

麦加芯彩(603062)

报告日期：2026年06月15日

本土工业涂料标杆，平台化驱动未来成长

——麦加芯彩深度报告

投资要点

- 概况：风电及集装箱涂料引领者，业绩确定性有望逐步增强。**公司成立至今二十余年，现已形成了三大主要应用领域、十个产品业务的格局。公司实控人为黄雁夷与罗永键，前十大股东比例78%。复盘历史，公司收入受国际事件影响较大，为此公司主动拓展新业务领域，如2009年进军风电涂料，2023年切入光伏边框涂料业务，2024年启动船舶涂料认证工作，2025年切入电力设备涂料业务，近两年收入结构不断优化，业绩确定性有望逐步增强。
- 集装箱涂料：起家业务，市占率全球第二。**行业端，我国工业涂料市场规模超3000亿元，格局较为分散，外资相对强势。其中集装箱涂料属于工业涂料细分领域，2024年全球市场规模约69亿元（其中我国为66亿元），近几年受国际事件影响较大。竞争格局方面，2024年收入CR4为83.92%，CR10为93.98%，头部企业为德威涂料、麦加芯彩。业务端，集装箱涂料为公司的起家业务，竞争优势极强，2024年收入市占率达26%（连续两年提升），位列全球第二。
- 风电涂料：连续四年单项冠军，业绩增长核心引擎。**2025年我国风电新增装机120GW，同比增长51%，《风能北京宣言2.0》为“十五五”期间行业增长制定了较高的增长目标。根据我们测算，2025年我国风电涂料（叶片+塔筒）市场规模约42亿元。竞争格局上，2024年行业CR10达83.81%，外资依然处于主导地位。公司2009年入局，现已做到风电叶片涂料单项冠军（连续四年），为行业前五中唯一本土品牌。2025年公司风电叶片涂料毛利占比超50%，已成为最重要的盈利来源，可有效平滑集装箱涂料影响。未来公司风电策略为巩固国内优势+拓展海外及塔筒市场，存量及增量市场将同步发力，增长预期乐观。
- 一体化布局：平台型属性增强，关注“明星业务”船舶涂料。**一方面，考虑到风电叶片涂料收入规模已大幅提升，且2025年毛利贡献超50%，公司盈利基本盘已有实质性转变。此外，未来几年风电行业前景乐观，公司成长性属性突出。另一方面，公司持续布局新业务，平台型属性愈发增强，新业务重点关注船舶涂料，2024年船舶涂料全球市场规模超400亿，其中国内为115亿元，同比增长约20%。船舶涂料市场长期被外资垄断，公司已完成从“0-1”突破，近两年有望逐步放量。其他新业务还包括光伏涂层涂料、储能涂料、电力设备涂料等，目前正处于稳步拓展阶段。
- 盈利预测与投资建议：**预计2026-2028年公司归母净利润2.25、2.86、3.76亿元，同比增长6.81%、27.20%、31.76%，当前市值对应PE估值分别为20.23、15.90、12.07倍。公司分红慷慨，2025年分红比例为86.56%，假设2026年保持该比例，当前市值对应2026年股息率超4%，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料波动风险、政治风险、测算误差风险、市场竞争加剧风险、股东减持风险等。

投资评级：买入(维持)

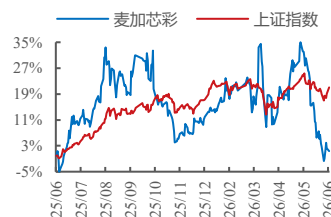
分析师：毕春晖
 执业证书号：S1230525120006
 bichunhui@stocke.com.cn

分析师：王龙
 执业证书号：S1230526040001
 wanglong02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥42.05
总市值(百万元)	4,541.40
总股本(百万股)	108.00

股票走势图



相关报告

- 《风电涂料景气向上，船舶涂料实现销售突破》2025.09.04
- 《集装箱涂料销量高增，新产品开拓积极推进》2025.03.28
- 《风电和集装箱涂料龙头，新应用领域布局前景可期》2024.09.10

财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1711.83	1890.46	2088.74	2309.14
(+/-) (%)	-19.99%	10.44%	10.49%	10.55%
归母净利润	210.20	224.51	285.57	376.25
(+/-) (%)	-0.31%	6.81%	27.20%	31.76%
每股收益(元)	1.95	2.08	2.64	3.48
P/E	21.61	20.23	15.90	12.07

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 概况：风电及集装箱涂料引领者，业绩确定性逐步增强	4
2 集装箱涂料：起家业务，市占率全球第二	8
3 风电涂料：连续四年单项冠军，业绩增长核心引擎	10
4 一体化布局：平台型属性增强，关注“明星业务”船舶涂料	14
5 盈利预测与投资建议	15
6 风险提示	16

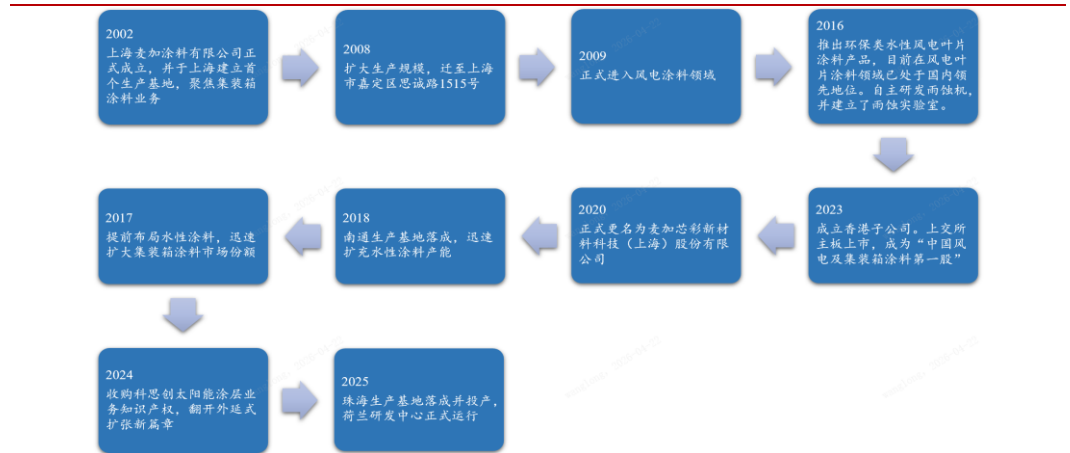
图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司三大业务板块.....	5
图 3: 公司全球业务布局.....	5
图 4: 公司股权结构图（截至 2026 年一季度末）.....	5
图 5: 2020-2026Q1 公司收入及同比增速.....	7
图 6: 2020-2026Q1 公司归母净利润及同比增速.....	7
图 7: 2020-2026Q1 公司毛利率、净利率.....	8
图 8: 2020-2025 年公司收入结构.....	8
图 9: 2018-2024 年我国工业涂料市场规模.....	9
图 10: 2019-2024 年我国工业涂料 CR10.....	9
图 11: 2018-2024 年我国集装箱涂料市场规模.....	9
图 12: 2020-2025 年我国集装箱涂料产量及单价.....	9
图 13: 2018-2025 年全球风电新增装机.....	11
图 14: 2018-2025 年全球陆上和海上风电新增装机（GW）.....	11
图 15: 2018-2025.04 我国风电累计装机容量.....	11
图 16: 2018-2025 年我国风电新增装机.....	11
图 17: 2018-2025 年我国陆上和海上风电新增装机（GW）.....	11
表 1: 公司三大基地产能分布.....	4
表 2: 公司管理层介绍.....	5
表 3: 2018-2025 年我国涂料行业产量、主营收入、利润.....	8
表 4: 2020-2025 年公司集装箱涂料财务数据.....	10
表 5: 2024 年以来公司集装箱涂料季度数据.....	10
表 6: 我国风电涂料市场规模测算.....	12
表 7: 2025 年中国风电叶片涂料品牌 5 强榜单.....	13
表 8: 2020-2025 年公司风电涂料财务数据.....	13
表 9: 2024 年以来公司风电涂料季度数据.....	13
表 10: 公司船舶及海工钢结构涂料重要进展.....	15
表 11: 公司收入拆分（单位：亿元）.....	16
表 12: 可比公司估值表.....	16
表附录: 三大报表预测值.....	17

