

松井股份 (688157.SH) 3C 涂料龙头布局高端涂料业务，打造高成长曲线

2024 年 06 月 25 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

金益腾（分析师）

龚道琳（分析师）

宋梓荣（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

songzircong@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522010001

证书编号：S0790123070025

日期	2024/6/24
当前股价(元)	33.13
一年最高最低(元)	60.46/26.69
总市值(亿元)	37.02
流通市值(亿元)	37.02
总股本(亿股)	1.12
流通股本(亿股)	1.12
近3个月换手率(%)	44.97

● **3C 涂料龙头发力汽车涂料等高端领域，业绩高增可期，给予“买入”评级**
 公司为 3C 电子涂料领域龙头企业，且随着 2024-2026 年公司消费电子涂料产能落地，未来有望充分受益于消费电子需求复苏。同时公司乘用车涂料业务布局初显成效，未来乘用车涂料订单充足。公司消费电子、乘用车业务双向发力，未来朝更高端涂料领域进军，持续打造高成长曲线。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.27、1.86、2.47 亿元，EPS 分别为 1.14、1.66、2.21 元，当前股价对应 PE 分别为 29.15、19.91、14.98 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **消费电子涂料需求逐步复苏，国产汽车涂料需求蓬勃增长**

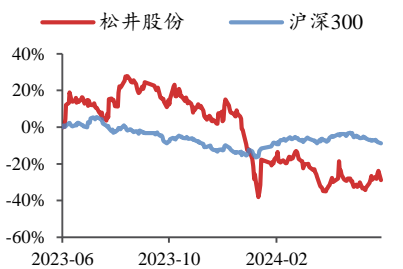
消费电子涂料方面，2023 年 H2 全球 3C 电子产品需求逐步复苏。据 Wind 数据，2023 年 H2，全球智能手机、平板电脑、PC 出货总量为 8.27 亿台，较 2023 年 H1 增长 16.79%、较 2022 年 H2 增长 0.81%。随着全球传统 3C 产品需求复苏，未来消费电子需求增长或持续带动涂料需求增长。汽车涂料方面，据我们测算，2023 年我国汽车涂料用量约 67 万吨，同比增长 8.96%。未来随着我国新能源汽车行业持续发展，国产车企将带动国产涂料企业获得更多市场份额。

● **公司以创新式研发为抓手，持续朝高端涂料应用领域进发，打造高成长曲线**

公司以向高端消费类电子和乘用车领域的终端客户提供系统化解决方案为技术创新出发点，持续加强研发投入，2019 年以来，公司研发支出占公司总营收的比例均在 10% 以上。消费电子领域，公司已具备与国际巨头同台竞技的能力，据公司公告，2019 年，在 3C 涂料主要供应商当中，公司产量位居全球第 4、国内第 2。2023 年，公司与客户共同打造了如国内 H 大客户新机 Mate60、北美消费电子大客户 Vision Pro 等系列行业标杆项目。乘用车领域，公司延续创新基因，创新性开发出应用于发光保险杠、防雾车灯等领域涂料产品，已实现由内饰涂料到外饰涂料跨越。未来，公司将持续加强研发投入，以较强的产品竞争力推动公司朝特种装备、汽车原厂漆等更高端涂料应用领域进发，打造高成长曲线。

● **风险提示：**需求恢复不及预期、订单落地不及预期、行业产能大幅扩张等。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	499	590	857	1,103	1,334
YOY(%)	-1.8	18.2	45.3	28.7	21.0
归母净利润(百万元)	82	81	127	186	247
YOY(%)	-15.5	-1.4	56.6	46.4	32.9
毛利率(%)	50.1	49.4	47.9	47.4	46.9
净利率(%)	16.5	13.8	14.8	16.9	18.5
ROE(%)	6.5	6.0	8.9	11.8	13.8
EPS(摊薄/元)	0.74	0.73	1.14	1.66	2.21
P/E(倍)	45.0	45.6	29.2	19.9	15.0
P/B(倍)	3.0	2.9	2.7	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 3C 涂料龙头布局高端涂料业务，打造高成长曲线.....	4
1.1、 3C 电子涂料龙头发力汽车涂料，远期朝特种装备等更高端涂料领域进军	4
1.2、 公司国内外业务布局持续发力，未来成长动力充足.....	7
1.3、 公司不断夯实自身发展基础，助力未来业绩腾飞.....	7
2、 涂料：消费电子需求复苏，叠加新能源行业蓬勃发展，涂料市场发展空间广阔	9
2.1、 3C 涂层材料：消费电子需求逐步复苏，或持续带动涂料需求增长	10
2.2、 汽车涂料：国产涂料企业持续发力，汽车涂料国产替代进行时	12
2.3、 动力电池绝缘涂层：PET 蓝膜存在一定安全隐患，UV 绝缘涂层方案应用前进广阔	17
3、 公司优势：创新式及交互式研发+定制化深度营销，提升公司产品竞争力.....	20
3.1、 技术创新优势：公司以创新式研发为抓手，持续朝高端涂料应用领域进发	20
3.2、 经营模式：采用“交互式”研发+“定制化”深度营销，提高公司与下游客户黏性.....	22
4、 盈利预测	23
5、 风险提示	25
附：财务预测摘要	26

图表目录

图 1： 公司为 3C 电子涂料领域龙头企业，后续将持续发力汽车涂料领域，远期朝特种装备领域进发.....	4
图 2： 公司 3C 电子涂料覆盖手机、笔电等四大细分市场	5
图 3： 公司乘用车类涂层产品已应用于汽车内、外饰件.....	5
图 4： 公司坚持以“技术引领”为主要发展方针，以技术创新为下游客户赋能，不断拓宽公司发展领域.....	5
图 5： 未来公司将培育特种装备、汽车原厂漆等更高端涂料业务.....	6
图 6： 公司完善对“消费电子+汽车”涂料产业布局，并加强自身研发能力	7
图 7： 营收：2019 年以来，公司营收整体稳步增长.....	8
图 8： 毛利率：2020 年以来公司毛利率维持在 50%左右	8
图 9： 2019 年以来，公司期间费用呈增长趋势.....	8
图 10： 2024Q1，公司归母净利润同比+298.31%.....	8
图 11： 汽车涂层材料、消费电子涂层材料可归类为高端消费品新型功能涂层材料	9
图 12： 2023 年，中国涂料产量占全球比例约 36%	10
图 13： 2023 年，中国十大涂料企业多数为海外企业.....	10
图 14： 3C 涂料的具体应用场景包括手机、笔记本电脑、可穿戴设备、智能家电等	11
图 15： 涂料、油墨在手机上的用途示意	11
图 16： 2023H2，全球 3C 电子产品需求逐步复苏	12
图 17： 未来智能可穿戴设备需求或持续增长.....	12
图 18： 目前车企为消费者提供更多可供选择的个性化内、外饰颜色	13
图 19： 车身原厂漆、修补漆、零部件涂料的需求占比分别为 44%、26%、18%.....	13
图 20： 传统的 4C3B 汽车涂装工艺包括 4 道涂装工艺：底漆、中涂层漆、色漆、清漆；3 次烘烤	15
图 21： 金力泰水性 B1B2 紧凑型工艺成功开发，向乘用车进阶，并对汽车涂料对应的产品进行全面覆盖	16
图 22： 中山大桥化工集团推出水性免中涂经济型汽车涂料解决方案（2C1B）	16
图 23： 2013 年以来，我国汽车年销量总体呈增长趋势.....	17
图 24： 2014 年以来，中国汽车保有量稳步增长.....	17

图 25: 2023 年我国汽车涂料用量约 68 万吨, 后续需求有望持续增长	17
图 26: 动力电池包覆的 PET 蓝膜存在粘接性能弱的问题, 存在一定的安全隐患	18
图 27: UV 绝缘涂层方案具有 UV 绝缘涂层方案、粘接强度高、覆盖更加均匀等优势	19
图 28: 2019 年以来, 公司研发支出占公司总营收的比例在 10% 以上	21
图 29: 2019 年公司产量市场份额位居全球第 5	22
图 30: 2019 年公司产量市场份额位居中国第 2	22
图 31: 公司主要采用“交互式”研发模式	23
图 32: 公司形成“公司→模厂→终端”铁三角运营模式	23
表 1: 公司“消费电子+乘用车”涂料产能双向扩张, 未来公司竞争力将进一步增强 (单位: 吨/年)	6
表 2: 部分国内企业已成为 3C 电子漆、集装箱涂料、风电漆等涂料细分领域龙头	10
表 3: 汽车中的零部件基材主要可分为金属、塑料、饰品等类型	14
表 4: 东来技术已获得全球多数汽车原厂修补漆认证, 呈异军突起之势	14
表 5: 国产涂料企业持续发力, 加快汽车车身涂料、零部件涂料、汽车修补漆全领域布局	16
表 6: UV 涂装工艺具有环保系数高、循环时间短、自动化程度高等优势, 但设备投资较大, UV 涂料成本需降低	19
表 7: UV 喷墨打印具有成品一次合格率极高、原料利用率高等优势	20
表 8: 公司多项技术具有行业领先或行业先进性	21
表 9: 预计 2024 年, 公司高端消费电子、乘用车业务营收分别同比增长 37%、增长 80%	23
表 10: 预计 2024-2026 年, 公司 PE 分别为 29.15、19.91、14.98 倍	24

1、3C 涂料龙头布局高端涂料业务，打造高成长曲线

1.1、3C 电子涂料龙头发力汽车涂料，远期朝特种装备等更高端涂料领域进军

公司为 3C 电子涂料领域龙头企业，发力汽车涂料打造第二成长曲线。松井新材料集团股份有限公司（以下简称“松井股份”，或公司）是一家以 3C 消费类电子、乘用车、特种装备等领域为目标市场，通过“交互式”研发、“定制化柔性制造”的模式，为客户提供涂料、油墨、胶黏剂等多类别、系统化解决方案的新型功能涂层材料服务商。

3C 电子涂料领域方面，据公司公告，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，形成涂料、特种油墨等多类别、一体化的产品体系结构，已进入北美消费电子大客户、Microsoft、Google、HP、Amazon、Meta、罗技、华为、荣耀、小米、VIVO、OPPO 等诸多国内外知名品牌的供应体系。据公司公告，2019 年，在 3C 涂料主要供应商当中，公司产量位居全球第 4、国内第 2，已具备与阿克苏诺贝尔、PPG 等国际巨头同台竞技的能力。

汽车涂料领域，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，通过差异化的竞争策略，以汽车内饰涂料切入汽车涂料领域。2023 年，公司发光保险杠创新解决方案、扰流板涂层解决方案等重要外饰件项目成功导入量产，标志着公司实现由内饰到外饰的里程碑式跨越。公司目前已供应或进入客户体系的核心客户包括：北美 T 公司、比亚迪、蔚来、理想、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供应商。未来随着我国车企在新能源汽车行业持续发力，为国产涂料企业带来更为广阔的发展空间，而公司有望凭借较强研发实力获得更多汽车涂料市场份额。

图1：公司为 3C 电子涂料领域龙头企业，后续将持续发力汽车涂料领域，远期朝特种装备领域进发



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司 3C 电子涂料覆盖手机、笔电等四大细分市场



资料来源：公司公告

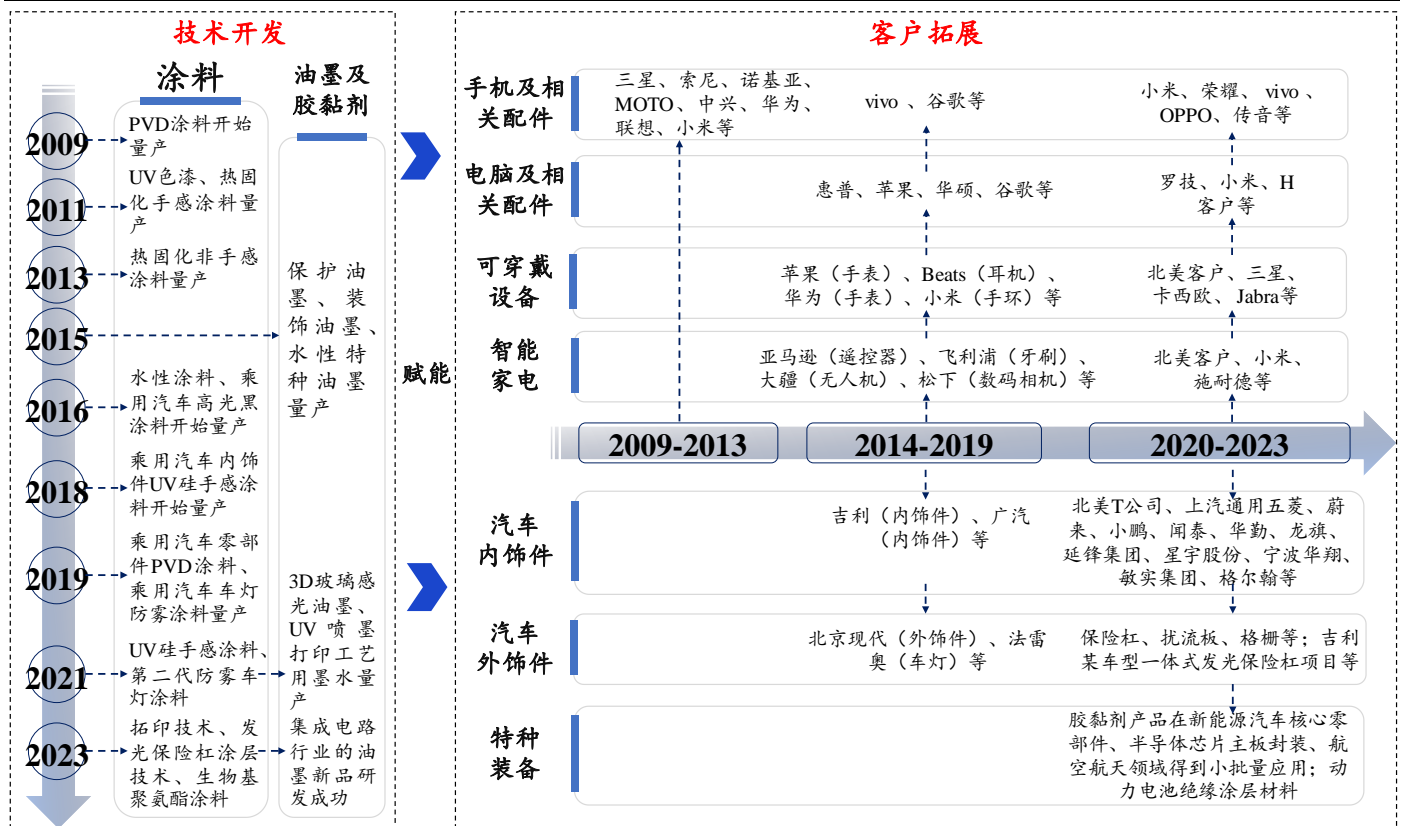
图3：公司乘用车类涂层产品已应用于汽车内、外饰件



资料来源：公司公告

公司“技术引领”的发展理念贯穿始终，未来将朝更高端涂料应用领域进发。公司成立于2009年，并于2020年6月成功上市，是上海科创板第一家以新型功能涂层材料为主业的上市企业。公司坚持以“技术引领”为主要发展方针，持续拓宽公司下游应用领域。据公司公告，2009-2012年，公司专注于手机及相关配件涂料领域；2014-2019年，公司开发特种油墨、水性涂料、乘用车内饰涂料等新产品，拓展电脑、可穿戴设备、智能家电、乘用车等领域客户，助力公司发展；2020年至今，在保持3C电子涂料产品更新迭代的同时，公司进入汽车涂层领域，并不断深耕，现已实现“由内饰到外饰”、“由小件到大件”的里程碑式跨越。未来公司将延续创新基因，持续加强研发投产，以强产品竞争力推动公司朝特种装备、汽车原厂漆等更高端涂料应用领域进发。

图4：公司坚持以“技术引领”为主要发展方针，以技术创新为下游客户赋能，不断拓宽公司发展领域



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司“消费电子+乘用车”涂料产能双向扩张，未来公司竞争力将进一步增强。据公司公告，截至2023年年底，公司产品主要应用于高端消费电子领域，拥有涂料产能5,625吨/年、油墨产能300吨/年。预计到2025年，随着公司IPO募投项目逐步投产，叠加一期UV涂料扩改项目产能完全释放，公司应用于高端消费电子、乘用车领域涂料产能将分别达到1.6万吨/年、500吨/年。未来公司将进一步发力乘用车领域涂料，并布局上游原料树脂产能。据公司公告，公司拟向不特定对象发行可转换公司债券募集资金建设“汽车涂料及特种树脂项目（一期）”，预计到2028年，公司乘用车领域涂料产能将新增3.3万吨/年，总产能达到3.35万吨/年。待上述产能投产后，公司消费电子涂料龙头地位将进一步巩固，同时公司乘用车领域涂料竞争力将进一步加强，助力公司实现汽车涂料“深度国产替代”战略目标。

表1：公司“消费电子+乘用车”涂料产能双向扩张，未来公司竞争力将进一步增强（单位：吨/年）

分类	涂料产品建设项目	应用领域	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
现有产能		高端消费电子	5,625	6,150	6,150	6,150	6,150	6,150
自有资金建设项目	一期UV涂料扩改项目	高端消费电子	3,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
	高性能水性涂料建设项目	主要用于高端消费电子		2,500	5,000	5,000	5,000	5,000
IPO募投项目	汽车部件用新型功能涂料 扩改建设项目	乘用车领域		250	500	500	500	500
拟向不特定对象发 行可转债募投项目	汽车涂料及特种树脂项目 (一期)	乘用车领域					16,500	33,000
	合计	高端消费电子	8,625	13,650	16,150	16,150	16,150	16,150
		乘用车领域		250	500	500	17,000	33,500

数据来源：公司公告、开源证券研究所

未来公司将培育特种装备、汽车原厂漆等更高端涂料业务，打造高成长曲线。据公司公告，2023年公司多个重大战略创新型项目取得实质性进展，如适用于动力电池等行业的“绝缘涂层材料+数字化涂装技术”系统性解决方案成功获得某头部客户量产采购订单；通过航天航空质量管理体系认证，航空飞行器相关涂料项目进入适航认证阶段；可应用于集成电路行业的油墨新品研发成功开始进入市场导入阶段待量产等。未来，公司将持续加强研发投产，以强产品竞争力推动公司朝特种装备、汽车原厂漆等更高端涂料应用领域进发，打造高成长曲线。

图5：未来公司将培育特种装备、汽车原厂漆等更高端涂料业务



资料来源：公司公告

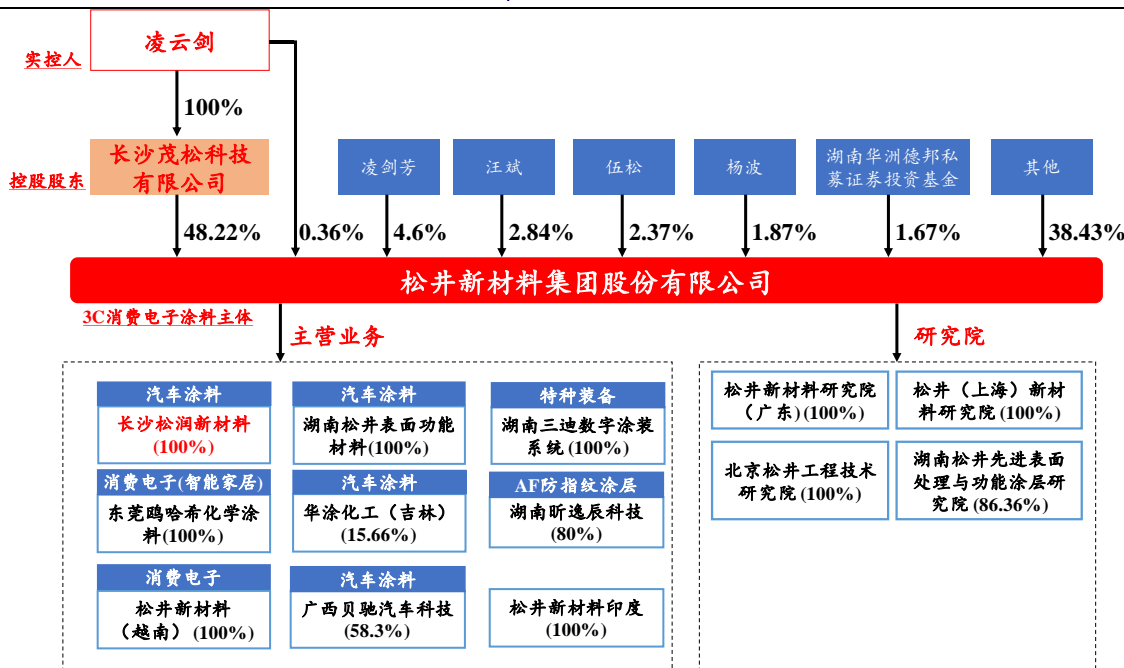
1.2、公司国内外业务布局持续发力，未来成长动力充足

公司国内外业务布局持续发力，未来成长动力充足。据 Wind、公司公告，截至 2024 年 4 月底，公司控股股东为长沙茂松科技有限公司，持有公司 48.22% 的股份；公司实控人为凌云剑先生，凌云剑先生通过茂松科技间接、直接合计持有公司 48.58% 的股份。

国内布局方面，公司完善对汽车涂料的产业布局，以及加强自身研发能力。据公司公告，2021 年，公司分别对广西贝驰汽车科技、华涂化工（吉林）增资，加快在汽车涂料领域的布局；2023 年，公司设立湖南松井表面功能材料，以实施募投项目汽车涂料及特种树脂项目（一期）；2024 年 3 月，公司收购长沙松润新材料剩余 20% 股权，使其成为公司全资子公司。同时，公司在湖南、广东、上海、北京设立研究院，基本完成全国“华中-华东-华南”三大主要研发技术平台的布局。

国外布局方面，公司在越南、印度设立孙公司，辐射东南亚及印度市场，以便更快速响应客户需求，进一步扩大公司全球品牌影响力。其中，据公司 2023 年年报，越南松井已顺利完成海外终端转移项目对接认证及三星项目量产导入。未来公司研发平台将助力公司“消费电子+汽车”涂料业务快速发展，同时海外产能布局也将打开公司未来成长空间。

图6：公司完善对“消费电子+汽车”涂料产业布局，并加强自身研发能力



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（注：上述括号内百分比为公司对其子公司的持股比例，统计时间截至 2024 年 4 月底）

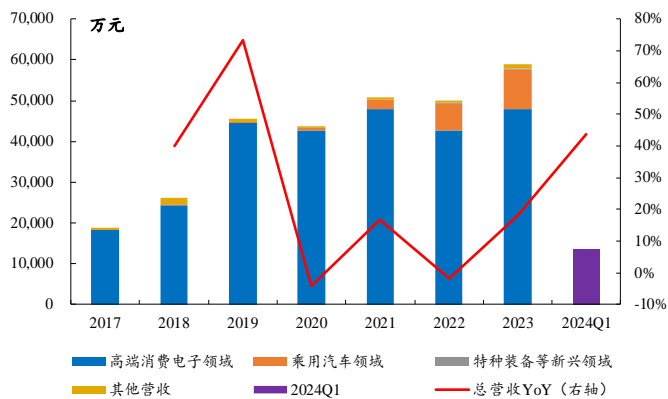
1.3、公司不断夯实自身发展基础，助力未来业绩腾飞

公司营收稳步增长，新产能落地后或持续推动公司营收增长。2019 年以来，公司营收整体稳步增长，其中高端消费电子业务稳步发展、乘用车领域营收持续增长。据公司公告，2020-2023 年，公司乘用车领域营收分别为 2,246、6,703、9,868 万元，分别占公司总营收的 4%、13%、17%，公司第二成长曲线持续推动公司成长。据公司公告，公司 2024Q1 实现营业收入 1.35 亿元，同比增长 43.53%，这主要是由于下游消费电子需求复苏，同时公司乘用车涂料订单持续放量。未来随着消费电子业务持续复苏、国内新能源汽车行业迅速发展，以及公司新建项目产能持续落地，

公司营收有望持续增长。

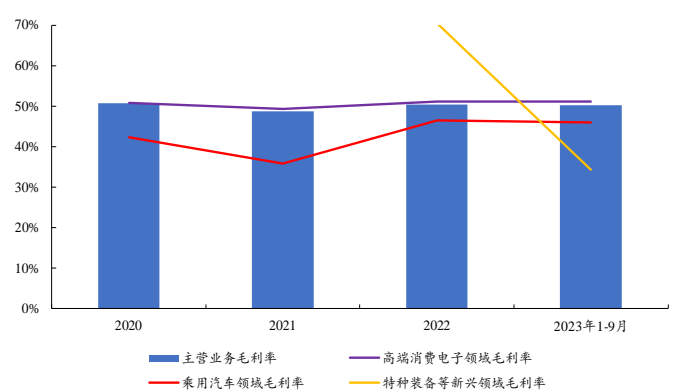
公司下游客户优质且产品迭代速度快，公司产品毛利有望高位维持。据公司公告，2020年-2023年1-9月，公司主营业务毛利率维持在50%左右，其中高端消费电子领域毛利率维持在50%左右、乘用车领域毛利率从42%提升至46%。**公司业务毛利率高的原因在于：(1) 公司下游客户优质。**据公司公告，公司国外客户指定性更强，公司在相关模厂的议价能力更高，相关产品毛利率更高。2017-2019年，公司对苹果、谷歌、Beats等客户销售产品的毛利率均在70%以上。**(2) 公司产品迭代速度快，新产品占公司销售结构比重高。**据公司公告，2018年以来，公司相继推出了3D玻璃感光油墨、仿陶瓷PVD涂料、渐变色PVD涂料等技术含量较高的新产品，同时2018-2019年，上述新产品收入占比分别为24.23%、18.97%，毛利率分别为63.77%、67.87%，高于公司其他产品平均毛利率。未来随着公司储备项目落地，以及“华中-华东-华南”三大主要研发技术平台持续发力，公司产品毛利有望高位维持。

图7：营收：2019年以来，公司营收整体稳步增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

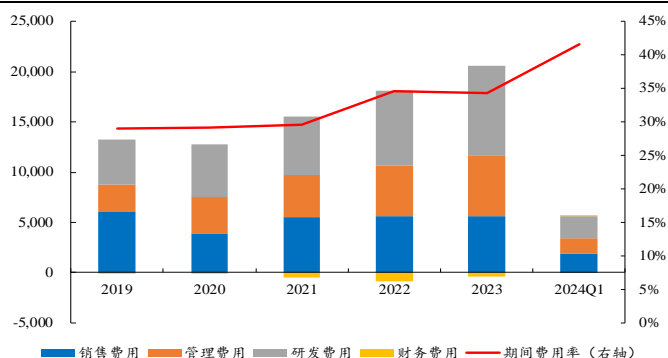
图8：毛利率：2020年以来公司毛利率维持在50%左右



数据来源：公司公告、开源证券研究所

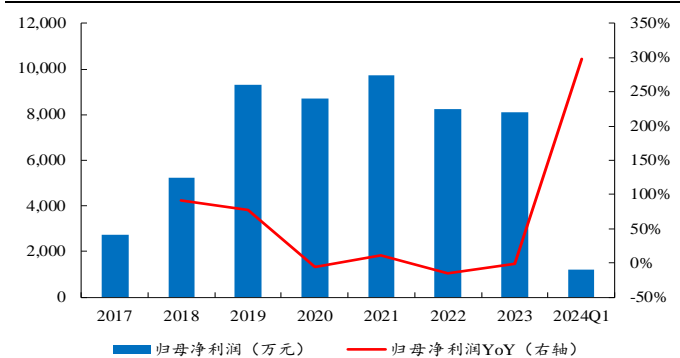
公司不断夯实自身发展基础，助力未来业绩腾飞。据公司公告，2019年以来公司期间费用率呈增长趋势，其中2023年期间费用率为34.25%，较2019年提升5.23pcts。一方面，公司管理人员增加，同时越南松井、湖南三迪、上海研究院正式投入运营，公司管理费用增长；另一方面，公司持续加强研发投入，公司研发费用稳步增长。2024年Q1，公司前期布局业务逐步贡献业绩，高端消费电子业务新客户开发成效显著、乘用车业务部分定点项目相继进入量产交付阶段，实现归母净利润1,209万元，同比增长298.31%。未来随着公司前期战略布局持续发力，以及消费电子需求逐步复苏、国内新能源汽车快速发展，公司未来业绩腾飞可期。

图9：2019年以来，公司期间费用呈增长趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2024Q1，公司归母净利润同比+298.31%

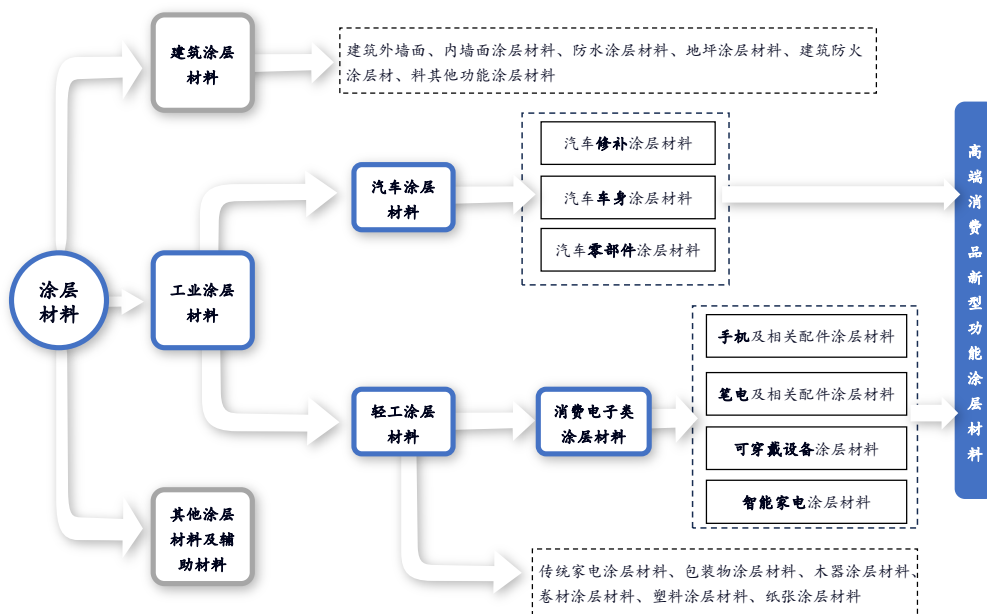


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、涂料：消费电子需求复苏，叠加新能源行业蓬勃发展，涂料市场发展空间广阔

汽车涂层材料、消费电子涂层材料可归类为高端消费品新型功能涂层材料。涂料传统上被称为油漆，国家标准将涂料定义为：涂于物体表面能形成具有保护、装饰或特殊性能（如绝缘、防腐、标志等）的固态涂膜的一类液体或固体材料之总称。涂料根据使用类型的不同可以分为建筑涂层材料、工业涂层材料、其他涂层材料等。其中，工业涂层材料中，汽车涂层材料、消费电子涂层材料可归类为高端消费品新型功能涂层材料，未来市场规模具有较广的增长空间。

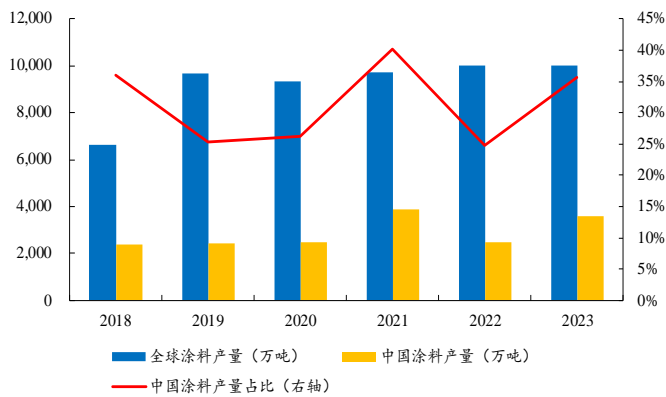
图11：汽车涂层材料、消费电子涂层材料可归类为高端消费品新型功能涂层材料



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

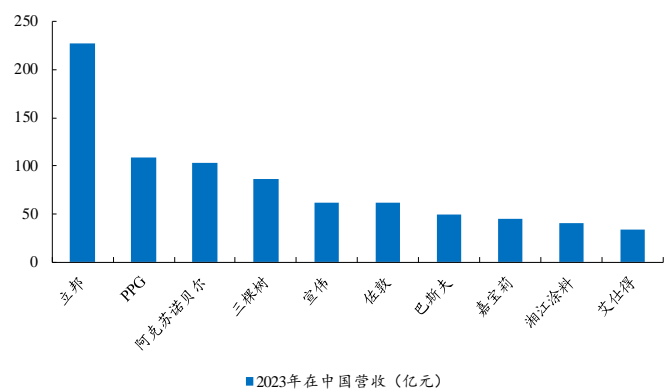
持续推进涂料国产替代，中国涂料企业大有可为。国内涂料行业起步较晚，而海外品牌市场推广经验与技术积累深厚，加上海外不少涂料行业龙头为大型化工巨头，如德国巴斯夫，因此目前涂料行业呈现“海外巨头占比大，国内企业持续突围”的局面。从总量上来看，中国涂料产量占全球产量的比例约为 30%-40%。据涂界、涂料经、中国涂料公众号、头豹研究院等数据，2023 年全球涂料产量 1 亿吨、市场规模 1,970 亿美元，其中中国产量 3,577 万吨，产量占比 36%，同比增长 11pcts。从细分领域上看，部分中国企业已成为细分领域龙头企业。据 PCI 可名文化公众号报道，松井股份为 3C 电子漆龙头；麦加芯彩、德威涂料为集装箱涂料和风电漆行业龙头；兄弟路标为道路漆行业龙头、展辰涂料为木器漆行业龙头；飞鹿股份为轨道交通漆行业龙头。未来随着国内涂料生产技术持续取得创新性突破，叠加相关企业加强海外战略布局，中国涂料企业或将持续推进国产替代，拥抱千亿美元涂料市场。

图12: 2023年, 中国涂料产量占全球比例约36%



数据来源: 涂界、涂料经公众号、头豹研究院、开源证券研究所

图13: 2023年, 中国十大涂料企业多数为海外企业



数据来源: 涂界公众号、开源证券研究所

表2: 部分国内企业已成为3C电子漆、集装箱涂料、风电漆等涂料细分领域龙头

涂料细分领域	头部企业
汽车原厂漆	关西、PPG、巴斯夫、艾士德、立邦
汽车修补漆	PPG、AKZONOBEL、立邦、艾士德、雅图
3C 电子漆	松井股份、PPG、AKZONOBEL、卡秀
飞机漆	PPG、AKZONOBEL
船舶漆	佐敦、AKZONOBEL、海虹老人、关西、PPG
包装漆	AKZONOBEL、PPG、宣伟
集装箱涂料	德威涂料、麦加芯彩、中涂化工
风电漆	麦加芯彩、德威涂料、宣伟、PPG
道路漆	兄弟路标
工程机械漆	湘江涂料、中山大桥、宣伟
木器漆	展辰涂料、巴德士、宣伟、立邦、AKZONOBEL
轨道交通涂料	飞鹿股份、AKZONOBEL、PPG、艾士得、亮克威泽

资料来源: PCI 可名文化公众号、开源证券研究所

2.1、3C 涂层材料: 消费电子需求逐步复苏, 或持续带动涂料需求增长

3C 领域的新型功能涂层材料包括涂料、油墨、胶黏剂。3C 涂层材料主要是指用于计算机 (computer)、通信 (communication) 和消费电子 (consumptive) 三大类产品的涂料, 具体应用场景包括手机、笔记本电脑、可穿戴设备、智能家电等。目前应用于 3C 领域的新型功能涂层材料包括涂料、油墨、胶黏剂, 其中涂料主要用于塑料、复合基材、金属等基材表面, 起装饰、防护、功能化等作用; 油墨主要用于玻璃、陶瓷等表面, 起装饰、防指纹等特殊作用; 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。

图14: 3C 涂料的具体应用场景包括手机、笔记本电脑、可穿戴设备、智能家电等



资料来源: 公司官网、先锋松井公众号、华为官网、站酷官网等、开源证券研究所

图15: 涂料、油墨在手机上的用途示意



资料来源: 公司招股说明书、华为官网、开源证券研究所

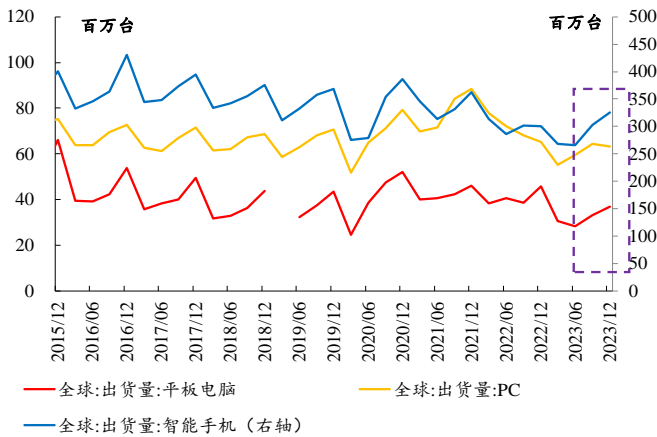
传统 3C 产品需求复苏, 叠加智能可穿戴设备需求保持较高增速, 未来消费电子需求增长或持续带动涂料需求增长。

传统 3C 产品需求方面, 随着国内外经济发展逐步回到正轨, 2023 年 H2, 全球 3C 电子产品需求逐步复苏。据 Wind 数据, 2023 年 H2, 全球智能手机、平板电脑、PC 出货总量为 8.27 亿台, 环比 2023 年 H1 增长 16.79%、同比 2022 年 H2 增长 0.81%。

智能穿戴设备需求方面, 2023 年, 可穿戴设备出货全年保持正增长。据 IDC 报道, 2023 年全球可穿戴设备出货量同比增长 1.7%, 其中耳戴式设备同比下降 0.8%、

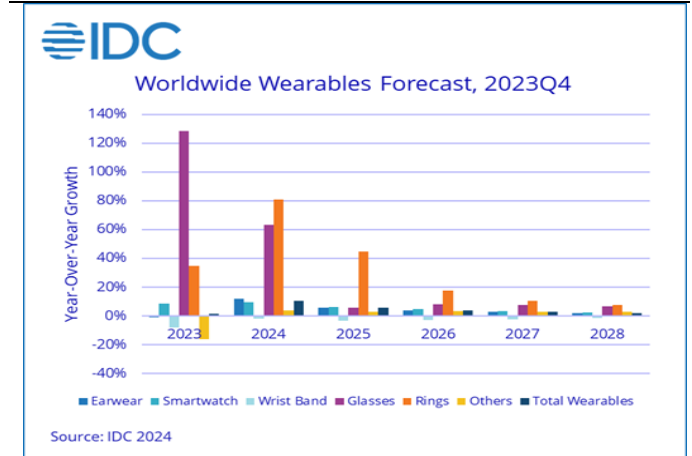
智能手表同比增长 8.7%、智能戒指同比增长 34.9%、AR 眼镜同比增长 128.2%。据 IDC 预测,随着全球经济走上复苏之路,可穿戴设备有望在 2024 年实现进一步增长,预计设备出货量将达到 5.6 亿台,比 2023 年增长 10.5%;到 2028 年底,市场将增长到 6.457 亿台,复合年增长率 (CAGR) 为 3.6%。总体上看,随着全球传统 3C 产品需求复苏,叠加智能可穿戴设备需求保持较高增速,未来消费电子需求增长或持续带动涂料需求增长。

图16: 2023H2, 全球 3C 电子产品需求逐步复苏



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 未来智能可穿戴设备需求或持续增长

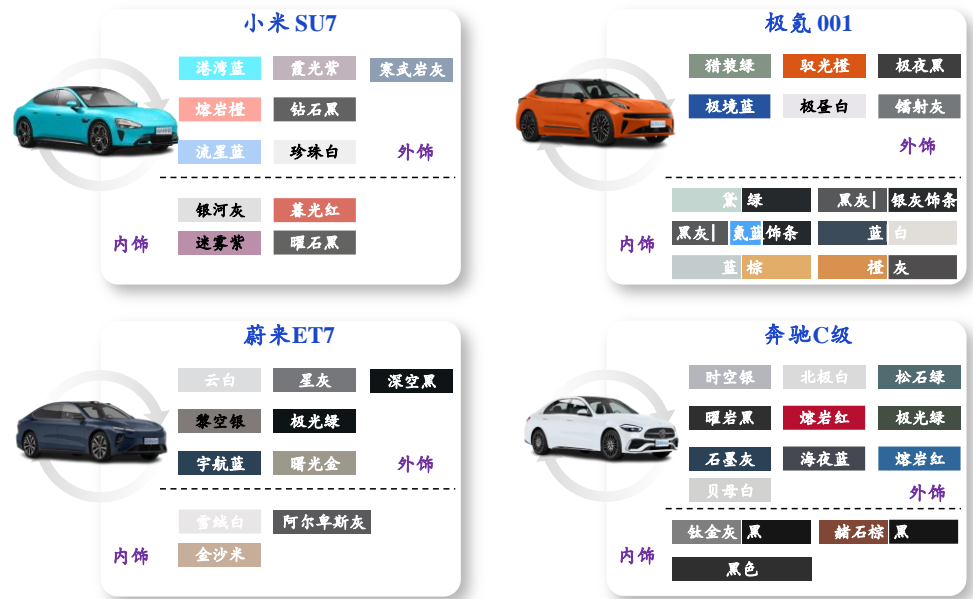


数据来源: IDC

2.2、汽车涂料: 国产涂料企业持续发力, 汽车涂料国产替代进行时

消费者对汽车内外饰的颜色提出更多个性化需求, 可提供创新性汽车内外饰涂料的企业有望持续受益。据新京报报道, 2024 年 3 月 28 日晚, 小米汽车 SU7 上市发布会展示了小米 SU7 有 4 大色系, 9 种颜色, 包括跑车色系海湾蓝、熔岩橙; 时尚色系雅灰、流星蓝、霞光紫; 豪华色系橄榄绿、寒武岩灰; 经典色系珍珠白、钻石黑。实际上, 越来越多的车企为客户提供更加多元化、个性化的车身内外饰颜色选择, 如极氪 001 提供的猎装绿、蔚来 ET7 提供的曙光金等等。购车人群结构更加年轻化, 叠加新能源汽车被越来越多的年轻人接受, 新能源车车企相较于燃油车车企为用户提供了更加多元化的车身外饰、内饰颜色选择。据汽车之家公众号数据, 2022 年, 购车人群年龄在 21-30 岁区间的比例为 27%, 同比增长 5pcts; 同时, 在消费者考虑购买新能源车时, 外观成为消费者第二大考虑因素, 关注度为 14.03%, 仅次于续航关注度的 21.16%。随着消费者对汽车内外饰的颜色提出更多个性化需求, 未来能够提供创新性的汽车内外饰涂料企业有望持续受益。

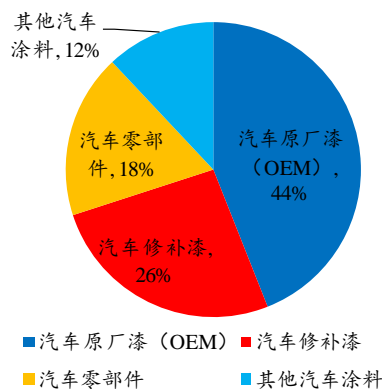
图18：目前车企为消费者提供更多可供选择的个性化内、外饰颜色



资料来源：小米汽车、极氪、蔚来、奔驰等官网、汽车报价大全小程序、开源证券研究所

汽车涂料可分为车身原厂漆、汽车修补漆、汽车零部件涂料等。据前瞻产业研究院数据，汽车涂料按应用场景的不同，可划分为车身原厂漆、汽车修补漆、汽车零部件涂料和其他汽车涂料，在我国的需求占比分别为44%、26%、18%、12%。其中，**车身原厂漆**为在汽车生产过程中，由汽车制造商在工厂内喷涂的漆面；**汽车修补漆**为在汽车使用过程中，由于各种原因（如事故、划痕等）导致漆面受损后，需要进行修复时所使用的漆料；**汽车零部件涂料**为涂覆在乘用车零部件上，起装饰或保护材料，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。

图19：车身原厂漆、修补漆、零部件涂料的需求占比分别为44%、26%、18%



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

汽车零部件漆涂料方面，松井股份、东来技术等企业奋勇直追。汽车中的零部件基材主要可分为金属、塑料、饰品等类型，不同的零部件材料需要使用不同类型的涂料产品。新车内外饰件涂料直接客户主要为汽车主机厂、主机厂之一级供应商，产品应用于新车内外饰件零部件表面喷涂。新车内外饰件涂料行业中，欧美、日韩外资品牌占据市场绝对优势。但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，加上在研发本土化、供应当地化、响应快速化等关键环节，国内涂料企业竞争力逐步增强。目前，国内松井股份、东来技术等企业加强与国内车企合作，市占率呈逐步提升趋势。其中，据松井股份公告，松井股份具有乘用车 PVD 涂料、乘用车内饰件 UV 硅手感涂料、乘用车车灯防雾涂料等，并与吉利、广汽、上汽通用五菱、比亚迪等车企进行合作。

表3：汽车中的零部件基材主要可分为金属、塑料、饰品等类型

项目	零部件基材		
	金属	塑料	饰品
零部件	发动机,刹车盘,滤清器,油箱,车架,轮毂,底盘,车桥,传动轴,减震器,变速器,尾气管,弹簧	保险杠,仪表盘,后尾门,挡泥板,进气栅格,遮阳板,内视镜	座椅,扶手箱,门饰板,方向盘,皮带,密封圈,织布,玻璃
零部件材料	低碳钢,不锈钢,铸铁,弹簧钢,轴承合金,渗碳钢,金属铝,铜	聚丙烯,聚氯乙烯,聚碳酸酯,聚对苯二甲酸丁二醇酯,聚氨酯,聚丙烯丁二烯苯乙烯共聚物,聚酰胺等	真皮,聚氯乙烯,无机玻璃,聚甲基丙烯酸甲酯等
零部件使用的涂料	达克罗,溶剂型环氧,溶剂型聚氨酯,单组分丙烯酸,溶剂型醇酸,氨基烤漆,有机硅,环氧树脂等	溶剂型聚氨酯,聚氯乙烯,丙烯酸涂料,硝基涂料	丙烯酸乳液,聚氨酯分散体,有机硅

资料来源：涂料工业公众号、开源证券研究所

汽车修补漆方面，东来技术异军突起。由于技术含量高、原厂认证门槛高、金额少、非标服务管理难度大、品牌效应指引消费选择等行业特性，修补漆市场国外垄断局势仍然明显。据东来技术公告，中国的汽车售后涂料市场呈现“5+3+2+1”的市场格局：5家欧美品牌，美国庞贝捷（PPG）、德国巴斯夫（BASF）、美国艾仕得（AXALTA）、荷兰阿克苏诺贝尔（AkzoNobel）、美国宣伟（SW）；3家日本品牌，立邦（NipponPaint）、关西（Kansai）、洛克（ROCK）；2家韩国品牌，金刚化学（KCC）、纳路涂料（NOROO）；1家中国品牌，东来技术（Donglai），其中东来技术已获得全球多数汽车原厂修补漆认证，呈异军突起之势。

表4：东来技术已获得全球多数汽车原厂修补漆认证，呈异军突起之势

车企	时间	内容
东风本田	2022年2月	东来高飞成为东风本田新的汽车售后修补漆推荐品牌
吉利汽车	2021年11月	东来高飞 onwings®/onwaves®, 再次成为吉利汽车全球修补漆合作伙伴
广汽丰田	2021年9月	东来高飞 onwaves®成为高端水性涂料广汽丰田原厂指定唯一亚洲品牌
东风日产	2021年8月	东来高飞 onwings®/onwaves®, 再次成为东风日产水性、油性招标二者兼得的中国力量，连续多年保持东风日产市场份额第一，东风日产修补漆官方合作伙伴唯一亚洲品牌
Ford	2021年7月	福特汽车北美、南京、重庆联合完成东来涂料认可颜色 MCDCC 签署，标志东来内饰涂料完整体系正式进入福特汽车 ASL 全球系统
广汽传祺	2013年8月	东来涂料 onwaves 高飞水性漆作为传祺官方认证合作伙伴，为网点培训喷涂技师。
长安福特	2019年7月	东来高飞正式成为长安福特售后水性漆供应商
一汽奥迪	2017年10月	凭借 onwaves 水性漆/onwings 油性漆出众表现，东来涂料获得一汽奥迪售后修补漆认证推荐品牌，授权在全国奥迪店官方使用
...		

资料来源：东来技术官网、开源证券研究所

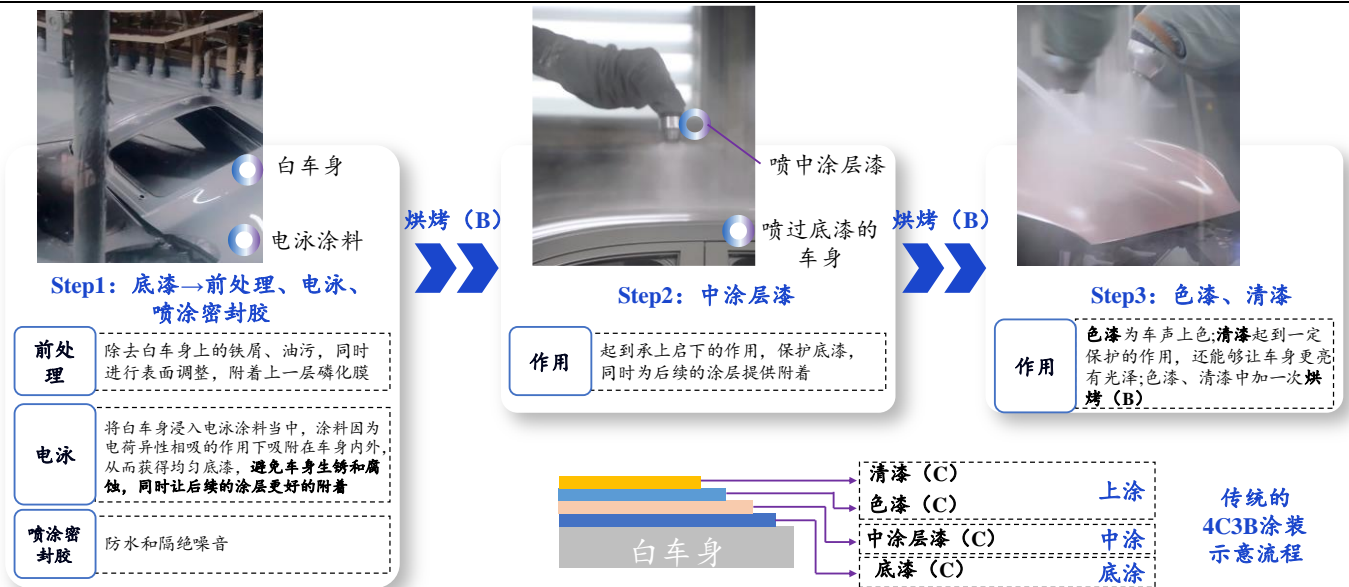
原厂漆中组分涂料生产难度大，且行业进入壁垒高，海外企业占据较大市场份额。汽车原厂漆(OEM 原厂漆)是汽车出厂前统一涂装所用的涂料，一般的定义是指能够进入汽车喷涂线并能够在涂装车间快速高温烘烤的车身涂料，也被称为高温汽车涂料。传统的汽车涂装工艺为 4C3B 工艺，工序包括涂装电泳涂料（底漆）、中涂层漆、色漆和清漆 4 道涂层（Coat）；3 次烘烤（Bake）。据涂界公众号报道，外资品

牌在乘用车原厂漆领域的市场占有率超过 85%，在乘用车车身涂料领域的市场占有率近乎 100%。汽车原厂漆的行业壁垒主要体现在：

1、底漆中的电泳涂料生产难度高。据金力泰招股书，电泳涂料与其它传统涂料相比，其开发需要较高的资金投入、较长的开发周期、涉及更多的边缘学科领域，开发难度较高；其生产涉及主体树脂以及各种专用树脂和添加剂的合成，生产工艺复杂、生产设备要求高、质量控制严格，其涂装应用要求严格的参数控制。

2、市场进入壁垒高。整条汽车涂装产线投资成本较高，且不同公司涂料产品间的无缝切换技术难度较高，因此客户一般不会轻易更换涂料供应商。国外涂料企业先发优势明显，针对车企进行配套涂料开发，积累了深厚生产经验，从而打造了较高市场进入壁垒。

图20：传统的 4C3B 汽车涂装工艺包括 4 道涂装工艺：底漆、中涂层漆、色漆、清漆；3 次烘烤



资料来源：QualityIn 质量学院公众号、柳州制造视频号、开源证券研究所

由于原厂漆生产难度大、市场进入壁垒高，一般配套采用汽车对应进口国家的汽车涂料体系。据保达新材料公众号报道，艾仕得、立邦、PPG、巴斯夫、韩国 KCC、关西等六大公司在中国汽车涂料市场的销售份额在 80%以上，产量份额约为 40%。其中，日系汽车涂料市场以关西涂料、立邦涂料为主；韩系以 KCC 涂料为主；欧美系以艾仕得涂料、PPG 涂料、巴斯夫涂料、阿克苏诺贝尔为主。

国内企业加强自主研发能力，持续突破海外技术垄断。金力泰方面，据金力泰招股书、金力泰 KNT 公众号，公司已成功掌握阴极电泳涂料产业化生产技术，2010 年公司阴极电泳涂料占国内商用车原厂漆的 42%；2020 年，公司涂料核心原料树脂的自制率提升至 85%左右。成功突破了涂料核心原材料水性树脂研发的“卡脖子”问题。中山大桥化工集团方面，据趣涂料公众号报道，中山大桥化工集团成功突破了涂料核心原材料水性树脂研发的“卡脖子”问题，是目前国内具有乘用车涂料产品解决方案的民族涂料企业。据中山大桥化工集团公众号，阿维塔 11/011 曜灰和光影黑；深蓝 SL03 深蓝 S7”月岩灰、星曜黑和炽云橙等车型原厂漆中均有中山大桥化工集团的身影。随着我国车企在新能源汽车领域弯道超车，越来越多的国内车企选择跟国产涂料企业合作，共同打破海外涂料企业的技术垄断。松井股份方面，据公司公告，公司将构建成熟汽车通用型色浆体系，积极开拓乘用车原厂漆及后市

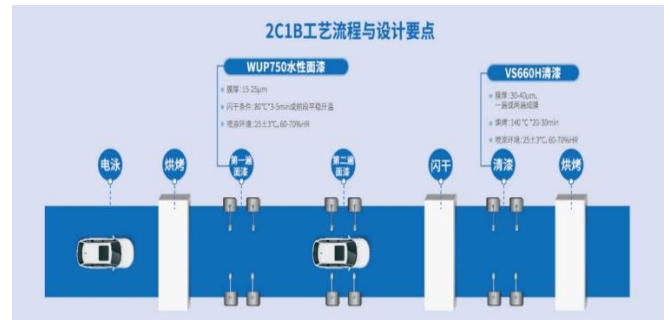
场修补漆市场。

图21: 金力泰水性 B1B2 紧凑型工艺成功开发, 向乘用车进阶, 并对汽车涂料对应的产品进行全面覆盖



资料来源: 金力泰公告

图22: 中山大桥化工集团推出水性免中涂经济型汽车涂料解决方案 (2C1B)



资料来源: 中山大桥化工集团公众号

国产涂料企业持续发力, 叠加国内新能源行业快速发展, 国产涂料企业有望获得更多市场份额。总体上看, 汽车零部件漆涂料领域, 松井股份、东来技术等企业奋勇直追; 汽车修补漆领域, 东来技术异军突起; 原厂漆领域, 金力泰、中山大桥化工集团等突破海外技术垄断, 松井股份积极布局。未来随着我国车企在新能源汽车行业持续发力, 以及车企降本压力逐步增强, 越来越多的车企愿意选择国产涂料企业, 进而带动国产涂料企业以及国产涂料行业持续进步, 获得更多市场份额。

表5: 国产涂料企业持续发力, 加快汽车车身涂料、零部件涂料、汽车修补漆全领域布局

主营业务	公司	汽车车身涂料	零部件涂料	汽车修补漆
汽车涂料	中山大桥化工	●	●	●
	金力泰(300225.SZ)	●	●	○
	东来技术(688129.SH)	○	●	●
	雅图高新材料	○	●	●
	美高微球(南通)	○	○	×
	华涂化工	●	●	×
光刻胶、3C 涂料	广信材料(300537.SZ)	×	●	×
轨道交通涂料	山东七维新材料	○	○	×
集装箱涂料	天津德威涂料化工	○	○	×
胶粘剂、工业涂料	集泰股份(002909.SZ)	×	○	×
消费电子涂料、汽车涂料	松井股份	○	●	○

资料来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: ●为已有业务; ○为正在布局的业务; ×为尚未涉及的业务)

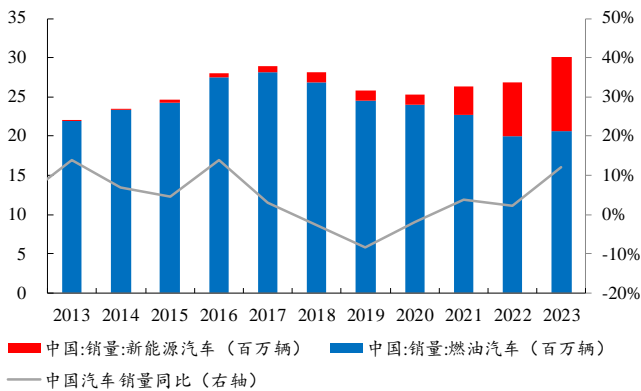
受新能源汽车需求带动, 我国汽车销量总体呈增长趋势, 进而拉动汽车涂料需求增长。

汽车销量方面, 据 Wind 数据, 2023 年, 我国汽车总销量 3,009 万辆, 同比增长 12.02%, 其中新能源汽车销量 949.52 万辆, 同比增长 37.88%; 机动车保有量为 3.36 亿辆, 同比增长 5.33%。据人民网数据, 2024 年我国汽车销量或达到 3,100 万辆, 同比增长 3%。假设 2025-2026 年, 受新能源汽车销量带动, 我国汽车销量保持 3% 的增速, 分别达到 3,193、3,289 万辆。

汽车涂料需求量方面，据全国涂装信息技术平台公众号、公司招股书数据，假设单辆汽车车身原厂漆、汽车零部件涂料需求为 12kg、4.88kg。据《一汽-大众汽车修补漆营销策略研究》（王瀚鋈），2017 年我国单辆保有车辆对修补漆的需求量为 0.72kg，同比下降 10.99%。假设后续单辆保有车辆对修补漆的需求量持续下滑，2023 年假设为 0.51 kg/辆，后续维持 0.50 kg/辆。

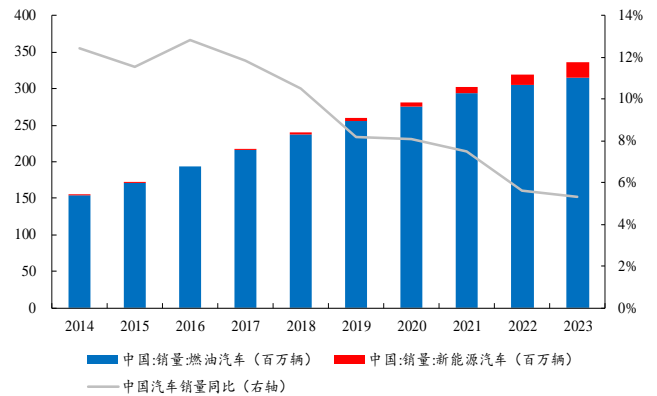
综上，据我们测算，2023 年我国汽车涂料用量约 67 万吨，同比增长 8.96%。未来随着新能源汽车销量保持较高增速，汽车涂料需求有望进一步增加，预计 2026 年我国汽车涂料需求量达到 74 万吨，2023-2026 年年均复合增速为 3.22%。

图23：2013 年以来，我国汽车年销量总体呈增长趋势



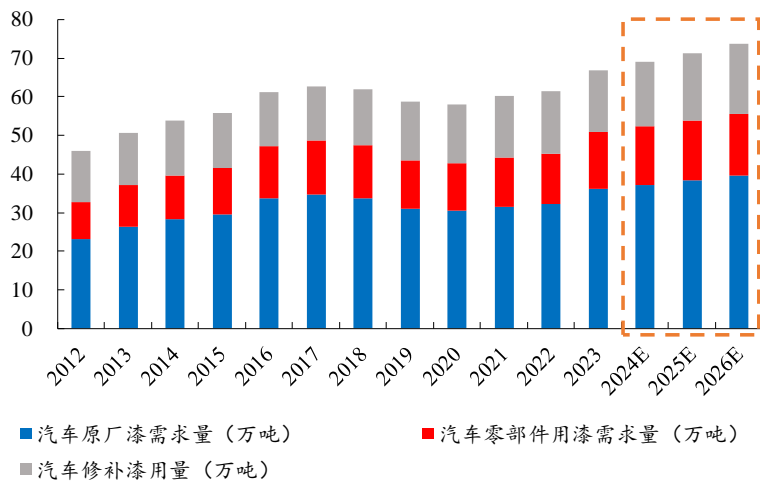
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2014 年以来，中国汽车保有量稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2023 年我国汽车涂料用量约 68 万吨，后续需求有望持续增长



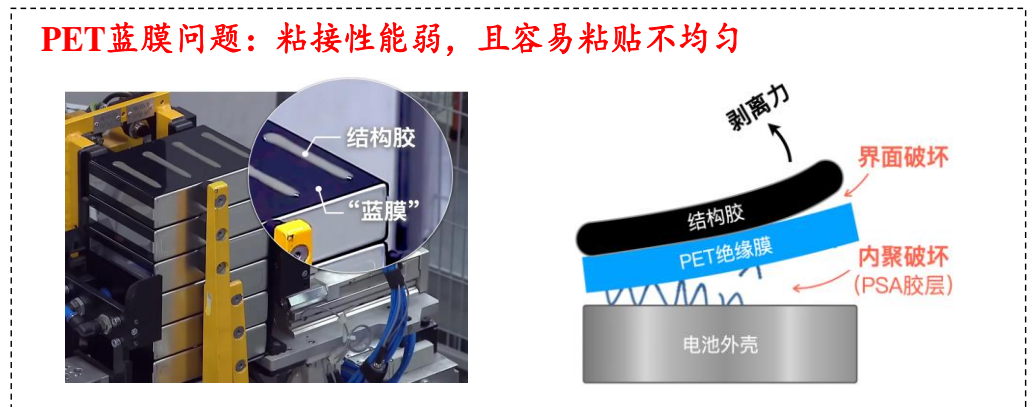
数据来源：全国涂装信息技术平台公众号、公司招股书、人民网、新华网汽车、《一汽-大众汽车修补漆营销策略研究》（王瀚鋈）、开源证券研究所

2.3、动力电池绝缘涂层：PET 蓝膜存在一定安全隐患，UV 绝缘涂层方案应用前进广阔

动力电池包覆的 PET 蓝膜存在粘接性能弱、容易粘贴不均匀等问题，存在一定的安全隐患。为满足动力电池轻量化发展需求，电芯集成模组的方式已由传统的金属框架固定发展为结构胶粘接，同时要求电芯的铝材外壳需贴合高绝缘性的 PET

蓝膜，其作为一种 PET 基材复合 PSA 压敏胶制成的单面胶带。然而，蓝膜存在的问题主要在于其**粘接性能弱，且容易粘贴不均匀**。蓝膜的 PSA 背胶粘接性能有限，当电池组受到外力冲击，结构胶发生界面破坏后将**从蓝膜上脱落**。同时在贴合蓝膜时容易出现气体残留，导致在使用过程中产生空鼓。蓝膜脱落及空鼓的产生均将引起电池模组漏电的安全隐患。尤其是随着 800V 高电压平台的新车型不断普及，此类车型对车内元器件耐压等级提出了更高的要求。若蓝膜出现脱落或粘贴不均匀等现象，将使得动力电池中产生电弧或被击穿的概率大大增加，动力电池的风险系数或将进一步提高。

图26：动力电池包覆的 PET 蓝膜存在粘接性能弱的问题，存在一定的安全隐患



资料来源：胶我选公众号、开源证券研究所

UV 绝缘涂层方案具有 UV 绝缘涂层方案、粘接强度高、覆盖更加均匀等优势，为替代 PET 蓝膜的可行方案。除 PET 绝缘膜外，还可采用粉末涂层、环氧涂层、UV 绝缘涂层等主流电芯绝缘方案，其中 UV 绝缘涂层是一种基于传统的 UV 漆开发出来的材料，因此其设备与工艺具有较高的通用性。UV 绝缘涂层方案相较于其他方案具有的优势在于：

1、固化时间短、生产效率高。据胶我选公众号数据，PET 绝缘膜无需固化，而 UV 绝缘涂层固化时间仅需 0.1 分钟，远短于粉末涂层与环氧涂层需要加热 10~30 分钟的固化时间。

2、粘接强度高。UV 绝缘涂层的失效模式是涂层本身的内聚破坏，即涂层与结构胶和电池外壳之间的粘接力大于涂层自身的内聚力。

3、覆盖更加均匀。UV 绝缘涂层固化时间极短，固体颗粒可直接均匀固定在动力电池表面，不存在垂流问题。

UV 绝缘涂层不仅弥补了“蓝膜”的短板，在其它关键性能上又优于粉末涂层与环氧涂层，是没有明显短板的“五边形战士”，为替代 PET 蓝膜的可行方案。据 MF 材涂联动公众号，目前 UV 绝缘涂层方案设备投资较大，UV 涂料成本需降低。

图27：UV 绝缘涂层方案具有 UV 绝缘涂层方案、粘接强度高、覆盖更加均匀等优势



资料来源：胶我选公众号、开源证券研究所

表6：UV 涂装工艺具有环保系数高、循环时间短、自动化程度高等优势，但设备投资较大，UV 涂料成本需降低

包覆工艺	介绍	设备投资	材料成本	循环时间	自动化难度
PET 膜	<p>【优势】适宜少批量生产，成本、合格率较可控。</p> <p>【问题】封闭接头处多层重叠，模组间公差较大，批量贴膜对工艺要求高，极易产生气泡影响电池寿命；胶接拉拔强度不够，影响电池绝缘的一次合格率。</p>	成本较低	成本较低	几分钟	中等
粉末涂装	<p>【优势】粉末喷涂，施工简单，一次喷涂成型；无接头，无气隙，附着力良好，不易刮花；拉拔强度高，免去刮膜工序，便于安装和运输。</p> <p>【问题】良品率已从 75%左右提升到 92%左右，烘烤温度 180 度以上，能耗高。修补较麻烦，良品率需要进一步提高。</p>	0.2-0.4 亿元/条	约 35-50 元/kg	几小时	中等
UV 涂装	<p>【优势】UV 涂料，不含 VOC，100%固含量，数秒内完成固化，不需要烘烤设备，效率较高，且从综合成本来看，有较大优势；</p> <p>【问题】目前设备投资较大，UV 涂料成本需降低。</p>	第一、二代：0.6-1 亿元； 第三代：1-2 亿元	约 120-200 元/kg	几秒	简单

资料来源：MF 材涂联动公众号、开源证券研究所

UV 绝缘涂层方案又可以分为 UV 涂料喷涂、UV 喷墨打印。其中 UV 涂料喷涂工艺较为成熟，但设备投资较大、原料利用率低；UV 喷墨打印具有成品一次合格率极高、原料利用率高、设备投资成本低等优势，但该技术属于创新型技术，目前各大主机厂、电池厂均处于前期测试应用阶段。据松井股份、金力泰公告，在 UV 绝缘涂层方案上，松井股份采用 UV 喷墨打印技术、金力泰采用 UV 涂料喷涂技术。

表7: UV 喷墨打印具有成品一次合格率极高、原料利用率高等优势

	UV 喷墨打印	UV 涂料喷涂
粘度	可高粘度喷涂(100cps)、每次喷涂 50U 的厚度	只能低粘度(20cps)
喷涂量	喷涂 3 次达到 100%覆盖	需喷涂 8-12 次
洁净度	电极无需清洗(无飞溅)	污染电极、需要清洗
转角及边角位置覆盖性	成品一次合格率极高	成品合格率低
生产效能	可实现工业大规模生产	不可实现大规模生产
喷头耐久性	喷头无残留、带自动清洁功能、喷头寿命可达 10 年或以上	喷头容易堵塞、寿命短
使用材料	绝缘性能好,附着力好,耐电池液好	低粘度材料功能性差
喷涂距离	可高距离 15mm 喷涂	2-3mm 喷涂

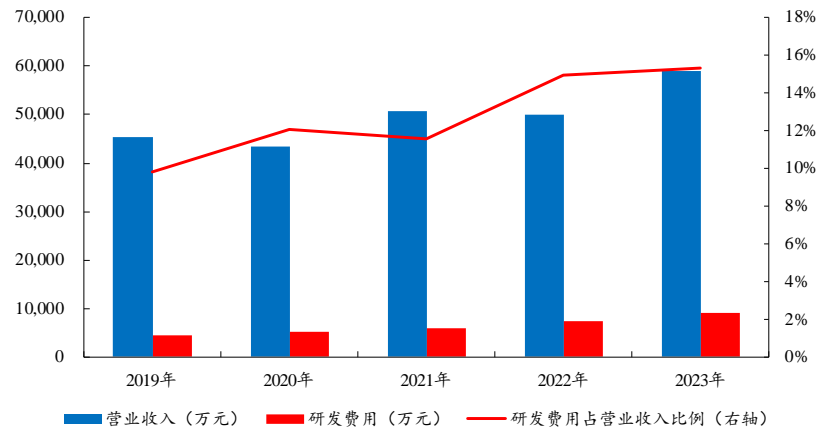
资料来源: ROCKTIN 公众号、开源证券研究所

布局企业持续增加,或将持续打开 UV 绝缘涂料市场空间。据涂界公众号报道,随着 800V 高压快充平台的快速发展,松井股份、立邦、金力泰、宣伟、PPG、巴斯夫、艾仕得、关西涂料、广信材料、擎天材料、亮克威泽、信和新材等国内外知名涂料企业在内的大批涂企已开发出或正在应用于新能源电池的涂料。未来随着 UV 绝缘涂料行业发展趋于成熟,行业生产成本有望下降。据涂界公众号数据,全球动力电池涂料潜在市场达到 60 亿美元,中国将在这个市场中占 40%(约合 160 亿元)。

3、公司优势:创新式及交互式研发+定制化深度营销,提升公司产品竞争力

3.1、技术创新优势:公司以创新式研发为抓手,持续朝高端涂料应用领域进发

公司持续加强研发投入,多项技术具有行业领先或行业先进性。公司以向高端消费类电子和乘用车领域的终端客户提供系统化解解决方案为技术创新出发点,持续加强研发投入,2019 年以来,公司研发支出占公司总营收的比例在 10%以上。据公司招股书,在**高端消费类电子领域**,公司的系列有机硅手感涂料技术、3D 玻璃感光油墨技术具有行业领先性;系列 PVD 涂料技术、系列 UV 色漆、系列水性涂料技术具有行业先进性,主要产品均具有行业领先或行业先进性。在**乘用车领域**,公司的乘用车车灯防雾树脂及涂料技术具有行业领先性,乘用车零部件 PVD 涂料技术具有行业先进性,相关产品均具有行业领先或行业先进性。

图28：2019年以来，公司研发支出占公司总营收的比例在10%以上


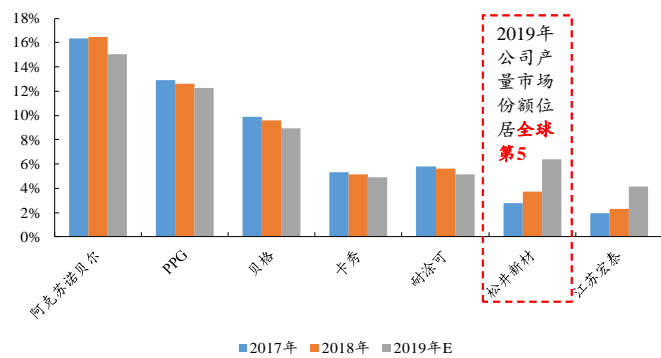
数据来源：公司公告、开源证券研究所

表8：公司多项技术具有行业领先或行业先进性

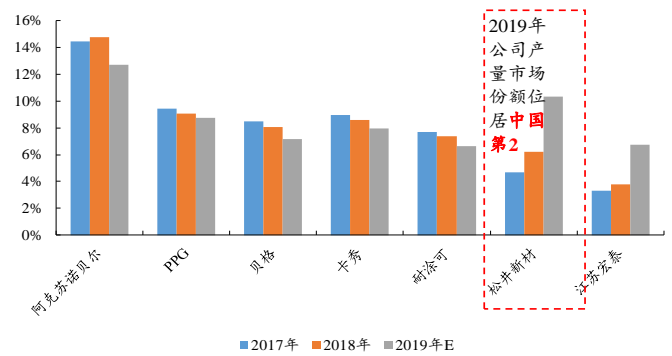
技术名称	技术优势
有机硅手感涂料技术	解决传统橡胶涂技术涂层抗脏污性能手感较差，部分产品易返粘等问题解决涂层耐磨性能较差、对氟橡胶等特殊弹性体基材附着力较低等问题
UV 色漆技术	解决热固化涂料固化时间较长，生产效率较低，涂层耐磨性能、抗划伤性能较差等问题，解决涂层较难实现高亮白、接近阳极的金属效果；较难实现细腻金属质感；耐磨性能、耐化性能较低等问题
水性涂料技术	解决溶剂型涂料 VOC 排放量较高、环保性较差等问题解决涂层在 PPS 基材上附着力、基材适用性较差（烘烤温度高）；对特殊基材附着力、耐水煮性能较差等问题
PVD 涂料技术	解决传统水电镀技术重金属污染较严重，且色彩鲜艳度较差等问题解决涂层震动耐磨性能较差、加深色难；渐变色过渡不自然、附着力不好；仿陶瓷镜面效果不佳等问题
乘用车车灯防雾树脂及涂料技术	解决涂层抗流挂性能较差，防雾时效期较短等问题
乘用车零部件 PVD 涂料技术	解决传统水电镀技术重金属污染较严重，且色彩鲜艳度较差等问题解决涂层耐光老化性能、抗石冲击性能较差等问题
3D 玻璃感光油墨技术	解决传统“贴膜”工艺工序复杂、生产效率低、成品良品率低、重复加工难等问题解决涂层附着力、颜色稳定性、耐水煮、耐高温高湿性能较差，固化较难等问题

资料来源：公司官网、开源证券研究所

消费电子领域，公司已具备与国际巨头同台竞技的能力，未来将持续发力**高端消费电子领域**。得益于公司研发能力强劲，公司 3C 涂料产品具备较强市场竞争力，已被苹果、华为、三星、小米、惠普、谷歌、VIVO 等主流终端品牌客户采用。目前，公司在 3C 领域已具备与阿克苏诺贝尔、PPG 等国际巨头同台竞技的能力。据公司公告，2019 年，在 3C 涂料主要供应商当中，公司产量位居全球第 4、国内第 2。据公司公告，2023 年携手下游客户，共同打造了如国内 H 大客户新机 Mate60、北美消费电子大客户 Vision Pro 等系列行业标杆项目。未来公司将紧握高端消费电子领域新型功能涂层材料行业向定制化、高综合性能、系统服务方向快速发展的机遇，凭借过硬的技术实力和创新差异化的产品服务，深挖下游市场潜能，持续拓宽业务合作边界。

图29：2019年公司产量市场份额位居全球第5


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：2019年公司产量市场份额位居中国第2


资料来源：公司公告、开源证券研究所

乘用车领域，公司延续创新基因，实现由内饰涂料到外饰涂料跨越。公司将3C产品涂料相关技术应用于新能源汽车内外饰涂层当中的同时，延续创新基因，创新性开发出应用于发光保险杠、防雾车灯等领域涂料产品。据公司公告，2023年，公司推出具有划时代意义的发光保险杠创新解决方案、扰流板涂层解决方案等重要外饰件项目，并在战略客户中成功导入量产，标志着公司在该领域正式实现“由内饰到外饰”、“由小件到大件”的里程碑式跨越。据公司公告，公司凭借较强研发及创新能力，已与众多国内外终端品牌及汽车零部件战略客户开展合作，系列产品先后在比亚迪、蔚来、北美T公司、理想、吉利、广汽、上汽通用五菱、柳汽、长城、丰田等指定车型上实现应用，品牌影响力日渐提升。

3.2、经营模式：采用“交互式”研发+“定制化”深度营销，提高公司与下游客户黏性

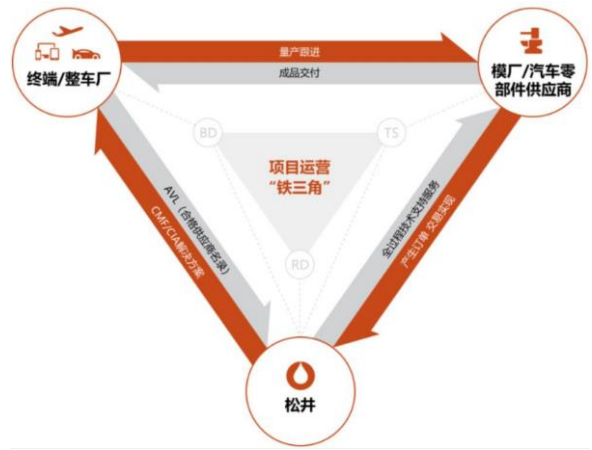
采用“交互式”研发+“定制化”深度营销，提高公司与下游客户黏性。研发方面，公司坚持以“交互式”自主研发为主、合作研发为辅的研发模式，进行技术、产品的研发。公司一方面会结合行业发展趋势，将创新产品推荐给终端设计部门，另一方面，公司会以解决客户痛点问题为导向，定制化设计推出相关配套产品。**深度营销方面**，公司所处的行业具有产品迭代周期短，创新质量要求高的特征，该特征要求产业链上所有环节必须保持相应的创新质量和节奏，“公司→模厂→终端”构成产业链条上下游，三者之间形成一种共生生态关系。基于公司所服务行业的特殊性和客户的专业性，公司主要采用“一对一定制化”的深度营销模式。公司“交互式”研发+“定制化”深度营销的运营模式，有助于公司及时了解下游客户需求，提高公司与客户黏性。

图31: 公司主要采用“交互式”研发模式



资料来源: 公司公告

图32: 公司形成“公司→模厂→终端”铁三角运营模式



资料来源: 公司公告

4、盈利预测

我们根据公司主要业务的经营情况做出如下假设:

(1) 高端消费电子领域: 随着消费电子需求逐步复苏, 以及公司前期拓展的新客户、新业务持续贡献业绩, 我们预计 2024-2025 年, 该板块实现营业收入 6.55、7.76、8.72 亿元, 同比增长 37%、18%、12%; 毛利率分别为 50%、50%、50%;

(2) 乘用车领域: 随着我国新能源汽车行业快速发展, 以及公司不断推进“汽车内饰件-汽车外饰件-车身修补漆-汽车原厂漆”全流程布局, 我们预计 2024-2025 年, 该板块实现营业收入 1.78、2.84、3.98 亿元, 同比增长 80%、60%、40%; 毛利率分别为 45%、45%、45%;

(3) 特种装备领域: 随着公司高端涂料业务订单逐步落地, 我们预计 2024-2025 年, 该板块实现营业收入 0.12、0.24、0.35 亿元, 同比增长 200%、100%、50%; 毛利率分别为 30%、30%、30%。

表9: 预计 2024 年, 公司高端消费电子、乘用车业务营收分别同比增长 37%、增长 80%

指标	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产品产能						
高端消费电子涂料	吨	5,250	8,625	13,650	13,650	13,650
乘用车领域涂料	吨	-	-	250	500	500
油墨	吨	300	300	300	300	300
高端消费电子领域						
营业收入	亿元	4.26	4.79	6.55	7.76	8.72
营收增速	%	-11%	12%	37%	18%	12%
营业收入占比	%	85%	81%	78%	76%	74%
毛利率	%	51%	51%	50%	50%	50%
毛利润	亿元	2.18	2.45	3.28	3.88	4.36
乘用车领域						
营业收入	亿元	0.67	0.99	1.78	2.84	3.98
营收增速	%	198%	47%	80%	60%	40%

指标	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入占比	%	13%	17%	21%	26%	30%
毛利率	%	46%	46%	45%	45%	45%
毛利润	亿元	0.31	0.45	0.80	1.28	1.79
特种装备领域						
营业收入	亿元	0.01	0.04	0.12	0.24	0.35
营收增速	%		362%	200%	100%	50%
营业收入占比	%	0.2%	0.7%	1.4%	2.3%	3.0%
毛利率	%	70%	34%	30%	30%	30%
毛利润	亿元	0.01	0.01	0.04	0.07	0.11

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司消费电子、乘用车业务双向发力，看好公司未来业绩成长。公司为 3C 电子涂料领域龙头企业，叠加 2024-2026 年，公司消费电子涂料产能持续落地，未来有望充分受益于消费电子需求复苏。同时公司大力布局乘用车涂料领域，据公司公告，预计 2024 年该领域已量产订单项目金额为 1.49 亿元，已定点量产或正在开拓中的项目订单金额为 1.53 亿元，合计订单金额为 3.02 亿元，公司未来乘用车涂料订单充足。公司消费电子、乘用车业务双向发力，看好公司未来业绩成长。**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 1.27、1.86、2.47 亿元，EPS 分别为 1.14、1.66、2.21 元，当前股价对应 PE 分别为 29.15、19.91、14.98 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。**

我们选取了具有消费电子、汽车部件涂料业务的广信材料，以及具有乘用车涂料业务的东来技术、金力泰进行估值比较。2023 年，公司 PE 为 46.15 倍，高于东来技术，低于金力泰、广信材料。我们预计公司股价对应于 2024 年 PE 为 29.69 倍，低于广信材料 36.30 倍的 PE。预计 2025 年，公司 PE 为 19.91 倍，高于广信材料 18.21 倍的 PE，考虑到公司为 3C 电子涂料领域龙头企业，同时未来汽车涂料业务订单放量带动公司业绩增长，可给予公司更高估值，仍然维持推荐。此外，预计公司当前股价对应 2026 年 PE 为 14.98 倍。

表10：预计 2024-2026 年，公司 PE 分别为 29.15、19.91、14.98 倍

股票代码	证券简称	2024/6/24		EPS (摊薄/元)				PE (倍)			
		总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688129.SH	东来技术	14.59	12.11	0.43	-	-	-	28.23	-	-	-
300225.SZ	金力泰	23.06	4.85	0.03	-	-	-	160.87	-	-	-
300537.SZ	广信材料	32.56	16.27	0.03	0.45	0.89	-	472.07	36.30	18.21	-
	平均							472.07	36.30	18.21	-
688157.SH	松井股份	37.02	33.13	0.73	1.14	1.66	2.21	45.64	29.15	19.91	14.98

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、除松井股份盈利预测数据来源于开源证券研究所外，其他数据来自于 Wind 一致预期；2、估值数据以 2024 年 6 月 24 日收盘价为基础。

5、风险提示

(1) 需求恢复不及预期：若消费电子产品创新能力不足，消费者换机动力较弱，消费电子销量增速不及预期，将带动公司涂料产品销售增速不及预期。

(2) 订单落地不及预期：公司在《关于湖南松井新材料股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券申请文件的审核问询函之回复》中提到的汽车涂料业务的在手订单落地进程受乘用车市场销量情况的变化而变化。

(3) 行业产能大幅扩张：行业内的同行如东来技术、金力泰等企业均有汽车涂料产能扩张的规划，若国内企业不能实现高端涂料领域的技术突破，行业内新增产能落地或将使得行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	832	808	647	734	871
现金	484	194	287	362	438
应收票据及应收账款	219	318	0	0	0
其他应收款	3	3	5	5	8
预付账款	5	9	11	14	16
存货	68	83	142	151	207
其他流动资产	54	201	201	201	201
非流动资产	579	764	892	1010	1117
长期投资	19	17	16	14	12
固定资产	131	282	408	522	626
无形资产	33	32	34	34	33
其他非流动资产	396	433	434	439	446
资产总计	1412	1572	1539	1744	1987
流动负债	123	244	110	166	200
短期借款	1	60	60	110	141
应付票据及应付账款	85	133	0	0	0
其他流动负债	38	52	51	56	59
非流动负债	24	21	21	21	21
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	21	21	21	21
负债合计	148	265	132	187	221
少数股东权益	15	15	13	11	7
股本	80	112	112	112	112
资本公积	830	786	786	786	786
留存收益	338	394	482	610	780
归属母公司股东权益	1248	1292	1394	1546	1759
负债和股东权益	1412	1572	1539	1744	1987

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	141	26	274	209	232
净利润	82	78	125	183	243
折旧摊销	16	22	32	44	56
财务费用	-9	-4	-5	-6	-6
投资损失	-3	-4	-3	-5	-4
营运资金变动	43	-73	121	-11	-63
其他经营现金流	11	7	4	5	5
投资活动现金流	-249	-348	-158	-156	-159
资本支出	240	211	162	162	165
长期投资	-14	-142	2	1	2
其他投资现金流	5	5	3	5	4
筹资活动现金流	-26	31	-23	-28	-28
短期借款	1	59	0	51	31
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	32	0	0	0
资本公积增加	12	-45	0	0	0
其他筹资现金流	-38	-16	-23	-79	-58
现金净增加额	-131	-290	93	25	45

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	499	590	857	1103	1334
营业成本	249	299	446	580	708
营业税金及附加	5	5	8	10	12
营业费用	56	56	79	87	96
管理费用	51	59	77	93	102
研发费用	75	90	117	141	155
财务费用	-9	-4	-5	-6	-6
资产减值损失	-0	-4	-1	-1	-1
其他收益	9	8	6	5	5
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	3	4	3	5	4
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	86	86	139	203	270
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	86	86	139	204	270
所得税	4	7	14	20	27
净利润	82	78	125	183	243
少数股东损益	0	-3	-2	-3	-4
归属母公司净利润	82	81	127	186	247
EBITDA	88	106	168	243	322
EPS(元)	0.74	0.73	1.14	1.66	2.21

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-1.8	18.2	45.3	28.7	21.0
营业利润(%)	-17.3	-0.2	61.5	46.4	32.9
归属于母公司净利润(%)	-15.5	-1.4	56.6	46.4	32.9
获利能力					
毛利率(%)	50.1	49.4	47.9	47.4	46.9
净利率(%)	16.5	13.8	14.8	16.9	18.5
ROE(%)	6.5	6.0	8.9	11.8	13.8
ROIC(%)	5.4	5.6	8.4	10.8	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	10.5	16.9	8.6	10.7	11.1
净负债比率(%)	-37.3	-9.3	-15.6	-15.7	-16.4
流动比率	6.8	3.3	5.9	4.4	4.4
速动比率	6.0	2.9	4.3	3.3	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	2.3	2.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.1	4.1	10.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.73	1.14	1.66	2.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	0.24	2.46	1.87	2.08
每股净资产(最新摊薄)	11.17	11.56	12.48	13.83	15.74
估值比率					
P/E	45.0	45.6	29.2	19.9	15.0
P/B	3.0	2.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	36.8	32.4	19.8	13.6	10.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn