



麦加芯彩 (603062.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

工业涂料国产品牌追赶匹配中国工业地位

3000 亿工涂市场，寻找空间大、壁垒高的优质赛道

根据涂界，2024 年中国工业涂料市场规模 3024 亿元，同比+5%，呈现“整体分散、但细分领域集中度高”的格局；外资仍占优势，国内前七强均为外资品牌，但民族品牌在风电、集装箱等领域已突破外资品牌的长期封锁，新一轮的国产替代浪潮正在酝酿。

风电从国内龙头迈向全球，传统集装箱“等风来”

(1) 公司风电叶片涂料 20-21 年份额 31%-32% (根据招股书)，下游涵盖叶片厂、整机厂，准入壁垒高。国金电新预计 26 年全球/中国风电新增装机同比+16%/10%，27 年+7%/+6%，延续高景气。公司 24 年取得 NORDEX 认证后，25 年批量销售，海上塔筒 NORSOK M501 测试中，以此为契，未来在海外整机厂的覆盖有望继续扩大。

(2) 集装箱涂料强周期波动、但边际影响减弱。根据涂界，公司集装箱涂料全球前二，市占率约 25%，2020 年以来需求波动放大，特殊事件引起货运绕行将是预期之外的变化。未来随着风电及其他新兴工业涂料的快速崛起，集装箱在公司的业绩占比持续下降。

新兴业务齐头并进，船舶/光伏/变压器涂料进入收获期

纵观全球市场，平台型企业是国际工业涂料巨头的共同特征，公司 25Q2 开启向工业涂料平台型企业的转型，已布局的十个细分领域构成强大的产品矩阵，新兴业务目前已取得进展：

- 船舶涂料：根据涂界，2024 年全球/中国市场约 450/115 亿元，外资占主导。公司 2025 年完成三大船级社认证，25Q2 起承接境内外修补漆订单，短时间内实现 0-1 突破，与集装箱业务的深度协同正加速推动市场突围。
- 光伏涂料：公司 2024 年通过收购科思创知识产权切入光伏玻璃涂层利基市场，光伏边框涂料获得德国莱茵 TUV 认证，南通基地已储备 6000 吨光学镀膜液的产能，等待订单放量。
- 变压器涂料：AI 带动变压器、储能、数据中心等赛道的需求爆发。公司变压器涂料进展较快，目前处于广泛样品测试阶段，截至 2026 年 2 月，变压器涂料已有小量出货。

盈利预测、估值和评级

公司风电涂料正从国内龙头迈向全球，集装箱涂料全球前二地位稳固；船舶涂料、光伏涂料、变压器涂料等新兴业务齐头并进。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.21、2.90、3.88 亿元，当前股价对应 PE 为 22.48、17.11、12.81 倍，我们给予 2026 年 25 倍 PE，对应目标价 67.19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧的风险；原材料价格波动风险；风电与集装箱行业周期性波动；新业务拓展不及预期；限售股解禁的风险。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

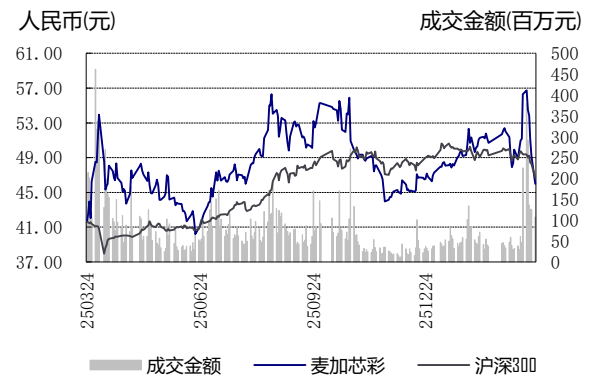
liyang10@gjzq.com.cn

分析师：陈伟豪 (执业 S1130524120006)

chenweihao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：45.98 元

目标价 (人民币)：67.19 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,141	2,139	1,822	1,997	2,345
营业收入增长率	-17.75%	87.56%	-14.82%	9.59%	17.43%
归母净利润(百万元)	167	211	221	290	388
归母净利润增长率	-35.79%	26.30%	4.76%	31.40%	33.55%
摊薄每股收益(元)	1.546	1.952	2.045	2.688	3.589
每股经营性现金流净额	-0.45	0.52	2.08	2.79	3.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.88%	10.23%	9.99%	12.47%	15.61%
P/E	40.39	18.43	22.48	17.11	12.81
P/B	3.18	1.89	2.24	2.13	2.00

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、工业涂料行业：3000 亿大市场，细分领域多，国产替代加速	4
（一）工业涂料 3000 亿市场，整体集中度低但细分领域差异大	4
（二）外资主导，部分领域已实现国产替代	5
二、风电涂料从国内龙头迈向全球，传统集装箱业务“等风来”	6
（一）风电涂料：从国内龙头迈向全球，海上塔筒涂料和海外市场开拓并举	6
（二）集装箱涂料：全球前二，市场需求波动放大	10
三、新兴业务齐头并进：船舶涂料、光伏涂料、变压器涂料等进入收获期	12
（一）船舶涂料：工业防腐涂料皇冠上的明珠，公司已实现 0-1 突破	12
（二）光伏涂层和边框涂料：收购科思创知识产权切入利基市场	14
（三）变压器等其他工业涂料：开启向“工业涂料平台型企业”的战略转型	16
四、盈利预测与投资建议	18
（一）盈利预测及关键假设	18
（二）投资建议及估值	19
五、风险提示	20

图表目录

图表 1： 2018-2024 年中国工业涂料市场规模及同比增速	4
图表 2： 2025 年中国工业涂料前 10 强集中度	5
图表 3： 2025 年中国工业涂料前 30 强集中度	5
图表 4： 2025 年中国工业涂料品牌 30 强榜单分布	5
图表 5： 风电叶片涂料产品体系图	6
图表 6： 2023 年全球风电叶片供应商市场份额	7
图表 7： 2025 年全球风电整机制造商市场份额	7
图表 8： 2010-2026 年全球及中国风电新增装机量	7
图表 9： 2020-2027 年全球及中国风电叶片涂料市场规模测算	8
图表 10： 2017-2025 年中国涂料工业单项冠军企业榜单——风电涂料细分类别	8
图表 11： 公司风电涂料技术指标优于或达到行业标准	8
图表 12： 2019-25Q3 公司风电涂料收入及同比增速	9
图表 13： 2019-25H1 年公司风电涂料毛利率	9
图表 14： 2019-25Q3 公司风电涂料销量、单位价格及单位成本	9
图表 15： 公司在主要风电叶片独立制造厂商的进入情况（2020 年）	10
图表 16： 公司在主要终端风电整机制造厂商的进入情况（2021 年）	10



图表 17: 集装箱涂料产品体系图	11
图表 18: 1997-2025 年中国金属集装箱产量	11
图表 19: 2025 年集装箱涂料行业竞争格局	11
图表 20: 2019-25Q3 公司集装箱涂料收入及同比增速	11
图表 21: 2019-25H1 公司集装箱涂料毛利率	11
图表 22: 2019-25Q3 公司集装箱涂料销量、单位价格及单位成本	12
图表 23: 2020-2024 年全球及中国船舶涂料市场规模	12
图表 24: 2025 年船舶涂料市场区域分布	12
图表 25: 公司船舶涂料产品体系介绍	13
图表 26: 2025 年全球十大船舶涂料品牌收入及市占率 (参考 2024 年收入)	13
图表 27: 公司已完成全球三大主要船级社的产品认证	14
图表 28: 公司珠海工厂于 2025 年投产	14
图表 29: 公司现有生产基地和产能梳理	14
图表 30: 光伏玻璃减反射涂层应用场景	15
图表 31: 光伏边框涂料应用场景	15
图表 32: 2017-2025 年中国光伏新增装机及同比增速	15
图表 33: 公司收购科思创太阳能涂层业务知识产权	16
图表 34: 公司光伏边框涂料获得德国莱茵 TUV 认证	16
图表 35: 公司光伏玻璃涂料产品体系介绍	16
图表 36: PPG 全球工业涂料业务版图	17
图表 37: 公司变压器涂料产品解决方案	17
图表 38: 公司储能箱产品案例	18
图表 39: 公司数据中心产品案例	18
图表 40: 公司分业务及毛利率拆分	19
图表 41: 公司费用率假设	19
图表 42: 可比公司估值	20



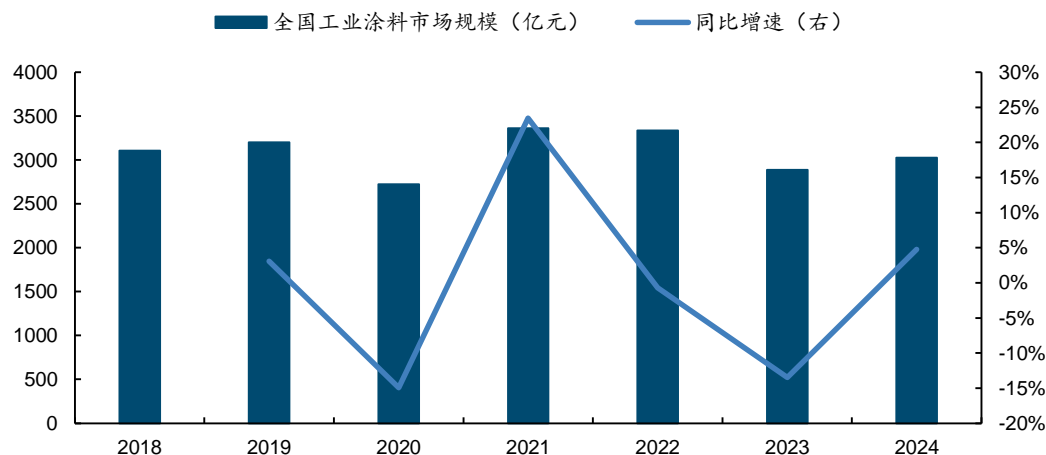
一、工业涂料行业：3000 亿大市场，细分领域多，国产替代加速

（一）工业涂料 3000 亿市场，整体集中度低但细分领域差异大

工业涂料广泛应用于汽车、船舶、集装箱、风电核电、轨道交通、航空航天、海工港口、石化装备以及 3C 家电、包装铝型材等多元领域，具备技术密集与高附加值的特征。据涂界数据研究实验室统计，2024 年全国工业涂料市场规模约 3024 亿元，同比+5%。

