

化工

2020年11月26日

# 松井股份 (688157)

—— 技术+市场双壁垒赋能，剑指新型功能涂层材料领导者

报告原因：首次覆盖

**买入** (首次评级)

市场数据：2020年11月25日

收盘价(元) 96.23  
 一年内最高/最低(元) 123.55/76.5  
 市净率 7.1  
 息率(分红/股价) -  
 流通A股市值(百万元) 1742  
 上证指数/深证成指 3362.33/13656.10

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2020年09月30日

每股净资产(元) 13.5  
 资产负债率% 11.07  
 总股本/流通A股(百万) 80/18  
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

任慕华 A0230517070002  
renmh@swsresearch.com

联系人

周羽希  
(8621)23297818×转  
zhouyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **新型功能涂层材料国内龙头，以优质终端客户保障营收净利逆势增长。**公司聚焦 3C 新型功能涂层材料赛道，①在 3C 涂料领域，已覆盖华为、苹果、小米、惠普等知名终端品牌 ②汽车涂料领域，绑定国际车灯龙头法雷奥。2019 年 3C 涂料市场全球份额第六，国内第二，2020H1 公司营业收入逆势增长 11.7%，加速追赶国际龙头。
- **以技术+市场构筑稳固护城河，强者恒强趋势不变。**3C 涂料行业技术壁垒极高，具有高性能、定制化供应能力的厂商才能进入客户的供应链体系，并通过与客户共同研发，开发出具有前瞻性和适应性的新品，将技术壁垒进一步加固，是强者恒强的过程。**对标 AKZO、PPG 等国际龙头**，公司专注于高毛利新型功能涂料领域，从终端、模厂两端进行深度营销，并受益华为等终端的供应链国产化、3C 制造环节向国内转移带来的市场优势；对标飞凯、广信等国内厂商，公司凭借比肩国际的基础性与应用性技术研发实力，提前进入苹果、惠普等国际龙头供应链体系，保证盈利与前瞻性技术研发能力。
- **两大机遇下实现加速赶超，未来成长空间仍存。**国内 3C 品牌迎来高速发展期，环保政策加码带来水性涂料需求。公司提前 5 年水性技术满足对溶剂型涂料的全面替代，2019 年华为、苹果 PVD 水性涂料、小米项目放量，公司总营业收入同比+74%；5G 和物联网技术的发展，带动 3C 产业升级，替代性和增量需求并存。2023 年 3C 涂料市场规模可达 133-230 亿元，水性涂料仍有替代空间。公司在手项目丰富，在终端品牌客户渗透率持续提升，仍有向上空间。
- **横向纵向双向布局，募投项目赋能成长。**纵向进军汽车涂料市场，以环保+性能优势绑定高端客户法雷奥，蓄力广阔市场。横向“涂料+油墨+胶黏剂”一体化布局，打造三合一的涂层材料领导者。
- **投资评级：**受益于在终端用户渗透率稳步提升+水性涂料替代性需求+3D 玻璃感光油墨华为项目订单放量，三管齐下，**预计 2020-2022 年实现营业收入 5.62、7.69、10.64 亿元，对应归母净利润 1.12、1.67、2.28 亿元。参考可比公司 2021 年估值，给予公司 56 倍 PE 目标估值，对应仍有 22%的潜在空间，首次覆盖，给予买入评级。**
- **风险提示：**下游高端消费品行业发展不及预期、新业务拓展不及预期；在建产能不达预期，产品价格下降以及原材料价格波动

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	455	317	562	769	1,064
同比增长率(%)	73.6	1.6	23.6	36.8	38.3
归母净利润(百万元)	93	65	112	167	228
同比增长率(%)	77.7	-0.8	21.1	48.7	36.0
每股收益(元/股)	1.56	0.81	1.41	2.10	2.86
毛利率(%)	54.4	52.3	55.2	55.8	56.6
ROE(%)	23.2	6.0	9.9	12.9	14.9
市盈率	82		68	46	34

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

公司受益于在终端用户渗透率稳步提升+水性涂料替代性需求+3D 玻璃感光油墨华为项目订单放量，三管齐下，**预计 2020-2022 年实现营业收入 5.62、7.69、10.64 亿元，对应归母净利润 1.12、1.67、2.28 亿元**。估值对标经营模式相似的电子化学品类公司国瓷材料、雅克科技、晶瑞股份、以收购方式切入紫外固化涂料业务的广信材料，综合考量下，给予公司 2021 年 56 倍 PE 目标估值，对应仍有 22%潜在空间，给予买入评级。

### 关键假设点

①**涂料产品业务**：在终端客户份额不断提高+水性涂料替代性需求，预计原有产能可充分利用，涂料生产线建设周期较短，全部投产后将新增 5500 吨/年产能，预计 2020-2022 年销量分别为 7007/8280/9825 吨，平均单价分别为 76/85/94 元/kg，从而实现营收 5.36、7.06 及 9.22 亿元；

②**油墨业务**：原有 300 吨/年产能，新增 700 吨/年产能，3D 玻璃感光油墨华为项目放量，产能利用率逐步提升，2020-2022 年预计销量 94/183/364 吨，毛利率升至 73%/74%/74%；

### 有别于大众的认识

**市场尚未充分认识公司的核心竞争力**。对标国际龙头，公司专注于新型功能涂料领域，从终端、模厂两端进行深度营销，且受益华为等终端的供应链国产化、3C 制造环节向国内转移带来的市场优势；对标国内厂商，公司凭借比肩国际的基础性与应用性技术研发实力，提前进入苹果、惠普等国际龙头供应链体系，保证盈利能力与前瞻技术研发能力，竞争壁垒稳固。

**市场放大了华为手机业务下滑带来的影响**。根据 IDC 的预测，2020/2021 华为手机出货量预计降至 1.7/0.8 亿台。若华为手机出货量的显著下滑，其高、低端市场很可能分别被苹果和小米等国产品牌抢占。考虑到公司在苹果的份额不断提升，在小米的份额保持稳定，对应公司拿单能力总体稳定。

### 股价表现的催化剂

终端客户覆盖率与份额不断提升；环保政策加码水性替代需求提升；产能扩张带来的业绩增量

### 核心假设风险

下游高端消费品行业发展不及预期、新业务拓展不及预期；在建产能不达预期，产品价格下降以及原材料价格波动

## 目录

<b>1. 公司简介：一体化的新型功能涂层材料国内龙头</b>	<b>6</b>
1.1 发展历程：十年砥砺，剑指新型功能涂层材料领导者	6
1.2 主要产品：“涂料+特种油墨+胶黏剂”一体化产品线，聚焦高端消费类电子和乘用车两大应用领域	6
1.3 控制权稳定集中，三次实施股权激励计划	7
1.4 优质订单放量+高毛利新产品，营收净利逆势增长	8
<b>2. 3C 涂料：终端品牌客户持续拓展，水性涂料替换市场抢占先机</b>	<b>10</b>
2.1 聚焦新型功能涂层材料优质赛道	10
2.2 对标国外龙头：定制化服务+供应链国产化趋势，构筑市场壁垒	11
2.3 对标国内厂商：以技术优势绑定国内外优质客户，构筑技术壁垒	13
2.4 两大机遇：下游需求景气+水性替代加速，实现份额持续扩张	15
2.4.1 国内 3C 品牌迎来高速发展期，各终端品牌渗透率持续提升	15
2.4.2 “油改水”政策持续加码，以 5 年先发优势抢占广阔替代市场	16
2.4.3 聚焦优质赛道和终端客户，已加速成长为国内龙头	18
2.5 成长空间仍存：智能手机+笔电业务稳步提升，可穿戴设备+智能家电业务蓝海可期	19
<b>3. 汽车涂料：绑定车灯巨头法雷奥，以环保+性能优势蓄力广阔市场</b>	<b>22</b>
<b>4. 一体化：打造涂料、油墨、胶黏剂“三合一”的涂层材料领导者</b>	<b>25</b>
<b>5. 盈利预测及投资建议</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程概览.....	6
图 2：公司具有多类别、系列化的涂料产品体系 .....	7
图 3：实控人凌云剑合计持有公司 49%股份.....	7
图 4：2020Q3 公司营收同比增速放缓至 1.6%.....	8
图 5：2020Q3 公司归母净利润小幅下降 0.8%.....	8
图 6：三四季度占全年营收比重高，2020Q4 营收有望改善 .....	9
图 7：2019 年手机及相关配件涂料业务营收占比升至 78% .....	9
图 8：2019 年手机及相关配件涂料业务毛利占比升至 80% .....	9
图 9：终端客户结构方面，苹果/小米/华为订单持续放量 .....	9
图 10：2020Q3 毛利率/净利率达 52%/20%.....	10
图 11：期间费用率长期趋降 .....	10
图 12：涂层材料行业概览.....	11
图 13：2019 年 AKZO 营收构成（按应用领域分类） .....	12
图 14：2019 年 PPG 营收构成（按应用领域分类） .....	12
图 15：松井股份坚持终端引领、模厂落地的深度营销模式 .....	12
图 16：公司研发投入维持在 9%以上.....	13
图 17：2019 年松井股份研发投入水平高于竞争对手.....	13
图 18：2016 年江苏宏泰营收构成 .....	14
图 19：江苏宏泰主要产品及用途.....	14
图 20：松井股份毛利率高于广信材料可比业务.....	15
图 21：2020H1，广信材料营收同比降 33%.....	15
图 22：2016-2020Q2，国内手机厂商全球市占率迅速攀升 .....	15
图 23：2016-2020Q3，公司在各终端品牌份额均持续提升 .....	16
图 24：2012-2018 年我国环保型涂料产量以水性涂料为主 .....	17
图 25：2019 年，消费电子领域水性涂料占比仅为 12% .....	17
图 26：2019 年 UV 和水性涂料营收占比达 76% .....	18
图 27：2019 年全球市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额 .....	19
图 28：2019 年中国市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额 .....	19
图 29：2020H1，松井股份营收增速表现优于竞争对手.....	19

