



Research and
Development Center

风电和集装箱涂料国产替代，新应用领域发展可期

—麦加芯彩(603062)公司首次覆盖报告

武浩 电力设备与新能源行业
首席分析师

执业编号：S1500520090001

联系电话：010-83326711

邮箱：wuhao@cindasc.com

王煊林 电力设备与新能源行业
研究助理

联系电话：17768100716

邮箱：

wangxuanlin@cindasc.com

证券研究报告

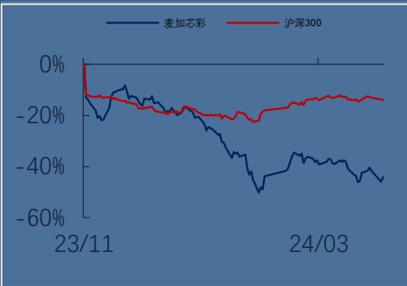
公司研究

首次覆盖报告

麦加芯彩 (603062)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	41.73
52 周内股价波动区间 (元)	74.78-37.26
最近一月涨跌幅 (%)	-9.05
总股本 (亿股)	1.08
流通 A 股比例 (%)	24.5
总市值 (亿元)	45.07

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

风电和集装箱涂料国产替代，新应用领域发展可期

2024 年 4 月 10 日

报告内容摘要：

◆**公司为工业涂料领域优势企业，是国内集装箱和风电叶片涂料领域龙头。**目前公司的产品主要为风电叶片涂料、集装箱涂料、桥梁与钢结构工业涂料，其中公司是风电叶片涂料单项冠军，2021 年市占率约 30%；也是中国四大集装箱涂料供应商之一，2022 年市占率约 20%。公司坚持贯彻“1+3+N”发展战略，积极布局多应用领域。公司现有上海水性涂料 2 万吨/年的产能，南通水性涂料 4 万吨/年、油性涂料 2 万吨/年和无溶剂涂料 1 万吨/年的产能，并在建珠海 7 万吨/年的产能，其中水性涂料产能为 4 万吨/年，水性涂料已为公司最主要产品，将深度受益于行业“油转水”的趋势。2023H1 风电涂料、集装箱涂料和其他工业涂料业务营收占比分别为 52.4%、43.4%、4.2%。

◆**在主要收入构成中的风电和集装箱涂料领域，风电装机迅速增长和集装箱生产复苏或将拉动相应涂料需求上升。**根据招股说明书，全球涂料市场规模超 1600 亿美元，其中亚洲市场约占一半，公司或将受益于全球风电装机总量不断提升和集装箱生产复苏，对应风电涂料和集装箱涂料需求或将不断提高。我们预计，到 2025 年全球新增风电涂料需求约为 6.70 万吨，中国新增风电涂料需求约为 4.53 万吨，对应的市场规模分别约为 34 和 23 亿元，集装箱涂料市场需求有望恢复到 24.5 万吨，对应近 44 亿元市场规模。我们认为，集装箱生产复苏和行业环保趋势之下，公司集装箱涂料业务的市占率或将进一步提升。

◆**多领域布局，核心技术构成护城河，船舶涂料或成公司新增长点。**公司较早开始叶片前缘防护技术的研究，目前已是风电叶片涂料龙头公司，获得了涂界 2022 年中国涂料工业单项冠军企业榜单中风电防护涂料及风电叶片涂料的单项冠军称号，未来或将借助客户协同优势拓展风电塔筒涂料业务；公司也是中国四大集装箱涂料供应商之一，嗅觉敏锐较早研发环保涂料，凭借先发优势在市场具有较高占有率。此外，公司凭借集装箱客户协同优势布局船舶涂料市场，船舶涂料市场广阔，预计未来全球船舶涂料市场规模年复合增长率达到 5.6%，其市场规模也将远大于集装箱涂料市场。

◆**高环保高要求和国产替代成为未来趋势。**国内外的涂料产业政策都对涂料环保性能提出了越来越严格的要求，我们认为环保将成为涂料发展主旋律；涂料行业面临功能性、个性化要求提高的趋势，随着风机大型化和海上风电的发展，风电叶片涂料有更高的防护等级要求，环保的趋势也对集装箱涂料提出了更高的要求；此外，涂料市场的国产化替代趋势愈发明显。

◆**盈利预测与投资评级：**我们选取松井股份、三棵树、亚士创能等涂料企业作为可比公司。2023 年可比公司平均 PE 为 28.9 倍，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.9、3.0、3.8 亿元，同比增长-27.6%、61.4%、23.5%，23-25 年 PE 为 23.9/14.8/12.0 倍，考虑到公司集装箱涂料和风电叶片涂料业务较强的竞争优势，同时未来在其他业务领域具备成长空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆**风险因素：**产能释放和新产品研发不及预期、下游需求不及预期、成本波动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,990	1,387	976	1,561	1,933
增长率 YoY %	111.5%	-30.3%	-29.7%	60.0%	23.8%
归属母公司净利润 (百万元)	326	260	188	304	375
增长率 YoY%	85.4%	-20.2%	-27.6%	61.4%	23.5%
毛利率%	31.6%	31.7%	35.0%	32.9%	32.4%
净资产收益率ROE%	64.1%	40.5%	8.8%	12.4%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	3.01	2.41	1.74	2.81	3.47
市盈率 P/E(倍)	13.84	17.33	23.93	14.83	12.01
市净率 P/B(倍)	8.88	7.02	2.11	1.84	1.60

资料来源: ifind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 9 日收盘价

目录

公司核心聚焦.....	5
一、公司为工业涂料领域优势企业，风电叶片集装箱细分领域领先.....	6
1.1 专注工业涂料领域 20 年，风电叶片、集装箱细分涂料领域领先企业.....	6
1.2 公司近年业绩增长较快，风电涂料盈利能力强劲.....	8
二、涂料市场发展迅速，高环保要求和国产替代成为未来趋势.....	11
2.1 涂料行业下游应用场景多元，需求受细分市场景气度影响.....	11
2.2 全球涂料市场发展迅速，国内市场竞争格局分散且本土企业市场份额较少.....	12
2.3 风电迅猛发展势头拉动风电涂料需求，集装箱生产复苏.....	15
2.4 涂料高环保、高性能将成为未来趋势，国产替代趋势愈发明显.....	18
三、深耕风电、集装箱等多领域，核心技术构成护城河.....	20
3.1 公司已成为风电叶片涂料龙头公司，或凭借客户协同优势拓展风电塔筒业务.....	20
3.2 公司为四大集装箱涂料供应商之一，环保涂料领域具备先发优势.....	21
3.3 船舶涂料市场广阔，客户协同优势或将带来突破可能性.....	23
四、盈利预测、估值与投资评级.....	23
盈利预测及假设.....	23
估值与投资评级.....	24
五、风险因素.....	25

图表目录

图表 1: 公司发展历史.....	6
图表 2: 公司主要产品及下游应用领域.....	6
图表 3: 公司“1+3+N”发展战略目标.....	7
图表 4: 公司 2022 年及未来产能规划.....	8
图表 5: 公司股权结构（2023 年 11 月）.....	8
图表 6: 2019-2023 前三季度公司营业收入及同比增速.....	9
图表 7: 2019-2023 前三季度公司归母净利润及同比增速.....	9
图表 8: 2019-2023H1 主营业务结构.....	9
图表 9: 2019-2023H1 分产品毛利率.....	10
图表 10: 2020 年-2023 年 H1 公司综合毛利率均高于同行业可比公司平均值.....	10
图表 11: 2019-2023 前三季度费用率整体呈下降趋势.....	11
图表 12: 涂料下游应用领域多元.....	11
图表 13: 涂料行业上下游产业链情况.....	12
图表 14: 2021 年-2029 年全球涂料市场规模情况及预测（亿美元）.....	13
图表 15: 2022 年全球涂料市场地区分布情况.....	13
图表 16: 2011 年-2022 年全国涂料总产量情况.....	14
图表 17: 2022 年全球涂料企业竞争格局情况.....	14
图表 18: 2022 年中国工业涂料市场竞争情况.....	15
图表 19: 2010 年-2022 年全球风电累计装机量情况.....	16
图表 20: 2010 年-2022 年中国风电新增和累计装机容量情况.....	16
图表 21: 风电涂料市场规模测算.....	16
图表 22: 2016 年-2023 年中国集装箱产量与全球出口贸易总额情况.....	17
图表 23: 全球集装箱涂料市场规模测算.....	17
图表 24: 2020 年-2025 年中国桥梁钢结构产量情况.....	18
图表 25: 我国支持环保涂料的政策和规划.....	19
图表 26: 2016-2022 年全国百强涂料企业营业收入国内企业与国际品牌企业占比情况.....	20
图表 27: 公司的头部风电叶片客户名单.....	21
图表 28: 2020 年中国集装箱涂料行业竞争集中.....	22
图表 29: 公司头部集装箱客户名单.....	22
图表 30: 公司在船舶涂料的相关技术研发.....	23
图表 31: 公司盈利拆分.....	23
图表 32: 可比公司估值.....	24

