


2024年04月25日  
麦加芯彩(603062.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

涂料油墨颜料

## 2023年盈利能力承压，2024Q1营收快速修复

■ **事件：**公司发布2023年年报和2024年一季报，2023年，公司实现营业收入11.41亿元(yoy-17.75%)，归母净利润1.67亿元(yoy-35.79%)，拟向全体股东每股派发现金红利1.3元(含税)，分红率为84.1%。2024年一季度，公司实现营业收入3.02亿元(yoy+31.02%)，归母净利润2826.99万元(yoy-49.84%)。

■ **2023年集装箱需求影响整体营收，风电涂料业务维持快速增长。**

2023年公司实现营收11.41亿元(yoy-17.75%)，分业务看：1) **集装箱涂料：**2023年集装箱行业经历行业低谷，行业需求下行，公司产品量价齐跌，集装箱涂料营收和毛利率均大幅下滑，影响全年整体营收表现。期内实现集装箱涂料营收5.84亿元(yoy-37.87%)，其营收占比为51.21%(同比-16.59pct)，集装箱涂料销量为3.56万吨(yoy-17.25%)，平均售价为1.64万元/吨(yoy-24.92%)，毛利率为17.04%(同比-11.87pct)。2) **风电涂料：**受全年风电装机规模的高速增长，公司风电涂料销量和营收高增，成本下降及行业竞争加剧背景下，销售单价有所下滑，但下滑幅度低于成本降幅，产品仍维持高毛利率的同比提升。2023年公司风电涂料营收5.10亿元(yoy+46.35%)，营收占比为44.73%(同比+15.84pct)，风电涂料销量为1.24万吨(yoy+53.91%)，平均售价为4.12万元/吨(yoy-17.26%)，毛利率为46.35%(同比+6.25pct)。分季度看，2023Q4公司营收同比高增，yoy+51.76%，或主要由于2023Q4起集装箱行业需求有所回暖，带动销量和营收增速修复，但产品价格回暖相对需求滞后，因此Q4集装箱涂料产品毛利率尚未恢复。

■ **集装箱涂料拖累整体盈利表现，归母业绩增速大幅下滑。**

2023年，由于公司营收同比减少、毛利率下滑、费用率提升和减值计提同比增长多因素影响，2023年公司归母净利润大幅下滑，为1.67亿元(yoy-35.79%)，销售净利率为14.64%(同比-4.11个pct)。期内公司综合毛利率为30.33%，同比-1.4个pct，主要系公司集装箱涂料业务毛利率大幅下滑所致，集装箱涂料、风电涂料、其他工业涂料毛利率分别为17.04%(同比-11.87pct)、46.35%(同比+6.25pct)、20.85%(同比+5.75%)。公司期间费用率为13.01%(同比+0.84pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+1.40pct/+0.41pct/-0.99pct/+0.03pct，期内公司销售

投资评级

**买入-A**  
维持评级

6个月目标价

44.20元

股价(2024-04-24)

36.54元

交易数据

总市值(百万元)

3,946.32

流通市值(百万元)

966.77

总股本(百万股)

108.00

流通股本(百万股)

26.46

12个月价格区间

36.29/74.78元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M |
|------|-------|-------|-----|
| 相对收益 | -16.7 | -32.2 |     |
| 绝对收益 | -17.3 | -24.7 |     |

董文静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

陈依凡

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122070023

chenyf4@essence.com.cn

相关报告

集装箱/风电涂料优质龙头， 2024-02-08

产品+服务+新业务打造长期

成长

费用同比增加 17.77%，主要系期内公司积极开拓市场，市场推广服务费增加所致；管理费用同比下降 8.26%，主要因股份支付减少所致。此外，期内公司信用减值损失同比增长 3000 万元，对净利率下滑产生一定影响。期内公司经营性现金流净流出 0.41 亿元（去年同期为 2.83 亿元），一方面因公司客户大量使用票据结算，另一方面或由于集装箱涂料营收下降导致销售商品、提供劳务收到的现金下降。

**2024Q1 营收同比高增，集装箱涂料需求改善，未来毛利率修复值得期待。**2024Q1，公司实现营业收入 3.02 亿元（yoy+31.02%），营收增速同比高增主要由于 Q1 集装箱行业延续需求回暖趋势。根据此前公布的 2023Q1 分业务营收以及 2024Q1 经营数据进行测算，2024Q1 集装箱涂料销量、营收分别同比+207.46%、134.96%，风电涂料销量、营收分别同比-21.56%、-40.54%。期内，公司毛利率为 20.37%（同比-16.92pct），我们认为或主要由于集装箱涂料毛利率仍承压，同时高毛利业务占比收缩。2024Q1 集装箱涂料平均售价 yoy-23.58%，或由于原材料成本下降和价格恢复滞后于需求回暖，随行业需求持续改善，预计产品价格回暖或将于 Q2 体现；风电涂料平均售价 yoy-24.19%，或由于公司产品主要原材料采购价格下降影响。期内，公司期间费用率为 9.25%（同比-3.48 个 pct），其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.76pct/-1.08pct/-0.60pct/-1.04pct。受公司毛利率大幅下滑影响，期内公司归母净利润为 2826.99 万元，yoy-49.84%。

**集装箱/风电涂料优质龙头，产品+服务+新业务打造长期成长，高分红比例亮眼。**公司为工业涂料行业高壁垒细分领域的优质龙头，产品技术优势突出，下游优质头部客户资源丰富，产品力、品牌力和涂装服务能力打造行业竞争力，在集装箱和风电叶片涂料领域市占率快速提升。2024 年，集装箱行业需求有望持续回暖，预计价格修复或将逐步体现，助力公司业绩改善。此外，随公司在国内风电叶片涂料领域的市占率提升，公司积极扩大业务板块，拓展风电塔筒涂料，已陆续获取塔筒涂料订单，有望快速实现市场推广，同时逐步开拓海外市场，打造新增长曲线。借助集装箱涂料板块的航运客户资源优势，公司布局船舶涂料，打造长期成长支撑点。未来公司涂料总产能有望由 9 万吨/年提升至 14 万吨/年，产能规模和区位优势同步提升。公司 2023 年拟向全体股东每股派发现金红利 1.3 元（含税），派发现金红利总额占当期归母净利润的 84.09%。

**盈利预测和投资建议：**考虑到集装箱涂料价格恢复滞后于需求回暖以及由于原材料价格下降导致风电涂料售价下降，我们下调公司盈利预测，预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 15.15 亿元、17.95 亿元和 21.81 亿元，分别同比增长 32.86%、18.43%和 21.54%，归母净利润分别为 2.39 亿元、3.04 亿元和 3.72 亿元，

分别同比增长 42.98%、27.51%和 22.35%，动态 PE 分别为 16.5 倍、13.0 倍和 10.6 倍。给予“买入-A”评级，6 个月目标价 44.20 元，对应 2024 年 PE 为 20 倍。

**风险提示：**下游需求回暖不及预期；新产品推广不及预期；新业务拓展不及预期；市场竞争加剧；原材料价格大幅上涨；产能建设不及预期等。

| (百万元)    | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 1,386.8 | 1,140.7 | 1,515.4 | 1,794.7 | 2,181.3 |
| 净利润      | 260.0   | 167.0   | 238.7   | 304.4   | 372.4   |
| 每股收益(元)  | 2.41    | 1.55    | 2.21    | 2.82    | 3.45    |
| 每股净资产(元) | 5.95    | 19.63   | 21.20   | 23.05   | 24.91   |

| 盈利和估值  | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 15.2  | 23.6  | 16.5  | 13.0  | 10.6  |
| 市净率(倍) | 6.1   | 1.9   | 1.7   | 1.6   | 1.5   |
| 净利润率   | 18.7% | 14.6% | 15.8% | 17.0% | 17.1% |
| 净资产收益率 | 40.5% | 7.9%  | 10.4% | 12.2% | 13.8% |
| 股息收益率  | 0.0%  | 3.3%  | 1.6%  | 2.7%  | 4.3%  |
| ROIC   | 34.7% | 36.0% | 36.9% | 43.6% | 33.5% |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |         |         |         |         |         | 财务指标              |        |          |        |        |        |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| (百万元)        | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |                   | 2022A  | 2023A    | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>营业收入</b>  | 1,386.8 | 1,140.7 | 1,515.4 | 1,794.7 | 2,181.3 | <b>成长性</b>        |        |          |        |        |        |
| 减:营业成本       | 946.8   | 794.6   | 1,055.3 | 1,229.2 | 1,487.2 | 营业收入增长率           | -30.3% | -17.7%   | 32.9%  | 18.4%  | 21.5%  |
| 营业税费         | 8.3     | 6.9     | 8.3     | 9.9     | 11.2    | 营业利润增长率           | -21.4% | -36.2%   | 42.6%  | 27.3%  | 22.7%  |
| 销售费用         | 44.9    | 52.8    | 59.1    | 67.8    | 82.9    | 净利润增长率            | -20.2% | -35.8%   | 43.0%  | 27.5%  | 22.3%  |
| 管理费用         | 49.1    | 45.1    | 53.0    | 61.0    | 74.2    | EBITDA 增长率        | -26.6% | -39.3%   | 58.1%  | 27.6%  | 30.8%  |
| 研发费用         | 62.7    | 51.9    | 59.9    | 67.3    | 81.8    | EBIT 增长率          | -27.7% | -41.4%   | 62.4%  | 29.0%  | 23.3%  |
| 财务费用         | 12.2    | -1.3    | -3.1    | 1.0     | 3.4     | NOPLAT 增长率        | -22.7% | -38.8%   | 42.2%  | 29.1%  | 22.9%  |
| 加:资产/信用减值损失  | 13.0    | -21.4   | -4.7    | -4.4    | -6.1    | 投资资本增长率           | -40.9% | 38.7%    | 9.2%   | 59.9%  | 6.1%   |
| 公允价值变动收益     | -       | 1.8     | -       | -       | -       | 净资产增长率            | 26.5%  | 230.0%   | 8.0%   | 8.7%   | 8.1%   |
| 投资和汇兑收益      | 1.8     | -       | 0.9     | 0.9     | 1.0     |                   |        |          |        |        |        |
| <b>营业利润</b>  | 306.7   | 195.6   | 279.0   | 355.1   | 435.5   | <b>利润率</b>        |        |          |        |        |        |
| 加:营业外净收支     | -1.9    | -0.7    | -0.8    | -0.6    | -0.6    | 毛利率               | 31.7%  | 30.3%    | 30.4%  | 31.5%  | 31.8%  |
| <b>利润总额</b>  | 304.8   | 194.9   | 278.3   | 354.5   | 434.9   | 营业利润率             | 22.1%  | 17.1%    | 18.4%  | 19.8%  | 20.0%  |
| 减:所得税        | 44.8    | 27.9    | 39.5    | 50.1    | 62.5    | 净利润率              | 18.7%  | 14.6%    | 15.8%  | 17.0%  | 17.1%  |
| <b>净利润</b>   | 260.0   | 167.0   | 238.7   | 304.4   | 372.4   | EBITDA/营业收入       | 21.8%  | 16.1%    | 19.1%  | 20.6%  | 22.2%  |
|              |         |         |         |         |         | EBIT/营业收入         | 20.9%  | 14.9%    | 18.2%  | 19.8%  | 20.1%  |
|              |         |         |         |         |         | <b>运营效率</b>       |        |          |        |        |        |
| <b>资产负债表</b> |         |         |         |         |         | 固定资产周转天数          | 25     | 31       | 21     | 15     | 27     |
| (百万元)        | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   | 流动营业资本周转天数        | 126    | 129      | 109    | 89     | 83     |
| 货币资金         | 250.9   | 419.9   | 747.7   | 538.4   | 747.0   | 流动资产周转天数          | 341    | 565      | 635    | 587    | 517    |
| 交易性金融资产      | -       | 1,016.8 | 1,016.8 | 1,016.8 | 1,016.8 | 应收帐款周转天数          | 150    | 181      | 146    | 151    | 144    |
| 应收帐款         | 436.4   | 713.4   | 515.8   | 991.4   | 748.6   | 存货周转天数            | 36     | 43       | 35     | 37     | 38     |
| 应收票据         | 199.2   | 188.2   | 323.1   | 193.2   | 438.1   | 总资产周转天数           | 386    | 625      | 700    | 690    | 632    |
| 预付帐款         | 1.8     | 3.3     | 3.2     | 4.3     | 4.9     | 投资资本周转天数          | 162    | 174      | 159    | 183    | 191    |
| 存货           | 123.8   | 148.7   | 143.1   | 229.9   | 227.6   |                   |        |          |        |        |        |
| 其他流动资产       | 43.4    | 32.3    | 75.4    | 50.4    | 58.0    | <b>投资回报率</b>      |        |          |        |        |        |
| 可供出售金融资产     | -       | -       | -       | -       | -       | ROE               | 40.5%  | 7.9%     | 10.4%  | 12.2%  | 13.8%  |
| 持有至到期投资      | -       | -       | -       | -       | -       | ROA               | 21.2%  | 6.1%     | 7.6%   | 8.2%   | 9.4%   |
| 长期股权投资       | -       | -       | -       | -       | -       | ROIC              | 34.7%  | 36.0%    | 36.9%  | 43.6%  | 33.5%  |
| 投资性房地产       | -       | -       | -       | -       | -       | <b>费用率</b>        |        |          |        |        |        |
| 固定资产         | 101.1   | 93.1    | 80.0    | 66.9    | 261.6   | 销售费用率             | 3.2%   | 4.6%     | 3.9%   | 3.8%   | 3.8%   |
| 在建工程         | 6.3     | 9.9     | 169.9   | 543.9   | 358.2   | 管理费用率             | 3.5%   | 4.0%     | 3.5%   | 3.4%   | 3.4%   |
| 无形资产         | 41.5    | 40.6    | 39.5    | 38.4    | 37.2    | 研发费用率             | 4.5%   | 4.5%     | 4.0%   | 3.8%   | 3.8%   |
| 其他非流动资产      | 21.9    | 68.4    | 43.8    | 43.5    | 49.2    | 财务费用率             | 0.9%   | -0.1%    | -0.2%  | 0.1%   | 0.2%   |
| <b>资产总额</b>  | 1,226.4 | 2,734.7 | 3,158.4 | 3,717.1 | 3,947.1 | 四费/营业收入           | 12.2%  | 13.0%    | 11.1%  | 11.0%  | 11.1%  |
| 短期债务         | 84.2    | 21.1    | -       | 20.7    | -       | <b>偿债能力</b>       |        |          |        |        |        |
| 应付帐款         | 171.9   | 294.4   | 246.8   | 514.3   | 404.9   | 资产负债率             | 47.6%  | 22.5%    | 27.5%  | 33.0%  | 31.8%  |
| 应付票据         | 282.5   | 252.0   | 347.5   | 438.8   | 493.3   | 负债权益比             | 90.9%  | 29.0%    | 37.9%  | 49.3%  | 46.7%  |
| 其他流动负债       | 38.0    | 44.9    | 70.3    | 51.0    | 55.4    | 流动比率              | 1.83   | 4.12     | 4.25   | 2.95   | 3.40   |
| 长期借款         | 5.0     | -       | 200.0   | 200.0   | 300.0   | 速动比率              | 1.62   | 3.88     | 4.04   | 2.73   | 3.16   |
| 其他非流动负债      | 2.6     | 2.3     | 3.9     | 2.9     | 3.0     | 利息保障倍数            | 23.81  | -128.05  | -90.08 | 371.22 | 128.71 |
| <b>负债总额</b>  | 584.1   | 614.8   | 868.4   | 1,227.8 | 1,256.7 | <b>分红指标</b>       |        |          |        |        |        |
| 少数股东权益       | -       | -       | -       | -       | -       | DPS(元)            | -      | 1.20     | 0.57   | 0.97   | 1.59   |
| 股本           | 81.0    | 108.0   | 108.0   | 108.0   | 108.0   | 分红比率              | 0.0%   | 84.1%    | 25.9%  | 34.5%  | 46.0%  |
| 留存收益         | 555.8   | 2,005.0 | 2,182.0 | 2,381.4 | 2,582.5 | 股息收益率             | 0.0%   | 3.3%     | 1.6%   | 2.7%   | 4.3%   |
| <b>股东权益</b>  | 642.3   | 2,119.9 | 2,290.0 | 2,489.4 | 2,690.5 |                   |        |          |        |        |        |
|              |         |         |         |         |         | <b>现金流量表</b>      |        |          |        |        |        |
|              |         |         |         |         |         | (百万元)             | 2022A  | 2023A    | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|              |         |         |         |         |         | 净利润               | 260.0  | 167.0    | 238.7  | 304.4  | 372.4  |
|              |         |         |         |         |         | 加:折旧和摊销           | 12.9   | 14.8     | 14.2   | 14.2   | 45.2   |
|              |         |         |         |         |         | 资产减值准备            | 6.7    | 7.6      | -      | -      | -      |
|              |         |         |         |         |         | 公允价值变动损失          | -      | -1.8     | -      | -      | -      |
|              |         |         |         |         |         | 财务费用              | 13.0   | 2.5      | -3.1   | 1.0    | 3.4    |
|              |         |         |         |         |         | 投资收益              | -1.8   | -        | -0.9   | -0.9   | -1.0   |
|              |         |         |         |         |         | 少数股东损益            | -      | -        | -      | -      | -      |
|              |         |         |         |         |         | 营运资金的变动           | 65.3   | -277.4   | 111.1  | -60.0  | -65.9  |
|              |         |         |         |         |         | <b>经营活动产生现金流量</b> | 283.0  | -41.4    | 360.0  | 258.7  | 354.1  |
|              |         |         |         |         |         | <b>投资活动产生现金流量</b> | -8.7   | -1,085.9 | -159.1 | -373.1 | -52.0  |
|              |         |         |         |         |         | <b>融资活动产生现金流量</b> | -139.8 | 1,288.0  | 126.8  | -94.8  | -93.5  |
|              |         |         |         |         |         | <b>业绩和估值指标</b>    |        |          |        |        |        |
|              |         |         |         |         |         | EPS(元)            | 2.41   | 1.55     | 2.21   | 2.82   | 3.45   |
|              |         |         |         |         |         | BVPS(元)           | 5.95   | 19.63    | 21.20  | 23.05  | 24.91  |
|              |         |         |         |         |         | PE(X)             | 15.2   | 23.6     | 16.5   | 13.0   | 10.6   |
|              |         |         |         |         |         | PB(X)             | 6.1    | 1.9      | 1.7    | 1.6    | 1.5    |
|              |         |         |         |         |         | P/FCF             | 20.8   | -50.4    | 10.6   | -37.7  | 10.2   |
|              |         |         |         |         |         | P/S               | 2.8    | 3.5      | 2.6    | 2.2    | 1.8    |
|              |         |         |         |         |         | EV/EBITDA         | -      | 28.7     | 8.1    | 7.0    | 5.1    |
|              |         |         |         |         |         | CAGR(%)           | 5.4%   | 30.7%    | -9.8%  | 5.4%   | 30.7%  |
|              |         |         |         |         |         | PEG               | 2.8    | 0.8      | -1.7   | 2.4    | 0.3    |
|              |         |         |         |         |         | ROIC/WACC         | 3.4    | 3.5      | 3.6    | 4.3    | 3.3    |
|              |         |         |         |         |         | REP               | -      | 2.3      | 0.9    | 0.5    | 0.6    |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034