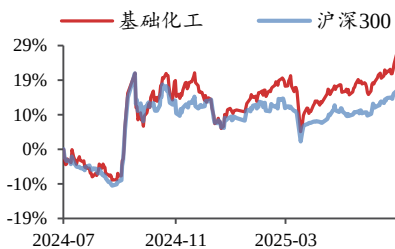


基础化工

2025 年 07 月 22 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《反内卷政策陆续出台，石化行业稳增长方案有望推动化工行业供给侧竞争格局优化—行业周报》-2025.7.20

《国内反内卷持续发酵，海外多家化工企业产能关停—行业周报》-2025.7.13

《BOPET 膜：性能优良、国内产需高增，行业自律有望助力格局优化、盈利改善—化工“反内卷”系列报告（一）》-2025.7.9

“反内卷”势在必行，化工行业新一轮供给侧改革呼之欲出

——化工“反内卷”系列报告（开篇）

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

毕挥（分析师）

bihui@kysec.cn

证书编号：S0790523080001

李思佳（分析师）

lisijia@kysec.cn

证书编号：S0790525070006

● 供给端：化工行业竞争加剧致盈利承压，“反内卷”势在必行

2022 年以来，化工行业面临需求收缩、供给冲击和预期转弱压力，运行走势呈现出自 2021 年高位回落态势。2025 年以来，伴随多项扩内需政策逐步落地，国内需求有望企稳修复，但由于供给端竞争进一步加剧，化工行业产品价格走弱、产能利用率走低问题凸显，企业面临“增收不增利”甚至亏损局面。自 2024 年 7 月召开的中共中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争以来，国内“反内卷”呼声日益强烈；2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议明确强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。此后化工多个行业迅速跟进，纷纷发起“反内卷”号召。我们认为，目前我国化工行业整体利润水平较低，多数企业迫切需要改善行业竞争格局，以获得正常盈利水平，在“反内卷”浪潮席卷而来的当下，新一轮供给侧改革势在必行。

● 需求端：国内需求有望企稳恢复，出口需求提升空间或有限

国内：2025 年《政府工作报告》提出，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。其中实施提振消费专项行动举措包括，安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新等，带动国内需求有望稳步恢复。**海外：**2023 年中国化工品销售额约 2.24 万亿欧元，占全球化工品销售总额的 43.1%，位居全球第一。同时，据中国贸易救济信息网数据，2016-2025 年 7 月 21 日，全球对我国反倾销案共计 720 起，按行业分布，化学原料和制品工业位居第一，共涉及反倾销案 158 起，占比达 21.9%。2025 年来，欧洲多家化工巨头出现“关停潮”，但对国内相关化工品价格提振较小。我们认为，中国化工品销售额已连续多年稳居全球第一，在各国对华频繁发起反倾销背景下，海外需求增长空间或有限。

● 化工行业底部位置确定性较强，供给侧改革有望推动行业步入发展新阶段

我国工业景气自 2008 年以来经历了三轮周期：（1）2008 年底-2015 年，全球金融危机后的“四万亿”需求刺激计划带动制造业景气迅速回升。（2）2015 年底-2020 年中，提出供给侧结构性改革，通过“三去一降一补”等措施，工业景气度大幅提升。（3）2020 年底-2023 年，因我国率先从全球公共卫生事件冲击中恢复生产，出口需求旺盛，同时我国新能源产业高速发展，并提出“双碳”战略，我国工业景气度因此迅速回升。回顾历史，立足当下，化工行情的推动力已从过去以需求刺激为主，逐渐转向为以供给侧改革为主。从当下 PPI 历史对比来看，当前化工周期在底部区间徘徊已久，且需求端短期改善程度相对有限。因此我们认为，为优化行业供需格局、推动行业向高质量发展转型，或将从供给端寻求突破。

● **风险提示：**政策执行不及预期，宏观经济下滑超预期，需求下滑超预期；其他风险详见倒数第二页标注¹。

目 录

1、 化工行业竞争加剧，企业盈利承压，“反内卷”势在必行	4
1.1、 供给端：化工行业竞争加剧致盈利承压，新增产能消化仍需时间	4
1.2、 需求端：国内需求有望企稳恢复，出口需求提升空间或有限	8
1.3、 成本端：2025 年以来，油煤价格震荡下行，成本端支撑减弱	10
1.4、 估值：基础化工、石油石化行业估值处于历史低位	11
2、 化工行业底部位置确定性较强，供给侧改革有望推动行业步入发展新阶段	12
2.1、 周期复盘：化工行业景气度逐步由需求驱动转向供给主导	12
2.2、 展望未来：化工行业底部位置确定性较强，“反内卷”政策有望助力供给改善	15
3、 “反内卷”持续发酵，新一轮供给侧改革呼之欲出	16
4、 盈利预测与投资建议	18
5、 风险提示	19

图表目录

图 1： 2025 年 1-5 月，国内化工行业增收不增利	4
图 2： 2025Q2，我国化工行业产能利用率继续下降	4
图 3： 2024 年以来，CCPI 指数呈现下跌趋势	5
图 4： 2025 年 6 月，国内化学工业 PPI 当月同比-4.6%	5
图 5： 2024 下半年以来，国内化工行业库存同比增长	5
图 6： 2024 下半年以来，国内化工产成品库存同比增长	5
图 7： 截至 2025Q1，化工板块在建工程规模同比下降 5%	6
图 8： 2024 年以来，化工行业固定资产投资增速放缓	6
图 9： POY 价格处于较低水平	6
图 10： 氨纶价格处于较低水平	6
图 11： 2022 年以来，磷酸一铵、二铵价格下行明显	6
图 12： 草甘膦价格处于较低水平	6
图 13： 2022 年来，国内化肥尿素等价格下滑明显	7
图 14： 2022 年来，乙烯价格下行明显	7
图 15： 2022 年来，丙烯、丙烷价格下滑明显	7
图 16： 己二酸价格处于历史低位	7
图 17： 瓶片价格、价差处于历史较低水平	7
图 18： 有机硅 DMC 价格、价差处于历史低位	7
图 19： 醋酸价格、价差处于历史较低水平	8
图 20： PVC 价格、价差处于历史低位	8
图 21： 纯碱价格、价差处于历史较低水平	8
图 22： 乙二醇价格、价差处于历史低位	8
图 23： 2025 年 1-6 月，商品房销售面积同比降幅收窄	9
图 24： 2025 年 1-5 月，国内空调等家电产量同比增长	9
图 25： 2025 年 1-6 月，国内汽车产量同比增长	9
图 26： 2025 年 6 月，国内制造业 PMI 指数为 49.70%	9
图 27： 2023 年，我国在全球化工品销售总额中占比为 43.1%	10
图 28： 2023 年，我国在全球化工资本开支总额中占比为 46.5%	10
图 29： 2016-2025 年 7 月 21 日，印度等多国对我国发起反倾销案	10

图 30: 2016-2025 年 7 月 21 日, 化工行业反倾销案高达 158 件	10
图 31: 2025 年以来, 国际原油价格大幅波动	11
图 32: 2024 年以来, 国内煤炭价格震荡下行	11
图 33: 当前基础化工行业市净率仍处于历史低位	11
图 34: 当前基础化工行业市盈率仍处于历史低位	11
图 35: 我国当前制造业景气度处于底部区域	12
图 36: 经济刺激推动化工行情	13
图 37: 供给侧结构性改革催化化工行情	14
图 38: 2020-2021 供给扰动、需求高增, 化工行业景气快速提升	14
图 39: 我国经济增长进入新常态	15
图 40: 我国居民部门杠杆率提升空间有限	15
图 41: 2025 年 6 月, 我国 CPI 由负转正	15
图 42: 2025Q2, 我国 PMI 低于荣枯线	15
表 1: “反内卷”政策持续发酵	16
表 2: 受益标的估值表	18

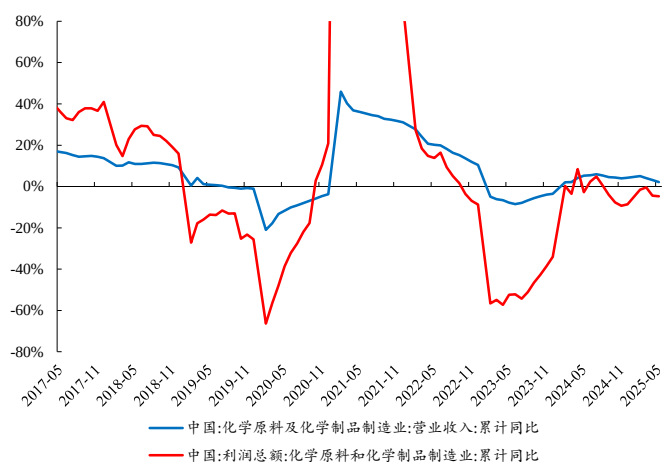
1、化工行业竞争加剧，企业盈利承压，“反内卷”势在必行

2022 年以来，化工行业面临需求收缩、供给冲击和预期转弱压力，运行走势呈现出自 2021 年高位回落态势。**2025 年以来**，伴随多项扩内需政策逐步落地，国内需求有望企稳修复，但由于供给端竞争进一步加剧以及海外需求提升空间有限，化工行业产品价格走弱、产能利用率走低问题凸显，企业面临“增收不增利”甚至亏损局面。自 **2024 年 7 月**召开的中共中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争以来，国内“反内卷”呼声日益强烈；**2025 年 7 月 1 日**，中央财经委员会第六次会议明确强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。此后化工多个行业迅速跟进，纷纷发起“反内卷”号召。我们认为，目前我国化工行业整体利润水平较低，多数企业迫切需要改善行业竞争格局，以获得正常盈利水平，在“反内卷”浪潮席卷而来的当下，新一轮供给侧改革势在必行。

1.1、供给端：化工行业竞争加剧致盈利承压，新增产能消化仍需时间

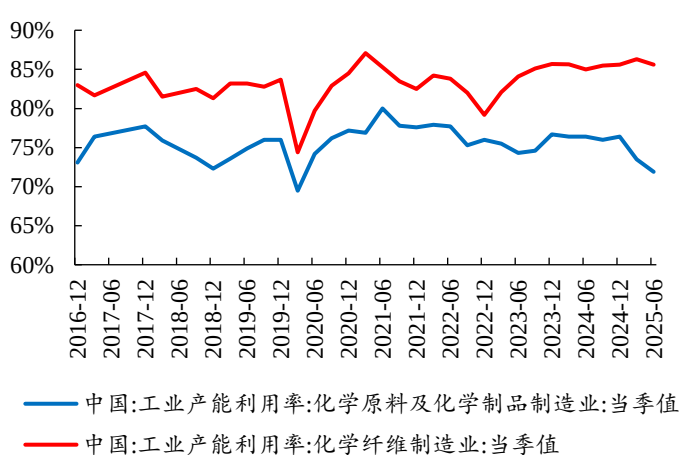
2025 年以来，国内化工行业竞争加剧，企业盈利持续承压。据 Wind 数据，截至 2025 年 7 月 11 日，中国化工产品价格指数（CCPI）报 4,032 点，较 2025 年初下降 6.95%。由于产品价格下行，化工企业增收不增利，行业产能利用率整体下降，2025 年 1-5 月化学原料及化学制品行业累计实现营收 3.70 万亿元，同比+2.1%；利润总额 1,515.8 亿元，同比-4.70%；2025Q2，我国化学原料及化学制品制造业产能利用率、化学纤维制造业产能利用率分别为 71.90%、85.60%，同比分别-4.5pcts、+0.6pcts，环比分别-1.6pcts、-0.7pcts。同时，2025 年 6 月，我国化学工业 PPI 降幅扩大，国内石油工业、化学工业 PPI 当月同比分别-9.0%、-4.6%，子行业中化学原料及化学制品、化学纤维、橡胶和塑料 PPI 当月同比分别-6.1%、-7.7%、-2.2%。

图1：2025 年 1-5 月，国内化工行业增收不增利

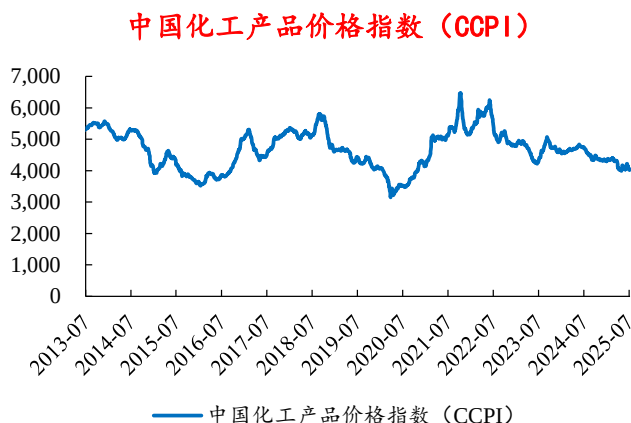


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

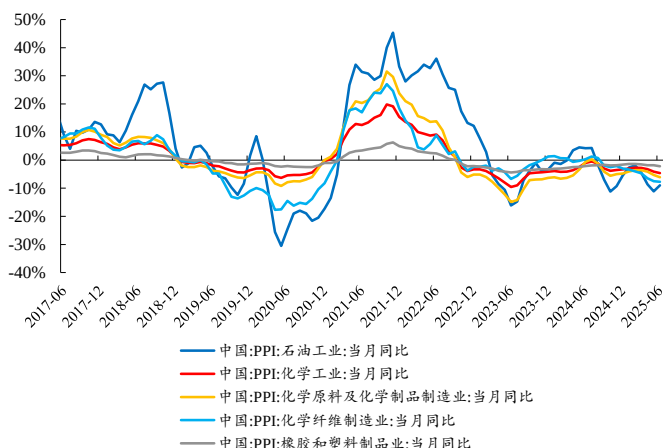
图2：2025Q2，我国化工行业产能利用率继续下降



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

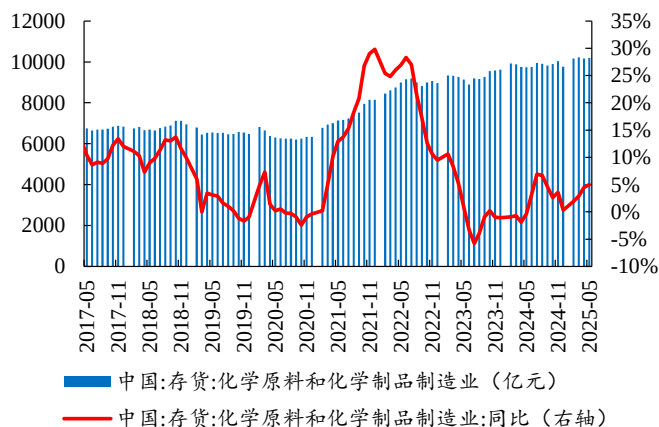
图3：2024 年以来，CCPI 指数呈现下跌趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

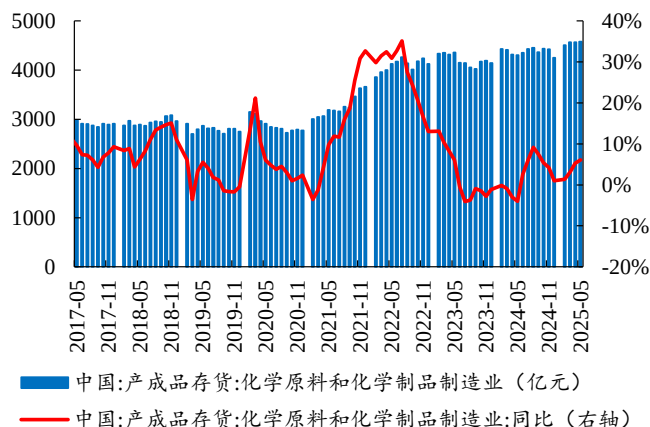
图4：2025 年 6 月，国内化学工业 PPI 当月同比-4.6%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2024 年下半年以来，化工行业库存规模同比升高。受新产能投放、产品价格震荡下行、盈利承压影响，2024 年下半年以来化工行业库存整体上升。据国家统计局数据，截至 2025 年 5 月，我国化学原料和化学制品制造业库存为 10,197.3 亿元，同比+5.00%、环比+0.26%；其中产成品库存 4,577.0 亿元，同比+6.10%、环比+0.28%，行业库存处于较高水平，短期库存消化或仍有压力。

图5：2024 年下半年以来，国内化工行业库存同比增长


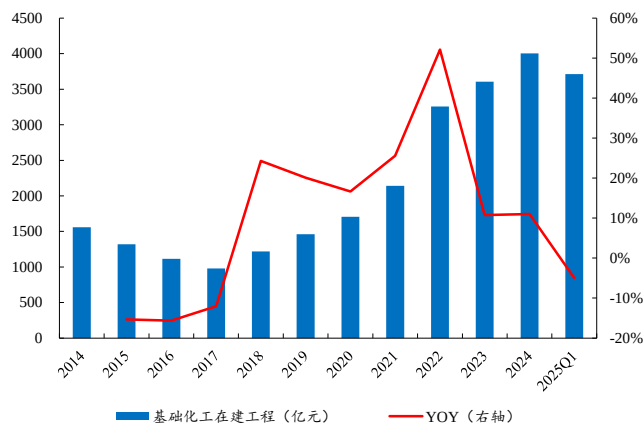
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图6：2024 年下半年以来，国内化工产成品库存同比增长


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

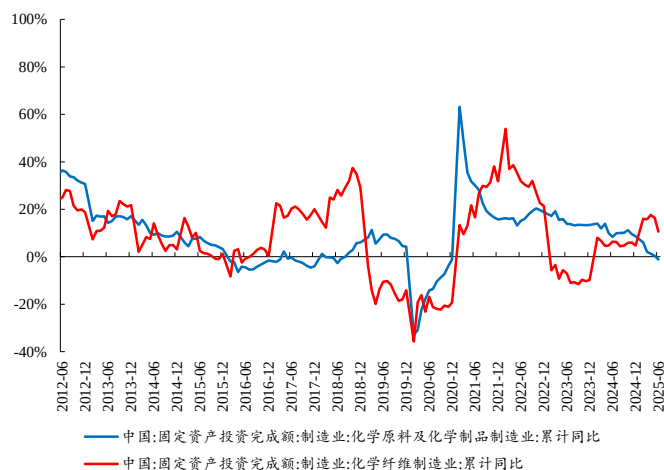
本轮投产周期接近尾声，但新增产能消化仍需时间，化工行业供给端压力仍存。2020 年下半年-2023 年，国内化工行业高景气吸引行业资本性开支提速，尤其 2022 年后新产能释放导致结构性供应更加失调。据 Wind 数据，截至 2025Q1，基础化工板块上市公司在建工程共计 3712 亿元，同比下降 5%；2025 年 1-6 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维的固定资产投资完成额累计同比分别-1.1%、+10.6%，较 2021-2022 年明显下行。但是考虑新增产能消化需要时间，预计行业供给端压力仍存，主要化工品种价格价差仍处历史低位。

图7：截至 2025Q1，化工板块在建工程规模同比下降 5%



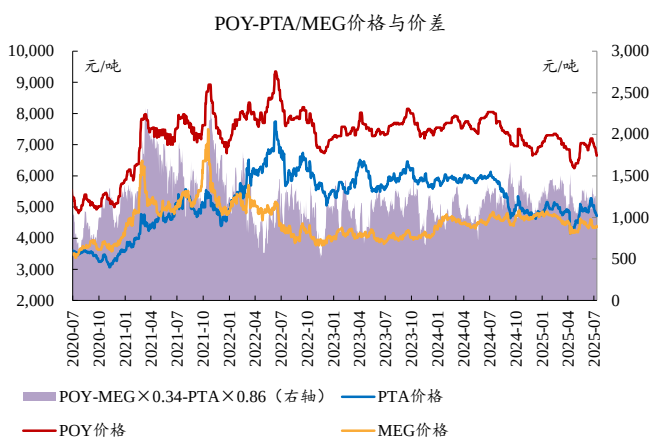
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2024 年以来，化工行业固定资产投资增速放缓



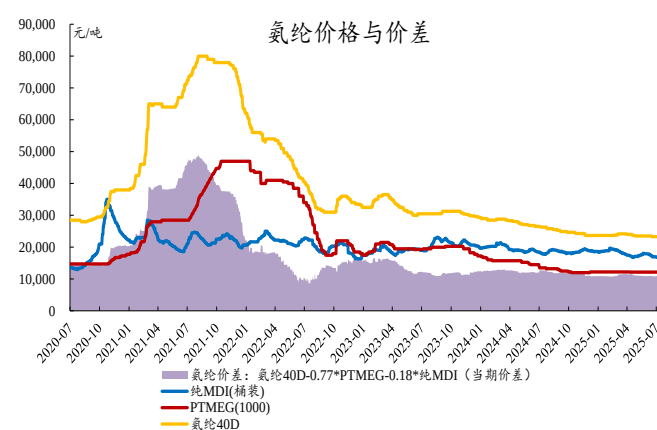
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：POY 价格处于较低水平



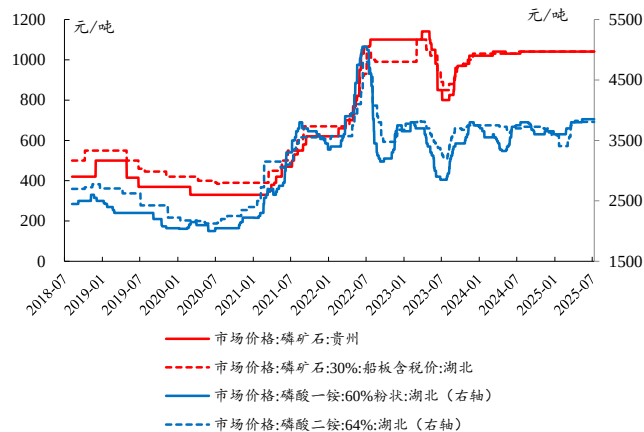
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图10：氨纶价格处于较低水平



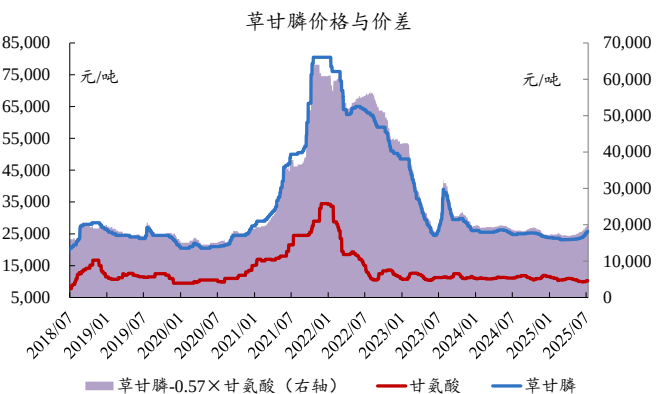
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图11：2022 年以来，磷酸一铵、二铵价格下行明显

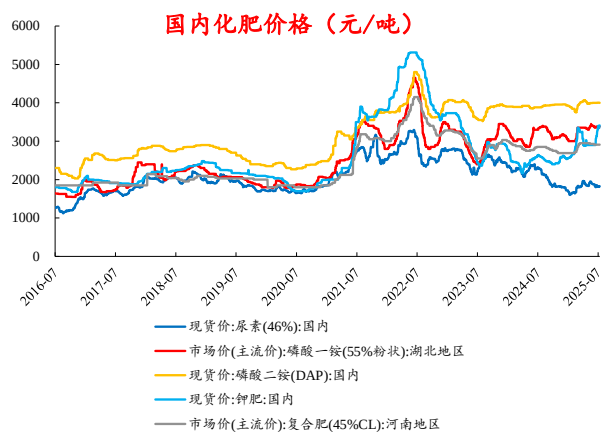


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

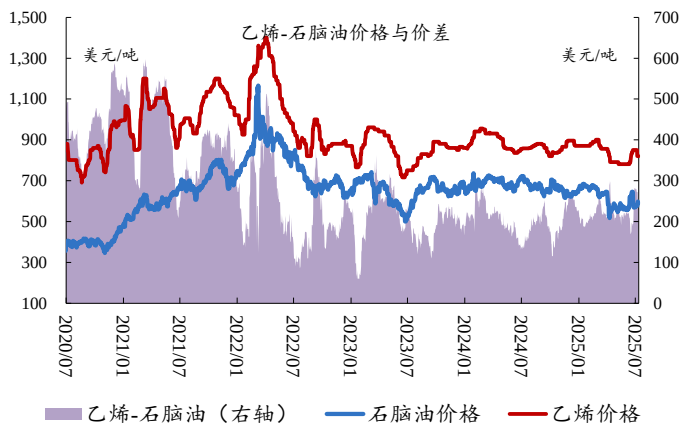
图12：草甘膦价格处于较低水平



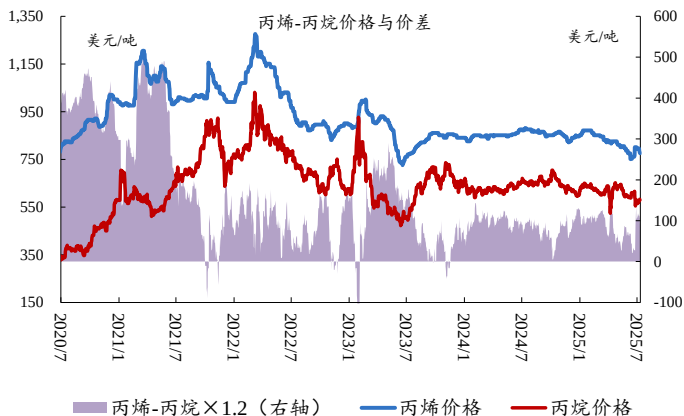
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图13：2022 年来，国内化肥尿素等价格下滑明显


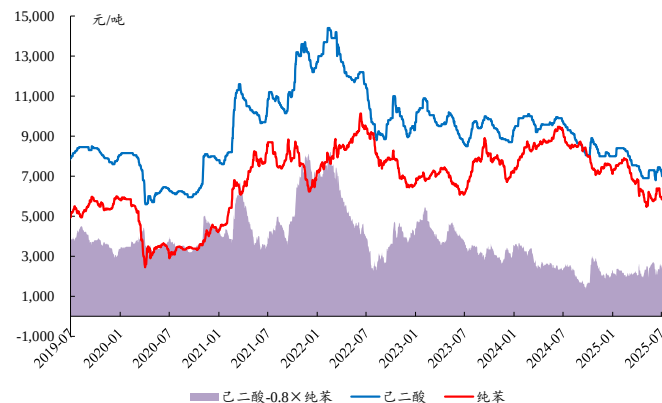
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图14：2022 年来，乙烯价格下行明显


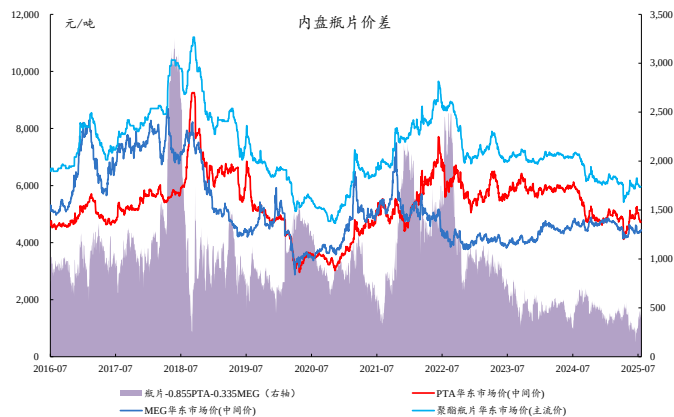
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图15：2022 年来，丙烯、丙烷价格下滑明显


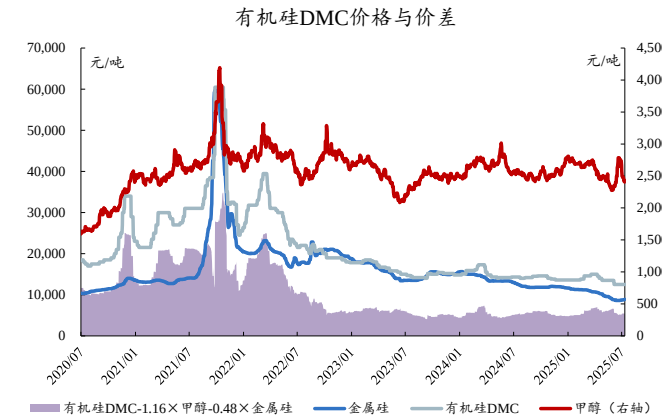
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图16：己二酸价格处于历史低位


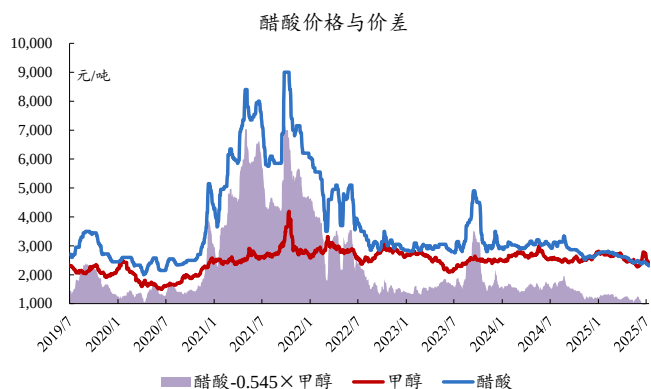
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图17：瓶片价格、价差处于历史较低水平


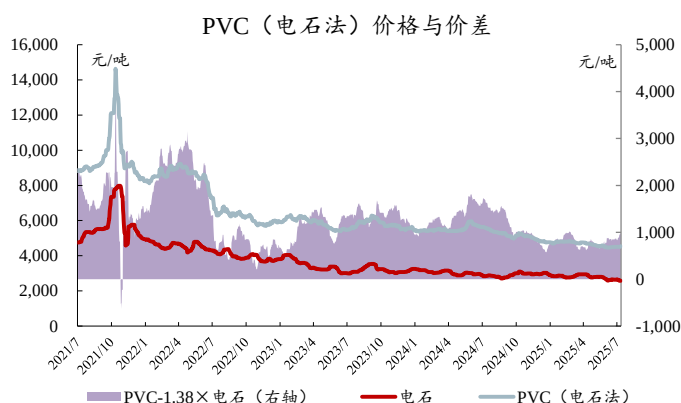
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图18：有机硅 DMC 价格、价差处于历史低位


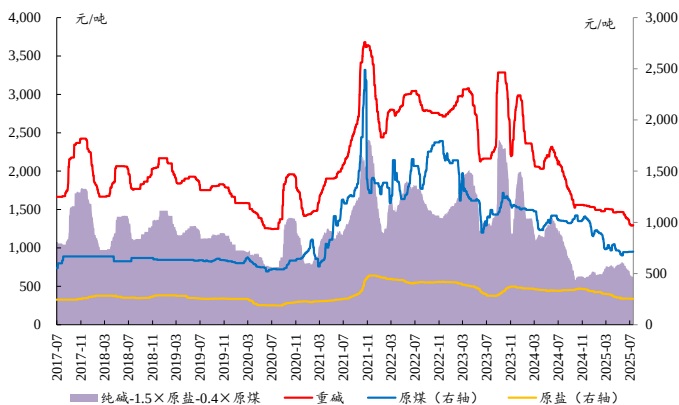
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图19：醋酸价格、价差处于历史较低水平


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图20：PVC 价格、价差处于历史低位


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图21：纯碱价格、价差处于历史较低水平


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图22：乙二醇价格、价差处于历史低位


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

1.2、需求端：国内需求有望企稳恢复，出口需求提升空间或有限

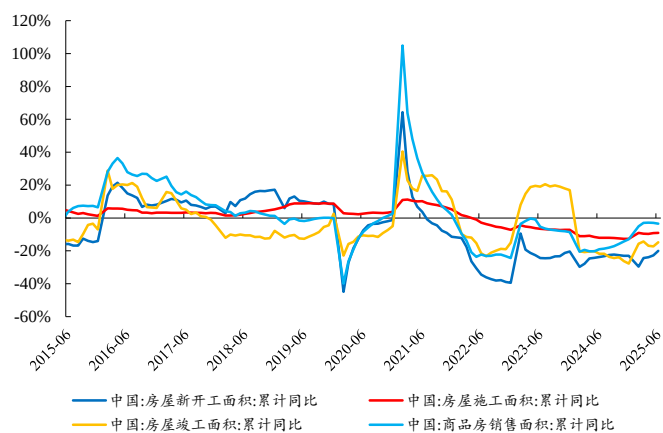
2025年《政府工作报告》提出，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。其中实施提振消费专项行动举措包括，安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新等，国内需求有望稳步恢复。据国家统计局数据，2025年6月，国内综合PMI、制造业PMI指数分别为50.70%、49.70%。

（1）地产：2025年1-6月，我国房屋新开工/施工/竣工/商品房销售面积分别同比-20.0%/-9.1%/-14.8%/-3.5%，整体降幅收窄。

（2）家电：受益于以旧换新政策拉动，2025年1-5月，我国空调/家用电冰箱/彩电/家用洗衣机产量分别同比+5.9%/-1.5%/-4.9%/+9.3%。

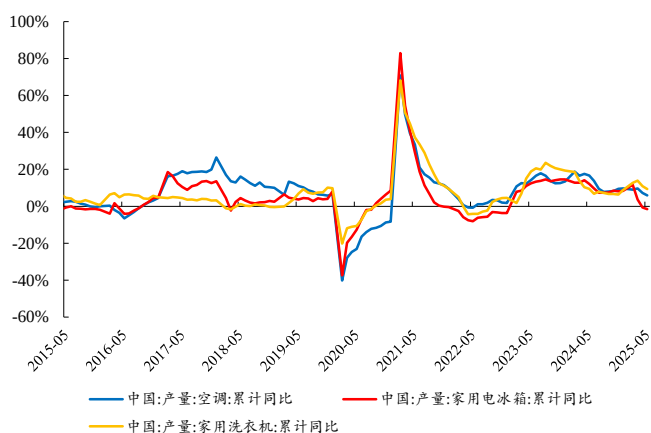
（3）汽车：2025年1-6月，我国汽车/新能源汽车销量分别同比+10.8%/+36.2%，延续增长趋势。

图23：2025年1-6月，商品房销售面积同比降幅收窄



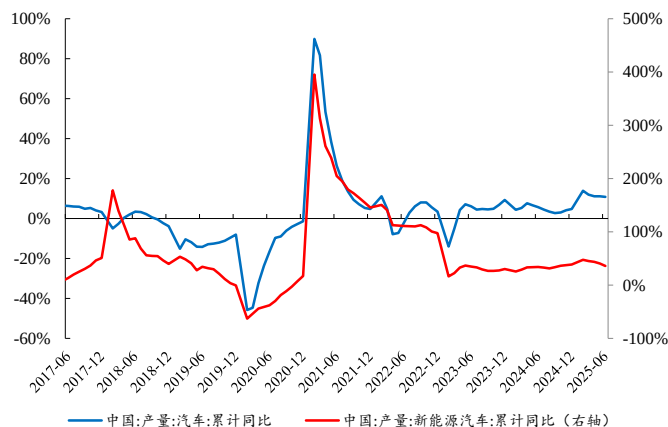
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图24：2025年1-5月，国内空调等家电产量同比增长



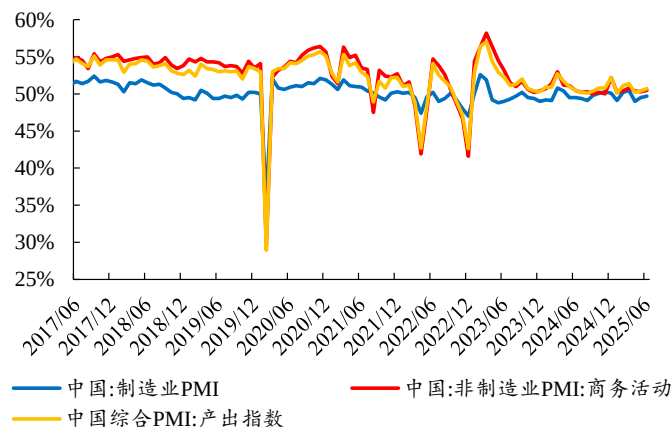
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图25：2025年1-6月，国内汽车产量同比增长



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

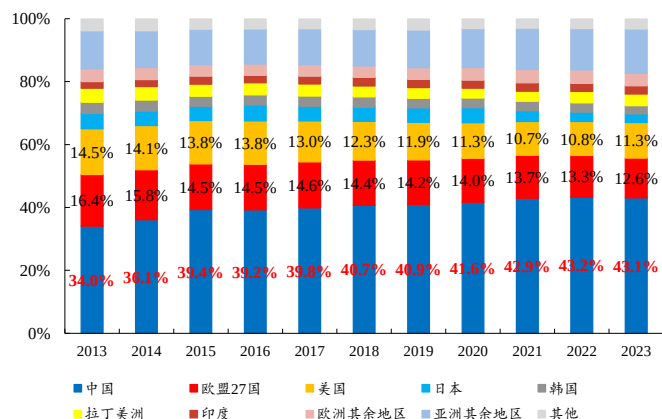
图26：2025年6月，国内制造业PMI指数为49.70%



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

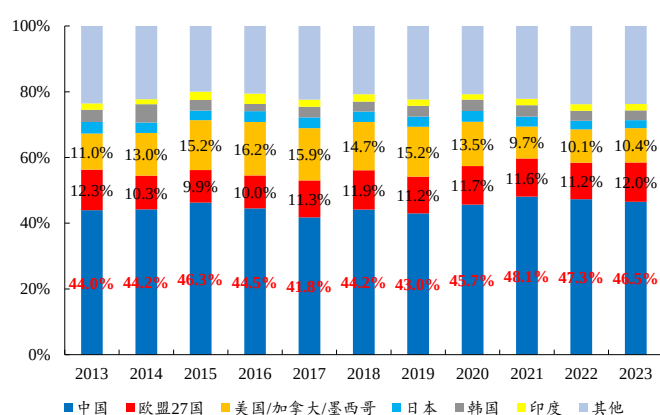
中国化工品销售额已连续多年稳居全球第一，多国对华频繁发起反倾销背景下，海外需求增长空间或有限。据 CEFIC 数据，2023 年中国化工品销售额约 2.24 万亿元，占全球化工品销售总额的 43.1%；2023 年中国化工行业资本开支 1250 亿欧元，占全球化工行业资本开支的 46.5%，两项数据自 2013 年以来均稳居全球第一。同时，据中国贸易救济信息网数据，2016-2025 年 7 月 21 日，全球对我国反倾销案共计 720 起，其中按地区分布，排名前三的申诉国家和地区为印度、美国、欧洲；按行业分布，化学原料和制品工业位居第一，共涉及反倾销案 158 起，占比达 21.9%。2025 年来，欧洲多家化工巨头出现“关停潮”，如 2025 年 3 月 18 日，利安德巴赛尔和科思创联合决定，永久关闭位于荷兰 Maasvlakte 工厂的环氧丙烷/苯乙烯单体(PO/SM)生产装置；6 月 17 日，英力士宣布计划永久关停德国格拉德贝克的苯酚和丙酮生产基地；7 月 7 日，陶氏宣布将于 2026 年中期关闭其英国巴里基础硅氧烷工厂等，但对国内相关化工品价格提振较小。

图27：2023 年，我国在全球化工品销售总额中占比为 43.1%



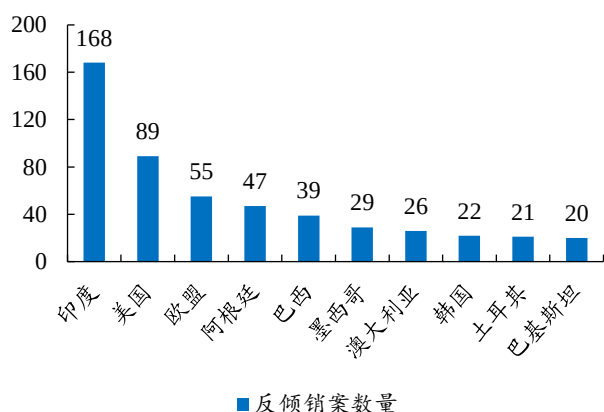
数据来源：CEFIC、开源证券研究所

图28：2023 年，我国在全球化工资本开支总额中占比为 46.5%



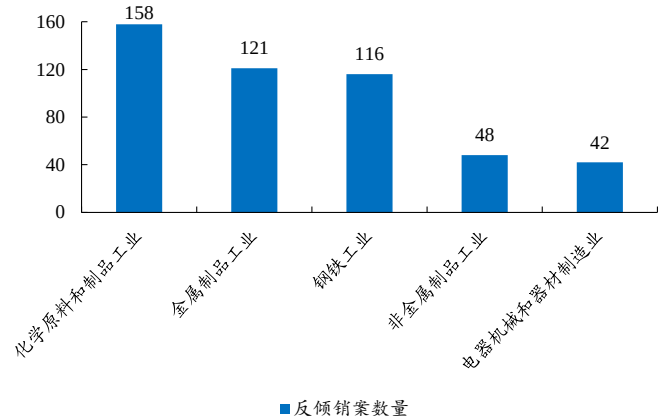
数据来源：CEFIC、开源证券研究所

图29：2016-2025 年 7 月 21 日，印度等多国对我国发起反倾销案



数据来源：中国贸易救济信息网、开源证券研究所

图30：2016-2025 年 7 月 21 日，化工行业反倾销案高达 158 件

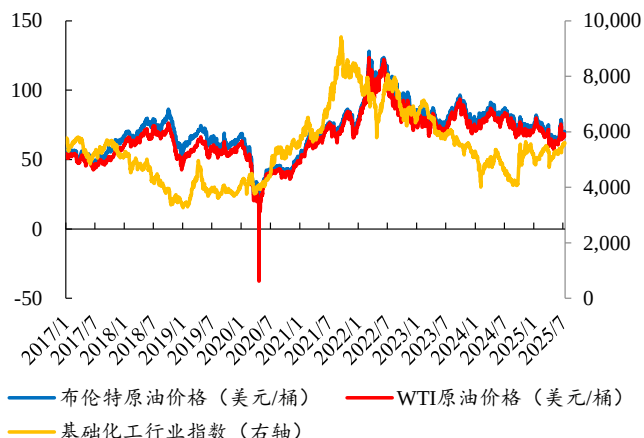


数据来源：中国贸易救济信息网、开源证券研究所

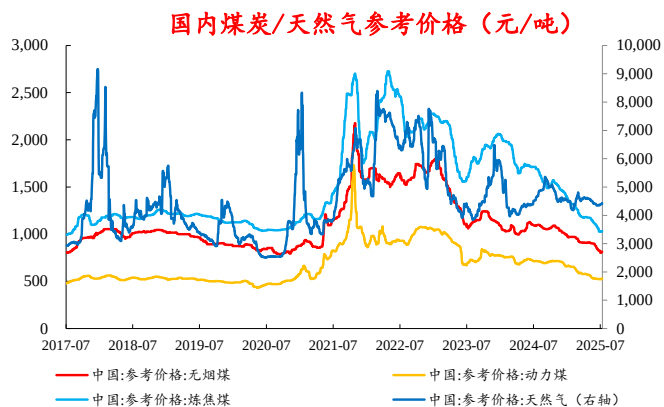
1.3、成本端：2025 年以来，油煤价格震荡下行，成本端支撑减弱

2025 年以来国际油价大幅波动，整体价格重心下移。受 OPEC+增产决策、地缘政治冲突、全球贸易摩擦及美国页岩油产量变化等多重因素交织影响，2025 年上半年国际原油价格呈现剧烈波动，整体呈现“先扬后抑再反弹”的走势。据 Wind 数据，截至 2025 年 7 月 11 日，布伦特、WTI 原油期货结算价分别为 70.36、68.45 美元/桶，较 2025 年初分别-5.73%、-4.56%。

国内煤炭安全稳定供应能力持续增强，2024 年以来煤炭、天然气价格震荡下行。据 Wind 数据，截至 2025 年 7 月 14 日，国内天然气、动力煤参考价格分别为 4,423、530 元/吨，较 2025 年初分别-2.77%、-19.45%，较 2024 年初分别-25.12%、-31.44%。

图31：2025 年以来，国际原油价格大幅波动


数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2024 年以来，国内煤炭价格震荡下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、估值：基础化工、石油石化行业估值处于历史低位

当前化工行业估值仍处历史低位，亟需政策推动估值修复。2022 年以来，受对化工品需求悲观的情绪影响，叠加行业供需结构性矛盾导致板块景气度下行，化工板块估值大幅回调。2024 年 9 月，伴随新“国九条”等一系列政策发布，市场悲观情绪得到缓解，化工板块市场行情整体反弹，板块估值也有所修复但仍处于历史低位。截至 2025 年 7 月 11 日，基础化工、石油石化行业市盈率（TTM）分别为 25.37、16.74 倍，处于 2012 年以来的 20.1%、28.1%历史分位；市净率分别为 1.87、1.21 倍，处于 2012 年以来的 11.8%、5.2%历史分位。

图33：当前基础化工行业市净率仍处于历史低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：当前基础化工行业市盈率仍处于历史低位

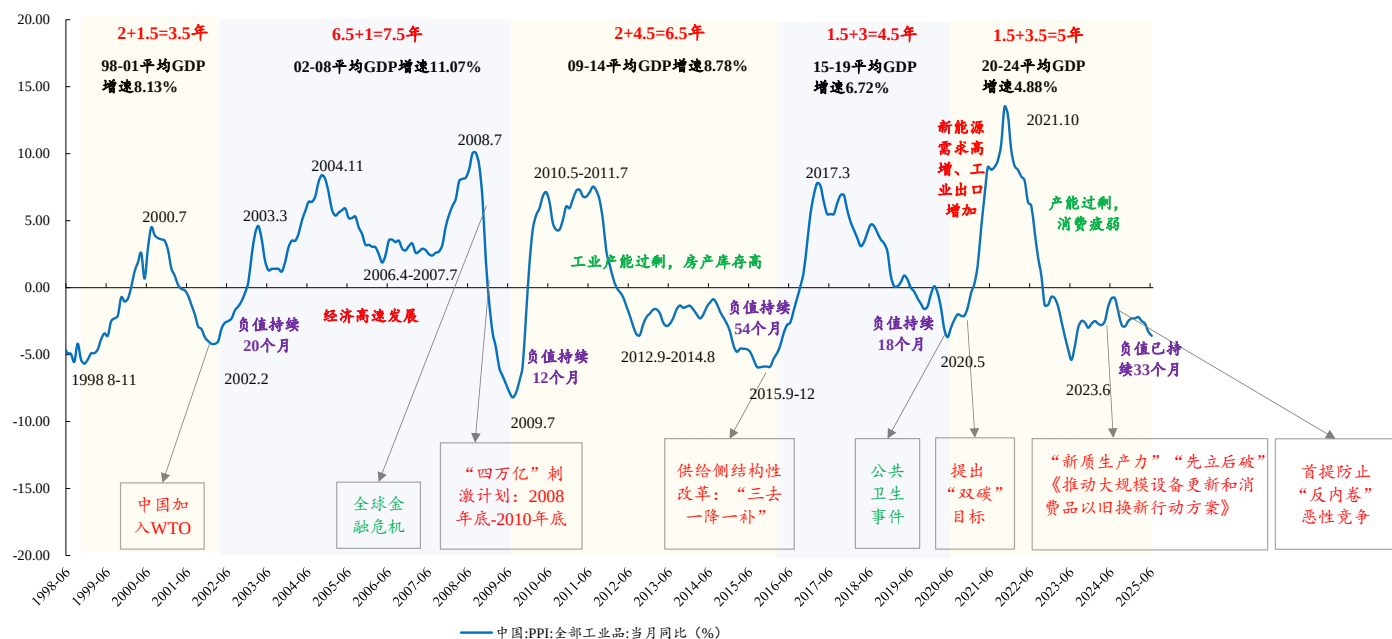

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、化工行业底部位置确定性较强，供给侧改革有望推动行业步入发展新阶段

2.1、周期复盘：化工行业景气度逐步由需求驱动转向供给主导

当下我国工业整体景气度处于历史低位，酝酿着新一轮的反转。无论是人们日常生活质量的提高、还是高端制造业的快速发展，化工行业在其中一直扮演着至关重要的角色，人们吃、穿、住、行、用的各个方面都离不开化工产品。由于化工行业独特的属性，子行业众多，与各行各业的发展都关系密切，整体来讲，化工行业属于中游偏上游的制造业，全行业景气度与整体制造业大体一致（如化工原料采购指数 PPIRM 走势与 PPI 较为一致）。接下来我们将通过复盘我国工业景气自 2008 年以来经历的三轮周期：（1）2008 年底-2015 年，全球金融危机后的“四万亿”需求刺激计划带动制造业景气迅速回升，而后因供给过剩、需求下滑等影响，景气回落。（2）2015 年底-2020 年中，为应对产能过剩、房地产库存较高等问题，提出供给侧结构性改革，通过“三去一降一补”等措施，工业景气度大幅提升，而后因受宏观政策收紧等影响，景气逐步回落，又因公共卫生事件影响，景气加速下滑。（3）2020 年底-2023 年，因我国率先从全球公共卫生事件影响中恢复生产，出口需求旺盛，同时我国新能源产业高速发展，进一步带动了工业品需求。并提出“双碳”战略，在供给端对高耗能产业有所约束。我国工业景气度因此迅速回升。但随后依然存在的产能过剩问题，以及需求整体低迷，工业景气又迅速下滑至历史底部区间。我们认为，当前包括化工行业在内的工业整体景气度已处于底部区域，未来行情的演绎通过复盘历史或有所借鉴。

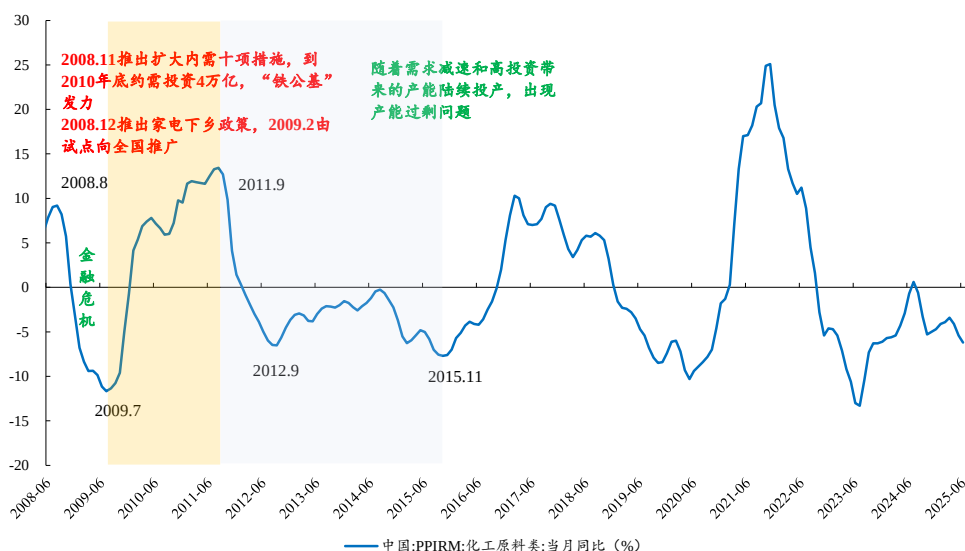
图35：我国当前制造业景气度处于底部区域



资料来源：Wind、《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》、新华日报等、开源证券研究所

2008-2011 年，金融危机后的刺激政策带动化工行情。2008 年全球金融危机对当时出口导向型的我国影响颇大，政府“四万亿”的一揽子刺激计划，配合扩张的信用政策，从消费、投资、房地产三管齐下托底经济，推动了全面的商品价格的上涨，房价也出现大幅上涨，推高了居民、政府和金融部门杠杆。在经历了 2009 年快速复苏之后，经济步入了新一轮周期，随着需求开始减速和此前高投资带来的产能陆续投产，出现了产能过剩、地产库存高企等问题，包括化工产品在内的商品景气大幅回落并长时间的低迷。

图36：经济刺激推动化工行情



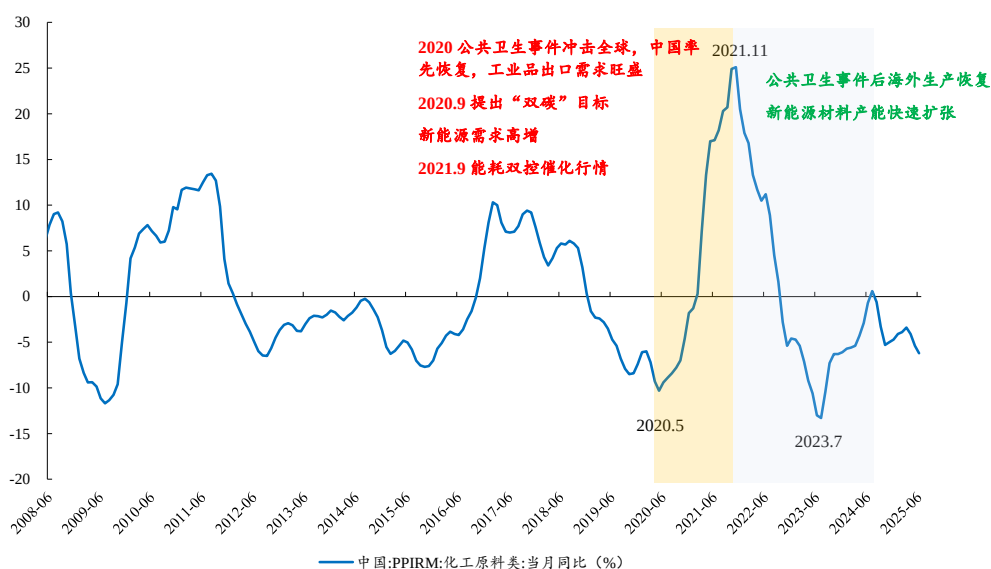
资料来源：Wind、中国政府网等、开源证券研究所

2015-2018 年，供给侧结构性改革催化化工行情。2008 年金融危机之后的经济刺激政策，在使经济保持稳定高速发展的同时，也积累了一系列的问题。例如投资过热导致的产能过剩风险、房产库存积累、企业杠杆高企等，商品指数陷入长期低迷，难以摆脱困境。2015 年底开始的以围绕“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为核心的供给侧结构性改革催化了化工行业新一轮的行情。而后，各细分行业龙头企业新一轮的扩张开始，以及部分行业产能过剩卷土重来、信贷收紧等影响，行情逐渐回落。

图37：供给侧结构性改革催化化工行情


资料来源：Wind、中国政府网等、开源证券研究所

2020-2021 年，出口+能耗双控+新能源需求高增，催化化工行业大周期。供给侧结构性改革取得一定成效后，随着行业龙头扩产、房产库存去化不彻底、杠杆继续攀升，行情节节回落。2020 年公共卫生事件冲击全球，我国在 2020 年下半年率先全球恢复生产，工业品供给全球，同时新能源行业也迎来拐点，对相关商品需求旺盛。这期间，我国向全球承诺“双碳”时间表，在新旧能源逐渐切换的节点，能耗双控对供给端的约束进一步催化了化工行业的行情。而后，行情快速回落。

图38：2020-2021 供给扰动、需求高增，化工行业景气快速提升


资料来源：Wind、《完善能源消费强度和总量双控制度方案》（2021.9）等、开源证券研究所

2.2、展望未来：化工行业底部位置确定性较强，“反内卷”政策有望助力供给改善

复盘过去三轮化工周期表现，总结来看：

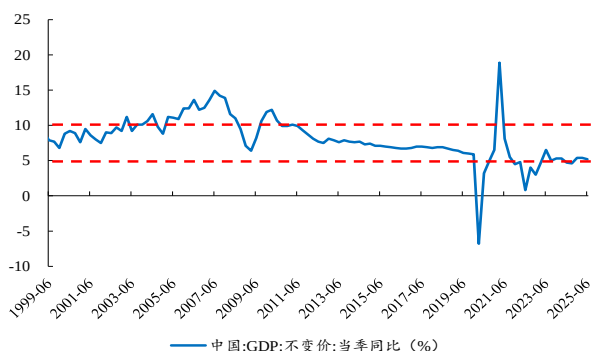
2008-2011 年：（1）供给端被动出清：全球金融危机对当时出口导向型的我国影响较大，部分落后企业破产，供给侧迅速出清；（2）需求端强刺激：在 PPI 快速下行阶段，四万亿需求刺激计划，“铁公基”发力，家电下乡带动消费需求。

2015-2018 年：（1）供给端主动强出清：在 PPI 长期低迷且进一步下挫阶段，提出供给侧结构性改革，“三去一降一补”，通过环保等要求强制出清中小落后产能；（2）需求端加杠杆：棚改货币化拉动地产需求，进而拉动商品需求。

2020-2021 年：（1）供给端主动强出清：在 PPI 不断下行阶段，提出“双碳”目标、能耗双控，阶段性强制关停了部分高耗能产能；（2）需求高增：公共卫生事件冲击带来的出口转好拉动部分需求，而新能源需求高增对相应原料需求高增，硅、锂等价格大涨。

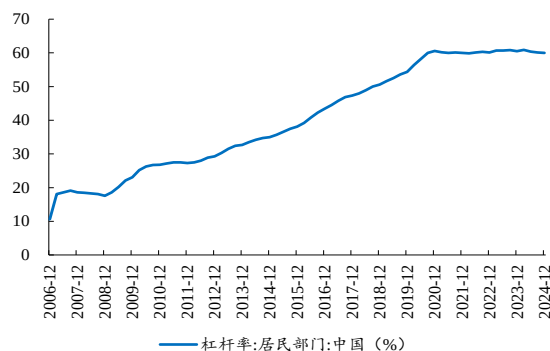
综上，化工行情的推动力已从过去以需求刺激为主，逐渐转向为以供给侧改革为主。政策的催化一般是在 PPI 已经是底部状态区间的顺势而为。从当下 PPI 历史对比来看，当前化工周期在底部区间徘徊已久。从需求端的 CPI、PMI、居民杠杆率等指标来看，短期改善程度相对有限。因此我们认为，为优化行业供需格局、推动行业向高质量发展转型，或将从供给端寻求突破。

图39：我国经济增长进入新常态



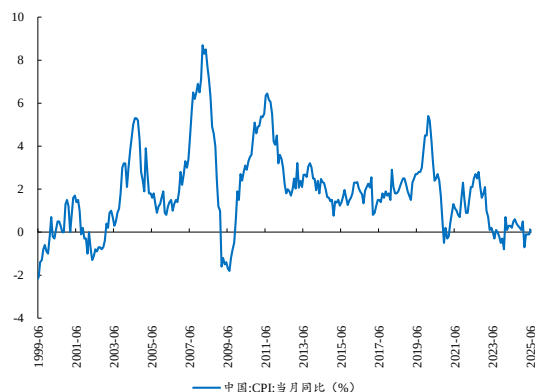
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：我国居民部门杠杆率提升空间有限



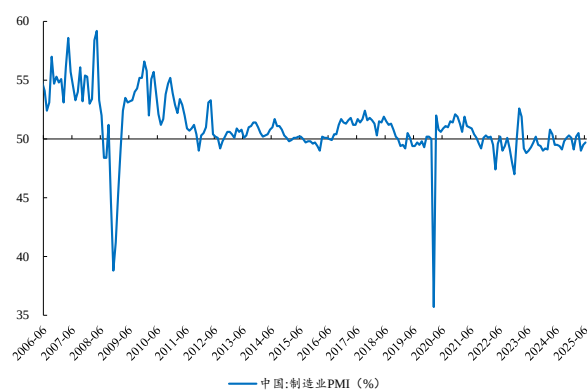
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：2025 年 6 月，我国 CPI 由负转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2025Q2，我国 PMI 低于荣枯线



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、“反内卷”持续发酵，新一轮供给侧改革呼之欲出

中央财经委员会第六次会议定调“反内卷”，多行业纷纷响应。自2024年7月召开的中共中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争以来，国内“反内卷”呼声日益强烈。2024年12月，中央经济工作会议强调综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。2025年3月，《政府工作报告》要求，加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。2025年5月19日，发改委新闻发布会再谈“反内卷”，促进兼并重组、科学论证煤化工、氧化铝等行业新增产能项目。2025年7月1日，中央财经委员会第六次会议召开，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。此后化工物流、光伏、水泥等多个行业迅速跟进，纷纷发起“反内卷”号召。

表1：“反内卷”政策持续发酵

时间	行业	内容
2024年7月	宏观政策	中共中央政治局会议提出，要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。
2024年12月	宏观政策	中央经济工作会议强调，综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025年3月5日	宏观政策	《政府工作报告》要求，加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025年3月13日	草甘膦	草甘膦行业“反内卷”专题会议在京召开，旨在全面探讨并切实解决行业内普遍存在的过度竞争、资源重复投入以及利润空间不断压缩等“内卷”问题，以推动行业的健康可持续发展。
2025年5月20日	宏观政策	发改委新闻发布会再谈“反内卷”，促进兼并重组、科学论证煤化工、氧化铝等行业新增产能项目。
2025年5月31日	汽车	中国汽车工业协会发出紧急倡议，倡导企业以正当方式参与市场竞争，坚决抵制无底线的“价格战”。
2025年6月3日		全国工商联汽车经销商商会接连发表倡议，呼吁全行业抵制“内卷式”竞争。
2025年7月1日	宏观政策	中央财经委员会第六次会议召开，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
2025年7月1日	水泥	中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》，明确将优化产业结构调整
2025年7月2日	化工物流	中国物流与采购联合会危化品物流分会发布《关于反对“内卷式”竞争 促进化工物流行业高质量发展的倡议》。
2025年7月3日	光伏	工信部召开光伏行业制造业企业座谈会，强调要依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争问题，此后金属硅、工业硅、多晶硅、有机硅DMC等价格陆续上涨。
2025年7月3日	聚酯瓶片	万凯新材发布减产检修通知，涉及PET产能60万吨，占公司总产能的20%。
2025年7月4日	防水涂料	东方雨虹发布工程防水产品调价通知函称，自7月8日起，上调防水卷材、防水涂料部分产品价格3%-10%，之后多家企业陆续上调产品报价。
2025年7月7日	建筑	中建一局、中国核建、上海建工等33家建筑类企业联合发布《建筑行业“反内卷”倡议书》，国务院国资委副主任谭作钧出席并强调“转型升级是破解内卷的关键手段”。
2025年7月18日	石化等	工信部总工程师谢少锋在7月18日国新办新闻发布会上表示，钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，工业和信息化部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能。

资料来源：经济日报公众号、中国农药工业协会公众号、发改委、城市金融报公众号、新华社、中国水泥杂志公众号、中物联危化品物流分会公众号、中气协系列展会公众号、塑连网公众号、湖北省建筑防水协会公众号、中国消费者报公众号、上海证券报公众号、财联社、开源证券研究所

目前我国化工行业整体利润水平较低，多数企业迫切需要改善行业竞争格局，以获得正常盈利水平。化工中部分行业已逐步落实“反内卷”措施，有望给其他子行业提供可借鉴的“反内卷”发展思路。同时国家持续推行“反内卷”政策，限制过剩产品的新增产能项目，推动落后产能退出，以及鼓励市场化兼并重组。我们认为在“反内卷”浪潮席卷而来的当下，新一轮供给侧改革呼之欲出，化工行业供需格局有望进一步优化，其中化工行业龙头企业有望凭借更加规范的管理体系、更好的能耗控制水平获得更多市场份额，这是化工行业整体的重大拐点，我们认为在反内卷及供给侧改革背景下化工行业将走出趋势性行情，由于化工子行业众多，我们根据国家政策出台顺序先后以及行业自律情况做出以下推荐：

光伏及锂电相关化工子行业：光伏及锂电产业链“反内卷”氛围浓厚，上游产品价格重心有望上移。**【硅产业链】推荐标的：**合盛硅业、硅宝科技、兴发集团。受益标的：三友化工、宏柏新材、新安股份、东岳硅材、三孚股份、晨光新材等。**【光伏胶膜】推荐标的：**万华化学、荣盛石化。受益标的：卫星化学、鼎际得、东方盛虹、联泓新科。**【磷酸铁行业】推荐标的：**云图控股。受益标的：川恒股份、芭田股份等。**【六氟磷酸锂】受益标的：**天赐材料、多氟多等。**【电解液及溶剂】推荐标的：**华鲁恒升。受益标的：新宙邦、天赐材料、胜华新材等。**【隔膜】推荐标的：**恒力石化。受益标的：恩捷股份、星源材质等。**【PVDF】受益标的：**联创股份、东阳光等。**【导电材料】推荐标的：**黑猫股份。受益标的：天奈科技、道氏技术等。

制冷剂：配额制执行下产品价格环比稳步抬升，创新商业模式不断自证，产业链逐渐接受制冷剂价格长周期上涨逻辑，为化工行业“反内卷”典型案例。**推荐标的：**金石资源、巨化股份、三美股份等。受益标的：昊华科技、东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

涤纶长丝：供给格局集中，产能投放进程放缓，“反内卷”推动下行业景气度未来具有较大向上增长弹性。**推荐标的：**新凤鸣、桐昆股份。受益标的：恒逸石化等。

聚酯瓶片：部分厂家已宣布减停产计划，目前减产幅度约 20%，行业“反内卷”持续推进。**推荐标的：**荣盛石化；受益标的：万凯新材、华润材料、三房巷、恒逸石化等。

草甘膦：行业“反内卷”专题会议已于 3 月召开，关注农药供给自律、盈利修复。**推荐标的：**兴发集团、扬农化工等。受益标的：和邦生物、江山股份、新安股份、润丰股份、广信股份等。

三氯蔗糖：主力生产企业仍处于停产检态，后续旺季到来价格有上涨可能。受益标的：金禾实业等。

化工物流：中国物流与采购联合会危化品物流分会于 7 月 2 日发布《关于反对“内卷式”竞争 促进化工物流行业高质量发展的倡议》，关注行业利润改善。受益标的：君正集团、密尔克卫等。

周期底部，价差处于历史低位，亟需改善的化工子行业：**【氨纶】推荐标的：**华峰化学。受益标的：泰和新材、新乡化纤等。**【尿素】推荐标的：**华鲁恒升等。

其他推荐标的：**【化工龙头白马】**万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等。**【农化&磷化工】**兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等。**【纯碱&氯碱】**博源化工、三友化工等。**【其他】**苏博特等。

4、盈利预测与投资建议

我们认为，目前我国化工行业整体利润水平较低，多数企业急切需要改善行业竞争格局，以获得正常盈利水平。为优化行业供需格局、推动行业向高质量发展转型，新一轮供给侧改革势在必行，其中“反内卷”走在前列的化工子行业以及具有规模优势、技术优势的龙头企业有望受益。

表2：受益标的估值表

公司代码	证券简称	收盘价（元/股）	归母净利润增速（%）					PE（倍）				评级
		2025 年 7 月 21 日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E		
600309	万华化学	59.94	-22.5	11.7	19.4	17.5	14.4	12.9	10.8	9.2	买入	
002493	荣盛石化	9.17	-37.4	170.8	110.0	52.0	114.6	48.3	22.4	14.8	买入	
601058	赛轮轮胎	13.28	31.4	10.8	16.9	18.6	10.6	9.7	8.3	7.0	买入	
002001	新和成	22.26	117.0	14.0	12.2	7.6	11.7	10.2	9.1	8.5	买入	
002601	龙佰集团	17.13	-32.8	62.3	33.1	12.8	18.8	11.6	8.7	7.8	买入	
000792	盐湖股份	18.05	-41.1	12.5	10.0	5.8	20.5	18.2	16.6	15.7	买入	
600160	巨化股份	27.04	107.7	161.7	42.1	17.2	37.0	14.2	10.0	8.6	买入	
603379	三美股份	45.81	178.4	167.2	25.4	13.9	36.1	13.4	10.7	9.4	买入	
603505	金石资源	15.88	-26.3	85.4	46.3	39.7	36.9	20.1	13.9	9.9	买入	
603260	合盛硅业	50.30	-33.6	15.2	54.4	29.3	34.0	29.6	19.2	14.8	买入	
600141	兴发集团	24.65	14.3	28.8	12.8	15.2	17.6	13.2	11.7	10.1	买入	
603225	新凤鸣	12.01	1.3	46.2	27.3	24.6	16.5	11.3	9.0	7.2	买入	
601233	桐昆股份	11.50	50.8	111.4	43.6	17.2	22.5	10.8	7.6	6.5	买入	
600426	华鲁恒升	23.30	9.1	9.5	17.0	15.1	12.7	11.6	9.9	8.6	买入	
002064	华峰化学	7.48	-10.4	11.4	25.7	22.9	16.6	15.0	11.9	9.7	买入	
600486	扬农化工	61.35	-23.2	17.3	13.5	13.9	20.6	17.7	15.6	13.7	买入	
000893	亚钾国际	31.44	-23.0	91.7	32.2	21.5	30.2	16.0	12.0	9.9	买入	
002539	云图控股	10.43	-9.8	19.9	38.2	23.3	15.6	13.0	9.5	7.7	买入	
600346	恒力石化	14.88	2.0	29.8	24.7	8.1	14.9	11.4	9.2	8.5	买入	
000683	博源化工	5.47	28.5	-6.1	22.3	3.0	11.2	12.2	9.8	9.6	买入	
002068	黑猫股份	10.27	110.3	1035.7	31.4	31.3	301.2	26.3	20.1	15.3	买入	
300019	硅宝科技	23.02	-24.6	44.3	26.9	15.8	37.9	26.5	20.7	18.0	买入	
603077	和邦生物	1.88	-97.5	—	—	—	508.1	—	—	—	买入	
605366	宏柏新材	6.67	-147.5	—	—	—	-333.5	—	—	—	买入	
603916	苏博特	10.51	-40.2	59.3	33.8	19.3	47.8	30.0	22.4	18.8	买入	
002734	利民股份	19.96	31.1	458.6	23.6	16.1	90.7	17.8	14.4	12.4	买入	
002254	泰和新材	10.65	-73.1	127.5	60.4	28.9	96.8	45.1	28.1	21.8	买入	
600409	三友化工	5.32	-11.8	32.7	28.7	43.1	22.0	16.6	12.9	9.0	买入	
600378	昊华科技	25.63	-10.9	26.9	23.9	23.5	26.9	24.7	20.0	16.2	买入	
605020	永和股份	24.61	36.8	117.1	30.3	24.3	36.7	21.2	16.3	13.1	未评级	
600673	东阳光	13.71	227.4	258.6	35.8	16.8	105.5	30.7	22.6	19.4	未评级	
0189	东岳集团	9.55	14.6	—	—	—	20.8	—	—	—	未评级	
300037	新宙邦	33.57	-6.8	30.1	24.3	19.8	27.7	20.7	16.6	13.9	未评级	
000949	新乡化纤	4.02	682.5	18.7	35.0	28.6	25.5	23.5	17.4	13.5	未评级	

公司代码	证券简称	收盘价（元/股）	归母净利润增速（%）				PE（倍）				评级
		2025 年 7 月 21 日	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600596	新安股份	9.83	-61.7	561.6	95.8	28.4	258.0	39.0	19.9	15.5	未评级
300821	东岳硅材	9.54	120.9	—	—	—	190.8	—	—	—	未评级
603938	三孚股份	14.99	-67.4	—	—	—	88.2	—	—	—	未评级
605399	晨光新材	14.54	-59.1	—	—	—	111.8	—	—	—	未评级
002648	卫星化学	18.29	26.8	15.0	28.6	21.4	10.2	8.8	6.9	5.7	未评级
603255	鼎际得	29.92	-119.8	672.9	342.4	42.8	-332.4	58.0	13.1	9.2	未评级
000301	东方盛虹	9.06	-420.3	153.4	111.3	29.9	-25.9	48.8	23.1	17.8	未评级
003022	联泓新科	16.43	-47.4	39.6	61.8	27.1	91.3	67.1	41.5	32.6	未评级
301216	万凯新材	13.33	-168.7	188.2	86.0	3.0	-23.0	26.0	14.0	13.5	未评级
301090	华润材料	8.11	-249.4	103.4	505.9	237.9	-21.1	628.7	103.8	30.7	未评级
600370	三房巷	1.94	-77.3	—	—	—	-15.5	—	—	—	未评级
000703	恒逸石化	6.03	-46.3	0.7	122.9	24.4	86.1	92.2	41.4	33.3	未评级
600389	江山股份	22.07	-20.7	159.1	32.4	28.6	42.4	16.3	12.3	9.6	未评级
301035	润丰股份	63.40	-41.6	136.2	23.9	21.1	39.4	16.8	13.5	11.2	未评级
603599	广信股份	11.52	-45.9	6.9	21.3	12.4	13.4	12.6	10.4	9.2	未评级
002597	金禾实业	22.69	-20.9	106.2	27.3	14.1	22.5	11.2	8.8	7.7	未评级
601216	君正集团	5.58	3.0	24.8	10.4	8.4	16.8	13.5	12.2	11.2	未评级
603713	密尔克卫	53.36	31.0	16.9	16.9	17.1	16.4	12.8	10.9	9.3	未评级
002895	川恒股份	25.05	24.8	32.6	18.1	17.5	14.7	12.0	10.1	8.6	未评级
002170	芭田股份	10.29	57.7	191.8	18.5	14.4	22.5	8.3	7.0	6.1	未评级
002709	天赐材料	19.20	-74.4	113.9	49.2	36.2	66.2	35.5	23.8	17.5	未评级
002407	多氟多	12.50	-160.4	201.9	50.6	51.7	-48.1	47.3	31.4	20.7	未评级
603026	胜华新材	38.50	-12.3	235.0	230.0	52.6	481.3	142.1	43.1	28.2	未评级
002812	恩捷股份	29.24	-122.0	164.0	144.2	93.0	-33.5	79.7	32.7	16.9	未评级
300568	星源材质	12.19	-36.9	13.1	44.4	38.9	45.0	39.8	27.6	19.8	未评级
300343	联创股份	5.05	71.9	—	—	—	251.2	—	—	—	未评级
688116	天奈科技	43.73	-15.8	73.5	45.3	33.3	59.9	36.9	25.4	19.1	未评级
300409	道氏技术	16.31	662.3	192.0	54.6	28.8	60.3	27.9	18.0	14.0	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：除泰和新材、三友化工、昊华科技外的评级为“买入”的公司使用开源证券研究所盈利预测，其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期。）

5、风险提示

（1）政策执行不及预期：若“反内卷”政策实行节奏放缓、行业自律效果不及预期，行业供给压力或将延续，行业景气恢复或将迟滞；

（2）宏观经济下滑超预期：若宏观经济下滑压力较大，则产能消化节奏或放缓，“反内卷”效果体现或延后；

（3）需求下滑超预期：若需求出现较大下滑，供给侧改革效果或将大打折扣。

其他风险详见倒数第二页标注¹。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2025 年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn