

浙江龙盛（600352.SH）

染料行业景气度上行，龙头一体化优势凸显

优于大市

核心观点

染料涨价释放利润，中间体业务表现突出。2026年上半年，公司实现营业收入72.94亿元，同比增长12.13%；实现归母净利润10.04亿元，同比增长8.20%；扣非归母净利润7.43亿元，同比增长27.51%，核心主业盈利能力持续改善。从业务结构看，特殊化学品（染料、助剂、中间体等）是收入和利润的核心来源，该分部实现收入60.12亿元，毛利率为36.99%。其中，中间体业务表现突出，毛利率达39.56%，是盈利增长的重要驱动力。费用方面，财务费用由去年同期的-0.55亿元增至4.04亿元，主要系本期汇兑损失增加所致。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为17.99亿元，同比下降56.78%，主要因上年同期房地产业务预售回款较多导致基数较高。

染料量价齐升，一体化优势充分显现。2026年上半年公司染料业务实现营业收入41.18亿元，同比增长13.38%，毛利率36.71%，同比提升2.54 pcts，销量12.65万吨，同比增长9.63%，销售均价3.26万元/吨，同比提升3.41 pcts。公司凭借完善的产业链一体化布局，核心中间体基本实现自给，有效对冲了上游原材料价格波动，构筑了显著的成本壁垒。

中间体销量增长，毛利率显著提升。中间体业务实现营业收入14.35亿元，同比下降4.69%，毛利率39.56%，同比提升10.26 pcts，销量5.29万吨，同比增长6.94%，销售均价2.71万元/吨，同比下降10.88 pcts。公司部分中间体产品价格上涨，成为上半年盈利的核心支撑，推动中间体业务毛利率达到39.56%，高于染料业务的36.71%，一体化优势带来的盈利能力得以充分体现。浙江龙盛是全球最大的纺织化学品生产服务商，公司通过向上游延伸，实现了还原物、间苯二胺、间苯二酚等关键中间体的自给自足，形成了“中间体-染料”一体化优势，在环保高压导致中小产能持续出清的背景下，公司的规模和成本优势愈发凸显，行业定价权 and 市场份额有望进一步提升。

风险提示：市场竞争加剧的风险；上游原材料价格波动的供应风险；环境保护的风险；安全生产的风险等。

投资建议：我们看好公司“中间体-染料”一体化优势，预计2026-2028年公司归母净利润分别为26.85/29.19/30.08亿元，EPS为0.83/0.90/0.92元，对应当前股价PE为15.3/14.1/13.7X。综合绝对及相对估值，我们认为当前阶段公司股票合理估值区间在13.28-14.94元之间，2026年EPS对应动态市盈率为16-18X，相对于公司8月26日收盘价（12.58元）有5.56%-18.76%的溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,884	13,313	16,794	18,108	18,817
(+/-%)	3.8%	-16.2%	26.1%	7.8%	3.9%
净利润(百万元)	2030	1829	2685	2919	3008
(+/-%)	32.4%	-9.9%	46.8%	8.7%	3.0%
每股收益(元)	0.62	0.56	0.83	0.90	0.92
EBIT Margin	14.0%	14.5%	20.8%	23.8%	24.5%
净资产收益率(ROE)	5.9%	5.6%	8.2%	8.9%	9.2%
市盈率(PE)	20.3	22.5	15.3	14.1	13.7
EV/EBITDA	24.3	29.6	20.8	17.4	16.5
市净率(PB)	1.20	1.26	1.26	1.26	1.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

证券分析师：王新航

0755-81981222

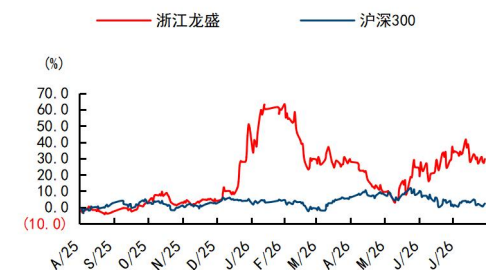
wangxinhang@guosen.com.cn

S0980525080002

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	12.81元
总市值/流通市值	41675/41675百万元
52周最高价/最低价	17.11/9.71元
近3个月日均成交额	869.73百万元

市场走势



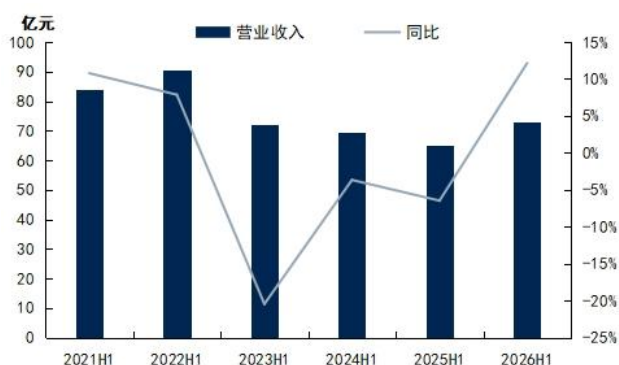
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

2026 年半年报点评：染料行业景气度上行，龙头一体化优势凸显

染料涨价释放利润，中间体业务表现突出。2026 年上半年，公司实现营业收入 72.94 亿元，同比增长 12.13%；实现归母净利润 10.04 亿元，同比增长 8.20%；扣非归母净利润 7.43 亿元，同比增长 27.51%，核心主业盈利能力持续改善。从业务结构看，特殊化学品（染料、助剂、中间体等）是收入和利润的核心来源，该分部实现收入 60.12 亿元，毛利率为 36.99%。其中，中间体业务表现突出，毛利率达 39.56%，是盈利增长的重要驱动力。费用方面，财务费用由去年同期的 -0.55 亿元增至 4.04 亿元，主要系本期汇兑损失增加所致。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 17.99 亿元，同比下降 56.78%，主要因上年同期房地产业务预售回款较多导致基数较高。

图1：浙江龙盛半年度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：浙江龙盛半年度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司整合龙盛与德司达在技术、品牌、渠道、产能及创新能力等领域的核心优势，现已成为全球规模最大的纺织用化学品生产服务商。目前在全球范围内拥有年产 33 万吨染料（批复产能 43 万吨）、8 万吨助剂的产能规模，市场份额稳居行业首位；同时具备年产 11.95 万吨中间体产能，依托生态一体化产业体系，构筑起显著的成本优势与环保竞争力，持续巩固中间体业务的全球领先地位。

染料量价齐升，一体化优势充分显现。2026 年上半年公司染料业务实现营业收入 41.18 亿元，同比增长 13.38%，毛利率 36.71%，同比提升 2.54 pcts，销量 12.65 万吨，同比增长 9.63%，销售均价 3.26 万元/吨，同比提升 3.41 pcts。公司凭借完善的产业链一体化布局，核心中间体基本实现自给，有效对冲了上游原材料价格波动，构筑了显著的成本壁垒。

中间体销量增长，毛利率显著提升。中间体业务实现营业收入 14.35 亿元，同比下降 4.69%，毛利率 39.56%，同比提升 10.26 pcts，销量 5.29 万吨，同比增长 6.94%，销售均价 2.71 万元/吨，同比下降 10.88 pcts。公司部分中间体产品价格上涨，成为上半年盈利的核心支撑，推动中间体业务毛利率达到 39.56%，高于染料业务的 36.71%，一体化优势带来的盈利能力得以充分体现。

染料行业：中间体供应趋紧，染料价格顺势上涨

中间体供应对染料生产至关重要。染料的生产以苯、萘等石油化工及煤化工产品为基础原料，并经历多个苯系、萘系中间体的生产环节，经过多步骤反应，最终得到产成品。中间体通常占到染料生产成本的 60%~80%，中间体品质直接影响染料品质，供应链稳定性直接影响染料产能开工。分散染料的核心中间体为对硝基苯胺、还原物，对硝基苯胺单耗约为 0.45 吨/吨；活性染料的核心中间体为 H 酸、对位酯，单耗分别为 1、2 吨/吨。染料行业价格传导路径一般为：芳烃上游（原油、纯苯、萘）涨价→中间体涨价→染料出厂价同步上调。受关键中间体供应趋紧、价格上涨影响，分散染料、活性染料分别在 2026 年 3 月、7 月出现大幅涨价。

分散染料核心中间体还原物供应紧张，价格持续上涨。还原物学名 3-氨基-4-甲氧基乙酰苯胺，是分散染料重要中间体之一。目前国内还原物产能合计约 4.8 万吨/年，仅宁夏中盛（2 万吨/年）、浙江龙盛（2 万吨/年）和闰土股份（0.8 万吨/年）三家企业可稳定生产，产能高度集中。自 2025 年底以来，受环保安全督查常态化、高危工艺生产门槛提升以及寡头垄断格局的影响，还原物市场供应持续紧张，据生意社报道，2025 年末还原物市场均价 2.5 万元/吨，截至 7 月下旬报价升至 12 万元/吨，年内涨幅接近 380%。还原物供给弹性小，厂商溢价能力强，涨价很顺利传导至分散染料生产。

2026 年 3 月油价上涨曾推动分散染料涨价。受美以军事打击伊朗事件影响，中东地缘风险骤升，引发国际油价跳涨，并带动基础化工原料及染料中间体价格走强，分散染料与原油联动紧密，在油价上涨时涨势通常更猛；而活性染料因原料多元，跟涨相对滞后。终端纺织市场需求未有明显，导致下游印染企业新接订单量持续低迷，印染企业对上游染料的实际采购需求疲弱，市场整体出货情况欠佳，3 月份分散染料市场呈冲高回落态势，分散黑 ECT300%的市场价格由年初的 17 元/千克最高在 3 月中旬上涨至 34 元/千克，6 月回落至 23 元/千克，8 月 25 日市场价为 28 元/千克，整体来看，2026 年分散黑 ECT300%的市场价格较 2025 年均价 16.59 元/千克显著抬升。

图3：分散染料市场价格



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：分散染料原料对邻硝市场价格



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

活性染料关键中间体 H 酸供应趋紧，H 酸及活性染料价格持续上涨。H 酸学名为 1-氨基-8-萘酚-3,6-二磺酸，H 酸被列入《淘汰落后危险化学品安全生产工艺技术设备目录（第二批）》，生产过程涉及磺化、硝化、加氢等高危工艺，废水难处理，属于淘汰落后范围，2018 年以来中小产能陆续出清。据闰土股份公告，目前国内 H 酸的有效产能不足 6 万吨/年，市场有效供应存在 10%以上的缺口。闰土股份的 H 酸产能为 2 万吨/年，目前 H 酸装置处于停产状态。2026 年 3 月 19 日，内蒙古阿拉善盟利元科技公司 3,5-二硝基苯甲酸生产装置发生爆炸事故，该公司具有 H 酸产能 4500 吨/年。据百川盈孚，7 月 29 日内蒙古乌海亚东 H 酸暂不报价，年产 1.5 万吨 H 酸装置停产检修。截至 2026 年 8 月 25 日，国内 H 酸市场均价上涨至 8 万元/吨，较年初的 4 万元/吨上涨 4 万元/吨，涨幅达 100%。回顾 H 酸价格历史，2018 年因江苏吉华、湖北楚源等主要供应商受环保事件影响停产，国内 H 酸市场价格出现显著上涨，最高成交价曾到达过 10 万元/吨以上。随着 H 酸价格的大幅上涨，活性染料（活性黑，WNN150%）的市场价格也从 2026 年年初的 22 元/千克上涨至近期的 36 元/千克，涨幅 40.91%。

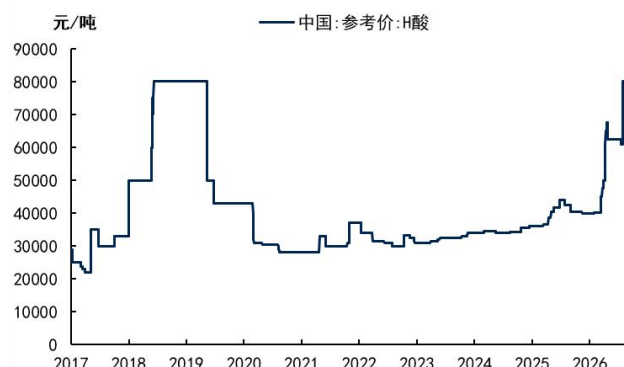
中间体-染料一体化企业将具备长期竞争优势。中间体在染料生产成本中占比较高，H 酸、还原物、对位酯等关键中间体属于高危管控化工品，新增产能审批极严、供给长期偏紧，具备中间体-染料一体化的企业在成本控制、供应链稳定性、产品品质、环保安全、技术研发、定价壁垒、抗周期盈利性等多方面具备长期竞争优势。

图5：活性染料市场价格



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图6：活性染料原料 H 酸市场价格



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

浙江龙盛：盈利拆分与估值

我们的盈利预测基于以下主要假设条件：

染料：2026-2028 年染料销量分别为 266367.20、279685.56、93669.84 吨，对应增长率分别为 10%、5%、5%；销售均价分别为 32461.03、34084.08、34084.08 元/吨，对应增长率分别为 8%、5%、0%；毛利率分别为 38.39%、41.32%、41.32%。

中间体：2026-2028 年中间体销量分别为 106215.05、111525.80、117102.09 吨，对应增长率分别为 9%、5%、5%；销售均价分别为 29000.00、30000.00、30000.00 元/吨，对应增长率分别为-1.35%、3.45%、0.00%；毛利率分别为 41.00%、45.00%、45.00%。

表1：浙江龙盛盈利拆分

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
染料						
营业收入（万元）	752072.21	759138.28	727824.33	864655.30	953282.47	1000946.60
营业成本（万元）	542706.05	518699.48	477610.27	532734.40	559371.12	587339.68
毛利润（万元）	209366.15	240438.80	250214.05	331920.90	393911.35	413606.92
毛利率（万元）	27.84%	31.67%	34.38%	38.39%	41.32%	41.32%
销售量（吨）	222484.00	238438.00	242152.00	266367.20	279685.56	293669.84
销售均价（元/吨）	33803.43	31837.97	30056.51	32461.03	34084.08	34084.08
中间体						
营业收入（万元）	313817.46	328196.19	286447.51	308023.65	334577.41	351306.28
营业成本（万元）	213353.86	231693.57	209102.49	181733.95	184017.57	193218.45
毛利润（万元）	100463.61	96502.62	77345.02	126289.69	150559.83	158087.83
毛利率（万元）	32.01%	29.40%	27.00%	41.00%	45.00%	45.00%
销售量（吨）	91124.00	106208.00	97445.00	106215.05	111525.80	117102.09
销售均价（元/吨）	34438.51	30901.27	29395.81	29000.00	30000.00	30000.00
其他业务						
营业收入（万元）	464420.88	501051.19	317051.58	506678.48	522912.40	529408.02
营业成本（万元）	374380.38	395281.46	242588.29	353293.50	361262.80	364510.61
毛利润（万元）	90040.50	105769.73	74463.29	153384.97	161649.60	164897.41
毛利率（万元）	19.39%	21.11%	23.49%	30.27%	30.91%	31.15%
公司整体						
营业收入（万元）	1530310.55	1588385.66	1331323.42	1679357.42	1810772.28	1881660.89
营业成本（万元）	1130440.29	1145674.51	929301.05	1067761.85	1104651.50	1145068.74
毛利润（万元）	399870.26	442711.15	402022.37	611595.57	706120.78	736592.15
毛利率（万元）	26.13%	27.87%	30.20%	36.42%	39.00%	39.15%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：每股股价 11.43–20.77 元

基于行业供需格局以及公司在建产能投放进度，我们预计公司未来收入、业绩端保持一定增长，我们预计公司未来三年费用率小幅下降，未来三年估值具体假设条件见下表：

表2：公司盈利预测假设条件

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	-27.90%	3.79%	-16.18%	26.14%	7.83%	3.91%
营业成本/营业收入	73.87%	72.13%	69.80%	63.58%	61.00%	60.85%
管理费用/营业收入	4.91%	4.67%	5.18%	5.20%	5.10%	5.00%
研发费用/营业收入	3.79%	3.78%	4.37%	4.30%	4.15%	4.00%
销售费用/销售收入	3.92%	4.23%	4.96%	5.00%	4.80%	4.50%
营业税及附加/营业收入	0.70%	0.97%	0.92%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	11.10%	16.25%	9.97%	10.00%	10.00%	10.00%
股利分配比率	101.86%	109.41%	103.25%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理并预测

注：此处管理费用不含无形资产摊销；股利分配比率=分配股利、利润或偿付利息支付的现金/税后利润

表3：资本成本假设

项目	值	项目	值
无杠杆 Beta	1.26	T	10.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.69%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.69
公司股价	12.66	Ke	13.45%
发行在外股数	3253	E/(D+E)	72.72%
股票市值(E)	41187	D/(D+E)	27.28%
债务总额(D)	15449	WACC	11.09%
Kd	5.30%	永续增长率	1.00%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析：

表4：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
永续增长率变化		10.1%	10.6%	11.09%	11.6%	12.1%
	3.5%	20.77	18.78	17.06	15.56	14.24
	3.0%	19.60	17.80	16.24	14.86	13.64
	2.5%	18.58	16.95	15.51	14.24	13.10
	2.0%	17.69	16.19	14.86	13.68	12.62
	1.5%	16.90	15.51	14.28	13.18	12.18
	1.0%	16.19	14.91	13.76	12.73	11.79
	0.5%	15.57	14.37	13.29	12.31	11.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件，我们预计 2026-2028 年公司营业收入分别为 167.94/181.08/188.17 亿元，归母净利润为 26.85/29.19/30.08 亿元，摊薄 EPS 为 0.83/0.90/0.92 元。采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 11.43-20.77 元，在 2% 的永续增长率以及 11.09% 的 WACC 假设前提下公司的每股合理价值为 14.86 元。

相对估值：每股股价 13.28-14.94 元

我们选取国内染料行业上市公司闰土股份、作为浙江龙盛的可比公司，选择理由如下：

1、闰土股份（002440.SZ）：浙江闰土股份有限公司创建于 1986 年，是一家专业生产和经营分散、活性、直接、混纺、阳离子、还原等系列染料及化工中间体、纺织印染助剂、保险粉、硫酸、氯碱、双氧水的大型股份制企业。公司染料年总产能近 23.8 万吨/年，其中分散染料产能 11.8 万吨/年，活性染料产能 10 万吨/年，其他染料产能近 2 万吨/年，产品销售市场占有率继续稳居国内染料市场份额前二位；同时公司拥有染料中间体还原物产能 0.8 万吨/年，氯化苯类/硝基氯苯类产能 9 万吨/年。

3、七彩化学（002258.SZ）：七彩化学成立于 2006 年 6 月，坐落于辽宁省鞍山市海城市腾鳌经济开发区，专业从事高性能有机颜料、溶剂染料及相关中间体的研发、生产与销售，是中国重要的高性能有机颜料生产商，具有多年行业经验，主要产品包括苯并咪唑酮系列、偶氮缩合（大分子）系列、异吲哚啉系列高性能有机颜料和溶剂染料以及相关染、颜料中间体等。七彩化学现拥有染颜料设计产能 1.35 万吨/年，中间体及材料单体设计产能 2.65 万吨/年。

浙江龙盛集团股份有限公司成立于 1970 年，公司整合龙盛与德司达在技术、品牌、渠道、产能及创新能力等领域的核心优势，现已成为全球规模最大的纺织用化学品生产服务商。目前在全球范围内拥有 33 万吨/年染料（批复产能 43 万吨/年）、8 万吨/年助剂的产能规模，市场份额稳居行业首位；同时具备 11.95 万吨/年中间体产能，依托生态一体化产业体系，构筑起显著的成本优势与环保竞争力。浙江龙盛现拥有分散染料产能 14 万吨/年（国内最大），配套中间体还原物产能 2 万吨/年（自用+外销，全球最大还原物供应商）、间苯二胺 6.5 万吨/年，分散染料原料自给率接近 100%。浙江龙盛现拥有活性染料产能 7 万吨/年（国内第三），配套中间体 H 酸产能 2 万吨/年。

表5：同类公司估值比较

股票代码	股票名称	主营产品	收盘价 (2025/5/22)	EPS			PE			PB	总市值 亿元
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E		
002440.SZ	闰土股份	染料、中间体	13.07	0.60	0.94	1.11	12.54	13.86	11.82	1.48	147
300758.SH	七彩化学	颜染料、中间体	21.67	0.15	0.23	0.34	84.26	49.80	33.69	2.55	46
平均值							48.4	31.83	22.76	1.34	
002734.SZ	浙江龙盛	染料、中间体	12.81	0.56	0.83	0.90	22.5	15.3	14.1	1.30	417

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

相对估值方面，根据可比公司的平均 PE（2026 年）约 31.83 倍，我们预计浙江龙盛当前股价对应 2025 年预期 EPS 的 PE 为 15.30 倍，低于可比公司平均水平，与另一家行业头部企业闰土股份估值水平接近。考虑到浙江龙盛是全球最大的纺织化学品生产服务商，公司通过向上游延伸，实现了还原物、间苯二胺、间苯二酚等关键中间体的自给自足，形成了“中间体-染料”一体化优势，在环保高压导致中小产能持续出清的背景下，公司的规模和成本优势愈发凸显，行业定价权和市场份额有望进一步提升。参考可比公司估值水平，我们认为按照浙江龙盛 2026 年 EPS 给予 16-18 倍 PE 来估值较合理，对应股价区间 13.28-14.94 元。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

我们看好公司“中间体-染料”一体化优势，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 26.85/29.19/30.08 亿元，EPS 为 0.83/0.90/0.92 元，对应当前股价 PE 为 15.3/14.1/13.7X。综合绝对及相对估值，我们认为当前阶段公司股票合理估值区间在 13.28-14.94 元之间，2026 年 EPS 对应动态市盈率为 16-18X，相对于公司 8 月 26 日收盘价（12.58 元）有 5.56%-18.76%的溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 13.28-14.94 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的润土股份、七彩化学的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2026 年平均 PE 做为相对估值的参考，最终给予公司 2026 年 16-18 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 26.14%/7.83%/3.91%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 36.42%/39.00%/39.15%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，导致对公司未来 3 年盈利预测高于实际值的风险。
- ◆ 公司盈利受染料的价格影响较大，我们预计未来 3 年公司染料产品的市场价格和盈利水平上涨，若由于形势变化，后续公司染料相关产品的实际价格低于我们的预期，从而存在高估未来 3 年业绩的风险。

市场竞争加剧的风险

近年来，随着行业内中小企业和落后产能的淘汰退出，行业集中度逐步提升，染料行业已成为市场竞争较为充分的行业。染料行业头部企业通过新建生产线和对外收购等手段加大投入，不断提升自身生产经营规模和研发创新能力，市场竞争不断加剧。

上游原材料价格波动的供应风险

染料原材料主要包括还原物、H 酸、间苯二胺等，上述化工原料的价格受国家产业政策、市场供需变化、石油价格变化等多种因素的影响而波动较大。若未来原材料价格大幅波动，而染料公司未能及时将原材料价格波动传导至下游客户，则盈利能力将受到不利影响。

环境保护的风险

染料及中间体的生产过程中会产生一定量的废水、废气和固体废弃物等污染物，

随着国家环保要求的提高以及社会各界环保意识的提升，染料公司环保治理成本可能进一步增加，从而提高生产经营成本、影响发行人的盈利水平。若染料公司不能有效执行各项环保制度，在生产中操作不当或发生突发事件，可能存在因为污染排放不能达到环保要求或环保事故而被环保部门处罚的风险。

安全生产的风险

染料公司生产经营使用的原材料中，包含硫酸、盐酸、甲醇等危险化学品，以及氰化钠等剧毒化学品原料。上述危险化学品和剧毒化学品在运输、存放和化学反应过程中如果操作或控制不当，或将引起泄漏、火灾甚至爆炸等安全生产事故，造成公司人员伤亡和财产损失。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	18056	19515	22000	25000	28000	营业收入	15884	13313	16794	18108	18817
应收款项	2226	1761	2300	2481	2578	营业成本	11457	9293	10678	11047	11451
存货净额	28833	27446	28079	26132	24102	营业税金及附加	154	123	168	181	188
其他流动资产	2709	4083	3359	3622	3763	销售费用	672	660	840	869	847
流动资产合计	52313	53429	55888	57385	58593	管理费用	774	719	896	947	964
固定资产	6503	6235	5835	5363	4829	研发费用	601	582	722	751	753
无形资产及其他	595	576	553	530	507	财务费用	(415)	(191)	35	556	744
投资性房地产	10370	12710	12710	12710	12710	投资收益	95	96	0	0	0
长期股权投资	2232	2202	2202	2202	2202	资产减值及公允价值变动	(470)	57	0	0	0
资产总计	72012	75150	77188	78188	78840	其他收入	(16)	(488)	(722)	(751)	(753)
短期借款及交易性金融负债	10853	13131	14020	20215	26505	营业利润	2850	2374	3455	3757	3871
应付款项	3494	3565	4212	4355	4519	营业外净收支	(38)	(21)	0	0	0
其他流动负债	16201	23422	23923	18586	12784	利润总额	2812	2353	3455	3757	3871
流动负债合计	30548	40118	42156	43156	43808	所得税费用	457	235	345	376	387
长期借款及应付债券	3378	1429	1429	1429	1429	少数股东损益	325	289	425	462	476
其他长期负债	834	731	731	731	731	归属于母公司净利润	2030	1829	2685	2919	3008
长期负债合计	4212	2160	2160	2160	2160	现金流量表（百万元）					
负债合计	34760	42278	44316	45316	45968	净利润	2030	1829	2685	2919	3008
少数股东权益	2972	208	208	208	208	资产减值准备	(35)	(133)	2	(7)	(9)
股东权益	34280	32664	32664	32664	32664	折旧摊销	906	886	620	652	665
负债和股东权益总计	72012	75150	77188	78188	78840	公允价值变动损失	470	(57)	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	(415)	(191)	35	556	744
每股收益	0.62	0.56	0.83	0.90	0.92	营运资本变动	8860	5195	702	(3697)	(3856)
每股红利	0.68	0.58	0.83	0.90	0.92	其它	4	124	(2)	7	9
每股净资产	10.54	10.04	10.04	10.04	10.04	经营活动现金流	12236	7843	4006	(125)	(182)
ROIC	4.48%	4.16%	7%	7%	6%	资本开支	0	(511)	(200)	(150)	(100)
ROE	5.92%	5.60%	8%	9%	9%	其它投资现金流	964	(133)	473	0	0
毛利率	28%	30%	36%	39%	39%	投资活动现金流	902	(614)	273	(150)	(100)
EBIT Margin	14%	15%	21%	24%	25%	权益性融资	53	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	21%	24%	27%	28%	负债净变化	(3868)	(1950)	0	0	0
收入增长	4%	-16%	26%	8%	4%	支付股利、利息	(2221)	(1889)	(2685)	(2919)	(3008)
净利润增长率	32%	-10%	47%	9%	3%	其它融资现金流	6150	1907	890	6194	6290
资产负债率	52%	57%	58%	58%	59%	融资活动现金流	(5975)	(5769)	(1795)	3275	3282
股息率	5.4%	4.6%	6.5%	7.1%	7.3%	现金净变动	7162	1459	2485	3000	3000
P/E	20.3	22.5	15.3	14.1	13.7	货币资金的期初余额	10893	18056	19515	22000	25000
P/B	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	货币资金的期末余额	18056	19515	22000	25000	28000
EV/EBITDA	24.3	29.6	20.8	17.4	16.5	企业自由现金流	0	7313	4263	687	863
						权益自由现金流	0	7270	5121	6381	6484

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032