

滨化股份 (601678.SH) 氯碱化工龙头全面转型升级,“北鲲计划”开启新征程

2026年05月29日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

毕挥 (分析师)

李思佳 (分析师)

jinyiteng@kysec.cn

bihui@kysec.cn

lisijia@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790523080001

证书编号: S0790525070006

日期	2026/5/28
当前股价(元)	5.58
一年最高最低(元)	6.79/4.03
总市值(亿元)	114.77
流通市值(亿元)	114.02
总股本(亿股)	20.57
流通股本(亿股)	20.43
近3个月换手率(%)	306.22

● 氯碱化工龙头全面转型升级,“北鲲计划”开启新征程,维持“买入”评级

公司作为国内老牌氯碱化工龙头企业,传统氯碱业务盈利能力稳健,成为公司业绩的“压舱石”。随着北海基地碳三碳四项目的全面达产,公司石化板块有望充分受益于本轮化工周期景气上行,成为业绩增长的核心引擎。同时公司前瞻性布局湿电子化学品和新材料,并通过“北鲲计划”加速科技转型和国际化进程,未来长期成长空间广阔。我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为7.28、9.53、13.70亿元, EPS分别为0.35、0.46、0.67元,当前股价对应PE分别为15.8、12.0、8.4倍,维持“买入”评级。

● 碳三碳四化学品项目全面投产,石化板块打开成长新空间

2025年公司PO/MTBE装置投产,贡献主要营收增长。我们认为,公司石化板块依托北海基地自有码头和储罐设施,可直接接卸丙烷、丁烷等轻烃原料,有效减少运输成本,且公司拥有60万吨/年PDH装置,可为PO/MTBE生产提供核心原料保障,在原料价格波动较大背景下具有较强风险抵抗能力。2025年,国内环氧丙烷、MTBE等产品价格处于历史低位,周期底部信号明确,我们看好公司石化板块具备较强成长弹性,未来有望成为驱动公司业绩高速增长的核心引擎。

● 未来公司将全力推进“北鲲计划”,推动“新能源+化工”深度耦合发展

公司“北鲲计划”发展战略围绕“科创引领、零碳工业、智能制造、开放赋能和社会责任”五项体系,打造产业集群、科技孵化集群和人才智慧集群。国内方面,2026年,公司确保碳四下游高附加值产品一体化项目一次性开车成功;阳信高端电子化学品生产基地项目争取年底完成项目中交;此外,公司将争取完成260MW源网荷储一体化项目风电项目并网发电,该一体化项目建成后,公司北海基地用电中绿电将超过60%。海外方面,公司计划于埃及建设氯碱化学品生产基地,包含年产6万吨(tpa)离子交换膜法(IEM)烧碱装置,推动公司深度融入全球化工产业链,提升国际竞争力与品牌影响力。

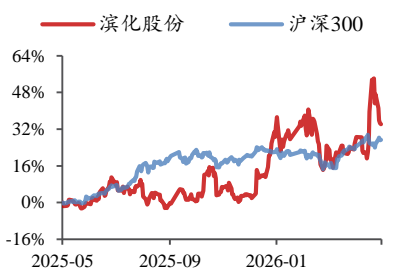
● 风险提示:宏观经济下行风险、原材料价格波动风险、项目投产不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,228	14,836	17,309	18,574	19,444
YOY(%)	40.0	45.1	16.7	7.3	4.7
归母净利润(百万元)	219	225	728	953	1,370
YOY(%)	-42.8	2.8	223.3	30.8	43.9
毛利率(%)	7.3	10.3	12.6	14.4	16.5
净利率(%)	2.1	1.5	4.2	5.1	7.0
ROE(%)	1.9	1.8	5.6	6.9	9.1
EPS(摊薄/元)	0.11	0.11	0.35	0.46	0.67
P/E(倍)	52.3	50.9	15.8	12.0	8.4
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8

数据来源:聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源:聚源

相关研究报告

目 录

1、 氯碱化工龙头企业全面转型升级，看好公司利润向上弹性.....	4
1.1、 公司已形成氯碱、石化、湿电子化学品三大业务板块协同发展格局，“北鲲计划”引领公司长期发展.....	4
1.2、 业绩低点已过，2026Q1 归母净利润同比大幅增长.....	6
2、 氯碱板块：循环经济一体化优势突出，烧碱盈利能力稳健.....	7
2.1、 烧碱：公司是国内烧碱领军企业之一，毛利率长期维持高位.....	8
2.1.1、 需求：氧化铝是其最大应用下游，未来国内外氧化铝需求有望持续增加，带动烧碱需求稳步增长.....	8
2.1.2、 供给：未来烧碱新增产能限制趋严，落后产能有望逐步退出.....	10
2.1.3、 公司烧碱成本优势显著，未来随行业供需格局改善，盈利能力有望提升.....	11
3、 石化板块：环氧丙烷价格回升弹性显著，MTBE 出口打开增长空间.....	12
3.1、 环氧丙烷：公司为国内首家通过论证的氯醇法环氧丙烷生产企业.....	14
3.2、 MTBE：需求以汽油调和为主，公司出口业务实现突破.....	17
4、 湿电子化学品：公司是国内 G5 级氢氟酸的主要供货商之一，未来产品矩阵有望逐步拓展.....	20
5、 盈利预测与投资建议.....	21
6、 风险提示.....	22
附：财务预测摘要.....	23

图表目录

图 1： 公司已形成氯碱、石化、湿电子化学品三大业务板块协同发展格局.....	4
图 2： 2026Q1，公司实现营业收入 39.23 亿元.....	6
图 3： 2025 年，MTBE 在收入中占比 24%.....	6
图 4： 2026Q1，公司实现归母净利润 1.46 亿元.....	6
图 5： 2026Q1，公司实现毛利率 12.81%、净利率 3.93%.....	6
图 6： 2025 年，公司管理费用率同比下降 0.81pcts.....	7
图 7： 2026Q1，公司期间费用率为 5.56%.....	7
图 8： 氯碱工业以烧碱和聚氯乙烯为主要产品，是国民经济的基础原材料产业.....	7
图 9： 2021-2025 年，国内烧碱销售收入 CAGR 为 10.2%.....	9
图 10： 2025 年烧碱产能同比增加 2.5%，预计未来新增产能有限.....	10
图 11： 2025 年以来烧碱价格呈下滑趋势.....	12
图 12： 2026 年 5 月 8 日，液碱开工率为 85%.....	12
图 13： 公司石化板块主要产品包括环氧丙烷、MTBE 等.....	13
图 14： 聚醚多元醇为环氧丙烷主要下游（2025 年）.....	15
图 15： 2021-2025 年，国内环氧丙烷消费量持续增长.....	15
图 16： 2026 年 3 月，环氧丙烷价格大幅上行.....	16
图 17： 2026 年 5 月 8 日，环氧丙烷开工率为 63%.....	16
图 18： 2025 年，国内汽油表观消费量同比下降.....	17
图 19： 2025 年，中国燃油车销量同比下降.....	17
图 20： 2025 年，我国 MTBE 出口量同比增长 101%.....	18
图 21： 2025 年，我国 MTBE 出口额同比增长 57%.....	18
图 22： 2025 年，我国 MTBE 产能同比增长 11%.....	18
图 23： 2026 年 5 月 8 日，我国 MTBE 开工率为 64%.....	18
图 24： 2026 年 3 月，MTBE 价格大幅上涨.....	19
图 25： 2021-2025 年，中国电子级氢氟酸的产能复合年增长率为 20.3%.....	20

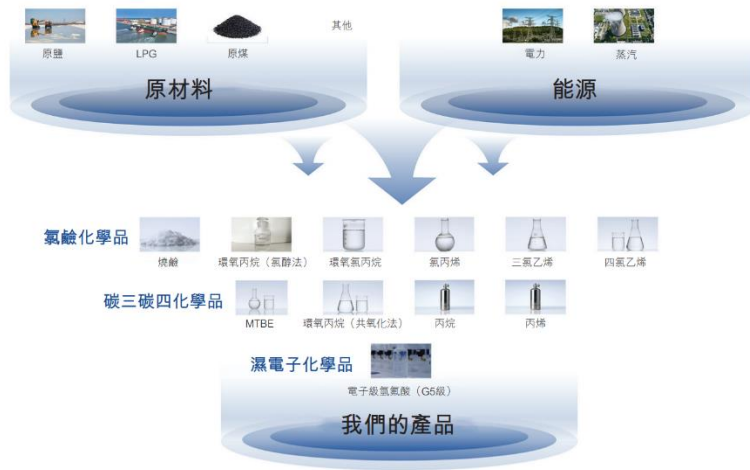
表 1: 公司主要产品产能利用率处于较高水平 (万吨)	4
表 2: 公司各生产基地协同效应显著	5
表 3: 2025 年, 烧碱在公司氯碱化工板块中贡献主要毛利	8
表 4: 预计 2025-2026 年, 国内分别新增氧化铝产能 1,140、1,510 万吨	9
表 5: 目前烧碱仍有部分规划产能, 但预计实际投产产能较少	10
表 6: 2025 年, 公司 MTBE、环氧丙烷 (共氧化法) 合计营收占比约 38%	13
表 7: 环氧丙烷主要合成方法包括氯醇法、共氧化法、直接氧化法等	14
表 8: 2026-2027 年我国环氧丙烷仍有部分规划产能	15
表 9: 2026 年 MTBE 仍有部分拟投产产能	18
表 10: 公司业绩拆分与盈利预测	21
表 11: 预计 2026 年公司 PE 低于可比公司平均 PE	22

1、氯碱化工龙头企业全面转型升级，看好公司利润向上弹性

1.1、公司已形成氯碱、石化、湿电子化学品三大业务板块协同发展格局，“北鲲计划”引领公司长期发展

公司是一家以科技创新与绿色低碳为核心驱动力的综合型化工集团。滨化股份前身为山东滨州化工厂，成立于 1968 年，历经五十余年发展，现已成为主业突出、产业链完整的综合型化工企业集团。2010 年，公司于上海证券交易所正式上市，并于 2025 年启动发行境外上市股份（H 股）并在香港联交所主板上市的相关工作，构建“A+H”双资本平台。近年来，公司在巩固传统氯碱业务优势的基础上，大力发展石化产业，并积极培育湿电子化学品新产品，形成了氯碱、石化、湿电子化学品三大板块协同发展的产业格局。

