

供给优化的弹性 β ，需求驱动的优质 α

基础化工2025中期投资策略

证券分析师：吴骏燕 执业证书编号：S0630517120001

证券分析师：谢建斌 执业证书编号：S0630522020001

证券分析师：张晶磊 执业证书编号：S0630524090001

联系人：花雨欣 联系方式：hyx@longone.com.cn

2025年6月30日



CONTENTS

一、化工板块行情和基本面回顾

二、供给侧有望结构性优化，挑选弹性及优势品种板块

三、消费新趋势+科技内循环，把握需求驱动下的 α

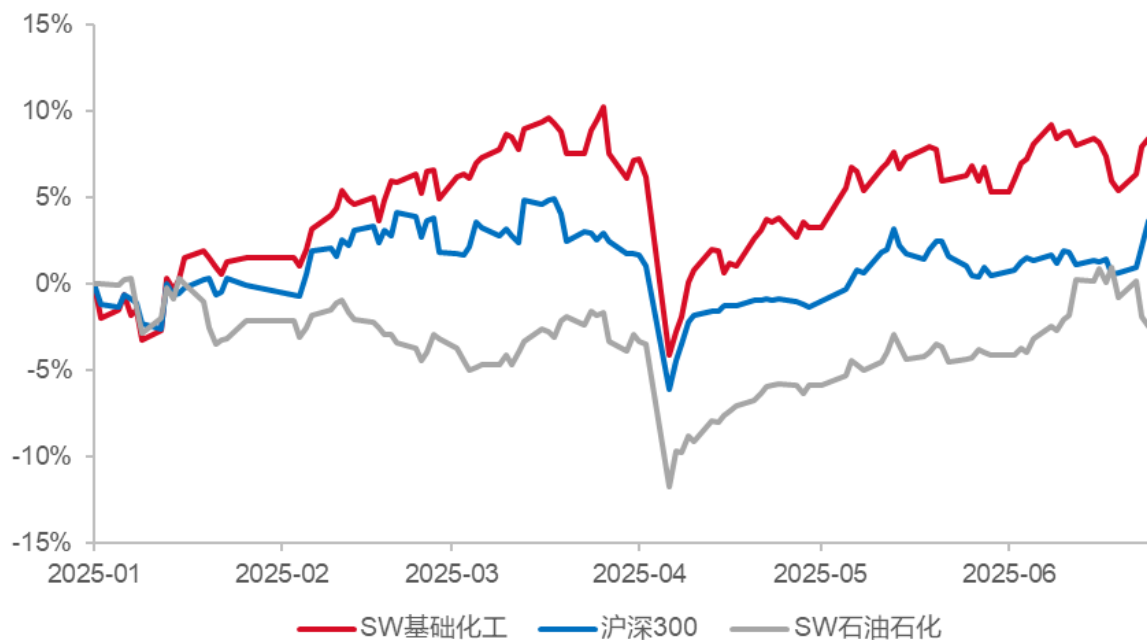
四、结论与投资建议

五、风险提示

基础化工行情强于石油石化

- 自年初以来（截至2025年6月26日），SW基础化工板块明显跑赢沪深300，走势强于SW石油石化板块。
- 基础化工板块中，其他化学纤维、锦纶、涂料油墨、农药等子板块涨幅居前；氨纶、纯碱等跌幅居前。

SW基础化工行业年初以来行情走势



资料来源：同花顺，东海证券研究所

子板块年初至今涨跌幅（%）

其他化学纤维	80.61
锦纶	47.25
涂料油墨	46.45
其他化学原料	40.03
农药	36.17
涤纶	33.13
其他橡胶制品	30.52
聚氨酯	27.48
钾肥	25.28
胶黏剂及胶带	24.81
合成树脂	24.70
改性塑料	24.59
非金属材料Ⅲ	24.02
其他塑料制品	23.67
膜材料	22.86
无机盐	21.11
其他化学制品	19.44
民爆制品	14.71
炭黑	13.05
纺织化学制品	12.62
食品及饲料添加剂	11.91
氯碱	10.25
煤化工	9.10
氟化工	8.11
钛白粉	5.53
有机硅	4.81
粘胶	3.46
橡胶助剂	3.31
复合肥	2.51
氮肥	(0.11)
磷肥及磷化工	(0.73)
纯碱	(8.57)
氨纶	(19.56)

基础化工2025Q1景气同比修复，但估值仍呈现行业底部特征

- 2024年基础化工呈现增收不增利的现象，2025年Q1尽管收入环比下降，但业绩同环比高增，毛利率同步回升，盈利能力改善。
- 截至2025年6月26日，SW基础化工PE-TTM为22.23倍，位于近十年68.28%分位数；PB为1.90倍，位于近十年34.51%分位数。PE高而PB低，呈现相对行业底部特征。

SW基础化工业绩情况

	2025Q1	2024	2023
营业总收入（亿元）	5261.91	21852.95	20689.72
收入同比增速	8.57%	5.62%	
收入环比增速	-5.46%		
归母净利润（亿元）	338.46	1078.50	1086.25
业绩同比增速	18.45%	-0.71%	
业绩环比增速	135.17%		
毛利率（%）	16.91	16.27	16.50
同比变动	0.26pct	-0.23pct	
环比变动	1.00pct		

资料来源：同花顺，东海证券研究所



SW基础化工PE-TTM（上图）和PB（下图）



原料综合成本中枢下降，基础化工成本压力缓解

- 尽管2025年以来化工品价格指数跟随原油价格同步下降，但剪刀差较2023年和2024年有相对改善；近期地缘局势带来油价短期波动，我们认为短期内有利于带动化工品价格修复，同时，考虑到原油自身供给端仍偏宽松预期，中长期看原油价格中枢仍处于相对回落区间。
- 2025年以来，我国煤炭供需格局进一步宽松，煤价回落明显；我国LNG价格也保持在近年相对低位区间。

油价中枢回落至60-80美元/桶



动力煤价格跌至650元/吨附近



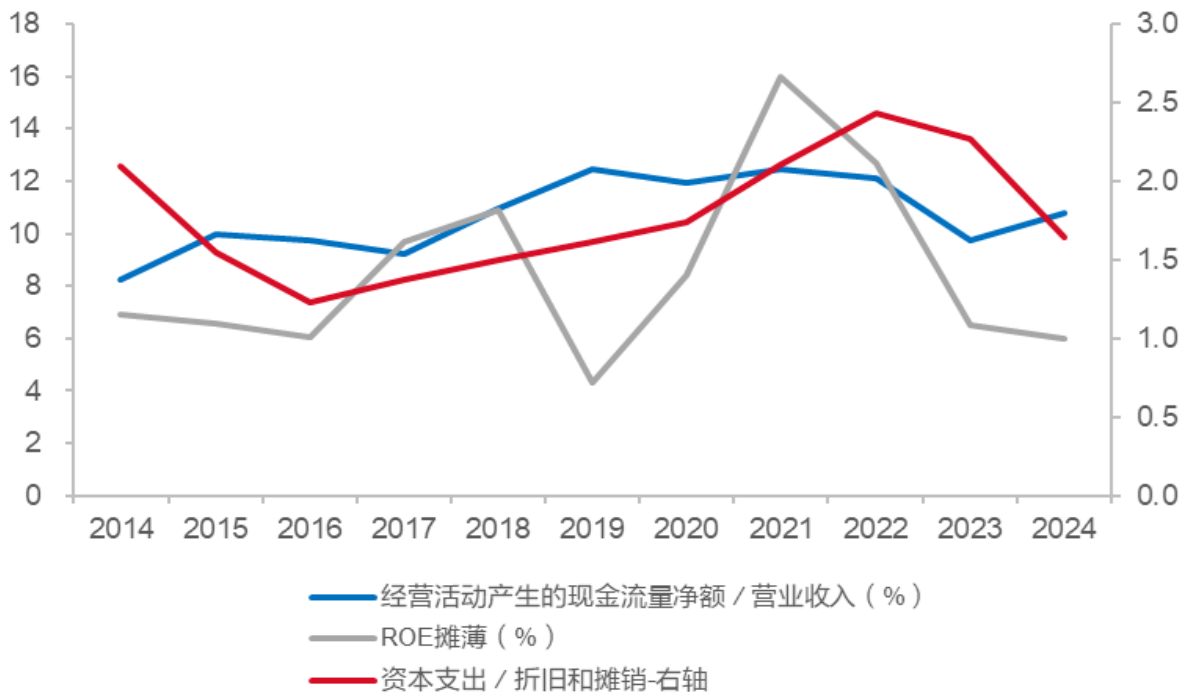
我国LNG价格稳于相对低位区间



基础化工整体产能投入持续减少，行业处于底部拐点

- 从2024年年报情况来看，化工行业在2023年利润快速下滑的影响下，资本开支持续收缩，资本支出/摊销和折旧的比值从2.26回落至1.64，尽管ROE仍未明显改善，但现金流迎来向上转折。从近十年维度来看，目前情况类似于2014-2015年，彼时化工行业推出了较大的供给侧改革行动，促使后续行业景气好转；我们认为，当前时点供给侧政策或再次发挥作用，化工行业周期正处于关键拐点。

SW基础化工行业整体产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

部分子板块已具备景气复苏条件

- 仅从产能投入（出清）角度来看，2024年资本支出变化较大、产能投入明显减少的前十个板块有：有机硅、其他橡胶制品、其他化学纤维、非金属材料、复合肥、改性塑料、氟化工、聚氨酯、钛白粉和其他化学原料；
- 若综合考虑盈利和现金流情况（2025Q1数据），景气修复较好的板块有：复合肥、氟化工、膜材料、其他化学制品、农药、食品及饲料添加剂、涂料油墨和纺织化学制品；
- 钾肥、煤化工和氯碱整体景气好转，但产能投入仍处于历史较高地位。

SW基础化工各子板块综合比值情况

子板块	资本开支/折旧摊销年度数据		单季度盈利情况数据			
	2024-2023	2024-十年平均	ROE是否同比为正	现金流是否同比为正	ROE是否环比为正	现金流是否环比为正
有机硅	(5.14)	(1.12)	否	是	是	否
其他橡胶制品	(3.17)	(0.72)	是	否	是	否
其他化学纤维	(2.06)	(0.80)	否	是	是	否
非金属材料Ⅲ	(1.51)	(1.02)	是	否	是	否
复合肥	(1.41)	(0.11)	是	是	是	是
改性塑料	(1.05)	(1.33)	是	否	是	否
氟化工	(1.05)	(0.50)	是	是	是	否
聚氨酯	(0.97)	(0.35)	否	否	是	否
钛白粉	(0.90)	(0.57)	否	是	是	否
其他化学原料	(0.82)	(0.82)	是	是	否	否
钾肥	(0.77)	0.11	是	是	否	否
膜材料	(0.68)	(0.23)	是	是	是	否
纯碱	(0.58)	0.20	否	否	是	否
民爆制品	(0.55)	(0.34)	否	否	是	否
氨纶	(0.52)	(1.11)	否	是	是	否
其他化学制品	(0.48)	(0.39)	是	是	是	否
氮肥	(0.46)	0.56	否	否	是	否
煤化工	(0.45)	0.30	是	是	是	否
农药	(0.39)	(0.17)	是	是	是	否
其他塑料制品	(0.32)	(0.09)	是	是	是	否
氯碱	(0.32)	0.26	是	是	是	否
食品及饲料添加剂	(0.31)	(0.21)	是	是	是	否
合成树脂	(0.29)	(0.17)	是	否	否	否
胶黏剂及胶带	(0.23)	(1.18)	否	是	是	否
磷肥及磷化工	(0.22)	(0.22)	否	是	是	否
涂料油墨	(0.20)	(0.14)	是	是	是	否
纺织化学制品	(0.13)	(0.38)	是	是	否	否
粘胶	0.03	(0.56)	否	否	是	否
炭黑	0.10	0.76	是	否	否	否
橡胶助剂	0.12	(0.15)	否	否	是	否
无机盐	0.29	0.22	否	否	是	否
锦纶	0.93	2.04	否	是	是	否
涤纶	1.35	0.40	是	否	是	否

资料来源：同花顺，东海证券研究所
注：表中数值分别代表2024年数值与2023年数值相减的差值，2024年数值与2015年至2025年的十年均值相减的差值；ROE和现金流分别为2025Q1数据与2024Q1对比、与2024Q4环比



CONTENTS

一、化工板块行情和基本面回顾

二、供给侧有望结构性优化，挑选弹性及优势品种板块

三、消费新趋势+科技内循环，把握需求驱动下的 α

四、结论与投资建议

五、风险提示

国家政策端对供给侧要求频繁提及

- 2024年7月30日，中共中央政治局召开会议提出要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争；强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
- 2024年12月，中央经济工作会议升级为“综合整治”，纳入2025年重点工作。
- 2025年4月2日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于完善价格治理机制的意见》，对“稳物价”做出相关指示，重视对“价格战”和“内卷式”恶性竞争的治理，提出“规范市场价格行为，综合运用公告、指南、提醒告诫、行政指导、成本调查等方式，推动经营主体依法经营。防止经营者以低于成本的价格开展恶性竞争”。

我国单位GDP能耗要求及达成情况

国内单位GDP能耗完成情况		计划指标	整体指标
2016	-4.8%	-3.40%	“十三五”期间，单位能耗降低15%，能源消费总量控制在50亿吨标准煤内
2017	-3.50%	-3.40%	
2018	-3.00%	-3%	
2019	-2.50%	-3%	
2020	0.00%	继续下降	
2021	-2.70%	-3%	“十四五”期间，单位GDP能耗降低13.5%，非化石能源占能源消费总量比重提高20%左右
2022	-0.10%	统筹考核，留有适当弹性	
2023	-0.50%	继续下降	
2024	-3.80%	-2.50%	
2025		-3%	

资料来源：国家统计局，东海证券研究所

海外化工产能退出整合

- 相较于国内大面积布局的化工装置的时间阶段，海外企业的装置布局时间相对更早，无论装置的规模，运行的稳定性相较于国内企业是有差距的，在未来生产环节的成本优化方面，无论是进行改造的成本规模，还是投入产出回报上难以形成根本性差别。
- 近年来，由于地缘政治影响，上涨的原料成本+亚洲产能冲击，欧美化工企业多经历关停、产能退出等事件。根据欧洲化学工业委员会（Cefic）发布的《欧洲化学工业竞争力》报告，2023至2024年间，欧洲已关闭了约1100万吨/年的化工产能，其中烯烃产能占比高达26%，即乙烯和丙烯产能合计约286万吨。

近期部分海外化工产能关停案例汇总

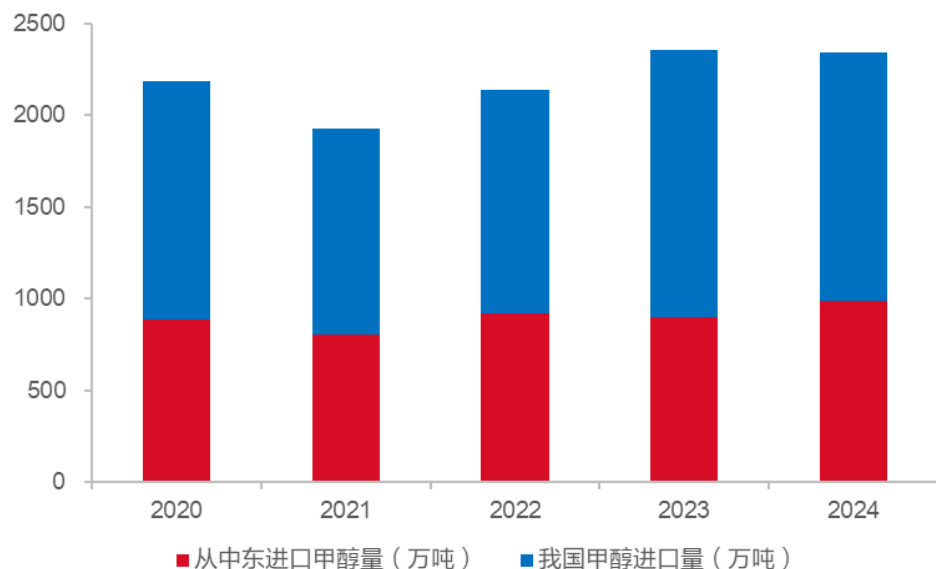
企业	关停产能所在国家	产能关停情况
三菱化学	日本	2025年3月宣布决定分阶段停止位于日本福岛县磐城市的三菱化学株式会社小名滨工厂和新菱株式会社磐城工厂的化学产品生产（PET瓶业务），预计将从2026年3月开始分阶段停止，并在2027年3月底完全终止。
利安德巴塞尔与科思创	荷兰	2025年3月宣布将永久关闭位于荷兰Maasvlakte工厂的环氧丙烷/苯乙烯单体（PO/SM）生产装置（PO11）。
亨斯迈	德国、英国	2025年2月，亨斯迈表示，鉴于持续的市场压力，该公司正计划裁员并关闭聚氨酯业务的下游工厂；此前已经关闭或出售了位于马来西亚、泰国、印度尼西亚和意大利的PU系统工厂，此次是位于德国Deggendorf和英国Kings Lynn的工厂。
英力士	英国	2025年1月英力士宣布由于缺乏能源战略和高碳税，关闭了英国仅存的一家合成乙醇工厂。
巴斯夫	德国	公司将停止在路德维希港工厂，其中CDon和CPon的生产工厂将于2025年上半年关闭；己二酸则在2023年启动的结构调整战略下已经减产，剩余产能主要保障CDon和CPon的原料供应，并将于2025年全部关闭。
盛禧奥	德国	2024年10月宣布退出德国施塔德的聚碳酸酯生产（产能16万吨/年）。
	德国、荷兰	2022年12月盛禧奥宣布关闭德国博伦(Boehlen)30万吨/年苯乙烯工厂。2023年10月30日，盛禧奥宣布决定停止苯乙烯单体(EBSM)业务位于荷兰泰尔讷曾的制造工厂。该工厂计划于2023年11月正式停止运营。
SABIC	荷兰	2024年4月宣布永久关闭其位于荷兰赫伦的烯烃3裂解装置，涉及乙烯产能53万吨/年和丙烯产能32.5万吨/年。
埃克森美孚	法国	2024年4月宣布关闭法国格拉雄翁的蒸汽裂解炉及相关衍生部门，影响乙烯产能42.5万吨/年和丙烯产能29万吨/年。
索尔维	法国	2024年9月宣布将与合作伙伴协商，停止法国Salindres工厂三氟乙酸(TFA)及其氟化衍生物生产，并预计将在2025年初到10月期间裁减68个相关职位。

资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

短期地缘政治带来油气风险溢价，海外地区供给不确定性增加

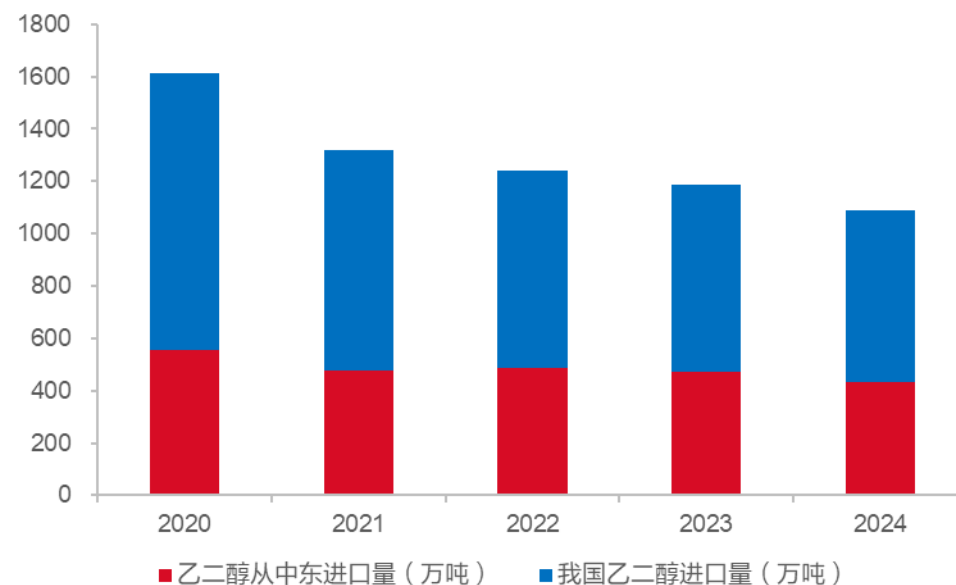
- 近期中东局势升级，能源市场迅速反应，油气价格同步上涨。市场担忧中东供应路线，特别是霍尔木兹海峡的运输可能中断。
- 由于中东地区有丰富的油气资源，部分大宗化工品具有天然成本优势，且海运至华东地区相较西北内陆运输更具价格竞争力，中东成为我国化工资源品重要进口来源地。例如，我国甲醇进口高度依赖中东地区：2024年从阿曼、阿联酋、沙特阿拉伯、伊朗四国的进口量达989.56万吨，占总进口量的73.39%。我国乙二醇2024年从阿曼、阿联酋、沙特阿拉伯、伊朗、科威特五国的进口量达432.58万吨，占总进口量的66%。

近年我国从中东进口甲醇情况



资料来源：隆众数据，东海证券研究所

近年我国从中东进口乙二醇情况



资料来源：隆众数据，东海证券研究所

中国化工占据国际供应链重要地位

- 我们认为，尽管贸易保护政策盛行，但我国化工产业链竞争优势明显，凭借显著的成本优势和不断突破的技术实力，中国化工企业正迅速填补国际供应链的空白，有望重塑全球化工产业的格局。尤其在大宗商品方面，有望持续保持竞争优势。
- 以化工基础产品聚丙烯（PP）为例，东南亚PP产能近860万吨/年，但受原料成本高企、产品价格低迷等多重因素影响，近期多套装置已停车（如聚烯烃（新加坡）有限公司、越南龙山石化等），涉及产能高达300万吨/年，且重启时间尚不确定。而中国对东南亚国家的PP出口大幅增长。

2023-2024年部分东南亚国家PP进口情况表（万吨，亿美元）

	2024年出口量	2024年出口金额	2023年出口量	2023年出口金额	出口量同比增长（%）	出口金额同比增长（%）
越南	35.0	3.8	18.6	2.4	87.8%	57.8%
印度尼西亚	18.0	1.8	9.2	1.0	95.7%	83.9%
泰国	11.9	1.3	6.2	0.8	94.0%	67.9%
菲律宾	9.3	1.0	6.2	0.7	50.8%	42.7%
马来西亚	4.0	0.5	3.0	0.4	33.5%	19.4%
柬埔寨	2.6	0.3	1.7	0.2	50.8%	24.2%

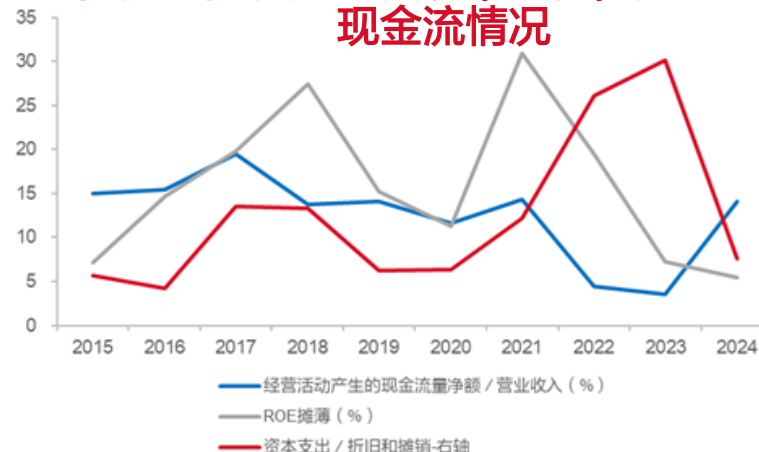
资料来源：Wind，东海证券研究所

供给压缩弹性板块——有机硅

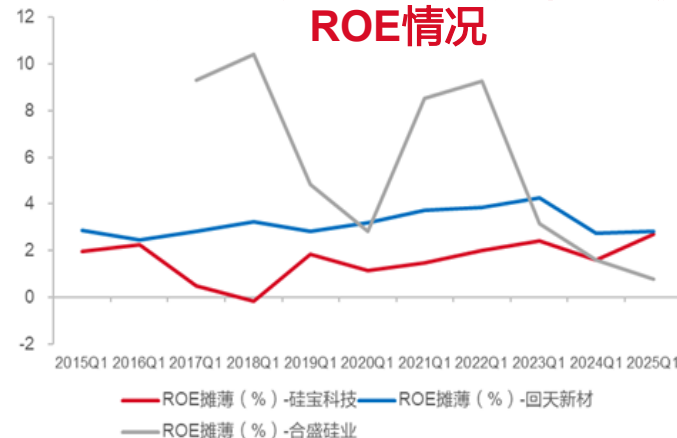
- 产能投入急降，现金流快速改善，ROE尚待拐点。2024年有机硅资本支出/摊销和折旧比值较2023年急速下降，尽管ROE尚处于近十年底部，但现金流净额/营收比值快速回升，说明企业经营压力有望减轻。后续若产能出清持续，预计有机硅新一轮周期有望展开。在个股方面，龙头合盛硅业2025Q1ROE同比仍趋势向下，硅宝科技、回天新材的一季度ROE则保持同比正增长。
- 供应方面，2024年为有机硅投产高峰，我国有机硅产能达677万吨，产能增速19.4%。我国有机硅本轮扩产周期或已临近尾声，在盈利压力下，预计未来几年新增产能有限，且受益于新能源、5G、特高压等新兴产业持续发展，随着需求端增长对存量产能的逐步消化，行业供需格局有望逐步好转。

资料来源：同花顺，隆众数据，东海证券研究所

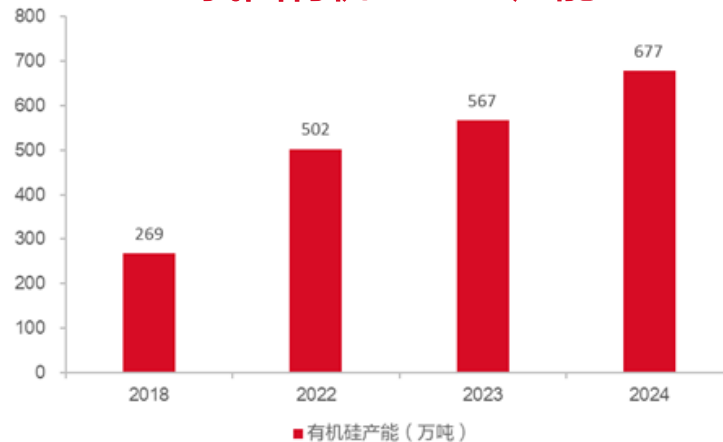
有机硅板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



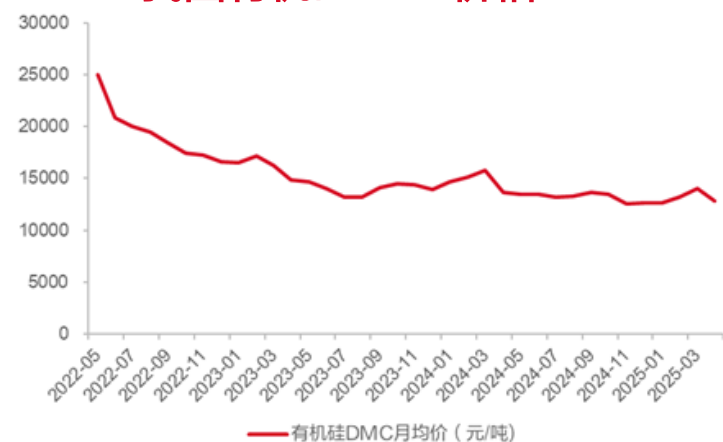
有机硅代表上市企业历年一季度 ROE情况



我国有机硅DMC产能



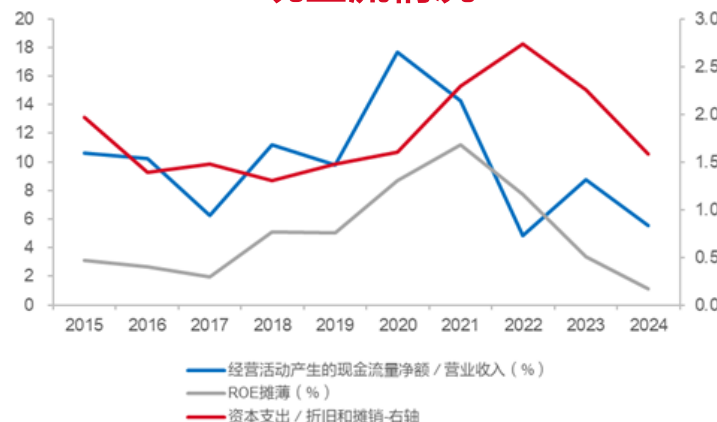
我国有机硅DMC价格



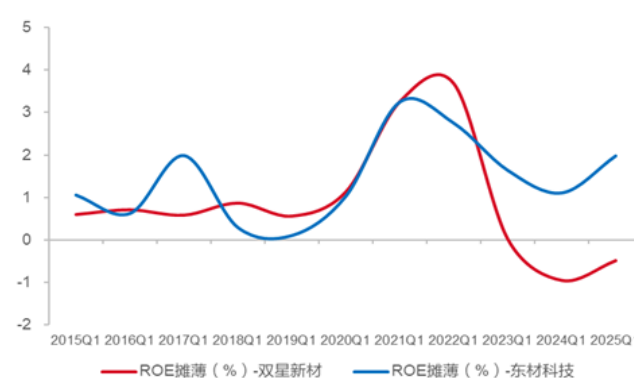
供给压缩弹性板块——膜材料

- 产能有待持续消化，行业景气全面触底，部分代表企业ROE回升。2024年膜材料板块的盈利情况达近十年低点，现金流情况在2023年短暂反弹后重新回落，说明行业竞争格局依旧激烈，产能有待进一步出清。但从膜材料板块龙头双星新材和东材科技的2025Q1的ROE情况来看，企业盈利有所好转，东材科技受益于电子材料等高端品收益，相对更加稳健。
- 2024年，BOPET行业产能持续增加，截至2024年底，行业总产能达661.55万吨。尽管产能投放延续，但2024年产能增速有所放缓，2024年产能增长率较2023年下滑7.38个百分点。行业利润持续承压下，预计本轮行业新增产能释放高峰基本结束。

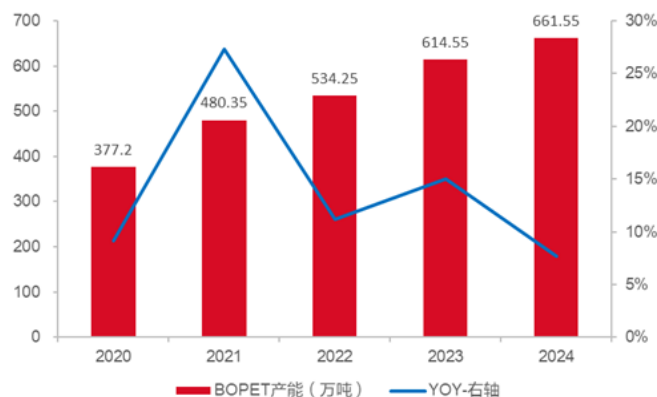
膜材料板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



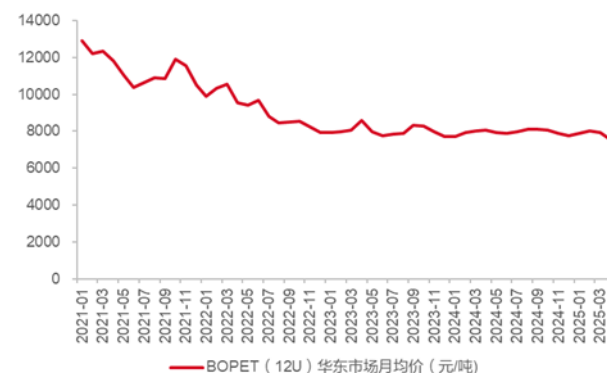
双星新材&东材科技ROE情况



我国BOPET产能及增速



BOPET (12U) 华东市场价



供给压缩弹性板块——氯碱

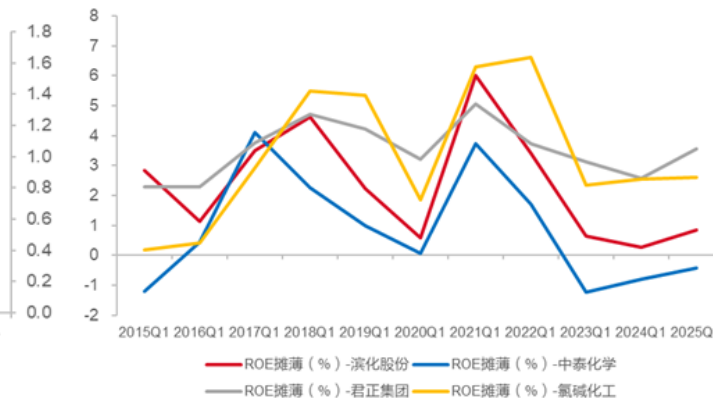
- 产能出清初始，行业盈利底部反弹。氯碱板块资本支出在2023年触及近十年顶峰，2024年开始回落。2024年我国氯碱行业产能产量小幅增长，开工率维持高位，随着烧碱价格上涨，烧碱利润回升，但由于液氯补贴扩大，氯碱综合利润回升并不明显。板块内代表企业2025Q1的ROE多数同比改善，部分企业由于具有一体化产业链及多样化化工品业务，ROE明显超过行业均值。
- 在国家“双碳”相关政策引导下，我国氯碱行业产能扩张得到有效控制，产能增速持续放缓。2023年新增产能主要由乙烯法带动，截至2024年底，我国PVC有效产能为2754万吨，产能增速-0.29%，主要是电石法产能退出。2024年产能利用率约77.93%。

资料来源：同花顺，东海证券研究所

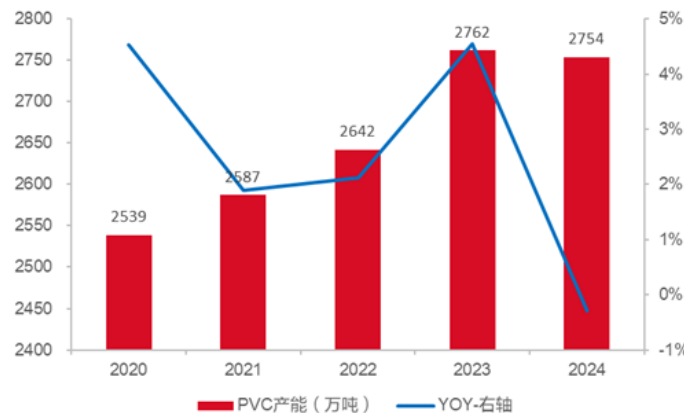
氯碱板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



氯碱板块代表企业ROE情况



我国PVC有效产能及增速



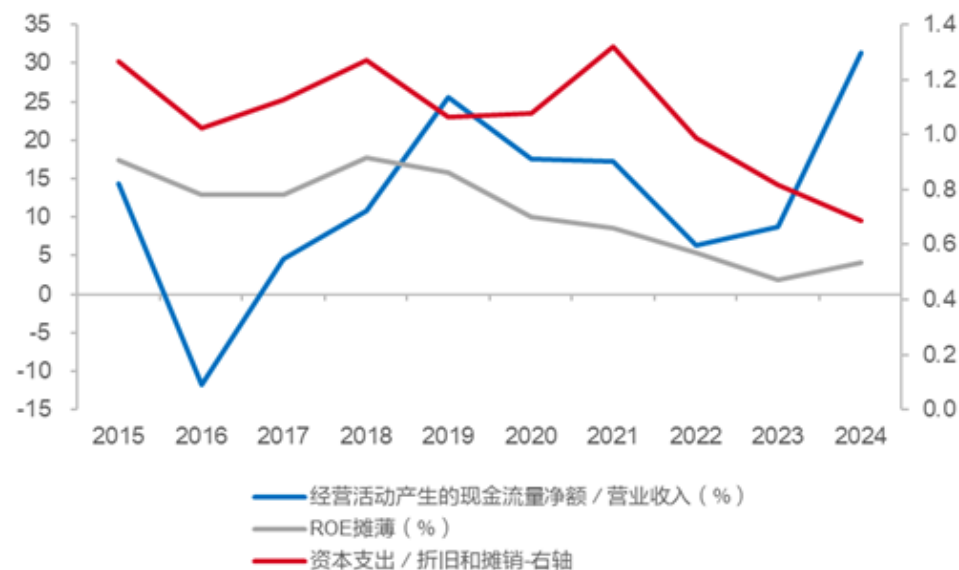
PVC市场价



供给压缩弹性板块——染料

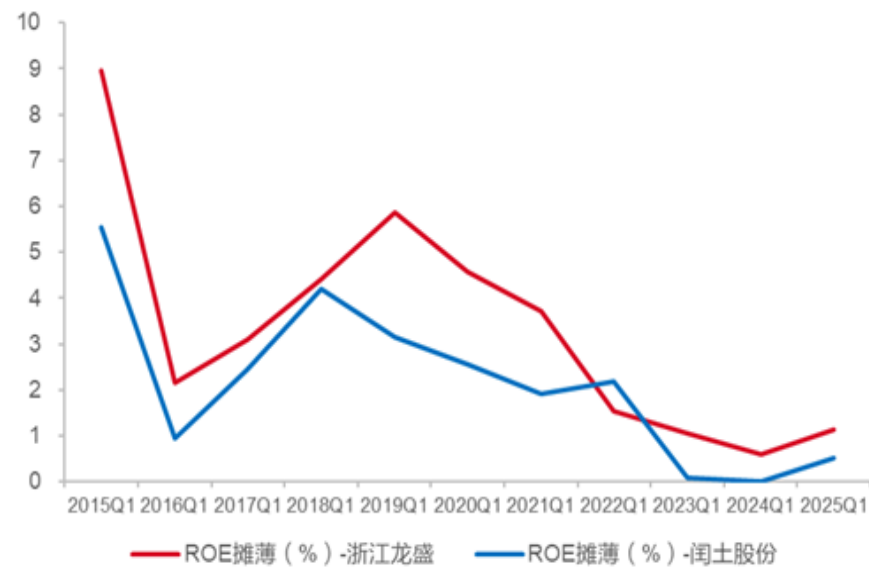
- 染料曾是供给改革代表行业，原料端供给波动助力业绩走出低谷。此板块代表企业多为染料行业，作为2015年彼时供给侧改革较为突出的行业，经过2016年筑底，2017年反弹恢复，2018年中国染料行业整体回归牛市。但随着2020-2021年行业再次扩产，目前国内染料行业产能仍处于过剩状态，市场价格竞争依然持续。2024年板块资本支出快速下滑，现金流改善明显，若后续有效控制产能投入，则有助于后续整体盈利修复，走出周期低谷。

纺织化学制品板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

染料代表企业ROE情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

供给压缩弹性板块——染料

- 染料行业目前已进入寡头定价格局。历史上染料价格主要受供需驱动、成本驱动。近期某H酸龙头企业发生火灾事故，导致H酸市场报价上扬（由2025年年初的36000元/吨至近期41750元/吨），从而支撑染料价格。我们认为，注重高价值的稀缺染料中间体产品布局，迎合市场需求，以染料中间体为核心枢纽，沿产业链方向延伸，是染料行业未来发展的重要方向之一。建议关注产业链完善、具有定价权的龙头企业：浙江龙盛，闰土股份。

染料价格复盘



染料上市公司产能情况（2024年）（万吨/年）

上市公司	分散染料	活性染料	其他染料	中间体	助剂
浙江龙盛	14	8.8	7.2	11.95	10
闰土股份	11.8	10	2	4	5
安诺其	4+4.27（在建）		1.475	1.9+6.9（在建）	
吉华集团	7	1.5	1	2	
亚邦股份	2+1.4（滤饼）		0.6	1	
福莱茵特	2.4				
锦鸡股份	1.5	4.5			
雅运股份		0.6			7.7

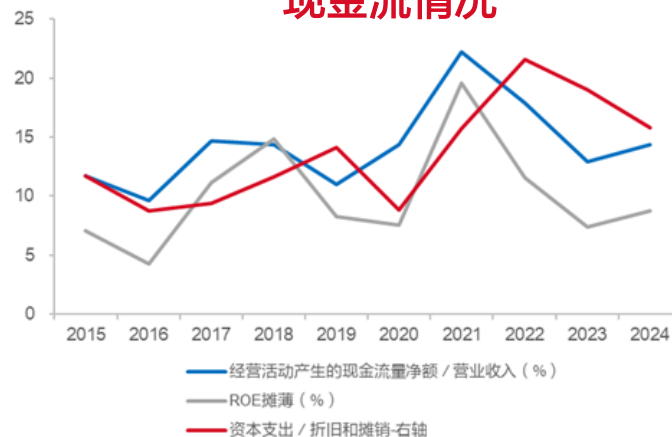
资料来源：同花顺，东海证券研究所

资料来源：同花顺，东海证券研究所

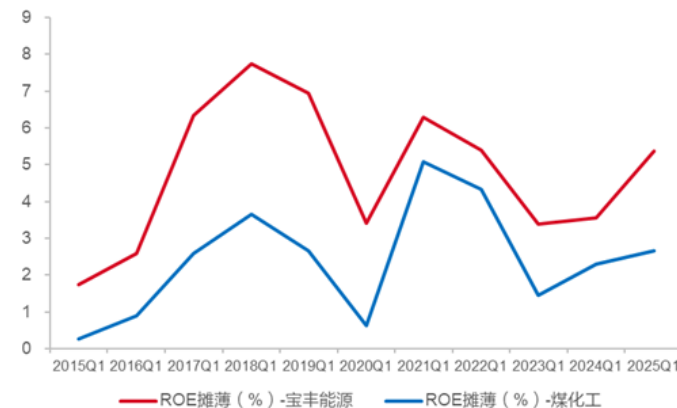
优势品种板块——煤化工一体化

- 产能投放仍处于相对历史高位，一体化龙头优势突出。煤化工板块资本支出在2022年高峰后连续回落，但仍处于近十年相对高位，ROE和现金流情况在2024年低点反弹。整体来看，行业仍有待进一步产能出清。宝丰能源作为新型煤化工龙头代表，业绩远超行业均值，2024年受益于煤炭价格显著回落，煤制烯烃相比其他原料路线的盈利优势进一步扩大。
- 从未来投产来看，2025-2030年聚乙烯仍有接近3000万吨的产能释放，预计产能增速在2027年之后会有所放缓，聚乙烯原料更加多元化。2025年，中国聚丙烯行业进入新一轮产能扩张周期，预计新增产能515万吨/年。然而，下游聚烯烃消费需求承压，供需矛盾或加剧。但考虑到我国高端聚烯烃仍大量依靠进口，预计产能很难快速出清，各路线工艺间的竞争或将进一步加剧。

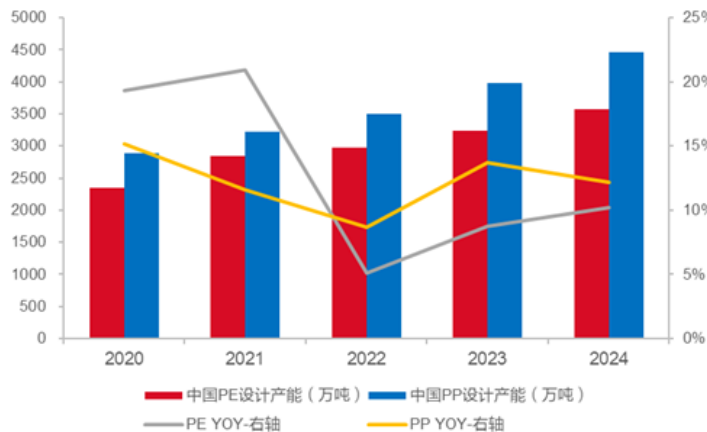
煤化工板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



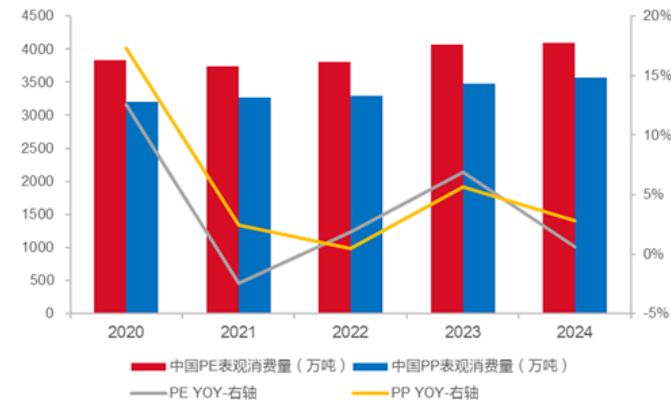
宝丰能源历年一季度ROE情况



我国聚烯烃产能及增速



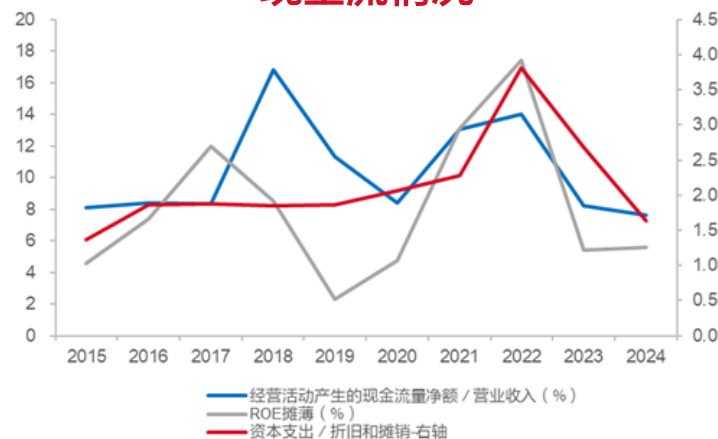
我国聚烯烃表观消费量及增速



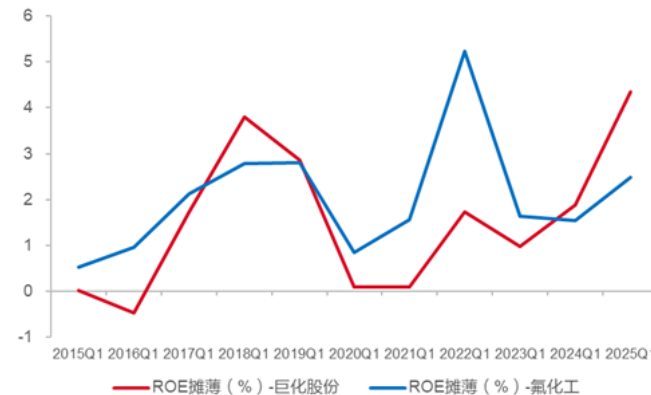
优势品种板块——制冷剂

- 制冷剂维持高景气，含氟聚合物和含氟精细化学品仍需结构调整。得益于制冷剂配额落地，以及下游家电等领域需求回暖，制冷剂业务板块2024年景气高增，相关代表龙头如巨化股份、东岳集团等均有突出的资本市场表现。另一方面，氟化工其他产品供需难以匹配，低端竞争激烈，导致行业整体盈利改善不明显。2025Q1，含氟聚合物价格有所回升，但整体行业仍待结构性调整，亟需高端化突破。长期来看，制冷剂供应端逻辑稳固，仍建议继续关注制冷剂相关个股。龙头巨化股份兼具制冷剂和含氟高分子材料的一体化产业链优势，成长性突出。

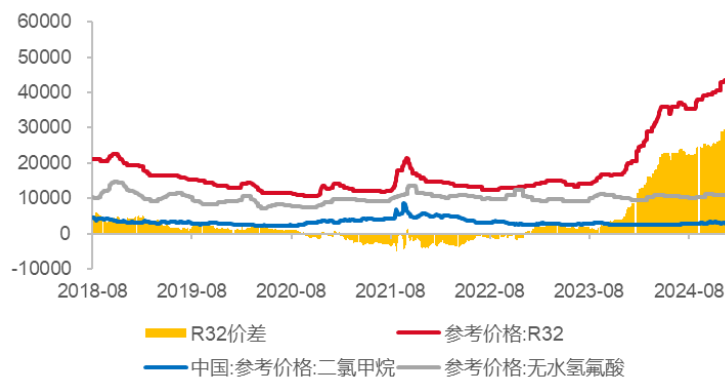
氟化工板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



巨化股份历年一季度ROE情况



制冷剂R32价格及价差



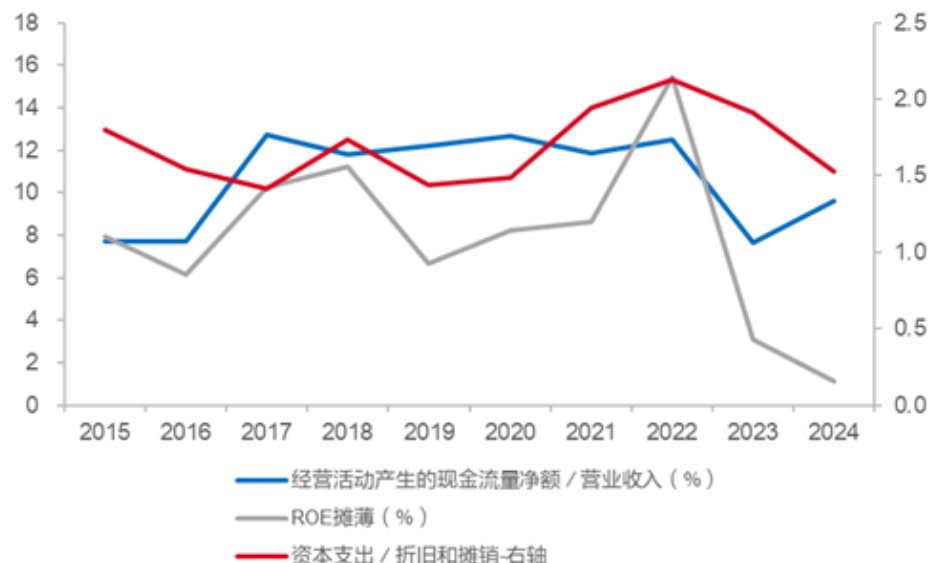
我国聚四氟乙烯价格（元/吨）



优势品种板块——农药

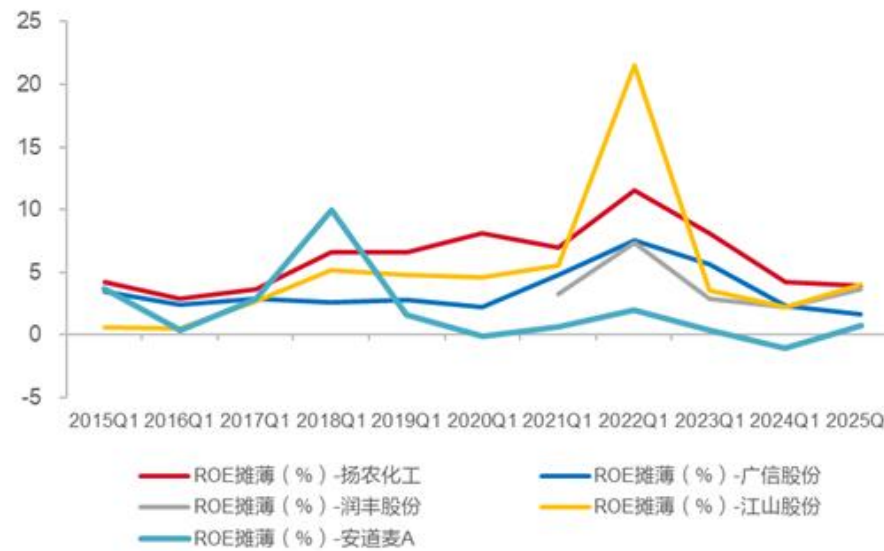
- 内卷后盈利触底，产能投入减少现金流改善，短期供给扰动影响部分产品价格。农药板块资本支出在2022年达到近十年高峰，一直稳健的现金流在2023年快速下降，ROE同步触底。2024年，农药板块的资本支出减少，现金流因此改善，但盈利依旧触底，主要因为行业内卷的价格战。2025Q1，农药代表企业中仍有ROE同比仍下滑的公司，大部分企业能够触底反弹，同比为正。

农药板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

农药代表企业历年一季度ROE情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

优势品种板块——农药

- 由于产能西迁、抢夺专利临期产品市场、盲目投资等因素，我国农药产能过剩，企业内卷严重。我国化学农药原药（折百）产量2024年同比+38%，接近2015-2016年峰值，达367.53万吨。但杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂、卫生用药等五大类农药产能严重过剩，2024年产能利用率仅有30%~60%。2025年3月，行业召开了一场聚焦于草甘膦行业反内卷现象的专题会议；2025年5月，有关拜耳或寻求孟山都破产的新闻导致业内对草甘膦供应存偏紧预期，近期草甘膦产品价格有所向上波动。我们认为，农药行业作为偏刚需行业，后续供给端的控制或成为行业景气关键因素。2025年1月，农业农村部推行“一证一品”政策，要求同一登记证下农药产品仅允许标注一个商标；随着行业内代表企业关注到供给侧改革的必要性，叠加海内外供给扰动，2025年农药整体有望进一步去库，迎来复苏。

我国化学农药原药（折百）产量及增速



资料来源：同花顺，东海证券研究所

草甘膦价格2025年5月以来有所回升



资料来源：同花顺，东海证券研究所

我国农药出口价格2025年以来有所回升



资料来源：同花顺，东海证券研究所



CONTENTS

一、化工板块行情和基本面回顾

二、供给侧有望结构性优化，挑选弹性及优势品种板块

三、消费新趋势+科技内循环，把握需求驱动下的 α

四、结论与投资建议

五、风险提示

食品添加剂：承接食品饮料领域大需求，企业小而美特征突出

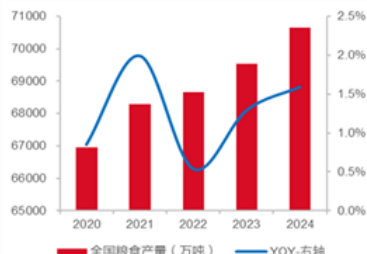
食品添加剂产业链

产业链上游

原材料供应

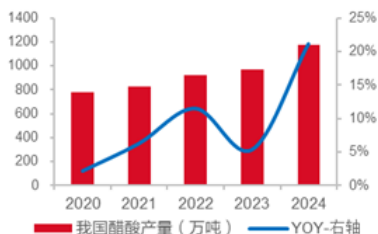
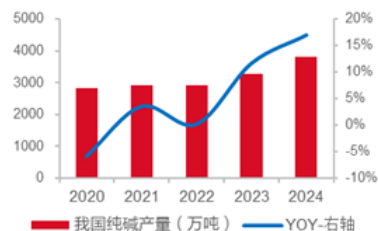
天然原料

甘蔗、大米、小麦等农作物



化工原料

纯碱、醋酸、柠檬酸等化工产品



产业链中游

食品添加剂生产

提升食品性状

甜味剂、醋化剂等



改善食品品质

防腐剂、营养强化剂等



加工助剂

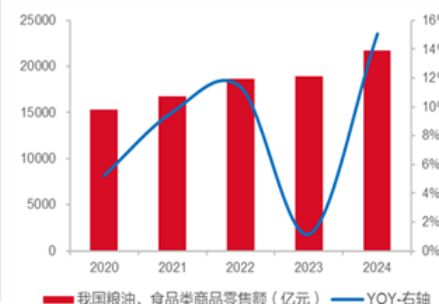
酶制剂、消泡剂等



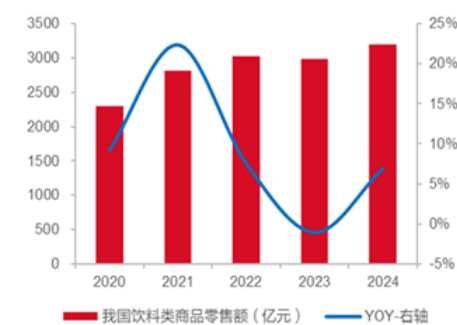
产业链下游

食品应用领域

食品领域



饮料领域



法规政策积极推动健康饮食，带动食品添加剂行业扩容

近年来我国倡导国民健康生活的部分政策文件

日期	政策文件	相关内容
2019年7月	《健康中国行动（2019-2030年）》	重点鼓励全社会减盐、减油、减糖，提倡到2030年人均每日添加糖摄入量不高于25g；同时，该行动倡导食品生产经营者使用食品安全标准允许使用的天然甜味物质和甜味剂取代蔗糖，科学减少加工食品中的蔗糖含量。
2024年7月	《健康中国行动—糖尿病防治行动实施方案（2024—2030年）》	明确校园内限制销售含糖饮料并避免售卖高糖、高脂食品，提高居民糖尿病知晓率、患者基层规范管理服务率、治疗率、控制率、并发症筛查率，降低早死率和疾病负担。
2025年4月	《促进健康消费专项行动方案》	明确指导城乡基层医疗卫生机构为高血压、2型糖尿病、高脂血症、肥胖症等患者提供合理膳食和科学运动指导要点。

多个国家和地区实施“糖税”政策

国家	征收时间	政策措施
墨西哥	2014年	对含糖饮料征收10%的“汽水税”
智利	2014年	对含糖饮料征税，同时对无糖饮料减税
葡萄牙	2017年2月	对糖含量低于80g/L的饮料征税0.15欧元；对糖含量高于80g/L的饮料征税0.3欧元
世卫组织	2017年3月	建议成人每天添加糖的摄入量不应超过50g，最好控制在25g左右
沙特阿拉伯	2017年6月	对能量饮料和碳酸饮料分别征税100%和50%
印度	2017年7月	对果汁或果肉饮料征税12%，对含糖碳酸饮料征税40%
法国	2017年10月	将对含糖饮料征收的固定5欧元/100L改为累进制，含糖量越高则税费越高，含糖量在11g/100ML以上的饮料需缴纳20欧元/100L
英国	2018年1月	所有软饮料糖税分每100ml含糖5g以上或8g以上两档，最高税率20%
爱尔兰	2018年4月	对含糖量在5g/100mL以上的饮料征税0.2欧元，对含糖8g/100mL以上的饮料征税0.3欧/L
马来西亚	2019年开始，2022年扩大范围，2025年1月1日起分阶段提高	2019年开始征收含糖饮料税，2022年宣布将征税范围扩大至瓶装咖啡和茶等饮品；2025年1月1日起分阶段提高含糖饮料税，每升饮料增收0.4林吉特

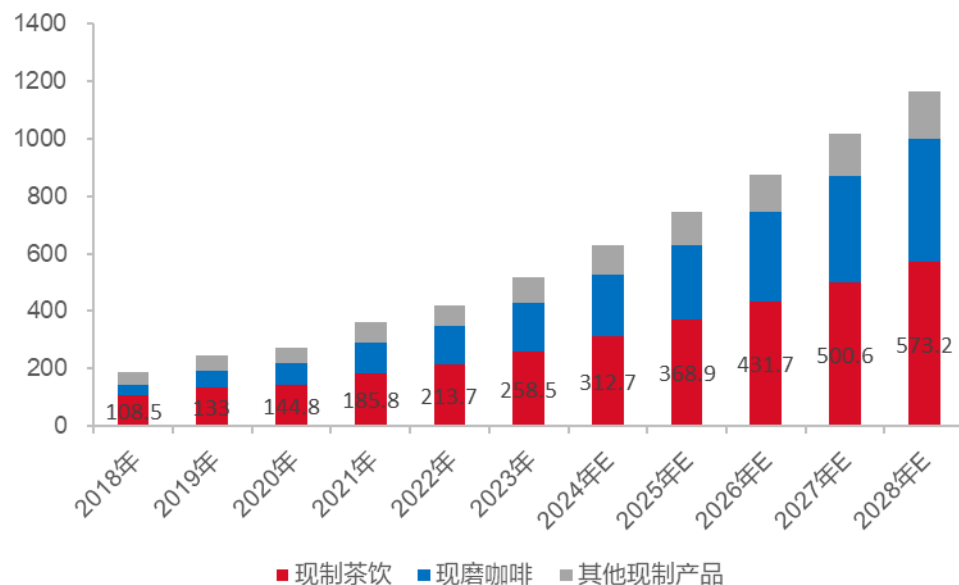
- 我国自2008年就推出《食品营养标签管理规范》，强制要求预包装食品标注糖含量；低糖食品被纳入“健康中国2030”规划，鼓励企业开发低糖、低盐、低脂产品。近期，商务部、国家卫生健康委等12部门印发《促进健康消费专项行动方案》，细化完善促进健康消费的重点举措。
- 当前全球范围内，已有多个国家和地区通过实施“含糖饮料消费税”（俗称“糖税”）的政策手段，对该类产品进行专项课税调节。
- 2025年3月21日，阿洛酮糖等4种新食品原料已通过国家食品安全风险评估中心专家评审委员会技术审查，后经过国家卫健委最终审批后将面向社会公告，阿洛酮糖在我国获批进展重大。

资料来源：中国政府网，各国政府或组织官网，东海证券研究所

新消费趋势下提升健康添加剂、代糖等需求

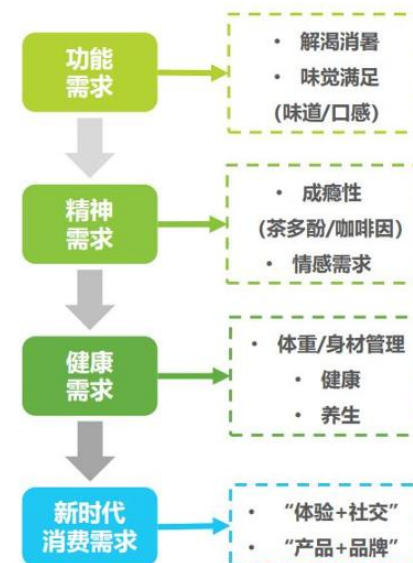
- 现制茶饮作为新消费时代年轻群体的饮食载体之一，已经构成其日常膳食的重要部分。据《中国现制茶饮膳食营养升级》白皮书，以终端零售额计，现制茶饮是现制饮品市场中最大的细分品类，2023年占现制饮品市场规模的约50%，由2018年的1085亿元增加至2023年的2585亿元，预计到2028年将按照17.3%的复合年增长率进一步增加至5732亿元。其主要消费群体以18~35岁中青年为主，膳食中特定食物摄入不足导致的关键营养素摄入不足、结构明显失衡等问题突出。据调查，影响消费者选择现制茶饮的核心因素是口感和风味，占比达63.0%，而重要因素则包括了品质安全和原料或成分的健康度，占比分别达到了44.5%和35.3%。

我国现制茶饮以终端零售额计的市场规模2023-2028年CAGR预计17.3%



资料来源：《中国现制茶饮膳食营养升级白皮书》，东海证券研究所
注：单位为十亿元

现代茶饮消费需求升级

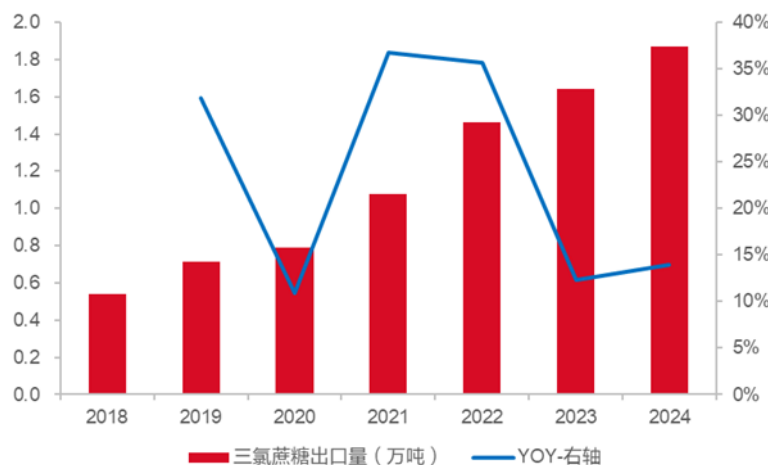


资料来源：《中国现制茶饮膳食营养升级白皮书》，东海证券研究所

食品添加剂行业龙头重新重视价格与市场的平衡，景气有望复苏

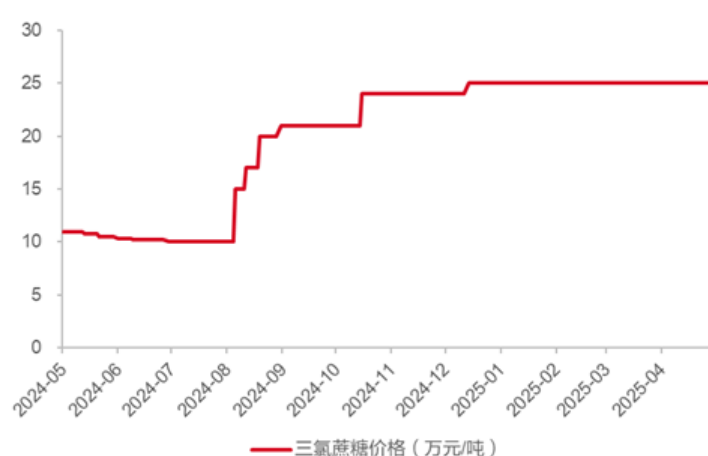
- 中国目前已成为食品添加剂供应大国。以代糖（甜味剂）行业为例，我国是全球最大的三氯蔗糖生产国和出口大国，据百川盈孚的数据，截至2024年末，我国三氯蔗糖产能是3.48万吨；自2021年起70%以上的产量都用于出口，出口量由2018年的0.54万吨上升至2024年的1.87万吨，年均复合增长率达到23.03%。
- 由于环保等约束，三氯蔗糖行业寡头垄断，以金禾实业等为代表的CR3产能占比约83%。在2023-2024年经历价格战后，三氯蔗糖企业2024年9月开始协同停产保价，三氯蔗糖接力麦芽酚上涨，带动食品添加剂板块整体修复。

我国三氯蔗糖出口有支撑



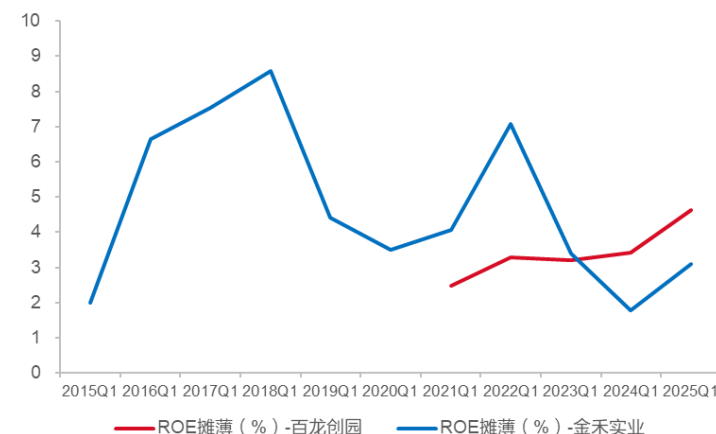
资料来源：同花顺，东海证券研究所

三氯蔗糖价格持续修复



资料来源：百川盈孚，东海证券研究所

食品添加剂代表企业历年一季度ROE



资料来源：同花顺，东海证券研究所

聚焦注重技术和品类研发，具备差异化竞争能力的龙头企业

- 金禾实业主营食品添加剂、香精香料及基础化工产品，甜味剂产能全球领先，三氯蔗糖、安赛蜜等产品市场占有率居前。产业链整合形成“基础化工-精细化工-终端应用”闭环，定远二期项目投产提升硫酸、烧碱等基础化工品产能。生物合成技术平台建设加速，生物发酵类阿洛酮糖等新产品推进产业化。
- 百龙创园主要产品定位中高端，是全球主要益生元、膳食纤维和阿洛酮糖生产商之一，公司已有100余种不同规格型号的产品。公司是国内首家取得抗性糊精生产许可证的企业，国内首家具备工业化生产阿洛酮糖的企业。

金禾实业主要产品产能布局情况

产品	现有产能（吨/年）	备注
食品添加剂	安赛蜜	15000
	三氯蔗糖	10000
	阿洛酮糖	1000
香料产品	甲乙基麦芽酚	11000
	佳乐麝香	4500
	三聚氰胺	60000
大宗化工原料	硝酸	150000
	硫酸	90
	液氨	15
	双氧水	50
	碳铵	240000
	甲醛	200000
	双乙烯酮	10000
	氯化亚砷	80000
	DMF	30000
	糠醛	10000
功能性中间体	新戊二醇	25000
	季戊四醇	20000
医药中间体	呋喃铵盐	1000

百龙创园近年主要投产及在建项目

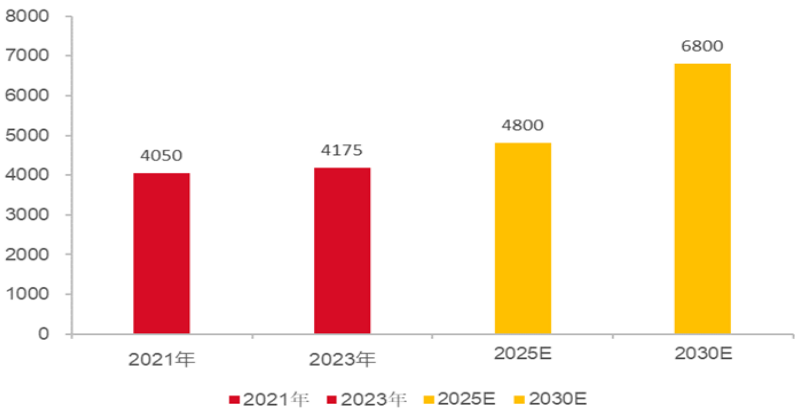
建设项目	产品	建设产能（吨/年）	项目进度
投产项目	年产20000吨功能糖干燥项目	粉体低聚果糖	8000
		成品粉抗性糊精	5000
		成品粉聚葡萄糖	7000
		液体抗性糊精	7000
	年产30000吨可溶性膳食纤维项目	粉体抗性糊精	3000
		聚葡萄糖	20000
在建项目	年产15000吨结晶糖项目	阿洛酮糖	5000
		结晶果糖	10000
	泰国智慧工厂项目	晶体阿洛酮糖	12000
		液体阿洛酮糖	7000
		抗性糊精	20000
		低聚果糖	6000
	功能糖干燥扩产与综合提升项目	异麦芽酮糖	11000
		低聚半乳糖	1800
		乳果糖	200

资料来源：公司公告，东海证券研究所

增强国内大循环内生动力和可靠性，新材料处于国产替代加速发展期

- 我国化工新材料整体自给率约56%，产业正迎来国产替代加速的发展机遇期。一方面，伴随着国际形势变化，全球高端材料技术等领域贸易不确定性增强，产业链供应链自主可控需求迫切；另一方面，国内电子信息产业、新能源汽车、显示面板等行业产能增长趋势明显，带动上游材料需求确定性增强。
- 2023年，我国化工新材料消费量为4175万吨，预计至2025年和2030年将分别超过4800万吨和6800万吨，2023~2030年期间年均复合增长率维持在7%以上。

我国新材料消费量预测（万吨）



资料来源：中国石化新闻网，东海证券研究所

化工新材料产业链全景图

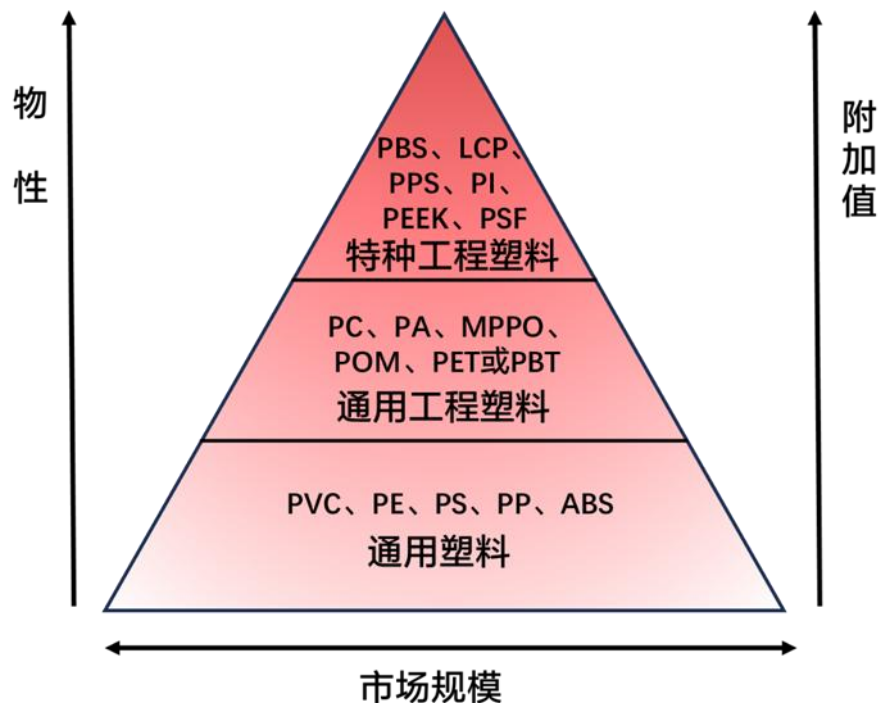


资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

以塑代钢趋势下，工程塑料大有可为

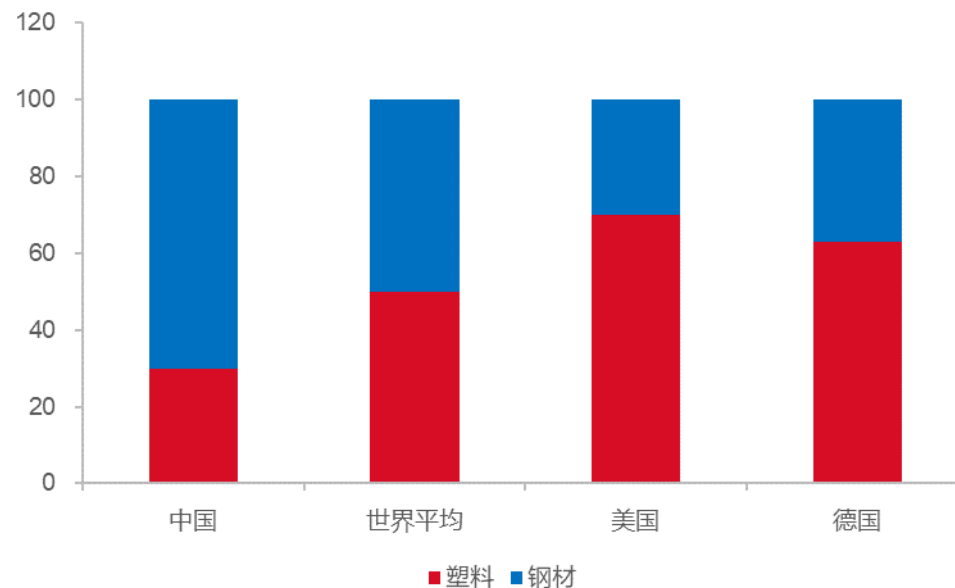
- 工程塑料一般具有100℃以上耐热性，而耐热性更高，在150℃以上的高温下也能够长时间使用的工程塑料被称为特种工程塑料。热塑性树脂大致可分为结晶性树脂与非晶性树脂。如果以耐热性为主轴，则可以下图所示的金字塔型表示。
- 塑钢比是衡量一个国家塑料工业发展水平的重要指标，我国仅为30:70，不及世界平均的50:50，更远不及发达国家如美国的70:30和德国的63:37。

塑料可细分为通用塑料、通用工程塑料、特种工程塑料三类



资料来源：《高分子材料》钱立军，东海证券研究所

国内外以塑代钢现状（单位：百分比）

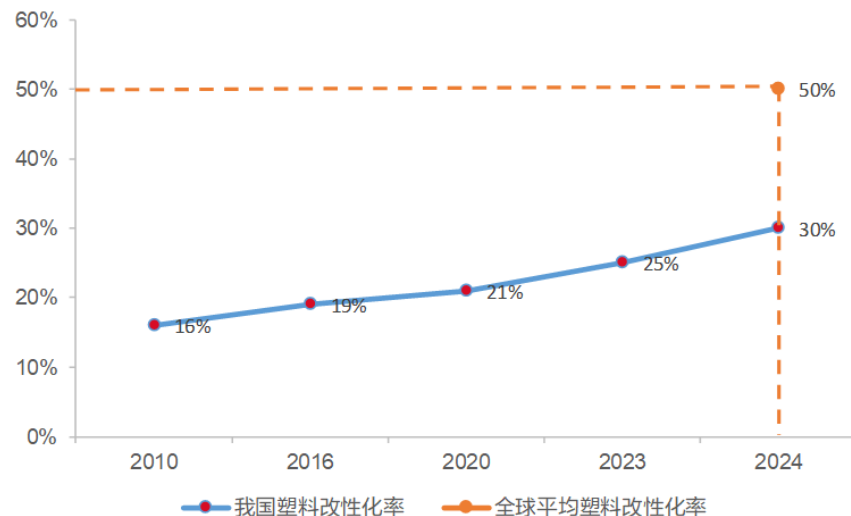


资料来源：聚石化学，东海证券研究所

塑料改性和特种工程塑料国产替代和技术升级空间大

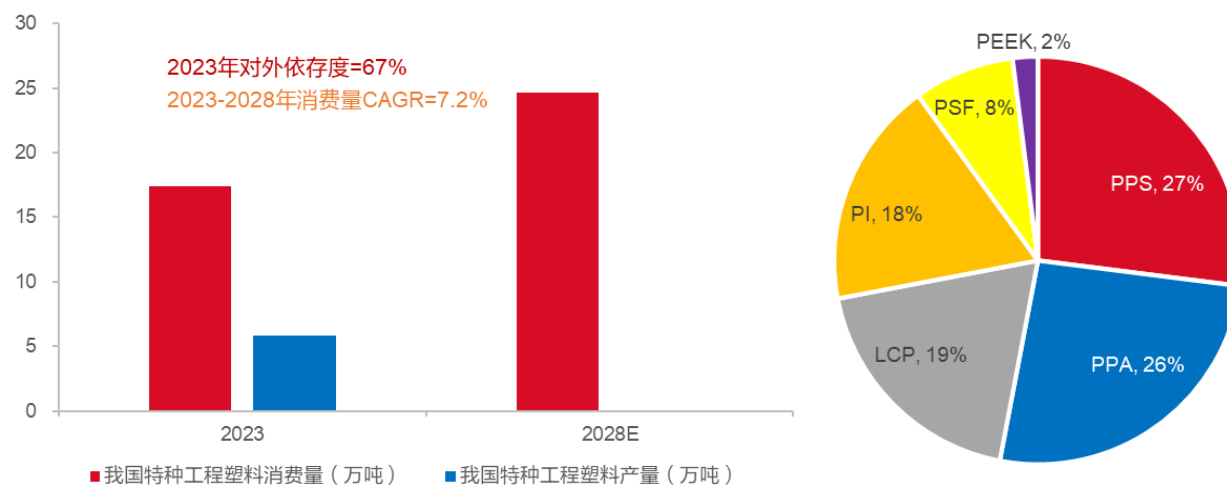
- 2023年中国改性塑料市场规模达人民币3107亿元，同比增长6.44%，占全球市场份额的28%。预计到2025年，市场规模将突破人民币4000亿元，年均复合增长率保持在8%-10%。改性化率(改性塑料产量/塑料总产量)作为行业成熟度指标，2024年中国为近30%，显著低于全球50%的水平，未来国产替代和技术升级空间大。
- 我国特种工程塑料起步较晚，与国外领先企业(塞拉尼斯、宝理、住友、索尔维)相比差异较大，产业总体处于发展初期，2023年，中国6类主要的特种工程塑料总消费量约为17.4万吨。对比8.5万吨的产量，中国特种工程塑料消费市场仍严重依赖进口。依靠新能源汽车、电子电器、医疗器械、航空航天等高速发展领域驱动，中国特种工程塑料的市场需求仍将保持高速增长，2023-2028年年复合增速约为7.2%，2028年消费量将达24.6万吨。

我国塑料改性化率目前近30%，低于全球50%的水平



资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

2023年中国特种塑料消费情况

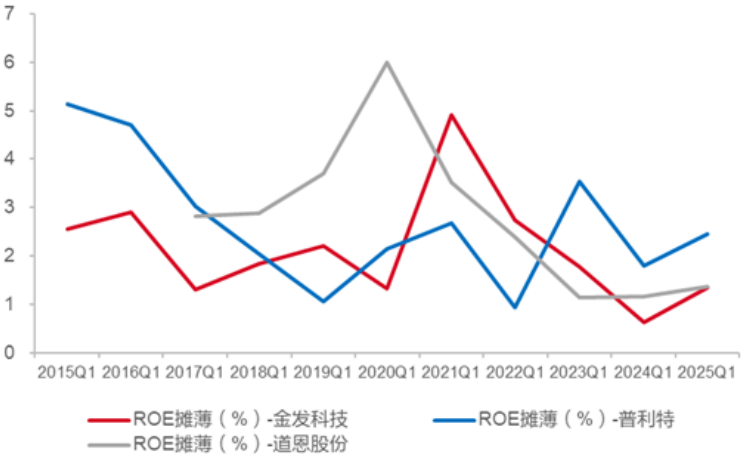


资料来源：CNCIC，东海证券研究所

塑料头部企业业绩底部回升，积极布局高端新兴领域

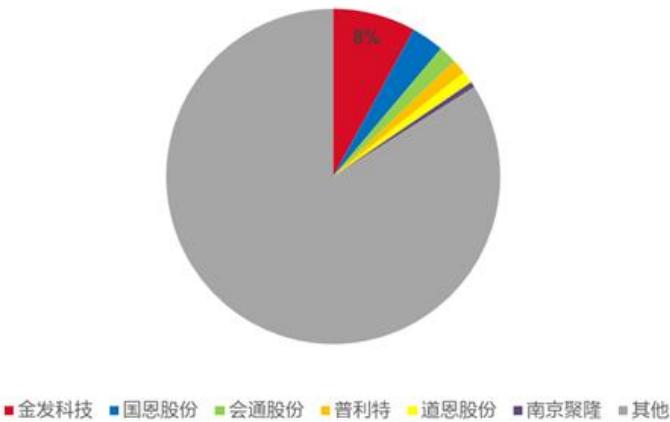
- 改性塑料板块在经历了2021-2022年的资本投入高峰后，近两年回归理性。同时在新能源车轻量化、汽车家电补贴促销等内需政策支持下，下游需求好转，大部分改性塑料企业，如金发科技、普利特、道恩股份等，业绩均出现好转。目前国内改性塑料企业总数超过3000家，但年产能超过3000吨的企业仅70余家，产能超万吨的规模内资企业较少，其中龙头企业金发科技现已形成372万吨/年的生产能力，2024年产销量稳居行业首位，以产量计算2024年其市占率达8%。
- 由于特种工程塑料技术壁垒较高，每种产品的生产企业相对较少，集中度较高。同时，部分企业也可生产不同产品，布局较为广泛的有金发科技和沃特科技，另外新和成、德众泰在个别产品方面也处于领先地位。

改性塑料代表企业历年一季度ROE情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

我国改性塑料代表上市企业市占率（2024年）



资料来源：同花顺，东海证券研究所

国内外主要企业特种工程塑料业务布局

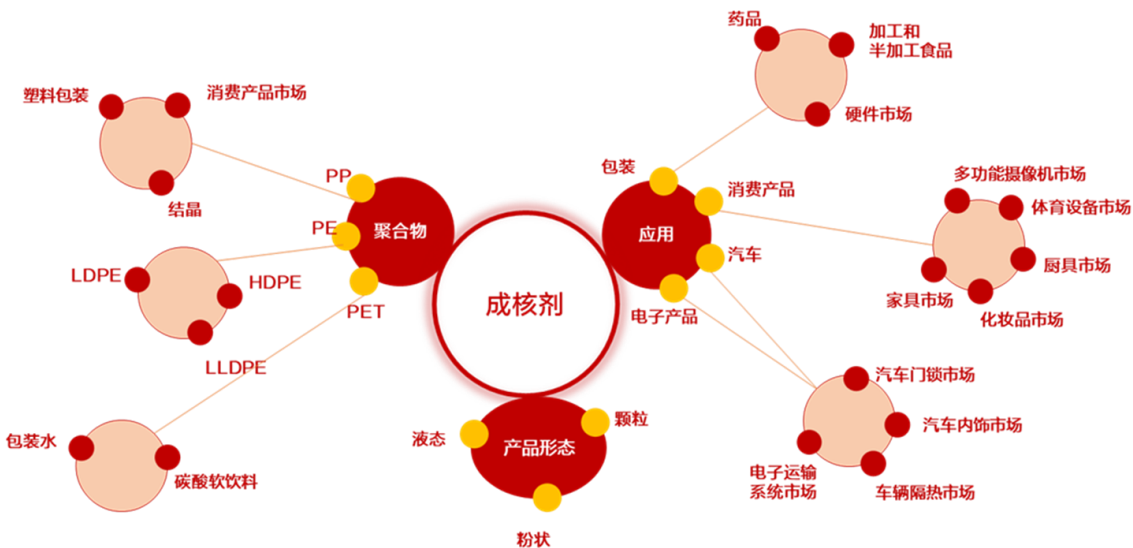
企业	聚苯硫醚PPS	砜聚合物PSF	聚醚醚酮PEEK	液晶聚合物LCP	特种尼龙PPA	聚酰亚胺PI
国外主要企业						
帝斯曼	✓	✓	✓	✓		
索尔维	✓	✓	✓	✓	✓	✓
塞拉尼斯	✓		✓			
巴斯夫	✓	✓			✓	
威格斯		✓				✓
三菱化学				✓		
东丽	✓		✓		✓	
国内主要企业						
沃特股份		✓	✓	✓	✓	
金发科技		✓	✓	✓	✓	
新和成	✓				✓	
中研股份			✓			
德众泰				✓	✓	
鹏孚隆		✓	✓			
普利特				✓		
瑞华泰						✓

资料来源：CNCIC，东海证券研究所

成核剂供应格局暂为外资主导，国产份额持续增加

- 成核剂是一种聚合物改性助剂，主要用于聚烯烃的性能改善，聚丙烯是其最主要的消费途径。根据QYResearch（恒州博智）《全球成核剂市场研究报告2024-2030》预计2030年全球成核剂市场规模将达到约12亿美元。
- 长期以来，全球成核剂市场由美国美利肯等海外企业主导，国内进口依赖度较高。2023年数据显示，国产成核剂替代率仅为30%左右。我国目前实现规模化生产及供应的国内成核剂生产企业主要包括呈和科技、上海齐润、只楚化学以及湖北新南化。

成核剂产业链简图



市场主流成核剂产品情况

成核剂类别	供应商	主要型号
透明成核剂（山梨醇类）	美利肯	Millad 3988、Millad NX8000
	淄博润源	Maxlear RY 698
	只楚化学	ZC-3
	湖北新南化	SKC-Z9988、NHS-9999 等
	呈和科技	NA-98 及其衍生产品
增刚成核剂（羧酸盐类）	美利肯	HPN 20E
	淄博润源	Maxstab RY 501
	呈和科技	NAA-3 及其衍生产品
增刚成核剂（磷酸酯类）	艾迪科	NA-11、NA-21
	淄博润源	Maxstab RY 511
	湖北新南化	NHP-001、002、202
	呈和科技	NAP-50 及其衍生产品

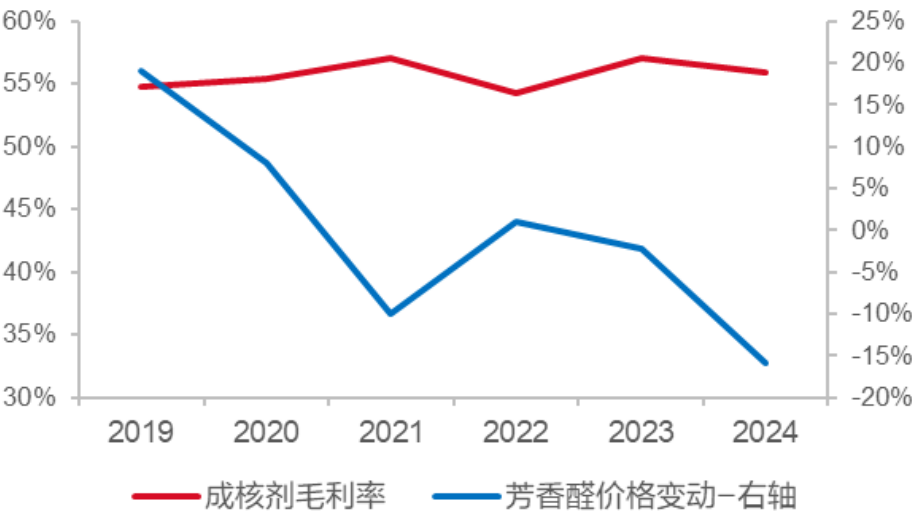
资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

资料来源：公司公告，东海证券研究所

国产成核剂头部企业盈利稳定，逐渐打破进口壁垒

- 呈和科技2019年-2024年成核剂毛利率始终稳定在55%上下。过去五年公司芳香醛采购成本变动幅度在±15%之间，产品毛利率变动幅度在±3%之间，可见公司在产业链中较强的议价能力及成本管控能力。
- 突破产品准入更高级别认证，打入国内外知名供应商体系，深度绑定下游优质客户。呈和科技目前已通过了Novolen和Unipol的准入认证，已是中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油等大型能源化工企业的合格供应商，在国际市场，成功进入北欧化工、博禄化工、利安德巴塞尔、HMC、TPC等国际知名石化企业的供应链。公司是首家通过美国食品药品监督管理局食品接触物质审批的国内企业，且为目前通过该审批最多的中国企业。2024年公司β成核剂产品获FDA食品接触认证，也是公司自主申请并获批的第五个FDA认证。

呈和科技原料价格和毛利率变动对比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

呈和科技产品获准入证列举

认证类型	认证品种	认证介绍
进口准入资质	韩国 K-REACH	对新化学物质、现有化学物质和下游产品进行管理。生产/进口量超过 1 吨/年的现有化学物质（非 PEC 清单中物质）都需要完成注册，同时引入预注册机制。
	欧盟 REACH	要求年产量超过 1 吨的所有现有化学品和新化学品及应用于各种产品中的化学物质注册其基本信息。据欧盟估算，每一种化学物质的基本检测费用约需 8.5 万欧元，每一种新物质的检测费用约需 57 万欧元。
食品接触材料认证	中国卫生与健康委员会 美国 FDA 日本 JHOSPA	成核剂在食品接触材料方面的应用有更高的环保及安全要求。全球各国均存在主流认证标准，是国内食品级产品出口至相应国家或地区的必备资质。
可持续发展认证	TFS	TFS 是由巴斯夫、拜耳、汉高等全球化学领先制造商发起持续发展-化学联盟。通过 TFS 认证的企业，被认为是在可持续发展方面表现出色的企业，有助于进入全球主流化工供应链。
技术准入资格	Novolen、Unipol、Innovene 等	由各大全球化工巨头巴斯夫、壳牌等研发的聚丙烯工艺装置，作为能源化工企业的上游生产装置供应商、技术授权方，对聚丙烯生产过程中添加的助剂有严格的要求及标准。入选装置工艺包一方面体现了该公司产品得到了世界性技术水平的认可，另外一方面也有利于公司产品在能源化工企业的推广。

资料来源：呈和科技招股书，各机构官网，东海证券研究所

电子化学品需求回暖，国产化竞争力亟待增强

- 电子化学品，指为电子信息产业配套的精细化工材料，是电子信息技术与专用化工新材料相结合的高新技术产品；品种规格多，子行业间专业跨度大、技术门槛高，产品更新迭代快，附加值高、质量要求严。
- 2024年，半导体、印制电路板（PCB）强势回暖，光伏继续高增长，OLED显示面板快速发展，带动对光刻胶、湿化学品、电子气体三大类电子化学品需求的增长。世界电子化学品市场规模总计约1620亿元，同比增长4.9%；中国市场规模约560亿元，同比增长7.6%。预计2024-2030年，世界和中国电子化学品市场规模年均增速分别达到4.9%和5.2%。
- 国内湿化学品和电子气体的整体国产化率分别达到45%和60%左右，光刻胶国产化率仅约25%，特别是半导体光刻胶国产化率仅约8%。

电子化学品产业链简图



中国主要电子化学品国产化率情况

项目	国产化率（%）				
	半导体	新型显示	印制电路板	太阳能电池	总体
光刻胶	8	25	40		25
湿化学品	30	45		99	45
电子气体	45	65		99	60

资料来源：中国化工信息，东海证券研究所

半导体光刻胶由海外企业占据约九成全球市场供应

- 晶圆制造光刻胶:国内仅彤程新材（北京科华）、晶瑞电材（瑞红苏州）等少数公司实现了大批量销售
- 先进封装用光刻胶:主要由JSR、东京应化、富士胶片、东丽、默克供应;国内北京科华、飞凯材料、瑞红苏州、江苏艾森等实现了产品销售

半导体光刻胶主要供应商、国产化率、国内产能布局情况

主要品种		境外/外商独资企业	国产化率	内资/合资企业
g线/i线胶		东京应化、杜邦、JSR、住友化学、东进;占全球市场份额88%;JSR将被日本经济产业省产业革新投资机构(JIC)64亿美元收购并牌退市	20%	彤程新材、瑞红苏州、飞凯材料、厦门恒坤、江苏艾森、容大感光;徐州博康、雅克科技等
KrF胶		东京应化、信越化学、杜邦、JSR、富士胶片;占全球市场份额95%	<5%	彤程新材、瑞红苏州、上海新阳;徐州博康(布局)
ArF/ArFi胶		信越化学、JSR、东京应化、杜邦、住友化学、富士胶片;占全球市场94%	<2%	南大光电、上海新阳、彤程新材(验证)、鼎龙股份(验证)、徐州博康(布局)
EUV胶		JSR、信越化学、东京应化;垄断	0	国科天骥;中科院化学所、清华大学研发阶段
企业名称	紫外光刻胶	KrF光刻胶	ArF/ArFi光刻胶	备注
彤程新材	G/I线胶500吨	300吨	100吨ArF	部分原材料自产导入,ArF光刻胶已接单量产并实现营收
晶瑞电材 (瑞红苏州)	120吨(I线100, G线20);紫外宽谱胶1200吨	100吨		2022年底眉山晶瑞试生产紫外宽谱胶
南大光电			50吨(干胶10吨、浸没胶40吨)	ArF干胶已通过认证
厦门恒坤	G/I线胶120吨			全资子公司福建泓光2020年5月量产出货
上海新阳	24.8吨(I线胶17.7吨, I线厚膜胶7.1吨)	23吨(普通胶10.6吨, 厚膜胶12.4吨)	3.5吨(正在验证)	2022年量产KrF胶
江苏艾森	G线/I线胶小批量供应			小规模供应
容大感光	g/i线光刻胶, 已实现量产销售			
久日新材	I线送样测试			控股孙公司大晶新材年产4500吨光刻胶项目2024年11月试生产

资料来源: CNCIC, 公司公告, 东海证券研究所

光刻胶突破首要在于原材料

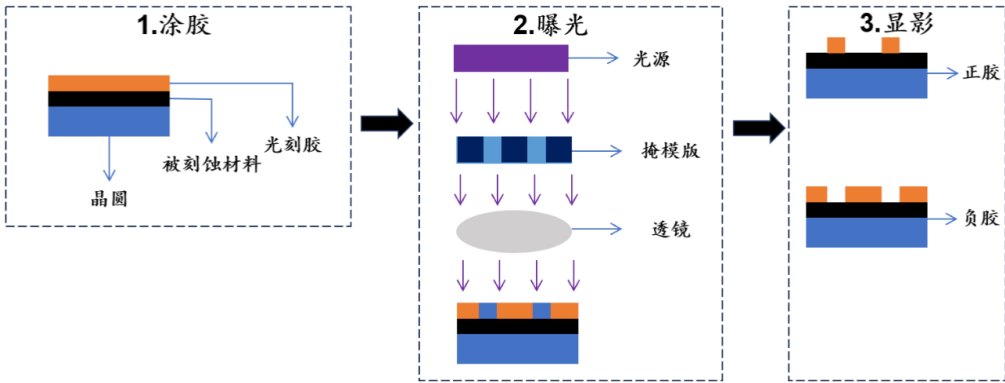
- 光刻胶主要由溶剂、光引发剂、成膜树脂和添加剂（单体及其他助剂）等化学成分组成，其组成会根据光的不同波长和曝光源进行微调，针对特定的材料表面情况确定特定的光刻胶原材料配方。

光刻胶组成成分及作用

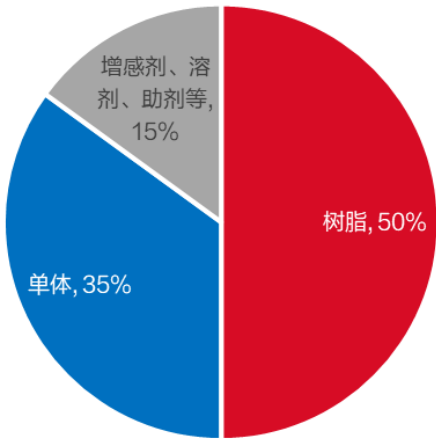
光刻胶成分	含量占比	作用
溶剂	50%-90%	光刻胶中含量最大的成分，由于光引发剂和添加剂是固态物质，为了方便其均匀涂覆在器件表面，要将其加入溶剂进行溶解，形成液态物质，且使之具有良好的流动性
光引发剂	1%-6%	光引发剂是光刻胶的核心部分，它在特定波长光形式的辐射能下会发生光化学反应，进一步改变成膜树脂在显影液中的溶解度
成膜树脂	10%-40%	树脂是一种惰性的聚合物基质，是用来将其他材料聚合在一起的粘结剂，主要决定曝光后光刻胶的基本性能
添加剂（单体、助剂）	<1%	单体对光引发剂的光化学反应有调节作用，助剂是根据不同用途添加的颜料、分散剂等，用来调节光刻胶整体的性能

资料来源：TrendBank，东海证券研究所

光刻工艺基本原理



光刻胶原料成本占比情况



资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

光刻胶原辅材料主要由日本、美国、欧洲企业供应;国内主要依赖进口

● 半导体光刻胶辅助材料

- ✓ 抗反射涂层产品：JSR、信越化学、杜邦、默克、日产化学等供应商；国内企业处于产品研发阶段
- ✓ 增粘剂：杜邦、默克、亚什兰、台湾联仕等供应商；国内企业开始生产先进封装用增粘剂产品，尚未进入晶圆制造领域。

● 光刻胶原材料

- ✓ 树脂:东洋合成、住友电木、三菱化学等专门生产树脂的生产商提供定制化的树脂；国内半导体光刻胶树脂几乎全部的赖进口。徐州博康（华懋科技参股）覆盖中高端半导体光刻胶树脂；**圣泉集团**是中国本土新型显示和半导体光刻胶树脂的领先厂商，但整体市占率较低；**强力新材**在PCB光刻胶树脂上具有一定的优势
- ✓ 单体:半导体用光刻胶单体主要由日本、美国企业主导。国内徐州博康、瑞联新材等企业已具备光刻胶单体研发和生产能力，部分产品已出口到日本和韩国等地
- ✓ 感光组分:光引发剂主要供应商包括韩国美源商事、日本东洋合成、荷兰艾坚蒙、法国阿科玛。国内光引发剂主要生产企业为天津**久日新材**、常州**强力新材**等厂商，主要占据新型显示器和PCB用光引发剂市场
- ✓ 溶剂：电子级丙二醇甲醚醋酸酯(PGMEA)是市场用量最大的光刻胶溶剂。国外领先企业主要是三菱化学、杜邦;国内主要生产企业包括怡达股份、天音化工、百川股份等

光刻胶辅助材料及配套原料主要供应商及国产化率情况

应用领域	主要品种	国产化率	境外/外商独资企业	内资/合资企业
半导体光刻胶辅助材料	抗反射涂层		JSR、信越化学、杜邦、默克、日产化学、芬兰拜邦	飞凯材料(布局BARC)、江苏志昕（布局）
	增粘剂		杜邦、默克、亚什兰(电子级HMDS原料)、台湾	南大光电（布局）
	旋涂碳/硅材料	国产化率很低，主要依赖进口	杜邦	-
光刻胶配套原料	树脂		三井化学、杜邦、韩国美源商事	圣泉集团、博康化学、强力新材
	单体		三菱化学、日本丸红、韩国美源商事	博康化学、久日新材
	感光组分		日本丸红、东洋合成、巴斯夫	强力新材、久日新材
	溶剂	中低端较高，高端主要依赖进口	三菱化学、杜邦	怡达股份、天音化工、百川股份

资料来源：CNCIC，东海证券研究所

湿电子化学品全球供应仍由欧美日韩企业主导

- 根据中国电子材料行业协会数据，按湿电子化学品销售额统计，2023年欧美传统企业全球市场份额约为30%，日本企业全球市场份额约为27%，中国台湾地区、韩国、中国大陆本土企业的全球市场份额合计约为42%，余下1%市场份额由其他国家、地区所有。

海外湿电子化学品代表企业

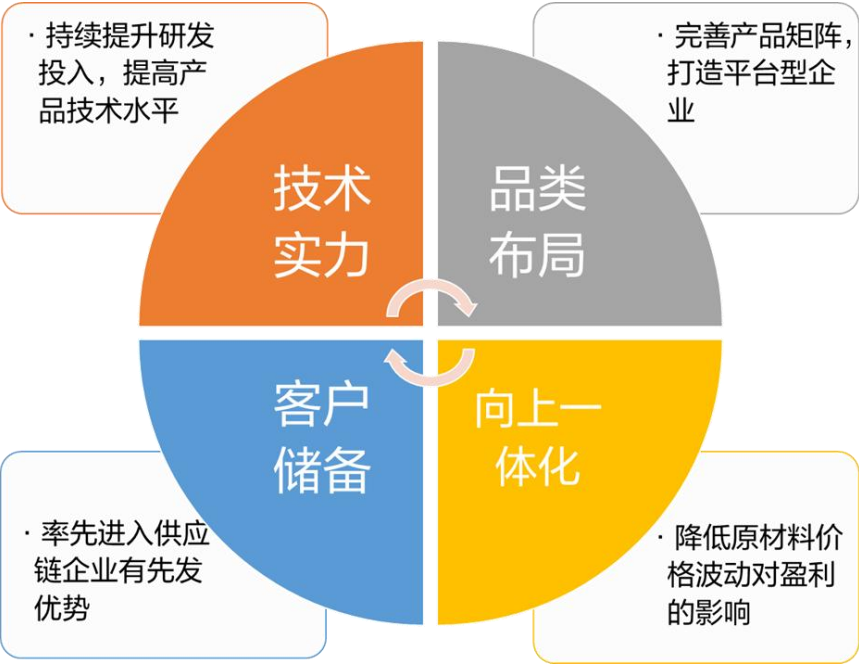
地区	全球占比	企业名称	企业情况
欧美	30%	巴斯夫	占据高端湿电子化学品市场优势地位，行业领先供应商
		陶氏杜邦	CMP抛光后清洗液、铝/铜工艺刻蚀后清洗液、HKMG假栅去除后清洗液等产品占有较大市场份额
		霍尼韦尔	可供半导体行业杂质100ppt以下湿电子化学品，如氢氟酸、氢氧化铵、过氧化氢和盐酸等
		美国ATMI	世界知名的半导体用聚合物剥离液生产供应商
		美国AirProducts	CMP后清洗液、碱性、酸性的剥离液占有较大的市场
日本	27%	德国汉高	工业清洗技术及产品处于领先地位（LCD玻璃清洗液、剥膜的剥离液及显影液等）
		关东化学	主要从事半导体用酸碱类超净高纯化学试剂的生立、研发
		三菱化学	主要生产高纯硫酸、硝酸、盐酸、草酸、双氧水、氨水及微电子加工所用清洗剂、刻蚀液
		住友化学	主要从事半导体、新型显示等用超净高纯化学试剂的研发、生产，特别是大尺寸晶圆制造应用
韩国	10%	信越化学	主要生产、提供半导体用光刻胶及其配套的湿电子化学品
		东友精细化工	韩国最先开发半导体、TFT-LCD制造过程中高纯度化学品、蚀刻液、光刻胶、彩膜和偏光板的公司
		东进世美肯	产品几乎涵盖新型显示领域用所有功能性化学品，在铜制程相关产品方面处于垄断地位
中国台湾地区	18%	台湾东应化	半导体、TFT-LCD 用剥离液、显影液等湿电子化学品产品
		伊默克化学	提供中国台湾半导体及平面显示器工业用高纯度化学品供应及技术服务
		三福化工	IC半导体、LCD、触控面板、LED、太阳能面板等产业所需湿电子化学品

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

湿电子化学品国内企业加大布局，聚焦核心竞争力

- 国内从事湿电子化学品研究生产的企业有50多家，但目前缺乏在多个品种均拥有较高市场占有率的龙头企业，各企业优势产品相对单一；部分企业尽管品种较多，但拳头产品有限，特别是在集成电路先进制程产品上较境外企业相比，尚有较大差距。

湿电子化学品企业核心竞争力



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

我国湿电子化学品主要企业产能情况

企业名称	生产基地	设计产能 (万吨)	在建产能 (万吨)	预计投产时间	规划产能 (万吨)
江化微	江阴	9			
	四川	8.7			
	镇江	5.8	10	2027年6月	
格林达	杭州	11			
	四川		6	试生产中	4
晶瑞电材		21.5	2	-	
	上海	1.9	3.05	2026年6月	
	合肥		1.7	试生产中	5.3
兴福电子 (兴发集团)	湖北/上海	18.4	6	-	
中巨芯 (巨化股份)	衢州	9.95			
	潜江		19.6	-	
润玛股份		7.27	6.5	-	
达诺尔		11			22
联士新材料		18.64			30.56
胜华新材		3.5	1.5	2024年8月	
博洋股份		10		2024年10月	
福建德尔			36	-	
怡达化学		3	5	-	
新宙邦		4.8	4.6		
裕能化工		16.9			

资料来源：公开资料整理，同花顺，东海证券研究所

电子级气体：四大巨头气体公司处于垄断地位

- 国际主要供应商60多家，主要分布在美欧日韩，通过整合兼并，形成空气产品、林德、液化空气和大阳日酸四大气体公司；其他大多数公司专注于相关专业领域的细分市场
- 芯片用电子气体领域，四大公司在建设芯片工厂时同步建设气站和供气设施，提供整套气体解决方案，占全球近70%市场份额

世界主要电子气体生产企业

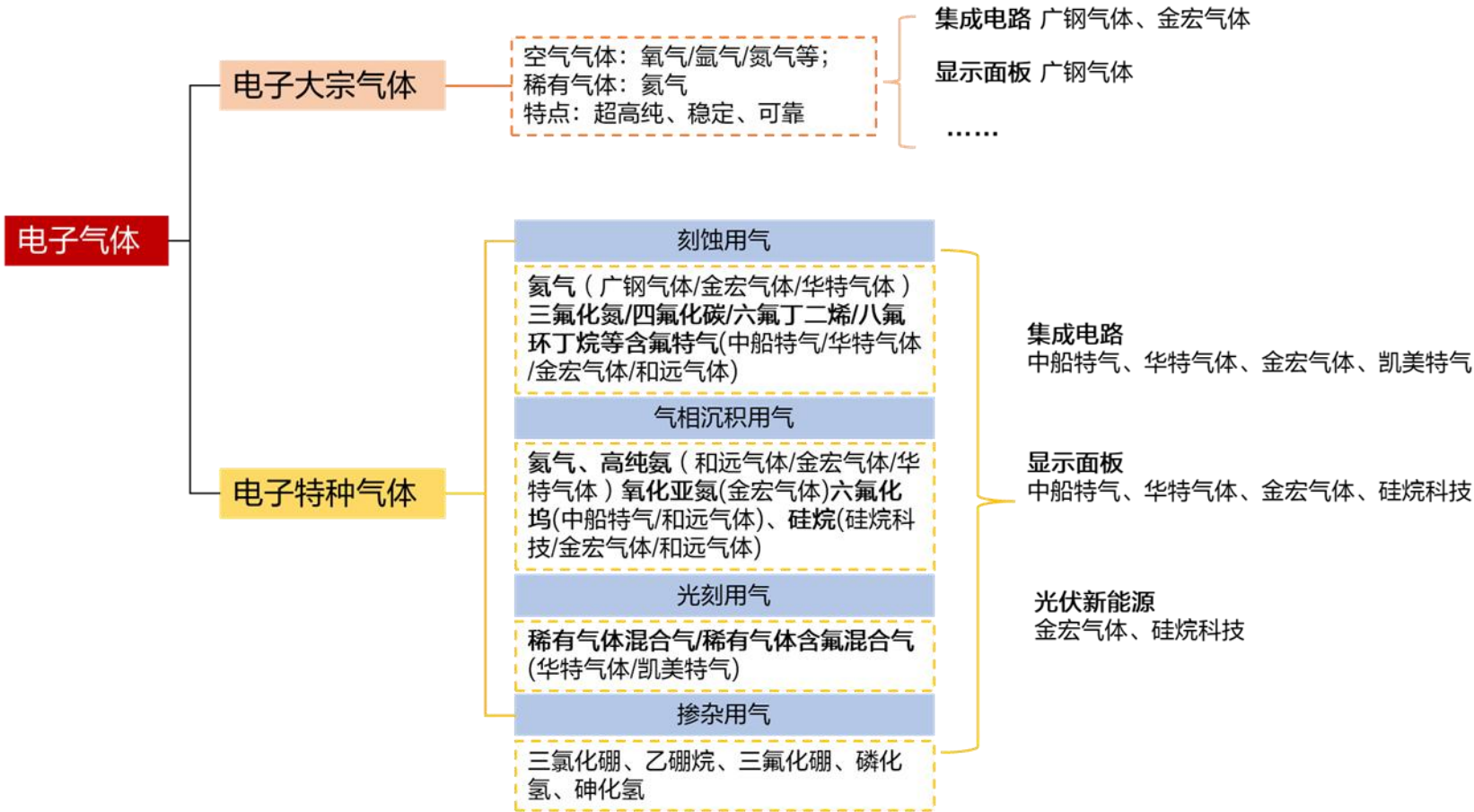
公司名称	市场占比	总部	装置地点	企业情况	产品种类
空气产品	26%	美国	美国、加拿大、欧洲、中国等	世界三大气体供应商	空气气体、特种气体
林德	24%	德国	美国、德国、日本、中国等	世界领先的工业气体、工艺与特种气体供应商	大宗气体、稀有气体、碱氧化物、氦气、氢气、电子气体、特种气体等
液化空气	23%	法国	美国、法国、德国、韩国、日本、新加坡、中国等	世界工业气体和医疗气体及相关服务的供应商	氧气、氮气、氩气、氢气、一氧化氮等
大阳日酸	18%	日本	日本、中国、韩国、澳大利亚、欧洲、北美等	日本最大工业气体制造商	氧气、氮气和氩气等气体产品
昭和电工		日本	日本、中国	综合性集团，化学品事业部专门从事工业气体、电子高纯气体业务	氧气、八氟环丁烷、笑气、氨气、溴化氢等
关东电化		日本	日本	日本知名化工企业，从事基础化学和精细化工业务	六氟化钨、六氟化硫、四氟化碳、三氟化氮、三氟甲烷、羰基硫、六氟乙烷、六氟丁二烯等含氟特种气体
默克		德国	德国、英国、美国、中国等	提供高纯电子特气解决方案	三氟化氮、六氟丁二烯、六氟化钨、笑气、砷烷、氮气等
SK材料		韩国	韩国、中国等	SK收购OCIMaterials并更名SK材料	三氟化氮、六氟化钨、硅烷、乙硅烷等

资料来源：CNCIC，公司公告，东海证券研究所

中国电子气体国产化水平提升

- 新型显示面板行业用电子气体国产化率大幅提高了70%左右。其中，TFT-LCD用三氟化氮、硅烷、氯气、氦气等主流电子气体都实现了国产供应，部分产品达到100%国产供应；OLED显示用氧化亚氮、四氟化碳等主流电子气体已实现国产大批量供应
- 我国半导体集成电路行业用电子气体整体国产化率持续提升，目前约为45%；其中，8英寸及以下晶圆用电子气体已基本实现自主供应，12英寸晶圆用电子气体仍有一定差距，国内技术总体与国外先进水平相差1-2代
- 2025年5月26日，日本巨头三井化学宣布，决定退出其全资子公司下关三井化学生产的三氟化氮（NF₃）业务，生产将于2026年3月底停止，销售将于同年内结束。此事件或正说明我国相关产品已具备国际竞争力，并有望承接其退出市场，进一步扩大国际市场占有率。

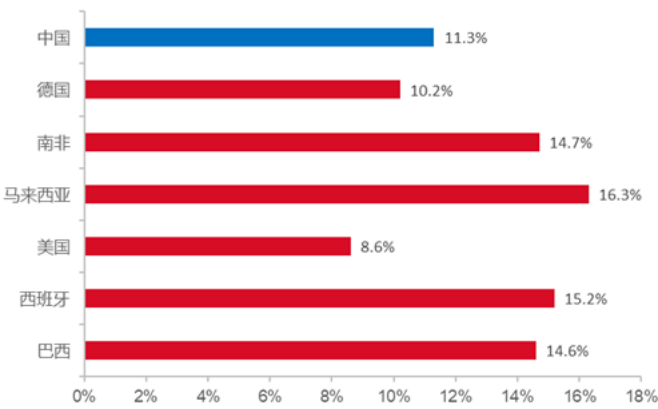
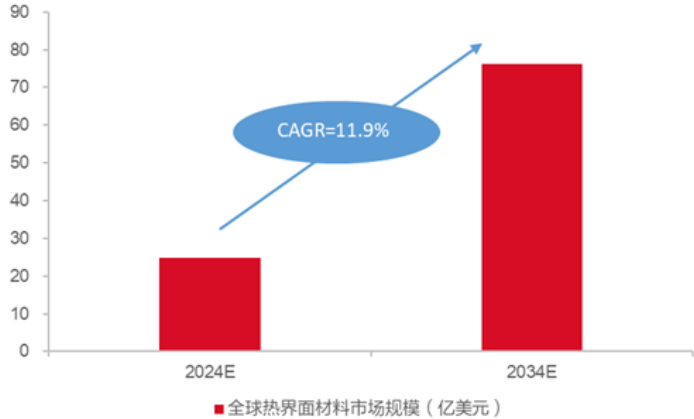
我国电子气体代表企业及代表产品



热界面材料受益电子器件散热需求提升

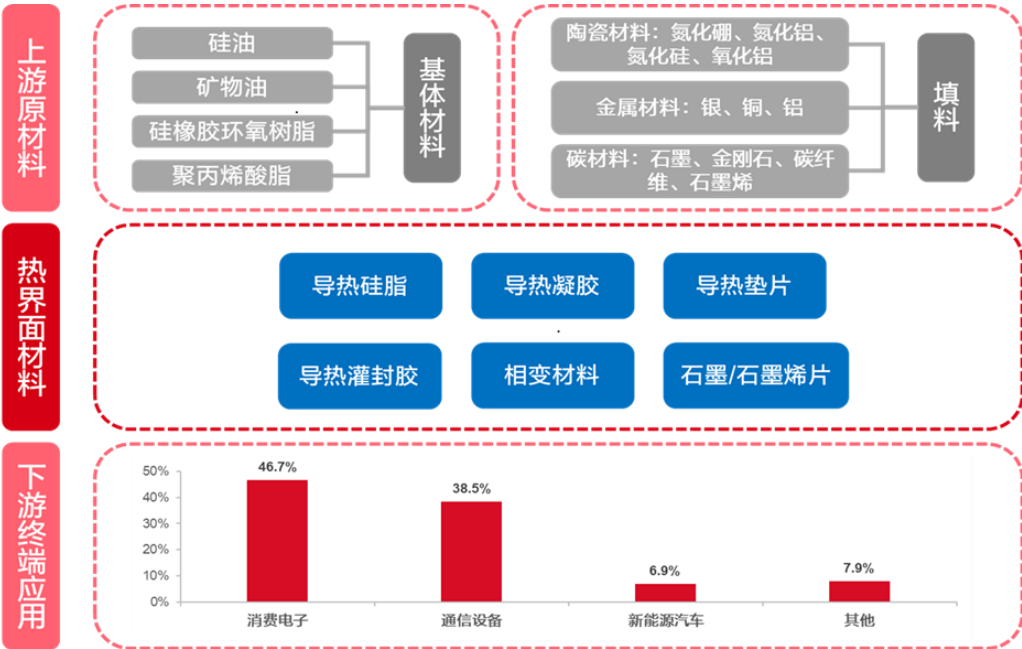
- 热界面材料是电子元件热管理装置的重要组成部分：市场上常见热界面材料主要分为高分子基复合材料、金属基热界面材料及处于前沿探索阶段的新型热界面材料。
- 随着5G、AI+等新兴技术的普及，对高性能热界面材料的需求显著增加。多家机构预测全球热界面材料市场规模至2034年将超70亿美元，2024年至2034年复合增长率超10%。中国热界面材料市场规模2024年至2034年期间的复合年增长率可达11.3%。

全球热界面材料市场规模有望至2034年超70亿美元，2024年至2034年复合增长率超10%，中国约11.3%



资料来源：future market insights，东海证券研究所

热界面材料产业链简图

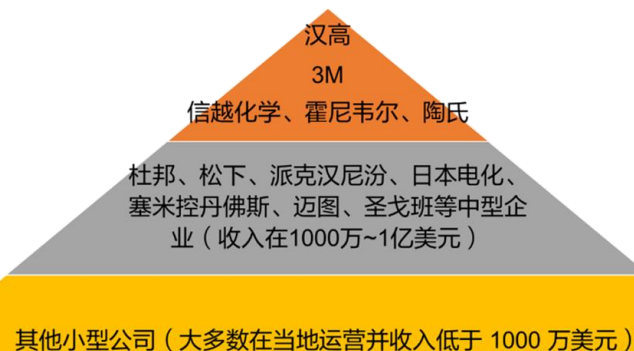


资料来源：公开信息整理，东海证券研究所

我国热界面材料产业链基础有优势

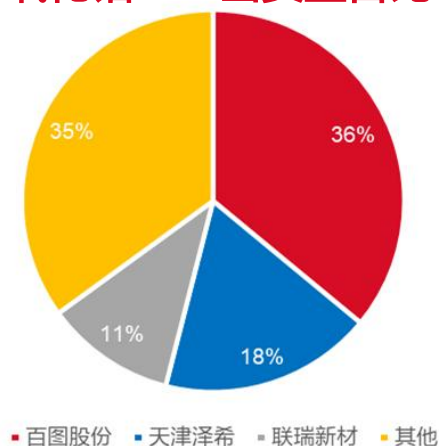
- 全球热界面材料市场龙头目前仍以海外企业为主，在高端市场更是国外品牌垄断。如汉高、3M公司、信越化学有限公司、霍尼韦尔国际公司、陶氏化学公司等，市场份额占比45%至50%。
- 根据智研咨询，2022年中国热界面材料国产化率为23.1%。目前来看，我国在热界面关键材料节点均有良好的产业链基础。例如球形氧化铝作为应用最广泛的导热填料，我国2022年市场规模7.5亿元，占比29.3%，行业前三企业合计出货量占比65%，市场集中度较高。另外，中国人工石墨散热膜产业发展迅速，目前已占据全球约70%的市场需求量。我们认为，热界面材料供应链上材料龙头，例如有机硅、球形氧化铝、PI膜领域、石墨材料等，均有望受益电子链国产化及人工智能升级带来的新需求。

全球热界面材料市场格局



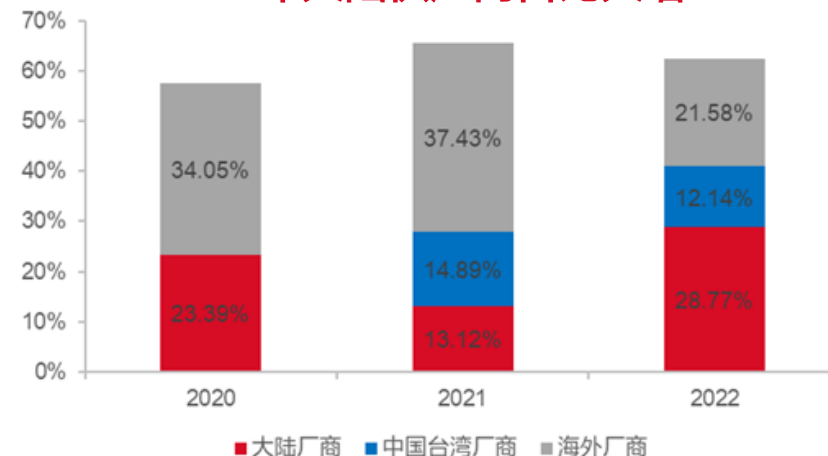
资料来源：future market insights，东海证券研究所

我国球形氧化铝CR3出货量占比65%



资料来源：中国粉体网，东海证券研究所

思泉新材前五大供应商采购金额，2022年大陆供应商占比大增



资料来源：思泉新材招股说明书，东海证券研究所

我国代表企业从单一的热界面材料商向散热方案综合服务商发展

- 企业从单一的热界面材料商向散热方案综合服务商发展，形成平台产品导入合力，绑定下游龙头客户，开拓新客户，成长能力体现在业绩的稳定性、研发支出的高水平性、产品矩阵的丰富性。

热界面材料上市公司关注标的

公司名称	主要产品及占营收比（2024年）	导热材料业务内容	应用领域及主要客户	散热业务业绩	研发支出情况
飞荣达	热管理材料及器件（37.05%），电磁屏蔽材料及器件（26.04%），轻量化材料（14.36%），防护功能器件10.94%，基站天线及相关器件（6.14%）等	导热界面器件、石墨片、导热石墨膜、散热模组、吹胀板、热管、VC、散热风扇、半固态压铸、特种散热器、汽车液冷板、汽车端板	主要应用于消费电子，通讯基站，网络通信，汽车电子等领域，核心客户包括华为、微软、联想、三星、荣耀、小米、HP、Dell等	2021-2024年热管理材料及器件业务收入分别为11.13、14.05、17.33、18.64亿元，2021-2024复合增长率19%	2021-2024研发费用率分别为6.59%、6.05%、5.32%、5.23%；截止2024年末累计获得专利779项，研发人员1121人，占比13.64%
中石科技	导热材料（95.13%），EMI屏蔽材料（2.25%），其他（2.26%）	高导热人工合成石墨材料、热管/均热板、导热界面材料	主要应用于消费电子、数字基建、智能交通、清洁能源等领域，客户包括苹果、华为、小米、三星、比亚迪、小鹏等	2021-2024年导热材料业务收入分别为11.27、14.82、11.68亿元、14.90亿元	2021-2024研发费用率分别为6.44%、6.21%、6.33%、5.39%；截止2024年末申请发明专利及实用新型专利累计278项，研发人员180人，占比21.58%
思泉新材	热管理材料（92.81%），纳米防护材料（1.45%），磁性材料（0.46%），其他（5.28%）	人工合成石墨散热片、人工合成石墨散热膜以及其他热管理材料等	广泛应用于消费电子终端和中高端散热领域，主要客户包括华为、小米、VIVO、三星、苹果等	2021-2024年导热材料业务收入分别为4.36、3.92、4.07、6.09亿元	2021-2024研发费用率分别为6.09%、5.51%、5.33%、5.52%；截止2024年末共有专利累计118项，研发人员128人，占比13.62%
苏州天脉	热管理材料及器件（98.37%）、其他（1.63%）	导热片、导热相变材料、导热凝胶、导热膏,石墨卷材、石墨片材	主要应用于智能手机、计算机、汽车、LED照明、液晶显示屏、可穿戴设备等领域；客户覆盖vivo、宁德时代、海康威视、大华股份、富士康、极米等	2021-2023年导热界面材料和石墨膜业务收入合计分别为1.95、2.39、1.88亿元，2024年度热管理材料及器件业务收入为9.28亿元	2021-2024研发费用率分别为5.66%、5.97%、5.96%、7.38%；截止2024年末获得专利90项，研发人员247，占比14.09%



CONTENTS

一、化工板块行情和基本面回顾

二、供给侧有望结构性优化，挑选弹性及优势品种板块

三、消费新趋势+科技内循环，把握需求驱动下的 α

四、结论与投资建议

五、风险提示

投资建议：关注供给优化的弹性 β ，需求驱动的优质 α

- **基础化工板块回顾：**自年初以来（截至2025年6月26日），SW基础化工板块明显跑赢沪深300，走势强于SW石油石化板块。基本面角度，受益原料综合成本中枢下降，基础化工成本压力缓解，2025Q1业绩景气同比修复，但估值仍呈现行业底部特征。从近十年维度来看，目前情况类似于2014-2015年，彼时化工行业推出了较大的供给侧改革行动，促使后续行业景气好转；我们认为，当前时点供给侧政策或再次发挥作用，化工行业周期正处于关键拐点。
- **供给侧有望结构性优化，挑选弹性及优势品种板块。**国内方面，国家政策端对供给侧要求（“反内卷”）频繁提及；海外方面，上涨的原料成本+亚洲产能冲击，欧美化工企业近期多经历关停、产能退出等事件。短期来看，地缘摩擦反复，海外化工供应不确定性有所增加；长期来看，我国化工产业链竞争优势明显，凭借显著的成本优势和不断突破的技术实力，中国化工企业正迅速填补国际供应链的空白，有望重塑全球化工产业的格局。在此背景下，我们认为从供给角度，1）若供给侧改革强化，关注供给压缩弹性较大板块：有机硅、膜材料、氯碱、染料，关注板块代表企业合盛硅业、兴发集团（有机硅&草甘膦）、东材科技、君正集团、浙江龙盛、闰土股份等；2）供需格局或仍偏弱，关注具有相对优势的品种或龙头企业：煤化工龙头宝丰能源、氟化工制冷剂品种相关及龙头巨化股份、农药板块的广信股份、润丰股份、江山股份等。
- **消费新趋势+科技内循环，把握需求驱动下的 α 。**1）新消费趋势下提升健康添加剂、代糖等需求；法规政策积极推动健康食饮，带动食品添加剂行业扩容。食品添加剂行业龙头重新重视价格与市场的平衡，景气有望复苏。关注注重技术和品类研发，具备差异化竞争能力的龙头企业：百龙创园、金禾实业。2）我国化工新材料整体自给率约56%，为增强国内大循环内生动力和可靠性，产业正迎来国产替代加速的发展机遇期。如光刻胶等半导体材料、高端工程塑料、热界面材料、高端助剂等，关注各细分领域龙头企业，具有技术、资金、一体化能力和客户资源积累，有望在国产化浪潮中优先受益。如金发科技、圣泉集团、彤程新材、久日新材、强力新材、中巨芯、兴福电子、联瑞新材、呈和科技、飞荣达、中石科技、思泉新材、苏州天脉等。



CONTENTS

一、化工板块行情和基本面回顾

二、供给侧有望结构性优化，挑选弹性及优势品种板块

三、消费新趋势+科技内循环，把握需求驱动下的 α

四、结论与投资建议

五、风险提示

风险提示

- **原油、煤炭、天然气等原料和能源价格波动超预期。**化工品成本端原料和能源占比通常较重，若原料价格大幅波动，影响产品价格价差，最终影响企业阶段性业绩。
- **财务指标选取的时效性。**选取财务指标具有时效性，若2025年或近期某子行业具有重大产能投放变化，则影响周期判断和实际景气度。
- **下游消费需求不及预期。**无论是传统大宗化工品，还是化工新材料，下游需求仍是决定行业景气度的重要因素之一，若需求下降较快或持续低迷，盈利不确定因素增加。
- **技术落地、市场拓展不及预期。**新材料产业链国产化率有待提高，部分关键设备和技术仍由海外主导，若海外持续坚持封锁政策，国内突破进度不达预期，或影响行业整体景气度。

评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

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并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks
For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同



东海证券



东海研究