公司核心聚焦

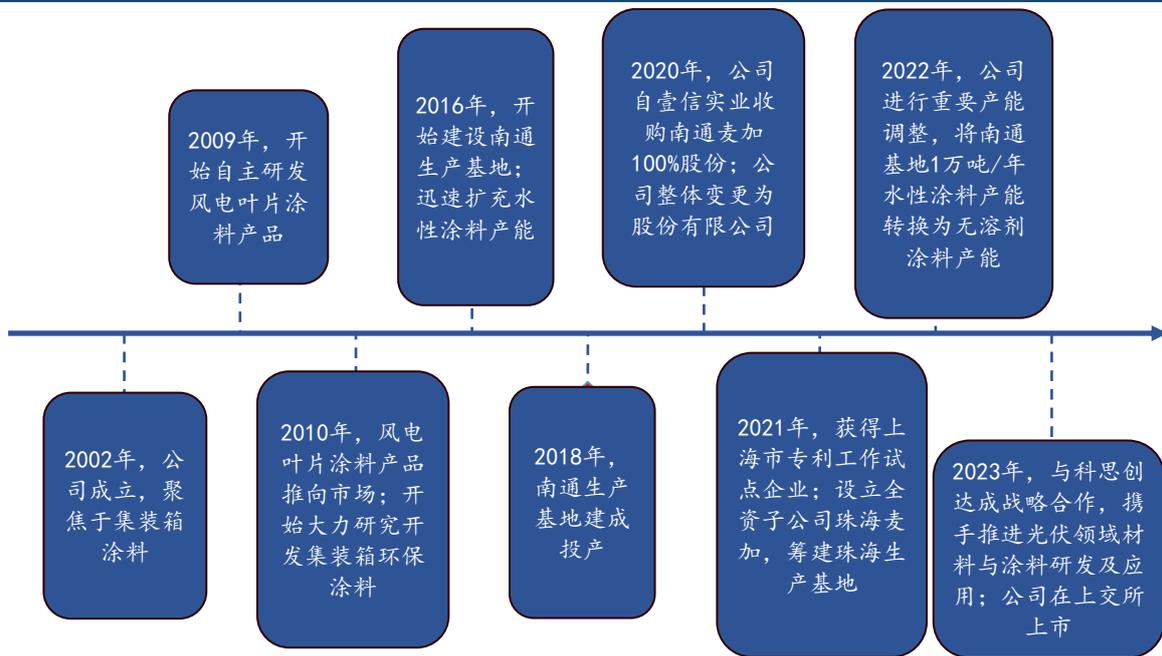
(1) 公司是国内近年快速崛起的工业涂料公司，在油性转水性的趋势下实现了较快的集装箱领域市场突破，同时在风电的叶片涂料领域也具备了高市占率的行业小巨人特征；(2) 未来的增长点将主要在于船舶领域的涂料市场突破，该市场的难度较高、市场规模较大，或可为公司带来较大增长空间，此外风电塔筒涂料、叶片前缘材料、桥梁等领域或也将有一定发展空间。

一、公司为工业涂料领域优势企业，风电叶片集装箱细分领域领先

1.1 专注工业涂料领域 20 年，风电叶片、集装箱细分涂料领域领先企业

公司自 2002 年成立以来始终专注于工业涂料领域。公司于 2009 年开拓风电叶片涂料业务并自主研发风电叶片涂料产品，2010 年该产品推向市场。凭借对涂料市场及客户需求的深刻理解，公司自 2010 年即开始大力研究开发集装箱环保涂料，并于 2016 年开始建设南通生产基地，迅速扩充水性涂料产能，同年公司推出了环保类水性风电叶片涂料产品。2018 年南通生产基地建成投产，2020 年及 2021 年公司风电叶片涂料占据该领域近三分之一的市场份额，处于市场头部地位，并获得了涂界 2022 年中国涂料工业单项冠军企业榜单中风电防护涂料及风电叶片涂料的单项冠军称号。2023 年 11 月，公司在上交所成功上市。

图表 1：公司发展历史



资料来源：公司招股说明书，公司官网，信达证券研发中心

公司产品覆盖面广，高性能涂料种类丰富。公司生产的涂料按照分散介质划分，主要分为水性涂料及辅料、油性涂料及辅料和无溶剂涂料及辅料；按照应用领域划分，可以分为风电涂料、集装箱涂料以及其他工业涂料。其中，风电涂料应用于风电叶片、塔筒的表面喷涂；集装箱涂料应用于集装箱表面及内面的喷涂；其他工业涂料则应用于大型桥梁、钢结构构件的喷涂。

图表 2：公司主要产品及下游应用领域

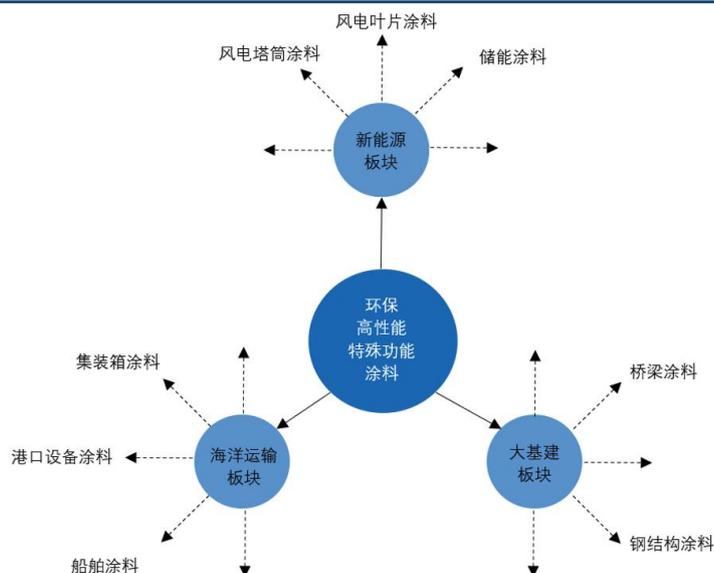
产品类型	产品下游应用领域	
集装箱涂料 	干货箱：中国每年平均生产 300 万标准箱（TEU）的干货集装箱。自 2017 年起，出于集装箱制造行业对环境保护的当责，整个行业实现了从传统的溶剂型涂料转换为水性涂料，在行业中，麦加芯彩也连续多年排名前四位。	
	冷藏箱：自 2017 年行业推行涂料水性化以来，麦加芯彩一直致力于研发冷藏集装箱水性聚氨酯涂料，目前已有多个成功施工案例，具有快速响应、匹配市场需求的产品开发经验。	
	特种集装箱：35 吨敞顶集装箱：适用于煤炭、焦煤、铁矿石等散装货物，箱内涂层具有良好的耐磨性或抗冲击性，并获得 FDA 认证。公司的主要涂装项目之一是中国铁路集装箱，以配合国家“一带一路”发展需求，适应集装箱铁路运输的快速发展。	
	耐化学品集装箱：适用于装运固体或液体腐蚀性化学品，如硫磺、化肥等，麦加芯彩的涂料体系具有很好的耐化学品性能。	
	海上集装箱：适用于高盐度的大气腐蚀环境，麦加芯彩特定的涂料产品体系在沿海地区和	

		海上钻井平台等环境中应用多年后集装箱涂层均表现优异。 45'HC 集装箱：欧洲铁路集装箱，采用特殊高强度钢板和小型波纹，在涂料施工和外观上都带来了挑战。 53'HC 集装箱：北美铁路集装箱，采用特殊高强度钢板和小型波纹，在涂料施工和外观上都带来了挑战。在施工以及防腐性能均得到客户的认可。
风电能源涂料		风电叶片涂层产品
		油性聚氨酯底面合一系列和油性聚氨酯胶衣系列配套产品
		水性聚氨酯底面合一系列和水性聚氨酯胶衣系列配套产品
		油性聚氨酯防挂冰产品和水性聚氨酯防挂冰产品
	油性快干配套产品和水性快干配套产品	
	环氧膜内胶衣、无溶剂膜内胶衣产品和水性膜内胶衣系列产品	
	风电叶片前缘保护产品已经研发十多年，推出了一系列可应用于极苛环境的特种产品	
		塔筒涂层产品
传统型溶剂型系列产品		
水性环保配套系列配套产品		
新型无溶剂环保型系列配套产品		
桥梁涂料		应用于梁式桥、拱式桥、悬索桥、斜拉桥、钢构桥和组合体系桥等各式桥梁。针对钢结构桥梁和混凝土桥梁防护有着完善的产品配套体系和针对性的防护方案，以及丰富的案例经验，为客户提供优质的产品和服务
钢结构涂料		钢结构消耗量持续增长，钢结构设计使用比例升高。麦加芯彩积极开发推动钢结构防腐技术的进一步研发与应用。推出性能稳定的防腐拳头产品，为客户提供更好的防腐防护产品选择

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

坚持“1+3+N”发展战略，积极布局未来。公司坚持持续优化现有材料产品与方案，致力于研发、生产和销售多应用领域的环保型、高性能、特殊功能涂料产品，贯彻“1+3+N”发展战略。
1: 专注于环保、高性能、特殊功能涂料；**3:** 构建三大涂料应用业务板块：新能源板块、远洋运输板块、大基建板块；**N:** 每个板块中，在坚守高端定位的前提下，不断扩充新的应用领域。

图表 3：公司“1+3+N”发展战略目标



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

产能布局华东和华南，生产规模将进一步扩大。公司现拥有上海、南通两个生产基地，其中上海生产基地拥有水性涂料产能为 2 万吨/年；南通生产基地拥有水性涂料产能 4 万吨/年，油性涂料产能为 2 万吨/年，无溶剂涂料产能为 1 万吨/年。珠海筹建中的生产基地批复产能：水性涂料 40,000 吨/年，溶剂型涂料 18,500 吨/年，无溶剂涂料 10,000 吨/年，稀释剂 1,500 吨/年。

图表 4: 公司 2022 年及未来产能规划

基地	主要产品	2022 年产能 (万吨/年)	在建项目及产能情况 (万吨/年)
上海基地	水性涂料	2	
南通基地	水性涂料	4	
	油性涂料	2	
	无溶剂涂料	1	
珠海基地	水性涂料		4
	溶剂型涂料		1.85
	稀释剂		0.15
	无溶剂涂料		1

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

公司股权集中，一致行动人控股 60.99%。截至 2023 年 11 月，公司的控股股东为壹信实业，持有公司 60.99% 股份，实际控制人黄雁夷与罗永键为母子关系，一致行动人黄雁雄、黄雁杰与黄雁夷为姐弟关系，黄雁夷、罗永键、黄雁雄与黄雁杰合计持有壹信实业 100% 股权。我们认为，公司股权相对集中，有利于公司重大决策的实施及长远发展。麦加芯彩旗下拥有香港麦加、南通麦加和珠海麦加三个全资控股子公司。

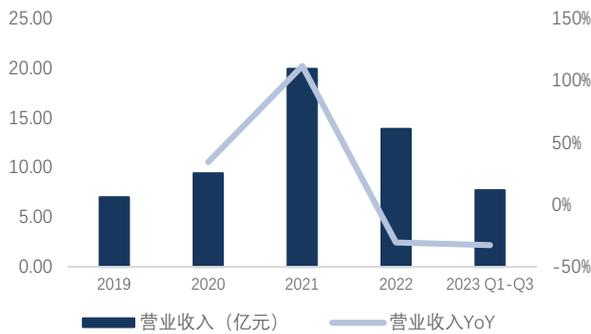
图表 5: 公司股权结构 (截至 2023 年 11 月)



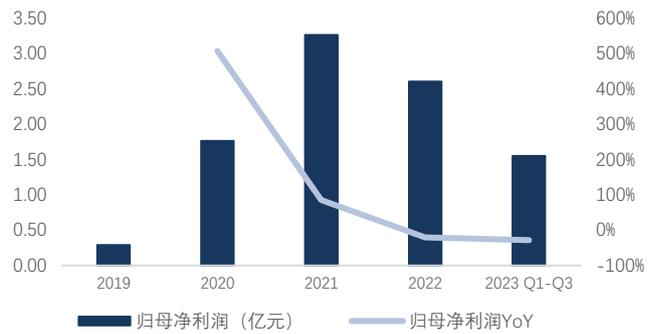
资料来源: 上市公告书, ifind, 信达证券研发中心

1.2 公司近年业绩增长较快，风电涂料盈利能力强劲

公司近年营收和利润在 2021 年实现快速增长后有所回落。2020-2023 年 Q1-Q3 公司营收和利润整体呈增长趋势，营收分别为 9.41/19.90/13.87/7.72 亿元，归母净利润分别为 1.76/3.26/2.60/1.55 亿元。其中，2021 年营收和归母净利润大幅增长，主要源于集装箱涂料的增长，集装箱涂料业绩波动造成了整体业绩的波动。

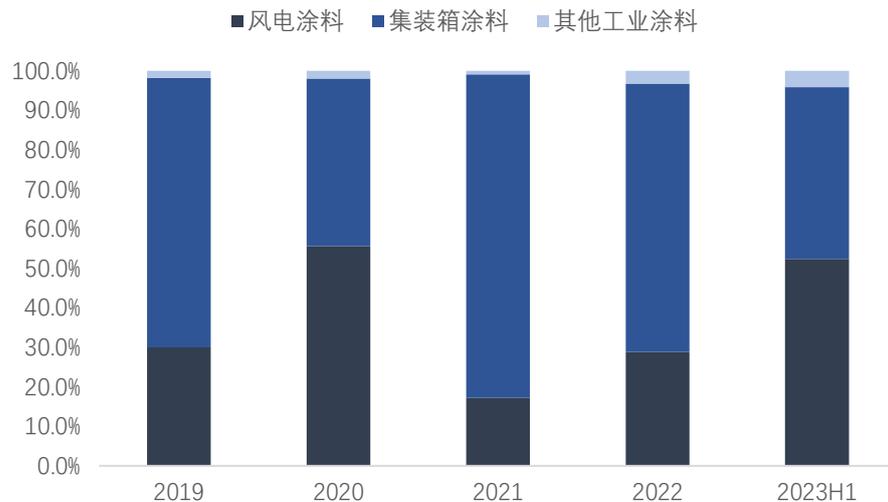
图表 6: 2019-2023 前三季度公司营业收入及同比增速


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图表 7: 2019-2023 前三季度公司归母净利润及同比增速


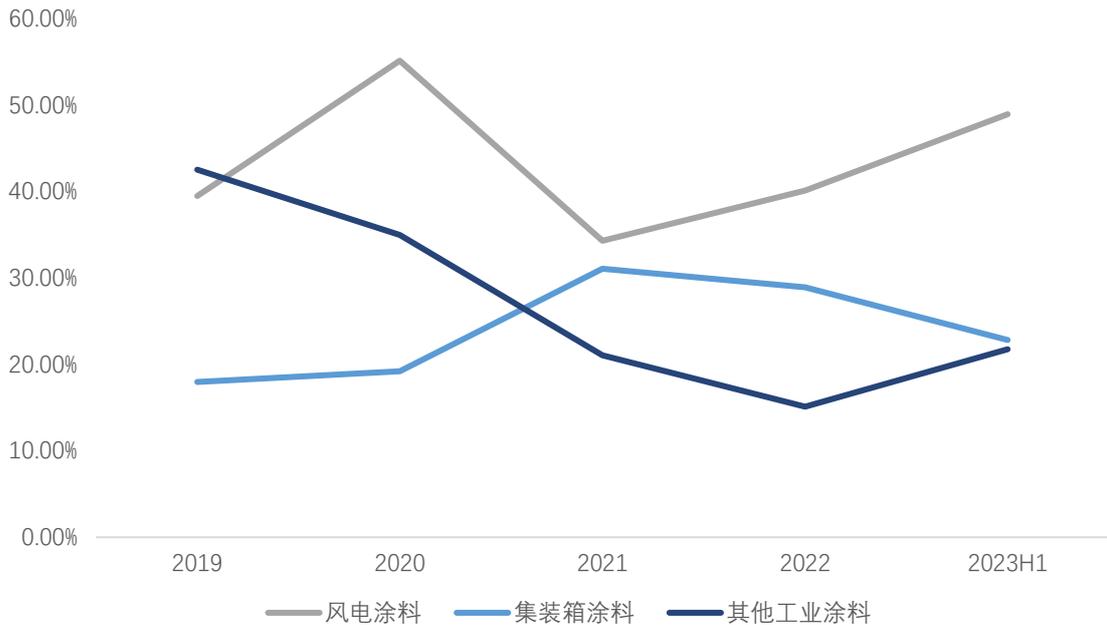
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司涂料业务收入结构受下游行业景气度影响波动较大。2020 年受国内陆风抢装潮的影响, 风电涂料营收大幅增长。2022 年国内风电项目招标量上升, 终端装机需求增长, 带动风电涂料收入增长。2020 年上半年, 受全球公共卫生事件影响, 全球经济、贸易出现大幅滑坡, 集装箱运输需求跌入低谷。2021 年全球经济和商品贸易呈现积极复苏势头, “一箱难求”成为整个集装箱市场的主基调, 集装箱制造行业呈现量价齐升的趋势。2022 年及 2023 年集装箱需求从高位逐步回落, 行业进入调整阶段, 集装箱涂料采购需求随之下降。2023H1 风电涂料、集装箱涂料和其他工业涂料业务营收占比分别为 52.4%、43.4%、4.2%, 集装箱涂料收入占比在近年有所回落。

图表 8: 2019-2023H1 主营业务结构


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

23H1 风电涂料和集装箱涂料的原料成本下降, 综合毛利率有所提升。2020-2023H1, 公司综合毛利率分别为 39.50%/31.53%/31.69%/36.47%, 2020 年, 高毛利的风电涂料产品销售占比较高, 带动了公司综合毛利率的提升。2021 年, 公司集装箱涂料业务发展迅猛, 同时受当年主要原料如锌粉、水性环氧乳液价格上涨影响, 公司主营业务综合毛利率有所下滑。23H1 风电涂料业务收入占比提高, 且原料聚异氰酸酯价格持续下降, 叠加集装箱涂料成本较 22 年度略有下滑, 综合毛利率有所回升。2020-2023H1 年公司风电涂料的毛利率分别为 55.13%/34.30%/40.10%/48.94%; 集装箱涂料的毛利率分别为 19.21%/31.06%/28.91%/22.83%; 其他工业涂料的毛利率分别为 34.99%/21.03%/15.10%/21.75%。2023 年前三季度的毛利率和净利率也分别高达 34.3%和 20.1%。

图表 9：2019-2023H1 分产品毛利率


资料来源：ifind，信达证券研发中心

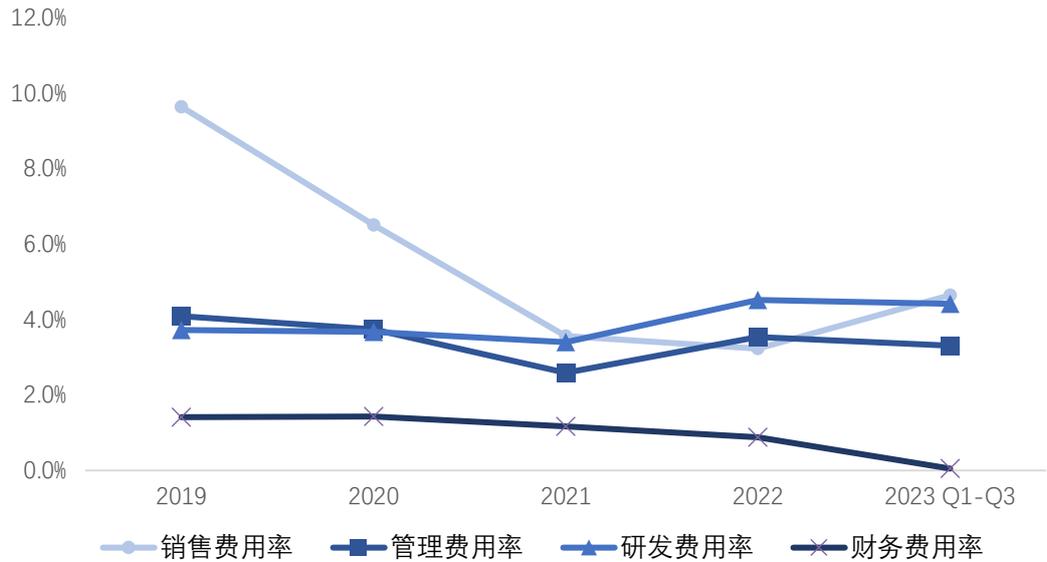
公司的综合毛利率均高于同行平均水平，工业涂料产品盈利能力强。虽然同处于工业防护涂料领域，但公司与可比上市公司在产品结构、应用领域、客户群体等方面存在差异，决定了各公司在细分市场中不同的定价能力和经营策略，因此各公司之间毛利率相差较大。尽管如此，2020年至2023H1公司综合毛利率均高于同行业可比公司平均值，具有较强的盈利能力。纵观全球涂料企业，2022年PPG、海虹老人、阿克苏诺贝尔毛利率分别高达37.1%、36.3%、36.2%，我们认为工业涂料是一个盈利能力较强的产品。

图表 10：2020 年-2023 年 H1 公司综合毛利率均高于同行业可比公司平均值

证券简称	2023 年 1-6 月	2022 年度	2021 年度	2020 年度
东来技术	29.05%	32.88%	42.28%	45.37%
金力泰	24.07%	14.67%	8.85%	30.96%
飞鹿股份	17.44%	11.14%	20.60%	24.30%
集泰股份	26.14%	21.49%	21.04%	31.21%
平均值	24.17%	20.04%	23.19%	32.96%
公司	36.47%	31.69%	31.53%	39.50%

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司费用控制能力较好，注重研发投入。2019-2023Q3，公司期间费用率整体呈下降趋势，分别为18.9%/15.4%/10.7%/12.2%/12.4%。其中销售费用率下降幅度较大，管理费用率总体平稳，研发费用率呈上升趋势，公司近年在研发方面持续加大投入。

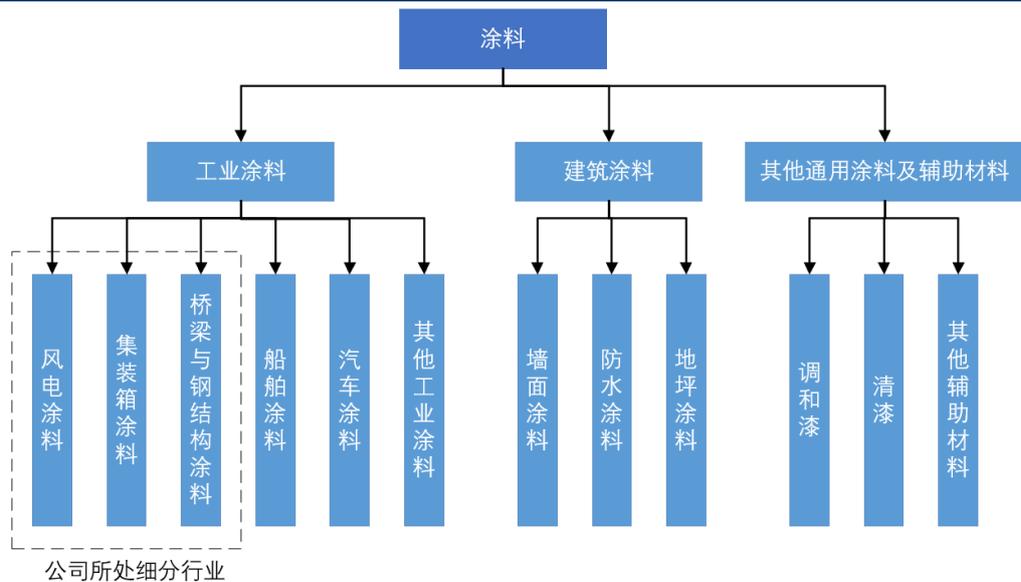
图表 11: 2019-2023 前三季度费用率整体呈下降趋势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、涂料市场发展迅速，高环保要求和国产替代成为未来趋势

2.1 涂料行业下游应用场景多元，需求受细分市场景气度影响

涂料起保护或装饰等作用，下游应用领域多元。涂料是涂覆在被保护或被装饰的物体表面，并能与被涂物形成牢固附着的连续薄膜，起到保护、装饰或其他特殊功能。根据溶剂种类不同，涂料可分为水性涂料、油性涂料、无溶剂涂料及粉末涂料；根据应用领域不同，涂料可分为工业涂料、建筑涂料、其他通用涂料及辅助材料。目前公司产品已广泛应用于风电设备、集装箱、桥梁、钢结构的生产制造，应用场景多元化。

图表 12: 涂料下游应用领域多元


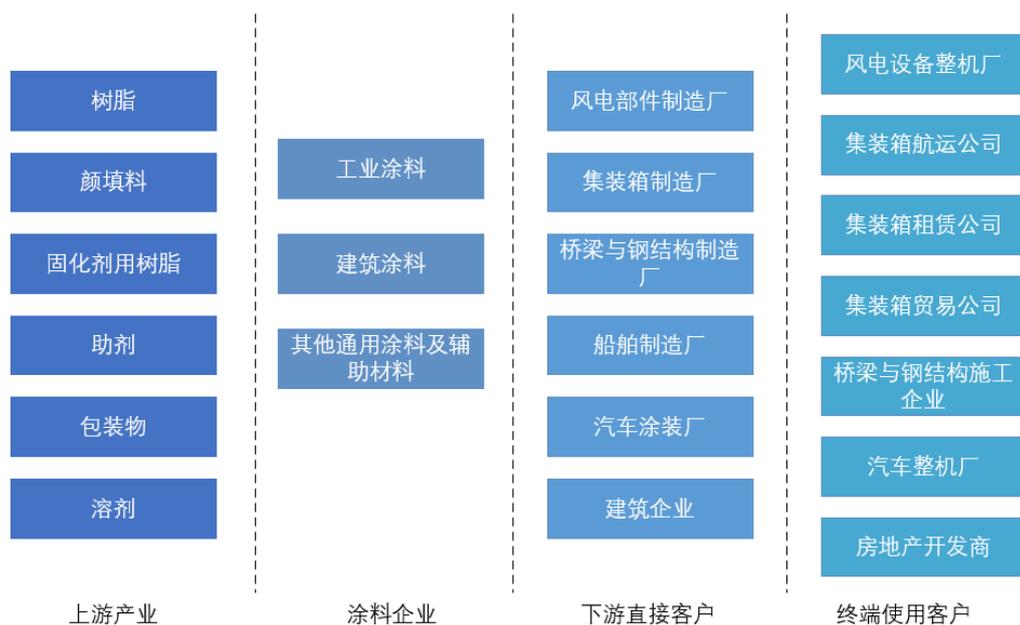
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

涂料上游是化工材料制造行业。涂料能够对物体起到保护、装饰或其他功能(如绝缘、防锈、防腐等)，主要由成膜物质、颜填料、分散介质和助剂等物质经过一定工艺生产加工而成。

涂料产业链上游主要是化工材料制造行业，为本行业提供上述主要原材料。上游原材料多属于成熟大宗化学品，为石油下游产品或无机矿物下游产品，价格波动主要受上游石油价格及矿物价格影响，具有国际大宗商品波动特性，主要受国际宏观经济影响。

涂料下游对应众多应用领域客户，主要受细分领域景气程度的影响。下游是应用方和终端消费者，按照涂料种类和功能的不同，主要分为工业涂料、建筑涂料、其他通用涂料及辅助材料。对应下游风电设备、集装箱、桥梁、钢结构、船舶、汽车、建筑物的直接客户与终端使用客户等众多应用领域。对于风电设备、集装箱等下游终端产品而言，涂料在其原材料成本中的占比较低，约为 5%至 10%，因此下游客户对涂料价格整体变动相较于其他主要材料而言敏感度较低，客户对产品质量、可靠性、稳定性有着严格的要求，具有高技术水准的涂料企业可以凭借产品的技术优势在差异化竞争下维持一定的毛利率水平。由于涂料无法作为单独的产品终端使用，因此涂料行业下游应用领域的景气程度将会影响涂料行业的市场空间与细分市场结构。

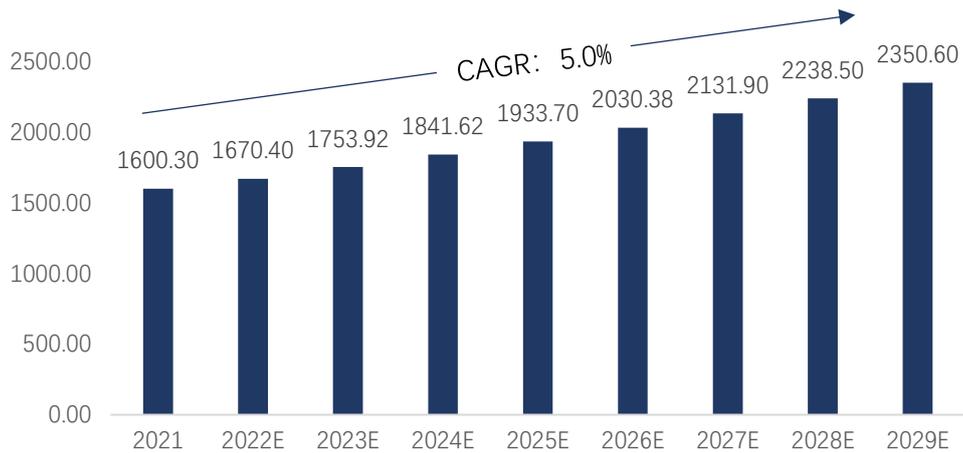
图表 13: 涂料行业上下游产业链情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

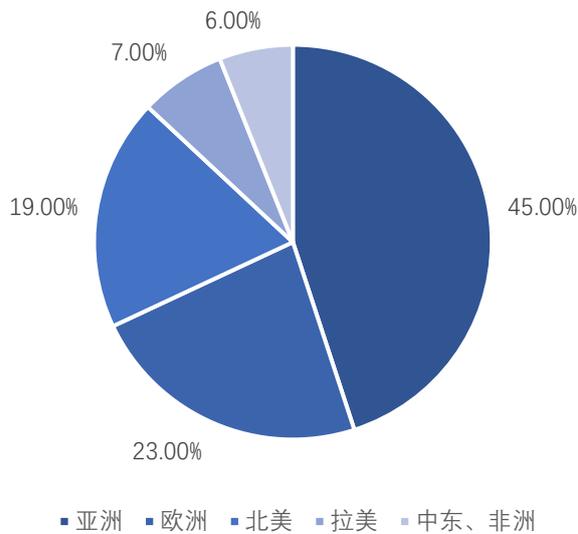
2.2 全球涂料市场发展迅速，国内市场竞争格局分散且本土企业市场份额较少

全球涂料市场发展迅速，市场规模超千亿美元。根据 Fortune Business Insight 统计数据，2021 年全球涂料市场规模为 1600.3 亿美元，2022 年将达到 1670.4 亿美元。根据其预测，到 2029 年全球涂料市场规模预计将增长到 2350.6 亿美元，2021 年至 2029 年的年均复合增长率为 5.0%，呈现稳定增长趋势。

图表 14：2021 年-2029 年全球涂料市场规模情况及预测（亿美元）


资料来源：Fortune Business Insight，公司招股说明书，信达证券研发中心

亚洲占据全球一半左右的涂料市场。根据 Orr&Boss 咨询公司的统计数据，2022 年全球涂料市场亚洲占据 45%，是全球最大的涂料生产地区。欧洲、北美、拉美、中东及非洲分别占据全球 23%、19%、7%及 6%的涂料市场份额。

图表 15：2022 年全球涂料市场地区分布情况


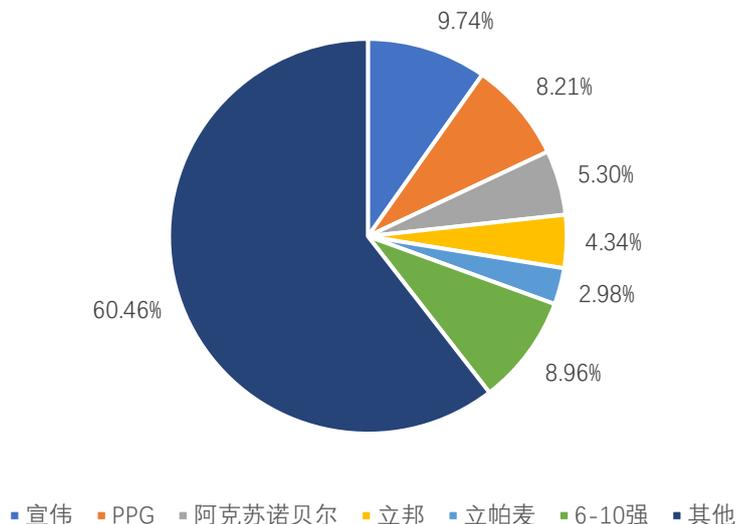
资料来源：公司招股说明书，Orr&Boss，信达证券研发中心

国内涂料市场发展迅速，2011-2022 年年化增长率达 11.25%。根据中国涂料工业协会 2022 年发布的《中国涂料行业 2021 年经济运行情况分析 & 2022 年发展趋势》，2021 年中国涂料总产量相较于 2020 年 2459 万吨增长 16%，达到 2852 万吨。根据中国涂料工业协会所作的《中国涂料行业 2022 年经济运行情况分析 & 2023 年发展趋势分析》报告，2022 年，中国涂料全行业企业总产量约为 3488 万吨。2011 年到 2022 年，中国涂料产量从 1080 万吨增长到 3,88 万吨，增长 222.96%，年化增长率达到 11.25%。

图表 16: 2011 年-2022 年全国涂料总产量情况

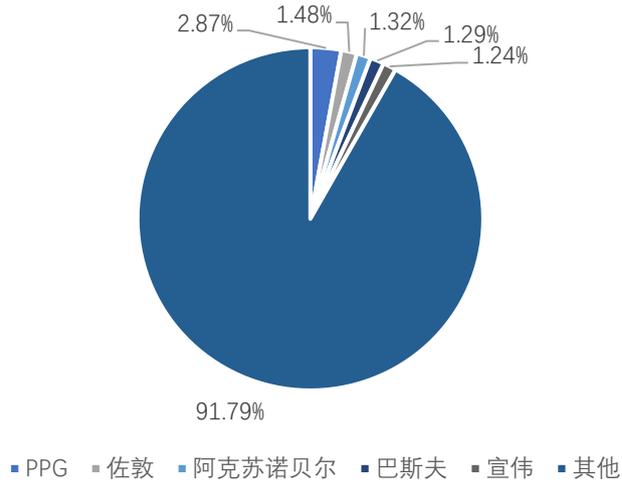

资料来源: 中国涂料工业协会, 国家材料腐蚀与防护科学数据中心, 涂界, 公司招股说明书, 信达证券研发中心

全球涂料市场集中度逐步提高, 头部效应较明显。根据涂界数据, 2022 年全球涂料前 100 强企业累计销售收入占全球涂料企业总收入的比例为 59.65%, 较 2021 年增长 1.16%, 行业集中度有所提高。其中, 全球涂料行业前 10 强企业销售总收入, 占全球涂料企业总收入的比例 39.54%, 占全球前 100 强企业收入比例为 66.28%。根据涂界数据, 2022 年全球排名前 5 名的企业分别为宣伟、PPG、阿克苏诺贝尔、立邦涂料、立帕麦, 市占率分别为 9.74%、8.21%、5.30%、4.34%和 2.98%。全球涂料市场头部效应较为明显, 市占率前五的国际涂料企业合计占有全球接近三分之一的市场份额。

图表 17: 2022 年全球涂料企业竞争格局情况


资料来源: 涂界, 信达证券研发中心

中国工业涂料行业市场份额较为分散, 国际品牌仍占主导地位。在工业涂料领域, 根据涂界数据, 2021 年中国工业涂料市场格局较为分散, 中国工业涂料排名前 25 的企业销售总收入占到全国工业涂料比例的 18.84%, 排名前 10 的企业销售收入占到全国工业涂料市场份额的 13.20%, 我国工业涂料市场集中度仍然较低。从品牌来看, 市占率靠前的企业国际品牌仍然占主导地位, 全国工业涂料市占率前十的企业中, 国际品牌有 8 家, 本土企业仅 2 家。

图表 18：2022 年中国工业涂料市场竞争情况


资料来源：涂界，信达证券研发中心

相较于全球市场，中国涂料市场竞争格局较为分散且具有国产化替代趋势。目前国际涂料企业在中国本土占据了相对较大的市场份额，根据涂界数据，2022 年中国工业涂料市场市占率前 10 的公司共占据全国工业涂料 13.20% 的市场份额，其中全国排名前 5 的涂料企业分别是 PPG、佐敦、阿克苏诺贝尔、巴斯夫、宣伟，市占率分别为 2.87%、1.48%、1.32%、1.29% 和 1.24%。同时，从市场竞争趋势来看，中国风电涂料行业的国产化替代效应逐步增强，从最初由外资品牌占据主导地位，目前已经形成中国与国际品牌同步竞争的市场格局。

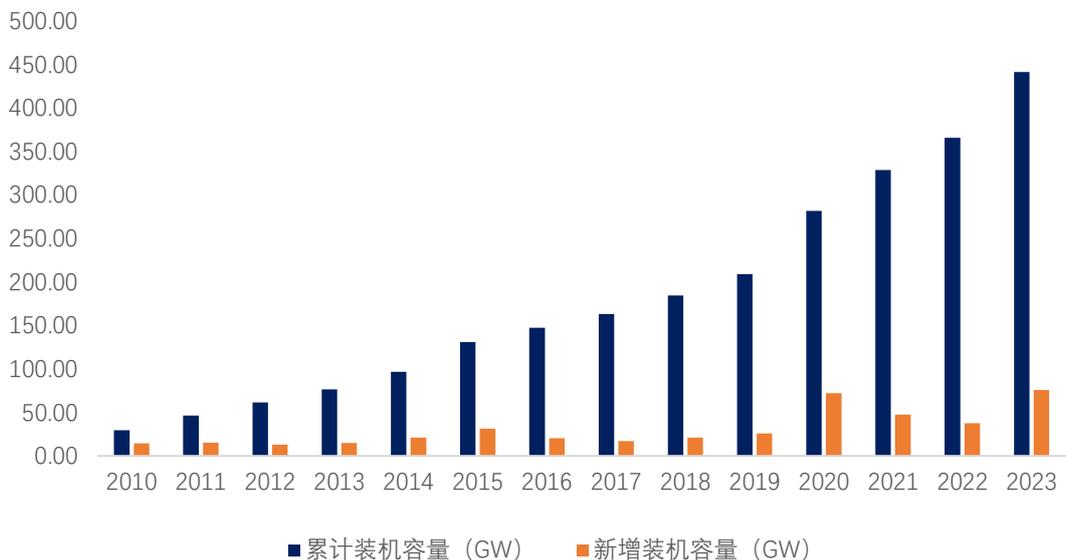
2.3 风电迅猛发展势头拉动风电涂料需求，集装箱生产复苏

近年来全球风电装机总量不断提升，未来风电涂料市场规模可观。根据 GWEC 数据，2010 年至 2022 年，全球风电总装机容量从 198GW 达到了 906GW，增长幅度达到 357.58%，年化增长率达到 13.51%。根据 GWEC 预测，2023 年到 2027 年之间，全球预计将新增 680GW 的风电装机容量，其中 130GW 为海上风电新增装机。风电涂料的市场规模主要取决于下游风电整机设备新增装机量及风电设备修补存量。随着风电的成本优势逐渐凸显，根据 GWEC 数据，预计未来全球风电占总能源比重将逐步升高，或将带来风电涂料市场的持续增长。

图表 19: 2010 年-2022 年全球风电累计装机量情况


资料来源: GWEC, 中国能源研究会, 信达证券研发中心

中国风电装机增长迅速, 是全球风电装机量最多的国家。随着风电经济性的进一步提升和风电并网消纳问题的逐步解决, 加上政府政策的强力支持, 我国风电产业保持稳定增长态势。根据中电联, 2013 年到 2023 年中国风电装机总量由 76.52GW 增长到 441.34GW, CAGR 达到 19.2%, 发展迅速。中国风电在全球风电中的占比不断提高, 目前已成为全球风电装机量最多的国家。根据 GWEC《全球风能报告 2023》预测数据, 在 2023 年到 2030 年, 中国风电年新增装机容量将达到 70-80GW, 将继续维持全球最大的风电市场地位。

图表 20: 2010 年-2022 年中国风电新增和累计装机容量情况


资料来源: ifind, 中电联, 信达证券研发中心

预计到 2025 年风电涂料市场空间较为广阔。假设每 GW 涂料需求为 500 吨, 我们认为, 2023 年及 23 年后由于风机大型化趋势, 每 GW 涂料需求或将有望增加, 根据测算, 预计 2025 年全球新增风电涂料需求约为 6.75 万吨, 中国新增风电涂料需求约为 4.5 万吨, 对应的市场规模分别约为 34 和 23 亿元。

图表 21: 风电涂料市场规模测算

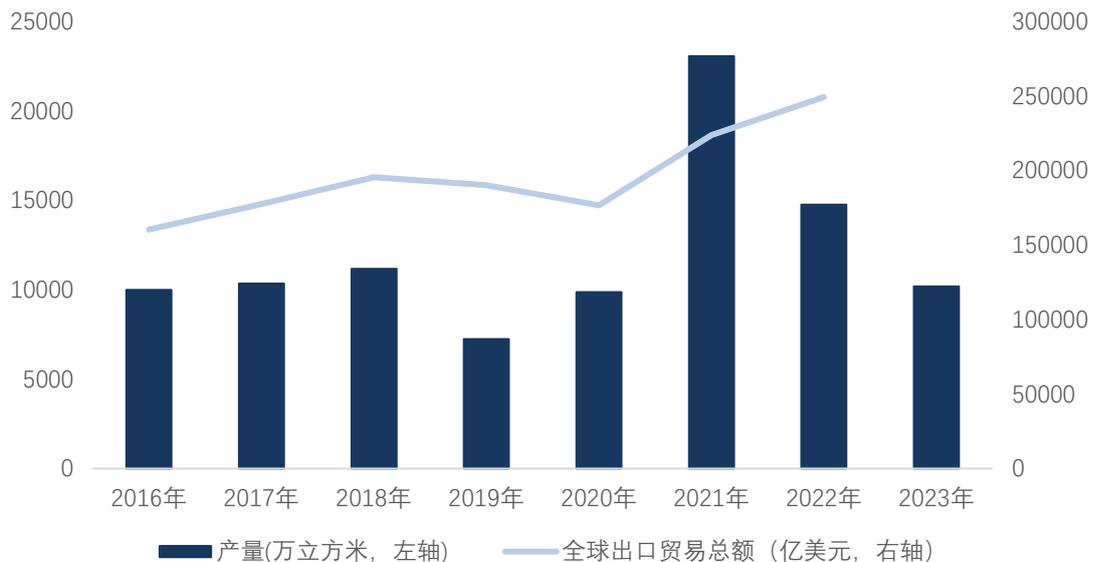
年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
全球新增需求 (万吨)						6.75		
中国新增需求 (万吨)						4.5		
全球市场规模 (亿元)						34		
中国市场规模 (亿元)						23		

全球新增装机量 (GW)	50.7	60.8	95.3	93.6	77.6	115	125	135
中国新增装机量 (GW)	20.59	25.74	71.67	47.57	37.63	74	78.5	90
每 GW 涂料需求 (吨)	500	500	500	500	500	500	500	500
全球新增风电涂料需求 (吨)	25350	30400	47650	46800	38800	57500	62500	67500
中国新增风电涂料需求 (吨)	10295	12870	35835	23785	18815	37000	39250	45000
风电涂料价格 (万元/吨)	5	5	5	5	5	5	5	5
全球风电涂料市场规模 (亿元)	13	15	24	23	19	29	31	34
中国风电涂料市场规模 (亿元)	5	6	18	12	9	19	20	23

资料来源: GWEC, 国家能源局, 风电观察, 公司招股说明书, 公司公告, 中国政府网, 信达证券研发中心

集装箱生产复苏, 未来经济恢复拉动集装箱涂料需求上升。自 2016 年至 2020 年, 除 2019 年受整体周期性影响集装箱产量略低外, 其余年份集装箱产量情况较为平稳。2021 年中国集装箱产量大幅增长, 根据国家统计局数据, 2021 年中国集装箱产量达到 2.3 亿立方米, 相较于 2020 年增长 133.76%, 主要系受公共卫生事件影响, 欧美等主要国家港口集装箱周转效率降低, 全球可用集装箱出现结构性及地域性短缺, 导致需求量显著上升, 2023 年我国集装箱产量下降为 1.02 亿立方米。我们认为, 未来我国集装箱产量和价格将回到 2021 年以前的平稳发展模式, 并且由于中国集装箱产量占据全球 90% 以上份额, 未来的经济恢复将进一步拉动集装箱的需求, 集装箱涂料行业市场规模有望持续提高。

图表 22: 2016 年-2023 年中国集装箱产量与全球出口贸易总额情况



资料来源: 国家统计局, WTO, 信达证券研发中心

2025 年集装箱涂料市场需求有望恢复到 24.5 万吨, 对应近 44 亿元市场规模。根据中集集团数据, 2019-2023 年 H1 全球集装箱行业产量分别约为 2.8/3.1/7.1/3.8/0.85 百万 TEU, 我们认为, 2023 年后全球集装箱需求将恢复到 2021 年以前的平稳发展趋势, 因此预计 23-25 年全球集装箱产量分别为 1.7/2.5/3.5 百万 TEU, 假设每 TEU 的涂装需求约为 0.07 吨, 集装箱涂料价格未来两年将小幅下降, 预计 2025 年全球集装箱涂料需求约为 24.5 万吨, 对应的市场规模约为 44 亿元。目前, 公司集装箱涂料的国内市场份额约 20%, 对应后续产品需求近 9 亿元。

图表 23: 全球集装箱涂料市场规模测算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
--	------	------	------	------	------	-------	-------	-------

全球集装箱产量 (百万 TEU)	4.4	2.8	3.1	7.1	3.8	1.7	2.5	3.5
单 TEU 涂装需求 (吨)	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
全球集装箱涂料需求 (吨)	308000	196000	217000	497000	266000	119000	175000	245000
集装箱涂料价格 (万元/吨)	1.65	1.65	1.65	2.15	2.19	1.82	1.80	1.78
全球集装箱涂料市场规模 (亿元)	51	32	36	107	58	22	32	44

资料来源：纳美新材，维运网，公司招股说明书，威廉水漆，信达证券研发中心

桥梁与钢结构市场保持稳步上升趋势。桥梁涂料主要应用于新建的铁路、公路、跨海大桥的初次涂装或维修涂装，主要基材为钢结构和混凝土。目前中国铁路桥梁均采用钢结构，而近年来公路桥梁以及市政建设中的地铁轻轨、立交桥、高架桥等采用钢结构已成为发展趋势。根据中研普华产业研究院的统计数据，2021年中国桥梁钢结构产量为918万吨，同比增长6.00%，预计在2025年中国桥梁钢结构产量将达到1159万吨。我们认为，未来桥梁与钢结构市场将保持稳定增长，该市场的工业涂料有较大空间，仍有待开拓。

图表 24：2020 年-2025 年中国桥梁钢结构产量情况



资料来源：中研普华产业研究院，信达证券研发中心

2.4 涂料高环保、高性能将成为未来趋势，国产替代趋势愈发明显

环保为涂料发展主旋律，促进行业整体从“油性”向“水性、无溶剂”转型。国内外的涂料产业政策都对涂料环保性能提出了越来越严格的要求。在 VOCs 的控制方面，欧美国家起步较早，如美国的《大气清洁法》、欧盟的《欧洲清洁空气计划》，以及日本的《大气污染防治法》与《生活环境保护条例》，都对 VOCs 的排放标准和排放源进行了限制，并且多次修改、补充，法规日趋严格。国内，《中国涂料行业“十四五”规划》中明确指出，涂料及相关行业发展过程中面临的环保问题主要有：VOCs 排放、三废超标排放、重金属污染等。涂料行业通过消除过剩的产能、优化工业结构、提高效率和创新能力等方式，争取到“十四五”末基本实现“碳达峰”。随着环保政策法规日益趋严，一系列降低 VOCs 的环保政策的实施，将促进涂料将由传统的油性涂料逐步向高固体分、水性涂料和粉末涂料等环境友好型涂料转变。据涂界数据，2017 年欧美等发达国家油性涂料产量平均占比不到 40%，美国则不到 30%，德国仅 20% 左右。相比之下，国内油性涂料占比达到 52%，水性和粉末涂料占比分别约 35% 和 10%，光固化和无溶剂等环保型涂料占比约 3%，环保型涂料合计不足 50%。因此，我们认为随着环保要求的提高，国内水性漆等环保涂料将获得进一步的发展，在涂料整体行业规模内的占比将继续提升。

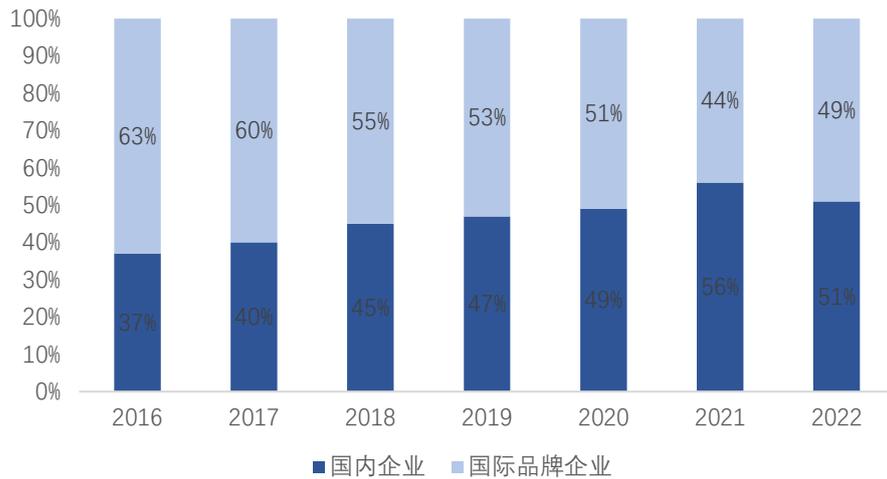
图表 25: 我国支持环保涂料的政策和规划

政策/规划	相关内容
《战略性新兴产业分类(2018)》	将“风电涂料”、“无溶剂涂料”等“新型功能涂层材料制造”列入战略性新兴产业
《“十四五”节能减排综合工作方案的通知》	以工业涂装、包装印刷等行业为重点,推动使用低挥发性有机物含量的涂料、油墨、胶粘剂、清洗剂,到 2025 年,溶剂型工业涂料、油墨使用比例分别降低 20%、10%,溶剂型胶粘剂使用量降低 20%。
中国涂料行业“十四五”发展规划(环保篇)	到 2025 年,环境友好型涂料品种占涂料总产量的 70%,并将高性能水性防护涂料、高性能水性聚氨酯涂料、用于海洋工程的高可靠性水性涂料等列为亟待解决的关键技术和开发的产品。 船舶涂料与涂装: 1、源头控制:底漆固含量从 72%提高到 80%,VOCs 降低 17.7%,施工同等膜厚,油漆用量可减少 11%,总 VOCs 的排放减少 26%;无溶剂产品基本不含 VOCs;固含量相近的水性产品相比溶剂型产品,VOCs 的含量可以减少超过 80%;2、完善环保产品配套体系;3、水性涂料产品技术突破;4、限制高 VOCs 低固含溶剂型船舶涂料生产应用:VOCs 超过 500g/L 或者稀释后 VOCs 含量超过 600g/L 涂料应予以限制生产或逐步淘汰。 钢结构涂料与涂装: 1、开发低 VOCs 钢结构防腐涂料,减少 VOCs 排放;2、提高涂层防腐质量降低涂层维修次数;3、清洁、规范施工。推广采用高压无气喷涂、空气辅助无气喷涂、高压无气静电喷涂、热喷涂等高施工效率、低污染涂装技术。 集装箱涂料与涂装: 1、进一步降低水性涂料的 VOCs;2、开发新型环境友好型涂料品种,大力开发电泳涂料、粉末涂料,目前相关工作已启动;3、涂装工艺升级,除坚持采用车间底漆自动辊涂、整箱排喷工艺、机器人喷涂外,还要升级烘干工艺,改变目前燃烧燃气加热的方式,开发红外加热、微波加热,提高热效率,降低碳排放。
《产业结构调整指导目录(2019 年)》	将“水性工业、船舶用涂料,低 VOCs 含量的环境友好、资源节约型涂料。用于飞机、高铁等重点领域的高性能防腐涂料生产”列入鼓励类项目

资料来源:中国政府网,上海涂料染料行业协会,信达证券研发中心

涂料功能性、个性化要求提高。对于风电行业,主机的大型化和低成本趋势将驱使叶片全面转型为大型化和轻量化产品。风电叶片大型化使得其叶片前缘线速度不断提升,更容易受到雨滴、冰雹、盐雾、沙石等粒子的侵蚀,破坏叶片的气动特性,从而影响叶片的性能和机组出力。为维持风机的发电效率,减少停工和维修,延长叶片的使用寿命,下游行业对风电叶片防护材料提出了更高的防护等级要求。此外,由于海上风电面临风力大、湿度高、盐度高等问题,且检测、维修成本远高于陆上,海上风电对涂料强度和防腐性能的要求较陆上风电更高。对于集装箱涂料行业,在环保性要求提高的背景下,目前普通干货箱用水性涂料的性能与油性产品接近,但是特种箱使用的水性涂料在防腐和施工性能上还有待提高。未来如何在进一步满足环保性能的前提下,提升特种箱水性涂料的应用属性,以及提高水性涂料的施工性能,对集装箱涂料的功能性应用提出新要求。

涂料市场的国产化替代趋势愈发明显。根据 Orr&Boss 咨询公司的统计数据,2022 年全球涂料市场亚洲将占据 45%,是全球最大的涂料生产地区,且在销售总量与各细分市场上均占据最大市场份额。未来,随着亚太地区人均涂料消费量逐渐接近欧美,涂料行业中心将进一步向亚太地区转移。随着产品质量和服务水平的不断提高,加之本土化优势,近年来国内企业进步明显,企业营收占比整体呈现上升趋势,涂料市场的国产化替代趋势愈发明显。而在涂料生产方面,根据涂界数据,2016 年到 2021 年中国前一百强涂料企业营业收入中,中国企业占比不断提高,6 年间占比提升 19 个百分点。

图表 26：2016-2022 年全国一百强涂料企业营业收入国内企业与国际品牌企业占比情况


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

三、深耕风电、集装箱等多领域，核心技术构成护城河

3.1 公司已成为风电叶片涂料龙头公司，或凭借客户协同优势拓展风电塔筒业务

公司是风电叶片涂料单项冠军，市占率约 30%。根据招股说明书，2020 年及 2021 年，公司风电叶片涂料占据该领域近三分之一的市场份额。处于市场头部地位，并获得了涂界 2022 年中国涂料工业单项冠军企业榜单中风电防护涂料及风电叶片涂料的单项冠军称号。根据涂界数据，2021 年麦加芯彩在中国工业涂料企业榜单中排名第 12 位、本土企业第 3 位，其中榜单前三名为 PPG、阿克苏诺贝尔、佐敦涂料等头部涂料企业。

较早开始叶片前缘防护技术研究，顺应高环保涂料的主旋律研发出水性产品。公司自 2010 年开始研究叶片前缘防护材料，是国内较早重点开展风电叶片前缘防护研究的企业，公司的雨蚀实验室于 2016 年 11 月投入运行，历经多年的专注研究，公司的风电叶片前缘防护产品性能已处于行业领先，并开始进入各大海上风电厂商海上挂机测试阶段。顺应高环保行业趋势，公司在 2016 年推出了环保类水性风电叶片涂料产品，目前在风电叶片涂料领域已经处于国内领先地位。

凭借在风电领域的技术创新和产品质量深耕，公司产品屡屡应用于高难度项目。公司风电叶片涂料产品已成功应用到了双瑞风电 126 米风电叶片，该叶片将应用于中国海装 18 兆瓦海上风力发电机组，发电机组直径达到 260 米，同时公司产品也成功应用到了华能集团世界首台 2.7 兆瓦双风轮风电机组整机。

下游客户资源稳定，客户认可度高。在风电叶片、集装箱制造行业，进入终端客户的供应商名录是产品进入相关制造商的前置条件，公司在风电、集装箱领域已获得了主流终端客户群体的认可，亦构建了公司在竞争中脱颖而出的客户资源优势。公司已进入了包括金风科技、远景能源、中国海装、上海电气、哈电风能、运达股份、明阳智能、中国中车、三一重能、东方电气、国电联合动力等风电整机厂的认可供应商名录，被指定为相关制造商的涂料供应商。

图表 27: 公司的头部风电叶片客户名单

	排名	叶片独立制造厂商	产能排名 (兆瓦/年)	是否使用公司涂料产品
公司在头部风电叶片独立制造厂商的进入情况	1	中材科技	10,000	✓
	2	时代新材	10,000	✓
	3	艾郎科技	9,000	✓
	4	中复连众	6,000	✓
	5	中科宇能	5,000	✓
	6	重通成飞	4,500	✓
	7	双瑞风电	4,500	✓
	8	天顺风能	3,000	✓
	9	上海玻璃钢	1,400	✓
	排名	风电整机厂商	全球市占率	是否为公司涂料产品终端客户
公司在主要终端风电整机制造厂商的进入情况	1	金风科技	11.80%	✓
	2	远景能源	8.60%	✓
	3	明阳智能	6.80%	✓
	4	运达股份	6.70%	✓
	5	上海电气	5.50%	✓
	6	中国海装	3.40%	✓
	7	东方电气	3.20%	✓
	8	中国中车	3.20%	✓
	9	三一重能	3.10%	✓
	10	国电联合动力	1.20%	✓

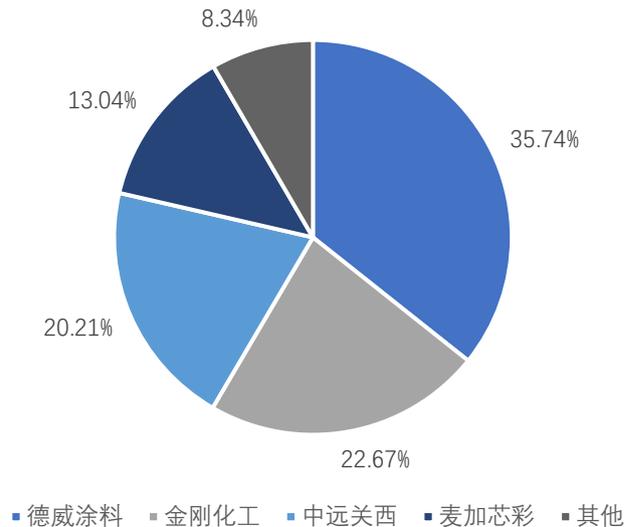
资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

借助客户协同优势拓展风电塔筒涂料业务。 由于公司已经基于风电叶片涂料建立了优质的客户群体, 而风电塔筒客户群体与风电叶片客户群体同处一个行业, 公司在风电叶片领域已经积累的客户资源将有助于公司快速进入塔筒领域。单位风电整机产品中, 塔筒涂料的使用量最高, 其市场需求量高于风电叶片涂料。公司已经开始风电塔筒方面应用的拓展, 并成功切入了头部终端风电整机厂的塔筒涂料供应商名录。2022年6月, 公司成功进入了国内最大终端风电整机厂金风科技的塔筒涂料认可供应商名录, 未来将持续在风电塔筒涂料领域深耕, 成为公司风电涂料业务的增长引擎之一。

3.2 公司为四大集装箱涂料供应商之一, 环保涂料领域具备先发优势

公司是中国四大集装箱涂料供应商之一, 国内市占率约 20%。 根据招股说明书, 2022 年公司已占据集装箱涂料行业五分之一的市场规模, 是中国四大集装箱涂料供应商之一。公司通过自身的产品优势与技术优势, 不断扩大自身的市场竞争地位, 在普通干式集装箱的基础上, 扩展到冷藏箱、特种箱等应用场景与产品, 在未来将进一步巩固自身的市场地位, 持续提升市场占有率。

嗅觉敏锐较早研发环保涂料, 凭借先发优势在市场具有较高占有率。 公司自 2010 年即开始大力研究开发环保涂料, 在环保领域具有先发优势, 并于 2016 年开始建设南通生产基地, 迅速扩充水性涂料产能。近年凭借在环保涂料方面的优势, 成功进入水性集装箱涂料市场并获得成功, 水性系列产品市场占有率较高。公司水性涂料的各项性能指标优于行业标准, 在推出后迅速取得了客户认可, 公司在集装箱涂料市场占有率逐年提升。根据中国涂料工业年鉴, 从集装箱涂料细分市场来看, 2020 年集装箱涂料 4 大供应商分别为德威涂料、金刚化工、中远关西和麦加芯彩, 市占率分别为 35.74%、22.67%、20.21%和 13.04%, 合计占有 91.66% 的市场份额。在中国集装箱涂料细分市场中, 已经形成四足鼎立的格局。

图表 28：2020 年中国集装箱涂料行业竞争集中


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

集装箱涂料客户资源稳定，客户认可度高。公司在集装箱领域已获得了主流终端客户群体的认可，亦构建了公司在竞争中脱颖而出的客户资源优势。公司已进入了包括 Maersk、CMA CGM、COSCO、OOCL、Hapag-Lloyd、Evergreen、HMM、Yang Ming、ZIM、Wan Hai、PIL 等全球头部集装箱航运公司，Textainer、Seaco、CAI、SeaCube、BlueSky、GCI、Touax 等全球头部集装箱租赁公司的认可供应商名录，被指定为相关制造商的涂料供应商。

图表 29：公司头部集装箱客户名单

	排名	集装箱制造企业	全球市占率	是否为公司客户
公司在头部集装箱制造厂商的进入情况	1	中集集团	44.47%	√
	2	中远海运	20.67%	√
	3	新华昌集团	11.98%	√
	4	富华机械	7.68%	√
	5	浙江泛洋	5.36%	√
	6	胜狮货柜	5.13%	√
	排名	集装箱航运公司	全球市占率	是否为公司涂料产品终端客户
公司在头部终端集装箱航运公司的进入情况	1	MSC	17.40%	
	2	Maersk	16.60%	√
	3	CMA CGM	12.80%	√
	4	COSCO	11.20%	√
	5	Hapag-Lloyd	6.80%	√
	6	Evergreen	6.10%	√
	7	ONE	5.80%	
	8	HMM	3.20%	√
	9	Yang Ming	2.70%	√
	10	Zim	2.00%	√
	排名	集装箱租赁公司	全球市占率	是否为公司涂料产品终端客户
公司在头部终端集装箱租赁公司的进入情况	1	TIL	27.70%	
	2	Florens	16.80%	
	3	Textainer	16.00%	√
	4	Seaco	10.60%	√
	5	CAI	7.30%	√
	6	Beacon	7.20%	√
	7	SeaCube	4.50%	√
	8	Touax	2.00%	√
	9	Blue Sky	1.80%	√
	10	UES	1.60%	

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

3.3 船舶涂料市场广阔，客户协同优势或将带来突破可能性

船舶涂料市场广阔，凭借客户协同优势切入船舶涂料市场或将带来突破可能性。根据中研普华产业研究院数据，中国船舶涂料 2020 年产量为 90 万吨，预计未来全球船舶涂料市场规模年复合增长率达到 5.6%，其市场规模远远大于集装箱涂料市场。公司目前已经进入了包括头部航运公司在内的最终用户的集装箱涂料供应商名录，并与其建立了良好的合作关系，基于集装箱涂料的终端用户资源，公司未来船舶涂料业务的发展与集装箱涂料相似，亦需要进入航运公司的供应商名录方可对直接客户进行销售。因此，公司未来或将依托现有的终端认可优势，较快地切入船舶涂料的供应商体系内，实现相关业务的拓展。

公司目前已布局船舶涂料。针对船舶涂料，公司已经形成了“远洋轮船涂料系列开发”的在研项目进行技术研发和储备，包括远洋船舶用通用防腐底漆、远洋船舶用压载舱漆及其施工研究和远洋船舶船底防污漆等技术的研发。

图表 30：公司在船舶涂料的相关技术研发

在研项目名称	研发内容	技术所有权
远洋轮船涂料系列开发	1、研发远洋船舶用通用防腐底漆； 2、开发远洋船舶用压载舱漆及其施工研究； 3、研发远洋船舶船底防污漆。	自主研发
委托长江大学研发“五年期船舶防污水性丙烯酸树脂的研究及应用(第 1 期)项目” 合作期限：2023 年 4 月至 2024 年 3 月	在丙烯酸树脂中引入功能基团，在海水中通过水解达到长效防污的目的，实现丙烯酸树脂可控水解。	1、长江大学在履行协议过程中形成的所有技术成果归属公司所有； 2、公司有权对本项目下的技术成果进行后续改进，由此产生的具有实质性或创造性技术进步特征的新技术成果，其知识产权归公司所有； 3、长江大学有权对本项目下的技术成果进行后续改进，由此产生的具有实质性或创造性技术进步特征的新技术成果，归公司所有； 4、双方共同对本项目技术成果做出的改进技术，知识产权归公司所有

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

我们测算公司 2023-2025 年营业收入为 9.76/15.91/19.33 亿元，同比增长-29.7%、63.1%、21.5%，整体毛利率分别为 34.6%、32.7%、32.4%。公司核心业务为工业涂料，分为集装箱涂料业务、风电涂料业务、其他工业涂料业务、船舶涂料业务和其他业务。（1）集装箱涂料业务方面，我们认为公司积极顺应行业国产化替代和环保的趋势，较早进行水性涂料的研发，预计公司市占率或将提高，2024 后随集装箱市场回暖相关涂料业绩或将大幅恢复。（2）叶片涂料方面，风机大型化对叶片前缘转速将更快，对前缘保护材料提出了更高需求，我们认为公司作为国内较早研究前缘防护并且技术在行业内领先的企业，随着风机大型化的趋势，预计公司未来风电涂料业务的业绩将不断增长。

图表 31：公司盈利拆分

项目	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入合计（亿元）	19.90	13.87	9.76	15.61	19.33
yoy	111.5%	-30.3%	-29.7%	60.0%	21.5%
毛利（亿元）	6.28	4.40	3.37	5.13	6.27
毛利率	31.6%	31.7%	34.6%	32.9%	32.4%

集装箱涂料					
营收	16.30	9.40	4.52	8.09	10.22
yoy	310.1%	-42.3%	-52.0%	79.1%	26.3%
毛利 (亿元)	5.06	2.72	0.99	1.94	2.45
毛利率	31.06%	28.91%	22%	24%	24%
风电涂料					
营收	3.42	4.01	4.74	6.65	7.61
yoy	-34.4%	17.1%	18.2%	40.5%	14.3%
毛利 (亿元)	1.17	1.61	2.27	2.99	3.42
毛利率	34.30%	40.10%	48%	45%	45%
其他工业涂料					
营收	0.17	0.45	0.50	0.57	0.61
yoy	-4.5%	162.8%	11.6%	12.9%	7.2%
毛利 (亿元)	0.04	0.07	0.11	0.12	0.13
毛利率	21.03%	15.10%	21%	21%	21%
船舶涂料					
营收			0.00	0.30	0.90
yoy					50.0%
毛利 (亿元)			0.00	0.15	0.27
毛利率				25%	30%
其他业务					
营收	0.01	0.01			
yoy	-79.3%	-14.2%			
毛利 (亿元)					
毛利率					

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

估值与投资评级

公司是涂料行业头部企业, 松井股份、三棵树、亚士创能主业为涂料业务, 同时也是国内涂料行业的头部公司, 因此我们选取该三家公司作为可比对象, 2023 年可比公司平均 PE 为 28.9 倍。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 1.9、3.0、3.8 亿元, 同比增长-27.6%、61.4%、23.5%, 23-25 年 PE 为 23.9/14.8/12.0 倍, 23 年估值低于行业可比公司平均值, 考虑到公司集装箱涂料和风电叶片涂料业务具有较强的竞争力, 同时未来在其他业务领域具备成长空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 32: 可比公司估值

证券简称	证券代码	股价	市值	EPS			PE		
		(元)	(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
松井股份	688157.SH	36.15	40.39	0.78	1.25	1.83	46.22	28.97	19.72
三棵树	603737.SH	32.08	169.07	1.66	2.35	3.02	19.33	13.66	10.62
亚士创能	603378.SH	6.47	27.82	0.31	0.58	0.77	20.99	11.12	8.37
可比公司平均							28.84	17.92	12.90
麦加芯彩	603062.SH	41.73	45.07	1.74	2.81	3.47	23.93	14.83	12.01

资料来源: ifind, 信达证券研发中心

备注：除麦加芯彩外，所有公司盈利预测来自 ifind 一致预期，日期为 2024 年 4 月 9 日

五、风险因素

产能释放和新产品研发不及预期：若产能释放及市场开拓速度不及预期，船舶涂料研发进度低于预期，则公司收入和盈利水平可能低于预期。

下游需求不及预期：若集装箱行业恢复较慢或风电新增装机的速度较慢，需求可能低于预期。

成本波动风险：公司原材料为多种化工制品，若原材料价格高于预期，则公司盈利表现可能较差。

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,574	1,055	2,408	2,888	3,396
货币资金	167	251	1,482	1,630	1,795
应收票据	377	199	182	304	376
应收账款	718	435	559	705	913
预付账款	4	2	2	3	4
存货	152	124	87	138	175
其他	157	44	96	109	133
非流动资产	173	171	205	223	242
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	93	101	121	129	136
无形资产	43	41	51	59	66
其他	37	28	32	35	39
资产总计	1,747	1,226	2,612	3,111	3,638
流动负债	1,232	577	465	659	811
短期借款	436	84	54	44	34
应付票据	360	282	194	311	391
应付账款	247	129	134	190	240
其他	190	80	83	115	145
非流动负债	7	8	7	7	7
长期借款	0	5	5	5	5
其他	7	3	2	2	2
负债合计	1,239	584	472	667	818
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	508	642	2,141	2,444	2,820
负债和股东权益	1,747	1,226	2,612	3,111	3,638

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,990	1,387	976	1,561	1,933
同比(%)	111.5%	-30.3%	-29.7%	60.0%	23.8%
归属母公司净利润	326	260	188	304	375
同比(%)	85.4%	-20.2%	-27.6%	61.4%	23.5%
毛利率(%)	31.6%	31.7%	35.0%	32.9%	32.4%
ROE%	64.1%	40.5%	8.8%	12.4%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	3.01	2.41	1.74	2.81	3.47
P/E	13.84	17.33	23.93	14.83	12.01
P/B	8.88	7.02	2.11	1.84	1.60
EV/EBITDA	0.75	-0.47	13.11	8.05	6.12

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,990	1,387	976	1,561	1,933
营业成本	1,362	947	634	1,048	1,306
营业税金及附加	11	8	6	9	12
销售费用	71	45	39	53	62
管理费用	52	49	39	55	68
研发费用	68	63	45	69	81
财务费用	23	12	0	-10	-12
减值损失合计	-5	-7	1	1	1
投资净收益	0	2	1	1	2
其他	-10	49	8	18	23
营业利润	390	307	222	358	442
营业外收支	-7	-2	-1	-1	-1
利润总额	383	305	222	357	441
所得税	57	45	33	53	66
净利润	326	260	188	304	375
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	326	260	188	304	375
EBITDA	424	332	236	364	450
EPS(当年)(元)	4.02	3.21	1.74	2.81	3.47

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-431	283	3	195	214
净利润	326	260	188	304	375
折旧摊销	13	15	14	17	21
财务费用	23	13	2	2	1
投资损失	0	-2	-1	-1	-2
营运资金变动	-812	7	-209	-124	-178
其它	19	-10	9	-3	-3
投资活动现金流	-35	-9	-47	-35	-38
资本支出	-37	-16	-48	-36	-39
长期投资	-6	6	0	0	0
其他	7	2	1	1	2
筹资活动现金流	475	-140	1,274	-12	-11
吸收投资	0	0	1,439	0	0
借款	915	429	-30	-10	-10
支付利息或股息	-136	-150	-132	-2	-1
现金流净增加额	8	134	1,231	148	165

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，7年新能源行业研究经验，2020年加入信达证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。2023年获得新浪金麒麟光伏设备行业菁英分析师第三名。研究聚焦细分行业及个股挖掘。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一贇，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车和机器人行业研究。

王煊林，电力设备新能源研究助理，复旦大学金融硕士，1年行业研究经验，2023年加入信达证券研究所，负责风电及核电行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。