.7%
原油	1.5%	11.4%	13.4%	-4.9%	-6.1%	-25.2%	-19.7%	17.4%	23.0%	25.6%	-14.2%	6.4%	3.7%	12.5%	-1.7%	-4.8%	1.0%
油服	-28.4%	-7.9%	-16.9%	67.2%	59.0%	-32.8%	-59.6%	29.6%	-9.2%	42.4%	-11.6%	27.0%	7.6%	51.8%	-21.2%	-8.0%	-0.8%
改性塑料	30.7%	79.0%	-22.4%	23.5%	8.0%	55.9%	21.2%	-21.4%	3.3%	13.9%	83.5%	94.8%	22.6%	-17.9%	-36.8%	-8.6%	-12.7%
石化	-58.7%	141.8%	23.3%	-14.8%	7.0%	7.6%	-6.7%	144.3%	243.7%	14.8%	13.0%	19.5%	-21.6%	2.0%	-27.8%	-10.4%	2.0%
聚氨酯	-10.3%	96.7%	23.4%	59.5%	29.7%	-41.3%	-21.4%	49.4%	63.5%	73.3%	30.8%	20.6%	13.5%	32.2%	-16.1%	-13.3%	-40.9%
民爆	12.8%	113.6%	-32.1%	54.3%	17.5%	-42.1%	-6.6%	52.2%	65.7%	5.3%	25.7%	-17.2%	30.6%	51.5%	-24.7%	-15.1%	30.1%
轮胎	13.8%	25.7%	-2.7%	6.9%	46.8%	5.8%	-17.5%	4.6%	19.4%	21.6%	-6.8%	84.2%	-3.1%	-22.7%	43.6%	-16.3%	-14.3%
天然气	75.8%	6.4%	-19.4%	23.1%	6.6%	-37.0%	-15.7%	10.2%	48.7%	19.3%	177.5%	16.7%	-8.7%	14.4%	15.2%	-18.6%	-67.3%
农药	12.2%	30.9%	20.4%	21.0%	13.9%	-8.5%	-4.7%	39.0%	51.3%	-10.6%	9.0%	40.2%	18.1%	-3.3%	-12.3%	-22.5%	-14.1%
煤化工	35.0%	47.6%	14.6%	7.3%	-10.9%	15.3%	-41.3%	51.3%	14.7%	25.7%	-21.3%	67.8%	46.5%	5.7%	-15.5%	-23.2%	-28.5%
食品及饲料添加剂	19.9%	3.9%	13.8%	3.0%	-14.2%	25.9%	-15.3%	10.2%	107.7%	0.9%	-10.2%	11.4%	13.7%	8.6%	-14.8%	-23.2%	9.4%
氯碱	-14.9%	130.0%	5.0%	-26.0%	-14.1%	-22.0%	-7.1%	37.5%	7.9%	7.8%	-22.3%	31.8%	52.2%	39.6%	-1.7%	-26.6%	-19.6%
再生	191.7%	336.2%	-17.0%	141.1%	45.4%	-49.3%	5.7%	-15.4%	4.6%	112.4%	-0.3%	19.9%	78.5%	8.3%	46.1%	-28.2%	-38.3%
硅化工	-20.1%	47.3%	-29.7%	-12.9%	61.9%	-16.3%	-0.1%	162.2%	12.1%	-27.3%	-3.5%	104.6%	176.9%	49.3%	-60.9%	-63.4%	-63.3%
焦煤	14.9%	8.8%	4.3%	-24.4%	-22.5%	3.5%	24.8%	-25.5%	18.8%	23.0%	30.0%	-4.8%	51.8%	10.8%	130.3%	-65.2%	-21.0%
合计	1.8%	22.9%	11.9%	-4.2%	-7.3%	-22.9%	-18.4%	18.2%	34.1%	20.7%	-5.4%	14.1%	8.7%	11.1%	-2.7%	-7.5%	-5.9%

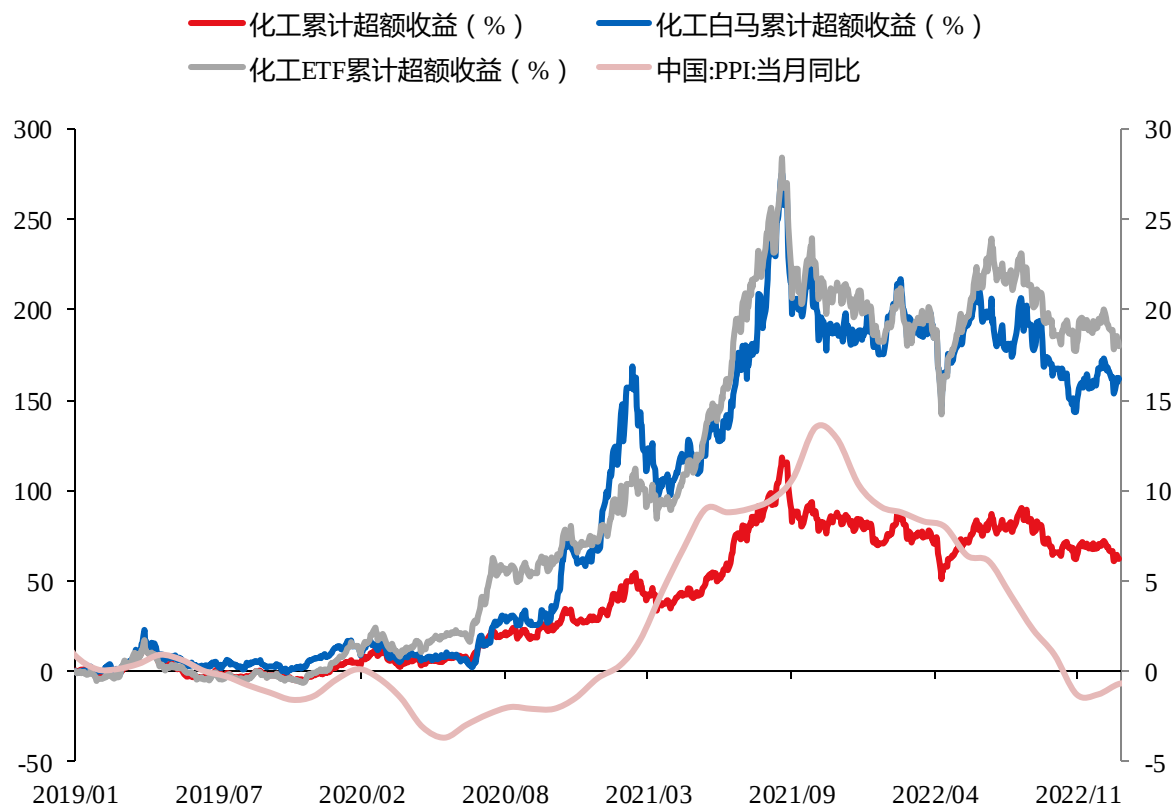
化工在PPI拐点相比上证指数存在超额

- 随着25年底PPI同比拐点向上，市场预期率先改善，股价领先基本面，推动化工配置型资金流入。



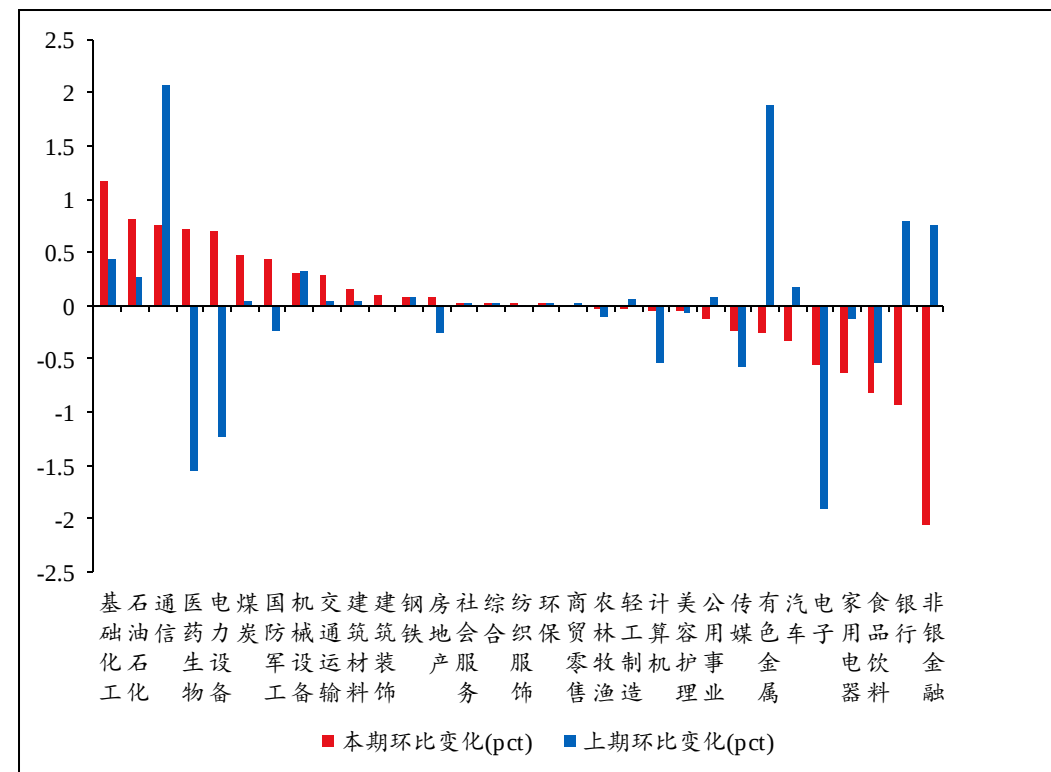
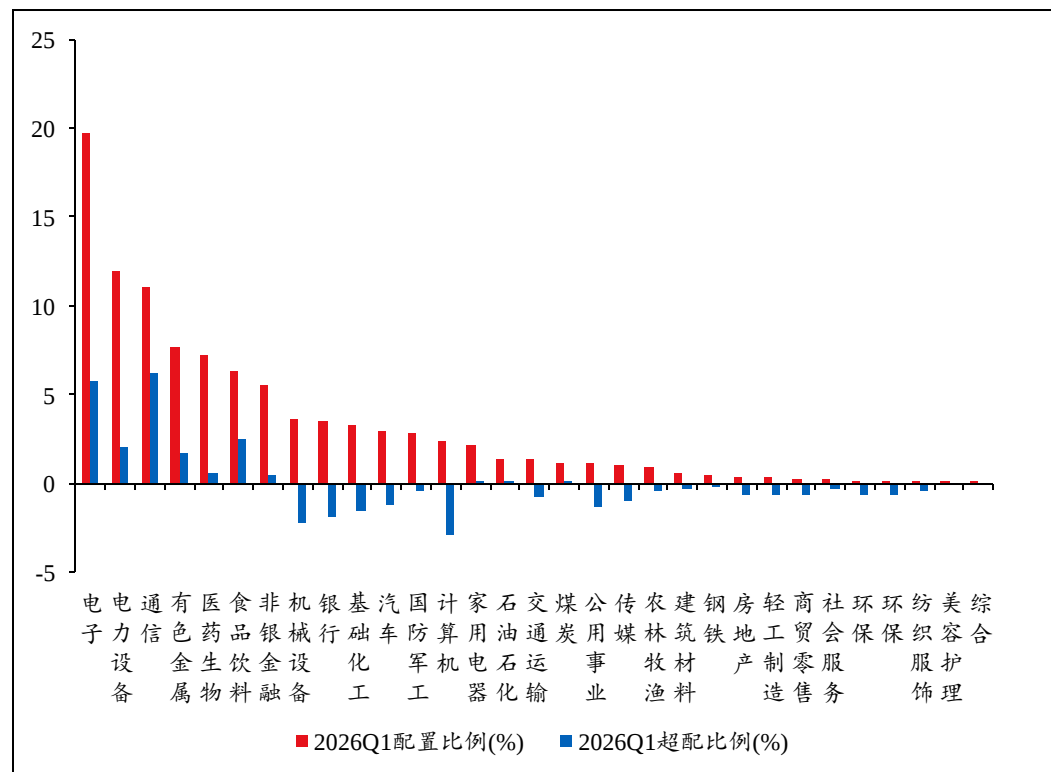
PPI转正，从配置到选股

➤ 在PPI同比转正后，化工进入业绩兑现阶段，配置型基金向选股锐度倾斜。



基金重仓行业比例：基化和石化获大幅加仓

- 2026年一季度公募基金重仓行业中，基础化工和石油石化获得连续两季度加仓，26Q1重仓比例环比分别增长+1.17pct/0.81pct。

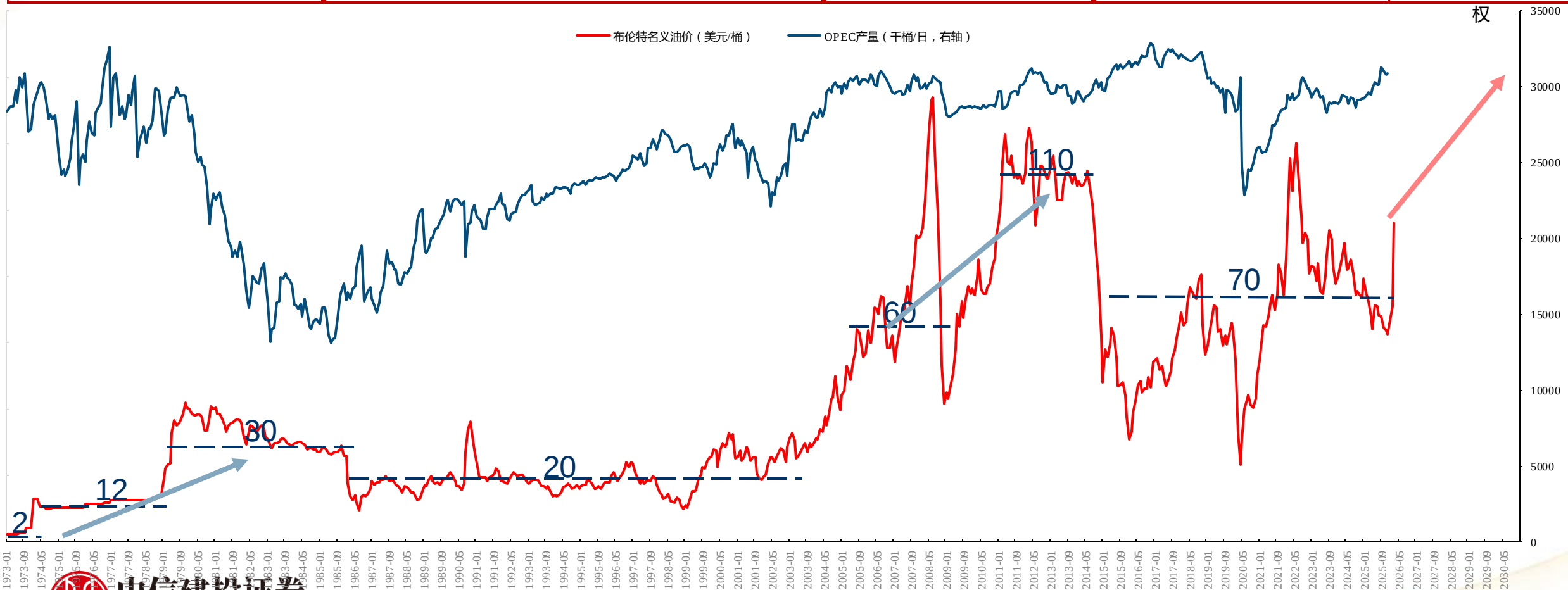


地缘冲突与资源民族主义重塑油价中枢

- **原油方面**：2025年，霍尔木兹海峡的原油通过量约1495万桶/日（全球贸易量的34%），其中运往中国、印度和其他亚洲地区的量约为460、210、620万桶/日，少量运往欧洲和美洲。
- **石油产品方面**：2025年，霍尔木兹海峡的石油产品通过量约493万桶/日，其中运往中国、印度和其他亚洲地区的量约为80、70、210万桶/日。
- **原油：乐观情况下，可通过管道弥补霍尔木兹海峡的损失量约为720万桶/日，无法弥补近2000万桶/日的供给短缺。**
- ◆ **阿联酋 - 阿布扎比原油管道(ADCOP)**：战争前产能180万桶/日，已用110万桶/日，剩余产能70万桶/日。
- ◆ **沙特阿拉伯 - 阿布盖-延布管道(East-West Crude Pipeline or Petroline)**：设计产能500万桶/日，2025年扩容到700万桶/日（未经过可持续流量测试），已用200万桶/日，剩余产能300-500万桶/日。
- ◆ **伊朗 - Jask码头**：处理能力100万桶/日，2024年底出过油后再也没出口过石油，通常认为无法满足出口需求。
- ◆ **剩余产能**：全球剩余产能基本都在中东，其他地区中俄罗斯的峰值出口量为520-550万桶/日，现值421-450万桶/日，可弥补100万桶/日出口，哈萨克斯坦等其他国家的剩余产能合计仅约30-50万桶/日。

地缘冲突与资源民族主义重塑油价中枢

1970-1985 资源民族主义 非OPEC增产能力有限，OPEC具备定价权（闲置产能）	1985-2004 供需边际定价 非OPEC资本开支充足，产量高速增长，OPEC难以控价	2005-2014 资源民族主义 表象OPEC放弃目标价，实际需求消耗掉非OPEC闲置产能，定价权在OPEC	2014-2025 供需边际定价 美国页岩油革命掌握闲置产能，获取定价权	2026以后 资源民族主义定价 非OPEC资本开支荒，OPEC重夺定价权
--	--	--	--	--



海外供给出清延续

- 对比头部公司ROA，海外化工龙头巴斯夫、科思创、利安德巴塞尔等ROA均低于2015年水平，而我国多数化工龙头ROA水平较2015年更高，并且在26Q1开始修复上行。

ROA	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
万华化学	8.0%	13.4%	30.1%	23.6%	15.3%	10.9%	18.8%	10.6%	9.5%	6.9%	5.9%	7.2%
华鲁恒升	10.7%	9.5%	10.8%	21.6%	16.6%	11.5%	35.0%	23.5%	11.0%	11.6%	9.4%	11.7%
扬农化工	12.3%	10.2%	11.1%	15.2%	16.9%	14.2%	12.3%	15.5%	11.9%	8.1%	8.0%	10.2%
恒力石化	-5.6%	16.3%	12.2%	7.6%	10.9%	12.4%	12.2%	3.0%	5.2%	4.8%	4.9%	8.9%
荣盛石化	2.3%	7.5%	6.1%	3.6%	2.5%	9.4%	11.9%	2.8%	2.3%	2.2%	2.3%	7.5%
龙佰集团	3.5%	5.2%	16.4%	13.9%	13.4%	9.7%	14.1%	8.2%	6.9%	5.5%	3.1%	2.3%
宝丰能源	7.1%	8.6%	14.0%	18.1%	15.5%	15.2%	20.0%	14.6%	10.4%	9.9%	15.4%	19.3%
卫星化学	-3.6%	6.0%	12.5%	9.4%	9.8%	8.1%	18.4%	7.9%	10.5%	11.9%	9.9%	14.8%

ROA	所属国家/地区	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
万华化学	中国	8.0%	13.4%	30.1%	23.6%	15.3%	10.9%	18.8%	10.6%	9.5%	6.9%	5.9%
台塑	中国台湾	7.2%	9.0%	10.6%	10.1%	7.5%	4.1%	14.0%	6.9%	1.4%	-0.2%	-1.1%
信实工业	印度	5.4%	4.6%	4.7%	4.4%	3.6%	4.0%	4.3%	4.3%	4.1%	3.8%	4.3%
Indorama	泰国	3.2%	6.7%	7.7%	8.0%	1.4%	0.6%	5.3%	5.3%	-1.8%	-3.4%	-1.8%
LG化学	韩国	6.3%	6.6%	8.5%	5.5%	1.0%	1.4%	7.9%	3.1%	1.8%	-0.8%	-1.9%
东丽工业	日本	3.9%	4.3%	3.9%	3.0%	3.1%	1.6%	2.9%	2.3%	0.7%	2.3%	1.2%
住友化学	日本	2.9%	2.8%	4.5%	3.8%	0.9%	1.2%	3.9%	0.2%	-7.7%	1.0%	2.7%
东曹	日本	5.3%	10.0%	10.9%	9.1%	6.3%	6.8%	10.4%	4.4%	4.6%	4.4%	2.6%
信越化学工业	日本	6.0%	6.8%	9.6%	10.4%	10.0%	8.9%	13.5%	16.1%	10.5%	9.9%	9.0%
三井化学	日本	1.7%	5.0%	5.2%	5.2%	2.2%	3.7%	6.3%	4.1%	2.3%	1.5%	0.8%
利安德巴塞尔	欧洲	19.1%	16.6%	19.7%	17.2%	11.5%	4.3%	15.6%	10.6%	5.8%	3.7%	-2.1%
林德	欧洲				1.8%	2.5%	2.9%	4.5%	5.1%	7.7%	8.2%	8.3%
朗盛	欧洲	2.3%	2.2%	0.9%	4.5%	2.4%	10.1%	2.8%	2.3%	4.2%	-1.8%	-6.6%
巴斯夫	欧洲	5.6%	5.5%	7.8%	5.7%	9.7%	-1.3%	6.6%	-0.7%	0.3%	1.6%	2.1%
科思创	欧洲	3.3%	7.7%	18.6%	16.3%	4.9%	3.8%	11.3%	-1.8%	-1.4%	-2.0%	-4.8%
塞拉尼斯	美国	3.5%	10.6%	9.4%	12.8%	9.1%	19.5%	16.5%	9.9%	7.4%	-6.2%	-5.2%
空气产品公司	美国	7.3%	3.6%	16.4%	8.0%	9.2%	8.6%	8.1%	8.3%	7.8%	10.7%	-1.0%
亨斯曼	美国	0.9%	3.4%	6.5%	3.7%	6.8%	12.2%	11.5%	5.2%	1.3%	-2.6%	-4.0%
陶氏	美国					-1.9%	2.0%	10.1%	7.4%	1.0%	1.9%	-4.5%
杜邦	美国		4.8%	0.9%	2.0%	0.4%	-4.2%	11.1%	13.5%	1.1%	1.9%	-2.7%

双碳政策形成中国化工供给天花板

- 2025年7月发布，《固定资产投资项目节能审查和碳排放评价办法》（国家发改委 2025 年第 31 号令）。要求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）的项目，由国家发改委实施节能审查与碳排放评价，地方不得自行审批；实现节能审查+碳排放评价“二合一”，形成完整的“能耗+碳排”双控审查体系。
- 2025年12月，中央经济工作会议将“坚持双碳引领，推动全面绿色转型”列为26年经济工作八大重点任务之一，核心是从能耗双控全面转向碳排放双控，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，为“十五五”碳达峰关键期奠定基础。
- 全国按照2030年碳达峰（GDP*碳排放强度）计算出来的总碳排在100-110亿吨左右。地方政府以2030年碳达峰倒推的碳排放指标与经济增长所需要的碳排放指标存在差额，需要通过压降高能耗（碳排）产能腾挪指标，或推动碳排放指标交易。
- 2026年3月12日，《中华人民共和国生态环境法典》正式通过，将“绿色低碳发展”独立成编，对碳排放双控制度、产品碳足迹管理等作出法律规定。**标志着中央政府全面护航，碳排放约束由行政导向升级为法定责任。**
- 2026年4月，中共中央办公厅、国务院发布《碳达峰碳中和综合评价考核办法》，明确自2026年度起，对各省（自治区、直辖市）党委及政府开展评价考核，采用“5项控制指标+9项支撑指标”的评价体系，考核结果直接与领导干部综合评价、选拔任用挂钩，由此形成碳排放双控目标从中央至地方的高效传导。**意味着省级政府需要主动推动辖区内重点排放单位纳入碳市场管理，对履约率低、数据造假等问题负有直接管理责任，为碳市场扩容提供了强有力的行政推动力。**

双碳政策形成中国化工供给天花板

- 行业角度，通过碳排放控制增量，推动技术升级。各个行业或产品线条，在十五五期间同样有望形成碳排放指标的约束，以立项审批时的碳排放评价作为抓手。可参考制冷剂、磷肥等，控制长期供给增量。乐观预计化工行业2027年前将被纳入碳市场，保守估计率先纳入碳市场交易的核心品种：**合成氨、甲醇、电石、乙烯、炼油**。
- **供给端的重塑：产能出清和存量博弈。**“双碳”政策通过碳交易、能效标准、电力市场改革等多渠道提高了高耗能、高排放生产的成本系数。技术落后、能源利用效率低的产能将面临更大成本压力，从而在市场竞争中处于不利。同时，在“十五五”立体管理体系持续强化、碳考核加速推进的背景下，新增高碳产能审批将更加审慎，产能审批上移及置换约束使得行业供给弹性系统性下降，为具备技术优势和规模效应的龙头企业腾出发展空间。
- **技术端的升级：绿色技术路径的迭代。**企业能源成本提升+碳成本约束趋严压力之下，降碳即降本预计将成为行业共识。一方面，针对具备不同工艺路线的石化化工产品，更加低碳的原料及工艺将受到青睐并有望进一步实现更快的迭代和发展，例如生物基化工工艺、乙烷裂解制乙烯（对比煤制烯烃碳排强度更低）等。另一方面，碳减排技术（如CCUS、绿氢替代、余热余压利用等）预计将成为企业未来投资发展的重点。绿色工艺的创新和迭代将进一步重构行业成本曲线，与传统意义上的产能出清一道共同推动石化化工行业长期健康发展。

原油：地缘扰动强化供给约束，油价中枢抬升

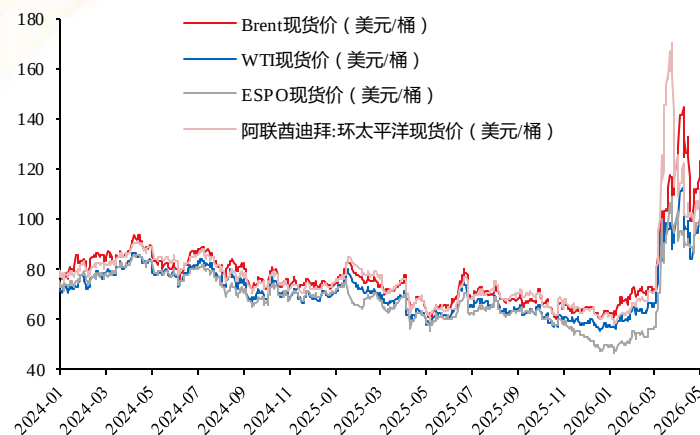
- 原油板块2025盈利同比表现弱势，主因OPEC+正式从减产周期转向增产周期，油价受到打压，整体盈利受损。从25Q4单季度来看，油价已经回归到60-65美元/桶的成本支撑位，美国的增产难以为继，在OPEC+对复产按下暂停后，原油的供需平衡表处于紧平衡状态，油价易涨难跌。
- 原油板块26Q1盈利表现强势，主因美伊冲突引发的霍尔木兹海峡断航，原油供给紧缩，油价在3月大幅上行。霍尔木兹海峡断航后，全球约20%的原油运输受阻，短期内难以找到替代供应商/物流路线补充供应，上游再次成为了化工产业链中最稀缺的资源，企业盈利大幅改善。26Q1原油板块毛利率23.7%，环比较25Q4的21.6%提升2.05PCT，同比较25Q1的20.9%提升2.82PCT。

表：原油板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
601857.SH	中国石油	21,285.3	8.3%	6,952.1	7,363.8	-2.2%	5.9%	318.9	534.8	3.1%	67.7%	1,573.0	1,819.7	-4.5%	13.5	11.7
600938.SH	中国海油	17,861.8	20.5%	857.2	1,160.8	8.6%	35.4%	200.9	391.8	7.1%	95.1%	1,220.8	1,598.3	-11.5%	14.6	11.2
600028.SH	中国石化	6,167.2	-14.7%	6,701.4	7,067.0	-3.9%	5.5%	12.2	196.1	35.2%	1511.7%	318.1	451.7	-36.8%	19.4	13.7
603619.SH	中曼石油	138.6	26.7%	9.4	7.7	-18.2%	-18.0%	0.6	0.4	-83.4%	-34.1%	5.1	9.5	-29.8%	27.2	14.6
300191.SZ	潜能恒信	126.3	100.0%	2.9	2.1	83.7%	-26.3%	0.6	0.3	539.0%	-50.5%	0.4		182.3%	290.4	
600759.SH	ST洲际	122.0	35.3%	5.7	6.9	26.1%	21.6%	0.8	1.3	136.3%	60.2%	1.4		-70.4%	84.6	
板块平均/总计			29.3%	14,528.7	15,608.3	-2.3%	7.4%	534.0	1,124.7	8.9%	110.6%	3,118.9		-11.9%		

