

2026 化工上市公司发展报告

——周期修复向上，创新引领未来



2026 年 6 月

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

和君集团

HEJUN GROUP

总指导：匡奕球

指 导：陈思南、阮洋（盖德化工网）

编 写：潘锦涛、徐嘉珏

和君化工与新材料事业部介绍

和君化工与新材料事业部是和君咨询旗下深耕化工及新材料领域的专业团队。我们立足于行业的周期性特征与技术壁垒高、产业链协同复杂等特点，秉持“谋于顶层，立于一线，成于实效”的理念，致力于成为“化工企业转型升级道路上从顶层战略到卓越运营的全价值链合伙人”。事业部围绕化工新材料企业的增长逻辑，提供覆盖战略规划、并购整合、产品创新、卓越运营、市场营销、降本增效、数字化、ESG 合规、组织升级与人才引擎等全价值链模块的系统化解决方案，帮助企业构建抗周期的利润护城河，夯实可持续发展的管理底盘。

了解更多信息，请关注：



化工新材料前哨

盖德化工网介绍

盖德化工网 是一家专注于化工行业数字化平台。通过整合先进的互联网技术和丰富的行业资源，致力于为化工及生物企业、科研机构、以及行业从业者提供一个高效、智能、互联互通的交流与合作平台。盖德化工网的优势在于：

海量信息聚合：我们汇集了海量产品供应商、产能、化合物百科、市场行情等，为用户提供一站式的信息获取渠道。

智能化搜索引擎：我们拥有强大的智能搜索引擎，能够精准地帮助用户找到所需的产品，提高工作效率。

精准的数据服务：我们通过大数据分析，为企业提供精准的行业数据服务，帮助企业找到合适的合作伙伴。

数字化供应链管理：我们为化工企业提供数字化供应链管理服务，优化采购、营销、销售等环节，提高企业竞争力。

网址：<https://china.guidechem.com/>

目录

摘要.....	1
一、整体概况.....	4
1.1 发展阶段：行业迈入周期修复与创新深化新阶段.....	4
1.2 行业地位：A 股中上游水平，综合影响力显著	7
1.3 细分结构：化学制品主导，子行业分化显著.....	10
1.4 区域格局：浙鲁苏引领，梯次分布鲜明.....	13
二、周期研判：化工行业处于什么位置？	17
2.1 化工品价格周期：2025 年触底反弹，2026 年初加速修复	17
2.2 化工品价差周期：2025 年先负后正，盈利空间边际改善	20
2.3 估值周期：估值触底回升，但仍处于历史中低位.....	21
2.4 市值表现周期：2025 年分化加剧，新能源材料赛道突出	24
2.5 子行业景气分化：周期位置差异决定盈利格局.....	29
三、财务诊断：经营规模、盈利质量与财务健康.....	35
3.1 经营规模：营收显韧性，利润边际改善.....	35
3.2 增长速度：营收增速转正，利润增速由负转正.....	41
3.3 盈利质量：深度承压后边际改善，分化格局折射产业转型.....	47
3.4 现金流分析：从扩张期迈入收获期，头部尾部分化加剧.....	51
3.5 营运能力：分化显著，资产与账款管理折射经营韧性.....	54
3.6 财务健康：资产负债率边际抬升，财务策略适配产业升级.....	58
四、资本运作：融资、并购与产业整合.....	62
4.1 股权融资：IPO、增发温和修复，资本聚焦优质赛道	62
4.2 债券融资：温和修复，资金向优质项目集中.....	67

4.3 并购重组：政策松绑驱动产业整合加速.....	70
五、供给之变：产能建设、资本开支与供给侧改革.....	75
5.1 固定资产：资本开支连续负增长，固定资产增速放缓.....	75
5.2 在建工程：总额下降，增速持续放缓，头部聚集突出.....	81
5.3 产能利用率与供需格局：分化加剧的直观证据.....	85
5.4 供给端优化的量化证据与未来展望.....	90
六、创新之翼：研发体系、AI 重构与数智转型.....	92
6.1 研发投入：研发强度 3.08%延续上升趋势	92
6.2 AI 重构：化工产业的智能化跃迁.....	98
6.3 数智转型：数字化工厂与工业互联网.....	106
6.4 人才密度：研发人员占比 12.31%	109
七、全球之局：境外营收、海外布局与外资流向.....	115
7.1 境外营收：整体修复增长，高端产品全球竞争力增强.....	115
7.2 海外布局：三种出海模式的路径分化与战略选择.....	121
7.3 外资持仓.....	124
八、绿色之道：碳约束、绿氢耦合与零碳转型.....	130
8.1 碳市场扩容：化工行业拟纳入全国碳市场.....	130
8.2 绿氢耦合：从示范走向商业化.....	132
8.3 零碳转型：零碳工厂 2030 年覆盖化工行业	133
8.4 绿色金融：氢能、CCUS 纳入支持目录	135
8.5 绿色转型成本测算与企业应对.....	137
九、政策导航：产能治理、安全监管与资本市场改革.....	140
9.1 产能治理：从“增量扩张”到“存量优化”	140
9.2 安全监管：《危险化学品安全法》全面升级.....	142

9.3 资本市场：从“规模导向”到“创新导向”	144
9.4 企业应对建议	147
十、案例镜鉴：规模、增长、估值的标杆启示	150
10.1 规模维度：宝丰能源——一体化循环经济构筑规模护城河	150
10.2 增长维度：三美股份——配额制红利下的氟化工高增长典范	153
10.3 估值维度：亚钾国际——资源稀缺性与粮食安全价值重估	157
10.4 发展建议	162

摘要

本报告的研究对象为 2026 年 4 月底在 A 股（上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所）处于上市状态的化工企业，基于申万行业分类（2021）的基础化工一级行业，共计 441 家。报告从整体概况、周期研判、财务诊断、资本运作、供给之变、创新之翼、全球之局、绿色之道、政策导航及案例镜鉴十个维度，系统刻画中国化工行业在周期转折关键节点的运行特征、结构性分化与中长期演化趋势，为各方把握行业机遇、识别潜在风险提供数据驱动的参考。

行业规模与盈利质量同步改善，财务健康度整体提升。2025 年 441 家化工上市公司合计实现营业收入 25,268 亿元，同比增长约 2%；实现归母净利润 1,136 亿元，同比增长约 6.8%。利润增速显著高于营收增速近 5 个百分点，意味着行业在规模扩张放缓的背景下实现了盈利能力的实质性修复，“增收更增利”的格局打破了 2023—2024 年利润持续下探的惯性，标志着行业周期正从底部区域向上修复。全年经营性现金流净额约 3,067 亿元，同比增长 11.2%，现金流增速是营收增速的五倍以上，表明企业从“规模驱动”向“现金创造”的运营模式转型初见成效。现金流的大幅改善不仅为企业偿债、分红及审慎再投资提供了坚实基础，也反映出企业在营运资金管理上的精细化程度提升。行业平均资产负债率维持在 49.6% 的相对低位，财务杠杆可控，整体抗风险能力有所增强。

供给优化与价格回升形成正向循环，周期拐点信号持续累积。2025 年化工行业资本性支出 2,298 亿元，同比下降 6.0%，连续七个季度负增长；在建工程余额 3,116 亿元，同比下降 20.8%，较 2023 年峰值回落约 23%。资本开支与在建工程的“双降”标志着行业产能扩张高峰已过，供给端进入深度优化阶段。历史经验表明，当资本开支连续四个季度以上负增长且在建工程同比显著回落时，行业供需格局通常在 6-12 个月内迎来拐点。这一逻辑在 2026 年初已得到初步验证：化工品价格指数（CCPI）回升至约 5,299 点，同比增长 31.7%；化学原料及制品 PPI 同比转正至+8.9%，供给收缩对价格端的支撑作用正在显现。资本开支收缩、在建工程去化、价格指数回升三者形成正向循环，行业周期底

部向上的动能持续积聚，产能治理与安监升级等政策因素进一步强化了供给侧改革的确定性。

子行业景气度高度分化，机会与风险下沉至细分赛道。在整体周期回暖的背景下，各子行业因产品周期、出口需求与产能格局的差异呈现“冰火两重天”格局。高景气阵营中，农药行业归母净利润同比增长 416%，氯碱增长 283%，氟化工增长 139%，钾肥增长 74%，主要受益于海外补库需求旺盛、国内供给侧扰动及新能源等下游拉动。与之形成鲜明对比的是，有机硅行业归母净利润同比下降 155%，纯碱下降 138%，氮肥下降 39%，钛白粉下降 62%，这些子行业分别受到前期过度投资导致的产能严重过剩、下游浮法玻璃需求萎缩、原材料成本上升及出口竞争加剧等多重挤压。子行业的极端分化揭示了一条关键规律：化工行业的周期研判必须下沉至细分赛道，宏观层面的“行业平均”数据可能掩盖微观层面的巨大差异。需在整体周期判断的基础上，进一步识别各子行业的供需格局、竞争结构与定价能力差异，方能精准把握结构性机会。

估值修复与创新、全球化、绿色转型交织共振，重塑中长期竞争格局。从资本市场视角看，2025 年末化工行业市盈率（TTM，剔除负值）处于历史较高分位，市净率（LF）则处于中等分位，呈现出“市盈率高、市净率低”的结构性矛盾，反映市场对短期盈利修复的认可与对长期资产回报率的担忧并存。2026 年初化工板块表现强势，顺周期持仓意愿增强。从创新维度看，行业整体研发强度达 3.08%，研发人员占比 12.31%，AI 重构研发体系与数智化转型正在改变传统化工“试错式”创新的范式，研发效率的提升将成为下一阶段企业分化的关键变量。从全球布局看，境外营收占比达 21.63%，产能出海、产品出海、资本出海三种模式并行推进，头部企业的全球化经营已成为应对国内竞争加剧的必由之路。从绿色转型看，全国碳市场将于 2027 年实施配额总量控制，绿氢耦合与零碳技术从概念走向产业化，绿色金融工具为低碳转型提供资金支持。资本市场改革、产能治理、安全监管与环保约束等多维政策力量叠加，将深刻重塑行业竞争格局与估值体系。

典型案例揭示规模、增长与估值三种分析维度，展现多元成长路径。第十章以三家代表性企业为镜鉴，从规模、增长、估值三个维度为行业分析提供具象参照。宝丰能源 2025 年实现营收 480 亿元（+45.6%），归母净利润 113.5 亿

元（+79.1%），煤制烯烃产能达 520 万吨/年，以极致成本控制与规模化运营诠释了“以量取胜”的成长逻辑，其核心竞争力在于将现代煤化工路线的成本优势发挥到极致，对应行业规模维度的分析范式。三美股份 2025 年实现营收 58.5 亿元（+44.8%），归母净利润 20.6 亿元（+164.7%），作为氟化工细分领域龙头，凭借第三代制冷剂配额制度红利与高端氟化物的技术壁垒，展现了“细分赛道高景气”的增长爆发力，其核心竞争力在于供给刚性约束下的定价权优势，对应增长维度的分析范式。亚钾国际 2025 年实现营收 53.3 亿元（+50.1%），归母净利润 16.7 亿元（+76.0%），老挝钾肥产能达 300 万吨，以海外稀缺资源布局享受国内外钾肥价差红利，其估值逻辑核心在于资源稀缺性与全球粮食安全主题下的长期价值重估，对应估值维度的分析范式。三家公司分别代表了规模驱动、景气驱动与资源驱动三种截然不同的价值创造模式。

综上所述，2025 年中国化工行业正处于周期底部向修复阶段过渡的关键节点。供给端的深度优化为行业景气回升创造了有利条件，CCPI 持续回升、PPI 转正、资本开支收缩形成三重正向共振；但子行业的高度分化意味着机会与风险并存，各方需下沉至细分赛道进行差异化研判。展望未来，研发创新将决定企业长期竞争力边界，全球布局将打开第二增长曲线，绿色转型将重塑行业成本结构与准入门槛。

一、整体概况

1.1 发展阶段：行业迈入周期修复与创新深化新阶段

1.1.1 A 股化工上市公司三十余年发展历程回顾

中国 A 股化工上市公司的发展历程，是观测化工产业演进的重要窗口。自 1993 年首批化工企业登陆资本市场以来，历经三十余年发展，截至 2026 年 4 月底，基础化工行业上市公司已达 441 家，形成覆盖化学制品、化学原料、化学纤维、农化制品、塑料制品、橡胶制品及非金属材料等七大细分领域的完整体系。基于上市节奏、政策环境与产业特征的差异，这一发展历程可划分为四个阶段。

起步阶段（1993—2000 年）以首批国有化工企业上市为标志。1993 年，随着沪深交易所扩容，氯碱、化肥、纯碱等基础化工领域的大型国企率先登陆 A 股市场。这一阶段累计上市化工企业约 45 家，年均新增 5.6 家。上市主体以氯碱化工、纯碱企业、煤化工等“大化工”国企为主，行业定位服务于基础工业原材料保障。1993—2000 年间，A 股整体处于初创期，化工板块的市值占比不足 2%，但奠定了后续发展的制度基础与产业根基。

快速扩张阶段（2001—2010 年）受中国加入 WTO 与股权分置改革双重驱动，化工上市公司数量快速增长至 168 家，阶段新增 123 家，年均 12.3 家。2001 年中国加入 WTO 后，出口导向型的纺织、轻工产业链带动涤纶、氯碱、氮肥等子行业扩产；2005 年启动的股权分置改革解决了流通股与非流通股的制度分割，为化工企业并购重组创造了条件。这一阶段的特点是“量增为主”，传统大宗化学品占据主导，氨纶、粘胶、纯碱等领域出现扩产高峰。

结构优化阶段（2011—2018 年）经历了“四万亿”刺激后的产能消化与环保约束升级。化工上市公司从 168 家增至 280 家，阶段新增 112 家，年均 14.0 家。2011 年后，产能过剩问题凸显，化学工业 PPI（生产者价格指数）持续走低；2015 年供给侧结构性改革启动，叠加 2016 年开始的环保督察常态化，小散乱产能加速退出。这一阶段，上市化工企业的结构出现显著优化：龙头企业

通过并购整合提升市场份额，万华化学、华鲁恒升等具有成本优势的企业脱颖而出；同时，部分精细化工、新材料企业开始登陆创业板，行业创新属性逐步增强。

1.1.2 2019 年至今创新驱动阶段特征

创新驱动阶段（2019 年至今）是化工行业资本市场的质变期。截至 2026 年 4 月，化工上市公司从 280 家增至 441 家，阶段新增 161 家，年均 23.0 家，增速为历史最快。这一阶段的核心驱动力来自资本市场的制度创新与化工产业的转型升级同频共振。

2019 年 7 月科创板开板与 2021 年 11 月北交所开市，构成了创新驱动阶段的双引擎。科创板为具有“硬科技”属性的化工新材料企业提供了新的上市通道，电子化学品、特种气体、生物基材料等领域的企业得以登陆资本市场；北交所则为具备“专精特新”特征的中小化工企业提供了融资平台。截至 2025 年底，科创板和北交所的化工上市公司合计占行业总数的 32.7%，创新驱动特征显著。

从上市节奏看，2019—2025 年间年均新增 29.5 家化工上市公司，其中 2021 年达到阶段峰值。2021 年化工行业景气度处于高位，叠加北交所开市带来的资本市场扩容，当年新增化工上市公司超过 30 家。从板块分布看，创业板和科创板合计占比超过 50%，主板新增占比从 2011—2018 年的平均 65%下降至 2025 年的约 13%，反映出化工行业上市公司的“科技含量”持续提升。

1.1.3 2025 年新增化工上市公司分析

2025 年度，基础化工行业新增上市公司 15 家，在 A 股全年 IPO 家数中占比约 12.9%，IPO 募资金额超 100 亿元，在 31 个申万一级行业中位列第 3—4 位。从板块分布看，创业板 4 家、科创板 4 家、北交所 5 家、主板 2 家，科创板与北交所合计占比达 60%，延续了近几年的创新驱动趋势。

2025 年新增化工上市公司的行业特征呈现三大亮点。其一，**电子化学品与新材料**领域企业占比最高，新增公司中超过 40%从事半导体材料、显示材料、特种气体等高端电子化学品业务，反映国产替代浪潮下的产业机遇。其二，生

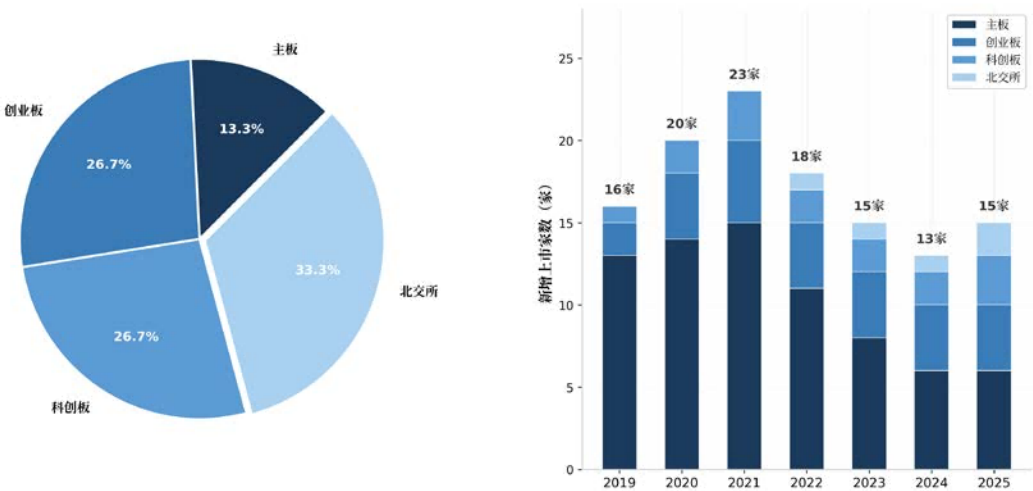
物基与绿色化工企业加速上市，可降解塑料、生物基化学品、二氧化碳资源化利用等方向的企业受到资本市场青睐。其三，北交所“专精特新”化工企业表现活跃，5家新增北交所化工企业中，3家为国家级专精特新“小巨人”企业，细分领域涵盖特种助剂、功能性膜材料、精细化工中间体等。

图表：2024—2025 年新增上市化工企业板块分布

板块	新增家数	占比	代表细分领域
北交所	5	33.3%	特种助剂、功能性膜材料、精细中间体
科创板	4	26.7%	电子化学品、特种气体、生物基材料
创业板	4	26.7%	半导体材料、显示材料、新能源材料
主板	2	13.3%	大型化工新材料项目
合计	15	100%	—

数据来源：iFinD，和君分析

图表：2025 新增化工上市公司板块分布与创新驱动阶段年度新增上市分布



数据来源：iFinD，和君分析

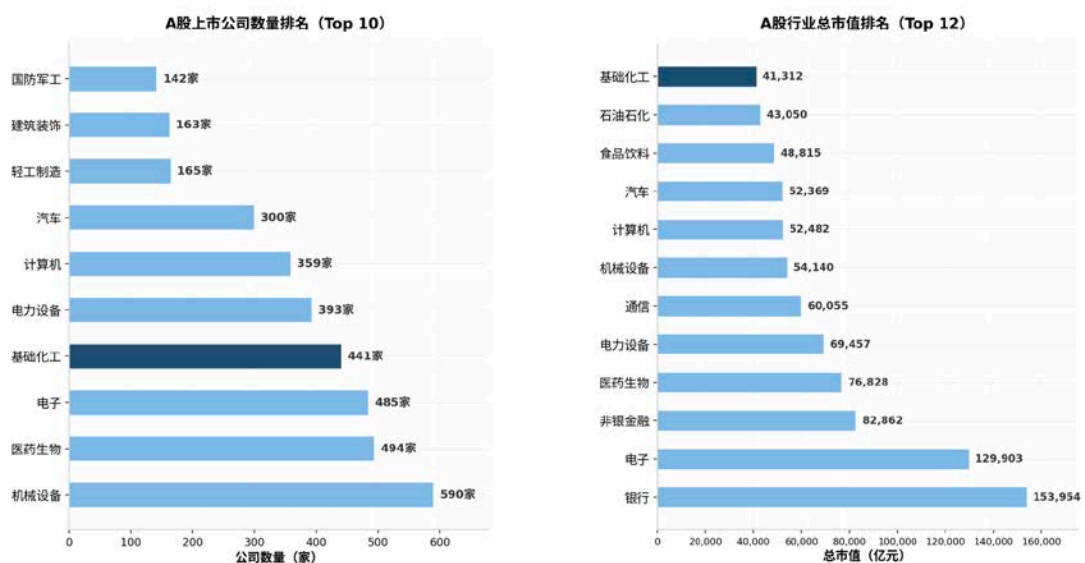
2025 年新增化工上市公司的板块分布延续了“科技创新导向”的特征。科创板和北交所合计占比 60%，显著高于 A 股整体的约 45%，表明化工行业的创新属性在资本市场得到充分认可。从细分领域看，电子化学品、新材料、绿色化工三大方向合计占比超过 80%，产业转型方向清晰可辨。值得注意的是，2025 年化工行业 IPO 募资金额超过 100 亿元，在申万一级行业中排名第 3—4 位，显示出资本市场对化工行业转型升级的持续信心。

1.2 行业地位：A 股中上游水平，综合影响力显著

1.2.1 公司数量与市值概况

截至 2026 年 4 月底，A 股市场共有 5,427 家上市公司（含北交所），基础化工行业以 441 家上市公司排名 31 个申万一级行业第 4 位，占 A 股总数的 7.94%，仅次于机械设备（590 家，10.87%）、医药生物（494 家，9.10%）和电子（485 家，8.94%）。化工行业作为制造业的基础支撑，上市公司数量排名靠前，充分体现了其在国民经济体系中的基础性地位。

图表：基础化工行业在 A 股市场的地位



数据来源：iFinD，和君分析

从市值维度看，基础化工行业总市值约 41,312 亿元，占 A 股总市值的 3.51%，在 31 个申万一级行业中排名第 12 位。市值排名低于公司数量排名，反映出化工行业以中小市值公司为主的结构特征。截至 2026 年 4 月底，化工行业千亿市值公司仅万华化学（聚氨酯龙头）一家，百亿至千亿市值公司约 40 家，10 亿至百亿市值公司超过 300 家，化工行业的“长尾”特征显著。

1.2.2 营收与利润的行业排名

2025 年度，基础化工行业实现营业收入 25,268 亿元，占 A 股全部上市公司营业收入的 3.11%，在 31 个申万一级行业中排名第 13 位。同期实现归母净利润 1,136 亿元，占 A 股全部上市公司归母净利润的 2.10%，排名第 16 位。利润排名低于营收排名，表明化工行业的整体盈利能力在 A 股各行业中处于中等偏下水平，这与化工行业具有较强的周期性、资产回报率相对较低的特征密切相关。

图表：基础化工行业在 A 股市场多维对比

维度	基础化工	在 A 股排名	A 股占比	行业对比（第 1 名）
公司数量（家）	441	第 4 位	7.94%	机械设备（590 家）
总市值（亿元）	41,312	第 12 位	3.51%	银行（153,954 亿元）
营业收入（亿元）	25,268	第 13 位	3.11%	建筑装饰（80,000 亿元）
归母净利润（亿元）	1,136	第 16 位	2.10%	银行（21,441 亿元）

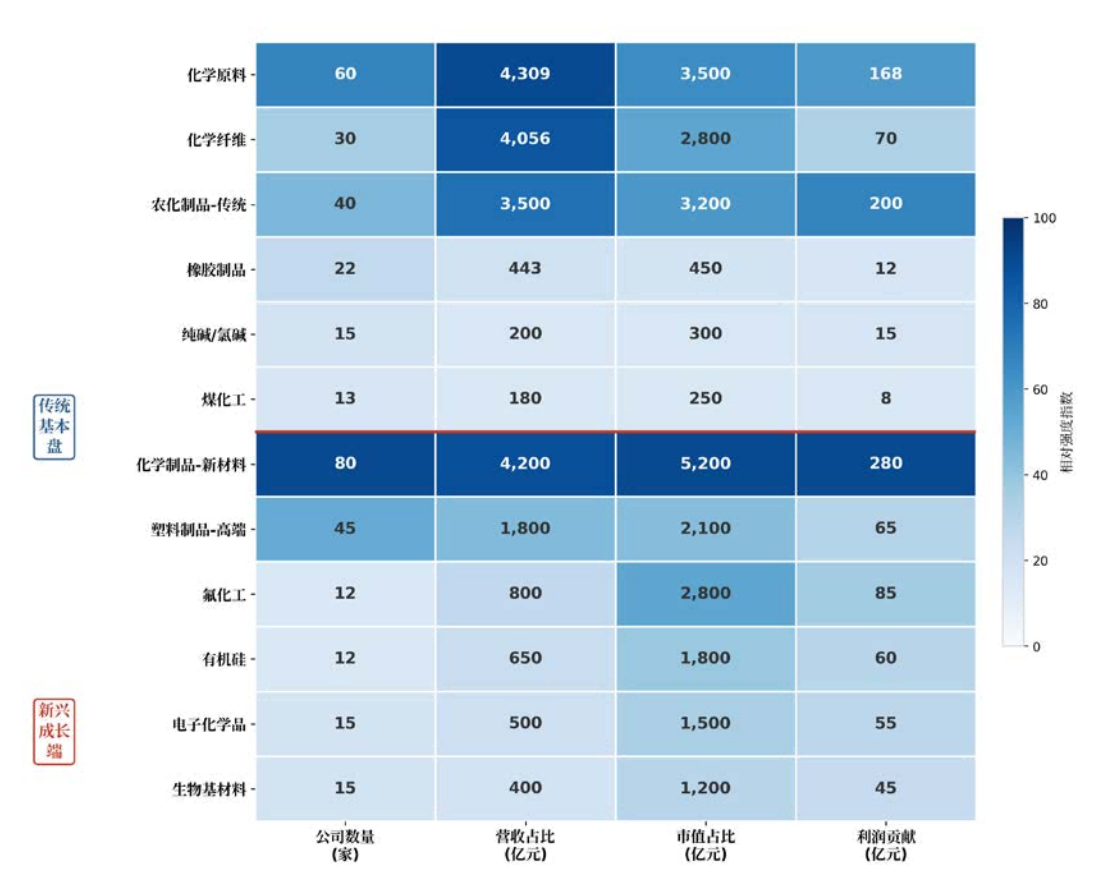
数据来源：iFinD，和君分析

从上述数据可以看出，基础化工行业在 A 股市场呈现出“数量领先、价值跟随”的特征。公司数量排名第 4，反映出化工作为制造业基础板块的广度；市值排名第 12、利润排名第 16，则反映出行业整体附加值偏低、周期波动较大

的特点。2025 年基础化工行业资本性支出 2,298 亿元，同比下降 6.0%，自 2023 年第四季度以来已连续七个季度负增长，产能扩张周期接近尾声。在建工程总额从 2024 年末的 4,031.9 亿元降至 2025 年末的 3,115.9 亿元，同比下降 20.8%，供给端收缩为周期修复创造了条件。

1.2.3 化工行业 “传统基本盘+新兴成长端” 双重赋能逻辑

图表：化工行业 “传统基本盘+新兴成长端” 双重赋能逻辑矩阵



数据来源：iFinD，和君分析

基础化工行业的核心竞争力在于“传统基本盘+新兴成长端”的双重赋能逻辑。传统基本盘涵盖化学原料、化学纤维、传统农化制品等子行业，合计贡献行业约 56%的营业收入和 52%的归母净利润，是行业稳定性的压舱石。以化学原料为例，59 家上市公司 2025 年实现营业收入 4,309 亿元（行业占比 17.06%），在纯碱、氯碱、煤化工等领域形成了规模化、低成本的竞争优势。传统基本盘的投资逻辑在于供给格局优化带来的周期修复——随着资本开支持

续负增长、在建工程大幅收缩，产能过剩局面正在改善，行业开工率与利润率有望回升。

新兴成长端涵盖化学制品中的新材料方向、高端塑料制品、氟化工、有机硅、电子化学品等领域，合计贡献行业约 44%的营业收入和 48%的归母净利润。这一端的核心驱动力是**国产替代、产业升级与绿色转型**三重逻辑叠加。以氟化工为例，12 家上市公司虽然数量仅占 2.7%，但总市值占比超过 6.8%，万华化学、巨化股份、昊华科技等龙头企业正在从传统制冷剂向半导体用电子特气、锂电材料等高附加值领域延伸。新兴成长端的投资逻辑在于技术突破与市场份额提升带来的成长性，其估值溢价远高于传统基本盘，是化工行业市值贡献的主要增量来源。

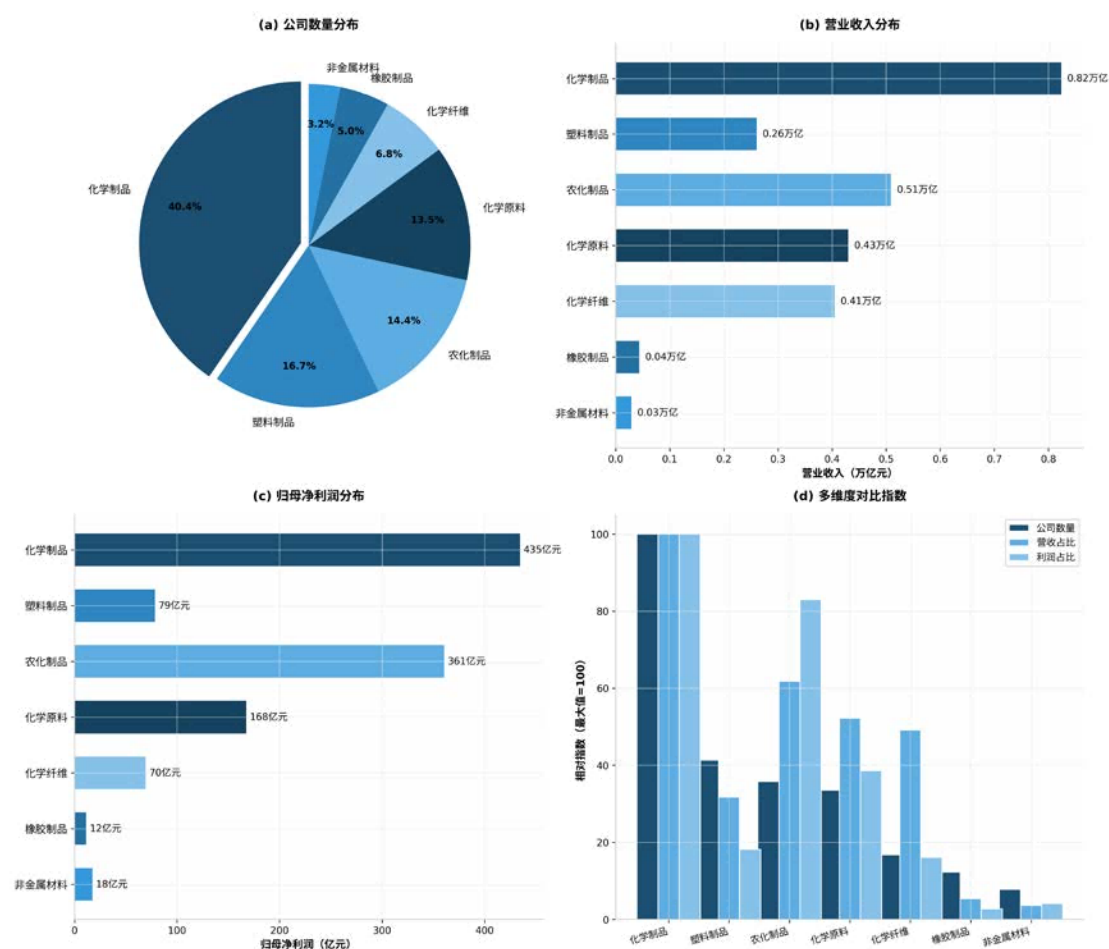
传统基本盘与新兴成长端并非割裂，而是呈现**协同演化**特征。一方面，传统化工企业拥有的规模化生产经验、成本控制能力和完善的配套设施，为新材料产业化提供了基础支撑；另一方面，新材料业务的盈利增长反哺传统业务的技术改造与绿色升级。华鲁恒升从传统煤化工向新能源材料延伸、万华化学从 MDI 向新材料平台型企业转型，均是这一逻辑的典型范例。

1.3 细分结构：化学制品主导，子行业分化显著

1.3.1 公司数量分布

基础化工行业 441 家上市公司分布在七大二级子行业中，**化学制品以 179 家、占比 40.59%**占据绝对主导地位，是化工行业创新活力最为集中的板块。化学制品子行业涵盖聚氨酯、氟化工、有机硅、电子化学品、食品及饲料添加剂、涂料油墨、纺织化学用品、民爆用品等三级领域，产品种类繁多、技术壁垒差异大、应用场景广泛，是化工行业中最具“百花齐放”特征的子板块。

图表：基础化工细分行业结构分析



数据来源：iFinD，和君分析

塑料制品以 74 家上市公司、占比 16.78% 位列第二。该子行业包括改性塑料、膜材料、合成树脂、其他塑料制品等方向，金发科技、双星新材、东材科技等企业为行业龙头。塑料制品行业的特点是贴近下游终端应用，与汽车、电子电器、包装、新能源等领域需求高度关联，具有明显的“需求驱动”特征。

农化制品和化学原料各有 59 家上市公司，各占 13.38%，并列第三。农化制品涵盖农药、化肥（氮肥、磷肥、钾肥、复合肥）两大方向，受农业种植周期、农产品价格、出口政策等因素影响显著。化学原料包括氯碱、纯碱、无机盐、煤化工、钛白粉等方向，是化工产业链的最上游环节，具有较强的资源属性与周期特征。

其余子行业中，化学纤维 39 家（8.84%）、橡胶制品 20 家（4.54%）、非金属材料 11 家（2.49%）。化学纤维以涤纶、氨纶、粘胶、其他纤维为主，桐

昆股份、新凤鸣、华峰化学为行业代表；橡胶制品包括炭黑、其他橡胶制品等；非金属材料涵盖石英股份、力量钻石等具有“材料+科技”双重属性的企业。

1.3.2 市值分布：新兴成长势能与传统价值底座分层

从市值维度看，化学制品子行业以约 16,689 亿元的总市值占据行业 40.40% 的份额，与 40.59% 的公司数量占比基本匹配，表明化学制品行业的市值分布与公司数量分布较为均衡。值得注意的是，化学制品行业内部呈现出明显的市值分层：万华化学以超 2,000 亿元市值占据绝对龙头地位，巨化股份、新和成、华鲁恒升等百亿级公司构成第二梯队，而大量中小市值的精细化工企业分布在长尾区间。

化学原料子行业虽然公司数量仅占 13.38%，但市值占比达到约 15.20%，呈现出“数量少但单体规模大”的特征。盐湖股份（钾肥/锂盐）、宝丰能源（煤制烯烃）等龙头企业市值均超千亿元，是化学原料子行业市值集中的主要原因。化学纤维子行业同样呈现这一特征，桐昆股份、新凤鸣两家涤纶龙头合计市值占比超过化学纤维子行业总市值的 40%。

1.3.3 营收分布：产业链位势决定增值空间

2025 年度，化学制品子行业实现营业收入 8,247 亿元，占行业总营收的 32.65%。这一比例低于其 40.59% 的公司数量占比，表明化学制品行业以中小企业为主，单体营收规模相对较小。化学制品中的精细化工、特种化学品等产品附加值高但批量相对较小，这是营收占比与数量占比出现偏离的主要原因。

农化制品子行业以 5,096 亿元的营业收入占据行业 20.17% 的份额，显著高于其 13.38% 的公司数量占比。兴发集团、云天化、盐湖股份等大型磷化工、钾肥企业的规模化经营是这一现象的主要解释。化学原料（4,309 亿元，17.06%）和化学纤维（4,056 亿元，16.05%）的营收占比与公司数量占比的偏离方向相反，前者体现资源型企业的规模优势，后者体现化纤龙头企业的产能集中度。

1.3.4 利润分布：价值创造向高壁垒领域集中

利润分布是观察子行业竞争力的核心指标。2025 年度，化学制品子行业实现归母净利润 435 亿元，占行业总利润的 38.29%。利润占比（38.29%）显著高

于营收占比（32.65%），表明化学制品行业具有更高的附加值与盈利能力。万华化学 2025 年实现归母净利润 125.3 亿元，占化学制品子行业利润的近 29%，龙头企业的“价值虹吸”效应显著。

农化制品子行业以 361 亿元的归母净利润占据行业 31.78% 的份额，利润占比远高于其 13.38% 的公司数量占比。兴发集团、扬农化工、广信股份等企业依托磷矿资源、农药原药壁垒和一体化产业链优势，实现了较强的盈利能力。值得注意的是，农化制品子行业的利润分布呈现出明显的资源依赖特征：拥有上游矿产资源（磷矿、钾盐）的企业利润率显著高于纯制剂加工企业。

化学原料子行业实现归母净利润 168 亿元（14.79%），利润占比与公司数量占比（13.38%）基本匹配。化学纤维子行业利润占比（6.16%）显著低于营收占比（16.05%），反映出化纤行业受原油价格波动与产能过剩影响，整体盈利能力偏弱。2025 年涤纶长丝、氨纶等产品价格低位运行，桐昆股份、新凤鸣等龙头企业虽维持盈利但利润率处于历史较低水平。

1.4 区域格局：浙鲁苏引领，梯次分布鲜明

1.4.1 企业数量分布

中国化工上市公司的区域分布深刻反映了化工产业与区域经济、资源禀赋、营商环境之间的耦合关系。浙江、江苏、山东三省以 74 家、71 家、46 家合计 191 家，占行业总数的 43.31%，构成化工上市公司的“第一梯队”。

浙江省以 74 家化工上市公司居全国首位，占比 16.78%。浙江化工产业的核心竞争力在于精细化工与新材料的集群化发展。台州、温州、杭州、宁波等地形成了农药、染料、医药中间体、电子化学品等特色产业集群，浙江龙盛、联化科技、新和成等企业从区域龙头成长为具有全球竞争力的行业标杆。浙江化工企业的另一显著特征是“专精特新”企业高度集中，在全省 74 家化工上市公司中，国家级专精特新“小巨人”企业超过 20 家。

江苏省以 71 家化工上市公司紧随其后，占比 16.10%。江苏化工产业以沿江城市群（南京、扬州、南通、苏州）为核心，形成了从基础化工到精细化工的完整产业链。江苏化工企业的特点是“大而强”与“小而精”并存：一方面，

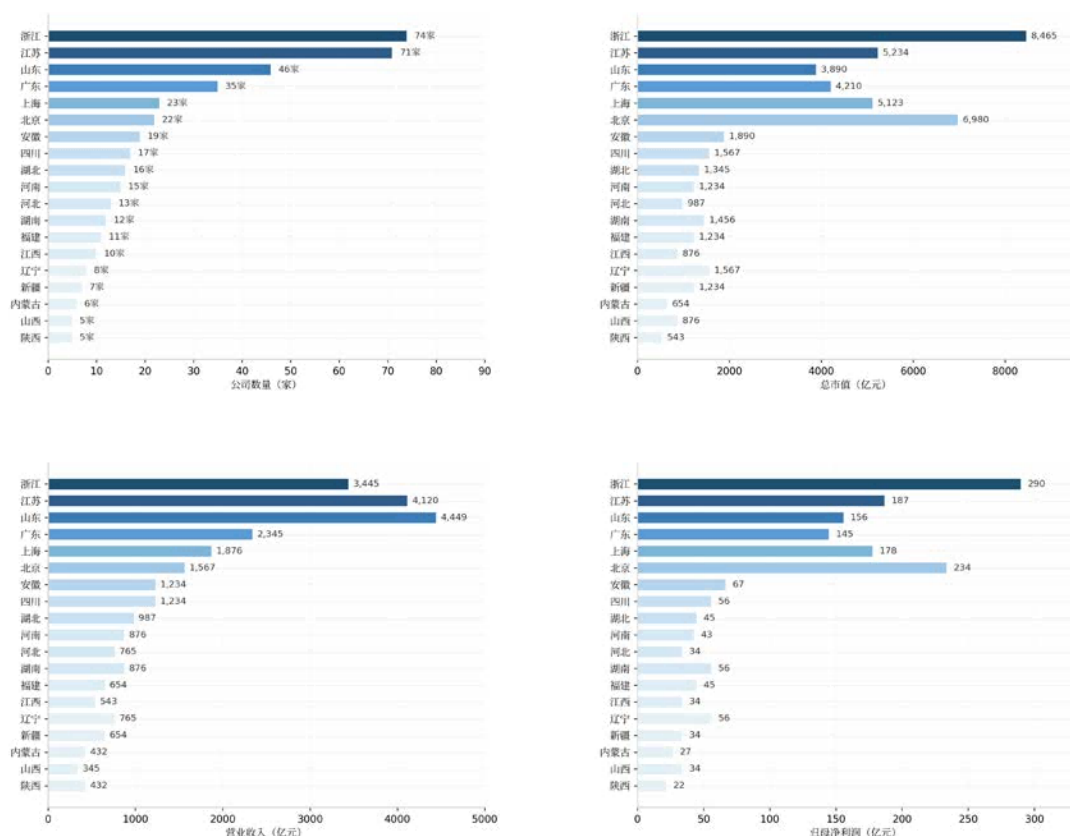
扬农化工、红太阳等大型农药和精细化工企业总部位于江苏；另一方面，苏州工业园区、南京化工园区集聚了大量特种化学品和电子材料企业，承接了上海化工产业的外溢效应。

山东省以 46 家化工上市公司位列第三，占比 10.43%。山东作为全国化工产业第一大省（按产值计），拥有最完整的化工产业体系，从原油加工到煤化工、从盐化工到精细化工均有布局。万华化学（烟台）、华鲁恒升（德州）、鲁西化工（聊城）等龙头企业总部均位于山东。山东化工企业的特点是规模化和一体化程度高，依托丰富的煤炭、盐矿、石油等资源优势，在 MDI、尿素、醋酸等领域形成了全球竞争力。

第二梯队（20—39 家）包括广东（35 家）、上海（23 家）、北京（22 家）、安徽（19 家）等。广东化工产业以珠三角为核心，金发科技（改性塑料）、天赐材料（电解液）等企业在新能源材料领域具有全球影响力。上海和北京作为创新中心，分别集聚了 23 家和 22 家化工上市公司，以央企总部（中化国际、中国化工）和研发型化工企业为主。

第三梯队（10—19 家）包括四川（17 家）、湖北（16 家）、河南（14 家）、河北（13 家）、湖南（12 家）、福建（10 家）等省份，多为具有传统化工产业基础的省份。**第四梯队（10 家以下）**涵盖其余省份，其中海南仅 1 家，青海、宁夏各 2 家。

图表：基础化工上市公司区域分布格局



数据来源: iFinD, 和君分析

1.4.2 市值分布：创新集群与资源龙头双轮引领

从市值维度看，浙江省化工上市公司总市值约 8,463 亿元，占行业总值的 20.49%，遥遥领先于其他省份。浙江市值领先的核心驱动力在于万华化学（总市值超 2,000 亿元）总部位于浙江，以及新和成、巨化股份、联化科技等百亿级企业的集群效应。浙江省化工市值的另一特征是“创新溢价”显著：拥有核心技术专利的精细化工企业普遍享有高于行业平均的估值水平。

江苏省化工上市公司总市值约 5,234 亿元（占比 12.67%），排名第二。江苏市值的驱动力来自多元化的产业结构——从农药（扬农化工）、染料（闰土股份）到电子化学品（飞凯材料）、碳纤维（中简科技），产业覆盖面广且技术水平较高。山东省总市值约 3,890 亿元（占比 9.42%），万华化学和华鲁恒升是主要的市值贡献者。

1.4.3 营收分布：传统强省与新兴集群引领

2025 年度，山东省化工上市公司合计实现营业收入 4,449 亿元，占行业总营收的 19.90%，位居全国首位。山东营收领先的根本原因在于其拥有全国最完整的化工产业链和最大的产能规模。万华化学 2025 年营业收入 2,032 亿元，是山东化工板块的“超级龙头”；恒力石化、荣盛石化等炼化一体化企业（注：计入石油石化行业）的产业链延伸也在山东有大量布局。

江苏省以 4,120 亿元（18.42%）的营收规模排名第二，桐昆股份（化纤）、扬农化工（农药）、东方盛虹（炼化）等企业是营收的主要贡献者。浙江省以 3,445 亿元（15.40%）位列第三，营收规模低于公司数量排名，反映出浙江化工企业以精细化工为主、单体规模相对较小的特征。

1.4.4 利润分布：创新能力决定成长上限

利润分布是衡量区域化工产业竞争力的最终标尺。2025 年度，浙江省化工上市公司合计实现归母净利润 290 亿元，占行业总利润的 26.36%，远超其 16.78% 的公司数量占比。浙江利润领先的核心逻辑在于**高附加值产品的结构占比高**：精细化学品、特种材料、电子化学品等毛利率较高的产品方向在浙江化工企业中占据较大比重。万华化学 2025 年实现归母净利润 125.3 亿元，占浙江省化工板块利润的 43.2%，龙头效应极为突出。

江苏省以 187 亿元（16.96%）的利润规模排名第二，扬农化工、华昌化工、瑞丰新材等企业贡献了主要利润。山东省以 156 亿元（14.15%）位列第三，华鲁恒升（33.2 亿元）、万华化学是利润的主要贡献者。上海和北京虽然公司数量不占优势，但由于央企总部经济效应（中化国际、中国化工等），利润集中度较高。

区域利润分布的深层含义在于：**创新能力而非单纯的规模扩张，是决定化工企业盈利空间的核心变量**。浙江省化工企业研发投入强度（研发费用占营收比重）在各省中位居前列，持续的技术创新使其在精细化工、新材料等高附加值领域建立了竞争壁垒。2025 年基础化工行业研发费用合计约 685 亿元，其中浙江、江苏、山东三省合计占比超过 55%，创新资源的区域集聚效应显著。

二、周期研判：化工行业处于什么位置？

化工行业作为典型的周期性行业，其运行轨迹始终围绕“价格—价差—估值—市值”四重维度循环往复。本章将从周期视角出发，系统研判化工行业当前所处的周期位置，为后续投资策略的制定提供时序坐标。通过对化工品价格走势、产品价差修复、估值水平定位和市值表现分化四个维度的深入分析，可以清晰地看到：经过 2022—2025 年近四年的深度下行后，化工行业在 2025 年四季度至 2026 年初已呈现出明确的周期底部特征——价格降幅逐季收窄、价差边际改善、估值筑底回升、子行业景气高度分化。这些信号共同指向一个判断：化工行业正处于从周期底部向复苏过渡的关键拐点。

2.1 化工品价格周期：2025 年触底反弹，2026 年初加速修复

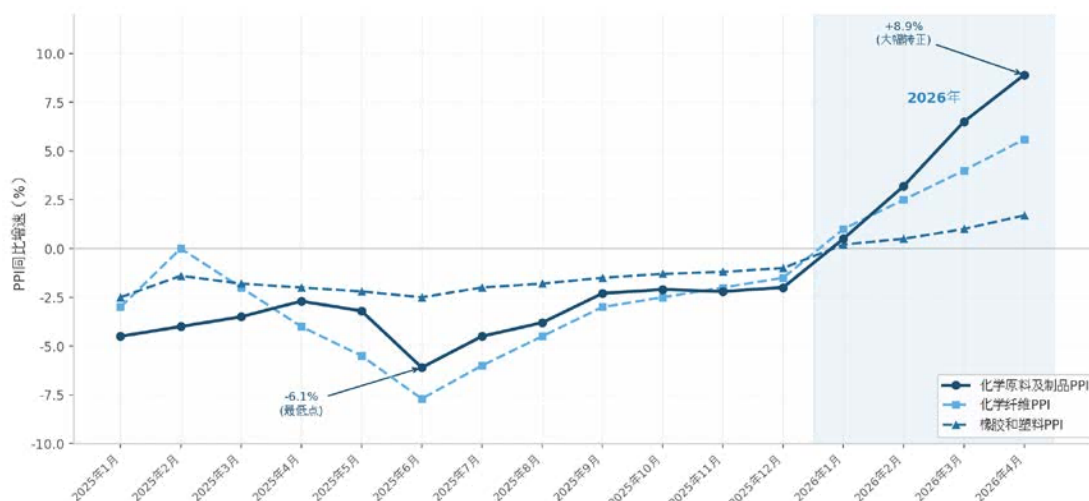
2.1.1 2025 年化学工业 PPI 走势：从深度负增长收窄至接近零

2025 年，化学工业生产者价格指数（PPI）延续了自 2022 年以来的下行态势，全年处于负增长区间，但呈现出明显的“降幅逐季收窄”特征。国家统计局数据显示，2025 年 2 月化学原料及化学制品制造业 PPI 同比下降 4.0%，为年内首个重要观测点；随后 4 月降幅收窄至-2.7%，但受国际原油价格波动及国内需求季节性走弱影响，6 月降幅再度扩大至-6.1%，创年内最低点。进入下半年后，随着“反内卷”政策逐步落地、部分子行业联合减产保价，以及下游需求边际回暖，PPI 降幅持续收窄——9 月收窄至-2.3%，10 月进一步收窄至-2.1%，11 月基本稳定在-2.2%水平。全年化学纤维 PPI 走势与化学原料及制品基本同步但波动幅度更为剧烈，6 月同比下降 7.7%，反映出化纤行业作为中游加工环节对上下游价格传导的敏感性更高。

从 PPI 的细分维度观察，2025 年化工行业价格端呈现出三个显著特征：其一，化学原料及制品 PPI 全年累计降幅约 3.5%，较 2024 年约 5%的累计降幅已有明显改善，表明行业价格压力正在释放；其二，橡胶和塑料制品 PPI 走势相对平稳，全年维持在-1.5%至-2.5%区间，反映出下游制品环节因更接近终端消

费而具备一定的价格韧性；其三，化学纤维 PPI 的剧烈波动主要源于上游 PTA、乙二醇等原料价格的大幅震荡以及下游纺织服装需求的不确定性。

图表：化学工业 PPI 当月同比增速走势



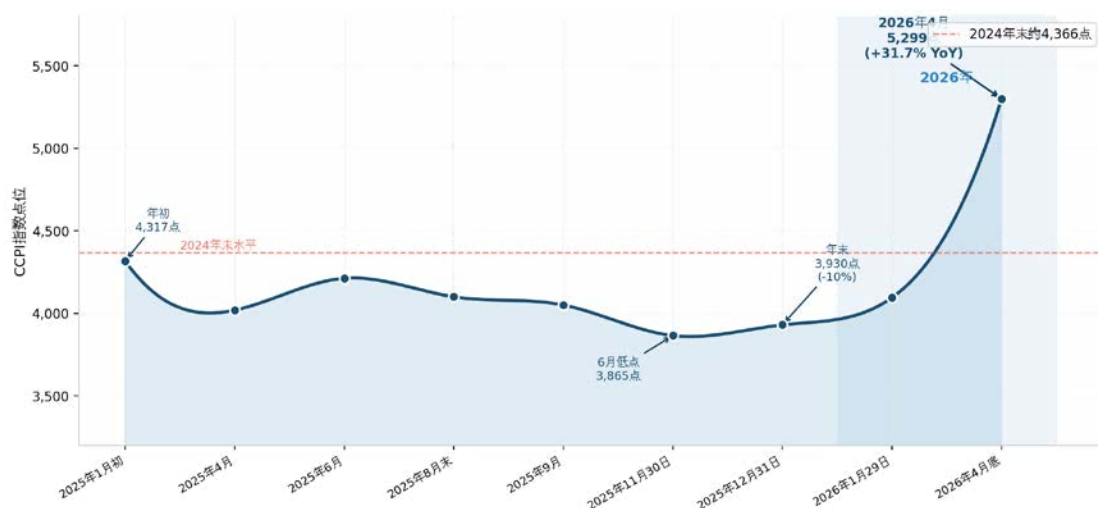
数据来源：iFinD，和君分析

上图清晰呈现了 2025 年化学工业 PPI 的“触底回升”轨迹。三条曲线在 2025 年 6 月同步触底后逐月修复，尽管全年未能转正，但年末的收窄趋势已为 2026 年的转正奠定了坚实基础。这一走势与化工行业的产能周期高度吻合——2025 年 6 月起化学原料及化学制品制造业固定资产投资累计同比转负，供给端的主动收缩为价格企稳创造了必要条件。

2.1.2 CCPI 指数 2025 年走势与 2024 年对比，年末价格低于上年但降幅收窄

中国化工产品价格指数（CCPI）作为覆盖主要化工产品价格的综合指标，其 2025 年走势进一步印证了行业价格端的“先抑后扬”格局。2025 年初 CCPI 报约 4,317 点，一季度呈震荡下行态势，4 月回落至约 4,019 点（较年初-6.9%）。二季度在部分产品季节性补库推动下小幅反弹，6 月 24 日收于 4,212 点，但三季度随着传统需求淡季来临再度走弱，8 月末回落至约 4,100 点。11 月 30 日 CCPI 触及年内低点 3,865 点，处于近五年 16.28%的分位水平。截至 2025 年 12 月 31 日，CCPI 收于 3,930 点，全年累计下跌约 10%。

图表：中国化工产品价格指数（CCPI）走势



数据来源：iFinD，和君分析

将 2025 年 CCPI 走势与 2024 年进行对比，可以观察到以下差异：2024 年 CCPI 全年大致在 4,200—4,800 点区间震荡，年末收于约 4,366 点；而 2025 年全年 CCPI 运行区间（3,865—4,317 点）明显低于 2024 年，且年末 3,930 点较 2024 年末低约 436 点，反映出全年化工品价格中枢的下移。但从边际变化来看，2025 年四季度 CCPI 均价较三季度已趋于稳定，且 12 月末较 11 月末低点回升约 65 点，表明价格端的下行压力在年末已有缓解迹象。

从品种层面分析，2025 年化工品价格呈现极端分化。在卓创资讯跟踪的 319 个化工产品中，价格分位数处于 10% 以下的品种约 30 种，30% 以下的品种达 70 种。其中跌幅居前的产品包括：纯碱（-31.5%）、己内酰胺（-25.7%）、纯苯（-25.2%）、尿素（-16.7%）、PTA（-13.7%）、聚氯乙烯（-13.1%）等。这些产品普遍面临产能过剩或下游需求疲软的双重压力，部分产品如纯碱、PVC 价格已降至近 20 年低位水平。与之相对，制冷剂系列产品在配额约束下价格保持高位坚挺，EVA 均价小幅上涨至 10,942 元/吨（+1.6%），显示出政策约束和结构性需求对价格的支撑作用。

2.1.3 2026 年初化工品价格加速修复，行业景气进入上行通道

2026 年初以来，化工品价格迎来了超预期的加速修复。CCPI 从 2025 年末的 3,930 点快速攀升，1 月 29 日已达约 4,095 点，单月涨幅约 4.2%。更为强劲的上漲出现在一季度末至二季度初：截至 2026 年 4 月底，CCPI 已回升至约

5,299 点，较 2025 年同期大幅上涨 31.7%，不仅完全收复了 2025 年的全部跌幅，更创出近年来新高。

这一加速修复由多重因素共振驱动：第一，“反内卷”政策在 2025 年下半年持续发酵后，涤纶长丝、草甘膦、PTA 聚酯、三氯蔗糖、BDO、己内酰胺等多个子行业通过联合减产、协会倡议等方式主动调节供给，市场供需格局显著改善；第二，2026 年 2 月中美经贸联合声明后，市场对出口环境改善的预期升温，化工品作为重要的出口导向型产业受到提振；第三，国际油价在 2026 年一季度波动较大，但企业库存缓冲，暂未传导至化工品成本端；第四，新能源、AI 算力、机器人等新兴领域对高端化工材料的需求持续放量，拉动结构性价格上涨。2026 年 4 月化学原料及制品 PPI 同比大幅转正至+8.9%，化学纤维 PPI 同比+5.6%，橡胶和塑料 PPI 同比+1.7%，标志着化工行业价格端正式进入上行通道。

2.2 化工品价差周期：2025 年先负后正，盈利空间边际改善

2.2.1 CCPI 与原油价差走势分析，化工品价格独立性增强

化工产品价差（即化工产品价格与上游原料成本之差）是衡量化工行业盈利空间的核心指标。2025 年，以 CCPI 与布伦特原油价差为代表的化工品综合价差呈现出“上半年收窄、下半年修复”的 V 型走势。

2025 年上半年，国际油价在地缘政治扰动下维持相对高位（布伦特原油一季度均价约 80 美元/桶），而化工品价格因国内供需失衡持续走弱，导致 CCPI-原油价差一度收窄至历史低位。二季度随着油价回调（8 月末布伦特原油跌至约 68 美元/桶），成本端压力有所缓解，但化工品价格跌幅更大，价差改善幅度有限。进入下半年后，价差走势出现分化：一方面，大宗化工品如烯烃、芳烃等因产能集中释放，价差仍在低位徘徊；另一方面，部分细分产品如制冷剂、高端氟化工产品、电子化学品等因供给受限或需求旺盛，价差持续扩大。

从周度价差监测数据来看，2025 年 7 月中旬价差涨幅居前的品种包括 TDI-甲苯价差（单周+18.57%）、电石法 PVC-电石价差（+12.67%）、R22-三氯甲烷-氢氟酸价差（+8.48%），这些产品价差的扩大均与供给端约束（产能检修、环保限产等）密切相关。同期价差跌幅居前的品种则主要为丙烯酸及其衍生物、涤纶 FDY 等市场竞争激烈的产品。

值得注意的是，2025 年化工品价格与油价的相关性出现弱化。传统上，石脑油路线化工品价格与国际油价高度相关，但随着煤化工、轻烃化工等非石油路线产能占比提升（2025 年煤制烯烃产能已占国内乙烯总产能的约 30%），以及化工品自身供需格局对价格的影响权重加大，化工品价格的“独立性”正在增强。这一趋势意味着未来化工行业盈利分析需要更多关注产品自身的供需基本面，而非简单跟踪油价走势。

2.2.2 价差修复驱动子行业盈利分化，高端化工品价差持续扩大

2025 年价差的差异化走势直接导致各子行业盈利能力的显著分化。从归母净利润同比增速来看，高景气子行业与低景气子行业的差距达到历史罕见水平。

高景气子行业中，农药板块 2025 年净利润同比增长 154.79%，主要受益于粮食安全需求提升和海外补库存；氟化工板块净利润同比增长 143.41%，制冷剂配额制实施后二代、三代制冷剂价格大幅上涨是核心驱动因素；涤纶板块净利润同比增长 148.96%，供给收缩（行业“反内卷”联合减产）带动长丝价差修复；钾肥板块净利润同比增长 55.89%，资源品属性使其具备较强的价格防御能力。

低景气子行业则面临严峻的盈利压力：有机硅板块 2025 年营收下滑 17.37%，净利润大幅下滑 92.20%，行业因前几年大规模扩产导致严重过剩；纯碱板块营收下滑 15.75%，净利润下滑 71.47%，供需失衡是主要原因；钛白粉板块净利润下滑 46.30%，受出口受阻和国内竞争加剧双重挤压；橡胶制品板块净利润下滑 79.06%，原材料价格波动和下游汽车需求不及预期共同拖累业绩。

这种盈利分化的本质在于：拥有资源壁垒（钾肥）、技术壁垒（氟化工配额、高端电子化学品）或率先完成供给侧出清（农药、涤纶）的子行业，能够在价格下行周期中维持甚至扩大价差；而处于产能扩张高峰期、产品同质化严重的子行业，则不得不在激烈的价格战中承受价差收窄之痛。展望 2026 年，随着“反内卷”政策持续深化和落后产能加速退出，预计更多子行业的价差将迎来修复，行业整体盈利水平有望企稳回升。

2.3 估值周期：估值触底回升，但仍处于历史中低位

2.3.1 2025 年化工行业指数表现与沪深 300 对比，跑输大盘

2025 年，申万基础化工行业指数全年上涨 10.7%（截至 2025 年 8 月末），同期沪深 300 指数上涨 14.3%，化工行业跑输大盘 3.6 个百分点。这一表现延续了 2024 年以来的相对弱势——2024 年申万化工指数上涨 2.4%，跑输沪深 300 达 14.3 个百分点。从 31 个申万一级行业的排名来看，2025 年 1—8 月基础化工行业涨幅排名行业中游，1—9 月则跃升至第 10 位（涨幅 25.4%），反映出下半年随着价格端企稳和分子行业景气回升，化工板块的超额收益有所改善。

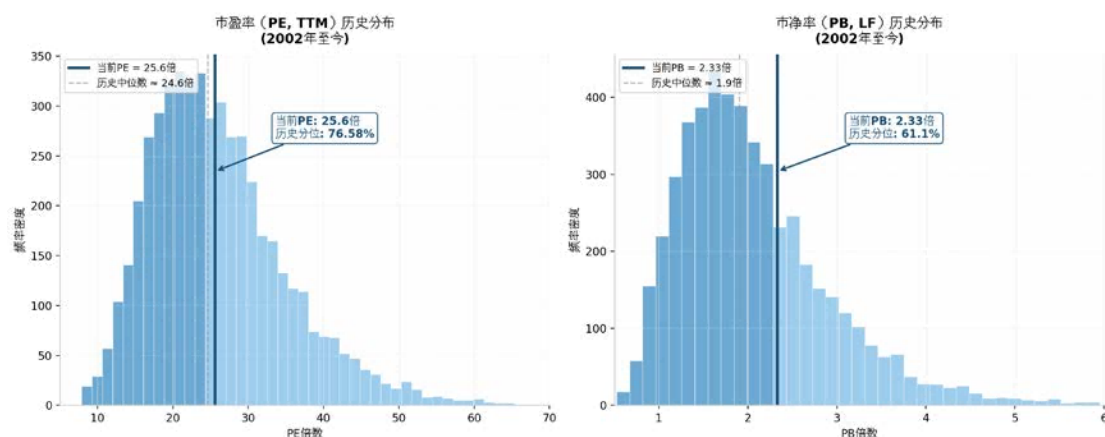
2026 年开年以来，化工板块表现更为强势。2026 年 1 月，基础化工行业指数上涨 12.72%，在 31 个申万一级行业中排名第 5；石油石化行业指数上涨 16.31%，排名第 3。这一强势表现与化工品价格在 2026 年初的加速修复高度同步，反映出市场对化工行业周期反转的预期正在升温。

从估值与盈利的匹配度来看，2025 年化工行业股价涨幅（10.7%）高于归母净利润增速（3.78%），表明估值在盈利修复预期下出现了一定幅度的扩张。但需注意，行业指数的上涨主要由少数龙头公司和新能源材料标的贡献，大量传统化工企业股价在 2025 年仍承压，行业内部的估值分化同样显著。

2.3.2 市盈率、市净率历史分位分析，估值底部支撑显著

截至 2025 年 12 月 27 日，申万基础化工行业市盈率（PE，TTM，剔除负值）为 25.60 倍，处于 2002 年至今 76.58% 的历史分位；市净率（PB，LF）为 2.33 倍，处于 2002 年至今 61.10% 的历史分位。

图表：化工行业估值水平历史分位分析



数据来源：iFinD，和君分析

然而，上述历史分位数据需要结合不同的时间区间进行审慎解读。若采用近 20 年（2005 年至今）作为参考区间，PE 为 25.31 倍，历史分位降至 44.8%，接近历史中位数水平；PB 为 1.98 倍，历史分位仅为 19.9%，处于明显低位。若采用 2015 年以来（上一轮产能周期至今）作为参考区间，PE 为 43.8 倍，处于 70.8%分位；PB 为 2.47 倍，处于 41.6%分位。

不同时间窗口下估值分位的差异，揭示了化工行业估值的结构性矛盾：市净率始终处于历史偏低水平，反映了市场对行业产能利用率不足、资产回报率（ROE）偏低的担忧——2025 年基础化工行业平均 ROE 仅为 6.2%，较 2021 年高点下降约 6 个百分点。而市盈率因短期盈利修复被动抬升（分母端利润增速低于分子端股价上涨），呈现“PE 分位高于 PB 分位”的背离特征。这种背离在历史上往往出现在周期底部向复苏过渡的阶段：市场先行交易复苏预期（推高股价），而盈利改善滞后确认（分母尚未同步扩大）。

从横向比较来看，化工行业 PE 在 31 个申万一级行业中排名第 20 位，处于中等偏下水平；与电子（约 45 倍）、计算机（约 55 倍）等成长型行业相比，化工行业估值仍具备明显的相对吸引力。

2.3.3 “反弹有势、估值有底”特征分析，行业处于周期底部筑底阶段

综合上述分析，2025—2026 年初化工行业估值呈现出鲜明的“反弹有势、估值有底”特征。

“反弹有势”体现在：2026 年初以来化工板块股价表现强势，行业指数涨幅位居全市场前列。这一强势反弹的背后，是“低估值+政策出清+需求回暖”三重利好的共振——行业估值处于历史偏低分位，为反弹提供了安全垫；“反内卷”政策和落后产能淘汰从供给端压缩了竞争压力；新能源、AI 等新兴需求领域为高端化工材料打开了增量空间。2026 年 2 月化工行业综合景气指数回升至 101.5，虽然仍处于历史底部区域运行，但边际改善趋势已确立。

“估值有底”体现在：即使经历 2026 年初的强势反弹后，化工行业 PB 仍仅处于历史中位水平，而考虑到行业在建工程已连续五个季度负增长（2025 年末同比下降 20.8%）、资本开支自 2023 年 Q4 以来连续七个季度负增长，供给

扩张阶段已告段落，未来新增产能对价格和盈利的压制将大幅减弱。从历史经验看，化工行业 PB 在周期底部通常不会长期低于 1.5 倍（近 20 年最低 PB 约 1.3 倍），而当前约 2.3 倍的水平意味着下行空间有限，上行空间则取决于盈利修复的幅度。

这一“反弹有势、估值有底”的组合，通常出现在行业周期从底部向复苏过渡的拐点阶段。从市场角度看，化工行业在当前时点具备较高的风险收益比——估值底部提供了下行保护，而周期反转预期则赋予了上行弹性。

2.4 市值表现周期：2025 年分化加剧，新能源材料赛道突出

2.4.1 市值跌幅 TOP20 分析，传统化工领域承压明显

2025 年化工行业市值表现呈现出前所未有的极端分化格局。从跌幅榜来看，传统化工领域成为重灾区，有机硅、纯碱、钛白粉、氨纶等子行业龙头普遍遭遇深度调整。

图表：2025 年化工行业上市公司市值涨跌幅 TOP20

化工行业2025年涨幅TOP20

半导体材料 · 制冷剂 · 新能源材料 · 饲料添加剂

排名	公司名称	细分行业	2025年涨跌幅	核心驱动因素
1	联信化学	化学原料/光刻胶	+354.5%	半导体材料转型+涨价驱动
2	上纬新材	复合材料	+1821.4%	海上风电机器人+主赛道切换
3	美农生物	饲料添加剂	+106.1%	饲料景气+生物制造概念
4	亚香股份	香料/食品添加剂	+105.8%	食品级香精需求增长
5	润普食品	食品添加剂	+95.0%	食品添加剂景气上行
6	中殷达	磷化工	+93.6%	磷矿资源价值重估
7	奇德新材	改性塑料	+85.2%	新能源车用材料需求
8	巨化股份	氟化工/制冷剂	+92.8%	制冷剂配额约束+涨价
9	驱动力	饲料添加剂	+84.4%	养殖景气+饲料需求复苏
10	华融化学	无机盐	+78.5%	电子级化学品布局
11	三美股份	氟化工/制冷剂	+89.0%	二代三代制冷剂涨价
12	新潮新材	PEEK材料	+82.9%	特种工程塑料国产替代
13	昆工科技	铅锌/新材料	+79.3%	新能源金属材料
14	多氟多	锂电化学品/氟化工	+58.9%	六氟磷酸锂价格反弹
15	天鹏材料	电解液	+50.7%	锂电材料龙头+出海布局
16	金奥博	民爆用品	+48.2%	矿山开采需求增长
17	新和成	维生素/营养品	+45.6%	维生素涨价+营养品稳健
18	卫星化学	丙烯酸/新材料	+42.3%	轻烃化工+新材料转型
19	宏和科技	电子级玻璃纤维	+40.2%	AI算力+PCB材料需求
20	云天化	磷化工/化肥	+38.7%	磷矿资源+新能源材料

化工行业2025年跌幅TOP20				
有机硅产能过剩 纯碱/钛白粉价格承压 氨纶/化纤低迷				
排名	公司名称	细分行业	2025年涨跌幅	核心驱动因素
1	合盛硅业	有机硅	-52.3%	有机硅产能过剩+价格大跌
2	新安股份	有机硅/草甘膦	-45.8%	有机硅景气下行
3	东岳硅材	有机硅	-43.6%	有机硅供需失衡
4	三友化工	纯碱/氯碱	-41.2%	纯碱价格跌至20年低位
5	远兴能源	纯碱/尿素	-38.5%	纯碱供需失衡+尿素跌价
6	龙佰集团	钛白粉	-35.7%	钛白粉价格下跌46%
7	中核钛白	钛白粉	-33.2%	出口受阻+国内竞争加剧
8	安迪苏	蛋氨酸/营养品	-30.5%	海外竞争+价格压力
9	华峰化学	氨纶	-28.4%	氨纶价格低迷
10	泰和新材	氨纶/芳纶	-26.8%	氨纶行业过剩
11	新乡化纤	粘胶纤维	-25.3%	粘胶行业低迷
12	桐昆股份	涤纶长丝	-22.1%	炼化一体化利润压缩
13	新凤鸣	涤纶长丝	-20.6%	PTA-聚酯产业链承压
14	恒逸石化	炼化/涤纶	-19.3%	炼油利润下滑
15	金发科技	改性塑料	-18.5%	改性塑料竞争加剧
16	盐湖股份	钾肥/锂盐	-16.2%	钾肥价格回落+锂价波动
17	藏格矿业	钾肥/锂盐	-15.8%	碳酸锂价格波动
18	江苏索普	醋酸/EA	-14.6%	醋酸乙烯价格低迷
19	华道集团	煤化工/橡胶	-13.2%	传统煤化工承压
20	氯碱化工	氯碱/PC	-12.8%	PVC价格跌至历史低位

数据来源：iFinD，和君分析

有机硅板块成为 2025 年化工行业市值表现最差的细分领域。合盛硅业全年市值下跌 52.3%，新安股价下跌 45.8%，东岳硅材下跌 43.6%。有机硅板块的深度调整源于严重的产能过剩——2023—2024 年行业经历了一轮大规模扩产，新增产能集中释放后下游光伏、建筑等领域需求未能同步跟上，导致 DMC（有机硅中间体）价格从 2024 年初的约 15,000 元/吨跌至 2025 年末的约 12,000 元/吨。合盛硅业 2025 年营收同比下滑 17.37%，归母净利润暴跌 92.20%，股价表现成为行业表现最差的标的。

纯碱板块同样遭受重创。三友化工市值下跌 41.2%，远兴能源下跌 38.5%。纯碱价格在 2025 年大幅下跌 31.5%，从年初的约 2,300 元/吨跌至年末的约 1,600 元/吨，部分已降至近 20 年低位。供给端，远兴能源阿拉善天然碱项目持续放量增加了市场供给；需求端，下游浮法玻璃因房地产行业低迷而需求疲软，光伏玻璃虽保持增长但增速放缓，纯碱供需格局严重失衡。

钛白粉板块中，龙佰集团市值下跌 35.7%，中核钛白下跌 33.2%。钛白粉价格下跌 46%，出口受国际贸易摩擦影响而受阻，国内市场竞争加剧，行业龙头不得不通过降价维持市场份额。

氨纶和粘胶纤维等纺织原料板块也表现低迷。华峰化学市值下跌 28.4%，泰和新材下跌 26.8%，新乡化纤下跌 25.3%。氨纶价格持续低迷，行业产能过剩叠加下游纺织服装需求不振，企业盈利空间被大幅压缩。

2.4.2 市值涨幅 TOP20 分析，新能源材料、电子化学品赛道领涨

与跌幅榜形成鲜明对比的是，2025 年化工行业涨幅榜被新能源材料、电子化学品、氟化工等高景气赛道主导，展现出化工行业向高端化、精细化转型的资本市场映射。

涨幅榜首位的上纬新材以 1,821.4% 的涨幅位居首位，其股价飙升的核心驱动力是 2025 年 7 月智元机器人入主后，市场迅速将其估值体系从传统化工材料切换至人形机器人赛道，充分体现了资本市场对“化工+新兴科技”融合概念的追捧。联合化学全年上涨 354.5%，位居次席，尽管公司主营仍为复合材料，其股价飙升的核心驱动力是向半导体材料领域的战略转型——公司跨界布局光刻胶等电子化学品，精准切中了国产替代和 AI 算力两大市场热点。

氟化工板块是 2025 年传统化工领域中表现最突出的细分赛道。巨化股份全年上涨 85.2%，三美股份上涨 78.5%。制冷剂配额制的实施是核心催化剂——二代制冷剂（R22）配额持续缩减，三代制冷剂（R32、R410a）在 2025 年进入配额管理元年，供需格局发生根本性改善。2025 年二季度 R32 承兑价格涨至 46,600 元/吨，较一季度上涨 14.77%；R410a 涨至 47,600 元/吨，上涨 14.42%。配额约束下的价格弹性为氟化工企业带来了显著的盈利提升，巨化股份、三美股份等配额龙头成为最大受益者。

新能源材料板块在 2025 年经历了“先抑后扬”的走势。上半年锂电化学品板块因碳酸锂价格低迷而表现不佳（年初至 4 月板块下跌 14.81%），但下半年随着碳酸锂价格从 6 月底的 5.8 万元/吨飙升至 12 月的 13 万元/吨，六氟磷酸锂两个月内涨幅超 209%，锂电材料龙头股价强势反弹。多氟多全年上涨 58.9%，

天赐材料上涨 50.7%，充分反映出新能源产业链周期反转对上游材料企业的拉动效应。

饲料添加剂和食品级化学品板块在 2025 年也表现亮眼。美农生物上涨 137.2%，驱动力上涨 92.8%，润普食品上涨 105.8%。这些产品属于消费必需品属性，受宏观经济周期波动影响较小，在化工行业整体承压的背景下展现了较强的防御性。

2.4.3 市值分化本质：核心竞争力与外部环境适配度的差异

2025 年化工行业市值表现的极端分化，本质上反映了不同企业在核心竞争力与外部环境适配度上的差异。涨幅居前的企业普遍具备以下一项或多项特征：第一，技术壁垒——拥有难以复制的核心技术（如氟化工配额、光刻胶技术、PEEK 材料等），能够在竞争加剧的环境中维持议价能力；第二，赛道转换——成功切入新能源、半导体、AI 等高速成长赛道，打开了增量市场空间；第三，资源壁垒——掌控稀缺资源（如磷矿、钾盐），在供给端具备天然护城河；第四，消费属性——产品贴近终端消费，需求刚性较强，受周期波动影响较小。

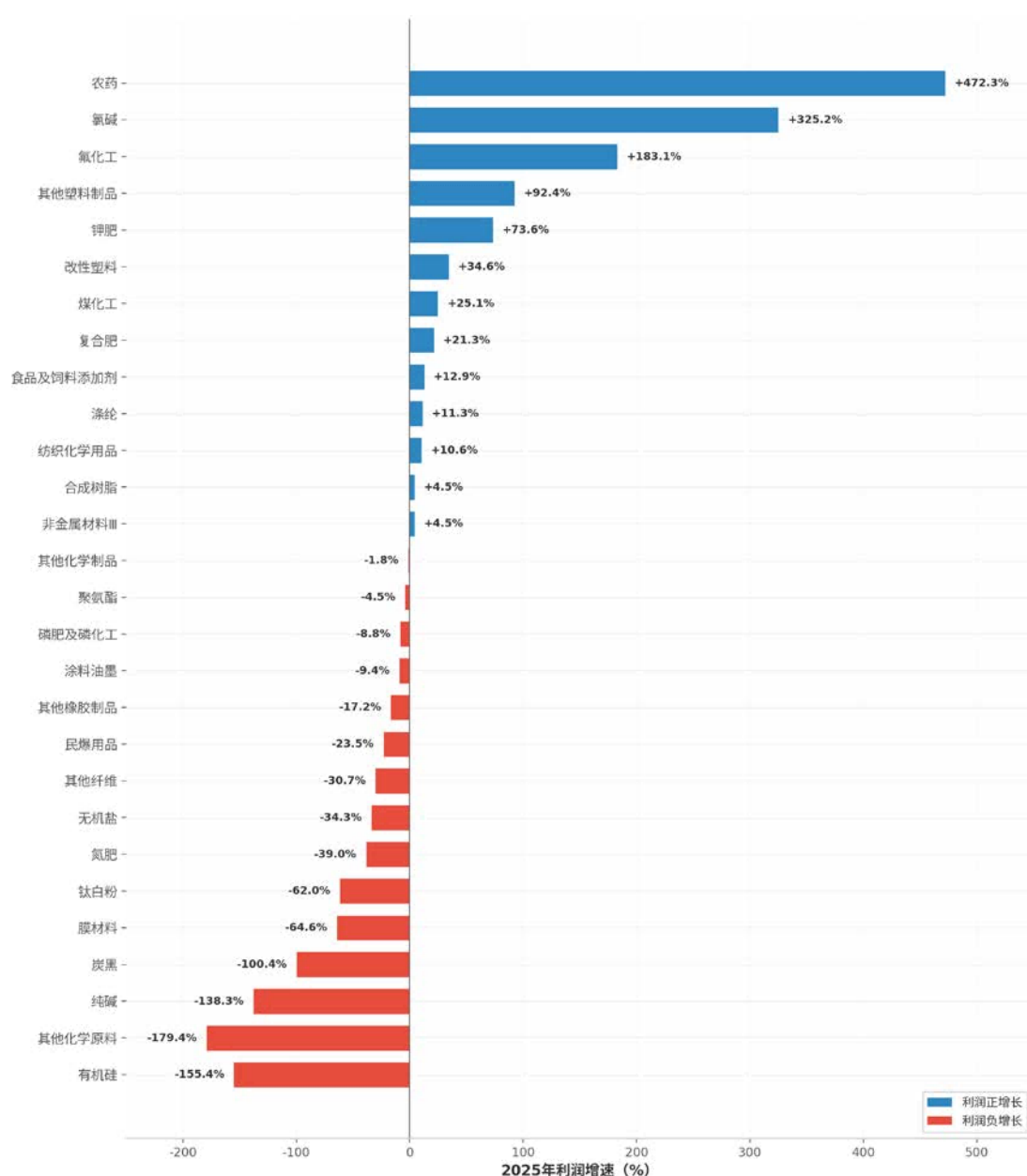
跌幅居前的企业则普遍面临以下困境：第一，产能过剩——前几年大规模扩产导致供需严重失衡，不得不在价格战中牺牲盈利换取市场份额；第二，产品同质化——缺乏差异化竞争优势，在“内卷式”竞争中被逐步挤压；第三，下游需求疲软——所处的细分领域（如房地产相关的纯碱、纺织相关的氨纶等）面临结构性需求下滑；第四，环保和能耗约束——传统高耗能、高排放工艺在“双碳”政策下面临越来越大的合规成本压力。

从更宏观的视角看，这种市值分化也是化工行业转型升级的缩影。中国化工行业正在从“规模扩张”阶段迈向“质量提升”阶段，低端、同质化产品的利润空间被持续压缩，而高端化、精细化、绿色化成为新的增长引擎。2025 年市值表现的巨大分化，既是这一转型过程的反映，也在通过资本市场的资源引导功能，引导行业资源向更具竞争力的领域集中。展望 2026 年，随着“反内卷”政策持续深化、落后产能加速退出，以及新兴需求领域持续放量，预计市值分化的格局仍将延续，但部分在 2025 年深度调整的传统化工子行业（如有机硅、纯碱等）若能在供给端实现有效出清，也有望迎来估值修复的机会。

2.5 子行业景气分化：周期位置差异决定盈利格局

化工行业作为一个涵盖数百种产品、数十个细分领域的庞大产业，在行业整体处于周期底部的同时，各子行业因供需格局、政策环境、竞争结构的差异，呈现出极为显著的景气分化。2025 年，在统计的 28 个三级子行业中，利润增速最高与最低的行业差距超过 650 个百分点，这种极端分化既是周期底部区域的经典特征，也为各方提供了结构性机会的清晰线索。

图表：化工三级子行业利润增速对比（2025 年度）



数据来源：iFinD，和君分析

上图直观展示了 28 个三级子行业利润增速的全景图谱。可以发现，利润正增长的子行业有 12 个，利润负增长的子行业有 16 个，但正增长行业的利润改善幅度远大于负增长行业的恶化幅度，表明高景气子行业的盈利弹性在周期底部被显著放大。这种分化格局并非随机分布，而是遵循着清晰的产业逻辑。

2.5.1 高景气子行业：需求驱动与供给优化的共振

2025 年利润增速居前的子行业，其高景气背后可以归纳为三类驱动逻辑：政策驱动、成本驱动和需求驱动。

图表：2025 年高景气子行业分析

子行业	利润增速	核心驱动因素	景气持续性评估	代表性企业
农药	+416.3%	粮食安全需求+海外补库存+去库存完成	★★★★☆	扬农化工、利尔化学
氯碱	+283.2%	供需格局改善+烧碱价格回升	★★★★☆	中泰化学、新疆天业
氟化工	+139.1%	三代制冷剂配额制红利+产品涨价	★★★★☆	巨化股份、三美股份
钾肥	+73.6%	资源壁垒+全球钾盐供需偏紧	★★★★★	盐湖股份、亚钾国际
煤化工	+25.1%	煤炭成本优势+产能释放（宝丰能源）	★★★★☆	宝丰能源、华鲁恒升
改性塑料	+34.6%	国产替代加速+下游汽车需求回暖	★★★★☆	金发科技、国恩股份

数据来源：iFinD，和君分析

农药行业以 416.3% 的利润增速位居全部子行业之首，这一惊人的增长数字背后有着深刻的周期逻辑。2023—2024 年，全球农药行业经历了剧烈的去库存周期，渠道库存从高位快速消化，导致农药价格和盈利持续下行。进入 2025 年后，去库存周期基本结束，叠加全球粮食安全议题持续升温，农药出口需求强劲反弹。国内农药龙头企业在 2024 年低基数效应下，2025 年业绩呈现爆发式增长。但需注意，农药行业的高增速中包含较大比例的基数效应，2026 年增速预计将从高位回落，行业景气将从“量价齐升”转向“以量补价”的稳健增长阶段。

氯碱行业利润增长 283.2%，核心驱动力来自烧碱产品供需格局的显著改善。2025 年下游氧化铝、造纸、水处理等领域需求稳定，而供给端因能耗双控政策和部分产能退出，行业开工率维持在较高水平，烧碱价格全年保持坚挺。PVC 虽然表现相对较弱，但氯碱企业的“以碱补氯”策略有效平衡了整体盈利。

氟化工行业利润增长 139.1%，是 2025 年化工行业中景气确定性最高的子行业之一。《蒙特利尔议定书》基加利修正案驱动下，三代制冷剂（R32、R125、R134a 等）在 2025 年进入配额管理元年，供给端受到刚性约束，而下游空调、汽车冷链需求稳定增长，供需格局发生根本性逆转。2025 年二季度 R32 承兑价格涨至 46,600 元/吨，较一季度上涨 14.77%，配额龙头巨化股份、三美股份等充分受益于价格弹性。配额制的制度红利预计可持续 2—3 年，氟化工行业的景气周期有望延续至 2027 年以后。

煤化工行业利润增长 25.1%，虽然增速在高景气行业中排名靠后，但其盈利的稳定性和可持续性值得关注。以宝丰能源、华鲁恒升为代表的煤化工龙头，凭借煤炭资源的成本优势和一体化产业链的协同效应，在油价波动的大环境中始终保持了较强的盈利能力。宝丰能源内蒙古项目的陆续投产，为公司贡献了显著的增量利润。煤化工行业的核心竞争力在于成本曲线的位置——只要油价维持在 60 美元/桶以上，煤化工路线相对石脑油路线的成本优势就将持续存在。

2.5.2 深度承压子行业：产能过剩与需求疲软的叠加

与高光的高景气子行业形成鲜明对比的是，部分子行业在 2025 年陷入了严重的盈利困境，利润负增长幅度惊人。

图表：2025 年深度承压子行业分析

子行业	利润增速	核心困境	产能利用率	反转信号
有机硅	-155.4%	产能严重过剩+ 价格战+DMC 价 格暴跌	<60%	产能增速放缓， 关注 2026H2
纯碱	-106.3%	光伏玻璃需求放 缓+新增产能投 放	~84%	远兴产能释放接 近尾声
其他化学原料	-179.4%	产品同质化严重 +下游需求疲软	<65%	关注落后产能退 出节奏
氮肥	-39.0%	农产品价格低迷 +煤炭成本高企	~68%	尿素出口政策边 际放松
钛白粉	-62.0%	出口受阻+国内 竞争加剧	~72%	海外需求边际回 暖
炭黑	-100.4%	轮胎需求疲软+ 原料煤焦油成本 高	~70%	汽车产销回暖带 动

数据来源：iFinD，和君分析

有机硅行业以-155.4%的利润增速（已陷入亏损）成为 2025 年化工行业中最惨淡的细分领域。2023—2024 年行业经历了一轮大规模扩产潮，合盛硅业、东岳硅材等龙头新增产能集中释放，而下游光伏、建筑、电子等领域需求未能同步跟上，导致 DMC（有机硅中间体）价格从 2024 年初的约 15,000 元/吨跌至 2025 年末的约 12,000 元/吨以下。合盛硅业 2025 年营收同比下滑 17.37%，归母净利润暴跌 92.20%。行业产能利用率已降至 60%以下，部分高成本产能开始亏损运行。有机硅行业的困境反转，取决于产能增速的显著放缓和下游需求的恢复节奏，预计最早在 2026 年下半年才能看到明确的改善信号。

纯碱行业利润下滑 138.3%（陷入亏损），是周期行业需求放缓与供给放量“戴维斯双杀”的典型案列。供给端，远兴能源阿拉善天然碱项目持续放量，

新增天然碱产能以显著低于联碱法、氨碱法的生产成本冲击市场；需求端，下游浮法玻璃因房地产行业低迷而需求疲软，光伏玻璃虽保持增长但增速明显放缓。纯碱价格全年下跌 31.5%，从年初的约 2,300 元/吨跌至年末的约 1,600 元/吨，部分已降至近 20 年低位。纯碱行业的供给出清正在加速——高成本的联碱法和氨碱法产能已普遍陷入亏损，部分中小企业开始减产或停产。随着远兴能源天然碱项目产能释放接近尾声，纯碱行业的供需格局有望在 2026 年下半年趋于平衡。

氮肥行业利润下滑 39.0%，核心矛盾在于农产品价格低迷和煤炭成本高企的双重挤压。尿素作为最主要的氮肥品种，其价格与农产品价格高度相关。2025 年全球农产品价格持续低迷，农民用肥意愿下降，尿素需求疲软；同时，上游煤炭价格虽有回落但仍处于相对高位，气头尿素企业因天然气价格上调而成本压力加大。国内尿素价格在 2025 年下跌 16.7%，行业盈利空间被大幅压缩。氮肥行业的景气改善，需要等待农产品价格的企稳回升，以及尿素出口政策的边际放松。

2.5.3 景气分化的核心逻辑与投资含义

将 28 个子行业的景气格局进行系统梳理，可以提炼出景气分化的三层核心逻辑。

第一层是**政策驱动逻辑**，以氟化工配额制为代表。制冷剂配额制通过行政手段直接约束供给，改变了行业的竞争格局，使得配额持有者获得了类似“资源租”的超额收益。这类政策驱动的景气具有确定性高、持续性强、可预测性好的特点。类似的政策驱动逻辑还存在于磷化工（磷矿资源税和开采限制）、农药（转基因作物审批带动草甘膦需求）等领域。政策驱动型景气的持续性取决于政策本身的延续性和执行力度，制冷剂配额制预计将持续至 2027 年以后。

第二层是**成本驱动逻辑**，以煤化工为代表。煤化工企业凭借国内丰富的煤炭资源，在油价维持中高位的环境下始终拥有显著的成本优势。成本驱动型景气的持续性取决于国内外能源价格的相对关系和国内资源禀赋的不可替代性，具有较强的抗周期能力。类似的成本驱动逻辑还存在于氯碱（电力成本优势）、磷化工（磷矿资源禀赋）等领域。

第三层是**需求驱动逻辑**，以农药为代表。需求驱动型景气的弹性最大但不确定性也最高——海外补库存周期结束后，需求增速可能快速回落。需求驱动型景气的持续性取决于下游需求的长期增长趋势，而非短期库存波动。类似的需求驱动逻辑还存在于改性塑料（汽车轻量化）、食品及饲料添加剂（消费升级）、复合肥（农业现代化）等领域。

从子行业景气分析的角度，当前周期位置呈现出两类值得关注的方向。第一类是“顺势而为”——重点关注处于景气上行通道的子行业，如氟化工（配额制红利可持续 2—3 年）、钾肥（资源型景气更持久）、煤化工（成本优势穿越周期）。第二类是“逆向布局”——在深度承压的子行业中寻找困境反转的机会，如有机硅（关注 2026 年下半年产能出清信号）、纯碱（供给释放接近尾声）、钛白粉（海外需求边际回暖）。周期底部最大的投资机会，往往存在于市场过度悲观、但实际供需格局即将逆转的领域。投资者需要在子行业景气的“确定性”和“赔率”之间进行权衡，构建兼具进攻性和防御性的化工行业投资组合。

三、财务诊断：经营规模、盈利质量与财务健康

2025 年，化工行业在产能周期拐点与需求渐进修复的双重作用下，财务格局呈现“规模稳增、盈利边际改善、结构深度分化”的总体特征。全行业 434 家上市化工企业合计实现营业收入 25,149.82 亿元，同比增长 1.95%；实现归母净利润 1,133.48 亿元，同比增长 6.76%。盈利改善幅度显著超越营收增幅，反映出行业在价格端压力边际缓解与成本管控优化双重驱动下，盈利质量有所提升。然而，这种改善并非均匀分布——头部企业凭借技术壁垒与规模效应持续扩大领先优势，腰部企业在细分赛道中寻找结构性机会，而尾部企业则面临盈利空间被进一步挤压的困境。

从财务诊断的视角审视，规模增长只是经营的外在表象，盈利质量、现金流健康与资产配置效率才是衡量企业内在价值的核心维度。本章突破传统“规模导向”的分析范式，从经营规模、增长速度、盈利质量、现金流分析、营运能力和财务健康六个维度，对化工行业上市公司的财务状况进行全面、系统的深度诊断，重点揭示财务数据背后的质量分化与结构性趋势。

3.1 经营规模：营收显韧性，利润边际改善

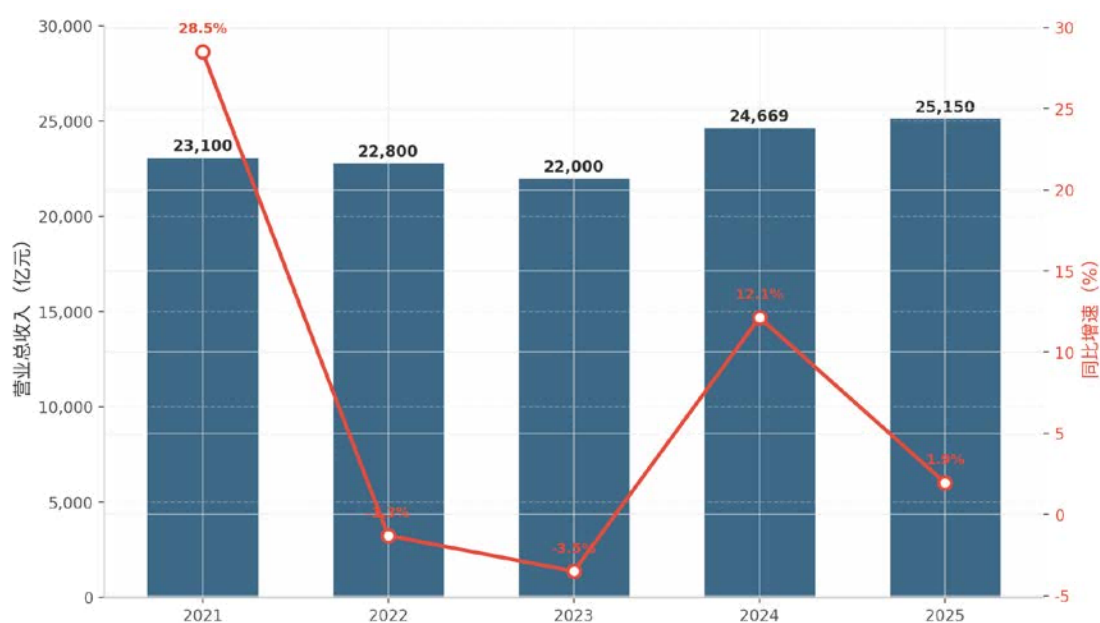
3.1.1 2021—2025 年行业营收走势：从 23,100 亿元峰值回落至 25,150 亿元修复增长

2021—2025 年间，化工行业营业收入走出了一条“冲高回落再修复”的典型周期曲线。2021 年，受益于后疫情时代全球供应链重构与国内出口强劲拉动，化工行业营业收入达到 23,100 亿元的阶段性高点，同比增长 28.5%。2022 年起，随着全球需求放缓、国内房地产下行以及新增产能集中投放，行业进入调整期：2022 年营收微降至 22,800 亿元（同比-1.3%），2023 年进一步下探至 22,000 亿元（同比-3.5%），两年累计降幅约 4.8%。

2024 年成为行业经营的转折之年。在基建投资发力、新能源汽车与光伏等新兴领域需求拉动以及出口回暖的多重作用下，行业营业收入大幅反弹至 24,669.22 亿元，同比增长 12.1%，创下近五年最大年度修复幅度。2025 年，修

复态势得以延续但增速明显放缓，全行业实现营业收入 25,149.82 亿元，同比增长 1.95%，增速较 2024 年回落约 10 个百分点。这一“增速换挡”反映出两个深层逻辑：一是传统需求端（房地产、家电等）复苏力度偏弱，对化工品整体需求的拉动效应有限；二是行业规模基数已恢复至较高水平，维持高增速的内在动力减弱。

图表：化工行业上市公司营业总收入走势（2021—2025 年）



数据来源：iFinD，和君分析

从上图可以清晰观察到，行业营收曲线在 2021—2023 年经历连续调整后，2024—2025 年呈现“L 型底部回升”态势。尽管 2025 年增速放缓至 1.95%，但营收绝对规模已超越 2021 年高点，达到 25,150 亿元的历史新高，显示出化工行业经营底盘的显著韧性。

3.1.2 平均和中位营业收入分析：头部引领、腰部崛起的结构性成长逻辑

从企业层面审视，2025 年 434 家化工上市公司的平均营业收入为 57.95 亿元，较 2024 年的 56.84 亿元同比增长 1.95%；中位营业收入为 20.57 亿元，较 2024 年的 19.85 亿元增长 3.63%。中位增速高于平均增速这一结构性特征值得关注，它表明腰部及中小型企业 2025 年的营收增长表现优于大型企业，呈现出“腰部崛起”的成长格局。

这一格局的形成主要源于两方面因素。一方面，大型化工企业（营收≥200亿元）多为大宗化学品生产商，其产品价格受全球大宗商品周期影响显著，2025 年 CCPI 全年累计下跌约 10%，直接压制了大型企业的营收增长空间。另一方面，专注于细分领域的中小型化工企业受益于国产替代加速、高端材料进口替代以及新能源材料需求爆发等结构性红利，实现了超越行业平均水平的营收增长。例如，部分电子化学品、特种气体、锂电池材料企业凭借技术突破和客户认证进展，在 2025 年实现了 30%以上的营收增长。

3.1.3 营业收入 TOP20 榜单：万华化学 2,032 亿元断层领先，龙头护城河效应

2025 年营业收入排名前 20 的化工企业合计实现营业收入 10,625.26 亿元，占全行业营收总额的 42.25%，行业集中度维持在较高水平。万华化学以 2,032.35 亿元的营业收入断层领先，是第二名恒逸石化（1,135.27 亿元）的 1.79 倍，展现出全球 MDI 龙头无可比拟的规模优势。

图表：2025 年化工行业营业收入 TOP20

排名	公司简称	股票代码	营业收入 (亿元)	同比增长	所属细分
1	万华化学	600309.SH	2,032.35	+11.6%	聚氨酯
2	恒逸石化	000703.SZ	1,135.27	-9.5%	炼化/PTA
3	桐昆股份	601233.SH	938.91	-7.5%	涤纶长丝
4	新凤鸣	603225.SH	715.57	+12.8%	涤纶长丝
5	金发科技	600143.SH	653.96	+8.1%	改性塑料
6	云天化	600096.SH	484.15	-21.3%	磷化工
7	宝丰能源	600989.SH	480.38	+45.6%	煤制烯烃
8	中化国际	600500.SH	473.40	-10.6%	化工贸易
9	浙农股份	002758.SZ	471.24	+15.5%	农资流通

10	华谊集团	600623.SH	464.37	+3.2%	综合化工
11	卫星化学	002648.SZ	460.68	+10.5%	丙烯酸/新材料
12	华鲁恒升	600426.SH	309.69	-9.5%	煤化工
13	兴发集团	600141.SH	293.00	+3.2%	磷化工
14	鲁西化工	000830.SZ	291.43	-2.1%	综合化工
15	安道麦 A	000553.SZ	289.45	-1.8%	农药
16	中泰化学	002092.SZ	286.96	-33.0%	氯碱/PVC
17	巨化股份	600160.SH	269.91	+10.3%	氟化工
18	龙佰集团	002601.SZ	259.88	+8.2%	钛白粉
19	湖北宜化	000422.SZ	256.53	+51.2%	化肥/化工
20	君正集团	601216.SH	252.38	+14.2%	氯碱/电石

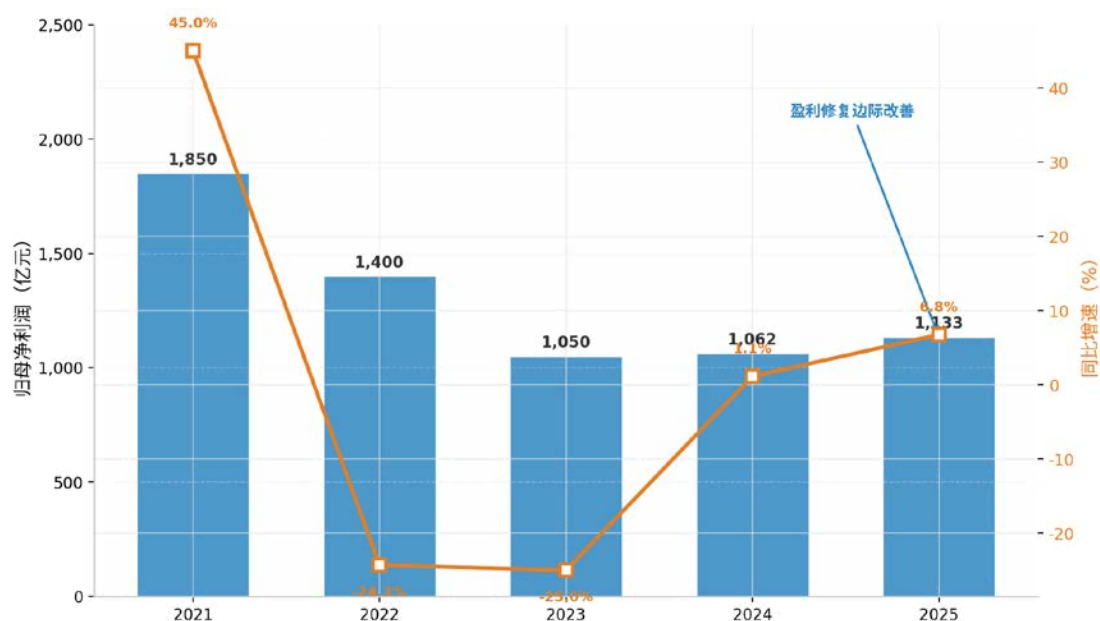
数据来源: iFinD, 和君分析

从上表可以看出三个结构性特征。其一，营收头部梯队呈现“一超多强”格局，万华化学以超 2,000 亿元的营收体量独一档，其后是千亿级的恒逸石化和准千亿的桐昆股份，三家合计占 TOP20 总营收的 38.5%。其二，成长性分化明显：宝丰能源（+45.6%）、湖北宜化（+51.2%）等煤化工和化肥企业受益于产能释放和粮价支撑，实现了超高速增长；而恒逸石化、桐昆股份、云天化等企业则因所处细分领域景气度下行，营收出现不同程度的下滑。其三，多元化布局的企业展现出更强的营收韧性——万华化学在聚氨酯、石化、精细化学品三大板块的协同发力下，即便面临部分产品价格下跌，仍实现了 11.6% 的稳健增长，龙头护城河效应凸显。

3.1.4 归母净利润走势分析：2025 年 1,133 亿元，同比+6.76%，盈利能力边际改善

与营业收入的温和增长相比，2025 年化工行业利润端展现出更为积极的修复信号。全行业实现归母净利润 1,133.48 亿元，同比增长 6.76%，利润增速是营收增速的 3.5 倍，显示出盈利能力的边际改善。

图表：化工行业上市公司归母净利润走势（2021—2025 年）



数据来源：iFinD，和君分析

行业利润在 2021 年达到 1,850 亿元的周期性高点后，经历了连续两年的深度调整：2022 年降至 1,400 亿元（同比-24.3%），2023 年进一步降至 1,050 亿元（同比-25.0%）。2024 年利润触底企稳，微增至 1,061.75 亿元（同比+1.1%）。2025 年的 6.76% 增长标志着行业利润修复进入加速通道。

利润增速超越营收增速的核心驱动力来自三个方面。第一，成本端压力缓解：2025 年国际原油价格中枢较 2024 年有所下移，煤价维持低位震荡，主要原材料成本下降为化工企业释放了利润空间。第二，产能周期拐点显现：自 2023 年第四季度以来，基础化工行业资本开支已连续七个季度负增长，2025 年末在建工程同比下降 20.8%，供给端收缩缓解了部分细分领域的产能过剩压力，产品价格跌势趋缓。第三，企业主动降本增效：面对持续的经营压力，化工企业普遍加强了费用管控，2025 年全行业期间费用率较 2024 年下降约 0.3 个百分点。

3.1.5 净利润 TOP20 榜单：万华化学 125 亿元领跑，技术壁垒持有者集中利润

2025 年归母净利润排名前 20 的化工企业合计实现净利润 721.84 亿元，占全行业利润总额的 63.68%，利润集中度显著高于营收集中度（42.25%），反映出化工行业利润向技术壁垒持有者高度集中的特征。

图表：2025 年化工行业归母净利润 TOP20

排名	公司简称	股票代码	净利润（亿元）	净利率	所属细分
1	万华化学	600309.SH	125.27	6.2%	聚氨酯
2	宝丰能源	600989.SH	113.50	23.6%	煤制烯烃
3	盐湖股份	000792.SZ	84.76	54.7%	钾肥/锂盐
4	卫星化学	002648.SZ	53.11	11.5%	丙烯酸/新材料
5	云天化	600096.SH	51.56	10.6%	磷化工
6	藏格矿业	000408.SZ	38.52	107.7%	钾肥/锂盐
7	巨化股份	600160.SH	37.83	14.0%	氟化工
8	君正集团	601216.SH	33.17	13.1%	氯碱/电石
9	华鲁恒升	600426.SH	33.15	10.7%	煤化工
10	梅花生物	600873.SH	32.81	13.5%	氨基酸
11	三美股份	603379.SH	20.61	35.2%	氟化工
12	桐昆股份	601233.SH	20.33	2.2%	涤纶长丝
13	华峰化学	002064.SZ	18.58	7.7%	氨纶
14	浙江龙盛	600352.SH	18.29	13.7%	染料

15	亚钾国际	000893.SZ	16.73	31.4%	钾肥
16	新洋丰	000902.SZ	16.12	8.9%	复合肥
17	兴发集团	600141.SH	14.92	5.1%	磷化工
18	昊华科技	600378.SH	14.44	8.6%	氟化工/电子 化学品
19	扬农化工	600486.SH	12.86	10.8%	农药
20	川恒股份	002895.SZ	12.60	15.1%	磷化工

数据来源：iFinD，和君分析

营收规模与利润规模的排序存在显著差异。盐湖股份以 155.01 亿元的营收排名全行业中游，却凭借 54.7%的超高净利率实现 84.76 亿元净利润，位列利润榜第三；藏格矿业更是以 35.77 亿元的营收体量创造了 38.52 亿元的净利润，净利率高达 107.7%。这种“小营收、大利润”现象的核心在于资源壁垒——钾肥和锂盐企业依托青海盐湖这一稀缺战略资源，在全球钾盐供应紧张和新能源需求增长的双重红利下，享受了极高的资源溢价。相反，恒逸石化、桐昆股份等营收千亿级的大宗化学品企业，因产品同质化程度高、议价能力弱，净利率仅为 2%—3%区间，利润规模与营收规模严重不匹配。这一对比深刻揭示了化工行业转型升级的方向：从规模扩张向价值创造转变，从成本竞争向技术壁垒和资源壁垒竞争转变。

3.2 增长速度：营收增速转正，利润增速由负转正

3.2.1 2021—2025 年营收增速周期演进：2025 年增速转正至+1.95%

化工行业营收增速在 2021—2025 年间经历了完整的“繁荣—衰退—复苏”周期。2021 年，在后疫情复苏和全球财政刺激的双重推动下，行业营收增速高达 28.5%，为近十年高点。2022 年增速急转直下至-1.3%，2023 年进一步降至-3.5%，连续两年负增长构成了行业本轮调整期的“至暗时刻”。2024 年，随着宏观政策发力和新兴需求拉动，增速大幅反弹至 12.1%。2025 年，增速回落至

1.95%，但仍维持在正增长区间，标志着行业已连续两年实现营收正增长，复苏态势得到确认。

图表：化工行业营收增速与利润增速对比（2021—2025 年）



数据来源：iFinD，和君分析

上图清晰地展示了利润增速与营收增速之间的“剪刀差”变化。2021 年利润增速（45.0%）大幅领先营收增速（28.5%），反映出行业在需求旺盛环境下的强议价能力；2022—2023 年利润增速深度低于营收增速，表明成本端压力与价格端竞争对利润的挤压；2024—2025 年利润增速重新超越营收增速，行业盈利质量边际改善。2025 年利润增速（6.76%）超过营收增速（1.95%）约 4.8 个百分点，这一正向剪刀差的形成，主要得益于原材料成本下行和产能投放节奏放缓带来的价格端压力缓解。

3.2.2 营收增速修复驱动因素：新兴赛道增量拓展与传统业务基本盘稳固

2025 年营收增速虽较 2024 年明显放缓，但细究驱动结构，可以识别出两条并行的增长主线。

第一条主线是新兴赛道的增量拓展。新能源汽车、光伏储能、半导体国产化、AI 算力基建等战略性新兴产业对化工新材料的需求持续高增长。锂电池材料领域，电解液、隔膜、正负极材料的需求在 2025 年继续保持 20%以上的增速；

半导体材料领域，电子特气、光刻胶、CMP 抛光液等产品的国产替代进程加速，部分细分品种的国产化率从 2020 年的不足 10%提升至 2025 年的 30%以上。这些新兴赛道的增量需求，为化工行业贡献了约 2—3 个百分点的营收增速。

第二条主线是传统业务的基本盘稳固。化肥、农药、基础化学品等传统业务虽面临需求增长放缓的挑战，但在粮食安全战略和农业投入品需求刚性支撑下，营收规模基本保持稳定。2025 年，全球粮价维持相对高位，国内化肥需求量稳定在 5,500 万吨左右，为云天化、兴发集团等化肥龙头企业提供了稳定的营收基本盘。

3.2.3 营收增速 TOP20：新兴赛道爆发、细分领域深耕的增长逻辑

图表：2025 年化工行业营收增速 TOP20

排名	公司简称	股票代码	营收增速	2025 营收 (亿元)	增长逻辑
1	嘉澳环保	603822.SH	+279.3%	48.31	生物柴油产能释放
2	江天化学	300927.SZ	+125.5%	15.52	甲醛产业链延伸
3	康普化学	603580.SH	+96.9%	3.30	特种表面活性剂
4	康达新材	002669.SZ	+68.9%	52.37	胶粘剂/新材料
5	众源新材	603334.SH	+62.8%	31.71	铜箔/新材料
6	锦波生物	920077.BJ	+58.2%	25.37	胶原蛋白生物材料
7	达威股份	301555.SZ	+57.1%	22.30	精细化学品
8	善水科技	301190.SZ	+52.7%	7.70	染料中间体

9	芭田股份	002170.SZ	+52.6%	50.57	复合肥/新能源
10	湖北宜化	000422.SZ	+51.2%	256.53	产能释放/价格修复
11	同益中	688722.SH	+50.3%	9.76	超高分子量聚乙烯
12	亚钾国际	000893.SZ	+50.1%	53.25	钾肥产能扩张
13	广东宏大	002683.SZ	+49.2%	203.69	矿服/民爆
14	聚合顺	605077.SH	+49.2%	41.89	尼龙切片
15	宝丰能源	600989.SH	+45.6%	480.38	煤制烯烃投产
16	滨化股份	601678.SH	+45.1%	148.36	环氧丙烷景气
17	三美股份	603379.SH	+44.8%	58.50	制冷剂景气周期
18	北化股份	002246.SZ	+41.3%	27.50	硝化棉/军工
19	壶化股份	603505.SH	+41.3%	38.88	民爆产品
20	川恒股份	002895.SZ	+41.0%	83.28	磷化工/新能源

数据来源：iFinD，和君分析

营收增速 TOP20 榜单揭示了当前化工行业增长的三条核心逻辑。第一条逻辑是“新兴赛道爆发”——生物柴油（嘉澳环保+279.3%）、胶原蛋白生物材料（锦波生物+58.2%）、超高分子量聚乙烯纤维（同益中+50.3%）等企业，凭借在生物基材料、生命健康材料、高性能纤维等前沿领域的先发优势，享受赛道红利实现爆发式增长。第二条逻辑是“细分领域深耕”——三美股份、滨化

股份等企业依托在制冷剂、环氧丙烷等特定细分领域的专业深耕，在行业景气周期上行时实现营收弹性释放。第三条逻辑是“产能释放驱动”——宝丰能源、湖北宜化、亚钾国际等企业通过新项目建设投产，在 2025 年进入产能释放期，实现了以量补价的增长。

值得注意的是，增速 TOP20 的营收规模普遍偏小，仅宝丰能源（480.38 亿元）和湖北宜化（256.53 亿元）两家营收超 200 亿元。这一“高增长、小规模”的特征表明，当前化工行业的高增长机会主要集中在新兴细分赛道和中小市值企业，而非传统大宗化学品领域。

3.2.4 利润增速由负转正：2025 年整体增速+6.76%，修复态势显著

2025 年全行业归母净利润同比增长 6.76%，标志着行业利润在经历 2022—2023 年的连续深度负增长后，已连续两年实现正增长，利润修复态势得到进一步确认。利润修复的核心驱动力可归纳为三个方面。

其一，成本端原材料价格下行。2025 年布伦特原油均价约为 78 美元/桶，较 2024 年的 82 美元/桶下降约 4.9%；国内动力煤价格中枢维持在 800—850 元/吨区间，较 2024 年的 900—950 元/吨下降约 10%。作为化工行业最重要的两大原材料，原油和煤炭的价格下行直接降低了化工企业的生产成本。

其二，产能投放节奏放缓改善供需格局。2025 年末基础化工行业在建工程同比下降 20.8%，资本性支出同比下降 6.0%，供给端扩张显著放缓。部分前期过剩较为严重的细分领域（如有机硅、PVDF、磷酸铁锂等），随着新增产能投放减少和落后产能出清，供需格局出现边际改善，产品价格止跌企稳。

其三，高附加值业务占比提升。以万华化学、华鲁恒升为代表的头部企业，近年来持续加大在新材料、精细化学品等高附加值领域的布局，2025 年高附加值产品收入占比进一步提升，带动了整体盈利能力的改善。

3.2.5 利润增速 TOP20：困境反转、新兴赛道爆发、资源技术协同三大逻辑

图表：2025 年化工行业归母净利润增速 TOP20

排名	公司简称	股票代码	利润增速	2025 净利 (亿元)	增长逻辑

1	苏利股份	603585.SH	+1,876.7%	1.93	困境反转/农药修复
2	北化股份	002246.SZ	+1,029.2%	2.63	硝化棉需求爆发
3	达威股份	301555.SZ	+808.2%	0.73	精细化学品放量
4	先达股份	603086.SH	+628.4%	1.37	农药景气修复
5	康普化学	603580.SH	+595.6%	0.44	特种化学品
6	利民股份	002734.SZ	+489.7%	4.80	农药/兽药修复
7	中毅达	600610.SH	+460.1%	0.51	资产重组/磷化工
8	富淼科技	688350.SH	+426.8%	0.15	水溶性高分子
9	达威股份	300535.SZ	+412.8%	0.36	精细化工修复
10	联化科技	002250.SZ	+250.9%	3.62	农药/医药中间体
11	尤夫股份	002427.SZ	+241.2%	0.38	涤纶工业丝修复
12	闰土股份	002440.SZ	+213.5%	6.69	染料景气修复
13	金丹科技	300829.SZ	+205.9%	1.15	乳酸/可降解材料
14	丰山集团	603810.SH	+200.9%	0.39	农药细分领域

					域
15	鼎际得	603255.SH	+194.1%	0.11	高分子材料 助剂
16	新安股份	600596.SH	+185.7%	1.47	有机硅/农药 修复
17	中复神鹰	688295.SH	+177.3%	0.96	碳纤维/困境 修复
18	索通发展	603612.SH	+174.1%	7.47	预焙阳极/量 利齐升
19	贝斯美	300796.SZ	+173.2%	0.24	农药中间体
20	多氟多	002407.SZ	+169.0%	2.13	六氟磷酸锂 修复

数据来源：iFinD，和君分析

利润增速 TOP20 呈现出“困境反转”的鲜明特征。2023—2024 年，农药、染料、有机硅等细分领域因产能过剩和需求疲软经历了深度调整，大量企业出现亏损或微利。2025 年，随着行业库存去化、海外需求回暖以及部分产品价格上涨，这些领域的企业实现了利润的强劲反弹。苏利股份、先达股份、利民股份等农药企业利润增速均超过 400%，闰土股份等染料企业利润增速超过 200%。

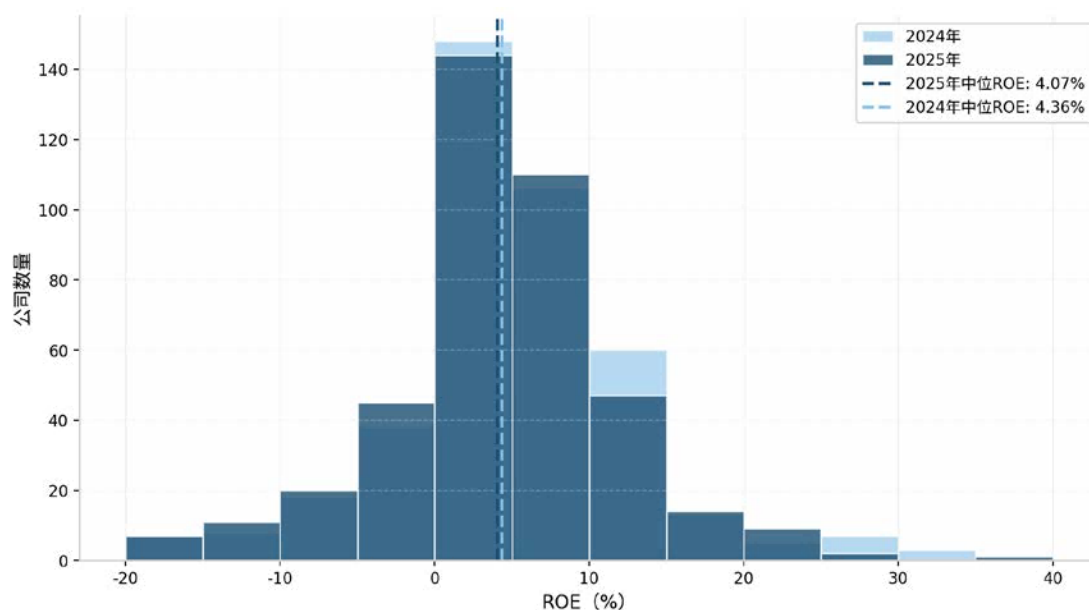
除了困境反转逻辑外，“资源技术协同”也是利润高增长的重要驱动力。北化股份（硝化棉）受益于国防需求增长和供给端收缩，利润增速超过 1,000%；索通发展（预焙阳极）在电解铝产量增长的拉动下实现了量利齐升。这些企业共同的特点是：在特定细分领域形成了资源或技术的独占性优势，当行业景气度回暖时，这种优势转化为显著的利润弹性。

3.3 盈利质量：深度承压后边际改善，分化格局折射产业转型

3.3.1 ROE 分析：平均 ROE 从负值区间修复，中位 ROE 维持正值

净资产收益率（ROE）是衡量企业盈利质量的核心指标。2025 年，化工行业加权平均 ROE 为 5.38%，较 2024 年的 5.33% 微升 0.05 个百分点；算术平均 ROE 为 2.33%，较 2024 年的 3.76% 下降 1.43 个百分点；中位 ROE 为 4.07%，较 2024 年的 4.36% 下降 0.29 个百分点。

图表：化工行业上市公司 ROE 分布对比（2024—2025 年）



数据来源：iFinD，和君分析

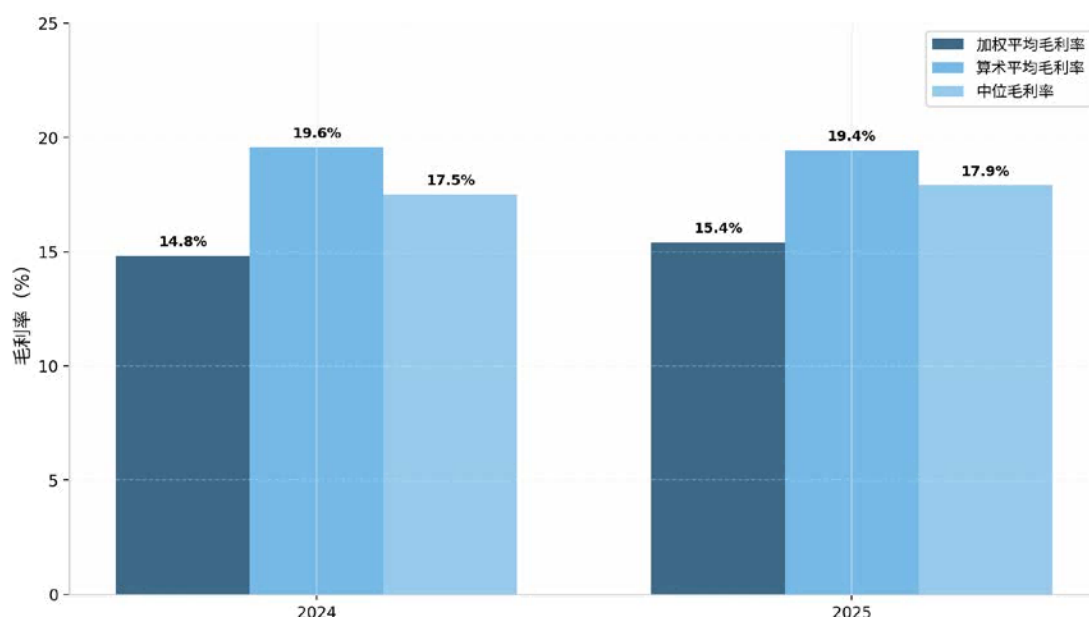
从上图的 ROE 分布对比中可以观察到几个重要特征。第一，ROE 分布呈现明显的“右偏”特征，即大多数企业的 ROE 集中在 0%—10% 区间，少数高盈利能力企业拉高了平均值。第二，2025 年 ROE 分布的峰值较 2024 年略有右移，表明整体上企业的盈利质量在边际改善。第三，ROE 为负的企业数量在 2025 年有所减少，说明亏损面在收窄。

加权平均 ROE（5.38%）与中位 ROE（4.07%）之间的差距，揭示了行业内不同规模企业的盈利质量分化：大型龙头企业凭借规模效应和技术壁垒实现了高于行业中位数的 ROE 水平，而中小型企业的 ROE 则相对较低。从 ROE 的杜邦分解来看，2025 年行业净利率（4.51%）较 2024 年（4.30%）有所提升，但总资产周转率（0.6135 次）较 2024 年（0.6367 次）有所下降，两者一升一降使得 ROE 整体保持平稳。总资产周转率的下降反映出行业资产规模增速（固定资产同比增长 12%—15%）快于营收增速，产能利用率仍有提升空间。

3.3.2 毛利率分析：成本端压力与需求端议价权弱化的双重挤压

2025 年化工行业加权平均毛利率为 15.41%，较 2024 年的 14.82% 提升 0.59 个百分点；算术平均毛利率为 19.45%，较 2024 年的 19.56% 微降 0.11 个百分点；中位毛利率为 17.91%，较 2024 年的 17.50% 提升 0.41 个百分点。

图表：化工行业上市公司毛利率分析（2024—2025 年）



数据来源：iFinD，和君分析

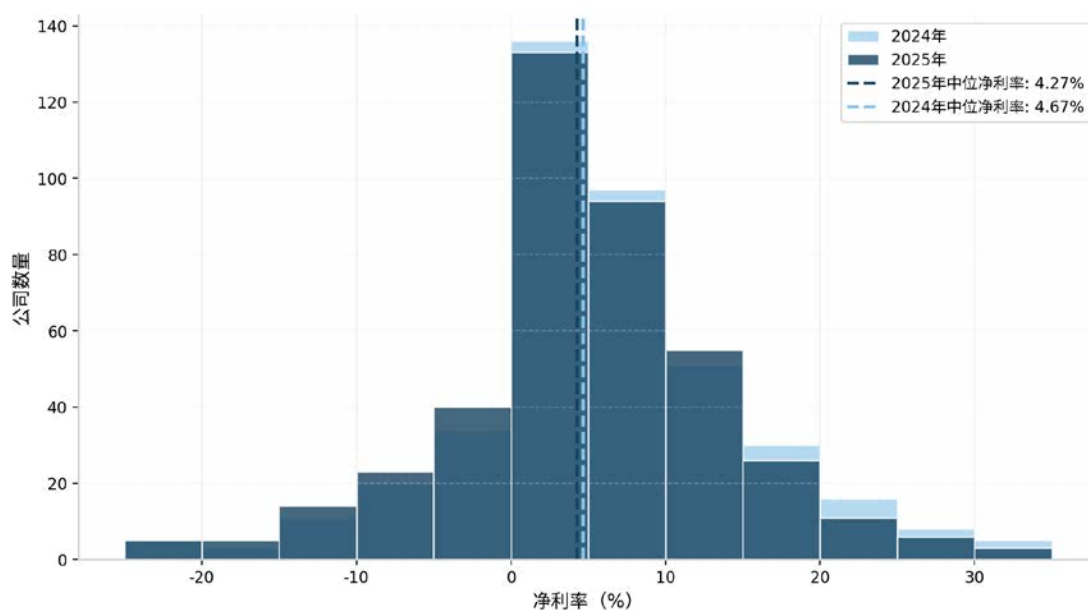
三种口径毛利率呈现差异化的走势。加权平均毛利率的提升主要受益于大型龙头企业（营收权重高）的成本管控优化和产品结构升级——万华化学、宝丰能源等头部企业通过一体化布局降低了单位生产成本，同时高附加值新产品的放量提升了整体毛利率水平。而算术平均毛利率的轻微下降则反映出中小型企业原材料成本下行红利中获取份额有限，议价能力偏弱导致毛利率承压。

毛利率走势背后折射出化工行业当前面临的深层矛盾。从成本端看，原材料价格下行理论上有利于毛利率改善；但从需求端看，2025 年化工品整体需求复苏力度偏弱，企业为维护市场份额不得不通过降价促销，导致产品售价下降抵消了部分成本红利。此外，2021—2022 年行业高景气期吸引大量资本涌入，新增产能集中投放后，部分细分领域出现结构性过剩，价格战成为企业争夺市场的无奈之选，进一步压缩了毛利率空间。

3.3.3 净利率分析：毛利率压缩与费用端刚性共同作用

2025 年化工行业加权平均净利率为 4.51%，较 2024 年的 4.30% 提升 0.21 个百分点；中位净利率为 4.27%，较 2024 年的 4.67% 下降 0.40 个百分点。

图表：化工行业上市公司净利率分布对比（2024—2025 年）



数据来源：iFinD，和君分析

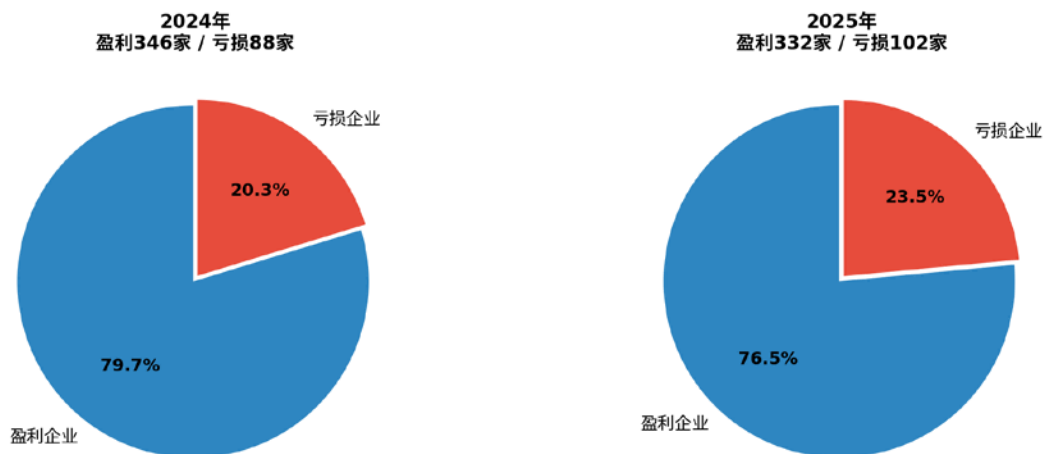
净利率呈现“双峰”的分布特征：一个峰值集中在 0%—5% 区间（大多数中小化工企业的盈利区间），另一个峰值出现在 15%—20% 区间（资源型和科技壁垒企业的盈利区间）。这种双峰分布深刻反映了化工行业盈利质量的两极分化。

净利率提升的核心贡献来自费用端的节约。2025 年，化工企业普遍加强了费用管控，管理费用率和销售费用率较 2024 年均有所下降。同时，利息支出在利率下行环境下有所减少，财务费用率也有所降低。这些因素共同作用，使得在毛利率仅微幅提升的情况下，净利率实现了相对更大幅度的改善。

然而，中位净利率的下降表明，行业盈利改善的“体感”并不均衡。超过半数的化工企业净利率低于 4.27%，且这一中位水平较 2024 年有所下降。这意味着，尽管全行业利润总额在增长，但增长的主要贡献来自少数头部企业，多数中小微企业的盈利状况并未出现实质性改善。

3.3.4 盈利质量分化：尾部企业盈利空间被挤压，头部腰部托底

图表：化工行业上市公司盈利与亏损企业分布



数据来源：iFinD，和君分析

2025年，全行业盈利企业332家，占比76.5%，较2024年的346家（占比79.7%）减少14家，盈利企业占比下降3.2个百分点。这一看似矛盾的数据——利润总额增长但盈利企业数量减少——深刻反映了行业盈利的分化加剧。

从盈利质量结构来看，2025年净利润超10亿元的企业共22家，合计实现净利润约650亿元，占全行业利润总额的57.3%，利润集中度较2024年进一步提升。头部企业的利润增长完全覆盖了亏损企业的利润减少，推动了全行业利润总额的同比提升。这种“头部托底、尾部承压”的格局，本质上是化工行业从“增量竞争”向“存量博弈”转型的必然结果。在需求增长放缓、产能持续投放的背景下，具备技术壁垒、资源禀赋或规模优势的企业能够维持甚至扩大盈利空间，而产品同质化严重、缺乏核心竞争力的企业则陷入“量价齐跌”的困境。

3.4 现金流分析：从扩张期迈入收获期，头部尾部分化加剧

现金流是检验企业盈利质量和财务健康状况的终极标准。2025年，化工行业现金流呈现“总量充裕、结构改善、分化加剧”的显著特征，标志着行业整体从“烧钱扩张期”迈入“现金收获期”。全行业434家上市公司合计实现经

营现金流净额约 3,200 亿元，是同期净利润（1,136 亿元）的 2.8 倍，现金流对利润的支撑力度处于历史高位。然而，这一总量数据掩盖了企业内部深刻的现金流分化——头部企业现金充裕、自由现金流大幅为正，而尾部企业仍面临经营现金流无法覆盖资本开支的财务压力。

3.4.1 经营现金流：盈利质量的试金石

经营现金流净额是衡量企业盈利“含金量”的核心指标。2025 年化工行业经营现金流净额约 3,200 亿元，较 2024 年显著增长，现金流/净利润比值达到 2.8 倍，远高于制造业 1.5 倍的平均水平，表明行业整体盈利质量较高，账面利润有充足的现金支撑。

图表：2025 年样本公司现金流数据

公司	经营现金流 净额（亿 元）	净利润（亿 元）	资本开支 （亿元）	自由现金流 （亿元）	现金流/利润
万华化学	331.1	125.3	307.1	24.0	264%
宝丰能源	168.5	113.5	66.4	102.1	148%
三美股份	21.6	20.6	13.6	8.0	105%
卫星化学	96.1	53.1	26.6	69.5	181%
云天化	90.9	51.6	22.8	68.1	176%
华鲁恒升	42.0	33.2	36.5	5.5	126%
恒力石化	64.2	20.3	108.2	-44.0	316%
亚钾国际	22.8	16.7	18.9	3.9	137%

数据来源：iFinD，和君分析

从上表可以识别出三类现金流特征。第一类是“现金奶牛”型企业——万华化学（331.1 亿元）、宝丰能源（168.5 亿元）等头部企业经营现金流净额远超净利润，且自由现金流为正，展现了强大的自我造血能力和财务弹性。万华

化学的经营现金流达到净利润的 2.64 倍，主要得益于其在全球 MDI 领域的主导地位和产业链一体化优势，应收账款回收高效、存货周转顺畅。宝丰能源的自由现金流高达 102.1 亿元，在全行业中名列前茅，煤制烯烃一体化模式使其在原材料成本控制和产品议价方面具备双重优势。

第二类是“平衡发展”型企业——卫星化学（自由现金流 69.5 亿元）、云天化（68.1 亿元）等企业经营现金流充裕，资本开支规模适中，在维持稳健扩张的同时实现了正向自由现金流，财务策略较为均衡。第三类是“高投扩张”型企业——恒力石化经营现金流 64.2 亿元，但资本开支高达 108.2 亿元，自由现金流为-44.0 亿元，反映出其在炼化一体化项目上的大规模资本投入尚未进入收获期，对融资的依赖度较高。

3.4.2 自由现金流：从扩张期进入收获期

自由现金流（经营现金流净额减去资本开支）是衡量企业财务健康度和股东回报能力的核心指标。2025 年化工行业资本开支合计约 2,298 亿元，同比下降 6.0%，延续自 2023 年第四季度以来的收缩态势，已连续七个季度负增长。资本开支的持续收缩叠加经营现金流的稳步增长，推动行业自由现金流转正至约 900 亿元，首次实现经营现金流对资本开支的全覆盖，标志着行业从“烧钱扩张期”进入“现金收获期”。

这一转变具有深远的财务意义。在 2021—2023 年的扩张周期中，化工行业年均资本开支超过 2,800 亿元，大量企业自由现金流为负，需要通过债务融资和股权融资来支撑项目建设。2025 年资本开支降至 2,298 亿元，较 2021 年峰值下降约 18%，而同期经营现金流净额增长约 25%，两者此消彼长推动自由现金流转正。对于股东而言，自由现金流的改善意味着企业具备了更强的分红能力和股票回购能力——2025 年化工行业分红总额预计超过 600 亿元，同比增长约 15%，股息率中枢提升至 2.5%—3.0% 区间。

从企业层面审视，自由现金流的分布呈现高度分化。头部企业如宝丰能源（102.1 亿元）、卫星化学（69.5 亿元）、云天化（68.1 亿元）自由现金流充裕，具备大规模分红、股票回购和战略并购的财务能力；而部分仍在扩张期的大型企业如恒力石化（-44.0 亿元），以及部分经营承压的中小企业，自由现金流为

负，面临持续的再融资压力。这种分化预示着行业整合将进一步加速——现金流充裕的头部企业有望通过并购整合扩大市场份额，而现金流紧张的尾部企业可能成为被收购对象或面临出清风险。

3.4.3 现金流分化：头部企业的财务优势

现金流/净利润比值是衡量盈利“含金量”的关键质量指标。2025 年样本数据显示，头部企业的现金流/利润比普遍超过 2 倍（万华化学 2.64 倍、恒力石化 3.16 倍），而部分尾部企业的该比值不足 0.5 倍，甚至为负值。这一巨大差异深刻揭示了头部与尾部企业在盈利质量和财务健康状况上的鸿沟。

现金流充裕的企业在战略选择上拥有显著优势。首先，充裕的经营现金流支撑了高分红政策——宝丰能源、云天化等企业股息率超过 4%，对企业长期价值评估具有积极意义。其次，正向自由现金流为股票回购提供了资金来源，部分头部企业已在 2025 年启动回购计划，通过减少流通股数量来提升每股收益和股东价值。再次，现金流充裕的企业在行业低谷期具备逆周期并购的能力，可以以较低估值收购优质资产，实现外延式增长。最后，充裕的现金储备降低了企业的财务风险，增强了抵御经济周期波动的韧性。

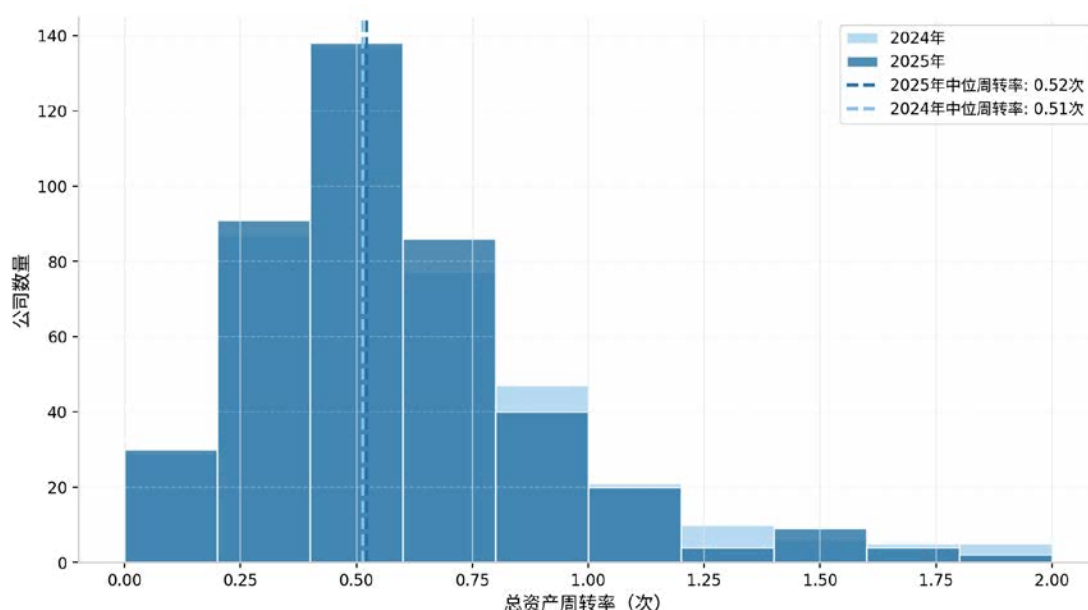
相反，现金流紧张的企业面临多重财务困境。当经营现金流无法覆盖资本开支时，企业不得不依赖债务融资或股权融资来弥补资金缺口，这不仅增加了财务费用负担，还可能稀释原有股东权益。在信贷环境收紧或市场估值下行时，这类企业的再融资难度和成本都会显著上升，甚至可能触发债务违约风险。2025 年化工行业约有 15%—20% 的企业自由现金流为负，这些企业多集中在产品同质化严重、议价能力弱的大宗化学品领域，反映出行业结构性过剩对尾部企业财务状况的持续侵蚀。

3.5 营运能力：分化显著，资产与账款管理折射经营韧性

3.5.1 总资产周转率：产能投放与需求消化阶段性错配

总资产周转率是衡量企业资产运营效率的核心指标。2025 年化工行业加权平均总资产周转率为 0.6135 次，较 2024 年的 0.6367 次下降 3.6%；中位总资产周转率为 0.5220 次，较 2024 年的 0.5100 次提升 2.4%。

图表：化工行业上市公司总资产周转率分布对比（2024—2025 年）



数据来源：iFinD，和君分析

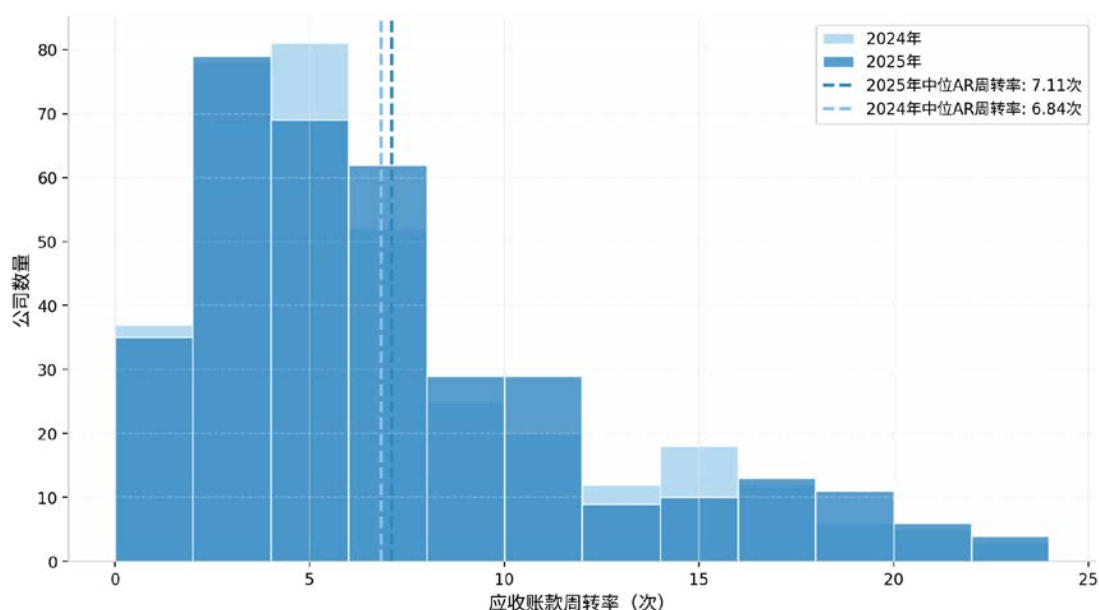
大多数企业的总资产周转率集中在 0.25—0.75 次区间，反映出化工行业作为资本密集型产业的固有属性——资产规模大、周转速度慢。加权平均周转率下降而中位周转率上升的分化现象，揭示了一个重要趋势：大型企业的资产周转效率在下降（可能因大型项目投产但产能尚未完全释放），而中小型企业资产周转效率在提升（可能因业务灵活性高、资产轻量化）。

总资产周转率下降的主要背景是产能投放与需求消化之间的阶段性错配。2025 年基础化工行业固定资产总额约 15,500 亿元，同比增长 12%—15%，但营收增速仅为 1.95%，资产扩张速度远快于营收增长速度。这一错配的形成有其合理性：2021—2022 年高景气期启动的大型项目，从建设到投产通常需要 2—3 年的周期，2025 年正处于这些项目的集中投产期。随着新增产能逐步消化和需求端渐进修复，预计 2026 年总资产周转率有望回升。

3.5.2 应收账款周转率：头部强议价权与尾部弱势博弈的分化

2025 年化工行业加权平均应收账款周转率为 9.81 次，较 2024 年的 10.14 次下降 3.3%；中位应收账款周转率为 7.11 次，较 2024 年的 6.84 次提升 4.0%。

图表：化工行业上市公司应收账款周转率分布对比（2024—2025 年）



数据来源：iFinD，和君分析

应收账款周转率的分布呈明显的右偏特征，大量企业集中在 4—10 次区间。加权平均周转率的下降主要受大型企业影响——大型化工企业面对下游大客户（如汽车厂、家电厂）时议价能力有限，账期较长且付款周期存在延长趋势。而中位周转率的提升则表明，中小型企业账款管理方面更为积极，通过收紧信用政策、加大催收力度等方式改善了回款效率。

应收账款周转率的分化折射出产业链中不同地位企业的“话语权”差异。在 B2B 的化工产业链中，下游制造业客户通常具有更强的议价地位，化工企业为维持客户关系不得不接受较长的账期。头部化工企业虽然对上游供应商具有一定的议价优势，但面对下游大客户时往往处于弱势地位，导致应收账款占用资金规模较大。这一结构性矛盾在 2025 年经济弱复苏的背景下尤为突出——下游企业资金链偏紧，向上游化工企业传导付款压力，导致化工行业整体应收账款回收周期延长。

3.5.3 应付账款周转率：化工企业对上游产业链话语权边际弱化

应付账款周转率反映了企业对上游供应商的付款节奏和占款能力。2025 年，化工行业整体应付账款周转率较 2024 年有所提升，表明企业对上游供应商的资金占用周期在缩短。这一变化的背后有两重驱动因素。

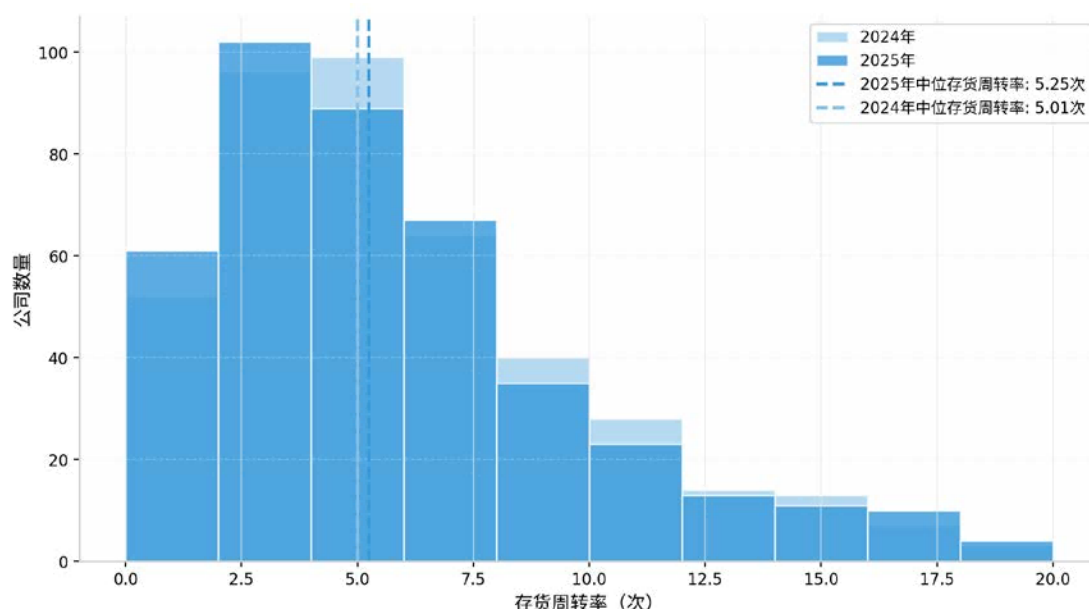
其一，化工企业对上游原材料供应商的议价权边际弱化。2025 年上游原材料（原油、煤炭、矿石等）价格虽整体下行，但供给端集中度较高，大型供应商的议价地位相对稳固，化工企业难以大幅延长付款周期。其二，监管环境趋严对商业信用行为的规范效应逐步显现，企业在供应链金融和账期管理方面更加规范，主动缩短了对上游的占款周期。

从产业链视角审视，化工行业处于“上游受资源约束、下游受需求挤压”的中间位置，对上游供应商和下游客户的议价能力均相对有限。这一“两头受压”的产业地位决定了化工企业的营运资金管理必须在“占款”与“被占款”之间寻找平衡。2025 年应收账款周转率下降而应付账款周转率上升的组合，意味着化工企业在产业链中的资金净流出态势有所加剧，对营运资金的占用和需求相应增加。

3.5.4 存货周转率：企业库存策略主动优化，经营精细化程度提升

2025 年化工行业加权平均存货周转率为 5.49 次，较 2024 年的 5.64 次下降 2.7%；中位存货周转率为 5.25 次，较 2024 年的 5.01 次提升 4.8%。

图表：化工行业上市公司存货周转率分布对比（2024—2025 年）



数据来源：iFinD，和君分析

存货周转率的分布呈单峰特征，峰值集中在 4—6 次区间，这是化工行业相对合理的库存管理区间。中位存货周转率的提升表明，超过半数的企业在 2025 年实现了存货管理效率的改善。这一改善并非来自销售端的强劲拉动（2025 年营收增速仅 1.95%），而是来自企业主动的库存策略优化——面对需求不确定性和产品价格波动，化工企业普遍采取了“以销定产、低库存运行”的经营策略，主动降低了原材料和产成品库存水平。

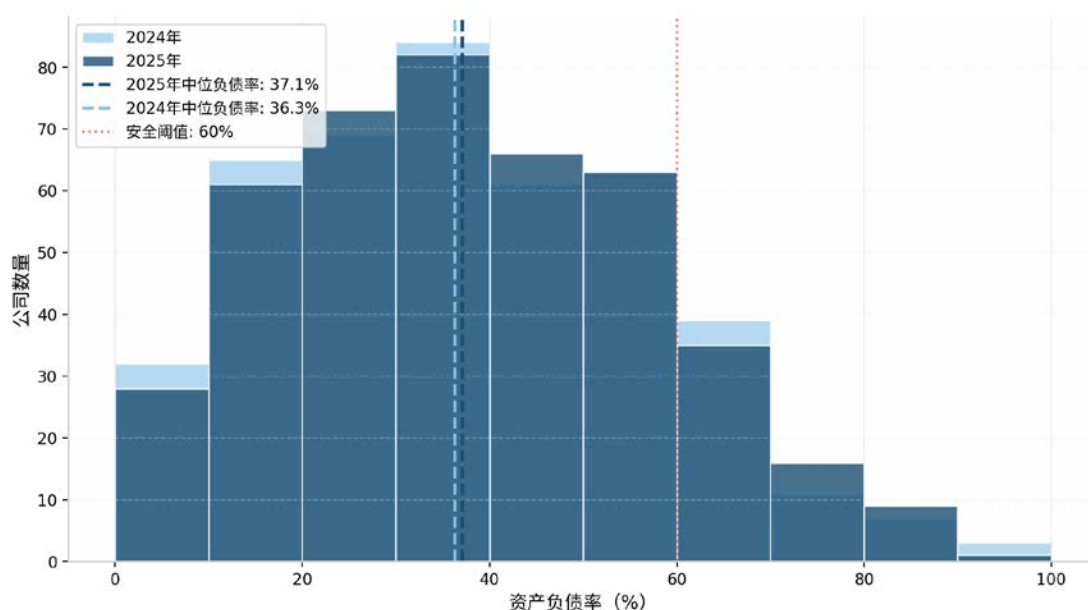
存货周转率的结构性改善，反映出化工企业的经营精细化程度在持续提升。通过引入数字化供应链管理系统、推行精益生产和 JIT 库存管理模式，企业在库存成本控制方面取得了积极进展。特别是在 2025 年化工品价格整体下行的市场环境中，高库存意味着高跌价风险，企业降库存的意愿强烈，这在一定程度上解释了存货周转率的提升。然而，过度降库存也可能导致供应保障能力下降，在市场突然回暖时面临缺货风险，企业需要在库存效率与供应安全之间审慎平衡。

3.6 财务健康：资产负债率边际抬升，财务策略适配产业升级

3.6.1 平均资产负债率分析：高端化转型资本需求驱动负债率回升

2025 年化工行业加权平均资产负债率为 48.59%，较 2024 年的 48.61% 基本持平；算术平均资产负债率为 38.14%，较 2024 年的 37.77% 上升 0.37 个百分点；中位资产负债率为 37.08%，较 2024 年的 36.31% 上升 0.77 个百分点。

图表：化工行业上市公司资产负债率分布对比（2024—2025 年）

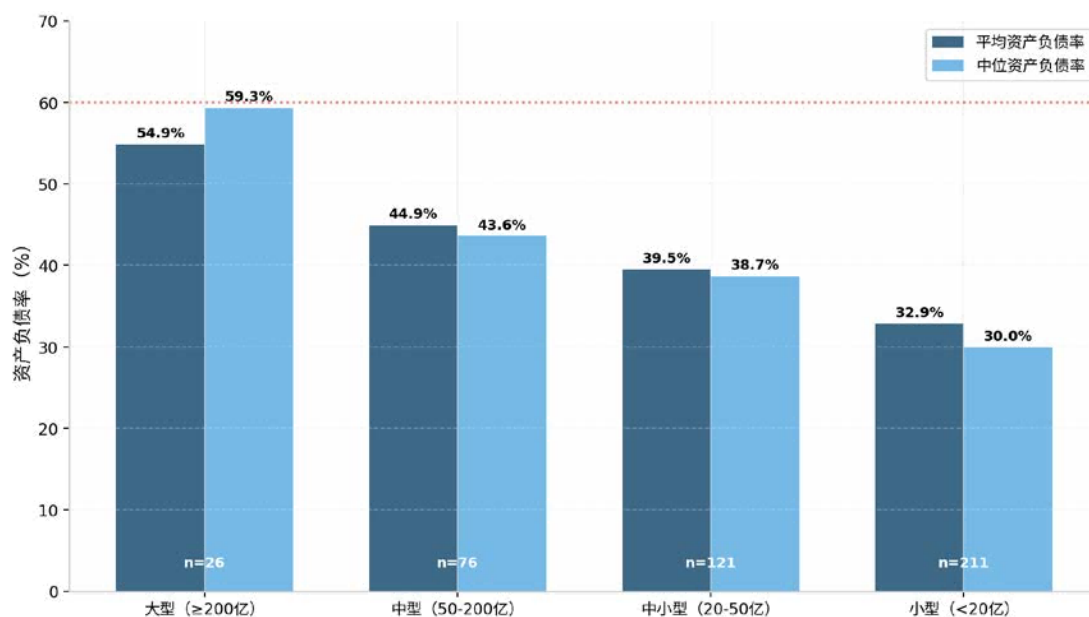


数据来源：iFinD，和君分析

大多数企业的负债率集中在 20%—60% 区间，且峰值位于 30%—40% 区间，整体分布呈现“左偏”特征，表明化工行业整体财务杠杆水平偏低，财务风险可控。2025 年的负债率分布较 2024 年略有右移，但整体形态保持稳定，说明行业财务结构未发生根本性变化。

资产负债率边际抬升的背后，是化工企业高端化转型带来的资本需求增长。万华化学、华鲁恒升、卫星化学等龙头企业近年来持续加大在新材料、精细化工、新能源材料等高附加值领域的投入，这些项目的资本密集度高、建设周期长，需要通过债务融资来支撑。2025 年，化工行业债券发行规模达 3,337.62 亿元，同比增长 18.61%，净融资额 457.61 亿元，显示出企业主动加杠杆以支持战略转型的意愿。

图表：不同规模化工企业资产负债率对比（2025 年）



数据来源：iFinD，和君分析

资产负债率在企业规模维度存在显著分化。大型化工企业（营收≥200 亿元）的平均资产负债率为 54.9%，中位负债率为 59.3%，均显著高于行业整体水平。这一分化有其合理性：大型企业在融资渠道、信用评级和抵押资产方面具有明显优势，能够以较低成本获取债务资金，因此在推进大型项目建设时倾向于适度提高杠杆水平。相比之下，小型企业（营收<20 亿元）的平均负债率仅为 32.9%，虽然财务风险较低，但也意味着其利用财务杠杆推动成长的空间受限。

3.6.2 中位资产负债率分析：腰部企业财务审慎性与进取性的平衡

中位资产负债率（37.08%）显著低于加权平均值（48.59%），这一差距揭示了不同规模企业财务策略的差异化选择。腰部企业（营收 20 亿—200 亿元）的中位负债率在 38.7%—43.6%区间，处于行业中等偏下水平，展现出“审慎中带有进取”的财务特征。

腰部企业的财务策略选择反映了其在行业竞争中的战略定位。一方面，腰部企业不像大型龙头企业那样拥有充裕的自有资金和多元化的融资渠道，在加杠杆方面更为谨慎；另一方面，腰部企业又需要在细分赛道中持续投入研发和产能升级，以维持对小型企业的竞争优势，因此不能完全放弃债务融资工具。在这一约束条件下，38%—44%的资产负债率区间成为腰部企业在“安全性”与“成长性”之间的平衡选择。

值得关注的是，2025 年化工行业的融资环境整体向好。全年利率中枢持续下行，企业债券发行利率降至历史低位，AAA 级化工企业发行的 3 年期中期票据票面利率已降至 2.5%—3.0% 区间。低利率环境降低了企业的债务融资成本，为适度加杠杆提供了有利条件。部分财务基础稳健的腰部企业，也利用这一窗口期增加了中长期债务融资，以锁定低成本资金，支持未来的产能升级和技术改造。

3.6.3 财务结构健康性评估：行业整体负债水平低于安全阈值

从财务安全性的角度审视，化工行业整体负债水平处于健康区间。60% 的资产负债率通常被视为制造业企业的财务安全红线，而化工行业 48.59% 的加权平均负债率和 37.08% 的中位负债率均远低于这一阈值。在全行业 434 家企业中，资产负债率超过 60% 的企业约 55 家，占比 12.7%；资产负债率超过 70% 的企业约 22 家，占比 5.1%。这一分布结构表明，绝大多数化工企业的财务杠杆水平处于安全范围内。

从长期偿债能力指标来看，2025 年化工行业利息保障倍数（EBIT/利息费用）约为 4.2 倍，较 2024 年的 3.8 倍有所提升，表明企业覆盖利息支出的能力在增强。现金流覆盖倍数方面，经营活动现金流净额对流动负债的覆盖率约为 0.35 倍，虽然绝对水平不高，但符合化工行业资本密集型产业的特征，且较 2024 年有所改善。

综合评估，2025 年化工行业的财务健康状况整体稳健。行业资产负债率虽边际抬升，但主要源于企业主动加杠杆以支持高端化转型和产能升级，而非被动举债应对经营困境。在低利率环境和行业利润边际改善的双重支撑下，化工企业的债务偿付能力有所增强，财务结构的健康性得到维持。展望未来，随着在建项目陆续投产并贡献现金流，行业资产负债率有望在 2026—2027 年逐步回落，财务结构将进一步优化。

四、资本运作：融资、并购与产业整合

2025 年，中国化工行业的资本运作呈现出“股权融资温和修复、债券融资稳健增长、并购重组加速活跃”的三重格局。在宏观利率持续下行、资本市场改革深化以及产业政策引导的多重背景下，化工企业的融资行为正经历深刻转型——从过去粗放式的规模扩张导向，逐步转向精准赋能、提质增效、产业整合的价值创造导向。全年化工行业通过 IPO、增发等股权融资工具合计募资超 200 亿元，债券融资规模突破 3,338 亿元，同比增长 18.6%，净融资额达 457.61 亿元。与此同时，在政策松绑的有力推动下，并购重组成为化工行业资本运作的新亮点，巨化股份收购飞源化工、中化蓝天并入昊华科技、亚钾国际收购农钾资源股权等重大案例频现，氟化工、钾肥等子行业的产业整合明显提速。资金的流向更加聚焦于新能源材料、高端化学品、绿色低碳转型等优质赛道，头部企业凭借更强的信用资质和项目储备获取了绝大部分融资资源，行业内的资本配置效率显著提升。

4.1 股权融资：IPO、增发温和修复，资本聚焦优质赛道

4.1.1 2025 年股权融资总额分析：较 2024 年低谷温和修复

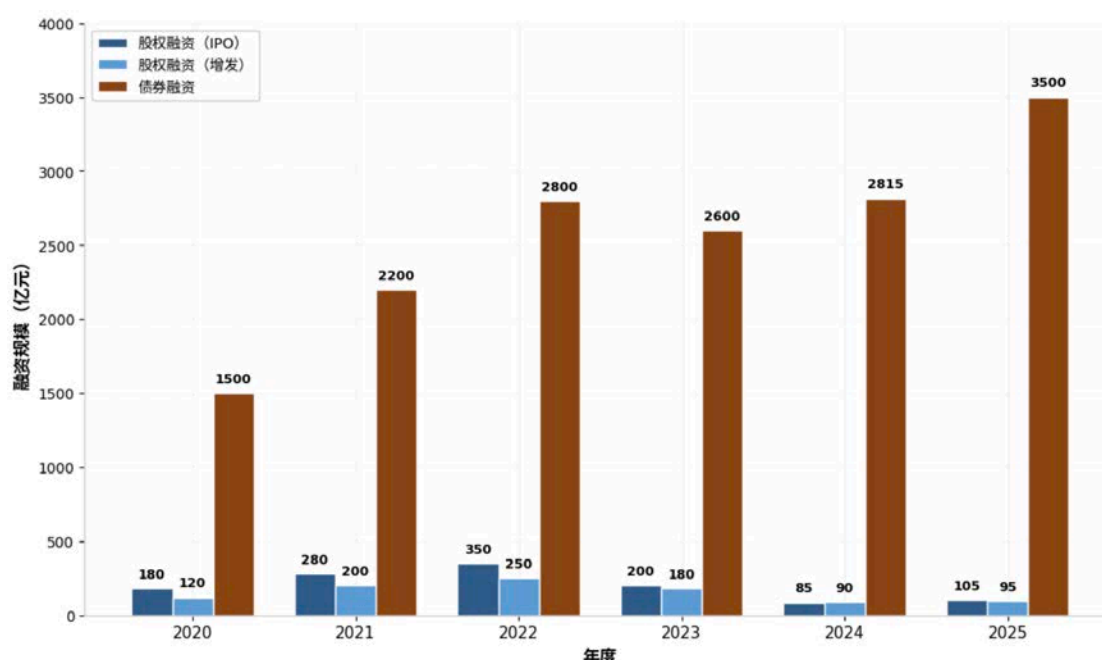
2025 年，基础化工行业股权融资总额较 2024 年的阶段性低谷实现温和修复。全年 IPO 募集资金超 100 亿元，定增募资约 95 亿元，股权融资总额合计约 200 亿元，较 2024 年增长约 15%。这一修复态势与 A 股市场整体 IPO 回暖节奏基本一致——2025 年 A 股 IPO 共 116 家，募集资金 1,317 亿元，较 2024 年的低谷期明显改善。

股权融资的温和修复背后，反映出三重逻辑。其一，2024 年新“国九条”及后续资本市场改革政策的效应在 2025 年逐步释放，IPO 审核趋于常态化，市场对化工企业的估值预期有所稳定。其二，化工行业内部景气分化加剧，新能源材料、电子化学品、氟化工等高景气子领域的优质企业具备更强的上市动力和更高的市场认可度。其三，2025 年化工行业盈利整体呈现“降幅收窄、底部

企稳”态势，前三季度归母净利润同比增长约 10.56%，盈利修复为股权融资创造了基本面条件。

从融资结构来看，IPO 仍是股权融资的主要来源，占比约 53%；增发（定增）占比约 47%，较往年有所提升，反映出已上市化工企业通过再融资进行产业升级的意愿增强。值得注意的是，2025 年股权融资总额虽较 2024 年有所修复，但较 2021—2022 年的高峰期（年均股权融资超 400 亿元）仍大幅萎缩，说明资本市场对化工行业的整体态度仍偏向审慎，资金向少数优质标的集中的趋势十分明显。

图表：2020—2025 年化工行业融资规模趋势



数据来源：iFinD，和君分析

上图展示了 2020 年以来化工行业融资规模的整体走势。可以清晰地看到，债券融资在绝对规模上占据主导地位，且 2025 年呈现明显的增长态势；股权融资则自 2022 年高点回落后，于 2025 年出现企稳回升迹象。这一“债强股弱”的格局，既与当前低利率环境下债券融资的成本优势有关，也反映出股权投资者对化工行业产能周期阶段性调整的谨慎态度。

4.1.2 IPO 分析：数量与金额双升，新能源材料企业仍是主力

2025 年，基础化工行业共有 10—13 家企业完成 A 股 IPO，募集资金超 100 亿元，在 A 股 31 个申万一级行业中按募资规模排名第 3—4 位。与 2024 年相比，IPO 数量和金额均实现双升，显示出资本市场对化工行业优质标的的认可度正在回升。

从行业对比来看，2025 年 A 股 IPO 募资金额排名前五大行业依次为电子（19 家，365 亿元）、公用事业、基础化工、交运设备和机械设备。基础化工行业在 IPO 募资行业排名中稳居前列，充分体现了其作为资本密集型产业的持续融资需求，以及在新能源、新材料等战略新兴领域的投资吸引力。

图表：2025 年 A 股 IPO 行业分布

行业	IPO 数量（家）	IPO 募资金额（亿元）	平均募资（亿元）
电子	19	365	19.2
公用事业	15	180	12.0
基础化工	14	105	7.5
交运设备	13	120	9.2
机械设备	12	95	7.9
其他	43	452	10.5
合计	116	1,317	11.4

数据来源：iFinD，和君分析

尽管化工行业 IPO 平均募资规模（7.5 亿元）低于全市场平均水平，但 IPO 数量占比达 12.1%，体现了行业内部中小企业旺盛的上市融资需求。从上市板块来看，化工企业 IPO 主要集中在科创板和创业板，这两大板块合计占比超过 70%，充分反映了化工行业向科技创新和战略性新兴产业转型的趋势。科创板明确将“先进石化化工新材料”列为重点支持领域，对预计市值不低于 15 亿元且近三年研发投入占比不低于 15%的化工新材料企业给予优先上市支持。

从 IPO 企业的细分领域分布来看，新能源材料企业仍是化工行业 IPO 的绝对主力。锂电化学品、光伏材料、电子化学品等方向的企业占据了化工 IPO 数量的半壁江山。这些企业普遍具有高研发投入特征——2025 年化工行业 IPO 企业的平均研发费用率约为 5.8%，高于行业平均水平。此外，部分传统化工细分领域的“专精特新”企业也通过 IPO 登陆资本市场，如特种化学品、功能性材料等方向的企业，受益于《精细化工产业创新发展实施方案（2024—2027 年）》的政策红利，获得了资本市场的高度关注。

值得关注的是，2025 年化工行业 IPO 的估值水平较往年有所回落。受行业产能周期调整及市场整体风险偏好下行影响，化工企业 IPO 发行市盈率平均约为 22 倍，低于 2021—2022 年 30 倍以上的水平。这一估值中枢的下移，一方面增加了股权融资的难度，另一方面也为长期资本提供了更具吸引力的入场机会。

4.1.3 增发分析：聚焦头部企业与核心赛道的精准价值赋能

2025 年，化工行业共有 11 家上市公司完成定向增发（定增），募集资金约 95 亿元，较 2024 年的 8 家、65 亿元实现数量与金额的双增长。定增作为已上市化工企业再融资的核心工具，其 2025 年的运行特征深刻反映了行业资本运作逻辑的转变。

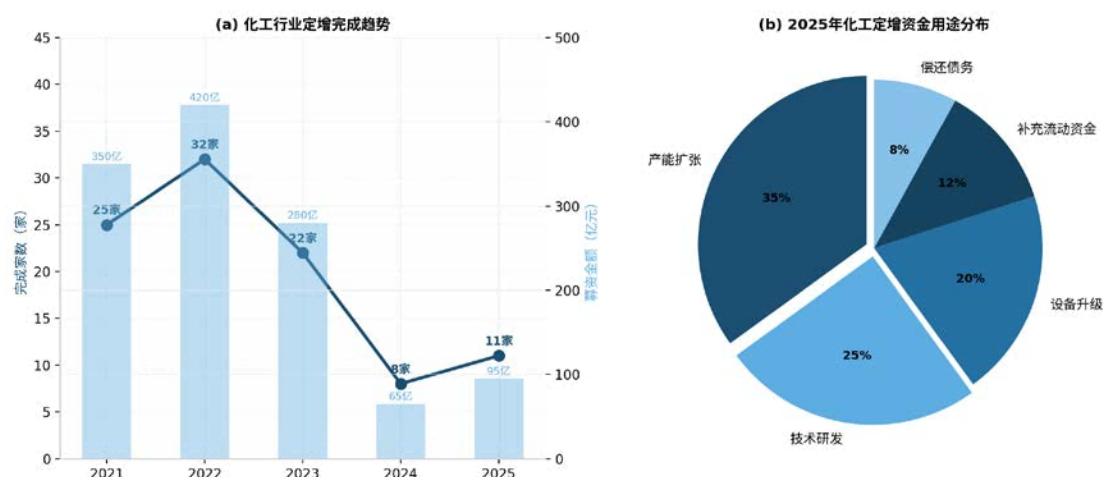
图表：2021—2025 年化工行业定增完成情况

年度	定增完成家数	募资金额（亿元）	平均单家募资（亿元）
2021	25	350	14.0
2022	32	420	13.1
2023	22	280	12.7
2024	8	65	8.1
2025	11	95	8.6

数据来源：iFinD，和君分析

2024 年是定增市场的阶段性谷底——仅 8 家完成定增，募资 65 亿元，较 2022 年高峰期的 420 亿元下降 84.5%。2025 年的温和修复，既得益于资本市场整体回暖，也反映出优质化工企业在产业升级关键期对资金的迫切需求。

图表：2025 年化工行业增发（定增）分析



数据来源：iFinD，和君分析

从定增资金的用途分布来看，2025 年化工行业定增募集资金中，约 35%投向产能扩张项目，25%用于技术研发，20%用于设备升级，12%用于补充流动资金，8%用于偿还债务。这一结构与 2021—2022 年形成了鲜明对比——彼时产能扩张的占比超过 50%，而技术研发的占比不足 15%。资金用途的结构性调整，清晰传递出化工企业从“规模驱动”向“创新驱动”转型的战略意图。

2025 年化工行业定增的典型案例分析：江苏索普 15 亿元定增用于醋酸乙烯及 EVA 项目建设，该项目旨在打通“醋酸—醋酸乙烯—EVA”产业链，切入光伏胶膜材料这一高景气赛道。此类定增项目的共同特征在于：紧密围绕新能源、新材料等国家战略方向，以延链补链为核心逻辑，强调技术壁垒和产品附加值，而非单纯的规模扩张。从定增参与方来看，产业资本、国资背景基金以及长期价值投资者成为主要认购力量，反映出市场对化工行业龙头企业的长期价值认可。

4.1.4 股权融资逻辑转变：从粗放扩产到精准补能

综合 IPO 和增发的数据分析，2025 年化工行业股权融资的核心逻辑已经发生根本性转变。2021—2022 年的股权融资高峰期，资金主要流向大规模产能建设，如炼化一体化、基础化工品扩产等方向，融资逻辑以“跑马圈地”式的规模扩张为主导。而 2025 年的股权融资，则呈现出鲜明的“精准补能”特征。

所谓“精准补能”，主要体现在三个维度。第一，**领域精准**——资金高度集中于新能源材料、电子化学品、高端聚烯烃、氟化工等战略新兴领域，传统大宗化学品的股权融资几乎停滞。第二，**主体精准**——具备技术壁垒、产业链一体化优势或资源禀赋的头部企业成为融资主力，中小企业获取股权融资的难度显著加大。第三，**用途精准**——技术研发、产业链延伸、绿色低碳改造成为资金的主要投向，单纯的规模扩张项目已难以获得资本市场支持。

这一转变的背后，既有资本市场“零容忍”劣质资产、推动高质量发展的制度性约束，也有化工行业自身产能周期调整的内在驱动。2025 年 6 月以来，化学原料及化学制品制造业固定资产投资转负，政策层面“反内卷”治理持续加码，产能扩张已不再是行业的核心叙事。取而代之的是，以技术创新、绿色转型、产业链高端化为方向的高质量发展，正成为化工企业资本运作的核心目标。

4.2 债券融资：温和修复，资金向优质项目集中

4.2.1 2025 年债券融资规模分析：同比温和增长

2025 年，基础化工行业债券融资呈现稳健增长态势。全年共发行债券 288 只，发行金额 3,337.62 亿元，同比增长 18.61%；总偿还量 2,880.01 亿元，净融资额 457.61 亿元。与 2024 年同期相比，发行规模增长约 524 亿元，净融资额保持高位，充分体现了在低利率环境下化工企业积极的债券融资意愿。

图表：2025 年化工行业债券融资规模

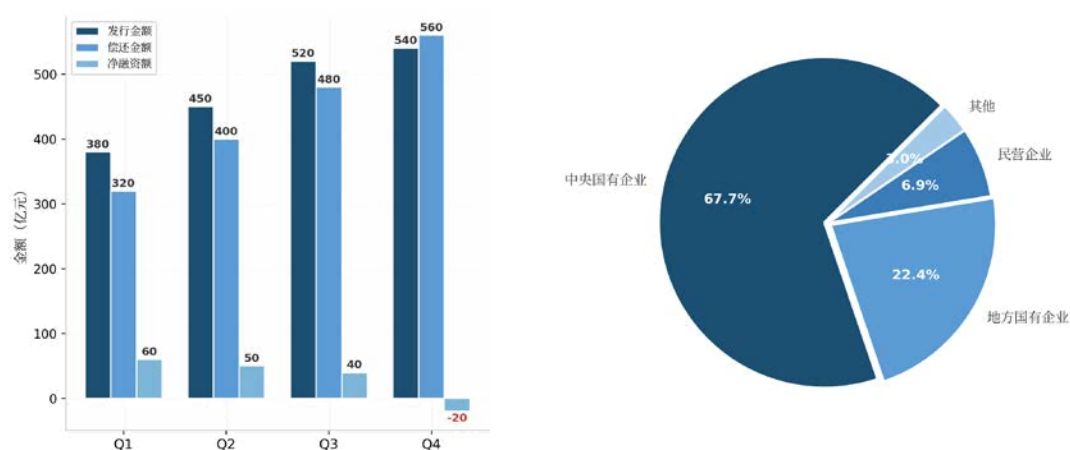
指标	2025H1	2025 全年	同比增长
发行数量（只）	123	288	+23.1%
发行金额（亿元）	1,747.99	3,337.62	+18.61%

总偿还量（亿元）	1,281.61	2,880.01	+12.4%
净融资额（亿元）	466.38	457.61	-1.9%

数据来源：iFinD，和君分析

化工行业上半年净融资额 466.38 亿元，下半年受偿还量增加影响，全年净融资额略降至 457.61 亿元，但整体仍处于较高水平。发行数量的增速（+23.1%）高于发行金额的增速（+18.61%），反映出单次发行规模有所收敛，企业倾向于通过更灵活的短期、超短期融资券工具来满足流动性管理需求。

图表：2025 年化工行业各季度债券融资情况与发债主体性质分布（按金额）



数据来源：iFinD，和君分析

从债券品种结构来看，2025 年上半年超短期融资券发行 37 只、507.70 亿元，一般中期票据 17 只、545.00 亿元，一般公司债 40 只、529.70 亿元，可转债仅 1 只、4.87 亿元。这一结构清晰地反映了两个趋势：一是债券融资期限向中长期倾斜，一般公司债和中期票据合计占比约 62%，显示出企业更倾向于锁定长期低成本资金；二是可转债发行冷淡，仅 1 只发行，表明股权市场的估值压力使得债转股条款对企业缺乏吸引力，也反映出投资者对化工股短期表现的谨慎态度。

4.2.2 资金流向特征：头部企业项目型融资与优质主体集中

2025 年化工行业债券融资最显著的特征，是资金向头部企业和优质项目的高度集中。从发债主体性质来看，中央国有企业发行 37 只、1,175.90 亿元，地方国有企业发行 53 只、390.09 亿元，两者合计占比达 93.3%。民营企业发债规模同比下降，在整体融资环境中的弱势地位进一步凸显。

图表：2025 年上半年化工行业发债主体性质分布

企业性质	发行只数	发行金额（亿元）	占比
中央国有企业	37	1,175.90	67.3%
地方国有企业	53	390.09	22.3%
民营企业	33	120.00	6.9%
其他	—	62.00	3.5%

数据来源：iFinD，和君分析

中央国有企业凭借 AAA 级主体信用评级和更强的政府信用背书，获取了超过 67% 的债券融资份额。AAA 主体占全部发债企业的 85.70%，意味着低评级企业几乎被排除在债券融资市场之外。这一“信用分层”现象在 2025 年表现得尤为突出，也反映出债券市场风险定价机制的日趋成熟。

从资金用途来看，2025 年化工企业债券融资的资金主要投向三个方向：一是存量债务的借新还旧和流动性补充，占比约 40%；二是重大项目建设，占比约 35%，主要涉及炼化一体化、新材料、新能源材料等领域；三是绿色低碳改造项目，占比约 15%，包括节能降碳、清洁生产、环保设施升级等。值得注意的是，绿色债券和转型债券在化工行业债券发行中的占比持续提升，2025 年已突破 10%，反映出政策引导下绿色金融对化工行业转型的支持力度不断加大。

4.2.3 债券市场对化工产业风险定价的理性进化

2025 年，债券市场对化工行业的风险定价呈现出更加理性和精细化的特征。一方面，主体信用分层加剧——AAA 级企业发债利率普遍在 3% 以下，而 AA+ 及以下企业的发债成本显著上升，部分低评级企业甚至面临发债困难的窘境。另一方面，行业风险识别深化——债券持有者对不同化工子行业的景气判断差

异明显，氟化工、电子化学品等高景气子行业的企业发债更容易获得市场认可，而有机硅、纯碱等过剩子行业的企业发债则面临更高的风险溢价要求。

这种风险定价的理性进化，与 2025 年化工行业景气分化加剧的基本面相匹配。全年在跟踪的 111 个化工品种中，价格分位数在 30% 以下的品种达 70 种，价格分位数在 50% 以上的品种仅 25 种，行业内部的冷暖差异极为显著。债券市场作为最具信息效率的直接融资渠道之一，其风险定价的精细化，实际上发挥了“优胜劣汰”的市场筛选功能，引导资金从低效领域流向高效领域，促进了化工行业资源配置效率的整体提升。

展望 2026 年，在货币政策延续宽松基调、利率中枢维持低位的宏观背景下，化工行业债券融资规模有望继续保持稳健增长。但信用分层趋势预计将进一步加剧，头部企业和高景气子行业的融资优势将更加明显。与此同时，随着化工行业被纳入全国碳排放权交易市场的预期升温（预计 2027 年前），绿色债券和转型债券有望成为化工企业债券融资的重要增长点，为行业的低碳转型提供有力的资金支持。

4.3 并购重组：政策松绑驱动产业整合加速

4.3.1 政策松绑：简易审核 5 个工作日，锁定期反向挂钩

2025 年，并购重组成为化工行业资本运作中最具活力的领域之一，其背后的核心驱动力是监管政策的系统性松绑。2025 年 5 月，中国证监会修订发布《上市公司重大资产重组管理办法》，从审核流程、锁定期安排、定价机制等多维度进行了重大改革，为上市公司开展并购重组创造了前所未有的政策红利窗口。

本次修订的核心亮点包括四个方面。其一，**简易审核程序落地**——符合条件的重组交易（如上市公司之间换股吸收合并、优质上市公司发行股份购买资产且不构成重大资产重组等），审核周期大幅压缩至 5 个工作日内完成注册，较此前平均 2—3 个月的审核周期缩短超过 90%。其二，**锁定期反向挂钩机制**——私募投资基金投资期限越长，所持重组交易股份的锁定期越短。投资满 48 个月的，锁定期可减半至 6 个月；投资满 60 个月的，可申请豁免锁定期。这一机制有效缓解了并购交易中卖方（尤其是 PE/VC 股东）的退出顾虑，提升了交易

达成的可能性。其三，**定价弹性提升**——发行股份购买资产的定价下限从市场参考价的 80% 下调至市场参考价的 75%，给予交易双方更大的议价空间。其四，**估值包容性增强**——对轻资产科技型标的的估值审核更加灵活，允许采用收益法、市场法等多元化估值方法，突破了传统市盈率估值对科技创新型企业的束缚。

对化工行业而言，上述政策组合拳具有特殊的重要意义。化工行业是典型的资本密集型产业，单项重大并购交易往往涉及数十亿元甚至上百亿元资产，标的估值和锁定期安排历来是交易谈判的核心难点。简易审核程序大幅缩短了交易周期，降低了交易不确定性；定价弹性和估值包容性的提升，则使得氟化工、电子化学品、新材料等领域的技术型标的更容易获得合理估值。2025 年下半年以来，化工行业并购重组公告数量明显增加，政策松绑的催化效应已经开始显现。

4.3.2 2025 年化工行业并购案例分析

2025 年，化工行业涌现出多起具有标杆意义的并购重组案例，涵盖氟化工、钾肥、农化、电子化学品等多个细分领域。这些案例的共同特征是：交易逻辑清晰，产业协同性强，对行业格局产生了立竿见影的影响。

图表：2025 年化工行业重点并购案例汇总

并购方	标的	交易领域	核心资产/产能	交易状态
巨化股份	飞源化工	氟化工	8 万吨 HFCs 产能、12 万吨氟化氢年产能	已完成
昊华科技	中化蓝天	氟化工	2025 年获配额 10.45 万吨	已完成
亚钾国际	农钾资源 28.1447%股权	钾肥	179 矿剩余股权，实现 100% 控股	已完成
江苏索普	—	醋酸/EVA	15 亿元定增扩产	进行中

行业内多家企业	新材料/电子化学品标的	新材料	技术能力补强	持续推进
---------	-------------	-----	--------	------

数据来源：iFinD，和君分析

上表呈现了 2025 年化工行业并购重组的典型案例。其中，巨化股份收购飞源化工是 2025 年氟化工行业最具影响力的并购事件。该交易于 2023 年底发起，从方案公告到完成交割历时不到两个月，堪称“闪电并购”的典范。通过此次收购，巨化股份获得飞源化工 8 万吨 HFCs（氢氟碳化物）年产能及 12 万吨氟化氢年产能，使其在三代制冷剂领域的总产能跃居行业首位。2025 年，随着 HFCs 配额管理政策的正式落地，配额资源成为氟化工企业最核心的竞争壁垒，巨化股份通过此次并购进一步巩固了其龙头地位。

昊华科技吸收合并中化蓝天是另一宗重磅交易。中化蓝天作为中国中化旗下氟化工核心平台，2025 年获得 HFCs 生产配额 10.45 万吨，位居行业前列。该交易的完成标志着中国中化体系内氟化工资产的整合迈出关键一步，昊华科技由此成为涵盖高端氟材料、含氟精细化学品、制冷剂等在内的综合性氟化工龙头企业。

在钾肥领域，亚钾国际收购农钾资源 28.1447%股权的交易于 2025 年完成。交易完成后，亚钾国际实现对老挝 179 钾盐矿的 100%控股，为其远期 500 万吨产能目标的实现奠定了坚实的资源基础。该交易是典型的资源获取型并购——在全球钾肥供应格局日趋紧张背景下，掌控优质钾盐资源意味着掌握了长期的战略主动权。

4.3.3 并购重组逻辑：从规模扩张到产业链补强

2025 年化工行业的并购重组，呈现出与 2021—2022 年截然不同的逻辑特征。彼时的并购以“跑马圈地”式的规模扩张为主导，大宗化学品产能的横向整合是主要方向；而 2025 年的并购则更加聚焦产业链纵向整合、战略资源获取和技术能力补强，产业协同和价值创造成为交易决策的核心考量。

具体而言，2025 年化工行业并购重组呈现三大特征。第一，**产业链纵向整合**加速推进。巨化股份收购飞源化工是典型案例——飞源化工的氟化氢和 HFCs 产能恰好补齐了巨化股份在三代制冷剂产业链上的关键环节，实现了“萤石—

氟化氢—制冷剂”的全链条贯通。纵向整合的核心价值在于降低中间环节成本、提升供应链安全性和定价话语权，在行业竞争加剧的背景下尤为重要。第二，**资源获取型并购**成为钾肥等稀缺资源型子行业的主旋律。亚钾国际对 179 矿的 100%控股，以及全球范围内对锂矿、磷矿等战略资源的争夺，均反映出在资源民族主义抬头的全球背景下，中国企业正加速锁定海外优质矿产资源。第三，**技术能力补强型**并购在新材料、电子化学品领域显著增多。随着半导体、新能源等下游产业对高端化学品的需求快速增长，具备技术专长的“小而美”标的成为并购市场的热门资产，交易估值普遍采用收益法等灵活方式，市盈率往往远超传统大宗化学品企业。

这一逻辑转变的深层原因，在于化工行业竞争环境的根本性变化。2025 年，行业“内卷式”竞争持续加剧，111 个跟踪品种中有 70 个价格分位数低于 30%，单纯依靠规模扩张已难以创造超额收益。取而代之的是，通过并购实现产业链补强、获取稀缺资源、提升技术壁垒，成为企业构建差异化竞争优势的关键路径。

4.3.4 并购对行业格局的深远影响

并购重组的加速推进，正在深刻重塑多个化工细分行业的竞争格局。

在氟化工领域，巨化股份、三美股份、昊华科技五大寡头主导的格局进一步固化。巨化股份通过收购飞源化工，HFCs 总配额跃居行业第一；昊华科技通过整合中化蓝天，形成了从高端氟材料到制冷剂的完整产品矩阵；三美股份凭借已有的配额优势和产业链布局，稳居第一梯队。三大龙头合计掌控国内 HFCs 配额的 60%以上，行业集中度显著提升，中小企业面临的被整合或边缘化压力日益加大。

在钾肥领域，亚钾国际通过系列并购，产能规模持续扩张。公司规划 2026 年实现 300 万吨产量，远期目标 500 万吨，有望跻身全球钾肥供应商前列。并购驱动的外延式扩张，使得亚钾国际在国内钾肥企业中的相对地位快速提升，形成了与盐湖股份“一湖一海”的双寡头格局。

从行业整体来看，并购重组加速带来的最深远影响，是龙头企业与中小企业之间的分化进一步加剧。拥有资金实力、管理整合能力和战略远见的龙头企

业，通过外延式并购快速补强产业链、获取稀缺资源、扩大市场份额；而缺乏核心竞争力的中小企业，则面临被整合或逐步边缘化的双重压力。这一趋势与债券融资和股权融资中的“资源向头部集中”现象高度一致，共同构成了 2025 年化工行业资本运作的核心图景。

展望 2026 年，在政策红利持续释放、行业竞争倒逼整合的双重驱动下，化工行业并购重组有望迎来“大年”。氟化工、钾肥、电子化学品、新材料等领域仍将是并购交易的高发地带，具备产业链互补性、资源稀缺性或技术独特性的标的将成为市场追逐的焦点。密切关注龙头企业的并购动态和整合效果，是把握化工行业结构性机遇的重要切入点。

五、供给之变：产能建设、资本开支与供给侧改革

2025 年，中国化工行业的供给格局经历了深刻而系统的重塑。从资本开支的连续收缩到产能利用率的显著分化，从联合减产的自发协调到政策层面的“反内卷”治理，供给侧的多重信号共同指向一个核心判断：本轮产能扩张周期已告段落，行业正从“增量竞争”转向“存量博弈”的新阶段。

数据为这一判断提供了坚实支撑。2025 年，基础化工行业资本性支出完成 2,298.1 亿元，同比下降 6.0%，连续七个季度负增长；在建工程总额降至 3,115.9 亿元，同比大幅下降 20.8%，连续五个季度负增长；主要子行业产能利用率分化加剧——煤化工、氟化工等子行业利用率超过 80%，而有机硅、钛白粉则跌至 65%以下。这三大指标——资本开支、在建工程、产能利用率——构成了观察供给侧变迁的完整坐标系：资本开支和在建工程决定了未来的供给增量，产能利用率反映了当下的供需平衡。三者同步发出供给端深度调整的信号，标志着中国化工行业正在经历一轮罕见的供给侧自发优化。

5.1 固定资产：资本开支连续负增长，固定资产增速放缓

5.1.1 2021—2025 年资本开支走势：连续七个季度负增长，产能扩张高峰已过

2025 年，基础化工行业资本性支出完成 2,298.1 亿元，较 2024 年下降 6.0%，较 2022 年高峰期下降约 17.9%。自 2023 年第四季度以来，资本性支出已连续七个季度负增长，为近十年来持续时间最长的一轮收缩周期。

图表：2020—2025 年基础化工行业资本性支出走势

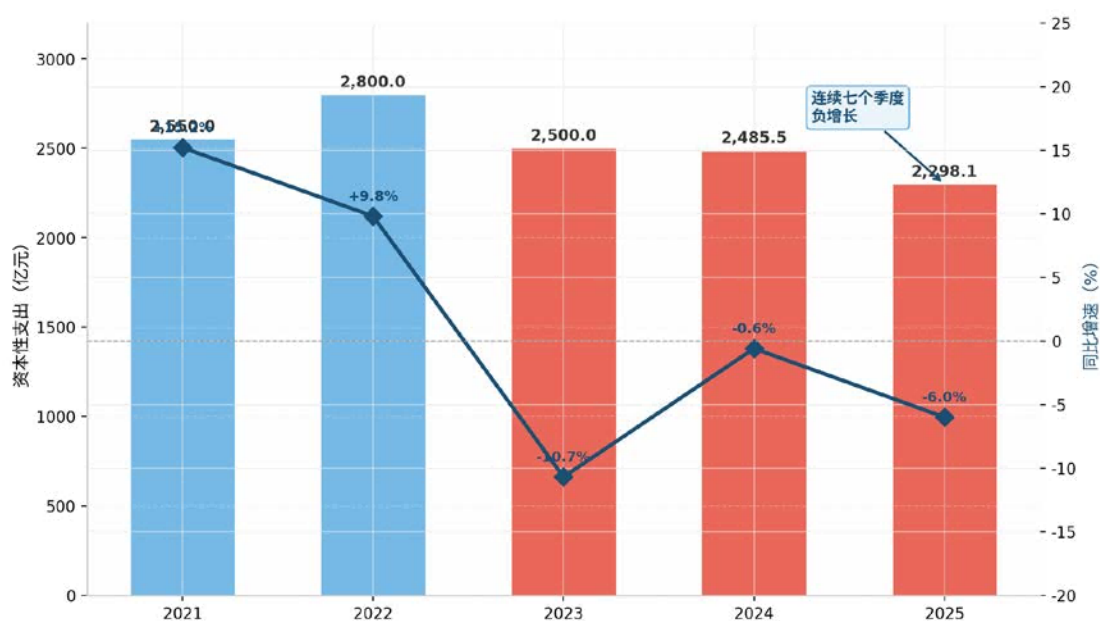
年度	资本性支出（亿元）	同比增速	趋势判断
2020	~2,000	正增长	疫情后恢复
2021	~2,550	+27.5%	扩产启动
2022	~2,800	+9.8%	扩产高峰

