



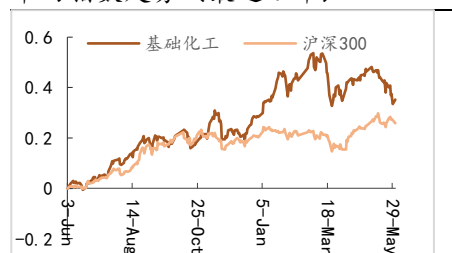
行业盈利 2025 年触底回升，2026Q1 延续上行

基础化工 | 行业深度报告 | 2026.06.03

评级： 看好

翟绪丽
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522010001
zhaixuli@sczq.com.cn
电话：010-81152683

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

相关研究

- 资本开支下行叠加反内卷，双轮驱动化工景气回升
- 长风已来，借风之势，乘风而起
- 潜龙在渊，腾必九天，看好顺周期，拥抱确定性

核心观点

- **宏观经济环境有利于化工行业景气上行。**2026 年 4 月，中国 PPI 同比 +2.8%，涨幅扩大 2.3 个百分点，创 2022 年 8 月以来新高，进一步确认了中国经济的复苏趋势。通常情况下，PPI 会领先库存周期 3-6 个月，预计下半年将进入补库周期。进入 2026 年，随着国内需求复苏，“反内卷”等政策逐步深入，CCPI 触底反弹，特别是 2 月底以来受美以伊冲突影响，国际油价大幅上涨，进一步带动 CCPI 上行。2026 年 5 月 29 日，CCPI 为 4916，较年初的 3930 上涨 25.09%。
- **基础化工行业盈利 2025 年触底回升，2026Q1 延续上行。**2025 年，随着原料价格中枢回落，供需格局趋于改善，化工企业盈利压力缓解，申万基础化工行业实现营业收入 23588.91 亿元，同比增长 2.40%，实现归母净利润 1163.15 亿元，同比增长 3.72%，毛利率为 16.50%，同比 +0.24pct，净利率为 5.23%，同比 +0.10pct，行业 ROE 结束过去三年的下跌趋势，反弹至 6.20%，同比提升 0.06pct。进入 2026 年，化工产品价格触底反弹，企业盈利加速修复。2026 年第一季度，申万基础化工行业实现营业收入 6055.75 亿元，同比 +9.26%，环比 -0.63%，实现归母净利润 392.24 亿元，创 2022 年第四季度以来的单季度新高，同比 +13.41%，环比 +260.51%，行业毛利率为 17.14%，同比 +0.25pct，环比 +1.00pct，净利率为 6.87%，同比 +0.26pct，环比 +4.85pct，行业 ROE 达到 1.98%，同比 +0.13pct，环比 +1.42pct，年化 ROE 有望达到 7.92%，同比 +1.72pct。
- **基础化工行业扩产周期接近尾声。**申万基础化工行业资本开支 2024 年同比大幅下降 17.84%，2025 年延续了这一趋势，继续同比下降 8.48%。从单季度角度来看，2026 年第一季度同比下降 12.31%，已是连续第 10 个季度同比下降。随着资本开支缩减的逐步传导，2025 年末，行业在建工程为 3187.92 亿元，较 2024 年末降低 19.72%，同样出现了明显下降趋势，2026 年一季度末回落至 3181.16 亿元，同比继续下降 13.32%。随着资本开支到在建工程、再到落地产能的逐步传导，未来化工行业新增产能增速放缓，供需格局趋于改善。
- **投资建议：**短期国际原油价格高位震荡将对整条化工产业链上的利润分配进行再平衡，中期行业资本开支以及在建工程增速转负，长期“双碳”和“反内卷”政策持续深化，将共同带动新一轮化工景气周期的开启，市场行情有望由“估值修复”转向“业绩提升”，看好基础化工行业的投资价值。建议关注三条投资主线：一是在油价高位震荡背景下，具备油气资源禀赋和高分红特点的龙头企业，以及石油替代路线的煤化工、轻烃化工龙头企业；二是作为战略物资，需要重点提升安全保障的农化领域，包括农药、氮肥、磷肥、钾肥等相关龙头企业；三是供给端存在硬约束，未来有望长期处于长景气周期的制冷剂板块相关企业。
- **风险提示：**油价大幅波动，化工品价格大幅波动，政策不及预期，在建项目进展不及预期。

目录

1 宏观经济环境有利于化工行业景气上行	1
1.1 工业品 PPI 同比转正，新一轮补库周期有望开启	1
1.2 化工产品价格指数触底反弹	2
2 基础化工行业盈利 2025 年触底回升，2026Q1 延续上行	3
2.1 行业营收和利润规模 2025 年同比增长，2026Q1 同比增幅扩大	3
2.2 行业毛利率和净利率 2025 年触底反弹，2026Q1 持续修复	6
2.3 行业 ROE 同样是 2025 年触底反弹，2026Q1 同环比继续提升	9
3 基础化工行业产能扩张周期临近尾声	10
3.1 行业资本开支自 2024 年开始持续回落	10
3.2 行业在建工程 2025 年出现明显下降	12
4 基础化工行业研发支出持续增长	13
5 基础化工行业指数自 2025 年以来跑赢沪深 300，估值修复	14
6 投资建议	16
7 风险提示	16

插图目录

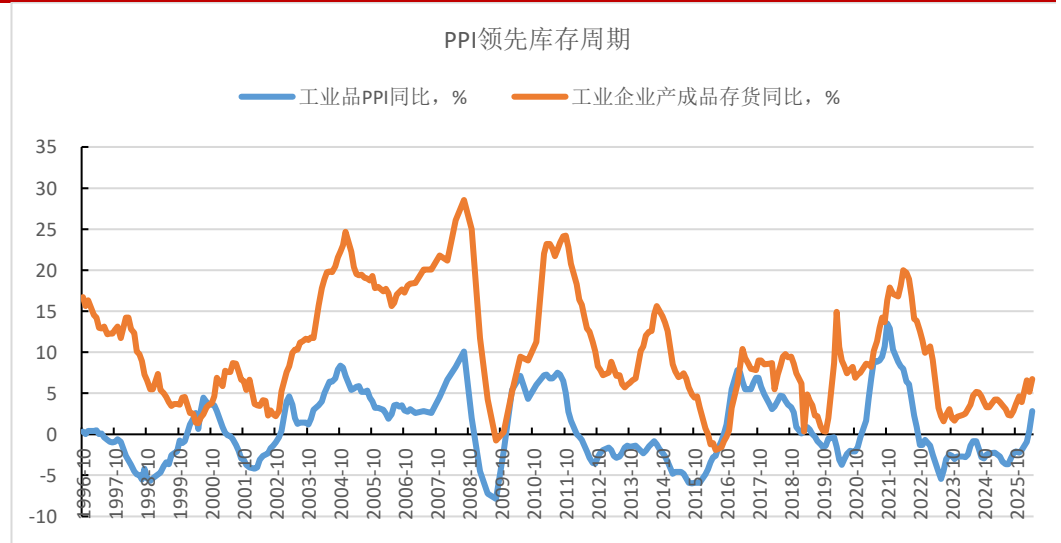
图 1 工业品 PPI 同比转正，有望带动库存周期进入补库阶段.....	1
图 2 化工行业 PPI 当月同比	1
图 3 国际原油价格受美以伊冲突影响快速上行	2
图 4 中国化工产品价格指数（CCPI）触底反弹	3
图 5 基础化工行业营收同比增长	4
图 6 基础化工行业归母净利润同比增长	4
图 7 基础化工行业单季度营收同比	4
图 8 基础化工行业单季度归母净利润同比	4
图 9 2025 年申万基础化工各子行业营收同比增速	5
图 10 2026 年第一季度申万基础化工各子行业营收同比增速	5
图 11 2025 年申万基础化工各子行业归母净利润同比增速	5
图 12 2026 年第一季度申万基础化工各子行业归母净利润同比增速	6
图 13 2025 年行业毛利率和净利率同比提升	6
图 14 2026 年第一季度行业毛利率和净利率同比均提升	6
图 15 2025 年申万基础化工各子行业销售毛利率	7
图 16 2025 年申万基础化工各子行业销售净利率	8
图 17 2026 年第一季度申万基础化工各子行业销售毛利率	8
图 18 2026 年第一季度申万基础化工各子行业销售净利率	8
图 19 2025 年基础化工行业 ROE 同比提升	9
图 20 2026 年第一季度基础化工行业 ROE 同环比提升	9
图 21 2025 年申万基础化工各子行业 ROE	10
图 22 2026 年第一季度申万基础化工各子行业 ROE	10
图 23 基础化工行业资本开支 2025 年延续下降趋势	11
图 24 基础化工行业单季度资本开支同比连续 10 个季度下降	11
图 25 申万基础化工各子行业 2025 年资本开支同比	11
图 26 申万基础化工各子行业 2026 年第一季度资本开支同比	12
图 27 基础化工行业在建工程 2025 年同比下降	12
图 28 基础化工行业在建工程自 2025Q1 开始同比下降	12
图 29 2025 年末子行业在建工程同比	13
图 30 2026 年第一季度末子行业在建工程同比	13
图 31 基础化工行业研发支出持续增长	14
图 32 2025 年基础化工各子行业研发支出占营收比例	14
图 33 基础化工（申万）行业指数 2026 年以来跑赢沪深 300 指数	15
图 34 基础化工（申万）PE 逐步修复	15
图 35 基础化工（申万）PB 逐步修复	15

1 宏观经济环境有利于化工行业景气上行

1.1 工业品 PPI 同比转正，新一轮补库周期有望开启

2026 年 3 月，中国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 0.5%，走出了自 2022 年 10 月以来连续 41 个月同比负值区间。2026 年 4 月，中国 PPI 同比+ 2.8%，涨幅扩大 2.3 个百分点，创 2022 年 8 月以来新高，进一步确认了中国经济的复苏趋势。通常情况下，PPI 会领先库存周期 3-6 个月，PPI 同比转正之后，多伴随着产成品存货同比上行，预计下半年将进入补库阶段，开启新一轮库存周期。

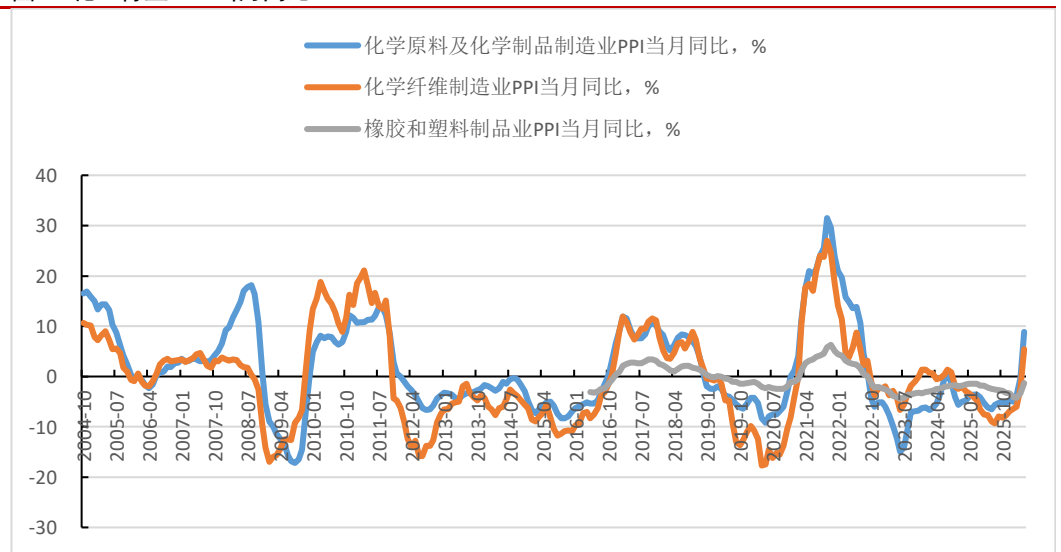
图 1 工业品 PPI 同比转正，有望带动库存周期进入补库阶段



资料来源：Wind，首创证券

具体到化工行业，2026 年 4 月，化学原料及化学制品制造业 PPI 同比上涨 8.9%，化学纤维制造业 PPI 同比上涨 5.4%，橡胶和塑料制品制造业 PPI 同比虽然下跌 1.3%，但是跌幅已连续两个月收窄，有望在未来一两个月之内转正。

图 2 化工行业 PPI 当月同比



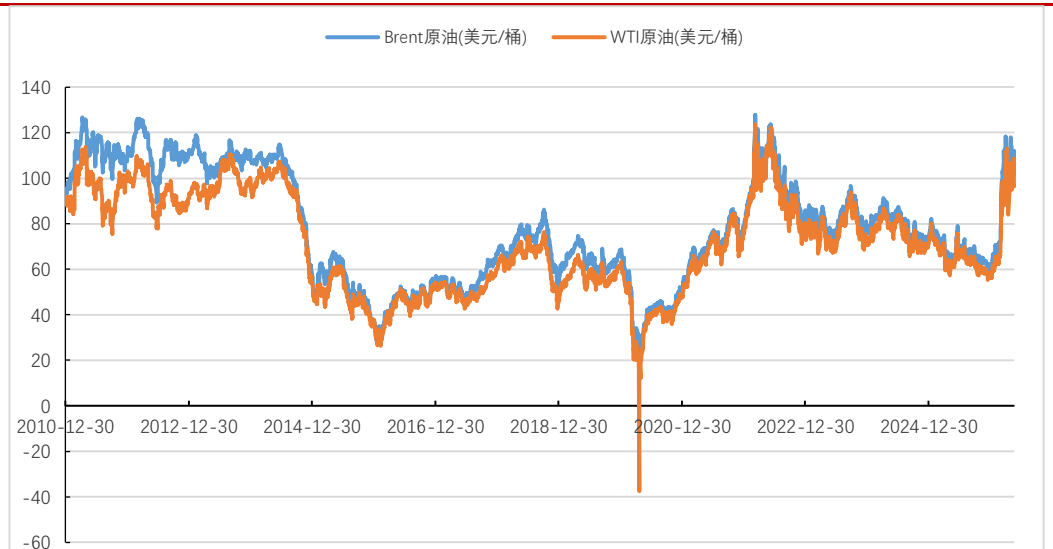
资料来源：Wind，首创证券

1.2 化工产品价格指数触底反弹

上一轮化工景气周期开始于 2020 年中，公共卫生事件爆发几个月之后，社会生产经营逐步恢复正常，2021 年海内外化工品需求景气，叠加 7-10 月限电、限产政策执行，供需矛盾加剧，中国化工产品价格指数（CCPI）于 10 月创近年来新高，带来化工行业此轮景气周期顶部。2022 年，原油、煤炭、天然气价格高位支撑成本端，海内外需求向好，CCPI 再次冲高至前期高点附近。自 2023 年开始，伴随美元加息，全球需求疲弱，CCPI 高位回落。2024 年、2025 年整体处于下跌趋势中，CCPI 均值分别为 4561、4082，同比分别下降 2.47%、10.51%，其中 2025 年 11 月 5 日 CCPI 降至 3823，为上一轮周期低点。

进入 2026 年，随着国内需求温和复苏，“反内卷”等政策逐步深入，CCPI 触底反弹。2 月底，美以伊冲突爆发，随后伊朗封锁霍尔木兹海峡，叠加伊朗石油出口中断，国际原油供给紧张，价格大幅上涨。之后多方反复博弈，中东局势一波三折，国际原油价格多次上涨至 110 美元/桶以上。5 月 25 日，受美伊释放出的积极和谈信号影响，布伦特原油价格下跌至 96.14 美元/桶。但是由于此次冲突对全球原油供应链造成了物理性的、需要漫长时间修复的创伤，供应缺口短期难以填补，预计国际油价短期难以回到冲突之前的水平，而是维持高位震荡。原油作为化工产业链重要的原料之一，成本端的上涨使得下游多数化工产品价格随之上涨，进而带动 CCPI 加速上行。2026 年 5 月 29 日，CCPI 为 4916，较年初的 3930 上涨 25.09%。

图 3 国际原油价格受美以伊冲突影响快速上行



资料来源：Wind，首创证券

图 4 中国化工产品价格指数（CCPI）触底反弹



资料来源：Wind，首创证券

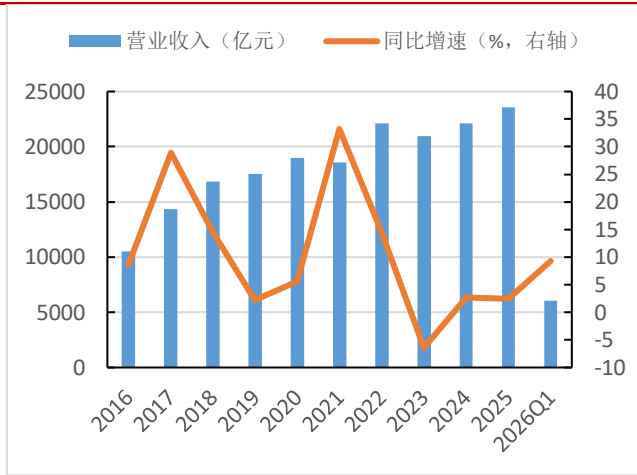
2 基础化工行业盈利 2025 年触底回升，2026Q1 延续上行

2.1 行业营收和利润规模 2025 年同比增长，2026Q1 同比增幅扩大

2025 年申万基础化工行业营收同比增长 2.4%，归母净利润同比增长 3.72%。2024 年，全球经济复苏缓慢，国内房地产等下游需求仍较疲弱，化工行业景气底部震荡，同时石油等主要化工原料，以及磷矿、钛矿等矿产资源维持相对高位，企业盈利在原料和需求两端承压，申万基础化工板块整体呈现增收不增利的态势。进入 2025 年，随着原料价格中枢回落，需求逐步回暖，供需格局趋于改善，化工企业盈利压力有所缓解。2025 年，申万基础化工行业实现营业收入 23588.91 亿元，同比增长 2.40%，实现归母净利润 1163.15 亿元，同比增长 3.72%。

