仅供内部参考，请勿外传

基础化工

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 10 日

价差前高后低，在建工程持续回落，26Q2 化工盈利同环比高增

——基础化工行业 2026 年半年报总结

看好

相关研究

-

证券分析师
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
研究支持
任杰 A0230522070003
renjie@swsresearch.com
邵靖宇 A0230524080001
shaojy@swsresearch.com
周超 A0230525090001
zhouchao@swsresearch.com
李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com
王瑞健 A0230526020001
wangrj@swsresearch.com
李彦宏 A0230125030002
liyh@swsresearch.com
丁莹 A0230125070005
dingying@swsresearch.com
联系人
李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **26Q2 地缘冲突逐步缓和，原油风险溢价有所消退，成本波动致下游阶段性去库，化工品价格高位回落，受益于库存收益及供需改善，化工板块盈利同环比显著提升。**3 月以来地缘冲突持续演绎，油价中枢大幅提升，海外供给端冲击尤甚，成本支撑及供给收缩，全球多数化工品价格显著上行，但下游观望情绪发酵，4 月后产业链逐步进入去库阶段，化工品价格见顶回落；6 月后冲突有所缓和，海峡放开预期下油价高位回落，叠加需求淡季，化工价格仍处下行通道。26Q2 Brent 现货均价为 104.36 美元/桶（YoY+53%，QoQ+28%），秦皇岛港口 5500 大卡动力煤均价 819 元/吨（YoY+27%，QoQ+14%），二季度化工品价格虽高位回落，但 4 月企业库存收益显著，叠加部分品种受益于海外供给冲击与国内供需改善，价差显著扩大，26Q2 化工板块盈利大幅改善。26Q2 化工板块实现营收 6551 亿元（YoY+19%，QoQ+17%），叠加产品价差走扩、费用端压力环比缓解，实现净利润 585 亿元（YoY+65%，QoQ+33%），符合市场预期。供需格局持续改善，毛利率同环比分别+2.9、+1.8pct 至 20.9%。当前化工行业整体资产负债率均值为 50.1%，同比上涨 0.1%，仍处于历史底部区间；26Q2 固定资产+在建工程同环比分别+4.2%、+1.2%，其中在建工程同环比分别-10.7%、-1.0%，连续六个季度同比下滑，资本开支增速显著放缓。26Q2 存货同环比分别增加 15%、5%，油价上涨库存价值增厚，原料价格波动致 3 月后终端补库进入观望状态。
- **从 26 年半年报细分板块来看：反内卷持续推进，油价中枢抬升替代能源优势凸显，供需改善支撑景气向上，如有机硅、粘胶、钾肥、氨纶、煤化工、聚氨酯、染料、涤纶、氟化工等行业盈利提升显著。**根据 wind 统计，2026 上半年净利润同比增速较大的细分板块是有机硅、粘胶、钾肥、氨纶、煤化工、聚氨酯、染料、涤纶等，下滑幅度比较大的细分板块是无机盐、炭黑、食品及饲料添加剂、涂料油墨等；26Q2 景气持续向上叠加季节性影响，部分行业如钛白粉、炭黑、民爆、氯碱、氨纶、涤纶、纯碱、聚氨酯、煤化工、染料等盈利环比高增。
- **维持行业“看好”评级。周期建议从纺服链、农化链、海外地产链、反内卷等四方面布局：**1、受地缘冲击，当前纺服产业库存历史低位，行业资本开支放缓，格局显著优化：涤纶关注桐昆股份、恒力石化等，氨纶关注华峰化学，染料关注浙江龙盛；粘胶关注三友化工等；锦纶及己内酰胺关注鲁西化工等；2、农化链随国内外耕种面积持续提升，化肥端需求保持稳健增长，同时转基因渗透率走高，支撑长期农药需求向上，油价中枢上移支撑农作物价格：氮肥及煤化工关注华鲁恒升、宝丰能源、鲁西化工等，磷肥及磷化工关注云天化、兴发集团等，钾肥关注亚钾国际、盐湖股份等，复合肥关注新洋丰、云图控股、史丹利等，农药关注扬农化工、润丰股份、新安股份等，食品及饲料添加剂新和成、梅花生物等；3、海外地产有望底部回暖：氟化工关注巨化股份、三美股份、永和股份、昊华科技、东阳光、金石资源，MDI 关注万华化学，有机硅关注兴发集团、新安股份等。轮胎关注赛轮轮胎、森麒麟等；4、“反内卷”政策不断，落后产能加速出清，双碳评价进入刚性考核阶段，新增产能强约束：氯碱关注新疆天业等；纯碱关注博源化工等，民爆关注雪峰科技、易普力、广东宏大等。
- **成长重点关注核心高景气主线 AI+存边际催化的新兴产业方向。**AI 方向，核心关注半导体材料方向，重点关注产业链核心标的雅克科技、艾森股份，以及鼎龙股份、广钢气体、兴福电子、路维光电、新宙邦等；商业航天方向，关注国瓷材料、瑞华泰等；创新药方向，关注蓝晓科技等；机器人板块关注国恩股份、金发科技等；催化材料关注凯立新材。此外，关注具备较强α的天禄科技、江化微等。
- **核心假设风险**：1）行业新项目进展不及预期；2）需求下滑、出口受阻导致产品价格大幅回落；3）油价大幅波动；4）行业竞争加剧。

仅供内部参考，请勿外传

投资案件

结论和投资分析意见

维持行业“看好”评级。周期建议从纺服链、农化链、海外地产链、反内卷等四方面布局：

1、受地缘冲击，当前纺服产业库存历史低位，行业资本开支放缓，格局显著优化：涤纶关注桐昆股份、恒力石化等，氨纶关注华峰化学，染料关注浙江龙盛；粘胶关注三友化工等；锦纶及己内酰胺关注鲁西化工等；

2、农化链随国内外耕种面积持续提升，化肥端需求保持稳健增长，同时转基因渗透率走高，支撑长期农药需求向上，油价中枢上移支撑农作物价格：氮肥及煤化工关注华鲁恒升、宝丰能源、鲁西化工等，磷肥及磷化工关注云天化、兴发集团等，钾肥关注亚钾国际、盐湖股份等，复合肥关注新洋丰、云图控股、史丹利等，农药关注扬农化工、润丰股份、新安股份等，食品及饲料添加剂新和成、梅花生物等；

3、海外地产有望底部回暖：氟化工关注巨化股份、三美股份、永和股份、昊华科技、东阳光、金石资源，MDI 关注万华化学，有机硅关注兴发集团、新安股份等。轮胎关注赛轮轮胎、森麒麟等；

4、“反内卷”政策不断，落后产能加速出清，双碳评价进入刚性考核阶段，新增产能强约束：氯碱关注新疆天业等；纯碱关注博源化工等，民爆关注雪峰科技、易普力、广东宏大等。

成长重点关注核心高景气主线 AI+存边际催化的新兴产业方向。AI 方向，核心关注半导体材料方向，重点关注产业链核心标的雅克科技、艾森股份，以及鼎龙股份、广钢气体、兴福电子、路维光电、新宙邦等；商业航天方向，关注国瓷材料、瑞华泰等；创新药方向，关注蓝晓科技等；机器人板块关注国恩股份、金发科技等；催化材料关注凯立新材。此外，关注具备较强α的天禄科技、江化微等。

原因及逻辑

当前化工板块资本开支已近尾声，在建工程连续 6 个季度同比下滑，双碳政策引领下，供给端”控增量+减存量”，产能无序扩张已是过去式。地缘冲击不断，海外产能扰动加剧，国内产业链优势再次凸显，海外订单外溢至国内已成趋势，叠加战后补库拉动，需求端将迎来长周期向上。

有别于大众的认识

市场对油价上涨后需求端承接力度较为悲观，认为化工品价格难以完全传导，盈利难以完全体现。我们认为，当前市场对需求端的悲观定价已较为充分，而未完全定价海外供给端潜在的缺失。短期看，海外化工品开工持续下滑，与下游补库形成共振；中期看，油价中枢或将维持中高位，地缘对海外产能的冲击难以较快消除；长期看，此轮化工核心来自资本开支结束，行业供需向好的趋势仍然不变。

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 26 年化工走势冲高回落，资本开支持续减少 8
1.1 化工板块回顾 8
1.2 化工整体行业情况 10
2. 26Q2 行业盈利同环比显著提升 13
2.1 轮胎轮毂行业 14
2.2 氟化工行业 17
2.3 聚氨酯行业 20
2.4 钛白粉行业 24
2.5 纯碱行业 25
2.6 氯碱行业 27
2.7 民爆行业 29
2.8 氮肥及煤化工行业 30
2.9 磷肥及磷化工行业 35
2.10 钾肥行业 40
2.11 农药行业 43
2.12 食品及饲料添加剂 46
2.13 纺织化学品行业 50
2.14 涤纶及民营炼化行业 52
2.15 氨纶行业 54
2.16 电子化学品行业 56
2.17 膜材料行业 59
3．模拟财务报表 61
4．估值表 63

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图 1：2026 年以来申万化工指数累计下跌 1.03%.....8
图 2：Brent 油价 Q2 冲高回落，煤价中枢 Q2 抬升.....9
图 3：化工各子行业 PPI 同比增速触底回暖（%）.....9
图 4：化工各子行业 PPI 环比增速先升后降（%）.....9
图 5：26Q2 行业总收入同环比提升 19%/17%.....10
图 6：26Q2 行业净利润同环比提升 65%/33%.....10
图 7：26Q2 行业毛利率 20.9%，同环比分别+2.9/+1.8 pct.....10
图 8：26Q2 费用率环比缓解.....10
图 9：截至目前行业整体资产负债率 50.1%，处于历史底部.....11
图 10：26Q2 存货同比增加 15%，环比增加 5%.....11
图 11：行业固定资产+在建工程（剔除大炼化，亿元）.....11
图 12：行业在建工程（剔除大炼化，亿元）.....11
图 13：行业固定资产及在建工程分别同比环比情况（包含大炼化）.....12
图 14：行业固定资产及在建工程分别同比环比情况（剔除大炼化）.....12
图 15：26Q2 行业净现金流净流入 81 亿元.....13
图 16：26Q2 行业投资性现金流净流出 365 亿元.....13
图 17：申万化工子行业 2026H1 归母净利润同比变动情况.....13
图 18：申万化工子行业 2026Q2 归母净利润环比变动情况.....13
图 19：26Q2 行业营收 682 亿元，同比+27%，环比+13%.....15
图 20：26Q2 行业净利润 42 亿元，同比+19%，环比+6%.....15
图 21：26Q2 行业毛利率 18.5%，同比+0.9pct.....15
图 22：国内轮胎开工率情况（单位：%）.....15
图 23：26Q2 行业营收 246 亿元，同比+19%，环比+25%.....18
图 24：26Q2 行业净利润 36 亿元，同比+30%，环比+20%.....18
图 25：26Q2 毛利率 28.2%，盈利能力同比提升.....18
图 26：三代制冷剂价格价差开启长景气周期（单位：元/吨）.....18
图 27：26H1 聚氨酯行业营收 1543 亿元，26Q2 营收 854 亿元.....21

仅供内部参考，请勿外传

图 28：26H1 聚氨酯行业净利润 127 亿元，26Q2 净利润 79.5 亿元 21
图 29：26H1 行业毛利率 15.4%，26Q2 行业毛利率 16.9% 21
图 30：国内 MDI 价格走势（单位：元/吨） 21
图 31：26Q2 行业营收 128 亿元，同比、环比分别增长 24.3%、6.9% 24
图 32：26Q2 行业净利润 12.9 亿元，同比、环比分别增长 86%、267% 24
图 33：26Q2 行业毛利率 22.1%，同比+2.8pct、环比+9.0pct 24
图 34：钛白粉价格及价差走势（元/吨） 24
图 35：26Q2 行业营收 116 亿元，同、环比分别变动-1%、+13% 25
图 36：26Q2 行业净利润 7.5 亿元，同、环比分别变动+45%、+47% 25
图 37：26Q2 行业毛利率 19.9%，同比+2.8pct、环比+2.1pct 26
图 38：国内纯碱价格走势（单位：元/吨） 26
图 39：26Q2 行业营收 340 亿元，同、环比分别变动+8.4%、+9.2% 27
图 40：26Q2 行业净利润 17 亿元，同、环比分别变动+80%、+114% 27
图 41：26Q2 行业毛利率 15.7%，同比+1.2pct、环比+1.9pct 27
图 42：PVC 市场价格走势（单位：元/吨） 27
图 43：26Q2 行业营收 217 亿元，同、环比分别+9%、+36% 29
图 44：26Q2 行业净利润 26.2 亿元，同、环比分别+31%、+177% 29
图 45：26Q2 行业毛利率 28.8%，同比+3.9pct、环比+6.7pct 29
图 46：民爆下游矿山资本开支（%） 29
图 47：26H1 行业营收 889.9 亿元，26Q2 行业营收 474.7 亿元 31
图 48：26H1 行业净利润 139.3 亿元，26Q2 行业净利润 83.7 亿元 31
图 49：26Q2 毛利率 28.1%，同比提升 5.4pct 31
图 50：煤化工主要产品 26Q2 价差（元/吨） 31
图 51：26Q2 行业营收 318 亿元，同比+4%，环比+7% 35
图 52： 26Q2 行业净利润 32 亿元，同比+18%，环比+40% 35
图 53：26Q2 行业毛利率 20.4%，同比+2.1pct 36
图 54：磷肥及磷矿石价格（单位：元/吨） 36
图 55：26Q2 钾肥行业营收 103 亿元，同比+69% 40
图 56：26Q2 钾肥行业净利润 66 亿元，同比+124% 40
图 57：26Q2 毛利率 70.4%，同、环比分别+10.2、4.0 pct 40

仅供内部参考，请勿外传

图 58：国际钾肥价格走势（美元/吨）.....40
图 59：26Q2 营收 436 亿元，同比+4%，环比+10%.....43
图 60：26Q2 净利润 24 亿元，同比+58%，环比-5%.....43
图 61：26Q2 行业毛利率 21.7%，同比+3.0pct，环比+0.4pct.....43
图 62：中农立华原药价格指数触底反弹.....43
图 63：草甘膦库存情况（吨）.....44
图 64：草甘膦价格走势（万元/吨）.....44
图 65：26Q2 行业营收 326 亿元,同比+15%.....46
图 66：26Q2 行业净利润 42 亿元,同比+8%.....46
图 67：26Q2 行业毛利率 26.5%，同比-1.3pct，环比+3.7pct.....46
图 68：食品及饲料添加剂行业景气冲高回落（元/kg）.....46
图 69：26Q2 行业营收 86 亿元，同比+19%.....50
图 70：26Q2 行业净利润 10.2 亿元，同比+37%.....50
图 71：26Q2 行业毛利率 31.7%，同比、环比分别变动+5.5、+3.5pct.....51
图 72：染料价格显著上涨（单位：元/公斤）.....51
图 73：26Q1 行业营收 2229 亿元,同比-4%,26Q2 营收 2564 亿元,同比+10% 52
图 74：26Q1 行业净利润 158 亿元,同比+229%,26Q2 净利润 195 亿元,同比+596%.....52
图 75：26Q2 行业毛利率 14.0%，同比+4pct.....52
图 76：聚酯产业链利润趋势（单位：元/吨）.....52
图 77：26Q2 行业实现营收 108 亿元，同比、环比分别变动+11%、+8%.....54
图 78：26Q2 行业净利润 15.9 亿元，同环比提升 76%、97%.....54
图 79：26Q2 单季度毛利率 23.6%，同环比分别变动+6.7/+6.3pct.....55
图 80：氨纶价格、价差情况（元/吨）.....55
图 81：26Q2 行业营收 235.1 亿元，同比+28.8%，环比+18.6%.....56
图 82：26Q2 行业净利润 24.9 亿元，同比+23.2%，环比+20.7%.....56
图 83：26Q2 行业毛利率 28.5%，同比-2.0pct，环比-0.5pct.....57
图 84：全球半导体设备销售额（十亿美元）.....57
图 85：26Q2 行业营收 131.4 亿元，同比+44.4%，环比+31.2%.....59
图 86：26Q2 行业净利润 10.2 亿元，同比+331.9%，环比+10.5%.....59
图 87：26Q2 行业毛利率 23.2%，同比+7.1pct，环比+4.9pct.....60

仅供内部参考，请勿外传

图 88：全球电视面板出货情况及同比变化（Unit：Mpcs，Mm2，%）.....60

表 1：2026 年 1 月 1 日-9 月 4 日化工行业涨幅前 20 位.....8
表 2：聚合 MDI 供需平衡表.....22
表 3：纯 MDI 供需平衡表.....22
表 4：钛白粉供需平衡表（单位：万吨）.....25
表 5：国内纯碱供需平衡表（单位：万吨）.....26
表 6：国内 PVC 供需平衡表（单位：万吨）.....28
表 7：国内电石供需平衡表（单位：万吨）.....28
表 8：国内烧碱供需平衡表（单位：万吨）.....28
表 9：国内尿素供需平衡表（单位：万吨/年）.....32
表 10：国内 DMF 供需平衡表（单位：万吨/年）.....32
表 11：国内醋酸供需平衡表（单位：万吨/年）.....32
表 12：丁辛醇供需平衡表（单位：万吨/年）.....33
表 13：国内一铵供需平衡表（单位：万吨）.....36
表 14：国内二铵供需平衡表（单位：万吨）.....37
表 15：钾肥供需平衡表（万吨）.....41
表 16：草甘膦供需平衡表（单位：万吨/年）.....44
表 17：维生素 A 供应情况（单位：吨）.....47
表 18：VE 供应和需求情况（单位：吨）.....47
表 19：蛋氨酸供需平衡表（单位：万吨）.....47
表 20：赖氨酸产能分布（单位：万吨）.....48
表 21：苏氨酸产能分布（单位：万吨）.....48
表 22：涤纶长丝供需平衡表（万吨）.....53
表 23：氨纶供需平衡表（单位：万吨）.....55
表 24：25Q1 至 26Q2 化工行业整体收入和净利润情况（单位：亿元）.....61
表 25：25Q1 至 26Q2 化工行业资产负债表情况（单位：亿元）.....61
表 26：24Q1 至 26Q2 化工行业现金流情况(单位：亿元).....62
表 27：重点公司估值表（股价、EPS、BPS 单位均为元）.....63

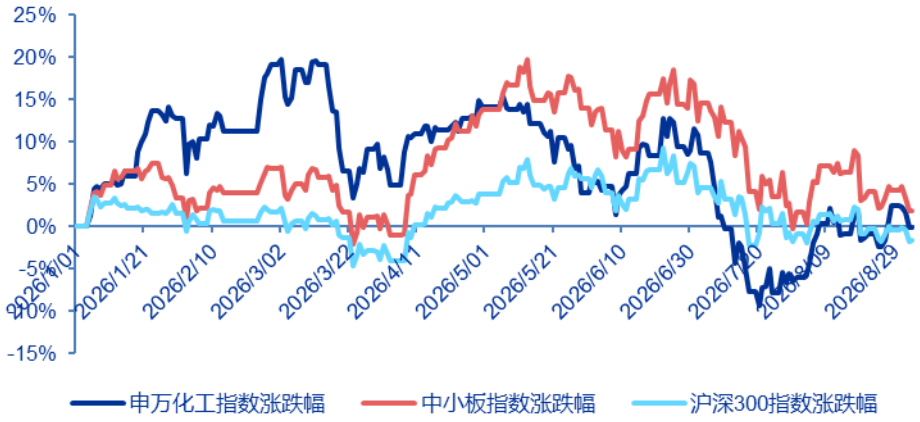
仅供内部参考，请勿外传

1. 26 年化工走势冲高回落，资本开支持续减少

1.1 化工板块回顾

26 年以来化工行业资本开支临近尾声，多个细分行业持续推进反内卷，供给端边际收紧，需求端受春节较晚影响，下游节前备库需求旺盛，行业供需格局显著改善，叠加成本端中枢下移，化工品价格价差走高；节后地缘冲突渐起，化工品价格波动加剧，板块结构性分化，指数高位震荡；二季度冲突仍未明朗，下游观望情绪提升，化工品价差高位回落，指数随之走低。根据 wind 数据，截至 2026 年 9 月 4 日，申万化工指数较年初以来累计下跌 1.03%，跑输中小板指 1.95 pct，跑赢沪深 300 指数 0.74 pct。

图 1：2026 年以来申万化工指数累计下跌 1.03%



资料来源：Wind，申万宏源研究

3 月初以来地缘冲突推升全球油气价格，上游资源类标的显著受益，部分化工品供给收紧（如甲醇），且以煤化工、气头化工为代表的行业盈利显著走高，市场关注度靠前；2026 年市场进入 AI Agent 元年，部分从事高频高速树脂、硅微粉、高纯四氯化硅相关业务的化工新材料企业表现较好；供需格局持续优化，行业格局持续向好，炼化、氨纶、染料、涤纶长丝景气提升，相关标的涨幅较大。

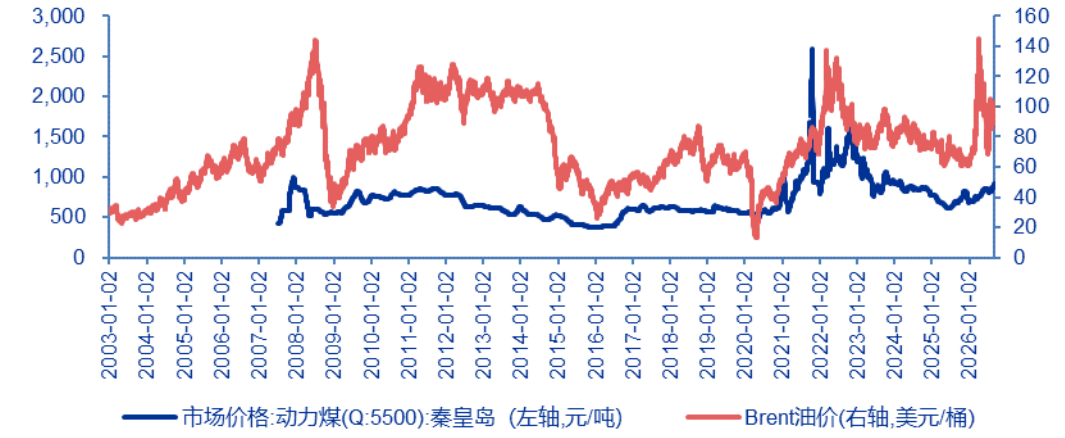
表 1：2026 年 1 月 1 日-9 月 4 日化工行业涨幅前 20 位

公司	涨跌幅	解读	公司	涨跌幅	解读
百合花	252%	特种单体业务进展	吉华集团	62%	染料景气上行
凌玮科技	199%	球形硅微粉放量预期	卫星化学	59%	原油价格上涨，天然气化工盈利能力扩大
金牛化工	190%	地缘冲突下全球甲醇供应收紧，景气上行	桐昆股份	52%	涤纶长丝价差扩大
联瑞新材	164%	球形硅微粉放量预期	山东赫达	47%	植物胶囊美国工厂放量预期
三孚股份	107%	高纯四氯化硅业务预期	昊华科技	44%	PTFE/含氟电子特气业务预期
闰土股份	82%	染料景气上行	新乡化纤	42%	氨纶供需改善，景气提升
呈和科技	77%	PPO 材料及阻燃剂批量供货	中化国际	38%	并入南通星辰切入电子树脂赛道
高争民爆	76%	资产重组预期	东方盛虹	34%	炼化景气上行
国恩股份	69%	业绩高增及算力租赁布局	圣泉集团	32%	电子树脂放量预期
恒逸石化	67%	海外成品油价差扩大	彤程新材	31%	半导体材料业务进展

资料来源：Wind，申万宏源研究

2026Q2 原油阶段性冲高回落，受地缘政治影响海峡持续封锁，3 月后价格快速上移，4 月后下游逐步去库需求转淡，叠加战争缓和预期，价格高位回落。26Q2 Brent 现货均价为 104.36 美元/桶（YoY+53%，QoQ+28%），秦皇岛港口 5500 大卡动力煤均价 819 元/吨（YoY+27%，QoQ+14%），煤价受油价拉动及供给端扰动影响，同环比回暖。

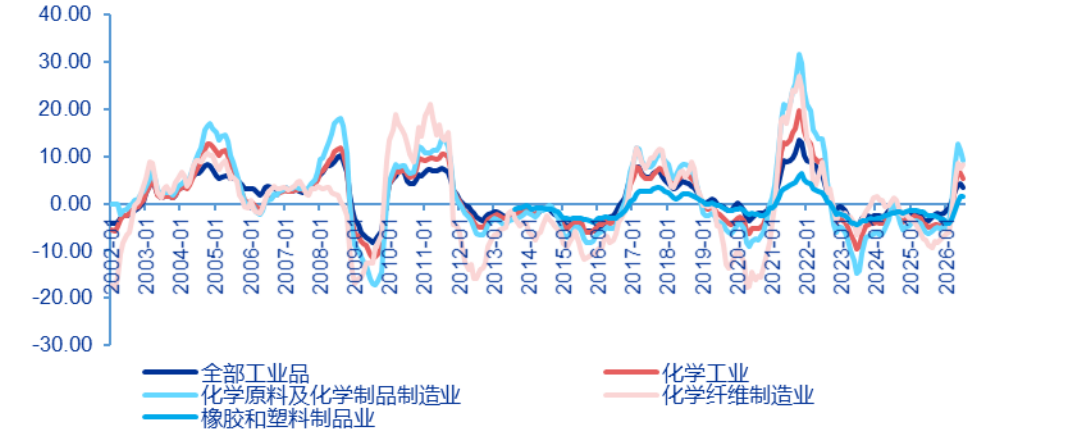
图 2：Brent 油价 Q2 冲高回落，煤价中枢 Q2 抬升



资料来源：Wind，申万宏源研究

油价上行叠加供需改善，26H1 工业 PPI 见底后显著回暖。7 月全部工业品 PPI 同比+3.5%，环比-0.7%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点，系国际油价下行传导，叠加季节性因素影响部分行业需求。

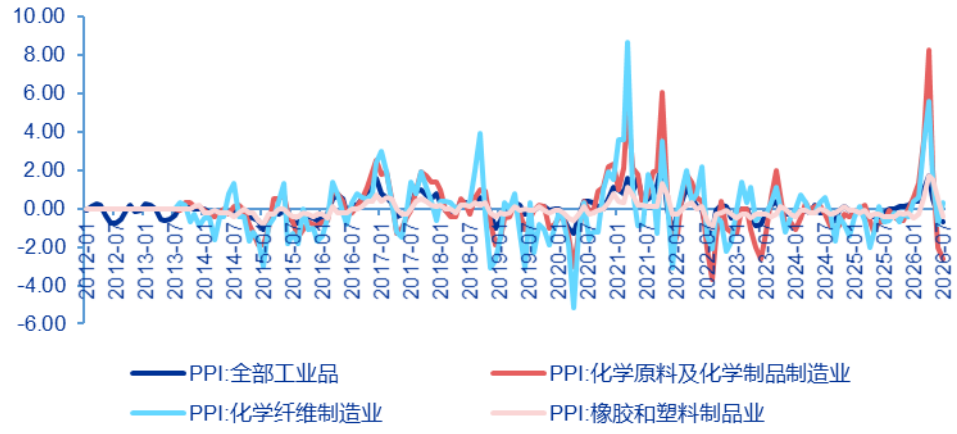
图 3：化工各子行业 PPI 同比增速触底回暖（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：化工各子行业 PPI 环比增速先升后降（%）

仅供内部参考，请勿外传

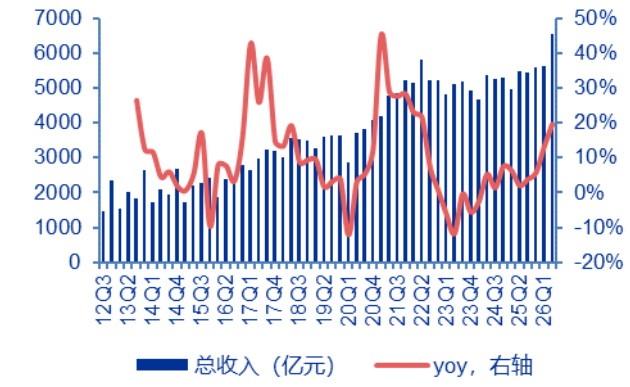


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 化工整体行业情况

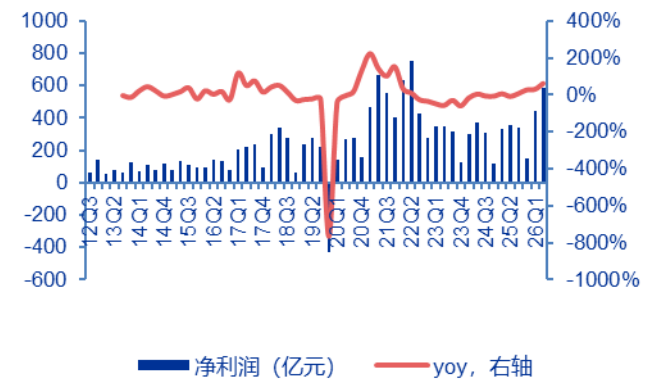
利润表项：26Q2 下游观望情绪发酵，产业链逐步进入去库阶段，化工品价格虽高位回落，但 4 月企业库存收益显著，叠加部分品种受益于海外供给冲击与国内供需改善，价差显著扩大，26Q2 化工板块盈利持续大幅提升。26H1 化工板块实现营收为 12170 亿元，同比+16%，实现净利润 1024 亿元，同比+50%，实现毛利率 20.1%，同比+2.3 pct。26Q2 化工板块实现营收为 6551 亿元，同环比分别+19%/+17%，实现净利润 585 亿元，同环比分别+65%/+33%，实现毛利率 20.9%，同环比分别+2.9/+1.8 pct，费用端有所优化，销售费用率同环比分别-0.3/-0.1pct 至 2.3%；管理费用率同环比分别-0.3/+0.01pct 至 6.1%；财务费用率同环比分别+0.5/-0.2pct 至 1.3%，三费率合计同环比分别-0.1/-0.3pct 至 9.7%。

