

国内高端涂层化学的龙头企业

投资要点

- **公司是国内高端涂层化学的龙头企业。**公司是一家以 3C 行业中的高端消费类电子和乘用车汽车零部件等高端消费品领域为目标市场,通过“交互式”自主研发、“定制化柔性制造”模式,为客户提供涂料、特种油墨等多类别系统化解决方案的新型功能涂层材料制造商。公司近三年来全球市场市占率从 1.96%提升至 4.16%,国内市场市占率从 4.7%提升至 10.3%,市占率全球第四。
- **公司技术领先,具有较深的护城河。**公司核心技术权属清晰且均为自有技术,技术成熟并应用于公司产品的批量生产中,覆盖新型功能涂层材料配方技术、工艺技术及上游关键原材料特种树脂技术。公司依托建立大量分析样本的原材料库、配方库、工艺库等进行相关技术创新。公司高端消费类电子产品相关涂层材料技术的新产品研发周期约为 1-2 年,乘用车汽车零部件相关涂料的新产品研发周期约为 2-5 年。针对公司核心技术产品,公司的新产品研发周期基本与国外竞争对手持平,可持续满足客户产品更新需求。相比于国内竞争对手,受研发人员更多、研发投入更大,技术实力更强等因素影响,新产品研发周期相对较短,可更好满足国外终端品牌企业产品更新需求。公司目前现有的核心技术和竞争对手相比,具有一定的领先优势,处于生命周期的早期。
- **下游需求强劲,募投项目扩张产能。**3C 领域中智能手机受益于 5G 技术有望驱动新一轮换机周期,可穿戴设备、智能家电领域需求有望快速兴起。公司深度绑定华为、苹果、小米等优质客户,积极储备多项前瞻性技术,具备快速研发响应能力。目前,公司涂料类产品产能 5250 吨,早已超负荷生产,未来,随着募投项目投产后,公司将新增汽车部件用新型功能涂料产能 500 吨、高性能水性涂料产能 5000 吨,涂料类产品产能总计增加 5500 吨,另外特种油墨产能将增加 700 吨,胶粘剂产能增加 500 吨。同时,公司以自有资金建设特种树脂 6000 吨产能,将进一步提高盈利水平。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 4.8 亿元、7.5 亿元和 9.9 亿元,归母净利润分别为 1.1 亿元、1.8 亿元、2.6 亿元, EPS 分别为 1.40、2.31 和 3.23 元。我们选取了广信材料、华特气体和金宏气体为可比公司,其中,广信材料与松井股份为同行对手,华特气体和金宏气体所处的电子特气领域和公司所处的 3C 特种涂料领域均受益于国产替代和下游电子行业高景气,2020 年平均 PE 为 74 倍,2021 年平均 PE 为 57 倍。结合对标公司估值,首次覆盖,给予公司“持有”评级。
- **风险提示:**公司产品价格下跌风险,在建项目不达预期风险,安全生产风险,主要原材料价格波动风险,全球疫情影响风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	455.14	476.83	748.45	992.47
增长率	73.56%	4.77%	56.96%	32.60%
归属母公司净利润(百万元)	92.87	111.83	184.20	257.24
增长率	77.67%	20.41%	64.71%	39.65%
每股收益 EPS(元)	1.17	1.40	2.31	3.23
净资产收益率 ROE	22.82%	9.52%	13.79%	16.53%
PE	91	75	46	33
PB	21.09	7.19	6.32	5.42

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

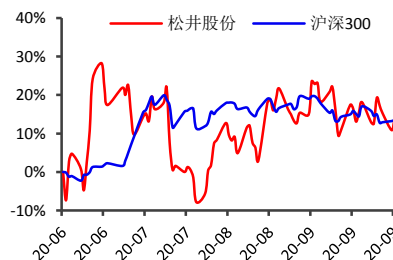
分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-58251919
邮箱: yilin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 薛聪
执业证号: S1250520070004
电话: 010-58251919
邮箱: xuec@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.80
流通 A 股(亿股)	0.18
52 周内股价区间(元)	76.50-120.88
总市值(亿元)	83
总资产(亿元)	11.73
每股净资产(元)	13.18

相关研究

目 录

1 公司概况：公司是国内高端涂层化学龙头企业.....	1
2 高端涂层材料市场空间巨大，盈利能力强	7
2.1 高端涂层材料产业被列入国家战略新兴产业	7
2.2 新产业、新结构、新技术	8
2.3 下游应用市场快速发展，具有良好的发展前景，市场容量大.....	11
3 公司以研发驱动销售，有望持续引领国产化替代.....	15
3.1 3C 涂层材料行业集中度一般，公司市占率不断提升	15
3.2 更加贴近终端，客户开发和研发成果产业化周期大幅缩短.....	17
3.3 公司核心技术具有先进性，处于生命周期早期	18
3.4 公司未来三年持续扩张，横向纵向均有机会	21
4 募投项目提高公司产能，助推公司成长.....	23
5 盈利预测与估值.....	24
6 风险提示	25

图 目 录

图 1: 公司与实际控制人的产控关系	1
图 2: 公司产业链情况	2
图 3: 公司主要产品涂层结构举例	3
图 4: 公司 2016 年以来营业收入及增速	4
图 5: 公司 2016 年以来归母净利润及增速	4
图 6: 公司 2019 年主营业务结构情况	4
图 7: 公司 2019 年涂料产品收入结构情况	4
图 8: 公司手机及相关配件涂料销量	5
图 9: 公司手机及相关配件涂料收入	5
图 10: 公司 2019 年公司手机及相关配件涂料收入拆分情况	5
图 11: 公司 2019 年公司手机及相关配件涂料毛利拆分情况	5
图 12: 公司和同行的毛利率对比	6
图 13: 公司核心产品毛利率对比 (单位: %)	6
图 14: 公司研发费用率远高于同行 (单位: %)	6
图 15: 公司研发人员数量	6
图 16: 涂层材料纵览	7
图 17: 全球手机出货量	11
图 18: 全球手机出货量	12
图 19: 2015-2019 年全球可穿戴设备出货量 (单位: 亿部)	12
图 20: 2011 年-2019 年全球汽车产销量及变动率情况 (单位: 万辆; %)	13
图 21: 公司与终端、模厂之间形成共生的生态关系	17
图 22: 公司“交互式”自主研发模式	18
图 23: 紧密围绕现有主营业务布局	22

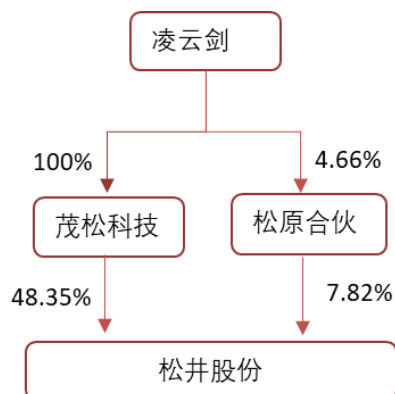
表 目 录

表 1: 松井股份涂层材料产品特点	2
表 2: 公司募集资金投向	6
表 3: 行业主要产业政策	8
表 4: 市场规模测算结果 (亿元)	14
表 5: 公司国外主要竞争对手基本情况	15
表 6: 公司国内主要竞争对手基本情况	15
表 7: 公司终端品牌覆盖情况	16
表 8: 2017-2019 年全球市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额 (单位: %)	16
表 9: 2017-2019 年中国市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额 (单位: %)	17
表 10: 公司核心技术与国内外可比公司相关技术的比较	18
表 11: 公司产品实现进口替代的具体过程	20
表 12: 研发检测中心项目扩大公司研发能力	24
表 13: 分业务收入及毛利率	25
表 14: 可比公司估值	25
附表: 财务预测与估值	26

1 公司概况：公司是国内高端涂层化学龙头企业

公司是一家以 3C 行业中的高端消费类电子和乘用车汽车零部件等高端消费品领域为目标市场，通过“交互式”自主研发、“定制化柔性制造”模式，为客户提供涂料、特种油墨等多类别系统化解决方案的新型功能涂层材料制造商。公司控股股东为长沙茂松科技有限公司，实际控制人为凌云剑，实控人控股比例 48.7%。

图 1：公司与实际控制人的产控关系



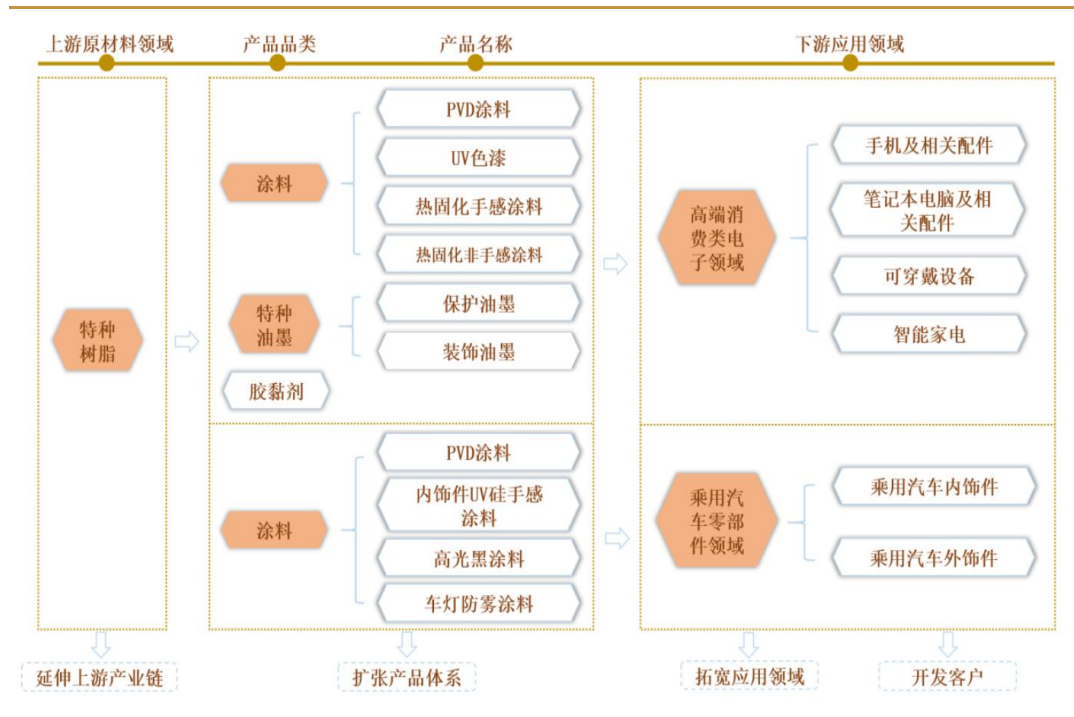
数据来源：公司资料，西南证券整理

公司目前拥有涂料、特种油墨、胶黏剂三大类新型功能涂层材料产品，主要应用于高端消费类电子和乘用车两大领域。目前公司涂料产能 5250 吨，特种油墨产能 300 吨。

在高端消费类电子领域，公司业务已覆盖手机及相关配件、笔记本电脑及相关配件、可穿戴设备、智能家电等四大类细分市场，并形成涂料、特种油墨等多类别、一体化的产品体系结构。 高端消费电子终端公司合作的核心企业为华为、苹果、小米、惠普、Microsoft、谷歌、亚马逊、VIVO、MOTO 等，公司是一家已成功进入国际知名终端品牌供应体系、并与其建立了相对稳定的业务合作关系，且可与阿克苏诺贝尔、PPG 等国际巨头展开竞争的涂层材料生产企业。

在乘用车（零部件）领域，公司依托在高端消费类电子领域积累的技术优势和品牌影响力，已成功在该领域实现技术和市场突破。已供应或进入客户供应体系的核心客户包括：吉利、广汽、上汽通用五菱、法雷奥等国内外知名整车及汽车零部件生产企业。

图 2：公司产业链情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

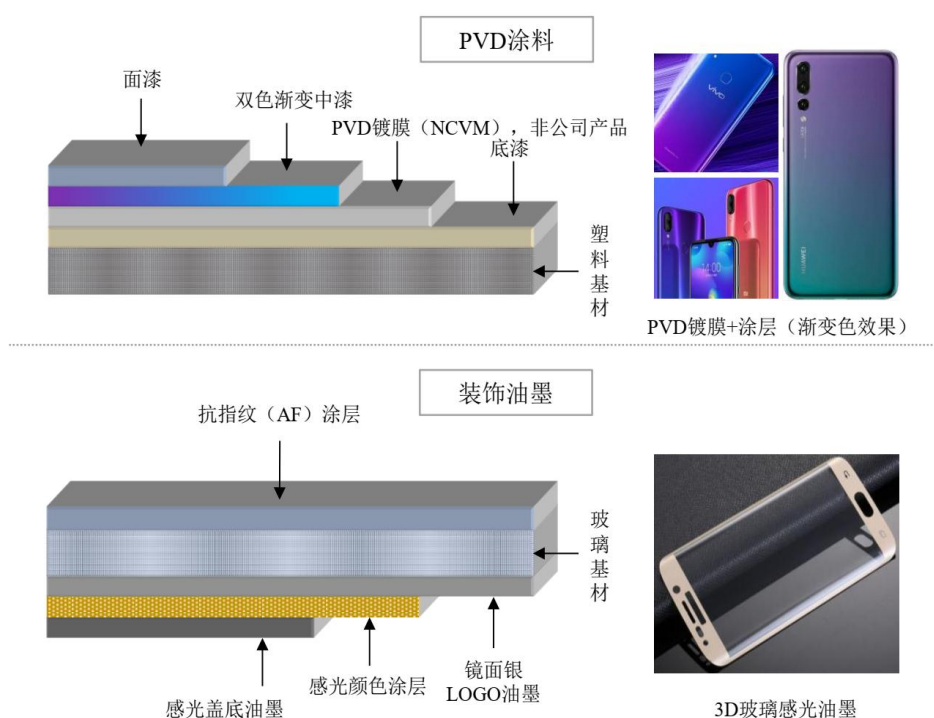
表 1：松井股份涂层材料产品特点

产品类别	产品名称	产品特点
一、高端消费类电子领域		
溶剂型 涂料	PVD 涂料	固化方式为 UV 固化，涂覆于基材表面、镀膜上下表面的多层涂层材料；公司绝大部分 PVD 涂料为装饰性 NCMV 涂料，可实现无电磁信号屏蔽，特别适用于应用 5G 技术的电子产品；PVD 工艺可实现塑料等基材的金属化效果，有效降低成本，并替代传统水电镀工艺，避免环境污染，具有节能、环保、高效、经济的特点；可显著提升高端消费类电子产品外观色彩和装饰效果，延长使用寿命，增加产品的附加值。
	UV 色漆	固化方式为 UV 固化；可显著提升塑料、金属等基材外观色彩和装饰效果，并具有优异的防护性、耐候性等；高涂装效率，低能耗、环境友好。
	热固化手感涂料	固化方式为热固化；可显著提升弹性体、金属等基材的触感，具有优异的耐候、耐磨、耐脏污等性能。
	热固化非手感涂料	固化方式为热固化；可提升金属、塑料等基材的装饰性，具有优异的韧性等性能。
水性 涂料	水性高温涂料	替代传统溶剂型高温固化涂料，以水为主要溶剂；适用于金属和玻璃等耐高温基材，具有高耐磨、耐高温高湿、低挥发性有机物排放量。
	水性 UV 涂料	替代传统溶剂型 UV 固化涂料，以水为主要溶剂；适用于多类基材，多用于塑料等基材，具有高耐磨、耐高温高湿、耐化学品、低挥发性有机物排放量，配合底漆可实现不同色彩效果。
溶剂型 特种油墨	保护油墨	具有耐强酸、强碱，抗喷砂等特性；在玻璃加工制程中对玻璃起过程保护作用，实现提升玻璃切割良品率、防止玻璃擦伤、辅助实现玻璃边缘减薄等功能。
	装饰油墨	具有遮盖率高、附着力强、印刷精度高、耐老化、耐黄变、高达因值等特性；特别适用于 2.5D、3D 等曲面玻璃的装饰。

产品类别	产品名称	产品特点
水性特种油墨	水性保护油墨	对 2D 和 2.5D 玻璃加工起过程保护作用，解决加工良率低的问题；可实现退膜和玻璃清洗同时进行，提升玻璃加工效率。
二、乘用车领域		
涂料	乘用车零部件 PVD 涂料	有望替代高环境污染的水电镀（铬）产品；采用真空离子溅射技术，具有优异的附着力、高耐磨、耐大气老化、耐湿热老化等特性；可提升终端产品的装饰性、防护性。
	乘用车内饰件 UV 硅手感涂料	传统 PU 手感涂料（易返粘、易脏污、耐候性差、耐化性差）的最佳替代产品；具有极低的表面张力，良好的耐污性和超滑爽触感，优异的耐高温/低温性、耐湿性、耐候性。
	高光黑涂料	主要用于提升终端产品的装饰性、防护性；涂层具有高丰满度、高光泽度、优异耐候和耐划伤、耐化学品和耐汽油腐蚀、抗石击等特性。
	乘用车车灯防雾涂料	主要用于乘用车车灯防雾功能，提升驾乘安全性；具有优异防雾性能，防流挂、高透射率。

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司主要产品涂层结构举例

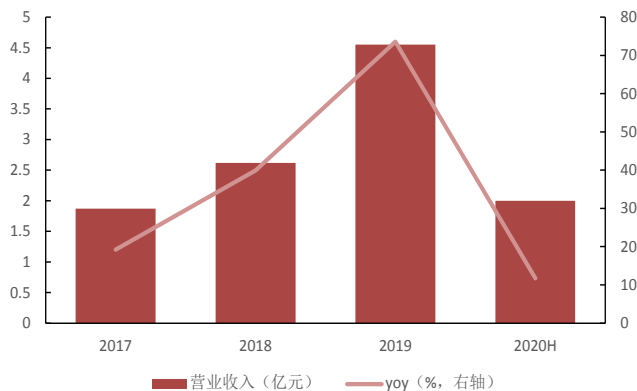


数据来源：公司资料，西南证券整理

公司业绩状况：公司 2017 年主营业务收入增长主要系当期惠普笔记本电脑及苹果 Apple Watch 等可穿戴设备销售情况良好，公司作为配套涂料供应商，笔记本电脑及相关配件涂料和可穿戴设备涂料业务同比增加所致。2018 年主营业务收入增长主要系：（1）公司通过前端研发、快速提供解决方案等方式不断渗入华为及 VIVO 等品牌的手机项目，并逐步形成量产，带动手机及相关配件涂料业务同比增加 57.67%；（2）公司加强对特种油墨的研发及市场开拓投入，当期 3D 玻璃感光油墨成功应用于谷歌手机，带动特种油墨产品收入同比增加 317.42%。2019 年公司主营业务收入同比较 2018 年增加 19,262.46 元，增长幅度 73.49%，主要系：（1）公司对终端品牌华为的销售从 2018 年下半年起开始放量，2019 年持续强劲势头，收入同比大幅增长；（2）苹果智能支付卡产品于 2019 年 3 月发布，公司相关涂料收入

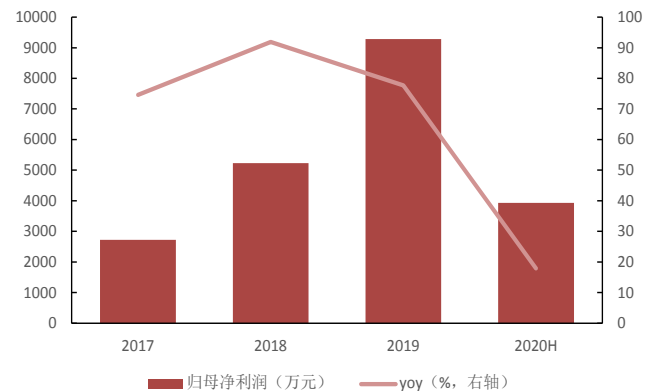
随其出货量增加而大幅增加；同时，苹果终端本期新增水性 UV 涂料手机保护套项目，2019 年苹果终端收入大幅增加；(3) 公司的系列 PVD 涂料产品得到了小米终端的高度认可，该技术产品获取的项目不断增加，2019 年小米终端收入同比大幅增加。2020 年上半年，由于疫情影响，海内外的涂料企业均受到不同程度的冲击，公司收入和利润增速有一定程度下滑，但仍保持增长。

图 4：公司 2016 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

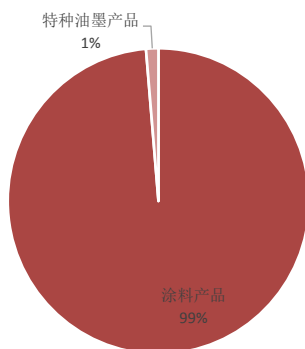
图 5：公司 2016 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

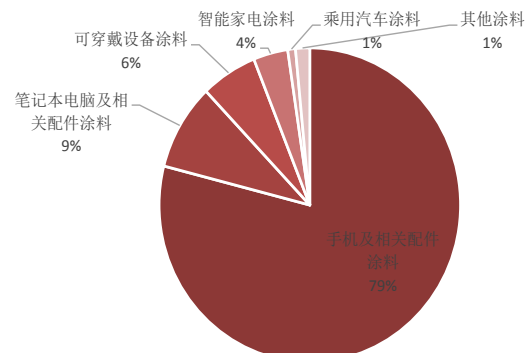
公司主营业务结构：公司主营业务收入来自涂料和特种油墨两大类产品。涂料收入占主营业务收入比重均超过 90%，其中，手机及相关配件涂料在涂料中的占比超过七成，在收入中的占比超过五成。

图 6：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

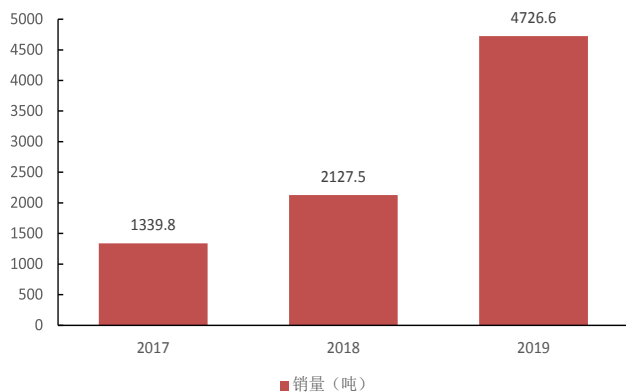
图 7：公司 2019 年涂料产品收入结构情况



数据来源：公司资料，西南证券整理

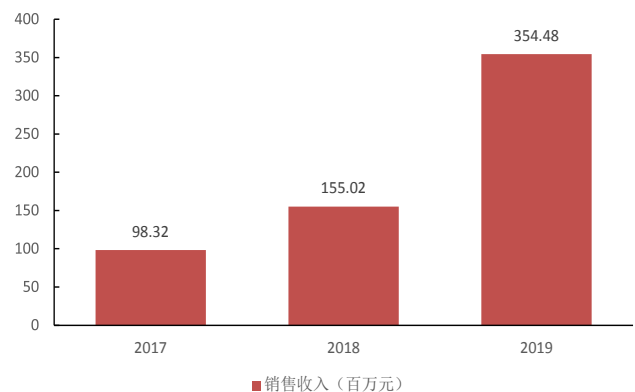
对于手机及相关配件涂料，其销量逐年上升，主要原因是公司持续开发终端品牌，逐步进入华为、VIVO 等终端品牌体系。

图 8：公司手机及相关配件涂料销量



数据来源：公司资料，西南证券整理

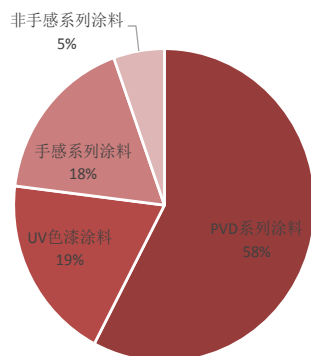
图 9：公司手机及相关配件涂料收入



数据来源：公司资料，西南证券整理

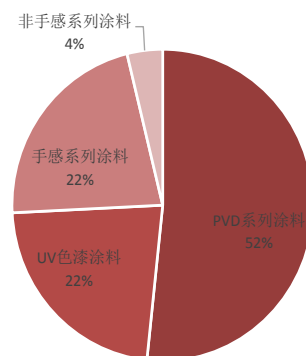
根据 2019 年数据，公司手机及相关配件涂料产品中，UV 固化涂料收入和毛利的占比约四分之三，热固化涂料收入和毛利的占比约四分之一。而在 UV 固化涂料中，PVD 系列涂料占比最大，远大于 UV 色漆涂料。

图 10：公司 2019 年公司手机及相关配件涂料收入拆分情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

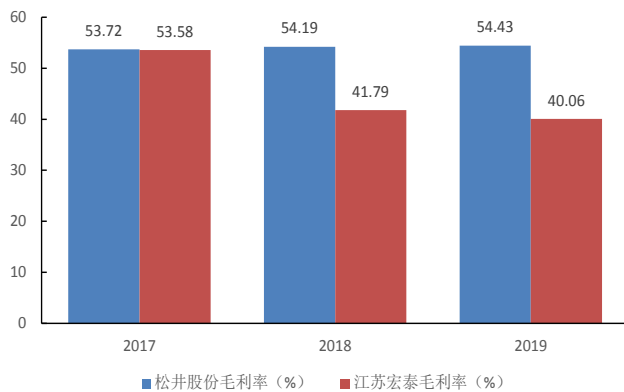
图 11：公司 2019 年公司手机及相关配件涂料毛利拆分情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

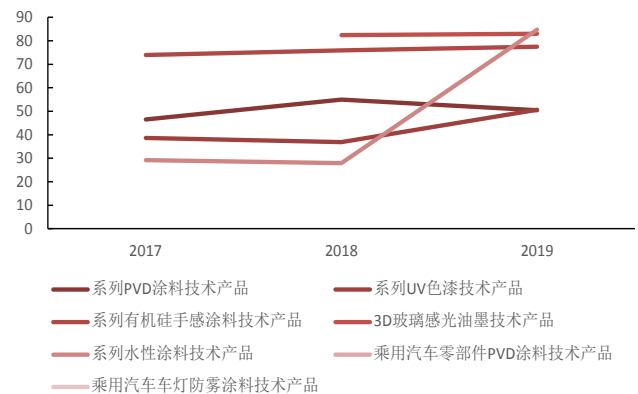
公司盈利能力分析：公司国内竞争对手江苏宏泰母公司为广信材料，江苏宏泰主要产品为紫外光固化涂料，与公司产品相近，且产品主要用于消费类电子，终端客户与公司有重叠，可作为可比公司。相比于江苏宏泰，公司产品类型更加丰富，2018 年以来，公司新产品与江苏宏泰已有产品存在较大差异，其中 3D 玻璃感光油墨产品以及水性 UV 涂料产品是公司特有的形成规模化生产的产品类型，仿陶瓷 PVD 涂料、渐变色 PVD 涂料及高耐磨高耐化 UV 硅手感涂料等产品是公司针对原有技术产品进行了类别创新或性能升级的产品，与江苏宏泰产品形成了一定差异。且新产品对应的终端客户主要为苹果、谷歌等国外客户及国内 VIVO 终端，国际终端客户相对较多。公司近几年推出的新产品的毛利率相对较高，如 3D 感光油墨毛利率在 80% 以上。

图 12: 公司和同行的毛利率对比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

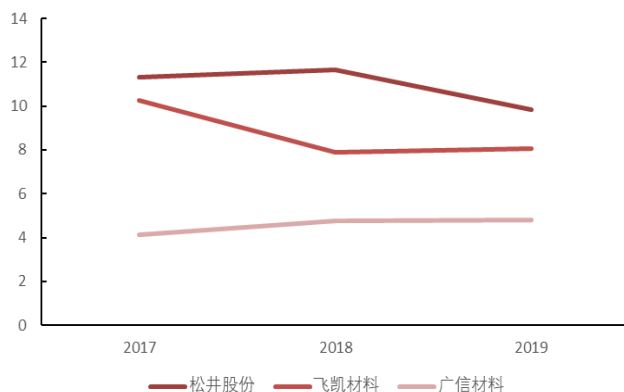
图 13: 公司核心产品毛利率对比 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

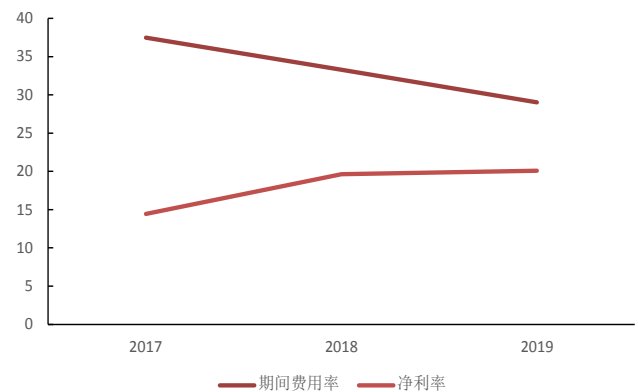
公司研发能力分析: 公司重视技术开发, 根据市场发展趋势及客户需求不断进行技术创新, 公司的研发费用率远高于同行上市公司, 研发人员截至 2019 年底共有 110 人, 占全体员工人数的 30%。另外, 公司期间费用率随着收入体量的提升而逐年下降, 净利率逐年上升。

图 14: 公司研发费用率远高于同行 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 公司研发人员数量



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司募资情况分析: 公司 2020 年 6 月 9 日在上交所科创板发行 1990 万股, 挂牌上市, 募集资金净额 6.2 亿元。公司发行募集资金使用项目, 根据轻重缓急顺序投资于以下项目:

表 2: 公司募集资金投向

项目	预计投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
高性能水性涂料建设项目	15994.36	15994.36
汽车部件用新型功能涂料改扩建项目	2378.67	2378.67
特种油墨及环保型胶粘剂生产扩能项目	6507.83	6507.83
公司全球营销网络及信息化建设项目	4000	4000
研发检测中心建设项目	13173.5	8337.6
补充流动资金	5000	5000
合计	47054.36	42218.46

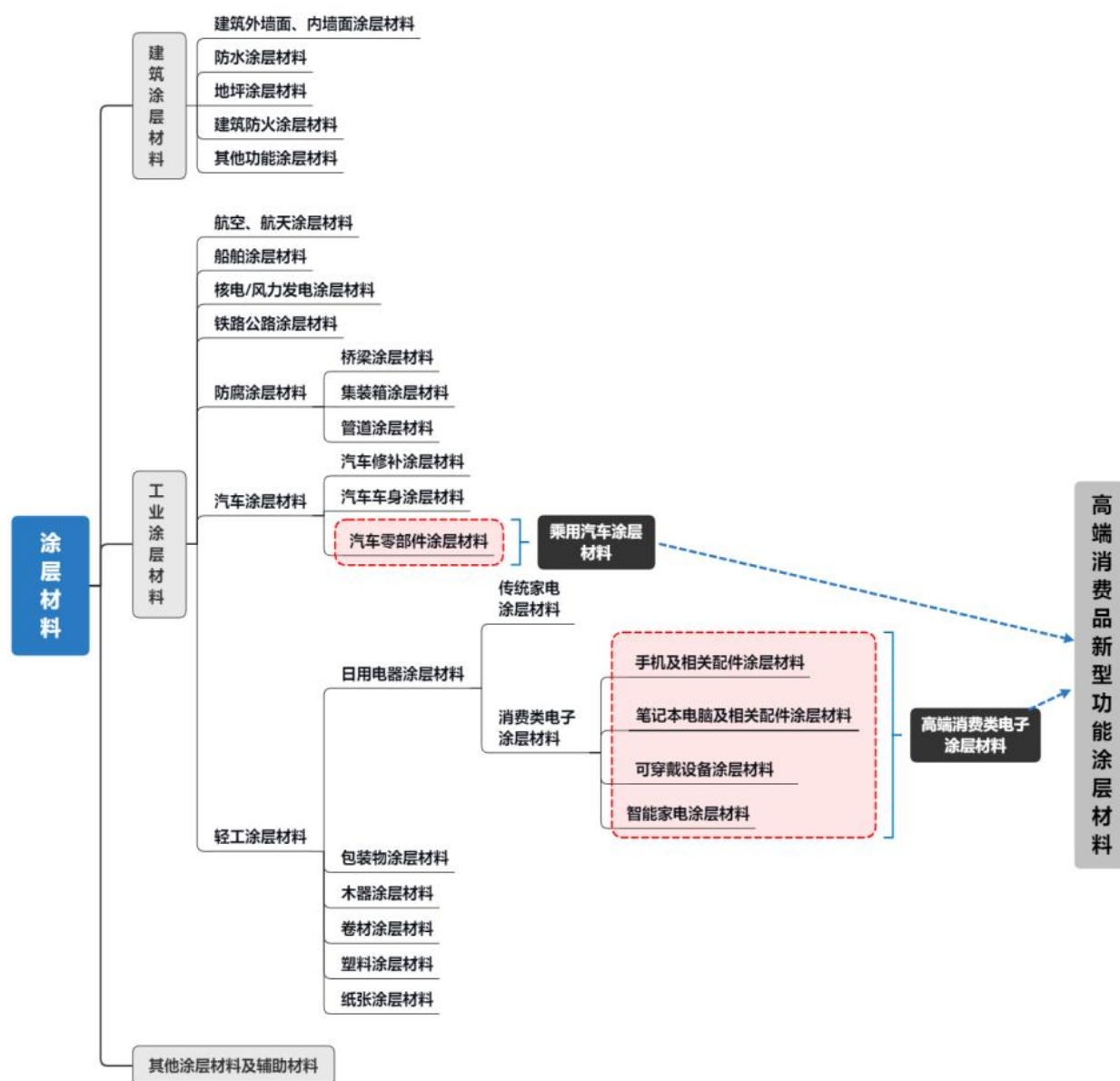
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 高端涂层材料市场空间巨大，盈利能力强

2.1 高端涂层材料产业被列入国家战略新兴产业

涂层材料行业按照应用领域不同，主要分为建筑涂层材料、工业涂层材料及其他涂层材料，涂层材料涉及的下游应用场景及领域十分广泛，产品的盈利能力根据技术含量和供需关系差别巨大，其中，以高端消费类电子涂层材料和乘用车涂层材料为代表的高端消费品新型功能涂层材料的盈利能力较好，需求持续增长。在近几年，高端涂层材料产业被列入国家战略性新兴产业。

图 16：涂层材料纵览



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主要从事 3C 行业中的高端消费类电子和乘用车等高端消费品领域的涂料、特种油墨等新型功能涂层材料生产经营业务，从国家出台的一系列法律法规政策来看，公司经营业务属于国家重点鼓励和支持的行业，相关国家政策的制定和出台为公司业务发展创造有利条件。

表 3：行业主要产业政策

政策名称	主要内容
《战略性新兴产业分类（2018）》	将“涂料制造”和“油墨制造”等“新型功能涂层材料制造”列入战略性新兴产业；将“水性汽车涂料”列入战略性新兴产业。
《石化和化学工业发展规划》（2016-2020 年）	加强环保型涂料产品的研发和推广应用，加快高端领域用特种涂料的开发和产业化，强化环保型涂料和胶黏剂等新一代环保型化学品标准制定工作。
《外商投资产业指导目录（2017 年修订）》	将“40.水性油墨、电子束固化、紫外光固化等低挥发油墨”及“42.高性能涂料，高固体份、无溶剂涂料，水性工业涂料及配套水性树脂生产”列为鼓励类外商投资项目。
《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》（2016）	将 3.1.5“表面功能材料”项下的“功能性涂料、新型涂层材料、环境友好型高性能工业涂料、高档汽车用金属颜料”，3.1.6“高品质新型有机活性材料”项下的“新型油墨”及 3.1.9“生态环境材料”项下的“环境友好型涂料”列入战略性新兴产业重点产品。
《重点行业挥发性有机物削减行动计划》（2016 年）	在涂料行业重点推广水性涂料、高固体分涂料、无溶剂涂料、辐射固化涂料（UV 涂料）等绿色涂料产品；在汽车行业，涂装环节推进水性涂料、高固体分涂料代替溶剂型涂料；在油墨行业，重点研发推广水性油墨、辐射固化油墨。
《湖南省石化行业“十三五”发展规划》（2016 年）	重点发展先进高分子材料、高档涂料和颜料等产业、加快发展水性涂料、光固化涂料、高档汽车涂料等。
《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》（2011 年度）	将“53、表面涂、镀层材料”项下的“环保型高性能工业涂料、高档汽车用金属颜料等”列为优先发展的高技术产业化重点领域。
《产业结构调整指导目录（2011 年本）》2013 年修正	将“十一、石化化工”项下的“水性工业涂料，高固体分、无溶剂、辐射固化涂料”等环境友好、资源节约型涂料生产，“十六、汽车”项下的“水性涂料”等环保材料应用以及“十九、轻工”项下的“水性油墨、紫外光固化油墨、植物油油墨等节约环保型油墨生产”列为鼓励类。
《石油和化工产业结构调整指导意见》（2009 年）	重点发展水性涂料、高固体分涂料、辐射固化涂料等环境友好型产品，以及汽车等专用涂料。
《高新技术企业认定管理办法》附件之《国家重点支持的高新技术领域》（2008 年）	将“高性能、水性化功能涂料及助剂，高性能环保型胶黏剂”列为高新技术领域。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