原油：供给断崖下滑，需求韧性仍在，中长期油价有望位于高位

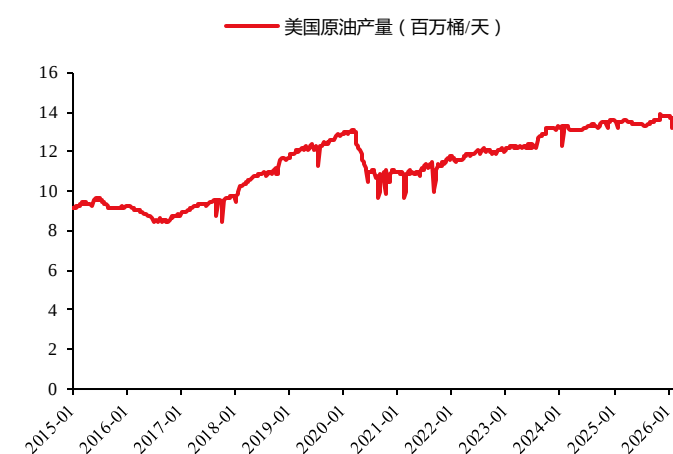
图：原油价格走势



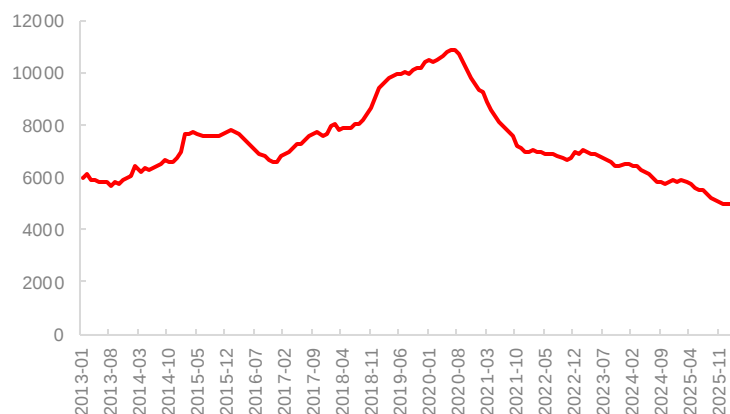
图：OPEC原油产量



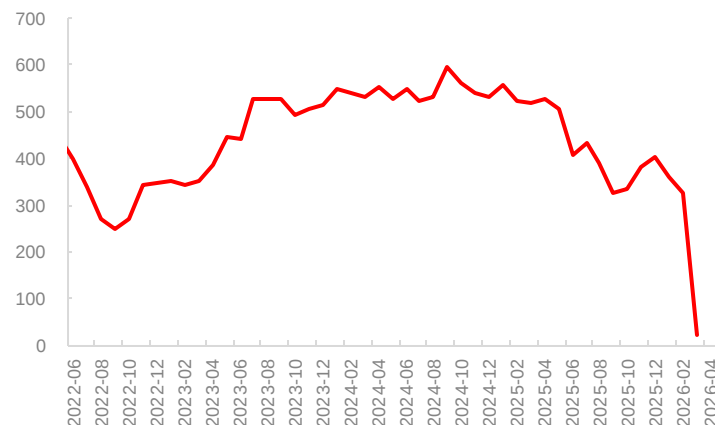
图：美国原油产量



图：美国库存井数量



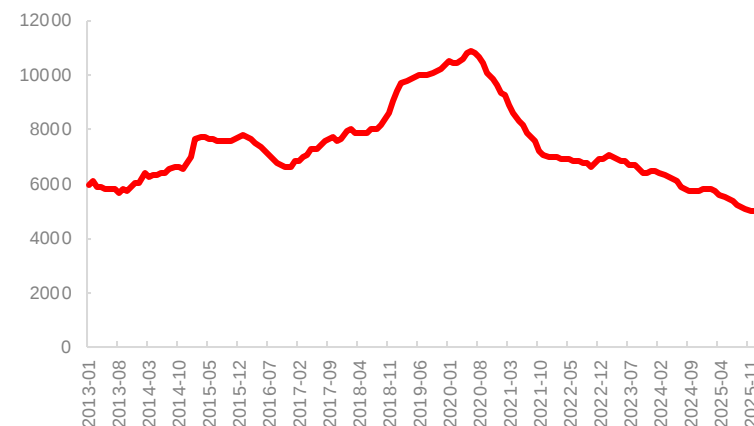
图：OPEC闲置产能 (万桶/日)



原油：美国失去增产能力，供给短期难以弥补

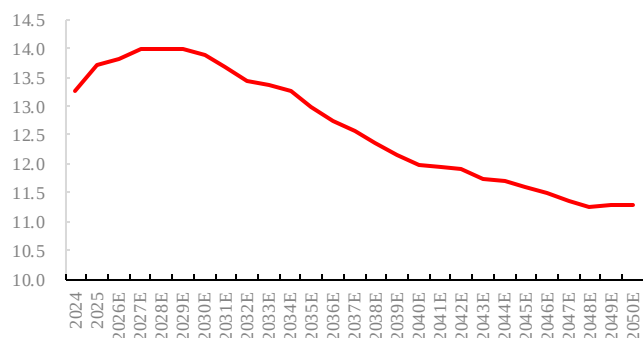
- 美国原油产能预期增长有限来源于几个问题：
 - 1) 成本限制，2026年新井成本的均值为66美元/桶，限制资本开支。
 - 2) 库存井见底，2020年以来美国一直在依赖库存井增产，库存井已经处于历史最低值。
 - 3) 资源逐步枯竭，页岩油的开采难度决定了易开采的区块会被优先开采，未来页岩油的开采性价比将持续提升。
- 美国当前周度产量为1370万桶/日左右，从预测来看，EIA的AEO预期2027年产量达峰，峰值产量1400万桶/日，STEO同样预期2027年月度产量也将达峰。

图：美国库存井数量



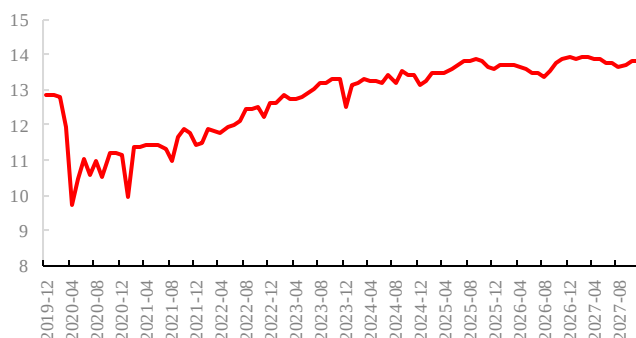
图：美国原油产量预期（百万桶/日，

AEO）——美国产量预期（百万桶/日）

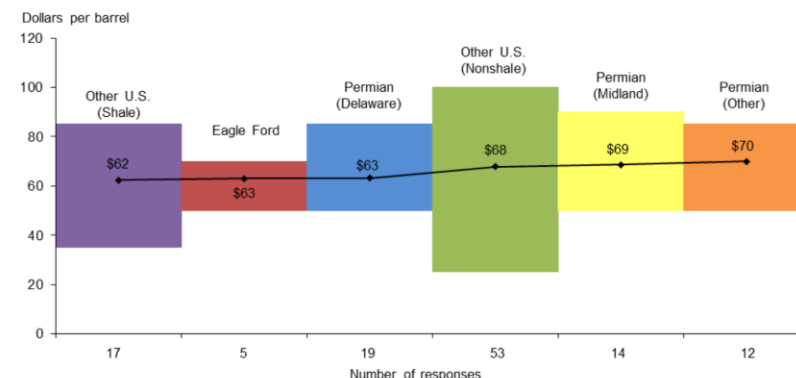


图：美国原油产量预期（百万桶/日，

STEO）——美国产量预期（百万桶/日）



图：美国新井成本（美元/桶）



NOTES: Lines show the mean, and bars show the range of responses. Executives from 80 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, March 11-19, 2020.
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

原油：霍尔木兹海峡断航对供给影响突破历史，油价有望位于高位

历史上三次石油危机对原油供给的影响均在7%左右，时长上各有不同，总的来看油价涨幅是依次递减的：

第一次石油危机：原油定价范式为资源民族主义定价，再加上布雷顿森林体系崩塌，美元贬值，油价涨幅创历史峰值。

第二次石油危机：原油定价范式为资源民族主义定价。

第三次石油危机：原油定价范式为供需边际定价。另一方面，供需边际定价时期，高油价的持续性相对较弱。

图：历次石油危机的影响

事件	产量影响	供给影响时长	名义油价涨值	名义油价涨幅	实际油价涨幅
1973第一次石油危机	450万桶/日（7.7%）	6个月	2.90 - 11.65	302%	
1979第二次石油危机	480万桶/日（7.3%）	2年	13.20-42.00	218%	183%
1990海湾战争	430万桶/日（6.6%）	9个月	17.55-36.05	105%	101%

原油：26年供给断崖下滑，需求韧性仍在，中长期油价有望位于高位

- 供给端：霍尔木兹海峡硬约束，其余地区短期难放量。2026年供应端的核心瓶颈在于关键海运咽喉受阻带来的断供。霍尔木兹海峡作为全球原油贸易量近20%的航运要道，霍尔木兹海峡的通航扰动引发了历史性的供应短缺，受地缘冲突波及，4-5月，产油国整体停产规模高达1050万至1080万桶/日。在此背景下，作为全球安全边际的美国页岩油却因长期资本开支纪律、核心区块消耗、库存井的过度消耗，短期无法释放充足弹性。地缘导致的千万桶级供应缺口在短期内缺乏边际替代来源，全球供给曲线呈现极高刚性。
- 需求端：高油价压制需求，但需求收缩幅度远小于供应损失。相较于供给侧断崖式的骤降，2026年全球原油需求侧在宏观高成本压力下虽然面临向下修正，IEA 5月报告2026年全球原油总需求将同比收缩42万桶/日，且二季度单季需求受高价冲击可能阶段性下滑245万桶/日，但相较于2月以来高达1280万桶/日的供给侧净损失，需求端的下修幅度远无法抚平供需缺口。随着北半球主要经济体全面进入夏季出行与备货高峰，交通及成品油消费底色仍具韧性，需求韧性的特征在二季度后将愈发显著。
- 地缘风险常态化，中长期油价中枢有望维持高位。此前市场普遍对中东局势的降温持乐观预期，甚至过早计价了冲突结束后的供应链修复红利。然而，地缘博弈的长期性与现实世界中地缘矛盾的不可调和性越发显著，地缘冲突带来的供应扰动将逐步转化为常态化风险考量，市场开始对原油供应的结构性脆弱性进行系统性定价，远期油价中枢有望继续抬升。

石化：海外供给出清，中国炼化资产价值重估

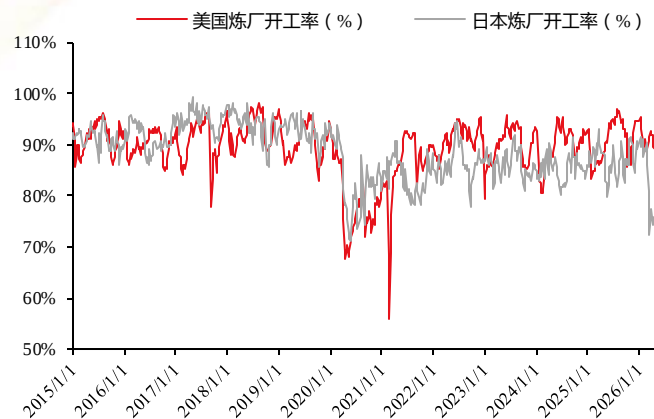
- 石化板块2025盈利保持低位区间震荡。全年来看，石化产业链利润持续向上游芳烃环节集中，而乙烯压力仍存，中游PTA、下游聚酯环节盈利均面临较大压力。尽管2025年原油价格整体震荡下行，但PX价格波动幅度较小，叠加PX供需平衡表持续改善的影响，PX环节成为芳烃—PTA—聚酯产业链中盈利表现最好的环节，乙烯则由于其持续增长的供给，盈利还在持续压缩。而中游PTA受供需宽松格局影响，盈利空间被持续压缩；下游聚酯受需求传导滞后影响，整体盈利水平未实现明显改善。
- 石化板块26Q1盈利大幅改善，其核心原因是油价推动石化产品价格快速上行。霍尔木兹海峡断航影响亚洲地区的原油供给，东亚、东南亚多炼厂负荷下滑，石化产品价差走阔，3月的盈利大幅改善，库存收益同时大幅提升，推动了石化板块盈利大幅抬升。但下游对短期内石化产品价格的快速上行有一定的抵触，导致厂家的库存有所积累。26Q1，石化板块毛利率16.3%，环比较25Q4的10.6%提升5.71PCT，同比较25Q1的11.3%提升4.93PCT。

表：石化板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
600346.SH	恒力石化	1,410.6	-0.5%	436.2	492.1	-13.7%	12.8%	20.5	39.1	90.6%	90.6%	70.7	112.4	0.4%	19.9	12.6
002493.SZ	荣盛石化	1,207.7	10.3%	808.1	606.3	-19.1%	-25.0%	6.2	50.1	307.0%	706.7%	8.5	65.1	17.1%	142.4	18.6
002648.SZ	卫星化学	889.7	53.5%	113.0	126.8	2.8%	12.2%	15.5	21.2	35.0%	36.5%	53.1	85.8	-12.5%	16.8	10.4
000301.SZ	东方盛虹	834.3	17.9%	334.3	320.2	5.7%	-4.2%	0.1	14.5	314.8%	15668.7%	1.3	25.8	105.8%	623.8	32.4
000703.SZ	恒逸石化	563.6	52.4%	296.4	299.5	10.2%	1.0%	0.5	28.2	3531.8%	5279.2%	2.6	44.1	10.4%	218.2	12.8
600688.SH	上海石化	311.0	6.1%	166.8	176.6	-9.5%	5.9%	-10.0	4.2	563.5%	141.6%	-14.3	3.7	-552.6%	-21.7	84.1
600500.SH	中化国际	220.0	23.0%	116.2	97.0	-10.2%	-16.6%	-10.3	-2.4	44.0%	76.3%	-22.2		21.6%	-9.9	
002408.SZ	齐翔腾达	162.9	24.8%	55.6	58.9	4.9%	6.0%	-4.2	-0.9	-1076.9%	78.4%	-5.7	9.0	-1913.5%	-28.4	18.0
002221.SZ	东华能源	124.5	-3.6%	42.2	61.5	-22.9%	45.8%	-10.0	1.6	180.3%	116.3%	-9.2	2.8	-307.4%	-13.5	44.5
000059.SZ	华锦股份	78.5	-2.8%	114.7	83.7	-8.6%	-27.0%	-3.5	0.7	119.4%	118.8%	-17.6	5.4	36.9%	-4.5	14.5
000819.SZ	岳阳兴长	59.4	3.0%	10.7	10.9	2.3%	1.2%	-0.2	0.1	-49.2%	150.0%	-0.5		-182.5%	-114.0	
300839.SZ	博汇股份	59.3	27.9%	7.8	9.3	73.7%	19.9%	0.1	0.5	194.5%	685.2%	-0.6	0.3	80.9%	-101.2	219.8
002986.SZ	宇新股份	49.8	25.0%	28.1	22.2	19.1%	-21.0%	0.3	-0.7	-282.1%	-323.4%	-0.4	6.5	-112.8%	-127.0	7.6
板块平均/总计			18.2%	2,530.0	2,365.0	-8.5%	-6.5%	5.0	156.1	248.1%	3004.7%	65.6		-6.3%		

石化：Q2补库拉动价差修复，炼化资产有望价值重估

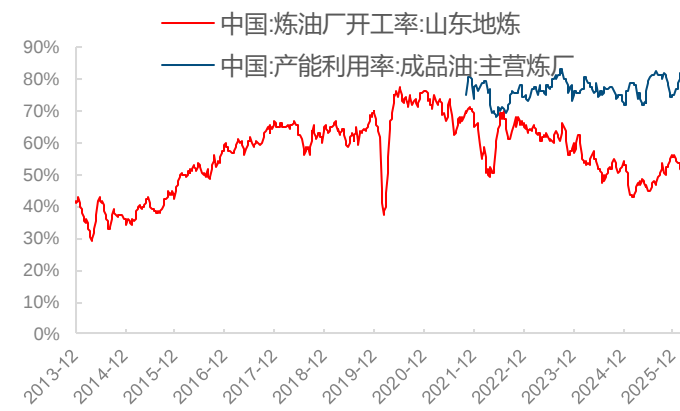
图：美国、日本炼厂开工率



图：欧洲炼厂开工率



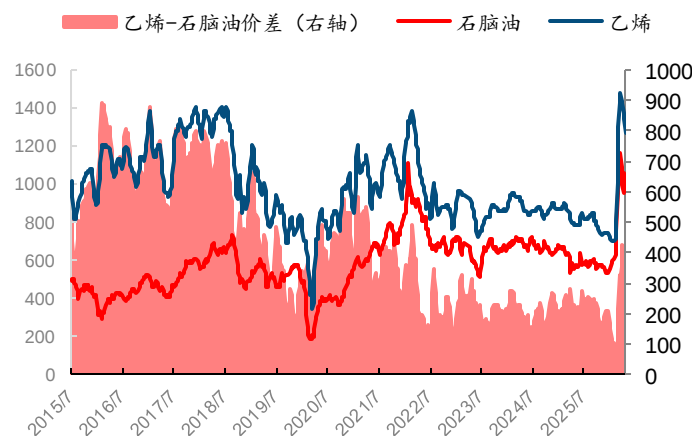
图：中国炼厂开工率



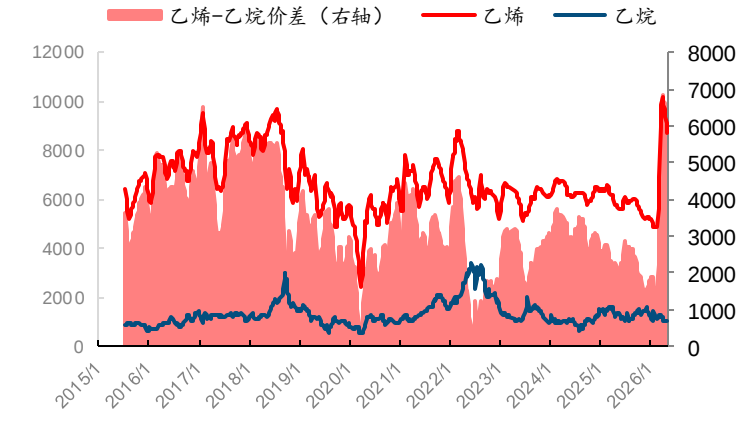
图：PX价差走势（美元/吨）



图：乙烯价差走势（美元/吨）



图：乙烷裂解价差走势（元/吨）



石化：Q2补库拉动价差修复，炼化资产有望价值重估

- 展望2026年：
- 短期来看，下游有望开启补库周期，炼化顺价引导价差走阔。3至4月炼厂下游拿货减少，本质上是中下游企业基于对油价的不确定性选择对自身原材料和成品库存的极限消耗。进入5月，随着下游库存下滑，刚性需求将驱动其开启新一轮补库，随着补库意愿重燃，炼化企业的议价能力将显著提升，前期积压的成本端压力将实现顺畅向下游传导。预计本轮顺价通道的开启，将推动炼化企业的裂解价差走阔。
- 长期来看，全球资本开支趋势下行，海外边际产能退出。长周期看，欧洲、日本及韩国等传统炼化枢纽已实质性进入老旧装置的退出周期。2026年以来原油价格的剧烈飙升，大幅推高了海外非一体化炼厂的运行成本，正在加速其高能耗、低效率边际产能的退出进度，自霍尔木兹海峡断航以来，韩国、新加坡均出现了乙烯装置的永久性退出。此外，在全球能源转型背景下，炼化行业年度资本开支（CAPEX）延续下滑趋势，未来几年全球几乎没有重大的新增产能。海外存量产能的加速出清与全球资本开支的不足，将从根本上收紧全球炼化行业的供给格局。
- 中国优质大炼化资产迎来系统性价值重估。在全球供给侧结构性收紧的背景下，中国核心炼化资产的竞争优势将进一步凸显。我国近年来投产的一体化大炼化项目，普遍具备装置规模大、低能耗的成本优势。随着海外高成本老旧产能的退出，中国大炼化资产不仅将填补全球供应链缺口，其长周期盈利中枢的确定性也将显著提升。另一方面，中东的地缘扰动精准打击了中东和东南亚的炼化行业，而我国供应链的稳定性在此时得到了凸显，市场对国内炼化资产的估值逻辑有望发生转变，中国核心炼化资产正迎来历史性的价值重估。

煤化工：油煤价差重塑成本优势，盈利修复弹性显现

- 2025年度煤化工子行业上市公司合计实现归母净利润151.6亿元，同比+12.1%。
- 上半年原材料煤炭价格的下行使煤化工成本压力得到缓解，同时在“反内卷”预期加持及阶段性需求转暖推动下，25H1合成氨、尿素、甲醇等核心产品价格均呈现边际小幅走强趋势，头部企业出货量伴随新增产能的释放有所提升，进而反映在收入端的同比增长，利润端同比承压但边际上阶段性修复。
- 但进入下半年，“反内卷”逐步从预期驱动转变为基本面待兑现阶段，且由于下游行业需求仍相对弱势，叠加如丁辛醇等部分此前盈利较好的产品有新增产能投产，故而板块性盈利逐步走弱。特别是Q4，在煤价有所反弹的背景下，板块盈利表现进一步收窄，以宝丰为例，其Q4烯烃价格低迷+煤炭价格上涨，利润环比收窄较为明显，对板块整体呈现出的盈利数字影响也较大。
- 此外，受益于内蒙项目烯烃产能的年内投产，宝丰全年录得高增长，对板块性盈利产生较大的影响。剔除该影响外，板块性盈利2025年承压下滑。

图：煤化工板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
600989.SH	宝丰能源	2,059.9	43.1%	124.9	132.4	22.9%	6.0%	24.0	36.6	50.2%	52.5%	113.5	156.3	79.1%	18.1	13.2
600426.SH	华鲁恒升	678.6	14.9%	74.2	83.4	7.4%	12.5%	10.4	11.9	54.6%	15.3%	33.2	48.6	-15.0%	20.5	14.0
000830.SZ	鲁西化工	268.3	-4.5%	72.3	71.1	-2.4%	-1.5%	-1.2	4.4	6.0%	474.4%	9.1	19.3	-55.3%	29.6	13.9
600623.SH	华谊集团	204.6	35.1%	104.5	116.4	11.4%	11.4%	2.0	1.7	28.6%	-17.2%	5.5	12.3	-39.1%	36.9	16.6
000990.SZ	诚志股份	130.3	44.9%	23.2	28.4	-5.4%	22.0%	-1.4	2.8	140.6%	301.0%	-0.8	7.6	-133.9%	-166.7	17.1
600746.SH	江苏索普	85.6	16.7%	12.0	15.1	-6.2%	26.7%	-0.4	0.3	-40.3%	190.8%	0.9	3.3	-58.6%	96.9	26.2
600722.SH	金牛化工	82.2	139.9%	1.1	1.0	-13.9%	-6.6%	0.2	0.2	-6.3%	-6.9%	0.5		-8.9%	171.5	
600691.SH	阳煤化工	68.7	14.9%	23.3	23.0	-1.8%	-1.3%	-5.4	-0.6	58.6%	88.3%	-8.3		-21.2%	-8.3	
002274.SZ	华昌化工	60.2	11.7%	16.2	18.3	3.2%	12.9%	-2.0	0.5	86.6%	125.4%	-2.0		-139.2%	-29.5	
板块平均/总计			35.2%	451.6	489.1	8.4%	8.3%	26.4	57.9	51.2%	119.5%	151.6		12.1%		

煤化工：油价中枢抬升，煤头路线价值重估

- 煤化工板块26Q1营收呈现同环比齐升的趋势，主因一方面金三银四旺季到来、部分化工品需求回暖+供给端形成协同，产品价格上涨，另一方面3月以来的美伊冲突推高化工品价格。利润方面，Q1煤化工板块修复明显，主要受到美伊冲突下的煤-油套利催化，因绝大多数煤化工产品的竞争路线均以石油衍生物(如苯、烯烃等)为原料，此外如合成氨海外以气头工艺为主，在煤油、气油价差走阔的大背景下，煤头产品产业链条受益明显。以华鲁产品为例，从年初至4月底，甲醇/尿素/DMF/丁辛醇/醋酸/己二酸/甲酸价格分别已上涨45.1%/7.2%/47.5%/29.7%/24.1%/50.5%/30.3%，而同期如原料动力煤价格仅上涨9.3%，故而公司产品价差及利润空间预期修复明显。
- 从行业综合毛利及毛利率水平看，26Q1煤化工行业毛利率19.7%，环比较25Q4的15.8%提升3.9PCT，同比较25Q1的16.5%提升3.2PCT。

图：煤化工板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
600989.SH	宝丰能源	2,059.9	43.1%	124.9	132.4	22.9%	6.0%	24.0	36.6	50.2%	52.5%	113.5	156.3	79.1%	18.1	13.2
600426.SH	华鲁恒升	678.6	14.9%	74.2	83.4	7.4%	12.5%	10.4	11.9	54.6%	15.3%	33.2	48.6	-15.0%	20.5	14.0
000830.SZ	鲁西化工	268.3	-4.5%	72.3	71.1	-2.4%	-1.5%	-1.2	4.4	6.0%	474.4%	9.1	19.3	-55.3%	29.6	13.9
600623.SH	华谊集团	204.6	35.1%	104.5	116.4	11.4%	11.4%	2.0	1.7	28.6%	-17.2%	5.5	12.3	-39.1%	36.9	16.6
000990.SZ	诚志股份	130.3	44.9%	23.2	28.4	-5.4%	22.0%	-1.4	2.8	140.6%	301.0%	-0.8	7.6	-133.9%	-166.7	17.1
600746.SH	江苏索普	85.6	16.7%	12.0	15.1	-6.2%	26.7%	-0.4	0.3	-40.3%	190.8%	0.9	3.3	-58.6%	96.9	26.2
600722.SH	金牛化工	82.2	139.9%	1.1	1.0	-13.9%	-6.6%	0.2	0.2	-6.3%	-6.9%	0.5		-8.9%	171.5	
600691.SH	阳煤化工	68.7	14.9%	23.3	23.0	-1.8%	-1.3%	-5.4	-0.6	58.6%	88.3%	-8.3		-21.2%	-8.3	
002274.SZ	华昌化工	60.2	11.7%	16.2	18.3	3.2%	12.9%	-2.0	0.5	86.6%	125.4%	-2.0		-139.2%	-29.5	
板块平均/总计			35.2%	451.6	489.1	8.4%	8.3%	26.4	57.9	51.2%	119.5%	151.6		12.1%		

煤化工：油煤价差重塑成本优势

- 展望2026年：
- 1、资本开支进入拐点，2026-2027年产能扩张有限：2024年SW煤化工行业（+华鲁）资本开支合计243.9亿元，同比-15.7%，为自2016年以来（剔除2020年）首次同比下降。2025年行业资本开支合计184.3亿元，同比再次下滑，yoy-24.4%。从分产品产能角度看，2025年仍有部分产品供给增速达到两位数，但进入26-27年新增产能增速大都明显放缓。
- 2、美伊冲突的地缘风险推高油价，煤化工受益明显：由于多数煤化工产品的竞争路线均以石油衍生物为原料，在油—煤价差走阔的大背景下，我们看好煤头产品产业链条充分受益。
- 3、供给端，双碳约束影响逐步提升，头部企业持续深化产业链布局：我们一方面看好传统煤化工的龙头标的在周期底部持续技改增效、深化成本护城河优势，同时加速转型布局下游产业链，依托高端化新材料产品实现中长期的高质量发展。另一方面，随着双碳考核指标下放至各省市及地方政府，我们看好在双碳约束之下，煤化工板块供给端的持续优化和绿色升级，低排放、低能耗的龙头标的有望持续受益。
- 4、在地缘风险日益严峻后，以煤炭为资源禀赋基础的煤化工制油气会再次受到国家战略级别的重视，其经济性具备显著优势，同时有望受益于双碳及发展新质生产力的国家大战略，我们认为需重视对新疆煤化工能源保障地位的重估。