图 5：26Q2 行业总收入同环比提升 19%/17%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：26Q2 行业净利润同环比提升 65%/33%

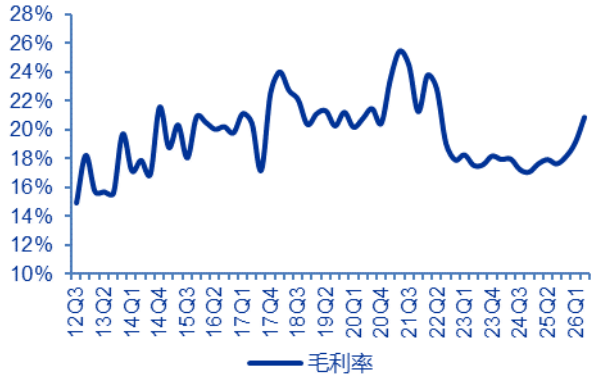


资料来源：Wind，申万宏源研究

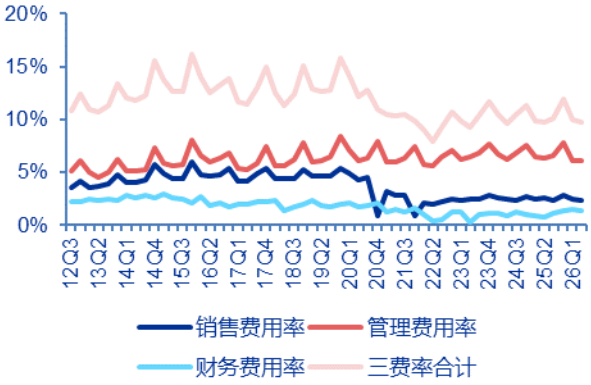
图 7：26Q2 行业毛利率 20.9%，同环比分别 +2.9/+1.8 pct

图 8：26Q2 费用率环比缓解

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

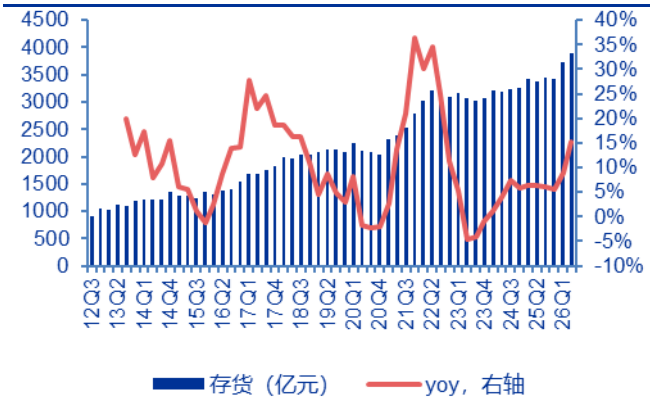
资产负债表项：截至 2026Q2，化工板块整体资产负债率均值（剔除大炼化，下同）为 50.1%，同比上涨 0.1%，仍处于历史底部区间；26Q2 固定资产+在建工程同环比分别+4.2%、+1.2%，其中在建工程同环比分别-10.7%、-1.0%，连续六个季度同比下滑，资本开支增速显著放缓。货币现金 26Q2 同比提升 10%，环比提升 2%；26Q2 存货同环比分别增加 15%、5%，油价上涨库存价值增厚，原料价格波动致 3 月后终端补库进入观望状态。

图 9：截至目前行业整体资产负债率 50.1%，处于历史底部



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 10：26Q2 存货同比增加 15%，环比增加 5%

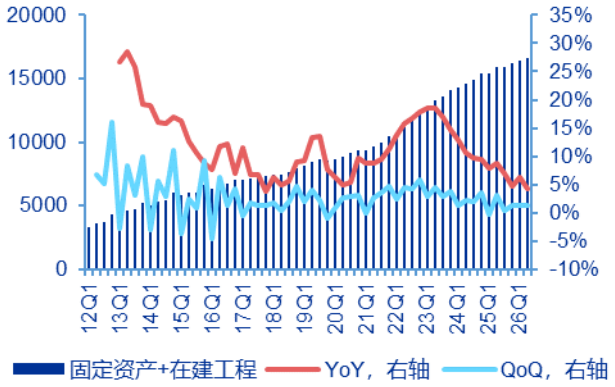


资料来源：Wind，申万宏源研究

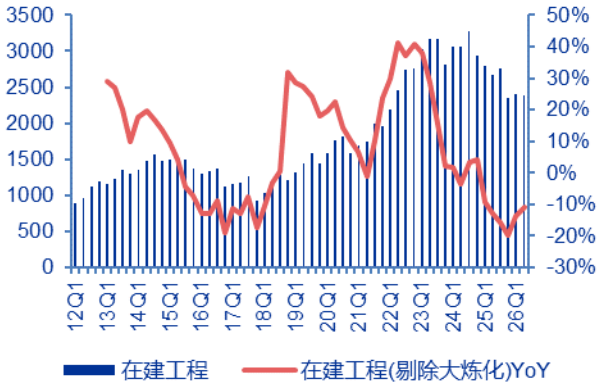
图 11：行业固定资产+在建工程（剔除大炼化，亿元）

图 12：行业在建工程（剔除大炼化，亿元）

仅供内部参考，请勿外传

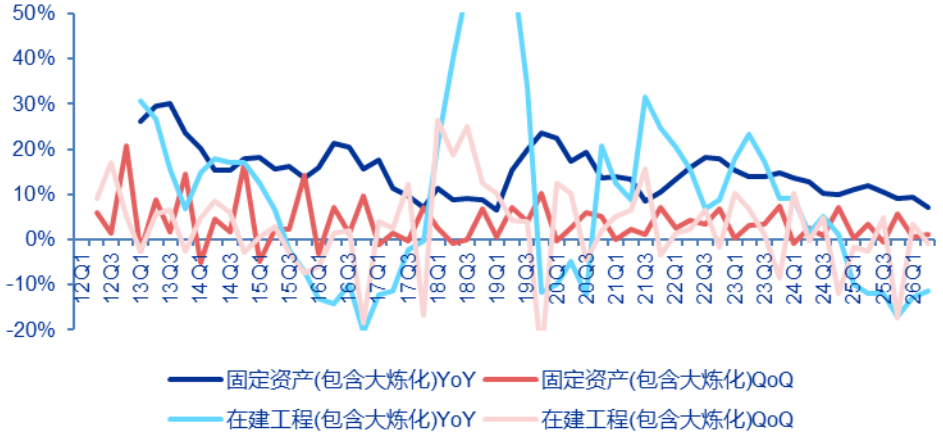


资料来源：Wind，申万宏源研究



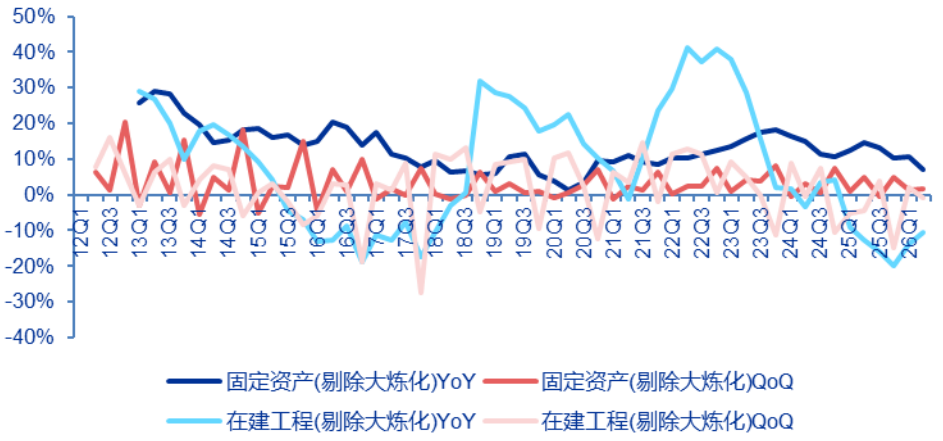
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：行业固定资产及在建工程分别同比环比情况（包含大炼化）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 14：行业固定资产及在建工程分别同比环比情况（剔除大炼化）

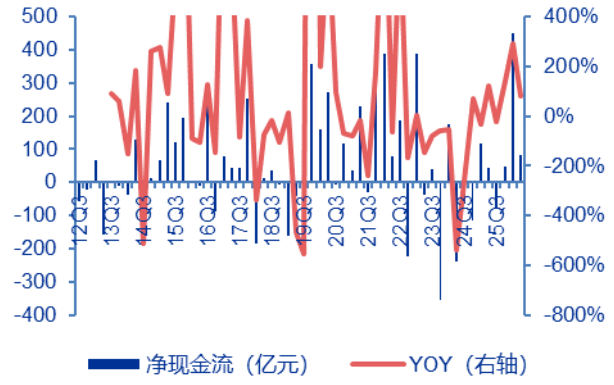


资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

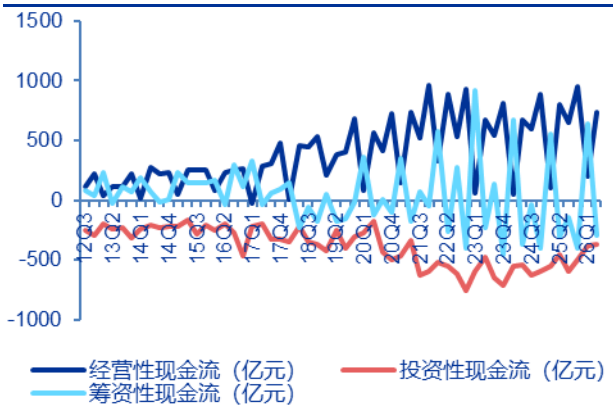
现金流量表项：26Q2 化工板块经营性现金流净流入 739 亿元，同环比-64/+544 亿元，经营活动盈利能力环比增强；投资性现金流净流出 365 亿元，同比减少 94 亿元，资本开支节奏逐步放缓；筹资性现金流净流出 293 亿元；净现金流净流入 81 亿元。

图 15：26Q2 行业净现金流净流入 81 亿元



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：26Q2 行业投资性现金流净流出 365 亿元



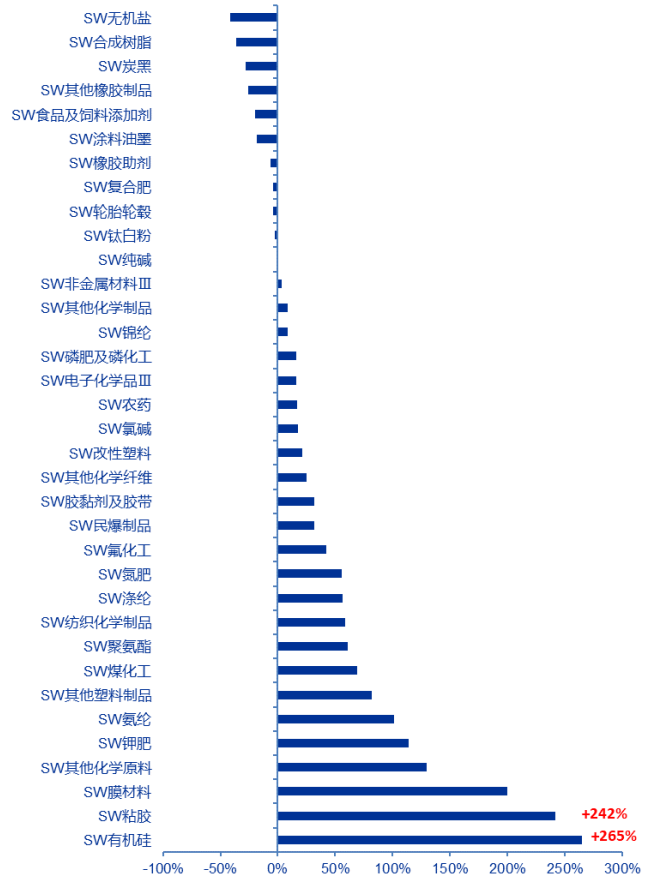
资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 26Q2 行业盈利同环比显著提升

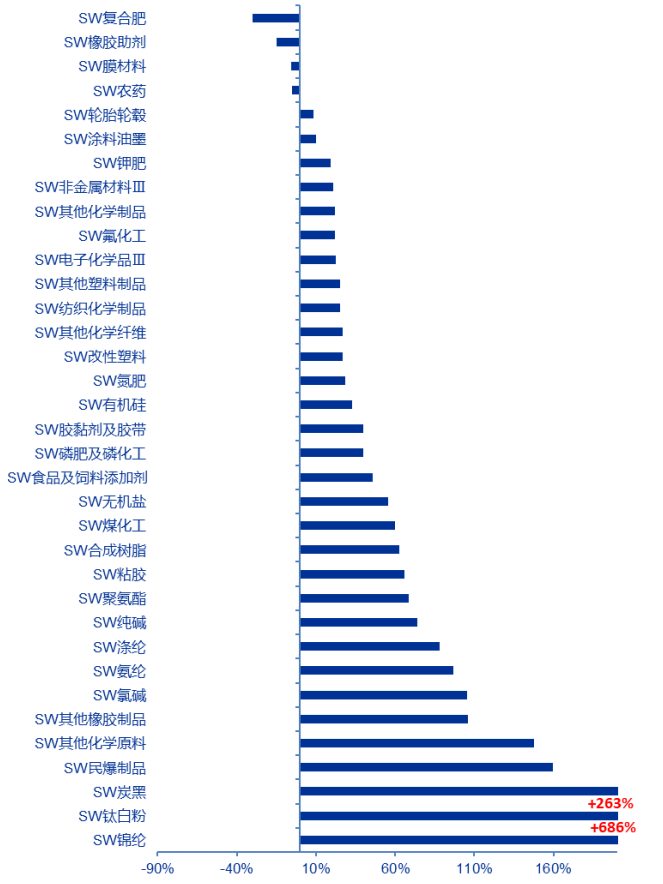
图 17：申万化工子行业 2026H1 归母净利润同比变动情况

图 18：申万化工子行业 2026Q2 归母净利润环比变动情况

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：wind，申万宏源研究



资料来源：wind，申万宏源研究

2.1 轮胎轮毂行业

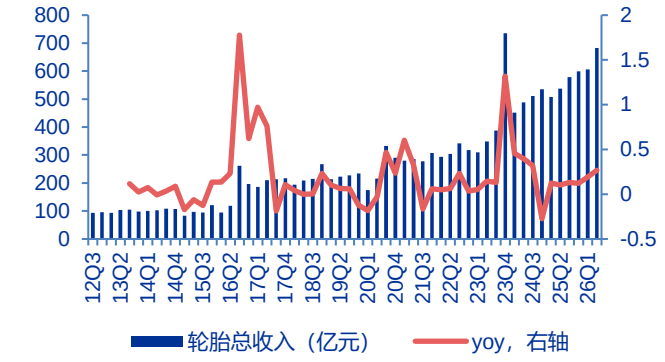
行业头部企业海外基地陆续投产带动营收保持高增速，受原料价格上涨及汇兑损失影响，26Q2 行业盈利环比承压，但企业间盈利分化严重，头部企业如赛轮轮胎、中策橡胶仍实现了逆势增长。26Q2 行业实现营收 682 亿元，同比、环比分别变动+27%、+13%；单季度毛利率 18.5%，同比、环比分别变动+0.9pct、-1.3pct，同比提升主要是由于 25Q2 美国关税带来利润低基数影响，环比下滑主要受二季度主要原料价格环比提升影响；同时，受汇兑损失同比提升的影响，单季度净利率 6.1%，同比、环比分别变动-0.4pct、-0.4pct；行业净利润 42 亿元，同比、环比分别变动+19%、+6%。

欧盟反倾销税率落地、反补贴在即，国内半钢胎行业开工率略有承压，利好有海外基地布局的头部企业，海外基地订单充沛且涨价落实度较好，对冲部分成本压力。26Q2 天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、炭黑价格分别提升至 17460 元/吨（yoy+18%、QoQ+7%）、15531 元/吨（yoy+26%、QoQ+12%）、15355 元/吨（yoy+28%、QoQ+12%）、7920 元/吨（yoy+13%、QoQ+8%），截止 9 月 4 日，天然橡胶、炭黑价格进一步分别上涨至 18300/9160 元/吨，丁苯橡胶、顺丁橡胶价格较 Q2 均价基本持平，分别为 15552、15500 元/吨，原料压力依然存在。后续展望，头部轮胎企业海外基地继续

仅供内部参考，请勿外传

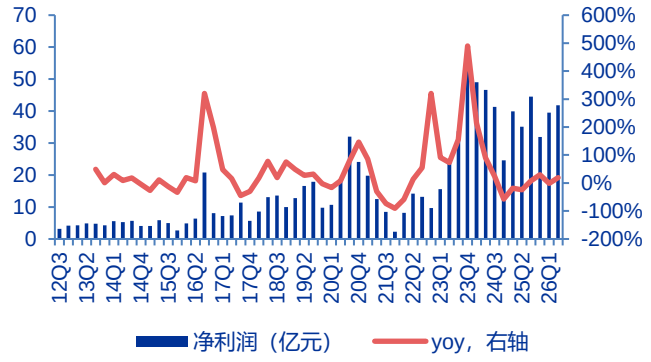
推进贡献稳定收入增量，盈利韧性和抵抗周期性优势凸显，后续行业内企业间盈利分化将继续加剧，强者恒强。

图 19：26Q2 行业营收 682 亿元，同比+27%，环比+13%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 20：26Q2 行业净利润 42 亿元，同比+19%，环比+6%



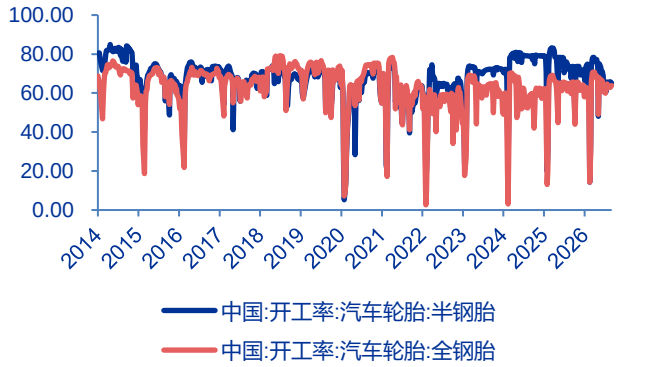
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 21：26Q2 行业毛利率 18.5%，同比+0.9pct



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 22：国内轮胎开工率情况（单位：%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

赛轮轮胎：26H1 公司实现营业收入 200.27 亿元（yoy+13.9%），归母净利润为 21.60 亿元（yoy+18.0%），扣非后归母净利润为 20.58 亿元（yoy+12.8%），毛利率 26.99%（yoy+2.45pct），净利率 10.97%（yoy+0.26pct），26H1 财务费用为 4.57 亿元，同比增加 3.71 亿元，其中汇兑损失有 2.42 亿（去年同期为汇兑收益 1.36 亿元），主要是由于人民币对美元升值以及印尼卢比对人民币贬值造成的，业绩超预期。 其中 26Q2 公司实现营业收入为 105.66 亿元（yoy+15.2%，QoQ+11.7%），创历史单季度新高，归母净利润为 11.03 亿元（yoy+39.3%，QoQ+4.5%），扣非后归母净利润为 10.28 亿元（yoy+25.7%，QoQ-0.2%），毛利率 27.10%（yoy+2.75pct，QoQ+0.23pct），净利率

仅供内部参考，请勿外传

10.63%（yoy+1.69pct，QoQ-0.73pct）。预计 26Q2 归母净利润同环比提升的原因为：轮胎销量稳步提升；轮胎提价传导成本压力；受益于欧盟反倾销海外基地对欧美出口量价齐升；高毛利的非公路胎板块增速较快。

公司柬埔寨、印尼、墨西哥基地持续爬坡，2026H1 轮胎产销量继续提升，受益于欧盟反倾销带动海外基地获得更多高毛利订单、公司提价传导成本压力、高毛利的非公路胎板块增速较快，盈利能力略有提升。依据公司公告，2026H1 公司轮胎实现营收 198.11 亿元（YoY+14%），产销量分别为 4697 万条（yoy+15.7%）、4501 万条（yoy+15.0%）；其中 26Q2 公司轮胎产销量分别约 2442 万条（yoy+17.9%，QoQ+8.3%）、2372 万条（yoy+20.0%，QoQ+11.4%），再创季度新高。由于欧盟反倾销带动海外基地获得更多高毛利订单，同时公司通过提价传导成本压力叠加高毛利的非公路胎板块营收和利润增速较快，整体带动轮胎业务毛利率同比提升 2.36pct 至 26.94%，实现销售毛利 53.37 亿元（YoY+24.8%）。

公司持续推进海外基地布局，全球化布局优势持续凸显：公司在越南、柬埔寨、印尼、墨西哥及埃及合计规划了 1275 万条全钢子午胎、8900 万条半钢子午胎及 13 万吨非公路轮胎的年生产能力，是当前海外布局产能规模最大的中国轮胎企业。目前公司柬埔寨基地新增产能、墨西哥、印尼基地正陆续爬坡放量，预计将贡献 26-27 年海外基地的主要产能增量；埃及项目连续扩产以满足客户需求，公司埃及基地共规划产能为年产 3600 万条半钢子午线轮胎、330 万条全钢子午线轮胎及 2 万吨非公路轮胎，预计将于 27 年开始陆续贡献海外产能增量；海外新基地建设将推动公司全球市场份额的进一步提升。

中策橡胶：26H1 公司实现营业收入 234.75 亿元（yoy+7.4%），归母净利润为 24.40 亿元（yoy+5.1%），扣非后归母净利润为 23.98 亿元（yoy+5.8%），毛利率 20.84%（yoy+0.30 pct），净利率 10.40%（yoy-0.23pct），业绩符合预期。 其中 26Q2 公司实现营业收入为 122.84 亿元（yoy+9.5%，QoQ+9.8%），归母净利润为 12.21 亿元（yoy+4.3%，QoQ+0.1%），扣非后归母净利润为 11.97 亿元（yoy+4.9%，QoQ-0.4%），毛利率 18.83%（yoy-0.85 pct，QoQ-4.20 pct），净利率 9.94%（yoy-0.50 pct，QoQ-0.96 pct）。公司 26Q2 收入增长主要是由于轮胎销量同比提升，以及轮胎价格同比提升，但受原料价格提升影响，公司毛利率同环比有所下滑，归母净利润环比持稳。

26Q2 公司轮胎产量 3190.71 万条（YoY+16.91%，QoQ+10.83%）、销量 2882.99 万条（YoY+7.02%，QoQ+3.73%），轮胎产品销售收入 108.6 亿元（YoY+15.98%，QoQ+12.52%）。但受 2026Q2 公司天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线、帘布五项主要原材料的综合采购价格同环比上升（YoY+9.87%，QoQ+8.88%）的影响，公司毛利率小幅下滑至 18.83%（yoy-0.85pct，QoQ-4.20pct）。费用端，预计主要由于汇兑损失的影响，26Q2 财务费用上升至 1.29 亿元（YoY+9.44%，QoQ+34.8%），使得公司净利率同环比小幅下滑至 9.94%（yoy-0.50 pct，QoQ-0.96 pct）。

公司依托全球化布局及完善的海外市场网络和本地化运营体系，提高对贸易政策变化的响应效率，同时陆续投产的海外基地将助力公司持续提升全球市占率。目前公司泰国（扩产 1200 万条半钢胎：扩产产能逐步释放）、印尼生产基地（规划 400 万条全钢胎

仅供内部参考，请勿外传

+1000 万条半钢胎）已投入使用；越南项目（一期 500 万条半钢胎）正稳步推进中，目前已完成中国境外直接投资（ODI）审批等前期工作。

森麒麟：26H1 公司实现营业收入 44.22 亿元（yoy+7.3%），归母净利润为 4.20 亿元（yoy-37.5%），扣非后归母净利润为 4.03 亿元（yoy-39.6%），业绩符合预期。其中 26Q2 公司实现营业收入为 23.39 亿元（yoy+13.4%，QoQ+12.3%），归母净利润为 2.10 亿元（yoy-32.3%，QoQ+0.3%），扣非后归母净利润为 2.06 亿元（yoy-34.2%，QoQ+4.3%）。26H1 归母净利润同比下滑的主要原因是：1）原料价格上涨，轮胎售价调整滞后；2）汇兑损失同比增加 0.83 亿元； 3）美国自 25Q2 起加征 232 关税；4）欧盟反倾销后，国内基地对非欧美地区出口竞争加剧。

轮胎产销稳步增长，受美国关税、原料上涨但轮胎调价滞后影响叠加汇兑损失，26H1 盈利略有承压，摩洛哥基地爬坡顺利、扭亏为盈。2026H1 年公司轮胎产量约 1713 万条（YoY+10.0%），轮胎销量约 1664 万条（YoY+11.9%），增量预计来自于摩洛哥基地爬坡、产能利用率提升。分基地来看，受美国加征关税、汇率波动及原料价格上涨影响，2026H1 公司泰国基地实现收入 23.39 亿元（YoY-10.9%），净利润为 4.11 亿元（YoY-5.4%）；摩洛哥基地顺利爬坡，扭亏为盈：26H1 摩洛哥基地实现收入 7.28 亿元（25 年全年为 5.76 亿元），实现净利润 0.12 亿元（25 年全年为-0.47 亿元）。同时，由于受到原料价格波动而产品调价滞后、国内需求偏弱以及汇兑损失的影响，公司整体盈利能力有所下滑：26H1 公司实现毛利率 19.57%（yoy-5.03pct），净利率 9.50%（yoy-6.81pct），其中 26Q2 公司实现毛利率 19.00%（yoy-7.44pct，QoQ-1.20pct），净利率 9.00%（yoy-6.06pct，QoQ-1.08pct）。公司持续推进海外基地布局，摩洛哥基地距离欧洲运距较近，主要面向欧美市场，同时可辐射中东、南美等消费地区，26H1 已实现盈利，后续随着开工率的持续提升，盈利将进一步释放。

2.2 氟化工行业

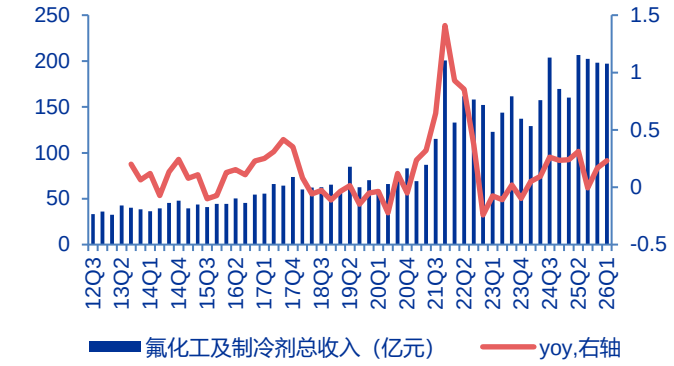
26Q2 整体制冷剂价格继续上行，相关企业业绩同环比提升。根据卓创资讯，26Q2 浙江主流大厂的主流三代制冷剂 R32/R125/R134a 报价环比提升 3122/5234/5414 元/吨至 65478/59967/62714 元/吨。26Q2 行业实现营收 246 亿元，同比、环比分别变动+19%、+25%，行业净利润 36.4 亿元，同环比提升 30%、20%，单季度毛利率 28.2%，同比、环比分别变动+2.3、-1.0pct。目前 3Q26 年 R32、R410 的长协价（承兑）环比继续提升 2900/3300 元/吨至 65100/60000 元/吨，市场价随之涨至 65500/60000 元/吨。后续看，26 年为第二批发展中国家（印度、中东等）配额基线期的最后一年，预计随着后续地缘冲突的缓和，中东进口需求或将拉动出口需求，且主流三代制冷剂价格继续上行，预计行业内相关企业的业绩将继续保持增长趋势。

2026 年 8 月，生态环境部公布《2027 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案（意见稿）》、《2027 年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案（意见稿）》，除增发 150 吨用于电子特气的 HFC-236fa 内用配额以应对半导体的增量需求外以及将 HFC-

