

## 专精细分工业涂料，领航提速国产替代

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

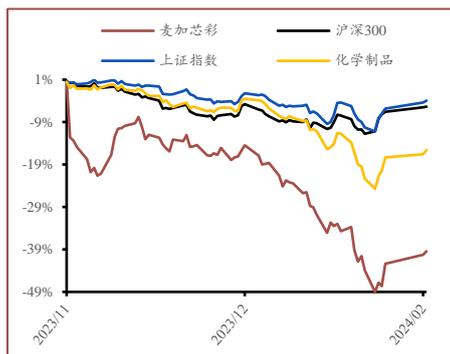
核心观点

### 基本数据

2024-02-20

|          |       |
|----------|-------|
| 收盘价(元)   | 44.21 |
| 流通股本(亿股) | 0.26  |
| 每股净资产(元) | 9.92  |
| 总股本(亿股)  | 1.08  |

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

联系人 梅宇鑫

meiyx@ctsec.com

相关报告

- ❖ **IPO 加码涂料扩产，专精于涂料细分赛道引领国产替代：**在汽车、船舶、航空、风电等高端涂料市场，当前市场集中度高，大部分被技术更领先的外资垄断，公司专精风电&集装箱涂料，引领国产替代。在涂料行业“油转水”发展背景下，公司环保型高性能工业涂料竞争力有望提升。珠海基地投产后，公司预计涂料总产能将达 14 万吨，较现有产能净增长 5 万吨，增长 55.56%。
- ❖ **集装箱涂料领域领先供应商，下游复苏有望提振需求：**公司已成为国内集装箱涂料领域四大供应商之一。经历 2022-2023 年集装箱行业低谷后，Drewry 预计 2026 年集装箱制造量可增长至 440 万-520 万 TEU 区间，根据公司在集装箱涂料领域稳定优质的客户群以及品质保证，我们假设公司 2026 年市占率提升至 25%，当年可为公司带来 6.6-7.9 万吨需求量。
- ❖ **风电需求持续增长，叶片涂料领先基础有望传导至塔筒涂料新增量：**公司为国内风电叶片涂料领先企业。随着风电装机量持续增长，我们预计 2025 年中国风电叶片涂料消费量达到 4.5 万吨，由于公司和头部客户关系稳定，风电装机量向头部客户集中，因此假设公司市占率提升至 43%，当年将为公司带来约 1.9 万吨需求量。公司顺势向风电塔筒涂料领域扩张，有望带来新增量。
- ❖ **进军船舶&桥梁等涂料国产替代蓝海：**公司目前已进入包括头部航运公司在内的终端用户集装箱涂料供应商名录，可基于现有终端客户认可优势及资源，切入船舶涂料供应商体系，同时在特大桥梁涂料&光伏等领域寻求突破。
- ❖ **投资建议：**集装箱&风电涂料细分赛道领先地位稳固，IPO 项目打开未来成长空间。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 10.57/15.56/19.55 亿元，归母净利润 1.86/3.11/3.73 亿元。对应 PE 分别为 25.67/15.38/12.81 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险；IPO 项目进展不确定性风险；下游需求不及预期风险。

盈利预测：

|            | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 1990   | 1387   | 1057   | 1556  | 1955  |
| 收入增长率(%)   | 111.52 | -30.31 | -23.77 | 47.15 | 25.65 |
| 归母净利润(百万元) | 326    | 260    | 186    | 311   | 373   |
| 净利润增长率(%)  | 85.38  | -20.15 | -28.46 | 66.94 | 20.03 |
| EPS(元/股)   | 4.02   | 3.21   | 1.72   | 2.88  | 3.45  |
| PE         | 0.00   | 0.00   | 25.67  | 15.38 | 12.81 |
| ROE(%)     | 64.13  | 40.48  | 8.70   | 13.18 | 14.45 |
| PB         | 0.00   | 0.00   | 2.23   | 2.03  | 1.85  |

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

## 内容目录

|     |                                       |    |
|-----|---------------------------------------|----|
| 1   | 深耕工业涂料，专精特新“小巨人”.....                 | 5  |
| 1.1 | 二十年发展与积累，跻身集装箱&风电涂料领先供应商.....         | 5  |
| 1.2 | 股权集中且稳定，员工持股平台助力成长.....               | 6  |
| 1.3 | 主营业务集中于高端工业涂料，业绩主要受下游需求影响.....        | 7  |
| 2   | 涂料行业空间广阔，国产替代趋势明显.....                | 8  |
| 2.1 | 全球涂料市场广阔，行业中心逐步移向亚太地区.....            | 8  |
| 2.2 | 涂料环保性要求不断提升，功能性要求成就细分赛道.....          | 10 |
| 3   | 公司为工业涂料细分领域龙头，国产替代领航者.....            | 12 |
| 3.1 | 集装箱涂料：公司起家业务，静待行业复苏.....              | 13 |
| 3.2 | 风电涂料：高端可持续细分领域龙头，叶片延伸至塔筒力求打破国际垄断..... | 15 |
| 3.3 | 船舶&桥梁钢结构涂料：延伸至新市场国产替代蓝海，成长空间广阔.....   | 21 |
| 4   | 盈利预测.....                             | 24 |
| 5   | 风险提示.....                             | 25 |

## 图表目录

|       |                            |    |
|-------|----------------------------|----|
| 图 1.  | 公司发展历程.....                | 5  |
| 图 2.  | 公司“1+3+N”战略目标.....         | 6  |
| 图 3.  | 公司股权结构.....                | 7  |
| 图 4.  | 公司历年营收（亿元）.....            | 7  |
| 图 5.  | 公司历年归母净利润（亿元）.....         | 7  |
| 图 6.  | 公司营收结构.....                | 8  |
| 图 7.  | 公司毛利结构.....                | 8  |
| 图 8.  | 涂料应用领域分类情况.....            | 9  |
| 图 9.  | 全球涂料市场规模情况及预测（亿美元）.....    | 9  |
| 图 10. | 全国涂料总产量情况（万吨）.....         | 9  |
| 图 11. | 2023 全球十大涂料制造商市占率情况.....   | 10 |
| 图 12. | 2023 中国十大涂料制造商市占率情况.....   | 10 |
| 图 13. | 全球涂料市场地区分布情况.....          | 10 |
| 图 14. | 全国百强涂料企业营收国内与国际品牌占比情况..... | 10 |

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 15. 2020 年中国集装箱涂料市占率.....         | 13 |
| 图 16. 公司集装箱涂料市占率有所提升.....           | 13 |
| 图 17. 2022 年全球集装箱制造企业市占率.....       | 14 |
| 图 18. 中国集装箱产量.....                  | 14 |
| 图 19. 集装箱涂料收入及前五大客户收入占比（单位：万元）..... | 15 |
| 图 20. 全球风电装机量（GW）.....              | 16 |
| 图 21. 中国风电装机容量（GW）.....             | 16 |
| 图 22. 中国风电新增装机量（亿元）.....            | 16 |
| 图 23. 公司风电叶片涂料涂装工序.....             | 17 |
| 图 24. 公司在头部风电叶片独立制造厂商进入情况.....      | 17 |
| 图 25. 2021 年终端风电整机制造厂商全球市占率.....    | 17 |
| 图 26. 风电涂料收入及前五大客户收入占比（单位：万元）.....  | 18 |
| 图 27. 2023 年前十大风电涂料品牌市占率.....       | 18 |
| 图 28. 2023 年前十大风电涂料品牌排名.....        | 18 |
| 图 29. 前五大风电塔筒涂料品牌（单位：排名）.....       | 19 |
| 图 30. 前五大风电叶片涂料品牌（单位：排名）.....       | 19 |
| 图 31. 中国风电叶片涂料消费量及增速（吨）.....        | 20 |
| 图 32. 风电叶片涂料市场规模.....               | 20 |
| 图 33. 原油价格及聚合 MDI 价格变化趋势.....       | 21 |
| 图 34. 风电涂料平均价格及毛利率.....             | 21 |
| 图 35. 2023 全球十大船舶涂料品牌市占率.....       | 22 |
| 图 36. 2023 全球十大船舶涂料品牌销售收入.....      | 22 |
| 图 37. 2023 中国十大船舶涂料品牌.....          | 22 |
| 图 38. 2023 外资品牌占船舶涂料大部分市场份额.....    | 22 |
| 图 39. 中国船舶手持及新接订单量（单位：万载重吨）.....    | 23 |
| 图 40. 全球船舶手持及新接订单量（单位：万载重吨）.....    | 23 |
| 图 41. 我国桥梁钢结构产量（单位：万吨）.....         | 24 |
| 图 42. 我国特大桥梁数量（单位：座）.....           | 24 |
| <br>                                |    |
| 表 1. 公司产品种类及产能.....                 | 6  |
| 表 2. 涂料行业相关政策.....                  | 11 |
| 表 3. 集装箱涂料需求量估算.....                | 14 |
| 表 4. 公司集装箱涂料领域下游客户进入情况.....         | 15 |

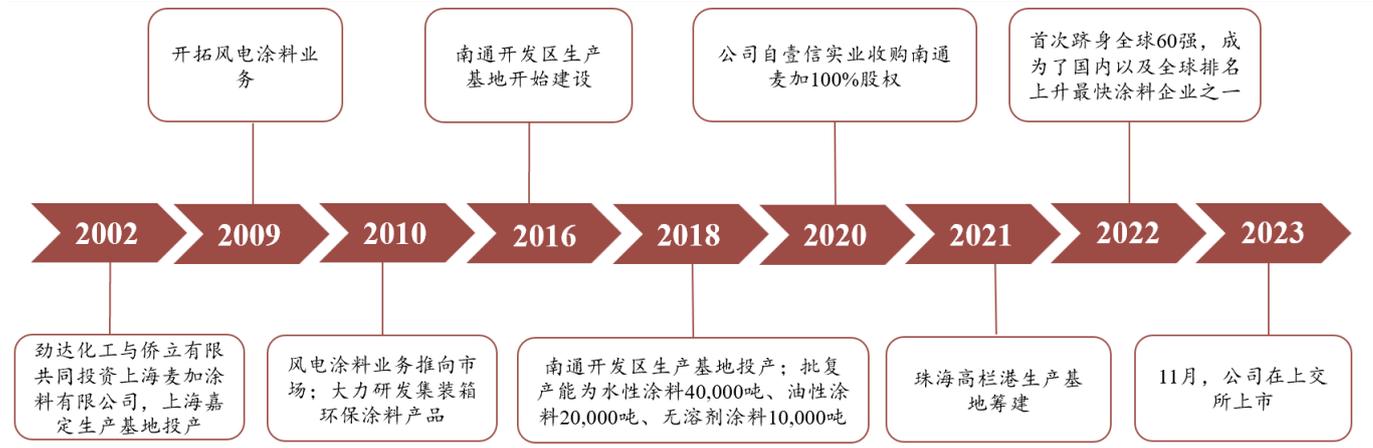
|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 表 5. 风电叶片及塔筒涂料需求量估算及公司市占率..... | 20 |
| 表 6. 公司主营业务及预测.....            | 25 |
| 表 7. 可比公司估值.....               | 25 |

## 1 深耕工业涂料，专精特新“小巨人”

### 1.1 二十年发展与积累，跻身集装箱&风电涂料领先供应商

公司前身是2002年劲达化工与侨立有限共同投资的上海麦加涂料有限公司，专注于集装箱涂料的研发、生产和销售。2009年，公司开始开拓风电涂料领域，并于2010年将产品推向市场。2018年，公司在南通开发区建立了新的生产基地，2021年开始在珠海高栏港筹建新生产基地。2022年，公司首次进入全球涂料企业60强榜单，成为国内乃至全球增长速度最快的涂料企业之一。2023年11月，公司在上交所成功上市。经过二十多年的发展和积累，公司已成为集装箱和风电设备领域的领先涂料供应商，尤其在水性涂料领域表现突出，于2022年获得了“国家知识产权优势企业”、工信部专精特新“小巨人”企业、上海市企业技术中心等称号。

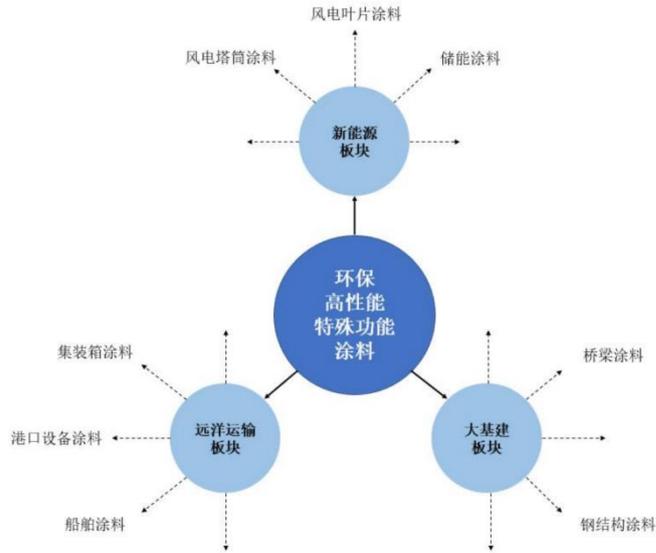
图1.公司发展历程



数据来源：公司公告、公司官网、财通证券研究所

公司贯彻“1+3+N”战略，专注于环保、高性能、特殊功能涂料并构建了新能源板块、远洋运输板块、大基建板块三大涂料应用业务板块，目前产品按照分散介质划分，主要分为水性涂料及辅料、油性涂料及辅料和无溶剂涂料及辅料；按照应用领域划分，可以分为风电涂料、集装箱涂料以及其他工业涂料。在每个板块中，公司坚守高端定位并不断扩充新的应用领域，实现横向发展。

图2.公司“1+3+N”战略目标



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

截至 2022 年底，公司拥有涂料产能 9 万吨，其中水性涂料、油性涂料及无溶剂涂料分别为 6 万吨/年、2 万吨/年、1 万吨/年，IPO 项目规划珠海基地投产后，总产能将达到 14 万吨，较现有产能净增长 5 万吨，未来产能规模有望进一步增长。

表1.公司产品种类及产能

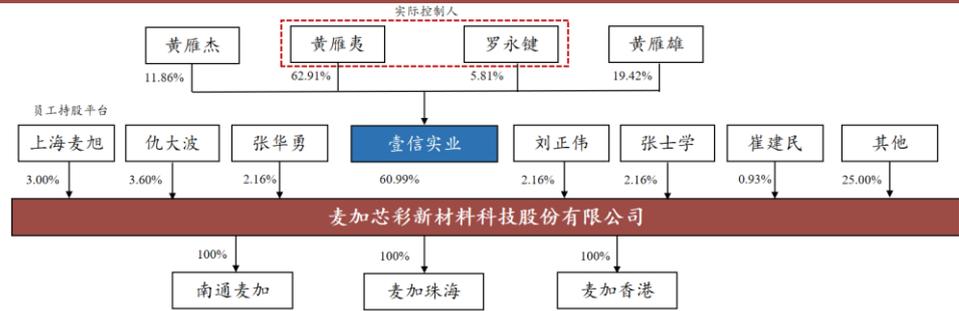
|      | 种类    | 现有产能   | 在建产能      | 备注                |
|------|-------|--------|-----------|-------------------|
| 上海基地 | 水性涂料  | 2 万吨/年 |           | 珠海基地投产后将转为研发和管理总部 |
|      | 水性涂料  | 4 万吨/年 |           |                   |
| 南通基地 | 油性涂料  | 2 万吨/年 |           |                   |
|      | 无溶剂涂料 | 1 万吨/年 |           |                   |
| 珠海基地 | 水性涂料  |        | 4 万吨/年    | 预计 25 年年初投产       |
|      | 油性涂料  |        | 1.85 万吨/年 |                   |
|      | 稀释剂   |        | 0.15 万吨/年 |                   |
|      | 无溶剂涂料 |        | 1 万吨/年    |                   |

数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

## 1.2 股权集中且稳定，员工持股平台助力成长

公司股权结构稳定且集中，管理层行业经验丰富。控股股东为壹信实业，持股比例达 60.99%，实际控制人为黄雁夷与罗永键，二人系母子关系。一致行动人黄雁雄与黄雁杰与黄雁夷为姐弟关系，四人共同持有壹信实业全部股份，公司股权结构集中。公司拥有三个全资子公司：香港麦加、南通麦加和珠海麦加。南通麦加和珠海麦加主要负责产品的生产，香港麦加则专注于国际贸易及商品进出口业务。董事长黄雁夷女士在涂料行业拥有超过三十年的管理经验，而核心管理团队成员大多具备十年以上的行业经验，为公司深入发展提供了坚实的基础。

图3.公司股权结构



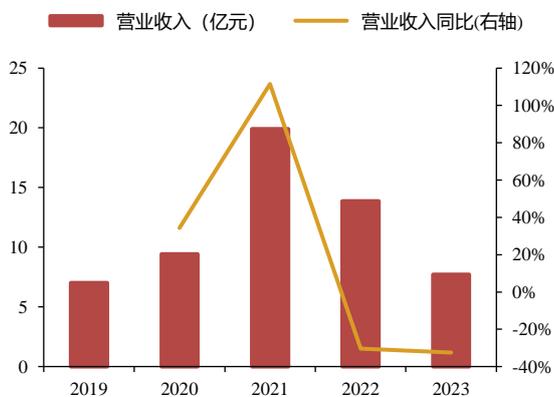
数据来源：ifind、财通证券研究所（数据截至 2024.2.7）

员工持股计划助力公司成长，核心管理层与公司利益深度绑定。上海麦旭作为公司的员工持股平台，直接持有 3.00% 的股份，共有 19 名公司员工合伙人，促进了公司与管理层利益一致性。

### 1.3 主营业务集中于高端工业涂料，业绩主要受下游需求影响

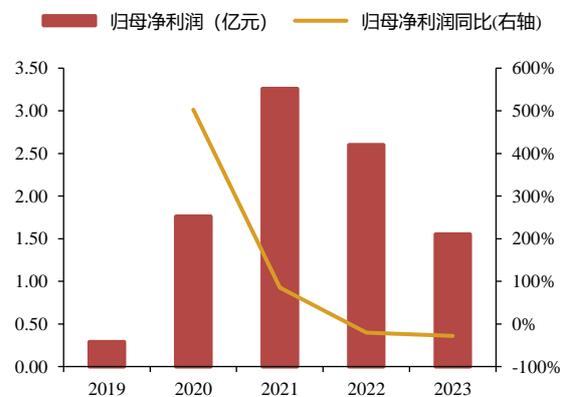
公司业绩随下游需求有所波动，短期有望回暖，长期有望增长。受下游行业需求变化影响，公司近年业务收入和收入结构经历了一定波动。2020 年，由于风电抢装高峰，高毛利的风电涂料业务收入大幅增长，带动公司综合毛利率提升，因此归母净利润同比增长 502.68%。2021 年，在全球集装箱行业需求激增的背景下，公司的集装箱涂料业务达到了自 2002 年成立以来的最高水平，推动总营收同比上升 111.52% 至 19.90 亿元，归母净利润同比上升 85.38% 达到 3.26 亿元。然而，2022 至 2023 年，由于需求短期内减弱，行业进入了低谷期，公司业绩有所下降。2023 年前三季度，公司实现营收 7.72 亿元，同比下降 32.49%；实现归母净利润 1.55 亿元，同比下降 28.08%。目前，集装箱市场正在逐步恢复，加之公司在风电叶片涂料领域的长期良好表现以及新领域的开拓，预计公司业绩将有所回暖。

图4.公司历年营收（亿元）



数据来源：ifind、财通证券研究所（2023 年为 Q1-Q3 数据）

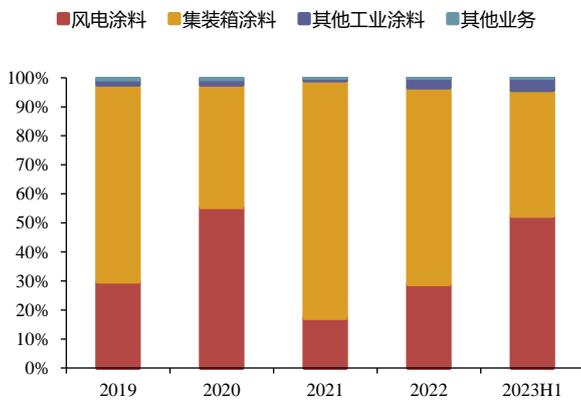
图5.公司历年归母净利润（亿元）



数据来源：ifind、财通证券研究所（2023 年为 Q1-Q3 数据）

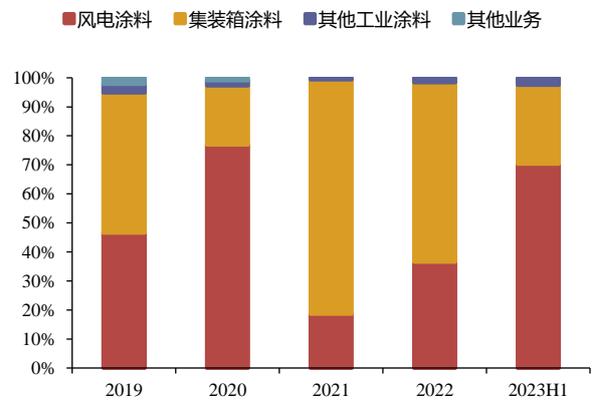
公司主营业务突出，风电、集装箱涂料为营收及毛利的主要来源。风电涂料领域，2020-2023H1 营收占比分别为 55.40%、17.19%、28.89%和 52.39%，毛利占比分别为 76.92%、18.68%、36.52%和 70.23%；集装箱涂料方面，2020-2023H1 营收占比分别为 42.24%、81.90%、67.80%和 43.39%，毛利占比 20.44%、80.60%、61.76%和 27.14%。风电、集装涂料贡献主要业绩，二者占比随市场需求变化互有高低。20 年由于风电抢装潮导致下游涂料需求激增，公司风电涂料营收占比上升，而 21 年风电行业补贴退坡但集装箱行业需求爆发，因此收入及毛利结构发生较大变化。桥梁与钢结构涂料业务所在的其他工业涂料分部在主营业务中的收入占比从 2020 年的 1.92%增长到了 2022 年的 3.26%，目前已经成为公司业务的第三极。

图6.公司营收结构



数据来源: ifind、财通证券研究所

图7.公司毛利结构



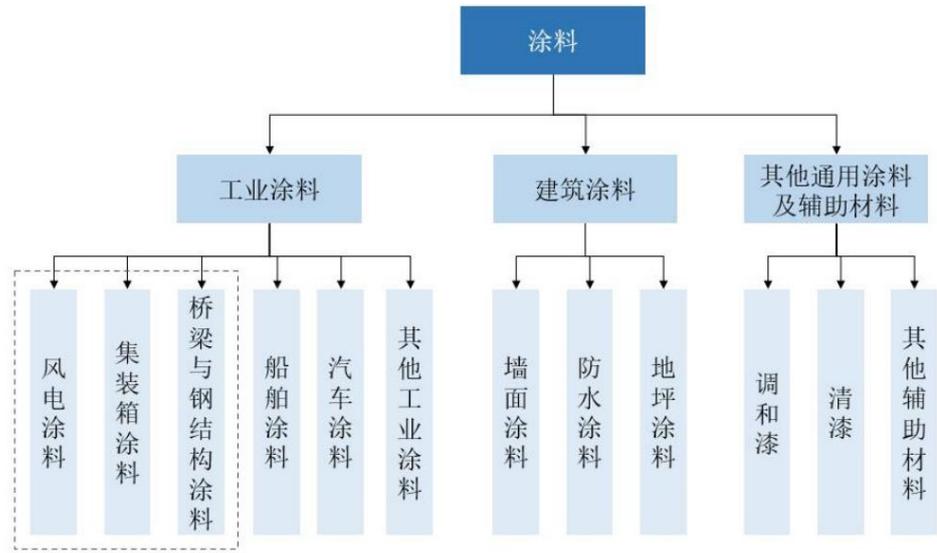
数据来源: ifind、财通证券研究所

## 2 涂料行业空间广阔，国产替代趋势明显

### 2.1 全球涂料市场广阔，行业中心逐步移向亚太地区

涂料是涂覆在被保护或被装饰的物体表面，并能与被涂物形成牢固附着的连续薄膜，起到保护、装饰或其他特殊功能，应用领域广泛，**根据溶剂种类**，可分为水性涂料、油性涂料、无溶剂涂料及粉末涂料；**根据下游应用**，可分为工业涂料、建筑涂料、其他通用涂料及辅助材料。

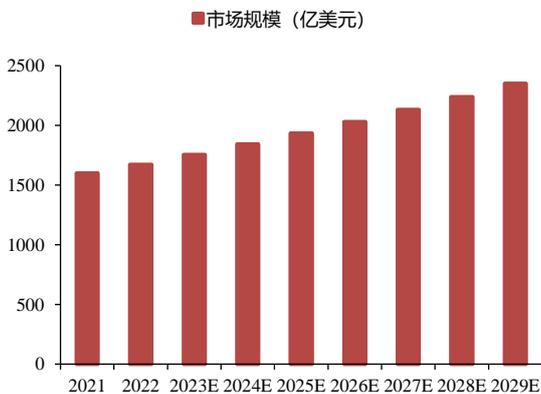
图8.涂料应用领域分类情况



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

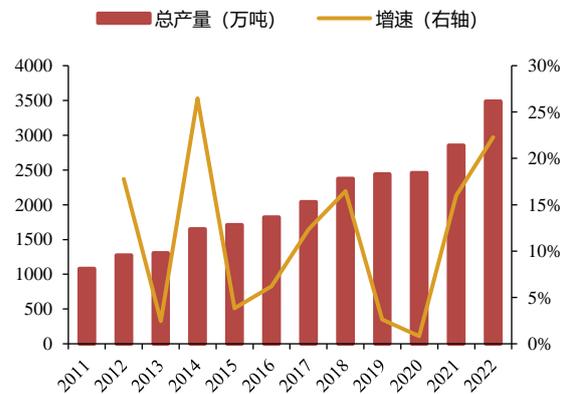
全球涂料规模达千亿美金市场，国内涂料稳定增长。根据 Fortune Business Insight 预测，到 2029 年，全球涂料市场规模预计将增长到 2350 亿美元，2022 年至 2029 年 CAGR 为 5.0%。国内涂料市场发展迅速，根据中国涂料工业协会《中国涂料行业 2022 年经济运行情况分析 & 2023 年发展趋势分析》报告，2022 年中国涂料总产量达 3488 万吨，同比增长 22.30%，2012 年到 2022 年间 CAGR 为 10.61%。

图9.全球涂料市场规模情况及预测（亿美元）



数据来源：Fortune Business Insight、财通证券研究所

图10.全国涂料总产量情况（万吨）

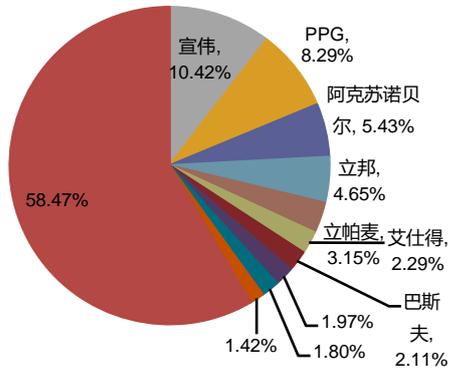


数据来源：中国涂料工业协会、国家统计局、财通证券研究所

与全球情况相比，我国涂料行业整体集中度更为分散，但行业集中度在逐步增强。由于我国涂料行业起步晚，因此涂料行业从业公司众多，市场化程度较高，市场集中度非常低，根据涂界数据，2023 年全球涂料市场 CR10 为 41.53%，市场集中度相对较高，但中国涂料市场 CR10 仅为 18.11%，其中国际涂料企业在中国本土占据了相对较大的市场份额。根据中国涂料工业协会，2020 年营业收入达到 30 亿元及以上的涂料企业市场占比增长较快，“十三五”期间提升了 5.47 个百分点，

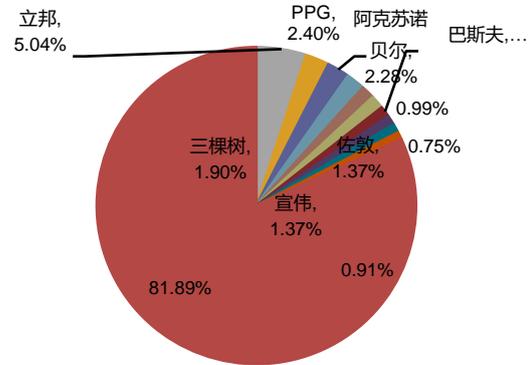
行业集中度正在增强，预计未来大型企业通过规模、资金、研发技术等优势逐步增加市场占有率，市场集中度可能持续提高。但在汽车、船舶、航空、风电等高端市场，当前市场集中度高，大部分被外资垄断。

图11.2023 全球十大涂料制造商市占率情况



数据来源：涂界、财通证券研究所

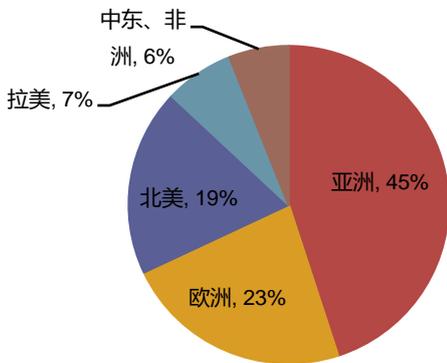
图12.2023 中国十大涂料制造商市占率情况



数据来源：涂界、财通证券研究所

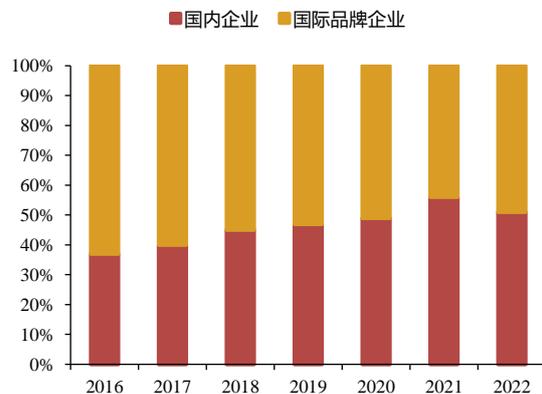
亚洲占据全球一半左右涂料市场，国内市场国产替代趋势明显。根据 Orr & Boss 咨询数据，2022 年亚洲市场占据全球涂料市场亚洲的 45%，未来预计随着亚太地区人均涂料消费量逐渐接近欧美，涂料行业中心将进一步向亚太地区转移。根据涂界数据，2016 年至 2021 年，中国百强涂料企业营业收入中国内企业占比不断提高，从 37%提升至 56%，2022 年稍有回落至 51%，国产替代空间仍然广阔。

图13.全球涂料市场地区分布情况



数据来源：Orr&Boss、财通证券研究所

图14.全国百强涂料企业营收国内与国际品牌占比情况



数据来源：涂界、财通证券研究所

## 2.2 涂料环保性要求不断提升，功能性要求成就细分赛道

**行业政策支持，环保要求提高：**从产业政策方面，近年来将环保涂料列入鼓励外商投资产业，并免征消费税，同时将使用环保涂料的工业涂装企业免于列入大气环境重点排污单位，对涂料企业大力发展水性、无溶剂型环保涂料进行了支持，

促进了涂料行业“油转水”的环保技术路线，鼓励了以生产环保涂料为主营业务的企业发展，将会重塑涂料行业的传统竞争格局。

从环保要求方面，各政策对涂料行业产品的 VOCs 进行了限制，从原辅料端大力推广低(无)VOCs 涂料的使用,同时对 VOCs 含量较高的涂料进行了相应限制。这些政策的实施进一步提高了对涂料行业的环保要求，限制高污染涂料企业的发展，也促进了涂料企业加大对低（无）VOCs 涂料产品的研发投入，促进行业整体从“油性”向“水性、无溶剂”转型。

**表2.涂料行业相关政策**

| 颁布时间     | 颁布机构                    | 行业政策                           | 相关政策内容   |
|----------|-------------------------|--------------------------------|--|
| 2020年3月  | 国家市场监督管理总局、中国国家标准化管理委员会 | 《低挥发性有机化合物含量涂料产品技术要求》          | 涂料企业从技术升级、原材料替代等方向，对产品配方进行升级替代。  |
| 2020年11月 | 生态环境部等5部门               | 《国家危险废物名录（2021年版）》             | 涂料、油墨、颜料及类似产品制造行业部分产物列入国家危险废物名录。   |
| 2022年10月 | 国家发展和改革委员会、商务部          | 《鼓励外商投资产业目录（2022年版）》           | 高性能涂料，高固体分、水性、粉末、辐射固化、无溶剂等低 VOCs 含量工业涂料、水性工业涂料等列入鼓励外商投资产业。                                     |
| 2020年12月 | 国家发展和改革委员会等4部门          | 《绿色技术推广目录（2020年）》              | 高端水性漆聚合物改性水性化合物合成技术、近零 VOCs 无溶剂 MDI 体系单组分聚氨酯防水涂料技术被列入绿色技术推广目录。                                 |
| 2021年3月  | 中国涂料工业协会                | 《中国涂料行业“十四五”规划》                | “十四五”期间，涂料全行业经济总量保持稳步增长，总产值年均增长4%左右。到2025年，涂料行业总产值预计增长到3700亿元，总产量达到3000万吨左右。                   |
| 2021年10月 | 生态环境部办公厅                | 《环境保护综合名录（2021年版）》             | 为深入打好污染防治攻坚战，坚决遏制“两高”项目盲目发展，引导企业绿色转型，推动行业高质量发展，在2017年版基础上，新增涂料9项，修改后层次更为清晰，便于文件使用者对所涉物质的理解与管理。 |
| 2021年10月 | 中共中央、国务院                | 《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》 | 到2030年，风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上，实现碳达峰；到2060年，非化石能源消费比重达到80%以上，实现碳中和。                             |
| 2021年11月 | 工业和信息化部                 | 《“十四五”工业绿色发展规划》                | 到2025年，工业产业结构、生产方式绿色低碳转型取得显著成效，绿色低碳技术装备广泛应用，能源资源利用效率大幅提高，绿色制造水平全面提升，为2030年工业领域碳达峰奠定坚实基础。       |
| 2022年5月  | 国家税务总局                  | 《支持绿色发展税费优惠政策指引》               | 对节能环保涂料免征消费税。  |

|          |                          |                                      |  |
|----------|--------------------------|--------------------------------------|--|
| 2022年5月  | 国务院                      | 《新污染物治理行动方案》                         | 要开展严格落实涂料等产品 VOCs 含量限值标准，大力推进低（无）VOCs 含量原辅材料替代。  |
| 2022年11月 | 生态环境部、国家发展改革委和改革委员会等15部门 | 《深入打好重污染天气消除、臭氧污染防治和柴油货车污染治理攻坚战行动方案》 | 要开展含 VOCs 原辅材料源头替代行动。加快实施低 VOCs 含量原辅材料替代。各地对溶剂型涂料、油墨、胶粘剂、清洗剂使用企业制定低 VOCs 含量原辅材料替代计划。   |
| 2022年12月 | 生态环境部                    | 《环境监管重点单位名录管理办法》                     | 工业涂装行业规模以上企业，全部使用符合国家规定的水性、无溶剂、辐射固化、粉末等四类低挥发性有机物含量涂料的，可以免于列为大气环境重点排污单位。  |
| 2022年12月 | 国务院                      | 《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》             | 加强能源基础设施建设。大幅提高清洁能源利用水平，建设多能互补的清洁能源基地，以沙漠、戈壁、荒漠地区为重点加快建设大型风电、光伏基地。   |
| 2023年2月  | 国家发展改革委、工业和信息化部等9部门      | 《关于统筹节能降碳和回收利用加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》   | 加快填补风电、光伏等领域发电效率标准和老旧设备淘汰标准空白，为新型产品设备更新改造提供技术依据。完善产品设备工艺技术、生产制造、检验检测、认证评价等配套标准。拓展能效标识和节能低碳、资源循环利用等绿色产品认证实施范围。严格落实并适时修订《产业结构调整指导目录》，逐步完善落后产品设备淘汰要求。 |

数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

随着涂料市场和新型材料的发展，下游客户对涂料的功能化细分需求越来越高。对于风电行业，主机的大型化和低成本趋势将驱使叶片全面转型为大型化和轻量化产品，大型化使得其叶片前缘线速度不断提升，更容易受到侵蚀，为维持风机的发电效率，减少停工和维修，延长叶片的使用寿命，对风电叶片防护材料提出了更高的要求。对于集装箱涂料行业，在环保性要求提高的背景下，目前普通干货箱用水性涂料的性能与油性产品接近，但是特种箱使用的水性涂料在防腐和施工性能上还有待提高，将是未来的发展方向。

下游客户对产品价格变动不敏感，产品品质为主要竞争优势点。根据公司招股说明书，对于风电设备、集装箱等下游终端产品而言，涂料在其原材料成本中的占比仅仅约为 5%至 10%，因此下游客户对涂料价格变动敏感度较低，而对产品质量、可靠性、稳定性有着严格的要求，具有高技术水准的涂料企业可以凭借产品的技术优势从而掌握差异化竞争优势。

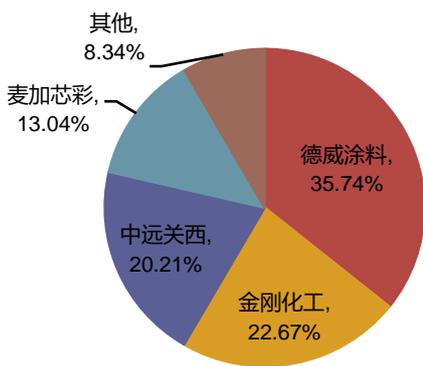
### 3 公司为工业涂料细分领域龙头，国产替代领航者

### 3.1 集装箱涂料：公司起家业务，静待行业复苏

**集装箱涂料市场高度集中，竞争格局稳定。**集装箱涂料主要用于集装箱内、外层的防腐保护。集装箱涂料市场主要由德威涂料、金刚化工、中远关西和麦加芯彩四家公司主导，2020年市场份额合计为91.66%，竞争格局相对稳定。由于集装箱涂料行业存在下游直接客户箱厂与终端用户箱东的双重供应商认证，认证壁垒较高，时间较长，且行业内客户关系和供应链渠道稳固，预计未来市场格局将维持长期稳定。

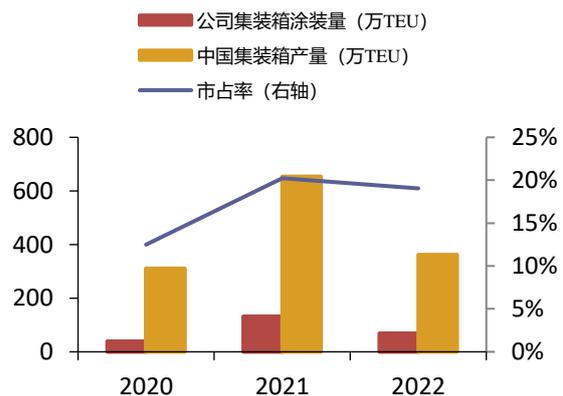
公司自2010年开始研发环保涂料，并于2016年开始建设南通生产基地，迅速扩充水性涂料产能，随着2016年中国集装箱行业协会通过《中国集装箱行业VOCs治理行业自律公约》及2017年对水性涂料的强制使用，水性集装箱涂料成功进入市场，市占率稳步提升，是四大集装箱涂料供应商之一，在普通干式集装箱的基础上，扩展到冷藏箱、特种箱等应用场景与产品，在未来将进一步巩固自身的市场地位。

图15.2020年中国集装箱涂料市占率



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

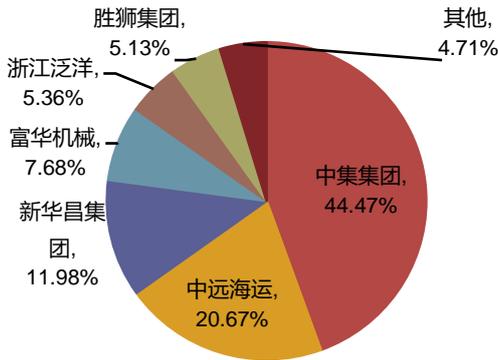
图16.公司集装箱涂料市占率有所提升



数据来源：公司招股说明书、中国集装箱行业协会《中国集装箱行业与多式联运发展报告（2020、2022年度）》、财通证券研究所

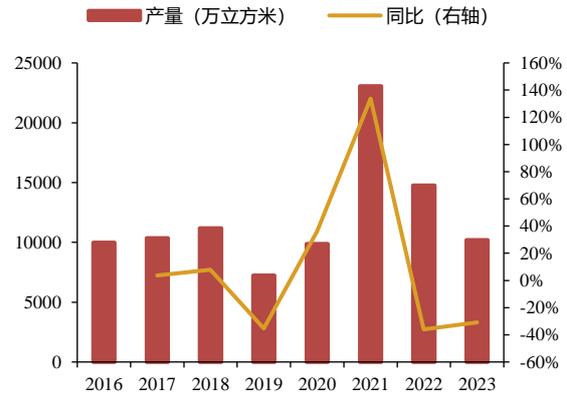
**中国集装箱产量长期占据全球90%以上份额，集装箱行业呈现周期性特征。**集装箱制造行业集中度较高，2022年CR3为77.12%，全球行业内的企业主要分布在国内，因此国内集装箱产量与全球海运量有所关联。2021年，由于欧美港口效率下降和全球集装箱短缺，中国集装箱产量激增至23058万立方米，同比增长133.76%。2022年，受公共卫生事件、地缘政治局势紧张、海外通胀高企和欧美大幅加息等因素的影响，产量较前年下降36%。回归周期波动，2023年维持低迷状态，中国集装箱产量全年下降31%。

图17.2022年全球集装箱制造企业市占率



数据来源：公司招股说明书、Drewry、财通证券研究所

图18.中国集装箱产量



数据来源：Wind、财通证券研究所

**2022-2023 为集装箱行业低谷，集装箱制造需求有望持续回升。**随着全球经济体量和居民生活水平的不断提高，主要港口的吞吐量及随之带来的集装箱新造与更新需求预计将保持稳定增长，叠加贸易增加，集装箱产量有望回暖。根据 Drewry 的市场预测，预计 2026 年集装箱制造量可以恢复至 440 万-520 万 TEU 区间。

根据中国集装箱制造量及公司《发行人及保荐机构回复意见》所披露的公司集装箱涂料销量及涂装量测算，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，2026 年集装箱涂料市场规模将达到 26-32 万吨之间，21-22 年公司集装箱涂料市占率维持在 20% 左右。我们假设公司 2026 年市占率提升至 25%，2026 年可为公司带来 6.6-7.9 万吨需求量。

表3.集装箱涂料需求量估算

|                             | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2026E       |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|-------------|
| 中国集装箱制造量 (万 TEU)            | 310    | 653    | 362    | 240    | 440-520     |
| 单位集装箱制造量对应集装箱涂料销量 (吨/万 TEU) | 621.57 | 574.04 | 623.19 | 606.27 | 606.27      |
| 集装箱涂料市场规模 (万吨)              | 19.27  | 37.51  | 22.56  | 14.55  | 26.68-31.53 |
| 公司集装箱涂装量 (万 TEU)            | 38.73  | 132.23 | 69.00  | 48.00  | 110-130     |
| 公司市占率                       | 12.49% | 20.24% | 19.06% | 20.00% | 25.00%      |
| 公司集装箱涂料销量 (吨)               | 24073  | 75905  | 43000  | 29101  | 66689-78815 |

数据来源：公司公告、公司招股说明书、中国集装箱行业协会《中国集装箱行业与多式联运发展报告（2020、2022 年度）》、观研天下、财通证券研究所（注：根据 2023 年 1-12 月集装箱产量同比下降 30%，以此估算 23 年全年集装箱制造量）

**在集装箱涂料领域，公司建立了优质的客户群。**公司集装箱涂料产品已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。从直接客户看，中国市占率前六的集装箱制造企业均为公司客户；从终端客户看，公司产品已供应全球前十大集装箱航运公司中 7 家、集装箱租赁公司的 7 家，正在推进与集装箱租赁行业第一的 TIL 的供应商认证，目前已通过试单。同时，冷藏集装箱水性产品在 CMA CGM、Hapag Lloyd 和 Evergreen 等客户中也已取得订单。

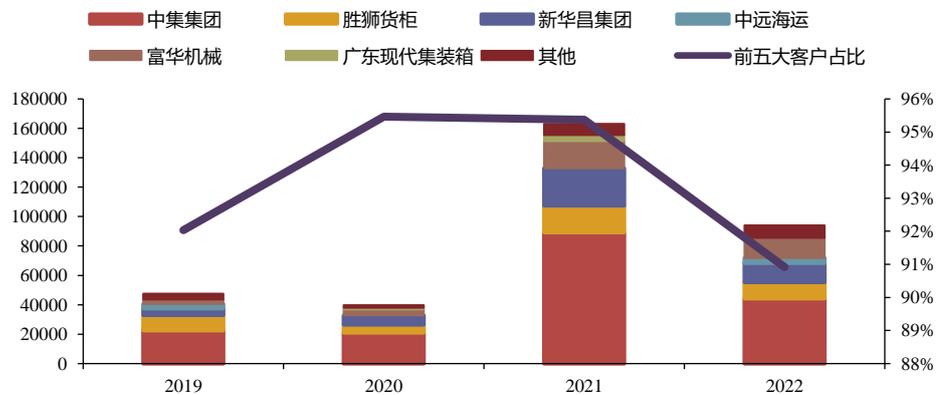
表4.公司集装箱涂料领域下游客户进入情况

| 集装箱制造企业 |        |       | 集装箱航运公司     |        |         | 集装箱租赁公司   |        |         |
|---------|--------|-------|-------------|--------|---------|-----------|--------|---------|
|         | 全球市占率  | 是否为客户 |             | 全球市占率  | 是否为终端客户 |           | 全球市占率  | 是否为终端客户 |
| 中集集团    | 44.47% | √     | MSC         | 17.40% |         | TIL       | 27.70% |         |
| 中远海运    | 20.67% | √     | Maersk      | 16.60% | √       | Florens   | 16.80% |         |
| 新华昌集团   | 11.98% | √     | CMA CGM     | 12.80% | √       | Textainer | 16.00% | √       |
| 富华机械    | 7.68%  | √     | COSCO       | 11.20% | √       | Seaco     | 10.60% | √       |
| 浙江泛洋    | 5.36%  | √     | Hapag-Lloyd | 6.80%  | √       | CAI       | 7.30%  | √       |
| 胜狮货柜    | 5.13%  | √     | Evergreen   | 6.10%  | √       | Beacon    | 7.20%  | √       |
|         |        |       | ONE         | 5.80%  |         | SeaCube   | 4.50%  | √       |
|         |        |       | HMM         | 3.20%  | √       | Touax     | 2.00%  | √       |
|         |        |       | Yang Ming   | 2.70%  | √       | Blue Sky  | 1.80%  | √       |
|         |        |       |             |        |         | UES       | 1.60%  |         |

数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所（注：市占率为2022年数据）

集装箱涂料前五大客户收入占比常年达90%以上，客户群结构简单稳定。由于全球绝大部分的集装箱产量集中于中国且竞争格局稳定，公司下游稳定，2022年公司集装箱涂料前五大客户收入占比达90.92%。根据公司招股说明书，公司获得全国前六大集装箱制造厂商认可。

图19.集装箱涂料收入及前五大客户收入占比（单位：万元）



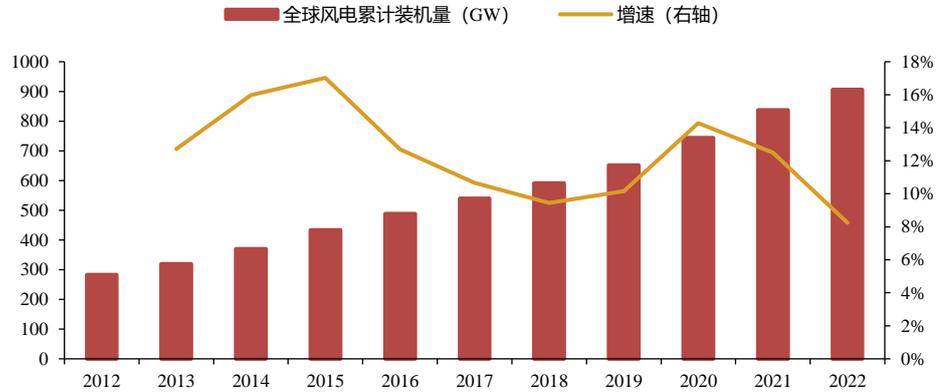
数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 3.2 风电涂料：高端可持续细分领域龙头，叶片延伸至塔筒力求打破国际垄断

近年来，风能作为应用最广的可再生能源之一，风电装机量大幅增长。风能具有资源总量丰富、环保、度电成本持续降低等突出优势，正逐渐从补充性能源向替代性能源持续转变，是实现“碳达峰”、“碳中和”目标的主要实现路径之一。根据GWEC数据，全球风电装机总量不断提升，2012年至2022年间，全球风电总装机容量从283GW增长到了906GW，CAGR为12.34%。根据GWEC预测，2023

年到 2027 年全球预计将新增 680GW 的风电装机容量，其中 130GW 为海上风电新增装机。

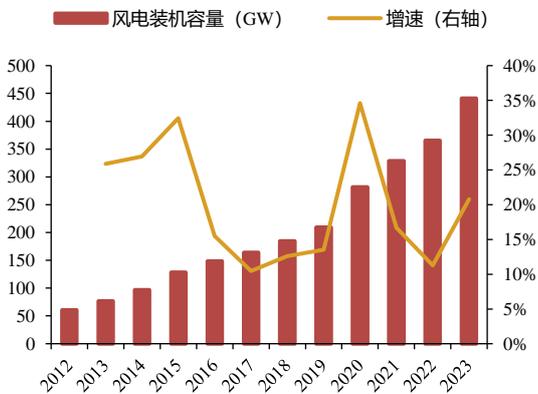
图20.全球风电装机量 (GW)



数据来源: GWEC、公司招股说明书、财通证券研究所

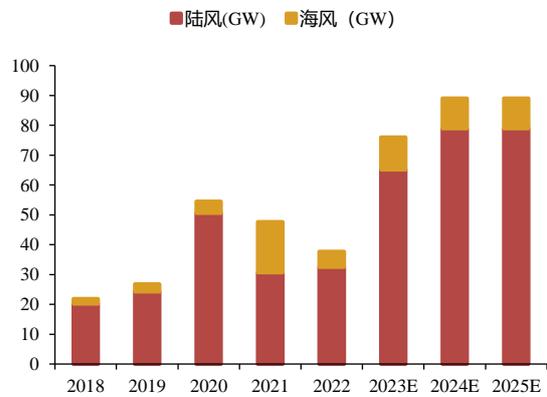
2013 年到 2023 年，中国风电装机总量由 76.31GW 增长到 441.34GW，CAGR 为 19.18%，高于全球增速，目前已成为全球风电装机量最多的国家。根据 GWEC《全球风能报告 2023》预测数据，在 2023 年到 2030 年，中国风电年装机容量将达到 70-80GW，将继续保持全球最大的风电市场地位。

图21.中国风电装机容量 (GW)



数据来源: Wind、财通证券研究所

图22.中国风电新增装机量 (亿元)

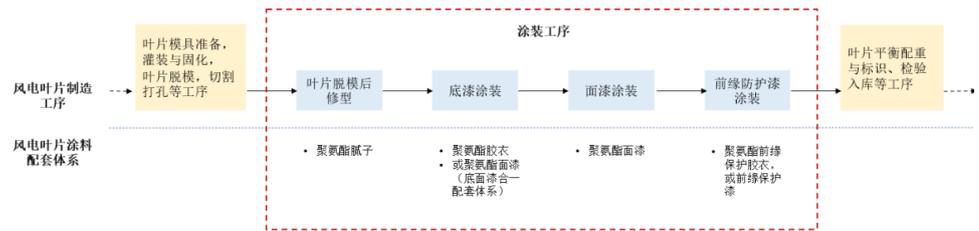


数据来源: Wind、GWEC、中电联、财通证券研究所

**依托风电迅速发展,风电涂料市场需求强势。**风力发电站所处风场自然环境恶劣,常年风力在四级以上,并伴有风沙,塔架和叶片受到曝晒,风雨、冰雹的侵袭,和寒流与高温变化影响,海上风电还会受到水汽、盐雾的侵蚀及海水浪花的泼溅,因此风电设备极易受到腐蚀,因此需要风电设施防腐涂料保护,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。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。得益于我国风电装机规模的高速增长,我国风电涂料市场需求随之增长。

公司风电涂料目前主要应用于风电叶片涂装。2009 年公司开始自主研发风电叶片涂料产品，于 2010 年推向市场，并在 2016 年推出了环保类水性风电叶片涂料产品。风电涂料的涂装工序主要包括叶片脱模后修型、底漆涂装、面漆涂装、前缘防护漆涂装 4 道工序，分别用于修补叶片表面缺陷、对叶片提供防护性能、对叶片提供良好耐紫外老化性能及柔性、减轻叶片前缘在运转过程中的损伤及耐雨蚀和砂蚀。

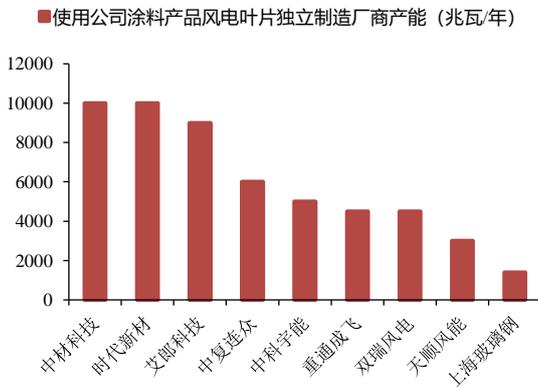
图23.公司风电叶片涂料涂装工序



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

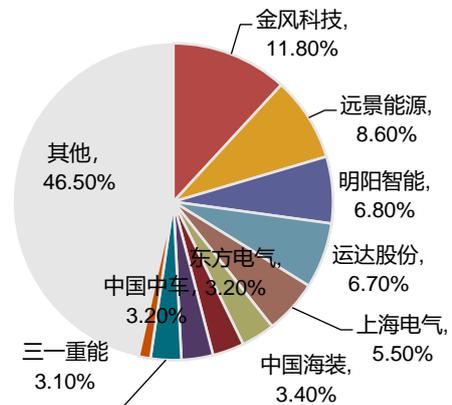
在风电叶片涂料领域，公司已完成国内主要优质 B 端客户群拓展。公司风电叶片涂料目前已进入了全国市占率前十的全部主要风电整机厂商，以及全国产能排名前九的全部头部风电叶片独立制造厂商的供应商目录，已经在国内主要风电叶片厂成功应用，并且得到了国内主要风电主机厂的认可，为我国风电涂料国产化的进展提供了有力支持。

图24.公司在头部风电叶片独立制造厂商进入情况



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所（注：产能数据来自 GWEC《2020 年风电叶片供应链更新》）

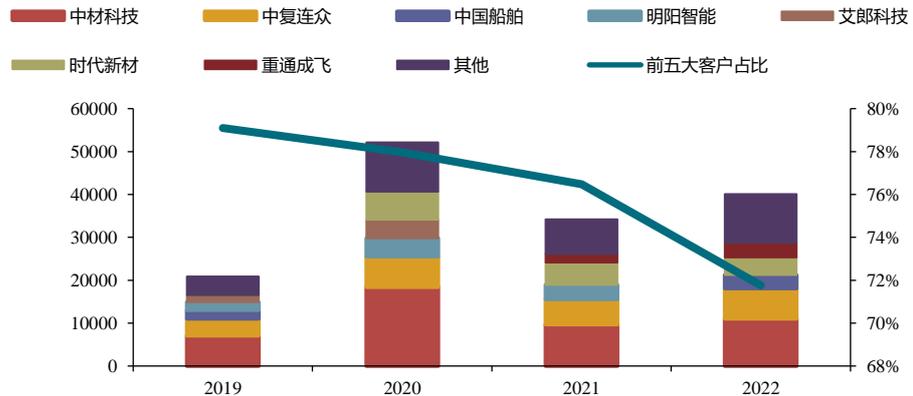
图25.2021 年终端风电整机制造厂商全球市占率



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所（注：彩色部分为部分使用公司涂料产品终端客户）

公司风电涂料领域前五大客户占比高，但呈逐年下降趋势。由于风电叶片制造厂商集中度较高，公司风电涂料领域客户结构同样集中，2019-2022 年间，前五大客户占比超过 70%，但占比逐年降低，抗风险能力增强，中材科技为目前公司风电涂料领域第一大客户。

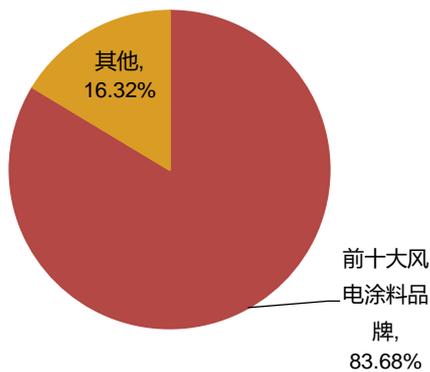
图26.风电涂料收入及前五大客户收入占比（单位：万元）



数据来源：公司公告、财通证券研究所

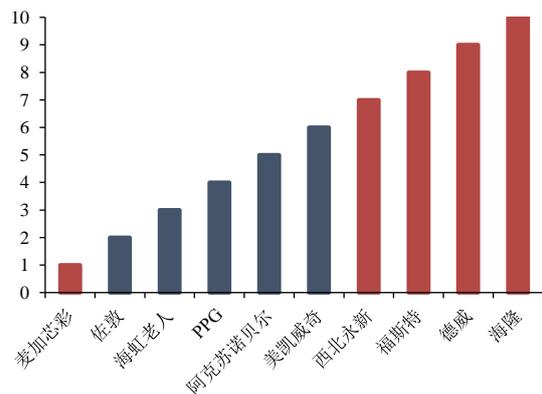
中国风电涂料市场集中度高，整体来看外资品牌在风电涂料领域仍处于竞争优势地位。风力发电站所处的风场环境特点要求所有的风电涂料应具有良好的耐候性、耐水性、附着力及防腐性能，且要求具备漆膜坚硬、耐外力冲击等优点，技术要求高于普通工业涂料，因此外资品牌因其发展较早、技术实力更强长期占据优势。然而，随着国内技术发展，中国本土品牌日渐发展，目前已与外资形成同步竞争格局，根据涂界发布的2023中国十大风电涂料品牌排行榜，本土品牌与外资品牌各占五席，其中上榜的外资品牌风电涂料总收入为11.70亿元，占全国市场份额为53.18%；本土品牌风电涂料总收入为6.71亿元，占全国市场份额为30.50%，合计占比83.68%。

图27.2023年前十大风电涂料品牌市占率



数据来源：涂界、财通证券研究所

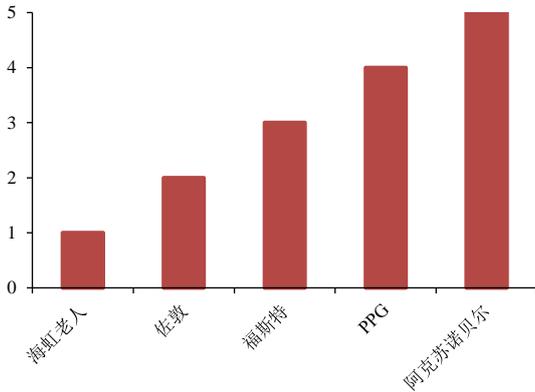
图28.2023年前十大风电涂料品牌排名



数据来源：涂界、财通证券研究所（注：红色为本土品牌，蓝色为外资品牌）

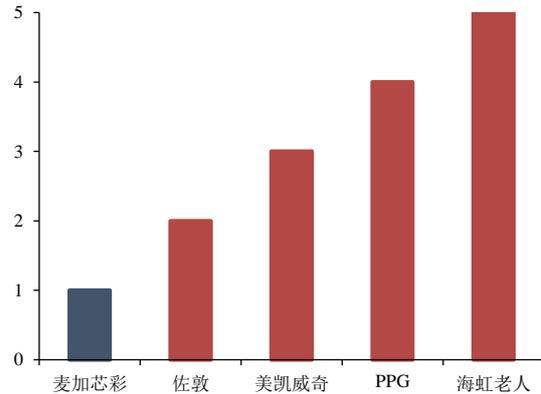
公司作为本土品牌领军企业，位列涂界2023年中国十大风电涂料品牌排行榜榜首，风电叶片涂料占据该领域高市场份额，处于市场头部地位，风电塔筒仍遭海外垄断。目前，除了公司在风电叶片涂料市场占据优势外，海虹老人、阿克苏诺贝尔、佐敦、PPG等国际大牌依然占据着我国风电涂料市场主导地位。

图29.前五大风电塔筒涂料品牌（单位：排名）



数据来源：涂界、财通证券研究所（注：红色为外资品牌）

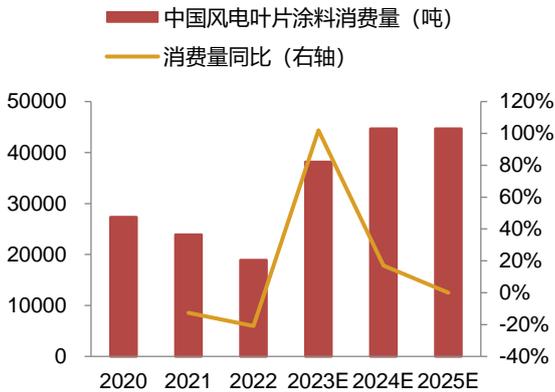
图30.前五大风电叶片涂料品牌（单位：排名）



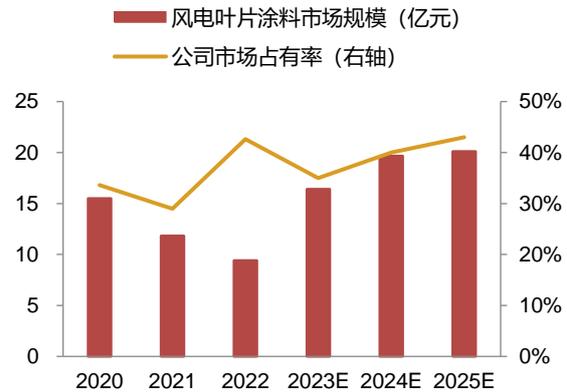
数据来源：涂界、财通证券研究所（注：红色为外资品牌，蓝色为本土品牌）

海上风电涂料技术要求更高，国产化率低，公司凭借自身技术占据优势。海上风电可以避免占用土地资源等问题，因此是大力发展的新能源种类。由于海上风电需要面对风力大、湿度高、盐度高等问题，且检测、维修成本远高于陆上，因此海上风电对涂料强度和防腐性能比陆上风电要求更高，属于拥有较强技术特点的领域，下游风电制造企业对相关涂料产品的施工容错度较低，对相关涂料企业的行业经验积累要求更高，因此国内起步较晚，国产化率较低。根据涂界 2023 中国海上风电涂料榜单，麦加芯彩、佐敦、海虹老人、PPG、阿克苏诺贝尔位居海上风电涂料品牌前五强，公司为唯一本土公司但占据首位，可见公司风电涂料技术发展进度居前，引领国产替代。2022 年，公司已完成对于风电叶片高性能前缘保护材料 3650PF 的研发以针对前缘防护，并已成功取得中复连众的订单，将成为公司风电叶片涂料新的增长点。

根据公司《发行人及保荐机构回复意见》披露，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 左右。根据《“十四五”可再生能源发展规划》，到 2025 年风电发电量实现翻倍，根据 2020 年 2.8 亿千瓦装机量，2025 年十四五规划达到 5.6 亿千瓦。公司和头部客户关系稳定，风电装机量向头部客户集中，预计公司市占率进一步提升，根据十四五规划及中电联预测装机量结合单耗测算，预计 2025 年中国风电叶片涂料消费量达到 4.5 万吨，市场规模约为 20 亿元，当年将为公司带来约 1.9 万吨风电叶片涂料市场。

**图31.中国风电叶片涂料消费量及增速（吨）**


数据来源：Wind、公司公告、GWEC、财通证券研究所（测算见表5）

**图32.风电叶片涂料市场规模**


数据来源：Wind、公司公告、GWEC、财通证券研究所（测算见表5）

公司依托现有风电叶片涂料业务市场地位、客户资源及声誉，未来将继续向风电塔筒涂料等方向扩展。公司在占据并扩张风电叶片现有市场份额的同时，逐步切入风电塔筒领域并提升市场地位，且预计推广速度相较于其他新业务更快，将成为公司风电涂料业务增长引擎之一。公司已经成功切入了头部终端风电整机厂的塔筒涂料供应商名录。截至目前，公司成功进入了国内最大终端风电整机厂金风科技，以及全国市占率第二的风电塔筒制造企业泰胜风能的认可供应商名录，并已取得泰胜风能的塔筒涂料订单。根据公司《发行人及保荐机构回复意见》披露，预计2027年中国风电塔筒涂料预计市场规模约为9.52万吨，若届时公司风电塔筒涂料业务的市占率约10%，则公司风电塔筒涂料销量预计将达到10000吨。

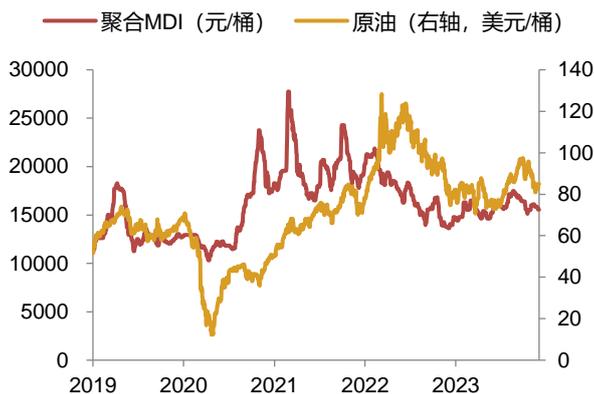
**表5.风电叶片及塔筒涂料需求量估算及公司市占率**

|                   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 风电叶片涂料单耗 (吨/GW)   | 502    |        |        |        |        |        |
| 中国风电新增装机容量 (GW)   | 54     | 48     | 38     | 76     | 89     | 89     |
| 中国风电叶片涂料消费量 (吨)   | 27324  | 23880  | 18890  | 38152  | 44678  | 44678  |
| 风电叶片涂料单价 (万元/吨)   | 5.67   | 4.95   | 4.98   | 4.30   | 4.40   | 4.50   |
| 中国风电叶片涂料市场规模 (亿元) | 15     | 12     | 9      | 16     | 20     | 20     |
| 公司叶片涂料市占率 (%)     | 33.63% | 28.97% | 42.63% | 35.00% | 40.00% | 43.00% |
| 公司风电叶片涂料销量 (吨)    | 9189   | 6919   | 8054   | 13353  | 17871  | 19212  |
| 风电塔筒涂料单耗 (吨/GW)   | 1004   |        |        |        |        |        |
| 【假设为叶片涂料两倍左右】     |        |        |        |        |        |        |
| 中国风电塔筒涂料消费量 (吨)   | 54648  | 47760  | 37781  | 76304  | 89356  | 89356  |
| 风电塔筒涂料单价 (万元/吨)   | 2.835  | 2.475  | 2.49   | 2.15   | 2.20   | 2.25   |
| 【假设为叶片涂料单价的1/2】   |        |        |        |        |        |        |
| 中国风电塔筒涂料市场规模 (亿元) | 15     | 12     | 9      | 16     | 20     | 20     |
| 公司塔筒涂料市占率 (%)     | /      | /      | /      | 0.50%  | 3.00%  | 5.00%  |
| 公司风电塔筒涂料销量 (吨)    | /      | /      | /      | 382    | 2681   | 4468   |

数据来源：中电联、GWEC、公司招股说明书、公司公告、财通证券研究所（假设来自公司《发行人及保荐机构回复意见》）

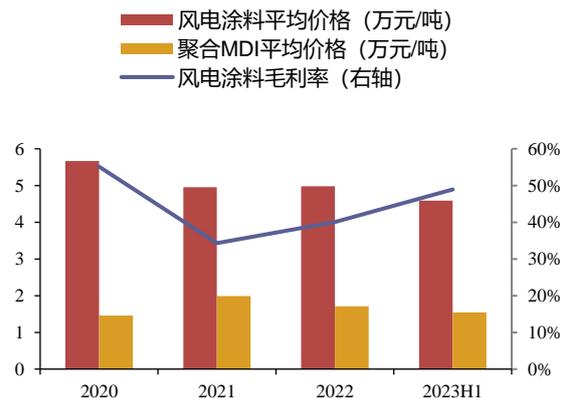
公司风电涂料为高毛利业务，2023 年原料价格下降提升毛利率。根据公司《发行人及保荐机构回复意见》披露，风电涂料毛利率主要受行业景气度变化、产品价格水平、原材料价格变化、产品结构（例如水油产品占比）的变化等四个因素共同影响。根据国家发改委 2019 年 5 月印发的《关于完善风电上网电价政策的通知》，自 2021 年 1 月 1 日开始，新核准的陆上风电项目全面实现平价上网，国家不再补贴 2020 年度，因此引发 2020 年陆上风电“抢装潮”，陆上风电装机量同比增长 108.23%，带动风电涂料需求大增，且主要客户中材科技采购的水性涂料产品销售价格较高，同时叠加国际原油价格持续低位运行的影响，公司风电涂料产品的主要原材料聚氨酯树脂年内均价较低，综合导致当年风电涂料业务高毛利率，达 55.13%。2021 年，由于 2020“抢装潮”透支了部分市场需求，公司为了增强客户粘性，巩固市场占有率，下调了主要客户产品报价；且国际原油价格进入上升通道，原材料采购价格大幅提升，综合导致 2021 年毛利率大幅下滑。2022 年由于主要原材料采购价格在年内持续下降，致使风电涂料毛利率有所回升。2023 年上半年，由于原材料价格持续走低，风电涂料毛利率维持上升态势。

图33.原油价格及聚合 MDI 价格变化趋势



数据来源：Wind、财通证券研究所

图34.风电涂料平均价格及毛利率

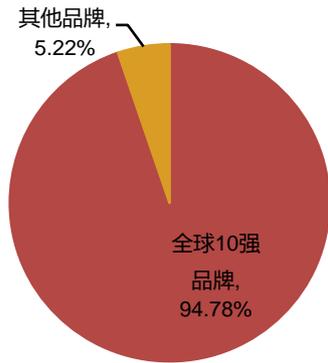


数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

### 3.3 船舶&桥梁钢结构涂料：延伸至新市场国产替代蓝海，成长空间广阔

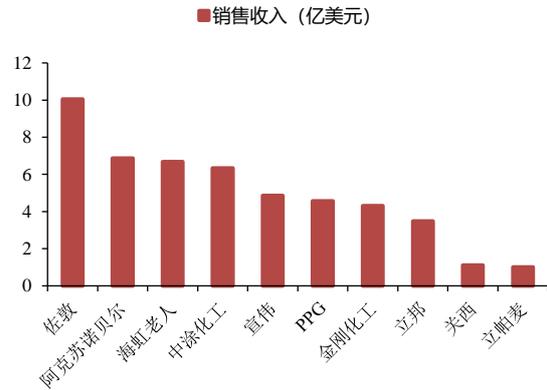
船舶涂料主要应用于集装箱船、散装货船、油轮、客船、游艇、渔船、常规货船等，对船舶壳体及部件表面起到防护和装饰作用，提高其耐磨性、防腐蚀性，延长船舶服役寿命。全球涂料市场规模高速增长，根据涂界，2023 全球十大船舶涂料品牌均为外资品牌，合计销售收入 50.233 亿美元，同比增长 28.16%，占全球船舶涂料市场份额 94.78%，处于外资垄断格局。

图35.2023 全球十大船舶涂料品牌市占率



数据来源：涂界、财通证券研究所

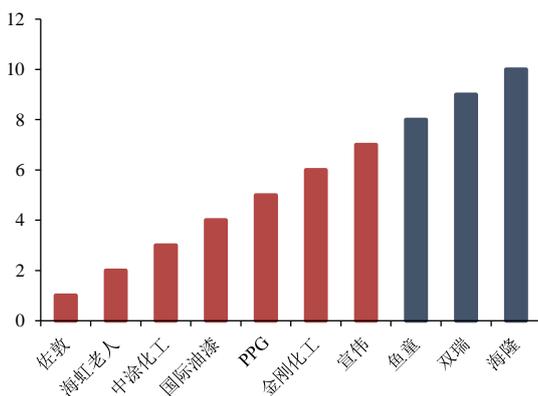
图36.2023 全球十大船舶涂料品牌销售收入



数据来源：涂界、财通证券研究所

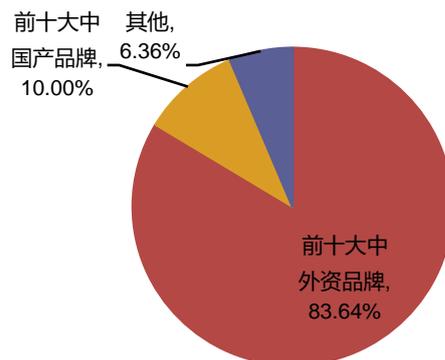
**全国船舶涂料市场集中度高，外资品牌同样占据绝对优势。**根据涂界 2023 中国十大船舶涂料上榜品牌，船舶涂料业务累计销售收入为 79.60 亿元，占全国船舶涂料市场份额的 93.64%，船舶涂料细分领域市场集中度极高。由于船舶涂料具有技术难度高、研发周期长、研发投资大等特点，在涂料防腐性能、成本控制、生产工艺、涂装工艺等方面国内技术仍与国外前沿技术存在较大差距，因此外资品牌具有绝对领先地位，近乎完全垄断 LNG 船舶、豪华游轮等高端船舶涂料市场，国产品牌仅在中低端船舶涂料领域占据一定的市场份额。前十大品牌中，前七位均为外资品牌，国产品牌仅占 3 席，且外资品牌总销售收入高达 71.10 亿元，占全国市场份额的 83.64%；而国产品牌销售收入仅为 8.5 亿元，占全国市场份额的 10%。尽管中国是全球第一的造船大国，但是国产品牌在船舶涂料领域仍然处于缺位状态。

图37.2023 中国十大船舶涂料品牌



数据来源：涂界、财通证券研究所（红色为外资品牌，蓝色为国产品牌）

图38.2023 外资品牌占船舶涂料大部分市场份额

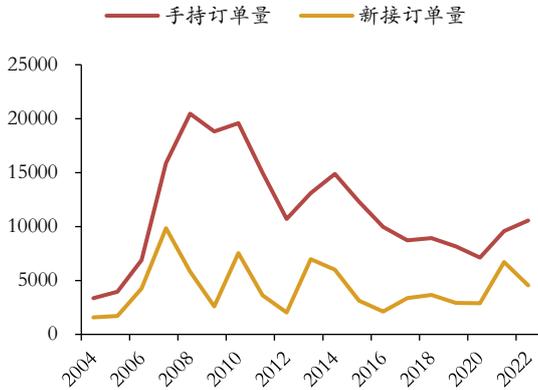


数据来源：涂界、财通证券研究所

**船舶涂料有望随船舶周期迎来高景气周期。**我国造船国际市场份额居世界第一，2022 年造船完工量、新接订单量、手持订单量以载重吨计分别占世界总量的 47.3%、55.2%和 49.0%。根据涂界数据研究院估算，2022 年中国船舶涂料市场价值增长

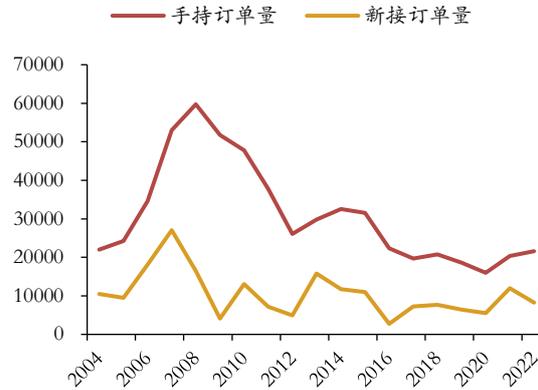
至约 85 亿元（涵盖新造船舶涂料、船舶维修涂料）。船舶新接订单作为交付量的先行指标，最近一次新船订单高点为 2007-2008 年，以船舶的平均寿命为 20 年估算，未来五年或将迎来新一轮新船订单高峰，造船业新一轮上行周期或将开启，有望带动船舶涂料需求上涨。

图39.中国船舶手持及新接订单量（单位：万载重吨）



数据来源：Wind、中国船舶工业协会、财通证券研究所

图40.全球船舶手持及新接订单量（单位：万载重吨）



数据来源：Wind、财通证券研究所

公司在船舶涂料领域具有发展优势，有望改变外资垄断的市场格局。在集装箱涂料方面，公司目前已经进入了包括头部航运公司在内的终端用户集装箱涂料供应商名录，建立良好合作关系。而船舶涂料业务的发展与集装箱涂料类似，需进入船运公司的供应商名录方可对直接客户进行销售，因此可依托现有的终端客户认可优势及资源，较快地切入船舶涂料的供应商体系内，实现相关业务拓展。公司目前正在进行“远洋轮船涂料系列开发”项目，该项目研发远洋船舶用通用防腐底漆、开发远洋船舶用压载舱漆及其施工研究、研发远洋船舶船底防污漆，2024年第三方认证将持续推进，具有巨大的市场及国产替代前景。

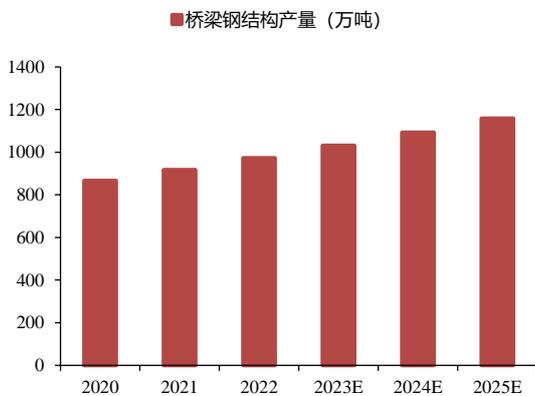
在大基建板块，桥梁与钢结构市场预计将保持稳定增长，带动桥梁与钢结构涂料市场增长。随着我国桥梁建设的发展，我国桥梁涂料的产量一直保持上升的趋势。桥梁涂料主要应用于新建的铁路、公路、跨海大桥涂装，主要基材为钢结构和混凝土。目前中国铁路桥梁均采用钢结构，而近年来公路桥梁以及地铁轻轨、立交桥、高架桥等采用钢结构已成为发展趋势，因此用量上升。根据研普华产业研究院，2021年中国桥梁钢结构产量为918万吨，较2020年的866万吨增长6.00%，预计在2025年中国桥梁钢结构产量将达到1159万吨，较2021年的918万吨年复合增长率将达到6.00%。

在桥梁涂料领域方面，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，同时，已实现在中铁山桥集团有限公司、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。在钢结

**构涂料领域**，公司已成功入选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，未来将深化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。

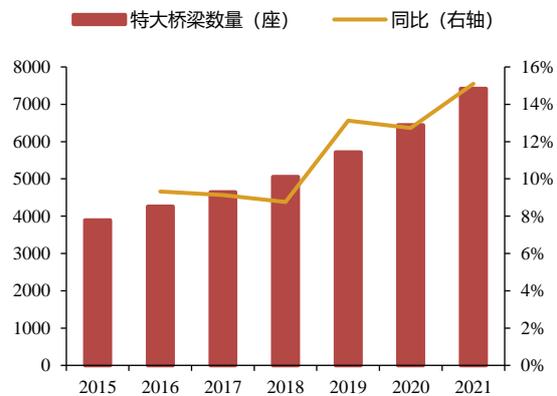
**特大桥梁发展迅速，公司有望突破该领域外资垄断**。2015年以来，中国特大桥梁及大桥数量均呈逐年增长趋势，2021年中国有特大桥梁7417座，较2020年增加970座。公司将针对外资品牌占据主要份额的大吨位桥梁涂料领域加快国产替代步伐，重点开拓公路铁路两用桥梁，以求在5万吨以上的桥梁项目市场有所突破。

图41.我国桥梁钢结构产量（单位：万吨）



数据来源：智研咨询、财通证券研究所

图42.我国特大桥梁数量（单位：座）



数据来源：智研咨询、财通证券研究所

## 4 盈利预测

- 1) 集装箱涂料领域：**由于2020年下半年开始，受公共卫生事件影响，欧美等主要国家港口集装箱周转效率降低，全球可用集装箱出现结构性及地域性短缺，集装箱需求大幅增长导致行业“量价齐升”，2022年开始出现下滑趋势，至第四季度集装箱市场明显降温，集装箱涂料产品售价随之下调。2023年，由于集装箱市场仍处于行业低谷，加之原材料价格下滑，售价及销量进一步下滑。随着行业回暖，预计该板块销量有望增长，售价有望回升，公司成本控制能力进一步提升，2023-2025年该板块毛利率分别为20.00%/22.00%/23.00%。
- 2) 风电涂料领域：**综合考虑未来装机量、公司在叶片涂料市占率不断提升、公司塔筒领域应用开拓进展，预计风电涂料销量持续增长。预计塔筒涂料毛利率低于叶片涂料，2023-2025年整体毛利率分别为39.85%/43.98%/44.03%。
- 3) 其他工业涂料领域：**随着公司切入外资垄断的船舶涂料领域并预计将在24年推进认证，在桥梁钢结构涂料领域持续发展并在大吨位桥梁领域方面有所突破，预计该板块销量有望持续增长。2022年由于新增客户中建海龙科技有限

公司主要采购的工业涂料品种单价较低拉低单价，23 年原料价格下降导致销售单价进一步下降，预计后期由于客户稳定且船舶涂料导入，销售单价有所回升。由于船舶涂料毛利率较高且预计市场回暖，预计 2023-2025 年其他工业涂料毛利率分别为 20%/25%/30%。

**表6.公司主营业务及预测**

|           |     | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） |     | 1990.09 | 1386.80 | 1057.15 | 1555.65 | 1954.61 |
|           | YOY | 111.52% | -30.31% | -23.77% | 47.15%  | 25.65%  |
| 毛利率       |     | 31.56%  | 31.73%  | 31.02%  | 33.55%  | 33.63%  |
| 风电涂料      |     |         |         |         |         |         |
| 营收（百万元）   |     | 342.19  | 400.66  | 545.70  | 806.97  | 955.53  |
|           | YOY | -34.35% | 17.09%  | 36.20%  | 47.88%  | 18.41%  |
| 毛利率       |     | 34.30%  | 40.10%  | 39.85%  | 43.98%  | 44.03%  |
| 集装箱涂料     |     |         |         |         |         |         |
| 营收（百万元）   |     | 1629.69 | 939.98  | 468.00  | 671.68  | 902.49  |
|           | YOY | 310.03% | -42.32% | -50.21% | 43.52%  | 34.36%  |
| 毛利率       |     | 31.07%  | 28.91%  | 20.00%  | 22.00%  | 23.00%  |
| 其他工业涂料    |     |         |         |         |         |         |
| 营收（百万元）   |     | 17.20   | 45.21   | 43.45   | 77.00   | 96.60   |
|           | YOY | -4.54%  | 162.79% | -3.90%  | 77.21%  | 25.45%  |
| 毛利率       |     | 21.04%  | 15.11%  | 20.00%  | 25.00%  | 30.00%  |

数据来源：Wind、财通证券研究所

公司为工业涂料细分领域龙头，因此我们选取了高端消费类电子和乘用车用涂料及油墨头部企业松井股份、建筑涂料为核心的涂料龙头三棵树作为可比公司。预计 2023-2025 年公司可实现归母净利润为 1.86/3.11/3.73 亿元，同比 -28.46%/+66.99%/+19.99%；EPS 分别为 1.72/2.88/3.45 元。我们以 2024 年 2 月 20 日的收盘价计算，对应 PE 平均水平为 25.67/15.38/12.81 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表7.可比公司估值**

|      | 代码        | 市值<br>(亿元) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|------|-----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |           |            | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 松井股份 | 688363.SH | 42         | 0.75  | 1.24  | 1.84  | 72.35 | 29.74 | 20.17 |
| 三棵树  | 603737.SH | 193        | 1.61  | 2.29  | 2.96  | 22.82 | 16.07 | 12.41 |
| 平均   |           |            | 1.18  | 1.77  | 2.40  | 47.59 | 22.91 | 16.29 |
| 麦加芯彩 | 603062.SH | 48         | 1.72  | 2.88  | 3.45  | 25.31 | 15.16 | 12.63 |

数据来源：wind、财通证券研究所（可比公司预测数据来自于 wind 一致预期，参考日期为 2024 年 2 月 20 日）

## 5 风险提示

- 1) **原材料价格大幅波动的风险**：公司主要原材料包括树脂、颜填料、固化剂用树脂、助剂和溶剂等，直接材料成本占主营业务成本比例在 90%左右。其中，

树脂、固化剂用树脂、助剂、溶剂等属于石油化工产业链下游产品，其价格走势与原油价格走势具有一定相关性，如果将来主要原材料价格持续上涨，公司将会面临成本上升的风险。

- 2) **IPO 项目进展不确定性风险：**珠海基地投产后公司涂料产能有望逐步扩张，假设新项目建设进展不及预期，可能对公司业绩造成不利影响。
- 3) **下游需求不及预期的风险：**公司主要产品风电涂料与集装箱涂料与下游行业发展状况及景气程度密切相关。集装箱行业如果受到黑天鹅事件、地缘政治冲突、逆全球化趋势等不利影响导致全球贸易出现下滑，集装箱行业低迷将会给集装箱涂料需求带来不利影响；或者风电市场增速未达预期，均有可能拖累公司业绩。

**公司财务报表及指标预测**

| 利润表(百万元)          | 2021A          | 2022A          | 2023E          | 2024E          | 2025E          | 财务指标              | 2021A        | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>1990.09</b> | <b>1386.80</b> | <b>1057.15</b> | <b>1555.65</b> | <b>1954.61</b> | <b>成长性</b>        |              |              |              |              |              |
| 减:营业成本            | 1361.96        | 946.79         | 729.23         | 1033.75        | 1297.37        | 营业收入增长率           | 111.5%       | -30.3%       | -23.8%       | 47.2%        | 25.6%        |
| 营业税费              | 10.57          | 8.31           | 6.55           | 9.49           | 11.73          | 营业利润增长率           | 83.0%        | -21.4%       | -29.3%       | 67.5%        | 19.9%        |
| 销售费用              | 70.91          | 44.86          | 45.46          | 62.23          | 76.23          | 净利润增长率            | 85.4%        | -20.2%       | -28.5%       | 66.9%        | 20.0%        |
| 管理费用              | 51.57          | 49.12          | 33.83          | 46.67          | 56.68          | EBITDA 增长率        | 79.1%        | -21.7%       | -27.1%       | 81.3%        | 20.0%        |
| 研发费用              | 67.54          | 62.66          | 44.40          | 66.89          | 93.82          | EBIT 增长率          | 81.6%        | -22.8%       | -32.0%       | 67.9%        | 20.1%        |
| 财务费用              | 23.34          | 12.17          | -0.60          | 1.13           | 1.50           | NOPLAT 增长率        | 84.0%        | -22.6%       | -31.4%       | 67.9%        | 20.1%        |
| 资产减值损失            | -5.18          | -6.72          | 4.50           | -2.50          | -1.50          | 投资资本增长率           | 90.4%        | -25.8%       | 197.4%       | 10.4%        | 10.1%        |
| 加:公允价值变动收益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 净资产增长率            | 100.8%       | 26.5%        | 232.8%       | 10.2%        | 9.5%         |
| 投资和汇兑收益           | 0.46           | 1.77           | 0.00           | 0.78           | 0.98           | <b>利润率</b>        |              |              |              |              |              |
| <b>营业利润</b>       | <b>389.93</b>  | <b>306.67</b>  | <b>216.74</b>  | <b>362.98</b>  | <b>435.30</b>  | 毛利率               | 31.6%        | 31.7%        | 31.0%        | 33.5%        | 33.6%        |
| 加:营业外净收支          | -7.24          | -1.86          | -0.45          | -1.90          | -1.90          | 营业利润率             | 19.6%        | 22.1%        | 20.5%        | 23.3%        | 22.3%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>382.69</b>  | <b>304.81</b>  | <b>216.29</b>  | <b>361.08</b>  | <b>433.40</b>  | 净利率               | 16.4%        | 18.7%        | 17.6%        | 20.0%        | 19.1%        |
| 减:所得税             | 57.08          | 44.81          | 30.28          | 50.55          | 60.68          | EBITDA/营业收入       | 21.3%        | 23.9%        | 22.9%        | 28.2%        | 26.9%        |
| <b>净利润</b>        | <b>325.61</b>  | <b>260.00</b>  | <b>186.01</b>  | <b>310.53</b>  | <b>372.73</b>  | EBIT/营业收入         | 20.6%        | 22.9%        | 20.4%        | 23.3%        | 22.3%        |
| <b>资产负债表(百万元)</b> | <b>2021A</b>   | <b>2022A</b>   | <b>2023E</b>   | <b>2024E</b>   | <b>2025E</b>   | <b>运营效率</b>       |              |              |              |              |              |
| 货币资金              | 166.58         | 250.88         | 1269.33        | 1411.94        | 1556.80        | 固定资产周转天数          | 17           | 25           | 46           | 90           | 117          |
| 交易性金融资产           | 5.60           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>流动营业资本周转天数</b> | <b>81</b>    | <b>120</b>   | <b>107</b>   | <b>65</b>    | <b>56</b>    |
| 应收账款              | 717.59         | 435.28         | 467.85         | 471.34         | 592.24         | 流动资产周转天数          | 222          | 341          | 532          | 503          | 452          |
| 应收票据              | 377.16         | 199.16         | 146.83         | 194.46         | 233.47         | 应收帐款周转天数          | 106          | 150          | 154          | 109          | 98           |
| 预付帐款              | 3.50           | 1.84           | 1.46           | 2.07           | 2.59           | 存货周转天数            | 35           | 52           | 57           | 44           | 46           |
| 存货                | 151.79         | 123.84         | 105.28         | 145.58         | 188.40         | 总资产周转天数           | 250          | 386          | 664          | 662          | 591          |
| 其他流动资产            | 17.12          | 15.89          | 12.89          | 7.89           | 10.89          | 投资资本周转天数          | 137          | 225          | 499          | 534          | 469          |
| 可供出售金融资产          |                |                |                |                |                | <b>投资回报率</b>      |              |              |              |              |              |
| 持有至到期投资           |                |                |                |                |                | ROE               | 64.1%        | 40.5%        | 8.7%         | 13.2%        | 14.4%        |
| 长期股权投资            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROA               | 18.6%        | 21.2%        | 7.0%         | 10.2%        | 11.0%        |
| 投资性房地产            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | ROIC              | 35.1%        | 36.7%        | 8.5%         | 12.9%        | 14.0%        |
| 固定资产              | 93.39          | 101.14         | 167.24         | 613.50         | 654.81         | 费用率               |              |              |              |              |              |
| 在建工程              | 1.00           | 6.33           | 376.33         | 75.33          | 15.33          | 销售费用率             | 3.6%         | 3.2%         | 4.3%         | 4.0%         | 3.9%         |
| 无形资产              | 42.58          | 41.50          | 42.50          | 50.50          | 58.50          | 管理费用率             | 2.6%         | 3.5%         | 3.2%         | 3.0%         | 2.9%         |
| 其他非流动资产           | 9.27           | 2.59           | 2.67           | 2.67           | 2.67           | 财务费用率             | 1.2%         | 0.9%         | -0.1%        | 0.1%         | 0.1%         |
| <b>资产总额</b>       | <b>1746.71</b> | <b>1226.40</b> | <b>2675.87</b> | <b>3041.43</b> | <b>3373.61</b> | 三费/营业收入           | 7.3%         | 7.7%         | 7.4%         | 7.1%         | 6.9%         |
| 短期债务              | 435.65         | 84.15          | 49.15          | 59.15          | 79.15          | <b>偿债能力</b>       |              |              |              |              |              |
| 应付帐款              | 247.29         | 129.50         | 162.05         | 201.01         | 216.23         | 资产负债率             | 70.9%        | 47.6%        | 20.1%        | 22.6%        | 23.5%        |
| 应付票据              | 359.85         | 282.45         | 222.82         | 287.15         | 324.34         | 负债权益比             | 244.0%       | 90.9%        | 25.2%        | 29.1%        | 30.8%        |
| 其他流动负债            | 0.58           | 0.18           | 0.08           | 0.38           | 0.58           | 流动比率              | 1.28         | 1.83         | 3.89         | 3.36         | 3.33         |
| 长期借款              | 0.00           | 5.00           | 4.90           | 5.00           | 5.00           | 速动比率              | 1.14         | 1.59         | 3.67         | 3.13         | 3.07         |
| 其他非流动负债           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 利息保障倍数            | 16.87        | 24.97        | 184.35       | 222.10       | 217.45       |
| <b>负债总额</b>       | <b>1239.00</b> | <b>584.09</b>  | <b>538.10</b>  | <b>685.93</b>  | <b>794.09</b>  | <b>分红指标</b>       |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | DPS(元)            | 0.00         | 0.00         | 1.20         | 0.00         | 0.00         |
| 股本                | 81.00          | 81.00          | 108.00         | 108.00         | 108.00         | 分红比率              |              |              |              |              |              |
| 留存收益              | 328.30         | 446.30         | 502.21         | 719.94         | 943.97         | 股息收益率             |              |              | 2.7%         | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>股东权益</b>       | <b>507.71</b>  | <b>642.31</b>  | <b>2137.77</b> | <b>2355.50</b> | <b>2579.52</b> | <b>业绩和估值指标</b>    | <b>2021A</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2021A</b>   | <b>2022A</b>   | <b>2023E</b>   | <b>2024E</b>   | <b>2025E</b>   | EPS(元)            | 4.02         | 3.21         | 1.72         | 2.88         | 3.45         |
| 净利润               | 325.61         | 260.00         | 186.01         | 310.53         | 372.73         | BVPS(元)           | 6.27         | 7.93         | 19.79        | 21.81        | 23.88        |
| 加:折旧和摊销           | 12.95          | 14.50          | 25.89          | 75.74          | 90.69          | PE(X)             | 0.0          | 0.0          | 25.7         | 15.4         | 12.8         |
| 资产减值准备            | 27.12          | -13.01         | -2.60          | 4.40           | 2.50           | PB(X)             | 0.0          | 0.0          | 2.2          | 2.0          | 1.9          |
| 公允价值变动损失          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | P/FCF             |              |              |              |              |              |
| 财务费用              | 22.62          | 13.05          | 1.17           | 1.63           | 2.00           | P/S               | 0.0          | 0.0          | 4.5          | 3.1          | 2.4          |
| 投资收益              | -0.46          | -1.77          | 0.00           | -0.78          | -0.98          | EV/EBITDA         | 0.8          | -0.5         | 14.7         | 7.8          | 6.3          |
| 少数股东损益            | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | CAGR(%)           |              |              |              |              |              |
| 营运资金的变动           | -811.54        | 6.93           | 0.40           | 64.13          | -112.36        | PEG               | 0.0          | —            | —            | 0.2          | 0.6          |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>-431.41</b> | <b>283.01</b>  | <b>211.19</b>  | <b>457.56</b>  | <b>356.49</b>  | ROIC/WACC         |              |              |              |              |              |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-35.41</b>  | <b>-8.69</b>   | <b>-462.53</b> | <b>-229.62</b> | <b>-79.92</b>  | REP               |              |              |              |              |              |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>475.17</b>  | <b>-139.78</b> | <b>1269.79</b> | <b>-85.33</b>  | <b>-131.70</b> |                   |              |              |              |              |              |

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。