2.2 新产业、新结构、新技术

2.2.1 新兴功能涂层材料下游应用场景不断拓宽，新产业逐步形成

新型功能涂层材料行业的发展与下游应用领域的发展具有较强相关性。近几年，下游应用领域的深化和拓宽、国内终端品牌业务快速增长及供应链国产化、制造重心向国内转移等因素带动国内新型功能涂层材料行业快速发展。

近年来，智能手机和笔记本电脑市场保持平稳趋势，各品牌竞争日益激烈，产品差异化、品质高端化等深化需求日益增多，引领新型功能涂层材料向定制化、高综合性能、系统服务方向快速发展。

同时，下游新兴细分应用领域的不断拓宽带动新型功能涂层材料持续发展。①伴随可穿戴设备、智能家电领域快速增长，相关新型功能涂层材料需求呈增长趋势；②随着消费者对驾乘品质、个性化、安全性要求提升，乘用车车型更新速度加快，带动乘用车汽车零部件领域快速发展，可显著提升产品相关性能的新型功能涂层材料逐步得到市场关注和认可；③随着 5G 和物联网技术的发展，具有网络互联功能的新兴高端消费品应用逐步增多，带动相关新型功能涂层材料较快发展。

2.2.2 下游产业结构变化促使高端涂层材料行业产业结构逐步发展

智能手机、笔记本电脑、可穿戴设备等领域呈现行业集中度不断提高的发展特点。其中，以华为、小米为代表的国内终端品牌在智能手机、可穿戴设备等领域业务快速增长，全球占比显著提升。此外，受中美贸易战等事件影响，以华为为代表的优秀国内品牌企业供应链国产化趋势日益明显。上述因素为国内新型功能涂层制造企业的发展创造有利条件。

随着中国制造业技术水平逐步提高，加之国内丰富的原材料资源和适中的劳动力成本，以高端消费类电子产业为代表的高端消费品领域各级生产制造重心逐步向国内转移，为国内新型功能涂层材料行业发展提供有力保障。

伴随高端消费品领域的产业结构性变化，**新型功能涂层材料在产品结构方面逐步向多类别一体化、节能高效和环保、满足客户系统化需求等方向发展。**

1) 涂料/油墨/胶黏剂多类别、一体化产品体系优势逐步凸显

根据材料特点及用途不同，目前涂料、油墨、胶黏剂被广泛应用于高端消费品领域，鉴于其具有共同的客户群体，产品性能、用途互补性强的特征，围绕涂料/油墨/胶黏剂等构建多品类、一体化产品体系的优势逐步凸显。一方面，可一站式满足客户基于不同基材、固化方式、涂层性能、环保标准的涂层产品需求，实现定制化生产；另一方面，涂层产品配套使用可保证客户的产品品质，降低多品牌涂层产品共用带来的兼容性风险。

同时，由于基材适应性广、多涂层结构等因素，涂料的总涂覆面积相对较大，涂料相比于其他两类涂层材料应用更广，伴随下游总应用需求增加呈逐步增长趋势；随着玻璃基材应用提升，油墨用量逐步增加；伴随高端消费品小体积、轻量化需求不断提高，胶黏剂用量较大提升。

2) 环保压力日趋加大，水性涂层材料成为新兴发展方向

溶剂型涂层材料由于性能优异，为目前高端消费类电子领域的主流应用产品类别，但在使用过程中挥发性有机物排放量较高，对环境 and 人身健康危害较大，替代需求较高。

近几年，受环保压力日趋加大影响，水性涂层材料由于具有低挥发性有机物排放量成为涂层材料的新兴发展方向。但由于涂层物理性能较差、装饰效果欠佳、涂装过程对环境温湿度敏感、对涂装设备要求高等不足，水性涂层材料在高端消费类电子领域的推广过程慢于家具、木器、纸张等应用领域，仍处于起步阶段。

3) 客户设计需求逐步系统化

近年来，基于消费者需求变化，高端消费品领域客户对新型功能涂层材料制造企业提供的需求由单一涂层材料性能逐步扩展至色彩或装饰、基材、工艺、涂层材料的防护性和功能性等多维度系统解决方案，促使以工业设计为核心的设计理念不断发展。具体包括：

①涂层材料需满足高端消费类电子产品日益丰富的色彩或装饰性要求，诸如“金属色”、“亮雾同体”、“仿阳极氧化”、“仿陶瓷”、“渐变色”等。

②涂层材料需匹配各细分应用领域的主流基材材质变化，例如：A、在智能手机领域，受 5G 信号传输要求高影响，塑料、玻璃等无信号屏蔽基材部分替代金属基材成为主流选择，可弥补上述基材本征缺陷、较大增强其使用性的涂层材料应用逐步提升（例如：可显著提升塑料基材装饰性的 PVD 涂料、UV 色漆等，可优化玻璃加工及装饰工艺的特种油墨等）；B、在可穿戴设备领域，具有良好弹性、耐油性、优异质感的弹性体基材（LSR、FKM、TPU 等）应用逐步提升，可解决其应用困难（耐磨性差等）、提升其功能性（触感、耐污性等）的涂层材料需求也逐步提高。

③为实现上述涂层材料的色彩或装饰效果、基材匹配性等要求，相关加工工艺逐步复杂和精细化。

④为适应下游产品应用场景日趋复杂与多样化，涂层材料需满足不断丰富和提升的防护和功能要求，如：耐磨性、抗划伤性、耐化学品、抗指纹、防雾等。

2.2.3 UV 固化涂层材料发展迅速

新型功能涂层材料按固化方式不同，主要分为热固化涂层材料、UV 固化涂层材料、电子束固化涂层材料。其中，UV 固化利用紫外光引发具有化学活性的低分子量物质转变成高分子量产物的化学过程，表现上就是从液态瞬间转化成固态的过程，因其具有环境友好、高效、节能、适应性好、经济的特点，UV 固化涂层材料受国家产业政策重点支持，被广泛应用于高端消费类电子领域。该技术始于 20 世纪 60 年代初德国 Bayer 公司成功开发的光固化木地板涂料，此后在国际上得到飞速发展。随着 UVLED、大分子光引发剂、水性 UV 光固化配方产品等新技术、新产品的出现，UV 光固化技术在涂料、油墨等行业的应用不断提高，UV 光固化技术在涂层材料行业的应用场景正在不断拓展。

在高端消费类电子领域：①由于 UV 固化色漆具有节能、环保、高效、高耐磨和高耐划伤等优势，其已逐步实现对传统热固化色漆面漆的替代。同时，可替代传统热固化色漆的 UV 单涂层色漆产品（具有低成本、高涂装效率等优势）应用逐步增多；②PVD 镀膜和涂料（UV 固化）可呈现高亮度和强金属质感，在配方、涂层工艺及镀膜工艺的不断創新下，PVD 涂层材料的外观装饰性向多样化、更高品质（亮雾同体、渐变色等）方向快速发展，大大弥补了塑料基材外观不佳的缺陷，应用显著提升；③目前业内主流的 3D 玻璃装饰工艺（贴膜和镭雕油墨工艺）工序复杂、生产效率低、成品良品率低、重复加工难，可解决上述问题的以 UV 固化（曝光）为关键工序的 3D 玻璃感光油墨工艺及涂层材料产品开始被采用。

在乘用车领域：①业内主流的水电镀工艺普遍存在高环境污染问题，UV 固化的 PVD 涂层材料因具有性能好、外观装饰效果佳、无重金属/水污染等优势，开始对水电镀工艺实现逐步替代；②业内主流 PU 涂层材料产品（热固化）普遍存在抗划伤性差、耐化学品差、易返粘等问题，无法满足乘用车内饰件相关性能要求。UV 涂层材料具有表面硬度高、触感可调节等优势，为业内公认的理想替代涂层材料。

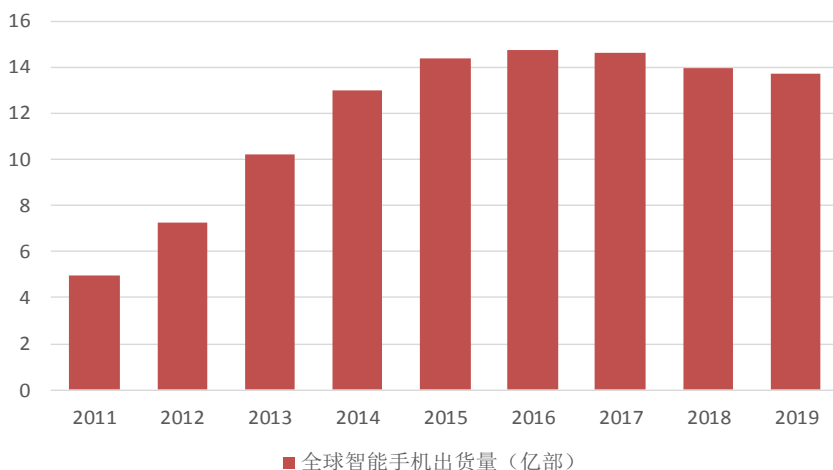
2.3 下游应用市场快速发展，具有良好的发展前景，市场容量大

新型功能涂层材料行业下游为手机及相关配件、笔记本电脑及相关配件、可穿戴设备、智能家电等高端消费类电子领域和乘用车领域，应用广泛。

(1) 智能手机市场在地域渗透差异及 5G/折叠屏等创新技术驱动下具有较大的发展空间

根据 IDC 统计数据，随着 3G、4G 网络覆盖率提升及配套手机商用化进程加剧，全球智能手机出货量自 2012 年至 2017 年呈逐步上升趋势，由 2012 年的 7.3 亿台增加至 2017 年的 14.7 亿台，复合增长率达 15.1%。受全球经济下滑、中国等成熟智能手机市场普及率提升等因素影响，2018 年-2019 年全球智能手机出货量同比略有下降。

图 17：全球手机出货量



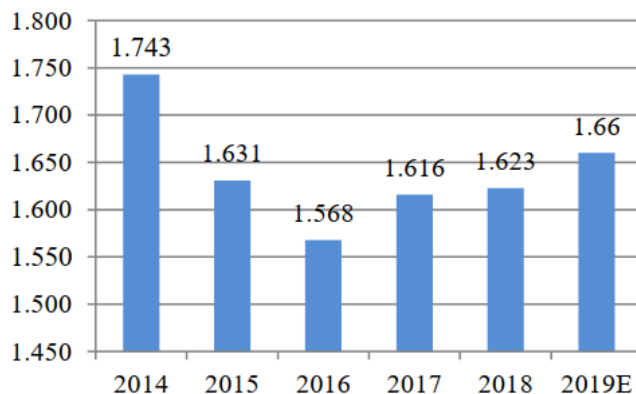
数据来源：IDC，西南证券整理

根据 IDC 的预测数据，2023 年全球智能手机出货量将达 15.20 亿台，未来仍有较大的增长空间。智能手机未来增长主要来自：1) 伴随印度、非洲等新兴智能手机市场的基础设施建设和配套软件系统的日益完善，普及率将显著提升；2) 5G 和折叠屏等主流创新技术将带来智能手机新一轮的换机热潮。

(2) 笔记本电脑市场在技术创新及多场景应用驱动下具有一定的发展空间

根据 Statista 的统计数据，受智能手机、平板电脑等可替代产品的推广和普及影响，全球笔记本电脑出货量 2014 年至 2016 年有所下降。2017 年以来，随着笔记本差异化产品定位的明确及商用笔记本市场的逐步稳定，全球笔记本市场稳中略升。

图 18: 全球手机出货量



数据来源: IDC, 西南证券整理

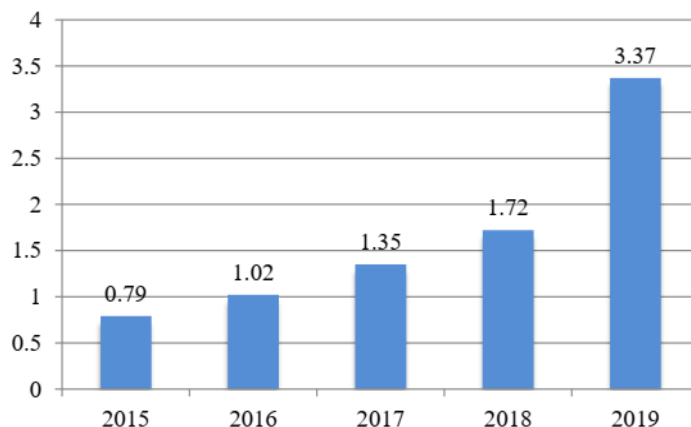
根据 Statista 的预测数据, 2019 年全球笔记本电脑出货量将达 1.66 亿台, 2023 年全球笔记本电脑出货量将达 1.71 亿台, 仍有一定增长空间, 主要来自: 1) Windows10 操作系统逐步成熟、高性能 CPU 等硬件配置更新、笔记本轻薄化、AI 概念笔记本等创新技术, 将成为笔记本市场增长的重要驱动力; 2) 家用笔记本游戏等娱乐功能、商用笔记本多任务处理功能、便携式笔记本多场景应用功能的不可替代性日益明确, 将成为笔记本电脑市场稳步发展的重要保障。

(3) 可穿戴设备市场在现有应用场景“纵向”渗透及新兴应用场景“横向”拓宽的驱动下具有较大的发展空间

涂料、特种油墨等新型功能涂层材料作为可穿戴设备的装饰或防护材料, 主要用于手表、耳机、手环、VR 眼镜等可穿戴设备领域, 其市场需求与可穿戴设备的发展具有较强相关性。

根据 IDC 的统计数据, 2015 年至 2019 年, 全球可穿戴设备出货量呈现快速增长趋势, 由 2015 年的 7900 万部增加至 2019 年的 3.37 亿部, 复合增长率为 43.71%。作为可穿戴设备市场占比较高的智能手表及耳机, 近年来出货量亦呈显著增长趋势。根据 IDC 的数据统计, 全球智能手表出货量由 2018 年的 7530 万部增加至 2019 年的 9240 万部, 增长 22.71%; 全球耳机出货量由 2018 年的 4860 万部增加至 2019 年的 1.705 亿部, 增长 250.82%。

图 19: 2015-2019 年全球可穿戴设备出货量 (单位: 亿部)



数据来源: IDC, 西南证券整理

根据 IDC 的预测数据, 2023 年全球可穿戴设备出货量预计将增至 4.82 亿部。未来可穿戴设备规模的增长主要来自: 1) 智能手表、手环、耳机等主流可穿戴设备的销量增长; 2) 以数字化健康为突破口, 兼顾搜索患者重要数据和提升患者自我监控的双重智能医疗保健类设备的增长; 3) 以公司数字化转型为突破口, 达到信息传输和提升员工工作效率等目的的企业应用类设备的增长。

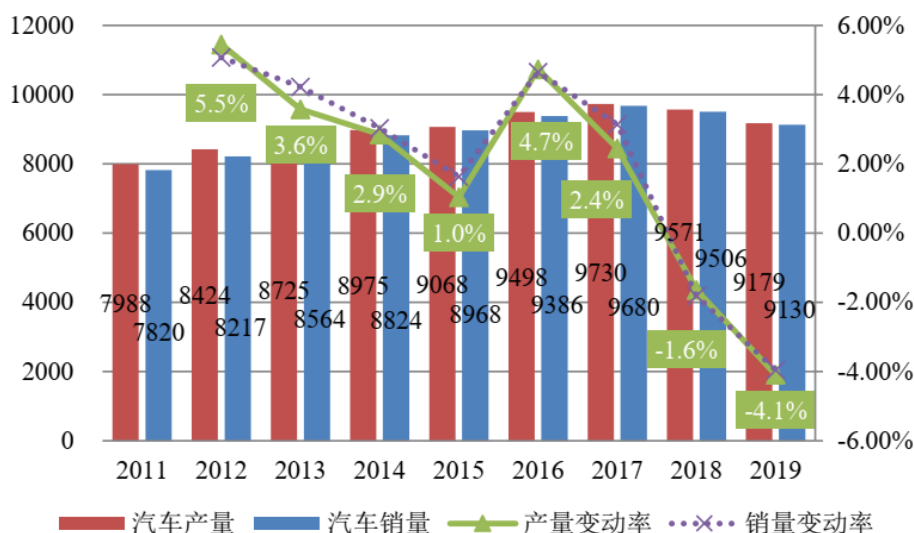
(4) 智能家电市场在 5G 网络技术及物联网发展的驱动下具有较大的发展空间

涂料、特种油墨等新型功能涂层材料作为智能家电的装饰或防护材料, 目前主要用于智能冰箱、智能厨卫、数码相机、智能音响、电动牙刷、智能水杯、无人机等智能家电设备领域, 其市场需求与智能家电的发展具有相关性。根据 IDC 的统计数据, 全球智能家电市场呈快速增长趋势, 2018 年全球智能家电出货量达 6.44 亿台。从未来发展来看, 根据 IDC 预测, 2019 年全球智能家电出货量将达到 8.33 亿台, 同比增长 29.35%; 2023 年全球智能家电出货量将达 15.57 亿台。伴随 5G 网络商用带动智能生活及物联网的发展, 更多智能家电将被互联接入, 智能家电市场增长空间较大。

(5) 汽车零部件市场在不断追求汽车轻量化、舒适性及个性化装配驱动下具有较大的发展前景

涂料、特种油墨等新型功能涂层材料作为乘用车汽车零部件的装饰或保护材料, 主要用于乘用车门把手、座椅、车灯、中控台、后视镜等乘用车内外饰件领域, 其市场需求与乘用车整车及汽车零部件市场的发展具有相关性。2011 年-2017 年, 全球汽车产销量呈上升趋势。2011 年, 全球汽车产量为 7,988 万辆, 销量为 7,820 万辆; 2017 年, 全球汽车产量增至 9,730 万辆, 销量增至 9,680 万辆, 复合增长率分别为 3.34% 和 3.62%。受全球经济下滑等因素影响, 2017 年-2019 年, 全球汽车产、销量略有下滑, 复合变动率分别为 -2.87% 和 -2.88%。其中, 2019 年全球汽车产量和销量分别为 9,179 万辆和 9,130 万辆。

图 20: 2011 年-2019 年全球汽车产销量及变动率情况 (单位: 万辆; %)



数据来源: 中国汽车工业协会, OICA, 西南证券整理

在汽车内外饰件等零部件市场，汽车整车市场规模的不断增加，带动汽车内外饰件市场规模持续增长。全球内饰件市场规模由 2010 年的 2985 亿元增长至 2017 年的 3872 亿元；全球外饰件市场规模由 2010 年的 1866 亿元增长至 2017 年的 2420 亿元。

受消费者对汽车驾乘舒适度要求提升、汽车外饰件对汽车轻量化解决方案重要性逐步提高，以及日益增加的整车装配、私家车改装和售后需求等因素影响，汽车内外饰件市场将具有较大的发展空间。

(6) 下游对应的市场空间测算

根据公司招股说明书的测算，依据 IDC 预测的 2019 和 2023 年全球各应用领域实际或预计产品出货量或产量，并结合行业内各应用领域产品涂层材料平均用量和公司各应用领域产品平均涂层材料单价计算，2023 年全球消费电子涂料市场规模有望翻倍。

表 4：市场规模测算结果（亿元）

应用领域	2019 年	2023 年
手机及相关配件涂料市场	41-82	46-91
笔记本电脑及相关配件涂料市场	15-30	15-31
可穿戴设备涂料市场	7-10	10-14
智能家电涂料市场	33-50	62-93
高端消费类电子领域涂料合计	96-172	133-230
汽车内饰件涂料	43-57	40-52
汽车外饰件涂料	290-367	268-339
汽车零部件领域涂料合计	333-424	307-391
手机及相关配件油墨市场	14-27	30-61
笔记本电脑及相关配件油墨市场	3-5	3-5
可穿戴设备油墨市场	1-3	2-4
智能家电油墨市场	3-7	6-12
高端消费类电子领域油墨合计	22-42	42-82

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3 公司以研发驱动销售，有望持续引领国产化替代

3.1 3C 涂层材料行业集中度一般，公司市占率不断提升

公司主要从事 3C 行业中的高端消费类电子和乘用车等高端消费品领域的涂料、特种油墨等新型功能涂层材料的研发、生产、销售业务。目前，公司主要的国外竞争对手为阿克苏诺贝尔、PPG、卡秀、耐涂可、贝格、精工、帝国、日油，国内主要竞争对手为江苏宏泰、赐彩新材。

表 5：公司国外主要竞争对手基本情况

公司名称	公司基本情况
阿克苏诺贝尔	阿克苏诺贝尔公司是 1969 年由阿库和 KZO (Koninklijke Zout-Organon) 两家荷兰最大的化学制品公司合并而成，总部位于荷兰，遍布世界 80 多个国家与地区。旗下品牌包括多乐士 (Dulux)、国际 (International)、新劲 (Sikkens)、Interpon 等著名品牌，在全球广受信赖。该公司主要业务包括：装饰漆、高性能涂料、专业化学品、工业化学品的研发、生产和销售。其中，高性能涂料包括汽车和航空航天涂料、工业涂料、船舶与防护涂料、粉末涂料、木器漆和粘合剂。
PPG	PPG 成立于 1883 年，总部位于美国宾夕法尼亚州，注册资本 132.84 亿美元。该公司主要业务为：提供全球性油漆、涂料、光学产品、特种材料、化学品、玻璃及玻璃纤维产品的研发、生产和销售，为工业、交通运输、消费品、建筑等多个领域及其售后市场的客户提供服务。
卡秀	卡秀株式会社成立于 1948 年，总部位于东京，资本金为 14,500 万日元，职工人数 251 人。该公司主要业务为：应用于信息设备和家电、汽车和特装车、体育运动和休闲领域的涂料和树脂产品的研发、生产和销售。
耐涂可	日本耐涂可 (NATOCO) 株式会社创建于 1948 年，资本金为 162,634 万日元，职工人数 206 名。该公司主要业务为：涂料、化工产品 (树脂等) 的研发、制造和销售，产品覆盖机械、公路、铁路、建筑、家具、家电、汽车等行业。
贝格	贝格集团成立于 1865 年，总部设于瑞典，已成为欧洲最大的私营涂料集团，在全球设有二十余家涂料生产工厂，销售网络遍布全球。该公司主要业务为：卷材涂料，专用涂料、木器表面涂料、艺术颜料等化工产品的研发、生产及销售。
帝国	帝国油墨制造株式会社成立于 1895 年，总部设于东京，注册资本为 9,500 万日元，职工人数 230 人。该公司主要业务为：普通及特种有机、无机化学品，颜料及特种化学品，油漆，油墨的研发、生产和销售。
精工	精工油墨成立于 1948 年，总部位于东京，资本金 9,600 万日元，职工人数 140 人。该公司主要业务为：丝网印刷油墨、涂装剂、其他化学产品及有关产品的生产；饭田分公司负责经营各种涂料、工业药品、塑料、涂装机等，以及树脂的设计和加工。
日油	日本石油株式会社 (NOF) 是日本最大的石油提炼、销售公司。1888 年成立，总部设于东京。业务板块包括四大类：功能化学、生命科学、化工及其他。功能化学板块从事脂肪酸，脂肪酸衍生物，表面活性剂，环氧乙烷和环氧丙烷衍生物，有机过氧化物，石油学品，功能聚合物，功能膜，电子材料和特殊防锈剂的研发、制造和销售，以及防锈处理。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

表 6：公司国内主要竞争对手基本情况

公司名称	公司基本情况
江苏宏泰	江苏宏泰高分子材料有限公司成立于 2002 年，该公司设在宜兴市，注册资本 4,000 万人民币。该公司主要业务为：紫外光固化涂料的研发、生产、销售。下辖江苏无锡、广东东莞、湖南长沙三大生产制造基地。产品应用涵盖汽车部件、消费电子、高端化妆品包装、金属材料、薄膜卷材、玻璃制品、复合材料等领域。该公司已成为国内外众多品牌的涂料系统解决方案供应商，如：OPPO、华为、联想、金立、酷派、大众、现代、起亚、五菱、长安等。
赐彩新材	江西省赐彩新材料科技有限公司成立于 2007 年，该公司位于江西省定南县精细化工产业园区。该公司占地 25,000 平米，注册资本 1,000 万人民币。该公司主要业务为：油漆、油墨、涂料及周边产品的研发、生产、销售服务。产品广泛应用于手机、高档电脑、电话、音响器材、汽车零件、控制柜等家电产品。该公司已拥有富士康、比亚迪、伯恩光学等知名品牌客户。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

