

“反内卷”趋势下，化工多个子行业有望盈利修复

2025 年 07 月 28 日

► **化学原料及制品以及多个化工相关行业的 PPI 同比降幅较大，“反内卷”势在必行。**6 月 PPI 环比-0.4%，同比-3.6%，同比降幅也创下了 2023 年 8 月以来的新低；分行业看，化学原料及制品、化纤制造、油气开采、油煤加工等化工相关的行业同比下降幅度均较高，叠加化工行业近年高速的在建工程增速，化工行业“反内卷”势在必行。这几年化工行业的研发费用率仍在提升，2024 年化工板块的研发费用率处于 4% 的高位，在“反内卷”政策引导以及高质量发展的趋势下，化工行业有望迸发新的活力。

► **化工多个子行业供给端增速调整，产业结构逐步优化。**涤纶长丝行业供给端增速有望随着“反内卷”政策深入而放缓；PC 行业的国内进口替代趋势逐渐加强，2025 年产能新增预期有限；MDI 供应格局集中，“反内卷”政策下价格景气有望保持；伴随瓶级 PET 行业减停产陆续落地，行业加工费区间迎来较大提升；有机硅行业密集投产期已过，2025 年新增产能以及产能利用率明显下降；由于政策导向以及行业利润承压，钛白粉行业新产能落地节奏有一定程度的减缓；三氯蔗糖行业正在经历供给迅速扩张后的调整期，增速降到底部；聚烯烃产能增速下降，油头企业供需更差叠加成本压力，其供给增速更缓慢。

► **各化工子行业需求端呈现积极的发展态势。**聚酯环节目前盈利能力处于相对底部，“反内卷”政策推进有望带来行业利润弹性；国内 PC 行业竞争力提升，反向出口趋势明显；MDI 行业受益于内外需求的良好态势，景气价格有望持续；瓶级 PET 有近 70% 用于盛装食品饮料，和饮料行业关系密切，伴随无糖饮料市场规模的不断扩大，预计瓶级 PET 需求仍将保持较高增速；钛白粉目前盈利能力相对底部，“反内卷”政策下有望带来利润弹性；有机硅行业表观消费量维持较快增长，国内成本优势突出叠加海外产能退出，出口实现高速增长；三氯蔗糖需求端强势增长，新兴应用领域不断拓展；发展中国家对包装管材需求不断增长，聚烯烃需求增速将不断增加。

► **投资建议：**“反内卷”政策下，化工多个子行业有望迎来盈利上的修复，建议关注已经有实质性反内卷进展的瓶级 PET 行业，推荐标的万凯新材；龙头有望协作反内卷的三氯蔗糖行业，推荐标的金禾实业；反内卷下成本有领先的煤制烯烃行业和企业；行业扩产潮进入尾声的聚碳酸酯行业；供应格局集中的 MDI 行业；扩产高峰已过的有机硅行业；硫酸法工艺受限的钛白粉行业。

► **风险提示：**宏观经济增速下行风险、政策落地不及预期行业继续内卷风险、原材料价格波动风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
301216	万凯新材	14.15	-0.58	0.36	0.95	/	39	15	推荐
002597	金禾实业	22.73	0.98	1.95	2.37	23	12	10	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价均为 2025 年 7 月 28 日收盘价)

推荐

维持评级

**分析师 刘海荣**

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 费晨洪

执业证书：S0100524080004

邮箱：feichenhong@mszq.com

分析师 李家豪

执业证书：S0100524010002

邮箱：lijiahao@mszq.com

分析师 刘隆基

执业证书：S0100524080006

邮箱：liulongji@mszq.com

分析师 曾佳晨

执业证书：S0100524040002

邮箱：zengjiachen@mszq.com

分析师 李金凤

执业证书：S0100524070003

邮箱：lijinfeng@mszq.com

相关研究

1. 化工行业周报 (20250714-20250720): 本周 TDI、液氯、三氯甲烷、维生素 VD3 等产品涨幅居前-2025/07/21

2. 化工行业周报 (20250707-20250713): 本周液氯、三氯甲烷、HIPS、氯化钾等产品涨幅居前-2025/07/14

3. 机器人行业专题报告：人形机器人量产在即，重视相关新材料投资机会-2025/07/08

4. 苯酚价格探底点评：海外产能关停，国内苯酚行业有望否极泰来-2025/07/08

5. 化工行业周报 (20250630-20250706): 本周液氯、丁酮、TDI、环氧氯丙烷等产品涨幅居前-2025/07/07

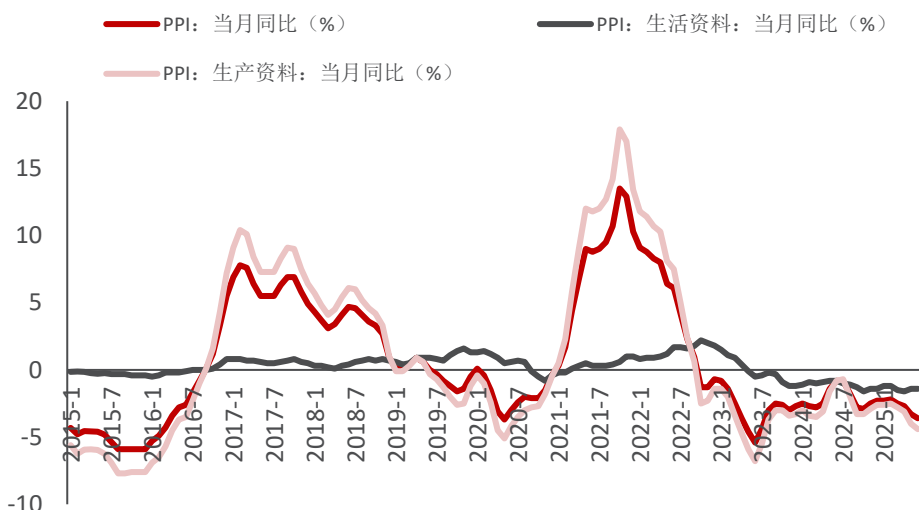
目录

1 PPI 同比降幅较大，“反内卷”势在必行	3
2 涤纶长丝：“反内卷”政策有望遏制供给端快速上量	6
2.1 涤纶长丝产业链	6
2.2 过去几年行业供给端均正增长，需求端则相对承压	6
3 PC：供给增速放缓，进口替代助力供需平衡改善	9
3.1 PC 行业扩产潮进入尾声，开工率修复	9
3.2 PC 行业进口替代和反向出口趋势明显	10
4 MDI：内外需求向好，景气价格有望持续	11
4.1 MDI 行业价格维持较好景气度	11
4.2 MDI 供应格局集中，外企经营压力较大	13
5 瓶级 PET：联合减产，反内卷第一枪正式打响	17
5.1 瓶级聚酯是饮料包装的刚需材料	17
5.2 国内产能稳步提升，行业集中度较高	19
5.3 需求增长迅速，出口成为重要增长动力	20
5.4 联合减产力度加大，“反内卷”正当时	21
5.5 推荐标的：万凯新材	22
6 有机硅：供需平衡表有望修复，DMC 盈利有望回升	24
6.1 有机硅是应用广泛的硅基新材料	24
6.2 国内产能扩产高峰已过，供需平衡表有望逐步修复	24
6.3 DMC 价格处于历史低位	25
7 钛白粉：中长期钛矿成本支撑稳固，钛白粉价格有望逐步抬升	27
7.1 钛白粉是应用最广泛的白色颜料	27
7.2 硫酸法工艺受限，新产能释放节奏或好于预期	27
7.3 钛白粉价格处于历史低位	28
8 三氯蔗糖：需求端强势增长，价格顺周期上涨	30
8.1 2021 年后供给端快速增长	30
8.2 推荐标的：金禾实业	32
9 煤制烯烃：成本优势扩大，增长潜力强劲	33
9.1 煤制烯烃路线成本优势扩大	33
9.2 建议关注龙头宝丰能源	35
10 风险提示	36
插图目录	37
表格目录	38

1 PPI 同比降幅较大，“反内卷”势在必行

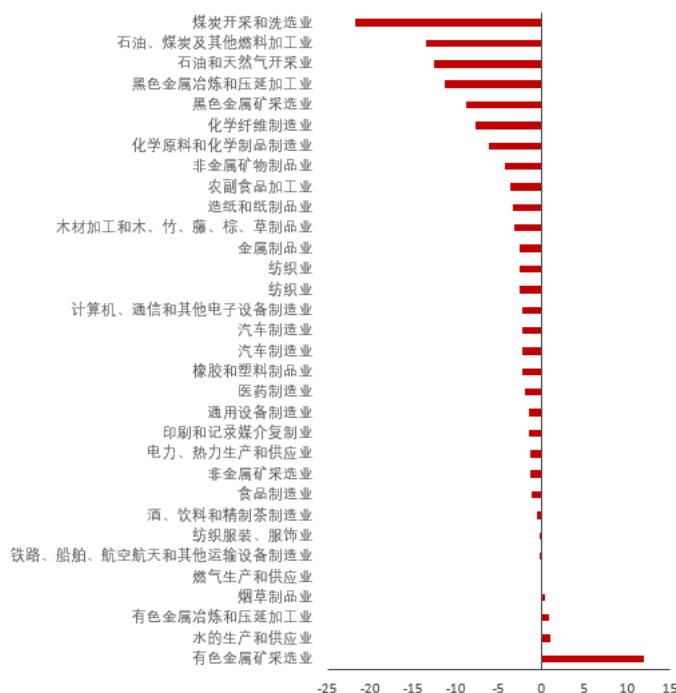
6月PPI环比-0.4%，同比-3.6%，PPI当月同比也创下了2023年8月以来的新低；分行业看，化学原料及制品、化纤制造、油气开采、油煤加工等化工相关的行业同比分别为-6.1%、-7.7%、-12.6%、-13.8%，下降幅度均较高。

图1：PPI 当月同比情况 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

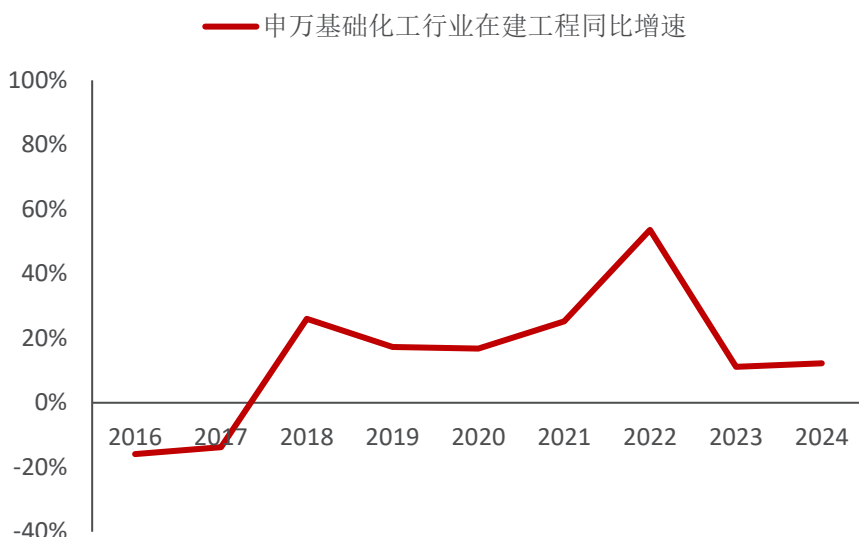
图2：6月PPI分行业拆分 (%)



资料来源：iFind，民生证券研究院

化工行业在建工程投资总额仍然保持增长。与 PPI 的低迷形成对比，申万基础化工行业的在建工程投资总额从 2018 年到 2024 年均保持正增长，2024 年行业在建工程总额达到了 3884 亿元，同比增长了 12.26%。一边是 PPI 的下滑，一边是在建工程的扩大，化工行业“反内卷”势在必行。

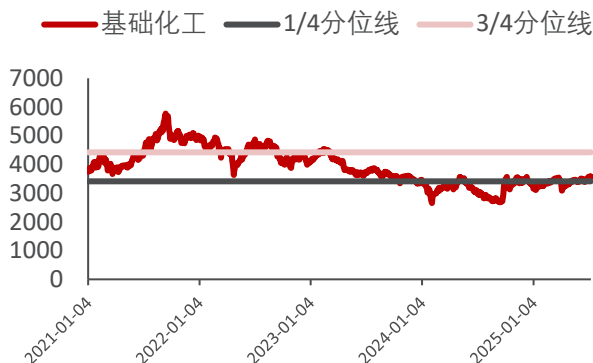
图3：基础化工在建工程同比增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

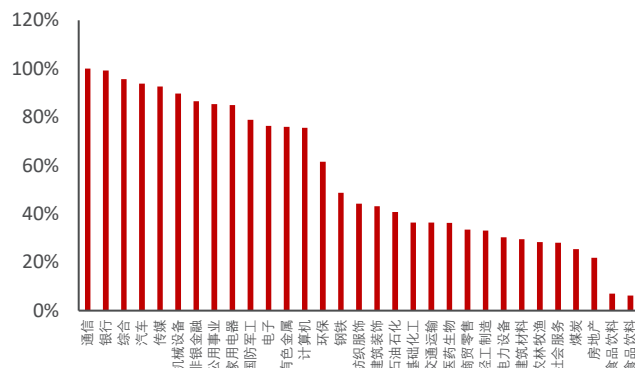
截至 2025 年 7 月 15 日，申万一级行业分类下的基础化工板块指数为 3,557.89 点，指数处于 2021 年以来的第 36 分位数；在所有申万一级行业分类的子板块各自处于的百分位数中，基础化工板块指数处于下游位置，基础化工行业还有很高的上升空间和发展潜力。

图4：申万一级行业指数：基础化工走势(点, 截至 2025 年 7 月 15 日) 及分位线



资料来源：iFind，民生证券研究院

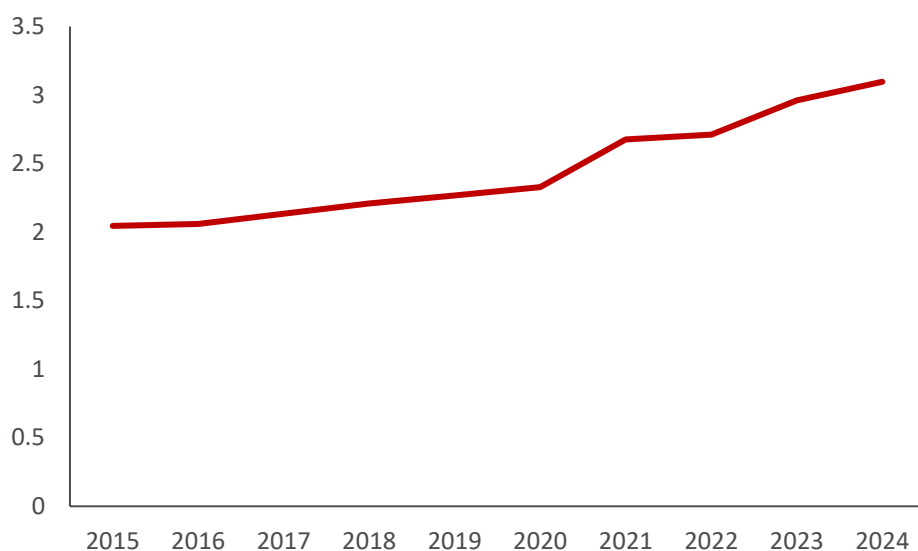
图5：申万一级行业指数的百分位数 (股价为 2025 年 7 月 15 日)



资料来源：iFind，民生证券研究院

2024 年研发费用率处于高位，技术创新助力企业业绩改善。2024 年研发费用率为 4.00%，处于自 2015 年以来的历史高位水平，体现出 2024 年化工企业的研发投入较大，且呈现出逐渐攀升的走势，技术创新不仅提高了生产效率，也降低了成本，2025 年化工企业有望能保持向上的走势，继续增加研发投入，通过技术手段提高企业的市场竞争力。具体来看，有机硅工厂的技术改造提升了利润率；煤制烯烃工艺的进步使得宝丰能源在面对国际原油价格波动时具备更强的成本竞争力；维远股份在聚碳酸酯领域的研发投入，也为未来的增长奠定了基础；同时部分龙头企业也在加大对新兴产业领域的布局，既提升企业竞争力也为整个行业注入新的发展动力。

图6：基础化工板块研发费用率（%）



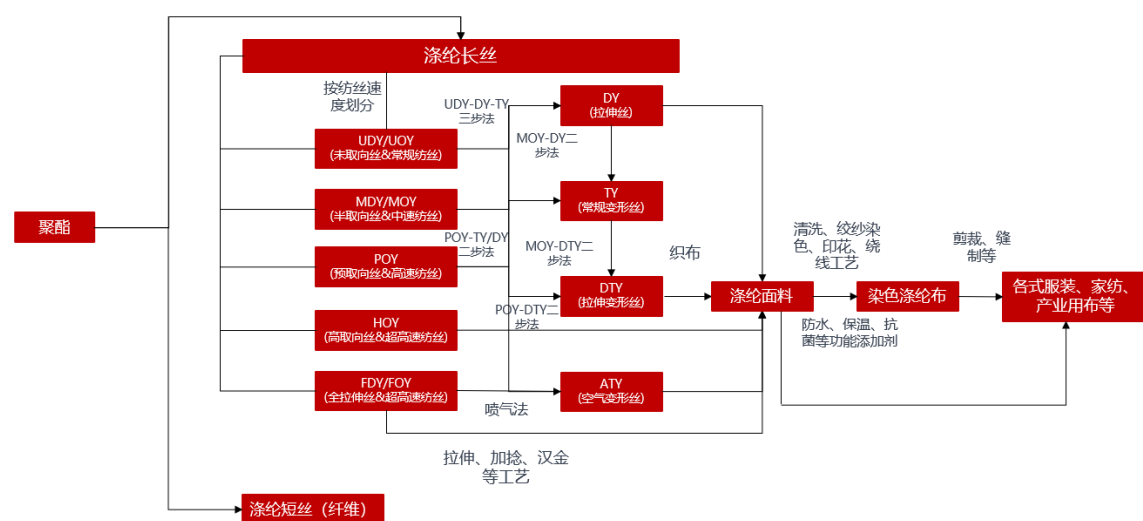
资料来源：wind，民生证券研究院

2 涤纶长丝：“反内卷”政策有望遏制供给端快速上量

2.1 涤纶长丝产业链

涤纶长丝产业链大方向上可以按照上游聚合—POY—加弹—织布—印染—服装、家纺厂等的产业链展开，不同布料工艺上也会有差别。

图7：涤纶长丝产业链概览

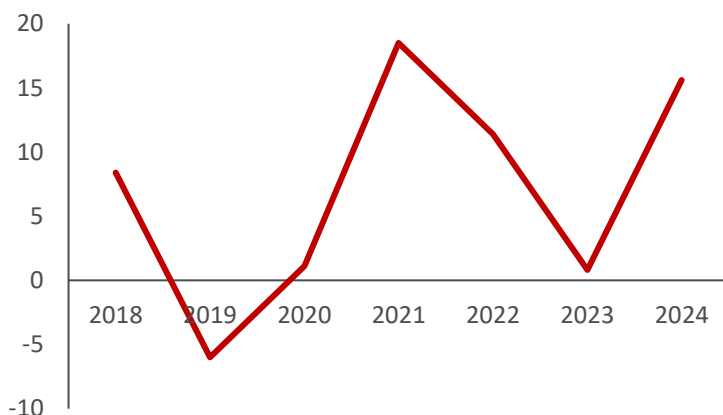


资料来源：sohu，雨琪纺织，Salud Style 民生证券研究院整理绘制

2.2 过去几年行业供给端均正增长，需求端则相对承压

根据国家统计局的数据，2022、2023 年我国纺织业新建固定资产投资完成额增速分别为 11.4%和 0.8%，而 2024 年，该指标增速为 15.6%，上涨幅度显著。

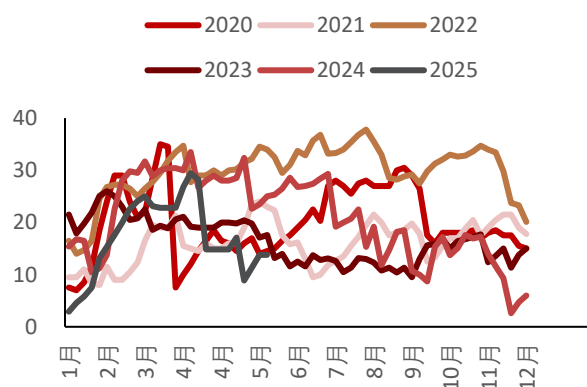
图8：纺织业新建固定资产投资完成额增速（%）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

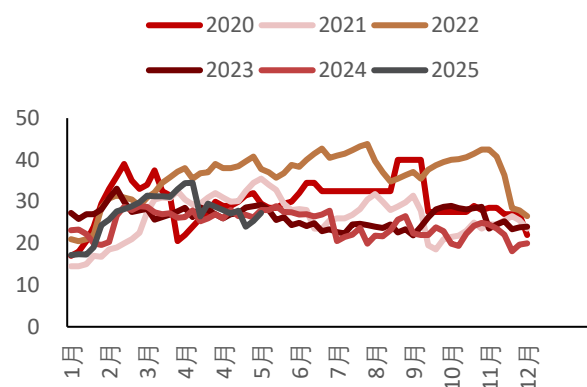
需求承压，库存有所累积。根据 wind 的数据，截至 2025 年 7 月 10 日，POY、DTY 和 FDY 的库存天数分别为 24 天、29 天以及 25 天，下游聚酯仍有累积库存。

图9：江浙织机 POY 的库存天数（天）



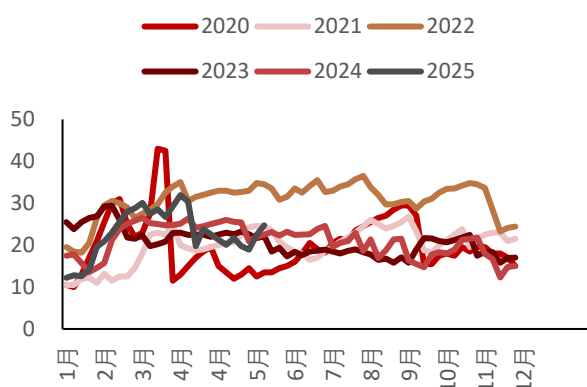
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：江浙织机 DTY 的库存天数（天）



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：江浙织机 FDY 的库存天数（天）

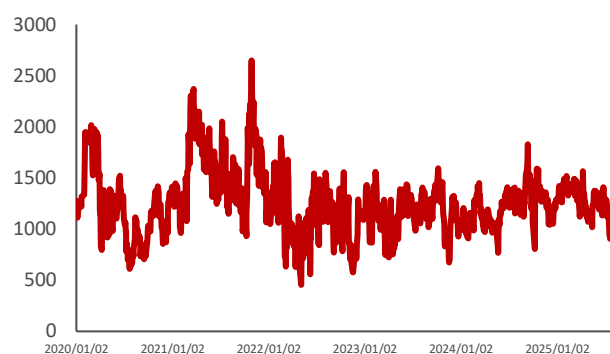


资料来源：wind，民生证券研究院

“反内卷”政策有望遏制涤纶长丝供给端快速上量，行业盈利能力有望改善。

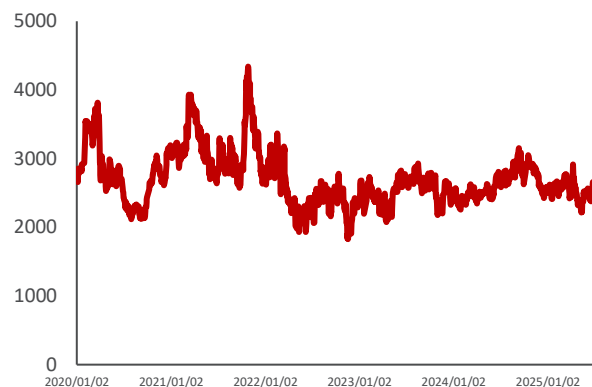
根据百川盈孚的数据计算，截至 2025 年 7 月 23 日，POY、DTY、FDY 的原料价差分别为 984.67、2184.67、1234.67 元/吨，POY、DTY 和 FDY 的原料价差分别位于自 2020 年以来的第 15 百分位数、第 5 百分位数以及第 6 百分位数；在行业联合减产背景下，涤纶长丝行业格局将进一步优化，告别低价内卷的恶性竞争，聚酯产品的盈利有望持续改善。

图12: POY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/7/23)



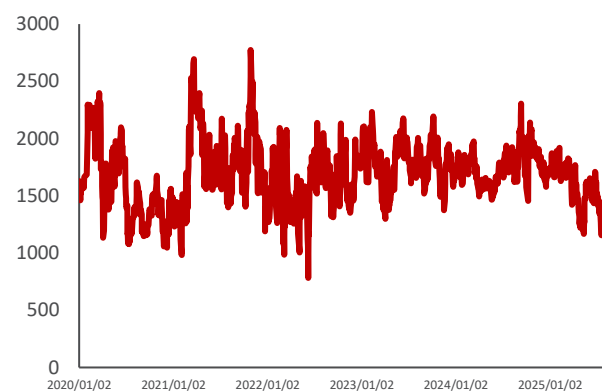
资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图13: DTY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/7/23)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图14: FDY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/7/23)



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

3 PC：供给增速放缓，进口替代助力供需平衡改善

3.1 PC 行业扩产潮进入尾声，开工率修复

2019-2024 年国内 PC 行业经历了一轮产能快速增长，根据卓创资讯及隆众资讯数据，2019 年国内 PC 产能为 166 万吨，到 2023 年达到 343 万吨，2024 年进一步增加值 381 万吨，5 年间新增产能增幅达 130%，产能复合增速达 18%。2019-2022 年间行业开工率维持在 50%-60% 间，2023 年开工率提升至 72.5%，2024 年开率达到 75.79%。从月度开工率数据来看，2023 年 1 月份以来开工率明显提升，此后保持连续向上爬升恢复的态势，2025 年上半年行业平均开工率达到 81.08%。

表1：2019-2024 年中国 PC 行业供需平衡变化

项目	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
产能	166	195	234	322	343	381	18%
产量	96	110	125	168	249	289	25%
进口量	159.9	163	150.1	138.6	104.2	88.7	-11%
出口量	25.6	25.1	34	29.1	36.2	48.7	14%
产能利用率	57.70%	56.50%	53.50%	52.20%	72.50%	76.07%	-

资料来源：卓创资讯、隆众资讯 民生证券研究院

注：2024 年数据基于月度数据计算

图15：2020-2025 年 6 月 PC 行业月度开工率

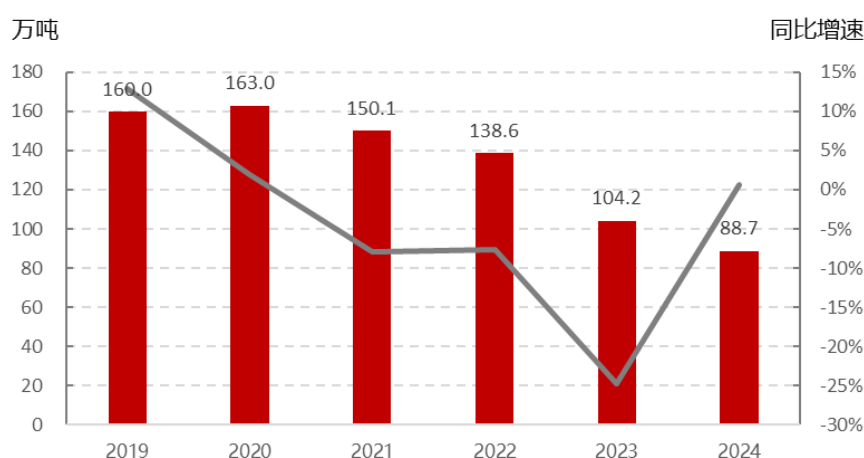


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

3.2 PC 行业进口替代和反向出口趋势明显

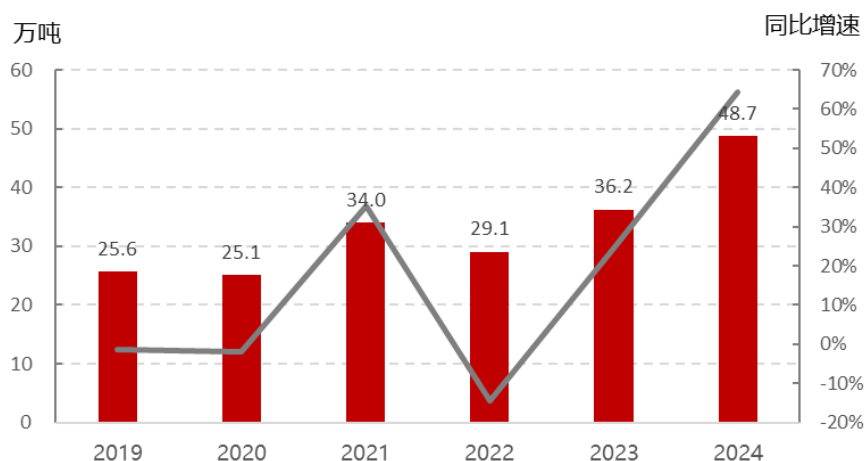
得益于国内 PC 生产企业的竞争力大幅提升，2019-2024 年间，PC 树脂大量进口的局面逐步被扭转。2019 年中国进口 PC 量达 160 万吨，从 2021 年开始逐年明显递减，到 2024 年降低至 88.7 万吨。2019-2022 年间国内 PC 出口量保持在 20-35 万吨之间，2023 年增长至 36 万吨，2024 年增长到 49 万吨左右。且随着国内企业竞争力的进一步提升，进口替代和反向出口趋势将愈发明显。

图16：2019-2024 年聚碳酸酯进口数量及同比增速



资料来源：中国海关，民生证券研究院

图17：2019-2024 年聚碳酸酯出口数量及同比增速



资料来源：中国海关，民生证券研究院

2025-2026 年,根据隆众资讯预计中国新增 PC 产能仅有福建漳州奇美 18 万吨/年 PC 装置,无其他新增产能计划。2019-2024 年间产能增幅达 215 万吨,近年来产能增速明显放缓。产能、产量新增预期有限,而下游消费及出口均将继续增长,因此未来两年国内 PC 行业供需发展趋于平衡,市场价格的首要驱动将回归供需。从近 5 年的价格趋势来看,目前 PC 及上游双酚 A、苯酚价格均处于历史低位。我们预计随着国内 PC 行业新产能增速放缓,以及进口替代和反向出口趋势的持续,2025-2026 年行业开工率有望进一步提升至 80%-90% 区间,相关产品价格也有望从底部上涨。

图18：2020-2025 年 PC 产业链主要产品价格

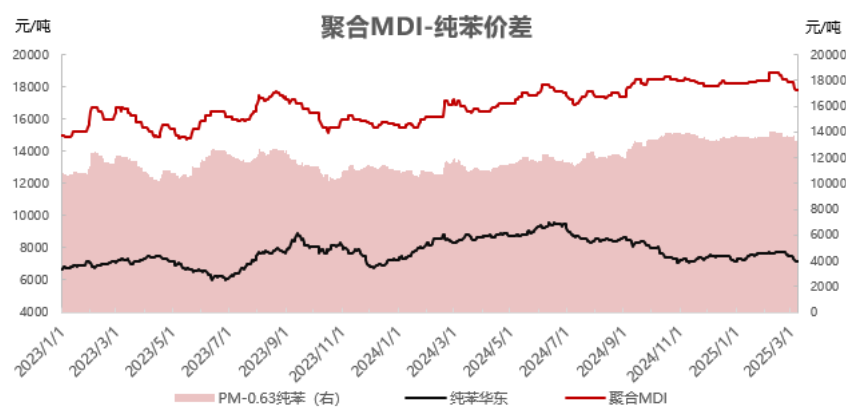


资料来源：百川资讯，民生证券研究院，截至 2025 年 7 月 10 日

4 MDI：内外需求向好，景气价格有望持续

4.1 MDI 行业价格维持较好景气度

当前 MDI 价格处于较强势阶段，并有希望长期维持较强景气度。2023-2024 年上半年，聚合 MDI 价格长期在 15000-18000 元/吨区间运行，较少有价格突破 18000 元/吨的时期。2024 年第三季度以来聚合 MDI 处于近 3 年较高价格水平，聚合 MDI-纯苯价差维持较高趋势也较为明显。2024Q1-至 2025Q2（截至 2025 年 6 月 30 日）五个季度的价差分别为 11071 元/吨、11645 元/吨、12296 元/吨、13640 元/吨、13425 元/吨、12161 元/吨。

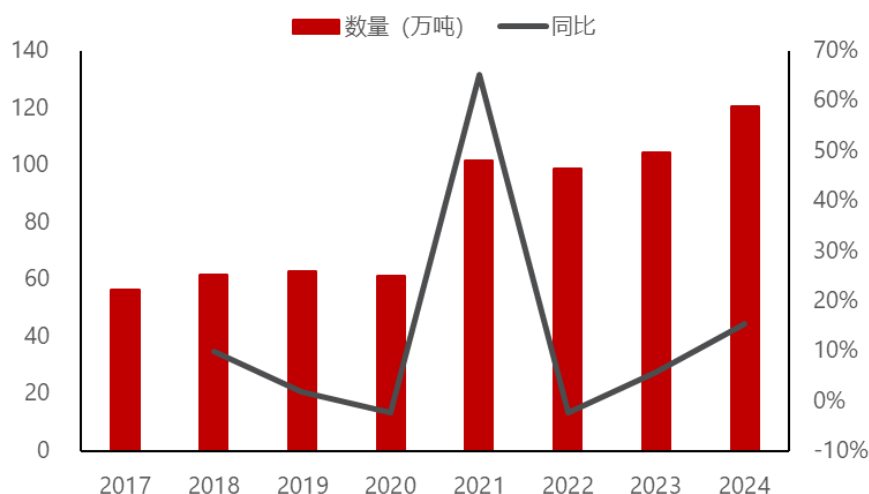
图19：聚合 MDI 价格走势


资料来源：百川资讯，民生证券研究院

MDI 产品价格走强，盈利维持较佳水平主要得益于国内外较为良好的需求支撑，以及 MDI 行业集中度较高条件下，主要供应企业的提升价格意愿较强的支撑。

内需方面，2024 年 8 月，商务部等部门发布家电以旧换新工作的通知，消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机等产品将给与补贴，补贴标准为产品最终端售价的 15%，其中对购买 1 级能效或水效标准的产品，额外再给与产品最终端销售价格的 5% 补贴。2025 年 1 月再度发布通知，延续上述政策。2025 年，在相关政策支持下，冰箱冷柜需求有望继续保持较好增长态势。

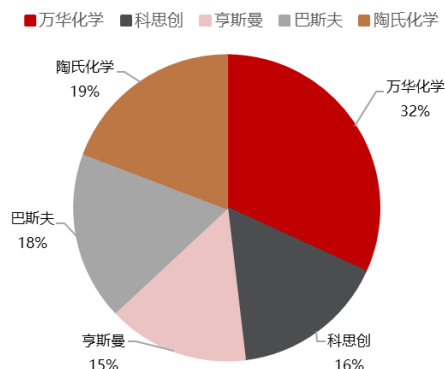
外需方面，MDI 出口继续保持高增长。2023 年中国聚合 MDI 出口量 104.39 万吨，同比增长 6%，2024 年中国聚 MDI 出口量增长至 120.40 万吨，同比增长 15%，增速为自 2021 年之后最快的年份。这主要得益于海外需求的持续增长。美欧 MDI 市场需求以地产需求为主，房地产市场对 MDI 的消费量也受美国利率的影响显著，而 2024 年 9 月以来，美联储开始启动降息周期。预期在欧美利率下降的大背景下，欧美房地产需求有望进一步释放。

图20：中国聚合 MDI 出口量及增速


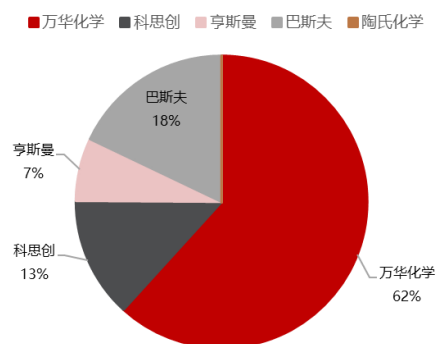
资料来源：中国海关，民生证券研究院

4.2 MDI 供应格局集中，外企经营压力较大

MDI 行业供给端较为集中，MDI 主要外资企业近 2 年均处于经营较为困难状态。MDI 行业属于较典型的寡头垄断行业，截至 2024 年 12 月，全球 MDI 产能 1072 万吨，其中亚太地区产能 591 万吨。全球范围来看，万华化学为第一大生产商，其产能达 350 万吨，占比 32%，其次为陶氏化学（19%）、巴斯夫（18%）、科思创（16%）、亨斯曼（15%）。在亚太地区来看，万华产能为 310 万吨，占比 62%，其次为巴斯夫（18%）、科思创（13%）和亨斯曼（7%）。由于行业集中度很高。从主要外资供应商经营状况来看，近 2 年都处于连续亏损状态。

图21：2024 年全球 MDI 产能份额


资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

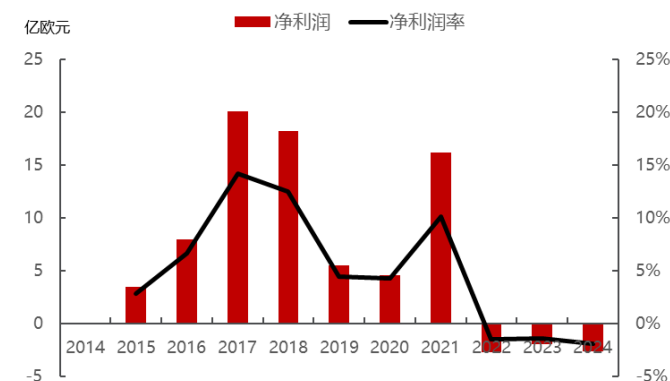
图22：2024 年亚太地区 MDI 产能份额


资料来源：隆众资讯，民生证券研究院

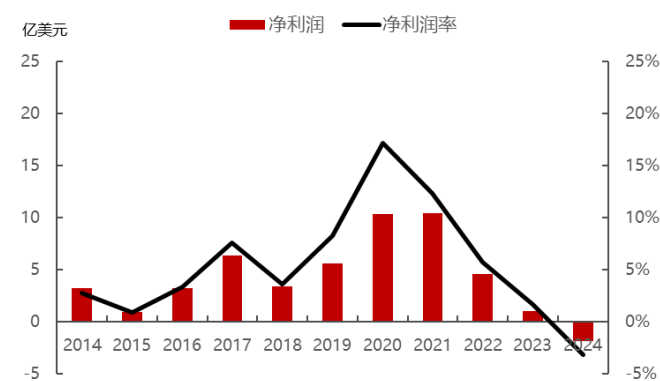
科思创：已连续三年处于亏损状态。科思创在 2024 年实现收入 141.79 亿欧元，其 2022 年、2023 和 2024 的净利润分别为-2.72 亿欧元，-1.98 亿欧元，-2.66 亿欧元，净利润率分别为-1.51%、-1.38%和-1.88%，连续三年处于亏损状态，其盈利水平较正常年份大幅度下降。2022 年、2023 年和 2024 公司 EBITDA Margin 分别为 8.58%、7.35%、7.38%。也明显较以往年份低 5-10 个百分点。

亨斯曼 2024 陷入历史上少有的亏损状态。亨斯曼是总部位于美国盐湖城，以聚氨酯业务为核心的知名美国化工企业。2024 年公司收入为 60.36 亿美元。2022、2023、2024 公司净利润分别为 4.6 亿美元、1.01 亿美元、-1.89 亿美元，净利润率分别为 5.73%、1.65%、-3.13%。与科思创近两年情况类似，当前亨斯曼也处于历史上盈利的低谷时期，2024 年公司出现了近 10 年以来首次亏损的情况。

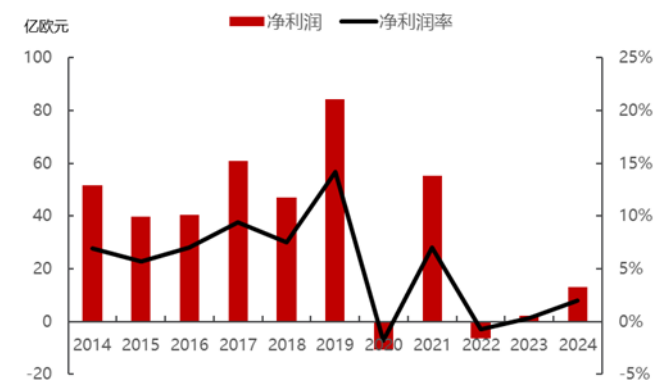
巴斯夫公司整体体量较大，聚氨酯所在的材料部门当前盈利偏弱。巴斯夫公司整体在 2022 年、2023 年和 2024 分别实现销售收入 873.27 亿欧元、689.02 亿欧元、652.60 亿欧元，分别实现净利润-6.27 亿欧元、2.25 亿欧元、12.98 亿欧元。净利润率分别为-0.72%、0.33%和 1.99%。2022-2024 年公司盈利处于近 10 年来的极低水平。

图23：科思创 2014-2024 净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

图24：亨斯曼 2014-2024 净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

图25：巴斯夫 2014-2024 净利润情况


资料来源：wind，民生证券研究院

综合几家主要的外企情况来看，最近 2-3 年各家的公司的整体盈利状况或聚氨酯业务的盈状况均处于近 10 年来的较低水平。科思创、亨斯曼、巴斯夫和陶氏化学四家公司来看，科思创和亨斯曼公司体量较巴斯夫和陶氏化学规模较小，但聚氨酯业务所占比重更高。对比万华与四家外企的 EBITDA Margin 水平来看，公司对外企始终保持较强的盈利水平优势，近 10 年以来大部分年份 EBITDA Margin 比竞争对手高 8-15 个百分点。我们认为，鉴于当前相对低迷的盈利水平，以科思创为代表的主要外资聚氨酯供应商对盈利将保持较强的诉求。MDI 行业盈利有望持续处于较高水平。

表2：万华化学与主要聚氨酯跨国公司 EBITDA Margin 对比（单位：%）

企业	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
万华化学	25.31	26.69	30.77	39.71	32.91	26.63	25.12	27.25	18.09	18.68	18.2
Covestro		11	15.68	23.94	21.5	12.55	13.34	19.17	8.58	7.35	8.01
Huntsman	9.1	7.57	11.2	11.56	13.7	9.72	10.3	19.03	12.19	6.17	4.99
BASF	15.02	14.79	17.67	19.15	15	13.46	9.4	14.57	6.67	10.01	13.24
Dow	15.46	27.47	16.89	10.73	15.34	6.25	14.9	21.15	16.4	8.38	12.68
外企均值	13.19	15.21	15.36	16.35	16.39	10.50	11.99	18.48	10.96	7.98	9.73
万华-外企 均值	12.12	11.48	15.41	23.37	16.53	16.14	13.14	8.77	7.13	10.70	8.47

资料来源：wind、各公司官网，民生证券研究院整理

5 瓶级 PET：联合减产，反内卷第一枪正式打响

5.1 瓶级聚酯是饮料包装的刚需材料

瓶级 PET 是全球范围内应用最广泛的包装材料之一。PET 聚酯材料是重要的食品包装。PET 材料具有较高透明度，可以在较长时间内保持食品、饮料品质。同时 PET 是全世界范围内回收率最高的塑料材料之一，具有环境友好性。瓶级 PET 广泛应用于包装材料，其透光率可达 90%，机械强度高，材料无毒，废弃后易回收处理，环境危害性小。从下游来看，国内的瓶级 PET 有近 70%用于盛装食品饮料，和饮料行业关系密切。

图26：瓶级 PET 应用领域

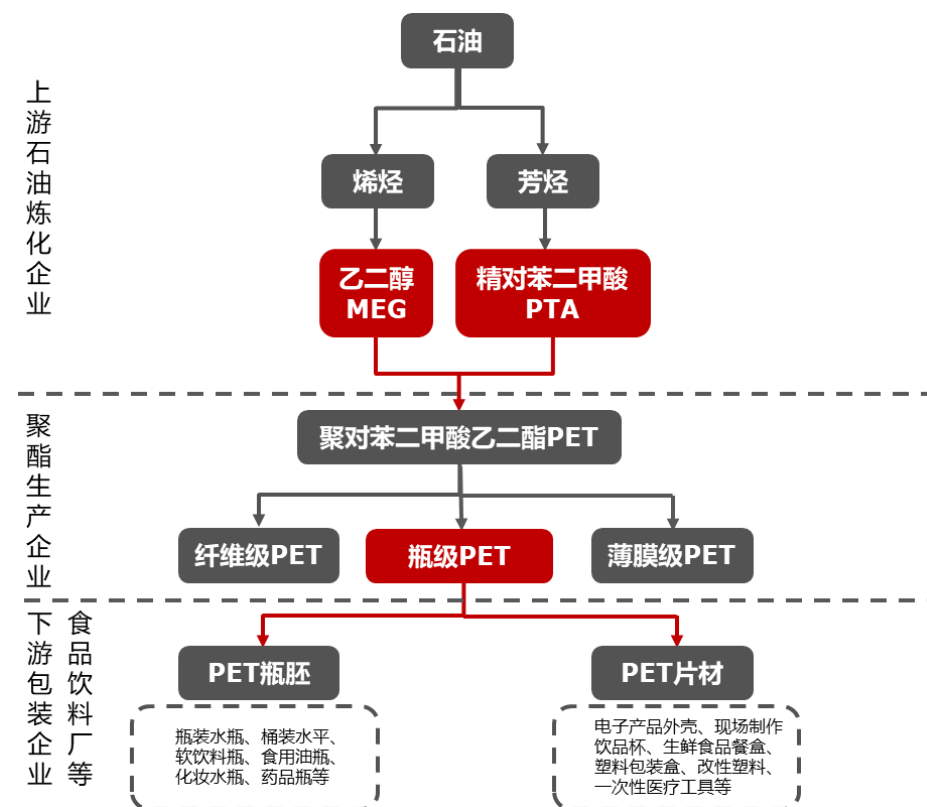


资料来源：万凯新材招股说明书，民生证券研究院

瓶级 PET 产品通常以瓶片的形式进行销售，由下游包装企业加工成为 PET 瓶

胚、片材等，在软饮料、乳制品、酒类、食用油、调味品、日化、电子产品、医疗医药、现场制作饮品、生鲜果蔬等领域具有广泛用途及良好的应用前景。

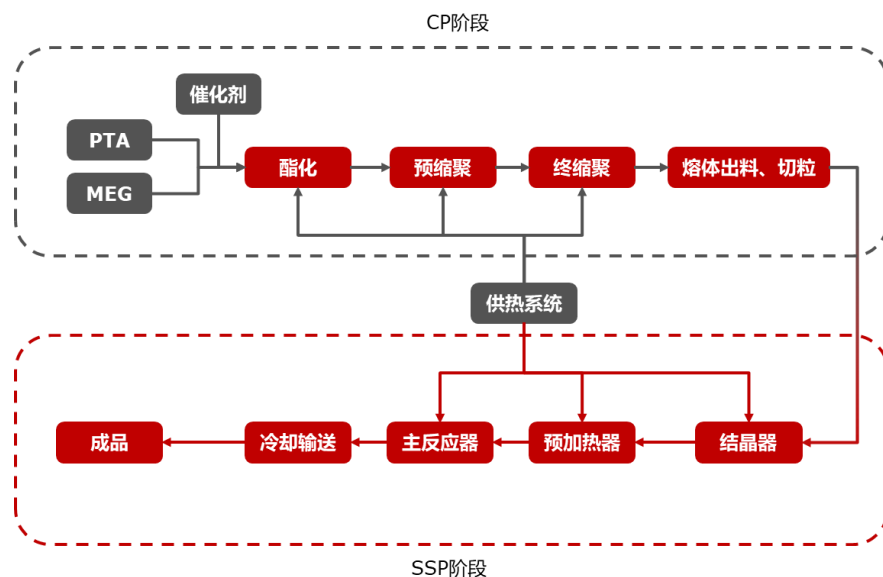
图27：瓶级 PET 切片行业产业链



资料来源：万凯新材招股说明书，民生证券研究院

瓶级 PET 的生产工艺流程主要分为 CP 和 SSP 两个阶段。CP 即液相连续聚合阶段，通过连续酯化、连续缩聚反应使 PTA 和 MEG 逐渐转化为 PET 的缩聚产物。SSP 即固相连续聚合阶段，将具有一定分子量的 PET 缩聚产物，加热到一定温度增粘、脱醛、提高结晶度，生产出产成品。

图28：瓶级 PET 生产流程

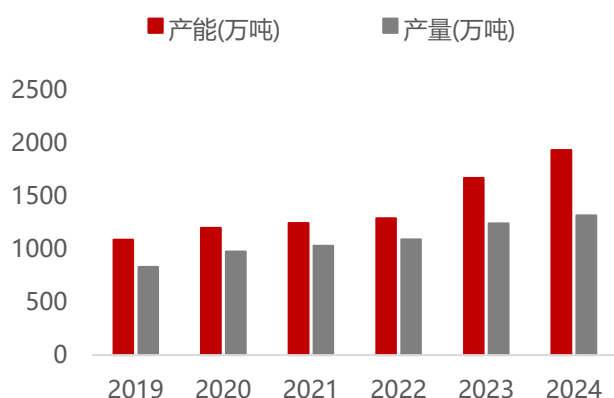


资料来源：万凯新材招股说明书，民生证券研究院

5.2 国内产能稳步提升，行业集中度较高

我国瓶级聚酯切片产能稳步上升，全球领先地位巩固。据百川盈孚数据，2019-2024 年，国内瓶级聚酯切片的产能由 1089 万吨增长至 1933 万吨，CAGR 高达 12.16%。我国瓶级聚酯切片的产能主要集中于万凯新材、逸盛石化、华润材料、三房巷四家。未来行业逐步进入规模化、一体化的发展阶段，行业整体目前正经历着产能集中度不断提高、产业链持续向上游原料端延伸的格局变迁。

图29：2019-2024 年中国瓶级聚酯切片产能产量



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

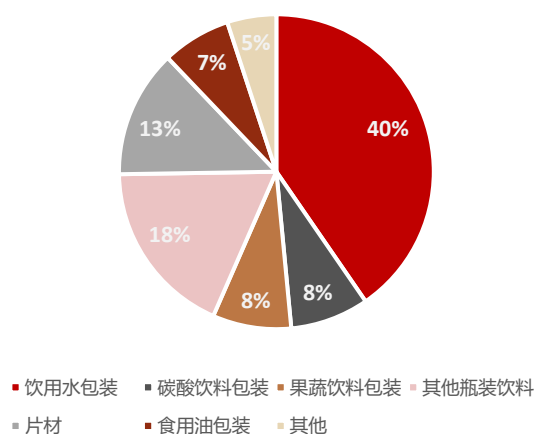
表3：国内主要企业瓶级聚酯切片现有产能（截至 2025 年 6 月底）

公司	产能 wt/a	产能占比%
逸盛石化	590	27.67%
三房巷	460	21.57%
万凯新材	300	14.07%
华润材料	210	9.85%
江阴澄高	120	5.63%
仪征化纤	90	4.22%
百宏聚纤	70	3.28%
其它	293	13.71%

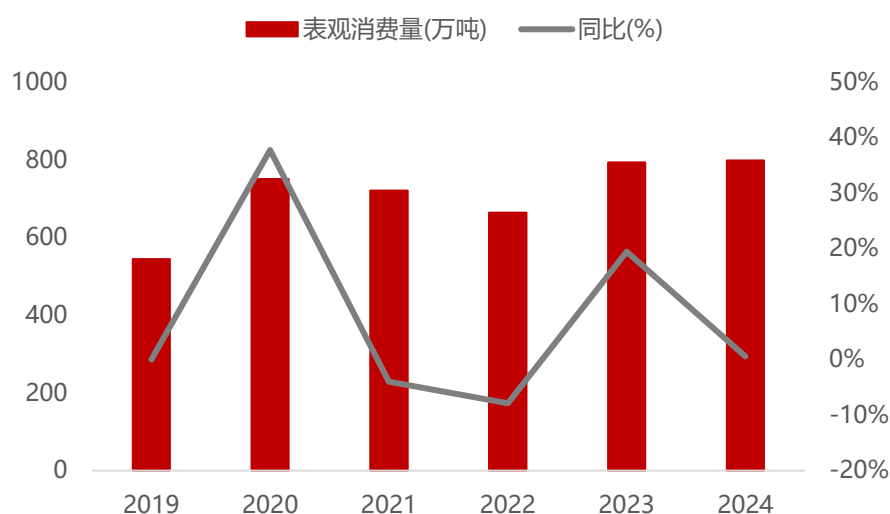
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

5.3 需求增长迅速，出口成为重要增长动力

瓶级聚酯切片消费量保持稳定增长。据百川盈孚数据，截至 2024 年年底，我国瓶级聚酯切片表观消费量达到 798.49 万吨，2019-2024 年 CAGR 达到 7.94%。在瓶级聚酯切片的传统应用领域，我国无糖饮料市场规模逐年上涨，2016 到 2021 年 CAGR 为 36.1%，保持快速增长。

图30：2021 年国内瓶级 PET 下游需求结构


资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图31：2019-2024 年国内瓶级 PET 表观消费量和增速（万吨）


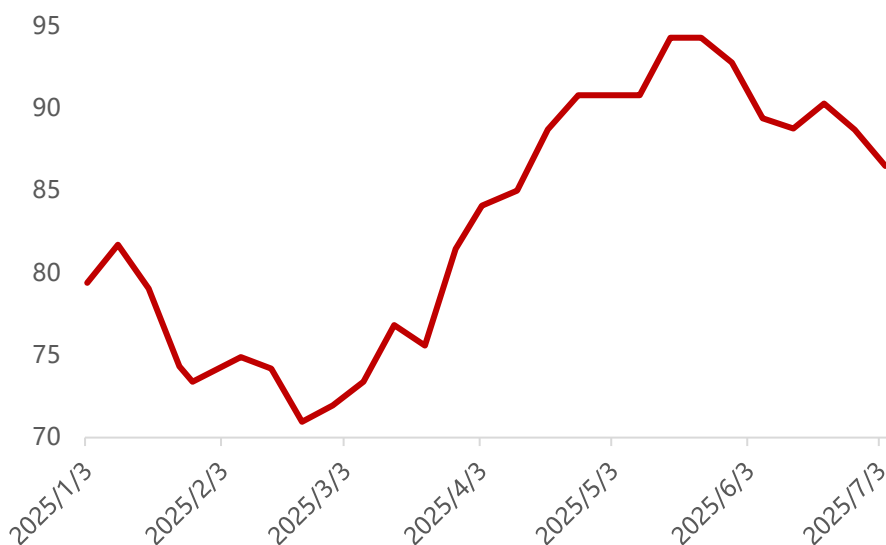
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

5.4 联合减产力度加大，“反内卷”正当时

由于产能增幅过大，24 年上半年瓶级聚酯切片加工差不断压缩。据 CCF 数据，24 年纯切片装置方面，2024 年新增产能在一百多万吨，产量释放在 2025 年更为充分；2025 年预计新增产能也有一百万吨左右，其中 2025 年上半年已投产的新增产能达到 38 万吨。与此同时，下游需求增量较为有限，因此聚酯切片供需矛盾逐步加大，加工差不断压缩。25 年 5 月，聚酯切片加工差来到了近十年的新低，6 月份则再次刷新低点。据 CCF 指数，2025 年 6 月份聚酯半光切片、有光切片月均价分别在 5917 元/吨、5930 元/吨，月均加工差分别在 167 元/吨、179 元/吨，环比 5 月份分别被压缩 55 元/吨、52 元/吨，半光、有光切片月均加工差分别创近 12 年、14 年多的新低，亏损十分严重。

减停产陆续落地，“反内卷”帷幕正式拉开。25 年 7 月上旬，国内几家瓶级聚酯切片大厂装置检修逐步执行落地，国内瓶级聚酯切片装置平均开工负荷成功突破 80% 大关，国内瓶级聚酯切片加工费区间从 6 月底的 150-170 元/吨附近回升至 350-400 元/附近，反内卷取得较为明显的成效。

图32：2025 年国内瓶级聚酯切片开机负荷情况（单位：%）



资料来源：CCF，民生证券研究院

5.5 推荐标的：万凯新材

万凯新材系全球领先的瓶级聚酯切片生产企业。2019-2024 年，公司营收从 96.82 亿元增长至 172.32 亿元，归母净利润从 3.67 亿元降低至-3.00 亿元。2025Q1，公司实现营收 39.19 亿元，同比降低 7.74%；归母净利润实现 0.48 亿元，同比增长 5.92%。

(1) 主业方面，据公司公告，公司主要产品为瓶级聚酯切片，截至 2024 年年底，公司拥有年产 300 万吨的瓶级 PET 产能，产能规模位居全球前列，具备突出的规模优势。

(2) 下游客户方面，公司瓶级 PET 产品获得了全球众多知名品牌客户的青睐，与农夫山泉、可口可乐、怡宝、娃哈哈等全球知名食品饮料厂商建立了良好的合作关系。

(3) 新产品方面，公司将充分抓住我国聚酯产业升级发展的契机，开发 PETG、改性 PET 以及耐热聚酯等新型聚酯产品，丰富公司现有的产品结构，满足下游市场产品升级需求。同时，公司将不断提升产品技术含量和附加值，培育新的利润增长点，增强公司在聚酯产业中的综合实力和持续发展能力。

(4) 国际项目方面，公司在 23 年 5 月在新加坡成立海外子公司万凯国际，正式开始万凯新材的海外布局；2023 年 3 月份，公司决定通过合资方式在非洲人口第一大国尼日利亚运作投资建设 30 万吨/年规模的瓶级 PET 生产基地，实现了海外建厂的第一步。截至 2024 年年底，公司尼日利亚的瓶级聚酯切片生产基地建设全力推进中。项目筹建小组已全部到场，项目用地审批、核心装备选型等工作基

本到位，相关土地已经开始围墙施工。此外，面对国内激烈的行业竞争，公司加快海外产能布局的步伐，计划在印度尼西亚投资建设 75 万吨瓶级聚酯切片生产基地。以上项目的建成投产，有望扩展公司在海外更大规模的产能布局，助力公司向国际化企业不断迈进。

(5) MEG 项目建设方面。MEG 为公司主营产品 PET 的核心原材料之一，占公司原材料成本的 30% 以上。2023 年，公司向不特定对象发行可转换公司债券事项已经于 2023 年 8 月份获得深交所审核通过，2024 年 6 月获得中国证监会的同意批复。**本次可转债募集资金拟用于建设正达凯 MEG 一期 60 万吨项目。**该项目拟选取先进的天然气制 MEG 工艺，形成年产 60 万吨的上游原材料 MEG 产能，为达到效益最大化，该项目将利用生产过程中的废气、余气、中间半成品及副产品，联产共建草酸、液化二氧化碳、合成氨、电子级 DMC 等多个衍生品项目。项目达产后每吨 MEG 生产成本预计将较大幅度低于近五年公司 MEG 平均采购价格。此外，该项目所在地与重庆万凯生产基地距离较近，根据公司测算，四川达州至重庆涪陵的 MEG 运费较现有供应商从华东地区、新疆地区运至重庆涪陵的 MEG 运费可降低约 50%。未来 MEG 的就近供应能够有效节约原材料运输成本，显著降低公司瓶级 PET 生产的单位成本，进一步提升 PET 产品的市场竞争力。截至 2024 年半年报发布日，该项目土建工程、全厂管廊基础施工基本完成，核心大件设备已经全部就位，其余工艺管道、设备安装加快推进中，项目整体进度已进入最后全力冲刺建设阶段。据 wind 投资者问答信息，该项目预计将于 2025 年 7 月份释放产能。

投资建议：公司是国内领先的瓶级聚酯切片材料供应商，伴随 MEG 项目即将实现建成投产以及海外聚酯项目的逐步建成投产，公司业绩有望得到持续提升。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.85、4.89、6.46 亿元，EPS 分别为 0.36、0.95、1.25 元，现价（2025 年 07 月 28 日）对应 PE 分别为 39x、15x、11x，我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格上升，项目建设进度不及预期，下游消费下滑的风险。

表4：万凯新材盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	17,232	15,684	27,488	35,910
增长率（%）	-1.7	-9.0	75.3	30.6
归属母公司股东净利润（百万元）	-300	185	489	646
增长率（%）	-168.7	161.7	164.3	32.0
每股收益（元）	-0.58	0.36	0.95	1.25
PE	/	39	15	11
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

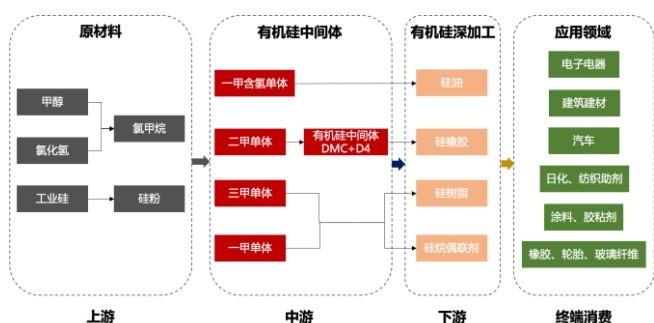
资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 7 月 28 日收盘价）

6 有机硅：供需平衡表有望修复，DMC 盈利有望回升

6.1 有机硅是应用广泛的硅基新材料

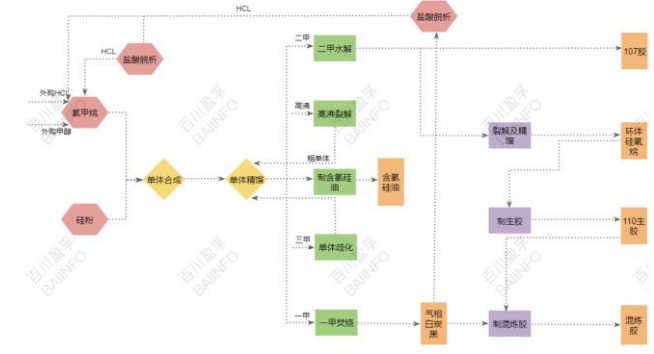
有机硅，主要指以硅氧键（-Si-O-Si-）为骨架组成的聚硅氧烷，有机硅产业链分为有机硅原料、有机硅单体、有机硅中间体和有机硅深加工产品四个环节。有机硅产品繁多，品种牌号多达上万种，常用的就有四千余种，但主要为根据不同用途研发的有机硅深加工产品，上游有机硅原料、有机硅单体和有机硅中间体品种规格较少。

图33：有机硅产业链



资料来源：上海有色网，民生证券研究院

图34：有机硅单体生产流程



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

6.2 国内产能扩产高峰已过，供需平衡表有望逐步修复

国内产能密集投放期已过，供需平衡表有望开始修复。近年来中国有机硅行业快速发展，根据百川盈孚的统计数据，国内产能从 2017 年的 136.5 万吨/年上升至 2024 年的 344 万吨/年，其中 2022-2024 年为新产能的密集投放期，预计 2025 年整体产能增速将明显放缓。从产能利用率角度看，近年粗放型扩产导致国内产能利用率显著下降，2023-2024 年行业产能利用率不足 70%。从需求端去看，下游应用领域不断的拓展下有机硅的表观消费量维持较快的增长，2020-2024 年 CAGR 为 11%，其中 2024 年国内表观需求量为 182 万吨，同比增长 21%；出口方面，在国内企业成本优势突出+近年海外产能退出的情况下，出口量实现了高速增长，2020-2024 年 CAGR 为 22%，其中 2024 年出口量为 55 万吨，同比增长 34%。我们认为，随着有机硅行业产能增速回落，持续增长的内需和出口将有效提高行业产能利用率，供需平衡表有望开始修复。

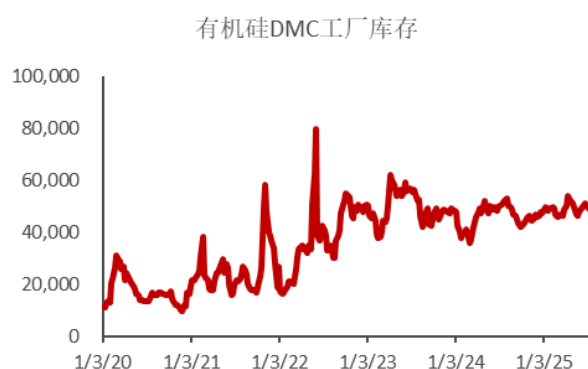
图35：2019-2024 年国内有机硅 DMC 供需平衡表 (单位：万吨)

	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
产能	151.5	167.5	187.5	265	272	344
yoy	9%	11%	12%	41%	3%	26%
有效产能	150.8	159.3	169.3	244.3	271.3	334.0
产量	114.9	127.7	142.0	170.7	180.6	225.3
yoy	-3%	11%	11%	20%	6%	25%
产能利用率	76%	80%	84%	70%	67%	67%
进口量	14	15	13	10	10	11
出口量	22	24	38	45	41	55
净出口量	9	9	24	36	30	44
表观消费量	106	119	118	135	150	182
yoy	2%	12%	-1%	15%	11%	21%

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

2025 年有机硅工厂库存保持稳定，行业开工率降低维持供需平衡。2025 年以来，DMC 工厂库存维持在 4.7-4.9 万吨波动，整体维持平稳运行；年初以来有机硅行业减产现象普遍，全国有机硅单体企业一共 16 家，多数企业有减产操作，DMC 整体开工率从 80%左右降低至 70%以下。

图36：有机硅 DMC 工厂库存 (吨，截至 2025/7/11)



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图37：有机硅 DMC 行业开工率 (截至 2025/7/11)

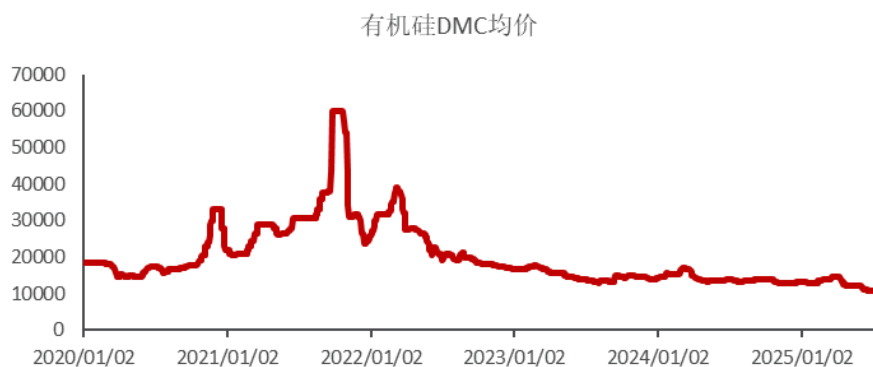


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

6.3 DMC 价格处于历史低位

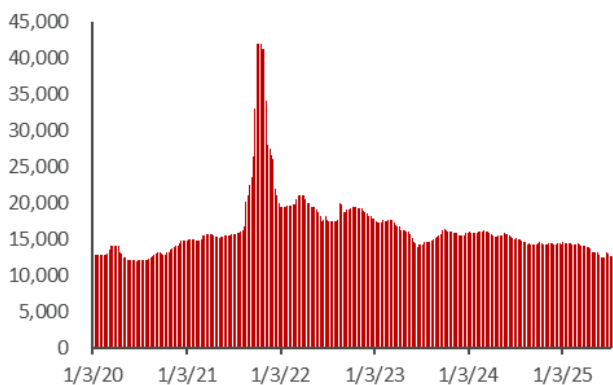
有机硅 DMC 均价处于历史低位。截至 25 年 7 月初，有机硅价格行至近五年内低点 10800 元/吨，7 月 10 日均价 11000 元/吨小幅反弹，目前行业整体进入亏损状态，若有机硅价格启动反弹，建议关注自备工业硅的有机硅头部企业：合盛硅业、新安股份。

图38：有机硅 DMC 价格走势（元/吨，截至 2025/7/11）



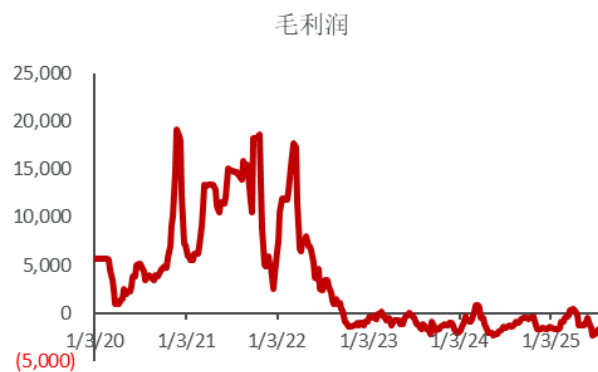
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图39：有机硅 DMC 行业成本走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图40：有机硅 DMC 行业毛利润走势（元/吨）



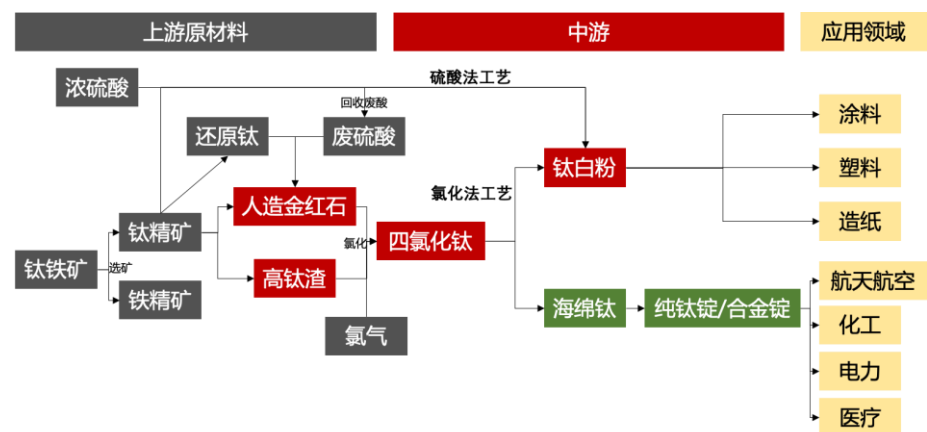
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

7 钛白粉：中长期钛矿成本支撑稳固，钛白粉价格有望逐步抬升

7.1 钛白粉是应用最广泛的白色颜料

钛白粉又名二氧化钛（ TiO_2 ），是一种十分稳定的白色无机颜料，具有无毒、最佳的不透明性、最佳白度和光亮度，被认为是目前世界上性能最好的一种白色颜料，约占全部白色颜料使用量的 80%。钛白粉主要分为颜料级和非颜料级钛白粉，其中颜料级钛白粉按结晶形态分为锐钛型钛白粉（A 型）和金红石型钛白粉（R 型）两类。

图41：钛白粉产业链



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

7.2 硫酸法工艺受限，新产能释放节奏或好于预期

硫酸法工艺受限，行业新产能释放节奏有望放缓。2021-2024 年为钛白粉新产能的密集投放期，国内名义产能从 486 万吨/年提升至 654 万吨/年，CAGR 为 10%。根据百川盈孚统计，截至 2025 年 7 月，2025-2026 年规划新增的钛白粉项目产能合计有 155 万吨/年，其中硫酸法/氯化法分别为 65/90 万吨/年，我们认为，考虑到《产业结构调整指导目录(2024 年本)》明确限制新建传统硫酸法工艺，现存规划中的硫酸法项目实际落地时间仍有待观察，加之目前钛白粉景气度处于低位、行业利润承压等因素，行业新产能释放节奏有望放缓。

图42：2019-2024 年国内钛白粉供需平衡表（单位：万吨）

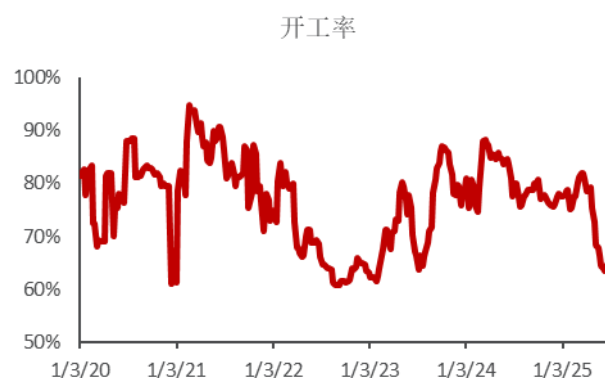
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
产能	442	451	486	520	589	654
yoy		2%	8%	7%	13%	11%
有效产能	442.0	444.5	475.6	509.6	547.2	607.8
产量	338	352	380	359	400	467
yoy		4%	8%	-5%	11%	17%
产能利用率	76%	79%	80%	71%	73%	77%
进口量	17	17	19	12	8	9
出口量	100	121	131	141	164	190
净出口量	84	105	112	128	156	181
表观消费量	254	247	268	231	244	286
yoy		-3%	8%	-14%	6%	17%

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

2025 年以来钛白粉呈现低开工+高库存状态，整体供需较为宽松。2025 年以来，钛白粉工厂库存维持在 30 万吨上下，整体维持高位运行；25 年 Q1 行业减产检修较少，出口订单逐步交付下大部分企业积极开工，行业开工率维持 75-82% 区间运行，随着 Q2 传统旺季结束，行业整体开工率回落至 60-70%。

图43：钛白粉工厂库存（万吨，截至 2025/7/11）


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图44：钛白粉行业开工率（截至 2025/7/11）


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

7.3 钛白粉价格处于历史低位

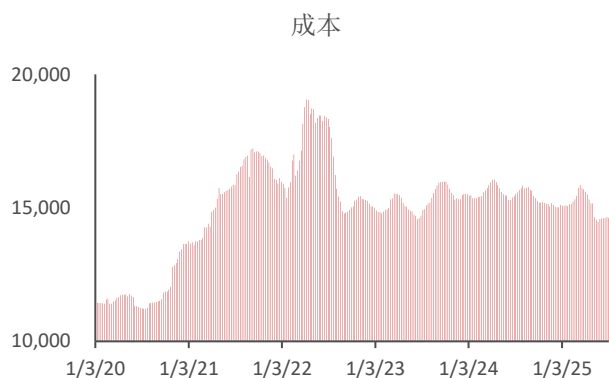
钛白粉均价处于历史较低水平。截至 2025/7/4 日，金红石型钛白粉均价为 13400 元/吨，较 25 年初下滑 8%，处于近十一年历史价格分位的 34%。25 年以来，行业整体负毛利状态持续，若钛白粉价格启动反弹，建议关注钛白粉头部企业：龙佰集团。

图45：钛白粉价格走势（元/吨，截至 2025/7/4）



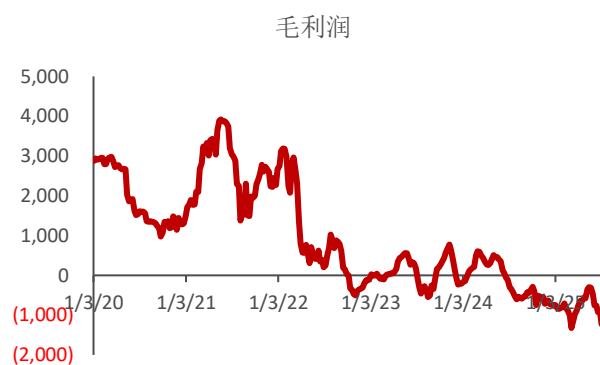
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图46：钛白粉行业成本走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图47：钛白粉行业毛利润走势（元/吨）



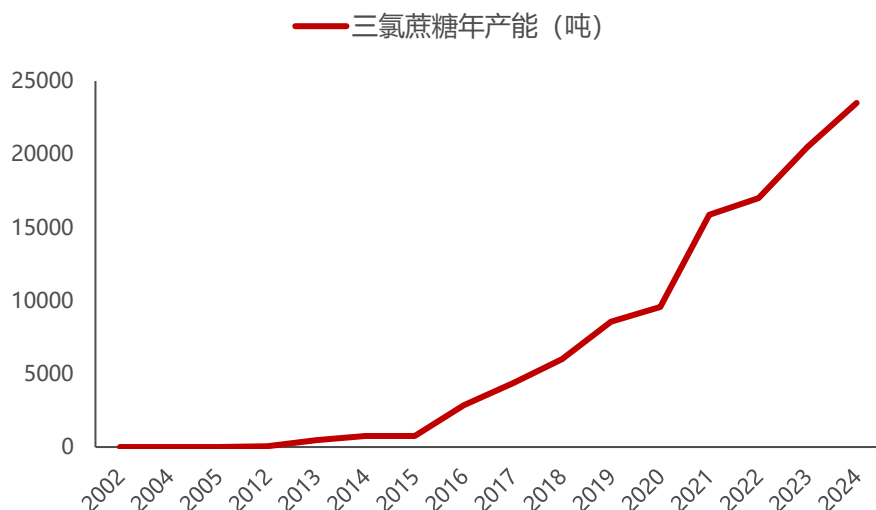
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

8 三氯蔗糖：需求端强势增长，价格顺周期上涨

8.1 2021 年后供给端快速增长

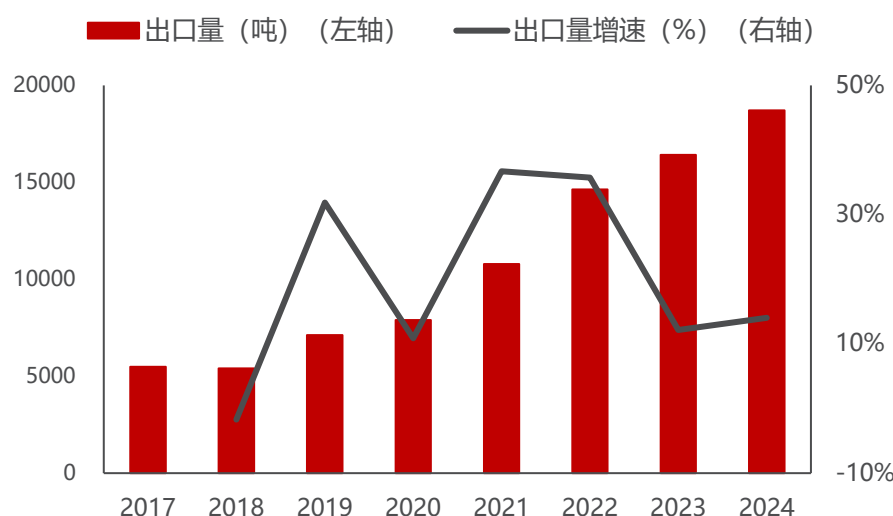
三氯蔗糖行业 2021 年供给迅速扩张。2021 年，三氯蔗糖行业的三家头部企业金禾实业、科宏生物以及山东康宝的累计产能增速为 65.9%，三家龙头企业 2021 年的累计产能为 15860 吨，2023 年扩产后增长至 20500 吨，2024 年增长至 23500 吨，2023 年和 2024 年累计产能增速分别为 20.59%以及 14.63%，三家龙头企业三氯蔗糖累计产能增速自 2021 年后有所下降，2023 年与 2024 年产能保持较为稳定的增速增长。

图48：三氯蔗糖三家龙头企业（金禾实业、科宏生物、山东康宝）年产能



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

需求端反而展现出强劲增长势头。2021 年三氯蔗糖出口量为 1.08 万吨，同比增长 36.71%，之后一直保持快速增长，截至 2024 年，三氯蔗糖出口量达 1.87 万吨，年复合增长率高达 20.17%。

图49：三氯蔗糖出口量（吨）及增速（%）（截至 2024 年）


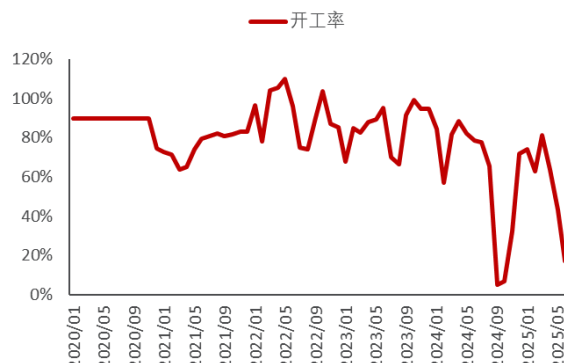
资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

2025 年三氯蔗糖行业库存压力渐缓，开工率大降，企业共谋创新发展。截至 2025 年 7 月 18 日，三氯蔗糖行业的库存处于自 2021 年以来的第 47 百分位。随着需求的持续增长，库存压力预计会逐步缓解。进入 2025 年后，前四个月开工率均保持 60% 以上，5 月和 6 月大幅下降分别为 42.90% 和 17.10%，2024 年前三季度，开工率大致保持在 70%-90%，第四季度头部三家企业联合停产有效消化了下游库存。为进一步促进产业发展，2025 年 2 月 16 日，四家主要三氯蔗糖生产企业代表在福建永安召开会议，围绕“协同创新·共谋发展”的主题深入交流并达成共识。会议强调加强沟通与合作、推进技术创新和降本增效措施，共同致力于推动三氯蔗糖产业的健康和可持续发展。

行业协作叠加供需关系积极变化，特别是在需求快速增长的背景下，三氯蔗糖的价格有望跟随周期性波动顺势上涨。

图50：三氯蔗糖行业库存（吨，截至 2025/7/18）


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图51：三氯蔗糖行业开工率（%，截至 2025/6）


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

8.2 推荐标的：金禾实业

金禾实业是一家专业从事食品配料、大宗及电子化学品和功能性化工中间体的高新技术企业，是甜味剂安赛蜜、三氯蔗糖和香料麦芽酚的主要生产商。总部位于安徽滁州，拥有安徽来安及定远盐化工园两个生产基地。围绕主营业务，公司通过产业纵向延伸和横向扩张的基础上构建循环经济产业，甜味剂和香精香料等主要产品的产能规模均处于全球领先地位，部分大宗化学品的产能规模在华东区域占有较大份额，公司具有突出的规模优势。

2025 年一季度利润大幅上升。据公告，2022-2024 年，公司营业收入分别为 72.50、53.11、53.03 亿元，同比增速分别为 24.0%、-26.7%、-0.15%；归母净利润分别为 16.95、7.04、5.57 亿元，增速分别为 44.00%、-58.46%、-20.9%。其中 2023 年归母净利润下降主要系受行业竞争和市场需求波动影响，各类产品价格出现不同幅度的下降，导致毛利率水平大幅度下降，由于订单存在时滞效应，虽去年 8 月三氯蔗糖的价格就有所回升，但并未体现在报表中。2025 年第一季度公司营业收入为 13.01 亿元，同比增加 7.24%；归母净利润为 2.42 亿元，同比增加 87.3%，受益于三氯蔗糖价格的上升，2025 年一季度利润大幅上升。

2024 年，公司完成了“定远二期项目第一阶段”主要项目工程建设的工作，包括年产 60 万吨硫酸、年产 6 万吨离子膜烧碱、年产 6 万吨离子膜钾碱、15 万吨双氧水等主体项目建设，并陆续进入试生产状态。子公司及金轩科技共同投资设立的安徽金禾绿碳科技有限公司目前已完成工程主体，将作为公司在精细化工合成领域的小规模工业化生产基地。为了降低生产成本兼顾保证下游需求，公司拟投资 20 亿建设年产 20 万吨合成氨粉煤气化替代落后工艺项目，升级改造采用国内外最先进的航天炉粉煤气化技术，预计周期为 24 个月，建成后将进一步增厚公司利润。

投资建议：三氯蔗糖行业需求稳定增长，叠加行业龙头协作控产预期，以及政策端“反内卷”的推进，三氯蔗糖价格有望稳定在高位，公司作为国内龙头业绩将充分受益，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 11.1、13.44、15.84 亿元，对应 PE 倍数为 12X、10X、8X，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格上升、项目推进不及预期、行业复苏不及预期、下游需求不足。

表5：金禾实业盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,303	6,425	7,000	7,430
增长率（%）	-0.1	21.2	8.9	6.1
归属母公司股东净利润（百万元）	557	1,110	1,344	1,584
增长率（%）	-20.9	99.4	21.1	17.8
每股收益（元）	0.98	1.95	2.37	2.79
PE	23	12	10	8
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 7 月 25 日收盘价）

9 煤制烯烃：成本优势扩大，增长潜力强劲

9.1 煤制烯烃路线成本优势扩大

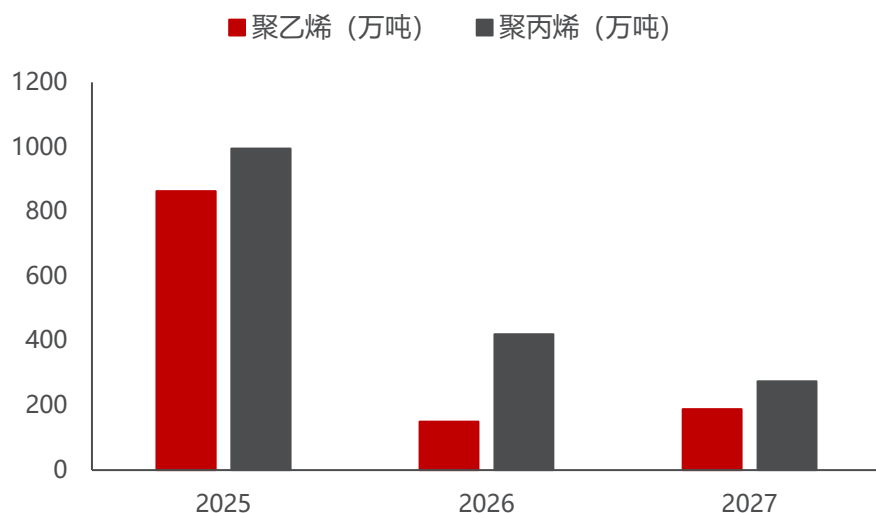
煤制烯烃路线成本优势自 2024 年初逐渐扩大。截至 2025 年 7 月 18 日，煤制聚乙烯的成本为 5384.86 元/吨，而油制聚乙烯的成本则为 8099.72 元/吨，煤制聚乙烯相比油制聚乙烯拥有 2714.86 元/吨的成本优势。

图52：煤制聚乙烯和油制聚乙烯的成本（元/吨，截至 2025/7/18）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

供给增速放缓，需求稳定向上。2025 年上半年，我国聚烯烃的需求保持平稳增长，表观消费量同比 2024 年上半年增长 14.45%；供给端增速则在 2025 年后有所放缓。根据百川盈孚的数据，2025 年聚乙烯和聚丙烯预计新增产能分别为 863 万吨、995.015 万吨，相较 2024 年产能增长了 25.57%、22.21%；2026 年预计新增产能分别为 150 万吨、420 万吨，相较 2025 年产能增长了 3.35%、7.67%；2027 年预计新增产能分别为 189 万吨、275 万吨，相较 2026 年产能增长了 4.08%、4.66%。对于油头技术路线的企业来说，由于其供需状况相对较差加上较高的成本压力，供给增速将更为缓慢。

图53：聚烯烃预计新增年产能（万吨）


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

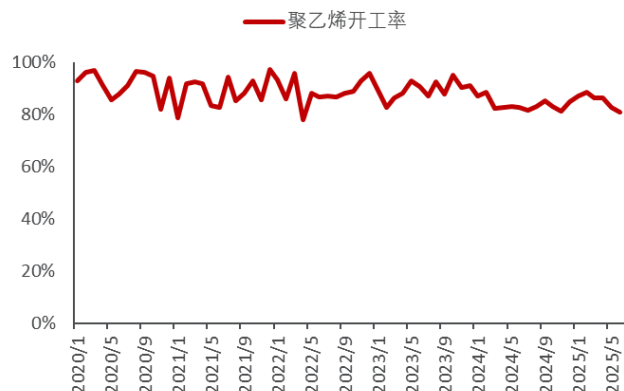
当前，行业聚烯烃的库存处于自 2020 年以来的高位，开工率在持续提高，2025 年 7 月 4 日聚乙烯和聚丙烯粒料开工率分别为 80.73%、77.63%。随着“反内卷”政策深入推进供给端收紧，处于成本曲线左侧的企业有望受益。

图54：聚乙烯库存量（万吨，截至 2025/7/18）

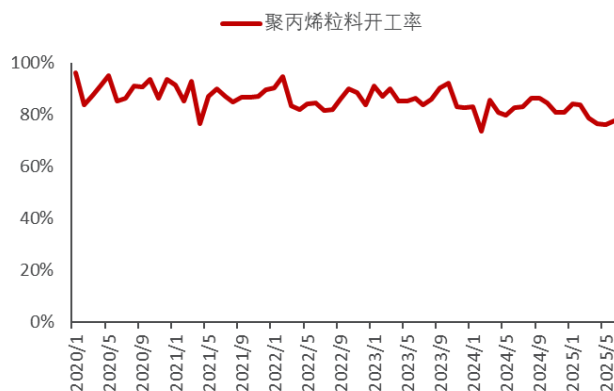

资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图55：聚丙烯粒料库存量（万吨，截至 2025/7/18）


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图56：聚乙烯开工率（%，截至 2025/6）


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图57：聚丙烯粒料开工率（%，截止 2025/6）


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

9.2 建议关注龙头宝丰能源

宝丰能源作为煤制烯烃龙头企业，有望充分受益。公司正在积极推进内蒙古和新疆的大型项目建设，凭借原料及运输方面的优势，内蒙基地和新疆基地成本优势有望更加显著。

宝丰能源现有在建工程为新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目和内蒙 260 万吨/年煤制烯烃和配套 40 万吨/年植入绿氢耦合制烯烃项目，其中内蒙项目投资额为 484 亿元。

表6：宝丰能源在建产能（截至 2024 年 12 月）

在建项目	投资额（亿元）	产品	在建产能（万吨/年）
新疆宝丰煤基新材料有限公司煤炭清洁高效转化耦合植入绿氢制低碳化学品和新材料示范项目	-	聚丙烯	195
		聚乙烯	195
		超高分子量聚乙烯	3
		EVA	25
		MMA/PMMA	5
内蒙 260 万吨/年煤制烯烃和配套 40 万吨/年植入绿氢耦合制烯烃	484	聚丙烯	137.12
		聚乙烯	160.51
		硫磺	9.23
		重碳四	2.69
		MTBE	1.97
		乙烯焦油	1.23
		C ₅	6.95

资料来源：宝丰能源公告，宝丰能源环评，新疆准东经济技术开发区，民生证券研究院

10 风险提示

1) 宏观经济增速下行风险

若宏观经济增速下行可能导致需求承压,进而传导到产业链上游企业,对企业生产开工率以及经营业绩带来负面影响;

2) 政策落地不及预期行业继续内卷风险

若反内卷政策落地不及预期可能导致行业竞争持续,打击企业生产经营信心;

3) 原材料价格波动风险

原材料大幅波动可能对企业利润造成影响,比如原材料价格快速上涨,而公司产品调价周期滞后,则公司利润会被压缩,给公司经营业绩带来压力。

插图目录

图 1: PPI 当月同比情况 (%)	3
图 2: 6 月 PPI 分行业拆分 (%)	3
图 3: 基础化工在建工程同比增速 (%)	4
图 4: 申万一级行业指数: 基础化工走势 (点, 截至 2025 年 7 月 15 日) 及分位线	4
图 5: 申万一级行业指数的百分位数 (股价为 2025 年 7 月 15 日)	4
图 6: 基础化工板块研发费用率 (%)	5
图 7: 涤纶长丝产业链概览	6
图 8: 纺织业新建固定资产投资完成额增速 (%)	6
图 9: 江浙织机 POY 的库存天数 (天)	7
图 10: 江浙织机 DTY 的库存天数 (天)	7
图 11: 江浙织机 FDY 的库存天数 (天)	7
图 12: POY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/7/23)	8
图 13: DTY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/7/23)	8
图 14: FDY 价差情况 (元/吨, 截至 2025/7/23)	8
图 15: 2020-2025 年 6 月 PC 行业月度开工率	9
图 16: 2019-2024 年聚碳酸酯进口数量及同比增速	10
图 17: 2019-2024 年聚碳酸酯出口数量及同比增速	10
图 18: 2020-2025 年 PC 产业链主要产品价格	11
图 19: 聚合 MDI 价格走势	12
图 20: 中国聚合 MDI 出口量及增速	13
图 21: 2024 年全球 MDI 产能份额	14
图 22: 2024 年亚太地区 MDI 产能份额	14
图 23: 科思创 2014-2024 净利润	15
图 24: 亨斯曼 2014-2024 净利润	15
图 25: 巴斯夫 2014-2024 净利润情况	15
图 26: 瓶级 PET 应用领域	17
图 30: 2021 年国内瓶级 PET 下游需求结构	20
图 31: 2019-2024 年国内瓶级 PET 表观消费量和增速 (万吨)	21
图 32: 2025 年国内瓶级聚酯切片开机负荷情况 (单位: %)	22
图 33: 有机硅产业链	24
图 34: 有机硅单体生产流程	24
图 35: 2019-2024 年国内有机硅 DMC 供需平衡表 (单位: 万吨)	25
图 36: 有机硅 DMC 工厂库存 (吨, 截至 2025/7/11)	25
图 37: 有机硅 DMC 行业开工率 (截至 2025/7/11)	25
图 38: 有机硅 DMC 价格走势 (元/吨, 截至 2025/7/11)	26
图 39: 有机硅 DMC 行业成本走势 (元/吨)	26
图 40: 有机硅 DMC 行业毛利润走势 (元/吨)	26
图 41: 钛白粉产业链	27
图 42: 2019-2024 年国内钛白粉供需平衡表 (单位: 万吨)	28
图 43: 钛白粉工厂库存 (万吨, 截至 2025/7/11)	28
图 44: 钛白粉行业开工率 (截至 2025/7/11)	28
图 45: 钛白粉价格走势 (元/吨, 截至 2025/7/4)	29
图 46: 钛白粉行业成本走势 (元/吨)	29
图 47: 钛白粉行业毛利润走势 (元/吨)	29
图 48: 三氯蔗糖三家龙头企业 (金禾实业、科宏生物、山东康宝) 年产能	30
图 49: 三氯蔗糖出口量 (吨) 及增速 (%) (截至 2024 年)	31
图 50: 三氯蔗糖行业库存 (吨, 截至 2025/7/18)	31
图 51: 三氯蔗糖行业开工率 (%) (截至 2025/6)	31
图 52: 煤制聚乙烯和油制聚乙烯的成本 (元/吨, 截至 2025/7/18)	33
图 53: 聚烯烃预计新增年产能 (万吨)	34
图 54: 聚乙烯库存量 (万吨, 截至 2025/7/18)	34
图 55: 聚丙烯粒料库存量 (万吨, 截至 2025/7/18)	34
图 56: 聚乙烯开工率 (%) (截至 2025/6)	35
图 57: 聚丙烯粒料开工率 (%) (截止 2025/6)	35

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2019-2024 年中国 PC 行业供需平衡变化	9
表 2: 万华化学与主要聚氨酯跨国公司 EBITDA Margin 对比 (单位: %)	16
表 3: 国内主要企业瓶级聚酯切片现有产能 (截至 2025 年 6 月底)	20
表 4: 万凯新材盈利预测与财务指标.....	23
表 5: 金禾实业盈利预测与财务指标.....	32
表 6: 宝丰能源在建产能 (截至 2024 年 12 月)	35

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048