

麦加芯彩 (603062)

证券研究报告
2024年06月13日

风电叶片及集装箱涂料细分领域龙头

公司为风电叶片及集装箱涂料领军企业。公司自成立之初从事集装箱涂料经营业务，2009年开始自主研发风电叶片涂料产品，并于2010年推向市场切入风电叶片涂料领域。经过二十多年的行业深耕，公司已成为国内领先的风电叶片、集装箱领域的涂料供应商，客户覆盖下游头部制造厂商，为专精特新“小巨人”企业。

风电与集装箱行业景气上行带动公司营收及利润规模增长。近年来，公司涂料产品经营规模呈波动扩张趋势，主要受益于两方面因素，一是国内风电行业快速发展和全球集装箱行业景气度在疫情后上升至历史高位水平，带动对上游原材料涂料产品需求的显著增加；二是公司深耕环保型高性能涂料，在环保领域具备先发优势，契合涂料行业发展的政策要求，二者共同带来公司细分涂料产品市场份额由新市场进入者提升至行业龙头地位。

全球风电装机总量持续增长，公司风电涂料市占率国内第一。我国为全球风电总量装机最多的国家，未来全球风电装机预计持续增加。在“碳达峰、碳中和”的全球共识下，据GWEC预测，2023-2027年，全球预计将新增风电装机容量680GW。公司风电叶片产品已覆盖头部风电叶片制造商及终端风电整机制造厂，近年来公司在风电叶片涂料领域稳居行业冠军，市场领先地位得以不断巩固，随着海上风电高性能前缘保护材料等新产品推向市场，公司在海上叶片涂料领域的优势也将进一步巩固。

集装箱涂料需求2024年有望复苏，公司为头部供应商。集装箱制造呈现较高周期性，我国集装箱产量全球占比超90%。2023年为全球集装箱产量低谷，未来两年集装箱产量有望较2023年实现增长。公司是我国四大集装箱涂料供应商之一，2021-2022年公司的市占率由20年的13.0%分别提升至19.31%、约20%。公司水性集装箱涂料产品质量获市场认可，具备优质的客户群；产品覆盖前6大集装箱制造厂商，终端产品应用于8家全球前十的集装箱航运公司以及7家全球前十的集装箱租赁公司。此外，公司积极拓展工业涂料其他领域应用，提供业绩新增长极。在桥梁和钢结构涂料领域，目前公司已进入部分工程施工企业、钢结构制造公司的供应商名录，未来有望实现逐步放量。

“1+3+N”战略推动公司长期发展。公司已搭建起“1+3+N”发展战略目标，包含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，在坚守高端定位的前提下，不断扩充新的应用领域。

盈利预测与估值：结合公司主营业务市场竞争地位以及在风电塔筒涂料、船舶涂料、储能设备涂料在内的新应用领域不断探索，预计公司业绩有望保持平稳增长。归母净利润分别为2.5/3.1/3.9亿元，按照当前1.08亿股总股本计，对应EPS分别为2.30/2.92/3.64元/股，给予公司2024年20倍PE，对应目标价为45.9元/股，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

风险提示：宏观经济不及预期拖累经营业绩、研发进度不及预期风险、环境保护未达监管标准的风险、主要原材料价格波动风险、股价波动及测算具有主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,386.80	1,140.65	1,553.72	1,762.85	1,962.93
增长率(%)	(30.31)	(17.75)	36.21	13.46	11.35
EBITDA(百万元)	358.83	264.46	273.78	374.17	468.38
归属母公司净利润(百万元)	260.00	166.96	247.98	314.90	392.80
增长率(%)	(20.15)	(35.79)	48.53	26.99	24.74
EPS(元/股)	2.41	1.55	2.30	2.92	3.64
市盈率(P/E)	15.72	24.48	16.48	12.98	10.40
市净率(P/B)	6.36	1.93	1.73	1.52	1.33
市销率(P/S)	2.95	3.58	2.63	2.32	2.08
EV/EBITDA	0.00	19.91	8.29	5.32	3.40

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	37.84元
目标价格	45.9元

基本数据

A股总股本(百万股)	108.00
流通A股股本(百万股)	27.00
A股总市值(百万元)	4,086.72
流通A股市值(百万元)	1,021.68
每股净资产(元)	19.89
资产负债率(%)	21.65
一年内最高/最低(元)	93.00/35.08

作者

唐婕 分析师
SAC执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

杨滨钰 联系人
yangbinyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 风电叶片及集装箱涂料领军企业.....	5
1.1. 公司为工业涂料专精特新“小巨人”.....	5
1.2. 风电与集装箱行业景气上行带动公司营收及利润规模增长.....	7
1.3. “1+3+N”战略推动公司长期发展.....	10
2. 工业涂料市场规模持续扩张，市场份额集中头部企业.....	11
2.1. 涂料产品对原材料依赖度高，下游应用广泛.....	11
2.2. 全球涂料市场规模持续扩张，行业呈现寡头的供给格局.....	12
2.3. 我国是全球最大的涂料生产国，供给仍呈现较分散格局.....	13
3. 全球风电装机总量不断增长，公司国内风电涂料市占率第一.....	14
3.1. 我国为全球风电总量装机最多的国家，未来全球风电装机预计持续增加.....	14
3.2. 风电装机总量增加带动风电涂料需求提升.....	15
3.3. 中国风电涂料市场集中度高，公司位居市场份额第一.....	16
3.4. 风电塔筒涂料有望为公司带来长期增量.....	19
4. 集装箱涂料需求 2024 年有望复苏，公司为国内头部供应商.....	20
4.1. 集装箱制造呈现较高周期性，我国集装箱产量全球占比超 90%.....	20
4.2. 集装箱涂料以水性环保涂料为主。“油转水”加快国产化进程.....	21
4.3. 集装箱涂料行业进入壁垒高，公司为我国 TOP4 供应商.....	22
5. 拓展工业涂料其他领域应用，提供业绩新增长极.....	24
5.1. 公司桥梁和钢结构领域涂料未来有望实现逐步放量.....	24
5.2. 船舶涂料领域国产替代逐步推进.....	24
6. 盈利预测与估值.....	26
7. 风险提示.....	27

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	5
图 2：公司上下游产业链情况.....	5
图 3：公司股权结构.....	6
图 4：公司营业收入构成（分业务）.....	7
图 5：公司毛利额构成（分业务）.....	7
图 6：2023 年公司分业务毛利额.....	8
图 7：公司毛利率、净利率情况.....	8
图 8：风电涂料业务收入及毛利率.....	8
图 9：风电涂料业务销量及单价.....	8
图 10：集装箱涂料业务收入及毛利率.....	9
图 11：集装箱涂料业务销量及单价.....	9
图 12：其他工业涂料营业收入及毛利率.....	9

图 13: 其他工业涂料业务销量及单价	9
图 14: 公司“三费”费用率	9
图 15: 公司投资回报率	9
图 16: 公司研发投入及研发费用率	10
图 17: 公司研发人员及占比情况 (2022 年)	10
图 18: 公司“1+3+N”战略	10
图 19: 涂料行业产业链	11
图 20: 涂料行业上市公司成本构成 (2022 年)	11
图 21: 涂料行业主要原材料市场价格	11
图 22: 全球涂料市场规模及预测	12
图 23: 全球涂料生产份额地区分布情况 (2022 年, 产值)	12
图 24: 全球涂料细分应用领域分布情况 (按销售额, 2021)	12
图 25: 全球涂料供应商市场占有率情况 (按销售额, 2022 财年)	12
图 26: 我国涂料行业产量情况	13
图 27: 我国涂料细分应用领域占比情况 (按销售金额, 2021)	13
图 28: 我国涂料行业市场竞争格局 (2022 年)	13
图 29: 2016 -2022 年全国前 100 强涂料企业营业收入分布情况	13
图 30: 2010-2022 年全球风电累计装机量情况	14
图 31: 2010-2022 年中国风电累计装机容量及全球占比情况	14
图 32: 全球风电市场新增装机容量及预测	14
图 33: 风电叶片涂料产品体系	15
图 34: 风电叶片成本构成 (2017)	15
图 35: 公司风电涂料产品示意图	16
图 36: 我国风电涂料市场竞争格局 (2022 年)	17
图 37: 我国风电涂料品牌榜单 (2023 年)	17
图 38: 公司在头部风电叶片独立制造厂商的进入情况	18
图 39: 公司在主要终端风电整机制造厂商的进入情况	18
图 40: 我国集装箱产量与全球出口贸易总额情况	20
图 41: 国内出口集装箱运价指数	20
图 42: 全球集装箱制造企业竞争格局 (2022 年)	20
图 43: 2010-2027E 全球集装箱产量情况	21
图 44: 2010-2027E 全球集装箱产量结构情况	21
图 45: 集装箱涂料产品体系	22
图 46: 集装箱涂料竞争格局 (2012-2016 年市场份额平均水平)	22
图 47: 集装箱涂料竞争格局 (2020 年, 按销售额)	22
图 48: 我国桥梁钢结构产量情况	24
图 49: 公司其他工业涂料领域下游客户进入情况	24
图 50: 世界主要造船国家完工量与订单量占比情况 (2021)	25
图 51: 全球船舶涂料销量市占率情况 (2021 年)	25
图 52: 全球船舶涂料销售额市占率情况 (2021 年)	25
图 53: 全球船舶涂料市场份额供应商分布情况 (2021)	25

表 1: 公司涂料产品产能情况 (单位: 万吨)	6
表 2: 风电叶片涂料需求量测算	15
表 3: 公司风电涂料产品与行业标准对比	17
表 4: 公司风电涂料产品对应销量及占比	18
表 5: 风电塔筒涂料需求量测算	19
表 6: 全球集装箱涂料需求测算	22
表 7: 公司集装箱涂料产品对应销量及占比 (吨)	23
表 8: 公司在头部集装箱制造厂商、头部终端集装箱租赁及航运公司的进入情况	23
表 9: 公司募投项目实施完成后各主要生产基地产品 (单位: 万吨)	25
表 10: 公司主营业务营业盈利预测 (单位: 百万元)	26
表 11: 可比公司估值	27

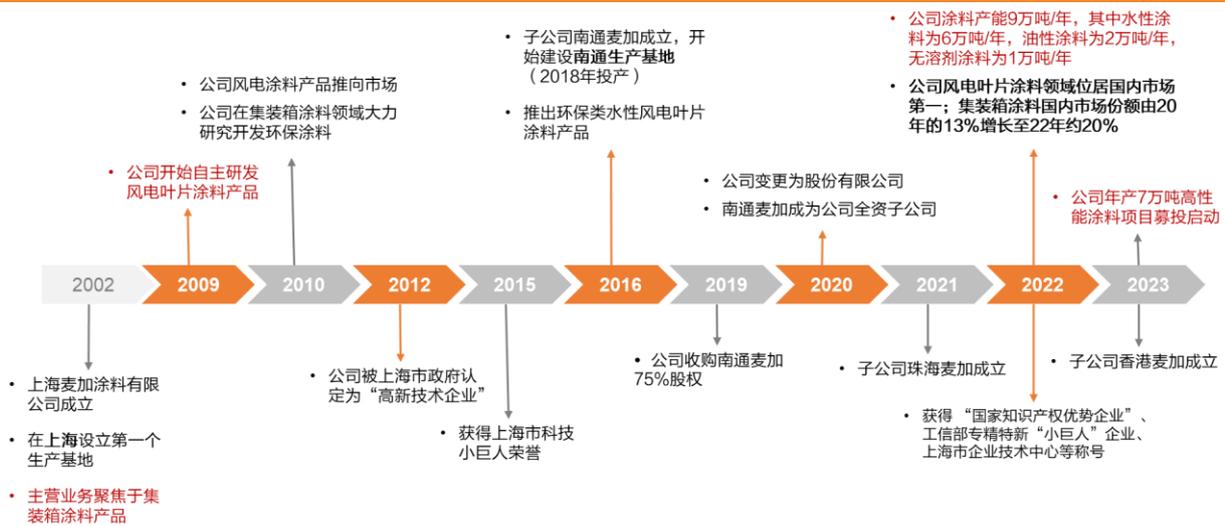
1. 风电叶片及集装箱涂料领军企业

1.1. 公司为工业涂料专精特新“小巨人”

麦加芯彩新材料科技（上海）股份有限公司（以下简称“麦加芯彩”或公司）于 2002 年在上海成立，主营高性能涂料产品的研发、生产及销售。公司自成立之初从事集装箱涂料经营业务，2009 年开始自主研发风电叶片涂料产品，2010 年推向市场。

经过二十多年行业深耕，公司已成为国内领先的风电叶片、集装箱领域的涂料供应商，客户覆盖下游头部制造厂商，为专精特新“小巨人”企业。2022 年，公司在风电叶片涂料领域市占率位居国内第一，下游客户覆盖国内前 9 大风电叶片独立制造厂商，终端产品应用于前 10 大风电整机制造厂商；在集装箱涂料领域，公司为全球四大生产厂商之一，产品覆盖全球前 6 大集装箱制造厂商，终端产品应用于 8 家全球前十的集装箱航运公司以及 7 家全球前十的集装箱租赁公司。

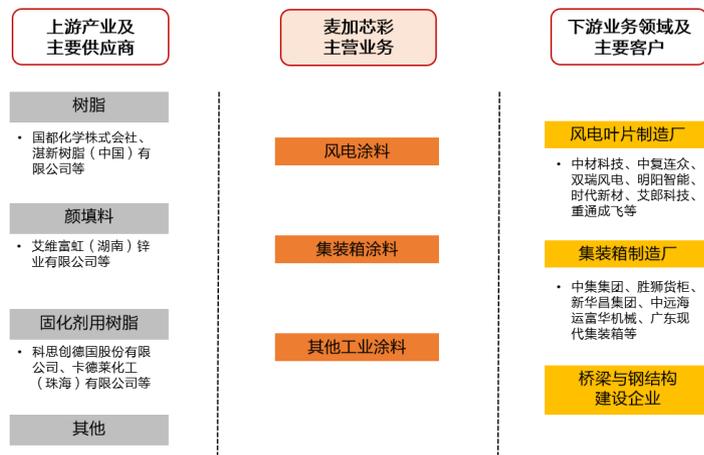
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、公司公告，天风证券研究所

公司产品集中在工业涂料领域，按照下游应用领域划分为风电涂料、集装箱涂料以及其他工业涂料，上游原材料主要有树脂、固化剂用树脂、颜填料等。下游客户方面，公司涂料产品分别主要对应于风电叶片制造厂、集装箱制造厂，以及桥梁与钢结构建设企业。公司已经成为国内风电叶片涂料和集装箱涂料的头部企业之一，并正在向风电塔筒涂料、船舶涂料、港口设备涂料、储能设备涂料等相关工业涂料领域进行开拓。

图 2：公司上下游产业链情况



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司拥有上海、南通、珠海三个生产基地，根据公司招股说明书，截至 2023 年 11 月，具备涂料产能合计 9 万吨/年；其中上海生产基地产能 2 万吨/年；南通生产基地产能 7 万吨/年。公司 IPO 募投项目规划在珠海工厂新增高性能涂料产能 7 万吨/年，未来上海生产基地将停产并改建成为总部及研发中心。据公司公告，珠海项目于 2023 年 12 月开工建设，计划约一年完成土建施工，随后进行产线安装。珠海工厂投产后，南通和珠海两生产基地合计总产能将达 14 万吨/年。

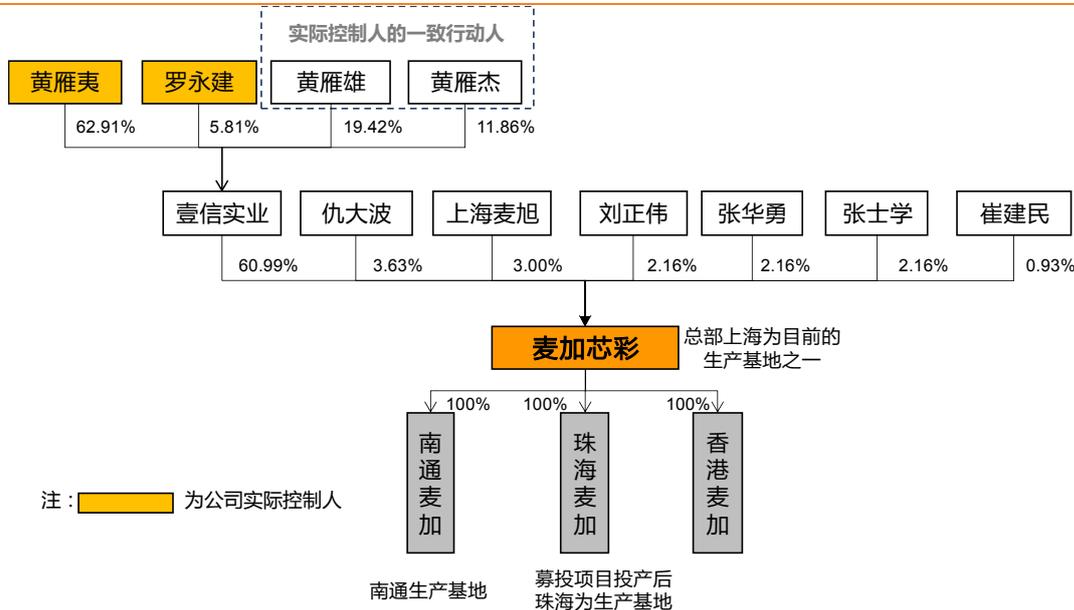
表 1：公司涂料产品产能情况（单位：万吨）

基地	主要产品	2020年	2021年	2022年	2023年	在建产能	达产后产能
上海基地	水性涂料	2	2	2	2	未来关闭，转为公司研发和管理总部	-
	水性涂料	5	5	4	4		4
南通基地	油性涂料	2.1	2	2	2		2
	无溶剂涂料			1	1		1
珠海基地 (IPO 项目)	水性涂料及辅料					4	4
	无溶剂涂料及辅料					1	1
	溶剂型涂料及辅料					1.85	1.85
	稀释剂					0.15	0.15
总计		9.1	9	9	9	7	14

资料来源：公司招股说明书，公司官网，天风证券研究所

公司股权稳定，员工持股平台提升公司凝聚力。截至 2024 年一季报，公司控股股东为壹信实业，直接持有公司 60.99%的股权；公司实际控制人为黄雁夷与罗永键（母子关系），合计持有壹信实业 68.72%的股权；公司实际控制人的一致行动人为黄雁雄与黄雁杰（均为黄雁夷弟弟），合计持有壹信实业 31.28%的股权。公司 2020 年设立员工持股平台——上海麦旭，其直接持有公司 3.00%的股权。公司下属有 3 家全资子公司，分别为南通麦加、珠海麦加（此二为生产基地）和香港麦加（负责境外市场开拓）。

图 3：公司股权结构



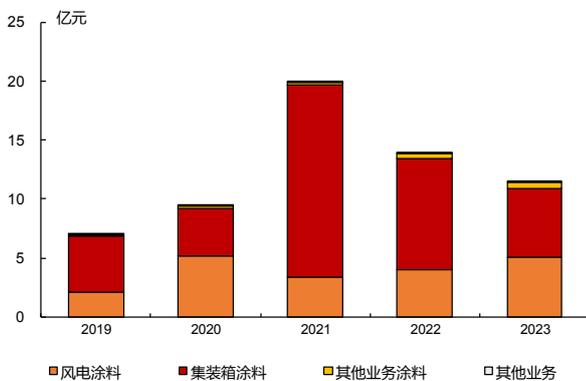
资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

1.2. 风电与集装箱行业景气上行带动公司营收及利润规模增长

2019年以来，公司涂料产品经营规模呈波动扩张趋势，主要受益于两方面的因素，一是国内风电行业的快速发展和全球集装箱行业景气度在疫情后上升至历史高位水平，带动对上游涂料产品需求的显著增加；二是公司深耕环保型高性能涂料，在环保领域具备先发优势，契合涂料行业发展的政策要求；二者共同带来公司细分涂料产品市场份额由新市场进入者提升至行业龙头地位。

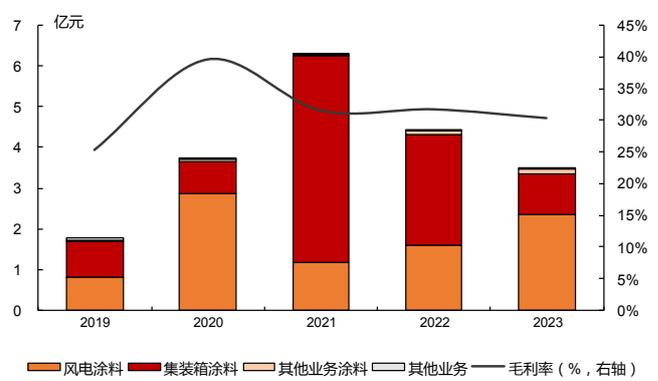
2019-2022年，公司营业收入由7.01亿元增长至13.87亿元，CAGR为25.6%，其中2021年收入规模达到阶段性历史高点19.90亿元，同比增长111.5%。同期，公司归母净利润由2019年的0.29亿元增长至2022年的2.60亿元，CAGR达到107.7%，其中2021年实现净利润3.26亿元，同比增长85.38%。2023年，公司营业收入和归母净利润分别为11.41亿元和1.67亿元，分别同比-17.75%、-35.79%。2024年第一季度，公司营业收入和归母净利润分别为3.02亿元和0.28亿元，同比+31.02%、-49.84%；我们认为该季度公司增收不增利主要由于集装箱涂料产品价格较低带来毛利率水平低，以及风电涂料在每年Q1通常为销售淡季。

图 4：公司营业收入构成（分业务）



资料来源：Wind，公司招股说明书，天风证券研究所

图 5：公司毛利额构成（分业务）



资料来源：Wind，公司招股说明书，天风证券研究所

分业务看，公司风电涂料业务经营业绩主要受下游风电新增装机量规模以及环保要求的影响。2019-2023年，公司风电涂料业务营收分别为2.09/5.21/3.42/4.01/5.10亿元，对应毛利分别为0.82/2.87/1.17/1.61/2.37亿元。其中2020年为陆上风电企业为实现“抢装”，对风电材料需求大幅提升，同时下游客户存在环保减排的要求，对公司售价较高的高环保性能涂料产品需求增加，公司该年度营收及毛利同比实现明显增长。2021年，随着国内陆上风电“抢装潮”褪去，当年陆上风电新增装机量较上年有所下降，公司主要客户如中材科技、时代新材等减少部分风电叶片涂料产品采购量，因此该年公司风电涂料销售收入较上年有所下滑。2022年，我国风电项目招标量同比上升，终端装机需求增长，对应公司2022年风电涂料产品营收及净利润业绩同比增长。2023年，风电行业装机量同比大幅增长，且行业竞争格局相对集中及原材料价格下降，公司风电涂料业务营收及毛利率同比实现增长。

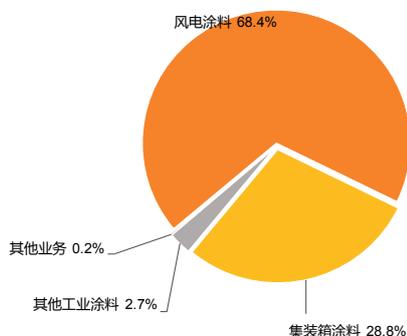
而公司集装箱涂料业务具有明显的周期性特征，收入及毛利波动趋势与下游集装箱涂料市场的整体波动趋势基本保持一致。2019-2023年，公司集装箱涂料业务营收分别为4.75/3.97/16.30/9.40/5.84亿元，对应毛利分别为0.85/0.76/5.06/2.72/0.99亿元。整体上看，2021年起，全球集装箱行业景气由历史高位到逐步回落调整；2021年集装箱生产、国际集装箱运输市场位于历史高位，公司所处的上游集装箱涂料领域供不应求，对应公司集装箱涂料收入呈现快速增长，而22Q4开始，市场需求明显回落，行业进入调整阶段，受此影响2022-2023年公司的集装箱涂料收入有所下滑。

公司其他工业涂料主要应用于桥梁、钢结构领域的设备防腐。2019-2023年，公司该业务营收分别为0.12/0.18/0.17/0.45/0.45亿元，对应毛利分别为529/631/362/683/945万元。公司进入其他工业涂料领域的时间较晚，2021-2023年营收规模逐步扩大增加。

2019-2023年，公司销售毛利率分别为25.2%/39.7%/31.6%/31.7%/30.3%，销售净利率分别为

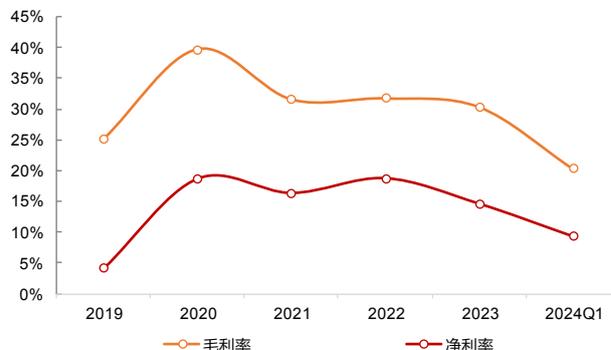
4.2%/18.7%/16.4%/18.8%/14.6%。2020 年，公司高毛利的风电涂料产品销售占比提升，带动综合毛利率的提升；2021 年，公司集装箱涂料业务快速发展，收入占比超过 80%，因此当年综合毛利率与集装箱涂料产品毛利率水平相近；2022-2023 年，受风电涂料业务收入占比及毛利率持续增长带动，公司毛利率逐步提升。2024 年一季度，公司销售毛利率/销售净利率分别为 20.37%、9.36%，分别同比-16.9、-15.1pcts；环比-1.6、+6.2pcts。

图 6：2023 年公司分业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

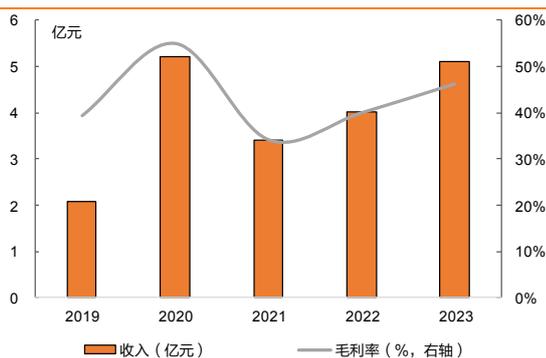
分业务看公司产品销量及单价，

(1) 风电涂料领域：

2020 年销售单价较高，同比上涨 12.5%至 5.67 万元/吨，主要系客户中材科技因环保要求大量采购公司价格较高的水性及无溶剂涂料产品。2021 年，由于市场需求透支，公司为增强客户粘性，巩固市占率，对主要客户产品报价有所降低，售价回落至 4.95 万元/吨。2022 年均价保持稳定，2023 年，部分客户年度中标价格有所下调，而部分客户采购的水性涂料产品比例提升，多种因素导致 23 年均价较 22 年下滑 17.35 万元/吨至 4.12 万元/吨；但受益于行业竞争格局相对集中及原材料价格下降，公司风电涂料毛利率为 46.35%，维持高位。

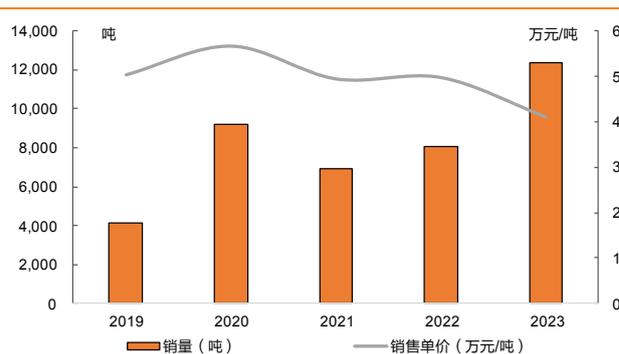
销量方面，2020 年销量为 9189 吨处于高位；2021 年市场需求前置导致销量同比回落 24.7%至 6919 吨；2022 年行业回暖销量回升；2023 年风电行业保持高景气度，公司风电涂料销量同比增长 53.9%至 1.24 万吨。

图 8：风电涂料业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：风电涂料业务销量及单价



资料来源：公司公告，天风证券研究所

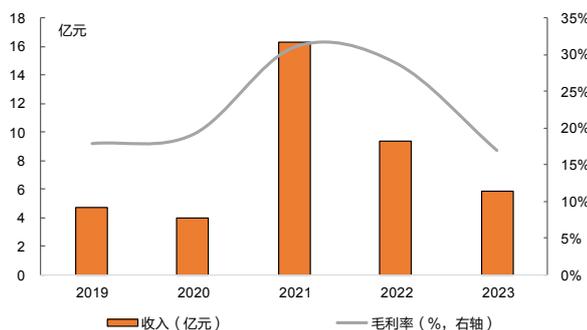
(2) 集装箱涂料领域：

2020 年下半年起，因集装箱结构性和地域性短缺，集装箱呈现供不应求、价格上涨。受此影响，集装箱涂料需求端显著增长，产品“量价齐升”，2021 年公司集装箱涂料产品均价为 2.15 万元/吨，同比增长 30.1%。2022 年前三季度，集装箱市场保持较高景气水平，Q4 开始降温，公司相应下调产品售价。2023 年，集装箱行业经历行业低谷，公司集装箱涂料收入及毛利率水平下降，公司产品平均售价同比下滑 25.0%至 1.64 万元/吨。

销量方面，公司集装箱涂料销量的波动与下游行业景气波动趋势保持一致；2021 年公司集

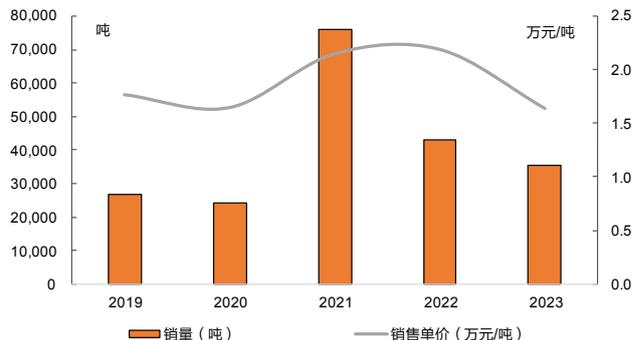
装箱涂料销量为 7.59 万吨,同比增幅达到 215.3%;2022 年回落至 4.3 万吨,同比下降 43.4%;2023 年为 3.56 万吨,同比下降 17.2%。

图 10: 集装箱涂料业务收入及毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

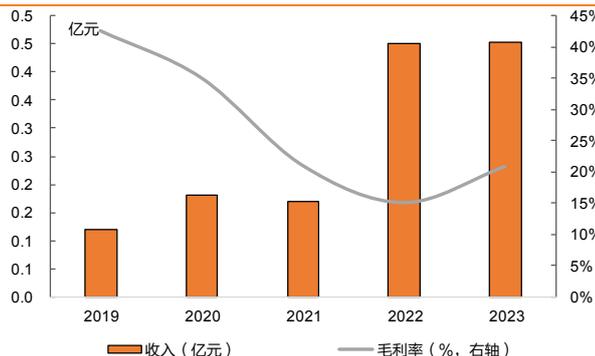
图 11: 集装箱涂料业务销量及单价



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

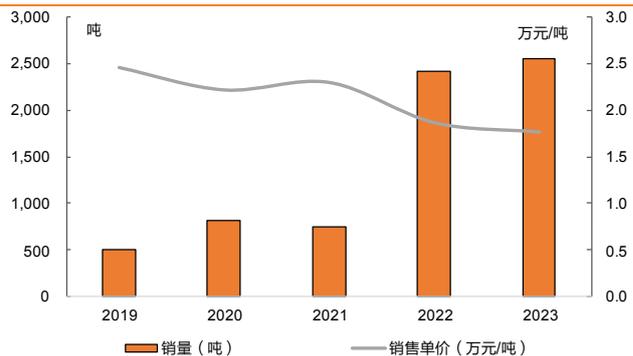
(3) 其他工业涂料领域, 由于公司较晚切入该领域, 为开拓市场和提高竞争力, 其销售均价整体呈下降趋势。其中, 2022 年均价为 1.87 万元/吨, 同比下降 18.5%, 主要是新增客户采购低价品种所致。2023 年, 单价同比下降 5.35%至 1.77 万元/吨。销量方面, 其他工业涂料整体呈上升趋势, 2022 年销售 2414 吨, 同比增幅达 222.28%, 实现了台阶式增长, 主要系公司桥梁与钢结构涂料业务放量, 2023 年销量为 2560 吨, 较上年度保持增长态势 (yoy+6.0%)。

图 12: 其他工业涂料营业收入及毛利率



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

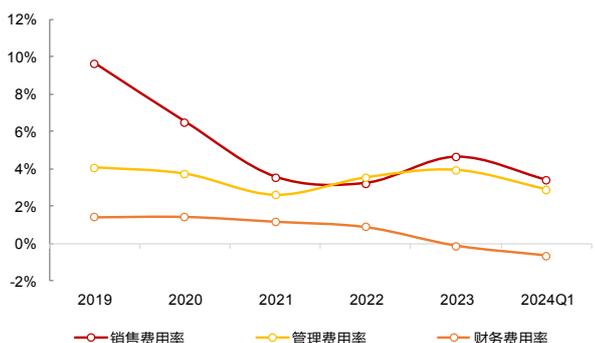
图 13: 其他工业涂料业务销量及单价



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

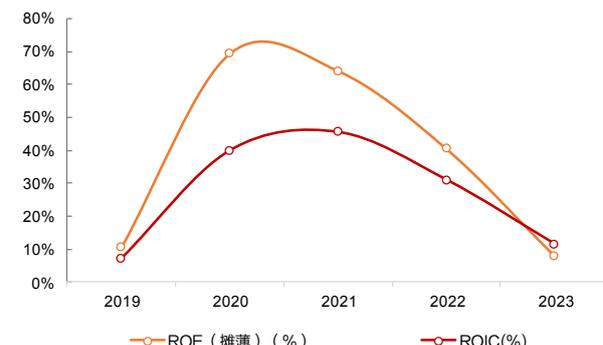
控费能力持续提升, 期间投资回报率呈现较高水平。2019 年, 公司销售/管理/财务费用率合计 15.1%, 2023 年上述三项费用率合计下降 6.7pcts 至 8.46%, 其中销售/管理费用率分别下降 5.0/0.1pcts, 体现公司较强的成本管理能力。2020-2022 年公司经营期间投资回报率呈现较高水平, ROE 分别为 69.5%/64.1%/40.5%, ROIC 分别为 40.0%/45.6%/31.0%。

图 14: 公司“三费”费用率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 公司投资回报率

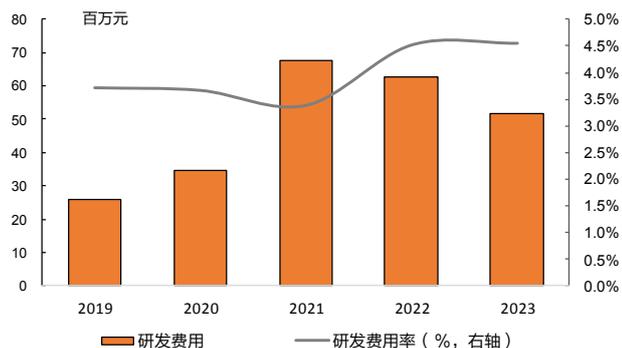


资料来源: Wind, 天风证券研究所

研发投入方面，2019-2023 年，公司研发投入分别为 0.26/0.35/0.68/0.63/0.52 亿元，研发费用率分别为 3.7%/3.7%/3.4%/4.5%/4.6%。截至 2023 年，公司员工总数为 362 人，其中研发人员 90 人，占公司员工总数的比例为 24.86%；根据 2022 年数据，公司研发人员占比明显高于同行可比公司。

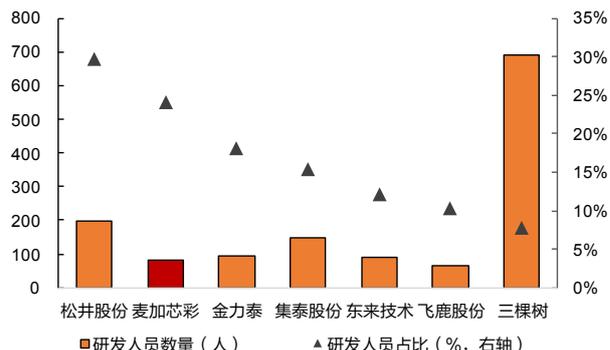
公司坚持以科技创新为主线，重点开发高等级水性环保产品，致力于低碳环保、防腐蚀、抗冲击、耐雨蚀和抗结冰等产品的研发和应用，截至 2023 年 9 月 30 日，公司及其子公司拥有的专利权共 70 项，其中发明专利共计 9 项，实用新型专利共计 60 项，外观设计专利共计 1 项，并形成与涂料相关的 4 个核心体系。2023 年，公司共投入 5000 余万元用于研发，推进中的研发项目共 23 个，涵盖船舶、光伏、储能、吸波、重防腐等不同领域。

图 16：公司研发投入及研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：公司研发人员及占比情况（2022 年）



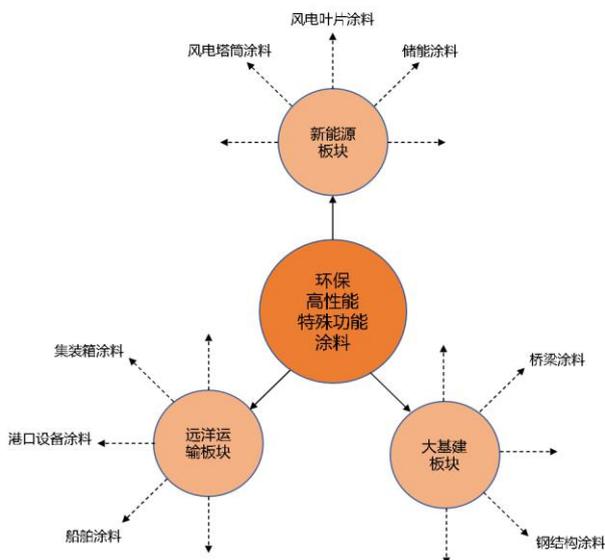
资料来源：公司招股说明书、各公司公告，天风证券研究所

1.3. “1+3+N” 战略推动公司长期发展

公司专注于环保、高性能、特殊功能涂料，在此基础上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，并每个板块中，在坚守高端定位的前提下，持续扩充新的应用领域，由此构成了公司的“1+3+N”发展战略目标，推动公司长期稳健发展。

具体地，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，目前已切入头部终端风电整机厂的塔筒涂料供应商名录。在新能源领域和远洋运输板块，目前公司已分别形成“储能箱用环保型防腐配套的研发”和“远洋轮船涂料系列开发”的在研项目进行技术研发和储备。在大基建板块，公司将针对外资品牌占据主要份额的大吨位桥梁涂料领域持续发力，加快国产替代步伐。

图 18：公司“1+3+N”战略



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

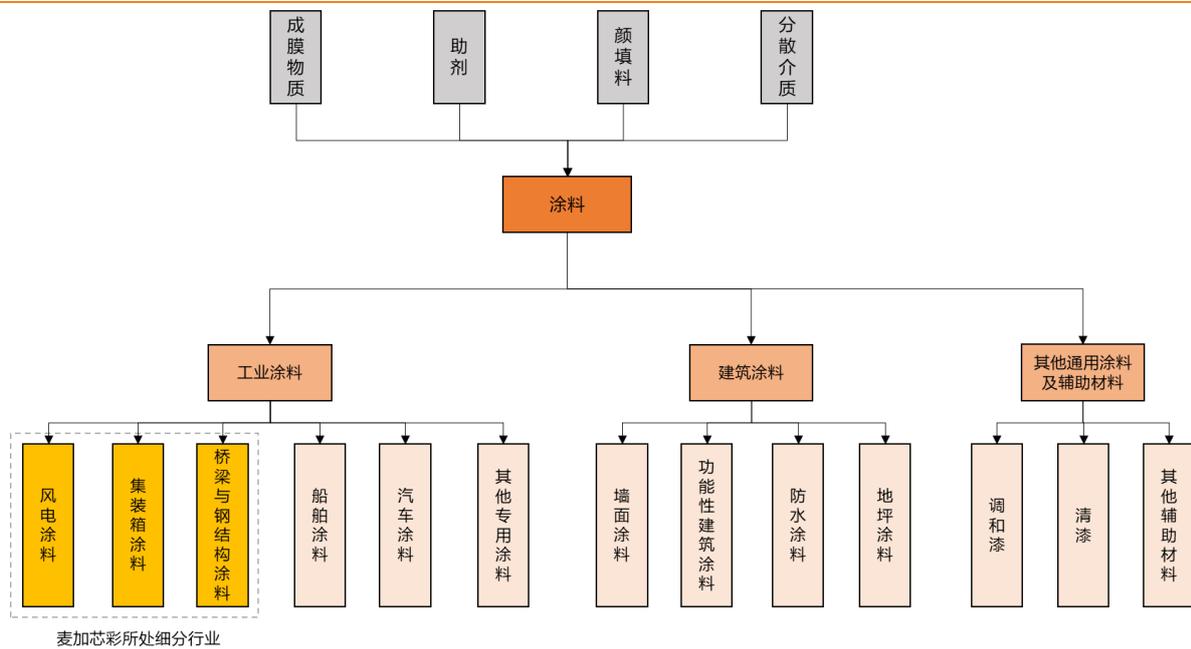
2. 工业涂料市场规模持续扩张，市场份额集中头部企业

2.1. 涂料产品对原材料依赖度高，下游应用广泛

涂料是涂覆在被保护或装饰的物体表面，并能与被涂物形成牢固附着连续薄膜，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。涂料下游广泛应用于国民经济的各个领域，包括建筑、机械制造、交通运输、轻工、化工以及国防尖端工业等行业。

根据溶剂种类，涂料分为水性涂料、油性涂料、无溶剂涂料及粉末涂料；根据应用领域，又可分为工业涂料、建筑涂料、其他通用涂料及辅助材料。目前麦加芯彩公司产品主要集中在工业涂料领域下的风电涂料、集装箱涂料，以及包括桥梁与钢结构涂料在内的其他工业涂料。未来，随着公司业务的拓展以及募投项目的实施，公司有望继续巩固在风电涂料和集装箱涂料领域的优势地位，并陆续扩展风电塔筒涂料、船舶涂料等在内的新应用领域。