细分行业结构分化明显，集装箱、船舶、汽车、3C 及包装涂料等细分赛道需求强劲，成为增长引擎，工业木器漆需求弱复苏，一般性工业涂料需求依然整体疲软、偶有亮点。

图表 1：2018-2024 年中国工业涂料市场规模及同比增速



来源：涂界、国金证券研究所

整体市场集中度显著偏低。依托庞大的制造和消费市场，我国工业涂料行业整体市场空间可观，但细分赛道众多、参与者庞杂，尚未形成绝对主导的格局；据涂界统计，2025 年全国工业涂料 CR10 仅为 17.90%，CR30 仅为 25.56%。

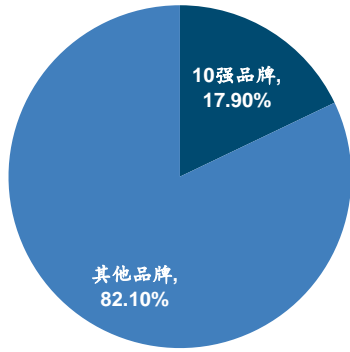
细分领域集中度存在差异化。受技术壁垒、准入资质、竞争格局影响，部分高端赛道已形成寡头垄断，在民用航空、民用船舶、汽车（尤其是乘用车车身）、风电、核电以及集装箱、轨道交通、海工、3C 和石油管道等领域，头部品牌市占率高：

- 民用航空涂料：PPG、阿克苏诺贝尔、美凯威奇等少数外资品牌占据超 90% 份额。
- 民用船舶涂料：佐敦、海虹老人、中涂化工、国际油漆等品牌占据超 90% 市场。
- 汽车涂料：巴斯夫、PPG、湘江关西、立邦、艾仕得等占据超 80% 份额，其中乘用车车身涂料占据超 90% 份额。
- 风电涂料：麦加芯彩、海虹老人、佐敦、阿克苏诺贝尔、PPG、福斯特、西北永新等少数品牌合计占据超 90% 份额。
- 集装箱涂料：德威、麦加芯彩、金刚化工、中远关西等前十强品牌占据 94% 份额。
- 核电涂料：信和、大使涂料、佐敦、中科美斯等少数品牌占据超 90% 份额。
- 其他：轨道交通、海工装备、3C 电子、包装及石油管道等领域同样呈现较高的集中度。

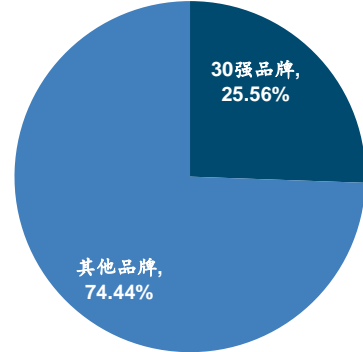
整体而言，工业涂料行业呈现“整体分散、细分领域集中”的结构特征，高技术门槛细分赛道中，少数头部企业凭借产品、研发、客户资源等优势，构筑坚固护城河。



图表2: 2025年中国工业涂料前10强集中度



图表3: 2025年中国工业涂料前30强集中度



来源: 涂界、国金证券研究所

来源: 涂界、国金证券研究所

(二) 外资主导, 部分领域已实现国产替代

根据2025年中国工业涂料品牌30强榜单(来源:涂界),自主品牌占据19席,多于外资品牌的11席;但从营收体量看,外资企业总收入占30强总营收的67.08%。尤其在头部阵营中,外资垄断地位稳固,前七强均为外资品牌,本土企业仅湘江涂料、德威涂料、麦加芯彩三家跻身前十。在高端工业涂料领域,外资企业凭借成熟的技术积淀仍占据绝对主导优势,本土企业短期内难以撼动其地位。例如汽车涂料(含原厂漆、乘用车漆及修补漆)、船舶涂料、海洋工程装备涂料、光伏涂料、民用航空涂料以及3C涂料等高技术壁垒赛道,外资品牌依然把控话语权。

从国内企业发展趋势来看,国产替代进程加速,部分领域已突破外资品牌的长期封锁。根据涂界统计的2025年中国涂料工业单项冠军企业榜单,在60个重点细分市场中,外资企业凭借深厚积淀,在建筑、汽车、船舶、工业木器漆、石化装备防腐、工业重防腐、风电防护、光伏、民用航空及海工装备等32个领域稳居榜首;而本土企业则展现出强劲突围势头,在工程建筑涂料、仿石漆、艺术漆、风电叶片防护、商用车、轨道交通、核电防护、集装箱、光纤及3C涂料等28个领域跃居第一。

尽管在汽车涂料、船舶涂料等外资传统优势赛道,自主品牌体量仍有差距,但新一轮的国产替代浪潮正在酝酿。以船舶涂料为例,麦加芯彩、信和、三棵树等大批本土企业正蓄势待发、竞相布局,2025年麦加芯彩的船舶涂料业务已形成销售,国内最大的核电防护涂料企业信和也在谋划远洋市场。此外,海隆、双瑞等已在高端船舶涂料市场取得突破。

图表4: 2025年中国工业涂料品牌30强榜单分布

2025年排名	2024年排名	企业名称	属性
1	1	PPG	外资
2	2	佐敦	外资
3	3	宣伟	外资
4	6	立邦	外资
5	4	阿克苏诺贝尔	外资
6	5	巴斯夫	外资
7	8	艾仕得	外资
8	7	湘江涂料	本土
9	12	德威	本土
10	16	麦加芯彩	本土
11	9	海虹老人	外资
12	17	金刚化工	外资
13	11	浩力森	本土
14	10	展辰	本土
15	-	中远关西	本土
16	14	大桥化工	本土



2025 年排名	2024 年排名	企业名称	属性
17	21	阿尔塔纳	外资
18	13	嘉宝莉	本土
19	19	大宝漆	本土
20	18	海油发展	本土
21	20	中涂化工	外资
22	15	兄弟路标	本土
23	22	金高丽	本土
24	24	华泰科技	本土
25	-	爱粤集团	本土
26	23	巴德士	本土
27	-	维凯集团	本土
28	-	四方威凯	本土
29	25	兰陵化工	本土
30	-	天女制漆	本土

来源：涂界、国金证券研究所

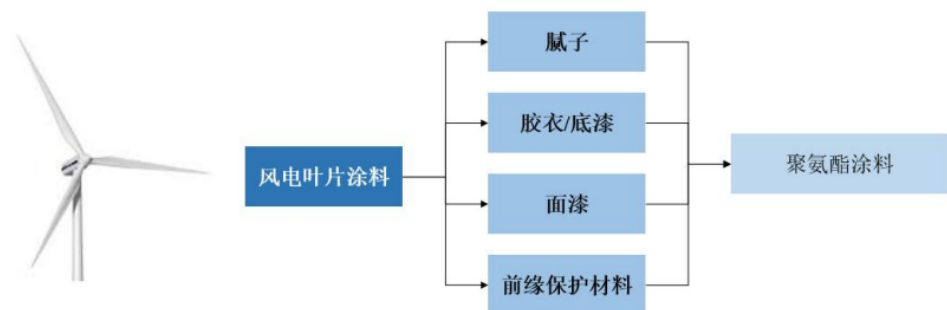
二、风电涂料从国内龙头迈向全球，传统集装箱业务“等风来”

（一）风电涂料：从国内龙头迈向全球，海上塔筒涂料和海外市场开拓并举

风电涂料作为风力发电设备的关键功能性防护材料，主要应用于风电叶片与塔筒表面，旨在构建高性能防护屏障以抵御风沙磨损、紫外辐射、冰雹冲击及盐雾腐蚀等极端环境侵蚀，从而显著延长设备全生命周期并保障风电场运营的经济性与稳定性。

- 风电叶片涂料：作为直接影响风能转换效率与年发电量的核心配套体系，由腻子、底漆、面漆及前缘保护材料四部分组成，通过卓越的耐候、耐磨及抗雨蚀性能，确保叶片在高速旋转工况下维持气动外形完整与长期稳定运转；
- 风电塔筒涂料：目前主要呈现聚氨酯与氟碳两大技术路线，尽管聚氨酯体系工艺成熟，但其较高的全生命周期维护成本构成行业痛点，相比之下，氟碳体系凭借超耐候特性有望大幅延长重涂周期，有效解决使用寿命与维护成本难题，成为推动行业向长寿命、低运维成本方向迭代升级的关键驱动力。

图表5：风电叶片涂料产品体系图



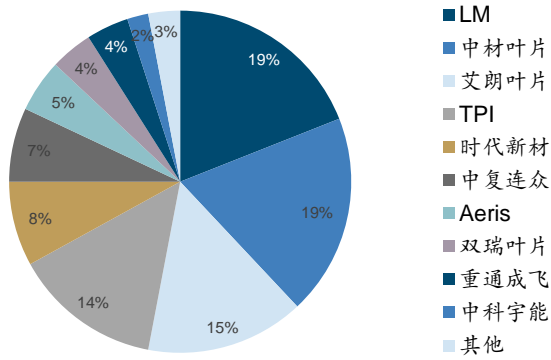
来源：公司招股说明书、国金证券研究所

风电叶片涂料的下游客户涵盖风电叶片独立制造厂商、风电整机制造厂商，例如中材科技、时代新材、艾郎科技等专业叶片制造商，以及金风科技、远景能源、明阳智能、运达股份等整机龙头；产业链准入壁垒高，涂料产品需率先通过整机厂商严格的供应商认证体系，方可进入叶片制造商的采购名录，加之整机商普遍保有约 30% 的内部配套叶片产能，使得“双重认证”成为市场拓展的关键前置条件。

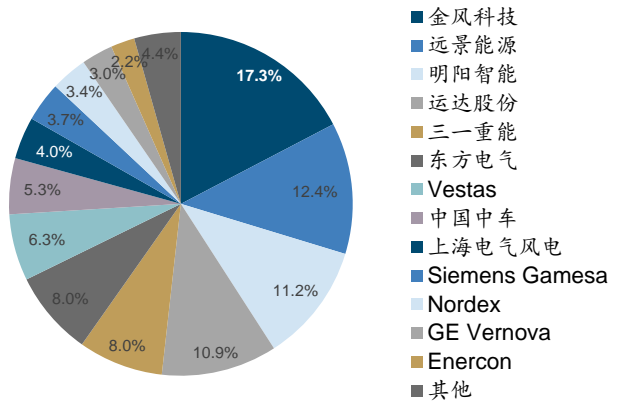


从竞争格局看，下游行业集中度极高且趋于稳定，根据全球知名可再生能源咨询研究机构 Brinckmann 的统计，2023 年全球叶片供应商 CR3 与 CR10 分别高达 53%和 97%，再根据 BloombergNEF 的统计，2025 年全球整机制造商 CR3 与 CR10 亦达到 40.9%和 87.0%，无论是在风电叶片制造还是整机制造环节，头部企业的市场份额都相对较高，竞争格局趋于稳定。因此，涂料厂商必须同时获得叶片制造厂和整机厂的认可，与头部客户的稳定合作则是重中之重。

图表6：2023 年全球风电叶片供应商市场份额



图表7：2025 年全球风电整机制造商市场份额



来源：阳光电源官网、Brinckmann、国金证券研究所

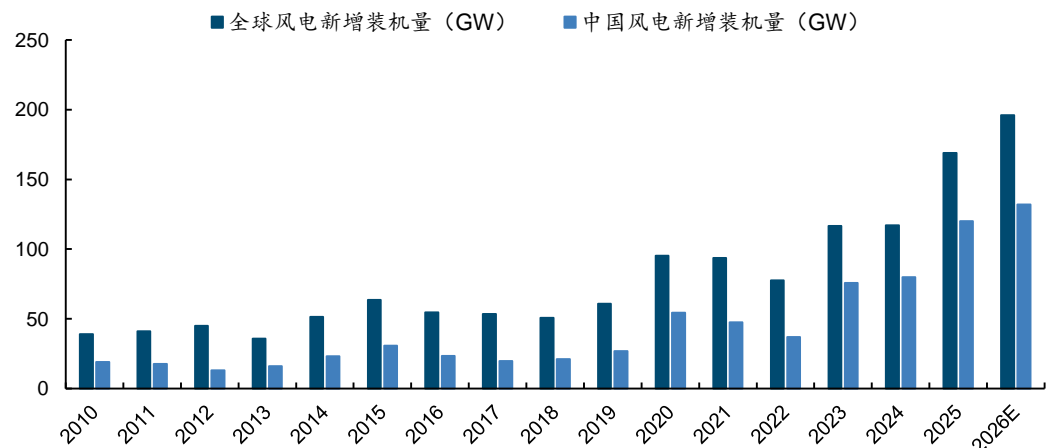
来源：BloombergNEF、国金证券研究所

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，其中新增风电设备需求占主导。根据全球风能理事会 (GWEC)、国家能源局和 BloombergNEF，2025 年全球/中国风电新增装机量分别 169GW/120GW，均创历史新高，国金电新组进一步预测 2026 年全球/中国风电新增装机量分别同比+16%/+10%至 196GW/132GW，2027 年增速为+7%/+6%，延续高景气。公司公告显示，2020-2021 年单位新增装机容量对应叶片涂料用量约 502 吨/GW，我们依照“风电新增装机*单位新增装机对应涂料用量*涂料价格”测算 2026 年全球/中国风电叶片涂料市场规模将增长至 30/20 亿元，分别同比+16%/+10%。

政策层面，“十五五”规划纲要提出，要推进非化石能源安全可靠有序替代化石能源，坚持风光水核等多能并举，实施非化石能源十年倍增行动。2025 年北京国际风能大会暨展览会上，风电行业发布《风能北京宣言 2.0》，提出“十五五”时期我国风电年新增装机不低于 120GW，到 2030 年累计装机达 13 亿千瓦、2035 年不少于 20 亿千瓦、2060 年达 50 亿千瓦的目标，国内风电产业链景气延续。

此外，全球能源焦虑、AI 数据中心电力缺口激增共同催化风电出海加速。海上风电作为欧洲最优资源禀赋与成熟产业链，成为各国能源战略核心。英国于 3 月 10 日率先推出进口海风工业制品零关税政策，自 2026 年 4 月起对包括风机叶片、转子、海缆及变电站关键物料在内的 33 类海风装备实施零关税进口，加速推动中国风电产业链的全球化布局。

图表8：2010-2026 年全球及中国风电新增装机量



来源：国家能源局、GWEC、BloombergNEF、公司招股说明书、国金证券研究所



图表9：2020-2027年全球及中国风电叶片涂料市场规模测算

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
全球风电新增装机容量 (GW)	95	94	78	117	117	169	196	210
中国风电新增装机容量 (GW)	54	48	37	76	80	120	132	140
单位新增装机容量对应风电叶片涂料用量 (吨/GW)	502							
麦加芯彩风电叶片涂料单价 (万元/吨)	5.7	5.0	5.0	4.1	3.1	3.0	3.0	3.0
全球风电叶片涂料市场规模 (亿元)	27.1	23.3	19.4	24.1	18.0	25.5	29.6	31.7
中国风电叶片涂料市场规模 (亿元)	15.5	11.8	9.2	15.6	12.3	18.1	19.9	21.1

来源：国家能源局、GWEC、BloombergNEF、公司招股说明书、公司经营数据公告、国金证券研究所

注：1) 2026-2027年全球及中国风电新增装机容量参考国金电新组预测；2) 2025-2027年价格参考公司25Q1-3平均单价，考虑近期成本上行，实际价格预计高于假设值，但对于空间的测算采取审慎原则、不过多预期价格上行；3) 单位新增装机对应涂料用量参考发行人及保荐机构回复意见

公司于2009年开始自主研发风电叶片涂料产品，2010年推向市场，开始切入风电叶片涂料业务，并于2016年推出环保类水性风电叶片涂料产品。风电行业技术迭代更新快速、市场竞争激烈，公司以持续不断的产品创新能力，持续居于国内市场龙头地位。根据公司测算，2020-2021年国内风电叶片涂料领域公司市占率分别达到31.06%、31.48%，在风电涂料领域已成功突破外资垄断。根据《涂界》发布的中国涂料工业单项冠军企业榜单，麦加芯彩2022-2024年连续三年取得国内风电防护涂料及风电叶片涂料的单项冠军，2025年第四年蝉联风电叶片涂料单项冠军。

图表10：2017-2025年中国涂料工业单项冠军企业榜单——风电涂料细分类别

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
风电叶片涂料	PPG	-	-	-	-	麦加芯彩	麦加芯彩	麦加芯彩	麦加芯彩
风电防护涂料	PPG	PPG	PPG	海虹老人	海虹老人	麦加芯彩	麦加芯彩	麦加芯彩	佐敦
风电塔筒涂料	PPG	-	-	-	-	海虹老人	海虹老人	海虹老人	佐敦

来源：涂界、国金证券研究所

图表11：公司风电涂料技术指标优于或达到行业标准

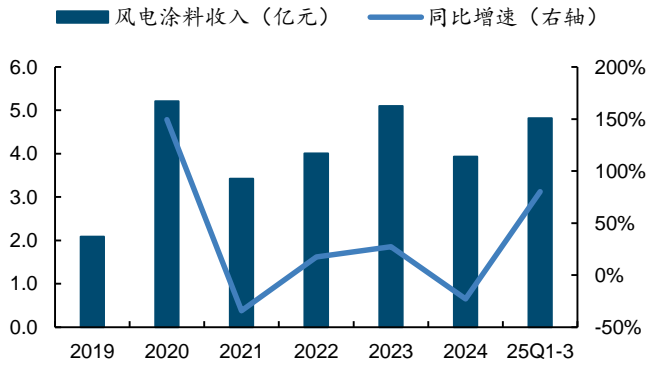
涂料种类	VOCs, g/L		防护性能-拉拔附着力		防护性能-常温断裂延伸率		防护性能-耐湿热	
	麦加芯彩技术水平	行业技术标准 GB 30981-2020	麦加芯彩技术水平	行业技术标准 DNVGL-CP-0424	麦加芯彩技术水平	行业技术标准 DNVGL-CP-0424	麦加芯彩技术水平	行业技术标准 DNVGL-CP-0424
油性配套体系	<300	≤420	>7Mpa	>5Mpa	>20%	≥10%	1500 小时后：附着力>7Mpa、起泡 0 (S0)	1000 小时后：附着力>5Mpa、起泡 0 (S0)
水性配套体系	<50	≤250	>7Mpa	>5Mpa	>20%	≥10%	1500 小时后：附着力>7Mpa、起泡 0 (S0)	1000 小时后：附着力>5Mpa、起泡 0 (S0)
前缘防护体系	<100	≤100	-	-	-	-	-	-

来源：公司招股说明书、国金证券研究所

受益行业高景气、公司风电涂料销量增长，当前价格和毛利率已止跌企稳。2024年公司风电涂料收入3.9亿元，同比-23%，毛利率37.5%，同比-8.8pct，主因风电涂料价格下降，公司平均单价3.07万元/吨，同比-25%，而销量1.28万吨，同比+3%。25Q1-Q3，新能源行业涂料（主要为风电涂料）收入实现4.8亿元，同比+80%，其中销量1.60万吨，同比+80%，平均单价3.00万元/吨，同比-2%，受益风电装机高景气，预计2025年全年销量大幅提升，价格有望止跌企稳、毛利率恢复稳定。



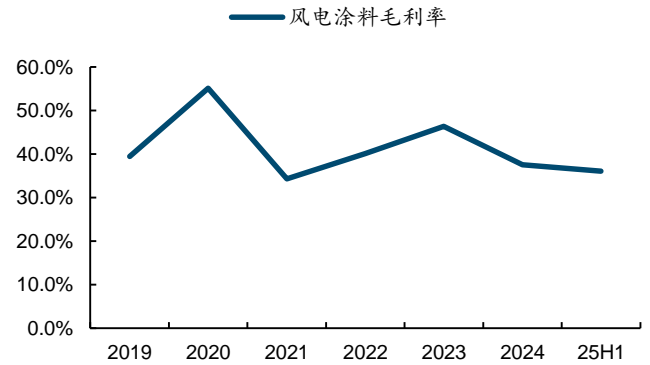
图表12：2019-25Q3 公司风电涂料收入及同比增速



来源：Wind、公司经营数据公告、国金证券研究所

注：2025 年调整为新能源行业涂料口径，可能存在细微差异

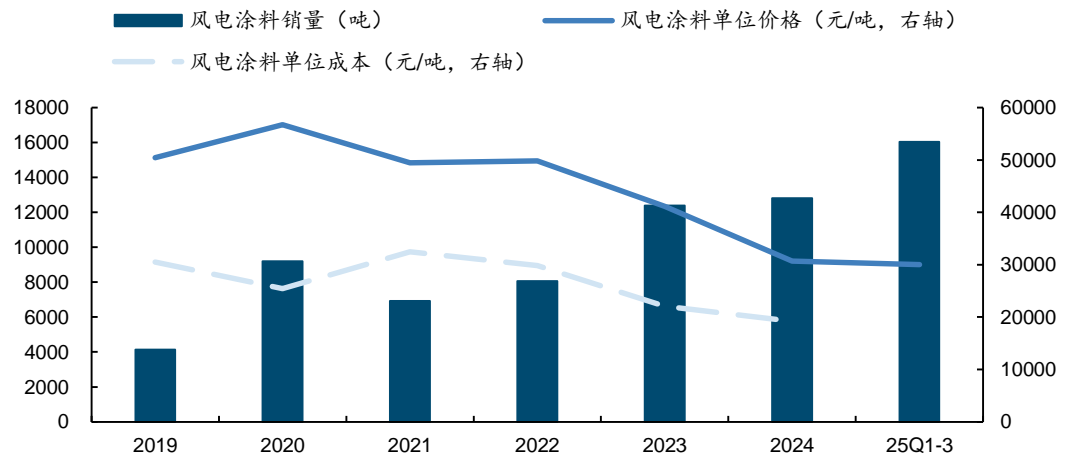
图表13：2019-25H1 年公司风电涂料毛利率



来源：Wind、公司经营数据公告、国金证券研究所

注：2025 年调整为新能源行业涂料口径，可能存在细微差异

图表14：2019-25Q3 公司风电涂料销量、单位价格及单位成本



来源：Wind、公司经营数据公告、公司招股说明书、国金证券研究所

注：2025 年根据新能源行业涂料产销测算，可能存在细微差异

公司进入国内主流客户名录，合作关系稳定，标志性项目突出。公司在风电领域已获得主流终端客户认可，与国内下游主要直接及终端客户建立长期稳定的合作关系。风电涂料产品常用于国内高难度、标志性项目，例如 2024 年应用于明阳智能制造并已成功挂机的长达 143 米的海上风电叶片，在长达 131 米的三一重能陆上风电叶片上批量应用，也在超过海拔 5000 米的装机项目进行批量应用，公司技术创新和产品质量过硬。

风电出海战略加速。2024-2025 年继续向中材科技巴西工厂提供风电叶片涂料。根据 2025 年中报，公司 2024 年通过德国风电整机厂 Nordex 的认证之后，2025 年已进入批量销售阶段，另有全球前十五大之一的海外整机厂商处于前期认证阶段。2026 年 1 月，公司在荷兰正式设立子公司，标志在欧洲的本地化布局与技术服务体系建设迈出关键一步。

积极开拓海上塔筒涂料市场。公司已切入头部终端风电整机厂的塔筒涂料供应商名录（金风科技等）。截至 2025 年 10 月，公司海上风电塔筒涂料产品已通过国内权威机构北京鉴衡的认证，同时挪威石油标准委员会的 NORSOK M501 在持续测试中，是公司进入全球海上塔筒市场的“通行证”。海上风电增速快、单位价值量高、竞争格局优。


图表15: 公司在主要风电叶片独立制造厂商的进入情况 (2020年)

排名	风电叶片独立制造厂商	产能排名 (兆瓦 / 年)	是否使用麦加芯彩涂料产品
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	✓

来源: 公司招股说明书、GWEC《2020年风电叶片供应链更新》、国金证券研究所

图表16: 公司在主要终端风电整机制造厂商的进入情况 (2021年)

排名	风电整机厂商	全球市占率	是否为麦加芯彩涂料产品终端客户
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%	✓

来源: 公司招股说明书、GWEC《2021年全球风电供应链报告》、国金证券研究所

(二) 集装箱涂料: 全球前二, 市场需求波动放大

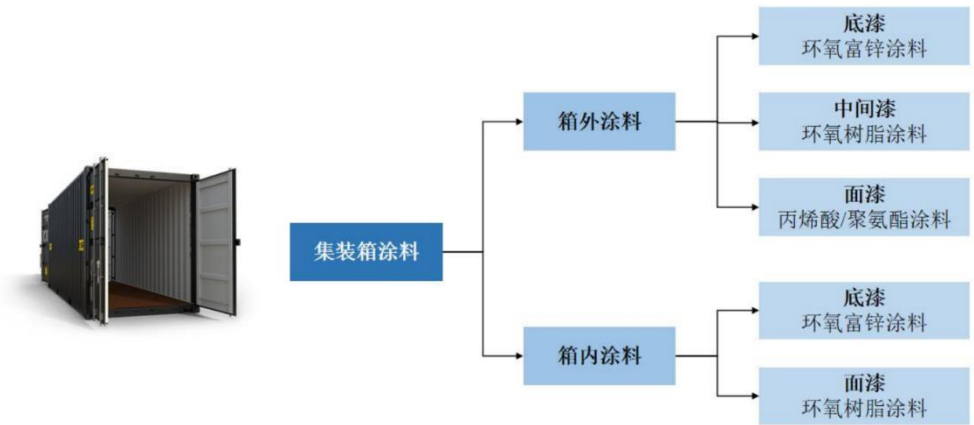
集装箱涂料主要用于集装箱内外层的防腐保护, 市场规模取决于下游集装箱产量及存量箱的维护更新需求, 与全球及中国海运市场景气度、宏观经济走势及国际贸易状况紧密相关。从运输场景看, 集装箱往返于世界各地, 需经受强烈阳光、极端温差、海水侵蚀及高湿环境等复杂气候的严峻考验。因此, 涂层需要发挥防护作用, 在保护基材、延长箱体寿命的同时, 具备优异的抗腐蚀性、耐盐雾性及耐高低温变性能力; 此外, 还需兼顾出色的抗紫外线性能, 以及耐磨损、抗冲击和良好的装饰性等多重特点。

2020年以来需求波动放大。2020年至今, 全球及中国集装箱制造业历经从增长到历史高位而回落、再回到历史最高点的过程, 涂料需求出现大幅波动。根据涂界统计, 2024年全球、中国集装箱总产量844、810万TEU, 对应涂料需求量46、44万吨, 市场规模约69亿、66元。全球贸易秩序的变化是主要原因, 当前美伊冲突影响全球贸易(参考2024年红海危机导致的货运绕行), 可能影响短期需求。

从竞争格局看, 集装箱制造端高度集中且产能主要在中国(占全球份额超90%), 核心参与者包括中集集团、中远海运、新华昌、胜狮货柜及富华机械等(2022年CR5约90%)。上游涂料的市场集中度也维持在较高水平, 2025年CR2(德威+麦加芯彩)、CR4、CR10分别为58.26%、83.92%、93.98%, 市场竞争成熟且格局稳定。

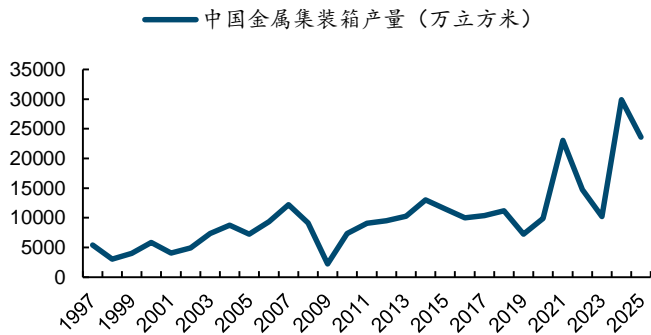


图表17: 集装箱涂料产品体系图



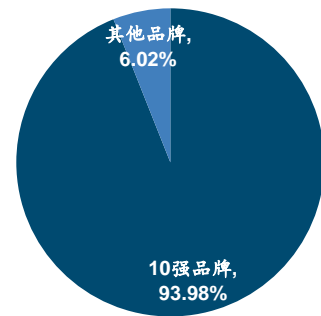
来源: 公司招股说明书、国金证券研究所

图表18: 1997-2025 年中国金属集装箱产量



来源: 国家统计局、Wind、国金证券研究所

图表19: 2025 年集装箱涂料行业竞争格局

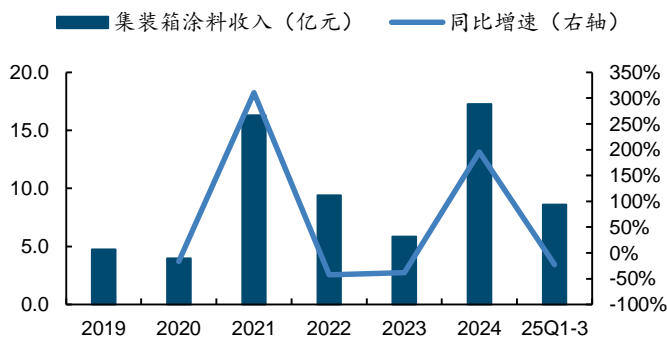


来源: 涂界、国金证券研究所

公司集装箱涂料收入呈现强周期波动。2024 年红海危机引发短期集装箱涂料需求扩大，公司集装箱涂料收入 17.3 亿元，同比+196%，2025 年事件扰动消退后，涂料需求相应回落，25Q1-3 海洋装备行业涂料（主要为集装箱涂料）收入 8.6 亿元，同比-22%，其中销量 5.60 万吨，同比-22%，平均单价 1.54 万元/吨，同比-1%，平均单价和毛利率已趋于稳定。

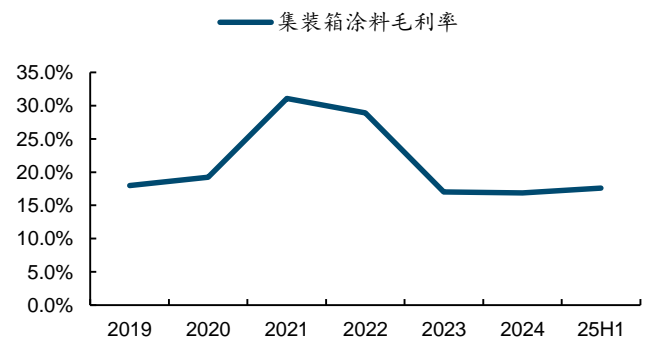
集装箱业务的边际影响在减弱。展望未来，随着风电及其他新兴工业涂料的快速崛起，集装箱涂料当前在公司的业绩占比持续下降，其固有的强周期性波动对公司整体业绩的影响也将日益钝化。

图表20: 2019-25Q3 公司集装箱涂料收入及同比增速



来源: Wind、公司经营数据公告、国金证券研究所

图表21: 2019-25H1 公司集装箱涂料毛利率



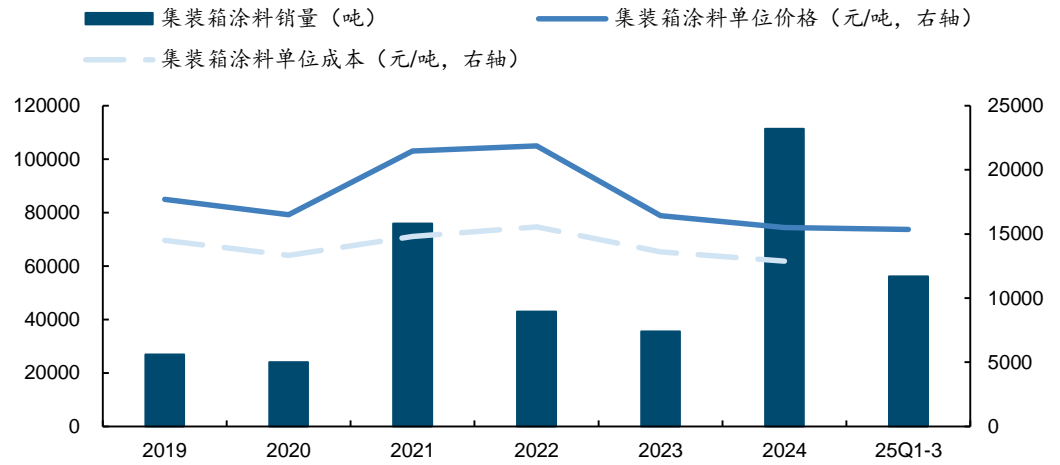
来源: Wind、公司经营数据公告、国金证券研究所

注: 2025 年调整为海洋装备行业涂料口径, 可能存在细微差异

注: 2025 年调整为海洋装备行业涂料口径, 可能存在细微差异



图表22：2019-25Q3 公司集装箱涂料销量、单位价格及单位成本



来源：Wind、公司经营数据公告、公司招股说明书、国金证券研究所

注：2025 年根据海洋装备行业涂料产销测算，可能存在细微差异

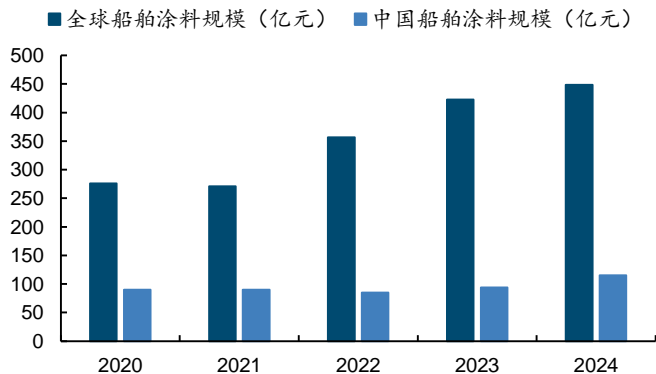
三、新兴业务齐头并进：船舶涂料、光伏涂料、变压器涂料等进入收获期

(一) 船舶涂料：工业防腐涂料皇冠上的明珠，公司已实现 0-1 突破

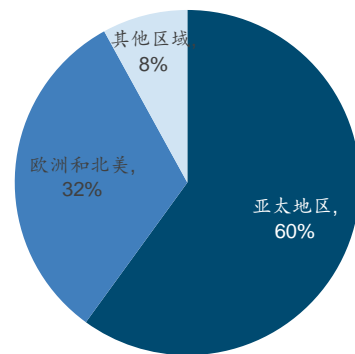
在工业防腐涂料领域，船舶涂料因技术难度高、附加值大，被视为“皇冠上的明珠”。船舶涂料主要应用于大型船舶，如油轮、散货船和集装箱船，同时也用于游艇、渔船和渔网等，能够对船舶壳体及部件表面起到防护和装饰作用，提高其耐磨性、防腐蚀性，延长船舶服役寿命。由于船舶各部位处于不同的腐蚀环境中，遭受外界的不同作用，因此对涂料的性能要求也各不相同。根据涂界统计，2024 年全球船舶涂料规模 63 亿美元（约合人民币 449 亿元），同比+5%，其中国内船舶涂料规模 115 亿元，同比+22%。

从分类上看，船舶涂料分为新造船用和修理用涂料。新造船用方面，涂料约占总制造成本的 1%，修理用方面，船舶平均修理周期 3-5 年。新船漆和修船漆的客户略有不同，对于新船，船东与造船厂签订合同建造一艘船，造船厂根据船舶的预期用途结合标准清单选择油漆，部分情况下船东会做指定要求。当船舶修理需要重新涂漆时，船东直接与油漆制造商签订合同，因此与船东的直接合作关系很重要。根据涂界，全球新船和维修用的涂料需求占比接近，但区域上分布差异大，造船业集中在中国、日本和韩国，约占全球新船涂料的 80%，而维修需求集中在东南亚，因为其位于全球主要航线沿线，航运和维修公司集中。

图表23：2020-2024 年全球及中国船舶涂料市场规模



图表24：2025 年船舶涂料市场区域分布



来源：涂界、国金证券研究所

来源：涂界、国金证券研究所

注：全球船舶涂料市场规模根据汇率换算

注：包含新船市场和修补市场


图表25：公司船舶涂料产品体系介绍

产品部位	新建项目产品	维修项目产品	产品优势
甲板	纯环氧涂料	低表面环氧涂料	表面容忍度高、耐冲击性易清洁、防滑、低温施工，耐油性、耐化性、施工简易
干舷	纯环氧涂料	低表面环氧涂料	耐磨性、表面容忍度、覆涂性、耐海水浸泡、快干、高膜厚建立、低温施工
船壳	纯环氧涂料	低表面环氧涂料	耐磨性、表面容忍度、耐冲击性、浸没区的防腐性能以及水线下与防污漆的兼容性、平整光滑的面漆、快干、高膜厚的建立
防污漆	甲基丙烯酸硅烷自抛光防污漆	水解型自抛光防污漆	优异的防污性能、防止贝壳类污垢（藤壶）、防止污泥、自抛光非毒性、节省燃料
干货舱	改性环氧涂料	环氧涂料	耐磨性、表面容忍度、耐冲击性光泽、易清洁、快干、高膜厚建立、谷物认证/FDA 认证、明亮的颜色
压载舱	纯环氧涂料	高性能环氧涂料	表面容忍度、耐湿性、快干、极佳防腐性能、优异柔韧性、低温施工、PSPC 认证
液体货舱	酚醛环氧涂料	环氧涂料	FDA 认证、易清洁、柔韧性、快干、长效性

来源：公司官网、国金证券研究所

外资品牌占据绝大部分市场，但国产替代进程正在加速。从竞争格局来看，根据涂界的统计，全球主流船舶涂料品牌高度集中在欧美日韩等船舶工业发源地及发达地区。这些国际巨头凭借深厚的技术积淀、完善的服务网络、强大的品牌影响力及资金优势，通过持续的全球并购不断扩张，垄断全球船舶涂料市场，2025 年全球船舶涂料 CR10 约为 90%。

尽管中国已连续 15 年稳居全球第一造船大国，但国内船舶涂料市场的主导权仍掌握在外资手中。2025 年国内船舶涂料 CR10 约为 93%，其中排名前七的席位悉数被外资品牌占据（包括佐敦、海虹老人、阿克苏诺贝尔、立邦、中涂化工、PPG、金刚化工）。外资巨头依托其综合优势，不仅占据国内超过 85% 的份额，更是垄断 LNG 船、豪华游轮等高端细分领域。相比之下，国产品牌目前仅在中低端领域占据一定市场份额，但国产替代的趋势正盛，部分公司正全力攻坚高端领域，并已在大型远洋船舶、极地科考船等场景取得突破。

图表26：2025 年全球十大船舶涂料品牌收入及市占率（参考 2024 年收入）

25 年排名	24 年排名	品牌名称	品牌归属地	24 年营收（亿美元）	全球市占率
1	1	佐敦	挪威	10.1	16.0%
2	3	阿克苏诺贝尔*	荷兰	7.8	12.4%
3	4	中涂化工	日本	7.8	12.4%
4	2	海虹老人	丹麦	7.4	11.8%
5	5	宣伟*	美国	6.5	10.3%
6	8	立邦涂料*	新加坡	5.4	8.6%
7	7	金刚化工*	韩国	3.7	6.0%
8	6	PPG*	美国	3.3	5.2%
9	9	APC*	美国	2.6	4.1%
10	10	关西涂料*	日本	2.0	3.2%

来源：涂界、国金证券研究所

注：带“*”为涂界估算，存在一定的偏差；由于各品牌业务区域有差异，会受到汇率换算的影响。

公司完成三大船级社认证通过，全球资质布局完成。除技术积淀、服务能力及品牌影响力外，船舶涂料行业设有严格的认证壁垒，其中船级社认证是必备“通行证”。公司于 2024 上半年正式启动中国、美国、挪威三大主流船级社的认证工作，并于 24Q4 成立船舶涂料市场营销中心，为未来销售工作提前铺垫。截至目前，三大船级社的认证成果已密集落地：

- 2025 年 3 月，公司获得挪威船级社（DNV）颁发的船底防污漆证书；
- 2025 年 9 月，公司获得中国船级社（CCS）全面认可，涵盖船体防锈漆、防污漆、压载舱漆、连接漆及车间底漆等全系列产品；
- 2025 年 10 月，公司获得美国船级社（ABS）认可，覆盖船体防污漆、压载舱漆及车间底漆等核心产品。



船舶涂料是未来的核心发力点，已实现从 0-1 的突破。从战略高度看，公司旨在将船舶涂料打造为新的支柱业务。鉴于新船涂装项目规模大、采购周期长的特点，公司采取“由修补切入，向新船延伸”的务实策略：自 25Q2 以来，已陆续承接来自境内及境外船东的船舶修补漆订单，以此积累业绩与口碑，为后续大规模进军新船涂装市场夯实基础。船舶涂料与集装箱涂料业务的深度协同正加速推动市场突围，公司能够短时间内实现境外船东订单“从 0 到 1”的突破，正是对这一协同效应的有力验证。

在船舶涂料品牌选择上，船东拥有决策权，而公司凭借在集装箱涂料领域积累的深厚客户资源（全球十大航运公司均为其集装箱涂料客户）、构建独特的信任壁垒。这种基于既有合作关系的品牌背书，是其他国内竞争对手难以复制的优势。

在产能布局方面，公司已构建起辐射全球的生产网络，三大基地协同发力，为船舶涂料的放量增长做好充足储备。

- 珠海工厂于 2025 年正式投产，依托毗邻港澳的区位优势，以 7 万吨年产能主攻集装箱涂料，重点聚焦华南及东南亚市场，同时预留船舶涂料等品类的灵活拓展空间。
- 南通基地的 4 万吨产能增设项目预计于 2025 年底前完工，结合原有的 7 万吨水性涂料及 6000 吨光伏涂层产能，该基地将形成覆盖船舶涂料、光伏涂层、风电涂料及部分集装箱涂料的多元化产品矩阵；
- 以及上海工厂 5 万吨水性涂料的补充（后续拟改建为 2 万吨粉末涂料）。

图表27：公司已完成全球三大主要船级社的产品认证

图表28：公司珠海工厂于 2025 年投产



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司官网、国金证券研究所

图表29：公司现有生产基地和产能梳理

生产基地	现有产能	覆盖品类和区域
上海基地	5 万吨	当前具备 5 万吨水性漆产能，后续将新建 8 条塑料粉末生产线、年产 2 万吨，聚焦高附加值粉末涂料
南通基地	11.6 万吨	包含船舶涂料、光伏涂层、风电涂料以及部分集装箱涂料等，主要服务于华东区域客户及风电客户
珠海基地	7 万吨	依托毗邻港澳的区位优势，聚焦华南及东南亚市场，主攻集装箱涂料生产，并预留船舶涂料等品类拓展空间

来源：公司官网、慧聪涂料网、国金证券研究所

（二）光伏涂层和边框涂料：收购科思创知识产权切入利基市场

光伏涂料作为高附加值的关键辅材，包括面板涂层（减反射涂层、自清洁涂层）、边框涂料、支架涂料、背板涂层、导电涂料等品类，当前其应用已从基础的防护延伸至核心的增效环节。例如在荒漠、水面等苛刻环境下，光伏面板增透与自清洁涂层通过抗反射（AR）及防尘技术，显著提升透光率、减少积灰损失，成为电站提升发电效率的关键手段；支架重防腐涂层与边框耐候涂料则有效抵御盐雾、风沙及紫外线侵蚀，保障组件全生命周期安全。



政策层面，2025年2月《国家重点推广的低碳技术目录（第五批）》公布，有助于提高发电效率、获得减碳效益的光伏玻璃自清洁纳米涂层技术，位列于第一类能源绿色低碳转型类的第14项，获得政策支持。2025年中国光伏新增装机318GW，同比+14%，全球光伏装机量的持续扩容，将带动光伏涂料及相关材料的需求增长。

图表30：光伏玻璃减反射涂层应用场景

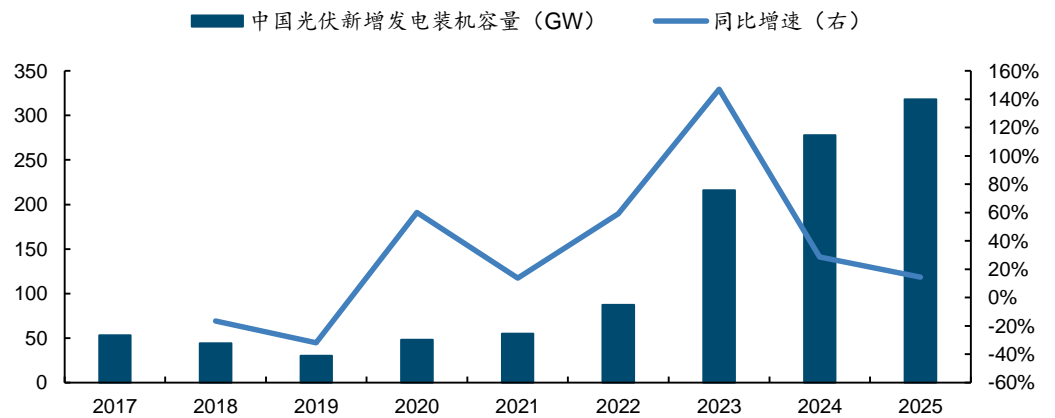
图表31：光伏边框涂料应用场景



来源：公司官网、国金证券研究所

来源：公司官网、国金证券研究所

图表32：2017-2025年中国光伏新增装机及同比增速



来源：国家能源局、Wind、国金证券研究所

收购科思创知识产权进军光伏玻璃涂层领域，边框涂料获得德国莱茵 TUV 认证。2024年8月，公司与科思创（荷兰）有限公司在上海成功签署“太阳能涂层业务知识产权转让协议”，战略版图得以进一步拓展。公司通过受让科思创在全球范围内的15个专利族（涵盖上百件专利）、核心生产配方、商标及部分固定资产，助力光伏业务的快速落地与技术跃升，截至2025年10月，相关技术和专利转移已接近尾声。

此外，公司光伏边框涂料自2023年中旬起，与多家复合边框企业接洽并进行测试验证，水性聚氨酯涂料和水性氟碳涂料于2025年正式通过了德国莱茵 TUV 认证，可满足客户多场合的应用性能和要求，在附着力、耐湿热、耐黄变等性能方面都有显著优势。产能方面，旗下全资子公司麦加涂料（南通）有限公司年产6000吨光学镀膜液扩建项目已于2025年7月完成建设，未来公司光伏涂层产品可以用于海上光伏。



图表33: 公司收购科思创太阳能涂层业务知识产权

图表34: 公司光伏边框涂料获得德国莱茵 TUV 认证



来源: 公司官方公众号、国金证券研究所

来源: 涂界、国金证券研究所

图表35: 公司光伏玻璃涂料产品体系介绍

产品名称	产品特点	产品优势
MEGA 单层高透减反射涂层	功率稳定提升 3%	高透光率, 较常规减反射涂层提升 0.1%+, 透过率增益可达 2.35%, 是目前市场上透过率领先的单层减反射涂层。镀膜液具有卓越的稳定性, 质保期达 1 年以上。同时开发了环保中性溶液, 对环境和生产更加友好。膜层结构强度高, 拥有杰出的耐候性能和抗紫外性能
MEGA 防尘减反射涂层	发电量稳定提升 4%+	较常规减反射涂层发电量提升 1%+, 较无减反射涂层组件发电量提升 4%+。防尘涂层在特有的核壳结构技术基础上进一步优化配方, 最大化降低灰尘粘附, 减少灰尘积量, 兼顾优异的防尘性能和减反射功能。积尘更易于清洗, 从而降低清洗组件的频次, 节省人工和易耗品成本, 从而全面提高沙尘地区光伏项目的收益
MEGA 后市场减反射涂层	功能稳定提升 3%	常温快速固化, 发电量增益 3%+, 兼具防尘功能和超亲水自清洁功能, 实现降本增效。适用于: 薄膜电池和钙钛矿组件功率增益 3%+; 轻质、柔性前板增透; 存量电站市场补涂解决方案; 卓越的户外老化和实验室加速老化性能, 拥有大量的全球可追溯应用案例
MEGA 双层超高透减反射涂层	功率稳定提升 3.3%	领先的超高透光率, 较常规减反射涂层提升 0.3%+, 透过率增益可达 2.55%, 是目前市场上透过率领先的双层减反射涂层。镀膜液具有卓越的稳定性, 质保期达 1 年以上。同时开发了环保中性溶液, 对环境和生产更加友好。膜层结构强度高, 拥有杰出的耐候性能和抗紫外性能
MEGA 美学无色减反射涂层	兼顾极致无色美学和功率增益	兼顾功率和极致无色美学, 在保持无色同时, 透过率比常规美学涂层提升 0.1%+。涂层对水汽敏感度低, 在常温高湿度条件下涂层表面几乎不吸潮。镀膜液具有卓越的稳定性, 质保期达 1 年以上。同时我们开发了环保中性溶液, 对环境和生产更加友好。膜层结构强度高, 拥有杰出的耐候性能和抗紫外性能。

来源: 公司官网、国金证券研究所

(三) 变压器等其他工业涂料: 开启向“工业涂料平台型企业”的战略转型

纵观全球市场,“平台型企业”是国际巨头的共同特征。PPG、佐敦、宣伟、立邦、阿克苏诺贝尔、海虹老人等国际工业涂料巨头均通过多品类、多场景的产品矩阵,覆盖汽车、船舶、航天、包装、新能源、基础设施等多元应用领域,以平台化优势实现规模效应与客户价值的最大化。然而,中国至今尚未诞生真正的工业涂料平台型企业,大多数本土企业仍聚焦单一细分赛道,难以形成全场景、系统化的解决方案能力。这一格局正被公司打破,25Q2 公司正式开启向“工业涂料平台型企业”的战略转型,通过构建全新的销售驱动体系,深度整合资源,实现海洋装备、新能源、基础设施三大战略板块的协同发力。



图表36: PPG 全球工业涂料业务版图

PPG Position	Market Segments								Regions			
	#1			#2			#3+		U.S. & Canada	EMEA	LA	AP
Addressable Market Size (\$B)	\$5B	\$16B	\$1B	\$6B	\$41B	\$3B	\$70B	\$22B	\$18B	\$48B	\$14B	\$85B
Growth Drivers	Aircraft Builds & Miles Flown	Auto Builds	Gov't Spend	Car Parc & Miles Driven	Various	Can Demand	Construction & Maintenance	Infrastructure & Global Trade				
Industry 3-Yr CAGR 2024-2027	5%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	4%	2%	2%	4%	4%
Industry Volumes vs. 2019	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●

● Below 2019 Levels ● At 2019 Levels ● Above 2019 Levels

来源: PPG 投资者交流材料、国金证券研究所

公司具备平台化潜力,目前已布局的十个细分领域构成了强大的产品矩阵。公司此前在风电叶片涂料和集装箱涂料领域已成功实现国产替代,确立了国内领先地位甚至全球龙头地位,当前又在加速向船舶涂料、光伏涂层等新领域延伸。从单一赛道冠军到工业涂料平台型企业的蜕变,公司正引领中国工业涂料行业迈向全球化、系统化的新阶段。依托平台化优势,当前已构建“三老+三新+四小”的产品矩阵:

- “三老”: 集装箱涂料、风电涂料及桥梁钢构涂料业务方面,公司将通过产品创新、增加客户覆盖、开拓海外市场、聚焦标志性业务继续实现增长;
- “三新”: 公司自 2023 年底上市后,便积极推进船舶、海工、光伏涂料业务,这三类新业务目前已取得明显进展,有望成为第三、四、五个增长点;
- “四小”: 公司培育中的港口设备涂料、储能涂料、电力设备、数据中心涂料业务,已有相应产品储备和市场开拓成果,后续将根据进展动态配置资源加以扶持。

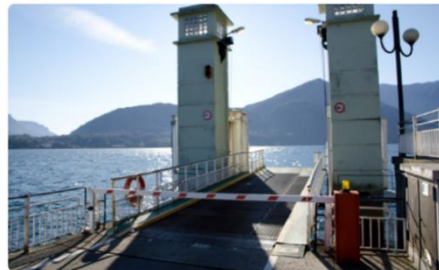
其中,变压器涂料进展较快,正成为公司拥抱 AI 时代红利的新增长极。随着 AI 的快速发展,全球电力需求激增,直接驱动了电力基础设施的扩容升级。公司的变压器涂料解决方案可广泛应用于油浸式变压器、箱式变电站及海上升压站等关键设施,全面覆盖传统能源、新能源发电及海上风电等多元场景。目前处于广泛样品测试阶段中,截至 2026 年 2 月,变压器涂料已有小量出货。此外, AI 算力快速扩张,也会驱动储能涂料与数据中心涂料的需求增长,公司都已配备相应的产品解决方案。

图表37: 公司变压器涂料产品解决方案



特高压变压器防腐体系

方案介绍:
采用环氧富锌底漆+环氧云铁中间漆+聚氨酯面漆三重防护体系, 锌粉含量≥80%的底漆提供阴极保护, 中间漆增强涂层厚度至200μm以上, 面漆耐紫外老化达5000小时, 满足户外25年防护需求。



沿海电站抗盐雾方案

方案介绍:
针对高盐雾环境, 选用含玻璃鳞片的改性环氧涂料, 涂层致密度提升40%, 盐雾测试超过3000小时无起泡, 配套牺牲阳极保护系统形成双重防腐屏障。



智能温控涂层技术

方案介绍:
在散热器部位应用热反射型陶瓷涂料, 表面温度降低15-20°C, 配合导热硅脂使用可提升散热效率30%, 同时保持优异的耐化学介质性能。

来源: 公司官网、国金证券研究所



图表38：公司储能箱产品案例



产品配套

环氧富锌底漆+特种环氧厚浆漆+聚氨酯面漆

图表39：公司数据中心产品案例



外部配套体系

环氧富锌底漆+环氧厚浆漆+聚氨酯面漆

来源：公司官网、国金证券研究所

来源：公司官网、国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测及关键假设

公司风电涂料从国内龙头迈向全球，海上塔筒和海外市场开拓并举；传统集装箱业务“等风来”，全球前二地位稳固；新兴业务齐头并进，船舶涂料已实现 0-1 突破，光伏玻璃涂层通过收购科思创知识产权进入利基市场，光伏边框涂料获得德国莱茵 TUV 认证，变压器、储能箱、数据中心等 AI 相关景气赛道的需求爆发。公司已开启“工业涂料平台型企业”的战略转型，我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 18.2、20.0、23.5 亿元，同比 -14.8%、+9.6%、+17.4%，预计综合毛利率分别为 24.4%、27.3%、29.3%，具体到各块业务的收入和毛利率假设：

- 海洋装备板块：包含集装箱涂料和船舶涂料。公司集装箱涂料全球前二地位稳固，收入跟随市场需求波动，随着业务板块的丰富，集装箱周期波动对整体业绩的影响在减弱；船舶涂料作为工业防腐涂料皇冠上的明珠，公司于 2025 年完成中国、美国、挪威三大船级社的认证，自 25Q2 以来，已陆续承接来自境内及境外船东的船舶修补漆订单，实现从 0 到 1 的突破，国产替代空间远大，参考国内外船舶涂料公司，该业务毛利率高于集装箱涂料。我们预计海洋装备板块 2025-2027 年收入分别为 11.1、10.5、11.5 亿元，毛利率分别为 17.1%、17.6%、18.7%。
- 新能源板块：包含风电涂料和光伏涂料。公司作为风电叶片涂料国内龙一，当前正加速出海，2024 年通过德国 Nordex 认证后，其他海外叶片和整机厂也在认证中，后续有望放量。海上风电塔筒涂料已通过国内权威机构北京鉴衡的认证，同时挪威石油标准委员会的 NORSOK M501 在持续测试中，有望成为风电板块的重要业务补充；公司光伏玻璃涂层通过收购德国科思创知识产权切入利基市场，南通基地已储备 6000 吨光学镀膜液产能，此外光伏边框涂料已获得德国莱茵 TUV 认证，光伏涂料利基市场竞争格局好、盈利能力强，未来有望成为利润的重要补充点。我们预计新能源板块 2025-2027 年收入分别为 6.8、8.4、10.2 亿元，毛利率分别为 36.5%、39.1%、40.8%。
- 基础设施板块：包含变压器、储能箱、数据中心、港口设备及桥梁钢结构等涂料。其中，变压器涂料进展较快，正成为公司拥抱 AI 时代红利的新增长极。目前主要处于广泛样品测试阶段中，截至 2026 年 2 月，变压器涂料已有少量出货；此外，AI 算力快速扩张，也会驱动储能涂料与数据中心涂料的需求增长，公司都已配备相应的产品解决方案，有望成为公司新的增长点。AI 相关领域涂料的毛利率高于传统桥梁钢结构涂料的毛利率，我们预计基础设施板块 2025-2027 年收入分别为 0.3、1.0、1.7 亿元，毛利率分别为 20.0%、29.8%、32.2%。
- 废料销售：非主营业务，收入占比较小，我们预计保持此前的增长趋势。


图表40：公司分业务及毛利率拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1、海洋装备（亿元）	5.8	17.3	11.1	10.5	11.5
同比增速	-38%	196%	-35.7%	-5.4%	9.5%
毛利率	17%	17%	17.1%	17.6%	18.7%
2、新能源（亿元）	5.1	3.9	6.8	8.4	10.2
同比增速	27%	-23%	73.1%	24.1%	21.0%
毛利率	46%	38%	36.5%	39.1%	40.8%
3、基础设施（亿元）	0.5	0.2	0.3	1.0	1.7
同比增速	0%	-59%	63.0%	233.3%	70.0%
毛利率	21%	18%	20.0%	29.8%	32.2%
4、废料销售（亿元）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
同比增速	32%	87%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利率	54%	10%	20.0%	20.0%	20.0%
营业总收入（百万元）	11.4	21.4	18.2	20.0	23.5
同比增速	-18%	88%	-14.8%	9.6%	17.4%
毛利率	30%	21%	24.4%	27.3%	29.3%

来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

费用率假设：公司 2024 年期间费用率较低，主要系当年集装箱涂料业务收入体量较大（红海事件导致的异常年份）。随着集装箱涂料回归正常水平，公司费用总额按经营业务拓展自然增长，2025 年整体费用率提升。往后看，期间费用率存在下降空间，船舶涂料、光伏涂料、变压器涂料等业务前期处于培育阶段，客户开发等费用较高，随着 2026 年起船舶涂料、光伏涂料、变压器涂料等前期培育业务开始放量，后续销售费用率和管理费用率有望逐步下降，我们预计 2025-2027 年销售费用率分别为 5.0%、5.0%、4.8%，管理费用率分别为 3.0%、3.0%、2.8%；在工业涂料国产替代进程中，公司需要保持较强的产品竞争力和创新力，且储能箱涂料、数据中心涂料等产品还在研发和导入过程中，因此我们假设仍需要维持必要的研发费用率，2025-2027 年分别为 3.1%、3.1%、3.0%；财务费用方面，鉴于公司良好的现金流状况及低有息负债结构，预计 2025-2027 年保持稳定。

图表41：公司费用率假设

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.6%	3.5%	5.0%	5.0%	4.8%
管理费用率	4.0%	2.3%	3.0%	3.0%	2.8%
研发费用率	4.5%	2.8%	3.1%	3.1%	3.0%
财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%

来源：公司财报、Wind、国金证券研究所

（二）投资建议及估值

公司已开启“工业涂料平台型企业”的战略转型。风电涂料从国内龙头迈向全球，海上塔筒和海外市场开拓并举；传统集装箱业务“等风来”，全球前二地位稳固；新兴业务齐头并进，船舶涂料已实现 0-1 突破，光伏玻璃涂层通过收购科思创知识产权进入利基市场，光伏边框涂料获得德国莱茵 TUV 认证，变压器、储能箱、数据中心等 AI 相关景气赛道的需求爆发。我们选取有工业涂料相关业务的公司作为可比公司，松井股份（消费电子、汽车涂料和航空航天涂料）、孚日股份（热屏蔽节能降温涂层材料、海洋重防腐涂层材料、石化能源特种防腐涂层材料、水性工业防腐涂层材料和汽车涂层材料等）、三棵树（建筑涂料及工业涂料）。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.21、2.90、3.88 亿元，当前股价对应 PE 为 22.48、17.11、12.81 倍，参考可比公司估值和公司成为工业涂料平台型企业的潜力，给予 2026 年 25 倍 PE，对应目标价 67.19 元，首次覆盖给予“买入”评级。


图表42: 可比公司估值

	最新收盘价 (元)		EPS (元/股)				PE (倍)		
	2026.3.23	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
松井股份	32.55	0.73	0.78	0.14	0.66	1.14	232.50	49.44	28.45
孚日股份	9.96	0.35	0.42	0.37	0.47	0.54	27.10	21.34	18.32
三棵树	46.76	0.33	0.63	1.36	1.90	2.38	34.51	24.65	19.62
平均值							98.04	31.81	22.13
麦加芯彩	45.98	1.96	1.97	2.05	2.69	3.59	22.48	17.11	12.81

来源: Wind、国金证券研究所

注: 除三棵树为国金证券研究所最新外发报告盈利预测以外, 其余公司 EPS 选取 Wind 一致预期, 松井股份 2025 年参考业绩快报

五、风险提示

行业竞争加剧的风险

公司所处的工业涂料行业市场空间广阔但竞争激烈。一方面, 高端市场仍由佐敦、海虹老人、PPG、阿克苏诺贝尔等国际品牌凭借深厚的品牌与技术壁垒主导; 另一方面, 国内涂料企业在中低端市场价格竞争激烈。若公司未能持续通过产品创新、技术升级巩固在风电叶片涂料领域的领先地位, 可能面临市场份额被侵蚀或盈利能力下滑的风险。

原材料价格波动风险

公司生产所需的主要原材料为树脂、颜填料、固化剂用树脂、助剂、溶剂等化工材料, 其价格受原油价格波动、宏观经济、产业政策及国际市场供需影响较大。近期因中东形势变化, 主要原材料价格出现剧烈上涨, 而公司无法通过产品提价、工艺改进或供应链管理完全消化成本压力, 将对毛利率水平产生不利影响。

风电与集装箱行业周期性波动

公司传统业务的产品需求与风电叶片制造、集装箱制造活动紧密相关。风电行业受国家补贴政策、装机规划、电网消纳能力等因素影响, 存在一定周期性波动; 集装箱行业与全球贸易景气度、航运需求高度相关。若风电新增装机增速放缓或全球贸易低迷导致集装箱需求下降, 可能通过产业链传导, 对公司产品的市场需求造成冲击。

新业务拓展不及预期

公司将船舶涂料、光伏涂料、变压器涂料等品类作为新增长曲线进行培育。新品类在市场认证、渠道建设、产品研发等方面均需投入大量资源并经历市场验证周期, 且船舶涂料领域外资品牌垄断超过 85% 的份额, 技术壁垒和客户认证门槛较高。若新业务拓展进度或市场接受度不及预期, 可能影响公司的整体增长节奏与资源使用效率。

限售股解禁的风险

公司于 2023 年 11 月 7 日在上交所主板上市, 2027 年 5 月将迎来首发原股东限售股解禁, 解禁股份占总股本的 61.92%, 限售股进入市场流通过后, 可能对股价产生短期波动风险。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,387	1,141	2,139	1,822	1,997	2,345
增长率		-17.7%	87.6%	-14.8%	9.6%	17.4%
主营业务成本	-947	-795	-1,697	-1,378	-1,452	-1,658
%销售收入	68.3%	69.7%	79.3%	75.6%	72.7%	70.7%
毛利	440	346	443	444	545	687
%销售收入	31.7%	30.3%	20.7%	24.4%	27.3%	29.3%
营业税金及附加	-8	-7	-11	-9	-10	-12
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-45	-53	-75	-91	-100	-113
%销售收入	3.2%	4.6%	3.5%	5.0%	5.0%	4.8%
管理费用	-49	-45	-49	-55	-60	-66
%销售收入	3.5%	4.0%	2.3%	3.0%	3.0%	2.8%
研发费用	-63	-52	-59	-56	-62	-70
%销售收入	4.5%	4.5%	2.8%	3.1%	3.1%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	275	189	249	233	313	427
%销售收入	19.8%	16.6%	11.6%	12.8%	15.7%	18.2%
财务费用	-12	1	4	2	2	2
%销售收入	0.9%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	13	-21	-46	-15	-15	-15
公允价值变动收益	0	2	12	10	10	10
投资收益	2	0	11	10	10	10
%税前利润	0.6%	0.0%	4.5%	3.9%	3.0%	2.2%
营业利润	307	196	247	260	340	454
营业利润率	22.1%	17.1%	11.6%	14.2%	17.0%	19.4%
营业外收支	-2	-1	-2	-2	-2	-2
税前利润	305	195	246	258	338	452
利润率	22.0%	17.1%	11.5%	14.1%	16.9%	19.3%
所得税	-45	-28	-35	-37	-48	-64
所得税率	14.7%	14.3%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
净利润	260	167	211	221	290	388
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	260	167	211	221	290	388
净利率	18.7%	14.6%	9.9%	12.1%	14.5%	16.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	260	167	211	221	290	388
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	37	63	41	58	64
非经营收益	15	-2	-35	17	-13	-15
营运资金变动	-9	-250	-182	-55	-33	-45
经营活动现金净流	267	-48	56	224	302	392
资本开支	-16	-15	-130	-101	-63	-63
投资	6	-1,071	384	-390	10	10
其他	2	0	21	10	10	10
投资活动现金净流	-9	-1,086	275	-481	-43	-43
股权募资	0	1,454	0	70	0	0
债权募资	-24	-24	139	33	-62	-65
其他	-116	-142	-260	-144	-179	-235
筹资活动现金净流	-140	1,288	-122	-41	-241	-300
现金净流量	118	154	209	-298	18	49

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	251	420	619	320	338	387
应收款项	663	918	1,571	1,305	1,361	1,493
存货	124	149	178	170	179	204
其他流动资产	18	1,036	653	1,051	1,051	1,051
流动资产	1,055	2,523	3,020	2,845	2,929	3,135
%总资产	86.1%	92.2%	89.9%	88.1%	88.0%	88.4%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	107	103	205	278	287	289
%总资产	8.8%	3.8%	6.1%	8.6%	8.6%	8.1%
无形资产	45	47	59	58	57	57
非流动资产	171	212	340	383	401	412
%总资产	13.9%	7.8%	10.1%	11.9%	12.0%	11.6%
资产总计	1,226	2,735	3,360	3,228	3,330	3,547
短期借款	88	27	151	183	121	56
应付款项	454	546	1,079	807	851	972
其他流动负债	34	39	69	24	29	35
流动负债	577	612	1,299	1,015	1,001	1,063
长期贷款	5	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	2	1	1	1	0
负债	584	615	1,300	1,016	1,001	1,063
普通股股东权益	642	2,120	2,060	2,212	2,328	2,483
其中：股本	81	108	108	108	108	108
未分配利润	406	430	441	529	645	800
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,226	2,735	3,360	3,228	3,330	3,547

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	3.210	1.546	1.952	2.045	2.688	3.589
每股净资产	7.930	19.629	19.077	20.484	21.559	22.995
每股经营现金净流	3.301	-0.445	0.517	2.077	2.792	3.629
每股股利	0.000	3.700	1.640	1.227	1.613	2.154
回报率						
净资产收益率	40.48%	7.88%	10.23%	9.99%	12.47%	15.61%
总资产收益率	21.20%	6.11%	6.28%	6.84%	8.72%	10.93%
投入资本收益率	31.90%	7.56%	9.65%	8.33%	10.98%	14.41%
增长率						
主营业务收入增长率	-30.31%	-17.75%	87.56%	-14.82%	9.59%	17.43%
EBIT 增长率	-35.66%	-31.15%	31.30%	-6.41%	34.68%	36.11%
净利润增长率	-20.15%	-35.79%	26.30%	4.76%	31.40%	33.55%
总资产增长率	-29.79%	122.98%	22.87%	-3.94%	3.15%	6.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	151.7	183.4	171.0	220.0	210.0	195.0
存货周转天数	53.1	62.6	35.1	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	72.6	84.1	60.9	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	26.6	29.8	15.7	53.5	50.4	43.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.54%	-66.50%	-53.21%	-52.66%	-53.48%	-54.72%
EBIT 利息保障倍数	22.6	-142.7	-60.5	-127.7	-156.9	-181.9
资产负债率	47.63%	22.48%	38.68%	31.46%	30.07%	29.98%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**