1 概况：风电及集装箱涂料引领者，业绩确定性逐步增强

风雨二十余载，风电及集装箱涂料引领者。2002年，公司正式成立，并于上海建立首个生产基地，聚焦集装箱涂料业务。2009年，公司正式进入风电涂料领域，目前在该领域已处于国内领先地位。2023年，公司于上交所主板上市，成为“中国风电及集装箱涂料第一股”。2024年，公司收购科思创太阳能涂层业务知识产权，继续拓展业务领域。经过二十余年的发展，公司已成为国内第一大风电叶片涂料供应商以及全球第二大集装箱涂料供应商。2025年，根据中国涂料行业专业财经媒体《涂界》，公司进入全球工业涂料30强。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司现已形成三大板块、十大业务的格局。上市前，公司主要产品为集装箱、风电、桥梁钢结构涂料，经过多年业务拓展，现已形成了三大主要应用领域、十个产品业务的格局：包含集装箱涂料、船舶涂料、海上平台涂料及港口设备涂料的海洋装备行业；包含风电涂料、光伏涂料、储能涂料等清洁能源的新能源行业；以及包含桥梁钢结构涂料、电力设备涂料、数据中心涂料等领域的基础设施行业。公司在上海、南通、珠海分别设立了生产基地，总产能达23.6万吨，同时在中国香港及欧洲设立子公司，业务布局逐步走向全球化。

表1：公司三大基地产能分布

地点	产能（万吨）	产品	应用领域
珠海	7	水性涂料4万吨、无溶剂涂料前期以集装箱涂料为主，后续视进展情1万吨、油性涂料1.85万吨及况将会增加船舶涂料、风电涂料、海工稀释剂0.15万吨	主要应用
上海	5	水性漆5万吨	主要应用
南通	11.6	11万吨涂料产能及6000吨光伏涂层	主要应用
总计	23.6		

资料来源：涂界，公司公告，浙商证券研究所

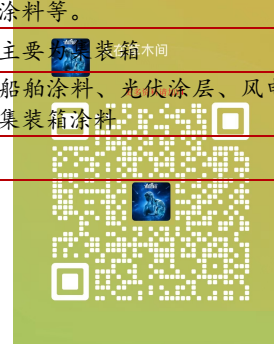
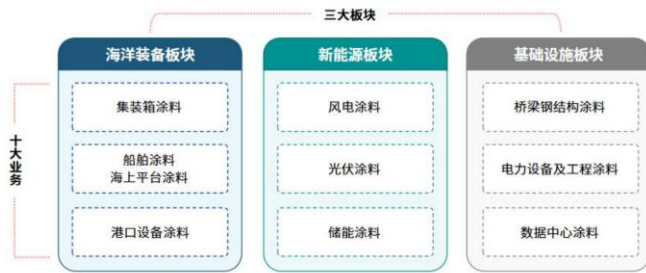
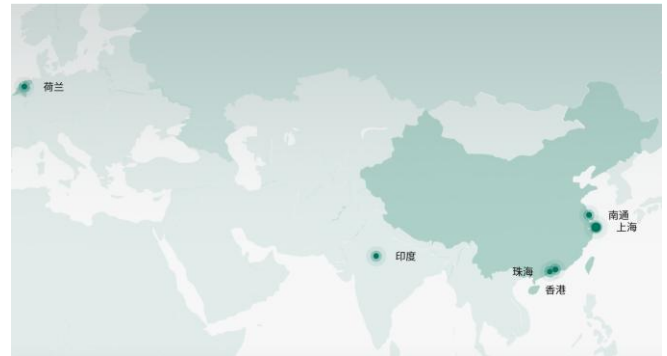


图2：公司三大业务板块



资料来源：公司 2025 年报，浙商证券研究所

图3：公司全球业务布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司实控人为黄雁夷与罗永键，前十大股东持股比例 78%。壹信实业为公司第一大股东，持股 60.99%（截至 2026 年一季度末），黄雁夷与罗永键为公司实控人，二者系母子关系，双方合计持有壹信实业 68.72% 股权。其他股东持股比例较为分散，均在 5% 以下。截至 2026 年一季度末，公司前十大股东累计持股 77.53%。

图4：公司股权结构图（截至 2026 年一季度末）



资料来源：公司 2026 年一季报，wind，浙商证券研究所

表2：公司管理层介绍

类别	姓名	职务	任职日期	性别	简介
董事会	黄雁夷	董事长，董事	2020-12-17	女	1965 年出生，马来西亚国籍，拥有中国和中国香港永久居留权，本科学历。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。
	罗永键	副董事长，董事	2020-12-17	男	1989 年出生，中国香港居民，无其他国家或者地区永久居留权，2012 年获得加利福尼亚大学伯克利分校学士学位。2013 年加入公司，2017 年至今担任公司董事，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。
	黄雁杰	董事	2020-12-17	男	1969 年出生，中国香港居民，无其他国家或者地区永久居留权，高中学历。1994 年至 1997 年任海生化工贸易有限公司行政助理；1998 年至 2017 年任侨立有限董事；2002 年至今任公司董事。
	黄雁雄	董事	2020-12-17	男	1966 年出生，马来西亚国籍，拥有中国澳门永久居留权，大专学历。1988 年至 1990 年任 NamKwong Holding Ltd. 销售主任；1990 年至