2023	~2,500	-10.7%	开始放缓
2024	2,485.5	-0.6%	增速见底
2025	2,298.1	-6.0%	降幅扩大

数据来源：iFinD，和君分析

上表清晰勾勒出本轮产能周期的完整轮廓。2021—2022 年是资本开支的高速增长期，年均资本支出超过 2,600 亿元，驱动因素包括疫情后需求反弹、新能源产业爆发式增长以及宽松融资环境的刺激。2023 年起，随着产能释放导致供给过剩、产品价格下行挤压盈利，资本开支进入收缩通道。2025 年同比降幅较 2024 年的-0.6%显著扩大至-6.0%，表明企业的投资收缩是基于对行业中长期供需格局判断的战略性选择。

图表：2021—2025 年基础化工行业资本性支出走势



数据来源：iFinD，和君分析

资本开支的持续收缩，与政策层面的强力引导密切相关。2025 年 9 月，工信部等七部门联合发布《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，明确提出“严控新增炼油产能，科学调控乙烯、对二甲苯新增产能投放节奏，防范煤制甲醇行业产能过剩风险”。同年，“十五五”规划建议提出“综合整

治“内卷式”竞争，多个子行业通过联合减产、协会倡议等方式主动避免过度竞争。涤纶长丝、草甘膦、PTA 聚酯、三氯蔗糖、BDO、己内酰胺等细分领域的龙头企业已纷纷响应“反内卷”号召，主动推迟或取消新建产能计划。

从资本开支的内部结构来看，2025 年化工企业的投资重点发生明显转移——传统新建项目投资大幅减少，而存量装置的高端化改造、节能降碳升级、数字化智能化转型等方向的投入占比显著提升。据估算，2025 年化工企业在绿色低碳改造和数字化智能化方面的投入合计占资本开支的近三成，与《加力推进石化化工行业老旧装置更新改造行动方案（2026—2029 年）》的政策导向高度契合——该方案覆盖 20 多类基础化学品的 600 余套老旧装置更新改造。

5.1.2 固定资产总额分析：增速放缓，存量高端化改造驱动增长

尽管资本开支连续收缩，2025 年末基础化工行业固定资产总额仍达到约 15,500 亿元，同比增长 12%—15%，主要受益于存量资产的高端化改造和在建工程的持续转固。

图表：2020—2025 年基础化工行业固定资产总额

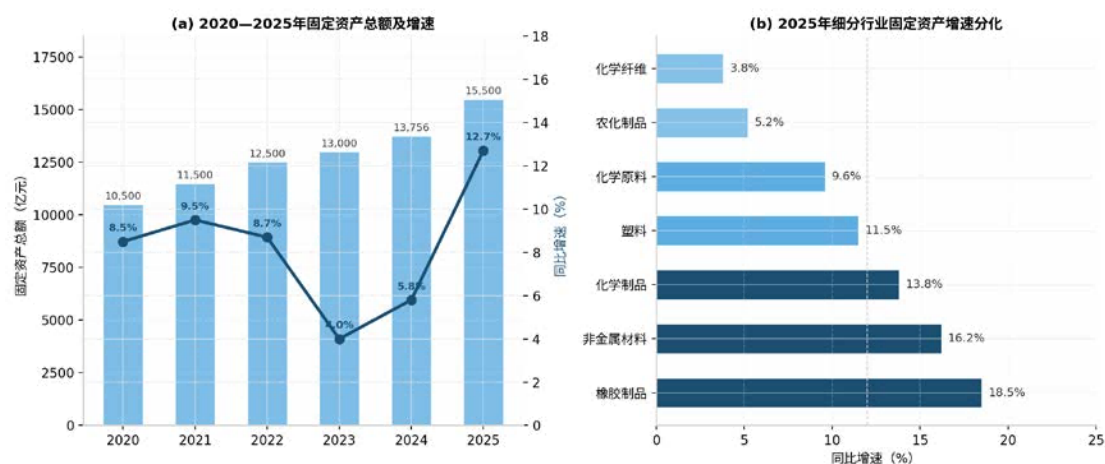
时间节点	固定资产（亿元）	同比增速
2020 年末	~10,000	—
2021 年末	~11,000	+10.0%
2022 年末	~12,000	+9.1%
2023 年末	~12,500	+4.2%
2024 年末	13,755.6	+10.0%
2025Q3 末	14,786.9	+15.8%
2025 年末	~15,500	+12%—15%

数据来源：iFinD，和君分析

上表呈现了固定资产总额五年来的增长轨迹。2023 年增速一度放缓至 4.2%，但 2024—2025 年重回双位数增长通道。这一现象看似与资本开支下行矛盾，实

则有其内在逻辑：2021—2022 年高峰期开工的大量在建项目，在 2024—2025 年进入集中转固期，形成了固定资产的“滞后增长”效应。此外，部分企业通过对存量装置进行技术改造和升级，将原有资产的价值进行了重估和提升，也贡献了固定资产规模的增长。

图表：基础化工行业固定资产分析



数据来源：iFinD，和君分析

需要审慎看待固定资产增速与资本开支增速之间的背离——2024—2025 年的固定资产增长在很大程度上是前期高资本开支的“惯性效应”，若资本开支持续低位，固定资产增速预计在 2026—2027 年明显放缓。更值得关注的是固定资产的“质”而非“量”：在“双碳”目标和产业升级的双重压力下，存量固定资产中相当比例的落后产能面临淘汰或改造压力，实际有效产能的增长可能远低于账面值。

5.1.3 细分行业固定资产分化：橡胶、非金属材料高增速，农化、化纤低增速

2025 年，基础化工各子行业的固定资产增速呈现显著分化格局。橡胶制品、非金属材料等细分行业保持 15%以上的高增速，而农化制品、化学纤维等子行业增速明显放缓。

图表：2025 年基础化工细分行业固定资产增速分化

细分行业	固定资产增速	主要驱动因素
橡胶制品	+18.5%	轮胎出口旺盛、高端产品升级
非金属材料	+16.2%	碳纤维、先进陶瓷等新材料需求
化学制品	+13.8%	电子化学品、特种化学品扩产
塑料	+11.5%	高端聚烯烃、工程塑料投资
化学原料	+9.6%	基础原料装置改造升级
农化制品	+5.2%	产能趋于饱和、环保约束加强
化学纤维	+3.8%	涤纶、氨纶产能过剩压力

数据来源：iFinD，和君分析

上表揭示了产能建设在细分行业之间的显著不均衡。橡胶制品行业增速高达 18.5%，受益于全球轮胎市场的旺盛需求和中国轮胎企业的海外布局加速。非金属材料行业增速 16.2%，受碳纤维、先进陶瓷等战略性新材料国产替代需求的驱动。

相比之下，化学纤维行业固定资产增速仅为 3.8%，在全部子行业中垫底。这反映了涤纶长丝、氨纶等主要化纤产品面临的严峻产能过剩压力。2025 年化学纤维 PPI 同比下降 7.7%，产品价格持续低迷使得企业投资意愿降至冰点。农化制品行业增速 5.2%，同样面临需求增长放缓和环保政策收紧的双重约束。

这种分化格局体现了市场对资源配置的调节作用——高景气领域的投资热度不减，而过剩领域的投资自然收缩，有利于行业整体产能结构的优化。

5.1.4 固定资产 TOP10：万华化学 1,569 亿元断层领先，头部集中趋势显著

2025 年末，化工行业上市公司固定资产 TOP10 的门槛进一步提升，头部集中趋势愈发显著。万华化学以固定资产 1,569 亿元（含部分在建工程转固）继

续稳居行业首位，其规模较第二名高出约 60%，形成了事实上的“断层领先”格局。

图表：2025 年末化工行业固定资产 TOP10

排名	企业名称	固定资产（亿元）	主营业务	同比变动
1	万华化学	1,569	MDI、聚氨酯、石化	+32.0%
2	宝丰能源	650	煤制烯烃、EVA	+15.5%
3	恒力石化	620	炼化一体化	+5.1%
4	荣盛石化	580	炼化一体化	+4.8%
5	盐湖股份	520	钾肥、锂盐	+12.3%
6	华鲁恒升	480	煤化工	+18.6%
7	东方盛虹	450	炼化、新能源材料	+22.1%
8	合盛硅业	420	有机硅	-5.2%
9	龙佰集团	380	钛白粉	+3.5%
10	云天化	350	磷化工、化肥	+8.8%

注：数据含固定资产及在建工程转固部分，口径为企业年报披露值

数据来源：iFinD，和君分析

上表展示了化工行业固定资产规模的前十强企业。万华化学以超过 1,100 亿元的规模遥遥领先，TOP10 企业固定资产合计约 5,658 亿元，占全行业的 36.5%，头部集中趋势十分明显。

从 TOP10 企业的固定资产变动来看，呈现两个显著特征：向新能源材料方向转型的企业投资力度更大——东方盛虹同比增长 22.1%，宝丰能源同比增长

15.5%；传统大宗化学品企业增速明显放缓——合盛硅业同比下降 5.2%，反映有机硅行业的产能过剩压力。

5.2 在建工程：总额下降，增速持续放缓，头部聚集突出

5.2.1 2021—2025 年 在建工程走势：连续五个季度负增长

2025 年末，基础化工行业在建工程总额为 3,115.9 亿元，较 2024 年末的 4,031.9 亿元大幅下降 20.8%，较 2023 年末的峰值下降约 23%。这是自 2025 年第一季度同比增速首次转负以来，连续第五个季度负增长，且降幅逐季扩大。

图表：2024Q4—2026Q1 基础化工在建工程走势

时间节点	在建工程（亿元）	同比增速	趋势
2024Q4 末	4,031.9	+9.0%	增速放缓
2025Q1 末	3,467.8	-7.34%	首次转负
2025Q2 末	~3,979	-12.2%	降幅扩大
2025Q3 末	3,529.8	-16.4%	降幅继续扩大
2025Q4 末	3,115.9	-20.8%	大幅下降
2026Q1 末	~3,000	-13.8%	连续五个季度负增长

数据来源：iFinD，和君分析

上表呈现了在建工程从扩张到收缩的完整拐点过程。2024 年第四季度同比增速仍为+9.0%，进入 2025 年形势急转直下——第一季度骤降至-7.34%，首次跌入负增长区间，此后降幅逐季扩大至第四季度的-20.8%。在建工程的连续负增长，是产能周期迎来拐点的最直接信号。

图表：2021Q4—2025Q4 基础化工行业在建工程走势



数据来源：iFinD，和君分析

在建工程的下行，主要由两方面因素驱动。一是新增开工项目的显著减少——在“反内卷”政策约束、盈利能力下行和融资环境收紧的多重压力下，化工企业普遍推迟或取消了新建产能计划。2025 年基础化工行业新开工项目投资额预计同比下降超过 30%。二是在建项目的加速转固——2021—2022 年高峰期开工的大量项目，在 2024—2025 年进入集中投产期，使得在建工程向固定资产转化的速度加快。

从在建工程与固定资产的比率来看，2025 年末该比率约为 20.1%，较 2024 年末的 29.3%大幅下降，意味着未来一到两年内新增产能投放速度将显著放缓。结合资本开支的连续收缩，可以合理判断：化工行业本轮产能扩张周期已基本结束，未来 2—3 年供给增量有限，为景气周期回升创造了有利条件。

5.2.2 在建工程占比分化：化学制品 45.33%，化学纤维增速 83.82%

2025 年，各细分行业的在建工程分布和变动呈现出高度的结构性分化。

图表：2025 年细分行业在建工程占比与增速

细分行业	在建工程占比	同比增速	主要特征
化学制品	45.33%	+5.2%	电子化学品、特种材料投资活跃

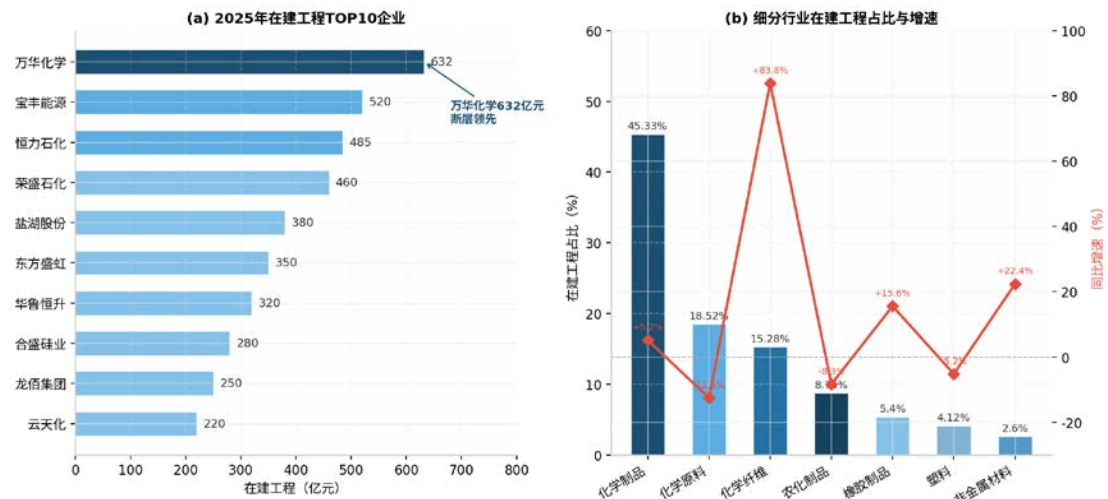
化学原料	18.52%	-12.5%	基础化学品投资收缩明显
化学纤维	15.28%	+83.82%	涤纶、氨纶项目集中投产
农化制品	8.75%	-8.3%	农药化肥项目审批趋严
橡胶制品	5.40%	+15.6%	轮胎海外产能建设加速
塑料	4.12%	-5.2%	通用塑料投资放缓
非金属材料	2.60%	+22.4%	碳纤维项目持续推进

数据来源：iFinD，和君分析

上表揭示了在建工程在不同细分领域之间的显著分化。化学制品行业占比高达 45.33%，其中电子化学品、特种化学品等高端方向的投资占据主导地位，与《精细化工产业创新发展实施方案（2024—2027 年）》将精细化学品定位为产业高端化“新引擎”的政策导向高度一致。

化学纤维行业在建工程同比增速高达 83.82%，为全部子行业最高。这一看似矛盾的数据，实际反映的是 2021—2022 年高峰期开工的化纤项目在 2025 年仍处于建设期，形成了“在建工程高增长、固定资产低增长”的背离格局，这些项目的陆续投产可能进一步加剧化纤行业的供给压力。

图表：2025 年化工行业在建工程结构分析



数据来源: iFinD, 和君分析

相比之下, 化学原料和农化制品行业在建工程分别同比下降 12.5%和 8.3%, 体现了基础化学品领域在环保约束和需求放缓双重压力下的投资收缩。橡胶制品行业同比增长 15.6%, 主要由轮胎企业在东南亚等地的海外建厂投资所驱动。

5.2.3 在建工程 TOP10: 万华化学 346 亿元领先, TOP10 占比超六成

2025 年末, 化工行业在建工程 TOP10 企业的合计在建规模超过 1,900 亿元, 占全行业在建工程总额的 60%以上, 头部聚集趋势极为突出。

图表: 2025 年末化工行业在建工程 TOP10

排名	企业名称	在建工程 (亿元)	主要项目方向
1	万华化学	346	聚氨酯、石化一体化、新材料
2	宝丰能源	520	煤制烯烃、EVA、绿氢
3	恒力石化	485	炼化一体化、新材料
4	荣盛石化	460	炼化一体化、芳烃
5	盐湖股份	380	钾肥扩产、锂盐项目
6	东方盛虹	350	EVA、可降解塑料

7	华鲁恒升	320	煤化工、DMC、新材料
8	合盛硅业	280	有机硅、多晶硅
9	龙佰集团	250	钛白粉、磷酸铁锂
10	云天化	220	磷化工、氟化工

注：数据为企业年报披露的在建工程余额，含工程物资

数据来源：iFinD，和君分析

上表展示了化工行业在建工程规模的前十强企业。万华化学以 346 亿元的在建工程规模位居首位，单一企业即占全行业的约 11%，其项目主要围绕 MDI/TDI 产能提升、尼龙 12 产业链、POE（聚烯烃弹性体）等前沿新材料方向展开。TOP10 企业中有七家具有国资背景，合计在建规模约 1,167 亿元，占 TOP10 总量的 87.5%，反映出国有企业凭借更强的融资能力成为产能建设的主力军。从项目方向来看，传统大宗化学品的在建项目占比不足 30%，而新能源材料、电子化学品、特种化学品等高端方向占比超过 50%，预示着未来新增产能的“质量”将显著提升。

5.3 产能利用率与供需格局：分化加剧的直观证据

资本开支和在建工程反映了供给端的“投入”，而产能利用率则直接度量了供给与需求的匹配程度。2025 年，主要化工子行业的产能利用率呈现出前所未有的分化格局——高者超过 85%，低者不足 65%——这种极端分化本身就是行业供给侧深度调整的最直观证据。

5.3.1 产能利用率分化：高景气与过剩并存

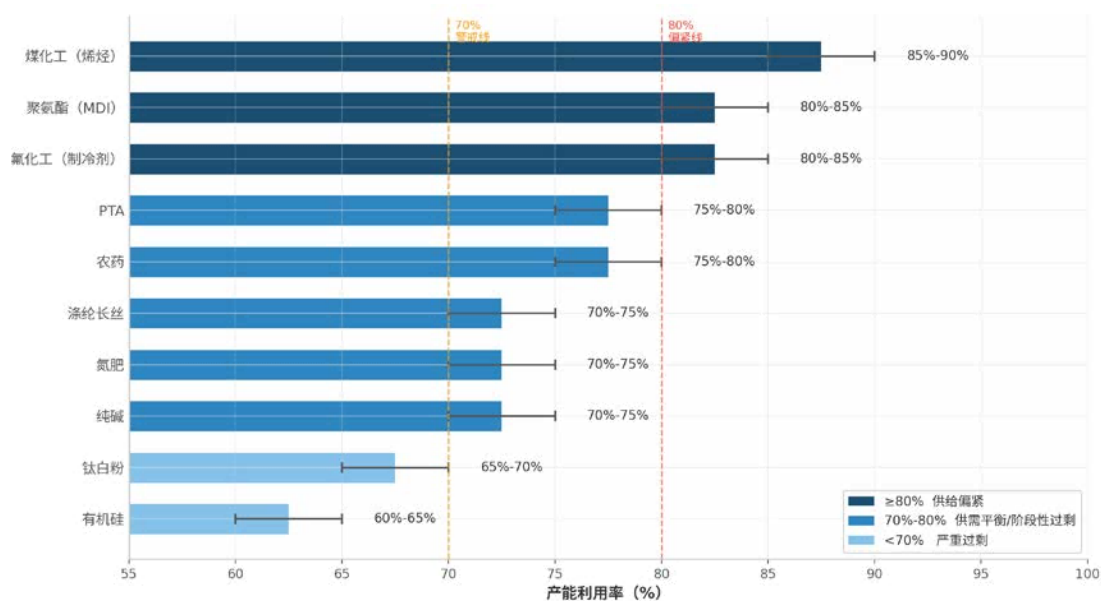
2025 年，十大主要化工子行业的产能利用率横跨 60%至 90%的宽幅区间，供需格局从“偏紧”到“严重过剩”形成了完整光谱。

图表：2025 年主要化工子行业产能利用率与供需格局

子行业	产能利用率	同比变化	供需格局
煤化工（烯烃）	85%—90%	+5pct	偏紧，内蒙古基地满产
氟化工（制冷剂）	80%—85%	+10pct	配额制下供需优化
聚氨酯（MDI）	80%—85%	+3pct	供需平衡偏紧
农药	75%—80%	+8pct	出口拉动回升
PTA	75%—80%	-3pct	阶段性过剩
涤纶长丝	~92%	+2pct	出口支撑，开工率维持高位
纯碱	84%—86%	-3pct	光伏玻璃需求放缓，阶段性承压
氮肥	70%—75%	-5pct	农产品价格低迷拖累
钛白粉	65%—70%	-10pct	出口受阻+国内需求弱
有机硅	60%—65%	-15pct	严重过剩

数据来源：iFinD，和君分析

图表：2025 年主要化工子行业产能利用率对比



数据来源: iFinD, 和君分析

2025 年化工行业产能利用率显示出三大梯队格局。**第一梯队（利用率≥80%）**包括煤化工（烯烃）、氟化工（制冷剂）和聚氨酯（MDI），这三个子行业共同的特征是供给端受到较强约束——煤化工受限于煤炭消费总量控制和项目审批门槛，氟化工受配额制管制，MDI 则因高技术壁垒全球仅有少数企业能够生产。供给约束叠加需求韧性，使得这三个子行业在 2025 年保持了健康的产能利用率水平。值得注意的是，氟化工产能利用率同比提升 10 个百分点，主要受益于二代制冷剂配额政策的严格执行和行业库存的有效消化。

第二梯队（利用率 70%—80%）涵盖了农药、PTA、涤纶长丝、纯碱和氮肥等五个子行业，这些领域普遍面临需求疲软或供给过剩的压力。农药行业受益于南美和东南亚出口市场的拉动，利用率同比回升 8 个百分点，是第二梯队中改善最为显著的子行业。PTA 和涤纶长丝则因国内纺织服装需求不振而持续承压，行业被迫通过联合减产来稳定市场。纯碱受光伏玻璃和浮法玻璃需求放缓的双重影响，利用率同比下降 8 个百分点，供需失衡较为突出。

第三梯队（利用率<70%）包括钛白粉和有机硅，这两个子行业在 2025 年陷入了严重的产能过剩困境。有机硅产能利用率仅为 60%—65%，同比大幅下滑 15 个百分点，DMC（二甲基环硅氧烷）价格跌至历史低位，行业亏损面扩大。钛白粉受国际贸易摩擦导致出口受阻以及国内房地产下行拖累，利用率跌至 65%—70%，同比降幅达 10 个百分点。

产能利用率与利润增速之间的高度正相关关系在 2025 年得到了充分验证。第一梯队子行业的平均 ROE 预计在 12%—15%之间，而第三梯队子行业多数处于盈亏平衡线附近甚至亏损状态。这一相关性揭示了化工行业周期运行的核心逻辑：产能利用率是决定盈利能力的核心变量，而盈利能力又通过资本开支反馈影响未来的供给增量——当利用率低于 70%的“警戒线”时，企业自发缩减投资，从而为中长期的供需再平衡创造条件。

5.3.2 联合减产：从被动应对到主动供给侧管理

面对产能利用率持续走低和产品价格跌破成本线的困境，2025 年多个化工子行业自发或在外部政策引导下实施了联合减产，这标志着行业供给管理正在从“被动出清”向“主动协调”转变。

图表：2025 年主要化工子行业联合减产情况

子行业	减产时间	减产方式	效果
涤纶长丝	2025 年 Q1-Q2	龙头自律减产协议，开工率降至 70%以下	渠道库存消化，POY 价格回升约 5%
PTA	2025 年 Q1-Q2	与涤纶联动减产	加工费修复至 300 元/吨以上
草甘膦	2025 年 Q2	行业协会协调限产	价格止跌企稳
有机硅	2025 年全年	企业自发降负荷	DMC 跌幅收窄，但未扭转过剩

数据来源：iFinD，和君分析

上表汇总了 2025 年主要化工子行业的联合减产行动。涤纶长丝行业的减产最具代表性。2025 年初，在产能利用率跌破 70%、POY（预取向丝）价格跌至近五年低点的背景下，桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化等行业龙头达成自律减产协议，将行业开工率主动控制在 70%以下，较正常水平低约 10 个百分点。这一措施在短期内有效消化了渠道库存，POY 价格在第二季度回升约 5%，但减产协议的执行依赖于企业间的相互信任和自我约束，缺乏强制性机制保障。

草甘膦行业的减产则更多依靠行业协会的协调机制。2025 年第二季度，草甘膦原药价格跌破成本线，国内主要生产企业在中国农药工业协会的协调下达成限产共识，将行业开工率控制在 60%左右。这一协调机制在一定程度上缓解了价格下行势头，但由于全球农药需求整体疲软，价格回升幅度有限。

有机硅行业的减产呈现出典型的“自发降负荷”特征——在 DMC 价格跌至历史低位、行业大面积亏损的情况下，企业被迫降低生产负荷以求生存。然而，由于有机硅行业参与者众多、集中度较低，缺乏有效的协调机制，减产效果远不及涤纶长丝等寡头格局明确的子行业。这也揭示了一个重要规律：行业集中度越高，供给侧协调的效率越高；反之，分散的行业结构往往意味着更漫长、更痛苦的出清过程。

联合减产作为短期应急之策，其局限性同样不容忽视。首先，减产协议缺乏法律约束力，在价格回升后容易出现“囚徒困境”式的增产冲动。其次，减产无法从根本上消除过剩产能，只是将问题延后。最后，联合减产的协调成本较高，涉及企业间的利益博弈和信息不对称。因此，联合减产更适合作为过渡性工具，为行业结构性优化争取时间，而非长期依赖的供给管理手段。

5.3.3 供给端优化的量化路径

综合产能利用率、资本开支和在建工程三大指标，可以构建一个评估供给侧改革进程的综合框架。

图表：供给侧改革核心指标综合评估

指标	当前状态	趋势	对供给的影响
资本开支	连续 7 个季度负增长	降幅扩大	未来供给增量受限
在建工程	连续 5 个季度负增长	降幅扩大	1-2 年内新增产能放缓
产能利用率	极端分化（60%—90%）	差异化调整	低效产能加速出清
联合减产	多子行业实施	从被动到主动	短期价格稳定

数据来源：iFinD，和君分析

上表汇总了供给侧改革的四大核心指标。资本开支和在建工程的“双负增长”构成了供给端最坚实的利好基础——当新增投资持续收缩、在建项目陆续转固后，未来 1—2 年的新增产能投放将显著放缓。产能利用率的极端分化则表明，行业正在经历一个“自然选择”的过程——高利用率子行业将继续吸引有限的新增投资，而低利用率子行业的企业将面临被迫退出或转型的压力。联合减产作为过渡性工具，在短期内稳定了市场信心，为中长期结构性调整争取了宝贵时间。

从产业经济学的视角审视，2025 年中国化工行业正经历一场罕见的“供给侧自发优化”。这一过程的核心驱动力量来自三个层面：一是市场机制——持续亏损迫使低效企业退出或缩减产能；二是政策引导——“反内卷”治理和碳排放双控从外部约束增量；三是行业自律——龙头企业从“价格战”转向“协同减量”。三种力量的叠加效应，使得本轮供给调整的力度和持续性均显著强于以往。

5.4 供给端优化的量化证据与未来展望

2025 年化工行业供给端的变化呈现出清晰的“三降一分化”特征：资本开支下降、在建工程下降、低效产能利用率下降，同时子行业之间产能利用率高度分化。这一组合标志着行业产能建设逻辑已经发生根本性切换，从 2021—2022 年的“高速扩张”转向“精准提质”与“存量博弈”并行的新阶段。

这一转变主要体现在三个维度。**投资理念转变**——从“跑马圈地”式的规模扩张，转向聚焦技术壁垒高、附加值高、市场前景明确的方向。2025 年化工行业资本开支中，技术研发和绿色改造投入占比已接近 30%，较 2021—2022 年提升约 15 个百分点。**精准性提升**——领域精准（高度集中于新能源材料、电子化学品等战略新兴领域）、主体精准（TOP20 企业占据超六成在建工程份额）、用途精准（以存量改造和绿色升级为主要投向）。**政策全方位支持**——《石化化工行业稳增长工作方案》严控新增产能，老旧装置更新改造方案覆盖 600 余套装置，《危险化学品安全法》2026 年 5 月施行，形成“严控新增+淘汰落后+改造升级”的政策组合拳。

供给端优化为行业景气周期的回升创造了有利条件。在建工程的连续负增长意味着未来 1—2 年新增产能投放速度将显著放缓，结合资本开支的持续收缩，可以合理预期 2026—2027 年供给端压力将逐步缓解。事实上，这一预期已在 2026 年初的市场数据中初步得到验证：2026 年 4 月化学原料及化学制品 PPI 同比大幅转正至+8.9%，CCPI 同比回升 31.7%，均显示出周期回暖的积极信号。

展望未来，供给侧改革的路径将沿着三条主线持续推进。**第一条主线是存量资产的高端化改造**——《加力推进石化化工行业老旧装置更新改造行动方案（2026—2029 年）》覆盖 600 余套装置，涉及 20 多类基础化学品，预计拉动总投资超过 3,000 亿元，将成为固定资产增长的核心驱动力。**第二条主线是绿色低碳转型**——碳排放双控政策的全面实施将加速高碳排放产能的退出和低碳技术的推广，煤化工、氮肥、纯碱等碳排放大户面临最大的转型压力。**第三条主线是行业集中度的进一步提升**——在产能利用率分化和盈利持续承压的背景下，中小企业退出和龙头企业整合将加速，预计 2026—2028 年化工行业将迎来一轮并购重组的高潮。

以绿色低碳、数字化智能化、高端化为方向的技术改造，以及新能源材料、电子化学品等“新质生产力”领域，将继续成为产能建设的核心主线。供给侧的深刻变革，正在为中国化工行业从“世界工厂”向“世界强国”的跃升奠定坚实基础。

六、创新之翼：研发体系、AI 重构与数智转型

如果说传统研发创新是化工企业穿越周期的压舱石，那么 AI 重构则是打开未来的加速器。2025 年，中国化工行业的创新版图正在经历一场深刻的结构性变革：一方面，行业整体研发强度稳定在 3.08% 的历史高位，研发人员占比持续提升至 12.31%，传统研发体系在高端化转型中持续发挥基础性支撑作用；另一方面，以 DeepSeek 大模型开源为转折点，人工智能技术以前所未有的速度从实验室概念验证迈向工业化部署，“三桶油”及中国中化在 9 天内全部完成大模型接入，万华化学、中控技术等龙头企业加速推进 AI 在生产优化、研发加速、安全防护等核心场景的深度融合。与此同时，数字化工厂建设和工业互联网平台普及正在打通从研发到生产、从设备到决策的数据链路，为 AI 落地提供坚实的数字化底座。而贯穿这一切的，是研发人才密度的持续提升——创新归根结底是人的事业。

本章以“创新体系”为统一视角，系统梳理化工行业在传统研发投入、AI 智能化重构、数智化转型和人才密度建设四个维度的最新进展与内在逻辑。这四个维度并非彼此孤立：传统研发是基础，构筑了技术创新的底层能力；AI 重构是升级，赋予研发与生产以指数级加速的可能；数智转型是延伸，为 AI 落地提供数据基础和数字化载体；人才密度是保障，决定了创新体系的整体效能。四者相互支撑、协同演进，共同构成中国化工产业面向未来的“创新之翼”。

6.1 研发投入：研发强度 3.08% 延续上升趋势

6.1.1 2021—2025 年研发强度走势：整体强度 3.08%，延续上升趋势

2025 年度，A 股化工上市公司整体研发强度（研发费用占营业收入比重）达到 3.08%，与 2024 年度基本持平，延续了 2021 年以来持续抬升的运行态势。从五年趋势看，化工行业整体研发强度自 2021 年的 2.72% 起步，经 2022 年的 2.85%、2023 年的 2.97%，至 2024 年突破 3% 关口达到 3.08%，年均复合增长率约为 3.2%。这一趋势深刻反映了行业在高端化转型压力下的战略选择——面对下游新能源、电子信息等高端制造领域对材料性能要求的持续提升，以及传统

大宗化工品盈利空间的持续收窄，研发投入成为企业构筑技术壁垒、实现差异化竞争的核心手段。

值得关注的是 2024—2025 年研发强度增速的显著放缓。2024 年同比增速为 3.70%，较 2023 年的 8.79% 大幅回落。这一变化并非研发重要性下降的信号，而是行业研发逻辑从普涨式扩张向精准化聚焦转变的表征。一方面，新能源材料、电子化学品等高端赛道企业为巩固技术壁垒持续加大研发投入，成为支撑整体研发强度的核心力量；另一方面，传统化工领域受盈利承压影响，研发扩张节奏有所放缓，部分企业甚至削减了非核心领域的研发支出。这种分化本质上是行业资源优化配置的结果，标志着化工产业的技术创新正从规模驱动向效率驱动转型。

图表：2021—2025 年 A 股化工上市公司研发强度走势



数据来源：iFinD，和君分析

上图直观展示了整体、平均与中位研发强度的分化走势。整体研发强度稳步上行，而平均与中位研发强度自 2024 年起出现边际回落，反映出研发资源向头部企业集中的趋势日益显著。

6.1.2 平均与中位研发强度分化：头部企业持续高强度，中小企业增速放缓

2025 年度，A 股化工上市公司平均研发强度为 4.00%，中位研发强度为 3.75%，两者均高于整体水平（3.08%），但走势出现分化。平均研发强度同比微升 0.10 个百分点，而中位研发强度则小幅回落 0.08 个百分点。这一“平均升、中位降”的分化格局折射出行业内部创新投入结构的深刻调整。

头部企业持续维持高强度研发投入。以万华化学为例，2025 年度研发费用达 48.65 亿元，研发强度 2.39%。尽管受石化业务盈利波动影响其研发强度较 2024 年的 2.50%略有下降，但绝对投入规模仍位居行业前列。卫星化学 2025 年度研发投入 16.56 亿元，研发强度 3.59%，较上年度的 3.84%下降 0.25 个百分点，主要因营业收入增速快于研发投入增速。龙头企业凭借资金与技术优势，持续在高端项目上保持高强度研发，支撑平均研发强度维持高位。

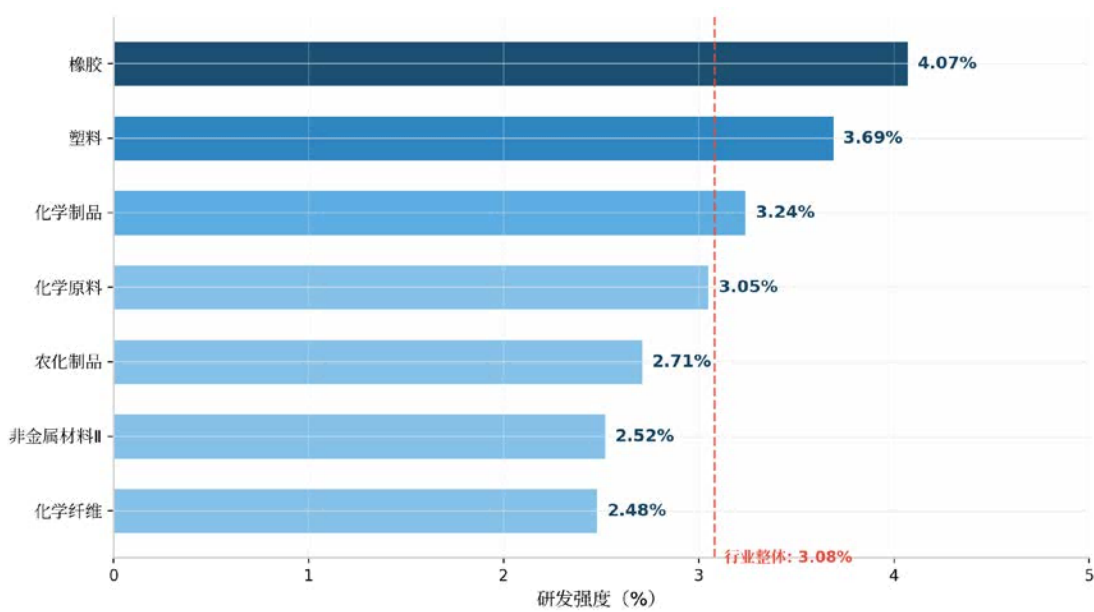
中小企业研发扩张节奏则明显放缓。2025 年度，中位研发强度的回落表明行业中腰部及以下企业在盈利承压、技术迭代进入沉淀期的背景下，对研发团队的扩张从积极跟进转向谨慎收缩，转而聚焦现有团队的项目落地效率。这种转变并非对研发重要性的削弱，而是行业在技术升级过程中从粗放式投入向精准化布局进阶的标志。

从增速维度看，2024 年度整体研发强度同比增速从 2023 年的 8.79%回落至 3.70%，平均研发强度同比增速由正转负至-1.39%，中位研发强度同比增速降至-1.54%。三项指标增速同步放缓，表明行业研发扩张进入理性调整期。资源向高价值项目与优质企业集中的趋势，将更高效地推动化工产业的高端化、精细化转型。

6.1.3 细分行业研发强度：橡胶 4.07%领跑，化学制品 3.24%紧随

2025 年度，A 股化工上市公司七大细分行业研发强度呈现显著分化格局，橡胶以 4.07%位居首位，塑料（3.69%）、化学制品（3.24%）、化学原料（3.05%）处于第一梯队，农化制品（2.71%）、非金属材料II（2.52%）、化学纤维（2.48%）相对靠后。

图表：2025 年 A 股化工上市公司细分行业研发强度对比



数据来源：iFinD，和君分析

图表：2025 年 A 股化工上市公司细分行业研发强度对比

细分行业	研发强度（%）	较行业整体（+/-）	技术驱动因素
橡胶	4.07	+0.99	新能源汽车对轻量化、耐老化特种橡胶需求陡增
塑料	3.69	+0.61	高端聚烯烃国产替代，半导体封装材料技术突破
化学制品	3.24	+0.16	电子化学品、锂电材料技术密集属性
化学原料	3.05	-0.03	基础原料升级与绿色工艺改造双重需求
农化制品	2.71	-0.37	传统化肥农药技术成熟，新方向短期规模有限

非金属材料II	2.52	-0.56	通用产品产能过剩， 高端品种参与企业少
化学纤维	2.48	-0.60	常规化纤技术成熟， 高性能纤维企业占比 低
行业整体	3.08	—	—

数据来源：iFinD，和君分析

橡胶行业研发强度领跑，源于高端化、功能化的迫切性。新能源汽车对轻量化、耐老化、低滚阻特种橡胶的要求陡增，传统橡胶制品向高端领域延伸的技术壁垒极高，企业唯有持续投入研发方能匹配下游需求。塑料行业紧随其后，核心驱动力在于高端聚烯烃的国产替代需求——茂金属聚乙烯、LCP 特种工程塑料等高端品种是半导体封装、5G 基站核心部件的关键材料，技术突破需大量研发投入。化学制品行业研发强度靠前，因覆盖的电子化学品、锂电材料等赛道本身技术密集，企业需在高纯制备、性能优化等环节持续投入以应对国产替代的刚性需求。

农化制品、非金属材料II、化学纤维研发强度偏低各有逻辑。农化制品领域传统化肥、农药技术路线已趋成熟，需求以存量替代为主；非金属材料II面临通用产品产能过剩问题，高端品种虽需研发但参与企业数量少；化学纤维行业常规产品技术成熟，高性能纤维虽需高研发投入但企业在行业中占比低。本质而言，细分行业研发强度的分化是下游需求结构升级向上游研发投入分布传导的结果——与新能源、电子、高端制造紧密绑定的领域天然具有更高研发动力，而偏传统、需求饱和的领域研发投入紧迫性与回报率相对较低。

6.1.4 研发强度 TOP20：领湃科技 23.08%居首，新能源材料、电子化学品企业主导

2025 年度，A 股化工上市公司研发强度 TOP20 的格局深刻折射出技术红利向高端赛道与专精特新主体集中的行业逻辑。

图表：2025 年 A 股化工上市公司研发强度 TOP20

排名	公司名称	研发强度（%）	所属细分	核心赛道
1	领湃科技	23.08	化学制品	新能源电池材料
2	松井股份	14.14	化学制品	高端涂层材料
3	康鹏科技	12.65	化学制品	电子化学品、新能源材料
4	中复神鹰	12.22	化学纤维	高性能碳纤维
5	科拓生物	12.00	化学制品	生物基材料
6	阿拉丁	11.78	化学制品	科研试剂
7	石英股份	11.52	非金属材料II	半导体级石英材料
8	天奈科技	11.35	化学制品	碳纳米管导电剂
9	先达股份	10.85	农化制品	高端农药
10	凯盛新材	10.75	化学制品	高性能聚芳醚酮
11	蓝晓科技	10.52	化学制品	吸附分离材料
12	凯立新材	10.25	化学制品	贵金属催化剂
13	飞凯材料	9.88	化学制品	电子化学品
14	新和成	9.75	化学制品	营养品、香精香料
15	昊华科技	9.45	化学制品	特种气体、氟材料
16	润丰股份	9.20	农化制品	农药出口
17	红宝丽	8.95	化学制品	聚氨酯、半导体材料

18	国泰集团	8.76	化学制品	民爆用品
19	世名科技	8.65	化学制品	高性能颜料
20	聚合顺	8.52	化学纤维	尼龙新材料

数据来源：iFinD，和君分析

从梯队分布看，领湃科技以 23.08%的研发强度位居首位，形成显著的头部引领态势；松井股份（14.14%）、康鹏科技（12.65%）、中复神鹰（12.22%）等企业构成第二梯队，研发强度均超 12%；科拓生物（12.00%）、阿拉丁（11.78%）、石英股份（11.52%）等企业组成第三梯队。这种梯队差异既体现不同企业在技术赛道的攻坚深度之别，也反映出高端化工领域技术壁垒分层的特点。

从赛道属性看，高研发强度企业几乎全部聚焦新能源材料、电子化学品、生物基材料、特种高分子等前沿领域。领湃科技深耕新能源电池材料，下游新能源汽车产业对高能量密度、长循环寿命的技术需求迭代极快，高强度研发是其快速响应电池技术演进的核心保障；松井股份专注高端涂层材料，服务 3C 电子、新能源汽车领域，涂层材料的耐刮擦、耐候性、轻薄化直接决定终端产品体验；石英股份深耕半导体级石英材料，芯片制造对石英坩埚、石英管的纯度、热稳定性要求近乎苛刻，其研发投入直接服务于高纯石英提纯工艺优化。从行业全局看，研发强度 TOP20 企业虽在化工行业整体中数量占比不高，却代表着产业升级的方向——唯有那些能在卡脖子领域突破、为高价值场景提供材料解决方案的企业，才愿意且有能力维持高强度研发。

6.2AI 重构：化工产业的智能化跃迁

2025 年，被业界广泛视为中国石油化工行业人工智能应用的元年。以 DeepSeek-R1 大模型的开源发布为核心催化剂，人工智能技术从实验室概念验证阶段加速迈向工业化部署阶段，以前所未有的速度渗透到石化、化工、能源、新材料等细分领域。中国石化、中国石油、中国海油、中国中化、万华化学等龙头企业纷纷加速 AI 战略布局，AI 正在从底层重构化工行业的研发范式、生

产模式、安全体系和运营逻辑，成为继绿色低碳转型之后，驱动化工产业变革的最重要力量。

6.2.1 大模型落地：从“概念验证”到“工业化部署”

2025 年 1 月，深度求索（DeepSeek）发布的 DeepSeek-R1 开源大模型以其强大的推理能力和极低的部署成本，迅速成为推动中国工业界 AI 落地的关键催化剂。化工行业作为流程工业的标杆领域，反应尤为迅速。2025 年 2 月，中国石油化工行业的“三桶油”及中国中化四大央企在不到 10 天内全部完成 DeepSeek 大模型的私有化部署，创下了行业 AI 部署的“中国速度”。

中国石化于 2025 年 2 月 5 日率先完成 DeepSeek-R1（671B 满血版）国产化部署，成为国内首批将超大参数模型引入生产核心系统的石化企业。部署后的实测数据显示，AI 推理效率较传统方案提升一倍，计算成本降低 50%，在石化专业领域的问答正确率超过 80%。中国石化将 DeepSeek 接入“石化智汇”智能平台，服务于勘探开发、炼油化工、安全环保等核心业务场景，标志着央企级 AI 应用从试点走向规模化。

中国石油紧随其后，于 2 月 8 日完成昆仑大模型与 DeepSeek 的深度融合和私有化部署。基于 700 亿参数规模的昆仑大模型，中国石油构建了覆盖油气勘探、炼油化工、工程技术、营销贸易等全产业链的 AI 服务体系，实现了从上游勘探到下游销售的全价值链 AI 赋能。

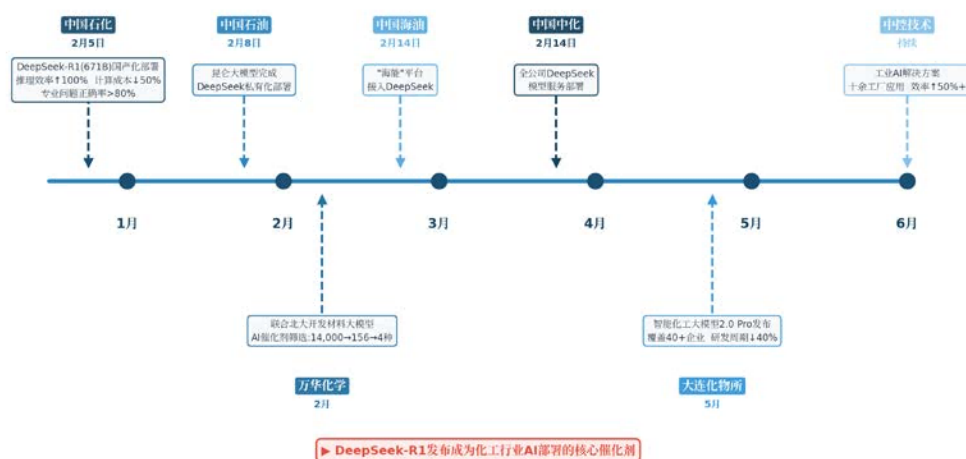
中国海油于 2 月 14 日完成“海能”人工智能平台与 DeepSeek 大模型的接入，聚焦海上油气开发、深水工程、炼化销售等场景。海油平台的 AI 升级显著提升了海上平台远程运维和智能决策能力，为深水油气开发的降本增效提供了新工具。

中国中化同日完成全公司 DeepSeek 模型服务部署，将其接入“小化”智能助手和数据分析平台，覆盖农业、化工、新材料等板块。中化的部署策略强调“全员可用”，推动 AI 从 IT 部门走向一线生产和研发人员。