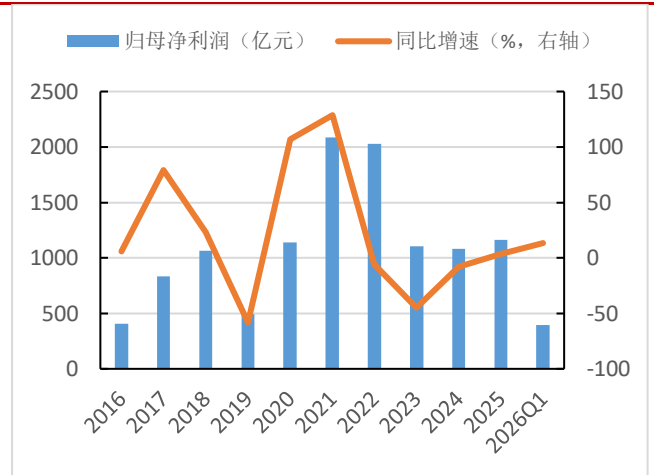
2026 年第一季度，申万基础化工行业营收同比增长 9.26%，归母净利润同比增长 13.41%。进入 2026 年，随着化工行业供需格局改善，化工产品价格触底反弹，特别是 2 月底的地缘冲突大幅推高国际油价，海外供给收缩，多数化工品价格显著上行，企业盈利加速修复。从单季度的数据来看，基础化工行业营业收入自 2024 年第二季度开始，已连续多个季度同比增长。2026 年第一季度，申万基础化工行业实现营业收入 6055.75 亿元，同比+9.26%，环比-0.63%，实现归母净利润 392.24 亿元，创 2022 年第四季度以来的单季度新高，同比+13.41%，环比+260.51%。

图 5 基础化工行业营收同比增长



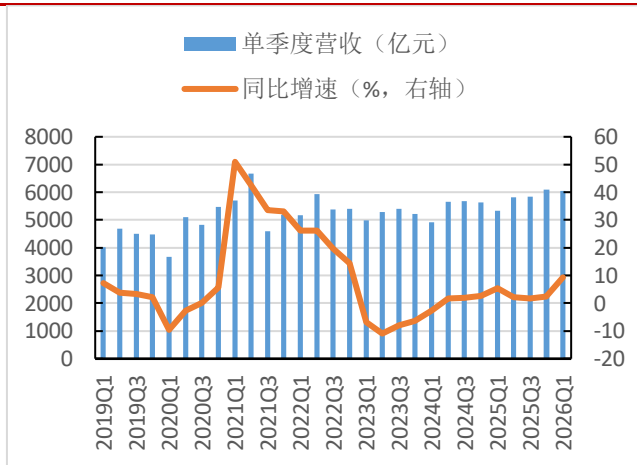
资料来源：Wind，首创证券

图 6 基础化工行业归母净利润同比增长



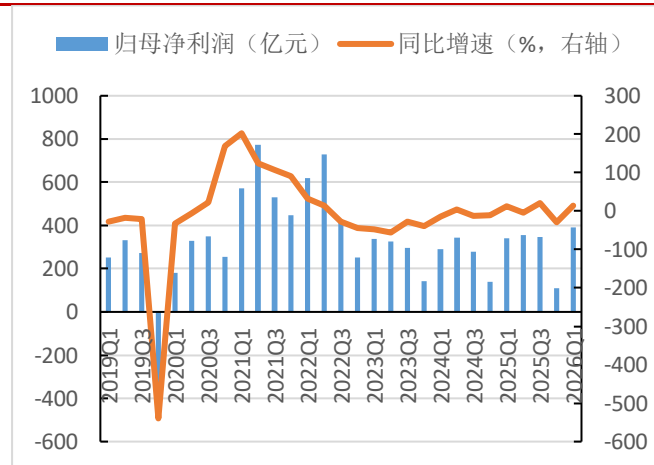
资料来源：Wind，首创证券

图 7 基础化工行业单季度营收同比



资料来源：Wind，首创证券

图 8 基础化工行业单季度归母净利润同比

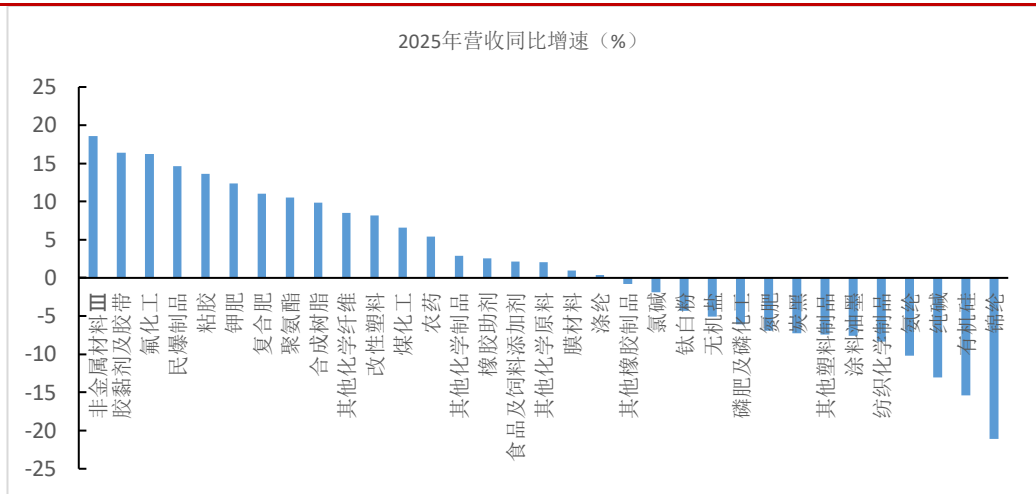


资料来源：Wind，首创证券

分子行业来看营收同比增速，在申万基础化工 33 个子行业中，2025 年营收同比增速居前的五个子行业分别是非金属材料Ⅲ、胶黏剂及胶带、氟化工、民爆制品、粘胶，而居后的五个子行业分别是锦纶、有机硅、纯碱、氨纶、纺织化学制品。2026 年第一季度，化工企业盈利持续改善，营收同比增速居前的五个子行业分别是钾肥、聚氨酯、氟化工、纺织化学制品、非金属材料Ⅲ，而营收同比增速为负的子行业只有四个，分别为锦纶、纯碱、炭黑、无机盐。

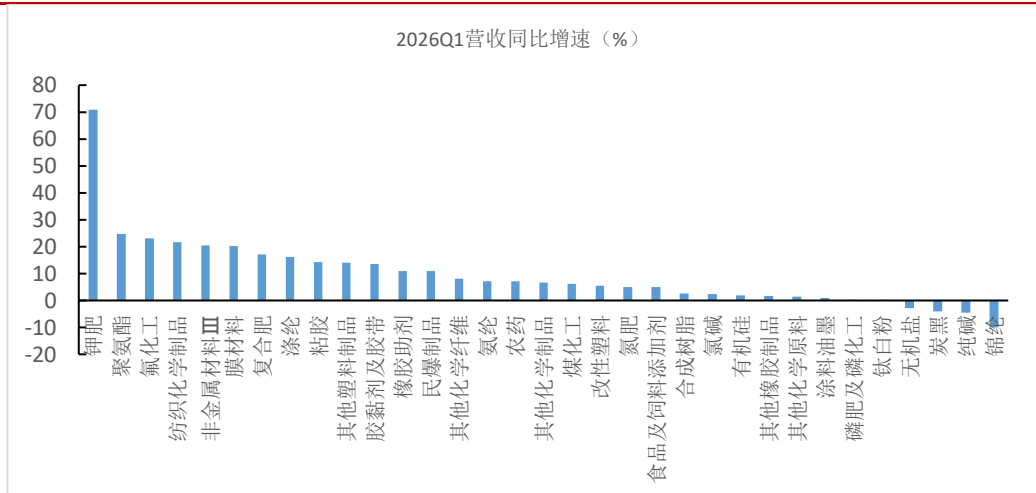
分子行业来看归母净利润同比增速，在申万基础化工 33 个子行业中，2025 年归母净利润同比增速居前的五个子行业分别是胶黏剂及胶带、农药、氯碱、粘胶、氟化工，而居后的五个子行业分别是有机硅、纯碱、锦纶、其他橡胶制品、钛白粉。2026 年第一季度，归母净利润同比增速居前的五个子行业分别是粘胶、膜材料、钾肥、氮肥、纺织化学制品，而居后的五个子行业分别是锦纶、炭黑、其他橡胶制品、钛白粉、无机盐。

图 9 2025 年申万基础化工各子行业营收同比增速



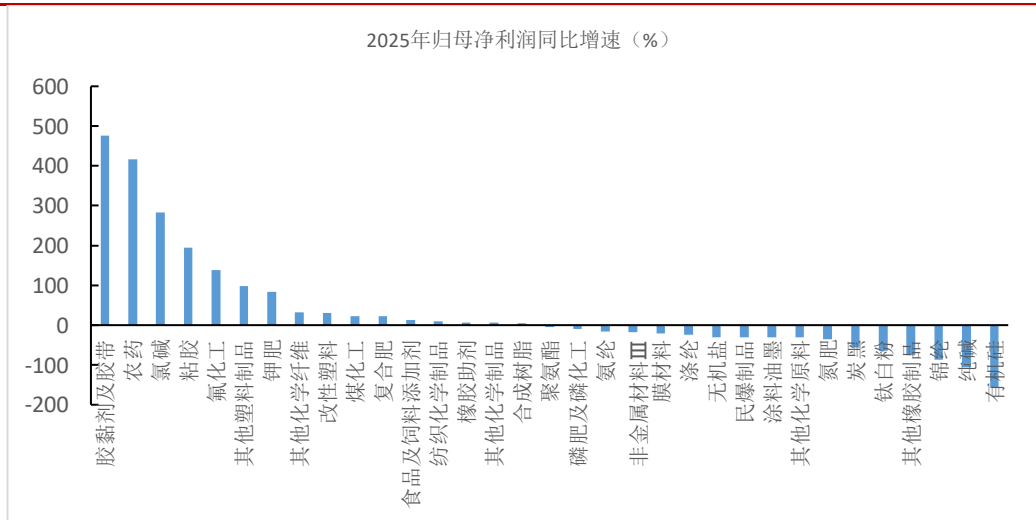
资料来源: Wind, 首创证券

图 10 2026 年第一季度申万基础化工各子行业营收同比增速



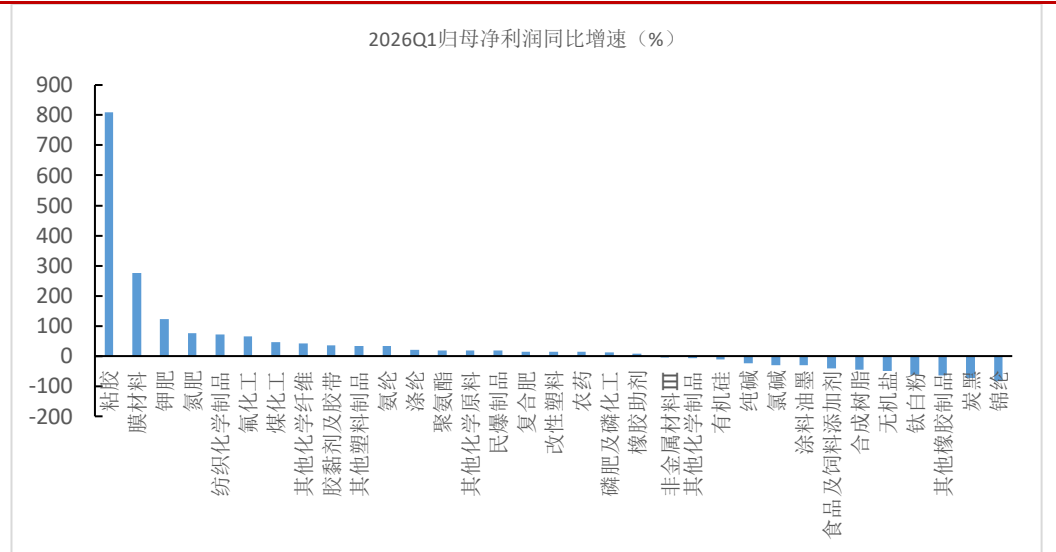
资料来源: Wind, 首创证券

图 11 2025 年申万基础化工各子行业归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 首创证券

图 12 2026 年第一季度申万基础化工各子行业归母净利润同比增速



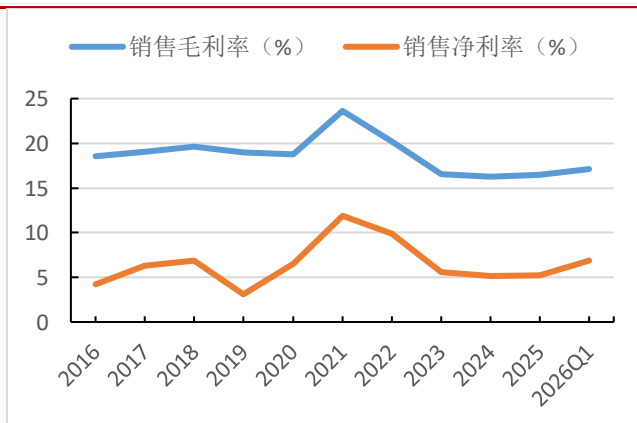
资料来源: Wind, 首创证券

2.2 行业毛利率和净利率 2025 年触底反弹，2026Q1 持续修复

从盈利能力看，2025 年申万基础化工行业毛利率和净利率均同比提升。在本轮周期中，2021 年申万基础化工行业毛利率和净利率达到高点，分别为 23.62% 和 11.88%，之后逐年下降，2022 年和 2023 年下降幅度较大。2024 年申万基础化工行业毛利率和净利率延续了下降趋势，但降幅收窄。进入 2025 年，随着需求逐步回暖，同时原料价格下跌，企业盈利能力出现修复。2025 年，申万基础化工行业毛利率为 16.50%，同比+0.24pct，净利率为 5.23%，同比+0.10pct。

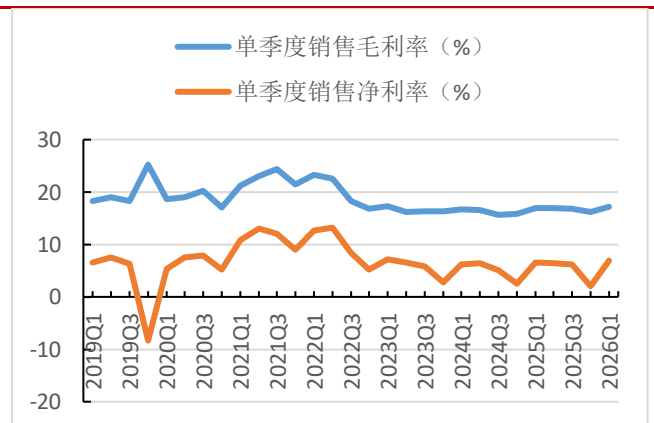
2026Q1 申万基础化工行业毛利率和净利率同环比继续提升。进入 2026 年，随着化工产品价格逐步上行，企业盈利能力持续修复。从单季度数据来看，2026 年第一季度，申万基础化工行业毛利率为 17.14%，同比+0.25pct，环比+1.00pct，净利率为 6.87%，同比+0.26pct，环比+4.85pct。

图 13 2025 年行业毛利率和净利率同比提升



资料来源: Wind, 首创证券

图 14 2026 年第一季度行业毛利率和净利率同比均提升

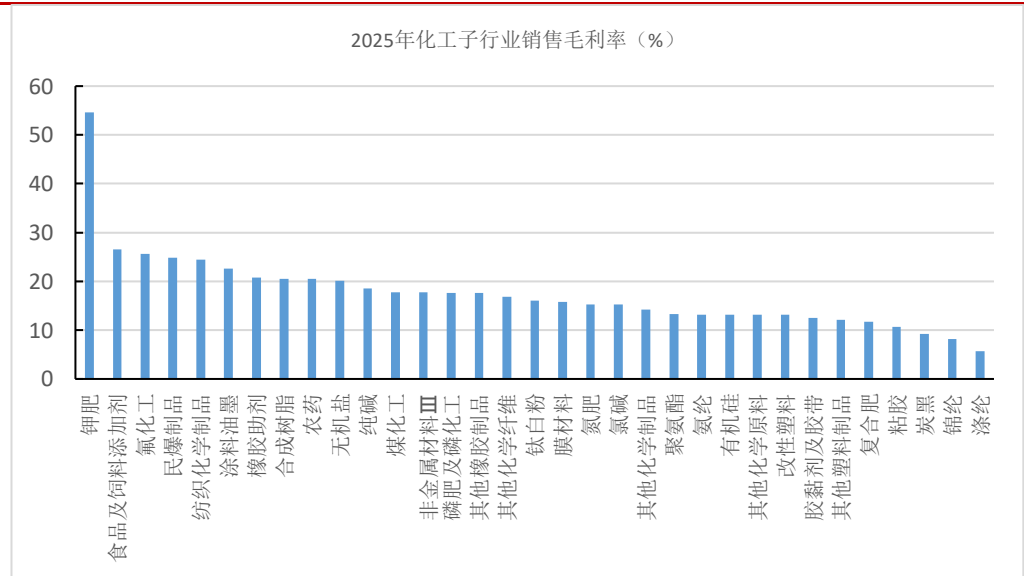


资料来源: Wind, 首创证券

分子行业来看销售毛利率，整体来说钾肥、氟化工、食品及饲料添加剂居前，而涤纶、锦纶、炭黑居后。具体来看，在 33 个子行业中，2025 年销售毛利率居于前五位的子行业分别是钾肥、食品及饲料添加剂、氟化工、民爆制品、纺织化学制品，其中钾肥毛利率达到 54.68%，大幅高于第二名食品及饲料添加剂毛利率（26.49%）28.18pct；居于后五位的子行业分别是涤纶、锦纶、炭黑、粘胶、复合肥。2026 年第一季度，销售毛利率居于前五位的子行业分别是钾肥、氟化工、纺织化学制品、食品及饲料添加剂、民爆制品，其中钾肥毛利率达到 63.10%，大幅高于第二名氟化工毛利率（29.21%）33.89pct；居于后五位的子行业分别是炭黑、涤纶、锦纶、复合肥、胶黏剂及胶带。

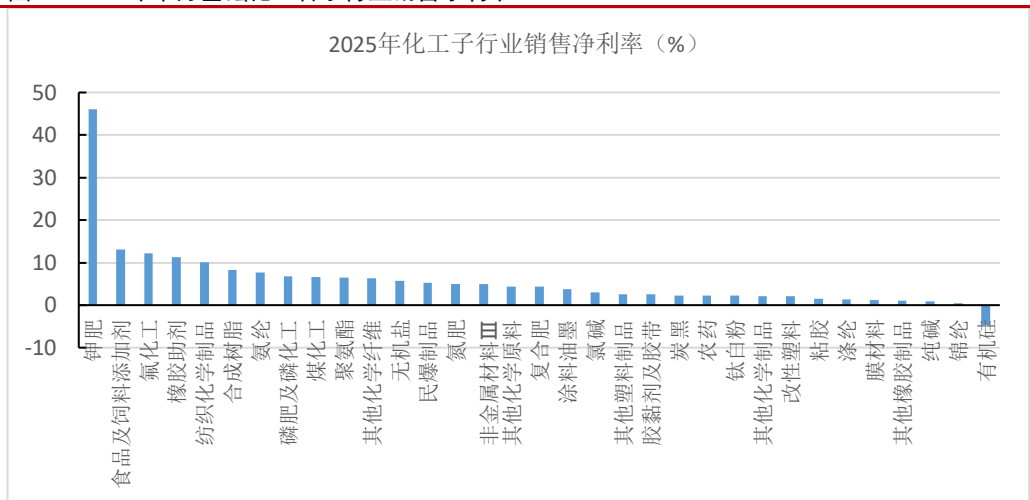
分子行业来看销售净利率，整体来看仍然是钾肥、氟化工、食品及饲料添加剂居前，而有机硅、锦纶、纯碱居后。具体来看，在 33 个子行业中，2025 年销售净利率居于前五位的子行业分别是钾肥、食品及饲料添加剂、氟化工、橡胶助剂、纺织化学制品，其中钾肥净利率达到 45.98%，大幅高于第二名食品及饲料添加剂净利率（13.06%）32.92pct；居于后五位的子行业分别是有机硅、锦纶、纯碱、其他橡胶制品、膜材料，其中有机硅净利率为 -4.67%，是唯一净利率为负的子行业。2026 年第一季度，销售净利率居于前五位的子行业分别是钾肥、氟化工、橡胶助剂、食品及饲料添加剂、纺织化学制品，其中钾肥净利率达到 48.38%，大幅高于第二名氟化工净利率（13.09%）35.29pct；居于后五位的子行业分别是有机硅、锦纶、其他橡胶制品、纯碱、钛白粉，其中有机硅净利率为 -4.81%，同样是唯一净利率为负的子行业。

图 15 2025 年申万基础化工各子行业销售毛利率



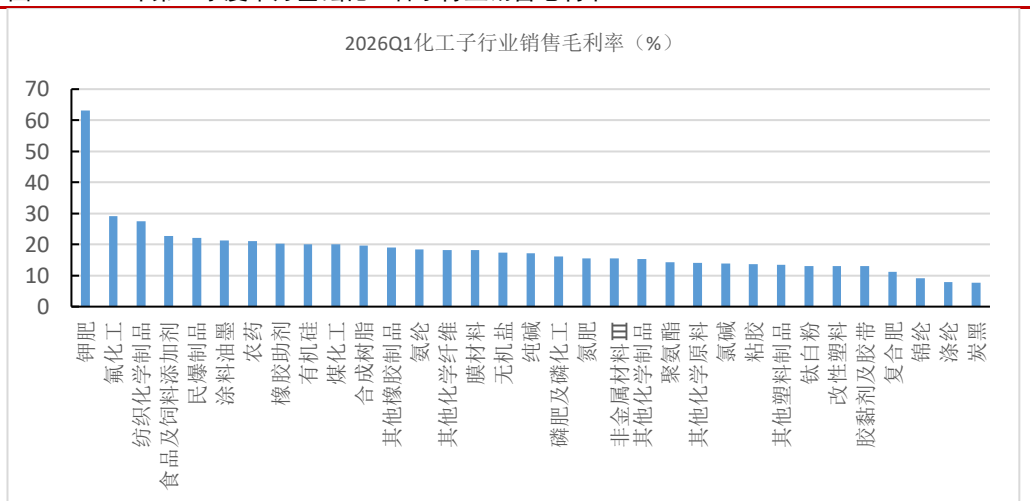
资料来源：Wind，首创证券

图 16 2025 年申万基础化工各子行业销售净利率



资料来源: Wind, 首创证券

图 17 2026 年第一季度申万基础化工各子行业销售毛利率



资料来源: Wind, 首创证券

图 18 2026 年第一季度申万基础化工各子行业销售净利率



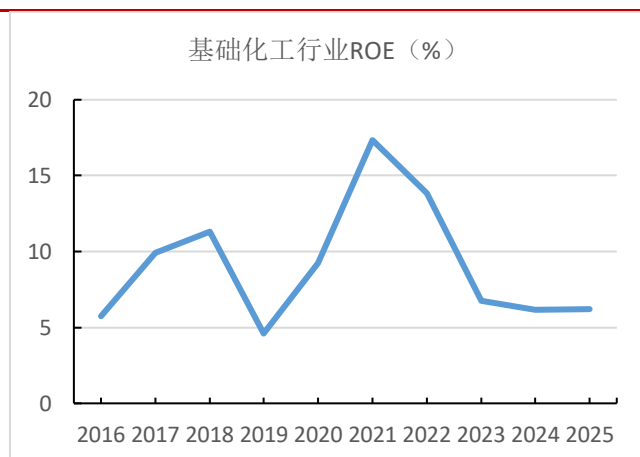
资料来源: Wind, 首创证券

2.3 行业 ROE 同样是 2025 年触底反弹，2026Q1 同环比继续提升

化工行业净资产收益率（ROE）的变化趋势与毛利率和净利率的变化趋势相同，2024 年延续下滑趋势，但是降幅收窄，2025 年触底反弹。在本轮周期中，申万基础化工行业 ROE 在 2021 年达到高点，为 17.34%，之后逐年下降，2022 年和 2023 年下降幅度较大，2024 年虽然继续下降至 6.14%，但是较 2023 年下降 0.63pct，降幅明显收窄。2025 年，随着化工行业景气触底反弹，申万基础化工行业 ROE 结束过去三年的下跌趋势，反弹至 6.20%，同比提升 0.06pct。

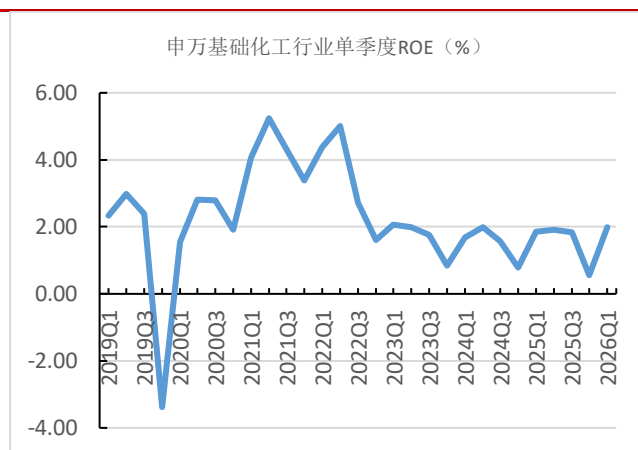
2026 年第一季度基础化工行业 ROE 同环比继续提升。进入 2026 年，化工行业供需格局改善，化工产品价格上行，企业盈利能力持续修复。从单季度数据来看，2026 年第一季度，申万基础化工行业 ROE 达到 1.98%，同比+0.13pct，环比+1.42pct。如果以第一季度数据进行年化，那么 2026 年全年申万基础化工行业 ROE 有望达到 7.92%，同比+1.72pct。

图 19 2025 年基础化工行业 ROE 同比提升



资料来源：Wind，首创证券

图 20 2026 年第一季度基础化工行业 ROE 同环比提升



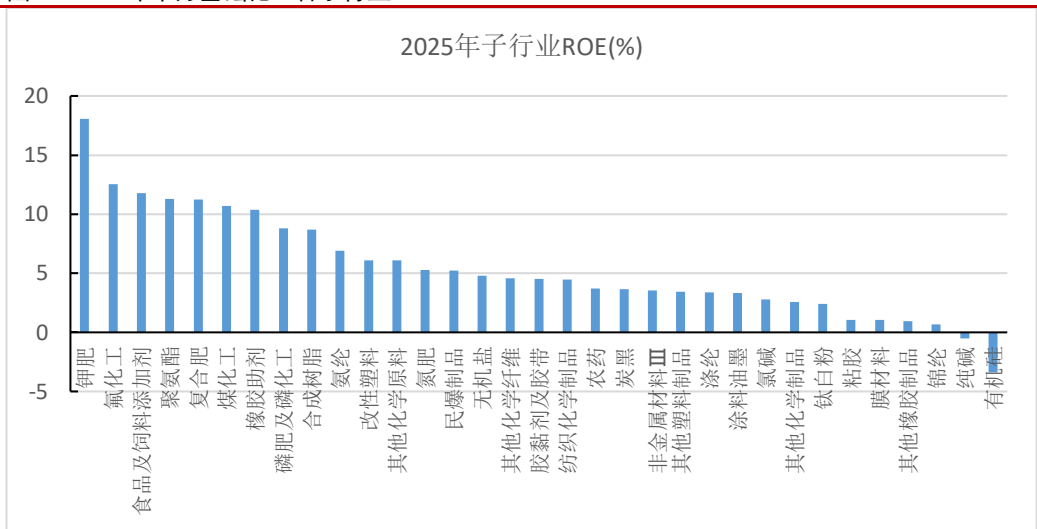
资料来源：Wind，首创证券

分子行业来看 ROE，同销售毛利率和净利率的趋势大体相同，钾肥、氟化工居前，而锦纶、纯碱居后。

具体来看，2025 年 ROE 居于前五位的分别是钾肥、氟化工、食品及饲料添加剂、聚氨酯和复合肥，其中钾肥达到 18.07%，领先第二名氟化工（12.52%）5.55pct；居于后五位的分别是有机硅、纯碱、锦纶、其他橡胶制品、膜材料，其中有机硅和纯碱为 ROE 为负的两个子行业，分别为-3.39%、-0.50%。

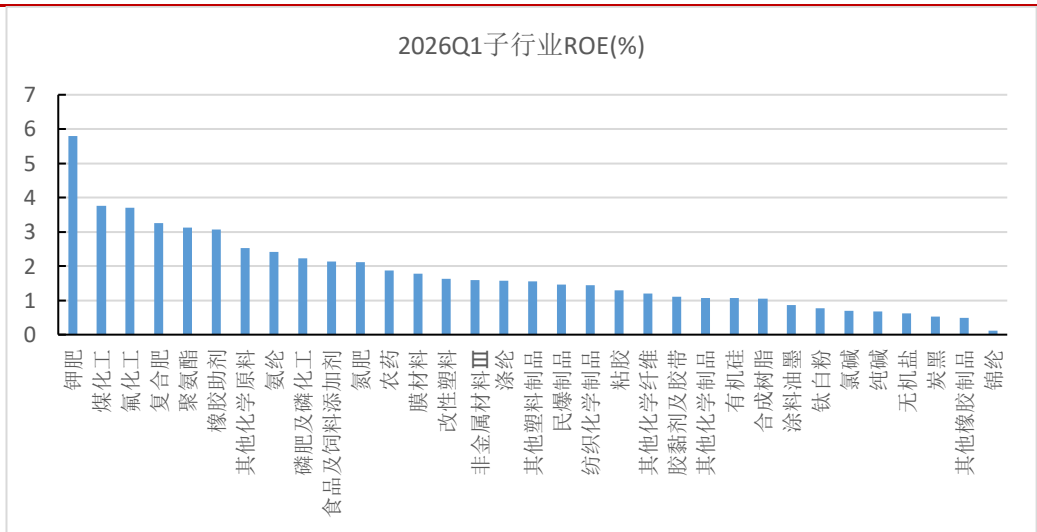
2026 年第一季度，基础化工行业整体 ROE 持续修复，分子行业来看，钾肥、煤化工、氟化工、复合肥、聚氨酯居于前五位，其中钾肥单季度 ROE 达到 5.79%，领先第二名煤化工（3.77%）2.02pct。同时，33 个子行业的 ROE 均为正，居于后五位的分别是锦纶（0.12%）、其他橡胶制品、炭黑、无机盐、纯碱。

图 21 2025 年申万基础化工各子行业 ROE



资料来源: Wind, 首创证券

图 22 2026 年第一季度申万基础化工各子行业 ROE



资料来源: Wind, 首创证券

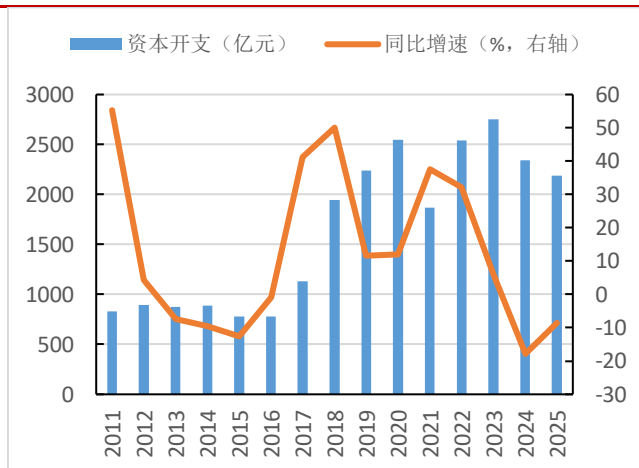
3 基础化工行业产能扩张周期临近尾声

3.1 行业资本开支自 2024 年开始持续回落

自 2024 年开始，申万基础化工行业资本开支大幅度回落，2025 年延续这一趋势。本轮行业资本开支在经历了 2022 年、2023 年的增长之后，2024 年开始出现负增长。2024 年申万基础化工行业资本开支为 2342.57 亿元，同比大幅下降 17.84%。2025 年延续了这一趋势，行业资本开支为 2188.83 亿元，同比下降 8.48%。

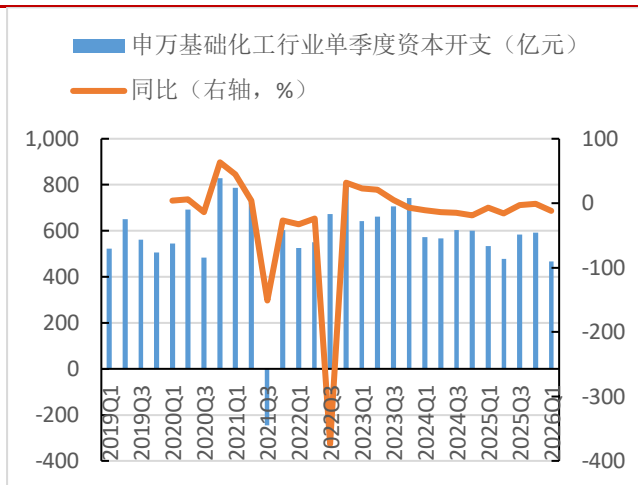
2026 年第一季度，基础化工行业资本开支连续 10 个季度同比下降。从单季度角度来看，自 2023 年第四季度开始，基础化工行业单季度资本开支同比下降，2026 年第一季度，行业资本开支为 467.09 亿元，同比下降 12.31%，已是连续第 10 个季度同比下降。基础化工行业在经历了一轮产能扩张之后出现明显转向，未来新增产能将逐步减少，供给压力有望逐步缓解，供需格局有望得到改善。

图 23 基础化工行业资本开支 2025 年延续下降趋势



资料来源：Wind，首创证券

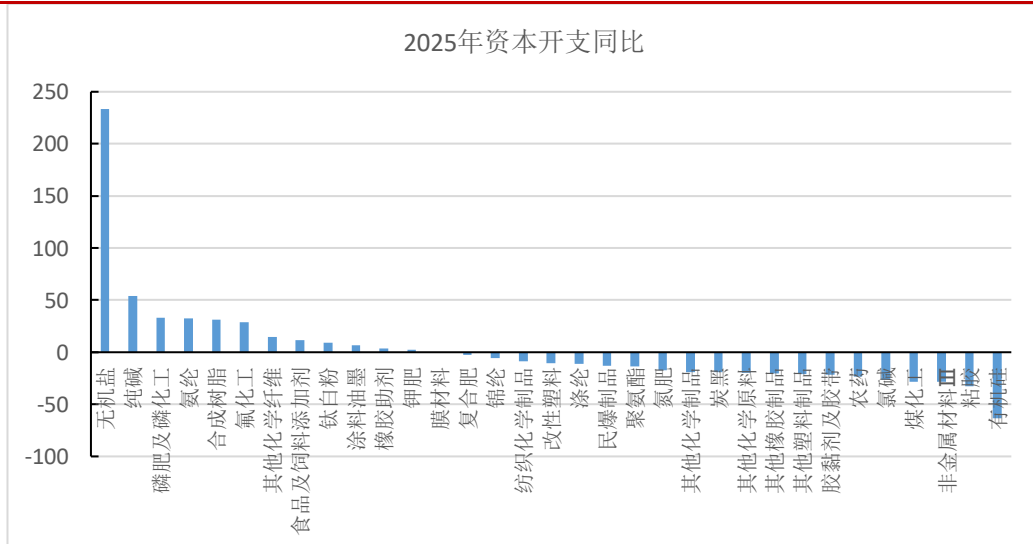
图 24 基础化工行业单季度资本开支同比连续 10 个季度下降



资料来源：Wind，首创证券

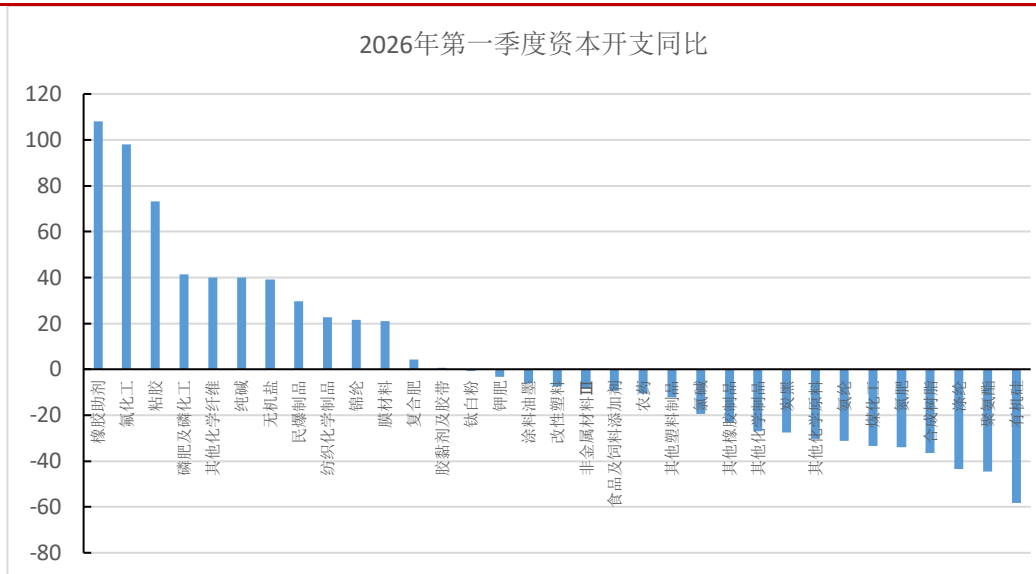
分子行业来看，在 33 个申万化工三级子行业中，2025 年资本开支同比为正的有 12 个，其中居于前五位的分别是无机盐、纯碱、磷肥及磷化工、氨纶、合成树脂；资本开支同比为负的有 21 个，其中居于后五位的分别是有机硅、粘胶、非金属材料 III、煤化工、氯碱。2026 年第一季度，行业资本开支同比为正的有 13 个，其中居于前五位的分别是橡胶助剂、氟化工、粘胶、磷肥及磷化工、其他化学纤维；资本开支为负的有 20 个，其中居于后五位的分别是有机硅、聚氨酯、涤纶、合成树脂、氮肥。

图 25 申万基础化工各子行业 2025 年资本开支同比



资料来源：Wind，首创证券

图 26 申万基础化工各子行业 2026 年第一季度资本开支同比



资料来源: Wind, 首创证券

3.2 行业在建工程 2025 年出现明显下降

申万基础化工行业在建工程 2025 年出现明显下降。相较于资本开支，在建工程的变化具有一定的滞后性，2024 年底行业在建工程为 3971.15 亿元，较 2023 年底增长 11.92%。随着资本开支缩减的逐步传导，2025 年末，行业在建工程为 3187.92 亿元，较 2024 年末降低 19.72%，同样出现了明显下降趋势。

从季度角度来看，在本轮化工产能扩张过程中，行业在建工程在 2024 年三季度末达到本轮高点，随后开始回落。自 2025 年一季度开始，基础化工行业在建工程已经连续 5 个季度同比下降，2026 年一季度末回落至 3181.16 亿元，同比继续下降 13.32%。随着资本开支到在建工程、再到落地产能的逐步传导，未来化工行业新增产能增速放缓，供需格局趋于改善。

图 27 基础化工行业在建工程 2025 年同比下降

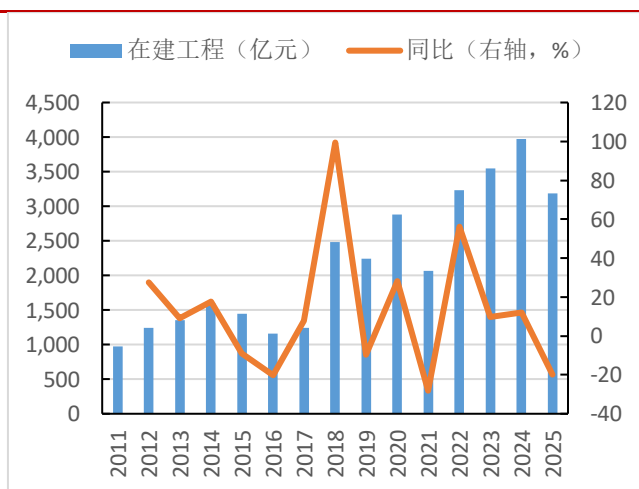
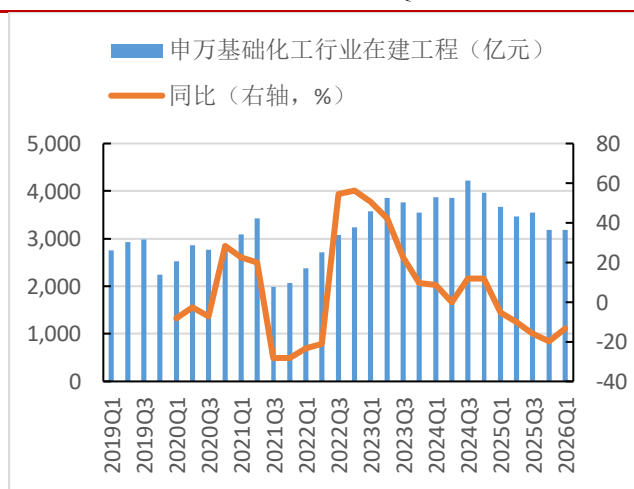


图 28 基础化工行业在建工程自 2025Q1 开始同比下降

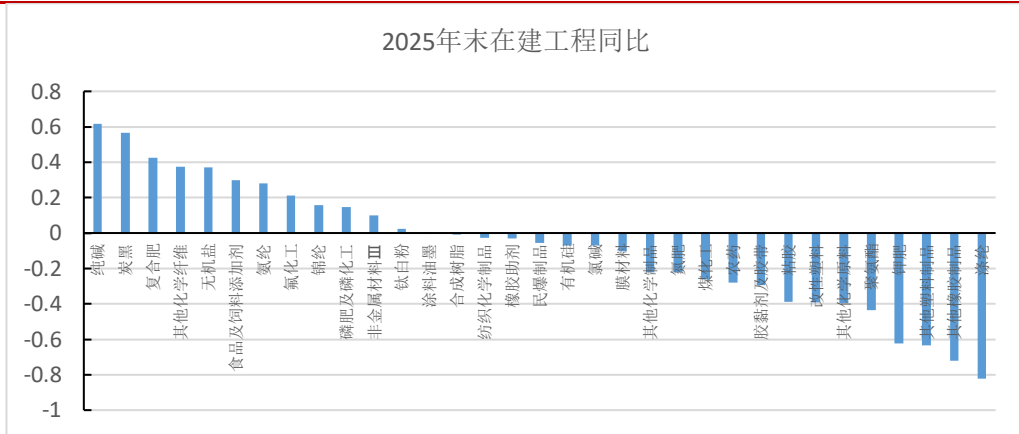


资料来源：Wind，首创证券

资料来源: Wind, 首创证券

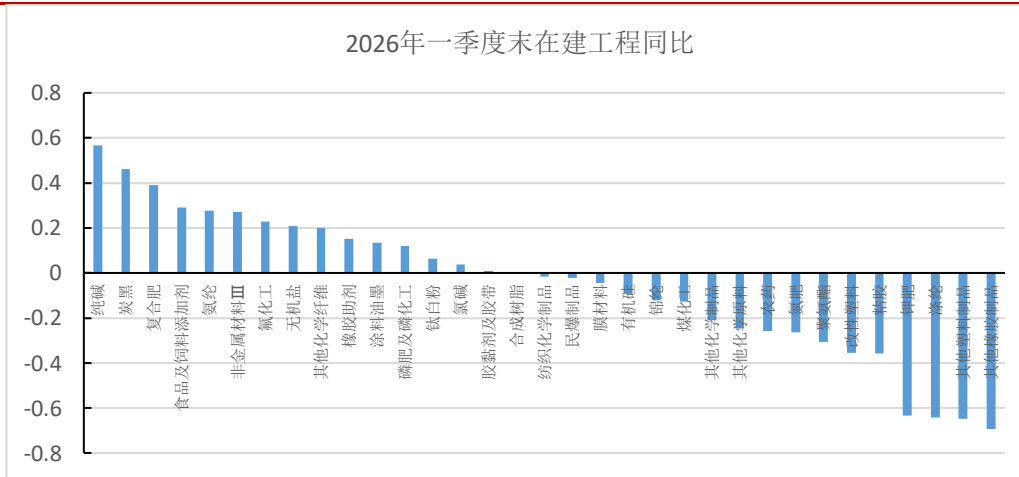
分子行业来看，2025 年末，在建工程同比为正的有 13 个，居于前五位的分别是纯碱、炭黑、复合肥、其他化学纤维、无机盐，在建工程同比为负的有 20 个，居于后五位的分别是涤纶、其他橡胶制品、其他塑料制品、钾肥、聚氨酯。2026 年一季度末，在建工程同比为正的有 16 个，居于前五位的分别是纯碱、炭黑、复合肥、食品及饲料添加剂、氨纶，在建工程同比为负的有 17 个，居于后五位的分别是其他橡胶制品、其他塑料制品、涤纶、钾肥、粘胶。

图 29 2025 年末子行业在建工程同比



资料来源：Wind，首创证券

图 30 2026 年第一季度末子行业在建工程同比



资料来源：Wind，首创证券

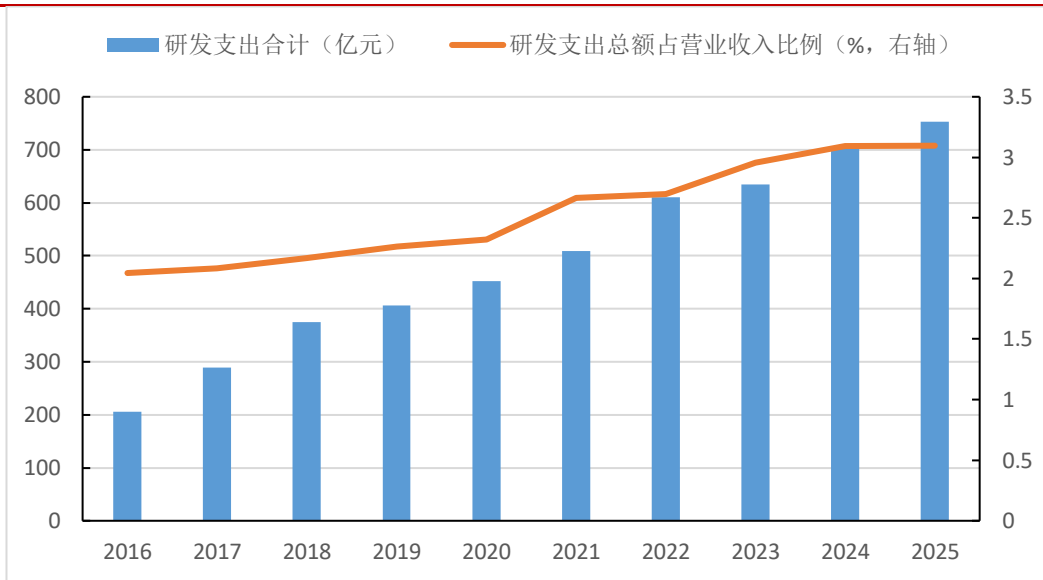
4 基础化工行业研发支出持续增长

我国化工行业作为国民经济的基础性产业，经过多年发展，已经建成了门类齐全、产能领先的现代化工产业体系，但是低端产能过剩、高端产品供给不足的结构矛盾依然存在。近年来，在新质生产力培育、双碳政策落地的多重背景下，化工行业不断加大研发投入，持续推进高端化、绿色化转型，突破多种高端精细化学品的技术瓶颈。2025 年，基础化工行业研发支出达到 753.34 亿元，同比增长 6.91%。自 2024 年开始，行业

研发支出占营业收入的比例突破 3%，2025 年达到 3.10%，同比提升 0.005pct。

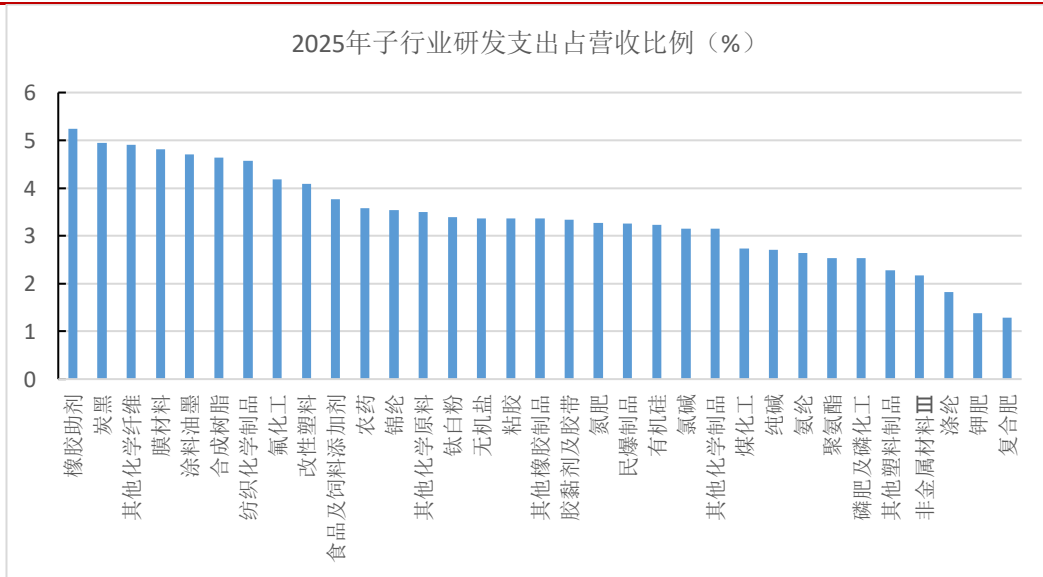
从子行业角度来看 2025 年研发支出占营业收入的比例，居于前五位的分别是橡胶助剂、炭黑、其他化学纤维、膜材料、涂料油墨，居于后五位的分别是复合肥、钾肥、涤纶、非金属材料Ⅲ、其他塑料制品。

图 31 基础化工行业研发支出持续增长



资料来源：Wind，首创证券

图 32 2025 年基础化工各子行业研发支出占营收比例



资料来源：Wind，首创证券

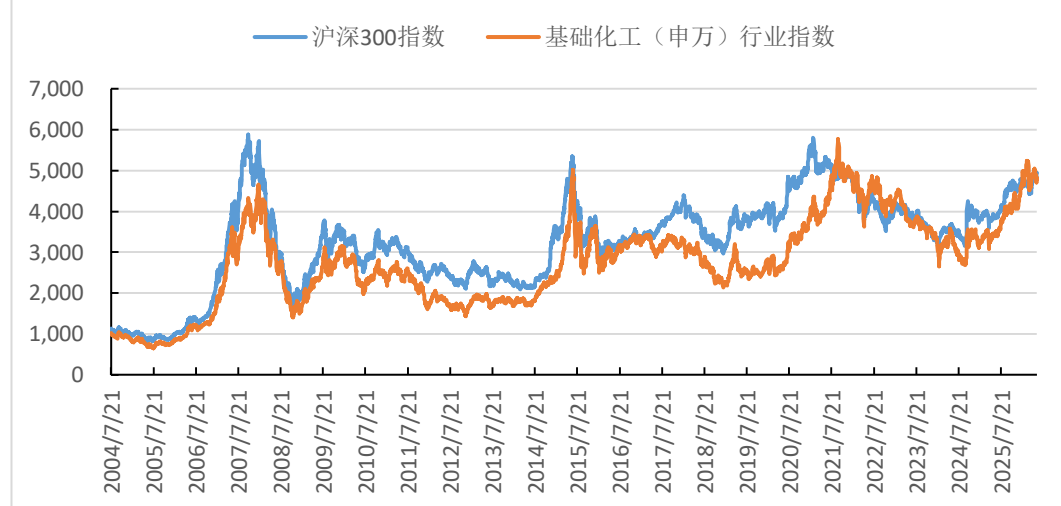
5 基础化工行业指数自 2025 年以来跑赢沪深 300，估值修复

基础化工（申万）行业指数 2025 年以来跑赢沪深 300 指数。2024 年，伴随着维生素、制冷剂、TMA 等化工品涨价行情的出现，化工行业出现过一些结构性的上涨行情，

但是行业整体需求疲弱，企业盈利承压，周期磨底，基础化工（申万）行业指数大幅跑输沪深 300 指数。进入 2025 年，随着基本面的触底回升，企业盈利改善，基础化工行情回升向好。2025 年全年，沪深 300 指数上涨 21.19%，基础化工（申万）行业指数上涨 36.11%，跑赢沪深 300 指数 14.92pct。

进入 2026 年，随着化工品价格回升，企业盈利持续改善，2 月底地缘政治冲突爆发之后，国际油价大幅上行，催生了上游油气资源板块、煤化工、轻烃化工等能源替代板块的行情，基础化工板块延续 2025 年的上行趋势。2026 年初至 5 月 26 日，基础化工（申万）行业指数上涨 8.29%，跑赢沪深 300 指数 3.42pct。

图 33 基础化工（申万）行业指数 2026 年以来跑赢沪深 300 指数



资料来源：Wind，首创证券

行业估值随着上涨行情而逐步修复。市盈率方面，2026 年 5 月 26 日，基础化工（申万）PE 为 32.20 倍，较年初 30.54 上涨 5.44%，2002 年以来 PE 中位值为 26.19 倍，当前估值处于 2002 年以来 69.9%的历史分位。市净率方面，2026 年 5 月 26 日，基础化工（申万）PB 为 2.40 倍，较年初 2.26 上涨 6.19%，2002 年以来 PB 中位值为 2.44 倍，当前估值处于 2002 年以来的 47.2%的历史分位。

图 34 基础化工（申万）PE 逐步修复



资料来源：Wind，首创证券

图 35 基础化工（申万）PB 逐步修复



资料来源：Wind，首创证券

6 投资建议

基本面角度，短期来看，自2月底以来的美伊冲突快速推高国际原油价格并维持高位震荡，一方面将对整条化工产业链上的利润分配进行再平衡，使得上游油气资源板块盈利显著改善，而中游加工制造板块的盈利能力出现分化，另一方面加速了全球多种化工品产能的关停进程。中期来看，国内基础化工行业资本开支以及在建工程增速接连转负，本轮扩产周期已接近尾声，新增产能增速放缓，行业供需格局趋于改善。长期来看，国家及行业层面的“双碳”政策和“反内卷”政策持续深化，将从供给侧改革的高度引导中国化工行业的竞争格局更加有序、发展质量更高、全球竞争力更强，进而带动新一轮化工景气周期的开启。

市场行情角度，2025年化工行业的估值修复行情主要由科技主题相关的新材料板块带动，而2026年以来化工行业供需格局改善，企业盈利显著提升，市场行情有望由“业绩提升”接棒“估值修复”，看好基础化工行业的投资价值。

建议关注三条投资主线：一是在油价高位震荡背景下，具备油气资源禀赋和高分红特点的龙头企业，以及石油替代路线的煤化工、轻烃化工龙头企业；二是作为战略物资，需要重点提升安全保障的农化领域，包括农药、氮肥、磷肥、钾肥等相关龙头企业；三是供给端存在硬约束，未来有望长期处于长景气周期的制冷剂板块相关企业。

7 风险提示

1、油价大幅波动。

原油作为化工品的主要源头，其价格对后续化工品价格及盈利能力影响较大。我国原油对外依存度高，进口价格直接与国际油价相关，现阶段国际油价受地缘政治，产油国增产，全球经济增速等多因素影响，若价格出现大幅上涨或者大幅下跌，都将影响化工行业整体盈利水平和企业的盈利能力。

2、化工品价格大幅波动。

化工品价格直接影响企业的盈利能力，上游受煤炭、油气、矿产等价格影响，下游受社会经济需求影响，如果价格出现大幅上涨或者下跌，将对企业盈利造成较大影响。

3、政策不及预期。

现阶段，国家对房地产行业稳健发展和扩大内需的政策力度，将对整个社会经济增速以及各种化工品的需求造成较大影响。如果未来政策执行不及预期，将会对抑制需求，进而影响企业盈利。

4、在建项目投产及盈利不及预期。

化工企业依靠不断的资本投入扩大产能，扩增产品品类，进而增加利润，获得成长性。如果在建项目因审批延时、建设进度慢、市场需求弱投产日期延后等原因导致不及预期，将对企业盈利造成不利影响。

分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 6 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

		评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
		中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
		减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
	行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准		中性	行业与整体市场表现基本持平
		看淡	行业弱于整体市场表现