

基础化工

基础化工行业2025年中期策略：周期在左，成长在右

作者：

分析师 唐婕 SAC执业证书编号：S1110519070001

分析师 张峰 SAC执业证书编号：S1110518080008

分析师 郭建奇 SAC执业证书编号：S1110522110002

分析师 邢颜凝 SAC执业证书编号：S1110523070006

分析师 杨滨钰 SAC执业证书编号：S1110524070008

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明



天风证券
TF SECURITIES

行业评级：中性 (维持评级)
上次评级：中性

摘要

回顾与展望

本轮周期核心关注点在于十四五期间化工产能释放后的再平衡。化工行业新增产能已经进入释放阶段（2022Q4在建工程同比增速达到自2012Q3以来的最高点，化工行业进入新一轮资本开支密集期。增速在23Q1见顶开始回落，随后在建工程同比增速震荡下行，由22Q4峰值的48%回落至24Q4的9.6%，25Q1则自18年以来首次落入负数区间（全体上市公司）。），且此轮龙头公司新增产能投放占比大幅提高，供给的集中度将持续提升，行业内公司的盈利能力未来或将进一步分化。

周期底部逐步明确，关注内外供给扰动下下半年化工品涨价动态。在当前整体宏观经济背景下，进入下半年化工品价格或因阶段性需求驱动，供给格局的稳定性和库存周期的而具备底部向上涨价动力。而化工板块又进入阶段性估值底部区域，盈利预期及企业对投资回报诉求亦在需求阶段性好转、供给增速回落后提升。

投资建议

相对底部已至，关注估值处于相对低位的板块

（1）**需求稳定，全球供给主导：**三氯蔗糖（重点推荐：金禾实业）、农药（重点推荐：扬农化工、润丰股份、建议关注湖南海利、泰禾股份）、MDI（重点推荐：万华化学）、氨基酸（建议关注：梅花生物、新和成）

（2）**内需驱动，对冲关税冲击：**制冷剂（建议关注：巨化股份、三美股份、东岳集团、昊华科技）；化肥：磷肥（建议：关注云天化、川恒股份、芭田股份）、钾肥（建议关注：亚钾国际、东方铁塔）、复合肥（建议关注：云图控股）、华鲁恒升；民爆（建议关注：广东宏大、易普力、雪峰科技、江南化工）、染料（建议关注：浙江龙盛、闰土股份、锦鸡股份）

（3）**关注产能先投放，有望优先恢复的子行业：**有机硅（重点推荐：新安股份）、氨纶（建议关注：华峰化学）

自主可控，供给替代缺口下的投资机会

（1）重点推荐：莱特光电、奥来德（与机械、电子团队联合覆盖）、瑞联新材、万润股份（OLED材料）；凯立新材（与金属新材料团队联合覆盖）、中触媒（催化材料）；华恒生物（合成生物学）；蓝晓科技（吸附树脂）（与金属新材料团队联合覆盖）。

（2）建议关注：华特气体、金宏气体、广钢气体（电子大宗气）；梅花生物、星湖科技、阜丰集团（合成生物学）

风险提示：地缘政治冲突带来逆全球化风险；原油价格大幅波动风险；安全环保风险；海外经济下行引发的景气持续下行风险

回顾 与 展望

2024年周期进入下行尾声磨底期
2025年资本开支放缓，静待复苏



行业回顾与展望

周期复盘及现状：此轮周期已行至尾声，静待需求修复

周期 (季度)	2010Q1-2011Q4	2012Q1-2016Q3	2016Q4-2018Q3	2018Q4-2020Q3	2020Q4-2022Q2	2022Q3-2025Q2
化工品价格	8 扩张 高速增长 平稳向上	19 收缩 增速趋缓 欧盟变差，美国平稳	8 扩张 快速增长 平稳向上	8 收缩 快速下滑 快速下滑	7 扩张 前期快速反弹，后期快速下降 快速反弹并保持较高水平	12 收缩 增速下降 增速缓慢下行
内需	高油价区间稳定	前期高油价，2014年以来快速下行至低油价区间	低油价区间稳定缓慢上行	油价快速下行	油价快速抬升至高油价区间	中高油价区间稳定
外需	高油价区间稳定	资本开支力度逐步向下接近周期尾声在建工程增速转负	供给侧改革周期，资本开支力度小	资本开支快速抬升	随景气资本开支力度快速抬升	高强度资本开支持续
原油价格	资本开支随价格扩张而扩张	固定资产大量增加	供给侧改革周期，固定资产增速放缓	固定资产增加有限	前期资本开支转固，固定资产小幅增加	固定资产增速抬升
资本开支	固定资产在上行周期尾声高速增长					
固定资产						

■ 2010年以来，化工品价格经历三轮明显波动周期：

① 2010-2016的6年周期

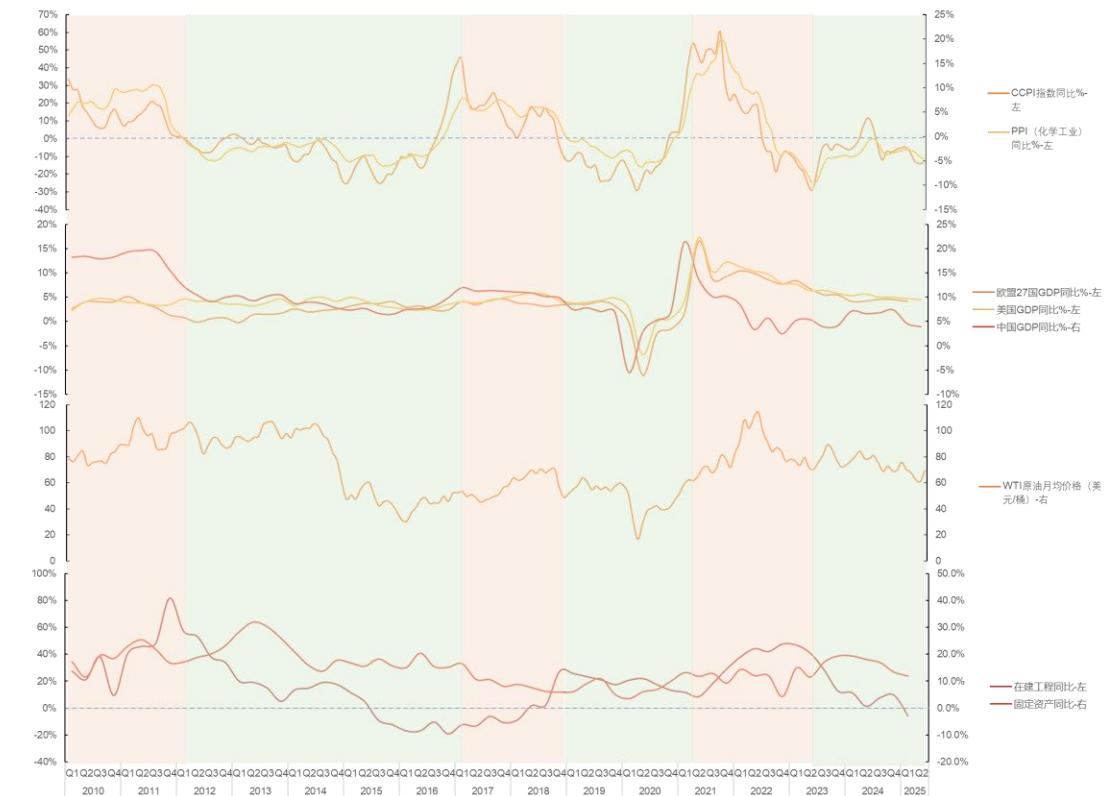
上行8个季度（10Q1-11Q4），下行19个季度（12Q1-16Q3）：此轮上行为周期内外需主导的上行；随着需求增速放缓、供给增加，此轮周期开启下行，在2014年开启原油价格的大幅下行，叠加国内需求增速放缓，致下行周期持续至2016Q3触底。

② 2016-2020的4年周期

上行8个季度（16Q4-18Q3），下行8个季度（18Q4-20Q3）：此轮上行周期内外需上行叠加供给侧改革，供需两端双重发力主导的上行；2018年中美贸易冲突、叠加2020年初全球疫情传播导致全球需求快速萎缩，供给端供给侧改革取得阶段性成果，产能建设恢复，供给增加，原油价格在此阶段快速回落，需求、供给、原料三重压力导致周期下行。

③ 2020-2025Q2的4年周期

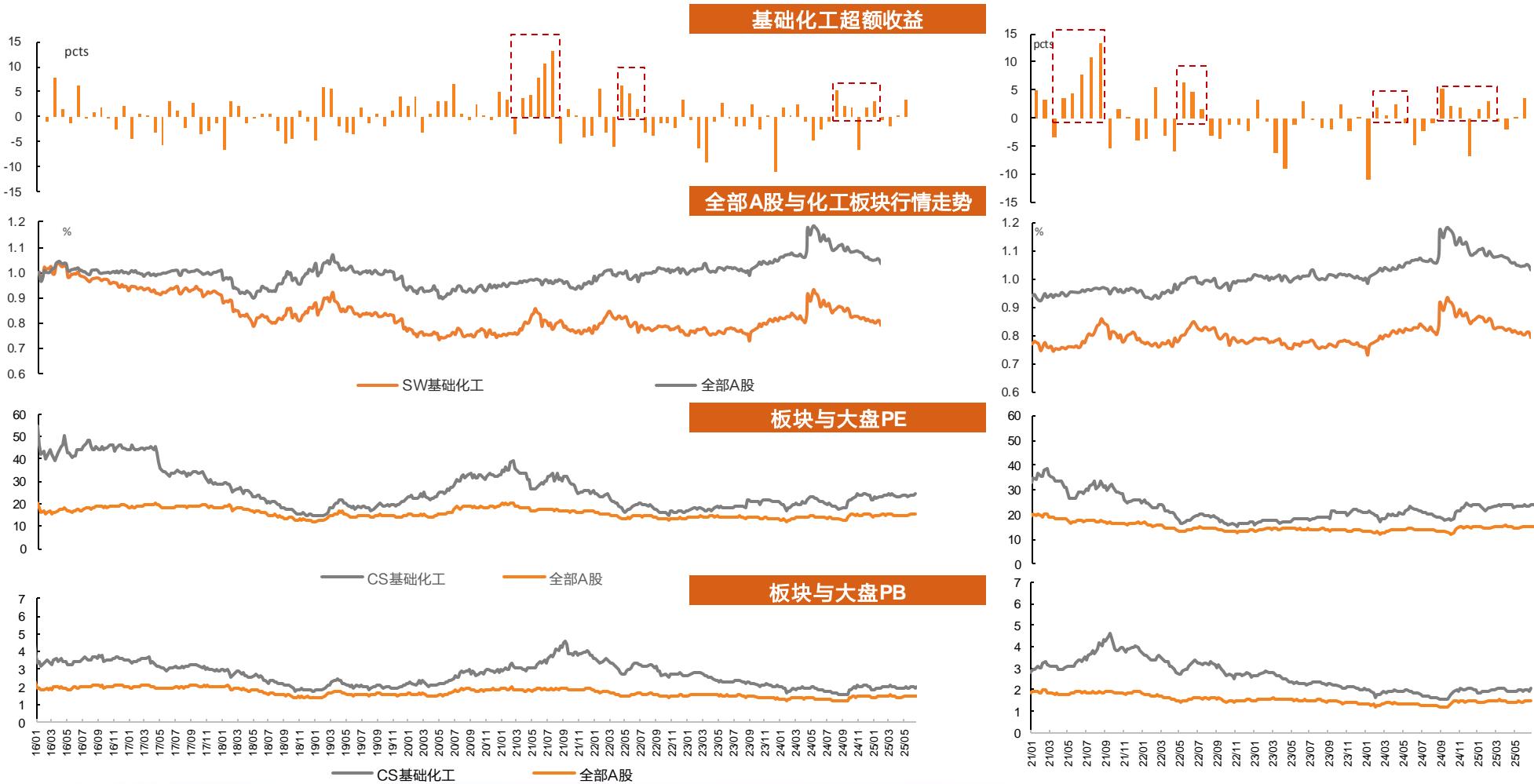
上行7个季度（20Q4-22Q2），下行至今已经历12个季度（22Q3至25Q2）：此轮上行周期国内外疫后政策加码，需求复苏明显，原油价格快速抬升，为需求主导的复苏；随着国内外经济增速放缓，国内高强度化工资本开支落地，原油价格中位缓慢下行，供需双弱驱动价格下行。



行业回顾与展望

行情回顾：25年1-2月、6月板块有超额收益，估值小幅修复但仍处低分位

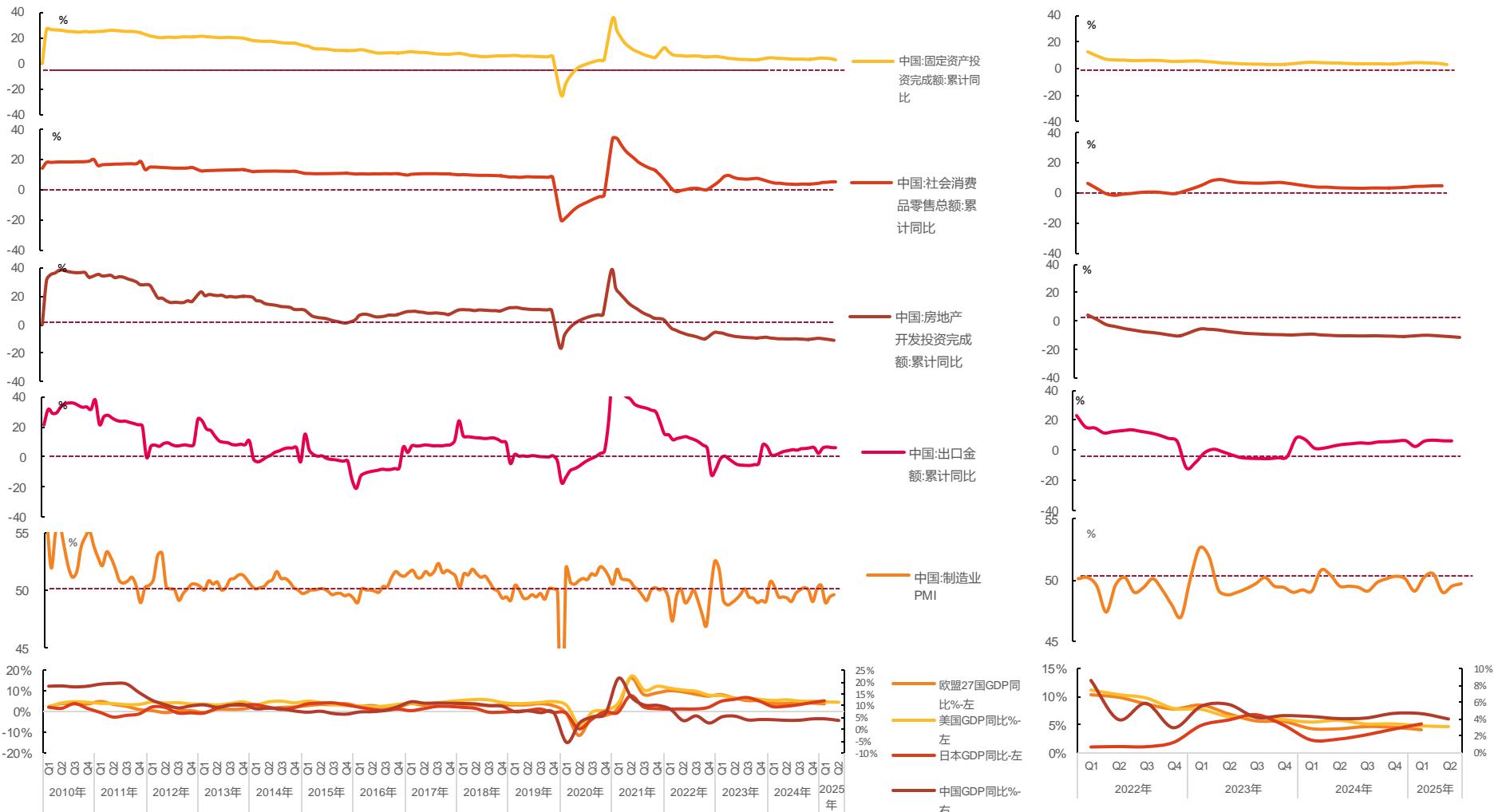
- 行情：2025年上半年中Q1板块有阶段性超额收益
- 估值：基础化工行业估值小幅修复，仍位于历史较低分位



行业回顾与展望

需求端：地产仍然承压，投资、零售、出口25H1表现较好

- 投资、零售、出口25H1有所恢复，地产仍然承压。关税政策等因素对需求修复形成阶段性制约。

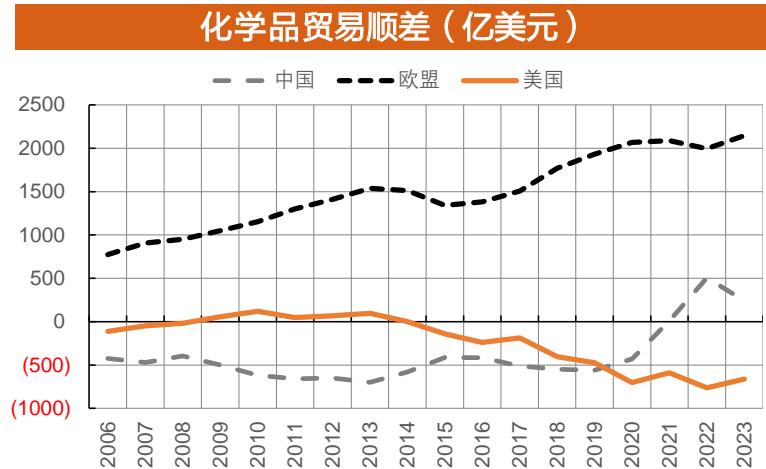
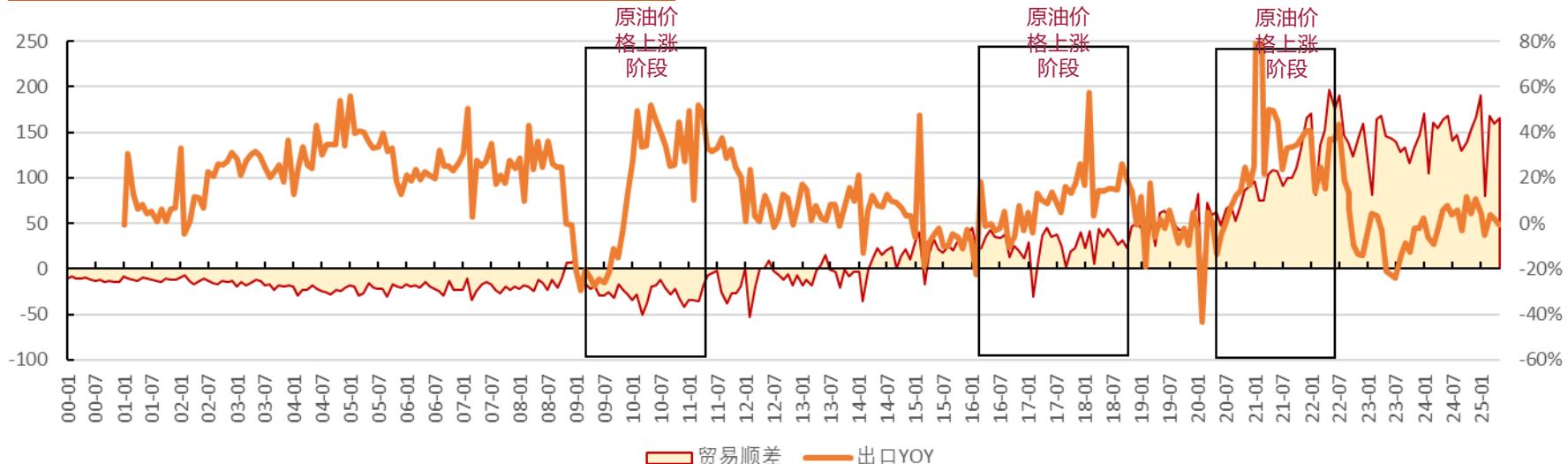


行业回顾与展望

出口：短期虽有风险，长期竞争力趋势不变

- 短期看，根据中美双方在瑞典的最新谈判中达成共识（当地时间7月28日至29日），将已暂停的24%对等关税展期90天，实际执行税率维持在10%不变。
- 中长期看，中国化学品贸易顺差持续扩大，特别是2020年以来在原料价格（原油）大幅波动情况下依然保持了贸易顺差的扩大，体现出中国化学品全球较强的竞争力。

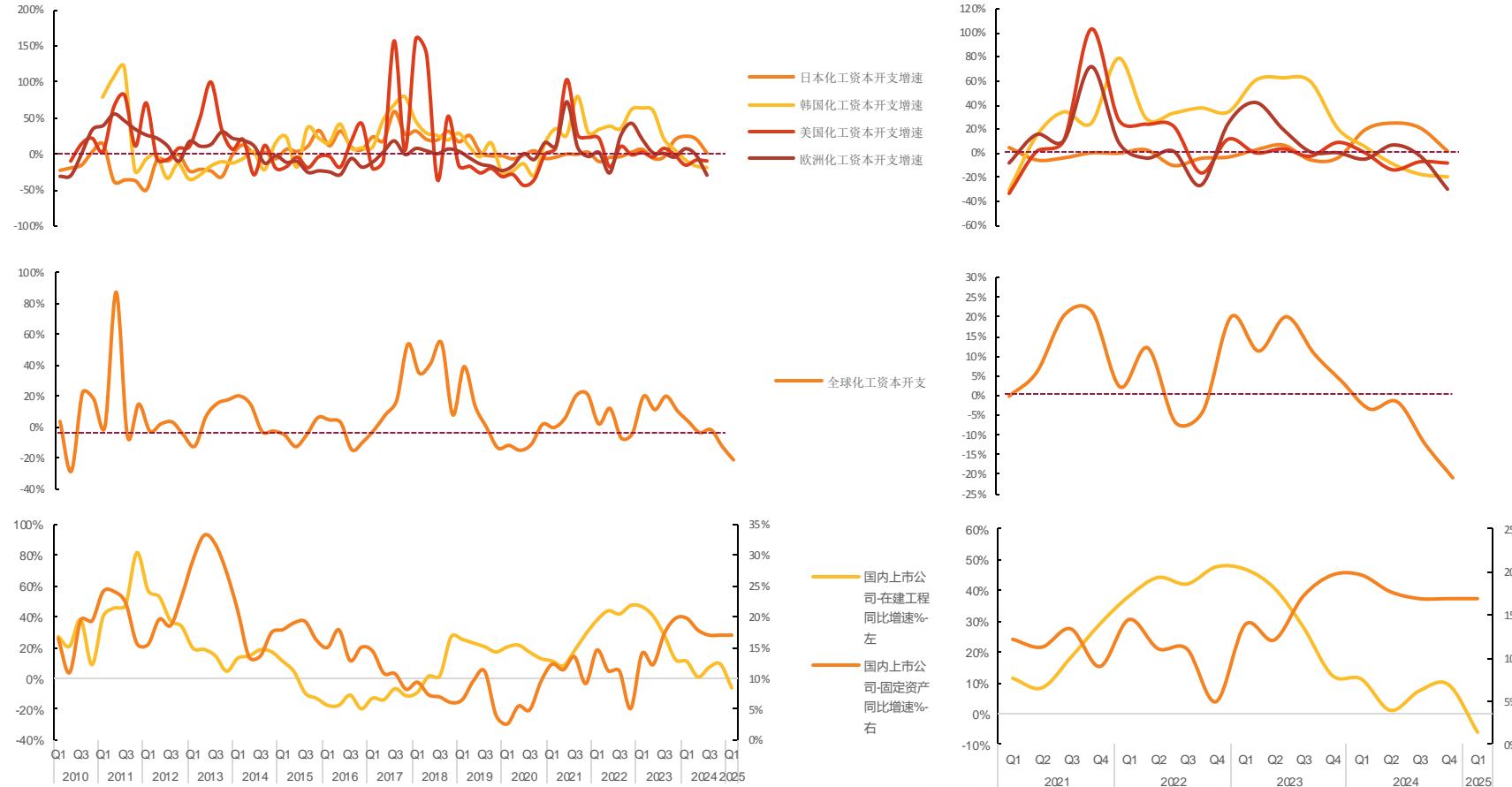
中国主要化学出口情况（亿美元）



行业回顾与展望

供给端：全球化工资本开支下行，中国化工上市公司投资显著放缓，但转固压力仍大

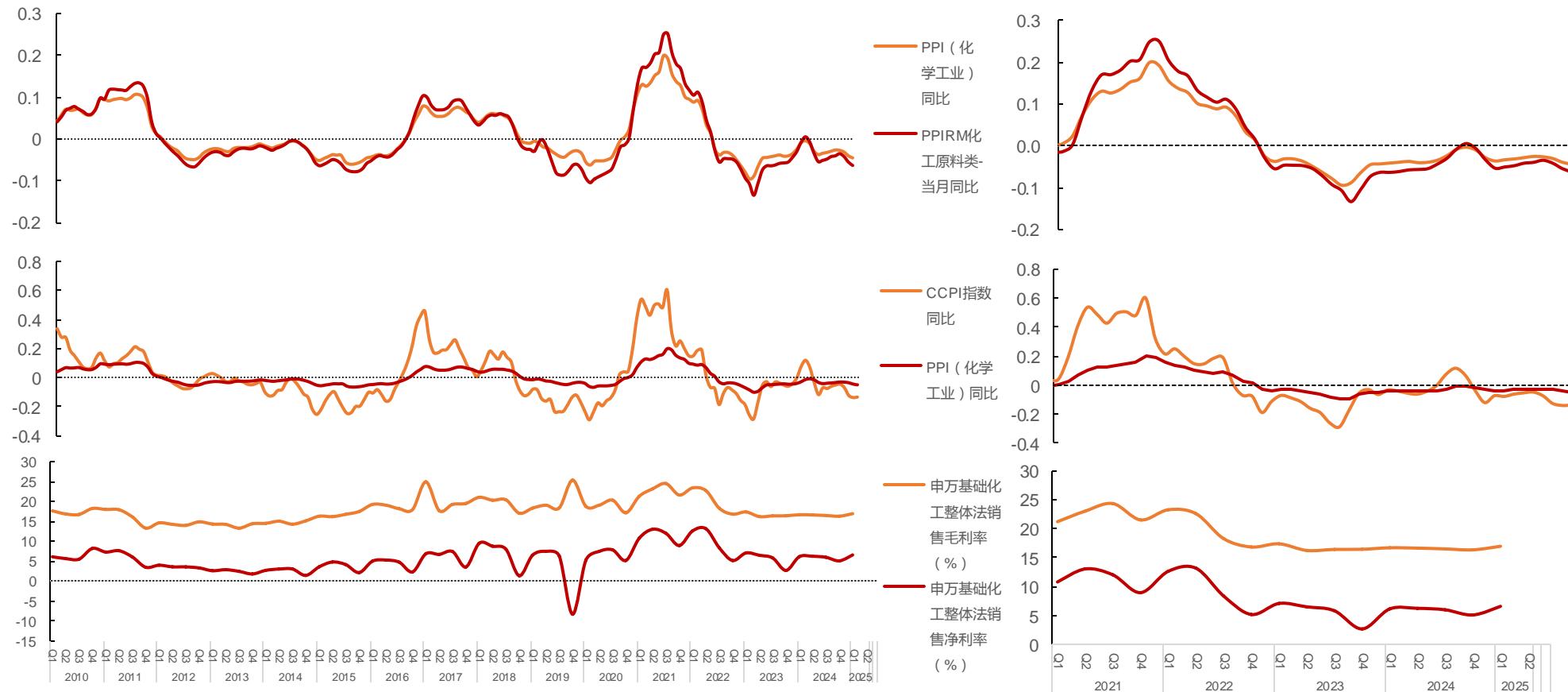
- 全球化工资本开支持续下行（截至25Q1），除日本外，全球化工资本开支增速仍保持负值区间，日本资本开支增速也放缓趋近于0；国内上市公司层面，在建工程同比增速Q1同比转负，但固定资产同比增速仍然保持高位，资本开支逐步收紧，但基数仍较高，同时转固压力较大。



行业回顾与展望

价格端：25Q1盈利环比修复，Q2环比小幅回落

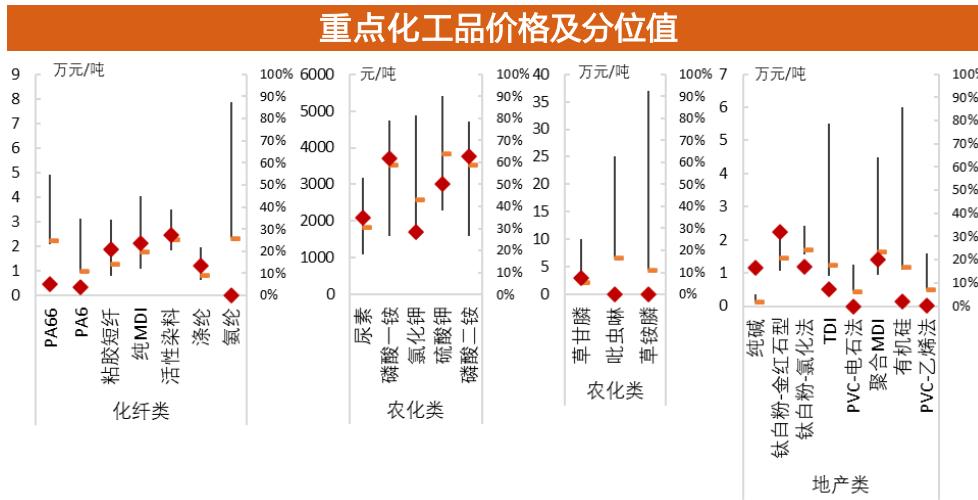
- 受2022-2023年国内资本开支规模提升，供给端释放压力增大的影响，24年化工行业价格及利润水平在二季度出现阶段性反弹，但全年整体表现承压；25Q1利润环比24Q4呈现修复态势。
- 本轮化工PPI为负已经33个月，上一轮（2012年2月至2016年10月）为57个月。



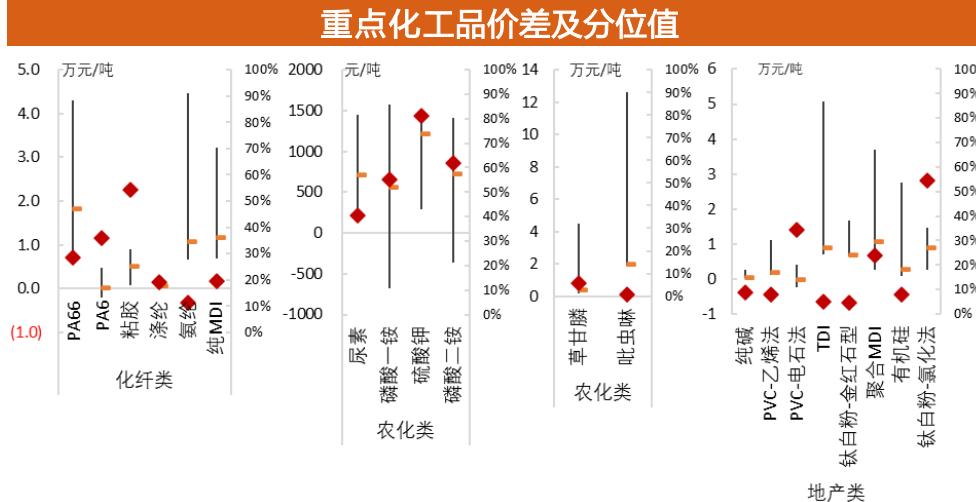
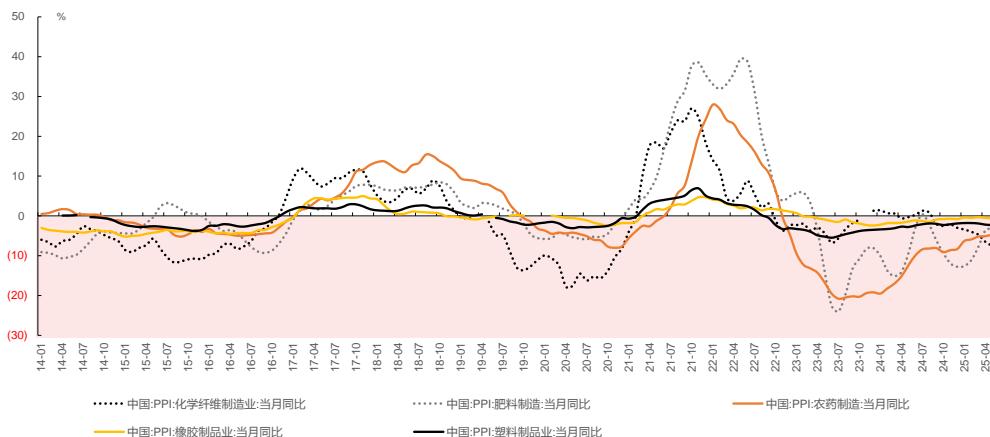
行业回顾与展望

价格端：多数子行业产品价格仍然处于历史底部

■ 从板块角度来看，化纤类价格整体均处于历史较低水平。具体而言，截至2025年6月30日，氨纶/PA6/PA66/涤纶/粘胶短纤价格分别位于历史0/4%/5%/13%/21%（2009年以来，下同），但其中粘胶价差历史分位数较其他品种位于较高水平（54%）。农化板块中，化肥产品价格及价差多位于历史中高位水平，具体地，磷酸二铵/磷酸一铵/硫酸钾/尿素价格分别位于历史63%/62%/50%/35%分位，对应价差分别位于62%/55%/81%/41%。农药产品价格价差位于历史低位水平；地产相关化工品中，除氯化法钛白粉外，其他品种价格价差多位于历史20%分位以下。



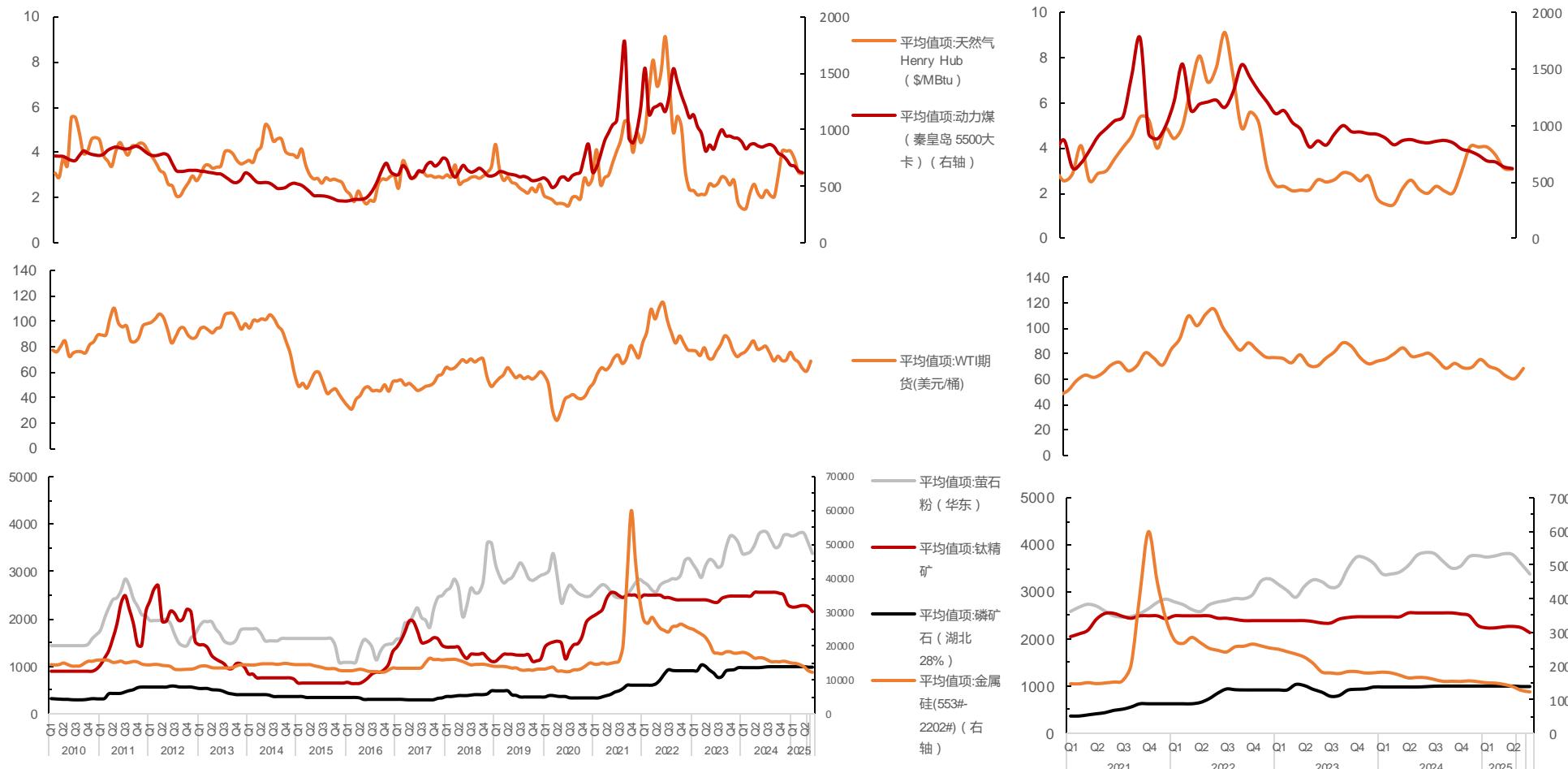
化工部分制造板块PPI：仍在负值区间



行业回顾与展望

原材料端：25年原油、煤炭延续24年下行趋势

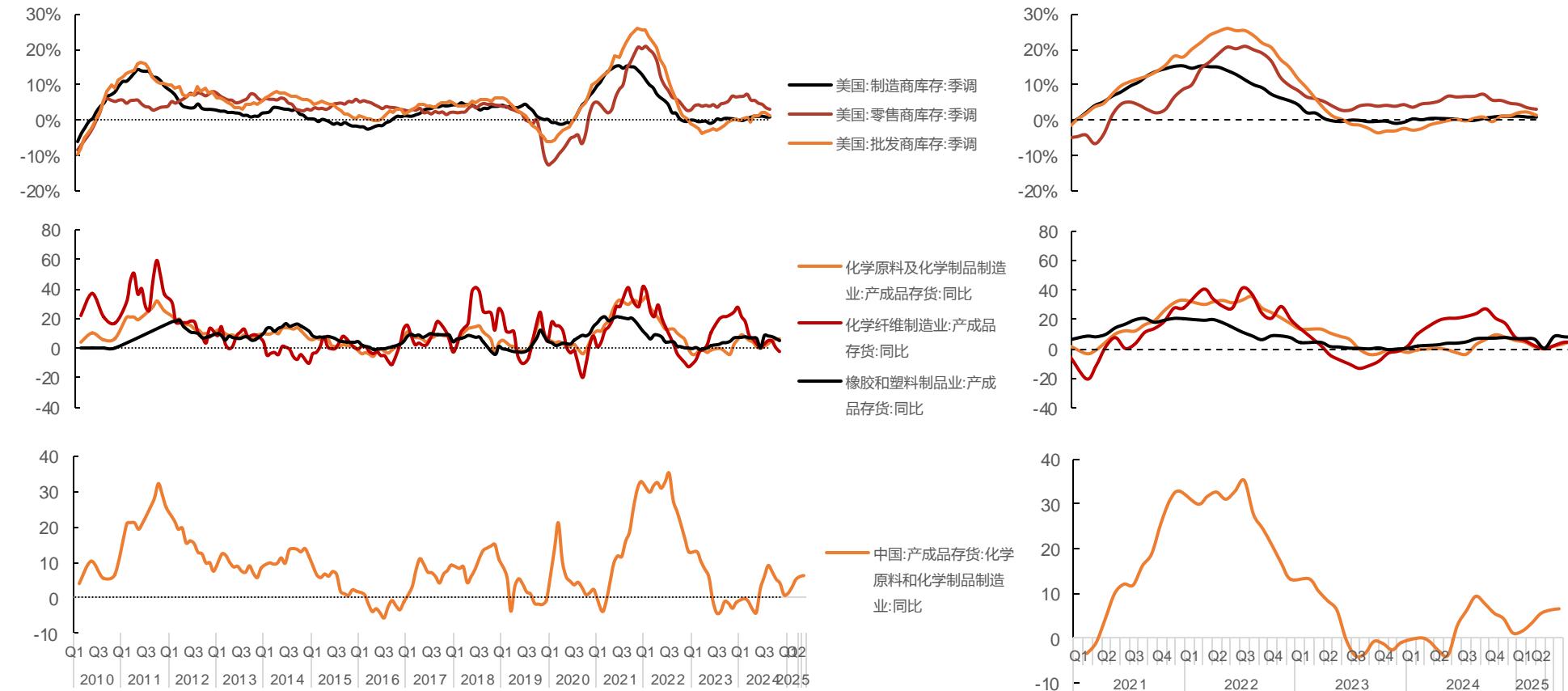
- 25年上半年，原油、煤炭延续24年下行趋势，成本支撑较弱；油价受地缘政治等外部影响，波动不确定性较大。



行业回顾与展望

库存端：行业进入补库阶段

- 海外和国内2025年均进入补库阶段。

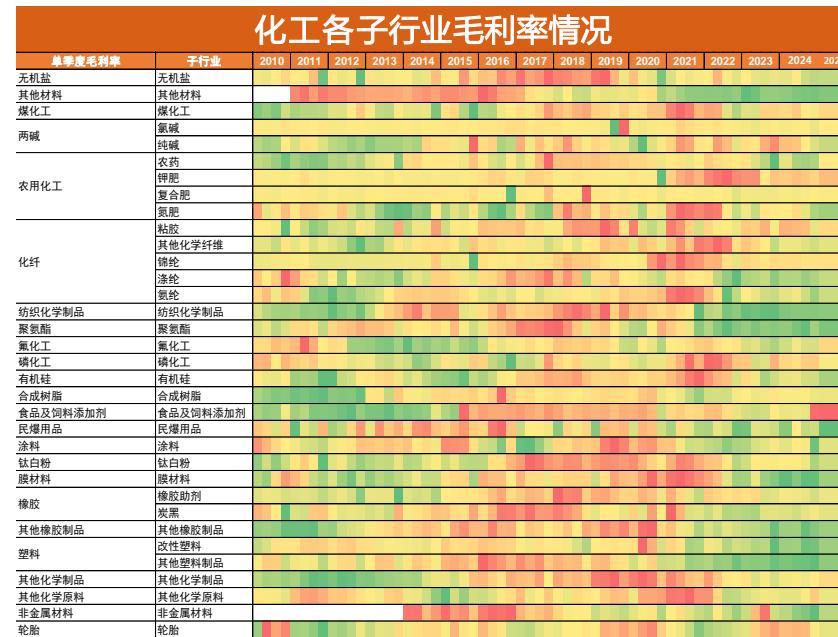


行业回顾与展望

分版块：行业处筑底阶段，子行业25Q1盈利能力环比修复

- **行情回顾：**2025年上半年（25/1/1至25/6/30）油墨涂料、膜材料、其他化学原料、胶黏剂及胶带等子行业涨幅居前。
- **盈利情况：**2025年一季度化工行业营收同比增长5.4%，归母净利润同比增长10.6%、环比增长150.9%。
 - 分细分子行业看，毛利率水平上，2025Q1，氟化工、钾肥，同比提升超过5.0pcts。

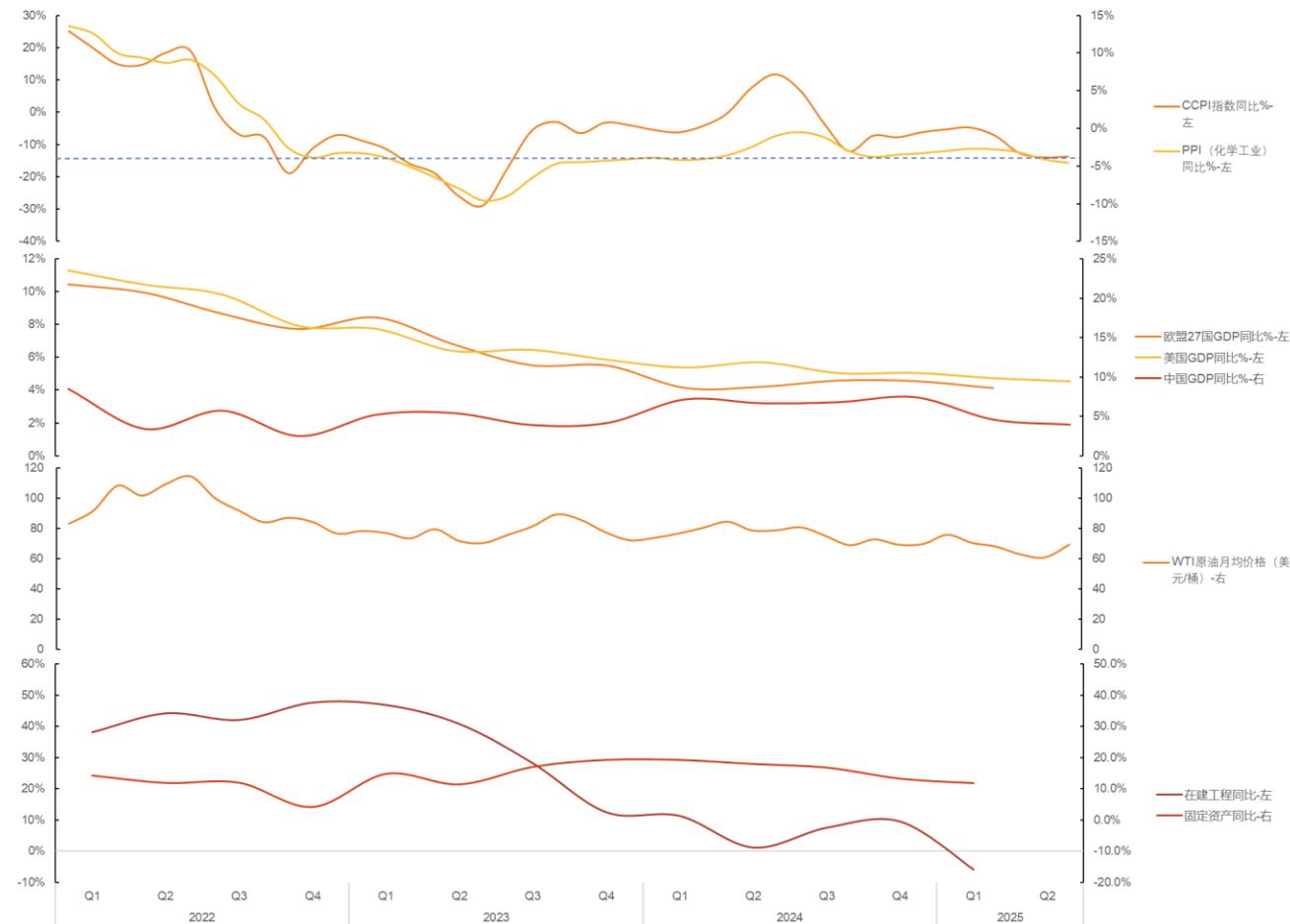
板块	化工各子行业区间涨跌幅情况											2022-2024年
	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025H1 (1/1-6/30)	
纯碱	5%	-14%	-1%	-9%	-6%	12%	6%	-12%	-1%	-6%	-7%	-23%
氯碱	6%	-9%	-3%	-5%	-9%	-10%	16%	5%	6%	3%	9%	-23%
无机盐	2%	-2%	-8%	-3%	0%	4%	16%	-3%	16%	8%	29%	-9%
其他化学原料	3%	-10%	-2%	1%	5%	-6%	10%	3%	23%	2%	35%	-12%
煤化工	16%	-14%	11%	2%	5%	6%	7%	-3%	-7%	9%	1%	-6%
钛白粉	6%	-13%	2%	-3%	2%	-3%	17%	-9%	2%	-3%	-1%	-34%
涂料油墨	19%	-8%	4%	0%	-22%	-1%	23%	-1%	12%	62%	94%	-23%
民爆制品	6%	-3%	-7%	-1%	0%	3%	19%	6%	5%	11%	16%	-7%
纺织化学制品	5%	-5%	3%	-2%	0%	8%	14%	-5%	-2%	12%	11%	-12%
其他化学制品	1%	-6%	-5%	2%	-16%	20%	17%	-1%	8%	9%	18%	-18%
氟化工	7%	-20%	3%	2%	20%	-8%	1%	1%	1%	12%	14%	-26%
聚氨酯	5%	-7%	1%	-12%	6%	0%	13%	-19%	-3%	-12%	-12%	-22%
食品及饲料添加剂	3%	-9%	2%	1%	-6%	1%	15%	-2%	5%	5%	8%	-11%
有机硅	1%	-14%	-10%	-10%	-7%	-7%	25%	-4%	3%	-4%	-1%	-46%
胶黏剂及胶带	-3%	-8%	-10%	3%	-15%	-11%	14%	-4%	7%	24%	34%	-41%
涤纶	5%	17%	0%	-1%	-8%	-6%	3%	0%	13%	12%	33%	-20%
粘胶	-3%	-11%	-7%	1%	17%	-9%	10%	60%	0%	7%	6%	33%
其他化学纤维	-4%	-10%	-18%	-3%	-8%	-25%	13%	-4%	10%	7%	18%	-37%
氨纶	10%	-3%	3%	-4%	0%	7%	20%	-3%	-5%	-13%	-17%	-15%
锦纶	2%	-6%	2%	3%	-6%	-6%	14%	7%	8%	-9%	-4%	-25%
其他塑料制品	6%	-1%	-2%	6%	-6%	-9%	24%	-2%	16%	16%	33%	-20%
改性塑料	3%	-2%	-7%	5%	-17%	-1%	16%	3%	18%	8%	29%	-21%
合成树脂	17%	2%	-1%	1%	-16%	-4%	20%	6%	11%	11%	23%	-9%
膜材料	5%	-3%	-7%	-1%	-20%	-16%	10%	7%	22%	17%	40%	34%
其他橡胶制品	-3%	-5%	-4%	8%	-13%	-12%	24%	-7%	12%	16%	30%	-27%
炭黑	4%	-4%	-8%	10%	-19%	-1%	11%	20%	9%	1%	11%	-9%
橡胶助剂	26%	-17%	0%	0%	-18%	11%	9%	15%	-6%	8%	2%	-20%
氮肥	4%	-10%	2%	-8%	-9%	4%	10%	-11%	3%	-1%	1%	-30%
磷肥及磷化工	2%	-14%	-8%	2%	8%	-2%	22%	10%	-4%	3%	0%	-12%
农药	-2%	-7%	-3%	-6%	-7%	-9%	15%	2%	5%	18%	27%	-5%
钾肥	-2%	-12%	-3%	-7%	-4%	5%	8%	-8%	5%	9%	16%	-16%
复合肥	-3%	-4%	-4%	3%	-6%	5%	16%	-8%	1%	8%	9%	-18%
非金属材料Ⅲ	1%	-11%	-4%	5%	-10%	-13%	8%	10%	3%	10%	15%	-5%



行业回顾与展望

总结及展望：下行周期已12季度超历史，供给面临转固压力，系统性景气修复仍需等待

- ①2022Q2到2025Q2处于价格收缩周期，历时12个季度，内需增长乏力、外需增长放缓，国内供给快速增长、原料支撑放缓，多因素叠加导致此轮下行。
- ②截至2025H1，收缩周期时长已超过上一轮（2018Q4-2020Q3，历时8个季度），国内政策已现拐点，需求亟待复苏，供给端在建工程增速首次转负，但固定资产转固压力仍存。
- ③下一轮周期上行条件：若开启下一轮上行周期，内需政策密集出台，实质性回暖后有望开启新一轮周期上行。
- ④风险角度来看：尚未转固的累计在建工程使得供给端仍然承压，企业投产节奏较为重要；原油价格仍处于中高区间，若原材料出现供给增加导致的快速下行，化工品价格则面临同向下行的风险。



策 略

周期：相对底部已至，关注估值处于相对低位的板块

成长：自主可控，供给替代缺口下的投资机会

主线一：相对底部已至，关注估值处于相对低位的板块

- 需求稳定，全球供给主导：三氯蔗糖、农药、MDI、氨基酸
- 内需驱动，对冲关税冲击：制冷剂、化肥（磷肥、钾肥、复合肥）、华鲁恒升、民爆、染料、
- 关注产能先投放，有望优先恢复的子行业：氨纶、有机硅



主线一：相对底部已至，关注估值处于相对低位的板块

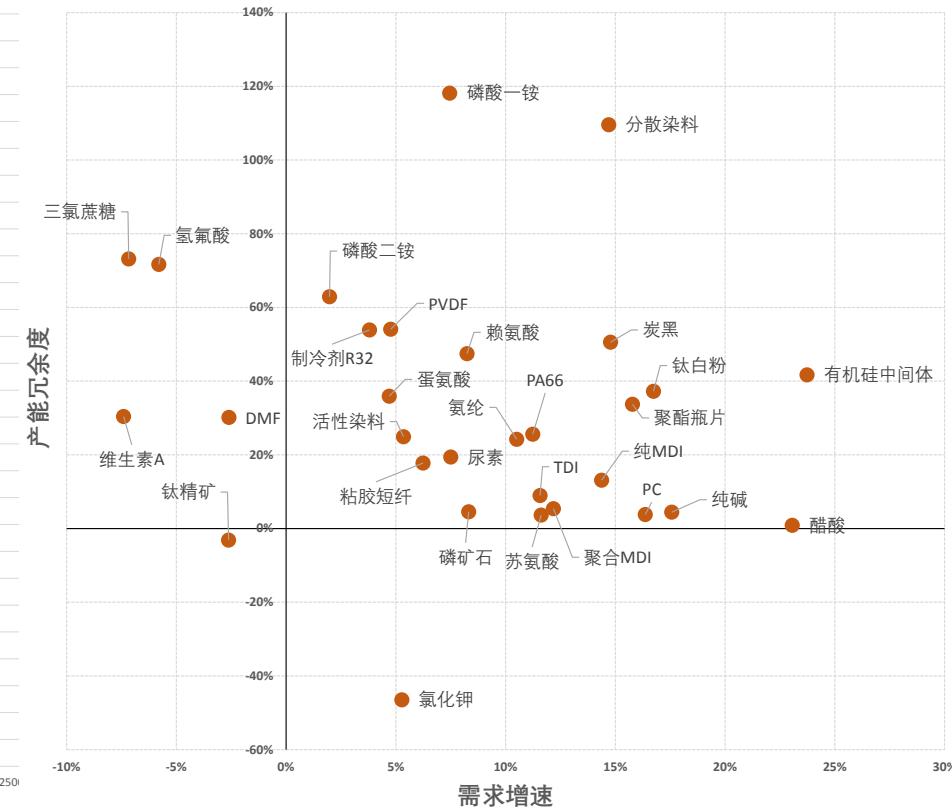
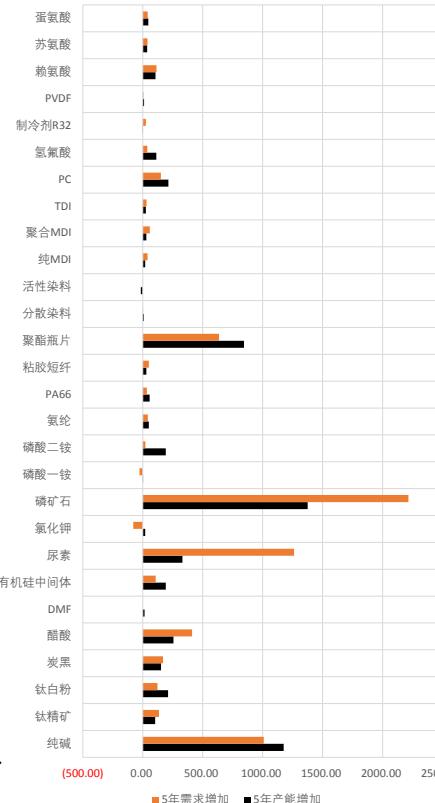
寻找供需矩阵下的投资机会

- 根据我们统计数据，多数子行业过去5年需求实现增长，但存量产能叠加过去5年新增产能，多数行业静态看供需仍有过剩。
- 在系统性景气修复仍需等待的过程中，关注需求确定性或较强（必选消费、出口替代、内需增长）、供给端稳定（格局稳固、产能扩张进程尾声、全球供应主导）的子行业。

需求稳定，全球供给主导：三氯蔗糖、氨基酸、MDI、农药

内需驱动，对冲关税冲击：制冷剂、化肥（磷肥、钾肥、复合肥）、民爆、华鲁恒升、染料

系统性景气修复仍需等待的情况下，关注产能先投放先恢复的子行业：氨纶、有机硅



说明：

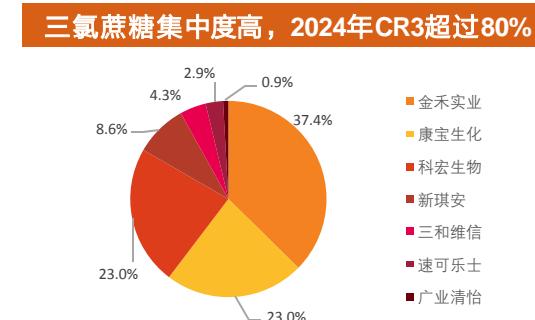
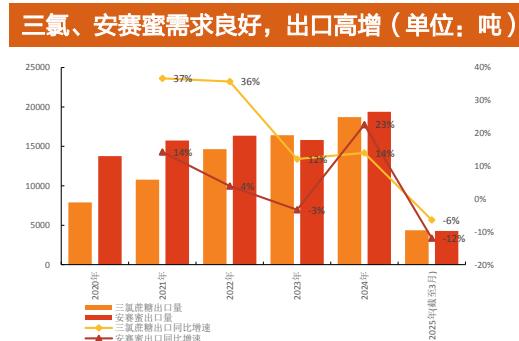
左图：增加额=2024年-2019年数据

右图：(1)2024年年度数据；(2)产能冗余度=产能/需求-1；(3)需求=国内消费量+出口量

需求稳定，全球供给主导

代糖：关税无影响，需求稳步增长，供给格局优化，产品价格加速上行

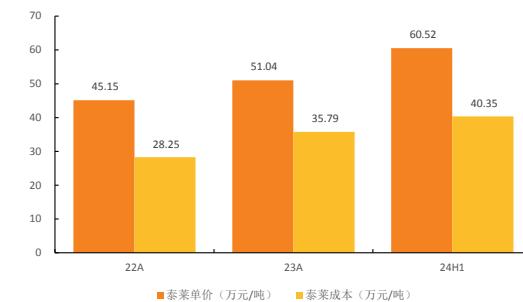
- **代糖需求持续增长。**根据海关数据，三氯蔗糖出口数量自2019年以来保持高增，2024年三氯蔗糖出口保持14%增长，而安赛蜜2024年出口增速则达到23%。
- **供给端三氯蔗糖集中度较高。**三氯蔗糖行业产能集中度较高，2024年，金禾实业、康宝生化、科宏生物三家CR3占总产能比重为83%，2025-2026年尚无扩张计划，供给格局有序。
- **头部企业通过产量调节，完成去库涨价。**2024年9月起，头部三家企业通过生产调节压降产量，一方面完成快速去库，另一方面去库尾声开启涨价周期，三氯蔗糖国内零售均价从10万元/吨，涨至11月的24万元/吨，目前企业报价为25万元/吨。
- **三氯蔗糖、安赛蜜在对等关税豁免清单：**根据美国白宫网站4月2日关税原文：“依照法律规定，本命令附件II所列货物不适用本命令项下的从价税率”，其中三氯蔗糖（29321400）、安赛蜜在列，因此关税对三氯蔗糖、安赛蜜不产生影响，**金禾产品三氯、安赛蜜在4月2日关税中不受影响。**
- **重点推荐：金禾实业：**拥有三氯蔗糖、安赛蜜、阿洛酮糖、葡萄糖基甜菊糖苷等多个核心甜味剂品种矩阵，麦芽酚走出价格低谷后，三氯蔗糖价格持续上行，低谷反弹超1倍。



三氯蔗糖、安赛蜜在美4月2日关税排除名单



泰莱美国工厂成本高企，三氯天花板高



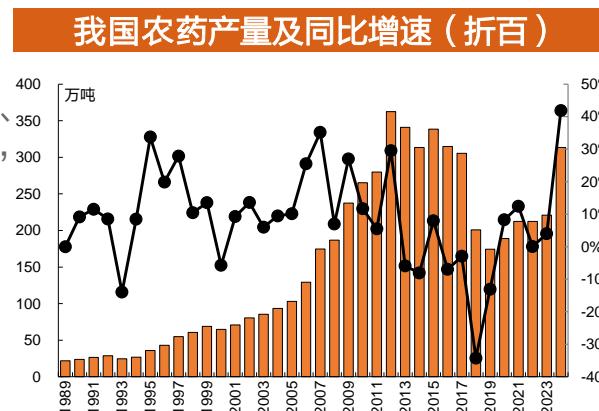
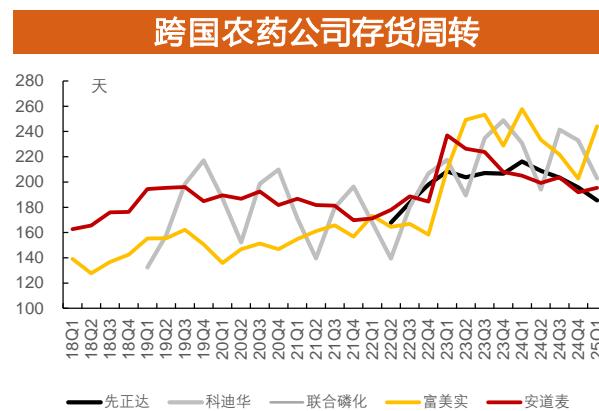
三氯蔗糖价格已底部抬升1倍以上（单位：万元）



需求稳定，全球供给主导

农药：出口修复，价格触底，安全事件叠加阶段性旺季来临有望催化景气修复节奏

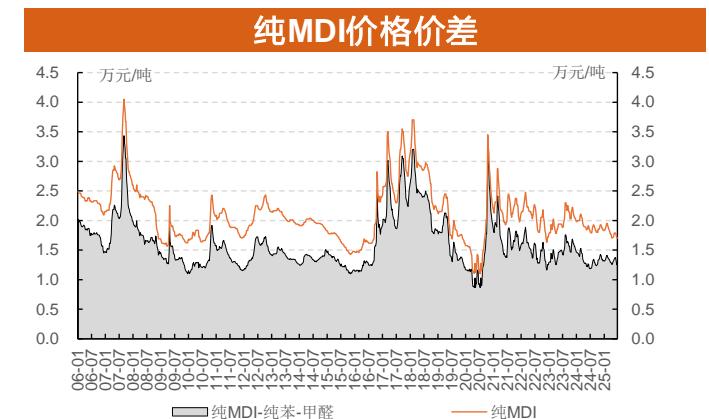
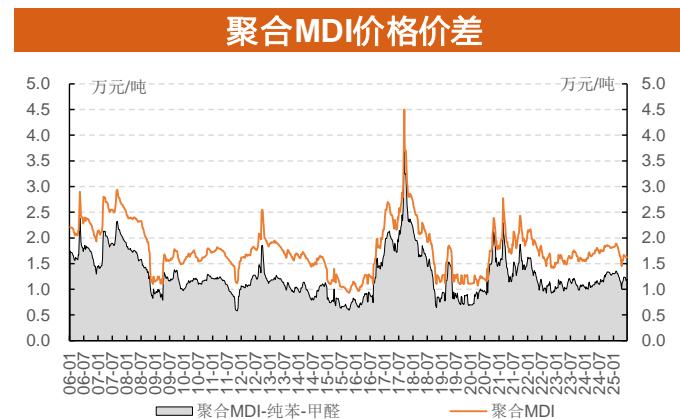
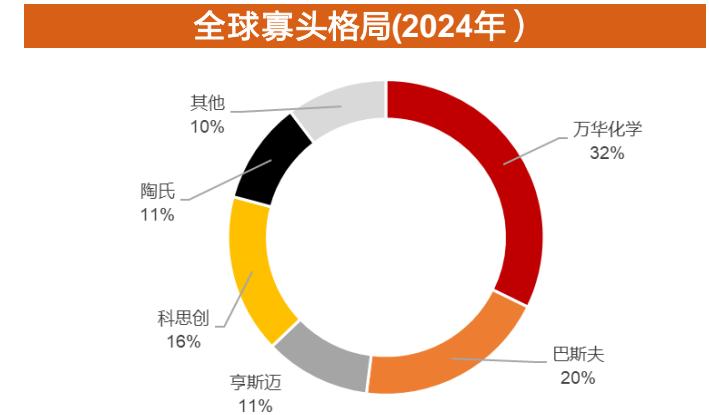
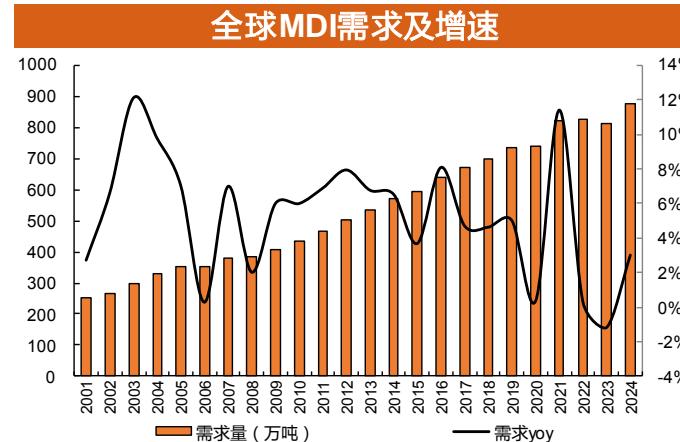
- 需求端：库存水平修复，对我国农药采购需求有利。**全球有近70%农药原药在中国生产，中国是农药主要出口国。经历23、24年的去库存过程，24年海外农药库存压力已缓解，25年以来采购逐步恢复。
- 国内原药价格触底。**国内原药价格指数已调整39个月，调整时间是过去10年中最长的，且已跌至2016年Q4水平。今年以来行业价格指数逐步企稳，个别小品种价格有较为明显提升（烯草酮、百菌清、甲维盐等）。
- 阶段性的动态供需变化是行业主要催化剂。**供给方面，国内供给释放节奏、出口关税带来的后续影响仍需进一步观察。中长期当前全球粮食价格处于历史中低位置，未来若底部向上带动农药需求及价格的好转；具有制造竞争优势、模式创新、创制产品的企业盈利能力有望提升，建议重点关注。进入二季度，南美陆续开启采购，国内出口订单或将迎来增长。
- 重点推荐：**国内农药龙头扬农化工、依托海外丰富登记持续拓展海外渠道业务的润丰股份；
建议关注：湖南海利、泰禾股份



需求稳定，全球供给主导

MDI：全球格局新变化

- MDI是技术与资本密集型行业，因其生产技术的高难度和复杂形成了高技术壁垒，再加上投资MDI装置需要较高的资金投入，全球呈现寡头垄断的竞争格局，2024年全球产能CR5高达90%，目前全球主要九家公司（科思创、巴斯夫、亨斯曼、陶氏化学、日本东曹、万华化学、韩国锦湖三井、沙特Sadara、伊朗Karun）掌握MDI制造的核心生产技术并拥有自有知识产权，其中万华化学是中国唯一一家。
- 新的格局变化：科思创是全球聚氨酯龙头企业，而阿布扎比国家石油公司(ADNOC)已经于24年12月成功收购科思创，此举将进一步改变全球MDI供应格局。
- MDI全球需求超800万吨，每年新增需求约20~40万吨，需求常态均为增长：全球历史上仅有23年出现过小幅负增长。
- 重点推荐：万华化学

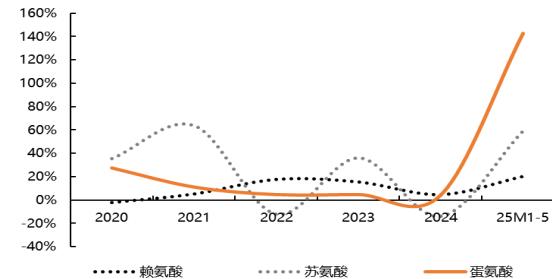


需求稳定，全球供给主导

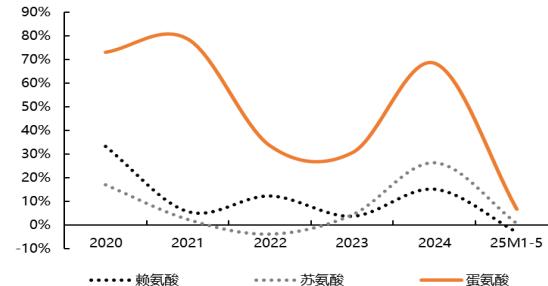
氨基酸：消费稳健增长，中国供给主导

- **主要氨基酸内需呈增长态势：**2019-2024年，赖氨酸/苏氨酸/蛋氨酸内需CAGR分别为8%/18%/10%；据卓创资讯，2025年1-5月赖氨酸/苏氨酸/蛋氨酸表观消费量同比增速分别为20%/59%/143%。2025年5月，我国饲料产量累计同比增速为7.4%。在饲料总产量持续增长和低蛋白日粮技术广泛应用的背景下，国内氨基酸市场需求呈现稳定上升态势。
- **赖氨酸供给端仍有新增产能投产，盈利压力下企业挺价意愿强：**根据卓创资讯，目前我国赖氨酸产能为451万吨，2025年下半年行业仍有梅花生物（60万吨）、寿光金玉米（20万吨）、龙江阜丰（12万吨）等近百万吨新增产能投产。考虑到新增产能投产集中于25年年底且各企业盈利承压，下半年行业有望平稳运行。
- **苏氨酸行业集中度高，头部企业控价能力强；蛋氨酸海外装置存在扰动：**2024年苏氨酸行业产能为124万吨，CR4为84%，高集中度下头部企业控价能力强。2025年1-5月蛋氨酸出口同比+7%，6月5日赢创宣布对新加坡和安特卫普的蛋氨酸生产基地采取技术措施，将于25年下半年关闭生产设施6-7周，海外需求持续增长且海外装置存在扰动，将拉动蛋氨酸外需，为价格提供动力。
- **建议关注：**梅花生物、新和成

主要氨基酸国内表观需求量增速



主要氨基酸出口增速



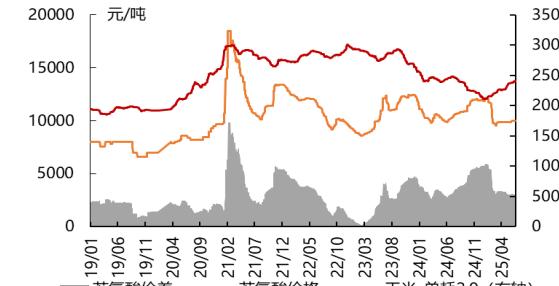
饲料产量累计同比



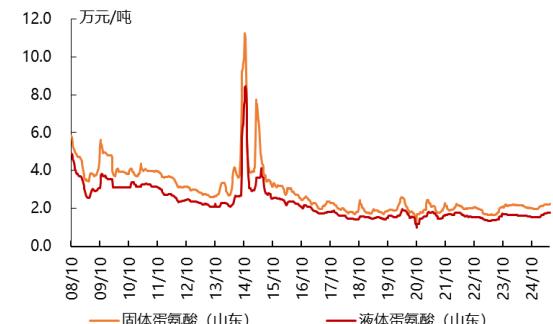
赖氨酸价格价差



苏氨酸价格价差



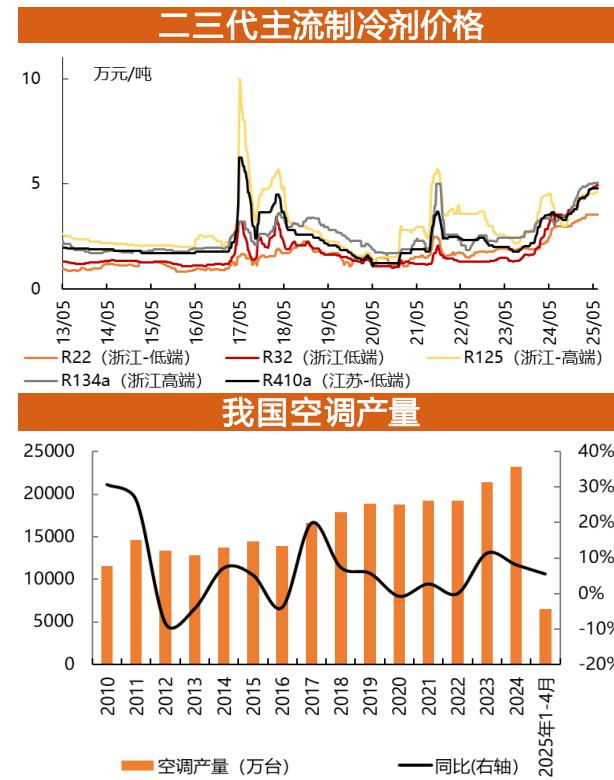
蛋氨酸价格



内需驱动，对冲关税冲击

制冷剂：25年1-5月配额充分消化，三季度为传统维修及出口旺季，行业景气持续

- 根据《蒙特利尔条约》基加利修正案，我国三代制冷剂于2024年起实行配额制，即供给端产能相对刚性，企业以“特许经营”的商业模式进行生产。
- 25年1-4月空调产量增长接近2%，1-5月三代制冷剂配额消化相对充分。**根据国家统计局数据，2025年1-4月我国空调产量为6031万台，同比增长1.6%。根据卓创资讯数据，一季度三代制冷剂生产配额消化充分，R32/R125/R134a生产配额消化进度在23%以上（单季度配额理论消化进度为25%）；4~5月R32开工持续环比提升。
- 三代主流制冷剂价格2025年以来持续上行，下半年行业景气度有望延续：**2025年年初，R32/R125/R134a价格分别为4.2/4.3/4.65万元/吨，截止6月13日，上述产品报价分别为4.95、4.6、5.1万元/吨，较年初上行18%/7%/10%。年初至今（6月13日）R32/R125/R134a价差分别为3.2/2.7/3.4万元/吨，较去年同比上行133%/13%/93%。根据产业在线数据，2025年6-8月，家用空调排产同比增长分别为11.5%、6.3%、2.7%。在三季度为维修及出口市场的相对旺季，以及1-5月配额消化相对充分的前提下，我们认为三代制冷剂涨价趋势将延续。
- 建议关注：**巨化股份、三美股份、东岳集团、昊华科技

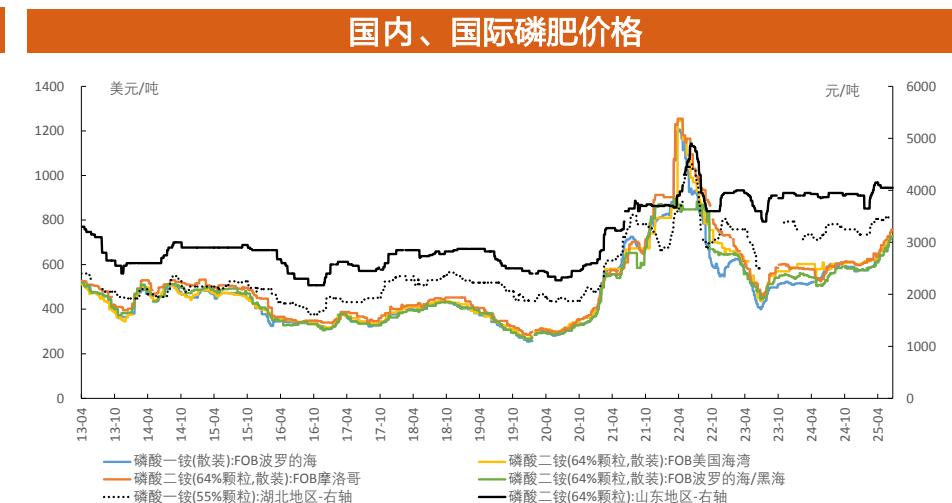
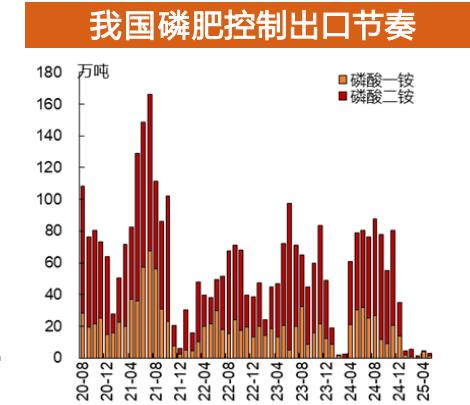
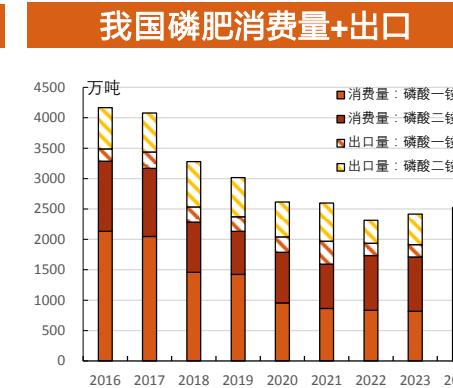


2025年R32/R125/R134a配额消化情况																				
2025年		全年配额			1月			2月			3月			一季度			4月			5月
单位 (万吨)	产量	出口	内需	产量	出口量	内需	产量	出口量	内需	产量	出口量	内需	产量	出口量	内需	产量	出口量	内需	产量	
R32	28.0	9.6	18.4	2.1	0.1	2.0	2.3	0.4	1.9	2.6	0.9	1.7	7.0	1.4	5.7	2.7	0.8	1.9	2.8	
R32配额消化进度				7.4%	0.7%	10.9%	8.3%	4.1%	10.5%	9.4%	9.3%	9.4%	25.1%	14.2%	30.8%	9.5%	8.3%	10.1%	9.9%	
同比				25%	-73%	42%	49%	-16%	77%	18%	20%	17%	29%	-8%	42%	13%	2%	18%	19%	
R125	16.7	10.6	6.1	1.3	7.6%	1.3	8.0%	1.3	7%	3.9	23.3%	30%	3.9	1.3	7.9%	3%	1.0	6.2%	-8%	
R125配额消化进度				7.6%		-		7.7%		8.0%										
同比				47%		45%		45%		7%										
R134a	20.8	12.8	8.0	1.4	0.1	1.3	1.5	0.5	1.0	2.0	1.0	1.0	4.9	1.6	3.3	1.9	1.2	0.7	1.8	
R134a配额消化进度				6.8%	0.6%	16.6%	7.2%	4.0%	12.2%	9.4%	7.6%	12.3%	23.4%	12.3%	41.0%	9.0%	9.4%	8.4%	8.7%	
同比				9%	-80%	49%	24%	-37%	155%	25%	-1%	70%	19%	-29%	77%	11%	21%	-2%	3%	

内需驱动，对冲关税冲击

磷肥：内需托底、出口拉动，磷矿价格支撑一体化企业盈利

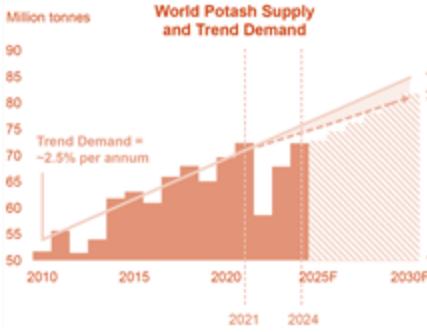
- 全球磷肥需求有望维持温和修复；而我国磷肥内需稳定增长。
- 国内磷肥出口占产量比例相对较高，2024年磷酸一铵占比为17%、磷酸二铵占比为32%。今年1-5月出口较历史同期水平偏低较多，伴随出口政策陆续落地及海外传统采购旺季到来，有望陆续增加。
- 供给方面，国内磷铵产品被列入限制性产能名录，且根据十四五规划限制新增产能。
- 原料方面，国内磷矿开采政策性限制、开矿进度具有不确定性；叠加综合型磷化工企业倾向于一体化产品布局，磷矿自用为主，市场商品量有限共同支撑磷矿价格维持较高水平。
- 价格方面，国内价格2024年以来相对维持稳定，而今年以来海外价格相对提升较多。
- **建议关注：**拥有磷矿石、合成氨等资源配套的一体化龙头云天化；边际上有新增量的川恒股份、芭田股份



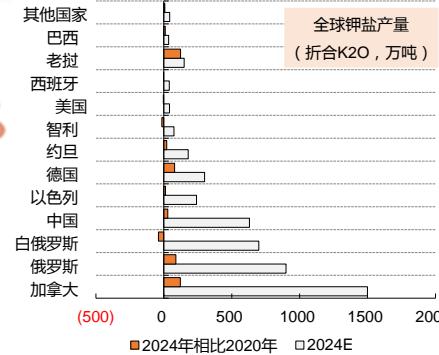
内需驱动，对冲关税冲击

钾肥：关注全球产能修复节奏，看好处于快速扩张期的低成本运营公司

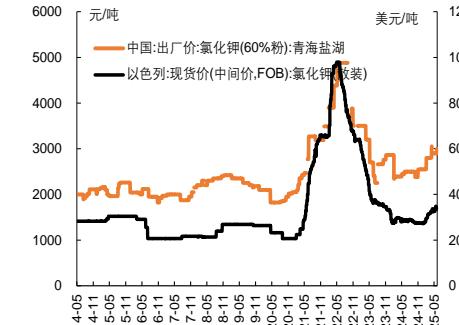
全球氯化钾需求量及预测



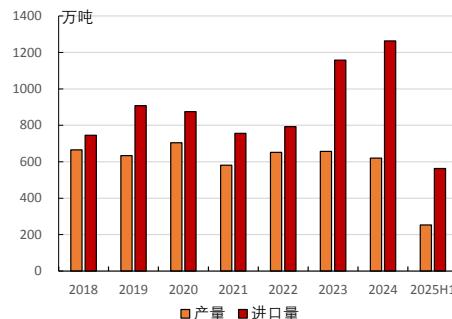
全球钾肥供应集中



氯化钾国内外价格



我国钾肥进口依赖度较高



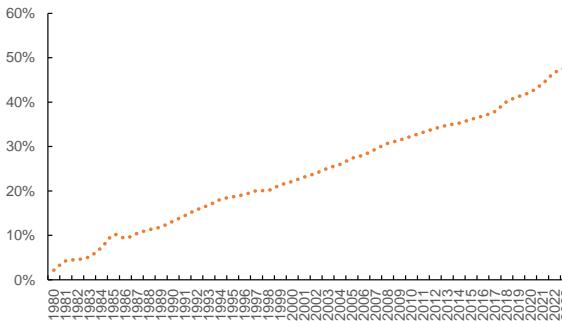
- 2022年受高价的影响，实质抑制、延后了钾肥的终端需求，2023年二季度以来全球价格回归合理，全球需求量逐步修复。
- 钾肥为资源型肥种，全球供给集中（主要为加拿大、俄罗斯、白俄罗斯等），贸易依赖度高，区域性生产、运输扰动对全球供应链体系影响大。
- 2025年供应端的变量在于俄罗斯、白俄罗斯供应恢复速度；而中长期则关注全球新增产能的投产进度。
- 我国进口依赖现状预计短期难以扭转，国内生产集中于藏格钾肥和盐湖股份，进口货源则由中国具备钾肥进口资质的企业主要包括商务部审核公布的持证公司，以及通过边贸陆运进口钾肥的特定企业，其中中化、中农、中海化学组成的谈判小组主导年度海运进口合同签订。
- 2025年钾肥进口大合同价为346美元/吨，稳定的供给格局和成本支持钾肥价格景气。
- 建议关注：亚钾国际、东方铁塔**

内需驱动，对冲关税冲击

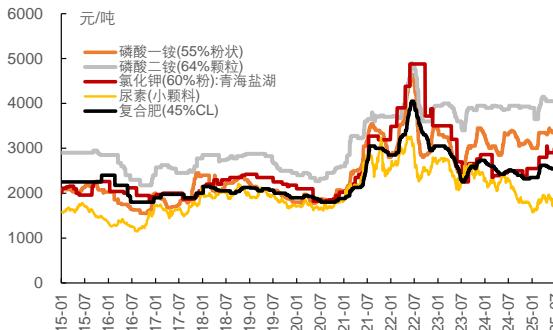
复合肥：纯内需品种，龙头份额稳步提升。

- 我国复合肥行业朝规模化、高效化、新型化方向发展，复合化率逐步提高。
- 2023年下半年以来，单质肥的价格波动幅度趋缓，有利于复合肥采购节奏正常化，迎来量利修复。
- 近年来，上游原材料波动加剧、规模化种植户品牌意识增强背景下，头部企业的推进一体化进程，具备成本优势、品牌优势、市场渠道优势和服务优势的企业获得更多的优质经销商资源和市场份额。
- 建议关注：云图控股

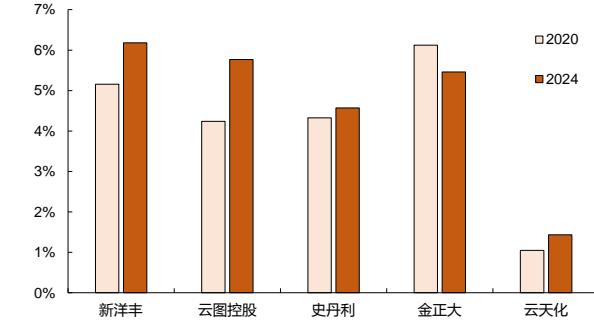
我国复合肥施用比例持续提升



单质肥价格波动趋缓



龙头企业市占率逐步提升

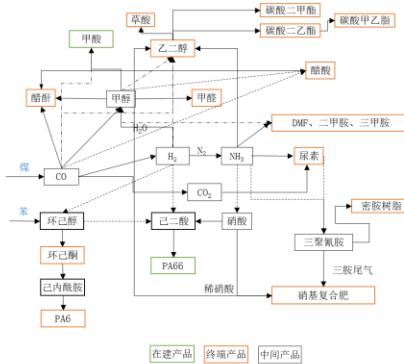


内需驱动，对冲关税冲击

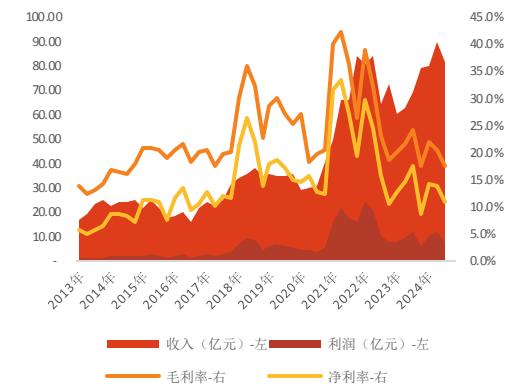
华鲁恒升：煤化工平台型公司，底部夯实，产品消费相关具备弹性

- 成本领先的行业龙头：**一线多头将煤炭充分利用，柔性生产根据景气调节产品结构，历史中的资本开支接近40%集中在技术改造升级，使得华鲁多方位成本优势明显，行业景气下行展现盈利韧性，目前景气已处于相对底部区间，并完成逐季改善；
- 景气底部逆势扩张，荆州完成投产爬坡有望贡献收入：**景气已完成磨底，25Q1已触及底部，未来关注华鲁逆势资本开支的成长性，我们预计未来有大量资本开支形成的在建工程会落地为固定资产，具备较高的成长性；
- 依托成本优势下游延伸，向材料端进军：**未来资本开支方向着重于“新能源、新材料”，投资回报率高于过去，产业链延伸后对新领域降维打击，2024年多个项目落地密集期。
- 产品下游与消费相关性更强，不受地产周期影响，消费复苏华鲁具备产品价格向上弹性。**
- 华鲁恒升是国内煤化工龙头企业，凭借技术和产品优势，行业景气较差位置仍能保证盈利水平，产品下游与消费相关性强，未来需求复苏具备价格弹性。**

公司品种齐全，根据景气柔性调节



华鲁未出现过单季度利润亏损



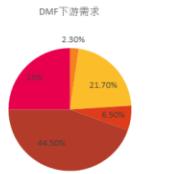
华鲁恒升下游需求结构消费行业占比高（2024年数据）



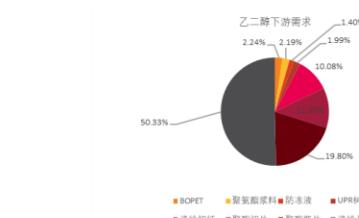
●农业用肥 ●复合肥 ●人造板 ●三聚氰胺 ●硝酸 ●其他



●PTA ●醋酸乙酯 ●醋酸丙酯 ●双乙酸酐 ●醋酐 ●环己酮 ●醋酸丁酯 ●醋酸酐



●其他 ●农药及医药中间体 ●染料 ●涂料 ●食品及电子级

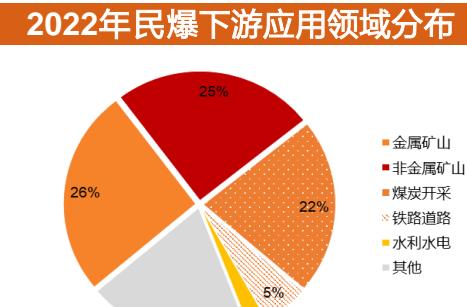
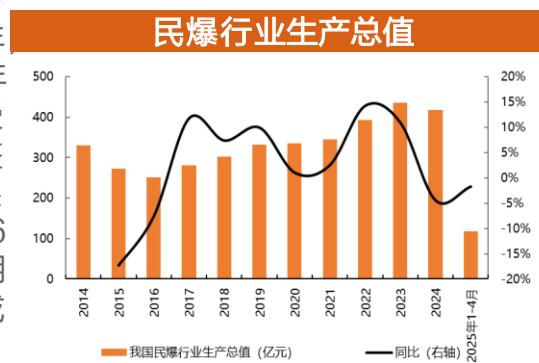


●BOPET ●聚酯切片 ●涤纶短纤 ●聚酯瓶片 ●涤纶长丝

内需驱动，对冲关税冲击

民爆：政策推动供给端集中度提高，下游多领域均将有较大发展

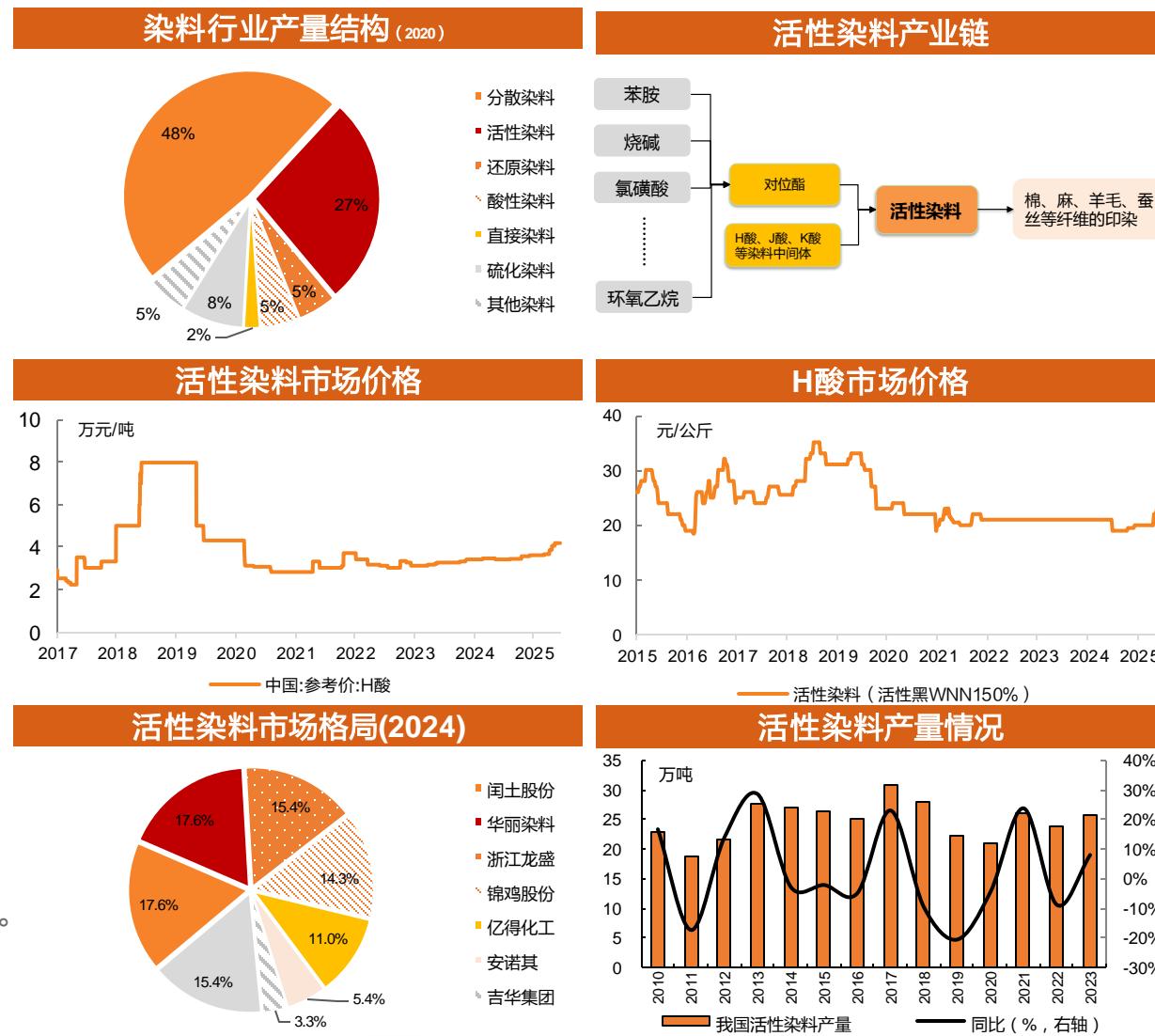
- 民爆为国家监督管理行业，后续仍有整合预期。2024年我国民爆行业生产总值为417亿元(yoy-4%)；2025年1-4月同比略下滑1.7%。民爆器材行业生产流通环节受到国家相关部门的监督管理，政策要求加大企业重组整合力度，根据《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》，预期生产企业（集团）数量要从2020年的76家下降到2025年的50家及以内；根据《加快推进民用爆炸物品行业转型升级实施意见》，到2027年底，形成3到5家具有较强国际竞争力的大型民爆企业（集团），未来产业集中度有望持续提高。
- 民爆下游以矿山/煤炭开采为主，占比分别为51%/22%铁路道路/水利水电占比分别为6%/2%。目前有色、矿产、钢铁价格指数处于高位，提升相关企业资本开支意愿；2024年以来，有色金属采选、煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额累计同比持续正增长；2022年以来我国基础设施建设固定资产投资完成额累计同比增速均在6%以上，下游产业向好提振民爆需求。
- 根据2024年新疆自治区政府工作报告，新疆将加快发展煤炭煤电煤化工产业集群，根据盘云煤炭网，预期十五五期间新疆地区煤炭产量将超过陕西省（2023年陕西省煤炭产量为7.6亿吨），煤炭产能的释放或将拉动地区民爆需求。
- 24年12月，我国政府核准雅鲁藏布江下游水电工程；25年6月，三峡水运新通道项目发布招标公告，水利建设将进一步拉动民爆需求。
- 建议关注：广东宏大、易普力、雪峰科技、江南化工



内需驱动，对冲关税冲击

活性染料：成本端H酸供应趋紧，支撑产品价格中枢上行

- 我国是全球染料生产、出口和消费的第一大国，染料年产量全球占比约70%（2023）。活性染料用于棉纤维及其纺织品的染色和印花，也可用于麻、羊毛、蚕丝和一部分合成纤维的染色，其产量在所有染料品种中居于第二位；下游主要集中纺织品及服装行业。H酸（1-萘胺-8-羟基二磺酸单钠盐）为染料重要中间体之一，主要用于生产活性染料、酸性染料、直接染料等。
- 活性染料与中间体的生产环保要求高，近期H酸供应偏紧推涨产品价格。历史上，染料行业中间体多受环保、安全生产等影响被停产整顿、限制生产等，导致市场供应紧张，推涨产品价格（例如，2018年中间体J酸、磺化吐氏酸因环保政策导致价格上升）。2025年4月，H酸行业由于个别安全事故生产受限，导致国内H酸的有效产能不足6万吨，市场有效供应存在10%以上缺口，供应偏紧，H酸价格由4月3.85万元/吨上涨8.4%至6月4.2万元/吨，同期活性染料价格上涨15%至2.3万元/吨。
- 成本支撑或带动活性染料价格中枢抬升。H酸、对位酯系活性染料生产最主要的两种原材料，二者成本占比约65%。由于国内染料产能冗余，染料价格一直处在低位，行业利润率低。本轮H酸成本端价格支撑或有效传导至活性染料产品价格。
- 综上，具备活性染料产业链一体化的企业有望受益，建议关注：浙江龙盛、闰土股份、锦鸡股份

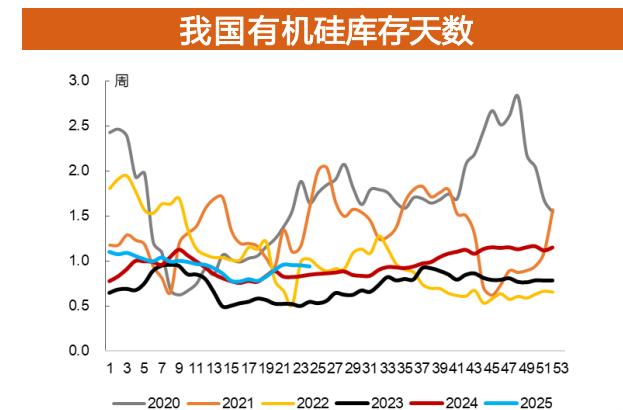
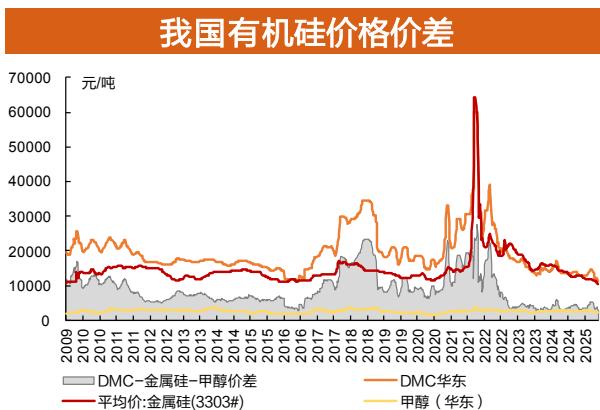


关注产能先投放，有望优先恢复的子行业

有机硅：行业集中扩产周期已过，当前价格价差处历史底部

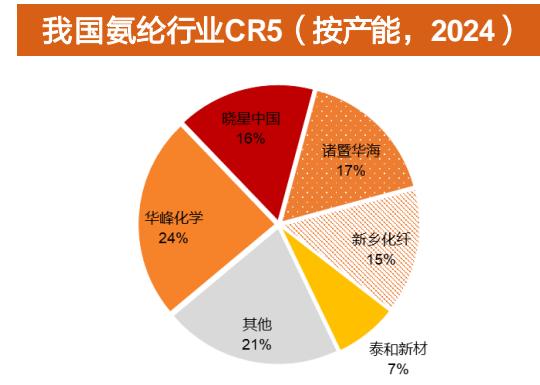
- 需求端，2025年1-6月，我国DMC表观消费量合计99.7万吨，同比+24.0%。分下游需求领域看，在传统需求领域，房地产领域需求维持弱势；而受益于新能源、5G、特高压等新兴产业高速发展，预计2025年有机硅行业需求有望保持较高增速增长。
- 供应端，25年1-6月，行业协同减产挺价，开工负荷同比降低。产量方面，由于24年底产能高基数影响，1-6月累计产量142.7万吨，同比+17.7%。期间库存小幅波动，库存天数多处1周以下的较低水平。
- 从价格上看，主要受原材料价格支撑走弱以及贸易摩擦对下游备货节奏的影响，DMC价格从年初1.30万元/吨（2025/1/3）降至1.08万元/吨（2025/6/27），为09年以来最低价格水平；同期价差（DMC-金属硅-甲醇）由3364元/吨回落至2165元/吨，为2009年以来历史2%分位水平。
- 传统需求旺季“金九银十”仍值得关注，2025年全年重点关注需求增速情况。2025-2026年，有机硅供应端预计增速显著下降，关注供需错配下的价格弹性。
- 重点推荐：新安股份

我国有机硅供需平衡表										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
产能(万吨)	122	133	138	137	142	165	195	250	283	335
同比%	7.0%	9.0%	3.8%	-0.7%	3.9%	16.0%	17.9%	28.3%	13.2%	18.5%
产量(万吨)	78	90	102	113	115	128	142	171	181	225
开工率%	63.9%	67.7%	73.9%	82.5%	80.7%	77.4%	73.0%	68.4%	63.9%	67.3%
同比%	11.4%	15.4%	13.3%	10.8%	1.7%	11.1%	11.2%	20.2%	5.8%	24.7%
进口量(万吨)	11.9	11.3	12.1	12.0	13.6	15.2	13.4	9.8	10.3	10.9
同比%	0.6%	-5.1%	7.1%	-0.9%	13.5%	11.3%	-11.8%	-27.0%	5.2%	5.9%
出口量(万吨)	13.2	13.9	21.3	26.4	22.4	24.3	37.6	45.3	40.6	54.6
同比%	8.8%	5.3%	53.7%	23.6%	-15.2%	8.5%	54.8%	20.6%	-10.3%	34.2%
表观消费量(万吨)	76.7	87.4	92.8	98.6	106.1	118.6	117.8	135.2	150.3	181.6
同比%	10.0%	14.0%	6.1%	6.3%	7.6%	11.7%	-0.7%	14.7%	11.2%	20.9%



关注产能先投放，有望优先恢复的子行业

氨纶：价格处历史相对底部，下游渗透率仍在提高通道



- 伴随对时尚潮流和舒适性的追求以及消费观点的升级，我国氨纶需求量持续增加。2005年，我国氨纶表观消费量为12.1万吨，2024年增长至101.2万吨，CAGR达11.8%。25年1-6月，我国氨纶表观消费量为52.63万吨，同比增长4%。
- 供给端，我国氨纶行业经历四轮产能集中扩张，行业发展速度快，未来供给有序释放。我国氨纶产能由2003年的8.9万吨增长至2024年的138万吨，CAGR为13.9%。25年1-6月，氨纶开工率位于历史平均水平，1-6月累计产量55.23万吨，同比增长6.9%。
- 据百川盈孚，2025年氨纶行业仍有新增产能规划，预计释放产能11.1万吨，主要集中头部企业，扩产地区主要为重庆、宁夏等具备成本优势的地区。结合2024年行业新增产能有减投以及延后的情况，以及当前产品价格处历史底部区间，25年最终落地的新增产能仍有待观察。
- 建议关注：华峰化学

我国氨纶供需平衡表 (单位: 万吨, %)

时间	产能	产量	开工率	产量增速	出口量	进口量	表观消费量	表观消费量增速
2010	37	27	72%	31%	3.7	1.4	24	28%
2011	41	26	65%	-1%	3.3	1.9	25	3%
2012	48	31	64%	16%	4.2	1.4	28	12%
2013	52	39	75%	27%	4.5	1.5	36	28%
2014	53	48	90%	23%	4.3	2	46	27%
2015	62	46	74%	-5%	4.9	2.1	43	-6%
2016	66	50	75%	9%	5.5	2.2	46	8%
2017	71	58	81%	16%	5.3	2.2	54	17%
2018	79	64	81%	10%	5.6	2.6	61	11%
2019	85	65	76%	2%	6.2	2.8	61	1%
2020	87	71	81%	9%	6.5	2.9	67	9%
2021	97	79	81%	12%	8	3.7	75	11%
2022	110	79	72%	0%	7.1	2.6	74	-1%
2023	124	94	76%	19%	7	4.8	92	24%
2024	138	105	76%	11%	8	5	101	13%

策 略

周期：相对底部已至，关注估值处于相对低位的板块

成长：自主可控，供给替代缺口下的投资机会

主线二：自主可控，供给替代缺口下的投资机会

- 对外进口依赖度高且国内具备供应能力，国产化能够持续提升的领域



自主可控，供给替代缺口下的投资机会

OLED材料：中尺寸渗透开启，叠层引入材料用量提升，AI端侧+国补迎来景气上行，国产化率较低有望替代欧美进入国产企业

■ **苹果、华为引领中尺寸领域开启渗透**：2024年，以苹果为首的消费电子企业纷纷将中尺寸旗舰产品更换OLED屏幕：**平板电脑端**：苹果、华为、三星、小米旗舰平板电脑均更换为OLED屏幕；**笔记本电脑端**：联想、华硕、华为等笔记本厂商推出旗舰OLED触控屏电脑；**车载屏端**：理想、蔚来、极氪、仰望等车型娱乐屏更换为OLED，中型尺寸渗透快速发展。截至2023年，各个领域中尺寸OLED屏幕渗透率均不超过3%。

■ **面板厂商加速高世代线投资**：京东方宣布投资630亿元，投建8.6代OLED产线，下游头部面板厂商大量资本开始落地，也为中尺寸应用提供产能支持。

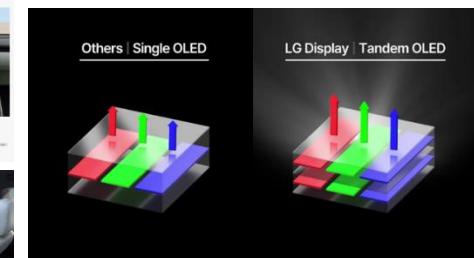
■ **叠层技术广泛应用，材料用量加速**：OLED叠层技术通过增加一层或多层OLED发光材料，能够实现性能的大幅提升：①叠层OLED亮度显著优势（华为MatePad Pro峰值亮度2000nit）；②能耗效率有很大的改进（戴尔XPS13通过叠层延长续航里程）；③延长屏幕的使用寿命（荣耀Magic6延长6倍屏幕寿命）；④更加轻薄，减少驱动电路依赖（苹果iPad Pro历史最轻薄产品）。

■ **OLED面板国产化率快速提升，材料国产化进程加速**：OLED终端材料仍然大量掌握在海外龙头公司手中，特别是美国企业手中，**UDC、杜邦两家美国企业占全球占比接近30%**；近年来以莱特光电、奥来德等国产材料厂商在下游面板厂商材料验证加速。

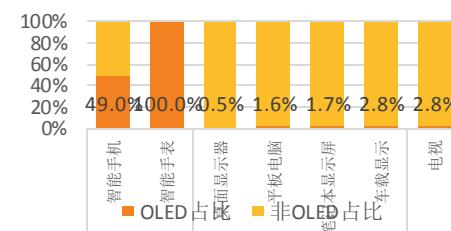
苹果、华为等OLED中尺寸应用



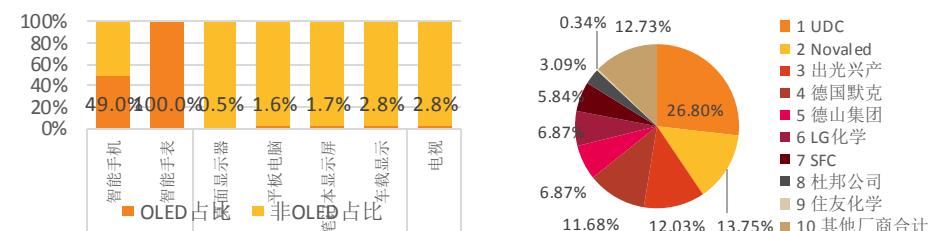
叠层技术广泛应用，材料用量增加



2023年OLED中尺寸渗透率仍然较低



OLED终端材料国产化率仍然较低



推荐公司：莱特光电、奥来德、瑞联新材；

- **莱特光电**：国内OLED材料头部企业，RP、GH等多款材料京东方、天马等头部面板厂商放量，仍有新款材料替代验证中。盈利预测：25-27年归母净利润3.17/4.49/6.06亿元。
- **奥来德**：OLED设备、材料双龙头，中标京东方8.6代线设备，受益于高世代线资本开支周期。盈利预测：25-27年归母净利润1.63/3.43/5.65亿元。
- **瑞联新材**：OLED升华前材料头部企业，通过氘代材料差异化布局，收购出光兴产（中国）股权进军OLED终端材料领域。盈利预测：25-27年归母净利润3.13/3.67/4.00亿元。

自主可控，供给替代缺口下的投资机会

催化材料：长坡厚雪赛道，国家高度重视高端催化领域的突破

■ **国家高度重视催化剂领域的突破发展**：根据《“十四五”原材料工业发展规划》、《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》、《产业结构调整指导目录（2024年本）》、《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》、《精细化工产业创新发展实施方案（2024—2027年）》等文件内容，“十四五”期间，我国在诸多领域的发展均需要催化剂以及催化应用技术的长足发展和突破，充分体现了催化的战略地位。近年来我国催化材料的研究和工业生产发展迅速，中低端催化材料已基本实现国产化，但也造成比较严重的同质化问题。高端催化材料大部分仍然依赖进口，国产化需求依然很迫切。

■ **真正的长坡厚雪赛道**：近年来我国催化材料的研究和工业生产发展迅速，高端催化材料大部分仍然依赖进口，国产化需求依然很迫切。根据 Allied Market Research 的测算，预计2030 年全球催化剂市场规模将达到 575 亿美元。

■ **重点推荐：凯立新材**：精细化工催化剂龙头，前瞻性布局基础化工多款催化剂，力争实现国产替代，PVC无汞化趋势下，公司金基催化剂有望实现快速放量；**中触媒**。

海外企业掌握大量催化剂技术

催化剂名称	下游市场发展情况	国内外竞争对手
石油重整催化剂	我国催化重整装置相应的加工能力从2009年的3,089万吨/年增加到2018年的9,085万吨/年	中国石油化工股份有限公司石油化工科学研究院的PS-VI型催化剂是应用最广的连续重整催化剂。
烷烃异构化用贵金属催化剂	国内异构化装置产能主要有华北石油50万吨/年、济南炼化16万吨/年、新海石化27万吨/年、金陵石化8万吨/年、滨化集团80万吨/年等	双功能型金属/酸催化剂以贵金属（Pt、Pd、Rh）及非贵金属（Co、Ni等）负载在分子筛，国外该类催化剂主要由UOP、Mobil、壳牌生产，国内则主要为中石化的研发生产。
烷烃脱氢用铂系催化剂	根据国化新材料研究院数据，截至2022年底，我国在运营PDH装置23套，总产能达到1,238万吨/年，2022年投产PDH装置7套，新增产能达到315万吨/年	目前国内已经投产的丙烷和混合烷脱氢项目所用催化剂几乎全部都被国外公司所垄断。我国对新型高效丙烷脱氢制丙烯催化剂的国产化需求非常迫切。
PTA加氢精制催化剂	根据CCF数据，截至2022年底，国内PTA产能7,144万吨/年，较2021年底增长8.9%	国内市场进口催化剂主要有美国的CBA系列、意大利的PM85-HD、日本的PTA-1500等铂碳催化剂。国内PTA加氢精制催化剂主要生产单位有中国石化上海石化科技开发公司和南化集团研究院等。
醋酸及醋酐用碘化铑催化剂	2022年我国醋酸产能1,080万吨，为全球第一大醋酸产能国，产能占全球产能60%左右	国内市场主要由庄信万丰（Johnson Matthey）、贺利氏（Heraeus）、优美科（Umicore）等国外企业供应。
丁辛醇体系用铑系催化剂	根据新思界产业研究中心数据统计，2021年我国丁辛醇产量达4675万吨，同比增长8.7%。生产企业主要集中在华昌化工、万华化学、齐鲁石化山东建兰、鲁西化工、天津渤海永利等公司	丁辛醇体系所用铑催化剂基本是陶氏化学、英国戴维、日本三菱公司占据主要市场。
高纯氯乙酸用钯炭催化剂	随着国家环保政策日益严格及下游对高品质氯乙酸的需求不断增加促进先进的连续法氯乙酸产能陆续项目落地，目前，连续法氯乙酸产能已经达到82万吨/年	主要由巴斯夫、凯立新材供应。
煤制乙二醇酯加氢催化剂	根据中国石油和化学工业联合会预测数据，2022年我国煤制乙二醇计划投产项目6个，新增产能约100万吨/年，到2022年底总产能有望达到1,203万吨	日本高化学因工艺先进，催化剂性能好，占据国内主要市场份额。

催化剂的替代是一个漫长的过程

1、科研背景+长
时间积累；

2、进口替代or
科技创新；

3、实验室到商
业化；

4、性能or性价
比；

1、某个化学反应所用催化剂核心元素、含量、载体、与之配合的其他元素等，均需要大量试验积累；2、不同化学反应类型、反应物和生成物种类不同对催化剂要求也不同：**不但要有科研背景支撑，还需要有长时间科研积累。**

前沿催化剂品种的突破都是国家乃至国际奖项级别，商业化产值较大，突破难度较高，而**国内催化剂公司多数以进口替代为主**。

一套化工装置的催化剂更换代价较大，更换错误的催化剂导致的结果厂商不可承受，并且较多国产化工装置采用海外工艺包或技术包，因此**催化剂的商业化进程较为困难，一般企业不轻易更换催化剂**。

催化剂年消耗占工业生产成本比例较低，而**催化剂性能是关键因素**（例如收率、反应时长等），催化剂行业不讲求性价比而更重视性能。

自主可控，供给替代缺口下的投资机会

吸附树脂：应用领域广泛，高端领域高度依赖进口

■ **市场掌握在海外企业手中**：国际厂商依托其深厚的技术研发实力和先进的工艺技术，占据了市场的高端领域。美国陶氏在集成电路用超纯水和核电领域凸显出较高竞争力，德国朗盛、英国漂莱特、日本三菱化学等国际企业在特定技术如螯合树脂和大孔吸附树脂方面具有显著优势，这些国际巨头在各大主要市场占据显著份额。国内优势厂商中，蓝晓科技凭借其在业内的技术领先优势，已经在国内市场树立了领军地位，在湿法冶金、制药、食品加工、环保和化工等新兴应用领域实现了产业化发展。

■ **离子交换树脂空间广阔**：六大领域涉及生活方方面面，吸附分离材料适用于在液态混合物中选择性地分离目标物，凡涉及固—液分离体系的生产过程，吸附分离树脂均有潜在应用，目前，在全球范围内，吸附分离材料广泛应用于**金属资源、生命科学、水处理与超纯化、食品加工、节能环保及化工与催化等应用领域**，上述应用领域具有市场广阔、竞争者技术实力强、新技术新工艺不断涌现等特点。

■ **高端应用场景成长+替代并存**：GLP-1多肽类药物爆发性增长，蓝晓作为固相合成载体全球60%市占率龙头，受益于多肽药物发展，提供高速增量；小核酸药物、合成生物学、镍等金属提取、半导体超纯水等领域存在国产替代空间。

■ **重点推荐：蓝晓科技**

吸附树脂下游应用广泛					
金属资源应用	生命科学应用	水处理与超纯化应用	食品加工应用	节能环保应用	化工与催化应用
<ul style="list-style-type: none">• 黑色金属• 有色金属• 稀有高熔点金属及轻金属• 稀散金属• 稀贵金属• 稀土金属及放射性元素	<ul style="list-style-type: none">• 生物药• 原料药• 天然提取物	<ul style="list-style-type: none">• 工业水处理• 高端饮用水领域• 超纯水• 电子• 核电	<ul style="list-style-type: none">• 浓缩果汁• 蜂蜜脱抗• 糖、食用香料、色素的精制• 除去饮用水中的超标离子	<ul style="list-style-type: none">• VOCs (挥发性有机物) 废气处理• 在二氧化碳捕捉	<ul style="list-style-type: none">• 化工产品精制• 化工催化

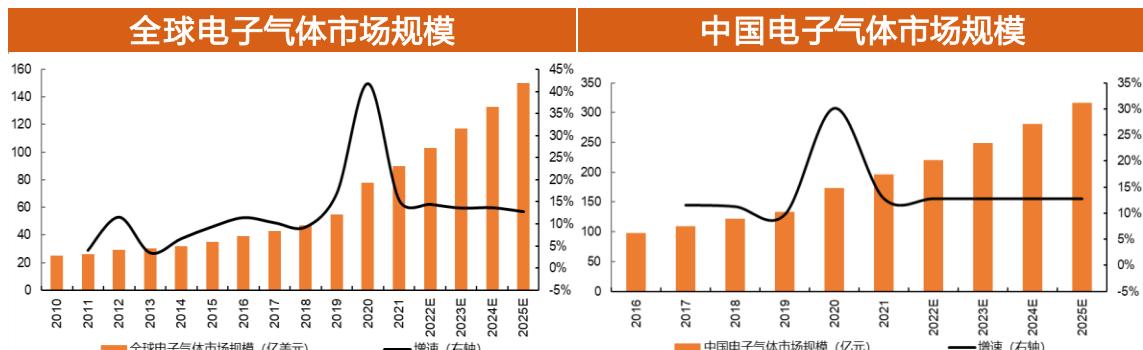
海外企业掌握大量高端市场，国内头部厂商实现各领域突破

企业类型	代表企业	简介	市场布局	竞争特点
国际厂商	美国陶氏化学	国际上品种最齐全的离子交换与吸附树脂制造商，其产品广泛应用于各主要领域，在集成电路用超纯水、核电领域具有较强竞争力	全球布局	技术研发实力雄厚、工艺先进，生产规模较大，具有国际品牌，在高端工业水处理、大规模集成电路及核工业的超纯水、生物医药等领域具有较高的市场占有率，依靠其技术和品牌在市场上具有较强竞争力，其树脂价格也远高于国产树脂价格
	德国朗盛	产品品种丰富，专注于高端领域，在螯合树脂和均匀粒度技术方面具有优势		
	英国漂莱特	专门生产离子交换树脂的企业，产品主要用于电力、电子、化工等行业的水处理，此外还广泛运用于冶金、医药、食品加工、催化等行业		
	日本三菱化学	产品品种较多，具备多类离子交换与吸附树脂的合成及应用技术，在大孔吸附树脂、酶载体和螯合树脂领域具有较大优势		
国内优势厂商	蓝晓科技	国内吸附分离树脂的领军企业，在湿法冶金、制药、食品加工、环保和化工等新兴应用领域实现了产业化发展	以自有品牌对外销售，市场以国内为主，不断开拓境外市场	研发实力较强，工艺成熟、生产规模较大、产品种类齐全，具有较强的供货能力，竞争优势明显，为行业领先企业
	争光股份	国内离子交换与吸附树脂产品种类最丰富、新兴领域产业化应用跨度最大生产商之一，在工业水处理具有较高的市场份额，已在食品及饮用水、核工业、电子、生物医药、环保、湿法冶金等应用领域实现了产业化发展		
	江苏苏青	国内最大的离子交换树脂生产厂商之一，产品以离子交换树脂为主，也生产吸附树脂、螯合树脂等其他种类的特种树脂		
	淄博东大	国内最大的离子交换树脂制造商之一，已开发生产强酸、弱酸、强碱、弱碱以及螯合、吸附树脂等，主要市场在水处理领域		

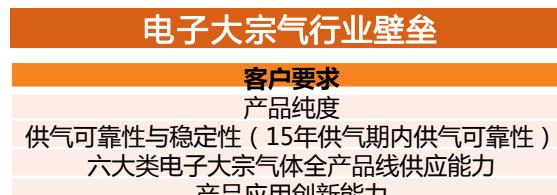
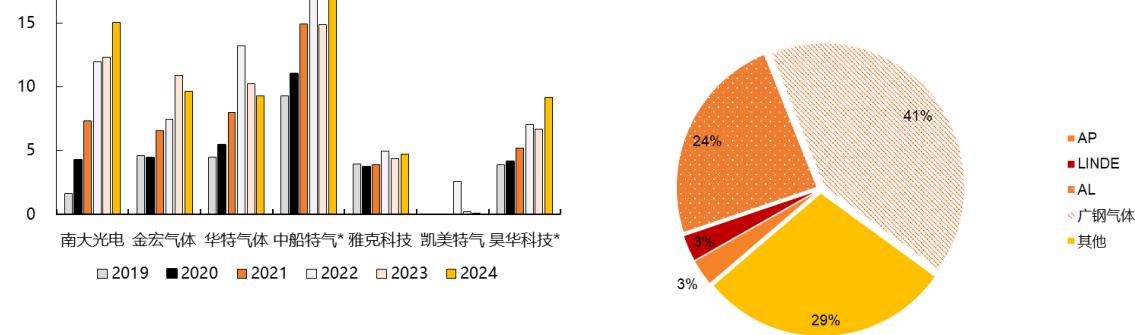
自主可控，供给替代缺口下的投资机会

电子大宗气：关注头部特气企业与仍属蓝海的电子大宗气体市场

- **电子气体全球市场未来将有千亿规模。**根据广钢气体招股说明书，2010年全球电子气体市场规模仅为25亿美元，至2021年电子气体市场规模已增长至90亿美元，预计2025年将增长至150亿美元。
- 伴随半导体行业景气度的持续回升以及国产替代进程的不断加快，电子特气企业有望深度受益，近年来电子气体相关企业收入呈增长态势。但目前电子特气行业存在部分产品同质化严重、低端产品过剩的问题，而下游IC领域技术快速更迭，对供应商产品更新速度、综合供应能力、客户服务等多方面提出更高要求，利好头部具有扎实客户渠道与研发实力的特气公司。
- **电子大宗气体国内竞争者有限，行业壁垒较高：**国内有能力开展电子大宗气体业务的公司数量较少，2024年我国电子大宗气体增量市场中，外资三大家市占率30%；而存量市场中，行业龙头广钢气体市占率仅为15%。展望未来发展，广钢气体/金宏气体在具有技术/运营/全产品线供应能力的基础上已取得关键进步，即在IC、显示领域获得大体量订单。电子大宗气供应商与下游粘性强，替换概率低，客户未来资本开支将为供应商带来长期机遇；与大型晶圆/面板厂绑定也为电子大宗气体供应商打造行业口碑，带来其他潜在客户机会。
- **建议关注：华特气体、金宏气体、广钢气体**



2024年国内集成电路制造和半导体显示领域新建现场制气项目的中标产能情况



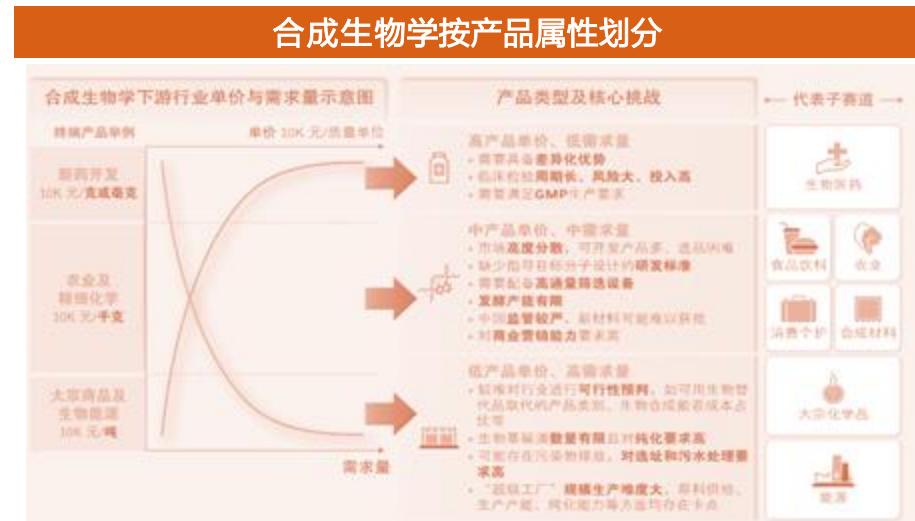
资料来源：各企业公告、中国化工报、天津市规划和自然资源局，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

自主可控，供给替代缺口下的投资机会

合成生物学：未来已来，新质生产力

- **国家层面生物制造产业政策加码，产业化加速。**近年来，我国逐步加强合成生物领域的顶层战略规划，并做出发展底层技术研究和产业化规模应用的宏观部署，密集出台加快合成生物创新发展的政策文件为合成生物产业提供良好的政策环境，加速了合成生物产业发展。
- **国内合成生物目前处于快速发展阶段，面临着技术、生物安全、监管政策等多方面的挑战。**在技术方面，从实验室研究到工业化生产，合成生物需要解决大规模生产的一致性和成本问题。在政策方面，现有的法规需要更新和完善，以及需要国际间的合作和协调，制定统一的监管框架和标准。
- **从产业链中寻找机会：**（1）具备较强选品眼光，且能够实现量产，丰富产品矩阵，带来增长持续性；（2）拥有大单品能够打开成长空间。
- **重点推荐：**产品矩阵持续拓展的合成生物学细分领域全产业链龙头华恒生物
- **建议关注：**聚焦植物营养领域且具备大宗品能力的梅花生物、星湖科技、阜丰集团



汇总

重点行业和个股



重要的及行业逻辑汇总

策略	上市公司/行业		行业逻辑
需求稳定，全球供给主导	三氯蔗糖	重点推荐：金禾实业	24年三氯蔗糖出口保持两位数增长，代糖需求强劲，三氯蔗糖价格持续上行，低谷反弹超1倍。
	氨基酸	建议关注：梅花生物、新和成	内需稳定上升，供给端部分单品行业集中度高，价格触及相对底部
	MDI	重点推荐：万华化学	全球寡头竞争，需求稳定，ADNOC收购科思创改变全球供应格局。
	农药	重点推荐：国内农药龙头扬农化工、依托海外丰富登记持续拓展海外渠道业务的润丰股份 建议关注：先达股份、国光股份、湖南海利	出口修复，价格触底，安全事件叠加阶段性旺季来临有望催化景气修复节奏
内需驱动，对冲关税冲击	制冷剂	建议关注：巨化股份、三美股份、昊华科技、东岳集团	供给端实行配额制，25年上半年配额充分消化，将迎来维修与出口旺季
	磷肥	建议关注：拥有磷矿石、合成氨等资源配套一体化龙头云天化；边际上有新增产量的川恒股份、芭田股份	内需托底、出口拉动，磷矿价格支撑一体化企业盈利
	钾肥	建议关注：亚钾国际、东方铁塔	关注全球产能修复节奏，看好处于快速扩张期的低成本运营公司
	复合肥	建议关注：云图控股	纯内需品种，龙头份额稳步提升
	民爆	建议关注：广东宏大、易普力	政策推动供给端集中度提高，下游多领域均将有较大发展
	煤化工	重点推荐：华鲁恒升	下游需求稳定，煤炭价格下行，价差拉大盈利有望修复
	染料	建议关注：浙江龙盛、闰土股份、锦鸡股份	成本端H酸供应趋紧，支撑产品价格中枢上行
	有机硅	建议关注：新安股份、合盛硅业	行业集中扩产周期已过，当前价格处历史相对底部
系统性景气修复仍需等待的情况下，关注产能先投放先恢复的子行业	氨纶	建议关注：华峰化学	价格处历史相对底部，下游渗透率仍在提高通道
自主可控，供给替代缺口下的投资机会			
对外进口依赖度高且国内具备供应能力，国产化能够持续提升的领域	OLED材料	重点推荐：莱特光电、奥来德、瑞联新材	OLED技术由小尺寸向中大尺寸渗透，下游应用厂商旗舰产品更新，面板厂商超千亿元高世代线资本开支落地，材料需求有望快速增长，材料自身国产化率较低，头部企业有望受益于面板国产化后，材料设备国产化趋势。
	电子大宗气	建议关注：华特气体、广钢气体、金宏气体	电子气体受益于下游国产替代进程加速，其中电子大宗气国内竞争有限，行业壁垒较高
	催化材料	重点推荐：凯立新材；中触媒	化工领域中国全球市占率较高，但其核心催化剂仍掌握在海外企业手中，催化材料国产替代空间较大。
	吸附树脂	重点推荐：蓝晓科技（与金属与金属新材料组联合覆盖）	吸附树脂下游金属应用领域广泛，高端领域高度依赖进口。
	合成生物学	重点推荐：产品矩阵持续拓展的合成生物学细分领域全产业链龙头华恒生物 建议关注：聚焦植物营养领域且具备大宗品能力的梅花生物、星湖科技、阜丰集团	新质生产力，政策加码、产业化加速。

重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	收盘价(元/股) 2025/8/29	总市值 (亿元)	股本 (亿股)	归母净利润(亿元)						EPS(元/股)						PE(倍)					
					2022	2023	2024	2025E	2026E	2022	2023	2024	2025E	2026E	2022	2023	2024	2025E	2026E			
600309.SH	万华化学	68.60	2147.5	31.3	162.3	168.2	130.3	131.3	163.1	5.2	5.4	4.2	4.2	5.2	13.2	12.8	16.5	16.4	13.2			
600426.SH	华鲁恒升	27.43	582.4	21.2	62.9	35.8	39.0	41.1	47.3	3.0	1.7	1.8	1.9	2.2	9.3	16.3	14.9	14.2	12.3			
600486.SH	扬农化工	73.45	297.8	4.1	17.9	15.7	12.0	14.7	17.8	4.4	3.9	3.0	3.6	4.4	16.6	19.0	24.8	20.3	16.8			
002643.SZ	万润股份	13.63	125.8	9.2	7.2	7.6	2.5	5.2	6.3	0.8	0.8	0.3	0.6	0.7	17.4	16.5	51.1	24.2	19.9			
301035.SZ	润丰股份	77.85	218.6	2.8	14.1	7.7	4.5	12.6	14.1	5.0	2.7	1.6	4.5	5.0	15.5	28.3	48.6	17.3	15.5			
002597.SZ	金禾实业	23.49	133.5	5.7	17.0	7.0	5.6	11.7	21.2	3.0	1.2	1.0	2.1	3.7	7.9	19.0	24.0	11.4	6.3			
688269.SH	凯立新材	38.88	50.8	1.3	2.2	1.1	0.9	1.7	2.4	1.7	0.9	0.7	1.3	1.8	23.0	45.0	54.9	29.2	21.1			
000553.SZ	安道麦A	6.98	156.0	23.3	6.1	-16.1	-29.0	3.2	4.8	0.3	(0.7)	(1.2)	0.1	0.2	26.7	-10.1	(5.6)	50.6	33.9			
688639.SH	华恒生物	37.32	93.3	2.5	3.2	4.5	1.9	2.9	3.7	1.3	1.8	0.8	1.2	1.5	29.2	20.8	49.3	31.9	25.2			
688550.SH	瑞联新材	44.42	77.1	1.7	2.5	1.3	2.5	3.3	4.0	1.4	0.8	1.5	1.9	2.3	31.3	57.5	30.6	23.5	19.3			
603281.SH	江瀚新材	25.57	95.5	3.7	10.4	6.5	6.0	5.6	6.4	2.8	1.8	1.6	1.5	1.7	9.2	14.6	15.9	17.0	14.9			
603062.SH	麦加芯彩	54.28	58.6	1.1	2.6	1.7	2.1	2.6	3.2	2.4	1.5	2.0	2.4	2.9	22.5	35.1	27.8	22.5	18.4			
600596.SH	新安股份	10.60	143.1	13.5	29.5	1.4	0.5	3.0	6.5	2.2	0.1	0.0	0.2	0.5	4.8	102.0	278.3	47.8	22.0			

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：华鲁恒升、安道麦盈利预测为wind一致预期

风险提示

- **地缘政治冲突带来逆全球化风险：**当前俄罗斯和乌克兰的冲突仍存在较大不确定性，两国分别为化肥和谷物等重要产品的生产及出口大国，地缘政治冲突会影响全球化工产品的正常贸易活动。
- **原油价格大幅波动风险：**化工行业受原油价格影响较大，产品价格对原油波动较为敏感，若原油价格出现大幅波动，行业内公司业绩将面临不确定性影响。
- **安全环保风险：**近年来化工生产企业安全环保问题频发，化工企业安全、环保事件对企业生产运营将产生较大影响。
- **海外经济下行引发的景气持续下行风险：**中国作为化工品全球供应的主要国家，出口需求占比高，海外经济对国内化工品需求影响较大，海外经济下行对化工产生较大影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS