

麦加芯彩 (603062.SH)

风电、集装箱涂料领先企业，新领域拓展有望推动经营上新台阶

公司深耕风电与集装箱涂料行业，率先在行业内实现了国产化替代，目前在两个领域分列国内第一、第二。风电与集装箱涂料行业周期性强，且行业规模天花板有限，一定程度制约了公司的发展空间。公司目前正重点突破船舶涂料行业，已经获得难度、销售额最大的船底漆认证，且具有一定的客户资源优势，后续有望推动公司经营上新台阶。

□ **风电、集装箱涂料领先企业。**公司成立于 2002 年，主要从事风电及集装箱涂料的研发、生产及销售，综合竞争力强，目前在两个领域分列国内第一、第二。公司自 2010 年开始大力研究集装箱环保涂料，并在 2017 年凭借水性涂料在集装箱领域实现市占率的大幅扩张。近年来客户覆盖度不断提升，2024 年集装箱涂料创收入、销量双纪录。2009 年开始，公司自主研发风电叶片涂料，推动了行业国产化进程，连续多年市占率稳居第一，并在多个示范性项目上保持领先。近年还在积极开拓海外业务，目前已成功进入 Nordex 供应链。

□ **进军新领域。**船舶涂料市场空间大，公司已获得难度最高、销售额最大的船底漆产品认证；船舶涂料与集装箱涂料客户重叠，公司具备一定客户优势；此外，主要竞争对手与集装箱、风电涂料行业重叠，过去公司的竞争经验与优势有一定的借鉴意义。2024 年下半年，公司还收购了科思创光伏玻璃涂层相关资产，该细分行业规模虽然较小，但公司通过收购核心技术与专利，形成了较强竞争力，也有望逐步产生利润贡献。

□ **风电行业迎来复苏，船舶涂料前景广阔。**2024 年国内风电招标数据高增，奠定了 2025-2026 年行业装机密集落地的基础。风电涂料的需求与单价均有望迎来提升。船舶涂料行业有较强周期性，2023 年全球市场规模约 60 亿美元，在新船建造与存量维护的共同推动下，未来几年的行业规模有望稳步增长。船舶涂料行业壁垒高，海外化工巨头垄断程度高，国内企业在具备完善的认证体系与客户积累后，发展前景广阔。

□ **投资建议：**公司是风电与集装箱涂料领先企业，综合竞争力强，但发展也受限于行业规模。目前正在重点突破船舶等壁垒与空间更高的新领域，整体看，公司对于未来几年的发展思路清晰，能力基本具备。首次覆盖，给予“增持”评级。

□ **风险提示：**集装箱行业需求大幅下滑、风电行业复苏不及预期、新业务开展不及预期，解禁造成股价波动风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1141	2139	1924	2185	2661
同比增长	-18%	88%	-10%	14%	22%
营业利润(百万元)	196	247	266	360	482
同比增长	-36%	26%	7%	36%	34%
归母净利润(百万元)	167	211	234	317	424
同比增长	-36%	26%	11%	36%	34%
每股收益(元)	1.55	1.95	2.16	2.94	3.92
PE	29.3	23.2	21.0	15.4	11.6
PB	2.3	2.4	2.3	2.1	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

增持（首次）

中游制造/电力设备及新能源

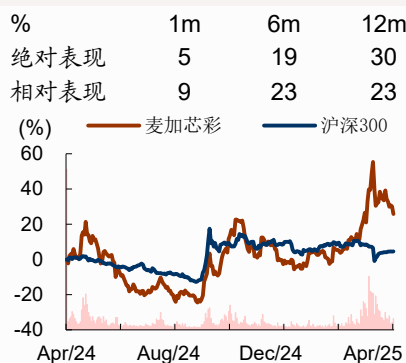
目标估值：NA

当前股价：45.33 元

基础数据

总股本（百万股）	108
已上市流通股（百万股）	33
总市值（十亿元）	4.9
流通市值（十亿元）	1.5
每股净资产（MRQ）	19.1
ROE（TTM）	10.2
资产负债率	38.7%
主要股东	壹信實業有限公司
主要股东持股比例	60.99%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

周铮 S1090515120001

zhouzheng3@cmschina.com.cn

蒋国峰 S1090524100005

jiangguofeng@cmschina.com.cn

正文目录

一、 公司基本情况介绍	4
1、 发展历程及股权结构	4
2、 主营业务	5
3、 销售模式	6
4、 财务分析	6
二、 风电、集装箱涂料领先企业，进军新领域.....	9
1、 核心团队稳定，研发长期投入	9
2、 风电、集装箱涂料领先企业	11
3、 进军新领域.....	12
三、 风电行业迎来复苏，船舶涂料前景广阔	14
1、 风电行业迎来复苏	14
2、 船舶涂料行业稳健增长	14
盈利预测.....	16
风险提示.....	17

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构	4
图 3：风电叶片涂料产品体系	5
图 4：集装箱涂料产品体系	5
图 5：公司主营业务收入结构（亿元）	6
图 6：公司研发费用及研发费用率（百万元）	10
图 7：中国风电新增装机与产品毛利率对比.....	11
图 8：公司环保涂料产量情况（万吨）	11
图 9：风电公开招标容量	14
图 10：麦加芯彩历史 PE Band	17
图 11：麦加芯彩历史 PB Band	17
表 1：公司产品分类	5