				1992年任 Pioneer HKCo., Ltd.销售经理；1992年至1996年任 FuSing Properties Investment Co., Ltd.销售经理；1996年至2004年任 FookVo Holding Ltd.销售副总；2004年至今任公司董事，现任公司市场总监。
刘正伟	董事	2020-12-17	男	1980年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。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。
张华勇	董事	2020-12-17	男	1981年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。2010年至2015年任公司销售经理；2015年至2018年任公司销售部副总经理；2018年至今任公司市场总监；2020年12月至今任公司董事。
梁达文	独立董事	2021-12-30	男	1958年出生，中国香港居民，无其他国家或者地区永久居留权，于1998年于华东理工大学研究生课程进修班结业。1990年至1997年任渣打银行经理；1997年至2008年历任东亚银行上海黄浦支行和杭州分行行长；2008年至2009年任富登投资信用担保有限公司首席营销官；2009年至今任瑞安管理（上海）有限公司资金管理部总监；2021年12月至今任公司独立董事。
孙大建	独立董事	2021-12-30	男	1954年出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。1983年至1990年任上海财经大学会计系讲师；1990年至2000年任大华注册会计师；2000年至2014年历任上海耀皮玻璃集团股份有限公司总会计师，财务总监；2014年退休；2017年至今任上海新嘉华会计师事务所有限公司注册会计师；2021年12月至今任公司独立董事。
沈诚	独立董事	2023-12-18	男	1983年出生，无境外永久居留权，美国埃默里大学法学院法律硕士。2005年至2007年任上海市通力律师事务所律师；2007年至2010年任北京市君合律师事务所上海分所律师；2010年至2014年任上海市锦天城律师事务所律师/合伙人；2015年至今任上海市锦天城律师事务所高级合伙人。
黄雁夷	总经理	2020-12-17	女	1965年出生，马来西亚国籍，拥有中国和中国香港永久居留权，本科学历。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	2021-12-14	女	1983年出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士研究生学历。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	2021-12-14	女	1969年出生，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。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。
高管及其他重要人员				
罗永健	副总经理	2021-12-14	男	1989年出生，中国香港居民，无其他国家或者地区永久居留权，2012年获得加利福尼亚大学伯克利分校学士学位。2013年加入公司，2017年至今担任公司董事，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。
崔健民	财务总监、董事会秘书	2022-07-25	男	1970年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。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。
刘正伟	技术总监	2020-12-14	男	1980年出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。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

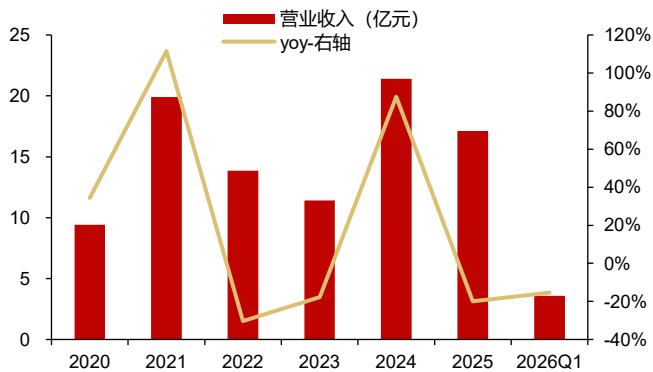
年 12 月至今任公司董事。

资料来源：wind，浙商证券研究所

强化内功，业绩确定性有望逐步增强。复盘历史，公司收入受国际事件影响较大，其中既有机遇也有风险，在此背景下，公司主动求变，不断拓展业务领域，如 2009 年进军风电涂料，2023 年切入光伏边框涂料业务，2024 年启动船舶涂料认证工作，2025 年快速切入电力设备涂料业务，近两年收入结构不断优化，业绩确定性有望逐步增强。

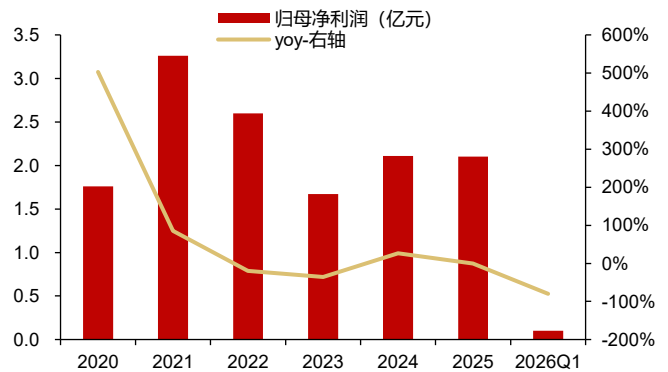
- **收入：**2020-2025 年，公司收入 CAGR 为 12.72%，期间波动较大，主要受国际事件影响。2021 年，公司收入大幅增长，主因公共卫生事件影响，当年集装箱产量大幅增长，2021 年中国集装箱产量为 23057.6 万立方米，同比+133.76%，叠加公司水性集装箱涂料市场占有率提高，全年收入增幅较高。2022 年行业需求回归正常，集装箱产量同比-36%，公司收入同步下降。2024 年公司收入同比+87.56%，主因红海事件等因素带动的行业需求高增。2025 年，在高基数的背景下，集装箱需求下滑明显，公司收入 17.12 亿元，同比-19.99%。2026Q1，公司收入同比-15.41%，预计主因集装箱业务波动。
- **业绩：**2020-2025 年，公司归母净利润 CAGR 为 3.60%。整体来看，业绩走势与收入大体趋同，2025 年公司利润同比基本持平，表现明显好于收入，主因产品结构优化，高毛利产品占比提升。2026Q1，公司归母净利润同比-79.92%，预计主因集装箱业务及费用影响。
- **收入结构：**2025 年，公司集装箱涂料、风电涂料、基础设施行业涂料收入占比分别为 61.33%、38.20%、0.41%，风电涂料发展势头强劲，新业务培育也初具成效。

图5：2020-2026Q1 公司收入及同比增速



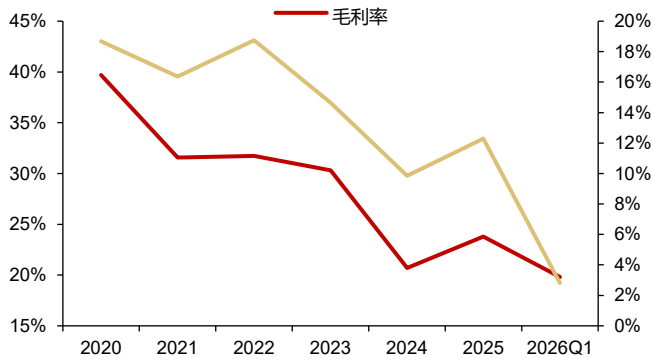
资料来源：wind，浙商证券研究所

图6：2020-2026Q1 公司归母净利润及同比增速



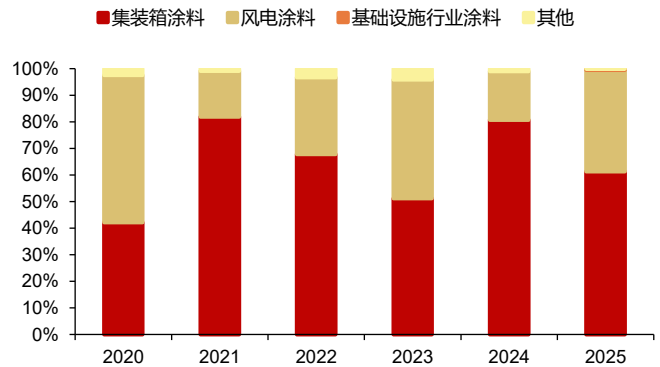
资料来源：wind，浙商证券研究所

图7：2020-2026Q1 公司毛利率、净利率



资料来源：wind，浙商证券研究所

图8：2020-2025 年公司收入结构



资料来源：wind，浙商证券研究所

2 集装箱涂料：起家业务，市占率全球第二

2025 年全球涂料市场规模、产量分别同增 2.5%、0.4%，未来增长预期乐观。根据中国涂料工业协会数据，2025 年全球涂料市场预计价值 2020 亿美元，产量达 489 亿升，同比分别增长 2.5%和 0.4%，继续保持良性增长。同时，预计 2024 -2029 年全球涂料产量保持 3%的复合年增长率，市场价值将以 5.8%的复合年增长率持续扩大。竞争格局上，2024 年 CR100、CR10 分别为 60%、40%，全球排名前十的企业分别为宣伟、PPG、阿克苏诺贝尔、立邦、艾仕得、关西涂料、亚洲涂料、巴斯夫、佐敦、立帕麦，其中只有三家企业的全球市占率超过 5%，市场格局依然较为分散。

