

松井股份 (688157.SH) 增持 (首次评级)

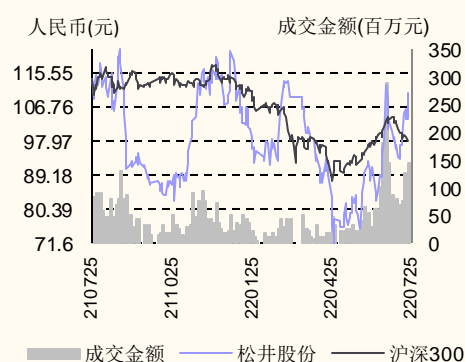
公司深度研究

市场价格(人民币): 110.11元

目标价格(人民币): 121.80元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	0.80
已上市流通A股(亿股)	0.35
总市值(亿元)	87.85
年内股价最高最低(元)	122.35/72.10
沪深300指数	4238
上证指数	3270



3C 涂料引领者，切入乘用车涂料成长可期

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	435	508	588	703	848
营业收入增长率	-4.44%	16.85%	15.71%	19.50%	20.59%
归母净利润(百万元)	87	97	117	162	198
归母净利润增长率	-6.13%	11.72%	19.70%	38.78%	22.66%
摊薄每股收益(元)	1.095	1.224	1.461	2.028	2.488
每股经营性现金流净额	0.90	0.72	1.16	1.83	1.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.96%	8.23%	9.17%	11.69%	13.03%
P/E	75.78	99.46	75.35	54.29	44.26
P/B	6.03	8.18	6.91	6.35	5.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内领先的新型涂层材料生产商。**公司产品包括涂料、特种油墨等，下游主要应用于消费电子和乘用车两大领域。其中 2021 年消费电子领域营收占比 96%，乘用车领域营收占比 4%，乘用车涂料高速增长。
- **高效研发和快速反应，差异化竞争打破外资垄断。**3C 产品快速迭代、多样化、定制化特点要求涂料企业要进行持续的研发投入和技术更新。公司近 5 年研发投入占比平均超 10%，通过更高效的研发和快速反应满足下游迭代需求，3C 涂料基本实现对全球知名终端品牌全覆盖，打破了高端消费类电子涂料被阿克苏诺贝尔、PPG 等国际巨头垄断的格局。
- **消费电子领域 (1)全球手机和笔电终端市场趋于稳定，公司 16-21 年手机和笔电涂料营收由 1.25 亿增长至 3.85 亿，五年 GAGR25.2%，彰显公司存量市场中强大的市场拓展能力，预计 23 年手机和笔电涂料油墨市场约 120 亿元，成长空间广阔。(2)可穿戴和智能家电行业高速增长，全球可穿戴设备出货量近六年 GAGR36.7%，预计 25 年接近 8 亿部，21-25 年 GAGR10.7%，智能家居出货量预计 20-24 年 GAGR13.2%，公司可穿戴和智能家电领域营收近五年 GAGR 分别为 31.2%和 40.9%，未来将跟随行业维持高速增长。**
- **切入乘用车零部件涂料打开成长空间。**中国是全球最大的新能源车生产和消费国，新能源车迭代速度高于传统汽车，内外饰作为汽车中差异化部分具备定制化多样化特点，公司有望复制 3C 领域高效研发和快速反应能力在汽车领域快速占领市场，目前公司已获得比亚迪、特斯拉、小鹏、蔚来等十多家知名车企 AVL 资质认证。公司乘用车领域营收近五年 GAGR44.9%，2022Q1 营收 1143.36 万元，同比增长 331.93%，延续高速增长态势。

投资建议

预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 5.88、7.03 和 8.48 亿元，归母净利润为 1.17、1.62 和 1.98 亿元，对应 EPS 分别为 1.46、2.03 和 2.49 元，考虑到标的稀缺性，给予公司 2023 年 60 倍 PE，对应目标价 121.8 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

3C 涂料和乘用车涂料开发不达预期、大客户采购大幅减少、市场竞争加剧、原材料价格波动、董监高和核心技术人员减持、限售股解禁

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

内容目录

一、国内领先的新型涂层材料生产商	4
1.1 深耕涂层材料行业，聚焦消费电子和乘用车领域	4
1.2 短期冲击不改业绩长期向好，盈利能力保持稳定	5
1.3 横纵拓展产业链，构建完善一体化产品体系	6
二、高端消费电子涂料领域市场广阔，差异化竞争抢占市场份额	7
2.1 涂层材料空间广阔，外资主导全球市场	7
2.2 手机和笔电市场趋于稳定，可穿戴设备和智能家电高速增长	9
2.3 3C 涂料准入门槛高，有望保持良好的竞争格局	12
2.4 国内最大 3C 涂料企业，基本覆盖全球知名终端品牌	14
2.5 高效研发和快速反应，塑造差异化竞争优势	15
三、汽车涂料市场广阔，切入零部件涂料打开成长空间	18
3.1 全球汽车涂料市场空间大，外资主导中高端市场	18
3.2 新能源车高速增长，国产乘用车涂料有望迎来高速发展	19
3.3 汽车涂料市场逐步突破，有望成为业绩新增长点	20
四、盈利预测与投资建议	21
4.1 核心假设及盈利预测	21
4.2 投资建议及估值	22
五、风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司产品按产品性质分类	4
图表 2: 2021 年公司按产品类型收入占比	4
图表 3: 2021 年公司按应用领域收入占比	4
图表 4: PVD 涂料	5
图表 5: 装饰油墨	5
图表 6: 营收短期下降后重回正增长	5
图表 7: 扣非归母净利润略有承压	5
图表 8: 公司盈利能力稳定	6
图表 9: 期间费用呈下降趋势	6
图表 10: 公司 2021 年成本构成	6
图表 11: 公司产业链布局	7
图表 12: 公司 IPO 募投项目	7
图表 13: 涂料行业细分领域众多	8
图表 14: 全球涂料市场销售额 (亿美元)	8
图表 15: 2022 年世界十大涂料企业排行榜(单位:亿美元)	9

图表 16: 2021 全球涂料行业竞争格局 (销售额)	9
图表 17: 全球智能手机出货量	9
图表 18: 未来智能手机市场趋于稳定	9
图表 19: 2020 年全球智能手机市场份额	9
图表 20: 2021 年全球智能手机市场份额	9
图表 21: 中国智能手机产量和全球智能手机出货量 (亿部)	10
图表 22: 全球笔记本市场趋于平稳	10
图表 23: 全球可穿戴设备出货量高速增长	11
图表 24: 2021 年全球可穿戴设备出货量市场份额	11
图表 25: 中国智能家电市场规模稳定增长	11
图表 26: 全球智能家居市场出货量预测 (亿台)	11
图表 27: 2023 年消费电子领域市场涂料和油墨市场容量测算	11
图表 28: 公司与同行业可比公司主营业务产品情况比较	12
图表 29: 苹果手机主要机型及外壳材质的演变	13
图表 30: 营收对比 (亿元)	14
图表 31: 消费电子领域分产品营收 (万元)	15
图表 32: 终端品牌客户覆盖情况	15
图表 33: 研发投入占营收比例对比	16
图表 34: 专利数量对比	16
图表 35: 公司主要核心技术与行业技术发展情况对比	16
图表 36: 公司毛利率高于可比公司	17
图表 37: 公司销售费用占比高于可比公司	17
图表 38: 业务布局处于领先地位	18
图表 39: 汽车涂料类别	18
图表 40: 2020 年全球十大汽车涂料品牌	19
图表 41: 中国汽车涂料行业细分市场情况	19
图表 42: 全球汽车产量趋于平稳	19
图表 43: 中国新能源车产量和全球新能源车销量	19
图表 44: 2023 年全球汽车零部件领域涂层材料产品市场容量测算	19
图表 45: 公司涂料产品在乘用车涂层领域的主要应用	20
图表 46: 公司乘用车领域营业收入高速增长 (万元)	21
图表 47: 公司分产品盈利预测	22
图表 48: 可比公司估值情况	22

一、国内领先的新型涂层材料生产商

1.1 深耕涂层材料行业，聚焦消费电子和乘用车领域

- 公司是新型功能涂层材料领先企业，主要产品包括涂料、油墨和胶黏剂。公司围绕涂料/油墨/胶黏剂等构建多品类、一体化产品体系，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。涂料由于其基材适用性广、多涂层结构等因素，涂料的总涂覆面积相对较大，相比于其他两类涂层材料应用更广，2021年公司涂料产品贡献公司95%收入；油墨产品随着5G技术逐渐普及，玻璃基材应用提升，油墨用量有望逐步增加，目前占公司收入比例4%，仍然较小；在高端消费品小体积、轻量化趋势下，胶黏剂在集成电路、智能终端、乘用车等领域已经逐渐实现大规模的应用。

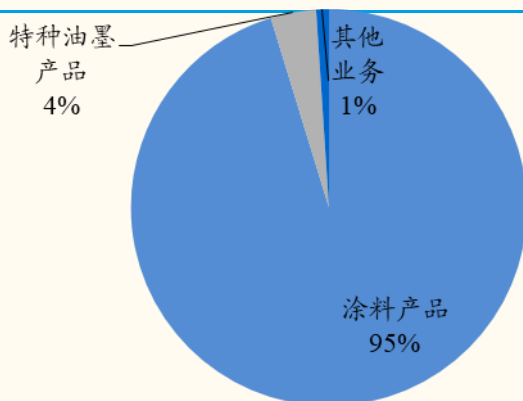
图表 1：公司产品按产品性质分类

涂层材料名称	产品特性及用途	应用特点
涂料	通过喷涂等方式将图案以涂膜的方式表现在基材上的粘性胶连体；可有效改善基材表层外观，延长产品使用寿命，起装饰、防护、功能化等作用。	(1) 基材适用性广（塑料、复合基材、金属等），广泛应用于大面积结构件（后盖、中框、面板等）和细节（按键、天线等）位置，涂覆总面积大；(2) 通常以多涂层实现；(3) 固含量低，主要采用喷涂等方式，涂装损耗率相对较高；(4) 单价适中，相比于其他两类涂层材料，涂料需求总量大。
油墨	通过印刷等方式将图案、文字以印膜形式表现在承印物上的粘性胶连体；对基材表面起装饰、标志、保护、特种功能作用。	(1) 基材适用性适中（以玻璃为主），主要应用于大面积结构件（前、后盖等）和细节（摄像孔、指纹按键等）等位置，涂覆总面积适中；(2) 涂层数相对较少；(3) 固含量较高，主要采用丝印、移印等涂装方式，涂装损耗率相对较低；(4) 单价相对较高，需求总量略低于涂料。
胶黏剂	主要用于不同材料的黏结与固定，提高部件装配性；提升其他功能性，如：防水性、导电性、导热性、耐低温等。	(1) 基材适用性广（塑料、金属、玻璃、复合材料等），主要用于点或线等结构位置，涂装总面积适中；(2) 固含量高，主要采用定点滴涂方式，涂装损耗率相对较低；(3) 单价高于其他两类涂层材料，单次用量相对较低。

来源：公司公告，国金证券研究所

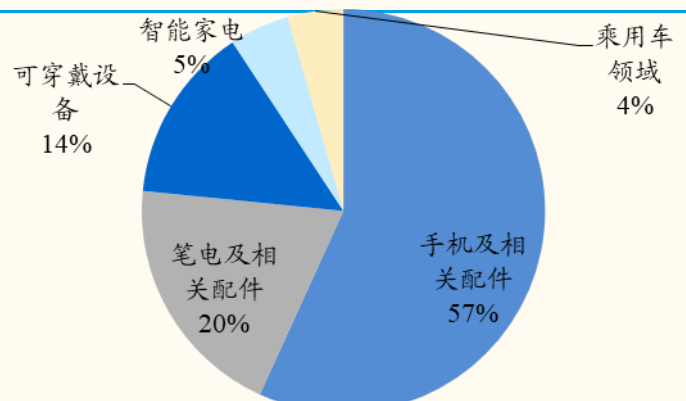
- 公司产品主要应用于高端消费类电子和乘用车两大类领域。在高端消费类电子领域，公司产品主要用于手机及相关配件、笔记本电脑及相关配件、可穿戴设备、智能家电等四类细分领域。按照应用领域看，2021年手机及相关配件贡献57%营收居于首位，其次笔电及相关配件贡献20%营收。在乘用车领域，产品主要用于汽车内外饰件两类细分领域，2021年乘用车领域收入占比4%，仍然较低，随着公司在乘用车领域客户和市场不断突破，未来有望成为新的利润增长点。

图表 2：2021 年公司按产品类型收入占比



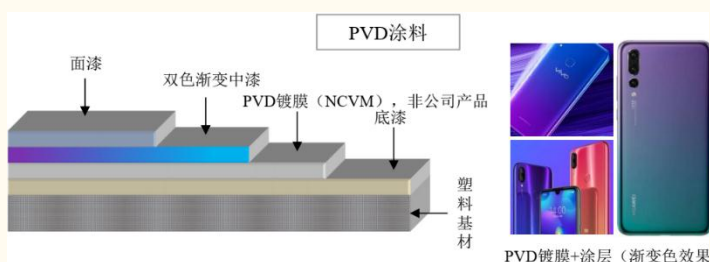
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表 3：2021 年公司按应用领域收入占比



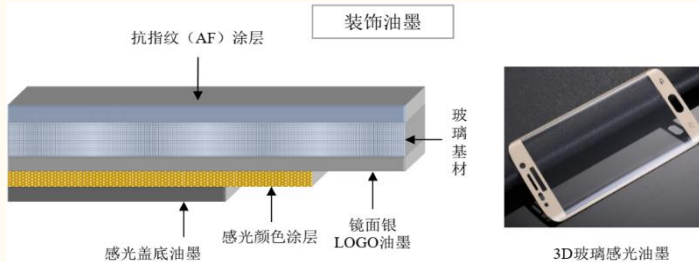
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表 4: PVD 涂料



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 5: 装饰油墨



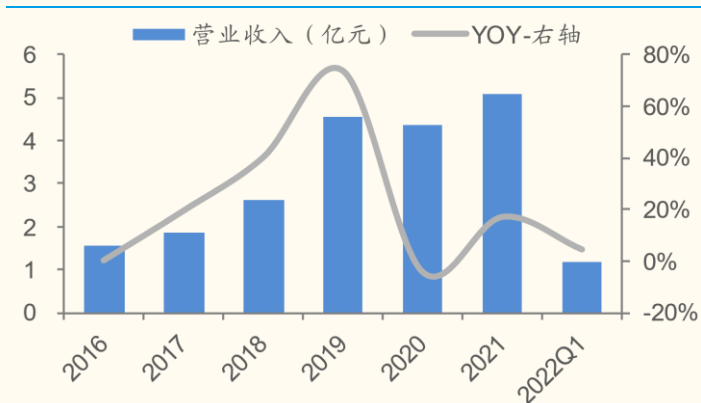
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **管理层拥有丰富涂料行业经验, 具备国际视野。**公司董事长凌云剑在中国大陆最早从事 UV 涂料研发的公司湖南亚大有近 10 年工作经历, 历任技术员、销售经理、副总经理, 董事伍松也曾任湖南亚大技术经理。研发中心总监符饶生曾在飞利浦电子和摩托罗拉电子担任高级工程师, 在涂料行业国际巨头 PPG、阿克苏诺贝尔等担任过技术经理。公司董事、湖南松井研究院副院长杨波是美国纽约伦赛勒理工学院有机高分子化学专业博士研究生、美国宾夕法尼亚大学 MBA, 曾在 UV 固化领域全球领先的美国沙多玛担任大中华区总经理、亚太区商务总监。

1.2 短期冲击不改业绩长期向好, 盈利能力保持稳定

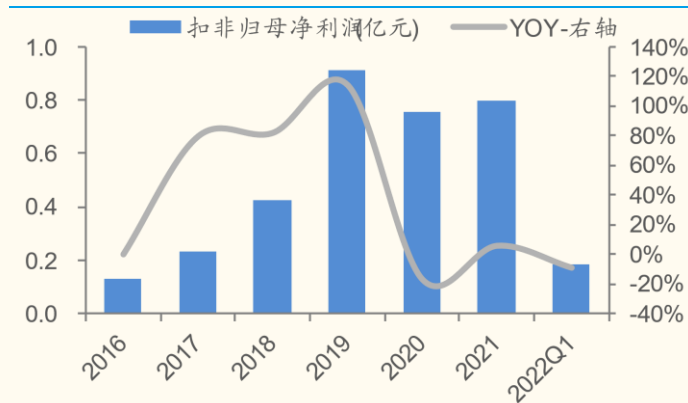
- **华为芯片事件短期冲击业绩, 2021 年重回正增长。**公司 2016-2021 年收入由 1.57 亿增长至 5.08 亿元, 5 年 GAGR26%, 主要受益于终端客户的不断拓展和深入合作。2019 年营收 4.5 亿, 同比增长 73.49%, 系公司对终端品牌华为和苹果的销售大幅增加, 苹果当期智能支付卡产品放量并且终端新增水性 UV 涂料手机保护套项目。2020 年营收 4.35 亿略有下滑, 主要是大客户华为芯片受限和苹果新品发布推迟导致全年主要产品手机及相关配件涂料营业收入同比有所下降。2021 年营收 5.08 亿, 同比增加 16.9%, 主要是公司对苹果、小米、荣耀、VIVO、OPPO 等终端客户的销量增长有效对冲了华为事件的不利影响。

图表 6: 营收短期下降后重回正增长



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

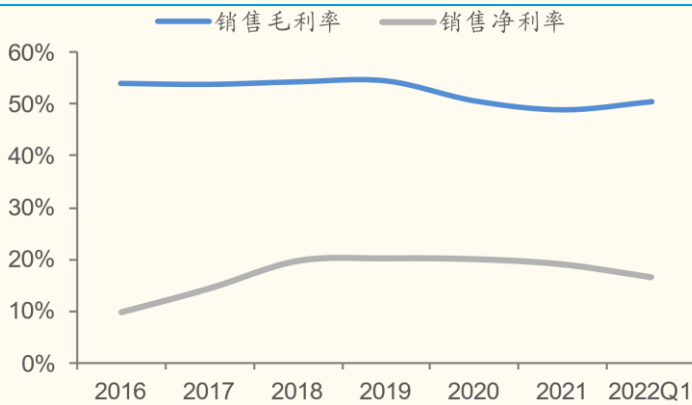
图表 7: 扣非归母净利润略有承压



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

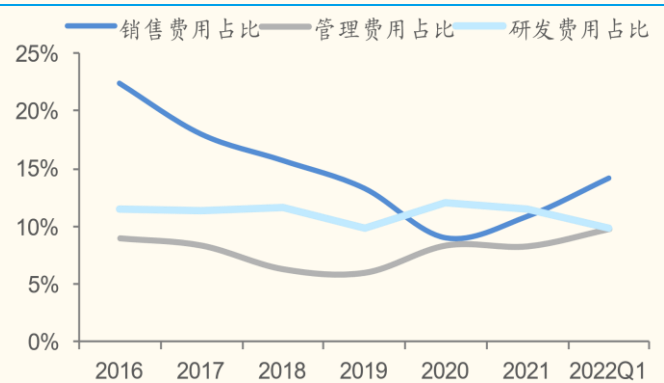
- **盈利能力稳定, 期间费用整体呈下降趋势。**公司毛利率维持在 50%左右, 近两年受原材料价格上涨影响略有下滑, 净利率维持在 20%左右, 2022Q1 略有下滑, 盈利能力整体保持稳定。在研发上坚持高比例投入, 研发费用占比常年维持 10%左右; 销售费用 2016 年至 2020 年有明显下降, 2021 年销售费用增加, 主要是营销人员股权激励及拓展新业务新市场的费用增加。

图表 8: 公司盈利能力稳定



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

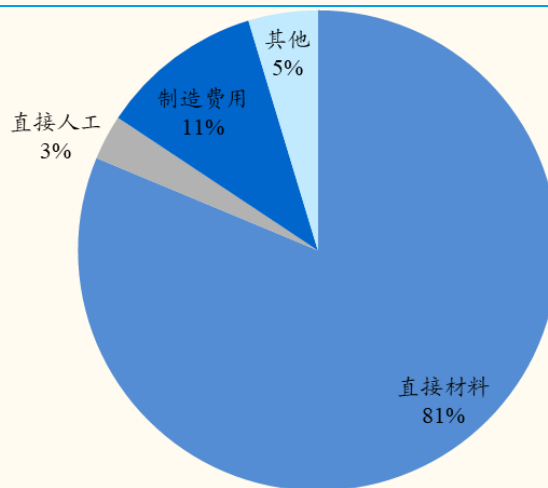
图表 9: 期间费用呈下降趋势



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

- **原材料成本占比高。**上游原材料包括溶剂、金属颜料、树脂和助剂等，直接材料成本占主营业务成本比例在 80%左右，2021 年溶剂和助剂同比分别上涨 32.9%和 12.1%，原材料价格上涨导致公司毛利率微降。

图表 10: 公司 2021 年成本构成

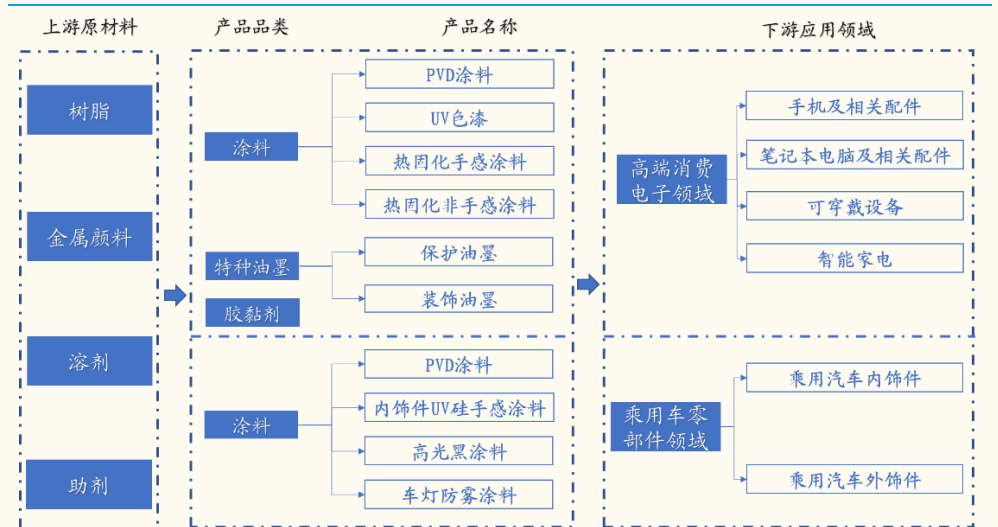


来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3 横纵拓展产业链，构建完善一体化产品体系

- **持续深耕 3C 涂层，汽车涂层加速渗透，适时切入特种装备领域。**公司聚焦高端消费电子领域，在巩固和提升现有终端品牌市场占有率基础上，扩大国际品牌的市场开拓力度，致力于成为全球领先的高端消费品涂料供应商。在此基础上，进一步加大汽车涂层领域布局，为客户提供系统性的解决方案和更快速、更优质的服务，做大做强乘用车涂料业务。同时积极储备积极部署“第三战略增长曲线”，加强技术储备，适时进军特种装备（涵盖航空航天、海洋装备、轨道交通等）领域。
- **构建“涂料、油墨、胶黏剂”三位一体产品结构体系，一站式满足客户需求。**涂料、油墨、胶黏剂广泛应用于高端消费品领域，具有客户群体相同、产品性能、用途互补性强等特征。公司现有研发实力和生产系统可实现从涂料、油墨产品快速过渡到胶黏剂产品，有助于构建完善的“涂料、油墨、胶黏剂”三位一体产品结构体系，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，提高公司产品竞争力，增强下游市场客户粘性。

图表 11: 公司产业链布局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **IPO 募投项目扩大产能, 助力业绩持续增长。**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, 公司募投包括高性能水性涂料 5000 吨/年, 汽车部件用新型功能涂料 500 吨/年, 特种油墨 700 吨/年, 环保型胶黏剂 500 吨/年。结合全球市场、行业环境变化及募投项目建设等实际情况, 公司为进一步提高募集资金的效率, 对部分募投项目投入募集资金和实施内容进行优化调整, 将建设完成期限延长至 2024 年 6 月。

图表 12: 公司 IPO 募投项目

项目名称	建设内容	产能 (吨/年)	总投资额(万元)	预计达产日期
高性能水性涂料建设项目	高性能水性涂料	5,000	16,107.81	2024年6月
汽车部件用新型功能涂料扩建设项目	汽车部件用新型功能涂料	500	4,182.42	2024年6月
特种油墨及环保型胶黏剂生产扩能项目	特种油墨	700	3,729.48	2024年6月
	环保型胶黏剂	500		
信息化建设项目	-	-	600	已完成
研发检测中心建设项目	研发检测中心	-	42,024.66	2024年6月

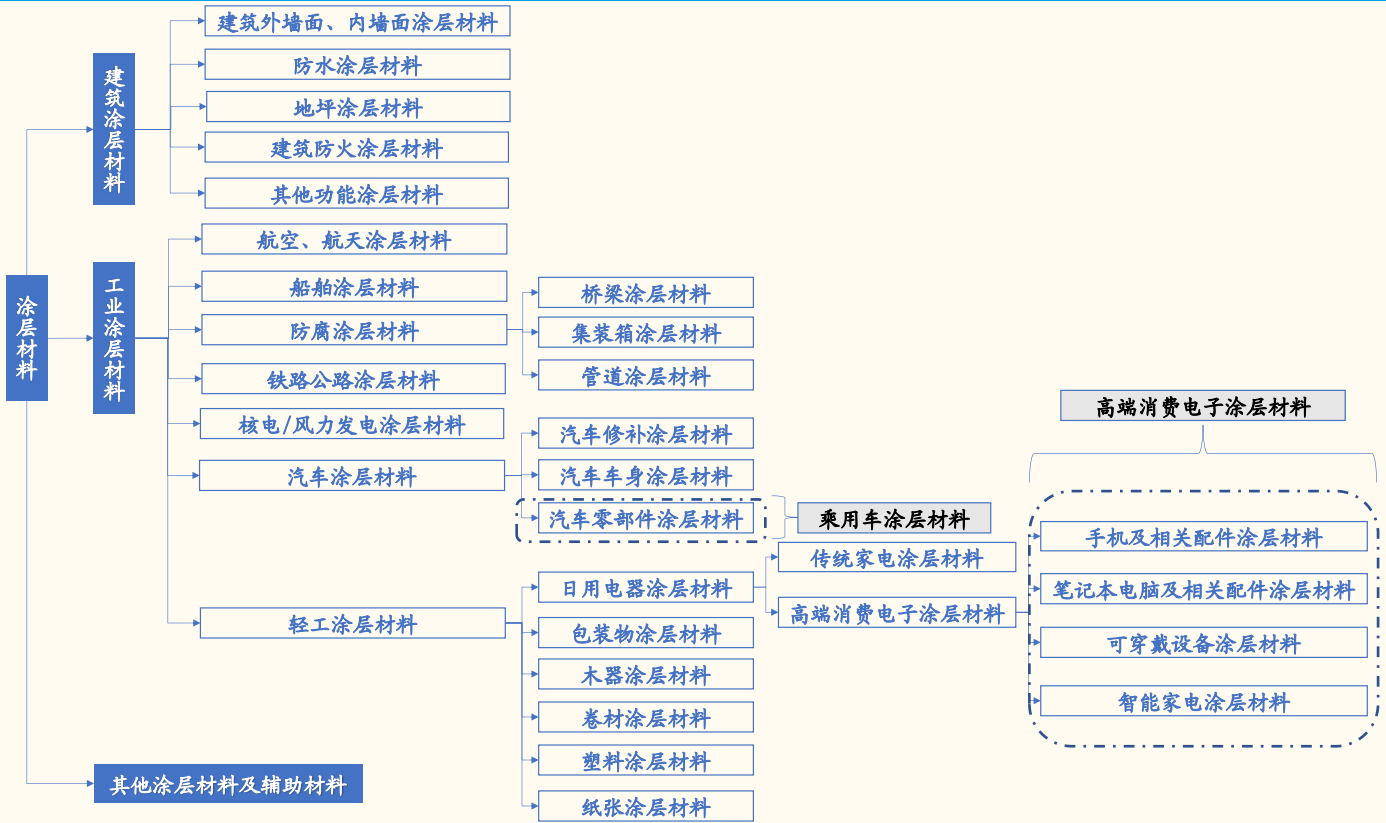
来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、高端消费电子涂料领域市场广阔, 差异化竞争抢占市场份额

2.1 涂层材料空间广阔, 外资主导全球市场

- **涂层材料细分领域多, 公司主要产品属于工业涂料细分领域。**工业涂料是涂料行业中复杂程度最高、用途范围最广、技术难度最大的涂料门类, 在工业涂料六类细分行业中, 汽车涂料与轻工涂料用途范围最广。汽车涂料行业可以分为汽车车身涂层材料、汽车修补涂层材料和汽车零部件涂层材料; 高端消费电子涂层材料属于轻工涂层材料下的家用电器涂层材料的细分领域。

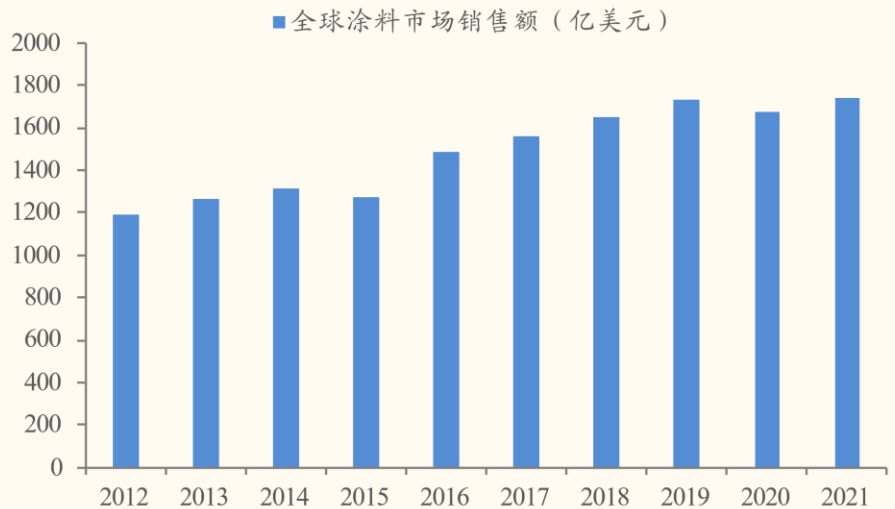
图表 13: 涂料行业细分领域众多



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- 涂料行业市场空间达 1700 亿美元，全球市场由外资企业主导。世界油漆与涂料工业协会数据显示，2019-2021 年全球涂料市场销售额在 1700 亿美元。从竞争格局来看，2021 年涂料行业销售额前十企业均为外资企业，合计占全球涂料市场份额的 46%，竞争格局相对分散，国内涂料企业仍有巨大的成长空间。

图表 14: 全球涂料市场销售额 (亿美元)



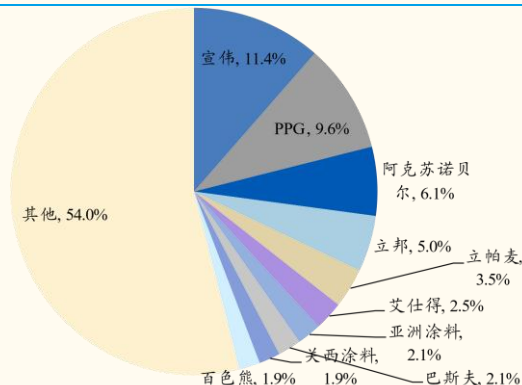
来源: 世界油漆与涂料工业协会, 国金证券研究所

图表 15: 2022 年世界十大涂料企业排行榜(单位:亿美元)

排名	企业	国家	2021 营业收入	净利润
1	宣伟	美国	199.44	18.64
2	PPG	美国	168.02	14.39
3	阿克苏诺贝尔	荷兰	105.71	9.14
4	立邦	新加坡	86.42	5.58
5	立帕麦	美国	61.06	5.02
6	艾仕得	美国	44.16	2.63
7	亚洲涂料	印度	37.31	3.98
8	巴斯夫	德国	35.84	1.35(估)
9	关西涂料	日本	32.69	2.06
10	百色熊	美国	32.4	1.72(估)

来源: 中外涂料网, 国金证券研究所

图表 16: 2021 全球涂料行业竞争格局 (销售额)

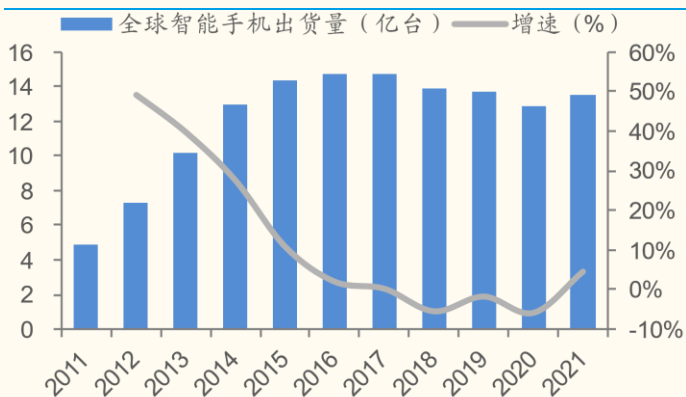


来源: 世界油漆与涂料工业协会, 国金证券研究所

2.2 手机和笔电市场趋于稳定, 可穿戴设备和智能家电高速增长

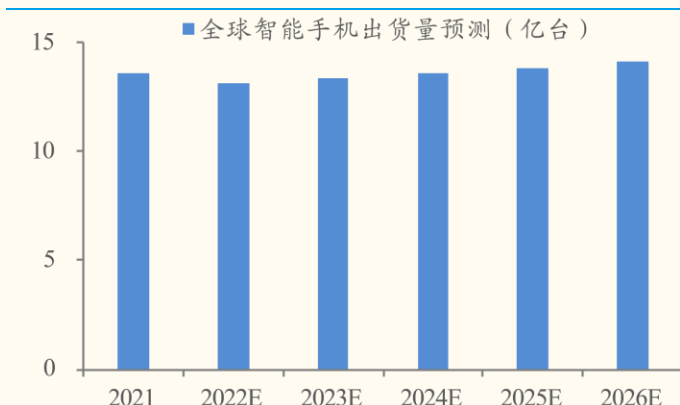
- **全球智能手机市场进入存量时代, 未来出货量趋于稳定。** 智能手机经历近十年高速增长, 2016 年全球出货量达 14.72 亿部后逐年回落, 仅 2021 年同比增长 7.7% 有所反弹。2022 年, 受俄乌冲突、疫情和通货膨胀冲击, 手机市场下游需求疲软, IDC 大幅下调其对 2022 年出货量的预测, 由原来增长 1.6% 下调至下降 3.5% 至 13.1 亿部, 预计中欧和东欧的降幅最大, 出货量下降 22%。长远来看出货量仍将稳定增长, IDC 预计到 2026 年全球智能手机出货量 5 年复合成长率为 1.9%。

图表 17: 全球智能手机出货量



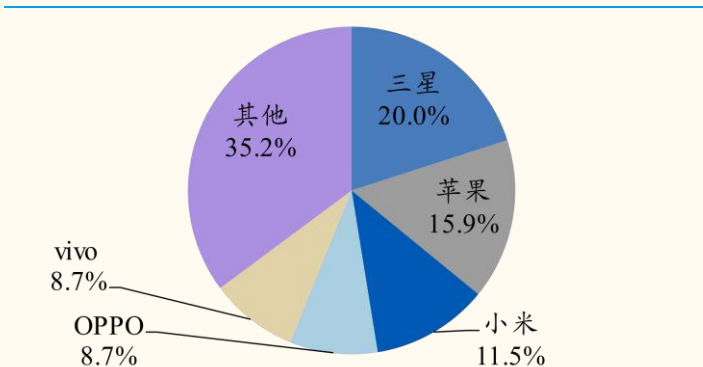
来源: IDC, 华经产业研究院, 国金证券研究所

图表 18: 未来智能手机市场趋于稳定



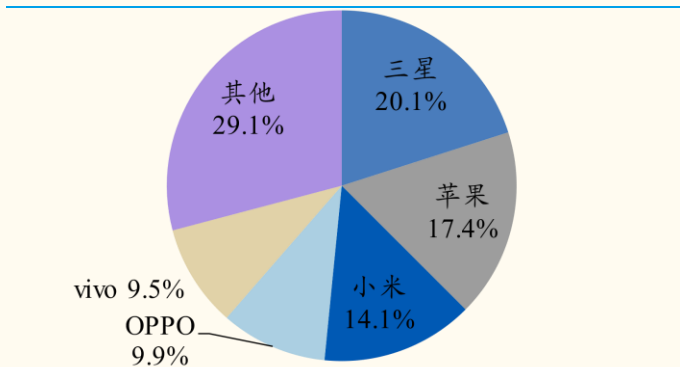
来源: IDC, 国金证券研究所

图表 19: 2020 年全球智能手机市场份额



来源: IDC, 国金证券研究所

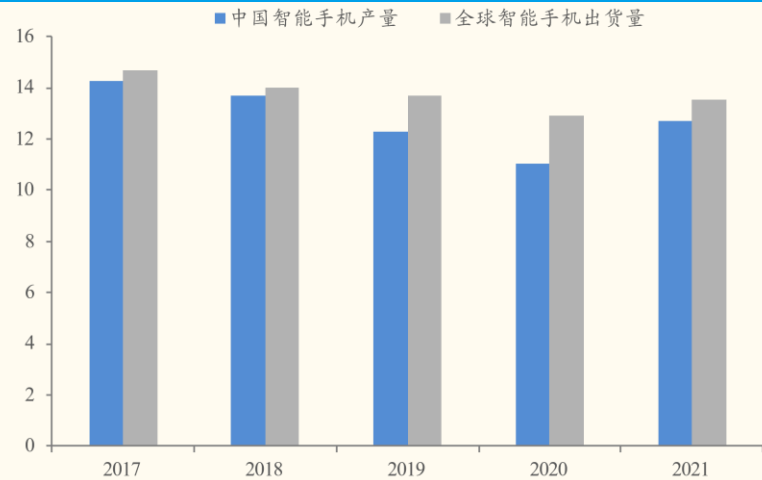
图表 20: 2021 年全球智能手机市场份额



来源: IDC, 国金证券研究所

- **三星、苹果稳居出货量前两位，国内品牌份额提高。**下游终端市场份额相对稳定，近两年三星市场份额稳定在 20% 稳居首位，2021 年苹果市场份额由 15.9% 提高至 17.4%，国内品牌小米、VIVO 和 OPPO 合计市场份额由 28.9% 提升至 33.4%。
- **中国是 3C 生产制造大国，带动上游供应链企业快速发展。**3C 产品加工和组装工厂绝大多数都在中国，我国 3C 产能一度占据全球 70%。以智能手机为例，2021 年国家统计局数据显示国内智能手机产量 12.72 亿部，全球智能手机出货量 13.55 亿部，国内智能手机产量占全球出货量比例近 5 年平均超过 90%。中国本身是全球手机制造基地，叠加国产终端品牌小米华为等的快速崛起，带动了国内供应链企业逐步发展壮大。

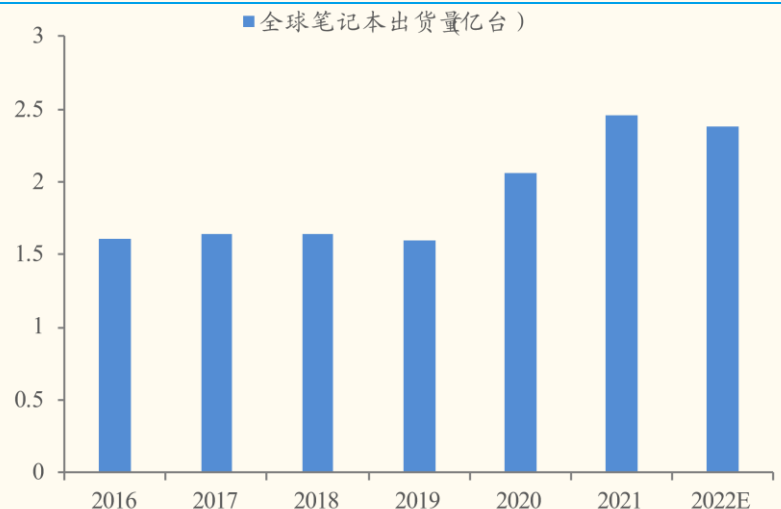
图表 21: 中国智能手机产量和全球智能手机出货量 (亿部)



来源: 国家统计局, IDC, 中商情报网, Wind, 国金证券研究所

- **笔记本电脑市场仍将稳步发展。**Statista 数据显示, 2016-2019 年全球笔记本电脑出货量均保持在 1.6 亿台左右, 2020、2021 年新冠疫情下远程办公和远程教育市场需求提高, 全球笔记本电脑出货量同比分别增加 28.7% 和 19.4% 至 2.06 和 2.46 亿台。随着海外疫情呈现常态化以及国内疫情得到有效控制, 预计 2022 年开始出货量将出现下滑趋势。由于笔记本差异化产品定位, 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, 长期来看笔记本电脑市场仍将稳步发展。

图表 22: 全球笔记本市场趋于平稳



来源: Statista, 国金证券研究所

- **可穿戴设备产业迅速发展，市场集中度高。**在全球应用和体验式消费的驱动下，可穿戴设备迅速发展。IDC 数据显示, 2014-2021 年出货量年复合

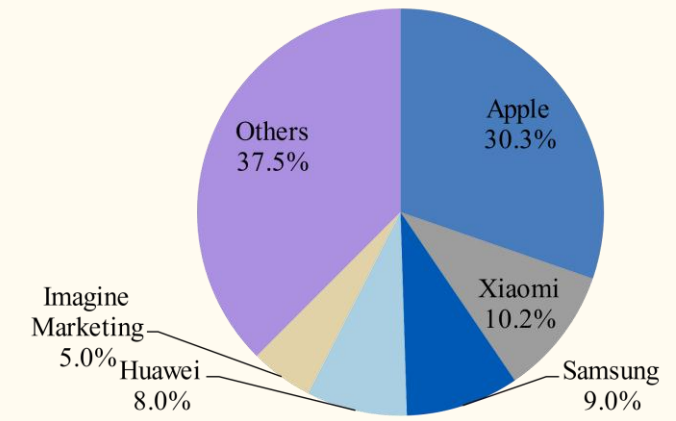
增长率 51.7%，预计到 2025 年将达到 8 亿部。从市场占有率来看，苹果 2021 年市占率 30.3%，居于首位，2021 年 CR5 占比 62.5%，市场集中度高。从应用领域来看 2020 年全球可穿戴设备中耳戴产品市场份额达 59.14% 占比位列第一，手表和手环占比分别是 23.08% 和 17.08% 位居二、三位。

图表 23: 全球可穿戴设备出货量高速增长



来源: IDC, 华经产业研究院, 国金证券研究所

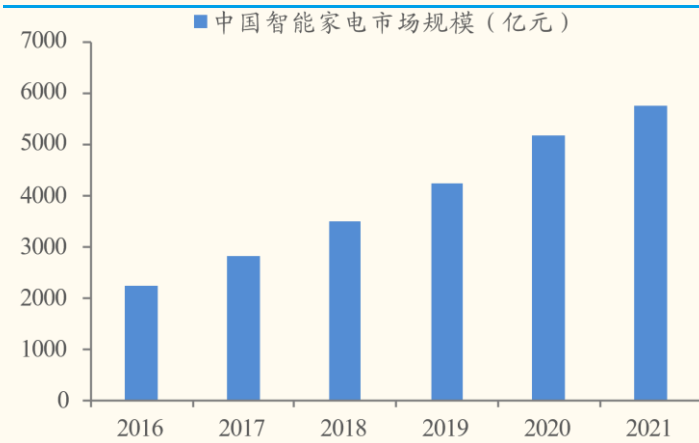
图表 24: 2021 年全球可穿戴设备出货量市场份额



来源: IDC, 华经产业研究院, 国金证券研究所

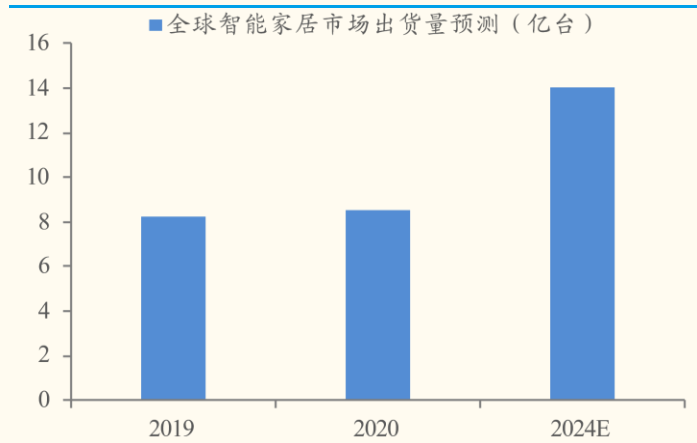
- **智能家电市场快速增长，新型功能涂料在智能家电中应用广泛。**随着居民可支配收入的增长及互联网普及与应用，智能家电产业数字化转型趋势明显，我国智能家电市场规模不断增长，2021 年我国智能家电市场规模突破 5500 亿元。伴随物联网的发展，更多智能家电将被互联接入，智能家电市场增长空间较大。根据 IDC 预测 2023 年全球智能家电出货量将达 15.57 亿台。涂料、特种油墨等新型功能涂层材料作为智能家电的装饰或防护材料，目前主要用于智能冰箱、智能厨卫、数码相机、智能音响、电动牙刷、智能水杯、无人机等智能家电设备领域。

图表 25: 中国智能家电市场规模稳定增长



来源: 中商产业研究院, 国金证券研究所

图表 26: 全球智能家居市场出货量预测 (亿台)



来源: IDC, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

- **预计 2023 年高端消费电子领域新型功能涂层材料市场规模 133-230 亿元。**依据 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，预计 2023 年高端消费电子领域涂料市场规模约 133-230 亿元，预计特种油墨市场规模 42-82 亿元。

图表 27: 2023 年消费电子领域市场涂料和油墨市场容量测算

应用领域	涂料理论需求量 (吨)	特种油墨理论需求量 (吨)	预计涂料市场规模 (亿元)	预计特种油墨市场规模 (亿元)
手机及相关配件	45,600-91,200	15,200-30,400	46-91	30-61

笔记本电脑及相关配件	15,390-30,780	1,710-2,565	15-31	3-5
可穿戴设备	9,640-14,460	964-1,928	10-14	2-4
智能家电	62,280-93,420	3,114-6,228	62-93	6-12
高端消费类电子领域合计	132,910-229,860	20,988-41,121	133-230	42-82

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

2.3 3C 涂料准入门槛高，有望保持良好的竞争格局

- **竞争格局相对稳定，外资巨头具备先发优势。** 高端消费品领域新型功能涂层材料企业按照经营领域和业务覆盖范围不同，一般分为两种类型，以阿克苏诺贝尔为代表的综合型涂料企业和以松井股份为代表的专业型涂料企业。
 - 综合型涂料以阿克苏诺贝尔、PPG、贝格、耐涂可、精工、帝国等跨国性的化工集团为代表企业，3C 涂层材料业务主要为其下属的一小块业务单元，一般通过下属子公司或事业部的形式开展经营。此类企业业务范围大，历史悠久，资金实力强，依靠技术积累和品牌影响力，占据较高市场份额，具备先发优势。
 - 专业型涂料企业以下松井股份、卡秀等为代表企业。该类企业是以高端消费品等领域为目标市场，专业从事涂料、油墨等某一类别或多类别新型功能涂层材料产品体系的品牌制造企业。此类企业技术、人才、资金等方面投入大，具有一定市场竞争优势，市场份额逐步提高。

图表 28：公司与同行业可比公司主营业务产品情况比较

类型	公司名称	主营业务产品情况	主要应用领域	可比业务板块定位情况
国外竞争对手	阿克苏诺贝尔	装饰漆、涂料、专业化学品、工业化学品的研发、生产和销售	木器、装饰品、建筑、汽车、航空航天、工业、船舶与防护等	下设装饰涂料、高性能涂料和特殊化学品三个业务板块，高性能涂料业务板块中的汽车与特殊涂料事业部具体负责开展汽车及消费品涂层材料的经营业务。
	PPG	油漆、涂料、光学产品、特种材料、化学品、玻璃及玻璃纤维的研发、生产和销售	工业、交通运输、消费品、建筑等	下设性能涂料和工业涂料两个业务板块，其中：1、工业涂料业务板块中的工业涂料事业部具体负责开展消费品涂层材料的经营业务；2、工业涂料业务板块中的汽车 OEM 涂料事业部具体负责开展汽车涂层材料的经营业务。
	卡秀	涂料和树脂的研发、生产和销售	信息设备、家电、汽车、特装车、体育运动及休闲娱乐等	
	耐涂可	涂料、树脂、稀释剂、清洗剂的研发、生产和销售	功能性涂料(户内外装建筑材料、光学镜片、显示器、窗玻璃、家电用品、智能手机壳体等)、金属用油漆、稀释剂、清洗剂、树脂等	下设涂料事业部、化学工程事业部和稀释剂事业部，涂料事业部负责开展塑料、金属涂层材料的经营业务。
	贝格	涂料以及艺术颜料的研发、生产和销售	建筑、家用电器、汽车与重型机械、消费品等	下设建筑涂料、家用电器涂料、汽车与重型机械涂料、消费品涂料四个业务板块。
	精工	油墨、涂装剂、其他化学产品及有关产品的研发、生产和销售	手机、汽车、家电面板、建筑材料、衣物、广告牌、体育用品等	
	帝国	普通及特种化学品，颜料，油漆，油墨的研发、生产和销售	平板显示器、家电产品、标签、信用卡、指示牌、名牌、电子仪器、墙纸等	
	日油	油脂产品、基础化妆品、炸药、防锈剂、有机过氧化物、消毒材料、功能高分子产品等的研发、生产和销售	医疗保健领域、电子材料领域、土木建筑领域、石化领域、火箭用固体推进剂、工业炸药、杀菌材料、安保用品、食品加工、汽车安全用品等	下设油化、化成、化药、食品、生命科学、DDS、显示材料、防锈等事业部，化成事业部下的功能高分子系列产品可应用于汽车车灯防雾剂。

国内竞争对手	江苏宏泰	紫外光固化涂料的研发、生产、销售	消费电子、汽车零部件、化妆品包装、货车复合材料箱体、钢材临时防护、运动器材等	专营涂料等经营业务。
	赐彩新材	涂料、油墨等研发、生产、销售	手机、高档电脑、电话、音响器材、汽车零件、控制柜等家电产品	专营涂料、特种油墨等经营业务。
松井股份		涂料、特种油墨等新型功能涂层材料研发、生产、销售	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、乘用车等高端消费品领域	专营涂料、特种油墨等经营业务。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 新型功能涂层材料准入难度大、技术门槛高，具备显著的行业门槛和技术门槛。
- 行业准入壁垒高，销售渠道的进入与维护周期长。公司与“终端”+“模厂”具有双重客户关系，公司和模厂之间是直接供应关系，公司和终端之间是间接供应关系，公司进入供应体系通常要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。在供应商认证阶段，主流终端、核心模厂的认证通常还需满足一定条件：（1）在知名高端消费类电子品牌具有成功项目开发及量产经验；（2）销售额达到一定规模；（3）具有安全生产许可证、危险性化学品运输证等资质证件；（4）具有相匹配的制造设备、检测设备和产能；（5）通过 ATF16949、ISO9001、ISO14001 等体系认证；（6）社会责任履行良好。
- 技术门槛高。新型功能涂层材料领域是高分子化学、有机化学、无机化学、胶体化学、表面化学与表面物理、流变学、材料力学、光学和颜色学等多学科结合的综合应用技术领域。细分涂层材料产品种类繁多，不同细分涂层材料产品的基础原理、材料性能、生产工艺、应用条件区别较大，属于典型的技术密集型产业。
- 3C 产业更新换代速度快，要求涂料公司具备强大的自主研发能力。高端消费品领域终端产品下游产品多样化、多变化、定制化、新基材迅速迭代，对新型功能涂层材料应用提出了新的挑战，上游企业必须通过持续的研发投入和技术更新不断满足消费者对终端产品新质感、新视觉、新体感的需求，为用户营造最佳的使用体验，涂料公司具备强大的自主研发能力成为必备条件。

图表 29：苹果手机主要机型及外壳材质的演变

时间	型号	外壳材质
2007	iPhone	塑料/铝合金
2008	iPhone 3G	塑料
2009	iPhone 3GS	塑料
2010	iPhone 4	不锈钢/玻璃
2011	iPhone 4S	不锈钢/玻璃
2012	iPhone 5	铝合金/陶瓷
2013	iPhone 5S	铝合金/陶瓷
2013	iPhone 5C	塑料
2014	iPhone 6、iPhone6 Plus	铝合金
2015	iPhone 6S、iPhone6s Plus	铝合金
2016	iPhone 7、iPhone7 Plus	铝合金
2017	iPhone 8、iPhone 8 Plus	铝合金/玻璃
	iPhone X	不锈钢/玻璃
2018	iPhone XS、iPhone XS Max	不锈钢/玻璃
	iPhone Xr	铝合金/玻璃
2019	iPhone 11Pro、iPhone11Pro Max	不锈钢/玻璃

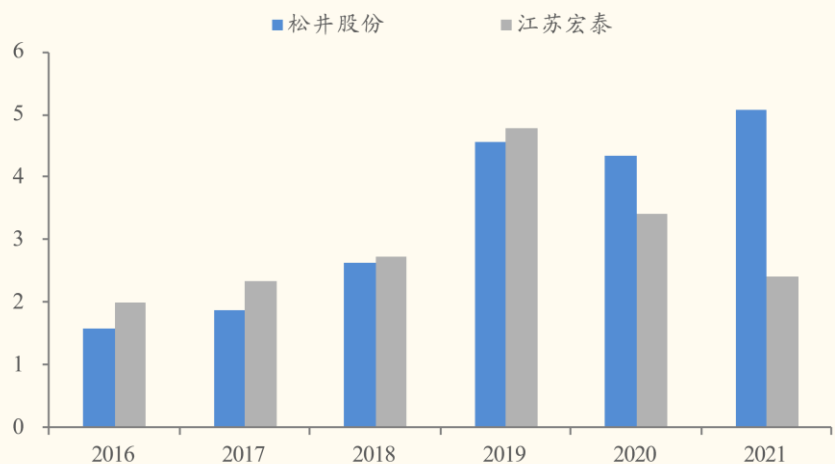
时间	型号	外壳材质
2020	iPhone11	铝合金/玻璃
	iPhone 12、iPhone 12 mini	铝合金/玻璃
	iPhone 12 Pro、iPhone 12 Pro Max	不锈钢/玻璃
2021	iPhone13、iPhone 13 mini	铝合金/玻璃
	iPhone 13 Pro、iPhone 13 Pro Max	不锈钢/玻璃

来源：艾邦高分子，苹果官网，国金证券研究所

2.4 国内最大 3C 涂料企业，基本覆盖全球知名终端品牌

- 公司是国内规模最大的 3C 涂料企业，国内主要竞争对手为广信材料的子公司江苏宏泰。江苏宏泰主要产品是紫外光固化涂料与公司产品相近，下游应用主要在 3C 领域与公司重合。2020 年开始松井在营收和净利润上超越江苏宏泰，成为国内规模最大的 3C 涂料企业。
- 公司产品类型更加丰富，终端客户更加优质。公司目前除拥有系列 PVD 涂料产品及 UV 色漆涂料产品，还拥有系列有机硅手感涂料产品、系列水性涂料产品及 3D 感光油墨技术产品等；在主要终端客户方面，除国内主要手机终端客户外，公司还拥有国外高端消费类电子终端品牌客户，广泛的客户群降低了单一客户依赖的风险。江苏宏泰受华为事件影响 2020 年开始营收显著下滑，公司因为终端客户广泛，苹果、小米、荣耀、VIVO、OPPO 等销售额取得不同程度增长，有效对冲了华为事件的不利影响，公司整体收入平稳增长。

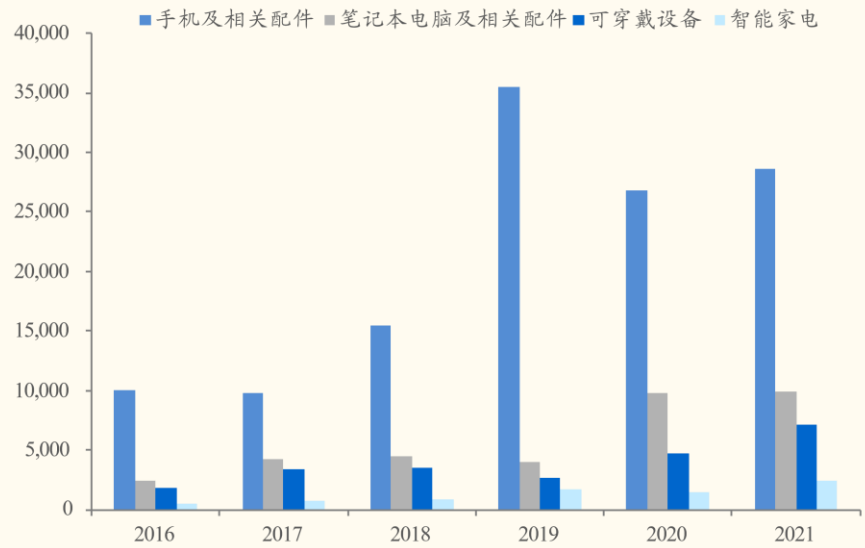
图表 30：营收对比（亿元）



来源：公司公告，同花顺 iFinD，国金证券研究所

- 手机笔电涂料在存量市场高速增长，彰显强大市场拓展能力。手机市场 2016 年出货量达 14.7 亿部随后即开始下滑，仅 2021 年同比微增 4.66%，IDC 预测 2022 年全球手机出货量又将下滑 3.5%至 13.1 亿。笔电出货量 2016-2019 年维持在 1.6 亿台左右，2020 和 2021 受疫情居家影响出货量增加至 2.0 和 2.5 亿台，手机和笔电市场整体趋于平稳。公司手机和笔电领域合计营收由 16 年的 1.25 亿增长至 21 年的 3.85 亿，五年 GAGR25.2%，增长逻辑为存量市场进口替代，在手机和笔电需求承压的背景下，更加彰显了公司强大的市场拓展能力。可穿戴和智能家电领域，公司营收五年 GAGR 分别为 31.2%和 40.9%，未来将跟随行业维持高速增长。

图表 31: 消费电子领域分产品营收 (万元)



来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

- **公司基本实现全球知名终端品牌全覆盖, 与国际巨头进行竞争。**消费电子定制化产品迭代周期短, 定制化需求高, 对上游涂料供应商技术持续研发创新和反应速度有比较高的要求。公司在研发端和市场端持续发力, 成功进入国际知名终端品牌供应体系并与其建立了稳定的业务合作关系, 基本实现对下游全球主流终端的全覆盖, 客户包括苹果、华为、小米、惠普、VIVO、OPPO、MOTO、亚马逊、谷歌、罗技、华硕、联想、传音、罗技、Meta、MagicLeap (美国 VR/AR 品牌)、OtterBox (美国消费性电子产品保护壳品牌)、安克创新、科大讯飞、施耐德等, 与阿克苏诺贝尔、PPG 等国际巨头直接展开竞争。

图表 32: 终端品牌客户覆盖情况

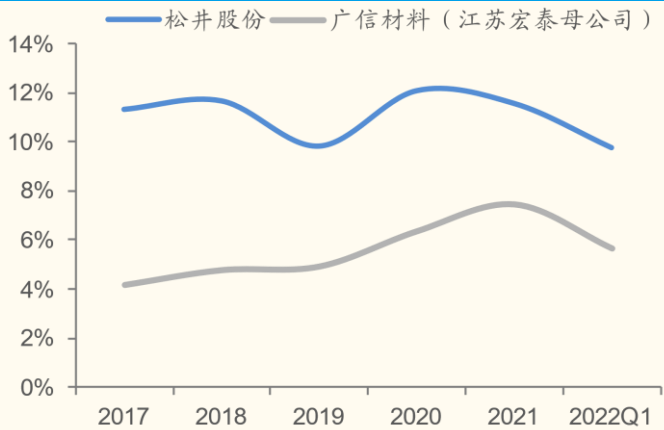
下游应用领域分类	终端品牌	终端品牌涂料产品的主要供应商	终端品牌油墨产品的主要供应商	
手机及相关配件	国外	苹果	松井、卡秀、耐涂可	
	国内	谷歌	PPG、卡秀、松井	帝国、精工、松井
		MOTO	阿克苏诺贝尔、卡秀、松井	
		华为	松井、江苏宏泰、赐彩新材	精工、赐彩新材
	小米	松井、阿克苏诺贝尔、卡秀	四鼎、海正和	
笔记本电脑及相关配件	国外	VIVO	阿克苏诺贝尔、松井、贝格	
	惠普	阿克苏诺贝尔、松井、PPG		
可穿戴设备	国外	苹果	PPG、东邦、松井	
	国内	苹果	松井、耐涂可、先锋	
	国内	华为	松井、卡秀	

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

2.5 高效研发和快速反应, 塑造差异化竞争优势

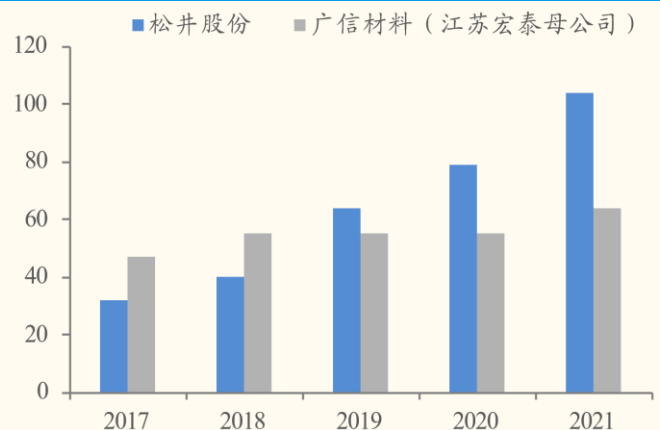
- **坚持“技术的松井”定位, 研发和创新驱动公司发展。**公司近 5 年研发投入占比 10%以上, 显著高于同行业可比公司广信材料 (江苏宏泰母公司)。高比例研发投入产出了诸多自主专利技术, 目前公司拥有 3 项行业领先核心技术和 4 项行业先进核心技术, 参与制定 5 项国家标准, 2 项行业团体标准。截至 2021 年 12 月, 累计获得授权发明专利 55 项, 专利技术覆盖涂料、油墨、胶黏剂等全产品体系, 先后开发了 UV 硅树脂、水性 UV 树脂、环氧树脂、防雾树脂等多种行业卡脖子技术, 在汽车防雾涂料的开发方面, 公司已经实现了系列产品的产业化, 并成功的获得了国内外客户的产品认证。

图表 33: 研发投入占营收比例对比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表 34: 专利数量对比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

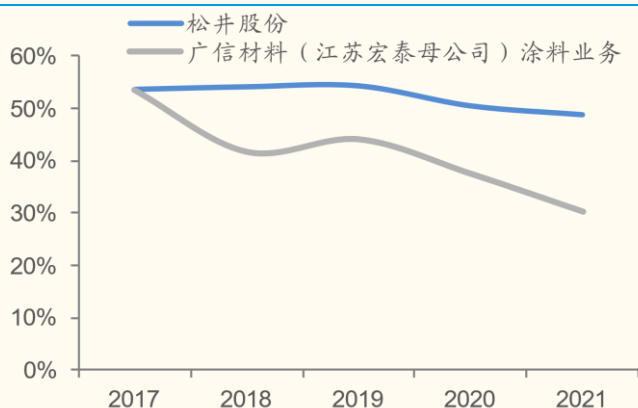
图表 35: 公司主要核心技术与行业技术发展情况对比

核心技术名称	行业相关技术水平及特点
系列有机硅手感涂料技术	有机硅手感涂料技术行业内普遍存在涂层耐磨性较差、对氟橡胶等特殊弹性体基材附着力较低等问题,公司该项技术涂层耐磨性能、触感、耐脏污性能优异、对(彩色)氟橡胶基材的附着力强。
3D 玻璃感光油墨技术	3D 玻璃感光油墨技术发展仍处于萌芽期。行业内普遍存在涂层附着力、颜色稳定性、耐水煮、耐高温高温等性能较差,固化较难等问题,公司该项技术涂层具有优异的附着力、颜色稳定性、耐水煮性能和耐高温高温性能,且固化容易。
系列 PVD 涂料技术	高耐磨 PVD 涂料技术行业内普遍存在涂层震动耐磨性较差、加深色难等问题,公司该项技术涂层震动耐磨性、机械强度优异,在加深度较高的情况下,仍可保持高附着力,产品良品率高。 渐变色 PVD 涂料技术行业内普遍存在涂层渐变色过渡不自然、附着力不好等问题,公司该项技术涂层渐变色过渡自然、无色花,且附着力、耐恶劣环境性能优良。
系列 UV 色漆技术	仿陶瓷 PVD 涂料技术行业内普遍存在涂层仿陶瓷镜面效果不佳等问题,公司该项技术涂层仿陶瓷效果优异,且附着力、耐恶劣环境性能优良。 单涂 UV 色漆技术行业内普遍存在涂层较难实现高亮白、接近阳极的金属效果等问题,公司该项技术涂层可实现高亮白金属效果,且产品良品率高。
系列水性涂料技术	UV 仿阳极涂料技术行业内普遍存在涂层较难实现细腻金属质感等问题,公司该项技术涂层可实现多颜色细腻金属质感,且涂层耐恶劣环境性能好、产品良品率高。 UV 硅手感涂料技术行业内普遍存在涂层耐磨性、耐化性较低等问题,公司该项技术涂层具有高耐磨和高耐化学品性能。 在高端消费类电子领域,水性涂料技术的发展仍处于萌芽阶段。 水性高温涂料技术行业内普遍存在涂层在 PPS 基材上附着力、基材适用性较差(烘烤温度高)等问题,公司该项技术涂层对 PPS 基材附着力优异,烘烤温度较低、基材适用性好。 水性 UV 涂料技术行业内普遍存在涂层对特殊基材附着力、耐水煮性能较差等问题,公司该项技术涂层可实现在特殊基材上的高附着力,且耐水煮性能优异。
乘用车防雾树脂及涂料技术	乘用车车灯防雾涂料技术行业内普遍存在涂层抗流挂性能较差、防雾时效期较短等问题,公司该项技术涂层抗流挂性能优异、防雾时效期较长。
乘用车零部件 PVD 涂料技术	乘用车零部件 PVD 涂料技术发展仍处于萌芽阶段。行业内普遍存在涂层耐光老化、抗石冲击等性能较差的问题,公司该项技术涂层耐光老化性能、抗石冲击性能优异。

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

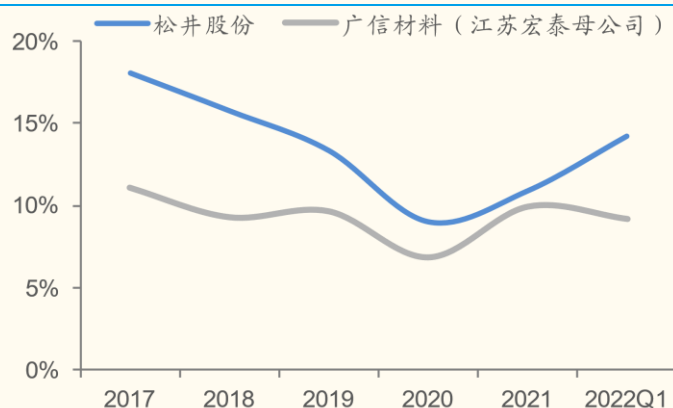
- **“交互式”自主研发为主、合作研发为辅，上下游双向交互良性互动，增强客户粘性。**
 - 公司与终端品牌客户建立了双向交互式的研发信息共享机制。一方面公司根据行业技术发展动态，预测行业科技发展趋势，将最新的理论、材料、工艺等导入产品开发设计中，通过自创式设计将创新产品推荐给终端设计部门；另一方面，公司根据终端传导的工业设计新品设计理念和相关痛点问题，定制化设计推出相关配套产品，满足终端定制化需求。
 - 公司内部建立集成产品开发平台，建立以研发中心为核心，湖南松井研究院协同，终端服务部门、模厂服务部门、质量管理、采购、生产等多部门联合协同的系统集成开发平台，并辅助先进的软、硬件研发设施进行自主研发。
 - 以公司为主体，各级工程技术中心为平台，联合供应商、高校和行业协会，有效整合社会资源，共同促进研发成果产业化。
- **毛利率相对稳定，受益于高附加值产品迭代和优质的海外终端客户。**公司毛利率稳定在 50%左右，一方面是公司产品不断推陈出新，新产品开发难度和技术含量较高，故销售单价及毛利率较高，带动了公司整体毛利率。第二是公司客户包括苹果、Beats、谷歌等国外高端消费类电子终端品牌客户，国外终端相较于国内终端指定性更强，公司在相关模厂的议价能力更高，相关产品毛利率更高且更加稳定。

图表 36：公司毛利率高于可比公司



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：公司销售费用占比高于可比公司



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

- **“一对一定制化”深度营销，有效开发终端和模厂两极客户。**公司销售费用高于同行业可比公司主要是公司采用深度营销模式，终端和模厂两极客户的开发较可比公司需要投入更多的资源。公司采用“一对一定制化”深度营销，终端服务部门人员服务终端、模厂服务部门人员服务模厂，二者相互协同，执行“终端指引、模厂落地”的营销策略，同步客户项目开发全流程，保证项目开发进度和质量，实现对终端和模厂两极客户的有效开发。
- **业务布局围绕核心终端品牌及重点模厂区域，建立快速反应能力。**公司在北京、廊坊、上海、昆山、厦门、重庆、东莞、台湾桃园等城市建有技术、营销服务中心；在北京设有研发中心；在湖南、广东两地拥有研发/生产/仓储/物流/销售/服务等功能体系，并推动实施以募集资金在海外建立四个营销网点并配备技术服务中心，围绕核心终端品牌及重点模厂所在区域建立研发、生产、销售、技术服务机构，基本实现对下游主要产业区域的覆盖。全球高端消费类电子等高端消费品制造环节绝大部分集中在中国，相较于竞争对手，公司在国内建立了相对完善的研发、生产、销售等业务布局，技术、营销服务中心（以涂层材料系统解决方案和营销服务为主）覆盖较广，为公司快速响应终端、模厂等下游市场客户需求提供有力保障，未来公司将继续坚持加大技术投入、提升快速反应能力，进一步增强自身的核心竞争力。

图表 38: 业务布局处于领先地位

公司名称	国内网络分布情况	
国外竞争对手	阿克苏诺贝尔	上海、广州、成都、东莞、嘉兴、天津
	PPG	芜湖、中国台湾、苏州、天津 4 处研发和制造中心;武汉 1 处制造中心;香港 1 处管理中心
	卡秀	无锡、天津 2 处生产基地广州、苏州 2 处研发中心;天津、长春、永康、宁波、重庆、广州 6 处技术服务中心;上海、北京 2 处色彩创作中心
	贝格	广州、深圳、天津 3 处生产和销售中心
	耐涂可	青岛 1 处生产中心
	帝国	上海 1 处生产和营销中心
	日油	常熟 1 处制造中心;上海 1 处营销中心
	精工	杭州 1 处生产中心;东莞、沙 2 处销售中心;四会、泗阳、天津 3 处生产和销售中心
国内竞争对手	江苏宏泰	湖南、广东、江苏 3 处生产和销售基地;天津、厦门、中国台湾 3 处销售中心;上海、重庆、东莞 3 处色彩中心
	赐彩新材	未发现公开披露信息
公司	湖南、广东 2 处研发和生产等基地;北京 1 处研发中心;北京、廊坊、上海、昆山、厦门、重庆、东莞、台湾桃园 8 处技术、营销服务中心	

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

- **公司具备竞争优势, 未来成长可期。**公司主要竞争对手阿克苏诺贝尔、PPG 等研发决策机构和营销决策机构在国外, 其市场开拓及快速研发反应相比本土企业有一定劣势, 特别是过去几年欧美地区的疫情影响较大, 公司得到了快速提升市场份额提供了有利机会。与国内竞争对手相比, 公司产品更加丰富、客户资源更加广泛和优质, 公司除拥有系列 PVD 涂料产品及 UV 色漆涂料产品外, 还拥有系列有机硅手感涂料产品、系列水性涂料产品及 3D 感光油墨技术产品等。在主要终端客户方面, 除国内主要手机终端客户外, 公司还拥有国外高端消费类电子终端品牌客户, 广泛的客户群降低了单一客户依赖的风险, 公司在研发和销售高比例投入, “交互式”研发模式和“一对一深度营销”增加了客户粘性, 贴近客户需求并迅速反应快速赢得了客户信赖。公司依靠持续的研发投入、市场拓展和逐渐提高的品牌影响力, 长期成长可期。

三、汽车涂料市场广阔, 切入零部件涂料打开成长空间

3.1 全球汽车涂料市场空间大, 外资主导中高端市场

- **全球汽车涂料市场发展态势趋于稳定, 国际知名涂料企业占据绝大多数市场份额。**汽车涂料可分为原厂 OEM 涂料、汽车修补漆和汽车内外饰部件涂料三大类。由于中国汽车工业起步晚于欧美和日本, 汽车涂料行业也起步较晚, 国内汽车涂料企业产品主要集中在低端领域, 高端市场被全球顶级汽车油漆和涂料生产商所占据。从全球市场来看, 汽车涂料市场发展态势趋于稳定, 前 5 大汽车涂料供应商 PPG、巴斯夫、艾仕得、立邦、阿克苏诺贝尔市场份额集中度超过 60%, 占据绝大多数市场份额。

图表 39: 汽车涂料类别

品种	用途	使用方式
汽车售后修补涂料	对汽车表面进行维修修复使用涂料	车身表面事故损失或多年使用涂层老化进行恢复性涂装, 被涂车型、形状、颜色等各不相同。为保护车身塑料、电子零件安全, 一般选用低温干燥或自干涂料
汽车内外饰件涂料	对汽车新车内外饰件不同底材进行表面涂装所用涂料	对合成塑料材质汽车内外饰件, 使用低温涂料; 对金属材料汽车部件, 更多使用高温涂料
汽车车身涂料	对汽车新车车身制造统一喷涂使用涂料	汽车工厂整车喷涂车身, 涂装线喷涂作业在控温环境进行, 更多选用高温涂料

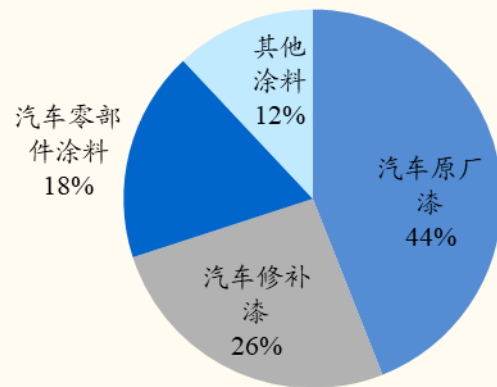
来源: 东来技术招股书, 国金证券研究所

图表 40: 2020 年全球十大汽车涂料品牌

排名	企业名称	国家	汽车漆销售额(亿美元)	市占率(%)
1	PPG	美国	45.438	20.19%
2	巴斯夫	德国	34.217	15.23%
3	艾仕得	美国	33.192	14.75%
4	立邦涂料	日本	16.043	7.13%
5	阿克苏诺贝尔	荷兰	12.55	5.58%
6	宣伟	美国	12	5.33%
7	关西涂料	日本	11.721	5.21%
8	KCC	韩国	8.086	3.59%
9	湘江涂料	中国	4.301	1.91%
10	沃尔瓦格	德国	2.532	1.13%

来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

图表 41: 中国汽车涂料行业细分市场情况



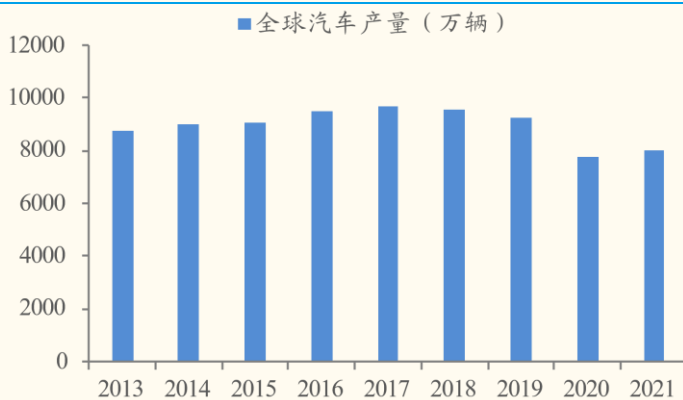
来源: 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

- 预计 2025 年我国汽车涂料市场规模可达 56 亿美元。根据中国化工信息周刊数据, 2019 年全球汽车涂料市场规模为 180 亿美元, 中国是全球汽车涂料产销量最集中区域, 2019 年汽车涂料市场规模约为 45 亿美元, 占全球比例高达 25%。未来 5 年预计汽车涂料产量年均增速 4.9%, 2025 年我国市场规模可达 56 亿美元, 未来发展势头良好。

3.2 新能源车高速增长, 国产乘用车涂料有望迎来高速发展

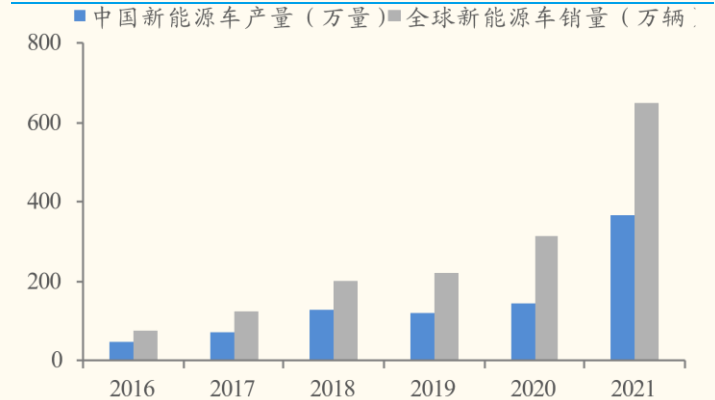
- 全球新能源车销量近 6 年 GAGR 53%。我国新能源汽车产销量连续 6 年位居全球第一。根据中汽协数据, 2017-2020 年全球汽车产量逐年下滑, 特别是 2020 年受疫情影响产量下滑幅度较大, 2021 年全球汽车行业产量略有回升, 同比上年增长 2%, 全球汽车销量趋于平稳。而新能源汽车销量则高速增长, 2021 年全球新能源乘用车销量近 650 万辆, 同比增长达 107%, 近 6 年 GAGR 53%。2021 年中国新能源汽车产量 367.7 万辆, 占全球销量超过 56%, 新能源汽车产销量连续 6 年位居全球第一。根据 GGII 预测, 2025 年全球新能源汽车销量将达到 2,600 万辆, 相较于 2021 年销量年均复合增长率约为 41.42%。

图表 42: 全球汽车产量趋于平稳



来源: 中国汽车工业协会, 立鼎产业研究院, 国金证券研究所

图表 43: 中国新能源车产量和全球新能源车销量



来源: 国家统计局, Wind, EV Sales, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

- 预计 2023 全球汽车零部件领域新型功能涂层材料市场规模 307-391 亿元。依据 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, 预计 2023 年汽车零部件领域市场规模约 307-391 亿元。

图表 44: 2023 年全球汽车零部件领域涂层材料产品市场容量测算

应用领域	涂料理论需求量	预计涂料市场规模
汽车内饰件	56,725-74,504	40-52

汽车外饰件	267,539-338,657	268-339
汽车零部件领域合计	324,264-413,161	307-391

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

汽车主机厂降本需求和汽车电动化趋势，国产汽车零部件涂料迎来发展机遇。

在汽车零部件涂料行业，欧美日韩外资品牌占据市场绝对优势。随着中国汽车工业发展进入平稳期，汽车主机厂成本压力加大，降本需求层层传导，在研发本土化、供应当地化、响应快速化等关键环节，内资涂料品牌具有天然优势。尤其新能源车的产销量高速发展：（1）新势力车企更愿意尝试新的供应商，产业链更开放；（2）新能源车企为保持产品性能和价格的竞争力，汽车迭代更新速度上高于传统汽车；（3）汽车的内饰和外饰是汽车中差异化部分，具备定制化多样化的特点，与 3C 领域特点相似。公司有望复制在 3C 领域凭借高效研发和快速提供系统化解决方案的能力在汽车涂料快速占领市场。

3.3 汽车涂料市场逐步突破，有望成为业绩新增长点

- **切入汽车零部件涂料市场。**公司的涂料、特种油墨等新型功能涂层材料作为乘用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。汽车零部件涂料直接客户主要为汽车主机厂、主机厂一级供应商，产品应用于新车内外饰件零部件表面喷涂。

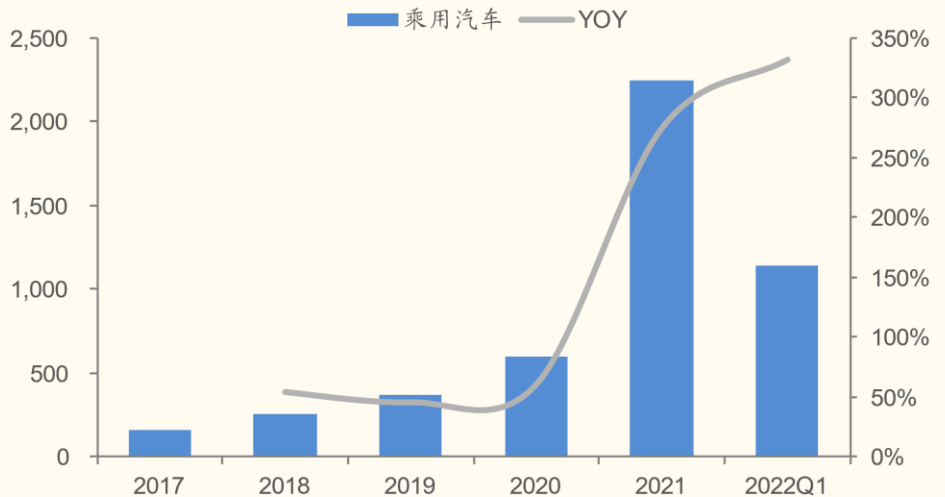
图表 45：公司涂料产品在乘用车涂层领域的主要应用

产品品类	产品名称	产品特点
涂料	零部件 PVD 涂料	适用于汽车内饰装饰条、装饰圈、门把手、旋钮、出风口、方向盘、车标等。采用真空离子溅射技术，有望替代高环境污染的水电镀(铬)产品，无污染；具有优异的附着力及耐水性、金属效果、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。
	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/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，实现镜面流平效果。
	防雾涂料	主要用于乘用车大灯和尾灯防雾功能，提升驾乘安全性；具有优异防雾性能，防流挂、耐老化性、耐久性、高透射率。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **客户逐步突破，业绩高速增长。**公司依托在高端消费电子领域积累的技术优势和品牌影响力逐步突破汽车零部件涂料市场，先后获得比亚迪、特斯拉、小鹏、蔚来、吉利等十多家知名车企的 AVL 资质认证，取得诸多参与新车型试样及新项目的交互研发机会，与延锋集团、星宇股份、宁波华翔、敏实集团、格尔翰等众多国内外知名汽车零部件制造企业建立战略合作关系。公司防雾车灯涂料 2021 年下半年在比亚迪导入量产，PVD 产品、UV 硅产品在特斯拉实现交付，不锈钢涂料顺利在蔚来部分项目中试产或量产。乘用车领域历经前期开拓探索，销售业绩逐步兑现，2021 全年实现收入 2,246.23 万元，同比增长 274.39%，五年 GAGR44.9%。2022Q1 营收 1143.36 万元，同比增长 331.93%，乘用车涂料延续高增长态势，未来有望成为业绩新增长点。

图表 46: 公司乘用车领域营业收入高增长 (万元)



来源: 公司公告, 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 核心假设及盈利预测

- 1) 手机及相关配件: 随着技术更新迭代、手机涂料领域在国际市场上与国际巨头竞争抢占中高端市场和原材料价格下跌, 假设 22-24 年单价 82.10、83.30 和 85.50 元/kg, 毛利率 52.0%、53.0%和 53.5%。手机及相关配件市场份额较高, 预计未来增速放缓, 22 年全球手机出货量下滑, 预计 22 和 23 年会略有反弹, 假设 22-24 年销量增速 1.8%、2.5%和 2.1%。
- 2) 笔记本电脑及相关配件: 笔记本及相关配件市场份额相对较低, 随着客户的拓展增速逐渐提高, 22-24 年销量增速分别为 7.0%、8.1%和 9.0%; 未来拓展业务提高市场份额, 假设单价和毛利率保持稳定, 22-24 年单价均为 57 元/kg, 毛利率均为 33%。
- 3) 可穿戴设备: 苹果可穿戴设备中有机硅手感涂料单价和毛利率较高, 随着下游华为、OPPO 等相关可穿戴设备产品销量增长, 销售单价较低的 PVD 系列涂料及 UV 色漆涂料销售占比有所增加, 整体价格和毛利率呈现下滑趋势, 未来趋于稳定。假设 22-24 年单价分别为 107、105、100 元/kg, 毛利率分别为 65%、64.2%和 63%。销量上来看可穿戴设备出货量增速较高, 未来可穿戴设备涂料销量将维持高增长态势, 假设 22-24 年销量增速 42%、39%和 35%。
- 4) 智能家电: 智能家电处于拓展市场阶段, 假设价格和毛利率相对稳定, 22-24 年单价均为 83 元/kg, 毛利率均为 43%, 下游智能家电市场出货量增速较高, 未来智能家电将维持高增长, 假设 22-24 年销量增速分别为 58%、55%和 55%。
- 5) 乘用车涂料: 下游应用目前主要在新能源车, 销量上看随着客户的不断突破, 下游有望加速放量, 未来增速可观, 预计 22-24 年销量增速分别是 91.0%、85.0%和 60.0%。由于目前处于市场开拓期, 假设单价和毛利率假设相对稳定, 22-24 年单价均为 56 元/kg, 毛利率均为 45%。

期间费用假设: 考虑公司坚持技术驱动, 预计 22-24 年研发费用率分别 9.7%、9.8%和 9.8%; 考虑公司对下游客户持续拓展以及股权激励, 预计 22-24 年销售费用分别为 12.1%、9.3%和 8.2%; 考虑公司股权激励, 预计 22-24 年管理费用率分别为 9.3%、8.2%和 8.0%。

基于以上假设, 预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 5.88、7.03 和 8.48 亿元, 归母净利润为 1.17、1.62 和 1.98 亿元, 对应 EPS 分别为 1.46、2.03 和 2.49 元。

图表 47: 公司分产品盈利预测

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
手机及相关配件	营业收入(万元)	35448	26833	28571	29452	30629	32098
	同比增长	-	-24.3%	6.5%	3.1%	4.0%	4.8%
	毛利(万元)	19848	14517	14740	15315	16233	17173
	毛利率	56.0%	54.1%	51.6%	52.0%	53.0%	53.5%
笔记本电脑及相关配件	营业收入(万元)	3995	9808	9948	10663	11526	12564
	同比增长	-	145.5%	1.4%	7.2%	8.1%	9.0%
	毛利(万元)	1358	3286	3134	3519	3804	4146
	毛利率	34.0%	33.5%	31.5%	33.0%	33.0%	33.0%
可穿戴设备	营业收入(万元)	2712	4699	7118	10014	13659	17562
	同比增长	-	73.3%	51.5%	40.7%	36.4%	28.6%
	毛利(万元)	1908	3200	4655	6509	8769	11064
	毛利率	70.3%	68.1%	65.4%	65.0%	64.2%	63.0%
智能家电	营业收入(万元)	1662	1441	2412	3858	5980	9269
	同比增长	-	-13.3%	67.4%	59.9%	55.0%	55.0%
	毛利(万元)	719	620	1001	1659	2571	3985
	毛利率	43.3%	43.0%	41.5%	43.0%	43.0%	43.0%
乘用车	营业收入(万元)	373	600	2246	4290	7937	12699
	同比增长	-	60.8%	274.4%	91.0%	85.0%	60.0%
	毛利(万元)	173	276	988	1931	3572	5715
	毛利率	46.4%	46.0%	44.0%	45.0%	45.0%	45.0%

来源: Wind, 公司公告, 国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

- 公司是 3C 消费电子、乘用车等高端消费品的涂层材料和油墨等产品供应商。根据产品类型和下游应用领域, 选取鼎龙股份、安集科技和凯盛新材作为可比公司。参照行业内可比公司的 PE 估值水平, 同时考虑到标的稀缺性, 给予公司 2023 年 60 倍 PE, 对应目标价 121.8 元/股。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 48: 可比公司估值情况

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
1	301069	凯盛新材	45.3	0.75	1.18	1.56	60.36	38.52	29.03
2	300054	鼎龙股份	20.28	0.41	0.62	0.83	50.01	32.77	24.44
3	688019	安集科技	207.1	2.97	4.22	4.98	69.79	49.03	41.57
		平均数					60.05	40.11	31.68
	688157	松井股份	110.11	1.45	1.89	2.39	75.75	58.15	46.11

来源: Wind, 国金证券研究所 (盈利预测来源于 WIND 一致预期)

五、风险提示

- **3C 涂料和乘用车涂料开发不达预期风险** 高端消费类电子产品更新迭代速度快、发展方向不确定性大。如果出现研发项目失败、产品研发未达预期或开发的新产品缺乏竞争力等情形, 将会对公司的经营业绩造成不利影响。公司从 3C 切入乘用车涂料领域, 若市场拓展不及预期, 将会显著影响公司未来业绩。
- **客户集中风险** 下游终端市场高度集中使得公司客户集中度较高, 2019 年至 2021 年公司前五大终端客户销售收入占收入总额比例分别为 85.95%、87.77%和 75.22%, 终端客户对构成产品的涂层材料选择有强管控权, 公

司对下游客户（特别是终端客户）存在较大的依赖性，若大客户流失会对经营产生不利影响。

- **市场竞争加剧的风险** 新型功能涂层材料行业竞争较为激烈，阿克苏诺贝尔、PPG 等企业拥有较长的发展历史、技术储备深厚、资金实力强，产品应用领域广，具有较强的品牌优势和市场竞争力。高端消费类电子和乘用车为代表的一系列产业逐渐向国内转移，为包括公司在内的国内涂层材料企业带来发展机遇，预期未来国内市场竞争趋势将日益加剧，公司若研发和市场拓展不及对手，存在被竞争对手赶超的可能。
- **原材料价格波动风险** 公司主要原材料包括溶剂、金属颜料、树脂和助剂等，直接材料成本占主营业务成本比例在 80%左右。其中部分原材料为石油化工产业链下相关产品，价格走势与上游原油价格走势具有较强相关性。近年受原油价格震荡走高趋势影响，相关原材料价格呈上升趋势。未来若原材料价格持续上涨，而公司不能有效降本提效、维持产品价格议价能力，将对公司经营业绩产生不利影响。
- **董监高和核心技术人员减持风险、限售股解禁风险** 6月11日，公司公告董监高和核心技术人员减持不超过公司股份总数的 2%，可能导致公司股价波动；2023年6月9日，首发原股东限售股份 4,471.40 万股解禁，占解禁后流通股比例 56.04%，可能影响公司股价表现。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	455	435	508	588	703	848	货币资金	115	557	617	548	518	476	
增长率		-4.4%	16.9%	15.7%	19.5%	20.6%	应收款项	232	247	288	322	369	445	
主营业务成本	-208	-215	-260	-296	-350	-424	存货	51	42	65	79	75	85	
%销售收入	45.6%	49.5%	51.2%	50.3%	49.8%	50.0%	其他流动资产	8	177	26	21	23	25	
毛利	247	220	248	292	353	424	流动资产	405	1,023	995	970	985	1,031	
%销售收入	54.4%	50.5%	48.8%	49.7%	50.2%	50.0%	%总资产	71.0%	82.3%	74.0%	67.4%	62.7%	59.2%	
营业税金及附加	-5	-5	-6	-6	-8	-8	长期投资	2	5	20	20	20	20	
%销售收入	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	固定资产	119	165	240	346	460	580	
销售费用	-60	-39	-55	-71	-65	-69	%总资产	20.9%	13.3%	17.9%	24.1%	29.3%	33.3%	
%销售收入	13.3%	9.0%	10.8%	12.1%	9.3%	8.2%	无形资产	38	43	50	54	58	62	
管理费用	-27	-36	-42	-55	-58	-68	非流动资产	165	219	349	469	586	710	
%销售收入	5.9%	8.3%	8.2%	9.3%	8.2%	8.0%	%总资产	29.0%	17.7%	26.0%	32.6%	37.3%	40.8%	
研发费用	-45	-53	-59	-57	-69	-83	资产总计	571	1,243	1,344	1,439	1,572	1,741	
%销售收入	9.8%	12.1%	11.6%	9.7%	9.8%	9.8%	短期借款	5	0	1	1	1	1	
息税前利润 (EBIT)	110	87	87	103	153	195	应付款项	126	109	107	119	138	166	
%销售收入	24.1%	20.0%	17.0%	17.5%	21.8%	23.0%	其他流动负债	29	22	22	28	31	34	
财务费用	0	1	5	12	11	10	流动负债	160	131	131	149	169	201	
%销售收入	0.0%	-0.2%	-1.1%	-2.0%	-1.5%	-1.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-4	-3	-2	-2	0	0	其他长期负债	10	10	15	4	3	2	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	170	142	146	153	172	203	
投资收益	-1	2	11	10	10	10	普通股股东权益	400	1,095	1,184	1,271	1,384	1,523	
%税前利润	n.a	1.9%	9.7%	7.6%	5.5%	4.5%	其中：股本	60	80	80	80	80	80	
营业利润	105	93	104	126	177	218	未分配利润	119	189	251	332	446	584	
营业利润率	23.2%	21.4%	20.5%	21.4%	25.2%	25.7%	少数股东权益	1	6	15	15	15	15	
营业外收支	1	4	5	5	5	5	负债股东权益合计	571	1,243	1,344	1,439	1,572	1,741	
税前利润	106	97	109	131	182	223	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	23.4%	22.3%	21.4%	22.3%	25.9%	26.3%	每股指标							
所得税	-15	-10	-12	-14	-20	-25	每股收益	1.556	1.095	1.224	1.461	2.028	2.488	
所得税率	13.9%	10.4%	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%	每股净资产	6.698	13.760	14.869	15.933	17.351	19.088	
净利润	91	87	96	117	162	198	每股经营现金净流	1.215	0.901	0.716	1.156	1.831	1.994	
少数股东损益	-1	0	-1	0	0	0	每股股利	0.000	0.330	0.370	0.441	0.610	0.750	
归属于母公司的净利润	93	87	97	117	162	198	回报率							
净利率	20.4%	20.0%	19.2%	19.8%	23.0%	23.4%	净资产收益率	23.23%	7.96%	8.23%	9.17%	11.69%	13.03%	
							总资产收益率	16.27%	7.02%	7.24%	8.10%	10.29%	11.40%	
							投入资本收益率	23.29%	7.09%	6.40%	7.11%	9.72%	11.28%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	73.56%	-4.44%	16.85%	15.71%	19.50%	20.59%	
							EBIT增长率	120.62%	-20.70%	-0.52%	18.74%	48.62%	27.58%	
							净利润增长率	77.67%	-6.13%	11.72%	19.70%	38.78%	22.66%	
							总资产增长率	36.40%	117.70%	8.20%	7.04%	9.22%	10.79%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	129.0	162.4	153.6	163.0	155.0	155.0	
							存货周转天数	77.8	78.5	74.4	100.0	80.0	75.0	
							应付账款周转天数	88.6	96.4	86.3	85.0	85.0	85.0	
							固定资产周转天数	85.1	86.7	85.2	102.0	116.0	126.5	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-27.37%	-50.61%	-51.86%	-42.96%	-37.39%	-31.28%	
							EBIT利息保障倍数	-8,447.8	-89.0	-16.2	-8.8	-14.2	-19.3	
							资产负债率	29.77%	11.39%	10.84%	10.61%	10.96%	11.67%	

市场中相关报告评级比率分析

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

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

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

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

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

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

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

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402