

# 2025年石化化工行业7月投资策略

## 看好钾肥、制冷剂、阿洛酮糖、芳纶纸的投资方向

优于大市

### 核心观点

#### 石化化工行业 2025 年 7 月投资观点：

2025 年 6 月经济数据呈现出积极信号，景气度持续改善。中美经贸关系阶段性缓和，外部干扰因素影响减弱，我国制造业回归正常运行轨道，经济内生动力稳定释放。2025 年以来，财政政策愈发积极，通过地方政府债务置换、财政赤字率提升、超长期特别国债等方式推动经济结构调整与消费升级。2025 年一季度，国内生产总值为 31.88 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，我国经济保持稳健增长态势。尽管外部环境存在不确定性，但我国凭借庞大的内需市场、不断增强的科技创新能力以及持续优化的政策环境，经济发展韧性十足。后续随着一系列政策的持续推进与落实，预计我国经济将在 2025 年保持稳定增长，不断朝着高质量发展目标迈进。

**政策端**，货币政策方面，央行在二季度例会明确加大流动性投放、引导信贷流向实体、压降融资成本、遏制长债利率非理性上行等攻坚方向。消费品以旧换新政策全年有序实施，涉及汽车、家电、数码产品等多个领域，提振消费市场，扩大内需，拉动经济增长。

**宏观及化工产品价格**，2025 年 6 月，国家统计局数据显示，综合 PMI 产出指数为 50.7%，比上月提升 0.3 个百分点；其中，2025 年 6 月，制造业生产指数为 51.0%，较上月提升 0.3 个百分点，制造业景气水平有所提高。2025 年 6 月 27 日，中国化工产品价格指数 CCPI 报 4137 点，较年初 1 月 2 日的 4333 点下降 4.5%，主要化工品出厂价格略有下滑。截至 6 月 30 日，在百川盈孚统计的 279 种石化化工品中，实现价格同比上涨的品种有 51 种，较 2025 年初实现上涨的有 74 种。

**原油价格**，6 月以来，国际原油市场受地缘政治与供需基本面交织影响呈现剧烈波动。6 月 13 日以色列袭击伊朗引发原油价格暴涨，6 月 19 日，布伦特、WTI 原油期货结算价分别达 78.85、75.60 美元/桶；但随冲突缓和，油价迅速回调，6 月 27 日布伦特、WTI 原油期货结算价分别为 67.77、65.52 美元/桶。供应端，OPEC+延续 5-6 月各增产 41.1 万桶/日的节奏，非 OPEC+产油国预计今年平均增产 140 万桶/日，全球供应宽松态势未改；需求端，IEA 将 2025 年需求增幅下调至 72 万桶/日，中美需求不及预期叠加电动汽车普及加速中国需求达峰预期，压制市场情绪，仅美国原油库存连续四周下降带来短暂支撑。在供应过剩与需求疲软背景下油价承压，但考虑到 OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，我们预计 2025 年布伦特油价中枢在 65-70 美元/桶，WTI 油价中枢在 60-65 美元/桶，需关注地缘局势与 OPEC+政策动向。

展望 2025 年 7 月，受外部不确定性增加影响，海外需求可能出现波动，内需有望进一步发力，我们重点推荐中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向。**2025 年 7 月，我们重点推荐钾肥、制冷剂、阿洛酮糖、芳纶纸等领域投资方向。**

**钾肥板块**，海外钾肥补库周期启动叠加国际钾肥寡头的价格诉求，全球

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 行业研究 · 行业投资策略

#### 石油石化

#### 优于大市 · 维持

证券分析师：杨林  
010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn  
S0980520120002

证券分析师：余双雨  
021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn  
S0980523120001

证券分析师：董丙旭  
0755-81982570

dongbingxu@guosen.com.cn  
S0980524090002

证券分析师：薛聪  
010-88005107

xuecong@guosen.com.cn  
S0980520120001

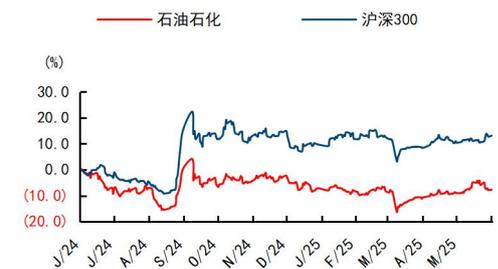
证券分析师：张歆钰  
021-60375408

zhangxinyu4@guosen.com.cn  
S0980524080004

联系人：王新航  
0755-81981222

wangxinhang@guosen.com.cn  
S0980524090002

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《原油行业事件点评-中东局势紧张加剧，原油价格大幅上升》——2025-06-23
- 《油气行业 2025 年 5 月月报-OPEC+7 月延续增产，受地缘局势及关税政策影响油价波动》——2025-06-05
- 《2025 年石化化工行业 6 月投资策略-看好钾肥、阿洛酮糖、制冷剂、农药、生物柴油的投资方向》——2025-05-30
- 《油气行业 2025 年 4 月月报-受 OPEC+增产及关税政策扰动，国际油价大幅下行》——2025-05-08
- 《2025 年石化化工行业 5 月投资策略-看好钾肥、制冷剂、芳纶纸、民爆、季戊四醇的投资方向》——2025-05-01

钾肥价格触底反弹，中期价格拐点显现。我国钾肥需求存在缺口，进口主要来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯，近年来老挝进口量快速增长。目前国际钾肥市场仍由少数处于支配地位的企业所垄断，重点推荐【**亚钾国际**】。

**制冷剂板块**，在长期配额约束收紧、空调排产提振的背景下，我们看好R22、R32制冷剂景气度将延续，供需格局向好的发展趋势确定性强，二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先的氟化工龙头企业，重点推荐【**三美股份**】、【**巨化股份**】。

**阿洛酮糖板块**，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。阿洛酮糖获批在即，关税风险逐步消除，建议关注【**百龙创园**】，公司作为阿洛酮糖及膳食纤维双龙头企业将充分受益国内健康需求提升。

**芳纶纸板块**，全球芳纶纸行业集中度高，龙头公司杜邦在中国被反垄断调查，预计杜邦在华芳纶纸订单将部分转移，释放市场空间，国内企业凭借价格、服务和供应链优势，抢占国内市场份额。在政策、技术和市场需求的推动下，国产芳纶纸企业迎来发展机遇，国产替代加速，有望重塑全球芳纶纸市场格局，建议关注【**民士达**】。

**生物柴油板块**，2025年2月，欧盟发布对中国生柴反倾销的肯定性仲裁，决定征收10%-35.6%的反倾销税。部分竞争力不足的中小企业将面临停产，有效产能进一步向头部企业集中。国际海事组织（IMO）提出，2030年国际航运温室气体年度排放总量比2008年应至少降低20%，并力争降低30%，这为生物柴油在船用燃料领域的应用提供了广阔的市场前景，生物柴油供需情况有望好转。甘油作为一代生物柴油副产物，最近价格上涨明显，有望进一步增厚一代生柴产企业利润。我们重点推荐国内生物柴油龙头企业【**卓越新能**】。

#### 本月投资组合：

- 【**亚钾国际**】国内稀有钾肥生产企业，产能持续扩张凸显规模优势；
- 【**巨化股份**】氟化工龙头企业，看好制冷剂景气度和氟化液市场前景；
- 【**三美股份**】投资布局四代制冷剂，制冷剂产品不断完善；
- 【**民士达**】国内芳纶纸行业领军者，国产替代进程加速；
- 【**卓越新能**】生物柴油拐点出现，产能扩张看好未来业绩弹性；
- 【**百龙创园**】阿洛酮糖即将审批落地，膳食纤维需求高速增长。

**风险提示：**原材料价格波动，产品价格波动，下游需求不及预期等。

#### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	29.97	27,693.81	2.01	2.94	14.9	10.2
600160.SH	巨化股份	优于大市	27.61	74,539.99	1.52	1.79	18.2	15.4
603379.SH	三美股份	优于大市	46.91	28,637.57	2.62	3.02	17.9	15.5
833394.BJ	民士达	优于大市	43.35	6,339.94	0.94	1.16	46.1	37.4
688196.SH	卓越新能	优于大市	44.88	5,385.60	3.63	4.98	12.4	9.0
605016.SH	百龙创园	优于大市	19.87	8,345.64	1.07	1.33	18.6	14.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

1、本月核心观点：看好钾肥、制冷剂、阿洛酮糖、芳纶纸等领域投资方向 .....	6
2、本月投资组合 .....	7
3、重点行业研究 .....	8
3.1 钾肥：全球钾肥价格触底，需求推动下看好价格复苏 .....	8
3.2 制冷剂：长期配额约束收紧，龙头有望保持长期高盈利水平 .....	14
3.3 阿洛酮糖：阿洛酮糖审批在即，看好国内需求增长 .....	24
3.4 芳纶纸：市场需求强劲，高端应用领域拓展加速 .....	27
风险提示 .....	31
附表：重点公司盈利预测及估值 .....	31

## 图表目录

图 1: 钾肥产业链 .....	8
图 2: 全球钾肥主要生产企业 .....	9
图 3: 全球钾肥主要消费国家 .....	9
图 4: 全球钾肥表观消费量 (千吨) .....	9
图 5: 全球钾肥贸易占比 .....	9
图 6: 钾肥产能、产量及表观消费量 .....	10
图 7: 钾肥进口量及出口量 .....	10
图 8: 国内钾肥主要生产企业 .....	10
图 9: 钾肥港口库存 (万吨) .....	10
图 10: 中国氯化钾进口国分布 (万吨) .....	11
图 11: 中国氯化钾进口量占比 .....	11
图 12: 国内钾肥价格走势 (元/吨) .....	12
图 13: 青海盐湖氯化钾 (60%粉) 出厂价 (元/吨) .....	12
图 14: 全球主要钾肥出口国 FOB 价格 (美元/吨) .....	12
图 15: 全球主要钾肥进口国 CFR 价格 (美元/吨) .....	12
图 16: 氟化工行业指数与其他指数表现 .....	14
图 17: 国信化工氟化工价格指数 .....	14
图 18: 国信化工制冷剂价格指数 .....	14
图 19: 氟化工产业链主要品种: 价格及涨跌幅跟踪 .....	15
图 20: 萤石-氢氟酸价格与价差走势 .....	16
图 21: 二代制冷剂 R22 价格与价差走势 .....	16
图 22: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势 .....	16
图 23: 三代制冷剂 R125 价格与价差走势 .....	16
图 24: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势 .....	17
图 25: 三代制冷剂 R143a 价格与价差走势 .....	17
图 26: 三代制冷剂 R152a 价格与价差走势 .....	17
图 27: 二代制冷剂 R142b 价格与价差走势 .....	17
图 28: 2022-2025 年各主要制冷剂出口量趋势 .....	18
图 29: R32 内外贸价格与价差跟踪 .....	18
图 30: R134a 内外贸价格与价差跟踪 .....	18
图 31: R22 内外贸价格与价差跟踪 .....	18
图 32: R125/R143a/R143 内外贸价格与价差跟踪 .....	18
图 33: R32 出口量及出口单价跟踪 .....	19
图 34: R134a 出口量及出口单价跟踪 .....	19
图 35: R125/R143a/R143 出口量及出口单价跟踪 .....	19
图 36: R227ea/R236fa/R236ea/R236cb 出口量及出口单价跟踪 .....	19
图 37: R245fa/R245ca 出口量及出口单价跟踪 .....	19

图 38: R22 出口量及出口单价跟踪 .....	19
图 39: 我国空调产量数据季节图-月度 (万台) .....	20
图 40: 我国空调出口数据季节图-月度 (万台) .....	20
图 41: 我国空调排产数据及预测 (内销) .....	20
图 42: 我国空调排产数据及预测 (出口) .....	20
图 43: 我国汽车产量数据季节图-月度 (万辆) .....	21
图 44: 我国汽车出口数据季节图-月度 (万辆) .....	21
图 45: 我国冰箱产量数据季节图-月度 (万台) .....	22
图 46: 我国冰箱出口数据季节图-月度 .....	22
图 47: 我国冰箱排产数据及预测 (内销) .....	22
图 48: 我国冰箱排产数据及预测 (出口) .....	22
图 49: 我国冷柜产量数据季节图-月度 .....	23
图 50: 阿洛酮糖合成路径 .....	24
图 51: 2017-2030 年全球和中国阿洛酮糖市场规模预测 .....	25
图 52: 2017-2030 年下游应用领域需求量 .....	25
图 53: 芳纶纸行业产业链结构图 .....	27
图 54: 全球芳纶纸下游应用占比 .....	28
图 55: 中国芳纶纸下游应用占比 .....	28
图 56: 全球及我国芳纶纸市场规模 (亿美元) .....	28
图 57: 我国芳纶纸消费量 (吨) .....	28
图 58: 全球芳纶纸主要制造商 .....	29
图 59: 我国民航运输飞机总量及增速 .....	30
图 60: 我国新增飞机数量 (架) 及对应芳纶纸需求 (吨) .....	30

表 1: 全球主要国家钾盐产量及储量 (折纯 K <sub>2</sub> O, 万吨) .....	8
--	---

## 1、本月核心观点：看好钾肥、制冷剂、阿洛酮糖、芳纶纸等领域投资方向

2025年6月经济数据呈现出积极信号，景气度持续改善。中美经贸关系阶段性缓和，外部干扰因素影响减弱，我国制造业回归正常运行轨道，经济内生动力稳定释放。2025年以来，财政政策愈发积极，通过地方政府债务置换、财政赤字率提升、超长期特别国债等方式推动经济结构调整与消费升级。2025年一季度，国内生产总值为31.88万亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，我国经济保持稳健增长态势。尽管外部环境存在不确定性，但我国凭借庞大的内需市场、不断增强的科技创新能力以及持续优化的政策环境，经济发展韧性十足。后续随着一系列政策的持续推进与落实，预计我国经济将在2025年保持稳定增长，不断朝着高质量发展目标迈进。

**政策端**，货币政策方面，央行在二季度例会明确加大流动性投放、引导信贷流向实体、压降融资成本、遏制长债利率非理性上行等攻坚方向。消费品以旧换新政策全年有序实施，涉及汽车、家电、数码产品等多个领域，提振消费市场，扩大内需，拉动经济增长。

**供给端**，2024年5月29日，国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，文件指出要严控炼油、电石、磷铵、黄磷等行业新增产能，石化、磷化工等行业供给侧落后产能有望逐步出清，中长期供需格局有望改善。2025年1月3日，国家发改委在发布会上表示，“2025年要综合整治‘内卷式’竞争，积极化解一些行业供大于求的阶段性矛盾。”2025年有望通过政策引导、市场监督、行业自律等手段实现对市场生态的改善。

**宏观及化工产品价格**，2025年6月，国家统计局数据显示，综合PMI产出指数为50.7%，比上月提升0.3个百分点；其中，2025年6月，制造业生产指数为51.0%，较上月提升0.3个百分点，制造业景气水平有所提高。2025年6月27日，中国化工产品价格指数CCPI报4137点，较年初1月2日的4333点下降4.5%，主要化工品出厂价格略有下滑。截至6月30日，在百川盈孚统计的279种石化化工品中，实现价格同比上涨的品种有51种，较2025年初实现上涨的有74种。

**原油价格**，6月以来，国际原油市场受地缘政治与供需基本面交织影响呈现剧烈波动。6月13日以色列袭击伊朗引发原油价格暴涨，6月19日，布伦特、WTI原油期货结算价分别达78.85、75.60美元/桶；但随冲突缓和，油价迅速回调，6月27日布伦特、WTI原油期货结算价分别为67.77、65.52美元/桶。供应端，OPEC+延续5-6月各增产41.1万桶/日的节奏，非OPEC+产油国预计今年平均增产140万桶/日，全球供应宽松态势未改；需求端，IEA将2025年需求增幅下调至72万桶/日，中美需求不及预期叠加电动汽车普及加速中国需求达峰预期，压制市场情绪，仅美国原油库存连续四周下降带来短暂支撑。在供应过剩与需求疲软背景下油价承压，但考虑到OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，我们预计2025年布伦特油价中枢在65-70美元/桶，WTI油价中枢在60-65美元/桶，需关注地缘局势与OPEC+政策动向。

展望2025年7月，受外部不确定性增加影响，海外需求可能出现波动，内需有望进一步发力，我们重点推荐中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向。2025年7月，我们重点推荐钾肥、制冷剂、阿洛酮糖、芳纶纸等领域投资方向。

**钾肥板块**，海外钾肥补库周期启动叠加国际钾肥寡头的价格诉求，全球钾肥价格

触底反弹，中期价格拐点显现。我国钾肥需求存在缺口，进口主要来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯，近年来老挝进口量快速增长。目前国际钾肥市场仍由少数处于支配地位的企业所垄断，重点推荐【亚钾国际】。

**制冷剂板块**，在长期配额约束收紧、空调排产提振的背景下，我们看好 R22、R32 制冷剂景气度将延续，供需格局向好的发展趋势确定性强，二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先的氟化工龙头企业，重点推荐【三美股份】、【巨化股份】。

**阿洛酮糖板块**，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。阿洛酮糖获批在即，关税风险逐步消除，建议关注【百龙创园】，公司作为阿洛酮糖及膳食纤维双龙头企业将充分受益国内健康需求提升。

**芳纶纸板块**，全球芳纶纸行业集中度高，龙头公司杜邦在中国被反垄断调查，预计杜邦在华芳纶纸订单将部分转移，释放市场空间，国内企业凭借价格、服务和供应链优势，抢占国内市场份额。在政策、技术和市场需求的推动下，国产芳纶纸企业迎来发展机遇，国产替代加速，有望重塑全球芳纶纸市场格局，建议关注【民士达】。

**生物柴油板块**，2025 年 2 月，欧盟发布对中国生柴反倾销的肯定性仲裁，决定征收 10%-35.6% 的反倾销税。部分竞争力不足的中小企业将面临停产，有效产能进一步向头部企业集中。国际海事组织（IMO）提出，2030 年国际航运温室气体年度排放总量比 2008 年应至少降低 20%，并力争降低 30%，这为生物柴油在船用燃料领域的应用提供了广阔的市场前景，生物柴油供需情况有望好转。甘油作为一代生物柴油副产物，最近价格上涨明显，有望进一步增厚一代生柴产企业利润。我们重点推荐国内生物柴油龙头企业【卓越新能】。

## 2、本月投资组合

我们本月建议的组合包括亚钾国际、巨化股份、三美股份、民士达、卓越新能、百龙创园。

【亚钾国际】国内稀有钾肥生产企业，产能持续扩张凸显规模优势；

【巨化股份】氟化工龙头企业，看好制冷剂景气度和氟化液市场前景；

【三美股份】投资布局四代制冷剂，制冷剂产品不断完善；

【民士达】国内芳纶纸行业领军者，国产替代进程加速；

【卓越新能】生物柴油拐点出现，产能扩张看好未来业绩弹性；

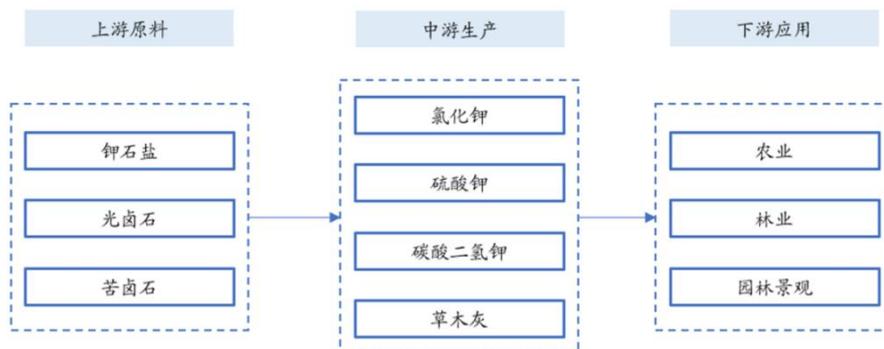
【百龙创园】阿洛酮糖即将审批落地，膳食纤维需求高速增长。

### 3、重点行业研究

#### 3.1 钾肥：全球钾肥价格触底，需求推动下看好价格复苏

钾是农作物生长三大必需的营养元素之一，具有增强农作物的抗旱、抗寒、抗病、抗盐、抗倒伏的能力，对作物稳产、高产有明显作用，因此几乎每种作物都需要适量施用钾肥。钾肥主要品种包括氯化钾、硫酸钾、硝酸钾以及硫酸钾镁，其中氯化钾由于其养份浓度高，资源丰富，价格相对低廉，在农业生产中起主导作用，占所施钾肥数量的95%以上。

图1：钾肥产业链



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**钾肥资源属性强，全球资源寡头垄断。**全球仅有14个国家有钾资源储备，探明钾盐（折K2O）资源量大约2500亿吨，探明储量（折K2O）大约36亿吨。其中加拿大、白俄罗斯和俄罗斯为全球储量最高的3个国家，合计探明储量约25亿吨，约占全球钾盐资源总探明储量的69.4%，加拿大、白俄罗斯和俄罗斯占比分别达到30.6%、20.8%、18.1%，中国仅占比5.0%。

表1：全球主要国家钾盐产量及储量（折纯K2O，万吨）

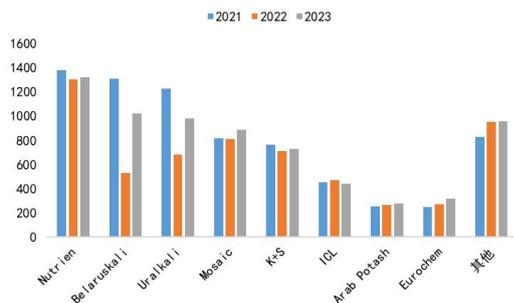
	2019	2020	2021	2022	2023	可开采储量	K2O当量
美国	51	46	48	43	40	97,000	22,000
白俄罗斯	735	740	763	400	380	330,000	75,000
巴西	25	25	27	20	20	1,000	230
加拿大	1,230	1,380	1,420	1,460	1,300	450,000	110,000
智利	84	90	85.8	60	60		10,000
中国	500	600	600	600	600		18,000
德国	300	220	280	270	260		15,000
以色列	204	228	238	245	240		Large
约旦	152	159	156	164	180		Large
老挝	40	27	26	70	140	100,000	7,500
俄罗斯	734	811	910	680	650		65,000
西班牙	50	42	36.5	42	24		6,800
其他	25	36	39	36	6	150,000	30,000
合计	4,130	4,400	4,630	4,090	3,900	1,100,000	360,000

资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

**国际钾肥市场仍由少数处于支配地位的企业所垄断，**全球海外前八大钾肥生产企业加拿大Nutrient（加钾、加阳2017年合并）、美国美盛、乌拉尔钾肥、白俄罗斯钾肥、德国K+S、以色列ICL、欧洲化学Eurochem、约旦APC的产量占比高达86%。

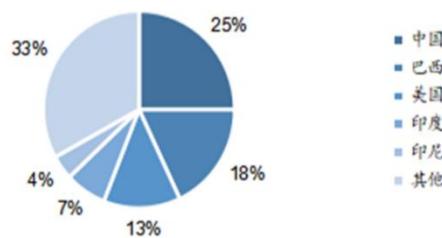
钾肥的主要消费国有中国、巴西、美国和印度等，其中中国钾肥消费量占比约 25%。根据 IFA 的预测，钾肥需求从 2020 年至 2024 年仍将保持年均 3.3% 的增长，预计 2023 年全球钾肥消费量将回升 4%。而亚洲地区作为新兴经济体的经济增速快于主要欧美国家，其钾肥需求增速也超过全球平均水平，根据 Argus 的统计，东南亚、东亚及南亚地区氯化钾需求合计 3000 万吨，过去 10 年亚洲地区钾肥需求复合增速为 4.35%，随着该地区经济快速发展带来的消费升级以及人口增加，即使在现有高价格的基础上，未来亚洲地区钾肥需求增速仍有望继续保持在 4%-5%。

图2：全球钾肥主要生产企业



资料来源：各公司官网，国信证券经济研究所整理

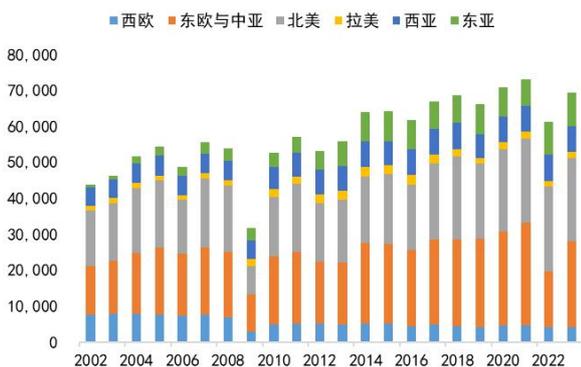
图3：全球钾肥主要消费国家



资料来源：中国化肥信息，国信证券经济研究所整理

钾肥主产地与需求地差异较大，钾肥资源严重错配，进出口贸易占比超过 70%。钾肥产地主要位于东欧地区（俄罗斯、白俄罗斯）、北美地区（加拿大）、西亚地区（约旦、以色列），需求地主要位于东南亚地区（中国、印度、印度尼西亚）、拉丁美洲（巴西）、北美洲（美国），因此全球钾肥贸易量占比极高。2023 年全球氯化钾表观消费量约 6928.6 万吨，进出口量约为 5447.5 万吨，贸易量占比达到 78.4%。根据 Nutrien 预测，2024 年全球钾肥表观消费量约为 6900-7200 万吨，2025 年全球钾肥表观消费量约为 7000-7400 万吨，2030 年全球钾肥表观消费量约为 8000-8500 万吨。

图4：全球钾肥表观消费量（千吨）



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

图5：全球钾肥贸易占比



资料来源：USGS，国信证券经济研究所整理

我国钾盐资源严重不足，钾盐资源以含钾卤水为主，95%集中在青海柴达木盆地与新疆罗布泊。国内钾肥资源供给不足，进口依存度超过 60%。根据卓创资讯数据，2024 年我国氯化钾产量 550 万吨，同比降低 2.7%，2024 年我国氯化钾进口量创历史新高，累计进口量为 1263.3 万吨，同比增长 9.1%。我国是全球最大的

钾肥需求国,对外依存度超过 60%,2024 年我国氯化钾表观消费量为 1801.2 万吨,同比增长 7.7%。

从生产企业来看,国内最主要钾肥生产企业为盐湖股份、藏格控股,合计占国内 87.3%的钾肥产能。国内钾肥资源不足,每年产量基本稳定,但正是由于中国能够通过自产、以及通过国内企业进口钾肥满足约 50%的需求,因此成为全球钾肥价格洼地。截至 2025 年 5 月底,国内氯化钾港口库存为 198 万吨,较去年同期减少 112 万吨,降幅为 36.3%。未来由于粮食生产安全愈发被重视,预计国内钾肥安全库存量将提升到 400 万吨以上。

图6: 钾肥产能、产量及表观消费量



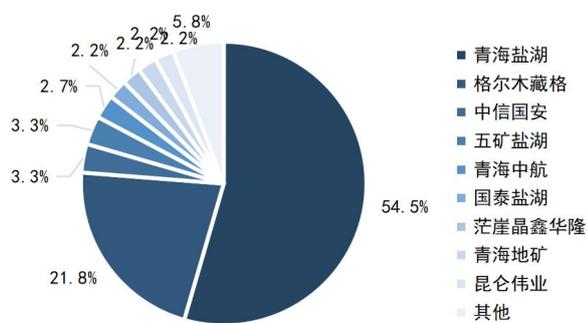
资料来源: Wind, 卓创资讯, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图7: 钾肥进口量及出口量



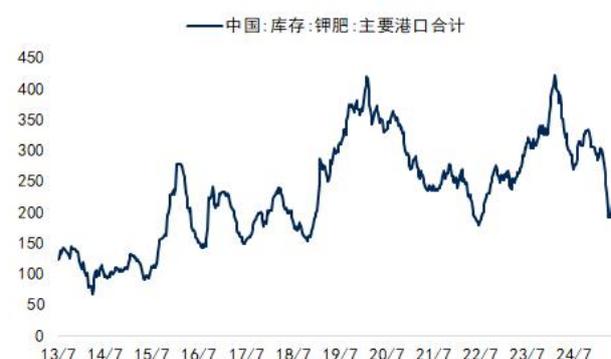
资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图8: 国内钾肥主要生产企业



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图9: 钾肥港口库存 (万吨)

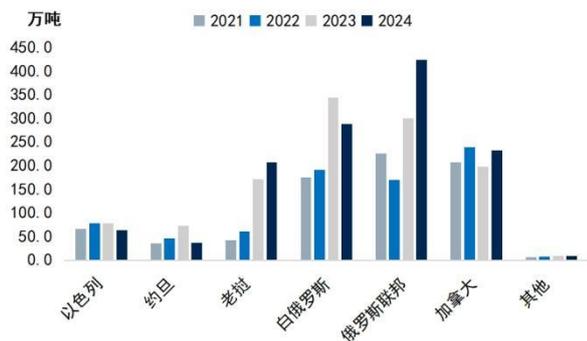


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我国钾肥进口主要来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯,近年来老挝进口量快速增长。我国钾肥超过 70%进口量来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯三国,2024 年全年进口 1263.3 万吨,其中来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯的进口量分别为 232.9、424.4、288.8 万吨,分别占比 18.4%、33.6%、22.9%,合计占比 74.9%。此外,来自以色列、约旦、老挝的进口量分别为 63.2、37.4、207.2 万吨,其中来自老挝的进口量同比增长 21.3%。

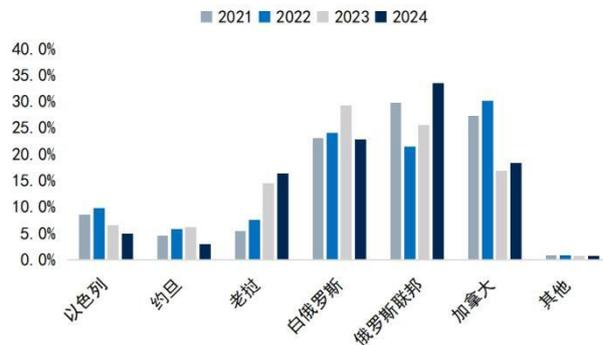
由于中欧班列运费成本较高,来自白俄罗斯的进口占比有所降低。老挝由于中资企业扩产投放,未来是海外进口的核心增量之一。

图10: 中国氯化钾进口国分布 (万吨)



资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

图11: 中国氯化钾进口量占比



资料来源: Wind, 海关总署, 国信证券经济研究所整理

**海外突发事件催化, 寡头挺价诉求强烈。**2023年10月以来, 巴以冲突升级迅速且未见明显缓和迹象, 地区外溢风险不断加大, 也对中东地区 ICL (以色列化工集团, 在以色列境内拥有约 400 万吨/年的钾肥产能) 与 APC (约旦阿拉伯钾肥公司, 拥有约 250 万吨/年的钾肥产能) 钾肥供应及运输产生潜在威胁。对此, ICL 为避开红海地区的运输威胁, 转而通过非洲好望角航线运输钾肥, 此举增加了额外的物流成本。但其仍需从红海港口出口, 因此 ICL 依然面临运输安全的威胁。2024年8月, 加钾 Nutrien 宣布暂停了扩大生产的计划。

**受俄乌冲突以及制裁的影响, 俄罗斯、白俄罗斯面临物流、基础设施发展不足、出口及结算被限制等问题。**根据 Argus 报告, 白俄罗斯虽然转而通过铁路向中国及俄罗斯港口出口钾肥, 但其运输成本显著增加。同时, 由于白俄罗斯对俄罗斯的运输依赖, 也使得俄罗斯在一定程度上控制了白俄罗斯钾肥的运输和关税, 这可能也会对白俄罗斯钾肥产生负面影响。2024年11月, 白俄罗斯总统亚历山大·卢卡申科提议, 与俄罗斯化肥生产商协调削减 10%-11% 的钾肥产量, 以提高市场价格。根据 Argus 报道, 目前白俄钾计划在其索利戈尔斯克 4 号矿区开展大规模设备维护作业, 预计将于 2025 年 7 月结束, 将导致其钾肥产量减少约 90 万-100 万吨, 相当于全球钾肥年产量的约 1.5%。

**美国、加拿大关税冲突或拉动全球钾肥价格上行。**特朗普上任后宣布将对从加拿大进口的商品征收额外关税, 加拿大回应将会采取报复性关税。加拿大是全球最大钾肥出口国, 其中美国是加拿大最大钾肥进口国, 2023 年美国进口钾肥 1170 万吨, 其中 87% 来自加拿大。若美国、加拿大关税冲突落地, 或将拉动全球钾肥价格上行。

**国内化肥冬储需求旺季来临, 国内氯化钾价格不断上涨。**2024 年第一季度, 春节前老挝进口量及中欧班列到货量提升, 氯化钾进口增加明显, 市场供应量增加, 而春节过后下游复合肥开工缓步提升, 需求不及预期, 导致价格于 3 月底最低跌至 2100-2200 元/吨。**2024 年第二季度,** 3-5 月份中欧班列由于氯化钾价格较低, 基本没有进口货源, 而国内主要集中在中农、中化以及大贸易商手中, 中农、中化挺价诉求强烈, 而市场上现货流通较少。同时港口库存持续下降, 流通市场现货库存处于低位, 因此价格逐渐上涨, 国内二季度末氯化钾价格上涨至 2500-2600 元/吨。**2024 年第三季度,** 由于氯化钾市场港口库存较为充足, 同时国内钾肥生产企业开工率及产量维持稳定, 整体市场供应充足。但需求端由于下游复合肥进入需求淡季, 复合肥厂家开工率仅三成左右, 导致国内氯化钾价格下行, 国内三季度末氯化钾价格下跌至 2300-2400 元/吨。**2024 年第四季度,** 下游复合肥市场

进入冬储备肥阶段，边贸渠道到货量减少，国内大贸企业控制市场出货量，导致市场流通货源较为紧张，价格出现触底反弹。12月国产青海盐湖60%氯化钾到站价为2550元/吨。**2025年第一季度**，2月春耕备货提前启动叠加供应端国产钾减产检修、进口流通受限，供需紧平衡推升氯化钾价格飙涨至3286元/吨；3月初国储竞拍增量及进口货源释放缓解供应压力，叠加高价抑制需求，均价环比回落至3056元/吨，但较上季度同期仍涨21.26%。

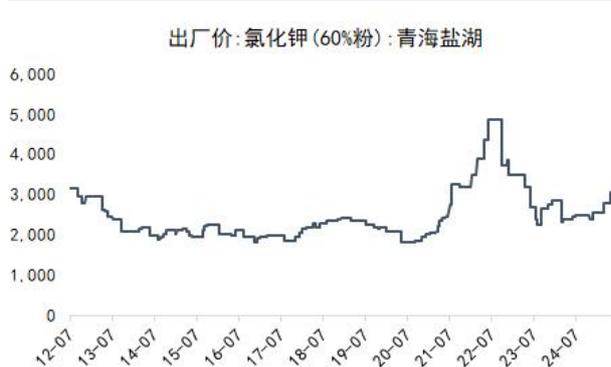
6月份中国大合同合约锁定346美元/吨（CFR）基准价，基础量75万公吨并含附加采购选项；印度协议设定349美元/吨（CFR）且附带180天信用证条款，40万吨基础量搭配弹性增购机制。截至6月第三周，国内港口氯化钾库存约188.7万吨，较6月第二周环比减少1.4万吨，较去年同期同比减少48.2万吨（不包括保税）。6月国产60%氯化钾出厂价2600元/吨（到站参考价2900元/吨），环比持平。从二级市场探析，华北、华东市场经销商出库参考价2950元/吨左右。近期港口氯化钾价格涨幅增大，或助推7月国产氯化钾价格上涨，预计涨幅100元/吨左右。

图12: 国内钾肥价格走势（元/吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13: 青海盐湖氯化钾（60%粉）出厂价（元/吨）

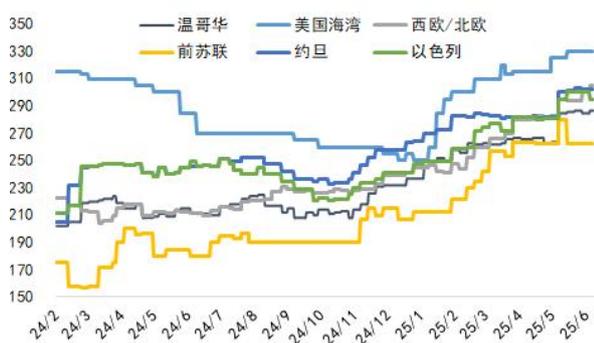


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

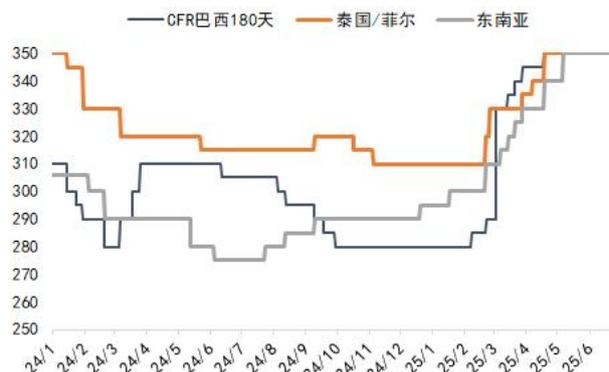
**两俄受到欧美制裁成本提升，美、加关税冲突或加剧价格上行，全球钾肥有望景气复苏。**白俄罗斯由于受到欧盟及美国制裁，钾肥无法通过原有距离最近的立陶宛克达佩莱港口出口，绕道通过俄罗斯圣彼得堡港口、摩尔曼斯克港口出口，陆上运输距离由600公里增加至2000公里以上，运输成本大幅增长，我们预计全球钾肥价格底部在CFR 280美元/吨。特朗普上任后宣布将对从加拿大进口的商品征收额外关税，加拿大回应将采取报复性关税，加拿大是全球最大钾肥出口国，其中美国是加拿大最大钾肥进口国，2023年美国进口钾肥1170万吨，其中87%来自加拿大，若美国、加拿大关税冲突落地，或将拉动全球钾肥价格上行。

图14: 全球主要钾肥出口国 FOB 价格（美元/吨）

图15: 全球主要钾肥进口国 CFR 价格（美元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理



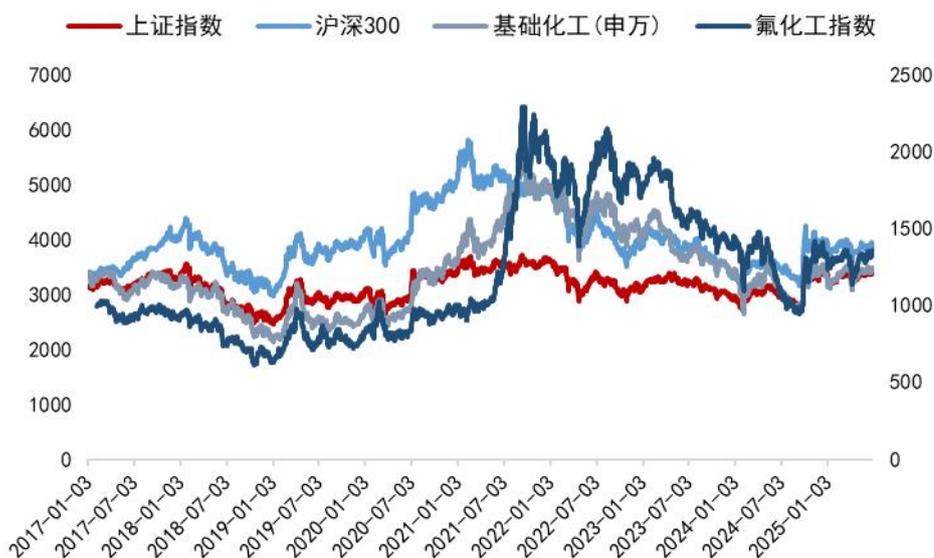
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

重点推荐【亚钾国际】，公司目前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源总储量约 10 亿吨，2024 年前三季度氯化钾产量 132 万吨、销量 124 万吨。公司 179#矿第二、第三个百万吨正在建设，有望于 2025 年投产，预计公司 2025、2026 年氯化钾产量分别为 280 万吨、400 万吨，前三个百万吨完全满产有望达到 500 万吨产量。

### 3.2 制冷剂:长期配额约束收紧,龙头有望保持长期高盈利水平

截至6月末(6月27日),上证综指收于3424.23点,较5月末(5月30日)上涨2.29%;沪深300指数报3921.76点,较5月末上涨2.12%;申万化工指数报3490.59,较5月末上涨3.15%;氟化工指数报1360.17点,较5月末上涨6.23%。6月氟化工行业指数跑赢申万化工指数3.08pct,跑赢沪深300指数4.11pct,跑赢上证综指3.94pct。

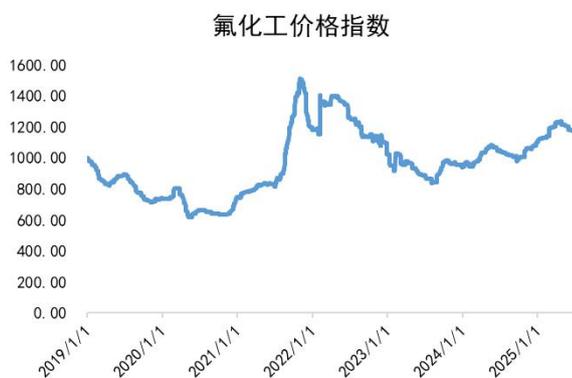
图16: 氟化工行业指数与其他指数表现



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

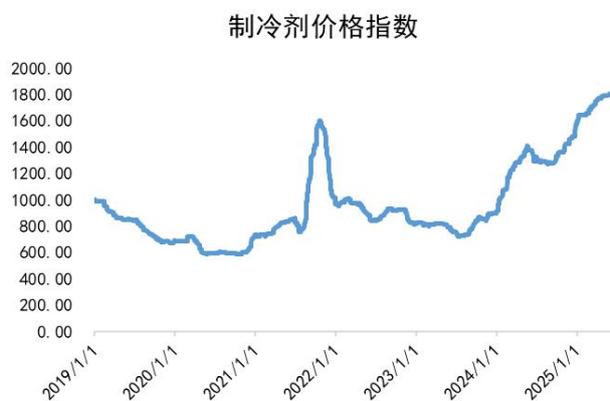
据我们编制的国信化工价格指数,截至2025年6月27日,国信化工氟化工价格指数、国信化工制冷剂价格指数分别报1184.89、1843.71点,分别较5月底+0.17%、+1.90%。

图17: 国信化工氟化工价格指数



资料来源: 百川盈孚、生态环境部、国信证券经济研究所编制  
编制说明: 以2019年1月1日价格为1000点指数; 含二三代制冷剂、聚合物、萤石、氢氟酸等价格指标

图18: 国信化工制冷剂价格指数



资料来源: 百川盈孚、生态环境部、国信证券经济研究所编制  
编制说明: 以2019年1月1日价格为1000点指数; 含二三代制冷剂价格指标

**图19: 氟化工产业链主要品种: 价格及涨跌幅跟踪**

产品	当前价格	月涨跌幅	较25年年初	较24年同期	价格单位
二氯甲烷	3200	-4.48%	-11.11%	-3.03%	元/吨
三氯甲烷	2800	-6.67%	-11.11%	-11.11%	元/吨
三氯乙烯	5076	0.00%	51.12%	12.50%	元/吨
四氯乙烯	3700	-15.18%	-19.84%	-8.21%	元/吨
萤石	3500	-5.41%	-5.41%	-8.50%	元/吨
氢氟酸	10725	0.00%	-1.83%	-0.23%	元/吨
R22	34500	-2.82%	4.55%	16.95%	元/吨
R32	52000	5.05%	23.81%	46.48%	元/吨
R125	45000	0.00%	7.14%	32.35%	元/吨
R134a	49000	2.08%	13.95%	68.97%	元/吨
R152a	28000	0.00%	47.37%	47.37%	元/吨
R142b	28500	0.00%	72.73%	78.13%	元/吨
R143a	46000	0.00%	29.58%	-23.33%	元/吨
R227ea	56000	14.29%	30.23%	47.37%	元/吨
PTFE	38300	-6.59%	-8.81%	-9.88%	元/吨
PVDF粉料	60000	0.00%	15.38%	1.69%	元/吨
PVDF锂电	55000	0.00%	10.00%	-8.33%	元/吨
HFP	33000	-5.71%	-6.52%	-7.56%	元/吨
FEP	80000	0.00%	0.00%	0.00%	元/吨

资料来源: 氟务在线、卓创资讯、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

## 制冷剂价格与价差表现

### 制冷剂价格走势:

2024年, 随配额细则方案的落地, 叠加空调排产数据表现靓丽, 部分企业停产检修, 制冷剂延续景气上行趋势。1-2月制冷剂价格较往年更早/提前性地出现了稳步上涨。3月份涨价最明显的制冷剂品种是R32和R410a, 月度环比上涨14%和9%。4-5月份价格上涨的制冷剂品种主要是R22。6-8月R22、R32产品价格保持相对稳定, R125由于空调需求逐步进入淡季, R410a需求逐步进入低位, 对于R125需求减少, 价格逐步下调。9月以来, R32部分装置进入检修期, 产品价格持续上涨, R134a下游需求稳定, 随着企业挺价意愿的逐步增强, 刺激贸易市场部分刚需订单逢低补库, 价格维持上涨。进入年底, 企业剩余配额有限, 12月行业检修面扩大, 货源紧张气氛持续蔓延; 需求端年底空调排产保持双位数增长, 在供给缩减、需求增加的背景下, 制冷剂市场价格再次迈入增长阶段。

进入2025年, 受供给端配额政策强约束持续, 主流制冷剂产品价格逐步统一, 并迎来持续上涨。二季度受夏季高温天气驱动, 制冷剂消费进入传动旺季, 在低库存背景下交易活跃度逐步提升。展望三季度, 在“以旧换新”政策持续发力以及上半年高负荷生产后企业将陆续进入检修周期的背景下, 预计三季度市场价格将呈现月度阶梯式上涨态势, 市场有望在温和提振下进一步走强。

据氟务在线, 截止至2025年6月27日, R22企业报价坚挺, 买卖双方存在博弈, 但价格下行空间有限, 目前主流成交价格维持在3.55-3.7万元/吨; R32打破淡季市场规律, 企业报价为5.2-5.3万元/吨, 实际长协订单价格预计稳定在5万元/吨以上; R134a凭借售后市场需求支撑, 成交价格稳定在4.8-4.9万元/吨区间; 而R125市场表现相对平稳, R410a在旺季售后市场需求的推动下, 企业4.8-4.9

万元/吨的报价得以有效落实；R227 因消防领域集中需求爆发，出现供不应求局面，企业报价已上涨至 5.7 万元/吨。尽管行业即将进入传统生产淡季，但目前正值需求消耗旺季，头部经销商的低价库存基本售罄。受需求释放、库存低位等多重利好因素影响，市场旺季启动时间或有所推迟。预计到本月底，三季度长协价格将逐步向当前市场价格靠拢。

总结来看，内贸价格方面，根据百川盈孚、卓创咨询，本月 R22 维持报价 37000 元/吨；R134a 报价提升至 49000 元/吨，较上月+1500 元/吨；R125 维持报价 46000 元/吨；R32 报价提升至 53000 元/吨，较上月+4000 元/吨；R410a 报价提升至 49000 元/吨，较上月+1000 元/吨；R152a 报价提升至 30500 元/吨，较上月+2500 元/吨；R142b 维持报价 30000 元/吨；R143a 维持报价 46000 元/吨。

图20: 萤石-氢氟酸价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图21: 二代制冷剂 R22 价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图22: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势



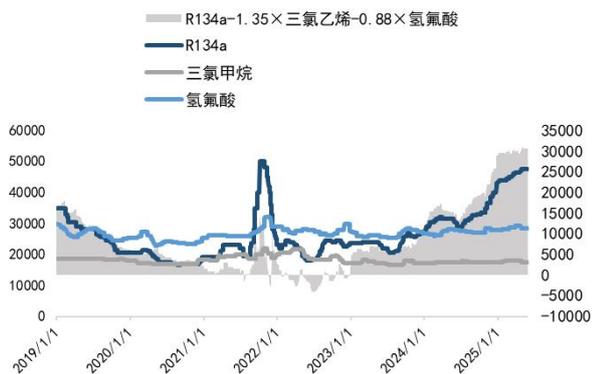
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图23: 三代制冷剂 R125 价格与价差走势



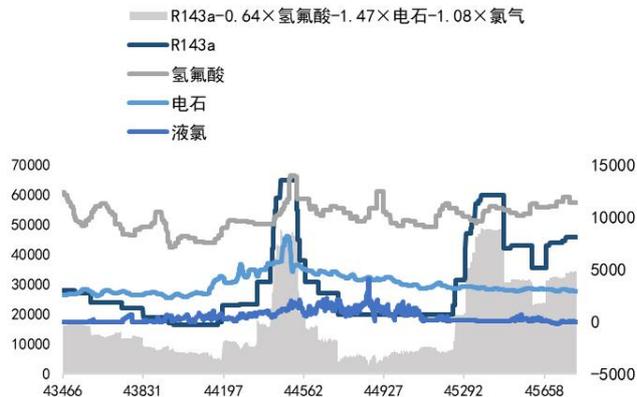
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图24: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势



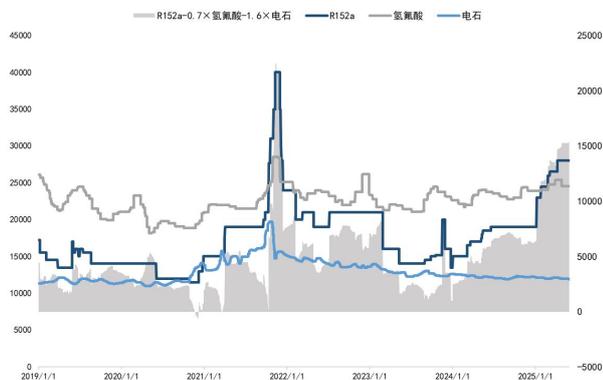
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图25: 三代制冷剂 R143a 价格与价差走势



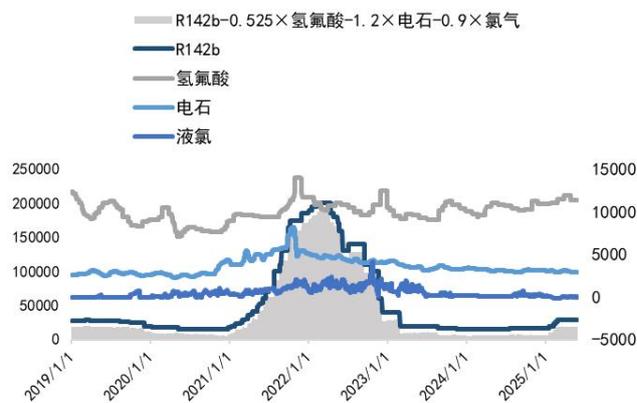
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图26: 三代制冷剂 R152a 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图27: 二代制冷剂 R142b 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

### 制冷剂出口数据跟踪

2025年1-5月, R22 出口 2.01 万吨, 同比下降 30.0%; R32 出口 2.05 万吨, 同比增长 18.0%; R125/143 系列出口 0.58 万吨, 同比增长 15.0%; R134a 出口 3.85 万吨, 同比下降 11.0%。从出口数据来看, 制冷剂海外需求持续增长以 R32 为主。从5月数据来看: R22 同比下降 11%, R32 同比增长 43%, R134a 同比下滑 3%, R125/143 系列同比下滑 14%, 5月出口量显著回温。

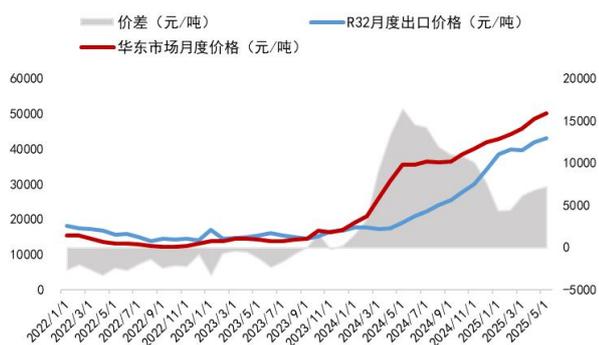
出口价格方面, 截止至 2025 年 5 月出口均价, R22、R32、R134a 等产品外贸价格与内贸价格仍然倒挂: 外贸价格低于内贸价格, 但 R32、R134a 等产品价差快速收敛。具体来看, 2025 年 5 月 R32 出口均价为 43025 元/吨, 与内贸价差为 7225 元/吨; R22 出口均价为 25363 元/吨, 与内贸价差 9137 元/吨; R134a 出口均价为 43797 元/吨, 与内贸价差为 4016 元/吨; R125/R143 系列出口均价为 33240 元/吨, 与内贸价差 12823 元/吨。

图28: 2022-2025 年各主要制冷剂出口量趋势



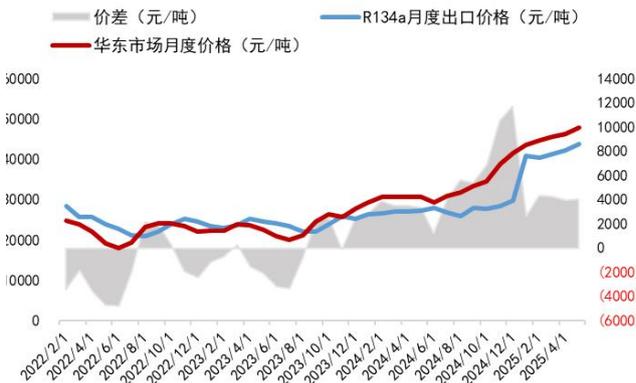
资料来源: 海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图29: R32 内外贸价格与价差跟踪



资料来源: 海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图30: R134a 内外贸价格与价差跟踪



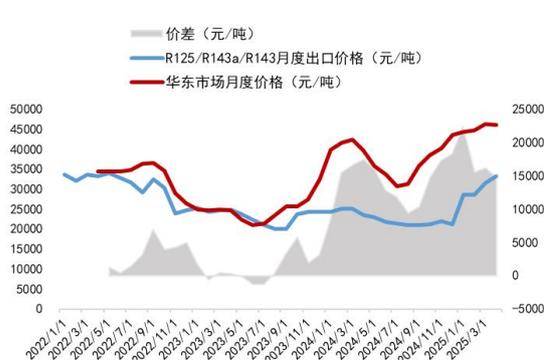
资料来源: 海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图31: R22 内外贸价格与价差跟踪



资料来源: 海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图32: R125/R143a/R143 内外贸价格与价差跟踪



资料来源: 海关总署、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图33: R32 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图34: R134a 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图35: R125/R143a/R143 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图36: R227ea/R236fa/R236ea/R236cb 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图37: R245fa/R245ca 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图38: R22 出口量及出口单价跟踪



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

### 空调：2025 年二季度整体排产同比持续增长

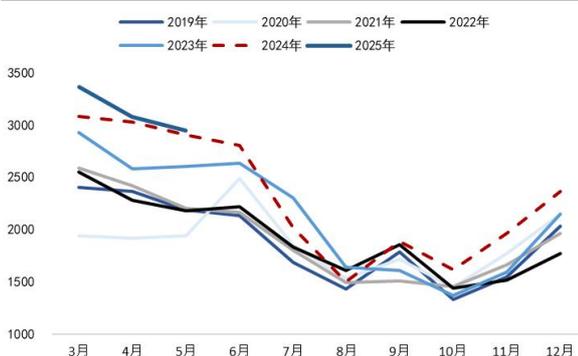
2025 年 7 月空调总排产同比下滑，内销排产保持增长。2009 年国家积极推进“以旧换新”、“家电下乡”政策，2015 年工信部等四部门的生产者责任延伸试点，2021 年发改委等三部门的家电生产者回收目标责任行动，我国家电行业的绿色转型和可持续发展已取得显著进展。近年来，随着我国空调市场进入存量阶段，结

构升级成为行业的主基调，而结构升级背后的涵义是行业由过去的规模驱动向品质驱动转变，企业利润与创新形成相互促进的闭环。2023年，受疫情放开后需求集中恢复、高温天气预期、健康舒适及家庭场景价值的再挖掘等提振，2023国内空调市场表现靓丽。2024年来，在国补政策刺激下，国内家电空调市场从8月开始回转，并在四季度进入了年底冲刺阶段；海外市场受欧美夏季高温、海外补库需求持续、美国降息刺激消费、新兴市场特别是东南亚和拉美地区的快速增长影响，2024年家用空调外销量同比快速提升。

2025年上半年空调内销排产数据持续上涨，其中1-2月让步出口被动减量，3月逐步起量，除季节性备货因素影响，两新政策推动也有较大促进，5-6月随着618大促节点临近叠加需求旺季，排产表现强势增长。7月受618大促叠加旺季虹吸效应影响，部分7月需求提前释放。出口方面，根据海关数据显示，1-5月我国空调累计出口3649万台，同比+13.0%，四月抢出口补库周期结束，开始进入下滑通道，预计趋势将持续下半年，海外库存处于高位去化阶段，下一个补库周期来临之前预计以稳态需求为主。

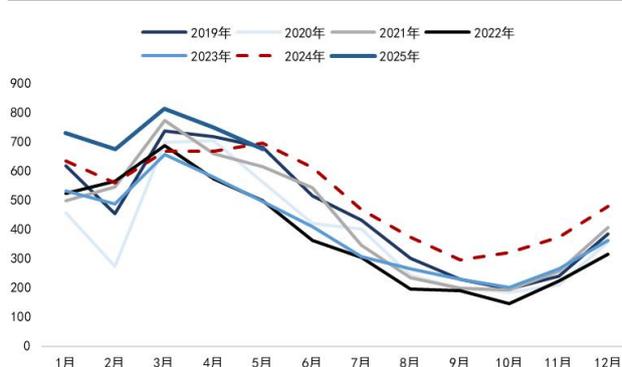
排产方面，据产业在线家用空调内销排产报告显示，2025年7月排产1001万台，同比+8.1%；8月排产617.5万台，同比-19.2%；9月排产562.5万台，同比-7.8%。出口排产方面，2025年7月出口排产579.4万台，同比-16.3%；8月出口排产506万台，同比-8.3%；9月排产502.5万台，同比-16.6%。7月整体排产1580万台，同比-1.9%。

图39：我国空调产量数据季节图-月度（万台）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图40：我国空调出口数据季节图-月度（万台）

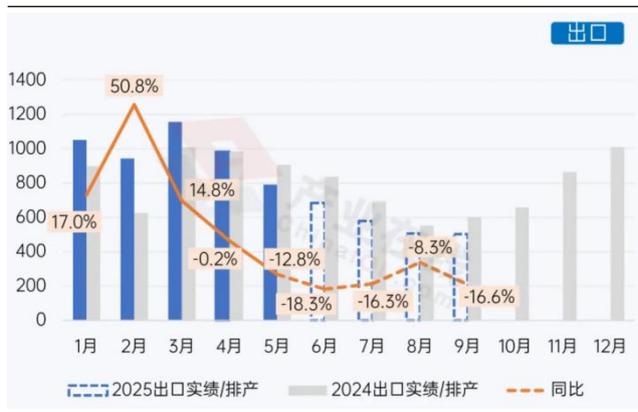


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图41：我国空调排产数据及预测（内销）



图42：我国空调排产数据及预测（出口）



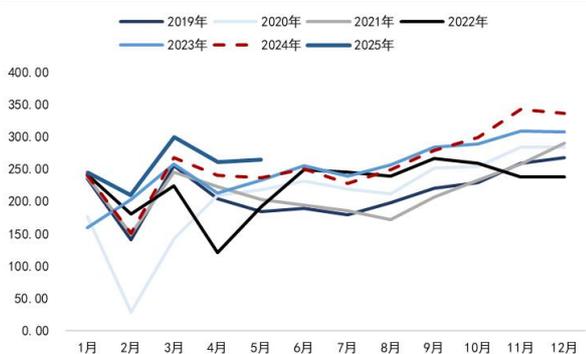
资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

### 汽车：我国汽车出口增长的势头仍在延续

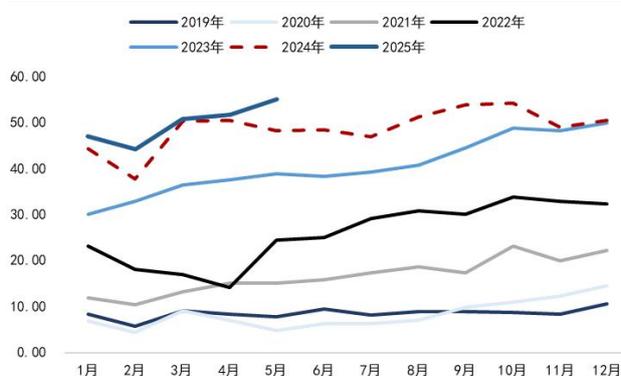
**2025 年我国汽车出口增长的势头仍在延续。**据中国汽车工业协会数据，2023 年，我国汽车产销量分别达 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 11.6% 和 12%，年产销量双双创历史新高。2023 年电动化和智能化的浪潮等助推汽车行业稳定增长，我国成为全球最大汽车出口国。据中汽协数据，2024 年全年，汽车产销累计完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 4.5% 和 4.8%。2025 年 1-5 月，汽车产销量分别为 1282.6 万辆和 1274.8 万辆，分别同比增长 11.1% 和 10.9%。**海外市场方面**，2024 全年，汽车整体出口达到 584.7 万辆，同比增长 20.5%。2025 年 1-5 月，汽车整体出口为 248.60 万辆，同比增长 7.8%。

图 43: 我国汽车产量数据季节图-月度 (万辆)



资料来源：中国汽车工业协会、国信证券经济研究所整理

图 44: 我国汽车出口数据季节图-月度 (万辆)

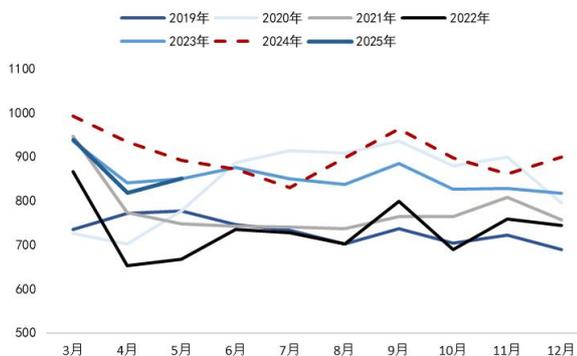


资料来源：中国汽车工业协会、国信证券经济研究所整理

### 冰箱/冷柜/热泵：二季度冰箱内销排产逐步走出调整期，冷链/热泵健康发展

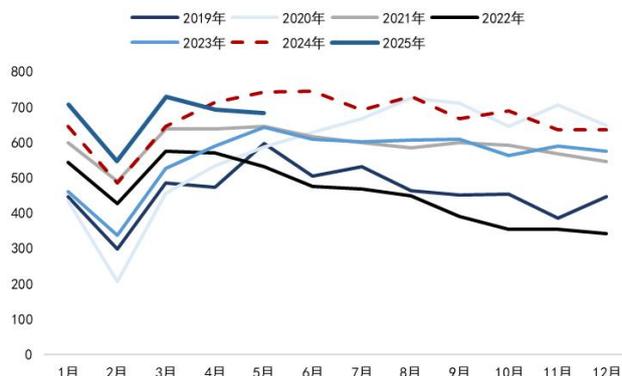
**冰箱：**根据产业在线，2025 年初受企业备货、国补政策延续影响，2025 年一季度整体排产延续增长趋势，但 2024 年底有部分产品虽然已出库但仍在渠道，并未被终端消耗，因此 3 月冰箱内销排产保持高位但增幅有限。5-6 月排产受五一促销叠加 618 电商大促，终端销售环比改善，消费者需求有效激活。随着 618 大促结束，三季度排产预计呈现下行趋势，但由于国补将全年实施，预计三季度后期排产降幅相对有限。出口方面，2024 年冰箱出口已经连续两年实现双位数增长，创下历史最高值。在历史基数较高的压力下，叠加海外传统消费区库存压力上升，欧洲补库接近尾声，2025 年冰箱出口压力较大，2025 年一季度出口主要来自亚洲、拉美、非洲等新兴市场；二季度受美国加征关税影响，冰箱出口进入下行通道，部分企业暂停了输美业务，并转移订单至海外工厂。三季度出口风险叠加：6 月底美国实施全球钢铁衍生关税，中国冰箱出口美综合税率超 60%；此外地缘危机冲击供应链，东南亚等海外企业 7 月起谨慎接单。但中国供应链稳定性优势显著，预计经历波动后订单将部分回流。根据海关总署，2025 年 1-5 月，我国冰箱累计出口 3365 万台，同比+4.0%。根据产业在线预测，2025 年 7 月冰箱内销排产 299 万台，较去年实绩增长 3.2%；出口排产 436 万台，较去年实绩下降 4.9%。

图45: 我国冰箱产量数据季节图-月度 (万台)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图46: 我国冰箱出口数据季节图-月度



资料来源: 海关总署、国信证券经济研究所整理

图47: 我国冰箱排产数据及预测 (内销)



资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

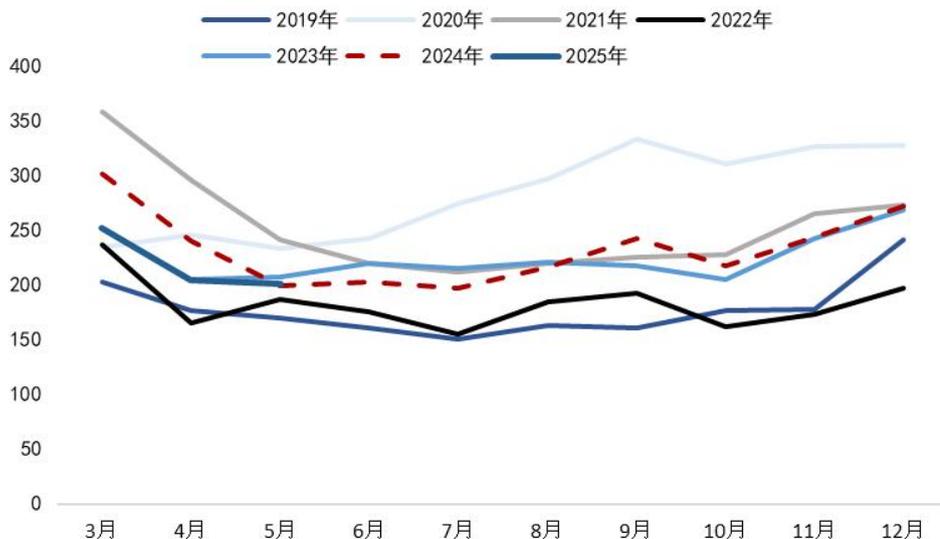
图48: 我国冰箱排产数据及预测 (出口)



资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

**冷柜/冰柜:** 中物联冷链物流专委会公布的数据显示, 2024 年我国冷链需求总量预计达到 3.65 亿吨, 同比增长 4.3%, 增速较 2023 年下降 1.8pct, 主要原因为肉类与水产进口降低、生鲜需求波动; 冷链物流总收入预计达到 5361 亿元, 同比增长 3.7%, 增速较 2023 年下降 1.5pct。在国家及地方政府出台相关政策的引导以及市场需求的驱动下, 公共冷库新建、改扩建、智能化改造进度加快。据中物联冷链委和链库平台不完全统计, 2024 年冷库项目资金投入 474.14 亿元, 其中第四季度的冷库项目资金投入为 109.07 亿元。2024 年冷库市场新增供应较为平稳, 截至 2024 年, 冷库总量为 2.53 亿立方米, 同比增长 10.96%, 新增库容 2491 万立方米。冷库求租量为 1759.53 万立方米, 同比增长 16.51%, 冷库出租量为 3653.71 万立方米, 同比增长 33.44%, 供需剪刀差进一步拉大。受市场需求波动和供需关系影响, 2024 年上半年大部分城市冷库价格呈下降趋势, 下半年趋于平稳, 大部分城市的全年冷库空置率呈增长态势。受政策补贴和市场需求的带动, 冷藏车销量恢复两位数增长, 2024 年冷藏车保有量预计达到 49.5 万辆, 同比增长 14.58%; 冷藏车销量为 62956 辆, 同比增长 16.29%。随着国家及地方政府对新能源冷藏车辆的补贴政策出台, 配套基础设施的不断完善以及其在路权、成本上的优势, 新能源冷藏车销量爆发增长。2024 年新能源冷藏车销量为 21368 辆, 同比增长 350.8%。据国家统计局数据, 2024 年 12 月全国冷柜产量 272.92 万台, 同比增长 1.47%; 1-12 月累计产量 2335.61 万台, 同比增长 3.57%。2025 年 5 月全国冷柜产量 201 万台, 同比增加 0.5%。

图49：我国冷柜产量数据季节图-月度



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

2025年二代制冷剂履约加速削减，三代制冷剂配额制度延续，R22、R32等品种行业集中度高；需求端受国补政策刺激、欧美补库、东南亚等新兴区域需求增长等因素影响，海内外空调生产、排产持续提升。二代制冷剂R22等品种在供给快速收缩、空调维修市场的支撑下，预计2025年将出现供需缺口；三代制冷剂R32供给虽同比小幅提升，但2024年库存消耗殆尽，需求端也呈现快速增长，预计2025年将保持供需紧平衡。我们认为，制冷剂配额约束收紧为长期趋势方向，在此背景下，我们看好R22、R32等二代、三代制冷剂景气度将延续，价格长期仍有较大上行空间；对应二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。

氟制冷剂的升级换代，已为氟制冷剂龙头公司的发展带来了产品升级带来的市场机遇。伴随未来几年在高性能、高附加值氟产品等应用领域的不断深入，我国氟化工产业快速发展的势头有望延续。我们建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、规模领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业，如【三美股份】、【巨化股份】、【东岳集团】等公司。

### 3.3 阿洛酮糖：阿洛酮糖审批在即，看好国内需求增长

D-阿洛酮糖 (D-psicose/D-allulose) 是一种存在于小麦、鼠刺属植物、甜菜糖蜜、甘蔗糖蜜中的重要稀有糖，自日本香川大学的 Ken Izumori 教授于 1995 年首次提出生物转化法生产阿洛酮糖以来已有近 30 年历史。

#### 低热量，高度还原蔗糖口感，海外诸多国家批准使用

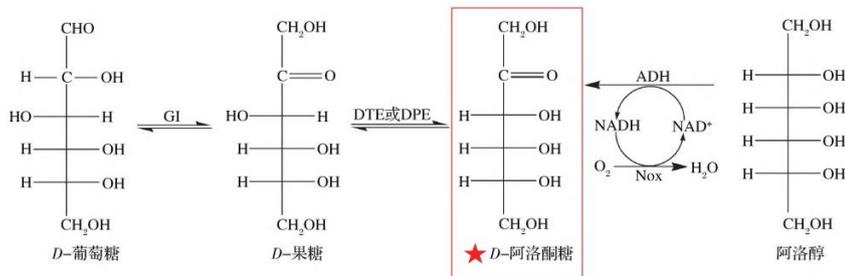
D-阿洛酮糖具有蔗糖 70% 的甜度，但其热量仅相当于同等质量蔗糖的 0.3%。此外，阿洛酮糖具有与蔗糖相似的甜度曲线，因此口感也更接近蔗糖。不同于赤藓糖醇，阿洛酮糖可与食物中的氨基酸或蛋白质发生美拉德反应，改善食物色泽，增加食物风味。阿洛酮糖具备美拉德反应的特点拓展了其在烘焙食品领域的应用。

2011 年 8 月，美国食品与药物管理局 (FDA) 确定 D-阿洛酮糖为普遍公认安全食品，可作为食品或食品添加剂的组成成分。2019 年，FDA 宣布将 D-阿洛酮糖排除在“添加糖”“总糖”标签之外，意味着 D-阿洛酮糖的使用限制将在原有基础上进一步放宽。在相关申报中，D-阿洛酮糖可作为代糖用于面包、蛋糕、馅饼、糕点、饼干等烘焙产品，以及碳酸饮料、非碳酸饮料和混合咖啡等饮料类产品，此外，还可以用于口香糖、硬糖、软糖、甜点、冷冻乳制品、酸奶、医疗食品、即食谷物等食品。

阿洛酮糖具有低热量、安全性好、抗氧化、神经保护、口感与蔗糖相近等优点，目前已通过美国、日韩、澳新等多国食品药品监督管理局批准。糖精、甜蜜素等人工甜味剂等具有引发多种疾病甚至是肿瘤的风险，已被多个国家禁止使用；WHO 已于 2024 年 7 月正式宣布阿斯巴甜为 2B 类致癌物质。阿洛酮糖将作为口感更佳、更具安全性与功能性的代糖产品将替代蔗糖与其他低安全性甜味剂。

**阿洛酮糖作为天然甜味剂，主要通过生物转化法制备。**阿洛酮糖属于天然甜味剂，目前制备阿洛酮糖的方法主要包括化学合成法与生物转化法。化学合成法主要包括选择性醇醛缩合合成法、催化加氢法、Ferrier 重排法等多种方式，但由于化学合成的方法存在经济性差、环境不友好、可利用度低 (最适条件下得率不足 10%) 等问题，未形成工业化产业。生物转化最早由日本香川大学 Ken Izumori 教授提出，生物转化法的发现，帮助阿洛酮糖实现了商业化生产。目前工业生产上主要是通过培育不同工程菌产生 D-阿洛酮糖 3-差向异构酶或 D-塔格糖 3-差向异构酶实现 D-果糖和 D-阿洛酮糖之间的相互转化，从而生产 D-阿洛酮糖。

图50: 阿洛酮糖合成路径



GI - 葡萄糖异构酶; DTE - D-塔格糖 3-差向异构酶; DPE - D-阿洛酮糖 3-差向异构酶;

ADH, NAD(P)-依赖型醇脱氢酶; Nox - NADH 氧化酶

图 2 D-阿洛酮糖的生物合成

资料来源：温鑫等《D-阿洛酮糖生物合成研究进展》，食品与发酵工业，2023 年第 49 卷第 1 期，国信证券经济研究所整理

兼具降血糖、抗氧化、神经保护等多项功能，或将开启保健/药用市场。大量动物及人体试验表明，D-阿洛酮糖经过肠道后几乎不发生代谢、不产生热量，且可以有效降低餐后血糖、控制体重、减少脂肪积累。此外，研究表明，阿洛酮糖具有降血糖、抗氧化，又具有防止脂肪堆积、发挥神经保护作用和清除活性氧自由基等生理功能，未来可用于制备特医食品、保健品和合成药物，开启更广阔的应用空间。目前全球阿洛酮糖的食品领域需求量占比 82%，医学和保健品领域需求量占比达到 14%。由于其独特的保健与药用功能，医药领域增长率达到 17.6%，高于食品领域增长率。2023 年食品领域阿洛酮糖需求量为 1.08 万吨，药品领域约为 1946 吨，预计 2030 年食品领域、医药和保健品领域阿洛酮糖需求量各达到 3.2 万吨、0.6 万吨。

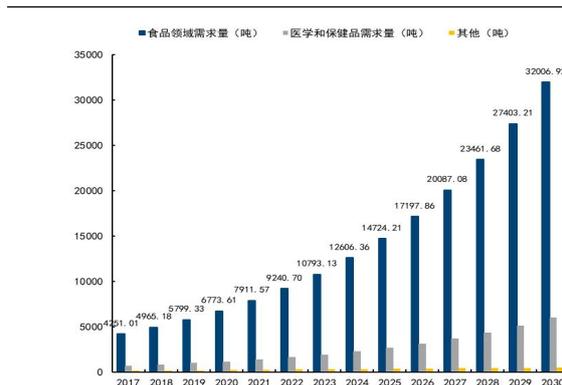
全球阿洛酮糖市场规模快速提升，根据 FMI 研究数据显示，全球市场规模由 2017 年 152.72 百万美元上升至 2023 年的 236.90 百万美元，年度复合增长率达到 7.7%。随着需求增大和各国获批进程加快，增长率还将上升，预计 2030 年达到 423.49 百万美元。根据 FMI 预测，我国阿洛酮糖市场预计获批后预计增速将快于全球市场，预计年度复合增长率达到 8.65%，2024 年获批后市场规模或将达到 55.58 百万美元，2030 年有望达到 117.30 百万美元，占全球市场比重超过 25%。

图51: 2017-2030 年全球和中国阿洛酮糖市场规模预测



资料来源: Future Market Insights (FMI), 国信证券经济研究所整理

图52: 2017-2030 年下游应用领域需求量



资料来源: 邓莉川, 丁子元, 王小艳, 李义, 陈博, 佟毅等, 《D-阿洛酮糖的功能特性及其应用进展》. 当代化工 2018 年第 47 卷第 5 期, 国信证券经济研究所整理

根据 D-阿洛酮糖物理性质的差异，可以分为液体、粉体、晶体状阿洛酮糖。市售的 D-阿洛酮糖产品多以液体产品和粉末状固体产品为主。液体阿洛酮糖常用于饮品中添加；而粉末状固体产品在添加量大时会聚集在一起，很难快速溶解，限制了产品的应用范围。大的 D-阿洛酮糖晶体颗粒能很好的避免粉体成坨问题，大晶体颗粒也有利于晶体与母液分离。全球阿洛酮糖生产企业包括百龙创园、英国泰莱、日本松谷化学、韩国希杰等少数几家企业。其中，百龙创园生产的阿洛酮糖为更加稳定的晶体，海外几家企业则以生产阿洛酮糖液体为主。

阿洛酮糖国内总产能约 3 万吨，主要集中在百龙创园、三元生物、保龄宝等企业。2022 年美国代糖市场规模为 6.19 亿美元，其中阿洛酮糖市场规模达到 0.78 亿美元，以美国已经对阿洛酮糖的应用为参考，预计中国和欧洲市场打开后，将具备 1.42 亿和 1.38 亿美元的市场潜力。伴随国内批复不断推进，下游饮品、乳品、冰品、零食等多领域已先行布局阿洛酮糖新品，预计国内获批后阿洛酮糖需求将快速上量，带动相关企业业绩上行。

**阿洛酮糖审批加速。**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。

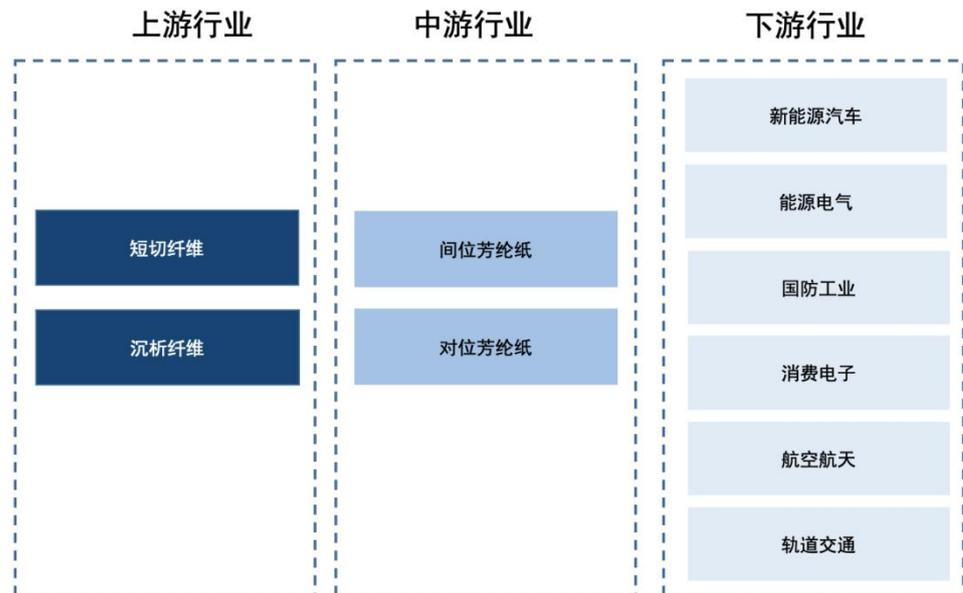
建议关注【百龙创园】，阿洛酮糖获批在即，关税风险逐步消除，公司作为阿洛酮糖及膳食纤维双龙头企业将充分受益国内健康需求提升。2024年5月，公司“3万吨膳食纤维项目”与“1.5万吨结晶果糖项目”投产，营收、利润实现持续增长。此外，公司投建泰国大健康新食品原料项目，包括1.9万吨阿洛酮糖，2万吨抗性糊精，6000吨低聚果糖，预计2026-2027年投产。公司将借由泰国原材料价格优势以及税收优势，进一步压缩成本端支出，实现降本增效。随着公司核心产品新增产能投产，海内外全面发力巩固行业主导地位。

### 3.4 芳纶纸：市场需求强劲，高端应用领域拓展加速

芳纶纸，又称“聚芳酰胺纤维纸”，是一种性能优异的新材料，广泛应用于各类制造业领域。芳纶纸是以芳纶短切纤维和芳纶沉析纤维为主要原材料，经纤维分散，通过湿法成形技术制备成纸，再经高温整饰制得的一种高性能新材料，其化学结构稳定、机械性能优良，具有高强度、耐高温、本质阻燃、绝缘、抗腐蚀、耐辐射等诸多特性，广泛应用于电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通信、国防军工等重要领域。

按照原材料划分，芳纶纸可以被划分为间位芳纶纸和对位芳纶纸。间位芳纶纸产品是以间位芳纶短切纤维和间位芳纶沉析纤维制成的一种特种纸，具有高强度、耐高温、耐腐蚀、本质阻燃和优良的电绝缘性能。对位芳纶纸以对位芳纶短切纤维和间位芳纶沉析纤维为主要原材料制得，与间位芳纶纸相比，对位芳纶纸在强度、耐高温等性能指标方面具有明显优势。

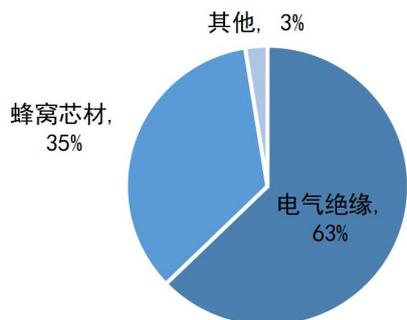
图53: 芳纶纸行业产业链结构图



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

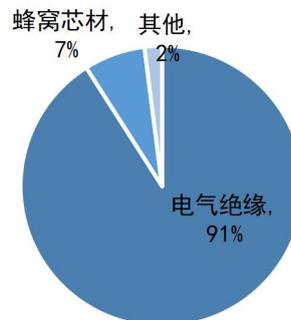
芳纶纸主要应用于电气绝缘和蜂窝芯材。全球市场中，电气绝缘和蜂窝芯材是芳纶纸的主要应用领域，分别占据 63%和 35%；而中国市场则高度集中于电气绝缘，下游应用占比达 91%，蜂窝芯材占比为 7%。中国在电力设备等领域的快速发展推高了电气绝缘需求，而蜂窝芯材应用相对滞后，我国航空航天或高端复合材料市场仍有较大应用空间。

图54: 全球芳纶纸下游应用占比



资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

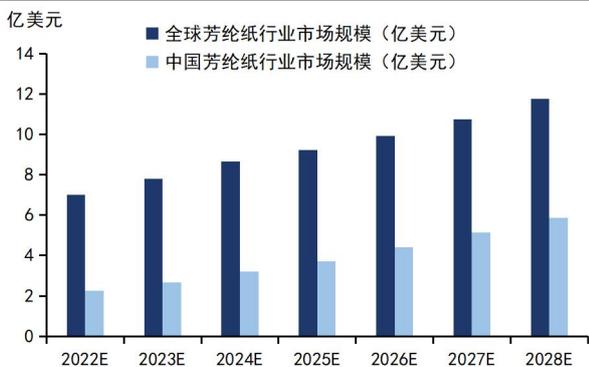
图55: 中国芳纶纸下游应用占比



资料来源: 华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理

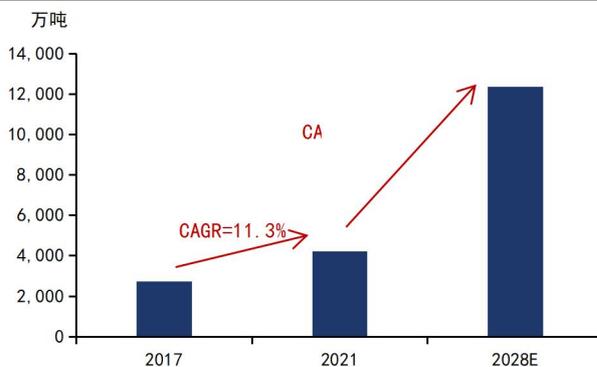
**预计 2022-2028 年我国芳纶纸市场复合增速达 17%。**据 QY Research 预测, 2022-2028 年我国芳纶纸市场规模将从 2.26 亿美元增至 5.85 亿美元, 复合增速达 17.18%; 2017-2021 年我国芳纶纸消费量从 2,742 吨增至 4,215 吨, 预计 2028 年将达 12,357 吨, 增量主要来自高压电气设备、动力电池绝缘及航空复材的渗透率提升等。市场驱动力包括“双碳”政策下清洁能源投资加速、国产替代降低成本, 以及芳纶纸在超薄化、耐高温等技术创新中的应用突破, 行业已进入“规模扩张+技术升级”双轮驱动的高景气周期。

图56: 全球及我国芳纶纸市场规模 (亿美元)



资料来源: QY Research, 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图57: 我国芳纶纸消费量 (万吨)

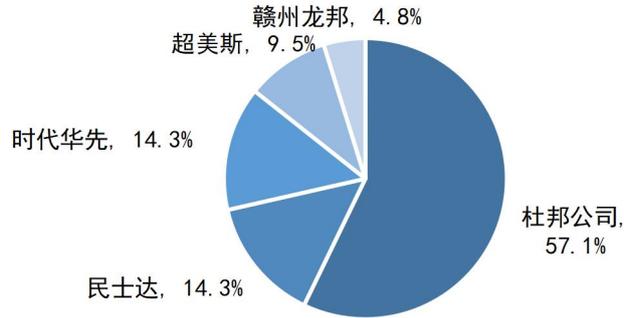


资料来源: QY Research, 招股说明书, 国信证券经济研究所整理

### 全球龙头被反垄断调查, 国产替代有望加速

全球芳纶纸行业集中度较高, 头部企业主要包括美国杜邦、民士达、超美斯、赣州龙邦和时代华先五家。其中, 美国杜邦作为行业开拓者, 早在 20 世纪 60 年代便完成芳纶纤维及芳纶纸的研发与产业化, 凭借先发优势长期主导全球市场。其芳纶纸不仅性能卓越, 产品矩阵亦十分丰富, 在全球市场占据显著份额。2022 年, 按理论产能计算, 美国杜邦以 57.1% 的占比稳居首位, 而民士达紧随其后, 以 14.3% 的市场份额位列全球第二, 展现出强劲的市场竞争力与行业地位。

图58：全球芳纶纸主要制造商



资料来源：华经产业研究院，公司公告，国信证券经济研究所整理

**杜邦中国被反垄断调查，芳纶纸国产替代进程加速。**2025年4月4日，因杜邦中国集团有限公司涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，市场监管总局依法对其开展立案调查，此次调查针对其价格操纵、市场封锁等违规行为。预计杜邦在华芳纶纸订单将部分转移，释放市场空间，国内企业凭借价格、服务和供应链优势，抢占国内市场份额。在政策、技术和市场需求的推动下，国产芳纶纸企业迎来发展机遇，国产替代加速，有望重塑全球芳纶纸市场格局。

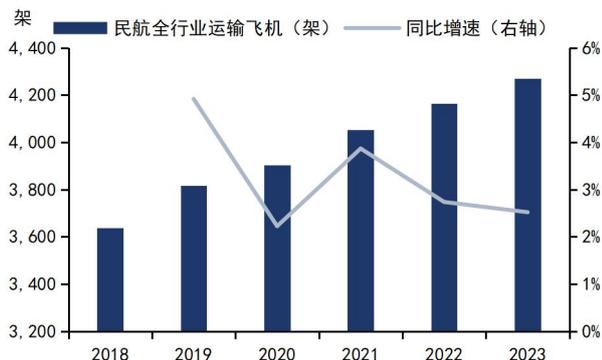
#### 商飞提高生产规划指引，芳纶纸蜂窝芯材需求增加

**芳纶纸蜂窝芯材是由芳纶纸经涂胶、叠合、热压、切边、拉伸、定型、浸胶、固化等一系列复杂工艺制作而成，具有天然蜂巢的六边形结构。**首先，在芳纶纸上涂上胶条，在涂胶辊上有特定宽度和间隔的凹槽，把胶条转印到芳纶纸上；相邻两层芳纶纸错位叠合，通过热压使胶条固化；在叠合成叠板后，拉伸其成蜂窝状，通过烘烤，释放掉回弹应力，使蜂窝定型；再通过浸胶处理，填充孔隙，得到可供加工切割的成品蜂窝。

**芳纶纸在飞机机舱门、发动机罩、机翼等多个部位广泛应用。**芳纶纸蜂窝芯材与面板结合制成夹层结构，能够在满足飞机设计轻量化需求的同时，保证强度和刚度。在两层面板间添加芳纶纸蜂窝芯材这种轻质、刚性的夹芯材料，能够在不显著增加重量的情况下，大幅提升承载能力。B-58 高速轰炸机应用蜂窝夹芯材料的面积占整个飞机外形面积的 85%以上；F-111 型战斗机采用蜂窝夹芯材料占外形面积的 90%以上；我国国产大飞机 C919 的客货舱地板以及客机舱门皆采用芳纶蜂窝材料。

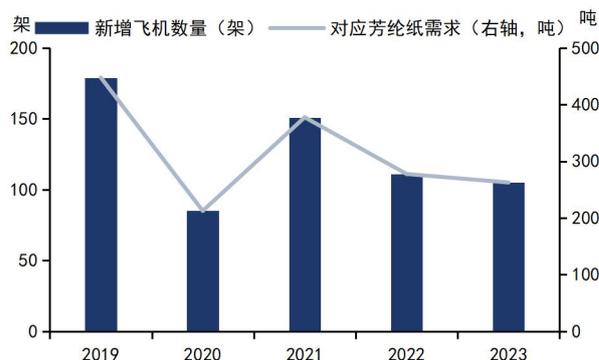
**2018-2023 年我国民航运输飞机总量复合增速为 3%。**尽管新增航班数量受外部因素（如 2020 年公共卫生事件）影响存在短期波动，民航运输飞机总量持续增长，从 2018 年 3,639 架增至 2023 年的 4,270 架，复合增速达 3.2%，为芳纶纸需求提供稳定支撑。根据中国复合材料协会官网和民士达披露，每架新飞机需 2-3 吨芳纶纸，叠加存量飞机的维护需求，如零部件更换、升级改造，实际市场需求逐年扩大。此外，新型飞机轻量化趋势推动芳纶纸在机身复合材料中的渗透率提升，单机用量可能进一步增加。未来随着航空业复苏及绿色航空技术发展，芳纶纸需求将随飞机总量扩张和技术迭代实现双重增长，市场潜力明确。

图59: 我国民航运输飞机总量及增速



资料来源：中国民用航空局，国信证券经济研究所整理

图60: 我国新增飞机数量（架）及对应芳纶纸需求（吨）



资料来源：中国民用航空局，国信证券经济研究所整理 注：假设每架新飞机需 2.5 吨芳纶纸

**中国商飞提升生产规划指引。**2024 年空客和波音分别交付了 766 架和 348 架飞机，目前储备订单分别达到 8658 架和 5600 架左右。2024 年中国商飞交付飞机 47 架，在 2025 年 3 月 20 日召开的中国商飞供应商大会上，商飞给出了 2025-2029 年生产规划指引，其中 C919 飞机的产能规划较 1 月数据有了显著提升。今年 1 月上海两会期间，商飞给出的 2025 年 C919 产能为 50 架/年，而在本次供应商大会上，这一规划大幅提升至 75 架/年，提升幅度达 50%。从更长远的规划来看，到 2029 年，C919 飞机的产能将达到 200 架/年，与 2027 年 150 架/年的产能上限相比，提升幅度高达 33%。C919 飞机在 2024-2029 年的产能规划依次为 50 架、75 架、100 架、150 架、150 架、200 架。商飞提高生产规划指引，意味着对芳纶纸等原材料的需求将相应增加，民士达有望凭借其产品优势，获得更多来自商飞的订单。从市场前景看，中国商飞预测未来 20 年，预计将有 9323 架飞机交付中国市场，市场价值约 1.4 万亿美元。如此庞大的市场规模，随着 C919 产能提升，将带动整个产业链发展，为处于产业链中的企业带来广阔的业绩增长空间。

## 风险提示

原材料价格波动，产品价格波动，项目进度不及预期，下游需求不及预期等。

## 附表：重点公司盈利预测及估值

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	EPS			PE			PB (MRQ)
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
000893.SZ	亚钾国际	优于大市	29.97	1.04	2.01	2.94	28.8	14.9	10.2	2.3
600160.SH	巨化股份	优于大市	27.61	0.73	1.52	1.79	37.8	18.2	15.4	4.0
603379.SH	三美股份	优于大市	46.91	1.28	2.62	3.02	36.6	17.9	15.5	4.2
833394.BJ	民士达	优于大市	43.35	0.69	0.94	1.16	63.1	46.1	37.4	8.5
688196.SH	卓越新能	优于大市	44.88	1.24	3.63	4.98	36.2	12.4	9.0	1.9
605016.SH	百龙创园	优于大市	19.87	0.76	1.07	1.33	26.1	18.6	14.9	4.7

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032