化纤：反内卷推动盈利上移，长丝景气率先修复

- 2025年化纤行业上市公司合计实现归母净利润64.9亿元，同比-8.3%。
- 涤纶长丝：2025年涤纶长丝产能增速放缓，而下游需求稳健增长，行业供需继续改善。此外，市场格局高度集中，六大上市公司产能占比已提升至81%。因此行业近年来多次尝试“反内卷”，推动盈利修复，并在25H2将“反内卷”延伸至PTA环节，长丝板块利润弹性预期大幅提升。从2025年来看，反内卷执行效果相比前两年有显著改善。
- 氨纶：2025年是氨纶行业深度磨底的一年。在2021年价格高点后，产能持续扩张叠加终端需求疲软，致供过于求格局加剧，40D氨纶全年均价跌至约2.39万元/吨，部分时段售价甚至低于2.1万元/吨，行业普遍陷入亏损。毛利润连续两年为负，中小企业现金流承压，泰光化纤、连云港杜钟氨纶等陆续退出，华海氨纶更因资不抵债申请破产。全年开工率维持在70%-80%，行业加速出清，为周期反转奠定基础。

图：化纤板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今 涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
000703.SZ	恒逸石化	563.6	52.4%	296.4	299.5	10.2%	1.0%	0.5	28.2	3531.8%	5279.2%	2.6	44.1	10.4%	218.2	12.8
002064.SZ	华峰化学	514.1	0.7%	60.9	67.7	7.2%	11.1%	4.0	6.7	32.3%	67.0%	18.6	29.4	-16.3%	27.7	17.5
601233.SH	桐昆股份	468.7	29.7%	264.9	233.6	20.3%	-11.8%	4.9	19.0	210.5%	288.4%	20.3	42.5	69.1%	23.1	11.0
603225.SH	新凤鸣	280.0	-6.2%	200.1	175.3	20.4%	-12.4%	1.5	3.7	19.9%	144.6%	10.2	18.7	-7.5%	27.5	15.0
600409.SH	三友化工	150.7	17.6%	46.7	45.1	-5.4%	-3.4%	-0.5	-1.1	-372.2%	-129.7%	0.9	6.0	-82.1%	168.3	25.1
000949.SZ	新乡化纤	125.3	44.2%	21.2	22.2	17.9%	4.7%	0.6	1.2	327.3%	79.1%	2.0	6.2	-19.4%	63.3	20.4
000420.SZ	吉林化纤	121.0	23.2%	14.1	13.0	7.4%	-7.4%	0.0	0.3	341.4%	7539.4%	0.2	1.8	-18.0%	532.2	68.5
002254.SZ	泰和新材	122.9	15.0%	8.6	10.5	-0.6%	21.8%	-0.1	0.2	142.1%	367.6%	0.4	2.1	-53.7%	296.4	59.0
600810.SH	神马股份	76.2	-14.3%	28.2	31.2	-3.7%	10.7%	-0.5	-0.2	66.0%	47.8%	-2.2	1.1	-888.6%	-35.2	68.8
603055.SH	台华新材	75.5	-3.2%	17.0	14.4	-2.9%	-15.8%	1.1	1.3	-19.4%	19.8%	5.3	7.4	-26.8%	14.2	10.2
002206.SZ	海利得	67.5	4.6%	14.2	13.1	-9.9%	-7.7%	1.0	1.2	-11.6%	24.4%	5.1	5.8	25.3%	13.1	11.7
605166.SH	聚合顺	36.4	10.6%	11.6	11.9	-24.1%	2.5%	0.1	0.4	-57.8%	509.3%	1.4	2.3	-51.8%	25.1	15.7
板块平均/总计			14.5%	983.9	937.3	11.4%	-4.7%	12.7	60.9	229.5%	378.4%	64.9		-8.3%		

化纤：价格与价差共振，行业拐点逐步确认

- 2026Q1化纤行业上市公司合计实现归母净利润60.9亿元，同比+229.5%/环比+378.4%。
- 涤纶长丝：26Q1长丝盈利改善显著，3月初美伊冲突爆发后，从炼化产品PX、PTA，到涤纶长丝POY、FDY、DTY价格均实现大幅上行，同时油价暴涨也给企业带来可观的库存收益，龙头桐昆和新凤鸣Q1业绩表现亮眼，桐昆由于拥有20%浙石化股权，26Q1投资收益达8.86亿元，同比+249.07%/环比+226.97%。而由于下游在春节前备货，因此3月长丝产销相对较低，但4月底产销已经恢复正常，叠加下游目前库存水位较低，Q2及后续有望迎来量价齐升趋势。
- 氨纶：2026年一季度，氨纶行业迎来明确拐点。受益于供给端落后产能加速退出（2025年淘汰约6万吨）、成本端PTMEG与纯MDI价格大幅上涨，以及旺季带动下游补库，40D氨纶价格从年初低点稳步攀升，至3月底已突破2.9万元/吨，涨幅超20%。龙头企业业绩显著修复：华峰化学归母净利润同比增长32.58%，泰和新材扭亏为盈，净利大增50.81%。“三重共振”推动行业进入周期复苏的新阶段。

图：化纤板块25FY+26Q1经营业绩表现

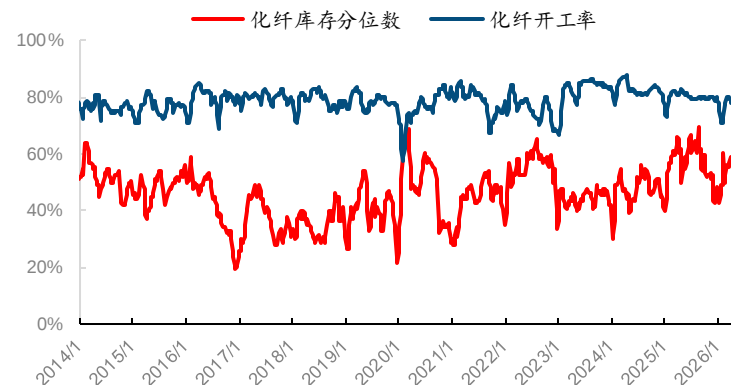
代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今 涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
000703.SZ	恒逸石化	563.6	52.4%	296.4	299.5	10.2%	1.0%	0.5	28.2	3531.8%	5279.2%	2.6	44.1	10.4%	218.2	12.8
002064.SZ	华峰化学	514.1	0.7%	60.9	67.7	7.2%	11.1%	4.0	6.7	32.3%	67.0%	18.6	29.4	-16.3%	27.7	17.5
601233.SH	桐昆股份	468.7	29.7%	264.9	233.6	20.3%	-11.8%	4.9	19.0	210.5%	288.4%	20.3	42.5	69.1%	23.1	11.0
603225.SH	新凤鸣	280.0	-6.2%	200.1	175.3	20.4%	-12.4%	1.5	3.7	19.9%	144.6%	10.2	18.7	-7.5%	27.5	15.0
600409.SH	三友化工	150.7	17.6%	46.7	45.1	-5.4%	-3.4%	-0.5	-1.1	-372.2%	-129.7%	0.9	6.0	-82.1%	168.3	25.1
000949.SZ	新乡化纤	125.3	44.2%	21.2	22.2	17.9%	4.7%	0.6	1.2	327.3%	79.1%	2.0	6.2	-19.4%	63.3	20.4
000420.SZ	吉林化纤	121.0	23.2%	14.1	13.0	7.4%	-7.4%	0.0	0.3	341.4%	7539.4%	0.2	1.8	-18.0%	532.2	68.5
002254.SZ	泰和新材	122.9	15.0%	8.6	10.5	-0.6%	21.8%	-0.1	0.2	142.1%	367.6%	0.4	2.1	-53.7%	296.4	59.0
600810.SH	神马股份	76.2	-14.3%	28.2	31.2	-3.7%	10.7%	-0.5	-0.2	66.0%	47.8%	-2.2	1.1	-888.6%	-35.2	68.8
603055.SH	台华新材	75.5	-3.2%	17.0	14.4	-2.9%	-15.8%	1.1	1.3	-19.4%	19.8%	5.3	7.4	-26.8%	14.2	10.2
002206.SZ	海利得	67.5	4.6%	14.2	13.1	-9.9%	-7.7%	1.0	1.2	-11.6%	24.4%	5.1	5.8	25.3%	13.1	11.7
605166.SH	聚合顺	36.4	10.6%	11.6	11.9	-24.1%	2.5%	0.1	0.4	-57.8%	509.3%	1.4	2.3	-51.8%	25.1	15.7
板块平均/总计			14.5%	983.9	937.3	11.4%	-4.7%	12.7	60.9	229.5%	378.4%	64.9		-8.3%		

化纤：多数品种价格及价差在26Q1开始反弹

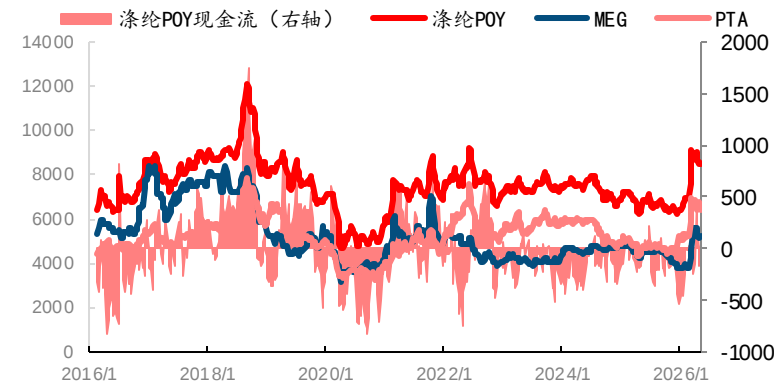
图：化纤价格及价差百分位



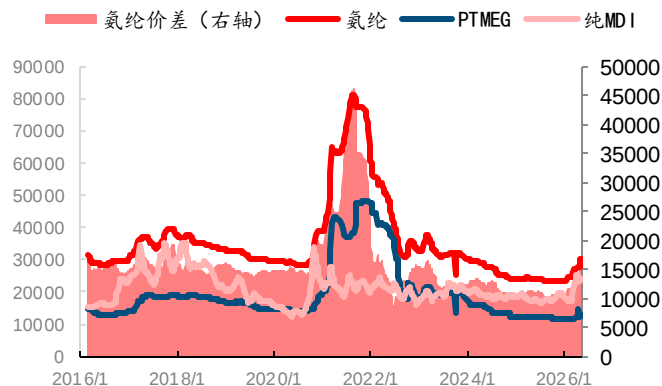
图：化纤库存百分位及平均开工率



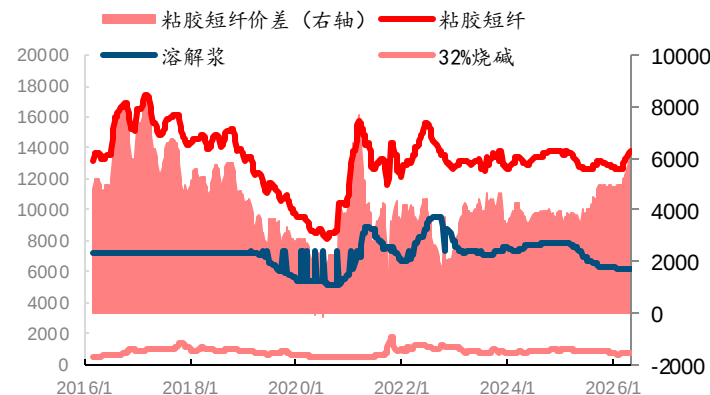
图：涤纶POY价格价差走势



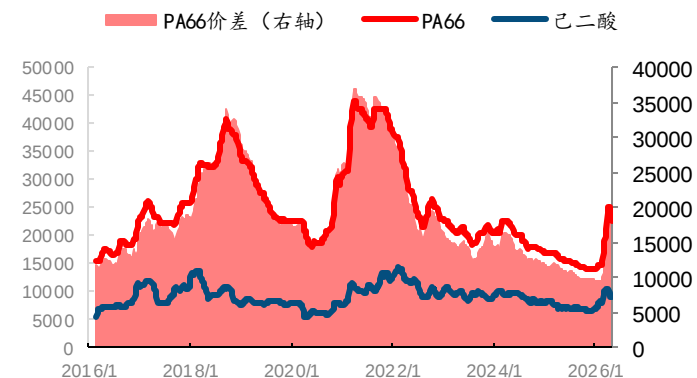
图：氨纶价格价差走势



图：粘胶短纤价格价差走势



图：PA66价格价差走势



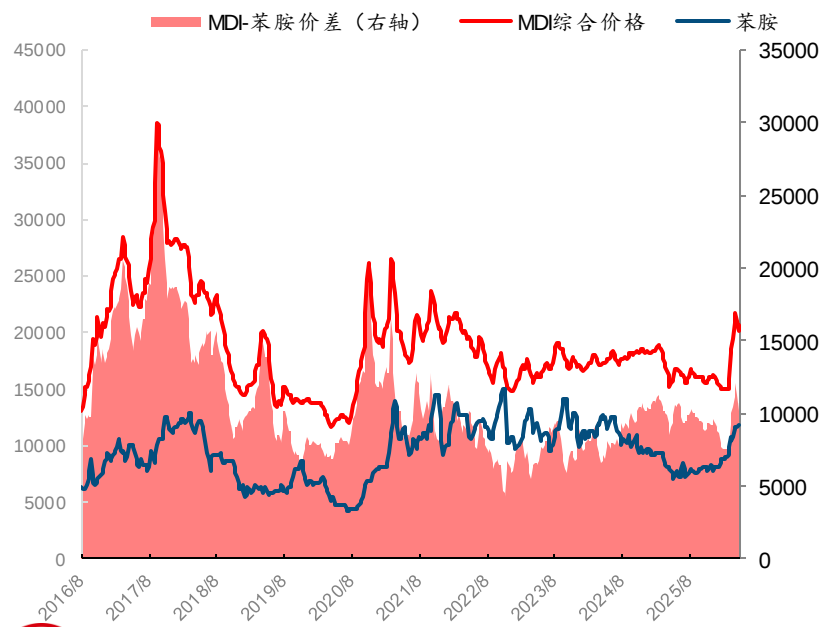
化纤：反内卷推动盈利上移

- 展望2026年：
- **涤纶长丝**：涤纶长丝自25年下半年以来持续以动态约束前端开工率的形式推进反内卷，目前阶段POY执行8成开工，从2025年业绩来看，涤纶长丝反内卷执行较为顺利，长丝端盈利持续修复。展望2026年，新增产能预计为243万吨，产能增速约为3%，小于需求增速预期，供需格局持续改善。此外，目前下游处于低库存水平，若产业链盈利改善，下游集中补库存有望带来需求增量。同时，PTA行业反内卷也持续推进，在2025年10月工信部组织召开会议后，部分产能暂时关停，2026年PTA无新增产能投放，易于执行反内卷政策。在PTA+涤纶长丝双重反内卷的加持下，盈利中枢有望显著上移。
- **氨纶**：展望2026全年，行业总产能约140万吨，CR5超80%，当前开工和库存均处紧平衡状态；受双碳指标约束，2026年新增产能释放有限，风险产能若进一步出清将放大供给弹性。需求端受舒适面料渗透率提升驱动，长期仍有8%-10%增速；同时BDO/PTMEG供给宽松，涨价多可转化为利润，行业盈利有望继续修复。
- **粘胶短纤**：2026年行业无新增产能，开工率逾90%、库存低位，供给接近上限；需求端涡流纺新增设备有望带来10-15万吨增量，叠加棉花减产预期和棉粘替代，价格及价差有上行空间。
- **粘胶长丝**：2026年行业CR2约80%，新增供给有限，格局优于多数化纤品种；下游高端服饰、家纺需求稳健，叠加木浆成本相对宽松，价格处于上行通道，盈利有望维持高位并继续改善。

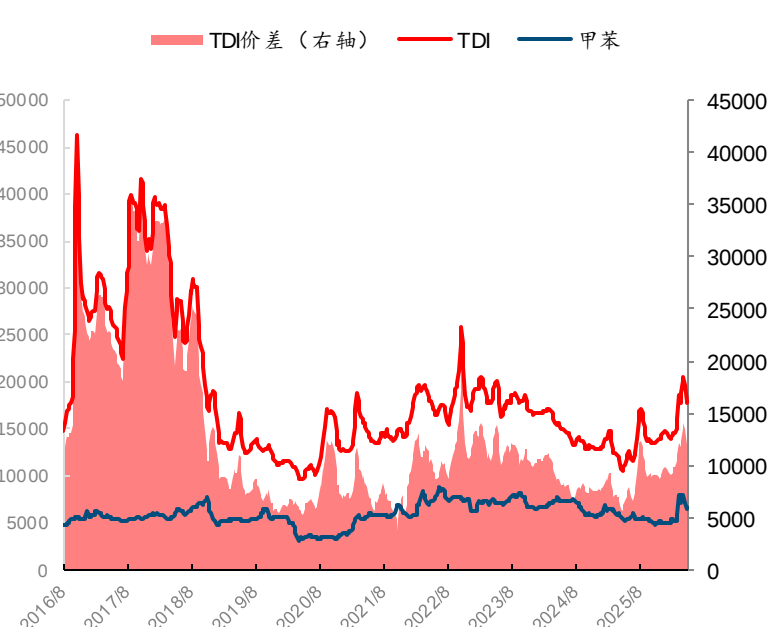
聚氨酯：链条景气分化，TDI修复领先

- 2026Q1聚氨酯产业链表现分化，TDI景气修复领先。MDI价格和价差仍处低位，2026Q1 MDI综合价格约16008元/吨，同比下降12.1%，MDI-苯胺价差约8315元/吨，同比下降21.9%，MDI毛利约3204元/吨，同比下降41.4%；TDI价格价差改善明显，Q1均价约15474元/吨，同比上涨15.8%，TDI-甲苯价差约10184元/吨，同比提升27.3%，TDI毛利约3336元/吨，同比大幅增长218.2%；软泡聚醚需求端有所修复，但价差和毛利仍承压，整体呈现“TDI强、MDI弱、聚醚量增利弱”的结构性分化。

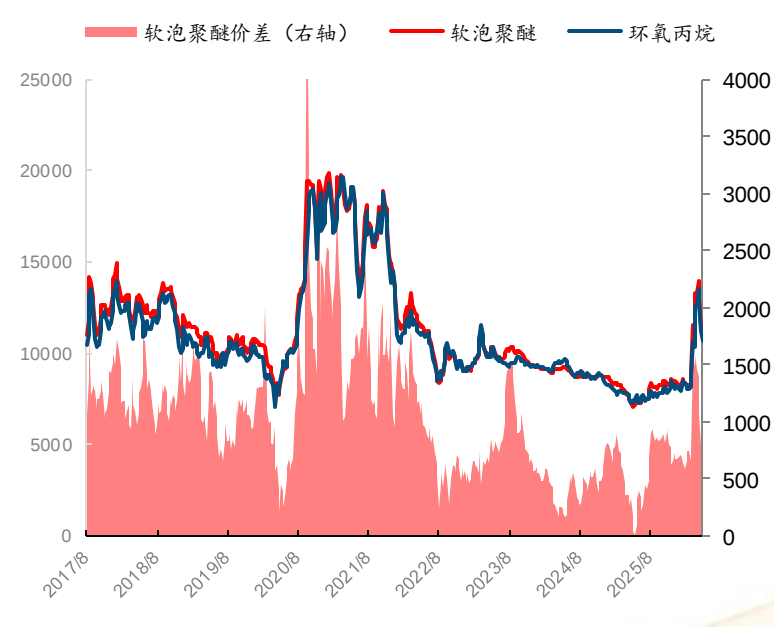
图：MDI价差（元/吨）



图：TDI价差（元/吨）



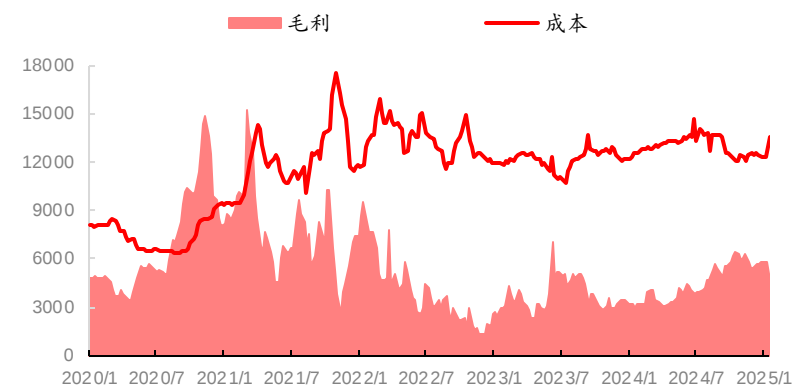
图：软泡聚醚价差（元/吨）



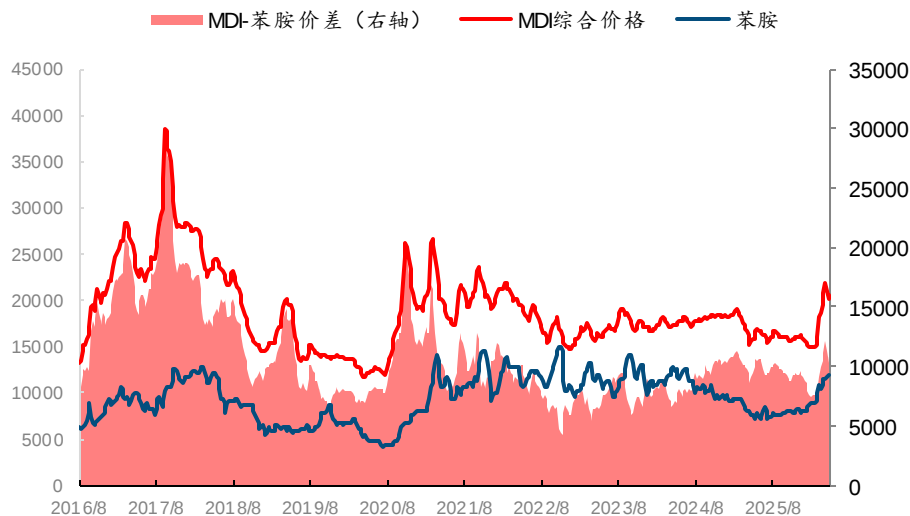
聚氨酯：MDI仍处低位，等待需求修复传导

- **MDI价格价差仍处低位，盈利端承压。**2026Q1 MDI综合价格约16008元/吨，同比下降12.1%；MDI-苯胺价差约8315元/吨，同比下降21.9%，价差收窄带动盈利下行，Q1 MDI毛利约3204元/吨，同比下降41.4%。
- **供需端修复有限，库存低位但盈利弹性仍弱。**2026Q1 MDI产量约106.95万吨，同比上升1.84%，开工率同比回落；库存处于近年偏低水平，但需求恢复力度有限，行业仍处低位震荡阶段。

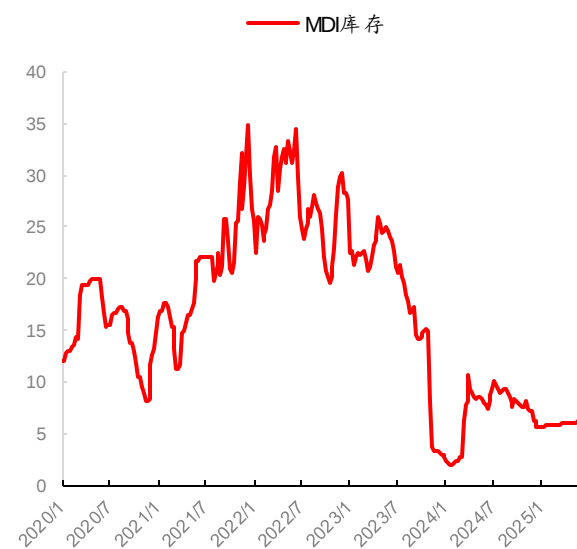
图：MDI毛利



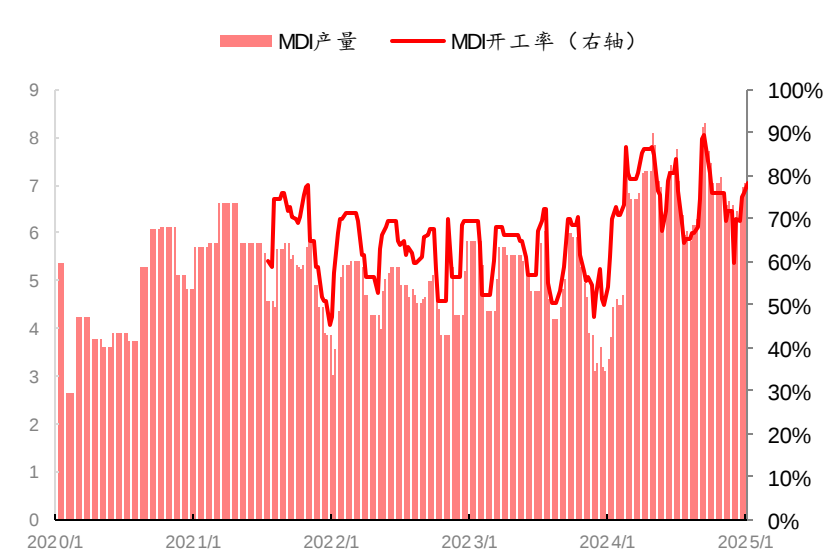
图：MDI-苯胺价差（元/吨）



图：MDI库存



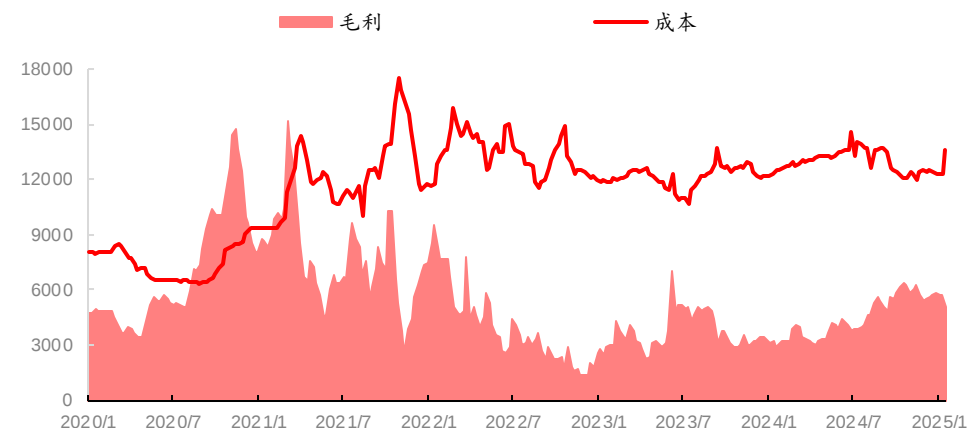
图：MDI产量&开工率



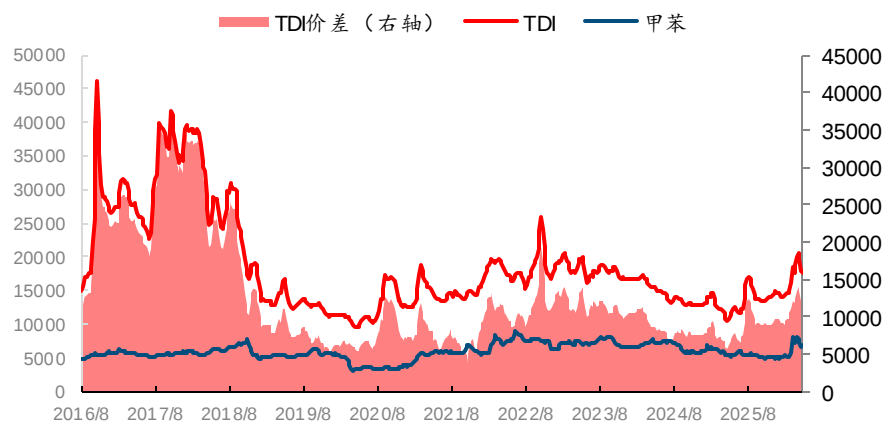
聚氨酯：TDI出口与供给约束支撑景气修复

- TDI为Q1聚氨酯链条中景气修复最强环节。2026Q1 TDI均价约15474元/吨，同比上涨15.8%；TDI-甲苯价差约10245.96元/吨，同比提升27.9%，带动TDI毛利提升至约3336元/吨，同比大幅增长218.2%。
- 出口和供给约束共同支撑TDI景气。2026Q1 TDI产量约40.45万吨，同比提升4.19%；出口量约15.47万吨，同比提升20.2%，在国内需求偏弱背景下，出口增长成为价格和价差修复的重要支撑。

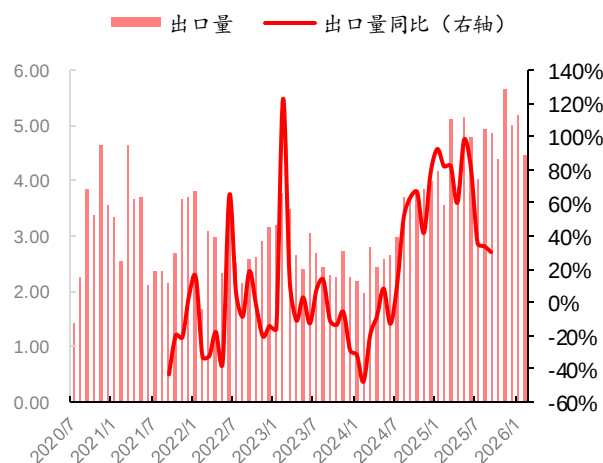
图：TDI毛利



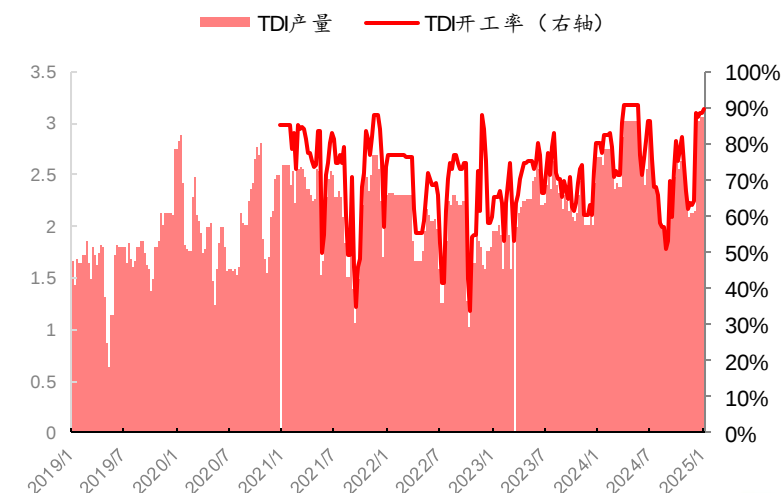
图：TDI价差（元/吨）



图：TDI出口情况



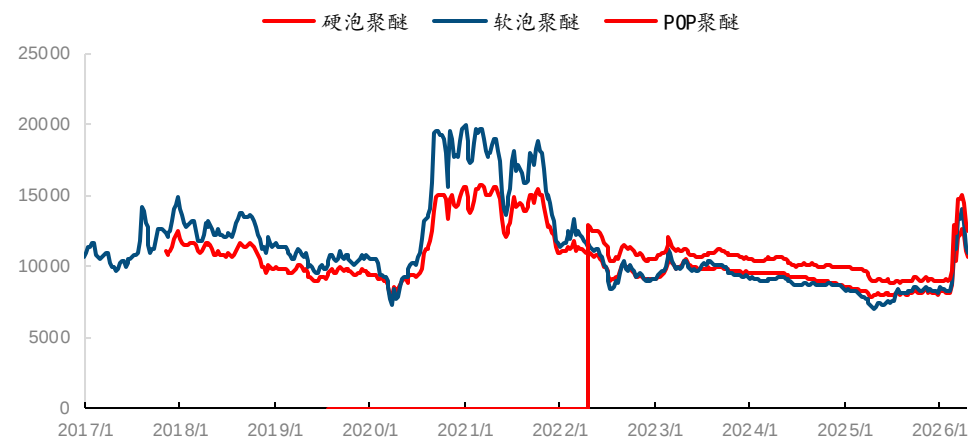
图：TDI产量&开工率



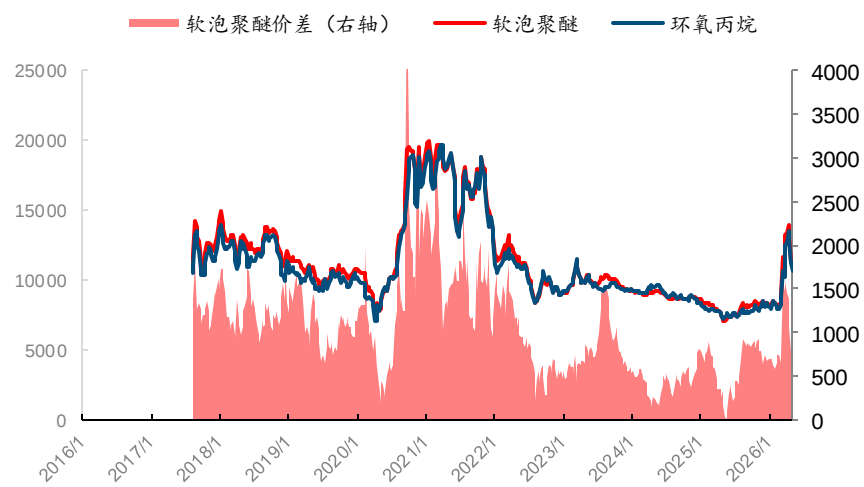
聚氨酯：聚醚量增利弱，关注价差修复拐点

- **聚醚需求端有所修复，但盈利修复弱于销量表现。** 2026Q1聚醚产量约156.49万吨，同比提升5.06%；一季度表观消费量约112.44万吨，同比提升22.2%，需求端较MDI、TDI更具修复迹象。
- **价差和毛利仍承压，行业处于“量增利弱”阶段。** 软泡聚醚、硬泡聚醚等品种价格虽有一定修复，但受环氧丙烷等成本及行业竞争影响，价差仍处低位；聚醚毛利约-614元/吨，仍处亏损区间，需求改善尚未完全转化为利润修复。

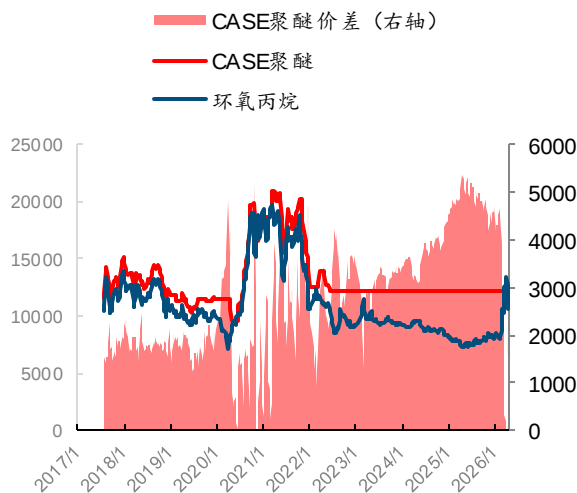
图：聚醚价格（元/吨）



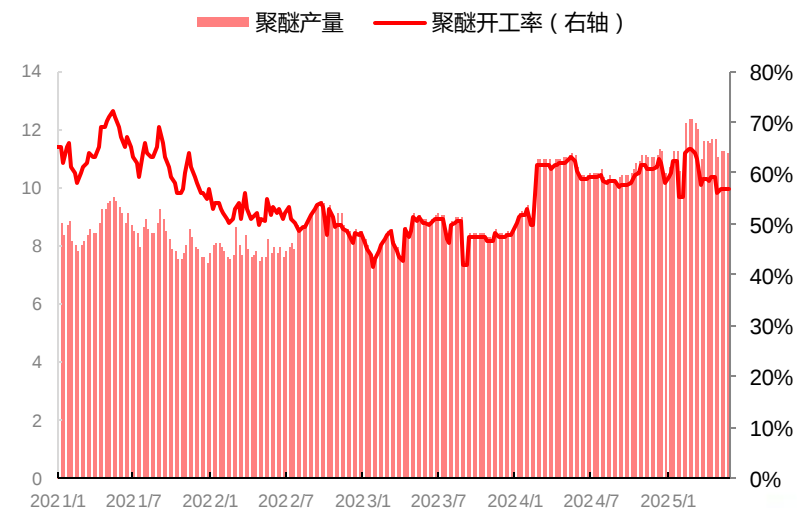
图：软泡聚醚价差（元/吨）



图：CASE聚醚价差（元/吨）



图：聚醚产量及开工率（万吨）



聚氨酯：海外扰动叠加补库，关注MDI/TDI价差弹性

- 2025年，聚氨酯企业全年利润小幅承压，板块合计实现归母净利润132.3亿元，同比-6.4%，利润主要集中于万华化学等龙头企业。展望2026年，在TDI、MDI、聚醚等产品景气修复背景下，板块有望逐步进入修复阶段。
- 聚氨酯企业一季度整体业绩同比改善、环比有所回落，板块合计实现单季度营业收入602.8亿元，同比+24.0%、环比-8.0%；单季度净利润45.1亿元，同比+24.5%、环比+12.3%，盈利端表现好于收入端。主要因素在于：1. 聚氨酯核心原料及下游制品需求较25年同期有所修复，带动板块收入端同比实现双位数增长；2. 受春节假期及一季度传统淡季影响，部分企业开工与出货节奏环比回落，板块营业收入较25Q4小幅下降；3. 盈利端表现分化，万华化学作为板块核心龙头，26Q1实现营业收入540.5亿元、单季度净利润43.6亿元，同比分别增长25.5%、29.2%，对板块整体业绩形成主要支撑。

表：聚氨酯企业一季度业绩情况

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
600309.SH	万华化学	2,654.6	10.6%	590.1	540.5	25.5%	-8.4%	39.5	43.6	29.2%	10.4%	125.3	175.6	-3.9%	21.2	15.1
600230.SH	沧州大化	74.6	18.2%	12.0	10.5	-0.4%	-12.8%	-0.1	0.6	524.1%	493.5%	0.3	3.0	11.2%	241.9	24.7
002165.SZ	红宝丽	64.8	16.5%	8.2	7.4	13.0%	-9.6%	-0.2	-0.2	-208.0%	-17.9%	0.2		-70.4%	373.6	
301149.SZ	隆华新材	60.4	32.0%	18.7	19.9	31.8%	6.6%	0.4	0.5	-20.5%	13.5%	1.4	4.8	-16.8%	42.4	12.5
301518.SZ	长华化学	55.8	7.9%	7.6	6.7	16.0%	-12.2%	0.2	0.1	-32.5%	-40.3%	1.0		67.2%	57.4	
002395.SZ	双象股份	53.3	18.8%	6.6	6.3	4.9%	-4.4%	0.2	0.3	-55.6%	53.4%	2.0		-57.2%	26.4	
603192.SH	汇得科技	38.5	-12.3%	5.8	6.3	2.7%	7.8%	0.1	0.2	-21.7%	194.2%	0.8	1.3	-34.7%	47.4	29.3
300218.SZ	安利股份	33.5	-5.1%	5.9	5.2	-6.2%	-12.3%	0.1	0.1	-86.7%	-41.2%	1.3	1.6	-32.4%	25.5	20.6
板块平均/总计			10.8%	654.9	602.8	24.0%	-8.0%	40.1	45.1	24.5%	12.3%	132.3		-6.4%		

聚氨酯：供给扰动与需求补库共振，盈利弹性可期

- **我们认为，海外供给扰动、出口需求承接与国内低库存补库共振，2026年聚氨酯产业链价差弹性值得关注。**
- **供给端：海外供给扰动叠加成本重塑，中国聚氨酯产业链成本优势有望凸显。受美伊冲突影响，海外聚氨酯供应链受到明显扰动：**Sadara沙特朱拜勒基地停产，涉及40万吨MDI、20万吨TDI等合计超300万吨化工产能，伊朗TDI装置同步停产；日韩方面，韩国锦湖装置检修且可能延长停产时间。中期看，海外成本曲线亦存在上移压力，亨斯迈宣布对MDI征收200欧元/吨天然气附加费，约抬升成本1500元/吨；按MDI全生命周期每吨约30百万英热天然气单耗测算，若JKM成本抬升约10美元/百万英热，海外MDI成本中枢或上升约2000元/吨。我们认为，海外供给扰动与成本抬升有望强化中国MDI/TDI出口优势。
- **需求端：出口与国内补库形成共振，下游订单可见度仍具支撑。**出口方面，2026年2月MDI/TDI/软泡聚醚出口数量同比分别为-24%/+25%/+38%，海外装置停产有望加大海外客户对中国MDI/TDI/聚醚产品的采购需求，同时印度自4月起阶段性豁免聚氨酯原料进口关税至6月底，出口窗口有望进一步打开。国内方面，PMDI经销商口径社会库存由2026年2月约5万吨回升至4-5月约7-8万吨，对应下游消费周期约10余天，处于供需均衡但并不宽裕状态；品牌大客户基本采用随用随补、锁价锁量模式，不占用社会库存口径。家电端，头部企业2026Q2生产计划同比两位数增长，其中约70%增量来自海外需求，环比增长约7%，海外订单及生产周期约45-60天，需求可见度较高。我们认为，出口链条高景气与国内低库存补库共同构成聚氨酯需求端的重要支撑。
- **价格与盈利端：价差扩张已开始兑现，关注MDI/TDI/软泡聚醚利润弹性。**价格方面，PMDI自2026年3月中下旬开始快速上涨，5-6月受下游备货、上游检修及原油成本支撑影响仍具上行动力，大客户实际成交价可能达到20000元/吨；Q3价格存在回落压力，Q4或再次上涨，全年价格中枢预计在17000-18000元/吨。价差方面，MDI/TDI价差较2月28日分别扩大约4000元/吨，软泡聚醚价差较2月18日扩大约1100元/吨。我们认为，2026年聚氨酯主线应重点关注海外装置复产节奏、出口订单持续性、国内补库节奏及价差维持时间。

磷化工：资源约束延续，出口窗口贡献利润弹性

- 2025年度磷化工子行业上市公司合计实现归母净利润109.6亿元，同比-4.4%。
- 磷化工板块2025年度盈利表现相对稳定，得益于磷矿石延续高景气的同时，6月磷肥出口窗口期打开，海外磷肥价格与国内价差高达1500-2000元/吨，出口套利空间打开。另一方面，化工品板块中的工业一铵全年在水溶肥需求释放+新能源回暖驱动下表现延续强势；热法磷酸、黄磷等产品价格平稳，盈利能力底部震荡；新能源前驱体磷酸铁、磷酸铁锂开工陆续回暖，企业盈利持续好转。但Q4随着硫磺成本的上涨，叠加下游化肥、饲钙等产品进入需求淡季，企业普遍盈利走弱明显，拖累了板块全年盈利表现。

图：磷化工板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
600096.SH	云天化	570.8	5.1%	108.2	119.8	-7.9%	10.8%	3.8	15.0	7.6%	295.3%	51.6	52.4	-3.3%	11.1	10.9
600331.SH	宏达股份	415.5	35.3%	9.7	7.3	-10.6%	-24.4%	-0.3	-0.3	6.2%	-22.1%	-0.7	0.5	-305.8%	-559.2	790.9
600141.SH	兴发集团	368.0	-7.4%	55.2	74.5	3.1%	35.0%	1.5	3.4	0.4%	130.4%	14.9	21.9	-6.8%	24.7	16.8
603077.SH	和邦生物	237.6	28.3%	12.6	13.9	-19.6%	10.1%	-7.9	1.7	2186.4%	121.8%	-5.4	11.2	-1804.8%	-44.3	21.1
002895.SZ	川恒股份	203.1	-2.1%	25.2	18.2	22.1%	-27.7%	3.2	2.0	-2.7%	-35.7%	12.6	15.6	31.8%	16.1	13.0
002312.SZ	川发龙蟒	190.3	-1.0%	25.7	28.7	37.6%	11.6%	-0.2	1.0	0.3%	743.4%	4.1		-22.3%	46.0	
000902.SZ	新洋丰	178.7	-2.0%	45.7	55.0	17.8%	20.2%	2.3	5.1	-1.5%	122.7%	16.1	17.8	22.6%	11.1	10.0
002539.SZ	云图控股	160.3	27.5%	55.3	61.0	6.8%	10.3%	1.6	3.1	19.8%	101.0%	8.3	12.6	2.8%	19.4	12.8
000422.SZ	湖北宜化	161.4	13.2%	64.9	67.6	71.2%	4.2%	1.1	3.1	16133.6%	178.7%	8.1	10.4	23.9%	20.0	15.5
300505.SZ	川金诺	65.3	14.2%	12.7	9.9	37.4%	-21.9%	1.6	0.4	-46.4%	-74.1%	4.5	5.1	157.8%	14.4	12.9
600470.SH	六国化工	31.7	11.2%	14.4	15.0	-6.4%	4.4%	-2.8	-1.0	-66.6%	65.5%	-4.6		-1910.6%	-7.0	
板块平均/总计			11.1%	429.6	471.0	9.5%	9.6%	3.8	33.6	19.7%	783.7%	109.6		-4.4%		

磷化工：成本推升叠加春耕需求，资源品弹性延续

- 磷化工板块26Q1营收呈现同环比齐升的趋势，主因磷矿石景气高位维持+硫磺成本上涨推动终端磷化工产品价格提升。26Q1业绩环比高增受Q4属化肥相对淡季+年末较多费用计提影响，特别是其中如云天化方差较大、有公司25Q4补缴税款的个例影响。
- 从行业综合毛利及毛利率水平看，26Q1磷化工行业毛利率15.6%，环比较25Q4的16.4%下滑0.8PCT，同比较25Q1的14.3%提升1.3PCT。
- 磷矿石方面，下游磷肥+新能源需求景气叠加自身扩产有限，给予价格有力支撑，当前精矿市场均价仍维持相对高位。磷肥方面，受到硫磺价格的持续上涨影响，价格同步提升，但受化肥保供影响、对原材料成本无法实现完全传导。但由于Q1主要磷肥生产企业均有一定硫磺低价库存储备+国内低价硫磺保供，Q1对业绩端影响相对有限。后续需关注Q2磷肥出口政策的变化，当前国内外二铵价差约1500-2000元/吨，但内销端已亏损运行；出口的放开有望缓解国内磷肥开工压力，但考虑到磷肥战略保供问题，目前政策仍不明朗。化工品方面，Q1工业一铵、磷酸氢钙、黄磷等产品需求相对平稳，而价格均在硫磺的成本驱动下有所提升，价差平稳运行；新能源前驱体磷酸铁、磷酸铁锂开工回暖，企业盈利持续好转。

图：磷化工板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
600096.SH	云天化	570.8	5.1%	108.2	119.8	-7.9%	10.8%	3.8	15.0	7.6%	295.3%	51.6	52.4	-3.3%	11.1	10.9
600331.SH	宏达股份	415.5	35.3%	9.7	7.3	-10.6%	-24.4%	-0.3	-0.3	6.2%	-22.1%	-0.7	0.5	-305.8%	-559.2	790.9
600141.SH	兴发集团	368.0	-7.4%	55.2	74.5	3.1%	35.0%	1.5	3.4	0.4%	130.4%	14.9	21.9	-6.8%	24.7	16.8
603077.SH	和邦生物	237.6	28.3%	12.6	13.9	-19.6%	10.1%	-7.9	1.7	2186.4%	121.8%	-5.4	11.2	-1804.8%	-44.3	21.1
002895.SZ	川恒股份	203.1	-2.1%	25.2	18.2	22.1%	-27.7%	3.2	2.0	-2.7%	-35.7%	12.6	15.6	31.8%	16.1	13.0
002312.SZ	川发龙鳞	190.3	-1.0%	25.7	28.7	37.6%	11.6%	-0.2	1.0	0.3%	743.4%	4.1		-22.3%	46.0	
000902.SZ	新洋丰	178.7	-2.0%	45.7	55.0	17.8%	20.2%	2.3	5.1	-1.5%	122.7%	16.1	17.8	22.6%	11.1	10.0
002539.SZ	云图控股	160.3	27.5%	55.3	61.0	6.8%	10.3%	1.6	3.1	19.8%	101.0%	8.3	12.6	2.8%	19.4	12.8
000422.SZ	湖北宜化	161.4	13.2%	64.9	67.6	71.2%	4.2%	1.1	3.1	16133.6%	178.7%	8.1	10.4	23.9%	20.0	15.5
300505.SZ	川金诺	65.3	14.2%	12.7	9.9	37.4%	-21.9%	1.6	0.4	-46.4%	-74.1%	4.5	5.1	157.8%	14.4	12.9
600470.SH	六国化工	31.7	11.2%	14.4	15.0	-6.4%	4.4%	-2.8	-1.0	-66.6%	65.5%	-4.6		-1910.6%	-7.0	
板块平均/总计			11.1%	429.6	471.0	9.5%	9.6%	3.8	33.6	19.7%	783.7%	109.6		-4.4%		

磷化工：磷矿战略资源与磷肥出口牌照属性增强

- 展望2026年：1、磷矿石供需紧平衡延续，看好价格高位：供给端，矿建难度提升+安全环保审批趋严+存量矿山品位快速贫化，磷矿新增产能释放持续不及预期，市场流通量紧俏支撑价格景气。需求端，新能源需求拉动下磷酸铁增速预期乐观、盈利逐步恢复推动资本开支提升，随着磷酸铁需求已占磷矿石需求比例10%，基数效应下需求边际愈发明显。
- 2、磷肥成本承压，但内外需求景气旺盛，关注出口向牌照类生意转变：国际市场方面，1) 农户种植收益逐步回暖，磷肥需求逐步恢复；2) 我国出口政策波动，供给端短缺；3) 海外磷肥受天然气、硫磺等价格上涨影响，成本抬升显著；4) 粮价存在底部上涨期权。预计全球磷肥中枢价格将维持高位。国内市场方面，硫磺价格快速上涨压制磷肥利润，预计年内磷肥成本及利润承压运行。未来国内重点保供+通过出口弥补企业利润的模式或逐步走通，磷肥出口将逐步转变为牌照类生意，业绩确定性更强。
- 3、磷化工产品需求驱动凸显：1) 如黄磷，我们看好需求端固态电池作为新兴应用领域对黄磷的纯度等品质提出更高要求，同时随着其产业化放量，黄磷需求端具备较大弹性。供给端则在高能耗+新增产能严格限制下，黄磷头部企业开工较高、而行业开工长期于50-70%间徘徊，故从市场份额看，其呈现头部集中、长尾分散的局面。2) 如磷酸铁，需求端预计2026年国内磷酸铁需求增速将达30%-40%，受新能源拉动明显。供给端2024年以来行业产能增速明显放缓，据百川统计，2024/2025年行业供给增速分别为10.9%/5.7%，同时25H2-26H1国内磷酸铁新增产能相对有限，仅包括唐山亨坤18万吨、邦普宜化30万吨、万华7万吨、中核钛白20万吨、龙佰10万吨等少数产能，合计85万吨，新增产能有限且部分产能具备不确定性。我们看好磷酸铁供需反转，价格企稳反弹。3) 如电子级磷酸，我们看好以其为代表的湿电子化学品在电子信息产业，如集成电路、显示面板和太阳能光伏等行业的广泛应用及较高增速，特别是在人工智能浪潮之下芯片和高带宽存储器的需求爆发，推动产业链的投资和产能扩张。

氟化工：配额约束强化，制冷剂价格主线延续

- 2025年度氟化工子行业上市公司合计实现归母净利润81.5亿元，同比+124.1%。
- 氟化工板块2025年度归母净利润增长显著，细分品种来看，1）在全球配额制度下，三代制冷剂价格持续大幅上涨，2025年主流品种R22/R32/R134a/R125 均价分别为 30854/53692/32906/45025 元 / 吨，同比分别为 +13%/+64%/+51%/+23%，毛利率分别为 66.5%/73.2%/65.0%/59.3%，同比分别+5/+17.9/+14.7/+9.1PCT，是氟化工公司盈利的主力。此外，海外价格自2024年9月以后和国内价格拉平，制冷剂出口价格同比增长显著，也是板块盈利大幅改善的原因。2）含氟高分子PTFE、PVDF等产品的价格自2025年9月开始触底回升，虽然2025年均价同比下行（PVDF/PTFE2025年均价为53288/41264元/吨，同比-31%/-6%），但高频视角来看，Q4价格触底反弹，主要原因为新增产能增速显著放缓，以及新能源回暖对高分子材料需求提升，供需关系持续改善。3）上游资源品萤石2025年价格波动趋缓，2025年萤石97粉均价为3511元/吨，同比-2%。话语权决定产业链盈利，直接下游氢氟酸环节目前盈利显著较差，短期萤石受下游氢氟酸压价较为明显。

图：氟化工板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今 涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
600160.SH	巨化股份	876.3	-5.9%	66.0	60.2	3.7%	-8.8%	7.0	13.0	44.8%	85.6%	37.8	58.8	93.1%	23.2	14.9
600378.SH	昊华科技	449.0	11.7%	43.9	42.3	34.0%	-3.6%	2.8	3.8	78.9%	37.6%	14.4	21.7	37.1%	31.1	20.7
603379.SH	三美股份	336.4	4.9%	14.2	14.0	15.4%	-1.6%	4.6	5.0	25.6%	7.7%	20.6	27.7	164.7%	16.3	12.1
002326.SZ	永太科技	206.8	-1.6%	11.9	16.9	59.7%	42.8%	-0.5	1.2	848.6%	345.8%	-0.5		90.4%	-448.5	
603505.SH	金石资源	181.5	-0.1%	11.3	9.2	7.1%	-18.5%	0.6	0.7	-20.7%	20.4%	3.3	4.8	26.7%	55.7	38.0
605020.SH	永和股份	162.4	0.1%	14.2	13.2	16.4%	-6.8%	0.9	1.8	84.8%	96.8%	5.6	8.9	123.5%	28.9	18.2
002915.SZ	中欣氟材	78.6	-15.5%	4.1	3.1	-12.6%	-24.6%	0.1	0.0	-161.8%	-130.7%	0.2	0.8	110.1%	417.5	104.8
板块平均/总计			-0.9%	165.5	158.9	17.0%	-4.0%	15.6	25.6	48.5%	63.8%	81.5		124.1%		

氟化工：制冷剂景气延续，含氟材料底部修复

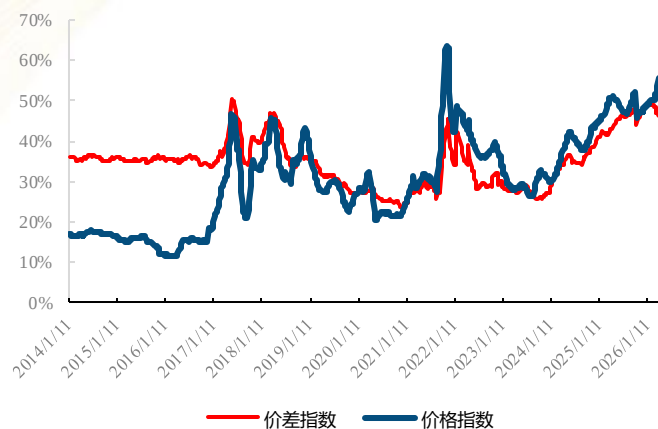
- 氟化工板块26Q1盈利显著提升，归母净利润增速显著高于营收增速：2026Q1板块营收合计158.9亿元，同比+17%/环比-4%；归母净利润合计为25.6亿元，同比+48.5%/环比+63.8%。此外，营收环比下降主要原因是制冷剂淡季切换及春节停工影响。
- 分标的来看，制冷剂公司巨化、三美、永和、昊华26Q1归母净利润同环比均实现增长，和配额制度下制冷剂涨价强相关（26Q1主流品种R22/R32/R134a/R125均价分别为17289/63167/58189/50994元/吨，同比分别为-49%/+43%/+31%/+17%，环比分别为-7%/+0.4%/+5.8%/+11%，毛利率36.6%/76.8%/68.9%/64.4%，环比分别-9/-0.8/+1.4/+2PCT）。萤石企业金石资源26Q1归母净利润环比增长而同比下降，和萤石价格走势较为相关（26Q1萤石精粉价格同比-9.1%/环比-2.0%），此外公司在春节后逐渐恢复去年下半年由于安全监察停工的矿山生产，使得公司利润环比改善。含氟精细化工品方面，标的公司中欣氟材26Q1净利润同环比大幅下行，与该行业竞争格局加剧有关。锂电材料6F方面，标的公司永太科技26Q1扭亏为盈，与6F价格自2025年9月开始反弹相关（6F26Q1均价为13.98万元/吨，同比+125.5%/环比+2.4%）。

图：氟化工板块25FY+26Q1经营业绩表现

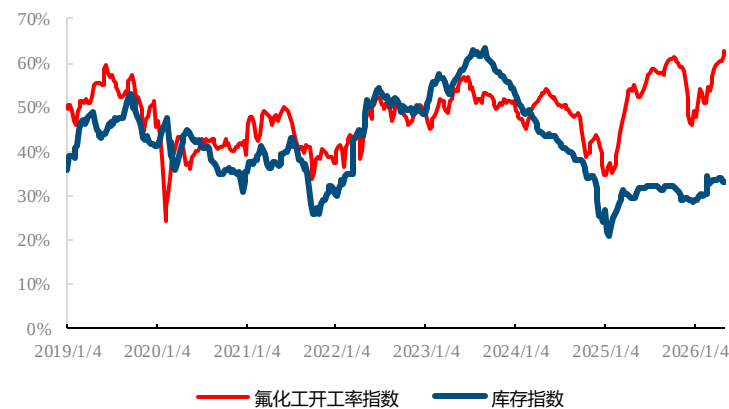
代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今 涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
600160.SH	巨化股份	876.3	-5.9%	66.0	60.2	3.7%	-8.8%	7.0	13.0	44.8%	85.6%	37.8	58.8	93.1%	23.2	14.9
600378.SH	昊华科技	449.0	11.7%	43.9	42.3	34.0%	-3.6%	2.8	3.8	78.9%	37.6%	14.4	21.7	37.1%	31.1	20.7
603379.SH	三美股份	336.4	4.9%	14.2	14.0	15.4%	-1.6%	4.6	5.0	25.6%	7.7%	20.6	27.7	164.7%	16.3	12.1
002326.SZ	永太科技	206.8	-1.6%	11.9	16.9	59.7%	42.8%	-0.5	1.2	848.6%	345.8%	-0.5		90.4%	-448.5	
603505.SH	金石资源	181.5	-0.1%	11.3	9.2	7.1%	-18.5%	0.6	0.7	-20.7%	20.4%	3.3	4.8	26.7%	55.7	38.0
605020.SH	永和股份	162.4	0.1%	14.2	13.2	16.4%	-6.8%	0.9	1.8	84.8%	96.8%	5.6	8.9	123.5%	28.9	18.2
002915.SZ	中欣氟材	78.6	-15.5%	4.1	3.1	-12.6%	-24.6%	0.1	0.0	-161.8%	-130.7%	0.2	0.8	110.1%	417.5	104.8
板块平均/总计			-0.9%	165.5	158.9	17.0%	-4.0%	15.6	25.6	48.5%	63.8%	81.5		124.1%		

氟化工：制冷剂涨价为主旋律，高分子材料持续反弹

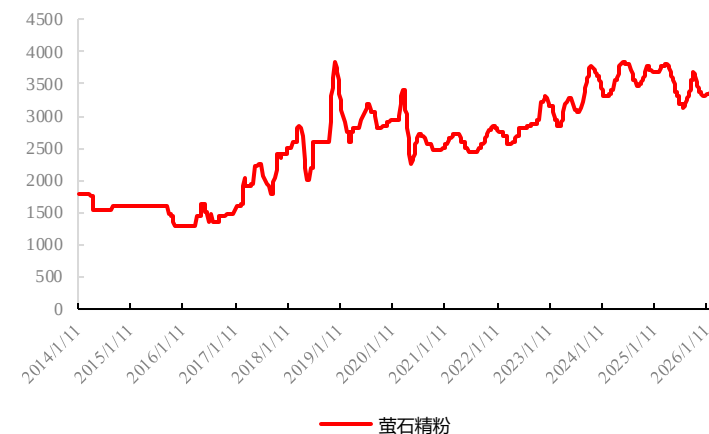
图：氟化工价格及价差百分位



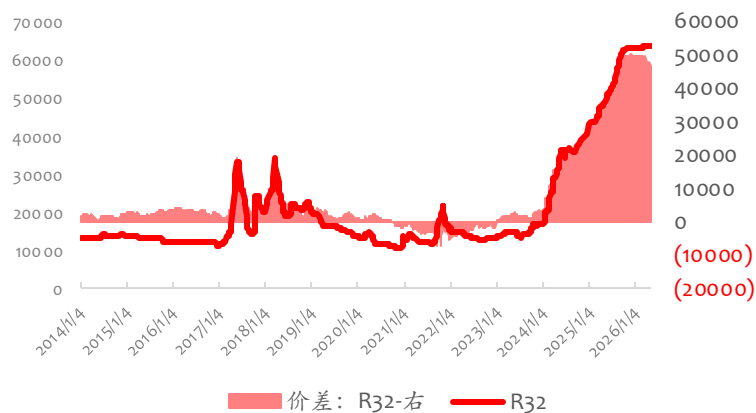
图：氟化工库存百分位及平均开工率



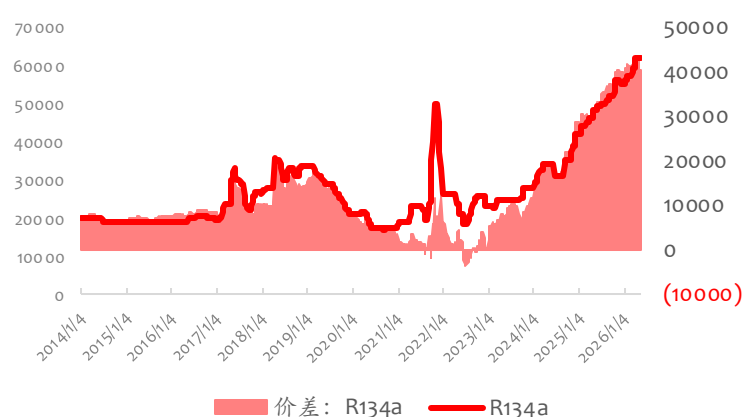
图：萤石价格走势



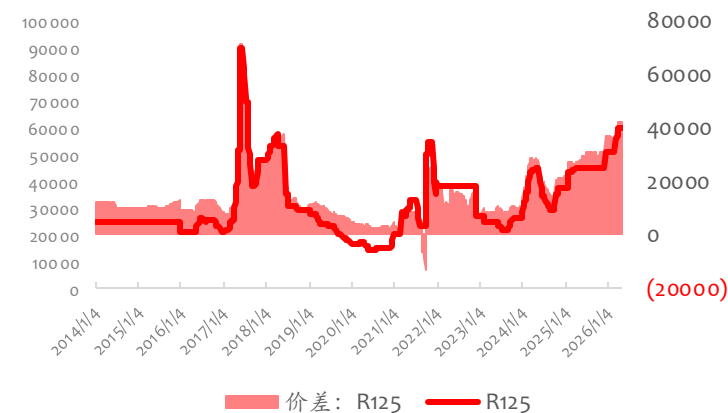
图：R32价格价差走势



图：R134a价格价差走势



图：R125价格价差走势



氟化工：制冷剂涨价仍是主线，新材料业务重估

- 展望2026年，制冷剂涨价依然是主旋律，含氟高分子材料有望迎来反弹、电子级氢氟酸有望成为涨价黑马：
- **制冷剂**：供给端，2026年整体配额较2025年的变化在于将品种间调整比例由10%改为30%，虽然配额最大量相较于2025年有所增加，但考虑到部分企业产能受限，无法达到最大调整比例，因此2026年配额增量预期有限，根据我们的统计测算，2026年配额最大增量预期相较于2025年仅增加约2.2万吨，而且企业可以根据市场供需情况考虑是否行使调整配额，从上半年调整预期来看，多数企业或不申报调整配额，今年有望继续保持供需偏紧趋势，价格有望继续上涨。此外，R134a、R125等此前上涨不多的品种今年供需关系有所改善（R134a需求随着新能源车渗透率提升而增长，R125或因配额调整政策，其配额大概率被调低），制冷剂均价上涨幅度有望超预期。需求端，厄尔尼诺现象或导致全球加速升温，夏季可能出现极端天气，对制冷产品需求有所提升。目前空调排产同比增速已在5月份转正，空调增速有望高于市场此前预期。同时，今年有望看到制冷剂涨价趋势取决于强供给抱团，而对需求的敏感度下降，这也将是制冷剂板块拔估值的重要验证。
- **含氟高分子材料**：从当前供需关系及价格走势来看，含氟高分子材料在2025年三季度触底反弹，在经历2024-2025年2年行业亏损后，目前PTFE已无新增产能，PVDF除头部巨化股份、三美股份外，行业也无新增产能，价格利润有望得到修复。目前PVDF从去年Q4跟随锂电产业链需求回暖而涨价，价格从最低点4.9万元/吨上涨至6.2万元/吨，PTFE的价格从去年9月底4万元/吨上涨至5万元/吨。后续在锂电、线缆、光伏等需求拉动下，景气有望持续上行。
- **电子级氢氟酸**：高端G5级产品有望在2026年出现紧缺局面。G5级氢氟酸由无水氢氟酸经多次纯化制得，主要用于晶圆蚀刻和清洗，随着AI算力的扩张，HBM和CoWoS先进封装需求爆发，对G5级氢氟酸需求倍增：HBM单晶圆的湿电子化学品消耗量较传统DRAM高出30%-50%；同时，3nm/2nm先进制程由于蚀刻层数增加，对超高纯电子级氢氟酸的纯度与稳定性要求进一步提高，形成了强劲的增量需求。此外，近期美伊冲突推升硫酸价格，进而推动电子级氢氟酸成本上行，触发涨价。虽然无水氢氟酸目前仍处于产能过剩状态，但相关企业较难在短时间内转向G5级氢氟酸的生产，新增供给有限。全年来看，电子级氢氟酸价格有望突破历史高位。

硅化工：有机硅供需反转，底部利润修复可期

- 2025年度硅化工子行业上市公司合计实现归母净利润-20.6亿元，同比下降170%，除去亏损的合盛硅业外，其他公司合计实现归母净利润9.3亿元，同比下降22.5%
- 2025年硅化工产业链表现较为分化：1) 工业硅环节：2025年全年工业硅均价为0.99万元/吨，同比-24.9%，工业硅价格同比下滑较多，原因在于一方面，下游硅料、有机硅执行减产计划，对工业硅需求下滑，另一方面，供给端仍有新增产能释放，行业供给增多。此外，龙头合盛硅业持续优化工业硅生产成本，在降低电耗、原料单耗以及提升原料硅矿石自给率方面持续发力，倒逼行业综合生产成本下降，因此工业硅环节价格持续下行，利润也同向下行但幅度相对较低，对应标的合盛硅业2025年全年亏损（计提存货跌价损失和光伏资产减值损失合计16.99亿元后仍亏损）。2) 有机硅环节：全年均价来看，2025年有机硅DMC均价为1.23万元/吨，同比-12%。虽然均价跟随工业硅下跌，但趋势上来看，2025年12月正式执行反内卷政策，对应价格在2025年11月下旬开始持续上涨。从目前的执行情况来看，价格有望持续上行，利润修复显著。3) 硅烷方面，由于行业供需关系恶化，2025年硅烷利润持续向下，晨光新材、江瀚新材、新亚强等标的2025年净利润同比下行，其中晨光新材出现亏损。

图：硅化工板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今 涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
603260.SH	合盛硅业	489.6	-13.8%	52.9	50.1	-4.2%	-5.4%	-26.9	0.8	-69.6%	102.9%	-29.9	14.6	-271.8%	-16.4	33.6
300821.SZ	东岳硅材	182.2	32.3%	7.4	12.6	4.5%	68.9%	-0.2	1.9	427.8%	967.1%	-0.2			-943.4	
600596.SH	新安股份	161.3	3.7%	29.3	40.8	12.7%	39.6%	0.4	1.0	143.8%	147.9%	1.5	6.5	185.7%	109.8	24.8
603281.SH	江瀚新材	137.7	34.8%	4.3	5.2	4.9%	19.0%	1.0	1.0	7.0%	7.7%	4.2	6.0	-30.5%	32.9	22.8
300019.SZ	硅宝科技	69.7	-11.7%	11.0	8.4	8.3%	-23.4%	0.5	0.5	-35.1%	-7.0%	2.8	3.2	17.3%	25.0	21.5
603155.SH	新亚强	63.7	9.9%	1.4	2.0	18.6%	42.7%	0.0	0.3	10.6%	1042.6%	0.8	1.1	-28.4%	77.7	55.8
300727.SZ	润禾材料	62.0	-1.7%	3.8	4.2	31.8%	11.2%	0.2	0.3	13.4%	10.8%	1.2	1.7	24.7%	51.7	37.6
605399.SH	晨光新材	47.7	6.3%	3.1	3.3	43.9%	7.7%	-0.6	-0.2	-307.6%	68.2%	-0.9			-50.5	
板块平均/总计			7.5%	113.3	126.6	5.1%	11.8%	-25.6	5.6	2.4%	122.0%	-20.6		-170.0%		

硅化工：有机硅景气上行，硅烷修复弹性显现

- 硅化工板块26Q1营收及归母净利润同环比均上行：2026Q1板块营收合计126.6亿元，同比+5.1%/环比+11.8%；板块归母净利润合计为5.6亿元，同比+2.4%/环比+122.0%。
- 分环节来看，1) 工业硅：26Q1工业硅均价为0.94万元/吨，同比-14.9%/环比-1.7%。趋势上来看，工业硅价格基本止跌企稳，下游减产因素已经反映在价格上。头部企业成本优化接近极限，短期下跌风险较低。2) 有机硅：26Q1有机硅DMC均价为1.41万元/吨，同比+4.4%/环比+14.3%。得益于2025年12月全行业开始执行的“反内卷”政策，价格及利润持续修复，3月加大减产力度，开工率由70%下降至65%，对应价格进一步上行，对应标的东岳硅材、新安股份等公司Q1利润改善显著（新安股份Q1净利润同比+144%/环比+148%，东岳硅材Q1净利润同比+428%/环比+967%）。全年来看，有机硅行业停止资本开支，需求增速可观，供需改善明确，叠加行业主动减产，年内价格及利润有望修复到较好分位。3) 硅烷：新增产能增速放缓，叠加原料价格上行，硅烷价格在26Q1末有所上涨，对应标的晨光、江瀚、新亚强26Q1净利润环比改善明显。

图：硅化工板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今 涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
603260.SH	合盛硅业	489.6	-13.8%	52.9	50.1	-4.2%	-5.4%	-26.9	0.8	-69.6%	102.9%	-29.9	14.6	-271.8%	-16.4	33.6
300821.SZ	东岳硅材	182.2	32.3%	7.4	12.6	4.5%	68.9%	-0.2	1.9	427.8%	967.1%	-0.2			-943.4	
600596.SH	新安股份	161.3	3.7%	29.3	40.8	12.7%	39.6%	0.4	1.0	143.8%	147.9%	1.5	6.5	185.7%	109.8	24.8
603281.SH	江瀚新材	137.7	34.8%	4.3	5.2	4.9%	19.0%	1.0	1.0	7.0%	7.7%	4.2	6.0	-30.5%	32.9	22.8
300019.SZ	硅宝科技	69.7	-11.7%	11.0	8.4	8.3%	-23.4%	0.5	0.5	-35.1%	-7.0%	2.8	3.2	17.3%	25.0	21.5
603155.SH	新亚强	63.7	9.9%	1.4	2.0	18.6%	42.7%	0.0	0.3	10.6%	1042.6%	0.8	1.1	-28.4%	77.7	55.8
300727.SZ	润禾材料	62.0	-1.7%	3.8	4.2	31.8%	11.2%	0.2	0.3	13.4%	10.8%	1.2	1.7	24.7%	51.7	37.6
605399.SH	晨光新材	47.7	6.3%	3.1	3.3	43.9%	7.7%	-0.6	-0.2	-307.6%	68.2%	-0.9			-50.5	
板块平均/总计			7.5%	113.3	126.6	5.1%	11.8%	-25.6	5.6	2.4%	122.0%	-20.6		-170.0%		

硅化工：有机硅供需反转可期

- 展望2026年，有机硅有望迎来反转，工业硅在没有极端天气影响下或为震荡走势：
- **工业硅**：供应端，2026年工业硅新增产能预计95万吨，而需求端硅料及有机硅继续执行减产计划，需求为收缩状态，从供需角度来看，2026年工业硅价格或在行业成本线震荡。若厄尔尼诺加速导致云贵川来水减产，电价上涨及水电区域降负荷有望带来涨价催化。
- **有机硅**：有机硅DMC自2022年开始价格持续下降，2023年龙头合盛、新安、东岳硅材有机硅端均为亏损状态，直到2025年底，价格一直处在现金流水平。持续亏损的主要原因是2022-2024年持续有新产能投放，2024年年内合计投产62.5万吨，2025年行业虽然无新增产能，但需要持续消化2024年增量产能，因此供需实际并未逆转。2026年目前行业无新增产能，2024年投放的新装置也爬坡完毕，行业供需在2026年有望得到显著优化。此外，在供需格局优化的基础上，行业自发性的反内卷行为也加速了价格上涨和利润修复。2025年12月开始行业自发性减产，国内所有企业均参与减产，价格自11000元/吨上涨至目前的15000元/吨，龙头报价持续上修，后续有望继续上涨，目前行业已经修复至单吨2000+净利润水平。复盘有机硅板块反内卷经验来看，该行业具备良好的“反内卷”执行基础：1）行业目前无新增产能，在经历一轮扩张周期后，目前行业内玩家基本无扩产规划（除新玩家其亚化学，但作为新玩家，产能建设可能不会太快），供给端在扩产端已经达成一致想法。2）供给厂家数量不多，且成本曲线平稳，涨价诉求较为一致。除去工业硅端利润，多数企业在有机硅这一环节的成本并无较大差距，因此容易就价格利润目标达成一致。3）有机硅需求支撑强劲，供需已经修复到健康水平，需求托底下，价格传导更为顺畅，涨价较为持续。而以上三点中期来看均不会发生变化，景气上行趋势不改。

化肥：农需韧性叠加出口弹性，资源型龙头占优

- 2025年度化肥子行业上市公司合计实现归母净利润240.6亿元，同比+23.9%。
- 年内氮肥表需稳健增长+供给端开工高位，尿素价格稳定+全年出口恢复至近500万吨，但国内价格天花板被保供稳价限制、凭借出口赚取少量超额利润，企业盈利更多受到其他煤化工产品的盈利拖累；磷肥/复合肥企业受益于磷矿石景气及出口的超额利润，叠加自身配套逐步完善增厚了利润，较多实现业绩的平稳增长；钾肥企业则受益于全年钾肥价格的高景气，并伴随新增产能陆续放量，盈利实现高增。

图：化肥板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
000792.SZ	盐湖股份	1,715.0	38.2%	43.9	64.3	106.2%	46.5%	41.1	34.9	176.9%	-15.1%	84.8	108.3	81.8%	20.2	15.8
600426.SH	华鲁恒升	678.6	14.9%	74.2	83.4	7.4%	12.5%	10.4	11.9	54.6%	15.3%	33.2	48.6	-15.0%	20.5	14.0
600096.SH	云天化	570.8	5.1%	108.2	119.8	-7.9%	10.8%	3.8	15.0	7.6%	295.3%	51.6	52.4	-3.3%	11.1	10.9
000893.SZ	亚钾国际	460.5	13.8%	14.6	14.9	22.7%	2.0%	3.1	5.3	39.8%	73.6%	16.7	30.9	76.0%	27.5	14.9
002545.SZ	东方铁塔	298.3	37.6%	14.9	14.2	48.6%	-4.6%	3.8	4.0	95.2%	6.7%	12.1	15.3	113.8%	24.7	19.5
000902.SZ	新洋丰	178.7	-2.0%	45.7	55.0	17.8%	20.2%	2.3	5.1	-1.5%	122.7%	16.1	17.8	22.6%	11.1	10.0
002539.SZ	云图控股	160.3	27.5%	55.3	61.0	6.8%	10.3%	1.6	3.1	19.8%	101.0%	8.3	12.6	2.8%	19.4	12.8
000422.SZ	湖北宜化	161.4	13.2%	64.9	67.6	71.2%	4.2%	1.1	3.1	16133.6%	178.7%	8.1	10.4	23.9%	20.0	15.5
002170.SZ	芭田股份	118.4	11.8%	12.5	13.3	19.4%	6.4%	2.2	2.7	60.2%	21.8%	9.1	12.7	122.8%	13.0	9.4
002588.SZ	史丹利	112.5	8.2%	29.9	40.6	19.2%	35.6%	2.3	3.6	32.6%	58.0%	10.3	11.7	25.1%	10.9	9.6
002470.SZ	金正大	86.4	61.2%	26.0	29.6	25.9%	13.8%	0.6	0.1	20.7%	-80.9%	0.3		-42.0%	249.8	
600691.SH	阳煤化工	68.7	14.9%	23.3	23.0	-1.8%	-1.3%	-5.4	-0.6	58.6%	88.3%	-8.3		-21.2%	-8.3	
000912.SZ	泸天化	64.8	8.2%	10.7	10.3	-31.6%	-4.1%	0.3	0.0	-105.5%	-106.6%	0.3		-58.3%	203.7	
600227.SH	赤天化	57.8	65.1%	6.0	6.0	5.7%	0.2%	-1.2	-0.3	38.2%	76.9%	-2.8		-218.3%	-20.9	
002538.SZ	司尔特	55.5	9.7%	14.4	13.7	27.0%	-4.5%	0.1	0.7	82.5%	603.5%	1.7		-47.1%	33.6	
000731.SZ	四川美丰	35.1	5.5%	10.0	8.8	-3.2%	-11.7%	-1.1	-0.3	-107.1%	74.2%	-1.2		-144.9%	-28.8	
002999.SZ	天禾股份	24.4	3.8%	31.7	39.6	0.6%	24.7%	0.4	0.1	3.9%	-66.0%	0.6		169.0%	40.8	
600423.SH	柳化股份	23.2	-15.1%	0.3	0.3	-16.6%	6.2%	-0.3	0.0	70.4%	111.4%	-0.3		-185.2%	-90.4	
板块平均/总计			17.9%	586.3	665.3	15.5%	13.5%	65.0	88.7	73.0%	36.5%	240.6		23.9%		

化肥：旺季景气延续，出口政策决定利润弹性

- 磷肥：Q1受到磷矿石及硫磺的成本支撑，价格上涨的同时，价差有所收窄。但从企业利润角度反映不明显，主因低价硫磺库存+去年同期春耕有所滞后+磷矿板块盈利仍较稳定。后续需关注Q2磷肥出口政策的变化，当前国内外二铵价差约1500-2000元/吨。
- 氮肥：春耕旺季之下Q1氮肥需求景气，在国内保供价格之下偏强运行，同时原料端煤炭成本较为稳定，相关企业盈利同环比均有提升表现。3月以来美伊冲突催化下国际尿素价格大幅走高，当前国内外价差超4000元/吨，5月氮肥放开出口的置信度较高。

图：化肥板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
000792.SZ	盐湖股份	1,715.0	38.2%	43.9	64.3	106.2%	46.5%	41.1	34.9	176.9%	-15.1%	84.8	108.3	81.8%	20.2	15.8
600426.SH	华鲁恒升	678.6	14.9%	74.2	83.4	7.4%	12.5%	10.4	11.9	54.6%	15.3%	33.2	48.6	-15.0%	20.5	14.0
600096.SH	云天化	570.8	5.1%	108.2	119.8	-7.9%	10.8%	3.8	15.0	7.6%	295.3%	51.6	52.4	-3.3%	11.1	10.9
000893.SZ	亚钾国际	460.5	13.8%	14.6	14.9	22.7%	2.0%	3.1	5.3	39.8%	73.6%	16.7	30.9	76.0%	27.5	14.9
002545.SZ	东方铁塔	298.3	37.6%	14.9	14.2	48.6%	-4.6%	3.8	4.0	95.2%	6.7%	12.1	15.3	113.8%	24.7	19.5
000902.SZ	新洋丰	178.7	-2.0%	45.7	55.0	17.8%	20.2%	2.3	5.1	-1.5%	122.7%	16.1	17.8	22.6%	11.1	10.0
002539.SZ	云图控股	160.3	27.5%	55.3	61.0	6.8%	10.3%	1.6	3.1	19.8%	101.0%	8.3	12.6	2.8%	19.4	12.8
000422.SZ	湖北宜化	161.4	13.2%	64.9	67.6	71.2%	4.2%	1.1	3.1	16133.6%	178.7%	8.1	10.4	23.9%	20.0	15.5
002170.SZ	芭田股份	118.4	11.8%	12.5	13.3	19.4%	6.4%	2.2	2.7	60.2%	21.8%	9.1	12.7	122.8%	13.0	9.4
002588.SZ	史丹利	112.5	8.2%	29.9	40.6	19.2%	35.6%	2.3	3.6	32.6%	58.0%	10.3	11.7	25.1%	10.9	9.6
002470.SZ	金正大	86.4	61.2%	26.0	29.6	25.9%	13.8%	0.6	0.1	20.7%	-80.9%	0.3		-42.0%	249.8	
600691.SH	阳煤化工	68.7	14.9%	23.3	23.0	-1.8%	-1.3%	-5.4	-0.6	58.6%	88.3%	-8.3		-21.2%	-8.3	
000912.SZ	泸天化	64.8	8.2%	10.7	10.3	-31.6%	-4.1%	0.3	0.0	-105.5%	-106.6%	0.3		-58.3%	203.7	
600227.SH	赤天化	57.8	65.1%	6.0	6.0	5.7%	0.2%	-1.2	-0.3	38.2%	76.9%	-2.8		-218.3%	-20.9	
002538.SZ	司尔特	55.5	9.7%	14.4	13.7	27.0%	-4.5%	0.1	0.7	82.5%	603.5%	1.7		-47.1%	33.6	
000731.SZ	四川美丰	35.1	5.5%	10.0	8.8	-3.2%	-11.7%	-1.1	-0.3	-107.1%	74.2%	-1.2		-144.9%	-28.8	
002999.SZ	天禾股份	24.4	3.8%	31.7	39.6	0.6%	24.7%	0.4	0.1	3.9%	-66.0%	0.6		169.0%	40.8	
600423.SH	柳化股份	23.2	-15.1%	0.3	0.3	-16.6%	6.2%	-0.3	0.0	70.4%	111.4%	-0.3		-185.2%	-90.4	
板块平均/总计			17.9%	586.3	665.3	15.5%	13.5%	65.0	88.7	73.0%	36.5%	240.6		23.9%		

化肥：旺季景气延续，出口政策决定利润弹性

- 钾肥：26年国内钾肥大合同于25年底即签订，明确底部价格的同时使得市场供应相对宽裕。但钾肥的全球寡头垄断格局仍较稳定，且农需稳步增加，推动Q1价格稳步上行。相关标的受益于量增逻辑，Q1同比录得高增、环比也呈稳步增长趋势。
- 复合肥：Q1春耕旺季，单质肥价格上涨之下，复合肥价差呈稳健小幅扩张趋势，对成本端实现较为充分的传导。同比来看，由于25年同期春耕有所滞后（部分需求于25Q2体现），叠加头部复合肥标的均有化工端/配套端的增量，同时新能源板块盈利向好，故而Q1营收及利润均录得正向增长。
- 从行业综合毛利及毛利率水平看，26Q1化肥行业毛利率22.6%，环比较25Q4的20.0%提升2.6PCT，同比较25Q1的17.4%提升5.2PCT。

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
000792.SZ	盐湖股份	1,715.0	38.2%	43.9	64.3	106.2%	46.5%	41.1	34.9	176.9%	-15.1%	84.8	108.3	81.8%	20.2	15.8
600426.SH	华鲁恒升	678.6	14.9%	74.2	83.4	7.4%	12.5%	10.4	11.9	54.6%	15.3%	33.2	48.6	-15.0%	20.5	14.0
600096.SH	云天化	570.8	5.1%	108.2	119.8	-7.9%	10.8%	3.8	15.0	7.6%	295.3%	51.6	52.4	-3.3%	11.1	10.9
000893.SZ	亚钾国际	460.5	13.8%	14.6	14.9	22.7%	2.0%	3.1	5.3	39.8%	73.6%	16.7	30.9	76.0%	27.5	14.9
002545.SZ	东方铁塔	298.3	37.6%	14.9	14.2	48.6%	-4.6%	3.8	4.0	95.2%	6.7%	12.1	15.3	113.8%	24.7	19.5
000902.SZ	新洋丰	178.7	-2.0%	45.7	55.0	17.8%	20.2%	2.3	5.1	-1.5%	122.7%	16.1	17.8	22.6%	11.1	10.0
002539.SZ	云图控股	160.3	27.5%	55.3	61.0	6.8%	10.3%	1.6	3.1	19.8%	101.0%	8.3	12.6	2.8%	19.4	12.8
000422.SZ	湖北宜化	161.4	13.2%	64.9	67.6	71.2%	4.2%	1.1	3.1	16133.6%	178.7%	8.1	10.4	23.9%	20.0	15.5
002170.SZ	芭田股份	118.4	11.8%	12.5	13.3	19.4%	6.4%	2.2	2.7	60.2%	21.8%	9.1	12.7	122.8%	13.0	9.4
002588.SZ	史丹利	112.5	8.2%	29.9	40.6	19.2%	35.6%	2.3	3.6	32.6%	58.0%	10.3	11.7	25.1%	10.9	9.6
002470.SZ	金正大	86.4	61.2%	26.0	29.6	25.9%	13.8%	0.6	0.1	20.7%	-80.9%	0.3		-42.0%	249.8	
600691.SH	阳煤化工	68.7	14.9%	23.3	23.0	-1.8%	-1.3%	-5.4	-0.6	58.6%	88.3%	-8.3		-21.2%	-8.3	
000912.SZ	泸天化	64.8	8.2%	10.7	10.3	-31.6%	-4.1%	0.3	0.0	-105.5%	-106.6%	0.3		-58.3%	203.7	
600227.SH	赤天化	57.8	65.1%	6.0	6.0	5.7%	0.2%	-1.2	-0.3	38.2%	76.9%	-2.8		-218.3%	-20.9	
002538.SZ	司尔特	55.5	9.7%	14.4	13.7	27.0%	-4.5%	0.1	0.7	82.5%	603.5%	1.7		-47.1%	33.6	
000731.SZ	四川美丰	35.1	5.5%	10.0	8.8	-3.2%	-11.7%	-1.1	-0.3	-107.1%	74.2%	-1.2		-144.9%	-28.8	
002999.SZ	天禾股份	24.4	3.8%	31.7	39.6	0.6%	24.7%	0.4	0.1	3.9%	-66.0%	0.6		169.0%	40.8	
600423.SH	柳化股份	23.2	-15.1%	0.3	0.3	-16.6%	6.2%	-0.3	0.0	70.4%	111.4%	-0.3		-185.2%	-90.4	
板块平均/总计			17.9%	586.3	665.3	15.5%	13.5%	65.0	88.7	73.0%	36.5%	240.6		23.9%		

化肥：出口弹性与资源景气并重

- 展望2026年：
- 1、氮肥国内外价差拉大，出口边际驱动利润弹性较大：受美伊冲突影响，当前国内外尿素价差已突破4000元/吨，我们看好春耕季过后国内尿素有序放开出口，相关企业有望受益于内外价差套利带来的利润弹性。同时，近年来国内极为重视并积极推动农耕保供，高标准农田建设、退林还耕等政策，支撑国内耕地面积及尿素需求稳步增长。我们看好尿素需求端稳步增长，供给端产能增速回落、开工持续走高，同时新增产能成本竞争力突出。虽然尿素行业供给较为分散，但未来新增产能主要集中在具备成本竞争力的龙头（如心连心等少数企业）手中，且在2025年行业产能录得双位数增长后，2026-2027年仅少量新增产能投产，同时行业1000万吨现存固定床落后产能存在逐步退出可能。我们看好尿素在供需紧平衡下价格中枢稳步上涨。
- 2、磷肥成本承压，但内外需需求景气旺盛，关注出口向牌照类生意转变：国际市场方面，1）农户种植收益逐步回暖，磷肥需求逐步恢复；2）我国出口政策波动，供给端短缺；3）海外磷肥受天然气、硫磺等价格上涨影响，成本抬升显著；4）粮价存在底部上涨期权。预计全球磷肥中枢价格将维持高位。国内市场方面，硫磺价格快速上涨压制磷肥利润，预计年内磷肥成本及利润承压运行。未来国内重点保供+通过出口弥补企业利润的模式或逐步走通，磷肥出口将逐步转变为牌照类生意，业绩确定性更强。
- 3、钾肥农需旺盛，海外寡头垄断挺价，国内大合同价格托底：钾肥资源品属性明显，预计价格高位震荡。国际市场方面，1）我国及东南亚市场钾肥需求增长突出，支撑全球市场需求稳步增长；2）全球新增供给有限，至2028年大部分新增产能来自老挝的扩建，预计2024-2028年全球产能年化增速仅4%，而加拿大、巴西等地的新增产能预计将在2028年之后；3）钾资源供需分布不均，寡头垄断格局之下，行业寡头挺价意愿强烈；4）地缘政治不确定性增加，行业黑天鹅事件频发。叠加当前粮价仍处周期底部，我们预计全球钾肥价格仍将维持景气。国内市场方面，1）供需矛盾仍存，钾肥高度依赖进口而港库偏低位运行；2）国内环保督察红线明确，行业集中度或进一步提升；3）2026年大合同价格确认：2025.6签订大合同价格346美元/吨CFR，2025.11新签订2026年大合同价格348美元/吨CFR，保证国内稳定供应的同时，国内市场观望情绪得到缓解，同时底部价格（折贸易商成本约2800元/吨）得到支撑。

农药：海外低库存补库，新一轮景气逐步启动

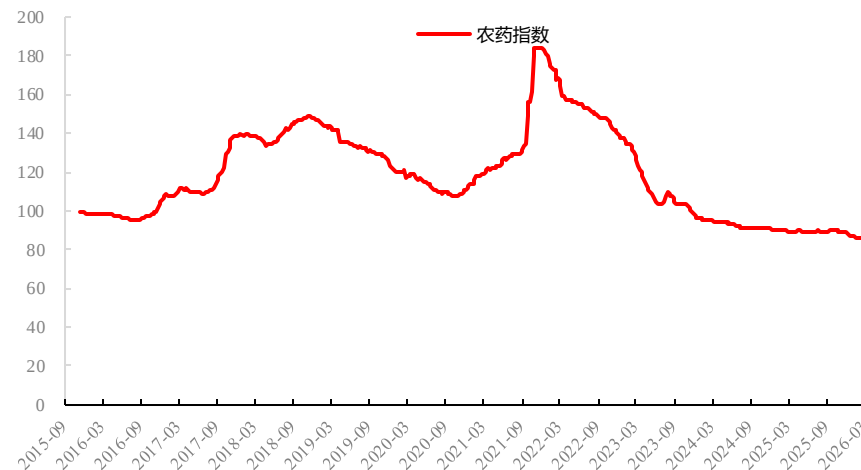
此前一轮农药周期：2016-2020年第三轮农药周期

- 2016年下半年，农药行业在供给侧改革背景下触底回升，2017年监管强化，行业加速上行，行情持续至2018年二季度，行情维持两年时间，此后行业迅速转冷，需求清淡。
- 2019年3月发生响水爆炸事件，五省联合进行安全环保整治，农药落后产能出清，行情迅速发酵。但由于去库周期尚未走完，2019年反弹高度有限，脉冲式波动后，整体仍延续下行趋势至2020年二季度。此轮下行周期持续接近2年时间。

最近一轮农药周期：2020-2025年第四轮农药周期

- 历经2年产能持续出清，2020年二季度新一轮农药周期启动，海外市场补库，行业企业利润端改善催化行情加速，持续到2021年，此后叠加疫情期间海外大规模补库催化，行情持续至2022年二季度，此轮景气行情持续近三年时间。
- 2021-2023年间，农药行业持续进行新建扩产，我们统计下来有接近67万吨原药拟建或新建，且海外库存高企，2022年三季度行情急转直下，需求萎靡库存高企，新增产能和海外高库存持续消化，行情萎靡持续至2025年二季度，已历经整三年。
- 农药行业周期规律较为明显，基本5-6年一轮周期，上行和下行阶段基本都维持2-3年。**其中需要强调的是，农药的需求周期和资本开支周期是内生共振的，行业景气度与企业资本开支决策具有强正相关性。**农药行业从2022年三季度下行至今已历经三年，现已有较为明确的反转信号。

图：农药原药价格指数

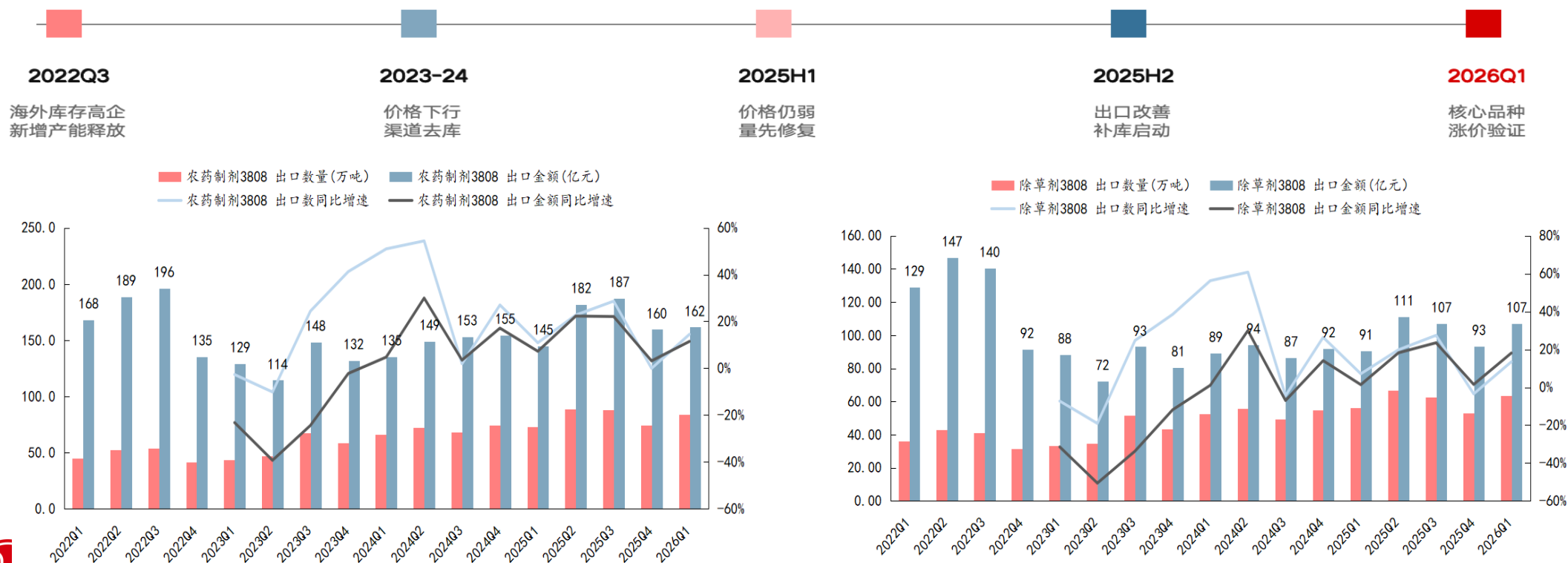


图：申万行业农化制品指数



农药：价格底部确认，景气上行趋势启动

- **2025年农药行业仍处于周期底部修复阶段**，整体需求和价格尚未完全恢复，但行业下行压力已明显缓和。全球农化市场延续去库存后的弱复苏特征，预期行业整体处于“U”型反转的前期。中国农药出口率先出现改善，制剂出口数量和金额在二季度明显回升，显示海外渠道补库逐步启动。与此同时，前期扩产带来的供给压力仍在消化，低价竞争和盈利承压仍是行业主要矛盾。
- **2025年行业反转信号明显、中国农药出口率先出现改善**。农药3808项下的制剂出口金额历经10个季度的大幅调整，于2025年二季度出现了同环比大幅改善，达到182亿元，同比增长22%、环比增长28%，已接近2022年Q2水平。尤其此前下跌最多，出口基本维持在季度90亿元左右的除草剂，也修复到了110亿元以上，同环比增长20%以上。2025年Q2，美国农化品库存同比曲线转正，4月实现0.9%、5月0.7%，具有指导意义，与中国出口数据相呼应，指引着历经3年的萎靡时间，农药市场转向全面补库率先带动的行业周期上行。



农药：景气周期已至，盈利改善进入兑现期

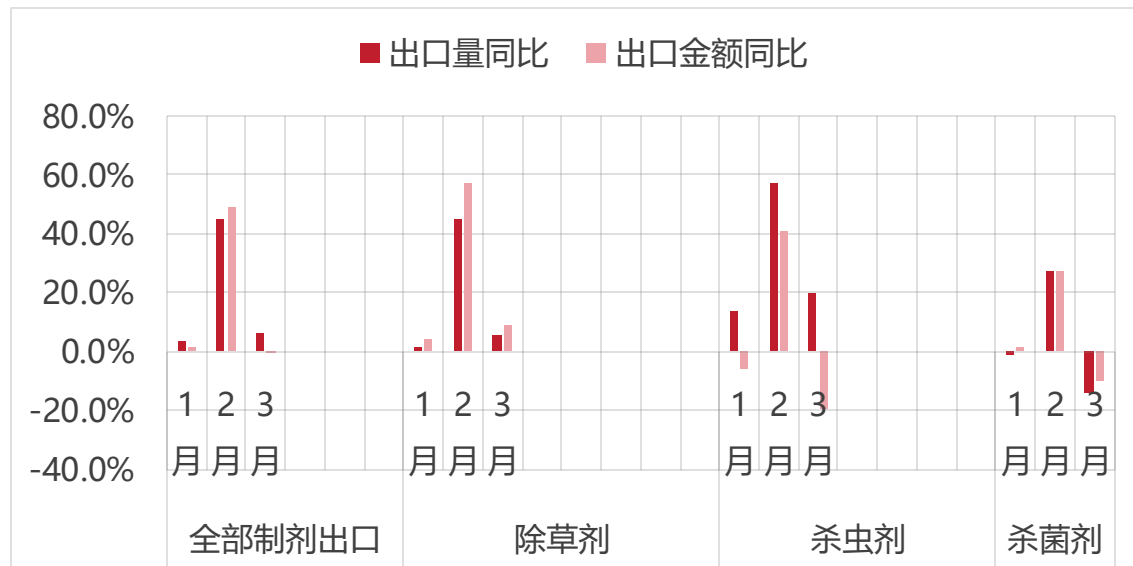
表：农药板块核心标的2025业绩表现

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	涨跌幅	年度净利润（亿元）						PE	
			年初至3月31日	2024A	2025A	2025同比	2026E	2027E	2026同比	2026E	2027E
600486.SH	扬农化工	304.0	8.1%	12.0	12.9	7.0%	16.5	18.7	28.4%	18.4	16.3
301035.SZ	润丰股份	214.1	12.1%	4.5	10.4	132.1%	13.3	16.5	27.6%	16.1	13.0
603360.SH	百傲化学	189.3	-16.8%	3.9	2.1	-46.5%	3.0	3.8	44.4%	62.5	49.3
002250.SZ	联化科技	149.0	23.8%	1.0	3.6	250.9%	5.7	7.1	56.5%	26.3	21.0
000553.SZ	安道麦A	147.2	15.3%	-29.0	-10.5	-64.0%	5.5	6.4	扭亏	26.7	23.2
600596.SH	新安股份	144.3	-6.8%	0.5	1.5	185.7%	6.7	9.9	356.2%	21.5	14.5
603599.SH	广信股份	131.9	26.2%	7.8	6.6	-15.6%	11.6	11.3	76.3%	11.4	11.6
600389.SH	江山股份	125.0	14.8%	2.2	5.3	137.3%	7.8	9.5	46.1%	16.1	13.2
301665.SZ	泰禾股份	117.3	-7.7%	2.7	4.7	75.1%	5.6	6.8	21.1%	20.8	17.2
002258.SZ	利尔化学	115.3	10.3%	2.2	4.8	122.3%	6.3	7.6	30.8%	18.4	15.2
002734.SZ	利民股份	82.4	8.6%	0.8	4.8	489.7%	4.7	6.4	-1.7%	17.5	12.9
000525.SZ	红太阳	76.0	6.8%	3.9	-3.8	-197.6%					
002749.SZ	国光股份	61.3	-1.4%	3.7	3.1	-14.9%	4.5	5.2	45.6%	13.5	11.7
300261.SZ	雅本化学	60.9	-6.1%	-2.6	-1.6	-38.1%	0.1		扭亏	1014.7	
603639.SH	海利尔	47.6	7.2%	1.8	1.8	0.3%	4.8	5.8	164.6%	9.9	8.3
920819.BJ	颖泰生物	43.8	-7.8%	-5.9	-2.6	-56.3%	0.8	1.7	扭亏	54.0	26.4
603585.SH	苏利股份	41.5	17.7%	-0.1	1.9	扭亏	2.2	2.7	14.7%	18.8	15.5
002391.SZ	长青股份	40.5	5.1%	-1.2	0.4	扭亏	1.3	1.9	221.9%	31.0	21.8
600731.SH	湖南海利	39.1	3.2%	2.7	2.4	-8.2%	3.8	4.8	57.4%	10.2	8.1
603970.SH	中农立华	34.1	-1.4%	2.0	1.7	-15.2%	3.2	3.4	82.7%	10.8	9.9
300804.SZ	广康生化	33.9	30.9%	0.3	0.4	17.4%					
300796.SZ	贝斯美	32.9	4.7%	-0.3	0.2	扭亏	2.7	2.4	1035.3%	12.0	13.6
603086.SH	先达股份	32.7	-8.5%	-0.3	1.4	扭亏	2.7	3.3	99.4%	12.0	9.9
605033.SH	美邦股份	30.9	13.6%	0.4	0.5	32.0%					
002942.SZ	新农股份	29.8	-0.5%	0.6	1.0	65.3%					
300575.SZ	中旗股份	29.2	5.0%	0.1	-1.9	-1727.0%					
002496.SZ	*ST辉丰	29.1	4.9%	-1.6	-2.1	38.3%					
003042.SZ	中农联合	26.5	15.9%	-1.2	-1.4	11.6%					
603810.SH	丰山集团	25.9	-2.1%	-0.4	0.4	扭亏					
002513.SZ	蓝丰生化	23.6	-6.5%	-2.5	-1.9	-24.5%					
001231.SZ	农心科技	23.5	-5.7%	0.6	0.7	11.2%					
	合计	2495.5	4.8%	8.6	46.8	442.2%					

农药：出口与补库共振，景气上行趋势确立

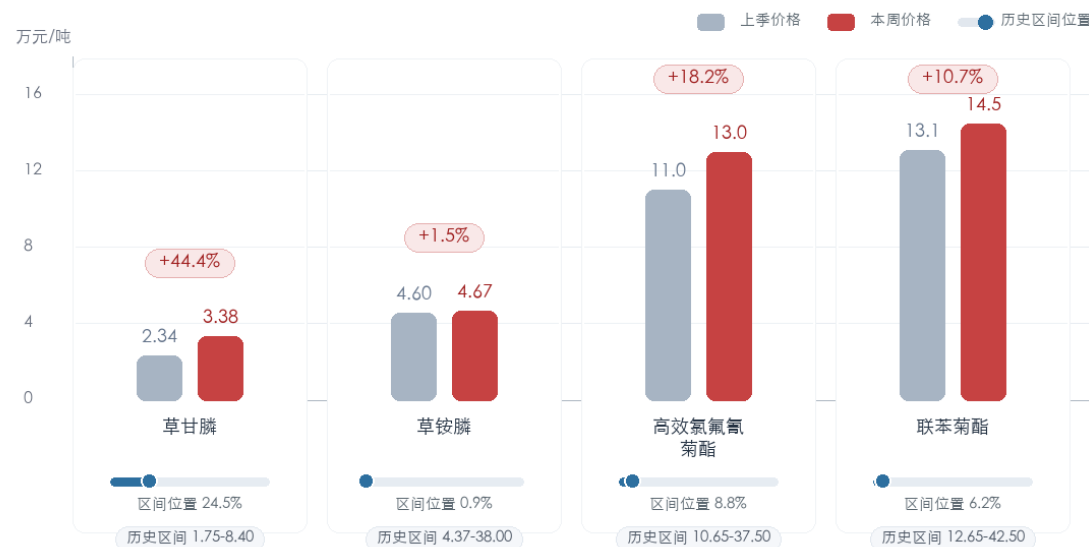
- 2026年一季度，农药行业景气修复趋势进一步确立，需求端改善带动主要企业收入恢复增长，但利润端仍受汇率、费用、原料成本及新项目折旧等因素影响，企业表现有所分化。并且美伊冲突推高原料成本，冲击全球农药供应链，海外产能受限，中国凭借全产业链优势加速替代，叠加海外农药产业链普遍低库存，行业进入景气加速上行周期。
- 产品层面，2026Q1草甘膦、草铵膦、菊酯类等核心原药价格边际上行，部分品种已进入补库和涨价共振阶段。从出口细分数据看，2026Q1除草剂改善量价齐升更为明显。
- 展望2026年，政策层面上，“一品一证”政策逐步落地、硝化工艺整治及农药工业协会积极开展“正风治卷”三年行动，会遏制不合规的地下作坊，一批非法生产、无序竞争的地下工厂有望被清退，农药行业供给持续收紧。而需求端随海外补库和粮油涨价趋势向上，预期农药行业景气有望加速向上。
- 并且创制农药方面，2026年国内企业在苯嘧草唑、氟螨双醚等品种上的产业化和商业化推进加快，有望提升产品附加值和中长期成长空间。

图：农药制剂（HS3808）2026Q1分月出口数据情况



图：2026Q1核心产品价格表现强势

单位：万元/吨；上季价格 vs 本周价格；分位条为本周价格在历史高低点区间中的位置



农药：大周期向上带动2026Q1业绩同比继续改善

表：农药板块2025Q4及2026Q1业绩表现

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	涨跌幅 年初至3月31日	单季度, 营业收入（亿元）						单季度, 净利润（亿元）					
				2025Q3	2025Q4	2026Q1	2025Q1	2026Q1同比	2026Q1环比	2025Q3	2025Q4	2026Q1	2025Q1	2026Q1同比	2026Q1环比
600486.SH	扬农化工	304.0	8.1%	29.2	27.1	34.7	32.4	7.0%	27.7%	2.5	2.3	4.1	4.3	-6.4%	76.6%
301035.SZ	润丰股份	214.1	12.1%	43.8	37.8	31.9	26.9	18.8%	-15.5%	3.3	1.5	1.7	2.6	-35.6%	6.8%
603360.SH	百傲化学	189.3	-16.8%	3.1	6.3	2.6	4.9	-46.1%	-58.0%	0.3	0.8	0.2	0.6	-65.3%	-74.5%
002250.SZ	联化科技	149.0	23.8%	15.7	17.1	19.6	15.1	30.0%	14.7%	0.9	0.5	1.0	0.5	105.0%	120.9%
000553.SZ	安道麦A	147.2	15.3%	66.5	72.7	72.1	71.7	0.5%	-0.8%	-3.4	-6.2	5.7	1.5	276.6%	扭亏
600596.SH	新安股份	144.3	-6.8%	36.4	29.3	40.8	36.2	12.7%	39.6%	0.0	0.8	1.0	0.3	190.6%	27.6%
603599.SH	广信股份	131.9	26.2%	7.7	8.7	9.1	9.8	-7.1%	4.8%	1.7	1.4	1.6	1.6	-2.3%	15.3%
600389.SH	江山股份	125.0	14.8%	11.6	13.0	19.4	17.5	11.4%	49.6%	0.9	1.1	1.8	1.6	17.5%	70.1%
301665.SZ	泰禾股份	117.3	-7.7%	14.8	14.8	13.8	10.3	33.4%	-6.8%	1.9	1.0	1.3	0.8	70.7%	36.4%
002258.SZ	利尔化学	115.3	10.3%	22.0	23.0	23.1	20.9	10.9%	0.6%	1.1	1.0	1.2	1.5	-24.8%	18.0%
002734.SZ	利民股份	82.4	8.6%	11.5	9.3	13.3	12.1	9.6%	43.1%	1.2	0.9	1.3	1.1	22.2%	47.2%
000525.SZ	红太阳	76.0	6.8%	8.7	7.5	6.7	8.5	-20.6%	-10.5%	-0.6	-1.1	0.0	0.3	-89.1%	扭亏
002749.SZ	国光股份	61.3	-1.4%	4.0	5.3	3.8	3.9	-1.2%	-28.8%	0.5	0.3	0.6	0.8	-23.5%	77.2%
300261.SZ	雅本化学	60.9	-6.1%	3.3	3.1	3.0	3.2	-3.8%	-2.3%	0.0	-1.5	-0.6	-0.1	351.4%	-62.3%
603639.SH	海利尔	47.6	7.2%	7.8	8.1	11.6	12.6	-8.1%	43.1%	0.1	-0.3	0.8	1.0	-28.2%	扭亏
920819.BJ	颖泰生物	43.8	-7.8%	14.1	12.1	13.6	13.5	0.2%	12.2%	-0.2	-2.5	-0.2	0.0	-940.9%	-92.0%
603585.SH	苏利股份	41.5	17.7%	7.6	7.1	6.1	6.5	-6.0%	-14.7%	0.6	0.5	0.2	0.3	-36.9%	-59.8%
002391.SZ	长青股份	40.5	5.1%	8.9	7.2	10.0	9.2	8.3%	39.0%	0.1	-0.1	0.3	0.2	84.1%	扭亏
600731.SH	湖南海利	39.1	3.2%	5.1	4.1	4.4	3.9	12.2%	5.9%	0.5	0.5	0.4	0.6	-21.2%	-1.9%
603970.SH	中农立华	34.1	-1.4%	22.1	22.9	26.5	25.3	4.8%	15.9%	0.1	0.2	0.5	0.5	1.8%	158.1%
300804.SZ	广康生化	33.9	30.9%	1.5	2.0	1.6	1.9	-14.3%	-21.7%	0.1	0.1	0.0	0.2	-103.4%	-109.8%
300796.SZ	贝斯美	32.9	4.7%	3.3	4.1	3.5	4.2	-16.4%	-14.5%	0.0	-0.1	0.0	0.3	-88.6%	扭亏
603086.SH	先达股份	32.7	-8.5%	5.9	3.5	6.3	5.4	16.9%	80.3%	0.6	-0.6	0.2	0.2	1.3%	扭亏
605033.SH	美邦股份	30.9	13.6%	1.2	3.0	3.4	2.9	16.2%	11.0%	0.0	0.1	0.4	0.3	18.9%	185.7%
002942.SZ	新农股份	29.8	-0.5%	2.5	2.7	3.4	3.0	13.1%	26.2%	0.1	-0.1	0.5	0.4	10.5%	扭亏
300575.SZ	中旗股份	29.2	5.0%	5.4	8.1	6.5	5.3	22.5%	-19.6%	-0.8	-0.5	0.0	-0.3	扭亏	扭亏
002496.SZ	*ST辉丰	29.1	4.9%	0.5	1.3	1.1	0.7	45.3%	-14.8%	-0.1	-2.1	0.0	0.2	-96.3%	扭亏
003042.SZ	中农联合	26.5	15.9%	4.4	3.5	6.4	5.2	23.7%	82.2%	-0.5	-0.9	0.0	0.0	-50.8%	扭亏
603810.SH	丰山集团	25.9	-2.1%	3.0	3.0	4.1	3.2	28.3%	36.1%	0.1	0.0	0.1	0.2	-18.2%	扭亏
002513.SZ	蓝丰生化	23.6	-6.5%	6.3	5.1	6.5	5.4	19.9%	27.3%	-0.3	-1.1	-0.1	-0.2	-33.0%	-86.9%
001231.SZ	农心科技	23.5	-5.7%	1.0	2.2	2.1	2.1	1.2%	-4.4%	-0.1	0.3	0.2	0.2	5.1%	-28.0%
870866.BJ	绿亨科技	13.3	-9.8%	1.0	1.6	0.8	1.0	-11.8%	-46.9%	0.0	0.1	0.1	0.0	95.8%	-36.4%
	合计	2495.5	4.8%	380.1	376.7	412.0	384.7	7.1%	9.4%	10.5	-3.9	24.3	21.4	13.4%	扭亏

轮胎：全球化产能兑现，成本传导能力决定分化

- 2025年度轮胎子行业上市公司合计实现归母净利润131.0亿元，同比-15.9%。
- 年内企业利润受到美国关税的拖累较为严重，主要是5月起美国对进口半钢胎的“232”关税及对进口全钢胎/非公路轮胎的对等关税，阶段性影响了订单的交付、并持续影响了输美产品的价格及利润。但进入25Q3，在刚性需求之下，企业订单逐步恢复，同时价格持续向下游进行传导，头部企业逐步走出了经营拐点。25Q4则受到年底销售费用及汇兑影响，处于全年低谷。整体来看2025年轮胎企业原材料成本微涨，价格受关税影响较大，销量则得益于外销坚挺+新增产能持续爬坡放量，整体收入仍录得较高增长。另一方面，企业间盈利水平已逐步拉开差距，在外部环境较差的经营条件下，企业间的渠道及经营管理差异陆续显现。

图：轮胎板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
603049.SH	中策橡胶	416.5	-13.3%	112.7	111.9	5.2%	-0.7%	6.3	12.2	5.9%	92.3%	41.5	46.5	9.5%	10.0	8.9
601058.SH	赛轮轮胎	417.6	-15.2%	92.1	94.6	12.5%	2.8%	6.6	10.7	1.1%	62.2%	35.2	46.2	-13.3%	11.9	9.0
600623.SH	华谊集团	204.6	35.1%	104.5	116.4	11.4%	11.4%	2.0	1.7	28.6%	-17.2%	5.5	12.3	-39.1%	36.9	16.6
601966.SH	玲珑轮胎	182.8	-9.2%	64.8	60.6	6.3%	-6.5%	2.0	0.2	-95.0%	-91.6%	13.7	16.3	-21.9%	13.4	11.2
002984.SZ	森麒麟	163.3	-20.9%	21.7	20.8	1.3%	-4.2%	1.1	2.1	-41.9%	91.5%	11.2	17.2	-48.5%	14.5	9.5
000599.SZ	青岛双星	129.3	-12.1%	11.4	66.3	484.2%	481.9%	-1.0	3.6	460.0%	463.5%	-3.6		-1.1%	-36.0	
601163.SH	三角轮胎	117.4	2.7%	25.0	24.7	10.0%	-1.3%	2.4	2.2	31.3%	-9.5%	9.2	10.4	-16.3%	12.7	11.3
001233.SZ	海安集团	106.5	2.8%	6.1	4.7	1.3%	-22.7%	1.0	0.5	-62.7%	-45.5%	5.6	7.6	-17.6%	19.0	14.0
000589.SZ	贵州轮胎	73.8	-2.7%	29.9	26.9	6.3%	-10.1%	1.7	1.8	171.0%	7.2%	6.2	7.8	0.7%	11.9	9.4
601500.SH	通用股份	71.5	-3.1%	22.8	21.4	0.7%	-6.4%	0.9	1.3	22.3%	38.5%	2.0	3.7	-46.1%	35.5	19.1
600469.SH	风神股份	55.5	-6.2%	18.7	17.9	9.8%	-4.3%	0.1	0.5	80.4%	325.8%	2.4	4.2	-16.1%	23.6	13.3
600182.SH	S佳通	48.6	-7.4%	12.6	11.0	-2.0%	-12.3%	1.5	1.0	97.1%	-36.5%	2.0		13.1%	24.6	
板块平均/总计			-4.1%	522.4	577.2	19.0%	10.5%	24.7	37.8	7.8%	52.7%	131.0		-15.9%		

轮胎：提价传导对冲成本，海外布局强化韧性

- 需求端刚性，订单饱满：据米其林数据统计，26年1-3月全球PCR、TBR替换市场分别同比+0%、+3%，3月分别同比+4%、+5%，Q1国内外需求稳定、订单饱满。
- 原材料成本提升，企业提价对冲：Q4以来原材料成本上涨，3月更是受到美伊冲突影响大幅上行。3-4月以来大部分轮胎企业已通过内外销同步的价格调整进行传导，且5月仍有进一步提价计划，经营预计将呈现较强韧性。从Q1情况看，原材料影响相对有限，环比由于Q4计提费用+Q1需求恢复等因素，且汇兑影响相对可控，经营表现大多向好；同比则虽有原材料成本上涨+25Q1同期无美国关税的不利影响，但由于海外新基地的爬坡及投产，大部分公司均录得营收及利润的同步增长。从行业综合毛利及毛利率水平看，26Q1轮胎行业毛利率19.3%，环比较25Q4的17.3%提升2.0PCT，同比较25Q1的16.5%提升2.8PCT。
- 欧盟反倾销关税落地在即，看好海外工厂盈利提升。4月27日，欧盟委员会贸易司向所有利益相关方发出基于针对中国PCR反倾销调查的《最终披露》通知与《一般披露文件》，除强制应诉企业外，大部分合作企业税率预计为29.9%。该结果体现出了欧盟针对国产轮胎的压制态度，叠加后续还将接踵而至的反补贴初裁，国内直接出口欧洲的PCR性价比将受到极大影响。2025年欧盟进口自中国PCR达1.2-1.3亿条，体量庞大，关税的加征将对中国轮胎行业带来结构性的影响、并加剧企业间分化。国内胎企的海外工厂预计可充分规避贸易壁垒并有望实现盈利的进一步提升。

图：轮胎板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
603049.SH	中策橡胶	416.5	-13.3%	112.7	111.9	5.2%	-0.7%	6.3	12.2	5.9%	92.3%	41.5	46.5	9.5%	10.0	8.9
601058.SH	赛轮轮胎	417.6	-15.2%	92.1	94.6	12.5%	2.8%	6.6	10.7	1.1%	62.2%	35.2	46.2	-13.3%	11.9	9.0
600623.SH	华谊集团	204.6	35.1%	104.5	116.4	11.4%	11.4%	2.0	1.7	28.6%	-17.2%	5.5	12.3	-39.1%	36.9	16.6
601966.SH	玲珑轮胎	182.8	-9.2%	64.8	60.6	6.3%	-6.5%	2.0	0.2	-95.0%	-91.6%	13.7	16.3	-21.9%	13.4	11.2
002984.SZ	森麒麟	163.3	-20.9%	21.7	20.8	1.3%	-4.2%	1.1	2.1	-41.9%	91.5%	11.2	17.2	-48.5%	14.5	9.5
000599.SZ	青岛双星	129.3	-12.1%	11.4	66.3	484.2%	481.9%	-1.0	3.6	460.0%	463.5%	-3.6		-1.1%	-36.0	
601163.SH	三角轮胎	117.4	2.7%	25.0	24.7	10.0%	-1.3%	2.4	2.2	31.3%	-9.5%	9.2	10.4	-16.3%	12.7	11.3
001233.SZ	海安集团	106.5	2.8%	6.1	4.7	1.3%	-22.7%	1.0	0.5	-62.7%	-45.5%	5.6	7.6	-17.6%	19.0	14.0
000589.SZ	贵州轮胎	73.8	-2.7%	29.9	26.9	6.3%	-10.1%	1.7	1.8	171.0%	7.2%	6.2	7.8	0.7%	11.9	9.4
601500.SH	通用股份	71.5	-3.1%	22.8	21.4	0.7%	-6.4%	0.9	1.3	22.3%	38.5%	2.0	3.7	-46.1%	35.5	19.1
600469.SH	风神股份	55.5	-6.2%	18.7	17.9	9.8%	-4.3%	0.1	0.5	80.4%	325.8%	2.4	4.2	-16.1%	23.6	13.3
600182.SH	S佳通	48.6	-7.4%	12.6	11.0	-2.0%	-12.3%	1.5	1.0	97.1%	-36.5%	2.0		13.1%	24.6	
板块平均/总计			-4.1%	522.4	577.2	19.0%	10.5%	24.7	37.8	7.8%	52.7%	131.0		-15.9%		

轮胎：全球化产能进入兑现期

- 展望2026年：
- 1、需求复苏+原材料成本持续传导，头部企业逐步走出盈利拐点：天胶因宏观需求平淡+东南亚仍存一定供给弹性，供需格局稳定，预计将区间震荡；合成胶、炭黑等供过于求格局延续，短期虽受到美伊冲突对大宗品价格影响冲击，但我们判断中期原料综合成本仍处于可控区间。同时，头部企业陆续在4-5月对原材料成本进行传导，短周期盈利受限、中长期看利润中枢将逐步恢复。
- 2、欧盟反倾销关税落地在即，看好海外工厂盈利提升。4月27日，欧盟委员会贸易司向所有利益相关方发出基于针对中国PCR反倾销调查的《最终披露》通知与《一般披露文件》，除强制应诉企业外，大部分合作企业税率预计为29.9%。该结果体现出了欧盟针对国产轮胎的压制态度，叠加后续还将接踵而至的反补贴初裁，国内直接出口欧洲的PCR性价比将受到极大影响。2025年欧盟进口自中国PCR达1.2-1.3亿条，体量庞大，关税的加征将对中国轮胎行业带来结构性的影响、并加剧企业间分化。国内胎企的海外工厂预计可充分规避贸易壁垒并有望实现盈利的进一步提升。
- 3、头部胎企走出东南亚2026年有望重归高增长。过去1-2年头部胎企突破东南亚经营舒适圈，海外第2-3基地的建设及磨合陆续达到可充分释放产能的节点。这是国内头部胎企进一步奠定区位先发优势、与二线企业拉开真正差距的时点，并实现真正的国产全球化布局。
- 4、巨胎蓝海市场，看好国产品牌持续突破技术及市场壁垒：下游采矿业景气度较高，拉动全钢巨胎产品市场需求旺盛。一方面全球矿产资源探明储量及开采总量均保持增长趋势；另一方面我国仍在重点部署加大国内矿产资源勘探开发和增储上产力度。在此背景下国内矿企矿产产量及资源储量均保持了上涨的趋势，近年来紫金矿业、江西铜业等国内大型矿企的矿产产量及储量均稳步增长，且预计未来产量仍将逐年提升：如据紫金矿业发布的五年规划公告，2023年-2028年铜及金产量按规划中值计算的年均增速均为9%。我们看好国产品牌持续突破海外三巨头高度垄断的这一高壁垒&高价值市场，下游采矿业景气高企+一带一路中企境外投资矿业热度支撑+国际贸易摩擦加速了巨胎国产替代，突破技术壁垒+信任瓶颈后，国内胎企在巨胎市场有望持续提升市场份额。
- 5、配套+零售双管齐下，助力国内轮胎品牌持续提升：配套端，国内胎企持续开拓中高端合资主机厂+新能源/新势力主流主机厂，特别是新能源出海有望助力国内品牌打响全球知名度。零售端，国内轮胎企业持续推出新产品，产品性能对标国际一线品牌，逐步积累品牌口碑。

两碱：烧碱韧性优于纯碱，底部修复节奏分化

- 2025年度氯碱子行业上市公司合计实现归母净利润39.5亿元，同比+168.1%；
- 2025年度纯碱子行业上市公司合计实现归母净利润-3.4亿元，同比-106.9%；
- 年内国内房地产板块承压运行，楼市仍处于去库存的下行周期，需求端低迷之下，虽供给端25Q2有阶段性“反内卷”催化下的盈利边际修复，但进入Q3受行业供需影响，纯碱板块盈利延续下探，至Q4已呈现大面积亏损状态。而氯碱板块盈利略好于纯碱，主因如君正集团、湖北宜化有非氯碱业务实现正向盈利，而全年如中泰化学、新疆天业等较为纯粹的氯碱板块龙头，也均录得亏损，整体上两碱2025年均承受了较大压力。

图：氯碱+纯碱板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
601216.SH	君正集团	462.4	14.3%	65.5	60.9	-1.9%	-7.0%	5.2	7.3	-28.6%	39.8%	33.2	36.2	18.3%	13.9	12.8
000422.SZ	湖北宜化	161.4	13.2%	64.9	67.6	71.2%	4.2%	1.1	3.1	16133.6%	178.7%	8.1	10.4	23.9%	20.0	15.5
601568.SH	北元集团	152.5	2.2%	21.8	19.9	-9.1%	-8.4%	-1.1	0.2	-76.7%	119.4%	1.1		-53.1%	140.8	
002092.SZ	中泰化学	140.1	26.1%	74.5	72.8	7.6%	-2.3%	-0.7	-1.9	-49.7%	-181.1%	-2.9	5.9	70.4%	-48.5	23.7
600618.SH	氯碱化工	133.9	4.9%	21.3	20.0	15.6%	-6.2%	2.5	2.1	-11.1%	-17.4%	8.6		9.6%	15.5	
601678.SH	滨化股份	127.3	20.3%	36.9	39.2	3.7%	6.3%	0.3	1.5	60.7%	506.9%	2.3		2.8%	56.5	
000818.SZ	航锦科技	109.0	-3.9%	8.4	7.4	-30.8%	-11.5%	-1.8	0.1	-59.2%	107.1%	-1.5		84.4%	-71.2	
600075.SH	新疆天业	99.6	30.5%	25.2	24.1	-0.5%	-4.5%	-0.6	-0.6	-241.4%	7.8%	-0.6	11.0	-183.4%	-174.4	9.0
600935.SH	华塑股份	92.4	6.9%	12.1	9.8	-8.0%	-19.1%	-0.3	-0.2	71.9%	53.9%	-1.5		64.2%	-60.1	
000510.SZ	新金路	89.0	43.6%	4.0	3.8	3.3%	-4.0%	-1.6	-0.5	-41.7%	69.0%	-2.3	0.1	-268.3%	-38.7	937.3
002386.SZ	天原股份	84.3	23.4%	28.1	36.6	16.4%	30.1%	0.3	0.7	1206.7%	181.8%	0.9		119.1%	96.1	
603213.SH	镇洋发展	59.8	4.3%	6.5	6.0	3.1%	-7.3%	0.3	0.3	-1.1%	30.4%	0.8		-60.4%	79.1	
600319.SH	亚星化学	31.1	-14.4%	2.2	1.7	-15.6%	-23.3%	-0.1	-0.5	-14.8%	-321.2%	-1.6		-61.0%	-19.9	
000635.SZ	英力特	31.1	-8.7%	4.3	3.8	-4.3%	-10.9%	-3.1	-1.3	-57.0%	57.8%	-5.5		-10.1%	-5.6	
002748.SZ	ST世龙	29.0	-0.2%	5.1	5.4	7.4%	6.3%	0.2	0.4	59.2%	124.0%	0.6		120.1%	50.3	
板块平均/总计			10.8%	380.7	379.1	10.2%	-0.4%	0.5	10.9	-7.0%	2046.2%	39.5		168.1%		

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
000683.SZ	博源化工	287.7	17.9%	34.2	27.2	-5.2%	-20.5%	-0.7	5.5	11.1%	856.2%	9.4	19.8	-48.0%	30.5	14.5
603077.SH	和邦生物	237.6	28.3%	12.6	13.9	-19.6%	10.1%	-7.9	1.7	2186.4%	121.8%	-5.4	11.2	-1804.8%	-44.3	21.1
600409.SH	三友化工	150.7	17.6%	46.7	45.1	-5.4%	-3.4%	-0.5	-1.1	-372.2%	-129.7%	0.9	6.0	-82.1%	168.3	25.1
600328.SH	中盐化工	112.2	-1.3%	25.7	24.3	-12.4%	-5.6%	0.2	-1.7	-726.5%	-837.3%	0.7	1.5	-85.7%	151.7	76.4
603299.SH	苏盐井神	100.5	0.8%	11.5	11.5	-8.9%	0.5%	1.1	1.1	-30.6%	-0.4%	5.2	5.3	-32.1%	19.2	18.9
002274.SZ	华昌化工	60.2	11.7%	16.2	18.3	3.2%	12.9%	-2.0	0.5	86.6%	125.4%	-2.0		-139.2%	-29.5	
601065.SH	江盐集团	51.6	-0.2%	5.7	5.3	-8.1%	-7.4%	0.6	0.3	-65.3%	-51.7%	2.5		-45.6%	20.6	
000822.SZ	山东海化	48.2	5.5%	11.8	11.0	7.8%	-6.7%	-9.9	-0.8	-20.6%	91.9%	-13.9		-3638.1%	-3.5	
000707.SZ	双环科技	32.8	-3.5%	5.3	5.2	-15.7%	-2.1%	-0.6	-0.2	-122.9%	63.9%	-0.9		-131.7%	-36.9	
板块平均/总计			8.5%	169.6	161.7	-6.9%	-4.7%	-19.7	5.3	-23.9%	127.0%	-3.4		-106.9%		

两碱：氯碱修复先行，纯碱仍待供需再平衡

- 氯碱板块26Q1利润同比表现弱势、环比实现修复，主因PVC价格仍低迷运行，3月美伊冲突催化下电石法价格阶段性回暖、但预计报表的确认将发生在Q2。从Q1表现看大部分企业仍处于盈亏平衡线边缘，但已实现一定的恢复。中期我们看好全球PVC供需拐点将近：需求端平稳增长+供给端增速放缓、海外高成本乙烯法装置陆续关停，政策端双碳+环保将催化供给进一步优化。26Q1氯碱行业毛利率13.8%，环比较25Q4的14.7%下滑0.9PCT，同比较25Q1的15.4%下滑1.6PCT。
- 纯碱板块26Q1则仍磨底运行，主因下游玻璃需求的低迷，叠加如银根矿业新产能投产对供给端的压制，Q1除龙头博源外，行业标的普遍处于亏损边缘。26Q1纯碱行业毛利率15.5%，环比较25Q4的14.3%提升1.2PCT，同比较25Q1的15.8%下滑0.3PCT。

图：氯碱+纯碱板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
601216.SH	君正集团	462.4	14.3%	65.5	60.9	-1.9%	-7.0%	5.2	7.3	-28.6%	39.8%	33.2	36.2	18.3%	13.9	12.8
000422.SZ	湖北宜化	161.4	13.2%	64.9	67.6	71.2%	4.2%	1.1	3.1	16133.6%	178.7%	8.1	10.4	23.9%	20.0	15.5
601568.SH	北元集团	152.5	2.2%	21.8	19.9	-9.1%	-8.4%	-1.1	0.2	-76.7%	119.4%	1.1		-53.1%	140.8	
002092.SZ	中泰化学	140.1	26.1%	74.5	72.8	7.6%	-2.3%	-0.7	-1.9	-49.7%	-181.1%	-2.9	5.9	70.4%	-48.5	23.7
600618.SH	氯碱化工	133.9	4.9%	21.3	20.0	15.6%	-6.2%	2.5	2.1	-11.1%	-17.4%	8.6		9.6%	15.5	
601678.SH	滨化股份	127.3	20.3%	36.9	39.2	3.7%	6.3%	0.3	1.5	60.7%	506.9%	2.3		2.8%	56.5	
000818.SZ	航锦科技	109.0	-3.9%	8.4	7.4	-30.8%	-11.5%	-1.8	0.1	-59.2%	107.1%	-1.5		84.4%	-71.2	
600075.SH	新疆天业	99.6	30.5%	25.2	24.1	-0.5%	-4.5%	-0.6	-0.6	-241.4%	7.8%	-0.6	11.0	-183.4%	-174.4	9.0
600935.SH	华塑股份	92.4	6.9%	12.1	9.8	-8.0%	-19.1%	-0.3	-0.2	71.9%	53.9%	-1.5		64.2%	-60.1	
000510.SZ	新金路	89.0	43.6%	4.0	3.8	3.3%	-4.0%	-1.6	-0.5	-41.7%	69.0%	-2.3	0.1	-268.3%	-38.7	937.3
002386.SZ	天原股份	84.3	23.4%	28.1	36.6	16.4%	30.1%	0.3	0.7	1206.7%	181.8%	0.9		119.1%	96.1	
603213.SH	镇洋发展	59.8	4.3%	6.5	6.0	3.1%	-7.3%	0.3	0.3	-1.1%	30.4%	0.8		-60.4%	79.1	
600319.SH	亚星化学	31.1	-14.4%	2.2	1.7	-15.6%	-23.3%	-0.1	-0.5	-14.8%	-321.2%	-1.6		-61.0%	-19.9	
000635.SZ	英力特	31.1	-8.7%	4.3	3.8	-4.3%	-10.9%	-3.1	-1.3	-57.0%	57.8%	-5.5		-10.1%	-5.6	
002748.SZ	ST世龙	29.0	-0.2%	5.1	5.4	7.4%	6.3%	0.2	0.4	59.2%	124.0%	0.6		120.1%	50.3	
板块平均/总计			10.8%	380.7	379.1	10.2%	-0.4%	0.5	10.9	-7.0%	2046.2%	39.5		168.1%		

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
000683.SZ	博源化工	287.7	17.9%	34.2	27.2	-5.2%	-20.5%	-0.7	5.5	11.1%	856.2%	9.4	19.8	-48.0%	30.5	14.5
603077.SH	和邦生物	237.6	28.3%	12.6	13.9	-19.6%	10.1%	-7.9	1.7	2186.4%	121.8%	-5.4	11.2	-1804.8%	-44.3	21.1
600409.SH	三友化工	150.7	17.6%	46.7	45.1	-5.4%	-3.4%	-0.5	-1.1	-372.2%	-129.7%	0.9	6.0	-82.1%	168.3	25.1
600328.SH	中盐化工	112.2	-1.3%	25.7	24.3	-12.4%	-5.6%	0.2	-1.7	-726.5%	-837.3%	0.7	1.5	-85.7%	151.7	76.4
603299.SH	苏盐井神	100.5	0.8%	11.5	11.5	-8.9%	0.5%	1.1	1.1	-30.6%	-0.4%	5.2	5.3	-32.1%	19.2	18.9
002274.SZ	华昌化工	60.2	11.7%	16.2	18.3	3.2%	12.9%	-2.0	0.5	86.6%	125.4%	-2.0		-139.2%	-29.5	
601065.SH	江盐集团	51.6	-0.2%	5.7	5.3	-8.1%	-7.4%	0.6	0.3	-65.3%	-51.7%	2.5		-45.6%	20.6	
000822.SZ	山东海化	48.2	5.5%	11.8	11.0	7.8%	-6.7%	-9.9	-0.8	-20.6%	91.9%	-13.9		-3638.1%	-3.5	
000707.SZ	双环科技	32.8	-3.5%	5.3	5.2	-15.7%	-2.1%	-0.6	-0.2	-122.9%	63.9%	-0.9		-131.7%	-36.9	
板块平均/总计			8.5%	169.6	161.7	-6.9%	-4.7%	-19.7	5.3	-23.9%	127.0%	-3.4		-106.9%		

两碱：氯碱反转、纯碱磨底

- 展望2026年：
 - 1、PVC：供需拐点将近，水俣公约+双碳政策有望催化行业格局改善。我们看好全球PVC供需拐点的将近：需求端平稳增长+供给端增速放缓、海外高成本乙烯法装置陆续关停，政策端双碳+环保将催化供给进一步优化。
 - 2、烧碱：景气有望延续。下游氧化铝供给仍处于释放周期，拉动烧碱需求。据SMM统计，2025及远期，氧化铝新增产能预计合计达4500万吨左右。其中2026年预计国内氧化铝新投产产能近1000万吨，其中近一半产能集中于广西、约六成以上的产能将于上半年释放。海外方面，产能增量主要来自印尼及印度：预计2026年海外氧化铝新投产产能规模将达250万吨/年；尽管力拓宣布自2026年10月起将其Yarwun精炼厂年产量削减约120万吨，但整体海外氧化铝市场的净增量依然庞大。1000万吨氧化铝新增产能对应新增约120-150万吨烧碱需求。当前国内片碱有效产能约750万吨，开工率始终维持7成以上，氧化铝新增产能预期对烧碱需求拉动明显。
 - 3、纯碱：预计延续供需双弱局面，以天然碱法及原料成本边际定价。行业产能过剩，市场存结构性矛盾。2025年纯碱行业供给压力较大，江苏德邦、连云港碱业、湖北双环产能连续投产，新增产能合计在220-230万吨。在需求没有明显增长的情况下，行业整体开工率降低、库存始终高位震荡。2026年，伴随新都化工产能爬坡放量+博源阿拉善二期项目投产之后，行业开工率或进一步下行，供需情况更为严峻的同时，随着天然碱法产能占比增加，行业平均成本下移+碳排成本进一步分化，进而带动长期价格重心下移+高成本产能存被出清的可能。

钛白粉：成本倒逼供给出清，一体化龙头具备韧性

- 2025年度钛白粉子行业上市公司合计实现归母净利润11.5亿元，同比-58.4%。
- 分环节来看，1) 钛白粉：受国内需求疲软及印度、巴西等反倾销法案影响，2025年钛白粉价格及价差持续下行，2025年全年钛白粉均价为1.37万元/吨，同比-11.7%。从出口数据来看，2025年出口量为181.69万吨，同比-4.4%。从供需角度来看，当前行业新增产能仍较多，而国内需求较为疲软，出口端在印度取消反倾销税后有望在2026年实现反弹增长，总体看供需关系边际有所改善。2) 钛精矿：2025年下游钛白粉开工率持续走低，对应钛精矿价格也在2025年出现下降，2025年全年均价为1570元/吨，同比-16.7%。
- 分标的来看，龙头龙佰集团2025年净利润同比-42.6%，其他企业下滑更多，且金浦钛业出现亏损。龙佰在钛矿资源的加持及高端牌号的助力下，仍有较强竞争力。

图：钛白粉板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今 涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
002601.SZ	龙佰集团	396.7	-15.7%	65.4	71.6	1.4%	9.5%	-5.0	2.1	-69.8%	142.0%	12.4	21.8	-42.6%	31.9	18.2
002145.SZ	中核钛白	169.4	-5.5%	20.2	21.8	7.0%	8.1%	0.4	1.0	-22.9%	151.5%	3.6		-36.9%	47.5	
600727.SH	鲁北化工	43.6	18.0%	12.6	13.9	0.1%	10.6%	0.0	0.6	8.6%	1389.6%	0.4		-85.3%	113.8	
000545.SZ	金浦钛业	28.1	5.0%	3.3	2.9	-46.0%	-11.8%	-2.6	-0.2	-61.4%	90.6%	-4.9		-102.3%	-5.7	
板块平均/总计			0.4%	101.5	110.2	-0.1%	8.7%	-7.2	3.5	-59.6%	149.2%	11.5		-58.4%		

钛白粉：成本压力加速分化，关注供给出清拐点

- 钛白粉板块26Q1营收改善，归母净利润环比上行但同比向下：2026Q1板块营收合计110.2亿元，同比-0.1%/环比+8.7%；板块归母净利润合计为3.5亿元，同比-59.6%/环比+149.2%。
- 分环节来看，1) 钛白粉：2026Q1钛白粉均价（含税）1.37万元/吨，同比-5.87%/环比+4.71%，价差同比-33.71%/环比-3.77%。2026Q1硫酸大幅涨价导致钛白粉价差收窄，行业内公司归母净利润因此同比下滑。展望后续，国内第一大出口国印度已经于2025年底取消此前对华反倾销税，出口数据在2026Q1有所恢复，年内出口有望重回高增速。此外，Q1钛白粉行业开工率较低，间接反映出小厂生产经营已经承受较大压力，有望减慢新增产能投放节奏，钛白粉行业供需有望迎来边际改善。2) 钛精矿：26Q1钛精矿均价为1427元/吨，同比-18.5%/环比-3.13%。26Q1钛精矿价格持续下行，小厂由于硫酸涨价而亏损，因此降低钛白粉环节开工率，进而影响钛精矿需求。目前龙佰集团已经减缓钛矿扩产规划，钛矿价格反弹节奏主要跟随钛白粉景气趋势。
- 展望后续来看，当前硫酸涨价的影响正在顺利传导，但尾部产能尚未完全出清，新增产能仍在释放，2026年钛白粉或为继续磨底状态，待本轮产能投放完毕，有望看到钛白粉及钛精矿景气反转趋势。

图：钛白粉板块25FY+26Q1经营业绩表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今 涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
002601.SZ	龙佰集团	396.7	-15.7%	65.4	71.6	1.4%	9.5%	-5.0	2.1	-69.8%	142.0%	12.4	21.8	-42.6%	31.9	18.2
002145.SZ	中核钛白	169.4	-5.5%	20.2	21.8	7.0%	8.1%	0.4	1.0	-22.9%	151.5%	3.6		-36.9%	47.5	
600727.SH	鲁北化工	43.6	18.0%	12.6	13.9	0.1%	10.6%	0.0	0.6	8.6%	1389.6%	0.4		-85.3%	113.8	
000545.SZ	金浦钛业	28.1	5.0%	3.3	2.9	-46.0%	-11.8%	-2.6	-0.2	-61.4%	90.6%	-4.9		-102.3%	-5.7	
板块平均/总计			0.4%	101.5	110.2	-0.1%	8.7%	-7.2	3.5	-59.6%	149.2%	11.5		-58.4%		

钛白粉：成本倒逼供给出清

- 展望2026年：
- 钛精矿：钛精矿价格在2025年开始下滑，目前价格为1300元/吨，较前期高点2300元/吨，下滑44%。钛白粉开工与2025年中枢相比略有提升，而供给端暂无新增产能（龙佰增量推迟至2027年），且龙佰2026年钛矿供给将有萎缩，计划从140万吨产量下降至70万吨，供给缩量有望支撑钛精矿价格修复。
- 钛白粉：从供需关系来看，钛白粉价格在2025年触底，龙头龙佰集团2025Q4亏损，其他玩家业绩表现也相对较差。展望2026年，仍有新增产能持续投放，但2026年一季度中东地缘冲突导致硫磺、硫酸价格暴涨，直接重塑了钛白粉的成本曲线，全行业陷入亏损状态。在建产能或因此推迟投产时间。此外，需求端此前受印度、欧洲等反倾销税影响较大，2025年出口增速为-4.48%，但印度在2025年底取消了对中国企业的反倾销制裁，出口需求有望在2026年看到反弹，2026Q1已经演绎该逻辑，出口增速同比+7.15%。全年来看，供需关系均存在边际改善，价格及利润有望实现修复。价格端来看，极端的成本倒挂压力成为本轮价格上涨的最强驱动力，倒逼国内外企业密集发函提价，海外科慕近期持续发涨价函，5月1日调涨150-250美元/吨后，6月1日将继续上调250美元/吨。海外龙头调价幅度高，国内企业有望在后续跟进。

食品及饲料添加剂：供给扰动强化，蛋氨酸景气弹性突出

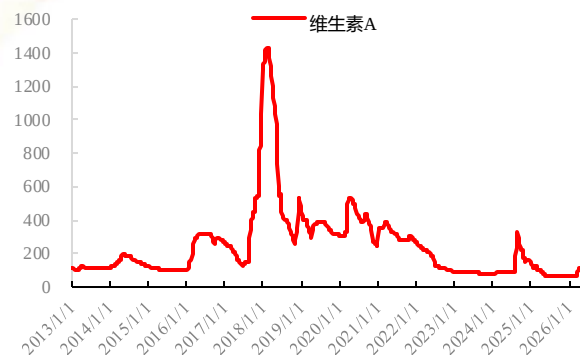
- 食品及饲料添加剂板块2025年保持平稳运行。分板块来看，饲料添加剂方面，2024年由于巴斯夫事故维生素价格前低后高，2025年随着巴斯夫事故影响的褪去维生素价格则呈现出前高后低状态，全年来看同比保持平稳运行，而蛋氨酸则一直延续了小幅波动态势，整体盈利相对稳定。食品添加剂方面，25H1，行业减产挺价，25H2，三氯蔗糖挺价联盟破裂，价格一路下滑，全年盈利受损。
- 食品及饲料添加剂板块26Q1盈利略有收缩。同比来看，由于高基数效应，盈利有所下滑。季度内运行来看，3月原油缺货的冲击导致了赢创新加坡蛋氨酸工厂发布不可抗力，高集中度下，蛋氨酸价格飙升至超过50元/千克，对新和成、安迪苏等公司的盈利形成支撑。

表：食品及饲料添加剂板块25FY+26Q1经营业绩表现

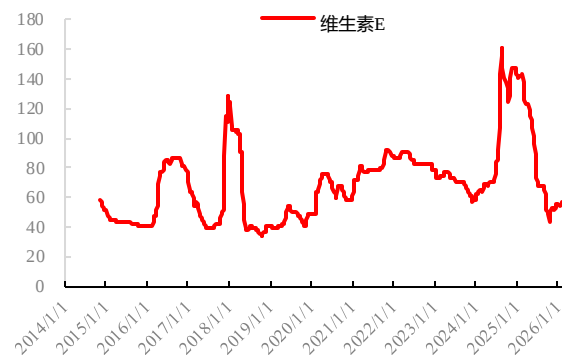
代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
002001.SZ	新和成	972.1	28.0%	56.1	62.9	15.7%	12.2%	14.5	18.4	-2.8%	26.8%	67.6	86.2	15.3%	14.4	11.3
600299.SH	安迪苏	358.8	40.7%	43.0	44.0	2.4%	2.4%	1.6	3.1	-34.3%	85.5%	11.5	15.4	-4.1%	31.1	23.3
603067.SH	振华股份	325.6	41.3%	13.2	11.9	17.1%	-9.4%	2.5	1.2	4.5%	-50.9%	6.6	8.7	39.4%	49.4	37.6
600216.SH	浙江医药	136.1	2.5%	21.9	21.9	-2.9%	0.3%	-1.1	2.6	-32.9%	342.6%	8.7	11.3	-24.7%	15.6	12.1
002597.SZ	金禾实业	126.8	10.2%	13.7	15.2	16.4%	10.8%	-0.4	1.0	-60.3%	318.5%	3.5	6.8	-37.7%	36.5	18.7
002019.SZ	亿帆医药	127.4	-6.8%	12.1	12.6	-5.4%	3.7%	0.1	1.0	-30.8%	625.1%	4.0	7.2	4.2%	31.7	17.6
605016.SH	百龙创园	112.4	29.2%	4.1	3.9	25.3%	-4.3%	1.0	1.2	48.1%	16.0%	3.7	4.9	50.1%	30.5	22.9
603235.SH	天新药业	110.7	-3.8%	7.1	6.4	3.4%	-10.4%	1.3	1.5	-32.7%	12.0%	5.9		-9.2%	18.7	
002626.SZ	金达威	99.6	-20.0%	7.6	8.1	-1.7%	6.9%	-0.3	0.7	-45.4%	303.5%	3.4	5.1	-0.6%	29.3	19.5
600812.SH	华北制药	85.1	-5.8%	17.6	21.5	-16.4%	22.6%	0.5	0.5	-35.6%	7.5%	1.8		44.1%	46.5	
300401.SZ	花园生物	74.6	-11.3%	3.0	2.8	-15.2%	-8.2%	0.7	0.5	-47.9%	-29.0%	3.0	4.3	-1.4%	24.5	17.2
000597.SZ	东北制药	70.1	-5.6%	16.0	20.1	3.0%	25.6%	0.6	0.2	-53.7%	-71.2%	2.6		-36.5%	26.9	
002562.SZ	兄弟科技	66.3	-7.1%	8.9	9.9	7.4%	11.3%	-0.1	0.4	68.5%	656.1%	1.0		133.0%	69.7	
002166.SZ	莱茵生物	65.4	5.3%	7.7	4.5	0.6%	-42.1%	0.7	0.4	30.5%	-42.1%	1.4	2.0	-12.2%	45.7	33.3
605077.SH	华康股份	56.1	23.3%	12.3	11.9	45.3%	-3.5%	0.3	0.2	-72.2%	-29.5%	2.0	2.4	-25.4%	28.0	23.2
301206.SZ	三元生物	54.1	3.6%	1.7	2.2	49.6%	29.6%	0.2	0.3	4.8%	8.7%	0.9		-12.9%	59.1	
002286.SZ	保龄宝	35.0	12.5%	6.2	7.5	9.2%	19.7%	0.2	0.5	7.5%	225.6%	1.5	2.2	35.5%	23.2	15.8
603079.SH	圣达生物	28.9	-10.3%	2.2	1.9	-6.9%	-15.2%	0.1	0.2	-34.6%	45.3%	0.6		111.2%	46.5	
000952.SZ	广济药业	25.5	7.4%	1.9	1.6	9.8%	-16.2%	-3.3	-0.3	15.9%	89.8%	-4.0		-37.0%	-6.3	
603968.SH	醋化股份	24.5	9.0%	6.4	6.4	-6.4%	0.8%	-0.3	-0.2	-175.0%	51.7%	-0.6		43.5%	-41.7	
板块平均/总计			7.1%	262.7	277.3	5.4%	5.5%	18.8	33.1	-18.3%	75.6%	125.3		3.9%		

食品及饲料添加剂：供给扰动，蛋氨酸价格有望大幅提升

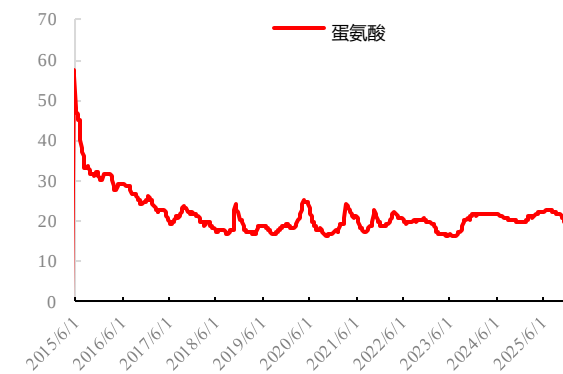
图：维生素A价格（元/千克）



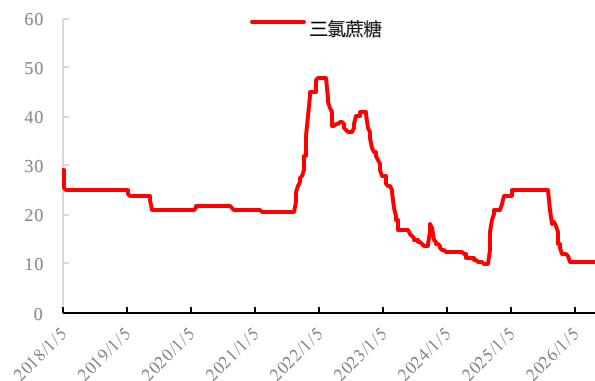
图：维生素E价格（元/千克）



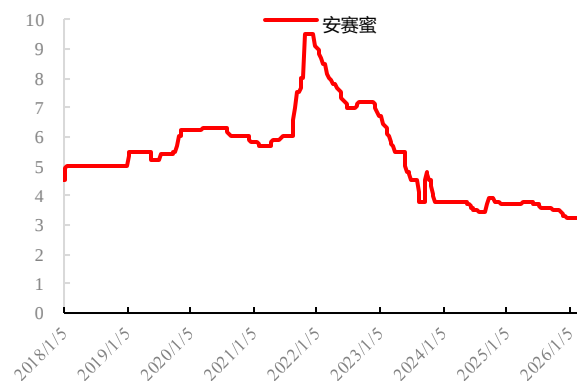
图：蛋氨酸价格（元/千克）



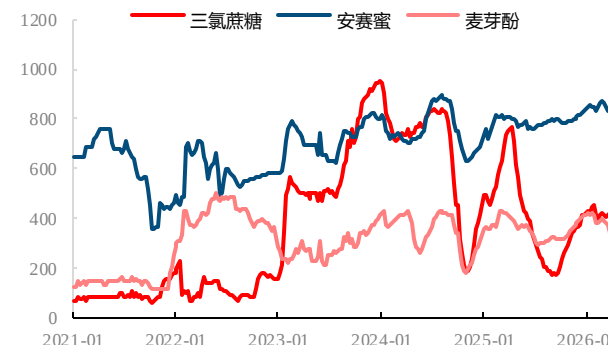
图：三氯蔗糖价格（万元/吨）



图：安赛蜜价格（万元/吨）



图：三氯蔗糖、安赛蜜、麦芽酚库存（吨）



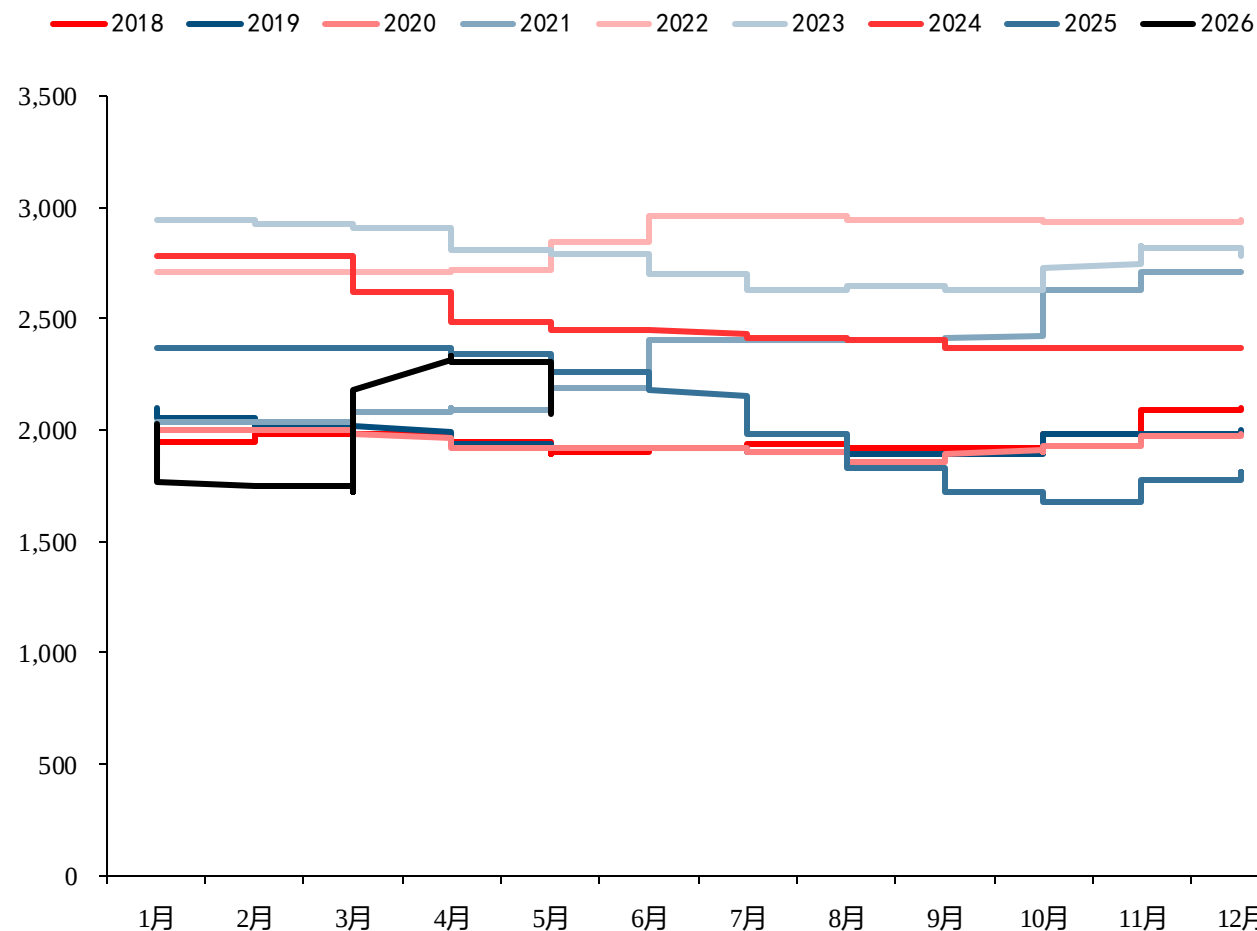
食品及饲料添加剂：供给扰动仍是主要催化

- 展望2026年：
- 蛋氨酸方面，供给不确定性推动价格走向高位。2026年，蛋氨酸行业在深度去库的背景下逢行业龙头不可抗力，产品价格一度来到十年高位。从供需面来看，蛋氨酸全球需求185万吨左右，以每年10万吨的需求量增长，但供给端约为245.8万吨，整体处于供给过剩的状态，而高集中度的供给格局给予了极高的价格弹性。2026年，霍尔木兹海峡断航导致赢创新加坡工厂宣布不可抗力，区域供给收紧，行业参与者积极挺价，而高额的原料成本成为了涨价的表观推动力，虽5月价格有所回调，但随着检修旺季的到来以及库存的消耗，蛋氨酸价格有望在高位震荡。
- 维生素方面，边际催化缺乏，挺价氛围浓厚。维生素与蛋氨酸类似同属于食品添加剂，在价格上有着联动效应。2026年，维生素的供给端运行相对稳健，但维生素A、E等大品种处于低位区间震荡，蛋氨酸价格的改善有望提振维生素行业生产商、贸易商的挺价信心，价格端主要关注蛋氨酸的推涨。
- 甜味剂方面，安赛蜜走入修复区间，三氯蔗糖静待改善。2026年，安赛蜜的价格战基本结束，行业竞争趋于良性，价格迎来显著修复，预计未来将如同麦芽酚一样维持高位震荡态势。三氯蔗糖价格仍处于底部，大部分玩家陷入亏损，行业正式进入价格战的“淘汰赛”阶段，随着现金的消耗，预计未来将有1-2家企业逐步退出市场，届时三氯蔗糖有望迎来景气周期。

民爆：供给约束未改，短期需求和价格扰动压制景气

- **长期供给约束未改，短期景气更多受需求和价格扰动：**民爆行业受产能许可、运输半径、安全监管及区域审批等因素约束，新增供给弹性较低。民爆炸药产品产能利用率由2017年的约70%提升至2024年的约85%，供给端长期维持相对紧平衡格局。
- **2026年民爆行业生产总值有所下滑：**受下游矿山、基建等需求阶段性回落影响，民爆行业生产端与销售端同步承压。
- a. 单价下滑。硝酸铵价格下滑带动炸药价格下滑。2026年第一季度，国内民爆生产企业累计完成生产、销售总值分别为70.72亿元和68.13亿元，同比分别下降13.32%和14.47%。
- b. 数量下滑。2026年1-3月份，民爆生产企业工业炸药累计产、销量分别为83.07万吨和81.98万吨，同比分别下降8.29%和7.79%。

图：硝酸铵价格走势变动



民爆：区域产销分化，资源开发地区仍是需求跟踪重点

表：2026年1-3月各区域工业炸药产销存总量

序号	省份	产量 (万吨)	同比 (%)	销量 (万吨)	同比 (%)	期末库存 (万吨)	同比 (%)
	合计	83.07	-8.29	81.98	-7.79	6.59	-3.8
1	内蒙古	11.83	-3.33	11.59	-3.75	0.39	-9.79
2	新疆区	9.16	-14.94	9.04	-14.38	0.27	-22.06
3	山西省	8.05	-13.89	7.91	-13.56	0.57	-10.84
4	辽宁省	5.3	-16.9	5.23	-18.07	0.12	-18.42
5	四川省	4.53	-18.35	4.6	-16.62	0.23	-13.68
6	江西省	3.35	-10.46	3.05	-14.46	1.16	46.22
7	湖北省	3.01	-6.65	3.04	-5.52	0.19	-38.29
8	河北省	2.99	39.99	3.05	42.74	0.13	-4.52
9	安徽省	2.99	-0.59	2.92	0.11	0.19	-10.15
10	河南省	2.76	-22.06	2.9	-16.92	0.1	-53.89
11	云南省	2.72	-1.97	2.67	-5.28	0.59	97.58
12	贵州省	2.47	5.89	2.56	15.48	0.17	-63.71
13	山东省	2.22	-17.19	2.16	-20.69	0.45	91.22
14	湖南省	2.11	-11.75	2.1	-12.05	0.28	-10.77
15	浙江省	2.11	-6.3	2.05	-9.03	0.12	-34.64
16	广东省	2.11	3.52	2.05	4.22	0.2	0.08
17	黑龙江	2.07	3.76	2.05	2.53	0.11	-20.61
18	广西区	1.89	0.24	1.79	-4.58	0.13	-21.71
19	福建省	1.85	5.99	1.77	7.43	0.22	23.98
20	陕西省	1.72	-8.68	1.68	-7.19	0.23	24.53
21	重庆市	1.52	-6.29	1.5	-7.99	0.08	-6.62
22	西藏区	1.48	5.27	1.45	42.33	0.06	-84.42
23	大连市	1.13	-9.49	1.07	-11.48	0.06	-31.87
24	甘肃省	0.97	-39.35	1.11	-29.84	0.31	59.81
25	宁夏区	0.68	-6.74	0.65	-17.05	0.07	66.84
26	江苏省	0.62	63.17	0.6	71.87	0.05	4.23
27	吉林省	0.58	-35	0.57	-36.18	0.02	-44.92
28	青海省	0.48	-8.85	0.46	-9.33	0.05	22.24
29	海南省	0.37	38.92	0.36	45.03	0.02	-17.97

民爆：区域产能与矿服订单决定企业成长弹性

- 民爆企业的成长性主要来自于区域产能、混装能力和订单兑现三方面：
- 1) 新疆、西藏等资源开发区域是民爆需求的重要增量来源，后续受益于西部资源开发需求释放。
- 2) 混装炸药占比提升，强化头部企业矿服一体化能力。
- 3) 订单大型化、长期化，推动民爆企业由产品销售向矿服服务升级。

表：广东宏大2025年新增重点矿服订单情况

2025年新增订单				
项目名称	业主	中标金额（亿元）	合同期限	项目类型
大红柳滩项目	新疆有色集团	12	5 年（合同 3+2，后 2 年自动续签）	续签（生产期合同续签）
若羌石灰石矿项目	昌吉特变电工	0.75	2 年	/
山东黄金伊犁金川附属工程项目	山东黄金	0.64	2 年	附属工程
梅岭铜金矿项目	哈密红石矿业	1.5	3 年	EPC（采选一体）
中泰圣雄吐鲁番黑山煤矿项目	中泰圣雄	17.4	3 年	/
	总计	32.29		

表：重点企业最新区域重点炸药产能数据

证券代码	证券简称	当日收盘价	上周收盘价	上月收盘价	炸药产能（万吨）	混装炸药产能（万吨）	混装炸药比例	新疆炸药产能（万吨）	西藏炸药产能
002037.SZ	保利联合	8.7	8.6	8.6	46	未知	未知	小几万吨	1.2
002827.SZ	高争民爆	33.2	30.2	32.7	2	1	45.45%		2.2
002683.SZ	广东宏大	40.4	36.3	38.1	70	39	55.00%	10	0.7
002497.SZ	雅化集团	30.5	30.7	23.3	26	14	35.00%	0	
603977.SH	国泰集团	14.7	13.9	14.8	17	5	30.00%		
003002.SZ	壶化股份	27.6	27.6	28.0	11	未知	未知		
002226.SZ	江南化工	5.5	5.4	5.4	77	29	37.28%	20	
002917.SZ	金奥博	13.6	13.0	14.2	12	3	26.09%		
002783.SZ	凯龙股份	9.0	8.9	9.7	21	7	35.00%	6	
002360.SZ	同德化工	6.2	6.2	6.5	7	未知	未知		
603227.SH	雪峰科技	8.7	8.6	10.2	12	6	50.00%	12	
002096.SZ	易普力	11.3	10.9	11.6	57	27	47.39%	12	3.0

民爆：供给约束稳固，区域工程需求决定弹性

- 2025年，民爆企业全年利润整体承压，板块合计实现归母净利润26.4亿元，同比-36.2%，主要受亏损标的拖累，但头部及部分区域标的仍保持一定韧性。主要原因在于下游矿山、基建及工程需求整体偏弱，后续重点在于亏损企业修复、项目节奏恢复及利润集中度提升。
- 民爆企业一季度整体业绩表现环比承压、同比小幅修复，板块合计实现单季度营业收入154.1亿元，同比+11.8%、环比-25.4%；单季度净利润8.7亿元，同比+10.2%，较25Q4亏损4.9亿元实现扭亏。主要因素在于：1. 一季度受春节及项目开工节奏影响，民爆企业收入端环比普遍回落；2. 板块需求仍受矿山开采、基建及重点工程项目开工节奏影响，收入端虽同比改善但增长弹性有限；3. 盈利端主要受25Q4低基数及部分公司亏损收窄带动，整体利润环比改善明显。

表：民爆企业一季度业绩情况

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅	单季度营业收入（亿元）				单季度净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）			PE	
				25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	25Q4	26Q1	26Q1同比	26Q1环比	2025A	2026E	2025同比	2025	2026E
002683.SZ	广东宏大	290.3	-19.1%	58.2	43.4	18.8%	-25.4%	4.8	1.9	4.3%	-60.2%	9.6	13.4	6.6%	30.3	21.7
002497.SZ	雅化集团	347.6	21.9%	25.0	28.3	84.2%	13.4%	2.8	3.4	490.8%	23.1%	6.3	24.4	146.0%	55.0	14.2
002226.SZ	江南化工	142.8	-7.2%	31.0	21.8	8.4%	-29.5%	1.9	1.7	-12.8%	-7.5%	7.6	11.1	-15.0%	18.8	12.9
002096.SZ	易普力	138.8	-16.0%	24.8	18.4	-8.2%	-25.5%	1.6	1.2	-33.5%	-26.1%	7.9	8.9	11.2%	17.5	15.6
603227.SH	雪峰科技	93.7	5.0%	13.8	10.5	-6.8%	-24.2%	1.3	0.5	-35.6%	-60.1%	5.0	7.7	-24.6%	18.6	12.2
603977.SH	国泰集团	90.5	4.7%	7.6	5.0	3.3%	-34.3%	0.8	0.4	-8.5%	-53.4%	2.5	3.7	39.5%	35.9	24.6
002827.SZ	高争民爆	86.8	-17.0%	5.7	3.0	0.2%	-46.2%	1.0	0.0	-56.2%	-95.2%	2.0	2.4	33.6%	43.8	36.1
003002.SZ	壶化股份	55.7	-13.9%	3.4	2.2	-1.3%	-35.8%	0.2	0.1	-43.5%	-46.1%	1.7	3.5	22.9%	32.4	16.1
002917.SZ	金奥博	46.4	-0.3%	5.2	3.6	0.1%	-30.7%	0.6	0.4	9.1%	-24.8%	1.7		40.7%	26.6	
002783.SZ	凯龙股份	44.9	-6.1%	9.8	7.2	-6.4%	-26.7%	0.2	0.3	-57.5%	25.1%	1.4		-3.9%	31.5	
002037.SZ	保利联合	41.1	-10.6%	20.9	9.7	-18.8%	-53.4%	-9.0	-1.1	-38.8%	87.5%	-8.5		-2262.6%	-4.8	
002360.SZ	同德化工	24.3	24.8%	1.4	0.9	-22.7%	-38.8%	-11.0	-0.1	-278.8%	98.9%	-10.9		-1466.0%	-2.2	
板块平均/总计			-2.8%	206.6	154.1	11.8%	-25.4%	-4.9	8.7	10.2%	278.7%	26.4		-36.2%		

民爆：西部工程与矿服订单兑现，驱动中期修复

- **我们认为，2026年民爆行业短期仍受需求节奏和价格下行扰动，但供给约束未改，后续主线在于新疆、西藏等资源工程区域需求释放、价格企稳以及头部企业矿服订单兑现。**
- **供给端：民爆行业受产能许可、运输半径、安全监管及区域审批约束，新增供给弹性较低，炸药产品产能利用率由2017年的约70%提升至2024年的约85%，供给端长期维持相对紧平衡格局。**2026Q1行业生产、销售总值分别为70.72亿元和68.13亿元，同比分别下降13.32%和14.47%；工业炸药产、销量分别为83.07万吨和81.98万吨，同比分别下降8.29%和7.79%。总值降幅大于产销量降幅，反映Q1行业承压不仅来自需求阶段性回落，也受到硝酸铵价格下行带动民爆产品价格回落的影响。
- **需求端：新疆、西藏应作为2026年民爆需求的重点区域跟踪。**新疆今年一季度工业炸药产、销量分别为9.16万吨和9.04万吨，虽同比分别下降14.94%和14.38%，但产销量规模仍位居全国前列，考虑到新疆煤矿、煤化工及金属矿山项目持续推进，后续需求弹性更多取决于资源项目开工节奏恢复。西藏今年一季度工业炸药产、销量分别为1.48万吨和1.45万吨，同比分别增长5.27%和42.33%，期末库存仅0.06万吨、同比下降84.42%，在小基数背景下已体现较强需求弹性；结合雅江集团落户及雅下工程等重大项目推进，看好民爆、岩土、工程承包等环节的重要区域催化。
- **价格与订单端：Q1销售总值同比下降14.47%，降幅高于工业炸药销量降幅7.79%，价格端仍是行业收入承压的重要因素；**后续若硝酸铵及炸药价格企稳，单吨产值有望边际修复。订单端，民爆企业成长性主要来自区域产能、混装能力和订单兑现，重点企业已在新疆、西藏等资源工程区域布局产能；如广东宏大2025年新增重点矿服订单合计32.29亿元，其中中泰圣雄吐鲁番黑山煤矿项目17.4亿元、大红柳滩项目12亿元，订单大型化、长期化有助于推动头部企业由产品销售向矿服一体化升级。

风险提示

1. 亚非拉需求恢复不及预期；
2. 海外市场贸易壁垒、关税政策或反倾销措施升级；
3. 产业政策、出口政策及供给侧约束推进不及预期；
4. 原油、天然气、煤炭、硫磺等原材料价格大幅波动；
5. 磷矿石、钾肥、制冷剂等资源品价格回落或供给释放超预期；
6. 国内新增产能投放快于预期，行业竞争加剧；
7. 海外补库节奏放缓，轮胎、农药、聚氨酯等出口需求低于预期；
8. 下游地产、汽车、光伏、电子等需求恢复不及预期；
9. 汇率、海运费及海外经营环境波动影响出口盈利；
10. 安全环保监管趋严或装置事故扰动企业开工与成本；
11. 地缘政治冲突、供应链扰动及海外工业化节奏变化超预期。

分析师介绍

杨晖：中信建投证券石油化工&基础化工首席分析师
清华大学化工学士，京都大学经营管理硕士，4年化工实业经验，9年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

郑轶：
石化能源及化工团队分析师，清华大学化学工程与工业生物工程学士、英国伦敦大学学院金融工程硕士。曾任职于西部证券、华创证券研究所，2026年加入中信建投证券研究发展部石化能源及化工团队，研究领域包括轮胎、化肥、磷化工、煤化工、氯碱、合成生物学等方向。2024年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名（团队核心成员），2025年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名（团队核心成员）。

王鲜俐
石化能源及化工团队分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2020年开始从事证券研究，曾任职开源证券研究所、西部证券研究所、华创证券研究所，所在团队在2024、2025年连续获得证券时报新财富最佳分析师第四名。

吴宇
石化能源及化工团队分析师，同济大学工学学士、管理学硕士，2026年加入中信建投证券石化能源及化工团队，主要负责石油石化/改性塑料/维生素/甜味剂/高分子助剂等领域研究及跟踪。

申起昊
石化能源及化工团队分析师，厦门大学材料科学与工程学士、经济学辅修双学士，兰州大学金融硕士。曾先后就职于国联证券总部研究所、华创证券总部研究所，从事基础化工行业研究，擅长产业趋势研究、价值股挖掘。工作地上海。

陈俊新
石化能源及化工团队分析师，清华大学化工学士及硕士，2026年加入中信建投证券石化能源及化工团队，主要负责聚氨酯/现代煤化工/新疆研究/民爆/石化等板块，新材料主要负责膜材料/半导体材料方向。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10%—10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室

电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心
35楼

电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charlene.liu@csci.hk