

基础化工

2026 年 08 月 05 日

闰土股份

(002440)

——核心中间体一体化配套，染料景气反转弹性可期

报告原因：首次覆盖

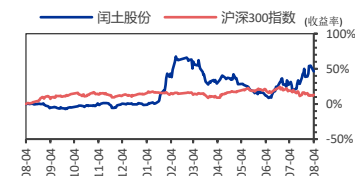
增持（首次评级）

市场数据：	2026 年 08 月 04 日
收盘价（元）	12.75
一年内最高/最低（元）	16.45/6.71
市净率	1.4
股息率%（分红/股价）	1.57
流通 A 股市值（百万元）	12,066
上证指数/深证成指	3,822.28/13,885.71

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	9.01
资产负债率%	12.28
总股本/流通 A 股（百万）	1,124/946
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

李绍程 A0230525070002
lisc@swsresearch.com

投资要点：

- **国内染料份额前二，自备还原物产能，盈利拐点已现。**公司染料占有率稳居国内染料市场份额前二位，同时兼具稀缺的中间体还原物产能 0.8 万吨，2 万吨 H 酸装置虽已停产多年，但不排除技改重启或新建产能。根据公司公告，26H1 公司预计实现归母净利润 5.3-6.5 亿元（YoY+254-334%），扣非后归母净利润 3.8-5.0 亿元（YoY+185-275%），盈利拐点已现。
- **染料涨价下游不敏感，行业集中度高。**染料需求端随下游印染面料及终端纺织服装订单增长，增速相对稳定；染料在面料及终端成衣中的成本占比极低，下游对染料价格不敏感，染料价格上涨对整条产业链的产销量几乎无影响。我国染料产量约占世界染料总产量的 70%-75%，产业优势突出，近年来国家产业政策的引导、环保政策的趋严，促使我国染料行业的产业集中度提升，头部企业凭借规模、资金、技术等优势市场份额不断扩大，中小企业和落后产能被逐步淘汰。2019 年上一轮周期结束后，染料底部震荡多年，但目前整体供需格局仍显宽松。
- **中间体百花齐放，头部量利齐升。**还原物、六氯/六溴、间苯二胺、H 酸等是染料核心中间体，且经过多年出清，目前供给格局优异，基本被头部企业把控。还原物格局极佳，国内仅浙江龙盛、闰土股份、宁夏中盛新具备生产能力，今年以来头部企业协同性建立，还原物价格迅速上行，其余中间体紧随其后，共同推动分散染料价格底部向上，拐点已现。H 酸生产工艺复杂且危险，安全环保压力凸显，叠加 25 年以来频发事故，目前行业有效产能大幅削减，供需缺口放大。此轮周期下，中小企业不具备核心中间体配套，生存压力显著增大，被迫让出市场份额，头部企业借此实现份额提升，话语权增强后，染料环节亦能脱离成本定价获取超额收益。
- **还原物格局有望长期向好，H 酸供需缺口或进一步放大，支撑染料中枢不断抬升。**即使在中东冲突影响下，26Q2 纺织产业链需求负反馈显著，染料行业出货量大幅下滑的背景下，还原物的价格仍维持在 10 万元/吨，彰显了此轮头部企业涨价的决心与协同性。H 酸行业仍存较多落后的铁粉还原工艺亟待淘汰，H 酸供需缺口有望进一步走扩。中远期看，还原物及 H 酸新批产能受限，格局持续向好，行业将演绎价在量先的逻辑，支撑染料价格中枢或不断上行。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2026-28 年收入分别为 66.39/84.12/94.70 亿元，归母净利润分别为 12.07/14.78/18.74 亿元，对应增速分别为 80%/22%/27%，EPS 分别为 1.07/1.32/1.67 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 41%。公司 2026 年 PE 约 12 倍，低于可比公司平均 PE 15 倍。考虑到公司拥有核心中间体还原物布局，分散染料规模优势突出，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 原材料价格波动风险；2) 下游需求不及预期；3) 中间体竞争加剧。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	5,730	1,682	6,639	8,412	9,470
同比增长率 (%)	0.6	31.6	15.9	26.7	12.6
归母净利润(百万元)	669	184	1,207	1,478	1,874
同比增长率 (%)	213.5	284.4	80.4	22.4	26.8
每股收益 (元/股)	0.61	0.16	1.07	1.32	1.67
毛利率 (%)	19.4	22.6	29.3	32.4	36.2
ROE (%)	6.7	1.8	11.1	12.5	14.3
市盈率	21		12	10	8

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 2026-28 年收入分别为 66.39/84.12/94.70 亿元，归母净利润分别为 12.07/14.78/18.74 亿元，对应增速分别为 80%/22%/27%，EPS 分别为 1.07/1.32/1.67 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 41%。公司 2026 年 PE 约 12 倍，低于可比公司平均 PE 15 倍。考虑到公司拥有核心中间体还原物布局，分散染料规模优势突出，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

核心假设：1) 分散染料：还原物格局向好价格攀升，推动分散染料价格持续提升，公司销量稳步提升；**2) 活性染料：**H 酸供需缺口或持续放大，推动活性染料价格持续上涨，公司销量稳步提升；**3) 助剂：**公司销量逐步提升，盈利能力持稳；**4) 其他化工原料及其他业务：**公司该板块量利维稳。

有别于大众的认识

市场认为染料涨价会影响终端需求。我们认为，纺服产业链中，染料仅作为类似添加剂的定位，在面料及成衣里成本占比较低，涨价并不会抑制终端订单量。

市场认为还原物格局难以维持。我们认为，还原物行业经过多年出清，目前格局极佳，且生产经过硝化、加氢高危工序，伴随大量难处理废酸，新建产能难度大周期长。且由于染料行业扩容较慢，从政策层面来看，国家不仅对硝化工艺审批持续收紧（限制类工艺），也没有新批还原物产能的动力。目前仅安诺其一家企业具备还原物审批手续（前几年获取），我们认为，即使该新增产能顺利落地，还原物行业因市场容量较小，价格与染料深度绑定，后续格局仍然稳定且集中，产业会持续演绎价在量先的逻辑（类似三代制冷剂行业）。

股价表现的催化剂

中间体及染料涨价；公司 H 酸产能投放。

核心假设风险

1) 原材料价格波动风险；2) 下游需求不及预期；3) 中间体竞争加剧。

目录

1.产业配套齐全，染料规模突出，盈利拐点已现	6
1.1 国内染料份额前二，自备还原物产能	6
1.2 染料开启新一轮涨价周期，公司盈利拐点已现	8
2.染料需求端稳定增长，下游对涨价不敏感	10
2.1 染料种类型号较多，分散及活性染料是主要品类	10
2.2 需求稳定增长，下游议价权低且对涨价不敏感	13
3.环保安全趋严，行业集中度高	14
4.中间体百花齐放，头部企业量价齐升	16
4.1 染料底部震荡多年，中间体支撑开启涨价周期	16
4.2 还原物领衔，中间体多点开花，开启分散染料大周期	17
4.3H 酸供需缺口或进一步放大，推动活性染料提价	20
5.盈利预测与估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 可比公司估值	23
6.风险提示	23

图表目录

图 1：公司发展历史.....	6
图 2：公司股权结构.....	7
图 3：公司营业收入及 YOY（亿元）	8
图 4：公司归母净利润及 YOY（亿元）	8
图 5：公司营业收入结构（亿元）	8
图 6：公司毛利结构（亿元）	8
图 7：公司毛利率净利率情况.....	9
图 8：公司分产品毛利率.....	9
图 9：公司期间费用率	9
图 10：公司研发费用率	9
图 11：公司染料历年产销量	9
图 12：常见染料结构示意图	10
图 13：2016-2025 年国内染料产量情况（万吨）	11
图 14：分散染料产业链情况	11
图 15：活性染料产业链情况	12
图 16：我国印染布产量	13
图 17：涤纶长丝及锦纶纤维产量	13
图 18：纺服产业链.....	13
图 19：印度染料产量（万吨）	14
图 20：印度及我国头部染料企业营业收入对比（亿元）	14
图 21：我国分散染料产能.....	14
图 22：我国活性染料产能.....	14
图 23：我国分散染料出口量（万吨）	15
图 24：我国分散染料出口均价（美元/kg）	15
图 25：我国活性染料出口量（万吨）	15
图 26：我国活性染料出口均价（美元/kg）	15
图 27：我国分散染料价格（分散黑 ECT300%，元/kg）	16
图 28：我国活性染料价格（活性黑 WNN200%，元/kg）	16
图 29：我国染料行业企业扣非后归母净利润表现（亿元）	16

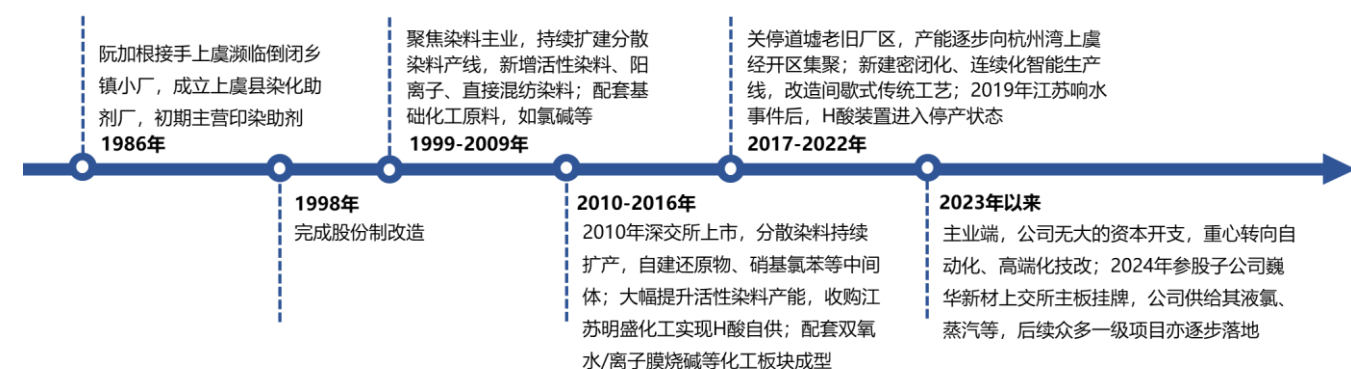
图 30：我国染料行业企业毛利率情况	16
图 31：我国分散染料开工率（%）	17
图 32：我国活性染料开工率（%）	17
图 33：还原物化学结构式.....	18
图 34：我国还原物产能高度集中	18
图 35：还原物生产工艺	18
图 36：分散染料与中间体工艺路线图	19
图 37：间苯二胺华东灰品价格（元/吨）	19
图 38：H 酸化学结构式.....	21
图 39：我国氨基羟基萘磺酸及其盐的进出口量	21
图 40：H 酸和对位酯的价格（元/kg）	22
表 1：公司产能情况（截至 2025 年年报）	6
表 2：25 年公司主要子公司情况（万元）	7
表 3：各种染料分类及特性	10
表 4：国内 H 酸产能.....	21
表 5：公司收入和盈利预测	22
表 6：可比公司估值.....	23

1.产业配套齐全，染料规模突出，盈利拐点已现

1.1 国内染料份额前二，自备还原物产能

闰土股份起源于 1986 年创办的上虞县印染助剂厂，1998 年完成股份制改造。1999-2009 年公司聚焦染料主业拓展品类，并配套基础化工产品布局；2010 年成功上市，持续扩产染料产能，同时布局关键中间体还原物、H 酸等，完善一体化产业链。2017-2022 年推动产能向杭州湾开发区集聚，同时升级生产工艺。2023 年以来公司减少大规模资本开支，重心转向主业的高端化和自动化升级，推进参股企业资本化，延伸产业协同。

图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，申万宏源研究

国内染料份额前二，自备稀缺的分散染料核心中间体还原物产能。公司染料年总产能近 23.8 万吨，其中分散染料产能 11.8 万吨，活性染料产能 10 万吨，其他染料产能近 2 万吨，产品销售市场占有率继续稳居国内染料市场份额前二位，同时兼具还原物产能 0.8 万吨。公司规模化的优势，降低了产品单位成本，并推进了企业的资源综合利用。

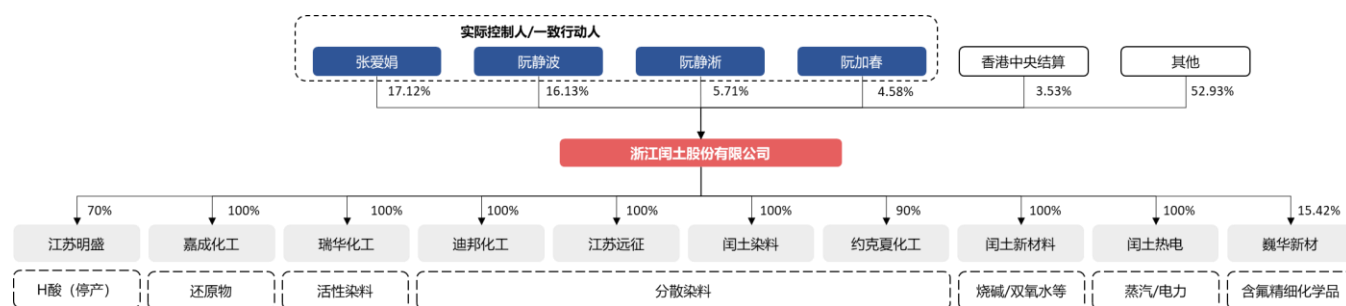
表 1：公司产能情况（截至 2025 年年报）

主要产品	设计产能	产能利用率
染料	23.8 万吨	83.04%
保险粉	5 万吨	66.88%
烧碱	16 万吨（折 100%）	97.32%
双氧水	9 万吨	102.55%
氯化苯类、硝基氯苯类	9 万吨	90.04%
还原物	0.8 万吨	103.71%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司实际控制人稳定。公司为典型家族控股上市企业，原实控人阮加根离世后，股权完成家族内部继承梳理，截至 26Q1 末，张爱娟、阮静波、阮靖淅母女三人，分别持股 17.12%、16.13%、5.71%，合计持股 38.96%；连同家族成员阮加春（持股 4.58%）、阮吉祥等，阮氏家族构成公司实际控制人，家族合计持股约 43.67%，股权集中度较高，对公司经营战略、重大投资具备较强控制力。

图 2：公司股权结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

25 年公司染料板块微利，苏北中间体基地亏损较大。中间体方面，子公司江苏明盛以 H 酸为主，目前已停产，25 年净利润为-3151 万元；嘉成化工生产还原物，25 年净利润为-3878 万元；瑞华化工以活性染料环节为主，25 年净利润为 1.08 亿元；迪邦化工、江苏远征、闰土染料、约克夏以分散染料为主，25 年四者合计净利润为 7908 万元。江苏明盛及江苏远征为公司苏北基地，2019 年响水爆炸后受江苏省化工安全整治影响，企业长期面临复产约束、产能利用率不足问题。

闰土新材料及闰土热电为 25 年公司核心利润来源，两者分别贡献净利润 1.78 亿元和 1.67 亿元。闰土新材料为公司全资子公司，位于闰土生态工业园区内，其采用离子膜法工艺生产烧碱，目前拥有烧碱产能 16 万吨（折 100%），主要原料是工业盐（外采），主要产品为 30%烧碱、32%烧碱、48%烧碱、氯气、氢气、31%盐酸及次氯酸钠。其中烧碱主要外售，部分自用；氯气主要配套用于生产氯化苯、二氯苯等产品，多余部分外售；氢气主要用于配套生产双氧水、硫化氢及还原物等。闰土新材料氯碱用电目前无优惠政策，离子膜法工艺生产烧碱中用电量最大为电解工序，占整个氯碱用电量 92%以上，烧碱生产用电费用占主要消耗成本的 70%。电价政策和购电价格对闰土新材料会有较大影响。公司目前建有自备 30MW 热电联产项目，热电联产所产电力从一定程度上保障了闰土生态工业园区企业的用电需求，电力需求不足部分仍需由外网供应。

表 2：25 年公司主要子公司情况（万元）

公司名称	主要业务	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
嘉成化工	染料、化工中间体、纺织印染助剂	59287	53152	47336	-4259	-3878
瑞华化工	生产活性系列染料、销售自产产品	191561	153245	131381	11853	10755
迪邦化工	染料、间二乙基生产、销售	99330	84726	104879	3832	3843
江苏明盛	化工产品中间体生产、销售	19635	-30826	15	-3148	-3151
江苏远征	染料及中间体生产与销售	52121	16632	38512	-4467	-4748
闰土染料	染料生产、染料后处理、销售	37046	34046	26757	1363	1459
闰土新材料	基础化工原料、化工产品的生产、销售	127365	117190	99515	22536	17795
闰土热电	热电技术服务, 热水、蒸汽的供应	51504	47905	52678	20330	16655
约克夏化工	投资和贸易	102173	77572	86060	8750	7354

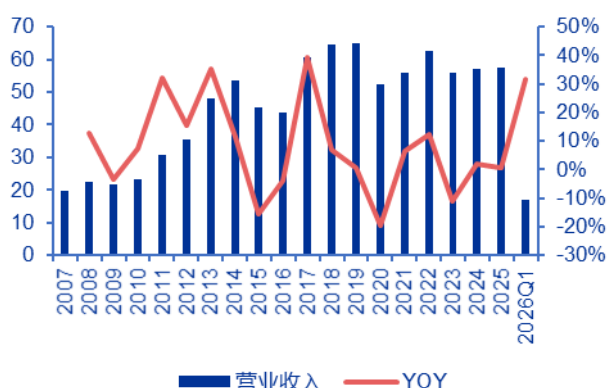
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 染料开启新一轮涨价周期，公司盈利拐点已现

过去的 2014 年，2018-2019 年两轮染料大周期，公司扣非后归母净利润皆有显著增长，随后染料行业供需趋松，价格一路下行，公司盈利能力逐步触底。

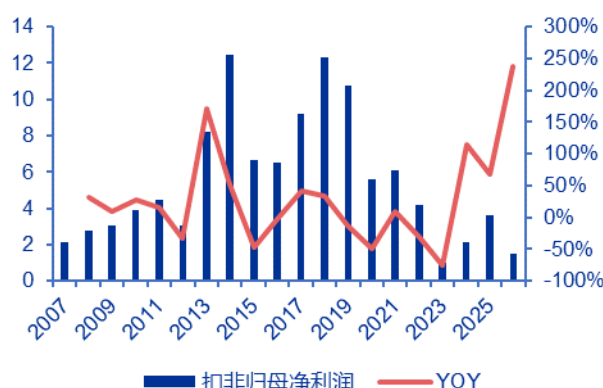
染料开启涨价周期，公司盈利拐点已至。根据公司公告，26H1 公司预计实现归母净利润 5.3-6.5 亿元 (YoY+254-334%)，扣非后归母净利润 3.8-5.0 亿元 (YoY+185-275%)。其中 26Q2 公司实现归母净利润中值为 4.06 亿元 (YoY+298%，QoQ+121%)，扣非后归母净利润为 2.91 亿元 (YoY+227%，QoQ+95%)。26Q1 染料开启新一轮涨价大周期，公司作为国内产销排名前二的染料企业，且自备核心中间体还原物产能，有望充分受益。

图 3：公司营业收入及 YOY (亿元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：公司归母净利润及 YOY (亿元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：公司营业收入结构 (亿元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

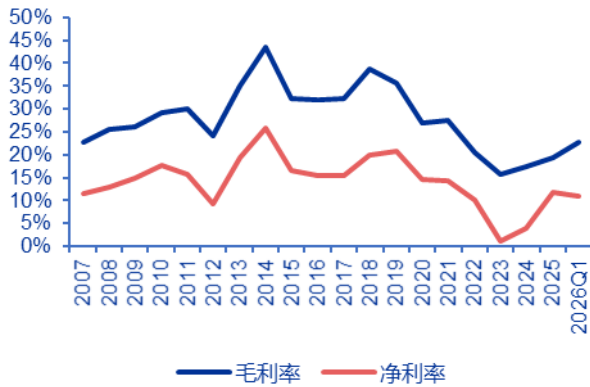
图 6：公司毛利结构 (亿元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

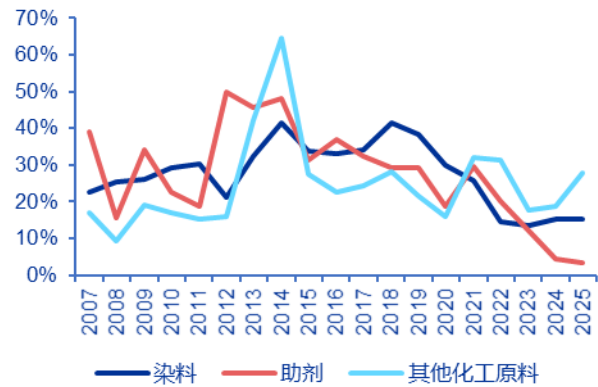
毛利率触底回暖，26Q1 创近年新高。2023 年以来公司毛利率持续修复，主要系 1) 苏北江苏远征完成资产整合、低效产能收缩，亏损大幅收窄；2) 上虞一体化配套（还原物、基础化工原料）发挥成本优势；3) 产品结构优化、生产技改持续降本。2026Q1 随着行业新一轮拐点到来，分散染料及活性染料接连提价，公司实现毛利率 23%，创近年新高。

图 7：公司毛利率净利率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

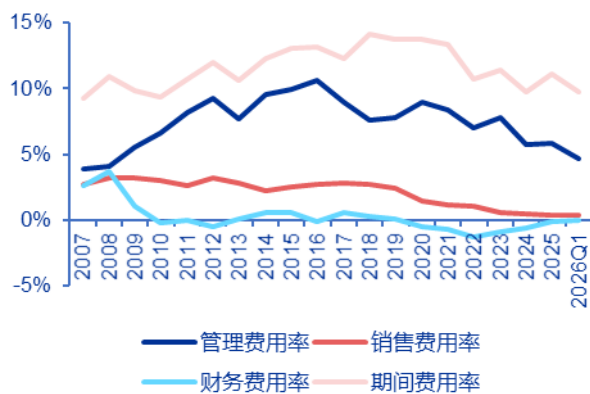
图 8：公司分产品毛利率



资料来源：Wind，申万宏源研究

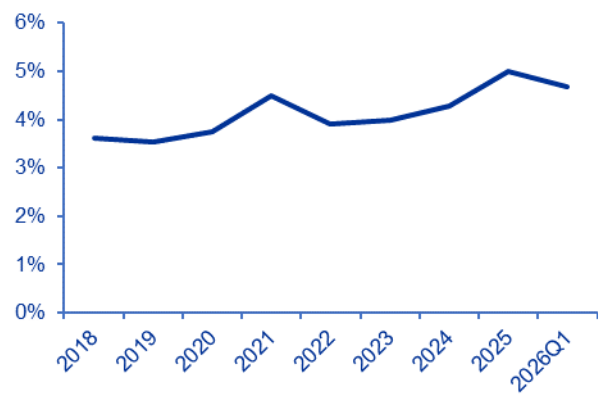
期间费用率中枢下移，研发费用率维持高位。近年来公司期间费用率持续优化，由 2018 年的 14.17% 下滑至 2026Q1 的 9.73%。公司在染料、中间体、生产工艺等领域都配置了优质研发资源，近年来研发费用率保持高位，2026Q1 为 4.68%。

图 9：公司期间费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

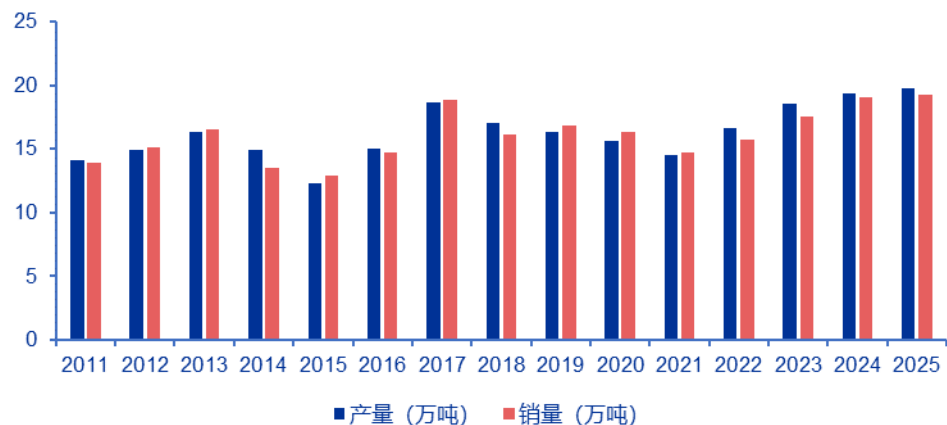
图 10：公司研发费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司近年来染料产销量逐步提升，销量由 2021 年的 14.76 万吨攀升至 2025 年的 19.27 万吨，凭借产业链配套优势及客户优势，产能利用率行业领先。

图 11：公司染料历年产销量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

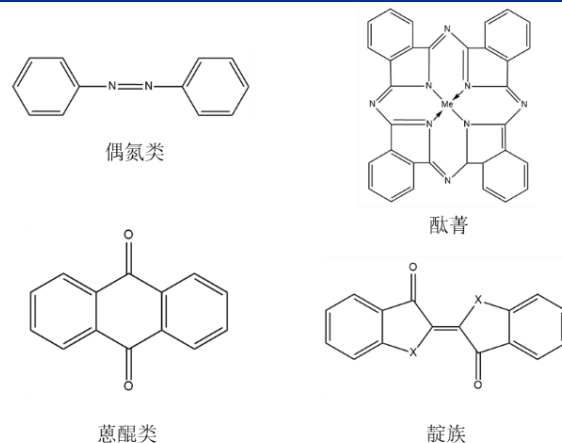
2.染料需求端稳定增长，下游对涨价不敏感

2.1 染料种类型号较多，分散及活性染料是主要品类

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。按其来源，可分为天然和合成两大类。天然染料一般来源于植物、动物和矿物质，以植物染料为主，如靛蓝、茜草、紫草、红花、桑、茶等。合成染料又称人造染料，主要从煤焦油分馏或石化初级产品加工后经化学加工而成。

按照染料的不同化学结构，可将染料分为偶氮染料、蒽醌染料、芳甲烷染料、靛族染料、硫化染料、酞菁染料、硝基和亚硝基染料等。

图 12：常见染料结构示意图



资料来源：申万宏源研究

根据染料性质及应用方法，还可将染料分为分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料、酸性染料、直接染料等若干类别。

表 3：各种染料分类及特性

染料类别	简介
分散染料	分散染料分子中不含水溶性基团，染色时染料以微小颗粒的稳定分散体对纤维进行染色，故称为分散染料。分散染料主要用于各种合成纤维的染色和印花，如涤纶、锦纶、醋酸纤维等，具有较好的疏水性、一定的分散性及耐升华的特点。
活性染料	活性染料又称为反应性染料。这类染料分子结构中含有活性基团，染色时能够与纤维分子中的羟基、氨基以共价键方式结合而牢固地染着在纤维上。活性染料主要用于棉纤维及其纺织品的染色和印花，也可用于麻、羊毛、蚕丝和一部分合成纤维的染色。其色谱广、色泽鲜艳、性能优异、适用性强。
硫化染料	硫化染料不溶于水。染色时，硫化染料在硫化碱溶液中被还原为可溶状态，上染纤维后，经过氧化又成不溶状态固着在纤维上。硫化染料主要用于棉纤维染色，亦可用于棉/维混纺织物。其成本低廉，但色泽不够鲜艳。
还原染料	还原染料不溶于水。染色时，还原染料在含有还原剂如二亚硫酸钠的碱性溶液中被还原成水溶性的隐色体钠盐后上染纤维，再经氧化后重新成为不溶性染料而固着在纤维上。还原染料主要用于棉、涤棉混纺织物染色，以及人丝、人丝/人棉交织，真丝绸拔染印花等。色谱较全，色泽鲜艳，皂洗、日晒牢度都比较高，但价格较高。
酸性染料	酸性染料是一类水溶性阴离子染料。染料分子中含磺酸、羟基等酸性基团，在酸性染浴中可与蛋白质纤维分子中的氨基以离子键结合，故称为酸性染料。酸性染料主要用于羊毛、蚕丝、聚酰胺纤维的染色和印花。

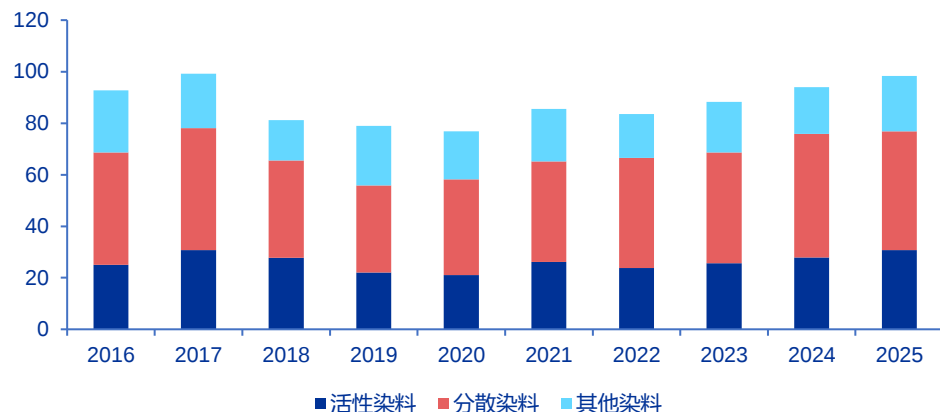
直接染料	直接染料是一类水溶性阴离子染料。染料分子中大多含有硫酸基，有的则含有羟基，染料分子与纤维素分子之间以范德华力和氢键相结合。直接染料主要用于针织、丝绸、棉纺、皮革、毛麻的染色，也用于粘胶纤维的染色。色谱齐全、价格低廉、操作方便。缺点是水洗、日晒牢度不够理想。
阳离子染料	阳离子染料可溶于水，呈阳离子状态，故称为阳离子染料。因早期的染料分子中具有氨基等碱性基团，常以酸式盐形式存在，染色时能与蚕丝等蛋白质纤维分子中的羟基负离子以盐键形式相结合，故又称为碱性染料或盐基染料。是腈纶纤维染色的专用染料，具有强度高、色光鲜艳、耐光牢度好等优点。
其他染料	冰染染料、中性染料、缩聚染料、荧光增白剂等。

资料来源：吉华集团招股说明书，申万宏源研究

自 2018 年以来，国家针对化工企业的安全环保督察趋严，国内染料行业部分企业停产整改，因此 2018 年以后染料产量略有下滑。2021 年，受到行业整体形势回暖影响，我国染料产量开始回升。

分散及活性染料是主要的染料细分品类。根据中国染料工业协会统计，2023 年、2024 年和 2025 年，国内染料产量分别为 88.3 万吨、94.0 万吨和 98.3 万吨，其中分散染料的产量分别为 42.9 万吨、47.9 万吨和 46.0 万吨，活性染料的产量分别为 25.7 万吨、27.9 万吨和 30.8 万吨，分散及活性染料合计分别占染料总产量的 78%、81%和 78%。

图 13：2016-2025 年国内染料产量情况（万吨）

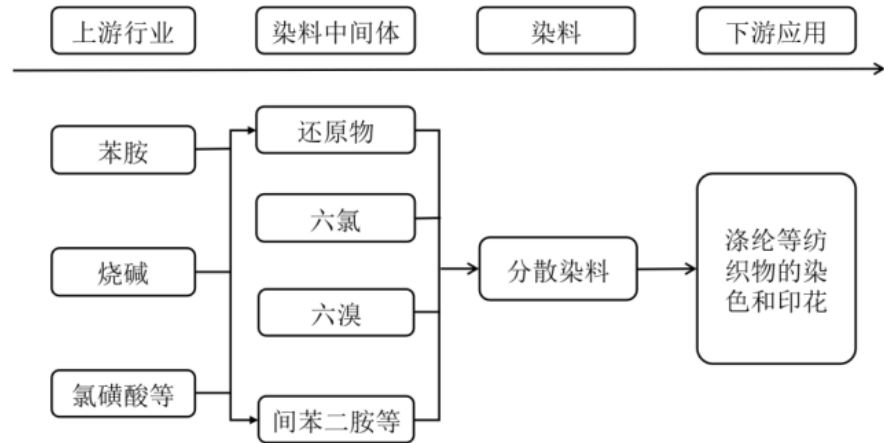


资料来源：浙江亿得招股说明书，申万宏源研究

1) 分散染料：主要用于涤纶锦纶，还原物/六氯六溴/间苯二胺是核心中间体

分散染料是一类结构简单，水溶性极低，在染浴中主要以微小颗粒的分散体存在的非离子染料。它在染色时必须借助分散剂将染料均匀地分散在染液中，才能对各类合成纤维进行染色，经分散染料印染加工的化纤纺织品，色泽艳丽，耐洗牢度优良，用途广泛。我国生产的分散染料主要有偶氮类、蒽醌类和杂环类等。其中，偶氮类占比约 75%、蒽醌类占比约 20%、杂环类占比约 5%。分散染料主要用于涤纶的染色和印花，同时也用于醋酸纤维以及锦纶染色。

图 14：分散染料产业链情况

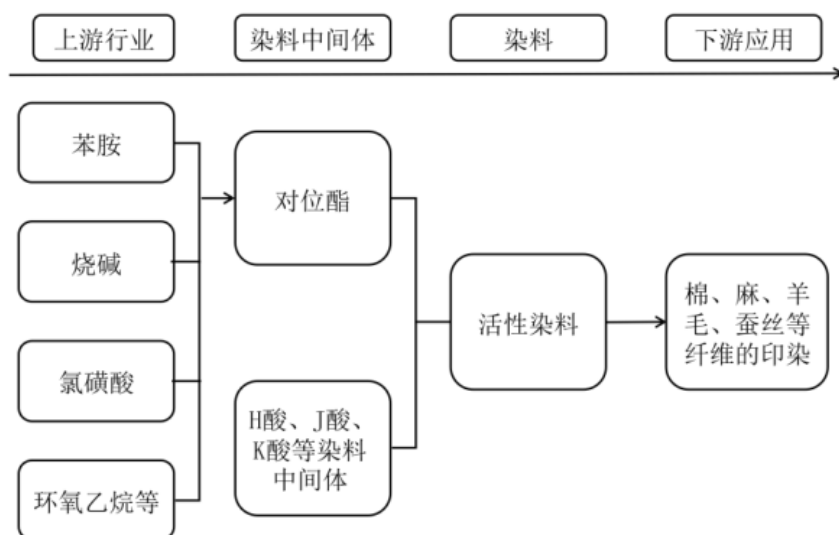


资料来源：浙江亿得招股说明书，申万宏源研究

2) 活性染料：主要用于棉麻，H 酸/对位酯为核心中间体

又称反应性染料，分子结构中含有一个或一个以上的活性基团，在适当条件下，能够与纤维发生化学反应，形成共价键结合。活性染料主要用于植物纤维（棉、麻）、动物纤维（毛、丝）和再生纤维素纤维（粘胶纤维、醋酯纤维）的印染，具备色谱广、色泽鲜艳、性能优异、适用性强、染色工艺简单、三废排量较少、生产成本低、各项坚牢性能高等特点。其产量在所有染料品种中居于第二位，目前是纺织业的常用染料之一及染料开发与发展的重点方向之一。

图 15：活性染料产业链情况



资料来源：浙江亿得招股说明书，申万宏源研究

2.2 需求稳定增长，下游议价权低且对涨价不敏感

染料需求端稳定增长，下游印染厂较为分散。染料制造业的下游行业为纺织行业中的印染子行业。根据航民股份年报，我国印染产业主要集中在“上下游产业链配套、专业市场比较发达、水资源较为丰沛、环境承载能力较强”的浙江、江苏、福建、广东、山东等东部沿海五省，印染布产量占比超过 90%以上，生产地域集中，但单家企业市场占有率较低的特点明显，行业集中度提升尚有空间。

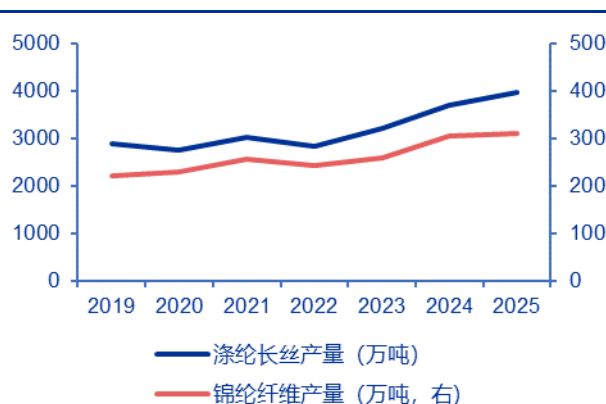
2025 年，面对外部环境急剧变化，我国印染行业稳中求进，印染布产量达到 577.27 亿米，同比+0.9%。此外，涤纶长丝及锦纶纤维等面料主材产量亦逐年增长。

图 16：我国印染布产量



资料来源：中国印染行业协会，申万宏源研究

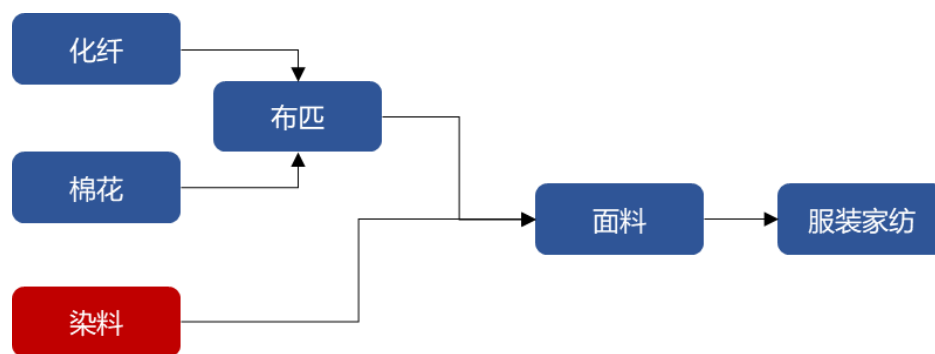
图 17：涤纶长丝及锦纶纤维产量



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

染料占下游成本低，下游议价权不高，对价格上涨不敏感。从产业链结构看，染料、印染行业占下游成本比重较小(染料约占印染成本的 10-20%，印染约占印染布成本的 10%)，同时由于印染行业企业分散，导致其对供应商不具备较强的定价权。印染产量主要与纺织服装产量相关，与纺织服装盈利波动的关系不大；染料作为印染上游，定价和产量受纺织服装盈利影响极为有限，而主要受染料行业自身运行情况的影响。因此染料价格上涨对整个产业链的产销量几乎无影响，甚至下游印染厂和贸易商更加欢迎染料涨价，对于印染厂而言，染料涨价可以加速印染行业的集中度提升，对于贸易商而言，染料涨价才更容易获取盈利。

图 18：纺服产业链

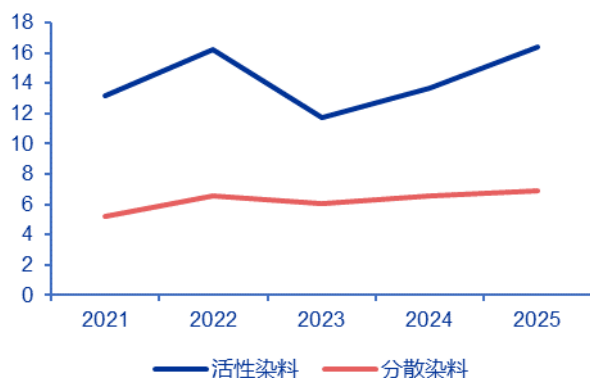


资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

3.环保安全趋严，行业集中度高

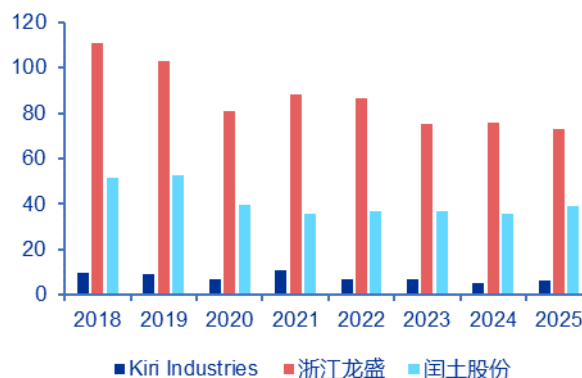
我国染料产业全球领先，印度分散染料竞争力弱。根据闰土股份公告，我国已成为世界染料生产数量、贸易数量和消费数量的第一大国，染料产量约占世界染料总产量的 70%-75%。国内染料主要产区在浙江省、江苏省和山东省，行业集中度较高。印度染料产业竞争力较强，但以活性染料为主，其分散染料产量近年来趋于稳定；Kiri Industries 是印度染料头部企业，但其收入体量与国内企业相比仍有较大差距。

图 19：印度染料产量（万吨）



资料来源：ISI EMIS，申万宏源研究

图 20：印度及我国头部染料企业营业收入对比（亿元）

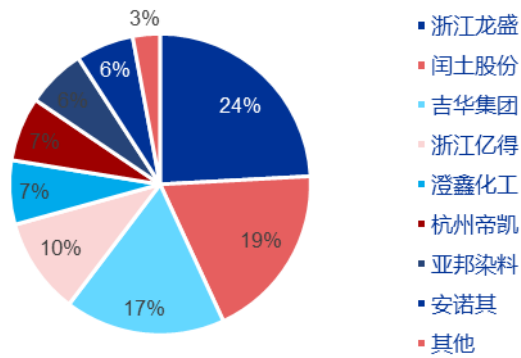


资料来源：Wind，申万宏源研究*数值为染料板块收入

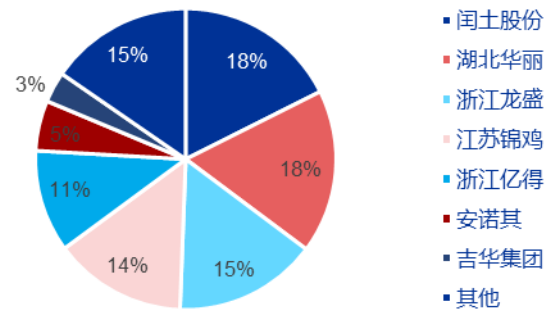
我国染料行业集中度高。近年来国家产业政策的引导、环保政策的趋严，促使我国染料行业的产业集中度提升，头部企业凭借规模、资金、技术等优势市场份额不断扩大，而原材料和能源消耗高、环保投入不足、污染严重的中小企业和落后产能被逐步淘汰，整个染料行业的产业结构得到优化。根据百川盈孚统计，分散染料主要以浙江龙盛、闰土股份、吉华集团三家企业为主，三家产能占全国 60%（实际产量占比更高）；活性染料前五家企业产能占全国 76%左右。

图 21：我国分散染料产能

图 22：我国活性染料产能



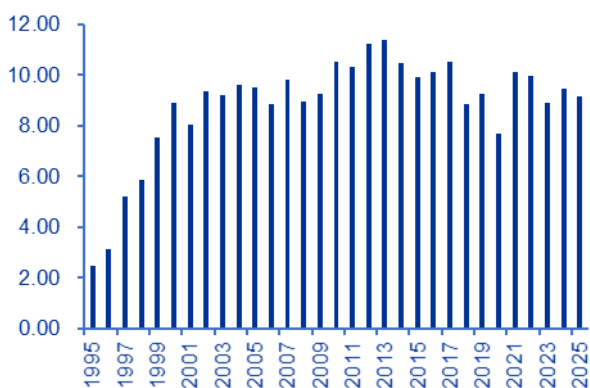
资料来源：百川盈孚，申万宏源研究



资料来源：百川盈孚，申万宏源研究

我国染料净出口，供国内使用为主。染料下游印染等纺服产业链集中于我国，因此我国染料呈净出口态势。根据海关总署数据，2025 年我国分散染料及活性染料（含制品）出口量分别为 9.17 万吨及 3.69 万吨，占国内产量比例约为 12-20%，出口国以印尼、巴基斯坦、越南等地为主。

图 23：我国分散染料出口量（万吨）



资料来源：海关总署，申万宏源研究

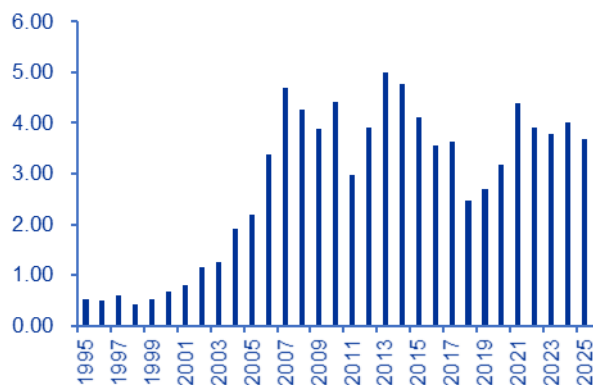
图 24：我国分散染料出口均价（美元/kg）



资料来源：海关总署，申万宏源研究

图 25：我国活性染料出口量（万吨）

图 26：我国活性染料出口均价（美元/kg）



资料来源：海关总署，申万宏源研究



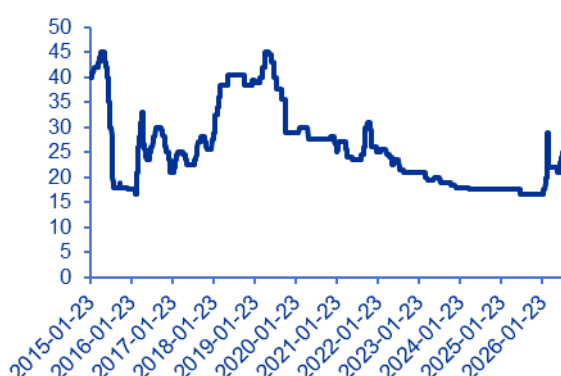
资料来源：海关总署，申万宏源研究

4. 中间体百花齐放，头部企业量价齐升

4.1 染料底部震荡多年，中间体支撑开启涨价周期

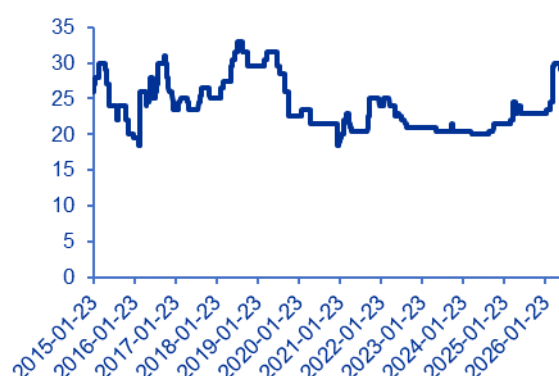
截止 2025 年底，染料周期底部运行已超过 6 年，行业亏损情况严重。染料行业自上一轮 2019 年周期见顶后（江苏响水爆炸事件导致），多个小产能陆续在西北区域浮现，行业供需趋松，随后价格一路回落，分散黑价格最低触及 16.5 元/kg，活性黑价格最低触及 18.5 元/kg，行业盈利能力显著下行，上市公司多数处于亏损或微利状态，仅头部企业凭借业务多元化布局获取超额利润。

图 27：我国分散染料价格（分散黑 ECT300%，元/kg）



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

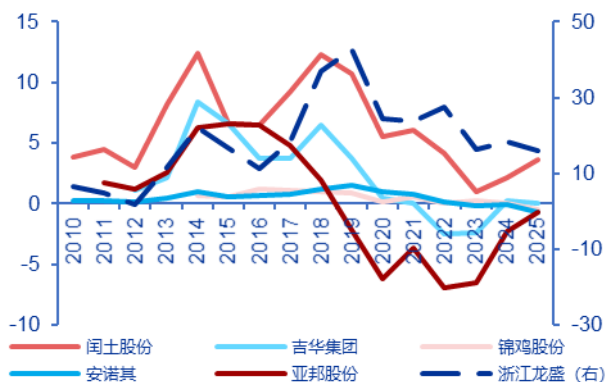
图 28：我国活性染料价格（活性黑 WNN200%，元/kg）



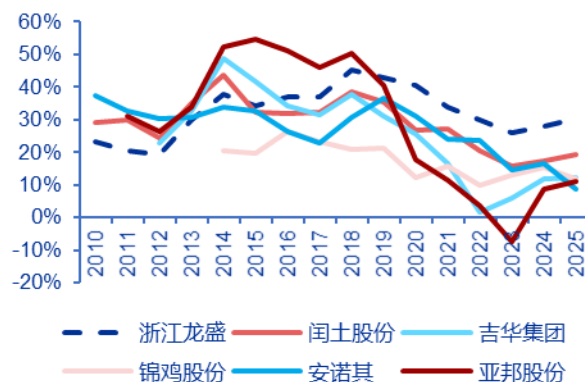
资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 29：我国染料行业企业扣非后归母净利润表现（亿元）

图 30：我国染料行业企业毛利率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：Wind，申万宏源研究

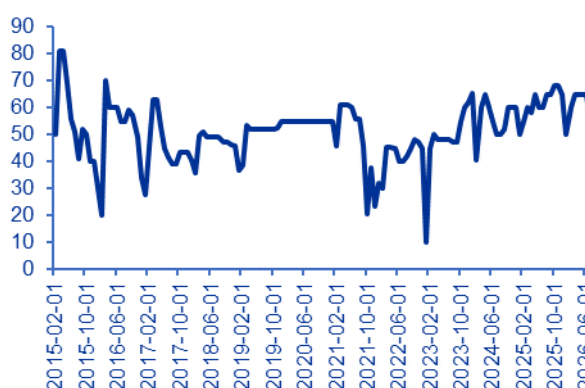
染料行业或仍面临供需宽松的问题。根据卓创资讯数据，我国染料行业开工率常年维持在 6-7 成附近，虽然扣除部分僵尸产能后，实际开工率更高，但行业仍面临供给过剩的问题，且随着整体印染效率的提升，染料行业需求端增速短期也难以看到显著增长，因此若中小企业产能未能有效退出，整体染料行业供需宽松的局面仍将维持。

图 31：我国分散染料开工率 (%)



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

图 32：我国活性染料开工率 (%)



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

虽面临上述问题，但是自 2026 年 1 月起，分散染料迎来了一轮快速调涨，分散黑 ECT300%报价短期冲高至 40 元/kg，随后在低价库存与需求端的冲击下回落至 21 元/kg 附近，近期再次调涨至 28 元/kg，涨价背后的原因主要来自分散染料的核心中间体，还原物格局的变化。

4.2 还原物领衔，中间体多点开花，开启分散染料大周期

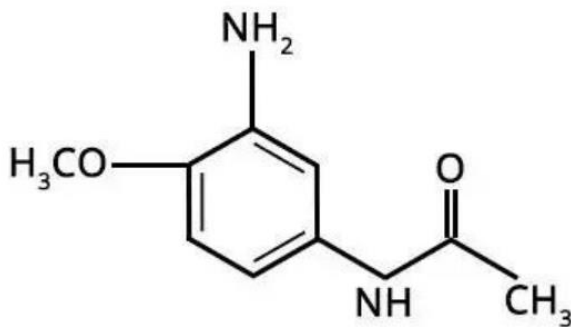
还原物格局高度集中，市面流通量仅浙江龙盛与宁夏中盛新。还原物学名为 2-氨基-4-乙酰氨基苯甲醚，主要用于生产分散染料的蓝、黑、紫系列，具备不可替代性，由于其生产工艺涉及到硝化、加氢等，生产工艺复杂且环保要求极高（废酸极多），产能高度集中在少

数几家企业手中，供应弹性小。当前仅浙江龙盛（2万吨）、闰土股份（0.8万吨）、宁夏中盛新（2万吨）具备生产能力，且闰土股份几乎全部自供，市面流通量被浙江龙盛与宁夏中盛新把控。

还原物新批产能困难，仅安诺其存落地可能，行业会持续演绎价在量先的逻辑。还原物生产要经过硝化、加氢高危工序，伴随大量难处理废酸，近年来环保监管持续收紧，大量不合规中小产能彻底退出市场。且由于染料行业扩容较慢，从政策层面来看，国家不仅对硝化工艺审批持续收紧（限制类工艺），也没有新批还原物产能的动力。目前仅安诺其一家企业具备还原物审批手续（前几年获取），规划产能1万吨，预计26年底至27年初进行试生产。我们认为，即使该新增产能顺利落地，还原物行业因市场容量较小，价格与染料深度绑定，后续格局仍然稳定且集中，产业会持续演绎价在量先的逻辑（类似三代制冷剂行业）。

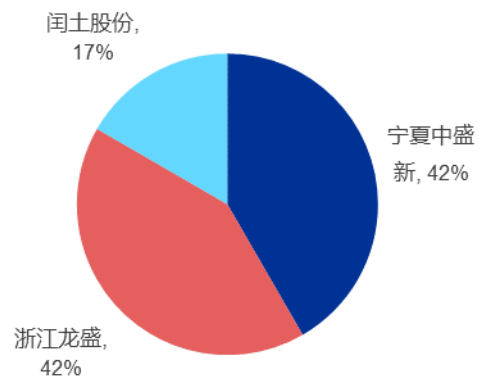
根据卓创资讯，2026年1月以来，还原物市场报价从2.5万元/吨宽幅上涨，一度触及10万元/吨，涨幅近300%；7月下旬，还原物价格继续上涨至12万元/吨。

图 33：还原物化学结构式



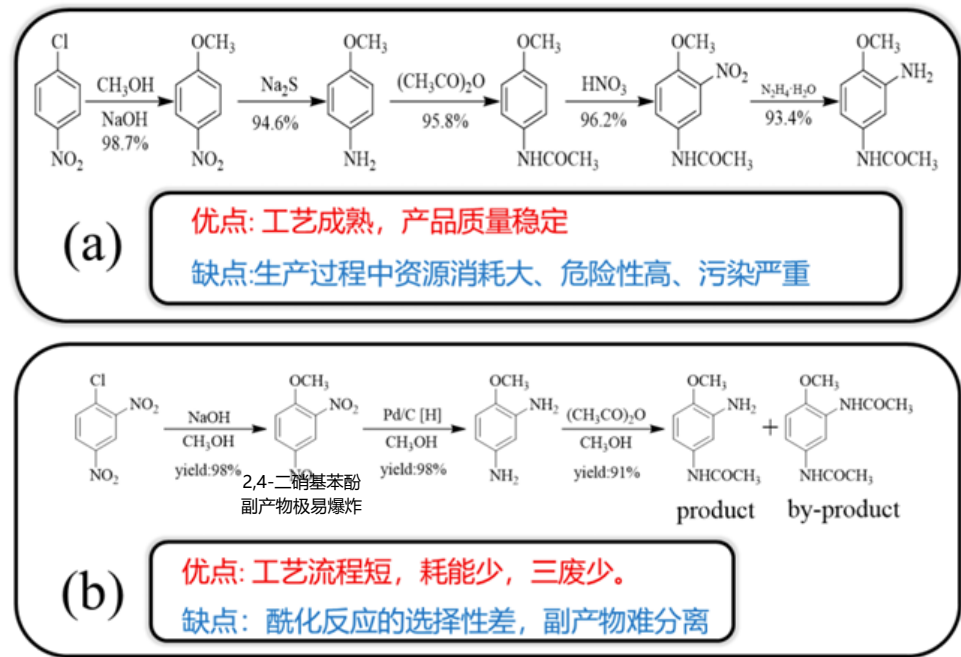
资料来源：申万宏源研究

图 34：我国还原物产能高度集中



资料来源：公司公告，申万宏源研究

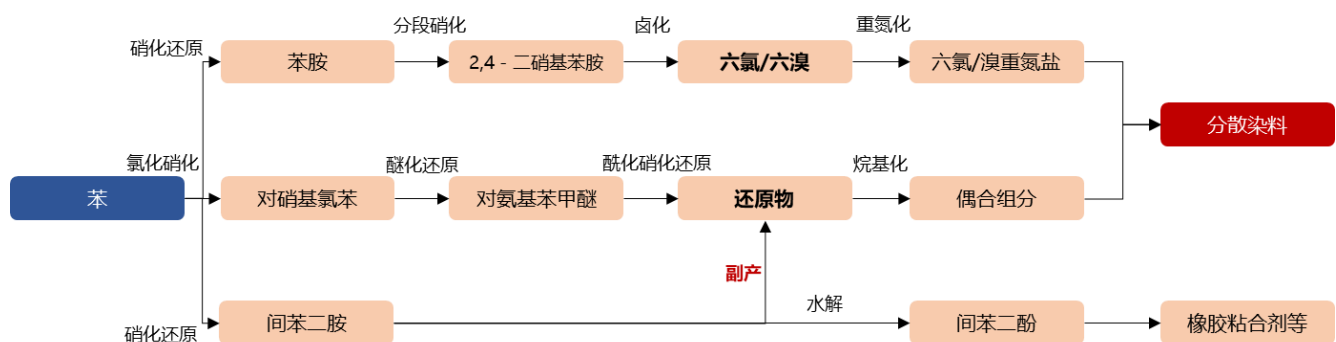
图 35：还原物生产工艺



资料来源：知网，申万宏源研究

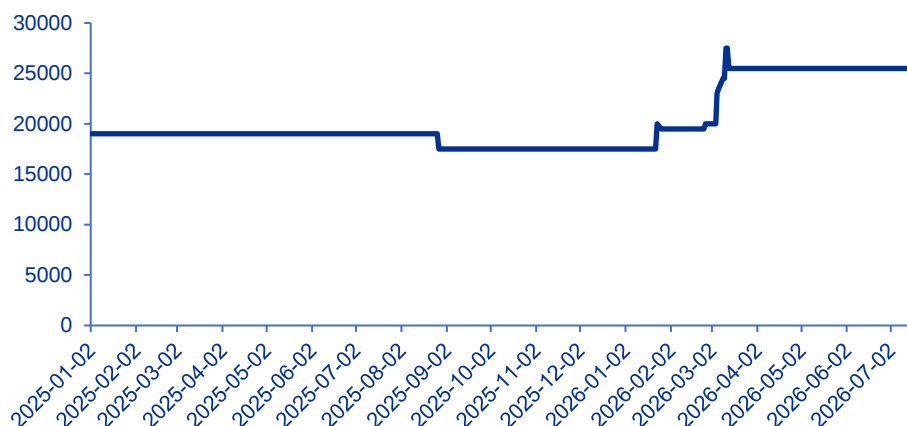
中间体百花齐放，成本端支撑染料上涨。除还原物外，六氯/六溴、间苯二胺等亦是分散染料核心中间体，且格局类似还原物，产能高度集中，浙江龙盛话语权强，价格位于周期底部，2026 年以来价格回暖，与还原物共同从成本端支撑染料涨价。

图 36：分散染料与中间体工艺路线图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 37：间苯二胺华东灰品价格（元/吨）



资料来源：钢联，申万宏源研究

地缘冲突压力测试下，还原物高价维持，提升染料大周期置信度。即使在中东冲突影响下，26Q2 纺服产业链需求负反馈显著，染料行业出货量大幅下滑的背景下，还原物的价格仍维持在 10 万元/吨，彰显了此轮头部企业涨价的决心与协同性。

除了价格外，还原物等中间体亦是头部企业提升份额的抓手。除头部企业外，其余企业不具备还原物等中间体生产能力，只能被迫接受高价原料，并提升染料外销价格，却难有超额收益。成本压力下，中小工厂持续减产，市场订单不断向浙江龙盛、闰土股份等一体化企业集中，小企业生存空间持续收缩，行业供给侧出清将持续推进。

往后展望，我们认为分散染料价格中枢有望持续上行：

1) 低库存为涨价提供坚实基础。当前全行业库存处于历史低位，大部分企业还原物库存基本见底，贸易商及染厂染料库存不足 15 天。低价库存是 26Q2 压制染料涨价的核心因素，如今不复存在，而极低的库存水平意味着一旦需求启动，价格弹性将极为可观。

2) 旺季需求预期有望触发集中采购。三季度为纺织印染传统旺季，“金九银十”订单回暖预期下，下游补库弹性较大，三季度销量环比有望大幅提升。

3) 还原物成交放量有望涨价。高价还原物近期成交已显著放量，随需求端采购加快，后续存涨价预期，成本端仍将形成较强托底。

4) 长期看，还原物格局稳定，多个中间体百花齐放，染料环节头部话语权持续提升，分散染料价格有望破历史新高。

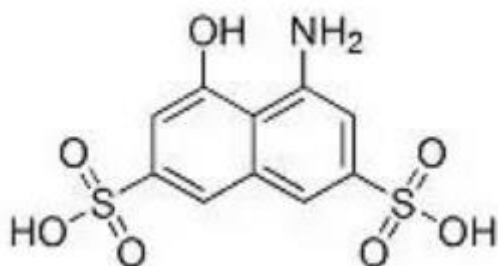
4.3H 酸供需缺口或进一步扩大，推动活性染料提价

H 酸是生产活性染料的核心中间体。H 酸是一种有机物，学名 1-氨基 8-萘酚-3,6-二磺酸，主要用于生产活性、酸性染料，其占染料生产成本 30%-50%。

据华经产业研究院数据，2024 年我国 H 酸产量为 7.7 万吨，需求量为 5.7 万吨，据海关总署数据，2025 年我国氨基羟基萘磺酸及其盐的出口量为 2 万吨左右，主要出口国为印

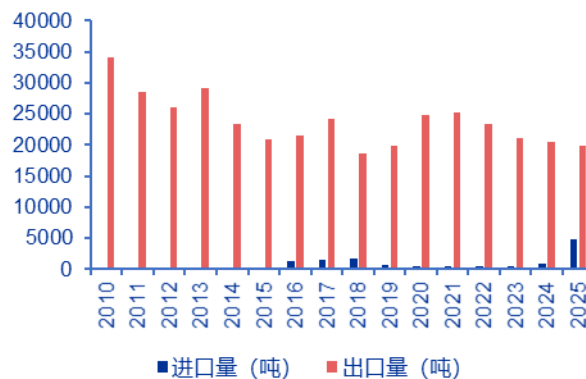
度。根据海关总署，26H1 国内 H 酸进口量为 3870 吨（YoY+749%），凸显国内供需紧张态势。

图 38：H 酸化学结构式



资料来源：申万宏源研究

图 39：我国氨基羟基萘磺酸及其盐的进出口量



资料来源：海关总署，申万宏源研究

H 酸格局集中，实际有效产能不足，涨价推动活性染料同步提价。由于 H 酸生产工艺中废水处理难度高，且涉及高危磺化、硝化反应，行业面临较大的环保及安全生产压力，许多中小型企业因无法满足环保要求而被淘汰。当前国内具备 H 酸生产能力的企业不多，且开工负荷不算稳定，提升空间有限，实际有效产能较少。

表 4：国内 H 酸产能

企业	产能 (万吨/年)	备注
湖北楚源	4	实际开工不高
内蒙古亚东	2	2025 年事故后停产整顿，目前暂未完全恢复
锦鸡股份	1.3	0.8 万吨新产能于 25H2 试生产，产能负荷不高
丽源科技	1.05	湖北 0.6 万吨停产，内蒙古 0.45 万吨事故后整顿
大柴旦和信	1	
大柴旦乐青	1	
浙江龙盛	1	连续加氢新工艺，后续可能扩到 2 万吨
闰土股份	2	长期停产
吉华集团	2	长期停产
山东裕源	1	长期停产

资料来源：百川盈孚，公司公告，申万宏源研究

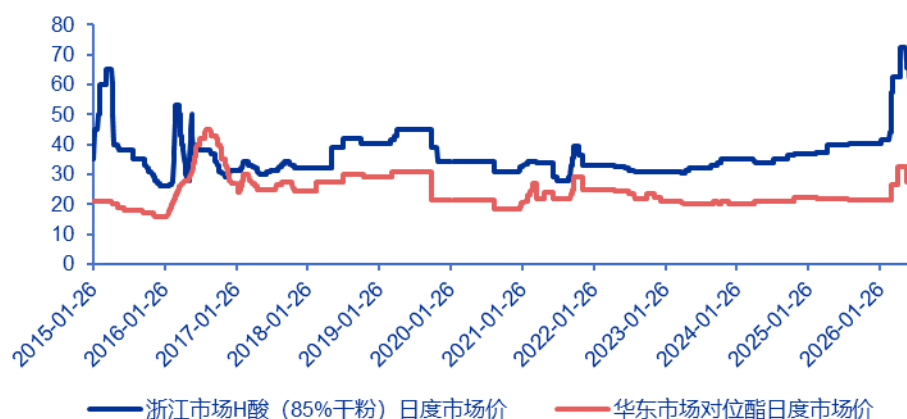
2025 年以来，部分企业执行检修计划，内蒙古乌海市亚东精细化工厂发生火灾事故，以及中央环保督察组发现乌海市大气污染防治不力，进一步加剧 H 酸供应紧张局面。2026 年 3 月，内蒙古利元科技硝化车间突发爆炸，影响 0.45 万吨/年产能。据闰土股份公告，**目前国内 H 酸的有效产能不足 6 万吨，市场有效供应存在 10%以上的缺口**；叠加 3 月以来成本端的抬升，H 酸价格亦由 4 万元/吨提升至 7 万元/吨以上，带动活性染料价格由 2026 年初的 23 元/kg 提升至 30 元/kg。

进入 7 月底，由于下游库存较少，行业供需缺口较大，根据百川盈孚数据，H 酸报价上提至 10 万元/吨，带动活性染料价格亦由 31 元/kg 上调至 36 元/kg。

展望后续，当前行业仍存较多落后的铁粉还原工艺产能，或在政策推动下陆续退出，供需缺口或进一步放大。加氢还原工艺壁垒较高、投资较大，头部企业可借此提升 H 酸市场份额，但缺口难以短期弥补，H 酸价格中枢或不断抬升。

公司子公司江苏明盛拥有 2 万吨 H 酸产能，但已停车多年，未来不排除通过技改等方式重启或新建产能，打造除还原物-分散染料外，又一条 H 酸-活性染料新成长曲线。

图 40：H 酸和对位酯的价格（元/kg）



资料来源：卓创资讯，申万宏源研究

5.盈利预测与估值

5.1 盈利预测

核心假设：1) **分散染料**：还原物格局向好价格攀升，推动分散染料价格持续提升，公司销量稳步提升；2) **活性染料**：H 酸供需缺口或持续放大，推动活性染料价格持续上涨，公司销量稳步提升；3) **助剂**：公司销量逐步提升，盈利能力持稳；4) **其他化工原料及其他业务**：公司该板块量利维稳。

我们预测公司 2026-28 年收入分别为 66.39/84.12/94.70 亿元，归母净利润分别为 12.07/14.78/18.74 亿元，对应增速分别为 80%/22%/27%，EPS 分别为 1.07/1.32/1.67 元/股，3 年归母净利润 CAGR 为 41%。

表 5：公司收入和盈利预测

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5730	6639	8412	9470
同比增长率	1%	16%	27%	13%
毛利润（百万元）	1113	1947	2728	3426
毛利率	19%	29%	32%	36%
染料				

营业收入（百万元）	3903	4804	6575	7630
毛利润（百万元）	603	1436	2218	2915
毛利率	15%	30%	34%	38%
助剂				
营业收入（百万元）	177	186	189	191
毛利润（百万元）	6	6	6	6
毛利率	3%	3%	3%	3%
其他化工原料				
营业收入（百万元）	1274	1273	1273	1273
毛利润（百万元）	354	353	353	353
毛利率	28%	28%	28%	28%
其他业务				
营业收入（百万元）	376	376	376	376
毛利润（百万元）	151	151	151	151
毛利率	40%	40%	40%	40%

资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 可比公司估值

我们选取的可比公司包括染料同行**浙江龙盛**，农药中间体同行**广信股份**，以及供需格局类似的制冷剂企业**巨化股份**。

公司 2026 年 PE 约 12 倍，低于可比公司平均 PE 15 倍。考虑到公司拥有核心中间体还原物布局，分散染料规模优势突出，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值

股票代码	简称	总市值（亿元）	股价（元）	EPS（元/股）				PE			PB（LF）
				2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	
600352.SH	浙江龙盛	423	13.01	0.56	0.93	1.13	1.33	14	12	10	1.3
603599.SH	广信股份	95	10.49	0.72	0.93	1.12	1.32	11	9	8	1.0
600160.SH	巨化股份	1,116	41.35	1.40	2.16	2.80	3.36	19	15	12	5.4
平均								15	12	10	2.6
002440.SZ	闰土股份	143	12.75	0.61	1.07	1.32	1.67	12	10	8	1.4

资料来源：Wind，申万宏源研究*数据取自 2026/8/4，皆为申万宏源预测

6.风险提示

- 1) 原材料价格波动风险。**若纯苯等原材料价格波动较大，将对相关公司利润产生一定影响。
- 2) 下游需求不及预期。**若终端纺服需求不及预期，可能会对染料价格产生不利影响。
- 3) 中间体竞争加剧。**若相关中间体企业增多，可能会导致价格回落，进而影响染料价格。



财务摘要

合并损益表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	5,695	5,730	6,639	8,412	9,470
营业收入	5,695	5,730	6,639	8,412	9,470
营业总成本	5,315	5,307	5,396	6,651	7,104
营业成本	4,704	4,617	4,692	5,684	6,044
税金及附加	53	53	62	78	88
销售费用	24	23	27	34	38
管理费用	325	333	332	463	521
研发费用	243	286	299	421	457
财务费用	-36	-5	-15	-29	-45
其他收益	60	45	50	50	50
投资收益	68	309	250	150	100
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-25	12	0	0	0
信用减值损失	-16	8	0	0	0
资产减值损失	-90	-21	0	0	0
资产处置收益	10	34	0	0	0
营业利润	387	810	1,543	1,961	2,516
营业外收支	-18	2	0	0	0
利润总额	370	811	1,543	1,961	2,516
所得税	143	133	323	453	604
净利润	227	679	1,220	1,508	1,912
少数股东损益	14	9	12	30	38
归母净利润	213	669	1,207	1,478	1,874

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	227	679	1,220	1,508	1,912
加：折旧摊销减值	585	434	247	252	260
财务费用	6	6	-15	-29	-45
非经营损失	-49	-350	-250	-150	-100
营运资本变动	-252	-127	6	-90	-48
其它	32	3	0	0	0
经营活动现金流	548	645	1,208	1,491	1,979
资本开支	55	22	50	100	100
其它投资现金流	-313	-344	50	-50	-100
投资活动现金流	-367	-366	0	-150	-200
吸收投资	0	56	0	0	0
负债净变化	-404	-173	0	0	0
支付股利、利息	199	188	221	483	591
其它融资现金流	-175	-140	-59	29	45
融资活动现金流	-777	-445	-280	-454	-546
净现金流	-593	-172	928	888	1,233

资料来源：聚源数据，申万宏源研究



合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	6,192	6,276	7,450	8,874	10,411
现金及等价物	1,626	1,435	2,563	3,650	5,083
应收款项	2,667	2,719	2,719	2,719	2,719
存货净额	1,598	1,506	1,551	1,887	1,992
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	301	616	616	616	616
长期投资	1,393	1,705	1,705	1,705	1,705
固定资产	2,813	2,539	2,341	2,189	2,029
无形资产及其他资产	1,066	1,040	1,040	1,040	1,040
资产总计	11,464	11,561	12,537	13,808	15,185
流动负债	1,795	1,326	1,377	1,623	1,680
短期借款	402	228	228	228	228
应付款项	1,169	1,030	1,081	1,327	1,384
其它流动负债	224	68	68	68	68
非流动负债	49	40	40	40	40
负债合计	1,844	1,366	1,417	1,663	1,719
股本	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	857	923	923	923	923
其他综合收益	-12	-7	-7	-7	-7
盈余公积	645	645	645	645	645
未分配利润	6,676	7,181	8,167	9,163	10,445
少数股东权益	255	255	268	298	336
股东权益	9,620	10,195	11,120	12,145	13,466
负债和股东权益合计	11,464	11,561	12,537	13,808	15,185

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.60	1.07	1.32	1.67
每股经营现金流	0.49	0.57	1.07	1.33	1.76
每股红利	0.00	0.00	0.20	0.43	0.53
每股净资产	8.33	8.84	9.66	10.54	11.68
关键运营指标(%)					
ROIC	2.2	7.0	13.9	17.7	22.9
ROE	2.3	6.7	11.1	12.5	14.3
毛利率	17.4	19.4	29.3	32.4	36.2
EBITDA Margin	14.5	21.3	26.7	26.0	28.8
EBIT Margin	5.9	14.1	23.0	23.0	26.1
营业总收入同比增长	1.9	0.6	15.9	26.7	12.6
归母净利润同比增长	366.4	213.5	80.4	22.4	26.8
资产负债率	16.1	11.8	11.3	12.0	11.3
净资产周转率	0.61	0.58	0.61	0.71	0.72
总资产周转率	0.50	0.50	0.53	0.61	0.62
有效税率	47.2	26.4	25.0	25.0	25.0
股息率	0.0	0.0	1.5	3.3	4.0
估值指标(倍)					
P/E	67.1	21.4	11.9	9.7	7.7
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/Sale	2.6	2.6	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA	18.2	12.2	8.4	6.8	5.5
股本	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124

资料来源：聚源数据，申万宏源研究



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司

<http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。