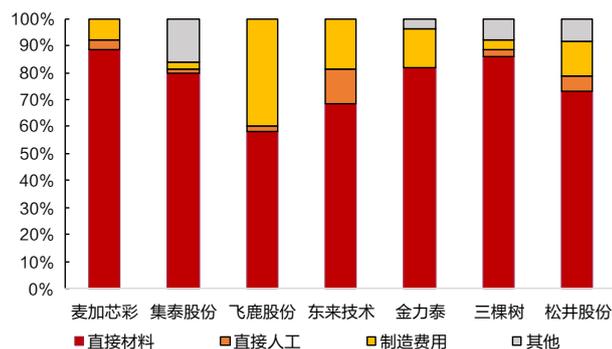
图 19：涂料行业产业链



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

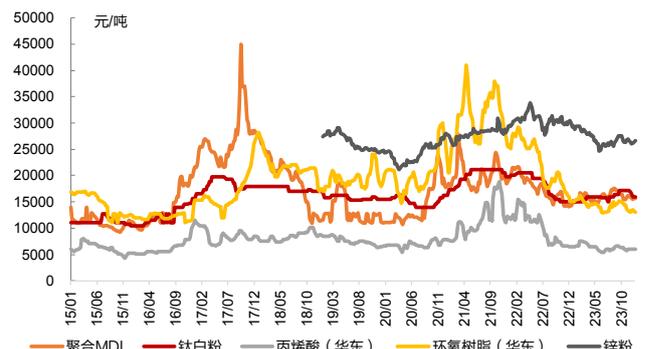
涂料对原材料依赖度较高，原材料约占涂料成本的 80%。在上游材料中，涂料最基础物质是成膜物质，其决定了涂料的韧性、对底材的附着力、涂层的物理化学及机械性能等。其中，树脂包括聚氨酯、环氧树脂以及丙烯酸等类型。除成膜物质外，涂料原材料还包括颜填料（如钛白粉、锌粉）、助剂等。涂料的成本构成中，原材料成本占比约 80%，为最主要的组成成分，其价格波动影响涂料行业的成本水平。

图 20：涂料行业上市公司成本构成（2022 年）



资料来源：各公司招股说明书、各公司公告，天风证券研究所

图 21：涂料行业主要原材料市场价格



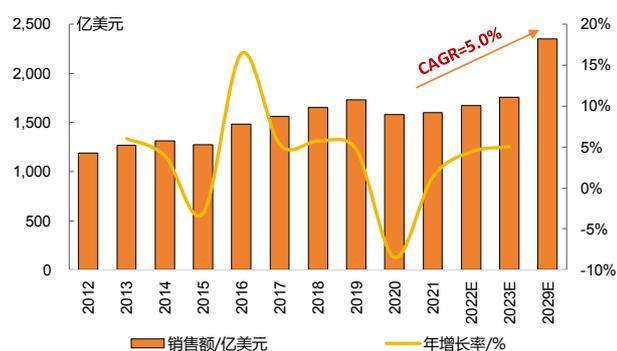
资料来源：Wind、百川盈孚、隆众资讯，天风证券研究所

2.2. 全球涂料市场规模持续扩张，行业呈现寡头的供给格局

全球涂料市场规模整体呈现稳步增长态势。据世界涂料理事会（WCC）和 Orr & Boss 咨询有限公司统计，全球涂料行业市场规模由 2012 年的 1192 亿美元增长至 2021 年的 1710 亿美元，CAGR 为 3.3%；需求的增长主要来源于全球建筑业投资增长、汽车工业发展、城市人口增加及整体经济改善。根据 Fortune Business Insight 预测，到 2029 年全球涂料市场规模预计将增长到 2351 亿美元，预计 2022 年至 2029 年的 CAGR 为 5.0%。

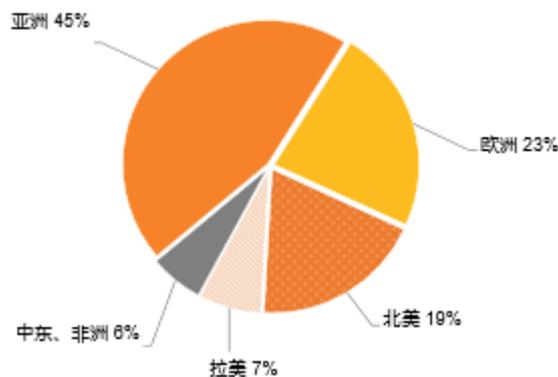
亚洲地区为全球涂料最大的生产和销售市场，占据全球近半的涂料市场。据 Orr&Boss 咨询公司统计，亚洲是全球最大的涂料生产地区，生产份额（产值）占比约 45%（2022 年），主要由于亚太地区制造业体量大，且在劳动力成本和原材料价格方面具备相对优势，大型涂料生产商在亚太地区均有投建工厂；其中，中国约占亚太地区的 60%（2021 年）。欧洲、北美、拉美、中东及非洲则分别占据全球 23%、19%、7% 及 6% 的涂料市场生产份额（22 年）。

图 22：全球涂料市场规模及预测



资料来源：Fortune Business Insight、《2021 年全球涂料行业发展及展望》
刘泽曦、公司招股说明书，天风证券研究所

图 23：全球涂料生产份额地区分布情况（2022 年，产值）

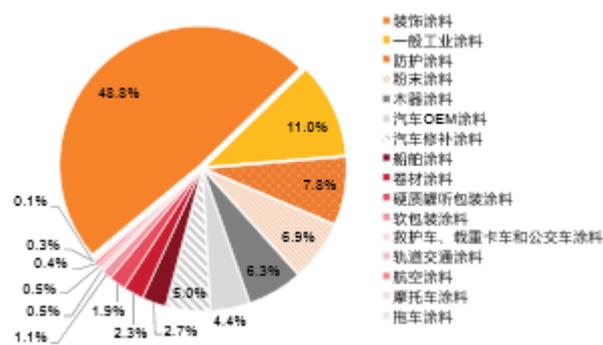


资料来源：Orr&Boss、公司招股说明书，天风证券研究所

从全球涂料细分应用领域看，装饰涂料为最大的细分市场领域，占全球涂料市场份额（按销售额）的 48.8%（2021 年）；一般工业涂料、防护涂料、粉末涂料、木器涂料、汽车修补涂料市场份额占比分别为 11.0%、7.8%、6.9%、6.3%、5.0%。

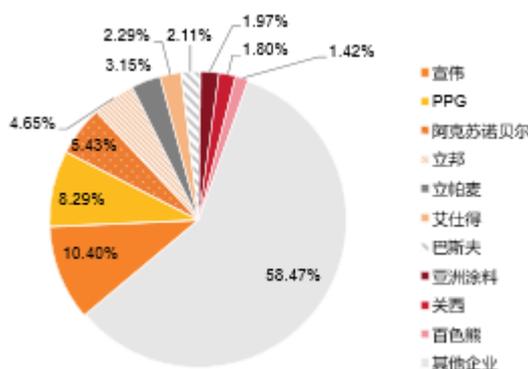
从涂料供应商格局上看，全球涂料市场集中度逐步提高。据涂界数据统计，2022 财年全球前十大涂料制造商总销售收入为 884.11 亿美元，占全球涂料市场总收入的 41.53%；其中，全球排名前 5 名的宣伟、PPG、阿克苏诺贝尔、立邦、立帕麦市占率分别为 10.4%、8.29%、5.43%、4.65%、3.15%。

图 24：全球涂料细分应用领域分布情况（按销售额，2021）



资料来源：《2021 年全球涂料行业发展及展望》刘泽曦、WCC，天风证券研究所

图 25：全球涂料供应商市场占有率情况（按销售额，2022 财年）



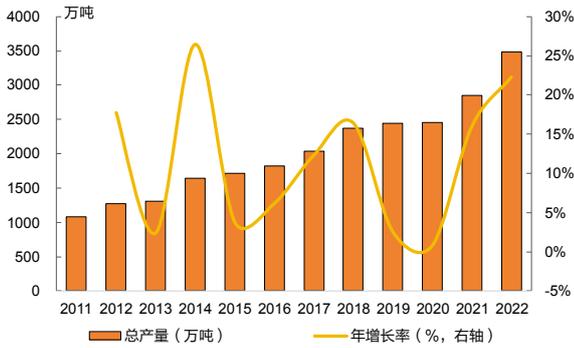
资料来源：涂界，天风证券研究所

2.3. 我国是全球最大的涂料生产国，供给仍呈现较分散格局

我国是全球第一大涂料生产国，过去 10 年国内涂料行业发展较快，建筑涂料为最主要细分应用领域。据中国涂料工业协会、国家统计局数据显示，2011 年我国涂料总产量为 1080 万吨，到 2022 年增长至 3488 万吨，CAGR 为 11.3%。

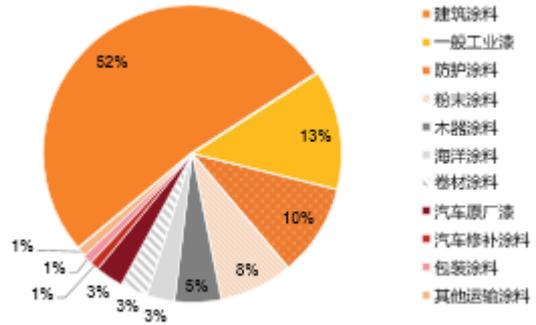
我国与全球涂料下游应用细分领域结构较为趋同，根据中国涂料协会数据，按照 2021 年销售金额，建筑为我国涂料最主要下游应用领域，占市场份额的 52%，其次为一般工业漆、防护涂料、粉末涂料、木器涂料等，市场份额占比分别为 13%、10%、8%、5%。

图 26：我国涂料行业产量情况



资料来源：公司招股说明书、中国涂料工业协会、国家统计局，天风证券研究所

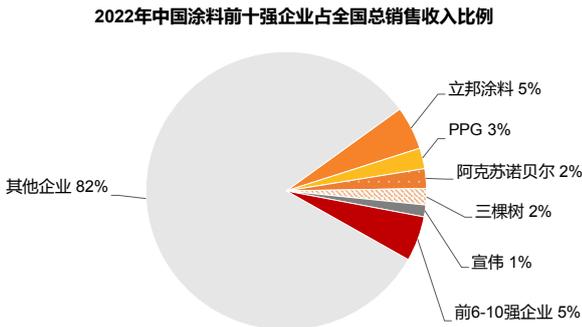
图 27：我国涂料细分应用领域占比情况（按销售金额，2021）



资料来源：中国涂料工业协会，天风证券研究所

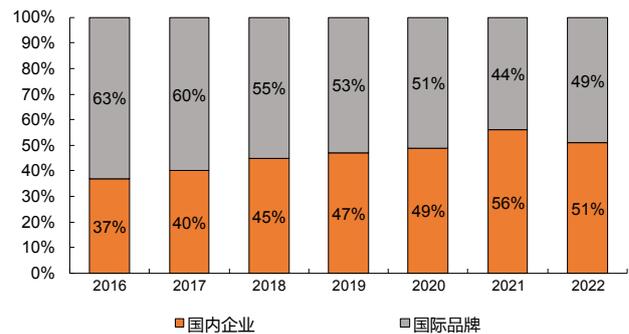
相较于全球市场，我国涂料市场竞争格局仍较为分散，且国际涂料企业在我国本土占据较大的市场份额。据涂界数据统计，2022 年我国涂料前十大企业占全国总销售额比例的 18.10%，其中全国排名前 5 的涂料企业分别是立邦涂料、PPG、阿克苏诺贝尔、三棵树和宣伟，市占率分别为 5.04%、2.40%、2.28%、1.90%和 1.37%。2016-2022 年，国际品牌企业在我国本土占据较大的市场份额，但该比例呈现逐年下降的趋势；其中，2016 年国际品牌企业销售收入在我国前 100 强企业中占比约 63%，到 2022 年该比例下降至 49%，我国涂料行业本土品牌市场竞争力正逐步提升。

图 28：我国涂料行业市场竞争格局（2022 年）



资料来源：公司招股说明书、涂界，天风证券研究所

图 29：2016-2022 年全国前 100 强涂料企业营业收入分布情况



资料来源：公司招股说明书、涂界，天风证券研究所

3. 全球风电装机总量不断增长，公司国内风电涂料市占率第一

3.1. 我国为全球风电总量装机最多的国家，未来全球风电装机预计持续增加

全球风电装机总量持续提升，我国为全球风电装机总量最多的国家。根据 GWEC 统计，2010-2022 年，全球风电总装机容量由 198GW 增长至 906GW，CAGR 为 13.51%。中国风电装机总量发展速度较快，在全球风电中的占比持续提高。2010 年，我国风电装机总量为 44.7GW，2022 年增长至 365.4GW，CAGR 为 19.1%，高于全球同期增速；对应全球风电装机总量占比由 22.6%提升至 40.3%，为全球第一大风电装机总量的国家。

图 30：2010-2022 年全球风电累计装机量情况



资料来源：GWEC、公司招股说明书，天风证券研究所

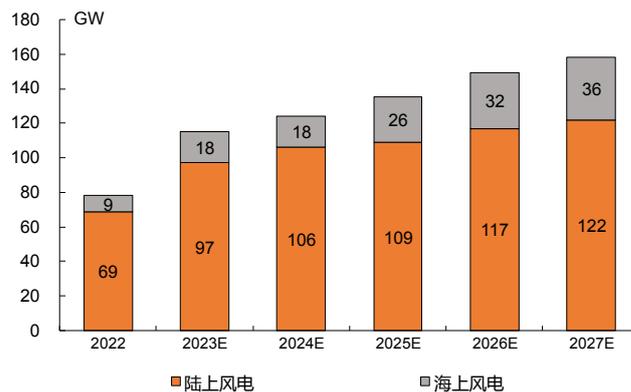
图 31：2010-2022 年中国风电累计装机容量及全球占比情况



资料来源：GWEC、国家能源局、公司招股说明书，天风证券研究所

我国及全球的风电装机容量预计将继续增加。2018 年，我国风电新增装机容量为 21.14GW；2020 年为陆上风电项目上网电价享受国家补贴的最后一年，为了赶在 2020 年底前完成项目并网，风电企业纷纷“抢装”，当年陆风新增装机容量为 68.6GW，海风新增装机 3.1GW，全年共新增 71.7GW。随着风电经济性的持续提升和风电并网消纳问题的逐步解决，同时在政府政策的大力支持下，我国风电产业预计将保持稳定增长态势。据 GWEC 预测，2023-2027 年，全球预计将新增风电装机容量 680GW，其中 130GW 为海上风电新增装机。

图 32：全球风电市场新增装机容量及预测



资料来源：GWEC、公司招股说明书，天风证券研究所

3.2. 风电装机总量增加带动风电涂料需求提升

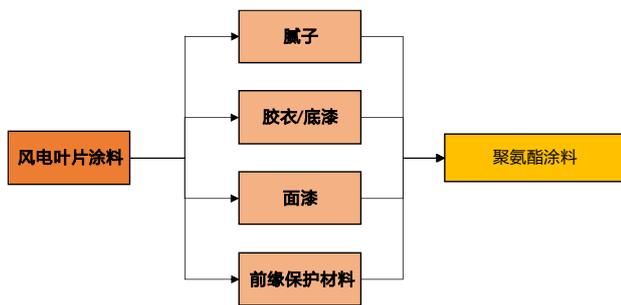
风电叶片是风机设备的核心部分。风电叶片是使风力发电机风轮旋转并产生气动力的重要零部件，直接影响风能的转换效率和年发电量，是风力发电机的核心部件之一。我国是全球风电叶片最主要的生产国，已形成较为完善的产业链，贡献全球约 60% 的风电叶片供应量（根据 GWEC 统计数据，2022 年我国拥有全球 60% 的风电叶片制造产能）。

风电设施防腐涂料可以分为海上风电、陆上风电，主要包括塔筒涂料、叶片涂料、基桩涂料、变压器涂料、整流罩与机舱罩涂料、电器柜涂料、发电机等舱内设备涂料等。其中，风电叶片涂料为风电叶片上涂装的防护涂层，能够保障风电叶片在恶劣的环境下长期、稳定的运转，并使叶片具备优良的耐候、耐磨、防雨蚀等性能。

目前风电叶片涂料领域主要采用聚氨酯体系，产品主要包括腻子、胶衣/底漆、面漆以及前缘保护材料等。从风电叶片的成本构成看，涂料占比较低，约占总成本的 4%，但是一旦出现质量问题则需要很高的成本进行维护或修补，客户对价格敏感度低，导致行业新进入者壁垒高。技术方面，行业内正在朝着无溶剂及水性化方向发展，从生产到使用的全过程 VOCs 排放较少，在保证防护性能与油性涂料相同标准的情况下，更加环境友好，符合国家的环保要求。

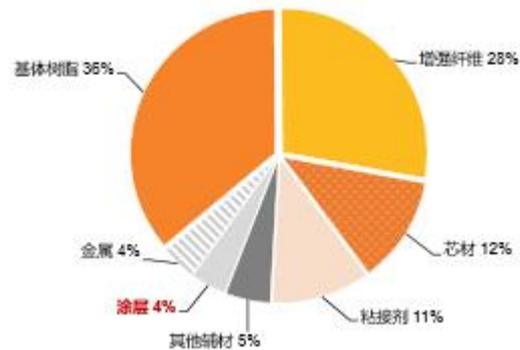
同时，在环保化的基础上，风电叶片涂料未来需要在提高固体物质含量的同时，保持较快的风干速率，提高涂装施工效率。此外，由于海上风电对风电叶片的抗雨蚀性能和抗结冰性能要求更高，对应叶片涂料也有更高的性能要求，例如要求叶片具有高表面疏水性和高表面耐候性，以减少叶片表面结冰。

图 33：风电叶片涂料产品体系



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 34：风电叶片成本构成（2017）



资料来源：《复合材料结构设计对风电叶片成本的影响》丁焱等，天风证券研究所

据 GWEC 预测，2024-2025 年预计全球新增风电装机量分别为 124/135GW，据我们预测，2024-2025 年预计我国风电新增装机量分别为 86/97GW，预按照单位风电新增装机容量对应的风电叶片涂料使用量约 502 吨/GW，预计 2024-2025 年我国风电叶片涂料的需求量分别为 4.32、4.87 万吨，每年同比增速分别为 13.3%、12.9%。

表 2：风电叶片涂料需求量测算

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球风电新增装机量（GW）	93	93	69	118	124	135
中国风电新增装机量（GW）	54.4	47.6	49.8	75.9	86	97
单位风电新增装机容量对应风电叶片涂料销量（吨/GW）	502					
我国风电叶片涂料新增需求量（万吨）	2.73	2.39	2.50	3.81	4.32	4.87
全球风电叶片涂料新增需求量（万吨）	4.67	4.67	3.46	5.92	6.22	6.78

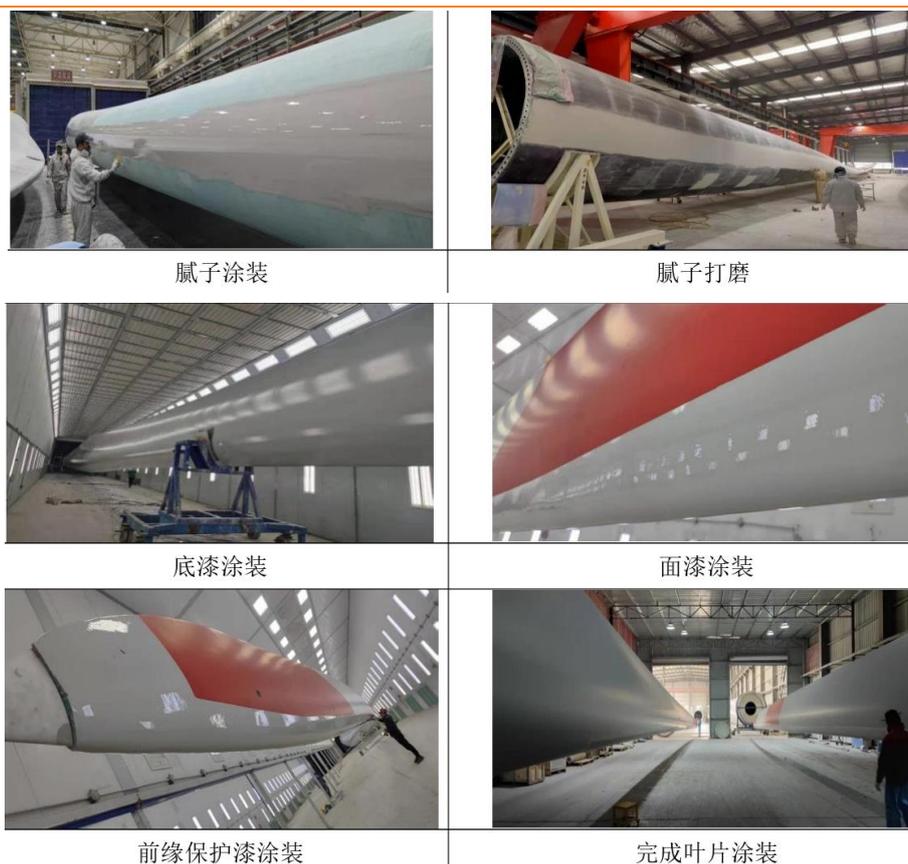
资料来源：公司招股说明书、GWEC、公司公告、中国日报中文网、北极星风力发电网、彭博新能源财经等，天风证券研究所；注：24-25 年中国风电新增装机量预测值来自天风电新团队《金盘科技:干变+储能双轮驱动，数字化赋能加速成长》

3.3. 中国风电涂料市场集中度高，公司位居市场份额第一

中国风电涂料市场集中度较高，CR10 约占总市场份额的 83.7%。据涂界统计，2022 年我国风电涂料市场前十大企业实现销售额约 18.4 亿元，占全国风电涂料市场总收入比例为 83.7%，呈现出较高的行业集中度。

公司从 2009 年起进入风电行业，长期专注于风电设备防护涂料等前沿技术研究和应用，产品包括腻子、油性底漆、无溶剂水油两用配套水性底漆、油性面漆、水性面漆、前缘保护涂料等，主要应用在风电叶片涂层保护及塔筒保护领域。

图 35：公司风电涂料产品示意图

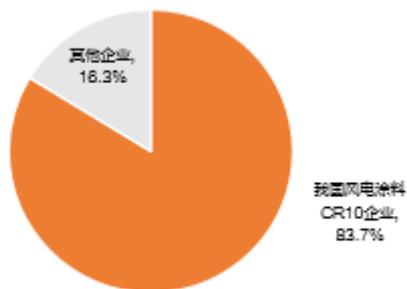


资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

水性材料等环保涂料为行业未来发展必然趋势，公司风电涂料产品优于行业标准。随着国家对涂料环保要求的不断提升，涂料行业整体从“油性”向“水性、无溶剂”转型。公司在风电叶片涂料领域形成了油性风力发电机叶片涂层配套体系、水性风力发电机叶片涂层配套体系、风力发电机叶片前缘防护涂层等自主核心技术，产品开发了水性双组分及油性双组分聚氨酯高性能配套漆，具有高柔韧性、高耐磨性、高拉伸性、高强度、优异的耐雨蚀性、低 VOCs、良好的延展性及疏水性等特点，符合相应环保要求，多项技术指标优于相关标准的要求。

在风电叶片涂料领域，麦加芯彩位居国内市场份额第一。在该领域，公司的竞争对手主要包括佐敦、PPG、阿克苏诺贝尔等外资品牌。2010 年以前，风电叶片涂料市场主要由外资品牌垄断，2010 年公司正式推出风电叶片涂料产品，随后凭借产品质量、适中的价格以及本土化的优质服务不断提升市场份额，市占率逐步提升至 2020 年的 31.48%、2021 年的 31.06%，并在 2022 年在国内新增风电装机量下降 22.87% 的情况下，风电涂料销量增加 16.41%，市场份额进一步提升国内第一。从市场竞争趋势来看，国内风电涂料行业的国产化替代效应逐步增强，国内品牌的市场份额有望进一步提升。

图 36：我国风电涂料市场竞争格局（2022 年）



资料来源：涂界公众号，天风证券研究所

表 3：公司风电涂料产品与行业标准对比

涂料种类	VOCs , g/L		防护性能-拉拔附着力		防护性能-常温断裂延伸率	
	公司技术水平	行业技术标准 ¹	公司技术水平	行业技术标准 ²	公司技术水平	行业技术标准 ²
油性配套体系	<300	≤420	>7Mpa	>5Mpa	>20%	≥10%
水性配套体系	<50	≤250	>7Mpa	>5Mpa	>20%	≥10%
前缘防护体系	<100	≤100	/	/	/	/
涂料种类	防护性能-耐紫外老化		防护性能-耐湿热		防护性能-耐雨蚀	
	公司技术水平	行业技术标准 ²	公司技术水平	行业技术标准 ²	公司技术水平	行业技术标准 ³
油性配套体系	UVA-340 ,3000 小时后: 附着力的>7Mpa 延伸率>10%失光率<25% 起泡 0(S0)粉化 0(S0)色差ΔE<1	UVA-340 , 3000 小时后:附着力的>5Mpa 延伸率>10%失光率 <30%起泡 0(S0)粉化 0(S0)色差ΔE<1	1500 小时后: 附着力的>7Mpa 起 泡 0(S0)	1000 小时后: 附着力的>5Mpa 起 泡 0(S0)	NA	NA
	水性配套体系	UVA-340,3000 小时后:附着力的>7Mpa 延伸率>10%失光率<30% 起泡 0(S0)粉化 0(S0)色差ΔE<1	UVA-340,3000 小时后:附着力的>5Mpa 延伸率>10%失光率 <30%起泡 0(S0)粉化 0(S0)色差ΔE<1	1500 小时后: 附着力的>7Mpa 起 泡 0(S0)	1000 小时后: 附着力的>5Mpa 起 泡 0(S0)	NA
前缘防护体系	/	/	/	/	>20000mm 等效雨量	/

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所；行业技术标准¹为行业技术标准 GB 30981-2020、行业技术标准²为行业技术标准 DNVGL CP0424、行业技术标准³为行业技术标准 DNVGL RP0171

图 37：我国风电涂料品牌榜单（2023 年）

排名	品牌名称	属性
1	麦加芯彩	本土
2	佐敦	外资
3	美凯威奇	外资
4	PPG	外资
5	海虹老人	外资

资料来源：涂界公众号，天风证券研究所

在涂料行业水性化的发展趋势下，公司下游风电客户采购的“水性、无溶剂”产品占比整体呈上升趋势。公司风电涂料业务存在按套装销售和非套装销售两种情形，（1）对于非套装形式销售的涂料产品，不同工序所使用的涂料销量存在配比关系；（2）对于套装产品，公司根据客户确定的叶片涂装方案按一定比例预先组合后（即套装）销售，因此单个套装内的不同名称涂料具备数量配比关系。对于非套材形式销售的风电涂料产品，底漆和面漆使用的无溶剂涂料、水性涂料的占比逐年上升，油性涂料占比则逐年下降；2021- 2022 年，聚氨酯树脂涂料套材包含的水性和无溶剂涂料占比较 2020 年明显上升。

表 4：公司风电涂料产品对应销量及占比

工序	产品名称	2020 年		2021 年		2022 年	
		销量	占比	销量	占比	销量	占比
叶片脱膜后修型	无溶剂腻子	2673	41%	2031	40%	2205	38%
底漆涂装	油性产品（胶衣、底漆）	581	9%	437	9%	410	7%
	无溶剂产品（胶衣、底漆）	512	8%	470	9%	581	10%
	胶衣（含底漆）合计	1093	17%	907	18%	991	17%
面漆涂装	水性面漆	617	10%	555	11%	884	15%
	油性面漆	2023	31%	1495	30%	1547	27%
	面漆合计	2640	41%	2051	41%	2432	42%
前缘防护漆涂装	无溶剂前缘防护漆	92	1%	74	1%	106	2%
小计（1）		6498	100%	5062	100%	5734	100%
聚氨酯树脂涂料套材（2）		2294	/	1557	/	1978	/
其中：水性涂料产品		602	26%	700	45%	820	41%
油性涂料产品		331	14%	34	2%	123	6%
无溶剂涂料产品		1361	59%	823	53%	1035	52%
聚氨酯树脂涂料合计（1）+（2）		8791	/	6620	/	7712	/
其他辅料（主要为稀释剂）（3）		398	/	299	/	341	/
合计（1）+（2）+（3）		9189	/	6919	/	8054	/

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司风电叶片产品已覆盖头部风电叶片制造商及终端风电整机制造厂。

（1）**验证壁垒高且周期长**：切入供应链需要同时取得直接客户（风电叶片制造企业）和终端客户（风电设备整机厂）的认证，而风电叶片制造厂和风电设备整机厂均建立了严格的、时间跨度较长的供应商进入门槛，以保证涂料施工性能的可靠与质量的稳定性。

（2）**直销模式为主**：公司风电叶片涂料产品主要以直销模式为主，该销售模式下需要进入风电设备整机厂者等最终用户的供应商名录。

目前公司已进入产能排名前九的头部风电叶片独立制造厂商的供应商目录，包括中材科技、时代新材、艾郎科技、中复连众、中科宇能等风电设备制造商；以及已进入市占率前十的主要风电整机厂商，包括金风科技、远景能源、明阳智能、运达股份、中国海装、上海电气等风电整机厂。此外，近年来公司在风电叶片涂料领域稳居行业冠军，市场领先地位得以不断巩固，随着海上风电高性能前缘保护材料等新产品推向市场，公司在海上叶片涂料领域的优势也将有望进一步巩固。

图 38：公司在头部风电叶片独立制造厂商的进入情况

排名	风电叶片独立制造厂商	产能排名（兆瓦/年）	是否使用公司涂料产品
1	中材科技	10000	✓
2	时代新材	10000	✓
3	艾郎科技	9000	✓
4	中复连众	6000	✓
5	中科宇能	5000	✓
6	重通成飞	4500	✓
7	双瑞风电	4500	✓
8	天顺风能	3000	✓
9	上海玻璃钢	1400	✓

资料来源：GWEC《2020 年风电叶片供应链更新》、公司招股说明书，天风证券研究所

图 39：公司在主要终端风电整机制造厂商的进入情况

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
1	金风科技	12%	✓
2	远景能源	9%	✓
3	明阳智能	7%	✓
4	运达股份	7%	✓
5	上海电气	6%	✓
6	中国海装	3%	✓
7	东方电气	3%	✓
8	中国中车	3%	✓
9	三一重能	3%	✓
10	国电联合动力	1%	✓

资料来源：GWEC《2021 年全球风电供应链报告》、公司招股说明书，天风证券研究所

3.4. 风电塔筒涂料有望为公司带来长期增量

70%的全球风电塔筒产能集中于我国，在绿色能源背景下单个风电塔筒涂料用量有望持续提升。风电塔筒是风力发电机的塔杆，在风力发电机组中主要起到支撑、吸收机组震动的的作用，是风电整机的重要部件。根据 GWEC 《2023 年风能报告》，全球风电塔筒有 70%的产能聚集于中国，随着“双碳”政策的推进与全球能源转型的不断深化，将持续带动塔筒及其上游塔筒涂料的发展。在新增风电装机容量和风电整机大型化的趋势下，单个风电塔筒涂料的用量将会持续提升。

涂装面积大，涂料需求量更高。在装机规模固定的情况下，单个风电塔筒需要内外壁多层涂装，其涂装面积大于风电叶片，涂料的使用量通常约为风电叶片涂料的两倍。按照单位风电新增装机容量对应的风电叶片涂料使用量约为 502 吨/GW，则单位风电新增装机容量对应的风电塔筒涂料使用量约为 1004 吨/GW。据前文所述，根据 GWEC 预测的未来全球新增风电装机量，**预计 2024-2025 年我国风电塔筒涂料的需求量分别为 8.63、9.75 万吨。**

表 5：风电塔筒涂料需求量测算

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球风电新增装机量 (GW)	93	93	69	118	124	135
中国风电新增装机量 (GW)	54	48	50	76	86	97
单位风电新增装机容量对应风电塔筒涂料销量 (吨/GW)	1004					
我国风电塔筒涂料新增需求量 (万吨)	5.46	4.78	5.01	7.62	8.63	9.75
全球风电塔筒涂料新增需求量 (万吨)	9.34	9.34	6.93	11.85	12.45	13.55

资料来源：公司招股说明书、GWEC、公司公告、中国日报中文网、北极星风力发电网、彭博新能源财经等，天风证券研究所；注：24-25 年中国风电新增装机量预测值来自天风电新团队《金盘科技:干变+储能双轮驱动，数字化赋能加速成长》

国内风电塔筒涂料市场主要由外资垄断。目前，中国风电塔筒涂料市场主要由外资垄断，包括海虹老人、PPG、佐敦涂料、阿克苏诺贝尔等 4 家外资企业，占据了绝大部分的市场份额，而国产品牌市占率较低。由于风电塔筒领域客户群体与风电叶片客户群体同处一个行业，且终端客户均为风电整机制造厂商，因此从客户资源开拓及维护角度看，风电叶片涂料与风电塔筒涂料的主要供应商具有高度的重合性。

公司持续开拓风电塔筒涂料市场，未来该领域有望推动公司风电涂料业务持续增长。通过风电叶片涂料的销售，公司已经与主要风电设备制造厂商建立了良好的客户关系，目前，公司成功切入了头部终端风电整机厂的塔筒涂料供应商名录。其中，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，2023 年公司陆续取得泰胜风能、特变电工、中建五洲、中国能建、湖南利德的订单，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。

4. 集装箱涂料需求 2024 年有望复苏，公司为国内头部供应商

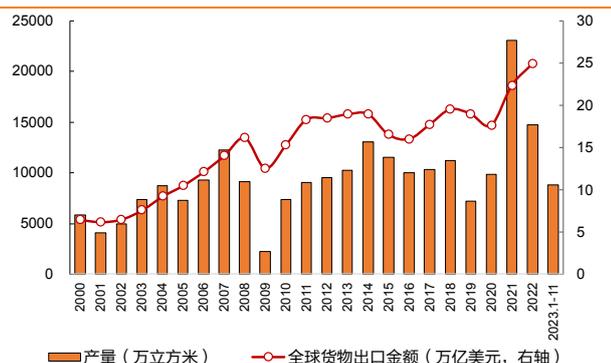
4.1. 集装箱制造呈现较高周期性，我国集装箱产量全球占比超 90%

集装箱需求量与全球贸易情况高度相关。目前全球范围内已建立起以集装箱为基础的物流体系，集装箱制造量以及集装箱船的运力和全球贸易之间存在着密切的关系。从全球出口贸易总额与集装箱需求量上看，二者呈现较强的相关性。全球海运集装箱运力不断提升，为造箱市场持续提供新需求；同时，集装箱的广泛使用进一步促进了全球贸易规模的扩张，全球贸易的快速发展不断带来对集装箱的需求。

集装箱制造呈现明显周期性。从历史数据看，在国际贸易环境的变化下，我国集装箱产量存在周期性特征。2000 年，我国集装箱产量为 5864 万立方米，在 2008 年金融危机前产量稳定增长。2009 年受前期金融危机的影响，产量出现大幅下滑，同比下降 75.42%，但在随后的两年里供应量水平快速回升。

2019 年行业进入周期性低谷，从 2020Q3 开始进入了快速恢复通道。在全球公共卫生事件的影响下，叠加 2019-2020 年集装箱年产量处于较低水平，2021 年全球可用集装箱出现结构性及地域性短缺，导致短期需求量显著上升，当年国内集装箱产量为 2.31 亿立方米，同比大幅增长。在集装箱短期供应不足的同时，我国出口集装箱运价指数快速攀升，由 2020 年初的 897.53 点，到 2022 年初攀升至 3565.33 点。

图 40：我国集装箱产量与全球出口贸易总额情况



资料来源：Wind、国家统计局、WTO，天风证券研究所

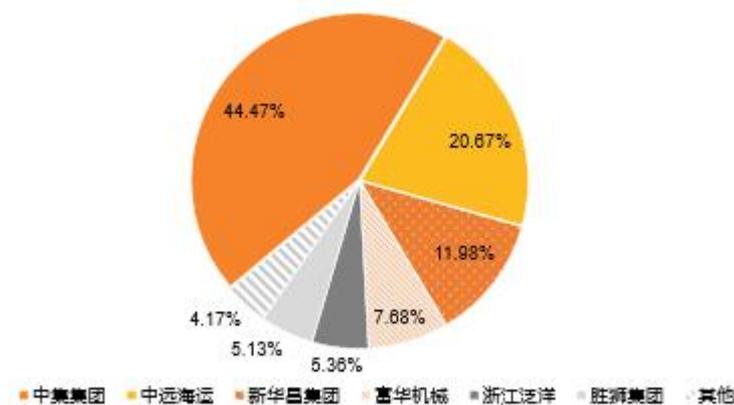
图 41：国内出口集装箱运价指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

我国集装箱产量占据全球 90% 以上份额，行业集中度较高。全球集装箱制造市场主要由少数几家龙头企业占据。据 Drewry 统计，全球集装箱造箱企业 CR3 达到 77.1%（2022 年），分别为中集集团、中远海运及新华昌集团，2022 年产量分别为 170.80 万 TEU、79.40 万 TEU 以及 46.00 万 TEU，市占率分别为 44.47%、20.67%及 11.98%。

图 42：全球集装箱制造企业竞争格局（2022 年）



资料来源：Drewry、公司招股说明书，天风证券研究所

2023 年为全球集装箱产量低谷，未来两年集装箱产量有望较 2023 年实现增长。在全球集

装箱运输需求总体下滑、有效运力持续增长等因素影响下，2022 年国际集装箱运价从高位持续回落。从产量上看，2023 年全球集装箱产量约为 231 万 TEU，为过去 10 年的相对较低水平；同期，我国集装箱 2023 年产量为 10188.7 万立方米，同比下滑约 31.0%，市场以消化 2021 年度的超量供应集装箱为主。展望未来，集装箱行业景气恢复预计主要基于以下三个方面：

(1) 集装箱新造、存量集装箱维护更新需求有望提升。据天风交运组报告《外贸复苏，集装箱产量能翻倍吗？》，2024-2025 年，全球集装箱产量约为 409 万 TEU 和 415 万 TEU，比 2023 年 231 万 TEU 增长约一倍；其中，产量增加主要受老旧集装箱进行置换更新带动。

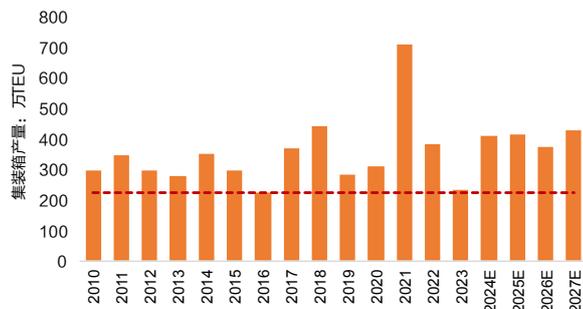
按正常市场区间估算，每年存量集装箱淘汰置换可以达到当年全部集装箱制造量的 50%以上，但实际淘汰年限会受到新箱价格变化、二手箱（指将海运集装箱卖作他用）出售价格、船东资本开支策略等因素的影响。2010-2020 年，集装箱更新替换量占总产量比例的平均水平为 51.7%，其中 2016 年占比最高为 87.4%，主要多家航运公司相继并购和重组导致资本投资放缓，推迟对新箱的采购，市场需求减弱导致集装箱制造行业产销量规模下滑，带来当年更新需求的集装箱产量占比有所提升；2011 年占比最低为 29.5%。

2010-2012 年，全球集装箱每年平均产量约为 313 万 TEU，根据集装箱的使用周期一般为 13-15 年，推算 2024 年开始旧箱逐渐达到更新替换年限，有望迎来集装箱更新替换周期。

(2) 集装箱价格目前处于历史低位水平，航运企业有望提升置换新箱的需求。根据德国艾世捷公司统计数据，2023 年 3 月中国市场的集装箱价格下降到 2284 美元/TEU，相较于 2022 年 3 月的 4287 美元/TEU 下降 46.72%；同时，航运企业现金流处于较高位水平，部分船运企业预计会加速其存量老旧集装箱的更新换代。

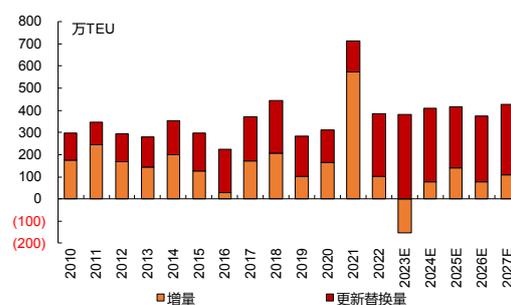
(3) 未来三年（24-26 年）新船订单的集中交付将加速存量集装箱消化。集装箱运力主要取决于集装箱船队的规模和集装箱存量。由于船舶制造一般需要经历从设计到下水交付等流程，新船订单至少需要 2-3 年才能实现交付。根据 Clarksons 数据，由于 2020-2021 年间大量新签集装箱造船订单将于 2023-2025 年集中交付，2023 年新交付船舶量预计将达到 249.9 万 TEU，如果按照箱船比 1.9 计算，将释放 475 万 TEU 集装箱需求。

图 43：2010-2027E 全球集装箱产量情况



资料来源：Drewry、中联钢，天风证券研究所；来自天风交运《外贸复苏，集装箱产量能翻倍吗？》

图 44：2010-2027E 全球集装箱产量结构情况



资料来源：Drewry、Clarkson，天风证券研究所；来自天风交运《外贸复苏，集装箱产量能翻倍吗？》

4.2. 集装箱涂料以水性环保涂料为主。“油转水”加快国产化进程

集装箱涂料需要具备耐腐蚀、耐色变、耐风化、耐磨、耐划伤、耐冲击等性能，能够在集装箱往复经历从陆地到海洋的全运输过程中，既要起到保护货物的作用同时又需要易于区分辨认。集装箱涂料产品系列可分为箱外涂料和箱内涂料，包括底漆、中间漆和面漆。

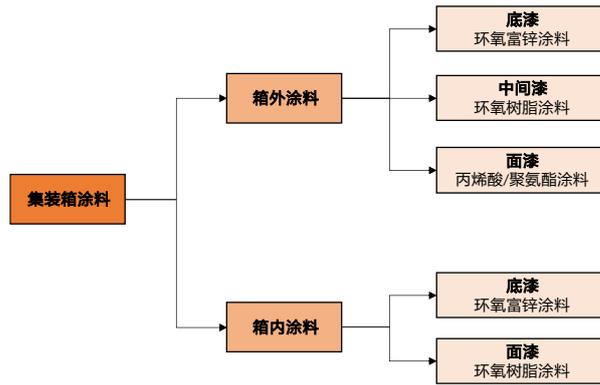
“十三五”期间，集装箱涂料行业大力倡导水性化，除普通干货箱预处理环节、特种箱外，全部使用水性涂料。2017 年“油转水”后，占集装箱销量约 90% 的普通干货箱全面使用水性涂料。目前集装箱涂料行业内主要采取含富锌底漆、带阴极保护的配套涂层体系（主要由水性环氧富锌涂料作为底漆）；另外一种技术采用无锌粉配套涂层体系，靠涂层屏蔽性提供防腐性能，该涂层体系在实际使用时效果有限。

2012-2016 年，我国集装箱涂料市场主要由海外品牌垄断，市场份额稳定在中远关西、中

涂 (CMP) 共占 55%，其他公司占 45% 的局面。随着 2016 年中国集装箱行业协会通过《中国集装箱行业 VOCs 治理行业自律公约》及 2017 年对水性涂料的强制使用，开启了水性集装箱涂料大规模使用的元年。而德威涂料因其长期以来坚持以水性涂料打开市场突破口的策略，在其他主流供应商尚未准备充分之时，迅速提升了市场占有率，一跃成为水性涂料市场占有率第一，由此实现了对我国集装箱涂料市场竞争格局的改变。

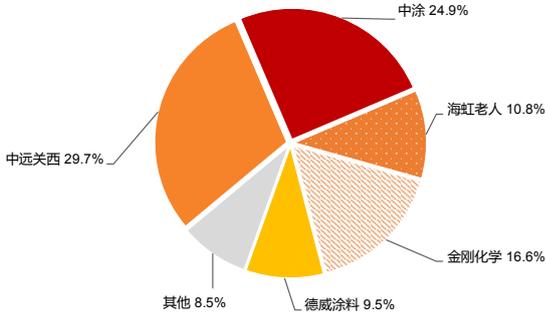
目前我国集装箱涂料市场集中度高，已形成四足鼎立的市场竞争格局。集装箱涂料行业自 2017 年“油转水”以来已形成相对稳定的竞争格局。据中国涂料工业年鉴统计，集装箱涂料 4 大供应商分别为德威涂料、金刚化工、中远关西和麦加芯彩，市占率分别为 35.74%、22.67%、20.21% 和 13.04%，合计占有 91.66% 的市场份额 (2020 年)。其中，2017 年，麦加芯彩的水性集装箱涂料成功获得市场认可，目前已成为我国四大集装箱涂料供应商之一。

图 45：集装箱涂料产品体系



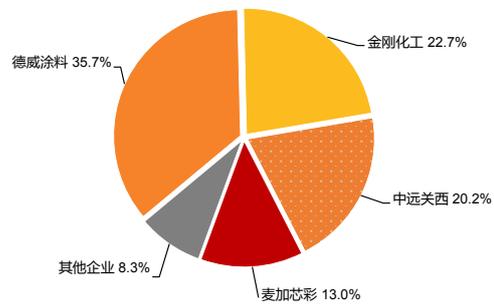
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

图 46：集装箱涂料竞争格局 (2012-2016 年市场份额平均水平)



资料来源：《十八大以来集装箱涂料市场的发展与挑战》杜景怡，刘会成，天风证券研究所

图 47：集装箱涂料竞争格局 (2020 年，按销售额)



资料来源：中国涂料工业年鉴、公司招股说明书，天风证券研究所

据前文所述，根据天风交运组报告《外贸复苏，集装箱产量能翻倍吗？》数据，2024-2027 年每年集装箱新箱产量分别为 409/415/376/428 万 TEU，按照单位集装箱制造量对应的集装箱涂料使用量约为 606.27 吨/万 TEU，预计 2024-2027 年集装箱涂料市场需求量分别为 24.8/25.2/22.8/25.9 万吨。

表 6：全球集装箱涂料需求测算

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
全球集装箱生产/预计制造量	312	713	384	226	409	415	376	428
单位集装箱制造量对应集装箱涂料销量 (吨/万 TEU)	606.27							
全球集装箱涂料市场/预计需求量 (万吨)	18.94	43.20	23.29	13.72	24.78	25.17	22.78	25.94

资料来源：Drewry、公司公告，天风证券研究所；来自天风交运《外贸复苏，集装箱产量能翻倍吗？》

4.3. 集装箱涂料行业进入壁垒高，公司为我国 TOP4 供应商

公司集装箱涂料以水性产品为主。公司自 2010 年大力研究开发环保涂料，2016 年开始建设南通生产基地，迅速扩充水性涂料产能，目前已形成水性集装箱防护涂料配套体系等自主核心技术。公司集装箱涂料主要产品名称包括底漆、中间漆、内面漆、面漆等。按照产品耗用的主要树脂划分，又可分为包括环氧树脂涂料、环氧富锌涂料和丙烯酸树脂涂料三

类。目前公司集装箱涂料产品基本为水性体系与油性体系，其中以水性涂料产品为主，2020-2022年，水性涂料产品销量占比分别为80.45%/92.28%/90.96%。公司油性系列产品主要应用于部分特种集装箱，包括铁路35T开顶箱、海工箱、高温沥青箱和储能箱等。

表 7：公司集装箱涂料产品对应销量及占比（吨）

工序	产品名称	2020年		2021年		2022年	
		销量	占比	销量	占比	销量	占比
底漆涂装	水性底漆	5253	22%	18880	25%	9932	24%
	油性底漆	1532	7%	3812	5%	2218	5%
	底漆合计	6785	29%	22692	30%	12150	29%
中间漆、内面漆涂装	水性中间漆、内面漆	9767	42%	35860	48%	20133	48%
	油性中间漆、内面漆	2084	9%	958	1%	948	2%
	无溶剂中间漆、内面漆	1	0%	/	/	0.2	0%
	中间漆、内面漆合计	11852	51%	36818	49%	21081	50%
外面漆涂装	水性面漆	3818	16%	14335	19%	8366	20%
	油性面漆	961	4%	1007	1%	652	2%
	面漆合计	4778	20%	15342	21%	9018	21%
小计 (1)	23415	100%	74852	100%	42249	100%	
其他辅料(主要为稀释剂) (2)	658	/	1054	/	751	/	
合计 (1) + (2)	24073	/	75905	/	43000	/	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

集装箱涂料行业进入壁垒高。进入集装箱涂料产业链，涂料供应厂商需要取得下游直接客户箱厂与终端用户箱东的双重供应商认证。集装箱行业对集装箱涂料的性能要求较为严格，箱东在向集装箱制造企业（俗称“箱厂”）采购集装箱时，一般会指定数家合格的涂料供应商，由箱厂在其指定的合格供应商范围内选择合适的供应商进行涂料采购。集装箱涂料企业从初次与箱东正式接触起至进入其合格供应商名录，通常需要1-3年的时间不等。尤其是境外终端客户，如果没有足够的行业积累，很难进入其正式的供应商认证流程。

公司是我国四大集装箱涂料供应商之一，近两年市场份额不断提升。据公司测算，2021-2023年市占率由20年的13.0%分别提升至19.31%、20%、26%。公司水性集装箱涂料产品质量获市场认可，具备优质的客户群。自成立以来，公司集装箱涂料产品已经在若干箱东及箱厂完成了验证流程，成功进入多家头部箱东的认可供应商名录。（注：箱东即集装箱所有者，通常包括集装箱航运公司、集装箱租赁公司、集装箱贸易公司等。）

表 8：公司在头部集装箱制造厂商、头部终端集装箱租赁及航运公司的进入情况

在头部集装箱制造厂商的进入情况 (Drewry, 2022年)										
集装箱制造企业	中集集团	中远海运	新华昌集团	富华机械	浙江泛洋	胜狮集团				
全球市占率	44.5%	20.7%	12.0%	7.7%	5.4%	5.1%				
公司客户	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
公司在头部终端集装箱航运公司的进入情况 (Alphaliner, 《2022年8月月度监控数据》)										
集装箱航运	MSC	Maersk	CMA CGM	COSCO	Hapag-Lloyd	Evergreen	ONE	HMM	Yang Ming	Zim
全球市占率	17.4%	16.6%	12.8%	11.2%	6.8%	6.1%	5.8%	3.2%	2.7%	2.0%
公司客户	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
公司在头部终端集装箱租赁公司的进入情况 (Drewry, 《2019年集装箱及租赁调查及全球集装箱单位预测》)										
集装箱租赁	TIL	Florens	Textainer	Seaco	CAI	Beacon	SeaCube	Touax	Blue Sky	UES
全球市占率	27.7%	16.8%	16.0%	10.6%	7.3%	7.2%	4.5%	2.0%	1.8%	1.6%
公司客户	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：Drewry、Alphaliner、公司招股说明书，天风证券研究所

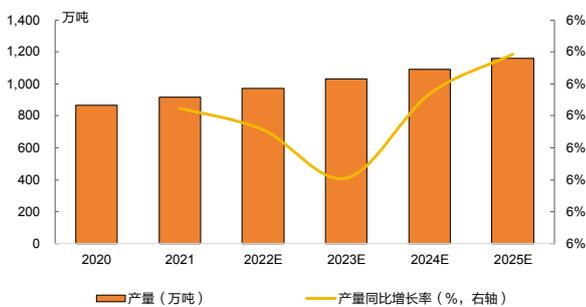
5. 拓展工业涂料其他领域应用，提供业绩新增长极

5.1. 公司桥梁和钢结构领域涂料未来有望实现逐步放量

其他工业涂料领域主要为桥梁与钢结构涂料。我国桥梁建设稳步发展，带来对桥梁涂料的需求持续增加。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。目前我国铁路桥梁均采用钢结构；同时，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，预计在 2025 年我国桥梁钢结构产量将达到 1159 万吨，较 2021 年的 918 万吨 CAGR 达到 6.0%，推动细分行业涂料需求保持增长趋势。

桥梁和钢结构涂料领域，目前公司已进入部分工程施工企业、钢结构制造公司的供应商名录，有望实现逐步放量。桥梁涂料领域，未来公司将重点开拓公路铁路两用桥梁，项目单体体量在 5 万吨-30 万吨之间，预计单个项目涂料采购金额可以达到 2000 万元至 1 亿元。同时，随着中国一二线城市市政建设的不断深入，公司在也将继续在市政高架领域的深耕，加大行业开发力度，增加市场份额。在钢结构涂料领域，公司将持续专注于模块化预制建筑市场，以及电池、芯片等电子类工业厂房钢结构和学校、医院等市政类钢结构项目。

图 48：我国桥梁钢结构产量情况



资料来源：公司招股说明书、中研普华产业研究院，天风证券研究所

图 49：公司其他工业涂料领域下游客户进入情况

其他工业涂料领域	公司已取得的客户进展
桥梁涂料领域	1、目前公司已取得中铁物资集团有限公司、中国交通建设股份有限公司、中国建筑集团有限公司、中国五矿集团有限公司、中国船舶重工集团有限公司等央企的供应商资质，进入其供应商名录。 2、公司已实现在中铁路山桥集团有限公司、中铁宝桥集团有限公司等国内头部桥梁制造单位的项目供应。
钢结构涂料领域	目前公司已成功入选钢结构制造单位中建科工集团有限公司、中国建筑第二工程局有限公司、金环建设集团有限公司、中国华电集团有限公司等客户的合作供应商。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.2. 船舶涂料领域国产替代逐步推进

全球商用船主要以货船为主，而货船主要分为散货船、油船以及集装箱船，上述三种船舶每年交付量占全球船舶吨位总重比例维持在 60%-80%。据 Clarksons 数据，2015 年以来全球造船市场每年市场规模约 650 亿美元，其中中国船舶的年交付金额约在 200 亿美元。船舶涂料主要应用于集装箱船、散装货船、油轮、客船、游艇、渔船、常规货船等，对船舶壳体及部件表面起到防护和装饰作用，提高其耐磨性、防腐性，延长船舶服役寿命。船舶涂料市场发展跟船舶行业发展密切相关。

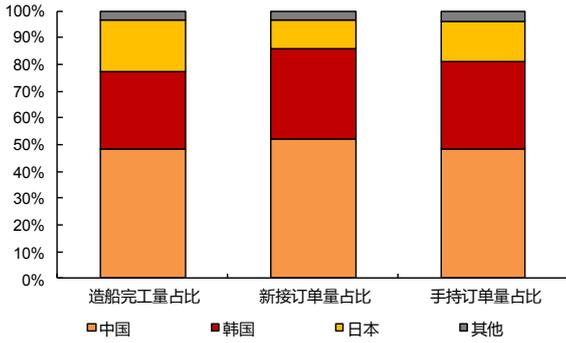
全球船舶涂料市场规模明显大于集装箱涂料市场。从船舶涂料来看，据涂界数据，2021 年全球船舶涂料市场规模约 42 亿美元。据中研普华产业研究院统计，中国船舶涂料 2020 年产量为 90 万吨，预计未来全球船舶涂料市场规模年复合增长率达到 5.6%，其市场规模明显大于集装箱涂料市场。

船舶涂料属于集中度较高的细分涂料市场，目前由外资企业占据全部市场份额。船舶涂料是船舶工业重要的原材料，其成本占整船成本的比例在 5-20%；船舶涂料的性能与质量直接影响船舶的腐蚀防护性能、航行状态以及燃料成本。

从区域来看，2021 年亚洲地区船舶涂料销售量、销售额市占率分别为 72.8%和 62.9%，其中主要受到中国、日本、韩国的新造船舶的推动。从造船完工量看，2021 年，全球造船完工量为 8602 万载重吨，其中中国、日本、韩国三国合计造船完工量合计占全球总造船完工量的 96.8%，具体地，中国/韩国/日本造船完工量分别占比 48.4%/28.7%/19.7%。

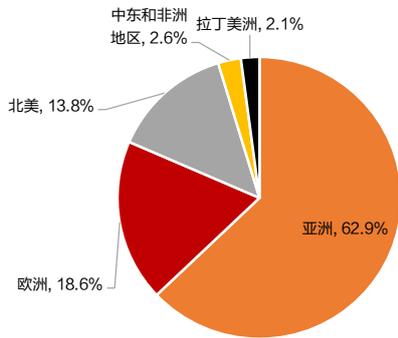
从供应商看，佐敦、阿克苏诺贝尔等外资企业占据了全球船舶涂料领域前十的市场地位，合计在 2021 年占全球市场份额的 93.3%。尽管我国是全球第一大造船国，但国产品牌在船舶涂料领域仍处于缺位状态。

图 50：世界主要造船国家完工量与订单量占比情况（2021）



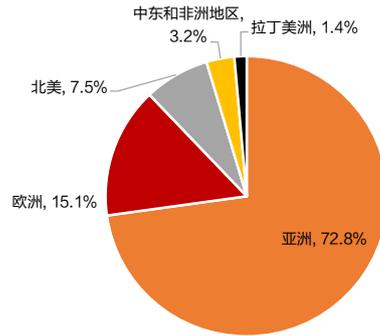
资料来源：中国船舶工业协会、《2021 年全球涂料行业发展及展望》刘泽曦，天风证券研究所

图 52：全球船舶涂料销售额市占率情况（2021 年）



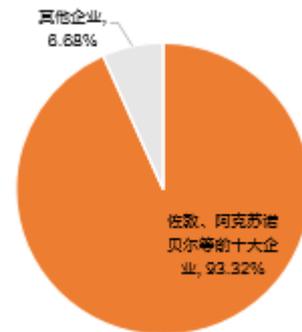
资料来源：《2021 年全球涂料行业发展及展望》刘泽曦，天风证券研究所

图 51：全球船舶涂料销量市占率情况（2021 年）



资料来源：《2021 年全球涂料行业发展及展望》刘泽曦，天风证券研究所

图 53：全球船舶涂料市场份额供应商分布情况（2021）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

船舶涂料具有技术难度高、研发周期长、研发投资大等特点，需要大量研发资金和技术人才作为研发工作的基础。我国船舶涂料研究虽然在近几年有了巨大的进步，但是在涂料防腐性能、成本控制、生产工艺、涂装工艺等方面上仍与国外前沿技术存在较大差距。此外，在认证方面，若要成为远洋轮船新船的供应商，需要获得船级社的认可，并进入航运商的认可名单；基于前述我国自主品牌在船舶涂料领域的不足，获取航运商认可的难度较大。

目前，我国具备一定规模和实力的自主品牌比如鱼童、双瑞、海隆、常州涂料院、海化院等，但大部分业务集中在中低端船舶涂料市场，而且销售体量较小，与外资主流船舶涂料品牌存在较大差距。

公司进入船舶涂料领域具备先天优势。船舶涂料业务的发展与集装箱涂料相似，同样需要进入航运公司的供应商名录后才可对直接客户进行销售。公司基于集装箱涂料的终端客户资源和现有终端认可优势，能够较快地切入船舶涂料的供应商体系内；同时，公司已形成“远洋轮船涂料系列开发”的在研项目进行技术研发和储备，具有一定的先发优势。

随公司募投项目逐步投产，公司未来将核心聚焦新能源板块、远洋运输板块及大基建板块三个领域，并继续巩固在风电涂料和集装箱涂料领域的优势地位，且陆续扩展风电塔筒涂料、船舶涂料等在内的新应用领域。

表 9：公司募投项目实施完成后各主要生产基地产品（单位：万吨）

项目	南通工厂	新建珠海工厂	合计	主要供应的产品应用领域
水性涂料	4	4	8	目前集装箱涂料以水性产品为主，风电叶片涂料也存在一定的水性产品，产销量不断增长；未来工业防护涂料将逐步转向水性化、环保型产品
油性涂料	2	2	4	目前集装箱涂料与风电叶片涂料仍存在一定的油性涂料产品，而风电塔筒涂料、其他工业涂料基本为油性涂料；未来船舶涂料作为公司下一步的重要战略布局，基本为油性涂料体系
无溶剂涂料	1	1	2	目前以风电叶片涂料为主

资料来源：公司招股说明书、公司公告，天风证券研究所

6. 盈利预测与估值

我们按照公司主营业务收入结构进行拆分，对收入的预测基于以下核心假设：

(1) 风电涂料：根据公司招股说明书及公告披露，伴随全球新增风电装机总量的提升，公司在风电叶片涂料市场保持领先地位，同时在风电塔筒涂料方向持续扩展，公司在风电涂料领域的市场地位有望逐步提高，带动公司收入及利润水平提升。我们预计 2024-2026 年公司该部分营业收入分别为 4.99、5.71、6.13 亿元。毛利率方面，公司募投项目产能投放后，规模及成本优势有望逐步显现，但随着行业竞争加剧，预计 2024-2026 年该部分毛利率分别为 37.6%、37.1%、36.9%。

(2) 集装箱涂料：集装箱涂料行业呈现较高的周期性，2023 年为行业景气低谷，预计未来两年景气度逐步回升。公司目前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，未来将进一步巩固自身的市场地位，扩展特种箱等应用场景与产品，并增强对集装箱租赁公司等终端客户的覆盖。我们预计 2024-2026 年公司集装箱涂料部分营业收入预计分别为 9.99、11.28、12.54 亿元。毛利率方面，随着集装箱行业的回暖有望带动涂料企业毛利率水平提升，对应公司毛利率预计分别为 24.3%、26.1%、30.8%。

(3) 其他工业涂料：近几年公司在其他工业涂料业务增长迅速，在桥梁和钢结构涂料领域已形成完整的涂料产品配套体系，并取得诸多下游客户供应商资质，进入其供应商名录，未来有望为公司业绩带来新的增长点。我们预计 2024-2026 年公司其他工业涂料产品销量部分营业收入预计分别为 0.53、0.59、0.82 亿元。毛利率方面，随着公司对该涂料业务市场领域的不断拓展，有望成为公司未来业绩的重要增长点，对应毛利率预计分别为 23.2%、30.6%、37.8%。

表 10：公司主营业务营业盈利预测（单位：百万元）

项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1990	1387	1141	1554	1763	1963
YOY (%)	111.5%	-30.3%	-17.7%	36.2%	13.5%	11.3%
营业成本	1362	947	795	1111	1238	1311
毛利 (百万元)	628	440	346	443	525	652
YOY (%)	68.2%	-30.0%	-21.4%	27.9%	18.6%	24.1%
毛利率 (%)	31.6%	31.7%	30.3%	28.5%	29.8%	33.2%
风电涂料						
营业收入	342	401	510	499	571	613
营业成本	225	240	274	311	359	387
毛利	117	161	237	187	212	226
毛利率 (%)	34.3%	40.1%	46.4%	37.6%	37.1%	36.9%
集装箱涂料						
营业收入	1630	940	584	999	1128	1254
营业成本	1124	668	485	756	833	868
毛利	506	272	100	243	295	386
毛利率 (%)	31.1%	28.9%	17.0%	24.3%	26.1%	30.8%
其他工业涂料						
营业收入	17	45	45	53	59	82
营业成本	14	38	36	41	41	51
毛利	4	7	9	12	18	31
毛利率 (%)	21.0%	15.1%	20.8%	23.2%	30.6%	37.8%

资料来源：公司公告、公司招股说明书，天风证券研究所预测

结合公司主营业务市场竞争地位以及在风电塔筒涂料、船舶涂料、储能设备涂料在内的新应用领域不断探索，未来几年随着公司募投项目产能的逐步释放，公司业务有望保持平稳增长。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 15.5/17.6/19.6 亿元，归母净利润分别为 2.5/3.1/3.9 亿元，按照当前 1.08 亿股总股本计，对应 EPS 分别为 2.30/2.92/3.64 元/股。

根据公司经营业务所处的涂料领域选取三棵树、松井股份为可比公司，据万得一致预测 2024-2026 年可比公司均值市盈率分别为 31.2/23.4/18.0 倍。结合公司在风电涂料与集装箱涂料的市场地位，以及未来在新业务领域的开拓，公司长期市场竞争力和盈利水平有望

持续提升，2024 年仍需关注集装箱行业景气回暖程度以及风电新增装机量情况，因此给予公司 2024 年 20 倍 PE，对应目标价为 45.9 元/每股，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

表 11：可比公司估值

公司名称	PE2021	PE2022	PE2023	PE2024	PE2025	PE2026
三棵树	-125.7	130.0	144.6	33.4	24.8	20.5
松井股份	99.5	84.9	74.3	28.9	22.0	15.6
平均	-13.1	107.5	109.4	31.2	23.4	18.0

资料来源：wind，天风证券研究所；注：可比公司 PE 均来自 wind 一致预期，数据更新至 2024/06/12

7. 风险提示

- 1、宏观经济不及预期拖累经营业绩：**若未来宏观经济状况发生较大不利变化、下游风电与集装箱制造行业出现较大波动、市场竞争加剧，主要客户减少或取消对公司产品的采购，则将对公司的持续成长和盈利能力产生较大不利影响。
- 2、研发进度不及预期风险：**若公司持续研发能力不足，新产品、新技术的开发与市场推广未能达到预期效果，则公司难以保持差异化竞争优势，竞争力将受到削弱，对公司业绩造成负面影响。
- 3、环境保护未达监管标准的风险：**如果公司不能始终严格执行在环保方面的标准，或操作人员不按规范操作，仍存在污染物外泄、造成环境污染的风险。若国家进一步提高环保标准，公司排污治理成本将进一步提高，将对公司的利润水平产生一定不利影响。
- 4、主要原材料价格波动风险：**公司直接材料成本占主营业务成本 90%左右。如果将来主要原材料价格持续上涨，而公司不能合理安排采购、控制原材料成本，将会面临成本上升的风险；如果公司不能及时调整产品价格、维持产品价格议价能力以消化成本的增加，将面临毛利率下降及业绩下滑的风险。
- 5、股价波动及测算具有主观性：**公司近期股价波动幅度较大，注意相关风险；本文测算具有主观性，相关预测数据以实际发生数为准。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	250.88	419.94	838.53	1,102.37	1,505.38
应收票据及应收账款	634.44	899.02	611.54	857.50	778.27
预付账款	1.84	3.29	4.40	3.17	5.14
存货	123.84	148.65	172.35	116.47	189.47
其他	44.48	1,051.69	1,092.93	1,078.52	1,057.91
流动资产合计	1,055.49	2,522.59	2,719.75	3,158.04	3,536.17
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	101.14	93.14	115.04	137.32	149.30
在建工程	6.33	9.94	24.97	27.49	23.74
无形资产	41.50	40.57	44.21	50.45	58.19
其他	21.94	68.42	27.85	42.45	36.77
非流动资产合计	170.91	212.08	212.06	257.71	268.01
资产总计	1,226.40	2,734.67	2,931.81	3,415.74	3,804.18
短期借款	84.15	21.11	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	411.95	488.69	344.68	583.67	508.98
其他	79.05	102.23	167.34	96.84	167.83
流动负债合计	575.15	612.03	562.02	730.51	726.80
长期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.56	2.33	4.75	3.86	3.21
非流动负债合计	7.56	2.33	4.75	3.86	3.21
负债合计	584.09	614.77	566.77	734.37	730.02
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	81.00	108.00	108.00	108.00	108.00
资本公积	109.55	1,521.40	1,521.40	1,521.40	1,521.40
留存收益	446.30	483.65	731.63	1,046.54	1,439.34
其他	5.47	6.85	4.01	5.44	5.43
股东权益合计	642.31	2,119.90	2,365.04	2,681.38	3,074.17
负债和股东权益总计	1,226.40	2,734.67	2,931.81	3,415.74	3,804.18

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	260.00	166.96	247.98	314.90	392.80
折旧摊销	12.94	14.76	19.44	26.96	34.02
财务费用	13.05	2.54	(7.39)	(11.64)	(16.48)
投资损失	(1.77)	(0.04)	(0.50)	(0.50)	(0.50)
营运资金变动	68.45	(276.42)	174.17	(21.45)	26.20
其它	(69.67)	50.78	(16.82)	0.00	(0.00)
经营活动现金流	283.01	(41.42)	416.88	308.27	436.04
资本支出	28.74	8.63	57.58	58.89	50.65
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(37.43)	(1,094.58)	(83.45)	(116.39)	(100.15)
投资活动现金流	(8.69)	(1,085.95)	(25.87)	(57.50)	(49.50)
债权融资	(402.47)	(64.99)	30.42	11.64	16.48
股权融资	16.60	1,170.23	(2.84)	1.43	(0.01)
其他	246.10	182.77	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(139.78)	1,288.02	27.58	13.07	16.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	134.54	160.65	418.60	263.84	403.01

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,386.80	1,140.65	1,553.72	1,762.85	1,962.93
营业成本	946.79	794.64	1,111.15	1,237.79	1,311.17
营业税金及附加	8.31	6.87	10.88	12.52	14.72
销售费用	44.86	52.83	54.38	56.41	68.70
管理费用	49.12	45.06	51.27	53.77	64.78
研发费用	62.66	51.87	54.38	54.65	68.70
财务费用	12.17	(1.33)	(7.39)	(11.64)	(16.48)
资产/信用减值损失	13.01	(21.37)	(6.00)	1.00	1.00
公允价值变动收益	0.00	1.83	(16.82)	0.00	0.00
投资净收益	1.77	0.04	0.50	0.50	0.50
其他	(58.56)	14.60	(34.82)	(10.00)	(10.00)
营业利润	306.67	195.61	291.55	370.85	462.83
营业外收入	0.05	0.09	0.02	0.02	0.02
营业外支出	1.91	0.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	304.81	194.90	291.57	370.87	462.85
所得税	44.81	27.94	43.59	55.97	70.05
净利润	260.00	166.96	247.98	314.90	392.80
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	260.00	166.96	247.98	314.90	392.80
每股收益(元)	2.41	1.55	2.30	2.92	3.64

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-30.31%	-17.75%	36.21%	13.46%	11.35%
营业利润	-21.35%	-36.22%	49.05%	27.20%	24.80%
归属于母公司净利润	-20.15%	-35.79%	48.53%	26.99%	24.74%
获利能力					
毛利率	31.73%	30.33%	28.48%	29.78%	33.20%
净利率	18.75%	14.64%	15.96%	17.86%	20.01%
ROE	40.48%	7.88%	10.49%	11.74%	12.78%
ROIC	34.73%	35.96%	37.66%	55.59%	64.58%
偿债能力					
资产负债率	47.63%	22.48%	19.33%	21.50%	19.19%
净负债率	-24.54%	-18.54%	-33.34%	-39.25%	-47.34%
流动比率	1.83	4.12	4.84	4.32	4.87
速动比率	1.62	3.88	4.53	4.16	4.60
营运能力					
应收账款周转率	1.60	1.49	2.06	2.40	2.40
存货周转率	10.06	8.37	9.68	12.21	12.83
总资产周转率	0.93	0.58	0.55	0.56	0.54
每股指标(元)					
每股收益	2.41	1.55	2.30	2.92	3.64
每股经营现金流	2.62	-0.38	3.86	2.85	4.04
每股净资产	5.95	19.63	21.90	24.83	28.46
估值比率					
市盈率	15.72	24.48	16.48	12.98	10.40
市净率	6.36	1.93	1.73	1.52	1.33
EV/EBITDA	0.00	19.91	8.29	5.32	3.40
EV/EBIT	0.00	21.00	8.93	5.74	3.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com