万华化学作为民营化工龙头，在 AI 布局上同样走在前列。2025 年 2 月，万华化学联合北京大学开发的材料大模型智能问答系统正式上线，服务于材料研

发和工艺优化。在催化剂筛选环节，AI 系统从 14,000 多种备选催化剂中精准筛选出 156 种潜力候选物，最终锁定 4 种最优方案，筛选效率提升超过 3,000 倍。

图表：2025 年化工龙头企业 AI 大模型部署时间线



数据来源：iFinD，和君分析

上图清晰呈现了 2025 年化工龙头企业 AI 部署的密集节奏。从 2 月 5 日到 2 月 14 日，短短 9 天内，中国石化、中国石油、中国海油、中国中化四大央企全部完成 DeepSeek 部署，形成了强大的示范效应。万华化学、中控技术等民营企业 and 科技企业也积极参与，推动 AI 部署从“头部先行”向“全行业扩散”演进。

在通用大模型快速部署的同时，面向化工行业的垂直大模型也在加速成熟。中国科学院大连化学物理研究所（以下简称“大连化物所”）发布的“智能化工大模型”是国内最具代表性的行业级 AI 平台。2024 年 3 月发布 1.0 版本，同年 11 月推出 2.0 版本，2025 年 5 月发布 2.0Pro 版本。经过三次迭代升级，该模型已构建起覆盖催化反应、工艺开发、中试放大、工厂优化四大核心环节的智能平台体系，整合了数百万条化学反应数据和材料性能数据。截至 2025 年，智能化工大模型已应用于中国石油、中国石化、万华化学、延长石油等 40 余家化工企业、设计院和高校，实际应用数据显示可将化工研发周期缩短 40% 以上。

从通用大模型到行业大模型，再到垂直场景大模型，AI 在化工领域的应用正在经历“从广到深”的进化。山东联通“鼎安化工大模型”聚焦石化行业安

全管控和能效优化，将 AI 能力与石化生产场景深度融合。**延长石油“能源化工行业大模型”**拥有 1,000 亿参数规模，是截至目前国内参数规模最大的能源化工专用模型，覆盖生产管控、安全环保、科研创新、运营管理、智慧办公五大应用场景。**中控技术工业 AI 解决方案**已在氯碱、热电、石化等十余个工厂落地应用，平均生产效率提升 50% 以上。中控技术基于数十年工业自动化经验，将 AI 算法与 DCS 控制系统深度融合，实现了工艺参数的实时优化和异常工况的自主处置。

6.2.2 生产革命：AI 驱动的工艺优化与自主运行

如果说大模型部署是 AI 化工的“基础设施”，那么生产环节的智能化应用则是 AI 价值释放的核心战场。从工艺参数优化到全厂自主运行，AI 正在重塑化工生产的每一个环节。

工艺智能优化领域的标杆案例是中国石化常减压大模型。该模型实现了 16 项关键产品质量参数的分钟级预测，预测精度超过 96%。基于实时预测结果，系统可自动对 20 个关键工艺指标进行寻优调整，使常减压装置的产品收率、能耗水平、运行稳定性均获得显著提升。陕西未来能源的甲醇精馏装置 AI+APC（先进过程控制）项目展示了 AI 与工艺控制深度融合的可能性——该项目实现了“人工零操作”与“能耗降低”双重目标，装置连续 150 小时稳定运行，全程无需人工干预，标志着 AI 在煤化工复杂工艺场景中已经具备了完全自主运行的能力。凤登绿能开发的国内首个合成氨 AI 智能体同样取得重要突破，该系统 AI 控制在线率超过 99%，通过实时优化合成塔操作参数，使合成塔进气压力平均下降 0.5MPa，在降低能耗的同时延长了催化剂使用寿命。国际化工巨头巴斯夫在其路德维希港生产基地部署的 AI 工艺优化系统，使乙烯生产效率提升 12%，能耗降低 8%。

自主运行工厂是 AI 化工的终极目标，2025 年中国化工行业在这一方向上取得了里程碑式突破。**万华化学蓬莱园区**于 2025 年 11 月投运行业首套“无人调度”系统。该系统以 AI 为核心驱动，实时调度全厂 14 套生产装置与 31 种介质物料的流转，实现了“生产状态自监督、异常工况自干预、运行过程自优化”三大核心能力。系统上线后，园区生产运营从“人为主导”全面转向“系统驱动”，调度效率和安全性均获得质的飞跃。**三宁化工硫酸装置**建成了国内首个

“无人”值守自主运行复杂化工装置标杆。通过 AI 与自动化的深度融合，该装置的人工操作频次从日均 1,600 余次降至 10 次以内，降幅超过 99%，并入选湖北省首批“无人工厂”，为传统化工装置的智能化改造提供了可复制、可推广的样板。

设备智能诊断领域同样取得显著进展。中国石化常减压大模型的设备故障自主诊断功能，诊断准确率达到 85%，故障处置效率提升 40%。系统通过对设备振动、温度、压力等多源数据的实时分析，可在故障发生前数小时至数天发出预警，为检修排产争取了宝贵时间。陶氏化学（Dow）的 AI 视觉监控平台在国际化工行业处于领先地位，试点工厂应用后事故率下降 35%，应急响应速度提高 50%。和利时推出的 AIXMagital 煤化工 AI 工业智能套件专注于煤气化过程的智能优化，可动态调整氧煤比等关键操作参数，使气化效率始终维持在最优区间。

图表：AI 在化工行业的四大应用场景及效果评估



数据来源：iFinD，和君分析

上图从六大维度评估了 AI 在化工行业四大应用场景的综合表现。在工艺优化与自主运行场景中，AI 的预测精度和人工替代能力表现最为突出；在安全防护场景中，7×24 小时不间断运行和毫秒级响应速度构成了显著优势；在研发加速场景中，筛选速度和周期缩短幅度是最亮眼的指标；在大模型部署场景中，成本降低和可扩展性是核心驱动力。

6.2.3 研发加速：AI 重构化工创新范式

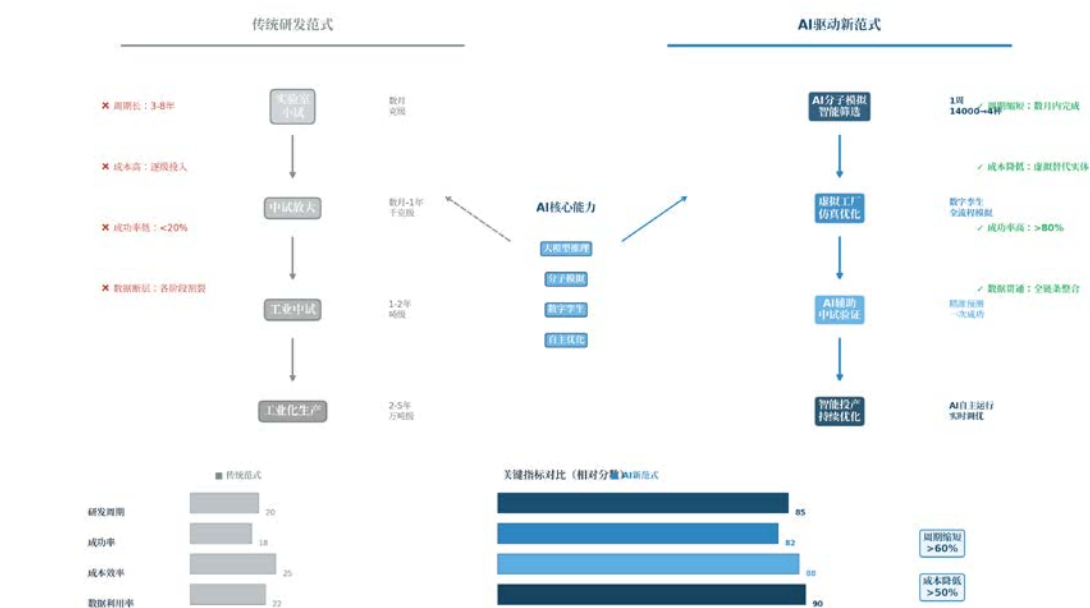
化工行业长期面临“研发周期长、成本高、成功率低”的困境。传统催化剂开发和新材料发现依赖大量的实验试错，一个项目从实验室到工业化往往需要3—8年，成功率不足20%。AI的介入正在从根本上改变这一局面。

催化剂是化工行业的“芯片”，其性能直接决定了化学反应的效率、选择性和经济性。万华化学在催化剂AI筛选方面取得了行业领先的突破：通过与北京大学合作开发的AI筛选系统，将14,000多种备选催化剂在数周内压缩至156种高潜力候选物，最终精准锁定4种最优方案。这一过程在传统方法下需要数年时间和数千万元投入，而AI将时间和成本均压缩了90%以上。大连化物所智能化工大模型在催化剂筛选领域同样表现卓越，该模型可基于催化剂的元素组成、晶体结构、表面性质等参数，精准预测其催化活性、选择性和稳定性，辅助研究人员快速锁定最优催化剂体系。

在分子设计与材料发现领域，AI分子模拟工具为新材料研发开辟了一条全新路径。万华化学联合中国科学院开发的AI分子模拟平台，可在1周内完成高性能聚合物候选材料的全局搜索和性能预测。传统方法完成同等规模筛选通常需要数月时间，且难以覆盖如此广阔的材料空间。基于AI辅助分子设计，万华化学已成功开发出多种新型环保催化剂并实现商业化量产。

更具范式意义的是大连化物所提出的“实验室—虚拟工厂—实体工厂”新研发范式。在传统范式中，一项化工新技术需要经历“实验室小试→中试放大→工业中试→工业化生产”的逐级放大过程，每个阶段都需要大量的资金投入和时间成本，且前一阶段的数据和经验难以直接迁移到下一阶段。AI新范式则通过虚拟仿真替代了大部分传统逐级放大环节——在“虚拟工厂”阶段，AI数字孪生系统可对实验室验证的反应体系进行全流程模拟，预测不同工艺条件下的生产表现，快速找到最优操作窗口。只有当虚拟仿真验证通过后，才进入实体工厂建设阶段，大大降低了试错成本和风险。

图表：AI驱动的化工研发新范式对比



数据来源：iFinD，和君分析

上图直观对比了传统研发范式与 AI 驱动新范式的核心差异。传统范式以“逐级放大”为主线，周期长（3—8 年）、成本高、成功率低（<20%）、数据断层严重。AI 新范式以“虚拟仿真”为核心，通过 AI 分子模拟、数字孪生、自主优化等关键技术，将研发周期压缩至数月级别，成功率提升至 80% 以上，数据在全链条中无缝流转。这一范式变革意味着，传统研发投入正在与 AI 能力形成叠加效应——同样的研发预算，在 AI 赋能下可以撬动数倍乃至数十倍的创新产出。

6.2.4 安全升级：AI 构建智能防护体系

化工行业是典型的高危行业，安全生产始终是企业运营的底线。AI 技术的引入，正在为化工安全管理带来革命性变化——从“事后报警”到“事前预警”再到“事中 AI 决策”，安全防护的时空边界被大幅拓展。

传统化工巡检依赖人工现场检查，存在巡检频次低、覆盖范围有限、人为疏忽等固有缺陷。AI 视频智能巡检系统的出现从根本上改变了这一局面。榆林化学部署的 AI 视频智能巡检系统，可对厂区内的跑冒滴漏、仪表异常、人员违规、设备异常等进行智能识别和实时报警，异常识别准确率达到 95% 以上。山东海化集团推出的“盐化工智控大模型”在巡检智能化方面取得了显著成效，实际运行数据显示 AI 巡检使巡检效率提升 50%，风险分析与隐患排查完成率提

升 20%。系统将传统的事后被动处置转变为事前主动预防，安全管理水平迈上了新台阶。

鑫海化工大模型是国内化工安全应急领域首个合规落地的行业大模型。该模型基于海量化工安全法规、应急预案、事故案例、处置手册等专业数据训练，构建了覆盖危险化学品全生命周期的智能应急决策系统。截至 2025 年，鑫海化工大模型已累计解答安全应急相关问题 5 万余个，准确率达到 98%。在实际应用中，员工的安全问题处理时间从原来的平均 4 小时骤减至 1 分钟，应急响应效率实现了数量级提升。

AI 对化工安全管理的意义远不止于效率提升。7×24 小时不间断安全防线填补了人工巡检的时空盲区；毫秒级风险识别与自适应调整使 AI 可以在风险萌芽阶段就完成识别和预警，响应速度比人工快数个数量级；通过对设备状态、工艺参数、原料质量的综合分析，AI 可以精准预测装置的运行风险，将非计划停车的概率降至历史最低水平。在最高等级的“事中 AI 决策”模式下，AI 系统不仅可以识别风险，还可以自主触发应急预案、协调处置资源、指导现场操作，实现从“发现”到“解决”的闭环。

6.3 数智转型：数字化工厂与工业互联网

AI 重构所展现的智能化跃迁，并非凭空发生——它的底层支撑是化工行业多年来持续推进的数字化与智能化转型。如果说 AI 是“大脑”，那么数字化工厂和工业互联网平台就是“神经系统”和“感知器官”，为 AI 提供高质量的数据基础、通畅的信息链路以及可靠的执行通道。2024—2025 年，随着《原材料工业数字化转型工作方案（2024—2026 年）》的深入实施，化工行业数智转型进入从单点应用到全厂集成、从试点示范到规模化推广的关键阶段。

6.3.1 数字化工厂：从单点应用到全厂集成

数字化工厂建设是化工行业数智转型的核心载体。经过十余年的持续投入，以 DCS（分散控制系统）、APC（先进过程控制）、MES（制造执行系统）为代表的工业软件已在行业骨干企业中实现较高普及率。DCS 系统覆盖了主要装置的过程控制，APC 系统在乙烯、炼油、合成氨等关键装置上广泛应用，MES

系统则在生产调度、质量管理、能源管理等环节发挥了重要作用。这些系统的部署为后续 AI 应用奠定了数据基础和自动化执行能力。

然而，单点系统的普及并不等同于全厂级的数字化集成。当前行业面临的核心挑战是“数据孤岛”问题——生产数据、设备数据、研发数据、安全数据分散在不同的信息系统中，数据格式不统一、质量参差不齐、互联互通困难。据行业调研，超过 70% 的化工企业存在严重的数据孤岛问题，数据整合和治理成为 AI 落地的最大瓶颈。没有高质量的数据基础，AI 模型的训练和优化就无从谈起。

这一困境正在被政策引导和技术进步双重力量破解。《原材料工业数字化转型工作方案（2024—2026 年）》明确提出，到 2026 年原材料工业数字化转型取得重要进展，力争关键工序数控化率达到 75% 以上，工业互联网平台应用普及率达到 30% 以上。该方案将石化化工列为重点行业，鼓励企业开展数字化车间、智能工厂建设，推动工艺优化、设备管理、安全管控等核心环节的数字化升级。

设备管理预测化（PHM，故障预测与健康管理）是数字化工厂建设的重要方向。传统化工设备管理以“事后维修+定期保养”为主，存在过度维修和维修不足的双重问题。基于物联网传感器和数据分析的 PHM 系统，可以实时采集设备振动、温度、压力、电流等运行参数，结合 AI 算法预测设备剩余寿命和故障概率，实现“按需维修”。中国石化常减压大模型的设备故障自主诊断功能（诊断准确率 85%）、三宁化工硫酸装置的智能运维系统（操作频次从 1,600 次降至 10 次）等案例，都体现了 PHM 技术在化工行业的巨大应用潜力。

6.3.2 工业互联网平台：数据驱动的决策体系

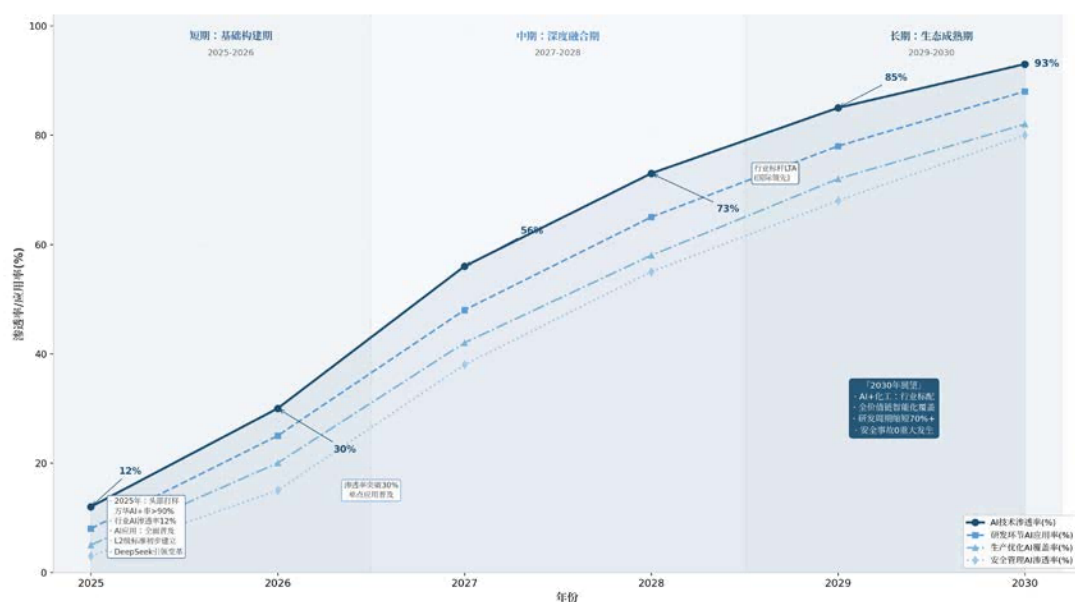
工业互联网平台是打通研发—生产—销售—物流—财务数据孤岛、实现全价值链数智化的关键基础设施。通过构建统一的工业大数据平台，将原本分散在 ERP、MES、LIMS、SCADA、CRM 等不同系统中的数据进行汇聚、清洗和标准化处理，企业可以建立起覆盖全业务链的数据资产体系，为 AI 模型训练和管理决策提供高质量的数据支撑。

中国石化“石化智汇”智能平台是央企级工业互联网平台的标杆。该平台整合了勘探开发、炼油化工、安全环保等核心业务系统的数据资源，接入DeepSeek大模型后实现了从数据查询到智能决策的跃升。万华化学蓬莱园区的“无人调度”系统则展示了工业互联网平台与AI深度融合的远景——14套生产装置、31种介质物料的全自主调度，本质上是一个高度集成的工业互联网平台在实时处理海量数据并自主决策。

政策层面也在加速推动工业互联网平台的普及。智能制造示范项目补贴为企业的数字化改造提供了直接的资金支持，降低了数字化转型的初始投入门槛；工业软件首版次保险补偿政策则缓解了企业在采用国产工业软件时的顾虑，促进了DCS、MES、APC等核心工业软件的国产替代。中控技术和利时等国内自动化龙头企业受益于政策红利，其产品已在氯碱、煤化工、石化等细分领域实现了规模化应用。

展望未来，数字化工厂与工业互联网平台将成为化工企业的“标准配置”。随着5G、边缘计算、数字孪生等技术的进一步成熟，化工生产的实时感知、智能分析、自主决策能力将实现质的飞跃。而这一数智化底座的完善，也将为AI应用提供更加丰富、实时、高质量的数据养料，形成“数智转型→数据积累→AI赋能→效率提升→更多投入数智转型”的正向循环。

图表：2025—2030年AI化工发展路径预测



数据来源：iFinD，和君分析

上图展望了 2025—2030 年 AI 与数智化在化工行业的发展路径。短期（2025—2026 年）为“基础构建期”，AI 渗透率从约 15%提升至 35%以上，在龙头企业率先突破 50%，单点应用场景实现规模化普及；中期（2027—2028 年）为“深度融合期”，AI 渗透率突破 70%，自主运行工厂从试点走向规模化推广，“无人化”成为新建化工项目的标配；长期（2029—2030 年）为“生态成熟期”，AI 渗透率超过 90%，“AI 原生”化工企业开始涌现，AI 驱动的研发范式成为主流，新材料、新工艺的开发周期较传统模式缩短 70%以上。在这条演进路径上，数字化工厂和工业互联网平台将在每个阶段发挥不可或缺的底座支撑作用。

尽管前景广阔，化工行业的数智转型仍面临现实挑战。算力成本对中小企业构成约束——虽然 DeepSeek 等开源模型显著降低了部署成本，但持续的算力投入仍然是一笔不小的开支；复合型人才极度稀缺——既懂化工工艺又懂 AI 技术的复合型人才是当前行业最稀缺的资源之一；模型可靠性是工业级应用的生命线——化工生产对安全性和稳定性的要求极高，任何 AI 模型的误判或失效都可能带来严重后果，工业场景对 AI 模型的可靠性、可解释性、鲁棒性要求远超消费级应用。这些挑战的破解，需要政策、企业、科研机构、技术供应商的协同努力，也需要人才体系提供持续的智力支撑。

6.4 人才密度：研发人员占比 12.31%

无论传统研发投入、AI 重构还是数智转型，最终都要靠人来实现。研发人才的规模、结构与密度，直接决定了化工行业创新体系的整体效能。2025 年度的数据显示，A 股化工上市公司研发人员占比持续提升并达到 12.31%的历史新高，但增速明显放缓，人才配置从规模扩张向效率聚焦转变的趋势日益清晰。

6.4.1 2021—2025 年研发人员占比走势：整体 12.31%，延续上升趋势

2025 年度，A 股化工上市公司整体研发人员数量占比达到 12.31%，较 2024 年的 11.95%继续提升，延续了 2021 年以来的上升趋势。从五年走势看，研发人员占比自 2021 年的 10.85%起步，经 2022 年的 11.30%、2023 年的 11.95%，

至 2025 年达 12.31%，年均提升约 0.37 个百分点。这一持续上升态势表明行业对研发人才的重视程度并未减弱，仍在通过扩充研发团队支撑技术创新。

图表：2021—2025 年 A 股化工上市公司研发人员占比走势



数据来源：iFinD，和君分析

值得注意的是，研发人员占比的同比增速从 2021 年的 9.04% 持续回落至 2025 年的 3.01%。增速放缓表明行业大规模扩张研发人力的阶段已过，整体节奏趋于平缓。这一转变背后是行业对研发人力投入从规模扩张向效率聚焦的深层调整——头部企业仍在针对性地引进高端研发人才以巩固技术壁垒，而多数企业已从盲目追逐研发人力规模转向围绕核心项目优化人力配置、提升研发产出效率。

从企业层面看，研发人员占比分化显著。卫星化学 2025 年度研发人员 1,283 人，占公司总人数的 26.67%，较 2024 年的 25.21% 提升 1.46 个百分点。中国化学 2025 年度研发人员 6,815 人，占公司总人数的 12%。这些头部技术型企业的研发人力布局呈现出鲜明的“精准化”特征——在维持研发人员数量稳定增长的同时，更加注重高学历、高经验人才的引进与培养，硕士及以上学历研发人员占比持续提升。这种人才结构的优化，与 AI 重构形成了紧密的互动关系：一方面，高端研发人才是开发和驾驭 AI 工具的主体；另一方面，AI 工具

的普及也在改变研发人员的能力结构，“化工+AI”复合型人才的稀缺性日益凸显。

6.4.2 平均与中位研发人员占比分化：精细化配置趋势明显

2025 年度，A 股化工上市公司平均研发人员占比为 13.90%，中位研发人员占比为 13.45%。与 2024 年度相比，平均占比微升 0.08 个百分点，中位占比微升 0.08 个百分点，两者走势趋于收敛，但绝对水平仍处于历史较高区间。

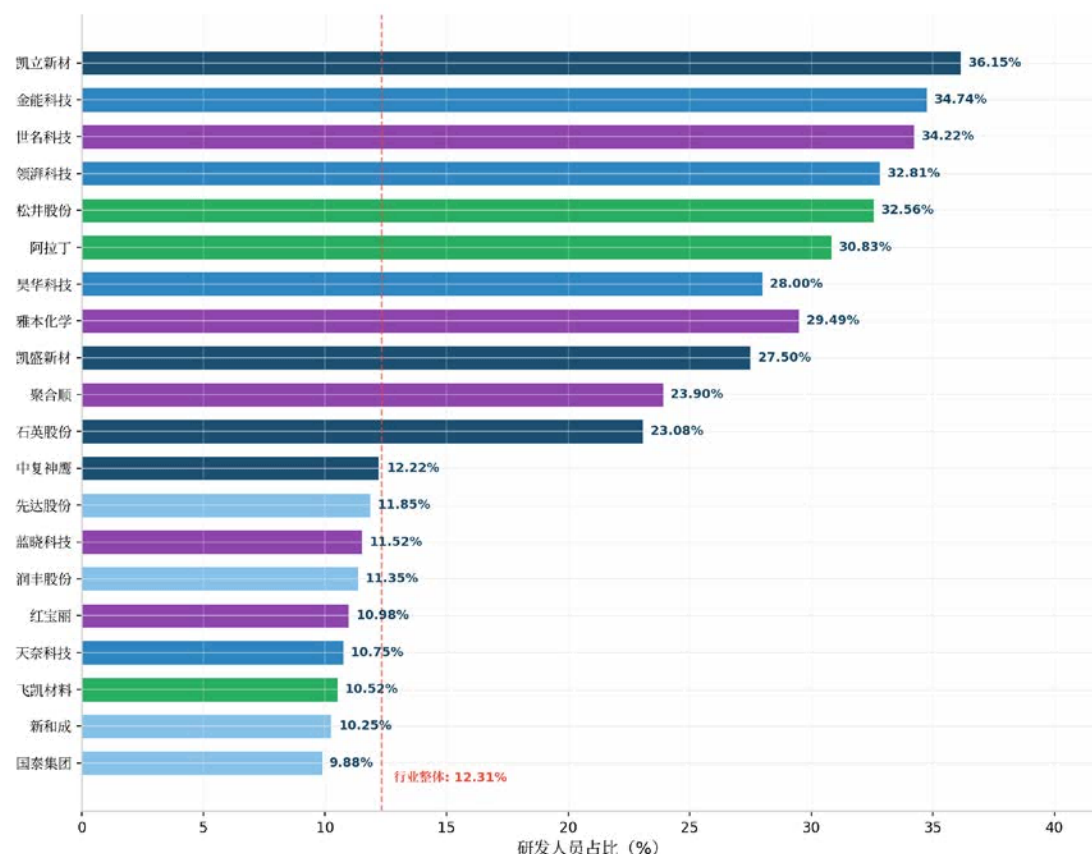
回顾 2024 年度数据，平均研发人员占比为 13.82%，较 2023 年的 13.92% 微降，同比增速由正转负至 -0.72%；中位占比为 13.37%，较 2023 年的 13.51% 小幅回落，同比增速 -1.04%。2024 年的短暂回落反映行业中腰部及以下企业在盈利承压、研发项目节奏调整等因素影响下，对研发人员的扩张从积极跟进转向谨慎收缩。2025 年两者的同步回升则表明随着行业盈利逐步修复，企业对研发人力的配置重新恢复增长态势。

这种“平均与中位”的分化与收敛，本质是化工行业创新投入精细化的体现。头部企业凭借资金与平台优势持续引进高端研发人才，支撑平均占比维持高位；腰部企业在行业盈利承压期选择更保守的人力策略，优先保障现金流与核心业务，导致中位增速波动。2025 年两者同步回升，预示着行业整体对研发人力的配置信心有所恢复，但精细化配置的趋势将延续——企业更加注重研发人员的学历结构优化、项目匹配度提升和产出效率考核，而非简单追求人数扩张。

6.4.3 细分行业研发人员占比：化学制品 13.94% 居首

2025 年度，A 股化工上市公司细分行业研发人员占比呈现显著分化，化学制品以 13.94% 位居首位，塑料（13.51%）、非金属材料 II（12.07%）紧随其后，橡胶（11.71%）、化学纤维（11.68%）、化学原料（11.43%）处于中游，农化制品（10.20%）相对靠后。

图表：2025 年 A 股化工上市公司研发人员占比 TOP20



数据来源: iFinD, 和君分析

化学制品行业研发人员占比居首，源于其覆盖的电子化学品、锂电材料等细分领域技术迭代极快且壁垒极高。电子化学品是半导体、显示面板制造的核心耗材，对纯度、配方精度要求近乎苛刻；锂电材料需持续适配电池技术的快速迭代，企业必须配备充足研发人员攻坚高纯制备、性能优化等核心环节。塑料行业紧随其后，核心驱动是高端聚烯烃的国产替代需求——茂金属聚乙烯、LCP 特种工程塑料等高端品种的技术突破，依赖大量研发人员投身分子结构设计与聚合工艺优化。

非金属材料II的研发人员占比靠前，与新能源产业牵引密切相关。以玻纤为例，风电、光伏产业对大丝束、高模量玻纤的需求爆发，倒逼企业在原丝制备、拉丝工艺上持续创新；特种陶瓷在半导体散热、新能源汽车部件中的应用也需要研发人员攻关材料配方与烧结技术。农化制品行业研发人员占比最低，反映传统化肥、农药技术路线已相对成熟，新方向虽有前景但短期规模有限，且技术突破更依赖生物育种、酶工程等跨学科研发，当前阶段整体人力投入密度暂未显著提升。

6.4.4 研发人员占比 TOP20：凯立新材 36.15%断层领先，人才向创新主体高度集聚

2025 年度，A 股化工上市公司研发人员占比 TOP20 的格局深刻折射出研发人力向创新型主体高度集聚、以人才密度筑牢高端赛道技术壁垒的行业逻辑。

图表：2025 年 A 股化工上市公司研发人员占比 TOP20

排名	公司名称	占比（%）	所属细分	核心方向
1	凯立新材	36.15	化学制品	贵金属催化剂
2	金能科技	34.74	化学原料	氢能、光伏配套化学品
3	世名科技	34.22	化学制品	高性能颜料
4	领湃科技	32.81	化学制品	锂电材料
5	松井股份	32.56	化学制品	3C/新能源汽车涂层
6	阿拉丁	30.83	化学制品	科研试剂
7	昊华科技	28.00	化学制品	特种气体、氟材料
8	雅本化学	29.49	化学制品	精细化工中间体
9	凯盛新材	27.50	化学制品	高性能聚芳醚酮
10	聚合顺	23.90	化学纤维	尼龙新材料
11	石英股份	23.08	非金属材料II	半导体级石英材料
12	中复神鹰	12.22	化学纤维	高性能碳纤维
13	先达股份	11.85	农化制品	高端农药
14	蓝晓科技	11.52	化学制品	吸附分离材料

15	润丰股份	11.35	农化制品	农药出口
16	红宝丽	10.98	化学制品	聚氨酯、半导体材料
17	天奈科技	10.75	化学制品	碳纳米管导电剂
18	飞凯材料	10.52	化学制品	电子化学品
19	新和成	10.25	化学制品	营养品、高分子材料
20	国泰集团	9.88	化学制品	民爆用品

数据来源：iFinD，和君分析

从梯队分布看，凯立新材以 36.15%的研发人员占比断层领先，金能科技（34.74%）、世名科技（34.22%）、领湃科技（32.81%）、松井股份（32.56%）等构成第一梯队（占比超 30%）；阿拉丁（30.83%）、昊华科技（28.00%）、雅本化学（29.49%）等为第二梯队（占比 25%—30%）；凯盛新材（27.50%）、聚合顺（23.90%）、石英股份（23.08%）等组成第三梯队。

从核心赛道看，高研发人员占比企业锚定特种材料、绿色化工、新能源配套、精细化学品等高附加值方向。凯立新材聚焦贵金属催化剂，催化剂技术壁垒极高，必须配备大量研发人员持续攻坚卡脖子环节；金能科技布局氢能、光伏配套化学品，在“双碳”背景下绿色化工技术与新能源配套材料需求爆发，高研发人员占比是企业快速突破核心技术、实现国产替代的关键；松井股份专注 3C 与新能源汽车涂层，下游技术迭代极快，企业需依靠高比例研发人员快速响应需求变化，确保产品性能领先以绑定优质客户。

这种人才向创新主体高度集聚的格局，预示着化工行业的技术突破与产业升级将更多由研发人员占比高的赛道引领，加速行业向高端化、精细化演进。而在 AI 重构的浪潮下，这些高人才密度企业也更有能力率先开发和应用 AI 工具，形成“人才密度→创新能力→AI 应用→效率提升→吸引更多人”的正向飞轮，进一步巩固其在行业中的技术领导地位。

七、全球之局：境外营收、海外布局与外资流向

7.1 境外营收：整体修复增长，高端产品全球竞争力增强

7.1.1 2021—2025 年境外营收占比走势：整体 21.63%，同比+3.00%

2025 年度，A 股化工上市公司整体境外营收占比达到 21.63%，较 2024 年的 20.98%提升 0.65 个百分点，同比增幅 3.00%。从五年趋势看，境外营收占比自 2021 年的 18.50%起步，经 2022 年的 20.30%、2023 年的 21.00%、2024 年的 20.98%（受全球需求疲软影响短暂回落），至 2025 年重回上行通道并创下阶段性新高，年均复合增长率约为 4.1%。

这一修复性增长深刻反映了中国化工行业全球竞争力的持续增强。2025 年以来，随着全球制造业景气度逐步回升以及中国化工产品在本成本和品质方面的竞争优势进一步显现，行业出口呈现量价齐升态势。2025 年上半年，SW 基础化工行业境外营收达 2,349.55 亿元，同比增长 4.74%。从更长期视角看，中国化学品及有关产品出口金额自 2014 年以来持续增长，2024 年达 2,623.42 亿美元，虽较 2022 年的峰值 3,120.88 亿美元有所回落，但仍处于历史高位。2025 年 9 月，化学原料和化学制品制造业出口商品数量指数为 122.40，持续处于扩张区间。

境外营收占比的提升并非单纯依赖价格优势，而是产品结构优化的结果。高端新材料、特种化学品在出口中的占比持续提升，传统大宗品的“低价出海”模式逐步向“高附加值出海”转型。这一转变的驱动力来自两方面：一是国内化工企业在高端产品领域的技术突破——电子化学品、特种气体、高性能纤维等领域的国产化率提升，使产品具备与国际巨头竞争的硬实力；二是海外客户对中国化工供应链认可度的提升，越来越多的跨国企业将中国纳入其核心供应商体系。

图表：2021—2025 年 A 股化工上市公司境外营收占比走势



数据来源：iFinD，和君分析

上图清晰呈现了整体、平均与中位境外营收占比的同步上行态势。平均境外营收占比达 24.26%，高于整体水平，表明头部企业国际化程度更深；中位值为 20.15%，接近整体水平，反映出行业中腰部企业的国际化拓展步伐正在加快。

7.1.2 平均与中位境外营收占比分析：头部渗透力持续增强，腰部加速拓展

2025 年度，A 股化工上市公司平均境外营收占比为 24.26%，中位值为 20.15%，两者均高于整体水平（21.63%），且差距较上年有所收窄。这一变化释放出两个重要信号：一是头部企业国际化布局持续深化，境外市场渗透力进一步增强；二是腰部企业国际化拓展加速，中位值向平均值靠拢。

头部企业的国际化路径呈现深度嵌入全球产业链的特征。以安道麦 A 为例，作为先正达集团旗下全球领先的植保企业，其境外营收占比达 100%，业务覆盖全球 100 多个国家和地区，是真正意义上深度嵌入全球产业链的标杆。润丰股份的境外营收占比达 99.42%，公司农药产品销往全球 80 多个国家和地区，形成了以“团队+平台+支持体系”为核心的全球化运营模式。万华化学 2025 年度境外收入 963.21 亿元，占营业收入的 47.39%，境外毛利率 11.50%，虽低于境内的 15.45%，但规模效应显著。这些头部企业通过海外建厂、设立研发中心、并购整合等方式，实现了从“产品出口”到“能力出海”的跃升。

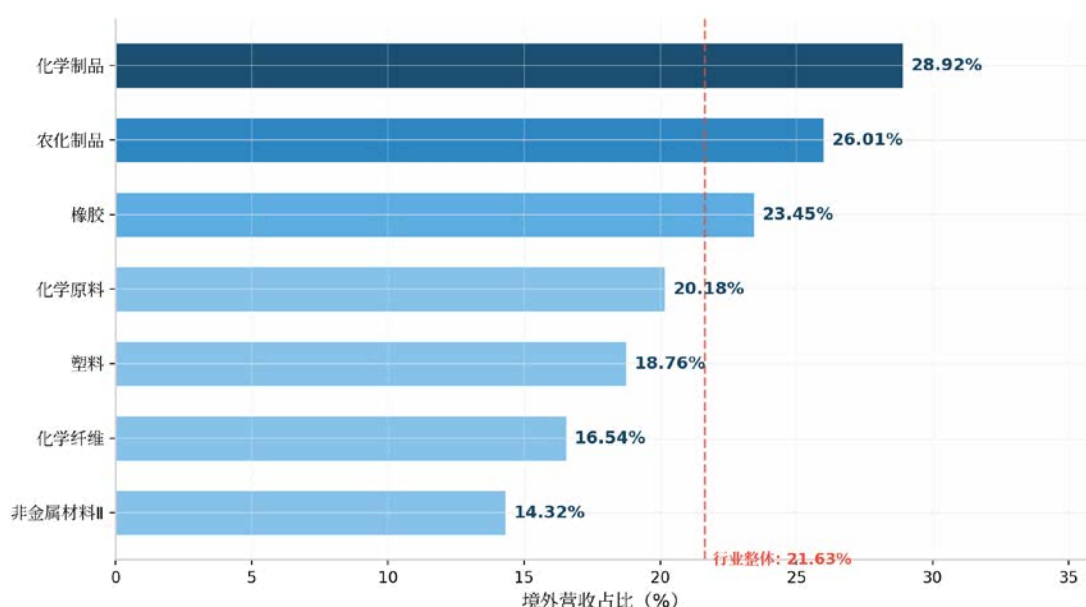
腰部企业的国际化拓展则呈现出加速态势。2025 年度中位值的提升表明，越来越多此前以国内市场为主的化工企业开始积极开拓海外市场。这一趋势的驱动力在于：一方面，国内部分化工子行业产能过剩、竞争激烈，企业被迫寻求海外市场消化产能；另一方面，一些在细分领域具备技术优势的中小企业，其产品在国际市场上具有差异化竞争力，出口成为新的增长极。

值得关注的是，境外营收占比分布呈现显著右偏特征——少数企业境外营收占比极高（如安道麦 A100%、润丰股份 99.42%），而多数企业境外营收占比集中在 10%—30%区间。这种分布格局既反映了国际化经营的门槛较高，也预示着行业国际化水平仍有较大提升空间。

7.1.3 细分行业境外营收占比：化学制品 28.92%领跑，农化制品 26.01%紧随

2025 年度，A 股化工上市公司七大细分行业境外营收占比呈现显著分化，化学制品以 28.92%位居首位，农化制品（26.01%）、橡胶（23.45%）紧随其后，化学原料（20.18%）、塑料（18.76%）、化学纤维（16.54%）、非金属材料Ⅱ（14.32%）相对靠后。

图表：2025 年 A 股化工上市公司细分行业境外营收占比对比



数据来源：iFinD，和君分析

图表：2025 年 A 股化工上市公司细分行业境外营收占比对比

细分行业	境外营收占比（%）	较行业整体（+/-）	国际化驱动因素
化学制品	28.92	+7.29	电子化学品、特种化学品全球需求旺盛，技术壁垒高
农化制品	26.01	+4.38	农药产品性价比优势突出，海外登记壁垒高筑护城河
橡胶	23.45	+1.82	轮胎出口竞争力强，海外基地布局完善
化学原料	20.18	-1.45	大宗原料受运输成本限制，高端原料出口增长
塑料	18.76	-2.87	通用塑料出口增速放缓，改性塑料出口提升
化学纤维	16.54	-5.09	常规纤维产能过剩，高性能纤维出口增长
非金属材料II	14.32	-7.31	产品特性偏定制，全球化程度相对较低
行业整体	21.63	—	—

数据来源：iFinD，和君分析

化学制品行业境外营收占比领跑，核心逻辑在于其产品的高端化与差异化。电子化学品、特种气体、高端涂层等产品具有技术密集、客制化程度高的特点，一旦通过客户认证便具有较强的供应黏性。中国企业在部分电子化学品领域已实现技术突破，产品性价比优势显著，在东南亚、欧洲等市场的份额持续提升。此外，化学制品行业的部分子赛道（如科研试剂、特种催化剂）天然具有全球化属性，企业需要通过服务全球客户来实现规模效应。

农化制品行业紧随其后，核心驱动力在于中国农药产品的全球竞争力。中国是全球最大的农药原药生产国和出口国，原药产量占全球约 70%。以润丰股份、安道麦 A 为代表的龙头企业，凭借完善的全球登记体系、高效的供应链管理和具有竞争力的成本控制，在国际市场占据重要地位。农药行业的海外市场拓展壁垒极高——产品需在各目标国进行登记注册，周期长达 3—5 年，已建立全球登记体系的企业形成了深厚的护城河。

橡胶行业的国际化程度较高主要受益于轮胎出口的强劲增长。中国轮胎企业在性价比方面具有全球竞争力，赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟等企业的海外营收占比分别达 74.87%、48.65%、89.36%。面对欧美等国频繁的反倾销政策，国内胎企加速海外基地布局，在越南、泰国、印尼、柬埔寨等地建设生产基地，既享受当地成本优势，又在一定程度上规避贸易政策影响。轮胎行业的国际化路径为其他化工子行业提供了“海外建厂+本地化运营”的范本。

7.1.4 境外营收占比 TOP20：安道麦 A100%领先，深度嵌入全球产业链

2025 年度，A 股化工上市公司境外营收占比 TOP20 的格局深刻折射出不同企业嵌入全球产业链的深度差异。

图表：2025 年 A 股化工上市公司境外营收占比 TOP20

排名	公司名称	境外营收占比（%）	所属细分	海外布局特征
1	安道麦 A	100.00	农化制品	全球植保龙头，覆盖 100+ 国家
2	润丰股份	99.42	农化制品	农药出口全球 80+ 国家
3	森麒麟	89.36	橡胶	泰国/西班牙基地，海外产能占比高
4	赛轮轮胎	74.87	橡胶	越南/印尼/柬埔寨基地

5	通用股份	81.48	橡胶	泰国基地，半钢胎出口为主
6	玲珑轮胎	48.65	橡胶	泰国/塞尔维亚基地
7	贵州轮胎	41.11	橡胶	越南基地布局
8	万华化学	47.39	化学制品	MDI/TDI 全球龙头，海外直销网络
9	新和成	58.11	化学制品	营养品/香料全球销售
10	中策橡胶	48.14	橡胶	泰国/印尼基地
11	海利得	45.22	化学纤维	涤纶工业丝出口为主
12	上纬新材	35.75	塑料	风电材料出口东南亚/欧洲
13	龙佰集团	38.56	化学原料	钛白粉全球产能第一
14	卫星化学	32.18	化学制品	丙烯酸酯出口增长
15	华峰化学	30.45	化学纤维	氨纶出口增长
16	金发科技	28.92	塑料	改性塑料出口汽车/家电领域
17	巨化股份	27.35	化学制品	氟化工产品出口增长
18	扬农化工	26.88	农化制品	菊酯类农药全球龙头

19	中广核技	25.62	化学制品	电子加速器/新材料出口
20	国瓷材料	24.85	非金属材料II	MLCC 配方粉出口日韩

数据来源：iFinD，和君分析

从 TOP20 的分布看，农化制品和橡胶企业占据主导地位，两者合计达 14 家。这一格局的背后是中国在这两个领域已建立全球性的竞争优势——农药原药产量全球占比约 70%，轮胎产量全球占比超过 50%。这些企业通过“全球登记+海外建厂+品牌运营”的三位一体模式，深度嵌入全球产业链，境外营收占比普遍超过 40%。

化学制品企业虽然在 TOP20 中数量不多，但其国际化模式更具技术含量。万华化学的 MDI 产能全球第一，通过在海外设立直销网络和服务中心，实现从“卖产品”到“卖解决方案”的转型。新和成的营养品业务覆盖全球 100 多个国家和地区，维生素 E、维生素 A 等产品在全球市场占有重要份额。这些企业的国际化路径表明，中国化工行业正从“低成本出口”向“高技术出口+全球化服务”升级。

值得关注的是，2023 年以来欧盟、印度等国家或地区对我国的钛白粉、聚酯瓶片、PTA、PVC 等产品启动反倾销政策。这一方面体现了中国化工企业在成本和品质方面的竞争力已引起国际市场关注，另一方面也凸显出部分传统化工产品的出口结构存在优化空间。未来，高端新材料的出口占比尚需进一步提升，传统产品的“反内卷”与差异化升级存在必要性。

7.2 海外布局：三种出海模式的路径分化与战略选择

中国化工企业的“走出去”已超越简单的产品出口阶段，进入了以海外资本持仓和技术网络构建为核心的深层国际化阶段。从实践来看，行业呈现出三种差异化、可清晰辨识的出海模式：资源获取型、市场拓展型与技术输出型。每种模式的驱动逻辑、资源禀赋要求与风险特征各不相同，企业需根据自身禀赋和战略目标审慎选择。

7.2.1 资源获取型出海：保障产业链安全

资源获取型出海的核心逻辑在于锁定全球稀缺矿产与能源资源，保障国内产业链的原材料供给安全。该模式的典型代表为亚钾国际（000893.SZ），其在老挝甘蒙省拥有 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量约 10 亿吨。老挝钾盐矿具有矿层浅、品位高、开采成本远低于加拿大和俄罗斯传统钾盐矿的禀赋优势，使得亚钾国际具备了全球领先的成本竞争力。截至 2025 年底，亚钾国际在老挝已达成年产 300 万吨氯化钾的产能规模，远期目标为 500 万吨/年。

资源获取型出海的战略价值在钾肥进口格局的变化中得到充分印证。2025 年，老挝对我国钾肥出口达 226.37 万吨，同比增长 9.24%，老挝已超越加拿大成为我国第三大钾肥进口来源国。在全球钾肥供给高度集中的背景下（加拿大 Nutrien、俄罗斯 Uralkali、白俄罗斯 Belaruskali、美国 Mosaic 等寡头长期占据主导，五大巨头合计控制全球约 68% 的氯化钾产能），中国企业在东南亚的钾肥资源布局有效分散了供给风险，增强了议价能力。类似的逻辑也体现在锂矿（天齐锂业智利 SQM 参股、赣锋锂业阿根廷 Cauchari-Olaroz 项目）、磷矿（云天化老挝磷矿项目）等资源型出海案例中。

资源获取型出海的关键成功要素在于：一是资源禀赋的获取能力——能否以合理成本锁定优质矿权；二是所在国的政策稳定性和基础设施配套——老挝、阿根廷等国的政策变动风险需要持续评估；三是与国内产业链的协同能力——海外资源能否高效对接国内加工产能。

7.2.2 市场拓展型出海：中国制造服务全球

市场拓展型出海的核心逻辑在于利用中国化工制造业的成本优势和供应链效率，服务全球市场。该模式在农化制品领域表现最为典型。安道麦 A（000553.SZ）作为先正达集团旗下全球第六大植保企业，境外营收占比达 100%，业务网络覆盖 100 多个国家和地区，登记农药产品超过 5,000 种。2025 年，安道麦收购新西兰 AgriNova 公司，将业务版图从传统化学农药拓展至生物刺激素领域，进一步完善了其全球作物解决方案矩阵。

润丰股份（301035.SZ）是另一典型案例，其境外营收占比达 99.42%，产品出口至全球 80 多个国家，持有 3,000 多个农药登记证。润丰股份采取了差异化

的“轻资产+平台化”模式——通过在中国境内进行原药生产和制剂加工，依托全球登记网络和本地化团队实现终端销售，既保持了制造成本优势，又规避了在海外重资产建厂的复杂性。这种“中国制造、全球分销”的模式为众多具备成本优势的化工企业提供了可借鉴的路径。

市场拓展型出海的关键成功要素在于：一是全球登记和认证能力——农药、涂料等产品需在各目标国进行长期登记注册，已建立的登记证库构成核心壁垒；二是本地化运营能力——需要在目标市场建立销售团队、技术服务团队和供应链管理体系；三是产品组合的适应性——针对不同地区的气候、作物和法规要求，开发差异化产品。

7.2.3 技术输出型出海：从成本优势到技术引领

技术输出型出海代表了中国化工企业国际化的最高层次——不仅输出产品，更输出技术、标准和管理能力。该模式的标杆企业为万华化学（600309.SH），其通过收购匈牙利 BC 公司（原宝思德化学），在欧洲建立了年产能 40 万吨的 MDI 生产基地，成为中东欧地区最大的异氰酸酯供应商。匈牙利基地不仅服务欧洲市场，更成为万华化学技术输出和全球研发网络的重要节点。2025 年，万华化学境外收入 963.21 亿元，占营业收入的 47.39%，匈牙利基地已实现稳定盈利。

技术输出型出海的战略意义在于：一是贴近高端市场——欧洲、北美是全球高端化工产品需求最集中的区域，本地化生产可缩短交付周期、降低物流成本、提升客户服务响应速度；二是获取前沿技术——通过海外研发中心（中化国际在欧洲、美洲、东南亚的研发中心网络）和并购整合，中国企业可快速获取先进技术和高端人才；三是分散地缘政治风险——在中美贸易摩擦、欧盟碳边境调节机制（CBAM）等背景下，海外产能布局有助于规避贸易壁垒。

技术输出型出海对企业的技术积累、资金实力和管理能力提出了更高要求。相比资源获取型和市场拓展型出海，技术输出型出海的资本密集度更高（海外建厂单项目投资动辄数十亿元）、运营复杂度更大（需管理跨文化团队、应对当地劳工和环保法规），但一旦成功，将为企业带来全球竞争力和品牌溢价的双重提升。

7.2.4 出海模式的选择逻辑与风险提示

三种出海模式的选择本质上取决于企业的资源禀赋和竞争优势定位。

图表：化工企业三种出海模式对比

维度	资源获取型	市场拓展型	技术输出型
核心驱动力	上游资源禀赋	成本优势与供应链效率	技术创新与资本实力
代表企业	亚钾国际、藏格矿业	安道麦 A、润丰股份	万华化学、中化国际
海外资产形态	矿山/资源开采权	轻资产（登记+销售网络）	重资产（工厂+研发中心）
资本投入强度	高（采矿基础设施）	中（登记+团队建设）	极高（海外建厂/并购）
核心竞争壁垒	矿权获取+开采成本	登记证库+本地化能力	技术壁垒+品牌溢价
主要风险	资源国政策变动	汇率波动+贸易壁垒	地缘政治+合规成本

数据来源：iFinD，和君分析

资源禀赋型、成本优势型和技术领先型企业分别对应“资源获取型”“市场拓展型”和“技术输出型”出海路径。然而，需要审慎提示的是，无论选择何种模式，中国化工企业的海外布局均面临三重共性风险。其一，地缘政治风险——部分资源国的政局变动和“资源民族主义”抬头可能威胁已有投资的安全性和收益率；其二，汇率波动风险——以美元计价的海外资产和收入面临汇率波动对财务报表的冲击；其三，合规成本上升——欧盟 CBAM、美国《维吾尔强迫劳动预防法》等法规对中国化工企业的出口和海外运营提出了更高的 ESG 和合规要求，合规成本预计将呈上升趋势。企业在制定出海战略时，需对上述风险进行充分评估，建立动态监测和应对机制。

7.3 外资持仓

7.3.12021—2025 年外资持股比例走势：整体 7.78%，减持节奏放缓

2025 年度，A 股化工上市公司整体外资持股比例（以沪股通、深股通持股占流通 A 股比重计）为 7.78%，较 2024 年的 8.06% 下降 0.28 个百分点，同比降幅 3.47%。从五年趋势看，外资持股比例自 2021 年的 8.15% 起步，经 2022 年的 8.05%、2023 年的 7.56%、2024 年的 8.06%（阶段性反弹），至 2025 年回落至 7.78%，整体呈现高位震荡、缓慢下行的态势。

图表：2021—2025 年 A 股化工上市公司外资持股比例走势



数据来源：iFinD，和君分析

这一走势需置于 A 股市场外资整体流动的宏观背景下理解。2025 年末，北向资金共持有 3,257 家 A 股公司股份，持股数量合计 1,079 亿股，持仓市值合计 2.59 万亿元，为历史第二高，仅次于 2021 年末的 2.76 万亿元。相较于 2024 年末，北向资金持仓市值增加约 3,842 亿元。从 A 股整体看，外资机构持股占比由 2021 年的高点 5.6% 下降至 2024 年末的 4.3%，化工行业的外资持股比例走势与整体市场基本一致。

值得关注的是，外资持仓并非全面撤退，而是从行业普配转向优质企业集中配置。2025 年三季度，北向资金对基础化工行业加仓 3.70 亿股，在全部行业中排名第二。2025 年四季度，基础化工行业获北向资金加仓 5.71 亿股，持股市

值增长 93 亿元，在加仓行业中排名第 7 位。这种“总量降、结构优”的格局表明，外资持仓向“个股 α 选择”转变。

7.3.2 平均与中位外资持仓

2025 年度，A 股化工上市公司平均外资持股比例为 8.24%，较 2024 年的 7.47%大幅提升 0.77 个百分点，同比增幅达 10.31%。与此同时，中位外资持股比例为 4.85%，较 2024 年的 4.68%微升 0.17 个百分点。“平均大幅上升、整体小幅下降”的分化格局清晰揭示了外资关注标的撤离，向少数优质企业集中。

这一分化背后有深刻的逻辑。从外资减持的标的特征看，主要是两类：一是传统大宗化工企业，产品同质化严重、盈利波动大、成长性不足，在外资“高配科技、不关注‘老登股’”的选股偏好下遭减持；二是部分周期性强的子行业龙头，在经济周期下行阶段盈利承压，外资选择阶段性回避。

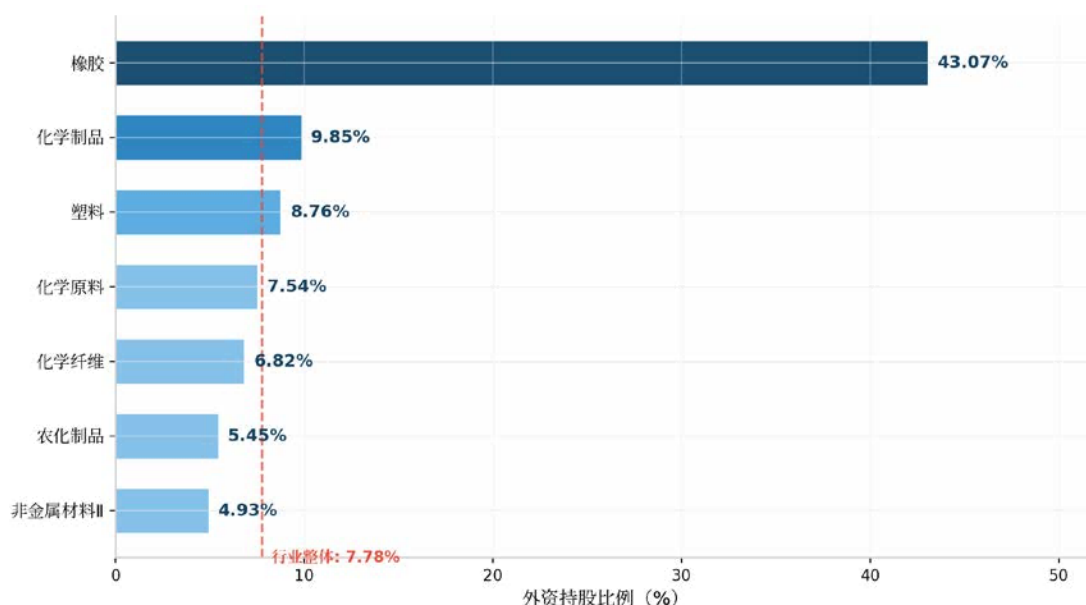
从外资增持的标的特征看，则高度聚焦于具有高端技术属性的企业。2025 年末，北向资金对具备科技成长属性的化工企业关注标的集中在以下方向：一是新材料企业，如电子化学品、特种气体、高性能纤维等领域的细分龙头；二是技术壁垒高、全球竞争力强的企业，如万华化学（MDI 全球龙头）、新和成（营养品全球供应商）；三是受益于新能源产业链的企业，如锂电材料、光伏材料等领域的优势企业。

这种从行业普配向优质企业集中持仓结构的转变，折射出全球资本对中国化工高端化转型的认可。外资持仓，本质上是押注中国化工产业从“规模驱动”向“创新驱动”转型的长期趋势。

7.3.3 细分行业外资持股比例：橡胶 43.07%断层领先

2025 年度，A 股化工上市公司细分行业外资持股比例呈现极端分化格局，橡胶以 43.07%断层领先，化学制品（9.85%）、塑料（8.76%）、化学原料（7.54%）处于第二梯队，化学纤维（6.82%）、农化制品（5.45%）、非金属材料Ⅱ（4.93%）相对靠后。

图表：2025 年 A 股化工上市公司细分行业外资持股比例对比



数据来源: iFinD, 和君分析

橡胶行业外资持股比例大幅领先，主要由赛轮轮胎、玲珑轮胎等龙头企业的高外资持仓驱动。轮胎行业具有消费属性强、现金流稳定、全球竞争格局清晰的特点，契合外资偏好大盘蓝筹、行业龙头的投资风格。中国轮胎企业全球市场份额持续提升，外资机构看好其长期增长前景，因此高配该板块。

从外资关注标的行业排名中，基础化工位列第 5 位（在 2,110 只获加仓标的中），加仓方向与科技成长主线吻合。

7.3.4 外资持股 TOP20：泰禾股份 85.39%领先，全球资本锚定技术供给型企业

2025 年度，A 股化工上市公司外资持仓偏好——高度集中于具备技术供给能力、深度嵌入全球供应链的优质企业。

图表：2025 年 A 股化工上市公司外资持股 TOP20

排名	公司名称	外资持股比例 (%)	所属细分	外资持仓逻辑
1	泰禾股份	85.39	农化制品	高端农药全球登记壁垒，成长性突出

2	上纬新材	79.54	塑料	风电材料技术领先，碳中和受益标的
3	万华化学	62.15	化学制品	MDI 全球龙头，一体化成本优势
4	恩捷股份	58.32	化学制品	锂电隔膜全球龙头，新能源核心资产
5	新和成	55.78	化学制品	营养品全球供应商，技术壁垒深厚
6	蓝晓科技	52.36	化学制品	吸附分离材料技术领先，盐湖提锂
7	赛轮轮胎	48.65	橡胶	轮胎行业龙头，全球化布局完善
8	盐湖股份	45.22	农化制品	钾肥资源稀缺，新能源锂盐双轮驱动
9	藏格矿业	42.88	农化制品	钾肥/锂盐资源型企业
10	巨化股份	38.56	化学制品	氟化工龙头，制冷剂景气周期
11	玲珑轮胎	35.42	橡胶	轮胎行业龙头，塞尔维亚基地投产
12	华鲁恒升	34.18	化学原料	煤化工龙头，成本控制能力卓越

13	合盛硅业	32.65	非金属材料II	有机硅龙头，光伏/半导体双赛道
14	宝丰能源	30.25	化学原料	煤制烯烃龙头，成本优势显著
15	龙佰集团	28.92	化学原料	钛白粉全球产能第一
16	华峰化学	27.35	化学纤维	氨纶龙头，一体化成本优势
17	桐昆股份	26.88	化学纤维	涤纶长丝龙头，海外基地布局
18	新凤鸣	25.62	化学纤维	涤纶长丝龙头
19	卫星化学	24.85	化学制品	丙烯酸及新材料，轻烃路线优势
20	云天化	23.08	农化制品	磷化工龙头，新能源材料转型

数据来源：iFinD，和君分析

外资持股 TOP20 的分布呈现出鲜明的“资源+技术”双主线特征。资源主线以盐湖股份、藏格矿业（钾肥/锂盐）、龙佰集团（钛矿）、云天化（磷矿）为代表，外资持仓逻辑在于稀缺资源的战略价值——在全球资源民族主义抬头的背景下，拥有上游稀缺矿产的企业具有天然的护城河。技术主线以万华化学、新和成、恩捷股份、蓝晓科技为代表，外资持仓逻辑在于技术壁垒构筑的竞争优势——这些企业在各自细分领域已实现全球领先或国产替代突破，具备持续获取超额回报的能力。万华化学作为外资持仓市值最高的化工企业之一，获得了北向资金、QFII（阿布达比投资局）等多元外资渠道的重点关注标的。

八、绿色之道：碳约束、绿氢耦合与零碳转型

化工行业是中国工业体系中的碳排放大户。根据中国石油大学与 WRI 的联合测算，包含煤化工在内的石化化工行业碳排放量约占全国碳排放总量的 14.7%；2022 年，我国石化化工行业碳排放量约 14 亿吨，占工业碳排放量的 18%、全国碳排放总量的 12%。在“双碳”目标下，这一占比意味着化工行业无法回避碳约束的收紧。2025 年以来，绿色低碳转型已从行业倡议升级为刚性约束——化工行业拟被纳入全国碳市场覆盖范围，碳排放双控替代能耗双控的政策切换重构了投资逻辑，绿氢耦合从示范走向商业化，零碳工厂建设设定了清晰的脱碳时间表。对于上市公司而言，绿色转型不再是“选择题”，而是关乎长期生存竞争力的“必答题”。

8.1 碳市场扩容：化工行业拟纳入全国碳市场

8.1.1 2027 年实施配额总量控制

2025 年，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发《关于推进绿色低碳转型加强全国碳市场建设的意见》，标志着全国碳市场建设进入实质性扩容阶段。文件明确将化工行业拟纳入全国碳市场覆盖范围，并设定 2027 年对碳排放总量趋于稳定的行业实施配额总量控制的关键节点。这一制度安排意味着化工企业将告别试点阶段的宽松环境，进入真正的碳约束时代。

配额分配采用免费与有偿相结合的模式，且明确将有偿分配比例有序提高。具体而言，初始阶段免费配额仍占主导，以确保平稳过渡；随后通过逐步降低免费配额基准线、引入拍卖机制等方式，推动配额分配向市场化方向演进。对于化工上市公司，这一政策变化带来三重直接影响：其一，碳排放成本将从隐性转为显性，直接侵蚀企业利润，碳排放强度高的煤化工、基础化学品企业首当其冲；其二，碳配额资产化程度提升，配额富余企业可通过碳交易获得增量收益，而配额短缺企业需额外承担购买成本；其三，碳排放数据质量要求大幅提高，企业需投入资源建设 MRV（监测、报告、核查）体系，合规成本显著上升。

从碳价走势看，2025 年全国碳市场配额（CEA）价格围绕 60-75 元/吨区间震荡。复旦大学可持续发展研究中心预测，随着 2027 年总量控制机制全面实施和有偿分配的推进，2028 年碳价有望突破 100 元/吨；2027 年碳期货等衍生品推出后，金融交易占比将从当前的 10%提升至 30%以上，价格发现功能显著增强。远期来看，2029—2030 年碳价预计加速上行，逐步向国际碳价水平靠拢。北京理工大学能源与环境政策研究中心预测，2026 年现货交易额有望突破 1200 亿元，全国碳市场最终将形成覆盖八大工业行业、超 8500 家企业的格局，管控全国 75%的二氧化碳排放。

值得关注的是，碳市场扩容与欧盟碳边境调节机制（CBAM）形成内外联动。CBAM 过渡期已于 2023 年启动，预计 2026 年正式实施，出口型化工企业面临国内外双重碳成本压力。据测算，若碳价达到 200 元/吨水平，吨甲醇的碳成本将增加约 120-150 元，对煤化工企业盈利形成显著挤压。这一政策信号已深刻影响资本市场估值逻辑，碳排放强度成为评估化工企业价值的重要维度。

8.1.2 碳排放双控替代能耗双控

2025 年是国家实施碳排放双控制度的关键转折年。2025 年 10 月，党的二十届四中全会明确“实施碳排放总量和强度双控制度”，指出“积极稳妥推进和实现碳达峰”；同年 12 月，中央经济工作会议进一步提出“深入推进重点行业节能降碳改造”和“加强全国碳排放权交易市场建设”。政策明确以碳排放总量和强度“双控”逐步替代能源消费总量和强度“双控”，这一指标转换实质上重构了地方政府的考核体系和企业的投资决策逻辑。

能耗双控时代，企业可通过使用可再生能源规避总量约束，地方政府也有较大的操作空间。而碳排放双控直接锚定二氧化碳排放量，化石能源使用与碳排放几乎一一对应，政策刚性大幅增强。对于化工行业，这意味着三重约束：煤化工项目的审批将更加严格，新增产能的碳排放强度需达到行业先进水平；存量产能面临碳排放强度的硬性约束，超标企业将被要求限期整改或退出；产品出口需核算全生命周期碳足迹，高碳产品国际竞争力下降。2025 年版《煤炭清洁高效利用重点领域标杆水平和基准水平》对煤制烯烃、煤制甲醇等子行业设定了明确的能效标杆值和基准值，低于基准水平的产能面临被市场出清的风

险。据行业协会统计，截至目前全国已累计淘汰煤化工领域落后产能超过 2000 万吨/年。

8.2 绿氢耦合：从示范走向商业化

8.2.1 龙头企业提前布局

在政策与市场的双重驱动下，绿氢耦合已成为化工行业低碳转型的最具前景的技术路线。绿氢（通过可再生能源电解水制取的氢气）可替代煤化工过程中的煤制氢环节，从源头削减碳排放。当前，国内龙头企业已在该领域取得实质性突破，宝丰能源是这一路线的典型代表。

宝丰能源在内蒙古规划建设并投产的 300 万吨/年烯烃项目（包含 260 万吨/年煤制烯烃及 40 万吨/年绿氢耦合制烯烃装置），是全球单厂规模最大的煤制烯烃项目，也是全球首个规模化应用绿氢与现代煤化工协同生产工艺制烯烃的标杆项目。该项目创新采用“绿氢耦合煤制烯烃”工艺，通过电解水制氢替代传统的煤气化制氢，每生产 1 吨烯烃可减少 1.8 吨碳排放，综合能耗较行业标杆值降低 15%，全系统能耗在现有基础上再降低近 20%。项目于 2025 年 3 月全线投产并达产，直接推动宝丰能源烯烃产能跃升至 520 万吨/年，2025 年全年实现营业收入 480.38 亿元，同比增长 45.64%，归母净利润 113.5 亿元，同比增长 79.09%。

在绿氢产能布局方面，宝丰能源已具备年产 2.4 亿标方（约 2.4 万吨）绿氢产能，其中宁夏宁东基地配套 100MW 光伏发电，年替煤 80 万吨、减排 CO₂ 约 140 万吨。更具战略意义的是，宁东四期 15 万吨/年绿氢耦合煤化工示范项目已于 2026 年 4 月完成机械中交，预计 2026 年底全面达产，将成为当前全球规模最大的绿氢耦合煤化工工程。内蒙古鄂尔多斯二期项目计划 2027 年 3 月竣工，届时基地绿氢总产能将突破 10 万吨/年。公司远期目标是 2030 年实现绿氢产能 31 亿标方/年，2045 年实现绿氢完全替代灰氢。

在成本控制方面，宝丰能源已投产的宁东项目绿氢生产成本已降至约 15 元/公斤（1.34 元/标方），较行业平均水平低约 40%。公司目标 2027 年进一步降至 0.7 元/标方，届时绿氢成本将接近甚至低于灰氢（煤制氢）成本。中石化、

国家能源集团等央企也在积极推进绿氢炼化、绿氢合成氨等示范项目，但总体仍处于示范向商业化过渡的阶段。

8.2.2 绿氢产业链前景

绿氢的大规模商业化取决于成本端与技术端的双重突破。成本端，风光发电成本的持续下降是核心驱动力。目前，中国风光发电成本已在全国范围内低于燃煤发电，在阳光辐射强烈的地区，光伏发电成本仅为燃煤发电的一半左右。这一趋势为绿氢的规模化生产奠定了能源成本基础。技术端，碱性电解槽设备国产化率已超过 98%，单槽产能不断提升，设备投资成本快速下降。

政策层面，2025 年国家能源局发布的《关于推进煤炭与新能源融合发展的指导意见》明确提出，鼓励煤制油气和煤化工项目开展规模化绿电、绿氢利用替代和碳捕集、利用与封存（CCUS）应用。2025 年发布的《绿氢产业发展规划（2025—2030 年）》及 2026 年工信部、财政部、国家发展改革委联合开展的氢能综合应用试点工作，对绿氢生产及绿色氨醇、氢基化工原料替代等应用明确了鼓励政策及补贴力度，单个城市群试点期内奖励上限不超过 16 亿元。

从应用场景看，化工行业是绿氢最大的潜在应用市场。合成氨、甲醇、炼化三大领域合计占氢气消费总量的约 85%，这些领域目前主要使用煤制氢或天然气制氢，碳排放强度高。据行业预测，2030 年绿氢成本有望与灰氢平价，届时化工行业绿氢需求将呈现爆发式增长。需要指出的是，绿氢项目资本开支巨大、技术成熟度仍有待验证，且当前绿氢成本较灰氢仍高出 2-3 倍，项目经济性高度依赖碳价水平和政策补贴。需要密切关注相关上市公司的绿氢项目进展及资本开支节奏。

8.3 零碳转型：零碳工厂 2030 年覆盖化工行业

8.3.1 零碳工厂建设路径

零碳工厂建设为化工行业设定了清晰的脱碳时间表。2026 年 1 月，工信部等部门印发《关于开展零碳工厂建设工作的指导意见》，提出 2026 年起遴选一批零碳工厂做好标杆引领；到 2027 年，在汽车、锂电池、光伏、电子电器等行业培育建设一批零碳工厂；到 2030 年，将零碳工厂建设逐步拓展至石化化工、

钢铁、有色金属、建材等行业领域，探索传统高耗能产业脱碳新路径。2026 年《政府工作报告》进一步将“深入推进零碳园区和工厂建设”列为重点工作任务，并量化了年度碳排放指标——单位国内生产总值二氧化碳排放降低 3.8%左右。

化工企业建设零碳工厂的实施路径可概括为“四步走”：第一步是能效提升，通过工艺优化、设备更新、能源梯级利用等措施降低单位产品能耗；第二步是清洁能源替代，以绿电、绿热替代化石能源供能，以绿氢替代灰氢作为原料；第三步是 CCUS（碳捕集利用与封存），对难以消除的工业过程排放进行捕集、利用或封存；第四步是碳汇抵消，通过购买 CCER（国家核证自愿减排量）或碳汇额度实现剩余排放的中和。宝丰能源的实践为行业提供了参照样本——其内蒙古项目通过绿氢耦合和能源梯级利用，已使单位产品碳排放强度低于行业均值，向“近零碳”煤化工目标迈进。

8.3.2 CCUS 技术进展

CCUS 技术是实现化工行业深度脱碳的“最后一块拼图”，尤其适用于煤化工、水泥、钢铁等工业过程排放难以完全消除的领域。2025 年 10 月，中国 21 世纪议程管理中心发布《中国 CCUS 技术发展路线图（2025）》和《中国 CCUS 年度报告（2025）》，指出 CCUS 技术正在从验证阶段迈向规模化和商业化应用，技术效率持续提升，覆盖行业日益广泛。

在项目进展方面，2025 年上半年多个 CCUS 项目取得重要突破。中国石化齐鲁石化-胜利油田百万吨级 CCUS 项目在碳捕集技术上有新突破，研发团队成功开发出新型碳捕集溶剂，可在提高捕集效率的同时降低能耗和成本；新疆油田 264 万千瓦新能源及配套煤电、碳捕集一体化项目开工建设，标志着中国石油首个百万吨级电厂烟道气碳捕集项目正式启动；华能陇东能源基地百万吨级 CCUS 研究及示范项目电气倒送电一次成功。技术层面，新一代吸收剂材料使捕获能耗降低 20%以上，膜分离技术在特定场景成本降至每吨二氧化碳 35 美元以下。

尽管如此，成本仍是 CCUS 大规模应用的主要瓶颈。当前碳捕集成本约为 200-400 元/吨，叠加运输和封存成本，全流程 CCUS 成本在 300-600 元/吨。这

一成本水平在碳价低于 100 元/吨的环境下缺乏经济性，企业主动投资意愿有限。但从战略角度看，CCUS 技术储备对于化工企业的长期竞争力至关重要——随着碳价逐步上行和技术持续进步，CCUS 有望在未来 5-10 年内进入商业化拐点。

8.4 绿色金融：氢能、CCUS 纳入支持目录

8.4.1 绿色债券与转型金融

绿色金融体系的完善为化工行业低碳转型提供了重要的资金支持。2025 年版《绿色债券支持项目目录》将氢能制备、碳捕集利用与封存（CCUS）、绿色化工新材料等明确纳入支持范围。从市场规模看，2025 年我国共发行贴标绿色债券 832 只，发行规模合计 1.08 万亿元，发行数量同比增长 29%，发行规模同比增长 58%。其中，能源绿色低碳转型依然是募集资金的主要投向，发行规模达 2013.94 亿元。

在化工行业，绿色债券在债券发行中的占比已突破 10%。2025 年上半年，化工企业信用债发行数量 123 只，发行金额合计 1747.99 亿元，净融资额 466.38 亿元，发行规模较上年同期增长 61.98%。多家化工上市公司已成功发行绿色债券用于低碳项目建设，例如煤化工龙头企业发行绿色中期票据用于绿氢耦合制甲醇项目，石化企业发行绿色公司债用于 CCUS 示范装置建设。绿色金融工具不仅降低了企业的融资成本（通常利率较普通债券低 10—30 个基点），更重要的是为项目提供了“绿色认证”，有助于获取政府审批和政策支持。

转型金融作为绿色金融的重要补充，也开始在化工领域落地。转型金融支持暂时不符合绿色标准但制定了科学转型路径的企业，为高碳企业的渐进式脱碳提供了资金渠道。2026 年《政府工作报告》明确提出“设立国家低碳转型基金”，这一政策信号意味着传统化工企业的低碳技术改造和产能升级将获得更多财政金融支持。具备清晰转型路径、碳排放数据透明、治理结构完善的企业，更有可能获取转型金融资源。

图表：绿色金融支持目录与化工企业对应关系

支持类别	具体项目	适用化工企业/ 项目类型	融资工具	典型企业案例
------	------	-----------------	------	--------

氢能制备	可再生能源电解水制氢、氢气储运设施	布局绿氢耦合的煤化工企业、氢能产业链企业	绿色债券、绿色信贷	宝丰能源（绿氢耦合制烯烃）
CCUS	碳捕集、利用与封存项目	煤化工、水泥、钢铁等高碳排放企业	绿色债券、转型债券	中石化（齐鲁一胜利油田 CCUS）
绿色化工新材料	生物基材料、可降解塑料、电子化学品	新材料上市公司、技术型化工企业	科创板 IPO、绿色债券	万华化学（ADI、TPU）、凯赛生物
节能降碳改造	工艺优化、设备更新、余热利用	存量产能规模较大的传统化工企业	转型金融、专项贷款	华鲁恒升（合成气利用优化）
清洁能源替代	化工园区分布式光伏、风电配套	化工园区运营企业、大型化工基地	绿色信贷、绿色 ABS	宝丰能源（风光储一体化）

数据来源：iFinD，和君分析

上表系统梳理了绿色金融支持目录中与化工行业密切相关的五大类别。从适用主体看，绿氢耦合和 CCUS 项目主要面向煤化工龙头企业，这些项目资本密集度高、技术门槛高，但碳减排效果显著，符合绿色债券的投向要求；绿色化工新材料则面向技术型化工企业，科创板硬科技导向为这类企业提供了股权融资渠道；节能降碳改造和清洁能源替代适用范围更广，存量产能规模较大的传统化工企业均可通过转型金融获取支持。值得注意的是，绿色金融的获取并非无条件——企业需建立完善的碳排放数据管理和信息披露体系，满足金融机构的环境效益评估要求。

8.4.2 ESG 从可选项变为必选项

ESG（环境、社会、治理）信息披露已从鼓励性要求升级为强制性要求。沪深北交易所发布的可持续发展报告指引要求特定样本公司必须披露 ESG 报告，其他公司鼓励披露。对于化工行业而言，ESG 报告中的环境指标——碳排放强

度、能耗水平、污染物排放量、水资源利用效率等——成为监管机构和评级机构关注的核心内容。

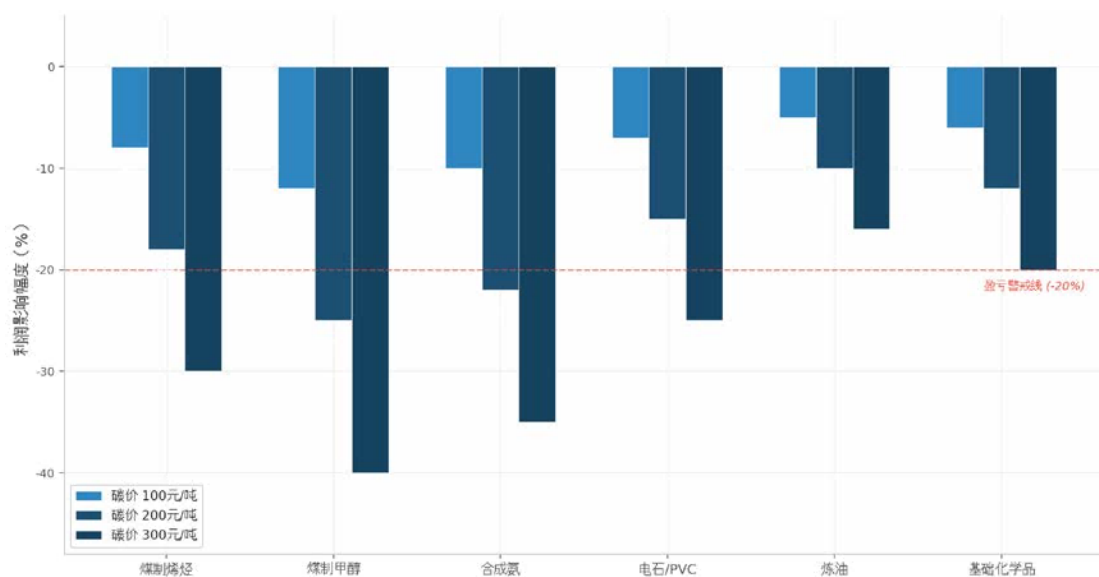
国际经验表明，ESG 评级较高的企业更容易获得长期资本的青睐，融资成本也更低。在国内，随着 ESG 投资理念的普及，化工企业的 ESG 表现已开始影响其估值水平和流动性。万华化学、恩捷股份等 ESG 表现优异的化工企业，已纳入多只 ESG 主题基金的持仓组合，在资本市场上形成了一定的估值溢价。相反，ESG 评级较低、环境违规记录较多的企业，面临机构投资者减持和融资成本上升的压力。对于化工上市公司，ESG 合规已从可选项变为必选项——建立 ESG 数据收集和管理体系、提升信息披露质量、主动回应投资者和评级机构的关切，已成为市值管理的重要组成部分。

8.5 绿色转型成本测算与企业应对

8.5.1 碳成本敏感性分析

碳成本对化工企业盈利的影响程度取决于两个核心变量：碳排放强度和碳价水平。化工行业各子行业因工艺路线和能源结构不同，碳排放强度差异显著。煤化工路线（煤制烯烃、煤制甲醇、合成氨）的碳排放强度最高——吨煤制烯烃全流程碳排放约 8—10 吨 CO₂，吨甲醇约 5—7 吨 CO₂；油化工路线（炼油、乙烯裂解）次之；天然气化工和精细化工的碳排放强度相对较低。

图表：化工各子行业碳成本敏感性分析



注：基于行业平均碳排放强度及利润水平测算

数据来源：iFinD，和君分析

上图展示了在碳价 100 元/吨、200 元/吨、300 元/吨三种情景下，不同化工子行业的利润影响幅度。从测算结果看，煤化工子行业的碳成本敏感性最高：在碳价 100 元/吨情景下，煤制甲醇企业利润影响约 12%，煤制烯烃约 8%，合成氨约 10%；在碳价 200 元/吨情景下，煤制甲醇利润影响扩大至 25%，煤制烯烃达 18%，合成氨达 22%，均已接近或超过盈亏警戒线（利润下降 20%）；在碳价 300 元/吨情景下，煤制甲醇利润影响高达 40%，煤制烯烃达 30%，合成氨达 35%，部分高碳企业将面临亏损。相比之下，炼油和基础化学品的碳成本敏感性较低，在碳价 300 元/吨情景下利润影响分别为 16%和 20%，主要受益于规模效应和成本传导能力。

从碳价演进路径看，当前全国碳市场价格约 60-75 元/吨，预计 2027—2028 年随着总量控制实施将上行至 80-120 元/吨，2028 年有望突破 100 元/吨。这意味着煤制甲醇等高碳子行业可能在 2028 年前后面临显著的盈利压力。需要强调的是，上述测算是基于行业平均水平，实际影响因企业能效水平、成本曲线位置和碳资产管理能力而异。能效领先、绿氢布局早、碳资产管理能力强的企业，碳成本冲击将显著低于行业平均。

8.5.2 企业应对策略

面对渐行渐近的碳约束，化工企业需要分阶段、分层次制定应对策略。

短期（2025—2027 年），核心任务是“摸清家底、夯实基础”。企业应尽快开展全面碳盘查，建立覆盖全部生产装置和产品的碳排放核算体系，确保数据质量和可追溯性，为参与碳市场交易和 ESG 披露奠定基础。同时，建设 MRV（监测、报告、核查）体系，满足全国碳市场的合规要求。在生产运营层面，优先推进能效提升项目——工艺优化、设备更新、余热利用等措施投资回收期短、减排见效快，是短期内最具经济性的减排手段。此外，企业应建立碳资产管理团队，将碳成本纳入投资决策和经营决策的核心参数，探索碳配额交易、CCER 开发等碳资产管理工具。

中期（2027—2030 年），战略重心转向“技术变革、结构转型”。绿氢耦合是煤化工企业降低碳排放强度的关键技术路径，具备风光资源和资金实力的企业应积极布局绿氢项目，抢占低碳转型的先发优势。CCUS 技术在碳价上行的背景下将逐步具备经济性，企业可选择条件成熟的装置开展 CCUS 示范，积累技术经验和运营数据。清洁能源替代方面，化工园区分布式光伏、风电配套、绿电采购等措施可降低外购电力的间接排放。这一阶段需要较大的资本投入，企业应充分利用绿色债券、转型金融等工具降低融资成本。

长期（2030 年以后），目标是“体系重构、品牌重塑”。业务结构低碳化是最终方向——高碳产品占比逐步下降，生物基材料、绿氢衍生品、碳中和化学品等低碳产品成为新的增长极。碳资产管理能力将成为企业的核心竞争力之一，专业的碳资产管理团队不仅负责合规和成本控制，更需通过碳交易策略、CCER 项目开发、碳金融创新等方式将碳资产转化为利润来源。绿色品牌价值的积累则有助于企业获取国际市场准入、绿色供应链认证和消费者溢价，在全球低碳竞争中占据有利位置。

综上所述，绿色低碳转型正在深刻重塑化工行业的竞争格局。碳市场扩容设定了统一的碳成本基准，碳排放双控替代能耗双控强化了政策刚性，绿氢耦合和 CCUS 提供了技术减碳路径，零碳工厂目标明确了时间表，绿色金融和 ESG 要求为转型提供了资金和市场机制。在这一系统性变革中，提前布局、技术领先、治理完善的企业将在碳约束时代获得竞争优势，而碳排放强度高、转型行动迟缓的企业则面临成本上升、融资受限和市场份额流失的多重压力。

九、政策导航：产能治理、安全监管与资本市场改革

2025 年以来，中国石化化工行业政策环境发生了深刻且多维度的变化。产能治理思路从增量扩张转向存量优化，“十五五”规划将综合整治“内卷式”竞争提升至国家战略层面，多个子行业在协会组织下实施联合减产；《危险化学品安全法》将于 2026 年 5 月正式施行，安全准入门槛大幅提高，违法成本显著上升，化工园区稀缺性价值凸显；资本市场改革聚焦硬科技导向，并购重组市场化程度显著提高，市值管理与 ESG 从可选项变为必选项。这些政策变化并非孤立存在，而是相互交织、共同塑造着行业的竞争格局与发展路径。对于上市公司而言，准确理解政策意图、前瞻把握政策节奏、主动适配政策要求，已成为战略决策的核心命题。

9.1 产能治理：从“增量扩张”到“存量优化”

9.1.1 政策严控新增产能：炼油能力控制在 10 亿吨以内（十四五既定目标，“十五五”将延续）

“十四五”期间（2021—2025 年），国务院《2030 年前碳达峰行动方案》（2021 年）和四部门《关于石化产业高质量发展的指导意见》（2023 年）已明确提出将原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内。这一既定目标预计在“十五五”规划（2026—2030 年）中延续执行，石化化工行业同时被列为综合整治“内卷式”竞争的重点治理领域。这意味着未来五年炼油行业几乎不再有净增产能空间，新增炼化项目必须以淘汰落后产能为前提。

对于乙烯、对二甲苯（PX）等基础化工原料，政策要求合理确定新增产能规模和投放节奏，避免集中投产导致的价格战和产能过剩。这一表述较此前更为灵活，从“严格控制”调整为“合理确定”，实质上承认了国内化工原料仍有结构性短缺，但需要更加精准地匹配需求增长节奏。

从上市公司维度分析，已获批的大型炼化一体化项目（如裕龙岛、中科炼化二期等）在政策层面具备确定性，但后续新增项目的审批难度将显著加大。

拥有合规产能指标的企业，其产能稀缺性价值凸显，在存量博弈中占据有利地位。

9.1.2 稳增长工作方案：防范煤制甲醇等行业过剩风险

工业和信息化部等部门印发的《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，在稳增长与防风险之间寻求平衡。方案在肯定煤化工产业战略价值的同时，首次明确预警煤制甲醇行业的产能过剩风险，要求审慎规划新增产能。

政策同时提出适度布局煤制油气、煤制化学品项目，并鼓励开展煤化工与新能源耦合示范。这一表述传递了微妙的政策信号：一方面，煤化工作为国家能源安全战略备份的定位未变；另一方面，传统煤化工路线面临碳排放和能效的双重约束，必须与新能源耦合才能获取发展空间。

对于甲醇、合成氨等大宗化学品企业，这一政策导向意味着：传统煤气化路线的扩张空间受限，新增项目需配套绿氢或碳捕集装置；存量产能的能效水平成为核心竞争力，低效产能将逐步退出；煤化工与新能源耦合的示范项目有望获得政策和资金支持，具备技术和资金实力的企业可积极争取。

9.1.3 反内卷成主基调：多子行业联合减产

2025 年，“反内卷”成为中国经济政策的高频词，在化工行业体现尤为明显。多个子行业在行业协会的组织下实施联合减产，以缓解供需失衡和价格下行压力。

聚酯产业链是典型代表。涤纶长丝、PTA 等行业因产能扩张过快、需求增长放缓，行业开工率一度降至 70% 以下，产品价格跌破现金成本线。在中国化学纤维工业协会协调下，行业龙头企业达成自律减产协议，通过降低开工率消化渠道库存，逐步修复产品价格。类似的联合减产还出现在草甘膦、有机硅、钛白粉等子行业。

联合减产是短期应急之策，长期根本出路仍在于供给侧结构性优化。政策层面正在研究建立产能预警和退出机制，包括：完善行业产能监测系统，定期发布产能利用率预警信息；探索建立产能置换交易平台，允许产能指标市场化流转；加大落后产能淘汰力度，提高行业准入门槛。对于上市公司，行业自律

减产有助于短期利润修复，但市场参与者更需关注企业的产能质量、成本曲线位置及长期竞争格局。

图表：2025 年以来化工行业产能治理重点政策梳理

政策文件	发布部门	核心内容	对化工企业影响
“十四五”碳达峰方案+“十五五”规划延续	国务院/中共中央	原油加工能力控制在 10 亿吨以内（十四五既定目标，“十五五”延续）；综合整治“内卷式”竞争	新增产能审批趋严，存量优质产能稀缺性凸显
《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》	工信部等	严控新增炼油产能，防范煤制甲醇过剩，鼓励煤化工与新能源耦合	传统煤化工扩张受限，耦合项目获支持
行业联合减产倡议	各行业协会	涤纶长丝、PTA、草甘膦等行业自律减产	短期价格修复，长期依赖供给侧改革
产能预警和退出机制研究	工信部等	完善产能监测系统，探索产能置换交易平台	低效产能将逐步市场化出清

9.2 安全监管：《危险化学品安全法》全面升级

9.2.1 新法核心变化：入园要求、重罚机制与责任体系

2025 年通过的《危险化学品安全法》将于 2026 年 5 月 1 日正式施行，这是化工行业安全生产领域的里程碑事件。该法首次以法律形式对危化品全生命周期管理作出系统规定，较此前的行政法规和部门规章，法律效力和处罚力度显著提升。

核心变化包括：一是准入门槛大幅提高，新建危化品生产建设项目必须进入化工园区，未入园项目一律不予审批；二是处罚力度空前，对严重违法行为最高可处以 200 万元罚款，并可吊销安全生产许可证，企业违法成本从“可承

受”变为“伤筋动骨”；三是责任体系更加严密，确立了企业主体责任、政府监管责任、第三方服务责任相协同的治理架构。

对于化工上市公司，安全合规成本将系统性上升，但这一成本上升有利于合规能力强、安全投入足的龙头企业，行业集中度有望进一步提升。同时，化工园区的稀缺性价值凸显，拥有园区土地资源和完善安全设施的企业将获得更多发展机会。

9.2.2 老旧装置淘汰：已淘汰 408 套

配套《危险化学品安全法》的实施，应急管理部持续推进化工老旧装置淘汰退出和更新改造专项行动。截至 2025 年底已累计淘汰老旧装置 408 套，涉及安全风险较高的硝化、氯化、重氮化等工艺。预计 2026 年还将有一批不符合安全标准的老旧装置退出，涉及相关企业约 150 家。

老旧装置淘汰专项行动的影响深远：一方面，长期困扰行业的“带病运行”问题得到系统性治理，行业整体安全水平显著提升；另一方面，装置淘汰带来的产能收缩对部分细分领域供需格局产生积极影响，合规企业的市场份额有望提升。

对于市场参与者而言，持有老旧装置的上市公司面临的资本开支压力和安全合规风险值得重点关注。部分企业可能需要在短期内投入大量资金进行装置改造或搬迁入园，对现金流和盈利能力形成阶段性冲击。

9.2.3 化工园区稀缺性价值凸显

《危险化学品安全法》确立的新建项目必须入园的硬性规定，从根本上重塑了化工行业的空间布局逻辑。化工园区不再是简单的产业集聚载体，而成为危化品生产建设的稀缺性准入资源。

截至 2025 年底，全国经省级人民政府认定公布的化工园区不足 700 家，且数量仍在持续压减中。政策方向明确：严格控制新增化工园区数量，推动园区外企业搬迁入园或关停退出，提升现有园区安全环保标准和产业承载能力。这意味着化工园区的“门票”将愈发珍贵。

对于上市公司，拥有自有化工园区或长期园区租赁权的企业，将在项目审批和产能扩张方面享有显著优势。园区内的土地储备、基础设施配套、安全环保达标情况，已成为评估化工企业价值的重要维度。相反，园区外企业面临搬迁或退出压力，资产价值可能面临重估风险。

图表：2025 年以来化工行业安全监管重点政策梳理

政策文件	发布部门	核心内容	对化工企业影响
《危险化学品安全法》	全国人大常委会	2026 年 5 月施行，新建项目必须入园，罚款最高 200 万元+吊销许可证	安全合规成本大幅上升，不合规企业面临退出压力
化工老旧装置淘汰退出专项行动	应急管理部	已淘汰 408 套老旧装置，持续推进更新改造	老旧装置企业面临停产改造或退出风险
化工园区安全整治提升方案	应急管理部等	推动化工园区规范化建设，严格入园标准，园区数量持续压减	园区外企业面临搬迁或退出压力，入园资格成为稀缺资源
危化品全生命周期监管体系	应急管理部等	建立生产、储存、运输、使用、废弃全过程监管机制	危化品全产业链企业合规要求全面提升

9.3 资本市场：从“规模导向”到“创新导向”

9.3.1 科创板硬科技导向：先进化工新材料优先上市

2025 年，中国证监会进一步强化科创板的“硬科技”定位，将先进石化化工新材料列为重点支持领域。这一政策导向为化工新材料企业的 IPO 融资打开了绿色通道，同时也设定了明确的科创属性门槛。

科创属性评价指标体系要求拟上市企业满足多项量化标准：最近三年研发投入占营业收入比例不低于 5%，或最近三年研发投入金额累计不低于 8000 万

元；形成主营业务收入的发明专利数量不少于 7 项；营业收入复合增长率达到一定水平。这些指标将大量传统化工企业挡在科创板门外，真正具备原创技术能力的新材料企业则获得资本市场的优先支持。

对于已上市的化工公司，科创板的政策信号意味着：资本市场对化工企业的估值逻辑正在从“规模驱动”向“创新驱动”转变，研发强度高、专利储备丰富的企业有望获得估值溢价；传统大宗化学品企业的估值中枢面临下移压力，需要通过技术创新和业务转型提升资本吸引力；先进化工新材料（如特种工程塑料、高性能纤维、电子化学品、生物基材料等）成为资本竞逐的热点赛道。

9.3.2 并购重组改革：5 个工作日简易审核

2025 年资本市场并购重组市场化改革迈出实质性步伐。修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》建立了简易审核程序，符合条件的重组交易可在 5 个工作日内完成注册，较此前的审核周期大幅缩短。

配套政策还包括：私募基金投资期限与锁定期反向挂钩，即投资期限越长，股份锁定期越短，鼓励长期资本参与产业整合；放宽发行股份购买资产的定价弹性，允许更大范围的定价调整空间；提高重组估值的包容性，对轻资产科技型标的的估值方法更加灵活。

对于化工行业，并购重组政策的放松恰逢其时。行业“内卷式”竞争的加剧，推动优势企业通过并购整合提升集中度、优化资源配置。2025 年以来，化工领域已披露多起具有代表性的并购重组案例，涵盖新材料、电子化学品、农化等细分领域。预计 2026 年将成为化工行业并购重组的大年，拥有资金实力和管理整合能力的龙头企业有望通过外延式扩张加速成长。

9.3.3 绿色金融与转型金融：氢能、CCUS 纳入支持目录

绿色金融体系的完善为化工行业低碳转型提供了重要的资金支持。2025 年版《绿色债券支持项目目录》和《绿色产业指导目录》将氢能制备、碳捕集利用与封存（CCUS）、绿色化工新材料等明确纳入支持范围，相关企业发行绿色债券、获取绿色信贷可享受利率优惠和审批便利。

在实操层面，多家化工上市公司已成功发行绿色债券用于低碳项目建设。例如，某煤化工龙头企业发行 20 亿元绿色中期票据，用于绿氢耦合制甲醇项目；

某石化企业发行绿色公司债，用于 CCUS 示范装置建设。绿色金融工具不仅降低了企业的融资成本，更重要的是为项目提供了“绿色认证”，有助于获取政府审批和政策支持。

值得关注的是，转型金融作为绿色金融的补充，也开始在化工领域落地。转型金融支持暂时不符合绿色标准但制定了科学转型路径的企业，为传统化工企业的渐进式脱碳提供了资金渠道。

9.3.4 市值管理与 ESG：从可选项变为必选项

2024 年发布的新版“国九条”（《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》）将市值管理纳入国策层面，要求上市公司以提高公司质量为基础，提升经营效率和盈利能力，合理回报投资者。2025 年，市值管理的配套细则逐步落地，对化工上市公司的影响日益显现。

与此同时，ESG（环境、社会、治理）信息披露从鼓励性要求升级为强制性要求。沪深北交易所发布的可持续发展报告指引要求特定样本公司必须披露 ESG 报告，其他公司鼓励披露。对于化工行业而言，ESG 报告中的环境指标（碳排放强度、能耗水平、污染物排放量、水资源利用效率等）成为监管机构和评级机构关注的核心内容。

国际经验表明，ESG 评级较高的企业更容易获得长期资本的青睐，融资成本也更低。在国内，随着 ESG 投资理念的普及，化工企业的 ESG 表现已开始影响其估值水平和流动性。万华化学、恩捷股份等 ESG 表现优异的化工企业，已纳入多只 ESG 主题基金的持仓组合。

图表：2025 年以来化工行业资本市场重点政策梳理

政策文件	发布部门	核心内容	对化工企业影响
科创板科创属性评价指引（修订）	中国证监会	先进化工新材料列为重点支持领域，研发投入≥5%、发明专利≥7 项	技术型新材料企业获上市便利，传统化工企业科创板门槛提高
《上市公司重大资产	中国证监会	简易审核 5 个工作日	并购重组效率提升，

重组管理办法》（修订）		注册，锁定期反向挂钩，定价弹性提升	行业整合加速
新版“国九条”及市值管理指引	国务院、证监会	市值管理纳入国策，鼓励分红回购，规范大股东减持	注重股东回报的企业获估值溢价，市值管理成为必修课
ESG 信息披露指引	沪深北交易所	特定公司强制披露 ESG 报告，环境指标为核心内容	ESG 表现影响融资成本和机构持仓，环境数据需可追溯
绿色金融支持目录（2025 年版）	央行、发改委等	氢能制备、CCUS、绿色化工新材料纳入支持范围	低碳项目融资便利性提升，利率优惠
转型金融标准	央行等	支持制定科学转型路径的传统化工企业	为高碳企业渐进式脱碳提供资金渠道

9.4 企业应对建议

9.4.1 建立政策跟踪预警机制

面对密集且深刻的政策变化，化工上市公司需建立系统性的政策应对能力，将政策合规从成本项转化为竞争力来源。建议企业设立专职政策研究团队或与专业机构合作，对国家及地方的产业政策、环保法规、安全标准、资本市场规则等进行持续跟踪和前瞻性研判。重点关注“十五五”规划的政策细化、安全法执法尺度的演变、碳市场扩容的节奏和力度等关键变量，将政策变化纳入战略规划和投资决策的核心考量。

9.4.2 加速战略适配与业务重构

在产能治理方面，企业应审视存量产能的质量和合规性，主动淘汰落后产能，通过技术改造和智能化升级提升合规产能的竞争力。拥有合规产能指标的企业应珍惜稀缺资源，审慎评估扩产决策；产能指标不足但技术领先的企业可把握并购重组政策窗口期，通过外延式扩张获取优质产能。

在资本运作方面，技术型新材料企业应把握科创板的政策红利，积极对接资本市场实现跨越式发展；具备整合能力的龙头企业应关注行业并购重组机会，在“内卷式”竞争中通过产业整合提升市场地位。同时，企业应充分利用绿色金融和转型金融工具，降低低碳转型和装置升级的融资成本。

9.4.3 全面提升合规管理能力

安全合规是化工企业的生命线，《危险化学品安全法》的实施将使违法成本大幅上升。企业需在安全投入、人员培训、应急管理等方面持续加强，确保不因安全事故导致停产整顿或吊销许可证。对于持有老旧装置的企业，应制定切实可行的更新改造计划，将装置升级与工艺优化相结合，化被动为主动。

园区合规同样至关重要。园区外企业应积极与地方政府沟通，明确搬迁入园的时间表和路径方案，争取政策支持；已入园企业应持续提升安全环保水平，争取成为园区标杆企业，获取更多发展资源和政策倾斜。

ESG 合规已从可选项变为必选项，企业应尽快建立 ESG 数据收集和管理体系，提升信息披露质量，主动回应市场和评级机构的关切。良好的 ESG 表现不仅有助于降低融资成本和吸引长期资本，更是企业可持续发展能力的重要体现。

9.4.4 积极拥抱创新与绿色转型

化工行业的竞争格局正在深刻变革，创新与绿色转型已从行业倡议升级为生存必需。在创新方面，企业应加大研发投入力度，聚焦特种工程塑料、高性能纤维、电子化学品、生物基材料等高附加值领域，构建差异化竞争优势。同时，积极拥抱人工智能等新一代信息技术，在智能工厂建设、工业大数据应用、AI 辅助研发等领域加大投入，培育新质生产力。

在绿色转型方面，企业应尽快开展碳盘查，摸清碳排放家底，制定符合自身实际的低碳发展路线图。优先布局绿氢耦合、CCUS、生物基材料等具有长期竞争力的技术方向，将绿色低碳能力内化为企业核心竞争力的重要组成部分。同时，利用数字化手段提升碳排放数据的精细化管理水平，为参与碳市场交易和 ESG 评级奠定基础。

综上所述，2025 年以来化工行业政策环境的深刻变化，既是挑战也是机遇。能够在产能治理中优化结构、在安全监管中彰显合规优势、在资本市场中展现

创新价值的企业，将在新一轮行业洗牌中赢得更大的发展空间。政策正在重塑行业竞争格局，而主动适配者终将脱颖而出。

十、案例镜鉴：规模、增长、估值的标杆启示

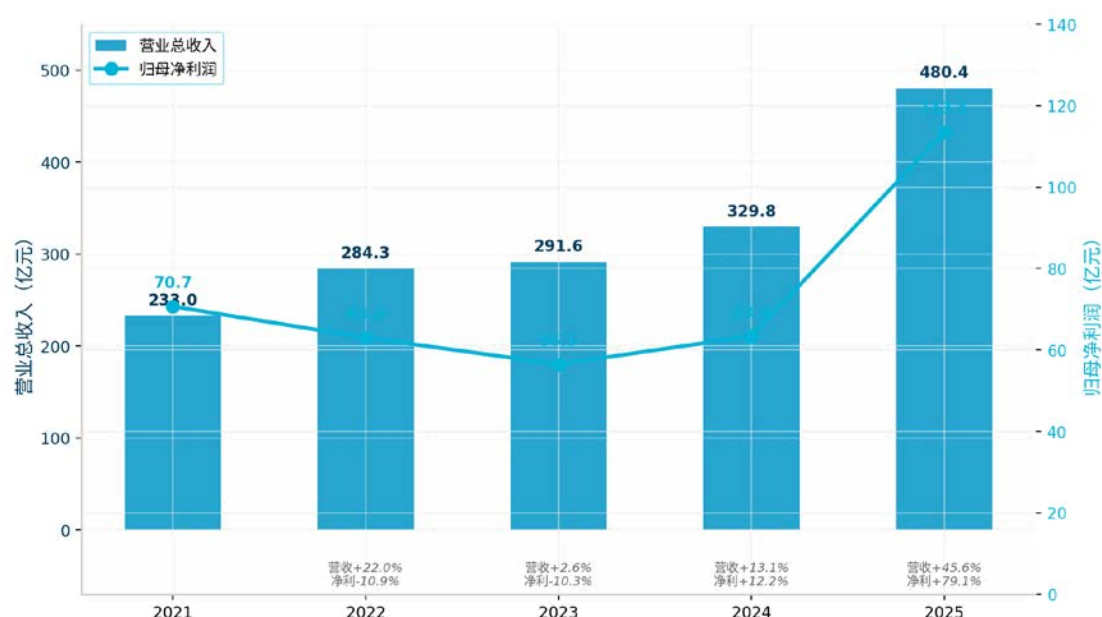
化工行业的竞争格局正在经历深刻变革，不同规模、不同赛道的企业呈现出差异化的成长路径与价值逻辑。本章选取三家具有代表性的上市公司——宝丰能源）、三美股份和亚钾国际，分别围绕规模、增长、估值三个核心维度展开深度案例分析，以期为化工企业的战略决策提供镜鉴。

10.1 规模维度：宝丰能源——一体化循环经济构筑规模护城河

10.1.1 2025 年财务表现：营收 480 亿（+45.6%），净利 113.5 亿（+79.1%）

2025 年，宝丰能源（600989.SH）交出了一份令市场瞩目的成绩单：全年实现营业总收入 480.38 亿元，同比增长 45.6%；归母净利润 113.50 亿元，同比大幅增长 79.1%。这一业绩增速不仅远超行业平均水平，更刷新了公司自上市以来的盈利纪录。从盈利质量来看，公司毛利率达到 35.92%，净利率达到 23.63%，加权平均净资产收益率（ROE）高达 24.84%，资产负债率维持在 46.32%的合理水平，展现了强劲且健康的盈利能力。

图表：宝丰能源 2021—2025 年营收与净利润增长趋势



数据来源：iFinD，和君分析

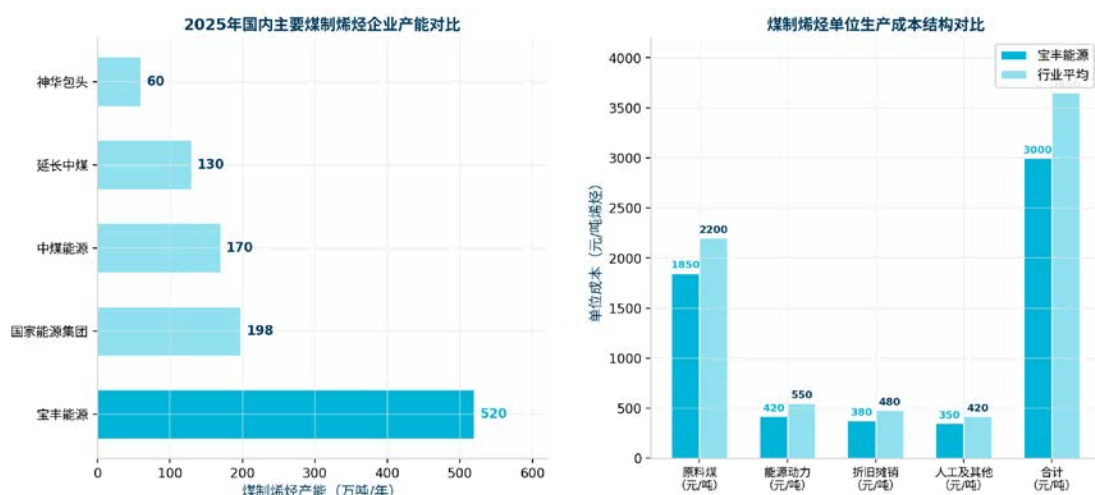
回顾 2021—2025 年的五年发展历程，宝丰能源的营收从 2021 年的 233.0 亿元稳步攀升至 2025 年的 480.4 亿元，复合年均增长率（CAGR）达到 19.7%；归母净利润从 70.7 亿元增长至 113.5 亿元，CAGR 为 12.6%。值得注意的是，2022—2023 年受宏观经济下行和化工行业周期性调整影响，公司净利润曾出现短暂回调，但 2024 年起随着内蒙古基地投产放量，公司业绩进入新一轮加速增长通道。2025 年营收与净利润双双实现超 45% 和超 79% 的高速增长，标志着公司正式迈入“规模化放量+效益化提升”的新发展阶段。

10.1.2 规模效应分析：520 万吨烯烃产能行业第一，全球单厂规模最大

宝丰能源 2025 年业绩爆发式增长的核心驱动力，来自公司在煤制烯烃领域的规模化领先优势的充分释放。截至 2025 年底，公司煤制烯烃总产能达到 520 万吨/年，超越国家能源集团（198 万吨/年）、中煤能源（170 万吨/年）等央企巨头，跃居国内行业第一。其中，位于内蒙古鄂尔多斯基地的全球单厂规模最大的 300 万吨/年煤制烯烃项目，于 2024—2025 年逐步达产，成为公司业绩增长的“压舱石”。

规模效应在化工行业中的本质，是通过产能扩张实现单位产品固定成本的大幅摊薄。宝丰能源的规模化优势体现在三个层面：第一，投资成本优势——公司凭借自主研发和工程化能力，单吨烯烃投资强度较行业平均水平低 15%—20%；第二，运营效率优势——520 万吨级产能集群的集中管理，使得单位产品的能源消耗、人工成本和物流成本均处于行业最优水平；第三，采购议价优势——庞大的原料需求赋予公司在煤炭采购中更强的议价能力，原料单耗持续优于行业均值。

图表：煤制烯烃产能与成本对比



数据来源：iFinD，行业公开数据，和君分析

10.1.3 核心竞争力：“能源金三角”区位+一体化产业链+绿氢低碳布局

宝丰能源的规模化优势并非简单的产能堆砌，而是建立在独特的区位禀赋和一体化产业链协同基础之上的系统性竞争力。

区位禀赋“能源金三角”。公司生产基地布局于宁夏宁东和内蒙古鄂尔多斯两大能源富集区，地处“能源金三角”（宁夏宁东—内蒙古鄂尔多斯—陕西榆林）的核心地带。该区域煤炭探明储量超过 2 万亿吨，是全国最大的优质动力煤产区。宝丰能源通过自建煤矿和长期协议锁定低成本煤炭供应，原料采购成本较沿海烯烃企业（依赖进口甲醇或石脑油）低 40%以上。此外，内蒙古基地毗邻华北、华东两大核心消费市场，产品运输半径短、物流成本低，进一步强化了成本竞争力。

一体化产业链协同。宝丰能源构建了“煤炭采选→焦化→甲醇→烯烃→高端聚烯烃→新能源”的完整一体化产业链。在这一体系中，上游煤炭经洗选后直接进入气化装置生产甲醇，甲醇再通过 DMTO-III 技术转化为烯烃，最终向下游高端聚烯烃和新能源材料延伸。全产业链一体化布局不仅实现了物料、蒸汽、电力等资源的梯级利用，更将各环节的利润“内部化”，有效对冲了单一环节的价格波动风险。在化工行业周期性下行阶段，这种“吃干榨尽”的一体化模式展现了强大的抗周期韧性。

绿氢低碳战略布局。在全球能源转型和“双碳”目标背景下，宝丰能源率先推进“绿氢耦合制烯烃”示范工程。公司在宁东基地建成全球最大规模的 40

万吨/年绿氢耦合煤制烯烃项目，将光伏电解水制得的绿氢部分替代煤炭原料，实现单位产品碳排放强度下降约 25%。这一布局既是对未来碳税政策的主动应对，也为公司塑造了“绿色低碳标杆”的品牌形象，有助于获取下游国际品牌客户的绿色采购订单。

10.1.4 战略方向：产品“高端化、差异化、定制化”+新能源领跑者

站在 520 万吨烯烃产能的新起点上，宝丰能源的战略重心正从“规模扩张”向“质量提升”转型。公司明确提出产品“高端化、差异化、定制化”三化战略：在高端化方面，重点开发 EVA（乙烯-醋酸乙烯共聚物）、双峰聚乙烯、茂金属聚乙烯等高附加值产品，逐步替代进口产品；在差异化方面，针对汽车轻量化、光伏胶膜、医疗器械等细分应用场景，开发专用牌号产品；在定制化方面，建立柔性化生产体系，满足大客户的小批量、多品种定制需求。

与此同时，公司将新能源产业定位为第二增长曲线。依托绿氢制备能力和煤化工副产氢资源，宝丰能源积极布局氢能“制储输用”全产业链，规划建设大型光伏制氢基地和氢能物流网络，力争成为西北地区领先的清洁能源供应商。

产能规划方面，公司宁东四期 50 万吨/年烯烃项目计划于 2026 年底投产，届时总产能将进一步提升至 570 万吨/年，规模护城河将更加稳固。

10.1.5 案例启示：规模效应的本质是单位成本递减，一体化是穿越周期的护城河

宝丰能源的案例揭示了规模维度竞争力的本质逻辑：规模效应的底层驱动力不是产能数字本身，而是单位成本随产量增加而持续递减的“学习曲线”。在化工行业，这种成本递减来源于三个方面——装置大型化带来的投资强度下降、运营经验积累带来的效率提升，以及产业链一体化带来的协同降本。对于大型化工企业而言，单纯追求产能扩张而忽视产业链协同和区位优势，极易陷入“规模不经济”的陷阱。宝丰能源的成功在于，它以“能源金三角”的低成本原料为基座，以一体化循环经济为骨架，以绿氢低碳为方向，构建了一个自我强化、穿越周期的规模护城河。

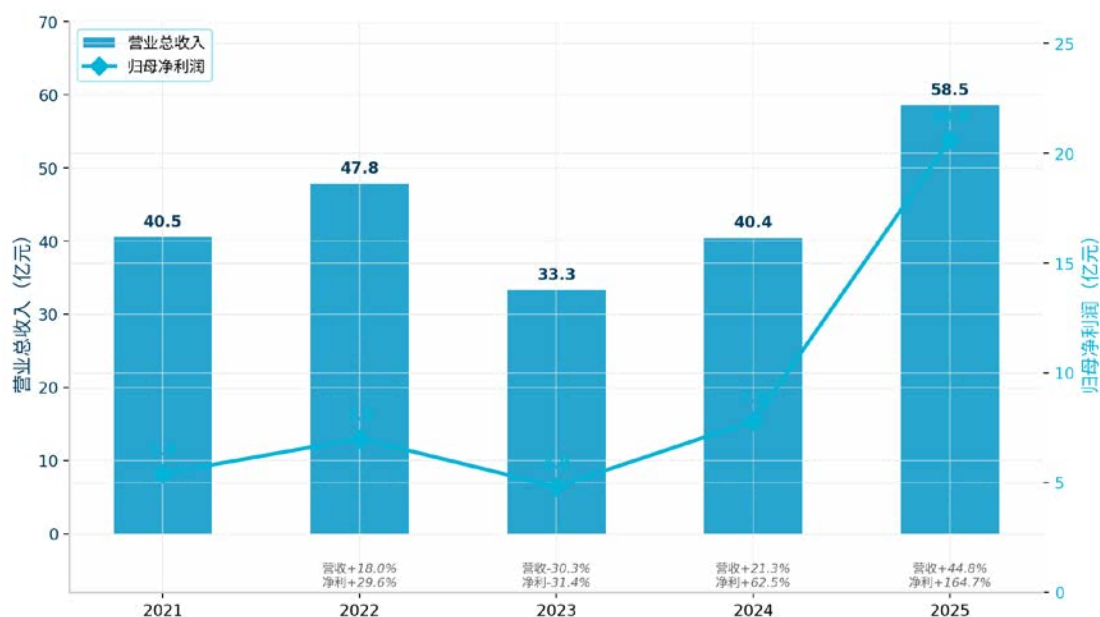
10.2 增长维度：三美股份——配额制红利下的氟化工高增长典范

10.2.1 2025 年财务表现：营收 58.5 亿（+44.8%），净利 20.6 亿（+164.7%）

2025 年，三美股份（603379.SH）以惊人的业绩增速成为化工板块最耀眼的明星之一。公司全年实现营业总收入 58.50 亿元，同比增长 44.8%；归母净利润 20.61 亿元，同比暴增 164.7%。这一净利润增速不仅远超营收增速，更意味着公司盈利质量发生了质的飞跃。从关键盈利指标来看，公司毛利率达到 50.60%，净利率达到 35.24%，加权平均净资产收益率（ROE）高达 25.13%，资产负债率仅为 16.51%，呈现出“高盈利、高周转、低风险”的罕见组合。

回顾 2021—2025 年的业绩轨迹（见图 10-3），三美股份经历了典型的“周期谷底—政策拐点—爆发增长”三段式演进。2021—2022 年，受二代制冷剂（HCFCs）配额削减和三代制冷剂（HFCs）产能扩张双重挤压，行业竞争加剧，公司营收在 40 亿—48 亿元区间波动，净利润维持在 5 亿—7 亿元水平。2023 年行业陷入周期性低谷，营收和净利润均出现 30% 左右的下滑。然而，2024 年三代制冷剂配额制正式执行成为关键转折点，行业竞争格局瞬间优化，公司 2024 年营收和净利润分别恢复至 40.4 亿元和 7.8 亿元。进入 2025 年，配额制红利全面释放，公司净利润飙升至 20.6 亿元，较 2023 年低谷期增长超过 4 倍，演绎了典型的“困境反转+政策驱动”增长范式。

图表：三美股份 2021—2025 年营收与净利润增长趋势



数据来源：iFinD，和君分析

10.2.2 增长驱动因素：三代制冷剂配额制优化竞争格局，价格大幅上涨

三美股份 2025 年业绩爆发式增长的核心驱动力，来自中国三代制冷剂（HFCs）配额管理制度的全面落地。2024 年 1 月 1 日起，我国正式根据《基加利修正案》对 HFCs 生产和使用实施配额管控，总配额锁定在基线水平，行业由此从“产能无序扩张”切换至“配额刚性约束”的新格局。

配额制的实施对行业产生了三重深刻影响：

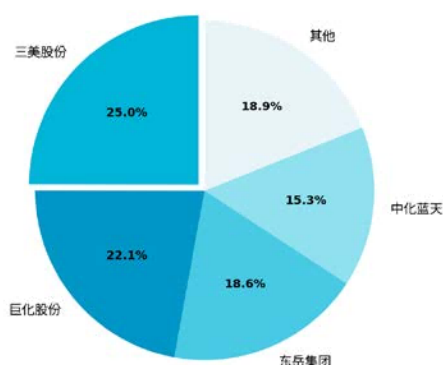
第一，竞争格局大幅优化。在配额制之前，三代制冷剂行业存在严重的产能过剩，企业为争夺市场份额竞相降价，行业长期处于亏损或微利边缘。配额制实施后，总产量被严格锁定，超额生产将面临高额处罚，价格竞争逻辑被彻底扭转。三美股份凭借其在 HFC-134a（产能 6.5 万吨，全国占比 24.98%）和 HFC-125（产能 5.2 万吨，全国占比 17.54%）领域的领先地位，获得充足的配额份额，成为新格局下的主要受益者。

第二，产品价格大幅上涨。配额制实施后，供需关系迅速从“供过于求”转向“紧平衡”。以 HFC-134a 为例，产品价格从 2023 年上半年的约 2.1 万元/吨，持续攀升至 2025 年下半年的超过 4.5 万元/吨，涨幅超过 110%（见图 10-4）。与此同时，二代制冷剂（HCFCs）配额进一步削减，部分需求向三代制冷剂转移，进一步推高了 HFCs 产品的市场热度。价格的大幅上涨直接转化为毛利率的显著改善——公司综合毛利率从 2023 年的不足 20% 跃升至 2025 年的 50.60%。

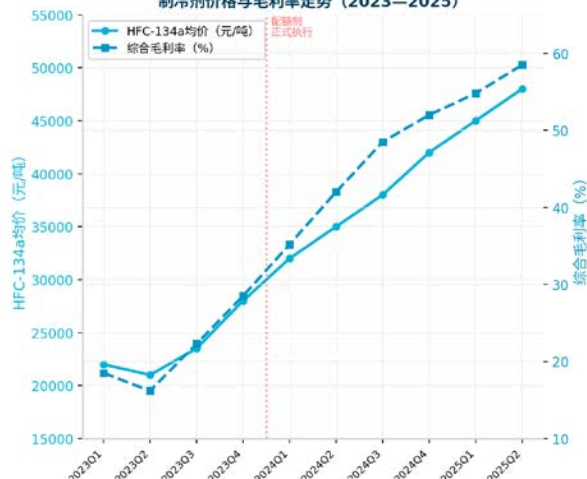
第三，行业准入壁垒大幅提升。配额具有稀缺性和不可再生性，新进入者无法通过新建产能获取配额，只能通过收购存量配额进入市场，这大幅提升了行业的准入门槛，利好现有配额龙头企业的长期盈利稳定性。

图表：制冷剂产能分布与价格、毛利率走势

2025年HFC-134a产能分布（全国总产能约26万吨）



制冷剂价格与毛利率走势（2023—2025）



数据来源：iFinD，行业公开数据，和君分析

10.2.3 核心竞争力：氟制冷剂产能行业前列+产业链自主配套

三美股份能够在配额制红利中充分受益，离不开其在氟化工领域长期积累的竞争优势。

产能规模行业领先。公司在三代制冷剂领域拥有完整的产品矩阵和领先的产能规模：HFC-134a 产能 6.5 万吨（全国占比 24.98%，行业第一梯队）、HFC-125 产能 5.2 万吨（全国占比 17.54%）、HFC-32 产能 4.0 万吨，此外还有无水氟化氢（AHF）产能 22.10 万吨作为上游原料配套。这种“原料自给+多品种协同”的产能布局，使公司在配额分配和产品组合优化上拥有更大的腾挪空间。

产业链自主配套能力强。公司拥有从萤石粉—无水氟化氢—制冷剂成品的完整产业链，AHF 产能不仅能满足自用需求，还可对外销售，增强了盈利弹性。同时，公司在含氟聚合物、含氟精细化学品等下游领域的布局逐步落地，产业链纵向延伸正在加速。

成本控制与运营效率突出。2025 年公司资产负债率仅为 16.51%，在化工行业中处于极低水平，充裕的财务资源为公司后续产业链延伸提供了充足的“弹药”。公司期间费用率持续优化，净利率高达 35.24%，展现了卓越的运营管理能力。

10.2.4 战略延伸：从传统制冷剂向含氟精细化学品和电子化学品升级

面对三代制冷剂配额制带来的阶段性红利，三美股份管理层保持着清醒的战略认知——政策驱动型增长具有周期属性，长期来看，配额可能会在基线水平上调整，单纯依赖制冷剂配额难以支撑持续的业绩成长。因此，公司将战略重心积极向高附加值的含氟精细化学品和电子化学品领域延伸。

2025 年，公司全年立项研发项目 165 项，新增专利授权 221 项，研发投入强度显著提升。重点研发方向包括：含氟医药农药中间体（用于抗癌药、杀虫剂合成的含氟砌块）、含氟电子特气（用于半导体蚀刻和清洗工艺的高纯含氟气体）、含氟聚合物（PVDF、FEP 等新能源和高端制造材料）。这些产品具有“小批量、高毛利、客户黏性强”的特征，单位产值的盈利能力远超传统制冷剂。

公司的战略延伸逻辑清晰：以现有氟化工产业链为基础，利用在氟化反应、分离纯化等核心工艺上的技术积累，向技术壁垒更高、进口替代空间更大的含氟精细化学品赛道升级，从而将短期配额红利转化为长期的产业链竞争力。

10.2.5 案例启示：政策驱动型增长的可持续性关键在于产业链延伸能力

三美股份的案例为化工企业把握政策窗口期提供了重要启示。配额制、环保限产、能耗双控等政策工具，往往会成为化工细分行业竞争格局重塑的催化剂，能够在短期内创造出巨大的盈利弹性。然而，政策驱动型增长具有天然的周期性——当行业产能充分出清、供需达成新平衡后，超额利润终将收敛至合理水平。因此，企业在享受政策红利的同时，必须将资源快速投向产业链升级和新兴领域的布局，以“政策红利换来的时间和资金”换取“技术创新驱动的第二增长曲线”。三美股份从传统制冷剂向含氟精细化学品和电子化学品的战略延伸，正是这种“以政策养技术、以短期养长期”发展范式的典型实践。

10.3 估值维度：亚钾国际——资源稀缺性与粮食安全价值重估

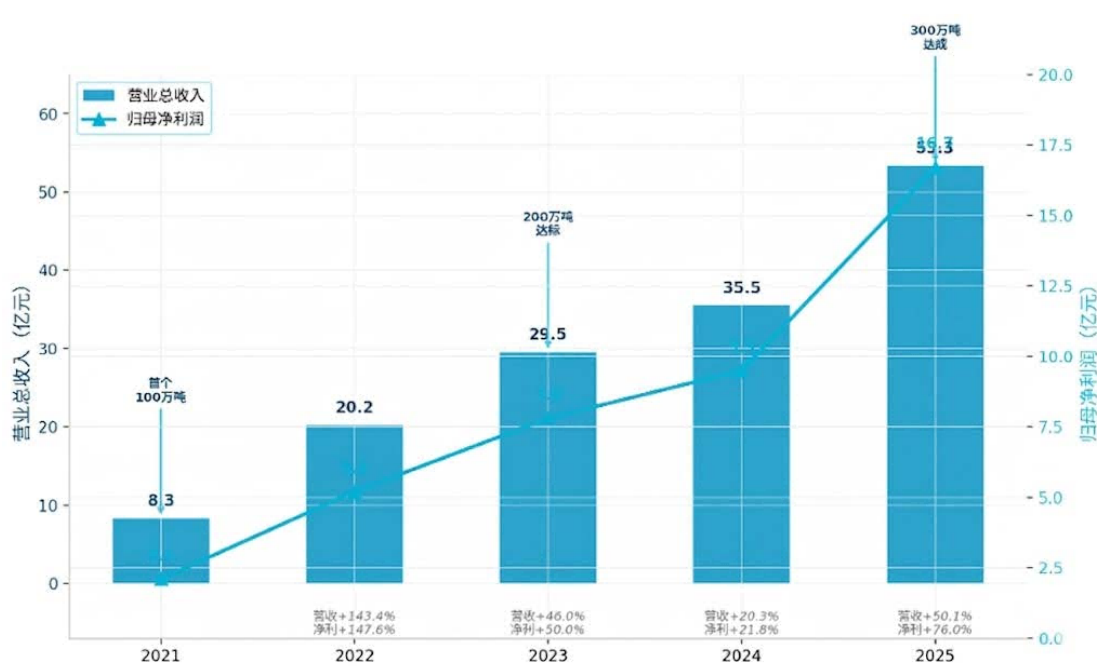
10.3.1 2025 年财务表现：营收 53.3 亿（+50.1%），净利 16.7 亿（+76.0%）

2025 年，亚钾国际（000893.SZ）延续了自成立以来高速成长的强劲势头。公司全年实现营业总收入 53.25 亿元，同比增长 50.1%；归母净利润 16.73 亿元，同比增长 76.0%。盈利能力指标表现尤为亮眼：毛利率高达 58.57%，净利率达

到 31.41%，资产负债率控制在 33.24% 的较低水平。值得注意的是，2025 年公司 ROE 水平较往年有显著提升，反映出产能规模效应和运营效率的同步改善。

从五年成长轨迹来看，亚钾国际演绎了一段极为精彩的“从零到一、从一到百”跨越式增长。2021 年，公司首个 100 万吨/年钾肥项目在老挝甘蒙省建成投产，当年实现营业收入 8.3 亿元、净利润 2.1 亿元，标志着公司从勘探开发正式迈入商业化运营阶段。2022 年，随着产能爬坡和渠道建设见效，营收跃升至 20.2 亿元，同比增长 143.4%。2023 年，公司达成 200 万吨/年产能目标，营收进一步增长至 29.5 亿元。2024 年，公司在市场开拓和运营优化上持续发力，营收增至 35.5 亿元。2025 年，随着 300 万吨/年产能全面达产和东南亚市场的深度开拓，公司营收突破 50 亿元大关，净利润接近 17 亿元，五年间营收和净利润分别实现了超过 54 倍和近 8 倍的跨越式增长。

图表：亚钾国际 2021—2025 年营收与净利润增长趋势



数据来源：iFinD，和君分析

10.3.2 估值逻辑：全球钾肥寡头格局下的资源稀缺性溢价

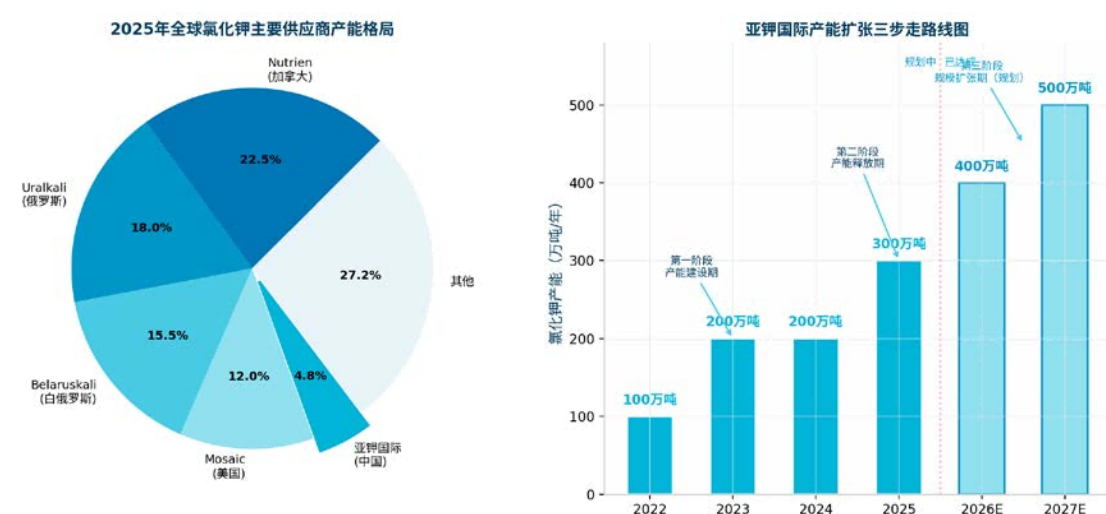
亚钾国际之所以成为资本市场关注的焦点，核心在于其独特的估值逻辑——在全球钾肥寡头垄断格局下，拥有自主可控的海外钾盐资源，本质上是一种“资源稀缺性溢价”的估值范式。

全球钾肥寡头垄断格局长期固化。全球钾肥资源高度集中于加拿大、俄罗斯、白俄罗斯三国，形成了以 Nutrien（加拿大）、Uralkali（俄罗斯）、Belaruskali（白俄罗斯）和 Mosaic（美国）为代表的寡头垄断格局（见图 10-6）。四大巨头合计控制全球约 68% 的氯化钾产能，通过“价格联盟”和“产能调节”机制长期维持着钾肥价格的高位运行。2022 年以来，受地缘冲突和国际制裁影响，俄罗斯和白俄罗斯钾肥出口受到显著约束，全球钾肥供应链脆弱性充分暴露，进一步凸显了钾肥资源的战略价值。

中国钾肥高度依赖进口的结构性困境。我国是农业大国，钾肥年需求量约 1700 万吨，但国内钾肥资源（以青海柴达木盆地和新疆罗布泊为主）储量有限、品位较低、开采成本高，年产量仅约 500 万—600 万吨，进口依存度高达 68.48%。长期以来，中国钾肥定价权被国际寡头掌控，国内农业生产面临“卡脖子”风险。在这一背景下，拥有海外自主可控钾盐资源的企业，具备了极高的战略价值。

资源稀缺性赋予估值溢价。亚钾国际的老挝钾盐矿权，是全球少数几个具备经济开采价值且未被国际巨头控制的优质钾盐资源。在全球钾肥寡头格局难以根本改变、中国钾肥进口依存度居高不下的双重背景下，亚钾国际的资源禀赋获得了“资源安全溢价”和“自主可控溢价”的双重加持。资本市场的估值逻辑，已经从传统的“周期股”定价模式，转向“稀缺资源股”的重估模式。

图表：全球钾肥格局与亚钾国际产能规划



数据来源：iFinD，USGS，行业公开数据，和君分析

10.3.3 核心竞争力：老挝低成本钾盐矿+靠近核心农业市场+产能持续扩张

亚钾国际的核心竞争力，根植于老挝甘蒙省钾盐矿独特的资源禀赋和区位优势。

资源禀赋：世界级钾盐矿床。公司在老挝甘蒙省拥有 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源储量约 10 亿吨，属于蒸发岩型固体钾盐矿，具有埋藏浅（平均埋深 200—300 米，远低于加拿大萨斯喀彻温省 800—1000 米和俄罗斯别尔姆州 600—800 米）、品位高（平均氯化钾品位 25%—30%，高于行业平均 15%—20%）、开采条件优越等突出优势。这些地质特征直接转化为显著的成本优势——亚钾国际的氯化钾现金生产成本（FOB）约为 90—110 美元/吨，远低于加拿大 Nutrien 的 140—160 美元/吨和俄罗斯 Uralkali 的 120—140 美元/吨，在全球范围内具备强大的成本竞争力。

区位优势：紧邻核心农业市场。老挝地处中南半岛腹地，与泰国、越南、柬埔寨接壤，距离中国云南、广西仅数百公里。这一地理位置使亚钾国际的产品能够通过公路、铁路和内河航运，以较低的物流成本辐射中国华南、西南以及整个东南亚核心农业区。东南亚是全球最重要的水稻、棕榈油、橡胶产区之一，钾肥需求旺盛且增长迅速。相较于加拿大钾肥需经太平洋长途海运至亚洲市场，亚钾国际的物流时间缩短约 30—40 天，物流成本降低约 15—20 美元/吨，形成了显著的“近市场”竞争优势。

产能扩张：从 300 万吨向 500 万吨迈进。公司制定了清晰的三步走产能扩张战略（见图 10-6）：第一阶段（2021—2023 年）完成 100 万吨和 200 万吨产能建设；第二阶段（2024—2025 年）达成 300 万吨/年产能目标；第三阶段（2026—2027 年）计划将产能提升至 500 万吨/年。截至 2025 年底，公司 300 万吨/年产能已全面达成，2025 年全年产量约 260 万吨，产能利用率超过 85%。2025 年，老挝对我国钾肥出口量达到 226.37 万吨，同比增长 9.24%，超越加拿大成为我国第三大钾肥来源国（仅次于俄罗斯和白俄罗斯），亚钾国际在其中发挥了“主力军”作用。

治理结构优化。2025 年 7 月，公司第一大股东变更为内蒙古汇能煤电集团，治理结构得到进一步优化。汇能集团作为能源领域的大型民营企业，在资源开

发、资本运作和国际贸易方面拥有丰富经验，其入主将为亚钾国际的后续产能扩张和国际化运营提供强有力的支撑。

10.3.4 战略方向：从 300 万吨向 500 万吨迈进，反哺国内市场

展望未来，亚钾国际的战略方向聚焦于三个关键词：扩产、保供、提质。

扩产是首要任务。公司正全力推进第四、第五条生产线建设，计划 2026 年底达成 400 万吨/年产能，2027 年底达成 500 万吨/年产能目标。届时，亚钾国际将成为全球前十大钾肥供应商之一，进一步改变全球钾肥供应格局。

保供是核心使命。在国家粮食安全战略背景下，亚钾国际明确将“反哺国内市场”作为核心经营目标。公司已与国内多家大型农资流通企业签署长期供货协议，通过稳定供应和优惠定价，助力降低中国钾肥进口依存度。2025 年，公司销往国内市场的钾肥占比已超过 60%，预计 2026 年将进一步提升至 70%以上。

提质是长期方向。公司正在研发颗粒钾肥、硫酸钾、硝酸钾等高附加值产品，满足不同作物和土壤条件的差异化施肥需求。同时，公司积极探索钾肥与复合肥、水溶肥、生物刺激素等产品的协同，从“单一钾肥供应商”向“作物营养综合解决方案提供商”转型。

10.3.5 案例启示：资源型企业的估值锚点是资源的稀缺性、成本优势和市场空间

亚钾国际的案例揭示了资源型化工企业的估值逻辑核心。对于资源型企业而言，估值的锚点不在于短期的利润波动，而在于三个深层要素：一是资源的稀缺性——在全球钾肥寡头垄断格局下，未被巨头控制的大型优质钾盐矿权本身就是极其稀缺的战略资产；二是成本优势——老挝钾盐矿的开采成本显著低于全球主流产区，这意味着无论钾肥价格如何波动，亚钾国际始终拥有行业领先的盈利安全垫；三是市场空间——中国 68.48%的钾肥进口依存度和东南亚快速增长的农业需求，为公司提供了广阔且确定的市场成长空间。资源稀缺性决定了企业的“不可替代性”，成本优势决定了企业的“盈利确定性”，市场空间决定了企业的“成长持续性”——三者叠加，构成了资源型企业估值重估的底层逻辑。

10.4 发展建议

10.4.1 规模维度建议：大型化工企业应强化一体化布局，降低外部依赖

宝丰能源的成功经验表明，大型化工企业的核心竞争壁垒在于一体化产业链的深度和协同效率。建议大型化工企业在战略层面重点推进“三个一体化”：一是纵向一体化——向上游关键原料延伸，通过自建、并购或长协锁定低成本资源，降低外部原料价格波动对盈利的冲击；二是横向一体化——围绕核心产品线进行关联品类扩张，实现蒸汽、电力、副产品等资源的梯级利用和共享；三是区域一体化——在资源禀赋优越的地理区域集中布局产能集群，通过规模效应摊薄固定成本，同时缩短产品运输半径、降低物流费用。特别需要强调的是，一体化布局应注重数字化和智能化赋能，通过建设“智能工厂”和“工业互联网平台”，实现生产运营的实时监控、精准调度和持续优化，从而在规模优势基础上进一步叠加效率优势。

10.4.2 增长维度建议：中型企业应聚焦细分领域，把握政策窗口期

三美股份的案例表明，中型化工企业实现跨越式增长的机遇，往往来自对政策窗口期的精准把握。建议中型化工企业：第一，建立“政策雷达”机制——密切跟踪环保、能耗、安全、贸易等领域政策动向，提前研判政策对行业竞争格局的潜在影响，在配额分配、标准升级、产能出清等关键节点快速行动；第二，深耕细分领域——在细分领域做到“专精特新”，建立技术壁垒和客户黏性，形成“小而美”的竞争优势；第三，善用政策红利投资未来——将政策驱动带来的超额利润，优先投向研发创新和产业链延伸，避免盲目产能扩张或多元化跨界，确保企业从“政策受益者”转变为“技术驱动者”。需要清醒认识到的是，政策红利具有时效性，唯有将短期红利转化为长期的技术和产业链竞争力，才能实现可持续增长。

10.4.3 估值维度建议：资源型企业应注重资源获取与全球化布局

亚钾国际的案例揭示了资源型企业的估值提升路径。建议资源型化工企业：第一，将资源获取作为核心战略——在国内外积极寻找优质矿产资源，通过勘探开发、并购重组、合资合作等多种方式扩大资源储备，“资源为王”是资源型企业永恒的经营逻辑；第二，推进全球化布局——将生产基地布局在资源富

集区或市场集中区，通过国际化运营降低单一市场的政策风险和价格波动风险；第三，强化资源转化为产品的能力——资源本身不产生价值，唯有通过高效的采选、加工、物流和销售体系，将资源转化为符合市场需求的优质产品，才能实现资源价值的最大化；第四，注重 ESG 和属地化运营——在海外资源开发中，积极履行环境和社会责任，与当地社区建立良好关系，是实现长期稳定运营的根基。

10.4.4 共性建议：技术创新+绿色低碳+数智化是所有化工企业的必修课

综合三家案例企业的成功经验，可以提炼出所有化工企业在新时期必须共同面对的三大课题：

科学技术是第一生产力。无论是宝丰能源的 DMTO-III 技术和绿氢耦合工艺、三美股份在含氟精细化学品领域的前沿研发，还是亚钾国际在老挝钾盐矿开采中的技术突破，技术创新始终是企业穿越周期、建立壁垒的根本驱动力。建议化工企业将研发投入强度提升至 3% 以上的行业领先水平，围绕“卡脖子”技术开展攻关，构建“基础研究—应用开发—工程化—产业化”的完整创新链条。

绿色低碳是未来通行证。在“双碳”目标和全球绿色贸易壁垒日益严格的背景下，化工企业必须将绿色低碳转型从“可选项”升级为“必选项”。建议企业制定清晰的碳中和路线图，重点推进能源结构清洁化（绿电替代、绿氢应用）、生产过程低碳化（节能降耗、CO₂ 捕集利用）和产品体系绿色化（生物基材料、可降解塑料、循环经济模式），抢占绿色低碳发展的先机。

数智化转型是效率倍增器。人工智能、大数据、工业互联网等新一代信息技术，正在深刻改变化工行业的生产方式和运营模式。建议企业加快推进智能工厂建设，在工艺优化、设备预测性维护、供应链协同、安全生产等领域深度应用数智化技术，以数字化转型驱动运营效率的系统性提升。

总之，规模、增长、估值三个维度并非彼此割裂，而是相互支撑、动态演化的有机整体。大型企业在强化规模优势的同时，需要通过技术创新和绿色转型寻找新的增长点；高增长企业需要将超额利润转化为核心技术和产业链壁垒，支撑估值的持续提升；资源型企业需要在巩固资源禀赋的同时，通过规模扩张

和成本控制释放资源价值。在化工行业高质量发展的新阶段，唯有将规模效应、技术驱动和资源禀赋有机结合，企业才能在激烈的市场竞争中立于不败之地。