图1：公司已形成氯碱、石化、湿电子化学品三大业务板块协同发展格局



资料来源：公司公告

公司核心产品产能稳居行业前列。在氯碱板块，公司拥有烧碱产能 61 万吨/年（包含粒碱、片碱产能各 20 万吨/年）、三氯乙烯产能 8 万吨/年、四氯乙烯产能 8 万吨/年、氯丙烯产能 6 万吨/年、环氧氯丙烷产能 7.5 万吨/年，是国内最大的粒碱、食品级片碱、三氯乙烯、四氯乙烯及氯丙烯生产商（以 2025 年收入计）。在石化板块，公司拥有丙烯产能 60 万吨/年、环氧丙烷产能 51 万吨/年（包含氯醇法、共氧化法 24 万吨）、MTBE 产能 74.2 万吨/年，在国内均处于领先水平。在湿电子化学品板块，公司拥有 6000 吨/年 G5 级电子级氢氟酸产能，并于 2025 年首次实现满产满销。2025 年，公司主要产品产能利用率均处于较高水平，充分体现公司较强的市场竞争力，未来公司生产经营有望持续向好。

表1：公司主要产品产能利用率处于较高水平（万吨）

主要产品	设计产能（万吨/年）	2025 年产能利用率（%）	2025 年产量	2026 年生产计划	
氯碱	烧碱（折百）	61	129.2	78.81	78
	环氧丙烷（氯醇法）	27	98.6	26.61	54.93（环氧丙烷合计）
	三氯乙烯	8	107.88	8.63	8.3

主要产品	设计产能 (万吨/年)	2025 年产能利用率 (%)	2025 年产量	2026 年生产计划
氯丙烯	6	115.83	6.95	6.75
四氯乙烯	8	99.63	7.97	7.82
环氧氯丙烷	7.5	99.2	7.44	7.2
过氧化氢	3	103.49	3.10	2.81
石化				
甲基叔丁基醚 (MTBE)	74.2	110.15	81.73	68.38
环氧丙烷 (共氧化法)	24	124.8	29.95	-
丙烯	60	86.7	52.02	55.02
湿电子化学品				
电子级氢氟酸	0.6	106.75	0.64	0.66

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司拥有滨城基础化工基地、滨城电子化学品基地、北海新材料基地、沾化新能源基地，共四大生产基地，布局清晰，协同效应显著。滨城基础化工和电子化学品基地是公司传统氯碱业务的发源地和核心基地，2025 年各生产装置均实现安稳长满优运行，液碱、固碱、氯丙烯、三氯乙烯、四氯乙烯、环氧氯丙烷、电子级氢氟酸 7 种产品产量创历史新高。北海基地是公司转型升级的核心载体，承载碳三碳四综合利用项目，并拥有自有码头和储罐设施，海上丙烷、丁烷可通过管道输送至北海基地厂区，区位优势突出。沾化基地作为原料保障基地，拥有年设计产能 50 万吨的原盐，可为烧碱生产提供约 50% 原料自给，此外还有溴素产能 5,750 吨，2025 年累积生产 4,032 吨。

表2：公司各生产基地协同效应显著

基地名称	定位	主要业务/设施	优势
滨城基地	氯碱业务主基地	烧碱、氯醇法环氧丙烷、氯丙烯、四氯乙烯、环氧氯丙烷、三氯乙烯、电子级氢氟酸	产业链成熟，技术积淀深厚，运营经验丰富。
北海新材料基地	转型升级核心载体	碳三碳四综合利用项目 (PDH、MTBE、共氧化法环氧丙烷等)	临近港口，公司滨州港航道正由 3 万吨级向 5 万吨级拓展，并建成 33.2 万立方米的 4 座低温储罐和 4 座常温储罐，可通过管道输送至北海基地厂区，实现丙烷、丁烷稳定可靠供应。
沾化新能源基地	原料保障基地	原盐、溴素	原盐年设计产能 50 万吨，为烧碱生产提供约 50% 原料自给，保障原材料稳定供应。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

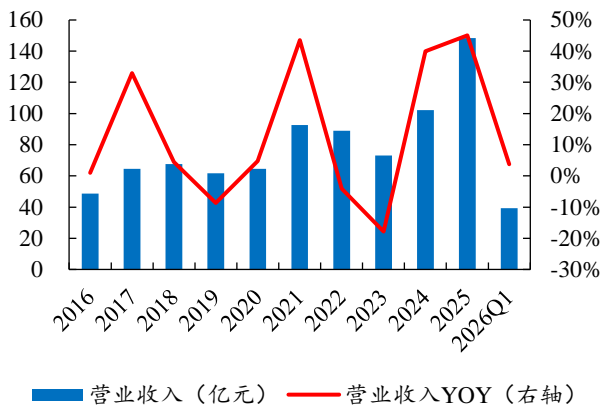
未来公司将全力推进“北鲲计划”，推动“新能源+化工”深度耦合发展。2024 年，公司董事长于江先生创造性提出“北鲲计划”发展战略，围绕“科创引领、零碳工业、智能制造、开放赋能和社会责任”五项体系，打造产业集群、科技孵化集群和人才智慧集群。具体目标为：(1) 聚焦核心产品，并实现产品组合及市场覆盖多元化；(2) 巩固目前市场优势地位，并进一步拓展海外布局，构建以国内市场为基础，国内、国际双循环、相互促进的市场模式；(3) 进入国际资本市场，借助资本运营整合业务，拓宽融资渠道，进一步提升产业发展。国内方面，2026 年，公司确保碳四下游高附加值产品一体化项目一次性开车成功；阳信高端电子化学品生产基地项目争取年底完成项目中交。此外，公司将争取完成 260MW 源网荷储一体化项目（含 160MW 风电、100MW 光伏电站、130MW/260MWh 储能装置及 110kV 升压变电站）风电项目

并网发电，该一体化项目建成后，将实现自发自用电量4.24亿kWh/年，北海基地用电中绿电将超过60%。**海外方面**，公司计划于埃及建设氯碱化学品生产基地，包含年产6万吨(tpa)离子交换膜法(IEM)烧碱装置，推动公司深度融入全球化工产业链，提升国际竞争力与品牌影响力。

1.2、业绩低点已过，2026Q1 归母净利同比大幅增长

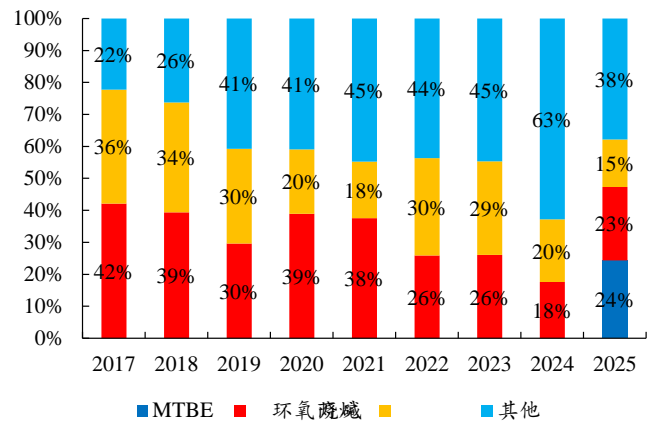
MTBE、环氧丙烷、烧碱为公司主要营收来源，2026Q1 归母净利同比大幅增长。2023-2025年，受宏观经济以及行业供给端竞争加剧等因素影响，氯碱产业链产品价格整体下行，导致公司业绩承压。2025年，随着公司PO/MTBE装置全面投产，环氧丙烷及MTBE销量大幅提升，MTBE在当年营业收入中占比24%，环氧丙烷占比由2024年的18%上升至23%。2025年公司实现营业收入148.36亿元，同比增长45.06%；实现归母净利润2.25亿元，同比增长2.75%；实现毛利率10.32%、净利率1.50%，业绩重回增长轨道。**2026Q1**，伴随原油价格大幅波动，公司环氧丙烷等产品价格大幅上行，实现营收39.23亿元，同比增长3.70%；实现归母净利润1.46亿元，同比增长52.55%；实现毛利率12.81%、净利率3.93%，显示出强劲的复苏势头。

图2：2026Q1，公司实现营业收入39.23亿元



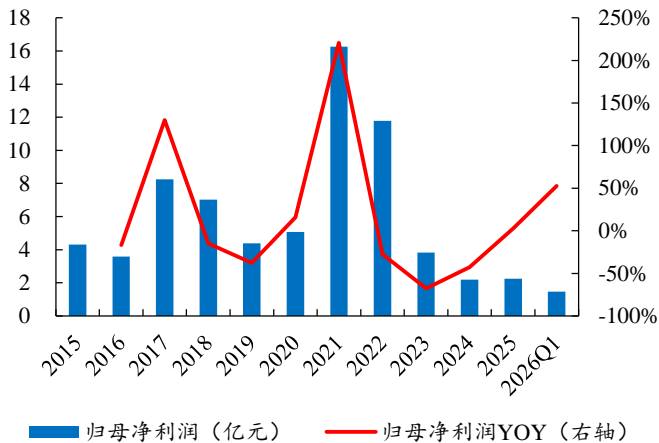
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025年，MTBE在收入中占比24%



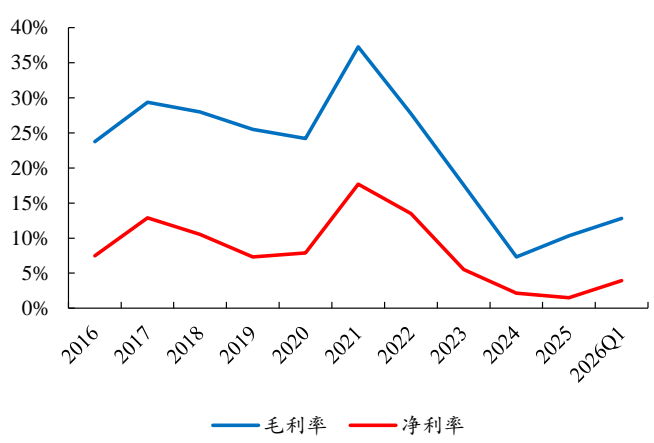
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2026Q1，公司实现归母净利润1.46亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