表 2: 公司销售模式 6

表 3: 业绩摘要 7

表 4: 负债情况 7

表 5: 现金流情况 8

表 6: 资产回报率情况 8

表 7: 固定资产和在建工程情况 8

表 8: 公司高管团队 9

表 9: 公司员工构成 10

表 10: 公司 4 大核心技术体系 10

表 11: 2024 年中国涂料细分市场排行榜 11

表 12: 公司风电叶片涂料产品的客户进入情况 12

表 13: 公司集装箱涂料产品的客户进入情况 12

表 14: 2024 年中国涂料细分市场排行榜 13

表 15: 风电叶片涂料市场规模测算 14

表 16: 2024 年全球船舶涂料市场排行榜 15

表 17: 盈利预测 16

附: 财务预测表 18

一、公司基本情况介绍

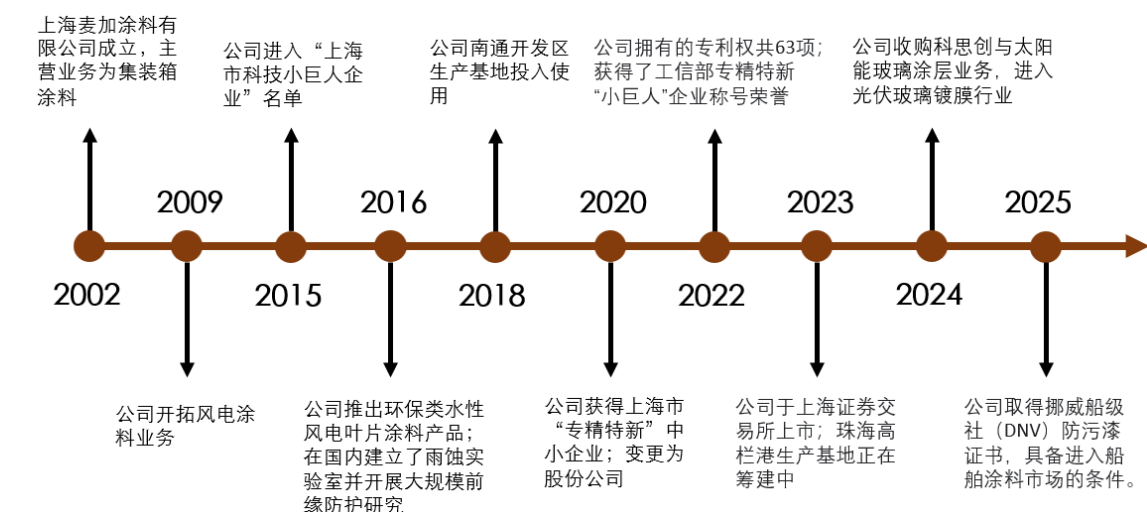
1、发展历程及股权结构

麦加芯彩新材料科技（上海）股份有限公司成立于 2002 年，前身为上海麦加涂料有限公司，经过二十年来不断的积累与探索，已经成为国内风电叶片、集装箱领域领先的涂料供应商。公司于 2023 年 11 月 7 日登陆上海证券交易所主板。

公司股权结构集中。2024 年末，公司实际控制人为黄雁夷与罗永键，黄雁夷与罗永键系母子关系，并通过壹信实业间接持有公司 60.99% 股份。

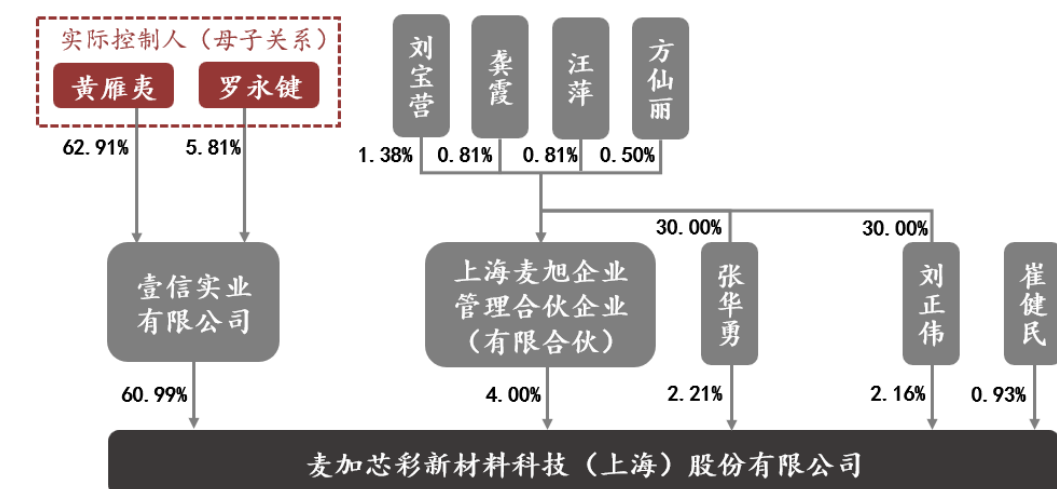
员工持股制度健全。公司员工和高管通过员工持股平台上海麦旭企业管理合伙企业间接持有公司 3% 股份。董秘崔建民直接持有公司 0.93% 的股份，董事张华勇和刘正伟分别直接持有公司 2.21% 和 2.16% 的股份，激励机制完善。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、iFinD、招商证券

图 2：公司股权结构



资料来源：iFinD、招股说明书、招商证券（截至 2024 年末）

2、主营业务

公司致力于研发、生产和销售高性能多品类涂料，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。公司的风电涂料、集装箱涂料和其他工业涂料业务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。

风电和集装箱涂料是公司核心业务：2024 年风电涂料和集装箱涂料业务收入占比分别为 18.37%、80.77%。风电涂料和集装箱涂料领域具有较强的技术壁垒，

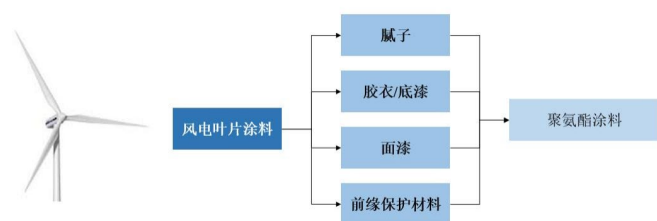
- **风电叶片涂料：**2009 年开始自主研发风电叶片涂料产品，2010 年推向市场，目前已在国内主要风电叶片厂成功应用并且得到了认可。2016 年推出了环保类水性风电叶片涂料产品，目前在风电叶片涂料领域已经处于国内领先地位。目前，海上风电叶片前缘保护新材料正处于部分大型风电厂商的海上挂机测试阶段。依托在风电叶片的客户优势及在塔筒业务方面的技术产品储备，公司已开始进行风电塔筒涂料业务的开拓；
- **集装箱涂料：**2010 年即开始大力研究开发环保涂料，并于 2016 年开始建设南通生产基地，迅速扩充水性涂料产能。2016 年中国集装箱行业协会通过《中国集装箱行业 VOCs 治理行业自律公约》及 2017 年对水性涂料的强制使用，公司的水性集装箱涂料成功获得市场认可，客户基础不断夯实，行业排名持续提高，市场占有率稳步提升，竞争优势不断强化。

表 1：公司产品分类

大类	产品名称	产品种类
风电涂料	腻子	聚氨酯腻子、快干型聚氨酯微孔腻子
	胶衣/底漆	油性底漆、无溶剂水油两用配套水性底漆
	面漆	油性面漆、水性面漆
	前缘保护涂料	聚氨酯前缘保护胶衣、保护漆
集装箱涂料	底漆	水性、油性底漆
	中间漆	水性、油性中间漆
	面漆	水性、油性面漆
其他工业涂料	底漆	油性底漆
	中间漆	油性中间漆
	面漆	油性面漆

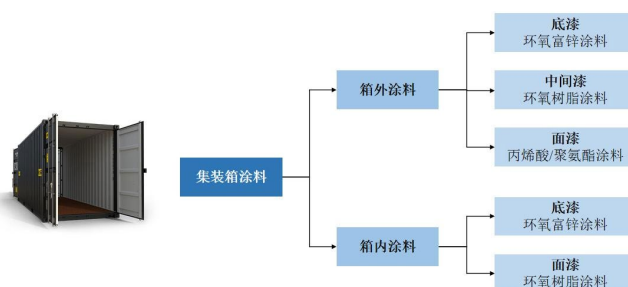
资料来源：招股说明书、招商证券

图 3：风电叶片涂料产品体系



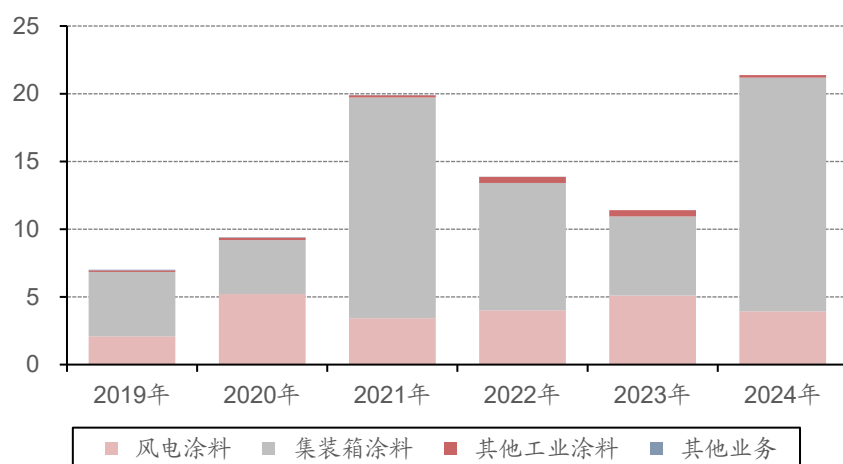
资料来源：招股说明书、招商证券

图 4：集装箱涂料产品体系



资料来源：招股说明书、招商证券

图 5：公司主营业务收入结构（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

3、销售模式

公司采取了直销为主、经销为辅的模式，直销方式有利于公司及时洞悉行业技术演变趋势、快速掌握客户需求变化。直销模式又分为买断式销售与寄售仓销售两种模式：

- **买断式销售：**主要针对大部分风电客户、小部分集装箱客户及工业漆客户，根据客户要求或协议约定安排生产及发货，在客户验收后，向客户开具发票，并由客户按约定支付货款；
- **寄售仓销售：**针对大部分集装箱客户及部分风电客户（中材科技），公司根据客户需求将货物发往客户指定的仓库，客户会根据其生产计划领用项目现场的寄售涂料，在涂装环节完成后，按照实际使用量结算。

表 2：公司销售模式

业务领域	销售模式	目标客户群体	终端客户
风电涂料业务	直销（买断、寄售）、经销	风电叶片制造企业	风电设备整机厂
集装箱涂料业务	直销（买断、寄售）	集装箱制造企业	集装箱航运、租赁、贸易公司
其他工业涂料业务	直销（买断）	工程施工企业、钢结构制造公司	

资料来源：招股说明书、招商证券

4、财务分析

公司 2024 年分别实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 21.39、2.11、1.79 亿元，同比提升 88%、26%、23%。Q4 单季度实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 7.45、0.71、0.64 亿元，同比提升 102%、508%、2195%。

收入拆分：

- **集装箱涂料：**出货 11.14 万吨，同比提升 113%；收入 17.26 亿元，同比提升 196%；均价 1.55 万元/吨，同比提升超 0.4 万元/吨，主要系集装箱行业景气度高，产品单价有所提升；毛利率 16.9%，同比下滑 0.14pct；

- 风电涂料: 出货 1.28 万吨, 同比提升 3%, 收入 3.93 亿元, 同比下滑 23%;
均价 2.07 万元/吨, 同比下滑超 1 万元/吨, 主要系风电涂料行业竞争激烈;
毛利率 37.52%, 同比下滑 8.83pct。

公司 2024 年综合毛利率为 20.69%, 同比下滑 9.64pct。公司费用管控得当, 2024 年期间费用率合计 8.4%, 同比下滑 4.6pct。

报告期末公司各项有息负债合计 1.51 亿元, 对应现金及交易性金融资产合计超 12 亿元, 偿债保障能力强, 报表扎实。

表 3: 业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	2024 年	2023Q4	2024Q4	同比变化
营业收入	1386.8	1140.7	2139.4	368.2	745.1	102.38
营业成本	946.8	794.6	1696.7	287.4	588.4	104.72
毛利润	440.0	346.0	442.7	80.7	156.7	94.06
销售税金	8.3	6.9	10.7	1.1	3.6	224.70
销售费用	44.9	52.8	75.1	16.9	34.2	101.98
管理费用	49.1	45.1	48.9	19.5	16.2	-17.12
研发费用	62.7	51.9	59.4	17.7	18.7	5.34
经营利润	275.1	189.4	248.7	25.5	84.1	230.02
资产和信用减值损失	13.0	-21.4	-45.9	-23.6	-9.3	-60.60
财务费用	12.2	-1.3	-4.1	-1.7	-0.7	-60.96
投资收益	1.8	0.0	11.1	0.0	2.4	5625.52
资产处置收益	0.0	0.0	-0.5	0.0	-0.0	-332.48
公允价值变动净收益	0.0	1.8	11.7	1.8	2.1	16.33
其他收益	29.0	24.4	18.2	8.8	4.2	-52.60
营业外收入	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.0	-165.75
营业外支出	1.9	0.8	1.8	0.3	0.1	-58.80
利润总额	304.8	194.9	245.7	14.0	83.9	498.57
所得税	44.8	27.9	34.8	2.4	13.1	452.96
税后净利润	260.0	167.0	210.9	11.7	70.8	507.81
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
归母净利润	260.0	167.0	210.9	11.7	70.8	507.81
非经常性损益	21.3	21.8	32.0	8.9	7.0	-21.36
扣非归母净利润	238.7	145.2	178.8	2.8	63.9	2194.95
主要比率						百分点变化
毛利率	31.7	30.3	20.7	21.9	21.0	-0.90
销售费用率	3.2	4.6	3.5	4.6	4.6	-0.01
管理费用率	3.5	4.0	2.3	5.3	2.2	-3.13
研发费用率	4.5	4.5	2.8	4.8	2.5	-2.31
财务费用率	0.9	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	0.38
所得税率	14.8	14.3	14.8	16.9	16.0	-0.88
净利率	18.7	14.6	9.9	3.2	9.5	6.34
扣非净利率	17.2	12.7	8.4	0.8	8.6	7.82

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 负债情况

	2021	2022	2023	2024	百分点/金额变化
负债率%	54.90	42.21	32.38	37.10	4.73
短期借款 (百万元)	222.25	426.08	9.77	34.03	248.33
一年内到期的非流动负债 (百万元)	8.29	79.06	493.19	53.59	-89.13
长期借款 (百万元)	0.00	394.00	0.00	264.97	-
应付债券 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-

	2021	2022	2023	2024	百分点/金额变化
长期应付款（百万元）	232.59	493.45	0.00	52.68	-
在手现金（百万元）	1310.94	4052.47	1960.57	2869.02	46.34

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：现金流情况

	2021	2022	2023	2024	百分点变化
赊销比	55.01	45.75	78.82	72.55	-6.27
存货营收比	7.63	8.93	13.03	8.31	-4.72
销售商品、劳务获现金/营收	42.27	93.62	59.01	73.95	14.94
经营现金流净额/税后净利润	-132.49	108.85	-24.81	26.12	50.93

资料来源：公司公告、招商证券

表 6：资产回报率情况

	2021	2022	2023	2024	百分点变化
归上净利率(%)	16.36	18.75	14.64	9.86	-4.78
总资产周转率(%)	1.44	0.93	0.58	0.70	0.13
权益乘数	3.63	2.59	1.43	1.46	0.02
ROE(%)	85.62	45.22	12.09	10.09	-2.00
ROA(%)	23.56	17.49	8.43	6.92	-1.51
ROIC(%)	45.62	31.04	11.44	9.47	-1.96

资料来源：公司公告、招商证券

表 7：固定资产和在建工程情况

百万元	2021	2022	2023	2024	百分比变化(%)
固定资产	93.39	101.14	93.14	92.08	-1.14
在建工程	1.00	6.33	9.94	112.77	1,034.24

资料来源：公司公告、招商证券

二、风电、集装箱涂料领先企业，进军新领域

1、核心团队稳定，研发长期投入

公司核心团队长期稳定，技术背景深厚。公司董事长黄雁夷 2004 年加入公司，任职已近 20 年，深耕涂料行业近 30 年，技术总监刘正伟任职超过 10 年，且自 2005 年从事技术研发，拥有近 20 年的涂料研发经历。核心团队长期任职，团队结构稳定。

公司重视研发投入，技术长期积累。涂料质量取决于生产工艺流程及技术水平，其生产、研发需要长期技术和经验积累，对缺乏技术积累的拟进入企业形成较大的技术壁垒。公司重视研发投入，研发费用持续维持较高水平。截至 2024 年末，公司技术人员 152 人，占比 39%；本科及以上学历人员 98 人，占比 25%。公司拥有的专利权共 100 项，其中发明专利 36 项，实用新型专利 63 项，外观设计专利 1 项。

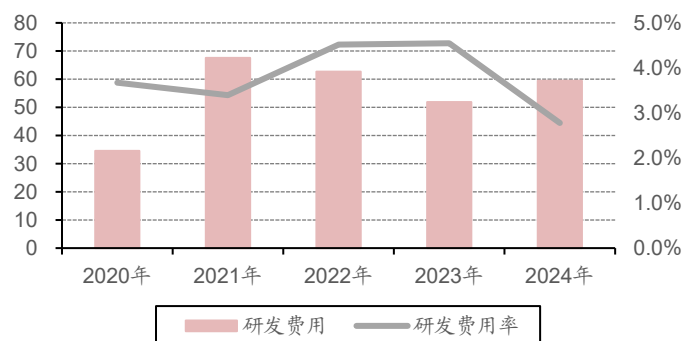
表 8：公司高管团队

姓名	职务	学历	个人简历
黄雁夷	董事长、总经理	本科	1990 年至 1995 年任香港顺志集团有限公司董事；1995 年至 1998 年任上海海生涂料有限公司董事；2000 年至 2002 年任劲达化工销售副总经理；2004 年至 2015 年任麦加有限董事，2015 年至今任公司董事长、总经理。
崔园园	副总经理	博士	2015 年至 2019 年任上海盛知华知识产权服务有限公司项目评估经理；2019 年至 2020 年任上海奥凯知识产权服务有限公司高级咨询师；2020 年 12 月至今任公司企管中心（原企业管理部）总监；2021 年 12 月至今任公司副总经理。
方仙丽	副总经理	大专	1987 年 7 月至 1990 年 12 月任浙江省浦江县黄宅镇合心村团支部书记；1997 年 9 月至 2001 年 9 月任上海天灵开关厂后勤职员；2002 年 10 月至 2003 年 8 月任上海重机工业有限公司（中国）投资有限公司保税仓职员；2003 年 8 月至今在公司任职；2021 年 9 月至今任南通麦加董事长，现任公司副总经理。
罗永键	副总经理、副董事长	本科	2013 年加入麦加芯彩，2017 年至今担任麦加芯彩新材料科技（上海）股份有限公司董事，2021 年 12 月至 2022 年 7 月担任公司董事会秘书，2021 年 12 月至今任公司副总经理，2022 年 12 月至今任公司副董事长。
吴怀民	财务总监	硕士	1988 年 7 月至 2006 年 3 月就职于中国银行上海市分行，历任科员、副科长、科长、副处长、部门副总经理、支行行长兼党支部书记等职务；2006 年 4 月至 2007 年 3 月任上海启明金融专修学院副院长；2008 年 2 月至 2008 年 12 月任上海银楷教育信息咨询有限公司总经理；2009 年 1 月至 2009 年 12 月任上海复星高科技（集团）有限公司财务总监助理兼资金部副总经理兼金融事业部人力资源总监；2010 年 1 月至 2011 年 12 月任上海复星高科技集团财务有限公司筹建组副组长、副总经理；2012 年 1 月至 2015 年 9 月历任上海农商银行公司金融部副总经理、滨江支行副行长；2015 年 10 月至 2021 年 9 月为自由职业者，曾任红星美凯龙家居集团财务有限责任公司筹建组副组长、祺翔（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）副总裁等顾问职务；2021 年 10 月加入公司，2021 年 12 月至今任公司财务总监。
刘正伟	技术总监	硕士	2005 年至 2007 年任中山大桥化工有限公司技术员；2007 年至 2008 年任江苏海晟涂料有限公司副总经理；2008 年至 2009 年任麦基嘉（上海）贸易有限公司涂料监理；2009 年加入公司，现任公司技术总监；2020 年 12 月至今任公司董事。
崔健民	董事会秘书	硕士	1992 年 7 月至 2001 年 5 月任职于中国航空工业规划设计研究院，担任工程师；2001 年 6 月至 2004 年 10 月任职于华泰证券有限责任公司投资银行部，历任项目助理、项目经理；2004 年 11 月至 2019 年 4 月中旬任职于金元证

姓名	职务	学历	个人简历
			券股份有限公司投资银行部，历任执行董事、董事副总经理、董事总经理；2019年4月下旬至2022年7月中旬任职于瑞银证券有限责任公司全球投资银行部，任执行董事。自2022年7月下旬起任公司董事会秘书。

资料来源：招股说明书、招商证券

图 6：公司研发费用及研发费用率（百万元）



资料来源：公司公告、招商证券

表 9：公司员工构成

	2024	2023
按类别		
生产人员	118	119
销售人员	46	40
技术人员	152	90
财务人员	21	20
行政人员	56	46
现场服务人员	-	47
按学历		
硕士研究生及以上	22	15
本科	76	64
大专及以下	295	283
员工总数	393	362

资料来源：公司公告、招商证券

表 10：公司 4 大核心技术体系

类别	技术体系名称	主要内容
风电叶片涂料	油性风力发电机叶片涂层配套体系	主要由聚氨酯腻子、油性聚氨酯胶衣以及油性聚氨酯面漆构成，并通过了 GL 认证。整个体系可为叶片表面提供强有力的保护，避免或极大降低紫外线、雨水、盐雾以及其它不利外界因素对叶片的负面影响
	水性风力发电机叶片涂层配套体系	主要由聚氨酯腻子、无溶剂聚氨酯胶衣以及水性聚氨酯面漆构成，并通过了 GL 认证。整个体系不仅具备油性体系的保护性能，且低碳环保
	风力发电机叶片前缘防护涂层	公司具有完整的风电叶片前缘保护产品体系，具备良好的耐雨蚀、耐砂石性能。该体系内新一代产品已开始海上 3MW 及以上大功率、超高线速率风电叶片进行挂机测试，可以防护包括砂蚀、雨蚀、冰雹侵蚀在内的所有常见侵蚀
集装箱涂料	水性集装箱防护涂料配套体系	核心产品主要包括水性环氧富锌底漆、水性环氧中间漆、水性环氧内面漆及水性丙烯酸面漆，配套体系通过了 KTA 及 FDA 认证。此体系不仅考虑单个产品的性能，更着重考量整个体系的配套性能。此体系经过近五年的大量实践而不断完善，现在已可同时满足绝大部分箱东对漆膜性能的要求和绝大部分箱厂对施工工艺及环保性能的要求

资料来源：招股说明书、招商证券

2、风电、集装箱涂料领先企业

进入门槛高，有一定的客户粘性。由于工作环境恶劣，风电、集装箱涂料在耐腐蚀、耐高温、耐磨等性能方面要求高。下游客户在选择产品供应商时持有审慎的态度，厂商大量的时间和财力才能够完成下游认证，与下游形成稳定供货关系后，终端客户不会轻易改变认可供应商。

集装箱涂料收入创纪录，客户覆盖度进一步提升。公司 2010 年开始大力研究环保涂料，随着 2017 年对于水性涂料的强制使用，公司环保型集装箱涂料获得市场认可，2024 年公司集装箱涂料市占率排名第二。2024 年集装箱涂料业务，创收入与销量双记录，客户覆盖度进一步提升，成功进入全球第一大集装箱租赁公司 TIL 及第六大航运公司 ONE 的合格供应商名录。

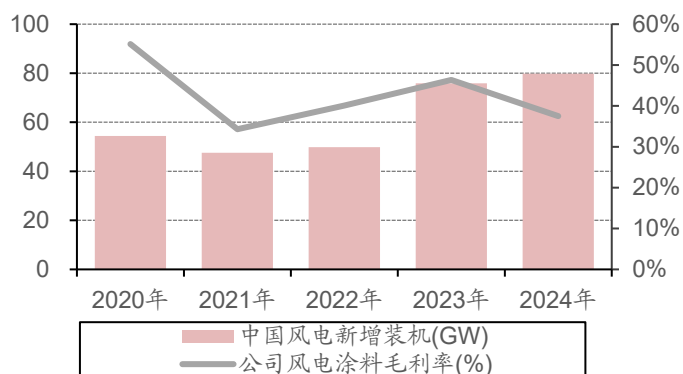
风电涂料产品不断丰富，积极拓展海外。自 2009 年开始自主研发风电叶片涂料，一定程度上推动了风电涂料的国产化进程。目前公司在风电涂料领域已连续多年市占率排名第一。竞争力优势突出。产品在国内超长陆、海风叶片、超高海拔叶片等示范项目上，表现优异；同时，公司积极开拓海外业务，已进入 Nordex 供应链。

表 11：2024 年中国涂料细分市场排行榜

排名	风电涂料类	外资/本土	集装箱涂料类	外资/本土
1	麦加芯彩	公司	天津德威	本土
2	佐敦涂料	外资	麦加芯彩	公司
3	海虹老人	外资	金刚化工	外资
4	阿克苏诺贝尔	外资	中远关西	外资
5	庞贝捷	外资	广州集泰化工	本土
6	西北永新	本土	中国涂料香港	本土
7	美凯威奇	外资	海虹老人	外资
8	天津德威	本土	宣伟中国	外资
9	无锡福斯特	本土	深圳康美克	本土
10	上海海隆赛能	本土	上海豪立	本土

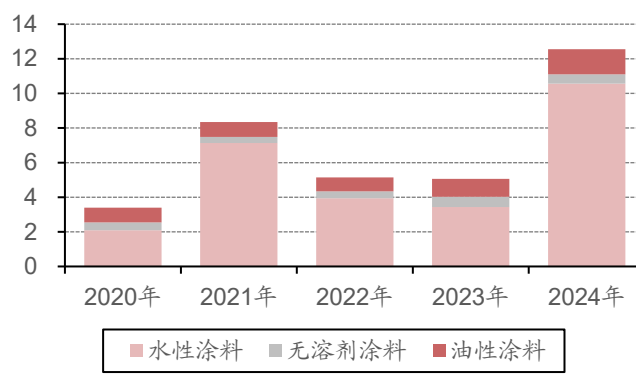
资料来源：涂界、招商证券

图 7：中国风电新增装机与产品毛利率对比



资料来源：BNEF、招股说明书、招商证券

图 8：公司环保涂料产量情况 (万吨)



资料来源：公司公告、招股说明书、招商证券

表 12：公司风电叶片涂料产品的客户进入情况

排名	风电叶片独立制造厂商	是否为客户	风电整机厂商	是否为终端客户
1	中材科技	√	金风科技	√
2	时代新材	√	远景能源	√
3	艾郎科技	√	明阳智能	√
4	中复连众	√	运达股份	√
5	中科宇能	√	上海电气	√
6	重通成飞	√	中国海装	√
7	双瑞风电	√	东方电气	√
8	天顺风能	√	中国中车	√
9	上海玻璃钢	√	三一重能	√
10			国电联合动力	√

资料来源：招股说明书、招商证券

表 13：公司集装箱涂料产品的客户进入情况

排名	集装箱制造企业	是否为客户	集装箱航运公司	是否为终端客户	集装箱租赁公司	是否为终端客户
1	中集集团	√	MSC		TIL	√
2	中远海运	√	Maersk	√	Florens	
3	新华昌集团	√	CMA CGM	√	Textainer	√
4	富华机械	√	COSCO	√	Seaco	√
5	浙江泛洋	√	Hapag-Lloyd	√	CAI	√
6	胜狮货柜	√	Evergreen	√	Beacon	√
7			ONE	√	SeaCube	√
8			HMM	√	Touax	√
9			Yang Ming	√	Blue Sky	√
10			Zim	√	UES	√

资料来源：招股说明书、招商证券

3、进军新领域

迈入船舶涂料领域。船舶涂料作为防腐涂料之皇冠上的明珠，船舶涂料品种多、难度高，该行业规模是公司现有业务行业规模的十余倍。2023 年全球船舶市场规模约 60 亿美元，前十大品牌占据了 92.41% 的市场份额，处于高度垄断格局。在该领域，公司的竞争对手仍是佐敦、海虹老人等海外化工巨头，而公司过去已经在集装箱与风电涂料行业充分证明自身的竞争实力，过去的竞争经验与优势具有一定的借鉴意义。同时，船舶涂料客户与集装箱客户群体重叠，公司具备客户优势。2024 年上半年，公司启动了船舶涂料在中国、美国、挪威三家船级社的认证工作。2025 年 3 月，公司宣布已取得挪威船级社（DNV）防污漆证书，防污漆是船舶涂料中难度最高的项目之一，也是船舶涂料销售额最大单品。此次的认证通过，对于公司迈入船舶涂料领域的意义重大。

收购科思创光伏玻璃涂层业务。公司于 2024 年下半年度收购了科思创的光伏玻璃减反射涂层产品的相关资产，该产品市场是一个技术密集型的细分市场，需要较高的技术投入、高精度的生产设备和严格的工艺控制条件来保持竞争力，研发难度大。公司拥有光伏玻璃减反射涂层核心技术，有较高的差异化竞争优势。目前，光伏减反射涂层单层高透 T88 已在下游客户取得进展，预计 2025 年实现主要客户批量销售。

细分板块积极拓展。针对储能设备涂料领域，公司目前已经形成了“储能箱用环保型防腐配套的研发”的在研项目，已与下游行业内的主流厂商进行技术要求的交流与对接，并开展相应测试。在大基建板块，公司开发了一系列桥梁、钢结构

用的防护涂料，产品具有良好的耐腐蚀性能，优异的耐化学品性能，硬度高、耐磨性好、可以低表面施工，VOCs 较低，满足国家最新的环保标准。

表 14：2024 年中国涂料细分市场排行榜

排名	风电涂料类	外资/本土	集装箱涂料类	外资/本土	船舶涂料类	外资/本土
1	麦加芯彩	公司	天津德威	本土	佐敦涂料	外资
2	佐敦涂料	外资	麦加芯彩	公司	海虹老人	外资
3	海虹老人	外资	金刚化工	外资	国际油漆	外资
4	阿克苏诺贝尔	外资	中远关西	外资	中涂化工	外资
5	PPG	外资	广州集泰化工	本土	PPG	外资
6	西北永新	本土	中国涂料香港	本土	金刚化工	外资
7	美凯威奇	外资	海虹老人	外资	APC	外资
8	天津德威	本土	宣伟中国	外资	鱼童	本土
9	无锡福斯特	本土	深圳康美克	本土	双瑞	本土
10	上海海隆赛能	本土	上海豪立	本土	海隆	本土

资料来源：涂界、招商证券

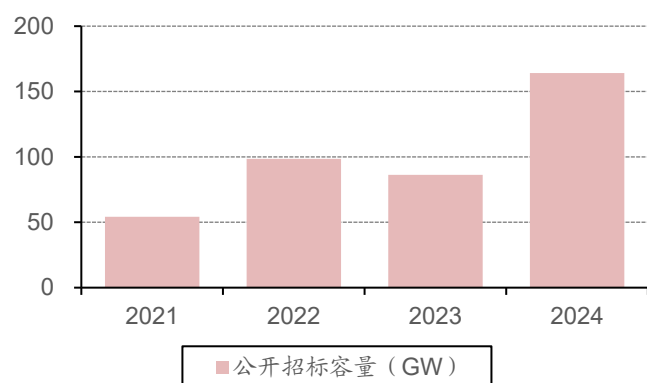
三、风电行业迎来复苏，船舶涂料前景广阔

1、风电行业迎来复苏

招标数据高增，行业装机迎来复苏。2024 年，国内公开招标市场风电招标量达 164GW，同比大幅提升 90%。2024 年超大规模的招标，托起了风电项目 2025 及 2026 年的密集落地预期，行业将迎来复苏。

叶片涂料市场规模有望进一步提升。按照历史装机及公司销售数据测算，考虑行业装机的增长及涂料单价回升，预计 2025 年我国风电叶片涂料市场规模有望达到 22 亿元，同比提升 80%。

图 9：风电公开招标容量



资料来源：金风科技、招商证券

表 15：风电叶片涂料市场规模测算

		2023	2024	2025E	2026E
中国风电叶片新增供应量	GW	75.70	79.80	130.00	130.00
单位新增装机的叶片涂料用量	吨/GW	505.00	505.00	505.00	500.00
风电叶片涂料单位售价	万元/吨	4.11	3.07	3.40	3.40
风电叶片涂料市场规模	亿元	15.72	12.37	22.32	22.10

资料来源：金风科技、公司公告、招商证券

2、船舶涂料行业稳健增长

全球船舶市场增长稳健。船舶制造业具有强周期性，上一轮大规模船舶交付时间为 2010-2011 年，按照船舶 15-20 年寿命估算，2025-2030 年将迎来新一轮新船订单高峰。船舶涂料作为船舶防护体系的核心材料，其市场规模与全球造船产业周期深度绑定，形成“新船建造”与“存量维护”双轮驱动的发展格局。2023 年船舶涂料市场规模约 60 亿美元，预计未来几年将保持稳健增长。

行业壁垒高。船舶涂料是技术要求最高的工业重防腐涂料之一，一方面，船舶涂料需适应高盐、高温、强腐蚀的海洋环境；另一方面，不同部位（船底、压载舱、甲板等）所用涂料的产品类型和标准不一，对性能要求差异显著。涂料配方调试周期长达 3-5 年，对企业技术储备要求极高。**规模与资金壁垒。**单条产线投资

超亿元，叠加船厂 6-12 个月的账期，对企业的资金链形成严峻考验。**客户认证壁垒。**一方面，船级社认证（如 DNV、CCS）需耗时 1-2 年，且必须与船厂联合测试；另一方面，船厂供应链高度封闭，通常仅认证 2-3 家供应商，历史合作粘性使得新玩家极难突破。**环保壁垒：**国际海事组织（IMO）自 2023 年起实施的 VOC 排放限制及中国“双碳”目标推动的水性涂料渗透率提升，迫使企业加速技术迭代。

国际涂料寡头主导。船舶涂料市场竞争格局呈现高度集中化特征，全球前十大品牌（如佐敦、阿克苏诺贝尔、PPG、海虹老人等）占据超 92% 的市场份额，形成技术与品牌双壁垒的寡头竞争态势。中国市场，外资品牌凭借技术先发优势和船级社认证体系，占据 80% 左右的市场份额，尤其在高端产品领域（如防污涂料、耐候性涂层）形成垄断。对于国内企业而言，在具备了完善的认证体系与客户积累后，发展空间广阔。

表 16：2024 年全球船舶涂料市场排行榜

排名	品牌名称	所属国家	市占率
1	佐敦	挪威	18.73%
2	海虹老人	丹麦	13.11%
3	阿克苏诺贝尔	荷兰	12.92%
4	中涂化工	日本	11.65%
5	宣伟	美国	9.89%
6	PPG	美国	8.68%
7	金刚化工	韩国	6.43%
8	立邦涂料	日本	4.56%
9	APC	美国	3.33%
10	关西涂料	日本	3.11%

资料来源：涂界、招商证券

盈利预测

公司深耕风电与集装箱涂料行业，率先在行业内实现了国产化替代，目前在两个领域分列国内第一、第二。风电与集装箱涂料行业周期性强，且行业规模天花板有限，一定程度制约了公司的发展空间。公司目前正重点突破船舶涂料行业，已经获得难度最高、销售额最大的船底漆认证，且具有一定的客户资源优势，后续有望推动公司经营上新台阶。

风电涂料：受益于风电行业性复苏，预计公司 2025-2027 年，风电涂料收入分别达到 8.96、9.25、8.05 亿元。同比增速 128%、3%、-13%；毛利率 37%、35%、35%。

集装箱涂料：集装箱行业经历了 2024 年的爆发后，预期需求将有一定幅度下滑。预计公司 2025-2027 年，集装箱涂料收入分别达到 9.8、11.2、13 亿元。同比增速 -43%、14%、16%；毛利率 16%、16%、16%。

光伏及船舶涂料：公司光伏玻璃涂层业务预计自 2025 年开始产生收入，船舶涂料业务客户认证等壁垒高，收入起量可能需要较长周期。因此预计 2025-2027 年，光伏及船舶涂料收入分别达到 0.2、1、5 亿元；毛利率 55%、53%、50%。

预测公司 2025-2027 年合计营收 19.24、21.85、26.61 亿元，同比增速 -10%、14%、22%；综合毛利 26.2%、25.8%、28.2%。预计 2025、2026 年归母净利润为 2.34、3.17 亿元，对应 PE21x、15x，给予“增持”评级。

表 17：盈利预测

亿元		2023	2024	2025E	2026E	2027E
风电涂料	营收	5.10	3.93	8.96	9.25	8.05
	yoy	27%	-23%	128%	3%	-13%
	毛利率	46.4%	37.5%	37.0%	35.0%	35.0%
集装箱涂料	营收	5.84	17.26	9.80	11.20	13.00
	yoy	-38%	196%	-43%	14%	16%
	毛利率	17.0%	16.9%	16.0%	16.0%	16.0%
光伏及船舶	营收			0.20	1.00	5.00
	yoy				400%	400%
	毛利率			55.0%	53.0%	50.0%
其他	营收	0.46	0.20	0.28	0.40	0.56
	yoy	2%	-56%	40%	40%	40%
	毛利率	21.5%	17.6%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	营收	11.41	21.39	19.24	21.85	26.61
	yoy	-18%	88%	-10%	14%	22%
	毛利率	30.3%	20.7%	26.2%	25.8%	28.2%

资料来源：招商证券

风险提示

集装箱行业需求大幅下滑: 当前对于公司经营的预测, 考虑了集装箱行业需求的下滑, 但若行业下滑幅度过大, 可能造成公司实际盈利不及预期;

风电行业复苏不及预期: 基于 2024 年风电行业的招标情况, 我们判断 2025-2026 年风电会迎来行业性复苏, 若复苏力度不及预期, 可能影响公司经营状况;

新业务开展不及预期: 公司船舶等新业务有望推动公司经营上新台阶, 若实际开展情况不及预期, 可能影响公司经营情况;

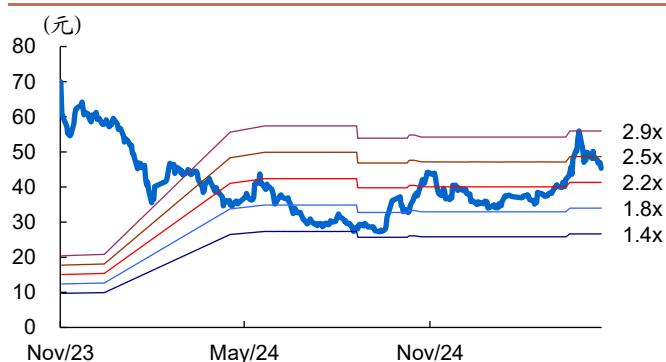
解禁造成股价波动风险: 公司 2025 年 5 月 7 日, 有合计 466.56 万股解禁, 占总股本 4.32%, 可能造成股价波动。

图 10: 麦加芯彩历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 11: 麦加芯彩历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2523	3020	2975	3355	3670
现金	420	619	763	928	857
交易性投资	1017	628	628	628	628
应收票据	188	259	233	264	322
应收款项	711	1293	1163	1321	1608
其它应收款	3	4	3	4	5
存货	149	178	149	170	200
其他	36	40	36	41	49
非流动资产	212	340	333	326	321
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	93	92	91	91	90
无形资产商誉	41	54	49	44	39
其他	78	194	193	192	191
资产总计	2735	3360	3308	3682	3991
流动负债	612	1299	1190	1305	1270
短期借款	21	150	200	200	0
应付账款	489	968	809	924	1089
预收账款	0	0	0	0	0
其他	102	181	181	181	181
长期负债	2	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	1	1	1	1
负债合计	615	1300	1191	1306	1271
股本	108	108	108	108	108
资本公积金	1521	1451	1451	1451	1451
留存收益	491	501	557	816	1160
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2120	2060	2117	2375	2720
负债及权益合计	2735	3360	3308	3682	3991

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(41)	55	251	203	191
净利润	167	211	234	317	424
折旧摊销	15	16	19	19	18
财务费用	3	1	10	11	13
投资收益	(0)	(11)	(43)	(43)	(43)
营运资金变动	(223)	(147)	35	(104)	(226)
其它	(3)	(14)	(3)	3	6
投资活动现金流	(1086)	275	31	31	31
资本支出	(15)	(131)	(12)	(12)	(12)
其他投资	(1071)	405	43	43	43
筹资活动现金流	1288	(122)	(137)	(69)	(293)
借款变动	(22)	276	49	0	(200)
普通股增加	27	0	0	0	0
资本公积增加	1412	(70)	0	0	0
股利分配	(130)	(330)	(177)	(58)	(79)
其他	1	3	(10)	(11)	(13)
现金净增加额	161	208	145	164	(70)

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1141	2139	1924	2185	2661
营业成本	795	1697	1419	1621	1910
营业税金及附加	7	11	8	9	11
营业费用	53	75	96	66	106
管理费用	45	49	62	55	72
研发费用	52	59	77	76	80
财务费用	(1)	(4)	10	11	13
资产减值损失	(21)	(46)	(30)	(30)	(30)
公允价值变动收益	2	12	12	12	12
其他收益	24	18	20	20	20
投资收益	0	11	11	11	11
营业利润	196	247	266	360	482
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	195	246	264	359	480
所得税	28	35	30	42	56
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	167	211	234	317	424

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-18%	88%	-10%	14%	22%
营业利润	-36%	26%	7%	36%	34%
归母净利润	-36%	26%	11%	36%	34%
获利能力					
毛利率	30.3%	20.7%	26.2%	25.8%	28.2%
净利率	14.6%	9.9%	12.1%	14.5%	15.9%
ROE	12.1%	10.1%	11.2%	14.1%	16.6%
ROIC	11.5%	9.5%	10.7%	13.4%	16.5%
偿债能力					
资产负债率	22.5%	38.7%	36.0%	35.5%	31.8%
净负债比率	1.0%	4.5%	6.0%	5.4%	0.0%
流动比率	4.1	2.3	2.5	2.6	2.9
速动比率	3.9	2.2	2.4	2.4	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7
存货周转率	5.8	10.4	8.7	10.2	10.3
应收账款周转率	1.5	1.7	1.3	1.5	1.5
应付账款周转率	1.8	2.3	1.6	1.9	1.9
每股资料(元)					
EPS	1.55	1.95	2.16	2.94	3.92
每股经营净现金	-0.38	0.51	2.33	1.88	1.77
每股净资产	19.63	19.08	19.60	21.99	25.18
每股股利	2.50	1.64	0.54	0.73	1.18
估值比率					
PE	29.3	23.2	21.0	15.4	11.6
PB	2.3	2.4	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	25.7	20.8	18.1	13.7	10.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。