

双乐颜料股份有限公司相关债券 2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【531】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

双乐颜料股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
双乐转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：双乐颜料股份有限公司（以下简称“双乐股份”或“公司”，股票代码：301036.SZ）深耕于酞菁系列及铬系颜料领域，产业链布局完善，仍保持一定的品牌知名度和市场地位，公司杠杆水平仍较低；同时中证鹏元也关注到，受市场竞争加剧影响，公司酞菁系颜料产销量下降，产品价格持续走低，叠加电解铜原料成本上涨，下游客户回款周期拉长、存货周转承压，公司盈利能力、盈利质量有所下降，同时面临较大的成本控制压力及垫资压力，生产经营面临一定环保、安全生产风险，此外，“双乐转债”募投项目投资规模较大，目前实施进度较为缓慢，若市场导入不及预期，将面临一定的产能消化风险。

评级日期

2026年6月29日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	26.53	18.57	18.47	18.51
归母所有者权益	17.02	16.56	16.30	15.68
总债务	7.46	0.00	0.00	1.00
营业收入	3.93	14.77	15.75	14.33
净利润	-0.05	0.50	1.21	0.47
经营活动现金流净额	-1.01	0.30	2.30	1.01
净债务/EBITDA	--	-1.13	-0.54	-0.15
EBITDA 利息保障倍数	--	130.69	63.98	22.98
总债务/总资本	30.48%	0.00%	0.00%	6.00%
FFO/净债务	--	-60.98%	142.06%	471.56%
EBITDA 利润率	--	15.54%	18.58%	16.13%
总资产回报率	--	3.23%	7.59%	3.42%
速动比率	7.60	3.06	2.31	1.55
现金短期债务比	--	--	--	1.74
销售毛利率	9.71%	13.36%	16.95%	13.09%
资产负债率	35.86%	10.81%	11.78%	15.30%

注：2023-2025年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致。

资料来源：公司2023-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：陈良玮
 chenlw@cspengyuan.com

项目组成员：韩飞
 hanf@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司产业链布局完善，继续保持一定的品牌知名度和市场地位。**通过向产业链上游延伸，公司实现了铜酞菁中间体和主要原材料的配套自主生产，主要产品市场占有率继续排名前列；公司“双乐 SHL”品牌被江苏省工商行政管理局认定为“江苏省著名商标”，被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”。
- **公司杠杆水平仍较低。**截至 2026 年 3 月末，公司财务杠杆水平仍处于较低水平，现金类资产能有效覆盖有息债务，EBITDA 对债务本息的保障程度仍较高，偿债能力指标表现较好。

关注

- **面临较大的成本控制压力及垫资压力，盈利能力及质量有所下降。**受行业新增产能投放、市场竞争加剧影响，公司酞菁系颜料产品产销量下降，价格持续走低，叠加电解铜原料成本上涨，销售毛利率持续下行；同时下游客户回款周期拉长、存货周转承压，经营活动现金流持续下降，2026 年一季度转负，盈利质量同步下滑。2026 年以来，苯酐及电解铜市场价格高位波动，公司产品价格传导存在滞后，且涨幅弱于成本上涨，2026 年一季度公司营业利润出现亏损；且因上下游账期错配及平均账期增长，垫资压力加大，2026 年一季度公司经营活动现金流净额大幅转负。
- **持续面临一定的环保和安全生产风险。**公司颜料生产会产生一定量的废水、废气和固体废弃物，如排放不达标可能面临停产整改、关停、搬迁风险；生产所用的部分原材料如苯酐、液氯等以及子公司双乐颜料泰兴市有限公司（以下简称“双乐泰兴”）生产的三氯化铝等属于危险化学品，在储存、生产、运输和使用等过程中如果出现操作不当或发生突发事件，可能引发安全生产事故。2026 年 5 月 25 日，双乐泰兴发生一起安全事故，造成一名操作工死亡。截至目前，事故仍在调查中，公司生产基地和车间生产经营秩序正常。
- **关注募投项目实施进度及产能消化风险。**受市场竞争加剧影响，本期债券募投项目高性能蓝绿颜料项目、高性能黄红颜料项目建设进度较为缓慢，其中黄红颜料项目填补了公司在黄红有机颜料的空白，蓝绿颜料项目主要产品包括部分专用型酞菁产品，系公司新拓展产品；作为市场新进入者，公司面临一定的市场开拓不及预期或下游技术迭代导致需求波动的风险。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为，公司在酞菁系列及铬系颜料市场具有一定的品牌知名度和市场地位，市场需求相对稳定，布局的高性能颜料产品将带来一定的收入增量，经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	百合花(603823.SH)	七彩化学(300758.SZ)	公司
营业收入	21.50	14.95	14.77
净利润	1.92	0.62	0.50
销售毛利率	20.95%	31.75%	13.36%
总资产	33.91	39.19	18.57
净资产	26.64	19.29	16.56
净营业周期	208.47	182.62	83.66

注：以上各指标均为 2025 年度/末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
双乐转债	8.00	8.00	2026-5-26	2031-12-26

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于高性能蓝绿颜料项目、高性能黄红颜料项目、功能性颜料产品研发中心项目和补充流动资金。截至2026年3月末，“双乐转债”募集资金专项账户余额为4.13亿元。

“双乐转债”自2026年7月6日起进入转股期，当前转股价格36.40元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价22.60元/股。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人无变化。截至2026年3月末，公司注册资本及实收资本均为1.00亿元，杨汉洲直接持股35.23%，通过员工持股平台间接持股2.78%，为公司的实际控制人，无抵质押等股权受限情况。公司股权结构图详见附录二。

跟踪期内，公司取消监事会，潘向武不再担任公司董事及总经理，继续在公司任职其他职务；徐开昌不再担任公司董事，继续在公司任职其他职务；潘久华不再担任公司董事，任公司总经理；丁智不再担任公司独立董事；新任董事为杨正峰、王伟才、王义祥、闫福成。

公司仍主要从事酞菁系列及铬系颜料的研发、生产、销售，产品用于油墨、涂料和塑料等领域的着色。截至2026年3月末，公司纳入合并范围子公司为双乐泰兴。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具

更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

我国是最大的颜料生产国和消费国，颜料下游应用领域广泛，市场整体呈增长趋势；我国颜料行业以中低端产品为主，随着绿色环保的要求越来越高，环保型、高性能颜料快速发展，行业集中度持续提升；近年颜料上游原料价格波动较大，颜料生产企业面临较大的成本管控压力

颜料是不溶于水或其他溶剂的着色剂，通过选择性吸收和散射光线呈现颜色，按化学组成为有机颜料和无机颜料两大类。无机颜料以钛白粉（占比56%）、氧化铁等为主，具备耐候性强、成本低特性，广泛应用涂料、塑料、橡胶行业等；有机颜料涵盖偶氮类、酞菁类等化学结构，着色力优异但环保要求更高，主要可应用于油墨、涂料及塑料加工等领域。

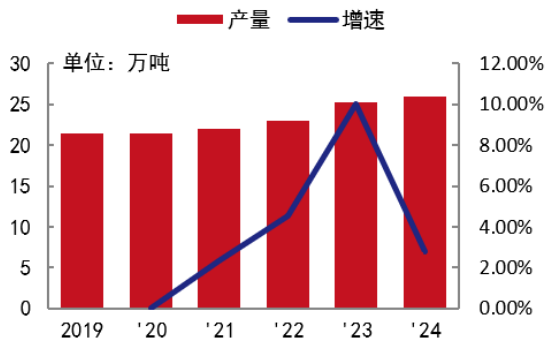
颜料的下游应用领域广泛，行业发展与宏观经济相关性较大，随着我国经济的不断发展，颜料市场整体呈现增长趋势。受益于经济回暖及新能源车、光伏胶等新兴领域发展，近年我国有机颜料产量保持波动增长，2023年因我国对原产于印度的进口酞菁类颜料征收反倾销税（实施期限自2023年2月27日起5年），相关产品进口量减少，导致国内有机颜料产量大幅增长。无机颜料以钛白粉（占比56%）、氧化铁、铬系颜料等为主，根据华经产业研究院整理，2024年钛白粉表观消费量为314.19万吨，同比增长20.71%；2024年我国氧化铁颜料表观需求量为48.5万吨，同比增长3.85%；铬系颜料在无机颜料行业中整体占比相对较小，因含铬、铅等重金属元素，近年来从家用领域逐渐退出，但铬系颜料以其色彩鲜艳、着色力和遮盖力较强、耐光性、耐热性和耐候性较好等性能的优势，仍被广泛应用于道路涂料、塑料等领域。

我国颜料行业的市场集中度持续提升，有机颜料行业CR5从2020年的28%提升至2024年的38%，无机颜料行业CR5从2019年的30%提升至2023年的45%。当前全球环保治理的要求不断上升，各大欧美颜料公司的环保成本逐渐上升，一定程度上削弱了欧美颜料公司在世界颜料市场的占有率，另一方面高性能有机颜料将逐步实现对含重金属的无机颜料和部分经典有机颜料国产替代，具有高性能有机颜料生产能力的龙头企业市占率持续增加。

从竞争格局来看，高端产品由跨国公司主导，本土企业加速追赶。第一梯队为国际巨头巴斯夫、科莱恩、DIC，占据高端有机颜料市场份额，巴斯夫涂料业务（尤其汽车涂料）全球领先，科莱恩塑料业务全球领先，DIC则是全球领先的油墨厂商，三巨头的颜料业务均配套自身产业，形成了协同优势。巴斯夫、科莱恩相继出售了颜料业务，但凭借下游涂料和塑料的核心优势，在业内仍有较强的话语权和技術能力。第二梯队以七彩化学、百合花、常州北美及公司等规模性国内厂商为主，以中端市场为主，部分高端。

其中，百合花的高性能颜料和经典颜料产品位于行业前列；七彩化学聚焦高性能颜料，同时具备单品类优势；双乐股份在酞菁和无机铅铬颜料领域处于领先地位；常州北美在经典颜料领域占优。全球无机颜料市场由德国拜耳、巴斯夫、美国杜邦等跨国公司主导，技术实力和品牌影响力强。中国如华昌化工、浙江龙盛等和日本企业加速追赶。

图1 我国有机颜料产量及增速情况



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

图2 有机颜料竞争格局



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

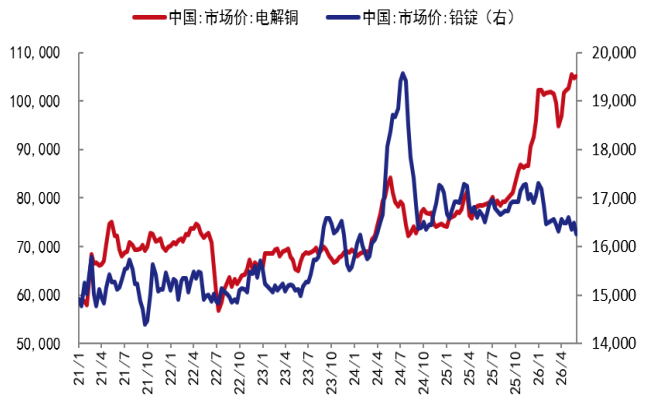
有机颜料上游市场属于石油化工和煤化工行业，核心原材料包含苯胺、甲苯二胺、苯酐、呋唑等。无机颜料主要原材料包括钛白粉、硫酸亚铁、铅铈等。其中，苯酐价格主要跟随国际原油价格波动，其价格受全球经济、地缘政治因素、市场供需变化等多种因素的影响波动较大，2026年以来受中东局势影响，原油价格大幅跳涨，随着中东局势缓和，原油价格有所回落，但仍处于较高区间波动。我国为全球最大的铅精矿和再生铅生产国。2025年以来全球铅精矿小幅增产，铅供应由短缺转向紧平衡，同时再生铅灵活调节供应，大幅平抑铅价上涨空间，铅铈价格在成本线与需求淡季底部之间区间震荡。铜价方面，上游受全球铜矿资本开支长期不足，智利、秘鲁等主产国矿山老化、矿石品位下滑，国内冶炼端环保、能耗管控常态化供给偏紧，下游光伏、储能、新能源车、风电用铜量高速增长，特高压投资支撑，2025年以来我国电解铜价持续上涨，叠加全球货币政策与地缘博弈扰动，铜价或将维持高位。

图3 苯酐价格走势（单位：元/吨、美元/桶）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 我国电解铜、铅铈价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事酞菁系列及铬系颜料的研发、生产、销售，受行业新增产能投放、市场竞争加剧或上游原料成本上涨、市场需求低迷等多因素影响，公司主要产品酞菁系及铬系颜料营收及毛利率均有所下降；颜料紫受出口政策影响，2025年收入规模有所下降；PB60、钒酸铋等产品随着市场的逐步拓展，成为收入及利润的主要增长点，但目前规模仍较小。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
酞菁系列	2.90	73.63%	8.86%	10.83	73.30%	13.11%	11.73	74.48%	17.08%
铬系颜料	0.62	15.68%	15.90%	2.46	16.65%	17.47%	2.59	16.47%	20.58%
颜料紫	0.19	4.77%	2.90%	0.74	4.99%	4.96%	0.82	5.19%	5.94%
铜酞菁	0.09	2.24%	2.01%	0.39	2.65%	10.71%	0.33	2.07%	14.31%
其他	0.15	3.69%	13.87%	0.36	2.42%	13.05%	0.28	1.79%	13.21%
合计	3.93	100.00%	9.71%	14.77	100.00%	13.36%	15.75	100.00%	16.95%

注：其他收入包含 PB60、钒酸铋产品收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产业链布局完善，在酞菁系列和铬系颜料领域市场份额领先；受行业竞争加剧影响，公司酞菁系产品产销量及单价水平有所下降；高性能颜料收入规模仍较小，产能利用水平较低，同时需关注募投项目实施进度及产能消化风险

公司深耕于酞菁系列及铬系颜料领域，产业链布局完善，细分行业市占率仍较高。公司通过向产业链上游延伸，实现了铜酞菁中间体及主要原材料的配套自主生产，有利于对中间体和主要原材料的品质进行有效控制，保障酞菁类产品的质量稳定性。根据中国染料工业协会有机颜料专业委员会相关文件，公司酞菁系列颜料产品国内市场占有率超30%，国内市场排名第一。受行业新增产能释放、市场竞争加剧影响，2025年公司酞菁系列颜料产销量有所下滑，2026年一季度仍呈下滑趋势。

根据中国染料工业协会有机颜料专业委员会和中国涂料工业协会的统计，公司铬系颜料在国内市场处于龙头地位。铬系颜料市场竞争格局相对稳定，为满足市场需求及生产调节需求，公司铬系颜料存在一定规模的外购量，整体产销量较为稳定。因公司将部分铬黄产线改造升级为钒铋黄产线，2025年铬系颜料产能有所下降，产能利用率有所提升。因钒铋黄不含铅、镉、六价铬等有毒成分，符合食品级标准，可用于玩具、食品包装等安全敏感领域的铬系颜料替代，但目前产能利用水平仍较低。

表2 公司主要产品产销情况（单位：吨）

产品品类	时间	产能	产量	填充剂及外购量	销量	产能利用率	产销率
	2026年1-3月	7,650.00	6,717.73	0.00	7,180.17	87.81%	106.88%

酞菁系列颜料	2025年	30,600.00	26,403.89	0.00	26,613.14	86.29%	100.79%
	2024年	30,600.00	27,150.83	0.00	27,429.51	88.73%	101.03%
铬系颜料	2026年1-3月	2,375.00	1,701.52	630.07	2,621.88	71.64%	112.45%
	2025年	9,500.00	7,855.26	2,536.61	10,536.44	82.69%	101.39%
铜酞菁（自用为主）	2024年	11,000.00	7,863.24	3,117.45	10,856.76	71.48%	98.87%
	2026年1-3月	7,500.00	5,774.90	0.00	326.80	77.00%	5.66%
	2025年	30,000.00	25,855.90	0.00	1,409.56	86.19%	5.45%
	2024年	30,000.00	26,254.99	0.00	1,100.10	87.52%	4.19%

注：酞菁系列包含酞菁蓝α、酞菁蓝β、酞菁蓝γ和酞菁绿产品；铬系颜料包含铬黄、钼红产品；铜酞菁为酞菁系颜料中间体，大部分为自用。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续围绕光电（光刻胶）、数码喷墨、汽车涂料、化纤纺织（原浆着色）等应用领域，开发针对性较强的功能性专用型酞菁颜料。本期债券募投项目高性能蓝绿颜料项目、高性能黄红颜料项目建设进度缓慢，其中黄红颜料项目填补了公司在黄红有机颜料的空白，蓝绿颜料项目主要产品包括部分专用型酞菁产品，系公司拓展的新产品型号，主要应用于光电行业、数码产品、高档喷墨、高档汽车涂料、化纤纺丝等领域。但需关注，作为市场新进入者，公司面临一定的市场开拓不及预期或下游技术迭代导致需求波动的风险，项目实施进度及产能消化风险有待观察。此外，公司在高性能颜料布局有酞菁蓝γ、颜料紫和PB60蓝产品，目前相关产量和收入规模较小，2025年高性能颜料产能利用水平仅37.20%，其中颜料紫中间体需外购，产品毛利率水平较低。

表3 截至2026年3月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资额	资金来源
双乐泰兴高性能黄红颜料项目	4.63	0.72	可转债资金4.16亿元+自有资金
高性能功能性颜料产品研发中心项目	0.60	0.01	可转债资金0.38亿元+自有资金
合计	5.23	0.73	

资料来源：公司提供

因颜料产品具有一定的定制特性，公司客户粘性相对较高，且较为分散，但酞菁系列产品面临市场竞争加剧带来的产品价格走低压力；公司原料采购价格波动较大，面临较大的成本控制压力，同时上下游账期错配，客户实际回款周期延长，营运资金管理压力有所加大

公司产品下游应用领域分布较为广泛，油墨、涂料及塑料行业占比整体较为平均，下游需求整体与宏观经济相关性较大。

公司以“双乐SHL”品牌进行产品营销，跟踪期内客户仍具有多样性且保持一定粘性。“双乐SHL”品牌被江苏省工商行政管理局认定为“江苏省著名商标”，被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”。从客户集中度来看，2025年及2026年一季度公司前五大客户集中度分别为15.57%和15.20%。因不同客户、不同下游产品对颜料的耐久性、耐气候牢度、耐热性、耐溶剂和耐迁移性等性能要求均存在差异，部分客户需要定制化配方（如特定色号、环保指标），颜料厂商需提供技术支持和快速响应，长期

合作后切换难度大，客户粘性相对较高。公司前五大客户合作年限均较长，跟踪期内仍保持相对稳定。

公司根据市场供需变化调整产品价格，主要产品价格面临一定降价压力。具体来看，受原料苯酐价格下降及市场竞争加剧影响，跟踪期内公司酞菁系列颜料产品价格持续走低；铬系颜料销售较为平稳，销售价格略有下降；颜料紫受中间体永固紫价格下降影响，产品销售价格同步下降。

表4 公司主要产品单价波动情况（单位：元/吨）

产品名称	2026年1-3月	2025年	2024年
酞菁系列	40,345.37	40,676.64	42,773.05
铬系颜料	23,521.92	23,332.37	23,896.21
铜酞菁	26,942.41	27,769.55	29,683.53
颜料紫	222,067.98	222,739.68	226,701.42

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要原材料包括苯酐、电解铜、精铅、尿素、氯化亚铜等，直接材料占主营业务营业成本的比重超过50%。公司所需原材料主要为大宗商品，其价格受市场供需关系、宏观经济环境等因素的影响，呈现不同程度的波动。采购单价方面，2025年公司苯酐等化工原料受原油价格影响持续下降；大宗金属材料市场价格波动，公司电解铜采购价格持续增长，精铅价格相对稳定。值得关注的是，2026年以来苯酐及电解铜市场价格高位波动，公司作为市场价格的接受者，面临较大的成本控制压力。

为保障主要原材料供应稳定性及价格波动风险，公司一般保持3-5家密切合作的供应商，2025年及2026年一季度公司前五大供应商集中度分别为51.54%和54.20%，采购集中度较高，但较为稳定。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

项目	2026年1-3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
电解铜	6,303.53	27.39%	19,851.72	22.90%	17,148.72	18.92%
苯酐	4,047.56	17.59%	16,419.30	18.94%	18,968.12	20.93%
精铅	1,590.33	6.91%	6,600.75	7.61%	6,671.31	7.36%
永固紫	1,268.50	5.51%	5,687.04	6.56%	6,292.75	6.94%
尿素	1,170.44	5.09%	4,638.18	5.35%	5,536.80	6.11%
合计	14,380.36	62.48%	53,197.00	61.35%	54,617.70	60.26%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司主要客户、供应商信用账期及结算方式无重大变化，实际回款周期有所延长，同时受库存商品增长、营业收入下降影响，公司存货周转效率有所下降，综合影响下公司净营业周期有所延长。因主要产品酞菁系列颜料标准化程度较高，生产周期短，且中间体铜酞菁自主生产，经营效率较颜料行业可比上市公司较高。

表6 公司营运效率相关指标（单位：天）

指标名称	2025年	2024年
应收账款周转天数	57.36	51.44
存货周转天数	70.34	64.78
应付账款周转天数	44.04	40.86
双乐股份净营业周期	83.66	75.37
百合花净营业周期	208.47	177.43
七彩化学净营业周期	182.62	164.11

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

公司杠杆水平仍较低，经营利润及现金流对债务本息的保障程度仍较好；但需关注，在市场竞争加剧、成本刚性背景下，公司盈利能力、盈利质量的下降及平均账期增长带来的垫资压力

资本实力与资产质量

2026年一季度，“双乐转债”发行上市，推高公司负债规模，公司产权比率大幅跃升，但仍处于相对较低水平。

图5 公司资本结构

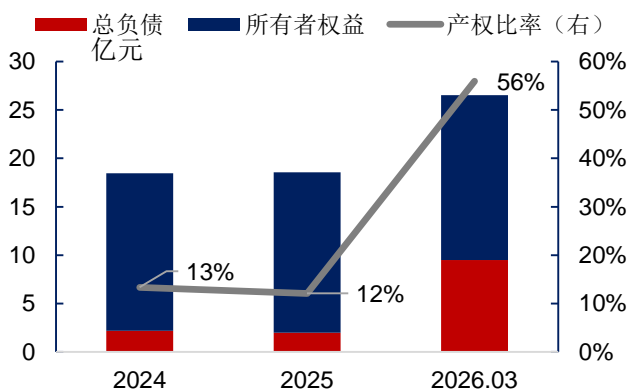
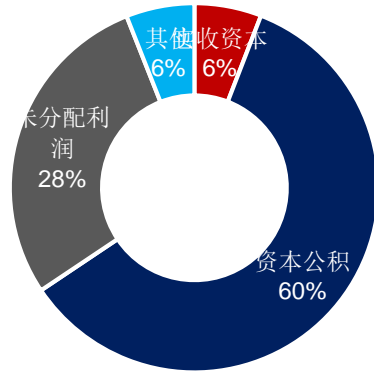


图6 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以支撑业务发展所需的厂房、设备形成的固定资产和现金类资产为主。受益于“双乐转债”的发行，2026年3月末公司货币资金、交易性金融资产（主要为理财产品）规模大幅增长，流动资产占比大幅提升。受厂房、设备、土地资产计提折旧、摊销影响，近年公司固定资产、无形资产规模持续下降。截至2025年末，因抵押借款受限的固定资产、无形资产账面价值合计0.94亿元。

公司信用政策相对稳定，应收对象分散，账龄集中在一年以内，应收账款坏账风险相对可控，但需关注上下游账期错配及平均账期增长带来的垫资压力。因下游客户主要结算方式为银行承兑汇票，近年公司银行承兑汇票贴现减少，应收款项融资规模持续增长。

公司保有一定规模的存货以保证正常生产与销售所需，因产品库存及原材料增长，2025年末存货规模同比有所增长。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.93	18.59%	0.82	4.41%	0.95	5.13%
交易性金融资产	2.80	10.56%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	2.95	11.13%	2.34	12.62%	2.36	12.80%
应收款项融资	3.15	11.88%	2.17	11.68%	1.03	5.57%
存货	2.36	8.91%	2.56	13.78%	2.44	13.23%
流动资产合计	16.25	61.25%	7.98	42.97%	6.88	37.25%
其他非流动金融资产	0.90	3.41%	0.90	4.87%	0.90	4.89%
固定资产	8.28	31.20%	8.52	45.90%	8.95	48.44%
无形资产	0.86	3.22%	0.87	4.67%	0.91	4.92%
非流动资产合计	10.28	38.75%	10.59	57.03%	11.59	62.75%
资产总计	26.53	100.00%	18.57	100.00%	18.47	100.00%

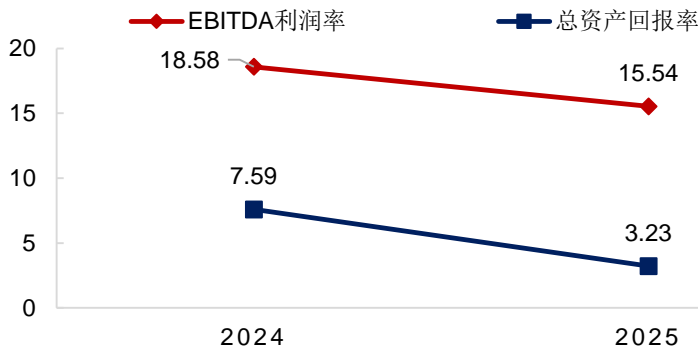
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受市场竞争加剧影响，公司主要产品产销量及价格有所下降，叠加原料端电解铜成本刚性上涨，导致公司营收、毛利率、净利润同比均有所下滑，盈利能力承压。同时，下游客户回款周期拉长、存货周转承压，盈利质量同步下滑。2026年一季度，上游材料成本大幅上涨，但公司产品价格传导存在滞后，且涨幅弱于成本上涨，公司营业利润出现亏损。

公司主要产品下游市场需求较为稳定，酞菁系列及铬系传统产品仍能保持较高的市占率水平，随着市场的逐步拓展，高性能颜料成为收入及利润贡献主要增长点。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

随着“双乐转债”的发行上市，2026年3月末公司负债规模大幅增长。公司有息债务均为本期债券，经营性负债以应付原材料采购款、工程及设备款和应付职工薪酬为主，规模相对稳定。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	1.52	16.03%	1.52	75.52%	1.62	74.27%
应付职工薪酬	0.08	0.80%	0.17	8.25%	0.16	7.53%
流动负债合计	1.83	19.20%	1.77	88.31%	1.92	88.14%
应付债券	7.46	78.43%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	7.69	80.80%	0.23	11.69%	0.26	11.86%
负债合计	9.51	100.00%	2.01	100.00%	2.18	100.00%
总债务	7.46	78.43%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其中：短期债务	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期债务	7.46	100.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受行业竞争加剧，公司盈利能力下降影响，2025年公司FFO水平有所下降。2026年一季度，受原料价格大幅上涨，原料采购支付较多现金，同期收到的票据货款未进行贴现，综合影响下，公司经营活动现金流净额大幅下降。受“双乐转债”发行影响，2026年3月末公司杠杆水平大幅上升，但仍处于较低水平。总体来看，公司经营利润、经营活动现金流对债务的本息保障程度较好。

表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.01	0.30	2.30
FFO（亿元）	--	1.58	2.22
资产负债率	35.86%	10.81%	11.78%

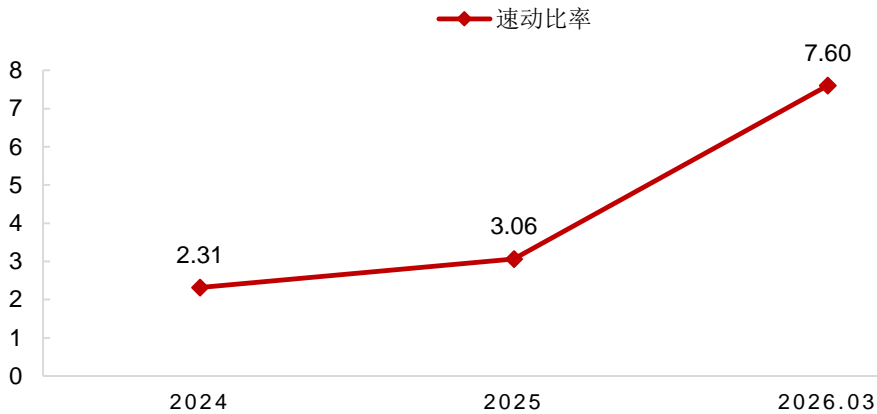
净债务/EBITDA	--	-1.13	-0.54
EBITDA 利息保障倍数	--	130.69	63.98
总债务/总资本	30.48%	0.00%	0.00%
FFO/净债务	--	-60.98%	-142.06%
经营活动现金流净额/净债务	30.41%	-11.45%	-146.58%
自由现金流/净债务	31.10%	-3.72%	-135.78%

注：2024-2025 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致。

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司现金类资产持续积累，流动性指标表现较好。公司经营杠杆水平较低，且受限资产规模不大，截至2026年3月末，公司尚未使用银行授信规模4.60亿元；此外，作为A股上市公司具备直接融资能力，总体来看，公司获取流动性资源的能力尚可。

图8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

ESG 风险因素

公司生产面临一定的环保和安全生产风险，跟踪期内发生一起安全事故，但暂未对公司生产经营造成重大影响

公司生产面临一定的环保和安全生产风险。公司颜料生产会产生一定量的废水、废气和固体废弃物。随着国家对环境保护要求的不断提高以及社会环保意识的持续增强，导致环保投入和环保治理支出增加，如公司无法满足相关要求而被要求停产整改或关停、搬迁等，则将对生产经营活动造成重大不利影响。公司生产所用的部分原材料如苯酐、液氯等以及双乐泰兴生产的三氯化铝等属于危险化学品，在储存、生产、运输和使用等过程中如果出现操作不当或发生突发事件，可能存在引发安全生产事故的风险。

2026年5月25日，双乐泰兴发生一起安全事故，造成一名操作工死亡。截至目前，事故仍在调查中，

公司生产基地和车间生产经营秩序正常。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年5月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月23日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

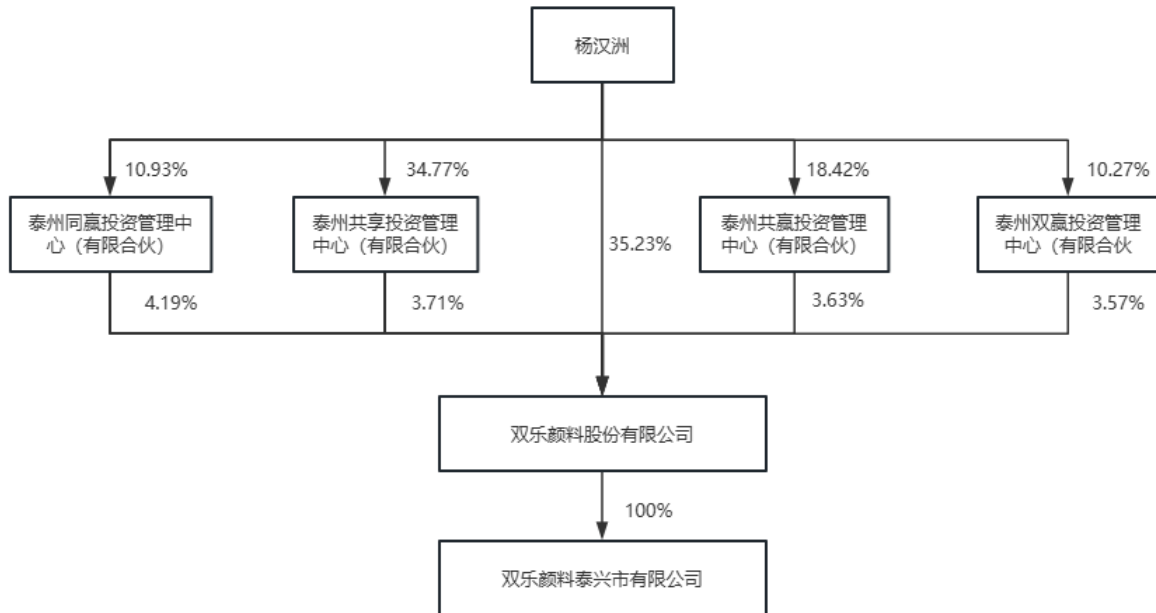
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	4.93	0.82	0.95	0.40
交易性金融资产	2.80	0.00	0.00	0.00
应收账款	2.95	2.34	2.36	2.14
应收款项融资	3.15	2.17	1.03	1.34
存货	2.36	2.56	2.44	2.27
流动资产合计	16.25	7.98	6.88	6.23
固定资产	8.28	8.52	8.95	10.17
无形资产	0.86	0.87	0.91	0.92
非流动资产合计	10.28	10.59	11.59	12.28
资产总计	26.53	18.57	18.47	18.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	1.00
应付账款	1.52	1.52	1.62	1.35
应付职工薪酬	0.08	0.17	0.16	0.11
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1.83	1.77	1.92	2.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	7.46	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	7.69	0.23	0.26	0.27
负债合计	9.51	2.01	2.18	2.83
总债务	7.46	0.00	0.00	1.00
长期债务	7.46	0.00	0.00	0.00
所有者权益	17.02	16.56	16.30	15.68
营业收入	3.93	14.77	15.75	14.33
营业利润	-0.04	0.62	1.35	0.56
净利润	-0.05	0.50	1.21	0.47
经营活动产生的现金流量净额	-1.01	0.30	2.30	1.01
投资活动产生的现金流量净额	-2.72	-0.19	-0.15	0.05
筹资活动产生的现金流量净额	7.94	-0.24	-1.46	-0.95
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	2.30	2.93	2.31
FFO（亿元）	--	1.58	2.22	1.62
净债务（亿元）	-3.31	-2.58	-1.57	-0.34
销售毛利率	9.71%	13.36%	16.95%	13.09%
EBITDA 利润率	--	15.54%	18.58%	16.13%
总资产回报率	--	3.23%	7.59%	3.42%

资产负债率	35.86%	10.81%	11.78%	15.30%
净债务/EBITDA	--	-1.13	-0.54	-0.15
EBITDA 利息保障倍数	--	130.69	63.98	22.98
总债务/总资本	30.48%	0.00%	0.00%	6.00%
FFO/净债务	--	-60.98%	-142.06%	-471.56%
经营活动现金流净额/净债务	30.41%	-11.45%	-146.58%	-293.49%
速动比率	7.60	3.06	2.31	1.55
现金短期债务比	--	--	--	1.74

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+经调整所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债 / 所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债 / 总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

附录四 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号