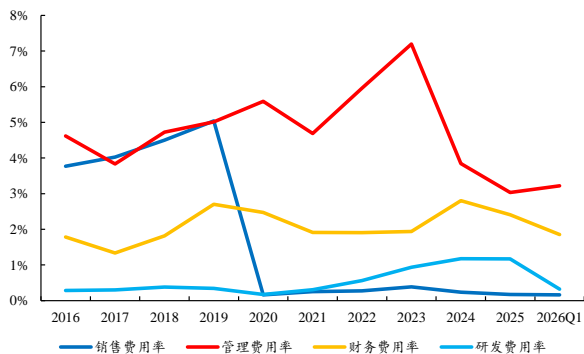
图5：2026Q1，公司实现毛利率12.81%、净利率3.93%



数据来源：Wind、开源证券研究所

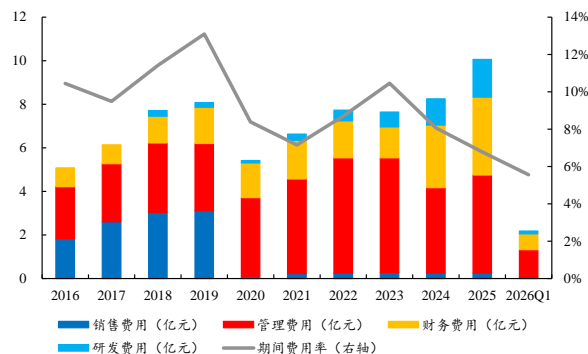
2024 年以来，公司期间费用率稳步下降。2024 年以来，主要受益于管理费用减少，公司期间费用率稳步下降。2025 年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 0.17%、3.03%、2.41%、1.17%，同比分别-0.06pcts、-0.81pcts、-0.40pcts、-0.01pcts，期间费用率为 6.78%，同比-1.28pcts，整体处于较低水平。

图6：2025 年，公司管理费用率同比下降 0.81pcts



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2026Q1，公司期间费用率为 5.56%

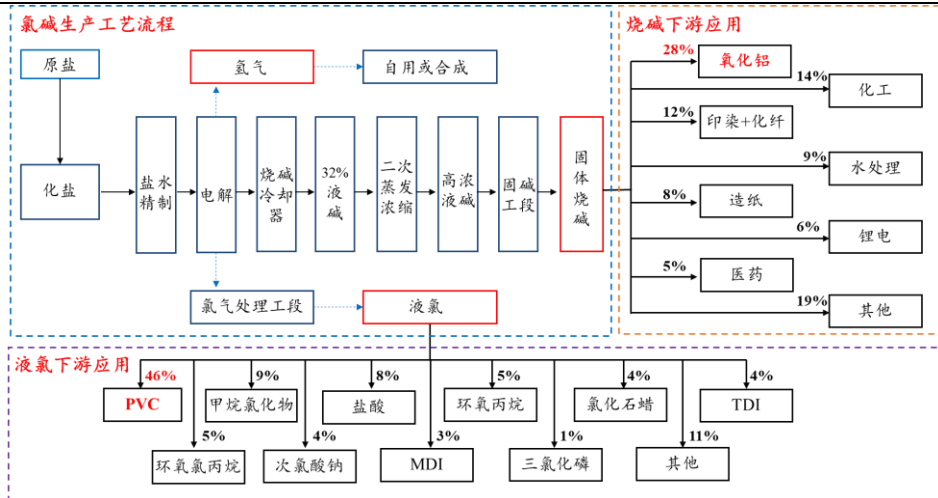


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、氯碱板块：循环经济一体化优势突出，烧碱盈利能力稳健

氯碱工业是国民经济的基础原材料产业，通过离子交换膜法电解食盐水可生成烧碱（氢氧化钠）、氯气及氢气。据隆众资讯数据，每生产 1 吨烧碱，将联产约 0.886 吨氯气和 0.025 吨氢气。烧碱方面，2025 年，据百川盈孚数据，下游主要用于氧化铝、化工、印染/化纤、水处理、造纸、锂电、医药等领域，需求占比分别为 28%、14%、12%、9%、8%、6%、5%，其中氧化铝终端需求涉及基建、地产、交通运输、电力等多个方面，具备较强刚性。液氯方面，2025 年，据百川盈孚数据，下游主要用于生产 PVC、甲烷氯化物、盐酸、环氧丙烷、环氧氯丙烷、TDI、氯化石蜡等，需求占比分别为 46%、9%、8%、5%、5%、4%、4%。2025 年，以销售收入计算，PVC、烧碱分别占氯碱化工行业市场规模的 41.0%、38.9%，环氧氯丙烷、环氧丙烷(氯醇法)、氯丙烯、三氯乙烯、四氯乙烯占 2.5%、1.5%、0.6%、0.3%、0.2%。

图8：氯碱工业以烧碱和聚氯乙烯为主要产品，是国民经济的基础原材料产业



资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

公司形成循环经济一体化产业模式，2025年烧碱产品在氯碱板块中贡献主要毛利。2025年，公司氯碱板块合计实现营收62.86亿元，其中烧碱产品营业收入为22.05亿元；氯碱板块合计实现毛利12.95亿元，其中烧碱毛利12.35亿元，贡献主要毛利。氯气方面，公司向下游延伸生产环氧丙烷、环氧氯丙烷、氯丙烯、三氯乙烯、四氯乙烯等一系列高附加值氯系产品，提升产业链整体经济效益。同时，公司多种氯系产品在国内市场地位领先。截至2025年末，公司拥有8万吨/年三氯乙烷/年四氯乙烯和6万吨/年氯丙烯产能，均为国内最大生产商（以2025年收入计），下游广泛应用于制冷剂、清洁剂、环氧树脂等领域。未来公司凭借规模优势和产业链一体化优势，有望持续巩固市场龙头地位，引领公司业绩稳健增长。

表3：2025年，烧碱在公司氯碱化工板块中贡献主要毛利

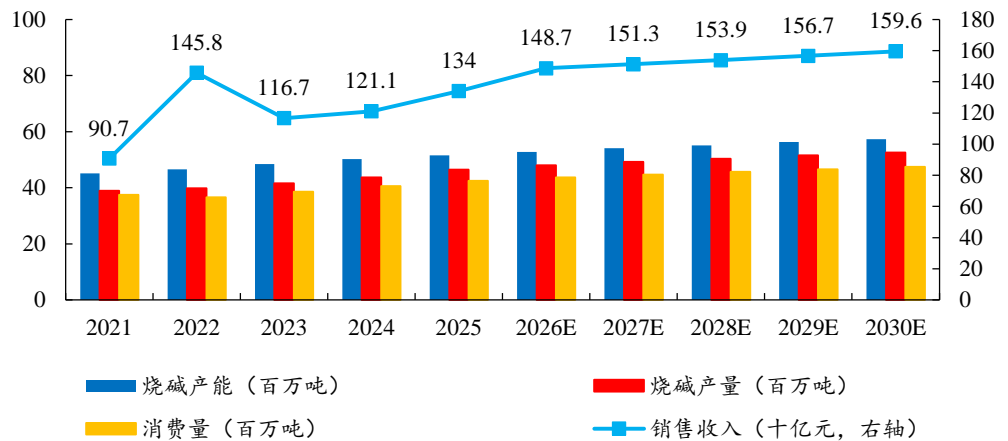
产品	产能 (万吨/年)	2025年销量 (万吨)	平均售价 (元/吨)	2025年收入 (亿元)	占总收入 比例	2025年毛利 (亿元)	毛利率
烧碱	61	70.87	3111.87	22.05	14.9%	12.35	56.2%
环氧丙烷（氯醇法）	27	20.98	6708.66	14.07	9.5%	-1.56	-11.1%
环氧氯丙烷	7.5	7.47	9107.45	6.81	4.6%	0.47	7.0%
氯丙烯	6	6.94	6846.88	4.75	3.2%	1.32	27.8%
三氯乙烯	8	8.63	4176.14	3.60	2.4%	0.03	0.8%
四氯乙烯	8	7.99	3652.47	2.92	2.0%	-0.08	-2.8%
其他氯碱化学品				8.65	5.8%	0.42	4.9%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：其他氯碱化学品主要指溴、双氧水、助剂类及氢气等）

2.1、烧碱：公司是国内烧碱领军企业之一，毛利率长期维持高位

2.1.1、需求：氧化铝是其最大应用下游，未来国内外氧化铝需求有望持续增加，带动烧碱需求稳步增长

烧碱按形态可分为液碱和固碱。烧碱化学名称为氢氧化钠，化学式NaOH，俗称火碱、苛性钠，是一种具有强腐蚀性的强碱。烧碱按形态可分为液碱和固碱，固碱可由液碱蒸发增浓后得到，可进一步分为片碱和粒碱，2025年国内液碱、片碱、粒碱的产能占比约为86.8%、12.1%、1.1%。2025年，国内烧碱销售收入约为1340亿元；2021-2025年间CAGR为10.2%；弗若斯特沙利文预计2030年，国内烧碱销售收入有望达1596亿元，2025-2030年间CAGR为3.6%。烧碱下游消费结构基本稳定，氧化铝是其最大应用下游。据百川盈孚数据，2025年，烧碱下游27.95%用于氧化铝、13.7%用于化工领域、11.81%用于印染及化纤领域、8.93%用于水处理、37.61%用于其他。

图9：2021-2025年，国内烧碱销售收入 CAGR 为 10.2%


数据来源：中国氯碱工业协会、中国化工经济技术发展中心、弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

氧化铝方面，国内外氧化铝新增产能有望持续增加，带动烧碱需求增加。国内方面，2025年，中国工信部联同其他九个部门印发《铝产业高质量发展实施方案（2025-2027年）》，旨在进一步扩大铝制品应用范围，拉动氧化铝需求。据百川盈孚数据，2025年氧化铝新投产产能1,140万吨，2026年预计将再新投产1,510万吨，预计下游氧化铝产能持续增加将持续拉动烧碱需求增长。国外方面，据阿拉丁铝产业链服务平台数据，2025年印尼氧化铝新增产能400万吨，预计到2030年印尼氧化铝总产能或突破2,000万吨；几内亚氧化铝产业布局正加速落地推进，2025年国电投几内亚年产120万吨氧化铝项目、赢联盟几内亚120万吨/年氧化铝项目均开工建设，此外NIMBA、CBG（几内亚铝土矿公司）等企业也纷纷公布氧化铝厂建设计划；越南预计将于2030年前后分别投产德江化工林同200万吨/年氧化铝项目、仁基120万吨/年氧化铝厂扩建项目、林同铝土矿-铝综合项目中的120万吨/年氧化铝产能。综上，未来随着国内外氧化铝产能持续增加，烧碱需求有望稳步增长。

表4：预计2025-2026年，国内分别新增氧化铝产能1,140、1,510万吨

企业	省份	新增产能 (万吨)	预计投产时间	实际投产时间
汇宏新材料	山东省	100	2025-01	2025-01
山东创源新材料科技	山东省	100	2025-02	2025-02
广西华昇新材料	广西壮族自治区	200	2025-03	2025-03
汇宏新材料	山东省	100	2025-05	2025-05
河北文丰钢铝产业	河北省	480	2025-05	2025-05
广西华银铝业	广西壮族自治区	40	2025-06	2025-06
孝义市兴安化工	山西省	20	2025-06	2025-06
汇宏新材料	山东省	100	2025-06	2025-06
2025年新增产能小计		1,140		
河北文丰钢铝产业	河北省	480	2026-03	
山东鲁北海生生物	山东省	50	2026-03	
北海东方希望材料科技	广西壮族自治区	200	2026-03	

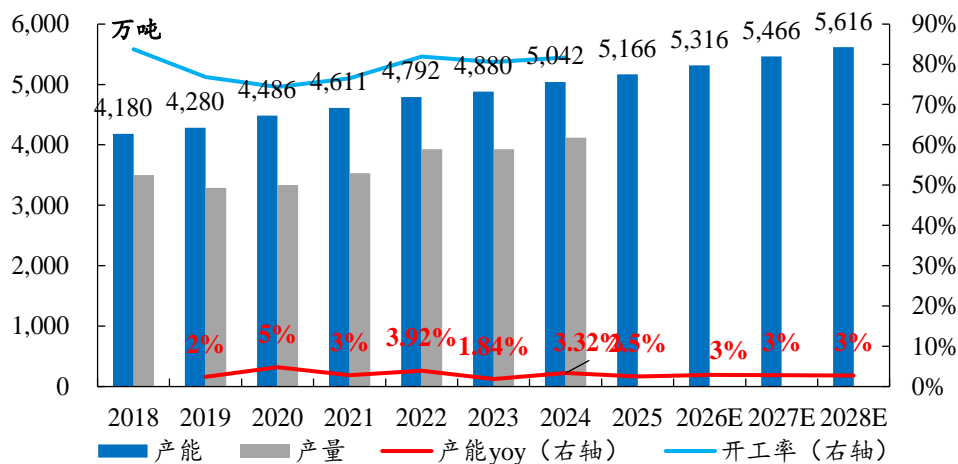
企业	省份	新增产能 (万吨)	预计投产时间	实际投产时间
广西隆安和泰新材料	广西壮族自治区	240	2026-03	
防城港中丝路新材料科技	广西壮族自治区	240	2026-03	
广西广投临港工业	广西壮族自治区	200	2026-07	
重庆市九龙万博新材料科技	重庆市	100	2026-07	
2026年新增产能小计		1,510		

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

2.1.2、供给：未来烧碱新增产能限制趋严，落后产能有望逐步退出

目前烧碱仍有部分规划产能，但 PVC 无新增产能或对液氯产能增长形成限制。据百川盈孚数据，2025 年，国内烧碱新增产能 124.2 万吨，同比+2.5%，总产能达到 5,166 万吨。2025 年尚有 170 万吨 PVC 新增产能能够消化烧碱增加带来的液氯供应增加，但进入 2026 年，PVC 无新增产能，其余行业能够消耗液氯的量较小。叠加未来“反内卷”、“双碳”目标及《烧碱行业节能降碳改造升级实施指南》持续推进，对于氯碱这类高耗能行业新增产能限制趋严，落后产能有望逐步退出，未来烧碱产能增速也将放缓。

图10：2025年烧碱产能同比增加2.5%，预计未来新增产能有限



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表5：目前烧碱仍有部分规划产能，但预计实际投产产能较少

企业	省份	新增产能 (万吨)	预计投产时间	实际投产时间
福建省东南电化	福建省	30	2024-12	2024-10
柳州东风容泰化工	广西壮族自治区	4	2024-12	2024-09
青岛海湾化学	山东省	30	2025-06	2025-06
安徽金轩科技	安徽省	2	2025-06	2025-06
湖北宜化集团	湖北省	5	2025-06	2025-06
天津渤化化工发展	天津市	30	2025-07	2025-07

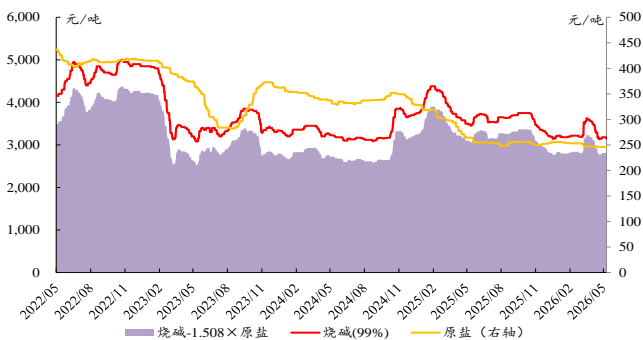
企业	省份	新增产能 (万吨)	预计投产时间	实际投产时间
甘肃耀望化工	甘肃省	30	2025-08	2025-08
唐山三友精细化工	河北省	10	2025-12	2025-12
贵州瓮福江山化工	贵州省	15	2025-12	2025-12
2025 年新增产能小计		122		
湖北山水化工	湖北省	3	2026-02	
河南金海新材料	河南省	30	2026-03	
建滔(北海)实业	广西壮族自治区	34	2026-03	
重庆市嘉利合新材料科技	重庆市	30	2026-03	
广安诚信化工	四川省	15	2026-03	
湖北葛化华祥化学	湖北省	20	2026-04	
湖北可赛化工	湖北省	10	2026-04	
贵州金泊化学	贵州省	10	2026-06	
浙江嘉化集团	浙江省	11.5	2026-06	
河北冀衡化学	河北省	20	2026-12	
宁波环洋新材料	浙江省	24	2026-12	
万华化学(宁波)氯碱	浙江省	15	2026-12	
赣州飞南资源循环科技	江西省	20.72	2026-12	
广西田东锦盛化工	广西壮族自治区	25	2026-12	
宜宾海丰和锐	四川省	20	2026-12	
宁夏日盛高新产业	宁夏回族自治区	40	2026-12	
济源市金祥材料	河南省	16	2026-12	
黄骅市金华化工	河北省	4	2026-12	
河南永银化工实业	河南省	10	2026-12	
河北临港化工	河北省	20	2026-12	
河南红东方化工	河南省	5	2026-12	
河北吉诚新材料	河北省	15	2026-12	
九江九宏新材料	江西省	15	2026-12	
滨兰新材料(甘肃)	甘肃省	60	2026-12	
甘肃富鹏废盐综合开发	甘肃省	10	2026-12	
甘肃巨化新材料	甘肃省	90	2026-12	
江西九二盐业	江西省	6	2026-12	
2026 年新增产能小计		579.22		

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

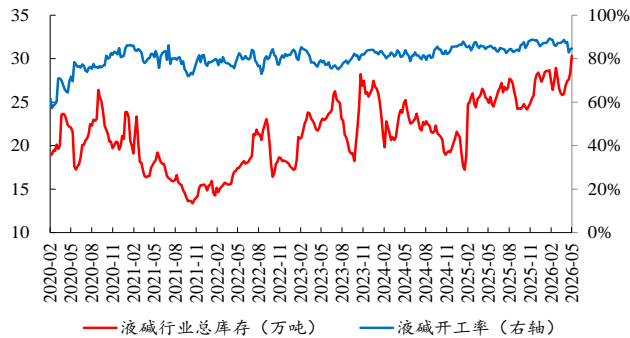
2.1.3、公司烧碱成本优势显著，未来随行业供需格局改善，盈利能力有望提升

2025 年，烧碱价格先涨后跌，整体均价同比增长。2020 年至 2022 年，受国家双控政策、原材料成本上升及下游需求旺盛等因素影响，烧碱价格快速攀升。其后由于行业供需逐步趋稳，烧碱价格回落。2025 年 Q1，下游氧化铝新增产能较多，对烧碱的备货需求增加，而烧碱新增产能主要集中在 2025 年下半年，供需错配带动烧碱价格上涨。但后续随着氧化铝新增产能投放结束，叠加烧碱新增产能增加，烧碱价格、价差下跌。据 Wind 数据，2025 年烧碱(99%)均价 3,695 元/吨，同比增长 11%；

价差 3,288 元/吨，同比增长 16%。2026 年 Q1，受国际地缘冲突影响，烧碱出口订单增加，带动市场价格大幅上行，之后由于需求端无明显好转，烧碱价格回落。截至 2026 年 5 月 8 日，2026 年烧碱均价为 3,282 元/吨，较 2025 年下降 11%；价差 2,904 元/吨，较 2025 年下降 12%。长期来看，国内烧碱产能增速或将放缓，而国内需求稳步增长带动烧碱需求增长，叠加海外能源价格高企背景下我国烧碱出口有望稳步增长，持续看好烧碱供需格局向好改善。

图11：2025 年以来烧碱价格呈下滑趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2026 年 5 月 8 日，液碱开工率为 85%


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

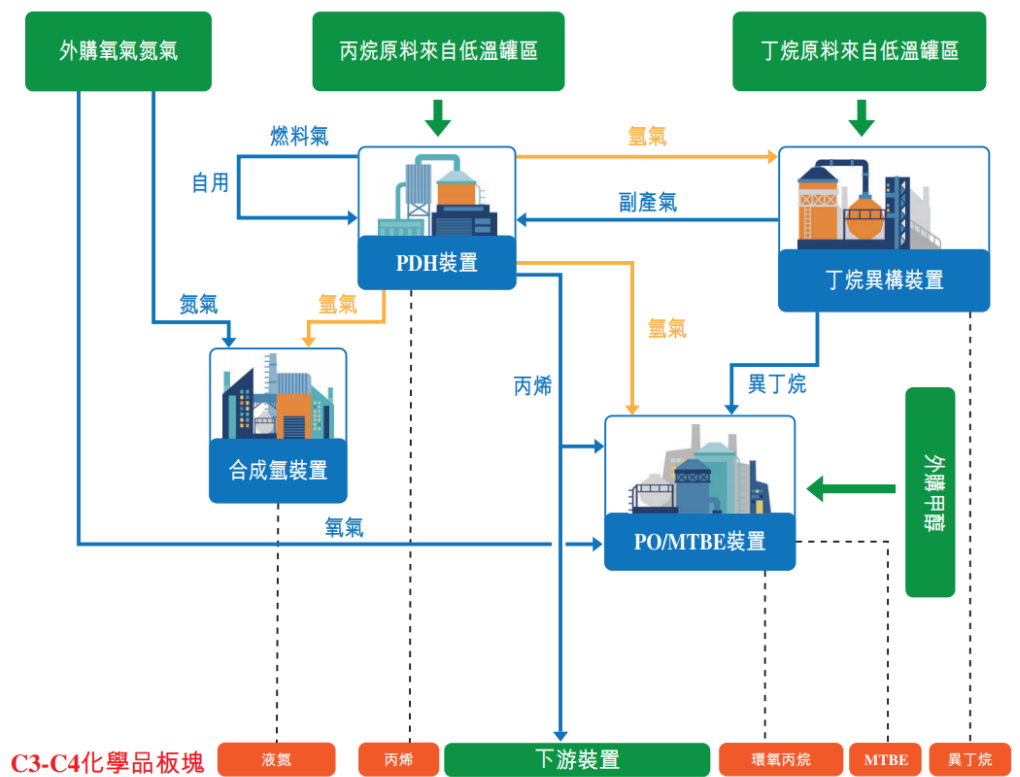
公司是国内烧碱领军企业之一，成本优势显著。公司拥有 61 万吨/年烧碱产能，其中粒碱产能 20 万吨，是国内最大的粒碱生产商；片碱装置 20 万吨，在山东省内处于龙头地位。2025 年，公司烧碱业务实现营业收入 22.05 亿元，毛利率高达 56.23%，展现出强大的盈利能力。**成本优势是公司烧碱业务高盈利的核心来源。**烧碱生产成本主要由原盐和电力构成，据公司 2025 年报，烧碱成本中原材料占比 21%，能源占比 61%，公司通过前瞻性布局，在这两大核心成本要素上建立了显著优势。**（1）原盐方面**，公司沾化基地年产原盐 50 万吨，可满足自身烧碱生产所需原盐的 50%，有效减少原材料价格波动风险，保障供应链的稳定安全。**（2）电力方面**，公司已有一套 350MW 大机组项目及一套 50MW 小机组项目投入运行，其中 50MW 小机组项目所发电力直接供给向主厂区核心产品的生产，形成较好的成本优势；滨城基地的 350MW 机组于 2025 年初全容量并网发电并正式投入运营，为公司带来额外发电收益。我们认为，公司氯碱板块凭借高度一体化的产业链、显著的成本优势和领先的市场地位，成为公司业绩的“压舱石”，能够持续贡献稳定盈利，并为公司新业务的拓展提供坚实支撑。

3、石化板块：环氧丙烷价格回升弹性显著，MTBE 出口打开增长空间

2025 年公司 PO/MTBE 装置投产，贡献主要营收增长。碳三产业链以丙烷为原料，通过丙烷脱氢 (PDH) 生产丙烯，丙烯下游可用于聚丙烯 (PP)、环氧丙烷 (PO)、丙烯腈 (AN)、丙烯酸 (AA) 及异丙醇 (IPA) 等，广泛应用于塑料、橡胶、纺织、电子材料等行业。**碳四产业链**以丁烷为原料，通过异构化等化工过程生成异丁烷，进一步通过与甲醇进行醚化反应合成甲基叔丁基醚 (MTBE)。2023 年 6 月，公司 PDH 装置进入试生产阶段，并于 2023 年底正式投产；2025 年初，公司 PO/MTBE 装置投产。

2025年，公司碳三碳四化学品板块实现营业收入68.55亿元，占公司总营业收入的46.2%，较2024年增加34.69亿元；实现毛利0.12亿元，毛利率0.2%，较2024年毛利率提升6.5pcts。2025年，公司PDH装置首个运行周期产量超100万吨，运行稳定高效；同时公司向下游聚醚领域延伸，2025年聚醚板块产销突破8万吨，创历史新高，进一步提升公司产品的附加值和市场竞争力。2025年，公司碳三碳四化学品业务处于投产初期阶段，盈利能力尚未充分释放。我们认为，公司石化板块依托北海基地自有码头和储罐设施，可直接接卸丙烷、丁烷等轻烃原料，有效减少运输成本，且公司拥有60万吨/年PDH装置，可为PO/MTBE生产提供核心原料保障，在原料价格波动较大背景下具有较强风险抵抗能力。2025年，国内环氧丙烷、MTBE等产品价格处于历史低位，周期底部信号明确，我们看好公司石化板块具备较强成长弹性，未来有望成为驱动公司业绩高速增长的核心引擎。

图13：公司石化板块主要产品包括环氧丙烷、MTBE等



资料来源：公司公告

表6：2025年，公司MTBE、环氧丙烷（共氧化法）合计营收占比约38%

产品	产能 (万吨/年)	2025年销量 (万吨)	平均售价 (元/吨)	2025年收入 (亿元)	占总收入比例	2025年毛利 (亿元)	毛利率
MTBE	74.2	77.67	4655.1	36.16	24.4%	-1.00	-2.8%
环氧丙烷（共氧化法）	24	30.03	6661.7	20.00	13.5%	1.11	5.5%
丙烷	-	7.52	4145.4	3.12	2.1%	-0.23	-7.5%
丙烯	60	10.46	5830.1	6.10	4.1%	0.18	2.9%
其他碳三碳四化学品	-	-	-	3.18	2.1%	0.07	2.1%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：其他碳三碳四化学品主要指丁烷及异丁烷）

3.1、环氧丙烷：公司为国内首家通过论证的氯醇法环氧丙烷生产企业

环氧丙烷主要合成方法包括氯醇法、共氧化法、直接氧化法（HPPO）及异丙苯氧化法（CHP）。环氧丙烷（简称 PO）是仅次于聚丙烯的第二大丙烯类衍生物。目前环氧丙烷主要合成方法包括氯醇法、共氧化法（HPPO）及异丙苯氧化法（CHP）。其中**氯醇法**生产工艺技术较为成熟，流程相对简单，投资成本较低，早期应用广泛，但由于该技术路线污染性及腐蚀性较为严重，《产业结构调整指导目录（2024 年本）》中明确将氯醇法环氧丙烷生产装置列为限制类，并规定除满足特定条件（每吨产品新鲜水用量不超过 15 吨且废渣产生量不超过 100 千克）的工艺外，其余应于 2025 年 12 月 31 日前淘汰。**共氧化法**无需消耗氯气，且可联产其他化工品，克服了氯碱法的环保问题，但缺点是工艺流程长且对设备要求较高。**CHP 法**投资成本低于传统共氧化法，无联产物，但技术壁垒高，生产成本较高。**HPPO 法**作为绿色生产工艺的代表，具备原子利用率高、反应条件温和、唯一副产物为水、对环境友好等优势，未来产能占比有望提升。**2025 年，国内氯醇法及 HPPO 法在环氧丙烷产能中的占比分别为 16.5%及 33.0%，氯醇法产能占比下降明显，据公司港股招股书，预计到 2030 年，氯醇法及 HPPO 法的产能占比将分别达到 7.4%及 42.3%。**

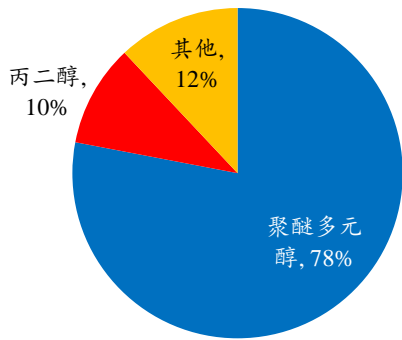
表7：环氧丙烷主要合成方法包括氯醇法、共氧化法、直接氧化法等

方法	原料单耗 (吨/吨)	产品收率	优点	缺点
氯醇法	丙烯 0.85	88%-89%	技术成熟、流程相对简单；投资门槛较低	会产生大量副产物和废水、氯气有毒、环保成本高等
	氯气 1.5			
共氧化法	PO/SM 丙烯 0.79	91%-93%	污染小、副产物附加值高	工艺流程较长、设备投资规模大等
	PO/MTBE 丙烯 0.79	91%-93%	副产物附加值高，适合一体化生产；污染小等	工艺流程复杂、设备投资规模大等
直接氧化法(HPPO)	丙烯 0.73	94%-95%	原子经济性高；反应条件温和；副产物为水，对环境友好	催化剂价格高；双氧水具有强腐蚀性，设备维护成本高等
异丙苯氧化法(CHP)	丙烯 0.80	—	异丙苯可循环利用、废水排放低、副产物可资源化、原子经济性较高等	技术壁垒高、反应体系复杂、工艺流程长、对原材料纯度要求高等

资料来源：百川盈孚、化工新材料公众号、观研天下公众号、开源证券研究所

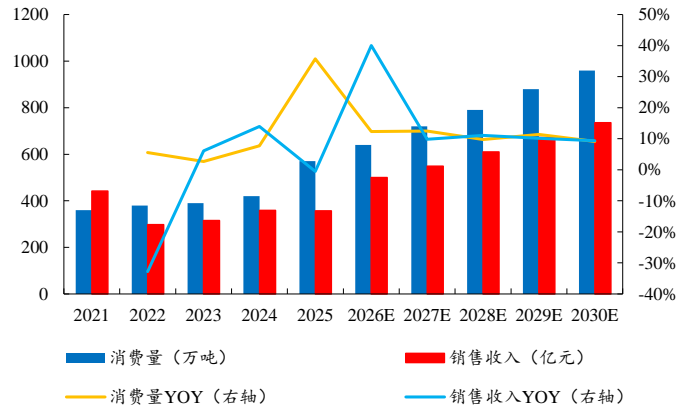
聚醚多元醇为环氧丙烷主要下游产品，终端广泛应用于汽车、家电等领域，未来需求有望稳步增长。据怡达股份公告，2025 年国内环氧丙烷消费量中聚醚多元醇占比约 78%，丙二醇占比约 10%，剩余 12%分布在醇醚、碳酸酯及其他细分领域。聚醚多元醇是聚氨酯生产过程中的重要原材料，终端广泛应用于汽车、家电及建筑保温等行业。**汽车领域**，近年来，国内新能源汽车行业发展迅速，聚氨酯产品在新能源汽车中广泛应用于电池组绝缘、车身轻量化及内饰部件，从而带动环氧丙烷需求。**家电领域**，在政府家电以旧换新计划补贴的刺激下，中国家电市场的收入由 2020 年的人民币 7,297 亿元增加至 2024 年的人民币 8,468 亿元，期间 CAGR 为 3.8%，为环氧丙烷提供稳定增长动力。据公司公告，2021-2025 年间，国内环氧丙烷市场消费量 CAGR 为 12.2%，但由于市场价格持续低迷，期间销售收入 CAGR 为 -5.2%。

图14: 聚醚多元醇为环氧丙烷主要下游 (2025年)



数据来源: 怡达股份公告、开源证券研究所

图15: 2021-2025年, 国内环氧丙烷消费量持续增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2026-2027年我国环氧丙烷仍有部分规划产能, 供给端压力仍存。据公司统计, 2025年全球环氧丙烷产能为1,759万吨, 其中国内产能约908万吨, 国内产能仍处于扩张趋势。从产能利用率来看, 据百川盈孚数据, 2025年国内环氧丙烷开工率约为62.71%, 较2024年下降0.67pcts, 延续2022年以来的下降趋势。从全球格局来看, 中国已成为全球环氧丙烷产能扩张主力, 未来海外产能受能源成本高企、装置老化等因素影响有望逐步退出。例如2025年9月, 全球化工巨头英力士宣布将无限期关停其在欧洲的环氧丙烷和丙二醇(PG)生产, 即便其位于德国年产21万吨的装置后续恢复氯气供应, 也不再叠加地缘冲突扰动海外供应链, 我国化工产业有望凭借成本、技术与产能优势, 进一步提升全球市场占有率。

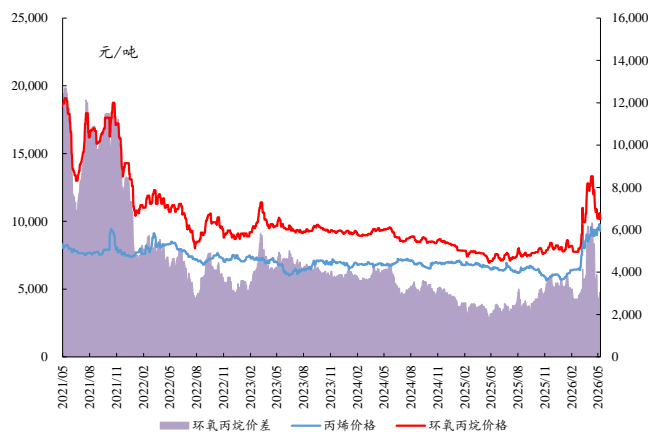
表8: 2026-2027年我国环氧丙烷仍有部分规划产能

企业名称	省份	产能 (万吨)	投产时间
万华化学集团股份有限公司	山东	40	2025年1月
山东滨华新材料有限公司	山东	24	2025年1月
万华化学集团股份有限公司	山东	20	2025年10月
山东民祥化工科技有限公司	山东	15	2025年11月
中国石油天然气股份有限公司广西石化分公司	广西	27	2025年11月
国恩化学(东明)有限公司	山东	8	2025年12月
联泓格润(山东)新材料有限公司	山东	30	2025年12月
2025年合计		164	
中化学天辰(泉州)新材料有限公司	福建	30	2026
宁波镇海炼化有限公司	浙江	30	2026
华谊钦州化工新材料一体化基地	广西	30	2026
华锦联合石化有限公司	辽宁	30	2026
国恩化学(东明)有限公司	山东	8	2026
振华石油化工有限公司	山东	30	2027
山东睿霖高分子材料有限公司	山东	24	2027
荣盛石化股份有限公司	浙江	40	2027
南京金浦锦湖化工有限公司	江苏	30	2027
江苏蓝色星球环保科技股份有限公司	江苏	40	2027
2026-2027年合计		292	

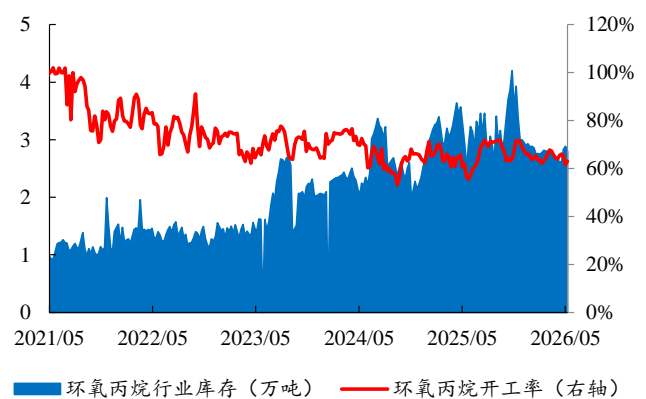
数据来源: 隆众资讯订阅号、化工智库公众号、开源证券研究所 (注: 2026-2027年为预计投产时间)

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2026年3月，受地缘冲突影响，环氧丙烷价格大幅上涨。2022年以来，伴随环氧丙烷产能增长，环氧丙烷市场价格呈下降趋势，价差处于较低水平。据Wind数据，2021年，环氧丙烷市场均价为16,712元/吨，价差10,622元/吨；2025年，环氧丙烷市场均价为7646元/吨，同比下降13.61%，2021-2025年间CAGR为-17.76%，平均价差为2,601元/吨，同比下降25.36%，2021-2025年间CAGR为-29.65%。2026年3月，受中东地缘局势影响，国际原油价格上涨，带动丙烯等关键原料成本抬升，叠加月内供应端出现收缩，环氧丙烷价格出现快速反弹，最高于4月10日上涨至13,330元/吨，对应价差6,330元/吨。之后由于下游聚醚等企业高价原料的抵触情绪加剧，以及前期检修装置陆续重启环氧丙烷价格有所回落。截至2026年5月9日，国内环氧丙烷价格为10,150元/吨，价差为2,896元/吨。我们预计，随着下游需求的稳步增长，环氧丙烷行业供需格局将持续改善，价格中枢有望稳步上移。

图16：2026年3月，环氧丙烷价格大幅上行


数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2026年5月8日，环氧丙烷开工率为63%


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

公司作为国内环氧丙烷龙头企业，周期景气上行背景下有望充分受益。截至2025年末，公司拥有环氧丙烷产能51万吨/年，在国内产能中占比约5.62%，其中氯醇法产能为27万吨/年、PO/MTBE法产能为24万吨/年。公司环氧丙烷装置技术和运行水平在国内生产企业中处于领先水平，2025年6月，公司“氯醇法环氧丙烷钙法皂化工艺”顺利通过中国氯碱工业协会组织的专家验收，成为国内首家通过论证的氯醇法环氧丙烷生产企业，并成功将单位产品新鲜水用量降至10吨以下，废渣产生量降至95千克以下，较国家规定的15吨新鲜水用量和100千克废渣产生量标准大幅降低，标志着其在推动环氧丙烷产业绿色、低碳、可持续发展方面取得重大突破。

3.2、MTBE：需求以汽油调和为主，公司出口业务实现突破

甲基叔丁基醚（MTBE）主要应用于调和汽油。MTBE 是一种无色、透明、高辛烷值的液体，具有良好的化学稳定性和物理性能。其沸点为 55.2℃，相对密度为 0.7405，能与汽油按任意比例互溶，且几乎不溶于水。这些特性使得 MTBE 成为理想的汽油调和组分，可有效提高汽油的辛烷值，改善汽油的燃烧性能。MTBE 产品的上游终端为石油和煤炭等不可再生能源，其直接上游为液化气和甲醇。从下游消费端来看，MTBE 主要用于调和汽油、高纯异丁烯、丁基橡胶、以及医药溶剂等，其中汽油领域消费占比约 90%，其余化工领域占比约 10%。近年来，我国汽油消费量总体稳定，为 MTBE 构建坚实的需求基本盘，但由于新能源汽车快速发展带来的结构性冲击，2017 年以来我国燃油车销量持续下滑，未来随新能源汽车替代传统燃油车进程加快，或对汽油消费产生影响。据 Wind 数据，2025 年，国内汽油表观消费量为 1.47 亿吨，同比下降 2.48%；燃油车销量为 1,102 万辆，同比下降 11.43%。

图18：2025 年，国内汽油表观消费量同比下降

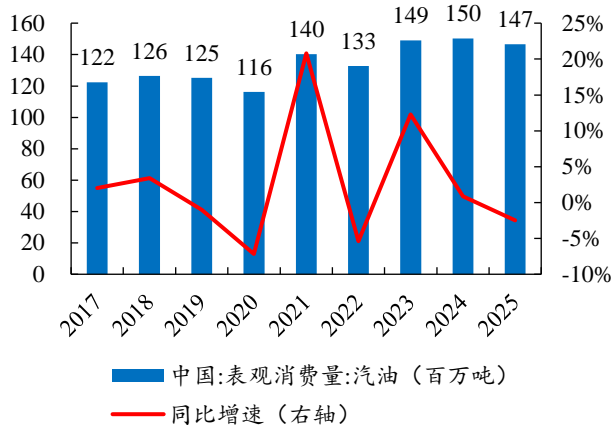
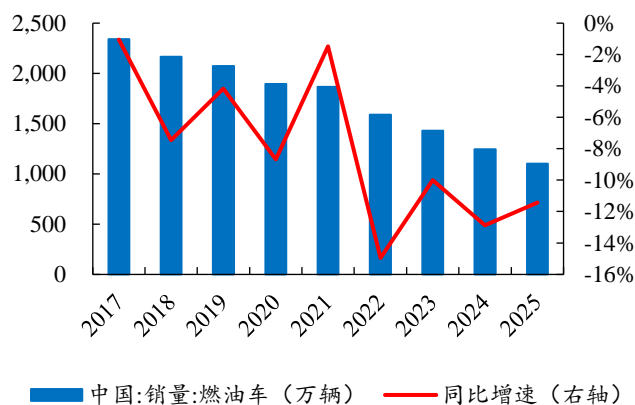


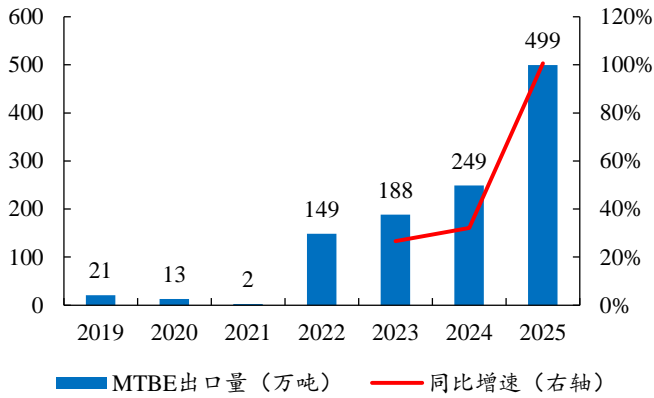
图19：2025 年，中国燃油车销量同比下降



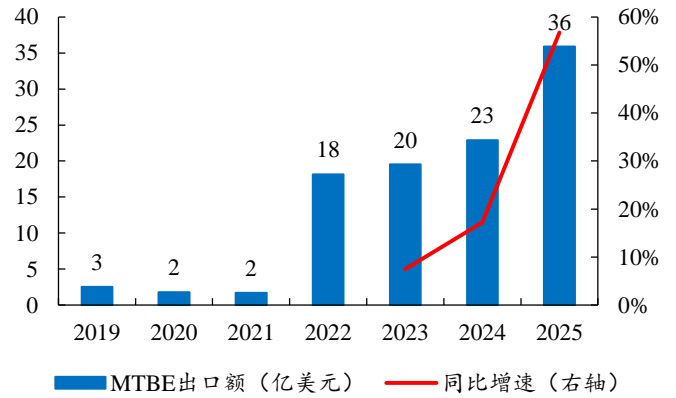
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

出口需求增加成为支撑 MTBE 行业景气度的重要因素。中国是全球最大的 MTBE 生产国和出口国，据百川盈孚数据，2025 年国内 MTBE 出口量 499 万吨，同比增长 101%，实现翻倍增长；出口金额 36 亿美元，同比增长 57%，在国内需求增速趋缓、产能持续扩张的背景下，海外市场已成为吸纳国内新增供给的关键渠道。近年来，公司凭借港口优势、原料优势，不仅与国内多家大型炼化企业和汽油调和商建立了长期稳定的合作关系，更积极拓展海外市场，产品已成功进入东南亚、中东、南美、欧洲等地区，为公司 MTBE 产品的消化和业绩增长提供了有力支撑。2025 年，公司 MTBE 产品集港出口实现突破，成功打通首单丁烷-MTBE 进料加工流程。未来公司 MTBE 出口业务有望持续放量，成为石化板块的重要增长极。

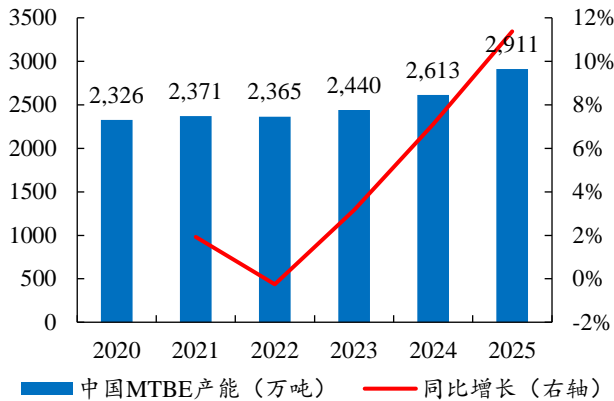
图20: 2025年, 我国 MTBE 出口量同比增长 101%


数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

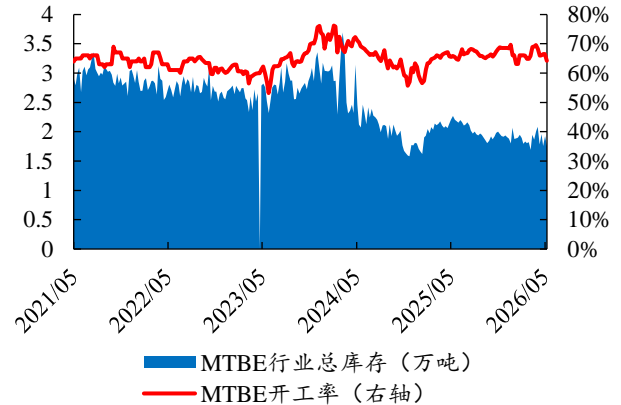
图21: 2025年, 我国 MTBE 出口额同比增长 57%


数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

2025年我国 MTBE 产能同比增长 11%，2026 年仍有部分拟建产能。2020-2022 年，我国 MTBE 行业产能增长相对缓慢，进入 2023 年后，行业扩能步伐逐渐加快，产能增速呈现持续上升态势。据卓创资讯数据，2025 年，国内 MTBE 总产能 2,911 万吨，同比增长 11%，实现产量 1,898 万吨，同比增长 19.9%，全年行业开工率约 65.2%，处于小幅上升态势。2026 年，国内仍有新建 MTBE 装置计划投产。截至 2025 年末，公司拥有 MTBE 产能 74.2 万吨，在山东省位居前列。

图22: 2025年, 我国 MTBE 产能同比增长 11%


数据来源: 观研报告网、卓创资讯、开源证券研究所

图23: 2026年5月8日, 我国 MTBE 开工率为 64%


数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

表9: 2026年 MTBE 仍有部分拟投产产能

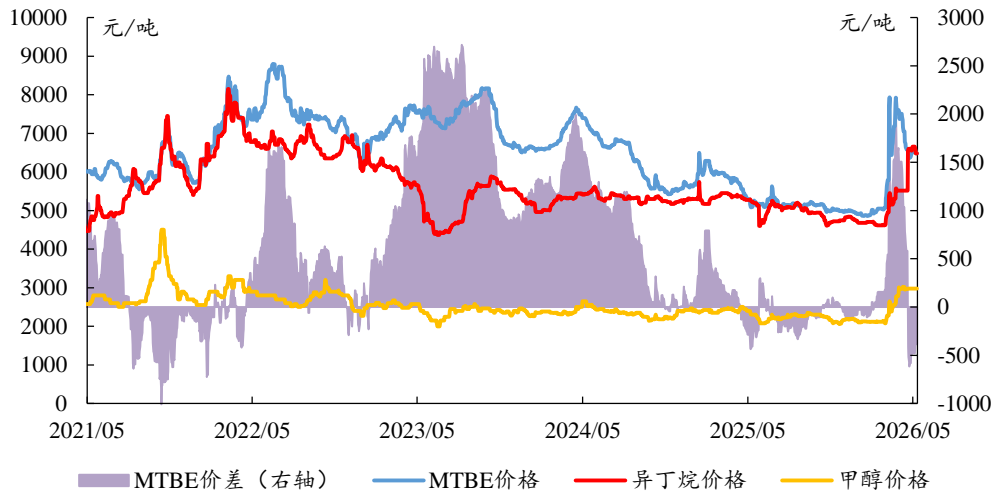
企业名称	工艺名称	产能	拟投产时间	企业性质	大区
陕西延长集团延安能源化工有限责任公司	烯烃异构	5	2026年1月	独立炼厂	西北
安徽中普石油能源有限公司	异丁烷脱氢	66	2026年2月	深加工	华东
振华新材料(东营)有限公司	异丁烷脱氢	66	2026年3月	深加工	山东
滨州大有新能源开发有限公司	烯烃异构	10	2026年4月	深加工	山东
独山子石化公司	气分醚化	8.25	2026年6月	中石油	西北

企业名称	工艺名称	产能	拟投产时间	企业性质	大区
华锦阿美石油化工有限公司	气分醚化	22.09	2026年6月	独立炼厂	东北
山东金诚石化集团有限公司	气分醚化	15	2026年6月	独立炼厂	山东
中国石油化工股份有限公司镇海炼化分公司	气分醚化	18	2026年6月	中石化	华东
中国石油大连石化分公司(西中岛)炼化一体化项目	气分醚化	15	2026年9月	中石油	东北
榆林海尔希能源科技有限公司	烯烃异构	15	2026年10月	深加工	西北
久泰能源(准格尔)有限公司	气分醚化	10	2026年12月	深加工	西北
河北鑫海化工集团有限公司	异丁烷脱氢	70	2026年12月	深加工	华北
宁夏盛泽能源科技有限公司	异丁烷脱氢	23.5	2026年12月	深加工	西北
浙江石油化工有限公司	气分醚化	30	2026年12月	独立炼厂	华东

数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

2025年MTBE市场价格震荡下行。2021-2023年，在汽油消费持续复苏的带动下，MTBE价格表现较好；2024-2025年，大量新建产能释放导致市场供给端竞争激烈，MTBE价格呈下滑趋势。据Wind数据，2025年，MTBE市场均价为5368元/吨，同比下降16.94%，价差在盈亏平衡线附近波动。2026年3月，在地缘冲突升级、成本强劲及需求回暖带动下，MTBE价格大幅攀升，之后由于油价回落、下游拿货心态谨慎，MTBE价格承压下行。2026年初至5月9日，MTBE市场均价为5941元/吨，较2025年均价上涨10.68%，平均价差为384元/吨，较2025年改善明显。

图24：2026年3月，MTBE价格大幅上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 PO/MTBE 联产工艺在行业内具有较强竞争力。MTBE 生产工艺主要有气分醚化、烯烃异构醚化、异丁烷脱氢、混合烷烃脱氢、PO/MTBE 联产等工艺，其中 PO/MTBE 联产工艺是目前行业内较为先进且具有显著竞争优势的生产技术。对比传统单产品路线，该联产工艺实现了原料的综合利用和资源的优化配置，可降低单位产品能耗、物耗，并减少“三废”排放，符合国家绿色化工和可持续发展的产业政策要求。公司在 MTBE 生产过程中，积极引进并消化吸收了 PO/MTBE 联产工艺的核

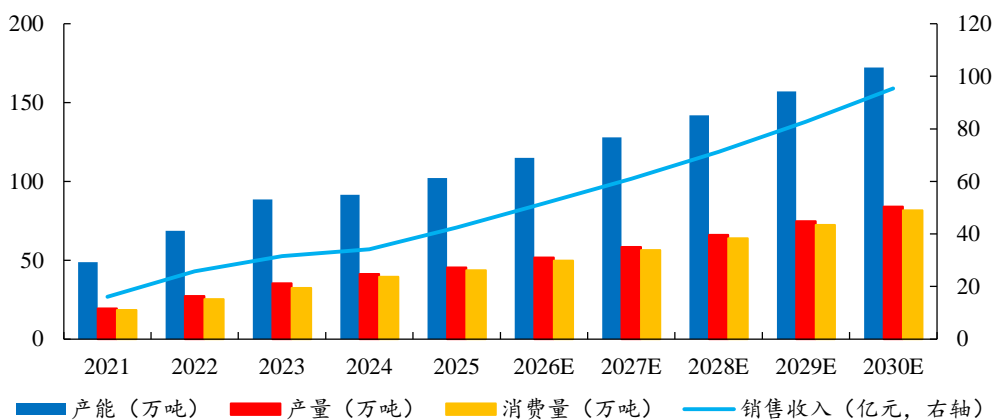
心技术，确保了 MTBE 产品的高纯度和稳定质量，同时在成本控制和环保达标方面均处于行业领先水平。我们认为，在行业供给分散且盈利普遍偏薄的环境下，公司等具备联产和原料协同优势的企业有望获得超额收益。

4、湿电子化学品：公司是国内 G5 级氢氟酸的主要供货商之一，未来产品矩阵有望逐步拓展

公司湿电子化学品板块主要产品为电子级氢氟酸。2025 年，公司电子级氢氟酸实现营业收入 6,340 万元，占公司总营收的 0.4%；产量 6,405 吨，销量 6,901 吨，平均售价 9,186 元/吨，首次实现满产满销。

2025 年，国内电子级氢氟酸行业呈现“产能快速扩张、高端仍需突破”的格局。电子级氢氟酸是芯片刻蚀和清洗的关键材料之一，需求受半导体和光伏拉动持续增长，但新增产能多集中于低端，导致低端产品结构性过剩、价格承压，而高端产品仍依赖进口，国产化率亟待提升。2021-2025 年，国内电子级氢氟酸的产能、产量及消费量复合年增长率分别为 20.3%、23.8%及 24.0%；销售收入由 2021 年的 16.05 亿元增长至 2025 年的 42.43 亿元，复合年增长率为 27.5%，未来其需求有望随着半导体制造规模的扩大而刚性增长。

图25：2021-2025 年，中国电子级氢氟酸的产能复合年增长率为 20.3%



数据来源：中国化工经济技术发展中心、弗若斯特沙利文分析、开源证券研究所

公司是国内 G5 级氢氟酸的主要供货商之一。根据用途及纯度的不同，电子级氢氟酸可分为 EL、UP、UPS、UPSS 及 UPSSS (semi G5 级)，其中，UPSSS (semi G5 级) 为最高级，主要应用集中于集成电路等高科技产业中的清洗、蚀刻等关键技术环节。截至 2025 年 12 月 31 日，中国约有 30 家电子级氢氟酸制造商，约有 10 家电子级氢氟酸 (semi G5 级) 供应商，公司电子级氢氟酸产品纯度高，关键杂质控制严格，是中国电子级氢氟酸的主要供货商之一。按 2025 年中国电子级氢氟酸 (semi G5 级) 产能计算，公司排名第六，市场份额为 4.4%；按产量计算，公司排名第五，市场份额为 8.5%；按销售收入计算，公司排名第五，市场份额为 9.6%。目前公司已向国内领先的半导体企业供应电子级氢氟酸产品，并出口日本、韩国、新加坡等海外市场，产品品质得到了客户的高度认可。

同时，公司积极搭建湿电子化学品平台，横向拓展产品矩阵。在电子级氢氟酸取得成功的基础上，公司正在投建蚀刻液、剥离液等高价值功能化学品的产能，并加速在电子级盐酸、氨水及硫酸等湿电子化学品领域的研发和生产布局。此外，2025年，公司完成湿电子化学品提纯平台、催化湿式氧化反应中试平台搭，电子级氯气中试项目通过专家验收。我们看好公司在电子化学品领域的持续深耕，未来随着湿电子化学品平台的完善和新产品的陆续推出，该板块有望成为公司新的业绩增长点。

5、盈利预测与投资建议

随着环氧丙烷、MTBE 等化工品价格上涨，以及未来公司 260MW 源网荷储一体化项目逐步落地节约电力成本，公司盈利能力有望上行。2025 年，公司氯碱板块凭借高度一体化的产业链、显著的成本优势和领先的市场地位实现稳定盈利；石化板块处于投产初期，且环氧丙烷、MTBE 价格处于历史较低水平，公司盈利能力尚未完全释放。我们预计 2026-2028 年，公司烧碱营业收入分别为 22.46、24.58、26.01 亿元，毛利率分别为 59.02%、59.19%、59.60%；环氧丙烷营业收入分别为 45.12、50.43、52.85 亿元，毛利率分别为 7.97%、11.50%、13.72%；MTBE 营业收入分别为 43.82、45.95、47.58 亿元，毛利率分别为 1.21%、3.69%、6.98%。

表10：公司业绩拆分与盈利预测

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
烧碱						
营业收入（亿元）	21.44	20.01	22.05	22.46	24.58	26.01
营收 YOY		-6.66%	10.21%	1.85%	9.45%	5.81%
营业成本（亿元）	10.52	9.89	9.65	9.21	10.03	10.51
毛利（亿元）	10.92	10.12	12.40	13.26	14.55	15.50
毛利率	50.95%	50.60%	56.23%	59.02%	59.19%	59.60%
环氧丙烷						
营业收入（亿元）	19.01	18.01	34.08	45.12	50.43	52.85
营收 YOY		-5.28%	89.25%	32.40%	11.77%	4.79%
营业成本（亿元）	19.01	18.71	34.41	41.52	44.63	45.60
毛利（亿元）	0.00	-0.71	-0.34	3.59	5.80	7.25
毛利率	-0.01%	-3.92%	-0.99%	7.97%	11.50%	13.72%
MTBE						
营业收入（亿元）	-	-	36.16	43.82	45.95	47.58
营收 YOY	-	-		21.20%	4.86%	3.54%
营业成本（亿元）	-	-	36.93	43.29	44.26	44.26
毛利（亿元）	-	-	-0.77	0.53	1.70	3.32
毛利率	-	-	-2.14%	1.21%	3.69%	6.98%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们选取万华化学（环氧丙烷龙头企业）、齐翔腾达（从事碳三碳四产业链深加工）、中泰化学（氯碱行业龙头企业）作为可比公司进行估值，截至5月28日收盘，公司2026-2028年PE均低于可比公司同期的平均PE。公司作为国内氯碱化工领军企业之一，传统氯碱业务盈利能力稳健，成为公司业绩的“压舱石”。随着北海基地碳三碳四项目的全面达产，公司石化板块有望充分受益于本轮化工周期景气上行，成为业绩增长的核心引擎。同时公司前瞻性布局湿电子化学品和新材料，并通过“北鲲计划”加速科技转型和国际化进程，未来长期成长空间广阔。我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为7.28、9.53、13.70亿元，EPS分别为0.35、0.46、0.67元，当前股价对应PE分别为15.8、12.0、8.4倍，维持“买入”评级。

表11：预计2026-2028年公司PE低于可比公司平均PE

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (摊薄/元)				PE (倍)			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600309.SH	万华化学	2,312	73.85	3.99	5.61	6.21	7.05	18.5	13.2	11.9	10.5
002408.SZ	齐翔腾达	147	5.18	-0.20	0.32	0.58	0.79	-	16.3	8.9	6.6
002092.SZ	中泰化学	121	4.67	-0.11	0.20	0.30	0.40	-	23.9	15.4	11.8
平均值								18.5	17.8	12.1	9.6
601678.SH	滨化股份	115	5.58	0.11	0.35	0.46	0.67	50.7	15.8	12.0	8.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1.除万华化学、滨化股份数据来自开源证券研究所外，其余公司盈利预测与估值来自Wind一致预期；2.估值数据以2026年5月28日收盘价为基础，并剔除负值。）

6、风险提示

宏观经济下行风险：公司产品多为基础化工品，下游应用与宏观经济景气度关联较强。若宏观经济下行，可能导致下游需求疲软，对公司产品销售和价格产生不利影响。

原材料价格波动风险：公司主要原材料如原盐、丙烷、原油等价格受市场供需、地缘政治等多种因素影响，波动较大。若原材料价格大幅上涨将影响公司盈利能力。

项目投产不及预期风险：公司规划建设260MW源网荷储一体化项目等，若项目建设进度不及预期，可能影响公司业绩增长的兑现。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3606	5086	5751	6150	6256
现金	759	2364	2758	2959	3098
应收票据及应收账款	487	793	860	897	925
其他应收款	30	95	51	106	58
预付账款	331	128	334	342	365
存货	1072	1357	1404	1499	1464
其他流动资产	928	349	345	347	346
非流动资产	19350	19174	21063	21472	21287
长期投资	2336	2185	2085	1994	1885
固定资产	9359	13541	14687	14891	14729
无形资产	1096	1246	1296	1359	1440
其他非流动资产	6559	2201	2995	3227	3233
资产总计	22956	24259	26814	27622	27543
流动负债	5664	7304	9586	10381	10045
短期借款	2429	2465	5196	6684	5428
应付票据及应付账款	1129	1938	2009	2087	2087
其他流动负债	2105	2901	2381	1699	2530
非流动负债	5910	4803	4439	3592	2577
长期借款	5428	4218	3854	3007	1992
其他非流动负债	482	585	585	585	585
负债合计	11574	12107	14024	13973	12622
少数股东权益	-1	632	623	612	596
股本	2058	2057	2057	2057	2057
资本公积	2825	2881	2881	2881	2881
留存收益	6627	6772	7286	7944	8881
归属母公司股东权益	11384	11521	12167	13037	14325
负债和股东权益	22956	24259	26814	27622	27543

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	486	2865	2268	1509	3764
净利润	219	223	720	941	1354
折旧摊销	817	1105	1143	1283	1385
财务费用	287	357	173	322	162
投资损失	-490	72	-102	-101	-72
营运资金变动	-349	1079	338	-924	943
其他经营现金流	2	29	-3	-12	-8
投资活动现金流	-1762	-727	-2915	-1573	-1111
资本支出	2019	829	3133	1783	1309
长期投资	16	-36	100	91	109
其他投资现金流	241	138	117	119	89
筹资活动现金流	904	-891	-1689	-1222	-1259
短期借款	2	36	2731	1488	-1256
长期借款	1901	-1209	-364	-847	-1015
普通股增加	0	-1	0	0	0
资本公积增加	-94	57	0	0	0
其他筹资现金流	-905	227	-4055	-1863	1012
现金净增加额	-371	1226	-2337	-1286	1394

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10228	14836	17309	18574	19444
营业成本	9478	13305	15128	15905	16229
营业税金及附加	98	108	204	209	235
营业费用	24	26	46	52	46
管理费用	393	450	595	691	752
研发费用	120	173	203	217	235
财务费用	287	357	173	322	162
资产减值损失	-158	-45	-160	-114	-169
其他收益	8	12	9	9	10
公允价值变动收益	5	4	3	3	4
投资净收益	490	-72	102	101	72
资产处置收益	-11	26	7	17	12
营业利润	156	336	914	1186	1704
营业外收入	3	30	15	16	16
营业外支出	36	23	29	26	28
利润总额	123	343	900	1176	1693
所得税	-96	120	180	235	339
净利润	219	223	720	941	1354
少数股东损益	-0	-3	-9	-11	-16
归属母公司净利润	219	225	728	953	1370
EBITDA	1423	1805	2350	2866	3455
EPS(元)	0.11	0.11	0.35	0.46	0.67

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	40.0	45.1	16.7	7.3	4.7
营业利润(%)	-67.7	115.7	172.3	29.8	43.6
归属于母公司净利润(%)	-42.8	2.8	223.3	30.8	43.9
获利能力					
毛利率(%)	7.3	10.3	12.6	14.4	16.5
净利率(%)	2.1	1.5	4.2	5.1	7.0
ROE(%)	1.9	1.8	5.6	6.9	9.1
ROIC(%)	5.3	2.2	4.3	5.3	7.2
偿债能力					
资产负债率(%)	50.4	49.9	52.3	50.6	45.8
净负债比率(%)	72.9	54.5	58.9	58.6	37.5
流动比率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	71.3	46.5	58.7	58.8	54.7
应付账款周转率	9.6	9.4	8.1	8.1	8.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.11	0.35	0.46	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	1.39	1.10	0.73	1.83
每股净资产(最新摊薄)	5.53	5.60	5.92	6.34	6.96
估值比率					
P/E	52.3	50.9	15.8	12.0	8.4
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	13.9	10.4	8.3	7.0	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

23 / 25

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R3（中风险），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C3、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C3、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。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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

	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（北交所基准指数为北证 50 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。

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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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

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

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

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