

浙江龙盛（600352.SH）

公司报告 | 首次评级报告



周立
化工研究员

2026年1月26日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	13.12
总市值	426.84亿
PE-TTM	20.58
PB-MRQ	1.25

估值结果

	价值	351.97亿
DDM估值	上行空间	-18%
	状态	合理估值
	价值	373.45亿
动态估值	上行空间	-13%
	状态	合理估值

四维评级

成长空间	★☆☆☆☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★★
护城河	★★★★★

核心评级结论

公司是全球染料龙头，因主业染料行业基本无增长，公司持续探索其他领域，但目前尚未开启第二成长曲线。

公司成长空间差，主要系下游持续提高染料的使用效率，使得染料需求出现下降，至今仍未走出“衰退”；公司盈利趋势较弱，主要系行业仍在“衰退”期，需求仍然没有修复，行业供需关系并无好转；公司产业格局良好，主要系行业竞争烈度低，同时上下游无核心企业，公司在产业链中话语权较高；公司护城河深厚，主要系公司规模优势显著，收入规模断崖式领先竞争对手，技术能力强，可生产附加值较高的中间体以及高端产品。

在染料行业重污染，下游持续提高染料利用率的背景下，我们基于行业几乎没有增长的假设，认为公司估值处于合理估值状态。

风险提示

行业竞争加剧风险，目前行业竞争烈度较低，头部企业开工率不足70%，以控产的方式维持盈利，若行业默契被打破，行业盈利或出现显著下滑；下游需求不及预期风险，由于染料属于高污染行业，下游印染通过持续的技术提升来提高染料的使用效率，这也使得染料的需求呈现“衰退”状态，若下游仍能继续提升染料使用效率，那么行业的需求仍将存在不及预期的风险，公司业绩天花板或受到影响。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发高端度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	8
表5：公司整体及分业务DDM估值	8

1. 基本信息

公司成立于1998年，总部位于浙江省绍兴市上虞区，是国内染料行业首家上市企业。公司主营业务涵盖染料、中间体、助剂等化工产品，其中染料收入占比超55%，中间体占比约23%。2010年公司收购全球染料巨头德司达后成为行业领军企业。

2. 业务介绍

对于浙江龙盛公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

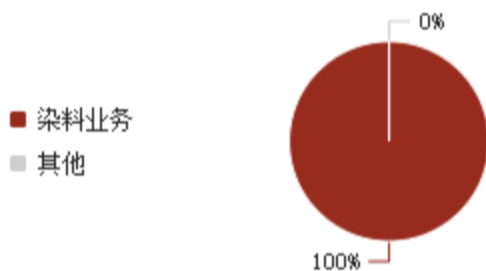
染料业务：

公司染料业务主要包含染料、染料中间体、染料助剂产品。公司现有染料、中间体、助剂年产能分别为30万吨、12万吨和10万吨，产能利用率分别为74%、91%、41%。染料是指能使纤维织物或其他物质染成鲜艳而坚固的颜色的物质，染料中间体是在合成染料过程中所需的化学物质，染料助剂是织物染色过程中能提高染色效果的辅助物质。因为染料高污染的特性，海外产能持续向中国转移，当前中国染料产量在全球占比超70%，国内CR5超70%。由于染料的高污染特点，下游持续提高染料使用效率，因此近十年染料消费量没有增长。我们将该业务的竞争市场界定于国内市场。

其他：

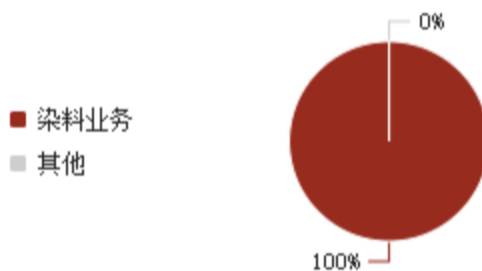
公司其他业务包含房地产、汽配等业务，这些业务对公司收入、利润贡献较低。因公司主业染料处于“衰退期”，公司为拓展第二成长曲线从而进行多元化布局。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司是制造业企业，资产强度较高；染料存在一定差异化，公司产品较为高端，研发高端度也相对较高；公司是全球染料龙头，知名度高，客户触达成本低，因此营销强度较低；公司下游主要为印染行业，印染行业集中度低，因此公司客户分散。

3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

染料生产需重资产，环保合规（如废水处理设施）、规模效应（大产能压低成本）和工艺稳定性（专用设备保障品质）三者共同要求大量前期投入。染料的单吨投资额在2万元左右，公司染料产能30万吨，中间体产能12万吨，投资强度较高。2024年公司固定资产约60亿元。

3.2 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司通过开发更环保、性能更优的产品，可提升定价能力、绑定优质客户，并构筑技术壁垒，避免陷入低价恶性竞争，保障长期盈利空间。公司产品较为高端，产品单价比行业龙二闰土股份高出50%以上，公司持续进行高端化研发。2024年公司人均研发费用为11.3万元。

3.3 营销强度

低 **较低** 中等 较高 高

公司凭借规模与成本优势已成全球龙头，客户主动上门，无需高营销投入；同时公司产品标准化程度高，销售依赖长期关系和渠道网络，而非广告或促销。2024年公司销售费用6.7亿元，销售费用率为4.2%。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司下游主要为印染行业，印染行业集中度非常低，2019年行业四家头部企业市占率为3.2%，因此公司客户集中度低，2024年公司前五大客户集中度为5.6%。

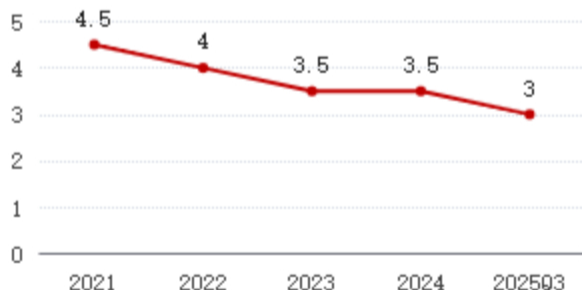
4. 历史经营绩效

公司盈利能力一般，成长能力差，业务控制力良好，股东回报良好。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近年公司盈利能力持续下降，主要系染料行业存在少量产能投放，行业竞争略有加剧，公司染料业务毛利率从50%下降至30%。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



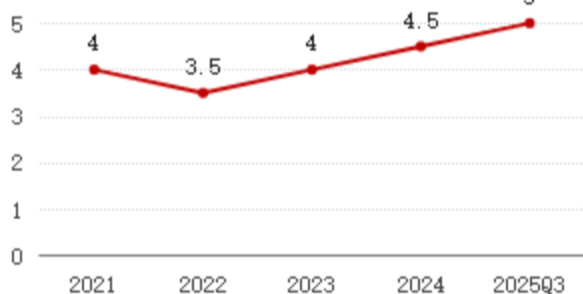
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力差，主要系染料行业需求不增长，公司无法持续扩张主业规模。公司投资的其他业务并未形成新的业绩支柱。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力良好，主要在于公司收现能力强，经营性现金流/净利润常年大于100%，2024年达396%；公司对上下游占款，公司上下游净占款/净资产常年大于0%，2024年达31%。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近两年公司股利支付率提升至50%以上，股息率分别为3%、4%，股东回报良好。

5. 四维评级

公司成长空间差，主要系下游持续提高染料的使用效率，使得染料需求出现下降，至今仍未走出“衰退”；公司盈利趋势较弱，主要系行业仍在“衰退”期，需求仍然没有修复，行业供需关系并无好转；公司产业格局良好，主要系行业竞争烈度低，同时上下游无核心企业，公司在产业链中话语权较高；公司护城河深厚，主要系公司规模优势显著，收入规模断崖式领先竞争对手，技术能力强，可生产附加值较高的中间体以及高端产品。

5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

公司成长能力差，因染料行业整体需求趋于饱和（下游纺织业增长放缓，且持续提升染料利用率），且公司已占全球龙头地位，市占率难再大幅提升；同时新应用领域拓展慢，环保与成本压力限制公司扩张。

染料业务(1星):

染料属于高污染行业，下游持续提高染料利用效率以降低污染，因此染料行业需求长期无增长，2021年染料产量约80万吨，与2012年持平。另外，由于公司与其他头部企业间默契控制开工率，预计公司并无大规模扩张意愿，即公司没有市占率提升逻辑。因此公司染料业务成长空间差。

5.2 盈利趋势

★★★☆☆

公司所属染料行业长期过剩，过剩背景下行业龙头形成默契，控产挺价，因此行业盈利能力相对稳定。由自律带来的盈利稳定性为脆弱，易受到竞争加剧的冲击，因此公司盈利趋势较弱。

染料业务(2.5星):

2025-2028年，染料行业上市公司中新增产能约10万吨/年的产能，是当前总产能的约12%。由于染料行业没有增长，新投放的产能只能在存量市场中竞争。考虑到当前行业龙头间仍维持默契控产，所以预计实际落地产能将低于10万吨/年。但是，自律形成的联盟并不牢靠，不确定性始终存在，因此染料行业的盈利趋势较弱。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司在全球染料产业中占据龙头地位，产能和成本优势显著。公司通过一体化生产（自供中间体）把控上游原料，而下游由于极度分散，并无话语权，因此公司也是产业链中核心企业。另一方面高环保投入抬高行业准入门槛，行业几乎没有新进入者风险。

染料业务(4.5星):

染料行业处于衰退期，产能过剩严重，因行业自律得以维持盈利，因此行业具备“利基市场”属性，严重过剩阻挡了新企业的进入。公司作为行业龙头，盈利能力全行业领先，龙头地位稳固。行业上游主要为大宗商品，行业下游极为分散，因此公司产业链中属于核心企业地位，话语权强。行业没有替代品风险。综合以上多维度情况，公司产业格局良好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河深厚，主要体现为规模优势和技术优势。公司凭借全球最大的30万吨染料及11.95万吨中间体产能，通过整合德司达资源，形成规模、成本与环保协同的一体化优势，稳居行业龙头。技术上依托近1900项专利，构建覆盖产品开发、绿色工艺、色彩服务和环保处理的全球研发体系，以全流程技改和中间体绿色生产实现降本合规，支撑高端产品竞争力。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
染料业务	(5星) 该业务护城河主要在于规模优势和技术优势。近四年，经壹评级调整后的公司净资产收益率平均值超30%，超额收益明显。公司是染料行业龙头，市场份额接近30%，业务控制力强。	(4.5星) 该业务的护城河来源于规模优势和技术优势，持续性较强。1) 公司规模优势显著，一方面公司凭借一体化生产，可有效降低中间环节影响，实现盈利能力和盈利稳定性的提升。另一方面公司可有效摊薄产品研发成本在内的多项成本，从而维持竞争优势。正因如此，该护城河持续性强。2) 公司技术领先，可生产高端产品，公司产品单价较行业龙二高50%以上；公司具备低成本生产染料中间体的能力，这加强了公司的盈利能力。因技术存在扩散的可能，该护城河存在衰退可能，衰退后公司仍能维持较高超额收益，因此该护城河持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司合理估值在350-380亿元区间内。

6.1 核心假设及逻辑

公司染料业务预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 短期：我们认为公司染料销量无增长，染料价格受原材料价格下跌影响出现小幅下降，因此公司收入相对稳定，较2024年或下降10%，我们预计2027年公司染料收入为106亿元；
- 2) 长期：我们认为染料需求有望恢复增长，因此我们预计远期公司染料收入可以达到160亿元左右，较2024年提升约40%。

盈利能力假设：

1) 短期：我们认为行业尽管供给过剩，但是供需在行业协同下仍能维持稳定，因此我们预计公司盈利能力维持稳定，预计公司毛利率可以维持在32%以上；

2) 长期：我们认为随着行业的需求修复，行业供需将持续改善，公司盈利能力存在小幅提升空间，我们预计公司毛利率可以维持35%的水平。

投资业务估值假设：

公司股权投资较多，金融资产较多，由于这类资产信息披露不足，难以估值，因此我们按照资产的净值，予以一定折价后作为这类资产的估值。我们预计这类资产估值为45亿元。

表2：公司整体业绩预测

浙江龙盛	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	212.3	153.0	158.8	112.9	108.3	106.2	108.2	113.6
归母净利润(亿)	30.0	15.3	20.3	18.8	20.3	20.6	20.1	20.6
归母净利润增速(%)	-11.0	-48.9	32.3	-7.6	8.4	1.2	-2.2	2.1
经营性净利润(亿)	34.2	17.4	22.8	18.3	20.2	20.6	20.2	20.7
经营性净利润增速(%)	5.0	-49.0	30.7	-19.4	10.3	1.7	-1.8	2.3
经营性归母净利润(亿)	30.8	15.4	19.6	16.5	18.2	18.5	18.2	18.6
经营性归母净利润增速(%)	6.0	-50.0	27.3	-15.9	10.3	1.7	-1.8	2.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

染料业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	136.5	115.9	118.7	112.9	108.3	106.2	108.2	113.6
收入增速(%)	-0.7	-15.1	2.5	-4.9	-4.0	-2.0	1.9	5.0
经营性净利润(亿)	29.3	16.7	21.4	18.3	20.2	20.6	20.2	20.7
经营性净利率(%)	21.5	14.4	18.0	16.2	18.7	19.4	18.7	18.2
经营性净利润增速(%)	-5.8	-42.9	28.2	-14.4	10.3	1.7	-1.8	2.3
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	75.8	37.1	40.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	159.4	-51.0	7.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	4.9	0.7	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	6.5	1.9	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	235.1	-85.5	88.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
染料业务	-1.2%	中低-	非常好	强	7.8%	14.73	20.4
其他	-	--	一般	一般	7.8%		-
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
染料业务(亿)	83.8	222.4	306.3	39.0	30.0	45.0	360.3
其他(亿)	23.2	-	-	13.2	-	-	13.2
公司整体测算(亿)	107.1	222.4	306.3	52.2	30.0	45.0	373.5

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
染料业务(亿)	180.9	101.9	282.8	39.0	28.0	45.0	338.8
其他(亿)	23.2	-	-	13.2	-	-	13.2
公司整体测算(亿)	204.1	101.9	282.8	52.2	28.0	45.0	352.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：染料行业相关信息不易获取，关键数据难以跟踪；公司信息披露详细程度较低，染料业务无法从产品维度进行量价拆分，公司与市场交流频率一般，交流充分度一般。业绩预测层面：公司业绩预测不确定性一般。总体而言，公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。