在高端消费类电子领域，公司业务已覆盖手机及相关配件、笔记本电脑及相关配件、可穿戴设备、智能家电等四大类细分市场，并形成涂料、特种油墨等多类别、一体化的产品体系结构。公司是一家已成功进入国际知名终端品牌供应体系、并与其建立了相对稳定的业务合作关系，且可与阿克苏诺贝尔、PPG 等国际巨头展开竞争的涂层材料生产企业。

在乘用车（零部件）领域，公司依托在高端消费类电子领域积累的技术优势和品牌影响力，已成功在该领域实现技术和市场突破。已供应或进入客户供应体系的核心客户包括：吉利、广汽、上汽通用五菱、法雷奥等国内外知名整车及汽车零部件生产企业。

终端品牌业务覆盖情况：在手机及配件领域，公司已成为苹果、谷歌、MOTO、华为、小米、VIVO 六家手机品牌企业的涂料产品主要供应商，并凭借与谷歌的合作成为其油墨产品主要供应商；在笔记本电脑及相关配件领域，已成为惠普、苹果的涂料产品主要供应商；在可穿戴设备领域，公司已成为苹果、华为等可穿戴设备品牌企业的涂料产品主要供应商。

表 7：公司终端品牌覆盖情况

下游应用领域分类	终端品牌	终端品牌涂料产品主要供应商	终端品牌油墨产品主要供应商
手机及相关配件	苹果	公司、卡秀、耐涂可	
	谷歌	PPG、卡秀、公司	帝国、精工、公司
	MOTO	阿克苏诺贝尔、卡秀、公司	
	华为	公司、江苏宏泰、赐彩新材	精工、赐彩新材
	小米	公司、阿克苏诺贝尔、卡秀	四鼎、海正和
	VIVO	阿克苏诺贝尔、公司、贝格	
笔记本电脑及相关配件	惠普	阿克苏诺贝尔、PPG、公司	
	苹果	PPG、东邦、公司	
可穿戴设备	苹果	公司、耐涂可、先锋	
	华为	公司、卡秀	

数据来源：招股说明书，西南证券整理

核心模厂业务覆盖情况：公司已进入富士康、捷普集团、比亚迪、通达集团、蓝思科技、兴科电子、广达集团、伯恩光学、毅嘉集团等知名高端消费品模厂的供应体系，并成为其主要涂层材料供应商。

市占率及变化情况：从全球 3C 涂料市场来看，行业集中度一般，市占率最大的阿克苏诺贝尔和 PPG 市场占有率超过 10%，公司近三年来全球市场市占率从 1.96% 提升至 4.16%，国内市场市占率从 4.66% 提升至 10.33%。

表 8：2017-2019 年全球市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额（单位：%）

公司名称	2017	2018	2019E
阿克苏诺贝尔	16.3	16.5	15.0
PPG	12.9	12.6	12.3
贝格	9.9	9.6	9.0
卡秀	5.3	5.1	4.9
耐涂可	5.8	5.6	5.2
松井新材	2.8	3.7	6.4
江苏宏泰	2.0	2.3	4.2

数据来源：招股说明书，西南证券整理

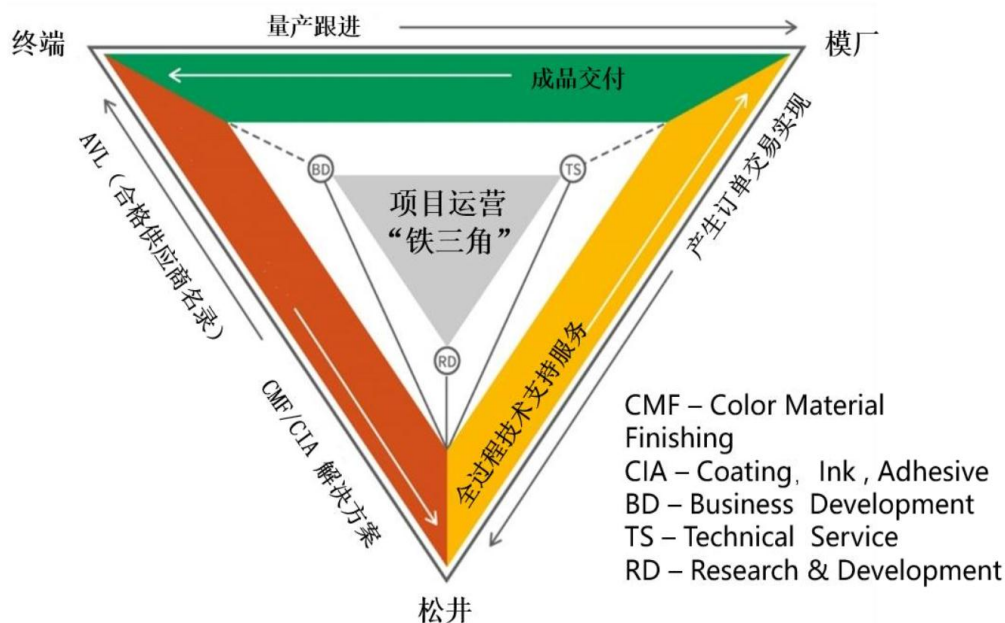
表 9：2017-2019 年中国市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额（单位：%）

公司名称	2017	2018	2019E
阿克苏诺贝尔	14.4	14.7	12.7
PPG	9.4	9.1	8.7
贝格	8.5	8.1	7.2
卡秀	9.0	8.6	8.0
耐涂可	7.7	7.4	6.6
松井新材	4.7	6.2	10.3
江苏宏泰	3.3	3.8	6.8

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.2 更加贴近终端，客户开发和研发成果产业化周期大幅缩短

公司以直销模式对终端和模厂进行深度营销，以项目制形式提供定制化服务。公司和模厂、模厂和终端之间是直接供应关系，公司和终端之间是间接供应关系。鉴于终端、模厂的双重客户关系，公司产品进入生产链条通常需经过终端客户需求获取、终端客户样板报送、终端客户供应商认证、模厂实验室小试、模厂生产线中试、模厂初步验收、模厂供应商认证、与模厂签订供应合同等多个阶段，新客户开发周期约为 1-4 年。根据产业链环节的创新需求和产品迭代周期，公司与终端、模厂之间形成了一种共生的生态关系。

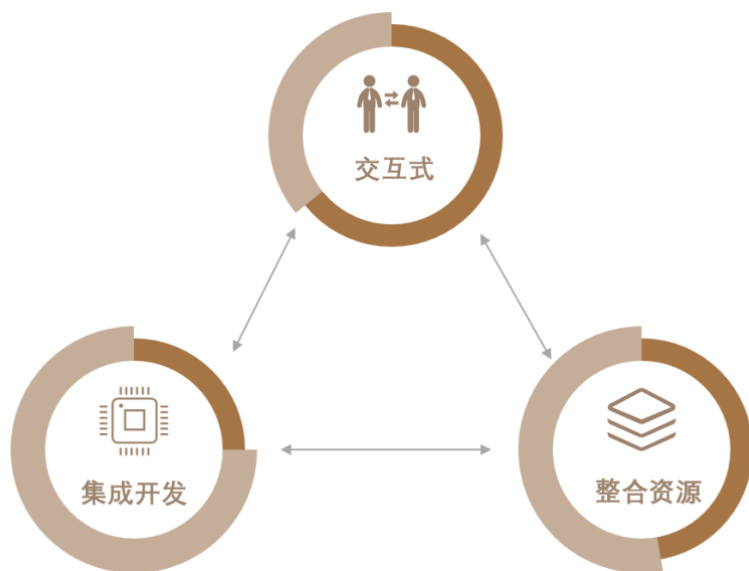
图 21：公司与终端、模厂之间形成共生的生态关系


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司坚持以“交互式”自主研发为主、合作研发为辅的研发模式。通过配置业内先进的研发、检测、分析设备和模拟客户涂、装施工环境的全景实验室，构建包含原材料、技术配方、工艺参数、色彩调试方案等元素的技术数据库，与终端品牌客户建立了双向“交互式”的研发信息共享机制。公司以内部研发部门为主体、各级工程技术中心为平台，联合

供应商、高校和行业协会，有效集成社会资源，共同开展基础课题研究和前沿技术研究。通过设立专属实验室，与终端客户进行共同研发，精确、快速地为终端用户提供系统化的解决方案；同时公司整合行业协会资源及中山大学、湖南大学等高校的研发资源，打造开放式研发平台，共同促进研发成果产业化。

图 22：公司“交互式”自主研发模式



数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.3 公司核心技术具有先进性，处于生命周期早期

公司核心技术权属清晰且均为自有技术，技术成熟并应用于公司产品的批量生产中，覆盖新型功能涂层材料配方技术、工艺技术及上游关键原材料特种树脂技术。公司依托建立大量分析样本的原材料库、配方库、工艺库等进行相关技术创新。

公司核心技术优劣势与国内外可比公司相关技术优劣势相比，在满足某些特定应用场景及需求的关键产品性能及质量方面，具有一定优势。

表 10：公司核心技术与国内外可比公司相关技术的比较

核心技术名称		与国内外可比公司相关技术的比较
系列有机硅 手感涂料技术	硅橡胶有机硅 涂料技术	1、国内可比公司相关产品稳定性及涂层耐磨性相对较差。 2、国外可比公司有类似耐污涂层产品，但涂层抗脏污性能相对较低。 3、公司涂层耐磨性相对较高，触感优异性、耐脏污性能相对较好。但所用配方体系相对较复杂，对应原材料成本相对较高。
	氟橡胶有机硅 涂料技术	1、国内可比公司技术开发较早，但在彩色氟橡胶基材上涂层附着力相对较低。 2、公司涂层对彩色氟橡胶基材附着力优异，耐磨性能优良。但所用配方体系相对较复杂，对应原材料成本相对较高。
3D 玻璃感光油墨技术		1、国内可比公司主要以深色涂层体系产品为主，涂层颜色稳定性相对较弱。 2、国外可比公司涂层颜色稳定性、耐水煮、耐高温高湿等性能相对较低，固化难度相对较高。

