

# 百合花 (603823.SH)

## 高性能颜料进入放量期，有机颜料龙头开启国产替代

我国有机颜料赛道冠军，成长空间逐步打开。公司主要产品为经典和高性能有机颜料，广泛应用于油墨、涂料和塑料着色。作为我国有机颜料行业龙头企业，公司目前拥有年产4万吨有机颜料和1万吨配套中间体的生产能力，产品覆盖200多个规格，具备全色谱生产能力，可满足下游差异化需求，是我国兼具规模、产业链一体化、品类优势的有机颜料龙头厂商。环保安全监管政策趋严，小、散、不规范的企业不断淘汰，有机颜料行业加速集聚。公司目前10%的全球市占率，行业龙头提升空间巨大。

**扩产环保型、高性能有机颜料打开中期成长空间。**根据有机颜料专业委员会，全球颜料产量约100万吨，其中有机颜料产量约40万吨，包括了经典有机颜料和高性能有机颜料。目前全球高性能有机颜料产量比例约为15-20%，但销售额比例却达到约40-50%，并以10%左右的较快速度增长。具有较高附加值和技术壁垒，目前市场主要被德国巴斯夫、瑞士科莱恩、日本DIC等外企垄断。高性能有机颜料不仅具有经典产品颜色鲜艳、着色力强的特点，而且耐光、耐热性也更加优异，使用安全、环境友好，在中高档涂料需求快速增长。公司拥有高性能有机颜料产能达1.3万吨，占产量约1/3。包括了DPP、偶氮缩合、苯并咪唑酮、喹吖啶酮、异吲哚啉、二噁嗪等。未来，我们预计公司将在DPP、永固紫、喹吖啶酮等高壁垒、高盈利、高成长性品种上不断扩大产能，打开短期、中期的成长空间。

**向产业链上下游延伸形成一体化打开长期空间。**颜料产业链上游为基础化工材料及中间体，下游色浆、色母粒，应用于油墨、涂料、塑料、橡胶等行业。中间体的质量和供应稳定性对颜料生产至关重要，并对利润有显著贡献。对此，公司近年不断向上游中间体环节延伸，高性能颜料生产过程中所需的关键中间体4-氯-2,5-二甲氧基苯胺(4625)、色酚系列、DB-70、DMSS等大部分用量均是自产。同时，远期公司产业链具备向下游环节色浆、原液着色延伸产业链空间，长期增长路径清晰。

**盈利预测与估值建议。**我们预计公司2020-2022年营业收入分别为20.07/25.98/29.45亿元，预计归母净利润分别为2.50/3.56/4.36亿元，折合EPS为0.79/1.12/1.37元/股，分别对应21.8/15.3/12.5倍PE。考虑公司高性能颜料产能的持续投放以及中间体产能投放，产业链向上游延伸，盈利能力和成长性都会有显著的提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格上涨、有机颜料市场萎缩、行业集中度下降竞争加剧。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,813	1,981	2,007	2,598	2,945
增长率 yoy (%)	20.0	9.3	1.3	29.5	13.4
归母净利润(百万元)	190	227	250	356	436
增长率 yoy (%)	42.5	19.9	10.1	42.2	22.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.60	0.72	0.79	1.12	1.37
净资产收益率 (%)	13.3	14.3	14.4	17.3	17.9
P/E (倍)	28.7	24.0	21.8	15.3	12.5
P/B (倍)	3.8	3.4	3.1	2.7	2.3

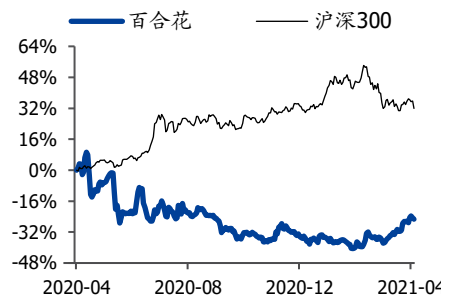
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月09日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	化学制品
04月09日收盘价	16.80
总市值(百万元)	5,337.78
总股本(百万股)	317.73
其中自由流通股(%)	99.14
30日日均成交量(百万股)	1.39

#### 股价走势



#### 作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

研究助理 杨义韬

邮箱: yangyitao@gszq.com

#### 相关研究





## 内容目录

1. 百合花：我国有机颜料赛道冠军，成长空间逐步打开 .....	5
1.1. 兼具规模、全色谱能力、一体化产业链的有机颜料龙头 .....	5
1.2. 过往业绩稳定成长，将进入加速增长期 .....	6
2. 行业具备品类横向拓展及产业链纵向延伸空间 .....	7
2.1. 下游应用行业情况 .....	8
2.1.1. 涂料：高性能颜料、珠光颜料具备较大增长潜力 .....	9
2.1.2. 油墨：新兴应用增长对颜料质量提出更高要求 .....	10
2.1.3. 塑料：轻量化趋势下，产量有望持续增长 .....	11
2.2. 颜料的技术壁垒 .....	13
3. 竞争格局：国内龙头企业国产替代进行时 .....	13
3.1. 全球有机颜料行业分为三大梯队 .....	13
3.2. 高性能有机颜料国产替代进行时 .....	15
4. 高性能颜料扩产+一体化延伸打开成长空间 .....	16
4.1. 高性能颜料打开成长空间 .....	16
4.2. 关键中间体自产，打通一体化产业链 .....	18
4.3. 安全环保：高度重视安全生产，建设完备三废处理设施 .....	19
5. 盈利预测与估值建议 .....	19
5.1. 关键假设 .....	19
5.2. 盈利预测与估值建议 .....	19
6. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 公司股权结构图（截至 2020 年 Q3） .....	5
图表 3: 有机颜料品种与性能（公司业务范围用红圈标注） .....	6
图表 4: 公司营业收入（亿元） .....	7
图表 5: 公司归母净利润（亿元） .....	7
图表 6: 全球颜料市场拆分 .....	8
图表 7: 无机颜料与有机颜料性能对比 .....	8
图表 8: 有机颜料产业链 .....	9
图表 9: 全球有机颜料下游应用分布 .....	9
图表 10: 有机颜料主要应用领域对牢度和加工性能的要求 .....	9
图表 11: 中国涂料产量（万吨，仅统计规模企业） .....	10
图表 12: 中国涂料种类分布 .....	10
图表 13: 我国油墨产量及增速 .....	11
图表 14: 我国胶印、液体、UV 油墨产量及增速 .....	11
图表 15: 不同色母粒品种的着色剂及其应用领域 .....	11
图表 16: 全球塑料产量持续增长 .....	12
图表 17: 中国塑钢比率低，提升空间大 .....	12
图表 18: 颜料的性能及其决定因素 .....	13
图表 19: 全球有机颜料行业竞争格局 .....	14
图表 20: 我国有机颜料行业前五厂商产量（吨） .....	14
图表 21: 2012 年我国有机颜料产量格局 .....	15

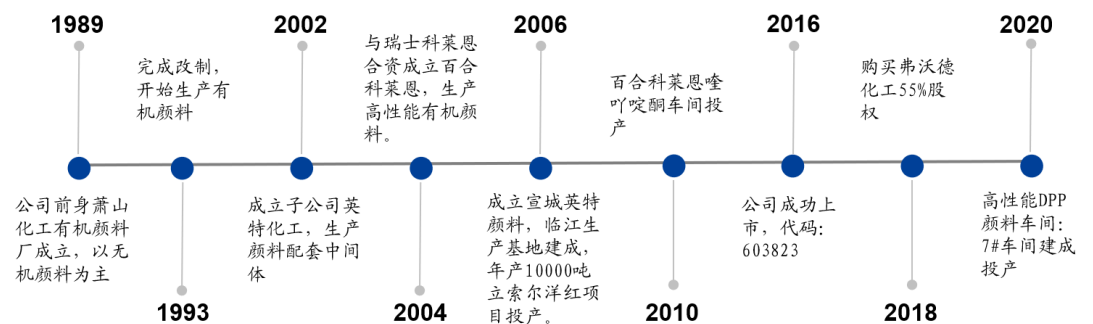
图表 22: 2019 年我国有机颜料产量格局 .....	15
图表 23: 我国主要有机颜料生厂商 .....	16
图表 24: 高性能有机颜料、经典有机颜料在不同领域的牢度性能对比 .....	17
图表 25: 主要高性能颜料种类 .....	17
图表 26: 公司高性能颜料产品 DPP、永固紫、喹吖啶酮红 .....	18
图表 27: 高性能颜料关键中间体 .....	19
图表 28: 公司产品收入拆分表 (百万元) .....	20
图表 29: 可比公司分析 (净利润选取 Wind 一致预期, 市值选取 2021 年 4 月 8 日) .....	20

## 1. 百合花：我国有机颜料赛道冠军，成长空间逐步打开

### 1.1. 兼具规模、全色谱能力、一体化产业链的有机颜料龙头

公司是我国具备全色谱能力、一体化产业链、规模优势的有机颜料龙头厂商。公司前身萧山市江南颜料化工厂于1989年成立，后经改制成为杭州百合化工有限公司，慢慢发展为整个行业第一家上市公司——百合花集团股份有限公司。2004年，公司与颜料行业巨头瑞士科莱恩合资成立百合科莱恩，加强高性能有机颜料领域积淀。公司主要产品为经典和高性能有机颜料，广泛应用于油墨、涂料和塑料着色。作为国内有机颜料行业龙头企业，公司目前拥有年产4万吨有机颜料和1万吨配套中间体的生产能力。并且公司拥有50多条颜料生产线，20多条中间体生产线，产品覆盖200多个规格，具备全色谱生产能力，可满足下游差异化需求，是我国兼具规模、产业链一体化、品类优势的有机颜料龙头厂商。

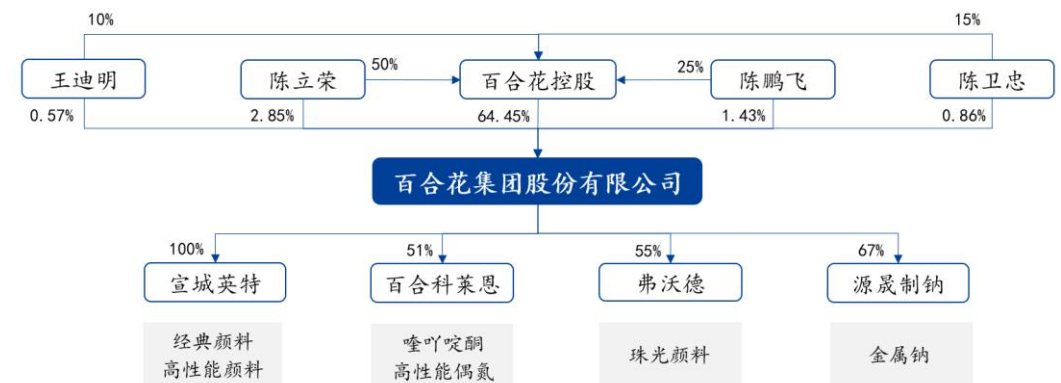
图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

**股权结构与子公司：**百合花控股是公司的控股股东，持有公司64.45%的股权。董事长陈立荣先生为公司实际控制人，合计持股35.08%。陈卫忠、王迪明均为公司骨干，陈卫忠现任公司副董事长，王迪明现任公司副总经理。陈鹏飞为陈立荣之子，现任副总经理，主管国际销售。公司子公司主要包括：宣城英特，同时涉及经典颜料和高性能颜料业务；百合科莱恩为与瑞士科莱恩合资成立，生产高性能有机颜料；弗沃德主要业务为珠光颜料；源晟制钠为公司金属钠原材料提供保障。

图表 2: 公司股权结构图（截至2020年Q3）



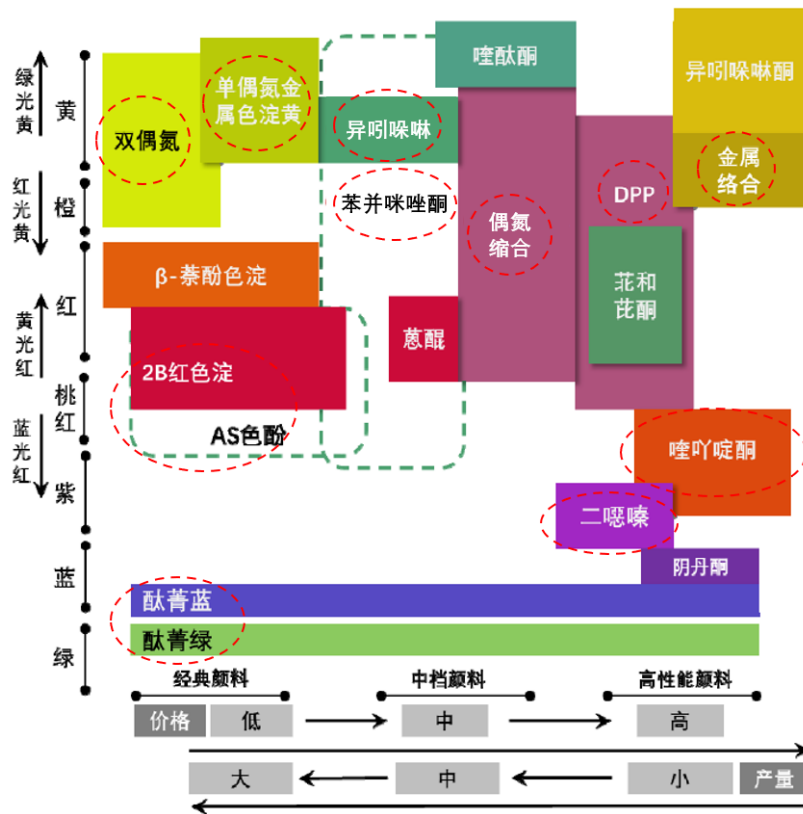
资料来源：Wind，国盛证券研究所

有机颜料是应用于油墨、涂料、塑料的有机着色剂，其色系、品类多，大致可划分为经典以及高性能颜料：

- 经典有机颜料中，博纳色淀、萘酚色淀、联苯胺黄是几万吨级经典颜料大系列，单偶氮黄是经典颜料中系列，吡唑啉酮是经典颜料小系列，色酚是唯一的包括低、中、高档产品的有机颜料系列，酞菁是高性能、低价格、大销量的特别系列；
- 高性能有机颜料中，DPP、偶氮缩合、苯并咪唑酮、喹吖啶酮是多色区几千吨级高性能有机颜料大系列，异吲哚啉、异吲哚啉酮、喹酞酮、二噁嗪是单色区千吨级高性能有机颜料大系列，蒽醌、阴丹酮、茈红、硫靛和金属络合物颜料是特殊的百吨级高性能有机颜料小系列。

公司品类、色系齐全，配套中间体，高性能颜料业务具有较大成长空间。目前公司拥有经典有机颜料 2.5 万吨，占产量约 2/3，包括永固红、永固黄、立索尔大红、耐晒红、色淀红；拥有高性能有机颜料产能达 1.3 万吨，占产量约 1/3。包括了 DPP、偶氮缩合、苯并咪唑酮、喹吖啶酮、异吲哚啉、二噁嗪等。同时，公司坚持“终端色系——对应中间体”发展模式，持续产能扩张，同时强化产品竞争力。公司中间体大部分自用，少部分外销，中间体收入接近总营收的 4%。

图表 3：有机颜料品种与性能（公司业务范围用红圈标注）



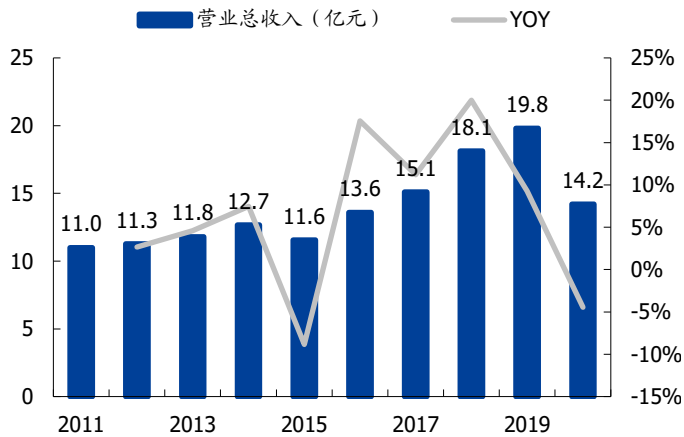
资料来源：陈信华 《一图看懂塑料着色用有机颜料品种和性能》，国盛证券研究所

## 1.2. 过往业绩稳定成长，将进入加速增长期

上市以来，公司的总体营收和净利润持续稳健增长。2020 年前三季度，公司共实现营业收入 14.20 亿元，同比下降 4.46%；实现净利润 1.77 亿元，同比增长 1.29%。由于新冠疫情一定程度上影响了年初的复工率，公司营收水平小幅下降（一季度营收下滑 15.30%）。由于原材料 2,3 酸、3,3 双氯联苯胺、乙萘酚等价格同比往年下滑，公司净利润小幅增长。未来受益于高性能颜料产能的持续投放以及中间体产能投放带来的一体化

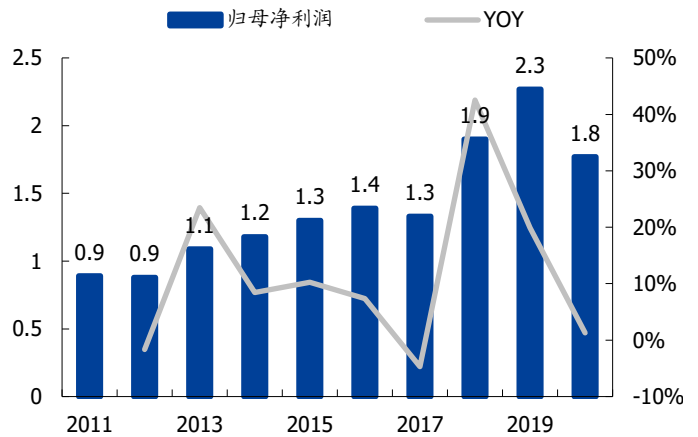
成本优势加强，公司业绩将进入加速成长期。

图表4: 公司营业收入(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

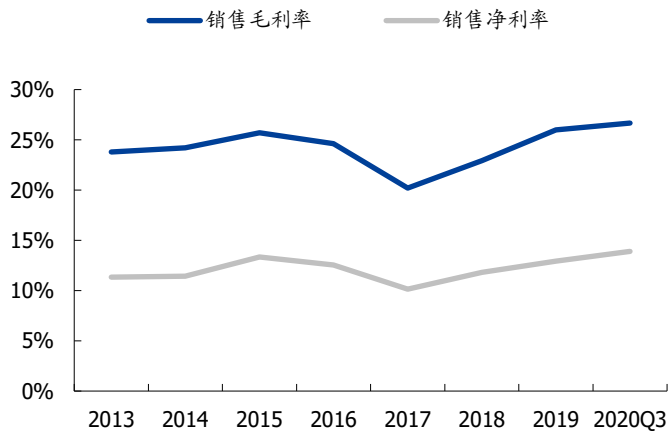
图表5: 公司归母净利润(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

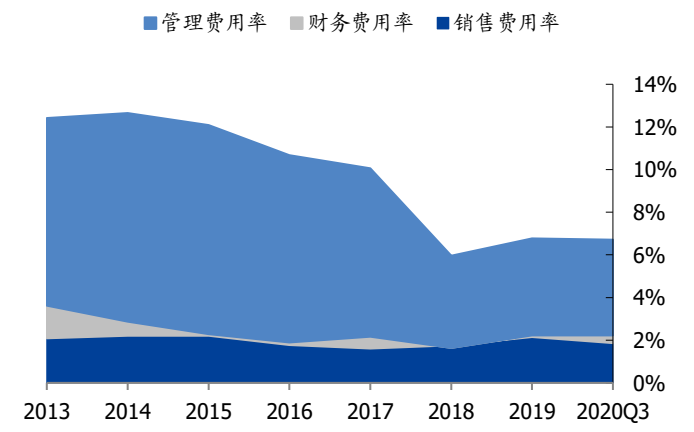
**盈利能力持续增长，管理费用率持续下降。**由于公司上游的多家中间体生产企业因环保设施不到位、排放不合格等原因被停产或限产，致使原材料价格大幅波动，公司2017年利润率有所下滑。并且，公司的客户群体中代理商占比较大，销售渠道的延伸对销售价格的调整有一定的滞后性。2017年后，公司持续强化创新，不断提高与优化产品质量，并加大对产业链上游的延伸，使得公司产品的竞争优势进一步提升，毛利率净利率均稳步提升。公司费用率在17年后均大幅下降，是因公司加大对销售体系的建设，降低对经销商的依赖，增加直营的比例，加强了订单管理。

图表5: 公司毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 公司三大费用率



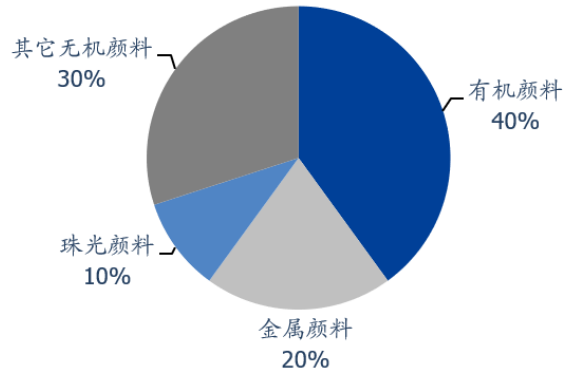
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2. 行业具备品类横向拓展及产业链纵向延伸空间

根据有机颜料专业委员会，全球颜料产量约100万吨，包括有机颜料、金属颜料、珠光颜料和其它无机颜料。其中，有机颜料行业全球产量约40万吨，市场规模约300亿元。其中经典有机颜料32万吨，均价3-4万元。高性能有机颜料7-8万吨，均价约15-18万（单价7-

40万不等)。2019年我国有机颜料产量约32.75万吨，已占据全球产量将近70%，其品类以经典有机颜料为主，高性能、环保有机颜料技术壁垒较高，主要被德国巴斯夫、瑞士克莱恩、日本DIC等外企垄断。高性能、环保型有机颜料和珠光颜料分别成为有机颜料和无机颜料中最有市场潜力的产品种类。

图表6: 全球颜料市场拆分



资料来源: 有机颜料专业委员会, 国盛证券研究所

相比无机颜料，有机颜料生产工艺复杂，色谱广泛、着色力强。公司所生产的有机颜料属于着色剂。着色剂主要分为染料和颜料，其中染料指溶于水或其他溶剂的着色剂，颜料指不溶于水或其他溶剂的着色剂。由于不溶于使用介质，始终以原来的晶体状态存在。因此，颜料自身的颜色就代表了它在底物中的颜色。颜料可分为有机颜料和无机颜料，其中无机颜料主要包括天然矿物和无机化合物，有机颜料则指有机化合物制成的颜料。与无机颜料相比，有机颜料生产工艺较为复杂，然而成本也相对较高；同时色谱广泛，颜色鲜艳，着色力高，被广泛应用于油墨、涂料及塑料等领域。

图表7: 无机颜料与有机颜料性能对比

性能类别	主要性能	无机颜料	有机颜料
颜色性能	品种色谱	种类较少、色谱较窄	种类较多、色谱较宽
	颜色特性	鲜艳度低、暗	鲜艳、明亮
	着色强度	低	高
牢固性能	耐热稳定性	多数较高	一般较低，高档品质优良
	耐久性	多数品种较高	高性能品种优异
	耐酸、碱性	部分品种变色、分解	较好、优良
	耐溶剂性	优良	中等至优良
加工性能	专用剂型	较少	多种商品剂型
	毒性(重金属)	部分品种较高	无毒、低
其他	成本	较低	较高

资料来源: 七彩化学招股说明书, 国盛证券研究所

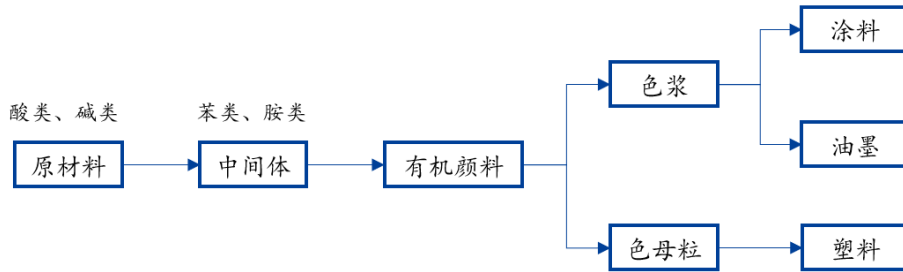
## 2.1. 下游应用行业情况

颜料产业链上游为基础化工材料及中间体，下游为油墨、涂料、塑料、橡胶等的高分子材料行业（化纤除外）。基础化工原材料包括酸类、碱类等无机化工原料，中间体产业包



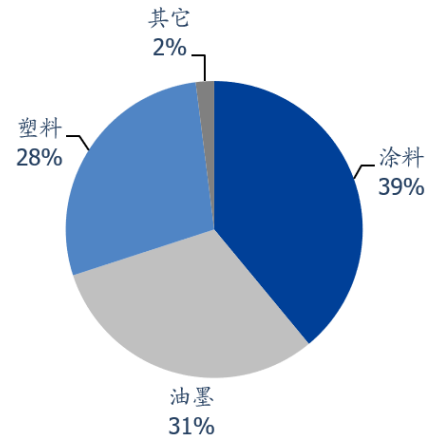
括胺类、苯类、助剂等有机化工原料。下游应用主要集中在油墨、涂料、塑料和橡胶等领域。由于油墨、涂料、塑料及橡胶等的应用环境各有特点，所以对使用的颜料类别、颜色多样性、耐候性、用量和应用浓度、改变配方难易程度等要求具有差异。

图表 8: 有机颜料产业链



资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

图表 9: 全球有机颜料下游应用分布



资料来源: 七彩化学招股书, 国盛证券研究所

图表 10: 有机颜料主要应用领域对字度和加工性能的要求

项目	油墨	涂料	塑料
颜料类别	经典颜料为主	高性能颜料为主	高性能、经典兼有
耐候性	要求最低, 通常室内应用	要求最高, 通常室外应用	要求中等, 室内外应用都有
颜色多样性和颜料产品种类	应用颜色单调, 集中在四色油墨的几大类颜料产品	处于油墨和塑料之间, 汽车涂料集中在品牌几个标准色	应用颜色丰富多彩, 应用颜料产品种类多
颜料用量和应用浓度	大吨位用量, 应用浓度高	处于油墨和塑料之间	对单一应用用量少, 应用浓度低
改变应用配方的难易程度	改变配方容易, 对改变颜料的质量标准要求低, 颜料替代容易	改变配方难, 对改变颜料的质量标准要求高, 颜料替代难	处于油墨和涂料之间
对颜料供应质量稳定性和更换颜料供应商的难易程度	对颜料的质量稳定性要求低, 对颜料供应商的审查宽松, 更换颜料供应商容易	对颜料的质量稳定性要求高, 对颜料供应商的审查严格, 更换颜料供应商难	处于油墨和涂料之间

资料来源: 七彩化学招股说明书, 国盛证券研究所

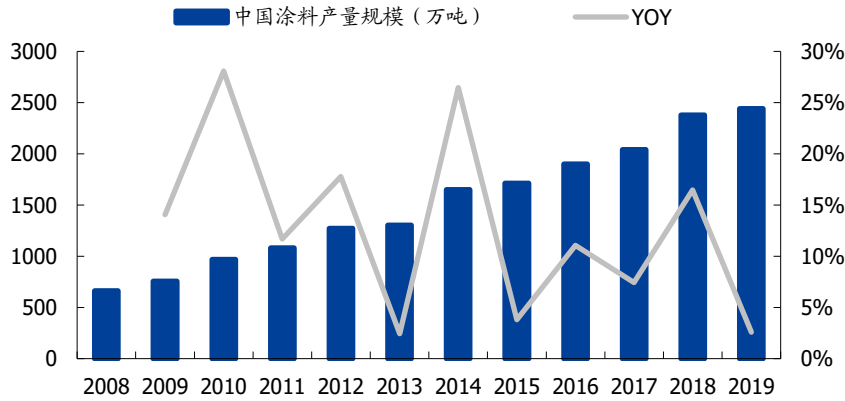
### 2.1.1. 涂料: 高性能颜料、珠光颜料具备较大增长潜力

涂料是涂覆在工业品、建筑物表面起到保护、装饰及其他特殊功能的材料, 广泛用于工业、建筑领域。根据涂界统计数据显示, 2019 年我国涂料行业总产量为 3750 万吨 (含规模以下企业), 主营业务收入总额 4474 亿元。涂料可大致分为工业涂料和建筑涂料, 工业涂料包括了汽车涂料、一般工业防护涂料、重防腐涂料、轻工涂料等细分种类; 建筑涂料包括了内墙涂料、外墙涂料, 其中外墙涂料包括防水涂料。根据涂界数据, 2019 年我国工业涂料总产量 2250 万吨, 占全国比例为 58.67%; 建筑涂料总产量 1550 万吨 (含 380 万吨防水涂料), 占全国比例 41.33%。涂料主要由树脂、颜填料、溶剂、助剂四大原材料构成, 其中颜料占涂料质量比重 5%-10% (汽车、3C 等领域含量较高)。涂料对所使用颜料的耐光、耐热、遮盖力等要求更高, 颜料生产商需研发出适合不同应用的剂型产品。

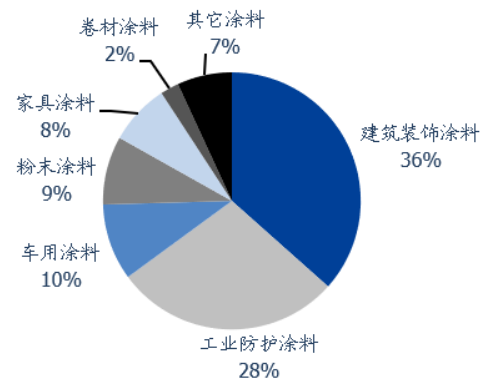
汽车涂料是高性能有机颜料和珠光颜料的重要市场。汽车涂料分为底层的电泳涂料和汽车面

漆，汽车面漆又分为中涂漆、底色漆和遮光清漆。汽车涂料对颜料的耐候性、鲜艳度等要求高，因此多用高性能有机颜料和珠光颜料。高性能有机颜料包括苯并咪唑酮系列、高性能偶氮颜料、大分子系列、异吲哚啉颜料及中间体等在内，由于具有较好的牢度性能，因此在汽车领域得到了广泛的应用。我国能达到汽车涂料应用要求的高性能有机颜料生产企业较少，由于我国汽车涂料市场主要被巴斯夫、关西、宣威-威廉姆斯、艾仕得等外企垄断，因此所采购高性能颜料主要来自海外供应商，国产替代空间巨大。

图表 11: 中国涂料产量(万吨, 仅统计规模企业)



图表 12: 中国涂料种类分布



资料来源: 中国涂料工业协会, 国家统计局, 国盛证券研究所

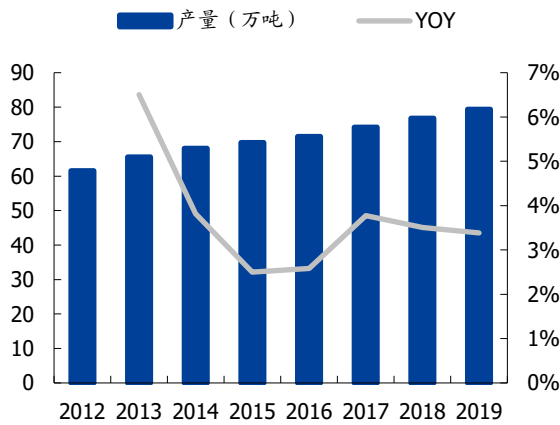
资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

### 2.1.2. 油墨: 新兴应用增长对颜料质量提出更高要求

油墨主要由颜料、树脂和助剂构成，其中颜料约占油墨成分 10%-20%，成分量占比较涂料更高。根据《2021-2026 年油墨行业细分市场分析与前景预测报告》，全球油墨年产量约为 420 至 450 万吨，其中 2019 年我国油墨产量 79.4 万吨，2015 至 2019 年年均增长率约为 3.3%。油墨过去的传统应用领域主要在报刊出版物，品类以经典有机颜料为主。目前食品包装、快递已逐渐成长为最大的应用领域，对有机颜料的性能和质量提出了更高的要求。由于高性能有机颜料具有优异的颜色性能、牢度性能，因此广泛应用于食品、饮料、烟、酒、玩具等包装印刷、复合地板和家具表面印刷、数码打印等。分油墨种类来看：

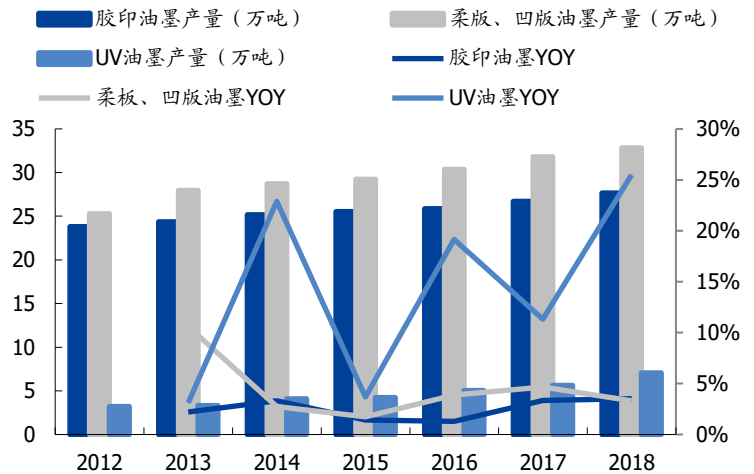
- **胶印油墨**使用经典有机颜料为主，是颜料在油墨中的传统应用领域。胶印油墨由作为着色剂的颜料、作为骨干的树脂、以及矿物油、植物油、助剂等构成，主要用于胶版印刷。我国印油墨年产量 2012 至 2018 年复合增长率约为 2.52%，增长相对缓慢；
- **液体油墨**在食品包装、装饰纸等领域增速较快，可分为溶剂型油墨和水性油墨。其中溶剂型油墨一般用于凹版印刷，水性油墨主要用于柔版印刷，少部分也应用于凹版印刷。溶剂型油墨的印刷图像质量持久度高且原料成本较低，在大幅面和宽幅面（广告、条幅）的应用领域有着巨大的市场。水性油墨则特别适用于装饰纸、烟、酒、食品、饮料、药品、儿童玩具等卫生条件要求严格的包装印刷产品。我国柔印和凹印油墨合计年产量 2012 年至 2018 年年均增长率约为 4.45%，增速适中；
- **UV 油墨**在紫外光照射下瞬间固化，印刷速度快，且性能优异，目前国内 UV 油墨主要应用于高档香烟、酒、保健品及化妆品包装的印刷（占一半以上）；其次是各类商标、票据等的印刷；其余是塑料片材等特别材质/用途的产品。UV 油墨是增长最快的油墨细分赛道之一，2012-2018 年产量复合增速达 13.93%。

图表 13: 我国油墨产量及增速



资料来源: 中国油墨协会, 国盛证券研究所

图表 14: 我国胶印、液体、UV 油墨产量及增速






资料来源: 中国油墨协会, 国盛证券研究所

### 2.1.3. 塑料: 轻量化趋势下, 产量有望持续增长

塑料着色通常使用色母粒, 我国色母粒行业规模 180 万吨, 约占塑料行业规模的 2%。色母粒是以合成树脂为载体, 添加高比例的颜料和分散剂等助剂, 通过各种工艺制得的一种新型高分子复合着色材料。颜料是色母粒的基本组成部分, 含量一般在 20%-80% 之间。色母粒可分为白色母粒、黑色母粒和彩色母粒, 其中, 彩色母粒 (占比 20%) 使用有机颜料着色。

图表 15: 不同色母粒品种的着色剂及其应用领域

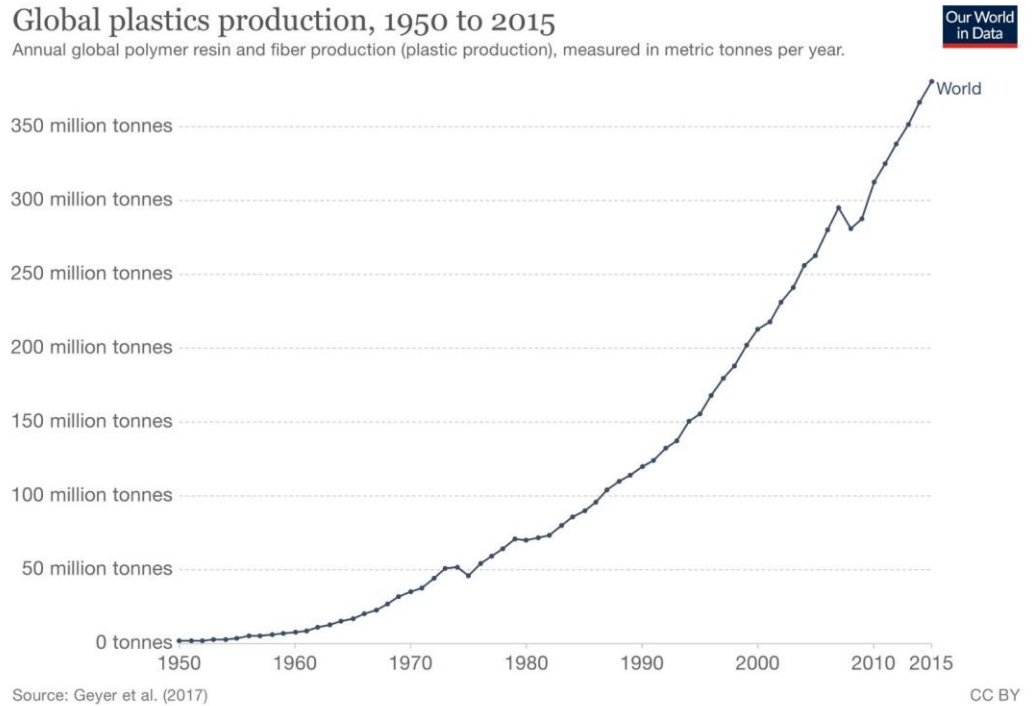
色母粒品种	实物形态	着色剂	占比	应用领域
白色母粒		钛白粉	23.18%	药品包装、食品包装、快递包装、日化包装、塑料家居用品、个人护理材料、医疗器械材料、婴幼儿用品及玩具等
黑色母粒		炭黑	47.38%	包装薄膜、工业薄膜、农用薄膜、地膜、管道、板材、棒材、工程塑料、电线电缆、高端化妆品包装、电子元器件材料等
彩色母粒		有机/无机颜料	19.81%	家用电器、玩具、家用器皿、汽车、塑料袋、包装材料、电线和电缆、建筑材料、体育和休闲用品等

资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

全球的塑料产量从 20 世纪 50 年代的 500 万吨增长到现在的 3.7 亿吨, 是因为塑料耐用、廉价, 轻便、易于加工、着色, 每个人的衣食住行都离不开塑料。我们每生产一个单位的塑料, 就能为其他行业降低 2.3 倍的二氧化碳排放 (例如汽车采用改性塑料后降低重量减少油耗)。塑料的耐久性也让它成为应用最广泛的食物包装材料之一, 如果没有了塑料, 人类 40% 以上的食品都将变质。目前人类还没有找到与塑料价值等同的替代品

我国塑料产量增长迅速，2011-2019年，我国初级形态塑料产量从4,739万吨增加到9467.5万吨，年复合增长率9.04%。塑料的发展，不仅对其着色剂的需求量逐年增加，而且根据着色对象的特性、着色工艺和加工条件，对着色剂的质量提出更高的要求，塑料用颜料既包括高性能有机颜料也包括经典有机颜料。

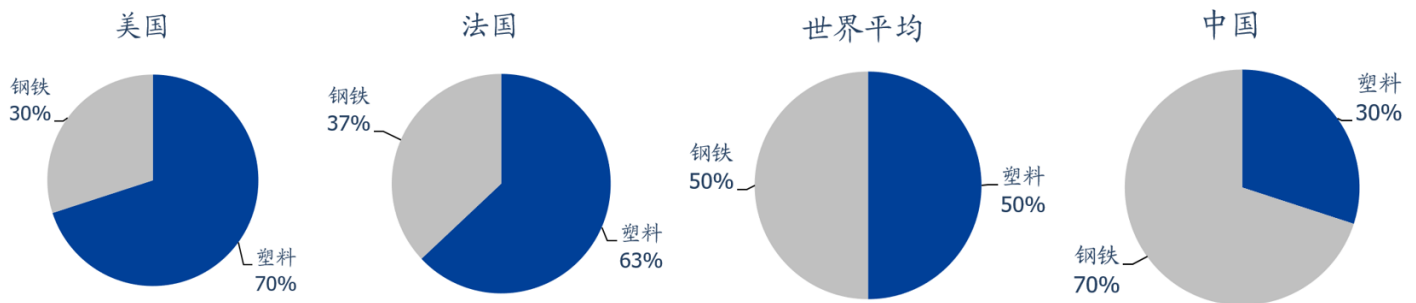
图表 16: 全球塑料产量持续增长



资料来源: Our World in Data, 国盛证券研究所

“以塑代钢”是塑料行业增长主逻辑之一，我国增长空间较大。“塑钢比”是衡量一个国家塑料工业发展水平的重要指标，目前，我国的“塑钢比”仅为30:70，而世界平均水平为50:50，发达国家中如美国为70:30、德国为63:37。虽然我国已步入塑料消费世界大国行列，但人均塑料消费与发达国家相比还有很大的差距。改性塑料本身具有广泛的应用领域，在汽车、通讯、家电、电子电气、高铁、建筑、军工、航空航天、医疗等众多行业起着重要作用。在“以塑代钢”、“汽车轻量化”、“家电轻薄时尚化”、“新型城镇化”等趋势及政策的推动之下，改性塑料行业的应用产品将会进一步拓展。

图表 17: 中国塑钢比率低，提升空间大



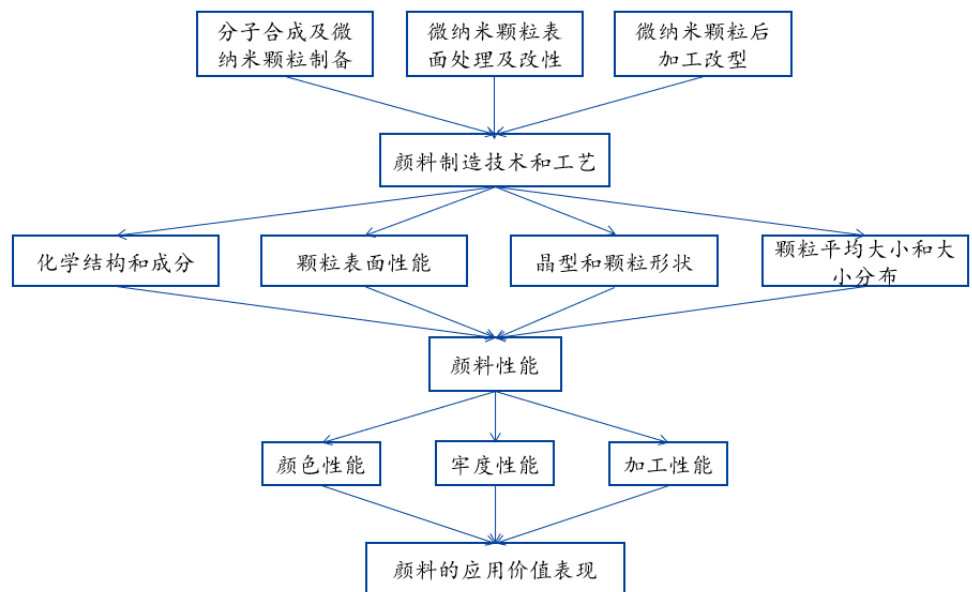
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

此外，有机颜料在橡胶、纺织品、纤维原浆着色、造纸、陶瓷、工艺美术、皮革、液晶电子、化妆品等领域也得到广泛应用。

## 2.2. 颜料的技术壁垒

有机颜料的化学合成仅仅是生产过程中的一步，要获得具有特殊性能、满足特定要求的商品，还需要依据具体应用介质的特性，对颜料进行颜料化处理，具体内容包括调整颜料粒子的物理特性和表面性能等。颜料化的效果将直接影响最终产品使用效果和市场竞争力。因此，有机颜料的生产技术主要包括颜料合成和颜料化两部分，相关技术、工艺横跨了物理和化学两个学科，需要有机颜料生产商具有强大的研发实力。颜料的三大性能由化学结构和成分、颗粒表面性能、晶型和晶体形状、颗粒大小及其分布等 4 大因素决定，而这 4 个方面又取决于颜料制造的三大核心技术和工艺的运用技能，

图表 18: 颜料的性能及其决定因素



资料来源：七彩化学招股说明书，国盛证券研究所

## 3. 竞争格局：国内龙头企业国产替代进行时

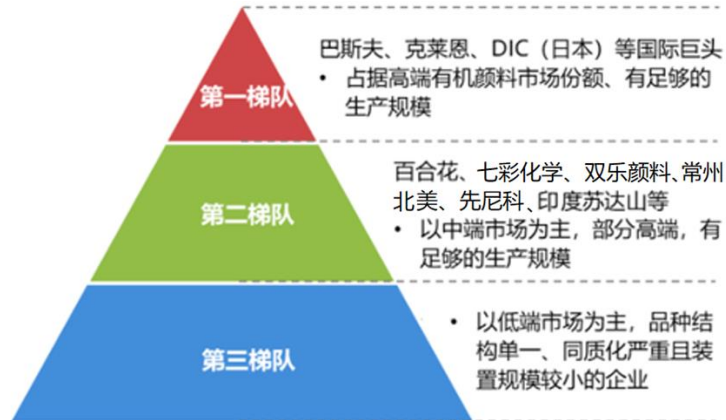
### 3.1. 全球有机颜料行业分为三大梯队

有机颜料行业始于 19 世纪末，欧美国家长期占据主导地位，原四家行业巨头包括瑞士汽巴、瑞士科莱恩、德国巴斯夫、大日本油墨 DIC 主导行业超过半个世纪。2008 年金融危机后，瑞士汽巴于 2009 年被巴斯夫并购（其色母粒业务 2006 年被克莱恩收购）。当时这四家行业巨头在全球有机颜料市场占用率达 65%，全球高性能有机颜料市场占有率达到 90%，并且发明了行业 90% 以上的新产品、新技术。然而 20 世纪 80 年代后，由于全球涂料、油墨产能开始持续向亚洲地区转移。基于产业配套需求、生产成本优势等因素，全球有机颜料生产逐渐由欧美向以我国为主的亚洲国家转移，形成了目前的三个主要梯队。

第一梯队为德国巴斯夫、瑞士科莱恩、日本 DIC，均配套下游优势业务。巴斯夫在高性能有机颜料市场高居第一位，是 DPP、偶氮缩合、异吲哚啉、异吲哚啉酮、喹酞酮、茚

红、喹吖啶酮等产品系列的全球主要供应商。其具有现代化的颜料生产线和优异的生产技术，多种重要原材料自产。科莱恩是苯并咪唑酮、喹吖啶酮、中高性能色酚等产品系列的全球主要供应商；策略上与中国公司合资（如与百合花合资）。DIC在美国和日本市场占有主导地位，是二噁嗪（永固紫）和喹吖啶酮的主要供应商。巴斯夫集团公司涂料业务（尤其汽车涂料）全球领先，科莱恩集团公司塑料业务全球领先，DIC则是全球领先的油墨厂商（除颜料之外，向上游延伸还开发出了顶尖的树脂业务），三巨头的颜料业务均配套自身产业将颜料业务发展起来，形成了协同优势。

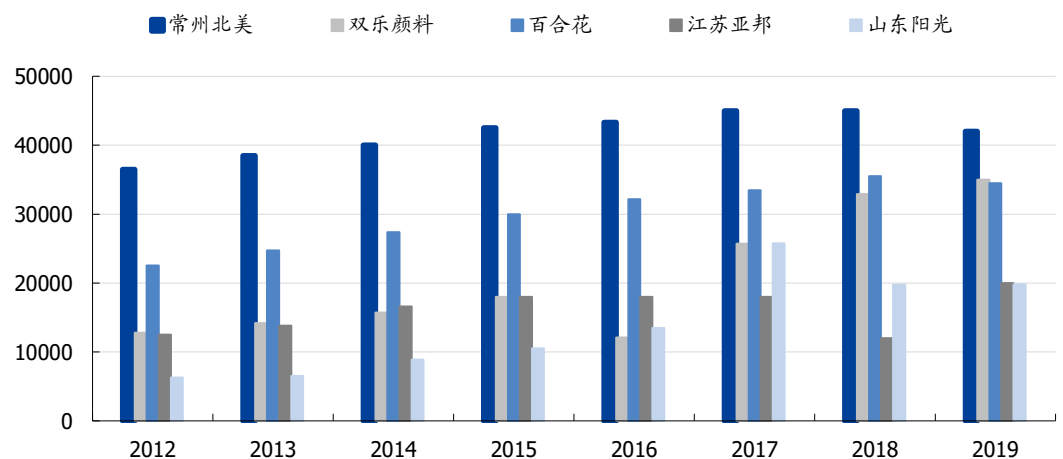
图表 19: 全球有机颜料行业竞争格局



资料来源：中国产业信息网，CNKI，国盛证券研究所

第二梯队以百合花、七彩化学、常州北美等规模性国内厂商为主。百合花在高性能颜料和经典颜料均领跑行业；七彩化学、先尼科聚焦高性能颜料，具备单品类优势；双乐颜料在酞青和无机铅铬颜料领先；常州北美在经典颜料占优，近年来，常州北美产能增长停顿。2019年我国有机颜料产量约32.75万吨，已占据全球产量将近70%。行业近年来集中度呈现提升趋势，国内CR5从2012年的42.6%提升为2019年的46.2%，CR10从2012年的60.7%提升为2019年的65.1%。捷虹、丽王份额不断萎缩，双乐、阳光、七彩增速较快。

图表 20: 我国有机颜料行业前五厂商产量(吨)

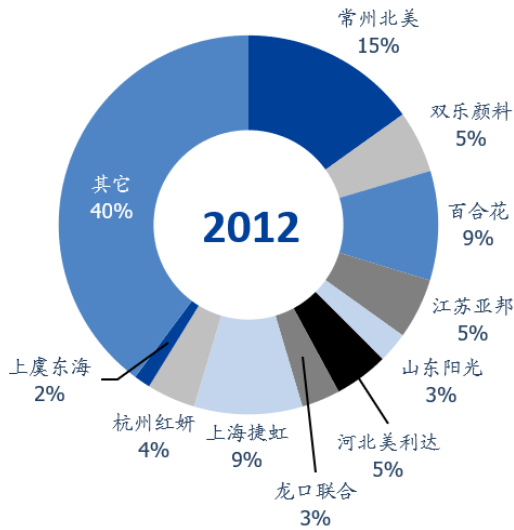


资料来源：有机颜料专业委员会，国盛证券研究所

行业第三梯队拥有近100家小企业，受环保监管影响份额持续流失。行业第三梯队厂商多为亚洲公司（主要集中在我国），品种结构单一且同质化严重，年销售额几亿元以内。

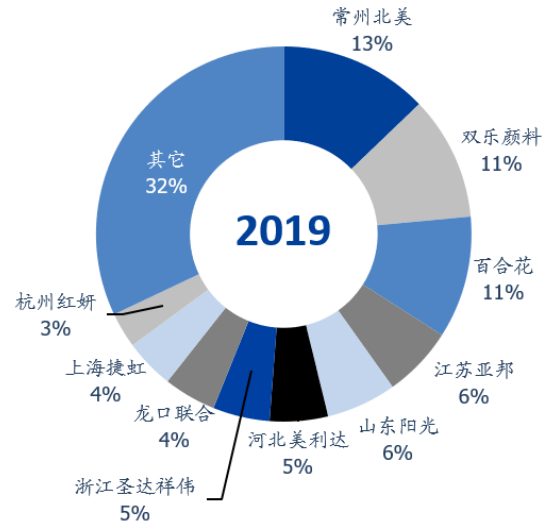
环保监管力度是影响颜料行业上游原材料即基础化工材料及中间体的供货数量和价格的重要因素。环保监管力度持续加大以及不断出台新规，带来原材料价格大幅波动、毛利率下滑，企业上游限产或停产等不利状况。近年来，随着环保监管日趋严格，中小企业份额流失，行业集中度持续提升。2012至2019年，我国有机颜料厂商CR3从30%提升至35%，CR5由38%提升至48%。我们认为随着环保监管的进一步趋严，中小企业份额将进一步流失，行业集中度将进一步提升。

图表 21: 2012 年我国有机颜料产量格局



资料来源: 有机颜料专业委员会, 国盛证券研究所

图表 22: 2019 年我国有机颜料产量格局



资料来源: 有机颜料专业委员会, 国盛证券研究所

### 3.2. 高性能有机颜料国产替代进行时

高性能颜料具有鲜艳的色泽、较高着色性和较高色牢度，主要应用于高端汽车等高端应用场景，具有较高附加值和较高的技术壁垒。在高性能颜料专利大量到期的背景下，近年来百合花、七彩化学等国内颜料厂商开始投放高性能颜料产能，凭借显著的售价优势对巴斯夫、DIC、克莱恩三大家产品进行国产替代。面对中国厂商对高性能颜料市场的蚕食，西方巨头不断收缩业务。20年巴斯夫全球颜料业务出售给DIC，科莱恩亦拟出售其颜料业务。以百合花为首的中国企业将进击西方巨头的第一梯队地位。

伴随消费升级，高性能颜料在中高档涂料、塑料、油墨等领域不断拓展；光刻胶、化妆品等特种领域亦不断采用；随着涂料行业环保政策的落地和进一步推进，高性能有机颜料有望逐步对市场含铅铬等有毒无机颜料形成替代，未来发展潜力巨大。我国高性能颜料产业已经迎来了一个飞速发展的时期。

图表 23: 我国主要有机颜料生厂商

类别	公司名称	产品分类
三家较大规模企业	百合花	经典颜料和高性能颜料并重
	常州北美	经典有机颜料
	双乐股份	以无机颜料以及酞青为主
十来家中等规模企业	鞍山七彩化学	高性能有机颜料
	先尼科化工	高性能有机颜料, DDP 为主
	南通海迪	高性能有机颜料
	南通争妍	以高性能有机颜料为主
	上虞新利	包括经典颜料和高性能颜料
	上虞舜联	包括经典颜料和高性能颜料
	江苏五彩	以经典有机颜料为主
	浙江胜达祥伟	包括经典颜料和高性能颜料
	杭州新晨	以经典有机颜料为主
	杭州红妍	包括经典颜料和无机颜料
	浙江力禾	以经典有机颜料为主
	龙口联合	以经典有机颜料为主
	江苏丽王	包括经典颜料和高性能颜料
上海捷虹	包括经典颜料和高性能颜料	
众多小规模企业		以经典有机颜料为主

资料来源: 七彩化学招股说明书, 国盛证券研究所

## 4. 高性能颜料扩产+一体化延伸打开成长空间

### 4.1. 高性能颜料打开成长空间

**高性能有机颜料环保性能优异, 市场潜力巨大。**有机颜料可分为经典有机颜料和高性能有机颜料。其中代表性经典有机颜料有偶氮色淀类、二芳基物、立索尔大红类、吡唑啉酮类; 高性能有机颜料主要有 DPP 系列、喹吖啶酮系列、二噁嗪系列、苯并咪唑酮系列、异吲哚啉系列、异吲哚啉酮系列等。经典有机颜料虽然其色谱齐全、色泽鲜艳、价格较低且已大量用于塑料制品的着色, 但因其在耐热性、耐光性、耐迁移性等较差, 某些颜料在高温下会发生分解, 对人体和环境产生不良影响, 因此在某些应用领域具有局限性。而高性能有机颜料不仅具有经典产品颜色鲜艳、着色力强的特点, 而且耐光、耐热性也更加优异, 使用安全、环境友好, 在中高档涂料需求快速增长、环保要求不断提高的当下市场空间更大。



图表 24: 高性能有机颜料、经典有机颜料在不同领域的牢度性能对比

	高性能有机颜料	经典有机颜料
应用于涂料、油墨		
耐温 (°C)	300	200
耐晒牢度	6-8 级	5 级
耐酸碱性能 (PH)	4-10	6-8
抗絮凝特性及使用安全性	良好、绿色环保	不佳、部分分子含联苯胺结构, 有分解出致癌物可能性
应用于塑料		
耐温 (°C)	250-300	200
耐晒牢度	8 级	5 级
耐酸碱性能 (PH)	4-12	6-8
抗断裂性	800N	500N
使用寿命	5-8 年	3 年

资料来源: 七彩化学招股说明书, 国盛证券研究所

目前全球高性能有机颜料产量比例约为 15-20%, 但销售额比例却达到约 40-50%, 并以 10% 左右的较快速度增长。高性能有机颜料可分为 DPP、喹吖啶酮、二噁嗪等十多个系列, 各系列产品的颜色性能、牢度性能和加工性能等不尽相同, 主打颜色也有所差异。高性能、环保型有机颜料展现出更优异的物理化学特性与安全环保性能, 既具有传统偶氮颜料鲜艳、色强高的优点, 又能满足中高挡涂料、塑料、油墨等领域对耐光性、耐热性、耐溶剂性、安全环保等更高性能的要求, 从而成为有机颜料发展的趋势。

图表 25: 主要高性能颜料种类

产品名称	代表产品数	产能产量	主要色区
吡咯并吡咯二酮 (DPP) 系列	5 个	全球超过 10000 吨的年产能	橙、黄光红到蓝光红
喹吖啶酮系列	3 个	全球超过 8000 吨的年销量	从蓝光红到紫红
二噁嗪系列	2 个	全球超过 8000 吨产能	紫色
喹啉酮系列	1 个	是千吨级产品	绿光黄
偶氮缩合系列	10 个	每年几千吨的市场规模	绿光黄到红光蓝及棕色
苯并咪唑酮系列	12 个	数千吨级产品	红光黄、橙到蓝光红、紫
茈和茈系列	5 个	全球约 1000 吨产能	橙色、蓝光红
异吲哚啉酮系列	3 个	全球超过 2500 吨的产能	绿光黄、红光黄和橙色
异吲哚啉系列	2 个	全球约 3000 吨的产能	绿光黄、红光黄

资料来源: 七彩化学说明招股书, 国盛证券研究所

在现有优势产品和新增珠光颜料品种的基础上, 公司加快开发用于高端汽车涂料、食品包装和特种定制印刷油墨等高性能、环保型有机颜料, 储备前瞻性技术, 着力于向高性能、创新型、高附加值产品升级, 增强公司核心竞争力。

**高性能颜料拓展之一 DPP 类:** 分散性良好, 耐晒性优越, 着色力高, 色光鲜艳, 饱和度高, 尤其适用于高档汽车涂层及树脂着色用, 典型的应用为法拉利红。公司目前 1500 吨 DPP 产能供不应求, 新建 3,000 吨募投项目中的 DPP 项目已于 2020 年底试生产。该项

目采用了全新的工艺，大幅降低了生产成本。国内 DPP 产量仅有 1 万吨，主要竞争厂家为先尼科和七彩化学（在建）；海外产能有退出迹象，该品种整体竞争格局良好。

**高性能颜料拓展之二永固紫（二噁嗪类）：**具有高着色力、优异的耐候性、耐迁移性和抗再涂迁移性，使用面广泛，可应用于多种涂料、塑料、有机玻璃、橡胶、纺织印花等。永固紫的扩产有利于公司完善色系布局，实现客户一站式采购。

**高性能颜料拓展之三喹吖啶酮：**主要产能来自于公司与科莱恩公司合资成立的子公司百合科莱恩，主要应用于高端塑胶（汽车）、工业漆、卷钢涂料等。基于与科莱恩的战略合作关系，公司借助科莱恩的渠道资源实现海外销售拓展。

图表 26: 公司高性能颜料产品 DPP、永固紫、喹吖啶酮红



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

#### 4.2. 关键中间体自产，打通一体化产业链

中间体的质量和供应稳定性对颜料生产至关重要。近年来，环保监管趋严，不少不符合环保要求的上游企业停产或限产，直接影响供货数量及价格。2017 年，公司曾因上游多家中间体生产企业环保设施不到位、排放不合格被停产或限产、原材料价格大幅波动而毛利率下滑。同时，部分高性能有机颜料专用中间体合成技术一直掌握在欧美大公司手中，掣肘我国高性能产品的研发生产。对此，公司近年不断向上游中间体延伸产业链，公司中间体投入占资本投入的 1/3。高性能颜料生产过程中所需的关键中间体 4-氯-2,5-二甲氧基苯胺（4625）、AS 色酚系列、DB-70、DMSS 等大部分用量均是自产，已具备了较完整的产品链自我配套体系，以此增强抵御上游原材料中间体价格波动的风险。同时。相对于不具备中间体生产能力的中小型颜料企业，自产中间体有助于维护公司稳定生产，增强成本转移能力。

图表 27: 高性能颜料关键中间体

高性能颜料	关键中间体	备注
DPP	对氯苯腈	重要的有机中间体, 广泛应用于医药、染料, 市场竞争较充分
喹吖啶酮	DMSS	
PR146	AS-LC, 红色基 KD	AS-LC 由 4625 合成
PR170	DB-70, AS-PH	
PY83	AS-IRG	AS-IRG 由 4625 合成
PY74	红色基 B	
苯并咪唑酮类	AABI	有技术储备, 拟拓展
异吲哚啉	邻苯二甲腈	有技术储备, 拟拓展

资料来源: CNKI, 有机颜料委员会, 国盛证券研究所

在原材料方面, 公司参股内蒙古美力坚新材料有限公司、控股内蒙古源晟制钠科技有限公司, 为公司乙萘酚、金属钠等原材料提供保障。

### 4.3. 安全环保: 高度重视安全生产, 建设完备三废处理设施

公司始终视环境保护为公司可持续发展的生命线, 采用先进的环保治理工艺、改进环保治理设施、优化环保资源配置, 提升公司环境保护管理水平。在临江新厂区, 公司按照国际先进的环保理念投资建设了较完备的三废处理设施, 并按照国家最新环保政策的要求不断加大投入对相关设施更新改造。在安全生产方面, 诸多高性能颜料生产过程中涉及硝化等危化工艺, 公司在加强安全队伍建设, 建立专职应急消防队伍的同时, 采用先进工艺, 进一步提升工艺本质安全水平。

## 5. 盈利预测与估值建议

### 5.1. 关键假设

**经典有机颜料:** 永固黄、永固红、立索尔红、色淀红等经典有机颜料品种, 产能不增长, 产销率稳定提升爬坡。盈利能力稳定。

**高性能有机颜料:** DPP、永固紫、喹吖啶酮新增产能逐渐释放, 随着中间体产能释放利润率稳步提升。

### 5.2. 盈利预测与估值建议

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 20.07/25.98/29.45 亿元, 预计归母净利润分别为 2.50/3.56/4.36 亿元, 折合 EPS 为 0.79/1.12/1.37 元/股, 分别对应 21.8/15.3/12.5 倍 PE。公司是我国有机颜料赛道冠军, 规模优势、全色谱能力、一体化优势显著。考虑公司高性能颜料产能的持续投放以及中间体产能投放, 产业链向上游延伸, 盈利能力和成长性都会有良好的提升。

图表 28: 公司产品收入拆分表 (百万元)

产品	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经典有机颜料</b>	<b>755.35</b>	<b>844.47</b>	<b>859.22</b>	<b>992.40</b>	<b>1,017.72</b>
YOY		11.8%	1.7%	15.5%	2.6%
毛利率	19.5%	21.9%	22.8%	22.8%	22.8%
收入占比	41.7%	42.6%	42.8%	38.2%	34.6%
毛利占比	35.4%	36.0%	36.4%	31.0%	26.6%
<b>高性能有机颜料</b>	<b>935.10</b>	<b>1022.30</b>	<b>1043.90</b>	<b>1500.80</b>	<b>1821.58</b>
YOY		9.3%	2.1%	43.8%	21.4%
毛利率	26.6%	29.1%	30.0%	31.7%	33.5%
收入占比	51.58%	51.61%	52.02%	57.77%	61.86%
毛利占比	59.82%	57.67%	58.18%	65.03%	70.04%
<b>珠光颜料</b>	<b>85.50</b>	<b>85.50</b>	<b>85.50</b>	<b>85.50</b>	<b>85.50</b>
YOY		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
收入占比	4.72%	4.32%	4.26%	3.29%	2.90%
毛利占比	6.80%	5.48%	5.24%	3.86%	3.24%
<b>其它</b>	<b>19.94</b>	<b>17.23</b>	<b>18.09</b>	<b>19.00</b>	<b>19.95</b>
YOY		-13.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率(%)	2.9%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%
收入占比	1.1%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%
毛利占比	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
<b>总营业收入</b>	<b>1813.00</b>	<b>1981.00</b>	<b>2006.71</b>	<b>2597.70</b>	<b>2944.74</b>
YOY		9.3%	1.3%	29.5%	13.4%
毛利率	22.9%	26.0%	26.8%	28.1%	29.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们选取同样以有机颜料作为主营业务的七彩化学, 以及有机颜料产业链下游色浆、色母粒厂商世名科技和公司进行可比分析, 可比公司平均 PE 达 39.48 倍。综合考虑, 我们给予公司目标市值 89 亿元, 对应 12 个月目标市盈率 25 倍, **首次覆盖, 给予“买入”评级。**

图表 29: 可比公司分析 (净利润选取 Wind 一致预期, 市值选取 2021 年 4 月 8 日)

公司	市值 (亿元)	2021 年预测净利润 (亿元)	2021 年 PE (倍)
七彩化学	42.69	1.86	22.95
世名科技	49.84	0.89	56.00
<b>平均</b>			<b>39.48</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 6. 风险提示

**原材料价格上涨。**公司属于精细化工产业链中的中游产业, 原材料价格大幅波动将影响公司毛利率。

**有机颜料市场萎缩。**颜料质量作为在颜料行业竞争市场份额的一个重要因素, 直接影响着下游食品包装、快递等行业的市场需求。若公司技术研发水平无法匹配愈加严格的质量要求, 将失去在国外市场或新兴市场竞争的能力进而失去市场份额。

**行业集中度下降, 竞争加剧。**随着监管力度加大行业低端产能被剔除, 行业竞争加剧。若不能掌握核心科技培养高竞争力, 将面临被吞噬市场份额和客户资源的不利局面。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com