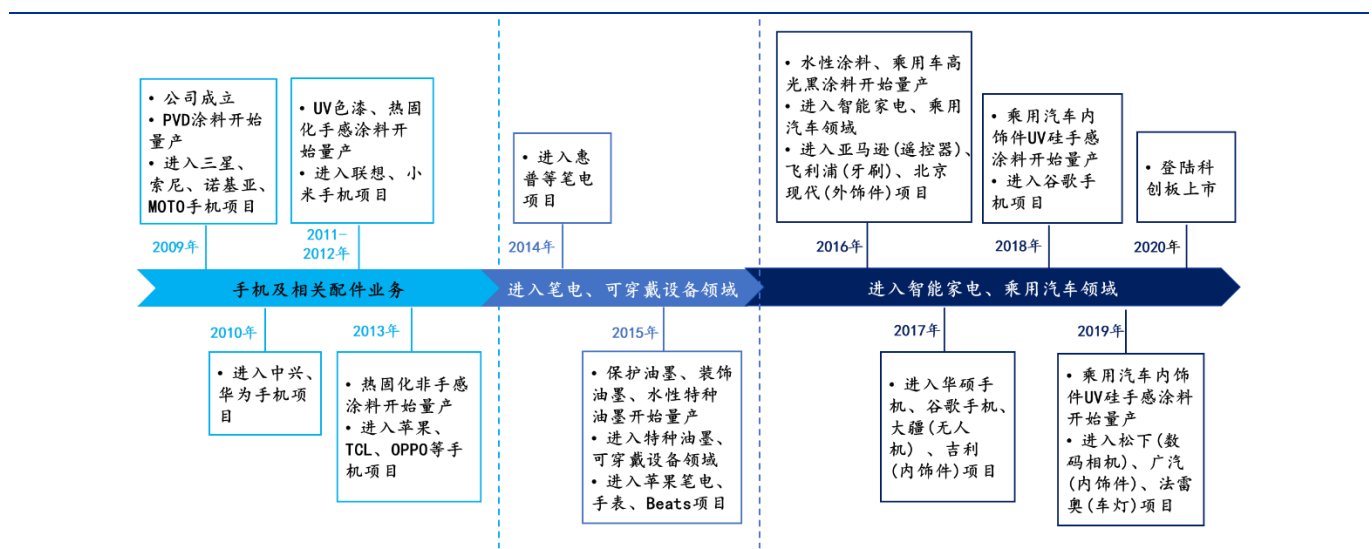
图 30 : 2012-2023 年全球智能手机出货量 (亿台) .....	20
图 31 : 2014-2019 年全球笔记本电脑出货量 (亿台) .....	20
图 32 : 2015-2019 年全球可穿戴设备出货量 (亿部) .....	21
图 33 : 2018-2023 年全球智能家电出货量 (亿台) .....	21
图 34 : 汽车零部件涂料细分市场占比达 18%.....	22
图 35 : 2011-2019 年全球汽车产销量及走势.....	22
图 36 : 2018 年全球汽车涂料市场格局.....	23
图 37 : 2019 年全球车灯企业市场份额.....	24
图 38 : 公司汽车车灯防雾树脂及涂料技术原理.....	24
图 39 : 公司掌握行业领先的 3D 玻璃感光油墨技术 .....	25
图 40 : 2019 年 12 月, 3D 玻璃感光油墨开始应用于华为项目 .....	25
表 1 : 公司 3 次实施股权激励计划合计授予 480 万股股份 .....	8
表 2 : 高财务杠杆+营运能力改善, ROE 稳步上升 .....	10
表 3 : 松井股份的国内营销网络布局相对完善 .....	13
表 4 : 松井股份核心技术一览 .....	14
表 5 : 涂料行业发展顺应国家环保趋严的政策环境 .....	17
表 6 : 公司水性涂料产品及特点 .....	18
表 7 : 高端消费品领域新型功能涂层材料平均用量预测.....	21
表 8 : 高端消费品领域新型功能涂层材料产品市场预测情况 .....	21
表 9 : 单车内外饰件涂料用量可达 3830-4880 克/台 .....	23
表 10 : 乘用车汽车零部件领域新型功能涂层材料平均用量预测 .....	23
表 11 : 公司乘用车领域核心技术 .....	24
表 12 : 公司汽车车灯防雾涂料性能优于国际竞争对手 .....	25
表 13 : 松井股份募资新增产能规划 .....	26
表 14 : 公司业务关键假设表 (单位: 百万) .....	26
表 15 : 可比公司估值表.....	27
表 16 : 利润表 .....	28

# 1. 公司简介：一体化的新型功能涂层材料国内龙头

## 1.1 发展历程：十年砥砺，剑指新型功能涂层材料领导者

国内领先的一体化新型功能涂层材料制造商。湖南松井新材料股份有限公司成立于2009年3月，是一家以3C行业中的高端消费类电子和乘用车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。公司专注于高端消费品涂层材料的细分领域，力争打造涂料、油墨、胶黏剂“三合一”的涂层材料领导企业。2019年，公司在3C涂料市场全球份额第六，国内第二，加速追赶AKZO、PPG等国际龙头。

图 1：公司发展历程概览



资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 1.2 主要产品：“涂料+特种油墨+胶黏剂”一体化产品线，聚焦高端消费类电子和乘用车两大应用领域

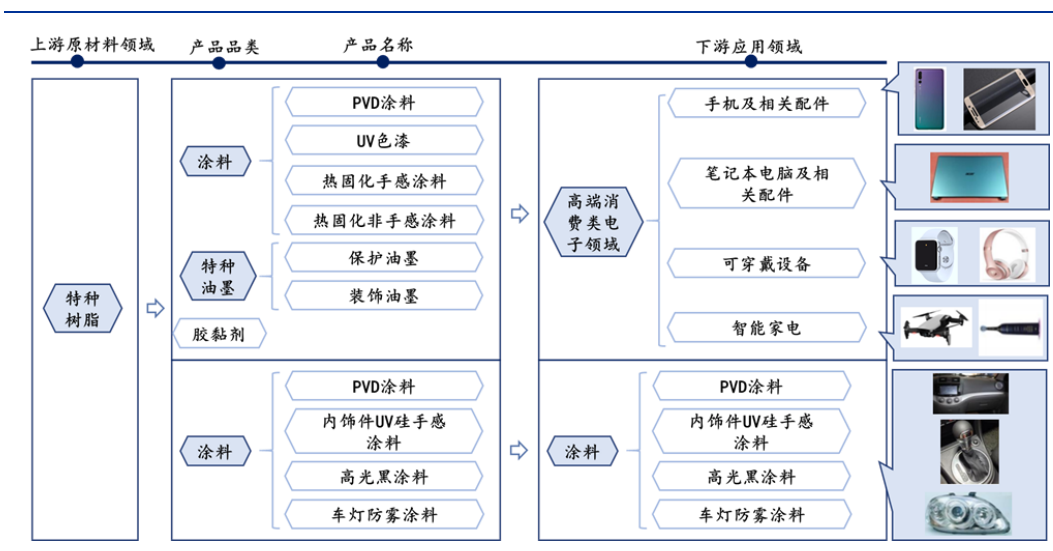
公司目前拥有涂料、特种油墨、胶黏剂三大类新型功能涂层材料业务，主要应用于高端消费类电子和乘用车两大类领域。

按产品分类，①涂料是主要的业务构成，营收占比 99%以上，募投项目投产后，产能将由 5250 吨/年扩张至 10750 吨/年水平；②特种油墨是逐步拓展的高毛利业务，产能将由 300 吨/年扩张至 1000 吨/年水平；③胶黏剂方面，公司储备相关技术，募投项目新增 500 吨/年产能。同时，持续加大上游关键原材料特种树脂的研发与生产投入。

按应用领域分类，①高端消费类电子领域，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。公司已成功进入华为、苹果、小米、惠普、Microsoft、谷歌、亚马逊、VIVO、MOTO 等国内外知名终端品牌供应体系，具备与国际巨头展开竞争的实力。②乘用车（零部件）领域，已成功实现技术和市场突破，已

供应或进入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：公司具有多类别、系列化的涂料产品体系



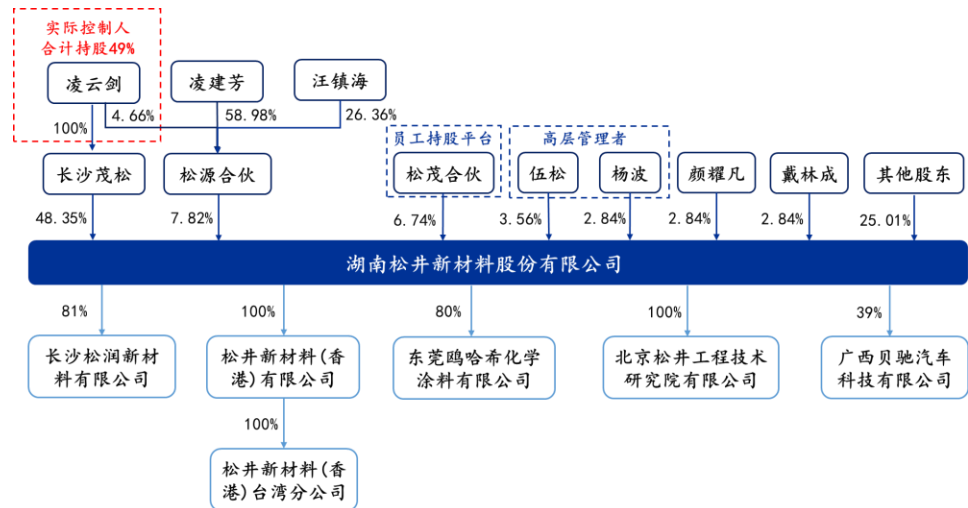
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 1.3 控制权稳定集中，三次实施股权激励计划

公司控制权稳定集中，实际控制人始终为凌云剑，凌云剑为公司董事长、总经理，通过茂松有限及松源合伙合计持有公司 49% 股份，拥有绝对控制权，公司股权结构相对集中。

3 次实施股权激励计划，深度绑定核心团队，提高相关人员工作积极性。公司分别于 2018 年 2 月、4 月、12 月，在松茂合伙持股平台通过实际控制人转让及向松茂合伙增资的方式，对公司 55 名董事、监事、高级管理人员及核心技术人员实施股权激励计划，合计授予股份 480 万股。目前，松茂合伙持股平台持股比例达 6.7%，九大核心技术成员中的伍松、杨波、戴林成、颜耀凡等亦直接持有公司 2% 以上的股份，管理层与核心经营团队双重绑定，保障了公司的整体经营效率与长期竞争实力。

图 3：实控人凌云剑合计持有公司 49% 股份



资料来源：Wind，申万宏源研究

**表 1：公司 3 次实施股权激励计划合计授予 480 万股股份**

实施时间	实施方式	对应松茂出资额 (万元)	对应公司股份数 (万股)	每股价格 (元/股)	每股公允价值 (元/股)	计提股份支付金额 (万元)
2018 年 2 月	转让	37.50	170	4.39	5.11	123
2018 年 4 月	增资	31.45	142	4.42	5.12	100
2018 年 12 月	增资	37.01	168	5.05	5.74	116
合计		-	480	-	-	339

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

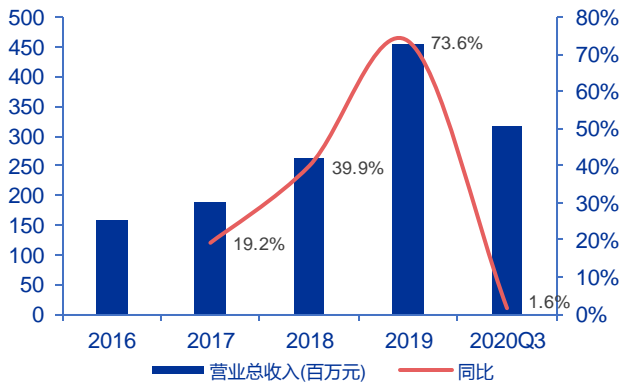
## 1.4 优质订单放量+高毛利新产品，营收净利逆势增长

受益知名终端品牌客户订单放量，公司营收净利高速增长。2016-2019 年，公司营收/净利 CAGR 分别达 43%/81%，维持高增长态势。2019 年，公司实现收入 4.55 亿元，同比增长 74%，实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 78%，主要系：①对华为的销售自 2018H2 以来持续放量；②新增苹果智能支付卡和苹果终端水性 UV 涂料手机保护套项目；③系列 PVD 涂料产品得到了小米终端的高度认可，获取的项目不断增加。

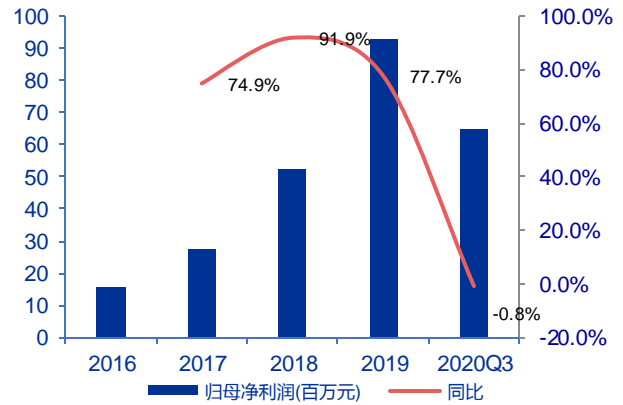
2020H1 公司营收/净利逆势增长 11.7%/17.9%，护城河深厚。公司 3 月 1 日起才恢复全面生产，Q1 营收小幅下滑 5.2%；在上游供应商及下游模厂客户也逐步恢复生产经营后，Q2 营收同比增长 27.6%。公司三四季度营收占比高，随着产业链逐步回暖，下半年营收有望进一步改善。20 年前三季度实现收入及归母净利润分别为 3.17 亿元、6483 万元，同比增长分别为 1.6%、-0.8%，主要受苹果新品发布推迟以及华为芯片受限等影响。三季度多款产品逐步进入量产阶段，预计四季度有望逐步贡献收入及利润。

**图 4：2020Q3 公司营收同比增速放缓至 1.6%**
**图 5：2020Q3 公司归母净利润小幅下降 0.8%**





资料来源：Wind，申万宏源研究

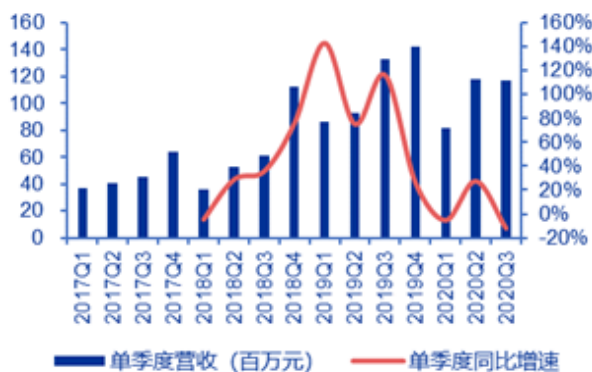


资料来源：Wind，申万宏源研究

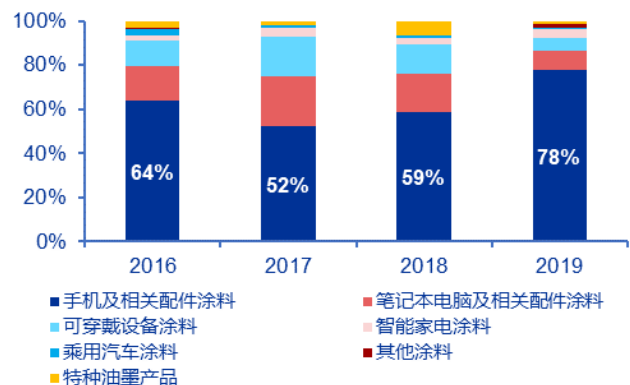
手机及相关配件涂料业务是主要的营收/毛利构成。2019 年以来，苹果/小米/华为订单持续放量，前五大客户贡献约八成收入。手机及相关配件涂料业务比重迅速提升，营收/毛利占比分别达 78%/80%。

图 6：三四季度占全年营收比重高，2020Q4 营收有望改善

图 7：2019 年手机及相关配件涂料业务营收占比升至 78%



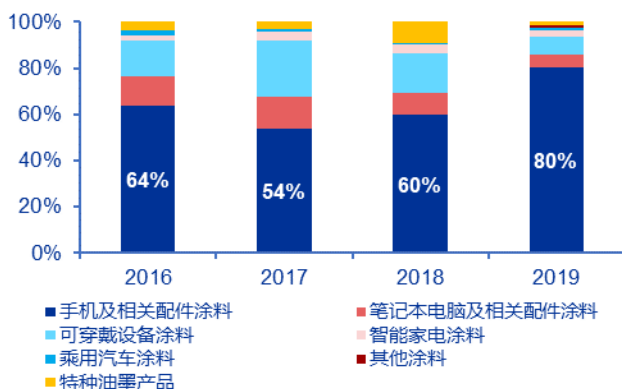
资料来源：Wind，申万宏源研究



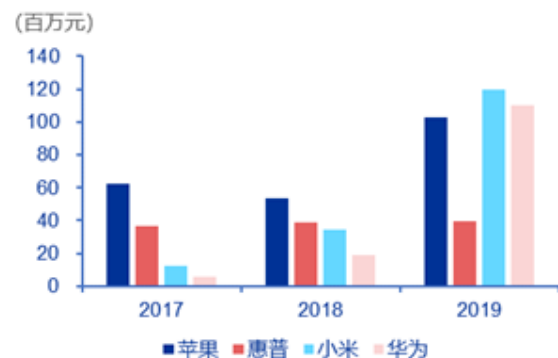
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：2019 年手机及相关配件涂料业务毛利占比升至 80%

图 9：终端客户结构方面，苹果/小米/华为订单持续放量



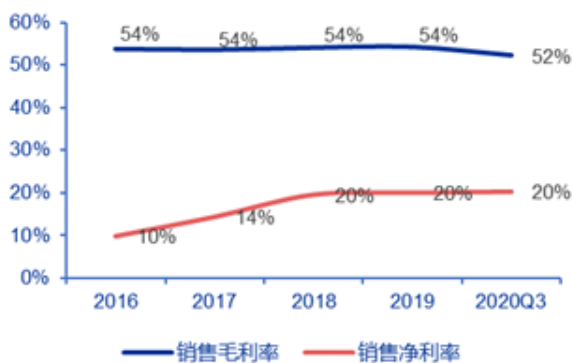
资料来源：Wind，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

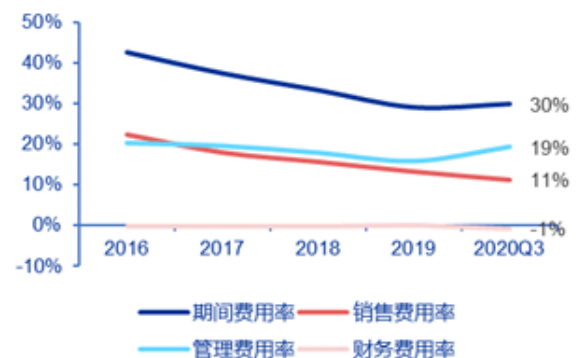
公司毛利率及净利润率均相对稳定，维持在较高水平。2017-2019 年公司毛利率稳定在 54% 水平；净利率分别为 14%/20%/20%，整体盈利能力维持稳定。期间费用率趋降，致使净利率长期趋增。公司毛利率高于可比公司，主要系①聚焦高端消费类电子和乘用车两大应用领域，覆盖苹果、谷歌等国外高毛利终端品牌客户；②3D 玻璃感光油墨、水性 UV 涂料、高耐磨高耐化 UV 硅手感涂料等新产品贡献约 10pct 毛利率增量；③与模厂议价能力较强。

图 10：2020Q3 毛利率/净利率达 52%/20%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 11：期间费用率长期趋降



资料来源：Wind，申万宏源研究

高财务杠杆+营运能力改善，ROE 稳步上升。2017-2019 年公司平均 ROE 分别为 11%/19%/26%；除销售净利率保持高位外，主要系①加大财务杠杆：权益乘数不断提升至 1.25/1.34/1.40；②加强营运能力：资产周转率不断提升至 62%/71%/92%。

表 2：高财务杠杆+营运能力改善，ROE 稳步上升

	2016	2017	2018	2019
ROE (平均)	6%	11%	19%	26%
销售净利率	10%	14%	20%	20%
权益乘数		1.25	1.34	1.40
资产周转率	54%	62%	71%	92%

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

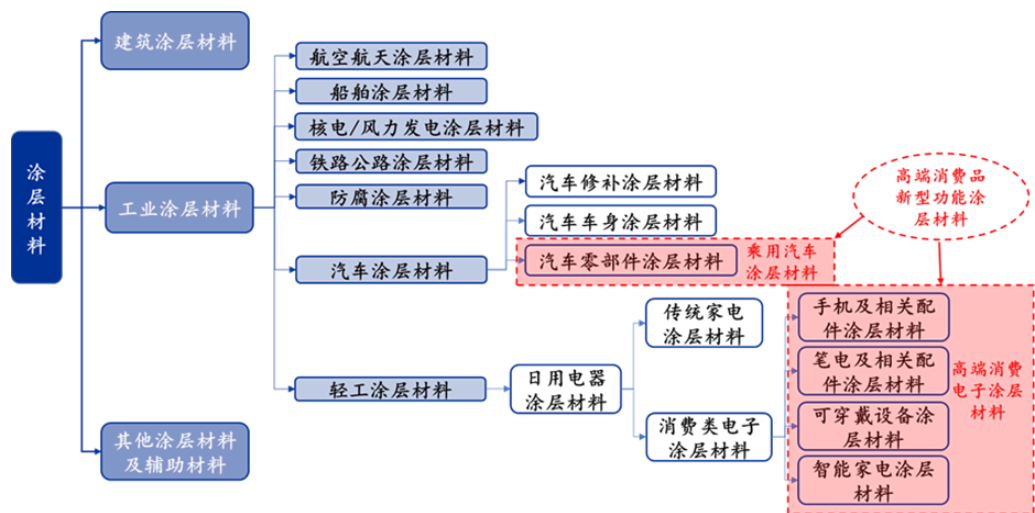
## 2. 3C 涂料：终端品牌客户持续拓展，水性涂料替换市场抢占先机

### 2.1 聚焦新型功能涂层材料优质赛道

聚焦高端消费品新型功能涂层材料细分市场。按照涂层材料应用领域划分，公司经营业务属于工业涂层材料项下的高端消费品的功能涂层材料领域，是国家战略性新兴产业，

在未来 5-10 年有望迎来高速发展期。**新型功能涂层材料按产品性质**，分为涂料、特种油墨和胶黏剂，公司已推出涂料、特种油墨产品，储备有胶黏剂技术；**按固化方式**，分为热固化涂层材料、UV 固化涂层材料和电子束固化涂层材料，其中 UV 固化涂层材料具有环境友好、高效、节能等特点，受国家产业政策重点支持；**按溶剂种类分类**，分为溶剂型涂层材料、水性涂层材料、高固含涂层材料和粉末涂层材料，其中，水性涂层材料在高端消费类电子领域处于起步阶段，为环保型涂料的主要发展方向。**公司在 UV 固化涂层材料和水性涂层材料领域均进行前瞻性研发布局，具有技术优势。**

图 12：涂层材料行业概览



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**技术+市场两大壁垒下，强者恒强趋势不改。**涂料是高分子化学、表面物理学、材料力学、光学和颜色学等多个基础学科的综合应用，技术门槛相对较高。而公司所在的细分行业中，其下游是手机、笔电等高端消费品，这些产品具有品类多、迭代周期短的特点，对涂料的需求也更为多变，需要定制化的涂料供应。只有创新质量与节奏与之匹配的厂商才能够进入客户的供应体系，具有较高的市场壁垒。而进入供应体系后，厂商与客户共同研发，更好地把握客户痛点，开发出更加契合客户需求的前瞻性产品，将技术壁垒进一步加强，这实质上是一个强者恒强的过程。

## 2.2 对标国外龙头：定制化服务+供应链国产化趋势，构筑市场壁垒

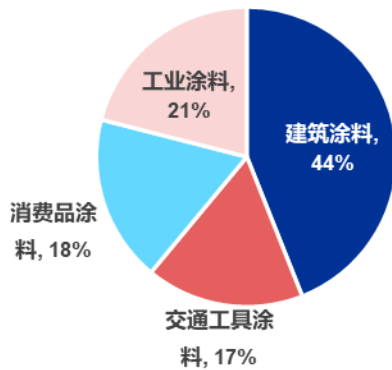
**国际龙头多为综合型企业，全面覆盖建筑、工业涂料两大业务品类。**其技术及资金实力强，品牌影响力大。以公司两大国际竞争对手 AKZO 及 PPG 为例：

- ① **AKZO**：产品涵盖建筑涂料和高性能涂料（包括交通工具涂料、消费品涂料和工业涂料）两大业务板块。其中，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料的经营业务。

② PPG :产品涵盖高性能涂料 (包括汽车涂料、航空器涂料、船舶涂料和建筑涂料) 和工业涂料 (包括一般工业用涂料、汽车涂料 OEM、包装涂料和特种涂料) 两大业务板块。其中工业涂料业务板块中的工业涂料事业部/汽车 OEM 涂料事业部具体负责开展消费品涂料/汽车涂料的经营业务。

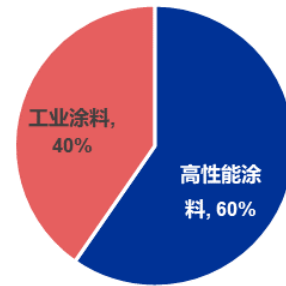
高端消费品涂料多为一小块业务单元, 仅以子公司/事业部的模式经营。

图 13 : 2019 年 AKZO 营收构成 (按应用领域分类)



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

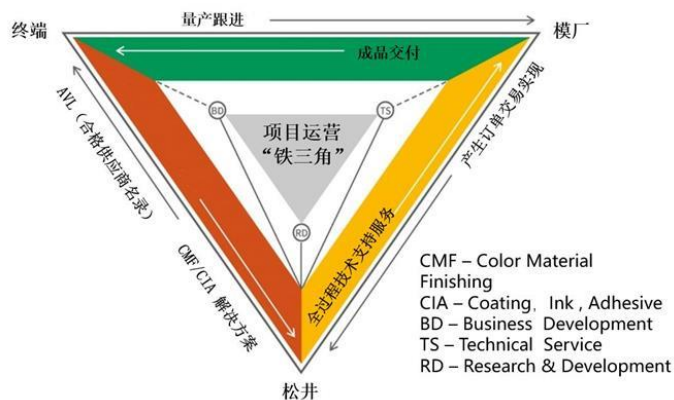
图 14 : 2019 年 PPG 营收构成 (按应用领域分类)



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

厂商需经过“终端客户+模厂”双重认证。厂商和模厂、模厂和终端之间是直接供应关系, 厂商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, 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。

图 15 : 松井股份坚持终端引领、模厂落地的深度营销模式



资料来源: 公司半年报, 申万宏源研究

坚持终端引领、模厂落地的深度营销模式, 构筑市场壁垒。由于全球 3C 电子的主要制造环节在中国, 公司国内的营销网络布局相对完善, 在全国 8 地建立营销服务中心, 对模厂实现快速响应。本次募投项目公司也拟在美国、日本、越南、印度建立四家营销网点并配备技术服务中心, 从终端、模厂两个方面, 对国内外客户实现更好的覆盖。

以一站式的定制化服务，吸引并构建更为牢固的战略合作关系。①研发端：双向交互式研发；②生产端：定制化柔性制造；③营销端：终端引领、模厂落地的深度营销。在技术水平趋同的情况下，叠加制造重心向国内转移、国内终端品牌供应链国产化等因素，终端客户开始倾向于选择松井这样能够专注为其提供服务的厂商。

表 3：松井股份的国内营销网络布局相对完善

类型	公司名称	国内网络分布情况
国外	AKZO	上海、广州、成都、东莞、嘉兴、天津 5 处营销中心
	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；中国香港 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
	耐涂可	青岛 1 处生产中心
国内	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
	松井股份	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、中国台湾桃园 8 处技术和营销服务中心

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

## 2.3 对标国内厂商：以技术优势绑定国内外优质客户，构筑技术壁垒

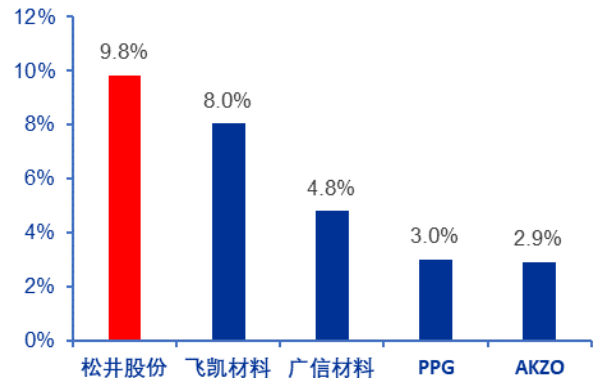
坚持“技术的松井”定位，将技术研发作为业务发展的重要驱动力。公司 2017-2019 年研发费用分别为 2122/3058/4477 万元，对应研发费用率 11%/12%/10%，研发投入持续高于同业可比公司。核心团队均具有技术功底，9 位核心技术人员大多在创立初期加盟；高管具备外企背景，能够以外资涂料巨头的思路发展，并以股权激励机制保障团队效率与稳定性。经营层面，专业研发技术人员达 122 名，占公司总人数的 31%，销售团队具有专业的化工背景。公司自上而下，均具有着浓厚的技术基因。

图 16：公司研发投入维持在 9% 以上



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 17：2019 年松井股份研发投入水平高于竞争对手



资料来源：Wind，申万宏源研究

以自主“交互式”的研发模式，匹配技术驱动发展战略，保持技术的持续领先性。①与终端客户建立双向交互式的研发信息共享机制，一方面将自创式技术新品推荐给终端，

一方面根据终端传导的新品设计理念和相关痛点问题，定制化设计推出配套产品；②与行业协会及中山大学、湖南大学等高校建立开放式研发平台，共同促进研发成果产业化。有效整合社会资源，保证研发成果的前瞻性与适用性。

目前，公司已拥有 3 项行业领先核心技术，4 项行业先进核心技术，参与制定 2 项国家标准，其中，系列有机硅手感涂料技术、3D 玻璃感光油墨技术及系列水性涂料技术毛利率在 75% 以上。

表 4：松井股份核心技术一览

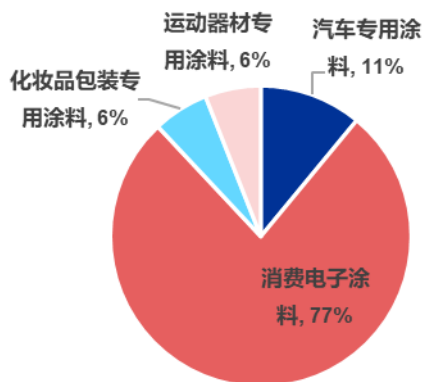
核心技术名称	技术来源	成熟程度	先进性	2019 年毛利率
系列有机硅手感涂料技术	自主研发	量产	行业领先	78%
3D 玻璃感光油墨技术	自主研发	量产	行业领先	83%
乘用车车灯防雾树脂及涂料技术	自主研发	进入量产	行业领先	55%
系列 PVD 涂料技术	自主研发	量产	行业先进	50%
系列 UV 色漆技术	自主研发	量产	行业先进	51%
系列水性涂料技术	自主研发	量产	行业先进	85%
乘用车零部件 PVD 涂料技术	自主研发	进入量产	行业先进	52%

资料来源：公司半年报，申万宏源研究

对标国内主要竞争对手广信材料，凭借着比肩国际龙头的技术优势，松井展现出了强劲的成长能力。

广信材料是 PCB 油墨国内龙头，2017 年 6 月收购紫外光固化涂料龙头江苏宏泰 100% 股权，切入专用涂料领域。江苏宏泰主要产品为“汉普诺”系列紫外光固化涂料，下游应用领域主要涵盖消费电子、汽车零部件、化妆品和运动器械。公司深耕 UV 行业 20 余年，在①消费电子领域：客户涵盖华为、OPPO，积极开发 VIVO、传音、联想等；②汽车零部件领域：客户涵盖现代、起亚、ALBEA 等。相比之下，松井股份与国内外龙头厂商进行广泛合作，客户资源更为丰富。

图 18：2016 年江苏宏泰营收构成



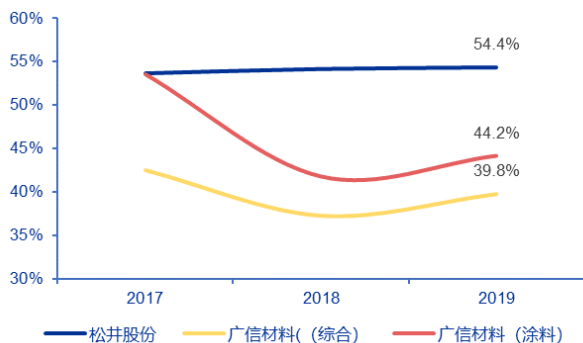
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：江苏宏泰主要产品及用途



资料来源：公司公告，申万宏源研究

松井股份毛利率高于广信材料综合毛利率约 15pct，高于广信材料涂料业务毛利率 10pct，长期拿单能力与盈利能力更为强韧。广信材料先后收购长兴精细广州 100% 股权、创兴精细化学上海 60% 股权、湖南阳关 100% 股权，实现了涂料业务规模的迅速扩张。相比之下，松井股份的增长更多来自终端客户的拓展。2020H1，下游客户需求不振+上下游复工延迟，广信材料涂料业务受影响相对严重，同比降幅达 33%。松井股份凭借较强的基础性技术研发与应用性技术研发实力，在苹果、华为等国内外厂商份额不断提升，新增项目丰富，2020H1 营收同比增长 12%，表现出更强的拿单与盈利能力。

**图 20：松井股份毛利率高于广信材料可比业务**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 21：2020H1，广信材料营收同比降 33%**

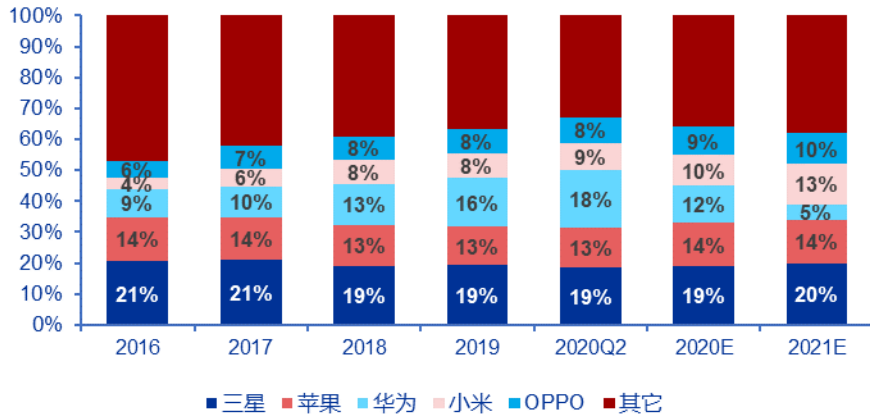

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2.4 两大机遇：下游需求景气+水性替代加速，实现份额持续扩张

### 2.4.1 国内 3C 品牌迎来高速发展期，各终端品牌渗透率持续提升

2016 年以来，国内消费电子企业加速崛起，为上下游企业带来广阔的发展机遇。2019 年，华为、小米、OPPO 手机的全球市占率分别达 16%、8%、8%，稳居前五大手机厂商中的三席，其中华为实现了对苹果的赶超，市场份额位居第二。2020Q2，华为/小米的全球市占率进一步提升至 18%/9%。国内手机终端厂商在国内与海外市场的高速发展，为产业链中的企业带来广阔的发展机遇。

**图 22：2016-2020Q2，国内手机厂商全球市占率迅速攀升**



资料来源：IDC，申万宏源研究

**松井的终端客户覆盖率与渗透率同步提升，实现规模高速扩张。**2018年，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，逐步形成量产，带动手机涂料业务同比增长 58%；2019年，公司①对华为的销售持续放量；②系列 PVD 涂料产品得到了小米的高度认可，获取项目不断增加；同时③新增苹果智能支付卡和水性 UV 涂料手机保护套项目，带动营收同比增长 74%。公司把握住了华为、小米等国产品牌的产品放量机遇，在 2 年内实现了规模的翻倍增长。

**在各终端品牌份额均持续提升，未来订单水平预期稳定。**根据 IDC 的预测，考虑到美国制裁等因素影响，2020/2021 华为手机出货量预计降至 1.7/0.8 亿台，全球市占率降至 12%/5%。若华为手机出现出货量的显著下滑，其高、低端市场很可能分别被苹果和小米等国产品牌抢占。考虑到公司在苹果的份额不断提升，在小米的份额保持稳定，对应订单水平总体稳定。

图 23：2016-2020Q3，公司在各终端品牌份额均持续提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.4.2 “油改水”政策持续加码，以 5 年先发优势抢占广阔替代市场

顺应国家环保趋严的政策环境，溶剂型涂料正向环保型涂料加速转型。VOC 碳氢化合物和氮氧化物是大气污染的重要源头，削减 VOC 排放是落实环保政策的重要手段。国家环



保政策趋严，倒逼涂料行业转型升级，高 VOC 排放的溶剂型涂料市场将逐渐被更环保的涂料取代。

2019 年，《工业防护涂料中的有害物质限量》发布，增加水性/无溶剂/辐射固化涂料的 VOC 含量限量值，并降低溶剂型涂料的 VOC 含量限量值至 420g/L，“油改水”政策持续加码下，溶剂型涂料被替代的趋势进一步确定。

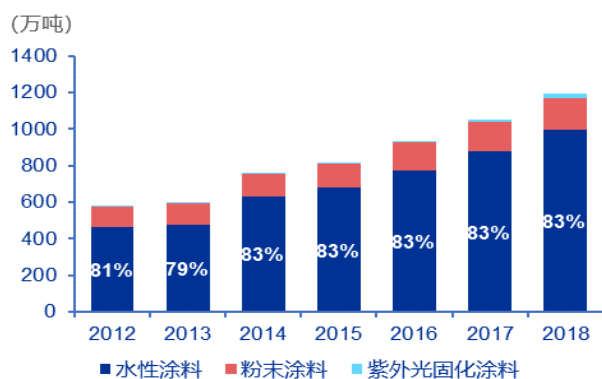
表 5：涂料行业发展顺应国家环保趋严的政策环境

年份	政策法规	相关内容
2006	《中国涂料行业准则》	鼓励开发低 VOC 和环境友好型涂料
2011	《中国涂料行业“十二五”规划》	鼓励水性、高固体涂料，全面推进水性化
2014	《环境标志产品技术要求水性涂料》	提高 VOC 限量和甲苯等有机物含量要求
2016	《国家危险废物名录》	水性涂料生产中的废物不列为废品
2016	《重点行业挥发性有机物削减行动计划》	2018 年底(无) VOCs 的绿色涂料/油墨/胶粘剂产品占比达到 60%/70%/85%
2016	《国家鼓励的有毒有害原料(产品)替代品目录》	推广水性涂料替代溶剂型涂料
2017	《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案》	2020 年全国工业涂装 VOCs 排放量减少 20%以上，重点地区减少 30%
2018	《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	禁止新改扩建高 VOC 含量溶剂型涂料、油墨、胶粘剂等项目，公布各涂料领域 VOCs 具体限值
2019	《低挥发性有机化合物含量涂料产品技术要求》	增加水性/无溶剂/辐射固化涂料的 VOC 含量限量值，降低溶剂型涂料的 VOC 含量限量值

资料来源：国家各部委，中国涂料协会，申万宏源研究

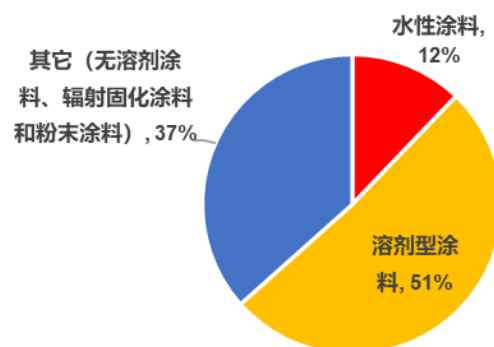
水性涂料是我国环保型涂料的主流品种，未来在消费电子领域占比有望逐步提升。占环保型涂料总产量比重约八成。2019 年，消费电子领域中，水性涂料的占比仅为 12%，低于整个涂料行业 35%的水性涂料占比水平。水性涂料技术在消费电子领域的发展仍处于萌芽阶段，“油改水”政策持续加码下，未来几年市场有望迅速扩张，有能力生产水性涂料的企业将从中受益。

图 24：2012-2018 年我国环保型涂料产量以水性涂料为主



资料来源：前瞻产业研究院，申万宏源研究

图 25：2019 年，消费电子领域水性涂料占比仅为 12%



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**提前五年前瞻性布局水性技术，有望迅速抢占“油改水”带来的需求红利。**在溶剂型UV涂料方面，公司产品提前满足VOC新排放要求；在水性涂料方面，其对原材料要求较高，树脂材料是一大壁垒。公司提前5年研究水性技术，目前已经自主研发了几种可应用于水性涂料的树脂，水性技术满足对溶剂型技术的全面替代，其柔性生产线也可从溶剂型生产灵活转换为水性生产，募投项目也拟新增5000吨/年水性涂料产能，有望抢占迅速扩容的水性涂料市场。

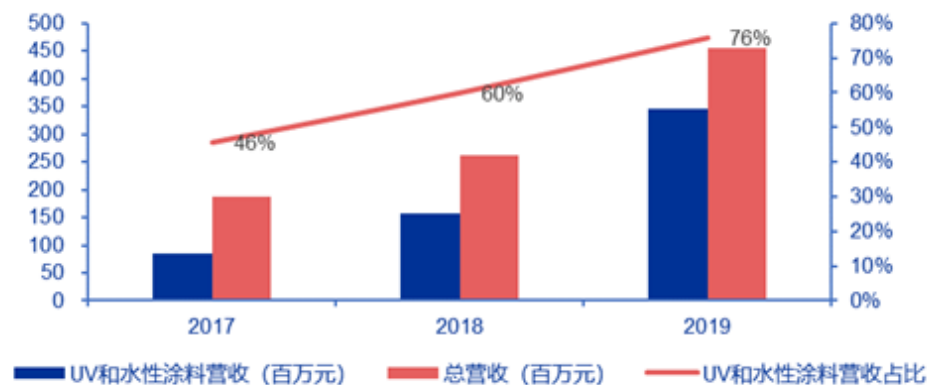
**环保型涂料占比持续提升，成为营收主要的贡献者。**2019年，UV和水性涂料贡献3.5亿元营收，占比达76%；2019H2，水性UV涂料应用于新增苹果手机保护壳订单，贡献营收1214万元。2020年底，苹果将完成转水性涂料的目标，公司水性涂料营收增长在本年的持续性较强。随着谷歌、苹果等国际龙头厂商的环保意识不断增强，行业受其带动，水性替代需求有望持续。

**表 6：公司水性涂料产品及特点**

	产品名称	产品特点
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；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。
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。

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**图 26：2019 年 UV 和水性涂料营收占比达 76%**



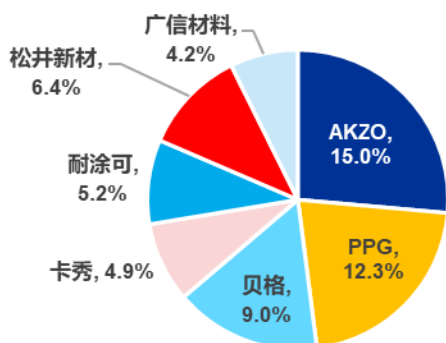
资料来源：公司公告，申万宏源研究

### 2.4.3 聚焦优质赛道和终端客户，已加速成长为国内龙头

**持续抢占市场份额，2020H1 逆势增长。**2019年，公司在3C涂料市场全球市占率达6.4%，位列第四名；在国内市场的市占率达10.3%，位列第二名，仅次于AKZO。根据中国涂料工业协会数据显示，2020H1中国涂料行业总产量同比下降5.4%，其中，AKZO

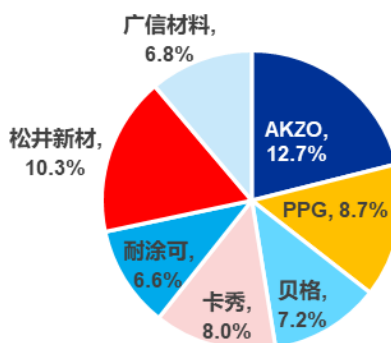
(-13%)、PPG (高性能涂料业务, -10%) 等外资龙头和广信材料 (紫外光固化涂料业务, -33%) 等国内厂商的营收也均出现较大幅度的下滑。凭借着充足的在手订单和新增项目, 公司在 2020 上半年实现 12% 的逆势增长, 进一步巩固和提升了其市场地位。

图 27 : 2019 年全球市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额



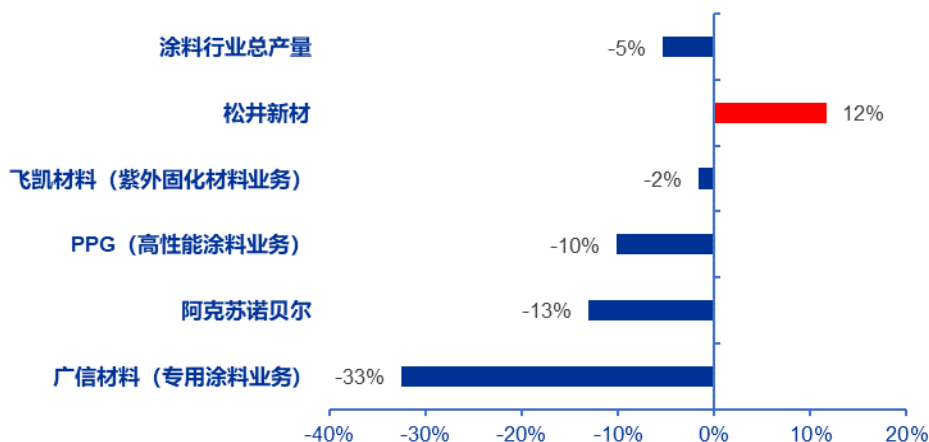
资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究

图 28 : 2019 年中国市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额



资料来源：中商产业研究院，申万宏源研究

图 29 : 2020H1, 松井股份营收增速表现优于竞争对手



资料来源：Wind，各公司年报，申万宏源研究

## 2.5 成长空间仍存：智能手机+笔电业务稳步提升，可穿戴设备+智能家电业务蓝海可期

5G 和物联网技术的发展，带动高端消费电子产业升级，替代性需求和增量需求并存。

- 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

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，2018-2019 年出货量略有下降；据 IDC 预测，2023 年全球智能手机出货量将达 15.2 亿台，增长空间较大，其主要驱动力为印度与非洲等新兴市场增量和 5G/折叠屏等创新技术驱动下的换新热潮。

**智能手机涂料业务稳中有升。**公司深度绑定前五大品牌中的华为、小米、苹果，收入来源相对稳定。2020 年，公司在手智能手机项目持续同比增加，以小米、华为为主的较多项目已逐步进入量产阶段，相关产品出货量有望进一步增长。

### ② 笔记本电脑市场：创新技术+多应用场景保障稳步增长，仍有向上空间

2019 及预计 2023 年全球笔记本电脑出货量达 1.66 及 1.71 亿台，仍有一定增长空间。其驱动力为：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；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的日益明确。

**笔电涂料业务稳步扩张。**公司与惠普终端的合作稳定，2020 年可确保原有的收入规模；此外，2020 年 1 月开始了华为平板旗舰机 Mate pad 相关项目的供货；苹果终端的 Smart Keyboard、iPad Air、MacBook Air、MacBook Pro 等项目已进入量产/模厂测试阶段，有望在未来几年带来新的营收增量。

图 30：2012-2023 年全球智能手机出货量（亿台）



资料来源：IDC，申万宏源研究

图 31：2014-2019 年全球笔记本电脑出货量（亿台）



资料来源：IDC，申万宏源研究

### 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”拓展的驱动下蓝海可期

2015-2019 年，全球可穿戴设备出货量快速增长，复合增长率为 44%。据 IDC 预测，2023 年全球可穿戴设备出货量将增至 4.82 部，其驱动力来自智能手表、手环、耳机等主流可穿戴设备的销量增长、双重智能医疗保健类设备的增长与企业应用类设备的增长。

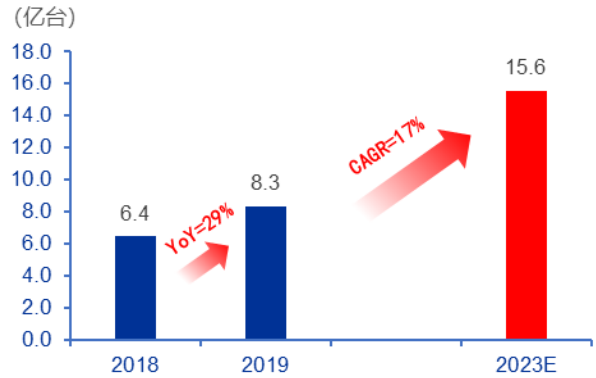
**可穿戴设备涂料业务 2020 年呈增长态势。**推进项目：Apple Watch6 及 Beats 新系列头戴式耳机项目稳定推进；新增项目：苹果头戴式耳机、OPPO Watch 项目等已量产，三星 Watch Gear 系列、华为新系列穿戴设备等处于小批量试产/模厂测试阶段。

### ④ 智能家电市场：在 5G 网络技术及物联网发展的驱动下发展空间广阔

据 IDC 预测，2019/2023 年全球智能家电出货量达 8.3 亿台及预计 15.6 亿台。伴随 5G 网络商用带动智能生活及物联网发展，更多智能家电将被互联接入，智能家电市场增长空间较大。新型功能涂层材料在该领域主要用于手表、耳机、手环、VR 眼镜等可穿戴设备，也将充分受益下游市场的成长。

**图 32 :2015-2019 年全球可穿戴设备出货量(亿部)**


资料来源：IDC，申万宏源研究

**图 33 :2018-2023 年全球智能家电出货量 (亿台)**


资料来源：IDC，申万宏源研究

根据 2019 年和 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，对高端消费品领域新型功能涂料市场容量进行测算。2023 年，高端消费类电子领域新型功能涂料市场容量合计达 133-230 亿元，相比 2019 年的 96-172 亿元，仍有较大的向上空间。

**表 7 : 高端消费品领域新型功能涂层材料平均用量预测**

应用领域产品	2019 年		2023 年	
	涂料平均用量 (克/台)	特种油墨平均用量 (克/台)	涂料平均用量 (克/台)	特种油墨平均用量 (克/台)
智能手机	30-60	5-10	30-60	10-20
笔记本电脑	90-180	10-15	90-180	10-15
可穿戴设备	20-30	2-4	20-30	2-4
智能家电	40-60	2-4	40-60	2-4

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**表 8 : 高端消费品领域新型功能涂层材料产品市场预测情况**

应用领域	2019 年			
	涂料理论需求量/吨	特种油墨理论需求量/吨	估测涂料市场规模/亿元	估测特种油墨市场规模/亿元
手机及相关配件	41,130-82,260	6,855-13,710	41-82	14-27
笔记本电脑及相关配件	14,940-29,880	1,660-2,490	15-30	3-5
可穿戴设备	6,740-10,110	674-1,348	7-10	1-3
智能家电	33,320-49,980	1,666-3,332	33-50	3-7
<b>高端消费类电子领域合计</b>	<b>96,130-172,230</b>	<b>10,855-20,880</b>	<b>96-172</b>	<b>22-42</b>

应用领域	2023 年			
	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	~	~	~	~
笔记本电脑及相关配件	~	~	~	~
可穿戴设备	~	~	~	~
智能家电	~	~	~	~
<b>高端消费类电子领域合计</b>	<b>~</b>	<b>~</b>	<b>~</b>	<b>~</b>

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
<b>高端消费类电子领域合计</b>	<b>132,910-229,860</b>	<b>20,988-41,121</b>	<b>133-230</b>	<b>42-82</b>

资料来源：招股说明书，申万宏源研究（注：平均涂层材料单价参考公司相关涂层材料产品平均单价，且忽略价格波动影响）

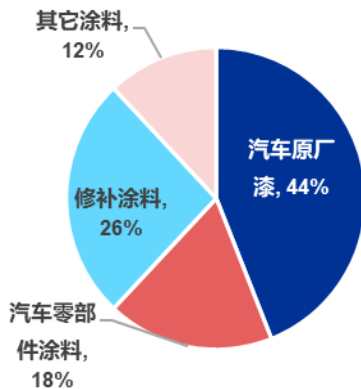
综上，相比 AKZO、PPG 等综合型龙头，公司专注于高毛利新型功能涂料领域，从终端、模厂两端进行深度营销，并受益华为等终端的供应链国产化、3C 制造环节向国内转移带来的市场优势；相比飞凯、广信等专业型厂商，公司凭借比肩国际的基础性与应用性技术研发实力，迅速进入苹果、惠普等国际龙头供应链体系，保证盈利与前瞻性技术研发能力。在未来 3C 行业稳步发展与水性涂料的替代机遇下，公司凭借技术、市场两大先发优势，充分受益于行业的增长。

### 3. 汽车涂料：绑定车灯巨头法雷奥，以环保+性能优势蓄力广阔市场

**聚焦汽车零部件涂料细分市场。**按应用场景划分，汽车涂料主要分为汽车原厂漆、汽车零部件涂料、修补涂料三大细分市场；其中，公司所属的汽车零部件涂料主要应用于汽车内外饰产品中，占汽车涂料市场比重达 18%。

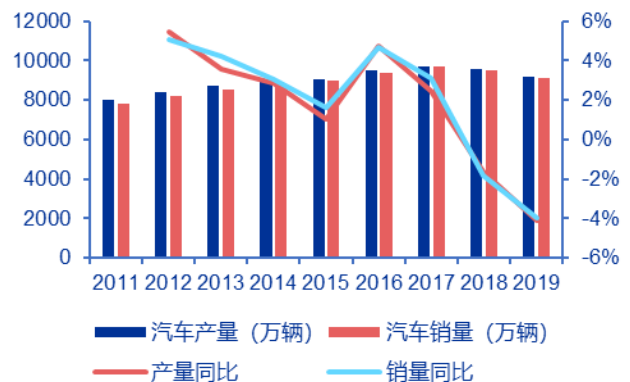
**汽车零部件市场：在不断追求汽车轻量化、舒适性及个性化装配驱动下具有较大的发展前景。**全球汽车产销同比转负，逐渐进入存量竞争市场。但受消费者对驾乘舒适度要求提升、汽车外饰件对汽车轻量化解决方案重要性逐步提高，以及日益增加的整车装配、私家车改装和售后需求等因素影响，汽车内外饰件市场仍具有较大的发展空间。

图 34：汽车零部件涂料细分市场占比达 18%



资料来源：智研咨询，申万宏源研究

图 35：2011-2019 年全球汽车产销量及走势



资料来源：中汽协，OICA，申万宏源研究

汽车零部件涂料市场空间广阔。以 2019 年全球汽车销量数据为基数，参考 2011-2019 年复合增速 1.95%；假设单车内外饰件涂料用量可达 3830-4880 克/台，且当前平均市场

价格不变，2023 年汽车涂料市场容量可达 307-391 亿元，约为消费类电子细分市场的 3 倍。

表 9：单车内外饰件涂料用量可达 3830-4880 克/台

零部件类别	应用领域产品	涂料平均用量 (克/台)	零部件类别	应用领域产品	涂料平均用量 (克/台)
外饰件	车灯	100-150	内饰件	仪表装饰框	200-250
	雾灯框	100-150		换挡面板	120-150
	前后保险杠	800-1000		门内把手	80-120
	格栅	500-600		门内控制开关	120-160
	侧门装饰条	200-300		门内装饰条	150-200
	外门把手	80-100			
	后视镜	180-200			
	尾翼	400-500			
	轮毂	800-1000		合计	670-880
	合计	3,160-4,000		内外饰件合计	3830-4880

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

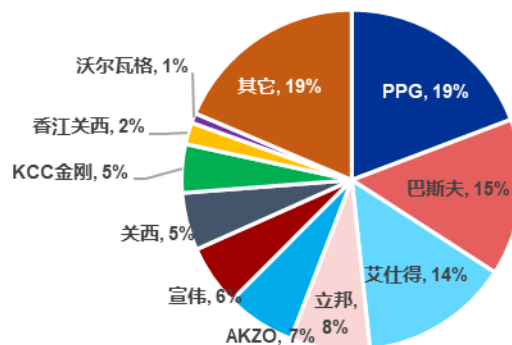
表 10：乘用车零部件领域新型功能涂层材料平均用量预测

汽车零部件领域	2019 年		2023 年	
	涂料理论需求量/吨	估测涂料市场规模/亿元	涂料理论需求量/吨	估测涂料市场规模/亿元
汽车内饰件	61,499-80,775	43-57	56,725-74,504	40-52
汽车外饰件	290,056-367,160	290-367	267,539-338,657	268-339
汽车零部件领域合计	351,556-447,935	333-424	324,264-413,161	307-391

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

全球汽车涂料市场集中度高，CR10 占据 81% 的市场份额，其余厂商各自的市场份额不足 1%。汽车零部件细分市场格局与之类似，主要被 AKZO、PPG、关西、艾仕得等美、日、韩外资企业占据。公司作为新进入者，营收体量尚小。

图 36：2018 年全球汽车涂料市场格局



资料来源：WPCIA，申万宏源研究

深耕汽车涂料研发 7 余年，切入车灯龙头法雷奥供应体系。汽车的开发周期较长，厂商对新车型的质量极其看重，因此对汽车涂料的认证壁垒也较高。公司于 2012 年开始自主研发防雾涂层技术，受制于树脂限制，相关性能并不理想。2014 年，公司开始自主研发防雾树脂，2017 年，形成防雾涂料初步成品，并进入法雷奥试产。经过 3 年的认证，2019 年下半年，公司通过法雷奥性能测试并实现小批量产。

目前，公司已掌握**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**等领先技术，核心客户涵盖**吉利、广汽、上汽通用五菱、法雷奥**等国内外知名整车及零部件厂商。

**表 11：公司乘用车领域核心技术**

名称	技术来源	先进性	成熟程度
乘用车车灯防雾涂料	自主研发	行业领先	进入量产
乘用车零部件 PVD 涂料	自主研发	行业先进	进入量产
乘用车内饰件 UV 硅手感涂料	自主研发	-	量产
高光黑涂料	自主研发	-	量产

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

**汽车是公司近期和未来战略发展的重心之一，公司产品具备环保+性能两大优势，由此蓄力广阔市场。**

**乘用车 PVD 涂料**：相比传统高污染的水电镀产品，具备低污染、装饰与防护性强的优势；相比国外同类产品，具备涂层耐光老化、抗石冲击等优异性能；**有望受益环保型汽车的市场替代及乘用车改装需求提升**。该技术已通过**吉利**的性能检测，进入**东风柳州汽车**的终端测试环节，放量可期。

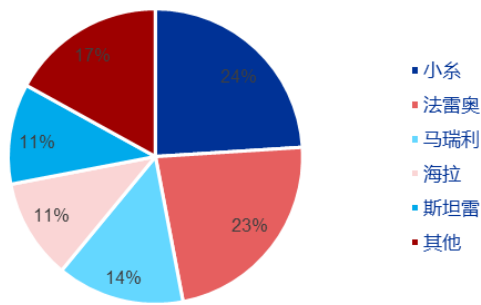
**乘用车车灯防雾涂料**：相比国外可比公司，公司的个别关键性能指标（抗流挂性能等）更优，涂层防雾时效期较长，实现了对**国外技术垄断的突破**。2017 年，初步形成成品，并进入法雷奥试产，2019 年，通过法雷奥性能测试并实现小批量产。

**公司绑定车灯巨头法雷奥，未来订单有望爆发**。法雷奥占据全球车灯市场 23% 的份额，仅次于占比 24% 的小系。通过切入到法雷奥的供应体系中，有望迎来订单的爆发式增长。此外，防雾涂料未来还可应用于摩托车仪表盘、摄像头镜头、室外灯罩、乘用车玻璃等其他领域。伴随节能环保型汽车的市场替代，新型功能汽车涂料未来市场容量预计呈增长趋势。

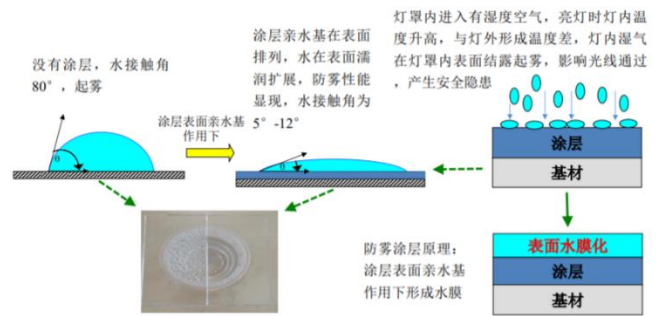
**图 37：2019 年全球车灯企业市场份额**

**图 38：公司汽车车灯防雾树脂及涂料技术原理**





资料来源：wind，国家统计局，申万宏源研究



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 12：公司汽车车灯防雾涂料性能优于国际竞争对手

法雷奥性能要求	国际竞争对手技术性能指标	公司技术性能指标
抗流挂达 10 循环	流挂测试达 5 循环	流挂测试达 15 循环
透光率达 87%	-	透光率达 92%

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

## 4. 一体化：打造涂料、油墨、胶黏剂“三合一”的涂层材料领导者

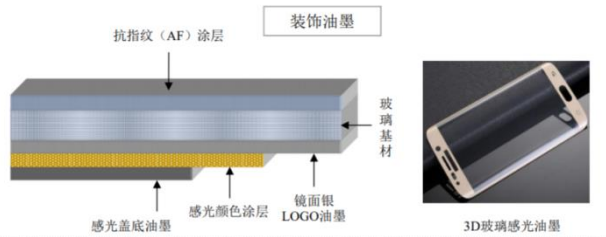
与此同时，公司力争打造涂料、油墨、胶黏剂“三合一”的涂层材料领导企业，实现协同发展。涂料、油墨、胶黏剂的应用场景相似，终端客户相同，协同效应较强。通过以点带面的产业协同效应和一体化产品提供，可满足客户一站式需求，降低多品牌涂层产品共用带来的兼容性风险，进一步提升拿单能力与用户粘性。

特种油墨领域，公司已掌握行业领先的 3D 玻璃感光油墨技术，并成功应用于华为项目。3D 玻璃感光油墨技术尚处于萌芽期，具有高综合性能、良品率较高、环保、易重复加工、可批量化实现 3D 玻璃装饰制程等特点，技术难度较高，毛利率在 80%以上。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；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。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。

2018 年，3D 玻璃感光油墨就已应用于谷歌手机，带动特种油墨产品收入同比增加 317%，谷歌在 2020 年的项目中再一次选择使用了公司的产品。2019 年 12 月，3D 玻璃感光油墨进一步应用于华为项目，下游客户进一步拓展，市场空间逐步打开。

图 39：公司掌握行业领先的 3D 玻璃感光油墨技术

图 40：2019 年 12 月，3D 玻璃感光油墨开始应用于华为项目



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

**胶黏剂领域**，公司储备有相关技术，并还向上游的树脂的生产与研发进行布局。本次募投项目，公司将新增 5000 吨/年水性涂料产能，500 吨/年汽车涂料产能，700 吨/年特种油墨产能及 500 吨/年环保型胶黏剂产能。达产后，**具备 10750 吨/年涂料产品产能，1000 吨/年特种油墨产能及 500 吨/年胶黏剂产能**，以全面的产能储备布局未来增长点，并迎接行业的高速增长。

**表 13：松井股份募资新增产能规划**

项目名称	总投资额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	建设期	新增产能
高性能水性涂料建设项目	15,994	15,994	2 年	新增 5000 吨/年高性能水性涂料生产线
汽车部件用新型功能涂料改扩建设项目	2,379	2,379	2 年	新增 500 吨/年汽车部件用新型功能涂料生产能力
特种油墨及环保型胶黏剂生产扩能项目	6,508	6,508	2 年	建成年 700 吨特种油墨生产线及年产 500 吨环保型胶黏剂生产线

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

## 5. 盈利预测及投资建议

①**涂料产品业务**：在终端客户份额不断提高+水性涂料替代性需求，预计原有产能可充分利用，涂料生产线建设周期较短，全部投产后将新增 5500 吨/年产能，预计 2020-2022 年销量分别为 7007/8280/9825 吨，平均单价分别为 76/85/94 元/kg，从而实现营收 5.36、7.06 及 9.22 亿元；

②**油墨业务**：原有 300 吨/年产能，新增 700 吨/年产能，3D 玻璃感光油墨华为项目放量，产能利用率逐步提升，2020-2022 年预计销量 94/183/364 吨，毛利率升至 73%/74%/74%；

**表 14：公司业务关键假设表 (单位：百万)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	187	262	455	562	769	1,064
涂料产品	183	246	449	536	706	922
同比		34%	83%	19%	32%	31%

特种油墨产品	4	17	6	27	61	135
同比		317%	-64%	348%	128%	121%
胶黏剂产品					3	7
同比						169%
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>营业成本 (百万元)</b>	<b>87</b>	<b>120</b>	<b>207</b>	<b>252</b>	<b>340</b>	<b>462</b>
涂料产品	85	116	205	245	323	423
同比		36%	76%	19%	32%	31%
特种油墨产品	1	4	2	7	16	35
同比		215%	-47%	275%	118%	116%
胶黏剂产品					1	4
同比						169%
<b>销量 (吨)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
涂料产品	2,380	3,385	6,152	7,007	8,280	9,825
同比		42%	82%	14%	18%	19%
特种油墨产品	26	63	43	94	183	364
同比		139%	-32%	120%	94%	99%
<b>价格 (元/KG)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
涂料产品	77.01	72.54	73.40	76.42	85.21	93.84
特种油墨产品	151.46	264.88	140.27	285.94	334.80	372.68
<b>毛利率</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
涂料产品	53%	53%	54%	54%	54%	54%
特种油墨产品	70%	78%	67%	73%	74%	74%
胶黏剂产品					50%	50%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们预计 2020-2022 年实现营业收入 5.62、7.69、10.64 亿元，2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.12、1.67、2.28 亿元。

估值对标经营模式相似的电子化学品类公司国瓷材料、雅克科技、晶瑞股份、以收购方式切入紫外固化涂料业务的广信材料。可比公司 2021 年 Wind 一致预期平均 PE 在 56 倍。由此，给予公司 56 倍 PE 目标估值，对应仍有 22%潜在空间，给予买入评级。

**风险提示：**下游高端消费品行业发展不及预期、新业务拓展不及预期；在建产能不达预期，产品价格下降以及原材料价格波动

表 15：可比公司估值表

证券代码	证券简称	2020/11/25		EPS			PE		
		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300285.SZ	国瓷材料	38.9	375	0.62	0.78	0.96	63	50	40
002409.SZ	雅克科技	61.41	284	0.94	1.21	1.55	65	51	40
300655.SZ	晶瑞股份	39.59	75	0.42	0.59	0.77	95	68	51
300537.SZ	广信材料	21	41	0.24	0.38	0.49	88	55	43
	可比公司平均						78	56	43
688157.SH	松井股份	96.23	77	1.41	2.10	2.86	68	46	34

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 16：利润表

	2,017	2,018	2,019	2020E	2021E	2022E
一、营业总收入	187	262	455	562	769	1,064
其中：营业收入	187	262	455	562	769	1,064
其他类金融业务收入	0	0	0	0	0	0
二、营业总成本	161	216	345	431	573	797
其中：营业成本	87	120	208	252	340	462
其他类金融业务成本	0	-0	-0	0	0	0
税金及附加	3	4	5	7	8	15
销售费用	34	41	60	75	95	138
管理费用	16	16	27	37	48	69
研发费用	21	31	45	57	79	112
财务费用	-0	-1	-0	3	1	1
加：其他收益	1	9	1	0	0	0
投资收益	2	0	-1	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	-2	0	0	0
资产减值损失（损失以“-”填列）	-1	-4	-2	1	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0	0
汇兑收益及其他	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	29	56	105	132	197	268
加：营业外收入	2	2	2	0	0	0
减：营业外支出	0	0	1	0	0	0
四、利润总额	31	58	106	132	197	268
减：所得税	4	6	15	20	30	40
五、净利润	27	51	91	112	167	228
持续经营净利润	27	51	91	112	167	228
终止经营净利润	0	0	0	0	0	0
少数股东损益	-0	-1	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	27	52	93	112	167	228
六、其他综合收益的税后净额	-0	0	0	0	0	0
七、综合收益总额	27	52	91	112	167	228
归属于母公司所有者的综合收益总额	27	52	93	112	167	228
八、基本每股收益	0.48	0.92	1.56	1.41	2.10	2.86
全面摊薄每股收益	0.34	0.66	1.17	1.41	2.10	2.86

资料来源：wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	<a href="mailto:chentao1@swhysc.com">chentao1@swhysc.com</a>
华北	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swhysc.com">lidan4@swhysc.com</a>
华南	陈左茜	755-23832751	<a href="mailto:chenzuoxi@swhysc.com">chenzuoxi@swhysc.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。