核心技术名称		与国内外可比公司相关技术的比较
		3、公司涂层可实现三元色及高附着力，颜色稳定性、耐水煮、耐高温高湿等性能相对较好，固化相对容易。但涂层抗拉拔性能相对较弱。
乘用车车灯防雾树脂及涂料技术		1、国外可比公司较早进入车灯防雾涂料领域，制定了多项防雾涂料的性能指标和测试方法标准，具有一定技术产品垄断性。但涂层抗流挂性能相对较差，防雾时效期相对较短。 2、公司涂层的个别关键性能指标（抗流挂性能等）更优，涂层防雾时效期较长，突破国外可比公司该技术产品垄断。但产品尚未大规模量产，产品稳定性有待市场检验。
系列 PVD 涂料技术	高耐磨 PVD 涂料技术	1、国外可比公司涂层耐机械加工性能相对较好。但震动耐磨性能及产品良品率相对较低。 2、国内可比公司涂层震动耐磨性能、机械强度、加深色涂层附着力相对较低。 3、公司涂层震动耐磨性能更优，机械强度更高、加深色涂层附着力及产品良品率相对较高。但涂层耐机械加工性能相对较差，且配方体系相对较复杂，对应原材料成本相对较高。
	渐变色 PVD 涂料技术	1、国内可比公司涂层色彩明艳度相对较低，渐变色过渡不自然、有色花。 2、公司涂层外观装饰性优异（渐变色过渡自然、无色花等），附着力、耐恶劣环境性优良。但配方中含固化剂，涂装过程中涂料使用时间受限（若超过规定时间涂装涂料将失效）。
	仿陶瓷 PVD 涂料技术	1、国内可比公司涂层仿陶瓷镜面效果相对较差。 2、国外可比公司涂层颜色饱和度相对较高，但仿陶瓷镜面效果不佳。 3、公司涂层外观装饰性优异（镜面仿陶瓷效果优异等），附着力、耐恶劣环境性优良。但涂层颜色饱和度相对较低，且配方中含固化剂，涂装过程中涂料使用时间受限（若超过规定时间涂装涂料将失效）。
系列 UV 色漆技术	UV 单涂色漆技术	1、国外可比公司技术研发起步早，但涂层性能无明显优势，产品良品率相对较低。 2、公司涂层金属外观性优异（高亮白），产品良品率相对较高。但所用配方体系相对较复杂，对涂装工艺要求相对较高。
	UV 仿阳极 涂料技术	1、国外可比公司涂层色彩通透性相对较好，但金属外观质感细腻度欠佳，产品良品率相对较低，耐恶劣环境性能相对较弱。 2、公司涂层金属外观性好（金属外观质感更细腻）、产品良品率相对较高、耐恶劣环境性能相对较好。但涂层色彩通透性相对较低。
	UV 硅手感 涂料技术	1、国外可比公司涂层滑爽触感相对较好，但耐磨性能性能相对较弱，其产品主要应用于静止摆放的智能家电，对耐磨性要求不高。 2、国外可比公司类似耐污涂层抗脏污性能相对较低。 3、公司涂层抗脏污性能相对较高，耐磨性能、耐化学品性能优异。但涂层触感滑爽度相对较弱。
系列水性涂料技术	水性高温 涂料技术	1、国外可比公司面漆附着力相对较高，但基材适用性相对较弱（烘烤温度高）、PPS 基材易变形。 2、公司涂层基材附着力相对较好，基材适用性相对较强（烘烤温度低）、PPS 基材不易变形，耐恶劣环境性能优良。但面漆附着力相对较低。
	水性 UV 涂料技术	1、国外可比公司外观面的 UV 涂料喷涂技术基础相对较好，但涂层对特殊基材的附着力和耐水煮性能相对较差。 2、公司涂层对特殊基材（尼龙塑料）附着力更优异，耐水煮性能更强，耐恶劣环境性能优良。但涂层外观装饰性相对较弱。
乘用车汽车零部件 PVD 涂料技术		1、国外可比公司技术开发较早，产品稳定性、施工性好，主要应用于金属基材。 2、公司涂层耐光老化、抗石冲击等性能优异。可配合镀锌、镀铬、镀铜等不同金属镀层技术及蒸发、溅射镀等不同镀层工艺。主要应用于塑料基材。但长时间使用后产品稳定性有待市场检验。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司主要根据客户需求开发新产品。公司高端消费类电子产品相关涂层材料技术的新产品研发周期约为 1-2 年，乘用车汽车零部件相关涂料的新产品研发周期约为 2-5 年。针对公司核心技术产品，公司的新产品研发周期基本与国外竞争对手持平，可持续满足客户产品更新需求。相比于国内竞争对手，受研发人员更多、研发投入更大，技术实力更强等因素影响，新产品研发周期相对较短，可更好满足国外终端品牌企业产品更新需求。

公司目前现有的核心技术和竞争对手相比，具有一定的领先优势，处于生命周期的早期。

表 11：公司产品实现进口替代的具体过程

核心技术名称	生命周期及所处阶段		主要产品市场容量及变化趋势	
	公司	竞争对手	公司	竞争对手
系列有机硅手感涂料	发展期	1、采用有机硅手感涂料技术路径的竞争对手，发展期。 2、采用传统橡胶涂料技术路径的竞争对手，成熟期。	1、主要应用于智能手机和平板等保护套和可穿戴设备领域，2019 年可穿戴设备涂料市场容量约为 7-10 亿元。 2、伴随可穿戴设备的快速发展，有机硅手感涂料市场容量预计呈增长趋势。未来公司有机硅手感涂料还可应用于使用弹性体基材的其他高端消费类电子产品上，市场容量预计呈增长趋势。	1、采用有机硅手感涂料技术路线竞争对手的市场容量及变化趋势与公司基本一致。 2、传统橡胶涂料主要应用于笔记本电脑等领域。2019 年笔记本电脑涂料市场容量预计为 15-30 亿元。传统橡胶涂料涂层触感、抗脏污等性能相对较差，伴随消费者对产品体验要求的提升，其市场容量预计呈降低趋势。
3D 玻璃感光油墨	萌芽期	1、采用 3D 玻璃感光油墨技术路径的竞争对手，萌芽期。 2、采用贴膜技术路径的竞争对手，发展期。	1、主要应用于智能手机领域，2019 年智能手机特种油墨市场容量约为 14-27 亿元。 2、伴随智能手机后盖逐步去金属化，玻璃后盖应用将逐步增加，3D 玻璃感光油墨市场容量预计呈稳步增长趋势。未来公司 3D 玻璃感光油墨还可应用于使用玻璃基材的其他高端消费类电子产品上，市场容量预计呈增长趋势。	1、采用 3D 玻璃感光油墨技术路线竞争对手的市场容量及变化趋势与公司基本一致。 2、目前，由于单价较高，采用贴膜技术路线竞争对手的市场容量相对较高。贴膜存在生产效率及产品良品率相对较低、四角贴合度较差等问题，伴随 3D 玻璃感光油墨逐步被市场认可，贴膜在智能手机玻璃应用上的市场容量预计呈逐步降低趋势。
系列 PVD 涂料	发展期	发展期	1、主要应用于智能手机领域，2019 年智能手机涂料市场容量约为 41-82 亿元。2019 年消费电子领域 UV 固化涂料产值占比预计为 49.86%，因此智能手机 PVD 涂料（UV 固化）的市场容量预计为 20-41 亿元。 2、伴随智能手机材质去金属化，塑料材质应用将逐步增加，PVD 涂料市场容量预计呈稳步增长趋势。未来公司 PVD 涂料还可应用于主要使用 UV 固化、塑料基材的其他高端消费类电子产品上，市场容量预计呈增长趋势。	与公司情况基本一致
系列 UV 色漆	发展期	1、采用 UV 色漆技术路径的竞争对手，发展期。 2、采用热固化色漆技术路径的竞争对手，成熟期。	1、可应用于智能手机、笔记本电脑、可穿戴设备、智能家电等应用领域，2019 年上述应用领域涂料市场容量合计预计为 96-172 亿元。2019 年消费电子领域 UV 固化涂料产值占比预计为 49.86%，因此在上述应用领域 UV 色漆市场容量预计为 48-86 亿元。 2、伴随下游应用领域的发展、环保政策日益趋	1、采用 UV 色漆技术路线的竞争对手的市场容量及变化趋势与公司基本一致。 2、2019 年消费电子领域热固化涂料产值占比预计为 50.14%，采用热固化色漆技术路线的竞争对手在相关应用领域的市场容量预计为 48-86 亿元。伴随下游应用领域的发展，热固化色漆市场容量预计中短期呈一定增长

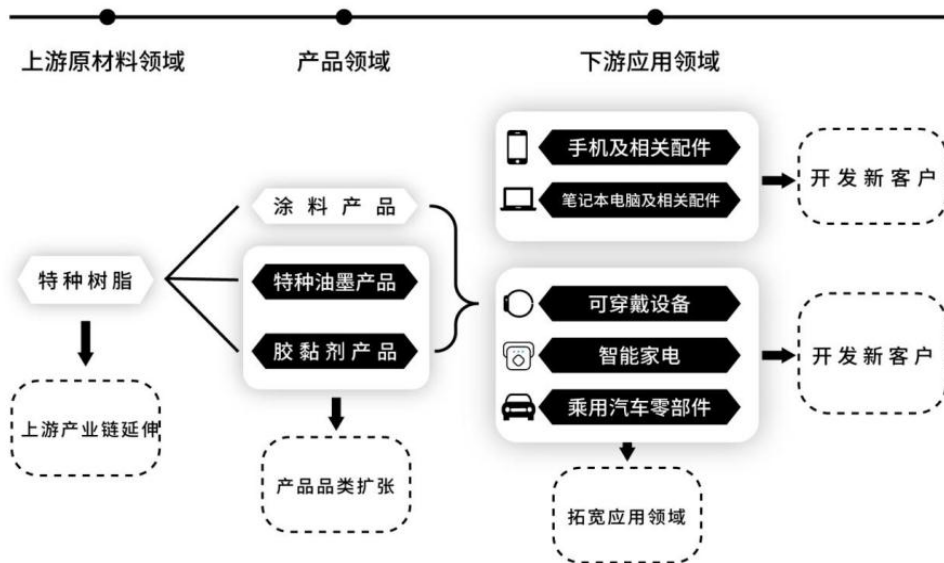
核心技术名称	生命周期及所处阶段		主要产品市场容量及变化趋势	
	公司	竞争对手	公司	竞争对手
			严、下游企业生产制造升级，公司 UV 色漆市场容量预计呈较大增长趋势。	趋势，但随着环保政策日益趋严、下游企业生产制造升级，预计长期呈稳步降低趋势。
系列水性涂料	萌芽期	1、采用水性涂料技术路径的竞争对手，萌芽期。 2、采用溶剂型涂料技术路径的竞争对手，成熟期	1、可应用于智能手机、笔记本电脑、可穿戴设备、智能家电等领域，2019 年上述应用领域涂料市场容量合计预计为 96-172 亿元。2019 年消费电子领域水性涂料产值占比预计为 12.17%，因此在上述应用领域水性涂料市场容量预计为 12-21 亿。 2、伴随下游应用领域的发展、挥发性有机物排放量的逐步规范、相关配方及工艺等技术的发展，公司水性涂料市场容量预计呈增长趋势。	1、采用水性涂料技术路线竞争对手的市场容量及变化趋势与公司基本一致。 2、2019 年消费电子领域溶剂型涂料产值占比预计为 51.24%，采用溶剂型涂料技术路线竞争对手在相关应用领域的市场容量预计为 49-88 亿元。伴随下游应用领域的发展，溶剂型涂料市场容量预计中短期呈一定增长趋势，但随着挥发性有机物排放量的逐步规范，预计长期呈稳步降低趋势。
乘用车车灯防雾树脂及涂料	萌芽期	成熟期	1、主要应用于乘用车车灯领域，2019 年乘用车车灯防雾涂料市场容量约为 9-14 亿元。 2、伴随节能环保型汽车的市场替代，乘用车车灯防雾涂料市场容量预计呈增长趋势。未来公司乘用车车灯防雾涂料还可应用于摩托车仪表盘、摄像头镜头、室外灯罩、乘用车玻璃等其他细分应用领域，市场容量预计呈增长趋势。	与公司基本情况一致
乘用车零部件 PVD 涂料	萌芽期	1、采用 PVD 涂料技术路径的竞争对手，萌芽期。 2、采用水电镀技术的竞争对手，成熟期。	1、主要应用于乘用车汽车零部件领域，2019 年乘用车汽车零部件 PVD 涂料市场容量约为 99-128 亿元。 2、伴随环保政策日益趋严，市场对该类技术认可度提升，加之环保型汽车的市场替代及乘用车改装需求提升，公司乘用车汽车零部件 PVD 涂料市场容量预计呈增长趋势。	1、采用 PVD 涂料技术路线竞争对手的市场容量及变化趋势与公司基本一致。 2、目前，乘用车汽车零部件领域采用水电镀技术路线竞争对手的市场容量与公司基本一致。随着环保政策日益趋严、乘用车汽车零部件 PVD 涂料逐步被市场认可，水电镀市场容量预计呈下降趋势。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

3.4 公司未来三年持续扩张，横向纵向均有机会

松井位于“高端消费品领域之新型功能涂层系统解决方案提供商”，公司将秉承“高端引领、快速响应”的经营理念，依靠创新的科技和优良的服务，持续满足下游市场日益变化的需求，力争成为高端消费品领域具有世界影响力的涂层材料品牌企业，最终成为新型功能涂层材料细分领域的领导者。

图 23：紧密围绕现有主营业务布局



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司紧密围绕现有主营业务领域开展业务布局，未来三年具体规划如下：

(1) 扩大涂料业务布局，进一步提高核心产品市场竞争地位

紧密围绕高端消费品涂料之核心产业链，进一步加大涂料产品业务布局，在巩固和提升现有国内终端品牌市场占有率的同时，进一步扩大国际品牌的市场开拓力度，最终成为全球领先的高端消费品涂料供应商。

在高端消费类电子领域，与苹果、华为、小米、MOTO、惠普、华硕、Beats、PHILIPS、Sonos 等终端品牌建立长期稳定的合作关系，新增 VIVO、小天才、Human、Honeywell 等终端品牌客户；在乘用车领域，重点开发法雷奥、吉利、上汽通用五菱、广汽等终端品牌客户。

(2) 加大特种油墨市场开拓力度，实现胶黏剂量产，构建多类别一体化的涂层材料产品架构体系

以涂料为核心，重点扩大特种油墨市场份额，通过自主研发方式实现胶黏剂量产，构建涂料、特种油墨、胶黏剂三位一体的多类别体系。

涂料业务方面，公司推出可替代高污染性水电镀铬的乘用车零部件 PVD 涂料和可替代传统 PU 手感涂料的乘用车内饰件 UV 硅手感涂料，已得到广汽和吉利的认可。

特种油墨业务方面，公司重点开发了 3D 玻璃感光油墨技术及相关产品，并于 2018 年开始对谷歌等知名终端品牌实现批量供货。

胶黏剂业务方面，公司设有专门的研发团队并提供相关资源保障，以结构胶和 PUR 胶为突破点，对系列环保型胶黏剂产品进行了重点开发。目前，公司已具备环保型胶黏剂产品相关的技术储备。

(3) 加大特种树脂的研发与生产投入，增强技术竞争能力

结合下游应用领域需要,为增强技术竞争能力,公司将加大特种树脂的研发与生产投入,为公司持续推出差异化的技术和产品提供有力支持。

为适应环保政策要求,公司重点开发水性 NCVM 树脂技术,以应对市场需;重点投入 UV 硅树脂技术攻关,以期实现进口替代;重点突破乘用车车灯防雾树脂技术,力争打破国外垄断。

4 募投项目提高公司产能,助推公司成长

公司募集资金,除了补充流动资金之外,还有扩张产能的项目。募投项目实施前,公司核心产品—涂料类产品设计总产能为 5250 吨/年,该产能配置系公司于 2015 年构建完成,因产能设计预留部分增长空间,至 2019 年末,公司产能已达到饱和状态。

本次募集资金投资项目实施后,将新增汽车部件用新型功能涂料产能 500 吨/年、高性能水性涂料产能 5000 吨/年,涂料类产品产能总计增加 5500 吨/年,公司核心产品产能的增加将为未来经营业务的持续增长提供有力保障。

(1) 高性能水性涂料建设项目

项目拟充分利用公司自主研发的生产技术,新建生产厂房及仓库 12570 平方米,建设高性能水性涂料的生产线。项目建成后,可新增 5000 吨/年高性能水性涂料生产能力。项目建设期为 24 个月。

高性能水性涂料建设项目系公司原拟投资建设项目,已于 2018 年 7 月 24 日取得宁乡经济技术开发区管理委员会出具的立项备案文件,于 2018 年 12 月 19 日取得宁乡市环保局出具的宁环经复[2018]55 号环评批复文件。因考虑市场环境变动等因素,公司对上述项目有关投资金额、经济效益分析等进行了修订,并于 2019 年 7 月 18 日取得宁乡经济技术开发区管理委员会出具的宁开管立备[2019]45 号企业投资项目备案文件;于 2019 年 7 月 31 日取得宁乡市环保局出具的确认函(确认上述项目与原环评及批复文件的相关规定未发生重大变更,不需要重新申请环评)。项目建设地点位于宁乡经济技术开发区,项目占地面积 3,764 平方米,建筑面积 7004 平方米,相关土地已取得不动产登记证。

(2) 汽车部件用新型功能涂料改扩建项目

项目拟充分利用公司自主研发的生产技术,对汽车部件用新型功能涂料进行扩能建设,项目建成后,可新增 500 吨/年汽车部件用新型功能涂料生产能力。项目建设期拟定为 2 年。

2019 年 7 月 18 日,公司取得宁乡经济技术开发区管理委员会出具的宁开管立备[2019]47 号企业投资项目备案文件;2019 年 8 月 16 日,公司取得宁乡市环境保护局出具的宁环经复[2019]35 号项目环境影响报告书的批复。项目建设地点位于宁乡经济技术开发区松井新材现有厂区内,建设项目使用现有土地、房产,不涉及需新取得土地或房产的情形。

(3) 特种油墨及环保型胶粘剂生产扩能项目

项目拟充分利用公司现有的生产技术和管理经验,结合市场需求,建设形成年产 700 吨特种油墨生产线及年产 500 吨环保型胶黏剂生产线。项目建设期拟定 2 年。

2019 年 7 月 18 日,公司取得宁乡经济技术开发区管理委员会出具的宁开管立备[2019]46 号企业投资项目备案文件;2019 年 8 月 16 日,公司取得宁乡市环境保护局出具

的宁环经复[2019]35号项目环境影响报告书的批复。项目建设地点位于宁乡经济技术开发区松井新材现有厂区内。

(4) 公司全球营销网络及信息化建设项目

项目的实施主体为松井新材，项目拟投资 4000 万元，用于公司全球营销网络与信息化建设。新建美国、日本、越南、印度四个营销网点并配备技术服务中心，建立全球信息化平台、扩充营销团队。

2019 年 8 月 9 日，公司取得湖南省商务厅针对 4 个境外机构分别出具的 N4300201900009、N4300201900010、N4300201900011、N4300201900012 号企业境外机构备案文件。

(5) 研发检测中心建设项目

下游高端消费品领域科技创新能力强、产品定制化需求高且更新速度快等特点，对新型功能涂层材料制造企业的科技创新能力提出了较高的要求。本次募投项目实施后，将围绕公司产品和技术创新需要新增一系列先进生产

设备以及配套研发设备和检验检测设备，在提高研发部门硬件配套水平的同时进一步提升公司综合创新能力及产品质量控制能力和检测水平。同时，公司将通过募投项目建设加大新技术和产品开发力度，进一步提高产品综合市场竞争力。该募投项目建设将有效提升公司科技创新能力和整体研发能力。

表 12：研发检测中心项目扩大公司研发能力

项目	现有状况	募投项目实施后状况
研发场地面积（平方米）	8140.22	21247.10
研发测试设备（台）	570	691
研发人员数量	110	240

数据来源：招股说明书，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：考虑到疫情和未来 5G 时代换机潮的影响，预计公司下游需求将在 2021 年起得到恢复，并实现较大增长；

假设 2：预计公司特种树脂项目将在 2021 年开始逐步建成，毛利率进一步提升；

假设 3：预计公司 2020-2022 年涂料销量为 6500 吨、10000 吨、13000 吨。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 13: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
合计	收入	455.1	476.8	748.5	992.5
	增速	73.6%	4.8%	57.0%	32.6%
	成本	207.7	218.5	333.7	435.5
	毛利率	54.4%	54.2%	55.4%	56.1%
涂料	收入	448.72	468.00	720.00	936.00
	增速		4.3%	53.8%	30.0%
	成本	205.24	215.28	324.00	416.52
	毛利率	54.3%	54.0%	55.0%	55.5%
油墨	收入	6.01	8.40	28.00	56.00
	增速		39.8%	233.3%	100.0%
	成本	1.97	2.77	9.24	18.48
	毛利率	67.2%	67.0%	67.0%	67.0%
其他	收入	0.41	0.43	0.45	0.47
	增速		5.0%	5.0%	5.0%
	成本	0.53	0.43	0.45	0.47
	毛利率	-29.9%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 4.8 亿元、7.5 亿元和 9.9 亿元, 归母净利润分别为 1.1 亿元、1.8 亿元、2.6 亿元, EPS 分别为 1.40、2.31 和 3.23 元。

我们选取了广信材料、华特气体和金宏气体为可比公司, 其中, 广信材料与松井股份为同行对手, 华特气体和金宏气体所处的电子特气领域和公司所处的 3C 特种涂料领域均受益于国产替代和下游电子行业高景气, 2020 年平均 PE 为 74 倍, 2021 年平均 PE 为 57 倍。结合对标公司估值, 首次覆盖, 给予公司“持有”评级。

表 14: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300537.SZ	广信材料	19.18	0.37	0.35	0.49	0.62	50	55	39	31
688268.SH	华特气体	70.42	0.60	0.81	1.04	1.29	117	87	68	55
688106.SH	金宏气体	34.04	0.37	0.42	0.53	0.64	92	81	64	53
平均值							86	74	57	46

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

公司产品价格下跌风险, 在建项目不达预期风险, 安全生产风险, 主要原材料价格波动风险, 全球疫情影响风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	455.14	476.83	748.45	992.47	净利润	91.48	111.83	184.20	257.24
营业成本	207.74	218.48	333.69	435.47	折旧与摊销	12.52	13.88	18.94	26.22
营业税金及附加	5.42	6.71	10.24	6.85	财务费用	-0.01	-4.80	-8.08	-9.33
销售费用	60.49	54.84	82.33	104.21	资产减值损失	-2.17	0.00	0.00	0.00
管理费用+研发费用	26.87	76.29	119.75	158.80	经营营运资本变动	-45.25	33.55	-70.98	-58.63
财务费用	-0.01	-4.80	-8.08	-9.33	其他	15.96	-2.58	4.14	1.09
资产减值损失	-2.17	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	72.52	151.88	128.23	216.59
投资收益	-1.22	5.00	5.00	5.00	资本支出	-31.98	-100.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-21.06	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-53.04	-95.00	-145.00	-145.00
营业利润	105.48	130.31	215.51	301.48	短期借款	4.91	-4.91	0.00	0.00
其他非经营损益	0.83	1.25	1.19	1.16	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	106.30	131.57	216.71	302.63	股权融资	0.55	686.15	0.00	0.00
所得税	14.83	19.73	32.51	45.40	支付股利	0.00	-18.57	-22.37	-36.84
净利润	91.48	111.83	184.20	257.24	其他	-4.02	48.72	8.08	9.33
少数股东损益	-1.40	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1.44	711.39	-14.29	-27.51
归属母公司股东净利润	92.87	111.83	184.20	257.24	现金流量净额	20.95	768.27	-31.06	44.08
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	114.64	882.91	851.85	895.94	成长能力				
应收和预付款项	238.00	244.93	384.69	502.03	销售收入增长率	73.56%	4.77%	56.96%	32.60%
存货	50.96	21.14	31.37	42.17	营业利润增长率	88.01%	23.55%	65.39%	39.89%
其他流动资产	1.88	1.96	3.08	4.09	净利润增长率	77.72%	22.25%	64.71%	39.65%
长期股权投资	2.12	2.12	2.12	2.12	EBITDA 增长率	83.04%	18.14%	62.41%	40.64%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	119.16	206.58	338.94	464.02	毛利率	54.36%	54.18%	55.42%	56.12%
无形资产和开发支出	32.90	32.13	31.35	30.57	三费率	19.19%	26.49%	25.92%	25.56%
其他非流动资产	11.13	10.61	10.09	9.57	净利率	20.10%	23.45%	24.61%	25.92%
资产总计	570.79	1402.38	1653.48	1950.50	ROE	22.82%	9.52%	13.79%	16.53%
短期借款	4.91	0.00	0.00	0.00	ROA	16.03%	7.97%	11.14%	13.19%
应付和预收款项	150.86	163.84	250.94	325.65	ROIC	32.15%	30.05%	35.86%	35.34%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.92%	29.23%	30.25%	32.08%
其他负债	14.14	64.34	66.51	68.42	营运能力				
负债合计	169.91	228.18	317.45	394.07	总资产周转率	0.92	0.48	0.49	0.55
股本	59.70	79.60	79.60	79.60	固定资产周转率	4.36	3.72	3.88	3.46
资本公积	199.13	865.39	865.39	865.39	应收账款周转率	2.67	2.27	2.60	2.44
留存收益	134.96	228.22	390.05	610.45	存货周转率	4.62	5.93	12.09	11.32
归属母公司股东权益	399.88	1173.21	1335.04	1555.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.15%	—	—	—
少数股东权益	1.00	1.00	1.00	1.00	资本结构				
股东权益合计	400.88	1174.20	1336.04	1556.44	资产负债率	29.77%	16.27%	19.20%	20.20%
负债和股东权益合计	570.79	1402.38	1653.48	1950.50	带息债务/总负债	2.89%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.54	5.28	4.14	3.76
					速动比率	2.22	5.18	4.04	3.65
					股利支付率	0.00%	16.61%	12.14%	14.32%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	117.99	139.39	226.37	318.36	每股收益	1.17	1.40	2.31	3.23
PE	90.82	75.43	45.79	32.79	每股净资产	5.02	14.74	16.77	19.54
PB	21.09	7.19	6.32	5.42	每股经营现金	0.91	1.91	1.61	2.72
PS	18.53	17.69	11.27	8.50	每股股利	0.00	0.23	0.28	0.46
EV/EBITDA	52.64	54.50	33.69	23.82					
股息率	0.00%	0.22%	0.27%	0.44%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn