仅供内部参考，请勿外传

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

化工行业2026年Q4投资策略

守得云开见月明，看好化工核心资产

西南证券研究院
化工研究团队
2026年9月

仅供内部参考，请勿外传

核心观点

- 2026年二季度以来，美伊冲突持续反复，原油价格宽幅震荡，市场对于化工行业的关注从最初的上游油气开采，到煤化工替代逻辑，再到后来的化工品涨价，轮动较快。进入三季度，随着海峡放开预期的升温，原油价格进入下降通道，石化包括下游化工品价格大多回到冲突前水平，站在目前这个位置上，我们认为“风物长宜放眼量”，化工行业的投资机会将回到自身基本面上，短期扰动不改化工核心资产的价值。
- **化工自身基本面仍在改善。**从短期看，二季度受原油价格以及化工品价格急涨影响，化工多数子行业推迟补库，造成二季度库存水平下降。进入三季度以及临近传统金九银十旺季，化工部分子行业存在补库行情；从中长期看，化工的大逻辑没有变化，供给端无论是海外还是国内，仍在以不同速度出清，而需求端，不同子行业需求增速差异明显：对于传统化工品，需求弱补库，我们更多关注供给端强约束或有高定价权的板块；对于新材料，需求高增速，我们主要关注产业趋势带来的材料国产化机会。
- 具体子行业包括：

- **传统周期：**我们主要关注**炼化、煤化工、磷化工及农化、氨纶、制冷剂、染料**等子行业。炼化行业供给端约束较强，海外产能退出，裂解价差及化工品价差均持续修复；煤化工龙头企业得益于稳定的煤炭供应，在原油价格大幅波动的情况下体现了盈利的弹性和韧性；磷化工及农化行业下游农需增速稳定，上游磷矿石钾矿等资源属性明显；氨纶行业供给存在收缩预期，而需求端在运动服饰的带动下增速明显优于其他品种；制冷剂供给端受到严格限制，且行业集中度高，价格中枢稳步上行；染料行业尤其是中间体供给格局更为集中，挺价诉求将带来明显的价格弹性。
- **新材料国产替代：**我们主要关注润滑油添加剂、湿电子化学品、SAF等方向。无论是传统行业还是电子、生物制造行业，国产替代空间巨大。
- **相关标的：**恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、宝丰能源、卫星化学、云天化、华鲁恒升、川恒股份、云图控股、扬农化工、润丰股份、亚钾国际、东方铁塔、华峰化学、新乡化纤、巨化股份、三美股份、浙江龙盛、瑞丰新材、利安隆、翰博高新、雅克科技、鼎龙股份等。

- **风险提示：**行业产能持续投放的风险、上游原材料价格波动的风险、下游需求持续低迷的风险、进出口政策扰动的风险等。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1 化工：风物长宜放眼量

2 传统周期：炼化、煤化工、磷化工及农化、氨纶、制冷剂、染料

3 新材料：润滑油添加剂、湿电子化学品、SAF

4 投资建议

5 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

1 化工资本开支继续处于负值区间

- **中国化工产品价格指数（CCPI）美伊冲突以来显著回落。**CCPI体现了化工行业的景气度，2022年6月以来CCPI经历了持续回落，进入2026年，美伊冲突刺激了原油及下游化工品价格的暴涨，5月以来，随着冲突的边际缓和，化工品价格显著回落。
- **中国化工资本开支仍处于收缩区间。**2025年6月，化工行业固定资产投资完成额累计同比-1.10%，为2021年以来首次转负，意味着化工行业供给侧已走向出清，此后同比降幅逐步扩大。2024年12月的中央经济工作会议明确将“综合整治‘内卷式’竞争，规范地方政府和企业行为”列为2025年的重点任务之一，2026年 “反内卷”整治行动继续向纵深推进。在“反内卷”政策指引下，化工行业资本开支继续处于负值区间。

中国化工产品价格指数



中国化工固定资产投资完成额累计同比（%）



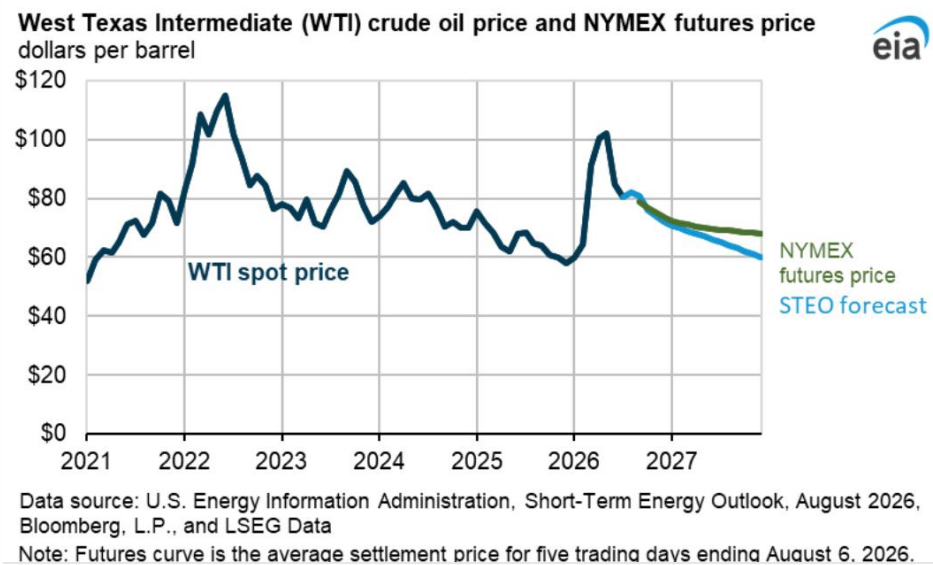
数据来源：wind，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

1 原油价格短期波动不改长期下行趋势

■ **原油价格预计仍将下行。**化工上游原料原油价格在2025年呈现下降趋势，主要系原油产量的增长和浮动储存油的增加，超过了俄罗斯和委内瑞拉紧张局势引发的石油出口潜在中断的影响。根据美国能源信息署EIA 2026年8月最新预测，预计中东大部分原油产量将在2027年初恢复到接近冲突前的平均水平;但每天约60万桶的持续中断将持续到明年年底。预计2026年第三季度布伦特原油现货价格平均约为每桶85美元。预计布伦特现货价格将在2027年逐步降至平均69美元/桶。

2026年8月EIA对于原油价格的预测



美国天然气和中国煤炭价格



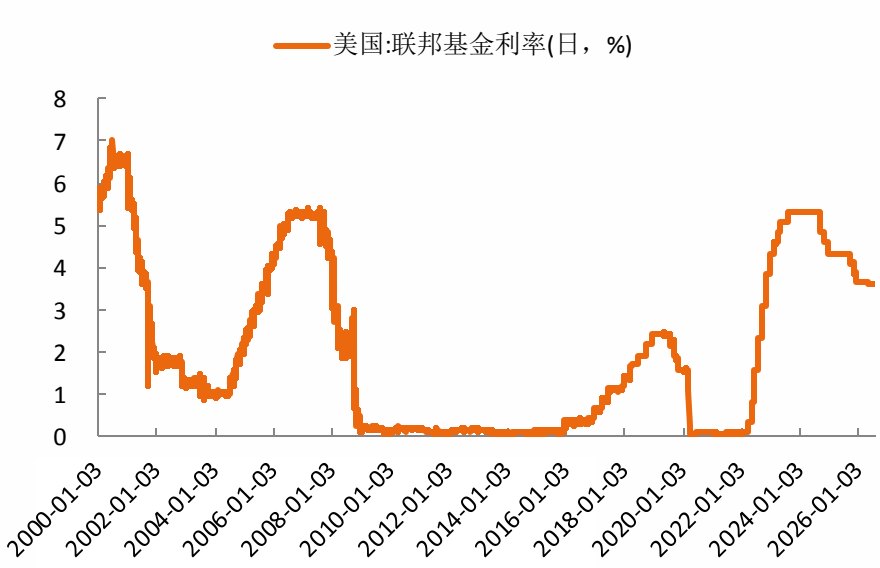
数据来源：EIA，wind，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

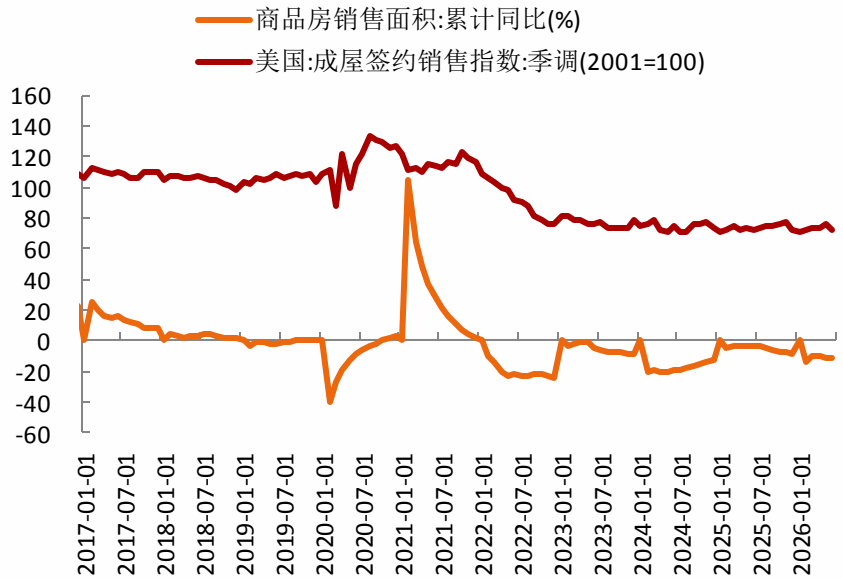
1 化工需求端具有较大修复空间

- **需求端，美联储降息有空间。**目前美国联邦基金利率目标区间为3.50%-3.75%，回顾2000年以来，美联储利率有明显调节空间，后续随着原油价格对于通胀的影响减弱，降息空间有望重新打开，从而提振化工下游需求。
- **全球地产顺周期的弹性可能被市场所低估。**化工行业下游主要包括地产建筑、汽车和家电制造、纺服、农业以及电子等，其中地产为化工乃至经济的压舱石。近几年我国地产承压以及美国地产低迷，市场对于地产顺周期的预期较低，但我们认为2026-2027年在中国地产刺激政策进一步发力，以及美国降息逐步传导至地产侧的背景下，地产带来的周期力量不容低估。

美国联邦基金利率



中美地产销售数据



数据来源：wind，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1 化工：风物长宜放眼量

2 传统周期：炼化、煤化工、磷化工及农化、氨纶、制冷剂、染料

3 新材料：润滑油添加剂、湿电子化学品、SAF

4 投资建议

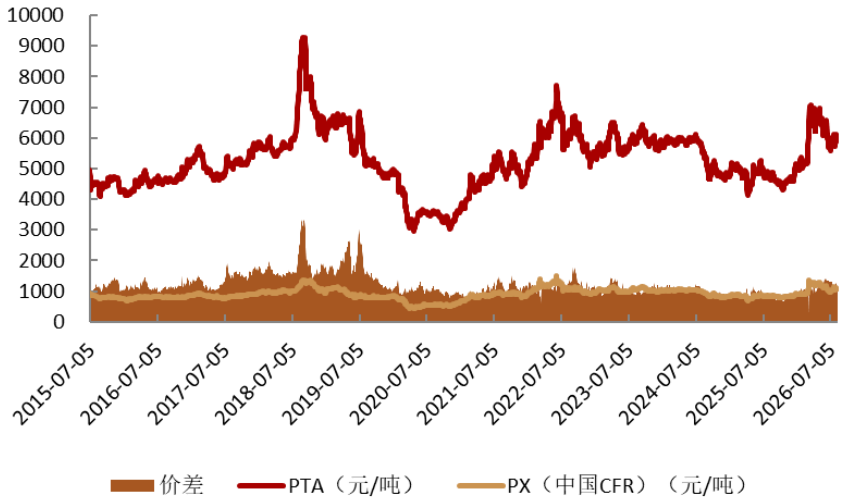
5 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

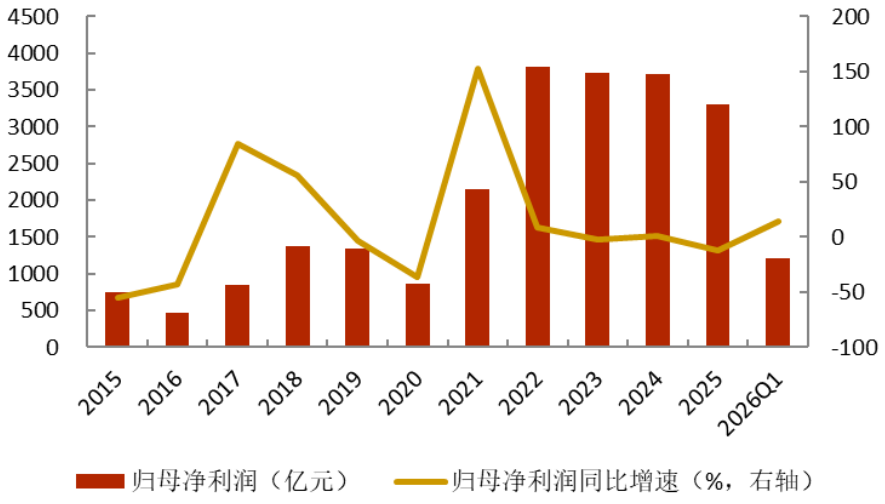
2.1 炼化板块：原油价格高位震荡，炼化企业盈利改善

■ **石化产业链价格上涨，关注炼化企业业绩修复。**2026年上半年，国际原油价格维持高位震荡，在地缘扰动冲突下，成本沿石化产业链自上而下传导，带动炼化及化工品价格整体抬升，石油化工板块盈利水平实现明显改善。石油化工（申万）板块一季度实现盈利1201.77亿元，同比增长15%。在成本上行的背景下，部分化工品供需格局向好，产品价差得到修复，一体化炼化企业充分受益于产业链价格抬升，企业利润得到实质性改善。

PTA价格和价差



石油化工（申万）板块归母净利润



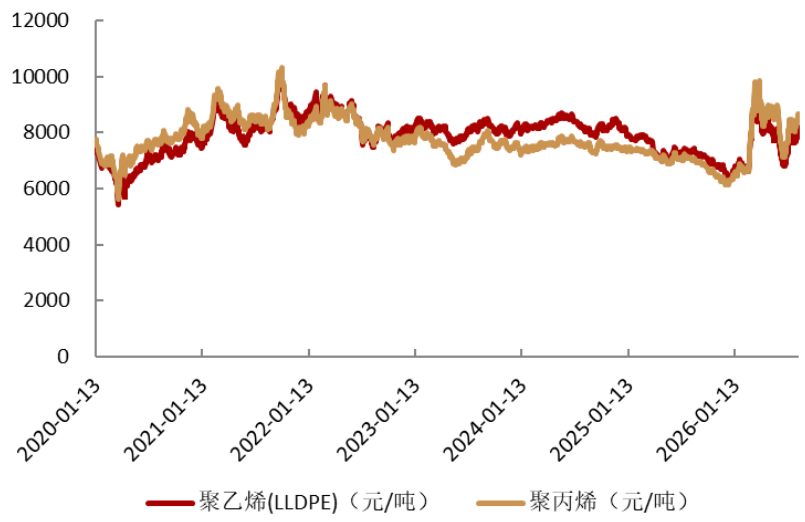
数据来源：wind，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

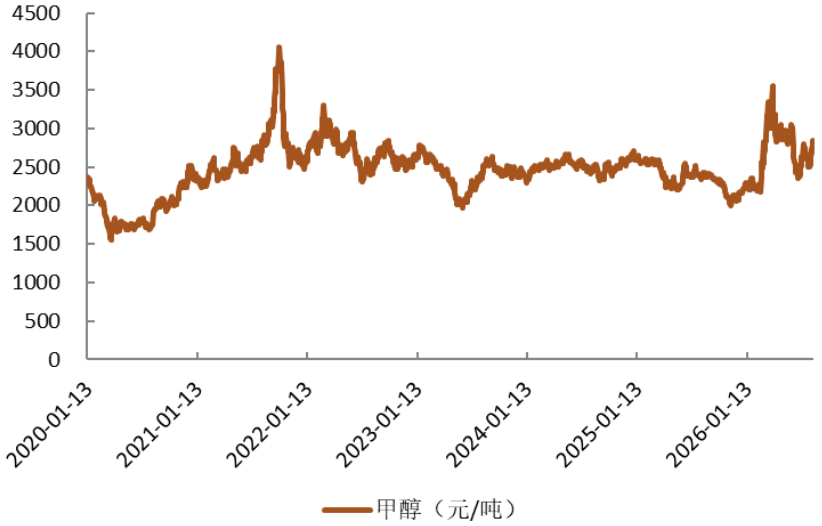
2.2 煤化工——地缘冲突推高油价，煤化工成本优势突出

■ **煤油比价走阔叠加产品涨价，煤化工盈利弹性有望修复。**当前国际原油价格仍维持高位震荡，虽然煤价也有所上涨，但涨幅有限，煤化工行业的成本竞争优势仍然显著。从近期产品价格来看，截至8月10日，LLDPE、聚丙烯、甲醇现货报价分别达到7666元/吨、8170元/吨、2531元/吨，聚烯烃与甲醇价格整体维持高位运行。煤化工产业链，原料成本依托国内丰富的煤炭资源，煤价波动相对有限，在原油价格高位波动背景下，煤制甲醇、煤制聚烯烃的成本优势有望得到充分释放。

聚烯烃价格



甲醇价格



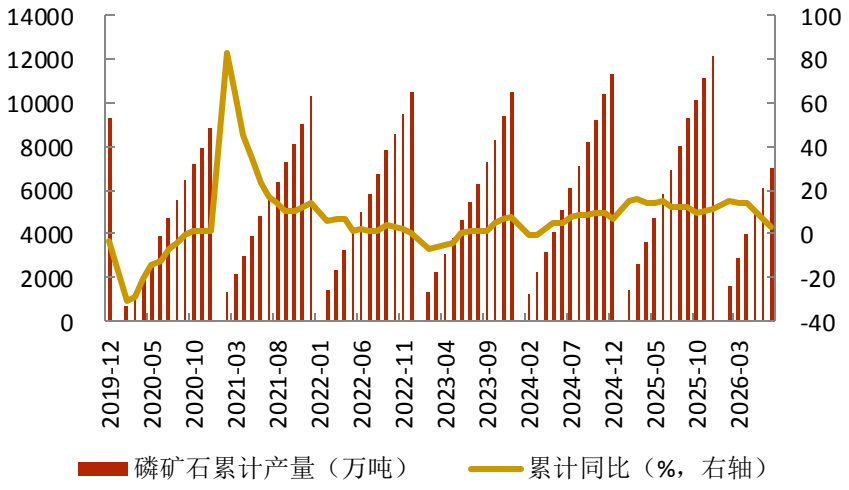
数据来源：wind，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

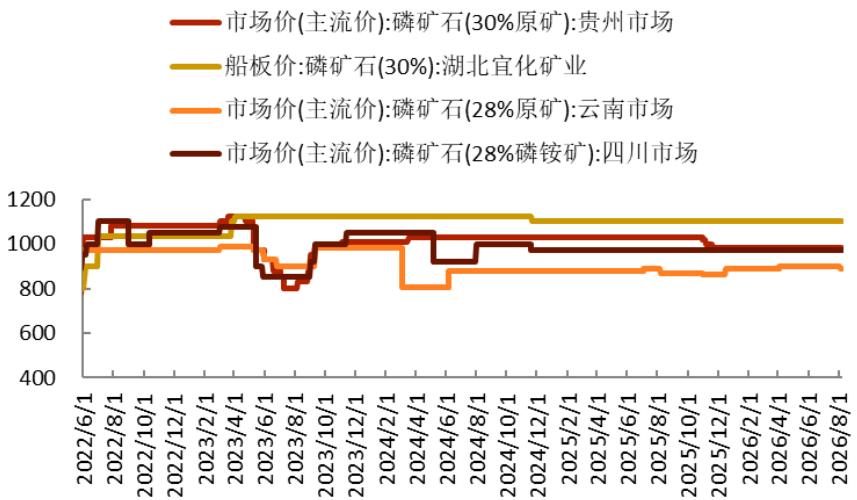
2.3 农化板块——磷肥：磷肥供给约束，磷矿保持高景气

■ **磷矿正式列入国家战略资源目录，战略资源属性凸显。**2026年1-7月我国磷矿累计产量为6998.30万吨，同比增长3.1%。今年以来磷矿价格未有明显波动，仍然维持在较高水平。2026年6月国务院第839号令《中华人民共和国矿产资源法实施条例》落地，磷矿与锂、钴、稀土等36种关键矿产一同纳入国家战略性矿产资源目录，实行探、产、供、储、销全链条统筹管控。磷矿作为磷肥的主要原料，对于粮食安全保障至关重要，本次条例的出台，再次突出磷矿资源的价值属性，预计未来磷矿供给端将维持有序释放，磷矿供需格局有望维持优化。

国内磷矿石累计产量



磷矿石价格（元/吨）



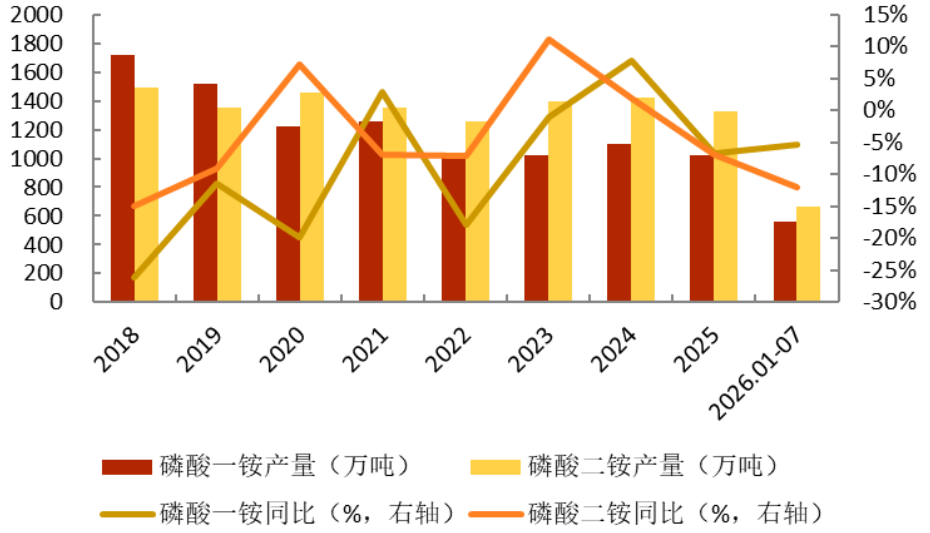
数据来源：百川盈孚，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

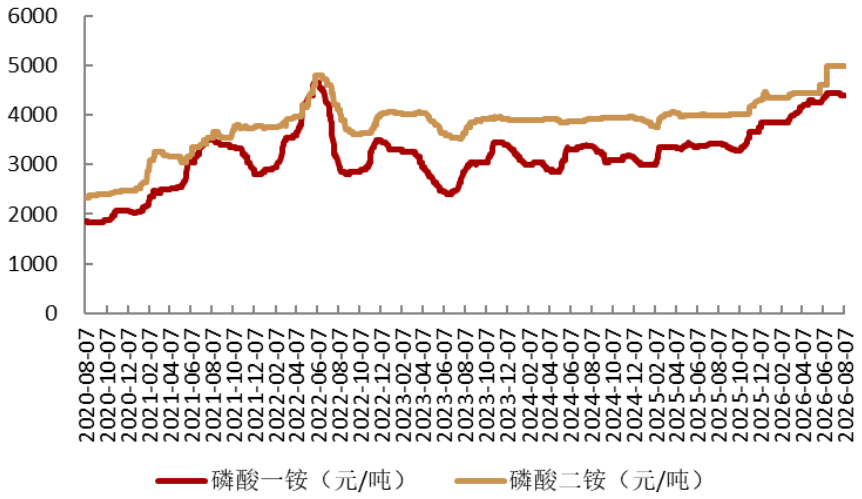
2.3 农化板块——磷肥：磷肥供给约束，磷矿保持高景气

■ **磷肥供给收缩，成本端推动磷肥价格上涨。**2026年1-7月，我国磷酸一铵、二铵产量分别为564.34万吨、665.60万吨，分别同比-5.40%，-12.00%，供给端呈现收缩趋势。成本端，今年以来受到中东冲突的影响，硫磺价格不断冲高，叠加磷矿价格持续高位，推动磷铵价格稳步上涨。硫磺仍是影响磷肥企业成本的关键因素，目前硫磺维持高位价格。目前多家磷化工企业也在积极布局磷石膏制酸项目，来应对硫酸供应问题。

国内磷肥产量



国内磷肥价格



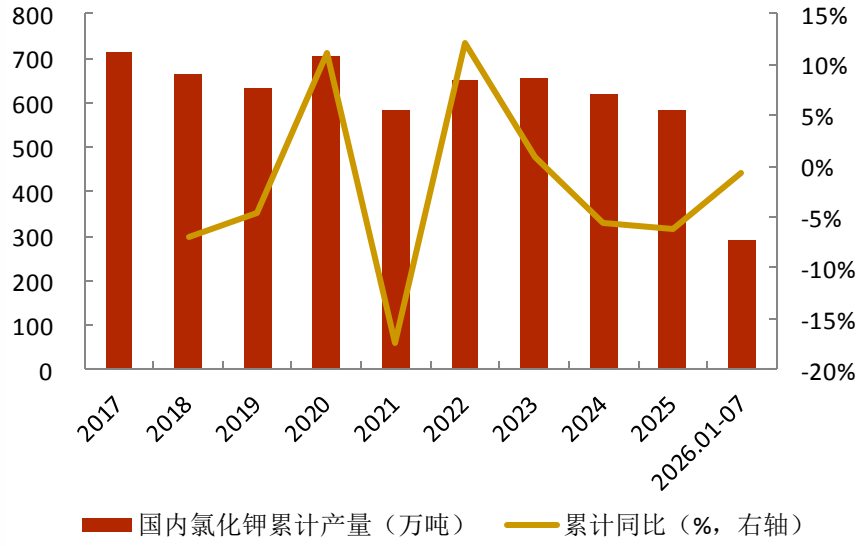
数据来源：百川盈孚，wind，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

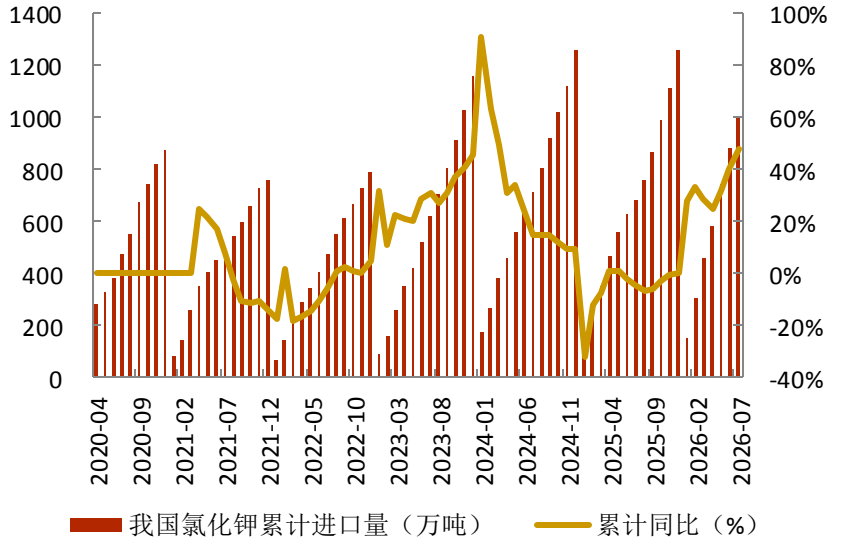
2.3 农化板块——钾肥：供给增量有限，钾肥价格高位震荡

■ **国内供给平稳，进口量维持高位。**2026年1-7月，我国氯化钾累计生产为290.54万吨，同比减少0.74%；2026年1-7月累计进口量为1008万吨，同比增长48%。国内氯化钾供应相对平稳，进口量持续增加，主要是因为我国氯化钾大合同价格签订的较早，与往年同期相比进口量增加相对明显。目前正处于用肥淡季，未来仍需关注秋季用肥节奏，和港口去库情况。

国内氯化钾累计产量



国内氯化钾累计进口量



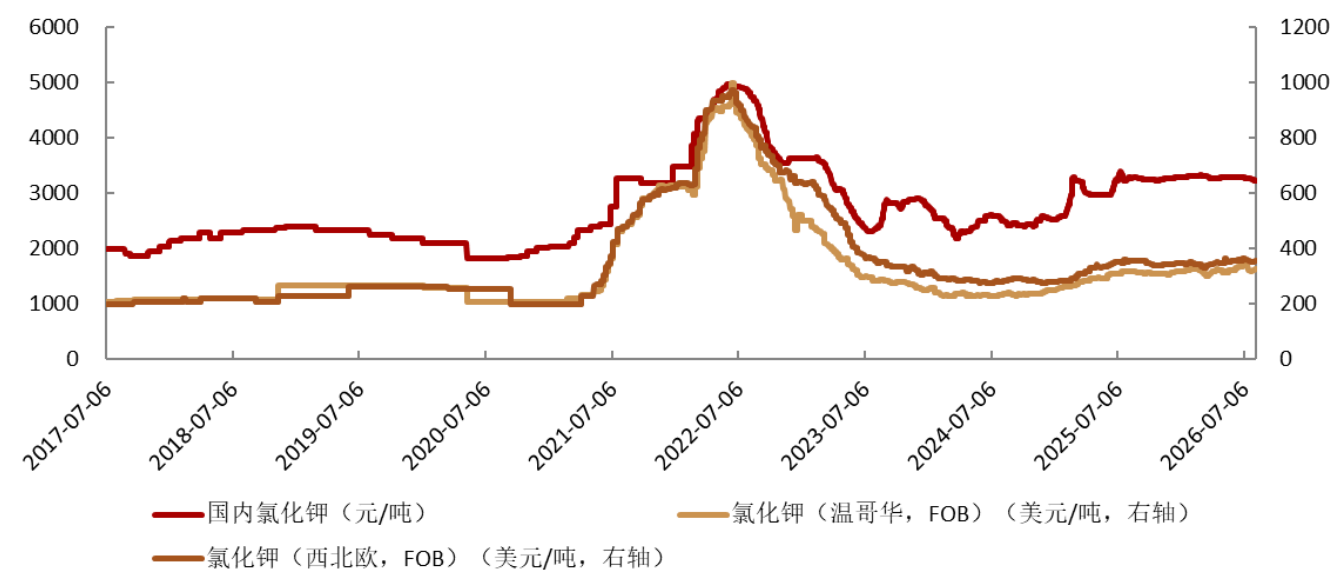
数据来源：百川盈孚，wind，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

2.3 农化板块——钾肥：供给增量有限，钾肥价格高位震荡

■ **氯化钾价格高位波动，供给增量有限。**截至2026年8月10日，国内氯化钾价格报3212元/吨、氯化钾（温哥华）报325美元/吨、氯化钾（西北欧）报354美元/吨。2026年以来，国内外钾肥价格维持较高水平。2026年5月，印度敲定2026年氯化钾合同价格为383美元/吨CFR，同比上涨34美元/吨，为上半年钾肥价格奠定基调。钾肥作为三大肥料之一，刚需属性强，叠加未来供给增量相对有限，看好钾肥延续高景气。

氯化钾价格



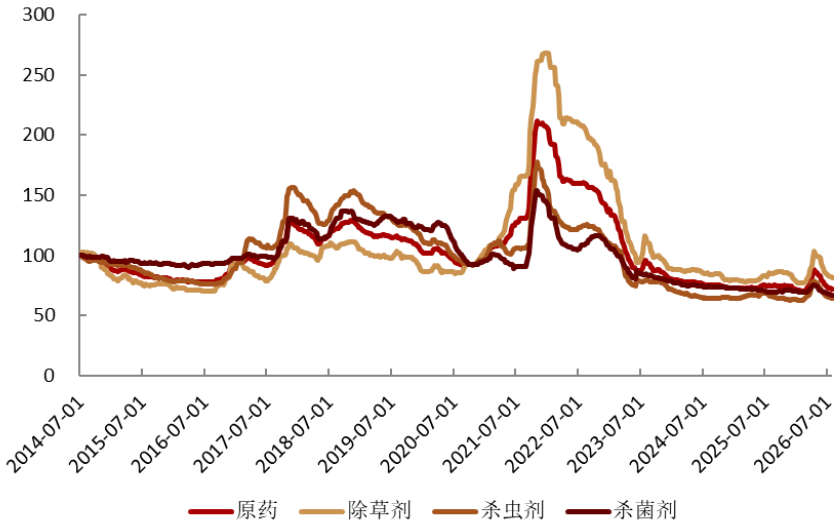
数据来源：wind，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

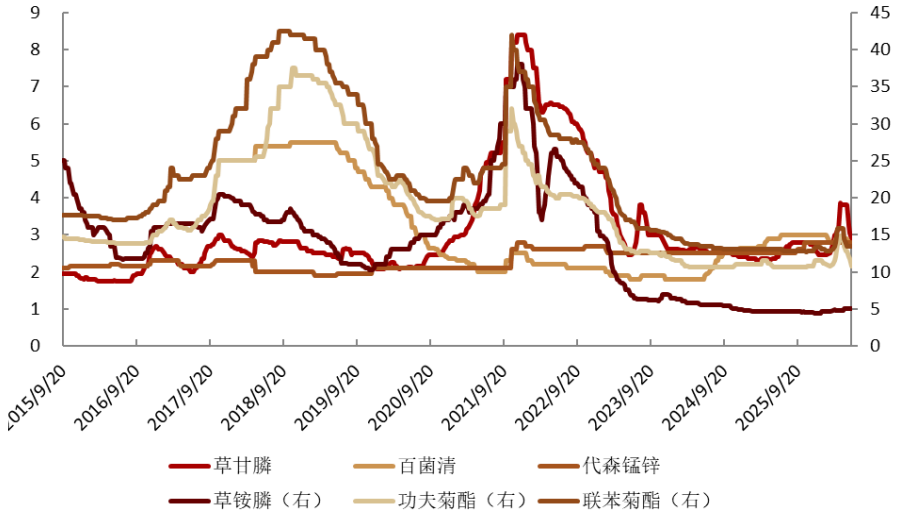
2.3 农化板块——农药：原药价格底部震荡，关注后续反弹行情

■ **旺季过后价格回落，看好农药原药底部修复反弹。**2026年农药原药行情主要受到国内春耕及海外地缘冲突扰动共同影响，旺季过后价格出现回调，品种间出现明显分化。**草甘膦：**二季度受原料成本、海外补库带动价格冲高，随着旺季结束、库存增加，价格有所回调，当前成本仍有一定支撑；**菊酯：**二季度受到中间体功夫酸、联苯醇以及部分基础原材料涨价影响，菊酯价格同比上行，伴随旺季过去，终端采购转淡，价格逐步回落。农药价格仍处于相对底部位置，向下空间有限，部分农药龙头价值标的也处于估值低位，建议关注基本面扎实，业务确定性强的农药龙头。

农药原药指数



主要农药品种价格（万元/吨）



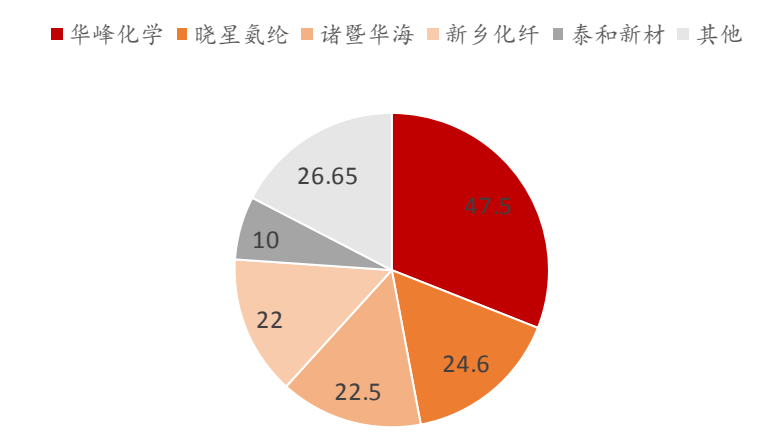
数据来源：中农立华公众号，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

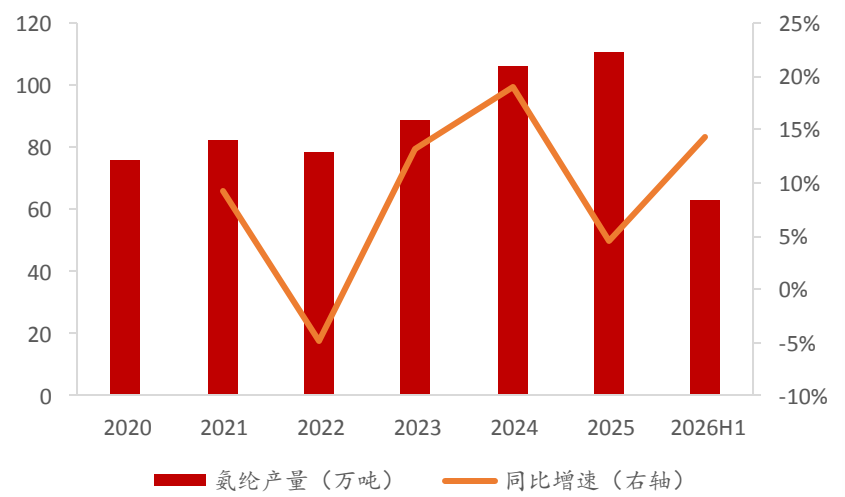
2.4 氨纶：产能高度集中，龙头优势明显

- **全球产能进一步向国内集中，行业集中度大幅提升。**据华峰化学2025年报，截至2025年底，全球氨纶产能195.5万吨，主要集中在亚洲地区，同比增长11.7%，增量主要集中于中国大陆市场，国内氨纶产能高达153.25万吨，同比增长13.1%，占全球近八成，行业CR5集中度升至80%以上。
- **供给端持续出清，产量增速变缓。**2025年国内累计淘汰落后氨纶产能约6万吨，2025-2026年累计淘汰规模超11万吨。泰光化纤装置于25年8月份宣布淘汰，连云港杜钟装置于25年8月份长期关停，晓星氨纶计划2026年底关停全部产能。2025年国内氨纶产量突破110万吨，但增速从19.1%大幅回落至4.6%。产量增速放缓本质是供给端从“恶性内卷”向“控产保价”的主动切换，为2026年行业景气反转奠定基础。

氨纶国内产能（万吨）



氨纶国内产量及增速



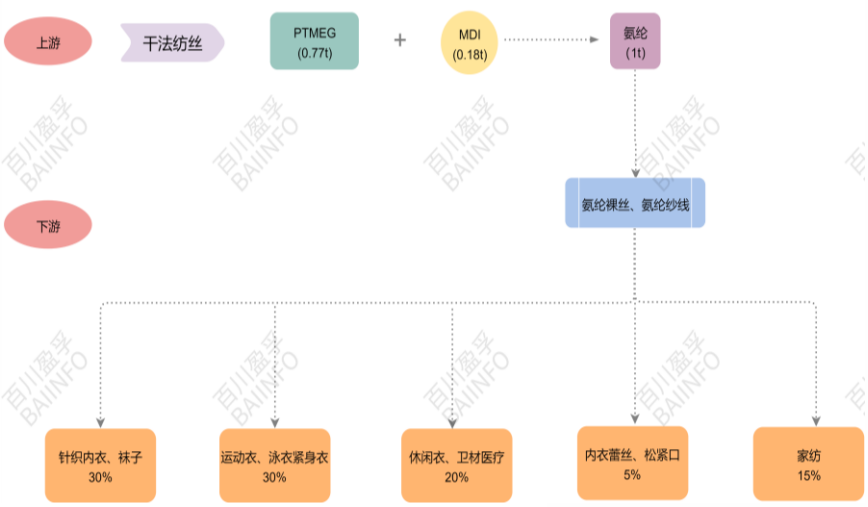
数据来源：百川盈孚，华经产业研究院，公司公告，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

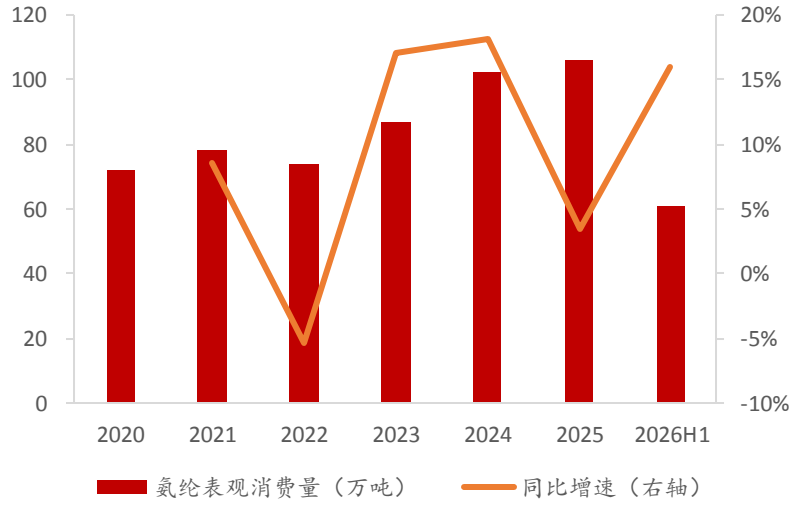
2.4 氨纶：需求端温和扩容，消费规模稳定增长

- 氨纶是一种具有优秀弹性的合成纤维，被誉为纺织“面料味精”。氨纶广泛应用于内衣、袜子、运动服、泳衣、紧身衣、休闲衣物、卫生医疗用品、家纺用品等领域。随着消费升级和氨纶应用范围的拓展，氨纶在面料中的平均添加量已提高到8%，部分高档面料的氨纶含量甚至超过20%。
- 受益于运动及紧身服饰潮流推动氨纶在下游渗透率不断提升，并从服饰拓展至医疗卫材、汽车内饰等新兴领域，叠加氨纶下游圆机、经编等核心生产设备机台数量持续增长，直接带动氨纶终端消费需求上涨。据百川盈孚，2025年国内氨纶表观消费量106.2万吨（同比+9.6%），2026H1表观消费量约61万吨（同比+16%）。

氨纶产业链图



氨纶表观消费量及增速



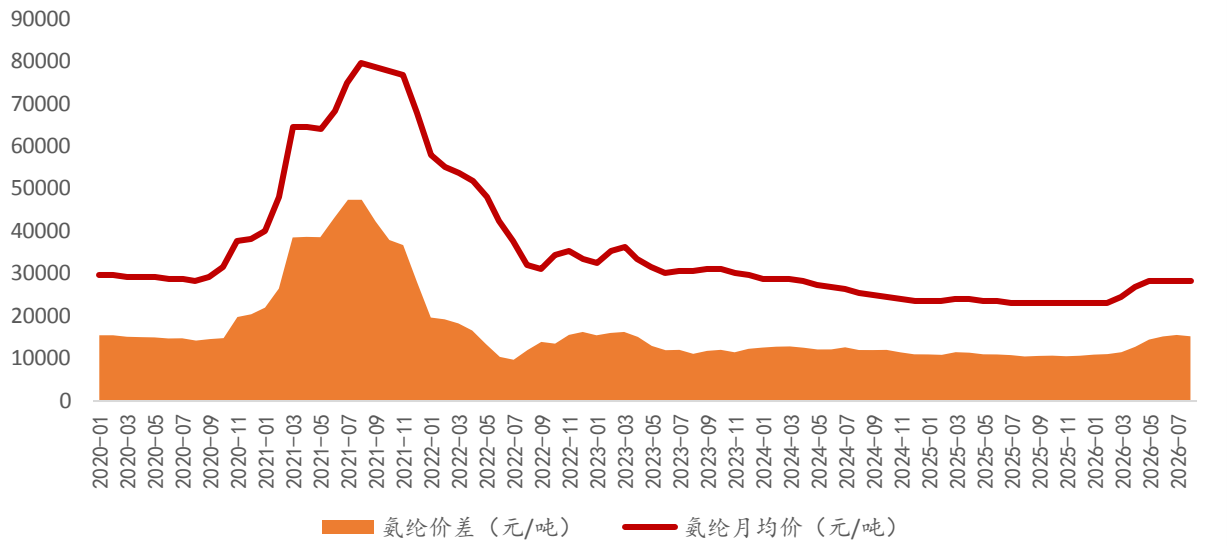
数据来源：百川盈孚，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

2.4 氨纶：价格价差扩大，行业景气回暖

- **价格触底反弹，价差显著走阔。**2025年全年，氨纶行业因产能过剩价格持续下行，行业大面积亏损，价格深度筑底。2026年1月，氨纶原材料纯MDI价格走高，叠加春夏面料打样需求释放，氨纶进入首轮涨价阶段，3月中东地缘冲突导致甲醇、纯苯等上游原料大幅走强，成本端成为核心推手。5月触及年内高点后，6月起受传统淡季影响适度回调，但回调幅度远好于历史周期。
- **龙头企业优先收益，业绩显著改善。**2026年氨纶行业经历价格筑底后强势回暖，40D价格从年初23000元/吨上涨至7月底28200元/吨，涨幅超22%。价差从Q1的约11000元/吨扩大至Q2的15000元/吨，行业盈利显著修复。华峰化学作为氨纶行业龙头企业在量价齐升中优先受益，据其2026年半年报，归母净利润为19.8亿元，同比+102%。

氨纶价格价差



WWW.SWSC.COM.CN

数据来源：百川盈孚，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

2.5 制冷剂：实施配额政策，供给端维持刚性约束

- **三代制冷剂（HFCs）：**自2024年起正式实施配额管理。2026年全国三代制冷剂生产配额总量为79.78万吨，较2025年增加5963吨（同比微增0.75%）。其中内用生产配额39.4万吨（+4502吨），出口配额40.4万吨（+1461吨）。
- **二代制冷剂（HCFCs）：**2026年我国二代制冷剂生产配额总量为15.14万吨，较2025年减少1.21万吨。其中R22生产配额削减3005吨（同比削减2.02%），R141b配额清零。中国R22的ODS用途生产配额已从2018年的27.4万吨削减到2026年的14.6万吨，2027-2030年配额将持续收缩，直至2030年实现全面淘汰。

2026年制冷剂配额情况（吨）

种类/吨		生产配额			内用生产配额		
		2025年	2026年	增减变化	2025年	2026年	增减变化
HFCs	HFC-32	280349	281520	1171	184479	185249	770
	HFC-125	167282	167633	351	61141	61260	119
	HFC-134a	208269	211511	3242	80398	81633	1235
	HFC-143a	47298	46043	-1255	11445	10894	-551
	HFC-152a	33734	33671	-63	8055	8040	-15
	HFC-227ea	31435	30918	-517	27492	27425	-67
	HFC-236ea	191	191	0	0	0	0
	HFC-236fa	756	829	73	145	145	0
	HFC-245fa	19514	22432	2918	14035	16999	2964
	HFC-41	102	145	43	42	89	47
	HFC-23	2952	2952	0	2348	2348	0
	合计	791882	797845	5963	389580	394082	4502
HCFC	HCFC-22	149068	146063	-3005	80862	77948	-2914
	HCFC-141b	9157	0	-9157	3395	0	-3395
	HCFC-142b	3360	3360	0	1240	1240	0
	其他	1988	1988	0	532	532	0
	合计	163573	151411	-12162	86029	79720	-6309

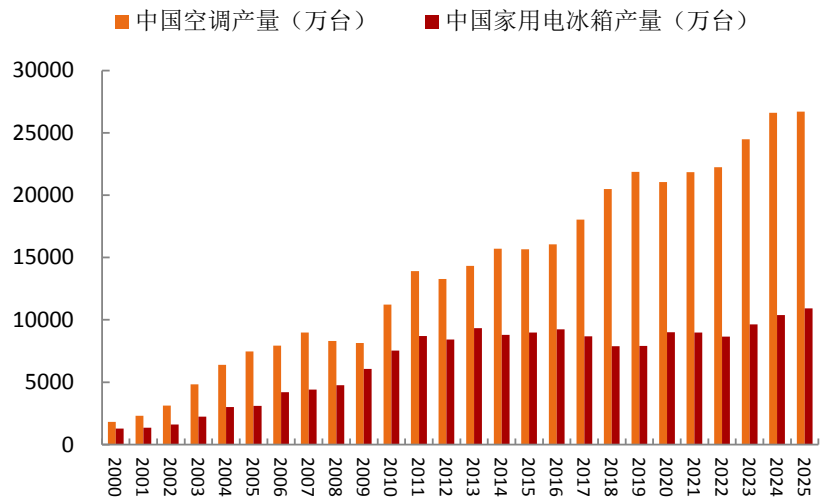
数据来源：生态环境部，中国移动源绿色低碳发展报告，氟务在线，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

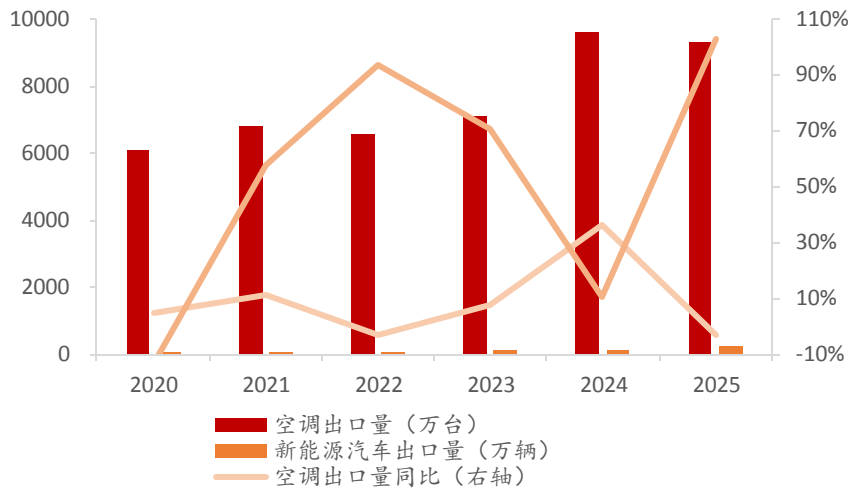
2.5 制冷剂：传统需求托底，新兴下游需求稳步扩容

- **传统需求基本盘韧性凸显。**国内制冷剂下游行业主要为空调、冰箱、汽车等。根据国家统计局统计，近年来我国空调、冰箱产量仍在持续增长。盛夏高温天气与家电“以旧换新”政策形成共振，不仅驱动空调、冰箱新装市场稳步放量，更激活了庞大的存量售后维保市场。随着高温酷热延续，终端刚性需求有望迎来旺季，对制冷剂价格形成坚实支撑。
- **下游需求赛道持续拓宽。**新能源车热管理升级拉动制冷剂需求；冷链行业整体景气度向上，增量需求持续释放；AI高算力引爆浸没式液冷蓝海，氟化液、PTFE/PFA等高端氟材加速渗透；海外需求呈现强劲增长态势，成为需求端的重要支撑。

中国空调、冰箱产量



中国空调、新能源汽车出口量



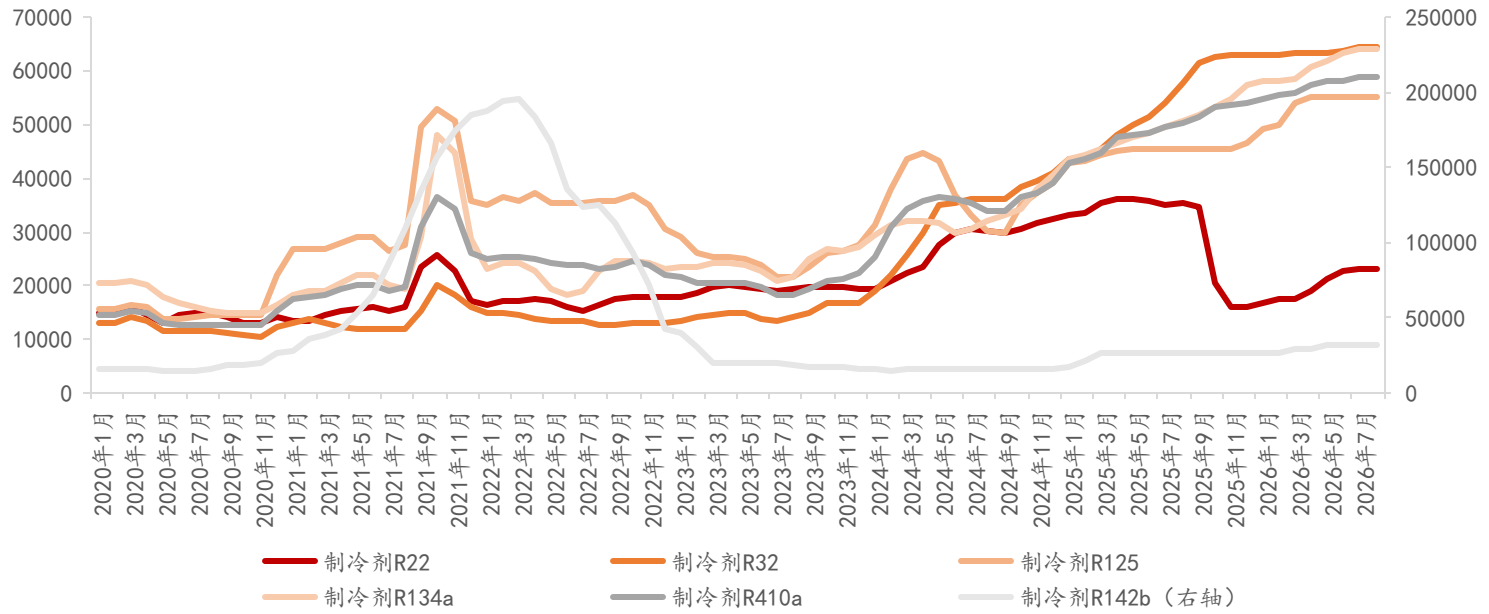
数据来源：wind，百川盈孚，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

2.5 制冷剂：供需共振带动产品价格一路上行

- **制冷剂价格一路上行。**2025年我国二代制冷剂配额削减，三代制冷剂配额总量控制目标保持在基线值，而需求端保持增长，推动了制冷剂价格稳步上涨。核心三代制冷剂品种价格较2023年底部累计涨幅普遍超300%，其中R32从1.3万元/吨起步，三年涨幅突破400%，创下近十年同期新高。
- 本轮涨价并非季节性脉冲，而是供给与需求双重共振催生的产业级长景气。行业逻辑已由“化工品博弈”彻底切换为“资源品壁垒”—供给配额固定，叠加传统刚需与新兴赛道（新能源车、AI液冷）的双重扩容，供需缺口呈刚性扩大态势，价格中枢上移具备长期可持续性。

制冷剂价格（元/吨）



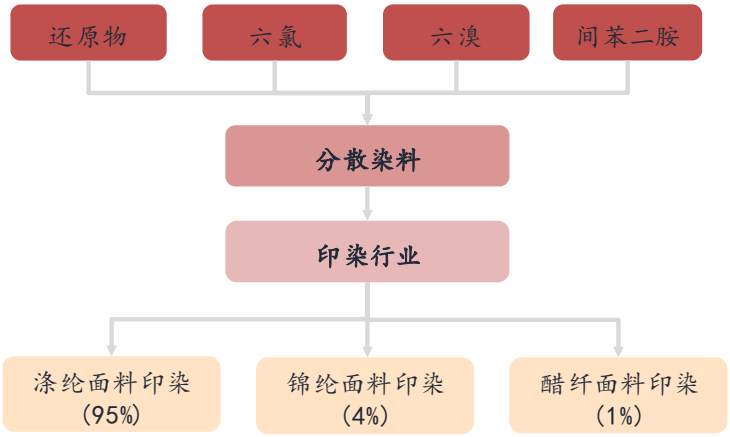
数据来源：百川盈孚，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

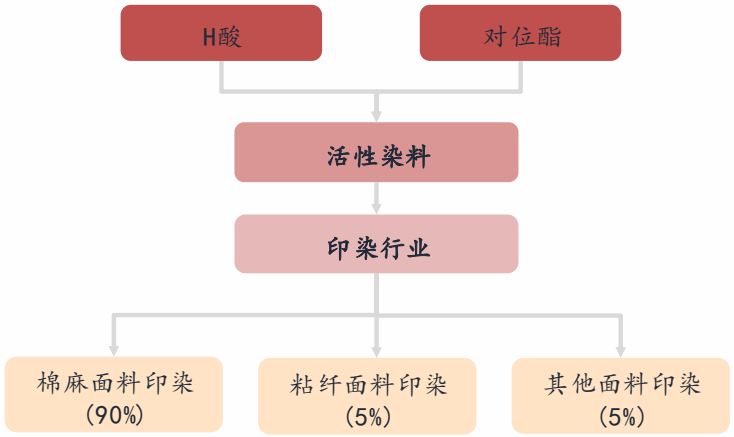
2.6 染料行业：分散染料和活性染料为主

- 染料是能使纤维或其他物质牢固着色的化学物质，主要应用于纺织纤维的着色，同时广泛用于皮革、造纸、塑料、油墨、食品等领域。按来源可分为**天然染料**和**合成染料**两大类，当前以合成染料为主。根据染料性质及应用方法，可分为分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料、酸性染料、直接染料等，其中**分散染料**和**活性染料**是我国产销量最大的品种。
- 染料产业链可分为上游中间体、中游染料制造、下游印染及应用三大环节。
  - 上游：H酸、对位酯、还原物等关键染料中间体；
  - 中游：中游产品以分散染料和活性染料为主导；
  - 下游：以印染为主，终端广泛渗透至皮革、造纸、食品、塑料、化妆品等多个领域。

分散染料产业链图



活性染料产业链图



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

2.6 染料行业：供需格局优化，景气周期开启

- **环保政策趋严，行业集中度提升。**染料属典型高污染行业，生产原料多为有毒芳香烃，工艺复杂、三废排放量大，系环保安监重点整治领域。近年严苛的环保政策持续倒逼中小产能出清，行业洗牌趋于尾声。据百川盈孚和各公司公告统计，当前活性与分散染料CR4分别达66%和67.8%，行业集中度有望进一步提升。
- **供给刚性收缩，一体化企业优势凸显。**行业扩产停滞叠加落后产能出清，供给刚性已确立。随着还原物、H酸等核心中间体供应持续向头部集中，具备全产业链配套优势的龙头企业将主导行业定价权，竞争格局已然固化。

活性染料国内竞争格局

企业	产能(万吨)	行业占比
闰土股份	10	22.00%
湖北华丽	8	17.60%
浙江龙盛	7	15.40%
亿得化工	5	11.00%
江苏锦鸡	4.5	9.90%
吉华集团	2	4.40%
安诺其	1.475	3.25%
其他	7.475	16.45%
合计	45.45	100%

分散染料国内竞争格局

企业	产能(万吨)	行业占比
浙江龙盛	14	24.14%
闰土股份	11.8	20.34%
吉华集团	7.5	12.93%
亿得化工	6	10.34%
帝凯化工	4	6.90%
澄鑫化工	4	6.90%
安诺其	4	6.90%
亚邦股份	3.5	6.03%
其他	3.2	5.52%
合计	58	100%

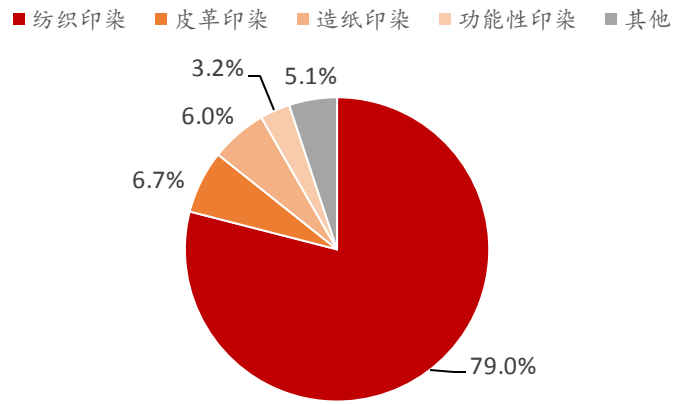
数据来源：百川盈孚，各公司公告，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

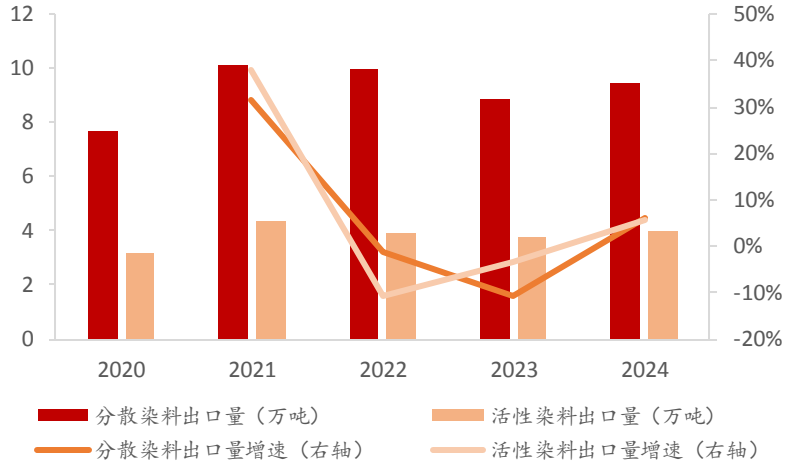
2.6 染料行业：供需格局优化，景气周期开启

- **纺织印染主导需求格局，龙头企业定价权突出。**染料的下游需求较为稳定，主要用于纺织印染领域。据产业信息网数据，2025年，染料下游79.0%用于纺织印染，其主要用于服装面料、家纺、产业用纺织品和数码印花等；其次用于皮革印染、造纸印染、功能性印染等非纺织印染领域，分别占比6.7%、6.0%、3.2%。由于染料在终端成衣成本中占比极低，下游接受度较高，进一步巩固了头部企业在价格博弈中的主导地位。
- **内外需双向提振，染料行业景气上行。**据百川盈孚数据，分散染料和活性染料出口量在2021年均达到最高点后持续回落，2024年起开始回升；分散染料是中国染料出口的第一大品种。一方面，伴随织机开工率逐步回升，叠加下游纺织印染三季度传统旺季补库预期，染料需求将迎来进一步增长；另一方面，国外受高温影响减产，国产染料迎来出海窗口期，出口替代逻辑增强。

染料下游应用领域



分散染料和活性染料出口量及增速



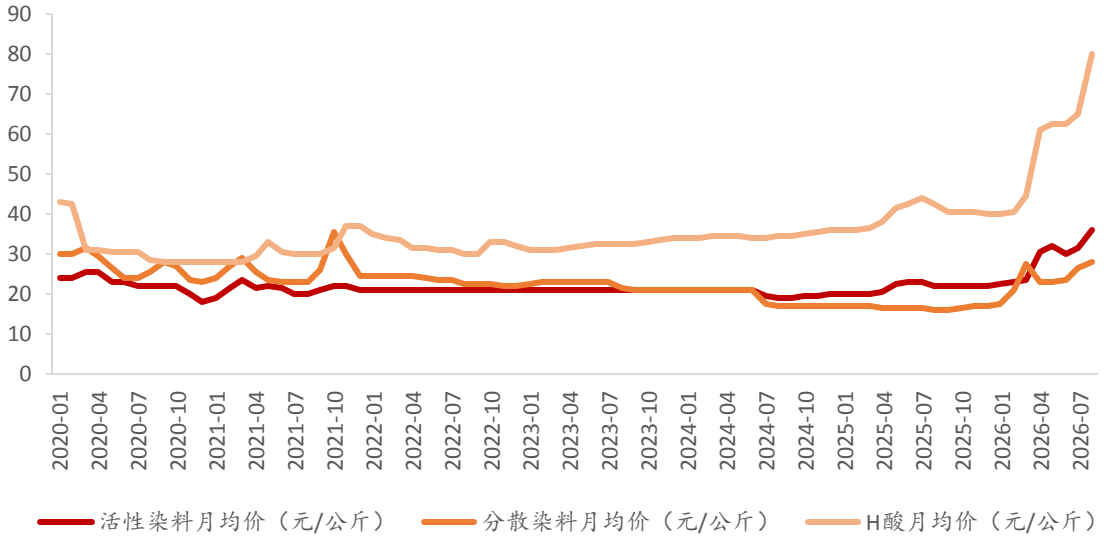
数据来源：百川盈孚，产业信息网，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

2.6 染料行业：中间体驱动涨价周期

- **供给端刚性约束，核心中间体价格上涨。**根据卓创资讯，还原物（分散染料核心中间体）价格自2025年末2.5万元/吨飙升至2026年8月12万元/吨；国内合规产能仅5-6万吨且高度集中于龙盛、闰土、中盛新三家。H酸（活性染料核心中间体）国内有效产能不足6万吨，长期存在供给缺口，内蒙古亚东工厂爆炸，叠加中东局势影响印度进口，加剧供给偏紧，价格从2025年末4万元/吨上涨至2026年8月8万元/吨。
- **受中间体成本驱动，染料年内历经多轮提价。**中间体自给能力已成为染料企业的核心竞争壁垒，兼具成本与供应链优势。拥有还原物/H酸/间苯二胺一体化配套的细分龙头是本轮周期最具确定性的受益标的。中间体供给短缺叠加下游需求回暖，染料价格有望持续上涨。

染料及中间体价格走势



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1 化工：风物长宜放眼量

2 传统周期：炼化、煤化工、磷化工及农化、氨纶、制冷剂、染料

3 新材料：润滑油添加剂、湿电子化学品、SAF

4 投资建议

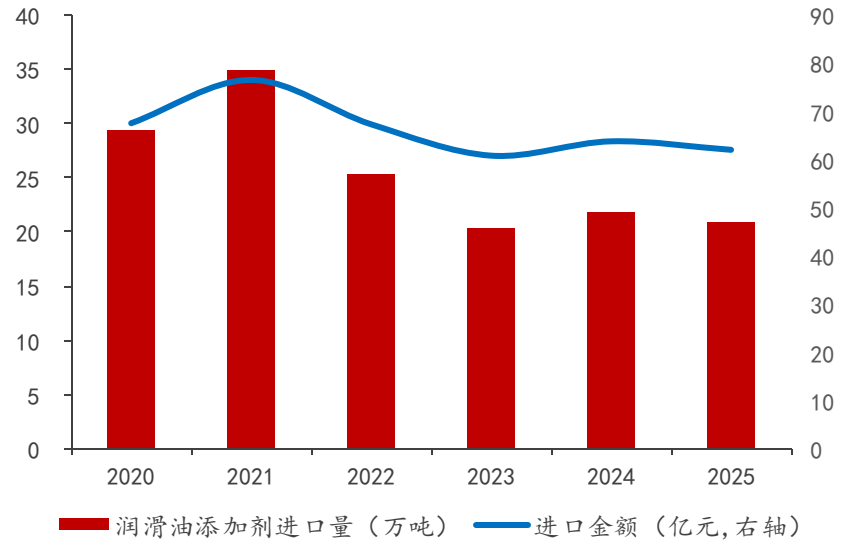
5 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

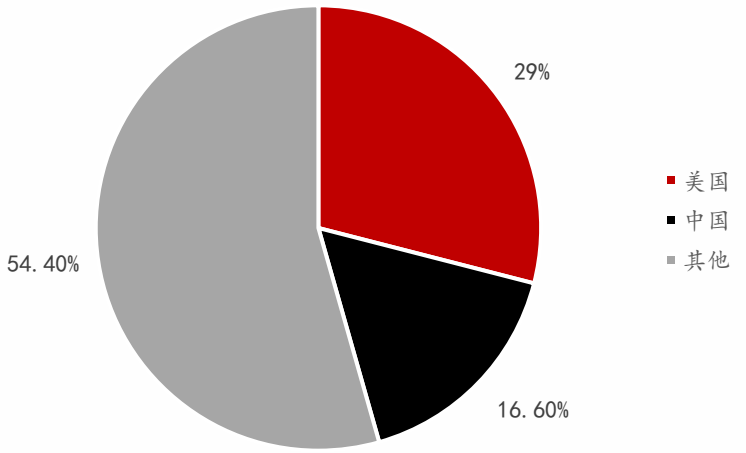
3.1 润滑油添加剂：国产替代空间巨大

- **全球润滑油添加剂市场高度集中，四大国际巨头垄断。**路博润、润英联、雪佛龙奥伦耐、雅富顿四家企业合计占据全球约85%的市场份额。
- **国内润滑油添加剂仍较为依赖进口。**国内民营企业在单剂市场已实现全面突破，但复合剂仍主要依赖进口。根据海关总署，2025年我国进口润滑油添加剂20.88万吨，进口金额62.05亿元，虽较之前有所下滑，但仍依赖进口，仍有较大国产替代空间。
- **关税摩擦加速国产替代进程。**在中美贸易摩擦背景下，中国润滑油添加剂供应链安全重要性凸显。国内润滑油客户开始转向本土内资企业，内资企业有望借此契机扩大市场份额，提升自主可控能力。

中国润滑油添加剂进口量及金额



全球润滑油添加剂市场结构



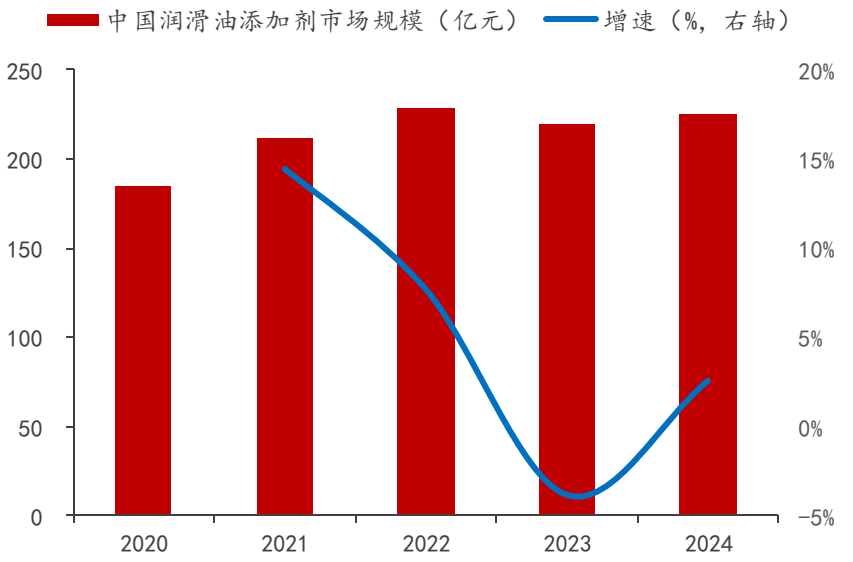
数据来源：观研天下，海关总署，智研咨询，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

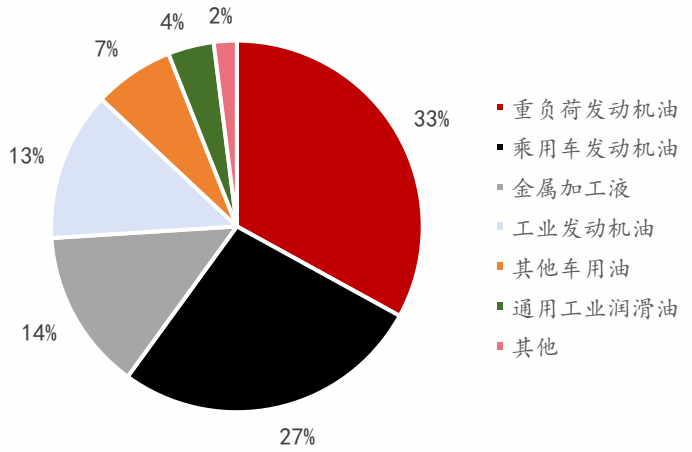
3.1 润滑油添加剂：国产替代空间巨大

- **全球润滑油添加剂市场规模保持稳定增长。**根据Global Growth Insights数据，2024年全球润滑油添加剂市场规模达177.3亿美元，预计2025年将达到181.6亿美元，到2034年将增长至225亿美元，复合增速约2.41%。
- **中国润滑油添加剂市场增速较快。**2024年中国润滑油添加剂市场规模达225.01亿元，2025年上半年为110.62亿元。2020-2024年复合年均增长率为5%。

中国润滑油添加剂市场规模及增速



润滑油添加剂下游应用结构



数据来源：观研天下，华经产业研究院，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

3.2 湿电子化学品：高端国产化率有待突破

■ **根据中国化信咨询数据，2024年我国在半导体集成电路市场，整体湿化学品国产化率约37%。**其中，8英寸及以下集成电路生产线用湿化学品基本实现国产化；对于12英寸集成电路生产线，28nm以上成熟制程用湿化学品国产化率约25%，28nm以下先进制程用湿化学品进口依赖度有所改善。部分通用性湿电子化学品纯度达到G5级别，但G5级功能湿电子化学品仍待突破。

我国湿电子化学品成熟度情况

产品类别	产品名称	核心技术难度表征	行业成熟度
通用湿电子化学品	氢氟酸	去除不溶微粒和原料带入的金属杂质	8英寸晶圆制造实现批量应用；12英寸晶圆制造28nm以上制程批量应用
	硫酸	控制杂质离子含量，微纳颗粒物指标	8英寸晶圆制造实现批量应用；12英寸晶圆制造28nm以上制程批量应用
	磷酸	去除原料和工艺过程带入的金属杂质	8英寸、12英寸晶圆制造均实现批量应用
	盐酸	去除原料和工艺过程带入的金属杂质	8英寸晶圆制造实现批量应用；12英寸晶圆制造28nm以上制程批量应用
	氨水	控制杂质离子含量	8英寸晶圆制造实现批量应用；12英寸晶圆制造28nm以上制程批量应用
	双氧水	去除原料带入的有机碳化物和金属杂质	8英寸晶圆制造实现批量应用；12英寸晶圆制造28nm以上制程批量应用
功能湿电子化学品	显影液	避免显影液显影残留、回粘，提高显影液分辨率等	6英寸晶圆制造实现批量应用
	剥离液	避免剥离液剥离残留，提高剥离液剥离能力和寿命等	8英寸晶圆制造实现批量应用
	清洗液	控制金属离子含量和膜层蚀刻速率，清洗性能和使用寿命	8英寸晶圆制造实现批量应用
	刻蚀液	蚀刻速率和蚀刻选择比	8英寸晶圆制造中，部分蚀刻液实现批量应用；12英寸晶圆制造中，部分尚处于小批量供应或研发阶段
	电镀液及配套试剂	金属层均一性要求，无内部孔洞、凹陷、凸起等缺陷	8英寸、12英寸晶圆制造均实现批量应用

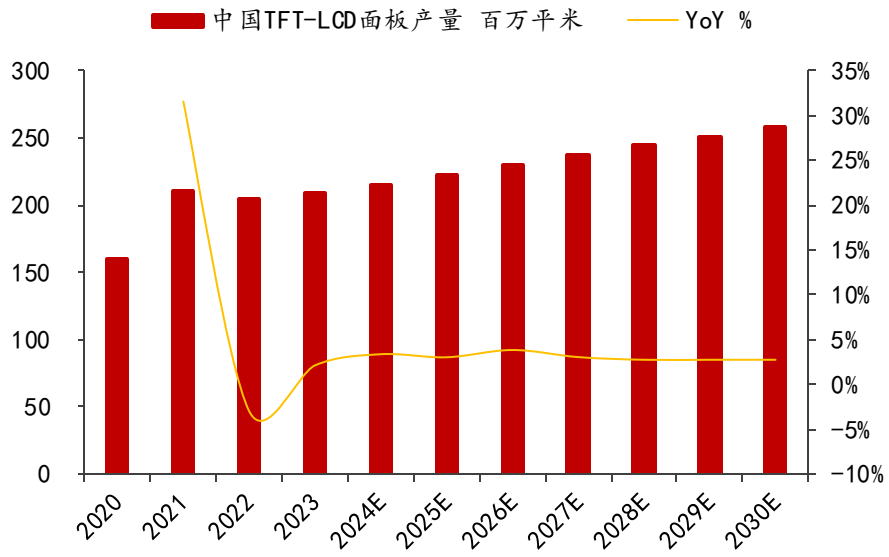
数据来源：中国科学院半导体研究所，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

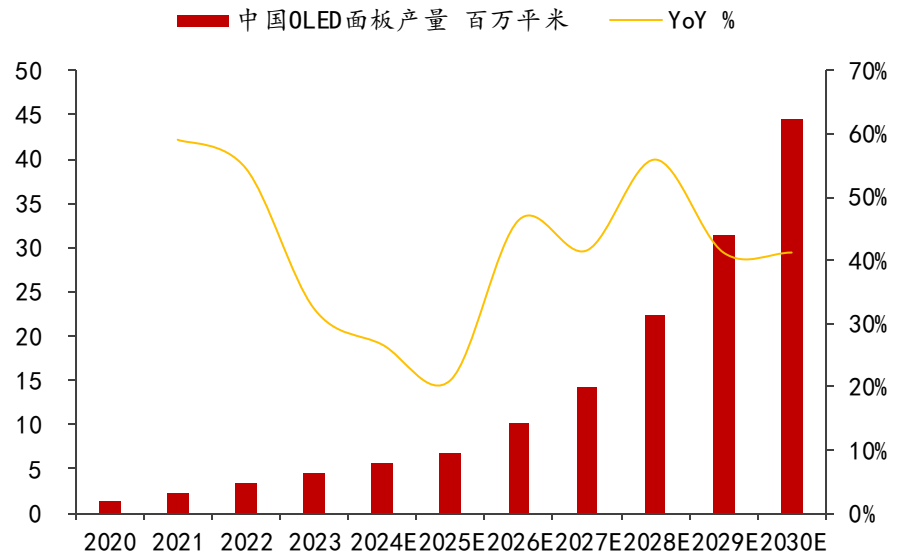
3.2 湿电子化学品：下游需求蓬勃发展

- **我国显示面板产量有望保持稳定增长，OLED面板将是主要增长推动力。**根据头豹产业院等数据预测，2020-2030年，我国LCD面板产品产量有望从1.6亿平米增长至2.6亿平米，年均复合增长率为4.9%，但2023-2030年以低速增长为主。OLED面板增速将远高于LCD面板，OLED面板产量有望从2020年的140万平米增长至2030年的4450万平米，年均复合增长率达41.5%，增速将长期保持在20%-60%。
- OLED面板具有色彩鲜艳、对比度高和能耗低等优点，根据头豹产业研究院数据测算，2020-2030年，中国OLED面板产量在面板中占比有望从0.9%增长至14.7%。

中国LCD面板产量及增速情况



中国OLED面板产量及增速情况



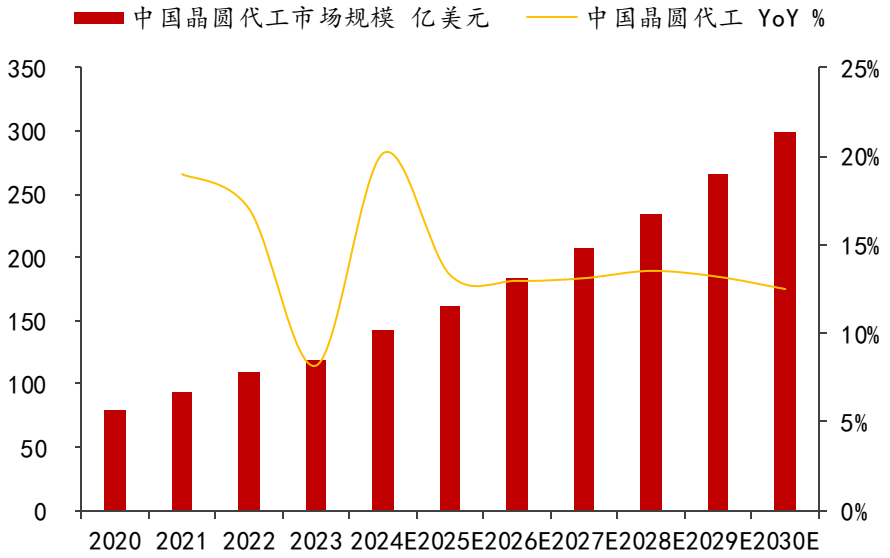
数据来源：头豹，中商产业研究院，中国电子报，前瞻产业研究院，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

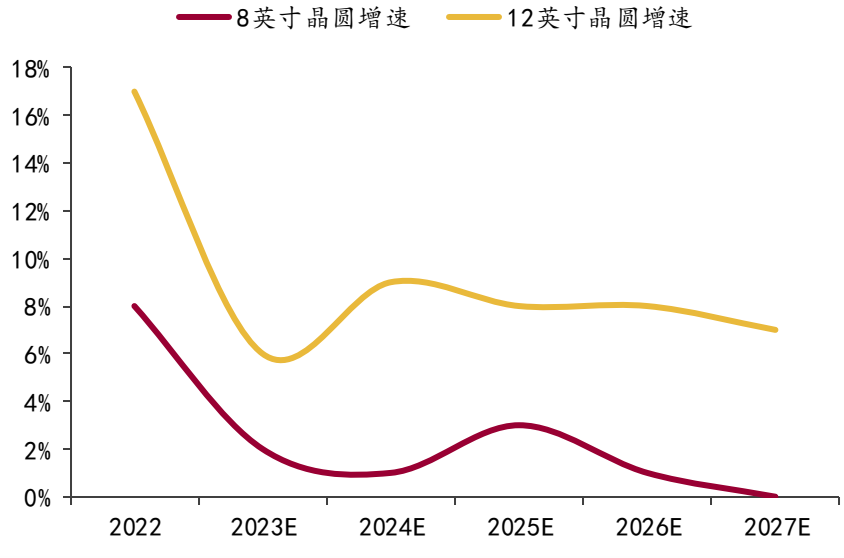
3.2 湿电子化学品：下游需求蓬勃发展

- **我国集成电路市场有望保持较快增长。**随着AI等新兴行业的蓬勃发展以及我国超大规模集成电路国产化的稳步推进，我国集成电路市场有望保持强劲的增长势头，随着我国集成电路的发展，其上游材料晶圆代工行业也将保持快速增长态势。
- 2英寸晶圆有效面积是8英寸晶圆的2.25倍，可产出更多芯片，提高芯片的产出效率，摊薄光刻等环节的固定成本。另一方面目前7nm以下的先进制程芯片生产技术只配套于12英寸晶圆，而制程的缩小使得单位面积能容纳的晶体管数目不断增长，性能增加，成本降低。综上所述，12英寸晶圆增速将明显高于成熟制程的8英寸晶圆。

中国晶圆代工市场规模及增速情况



先进制程所用12英寸晶圆增速明显较快



数据来源：SEMI，WSTS，沙利文，《“十五五”时期中国集成电路产业创新发展：外部形势、发展趋势与政策选择》，Trendforce，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

3.2 湿电子化学品：下游产品升级带动需求成倍提升

- **相比于LCD面板，OLED面板功能性湿电子化学品用量增加且纯度要求提高。**OLED由于结构更复杂，所需的湿电子化学品数量更多，纯度更高，根据福建中融科技，单位面积OLED面板所用湿电子化学品约为LCD的7倍。
- **先进制程所用的12英寸晶圆的功能性湿电子化学品消耗远高于成熟制程芯片所用的8英寸晶圆：**根据无锡君睿科技数据，12英寸晶圆生产芯片的数量约为8英寸晶圆的2.25倍，但以显影液为例，12英寸晶圆生产所消耗的显影液为8英寸晶圆的3.34倍，因此，即使考虑到晶圆尺寸变大带来的芯片产量的增加，由12英寸晶圆制成的先进制程芯片对于功能性湿电子化学品的消耗也是8英寸晶圆芯片的1.5倍以上。

不同尺寸晶圆湿电子化学品用量对比

湿电子化学品	12英寸晶圆消耗量（吨/万片）	8英寸晶圆消耗量（吨/万片）	6英寸晶圆消耗量（吨/万片）
双氧水	78.35	8.67	5.62
硫酸	75.47	15.78	9.47
氨水	20.5	3.54	2.12
硝酸	12.59		
盐酸	1.65	0.13	0.08
氢氟酸	12.85	3.06	1.84
异丙醇	——	5.36	3.22
磷酸	——	1.38	0.83
显影液	22.56	6.76	3.8
蚀刻液	15.85	1.35	
剥离液	——	3.35	2.01
缓冲蚀刻液（BOE）	——	2.55	1.53
总计	239.82	51.93	30.52

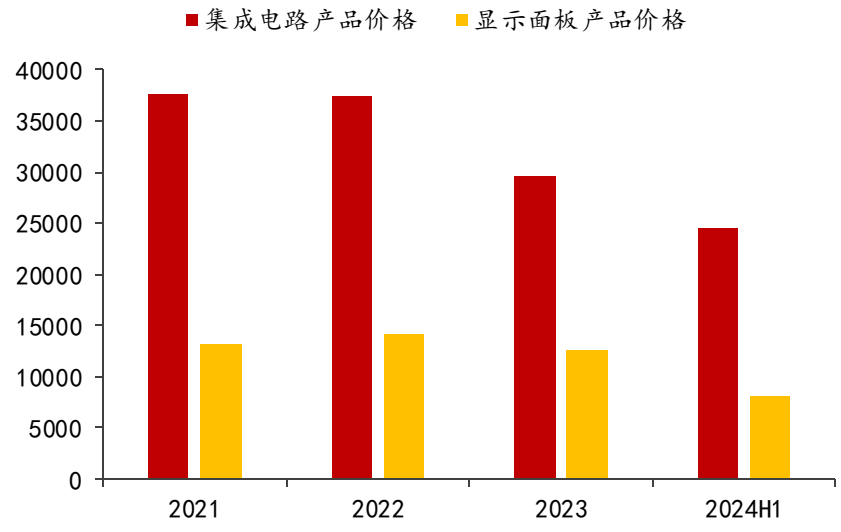
数据来源：无锡化工信息，产业信息网，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

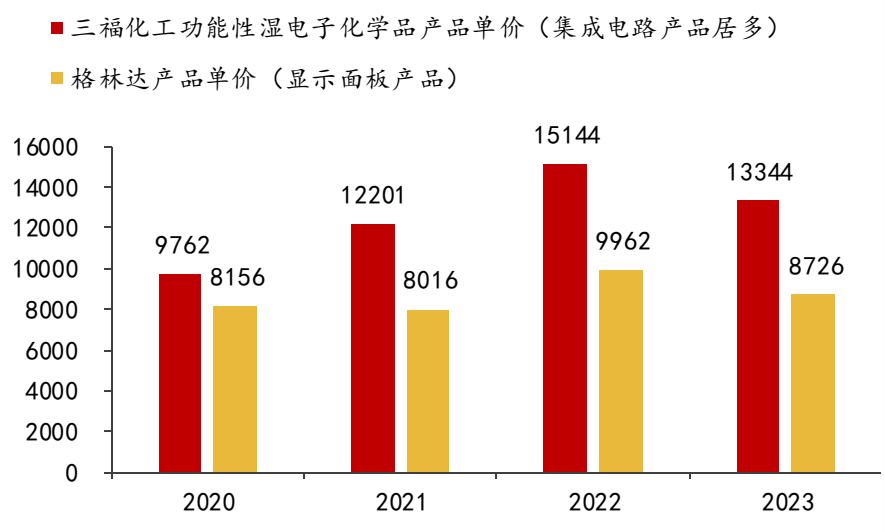
3.2 湿电子化学品：半导体级产品价格明显高于面板级

■ **集成电路产品纯度等性能要求较高，对应湿电子化学品价格是显示面板产品的2-3倍。**根据兴福电子招股说明书，2024H1，其在集成电路领域销售的功能湿电子化学品价格为24533元/吨，是显示面板产品的3倍（兴福电子产品价格下降主要是蚀刻液销售占比提高所致）。而台湾三福化工主要产品是TMAH显影液，其集成电路产品占比超过50%，而格林达主要销售显示面板显影液产品，2023年三福化工产品平均售价13344元/吨，大幅高于格林达的8726元/吨。

兴福电子集成电路和显示面板产品价格（元/吨）



三福化工和格林达价格对比（元/吨）



数据来源：公司公告，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

3.2 湿电子化学品：内资企业国产化进程加速

- **国产企业国产化进程加速。**目前我国功能湿电子化学品龙头企业如格林达、兴福电子等已承接多项相关国家重大专项项目课题并取得进展，我们认为先进集成电路国产化势在必行，有望在未来几年取得重大突破，而功能湿电子化学品龙头企业有望在相关产品领域充分受益。
- **部分企业可能通过收购海外工厂实现弯道超车。**随着我国湿电子化学品国产化进程加速，部分海外企业可能退出中国工厂，这部分资产的并购重组有望弯道超车造就湿电子化学品新龙头企业。

我国部分企业承接的湿电子化学品国产化重大课题情况

公司	相关产品	课题名称	项目类别	进展
格林达	显影液	光刻胶用显影液（极大规模集成电路用）	国家重大科技专项	验收通过
		集成电路制造产线零部件、材料和关键设备关键材料研发及产业化验证项目	工信部项目	验收阶段
		先进半导体材料中光刻胶配套高纯显影液的技术研发	浙江省领雁研发攻关计划	已完成项目技术开发验证和产业化应用测试，相关产品已量供导入半导体功率器件领域头部企业
兴福电子	蚀刻液	高选择性金属钨去除液	国家重大科技专项	验收通过
		3D NAND闪存芯片用高选择性蚀刻液关键技术研发	湖北省科技创新专项	—
	电子级磷酸	熔融结晶深度提纯电子级磷酸关键技术	国家重点专项	—

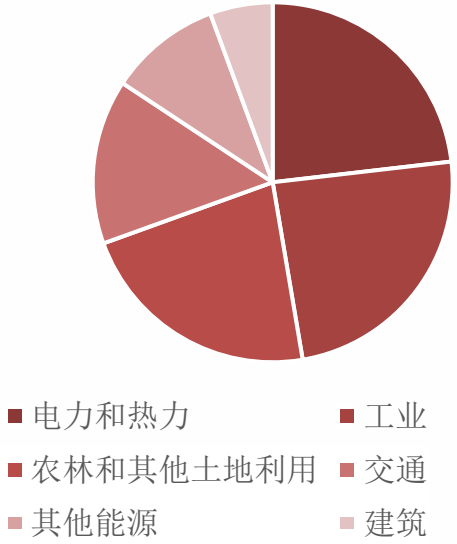
数据来源：公司公告，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

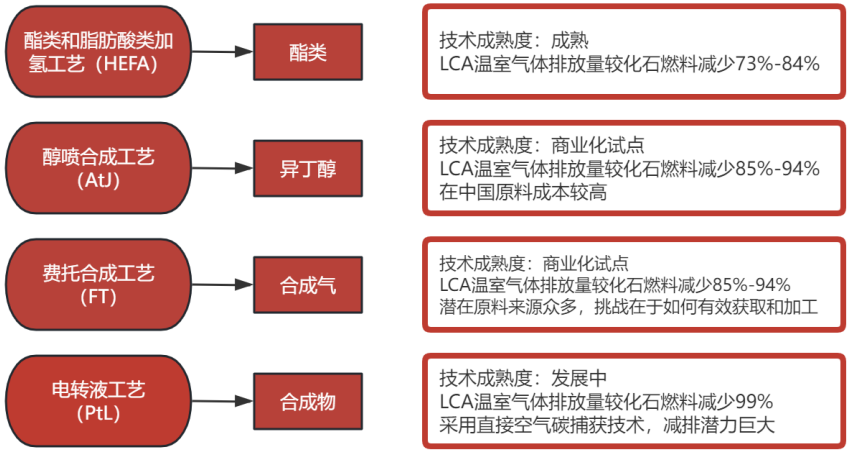
3.3 SAF：航空脱碳的关键路径

- **航空业脱碳迫在眉睫，SAF是中短期内不可替代的优选方案。**交通是全球第四大排放源（占14.7%），航空是第二大交通排放源（占全球1.8%）。若不减排，航空排放占比将在2050年升至7%。航空脱碳对全球碳中和目标意义重大。相比电动和氢能飞机在长航程上的技术瓶颈，SAF（可持续航空燃料）可直接与现有航煤掺混使用，无需改造发动机与基础设施，是目前唯一可规模化应用的航空脱碳路径。
- **酯类和脂肪酸类加氢工艺（HEFA）是当前最成熟、应用最广的技术**，使用废弃油脂（UCO）等为原料，符合中国“不与人争粮”的国情，预计在2030年前占据市场主导。

航空业温室气体排放在全球总排放中占比



关键中间体对应四大类SAF生产技术工艺



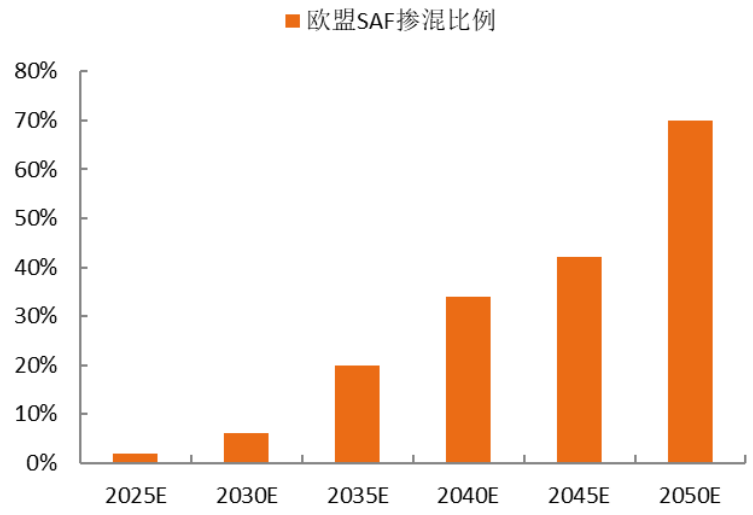
数据来源：北京大学能源研究院-《中国可持续航空燃料发展研究报告》，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

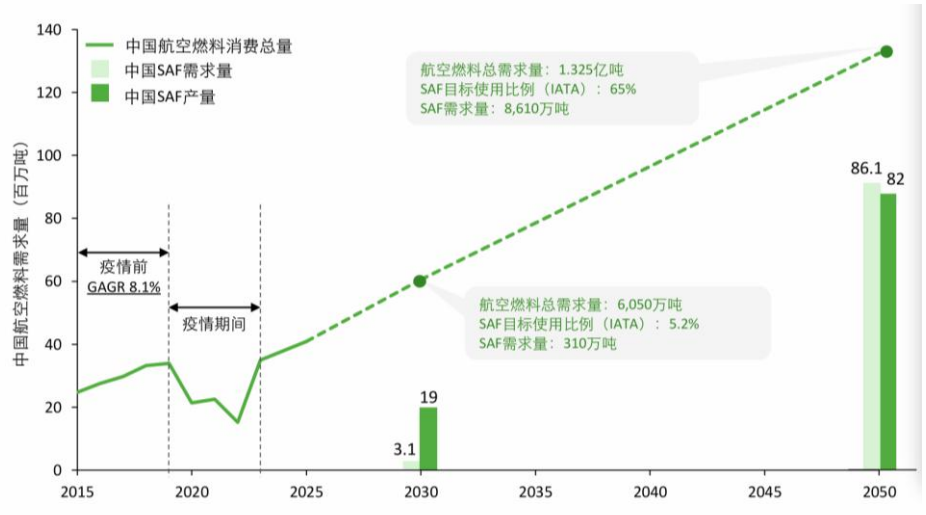
3.3 SAF：全球应用从可选走向必然

- **全球强制性掺混政策落地，SAF需求从“鼓励性”迈向“强制性”。**欧盟等国家地区已立法强制执行SAF掺混，ReFuelEU法案明确规定SAF的强制掺混比例：2025年2%、2030年6%、2050年70%。
- **我国需求增长空间巨大。**2024年，中国航煤消费量近4000万吨，产生碳排放1.26亿吨。根据国际航空运输协会（IATA）预测，预计到2030年，中国SAF需求将达310万吨，到2050年将达8610万吨。
- **2027年是SAF需求增长加速点。**国际民航组织(ICAO)自2016年10月提出实施国际航空碳抵消和碳减排计划CORSIA，要求所有国际民航组织成员国自2027年起强制参与航空碳减排，2027年SAF需求增长有望进一步加速。

欧盟规划SAF强制掺混比例



中国SAF供需展望



数据来源：IATA，德勤，ReFuelEU，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

3.3 SAF：我国SAF产业正在崛起

■ **我国SAF产业同样存在产业升级机遇。**2026年1月8日，中国石化集团公司与中国航油集团公司实施重组，两大巨头强强联合标志着央企将在我国SAF产业发展中起引领作用。目前我国SAF大多数采用HEFA工艺，生产高度依赖废弃油脂原料，预计2030年我国废弃油脂的供应将达到上限，故生产工艺的多元化是重要发展方向。

我国拟、在建SAF项目一览表（万吨/年）

生产企业	SAF产能	生产工艺	工厂所在地	备注
海新能科	15	HEFA	山东省日照市	在建
四川天舟	20	HEFA	四川省	2025年一季度投产
君恒生物	60	HEFA	河南省濮阳市	2024年10月已开工
山东海科化工	约30	HEFA	山东省东营市	2023年3月已开工
四川金尚环保	30	HEFA	四川省遂宁市	预计2025年底投产
东华能源	100	HEFA	广东	与霍尼韦尔合作
国电投	40	PtL	黑龙江	
山西国际能源	35	PtL	内蒙古	
广西宏坤	30	HEFA	广西	与托普索合作
中能建	30	PtL	吉林	
亿利资源	30	PtL	内蒙古	
吉电股份	30	PtL	吉林	
易高环保	30	HEFA	江苏	
中石化	23	HEFA	未定（天津）	与道达尔合作
上海岚泽	20	FT	河北	
天舟通航	20	HEFA	四川	
国电投、国泰航空	20	PtL	未定	
久泰集团	10	PtL	内蒙古	与霍尼韦尔合作
首钢朗泽	5	AtJ	河北	与美国Lanzajet合资
宝钢朗泽	3	AtJ	上海	与美国Lanzajet合资
国电投	1	PtL	新疆	

注：产能以原料进料量统计

数据来源：中国化工信息，西南证券整理

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1 化工：风物长宜放眼量

2 传统周期：炼化、煤化工、磷化工及农化、氨纶、制冷剂、染料

3 新材料：润滑油添加剂、湿电子化学品、SAF

4 投资建议

5 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

4 投资建议

■ **相关标的：**恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、宝丰能源、卫星化学、云天化、华鲁恒升、川恒股份、云图控股、扬农化工、润丰股份、亚钾国际、东方铁塔、华峰化学、新乡化纤、巨化股份、三美股份、浙江龙盛、瑞丰新材、利安隆、翰博高新、雅克科技、鼎龙股份等。

证券代码	公司	总市值（亿元）	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
600989.SH	宝丰能源	1,729.94	23.59	1.56	1.87	2.13	-	15	10	9	-
002493.SZ	荣盛石化	1,283.64	12.85	0.09	0.31	0.47	-	151	35	23	-
600160.SH	巨化股份	937.89	34.74	1.40	2.18	2.55	2.76	29	19	16	15
002648.SZ	卫星化学	896.40	26.61	1.58	3.05	3.38	3.80	17	9	8	7
600426.SH	华鲁恒升	535.41	19.47	1.56	2.11	2.45	-	18	13	11	-
000703.SZ	恒逸石化	696.91	16.95	0.07	2.34	2.46	2.58	282	8	8	7
600096.SH	云天化	512.26	28.10	2.83	2.83	3.13	3.38	11	11	10	9
002064.SZ	华峰化学	492.28	9.92	0.37	0.72	0.83	0.96	30	15	13	11
000893.SZ	亚钾国际	367.50	39.77	1.81	3.40	4.86	5.43	26	14	10	9
002545.SZ	东方铁塔	198.18	15.93	0.97	1.50	1.78	2.06	19	12	10	9
600486.SH	扬农化工	211.75	52.40	3.18	3.67	4.54	5.40	17	15	12	10
002895.SZ	川恒股份	186.55	30.79	2.08	2.59	2.91	3.45	16	13	12	10
301035.SZ	润丰股份	191.84	52.63	2.87	3.74	4.50	5.70	18	14	12	9
002539.SZ	云图控股	148.67	12.31	0.68	1.00	1.21	1.50	21	14	12	9
000949.SZ	新乡化纤	113.33	6.84	0.12	0.43	0.51	0.65	62	17	14	11
300910.SZ	瑞丰新材	106.33	27.76	1.92	2.39	2.69	3.37	15	12	11	9
300596.SZ	利安隆	92.77	40.40	2.16	2.73	3.23	4.10	20	16	13	10
301321.SZ	翰博高新	91.11	48.87	-0.52	0.81	1.40	1.75	-102	65	38	30

数据来源：wind，西南证券（股价截止2026年9月18日）

仅供内部参考，请勿外传

目 录

1 化工：风物长宜放眼量

2 传统周期：炼化、煤化工、磷化工及农化、氨纶、制冷剂、染料

3 新材料：润滑油添加剂、湿电子化学品、SAF

4 投资建议

5 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

5 风险提示

- 行业产能持续投放的风险；
- 上游原材料价格波动的风险；
- 下游需求持续低迷的风险；
- 进出口政策扰动的风险等。

仅供内部参考，请勿外传

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：钱伟伦
执业证号：S1250525070005
邮箱：qwl@swsc.com.cn

分析师：甄理
执业证号：S1250525050004
电话：021-68413856
邮箱：zhli@swsc.com.cn

联系人：高望集
邮箱：gaowj@swsc.com.cn

联系人：胡立林
邮箱：hull@swsc.com.cn

仅供内部参考，请勿外传

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究院

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，　　，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

仅供内部参考，请勿外传

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究院

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn				