



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

关注涨价弹性、国产替代、超跌头部三大主线 ——化工行业2025中期投资策略

分析师：王强峰 S0010522110002 邮箱：Wangqf@hazq.com
刘天其 S0010524080003 邮箱：Liutq@hazq.com
潘宁馨 S0010524070002 邮箱：Pannx@hazq.com

2025年7月18日

华安证券研究所



投资建议

化工行业策略：挖掘供给收缩周期复苏，聚焦国产技术升级与头部企业左侧布局

1. 关注涨价弹性、国产替代、超跌头部三大主线

- **2025年全球宏观面临极大不确定性，在全球贸易格局重塑、化工资本开支放缓的情况下，我们建议关注三大确定性较高的投资主线：涨价弹性、国产替代、超跌头部。**24年化工品需求回升，成本推高价格指数，价差因压力收窄。截至25年6月24日，中国化工产品价格指数（CCPI）报收4212点，较2024年初的4622点下降8.87%，较今年年初的4329点下降2.70%，近五年历史百分位为31.90%。
- **关注供给波动带来的涨价弹性：**制冷剂二代配额加速削减、三代进入配额冻结期，供给端扩张严格，驱动主流产品价格持续攀升。原药价格指数触底反弹，高频率安全事故导致关键农药全球供应链中断风险骤增，突发性供给收缩成为价格修复关键催化。氨纶价格长期低于成本线行业普遍亏损，新增产能投放显著减缓，供给格局优化有望驱动价格回升。维生素24年价格大幅上涨全球供应趋紧格局延续。代糖行业受益全球减糖政策及健康意识提升，天然代糖渗透率持续提高合成生物学技术进步进一步拓宽发展空间。
- **国产替代方兴未艾布局正当时：**生物基材料：受国家政策大力扶持，企业加速技术突破与产业化，从生物基单体到复材制品的国产化生态逐步成形。AI服务器爆发性增长，电子级聚苯醚凭借优异介电性能成为关键材料，国内厂商实现技术突破并量产，进入头部供应链，国产替代提速。全球显示面板市场稳定增长，国内企业加速推进材料升级迭代及材料研发，国产化进程显著加速。润滑油添加剂国内企业加速技术突破，战略转型成效显著，多款高端产品通过国际认证，进出口结构逆转国产替代进入快车道。
- **超跌的头部企业进入左侧布局时机：**MDI行业具有高技术壁垒，全球产能高度集中，形成稳固的寡头垄断格局。政策严格控制新增产能，未来确定性扩产有限，经济逐步复苏行业龙头价值凸显。全球范围内烯烃原料呈现明显轻质化趋势，受益于原料结构变革趋势，掌握核心工艺和资源获取能力的企业迎来发展机遇。依托煤炭资源优势，具备先进煤气化技术和成本优势的企业在周期波动中展现出韧性。民爆用品行业准入门槛持续增高，政策严格控制新增产能，同时大力支持企业重组整合与技术升级，产业集中度持续快速提升，行业竞争格局显著优化，“强者恒强”趋势明确。



投资建议

化工行业策略：挖掘供给收缩周期复苏，聚焦国产技术升级与头部企业左侧布局

2. 围绕三大主线：涨价弹性、国产替代、超跌头部推荐相关标的

- 关注供给波动带来的涨价弹性：
 - 制冷剂：二代制冷剂配额加速削减，三代制冷剂进入配额冻结期，供给端扩张严格受限叠加空调需求旺盛驱动价格上行，建议关注【巨化股份】等；农化：安全生产事故频发引发全球农药供应链中断风险，供给突发收缩驱动景气修复，建议关注【扬农化工】【云天化】等；化纤：氨纶价格击穿行业成本线，产能投放显著减缓供需格局优化助力价格回升，建议关注【华峰化学】等；维生素及代糖：海外突发事件及减产导致维生素供应趋紧，全球减糖政策及合成生物技术推动天然代糖渗透率提升，建议关注【新和成】【百龙创园】等。
 - 国产替代方兴未艾布局正当时：
 - 生物基材料：政策强力支持产业升级，全产业链生态布局加速落地，成长空间广阔，建议关注【凯赛生物】等；AI应用材料：AI服务器需求激增驱动超低损耗材料升级，PPO等高端树脂国产化突破并导入头部供应链，建议关注【圣泉集团】【新宙邦】等；OLED材料：政策推动叠加技术优化，国产化进程加速，全尺寸渗透提速，建议关注【莱特光电】等；润滑油添加剂：国产品牌技术突破实现净出口，高端复合剂加速替代海外垄断市场，建议关注【瑞丰新材】等。
 - 超跌的头部企业进入左侧布局时机：
 - MDI：行业寡头格局稳固，供给端新增产能有限，龙头穿越周期能力凸显，建议关注【万华化学】等；轻烃化工：烯烃原料轻质化趋势显著，政策鼓励轻烃路线发展，资源与技术优势企业迎来机遇，建议关注【卫星化学】等；煤化工：“富煤”禀赋奠定战略地位，供给侧优化与成本优势塑造龙头韧性，建议关注【宝丰能源】【华鲁恒升】等；民爆用品：政策严控新增产能并推动整合，行业集中度快速提升，混装炸药等先进产能占比高的龙头受益，建议关注【易普力】等。

风险提示

- | | | |
|------------------|-----------------|----------------|
| 1、化工品价格大幅波动风险； | 2、行业及监管政策变化风险； | 3、不可抗力及安全生产风险； |
| 4、全球局部地区冲突加剧的风险； | 5、国家与地区贸易争端的风险； | 6、宏观经济大幅下滑的风险。 |



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

CONTENTS

01 化工有望结束下行周期，迎来三大主线投资机会

02 关注供给波动带来的涨价弹性

03 国产替代方兴未艾布局正当时

04 超跌的头部企业进入左侧布局时机

05 投资建议



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

化工有望结束下行周期，迎来三大主线投资机会

01

■ OPEC+限产与地缘风险共振，国际油价维持高位剧烈波动

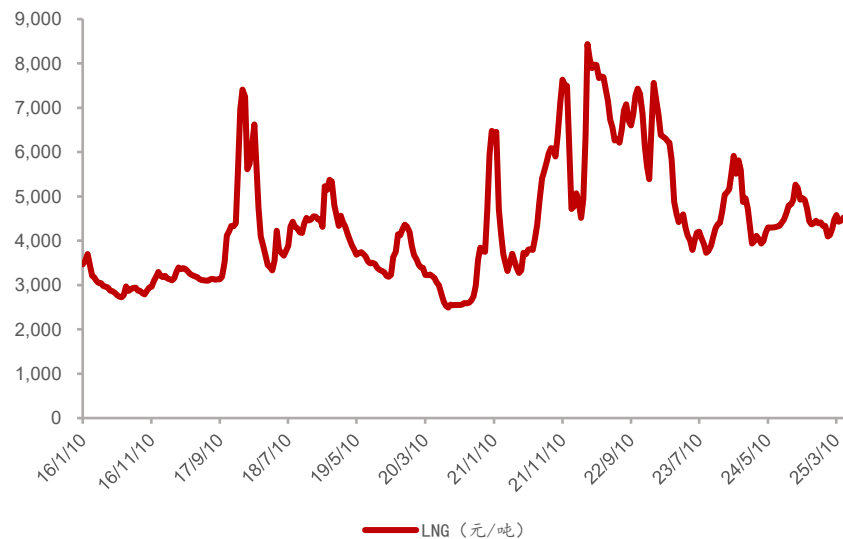
- **原油价格高位震荡，受地缘局势与供应政策双重驱动。**2024年OPEC+通过延长自愿减产协议至25年3月末，在供应端对油价形成托底支撑，全球经济复苏乏力削弱需求支撑。地缘冲突放大波动，加沙停火谈判反复与红海航运风险交织，美联储降息预期反复与美元走强，加剧市场短期震荡。截至25年6月23日布伦特期货结算价70.52美元/桶，较25年初下降-7.12%。
- **受全球库存高企、俄乌冲突下管道气供应波动及亚洲需求增速放缓影响24年天然气价格窄幅波动。**25年Q1欧洲寒潮、俄乌冲突及红海航运风险推升价格，但季末因暖冬需求疲软。截至25年4月30日，液化天然气（LNG）价格为4460.40元/吨。

图表1 2018-2025年5月原油价格走势



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表2 天然气价格2025Q1回升



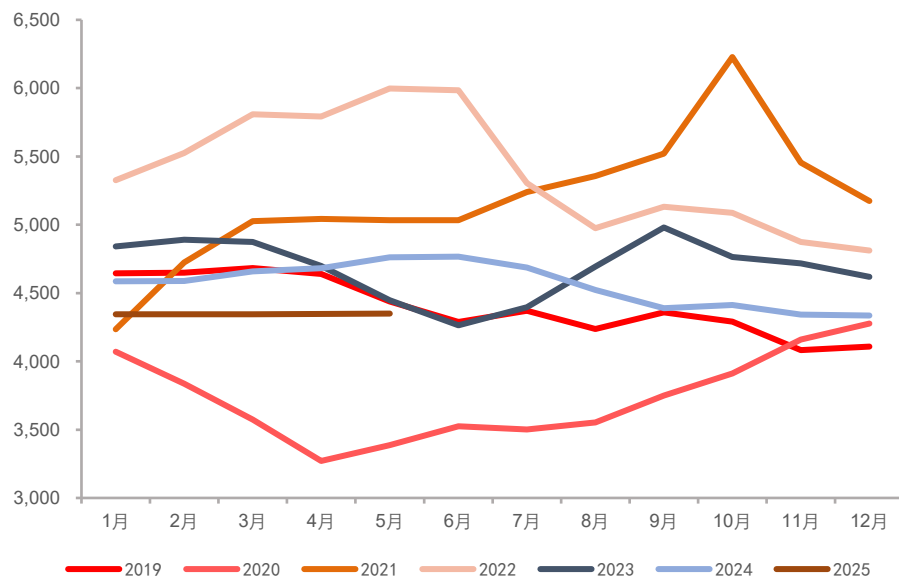
资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 化工品需求回暖CCPI指数有望回升

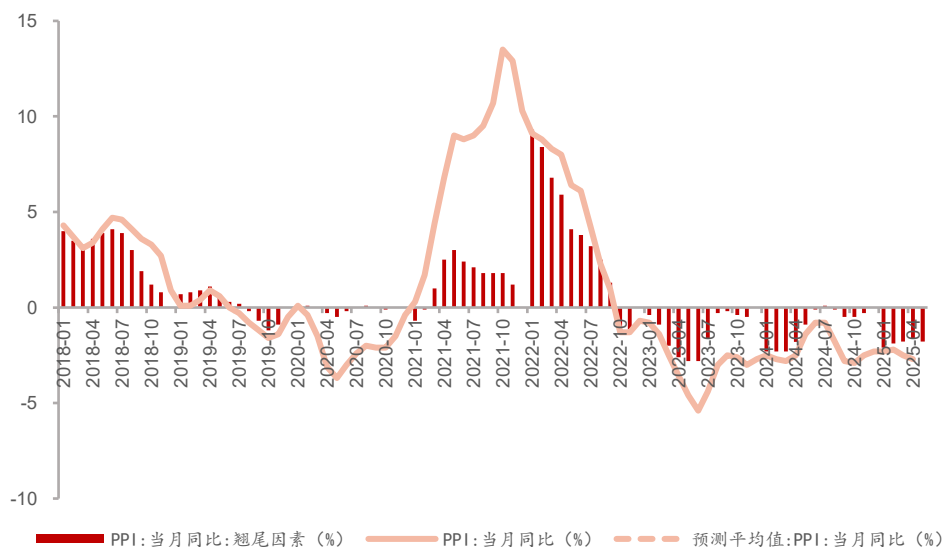
- **CCPI指数有望回升，PPI跌幅收窄。**24年化工品需求回升，成本推高价格指数，价差受成本压力影响有所收窄。截至25年6月24日，中国化工产品价格指数（CCPI）报收4212点，较2024年初的4622点下降8.87%，较今年年初的4329点下降2.70%，近五年历史百分位为31.90%。
- 上游原材料价格持续走弱叠加终端需求复苏乏力，25年4月PPI同比下降2.7%，降幅比上月扩大0.2个百分点。

图表3 2017-2025年5月化工品价格指数走势对比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表4 PPI走势及预测



资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 化工品价格有望逐渐修复

- **化工品行情分化明显，价格有望逐渐修复。**全球化工行业在能源结构转型与宏观政策调整中呈现分化格局。煤炭产能释放叠加新能源替代加速，基础化工成本压力边际缓解，化工品价格中枢逐步稳定，部分细分领域进入修复通道。其中：受新增产能集中投放影响，传统重资产化工行业仍处于弱周期震荡阶段；油气深加工产业链凭成本优势与高端化转型，盈利韧性持续凸显；电子化学品/可降解/新能源材料等依托技术迭代与政策红利，需求放量驱动盈利。

图表5 部分化工品2025年初至5月初价格涨跌幅

产品	市场指标	1.1价格（元/吨）	5.9价格（元/吨）	涨跌幅
环氧丙烷	市场均价	8130	7267	-10.62%
草铵膦	市场均价	47000	44300	-5.74%
环氧乙烷	市场均价	6930	6510	-6.06%
PX	市场均价	6935	6463	-6.81%
PVC	市场均价	7935	6668	-
丙烯	市场均价	6985	6500	-6.94%
己内酰胺	市场均价	10400	8600	-17.31%
己二酸	市场均价	8033	7033	-12.45%
PTA	市场均价	4820	4715	-2.18%
DMF	市场均价	4025	4125	2.48%
甲醇	市场均价	2289	2158	-5.72%
纯MDI	市场均价	18300	17300	-5.46%

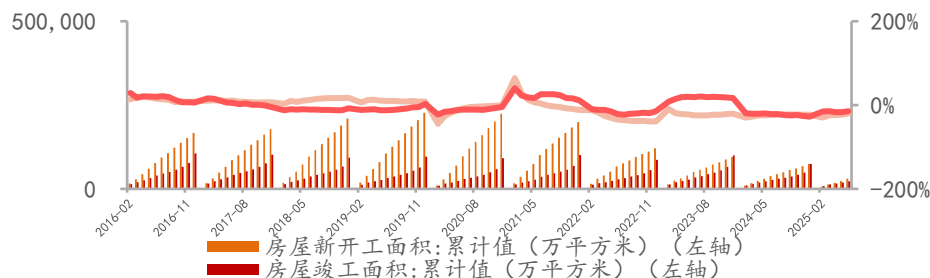
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所



■ 下游需求有望回暖，制造业复苏助力化工行业发展

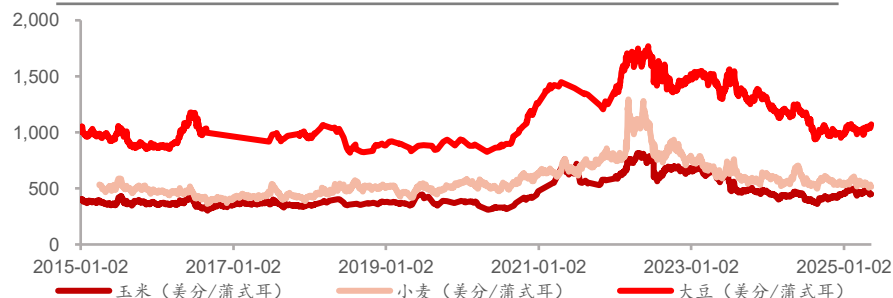
- 需求层面来看，制造业整体向好。房地产市场基本面筑底，在去库存等政策加持下有望触底反弹。25年1-3月，全国房屋新开工面积为12996.46万平方米，同比下降24.4%；全国房屋竣工面积为13060.27万平方米，同比下降14.3%。
- 国际农产品价格自2022年以来保持高位，现有所回调。国内汽车市场需求表现较为稳定，25年3月汽车产量为304.46万辆，较上年同期上升8.97%。25年3月，我国纺织业出口交货额为220.9亿元，同比增长9.14%。Q1国内制造业生产保持强势，在政策等因素带动下制造业有望进一步推动需求复苏，支撑化工行业发展。

图表6 房屋开工竣工面积累计值及同比



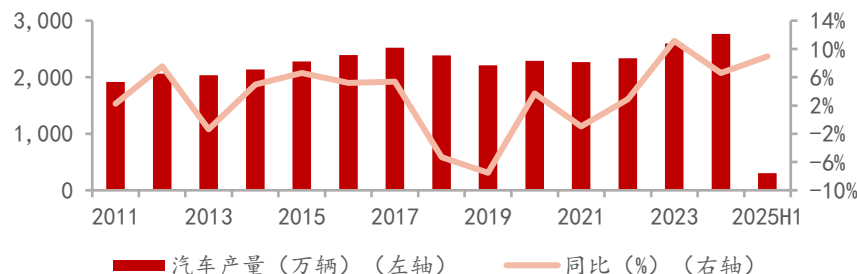
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表8 国际农产品实际市场价大幅拉升



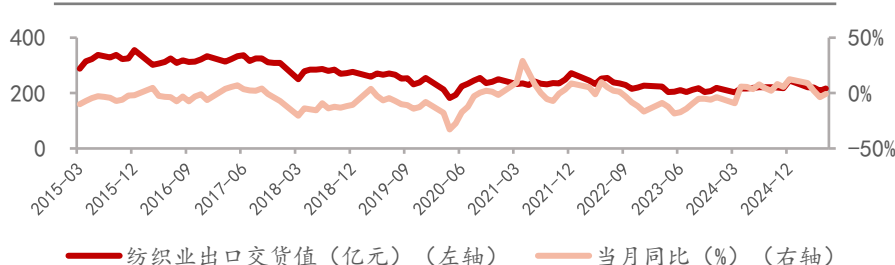
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表7 2011-2025Q1国内汽车产量及增速



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表9 国内纺织出口交货值及增速



资料来源: iFinD, 华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

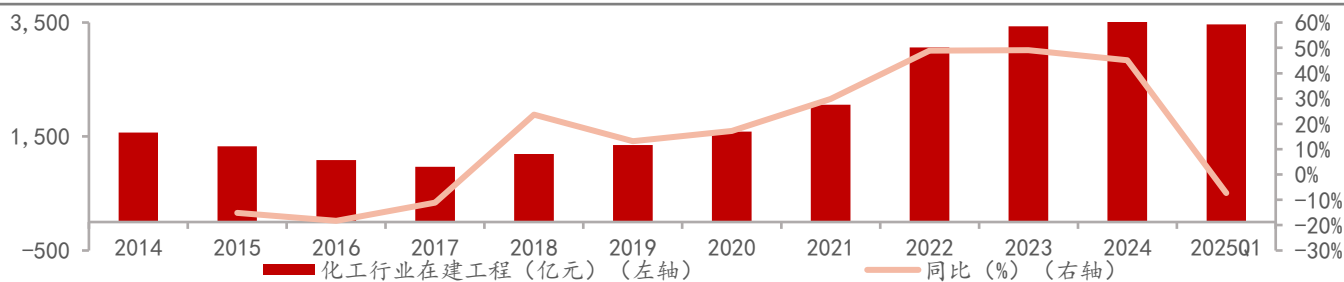
华安研究·拓展投资价值

■ 资本开支增速放缓，在建工程压力仍存

- 供给层面来看，化工品产能增速明显放缓。自2018年开始，化工行业进入扩产周期，24年大部分化工品产能增速明显回调。2025Q1在建工程为3467.76亿元，同比下降7.34%，供给端新增产能持续释放，整体供需格局仍等待改善。
- 细分子行业来看，2025Q1，化工子行业资本开支的同比增速中位数为-0.74%。24年资本开支增长趋势较快，涤纶、食品及饲料添加剂、其他塑料制品、煤化工、钾肥等子行业在建工程持续增长，25Q1涤纶、其他塑料制品同比增长超过100%。

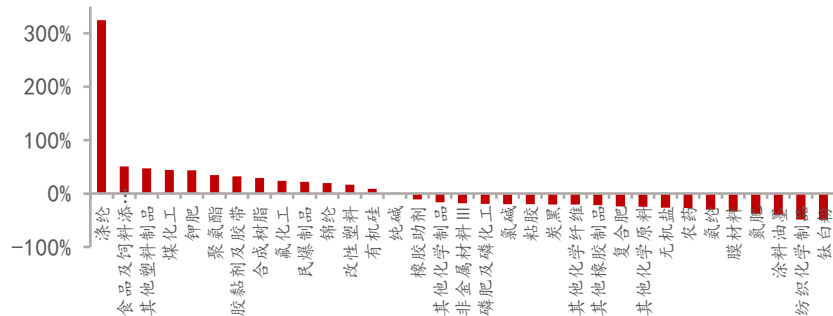
➤ 细分子行业来看，2025Q1，化工子行业资本开支的同比增速中位数为-0.74%。24年资本开支增长趋势较快，涤纶、食品及饲料添加剂、其他塑料制品、煤化工、钾肥等子行业在建工程持续增长，25Q1涤纶、其他塑料制品同比增长超过100%。

图表10 基础化工板块在建工程增速放缓

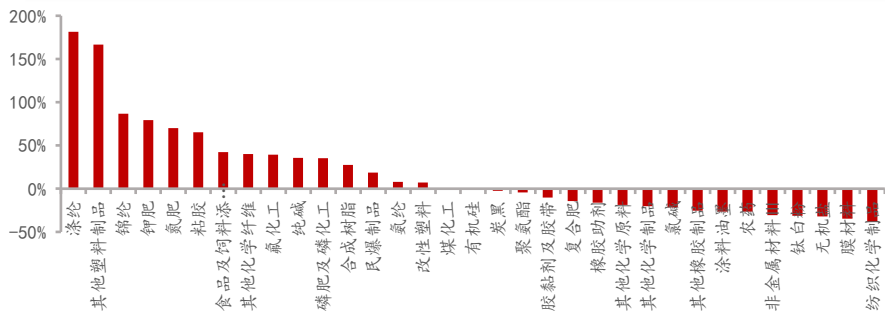


iFind, 华安证券研究所

图表11 基础化工子行业2024在建工程同比增速



图表12 基础化工子行业2025Q1在建工程同比增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

■ 部分主要化工品产能增速分化明显

图表13 部分化工品产能增速明显放缓

产品名	2017年 产能/万 吨	2018年 产能/万 吨	2019年 产能/万 吨	2020年 产能/万 吨	2021年 产能/万 吨	2022年 产能/万 吨	2023年 产能/万 吨	2024年 产能/万 吨	2025年 产能/万 吨	2018年 增长率	2019年 增长率	2020年 增长率	2021年 增长率	2022年 增长率	2023年 增长率	2024年 增长率	2025年 增长率	累计增长
R32	24	27	36	51	51	51	51	51	50	12.4%	31.3%	42.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-2.0%	109.5%
PC	88	119	153	180	195	296	348	348	384	36.0%	28.6%	17.6%	8.3%	51.8%	17.6%	0.0%	10.3%	297.7%
草铵膦	1	2	2	3	3	8	11	15	15	30.8%	26.5%	32.6%	17.5%	144.8%	37.8%	33.6%	0.0%	1061.5%
氨纶	75	78	86	95	100	114	133	124	144	4.3%	10.8%	9.6%	5.3%	14.6%	15.9%	-6.4%	16.2%	65.6%
PVC	3111	3239	3176	2615	2630	2771	2801	2831	2886	4.1%	-1.9%	-17.7%	0.6%	5.4%	1.1%	1.1%	1.9%	-9.0%
炭黑	735	776	795	800	848	843	860	871	947	5.6%	2.4%	0.6%	6.0%	-0.6%	2.0%	1.3%	8.7%	18.4%
磷酸一铵	2700	2840	2427	2299	2289	2320	2320	2203	2233	5.2%	-14.5%	-5.3%	-0.4%	1.4%	0.0%	-5.0%	1.4%	-18.4%
尿素	7972	7466	7467	7260	7234	6960	7211	7297	7647	-6.3%	0.0%	-2.8%	-0.4%	-3.8%	3.6%	1.2%	4.8%	-8.5%

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所



■ 库存维持高位，消费需求复苏迎来去库拐点

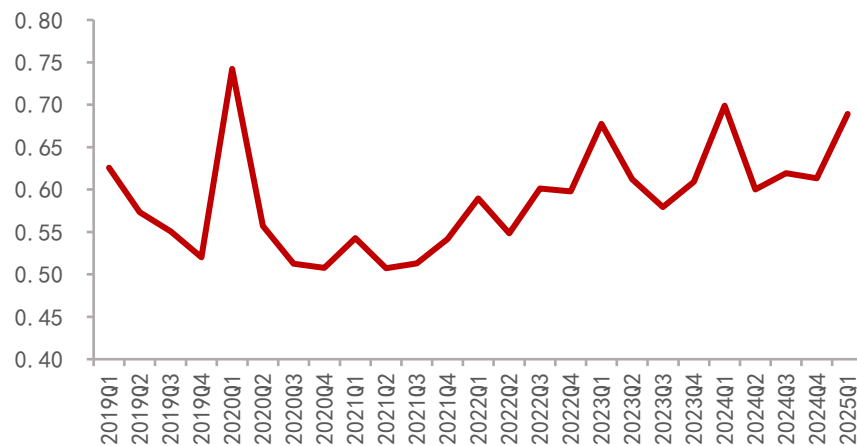
- 库存位于高点，消费需求的提振有望逐步缓解市场高库存的压力。2021年制造业需求复苏叠加上游原材料价格上涨，使得化工企业一直处于持续补库存的阶段，随着防疫政策放开，主要化学品总产量增长由负转正，目前化工品库存仍处于高点。未来随着消费复苏需求格局改善，有望迎来真正的库存拐点。
- 2025Q1，基础化工行业库存收入比为0.69，同比下降0.01%。

图表14 化学原料和化学制品制造业存货累计值



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表15 2019-2025一季度基础化工行业库存/营收情况



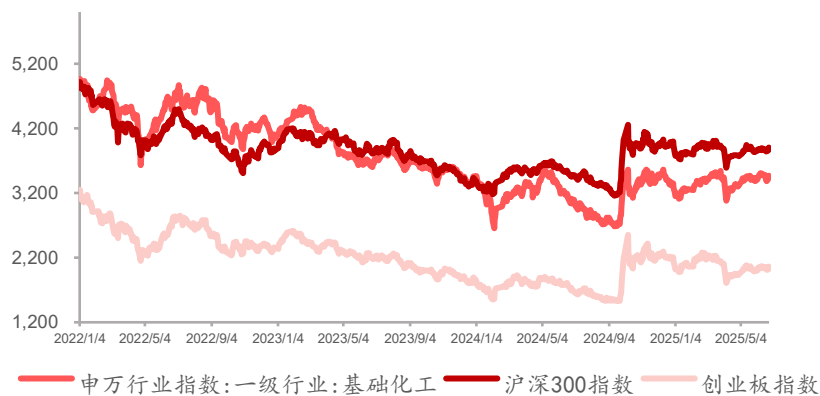
资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 化工板块指数有所回升，部分子行业增速领先

- 化工板块仍处低位，一季度以来有所回升，子行业有所分化。截至25年6月24日，化工（SW）、沪深300较年初涨跌幅分别为+7.99%、+2.19%，化工（SW）相对沪深300涨幅为0.181%。涨幅较大的子行业是粘胶、涂料油墨、无机盐、膜材料、复合肥等。
- 25年Q1化工行业业绩呈正增长趋势。23年经济复苏不及预期，化工行业整体业绩出现负增长。而24年以来随经济复苏带动消费回暖，化工行业业绩逐步修复，整体向好。

图表16 化工板块指数有所回升



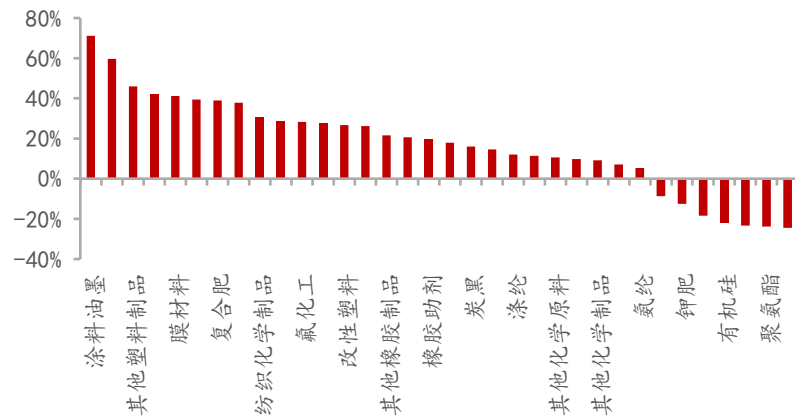
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表18 化工板块经营数据分析

类别	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
营业收入（亿元）	64724.60	86199.64	105411.14	102123.12	100359.42	24359.20
营业收入增速（%）	-18.39%	33.18%	22.29%	-3.12%	-1.73%	-4.44%
归母净利润（亿元）	933.83	2108.78	2001.65	1086.88	976.55	314.51
归母净利润增速（%）	134.26%	125.82%	-5.08%	-45.70%	-10.15%	12.66%

资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表17 截至2025年中期化工子行业表现显著分化



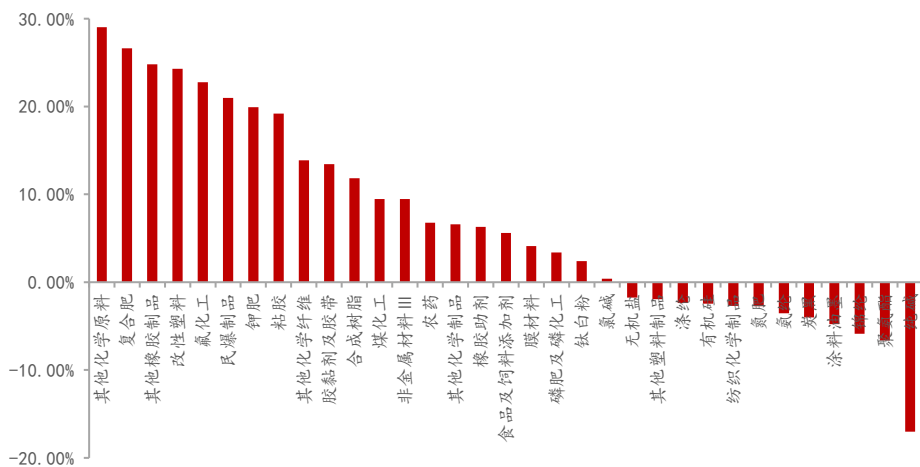
资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 化工行业业绩回升显现，子行业分化加剧

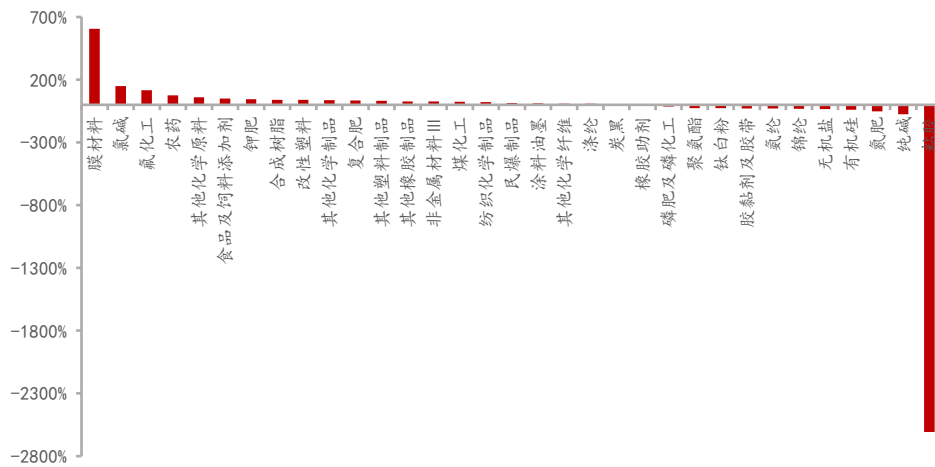
- **2025Q1其他化学原料、复合肥营收增速超25%。**2024年大部分子行业营收呈下降趋势，行业分化明显，其中改性塑料和氟化工营收增速超15%。25年Q1行业整体营收有所回升，子行业营收较24年变化明显，其中其他化学原料、复合肥、其他橡胶制品、改性塑料、氟化工、民爆制品营收增幅超20%。
- **2025Q1子行业归母净利润较2025年明显改善。**自2023年，受短期出口压力叠加地产/纺服/汽车等终端需求尚未显著修复、行业资本开支持续投放等因素影响，大多子行业盈利下降。25年一季度在原料价格上涨、下游消费回暖、供需格局改善等因素的加持下，子行业盈利明显回升，其中膜材料、氯碱、氟化工等行业增长超100%。但粘胶下降明显，同比下降均超-2000%。

- **2025Q1子行业归母净利润较2025年明显改善。**自2023年，受短期出口压力叠加地产/纺服/汽车等终端需求尚未显著修复、行业资本开支持续投放等因素影响，大多子行业盈利下降。25年一季度在原料价格上涨、下游消费回暖、供需格局改善等因素的加持下，子行业盈利明显回升，其中膜材料、氯碱、氟化工等行业增长超100%。但粘胶下降明显，同比下降均超-2000%。

图表19 化工子行业2025年一季度营业收入分化明显



图表20 化工子行业2025年一季度归母净利润同比增长出现分化



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFind, 华安证券研究所



■ 化工行业毛利及ROE有所回升

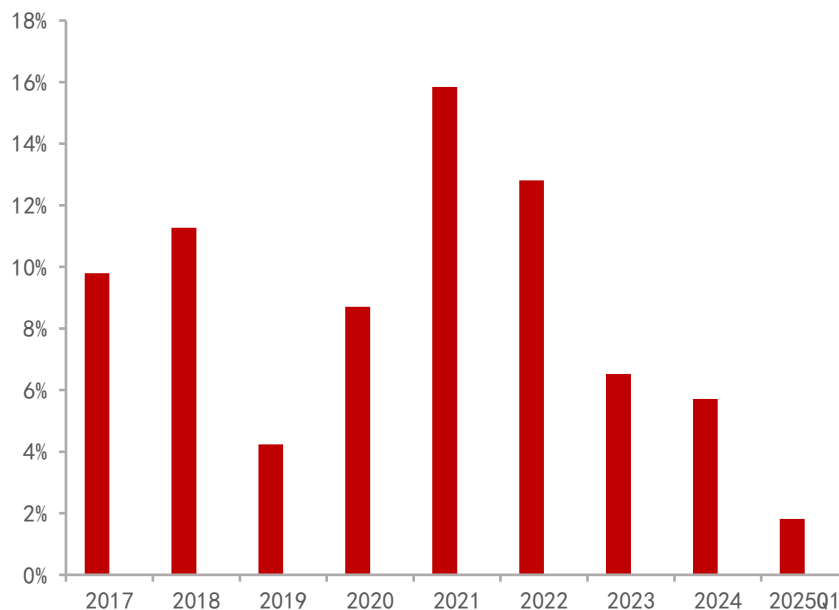
- 2025Q1行业盈利能力有所回升。
- 2023年，行业终端需求尚未显著修复，成本处于高位，部分子行业面临高成品库存的不利影响，化工板块盈利能力继续下滑。2025年Q1毛利率、净利率分别为16.65%、6.26%，同比上升0.25个PCT、0.39个PCT，行业盈利能力有所修复。

图表21 25Q1化工行业毛利率、净利率有所回升



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表22 2021年以来化工行业ROE有所下降



资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 基础化工行业毛利和周转率等指标有所上升，子行业分化

- 2025年Q1，基础化工毛利率同比+0.12pct，ROE、存货周转率同比分别+0.14pct、0.76pct，其中更多的子行业均呈增长态势。化工子行业中，2025Q1销售毛利率同比上升的子行业有18个，增幅前5的行业分别为氟化工、钾肥、氯碱、食品及饲料添加剂和膜材料。

图表23 2025Q1化工子行业销售毛利率、ROE、存货周转率变化

板块名称	销售毛利率(%)	毛利率变动(百分点)	ROE(摊薄)(%)	ROE变动(百分点)	存货周转次数(次)	存货周转率同比(%)
氟化工	24.85	8.13	2.73	1.18	1.29	-3.25
钾肥	51.55	5.22	3.43	0.82	1.12	32.04
氯碱	16.10	3.86	0.97	0.61	2.39	-7.48
食品及饲料添加剂	26.15	3.76	3.28	1.01	1.12	-6.04
膜材料	15.31	1.73	0.30	0.26	0.84	-2.11
其他塑料制品	12.01	1.55	1.24	0.29	1.20	1.28
合成树脂	23.76	1.32	2.36	0.58	0.90	-7.78
其他化学制品	14.13	1.15	1.11	0.28	1.35	2.03
炭黑	10.99	1.01	2.04	0.03	2.03	-8.81
农药	23.06	0.88	2.32	0.99	0.78	15.02
涤纶	6.24	0.78	1.16	0.10	1.96	-1.25
纺织化学制品	23.12	0.76	0.83	0.13	0.17	-2.52
其他化学原料	15.33	0.72	2.50	0.79	2.39	25.64
复合肥	13.96	0.66	3.34	0.63	1.22	17.61
煤化工	17.48	0.38	2.70	0.38	2.65	-3.20
涂料油墨	22.56	0.31	1.09	0.15	0.93	-7.74
非金属材料III	21.30	0.16	1.97	0.53	0.59	-10.21
基础化工	16.72	0.12	1.81	0.14	1.25	0.76
改性塑料	12.05	-0.24	1.46	0.35	1.48	10.80
锦纶	9.17	-0.36	0.59	-0.25	1.72	-19.25
橡胶助剂	21.83	-0.91	3.21	-0.18	1.35	-11.20
民爆制品	21.97	-1.08	1.34	0.08	2.30	17.48
其他化学纤维	14.79	-1.23	0.73	0.06	1.12	-4.74
其他橡胶制品	21.14	-1.25	0.27	0.06	0.18	17.26
胶黏剂及胶带	11.38	-1.41	0.64	-0.26	1.35	24.60
聚氨酯	15.54	-1.85	2.93	-1.26	1.42	-18.58
磷肥及磷化工	14.44	-2.14	2.17	-0.45	1.35	3.41
氨纶	12.90	-2.28	1.35	-0.68	1.14	-11.57
粘胶	11.77	-2.98	-0.60	-0.58	1.03	-7.12
有机硅	13.95	-3.27	0.84	-0.57	0.77	-10.50
氮肥	11.32	-4.06	1.03	-1.23	2.37	10.80
无机盐	21.61	-4.22	1.47	-0.83	1.84	3.29
钛白粉	17.64	-4.36	1.99	-0.73	0.94	1.76
纯碱	17.01	-9.09	0.68	-2.10	2.43	-23.93

资料来源：iFinD，华安证券研究所

华安证券研究所

■ 稳增长政策密集出台，国内需求有望回升

- 政策层面来看，“稳增长”政策密集出台，化工行业有望率先受益。2023年以来针对我国目前“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，政府部门密集出台多项“稳增长”政策，在短期稳增长方面保持定力，重点聚焦于偏中长期的房地产和地方债务防范化解风险。23年7月中央提出“房地产供求重大变化”后，又于24年4月提出“房地产去库存”，未来房地产行业有望回暖，经济整体走势稳中向好，化工行业或优先收益。

图表24 2023年以来政府“稳增长”等利好政策

时间	政策	内容
2023/3/24	证监会、发改委	首次将消费基础设施纳入REITs试点范围，推动扩募发行常态化、扩大市场参与主体范围加强二级市场建设。
2023/3/30	人社部	印发《关于2023年加力提升小微企业金融服务质量的通知》
2023/6/13	发改委、工信部、财政部、央行	联合印发《关于做好2023年降成本重点工作的通知》，进一步实行减税降费政策
2023/7/20	中共中央、国务院	《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》，也被称为“民营31条”
2023/7/24	发改委	印发《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知》
2023/7/31	发改委	印发《关于恢复和扩大消费的措施》，被称为“恢复和扩大消费20条”
2023/8/25	住建部、央行、金融监管总局	联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推出“认房不认贷”政策
2023/8/27	财政部、税务局	《关于减半征收证券交易印花税的公告》，提振资本市场活跃度
2023/8/31	国务院	出台《关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》
2023/8/31	央行、金融监管总局	联合出台《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》
2023/12/11	中央经济工作会议	积极的财政政策要适度加力、提质增效。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障；合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。 在民生方面，会议提出，要坚持尽力而为、量力而行，兜住、兜准、兜牢民生底线。更加突出就业优先导向，确保重点群体就业稳定。 会议提出全面贯彻明年经济工作的总体要求，要注意把握和处理速度与质量、宏观数据与微观感受、发展经济与改善民生、发展与安全这四组关系，不断巩固和增强经济回升向好态势。
2024/3/5	第十四届全国人民代表大会	发布2024年《政府工作报告》，将目标GDP增长速度下调了0.5个PCT，企稳蓄势，以进促稳。
2024/4/30	中央政治局会议	对财政政策和货币政策都提出了具体要求，提出“消化存量房产和优化增量住房”，即房地产去库存，宏观政策延续稳增长取向

资料来源：中国政府各部委官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



■ 能耗政策趋严，行业格局强者恒强

- **能耗政策趋严，行业竞争格局有望进一步优化。**2023年以来，国家和地方政府出台了多项与能耗和碳排放相关政策。主要内容包括：优化能源结构，保障能源供应安全，完善能耗、碳减排双控，构建产品碳足迹管理体系框架等。从长期来看，由于一些不达标的中小企业的退出，加速行业出清，行业集中度进一步增强，竞争格局进一步优化，同时，由于头部企业本身具有规模优势，预计“强者恒强”的趋势将逐渐形成。

图表25 2023年以来国家能耗与碳排放相关政策

日期	颁发机构	文件	概要
2023. 6. 18	工信部	《工业领域碳减排技术创新指南》	鼓励企业采用碳捕集利用与封存（CCUS）等先进碳减排技术，推动工业领域的低碳发展。
2023. 8. 22	发改委	《绿色低碳先进技术示范工程实施方案》	聚焦源头减碳、过程降碳、末端固碳三大重点方向，布局一批技术水平领先、减排效果突出、减污降碳协同、示范效应明显的项目。
2023. 11. 2	工信部	《绿色建材产业高质量发展实施方案（征求意见稿）》	提出2025、2027绿色建材领域两个阶段性目标
2023. 11. 6	发改委	《国家碳达峰试点建设方案》	规定了主要目标、试点名额和地区以及建设参考指标
2023. 11. 6	生态环境部	《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》	对2024年HFCs的生产配额、进口配额、内用生产配额进行了规定
2023. 11. 7	生态环境部	《甲烷排放控制行动方案》	规定“十四五”和“十五五”两个阶段性目标,填补我国减碳法规空白
2023. 11. 13	发改委	《关于加快建立产品碳足迹管理体系的意见》	部署了制定产品碳足迹核算规则标准、建设碳足迹背景数据库、建立产品碳标识认证制度、丰富产品碳足迹应用场景、推动碳足迹国际衔接互认等五方面重点工作
2023. 11. 16	北京绿交所	《温室气体自愿减排交易和结算规则(试行)》	对CCER交易、结算、信息管理、风险管理、行为监督、争议处理作出了规定。
2023. 11. 17	国家气候战略中心	《温室气体自愿减排注册登记规则(试行)》、《温室气体自愿减排项目设计与实施指南》	对CCER注册登记、项目设计和实施做了规定，提供方法学参考
2023. 12. 5	国家生态环境部	《全国排放源核查管理办法》	实施对重点排放源的常态化监控和核查，要求高排放企业定期上报排放数据，并接受第三方核查
2023. 12. 6	发改委	首批碳达峰试点名单	按照《国家碳达峰试点建设方案》工作安排，公布首批碳达峰试点名单，包括25个碳达峰试点城市和10个碳达峰试点园区
2024. 3. 18	国家能源局	《2024年能源工作指导意见》	将24年能源工作主要目标确定为：供应保障能力持续增强、能源结构持续优化、质量效率稳步提高
2024. 10. 25	发改委	《“十四五”期间推进工业领域节能降碳专项行动方案》	对高耗能行业的节能技术升级、清洁能源应用、碳排放管控等提要求

资料来源：中国政府各部委官网、华安证券研究所



■ 新材料的渗透率提升与国产替代提速

- **新材料渗透率与国产替代进程有望提升。**化工新材料作为基础性和支柱性战略产业，是高新技术的先导。当前，我国正处于加快推动制造业高质量发展的关键阶段，制造新需求和新模式对增材制造提出了更高的标准和要求。2023年以来，我国先后颁布及实施了《前沿材料产业化重点发展指导目录（第一批）》《产业结构调整指导目录》《关于推动未来产业创新发展的实施意见》等一系列新材料支持政策，以支持与鼓励多种前沿材料的发展。

图表26 2023年以来国家支持新材料产业的相关政策

发布时间	政策名称	重点内容解读
2023. 02	《2023年北京市高精尖产业发展资金实施指南（第一批）》	大力促进高精尖产业能级跃升，坚持分类分层精准支持企业创新发展，重点支持集成电路首流片、新材料首批次、医药产业化、新技术新产品推广等方向，提高产业创新能力。
2023. 02	《质量强国建设纲要》	强化企业创新主体地位，引导企业加大质量技术创新投入,推动新技术、新工艺、新材料应用，促进品种开发和品质升级。
2023. 07	《产业结构调整指导目录（2023年本，征求意见稿）》	鼓励低VOCs含量胶粘剂、环保型水处理剂，新型高效、环保催化剂和助剂，功能性膜材料，超净高纯试剂、光刻胶、电子气体、新型显示和先进封装材料等电子化学品及化学原料的开发与生产，微通道反应级数和装备的开发与应用。
2023. 08	《前沿材料产业化重点发展指导目录（第一批）》	涵盖了包括超材料、超导材料、单/双壁碳纳米管/二维半导体材料、负膨胀合金材料、高熵合金、钙钛矿材料、高性能气凝胶隔热材料、金属有机氢化物、金属基单原子合金催化材料、量子点材料、石墨烯、先进光学晶体材料、先进3D打印材料、液态金属等15种前沿材料。
2023. 12	《重点新材料首批次应用示范指导目录（2024年版）》	废止《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021年版）》，新目录自2024年1月1日起实施。
2024. 01	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	把握全球科技创新和产业发展趋势，重点推进未来制造、未来信息、未来材料、未来能源、未来空间和未来健康六大方向产业发展。
2024. 02	《新材料国际化行动方案》	提出加快制定新材料领域的国际标准，鼓励企业参与国际标准化工作，提升国内新材料企业的全球话语权该方案支持新材料产业融入国际市场，并通过标准化提升产品质量和竞争力。

资料来源：中国政府各部委官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

关注供给波动带来的涨价弹性

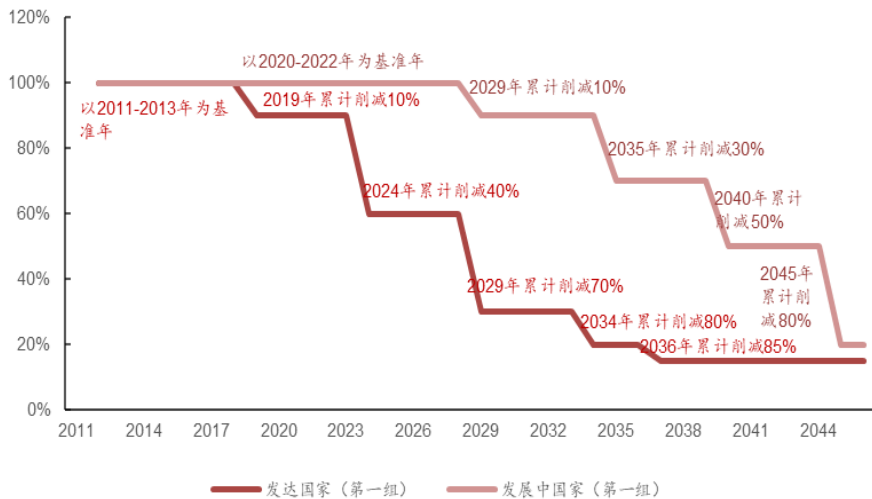
02

■ 制冷剂：制冷剂行业迎来上行周期，主流产品价格持续攀升

➤ 制冷剂行业景气上行，核心品类价格高位上涨。据百川盈孚，截至2025年6月19日，R22、R32、R125、R134a、R410a市场均价分别达到36000、52000、45500、48500、48500元/吨，本年涨幅分别达到9.09%、20.93%、8.33%、14.12%、15.48%。

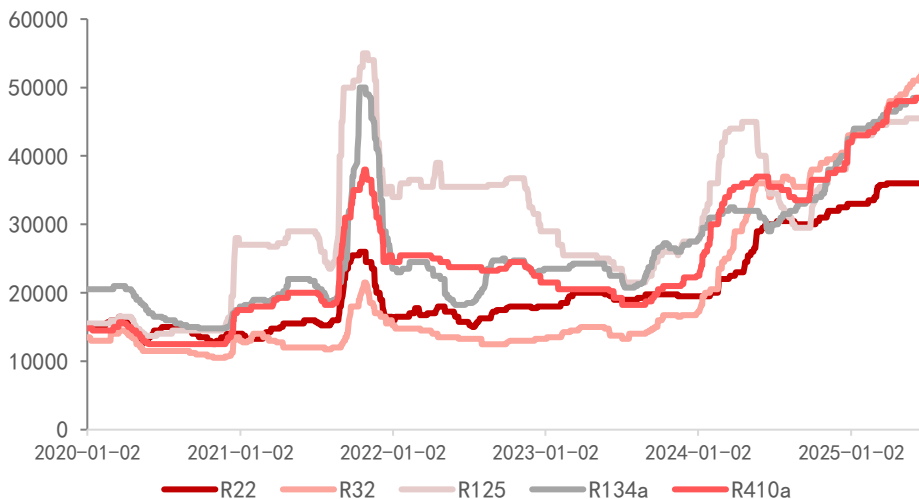
《蒙特利尔议定书》及其《基加利修正案》对制冷剂供给端进行了限制。根据协议内容，发达国家在2019年便开始了对三代制冷剂的削减，目前已经削减了10%的生产配额，计划到2036年削减85%配额；包括中国在内的第一组发展中国家计划以2020年-2022年为基准线年于2024年开始对三代制冷剂生产配额进行冻结，到2045年累计削减配额80%。按照《基加利修正案》有关规定，确定我国 HFCS 生产基线值为18.53亿tCO₂、HFCS使用基线值为9.04亿tCO₂。

图表27 三代制冷剂配额削减进程



资料来源：《蒙特利尔议定书》，华安证券研究所

图表28 主流制冷剂产品走势呈上涨趋势

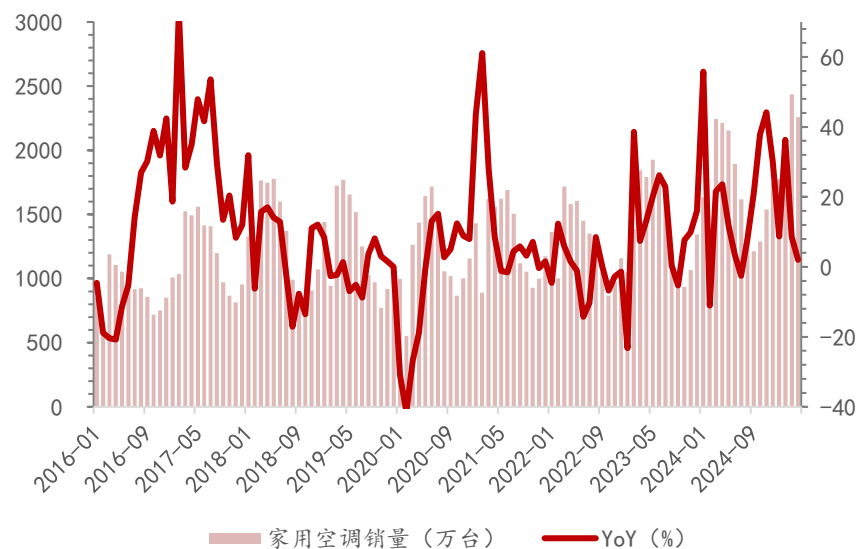


资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 制冷剂：制冷剂行业迎来上行周期，主流产品价格持续攀升

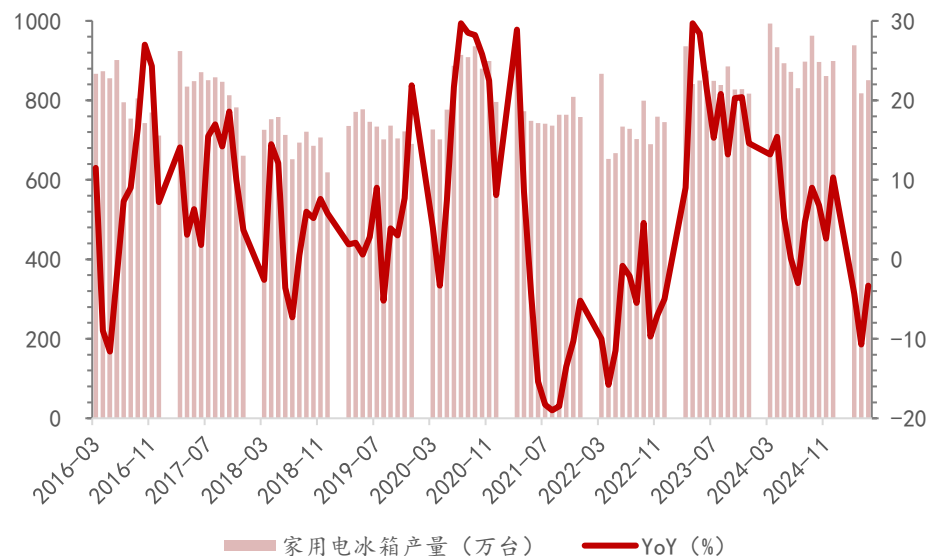
- **2025年制冷剂下游需求保持稳健增长，空调行业表现亮眼。**从下游应用端来看，制冷剂广泛应用于家用空调、冰箱（柜）、汽车空调、商业制冷设备等行业，下游行业的发展将直接影响氟制冷剂的需求。从需求结构看，家用空调占据制冷剂需求绝对比例。据iFinD数据显示，2025第一季度国内家用空调销量5887.33万台，相较24年同季度销量5106.51万台，同比增加15.29%。受益于全球高温天气频发、新兴市场消费升级以及国内“以旧换新”政策推动，空调产销量同比显著提升，带动制冷剂需求持续放量。

图表29 国内家用空调销量及增速



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表30 国内家用电冰箱产量及增速



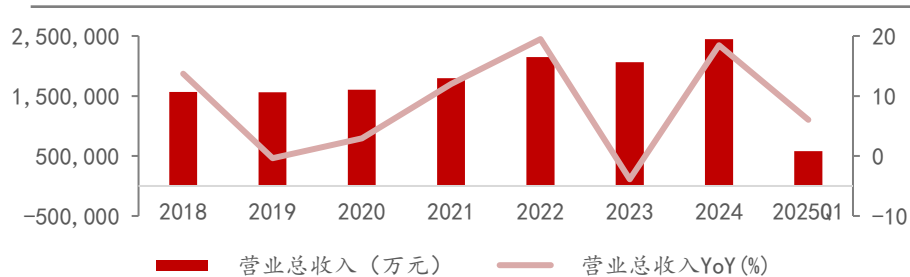
资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 巨化股份：制冷剂红利期已至，龙头企业充分受益

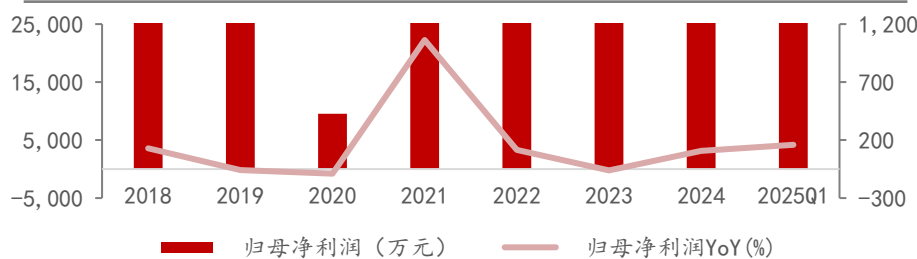
➤ 处于全球龙头地位，充分受益三代制冷剂价格上涨带来的业绩增量。2025年第一季度公司实现营业总收入58亿元，同比增长6.05%；归母净利润8.09亿元，同比增长160.64%；扣非净利润7.89亿元，同比增长173.94%。业绩实现大幅度增长。据百川盈孚，公司2025年制冷剂R32、R134a、R125产能分别为12万吨、6.8万吨、4万吨；分别在行业占比30.61%、29.11%、29.92%。由于第二代氟制冷剂（HCFCs）生产配额进一步缩减，第三代氟制冷剂（HFCs）实施配额管理，叠加去年行业库存消化充分及下游需求强劲，市场供需结构持续改善，推动产品价格稳步攀升，行业均价较去年同期显著上涨。

图表31 巨化股份营业收入大幅增长



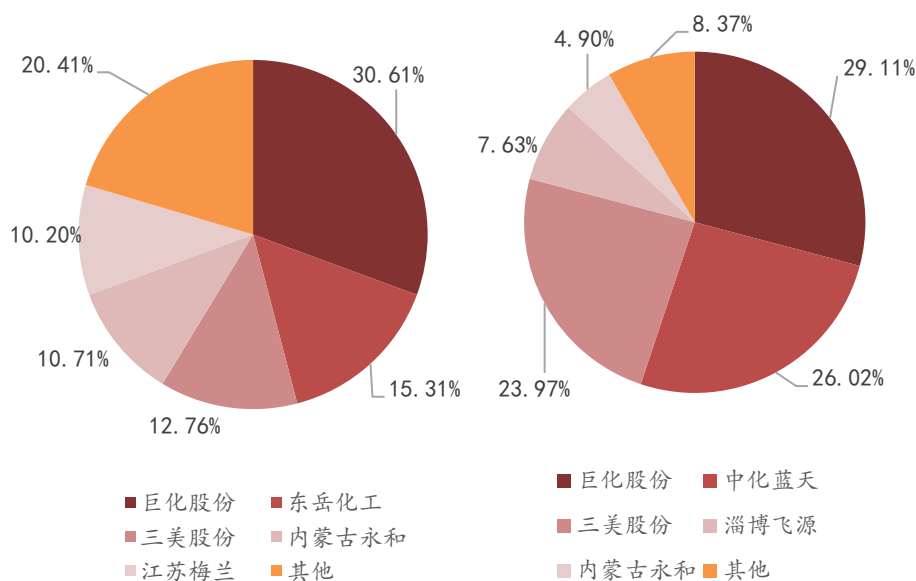
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表32 巨化股份归母净利润稳健提升



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表33 巨化股份R32、R134A产能均位居行业首位

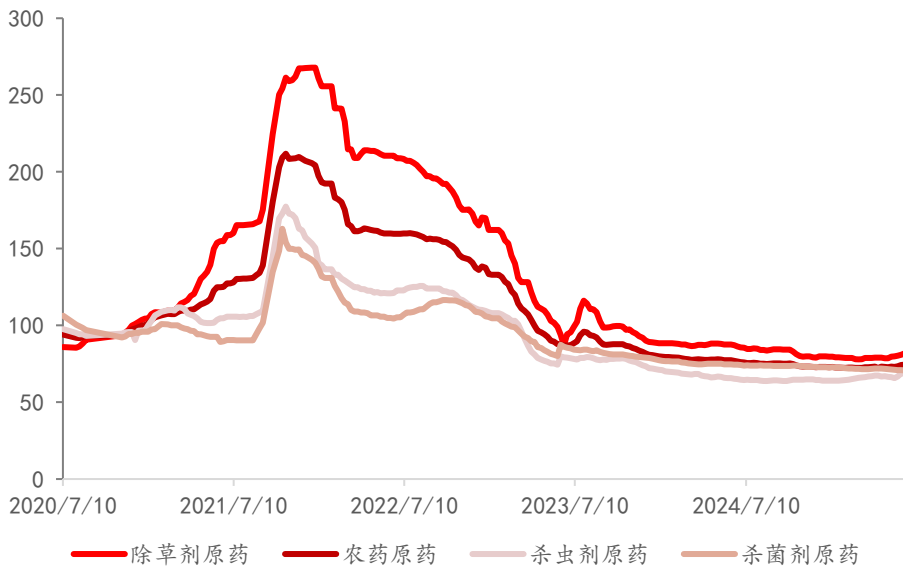


资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 农化：农药原药价格底部确认，供应突发收缩景气复苏

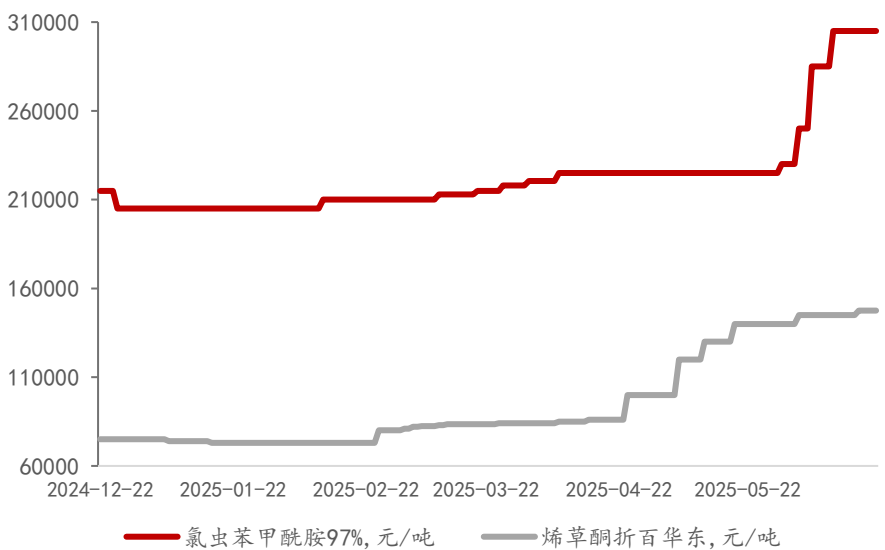
- 农药原药价格见底，行业景气度开始复苏。2025年以来，农药及部分品种的价格指数呈现触底反弹的趋势。据iFinD，截至2025年6月13日，除草剂、农药、杀虫剂、杀菌剂原药价格指数分别为81.80、74.50、68.82、70.70点，本年涨幅分别为2.56%、2.21%、7.46%、-2.70%；较去年同期涨幅分别为-6.18%、-3.23%、5.52%、-5.16%。
- 2025年1至5月期间，国内农化行业安全生产形势严峻，高频率事故频发。事故引发关键农药（氯虫苯甲酰胺、烯草酮）全球供应链中断风险，驱动相关市场价格异动。

图表34 农化原药价格走势下降（单位：点）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表35 安全事故引起相关产品价格急涨

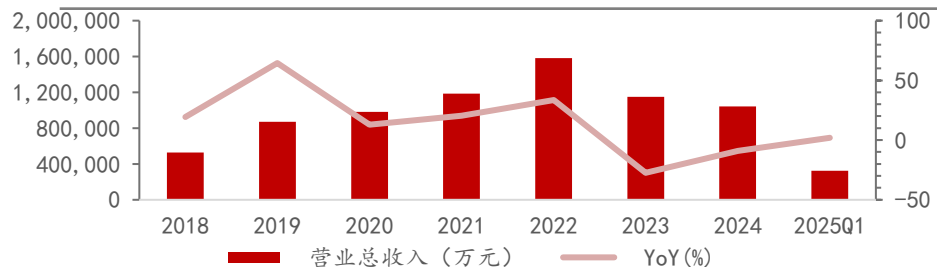


资料来源：iFinD，华安证券研究所

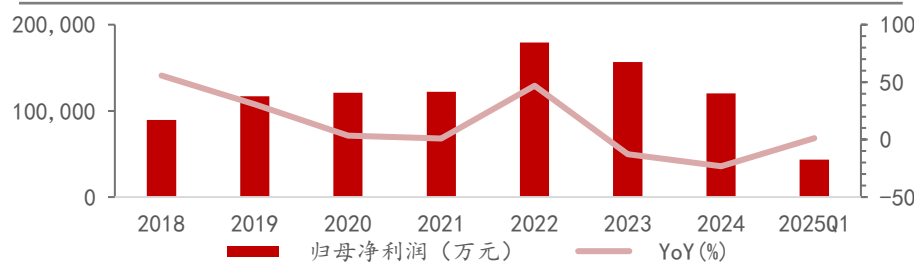
■ 扬农化工：业绩韧性恢复，行业景气修复

- 原药业务量修复提速，制剂业务表现亮眼，持续逆周期增长。2025年第一季度营收32.41亿元，同比+2.04%，环比+33.96%；归母净利润为4.35亿元，同比+1.35%，环比+146.77%；实现扣非归母净利润4.30亿元，同比+0.83%，环比+144.46%。2025年Q1公司原药业务实现营业收入18.06亿元，同比增加4.75%，实现销量2.87万吨，同比增加14.82%，平均售价为6.30万元/吨，同比下降8.77%。公司制剂业务实现营业收入8.71亿元，同比增加1.10%，实现销量1.54万吨，同比增加2.77%，平均售价为5.66万元/吨，同比下降1.63%。

图表36 扬农化工业绩趋势向好

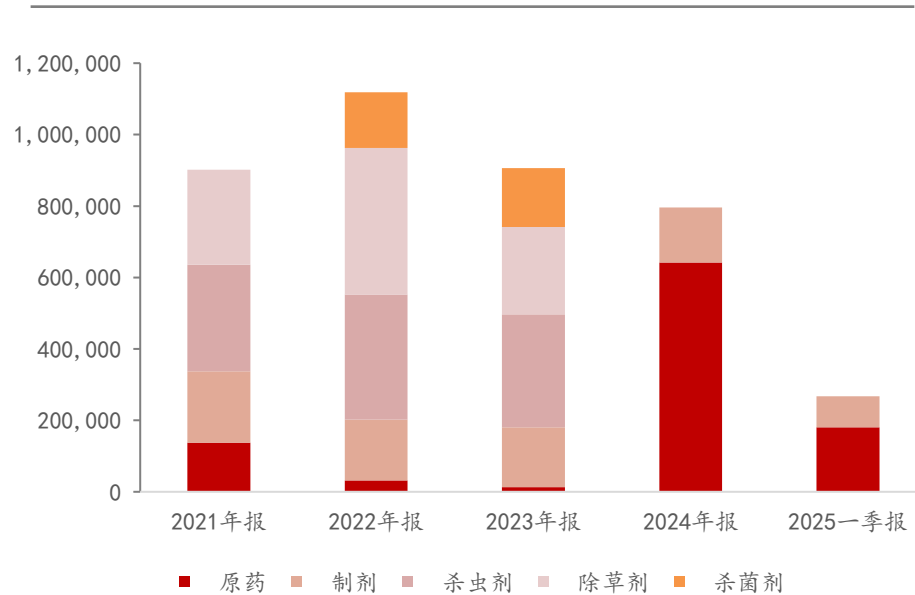


图表37 扬农化工业绩韧性恢复



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表38 公司各品类营业收入占比（单位：万元）

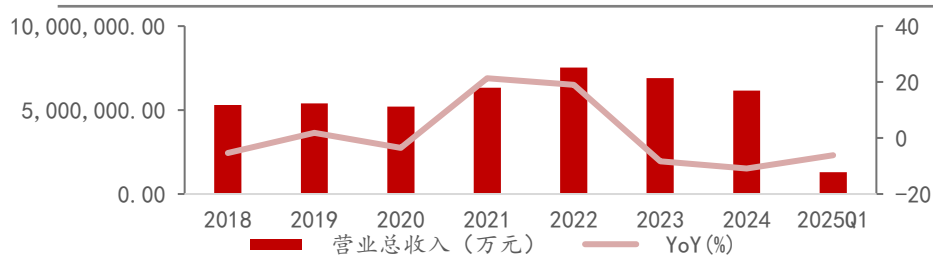


资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 云天化：国内磷肥核心，上游配套支撑业绩表现稳健

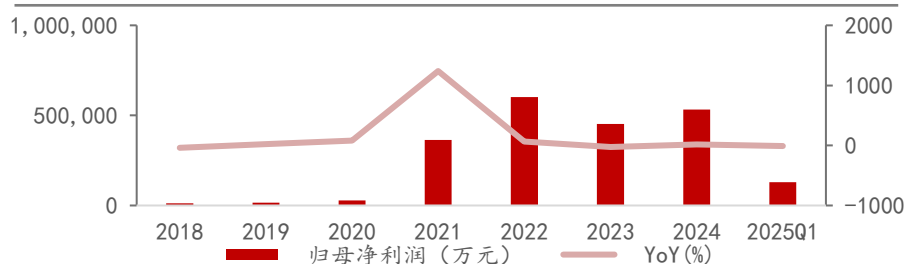
- 国内磷肥核心企业具备磷矿石与煤炭核心资源高度自给能力，纵向一体化成本优势显著。2025年第一季度公司实现营业收入130.04亿元，同比下滑6.16%、环比下滑12.21%；实现归母净利润12.89亿元，同比下滑11.65%、环比增长41.85%；实现扣非归母净利润12.70亿元，同比下滑11.50%、环比增长50.25%。公司产能方面，发挥磷矿煤炭资源禀赋优势，充分发展化肥及精细化工。截至2024年年报，公司拥有磷肥产能555万吨，尿素产能260万吨（云南120万吨、内蒙古80万吨、青海60万吨）；饲料级磷酸钙盐产能50万吨，其中MDCP产能45万吨/年，单套规模国内第一；聚甲醛产能国内前列。

图表39 云天化业绩表现稳健



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表40 云天化归母净利润增速稳定



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表41 25Q1主要产品产销量及收入情况

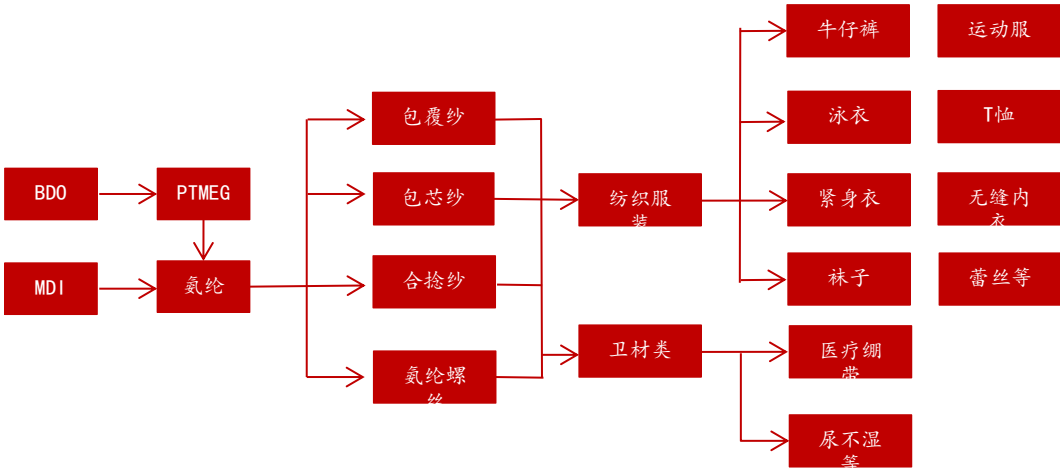
主要产品	产量 (万吨)	销量 (万吨)	营业收入 (万元)
磷肥	122.06	127.73	392321.79
复合（混）肥	51.13	52.53	150086.88
尿素	75.7	75.35	129875.42
聚甲醛	3.13	2.49	28824.18
黄磷	0.81	0.62	12865.2
饲料级磷酸氢钙	15.01	12.68	49320.1

资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 氨纶：消费升级驱动氨纶需求，近5年复合增速约8%

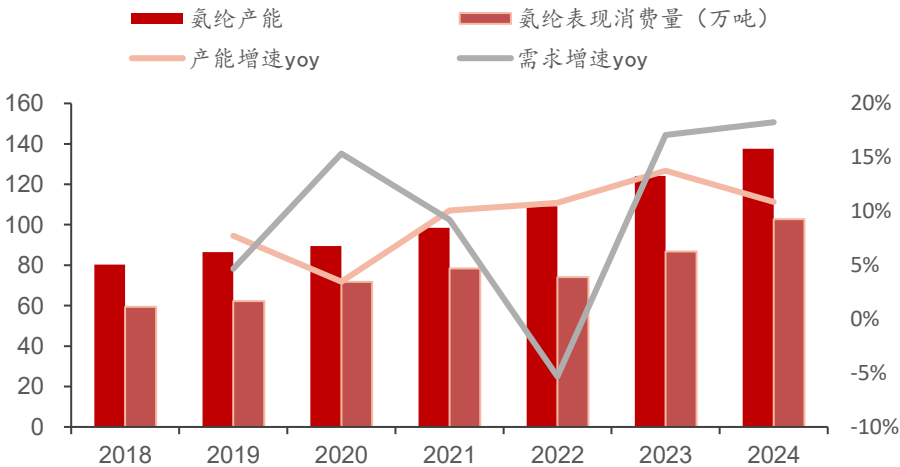
- 氨纶具有极佳的弹性，且强度比乳胶丝高2-3倍，线密度也更细，并且耐化学性也更强，主要应用在纺织服装领域以增加织物的弹性和舒适性。一般根据不同产品的使用性能来调整氨纶的含量，一般而言，弹力要求越大，氨纶添加量越多。
- 随着服装消费的不断升级，预计未来氨纶在服装面料中的渗透率将持续提升。2024年氨纶产能138万吨，消费量为103万吨，同比增长18%，其需求增速高于其他化纤的自然增速。2019-2024年，氨纶需求复合增速为10.55%，氨纶在织物中的使用比例还有非常大的提升空间。

图表42 氨纶产业链情况



资料来源：百川资讯，华安证券研究所

图表43 氨纶产能及表现消费量（万吨/年）

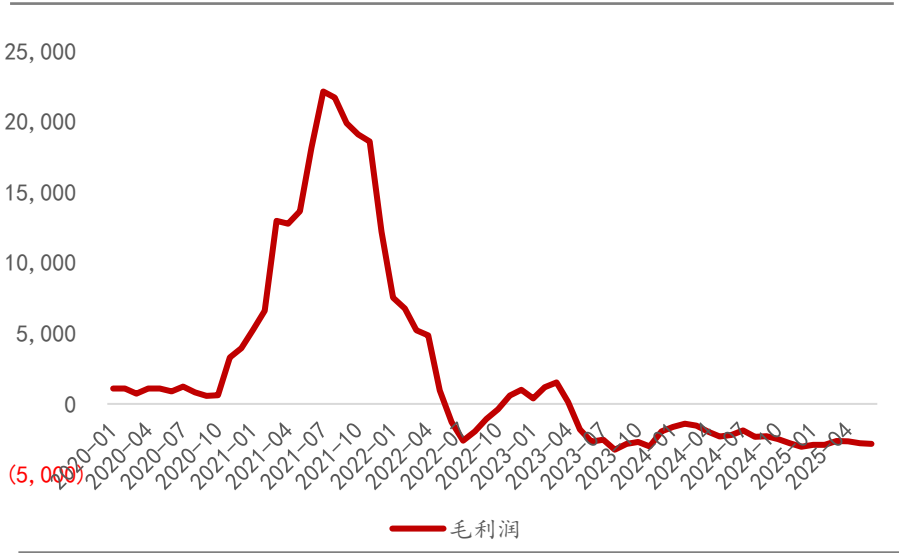


资料来源：百川资讯，华安证券研究所

■ 氨纶：供给端逐步放缓，氨纶价格有望回升

➤ 经过两年多时间的调整，氨纶价格已击破大部分企业的盈亏平衡线造成行业亏损，位于2020年1月以来的历史极低水平。随着2026年产能投放减缓，氨纶价格有望逐年回升。

图表44 氨纶行业毛利（元/吨）



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表45 2025年氨纶企业预计新增产能

2025年预计新增产能（万吨）	
华峰化学	3.0（已投产1.5）
晓星（宁夏）	3.6（已投产1.8）
银川滨河恒意	3.0

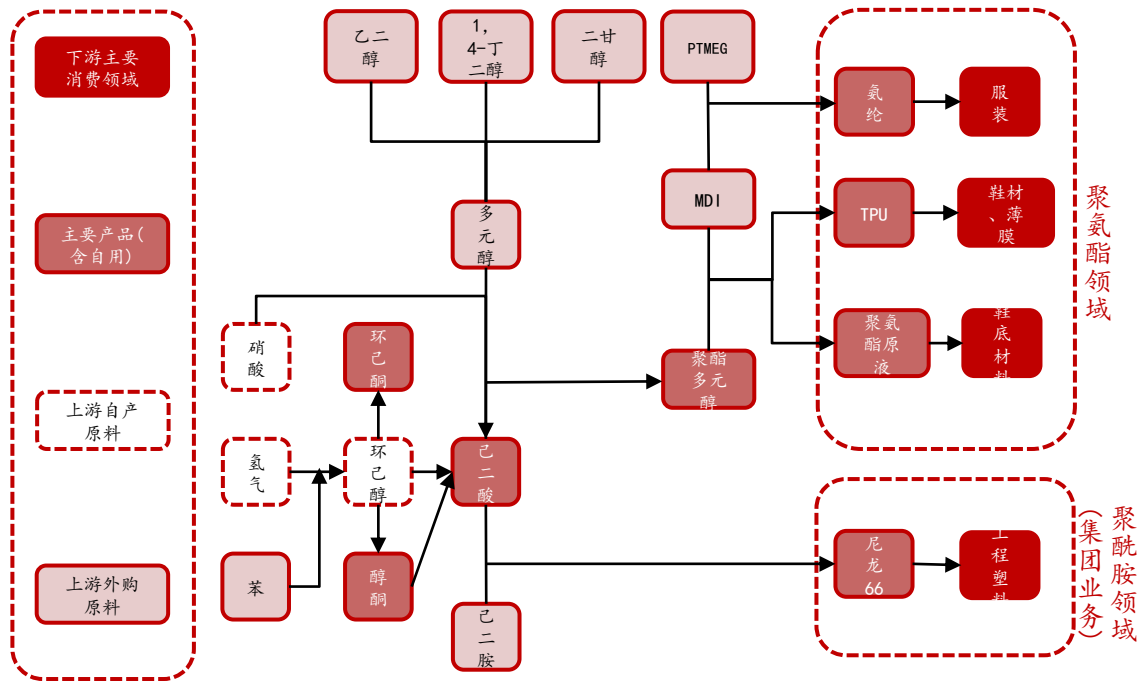
资料来源：百川资讯，华安证券研究所



■ 华峰化学：成本领先全行业，盈利韧性强，价格反转后或有较大弹性

- 华峰化学以量补价，较同行业盈利韧性强。公司在原料成本、能源、折旧方面均较同行业有显著成本优势，公司重庆基地仍有15万吨差别化氨纶产能在建，将逐步释放带来增量，待氨纶价格回升后将有较大弹性。

图表46 华峰化学产业链图



图表47 华峰化学现有及在建产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能
氨纶	32.5万吨	109.98%	15万吨
己二酸	135.5万吨	94.96%	/
聚氨酯原液	52.0万吨	68.17%	/

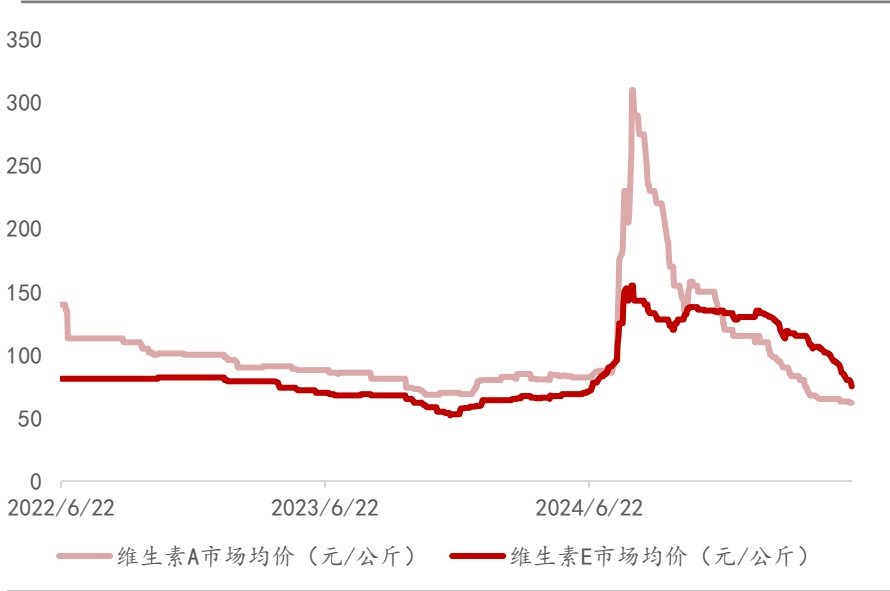
资料来源：公司公告，百川资讯，华安证券研究所

资料来源：华安证券研究所整理

■ 维生素及代糖：突发事件驱动VA/VE价格上涨，天然代糖开启广阔空间

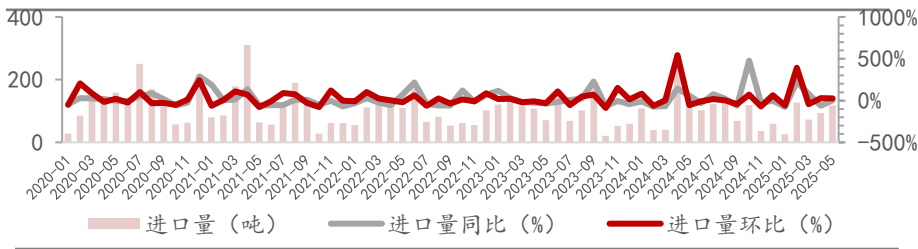
➤ 受海外突发事件影响，2024年VA、VE市场价格大幅上涨。据百川盈孚，2024年国内VA市场均价126.02元/千克，较2023年均价84.71元/千克上涨48.76%；VE市场均价97.04元/千克，较2023年均价70.04元/千克上涨38.56%。截至2025年6月20日，国内VA、VE市场价格分别为62、75元/千克，较年初分别下降48.33%、43.61%。中国在全球维生素市场中的份额持续增长，至2024年已达到约86%。受资金压力、原材料供应限制以及战略调整等因素影响，2024年海外维生素生产企业产量出现下降。巴斯夫德国工厂发生的爆炸事件加剧全球维生素供应趋紧的局面，成为推动行业摆脱前期低迷状态的关键催化因素，行业领导企业的盈利能力因此得到显著回升。

图表48 2024年VA、VE市场价格大幅上涨



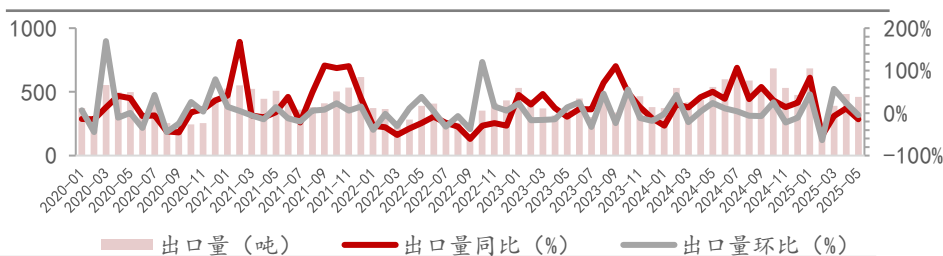
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表49 近年中国维生素A进出口水平提升



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表50 近年中国维生素A进出口水平提升

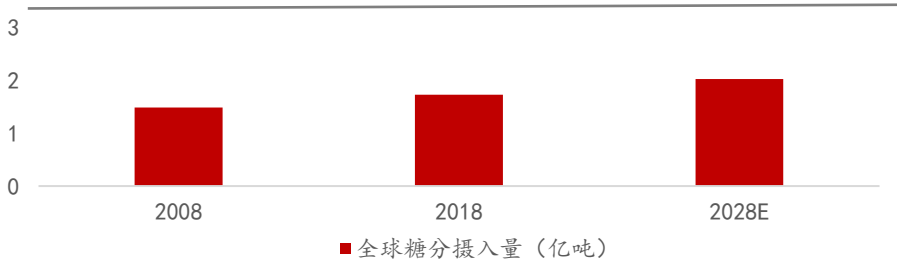


资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

■ 维生素及代糖：突发事件驱动VA/VE价格上涨，天然代糖开启广阔空间

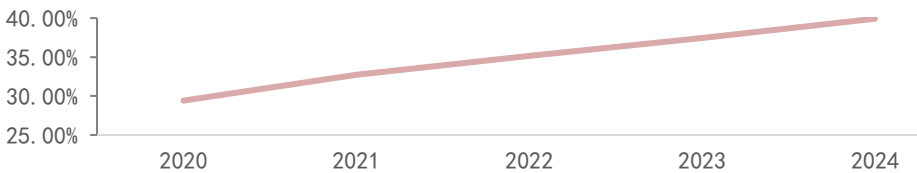
➤ 受海外突发事件影响，2024年VA、VE市场价格大幅上涨。全球范围内因健康风险，肥胖、糖尿病日益显现以及各国减糖政策的推行，共同驱动了代糖行业的快速发展。2019年，国务院发布的《健康中国行动（2019-2030）》提出“提倡城市高糖摄入人群减少食用含蔗糖饮料和甜食，选择天然甜味物质和甜味剂替代蔗糖生产的饮料和食品”，提倡到2030年人均每日添加糖摄入量不高于25g。代糖分为人工和天然两大类，其中天然代糖因其天然安全、附加健康效益且口感改善，渗透率持续提升至近40%，成为市场主流趋势；同时合成生物学的革命性突破显著提升了天然代糖的生产效率、纯度和风味一致性，进一步拓宽了其应用前景和发展空间。

图表51 预计到2028年全球糖分摄入量超过2亿吨



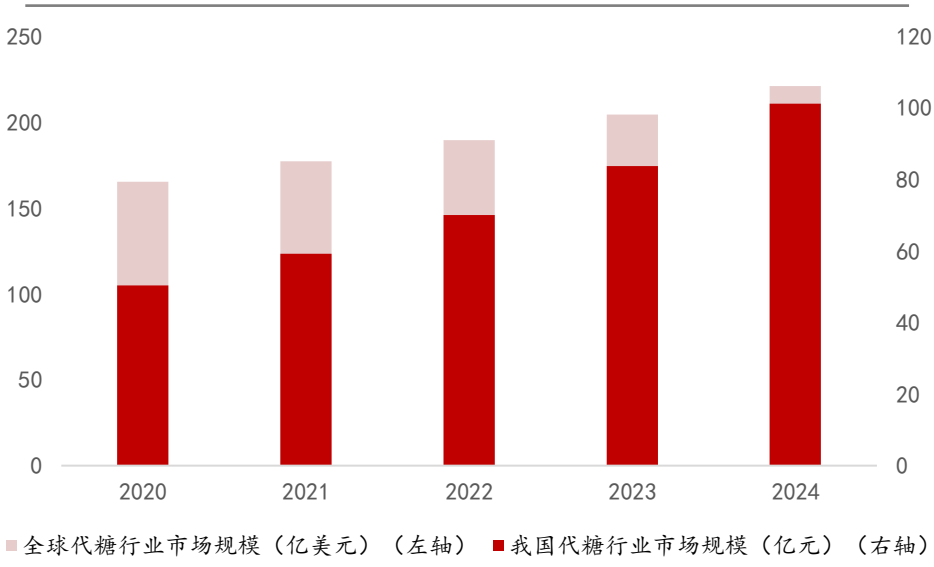
资料来源：观研天下，华安证券研究所

图表52 2024年全球天然代糖渗透率已经接近四成比例



资料来源：观研天下，华安证券研究所

图表53 代糖市场规模持续扩张



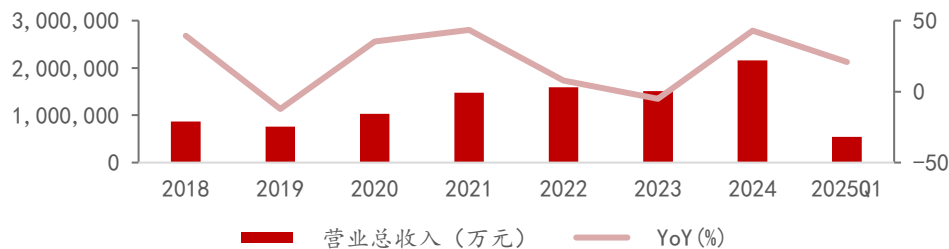
资料来源：观研天下，华安证券研究所



■ 新和成：维生素景气回升，业绩大幅增长

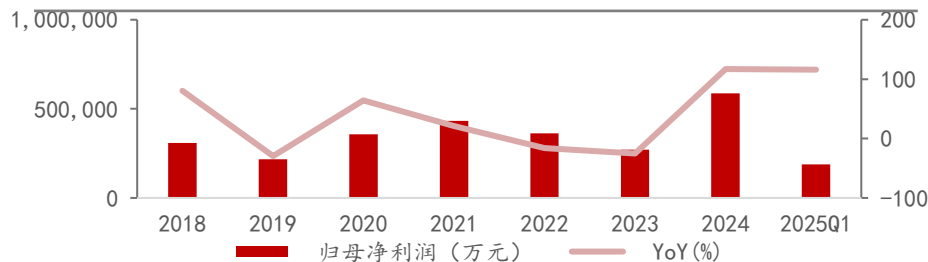
- 在营养品毛利率跃升与产能释放的双重驱动下，公司25Q1同比增速再创新高，业绩韧性凸显。2025年第一季度公司实现营业收入54.40亿元，同比增长20.91%，环比下降6.66%；归母净利润18.80亿元，同比增长116.18%，环比增长0.05%，单季度归母净利润创公司历史新高；扣非归母净利润18.80亿元，同比增长119.22%，环比下降3.44%。
- 受维生素A、E等核心产品价格明显上涨驱动，2024年公司营养品板块毛利率强劲提高，达到43.18%，较上年提升13.27个百分点。同期30万吨蛋氨酸项目顺利达产，辅以其他维生素与氨基酸产品的放量增长，公司整体销售量获得显著提升。

图表54 新和成25Q1业绩大幅增长



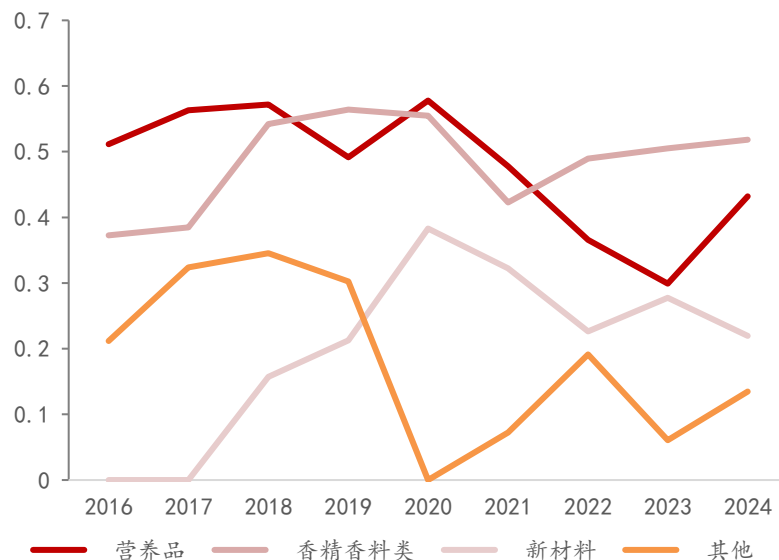
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表55 新和成业绩景气回升



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表56 25Q1主要产品毛利率表现

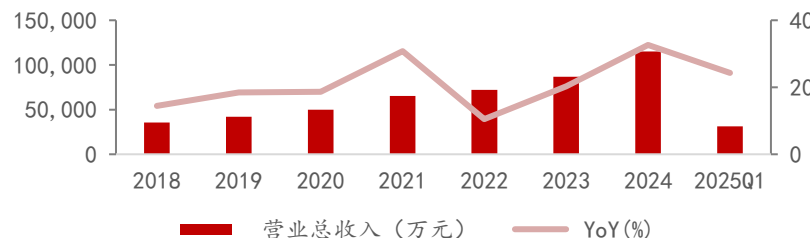


资料来源：iFinD，华安证券研究所

百龙创园：立足大健康赛道，功能糖市场成长性凸显

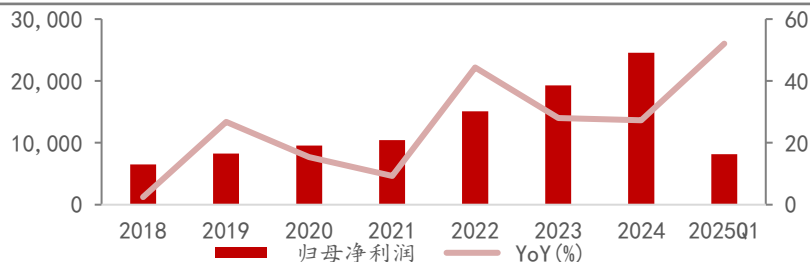
➤ **膳食纤维、健康甜味剂增长提速，毛利率提升显著。**2024年实现营业总收入11.52亿元，同比+32.64%；归母净利润2.46亿元，同比+27.26%；扣非归母净利润2.31亿元，同比+31.72%。2025年一季度公司营收3.13亿元，同比+24.27%；归母净利润0.81亿元，同比+52.06%。2025Q1公司膳食纤维、益生元、健康甜味剂分别实现收入1.70亿元、0.86亿元、0.50亿元，同比分别+25.40%、+17.27%、+105.31%，健康甜味剂收入实现翻倍增长。近年来推出低聚木糖、低聚半乳糖、水苏糖等高端益生元产品及健康甜味剂新产品阿洛酮糖、异麦芽酮糖，且研发其他高端产品，未来市场前景广阔。

图表57 百龙创园业绩稳健增长



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表58 百龙创园成长性凸显



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表59 主要产品产销量及收入情况

项目	2025Q1		2024Q1	
	万元	比例 (%)	万元	比例 (%)
益生元	8575.45	27.92	7312.78	31.19
膳食纤维	16977.5	55.27	13538.8	57.75
健康甜味剂	4978.67	16.21	2424.99	10.34
其他淀粉糖(醇)	185.77	0.6	168.36	0.72
总计	30,717.38	100.00	23,444.92	100.00

资料来源：iFinD，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

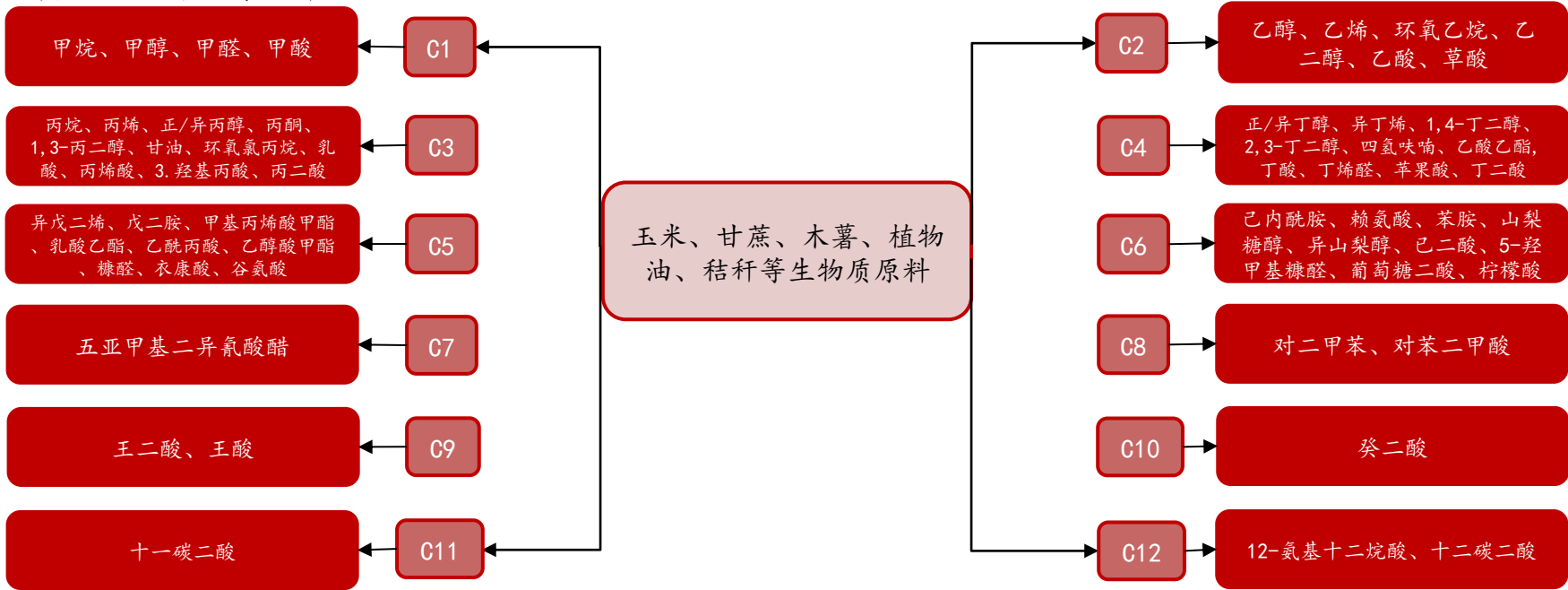
国产替代方兴未艾布局正当时

03

■ 生物基材料：政策赋能产业升级，生物基材料加速全球布局

➤ 从全球范围来看，目前生物基化学品已经形成了庞大的产品体系，从C1至C12化合物分类并排序，目前在研和已投入商业化的产品类型已有数十种。近年来为促进生物基材料产业的创新发展，国家陆续出台多部政策。国家发改委出台的《“十四五”生物经济发展规划》明确提出要重点围绕生物基材料、新型发酵产品、生物质能等方向，构建生物质循环利用技术体系；国家工信部发布的《“十四五”工业绿色发展规划》也将绿色低碳材料推广列入工业碳达峰推进工程，并特别提到发展生物基材料。

图表60 生物基化学品种类

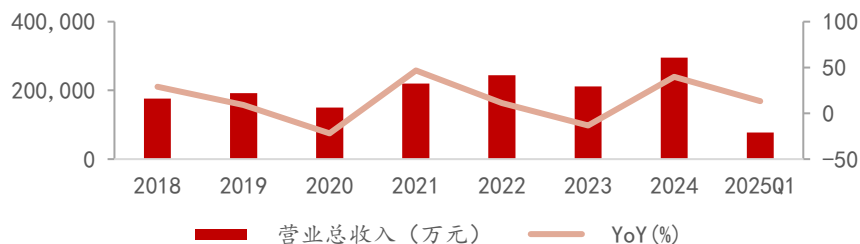


资料来源：石油和化学工业规划院，华安证券研究所

■ 凯赛生物：与招商局共塑生物基新材料，商业化进程显著提速

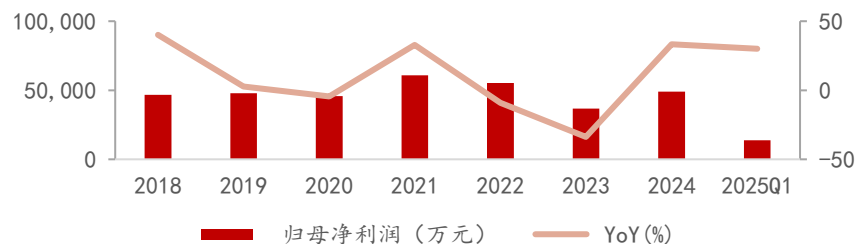
➤ 携手招商局集团，积极搭建产业生态。2024年实现营业收入29.58亿元，同比+39.9%；实现归母净利润4.89亿元，同比+33.4%；实现扣非归母净利润4.65亿元，同比+51.6%。2025年Q1单季度，公司实现营业收入7.76亿元，同比+13.3%；实现归母净利润1.37亿元，同比+30.1%。与招商局战略合作取得重大进展，双方在生物基新材料领域的合作已全面展开，于2024年5月联合合肥市政府、招商创科集团签署三方战略合作协议，共同打造合成生物材料产业集群。合肥项目的落地标志着凯赛生物从生物基单体到树脂、复材及应用制品的全产业链生态布局初步成形。

图表61 凯赛生物业绩增长



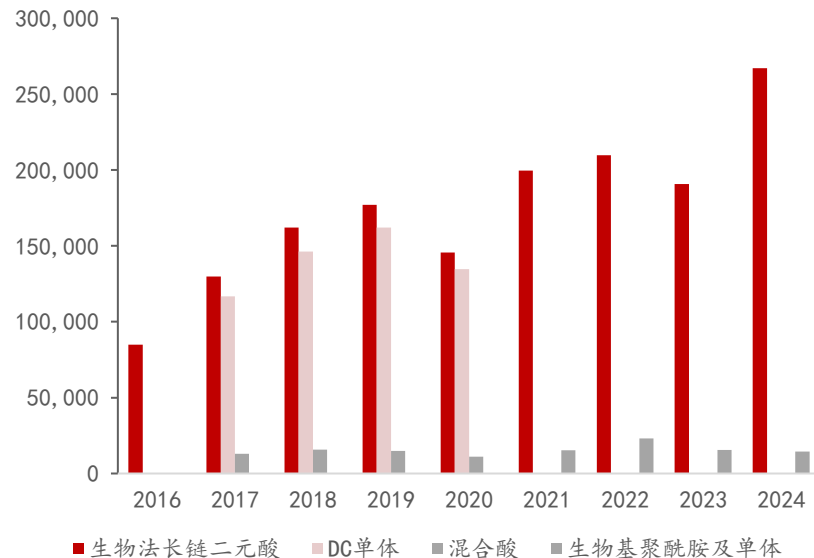
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表62 凯赛生物业绩显著提升



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表63 主要产品产销量及收入情况 (万元)



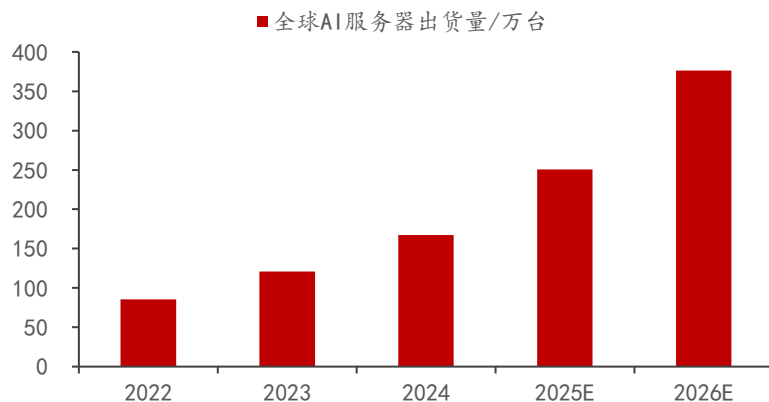
资料来源：iFinD，华安证券研究所



高频高速树脂：AI 服务器带动高频高速树脂发展

- AI 服务器对算力要求更高，PCB 需要低损耗电子树脂，带动超低损耗电子树脂的需求增长。AI 服务器是指采用异构形式的服务器，通常为 CPU+GPU、CPU+FPGA、CPU+TPU、CPU+ASIC 或 CPU+多种加速卡；GPU 采用并行计算模式，擅长处理密集型运算，如图形渲染、机器学习等。AI 服务器按应用场景可分为训练和推理两种，其中训练对芯片算力要求更高，服务器信号频率越高，PCB 传输损耗越大，服务器 PCB 的电子树脂需要从低损耗材料升级为超低损耗材料。根据 TrendForce，2023 年 AI 服务器出货量 120 万台，年增 41.3%，占整体服务器出货量近 9%，至 2026 年将占 15%，2022~2026 年 AI 服务器出货量年复合成长率为 29%，AI 服务器的快速发展将带动超低损耗电子树脂的需求增量。

图表64 全球AI服务器出货量



资料来源：Trendforce、华安证券研究所

图表65 电子树脂配方体系的发展



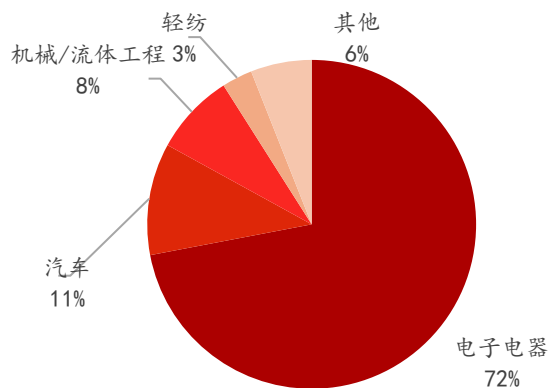
资料来源：同宇新材招股说明书、华安证券研究所



■ 高频高速树脂：PPO技术壁垒高，国内厂商布局突围

- 聚苯醚（PPO）是由美国通用电气公司采用氧化偶联法合成出的一种热塑性树脂，是世界五大工程塑料之一，其介电性能仅次于聚四氟乙烯。聚苯醚分子链为刚性链，没有可水解基团及极性基团，结构较规整对称，使得聚苯醚具有优异的耐热性能、耐水解稳定性、低吸湿率、优良的介电性能，可作为理想的高频高速电子树脂。
- PPO 技术壁垒高，电子级 PPO 厂商国产化率低。从 PPO 技术问世到现在经历了几代技术革新，但目前全球真正掌握万吨级 PPO 工业化生产技术仅有 6 家企业，包括沙特基础工业公司(SABIC)、日本旭化成、日本三菱瓦斯化学、圣泉集团、中国蓝星旗下南通星辰合成材料有限公司和鑫宝新材料有限公司。随着国内主要电子级 PPO 生产企业的投产，电子级 PPO 有望实现国产替代。

图表66 PPO应用领域



资料来源：前瞻产业研究院、华安证券研究所

图表67 PPO性能指标

	指标	说明
密度	1.08g/cm ³	工程塑料中最低
阻燃性能	氧指数29，自熄材料	阻燃性能好
吸水率	低	热水长时间浸泡物理性能不下降
耐热性	玻璃化温度211℃、熔点268℃、热变形温度80-170℃	长期高温条件下力学性能变化不大
电性能	介电常数2.6-2.8、介电损耗角正切0.008-0.0042	通用工程塑料之首

资料来源：中国石油和化工大数据、华安证券研究所



■ 圣泉集团：PP0等高端电子材料发力，生物质项目减亏

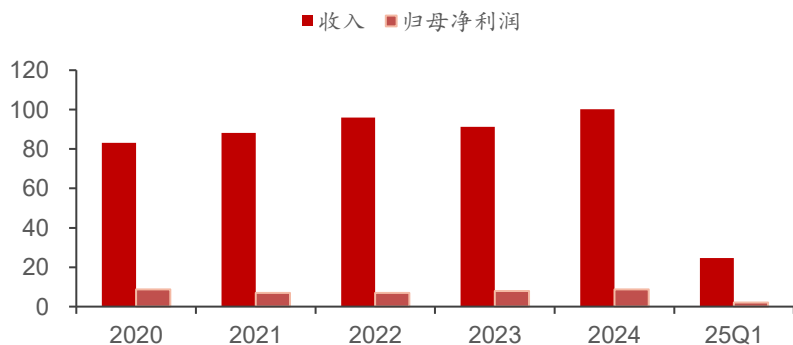
- 依托生物质精炼和树脂合成领域的技术积累，新材料业务稳步推进。受益于AI服务器、高性能算力、5G光模块及半导体封装材料国产化等新兴领域对高端电子材料的强劲需求，公司加速高附加值产品量产，其中1000吨/年PP0树脂产线、100吨/年碳氢树脂产线于2024年内建成投产，产能逐步释放，产品性能达到5G/6G高频高速覆铜板要求，满足AI服务器芯片封装的低损耗需求，并进入头部企业供应链体系。2024年，公司300吨/年多孔碳生产线年内建成投产并实现满产满销，1000吨/年多孔碳生产线于2025年2月建成并陆续投产。
- 一季度业绩同比大幅增长，大庆生物质项目减亏。一季度业绩同比大幅增长主要因为：1）AI算力、高频通信及半导体封装等快速发展推动高端材料需求激增。公司高价值量产品订单大幅增加，现有产能季度末实现满产满销。2）1000吨/年多孔碳生产线于2025年2月建成并陆续完成调试投产，2025年一季度已实现批量供货。3）“大庆生物质项目”产能利用率提升实现减亏。

图表68 圣泉集团新材料布局情况

类别	主要产品	产能（万吨）
新能源化学品	多孔碳	0.13
电子化学品	特种环氧、特种酚醛	8.74
	PPO	0.13
	碳氢树脂	0.01

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表69 公司经营业绩稳健（亿元）

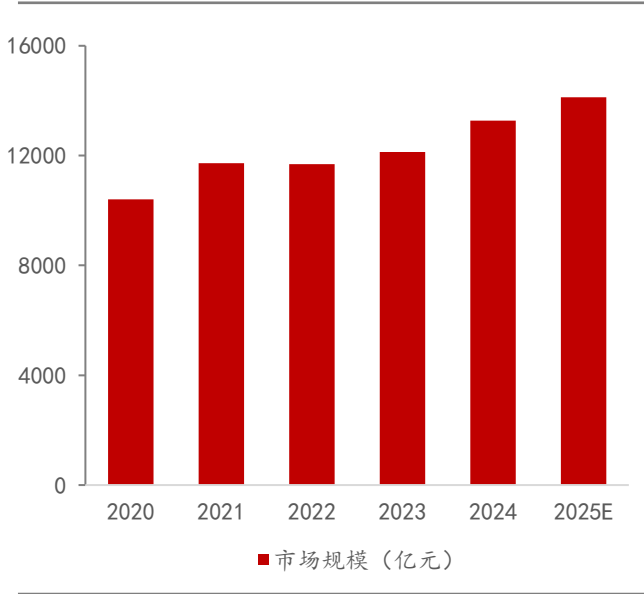


资料来源：公司公告，华安证券研究所

■ OLED材料：政策驱动与技术突破，OLED全尺寸渗透提速

- 国家出台多项扶持政策重点培育新型显示产业，在OLED领域通过政策引导加快关键材料和设备的国产化进程。《2025-2030全球及中国显示面板市场现状研究分析与发展前景预测报告》显示，2024年全球显示面板市场规模达到1.3万亿元，增长9.41%，预测2025年全球显示面板市场规模将达到1.4万亿元。
- 从应用结构分析，智能手机持续占据OLED显示面板需求的主导地位。随着OLED技术工艺的持续优化，包括生产成本下降和良品率提升，在手机和可穿戴设备等小尺寸领域保持快速增长，在中尺寸的平板/笔记本电脑以及大尺寸电视市场的渗透速度也显著提升。折叠屏手机出货量持续提升；苹果入局OLED PC市场，OLED应用在移动电脑端渗透或加快。

图表70 全球显示面板市场规模预测趋势



资料来源：中商情报网、华安证券研究所
敬请参阅末页重要声明及评级说明

图表71 2023-2024年国家及地方政府支持OLED国产化进程

时间	政策	内容
2024/03	贯彻实施(国家标准化发展纲要)行动计划(2024-2025年)	《纲要》提出健全元器件封装及固化、新型显示薄膜封装等电子加工基础工艺标准。
2024/01	《关于推动未来产业创新发展的实施意见》	加快量子点显示、全息显示等研究，突破 Micro-LED、激光、印刷等显示技术并实现规模化应用，实现无障碍、全柔性、3D 立体等显示效果，加快在智能终端、智能网联汽车、远程连接、文化内容呈现等场景中推广。
2023/12	产业结构调整指导目录(2024年本)	积极推动薄膜场效应晶体管LCD(TFT-LCD)、有机发光二极管(OLED)、Mini-LED/Micro-LED显示、电子纸显示激光显示、3D显示等新型平板显示器件发展。
2023/08	关于印发电子信息制造业2023—2024年稳增长行动方案的通知	研究制定新一轮支持视听产业发展的接续政策，加快培育视听消费新增长点，促进车载视听、商用显示等新兴领域高质量发展，加快培育OLED TV、Mini LED、8K、75英寸及以上高端显示整机产品消费需求，引领彩色电视机新型技术发展，提升盈利水平。
2022/10	《新产业标准化领航工程实施方案(2023-2035年)	开展量子点显示、全息显示、视网膜显示等先进技术标准预研。研制micro-LED显示、激光显示、印刷显示等关键技术标准，新一代显示材料、专用设备、工艺器件等关键产品标准，以及面向智慧城市、智能家居、智能终端等场景的应用标准。

资料来源：国家及地方政府官网、华安证券研究所



华安证券

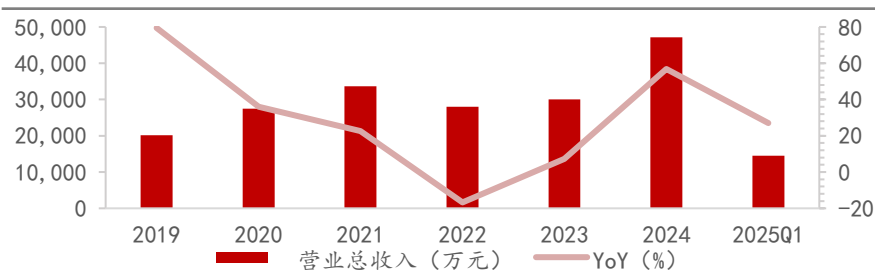
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

■ 莱特光电：终端材料广布局，OLED产业趋势显现

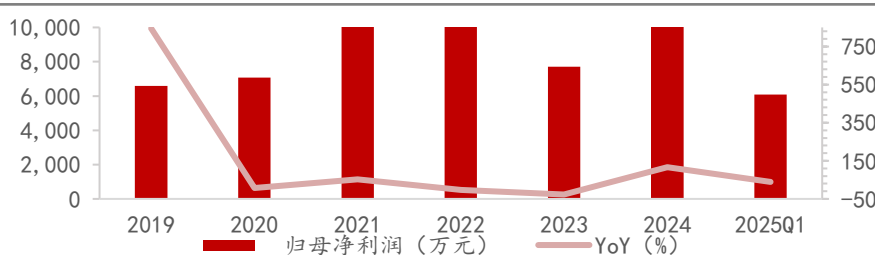
- 处于全球核心地位，充分受益三代制冷剂价格上涨带来的业绩增量。2025年第一季度，公司经营业绩保持良好增长态势，单季度营业收入与净利润均创下历史新高。报告期内，公司实现营业收入1.45亿元，同比+27.0%，环比+25.4%，实现归母净利润0.61亿元，同比+39.9%，环比+62.1%。公司推进RedPrime材料、GreenHost材料、RedHost材料的升级迭代，并积极推动GreenPrime材料、蓝光系列材料的客户验证工作；同步开展TADF、Dopant及钙钛矿材料等前沿新技术、新材料的研发；通过深度融合人工智能与数据技术，赋能产品研发、品质检测等核心环节，有效提升研发效率与创新能力。

图表72 莱特光电2025Q1业绩高增



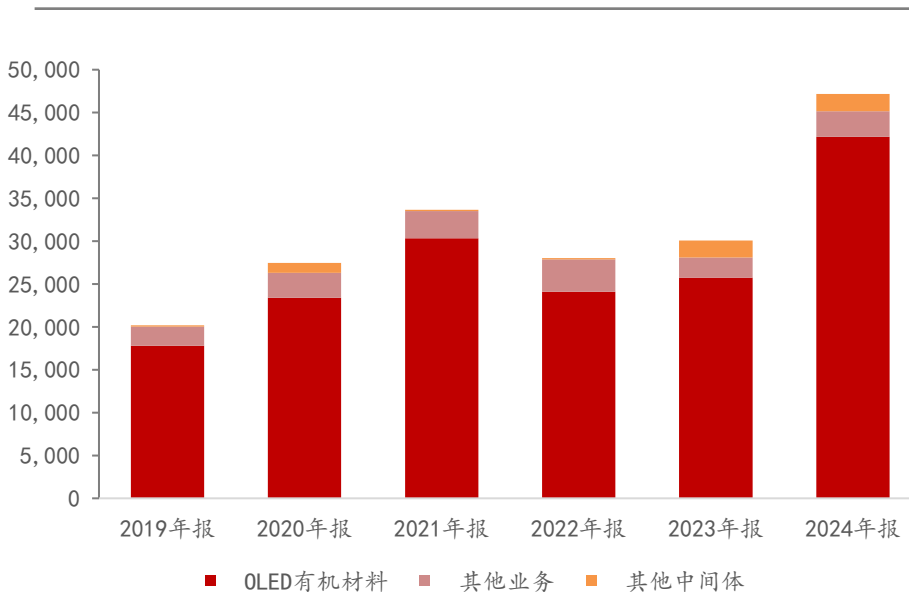
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表73 莱特光电业绩稳健



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表74 公司主营业务收入拆分 (万元)

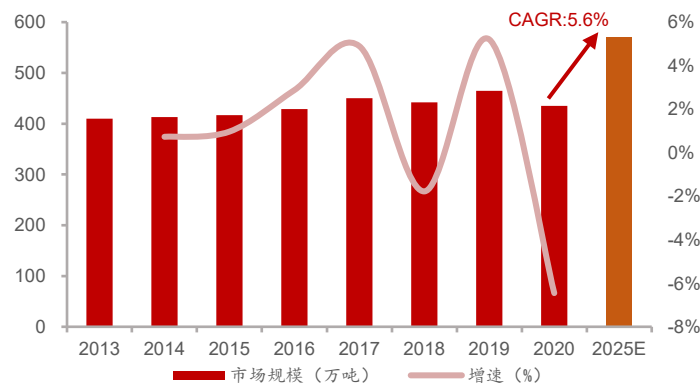


资料来源：iFinD，华安证券研究所

■ 润滑油添加剂：全球润滑油添加剂需求稳定增长

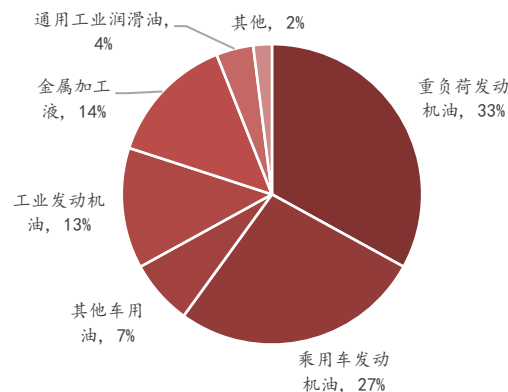
- 自20世纪30年代以来，全球润滑油添加剂行业已逐步发展至相对成熟阶段，市场规模较大且基本趋于稳定增长。综合考虑印度、巴西等新兴经济体的高速增长，实际润滑油添加剂年需求进入新一轮增长周期，预计至2025年，全球润滑油添加剂需求量将增加至570万吨，市场规模约为195亿美元。
- 全球润滑油添加剂约有70%应用于机动车领域，其次是金属加工液和工业发动机润滑油，两者添加剂用量相当；还有一小部分用于通用工业润滑油以及润滑脂等。

图表75 润滑油添加剂消费量（万吨）



资料来源：瑞丰新材招股书、智研咨询、华安证券研究所

图表76 润滑油添加剂应用分布



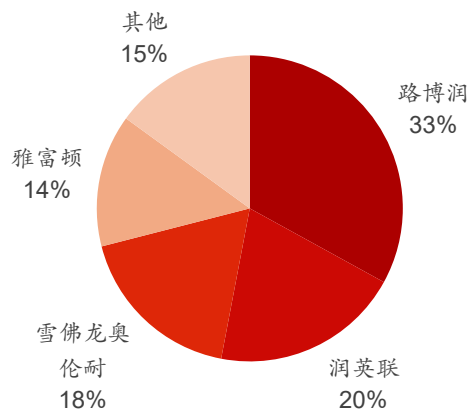
资料来源：瑞丰新材招股书、华安证券研究所



■ 润滑油添加剂：海外四大润滑油添加剂公司占据85%的市场份额，国产替代正当时

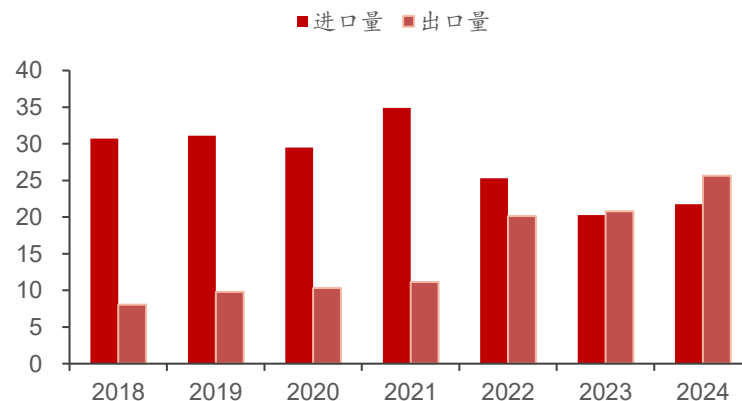
- 在国际市场上，经过 20 世纪 90 年代末期润滑油添加剂公司之间剧烈的兼并和收购，产业逐渐集中，形成了以四家国际知名润滑油添加剂公司路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐、雅富顿为主的市场竞争格局。这几大添加剂公司均拥有较长的发展历史，在技术研发和市场拓展方面有深厚的积淀，控制了全球85%左右的添加剂市场份额。
- 我国企业正加速国产替代，2023年我国已成为润滑油添加剂净出口国：近年来，我国润滑油添加剂的进口依存度一直保持在30%以上。但根据海关署进出口数据，2023年我国润滑油添加剂进口量下降至20.3万吨，出口量增至20.8万吨，进口依赖度有所下降，我国开始成为净出口国，国产品牌正在加速替代。

图表77 润滑油添加剂市场格局



资料来源：瑞丰新材招股书、华安证券研究所

图表78 润滑油添加剂进出口量（万吨）



资料来源：海关总署、华安证券研究所



■ 瑞丰新材：国内进口替代加速，润滑油添加剂放量

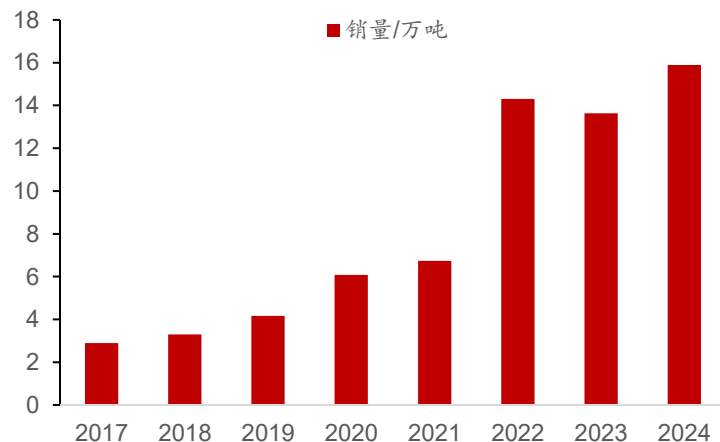
- 近年来，公司积极推进以单剂为主向复合剂为主转变的战略转型，转型升级卓有成效。同时，公司坚持以核心客户为中心，积极进行全球化布局，加大海外营销渠道布局力度，已在新加坡、迪拜、比利时等地设立海外仓储基地，覆盖区域客户供给需求。
- 公司目前已自主掌握了CF-4级、CH-4级、CI-4级、CK-4级柴油机油复合剂配方工艺，SL级、SM级、SN级、SP级汽油机油复合剂配方工艺以及天然气发动机油复合剂、摩托车油复合剂、船用系统油、船用汽缸油复合剂、抗磨液压油复合剂、齿轮油复合剂等配方工艺，其中CI-4、CK-4、SN、SP级别复合剂已通过国外权威的第三方台架测试，取得多个产品的OEM认证。

图表79 公司战略从单剂向复剂为主转变



资料来源：瑞丰新材招股书，华安证券研究所

图表80 瑞丰新材润滑油添加剂逐年放量



资料来源：公司公告、招股说明书，华安证券研究所



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

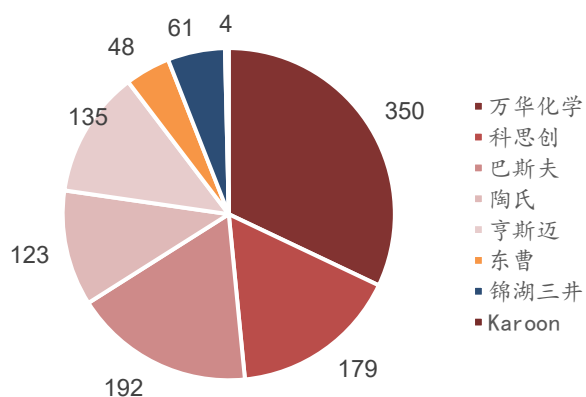
超跌的头部企业进入左侧布局时机

04

■ MDI：行业供给格局稳定，需求受经济景气影响较大

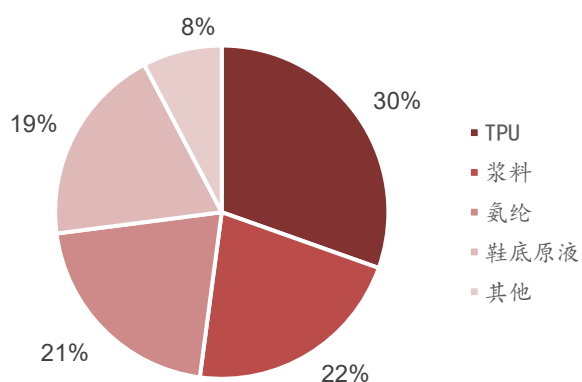
- **MDI供给稳定，万华市占率最高。** MDI是公认的高技术壁垒产品，经过几十年的发展，技术仍掌握在少数寡头手里，核心技术没有外散，MDI厂家对MDI工艺路线进行持续迭代升级。MDI产能行业集中度高，全球MDI厂家共计8家，其中产能主要集中在万华化学、巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏5家国内外化工巨头中，5家厂商MDI总产能占比达到89.7%。目前扩产确定性较高的只有万华化学。
- **MDI下游以轻纺、地产链为主，需求受经济景气度影响较大。** 纯MDI下游消费中，TPU占比为30%，浆料占比22%，氨纶占比21%，鞋底原液占比为19%。聚合MDI下游应用中52%用于家电冰箱保温材料中，是聚合MDI下游最大的应用领域，14%用于建筑相关领域；17%用于胶黏剂中，而胶黏剂下游主要用于基建施工，和建筑领域息息相关；8%用于汽车领域，受益于汽车轻量化的需求带动，聚氨酯材料在汽车结构配件中的应用愈加广泛。

图表81 全球MDI产能分布（万吨）



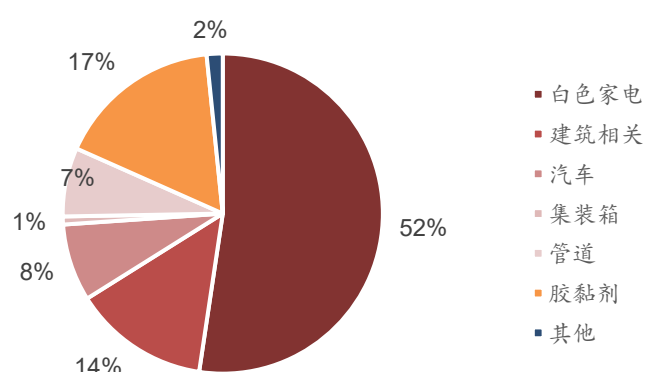
资料来源：隆众资讯、华安证券研究所

图表82 纯MDI下游应用占比



资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

图表83 聚合MDI下游应用占比



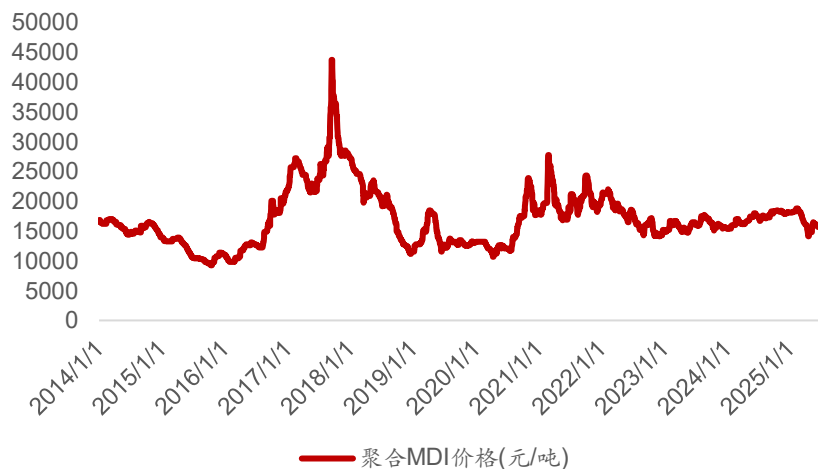
资料来源：百川盈孚、华安证券研究所



■ MDI：行业供给格局稳定，需求受经济景气影响较大

- MDI下游需求稳中向好，看好国内需求缓慢回暖。家电行业，2025.04，家用冰箱产量为817.9万台，同比回落12.39%，环比回落12.84%；2025.5，国内汽车产量264.2万辆，同比回落5.44%，环比增长1.46%。目前受经济下行影响，MDI价格维持底部区间震荡，但单吨利润依旧可观，随着需求端逐步修复，MDI将成为极少数能够穿越整个经济周期的化工品。

图表84 聚合MDI价格走势



资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

图表85 国内冰箱产量



资料来源：iFinD、华安证券研究所



■ 万华化学：聚氨酯全产业链寡头垄断，新材料多点推进持续发展

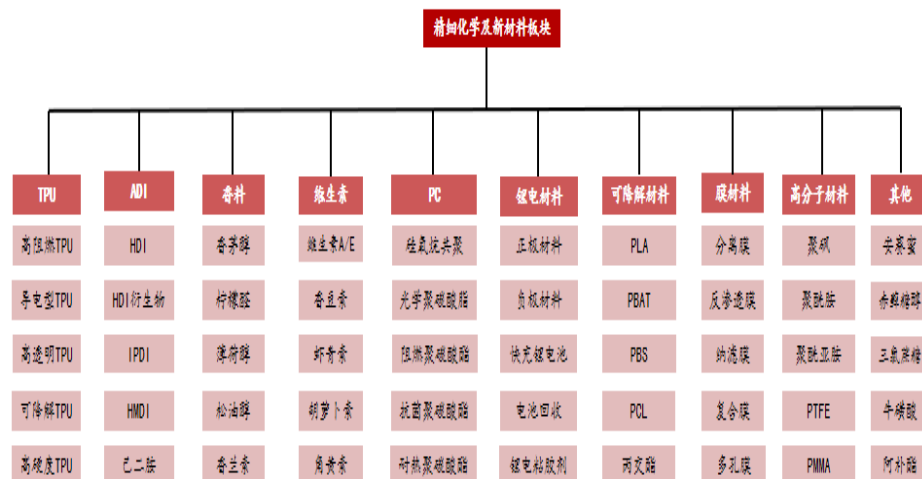
- **MDI、TDI扩产稳步推进，格局稳定。**2024年底公司MDI、TDI、聚醚年产能380、111、159万吨。公司有序推进福建MDI以及福建TDI新装置建设及投产，在建项目投产后MDI/TDI产能将达到450/144万吨，进一步巩固规模优势，未来MDI、TDI供给格局有望继续向好，在聚氨酯领域，产能+成本均具有明显优势。
- **新材料项目加速推进，未来增速成长可期。**2024年内，POE项目、柠檬醛及衍生物项目、尼龙12弹性体、MQ树脂已经投产，未来柠檬醛、维生素、香精香料产业链将相继打通。公司多个项目陆续投放，加速推进，未来盈利能力长期可期。

图表86 万华化学产能情况（2024年）

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率（%）
聚氨酯项目产能	650 万吨/年（包括 MDI 项目 380 万吨/年、TDI 项目 111 万吨/年、聚醚项目 159 万吨/年）	88
烟台工业园 PO/AE 一体化项目	219 万吨/年	96
烟台工业园聚氨酯产业链一体化—乙烯项目	353 万吨/年	100
烟台工业园 PC 项目	60 万吨/年	78
烟台工业园 PMMA 项目	16 万吨/年	73

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表87 万华化学新材料板块专利梳理

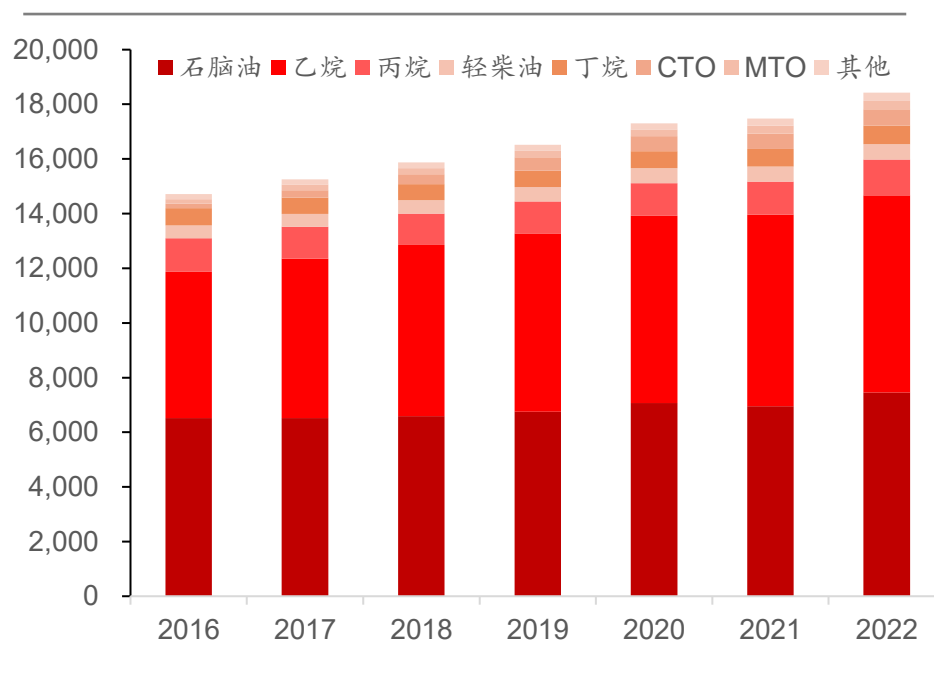


资料来源：国家专利局官网，华安证券研究所

■ 轻烃化工：全球范围内烯烃原料呈现明显轻质化的趋势

- 近十年全球范围内烯烃行业最显著的变革之一是原料轻质化趋势，即烯烃生产原料逐渐由重质石脑油转向更为轻质的低碳烷烃乙烷、丙烷等。

图表88 全球乙烯原料结构（单位：百万吨）



资料来源：IHS，华安证券研究所



■ 轻烃化工：全球范围内烯烃原料呈现明显轻质化的趋势

- 乙烷裂解和丙烷脱氢是流程最短、收率最高、投资强度最低的路线。
- 国家顶层文件多次提到鼓励轻质化原料路线发展。

图表89 不同原料裂解产品分布

原料	乙烷	丙烷	石脑油
氢气及燃料气	17	62	51
乙烯	100	100	100
丙烯	2	48	49
其他	7	20	100

注：假设以乙烯100为标准

资料来源：《轻质原料裂解制乙烯路径分析》，华安证券研究所

图表90 各工艺能耗比较（kg标油/吨烯烃）

原料	煤	石脑油	丙烷	乙烷
能耗	3990	620	495	390

注：煤制烯烃碳排放量5.7t标煤/吨烯烃，已按1kg标油=1.4286kg标煤折为标油

资料来源：《轻质原料裂解制乙烯路径分析》，华安证券研究所

图表91 乙烯各路线投资强度比较（以轻石脑油路线为基准比较）

	乙烷	丙烷	丁烷	轻石脑油	轻柴油	减压柴油
投资	74.6	91.8	93.2	100.0	116.3	120.6

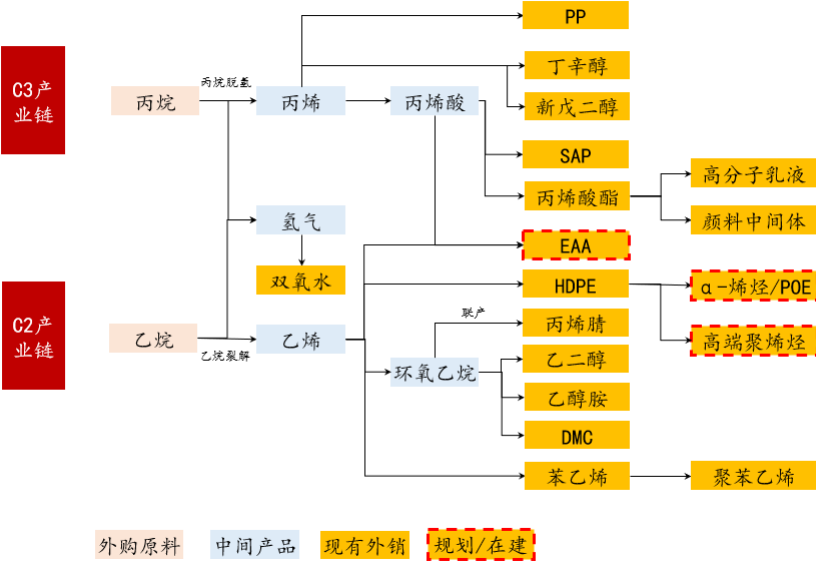
资料来源：《蒸汽裂解生产乙烯的原料优化选择与配置》，华安证券研究所

■ 卫星化学：原料优势和持续研发投入助力新材料项目快速推进

➤ 目前，卫星化学已经形成了双基地双链条的产业格局，覆盖“C2+C3”的双碳产业，完善了公司的整体产业链布局。其中嘉兴基地主要布局C3产业，连云港基地主要布局C2产业。

图表93 公司现有及在建产能情况

图表92 卫星化学产业链条



产品	现有产能 (万吨/年)	规划/在建产能 (万吨/年)	规划/在建产能投产时间	主体	权益比例
丙烯	90			卫星能源	100%
		80	暂缓	卫星化学股份	100%
聚丙烯	75			卫星能源	100%
双氧水	47			平湖石化	100%
	25			卫星能源	100%
丙烯酸	135			嘉宏新材料	100%
	84	10	2025	平湖石化	100%
丙烯酸酯	90			平湖石化	100%
	15			卫星化学股份	100%
环氧丙烷	40			嘉宏新材料 (集团控股70%，年内完成并表)	100%
高分子乳液	21	26	2025	卫星化学股份	100%
SAP	15	30	2027	卫星新材料	95%
丁辛醇	80			卫星化学股份	100%
新戊二醇	12			卫星化学股份	100%
颜料中间体	2.1			浙江友联化工	100%
乙烯	250	250	2026-2027	连云港石化	100%
HDPE	80				100%
苯乙烯	60				100%
环氧乙烷	217				100%
乙二醇	182				100%
聚醚大单体	50			卫星化学股份	100%
碳酸酯 (电池级)	30	45	暂缓		100%
乙醇胺	20				100%
聚苯乙烯	40				100%
α烯烃		60	2026-2027		100%
POE		70	2026-2027		100%
高端聚乙烯 (茂金属)		100	2026-2027		100%
聚α-烯烃		1.5	2026-2027		100%
超高分子量聚乙烯		5	2026-2027		100%
PVC		80	暂缓		100%
EAA		9	2025-2026	嘉兴山特莱与SK的合资公司	40%

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

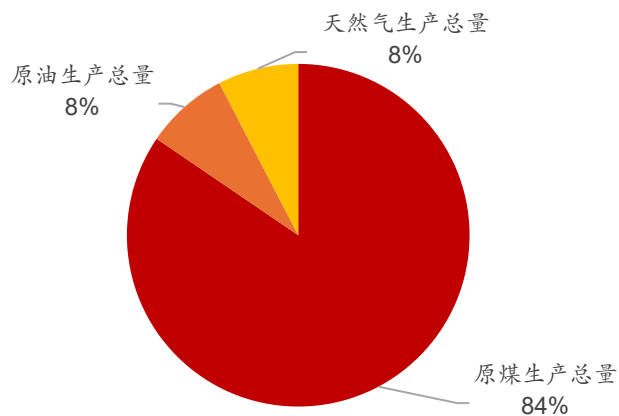
资料来源：华安证券研究所整理



■ 煤化工：供给侧大幅优化，行业产能出清在即

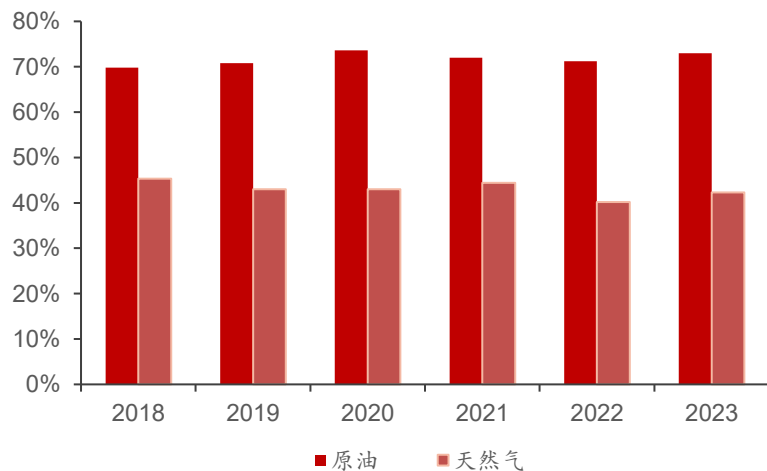
- 我国资源结构使煤制烯烃发展意义重大，煤制烯烃工艺具有重要的战略意义。我国资源禀赋呈“富煤、贫油、少气”的格局，原煤产量占到能源总产量的80%以上，原油和天然气等原料对外依存度较高。发展现代煤化工有战略意义。
- 2023年我国煤（甲醇）制烯烃产能为1865万吨，较2019年增长17.9%。增量项目建议关注新疆煤化工进展。

图表94 我国煤油气产量占比结构（2023）



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表95 原油天然气进口依存度



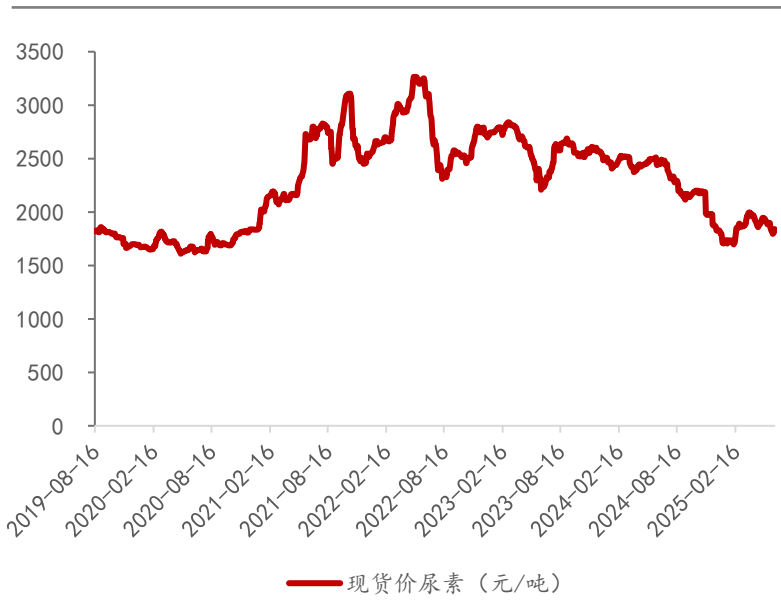
资料来源：华安证券研究所整理



■ 煤化工：供给侧大幅优化，行业产能出清在即

- 尿素行业供需总体保持平衡，且自给率较高，对外依存度较低。我国资源禀赋呈“富煤、贫油、少气”的中国氮储政策对国内尿素价格的直接压制。中国作为全球最大的尿素生产国（占全球产能约30%）和农业消费国，自2021年起实施严格的尿素出口法检政策，限制出口量优先保障国内供应。2025年的尿素行业预期差主要体现在新增产能的投放进度及市场消化情况上。

图表96 尿素国内市场均价整体波动下降



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表97 中国尿素商储计划呈放宽趋势

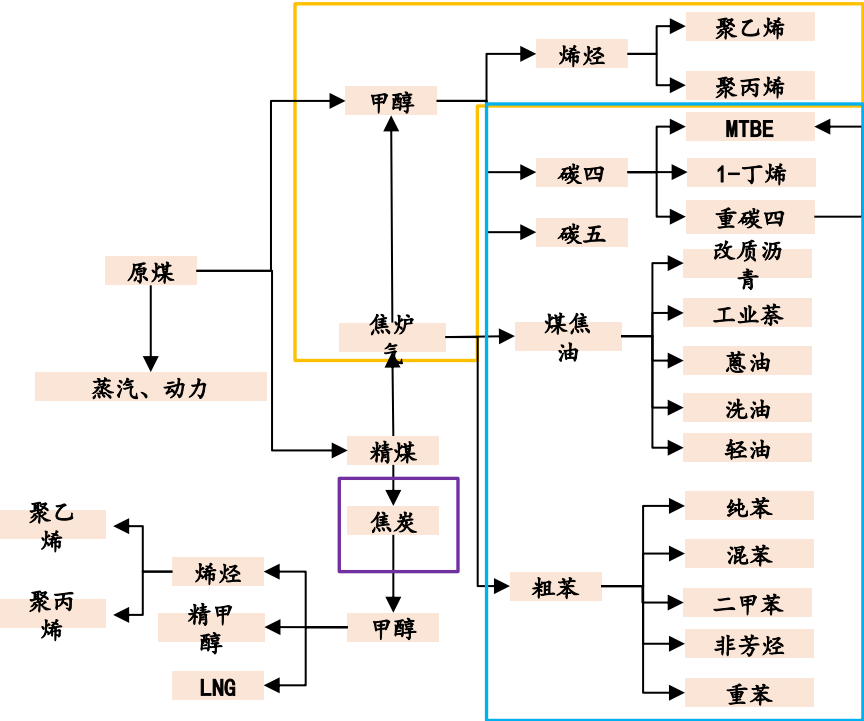
	2023/24年	2024/25年
储备时间	内蒙、辽宁、吉林、黑龙江：9月1—3月31 其他地区：9月1—5月31	内蒙、辽宁、吉林、黑龙江：10月1—4月30 其他地区：10月1—6月30
单个投标量	西藏、甘肃、青海、宁夏：2万吨 其他省份：5万吨	西藏、甘肃、青海、宁夏：2万吨 其他省份：3万吨
尿素占比	每标尿素占比不低于该标的的30%（河北、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、四川）	每标尿素占比不低于该标的的20%（河北、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、四川）
储备考核标准	第3个月：50% 第4个月：70% 第5、6个月：100%	第1个月：10% 第2个月：30% 第3个月：50% 第4个月：70% 第5、6个月：100%
投放要求	储备时间到期后，需在30日内全部投放	储备时间到期后，原则上2个月内全部投放
郑交所交割仓库		2025年4月24日起开展业务： 交割仓库：辽宁(2) 交割厂库：黑龙江(1)、辽宁(1)、湖南(2)、山西(1)

资料来源：国家化肥商业储备管理办法，华安证券研究所

■ 宝丰能源：煤化工业绩坚韧，内蒙项目延续高成长

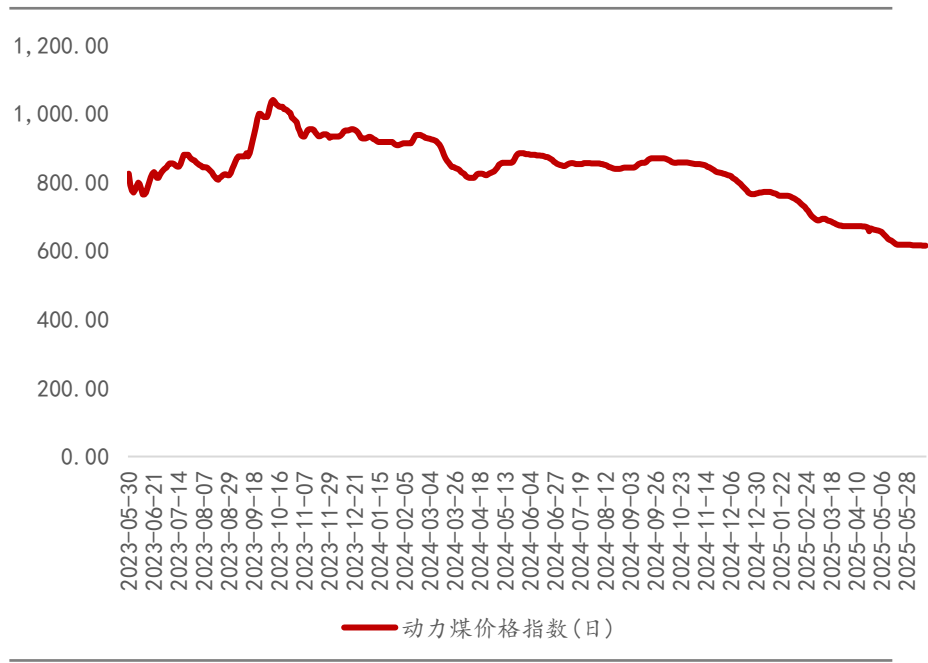
- 内蒙一期项目落地，业绩确定性强。内蒙古400万吨/年煤制烯烃项目于2024年11月开始逐步达产，2025年量增明显。
- 2025年上半年煤炭价格下跌，烯烃板块盈利改善。公司煤制烯烃项目煤炭外采，上半年原料煤价格下跌，烯烃板块迎来盈利弹性。

图表98 宝丰能源产业链条



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表99 动力煤价格指数（元/吨）

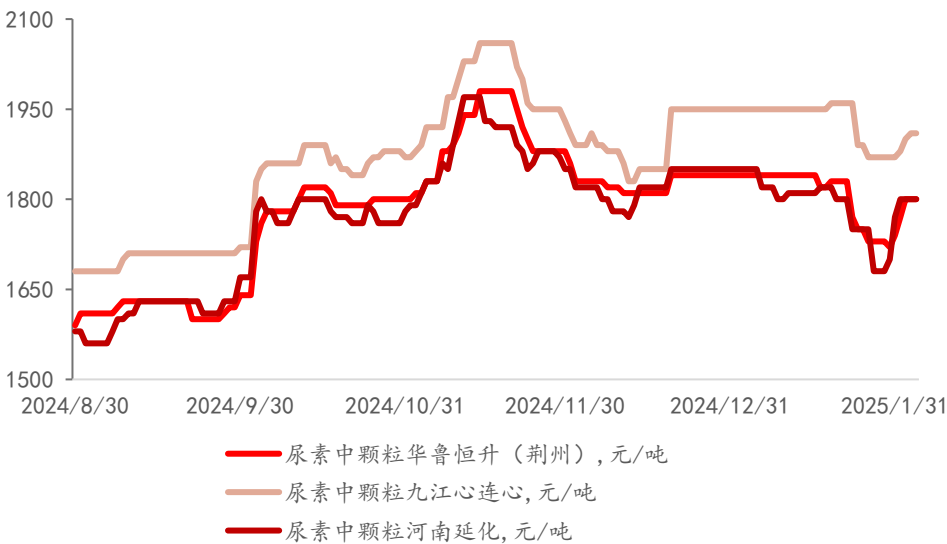


资料来源：公司公告，华安证券研究所

■ 华鲁恒升：低成本与能效领跑者，煤气化技术优势显著

➤ 部分产品价格有所承压，销量稳步增长。公司2025年一季度实现营业收入77.72亿元，同比-2.59%；归母净利润7.07亿元，同比-33.65%。以洁净煤气化平台为核心，打造合成氨、甲醇等低成本基础原料，尿素吨成本显著低于行业平均水平。2025年尿素产能307万吨（德州155万吨+荆州152万吨），醋酸产能150万吨，乙二醇55万吨，并规划TDI、尼龙66等高端材料项目，巩固全国煤头尿素龙头地位。 2025年尿素行业新增产能集中于下半年，华鲁恒升的荆州基地投产进度领先，叠加出口政策调整可能带来的需求增量，盈利弹性较大。布局TDI、己二酸、碳酸二甲酯（DMC）等化工品，对冲尿素周期波动风险，2025年TDI项目投产后有望提升综合毛利率。

图表100 同类公司尿素价格比较



资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

图表101 公司产能布局

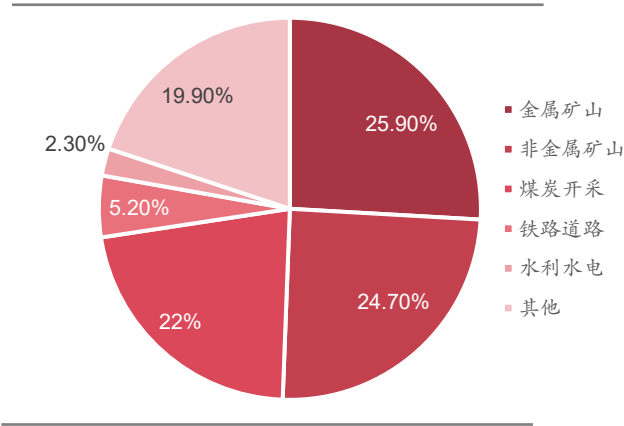
商品	企业产能	规划产值	占比
尿素	1,520,000吨	2,786,160,000元	0.2733
合成氨	1,000,000吨	2,530,000,000元	0.2482
醋酸	800,000吨	2,173,600,000元	0.2132
甲醇	800,000吨	1,832,800,000元	0.1798
碳酸氢铵	400,000吨	282,400,000元	0.0277
DMF	150,000吨	588,750,000元	0.0578
甲胺	150,000吨	—	—

资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

民爆用品：政策严控产能扩张，行业整合加速

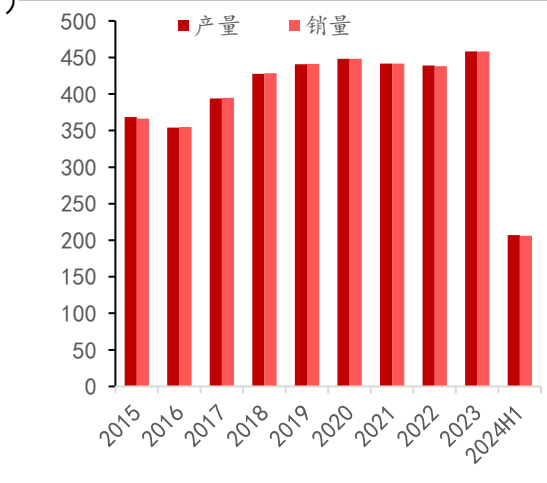
- 民爆行业下游约72%用于矿业开采，包括金属矿山、非金属矿山、煤炭开采，铁路道路、水利水电等占比仅为7.5%。
- 民爆行业准入门槛增高，严控新增。相关政策严格控制新增产能，同时支持企业重组整合与技术升级，推动行业向高质量、安全发展迈进。政策引导下，工业炸药产销量趋于平稳，工业雷管受爆破技术提升、需求量减少等影响，产销下降。

图表102 民爆下游应用领域分布（2020）



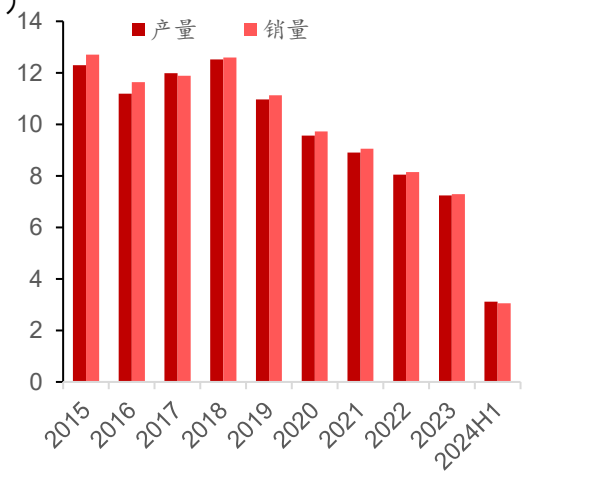
资料来源：中爆协、华安证券研究所

图表103 工业炸药产销量变化（单位：万吨）



资料来源：中爆协、华安证券研究所

图表104 工业雷管产销量变化（单位：亿发）

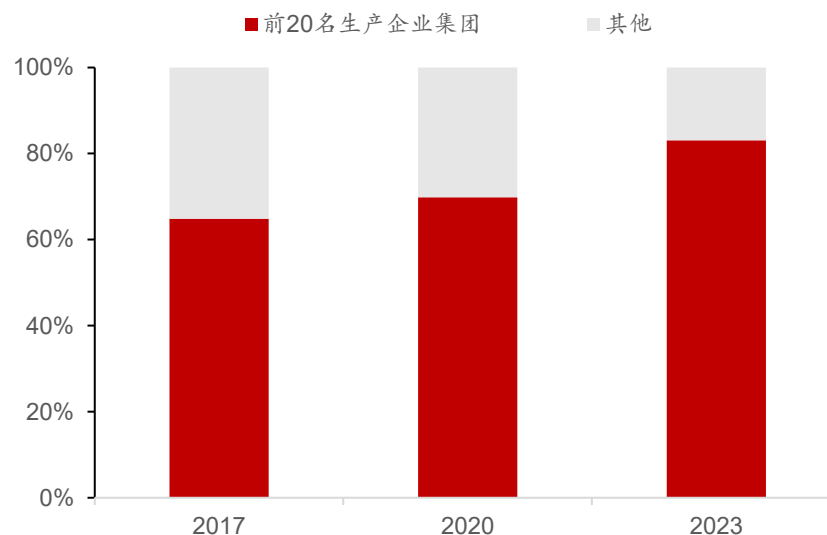


资料来源：中爆协、华安证券研究所

■ 民爆用品：政策严控产能扩张，行业整合加速

- 民爆行业准入门槛增高，严控新增。相关政策严格控制新增产能，同时支持企业重组整合与技术升级，推动行业向高质量、安全发展迈进。
- 政策推动行业重组整合，行业供给集中于领先企业。政策推动下，产业集中度持续增加。排名行业前20家企业集团生产总产值占行业比例稳定增长，由2017年62.72%增长至2023年80.73%，CAGR（2017-2023）为4.3%。

图表106 企业集团工业炸药产量占行业比例



资料来源：中爆协、华安证券研究所



■ 易普力

- 积极优化产品结构，符合安全生产趋势。公司工业炸药产能由2022年的17.3万吨/年经重组优化提升至2024年的52.15万吨/年，现场混装炸药许可产能占比稳步提升，主要指标行业领先。
- 公司较早布局新疆民爆市场，整体格局较优，工业炸药产能规模大。易普力在 2006年便布局新疆民爆市场，于 2010年成立新疆爆破子公司。公司在西藏、四川、内蒙古、安徽等资源大省持续深耕，先后承接了多个年度工程量、履约周期长的爆破施工及矿山施工总承包项目，在手订单充足，为公司业绩持续释放提供了有力保障。2024年，新疆爆破子公司实现收入37.83亿元，同比+4.90%；净利润5.09亿元，同比+9.75%。

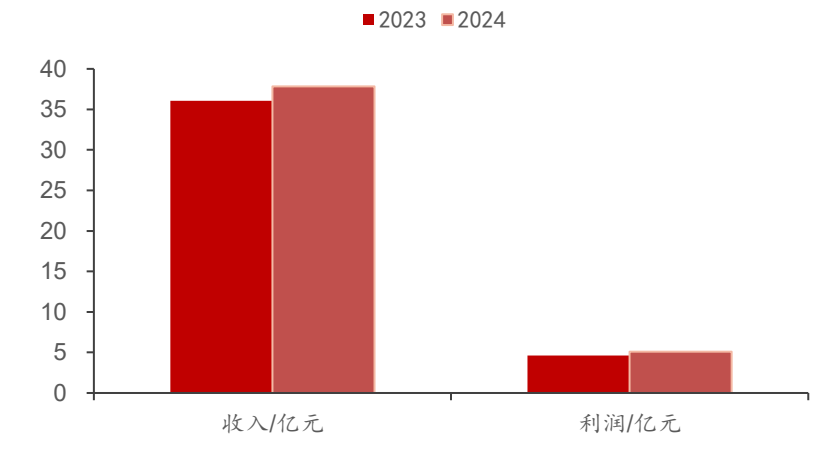
图表107 公司各类民爆产品产能情况（截至2024年年报）

产品类别	许可产能	产能利用率
工业炸药	52.15万吨/年 ¹	89.97%
电子雷管	6450万发/年	79.36%
导爆管雷管	2000万发/年	1.60%
工业电雷管	1000万发/年	0%
工业导爆索	2000万米/年	28.35%
塑料导爆索	38000万米/年	0%

注1：2025年新增6万吨

资料来源：公司报告、华安证券研究所

图表108 易普力新疆收入利润情况

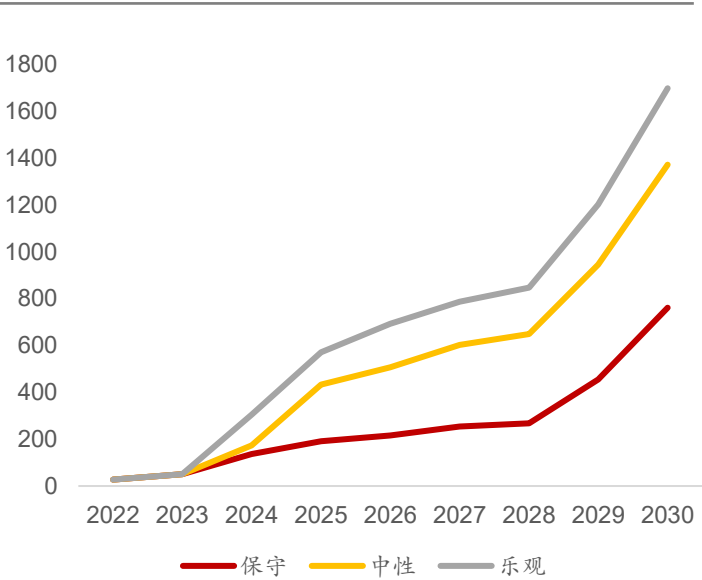


资料来源：公司公告、招股说明书、华安证券研究所

■ SAF：需求拐点将至，国内产能加速布局

➤ **欧盟引领可持续航空燃料强制添加，2025年将强制加注2%。**航空领域来看，根据欧盟可再生航空燃料法规，2025年开始，所有在欧盟机场加注的航空煤油必须包含2%的可持续航空燃料，2030年可持续航空燃料加注量提高至6%，2050年提高至70%。我们预测2025年开始SAF的需求量将形成爆发式增长。

图表109 SAF全球产量目标（单位：万吨）



资料来源：IEA、华安证券研究所

图表110 欧盟2025年开始强制添加2%的SAF

ReFuelEU Aviation 的成功实施需要供应链中各方的合作，特别是航空燃料供应商、欧盟机场和航空公司。这项新法规将涵盖 95% 以上的从欧盟机场出发的航空运输。



欧盟机场的航空燃料供应商将逐步增加 SAF 与传统航空燃料混合的份额（第 4 条）



从欧盟机场出发的飞机运营商必须使用运营航班所需的航空燃料加油。这避免了与超重相关的过度排放，并将所谓的“油轮”做法造成的碳泄漏风险降至最低（第 5 条）。



欧盟机场必须为使用必要的基础设施提供便利，以便为飞机提供 SAF 交付、储存和加油（第 6 条）。

资料来源：欧盟官网、华安证券研究所



■ SAF：需求拐点将至，国内产能加速布局

➤ 国内企业加快SAF产能布局，满足国外国内需求增长。我国可持续航空燃料发展较晚，但经过多年的研发攻关已实现产品生产，多家企业出口海外，现存及近期投产企业将充分受益海外的需求增长。

图表111 中国SAF产能梳理

公司	技术工艺	年产能（万吨）	所在地	运营开始日期
现有产能				
中石化	HEFA	10	浙江省宁波市	2022年6月
君恒生物	HEFA	20	河南省濮阳市	2023年10月
易高环保	HEFA	5	江苏省张家港市	2022年底
海新能科	HEFA	5	山东省日照市	2024年2月
嘉澳环保	HEFA	35	江苏省连云港市	2024.11 已公告产出合格产品
鹏鹞环保	HEFA	10	辽宁省盘锦市	2024.9 已公告投产
在建/规划产能				
海新能科	HEFA	15	山东省日照市	在建
山东海科化工	HEFA	约 30	山东省东营市	2023.3 已开工
四川天舟	HEFA	20	四川省	2025年一季度投产
君恒生物	HEFA	60	河南省濮阳市	2024.10 已开工
东华能源	HEFA	100	广东省茂名市	未公布
四川金尚环保	HEFA	30	四川省遂宁市	预计 2025 年底
国家电投和 国泰航空	类似于 PTL	4 套 5-10	未公布	预计 2024 年至 2026 年

资料来源：华安证券研究所整理



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

投资建议

05



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

■ 重点公司投资建议

围绕三大主线：供给波动、国产替代、化工头部推荐相关标的

• 关注供给波动带来的涨价弹性：

➤ 制冷剂：二代制冷剂配额加速削减，三代制冷剂进入配额冻结期，供给端扩张严格受限，叠加空调需求旺盛驱动价格上行，建议关注【巨化股份】等；农化：安全生产事故频发引发全球农药供应链中断风险，供给突发收缩驱动景气修复，建议关注【扬农化工】【云天化】等；化纤：氨纶价格击穿行业成本线，产能投放显著减缓供需格局优化助力价格回升，建议关注【华峰化学】等；维生素及代糖：海外突发事件及减产导致维生素供应趋紧，全球减糖政策及合成生物技术推动天然代糖渗透率提升，建议关注【新和成】【百龙创园】等。

➤ 国产替代方兴未艾布局正当时：

➤ 生物基材料：政策强力支持产业升级，全产业链生态布局加速落地，成长空间广阔，建议关注【凯赛生物】等；AI应用材料：AI服务器需求激增驱动超低损耗材料升级，PPO等高端树脂国产化突破并导入头部供应链，建议关注【圣泉集团】【新宙邦】等；OLED材料：政策推动叠加技术优化，国产化进程加速，全尺寸渗透提速，建议关注【莱特光电】等；润滑油添加剂：国产品牌技术突破实现净出口，高端复合剂加速替代海外垄断市场，建议关注【瑞丰新材】等。

➤ 超跌的化工龙头进入左侧布局时机：

➤ MDI：行业寡头格局稳固，供给端新增产能有限，龙头穿越周期能力凸显，建议关注【万华化学】等；轻烃化工：烯烃原料轻质化趋势显著，政策鼓励轻烃路线发展，资源与技术优势企业迎来机遇，建议关注【卫星化学】等；煤化工：“富煤”禀赋奠定战略地位，供给侧优化与成本优势塑造龙头韧性，建议关注【宝丰能源】【华鲁恒升】等；民爆用品：政策严控新增产能并推动整合，行业集中度快速提升，混装炸药等先进产能占比高的龙头受益，建议关注【易普力】等。

■ 相关公司估值表

图表112 相关公司估值表梳理

公司	总市值（亿元）	EPS（元）				PE			
		2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
巨化股份	726.7	0.35	0.73	1.46	1.82	47.18	33.23	17.51	14.02
扬农化工	241.9	3.85	2.96	3.4	3.99	16.39	19.58	17.5	14.88
云天化	410.7	2.47	2.91	3.02	3.15	6.33	7.67	7.43	7.11
华峰化学	335.5	0.5	0.45	0.51	0.63	13.44	18.29	13.45	10.81
新和成	668.8	0.87	1.91	2.14	2.34	19.39	11.51	10.26	9.38
百龙创园	93.75	0.78	0.76	0.81	1.05	36.56	22.23	26.97	20.96
凯赛生物	344.6	0.63	0.84	0.91	1.11	87.51	46.29	52.76	43.03
圣泉集团	261.5	1.01	1.03	1.45	1.74	22.24	23	21.16	17.66
新宙邦	250.9	1.35	1.25	1.62	2.01	35.07	29.96	20.41	16.33
莱特光电	105.4	0.19	0.42	0.74	1.06	112.77	54.17	35.48	24.66
瑞丰新材	172.2	2.1	2.48	3	3.62	21.83	19.22	19.69	16.17
万华化学	1726	5.36	4.15	4.44	5.36	14.34	17.19	12.38	10.25
卫星化学	587.8	1.42	1.8	2.08	2.7	10.37	10.42	8.39	6.53
宝丰能源	1145	0.77	0.86	1.61	1.86	19.17	19.49	9.68	8.39
华鲁恒升	448.6	1.68	1.84	1.91	2.21	16.38	11.76	11.06	9.57
易普力	165.7	0.51	0.57	0.69	0.8	20.27	20.67	19.42	16.8

注:eps均为iFinD一致预期，总市值数据为2025/7/17
资料来源：iFinD，华安证券研究所



■ 风险提示

- 1、化工品价格大幅波动风险；
- 2、行业及监管政策变化风险；
- 3、不可抗力及安全生产风险；
- 4、全球局部地区冲突加剧的风险；
- 5、国家与地区贸易争端的风险；
- 6、宏观经济大幅下滑的风险。



重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！