仅供内部参考，请勿外传

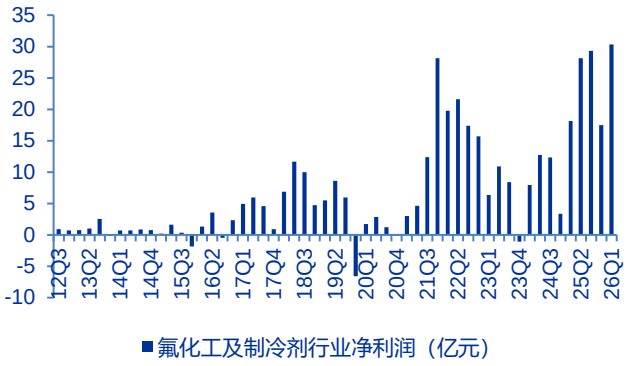
245fa 的生产配额允许调增的比例从 30%扩大到 50%外，2027 年配额及分配方式与 2026 年保持一致，行业供给强约束，氟化工持续长景气周期。

图 23：26Q2 行业营收 246 亿元，同比+19%，环比+25%



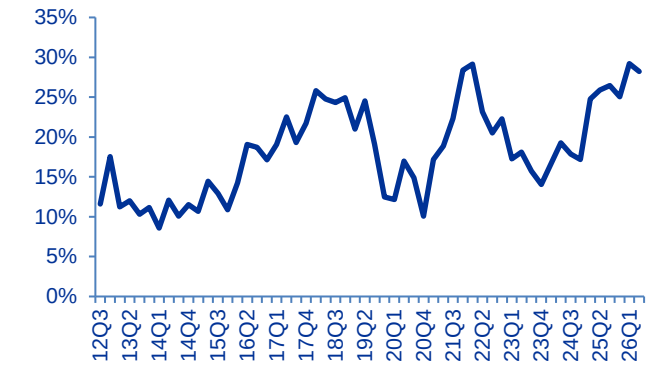
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：26Q2 行业净利润 36 亿元，同比+30%，环比+20%



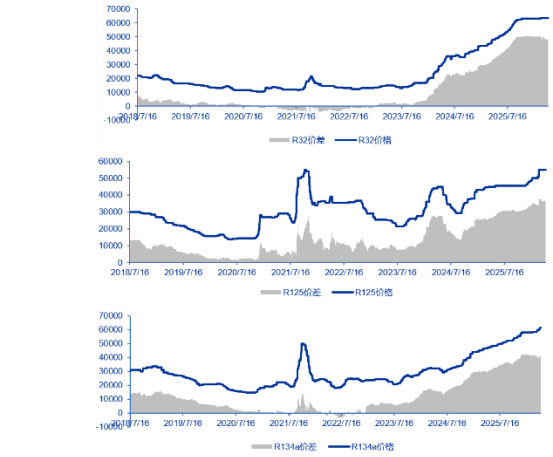
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：26Q2 毛利率 28.2%，盈利能力同比提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：三代制冷剂价格价差开启长景气周期（单位：元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

巨化股份：26H1 公司实现营业收入 133.40 亿元（yoy+0.1%），归母净利润为 26.50 亿元（yoy+29.2%），扣非后归母净利润为 26.27 亿元（yoy+29.7%），毛利率 34.03%（yoy+5.31pct），净利率 22.32%（yoy+5.25pct），业绩符合预期。 其中 26Q2 公司实现营业收入为 73.22 亿元（yoy-2.8%，QoQ+21.7%），归母净利润为 14.77 亿元（yoy+18.9%，QoQ+25.9%），扣非后归母净利润为 14.64 亿元（yoy+18.3%，QoQ+25.8%），毛利率 33.74%（yoy+4.78pct，QoQ-0.65pct），净利率 22.90%

仅供内部参考，请勿外传

（yoy+4.61 pct，QoQ+1.28pct）。2026H1 公司业绩同比增长的主要原因为：氟制冷剂价格和盈利继续上涨，高端含氟聚合物产品逐步放量，原料上涨带动含氟聚合物、包装材料、石化材料等价格上行。同时，公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.22 元（含税），合计派发现金分红 5.94 亿元，占 26H1 归母净利润的 22.41%。

26H1 公司制冷剂外销量 15.60 万吨（yoy+0.9%），销售均价 45521 元/吨（yoy+15.6%），毛利润 37.29 亿元（YoY+20.8%），毛利率 55.29%（YoY+4.93pct），其中 26Q2 公司制冷剂外销量 8.54 万吨（yoy+0.7%，QoQ+21.0%），销售均价 46347 元/吨（yoy+13.3%，QoQ+4.1%）。2025 年子公司衢化氟化学实现净利润 20.97 亿元（YoY+27.9%），淄博飞源化工净利润 6.38 亿元（YoY+42.0%）。

高端产品放量叠加成本推动致含氟聚合物板块量、价同比增长，含氟精细化学品随原料端传导实现均价同环比增长，公司未来重点布局高端含氟聚合物及含氟精细化学品。26H1 公司含氟精细化学品外销量 0.42 万吨（yoy+41.6%），销售均价 68036 元/吨（yoy+7.9%），毛利润 0.25 亿元（YoY+96.6%），毛利率 8.88%（YoY+1.98pct）。26H1 公司含氟聚合物材料外销量 2.66 万吨（yoy+16.1%），销售均价 43725 元/吨（yoy+14.0%），毛利润 0.60 亿元（YoY+54.6%），毛利率 5.14%（YoY+0.74pct）。公司 1 万吨高纯 PFA 装置已于 5 月建成投产，并已工业化批量应用于下游企业，经半导体客户测试验证达到半导体级要求，可适配半导体湿法工艺、化学品储运、高端设备关键部件需求，打破海外垄断。

三美股份：26H1 公司实现营业收入 34.14 亿元（yoy+20.7%），归母净利润为 10.70 亿元（yoy+7.6%），扣非后归母净利润为 10.44 亿元（yoy+5.8%），毛利率 51.96%（yoy+2.46 pct），净利率 30.68%（yoy-4.28 pct），业绩符合预期。其中 26Q2 公司实现营业收入为 20.16 亿元（yoy+24.8%，QoQ+44.2%），归母净利润为 5.65 亿元（yoy-5.0%，QoQ+11.6%），扣非后归母净利润为 5.47 亿元（yoy-7.3%，QoQ+10.3%），毛利率 50.94%（yoy-0.66 pct，QoQ-2.48 pct），净利率 27.17%（yoy-9.38 pct，QoQ-8.57 pct）。26H1 业绩同比上涨的原因为：氟制冷剂价格和盈利齐升。其中 26Q2 业绩同比下滑的原因预计为：R141b 销量、盈利下滑；子公司重庆嘉利合投产，爬坡期间开工率不高，亏损同比扩大；原材料价格同比上涨；预计由于补缴所得税导致 26Q2 所得税为 3.35 亿元（yoy+1.88 亿元/+128%；QoQ+2.05 亿元/+158%）。

26H1 公司实现制冷剂营收 28.88 亿元（yoy+19.4%），外销量 6.06 万吨（yoy-2.2%），单价 47651 元/吨（yoy+22.1%），销售毛利 17.63 亿元（yoy+33.5%），毛利率为 61.05%（YoY+6.46 pct）；其中 26Q2 公司实现制冷剂外销量 3.55 万吨（yoy+1.7%，QoQ+41.0%），单价 48443 元/吨（yoy+20.2%，QoQ+4.1%）。26H1 子公司江苏三美实现净利润 3.08 亿元（yoy-5.6%）；子公司东莹化工实现净利润 4.67 亿元（yoy+42.9%）。

26H1 公司实现氟发泡剂营收 0.15 亿元（yoy-84.7%），外销量 451 吨（yoy-89.5%），单价 33230 元/吨（yoy+46.6%），销售毛利 0.10 亿元（yoy-83.1%），毛利率为 69.99%（YoY+6.49 pct）；其中 26Q2 公司实现氟发泡剂外销量 163 吨（yoy-

仅供内部参考，请勿外传

92.3%，QoQ-43.2%），单价 32751 元/吨（yoy+37.3%，QoQ-2.2%）。受生态环境部《关于禁止生产以 1,1-二氯-1-氟乙烷（HCFC-141b）为发泡剂的聚氨酯产品的公告》、《关于禁止生产以含氢氯氟烃（HCFCs）为发泡剂的挤出聚苯乙烯泡沫产品的公告》、《关于禁止使用含氢氯氟烃（HCFCs）作为清洗剂的公告》等文件的限制，R141b 已进入产品生命周期的末期，即将退出市场。

永和股份：26H1 公司实现营业收入 31.34 亿元（yoy+28.2%），归母净利润为 5.13 亿元（yoy+89.0%），扣非后归母净利润为 5.27 亿元（yoy+96.8%），毛利率 30.43%（yoy+5.14 pct），净利率 16.42%（yoy+5.28 pct），业绩符合预期。 其中 26Q2 公司实现营业收入为 18.10 亿元（yoy+38.4%，QoQ+36.8%），归母净利润为 3.33 亿元（yoy+91.2%，QoQ+84.5%），扣非后归母净利润为 3.51 亿元（yoy+105.2%，QoQ+99.7%），毛利率 32.78%（yoy+5.88 pct，QoQ+5.57 pct），净利率 18.43%（yoy+5.09 pct，QoQ+4.77 pct）。2026 年上半年公司业绩同比增长的主要原因预计为：制冷剂盈利上行，含氟高分子材料量价利齐升，邵武基地优等品率提升、 FEP 及 PFA 等优势产品持续推进技术升级和客户导入。

含氟高分子材料业务量利齐升，高端品突破打开公司成长空间。26H1 公司实现含氟高分子材料销量 2.81 万吨（yoy+49.5%），单价 43651 元/吨（yoy+2.6%），销售毛利 3.01 亿元（yoy+90.5%），毛利率 24.55%（yoy+4.80 pct），金华永和净利润为 0.91 亿元（yoy+3.5%），邵武永和净利润为 1.68 亿元（yoy+388.2%）。2026 年以来，PTFE、PVDF、HFP 景气度有所修复，根据百川盈孚，8 月 14 日的价格分别为 4.5 万元/吨（同比+22%、年内+17%）、5.8 万元/吨（同比+16%、年内+12%）、4.35 万元/吨（同比+30%、年内+34%）。随邵武永和、金华永和产能逐步释放、优等品率进一步提升，叠加 FEP、PFA 等优势产品在中高端市场竞争力逐步增强，公司聚合物板块盈利能力大幅改善。

26H1 公司实现制冷剂（氟碳化学品）销量 4.15 万吨（yoy-4.1%），单价 36128 元/吨（yoy+19.5%），销售毛利 6.15 亿元（yoy+44.8%），毛利率同比提升 8.57 pct 至 41.00%。其中 26Q2 公司实现制冷剂（氟碳化学品）销量 2.30 万吨（yoy+3.0%，QoQ+23.5%），单价 38558 元/吨（yoy+19.1%，QoQ+16.4%）。小品种方面，截止 8 月 14 日，据卓创资讯，公司 R143a 报价 4.9 万元/吨，较年初上涨 3000 元/吨，R227ea 报价 6.5 万元/吨，较年初价格上涨 0.7 万元/吨。且随传统制冷剂需求旺季来临，Q3 制冷剂盈利提升仍有望延续。

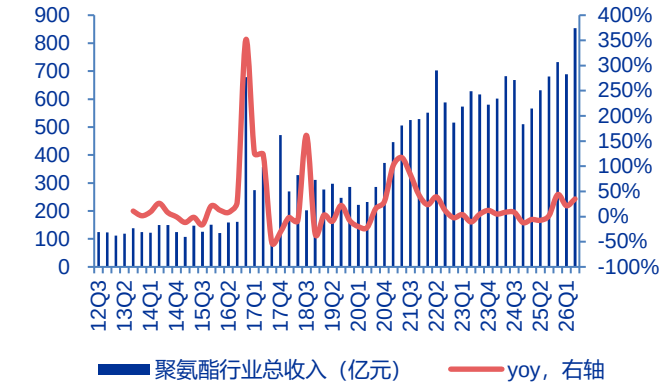
2.3 聚氨酯行业

2026 年上半年 MDI 景气显著回升，海外供给收缩叠加出口回暖，行业盈利大幅改善。2026 年上半年聚氨酯行业（申万行业分类，不考虑 2022 年的变动，下同）随着新增产能的释放，规模仍维持较高水平，整体营业收入同比增加 28.7%至 1543 亿元。地缘扰动下海外装置开工回落，供给端支撑力度较强，叠加出口需求回暖，行业景气显著回升，净利润同比提升 87.4%至 127 亿元，行业毛利率同比提升 3.5pct 至 15.4%，净利率提升 2.6pct 至 8.2%。其中，Q2 以来海外供给支撑力度强，行业景气延续回暖。

仅供内部参考，请勿外传

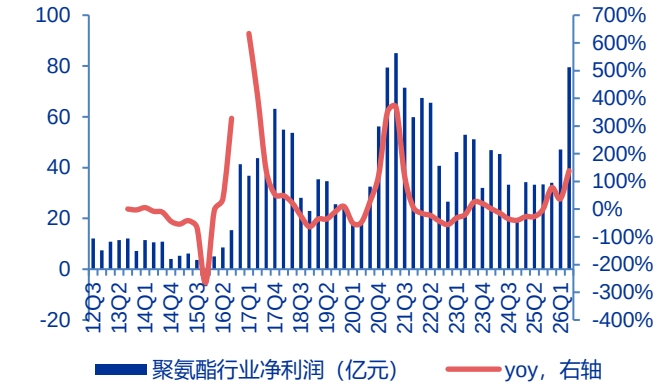
26Q2 聚氨酯产品景气持续上行，盈利水平明显提升。26Q2 聚氨酯行业单季度实现营收 854 亿元（YoY+35%，QoQ+24%），净利润 79.5 亿元（YoY+139%，QoQ+69%），单季度毛利率 16.9%，同比、环比分别变动+6.4、+3.4pct。地缘影响加剧，海外装置开工持续回落，景气显著回升。

图 27：26H1 聚氨酯行业营收 1543 亿元，26Q2 营收 854 亿元



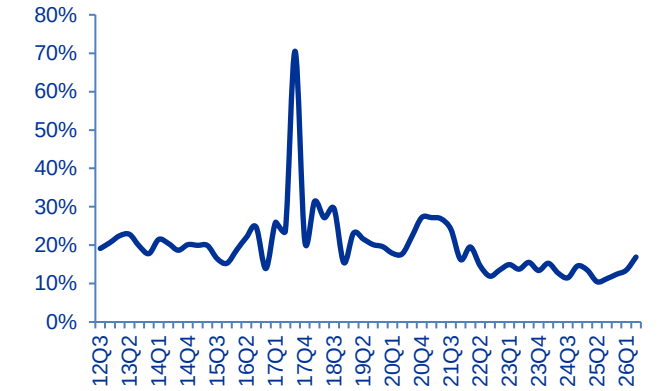
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 28：26H1 聚氨酯行业净利润 127 亿元，26Q2 净利润 79.5 亿元



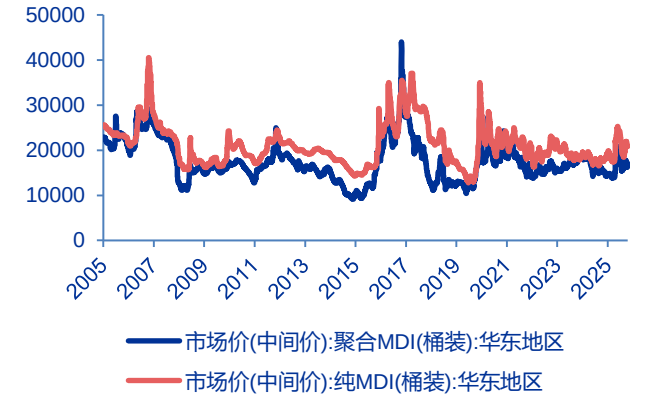
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 29：26H1 行业毛利率 15.4%，26Q2 行业毛利率 16.9%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 30：国内 MDI 价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

2025 年出口受地缘影响较大，但 26 年随海外供给支撑，同时新增产能暂缓，供需明显好转。25 年由于中美关税加征，叠加美国对国内 MDI 反倾销，出口需求明显回落，聚合 MDI、纯 MDI 开工率分别为 79%、62%。但从 26 年来看，海外装置开工负荷下降，预计国内出口量明显回暖，叠加新增产能停滞，聚合 MDI、纯 MDI 开工率有望恢复至 90%、67%。

仅供内部参考，请勿外传

表 2：聚合 MDI 供需平衡表

聚合 MDI	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
全球供给（万吨）	602	642	642	669	711	749	749	809
海外	376	383	383	383	399	399	399	412
国内	226	259	259	286	313	350	350	397
全球需求（万吨）	519	550	577	597	627	647	668	690
建筑&保温工程	253	270	288	300	315	324	334	344
家电	112	115	111	115	120	124	128	132
国内需求（万吨）	151	158	150	169	186	189	199	211
冰箱、冰柜、冷藏集装箱	63	66	59	66	73	74	77	79
建筑保温领域	44	43	44	46	48	48	49	50
粘合剂及密封胶	23	25	24	32	39	39	45	52
全球聚合 MDI 开工率	86%	86%	90%	89%	88%	86%	89%	85%
国内进口量（万吨）	37	30	35	32	31	26	22	19
国内出口量（万吨）	61	101	110	104	120	114	137	151
国内聚合 MDI 产量（万吨）	176	229	225	241	275	277	314	343
国内聚合 MDI 开工率	78%	88%	87%	84%	88%	79%	90%	86%

资料来源：Wind，天天化工网，环球聚氨酯，产业在线，申万宏源研究

表 3：纯 MDI 供需平衡表

纯 MDI	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
全球供给（万吨）	301	321	321	334	356	374	374	404
海外	188	191	191	191	199	199	199	206
国内	113	130	130	143	156	175	175	198
全球需求（万吨）	222	236	210	217	228	241	254	269
TPU	88	95	81	85	93	102	113	124
氨纶	32	34	31	32	34	36	38	39
国内需求（万吨）	83	90	89	93	101	105	110	117
PU 浆料	17	19	17	17	17	17	17	17
鞋底原液	19	21	21	19	20	20	20	20
氨纶	14	15	14	16	19	20	21	22
TPU	21	23	24	28	31	33	37	42
全球纯 MDI 开工率	74%	73%	66%	65%	64%	64%	68%	67%
国内进口量（万吨）	10	7	7	8	9	7	6	5
国内出口量（万吨）	10	12	12	12	12	12	14	15
国内纯 MDI 产量（万吨）	83	96	94	97	103	109	118	128
国内纯 MDI 开工率	73%	74%	73%	68%	66%	62%	67%	64%

资料来源：Wind，天天化工网，环球聚氨酯，产业在线，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

万华化学：公司发布 2026 年半年度报告，上半年业绩符合预期，中期分红落地。上半年实现归母净利润 100.63 亿元（YoY+64.35%），实现扣非归母净利润 96.76 亿元

仅供内部参考，请勿外传

（YoY+54.96%），落于业绩预告区间（归母净利润 98-104 亿元）中枢，符合我们的预期。其中 2026Q2 单季度实现归母净利润 63.45 亿元（YoY+108.7%，QoQ+70.7%），实现扣非归母净利润 60.82 亿元（YoY+89.8%，QoQ+69.2%）。盈利能力显著修复，2026Q2 毛利率 19.0%，同比提升 6.9pct，环比提升 4.3pct；2026 年上半年毛利率 17.1%，同比提升 3.2pct。同时公司公告 2026 年半年度利润分配方案，拟每 10 股派发现金红利 8.10 元（含税），合计派现 25.36 亿元，对应上半年分红率约 25%。

2026 年二季度 MDI/TDI 景气持续回暖，MDI、TDI 价差显著扩大。主要产品纯 MDI、聚合 MDI、TDI Q2 市场均价分别为 22563、17863、16780 元/吨，同比分别变动+29.8%、+13.6%、+45.7%，环比分别变动+18.6%、+19.5%、+8.0%，纯 MDI 受出口及检修支撑维持高位，聚合 MDI 及 TDI 受旺季需求回暖及供应端支撑景气上行。盈利能力来看，MDI 价差 Q2 同环比提升，含税加权价差约为 14199 元/吨，同比提升 14.7%，环比提升 18.7%；TDI 盈利能力同环比改善，含税加权价差约为 12199 元/吨，同比提升 55.3%，环比提升 5.3%。随着公司福建 36 万吨/年 TDI 项目于 2025 年顺利投产、70 万吨/年 MDI 项目预计 2026-2027 年投产，板块产销维持高位。

石化板块 Q2 部分产品景气显著改善，乙烷装置成功改造贡献主要增量。根据百川资讯统计，MTBE、环氧丙烷、乙烯法 PVC、丙烯酸、丙烯酸丁酯 Q2 市场均价分别为 6429、10257、5883、8893、9476 元/吨，同比分别变动+20.3%、+36.7%、+14.1%、+29.3%、+15.3%，环比分别变动+15.2%、+13.5%、+5.8%、+20.7%、+9.3%。成本端来看，Q2 主要原料丙烷市场均价环比受原油拉动，市场均价为 6120 元/吨，同比提升 38.8%，环比提升 20.6%，成本压力有所上行，但产品涨价传导顺畅。增量方面，公司乙烷制乙烯项目规模随一期技改落地，实现 180 万吨产能规模，随海外原油成本大幅提升，公司乙烷路线竞争力显著。

根据公司披露的子公司 2026 年上半年经营情况，万华宁波上半年净利润 25.67 亿元，同比增长 9.5%；BC 上半年净利润 4.21 亿元，同比实现扭亏；万华福建上半年净利润 24.16 亿元，同比增长 213.7%；万华烟台氯碱热电上半年净利润 4.18 亿元，同比下降 27.8%；万华宁波氯碱上半年净利润 1.96 亿元，同比下降 33.5%；万华烟台烯烃上半年净利润 15.26 亿元，乙烯一期乙烷进料改造投产后盈利显著释放。

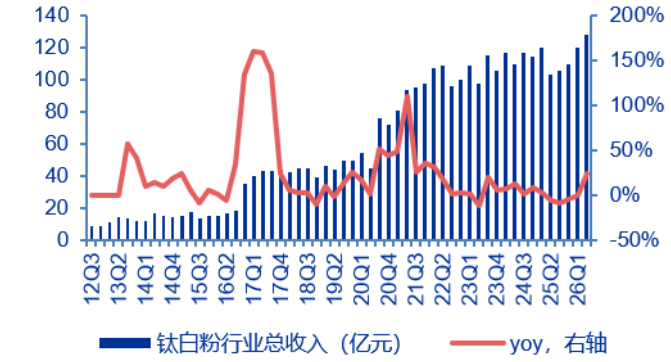
新能源领域全产业布局，第二成长曲线布局逐步完善。公司第四代磷酸铁锂完成量产供应，五代完成定型首发。回收方面，公司废旧电池拆解、黑粉资源化及 5 万吨负极粘合剂项目环评公示，打造新能源全产业链布局；资源方面，收购安纳达及六国化工，通过子公司万华电池 11.59 亿收购新桥矿业 30%股权，2026 年 3 月与兴发集团合资设立湖北华兴新能源布局 24 万吨/年铁法磷酸铁项目，携手大中矿业合作建设年产 20 万吨锂盐项目，不断完善上游原料产业链，第二成长曲线培育路线日渐清晰。

仅供内部参考，请勿外传

2.4 钛白粉行业

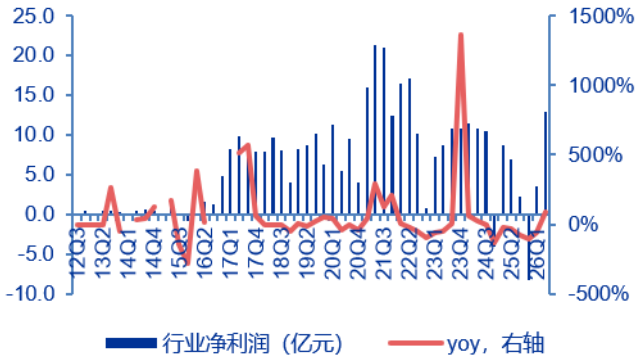
26Q2 钛白粉价格价差持续扩大，行业盈利同环比均大幅改善。26Q2 钛白粉行业单季度实现营收 128 亿元，同比、环比分别增长 24.3%、6.9%。毛利率同比、环比分别+2.8pct、+9.0pct 至 22.1%，行业净利润 12.9 亿元，同比、环比分别增长 86%、267%。26Q2 以来，随着油价中枢上行，硫磺-硫酸价格快速上涨，成本支撑下钛白粉价格景气也快速修复，盈利大幅改善。

图 31：26Q2 行业营收 128 亿元，同比、环比分别增长 24.3%、6.9%



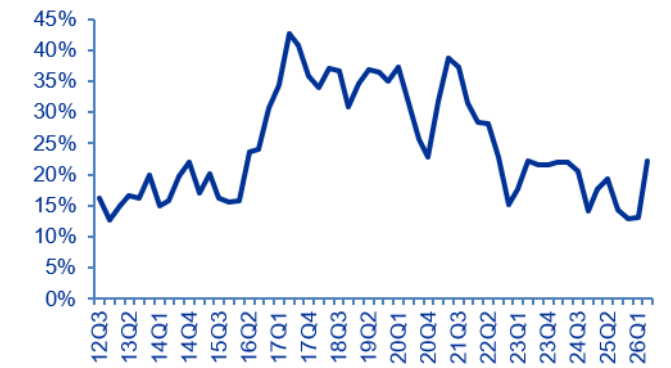
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 32：26Q2 行业净利润 12.9 亿元，同比、环比分别增长 86%、267%



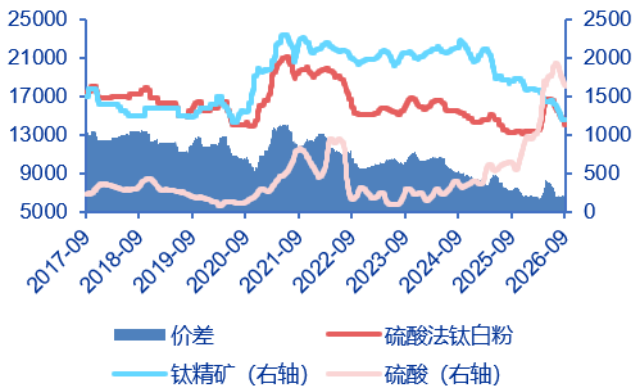
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 33：26Q2 行业毛利率 22.1%，同比+2.8pct、环比+9.0pct



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 34：钛白粉价格及价差走势（元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

26 年钛白粉仍存新增产能，行业开工稳步回升。根据卓创资讯数据，截至 2025 年底，我国钛白粉产能约为 620 万吨。2026 年，钛白粉预计将新增产能约 16 万吨。需求端来看，

仅供内部参考，请勿外传

近年来我国钛白粉消费量保持平稳增速，行业整体供需趋松，未来拥有钛矿一体化企业的竞争优势将凸显。

表 4：钛白粉供需平衡表（单位：万吨）

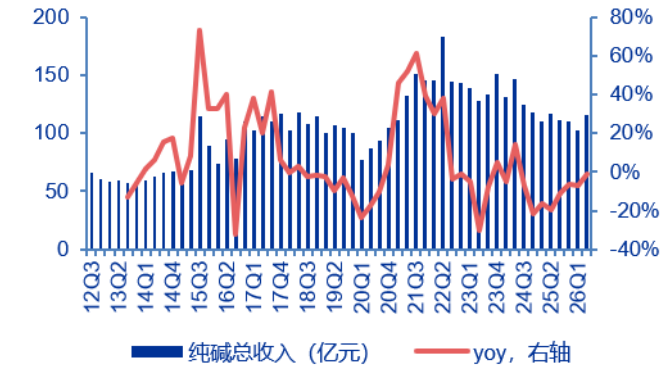
	产能	产量	进口量	出口量	表观消费量	开工率
2014	345	196	22	55	162	57%
2015	360	233	20	54	199	65%
2016	371	263	19	72	210	71%
2017	394	275	20	83	212	70%
2018	394	278	19	91	207	71%
2019	421	318	17	100	235	76%
2020	436	349	17	121	245	80%
2021	461	365	19	131	253	79%
2022	484	379	12	141	251	78%
2023	522	407	8	164	251	78%
2024	590	470	9	190	289	80%
2025	620	458	7	182	283	74%
2026E	636	480	7	196	291	76%

资料来源：卓创资讯，海关总署，申万宏源研究

2.5 纯碱行业

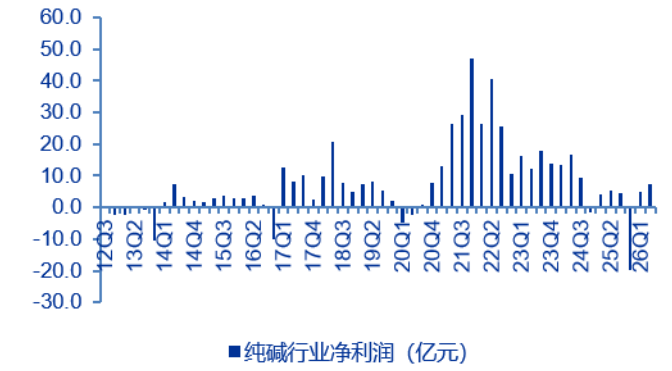
26Q2 纯碱行业处于景气磨底阶段，仅天然碱工艺可以盈利。26Q2 纯碱行业单季度实现营收 116 亿元，同、环比分别变动-1%、+13%。毛利率同比+2.8pct、环比+2.1pct 至 19.9%，行业净利润 7.5 亿元，同、环比分别变动+45%、+47%。纯碱短期供大于求，行业普遍处于亏损状态，从上市公司经营数据来看，仅博源化工能够实现盈利。

图 35：26Q2 行业营收 116 亿元，同、环比分别变动-1%、+13%



资料来源：Wind，申万宏源研究

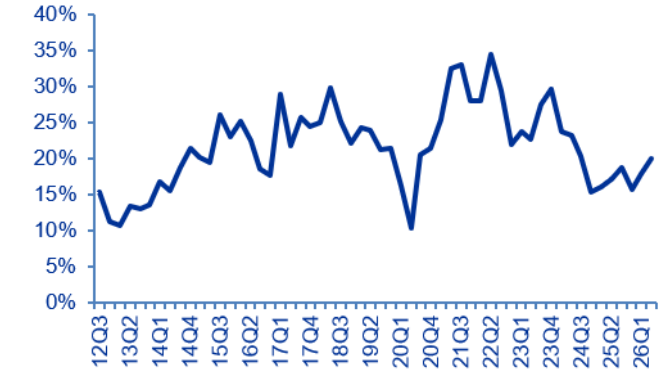
图 36：26Q2 行业净利润 7.5 亿元，同、环比分别变动+45%、+47%



资料来源：Wind，申万宏源研究

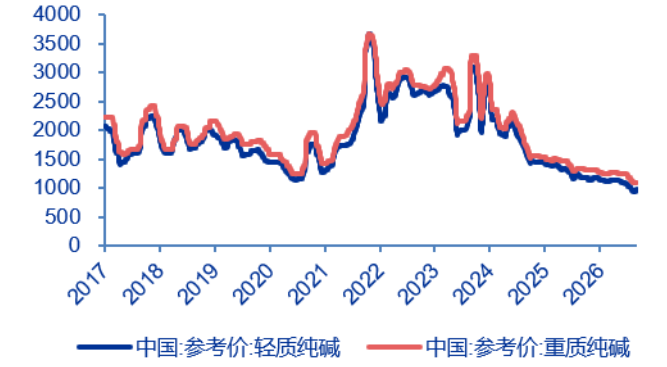
仅供内部参考，请勿外传

图 37：26Q2 行业毛利率 19.9%，同比+2.8pct、环比+2.1pct



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 38：国内纯碱价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

短期纯碱供大于求，后续仍需关注供给端出清进展。需求端方面，据卓创资讯数据，随着地产竣工逐步改善，浮法玻璃需求企稳；光伏玻璃需求持续增长，随着光伏玻璃新产线陆续投产，将持续拉动纯碱需求，贡献纯碱主要需求增量。当前行业大部分企业处于亏损状态，未来供需格局重点关注高成本产能出清进展。

表 5：国内纯碱供需平衡表（单位：万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
产能	3035	3091	3247	3317	3293	3243	3658	3838	4078	4078
产量	2716	2583	2804	2759	2909	2915	3215	3819	3957	4011
进口量	14	29	19	36	24	11	68	97	3	3
出口量	152	138	144	138	76	206	149	122	219	252
表观消费量	2578	2474	2679	2657	2857	2721	3134	3794	3740	3761
浮法玻璃	1160	1138	1098	1063	1114	1007	1066	1214	1122	1111
光伏玻璃	103	99	134	159	200	272	439	683	598	610
其他	1315	1237	1447	1435	1543	1442	1630	1897	2020	2040
开工率	89%	84%	86%	83%	88%	90%	88%	99%	97%	98%

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

博源化工：根据公司公告，2026H1 公司实现营业收入 60.31 亿元（YoY+1.94%），归母净利润 8.34 亿元（YoY+12.27%），扣非归母净利润 8.25 亿元（YoY+11.03%）；其中 2026Q2 实现营业收入 33.13 亿元（YoY+8.70%，QoQ+21.90%），归母净利润 4.14 亿元（YoY+2.54%，QoQ-1.51%），扣非归母净利润 4.06 亿元（YoY-0.65%，QoQ-3.19%），业绩基本符合预期。公司公告，2026H1 公司共生产各类产品 642.56 万吨（+126.85 万吨），其中纯碱 473.13 万吨（YoY+133.67 万吨），小苏打 80.13 万吨（YoY+6.16 万吨），尿素 79.03 万吨（YoY-9.2 万吨），纯碱和小苏打产量提升的主要原因是控股子公司银根矿业阿拉善天然碱项目二期 280 万吨纯碱逐步达产，此外，阿拉善天然碱项目二期 40 万吨小苏打及碳回收综合利用项目 120 万吨小苏打投料试车并产出产

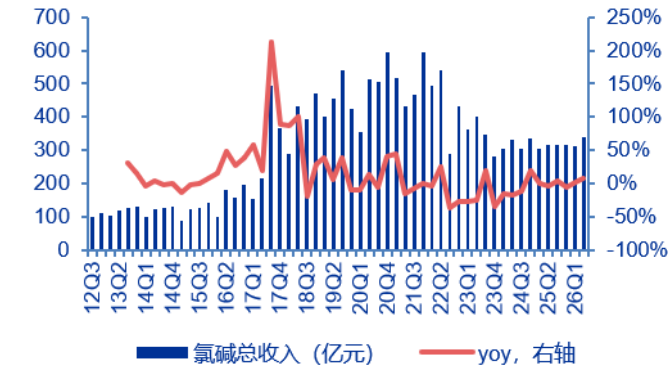
仅供内部参考，请勿外传

品，产能逐步释放。2026H1 银根矿业实现营业收入 35.8 亿元，净利润 7.9 亿元，净利率约 22%；确认联营企业蒙大矿业投资收益 2.28 亿元。据百川盈孚数据，2026Q2 重碱、轻碱、小苏打、尿素均价分别为 1256、1114、1136、1831 元/吨，分别同比-13.18%、-15.29%、-13.66%、-1.13%，分别环比-0.62%、-1.94%、-3.71%、+2.49%，主要原料动力煤均价 648 元/吨，同比+17.97%，环比+8.66%，核心产品价差有所收窄，2026Q2 销售毛利率 26.51%（YoY-8.01pct，QoQ-6.00pct），销售净利率 16.46%（YoY-2.74pct，QoQ-3.66pct）。当前纯碱行业绝大部分企业已处于亏损状态，公司天然碱工艺成本优势显著，底部利润坚实，盈利韧性凸显。

2.6 氯碱行业

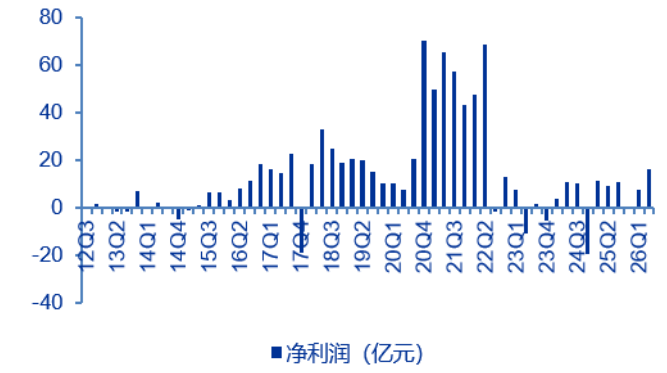
26Q2 PVC 随着油价波动较大，行业盈利明显改善。26Q2 氯碱行业单季度实现营收 340 亿元，同、环比分别变动+8.4%、+9.2%。毛利率同比+1.2pct、环比+1.9pct 至 15.7%，行业净利润 17 亿元，同、环比分别变动+80%、+114%。26Q2 以来，PVC 价格跟着油价波动较大，季度价格中枢有所抬升，行业盈利有所改善。

图 39：26Q2 行业营收 340 亿元，同、环比分别变动+8.4%、+9.2%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 40：26Q2 行业净利润 17 亿元，同、环比分别变动+80%、+114%

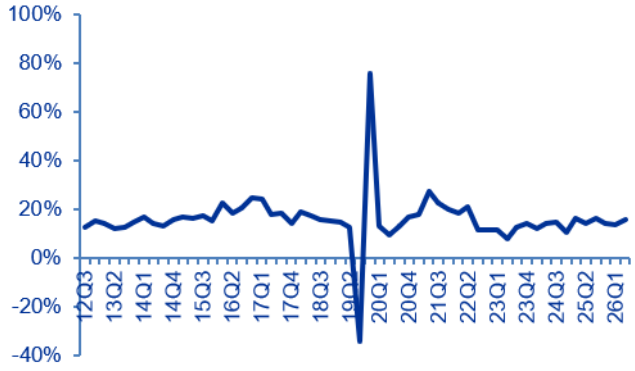


资料来源：Wind，申万宏源研究

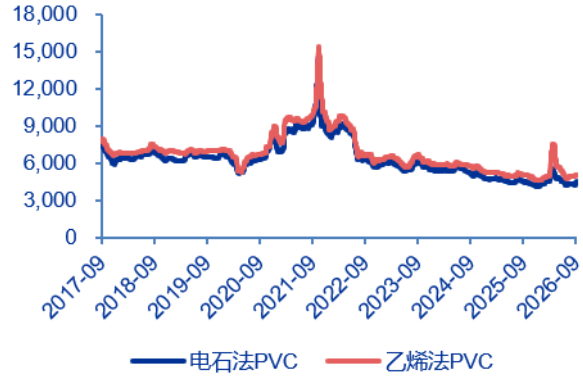
图 41：26Q2 行业毛利率 15.7%，同比+1.2pct、环比+1.9pct

图 42：PVC 市场价格走势（单位：元/吨）

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

受下游需求拖累，氯碱行业仍处于触底阶段。国内氯碱行业和地产链强相关，下游需求疲软叠加新增产能释放，拖累行业景气下行。当前行业盈利底部震荡，随地产政策的逐步落地，以及能耗双控政策和无汞化政策的推进，氯碱行业景气有望逐步修复。

表 6：国内 PVC 供需平衡表（单位：万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
产能	2406	2404	2518	2664	2713	2810	2881	2951	3088	3118
产量	1790	1874	2011	2074	2225	2164	2120	2220	2394	2511
进口量	77	74	67	95	40	36	36	22	23	23
出口量	96	59	51	63	175	197	227	262	382	458
表观消费量	1771	1889	2027	2106	2090	2003	1929	1980	2035	2076
开工率	74%	78%	80%	78%	82%	77%	74%	75%	78%	81%

资料来源：氯碱工业协会，申万宏源研究

表 7：国内电石供需平衡表（单位：万吨）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
产能	4000	4093	4059	4097	4155	4250	4444	4556	4058	4058
产量	2640	2608	2588	2792	2776	2794	2836	2976	2982	3041
进口量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
出口量	11	13	15	12	11	12	13	12	16	16
表观消费量	2629	2594	2573	2780	2765	2783	2823	2963	2966	3025
开工率	66%	64%	64%	68%	67%	66%	64%	65%	73%	75%

资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

表 8：国内烧碱供需平衡表（单位：万吨）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
产能	4035	4168	4249	4274	4587	4704	5010	5151	5670
产量	3420	3464	3643	3891	3981	4101	4366	4654	4926
进口量	4	7	4	5	1	2	2	1	1

仅供内部参考，请勿外传

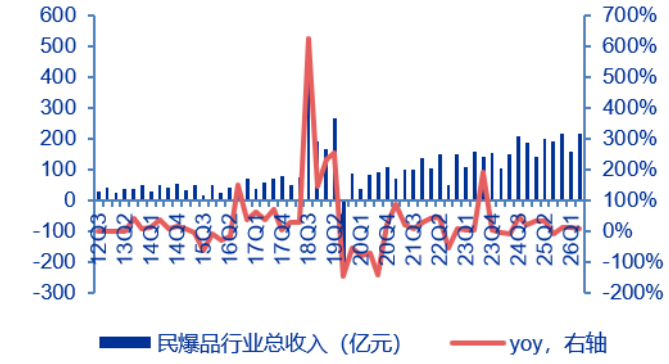
出口量	148	114	115	148	324	249	307	410	513
表观消费量	3276	3357	3532	3748	3658	3855	4060	4245	4415
开工率	85%	83%	86%	91%	87%	87%	87%	90%	87%

资料来源：氯碱工业协会，申万宏源研究

2.7 民爆行业

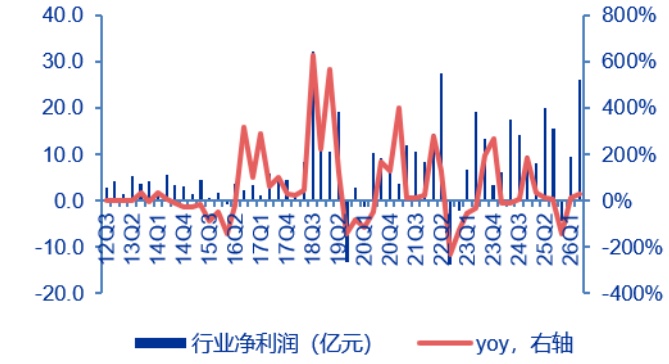
26Q2 民爆行业维持供需紧平衡，收入盈利同比均增长。26Q2 民爆行业单季度实现营收 217 亿元，同、环比分别+9%、+36%。毛利率 28.8%，同、环比分别+3.9pct、+6.7pct，行业净利润 26.2 亿元，同、环比分别+31%、+177%。民爆供给端强约束无新增产能，供需紧平衡，中长期景气向上确定性较高。

图 43：26Q2 行业营收 217 亿元，同、环比分别+9%、+36%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 44：26Q2 行业净利润 26.2 亿元，同、环比分别+31%、+177%



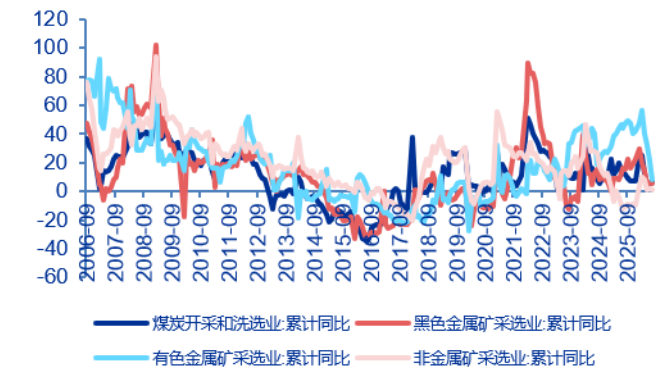
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 45：26Q2 行业毛利率 28.8%，同比+3.9pct、环比+6.7pct



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 46：民爆下游矿山资本开支（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

仅供内部参考，请勿外传

板块主要公司业绩情况：

广东宏大：2026H1 公司实现营业收入 101.38 亿元（YoY+10.79%），归母净利润 5.20 亿元（YoY+3.23%），扣非归母净利润 4.97 亿元（YoY+3.28%）；其中 2026Q2 实现营业收入 57.95 亿元（YoY+5.43%，QoQ+33.46%），归母净利润 4.17 亿元（YoY+1.54%，QoQ+302.69%），扣非归母净利润 3.93 亿元（YoY-0.44%，QoQ+276.19%），业绩基本符合预期。同时公司拟实施中期分红，向全体股东 10 派 2，共计派发现金 1.51 亿元。2026H1 民爆行业呈下行趋势，公司实现逆势增长。2026H1 民爆生产企业工业炸药产销量分别为 195.05、193.41 万吨，同比分别减少 6.73%和 6.72%，工业雷管产销量分别为 2.75、2.92 亿发，同比分别减少 11.34%和 6.04%；完成生产、销售总值分别为 166.52 亿元和 165.64 亿元，同比分别下降 11.47%和 11.19%，实现利润总额 33.60 亿元，同比下降 24.65%；实现爆破服务收入 156.48 亿元，同比下降 9.56%。上半年民爆行业呈现缩量态势，下游需求收缩是核心因素，区域间分化加剧，东部及中部传统需求大省受基建放缓影响普遍回落，西部个别省份因能源矿产开发及重点工程拉动表现相对稳健，炸药主要原材料硝酸铵价格上涨亦带来民爆行业利润承压。公司作为行业头部企业，持续优化产业布局以及推进国际化，收入、利润、毛利率同比均实现增长，2026H1 矿服收入 68 亿元（YoY+6.14%），毛利率 17.31%（YoY+0.84pct）；2026Q2 毛利率 24.72%（YoY+2.80pct，QoQ+7.18pct），净利率 11.41%（YoY-0.64pct，QoQ+6.98pct）。工信部发布民爆行业十五五规划，混装炸药占比提升至 40%，鼓励重组整合防范内卷式竞争。十五五规划持续提升现场混装炸药许可产能比重，从 2025 年的 35%计划提升至 2030 的 40%，支持小品种过剩产能置换退出，提高资源利用效能。引导产能向需求集中、缺口扩大的地区转移，限制过剩地区产能转入，推动供需适配；鼓励民爆企业实施重组整合，支持民爆企业向产业链上下游延伸，形成 3-5 家具有较强国际运营能力的大型民爆企业集团。结合市场供需状况，动态调整企业生产许可能力，推动供需适配，防范内卷式竞争。民爆矿服一体化优势显著，有望受益于矿安 78 号文的推进。公司工业炸药实际许可产能达 70.15 万吨，其中混装产能 40.55 万吨，占比约 57.80%，处于行业领先水平；纵向延伸产业链，加强设计及采选一体化服务能力，并设立了矿产资源中心，寻求优质下游合作机会；持续深耕新疆、西藏，并将富余混装产能集中部署至中西部矿产资源富集区，市场份额稳步提升，海外布局加速亦显成效，业务规模逐年创新高。6 月 26 日，国家矿山安全监察局发布《关于规范金属非金属生产矿山采掘（剥）施工队伍的意见》，进一步规范非煤矿山作业安全秩序，2027 年 5 月 1 日前完成非煤地下生产矿山、2028 年 5 月 1 日前完成非煤露天生产矿山自建队伍或者整体托管。若自建队伍成立新公司，需具备矿山工程施工总承包二级及以上资质；若整体托管，承托方原则上为大型非煤矿山企业或者具有矿山工程施工总承包一级及以上资质的企业，不得将整体托管的非煤矿山进行分包、转包。资质价值凸显，民爆矿服一体化企业将明显受益。

2.8 氮肥及煤化工行业

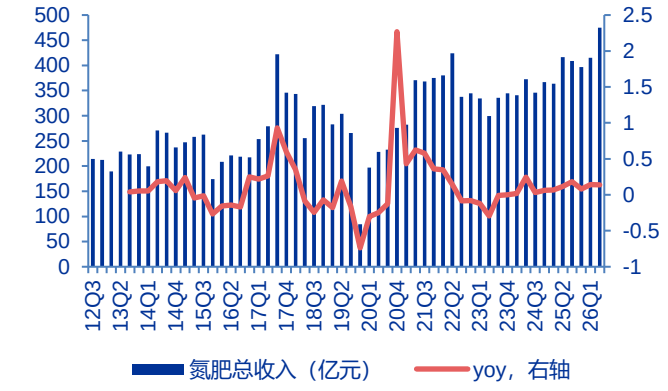
2026 年上半年煤化工景气持续修复，油煤价差走扩，行业盈利大幅改善。2026 年上半年氮肥及煤化工行业（中信行业分类，历史数据纳入宝丰能源，下同）景气持续修复，实现营收 889.9 亿元，同比提升 14.1%，实现净利润 139.3 亿元，同比提升 58.7%，行业

仅供内部参考，请勿外传

毛利率 25.2%，同比提升 4.4pct。Q2 海外油价中枢上移，油煤价差环比走扩，煤头产品成本优势凸显，行业盈利同环比持续改善。

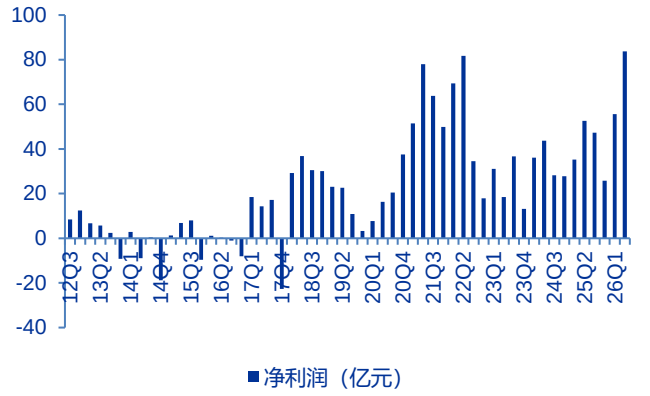
26Q2 油煤价差走扩，产品景气提升，行业盈利同环比大幅改善。26Q2 氮肥及煤化工行业单季度实现营收 474.7 亿元（YoY+14%，QoQ+14%），实现净利润 83.7 亿元（YoY+59%，QoQ+50%），毛利率 28.1%，同比提升 5.4pct，环比提升 6.2pct。Q2 海外油价中枢上移，煤炭成本涨幅相对有限，油煤价差走扩，行业盈利修复明显。

图 47：26H1 行业营收 889.9 亿元，26Q2 行业营收 474.7 亿元



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 48：26H1 行业净利润 139.3 亿元，26Q2 行业净利润 83.7 亿元



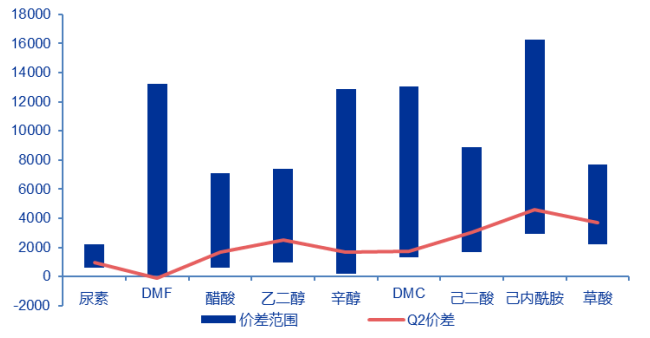
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 49：26Q2 毛利率 28.1%，同比提升 5.4pct



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 50：煤化工主要产品 26Q2 价差（元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

国内严格控制化工产能新增，行业格局持续优化。由于大部分国内传统煤化工产品属于“两高”类限制性产品，当前政策要求超过 50 万吨标煤能耗项目需国家发改委审核，超过 10 万吨标煤能耗项目需国家发改委备案，大型新增项目严格受限。同时，部分落后、

仅供内部参考，请勿外传

高能耗及高污染产能均将面临强制性升级换代压力，加快中小产能的出清，行业格局将持续优化。

表 9：国内尿素供需平衡表（单位：万吨/年）

尿素	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
有效产能	7570	6847	7446	7239	7086	6940	7250	7696	8370	9013	9725
yoy		-10%	9%	-3%	-2%	-2%	4%	6%	9%	8%	8%
产量	5817	5119	5315	5602	5558	5676	6254	6680	7294	7392	7830
yoy		-12%	4%	5%	-1%	2%	10%	7%	9%	1%	6%
进口量	11.5	16.3	18.2	0.2	5.4	0.5	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
出口量	465.6	246.2	494	545	530	283	425	26	489	330	500
yoy		-47%	101%	10%	-3%	-47%	50%	-94%	1769%	-33%	52%
表观消费量	**5363**	**4889**	**4839**	**5057**	**5033**	**5393**	**5829**	**6655**	**6804**	**7063**	**7330**
农业			2511	2580	2658	2706	2655	2950	3044	3166	3261
工业板材			858	916	841	1075	964	1010	1001	1001	1001
复合肥			676	755	820	752	1101	1250	1290	1393	1532
三聚氰胺			408	390	377	442	408	451	465	465	465
火电脱硝			211	255	206	186	208	350	361	372	383
车用尿素			102	110	73	99	97	107	106	107	107
其他			73	51	58	133	396	537	537	558	581
开工率	**77%**	**75%**	**71%**	**77%**	**78%**	**82%**	**86%**	**87%**	**87%**	**82%**	**81%**

资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

表 10：国内 DMF 供需平衡表（单位：万吨/年）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
产能	112	94	103	168	180	180	180	180
产量	60	66	69	77	75	89	95	101
表观消费量	50	53	60	66	62	75	79	83
浆料	32	34	35	36	34	41	42	43
电子	6	6	10	13	12	15	17	18
医药	6	6	6	7	7	8	9	10
其他	7	7	9	10	9	11	12	12
进口量	0	0.1	0	0	0	0	0	0
出口量	11	13	9	11	13	14	16	18
开工率	54%	70%	67%	46%	42%	49%	53%	56%

资料来源：百川资讯，卓创资讯，申万宏源研究

表 11：国内醋酸供需平衡表（单位：万吨/年）

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
醋酸总产能		945	945	1006	1055	1205	1215	1516	1666	1726
PTA	产能	4938	5623	5868	6138	7828	8647.5	9397.5	9397.5	9597.5
	开工率(%)	85%	83%	85%	87%	81%	82%	78%	81%	85%
	产量	4210	4646	5012	5314	6240	7114	7301	7600	8158

仅供内部参考，请勿外传

	醋酸消费量	168	186	200	213	250	285	292	304	326
醋酸乙烯	产能	278	278	278	298	358	392	399	462	462
	开工率(%)	65%	64%	62%	67%	59%	64%	72%	70%	70%
	产量	181	178	172	199	209	252	286	323	323
	醋酸消费量	132	130	126	145	153	184	209	236	236
醋酸乙酯	产能	371	379	389	373	373	427	445	515	515
	开工率(%)	39%	49%	49%	52%	55%	56%	62%	45%	45%
	产量	146	184	191	195	207	240	274	232	232
	醋酸消费量	101	127	132	135	143	166	189	160	160
乙醇（醋酸法）	产能	40	40	40	40	40	45	45	125	125
	开工率(%)	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	60%	70%
	产量	36	36	36	36	36	41	41	75	88
	醋酸消费量	48	48	48	48	48	53	53	99	116
醋酸丁酯	产能	141	133	133	113	123	128	158	158	158
	开工率(%)	40%	42%	34%	41%	41%	45%	43%	45%	45%
	产量	57	56	45	46	50	57	68	71	71
	醋酸消费量	30	30	24	24	27	30	36	38	38
醋酐	产能	59	59	75	80	85	91	99	109	109
	开工率(%)	84%	78%	60%	61%	61%	61%	53%	50%	55%
	产量	49	46	45	49	52	55	52	55	60
	醋酸消费量	62	58	57	61	65	69	65	68	75
其他	醋酸消费量	121	108	135	188	207	250	314	346	380
醋酸需求量		662	686	721	814	891	1037	1158	1251	1331
醋酸出口量		64	40	98	109	84	112	112	115	120
醋酸进口量		0.6	5.8	0.0	0.0	4.8	3.3	3.2	3.0	3.0
醋酸产量		725	720	819	923	969	1146	1268	1363	1448
开工率(%)		77%	76%	81%	88%	80%	94%	84%	82%	84%

资料来源：百川资讯，卓创资讯，申万宏源研究

表 12：丁辛醇供需平衡表（单位：万吨/年）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
产能	370	483	491	507	511	511	572	706	758	841	871
正丁醇	146	246	254	272	276	276	325	375	392	427	457
辛醇	224	238	238	235	235	235	247	331	367	415	415
产量	253	354	378	354	425	456	465	542	604	636	670
正丁醇	97	172	184	174	216	208	225	255	283	298	313
辛醇	155	182	194	180	209	248	240	287	321	339	357
表观消费量	290	390	417	407	435	478	512	578	619	650	682
正丁醇	123	191	205	201	228	222	243	266	291	305	320
辛醇	168	199	212	206	208	256	269	312	329	345	362
进口量	43	39	41	54	35	31	50	47	26	25	24
正丁醇	28	20	22	27	13	16	19	13	9	9	9
辛醇	15	19	20	27	22	15	31	34	17	16	15
出口量	5	3	2	1	5	9	3	11	11	11	11
正丁醇	2	1	0	0	3	2	0	2	1	1	1

仅供内部参考，请勿外传

辛醇	3	2	2	1	2	7	3	9	10	10	10
总开工率(%)	68%	73%	77%	70%	83%	89%	81%	77%	80%	76%	77%

资料来源：百川资讯，卓创资讯，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

华鲁恒升：公司发布 2026 年半年度报告：2026H1 公司实现营业收入 171.62 亿元（YoY+8.87%），归母净利润 23.53 亿元（YoY+49.98%），扣非归母净利润 23.46 亿元（YoY+50.49%）。其中 2026Q2 公司实现营业收入 88.19 亿元（YoY+10.35%，QoQ+5.70%），归母净利润 12.36 亿元（YoY+43.43%，QoQ+10.73%），扣非归母净利润 12.33 亿元（YoY+44.10%，QoQ+10.84%），毛利率 25.82%（YoY+6.19pct，QoQ+3.54pct），业绩符合预期。公司同时发布 2026 年半年度利润分配预案，每股派发现金红利 0.26 元（含税），合计拟派发现金红利 7.15 亿元（含税），占公司当期合并报表中归属于上市公司股东的净利润的 30.39%。

26H1 行业景气度边际回暖，新增项目贡献增量。上半年 3-4 月份化工市场行情有所回暖，部分产品价格上行，公司抢抓机遇实现满产满销；同时持续优化原料供应渠道结构，并受益于荆州甲酸、德州草酸等项目持续贡献增量，公司 26H1 盈利同比大幅改善。

1）3-4 月份景气回暖，但 5 月份后受需求疲软影响，Q2 整体销量有一定回落。Q2 肥料、有机胺、醋酸及衍生品、新能源新材料相关产品销量环比分别变动+1.2%、-5.7%、-10.2%、-4.4%。4 月底随海外油价波动加大，中游持续去库，需求略有拖累，公司优化出货节奏以持续巩固低成本竞争优势。

2）Q2 受油煤价差走扩影响，化工品价差有所回暖。根据百川资讯统计，26Q2 原料煤、燃料煤市场均价环比分别上涨 14.0%、17.6%至 819、643 元/吨。主要产品尿素、DMF、醋酸、辛醇、DMC、己二酸、己内酰胺、草酸 Q2 平均价差分位数分别为 22%、2%、16%、12%、4%、19%、13%、27%，环比 Q1 草酸价差大幅走扩，尿素、醋酸、己内酰胺价差小幅走扩，DMF、DMC、己二酸价差有所收窄。

3）Q2 研发费用增加，研发实验项目和生产中试项目同步展开。公司 Q2 销售、管理、研发、财务费用分别环比变动约-100、+2470、+18477、-25 万元。Q2 费用化研发投入增加，公司加大研发投入，研发实验项目、生产中试项目同步展开，其中动物饲料添加剂项目实现备案，同时腈酸化中试项目也陆续进入环评阶段。

低成本核心优势不断巩固，“双航母”发展模式基本形成。荆州基地方面，后续将立即启动一批高端化工项目，其中 20 万吨/年 BDO 已于 2025 年建成投产，布局 30 万吨/年 TDI 项目；德州基地方面，第一、二套合成气老装置将陆续技改优化，效率有望赶超荆州基地，延续公司低成本核心思路，整体竞争壁垒有望进一步巩固。

鲁西化工：公司发布 2026 年半年报。2026 年上半年公司实现营业收入 153.52 亿元（YoY+4.16%），归母净利润 9.75 亿元（YoY+27.64%），扣非归母净利润 9.22 亿元（YoY+34.24%），业绩符合预期。其中 26Q2 实现营业收入 82.38 亿元（YoY+10.59%，

仅供内部参考，请勿外传

QoQ+15.81%），归母净利润 5.37 亿元（YoY+53.05%，QoQ+22.51%），扣非归母净利润 5.33 亿元（YoY+75.61%，QoQ+36.75%）；26Q2 公司单季度销售毛利率 16.18%（YoY+2.98pct，QoQ+3.06pct），盈利能力环比改善；公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.0 元（含税），合计派发现金红利约 1.90 亿元，占 2026 年上半年归母净利润的 19.54%。

26H1 收入增长稳健，盈利能力持续修复，计提减值轻装上阵。根据百川资讯统计，26H1 公司主要产品正丁醇、辛醇、己内酰胺、聚碳酸酯、有机硅、DMF、双氧水市场均价同比分别变动+4.31%、+4.26%、+14.42%、+13.62%、+12.23%、+15.23%、+21.28%，甲酸、烧碱市场均价同比分别下降 15.16%、21.61%；成本端烟煤、动力煤、纯苯、丙烯市场均价同比分别上涨 11.41%、11.99%、9.13%、18.12%。从各业务板块的子公司业绩贡献来看，26H1 丁辛醇、氯甲烷、甲酸、己内酰胺、DMF、PC、氟化工（氟尔新材料）分别实现净利润 0.44、0.16、0.26、-0.59、0.34、2.26、1.01 亿元，同比分别变动-1.92、-0.80、-1.10、+1.10、+0.49、+3.63、+0.39 亿元，其中 PC、DMF 扭亏为盈，己内酰胺同比减亏，氟化工盈利提升，丁辛醇、甲酸、氯甲烷盈利同比有所回落。26Q2 公司确认资产减值损失 2.31 亿元，上半年累计计提资产减值损失 3.31 亿元，主要包含存货跌价准备 2.38 亿元（转回 2.17 亿元）和固定资产减值 0.88 亿元，固定资产减值其中含双氧水装置因山东省固定床工艺淘汰政策计提 0.65 亿元，对业绩形成一定拖累。

26Q2 产品景气分化，甲醇链产品价差优势凸显。根据百川资讯统计，26Q2 单季度来看，公司主要产品正丁醇、辛醇、正丙醇、甲酸、己内酰胺、聚碳酸酯、有机硅、烧碱市场均价环比 26Q1 分别变动+7.80%、+13.28%、+21.25%、-0.34%、+14.93%、+14.61%、+5.17%、-3.80%。成本端来看，烟煤、动力煤、纯苯、丙烯市场均价环比 26Q1 分别变动+13.95%、+17.59%、+22.50%、+27.23%，原材料价格普遍上涨，其中甲醇链受益于 Q2 海外油价提升，价差逐步走扩。公司 26Q2 毛利率同、环比分别提升 2.98、3.06pct 至 16.18%，Q2 计提资产减值达 2.31 亿元，拖累公司部分盈利。

2.9 磷肥及磷化工行业

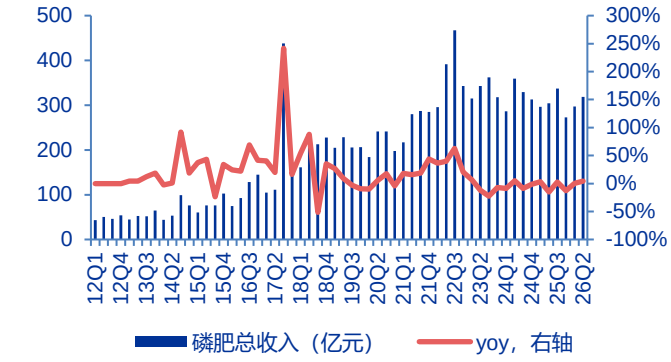
26Q2 主要原料硫磺价格同环比大幅上涨，相关磷化工产品黄磷、饲钙、磷酸铁等随着上涨且盈利有所改善，但磷肥保供稳价且限制出口，国家对于保供的磷肥企业发放平价硫磺降低成本压力，磷矿石价格和盈利维持高位，因此整体磷化工行业盈利有所改善。26Q2 磷肥及磷化工行业单季度实现营收 318 亿元，同、环比分别变动+4%、+7%。26Q2 毛利率 20.4%，同、环比分别变动+2.1pct、+4.2pct，行业单季度净利润 32 亿元，同、环比分别变动+18%、+40%。三季度随着秋肥的逐步开启，平价硫磺的持续供给叠加磷肥指导价的小幅上调，磷肥盈利压力持续缓解。磷酸铁等需求大幅增长叠加磷矿石安全环保趋势趋严支撑磷矿石中长期价格，预计后续有矿石增量、项目增量的磷化工企业盈利有望持续上行。

图 51：26Q2 行业营收 318 亿元，同比+4%，环比

图 52： 26Q2 行业净利润 32 亿元，同比+18%，环

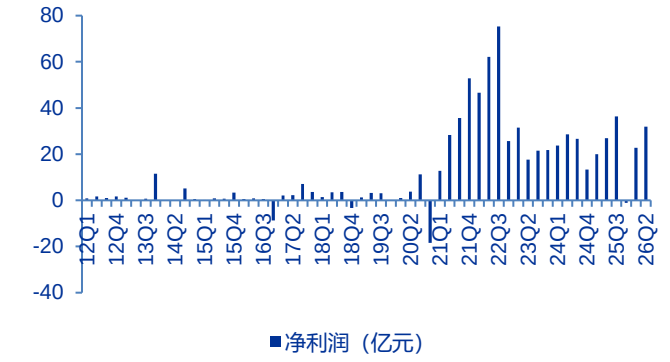
仅供内部参考，请勿外传

+7%



资料来源：Wind，申万宏源研究

比+40%



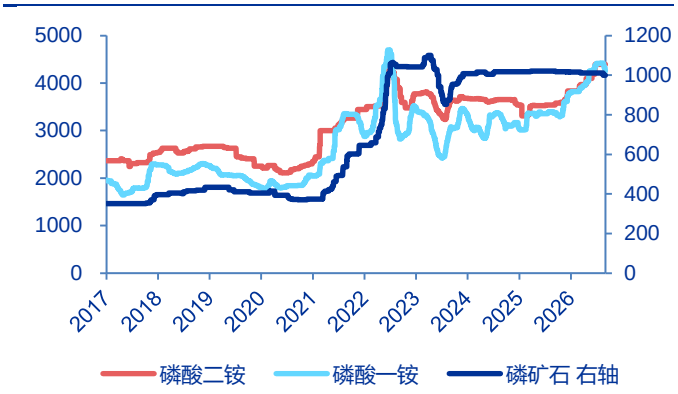
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 53：26Q2 行业毛利率 20.4%，同比+2.1pct



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 54：磷肥及磷矿石价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

环保趋严叠加以渣定产，国内磷肥产能供给端约束力度强，短期出口需求扰动不改长期需求平稳增长趋势。国家环保政策持续收紧，要求根据磷石膏利用比例限制磷肥生产，导致国内产能持续收缩。需求端来看，磷肥是主粮作物必不可少的化肥，随全球人口增长，需求呈现平稳向上，过剩产能逐步消化，整体供需趋于平衡。

表 13：国内一铵供需平衡表（单位：万吨）

磷酸一铵	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
产能	2476	2536	2197	2080	1949	1846	1832	1832	1932	1972	1972	1972	1972
yoy	5%	2%	-13%	-5%	-6%	-5%	-1%	0%	5%	2%	0%	0%	0%
产量	2335	2315	1707	1521	1218	1254	1029	1019	1098	1024	857	903	1012
yoy	5%	-1%	-26%	-11%	-20%	3%	-18%	-1%	8%	-7%	-16%	5%	12%
进口	1.1	4.6	0.4	2.1	1.3	0.0	0.0	0.2	1.5	0	0	0	0
出口	202.5	271.2	249.0	239.1	253.0	378.6	194.7	203.6	200	188	12	50	150
yoy	-25%	34%	-8%	-4%	6%	50%	-49%	5%	-2%	-6%	-94%	317%	200%
表观消费量	2134	2048	1458	1284	966	875	834	816	900	837	845	853	862

仅供内部参考，请勿外传

yoy	9%	-4%	-29%	-12%	-25%	-9%	-5%	-2%	10%	-7%	1%	1%	1%
开工率	94%	91%	78%	73%	62%	68%	56%	56%	57%	52%	43%	46%	51%

资料来源：百川资讯，卓创资讯，申万宏源研究

表 14：国内二铵供需平衡表（单位：万吨）

磷酸二铵	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
产能	2600	2600	2505	2191	2215	2175	2175	2175	2150	2150	2150	2150	2150
yoy	17%	0%	-4%	-13%	1%	-2%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%
产量	1753	1753	1490	1355	1454	1354	1258	1397	1425	1328	998	1146	1331
yoy	-10%	0%	-15%	-9%	7%	-7%	-7%	11%	2%	-7%	-25%	15%	16%
进口	3.0	0.0	6.5	0.0	6.3	0.0	0.0	0.1	0	0	0	0	0
出口	679.8	640.0	746.7	647.5	573.2	625.69	357.9	503.6	456	348	8	150	350
yoy	-12%	-6%	17%	-13%	-11%	9%	-43%	41%	-9%	-24%	-98%	1775%	133%
表观消费量	1076	1113	749	708	887	728	900	893	969	980	990	996	981
yoy	-10%	3%	-33%	-6%	25%	-18%	24%	-1%	8%	1%	1%	1%	-2%
开工率	67%	67%	59%	62%	66%	62%	58%	64%	66%	62%	46%	53%	62%

资料来源：百川资讯，卓创资讯，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

云天化：26H1 公司实现营业收入 228.21 亿元（yoy-8.9%，主要系公司缩减了贸易业务），归母净利润为 29.34 亿元（yoy+6.1%），扣非后归母净利润为 28.74 亿元（yoy+6.6%），毛利率 20.89%（yoy+1.73 pct），财务费用率为 0.51%（yoy-0.23 pct），净利率 13.73%（yoy+1.57 pct），业绩略超预期。其中 26Q2 公司实现营业收入为 108.40 亿元（yoy-9.8%，QoQ-9.5%）；归母净利润为 15.10 亿元（yoy+2.4%，QoQ+6.0%），扣非后归母净利润为 14.82 亿元（yoy+3.9%，QoQ+6.4%），毛利率 22.36%（yoy+1.11 pct，QoQ+2.80 pct），财务费用率 0.60%（yoy-0.10 pct，QoQ+0.17 pct），净利率 15.05%（yoy+1.34 pct，QoQ+2.51 pct）。26H1 归母净利润同比上升的主要原因为：1）饲钙、磷酸铁、黄磷价格和盈利同比上行；2）平价硫磺平抑了部分磷肥盈利压力。同时，公司公告拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税），合计派发 3.65 亿元，占 26H1 归母净利润的 12.42%。

磷矿维持高景气，原料硫磺价格同比大涨，磷肥保供稳价盈利承压，但平价硫磺平抑了部分盈利压力。1）磷矿价格和盈利维持高位，镇雄项目打开长期成长空间：26Q2 国内磷矿价格 1011 元/吨，同环比基本持稳，公司拥有磷矿产能 1450 万吨/年，磷矿高景气支撑公司盈利。参股公司聚磷新材（公司持股 35%）取得镇雄县碗厂磷矿采矿权，现正推进 1000 万吨/年采矿工程项目建设，公司磷矿资源进一步夯实。2）26H1 公司磷肥销量 215.64 万吨（yoy-2.8%），不含税销售均价 3785 元/吨（yoy+20.1%），毛利率为 29.30%（YoY-9.90 pct）；其中 26Q2 公司磷肥销量 91.67 万吨（yoy-2.7%，QoQ-26.1%），不含税销售均价 3904 元/吨（yoy+19.7%，QoQ+5.6%）。

仅供内部参考，请勿外传

兴发集团：26H1 公司实现营业收入 174.52 亿元（yoy+19.4%），归母净利润为 8.36 亿元（yoy+15.0%），扣非后归母净利润为 8.71 亿元（yoy+30.9%），毛利率 16.46%（yoy+0.02 pct），净利率 5.73%（yoy+0.34pct），业绩符合预期。其中 26Q2 公司实现营业收入为 100.00 亿元（yoy+35.3%，QoQ+34.2%），归母净利润为 5.79 亿元（yoy+39.1%，QoQ+125.6%），扣非后归母净利润为 6.60 亿元（yoy+51.2%，QoQ+213.6%），毛利率 18.53%（yoy-1.33 pct，QoQ+4.86 pct），净利率 6.65%（yoy+0.51 pct，QoQ+2.15 pct）。我们预计 26H1 公司业绩同比上升主要原因为：农药、有机硅及新能源板块盈利修复；特种化学品板块市场需求向好，高端化工材料产销规模持续放量。

26H1 公司矿山采选实现收入 10.69 亿元（yoy-31.1%），毛利润 7.49 亿元（yoy-38.3%），毛利率 70.11%（yoy-8.15 pct）。根据百川盈孚，26Q2 国内磷矿价格 1011 元/吨，同环比基本持稳，磷矿高景气支撑公司盈利。但受地方政策影响春节后磷矿复工时间晚于往年，安监趋严导致减产，26H1 磷矿产销量同比有所下降。当前公司拥有磷矿产能 642.2 万吨/年，全资孙公司桥沟矿业处于建设期（280 万吨/年）；此外，公司持有荆州荆化 70%股权、兴华矿业 45%股权，正在积极推进探转采，相关在建矿山逐步投产支撑公司中长期盈利。26H1 公司实现肥料销量 48.77 万吨（yoy-19.1%），销售均价 3144 元/吨（yoy-1.5%）；其中 26Q2 公司实现销量 23.12 万吨（yoy-22.3%，QoQ-9.9%），销售均价 3370 元/吨（yoy-4.5%，QoQ+14.7%），销售毛利-0.39 亿元（同比转亏），毛利率-2.57%（yoy-9.16pct）。

草甘膦产品量利齐升，行业协同助力有机硅扭亏为盈。26H1 公司实现农药销量 15.39 万吨（yoy+18.3%），销售均价 21837 元/吨（yoy+10.7%），毛利润 8.22 亿元（yoy+156.8%），毛利率 24.44%（yoy+11.99 pct）。有机硅业务：随行业减产措施不断深化，有机硅价格已呈上行趋势，有机硅业务扭亏为盈。26H1 公司实现有机硅销量 15.66 万吨（yoy+9.0%），销售均价 10210 元/吨（yoy+7.1%），销售毛利 1.92 亿元（同比扭亏为盈），毛利率 11.85%（yoy+14.08pct），子公司湖北兴瑞实现净利润 1.65 亿元（同比扭亏）。

特种化学品转型升级持续推进，高端材料出货占比逐步提升，公司重点推进新能源材料产业链一体化布局。公司新能源业务包括磷酸铁、磷酸铁锂和磷酸二氢锂等，26H1 公司实现新能源材料销量 13.31 万吨，销售均价 22763 元/吨（yoy+110.0%），毛利润 1.07 亿元，毛利率 3.54%。特种化学品：26H1 公司实现销量 28.81 万吨（yoy+7.1%），销售均价 10502 元/吨（yoy+8.1%），毛利润 7.75 亿元（yoy+64.4%），毛利率 25.62%（yoy+7.59pct），子公司兴福电子实现净利润 1.20 亿元（yoy+14.7%）。公司现有二甲基亚砜产能 6 万吨/年，居全球第一，其中高端电子级和碳纤维级产品销量占比逐年提升；磷化剂系列产品产销规模持续放量，2026 年上半年销量同比增长 1125%；2 万吨/年数据存储元器件专用次磷酸钠扩产技改项目产线运行稳定，已完成上村化学等头部化学镀液厂商认证，通过镀液企业间接导入全球主流存储、PCB 供应链，且 2026 年上半年数据存储元器件专用次磷酸钠实现量价齐升。

仅供内部参考，请勿外传

川恒股份：26H1 公司实现营业收入 40.58 亿元（yoy+20.8%），归母净利润为 5.60 亿元（yoy+4.5%），扣非后归母净利润为 5.53 亿元（yoy+7.9%），毛利率 28.53%（yoy-2.63 pct），净利率 15.15%（yoy-1.48 pct），业绩符合预期。 其中 26Q2 公司实现营业收入为 22.34 亿元（yoy+19.7%，QoQ+22.5%），归母净利润为 3.71 亿元（yoy+11.2%，QoQ+97.0%），扣非后归母净利润为 3.66 亿元（yoy+13.5%，QoQ+96.0%），毛利率 31.36%（yoy-1.73 pct，QoQ+6.29 pct），净利率 18.37%（yoy-0.32 pct，QoQ+7.16 pct）。26H1 公司业绩同比增长的主要原因为：磷酸二氢钙、磷酸铁价格和盈利同比提升，磷矿产量同比增长，广西鹏越扭亏为盈。

磷矿产销增长夯实业绩，在建矿山进度略有推迟，仍支撑远期成长。受益于小坝技改基本完成（已取得 80 万吨/年安全生产许可证），26H1 公司磷矿石实现产量 171.66 万吨（yoy+11.4%），子公司福麟矿业实现净利润 4.34 亿元（yoy+24.5%）、净利润率 53.94%（yoy+3.73 pct）。公司在建的矿山包括鸡公岭磷矿、老寨子磷矿以及老虎洞磷矿：1）鸡公岭磷矿（约 8253 万吨储量，产能 250 万吨/年）：目前正在进行建设，因其建设方案有所调整，公司初步预计于 29 年末完成建设。2）老寨子磷矿（59%持股比例）：已于 24 年 5 月取得 180 万吨采矿证，由于地质构造复杂、水文条件难度高于勘察预判，预计延期至 28 年底完成建设。3）天一矿业（40%持股比例）旗下的老虎洞磷矿（3.70 亿吨储量，产能 500 万吨/年）在建设过程中因水文地质条件发生重大变化，预计延期至 28 年底完成建设。虽有延迟但仍支撑公司远期成长。

新洋丰：26H1 公司实现营业收入 112.81 亿元（yoy+20.0%），归母净利润为 9.61 亿元（yoy+1.0%），扣非后归母净利润为 9.54 亿元（yoy+4.6%），毛利率 17.10%（yoy-0.24 pct），净利率 8.81%（yoy-1.48 pct），业绩符合预期。 其中 26Q2 公司实现营业收入为 57.81 亿元（yoy+22.2%，QoQ+5.1%），归母净利润为 4.62 亿元（yoy+5.9%，QoQ-7.2%），扣非后归母净利润为 4.74 亿元（yoy+15.1%，QoQ-1.0%），毛利率 16.24%（yoy-0.28 pct，QoQ-1.77 pct），净利率 8.31%（yoy-1.12 pct，QoQ-1.02 pct）。26H1 公司归母净利润同比提升的主要原因是：复合肥销量及单吨利润同比提升，复合肥产品结构继续高端化，磷酸铁盈利改善。同时，公司公告拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税），合计派发 1.25 亿元，占 26H1 归母净利润的 13.06%。

磷肥盈利承压，复合肥销量持续增长，其中新型肥快速放量，占比进一步提升。26H1 公司实现常规复合肥销售收入 44.20 亿元（YoY+15.5%），销售毛利 5.59 亿元（YoY+16.4%），销售毛利率 12.66%（yoy+0.09 pct）；新型复合肥销售收入 33.30 亿元（YoY+16.9%），销售毛利 8.29 亿元（YoY+18.9%），销售毛利率 24.91%（yoy+0.42 pct）；实现磷肥销售收入 26.05 亿元（YoY+12.8%），受原料硫磺大幅上涨的影响，销售毛利率 13.63%（yoy-6.17 pct），销售毛利 3.55 亿元（YoY-22.4%）。

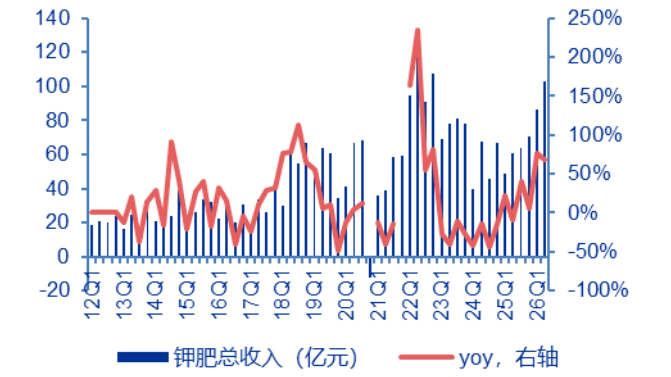
公司已陆续收购集团的巴姑磷矿和竹园沟磷矿，加总的采矿权规模约为 270 万吨（其中 90 万吨已实现开采，另有 180 万吨采矿证已拿到，正在建设中），控股股东洋丰集团此前做出承诺未来将荆门市放马山中磷矿业有限公司（莲花山磷矿在建，150 万吨/年）的股权注入公司，夯实上市公司资源储备。

仅供内部参考，请勿外传

2.10 钾肥行业

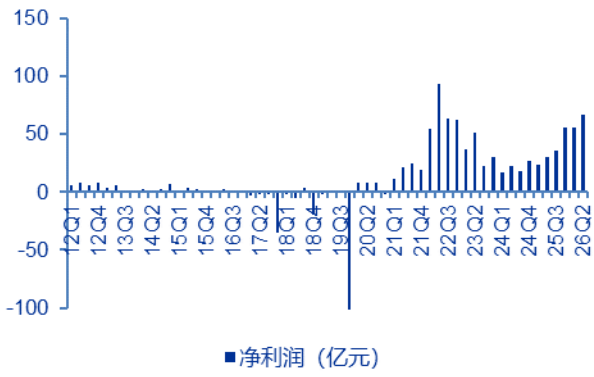
25 年以来全球钾肥供需优化，迈入景气周期，26Q2 行业逐步迈入淡季，景气高位震荡，印度新签大合同价格显著提升。26Q2 春耕结束行业逐步迈入淡季，5 月印度大合同价格确定为 383 美元/吨（CFR），同比去年上涨 34 美元/吨，高价反映了全球需求的持续增长和供应的收紧，根据百川盈孚，26Q2 国内钾肥景气高位震荡，均价为 3280 元/吨（YoY+10%，QoQ-1%），但东南亚氯化钾 CFR 均价为 391.47 美元/吨，环比提升 39.60 美元/吨，景气走强。26H1 钾肥行业（中信行业分类）实现营业收入 189 亿元（YoY+72%），实现净利润 122 亿元（YoY+128%），毛利率 68.6%，同比提升 11.4 pct，其中 26Q2 实现营业收入 103 亿元（YoY+69%，QoQ+19%），实现净利润 66 亿元（YoY+124%，QoQ+19%），单季度毛利率 70.4%，同、环比分别提升 10.2、4.0 pct。展望后续，国内秋肥备货即将开启，东南亚受生物柴油政策，油棕种植面积持续扩容，叠加厄尔尼诺现象等都将一定程度刺激钾肥需求；近日俄罗斯乌拉尔钾肥宣布因检修下半年将减产 30 至 40 万吨，白俄罗斯 Belaruskali 确认因检修下半年产量将同比减少 50 万吨，供给端支撑力度较强，全球钾肥价格中枢有望上行。

图 55：26Q2 钾肥行业营收 103 亿元，同比+69%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 56：26Q2 钾肥行业净利润 66 亿元，同比+124%

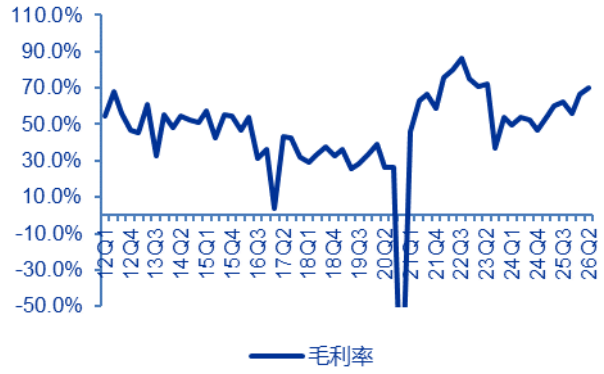


资料来源：Wind，申万宏源研究

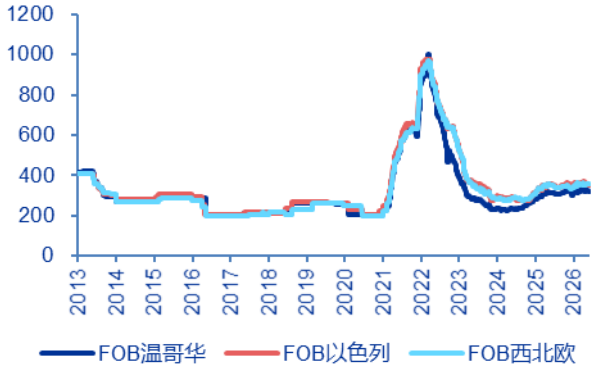
图 57：26Q2 毛利率 70.4%，同、环比分别+10.2、4.0 pct

图 58：国际钾肥价格走势（美元/吨）

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

全球需求维持稳定增长，海外钾肥有序扩张，未来两年有望维持供需紧平衡。2022 年由于俄罗斯和白俄罗斯出口受限，导致全球钾肥出现供需缺口，推动钾肥景气快速提升。随冲突影响逐步缓解，叠加 Nutrien、Mosaic 及老挝钾肥新增产能释放，供需基本重归平衡。但由于北美等地区高成本钾矿重启概率较小，新增产能基本有序投建，全球整体开工率有望维持高位，钾肥价格易涨难跌。

表 15：钾肥供需平衡表（万吨）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
需求									
全球	7093	7291	6384	6820	7310	7400	7622	7851	8086
中国	1549	1316	1443	1764	1872	1840	1895	1952	2011
产能									
全球名义	9056	9222	9280	9700	9930	9930	10130	10490	10905
全球实际	7656	8072	8130	8550	8780	8780	8980	9340	9755
中国名义	855	855	855	855	855	855	855	855	855
中国实际	755	755	755	755	755	755	755	755	755
全球实际开工率	93%	90%	79%	80%	83%	84%	85%	84%	83%
国内进口量	866	757	794	1157	1263	1261	1327	1366	1407
国内出口量	22	22	3	51	12	3	3	3	3
国内产量	704	581	652	658	621	582	572	589	606
国内对外依存度	56%	58%	55%	66%	67%	69%	70%	70%	70%
国内实际开工率	93%	77%	86%	87%	82%	77%	76%	78%	80%

资料来源：公司公告，Bloomberg，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

盐湖股份：根据公司公告，26H1 公司实现营业收入 130.52 亿元（yoy+80%），归母净利润为 61.69 亿元（yoy+138%），扣非后归母净利润为 60.01 亿元（yoy+135%），毛利率 71.39%（yoy+14.18 pct），净利率 55.55%（yoy+15.59 pct），业绩符合预期。其中 26Q2 公司实现营业收入为 66.20 亿元（yoy+67%，QoQ+3%），归母净利润为 31.42

亿元（yoy+124%，QoQ+4%），扣非后归母净利润为 31.16 亿元（yoy+128%，QoQ+8%），毛利率 73.97%（yoy+13.56 pct，QoQ+5.25 pct），净利率 56.80%（yoy+17.22 pct，QoQ+2.54 pct）。

Q2 淡季钾肥销量环比下滑，供需支撑后续价格中枢上行。26H1 公司实现钾产品营业收入 71.37 亿元（YoY+33%），毛利 44.67 亿元（YoY+39%），毛利率 62.59%（YoY+2.64 pct），实现氯化钾产量 168.17 万吨（YoY-15%），销量 224.74 万吨（YoY+26%）。根据公司公告，26Q2 公司氯化钾产量约 80.44 万吨（YoY-22%，QoQ-8%），销量约 91.77 万吨（YoY+3%，QoQ-31%），春耕结束行业逐步迈入淡季，公司产销环比有所下行。

4 万吨锂盐项目爬坡及五矿盐湖并表，26Q2 碳酸锂量价齐升。26H1 公司实现锂产品营业收入 56.01 亿元（YoY+351%），毛利 46.75 亿元（YoY+653%），毛利率 83.46%（YoY+33.50 pct），产量 4.94 万吨（YoY+147%），销量 3.91 万吨（YoY+90%），均价 14.33 万元/吨，单吨毛利 11.96 万元。根据公司公告，26Q2 公司碳酸锂产量约 2.99 万吨（YoY+160%，QoQ+53%），销量约 2.23 万吨（YoY+79%，QoQ+33%）。

亚钾国际：26H1 公司实现营业收入 38.22 亿元（yoy+52%），归母净利润为 13.50 亿元（yoy+58%），扣非后归母净利润为 13.47 亿元（yoy+57%），毛利率 59.92%（yoy+2.42 pct），净利率 35.37%（yoy+1.55 pct），业绩符合预期。其中 26Q2 公司实现营业收入为 23.34 亿元（yoy+78%，QoQ+57%），归母净利润为 8.18 亿元（yoy+74%，QoQ+54%），扣非后归母净利润为 8.17 亿元（yoy+73%，QoQ+54%），毛利率 61.54%（yoy+0.91 pct，QoQ+4.18 pct），净利率 35.06%（yoy-0.94 pct，QoQ-0.79 pct），产生所得税费用 2.51 亿元（yoy+167%，QoQ+132%）。

26Q2 小东布持续提产贡献增量，钾肥国内景气高位震荡，但东南亚显著走强，看好后续中枢上行。产销方面，26H1 公司产、销量分别为 149.49 万吨（YoY+47%）、131.25 万吨（YoY+26%），其中 26Q2 公司产、销量分别为 84.84 万吨（YoY+67%，QoQ+31%）、78.22 万吨（YoY+51%，QoQ+48%），小东布项目爬坡持续贡献增量，但受发货订单确认节奏影响，形成部分库存。

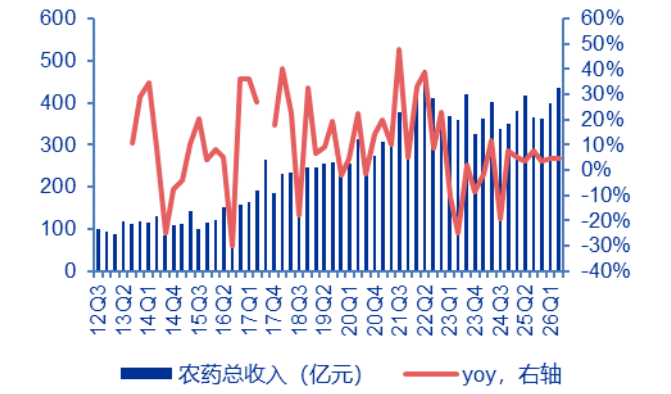
根据公司公告，中农集团通过协议转让方式向汇能集团转让持有的亚钾国际 4620.26 万股股份，权益变动后，汇能集团对亚钾国际的持股比例升至 14.05%，成为上市公司第一大股东。汇能集团是中国民营煤炭行业领军企业，连续多年稳居中国民营企业 500 强前列，公司凭借股东汇能集团 18 亿贷款支持，以公开摘牌方式收购中农持有的 179 矿 28.1447%股权，至此 179 矿权持股比例提升至 100%，进一步增厚归母权益。项目建设方面，2025 年 12 月公司第三个 100 万吨/年钾肥项目投料试车成功，第二个 100 万吨/年钾肥项目井筒加固工程以及井下采矿盘区准备工作正有序稳步推进，也有望于 2026 年恢复正常生产。后续来看，公司有望实现 500 万吨/年钾肥产销规模，并将根据市场需求进一步扩建至 700-1000 万吨/年体量，成长逻辑清晰。

仅供内部参考，请勿外传

2.11 农药行业

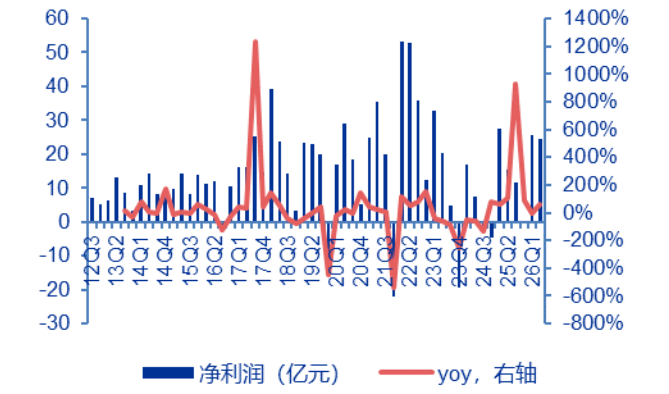
26Q2 海外地缘引发全球能源市场剧烈波动，原药价格先涨后跌，5 月过后需求、原材料成本回落导致价格下行。2026 年全球大多数市场随着三年库存去化到正常水平，非理性低价抛售行为大幅减少，市场逐步回归正常状态。2026H1 农药行业实现营收同比增长 4.4%至 833 亿元，净利润同比增长 16%至 49.9 亿元，行业毛利率同比增长 1.2pct 至 21.5%，净利率同比增长 0.6pct 至 6.0%。26Q2 以来，海外地缘冲突持续扰动全球能源供应链，原油等基础能源价格波动频繁，导致原材料价格波动剧烈。26Q2 行业正值刚需旺季，农药产品价格随原材料价格波动整体阶段性冲高后快速回落，尤其 5 月下旬以后随春耕结束，需求阶段性回落，导致价格回落至底部区间。26Q2 行业实现营收 436 亿元，同比、环比分别变动+4%、+10%，行业净利润 24 亿元，同比+58%，环比-5%，单季度毛利率 21.7%，同比、环比分别变动+3.0、+0.4pct。**展望未来：目前农药行业全球库存仍处于历史低位水平，产品价格回落至行业盈亏平衡线，面对后续全球地缘的不确定性，以及厄尔尼诺现象的潜在风险，行业有望进入补库周期，迎来景气拐点。**

图 59：26Q2 营收 436 亿元，同比+4%，环比+10%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 60：26Q2 净利润 24 亿元，同比+58%，环比-5%

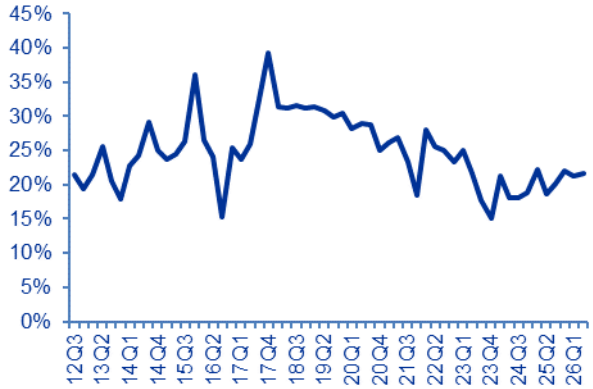


资料来源：Wind，申万宏源研究

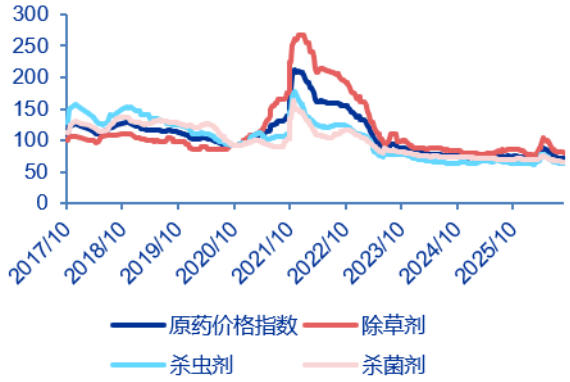
图 61：26Q2 行业毛利率 21.7%，同比+3.0pct，环比+0.4pct

图 62：中农立华原药价格指数触底反弹

仅供内部参考，请勿外传



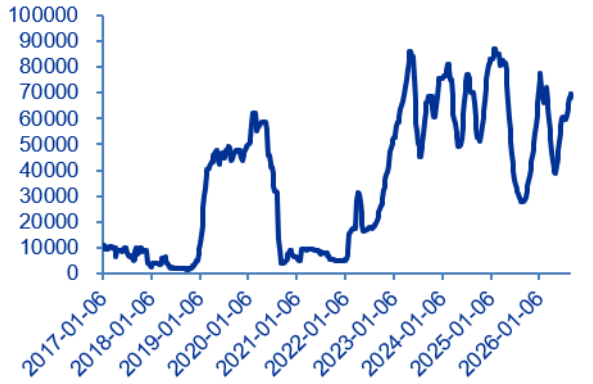
资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：中农立华原药价格指数，申万宏源研究

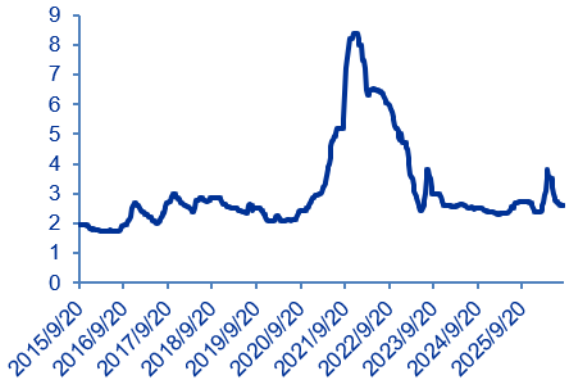
草甘膦：1）供给端，行业扩产严格受限，仅 25 年底投产 5 万吨新增产能；2）需求端，全球需求近年来稳定在 80-90 万吨，未来国内转基因有望贡献需求增量。短期看，Q4 冬储行情带动补库需求，价格有望持续修复；中长期看，行业供给格局预计维持稳定，需求端国内转基因作物推广带来增量，整体供需有望持续优化。

图 63：草甘膦库存情况（吨）



资料来源：百川资讯，申万宏源研究

图 64：草甘膦价格走势（万元/吨）



资料来源：中农立华原药，申万宏源研究

表 16：草甘膦供需平衡表（单位：万吨/年）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
国内产能	72.5	72.5	73	76	76	76	76	76	81	81
国内产量	55.06	58.19	56.19	62.05	56.99	52.89	61.38	62.10	65.20	67.16
产能利用率	75.94%	80.26%	76.97%	81.64%	74.99%	69.59%	80.76%	81.70%	80.49%	82.91%
海外产能	37	37	37	37	37	37	37	37	37	37
海外产量	18.0	20.0	16.0	13.0	15.0	18.0	18.0	20.0	20.0	20.0
产能利用率	49%	54%	43%	35%	41%	49%	49%	54%	54%	54%

资料来源：百川资讯，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

仅供内部参考，请勿外传

扬农化工：根据公司公告，26H1 公司实现营收 66.06 亿元（YoY+6%），归母净利润 7.90 亿元（YoY-2%），扣非归母净利润 7.88 亿元（YoY-1%），销售毛利率 23.01%，同比-0.63pct，净利率 11.96%，同比-0.97pct，业绩基本符合预期。其中，26Q2 公司实现营收 31.39 亿元（YoY+5%，QoQ-9%），归母净利润 3.83 亿元（YoY+3%，QoQ-6%），扣非归母净利润 3.84 亿元（YoY+5%，QoQ-5%），销售毛利率 24.36%，同比+1.81pct，环比+2.57pct，销售净利率 12.20%，同比-0.20pct，环比+0.46pct，业绩符合预期。费用方面，26Q2 公司销售、管理、研发、财务费用率合计 8.59%，同比+1.08pct，环比+1.56pct，主要是研发费用+财务费用（汇兑损失）导致，同时公司计提信用减值+资产减值损失合计 0.22 亿元。

根据中农立华原药数据，截至 8 月 23 日，公司主要产品：联苯菊酯 12.50 万元/吨，较年初-4%；功夫菊酯 10.5 万元/吨，较年初-5%；草甘膦 2.60 万元/吨，较年初+8%；苯醚甲环唑 7.9 万元/吨，较年初-17%；吡唑醚菌酯 12.40 万元/吨，较年初-22%；除草甘膦外，产品价格均处于近 10 年 0%分位数。**展望后续：**粮食需求韧性夯实农药需求基本盘，供给端国内反内卷等多重政策约束，行业格局有望稳步优化，地缘冲突、极端气候等不确定因素下有望促使行业进入补库周期。我们认为，未来具备规模效应、产业链配套、渠道品牌等优势的领先企业有望与其他企业再次拉开差距。公司作为国内领先农药生产企业，葫芦岛基地开启新一轮资本开支，行业整合下再迎成长周期。

润丰股份：根据公司公告，26H1 公司实现营收 74.42 亿元（YoY+14%），归母净利润 5.02 亿元（YoY-10%），扣非归母净利润 4.94 亿元（YoY-10%），销售毛利率 24.29%，同比+2.87pct；销售净利率 7.69%，同比-1.87pct。其中，26Q2 单季度实现营收 42.50 亿元（YoY+11%，QoQ+33%），归母净利润 3.37 亿元（YoY+13%，QoQ+104%），扣非归母净利润 3.30 亿元（YoY+12%，QoQ+101%），业绩符合预期。26Q2 单季度公司销售毛利率 24.67%，同、环比分别变动+1.75pct、+0.88pct，净利率 8.95%，同、环比分别变动-0.15pct、+2.93pct。费用方面，26Q2 销售、管理费用率分别为 4.89%、3.42%，环比分别变化-0.87pct、-0.69pct，费用管控持续加强，同时财务费用 1.41 亿元，主要系汇兑损失对利润形成拖累，若剔除汇兑影响，26Q2 实现归母净利润 4.52 亿元，同比+88%。

To C 业务占比持续提升，杀虫、杀菌剂业务占比持续优化，高附加值市场开拓成效显著。分模式看，26H1 Model C 营收占比提升至 47.77%（YoY+7.63pct），毛利率 32.97%（YoY+2.76pct）；Model A+B 营收占比下降至 52.23%（YoY-7.63pct），毛利率 16.36%（YoY+0.84pct）。分产品看，除草剂、杀虫剂、杀菌剂收入分别为 52.94 亿元、12.04 亿元、8.00 亿元，同比分别增长 12.53%、13.36%、18.62%，收入占比分别为 71.14%、16.18%、10.75%；杀虫剂与杀菌剂合计收入占比为 26.93%，同比提升 0.34pct。除草剂、杀虫剂、杀菌剂毛利率分别为 21.30%、31.40%、29.65%，同比分别提升 2.00pct、3.22pct、5.04pct，带动公司 26H1 整体销售毛利率同比提升 2.87pct 至 24.29%。分区域看，26H1 巴西、其他拉美地区、北美洲、欧洲、中东/非洲、亚洲（含中国）、大

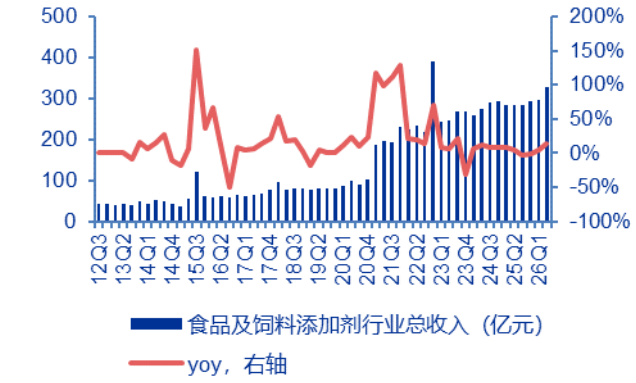
仅供内部参考，请勿外传

洋洲占比分别为：18.56%、26.69%、13.36%、8.91%、9.91%、16.33%、6.24%，高附加值市场开拓成效显著，欧盟、北美业务营收占比达 22.27%（YoY+5.91pct）。

2.12 食品及饲料添加剂

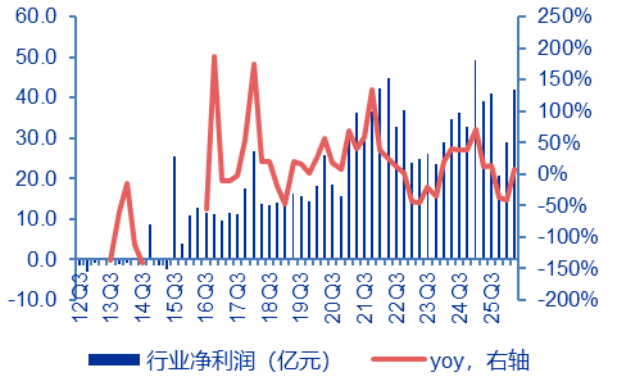
海外不可抗力叠加成本端支撑，26Q2 行业景气冲高回落，但成本压力叠加长协影响，利润短期未充分释放。26Q2 受地缘冲突影响，海外不可抗力频发，叠加成本端支撑，维生素、蛋氨酸价格冲高回落，根据博亚和讯数据，26Q2 固体蛋氨酸市场均价约 44.26 元/公斤（YoY+99%，QoQ+85%）。26H1 食品及饲料添加剂行业（中信行业分类）实现营业收入 623.6 亿元（YoY+10%），实现净利润 70.8 亿元（YoY-20%），毛利率 24.8%，同比-4.2 pct，其中 26Q2 行业实现营收 326.4 亿元，同比、环比分别变动+14.5%、+9.8%，行业净利润 41.9 亿元，同比、环比分别变动+7.6%、+45.3%，单季度毛利率 26.5%，同比、环比分别变动-1.3、+3.7pct。后续展望，海外供应虽逐步恢复，但国内夏季检修叠加下游低库存支撑，金九银十旺季下，蛋氨酸价格有望逐渐企稳。长期而言，蛋氨酸供给格局或将重塑，叠加海外成本抬升，中枢价格有望迈上新台阶。

图 65：26Q2 行业营收 326 亿元,同比+15%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 66：26Q2 行业净利润 42 亿元,同比+8%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 67：26Q2 行业毛利率 26.5%，同比-1.3pct，环比+3.7pct

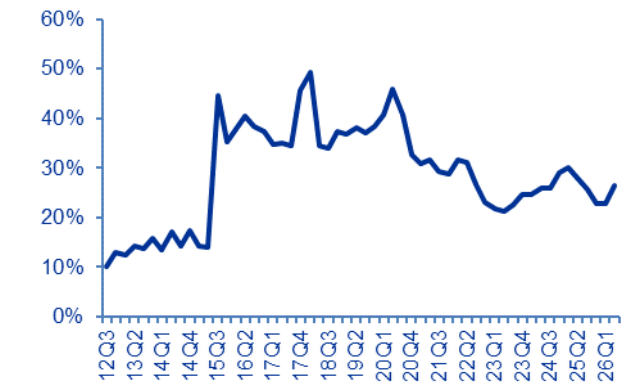
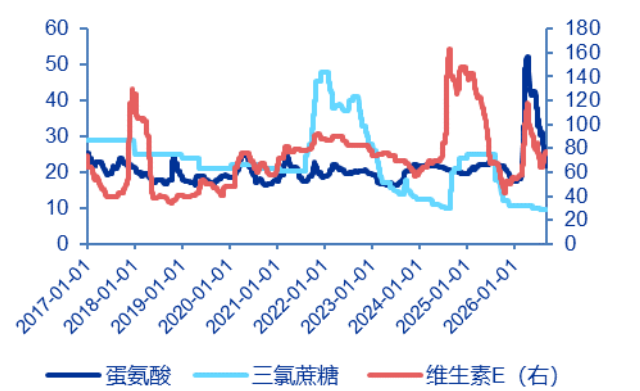


图 68：食品及饲料添加剂行业景气冲高回落（元/kg）



仅供内部参考，请勿外传

资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究*三氯蔗糖单位是万元/吨

食品及饲料添加剂行业此前投建的新产能、原有闲置产能或扩建产能在 2019-2022 年逐步释放，包括维生素、氨基酸及甜味剂等。根据博亚和讯，2025 年 6 月 12 日巴斯夫解除 VA 生产的不可抗力影响，同时自 3 月 12 日起路德维希港各产品将陆续恢复生产，8 月 7 日巴斯夫宣称 VE 产品解除不可抗力状态。蛋氨酸全球资本开支放缓，短期仅安迪苏泉州工厂具备投产预期，叠加地缘冲突对海外产能开工及成本端影响，行业格局持续向好。

表 17：维生素 A 供应情况（单位：吨）

企业	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
帝斯曼	6800	6500	6500	6500	6000	5600	5400	6000
新和成	5000	5500	5800	6500	6500	7000	9000	8000
安迪苏	3700	4000	4500	5800	5600	5000	4500	4500
巴斯夫	3600	3600	3000	2000	3500	5500	6000	4000
浙江医药	1750	2200	3000	4000	3800	4000	4200	4000
金达威	2000	2100	2700	2700	3000	2600	2800	2500
新发药业				800	600	600	1500	2500
天新药业								800
总计	22850	23900	25500	28300	29000	30300	33400	32300
全球需求	22000	23000	24000	26000	27000	28000	29000	30000
中国需求	5200	5100	5800	6300	6500	6800	6600	7000

资料来源：博亚和讯，申万宏源研究

表 18：VE 供应和需求情况（单位：吨）

企业	2022	2023	2024	2025E
新和成	20000	22000	25000	23000
浙江医药	22000	22000	23000	22000
帝斯曼（含益曼特）	21000	22000	21000	22000
巴斯夫	8000	9000	6000	3000
能特科技				
北沙制药	6500	7000	7200	6500
新发药业			1000	2800
总计	77500	82000	82200	79300
全球需求	78000	79000	79500	80000
中国需求	16500	17000	16000	17000

资料来源：博亚和讯，申万宏源研究

表 19：蛋氨酸供需平衡表（单位：万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
产能（万吨）	155	167	169	184	200	203	207	221	236	225	250	260	270	270

仅供内部参考，请勿外传

YOY	-2%	8%	1%	9%	9%	1%	2%	7%	7%	-5%	11%	4%	4%	0%
需求量（万吨）	106	115	125	130	137	144	150	155	160	170	185	196	208	220
YOY	12%	8%	9%	4%	5%	5%	4%	3%	3%	6%	9%	6%	6%	6%
开工率	68%	69%	74%	71%	68%	71%	72%	70%	68%	76%	74%	76%	77%	82%

资料来源：公司公告，百川资讯，卓创资讯，申万宏源研究

表 20：赖氨酸产能分布（单位：万吨）

地区	企业	当前产能（万吨）	规划产能（万吨）	备注
中国	梅花生物	160		55 万吨 70 赖、45 万吨 98 赖、60 万吨 80 赖（25 年 9 月）
	星湖科技	85		产能约 85-90 万吨左右
	长春大成	43		
	阜丰集团	38		此前通过技改扩产 10 万吨
	东方希望	10		
	东晓生物	12		
	丰原集团	15		
	山东金玉米	61		6 万吨 98 赖预计 25Q4 投
	玉峰集团	10		25H1 投产，8 万吨 98 赖，2 万吨 70 赖
	成福食品	40		
	万里润达	25		
境外	韩国希杰、味之素、欧盟 METEX 等	100		海外产能以韩国希杰为主，欧盟 METEX 此前提出反倾销申请
合计		**599**		

资料来源：各公司公告，百川资讯，申万宏源研究

表 21：苏氨酸产能分布（单位：万吨）

地区	企业	当前产能（万吨）	规划产能（万吨）	备注
中国	梅花生物	45	30	预计 26 年底投产
	星湖科技	20	20	预计 26 年底投产
	阜丰集团	26	预计 5 到 10	此前 2 万吨缬氨酸转产苏氨酸，哈萨克斯坦 26 年投产
	长春大成	14		
	象屿金谷	10		
	成福食品	10		
	东晓生物	5		
	丰原集团	3		
境外	韩国希杰	9		美国 6 万吨，巴西 2-3 万吨
	其他	3		味之素等可能还有少量产能
合计		**145**	**55-60**	

资料来源：各公司公告，百川资讯，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

新和成：根据公司公告，26H1 公司实现营业收入 131.29 亿元（yoy+18%），归母净利润为 40.11 亿元（yoy+11%），扣非后归母净利润为 39.19 亿元（yoy+7%），毛利率 44.22%（yoy-1.67 pct），净利率 30.68%（yoy-1.94 pct），业绩基本符合预期。其中

仅供内部参考，请勿外传

26Q2 公司实现营业收入为 68.35 亿元（yoy+21%，QoQ+9%），归母净利润为 21.84 亿元（yoy+27%，QoQ+20%），扣非后归母净利润为 21.43 亿元（yoy+19%，QoQ+21%），毛利率 45.45%（yoy+0.34 pct，QoQ+2.57 pct），净利率 32.08%（yoy+1.45 pct，QoQ+2.92 pct），产生汇兑损失 1.08 亿元（去年同期为汇兑收益 1.48 亿元）。

根据公司公告，公司基于自身在己二腈和异佛尔酮上的技术积累，天津 30 亿投建 10 万吨/年己二腈-己二胺一期项目（土建装置基本完成交安，设备陆续到货开始安装），70 亿投建 40 万吨/年己二腈-己二胺二期项目，并延伸 40 万吨/年尼龙 66 项目，同时已建成 IPDA 2 万吨/年、ADI 4000 吨/年、HDI 3000 吨/年，并进行客户送样，打造下一个产业链平台。精细化工领域，公司基于蛋氨酸产业链中 ACA 产品的布局，拟 30 亿投建 6 万吨草铵膦项目，打开农药大市场赛道外，加强不同业务间的协同作用。随着多个项目的有序推进，公司”化工+“、“生物+”平台不断丰富，未来成长可期。

金禾实业：根据公司公告，26H1 公司实现营业收入 30.37 亿元（yoy+24.3%），归母净利润为 2.56 亿元（yoy-23.5%），扣非后归母净利润为 2.37 亿元（yoy-30.1%），毛利率 19.60%（yoy-5.64 pct），净利率 8.44%（yoy-5.23 pct），业绩符合预期。 其中 26Q2 公司实现营业收入为 15.22 亿元（yoy+33.2%，QoQ+0.4%），归母净利润为 1.60 亿元（yoy+73.1%，QoQ+66.5%），扣非后归母净利润为 1.31 亿元（yoy+18.2%，QoQ+24.2%），毛利率 21.15%（yoy+1.18 pct，QoQ+3.09 pct），净利率 10.54%（yoy+2.46pct，QoQ+4.20 pct）。

26H1 公司食品添加剂、大宗化学品分别实现毛利润 3.48（yoy-35%）、1.35（yoy+1646%）亿元，分别实现毛利率 25.73%（yoy-19.47pct）、12.24%（yoy+10.77pct）。根据海关数据显示，26H1 国内三氯蔗糖出口量同比上涨 37%至 10520 吨，安赛蜜出口量同比上涨 14%至 9482 吨。

根据公司年报，1）25 年定远二期项目年产 60 万吨硫酸、6 万吨离子膜烧碱、6 万吨离子膜钾碱、15 万吨双氧水等核心装置稳步运行，2026 年上半年，定远循环经济产业园相关装置持续释放产能，电子化学品业务稳步推进商业化；2）在电子化学品及新能源材料方向，年产 8 万吨电子级双氧水项目、年产 7.1 万吨湿电子化学品升级项目均已投产，可稳定供应电子级钠碱、电子级钾碱、电子级盐酸等系列产品，部分产品完成客户验证并进入批量供应阶段，处于市场导入与产能释放阶段。双氯磺酰亚胺扩建项目完成审批程序，项目正按照计划有序推进。在固态电池材料领域，公司与安徽大学共建“全固态电池材料联合实验室”，协同开展高纯度硫化锂、专用粘结剂等关键领域的系统性研发工作。报告期内，硫化锂项目完成公斤级连续小试，完成设备材质腐蚀验证、工艺调试以及核心设备方案筹备；现已启动客户送样，同步推进百吨级中试相关工作。3）海外布局方面，公司于 2026 年 1 月完成马来西亚生产基地主体设立，公司将加快推进前期备案与审批。4）在非粮生物质高值化利用领域，糠醛新工艺、纤维素乙醇、草木灰资源化项目稳步开展中试验证；5）在合成生物学领域，酶改甜菊糖苷已稳定投产并产生经济效益，圆柚酮、红没药醇顺利完成产业化转化与市场导入。黄酮类产品方面，公司有效提高菌株发酵产能，新型黄酮产品合成路线全面打通。萜烯类产品方面，香紫苏醇菌株经多轮改造，发酵效率

仅供内部参考，请勿外传

与产能进一步提升，顺利完成多批次工业化放大验证。莱鲍迪苷 M 联合外部科研机构搭建复合酶催化体系，转化效率提升，相关国内外法规申报工作有序推进。

梅花生物：根据公司公告，公司实现营收 122.35 亿元（YoY-0.4%），归母净利润 6.62 亿元（YoY-62.6%），扣非归母净利润 4.51 亿元（YoY-72.3%），销售毛利率 12.93%，同比-10.25pct，销售净利率 5.41%，同比-8.99pct。其中，26Q2 单季度实现营收 62.49 亿元（YoY+4.0%，QoQ+4.4%），归母净利润 5.44 亿元（YoY-27.4%，QoQ+361.3%），扣非归母净利润 3.71 亿元（YoY-48.7%，QoQ+362.3%），经营性业绩持续承压，低于预期。26Q2 公司销售毛利率 16.19%，同比-5.52pct，环比+6.66pct，销售净利率 8.70%，同比-3.76pct，环比+6.73pct。

氨基酸、味精等市场需求稳健增长，根据博亚和讯统计，25 年全球饲料氨基酸产量 776.3 万吨，同比+11.1%，中国产量 558.4 万吨，同比+14.2%；25 年国内味精消费 249.8 万吨，5 年平均增长率 7.68%。在此背景下，头部企业通过产能扩张与技术迭代不断巩固主导地位，前几年良好的盈利水平同时吸引部分上游企业跨界进入。与此同时，海外贸易环境变化使部分地区通过反倾销等措施为当地濒临退出的产能提供复苏契机。短期内行业呈现供给增量高于需求增量的阶段性失衡，产品价格承压下行，市场竞争加剧，行业格局进入新一轮优化调整期。面对行业变化，公司围绕“全球化、科技化、数字化”主线，在跨境并购整合、研发创新、智能制造、产供销协同四大领域均取得显著进展。

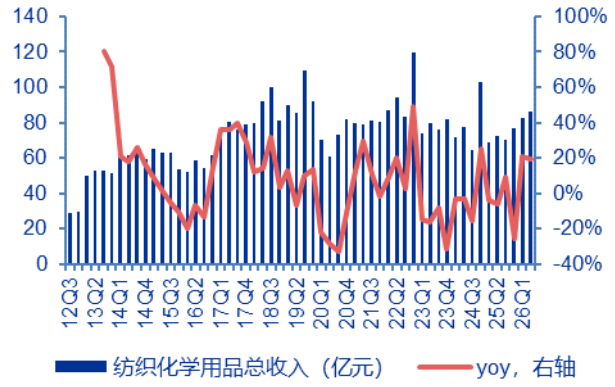
2.13 纺织化学品行业

26 年中间体百花齐放，支撑染料景气快速走高，Q2 价格虽有回落，但中间体仍然坚挺，看好中枢持续抬升。26 年以来，分散染料中间体还原物格局优异，景气显著提升，间苯二胺、六氯、六溴等核心中间体价格底部回暖显著，活性染料中间体 H 酸再现供给端扰动，价格持续抬升，中间体百花齐放，共同推动染料价格显著提升。26Q2 虽受下游需求萎靡及厂家低价库存影响，染料价格阶段性高位回落，但中间体价格仍然坚挺高位。26H1 纺织化学品行业（申万行业分类）实现营业收入 169 亿元（YoY+20%），实现净利润 19 亿元（YoY+41%），毛利率 29.9%，同比提升 4.63 pct，其中 26Q2 行业实现营收 86 亿元，同比、环比分别提升 19%、5%，行业净利润 10.2 亿元，同比、环比分别变动+37%、+22%，单季度毛利率 31.7%，同比、环比分别变动+5.5、+3.5pct。近期中间体高价成交量逐步放大，染料供给端支撑力度强，下游染厂的询价积极性和备货量都有所提升，需求端即将进入旺季，看好产业链价格中枢持续上移。

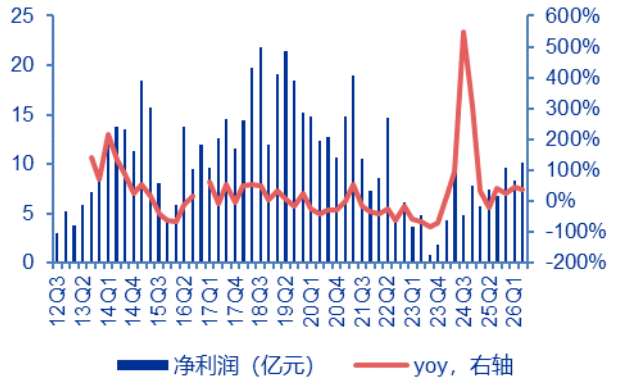
图 69：26Q2 行业营收 86 亿元，同比+19%

图 70：26Q2 行业净利润 10.2 亿元，同比+37%

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Wind，申万宏源研究



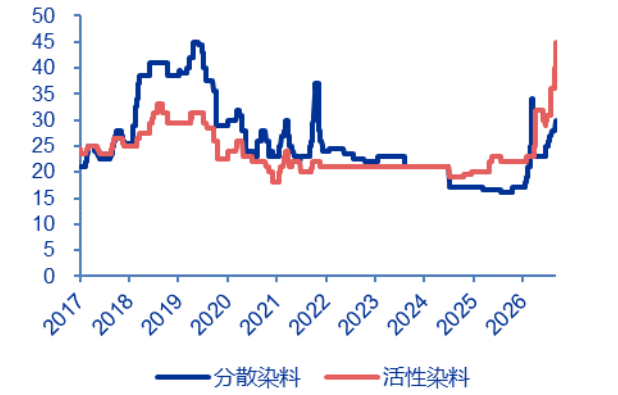
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 71：26Q2 行业毛利率 31.7%，同比、环比分别变动+5.5、+3.5pct



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 72：染料价格显著上涨（单位：元/公斤）



资料来源：Wind，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

浙江龙盛：根据公司公告，26H1 公司实现营业收入 72.94 亿元（yoy+12%），归母净利润为 10.04 亿元（yoy+8%），扣非后归母净利润为 7.43 亿元（yoy+28%），毛利率 34.88%（yoy+5.08 pct），净利率 14.05%（yoy-2.09 pct），业绩符合预期。其中 26Q2 公司实现营业收入为 36.76 亿元（yoy+12%，QoQ+2%），归母净利润为 4.67 亿元（yoy-12%，QoQ-13%），扣非后归母净利润为 4.37 亿元（yoy+50%，QoQ+43%），毛利率 35.90%（yoy+4.92 pct，QoQ+2.05 pct），净利率 12.94%（yoy-4.76 pct，QoQ-2.24 pct），产生汇兑损失约 2.16 亿元。

根据公司经营数据，26Q2 公司实现染料销量 5.76 万吨（YoY-3%，QoQ-17%），均价 35566 元/吨（YoY+14%，QoQ+18%），26H1 实现染料收入 41.18 亿元（YoY+13%），毛利 15.12 亿元（YoY+22%），毛利率 36.71%（YoY+2.54 pct）。中间体方面，26Q2 公司实现中间体销量 2.31 万吨（YoY+1%，QoQ-22%），均价 28687

仅供内部参考，请勿外传

元/吨（YoY-6%，QoQ+11%），26H1 实现中间体收入 14.35 亿元（YoY-5%），毛利 5.68 亿元（YoY+29%），毛利率 39.56%（YoY+10.26 pct）。

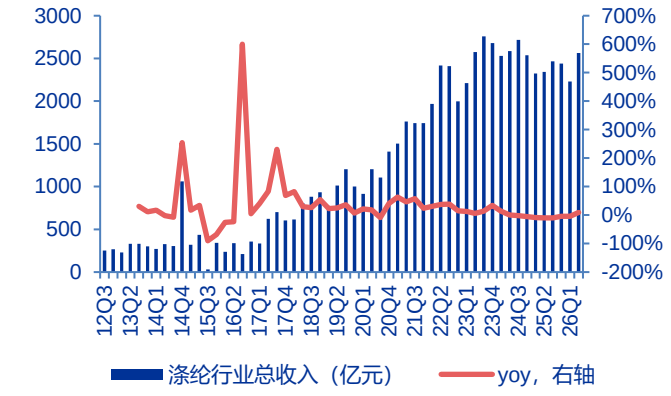
全资控股德司达增厚全年利润，母公司未分配利润大幅提升保障后续分红。26 年 1 月 4 日，公司通过德司达定向回购股份及公司收购方式，以对价 7.02 亿美元购买德司达 37.57%股份，德司达正式成为公司全资子公司，公司与 KIRI 公司关于德司达股份的诉讼问题亦就此结束。截至 26Q2 末，公司期末未分配母公司净利润达到 61.31 亿元，较 25 年底大幅增加 56.81 亿元，有望充分保障后续分红。

2.14 涤纶及民营炼化行业

2026 年上半年长丝价差显著修复，行业格局持续改善。2026 年上半年涤纶行业（申万行业分类，不考虑 2022 年的变动，下同）新增产能基本停滞，行业格局逐步优化，整体营业收入同比提升 2.8%至 4793 亿元，油价中枢上移叠加行业协同减产，盈利能力大幅回暖，净利润同比提升 364%至 353 亿元。其中，Q2 以来长丝主流企业协同减产延续，供给端支撑力度较强，叠加地缘扰动下海外供给收缩，行业景气显著回升。

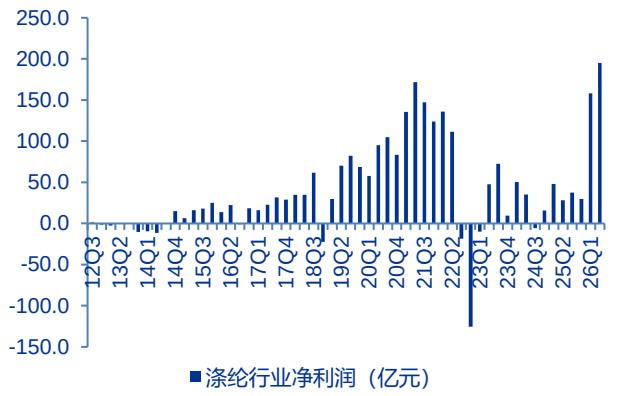
26Q2 行业协同趋势延续，盈利大幅改善，规模企业强者恒强。26Q2 涤纶行业单季度实现营收 2564 亿元（YoY+10%，QoQ+15%），净利润 195 亿元（YoY+596%，QoQ+23%），单季度毛利率 14.0%，同比、环比分别变动+4.0、-0.9pct。地缘影响加剧，海外装置开工持续回落，景气显著回升。

图 73：26Q1 行业营收 2229 亿元,同比-4%,26Q2 营收 2564 亿元,同比+10%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 74：26Q1 行业净利润 158 亿元,同比+229%,26Q2 净利润 195 亿元,同比+596%

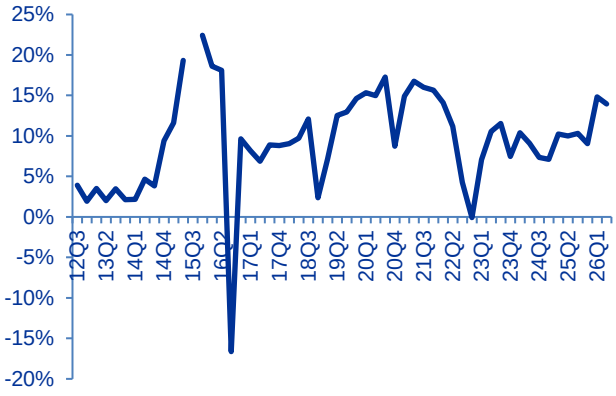


资料来源：Wind，申万宏源研究

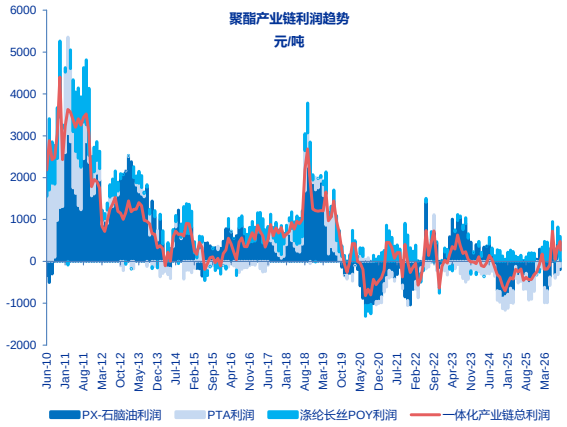
图 75：26Q2 行业毛利率 14.0%，同比+4pct

图 76：聚酯产业链利润趋势（单位：元/吨）

仅供内部参考，请勿外传



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

涤纶扩产接近尾声，新增产能有限，后续仍有修复空间。2024 年开始行业扩产速度显著降低，但 24 年及以前行业以消化前期扩产产能为主，行业供需仍有错配情况。我们预计未来行业产能增速仍将维持在较低的水平，行业供需格局有望出现明显改善，进入行业洗牌阶段，竞争力强的企业市占率将不断提升，总体行业景气有望逐步修复。展望未来，随中东地缘扰动，海外装置开工回落，国内中小企业原料短缺情况加剧，规模企业有望取得全球竞争力。

表 22：涤纶长丝供需平衡表（万吨）

涤纶长丝	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
产能	3381	3711	4015	4355	4630	5048	5081	5226	5481	5601
同比		10%	8%	8%	6%	9%	1%	3%	5%	2%
产量	2904	3142	3408	3767	3690	4072	4536	4751	4989	5248
同比		8%	8%	11%	-2%	10%	11%	5%	5%	5%
进口	13	11	9	12	9	7	8	7	7	6
出口	230	272	274	305	335	403	393	400	420	450
表需	2687	2881	3143	3474	3364	3676	4150	4358	4575	4804
开工率	86%	85%	85%	86%	80%	81%	89%	91%	91%	94%

资料来源：钢联数据，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

桐昆股份：公司发布 2026 年半年度报告，26H1 实现营业收入 527.09 亿元（YoY+19.36%），实现归母净利润 42.22 亿元（YoY+285.03%），实现扣非归母净利润 40.06 亿元（YoY+280.03%）。其中 26Q2 单季度实现营业收入 293.48 亿元（YoY+18.64%，QoQ+25.63%），实现归母净利润 23.24 亿元（YoY+378.69%，QoQ+22.49%），实现扣非归母净利润 22.48 亿元（YoY+395.07%，QoQ+27.86%），业绩符合预期。报告期内公司业绩大幅增长主要得益于涤纶长丝、PTA 加工价差同比显著修复，以及浙石化投资收益大幅增长；此外，公司资产处置收益、政府补助等非经常性损

仅供内部参考，请勿外传

益合计 2.16 亿元，对净利润构成一定正面影响。26Q2 单季度毛利率约 10.79%（QoQ+1.70pct），盈利水平逐季抬升。

涤纶长丝减产协同性持续，价差同比显著修复。26H1 受中东地缘冲突影响，上游原料价格剧烈波动，长丝价格经历冲高与回调，但价格中枢同比明显抬升：26H1 公司 POY/FDY/DTY 不含税均价分别为 6940.30/7573.22/8292.05 元/吨，同比分别+12.66%/+17.15%/+7.86%。产销量方面，26H1 公司 POY 产量 459.47 万吨（YoY-5.65%），销量 439.86 万吨（YoY+0.43%）；FDY 产量 120.27 万吨（YoY+10.57%），销量 104.58 万吨（YoY+1.58%）；DTY 产量 56.83 万吨（YoY-2.95%），销量 50.22 万吨（YoY-7.60%）。26Q2 以来长丝主流企业维持协商减产机制，行业自律成效显现。根据 CCF 化纤信息网，二季度江浙地区涤纶长丝开工率从 4 月初 87%的高位逐步回落至 6 月下旬的 74%附近，截至 8 月 21 日长丝负荷为 78%；二季度 POY 库存天数整体运行在 19.2-26.3 天区间，截至 8 月 21 日 POY/FDY/DTY 库存分别为 12.7/19.9/27.2 天。Q2 下游织机、加弹开工率底部逐步回暖，截至 8 月 21 日分别为 57%/73%。从价差看，我们测算 26Q2 涤纶长丝价差为 1603 元/吨，环比+310 元/吨，环比价差改善显著。展望未来，涤纶长丝新增资本开支已有所放缓，且在“反内卷”政策推动下，行业景气存在较大空间。

2.15 氨纶行业

氨纶进入景气上行周期，行业盈利同环比提升。氨纶需求保持高增速，行业开工率维持高位，根据百川盈孚数据，26Q2 我国氨纶产量 32 万吨（YoY+9.6%、QoQ+1.9%），表观消费量 31 万吨（YoY+10.7%、QoQ+1.2%），26Q2 平均开工率为 85.19%（YoY+4.56pct、QoQ-1.47pct）。氨纶已进入景气上行周期，年内华峰化学的氨纶（40D）出厂价已提升 6000 元/吨，26Q2 氨纶价差为 13270 元/吨，同比增长 2893 元/吨，环比增长 2855 元/吨。26Q2 行业实现营收 108 亿元，同比、环比分别变动+11%、+8%，行业净利润 15.9 亿元，同环比提升 76%、97%，单季度毛利率 23.6%，同比、环比分别变动+6.7、+6.3pct。展望三季度，目前氨纶的开工率进一步提升至 87.57%。价差进一步走扩至 14440 元/吨，同时，终端纺织行业传统旺季临近，以及诸暨华海氨纶有限公司再次提交破产申请，头部企业有望受益、量利双增。

图 77：26Q2 行业实现营收 108 亿元，同比、环比分别变动+11%、+8%

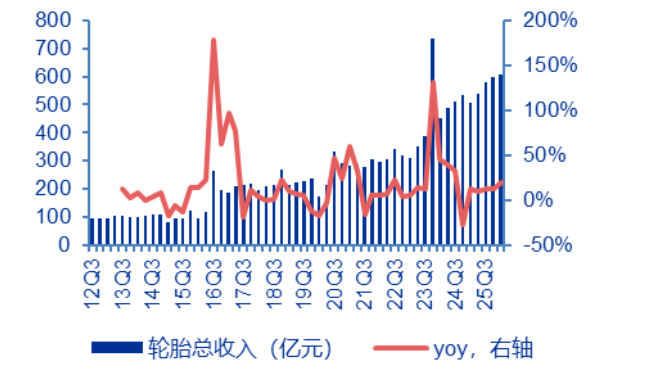
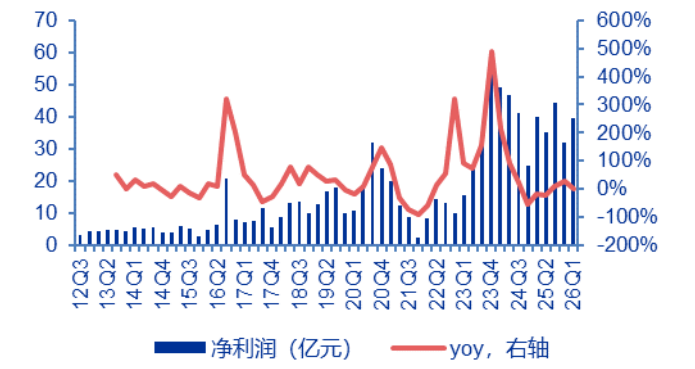


图 78：26Q2 行业净利润 15.9 亿元，同环比提升 76%、97%



仅供内部参考，请勿外传

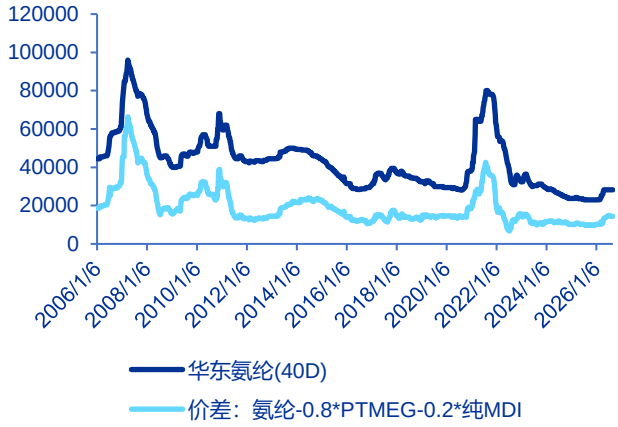
资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 79：26Q2 单季度毛利率 23.6%，同环比分别变动+6.7/+6.3pct



图 80：氨纶价格、价差情况（元/吨）



资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 23：氨纶供需平衡表（单位：万吨）

氨纶	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
产能	71.99	79.45	81.10	86.60	89.60	96.60	106.90	128.00	129.90	144.08	144.38	154.38	169.38
产量	53.29	58.30	62.41	65.66	75.77	82.71	78.69	89.01	106.01	110.89	121.74	131.34	140.43
出口	5.46	5.28	5.62	6.24	6.51	8.03	7.10	6.96	7.88	8.13	8.53	8.96	9.41
进口	2.24	2.22	2.62	2.78	2.93	3.67	2.58	4.79	4.56	3.48	3.66	3.84	4.03
表观消费量	50.07	55.23	59.41	62.20	72.18	78.35	74.17	86.84	102.69	106.24	116.87	126.22	135.05
yoy	12%	10%	8%	5%	16%	9%	-5%	17%	18%	3%	10%	8%	7%
开工率	74%	73%	77%	76%	85%	86%	74%	70%	82%	77%	84%	85%	83%

资料来源：百川盈孚，卓创资讯，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

华峰化学：26H1 公司实现营业收入 141.67 亿元（yoy+17%），归母净利润为 19.83 亿元（yoy+102%），扣非后归母净利润为 19.73 亿元（yoy+118%），毛利率 21.82%（yoy+8.05 pct），净利率 14.01%（yoy+5.86 pct）。其中 26Q2 公司实现营业收入为 74.00 亿元（yoy+27%，QoQ+9%），归母净利润为 13.14 亿元（yoy+174%，QoQ+97%），扣非后归母净利润为 12.41 亿元（yoy+179%，QoQ+70%），毛利率 24.90%（yoy+10.80pct，QoQ+6.44pct），净利率 17.77%（yoy+9.48 pct，QoQ+7.88pct）。2026 年上半年公司业绩同比增长的主要原因预计为：氨纶、己二酸盈利同比上行、氨纶新增产能释放带动产销增长。

仅供内部参考，请勿外传

公司公告将 PTMEG 项目（二期）及一体化项目（一期）延期至 2030 年 12 月。公司年产 110 万吨天然气一体化项目（一期）主要产品为 BDO，2024 年-2025 年国内大量 BDO 新建、扩建产能集中投产；近两年 PTMEG 扩能大幅度增加，但下游市场的扩能及需求减缓。为避免 BDO 项目投产即陷入亏损、加剧现金流压力，以及为避免 PTMEG 产能集中释放加剧竞争，公司决定将 PTMEG 项目（二期）及一体化项目（一期）延期至 2030 年 12 月。

氨纶进入景气上行周期，新产能逐步释放带动公司市占率持续上行，强者恒强。26H1 公司化学纤维实现销售毛利 11.86 亿元（YoY+51%），毛利率 22.02%（YoY+3.37pct），子公司华峰重庆氨纶实现净利润 6.50 亿元，同比+2.47 亿元。随着 25 年底新投放的 15 万吨产能的陆续达产，预计公司二季度氨纶产销量同比提升明显。氨纶行业今年暂无新增产能，表需维持较高增速，氨纶行业供需拐点向上，公司氨纶销量及产品价格、盈利情况亦将持续向好。公司作为氨纶主流企业，成本及规模优势显著，随着 25 年底新投放的 15 万吨产能的陆续达产，以及公司“年产 5 万吨高品质高性能差别化氨纶扩建项目”与“年产 20 万吨高性能低碳化数智化氨纶新材料扩建项目”建设推进，公司市占率有望持续提升，强者恒强。

2.16 电子化学品行业

26H1 半导体高景气周期延续，行业迎新一轮扩产周期，长鑫、长存 IPO 稳步推进，产业链核心材料供应商将持续受益。2026H1 电子化学品行业（申万行业分类，并纳入雅克科技，下同）实现营收同比增长 24.2%至 433.4 亿元，净利润同比增长 15.3%至 45.5 亿元，行业毛利率同比下滑 0.9pct 至 28.7%，净利率同比下滑 0.8pct 至 10.5%。其中 26Q2 行业实现营收 235.1 亿元，同比、环比分别变动+28.8%、+18.6%，行业净利润 24.9 亿元，同比、环比分别变动+23.2%、+20.7%，单季度毛利率 28.5%，同比、环比分别变动-2.0、-0.5pct。展望后续：海外看，在利润的驱动下，三星、SK 海力士、美光三大海外存储巨头纷纷调整产能布局，将资源向 HBM 等高端存储品类倾斜，并启动新一轮扩产规划。国内看，随着国际贸易环境不确定性加大，持续刺激我国半导体制造企业投资力度，以中芯国际、长江存储、合肥长鑫等为代表的国内领先企业在未来几年均有大规模的新产能投放，产业链核心材料供应商将持续受益。

图 81：26Q2 行业营收 235.1 亿元，同比+28.8%，环比+18.6%

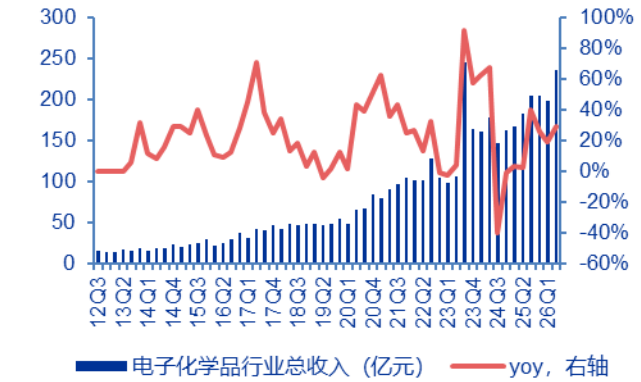
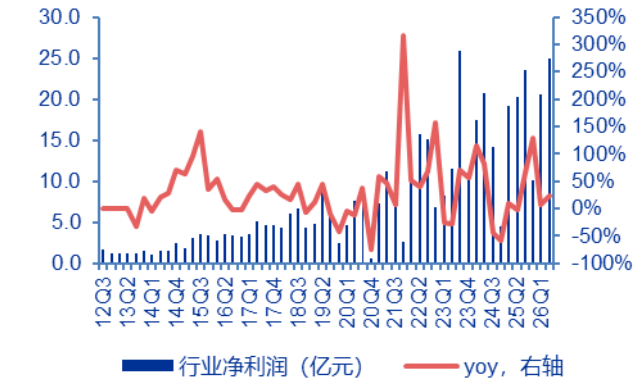


图 82：26Q2 行业净利润 24.9 亿元，同比+23.2%，环比+20.7%

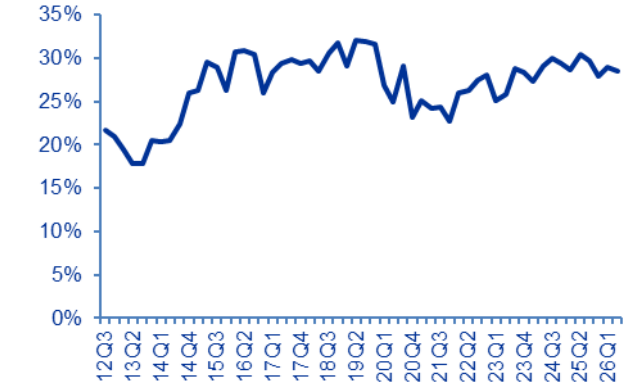


仅供内部参考，请勿外传

资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 83：26Q2 行业毛利率 28.5%，同比-2.0pct，环比-0.5pct



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 84：全球半导体设备销售额（十亿美元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

板块主要公司业绩情况：

雅克科技：26H1 公司实现营收 45.13 亿元（YoY+5%），归母净利润 5.61 亿元（YoY+7%），扣非归母净利润 5.30 亿元（YoY+1%），销售毛利率 29.87%，同比-1.95pct，销售净利率 14.11%，同比+0.82pct。其中，26Q2 实现营收 25.40 亿元（YoY+17%，QoQ+29%），归母净利润 2.94 亿元（YoY+12%，QoQ+10%），扣非归母净利润 2.86 亿元（YoY+5%，QoQ+17%），业绩符合预期。26Q2 公司销售毛利率 28.80%，同比-6.26pct，环比-2.45pct；销售净利率 13.29%，同比-0.62pct，环比-1.86pct。费用方面，26Q2 销售、管理、研发及财务费用率合计为 13.97%，同比-2.49pct，环比+0.03pct，其中管理费用 1.40 亿元，环比+0.32 亿元，财务费用 0.27 亿元，环比+0.20 亿元，对业绩带来一定影响。

半导体行业迎景气周期，公司电子材料业务有望持续高增，根据中报数据披露，细分产品看：半导体化学材料、光阻剂及配套试剂：26H1 实现营收 22.89 亿元（YoY+8%），毛利率 31.94%，同比-1.45pct；相关子公司方面，韩国先科（前驱体）实现营收 8.62 亿元（YoY-1%），净利润 1.78 亿元（YoY+14%），江苏先科（前驱体+光阻剂）实现营收 7.47 亿元（YoY+35%），净利润 0.77 亿元（25H1 亏损 0.31 亿元），EMTIER（光阻剂）实现营收 5.44 亿元（YoY-18%），净利润 0.51 亿元（YoY+72%）。具体来看：1）前驱体：全球半导体产能进入新一轮资本开支，先进技术节点迭代带动公司高端前驱体市场高速扩产，先科本土化工厂为后续发展奠定基础，同时为配套下游需求增长，公司韩国子公司 UP 新建第三工厂，预计 26 年底投产，并于 26H1 新购土地开启第四工厂规划，国内子公司江苏雅睿拟投资 17 亿元建设金属有机源外延用原料（前驱体）355 吨、半导体用光阻剂产品 534 吨；**2）光阻剂：**公司拥有 RGB、TFT、OC/PS 等多品类面板光阻剂，并积极推动彩色光阻剂关键原材料色浆、树脂、引发剂国产化，以提升盈利能力；在半导体光阻剂方面，公司布局前道制造及后道先进封装用产品。**其他电子材料（电子特气、硅微粉**

仅供内部参考，请勿外传

等）：26H1 实现营收 4.04 亿元（YoY+25%），毛利率 16.13%，同比-7.10pct；相关子公司方面，科美特（电子特气）实现营收 2.45 亿元（YoY+9%），净利润 0.53 亿元（YoY+47%），华飞电子（硅微粉）实现营收 1.86 亿元（YoY+50%），净利润 0.11 亿元（YoY+超 800%）。具体来看：1）电子特气：国家电网及特高压直流工程带动六氟化硫绝缘气体市场需求，内蒙古科美特项目顺利推进，1.2 万吨六氟化硫、3000 吨四氟化碳产能预计 26Q3 投入生产，可充分利用内蒙古绿电资源禀赋；2）硅微粉：26H1 成都产线全面投产，工艺控制持续优化中。AI 拉动高频高速覆铜板需求，公司积极拓展 M8/M9 填料海外市场并取得积极进展。**LDS 设备：**26H1 实现营收 1.24 亿元（YoY-9%），毛利率 41.13%，同比-3.53pct，业务继续保持国内细分领域领先优势，随着国内半导体领域资本开支扩张，业务有望再次进入高增阶段。同时公司持续推进产品迭代升级，开发适配先进制程的固体源输送系统（SDS）。

鼎龙股份：26H1 公司实现营收 19.25 亿元（YoY+11%），归母净利润 5.29 亿元（YoY+70%），扣非归母净利润 4.85 亿元（YoY+65%），销售毛利率 58.83%，同比+9.60pct，销售净利率 29.26%，同比+8.21pct。其中，26Q2 单季度实现营收 9.04 亿元（YoY-0%，QoQ-11%），归母净利润 2.78 亿元（YoY+64%，QoQ+11%），扣非净利润 2.48 亿元（YoY+56%，QoQ+5%），销售毛利率 63.21%，同、环比分别变动+13.60pct、+8.26pct，销售净利率 33.42%，同、环比分别变动+11.82pct、+7.85pct，业绩符合预期。费用方面，26Q2 公司销售、管理、研发、财务费用率合计 29.30%，同、环比分别变动+3.24pct、+2.46pct，公司持续维持高研发投入，单季度研发费用率 16.63%。2026 年以来公司盈利能力显著提升，我们认为主要原因：1）半导体材料板块景气上行，公司多品类放量增长，尤其抛光液等新业务毛利改善明显；2）业务结构持续优化，并表锂电辅材领先企业皓飞新材，完成低毛利打印复印耗材终端业务的股权转让出表；3）降本控费工作持续推进，运营效率提升。

半导体材料板块受益行业景气度上行，公司多品类产品放量增长。根据公司经营数据披露，报告期内，公司半导体板块业务（材料+芯片设计及应用）实现营收 12.62 亿元，同比增长 33.87%，营收占比提升至 65.6%。**细分品种看：1）CMP 抛光垫，单月出货量再创新高：**26H1 实现营收 7.45 亿元，同比+57%，26Q2 实现营收 3.69 亿元，同比+44%，其中 6 月单月出货首次突破 5 万片，创下月度出货量的历史新高，并成功拓展大硅片、先进封装等领域；同时公司前瞻性建设武汉年产 40 万片大硅片抛光垫、潜江年产 30 万片玻璃基板抛光垫及大尺寸抛光垫产能；**2）CMP 抛光液、清洗液，重要新增长极：**26H1 实现营收 1.93 亿元，同比+63%，26Q2 实现营收 1.08 亿元，同比+71%，环比+27%，其中单 6 月份销售额突破 4000 万元，亦创下历史新高。在公司抛光液全品类布局下，预计下半年营收规模将持续增长，业务竞争力、盈利能力也将进一步提升；**3）高端晶圆光阻剂，采购订单持续提升：**26H1 公司业务加速突破，已有 8 款（4 款浸没式 ArF、4 款 KrF）获得多家国内主流客户批量订单，报告期内合计获取约 1000 加仑采购订单，批量交付规模持续提升中。目前公司已经累计布局 40 多款产品，近 30 款送样测试，超 10 款进入加仑样测试，此外还布局数款 BARC、SOC 等光阻剂辅材；**4）半导体显示材料，需求疲软阶段承压：**受下游面板领域稼动率不足影响，26H1 实现营收 2.36 亿元，同比-13%，但公司产品的市占率及新品覆盖度持续提升，自主研发的感光 PSPI 和 TFE-INK 两款核心材料

仅供内部参考，请勿外传

顺利在国内首条 G8.6 代 AMOLED 产线上实现首发批量配套供应；**5）先进封装材料，进入销售起量阶段：**26H1 公司半导体先进封装材料新产品验证导入及市场推广持续进行，封装 PI 方面，布局 8 款产品，已有 3 款产品获得多家客户订单；临时键合胶方面，已有客户持续稳定规模出货；**6）芯片设计及应用，推进半导体产业链战略布局：**26H1 受市场竞争加剧影响，打印耗材芯片产品价格下行，对业务带来一定阶段性影响。公司积极推进在半导体产业链关键环节的战略布局，在半导体零部件控制系统产品领域实现业务突破，实现销售收入超百万元。现已布局包括：高端刻蚀机用静电卡盘的温度校准和温度控制系统、CMP 设备 UPA 组件、Heater 用温度控制器、CVD 设备 Node 控制板等。

优化产业布局改善业务结构，聚焦创新材料核心赛道；发行 H 股加速海外业务拓展，实现全球化战略布局。报告期内，新并购新能源材料的深圳皓飞，半年度营收（3-6 月并表口径）2.45 亿元，同比+60%，完成并购后公司迅速推进在仙桃产业园的项目扩产，目前仙桃出产负极粘结剂开始少量出货，水性隔膜胶、分散剂等也有望 26H2 完成产能建设。公司依据锂电材料行业痛点深度布局其他锂电功能材料，与国内下游头部企业合作，正集中开发多款与锂电安全性、热管理、电性能与能量密度提升相关的创新性功能材料。另一方面，公司剥离打印耗材终端业务后，彩色聚合碳粉和耗材芯片业务发展平稳，未来资源全面聚焦半导体核心材料主业，整体盈利能力将持续加强。此外，公司于 7 月 6 日向香港联交所递交发行境外上市外资股（H 股）并在主板挂牌上市的申请。此举有助于公司加速海外业务拓展，实现全球化战略布局。

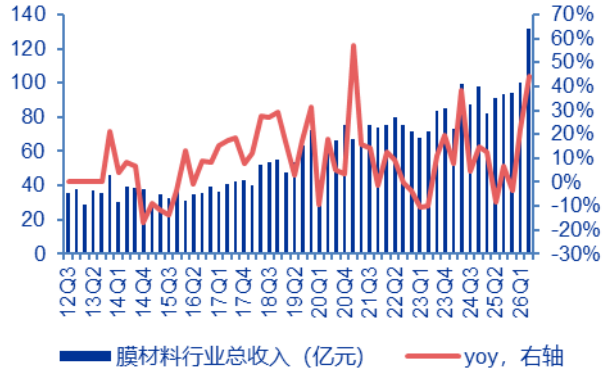
2.17 膜材料行业

2026H1 光电产业总体呈现缓慢修复态势，国内膜行业高端化替代加速进行，展望未来 AI 快速发展有望拉动终端消费电子换机需求。2026 年以来，国家层面持续加码消费电子扶持，出台大规模设备更新与消费品以旧换新政策，将手机、平板电脑纳入数码智能产品购新补贴范围，叠加《关于加快“人工智能+消费”发展的实施意见》落地，从财政补贴、信贷贴息等多维度助推 AI 智能终端普及，为消费电子市场的中长期复苏与产业升级奠定了坚实基础，呈现“整体承压、结构向好、政策托底”的稳定发展态势。2026H1 膜材料行业（申万行业分类，下同）实现营收同比增长 33.9%至 231.6 亿元，净利润同比增长 328.5%至 19.5 亿元，行业毛利率同比增长 5.0pct 至 21.0%，净利率同比增长 5.8pct 至 8.4%。其中 26Q2 行业实现营收 131.4 亿元，同比、环比分别变动+44.4%、+31.2%，行业净利润 10.2 亿元，同比、环比分别变动+331.9%、+10.5%，单季度毛利率 23.2%，同比、环比分别变动+7.1、+4.9pct。展望未来，随着生成式 AI 智能技术在智能家居、可穿戴设备、车载交互屏幕等终端场景的普及与深度应用，AI 模型与电子终端产品的融合发展趋势日益清晰；同时受益于芯片技术迭代升级和用户使用场景不断拓展，电子消费品行业正开启新一轮产品迭代周期，换机需求有望逐步释放。

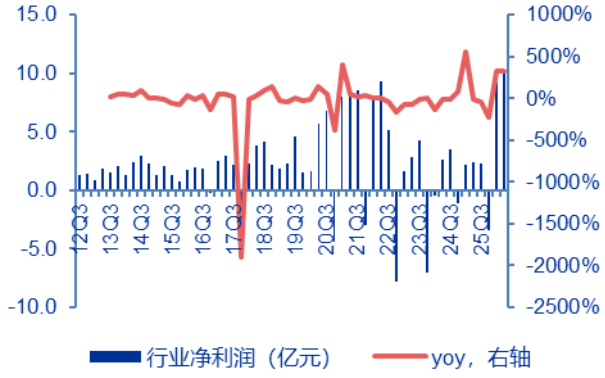
图 85：26Q2 行业营收 131.4 亿元，同比+44.4%，环比+31.2%

图 86：26Q2 行业净利润 10.2 亿元，同比+331.9%，环比+10.5%

仅供内部参考，请勿外传

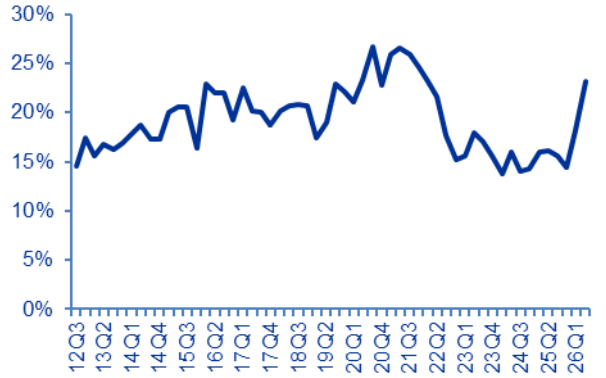


资料来源：Wind，申万宏源研究



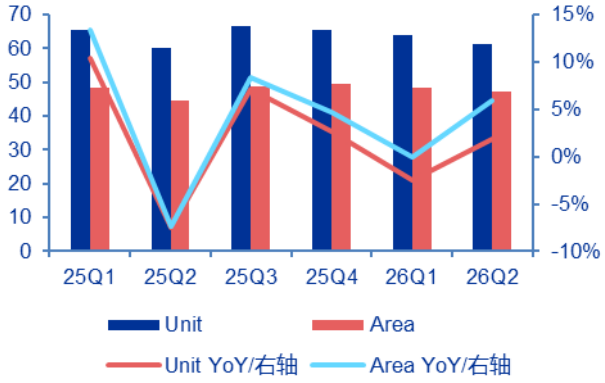
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 87：26Q2 行业毛利率 23.2%，同比+7.1pct，环比+4.9pct



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 88：全球电视面板出货情况及同比变化（Unit：Mpcs，Mm2，%）



资料来源：奥维睿沃，申万宏源化工

板块主要公司业绩情况：

东材科技：26H1 公司实现营收 30.95 亿元（YoY+27%），归母净利润 3.12 亿元（YoY+64%），扣非归母净利润 2.24 亿元（YoY+41%），销售毛利率 16.81%，同比+0.32pct；销售净利率 9.96%，同比 2.50pct。其中 26Q2 实现营收 16.51 亿元（YoY+27%，QoQ+14%），归母净利润 1.25 亿元（YoY+27%，QoQ -33%），扣非归母净利润 1.16 亿元（YoY+40%，QoQ+7%），业绩符合预期。26Q2 公司销售毛利率为 16.52%，同比-0.05pct，环比-0.61pct；销售净利率为 7.54%，同比+0.33pct，环比-5.20pct。费用方面，26Q2 销售、管理、研发及财务费用率合计为 6.74%，同比-2.41pct，环比-2.47pct。

电子材料：AI 拉动高频高速树脂快速放量，山东艾蒙特有望持续改善。据公司披露经营数据，26H1 电子材料实现销量 4.06 万吨（YoY+19%），营收 12.04 亿元（YoY+75%），产品均价 2.97 万元/吨（YoY+47%），毛利率 25.33%，同比+5.37pct。其中，26Q2 实现销量 2.14 万吨（YoY+14%，QoQ+12%），营收 6.67 亿元（YoY+78%，QoQ+24%），产品均价 3.12 万元/吨（YoY+56%，QoQ+11%）。细分来看：1）高频高

仅供内部参考，请勿外传

速树脂：受益 AI 算力升级带来的高速覆铜板需求爆发，公司高速电子树脂 26H1 实现营收 5.55 亿元，同比+128%，眉山 20000 吨高速通信基板用电子材料项目快速推进，目前已顺利进入试生产阶段；2）环氧、酚醛树脂：随着公司产品结构优化，26H1 山东艾蒙特实现营收 5.11 亿元，净利润-1172 万元，同比实现大幅减亏。

光学膜材料：产品销量持续增长，产品结构有望不断优化，毛利率因原材料涨价阶段性承压。据公司披露经营数据，26H1 光学膜材料实现销量 6.72 万吨（YoY+18%），营收 7.78 亿元（YoY+22%），产品均价 1.16 万元/吨（YoY+3%），毛利率 7.25%，同比-5.53pct。其中，26Q2 实现销量 3.53 万吨（YoY+16%，QoQ+11%），营收 4.25 亿元（YoY+26%，QoQ+21%），产品均价 1.20 万元/吨（YoY+9%，QoQ+9%）。原材料方面，26Q2 公司采购聚酯切片、PTA 等均价分别上涨 29%、37%。

新能源材料：PP 膜需求维持高景气，光伏背板基膜业务依旧承压。据公司披露经营数据，26H1 新能源材料实现销量 2.48 万吨（YoY-9%），营收 6.13 亿元（YoY-8%），销售均价 2.47 万元/吨（YoY+1%），毛利率 18.37%，同比-1.28pct；其中，26Q2 实现销量 1.23 万吨（YoY-15%，QoQ-2%），营收 3.08 亿元（YoY-13%，QoQ+1%），产品均价 2.51 万元/吨（YoY+2%，QoQ+3%）。细分来看：1）PP 膜：受益国内特高压电网、新能源汽车需求，公司订单饱满；2）光伏背板基膜：因下游需求疲软、同质化竞争等因素影响，盈利能力回落，预计恢复仍需时间。

3．模拟财务报表

表 24：25Q1 至 26Q2 化工行业整体收入和净利润情况（单位：亿元）

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q2 同比	26Q2 环比	26Q1 同比	26Q1 环比
总收入	4970	5483	5438	5587	5619	6551	19.5%	16.6%	13.0%	0.6%
营业成本	4094	4499	4478	4573	4545	5183	15.2%	14.1%	11.0%	-0.6%
销售费用	125	142	130	155	136	150	5.7%	10.6%	8.3%	-12.5%
管理费用（含研发费用）	324	350	360	437	343	400	14.4%	16.7%	5.9%	-21.6%
财务费用	44	45	62	74	84	88	94.0%	4.4%	93.4%	13.7%
营业利润	389	430	408	196	518	709	64.7%	36.9%	33.0%	164.7%
净利润	328	355	336	153	439	585	64.8%	33.4%	33.7%	187.7%
毛利率	17.6%	17.9%	17.6%	18.2%	19.1%	20.9%	2.9%	1.8%	1.5%	1.0%
销售费用率	2.5%	2.6%	2.4%	2.8%	2.4%	2.3%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.4%
管理费用（含研发费用）率	6.5%	6.4%	6.6%	7.8%	6.1%	6.1%	-0.3%	0.0%	-0.4%	-1.7%
财务费用率	0.9%	0.8%	1.1%	1.3%	1.5%	1.3%	0.5%	-0.2%	0.6%	0.2%
三费率合计	9.9%	9.8%	10.2%	11.9%	10.0%	9.7%	-0.1%	-0.3%	0.1%	-1.9%
营业利润率	7.8%	7.8%	7.5%	3.5%	9.2%	10.8%	3.0%	1.6%	1.4%	5.7%
净利润率	6.6%	6.5%	6.2%	2.7%	7.8%	8.9%	2.5%	1.1%	1.2%	5.1%
ROE 年化	7.4%	8.0%	7.4%	3.3%	9.2%	12.1%				

资料来源：Wind，申万宏源研究（剔除石油化工及民营炼化，下同）

表 25：25Q1 至 26Q2 化工行业资产负债表情况（单位：亿元）

仅供内部参考，请勿外传

	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	26Q2 同比	26Q2 环比	26Q1 同比	26Q1 环比
总资产	34909	35755	36010	36109	37756	38650	8.1%	2.4%	8.2%	4.6%
货币资金	4432	4600	4407	4459	4973	5059	10.0%	1.7%	12.2%	11.5%
存货	3415	3385	3437	3426	3720	3903	15.3%	4.9%	8.9%	8.6%
流动资产	13753	13912	14140	13899	15282	15818	13.7%	3.5%	11.1%	10.0%
固定资产	12629	13235	13184	13815	13971	14191	7.2%	1.6%	10.6%	1.1%
在建工程	2787	2663	2762	2352	2403	2379	-10.7%	-1.0%	-13.8%	2.2%
非流动资产	21156	21842	21870	22210	22474	22832	4.5%	1.6%	6.2%	1.2%
流动负债	11448	11863	11866	12049	12584	13194	11.2%	4.8%	9.9%	4.4%
非流动负债	5751	6020	5980	5809	6139	6165	2.4%	0.4%	6.7%	5.7%
股东权益	17710	17872	18164	18250	19032	19291	7.9%	1.4%	7.5%	4.3%
负债+权益	34909	35755	36010	36109	37756	38650	8.1%	2.4%	8.2%	4.6%
资产负债率	49.3%	50.0%	49.6%	49.5%	49.6%	50.1%	0.1%	0.5%	0.3%	0.1%
总资产周转率（次/年）	0.57	0.61	0.60	0.62	0.60	0.68	6.5%	8.3%	2.6%	-2.4%
固定资产周转率（次/年）	1.57	1.66	1.65	1.62	1.61	1.85	0.19	0.24	0.03	(0.01)
流动资产占比	0.39	0.39	0.39	0.38	0.40	0.41	0.02	0.00	0.01	0.02
存货周转率（次/年）	5.82	6.48	6.33	6.52	6.04	6.71	0.23	0.67	0.22	(0.48)
(固定资产+在建工程)环比增长	-0.2%	3.1%	0.3%	1.4%	1.3%	1.2%				
(固定资产+在建工程)同比增长	7.8%	8.7%	6.9%	4.6%	6.2%	4.2%				

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 26：24Q1 至 26Q2 化工行业现金流情况(单位：亿元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
经营性现金流	47	677	597	887	104	803	653	949	195	739
投资性现金流	-546	-543	-631	-598	-546	-459	-593	-501	-379	-365
筹资性现金流	674	-372	-32	-404	557	-299	-140	-400	635	-293
净现金流	174	-238	-65	-115	115	45	-79	48	451	81

资料来源：Wind，申万宏源研究

风险提示：

1）行业新项目进展不及预期：行业新项目进展不及预期，影响公司业绩增长，可能导致公司业绩增长不及预期；

2）需求下滑、出口受阻导致产品价格大幅回落：受不利外部贸易环境影响，出口需求下滑，产品价格下滑，出口型企业业绩可能受损。

3）油价大幅波动：若原油价格大幅波动，将影响企业成本端稳定性，以及下游厂商拿货的节奏，可能导致企业业绩产生不确定性。

4）行业竞争加剧：若行业新增供给较大，需求端承接力不足，可能导致竞争加剧，价差收窄，对企业盈利产生不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

4. 估值表

表 27：重点公司估值表（股价、EPS、BPS 单位均为元）

股票代码	简称	评级	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE				BPS	PB(LF)
			2026/9/9	25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E		
农药													
603639.SH	海利尔	增持	38.88	1.82	2.69	3.35	4.01	21	14	12	10	9.9	1.1
603599.SH	广信股份	增持	103.86	6.57	8.48	10.17	11.93	16	12	10	9	11.0	1.0
600486.SH	扬农化工	买入	236.08	12.86	16.35	19.26	22.41	18	14	12	11	29.6	2.0
301035.SZ	润丰股份	买入	207.73	10.45	11.76	14.36	17.20	20	18	14	12	20.5	2.8
600596.SH	新安股份	增持	170.32	1.47	6.26	9.02	11.46	116	27	19	15	9.3	1.4
化肥及氯碱													
600096.SH	云天化	增持	576.43	51.56	50.36	53.12	56.61	11	11	11	10	13.9	2.3
600141.SH	兴发集团	增持	376.79	14.92	18.83	24.50	30.05	25	20	15	13	20.6	1.5
002895.SZ	川恒股份	增持	204.90	12.60	15.67	19.01	22.81	16	13	11	9	11.9	2.8
000902.SZ	新洋丰	增持	185.95	16.12	16.05	19.37	22.65	12	12	10	8	9.9	1.5
002539.SZ	云图控股	增持	161.11	8.27	12.76	15.73	19.65	19	13	10	8	8.2	1.6
600426.SH	华鲁恒升	买入	582.16	33.15	48.05	60.10	77.70	18	12	10	7	12.2	1.7
000830.SZ	鲁西化工	增持	244.32	9.07	17.94	27.69	34.94	27	14	9	7	10.3	1.2
600989.SH	宝丰能源	买入	1,826.74	113.50	155.41	172.48	181.26	16	12	11	10	7.1	3.5
000792.SZ	盐湖股份	买入	1,413.91	84.76	120.41	140.87	163.69	17	12	10	9	9.0	3.0
600075.SH	新疆天业	增持	87.95	-0.57	10.22	15.46	17.77	-154	9	6	5	5.2	1.0
000893.SZ	亚钾国际	增持	399.47	16.73	31.14	43.59	58.36	24	13	9	7	15.8	2.7
000683.SZ	博源化工	增持	233.42	9.42	22.40	26.05	30.04	25	10	9	8	3.2	1.9
精细化工品													
002001.SZ	新和成	增持	829.21	67.64	87.23	95.56	103.63	12	10	9	8	11.3	2.4
002597.SZ	金禾实业	买入	127.76	3.47	6.01	7.81	10.16	37	21	16	13	14.0	1.6
605077.SH	华康股份	增持	41.71	2.00	2.42	3.20	4.38	21	17	13	10	9.8	1.4
300596.SZ	利安隆	增持	95.68	4.97	6.10	7.15	8.32	19	16	13	12	21.7	1.9
300910.SZ	瑞丰新材	增持	110.09	7.36	8.13	10.26	12.73	15	14	11	9	9.9	2.9
603916.SH	苏博特	增持	46.07	1.21	2.53	2.95	3.45	38	18	16	13	10.0	1.1
603867.SH	新化股份	买入	66.16	2.60	3.23	4.08	5.25	25	20	16	13	14.4	2.1
600873.SH	梅花生物	增持	221.54	32.81	15.22	19.89	25.06	7	15	11	9	5.6	1.4
化纤及染料													
002064.SZ	华峰化学	增持	542.41	18.58	40.23	50.15	60.68	29	13	11	9	5.8	1.9
601233.SH	桐昆股份	买入	594.04	20.33	91.78	108.74	140.32	29	6	5	4	17.8	1.4
600346.SH	恒力石化	买入	1,344.47	70.75	128.71	150.10	168.12	19	10	9	8	10.2	1.9
605166.SH	聚合顺	增持	27.57	1.45	2.03	2.76	3.56	19	14	10	8	6.3	1.4
600352.SH	浙江龙盛	增持	414.15	18.29	30.23	36.76	43.13	23	14	11	10	9.7	1.3
聚氨酯													
600309.SH	万华化学	买入	2,469.00	125.27	231.48	300.40	351.60	20	11	8	7	35.5	2.2
300041.SZ	回天新材	增持	59.69	2.21	4.35	-	-	27	14	-	-	5.4	2.0
300848.SZ	美瑞新材	买入	49.76	0.82	3.48	5.01	-	61	14	10	-	3.6	3.2
民爆													
002683.SZ	广东宏大	增持	232.90	9.57	13.40	15.79	18.67	24	17	15	12	9.1	3.3
002226.SZ	江南化工	增持	136.68	7.58	7.83	9.15	10.67	18	17	15	13	3.6	1.4

仅供内部参考，请勿外传

002096.SZ	易普力	增持	120.45	7.93	10.65	12.81	-	15	11	9	-	6.3	1.5
603227.SH	雪峰科技	增持	84.77	5.04	8.18	9.58	11.97	17	10	9	7	4.9	1.6
						氟化工							
603505.SH	金石资源	增持	131.05	3.26	2.10	5.72	7.15	40	62	23	18	2.2	7.0
605020.SH	永和股份	增持	166.48	5.62	12.15	15.66	19.83	30	14	11	8	11.8	2.8
600378.SH	昊华科技	增持	610.04	14.44	23.42	28.06	32.66	42	26	22	19	14.5	3.3
600673.SH	东阳光	买入	951.02	2.75	18.87	24.56	-	345	50	39	-	3.5	9.1
603379.SH	三美股份	增持	362.14	20.61	25.21	32.47	40.45	18	14	11	9	13.4	4.4
600160.SH	巨化股份	增持	1,036.70	37.83	58.23	75.68	90.82	27	18	14	11	8.2	4.7
						轮胎							
601966.SH	玲珑轮胎	增持	159.52	13.69	10.13	13.80	16.30	12	16	12	10	15.4	0.7
601058.SH	赛轮轮胎	买入	480.72	35.22	44.12	52.76	59.09	14	11	9	8	6.7	2.1
002984.SZ	森麒麟	增持	144.87	11.25	12.16	15.24	18.87	13	12	10	8	13.0	1.1
300121.SZ	阳谷华泰	增持	43.81	1.97	3.05	3.53	4.26	22	14	12	10	8.0	1.2
002206.SZ	海利得	增持	61.59	5.14	5.54	5.98	6.67	12	11	10	9	3.3	1.5
						新材料							
300285.SZ	国瓷材料	增持	601.92	6.10	7.62	9.35	11.37	99	79	64	53	7.3	8.3
688065.SH	凯赛生物	增持	289.24	5.61	7.10	8.28	10.08	52	41	35	29	24.3	1.6
688639.SH	华恒生物	增持	44.52	1.32	2.33	3.49	4.91	34	19	13	9	10.8	1.6
002409.SZ	雅克科技	买入	625.94	10.00	12.69	16.64	20.93	63	49	38	30	16.8	7.8
688545.SH	兴福电子	增持	263.41	2.07	3.05	4.27	5.97	127	86	62	44	8.3	8.9
688535.SH	华海诚科	增持	143.65	0.24	1.07	1.39	1.89	592	134	103	76	15.6	6.4
603078.SH	江化微	增持	122.90	1.05	1.42	1.89	2.45	117	87	65	50	5.2	6.2
600143.SH	金发科技	增持	361.96	11.50	19.93	26.33	34.15	31.48	18	14	11	7.3	1.8
002768.SZ	国恩股份	增持	266.68	8.41	13.73	20.29	27.02	32	19	13	10	16.0	3.8
300037.SZ	新宙邦	增持	516.34	10.97	20.93	24.94	29.20	47	25	21	18	14.9	4.6
002643.SZ	万润股份	买入	118.06	2.84	4.79	5.83	7.05	42	25	20	17	7.8	1.7
601208.SH	东材科技	增持	476.50	2.85	7.09	10.20	14.11	167	67	47	34	6.1	7.7
300481.SZ	濮阳惠成	增持	40.51	1.31	1.78	2.08	2.47	31	23	19	16	8.1	1.7
002254.SZ	泰和新材	增持	107.04	0.41	3.03	3.86	-	258	35	28	-	8.3	1.5
688268.SH	华特气体	增持	166.88	1.35	1.97	2.62	3.42	123	85	64	49	20.3	6.4

资料来源：Wind，申万宏源研究，盈利预测均来自申万预测（带-的公司未更新 28 年盈利预测）

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。