



## 买入(首次)

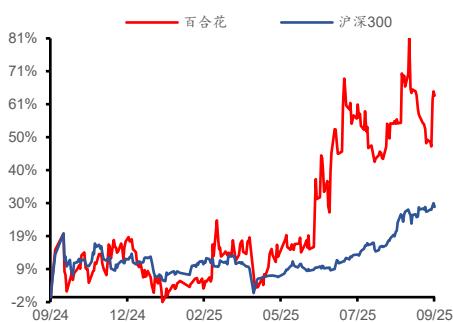
行业: 基础化工  
日期: 2025年09月27日

分析师: 仇百良  
E-mail: [qiubailiang@shzq.com](mailto:qiubailiang@shzq.com)  
SAC 编号: S0870523100003

### 基本数据

最新收盘价 (元)	14.49
12mth A股价格区间 (元)	8.84-16.08
总股本 (百万股)	416.37
无限售 A股/总股本	98.72%
流通市值 (亿元)	59.56

### 最近一年股票与沪深 300 比较



### 相关报告:

# 国产颜料龙头受益“反内卷”，光刻胶业务开启第二增长曲线

## ■ 投资摘要

中国有机颜料龙头，下游覆盖各应用领域。百合花公司成立于1989年，主要生产各种高性能有机颜料和颜料中间体，2016年在上交所上市。公司目前是国内少数具备生产全色谱颜料能力的生产企业，产品覆盖有机颜料和珠光颜料，主要应用在油墨、涂料、塑料以及皮革、化妆品、液晶电子等特种领域。2025年上半年公司实现营业收入11.25亿元，同比-7.83%，归母净利润1.00亿元，同比-0.67%。

化工行业反内卷，助力公司盈利能力提升。2025年以来，“反内卷”政策密集出台，为化工行业淘汰落后产能提供政策助力，我们认为公司作为国内颜料龙头，将充分受益于本轮“反内卷”。同时公司通过产业链向上游延伸，布局中间体业务、金属钠业务，以及重点发展高性能颜料，逐步提振盈利能力。

布局光刻胶颜料业务，开拓第二增长曲线。光刻胶按照应用领域则可划分为PCB光刻胶、LCD光刻胶以及半导体光刻胶。其中，半导体光刻胶技术壁垒最高，LCD光刻胶次之，PCB光刻胶技术壁垒最低。

2024年全球显示面板光刻胶市场近130亿元人民币。全球彩色光刻胶市场75%以上的份额由日韩企业占据，而中国的国产化率仅为15%左右。全球LCD面板产能中国占比约75%。液晶面板用光刻胶颜料毛利率高于常规高性能有机颜料。2025年上半年，公司应用于液晶面板的光刻胶高性能颜料取得技术突破，实现吨级销售。2025年4月，公司公告，计划投资10亿元，建设高性能有机颜料及配套材料产业化项目，预计新建项目达产后年产值约17亿元。

## ■ 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司2025-2027年归母净利润分别为2.07/2.75/4.27亿元，同比分别+17.64%/+32.96%/+55.04%。

2025年9月26日收盘价对应PE分别为29.13x/21.91x/14.13x。

## ■ 风险提示

行业市场竞争的风险，下游行业周期性波动的风险，原材料价格波动的风险，新业务运作的缺乏经验风险。

## ■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2403	2520	2713	3092
年增长率	5.2%	4.9%	7.7%	14.0%
归母净利润	176	207	275	427
年增长率	46.5%	17.6%	33.0%	55.0%
每股收益 (元)	0.42	0.50	0.66	1.03
市盈率 (X)	34.27	29.13	21.91	14.13
市净率 (X)	2.56	2.41	2.23	2.02

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2025 年 09 月 26 日收盘价)

## 目 录

<b>1 中国有机颜料龙头，自主研发能力强 .....</b>	<b>3</b>
1.1 中国有机颜料龙头，下游覆盖各应用领域.....	3
1.2 公司股权集中稳定，实控人在公司外还拥有复合材料产业 .....	4
1.3 产品结构升级，盈利能力稳定提升.....	6
<b>2 行业反内卷，产品结构升级，提振盈利能力 .....</b>	<b>8</b>
2.1 化工行业反内卷，助力公司盈利能力提升.....	8
2.2 产品结构升级+拓展中间体业务，提振盈利能力 .....	10
<b>3 布局光刻胶颜料业务，开拓第二增长曲线.....</b>	<b>13</b>
3.1 液晶光刻胶，国产替代正当时 .....	13
3.2 光刻胶颜料已吨级销售，第二曲线潜力大.....	14
<b>4 盈利预测与投资建议.....</b>	<b>16</b>
4.1 盈利预测 .....	16
4.2 投资建议 .....	17
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>18</b>

## 图

<b>图 1：公司产品应用领域.....</b>	<b>4</b>
<b>图 2：公司股权结构及实控人部分体外布局（截至 2025 年 6 月 30 日） .....</b>	<b>5</b>
<b>图 3：25H1 公司营收同比-7.83%（亿元） .....</b>	<b>6</b>
<b>图 4：25H1 公司归母净利润同比-0.67%（亿元） .....</b>	<b>6</b>
<b>图 5：2024 年颜料营收占比 89.24% .....</b>	<b>7</b>
<b>图 6：公司毛利率高于商品化工板块毛利率.....</b>	<b>7</b>
<b>图 7：我国有机颜料行业竞争梯队 .....</b>	<b>9</b>
<b>图 8：有机颜料上下游产业链.....</b>	<b>11</b>
<b>图 9：光刻工艺中光刻胶及各类电子专用化学品使用场景 ...</b>	<b>13</b>
<b>图 10：光刻胶分类及应用领域 .....</b>	<b>13</b>
<b>图 11：2024 年全球液晶电视面板厂出货量排名 .....</b>	<b>14</b>

## 表

<b>表 1：公司发展历程 .....</b>	<b>3</b>
<b>表 2：百合航太主要产品信息介绍 .....</b>	<b>6</b>
<b>表 3：2025 年“反内卷”相关政策/事件 .....</b>	<b>8</b>
<b>表 4：无机颜料与有机颜料对比 .....</b>	<b>11</b>
<b>表 5：公司光刻胶高性能颜料项目简况 .....</b>	<b>15</b>
<b>表 6：公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元） .....</b>	<b>16</b>
<b>表 7：可比公司估值 .....</b>	<b>17</b>

## 1 中国有机颜料龙头，自主研发能力强

### 1.1 中国有机颜料龙头，下游覆盖各应用领域

百合花集团股份有限公司成立于 1989 年，主要生产各种高性能有机颜料和颜料中间体，下属主要子公司有杭州百合科莱恩颜料有限公司、宣城英特颜料有限公司、杭州弗沃德精细化工有限公司等。公司拥有国家级企业技术中心，国家级博士后工作站，省级重点企业研究院等创新平台。2016 年 12 月公司在上海证券交易所上市。

公司是行业唯一通过国家级企业技术中心认证的公司，也是行业内首家通过中国合格评定国家认可委员会(CNAS)认证的公司。历经 30 多年积累，公司已经发展成为国内有机颜料行业综合竞争力领先的龙头企业，先后获得过国家级企业技术中心、浙江省重点企业研究院、CNAS 实验室认证等荣誉。同时，公司也是中国涂料工业协会、中国染料工业协会副会长单位，浙江省涂料工业协会会长、钱塘区环保协会和钱塘区商会会长单位。

公司目前是国内少数具备生产全色谱颜料能力的生产企业，目前共有 50 多条颜料生产线，生产 200 多个规格颜料，广泛覆盖各类应用领域，可以满足日益扩大的下游领域对有机颜料的差异化需求。

表 1：公司发展历程

1989年	萧山市江南颜料化工厂成立，92年迁至河庄镇一工段（现潮闻天下区域）改名为杭州百合化工有限公司。
1999年	公司在高性能杂环类颜料领域研发及产业化上取得重大突破，永固紫、喹吖啶酮、DPP 车间相继建成投产。
2004年	公司在临江工业园区的 286 亩规划用地正式启动。 与科莱恩合作，合资建设由公司控股的杭州百合科莱恩颜料有限公司。
2010年	公司更名为“百合花集团有限公司”，且在 2011 年颜料总产量首次突破 2 万吨，“百合”商标被工商总局认定为“中国驰名商标”。
2016年	百合花集团股份有限公司（百合花 SH603823）成功在上交所主板上市。
2018年	杭州弗沃德精细化工有限公司加入百合花集团，引进珠光颜料，丰富了百合颜料的板块色系。
2019年	百合花集团成立 30 周年，内蒙古源晟制钠科技有限公司成立，通过上游钠产品的生产拓展了企业的产业链。
2020年	公司承担的浙江省重点研发计划项目系列纳米级高性能有机颜料的开发顺利通过验收。
2022年	内蒙古源晟制钠项目进行投料试生产。
2023年	控股子公司湖北彩丽新材料有限公司年产 8900 吨氯氧化项目试生产。
2025年	公示对外投资的公告，计划投资约 10 亿元，建设百合花高性能有机颜料及配套材料产业化项目。

资料来源：公司官网，公司公告，公司年报，上海证券研究所

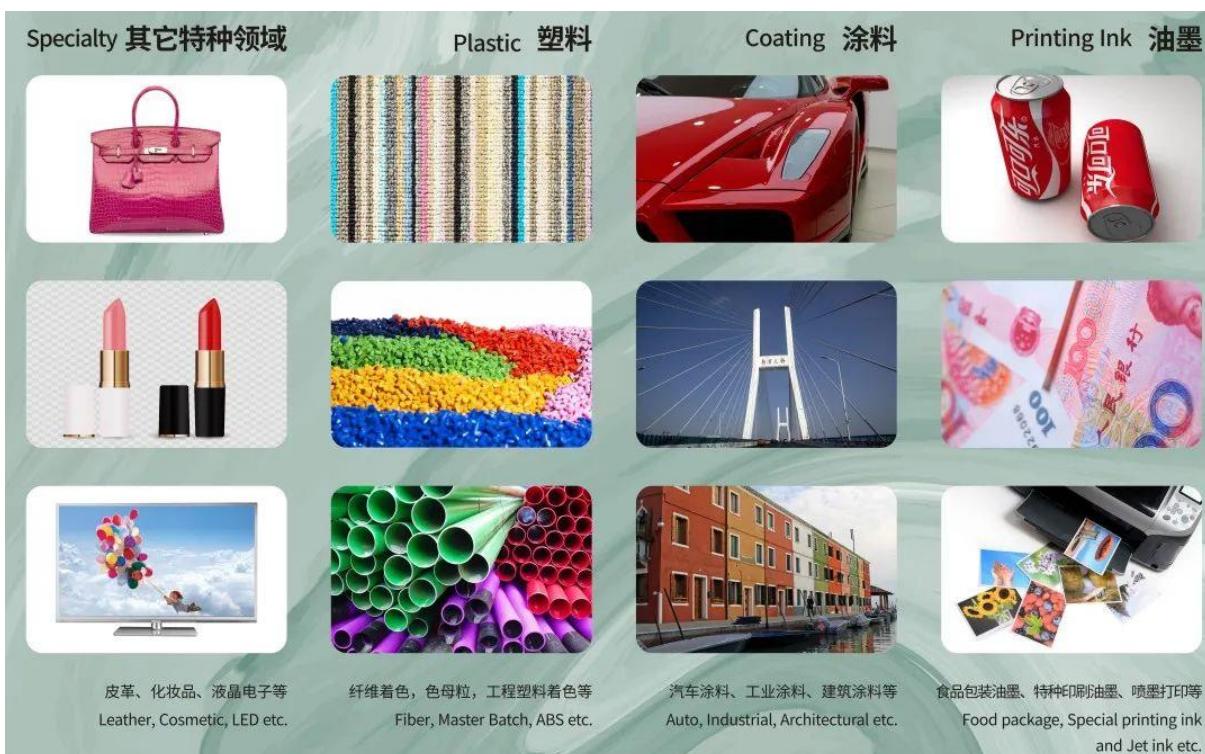
公司注重企业战略发展，与科莱恩公司合资建立的杭州百合科莱恩颜料有限公司，成为中国有机颜料与世界有机颜料的强强

联合，标志着百合由本土化走向全球化，为打造全球领先有机颜料生产基地迈出重要的一步。

公司产品覆盖有机颜料和珠光颜料，产品种类齐全，能满足不同的市场需求。产品主要在油墨、涂料、塑料以及皮革、化妆品、液晶电子等特种领域广泛应用。

- 油墨领域，公司为人民币的着色和防伪提供相应产品；
- 涂料领域，适用于各类高端汽车漆等各种涂料产品；
- 塑料领域，公司提供低芳香胺以及无重金属的环保颜料，解决了塑料应用中的安全环保问题；
- 其他特种领域，珠光颜料已应用在在化妆品领域。

图 1：公司产品应用领域



资料来源：公司官网，上海证券研究所

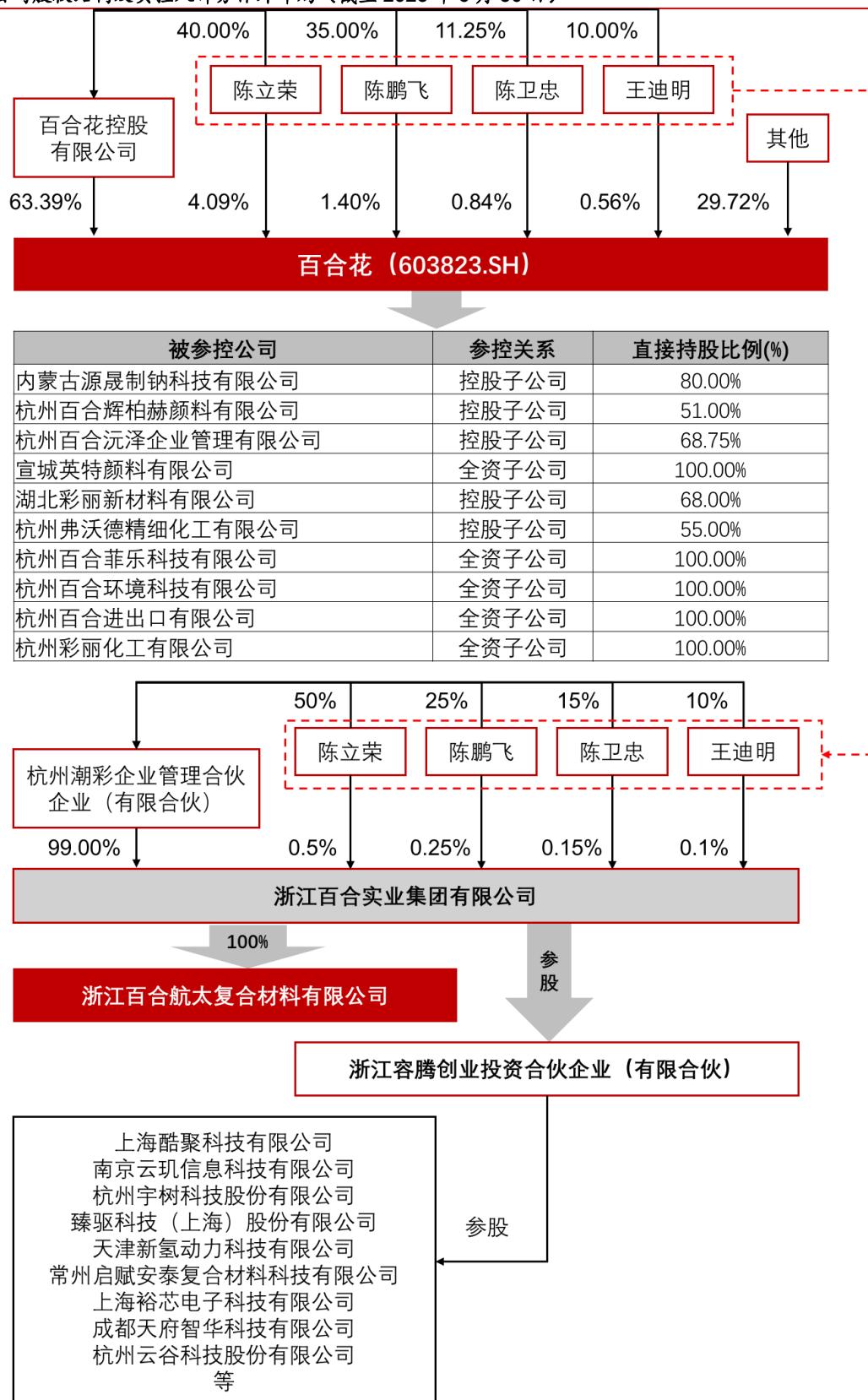
## 1.2 公司股权集中稳定，实控人在公司外还拥有复合材料产业

**公司股权集中稳定。**百合花控股有限公司为公司第一大股东，持股比例 63.39%，公司实际控制人为陈立荣。陈立荣、陈鹏飞、陈卫忠、王迪明是公司前十大股东，同时四人合计持有百合花控股有限公司 96.25% 股份。

此外，陈立荣、陈鹏飞、陈卫忠、王迪明 100% 控股浙江百合实业集团有限公司。浙江百合实业集团公司 100% 控股浙江百合航

太符合材料有限公司，及参股浙江容腾创业投资合伙企业（参与杭州宇树科技B轮融资）。

图 2：公司股权结构及实控人部分体外布局（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：wind, 爱企查, 上海证券研究所

备注：陈鹏飞系陈立荣之子

浙江百合航太复合材料有限公司，成立于2014年，聚焦先进复合材料，主要产品有复合材料液体成型树脂、碳纤维、玻璃纤维和芳纶纤维预浸料、以及结构粘合剂胶膜等。产品主要应用在航空航天、轨道交通、汽车、船舶、机器人及能源等高端工业领域。

表 2：百合航太主要产品信息介绍

主要用途	树脂牌号	技术	产品形态	适用性	应用方向
典型航空产品	BAC 828	第二代增韧环氧	预浸料	高温固化；主承力结构	航空结构材料
	BAC 823	第二代增韧环氧	预浸料	中温固化；主承力结构	航空结构材料
	BAC 850	内增韧环氧	预浸料	中温固化；次承力结构	航空结构材料
	BAC 821	增韧双马	预浸料	高温固化；主、次承力结构	航空结构材料
	BAC 840	阻燃环氧FAR25.853	预浸料	中温固化；蜂窝三明治结构	航空内装
	BAC 400	改性阻燃酚醛FAR25.853	预浸料	中温固化；蜂窝三明治结构	航空内装
	BAC 170	高性能环氧	灌注树脂	高温固化；主承力结构	航空结构材料
	BAC 172	高性能环氧	灌注树脂	中温固化；主、次承力结构	航空结构材料
汽车用预浸料	BAC 449	快速固化环氧	预浸料	中温快速固化；层板或三明治结构	电池盒箱体
轨交用预浸料	BAC 430EL	阻燃环氧EN45545-R1 HL3	预浸料	中温固化；层板或三明治结构	轨交内装
	BAC 448	阻燃环氧EN45545-R1 HL3	预浸料	低温固化；层板或三明治结构	轨交内装
其他典型产品	BAC 201	增韧环氧	胶膜	低温固化；三明治结构	结构胶
	BAC 205	增韧环氧	胶膜	中温固化；三明治结构	结构胶
	BAC 811	低价电环氧	树脂/预浸料	中温固化；层板或三明治结构	雷达罩/通用
	BAC 863	低放热 增韧环氧	预浸料	中、低温固化；大件厚件结构	船舶
	BAC 413	高耐热环氧	预浸料	65°C-200°C固化；复材工装结构	复材模具

资料来源：百合航太公司官网，上海证券研究所

### 1.3 产品结构升级，盈利能力稳定提升

2024年，公司实现营业收入24.03亿元，同比+5.23%，实现归母净利润1.76亿元，同比+46.45%。公司营收快速增长，主要是销售量增长所致。

2025年上半年公司实现营业收入11.25亿元，同比-7.83%，归母净利润1.00亿元，同比-0.67%。

图 3：25H1 公司营收同比-7.83%（亿元）

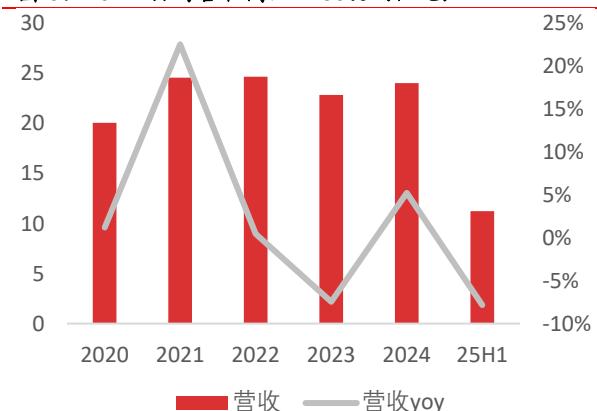
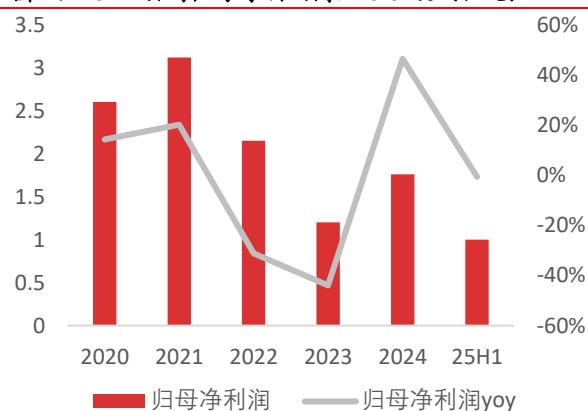


图 4：25H1 公司归母净利润同比-0.67%（亿元）



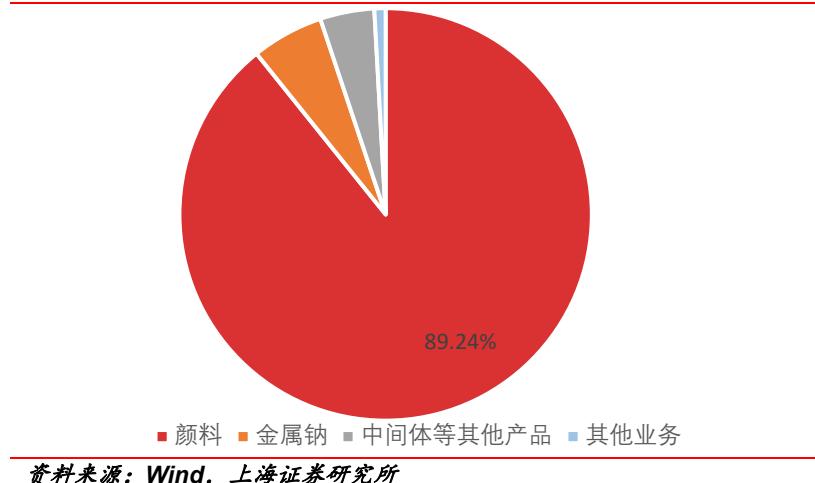
资料来源：Wind，上海证券研究所

资料来源：Wind，上海证券研究所

颜料是公司主营产品，**2024年营收占比总收入 89.24%**。公司营收主要依靠颜料业务，占比公司总营收近 9 成。2025 年上半年，颜料营收贡献 10.05 亿元，占比总营收 89.33%。

金属钠营收快速增长，2023 年营收贡献 1.07 亿，同比+150.95%，2024 年营收贡献 1.35 亿，同比+26.09%。

图 5：2024 年颜料营收占比 89.24%

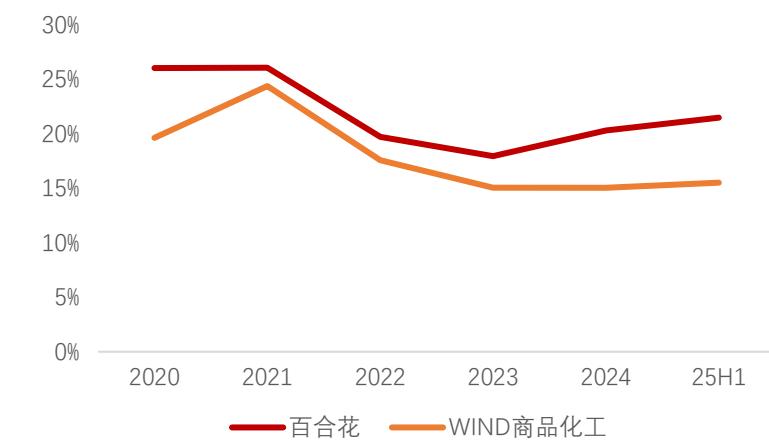


资料来源：Wind, 上海证券研究所

公司毛利率呈现上升趋势，且好于行业毛利率。2024 年，公司整体毛利率为 20.31%，同比提升 2.35 个百分点，高于商品化工板块毛利率 5.24 个百分点。近几年国家环保和安全政策推动行业整合，行业集中度进入快速提升期，落后以及小规模的产能逐渐退出颜料行业，行业毛利率逐步好转。同时金属钠产量趋于正常，单位成本下降，带动公司整体毛利率上升。

2025 年上半年公司整体毛利率为 21.48%，同比提升 1.12 个百分点，高于商品化工板块毛利率 5.94 个百分点。

图 6：公司毛利率高于商品化工板块毛利率



资料来源：Wind, 上海证券研究所

## 2 行业反内卷，产品结构升级，提振盈利能力

### 2.1 化工行业反内卷，助力公司盈利能力提升

当前，我国化工行业部分产能存在能耗高、设备落后、安全隐患大等问题，不仅造成资源浪费，影响工业经济高质量发展，还加剧了产能过剩，导致行业内卷严重。在需求收缩、供给冲击等因素的影响下，近几年来中国化工行业承压较为明显，至当前化工行业已处于周期底部。根据国家统计局数据，今年1-5月，化学原料及化学制品制造业行业营业收入同比增长2.10%，利润总额则同比下降4.70%；2025年第二季度，行业产能利用率为71.90%，较第一季度下降1.60%。

政策护航，为化工行业淘汰落后产能提供了明确的方向和有力的支持。2025年以来，“反内卷”政策更是密集出台。3月，《政府工作报告》提出“综合整治‘内卷式’竞争”，将其作为全年经济社会发展的重要任务。

2025年6月工信部、发改委等部门共同发布《关于开展石化行业老旧装置摸底评估的通知》，文件中提到摸底评估对象为截至2025年5月30日，石油化工行业主体设备设施达到设计适用年限、或实际投产运行超过20年的生产装置。

此次“评估”精细化工领域包含：涂料、油墨、工业颜料、染料、密封材料、化学试剂、专项化学用品。

表3：2025年“反内卷”相关政策/事件

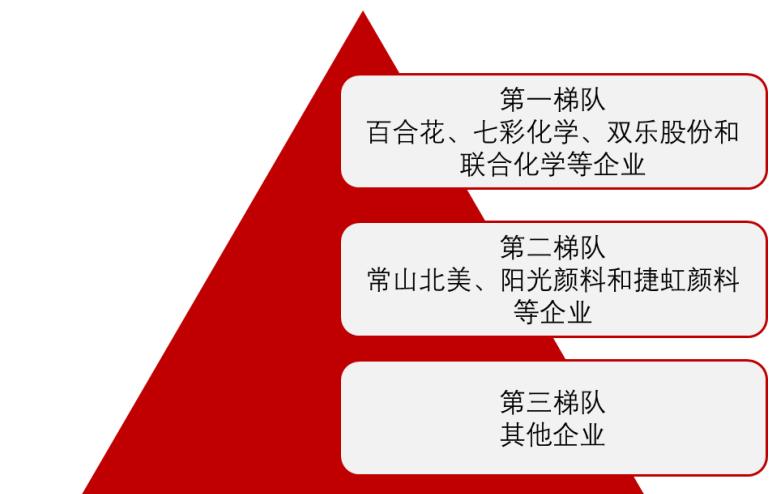
时间	政策/事件	核心内容
2025年1月	《全国统一大市场建设指引(试行)》	提出防止出台或实施妨碍公平竞争的政策措施，规范地方招商引资等行为，打破地方保护和市场分割，营造公平竞争的市场环境。
2025年2月	市场监管总局召开部分企业公平竞争座谈会	与多家企业有关负责人围绕整治“内卷式”竞争进行深入交流，介绍总局整治“内卷式”竞争、维护公平竞争市场秩序有关工作情况，并对企业问题和意见作出回应。
2025年5月	国家发展改革委政策研究室	提出“因业施策、对症下药，标本兼治化解重点产业结构性矛盾”，明确分类治理思路。
2025年5月	《人民日报》发表《反“内卷”该出手时就出手》	监管者应“该出手时就出手”引导平台企业摒弃打价格战这种“内卷式”竞争
2025年5月	市场监管总局推出10项措施整治“内卷式”竞争	聚焦打击不正当竞争、强化信用惩戒与标准升级完善法律法规、推动行业自律及企业合规，以系统性治理破除“内卷式”恶性竞争，引导产业向高质量创新转型。
2025年6月	新修订《中华人民共和国反不正当竞争法》	针对“低于成本销售”的“内卷式”竞争行为，新修订的反不正当竞争法匹配了严厉的法律责任：“平台经营者违反本法第十四条规定强制或者变相强制平台内经营者以低于成本的价格销售商品的，由监督检查部门责令停止违法行为，处五万元以上五十万元以下的罚款；情节严重的，处五十万元以上二百万元以下的罚款。”
2025年7月	国家发展改革委、市场监管总局研究起草的《中华人民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》	修正草案共10条，主要涉及完善政府定价相关内容、进一步明确不正当价格行为认定标准、健全价格违法行为法律责任等三方面内容。

资料来源：隆众资讯订阅号，上海证券研究所

河南省石油和化学工业协会副会长预测，未来3~5年，落后企业将被彻底淘汰，化工行业的市场结构将更加优化，行业集中度将进一步提高。高技能、高智能化、低能耗的优质企业将成为行业主导，它们将在技术创新、产品质量、环境保护等方面发挥引领作用，推动化工行业向高端化、绿色化、智能化方向加速迈进。同时，化工行业与其他产业的融合将不断加深，例如与新能源、新材料等产业的协同发展，将为化工行业创造更多新的市场需求和发展空间。

当前，我国有机颜料市场呈现出多元化发展格局。一方面，大型企业凭借雄厚的资金实力、尖端的技术水平与过硬的品牌影响力，在高端产品市场占据主导地位，凭借卓越的产品品质不断拓展国内外市场份额，引领着行业发展的潮流方向；另一方面，数量众多的中小企业则聚焦于中低端市场，通过实施差异化的竞争策略，精准满足特定客户群体的独特需求，凭借着灵活的经营方式在市场中占据一席之地，整体竞争态势十分激烈。

图7：我国有机颜料行业竞争梯队



资料来源：观研天下，上海证券研究所

从产品结构来看，中低端有机颜料产品目前仍占据较大的市场份额，但随着市场对产品性能要求的不断提升，高性能、环保型有机颜料的市场占比正呈现出稳步上升的趋势。众多企业纷纷加大研发投入力度，积极引进国际先进技术和专业人才，致力于开发具有更高色牢度、耐候性、耐化学性以及低毒性的有机颜料产品，以更好地契合涂料、油墨、塑料等下游行业对于高品质颜料日益增长的需求。与此同时，产品多元化和定制化的趋势愈发显著，企业能够依据不同客户的特殊要求，量身定制个性化的颜料解决方案，进一步丰富了市场供给，提升了市场的整体活力。

从市场应用的广泛性来看，有机颜料在涂料行业，随着建筑、汽车、家具等行业的持续繁荣，对有机颜料的需求呈现出稳步增长的态势，同时对颜料的色彩表现力、耐久性等方面也提出了更为严苛的要求；在油墨行业，受益于包装印刷、出版印刷等行业的蓬勃发展，有机颜料的市场需求在稳定增长的轨道上不断前行；此外，塑料、橡胶、纺织等行业同样是有机颜料的重要应用领域，这些行业的多样化发展趋势不断为有机颜料市场带来新的机遇与挑战，促使有机颜料市场持续创新和拓展。

公司有机颜料的产能约占全球 10% 的份额，作为国内颜料龙头，我们认为公司将充分受益于本轮“反内卷”。公司主要涉及到有机颜料的生产及销售，目前公司有机颜料产品品类和色系齐全，几乎覆盖了主流有机颜料品种。按品种划分，公司高性能有机颜料包括喹吖啶酮类、吡咯并吡咯二酮类（DPP）、异吲哚啉类、二噁嗪类、金属络合类、酞菁类、苯并咪唑酮类、色酚类及其他类。传统偶氮颜料包括色淀红类、双偶氮黄类、汉沙黄类、单偶氮橙类、双偶氮橙类、色酚类。**2024 年全球有机颜料消费量约为 40 万吨**，公司拥有**4 万多吨有机颜料的产能**，**约占全球 10% 的份额**。

## 2.2 产品结构升级+拓展中间体业务，提振盈利能力

物质产生颜色依赖于着色剂，任何可以使物质显现设计需要颜色的物质都称为着色剂。着色剂按染色机理不同可分为染料（大多数是有机物）和颜料（含有机颜料及无机颜料）两大类。

- 染料是可溶于水或在一定条件下可转化为溶于水。
- 颜料为不溶性着色剂，不溶于水和一般有机溶剂。颜料可分成有机和无机两大类。
  - ✓ 无机颜料一般由有色金属氧化物或一些金属盐类组成具有耐晒、耐热、耐候、耐溶剂性好等特征，但无机颜料色谱不十分齐全、着色力低、颜色鲜艳度差。无机颜料可细分为氧化物、铬酸盐、硫酸盐、硅酸盐、硼酸盐、钼酸盐、磷酸盐、钒酸盐、铁氰酸盐、氢氧化物、硫化物、金属系列等。
  - ✓ 有机颜料为主特点是种类繁多、色系齐全、色彩鲜明、着色力强（相对于无机颜料）、毒性小等。有机颜料可按化合物的化学结构分为偶氮颜料、酞菁颜料、蒽醌颜料、靛族颜料、喹吖啶酮颜料、二噁等多环颜料、芳甲烷系颜料等，其中以偶氮类的品种最多。

根据有机颜料牢度性能的不同，可将有机颜料分为经典有机颜料（CLP）和高性能有机颜料（HPP）

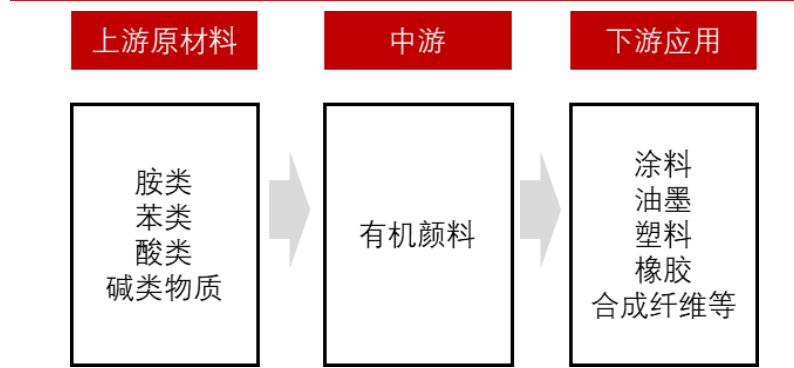
表 4：无机颜料与有机颜料对比

无机颜料与有机颜料的对比			
性能类别	主要性能	无机颜料	有机颜料
颜色性能	品种色谱	颜色种类较少、色谱较窄	颜色品种较多、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、高档品种耐热优良
	耐热久(耐光、耐气候)	多数品种较高	高性能品种耐久性优异
	耐酸、碱性	部分品种变色、分解	较好、优良
加工性能	耐溶剂型	优良	中等至优良
	专用剂型	较少	多种商品剂型
	毒性 (重金属)	部分品种高(含铬、铅、汞等)	无毒、低
其他	成本	较低	较高

资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

有机颜料产业链的上游原材料主要包括石油化工产品和中间体产业，具体包括胺类、苯类、醇类、脂类等有机化工原料（中间体）以及酸类、碱类、盐类等无机基础化学原材料。产业链下游为有机颜料的应用领域，主要为涂料、油墨、塑料、橡胶、合成纤维等。

图 8：有机颜料上下游产业链



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

市场上中低端有机颜料产品目前仍占据较大的市场份额，但随着市场对产品性能要求的不断提升，高性能、环保型有机颜料的市场占比正呈现出稳步上升的趋势。公司重点发展高性能、环保性有机颜料及相关中间体，拟增建新的生产基地，将强化公司在高性能颜料领域的竞争优势。

公司通过产业链向上游延伸，有效控制了成本，同时增强了抵抗市场风险的能力，也极大的拓展了公司的产业链，打开了产业空间，丰富了公司的利润源泉。公司不断向上游中间体行业延伸产业链，利用基础化工原料和中间体通过化学合成生产有机颜料生产过程中所需的的部分关键中间体，如 4-氯-2, 5-二甲氧基苯胺（4625）、色酚系列、DB-70、DMSS、对氯苯腈等中间体的自产能力可满足公司生产所需的部分用量需求，公司目前具备较为

完整的产品链自我配套体系。随着公司关键中间体产能持续释放，有效保障了公司高性能有机颜料的生产。

2024 年，湖北彩丽新材料有限公司“年产 8900 吨氯氧化项目”、内蒙古源晟制钠科技有限公司“年产金属钠 20000 吨项目”等子公司项目产能逐步释放，提升了公司产业链的延伸优势，为公司高性能有机颜料的生产提供了原料保障，更有效地控制成本，增强抗市场风险的能力。

此外，公司涉及金属钠的生产及销售，2024 年国内金属钠产能装置约 17.85 万吨。全球金属钠表观需求量约 12.65 万吨，内蒙古源晟拥有 2 万吨/年金属钠产能。金属钠的下游需求稳定，主要为靛蓝染料（66.70%）、医药中间体（28.80%）、农药、高性能颜料及其他（4.50%）。

### 3 布局光刻胶颜料业务，开拓第二增长曲线

#### 3.1 液晶光刻胶，国产替代正当时

光刻胶是由感光树脂、增感剂和溶剂三种主要成份组成的、对光敏感的混合液体。利用光化学反应，经曝光、显影、刻蚀等工艺将所需要的微细图形从掩模版转移到待加工基片上的图形转移介质，其中曝光是通过紫外光、电子束、准分子激光束、X射线、离子束等曝光源的照射或辐射，从而使光刻胶的溶解度发生变化。

图 9：光刻工艺中光刻胶及各类电子专用化学品使用场景



资料来源：瑞红苏州公开转让说明书，上海证券研究所

光刻胶按照应用领域则可划分为 PCB 光刻胶、LCD 光刻胶以及半导体光刻胶。其中，半导体光刻胶技术壁垒最高，LCD 光刻胶次之，PCB 光刻胶技术壁垒最低。

图 10：光刻胶分类及应用领域

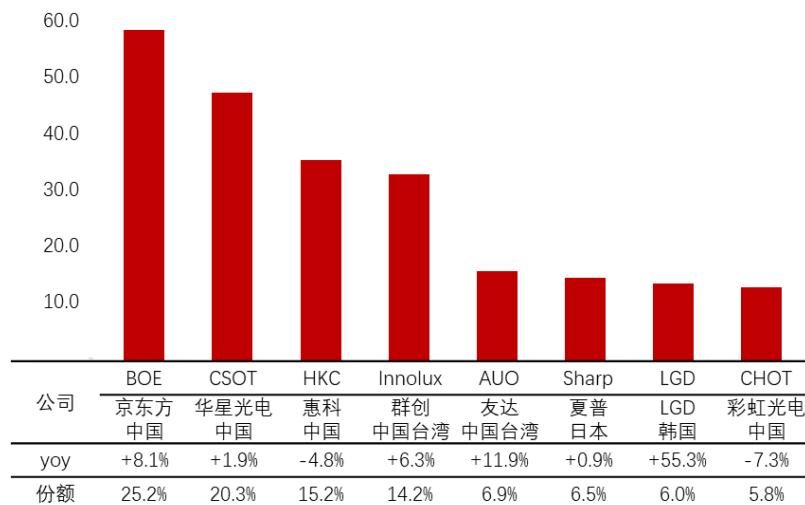


资料来源：上海微系统所公共技术中心公众号，上海证券研究所

根据恒州诚思 (YHResearch) 的调研数据显示，2024 年，全球光刻胶（包括半导体光刻胶、显示面板用光刻胶和 PCB 光刻胶）市场总销售达 67.84 亿美元，预计 2031 年将达到 108.06 亿美元，年复合增长率 (CAGR) 为 6.55% (2025-2031)。其中，**2024 年全球显示面板用光刻胶**（包括彩色光刻胶、黑色光刻胶、触摸屏光刻胶和 TFT-LCD 光刻胶）市场规模为 18.10 亿美元（约为 129 亿人民币），预计 2031 年将达到 27.63 亿美元，年复合增长率 (CAGR) 为 5.52% (2025-2031)。

中国主导全球显示产能，预计 2028 年占比全球 75%。根据 Counterpoint 发布的数据，未来中国仍将主导全球显示产能，份额预计将从 2023 年的 68% 提升至 2028 年的 75%，同期年均复合增长率 (CAGR) 预计将达 4.0%。同时随着家用电器、消费电子、汽车电子等行业的发展，以及电视、显示器、智能手机等应用大尺寸化趋势延续，显示行业的市场需求持续增长，我们认为**显示面板光刻胶的市场需求不断扩大**。

图 11：2024 年全球液晶电视面板厂出货量排名



资料来源：Runto 洛图科技观研公众号，上海证券研究所

显示面板用光刻胶供应商主要以海外供应商为主。目前面板光刻胶核心厂商富士胶片 Fujifilm、住友化学韩国东进世美、Merck KGaA (AZ)、JSR、新日铁化学、雅克科技、DNP Fine Chemicals、彤程新材（子公司北旭电子）和北京欣奕华科技有限公司等，2024 年全球前七大厂商占有大约 71.9% 的市场份额。全球彩色光刻胶市场 75% 以上的份额由日韩企业占据，而中国的国产化率仅为 15% 左右。

### 3.2 光刻胶颜料已吨级销售，第二曲线潜力大

**2025 年上半年，公司应用于液晶面板的光刻胶高性能颜料取得技术突破，实现吨级销售。**

液晶面板用光刻胶颜料毛利润高于常规高性能有机颜料。

2025年9月8日，根据公司在上证e互动回复，公司拟投资10亿元建设的“百合花高性能有机颜料及配套材料产业化项目”中已同步规划液晶面板用光刻胶颜料扩产。目前公司液晶面板用光刻胶颜料毛利润高于常规高性能有机颜料，产品产能将根据实际订单需求进行动态调整。

**预计新建项目达产后年产值约17亿元。**2025年4月，公司公告，计划投资10亿元，投资高性能有机颜料及配套材料产业化项目，项目包含拟投资建设年产2000吨高性能有机颜料、1500吨颜料中间体、3000吨分散剂和10000吨水性树脂等项目。

**表 5：公司光刻胶高性能颜料项目简况**

项目名称	百合花高性能有机颜料及配套材料产业化项目
项目内容	拟投资建设年产2000吨高性能有机颜料、1500吨颜料中间体、3000吨分散剂和10000吨水性树脂等项目
投资金额	项目总投资预计10亿元，具体以实际投资金额为准
用地面积	约162亩，具体以《国有建设用地使用权出让合同》和政府有权部门颁发的土地使用权证证载面积为准。
预期收益	预计新建项目达产后年产值约17亿元

资料来源：公司公告，上海证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

公司业务构成按产品分为：颜料、金属钠、中间体等其他产品和新开拓的光刻胶颜料业务。我们根据披露的 2024 年年报、2025 年半年报业务营收增速及毛利率进行测算。基本假设如下：

(1) 颜料：公司主营业务，受益于化工行业反内卷，预计毛利率会有提升。假设 2025-2027 年营收增速分别为 4.00%/5.00%/5.00%，毛利率分别为 22.00%/22.30%/22.50%。

(2) 金属钠：占比较小，假设 2025-2027 年营收增速分别为 20.00%/15.00%/15.00%，毛利率分别为 15.00%/20.00%/22.00%。

(3) 中间体等其他产品：占比较小，假设 2025-2027 年营收增速均为 5%，毛利率分别为 10.00%/15.00%/16.00%。

(4) 光刻胶颜料：2025 年开始贡献营收，但是占比较小。同时结合公司之前“湖北彩丽新材料有限公司年产 8900 吨氯氧化项目”建设周期，假设此次高性能有机颜料项目建设周期 18 个月，预计 2027 年新产能投产。假设 2025-2027 年营收分别为 0.20/0.72/3.00 亿元，毛利率维持在 60%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 25.20/27.13/30.92 亿元，同比分别为 +4.86%/+7.67%/+13.96%；毛利率分别为 21.34%/22.84%/25.85%。

表 6：公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元）

营收拆分	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收合计	2283.93	2403.38	2520.23	2713.49	3092.26
$yoy$	-7.46%	5.23%	4.86%	7.67%	13.96%
成本	1873.71	1915.16	1982.42	2093.76	2292.76
毛利率	17.96%	20.31%	21.34%	22.84%	25.85%
颜料	2063.50	2144.72	2230.51	2342.03	2459.14
$yoy$	-9.38%	3.94%	4.00%	5.00%	5.00%
成本	1673.34	1690.79	1739.80	1819.76	1905.83
毛利率	18.91%	21.17%	22.00%	22.30%	22.50%
占比	90.35%	89.24%	88.50%	86.31%	79.53%
金属钠	107.41	135.43	162.52	186.89	214.93
$yoy$	150.96%	26.09%	20.00%	15.00%	15.00%
成本	108.09	120.41	138.14	149.51	167.64
毛利率	-0.63%	11.09%	15.00%	20.00%	22.00%
占比	4.70%	5.63%	6.45%	6.89%	6.95%
中间体等其他产品	97.48	102.10	107.21	112.57	118.19
$yoy$	-27.64%	4.74%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	81.25	86.73	96.48	95.68	99.28
毛利率	16.65%	15.05%	10.00%	15.00%	16.00%
占比	4.27%	4.25%	4.25%	4.15%	3.82%
光刻胶颜料			20.00	72.00	300.00
$yoy$				260.00%	316.67%
成本			8.00	28.80	120.00
毛利率			60.00%	60.00%	60.00%
占比			0.79%	2.65%	9.70%

资料来源：Wind，上海证券研究所

## 4.2 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.07/2.75/4.27 亿元，同比分别 +17.64%/+32.96%/+55.04%。2025 年 9 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 29.13x/21.91x/14.13x。

表 7：可比公司估值

证券代码	公司	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300758.SZ	七彩化学	13.33	54.12	0.27	0.40	0.55	50.12	33	24.06
300522.SZ	世名科技	12.66	40.82	0.16	0.56	0.88	77.61	22.43	14.36
平均值				0.22	0.48	0.72	63.87	27.72	19.21
603823.SH	百合花	14.49	60.33	0.50	0.66	1.03	29.13	21.91	14.13

备注：截至 2025 年 9 月 26 日收盘数据，可比公司 EPS 来自 wind 一致预期

资料来源：Wind，上海证券研究所

## 5 风险提示

**(1)、行业市场竞争的风险。**目前国内有机颜料行业集中度整体上仍然不高，全国上百家有机颜料生产企业大多是中小企业，产品同质化严重，市场竞争激烈。受到国家环保政策、市场环境、国家安全要求不断提升等众多因素的影响，行业集约化发展历程往往需要经历较长的时间，在此期间市场竞争依然激烈，无序竞争严重，公司面临较大的竞争压力。

**(2)、下游行业周期性波动的风险。**油墨、涂料及塑料等是有机颜料行业的下游应用领域，因此公司的业绩与油墨等下游行业的景气度直接相关。国内经济发展的周期性变化将对工业涂料等行业产生周期性的影响，进而导致有机颜料市场需求发生周期性的变化，引起有机颜料产品供求关系的变化和市场价格的波动，公司面临行业下游周期性波动的风险。

**(3)、原材料价格波动的风险。**公司产品的原材料主要来源于石油化工和煤化工行业，原材料成本占主营业务成本比重较高。因此，原材料的价格波动对公司的经营成果有明显的影响，并会影响到公司盈利能力的持续性和稳定性。

**(4)、新业务运作的缺乏经验风险。**公司新能源领域的运营经验相对不足，经营过程中面临政策、市场、技术、生产、销售等方面不确定性的因素，公司存在新业务领域运作不及预期的风险。

### 公司财务报表数据预测汇总

**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	652	644	843	1137
应收票据及应收账款	880	931	1000	1140
存货	553	563	598	654
其他流动资产	42	314	311	322
流动资产合计	2127	2453	2752	3252
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1160	1005	861	718
在建工程	5	32	137	159
无形资产	107	107	106	106
其他非流动资产	49	49	48	48
非流动资产合计	1321	1193	1152	1031
<b>资产总计</b>	<b>3447</b>	<b>3645</b>	<b>3905</b>	<b>4283</b>
短期借款	57	67	79	92
应付票据及应付账款	274	292	306	336
合同负债	3	4	4	5
其他流动负债	463	460	473	489
流动负债合计	798	823	861	922
长期借款	27	27	27	27
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	54	50	50	50
非流动负债合计	81	77	77	77
<b>负债合计</b>	<b>879</b>	<b>900</b>	<b>938</b>	<b>999</b>
股本	416	416	416	416
资本公积	301	301	301	301
留存收益	1640	1790	1984	2275
归属母公司股东权益	2357	2507	2701	2992
少数股东权益	211	238	266	293
<b>股东权益合计</b>	<b>2568</b>	<b>2746</b>	<b>2966</b>	<b>3285</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3447</b>	<b>3645</b>	<b>3905</b>	<b>4283</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>329</b>	<b>362</b>	<b>409</b>	<b>477</b>
净利润	204	234	303	454
折旧摊销	159	161	162	164
营运资金变动	-63	-50	-74	-160
其他	29	17	18	19
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-35</b>	<b>-282</b>	<b>-124</b>	<b>-45</b>
资本支出	-37	-30	-121	-41
投资变动	0	-248	0	0
其他	2	-3	-4	-4
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-111</b>	<b>-91</b>	<b>-90</b>	<b>-142</b>
债权融资	-52	-11	12	14
股权融资	46	0	0	0
其他	-105	-80	-101	-156
<b>现金净流量</b>	<b>186</b>	<b>-7</b>	<b>199</b>	<b>294</b>

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2403	2520	2713	3092
营业成本	1915	1982	2094	2293
营业税金及附加	23	25	27	31
销售费用	28	30	33	34
管理费用	107	113	119	124
研发费用	91	113	117	127
财务费用	-1	-8	-8	-11
资产减值损失	-10	-11	-10	-10
投资收益	-6	-3	-3	-3
公允价值变动损益	-5	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>229</b>	<b>260</b>	<b>330</b>	<b>495</b>
营业外收支净额	9	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>238</b>	<b>271</b>	<b>340</b>	<b>505</b>
所得税	34	37	37	50
净利润	204	234	303	454
少数股东损益	27	27	27	27
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>176</b>	<b>207</b>	<b>275</b>	<b>427</b>
<b>主要指标</b>				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	20.3%	21.3%	22.8%	25.9%
净利率	7.3%	8.2%	10.1%	13.8%
净资产收益率	7.5%	8.3%	10.2%	14.3%
资产回报率	6.0%	6.6%	8.0%	11.1%
投资回报率	7.7%	7.9%	9.5%	12.9%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	5.2%	4.9%	7.7%	14.0%
EBIT增长率	40.5%	7.0%	26.7%	48.6%
归母净利润增长率	46.5%	17.6%	33.0%	55.0%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.42	0.50	0.66	1.03
每股净资产	5.66	6.02	6.49	7.19
每股经营现金流	0.79	0.87	0.98	1.15
每股股利	0.15	0.18	0.23	0.36
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.70	0.71	0.72	0.76
应收账款周转率	4.91	4.79	4.89	5.01
存货周转率	3.59	3.55	3.61	3.66
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	25.5%	24.7%	24.0%	23.3%
流动比率	2.67	2.98	3.20	3.53
速动比率	1.95	2.27	2.48	2.79
<b>估值指标</b>				
P/E	34.27	29.13	21.91	14.13
P/B	2.56	2.41	2.23	2.02
EV/EBITDA	8.30	13.04	10.78	7.68

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。