

2026年03月06日

## 证券分析师

赵昊  
SAC: S1350524110004  
zhaohao@huayuanstock.com

## 联系人

胡文瀚  
huwenhan@huayuanstock.com

## 族兴新材(920078.BJ)

——铝颜料和微细球形铝粉领军企业，产品打破外资垄断且下游走向多元

## 投资要点：

- **族兴新材本次发行价格 6.98 元/股，发行市盈率 14.26X，申购日为 2026 年 3 月 9 日。**本次发行数量为 2300 万股，发行后总股本为 12000 万股，本次发行数量占发行后总股本的 19.17%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 19.17%，老股占可流通股本比例为 0%。本次发行战略配售发行数量为 230 万股，占本次发行数量的 10.00%。有 2 家战略投资者参与公司的战略配售。本次发行募集资金在扣除发行费用后，拟投资于年产 5,000 吨高纯微细球形铝粉建设项目、年产 1,000 吨粉末涂料用高性能铝颜料建设项目、高性能铝银浆技术改造项目及补充流动资金。公司已在相关领域深耕多年，在微细球形铝粉生产上采用先进可靠的氮气雾化技术及设备，并计划通过引进先进的球磨机、研磨介质、表面处理设备等升级现有产线。公司拟围绕高端铝颜料市场对品质及稳定性的要求，对现有生产基地进行自动化、智能化和安全生产管理水平的升级，项目的实施有助于提升公司产品品质、增强公司整体竞争力、进一步提升盈利能力。
- **深耕功能粉体材料领域，铝颜料及微细球形铝粉赛道行业领先。**公司自 2007 年设立以来，一直致力于铝颜料和微细球形铝粉的应用研究和产品开发，相关产品属于新材料产业中的有色金属功能粉体材料。公司自主研发并积累了微细球形铝粉制备技术、精细分级技术、片状化技术、树脂包覆技术、水性化技术、真空镀铝技术和粉末化技术等 7 大核心技术。公司是建议支持的国家级专精特新“小巨人”企业和国内行业标准的主要制定者，参与了涂料用铝颜料行业标准全部 5 个部分的制定。目前公司产品远销欧美、东南亚及中东等多个国家及地区，主要知名客户包括阿克苏诺贝尔、PPG、立邦、贝格集团、巴斯夫等跨国涂料巨头。2024 年公司实现营业收入 7.07 亿元 (yoy+2.53%)，公司 2025 年实现营业收入 7.96 亿元，归母净利润为 8183 万元。
- **中国微细球形铝粉行业市场规模有望稳步增长，预计铝颜料消费规模在 2030 年前将达到 10 万吨。**根据智研瞻产业研究院数据，中国微细球形铝粉市场规模由 2019 年的 20.96 亿元增长至 2023 年的 26.65 亿元，预计 2030 年将达到 37.89 亿元，期间年复合增长率达到 5.15%。根据全国涂料工业信息中心数据，我国铝颜料市场规模到 2026 年或将达约 60 亿元，铝颜料年度消费规模在 2030 年前有望达到 10 万吨，市场规模或超过 100 亿元，未来铝颜料行业仍存在着较大的发展空间，国内铝颜料市场的整体供应和需求或将保持稳步增长的状态。
- **申购建议：建议关注。**公司聚焦铝颜料和微细球形铝粉，成功打破了国外企业在中高端铝颜料领域的垄断局面，产品广泛应用于汽车、3C 产品、新能源、军工航天等众多制造业，未来有望持续开拓新兴下游应用领域。截至 2026/3/5，可比公司 PE TTM 中值为 94.3X，建议关注。
- **风险提示：主要原材料价格波动风险、存货占比较高及跌价风险、经营活动产生的现金流量净额持续为负及流动性风险**

## 内容目录

1. 发行情况 .....	4
1.1. 发行信息：发行价格 6.98 元/股，发行市盈率 14.26X .....	4
1.2. 募投：高纯微细球形铝粉及高性能铝颜料建设项目助力产品结构升级及产能扩张 ..	4
2. 深耕功能粉体材料领域，铝颜料及微细球形铝粉赛道领先 .....	6
2.1. 业务：2025Q1-Q3 微细球形铝粉营收 3.02 亿元，占总营收 52.29% .....	7
2.2. 模式：2025H1 前五大客户占比 18.03%，马鞍山恒熹自热技术开发为第一大客户 ....	8
2.3. 财务：2025Q1-Q3 公司营业收入 5.78 亿元（yoy+10.98%）、归母净利润 6042.75 万元（yoy+35.47%） .....	9
3. 行业：上游资源保障优势显著，下游多维需求协同共振 .....	11
3.1. 微细球形铝粉：市场规模稳步增长，应用领域不断拓展 .....	11
3.2. 铝颜料：应用十分广泛，整体供需保持稳步增长 .....	12
3.3. 竞争对手：主要包括旭阳新材、德国爱卡等 .....	16
4. 申购建议：铝颜料和微细球形铝粉领军企业，建议关注 .....	18
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 族兴新材本次发行价格 6.98 元/股 .....	4
图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 230 万股 .....	4
图表 3: 公司募投项目拟总投资达 2.7 亿元 .....	5
图表 4: 梁晓斌持有族兴新材 52.14% 的股权, 为实际控制人 (截至 2026 年 2 月 13 日) .....	6
图表 5: 公司的主要产品分为铝颜料和微细球形铝粉两大类 .....	7
图表 6: 2025 年前三季度微细球形铝粉营收达 3.02 亿元 (单位: 亿元) .....	8
图表 7: 2025 年前三季度微细球形铝粉的毛利率为 3.58% .....	8
图表 8: 2022-2025H1 马鞍山恒熹自热技术开发、湖北大闰化学科技等为公司前五大客 户 .....	8
图表 9: 2025Q1-Q3 公司实现归母净利润 6,042.75 万元, 同比增长 35.47% .....	10
图表 10: 公司主要产品及其下游应用 .....	11
图表 11: 2024 年中国微细球形铝粉产量达 10.3 万吨 (单位: 万吨) .....	12
图表 12: 2019-2024 中国微细球形铝粉行业市场规模持续扩大 (单位: 亿元) .....	12
图表 13: 预计 2030 年前我国铝颜料消费规模将达到 10 万吨 (单位: 万吨) .....	13
图表 14: 预计 2030 年我国铝颜料市场规模超过 100 亿元 (单位: 亿元) .....	13
图表 15: 我国规模型铝颜料生产企业整体集中度较高 .....	13
图表 16: 我国铝颜料的消费主要集中在涂料、油墨和塑胶领域 .....	14
图表 17: 2024 年中国涂料总产量 3,534.1 万吨 (单位: 万吨) .....	14
图表 18: 2024 年我国汽车产量达 3,128.2 万辆 (单位: 万辆) .....	15
图表 19: 2018-2024 年我国粉末涂料销量年均复合增长率达到 7.13% (单位: 万吨) .....	15
图表 20: 2015-2024 年我国油墨产值年复合增长率为 2.65% .....	16
图表 21: 近年来我国塑料制品行业产量略有下降 (单位: 万吨) .....	16
图表 22: 公司在微细球形铝粉行业主要可比公司包括旭阳新材等 .....	16
图表 23: 公司在铝颜料行业主要可比公司包括德国爱卡等 .....	17
图表 24: 可比公司 PE TTM 中值为 94.3X (数据截至 2026.3.5) .....	18

## 1. 发行情况

### 1.1. 发行信息：发行价格 6.98 元/股，发行市盈率 14.26X

族兴新材本次发行价格 6.98 元/股，发行市盈率 14.26X，申购日为 2026 年 3 月 9 日。本次发行数量为 2300 万股，发行后总股本为 12000 万股，本次发行数量占发行后总股本的 19.17%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 19.17%，老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1：族兴新材本次发行价格 6.98 元/股

基本信息	股票代码	920078.BJ	所属国民经济行业	工业颜料制造
	股票简称	族兴新材	发行代码	920078
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	6.98
	募集金额(万元)	16,054	主承销商	西部证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	2,300	占发行后总股本比例	19.17%
	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
日期与申购限制	路演日	2026-03-06	申购日	2026-03-09
	申购款退回日	2026-03-11	网上最高申购量(万股)	103.5
基本面信息	2024 年总营收(亿元)	7.0708875	2024 年归母净利润(万元)	5,871.77
	2024 年毛利率	21.27%	2024 年加权 ROE%	7.81%
	2024 年营收增速	2.53%	2024 年归母净利润增速	-32.31%
股本信息	发行前总股本(万股)	9,700.00	发行前限售股(万股)	9,700.00
	发行后预计可流通比例	19.17%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行 PE(LYR)(倍)	14.26	发行后 2024EPS(元)	0.49

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

注：除发行后预计可流通比例，其余均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 230 万股，占本次发行数量的 10.00%。有 2 家战略投资者参与公司的战略配售。

图表 2：本次发行战略配售发行数量为 230 万股

序号	战略投资者名称	承诺认购股数(股)	限售期安排
1	中信建投基金-共赢 71 号员工参与战略配售集合资产管理计划	2,070,000	12 个月
2	西部证券投资(西安)有限公司	230,000	12 个月
	合计	2,300,000	-

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

### 1.2. 募投：高纯微细球形铝粉及高性能铝颜料建设项目助力产品结构升级及产能扩张

本次发行募集资金在扣除发行费用后，拟投资于年产 5,000 吨高纯微细球形铝粉建设项目、年产 1,000 吨粉末涂料用高性能铝颜料建设项目、高性能铝银浆技术改造项目及补充流动资金。从技术层面看，公司已在相关领域深耕多年，在微细球形铝粉生产上采用先进可靠

的氮气雾化技术及设备，并计划通过引进先进的球磨机、研磨介质、表面处理设备等升级现有产线。公司拟围绕高端铝颜料市场对品质及稳定性的要求，对现有生产基地进行自动化、智能化和安全生产管理水平的升级，项目的实施有助于提升公司产品品质、增强公司整体竞争力、进一步提升盈利能力。

**图表 3：公司募投项目拟总投资达 2.7 亿元**

序号	项目名称	预计总投资规模（万元）	预计募集资金投资规模（万元）	项目建设期	实施主体
1	年产 5,000 吨高纯微细球形铝粉建设项目	10,139.15	8,242.42	2 年	曲靖华益兴
2	年产 1,000 吨粉末涂料用高性能铝颜料建设项目	8,761.33	5,491.29	2 年	湘西族兴
3	高性能铝银浆技术改造项目	8,359.84	7,076.90	2 年	族兴新材
	合计	27,260.32	20,810.61	-	-

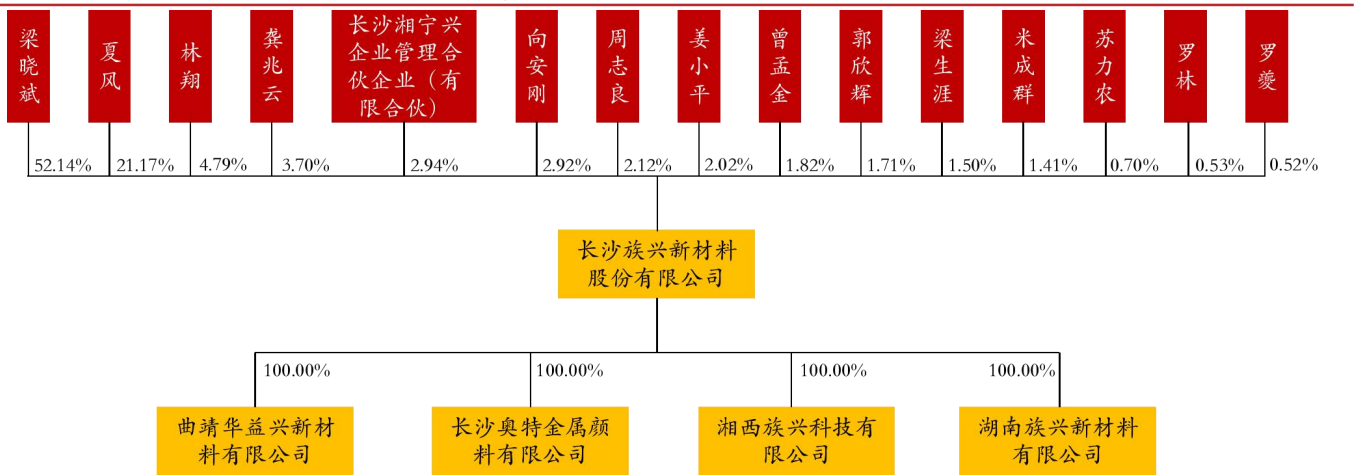
资料来源：族兴新材招股说明书、华源证券研究所

## 2. 深耕功能粉体材料领域，铝颜料及微细球形铝粉赛道领先

公司自 2007 年设立以来，一直致力于铝颜料和微细球形铝粉的应用研究和产品开发，相关产品属于新材料产业中的有色金属功能粉体材料。公司核心团队深耕功能粉体材料行业，自主研发并积累了微细球形铝粉制备技术、精细分级技术、片状化技术、树脂包覆技术、水性化技术、真空镀铝技术和粉末化技术等 7 大核心技术。公司是建议支持的国家级专精特新“小巨人”企业（重点“小巨人”企业）和国内行业标准的主要制定者，参与了涂料用铝颜料行业标准全部 5 个部分的制定。目前公司产品远销欧美、东南亚及中东等多个国家及地区，主要知名客户包括阿克苏诺贝尔、PPG、立邦、贝格集团、巴斯夫等跨国涂料巨头，具有较强的竞争优势和品牌影响力。截至 2026 年 2 月 13 日，公司拥有已授权专利 90 项，其中发明专利 49 项，实用新型专利 41 项，公司已构筑较强的专利壁垒，形成了技术护城河，奠定了公司在粉体材料领域的技术地位。

截至 2026 年 2 月 13 日，梁晓斌先生持有公司股份 5,057.75 万股，占公司总股本的 52.14%，为发行人控股股东。同时，最近两年来梁晓斌一直担任公司的董事长、总经理，负责发行人重大经营决定以及重要管理人员聘任，能够在公司经营决策中发挥重要作用，公司控股股东和实际控制人均为梁晓斌先生，且未发生变化。除梁晓斌外，持有公司 5%以上股份的其他主要股东为夏风，持股比例为 21.17%。公司股权结构中还包括长沙湘宁兴企业管理合伙企业（有限合伙）等持股平台以及多位自然人股东，整体股权结构清晰，有利于保障公司经营决策的连续性以及长期发展战略的有效实施。

图表 4：梁晓斌持有族兴新材 52.14% 的股权，为实际控制人（截至 2026 年 2 月 13 日）

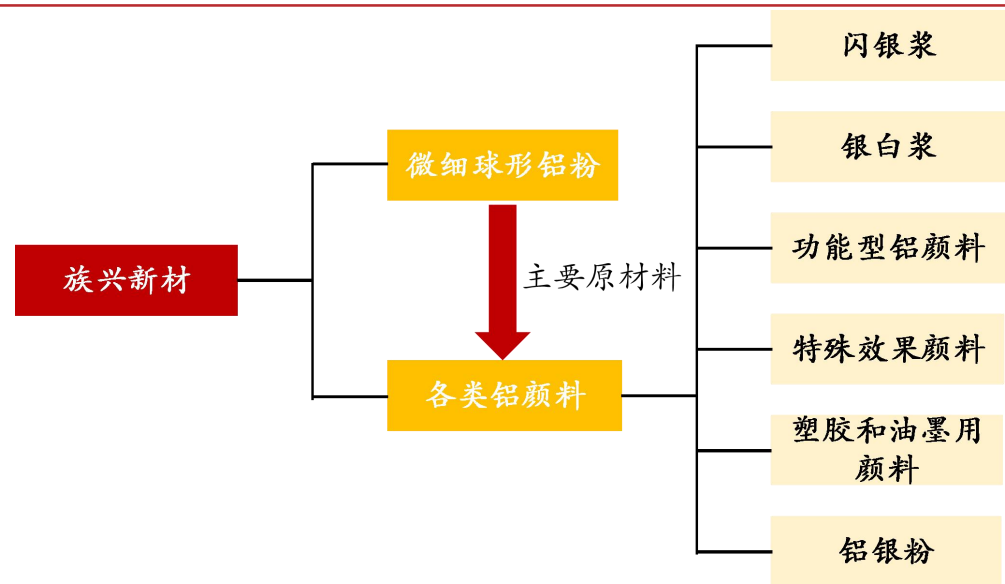


资料来源：族兴新材招股说明书、华源证券研究所

## 2.1. 业务：2025Q1-Q3 微细球形铝粉营收 3.02 亿元，占总营收 52.29%

公司的主要产品分为铝颜料和微细球形铝粉两大类，其中微细球形铝粉系生产铝颜料的主要原材料。微细球形铝粉方面，公司已经掌握了完善的微细球形铝粉制备技术，生产的微细球形铝粉球形度好、活性铝含量高、杂质含量低，为公司生产高性能铝颜料提供了保障。铝颜料方面，公司凭借核心技术产品持续创新、工艺技术稳定性不断提高，公司成功打破了国外企业（德国爱卡、日本东洋、美国星铂联）在中高端铝颜料领域的垄断局面，在国内中、高端市场媲美进口产品。产品广泛应用于汽车、3C 产品、新能源（太阳能电子浆料）、军工航天（固体推进剂、轻量化合金）等众多制造业及战略新兴领域。

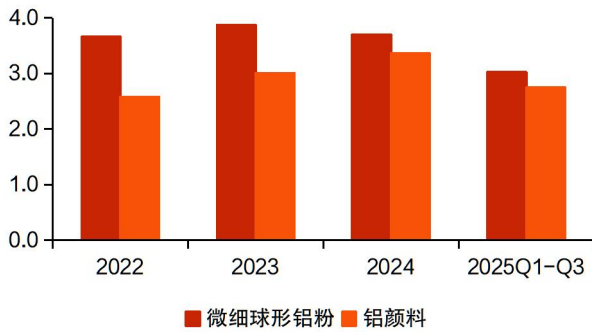
图表 5：公司的主要产品分为铝颜料和微细球形铝粉两大类



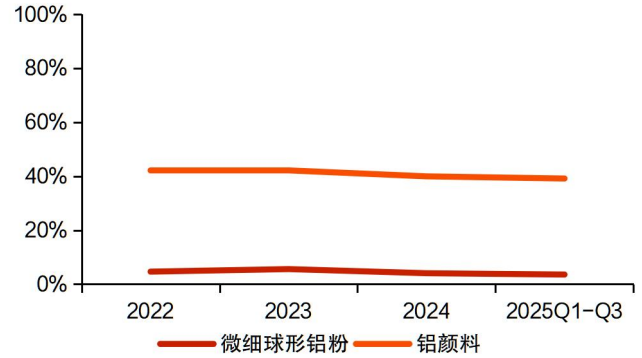
资料来源：族兴新材招股说明书、华源证券研究所

**收入情况：**2022-2025 年前三季度，公司主营业务收入主要来自微细球形铝粉和铝颜料。2022-2025 年前三季度，公司微细球形铝粉收入分别为 36,563.15 万元、38,717.90 万元、36,945.14 万元和 30,215.90 万元，占主营业务收入比例分别为 58.65%、56.29%、52.35% 和 52.29%。同期，公司铝颜料收入分别为 25,774.88 万元、30,069.83 万元、33,633.70 万元和 27,451.60 万元，占主营业务收入比例分别为 41.35%、43.71%、47.65% 和 47.51%。其他业务收入规模较小，对整体收入贡献有限。

**毛利率情况：**2022-2025 年前三季度，公司主营业务毛利率分别为 20.16%、21.49%、21.17% 和 20.63%。分产品来看，铝颜料毛利率分别为 42.16%、41.96%、39.95% 和 39.15%，始终保持在较高水平；微细球形铝粉毛利率分别为 4.66%、5.60%、4.07% 和 3.58%。该时期公司主营业务毛利率水平波动，主要受铝颜料和微细球形铝粉两大类产品毛利率及销售结构变动综合影响。

**图表 6：2025 年前三季度微细球形铝粉营收达 3.02 亿元**  
 (单位：亿元)


资料来源：iFind、华源证券研究所

**图表 7：2025 年前三季度微细球形铝粉的毛利率为 3.58%**


资料来源：iFind、华源证券研究所

## 2.2. 模式：2025H1 前五大客户占比 18.03%，马鞍山恒熹自热技术开发为第一大客户

公司客户类型可分为直销客户、贸易商客户和区域经销商客户，且销售方式均为买断式销售。公司在长期发展过程中逐步形成了能够适应行业发展特点的销售模式：微细球形铝粉产品的下游客户以直销客户为主，贸易商客户为辅；铝颜料产品的下游客户则以直销客户和贸易商为主，区域经销商客户为辅。公司通过在直销客户集中区域设立办事处，并针对阿克苏诺贝尔、立邦、PPG 涂料等核心客户安排专人服务，构建了较为完善的销售网络。2022-2025H1，公司向前五大客户销售收入占营业收入比例分别为 19.57%、20.51%、18.83% 和 18.03%，整体占比较为稳定，不存在向单个客户的销售比例超过总额 50%的情形。

**图表 8：2022-2025H1 马鞍山恒熹自热技术开发、湖北大润化学科技等为公司前五大客户**

年度	序号	客户名称	销售内容	金额/万元	占营业收入的比例
2025 年 1-6 月	1	马鞍山恒熹自热技术开发有限公司	微细球形铝粉	1,914.87	5.28%
	2	湖北大润化学科技有限公司	微细球形铝粉	1,694.85	4.67%
	3	上海金奕达新能源有限公司及其关联方	微细球形铝粉	1,260.50	3.48%
	4	浙江自立高温科技股份有限公司	微细球形铝粉	945.92	2.61%
	5	洪湖市一泰科技有限公司	微细球形铝粉	720.74	1.99%
		合计		6,536.89	18.03%
2024 年度	1	湖北大润化学科技有限公司	微细球形铝粉	4,781.93	6.76%
	2	马鞍山恒熹自热技术开发有限公司	微细球形铝粉	3,792.16	5.36%
	3	内蒙古灵圣作物科技有限公司	微细球形铝粉	1,781.96	2.52%
	4	上海金奕达新能源有限公司及其关联方	微细球形铝粉	1,520.30	2.15%
	5	浙江自立高温科技股份有限公司	微细球形铝粉	1,437.61	2.03%
		合计		13,313.97	18.83%
2023 年度	1	湖南金马铝业有限责任公司	微细球形铝粉	4,294.96	6.23%
	2	湖南恒裕新材料科技发展有限公司	微细球形铝粉	3,743.70	5.43%
	3	马鞍山恒熹自热技术开发有限公司	微细球形铝粉	2,507.33	3.64%
	4	湖北大润化学科技有限公司	微细球形铝粉	2,081.04	3.02%
	5	浙江乾元高新材料有限公司	微细球形铝粉	1,514.31	2.20%

2022 年度		合计	14,141.35	20.51%	
	1	马鞍山恒熹自热技术开发有限公司	微细球形铝粉	3,201.01	5.09%
	2	内蒙古灵圣作物科技有限公司	微细球形铝粉	2,536.52	4.03%
	3	湖南恒裕新材料科技发展有限公司	微细球形铝粉	2,483.08	3.95%
	4	湖南金马铝业有限责任公司	微细球形铝粉、 周转材料	2,409.81	3.83%
	5	尉氏县博远耐火材料厂	微细球形铝粉	1,685.49	2.68%
		合计	12,315.91	19.57%	

资料来源：族兴新材招股说明书、华源证券研究所

### 2.3. 财务：2025Q1-Q3 公司营业收入 5.78 亿元 (yoy+10.98%)、归母净利润 6042.75 万元 (yoy+35.47%)

**营收方面**，2021 年-2025 年前三季度，公司营业收入整体呈现增长趋势。2021-2024 年，公司营业收入分别为 4.94 亿元、6.29 亿元、6.90 亿元和 7.07 亿元。2025Q1-Q3，公司实现营业收入 5.78 亿元，同比增长 10.98%。

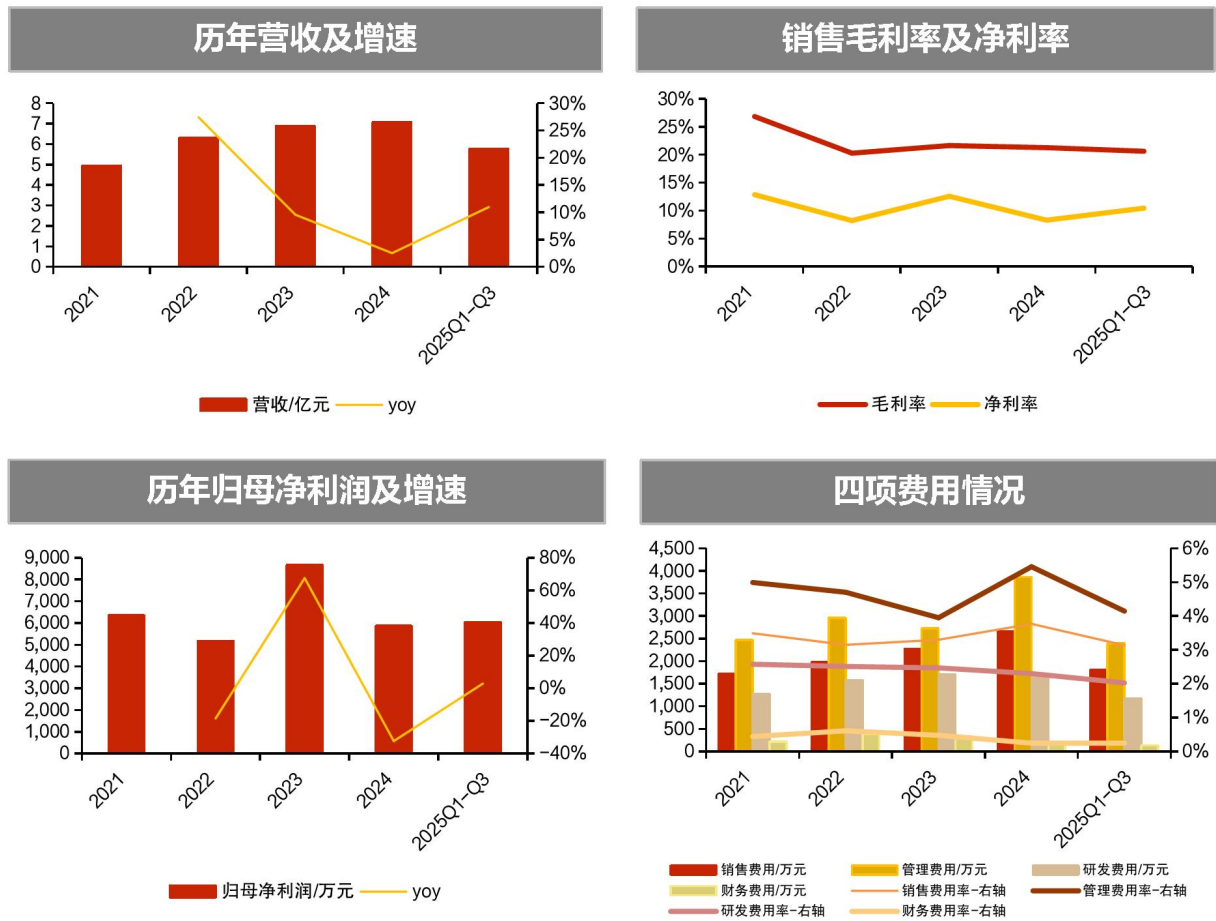
**利润方面**，2021-2024 年，公司归母净利润由 2021 年的 6,350.26 万元波动至 2024 年的 5,871.77 万元。2025Q1-Q3，公司实现归母净利润 6,042.75 万元，同比增长 35.47%，利润增速显著高于同期收入增速。

**盈利能力方面**，2021 年-2025 年前三季度，公司销售毛利率分别为 26.84%、20.28%、21.65%、21.27%和 20.63%。该时期公司主营业务毛利率水平变动，主要受微细球形铝粉和铝颜料两大类产品毛利率及销售结构变动综合影响。

**成本管控方面**，2021 年-2025 年前三季度，公司期间费用率分别为 11.51%、10.98%、10.20%、11.78%和 9.56%，整体保持相对稳定。该时期公司期间费用占营业收入的比例保持相对稳定。

公司 2025 年度营业收入、归属于母公司股东的净利润分别为 79628 万元和 8183 万元，同比分别增长 11.42%和 39.94%。

图表 9：2025Q1-Q3 公司实现归母净利润 6,042.75 万元，同比增长 35.47%

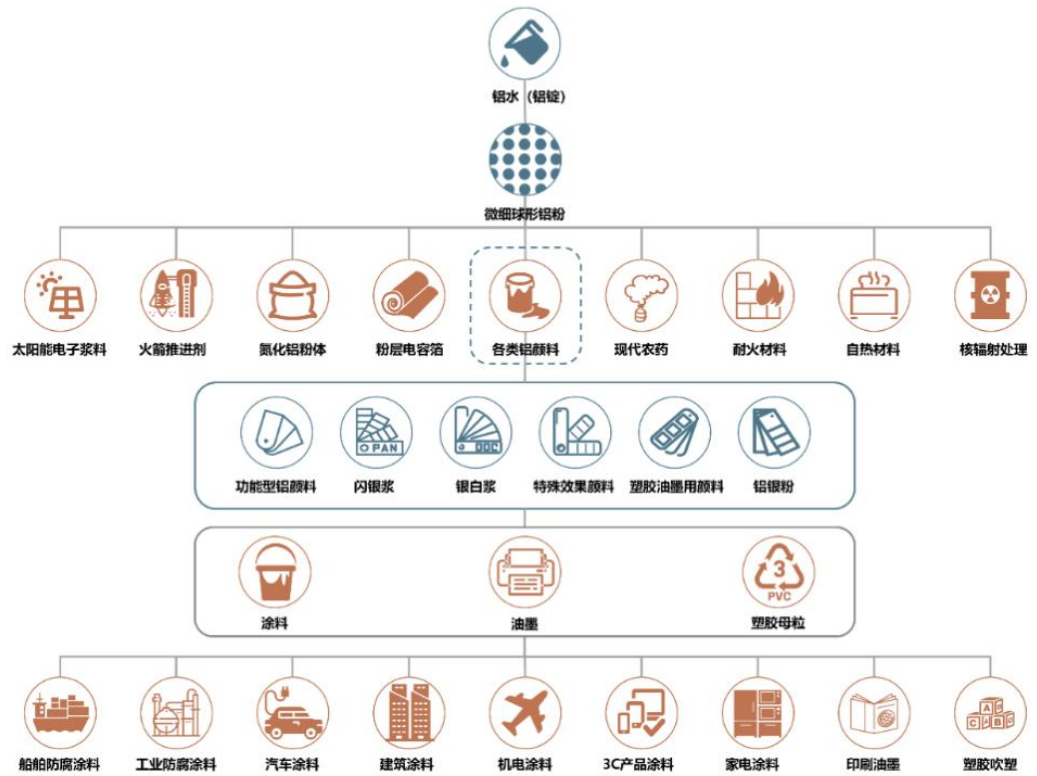


资料来源：iFind、华源证券研究所

### 3. 行业：上游资源保障优势显著，下游多维需求协同共振

微细球形铝粉的上游主要为金属铝的采选及冶炼，而我国是全球电解铝第一大生产国，2024 年我国电解铝产量为 4400.5 万吨，同比增长 4.6%，公司微细球形铝粉的上游原材料供应充足。微细球形铝粉下游主要应用为铝颜料、太阳能电子浆料、耐火材料、军工和自热材料等行业，其中高纯微细球形铝粉主要应用于半导体氮化铝和电容器积层电极箔；铝颜料下游主要应用为涂料、油墨和塑胶等行业。

图表 10：公司主要产品及其下游应用



资料来源：族兴新材招股说明书、华源证券研究所

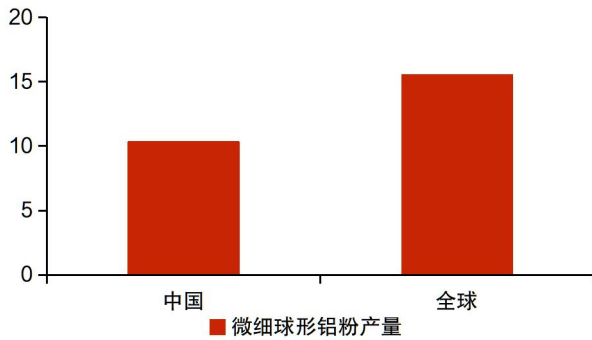
#### 3.1. 微细球形铝粉：市场规模稳步增长，应用领域不断拓展

微细球形铝粉市场规模稳步增长，应用领域不断拓展。微细球形铝粉具有良好的导电性、导热效率及流动分散性能，已广泛应用于化工、现代农药、耐火材料、自热材料，以及新能源（太阳能电子浆料）和军工航天（固体推进剂、轻量化合金）等战略新兴领域。近年来，随着中国经济的快速发展以及微细球形铝粉生产工艺设备的升级迭代，产品质量、纯度和特性不断提升，微细球形铝粉的产量及市场规模逐年增加，下游应用领域越来越广泛。

根据中国有色金属工业协会铝业分会统计数据，2024 年中国和全球微细球形铝粉产量分别为 10.3 万吨和 15.5 万吨。受国民经济发展影响，中国微细球形铝粉行业市场规模稳步增长，预计未来将维持持续增长的态势。根据智研瞻产业研究院数据，中国微细球形铝粉市场

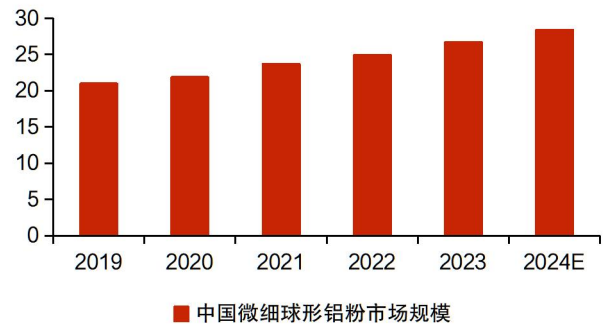
规模由 2019 年的 20.96 亿元增长至 2023 年的 26.65 亿元, 预计 2030 年将达到 37.89 亿元, 期间年复合增长率达到 5.15%。按产量测算, 公司子公司曲靖华益兴 2024 年国内外的市场占有率分别为 22.63%和 15.03%, 位于国内外行业前列。

图表 11: 2024 年中国微细球形铝粉产量达 10.3 万吨(单位: 万吨)



资料来源: 中国有色金属工业协会铝业分会、族兴新材招股说明书、华源证券研究所

图表 12: 2019-2024 中国微细球形铝粉行业市场规模持续扩大(单位: 亿元)



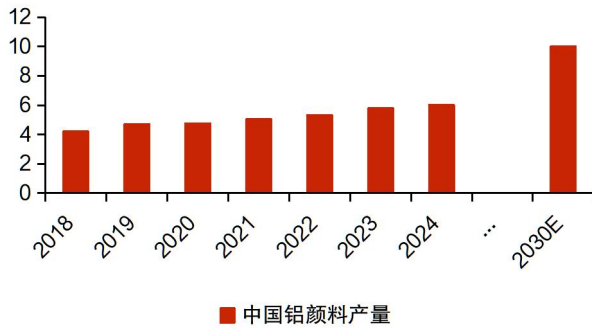
资料来源: 智研瞻产业研究院、族兴新材招股说明书、华源证券研究所

### 3.2. 铝颜料: 应用十分广泛, 整体供需保持稳步增长

铝颜料可以在具有优异的遮盖力、耐腐蚀性的同时, 提供高色彩饱和度的明亮金属光泽, 是生产多种产品不可或缺的原材料, 是金属颜料市场不可或缺的一部分, 其应用十分广泛, 涵盖油墨、涂料、塑胶等应用领域, 下游产品用于飞机、船舶、汽车、3C 产品、建筑材料、家用电器、工艺产品等制造业。随着我国涂料、油墨等领域对铝颜料需求的增大, 国内外企业开始在中国大规模建厂并生产铝颜料。

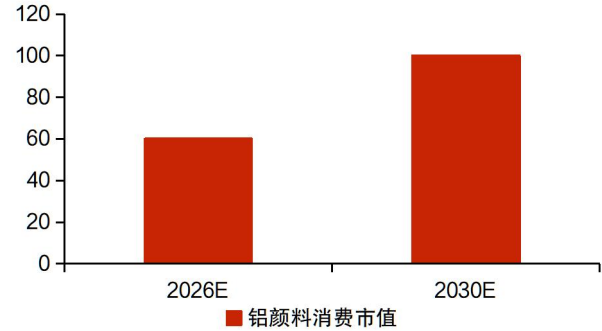
根据全国涂料工业信息中心和《中国涂料》统计数据, 2018-2024 年中国铝颜料产量复合年增长率为 6.12%, 我国铝颜料消费市值 2026 年或将达约 60 亿元, 铝颜料消费规模有望在 2030 年前达到 10 万吨, 市值或超过 100 亿元, 未来铝颜料行业仍存在着较大的发展空间, 国内铝颜料市场的整体供应和需求或将保持稳步增长的状态。

图表 13：预计 2030 年前我国铝颜料消费规模将达到 10 万吨（单位：万吨）



资料来源：全国涂料工业信息中心、《中国涂料》、族兴新材招股说明书、华源证券研究所 注：2030E 代表 2030 年前

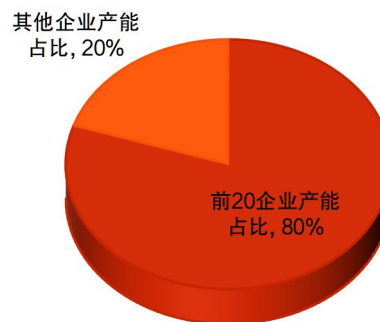
图表 14：预计 2030 年我国铝颜料市场规模超过 100 亿元（单位：亿元）



资料来源：全国涂料工业信息中心、《中国涂料》、族兴新材招股说明书、华源证券研究所

在铝颜料市场，据公司招股书数据，目前我国规模型铝颜料生产企业超过 50 家，前 20 家规模型铝颜料生产企业产能占我国铝颜料产能约 80%，整体集中度较高。其中部分厂商主要生产低端铝颜料，产品生产工艺简单、技术含量低、专业化综合服务缺失、产品价格相对低廉、市场竞争激烈，部分大型铝颜料生产商采用了规模化的竞争策略，通过扩充产能来降低单位成本，以薄利多销的方式参与相对低端铝颜料的市场竞争，但产品毛利水平较低。以族兴新材和国外铝颜料企业为代表的中高端铝颜料生产商主要生产**技术门槛高、工艺流程复杂、装饰与防护性能高的铝颜料品种**，并能够配合下游企业的生产提供定制服务，客户粘度较高，此类生产商大多采用差异化竞争策略，避免与前述低端铝颜料生产商的直接价格竞争，在市场中占有重要份额。

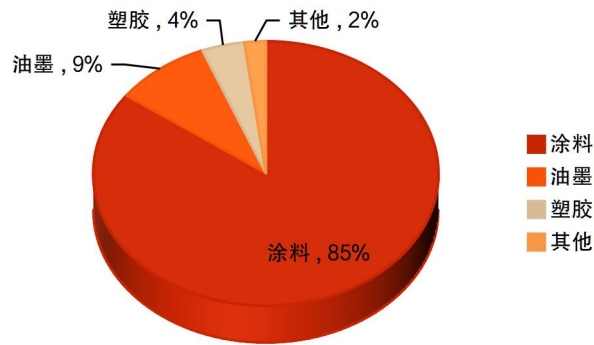
图表 15：我国规模型铝颜料生产企业整体集中度较高



资料来源：族兴新材招股说明书、华源证券研究所

全球铝颜料的消费主要集中在油墨、涂料和塑胶领域，因此铝颜料需求增长的驱动力主要是来自于上述领域的需求。据公司招股书数据，目前，在我国铝颜料领域，涂料应用约占 85%，油墨应用约占 9%，塑胶应用约占 4%，其他应用约占 2%。

图表 16：我国铝颜料的消费主要集中在涂料、油墨和塑胶领域

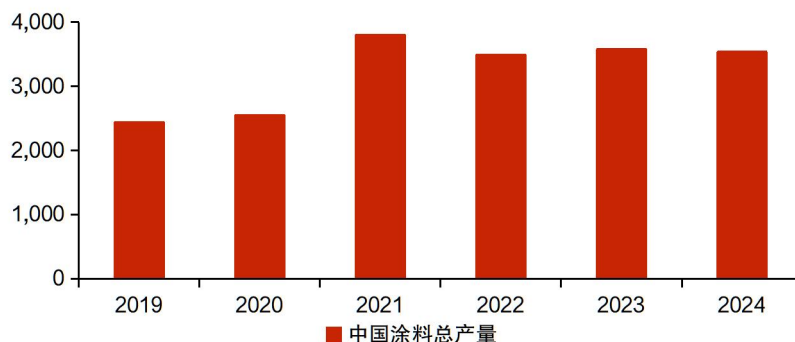


资料来源：全国涂料工业信息中心、族兴新材招股说明书、华源证券研究所

涂料目前是铝颜料最大的应用领域，因此，涂料产业的发展对铝颜料行业的发展起着重要作用。根据世界油漆与涂料工业协会（WPCIA）数据，得益于建筑、汽车和制造业等各行各业对涂料日益增长的需求，2023 年全球油漆和涂料市场规模达到 1,855 亿美元，同比增长 3.2%，其中亚太地区是全球最大和市场增长最快的油漆和涂料生产地，总产量占全球总产量的 54.7%，而中国在其中占据主导地位。

我国是涂料生产和消费大国，涂料产量及产值一直保持较为快速的增长，且行业集中度较低。根据《涂界》数据，2024 年我国前 100 强涂料企业市占率仅为 38.71%。近年来受房地产销售低迷、国际贸易摩擦等因素导致消费需求下行，产量有所下降，但整体呈现增长态势。根据中国涂料工业协会《中国涂料行业 2024 年经济运行情况及 2025 年发展趋势分析》，2024 年我国涂料总产量 3,534.1 万吨，同比降低；涂料行业实现收入 4,089.03 亿元，同比增长 1.56%；涂料行业实现利润总额 262.9 亿元，同比增长 9.34%。

图表 17：2024 年中国涂料总产量 3,534.1 万吨（单位：万吨）



资料来源：中国涂料工业协会《中国涂料行业 2024 年经济运行情况及 2025 年发展趋势分析》、族兴新材招股说明书、华源证券研究所

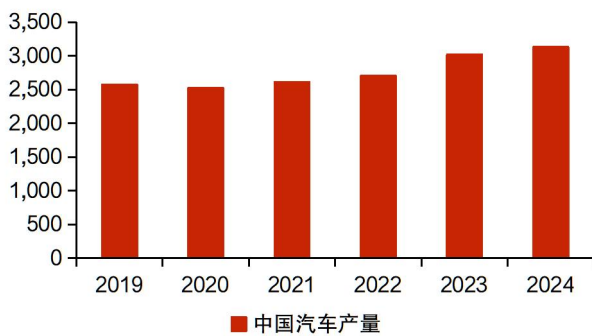
以往金属漆往往局限于在高端汽车品牌的高端车型中使用，近年来，随着金属漆的普及以及铝颜料在其中体现的高装饰性和耐候性等性能，铝颜料越来越受到涂料界与汽车工业界的重视，汽车涂料逐渐成为高端铝颜料应用量最大的涂料品种。根据国家统计局数据，2024 年，我国汽车产销量分别达 3,128.2 万辆和 3,143.6 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%，年

**产销量双双创历史新高。**每辆机动车在其整个使用寿命内，需要进行多次修补和装饰。得益于国内汽车产量和拥有量的快速增长，汽车涂料的需求量或将持续增加，铝颜料在汽车涂料中的应用也有望实现高速稳定的发展。

粉末涂料以其绿色环保、利用率高、储运方便等优点，成为涂料行业近年来发展十分迅速的领域，是一种符合可持续发展和绿色低碳要求的环境友好型涂料产品。近年来粉末涂料在家电、汽车、建材、家具、工程机械等领域都取得了广泛的应用，并在卷材、船舶、海工等领域逐步探索其用途，表现出良好的发展势头。连续多年粉末涂料的发展增速均高于涂料行业的平均水平。同时，在涂装领域，粉末涂料以其利用率高而成为发展的热点。据中国化工学会涂料涂装专业委员会数据，2018年-2024年，尽管受房地产等行业冲击，但因可重复利用的特性，粉末涂料综合性价比较其它工业涂装更具竞争力，中国粉末涂料销量总体依然呈快速增长态势，2018年-2024年均复合增长率达到7.13%。2024年中国粉末涂料市场总销量较上年增长11%，销量达到275.72万吨，市场规模达到402亿元左右。

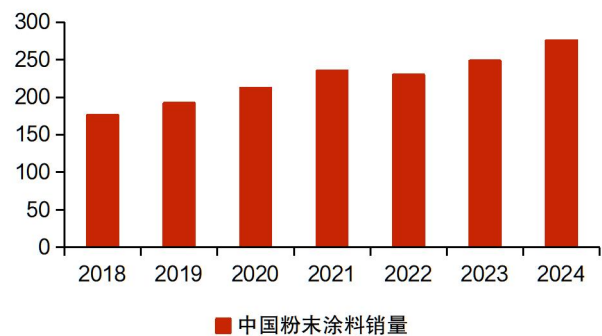
公司是较早开发出适用于粉末涂料用铝银粉的企业之一，公司的铝银粉产品种类齐全，包括浮型和非浮型体系，并针对不同领域所需特性不同开发出了致密硅包覆、多层包覆、易分散等铝银粉产品以及达克罗用锌铝颜料，能够满足客户的不同需求。根据中国涂料工业协会粉末涂料涂装分会数据，公司铝银粉产品在国内下游粉末涂料行业的应用排名第2。

**图表 18：2024 年我国汽车产量达 3,128.2 万辆（单位：万辆）**



资料来源：国家统计局、华源证券研究所

**图表 19：2018-2024 年我国粉末涂料销量年均复合增长率达到 7.13%（单位：万吨）**

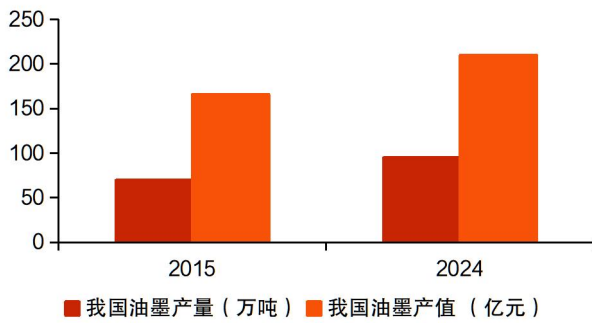


资料来源：中国化工学会涂料涂装专业委员会、华源证券研究所

油墨是由颜料、连结料、助剂等组成的液态或膏状混合物，通过印刷或涂布方式在承印物（纸张、塑料、金属等）上形成持久、清晰的图文。颜料不仅决定了油墨的颜色、着色力和色度，还影响着其耐酸、耐碱、耐光、耐水等性能。根据中国日用化工协会油墨分会统计数据，我国油墨产量由2015年的69.7万吨增长至2024年的95万吨，产值从2015年的166亿元增长至210亿元，产值年复合增长率为2.65%，市场规模稳步增加。公司生产的铝颜料在油墨行业应用广泛，其中公司生产的水性油墨用铝颜料产品经科技成果评价，已经达到国际先进水平。

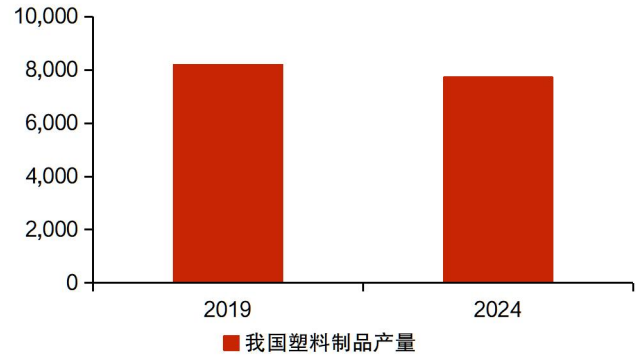
铝颜料在塑胶产品中主要通过添加或表面处理的方式实现应用，一方面赋予塑胶制品独特的视觉效果，另一方面能够提升塑胶制品的刚性和耐磨性等功能特性。根据国家统计局数据，我国塑料制品产量 2019 年为 8,184.17 万吨，2020 年至 2023 年间有所波动，2024 年为 7,707.6 万吨（同比增长 2.9%）。近年来，我国塑料制品行业产量略有下降但仍保持较高水平，对上游铝颜料需求较为稳定。

图表 20：2015-2024 年我国油墨产值年复合增长率为 2.65%



资料来源：中国日用化工协会油墨分会、华源证券研究所

图表 21：近年来我国塑料制品行业产量略有下降（单位：万吨）



资料来源：国家统计局、华源证券研究所

### 3.3. 竞争对手：主要包括旭阳新材、德国爱卡等

在微细球形铝粉市场能与公司形成有效竞争的主要是旭阳新材、远洋粉体、金马铝业和金昊新材。根据全国涂料工业信息中心 2023 年发布的《中国铝颜料行业市场研究报告》，2022 年我国微细球形铝粉产能约为 13 万吨，目前仅有族兴新材、远洋粉体和旭阳新材三家企业微细球形铝粉产能超过 2 万吨/年。

图表 22：公司在微细球形铝粉行业主要可比公司包括旭阳新材等

产品竞争领域	主要企业名称	基本情况简介
微细球形铝粉	旭阳新材	内蒙古旭阳新材料股份有限公司成立于 2017 年，注册资本 11,892.17 万元人民币，是国内微细球形铝粉的主要生产厂家之一。
	远洋粉体	河南省远洋粉体科技股份有限公司成立于 2003 年，注册资本 4,085.14 万元人民币，是国内集微细球形铝粉以及高纯铝粉的研发、生产、销售为一体的企业，产品有微细球形铝粉、高纯球形铝粉等几大系列。
	金马铝业	湖南金马铝业有限责任公司成立于 2011 年，注册资本 3,100 万元人民币，主要从事铝粉、合金粉等产品的生产，产品主要用于光伏铝浆和金属颜料等终端产品。
	金昊新材	湖南金昊新材料科技股份有限公司成立于 2011 年，注册资本 3,940 万元人民币，主要从事光伏用微细球形铝粉、铝基金复合粉体材料等新型功能性金属粉体材料产品的研发、生产和销售。

资料来源：各公司官网及公开资料、族兴新材招股书、华源证券研究所

根据全国涂料工业信息中心 2023 年发布的《中国铝颜料行业市场研究报告》，2022 年我国铝颜料产能为 5.32 万吨，铝颜料生产企业有 50 家以上，但产能相对较为集中，前 20 位生产商的产能占总产能的 83% 以上。根据普华有策发布的《“十五五”期间我国铝颜料行业发展趋势及下游细分应用市场前景》，2023 年我国铝颜料产能为 5.78 万吨左右，同比增长 8.65%。公司目前铝颜料产量约为 6,900 吨，占 2023 年我国铝颜料产能约 11.94%，位于我国铝颜料生产商的前列。目前从事铝颜料生产并与公司在中高端产品形成竞争的企业主要有日本东洋铝业、美国星铂联、德国爱卡、舒伦克等国外公司。国内铝颜料厂商中能与公司形成有效竞争的主要是山东银箭和旭阳新材。

**图表 23：公司在铝颜料行业主要可比公司包括德国爱卡等**

产品竞争领域	主要企业名称	基本情况简介
铝颜料	德国爱卡	德国阿尔塔纳集团旗下的爱卡特殊效果颜料部（ECKART Effect Pigments）主要负责开发、生产和销售金属和珠光效果颜料，其产品精细化工、油漆及涂料、印刷工艺、塑料、轻质混凝土及化妆品工业等领域得到了广泛的应用。2006 年爱卡特殊效果颜料（珠海）有限公司注册成立，注册资本 3,480 万欧元。
	舒伦克	舒伦克（SCHLENK）于 1879 年在德国成立，是国际知名的金属粉末、金属颜料和金属箔制造商，在欧洲、美国和中国设有生产基地，其生产的产品包括铝颜料、铜金颜料、真空电镀金属颜料等，广泛应用于涂料和塑料行业、印刷和油墨行业等领域。2003 年舒伦克金属颜料（上海）有限公司注册成立，注册资本 20 万美元。
	星铂联	星铂联（SILBERLINE）于 1945 年在美国成立，是全球主要的高性能、高品质特效颜料供应商之一，其产品主要为铝银浆。星铂联自进入中国市场以来，在苏州成立了技术研发中心，收购了星铂联雅思达颜料（济南）有限公司并将其转为星铂联的亚洲旗舰工厂。2010 年星铂联雅思达颜料（济南）有限公司开始生产包括汽车涂料用效果颜料、水性涂料用效果颜料、汽车零配件用效果颜料、真空电镀银、耐剪切效果颜料等，注册资本 1,000 万美元。2024 年 1 月被德国爱卡的母公司德国阿尔塔纳集团收购。
	东洋铝业	东洋铝业株式会社（TOYO ALUMINIUM K.K.）是亚洲主要的铝产品加工、生产和销售的企业，提供的产品包括铝箔、铝浆、铝粉及太阳能电池相关产品等。2007 年，东洋铝业株式会社与上海松尾贸易有限公司合资成立肇庆东洋铝业有限公司，注册资本 2,135 万美元，开展铝银浆、太阳能电池组件背板材料、太阳能背面导电铝浆的生产和销售。2009 年，东洋铝业株式会社收购湖南宁乡吉唯信金属粉体有限公司，开展微细球形铝粉的生产和销售。
	山东银箭	山东银箭集团成立于 1987 年，主要从事铝银浆、铜金粉和铝银粉等三大业务板块，在山东和安徽共有六个生产基地，占地面积合计 20.2 万平方米。
	旭阳新材	旭阳新材全资子公司安徽合肥旭阳铝颜料有限公司成立于 2007 年，注册资本 5,000 万元人民币，主要从事铝颜料、铜金粉的研发、生产和销售。

资料来源：各公司官网及公开资料、族兴新材招股书、华源证券研究所

## 4. 申购建议：铝颜料和微细球形铝粉领军企业，建议关注

公司聚焦铝颜料和微细球形铝粉，成功打破了国外企业在中高端铝颜料领域的垄断局面，产品广泛应用于汽车、3C 产品、新能源（太阳能电子浆料）、军工航天（固体推进剂、轻量化合金）等众多制造业，未来有望持续开拓新兴下游应用领域。截至 2026/3/5，可比公司 PE TTM 中值为 94.3X，建议关注。

图表 24：可比公司 PE TTM 中值为 94.3X（数据截至 2026.3.5）

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元
新威凌	920634.BJ	16.24	94.28	9.47	2,784.56
坤彩科技	603826.SH	144.28	402.69	9.70	3,514.30
有研粉材	688456.SH	63.79	89.96	32.29	5,938.25
	<b>均值</b>	<b>74.77</b>	<b>195.64</b>		
	<b>中值</b>	<b>63.79</b>	<b>94.28</b>		
族兴新材	920078.BJ	-	-	7.07	5,871.77

资料来源：Wind、华源证券研究所

## 5. 风险提示

**主要原材料价格波动风险：**公司产品主要原材料为铝水、铝锭、溶剂油和助剂等，相应材料占主营业务成本的比重较大，公司主要原材料和能源价格受市场波动影响较大，存在一定波动和不确定性。如果未来主要原材料价格上涨，将显著增加产品的生产成本，产品的毛利率可能出现一定程度下降，将可能会影响公司的整体盈利能力。

**存货占比较高及跌价风险：**公司存货账面价值 2022-2025H1 分别为 13,438.52 万元、13,679.99 万元、15,566.05 万元和 14,935.03 万元，占总资产的比例分别为 15.39%、14.55%、16.31%和 15.61%。如果公司未能及时把握下游行业需求变化而导致存货长期积压和价格下跌，公司或将存在因计提存货跌价准备而对当期经营业绩产生不利影响的风险。

**经营活动产生的现金流量净额持续为负及流动性风险：**2022 年-2024 年公司经营活动现金流量净额均为负数，主要原因一方面系报告期内主要客户和供应商结算周期和结算方式存在差异，公司业务稳定发展，公司存货规模和应收账款规模呈增长趋势，导致经营活动现金流承压；另一方面系公司信用等级一般的票据贴现、票据支付购置长期资产等相关现金流均未计入经营活动现金流量综合影响所致。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。