2025 年我国涂料产量承压，利润保持韧性。根据中国涂料协会，2018-2025 年，我国涂料产量震荡向上，利润表现整体更优，除 2022 年受公共卫生事件以及原材料涨价等因素影响降幅较大外，近三年行业利润呈现稳步向上态势。2025 年我国涂料总产量 3460.2 万吨，同比-7.1%，降幅较高主因工程建筑涂料产量下降较大；主营业务收入 3881.5 亿元，同比-3.9%；利润总额 292.5 亿元，同比+11.5%，主因结构优化、原材料价格下降以及企业成本控制较优。

表3：2018-2025 年我国涂料行业产量、主营收入、利润

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
我国涂料产量 (万吨)	1759.79	2438.8	2459.1	3800	3488	3577.2	3534.1	3460.2
yoy	5.90%	2.60%	2.60%	16.00%	-8.50%	4.50%	-1.60%	-7.10%
主营业务收入 (亿元)	3268.1	3132.32	3054.34	4600	4525	4044.8	4089.03	3881.5
yoy	6.50%	-0.60%	-2.80%	16.00%	-5.20%	-4.50%	1.56%	-3.90%
利润总额 (亿元)	236.48	229.53	245.97	303	233	237.4	262.9	292.5
yoy	5.10%	9.40%	5.50%	-4.00%	-23.70%	9.50%	9.34%	11.50%

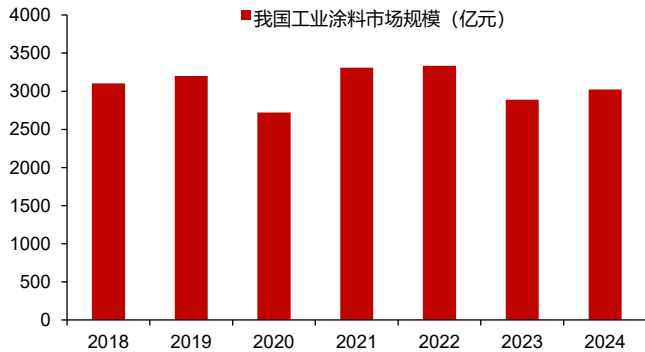
资料来源：涂界，中国涂料工业协会，浙商证券研究所

注：同比增速以协会公布为准，2018-2020 不含规模以上企业产量及主营收入数据

我国工业涂料市场规模超 3000 亿元，格局较为分散，外资相对强势。根据涂界，2024 年全国工业涂料 (含工业木器漆) 市场价值为 3024 亿元，同比增长约 5%，其中集装箱涂料、船舶涂料、汽车涂料、3C 涂料、包装涂料等多个细分市场的需求强劲。工业涂料竞争格局较为分散，CR10 为 17.90%，收入排名第一的 PPG 市占率不到 4%。从品牌来看，

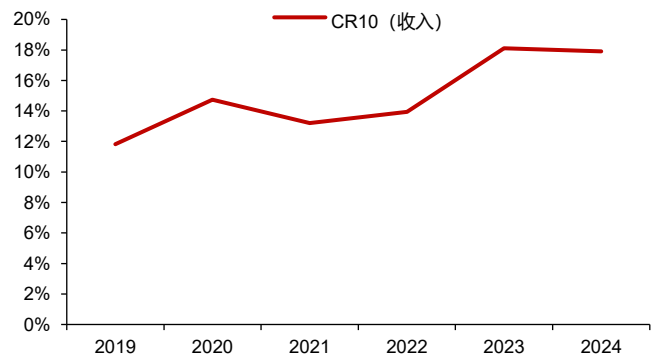
全国工业涂料市占率前十的企业中，前七均为外资（PPG、佐敦、宣伟、立邦、阿克苏诺贝尔、巴斯夫、艾仕得），本土企业分别为湘江涂料、德威、麦加芯彩。

图9：2018-2024年我国工业涂料市场规模



资料来源：涂界，浙商证券研究所

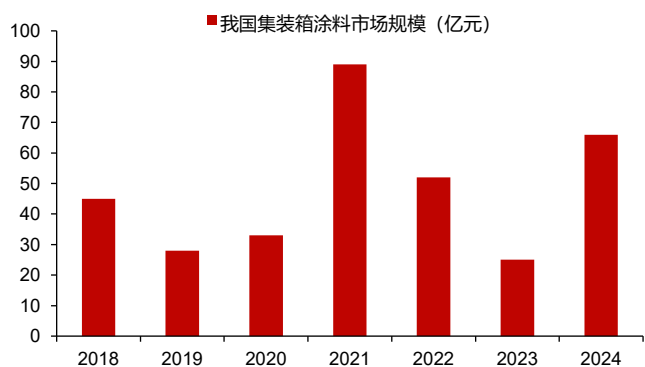
图10：2019-2024年我国工业涂料CR10



资料来源：涂界，浙商证券研究所

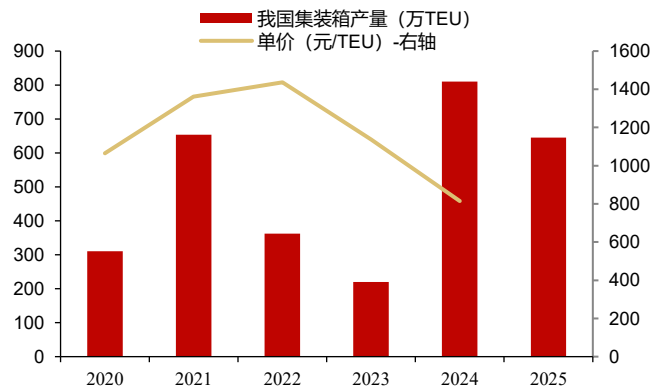
集装箱涂料属于工业涂料细分领域，2024年全球市场规模约69亿元（其中我国为66亿元），近几年受国际事件影响较大。2020年以来，受公共卫生事件、红海事件、贸易政策等因素影响，集装箱产量波动较大。根据涂界，2024年全球集装箱产量844万TEU，预估涂料需求量46万吨，对应市场价值约69亿元，其中我国集装箱涂料需求量44万吨，对应市场价值约66亿元，我国市占率约96%。2025年，我国集装箱总产量约645万TEU，是继2021年、2024年之后的历史第三高。价格端，2022-2024年我国集装箱涂料单价分别为1436、1136、815元/TEU，价格逐年下降预计主因市场竞争加剧。竞争格局方面，集装箱涂料呈现寡头垄断格局，2024年收入CR4为83.92%，CR10为93.98%，头部企业为德威涂料、麦加芯彩。

图11：2018-2024年我国集装箱涂料市场规模



资料来源：涂界，浙商证券研究所

图12：2020-2025年我国集装箱涂料产量及单价



资料来源：涂界，浙商证券研究所

集装箱涂料为公司的起家业务，竞争优势极强，2024年收入市占率达26%（连续两年提升），位列全球第二。

- **市占率：**公司自2002年成立以来就深耕集装箱涂料业务，直接客户涵盖占有全球集装箱产量九成的6大集装箱制造厂商，2024年集装箱涂料收入达17.26亿元，对应市占率26%（若以销量测算，市占率为25%），连续两年提升，仅次于德威涂料，位列全球第二。

- **收入**：走势与行业类似，受国际事件影响较大，2025 年收入达 10.50 亿元，同比-39.17%，主因上年红海事件带来的高基数。
- **盈利**：整体表现出较强韧性，2025 年集装箱业务毛利率为 16.09%，同比-0.81pct；单价为 1.51 万元/吨，同比-2.49%。在行业需求萎缩的背景下基本保持稳健，主因公司采取“理性竞争”策略，积极布局高毛利市场及新业务领域，收入结构有所改善。

表4：2020-2025 年公司集装箱涂料财务数据

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
收入(亿元)	3.97	16.30	9.40	5.84	17.26	10.50
yoy		310.58%	-42.33%	-37.87%	195.55%	-39.17%
对应市占率	12.03%	18.31%	18.08%	23.36%	26.15%	-
毛利率	19.21%	31.06%	28.91%	17.04%	16.90%	16.09%
销量(万吨)	2.41	7.59	4.3	3.56	11.14	6.95
yoy		214.94%	-43.35%	-17.21%	212.92%	-37.61%
单价(万元/吨)	1.65	2.15	2.19	1.64	1.55	1.51
yoy		30.37%	1.79%	-24.96%	-5.55%	-2.49%

资料来源：wind，涂界，浙商证券研究所

展望未来，集装箱涂料市场需求短期存在不确定性。短期来看，在经历了 2024 年的需求脉冲之后，2025 年需求明显下滑，2026 年霍尔木兹海峡、红海海域等再次面临风险，航运业再次面临复杂多变、难以预测的外部环境，公司 2026Q1 集装箱涂料收入、销量同比分别-30.58%、-17.55%，主因需求偏弱+去年同期高基数。中长期看，旧箱淘汰置换、供应链多元化趋势、新船投入使用、中国出口的韧性及全球贸易持续增长趋势，或为集装箱行业向好发展的积极因素。

表5：2024 年以来公司集装箱涂料季度数据

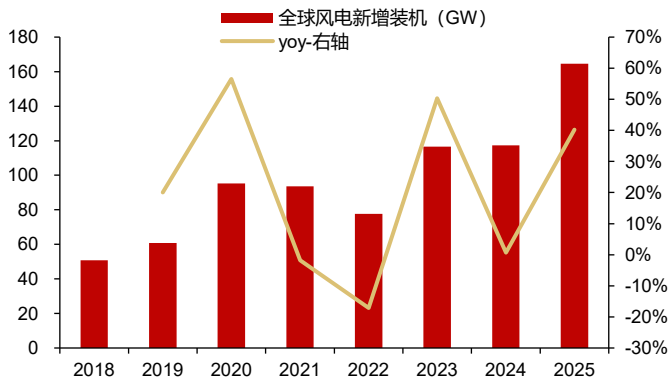
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
收入(亿元)	2.18	3.64	5.28	6.16	3.09	2.96	2.57	1.88	2.14
销量(万吨)	1.48	2.36	3.36	3.94	1.90	1.91	1.80	1.34	1.57
单价(万元/吨)	1.48	1.54	1.57	1.56	1.62	1.55	1.43	1.41	1.37

资料来源：公司经营数据公告，浙商证券研究所

3 风电涂料：连续四年单项冠军，业绩增长核心引擎

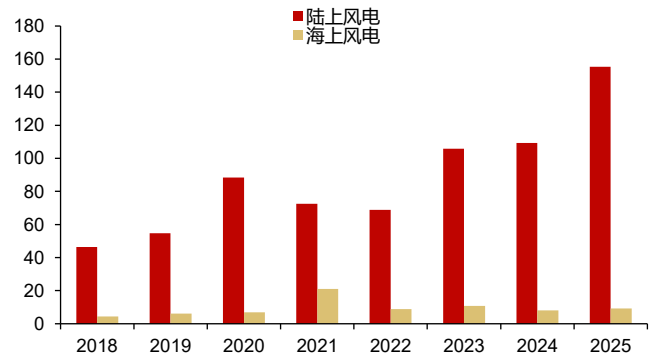
风电装机持续向好，2025 年全球新增装机容量达 164.6 GW，同增 40%，其中我国新增占比 73%。根据《2026 年全球风能报告》，2025 年全球风电新增装机再创新高，其中陆上、海上风电新增装机容量分别为 155.3、9.3GW。根据报告预测，预计 2026—2030 年的复合年均增长率将达到 5.2%，预计 2030 年全球新增装机量约为 194GW。

图13： 2018-2025 年全球风电新增装机



资料来源：全球风能协会，浙商证券研究所

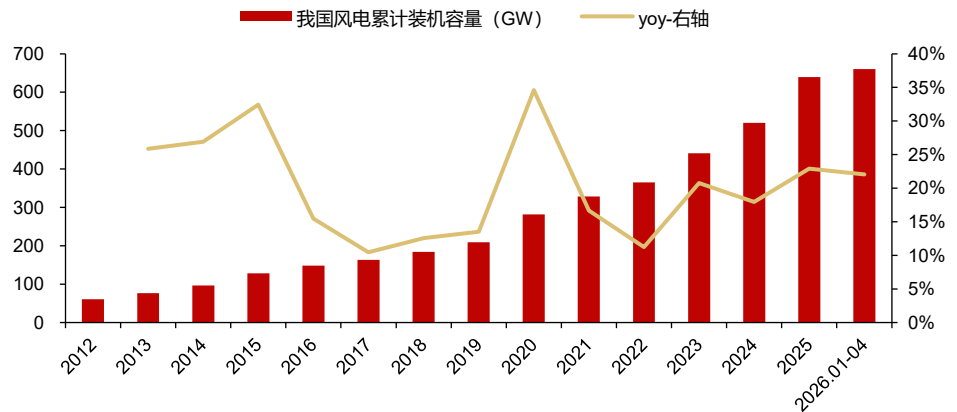
图14： 2018-2025 年全球陆上和海上风电新增装机 (GW)



资料来源：全球风能协会，浙商证券研究所

2025 年我国风电新增装机 120GW，同比增长 51%。其中陆上风电、海上风电新增装机分别为 113.88、6.59GW，同比分别增长 50%、63%。截至 2026 年 4 月，我国风电累计装机容量达 661GW，同比增长 22%。根据《风能北京宣言 2.0》制定的发展目标，我国“十五五”期间年新增装机容量不低于 1.2 亿千瓦，其中海上风电年新增装机容量不低于 1500 万千瓦，确保 2030 年中国风电累计装机容量达到 13 亿千瓦，到 2035 年累计装机不少于 20 亿千瓦，到 2060 年累计装机达到 50 亿千瓦。

图15： 2018-2025.04 我国风电累计装机容量



资料来源：wind，浙商证券研究所

图16： 2018-2025 年我国风电新增装机

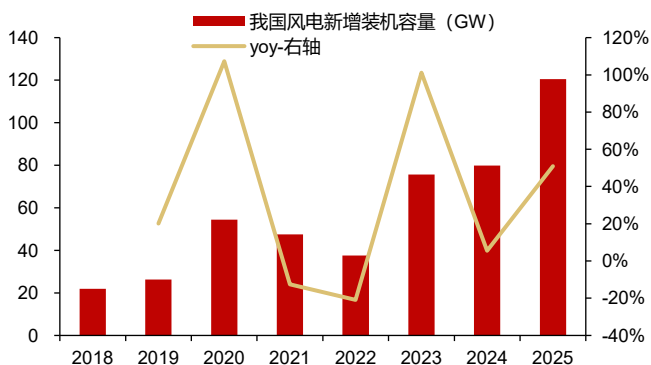
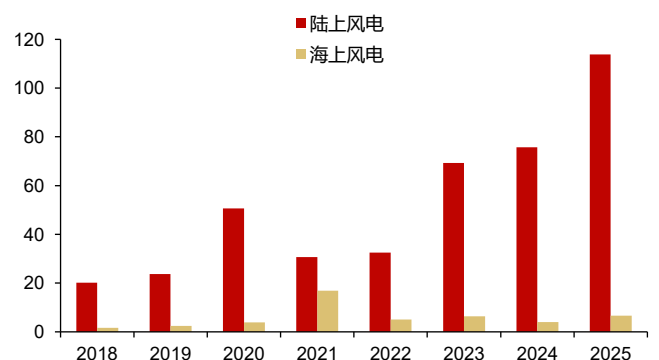


图17： 2018-2025 年我国陆上和海上风电新增装机 (GW)



资料来源：全球风能协会，浙商证券研究所

资料来源：全球风能协会，浙商证券研究所

根据我们测算，2025年我国风电涂料（叶片+塔筒）市场规模约42亿元。风电涂料主要包括海上风电涂料、陆上风电涂料，包括塔筒涂料、叶片涂料、风电支撑基础防护涂料（海上风电所需量相对较大）及其它配套部件（电机、法兰等）防护涂料（量较少）等。仅测算叶片+塔筒涂料，2025年我国风电涂料市场规模约42亿元，其中陆上风电、海上风电市场规模分别为36、6亿元，叶片、塔筒市场规模分别为20、23亿元。预计到2030年市场规模扩大至54亿元，其中陆上风电、海上风电分别为40、14亿元，海风将贡献主要增量。预计到2035年市场规模进一步扩大至66亿元，其中陆上风电、海上风电分别为43、23亿元。其中主要假设前提如下：

- 1) 陆风叶片：参考涂界，假设叶片单耗为502吨/GW，历年价格参考麦加，考虑行业竞争放缓，假设未来价格小幅回暖；
- 2) 陆风塔筒：假设塔筒单耗1004吨/GW，近两年价格假设稳定在1.68万元/吨左右，且未来小幅回升；
- 3) 海风叶片+塔筒：假设单耗为陆上的1.5倍，单价为陆上的2倍。

表6：我国风电涂料市场规模测算

	2023	2024	2025	2030E	2035E
新增装机 (GW)	69.33	75.79	113.88	120.00	130.00
叶片涂料用量 (万吨)	3.48	3.80	5.72	6.02	6.53
叶片涂料单价 (万元/吨)	4.11	3.07	3.00	3.20	3.20
陆上风电 叶片涂料市场规模 (亿元)	14.32	11.68	17.15	19.28	20.88
塔筒涂料用量 (万吨)	6.96	7.61	11.43	12.05	13.05
塔筒涂料单价 (万元/吨)	2.18	1.68	1.68	1.70	1.70
塔筒涂料市场规模 (亿元)	15.20	12.78	19.21	20.48	22.19
陆上风电涂料市场规模 (亿元)	29.52	24.46	36.36	39.76	43.07
新增装机 (GW)	6.33	4.04	6.59	15.00	25.00
叶片涂料用量 (万吨)	0.41	0.26	0.43	0.98	1.63
叶片涂料单价 (万元/吨)	8.23	6.14	6.00	6.40	6.40
海上风电 叶片涂料市场规模 (亿元)	3.39	1.61	2.57	6.24	10.40
塔筒涂料用量 (万吨)	0.95	0.61	0.99	2.25	3.75
塔筒涂料单价 (万元/吨)	4.37	3.36	3.36	3.40	3.40
塔筒涂料市场规模 (亿元)	4.15	2.04	3.32	7.65	12.75
海上风电涂料市场规模 (亿元)	7.54	3.65	5.89	13.89	23.15
汇总 我国风电涂料市场规模 (亿元)	37.06	28.11	42.25	53.65	66.22

资料来源：GWEC，涂界，全球风能协会，浙商证券研究所

从竞争格局来看，风电涂料市场高度集中，2024年CR10达83.81%，外资依然处于主导地位。根据涂界《2025中国十大风电涂料品牌榜单》，上榜企业分别为佐敦、麦加芯彩、海虹老人、PPG、阿克苏诺贝尔、福斯特、西北永新、德威、美凯威奇、海隆。以2024年收入测算，前十名企业销售收入为22.63亿元，占比83.81%，其中前十品牌中外资企业收入达13.60亿元，占全国市场份额为50.37%。

公司2009年入局，现已做到风电叶片涂料单项冠军（连续四年），为行业前五中唯一本土品牌。早在2009年，公司就开始自主研发风电叶片涂料产品，并于2010年推向市

场。2016年，公司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，客户覆盖国内前9大风电叶片独立制造厂商及国内前10整机厂商。根据涂界发布的2025中国十大风电涂料品牌排行榜，公司再次力压佐敦、海虹老人、阿克苏诺贝尔等外资大牌摘得风电叶片涂料销量冠军，已连续四年蝉联中国风电叶片涂料第一品牌。同时还跻身中国风电涂料品牌榜单第二位、中国海上风电涂料品牌5强榜单。

表7：2025年中国风电叶片涂料品牌5强榜单

排名	品牌名称	属性
1	麦加芯彩	本土
2	阿克苏诺贝尔	外资
3	美凯威奇	外资
4	佐敦	外资
5	PPG	外资

资料来源：涂界，浙商证券研究所

2025年风电叶片涂料毛利占比超50%，成为公司最重要的盈利来源，可有效平滑集装箱涂料影响。2025年，公司风电叶片涂料收入为6.54亿元，同比+66.41%，收入占比38.20%，同比+19.83pct。毛利占比达58.48%，同比+25.29pct。量价角度，2022年以来，风电叶片涂料销量均保持正增长，其中2025年销量达2.18万吨，同比+70.31%。2023-2025年，受风电行业竞争影响，公司叶片涂料单价有所下降，2025年为3.00万元/吨，同比-2.29%，降幅较上年明显收窄。展望未来，自从2024年10月，12家整机商签订《自律公约》后，风机价格显现企稳回升迹象，金风科技2025、2026Q1毛利率持续修复，风电叶片涂料价格亦有望回暖。从公司季度数据来看，25Q3-26Q1，风电涂料单价基本稳定在3万元/吨，验证企稳态势。

表8：2020-2025年公司风电涂料财务数据

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
收入(亿元)	5.21	3.42	4.01	5.10	3.93	6.54
yoy		-34.36%	17.25%	27.18%	-22.94%	66.41%
毛利率	55.13%	34.30%	40.10%	46.35%	37.52%	36.34%
销量(万吨)	0.92	0.69	0.81	1.24	1.28	2.18
yoy		-24.71%	16.41%	53.90%	3.27%	70.31%
单价(万元/吨)	5.67	4.94	4.98	4.11	3.07	3.00
yoy		-12.81%	0.72%	-17.36%	-25.38%	-2.29%

资料来源：wind，涂界，浙商证券研究所

表9：2024年以来公司风电涂料季度数据

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1
收入(亿元)	0.78	0.86	1.05	1.25	1.14	1.66	2.02	1.72	1.42
销量(万吨)	0.22	0.29	0.35	0.42	0.36	0.58	0.67	0.58	0.48
单价(万元/吨)	3.58	2.93	2.96	2.98	3.16	2.88	3.03	2.98	2.96

资料来源：公司经营数据公告，浙商证券研究所

公司风电策略为巩固国内优势，同步拓展海外及塔筒市场。根据上文测算，2025年海上风电市场规模为5.89亿元，其中海上风电塔筒市场规模为3.32亿元，到2030年二者市场规模将扩大至13.89、7.65亿元，对应CAGR分别为18.15%、18.71%，远高于行业增

速，这也是公司大力拓展海外及塔筒市场的重要原因之一。海外市场方面，2024年，公司进入某欧洲全球风电整机厂商的供应链，实现了公司风电涂料在海外整机厂商的开端性突破。2025年度，公司迅速实现了风电涂料在该海外终端客户的批量销售，2026年公司将继续增加出货目的地。海上风电塔筒涂料方面，公司继续推进产品认证，争取尽快进入该市场。

4 一体化布局：平台型属性增强，关注“明星业务”船舶涂料

公司多方布局，成长型、平台型属性愈发增强。一方面，受公共卫生事件、红海事件、贸易政策等因素影响，公司第一大主业集装箱涂料收入波动较大，往往被市场打上“周期性”标签，但考虑到风电叶片涂料收入规模已大幅提升，且2025年毛利贡献超50%，公司盈利基本盘已有实质性转变。此外，未来几年风电行业前景乐观，公司成长性属性将愈发明显。另一方面，公司持续布局新业务，上市前仅有集装箱涂料、风电涂料、桥梁钢构涂料三个业务。上市之后，公司陆续启动新领域的研发、认证、市场开拓工作。截至2025年年末，利用两年左右时间，公司在原有三个应用领域基础上，新增了船舶、港口设备、离岸设施、储能、光伏、电力设备、数据中心等七个应用领域，平台化属性日益增强。

新业务重点关注船舶涂料，公司已完成从“0-1”突破，近两年有望逐步放量。

1) 行业端：国内市场空间过百亿，外资长期垄断。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，根据涂界，2024年全球船舶涂料市场规模约63亿美元，对应约428亿元人民币。其中我国船舶涂料市场价值为115亿元，同比增长约20%，增量主要来源于船舶涂料销量增长和销售价格上涨。上榜的涂料品牌中，外资品牌总销售收入高达98.12亿元，较上一年新增15.64亿元，占全国市场份额的85.32%，地位强势。整体而言，船舶涂料因其品种繁多、认证流程复杂以及测试周期较长，一直是防腐涂料难度较大的领域之一，且被外资长期垄断，国产品牌正处于加速追赶阶段。

2) 业务端：完成从“0-1”突破，近两年有望加速放量。想要进入船舶涂料领域，船级社认证是必要条件。2024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。经过一年半的时间，公司已完成中国船级社(CCS)、挪威船级社(DNV)及美国船级社(ABS)相关产品认证，并实现船舶涂料在境内及境外客户的销售。截至2025年底，公司已完成了多艘境内外中小型商船船壳维修涂装项目，在短短几个月即实现境内境外客户的销售，是对公司产品质量的进一步背书，为未来批量销售打下基础。海洋工程钢结构涂料方面，2026年5月，公司公告产品通过NORSOK M-501标准中《表面处理和防护涂层》中的CSDS no.7A、7B（分别对应浪溅区、浸没区）测试。同时，公司还取得了第三方检测机构颁发的以海上钢结构防腐涂层的核心国际标准ISO 12944-9:2018中Im4和CX为测试依据的《检测报告》，公司产品通过该项测试。根据该公告，NORSOK M-501:2022（第7版）《表面处理和防护涂层》是挪威石油标准委员会建立的全球海洋工业海洋钢结构防护涂层广泛采用的标准，同时也代表了重防腐涂料腐蚀测试的最严格技术规范和在极端严酷海洋环境下长效防护性能的最高要求之一。ISO 12944-9:2018是海上钢结构防腐涂层的核心国际标准，Im4和CX代表了海洋极高严酷环境下的测试标准。本次NORSOK M-501认证及ISO 12944-9:2018的通过，标志着公司产品性能与防护体系通过了国际权威标准的严苛考验，有助于公司进入高端海洋工程涂料市场，进一步扩展公司工业涂料应用领域。

表10：公司船舶及海工钢结构涂料重要进展

时间	证书/测试	相关产品或说明
2024.04	开启认证阶段	中国船级社（CCS）、挪威船级社（DNV）及美国船级社（ABS）均派出验船师在公司完成船底防污漆等产品的现场取样、封存，即将进入测试阶段。
2025.03	挪威船级社（DNV）防污漆证书	船底防污漆是船舶涂料难度最高项目之一，也是船舶涂料领域销售额最大单品。
2025.09	中国船级社（CCS）认可证书	船体防锈漆、船体防污漆、船舶压载舱漆、船体连接漆、车间底漆等产品。
2025.10	美国船级社（ABS）认可证书	船体防污漆、船舶压载舱漆、车间底漆等产品。
2026.05	NORSOK M-501 及 ISO 12944-9:2018	NORSOK M-501:2022（第7版）《表面处理和防护涂层》是挪威石油标准委员会建立的全全球海洋工业海洋钢结构防护涂层广泛采用的标准；ISO 12944-9:2018 是海上钢结构防腐涂层的核心国际标准。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

其他新业务还包括光伏涂层涂料、储能涂料、电力设备涂料等。

1) 光伏涂层涂料：2023年下半年，公司以自研方式启动光伏边框涂料业务；2024年8月，公司通过收购科思创（荷兰）有限公司拥有的与太阳能玻璃涂层业务相关的全部专利、商标、非专利技术进入光伏玻璃涂层业务；2025年，光伏边框涂料方面，公司水性聚氨酯涂料和水性氟碳涂料于2025年通过TUV认证测试。光伏玻璃涂层方面，自收购科思创太阳能涂层知识产权转让至今，公司实施了技术资料交接、全球100多项专利转移、销售技服团队建设、光伏涂层产线建设、产品打磨、客户试样等工作，为2026年批量销售打下基础。

2) 储能涂料：2025年公司对某头部储能公司的沙特储能项目持续供货，并开展覆盖更多储能箱制造商及储能箱终端客户的工作。

3) 电力设备涂料：2025年公司快速切入电力设备涂料业务，加快产品研发及客户试样，相关涂料已开始出货。除此之外，数据中心涂料业务也在拓展之中。

5 盈利预测与投资建议

公司未来三年各业务板块的核心预测如下：

1) 海洋装备涂料：集装箱业务方面，短期来看，2026年霍尔木兹海峡、红海海域等再次面临风险，航运业再次面临复杂多变、难以预测的外部环境。中长期看，全球贸易持续增长趋势不改。船舶涂料方面，公司已完成从“0-1”突破，近两年有望逐步放量。整体而言，预计2026-2028年海洋装备涂料收入分别为10.47、10.57、10.67亿元，同比分别-0.24%、0.92%、0.95%。

2) 新能源涂料：风电装机持续向好，根据《风能北京宣言2.0》制定的发展目标，我国“十五五”期间年新增装机容量不低于1.2亿千瓦，确保2030年中国风电累计装机容量达到13亿千瓦，到2035年累计装机不少于20亿千瓦，到2060年累计装机达到50亿千瓦。价格端，自从2024年10月，12家整机商签订《自律公约》后，风机价格显现企稳回升迹象。同时，公司光伏涂层涂料、储能涂料、电力设备涂料拓展顺利。整体而言，预计2026-2028年新能源涂料收入分别为8.35、10.22、12.30亿元，同比分别+27.65%、+22.40%、+20.39%。

整体而言，预计2026-2028年公司合计实现营业收入18.91、20.89、23.09亿元，同比增长10.44%、10.49%、10.55%；实现归母净利润2.25、2.86、3.76亿元，同比增长6.81%、27.20%、31.76%；当前市值对应PE估值分别为20.23、15.90、12.07倍。公司分红

慷慨，2025年分红比例为86.56%，假设2026年保持该比例，结合我们的盈利预测，当前市值对应2026年股息率超4%，维持“买入”评级。

表11：公司收入拆分（单位：亿元）

时间	2025	2026E	2027E	2028E
海洋装备涂料	10.50	10.47	10.57	10.67
yoy		-0.24%	0.92%	0.95%
新能源涂料	6.54	8.35	10.22	12.30
yoy		27.65%	22.40%	20.39%
基础设施涂料	0.07	0.08	0.10	0.12
yoy		20.00%	20.00%	20.00%
营业收入	17.12	18.91	20.89	23.09
yoy		10.44%	10.49%	10.55%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

选取同属工业涂料板块的东来技术、松井股份以及建筑涂料头部企业三棵树作为可比公司，2026-2028年可比公司平均估值为47.72、29.90、19.07倍，公司为20.23、15.90、12.07倍，低于可比公司均值。

表12：可比公司估值表

代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
688129.SH	东来技术	30	1.01	1.13	1.38	2.19	30.20	26.95	22.05	13.88
603737.SH	三棵树	245	7.75	11.51	14.23	17.07	31.65	21.31	17.23	14.37
688157.SH	松井股份	45	0.20	0.47	0.89	1.54	221.28	94.92	50.41	28.97
平均值								47.72	29.90	19.07
603062.SH	麦加芯彩	45	2.11	2.25	2.86	3.76	21.54	20.23	15.90	12.07

资料来源：wind，浙商证券研究所

注：除麦加芯彩为自行预测外，其他公司业绩来自wind一致预期，市值来源2026.06.15收盘

6 风险提示

原材料波动风险：公司涂料原材料主要包括树脂、颜填料、助剂、固化剂用树脂、包装物、溶剂等，部分原材料跟石油相关性较强，若石油波动较大，可能影响公司盈利。

政治风险：公司业务涉及海外市场，地缘政治可能会影响公司海外业务收入。

测算误差风险：本文风电涂料行业测算中对陆上和海上风电单耗、价格等作了较多假设，若假设数据不准确，可能会影响测算结果。

市场竞争加剧风险：若行业新进入者增多，竞争格局可能恶化，进而影响公司盈利。

股东减持风险：公司董事张华勇先生直接持有公司股份238.28万股，占公司总股本的2.2063%，因个人资金需求，计划自2026年6月8日起至2026年9月7日期间，通过集中竞价或大宗交易方式减持不超过59.57万股。若上述减持计划在二级市场实施，可能会对公司股价造成一定压力。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,539	2,868	3,192	3,634
现金	267	647	852	1,116
交易性金融资产	1,021	889	890	911
应收账款	971	1,099	1,187	1,321
其它应收款	5	4	5	6
预付账款	9	7	8	9
存货	165	164	186	197
其他	100	57	65	74
非流动资产	446	474	504	544
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	287	322	361	411
无形资产	52	53	57	57
在建工程	38	28	15	8
其他	70	71	72	68
资产总计	2,985	3,342	3,696	4,178
流动负债	893	955	1,024	1,130
短期借款	41	30	30	30
应付款项	661	749	794	874
预收账款	0	0	0	0
其他	191	177	199	226
非流动负债	3	3	3	3
长期借款	2	2	2	2
其他	1	2	1	1
负债合计	896	958	1,027	1,133
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	2,089	2,384	2,669	3,045
负债和股东权益	2,985	3,342	3,696	4,178

现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	223	229	244	341
净利润	210	225	286	376
折旧摊销	25	23	26	31
财务费用	0	(3)	(7)	(10)
投资损失	(9)	(8)	(9)	(9)
营运资金变动	213	(12)	(36)	(34)
其它	(217)	5	(16)	(13)
投资活动现金流	(445)	89	(47)	(87)
资本支出	(119)	(46)	(49)	(70)
长期投资	0	0	0	0
其他	(326)	135	2	(17)
筹资活动现金流	(96)	62	7	9
短期借款	(109)	(11)	0	0
长期借款	2	0	0	0
其他	12	73	7	9
现金净增加额	(318)	380	204	264

利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,712	1,890	2,089	2,309
营业成本	1,304	1,416	1,534	1,664
营业税金及附加	11	11	12	14
营业费用	101	110	109	104
管理费用	55	60	63	65
研发费用	46	50	56	62
财务费用	0	(3)	(7)	(10)
资产减值损失	(24)	13	17	5
公允价值变动损益	10	9	10	10
投资净收益	9	8	9	9
其他经营收益	16	18	17	17
营业利润	254	269	342	442
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	251	266	340	440
所得税	41	42	54	64
净利润	210	225	286	376
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	210	225	286	376
EBITDA	275	285	358	460
EPS (最新摊薄)	1.98	2.08	2.64	3.48

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	-19.99%	10.44%	10.49%	10.55%
营业利润	2.59%	5.82%	27.32%	29.41%
归属母公司净利润	-0.31%	6.81%	27.20%	31.76%
获利能力				
毛利率	23.80%	25.11%	26.57%	27.94%
净利率	12.28%	11.88%	13.67%	16.29%
ROE	10.13%	10.04%	11.30%	13.17%
ROIC	9.78%	9.14%	10.32%	11.92%
偿债能力				
资产负债率	30.01%	28.68%	27.78%	27.11%
净负债比率	4.90%	3.42%	3.21%	2.90%
流动比率	2.84	3.00	3.12	3.22
速动比率	2.66	2.83	2.94	3.04
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.60	0.59	0.59
应收账款周转率	1.66	2.34	2.34	2.34
应付账款周转率	5.21	7.05	6.73	6.89
每股指标(元)				
每股收益	1.95	2.08	2.64	3.48
每股经营现金	2.06	2.12	2.26	3.16
每股净资产	19.34	22.07	24.71	28.20
估值比率				
P/E	21.61	20.23	15.90	12.07
P/B	2.17	1.91	1.70	1.49
EV/EBITDA	14.05	10.68	7.92	5.54

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>