

超配（维持）

基础化工行业 2025 年中期投资策略

拨云见日终有时，关注细分领域结构性机会

2025 年 6 月 10 日

投资要点：

卢立亭

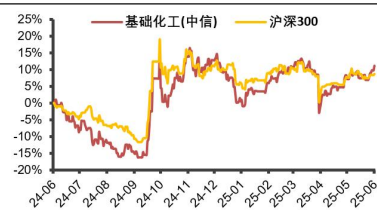
SAC 执业证书编号：

S0340518040001

电话：0769-22110925

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，同花顺 iFinD

相关报告

- **供需格局改善值得期待，关注细分领域结构性机会。**一方面，一季度基础化工板块在建工程规模连续两个季度环比下降，同时重要会议明确要整治“内卷式”竞争，行业供给正逐步趋于理性。另一方面，稳需求政策持续出台落地，下游需求改善值得期待，有望带动基础化工行业供需格局逐步向好。细分板块来看，一是关注行业供给端受政策约束的制冷剂板块；二是关注无糖、减糖趋势下需求端有望保持景气的甜味剂板块；三是关注新形势下国产替代有望加速的润滑油添加剂板块；四是关注消费品以旧换新政策加力实施下，汽车、家电产销向好有望拉动塑料需求的改性塑料板块。
- **制冷剂：**2025年二代制冷剂配额加速削减，三代制冷剂配额继续冻结，供给端约束不改。需求端，近期空调排产数据、新能源车产销数据依然表现亮眼，在我国加力支持消费品以旧换新的背景下，今年空调、新能源汽车产销有望维持良好增长，利好制冷剂需求继续提升。同时，目前主流制冷剂内外贸价格趋同，有利于相关企业业绩进一步释放，建议关注三美股份（603379）和巨化股份（600160）。
- **甜味剂：**三氯蔗糖方面，下游旺季将至，行业集中度高、协同性好，三氯蔗糖价格存在上涨可能，建议关注金禾实业（002597）。阿洛酮糖方面，由于其甜味及口感与蔗糖接近，但热量却远低于蔗糖，其还可与食物中的氨基酸或蛋白质发生美拉德反应，因此在食品、保健和医疗领域具有重要的应用价值。目前我国阿洛酮糖产品全部用于出口，后续若阿洛酮糖在我国正式审批，则其在国内的应用有望加速推开，建议关注百龙创园（605016）。
- **润滑油添加剂：**需求端，润滑油添加剂下游的交通用润滑油、工业用润滑油有望随着终端应用领域的汽车、工程机械销量和保有量的增长而增长，但由于以上市场均已进入存量市场阶段，预计增速将保持相对稳定。供给端，目前我国润滑油添加剂仍需每年对外进口20-30万吨，其中部分来自美国，在贸易摩擦背景下，供应链安全备受重视，有望加速国产替代进程，内资厂商市场份额有望实现提升。个股方面建议关注瑞丰新材（300910）和利安隆（300596）。
- **改性塑料：**近年来我国的塑料改性化率从2011年的16.3%逐步提升至2021年的24%，但与全球50%的改性化率相比仍有较大提升空间。2025年我国消费品以旧换新政策加力实施，国内汽车、家电需求有望维持景气，且抢出口预期仍存，改性塑料下游需求有望继续向好，建议关注金发科技（600143）和普利特（002324）。
- **风险提示：**能源价格剧烈波动导致化工产品价差收窄风险；宏观经济波动风险；房地产、基建、汽车、家电需求不及预期风险；部分化工产品新增产能过快释放导致供需格局恶化风险；行业竞争加剧

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

风险；贸易摩擦影响产品出口风险；海运费波动影响出口风险；天灾人祸等不可抗力事件的发生。

目录

1. 回顾：2025Q1 中信基础化工板块在建工程规模同环比下降	6
2. 政策：供给端强调整治“内卷式”竞争，需求端着力稳经济	9
3. 制冷剂：供给约束下行业景气有望延续	10
3.1 供给端：二代制冷剂加速削减，三代制冷剂处于配额冻结期，行业集中度高	10
3.2 需求端：空调、汽车景气度较高，有望继续拉动制冷剂需求提升	12
4. 甜味剂：“无糖”趋势下需求空间广阔	15
4.1 三氯蔗糖	20
4.2 阿洛酮糖	22
5. 润滑油添加剂：国产替代进程有望加速	24
5.1 需求端：润滑油添加剂增速有望维持相对平稳	25
5.2 供给端：外资企业市占率高，国产替代空间大	30
6. 改性塑料：消费品以旧换新加力实施有望推动下游需求向好	33
6.1 改性塑料行业竞争格局较为分散	33
6.2 汽车、家电以旧换新补贴政策加力实施，有望带动改性塑料需求增长	34
7. 投资策略	37
8. 风险提示	38

插图目录

图 1：2013 年以来我国化工品价格指数走势情况	6
图 2：2013 年以来化工行业细分领域 PPI 情况（单位：%）	6
图 3：2020Q1-2025Q1 中信基础化工行业季度营业总收入增长情况	7
图 4：2020Q1-2025Q1 中信基础化工行业季度归母净利增长情况	7
图 5：2007 年以来基础化工板块在建工程、固定资产同比增速变化情况	7
图 6：2006-2025 年一季度末基础化工板块在建工程、固定资产、在建工程在固定资产中的占比情况（左轴单位：亿元）	7
图 7：截至 6 月 6 日，2025 年年初以来各板块涨跌幅情况（按中信行业分类）（单位：%）	8
图 8：中信基础化工行业过去十年 PB 变化情况（截至 2024 年 6 月 9 日）	8
图 9：中信基础化工行业过去十年 PE（TTM）变化情况（截至 2025 年 6 月 9 日）	8
图 10：《蒙特利尔议定书》基加利修正案对于部分发展中国家（包括我国）三代制冷剂生产配额削减进度的规定	11
图 11：2025 年制冷剂 R22 生产配额的企业分布情况	12
图 12：2025 年制冷剂 R32 生产配额的企业分布情况	12
图 13：2025 年制冷剂 R134a 生产配额的企业分布情况	12
图 14：2025 年制冷剂 R125 生产配额的企业分布情况	12
图 15：2019 年以来我国空调出口量、产量累计同比增速变动情况（单位：%）	13
图 16：2025 年 1-8 月我国家用空调内销、出口月度排产同比增速变动情况	13
图 17：2019 年以来我国汽车产量、销量累计同比增速变动情况（单位：%）	13
图 18：2019 年以来我国新能源汽车产量、销量累计同比增速变动情况（单位：%）	13
图 19：近一年来制冷剂 R22 市场均价走势	14
图 20：近一年来制冷剂 R32 市场均价走势	14
图 21：近一年来制冷剂 R410a 市场均价走势	14
图 22：近一年来制冷剂 R134a 市场均价走势	14

图 23 : 甜味剂下游应用领域占比	16
图 24 : 2023 年全球人均每天白糖摄入量超过世界卫生组织建议摄入量	20
图 25 : 我国白糖的下游消费占比	20
图 26 : 三氯蔗糖产业链图	20
图 27 : 2017 年至今我国三氯蔗糖市场价格走势情况	21
图 28 : 2021-2024 年我国三氯蔗糖出口量同比增长情况	21
图 29 : 2022-2024 年我国三氯蔗糖出口量在产量中的占比	21
图 30 : 我国三氯蔗糖产能企业分布情况	22
图 31 : 2024 年 6 月-2025 年 5 月三氯蔗糖月度开工率变动情况	22
图 32 : 2020 年全球阿洛酮糖下游应用占比情况	23
图 33 : 预计到 2030 年全球阿洛酮糖市场规模将达到 5.45 亿美元 (单位: 亿美元)	24
图 34 : 润滑油产业链图	25
图 35 : 全球润滑油添加剂在不同润滑油中应用的分布情况	26
图 36 : 2024 年我国润滑油以交通用润滑油和工业用润滑油为主	26
图 37 : 2024 年我国交通用润滑油需求结构	26
图 38 : 2024 年我国工业用润滑油需求结构	26
图 39 : 2019-2024 年我国新能源汽车销量渗透率变动情况	27
图 40 : 2019-2024 年我国传统燃油车保有量及其同比增速情况	27
图 41 : 我国插电混动汽车在新能源汽车销量中的占比变动情况	27
图 42 : 2019-2024 年我国重卡销量增长情况	28
图 43 : 2020 年和 2024 年我国重卡燃料结构占比情况	28
图 44 : 2019-2025 年前两个月, 我国工程机械销量同比增长情况	29
图 45 : 全球润滑油添加剂市场集中度高	30
图 46 : 2020-2024 年, 我国含有石油的润滑油添加剂进口量和不含有石油的润滑油添加剂进口量变动情况	32
图 47 : 2020-2024 年我国润滑油添加剂 (包括含有石油的和不含石油的润滑油添加剂) 进口量变动情况	32
图 48 : 2020-2024 年我国从美国进口的含有石油的润滑油添加剂占比变动情况	32
图 49 : 改性塑料示意图	33
图 50 : 2022-2024 年预计我国改性塑料产量 (万吨) 年均复合增速为 6.01%	34
图 51 : 2022-2024 年预计我国改性塑料市场规模 (亿元) 年均复合增速为 5.89%	34
图 52 : 2024 年以来我国汽车产量、销量累计同比增速情况	35
图 53 : 2024 年以来我国新能源汽车产量、销量累计同比增速情况 (单位: %)	35
图 54 : 2015-2024 年我国限额以上企业家用电器和音像器材类商品销售额年度同比增速情况 (单位: %)	36
图 55 : 2024 年以来我国限额以上企业家用电器和音像器材类商品销售额累计同比增速变动情况 (单位: %)	37

表格目录

表 1 : 近期我国供给端和需求端重要政策情况	10
表 2 : 甜味剂品种主要分类	15
表 3 : 部分甜味剂品种的特点	16
表 4 : 近年来部分品牌推出的轻热量饮料	17
表 5 : 近年来我国倡导国民健康生活的部分政策文件	18

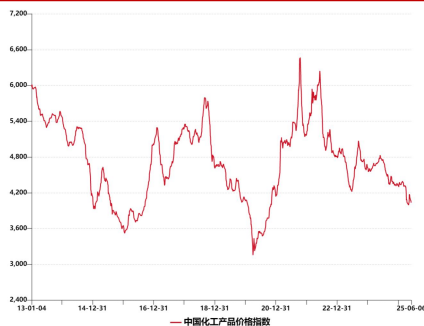
表 6：部分国家已开始征收“糖税”	18
表 7：主要高倍甜味剂的甜价比	19
表 8：海外部分国家对阿洛酮糖在食品中使用的规定	23
表 9：我国阿洛酮糖主要公司产能情况	24
表 10：全球四大润滑油添加剂企业基本情况	30
表 11：我国润滑油添加剂产能情况	31
表 12：重点公司盈利预测（截至 6 月 9 日收盘价）	38

1. 回顾：2025Q1 中信基础化工板块在建工程规模同环比下降

2024 年及 2025 年一季度，化工行业整体供过于求的态势延续，行业竞争激烈，需求较为疲软，化工价格指数同比承压。2024 年，我国化工产品价格指数均值同比下降 2.47%；2025Q1，均值同比下降 5.79%，环比下降 0.53%。去年到今年一季度，行业供需格局整体较差，产品价格疲软。

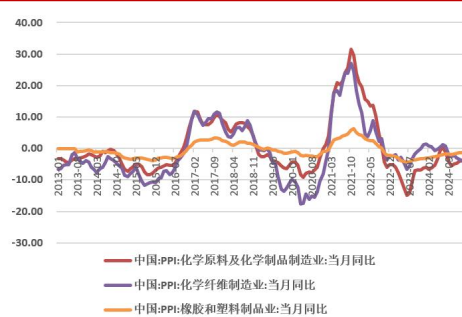
从细分板块 PPI 来看，今年一季度，化学原料及化学制品制造业 PPI 同比降幅大致呈收窄态势，化学纤维制造业 PPI 同比降幅呈扩大趋势，橡胶和塑料制品业的 PPI 同比降幅变化不大。2025 年 3 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业的 PPI 分别同比-3.60%、-4.70%、-1.5%。

图 1：2013 年以来我国化工品价格指数走势情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 2：2013 年以来化工行业细分领域 PPI 情况（单位：%）



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2025 年一季度基础化工板块归母净利同环比增长，氟化工等板块表现亮眼。2025Q1，中信基础化工板块营业总收入为 6059.33 亿元，同比增长 6.49%，环比下降 5.44%；归母净利润是 369.12 亿元，同比增长 5.18%，环比增长 351.74%；基础化工板块一季度毛利率是 17.55%，同比下降 0.25 个百分点，环比提升 0.84 个百分点；净利率是 6.32%，同比下滑 0.12 个百分点，环比提升 5.09 个百分点。从细分板块来看，氟化工、合成树脂等板块业绩同环比表现良好。氟化工板块在制冷剂配额制下，一季度业绩同环比大增；合成树脂受宝丰能源量利齐升带动，一季度业绩同环比快速增长。

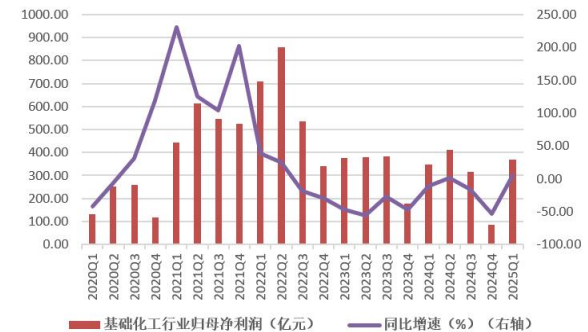
基础化工板块的在建工程规模同环比下降，固定资产规模同环比上升。资本支出方面，截至 2025 年一季度末，中信基础化工板块在建工程是 4116.79 亿元，同比-8.61%，环比-5.03%，在建工程规模连续两个季度环比下降；固定资产是 15388.74 亿元，同比+15.14%，环比+2.44%。2025 年一季度末在建工程在固定资产中的占比为 26.75%，相比去年末下降 2.11 个百分点，表明行业新建产能逐步进入转固阶段。2021 年以来，板块在建工程快速增长，主要是由于 2021 年行业高景气，产品价格、盈利上行，企业扩产热情高涨，规划新产能多。后续来看，目前行业盈利处于低点，企业扩产意愿将下降，行业供给将逐步趋于理性。

图 3：2020Q1-2025Q1 中信基础化工行业季度营业收入增长情况



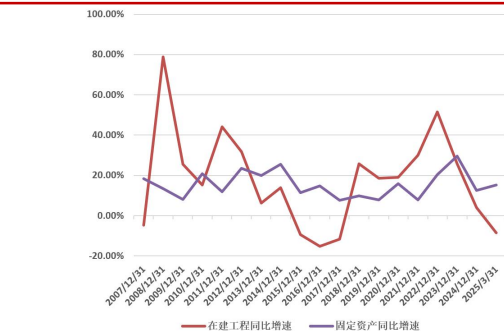
数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 4：2020Q1-2025Q1 中信基础化工行业季度归母净利润增长情况



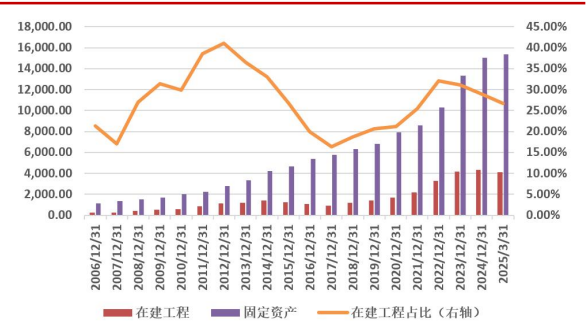
数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 5：2007 年以来基础化工板块在建工程、固定资产同比增速变化情况



数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

图 6：2006-2025 年一季度末基础化工板块在建工程、固定资产、在建工程在固定资产中的占比情况（左轴单位：亿元）

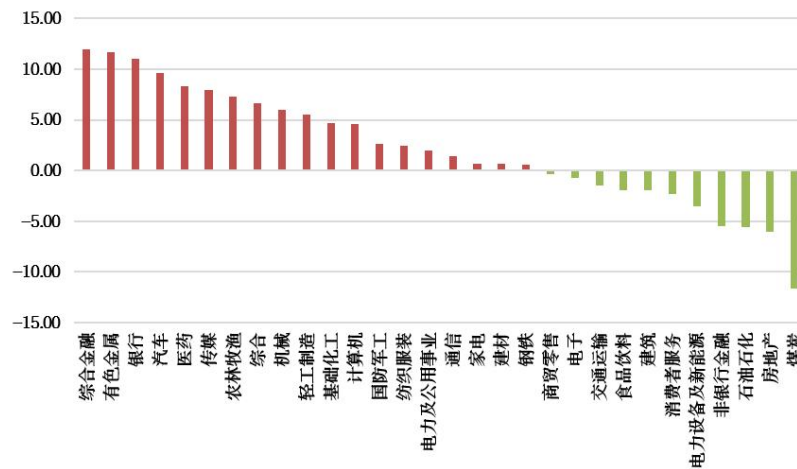


数据来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

改性塑料、农药等子板块涨幅较大带动中信基础化工板块今年以来跑赢沪深 300 指数。二级市场表现方面，截至 2025 年 6 月 9 日，中信基础化工行业年初以来上涨 5.99%，跑赢沪深 300 指数 7.25 个百分点，在中信 30 个行业中排名第 11。板块跑赢沪深 300 指数，主要是子板块如改性塑料（+25.13%）、农药（+23.91%）等涨幅较大所带动。

市净率估值方面，根据万得的统计数据，截至 2025 年 6 月 9 日，中信基础化工板块 PB 为 2.02 倍，处于近十年 18.04% 的分位点水平。市盈率估值方面，截至 2025 年 6 月 9 日，中信基础化工板块 PE（TTM）为 36.66 倍，处于近十年 61.23% 的分位点水平。目前行业 PB 估值处于历史低位，然而由于行业整体盈利较差导致 PE 较高，低 PB 高 PE 正是行业底部特征之一。

图 7：截至 6 月 6 日，2025 年年初以来各板块涨跌幅情况（按中信行业分类）（单位：%）



数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

图 8：中信基础化工行业过去十年PB变化情况（截至2024年6月9日）



数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

图 9：中信基础化工行业过去十年PE（TTM）变化情况（截至2025年6月9日）



数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

2. 政策：供给端强调整治“内卷式”竞争，需求端着力稳经济

供给端强调防内卷，强化优胜劣汰机制。

2025 年 3 月 5 日，国务院总理李强作政府工作报告。此次政府工作报告中明确，要加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。实施全国统一大市场建设指引，修订出台新版市场准入负面清单，优化新业态新领域市场准入环境。

而早在 2024 年 7 月 30 日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作时，已明确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。

具体到基础化工行业的细分领域，在国家强调整治“内卷式”竞争的大背景下，部分分子行业纷纷加大行业自律和协同力度，促进行业健康、可持续发展。

今年以来国家针对需求端的政策继续加码，显示出国家稳经济促发展的决心，系列政策的出台落地有利于基础化工行业下游需求的逐步改善。

2025 年 1 月 5 日，国家发展改革委、财政部印发《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。在加力推进设备更新方面，明确将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域，重点支持高端化、智能化、绿色化设备应用。扩围支持老旧营运货车和农业机械报废更新；提高新能源城市公交车及动力电池更新补贴标准。在扩围支持消费品以旧换新方面，明确优化消费品以旧换新资金分配，扩大汽车报废更新支持范围，完善汽车置换更新补贴标准，加力支持家电产品以旧换新，实施手机等数码产品购新补贴，积极支持家装消费品换新，加快推进电动自行车以旧换新。今年“两新”政策在扩大支持范围、提高补贴标准、优化审批流程等方面积极推进，有利于进一步带动设备投资、提振国内消费。

2025 年 3 月 11 日，十四届全国人大三次会议批准了《关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告》，其中 2025 年新增地方政府专项债务限额 44000 亿元，比上年增加 5000 亿元，增长幅度为 12.8%。今年新增地方政府专项债规模首次突破 4 万亿元，有利于扩大有效投资，推动基建投资较快增长，同时允许专项债收购存量商品房用作保障性住房，有助于稳定房地产市场。

2025 年 3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，旨在大力提振消费，全方位扩大国内需求。其中，明确更好满足住房消费需求。持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。

2025 年 5 月 7 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。央行表示，自 2025 年 5 月 15 日起，下调金融机构存款准备

金率 0.5 个百分点，释放长期流动性约 1 万亿元。同时，下调政策利率 0.1 个百分点，降低个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，推动房地产市场止跌企稳。此外，下调结构性货币政策工具利率 0.25 个百分点，包括：各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率，均从目前的 1.75% 降至 1.5%；抵押补充贷款（PSL）利率从目前的 2.25% 降至 2%。本轮降准降息释放了稳增长的积极信号，为推动经济持续复苏提供有力的支撑。

表 1：近期我国供给端和需求端重要政策情况

类别	时间	政策文件/会议	内容
供给	2025年3月5日	政府工作报告	政府工作报告中明确，要加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。实施全国统一大市场建设指引，修订出台新版市场准入负面清单，优化新业态新领域市场准入环境。
	2024年7月30日	中共中央政治局会议	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。
需求	2025年1月5日	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	在扩围支持消费品以旧换新方面，明确优化消费品以旧换新资金分配，扩大汽车报废更新支持范围，完善汽车置换更新补贴标准，加力支持家电产品以旧换新，实施手机等数码产品购新补贴，积极支持家装消费品换新，加快推进电动自行车以旧换新。
	2025年3月11日	《关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算草案的报告》	2025年新增地方政府专项债务限额44000亿元，比上年增加5000亿元
	2025年3月16日	《提振消费专项行动方案》	明确更好满足住房消费需求。持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。
	2025年5月7日	国务院新闻办公室新闻发布会	自2025年5月15日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期流动性约1万亿元。同时，下调政策利率0.1个百分点，降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，推动房地产市场止跌企稳。

资料来源：财联社、新华社、中国政府网、国家发展改革委、中国青年报、第一财经，东莞证券研究所

供需格局改善值得期待，关注细分领域结构性机会。一方面，一季度基础化工板块在建工程规模连续两个季度环比下降，同时重要会议明确要整治“内卷式”竞争，行业供给正逐步趋于理性。另一方面，稳需求政策持续出台落地，下游需求改善值得期待，有望带动基础化工行业供需格局逐步向好。细分板块来看，一是关注行业供给端受政策约束的制冷剂板块；二是关注无糖、减糖趋势下需求端有望保持景气的甜味剂板块；三是关注新形势下国产替代有望加速的润滑油添加剂板块；四是关注消费品以旧换新政策加力实施下，汽车、家电产销向好有望拉动塑料需求的改性塑料板块。

3. 制冷剂：供给约束下行业景气有望延续

3.1 供给端：二代制冷剂加速削减，三代制冷剂处于配额冻结期，行业集中度高

三代制冷剂主要品种为 R134a、R125、R32 等以及混配制冷剂（如以 R125 和 R32 按 1:1 混配的 R410A 等）。三代制冷剂完全不破坏臭氧层，是目前主流的氟制冷剂品种，但其温室效应值较高，《蒙特利尔议定书》基加利修正案规定，发达国家应在其 2011 年至 2013 年 HFCs 使用量平均值基础上，自 2019 年起削减 HFCs 的消费和生产，到 2036 年后将 HFCs 使用量削减至其基准值 15% 以内。2021 年 9 月 15 日，《蒙特利尔议定书》基加利修正案已对我国生效。根据修正案要求，我国应自 2024 年将生产和使用冻结在基线水平（基线是 2020 至 2022 年 HFCs 平均值加上 HCFCs 基线水平的 65%，以二氧化碳当量为单位计算），2029 年起 HFCs 生产和使用不超过基线的 90%，2035 年起不超过基线的 70%，2040 年起不超过基线的 50%，2045 年起不超过基线的 20%。

图 10：《蒙特利尔议定书》基加利修正案对于部分发展中国家（包括我国）三代制冷剂生产配额削减进度的规定



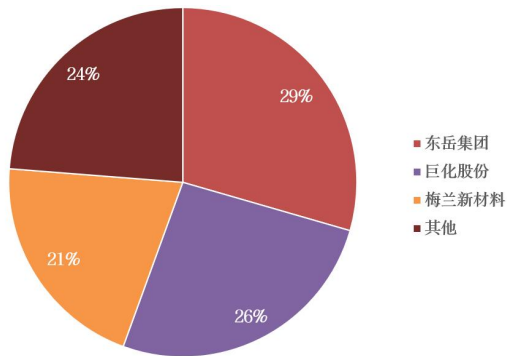
数据来源：生态环境部，东莞证券研究所

2025 年 R22 配额大幅削减。2024 年 12 月 16 日，生态环境部对 2025 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况进行了公示。二代制冷剂方面，2025 年二代制冷剂生产配额为 163573 吨，内用生产配额 86029 吨，分别同比减少 49897 吨和 42052 吨，降幅分别为 23.37%和 32.83%。二代制冷剂配额中，R22 的配额占比最多，2025 年其生产配额和内用配额分别是 149068 吨和 80862 吨，分别同比减少 31435 吨和 30100 吨，降幅分别为 17.42%和 27.13%。竞争格局方面，R22 生产配额前三的企业分别是东岳集团、巨化股份、梅兰新材料公司，生产配额分别为 43917 吨、38910 吨、30822 吨，在行业中占比分别是 29.46%、26.10%和 20.68%，CR3 合计占比达到 76.24%，行业集中度高。

R32 生产配额增加 4.08 万吨，R134a 配额减少 0.74 万吨。三代制冷剂方面，2025 年我国三代制冷剂（不考虑 R23）生产配额为 788930 吨，内用生产配额为 387232 吨，分别同比增加 43370 吨和 47235 吨。配额增加的主要品种是 R32，其 2025 年相比 2024 年初增加生产配额 40786 吨至 280349 吨，增幅相比 2024 年 9 月发布的分配方案征求意见稿拟增加的 4.5 万吨要小。而 R134a 2025 年的生产配额是 208269 吨，相比 2024 年减少 7401 吨。考虑到今年年初 R32 的库存同比明显减少，国内家电以旧换新政策有望延续，海外新兴市场对于空调的需求有望维持景气，R32 供需格局有望保持平衡。

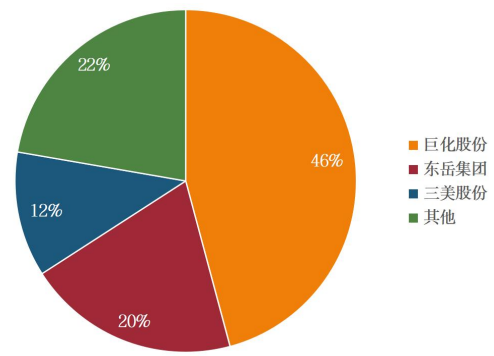
竞争格局方面，R32 生产配额前三的企业分别是巨化股份（含飞源化工）、东岳集团和三美股份，在全国占比分别是 45.82%、20.09%和 11.81%，CR3 合计约 77.71%，行业集中度极高。R134a 生产配额前三的企业分别是巨化股份（含飞源化工）、昊华科技、三美股份，在全国占比分别是 36.74%、26.02%和 23.97%，CR3 合计约 86.73%。R125 生产配额前三的企业分别是巨化股份（含飞源化工）、昊华科技、三美股份，在全国占比分别是 36.74%、26.02%和 23.97%，CR3 合计约 86.73%。

图 11：2025 年制冷剂 R22 生产配额的企业分布情况



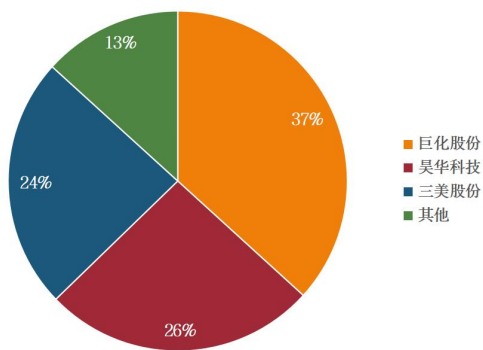
数据来源：生态环境部，东莞证券研究所

图 12：2025 年制冷剂 R32 生产配额的企业分布情况



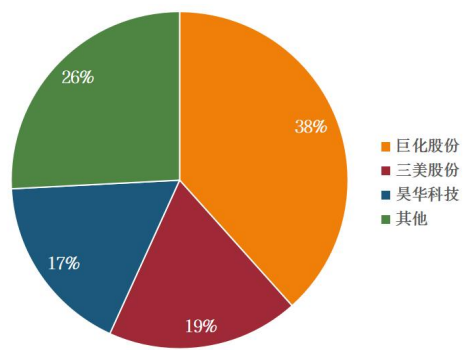
数据来源：生态环境部，东莞证券研究所

图 13：2025 年制冷剂 R134a 生产配额的企业分布情况



数据来源：生态环境部，东莞证券研究所

图 14：2025 年制冷剂 R125 生产配额的企业分布情况



数据来源：生态环境部，东莞证券研究所

3.2 需求端：空调、汽车景气度较高，有望继续拉动制冷剂需求提升

空调、汽车景气度较高，有望继续拉动制冷剂需求提升。截至 2025 年 4 月，我国空调出口量/产量累计同比增长 17.30%/7.20%。排产方面，根据产业在线的数据，2025 年 6-8 月，我国家用空调内销排产分别是 1366 台、1137 台和 693.8 台，分别同比+29.3%、+22.8%和-9.2%。外销排产分别是 684 台、575.5 台和 515.3 台，分别同比-18.3%、-16.9%和-6.6%。整体来看，我国家用空调 6-8 月排产增速分别是+11.5%、+6.3%和+2.7%。随着国内天气逐渐升温，空调内销旺季来临，6、7 月份排产增速明显加快；然而外销方面受出口淡季和此前关税不确定性的影响，空调外销排产明显降温。我们认为，2025 年，国内加力支持以旧换新，空调内销有望保持较快增长，外销方面随着关税矛盾的缓和，后续空调出口有望逐步改善，从而带动制冷剂产品需求向好。

图 15：2019 年以来我国空调出口量、产量累计同比增速变动情况（单位：%）



数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

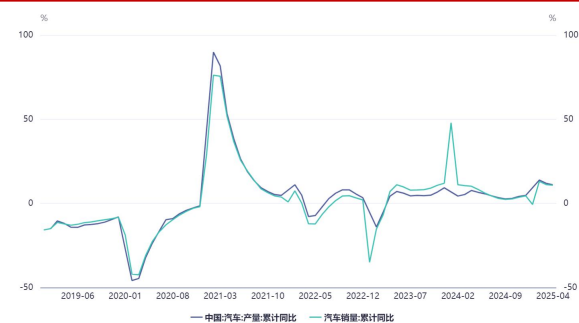
图 16：2025 年 1-8 月我国家用空调内销、出口月度排产同比增速变动情况



数据来源：产业在线，东莞证券研究所

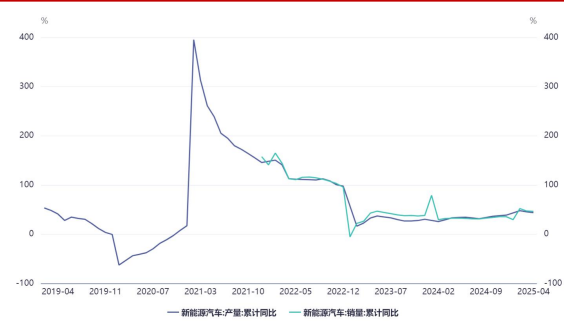
汽车方面，2025 年 1-4 月，我国汽车产销量分别是 1011.60 万辆和 1006 万辆，分别同比+11.10%和+10.80%。其中，新能源汽车产销分别是 439.50 万台和 430 万台，分别同比+43.70%和+46.25%。2025 年我国消费品以旧换新政策加力实施，汽车补贴范围扩大，同时国内车企陆续发布新车型，快充、智驾等技术升级加速，全年汽车产销有望实现较快增长，从而利好汽车空调用制冷剂需求增长。

图 17：2019 年以来我国汽车产量、销量累计同比增速变动情况（单位：%）



数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

图 18：2019 年以来我国新能源汽车产量、销量累计同比增速变动情况（单位：%）



数据来源：同花顺iFinD，东莞证券研究所

制冷剂板块业绩进入兑现期。2025 年，第二代氟制冷剂（HCFCs）生产配额进一步削减，第三代氟制冷剂（HFCs）继续实行生产配额管理，一季度供需格局进一步优化，下游需求增长，市场价格持续走高。根据百川盈孚的数据，制冷剂 R134a /R125 /R32 /R22 一季度的市场均价分别同比+44.53% /+16.28% /+97.92% /+63.01%。

由于制冷剂市场维持高景气，相关公司业绩大幅增长。巨化股份一季度实现营业收入 58.00 亿元，同比+6.05%；实现归母净利润 8.09 亿元，同比+160.64%；实现扣非归母净利润 7.89 亿元，同比+173.94%。公司一季度毛利率是 28.42%（YOY+13.67pcts,QOQ+9.42pcts），净利率是 15.49%（YOY+9.45pcts, QOQ+3.50pcts）。巨化股份一季度业绩同环比均明显提升，主要是由于制冷剂产品价格上涨。公司制冷剂产品一季度平均价格较上年同期大幅上涨 58.08%，氟制冷剂毛利亦大幅上升。三美股份

实现营收 12.12 亿元，同比+26.42%，环比+21.20%；实现归母净利润 4.01 亿元，同比+159.59%，环比 83.94%；实现扣非归母净利润 3.96 亿元，同比+156.46%，环比+98%。公司第一季度氟制冷剂产品平均价格实现同比大幅上涨，盈利能力稳步提升。三美股份 2025Q1 毛利率是 46.70%（YOY+23.93pcts, QOQ+12.31pcts），净利率是 32.84%（YOY+16.74pcts, QOQ+11.27pcts），同比大幅改善。

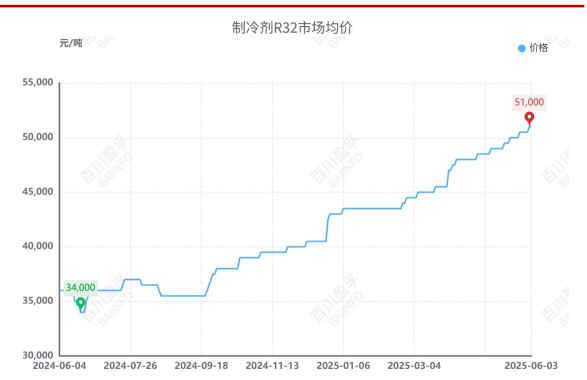
二季度空调企业的制冷剂长协价格继续上涨。根据氟务在线的数据，制冷剂 R32 承兑价格是 46600 元/吨，相比一季度长协价格上涨 6000 元/吨，上涨幅度为 14.77%，R410a 承兑价格是 47600 元/吨，相比一季度长协价格上涨 6000 元/吨，上涨幅度为 14.42%。在二季度空调企业制冷剂长协价格落地之后，行业推涨氛围较浓。根据百川盈孚的数据，截至 6 月 3 日，R22 市场均价是 3.6 万元/吨，相比上月持平，相比年初+9.09%，相比去年同期+22.03%；R32 市场均价是 5.1 万元/吨，相比上月+4.08%，相比年初+18.60%，相比去年同期+41.67%；R410a 市场均价是 4.8 万元/吨，相比上月持平，相比年初+14.29%，相比去年同期+29.73%；R134a 市场均价是 4.85 万元/吨，相比上月+2.11%，相比年初+14.12%，相比去年同期+56.45%。

图 19：近一年来制冷剂 R22 市场均价走势



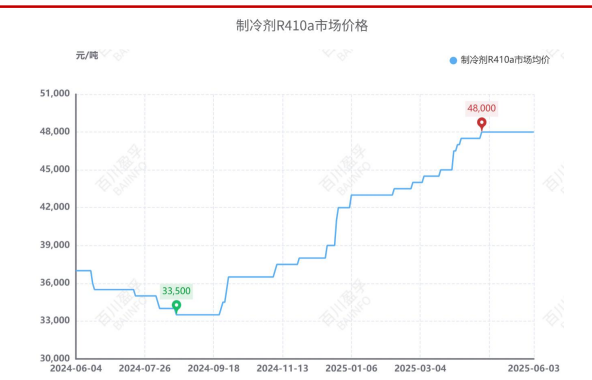
数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 20：近一年来制冷剂 R32 市场均价走势



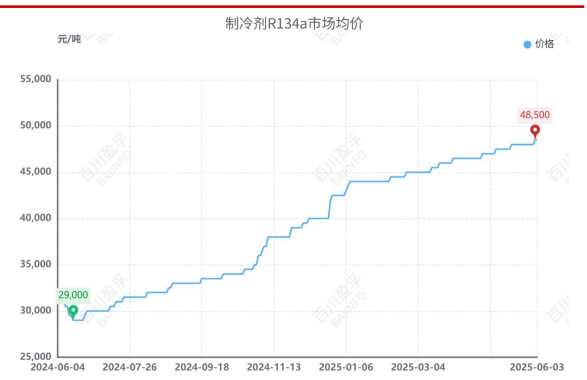
数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 21：近一年来制冷剂 R410a 市场均价走势



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 22：近一年来制冷剂 R134a 市场均价走势



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

制冷剂内外贸报价趋同，制冷剂板块业绩有望加快释放。2024 年，我国三代制冷剂配额正式冻结，外用生产配额占比 54.26%，内用生产配额占比 45.74%，由于去年我国空调内外销景气度均维持高位，制冷剂内用配额供应紧张，带动制冷剂需求明显提升，制冷剂内贸价格明显高于外贸价格。2025 年以来，一方面我国三代制冷剂内用配额增加 13.80%至 389580 吨（占比 49.20%），外用配额减少 0.95%至 402302 吨（占比 50.80%）；另一方面，目前制冷剂行业集中度高，部分制冷剂生产企业调整销售策略，内外贸报价趋同。我们认为，今年以来制冷剂内贸价格持续上涨，且内外贸价差收窄，制冷剂企业的业绩有望进一步释放。

整体来看，2025 年二代制冷剂配额加速削减，三代制冷剂配额继续冻结，供给端约束不改。需求端，近期空调排产数据、新能源车产销数据依然表现亮眼，在我国加力支持消费品以旧换新的背景下，今年空调、新能源汽车产销有望维持良好增长，利好制冷剂需求继续提升。同时，目前主流制冷剂内外贸价格趋同，有利于相关企业业绩进一步释放，建议关注三美股份（603379）和巨化股份（600160）。

4. 甜味剂：“无糖”趋势下需求空间广阔

在食品科学与工程领域，甜味剂定义为通过微量添加即可赋予食品甜味属性的一类物质。其核心特征表现为：添加剂量低、呈味甜度显著，且多数品种具备低热量或零热量的营养学特性。根据物质来源，甜味剂可系统划分为人工合成型与天然提取型两大类。人工合成甜味剂主要包括阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖等典型化合物；天然甜味剂则以赤藓糖醇、阿洛酮糖、甜菊糖苷等为代表成分。此外，依据甜度量化指标，甜味剂可进一步细分为高倍甜味剂与低倍甜味剂：前者甜度通常可达蔗糖的数十倍至数千倍，适用于对甜度需求高但需严格控制添加量的场景；后者甜度水平与蔗糖相近或略低，在实际应用中需相应增加使用剂量以实现预期风味效果。

表 2：甜味剂品种主要分类

	产品	代表产品
高倍甜味剂	自然提取类	甜菊糖苷、罗汉果甜苷、甘草甜素、新橙皮苷等
	化学合成甜味剂	糖精钠、安赛蜜、甜蜜素、阿斯巴甜、三氯蔗糖、纽甜等
低倍甜味剂	合成糖醇	山梨糖醇、木糖醇、麦芽糖醇、甘露糖醇、乳糖醇等
	天然糖醇	赤藓糖醇等
	其他天然甜味剂	阿洛酮糖、结晶果糖、塔格糖等

资料来源：保龄宝 2024 年年度报告，东莞证券研究所

从应用维度来看，甜味剂的下游应用领域主要有饮料、餐桌调味品、个人护理用品、烘焙食品、药品等。在饮料行业，甜味剂是调节口感的关键元素；在餐桌调味品中，甜味剂为酱油、醋等增添独特风味；在个人护理用品如牙膏、漱口水等，添加甜味剂以改

善使用体验；在烘焙食品中，甜味剂为面包、蛋糕等带来香甜口感；在药品领域，甜味剂可以掩盖药物的苦涩味道，提高患者的服药依从性。根据智研咨询的数据，在甜味剂所有的下游应用场景中，饮料行业成为最大的应用领域，占比高达 50%。

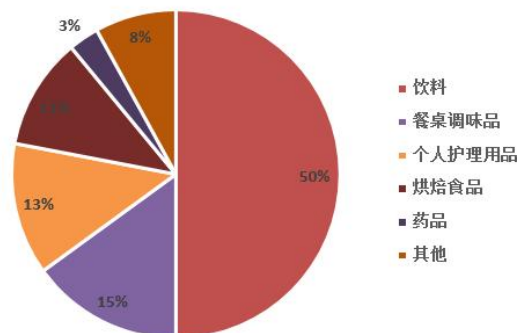
随着科技的不断进步，化学合成高倍甜味剂也在持续迭代升级，目前已发展到第六代产品。其中，安赛蜜和三氯蔗糖作为第四代和第五代化学合成高倍甜味剂杰出代表，具有安全性高、热量为零、甜度高且用量少的显著优势，逐渐成为甜味剂的重要发展品种。

表 3：部分甜味剂品种的特点

名称	特点
糖精	历史最为悠久的人工合成甜味剂，化学名为邻苯甲酰磺酰亚胺，市售的糖精是易溶的邻苯甲酰磺酰亚胺的钠盐，简称糖精钠。糖精钠的甜度约为蔗糖的350倍，浓度高时反而略苦。糖精的安全性目前广受质疑，国外科研证明其有致癌的风险，在西方许多国家，糖精已被禁用。在我国，糖精行业是国家产业政策限制发展的行业，国家发改委等部门于2006年发布的《关于进一步加强糖精限产限销工作的通知》，明确了糖精生产行业控制生产总量、加强食品安全监管、淘汰落后产能等措施。
甜蜜素	化学名为环己基氨基磺酸钠，甜度约为蔗糖的50倍。由于科研证明其中含有能致癌的环己胺和二戊己胺，目前美国、日本、英国等在内的40多个国家已禁止使用甜蜜素。在我国，甜蜜素仍是允许合法使用，且应用极为广泛的甜味剂。
阿斯巴甜	化学名为天门冬酰苯丙氨酸甲酯，甜度约为蔗糖的200倍。阿斯巴甜被认为是比较安全的甜味剂，被包括美国在内的90多个国家和地区批准使用。苯酮尿症患者由于代谢苯丙氨酸的能力有限，所以需控制阿斯巴甜的摄入量。
安赛蜜	又名AK糖，化学名为乙酰磺胺酸钾。甜度约为蔗糖的200倍。安赛蜜在人体内不能被代谢，不产生热量，已被广泛的科学实验证明其安全性。1967年，首次被合成，1983年，欧盟批准安赛蜜使用，1988年，美国批准其使用，1992年，我国批准其使用。安赛蜜是公认的性价比、使用安全的甜味剂，目前全球已有100多个国家正式批准安赛蜜用于食品、饮料、口腔保健、化妆品及药剂等领域中。
三氯蔗糖	又名三氯半乳糖、蔗糖素。甜度约为蔗糖的650倍。1976年首次被合成，我国于1997年开始允许其作为食品添加剂使用。是以蔗糖为原料的功能性甜味剂，并具有较好的溶解性和稳定性，对涩味、苦味、酒味等味道有掩盖效果。
甜菊糖苷	又名甜菊糖苷，甜叶菊糖苷。甜度约为蔗糖的200倍。甜菊糖是从菊科草本植物甜叶菊中精提的新型天然甜味剂，在我国使用较多，在中国、日本、韩国、巴西、泰国等十多个国家获准使用，截至2010年12月，在欧美很多国家尚未被批准使用。
赤藓糖醇	赤藓糖醇甜度是蔗糖甜度的70%~80%，甜味纯正，与蔗糖的甜味相似，无后苦味，与高倍甜味剂等混合使用，甜味特性良好，能掩盖不良口感。赤藓糖醇不参与糖代谢和血糖变化，适宜糖尿病患者食用。我国卫健委及日本卫生部门均将赤藓糖醇的生理热量确定为0千卡/克。

数据来源：金禾实业招股说明书，保龄宝 2024 年年报，东莞证券研究所

图 23：甜味剂下游应用领域占比



数据来源：生态环境部，东莞证券研究所

受益于全社会“减糖”意识的提升、各国相关政策的推出，以及部分甜味剂产品高甜价比带来的成本优势，我们认为甜味剂需求空间广阔。

首先，“减糖”日益成为全社会追求健康的一大共识。

在现代营养学领域，过量的糖分摄入已被认定为引发过度肥胖的重要诱因之一。不仅如此，高糖饮食模式还会增加“三高”（即高血压、高血脂、高血糖）、糖尿病以及龋齿等的发病风险。随着我国经济的持续发展和居民生活水平的全方位提升，大众对于健康管理的认知和重视程度亦在不断深化。在此背景下，“减糖”这一理念正逐步融入民众的日常饮食选择之中，成为一种备受瞩目的健康饮食新趋势。

从消费市场的实际表现来看，消费者对于“低糖”食品以及标注“无糖”“零热量”饮料的购买意愿呈现出持续上扬的态势。这一消费偏好的转变，在饮料市场领域引发了深刻变革。近年来，以元气森林为代表的无糖气泡饮料受到消费者欢迎并快速占据饮料市场重要位置，带动众多新老饮料品牌如农夫山泉、统一、康师傅、王老吉、喜茶等跟进推出无糖饮料。

表 4：近年来部分品牌推出的轻热量饮料

品牌	产品	主要甜味剂
元气森林		赤藓糖醇、三氯蔗糖
农夫山泉		赤藓糖醇、三氯蔗糖、木糖醇等
伊然乳矿轻饮		赤藓糖醇、蔗糖素、安赛蜜

数据来源：三元生物招股说明书，东莞证券研究所

其次，部分政策的出台，从更高层面推动居民健康生活。

2019 年 7 月，我国出台了《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。

2021 年 9 月 3 日，首届中国饮品健康消费论坛发布了《健康中国饮料食品减糖行动白皮书（2021）》（以下简称“《减糖白皮书》”）。《减糖白皮书》显示，2014 年我国无糖饮料销售占比仅 1.25%，2014—2019 年复合增长率在 40%以上。2019 年无糖饮料市场份额占比 2.85%，2021 年无糖饮料市场份额占比将达到 4.07%，无糖饮料占比增

长明显。《减糖白皮书》还指出，我国无糖饮料市场规模将在 2027 年达到 276.6 亿元，增速高、空间大，预计在未来的数年我国无糖饮料行业能保持两位数的增长率。

2024 年 7 月，国家卫生健康委等 14 个部门联合制定了《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，商务部、国家卫生健康委等 12 部门研究制定《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。国家对国民健康的重视，为甜味剂行业的发展奠定了政策基础。

表 5：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。

数据来源：新华社、中国政府网、健康中国行动公众号，东莞证券研究所

表 6：部分国家已开始征收“糖税”

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欧元/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

数据来源：三元生物招股说明书，环球网，东莞证券研究所

海外“糖税”陆续出台，着力控糖。在各类食品品类中，饮料制品已成为导致居民添加糖摄入量超标的最主要载体。根据《2015 - 2020 年美国居民膳食指南》的统计数据显示，在美国 2 岁及以上人群添加糖摄入结构中，饮料类贡献占比高达 47%，近乎占据

半壁江山。鉴于饮料在居民添加糖摄入来源中的主导地位，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。

再者，与白砂糖相比，高倍甜味剂具有更高的甜价比，在经济成本方面优势显著。高倍甜味剂甜度极高，可达白砂糖的数十倍乃至上百倍。因此，若要达到与特定质量白砂糖相同的甜度，高倍甜味剂的使用量大幅减少，相应地，甜味剂添加所产生的成本显著低于白砂糖，在经济层面呈现出明显优势。如下表所示，白糖、阿斯巴甜、安赛蜜和三氯蔗糖达到 1 千克白糖甜度所需要的成本费用分别是 6.44 元、0.38 元、0.19 元和 0.25 元，甜味剂的使用成本明显低于白糖。

表 7：主要高倍甜味剂的甜价比

	甜度倍数（以白糖甜度作为1个单位）	2024年均价价格（元/千克）	达到1千克白糖甜度所需要的费用（元）
白糖	1	6.44	6.44
阿斯巴甜	200	75.9	0.38
安赛蜜	200	37.01	0.19
三氯蔗糖	600	148.98	0.25

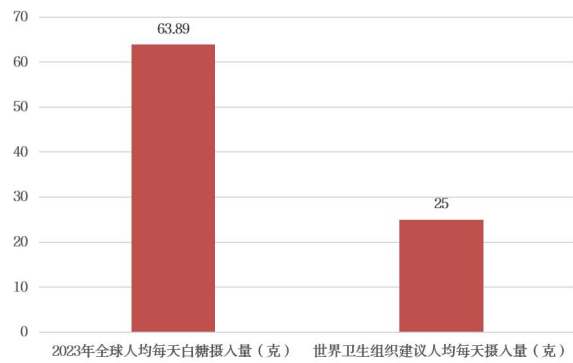
数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

全球白糖被甜味剂替代的潜在空间约 1.02 亿吨到 1.14 亿吨，甜味剂潜在市场空间巨大。根据《2022/23 年榨季国内外食糖市场回顾与 2023/24 年榨季展望》的数据，2022/2023 榨季全球白糖消费量约 1.88 亿吨，而世界银行数据显示 2023 年全球大约有 80.62 亿人，以此推算出平均每人每天的白糖消费量是 63.89 克。而世界卫生组织 WHO 建议日均白糖摄入量最好不超过 25 克，若按照此标准计算，则全球每人每天的白糖摄入量则为超标 38.89 克，假设超标的部分都被甜味剂所代替，那么甜味剂对应的潜在消费需求空间是 1.14 亿吨白糖甜度当量，市场潜在增量空间巨大。

从另一个角度考虑，中国糖业协会的数据显示，近年来我国白糖的工业消费占比约 54%，主要包括食品加工、饮料、餐饮等行业，居民直接消费占比约 46%。随着无糖、低卡的生活理念进一步流行，预计白糖下游工业消费中的饮料、糕点、休闲食品等领域使用无热量甜味剂的比例将逐渐提高。我们假设全球白糖的工业消费需求占比与我国一致，约为 54%，若工业消费用白糖全部被甜味剂所替代，则相当于 1.02 亿吨的白糖甜度当量。

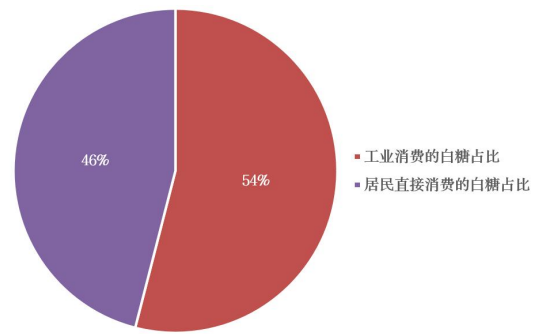
以上两种方式测算得出的全球白糖潜在可能被甜味剂替代的空间约 1.02 亿吨到 1.14 亿吨白糖甜度当量，潜在市场空间巨大。根据《全球甜味剂市场趋势与展望报告（2024-2029）》，在全球范围内，甜味剂市场规模持续增长，预计未来几年天然甜味剂市场将保持 15%以上的年增长率。

图 24：2023 年全球人均每天白糖摄入量超过世界卫生组织建议摄入量



数据来源：《2022/23 年榨季国内外食糖市场回顾与 2023/24 年榨季展望》，世界卫生组织，东莞证券研究所

图 25：我国白糖的下游消费占比

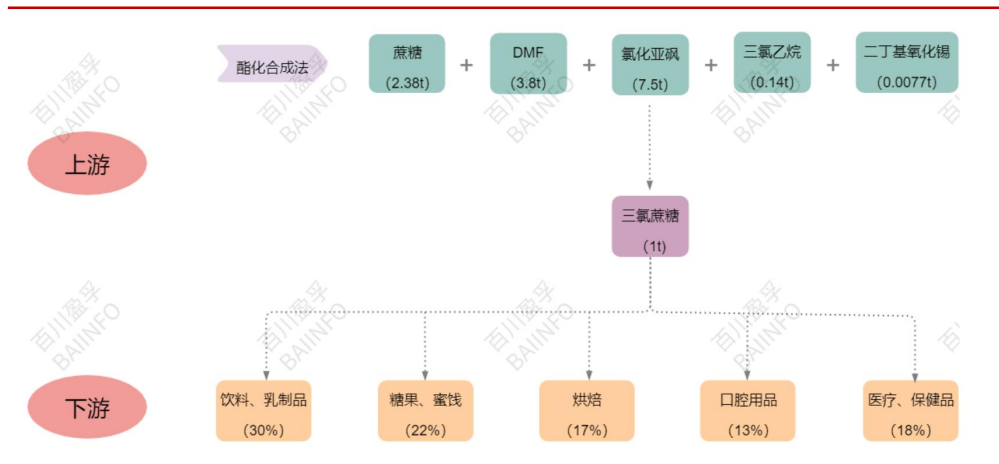


数据来源：中国糖业协会，东莞证券研究所

4.1 三氯蔗糖

三氯蔗糖又称蔗糖素，是以蔗糖为原料经氯化作用而制得的，甜度可达蔗糖 600 倍。三氯蔗糖作为新一代甜味剂，同时具备甜度高、口味纯正、安全性相对较高以及热量低，不会引起血糖波动等诸多优点。根据百川盈孚的数据，三氯蔗糖下游应用中，饮料、乳制品占比最大，达到 30%，糖果、蜜饯占比 22%，烘焙占比 17%，口腔用品占比 13%，医疗、保健品占比 18%。

图 26：三氯蔗糖产业链图



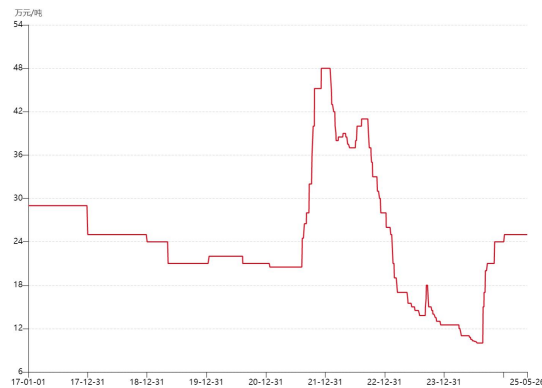
数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

三氯蔗糖产品最早由英国泰莱公司进行商业化生产，泰莱公司 2004 年在美国建立三氯蔗糖工厂，后于 2007 年在新加坡再设立工厂面向亚洲市场。面对广阔的市场，国内企业 2010 年加速进入三氯蔗糖市场。2011 年，国内三氯蔗糖产能开始增加，行业逐渐出现供过于求的情况，三氯蔗糖价格一路走低。到 2015 年，三氯蔗糖价格下降到约 26 万元/吨。2016 年英国泰莱公司受到国内企业的激烈竞争，宣布关闭年产能 2000

吨的新加坡工厂。同年，我国实行全国性的环保整顿，当时国内三氯蔗糖产能最大的盐城捷康被要求停产整顿。产能的减少导致了行业的供不应求，2016 年三氯蔗糖价格上涨至 35 万元/吨。在价格上涨、盈利回升的情况下，国内多家企业实行扩产，行业又进入了产能扩张阶段，三氯蔗糖价格随即走低。2020 年，三氯蔗糖价格约 21.5 万元/吨，跌破部分企业的成本线，落后产能逐渐退出市场。相反，金禾实业凭借成本优势，逆势扩产，年产 5000 吨三氯蔗糖项目的主体工程在 2020 年完成建设。

2021 年，受海外需求向好，成本端价格上涨等因素影响，我国三氯蔗糖价格大幅上涨。根据百川盈孚的数据，2021 年 8 月，三氯蔗糖市场均价从 20.5 万元/吨上涨至 2022 年 1 月份的 48 万元/吨，涨幅达到 134.15%。2022-2024 年 8 月，受行业内新产能释放、成本下行、需求走弱等因素的影响，三氯蔗糖价格呈下行趋势，2024 年 8 月份触及 10 万元/吨，为 2017 年以来的最低点。2024 年 9 月以来，三氯蔗糖行业协同性加强，厂商控量保价，使得三氯蔗糖价格从 10 万元/吨快速上涨至 25 万元/吨，涨幅达到 150%。

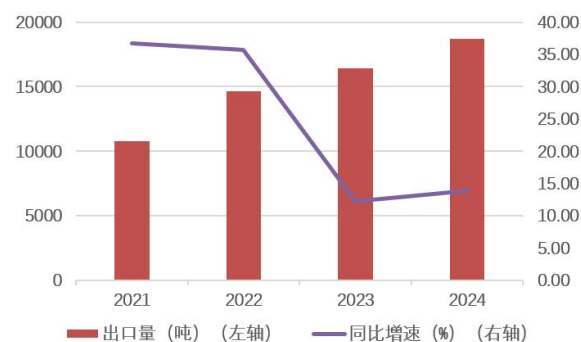
图 27：2017 年至今我国三氯蔗糖市场价格走势情况



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

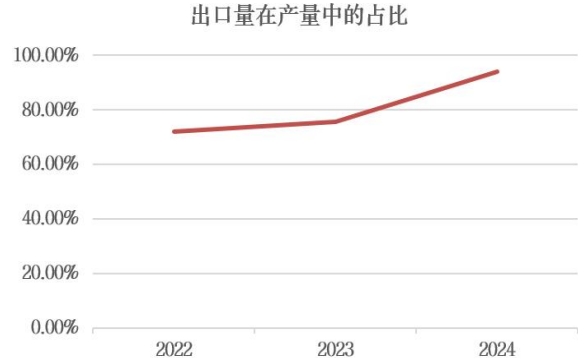
我国是三氯蔗糖主要生产国，2024 年三氯蔗糖出口占比超过 90%。根据百川盈孚的数据，截至 2024 年末，我国三氯蔗糖产能是 3.48 万吨，是全球主要生产国。2021-2024 年，我国三氯蔗糖出口量从 10785.08 吨增长至 18714.95 吨，年均复合增速达到 20.17%，2024 年，我国三氯蔗糖出口量在我国产量中占比达到 93.91%。

图 28：2021-2024 年我国三氯蔗糖出口量同比增长情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

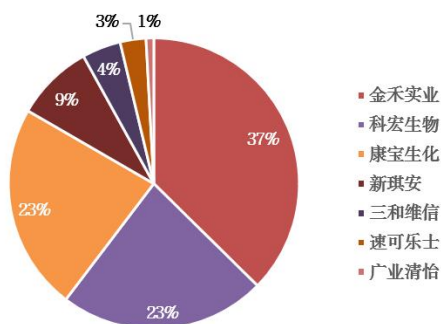
图 29：2022-2024 年我国三氯蔗糖出口量在产量中的占比



数据来源：Wind资讯，百川盈孚，东莞证券研究所

三氯蔗糖行业集中度高，竞争格局良好。根据百川盈孚的数据，目前我国三氯蔗糖产能最大的三家企业依次是金禾实业、科宏生物和康宝生化，分别拥有年产能 13000 吨、8000 吨和 8000 吨，CR3 达到 83.34%，行业集中度高。受此前低价亏损影响，2024 年 9 月份三氯蔗糖企业开始协同停产保价，主流大厂停车两个月，9-10 月份行业整体开工率不足 10%，三氯蔗糖受供给收缩影响，价格明显反弹，从 2024 年 8 月中旬的 10 万元/吨上涨至 9 月下旬的 21 万元/吨，价格实现翻倍。

图 30：我国三氯蔗糖产能企业分布情况



数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

图 31：2024 年 6 月-2025 年 5 月三氯蔗糖月度开工率变动情况



数据来源：Wind资讯，百川盈孚，东莞证券研究所

三氯蔗糖目前出口至美国的关税包括基础税率 3.7%和 3 月份以芬太尼为由加征的 20%关税，由于三氯蔗糖在对等关税的豁免清单中，因此 4 月份的对等关税对三氯蔗糖不适用。目前我国三氯蔗糖相比海外具有明显的成本优势，预计出口不会受到关税的影响。后续来看，下游旺季将至，行业集中度高、协同性好，三氯蔗糖价格存在上涨可能，建议关注金禾实业（002597）。

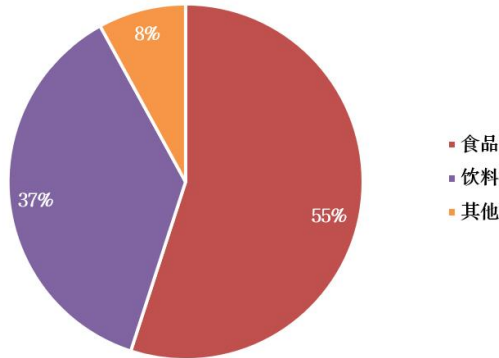
4.2 阿洛酮糖

阿洛酮糖作为一种天然来源的甜味剂，属于自然界中存在但含量极为稀少的单糖类别。该甜味剂在感官特性上与蔗糖高度相似，能够提供相近的味觉感受与口感体验；在能量属性方面，其单位质量所产生的热量显著低于蔗糖，经肠道吸收后几乎不发生代谢、不提供热量，耐受性高，能同时降低小肠对葡萄糖、果糖等糖类的吸收速率，从而减少人体内脂肪的积累，还可以通过多种途径预防肥胖和 II 型糖尿病，在食品、保健和医疗领域具有重要的应用价值。阿洛酮糖安全，口感柔和细致，甜味温和，食用期间与之后都没有不良口感。此外，阿洛酮糖还可与食物中的氨基酸或蛋白质发生美拉德反应，赋予食品独特的风味和色泽，美国食品安全导航网评价其为最具潜力的蔗糖替代品。

阿洛酮糖以精制淀粉为原料，经生物酶转化、精制获得的果糖作为底物（或直接以果糖、葡萄糖或果葡糖浆为原材料），利用果糖差向异构酶转化，精制而成。阿洛酮糖

具有高溶解度，又具有调节血糖的生理功能，广泛应用于食品、饮料、保健品中。根据华经产业研究院的数据，2020 年全球阿洛酮糖下游应用中，食品占比 55%，饮料占比 37%，其他占比 8%。

图 32：2020 年全球阿洛酮糖下游应用占比情况



数据来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

2019 年美国 FDA 宣布阿洛酮糖不在“添加糖”“总糖”营养标签中标注，因此在这两个类目中不计算其添加量，为阿洛酮糖在食品中，特别是无糖、少糖产品中大量应用奠定了政策基础。目前，阿洛酮糖已在美国、日本、韩国、加拿大、澳大利亚及新西兰等在内的十余个国家获得法规许可，欧盟、中国等多国也在阿洛酮糖的认证过程中。欧盟方面，2021 年以来，欧洲食品安全局（EFSA）分别对松谷化学等厂商生产的用于生产 D-阿洛酮糖的酶进行了安全性评估，结果均为“没有风险”或“在正常使用条件下不会带来安全隐患”。

在中国，2020 年国家卫健委首次受理 D-阿洛酮糖作为新食品原料的申报，2023 年 5 月“D-阿洛酮糖-3-差向异构酶”获批列入食品工业用酶制剂新品种，该酶制剂是阿洛酮糖生产的重要酶制剂，对 D-阿洛酮糖安全合规进入新食品原料领域具有里程碑意义，2024 年 3 月、2024 年 10 月另有两类酶制剂获批。2025 年 3 月 21 日，国家卫健委启动 D-阿洛酮糖新食品原料行政许可征求意见，意见反馈截止日期为 2025 年 4 月 20 日。这是中国对 D-阿洛酮糖的第 7 次申报，其关键酶制剂（D-阿洛酮糖-3-差向异构酶）此前已通过审批，为 D-阿洛酮糖产业化铺平了道路。

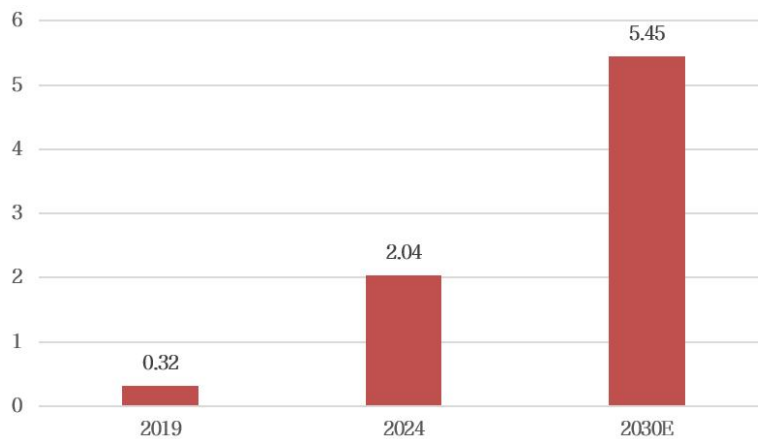
表 8：海外部分国家对阿洛酮糖在食品中使用的规定

国家	发布年份	主要内容
美国	2012	用于面包卷、蛋糕、餐桌调味料等食品，使用量为质量分数 2.1%~100%
美国	2019	将 D-阿洛酮糖排除在标签上声明的“总糖”和“添加糖”量之外，并将其能量按 0.4kcal/g 计算
韩国	2016	将阿洛酮糖卡路里计算标准计为 0kcal/g
韩国	2018	将暂时认可的原料阿洛酮糖添加到附表 3 “新食品配料表”中，并扩大到除获得认证的企业外，所有企业都可以使用
澳大利亚和新西兰	2024	用于焙烤产品(包括面包)、冰淇淋、餐桌调味料等食品，使用量为质量分数 1.5%~100%

数据来源：中国食品科学技术学会食品营养与健康分会。D-阿洛酮糖的科学共识[J]。中国食品学报，东莞证券研究所

全球阿洛酮糖市场规模有望继续快速增长。根据 QY Research 引用的数据，2019-2023 年，全球阿洛酮糖市场规模年均复合增速达到 51.62%，2024 年市场规模同比增长 17.34%至 2.04 亿美元，预计到 2030 年将增长至 5.45 亿美元，对应 2024-2030 年的年均复合增速为 17.8%，保持快速增长水平。

图 33：预计到 2030 年全球阿洛酮糖市场规模将达到 5.45 亿美元（单位：亿美元）



数据来源：QY Research，东莞证券研究所

根据百川盈孚和相关公司公告的数据，我国拥有阿洛酮糖产能约 3 万吨，其中，百龙创园产能 1.5 万吨，三元生物 1 万吨，保龄宝 0.7 万吨，目前规划中的项目总计约 28 万吨。目前我国阿洛酮糖产品全部用于出口，后续若阿洛酮糖在我国正式审批，则其在国内的应用有望加速推开，建议关注百龙创园（605016）。

表 9：我国阿洛酮糖主要公司产能情况

公司	产能（吨）	在建项目
百龙创园	15000	在泰国建设年产12000吨晶体阿洛酮糖、7000吨液体阿洛酮糖项目
三元生物	10000	计划内的10000吨阿洛酮糖产能正在建设中
保龄宝	超5000吨	启动年产2万吨阿洛酮糖（二期）扩产项目

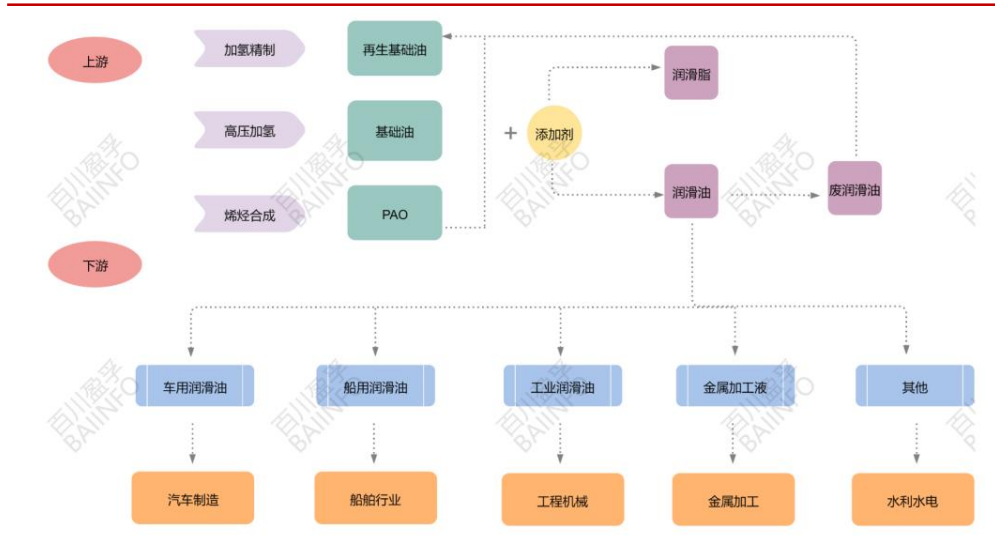
数据来源：百龙创园 2024 年年报，保龄宝 2024 年年报，保龄宝 5 月 7 日在互动平台上对投资者提问的回答，三元生物投资者关系管理信息 20250515，东莞证券研究所

5. 润滑油添加剂：国产替代进程有望加速

润滑油添加剂由一种或多种化合物组成，其在润滑油总量中所占比重通常介于 2%至 30%之间。将润滑油添加剂添加于润滑油中，一方面能够优化润滑油固有特性，另一方面可赋予润滑油全新性能。应用领域方面，润滑油添加剂产品在多个细分市场发挥关键作用。在汽车领域，其广泛应用于汽车发动机润滑油；在公共交通运输领域，铁路机

车发动机油、船舶发动机油同样依赖于它；此外，工业润滑油、润滑脂以及乳化炸药等领域，亦是润滑油添加剂的重要应用场景。

图 34：润滑油产业链图



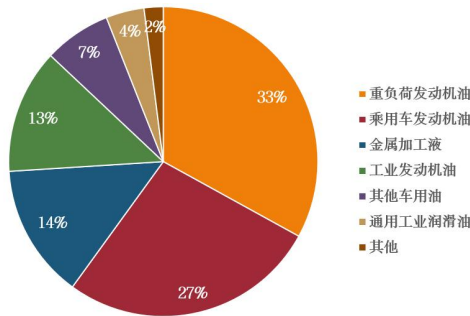
数据来源：百川盈孚，东莞证券研究所

5.1 需求端：润滑油添加剂增速有望维持相对平稳

全球和我国润滑油添加剂需求量维持相对稳定。利安隆 2024 年年报中引用的 QY Research 《2024-2030 全球与中国润滑油添加剂市场现状及未来发展趋势》显示，2023 年全球润滑油添加剂市场销售额达到了 159.9 亿美元，预计 2030 年将达到 182.1 亿美元，2024 年至 2030 年年复合增速为 1.9%。作为全球润滑油添加剂主要消费国之一，我国 2021 年润滑油添加剂表观需求量达 95.01 万吨，2013-2021 年复合增速为 2.99%。

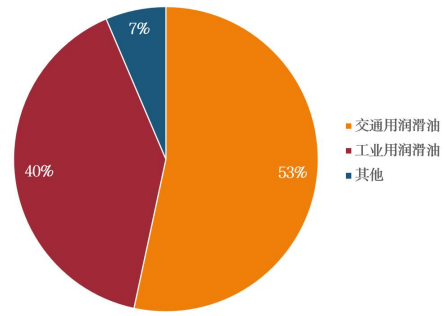
全球润滑油添加剂 70%应用于机动车领域。从下游应用领域来看，根据瑞丰新材招股说明书，全球润滑油添加剂约 70%应用于机动车领域。该领域囊括乘用车发动机润滑油、重负荷发动机润滑油以及其他各类车用润滑油。在机动车领域之后，金属加工液与工业发动机润滑油对添加剂的使用量大致相当。此外，通用工业润滑油以及润滑脂等亦会使用少量润滑油添加剂。其中，PCMO（乘用车发动机润滑油）和 HDMO（重负荷发动机润滑油）在全球润滑油消耗总量中约占 46%。而用于 PCMO 和 HDMO 的润滑油添加剂，在全球润滑油添加剂需求中占比达 60%，这主要归因于这两类油品相较于其他油品，需添加更为大量的添加剂。

图 35：全球润滑油添加剂在不同润滑油中应用的分布情况



数据来源：《瑞丰新材首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，东莞证券研究所

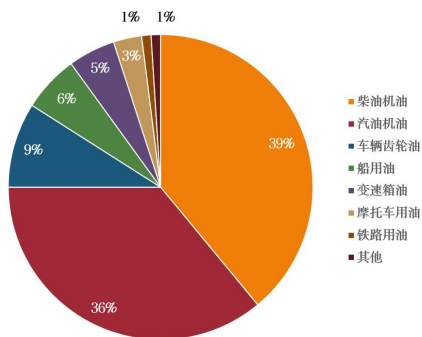
图 36：2024 年我国润滑油以交通用润滑油和工业用润滑油为主



数据来源：中国石化经济技术研究院市场营销研究所，东莞证券研究所

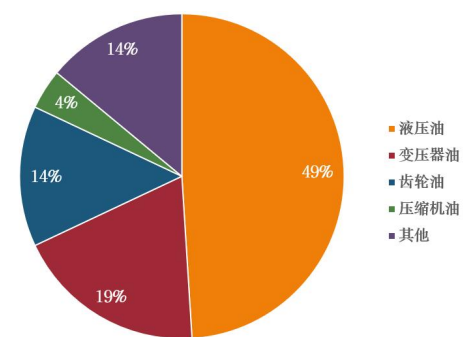
我国润滑油的应用以交通用润滑油和工业用润滑油为主。国内来看，根据中国石化经济技术研究院市场营销研究所的数据，2024 年我国润滑油总体需求量是 639 万吨，同比减少 0.9%。其中，交通用润滑油消费量是 341 万吨，同比减少 2.4%，在我国润滑油市场中占比 53.36%。交通用润滑油中，柴油机油、汽油机油用量占比最大，分别占比 39%和 36%。此外，2024 年我国工业用润滑油消费量是 257 万吨，同比+1.3%，在我国润滑油市场中占比 40.22%。工业用润滑油中液压油占比最大，达到 49%。由于润滑油添加剂的下游直接需求是润滑油，而我国润滑油需求主要是交通用润滑油和工业用润滑油，因此需要分析交通用润滑油和工业用润滑油需求的增长情况。

图 37：2024 年我国交通用润滑油需求结构



数据来源：中国石化经济技术研究院市场营销研究所，东莞证券研究所

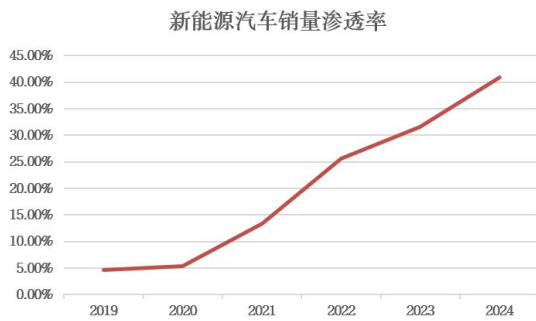
图 38：2024 年我国工业用润滑油需求结构



数据来源：中国石化经济技术研究院市场营销研究所，东莞证券研究所

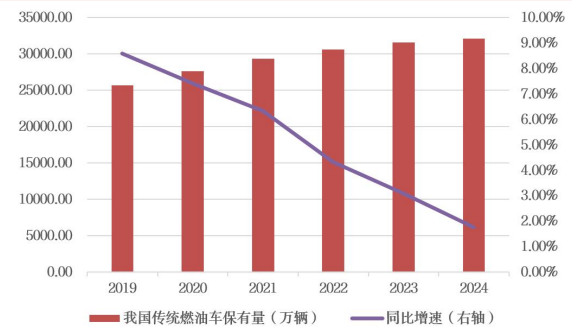
交通用润滑油方面，近年来我国新能源车销量渗透率的提升对传统燃油车的销售形成挤压，新能源车销量渗透率从 2021 年的 13.40%快速上升至 2024 年的 40.93%，使得传统燃油车保有量增速逐步放缓。2019-2024 年，我国传统燃油车保有量同比增速从 8.58%下降至 1.77%，增速明显放缓，对交通用润滑油的需求增速拉动构成不利影响。虽然如此，但近年来新能源车中插电混动汽车占比明显提升，从 2021 的 17.13%上升至 2024 年的 39.96%。由于插电混动汽车相比纯电动车需要使用更多的润滑油，因此其销量渗透率的提升对于交通用润滑油的增量需求形成一定的拉动作用，且一定程度上抵消了传统燃油车保有量增速放缓带来的消极影响。

图 39：2019–2024 年我国新能源汽车销量渗透率变动情况



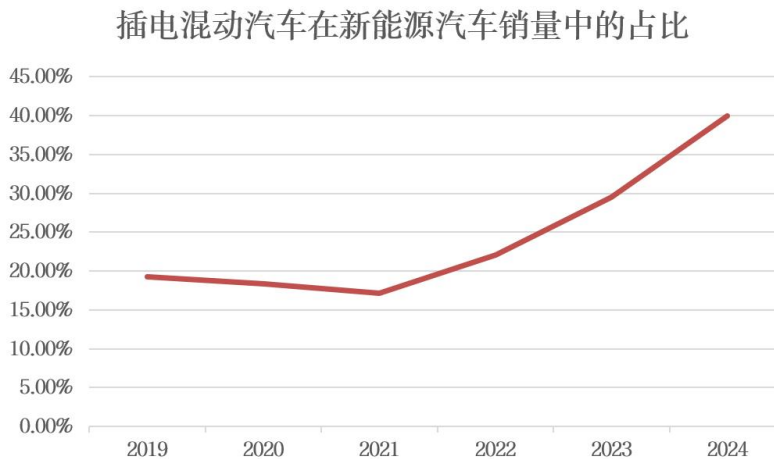
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 40：2019–2024 年我国传统燃油车保有量及其同比增速情况



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 41：我国插电混动汽车在新能源汽车销量中的占比变动情况



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2025 年,我国继续加力支持汽车等消费品以旧换新,有利于推动汽车产销维持稳增。

2025 年 1 月 8 日,国家发展改革委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》(以下简称《通知》)。《通知》明确,扩大汽车报废更新支持范围,即将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。随着汽车以旧换新政策的加力实施,我国 2025 年整体汽车销量有望保持平稳增长。

具体到重卡方面,近年来我国重卡销量波动较大,柴油重卡占比明显下行。根据中汽协的数据,2020–2024 年,我国重卡销量分别是 161.9、139.5、67.2、91.1、90.17 万辆。近年来重卡的销量高点出现在 2020 年,受国三标准重卡车型淘汰政策等因素的影响,当年我国重卡销量达到 161.9 万辆,创下历史新高。2024 年,我国重卡销量为 90.17 万辆,同比下降 1.02%。

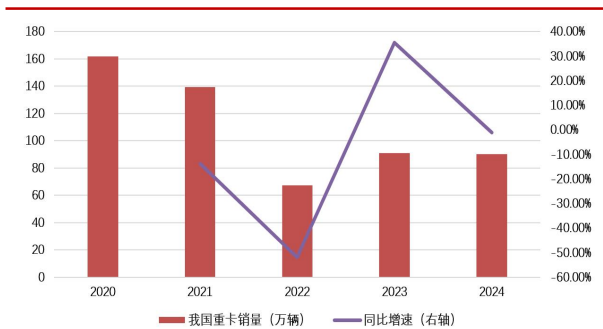
重卡燃料结构方面,受新能源补贴政策和环保要求等因素的影响,柴油车占比下降明显,LNG 和新能源占比快速提升。根据卓创资讯的数据,2020 年,我国重卡销量中,

柴油重卡占比 90.78%，LNG 车型占比不足 10%。然而到了 2024 年，我国柴油重卡销量占比下降至 56.35%，LNG 占比提升至 29.65%，新能源重卡（纯电动和氢燃料）及其他的销量占比合计达到 14%。

随着柴油重卡销量持续被 LNG 和新能源重卡挤占，柴油重卡保有量增速逐步放缓。根据卡车之家、北斗数据，我国柴油重卡保有量从 2023 年的 644.2 万辆增加到 2024 年的 651.8 万辆，同比增长了 1.2%。虽然随着 LNG 和新能源重卡销量占比的持续提升，柴油重卡的保有量将逐步达峰，但 LNG 重卡占比的提高也有利于增加专用的燃气发动机润滑油的需求量。

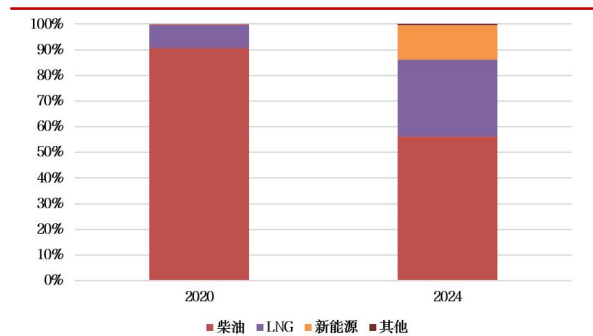
综合来看，虽然随着新能源汽车渗透率的提升，我国传统燃油车保有量增速将下行，但插电混动汽车销量保持快增，且今年我国继续加力刺激汽车消费，汽车整体销量有望维持稳定增长，交通用润滑油的需求量短中期有望维持相对平稳。

图 42：2019-2024 年我国重卡销量增长情况



数据来源：商用汽车公众号，东莞证券研究所

图 43：2020 年和 2024 年我国重卡燃料结构占比情况

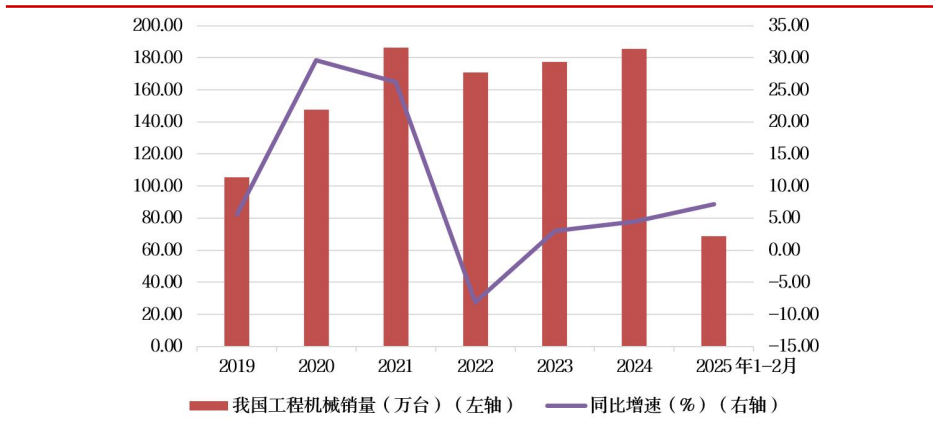


数据来源：卓创资讯，东莞证券研究所

在工业用润滑油的下游应用领域中，工程机械行业占据着重要地位。从存量的角度来看，据中国工程机械工业协会数据，截至 2023 年底，中国工程机械主要产品保有量在 862 万台-934 万台之间，同比增长 0.75%。从增量的角度来看，近年来工程机械市场销量呈现出显著的波动态势。2020 年至 2021 年期间，我国工程机械销售量分别达到 147.53 万台和 186.12 万台，同比增长率分别为 29.60%和 26.20%，处于近年来的高位。这一增长主要得益于海外市场出口需求的增长以及国内房地产、采矿业投资的拉动。

进入 2022 年，受房地产投资下行等因素的影响，我国工程机械销量出现下滑，降至 170.98 万台，同比降幅达 8.13%。随后在 2023 年至 2024 年，市场销售情况有所回暖，销量分别增长至 177.52 万台和 185.50 万台，同比增幅分别为 2.99%和 4.50%。2025 年 1-2 月，我国工程机械销售量已达 27.61 万台，同比增长 7.18%。受益于基建投资、采矿业投资、设备更新政策等的推动，2024 年及 2025 年 1-2 月，工程机械销量增速有所加快。

图 44：2019–2025 年前两个月，我国工程机械销量同比增长情况



数据来源：iFind，东莞证券研究所

从政策来看，2025 年 1 月 8 日，国家发展改革委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》（以下简称《通知》）。《通知》明确，增加超长期特别国债支持重点领域设备更新的资金规模，在继续支持工业、用能设备、能源电力、交通运输、物流、环境基础设施、教育、文旅、医疗、老旧电梯等设备更新基础上，将支持范围进一步扩展至电子信息、安全生产、设施农业等领域。

2025 年 3 月 11 日，十四届全国人大三次会议批准了《关于 2024 年中央和地方预算执行情况与 2025 年中央和地方预算草案的报告》，其中 2025 年新增地方政府专项债务限额 44000 亿元，比上年增加 5000 亿元，增长幅度为 12.8%。今年新增地方政府专项债规模首次突破 4 万亿元，有利于扩大有效投资，推动基建投资较快增长，同时允许专项债收购存量商品房用作保障性住房，有助于稳定房地产市场，利好工程机械国内需求提升。

整体来看，国家出台一系列鼓励设备更新的政策措施，有利于推动老旧设备置换；同时，今年新增专项债规模快速扩张，有利于地方政府积极推进交通、能源、水利等重大项目建设，并直接拉动挖掘机、起重机、装载机等各类工程机械的市场需求，预计 2025 年工程机械产销量有望实现较快增长。目前我国工程机械行业已进入存量市场阶段，在系列政策的推动下，短中期内我国工程机械保有量有望维持平稳增长，从而带动润滑油添加剂需求量的稳步提升。

综合来看，**交通用润滑油方面**，虽然随着新能源汽车渗透率的提升，我国传统燃油车保有量增速将持续下行，但插电混动汽车销量保持快增，且今年我国继续加力刺激汽车消费，汽车整体销量有望维持稳定增长，交通用润滑油的需求量短中期有望维持相对平稳。**工业用润滑油方面**，国家出台一系列鼓励设备更新的政策措施，有利于推动老旧设备置换；同时，今年新增专项债规模快速扩张，有利于地方政府积极推进交通、能源、水利等重大项目建设，并直接拉动挖掘机、起重机、装载机等各类工程机械的市场需求，预计 2025 年工程机械产销量有望实现较快增长。目前我国工程机械行业已进入存量市场阶段，在系列政策的推动下，短中期内我国工程机械保有量有望维持平稳增长，从而带动润滑油添加剂需求量的稳步提升。

5.2 供给端：外资企业市占率高，国产替代空间大

由于润滑油添加剂行业具有极高的技术、客户准入及资金等门槛，全球来看，润滑油添加剂的供应高度集中，主要由少数国际企业主导。我国方面，由于我国发动机工业发展相对滞后，润滑油添加剂产业也因而起步较晚，我国发动机用油标准及测试评价标准长期参照美国标准。尤其在高端内燃机、风电、核电、军工装备等领域，高端润滑油及添加剂市场被国外企业所垄断，内燃机油复合剂配方通常需获得美国石油学会（API）认证。

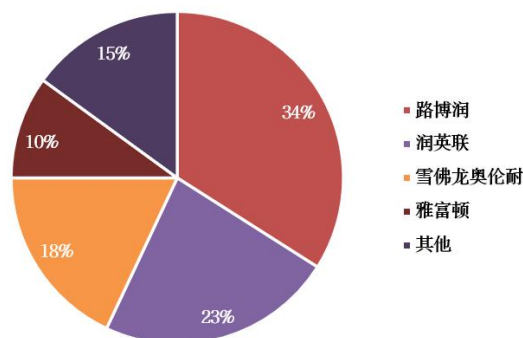
回顾国际市场，20 世纪 90 年代末期，润滑油添加剂行业经历了一轮大规模的企业兼并与收购浪潮，此后产业集中度逐步提高，逐步形成了由路博润（Lubrizol）、润英联（Infineum）、雪佛龙奥伦耐（Chevron Oronite）和雅富顿（Afton）这四家国际知名润滑油添加剂企业主导的市场竞争格局。这四家企业均拥有悠久的发展历史，在技术研发和市场拓展方面积累了深厚的经验，共同占据全球约 85% 的添加剂市场份额。四大润滑油添加剂企业主要以复合剂销售为核心业务，其生产的单剂大多是内部自用；对于自身未生产或产能不足的单剂产品，则从外部单剂供应商处采购。

表 10：全球四大润滑油添加剂企业基本情况

公司名称	成立时间	总部	核心业务
路博润	1928年	美国俄亥俄州	路博润的优势在于复合剂品种齐全，基本上能为所有主要门类的润滑油提供相应的复合剂。主要产品有发动机油复合剂，车辆传动系统用油复合剂，液压油、工业齿轮油、汽轮机油等工业油复合剂以及金属加工油复合剂。
润英联	1999年	英国	润英联在车用润滑油添加剂方面比较有竞争优势。主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂。
雪佛龙奥伦耐	1917年	美国加利福尼亚州	雪佛龙奥伦耐公司在复合剂方面有很强的实力，主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、天然气发动机油复合剂、铁路机车及船用油复合剂以及抗磨液压油复合剂。
雅富顿	2004年	美国弗吉尼亚州	雅富顿主要产品有汽油机油复合剂、柴油机油复合剂、铁路机车及船用油复合剂、车辆传动系统用油复合剂，在工业油方面，主要产品有液压油、工业齿轮油、拖拉机油及润滑脂复合剂。

资料来源：《瑞丰新材首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，东莞证券研究所

图 45：全球润滑油添加剂市场集中度高



数据来源：《瑞丰新材首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，东莞证券研究所

我国润滑油添加剂产业起步虽晚，但自 20 世纪 50 年代初步创立以来，通过自主研发与技术引进并行的发展路径，历经多年的积累与进步，已具备相当的生产规模。近年来，国内民营润滑油添加剂企业从单剂产品及中低端复合剂产品的生产领域切入，在保持成本优势的同时，持续加大研发投入，提升产品技术含量，并以积极主动的态度服务下游厂商。在此推动下，国产添加剂市场份额稳步增长，在高端复合剂市场亦取得阶段性突破。2016 年 9 月，发动机润滑油中国标准开发创新联盟正式成立，此后，契合中国发动机技术特性的润滑油标准体系及产品技术标准将逐步推出。一系列举措将在一定程度上打破外资润滑油添加剂产品的先发优势，助力国内润滑油添加剂企业提升市场竞争力。

近年来，逆全球化趋势渐兴，地缘政治冲突加剧，全球润滑油添加剂供应链或遭受挑战。中国润滑油添加剂行业起步相对较晚，国内企业在市场份额方面仍有较大的提升空间。

目前我国的润滑油添加剂产能约有 100 万吨，外资企业产能占比约 36%。其中，路博润在珠海拥有 23.8 万吨的产能。润英联在张家港建有 10 万吨的产能，同时其与中石化合资的上海海润拥有 4 万吨的润滑油添加剂产能。雪佛龙奥伦耐在宁波拥有 1 万吨的产能，同时另有 2 万吨在建。雅富顿在苏州拥有 0.6 万吨产能。虽然四大润滑油添加剂企业在我国建有本土工厂，但部分企业的单剂仍依赖进口，且部分进口和产自美国，预计贸易摩擦将对四大润滑油添加剂企业在中国的供应产生不同程度的影响。

内资企业产能方面，中石油的润滑油添加剂产能约 9.4 万吨，中石化（与润英联合资的上海海润）拥有 4 万吨产能，瑞丰新材拥有产能 31.5 万吨，利安隆拥有产能 13.3 万吨，无锡南方拥有产能 5 万吨，合计共 63.2 万吨。

表 11：我国润滑油添加剂产能情况

	公司	产地	已有产能（万吨/年）	在建产能
外资	路博润	珠海	23.8	
	润英联	张家港一期	10	
		张家港二期		项目尚未投产
	雪佛龙奥伦耐	宁波一期	1	
		宁波二期		5万吨（2万吨在建，3万吨计划建设）
	雅富顿	苏州	0.6	
	总计		35.4	
内资	中石油	兰州	6.6	
		锦州	2.8	
	上海海润（中石化 50%+润英联 50%）	上海	4	
	瑞丰新材	新乡	31.5	43.5万吨项目在建
	利安隆	锦州	13.3	3万吨单剂扩产
	无锡南方	无锡	5	
	总计		63.2	
	合计		98.6	

资料来源：观研天下，瑞丰新材 2024 年年报，利安隆 2024 年年报，东莞证券研究所

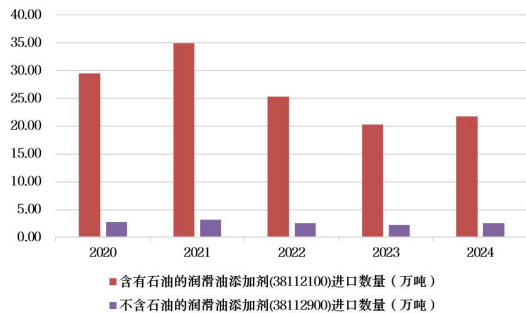
对外进口方面，根据海关总署的数据，2020-2024 年，我国从国外进口的润滑油添加剂大致在 30 万吨上下波动，2024 年，我国进口润滑油添加剂 24.32 万吨，同比增长

7.74%。从进口国别来看，根据润滑油聚焦公众号、隆众资讯的数据，2020-2024 年，我国从美国进口的润滑油添加剂数量占比大致在 14%-25%之间。2024 年，我国从美国进口 3.88 万吨润滑油添加剂，在含有石油的润滑油添加剂的进口量中占比 17.82%。

近年来，国际贸易呈现出复杂性和多变性态势，贸易保护主义再度抬头。在润滑油添加剂领域，我国外资企业的部分产品及单剂原料进口自美国，随着贸易摩擦的升级，外资企业的进口成本将明显增加。预计贸易摩擦将对这部分外资产品的市场竞争力产生较大负面影响，其市场份额或将出现下滑。

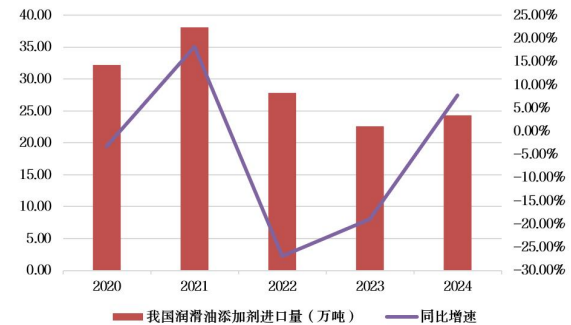
与之形成鲜明对照的是，我国内资润滑油添加剂企业近年来持续加大研发投入，技术水平稳步提升，产品质量与国际先进水平的差距逐步缩小。在贸易摩擦的背景下，供应链安全至关重要，润滑油客户开始将关注点转向本土内资企业，内资企业有望借此契机扩大市场份额，提升我国润滑油添加剂行业的自主可控能力。

图 46：2020-2024 年，我国含有石油的润滑油添加剂进口量和不含石油的润滑油添加剂进口量变动情况



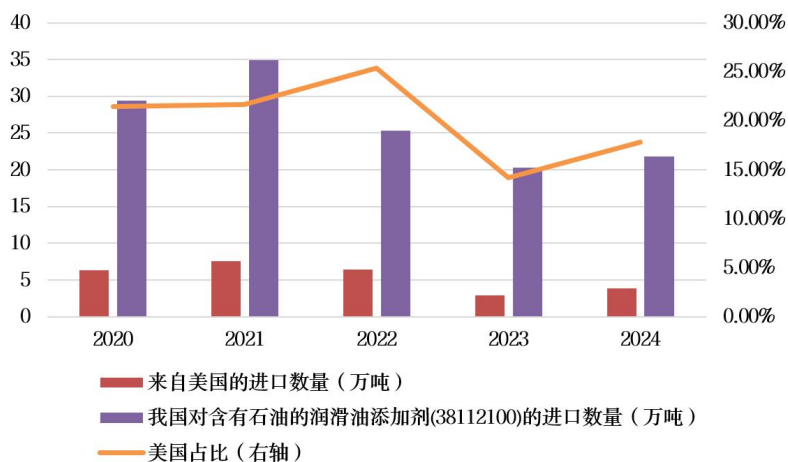
数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

图 47：2020-2024 年我国润滑油添加剂（包括含有石油的和不含石油的润滑油添加剂）进口量变动情况



数据来源：iFind，海关总署，东莞证券研究所

图 48：2020-2024 年我国从美国进口的含有石油的润滑油添加剂占比变动情况



数据来源：润滑油聚焦公众号、隆众资讯，东莞证券研究所

综合来看，需求端，润滑油添加剂下游的交通用润滑油、工业用润滑油有望随着终端应用领域的汽车、工程机械销量和保有量的增长而增长，但由于以上市场均已进入存量市场阶段，预计增速将保持相对稳定。供给端，目前我国润滑油添加剂仍需每年对外进口 20-30 万吨，其中部分来自美国，在贸易摩擦背景下，供应链安全备受重视，有望加速国产替代进程，内资厂商市场份额有望实现提升。个股方面建议关注瑞丰新材（300910）和利安隆（300596）。

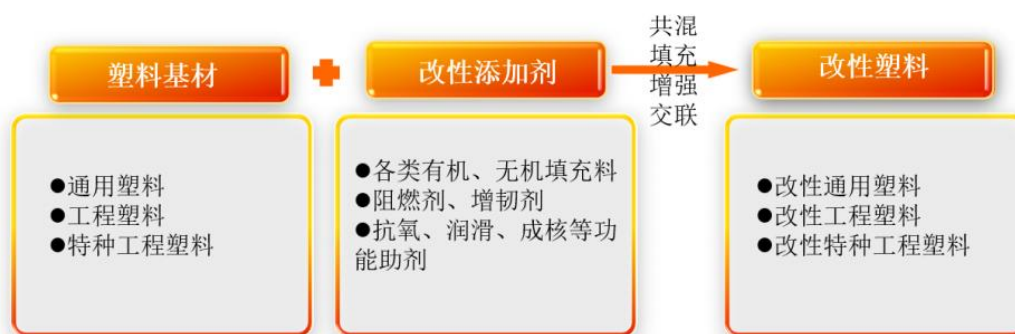
6. 改性塑料：消费品以旧换新加力实施有望推动下游需求向好

6.1 改性塑料行业竞争格局较为分散

塑料材料是以合成树脂为主要原料的高分子材料，具有良好的可塑性。根据市场需求、物理特性和价格的不同，塑料通常分为三大类：通用塑料、工程塑料和特种工程塑料。尽管这些塑料产品展现出多种优良性能，但单一成分的塑料仍面临物理特性不足的问题，并且存在易燃、易老化和强度不足等固有缺陷。因此，在汽车、轨道交通和电器等领域的应用中，往往需要对塑料进行改性以满足特定要求。

塑料改性主要是以通用塑料、工程塑料或特种工程塑料为基础，辅以各种有机和无机填充料及功能助剂，通过填充、增韧、增强、共混和合金化等技术手段，提升塑料在力学、流变性、燃烧性以及电、热、光、磁等方面的性能。根据功能，塑料改性可分为阻燃改性、抗静电改性、抗老化改性、降解改性和功能化改性等；而按改性过程则主要分为物理改性和化学改性。

图 49：改性塑料示意图



数据来源：《富恒新材向不特定合格投资者公开发行股票并在北京证券交易所上市招股说明书》，东莞证券研究所

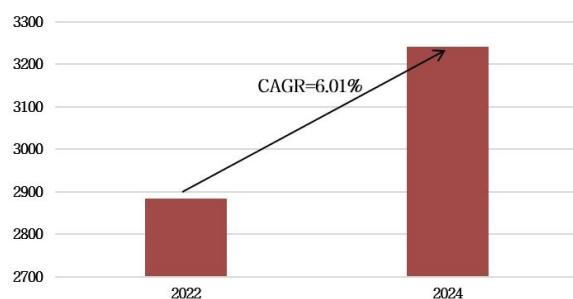
中国改性塑料产业规模庞大，但企业分布较为分散，行业集中度有待提高。改性塑料应用范围广泛，新能源、人工智能、物联网等新兴技术的发展进一步拓宽了改性塑料的应用场景，造就了改性塑料巨大的市场规模。同时，不同应用领域和终端产品对改性塑料的性能要求各异，使得改性塑料在实际应用中呈现出非标准化和定制化的特点，导致市场上改性塑料品种繁多。各厂商通常专注于特定的细分市场和客户群体，难以全面覆盖市场需求，导致行业格局分散，竞争激烈。

中高端改性塑料产品国产替代空间广阔。目前，国内改性塑料领域的上市公司众多，包括金发科技、国恩股份、会通股份、普利特、道恩股份、南京聚隆和聚赛龙等。然而，在中高端改性塑料产品市场，国内企业的市场份额相对较小，与杜邦、巴斯夫、朗盛等集原料供应、改性设备、品牌建设、技术研发和产品销售于一体的国际大型化工企业在资金规模和技术实力上存在较大差距。近年来，部分国内改性塑料企业通过技术创新、生产工艺优化，以及性价比和本地化服务的优势，在部分中高端产品领域逐步实现进口替代，未来国产替代的趋势有望进一步增强。

6.2 汽车、家电以旧换新补贴政策加力实施，有望带动改性塑料需求增长

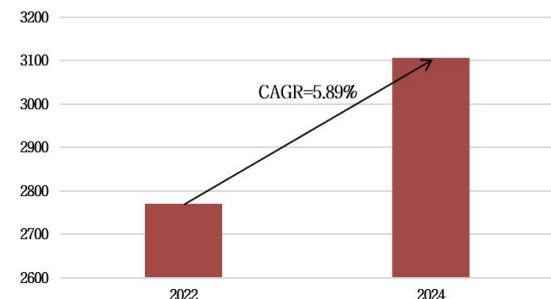
改性塑料下游应用领域广泛，我国塑料改性化率仍有提升空间。目前，改性塑料凭借其质轻、易塑、价廉、性能丰富的优点，被广泛应用于家用电器、汽车工业、消费电子、信息通讯等下游领域。国内来看，根据中商产业研究院的数据，2016-2021 年我国改性塑料产量由 1,563 万吨提升至 2,650 万吨，年均复合增速是 11.14%，预计 2022 年改性塑料产量将达到 2,884 万吨，同比增长 8.83%，2024 年将增至 3,421 万吨，相比 2022 年增长 18.62%，维持快速增长势头。市场规模方面，2022 年我国改性塑料市场规模约为 2,771 亿元，同比增长 6.44%，2023 年我国改性塑料市场规模将达 2,939 亿元，预计 2024 年将达 3,107 亿元。近年来我国的塑料改性化率从 2011 年的 16.3% 逐步提升至 2021 年的 24%，但与全球 50% 的改性化率相比仍有较大提升空间。

图 50：2022-2024 年预计我国改性塑料产量（万吨）年均复合增速为 6.01%



数据来源：《富恒新材向不特定合格投资者公开发行股票并在北京证券交易所上市招股说明书》，东莞证券研究所

图 51：2022-2024 年预计我国改性塑料市场规模（亿元）年均复合增速为 5.89%



数据来源：《2022 年会通新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券 2024 年跟踪评级报告》，东莞证券研究所

6.2.1 汽车领域

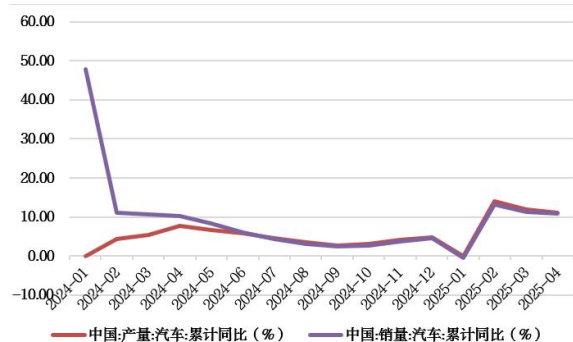
轻量化和环保节能已成为汽车行业的主导趋势。相较于传统金属材料的高密度和成本，塑料因其卓越的综合性能和经济性，逐渐在汽车制造业中占据一席之地。特别是随着改性塑料技术的不断进步，其在阻燃、机械强度、抗冲击、韧性和可塑性等方面的性能提升，使其能够更好地适应汽车产业的设计需求。改性塑料的应用有助于减轻车辆的整体重量，不仅增强了汽车的动力性能，还有效降低了能源消耗。根据中国汽车工程学会发布的《节能与新能源汽车技术路线图（2.0 版）》，轻量化技术被列为重点发展领域，预计到 2035 年，燃油乘用车的轻量化系数将降低 25%，而纯电动乘用车的轻量化系

数将降低 35%。由于新能源汽车增加了电池组模块、充电设施等，其对改性工程塑料的需求相比传统燃油车有所提高，每辆新能源车大约需要 30 公斤的工程塑料用量。随着新能源汽车渗透率的提升，轻量化趋势下，预计改性塑料需求量有望持续增长。

近年来我国汽车产量增速有所波动。2018-2020 年，我国汽车产量呈下降趋势，产量同比增速分别为-3.80%、-8.00%和-1.40%，主要是受中美经贸摩擦、环保标准切换、经济波动影响消费意愿等因素的影响。进入 2021 年，汽车市场出现回暖迹象，企业复工复产进展顺利，加之新能源汽车技术进步和市场接受度的提升，以及关键零部件供应能力的增强，推动了新能源汽车的快速增长。在此背景下，2021-2023 年，我国汽车产量分别实现了 4.80%、3.40%和 9.30%的同比增长，新能源汽车产量的增长更是分别达到了 145.60%、97.50%和 30.30%。2024 年，随着以旧换新补贴政策等的出台落地，以及新能源汽车在供应方面的持续增强，消费者的购买意愿明显提升，推动新能源汽车产销量保持快速增长。2024 年，我国新能源车产量累计同比增长 38.70%，保持快速增长水平；汽车产量累计同比增长 4.80%，整体汽车产量增速保持平稳。

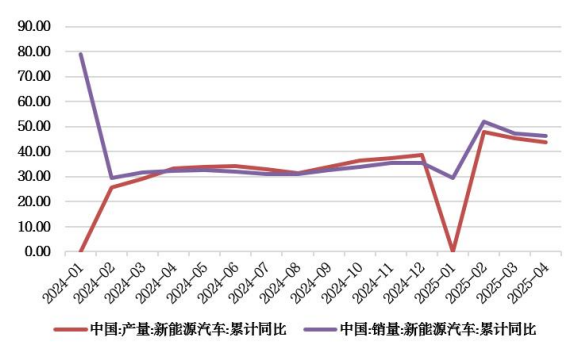
2025 年 1 月 8 日，国家发展改革委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》（以下简称《通知》）。《通知》明确，扩大汽车报废更新支持范围，即将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入可申请报废更新补贴的旧车范围。2025 年 1-4 月，我国新能源汽车需求持续向好，销量同比快速增长 46.25%，产量同比增长 43.70%，推动汽车产销量分别同比增长 11.10%和 10.80%。随着汽车以旧换新政策的加力实施，我国 2025 年新能源汽车销量有望保持快速增长，从而带动改性塑料产品需求的提升。

图 52：2024 年以来我国汽车产量、销量累计同比增速情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图 53：2024 年以来我国新能源汽车产量、销量累计同比增速情况（单位：%）



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

6.2.2 家电领域

随着家电行业的不断发展，塑料在家电中的使用量急剧上升，已经成为家电领域中仅次于钢铁的第二重要材料。洗衣机和冰箱在制造过程中使用塑料原材料的比例高达 30%至 40%，而在电视机的生产中，塑料的使用比例则在 23%到 25%之间，空调器的塑料使用率大约为 11%。改性塑料因其良好的特性被广泛用于家电产品的外壳、风扇叶片、装饰件等部件，几乎所有用于家电的塑料都需要经过改性处理以满足特定需求。由于家

电行业与房地产市场的周期性密切相关，而近年来受到房地产市场波动和宏观经济压力的影响，我国限额以上企业家电零售额出现了波动。

图 54：2015–2024 年我国限额以上企业家用电器和音像器材类商品销售额年度同比增速情况（单位：%）



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

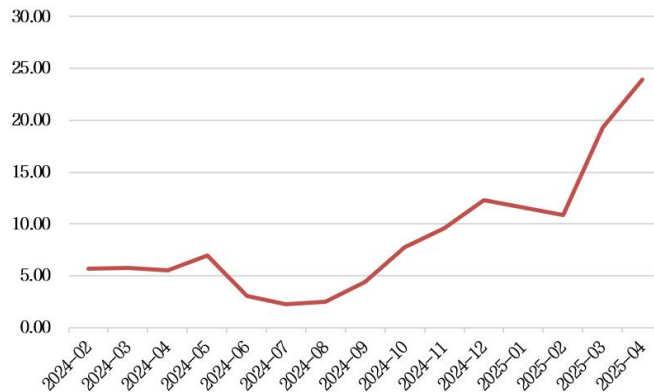
自 2024 年起，家电行业迎来了一系列政策支持，特别是在 2 月 23 日的中央财经委员会第四次会议上，强调了加快产品更新换代是推动高质量发展的重要举措，要鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。3 月 1 日，国务院常务会议审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。7 月 24 日，国家发展改革委和财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，明确支持家电产品以旧换新，对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格 5% 的补贴。8 月初，消费品以旧换新领域 1500 亿元国债资金已全部下达到地方。受家电补贴政策的带动，2024 年，我国限额以上企业家用电器和音像器材的零售额同比增长 12.30%，增速比上年加快 11.8 个百分点。

2025 年 1 月 8 日，国家发展改革委、财政部发布《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》（以下简称《通知》）。《通知》明确，加力支持家电产品以旧换新，继续支持冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品以旧换新，将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等 4 类家电产品纳入补贴范围；将每位消费者购买空调产品最多补贴 1 件增加到 3 件；2024 年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，2025 年购买同类家电产品可继续享受补贴。受政策加力支持家电以旧换新的影响，今年 1–4 月，我国限额以上企业家用电器和音像器材的零售额同比增长 23.90%，相比 1–3 月加快 4.6 个百分点，同比加快 18.40 个百分点，家电销售维持高景气。

2025 年，随着我国家电以旧换新政策的加力实施，国内需求有望维持景气；同时，海外新兴市场的家电渗透率相对较低，利好我国家电出口继续快增。而中美贸易摩擦缓

冲期下，抢出口或将继续支撑家电外贸需求，因而改性塑料销量有望继续增长。

图 55：2024年以来我国限额以上企业家用电器和音像器材类商品销售额累计同比增速变动情况（单位：%）



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

总的来看，近年来我国的塑料改性化率从2011年的16.3%逐步提升至2021年的24%，但与全球50%的改性化率相比仍有较大提升空间。随着我国消费品以旧换新政策加力实施，改性塑料下游需求有望持续改善，建议关注金发科技（600143）和普利特（002324）。

7.投资策略

供需格局改善值得期待，关注细分领域结构性机会。一方面，一季度基础化工板块在建工程规模连续两个季度环比下降，同时重要会议明确要整治“内卷式”竞争，行业供给正逐步趋于理性。另一方面，稳需求政策持续出台落地，下游需求改善值得期待，有望带动基础化工行业供需格局逐步向好。细分板块来看，一是关注行业供给端受政策约束的制冷剂板块；二是关注无糖、减糖趋势下需求端有望保持景气的甜味剂板块；三是关注新形势下国产替代有望加速的润滑油添加剂板块；四是关注消费品以旧换新政策加力实施下，汽车、家电产销向好有望拉动塑料需求的改性塑料板块。

制冷剂：2025年二代制冷剂配额加速削减，三代制冷剂配额继续冻结，供给端约束不改。需求端，近期空调排产数据、新能源车产销数据依然表现亮眼，在我国加力支持消费品以旧换新的背景下，今年空调、新能源汽车产销有望维持良好增长，利好制冷剂需求继续提升。同时，目前主流制冷剂内外贸价格趋同，有利于相关企业业绩进一步释放，建议关注三美股份（603379）和巨化股份（600160）。

甜味剂：三氯蔗糖方面，下游旺季将至，行业集中度高、协同性好，三氯蔗糖价格存在上涨可能，建议关注金禾实业（002597）。阿洛酮糖方面，由于其甜味及口感与蔗糖接近，但热量却远低于蔗糖，其还可与食物中的氨基酸或蛋白质发生美拉德反应，因此在食品、保健和医疗领域具有重要的应用价值。目前我国阿洛酮糖产品全部用于出口，后续若阿洛酮糖在我国正式审批，则其在国内的应用有望加速推开，建议关注百龙创园（605016）。

改性塑料:近年来我国的塑料改性化率从2011年的16.3%逐步提升至2021年的24%，但与全球50%的改性化率相比仍有较大提升空间。2025年我国消费品以旧换新政策加力实施，国内汽车、家电需求有望维持景气，且抢出口预期仍存，改性塑料下游需求有望继续向好，建议关注金发科技（600143）、沃特股份（002886）和普利特（002324）。

润滑油添加剂:需求端，润滑油添加剂下游的交通用润滑油、工业用润滑油有望随着终端应用领域的汽车、工程机械销量和保有量的增长而增长，但由于以上市场均已进入存量市场阶段，预计增速将保持相对稳定。供给端，目前我国润滑油添加剂仍需每年对外进口20-30万吨，其中部分来自美国，在贸易摩擦背景下，供应链安全备受重视，有望加速国产替代进程，内资厂商市场份额有望实现提升。个股方面建议关注瑞丰新材（300910）和利安隆（300596）。

表 12：重点公司盈利预测（截至6月9日收盘价）

代码	股票名称	股价（元）	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
002597	金禾实业	24.78	0.98	2.07	2.69	25.29	11.97	9.21	买入	维持
605016	百龙创园	26.99	0.58	0.82	1.05	46.53	32.91	25.70	增持	首次
603379	三美股份	48.50	1.28	3	3.66	37.89	16.17	13.25	买入	维持
600160	巨化股份	27.29	0.73	1.41	1.78	37.38	19.35	15.33	买入	维持
600143	金发科技	10.37	0.31	0.53	0.72	33.24	19.57	14.40	买入	维持
002324	普利特	10.44	0.13	0.48	0.58	80.31	21.75	18.00	买入	维持
300596	利安隆	28.48	1.86	2.24	2.58	15.34	12.71	11.04	增持	维持
300910	瑞丰新材	59.50	2.44	3	3.62	24.39	19.83	16.44	增持	维持

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所（百龙创园、普利特、利安隆和瑞丰新材使用了同花顺的机构一致预测）

8. 风险提示

- （1）油价、煤价等上游能源价格剧烈波动导致化工产品价差收窄风险；
- （2）宏观经济波动风险；
- （3）房地产、基建、汽车、家电需求不及预期风险；
- （4）部分化工产品新增产能过快释放导致供需格局恶化风险；
- （5）行业竞争加剧风险；
- （6）贸易摩擦影响产品出口风险；
- （7）海运费波动影响出口风险；
- （8）天灾人祸等不可抗力事件的发生。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn