

投资评级 优于大市 首次覆盖

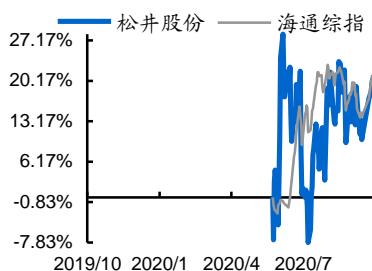
## 国内 3C 功能性涂料领先企业

### 股票数据

10 月 15 日收盘价(元)	117.21
52 周股价波动(元)	76.50-120.88
总股本/流通 A 股(百万股)	80/18
总市值/流通市值(百万元)	9330/2122

### 相关研究

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.4	23.7	18.4
相对涨幅(%)	7.0	21.7	17.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 刘海荣

Tel: (021)23154130

Email: lhr10342@htsec.com

证书: S0850517080010

联系人: 张璇

Tel: (021)23219411

Email: zx12361@htsec.com

### 投资要点:

- **国内领先的 3C 功能性涂料企业。**公司主要产品为 3C 产品(智能手机、笔记本、可穿戴设备等)涂料产品,较早研发了水性涂料产品,下游客户包括苹果、谷歌、华为、小米等一线厂商。
- **手机涂料产品为公司当前主要产品。**2019 年营业收入 4.55 亿元,归母净利润 9287 万元,其中公司涂料类产品收入合计 4.49 亿元,占收入比重为 98.7%,手机类涂料产品收入 3.54 亿元,收入占比 77.96%。2019 年公司产品整体毛利率为 55%,部分产品毛利率高达 70%以上。未来,公司在巩固扩大智能手机涂料市场份额下,有望进一步扩大特种油墨和汽车涂料业务规模。
- **3C 领域产品出货量仍有发展空间。**根据我们的测算,2019 年手机涂料市场空间 30-60 亿元,特种油墨市场空间 10-20 亿元,到 2024 年手机出货量有望增长 8%,5G 的发展有望拉动手机换机潮;笔记本出货量相对稳定;智能家居涂料市场 33-50 亿元,特种油墨市场空间 3-7 亿元,到 2023 年有望再增长 50%左右;2019 年可穿戴设备涂料市场空间在 7.4-11.1 亿元,特种油墨市场空间 9000 万-1.8 亿元,预计到 2024 年有望再增长 56%左右。
- **公司产品市占率逐年提升。**公司产品优良,良品率高,2017-2019 年得益于终端用户小米、华为销售规模扩大,公司收入也迅速增长,到 2019 年,小米和华为分别占公司终端客户收入的 26%和 24%。从产品来看,公司产品种类多、更新换代快是吸引国产手机厂商的重要原因。到 2019 年,公司在 3C 涂料领域全球市占率约 6.4%,排名第四,国内市占率约 10.3%,排名第二。
- **汽车防雾车灯静候放量。**公司防雾车灯经过多年自主研发,在 2019 年得到法莱奥认证,多项重要指标表现优于法莱奥要求和国外竞争对手表现,全球防雾车灯市场容量 10-15 亿元,公司该项产品在经过推广期后有望快速放量。
- **募投水性涂料,提高研发和营销能力。**公司当前涂料产能不足,通过自有和募投资金,新增 5000 吨/年水性涂料产能,700 吨/年特种油墨产能,500 吨/年胶粘剂产能,6000 吨/年树脂产能,建设研发和营销中心,未来还有望通过收购兼并等方式实现在原料、产品、应用领域等方面的发展。
- **盈利预测。**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.40 元、1.75 元和 2.14 元,根据 2020 年 EPS 和 80-100 倍 PE,给予合理价值区间 112.0-140.0 元,首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**手机等 3C 产品需求增长不及预期;新产品研发进度不及预期;新产品推广不及预期等。

### 主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	262	455	500	607	747
(+/-)YoY(%)	39.9%	73.6%	9.8%	21.5%	23.0%
净利润(百万元)	52	93	111	139	170
(+/-)YoY(%)	91.9%	77.7%	19.9%	24.9%	22.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.66	1.17	1.40	1.75	2.14
毛利率(%)	54.2%	54.4%	54.6%	54.9%	55.2%
净资产收益率(%)	16.9%	23.2%	9.3%	10.4%	11.3%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 国内 3C 功能性涂料市场领先企业 .....	6
1.1 公司是国内领先的 3C 功能性涂料领先企业 .....	6
1.2 股权结构：管理层有效激励 .....	7
1.3 公司产品毛利率高，研发投入高 .....	8
2. 3C 领域产品出货量仍有空间，关注结构变化 .....	10
2.1 智能手机出货量短期面临冲击 .....	10
2.2 笔记本市场：在家办公刺激 2020 年需求 .....	11
2.3 智能家居：物联网发展有望进一步促进智能家居发展 .....	13
2.4 可穿戴设备出货量有望快速增加 .....	13
3. 汽车涂料市场空间大 .....	15
3.1 汽车涂料产业链及产品分类 .....	15
3.2 汽车涂料市场空间大 .....	16
3.3 水性涂料成为行业重要发展方向之一 .....	18
3.4 竞争格局：国外企业占据主导地位 .....	19
4. 对标国外竞争对手：阿克苏诺贝尔 .....	21
5. 公司产品竞争力强，市占率逐年提升 .....	24
5.1 涂料产品性能优良，竞争力强 .....	24
5.2 优质客户收入占比提升，公司市占率升至全球第四，国内第二 .....	26
5.3 汽车车灯通过法莱奥认证，静候放量 .....	29
5.4 募投水性涂料项目，进一步提高研发和营销能力 .....	30
6. 盈利预测 .....	32
7. 风险提示 .....	33
财务报表分析和预测 .....	34

## 图目录

图 1	公司主要产品线及产品名称 .....	6
图 2	PVD 涂料图层结构 .....	7
图 3	特种油墨涂层结构 .....	7
图 1	公司股权结构 .....	8
图 2	2017-2019 年公司营业收入及增速 .....	8
图 3	2017-2019 年公司归母净利润及增速 .....	8
图 4	2017-2019 年公司核心技术对应产品收入占比 .....	9
图 5	2017-2019 年公司研发费用支出及收入占比 .....	9
图 6	2012-2019 年全球智能手机出货量 .....	10
图 7	2019-2024 年手机出货量预测 .....	11
图 8	2014-2019 年全球笔记本出货量 .....	12
图 9	2015-2019 年全球可穿戴设备出货量 .....	13
图 10	汽车涂料产业链 .....	15
图 11	汽车涂料分类 .....	16
图 12	汽车涂装结构 .....	16
图 13	2013-2019 年全球汽车产量及增速 .....	17
图 14	2013-2019 年我国汽车产量及增速 .....	17
图 15	国内汽车用漆结构 (2018) .....	17
图 16	2013-2018 年我国汽车原厂漆需求量 .....	17
图 17	2013-2019 年阿克苏诺贝尔收入及增速 .....	22
图 18	2013-2019 年阿克苏诺贝尔持续经营净利润及增速 .....	22
图 19	2017-2019 年阿克苏诺贝尔各项产品收入 (百万欧元) .....	22
图 20	2019 年阿克苏诺贝尔收入结构 (按产品) .....	22
图 21	2017-2019 年阿克苏诺贝尔装饰涂料收入 (百万欧元) .....	22
图 22	2019 年阿克苏诺贝尔装饰涂料收入结构 (按地区) .....	22
图 23	近年阿克苏诺贝尔汽车及特种涂料收入 (百万欧元) .....	23
图 24	2019 年阿克苏诺贝尔汽车及特种涂料收入结构 (按地区) .....	23
图 25	近年阿克苏诺贝尔船用及防护涂料收入 (百万欧元) .....	23
图 26	2019 年阿克苏诺贝尔船用及防护涂料收入结构 (按地区) .....	23

图 27	近年阿克苏诺贝尔工业涂料收入 (百万欧元) .....	24
图 28	2019 年阿克苏诺贝尔工业涂料收入结构 (按地区) .....	24
图 29	2017-2018 年公司收入增量来源 .....	27
图 30	2018-2019 年公司收入增量来源 .....	27
图 31	汽车防雾车灯结构及原理 .....	29
图 32	公司未来三年业务发展规划图 .....	31

## 表目录

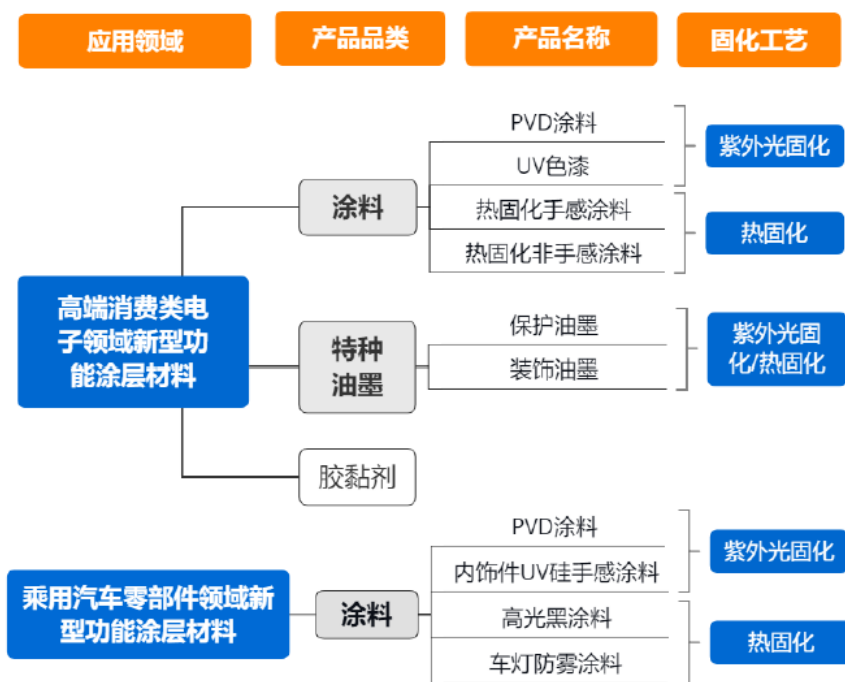
表 1	公司 3C 溶剂型涂层材料产品类型及用途 .....	6
表 2	公司水性产品类型及用途 .....	7
表 3	公司收入产品结构 .....	9
表 4	公司产品毛利率情况 .....	9
表 5	公司手机类涂料产品毛利率情况 .....	9
表 6	2019 年全球智能手机出货量及市占率 .....	10
表 7	2020Q2 全球 PC 出货量及市占率 .....	12
表 8	2020Q1 全球可穿戴设施出货量及市占率 .....	14
表 9	2020-2024 年全球可穿戴设备出货量预测 .....	14
表 10	车用原装漆及修补漆对比 .....	15
表 11	汽车涂料用途 .....	16
表 12	汽车零部件涂料用量 .....	18
表 13	汽车涂装车间 VOCs 排放目标 .....	18
表 14	汽车行业 VOCs 削减技术（装备）部分示范案例 .....	19
表 15	2018 全球十大汽车涂料企业基本信息 .....	19
表 16	2019 年中国市场原厂认证修补漆供应商信息 .....	20
表 17	2019 年度中国汽车内外饰涂料行业信息 .....	21
表 18	与国内外可比公司相关技术比较 .....	24
表 19	主要产品质量对比表 .....	25
表 20	公司与竞争对手国内网络分布情况 .....	25
表 21	公司终端客户覆盖情况及客户主要材料供应商选择 .....	26
表 22	前五名终端客户销售情况（万元） .....	26
表 23	2017-2019 年前五大终端客户应用公司产品情况 .....	28
表 24	2017-2019 年全球市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额 .....	29
表 25	2017-2019 年中国市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额 .....	29
表 26	公司汽车车灯产品认证结果 .....	30
表 27	公司涂料产品产能、产量、销量 .....	30
表 28	公司油墨产品产能、产量、销量 .....	30
表 29	公司募投资金用途 .....	31
表 30	募投资金进一步提高研发能力 .....	31

## 1. 国内 3C 功能性涂料市场领先企业

### 1.1 公司是国内领先的 3C 功能性涂料领先企业

松井股份是国内一家以 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”的模式，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。公司主要产品包括涂料、特种油墨两大类新型功能涂层材料产品，计划建设环保型胶黏剂项目。未来，我们认为，公司还有望在汽车涂料市场取得突破。

图1 公司主要产品线及产品名称



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**产品用途：**3C 领域涂料产品主要用于满足客户基于色彩、基材、工艺、触感等综合性能需求。如 PVD 涂料可以实现塑料等基材的金属化效果；UV 色漆可显著提升塑料、金属等基材外观色彩和装饰效果，并具有优异的防护性、耐候性等；热固化手感涂料可显著提升弹性体、金属等基材的触感，具有优异的耐候、耐磨、耐脏污等性能。

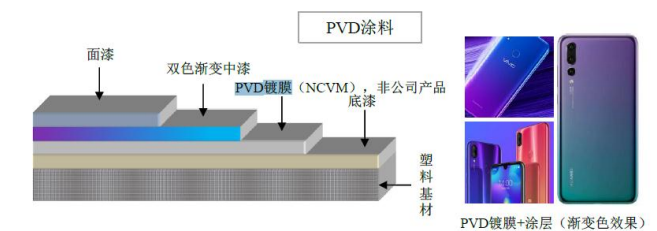
表 1 公司 3C 溶剂型涂层材料产品类型及用途

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

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

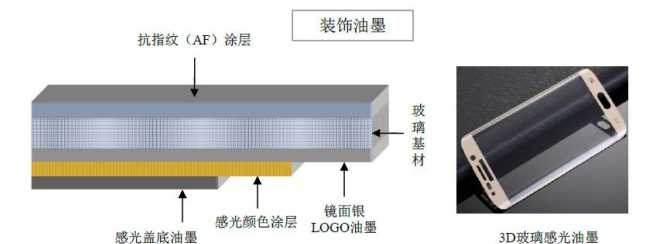


图2 PVD 涂料图层结构



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图3 特种油墨涂层结构



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**涂料环保产品：**公司较早研发了水性涂料产品。根据工信部、财政部下发的《关于印发重点行业挥发性有机物削减行动计划的通知》，涂料行业要重点推广水性涂料、粉末涂料、高固体分涂料、无溶剂涂料、辐射固化涂料（UV 涂料）等绿色涂料产品。从中长期看，我们认为，水性涂料因环保优势，有望逐步扩大市场份额。公司在重要客户的需求推动下，通过以自主研发为核心，凭借优异的原材料、配方、工艺设计能力，并辅助与品牌终端客户进行交互式开发和与上游原材料战略供应商联合定制化开发的方式，在 2015 年研发出水性高温涂料技术，在 2018 年研发出水性 UV 涂料技术。

表 2 公司水性产品类型及用途

产品品类	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；适用于多类基材，多用于塑料等基材，具有高耐磨、耐高温高湿、耐化学品、低挥发性有机物排放量，配合底漆可实现不同色彩效果。
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。

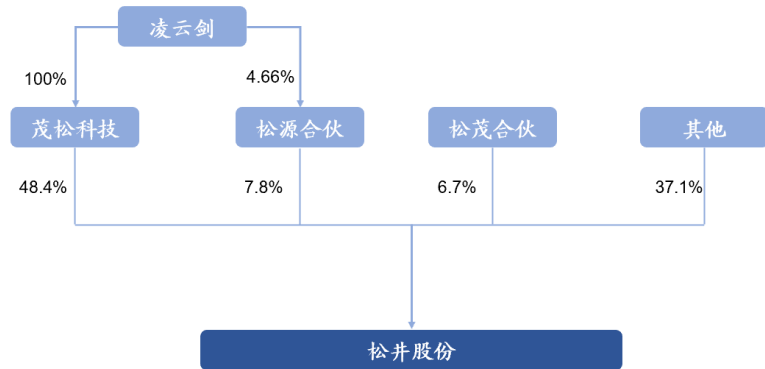
资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**终端用户：**得到苹果、谷歌、华为、小米等一线厂商的认可。目前，公司已成为苹果、华为、惠普、小米、VIVO、MOTO、谷歌的核心涂料和特种油墨供应商，具体产品包括苹果产品中手机产品（前盖特种油墨、充电插头涂料、保护壳涂料）、可穿戴设备产品（苹果手表后盖涂料、Beats 耳机涂料等），华为的手机产品（手机后盖塑料涂料、中框金属及塑料涂料、LDS 天线涂料、面板涂料等），惠普的笔记本产品（键盘涂料、笔记本外壳涂料、触控板特种油墨等）。

## 1.2 股权结构：管理层有效激励

**董事长持股接近 49%，深耕行业多年。**公司 2020 年 6 月在科创板上市，募集资金 6.86 亿元，上市后董事长凌云剑先生通过松茂科技及松源合伙持股接近 49%。凌云剑先生 2019 年荣获湖南省发展非公有制经济和中小企业先进个人称号、2018 年入选国家“万人计划”名单，在 1993 年 7 月至 2003 年 12 月，在湖南亚大高分子化工厂有限公司历任技术员、销售经理、副总经理。根据 12580 企业黄页介绍，亚大是专业研发、生产、销售紫外光固化阻燃树脂涂料（简称 UV 树脂）的高新技术企业。我们认为，公司创始人、董事长深耕涂料市场多年，对于行业发展现状及趋势均有深入理解，对于公司未来发展有极大帮助。

图1 公司股权结构



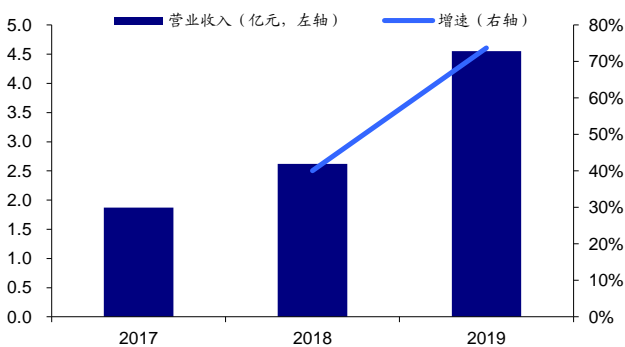
资料来源：公司招股说明书，Wind，海通证券研究所（公司股权结构截止至2020年6月9日）

**管理层进行有效激励。**目前公司股权结构中，松茂合伙持有公司 6.7% 的股份，以公司 90 亿市值估算，松茂合伙持有公司股权价值 6.0 亿元。松茂合伙是公司用于股权激励的员工持股平台。根据公司招股说明书，截止上市前，公司先后在 2018 年 2 月、4 月、12 月通过实际控制人转让及向松茂合伙增资的方式，对公司中层以上管理人员实施股权激励计划。我们认为，公司目前核心技术人员及管理层基本进行了有效激励，作为一家重视研发、重视产品、重视客户反馈的高水平化工材料生产企业，公司长期发展将得益于公司管理团队和技术团队的稳定、协同以及共同努力。

### 1.3 公司产品毛利率高，研发投入高

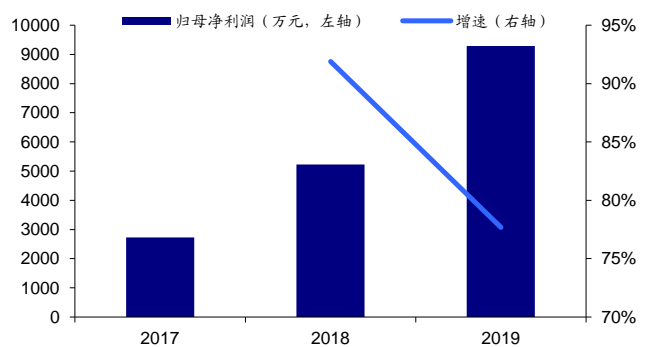
**近几年公司收入盈利快速增长。**2019 年公司营业收入 4.55 亿元，同比增长 74%，归母净利润 9287 万元，同比增长 78%。我们认为，公司业绩快速增长，主要得益于近几年智能手机以及智能家居、可穿戴设备行业的快速发展，以及公司在 3C 领域涂料市场市占率的提高。未来，我们认为 3C 领域智能产品出货量仍将保持增长，公司产品渗透率仍然有进一步提升的空间，结合公司在特种油墨、汽车涂料产品可能取得的突破，公司收入及归母净利润仍有望保持较高增速。

图2 2017-2019 年公司营业收入及增速



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图3 2017-2019 年公司归母净利润及增速



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**当前手机涂料仍为公司主要收入来源。**2019 年，公司涂料类产品收入合计 4.49 亿元，占收入比重为 98.68%，特种油墨收入 601 万元，收入占比 1.32%。在涂料类产品中，手机类涂料产品收入 3.54 亿元，收入占比 77.96%，2017-2019 年收入占比持续提升。2019 年，笔记本类、可穿戴设备、智能家电涂料产品收入占比分别为 8.79%、5.96% 和 3.65%。此外，公司乘用车类涂料仍处于发展初期，2019 年收入 373 万元，占比 0.82%。



表 3 公司收入产品结构

	手机类涂料	笔记本类涂料	可穿戴设备涂料	智能家电涂料	乘用车涂料	其他涂料	特种油墨
2017	52.51%	22.56%	17.90%	3.79%	0.89%	0.23%	2.12%
2018	59.14%	17.01%	13.33%	3.03%	0.98%	0.18%	6.33%
2019	77.96%	8.79%	5.96%	3.65%	0.82%	1.50%	1.32%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**公司产品毛利率高。**2017-2019 年公司整体毛利率分别为 53.5%、54.2%和 54.4%，始终保持较高水平。从终端细分产品来看，公司可穿戴设备毛利率达到 70%以上，为所有产品中毛利率最高，此外，手机类涂料产品毛利率稳定在 55%左右，笔记本类涂料产品毛利率在 29-34%，智能家电涂料产品毛利率在 43%-60%左右。从公司手机类涂料产品上看，有机硅手感涂料毛利率较高，一般在 70%以上，2019 年 UV 色漆涂料和 PVD 系列涂料毛利率分别为 66%和 50%。

表 4 公司产品毛利率情况

	手机类涂料	笔记本类涂料	可穿戴设备涂料	智能家电涂料	乘用车涂料	其他涂料	特种油墨
2017	54.23%	34.30%	72.73%	59.32%	65.79%	66.87%	70.42%
2018	54.96%	28.83%	72.27%	56.86%	47.43%	30.91%	77.60%
2019	55.99%	34.10%	70.34%	43.27%	46.36%	49.61%	67.15%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

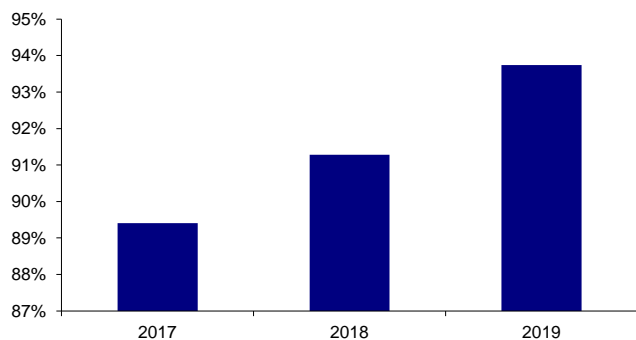
表 5 公司手机类涂料产品毛利率情况

	PVD 系列涂料	UV 色漆涂料	有机硅手感涂料	PU 手感涂料	非手感系列涂料	PVD 系列涂料
2017	46.05%	37.44%	74.78%	55.37%	18.34%	46.05%
2018	56.43%	45.28%	74.86%	48.34%	24.62%	56.43%
2019	50.15%	65.55%	78.10%	51.74%	39.04%	50.15%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

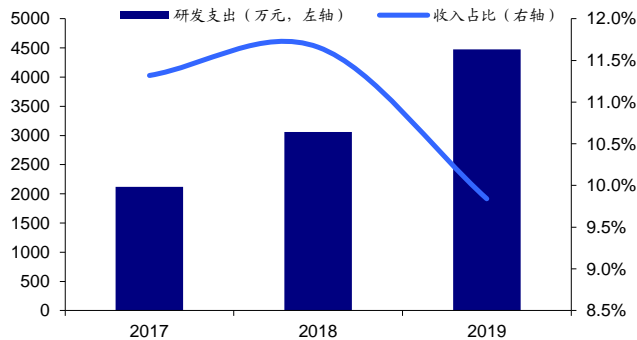
**研发投入大，占收入比重在 10%左右。**公司下游终端客户主要为手机厂商，手机类产品、笔记本类产品更新换代周期短，公司需要根据客户需求，不断研发新产品。2017-2019 年，公司依靠核心技术开展业务经营，核心技术对应的产品收入占比分别为 89.41%、91.28%、93.74%，公司研发费用支出分别为 2122 万元、3058 万元及 4477 万元，占营业收入的比例分别为 11.32%、11.66%和 9.84%。

图 4 2017-2019 年公司核心技术对应产品收入占比



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 5 2017-2019 年公司研发费用支出及收入占比



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

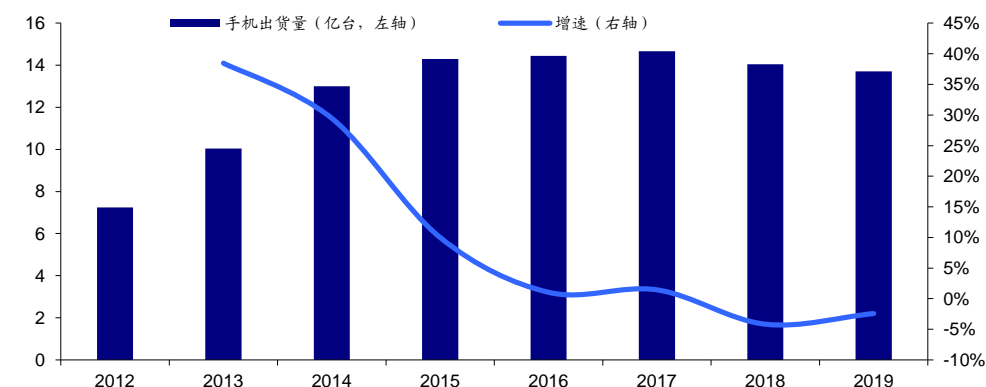
## 2. 3C 领域产品出货量仍有空间，关注结构变化

公司目前产品主要应用在手机、笔记本、智能家电、可穿戴设备等 3C 产品中，我们将逐个分析以上 3C 产品未来出货量情况以及对应的市场空间。此外，我们还会展望汽车涂料市场以及公司可能获得的市场空间。在行业竞争格局中，我们主要分析两家国外竞争对手的情况，分别为阿克苏诺贝尔和 PPG。

### 2.1 智能手机出货量短期面临冲击

近两年全球智能手机出货量有一定下滑。根据公司招股说明书援引 IDC 数据，2019 年，全球智能手机出货量达到 13.71 亿台，同比下滑 2.4%，连续两年下滑。根据 IDC 的分析，整体出货量的下滑，部分原因是中国市场出货量增长疲软。伴随着网络覆盖率提高、5G 提速，中国消费者仍在等待价格更加亲民的 5G 智能手机面市。

图6 2012-2019 年全球智能手机出货量



资料来源：公司招股说明书，IDC，海通证券研究所

**手机集中度进一步提升。**根据 IDC 数据，2019 年，三星手机出货量 2.96 亿台，同比增长 1.2%，市场占有率 21.6%，较 2018 年提升 0.8 个百分点；华为手机出货量 2.41 亿台，同比增长 16.8%，市场占有率 17.6%，较 2018 年提升 2.9 个百分点；苹果手机出货量 1.91 亿台，同比下滑 8.5%，市场占有率 13.9%，较 2018 年下滑 1 个百分点；小米手机出货量 1.26 亿台，同比增长 5.5%，市场占有率 9.2%，较 2018 年提升 0.7 个百分点；OPPO 手机出货量 1.14 亿台，同比增长 0.9%，市场占有率 8.3%，较 2018 年提升 0.2 个百分点。2019 年，以上 5 大手机品牌合计市占率 70.6%，较 2018 年提升 3.6 个百分点。

表 6 2019 年全球智能手机出货量及市占率

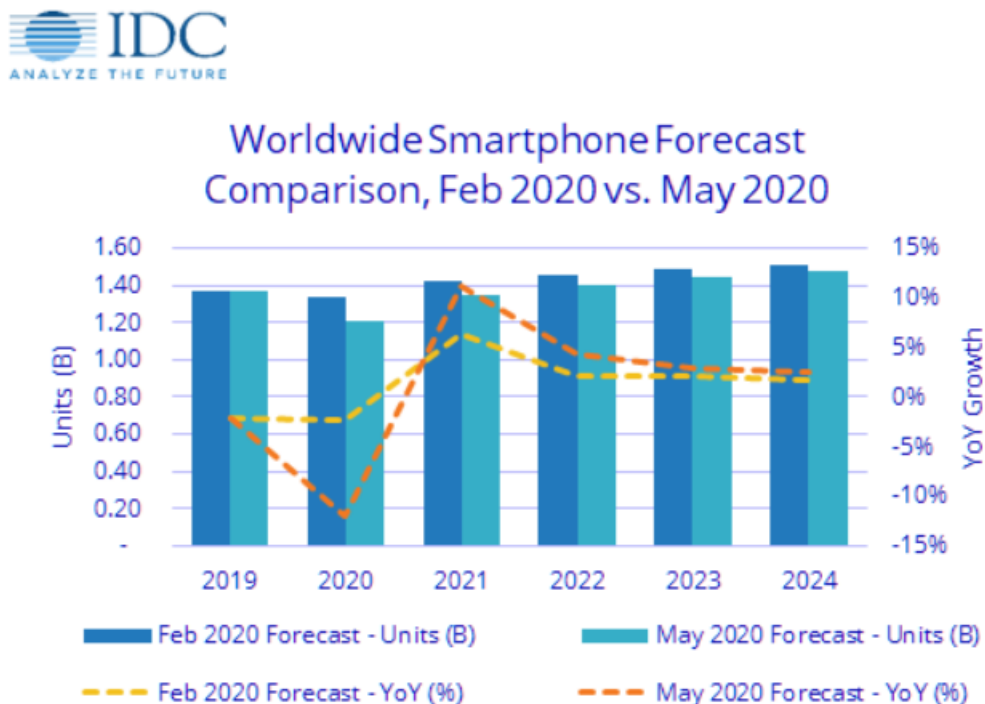
厂商	2019 年出货量 (百万台)	市场份额 (2019)	2018 年出货量 (百万台)	市场份额 (2018)	份额变化	同比变化
三星	295.7	21.6%	292.2	20.8%	0.8pct	1.2%
华为	240.6	17.6%	206.0	14.7%	2.9 pct	16.8%
苹果	191.0	13.9%	208.8	14.9%	-1.0 pct	-8.5%
小米	125.6	9.2%	119.1	8.5%	0.7 pct	5.5%
OPPO	114.3	8.3%	113.3	8.1%	0.2 pct	0.9%
其他	403.6	29.4%	463.2	33.0%	-3.6 pct	-12.9%
总计	1371.0	100.0%	1402.6	100.0%	0.0 pct	-2.3%

资料来源：IDC，海通证券研究所（注：同比变化为 2019 年出货量数据同比变化）

**2020 年公共卫生事件的影响。**根据 IDC 在 2020 年 6 月 3 日发布的报告，IDC 预计由于全球公共卫生事件的冲击，2020 年全球智能手机出货量将同比下降 11.9%，出货量总计 12 亿台左右。该预测是在 2020Q1 出货量数据同比大幅下降的数据基础上预测的，IDC 预计 2020 年上半年全球手机出货量下降 18.2%，在 2021Q1

前，全球智能手机出货量不会恢复增长。预计到 2024 年，全球手机出货量达到 14.8 亿台，复合增长率 1.5%。

图7 2019-2024 年手机出货量预测



Source: IDC 2020

资料来源：IDC，海通证券研究所

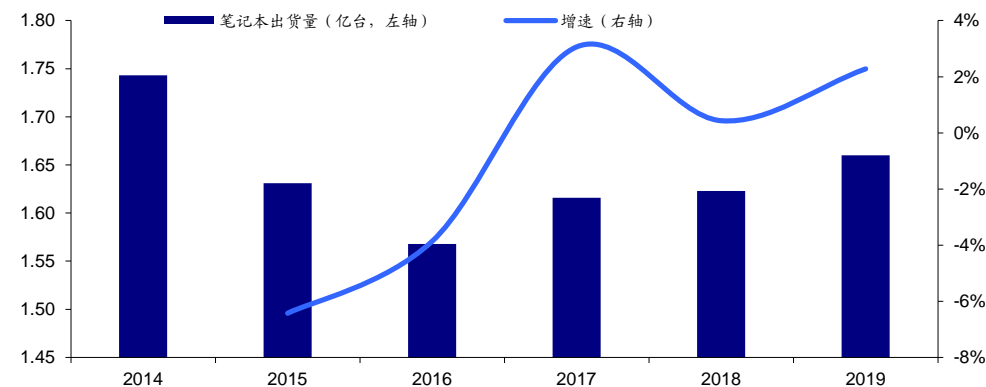
**5G 手机对手机涂料及油墨产品提出新的需求。**受 5G 信号传输要求高影响，塑料、玻璃等无信号屏蔽基材部分替代金属基材成为主流选择，可弥补金属基材本征缺陷、较大增强其使用性的涂层材料应用逐步提升（例如：可显著提升塑料基材装饰性的 PVD 涂料、UV 色漆等，可优化玻璃加工及装饰工艺的特种油墨等）。

**手机涂料市场空间约 30-60 亿元。**根据公司 IPO 文件，目前一台手机涂料平均用量在 30-60g，特种油墨平均用量约 5-10g，以 2019 年全球 13.7 亿台手机出货量测算，对应手机涂料年用量约 4-8 万吨，特种油墨 7000-14000 吨，以手机涂料价格 75 元/kg，特种油墨 140 元/kg 测算，对应手机涂料市场空间约 30-60 亿元，特种油墨市场空间 10-20 亿元。以前 5 大手机厂商（三星、华为、苹果、小米、OPPO）集中度 70%测算，对应 Top 5 手机厂商手机涂料空间 21-42 亿元，特种油墨 7-14 亿元。

## 2.2 笔记本市场：在家办公刺激 2020 年需求

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

图8 2014-2019 年全球笔记本出货量



资料来源：公司招股说明书，IDC，海通证券研究所

**2020 年公共卫生事件的影响。**2020 年上半年，根据 IDC 统计，尽管受到全球公共卫生事件的影响，PC 市场仍然表现良好，其中 2020 Q2 出货量同比增长 11.2%，达到 7226 万台。IDC 研究人员表示，公共卫生事件导致的在家办公以及网上学习，促进了对 PC 的需求。

其中亚太地区（不包括日本）传统 PC 的出货量高于 IDC 的预期，与去年同期相比，市场出现了小幅增长。在经历了今年第一季度的疲软之后，该行业受到中国工厂关闭和供应短缺的影响，第二季度的出货量有了显著改善，供应恢复以及在家办公带来的需求增长。

加拿大传统 PC 市场连续第 16 个季度增长，继续保持增长势头。2020 第二季度的出货量是 2012 年以来的第二高水平。

欧洲，中东和非洲（EMEA）传统 PC 出货量超出了已经乐观的预期，在 20 年第二季度实现了强劲的两位数增长。需求增长主要在家办公和学习所需的对 PC 的需要。

日本传统个人电脑市场在 20 年第二季度有所下降，但在消费和商业领域的业绩均好于预期。商用领域主要受到在家工作的需求以及 Windows 10 迁移的推动，而消费市场则主要为解决在家工作和学习的问题。

拉丁美洲：尽管 PC 市场同比下降了 4%，但笔记本电脑的出货量却增长了 10%，是该类别近两年来最好的结果。移动性已成为该地区所有国家/地区的首要任务，从而使得对台式机需求下降。远程工作，家庭学校学习和娱乐活动已对消费和商用笔记本电脑市场产生了积极影响。

美国传统 PC 出货量在 2020 年第二季度实现了两位数的增长。虽然第一季度创下了十多年来最低的 PC 出货量记录，但第二季度却创下了相反的记录。

表 7 2020Q2 全球 PC 出货量及市占率

厂商	2020Q2 出货量 (千台)	市场份额 (2020Q2)	2019Q2 出货量 (千台)	市场份额 (2019Q2)	份额变化	同比变化
惠普	18082	25.0%	15366	23.6%	1.40 pct	17.7%
联想	17411	24.1%	16214	24.9%	-0.80 pct	7.4%
戴尔	12010	16.6%	11606	17.9%	-1.30 pct	3.5%
苹果	5594	7.7%	4112	6.3%	1.40 pct	36.0%
Acer	4828	6.7%	4285	6.6%	0.10 pct	12.7%
其他	14337	19.8%	13420	20.6%	-0.80 pct	6.8%
合计	72261	100.0%	65003	100.0%	-	11.2%

资料来源：IDC，海通证券研究所



## 2.3 智能家居：物联网发展有望进一步促进智能家居发展

涂料、特种油墨等新型功能涂层材料作为智能家电的装饰或防护材料，目前主要用于智能冰箱、智能厨卫、数码相机、智能音响、电动牙刷、智能水杯、无人机等智能家电设备领域，其市场需求与智能家电的发展具有相关性。

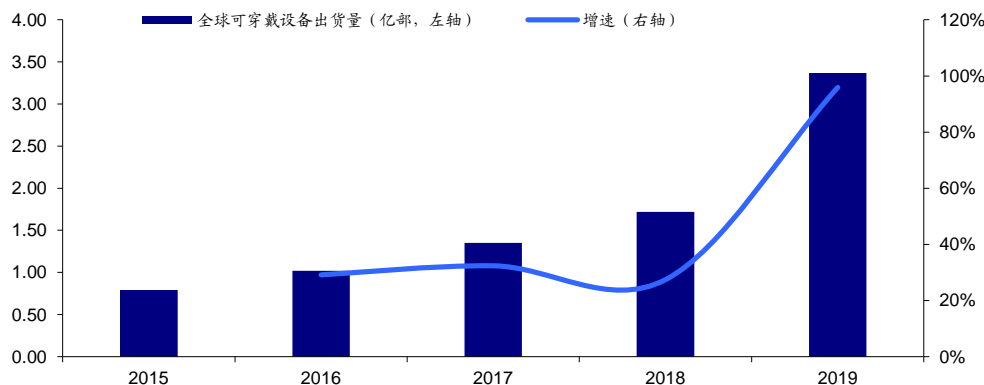
根据公司招股说明书援引 IDC 数据，全球智能家电市场呈快速增长趋势，2018 年全球智能家电出货量达 6.44 亿台；从未来发展来看，根据 IDC 预测，2019 年全球智能家电出货量将达到 8.33 亿台，同比增长 29.35%；2023 年全球智能家电出货量将达 15.57 亿台。伴随 5G 网络商用带动智能生活及物联网的发展，更多智能家电将被互联接入，智能家电市场增长空间较大。

公司测算 2023 智能家电涂料市场空间为 62-93 亿元。公司招股说明书中测算 2019 年智能家电需要涂料 3.33 -5.00 万吨，对应空间 33-50 亿元，需要特种油墨 1666-3332 吨，对应市场空间 3-7 亿元。公司预计到 2023 年，智能家电行业需要涂料 6.23-9.34 万吨，对应空间 62-93 亿元，需要特种油墨 3114-6228 吨，对应空间 6-12 亿元。

## 2.4 可穿戴设备出货量有望快速增加

可穿戴设备发展空间较大。根据公司招股说明书援引 IDC 数据，2019 年全球可穿戴设备出货量共 3.37 亿部，同比增长 95.9%。未来可穿戴设备规模的增长主要来自：1) 智能手表、手环、耳机等主流可穿戴设备的销量增长；2) 以数字化健康为突破口，兼顾搜索患者重要数据和提升患者自我监控的双重智能医疗保健类设备的增长；3) 以公司数字化转型为突破口，达到信息传输和提升员工工作效率等目的的企业应用类设备的增长。

图9 2015-2019 年全球可穿戴设备出货量



资料来源：公司招股说明书，IDC，海通证券研究所

**2020 年公共卫生事件的影响。**根据 IDC 数据，2020Q1 全球可穿戴设备出货量同比增长 29.7%，达到 7260 万部。在 Fitbit Charge 4 等新产品发布以及小米和华为等主流产品激进的价格推动下，腕带类别在 2020Q1 增长了 16.2%。同时，可穿戴耳机设备出货量增长了 68.3%，占整个市场的 54.9%。

苹果以 29.3% 的份额和 2120 万部的销量成为最大的可穿戴设备公司，尽管 Apple Watch 的出货量由于供应链中的困难而下降，但 Beats 和 AirPods 阵容的实力足以抵消负增长。小米排在第二位，2020Q1 销售了 730 万条腕带和手表。三星排名第三，其可穿戴耳机产品占 2020Q1 总出货量的 74%，高于 2019Q1 的 58.9%。最新一代的 Galaxy Buds 和 Buds + 备受好评，这两个型号 2020Q1 的出货量均超过 400 万部。



表 8 2020Q1 全球可穿戴设施出货量及市占率

厂商	2020Q1 出货量 (百万部)	市场份额 (2020Q1)	2019Q1 出货量 (百万部)	市场份额 (2019Q1)	份额变化	同比变化
苹果	21.2	29.30%	13.3	23.70%	5.60 pct	59.90%
小米	10.1	14.00%	6.5	11.60%	2.40 pct	56.40%
三星	8.6	11.90%	5	9.00%	2.90 pct	71.70%
华为	8.1	11.10%	5	8.90%	2.20 pct	62.20%
Fitbit	2.2	3.00%	2.9	5.20%	-2.20 pct	-26.10%
其他	22.3	30.80%	23.3	41.60%	-10.80pct	-4.00%
合计	72.6	100.00%	56	100.00%	-	29.70%

资料来源: IDC, 海通证券研究所

可穿戴设备发展空间依然很大。根据 IDC 数据, 预计 2020 年全球可穿戴设备市场将增长 9.4%, 出货量将达到 3.682 亿部, 部分原因是公共卫生事件影响了产品的供应。尽管如此, IDC 预计未来全球可穿戴设备行业将继续保持健康增长, 预计到 2024 年底出货量将达到 5.268 亿部, 五年复合年增长率 (CAGR) 为 9.4%。

耳机或听觉设备的 5 年复合年增长率预计将达到 10.3%, 到 2024 年将达到 3.015 亿部。IDC 认为, 尽管当前该类别产品专注于提供音频或语音助手, 但未来有望在健康相关功能上取得突破。

手表的 5 年复合增长率预计为 11.4%, 苹果将继续保持领先地位, 因为它将继续提供非常紧密集成的产品生态系统, 其在健康/健身追踪方面的进步以及对操作系统的众多改进使其成为最具吸引力的产品。除苹果外, 还有其他智能手表制造商, 例如 OPPO, 它们依靠自定义 Android 在其设备上运行。在 IDC 预测中, 基于 Android 的智能手表预计将占智能手表市场的 25% 以上。

腕带市场预计将保持近 1.8% 的复合年增长率。这类产品迭代的入门级产品以及易用性, 使得需求不断增长。此外, 这些设备的商品化和易于管理将使其成为企业部署和健康研究的主要候选对象。

表 9 2020-2024 年全球可穿戴设备出货量预测

产品	2020 年出货量	2020 年份额	2024 年出货量	2020 年份额	复合年增长率
耳机	203.8	55.40%	301.5	57.20%	10.30%
手表	95	25.80%	149.5	28.40%	11.40%
腕带	65.1	17.70%	69.8	13.30%	1.80%
其他	4.3	1.20%	6	1.10%	8.70%

资料来源: IDC, 海通证券研究所 (注: 出货量单位为百万部, 复合增长率为 2020-2024 年的复合增长率)

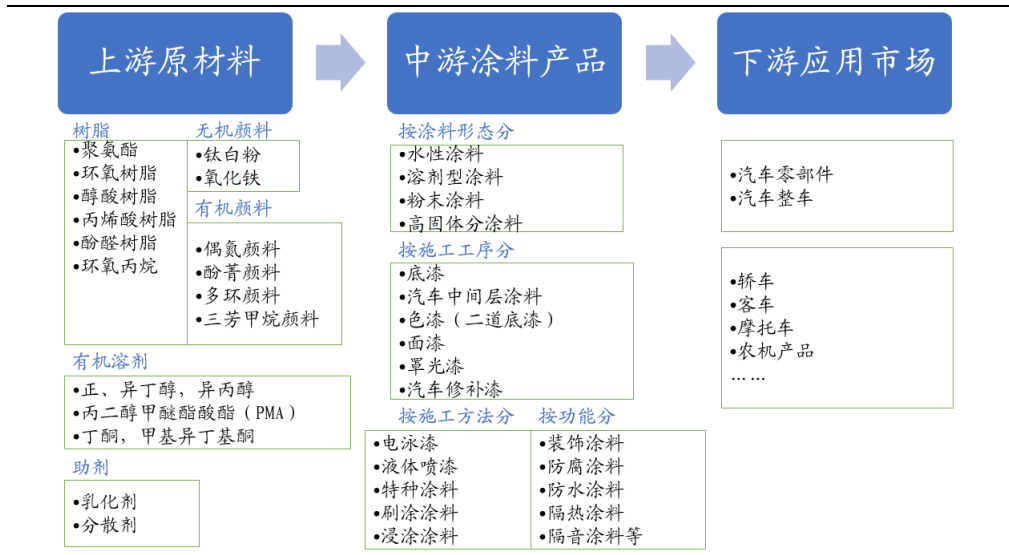
预计到 2024 年可穿戴设备涂料行业空间在 11.6-17.4 亿元。根据公司 IPO 文件, 可穿戴设备涂料平均用量为 20-30g, 特种油墨平均用量为 2-4g, 以 2019 年 3.37 亿部出货量计算, 预计涂料使用量 6700 吨-10110 吨, 特种油墨用量为 670 吨-1340 吨, 以可穿戴设备涂料单价 110 元/kg, 特种油墨 140 元/kg 测算, 预计可穿戴设备涂料市场空间在 7.4-11.1 亿元, 特种油墨市场空间 9000 万-1.8 亿元。以 2024 年出货量达到 5.268 亿部测算, 预计可穿戴设备涂料市场空间在 11.6-17.4 亿元, 特种油墨市场空间 1.4-2.8 亿元。

### 3. 汽车涂料市场空间大

#### 3.1 汽车涂料产业链及产品分类

汽车涂料就是指涂装在轿车等各类车辆车身及零部件上的涂料，从产业链来看，上游原料主要是一些化工品，包括树脂（环氧树脂、丙烯酸树脂、聚氨酯、酚醛树脂等）、无机颜料（钛白粉、氧化铁等）、有机颜料（偶氮颜料等）、有机溶剂（异丙醇、丁酮、PMA 等）以及助剂（分散剂、乳化剂等），下游主要应用在汽车整车及零部件上。

图10 汽车涂料产业链



资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

从整车上漆角度来看，可以分为汽车原厂漆（OEM）和汽车修补漆两大类，其在产品用途、结构设计、涂装要求、终端客户、销售模式等方面有着较大的差异。原厂漆主要用于汽车生产商车身及零部件涂装，大批量流水线涂装，需要高温烘烤，而汽车修补漆主要用于后期车身漆的修补。我们认为，可以大约理解为原厂漆主要受汽车产量影响，而汽车修补漆主要受汽车保有量影响。

表 10 车用原装漆及修补漆对比

	汽车原厂涂料	汽车修补漆
产品用途	汽车生产商的车身及零部件涂装等领域	汽车修理厂后期车身漆修补
结构	单组分设计，需高温烘烤（120-140 度）	双组分设计，常温白干或红外线低温辅助烘烤
涂装要求	大批量流水线涂装，事先确定颜色	单车涂装用量小，现场调色
销售模式	销售给汽车及零部件生产商，类似于 B2B 服务，以现场跟踪为主	采用代理方式，类似于 B2C 服务，以对客户人员进行培训为主
终端客户	汽车及零部件生产商，以企业客户为主	汽车修理厂、4S 店等，以个人客户为主

资料来源：前瞻产业研究院，中商产业研究院，海通证券研究所

**其他分类方式。**我国现用的第四代汽车涂料是以第 4、5 代阴极电泳涂料，耐酸雨、抗划伤性的优质丙烯酸树脂涂料，丙烯酸聚氨酯涂料，面漆颜色为金属色和本色，适应轿车三层涂装体系的涂料等为代表。根据不同的分类方式，可以分为水性涂料、溶剂涂料、粉末涂料等；底漆、色漆、面漆等；防水涂料、隔热涂料等。

图11 汽车涂料分类

按涂料的形态分	按施工方法分	按施工工序分	按功能分
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 水性涂料</li> <li>• 溶剂性涂料</li> <li>• 粉末涂料</li> <li>• 高固体分涂料等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 刷涂涂料</li> <li>• 喷涂涂料</li> <li>• 浸涂涂料</li> <li>• 电泳涂料等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 底漆（现多为电泳漆）</li> <li>• 汽车中间层涂料</li> <li>• 色漆（二道底漆）</li> <li>• 面漆</li> <li>• 罩光漆</li> <li>• 汽车修补漆等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 装饰涂料</li> <li>• 防腐涂料</li> <li>• 防水涂料</li> <li>• 隔热涂料</li> <li>• 隔音减振涂料等</li> </ul>

资料来源：中商产业研究院，海通证券研究所

**汽车涂装结构。**汽车涂装需要按照工序依次进行，随着涂装新技术的发展，汽车涂装的方法也越来越丰富，未来也会出现更多更漂亮的汽车色彩。而在汽车涂装中，汽车涂料是必不可少的材料之一。当前汽车涂料车身涂层至少包括四层：电泳底漆层、中涂层、色漆层和清漆层。每一层都包含复杂的工艺步骤，且上涂层前要经过脱脂、除锈、磷化等漆前处理，上漆完后要对涂装质量进行检测和评判。

图12 汽车涂装结构

车身	基材	磷化层	底漆	中涂漆	底色漆	罩光漆
零部件	基材	磷化层	底漆	罩光漆		
塑料件	基材	磷化层	底漆	底色漆	罩光漆	
修补	基材	磷化层	底漆	中涂漆	底色漆	罩光漆

资料来源：中商产业研究院，海通证券研究所

表 11 汽车涂料用途

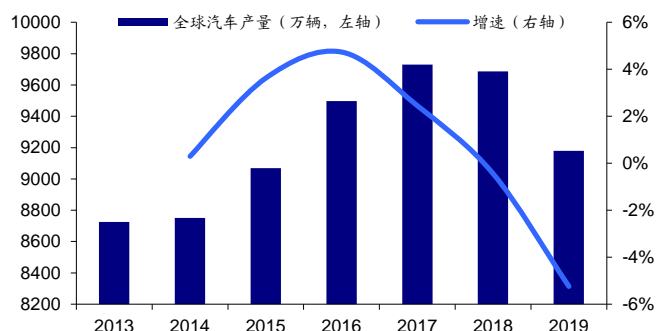
用途	
电泳底漆层	汽车涂层获得耐久性和耐腐蚀性
中涂漆层	具有与电泳底漆和面漆漆层良好的附着结合力，耐崩裂，耐气候，提高面漆遮盖性和外观性
底色漆层	具有装饰性
罩光漆层	处于最外层，和色漆层结合具有防紫外线、防透水、耐气候、耐酸雨、抗划伤等功能

资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

### 3.2 汽车涂料市场空间大

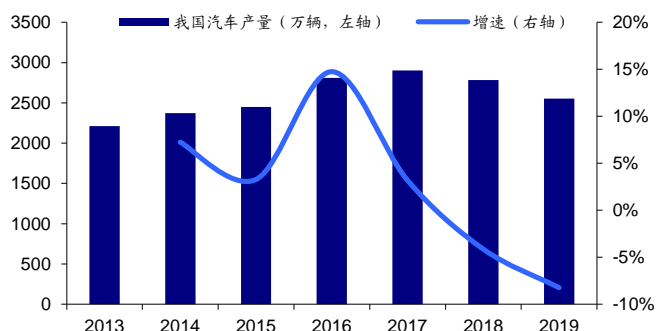
近几年全球汽车产量有一定下滑。2019 年全球汽车产量 9179 万辆，同比下滑 5.2%，近几年汽车产量高点在 2017 年（9730 万辆），我国汽车产量 2553 万辆，同比下滑 8.2%，占全球汽车产量的比重为 28%，近几年产量高点同样在 2017 年（2902 万辆）。汽车产量的下滑，一定程度上会影响汽车涂料市场的整体需求。

图13 2013-2019 年全球汽车产量及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

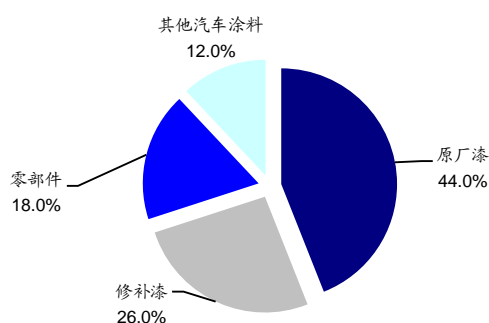
图14 2013-2019 年我国汽车产量及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

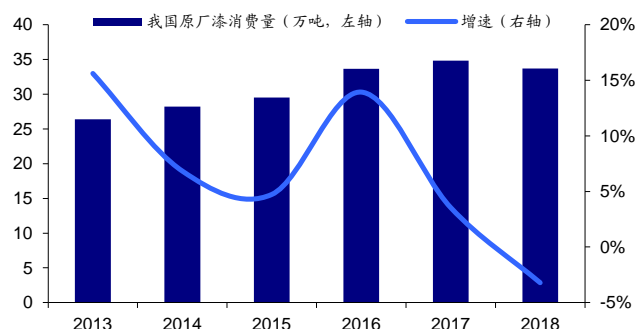
我们测算全球汽车涂料市场空间在 2000 亿元左右。根据前瞻产业研究院数据，汽车涂料中，原厂漆、汽车修补漆、汽车零部件漆以及其他汽车用漆分别占比 44%、26%、18%和 12%。以平均每辆新车涂料需求约为 12 千克/辆测算，2018 年我国原厂漆需求量约 33.7 万吨，汽车涂料总需求约 77 万吨，以每吨汽车涂料 7.5 万元计算，国内汽车涂料市场空间在 580 亿元左右，如果以汽车产量比重进行简单换算（2018 年我国汽车产量占全球 29%），我们预计全球汽车涂料市场空间在 2000 亿元左右。

图15 国内汽车用漆结构（2018）



资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

图16 2013-2018 年我国汽车原厂漆需求量



资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

我们测算全球汽车零部件涂料市场空间在 300-370 亿元左右。参考 2018 年我国原厂漆需求 33.7 万吨，以及国内车用漆结构，汽车零部件用漆约 13.8 万吨，以每吨汽车涂料 7.5 万元计算，国内汽车零部件涂料市场空间在 100 亿元左右。如果按每辆车零部件用漆 4kg-5kg 估算，预计 2018 年国内汽车零部件涂料市场空间（当年国内汽车产量 2782 万辆）在 80-100 亿元左右。同样以汽车产量比重进行简单换算，我们预计全球汽车零部件涂料市场空间在 300-370 亿元左右。考虑到不同零部件对车用涂料的要求不同，所涉及到相关产品价格也存在较大差异，以上测算数据会存在一些误差。

表 12 汽车零部件涂料用量

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
	雾灯框	100-150
	前后保险杠	800-1000
	格栅	500-600
	侧门装饰条	200-300
	外门把手	80-100
	后视镜	180-200
	尾翼	400-500
	轮毂	800-1000
	合计	3160-4000
内饰件	仪表装饰框	200-250
	换挡面板	120-150
	门内把手	80-120
	门内控制开关	120-160
	门内装饰条	150-200
	合计	670-880

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

### 3.3 水性涂料成为行业重要发展方向之一

**政策推动水性涂料替代。**2017 年 12 月，中国汽车技术研究中心按照工信部《重点行业挥发性有机物削减行动计划》要求，结合汽车及其零部件生产环节 VOCs 排放浓度高、强度大、持续时间长，是引发大气 VOCs 污染的重要因素之一，提出了汽车涂装车间 VOCs 排放目标，并提出“推广环保涂料应用。大力推进环保涂料研发工作，重点优化水性涂料施工工艺，开发环保清漆产品。鼓励新建紧凑型涂装生产线，采用高固体份涂料、水性涂料替代传统溶剂型涂料，推动粉末涂料在商用车领域的应用，推广静电喷涂等高效涂装工艺。”

表 13 汽车涂装车间 VOCs 排放目标

车型	单位涂装面积 VOCs 排放量 (g/m <sup>2</sup> )	
	2018 年 12 月 31 日起	2020 年 12 月 31 日起
乘用车	35	30
货车驾驶室	75	65
货车车厢	90	70
客车	180	150

资料来源：《汽车行业挥发性有机物削减路线图》，海通证券研究所

**水性涂料对降低 VOCs 排放作用明显。**根据《汽车行业挥发性有机物削减路线图》给出的示范案例，水性涂料对降低 VOCs 排放作用非常显著，安徽江淮汽车股份有限公司使用 PPG 提供的车用涂料，在对传统商用车、卡车工厂改造中，可以将 VOCs 排放降至 17g/m<sup>2</sup> 左右。艾仕得涂料公司提供的 Eco Concep 免中涂水性涂料涂装工艺可以将 VOCs 排放降至 20g/m<sup>2</sup> 左右。相对来看，较好的溶剂型高固体方案一般可以将 VOCs 排放降至 30-35g/m<sup>2</sup> 左右。



表 14 汽车行业 VOCs 削减技术 (装备) 部分示范案例

技术 (产品) 名称	削减效果	提报企业	主要技术内容
水性单涂色漆	降至 17g/m <sup>2</sup> 左右	安徽江淮汽车股份有限公司 PPG 涂料 (天津) 有限公司	水性单涂色漆技术, 相对传统涂装工艺简化了中涂以及清漆喷涂环节, 减少涂料用量。
Eco Concep 免中涂水性涂料涂装工艺	VOCs 排放降至 20g/m <sup>2</sup> 左右	艾仕得涂料系统 (上海) 有限公司	Eco Concept 免中涂水性工艺是最新的紧凑型水性涂装工艺, 与 3C2B 传统水性涂装工艺相比, 取消中涂过程。
溶剂型高固体份色漆、清漆	降至 35g/m <sup>2</sup> 左右	奇瑞汽车股份有限公司 PPG 涂料 (天津) 有限公司	将传统溶剂型低固体份色漆、清漆替代为高固体份涂料, 减少涂料的用量, 提高涂料利用率。
溶剂型高固体份 3 湿涂装工艺	降至 30g/m <sup>2</sup> 左右	艾仕得涂料系统 (上海) 有限公司 长安福特汽车有限公司杭州分公司涂装车间	通过使用中涂, 色漆和清漆的“湿碰湿”工艺, 取消中涂手工喷涂及闪干区域, 取消传统的中涂烘干炉。

资料来源:《汽车行业挥发性有机物削减路线图》, 海通证券研究所

**水性涂料市场空间较大。**根据《涂层与防护》期刊 2020 年 1 月发表的文章《2019 年全球水性涂料市场规模达到 741 亿美元》, 全球水性涂料市场规模在 2019 年达到 741 亿美元, 到 2024 年预计将达到 918 亿美元, 期间年复合增长率约 4.4%。从水性涂料品种来看, 丙烯酸涂料市场占有率最高, 而且在未来几年将延续这一态势。分析指出, 水性丙烯酸涂料由于具有良好的化学性能和独特的外观性能, 其应用非常广泛, 如在汽车、医疗、通用工业、建筑等领域的应用需求很高。

### 3.4 竞争格局: 国外企业占据主导地位

**汽车涂料 Top5 集中度达到 60%以上。**根据《2019 年度中国汽车涂料行业分析\_刘鑫》, 目前, 在全球汽车涂料行业中, 主要参与者都是全球领先的涂料供应商, 2018 年前 5 大汽车涂料供应商分别为 PPG、巴斯夫、艾仕得、立邦、阿克苏诺贝尔, 市场份额分别为 19%、15%、14%、8%和 7%, 集中度超过 60%。

表 15 2018 全球十大汽车涂料企业基本信息

序号	企业名称	国家	汽车漆销售额 (亿美元)	市场份额	汽车行业主要客户
1	PPG	美国	46.12	19.22%	欧美品牌、中国品牌
2	巴斯夫	德国	35.77	14.91%	欧美品牌为主
3	艾仕得	美国	33.98	14.17%	欧美品牌为主
4	立邦	日本	18.11	7.55%	日系、中国自主品牌
5	阿克苏诺贝尔	荷兰	15.94	6.64%	无 OEM 漆业务
6	宣伟	美国	14.00	5.83%	无 OEM 漆业务
7	关西	日本	13.14	5.47%	以日系汽车为主
8	KCC 金刚	韩国	11.07	4.61%	全部韩系汽车
9	湘江关西	日中合资	4.96	2.07%	无修补漆业务
10	沃尔瓦格	德国	2.25	0.94%	无 OEM 漆、修补漆

资料来源:《2019 年度中国汽车涂料行业分析\_刘鑫》, 海通证券研究所

**国内汽车原厂漆方面, 国外品牌市占率 95%左右。**根据《2019 年度中国汽车涂料行业分析\_刘鑫》, 2019 年汽车 OEM 涂料中国市场份额 95%以上被 PPG、湘江关西、艾仕得、巴斯夫、立邦、KCC 等国外品牌占据。上海金力泰、中山大桥、湖北天鹅为行业仅有的几家中国品牌之一, 应用市场主要集中在北汽福田、江铃汽车、长安微型车、东风商用车等。从全球范围看, 汽车 OEM 原厂漆涂料行业集中度持续提高, 形成了“3+2+1”格局, 即 3 家欧美品牌、2 家日本品牌和 1 家韩国品牌。

**国内汽车修补漆方面, 呈现“5+3+2+1”格局。**与原厂漆相比, 汽车修补漆具有以下特点: 1) 客户极度分散; 2) 个性化强; 3) 需要现场专业技术人员。因此, 遍布全国的高效培训、服务网络成为行业关键因素。此外, 由于技术含量高、原厂认证门槛高、名额少、非标服务管理难度大、品牌效应指引消费选择等行业特性, 修补漆市场集中度呈明显加速趋势。目前中国修补漆原厂认证主流市场呈现

“5+3+2+1”格局: 5 家欧美品牌, 其中 PPG、BASF 继续收购并购, 演化趋势

为 3 家品牌；3 家日本品牌，立邦、关西、洛克；2 家韩国品牌，KCC、NAROO；1 家中国品牌，东来“高飞”。值得注意的是，东来“高飞”获得全球多数汽车原厂认证，呈异军突起之势。全球汽车修补漆行业质量证明，汽车主机厂官方质量认证是行业唯一权威评价，东来高飞是其中唯一的亚洲品牌或中国品牌。

**表 16 2019 年中国市场原厂认证修补漆供应商信息**

汽车主机厂	修补漆厂商及品牌						
	PPG	东来	艾仕得	阿克苏诺贝尔	巴斯夫	宣伟	立邦
	AUTO COLOR/Aquabase Plus	onwings/onwaves	Cromax/SH	Sikkens	Glasurit/R-M	Uita7000/AWAP	NAX
	2K/Aquabase	高飞	科丽晶/施必快	新劲	鹦鹉/雅亮	奥特 7000/A WXP	耐可施
上汽大众	★		★	★	★		
一汽大众	★	★	★		★		
上汽通用	★	★		★	★	★	
吉利汽车		★				★	
上汽通用五菱		★					
东风日产	★	★		★			
北京现代		★					
东风本田	★		★				
一汽奥迪	★	★	★		★		
华晨宝马	★		★		★		
北京奔驰	★		★	★			
保时捷	★		★		★		
林肯	★	★		★			
沃尔沃	★	★	★	★			
英菲尼迪	★	★					
东风雷诺	★	★					
东风标致		★			★		
东风雪铁龙		★			★		
长安福特	★	★	★	★	★		
长安马自达					★		★
一汽马自达			★				
领克		★	★	★		★	
小鹏汽车	★	★					
奇瑞		★			★		
一汽轿车		★	★				
东风柳汽		★					
一汽丰田	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
广汽丰田	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
广汽本田	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
雷克萨斯	▲	▲	▲	▲	▲		▲
广汽菲克	▲	▲	▲	▲	▲		
广汽传祺	▲	▲		▲			
广汽三菱	▲	▲					
蔚来汽车	▲	▲			▲		

资料来源：《2019 年度中国汽车涂料行业分析\_刘鑫》，海通证券研究所

符号说明：★ 原厂认证集中采购；▲ 原厂认证培训服务

**汽车零部件涂料存在一定发展空间。**汽车内外饰件涂料用于新车内外饰件的涂装，以及汽车后市场更换零部件涂装。其中，外饰大件涂料与 OEM 涂料市场格局相似，欧美日韩垄断寡头占领大部分市场。外饰小件和内饰件涂料由于颜色杂、小批量、多批次的特点，加上国别限制下的长期历史合作渊源，欧美和日本的中小专业涂料企业分食了各自专业领地。外资零部件企业在研发本土化、供应当地化、响应快速化等关键价值环节的短板与挑战，是我国零部件行业获得发展的重要机遇。

**表 17 2019 年度中国汽车内外饰涂料行业信息**

序号	企业名称	总部所在国家	产品领域	汽车行业主要客户
1	旁贝捷/PPG	美国	汽车外饰	通用、大众、福特、长城、吉利、上汽、广汽、比亚迪、长安、上汽通用五菱
2	阿克苏诺贝尔	荷兰	汽车外饰、内饰	奥迪、大众、通用、现代、长城、比亚迪
3	关西/Kansai	日本	汽车外饰	日产、丰田、长安、上汽通用五菱
4	艾仕得/AXALTA	美国	汽车外饰、内饰	通用、福特、大众、上汽、吉利、奔驰、沃尔沃
5	巴斯夫/BASF	德国	汽车外饰	大众、日产、本田、丰田、上汽、吉利、宝马
6	立邦/Nippon	日本	汽车外饰	日产、本田、长城
7	恩碧/Nippon Bee	日本	汽车外饰、内饰	丰田、本田、日产、马自达、广汽、比亚迪
8	东来/Donglai	中国	汽车外饰、内饰	日产、奥迪、本田、丰田、通用、大众、现代、上汽、吉利、长城、广汽、上汽通用五菱、长安、标致雪铁龙、一汽、捷豹路虎、沃尔沃
9	金刚/KCC	韩国	汽车外饰	现代、长城、北汽、起亚
10	武藏/Musashi	日本	汽车内饰	丰田、本田、日产
11	佩特/Peter-Lacke	德国	汽车内饰、非车身外饰	通用、福特、上汽、大众
12	沃尔瓦格/Wörlwag	德国	汽车外饰、内饰	大众、通用、上汽、奥迪、奔驰、宝马、长城
13	美凯威奇/Mankiewicz	德国	内饰	大众、奥迪、奔驰、上汽、标致雪铁龙、宝沃
14	藤仓化成/Fujikura Kasei	日本	内饰	丰田、日产、本田、马自达
15	欧利生/Origin	日本	内饰	丰田、本田、日产、吉利

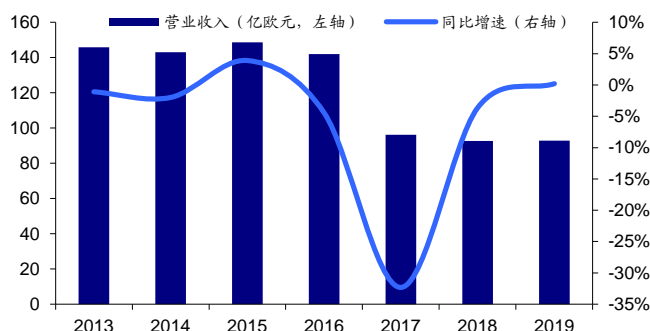
资料来源：《2019 年度中国汽车涂料行业分析\_刘鑫》，海通证券研究所

## 4. 对标国外竞争对手：阿克苏诺贝尔

阿克苏诺贝尔公司是 1969 年由阿库和 KZO (Koninklijke Zout - Organon) 两家荷兰最大的化学制品公司合并而成，总部位于荷兰，遍布世界 80 多个国家与地区。旗下品牌包括多乐士 (Dulux)、国际 (International)、新劲 (Sikkens)、Interpon 等著名品牌，在全球广受信赖。该公司主要业务包括：装饰漆、高性能涂料、专业化学品、工业化学品的研发、生产和销售。其中，高性能涂料包括汽车和航空航天涂料、工业涂料、船舶与防护涂料、粉末涂料、木器漆和粘合剂。

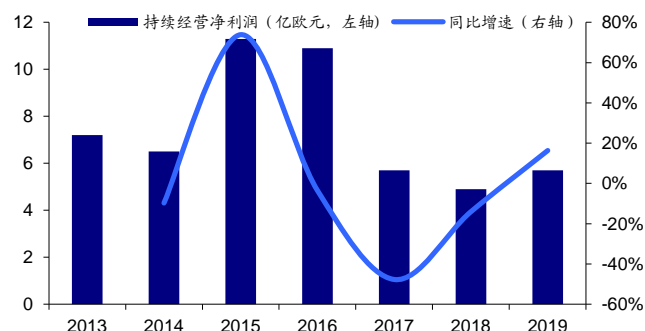
**近几年财务表现保持稳定。**2019 年阿克苏诺贝尔公司收入规模为 93 亿欧元 (本文货币单位采用公司财报原始单位，2019 年平均汇率为 1 欧元兑换 7.72 人民币)，同比增长 0.2%，近几年保持稳定。2019 年持续经营净利润 5.7 亿欧元，同比增长 16.3%。公司收入、持续经营净利润在 2017 年有明显下滑，主要是公司剥离了专用化学品业务，剥离完成后，公司主要业务集中于油漆涂料。

图17 2013-2019 年阿克苏诺贝尔收入及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

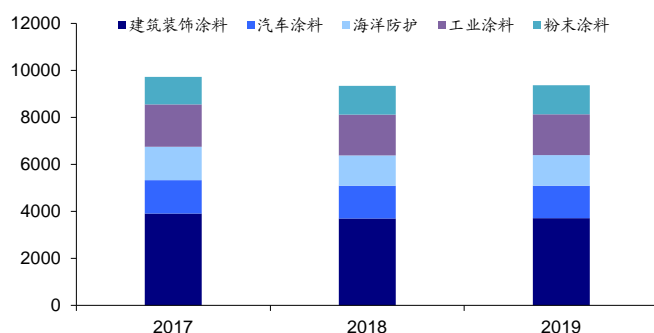
图18 2013-2019 年阿克苏诺贝尔持续经营净利润及增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

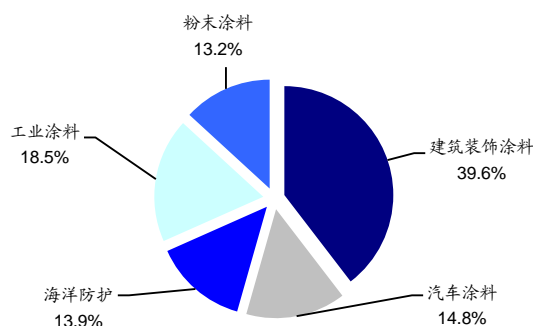
公司涂料类产品主要包括 5 大类。目前,公司主要产品包括建筑装饰涂料、汽车和特种涂料、船用防护涂料、工业涂料和粉末涂料。2019 年,公司以上 5 类产品收入占比分别为 39.6%、14.8%、13.9%、18.5%和 13.2%。从 2017-2019 年收入变化来看,公司除防护涂料外其他产品收入规模都有一定的下滑。

图19 2017-2019 年阿克苏诺贝尔各项产品收入 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

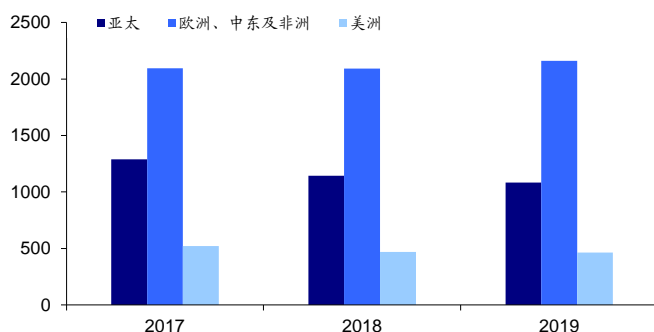
图20 2019 年阿克苏诺贝尔收入结构 (按产品)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

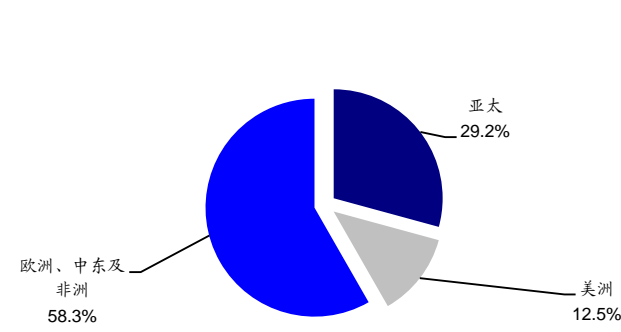
装饰涂料主要受亚太地区影响收入规模下滑。装饰涂料是公司最主要的涂料产品,2019 年收入占比 39.6%。2019 年公司装饰涂料收入规模较 2017 年下滑了 5%,分地区来看,2019 年欧洲、中东及非洲地区合计收入 21.61 亿欧元,占装饰涂料收入比重为 58.3%,亚太地区占比 29.2%,美洲占比 12.5%。2017-2019 年中,亚太地区装饰涂料收入从 12.89 亿欧元下滑至 10.84 亿欧元,幅度达到 16%,一定程度上导致了公司该业务整体收入规模的下滑。

图21 2017-2019 年阿克苏诺贝尔装饰涂料收入 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图22 2019 年阿克苏诺贝尔装饰涂料收入结构 (按地区)

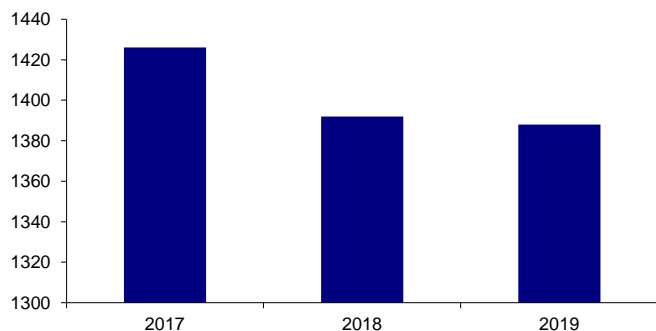


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

汽车与特种涂料领域保持领先优势。2019 年公司在航空航天和汽车修补漆领域保持了优势地位,收购了法国涂料制造商 Mapaero,巩固了公司在航空涂料市场

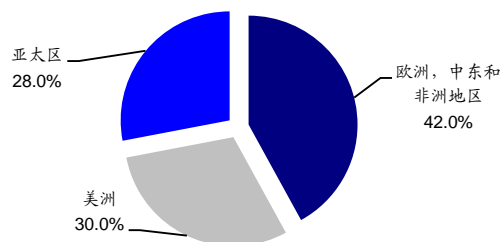
的地位，尤其是机舱和结构细分市场，并与全球最大的汽配市场零件提供商之一的 Advance Auto Parts 和 Carquest 建立合作伙伴关系。2019 年公司汽车及特种涂料收入 13.88 亿欧元，同比略有下滑，按地区划分，亚太地区占比 28%，约贡献 3.89 亿欧元收入。

图23 近年阿克苏诺贝尔汽车及特种涂料收入（百万欧元）



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

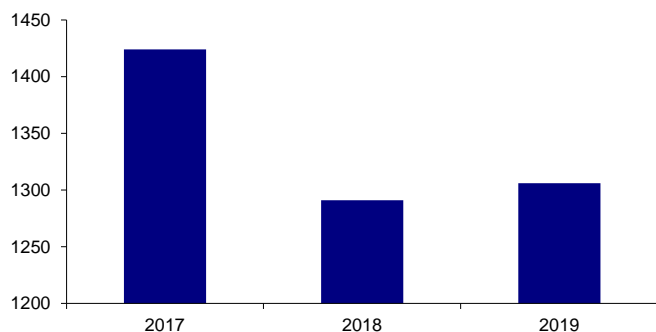
图24 2019 年阿克苏诺贝尔汽车及特种涂料收入结构（按地区）



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

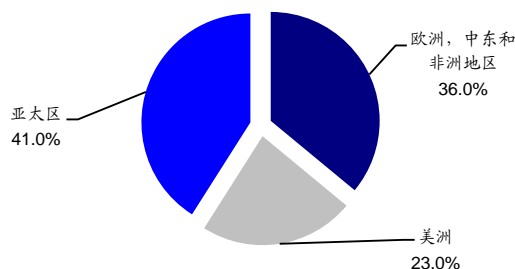
船用及防护涂料业务受到新建船舶数量的影响。公司在 2019 年年报里提到，正在建造的新船数量也继续徘徊在历史最低水平附近，这不可避免地影响了公司的船舶和防护涂料业务。但同时，公司抓住了防护涂料在油气开发项目中的发展机会。2019 年公司船用及防护涂料收入 13.06 亿欧元，同比增长 1.2%，其中亚太地区占比 41%，收入规模约 5.35 亿欧元。

图25 近年阿克苏诺贝尔船用及防护涂料收入（百万欧元）



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图26 2019 年阿克苏诺贝尔船用及防护涂料收入结构（按地区）

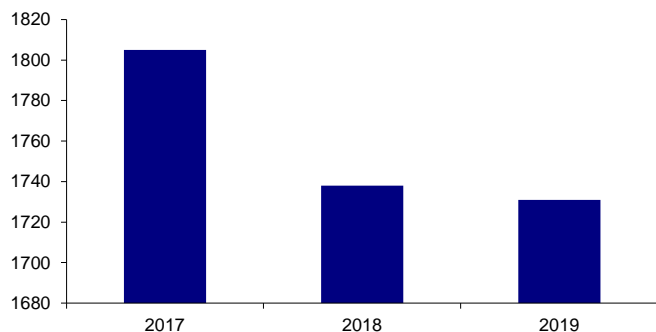


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

工业涂料收入略有下滑。公司 2019 年工业涂料业务收入 17.31 亿欧元，同比下滑 0.4%，其中亚太地区收入占比 25%，约贡献 4.33 亿欧元。公司工业涂料产品包括包装涂料、木器涂料等，2019 年公司在工业涂料领域，成功地专注于提高所有细分市场的全球价格，有选择地赢得新业务并加强业务重点，盈利能力大大提高，而啤酒和饮料品牌对涂料的高需求推动了公司用于金属包装的 BPANI 涂料的进一步增长。

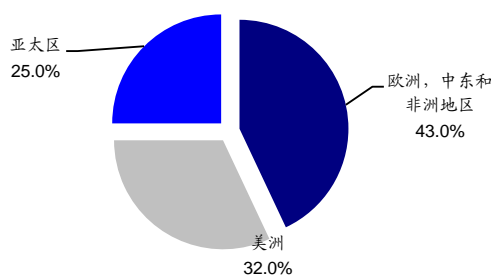


图27 近年阿克苏诺贝尔工业涂料收入 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图28 2019 年阿克苏诺贝尔工业涂料收入结构 (按地区)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

## 5. 公司产品竞争力强, 市占率逐年提升

### 5.1 涂料产品性能优良, 竞争力强

**公司产品性能优良。**公司主要产品线分为涂料类、特种油墨和汽车涂料类, 当前核心产品为涂料类产品, 具体包括 PVD 系列涂料、UV 系列涂料、水性涂料、有机硅手感涂料等, 在与国外公司的产品质量对比中, 公司产品均具有差异化优势, 在主要性能表现上均不输于国外其他产品。

表 18 与国内外可比公司相关技术比较

序号	核心技术名称	与国内外可比公司相关技术的比较
1	系列有机硅手感涂料技术	硅橡胶有机硅涂料技术
		氟橡胶有机硅涂料技术
2	3D 玻璃感光油墨技术	
3	乘用车车灯防雾树脂及涂料技术	
4		高耐磨 PVD 涂料技术
	系列 PVD 涂料技术	渐变色 PVD 涂料技术
		仿陶瓷 PVD 涂料技术
5	系列 UV 色漆技术	UV 单涂色漆技术
		UV 仿阳极涂料技术

6	UV 硅手感涂料技术	1、国外可比公司涂层滑爽触感相对较好，但耐磨性能性能相对较弱，其产品主要应用于静止摆放的智能家电，对耐磨性要求不高。 2、国外可比公司类似耐污涂层抗脏污性能相对较低。 3、公司涂层抗脏污性能相对较高，耐磨性能、耐化学品性能优异。但涂层触感滑爽度相对较弱。
	水性高温涂料技术	1、国外可比公司面漆附着力相对较高，但基材适用性相对较弱（烘烤温度高）、PPS 基材易变形。 2、公司涂层基材附着力相对较好，基材适用性相对较强（烘烤温度低）、PPS 基材不易变形，耐恶劣环境性能优良。但面漆附着力相对较低。
	水性 UV 涂料技术	1、国外可比公司外观面的 UV 涂料喷涂技术基础相对较好，但涂层对特殊基材的附着力和耐水煮性能相对较差。 2、公司涂层对特殊基材（尼龙塑料）附着力更优异，耐水煮性能更强，耐恶劣环境性能优良。但涂层外观装饰性相对较弱。
7	乘用车汽车零部件 PVD 涂料技术	1、国外可比公司技术开发较早，产品稳定性、施工性好，主要应用于金属基材。 2、公司涂层耐光老化、抗石冲击等性能优异。可配合镀锌、镀铬、镀铜等不同金属镀层技术及蒸发镀、溅射镀等不同镀层工艺。主要应用于塑料基材。但长时间使用后产品稳定性有待市场检验。

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**产品良品率高。**公司产品的一大特点就是良品率高，包括高耐磨 PVD 涂料技术、UV 单涂色漆技术、UV 仿阳极涂料技术等，公司在产品性能、产品良品率、量产稳定性等综合方面具有较强市场竞争力。

表 19 主要产品质量对比表

核心产品项目名称	主要指标	公司	国外竞争对手	比较具体项目
惠普（高亮白）UV 单涂色漆项目	产品良品率	95%	92%	颗粒、毛丝、碰伤、凹丝印等
小米（多颜色）UV 仿阳极涂料项目	产品良品率	88%-91%	83%-84%	TP 颗粒、四角颗粒、喷前缺陷、喷后缺陷、丝印不良、划伤、毛丝、积油、磨塌、凹印、漆点等

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**一对一深度营销模式，及时响应客户需求。**公司“一对一定制化”的深度营销模式，是基于高端消费类电子领域具有产品迭代周期短，创新质量要求高的特征，为适应高端消费品领域终端产品品类丰富、产品更新速度快等行业特征，公司采取“交互式”自主研发、“定制化柔性制造”的研发和生产模式，辅以“战略采购，以销定采”的采购模式；针对终端和模厂的双重客户关系，从终端、模厂两个维度构建“一对一定制化”的深度营销模式开展经营活动。公司目前拥有 2 处研发生产基地，1 处研发中心，8 地营销服务中心，可以更好服务客户，做到及时响应。

表 20 公司与竞争对手国内网络分布情况

	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；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；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、长沙 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、中国台湾桃园 8 处技术、营销服务中心

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

## 5.2 优质客户收入占比提升，公司市占率升至全球第四，国内第二

公司涂料产品覆盖主要终端客户。目前，公司手机类涂料产品覆盖客户包括苹果、谷歌、MOTO、小米、华为、VIVO 等，上述客户涂料供应商除了公司以外，还有卡秀、耐涂可、PPG、江苏宏泰、赐彩新材、阿克苏诺贝尔等。笔记本涂料方面，公司目前主要供应国外的惠普和苹果，我们认为，未来在国产笔记本终端客户方面有较大的发展潜力。可穿戴设备方面，公司主要供应苹果和华为。公司目前油墨产品得到谷歌的使用，我们认为这体现了公司产品的质量水平，未来也有较大的发展空间。

表 21 公司终端客户覆盖情况及客户主要材料供应商选择

		客户名称	涂料	特种油墨
手机	国外	苹果	公司、卡秀、耐涂可	-
		谷歌	PPG、卡秀、公司	帝国、精工、公司
		MOTO	阿克苏诺贝尔、卡秀、公司	-
	国内	华为	公司、江苏宏泰、赐彩新材	精工、赐彩新材
		小米	公司、阿克苏诺贝尔、卡秀	四鼎、海正和
		VIVO	阿克苏诺贝尔、公司、贝格	-
笔记本	国外	惠普	阿克苏诺贝尔、公司、PPG	-
		苹果	PPG、东邦、公司	-
可穿戴	国外	苹果	公司、耐涂可、先锋	-
	国内	华为	公司、卡秀	-

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

2017-2019 年国产手机厂商占公司收入比重逐年提升。公司的前 5 大终端客户主要为手机、笔记本一线生产企业，2017 年主要为苹果、MOTO、惠普、小米和华为，其中苹果占比 33%，小米和华为分别占比 6.6%和 3.0%。近几年随着国产手机厂商出货量的提升，以及手机涂料国产化率的提升，公司前 5 大客户中，小米和华为的占比也逐年提升，到 2019 年，小米和华为分别占公司终端用户销售额的 26%和 24%，合计 50%，成为公司最重要的终端客户。

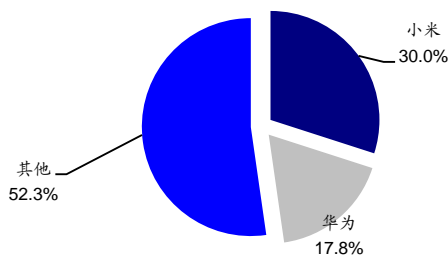
表 22 前五名终端客户销售情况 (万元)

	客户名称	销售金额	占比
2017	苹果	6229.40	33.27%
	MOTO	3725.69	19.90%
	惠普	3650.99	19.50%
	小米	1242.09	6.63%
	华为	565.55	3.02%
	合计	15413.71	82.31%
2018	苹果	5386.00	20.55%
	VIVO	5134.25	19.59%
	惠普	3881.57	14.81%
	小米	3484.33	13.29%
	华为	1895.20	7.23%
	合计	19781.35	75.47%
2019	小米	11938.03	26.23%
	华为	11021.93	24.22%
	苹果	10269.58	22.56%
	惠普	3966.06	8.71%
	VIVO	1923.65	4.23%
	合计	39119.25	85.95%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

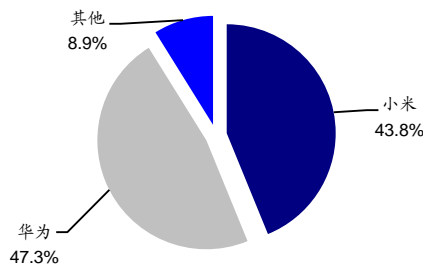
小米和华为是公司近年收入增长的主要来源。2017 年，公司来自小米和华为的收入占比为 9.6%，2019 年为 50.4%，从增量角度来看，2017-2018 年，公司收入增加了 7483 万元，其中来自小米的收入增加了 2242 万元，占比 30.0%，来自华为的收入增加了 1330 万元，占比 17.8%。2018-2019 年，公司收入增加了 1.93 亿元，其中来自小米的收入增加了 8454 万元，占比 43.8%，来自华为的收入占比增加了 9127 万元，占比 47.3%。公司产品在小米和华为两大终端客户渗透率的提升，是公司 2017-2019 年收入快速扩大的主要原因。

图29 2017-2018 年公司收入增量来源



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图30 2018-2019 年公司收入增量来源



资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

从产品来看，公司产品种类多、更新换代快是吸引国产手机厂商的重要原因。2017 年末起，公司与小米的合作从原先的主要为 PVD 系列涂料产品供应商变为全系列涂料的主力供应商，使得公司在小米终端 UV 色漆涂料产品收入增加较多。2019 年，小米和华为增加了公司加深色高耐磨 PVD 产品购买，相关产品是公司 2019 年度针对原有高耐磨 PVD 产品进行了性能升级后推出的产品，具有高耐磨性能、高机械强度、加深色后高附着力及其他高综合性能，2019 年实现收入 9376 万元，毛利率 50.62%。



**表 23 2017-2019 年前五大终端客户应用公司产品情况**

期间	客户名称	销售金额 (万元)	主要产品应用领域	主要销售产品	终端产品单位用量
2019	小米	11938.03	手机及相关配件涂料	PVD 系列涂料	20g-50g
				UV 色漆涂料	20g-50g
				PU 手感涂料	20g-50g
	华为	11021.93	手机及相关配件涂料	PVD 系列涂料	20g-50g
				UV 色漆涂料	20g-50g
				PU 手感涂料	20g-50g
	苹果	10269.58	手机及相关配件涂料	有机硅手感涂料	20g-40g
				UV 色漆涂料(水性 UV 涂料)	5g-10g
			手机及相关配件涂料(智能支付卡)	UV 色漆涂料、PU 手感涂料	30g-50g
				可穿戴设备涂料	10g-20g
	惠普	3966.06	笔记本电脑及相关配件涂料	UV 色漆涂料	30g-60g
	VIVO	1923.65	手机及相关配件涂料	PVD 系列涂料	30g-60g
2018	苹果	5386	手机及相关配件涂料	有机硅手感涂料	20g-40g
				可穿戴设备涂料	10g-20g
	VIVO	5134.25	手机及相关配件涂料	PVD 系列涂料	30g-60g
	惠普	3881.57	笔记本电脑及相关配件涂料	UV 色漆涂料	30g-60g
				水性涂料(热固化非手感涂料)	90g-180g
	小米	3484.33	手机及相关配件涂料	UV 色漆涂料	20g-50g
				PU 手感涂料	20g-50g
				PVD 系列涂料	20g-50g
	华为	1895.20	手机及相关配件涂料	PVD 系列涂料	20g-50g
				UV 色漆涂料	20g-50g
				PU 手感涂料	20g-50g
			笔记本电脑及相关配件涂料	UV 色漆涂料	20g-50g
2017	苹果	6229.40	手机及相关配件涂料	有机硅手感涂料	20g-40g
				可穿戴设备涂料	10g-20g
	MOTO	3725.69	手机及相关配件涂料	PVD 系列涂料	20g-50g
				PU 手感涂料	20g-50g
	惠普	3650.99	笔记本电脑及相关配件涂料	UV 色漆涂料	30g-60g
				水性涂料(热固化非手感涂料)	90g-180g
	小米	1242.09	手机及相关配件涂料	UV 色漆涂料	20g-50g
	华为	565.55	手机及相关配件涂料	PVD 系列涂料	20g-50g

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

**华为重视国产化率提升，利好公司发展。**从目前的合作情况及在手项目来看，公司与华为的合作较2019年度更加紧密，已量产及在开发项目较2018年大幅增加。2019年下半年度起华为更加注重原材料的管控，且更倾向于使用国内品牌供应商，公司与其合作不断深入。2019年公司在华为的涂料份额约30%左右，2020年份额预计进一步提升。同时，公司与华为在笔记本电脑、可穿戴设备等领域展开了更多合作，相关领域收入将有所增长。

**公司 3C 涂料市占率国内第二，全球第四。**由于在小米和华为两大重要的国产手机厂商的销售取得突破，公司收入规模扩大，市占率也不断提升。2017 年，公



司在国内和全球 3C 涂料市占率分别为 4.7%和 2.76%,2018 年提升至 6.2 和 3.7%。公司在招股说明书中估计 2019 年公司国内市场占有率达到 10.3%,较 2018 年提升 4 个百分点,仅次于阿克苏诺贝尔,排名第二;全球市场占有率达到 6.4%,处在阿克苏诺贝尔、PPG、贝格等国际大厂之后,排名第四。

表 24 2017-2019 年全球市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额

	阿克苏诺贝尔	PPG	贝格	卡秀	耐涂可	松井新材	江苏宏泰
2017	16.33%	12.92%	9.88%	5.32%	5.78%	2.76%	1.96%
2018	16.46%	12.59%	9.59%	5.13%	5.61%	3.73%	2.28%
2019E	15.02%	12.26%	8.97%	4.91%	5.18%	6.37%	4.16%

资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

表 25 2017-2019 年中国市场 3C 涂料主要供应商产量市场份额

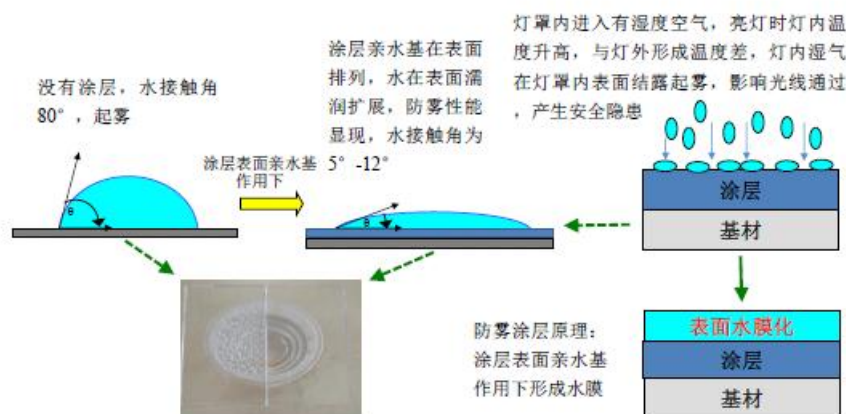
	阿克苏诺贝尔	PPG	贝格	卡秀	耐涂可	松井新材	江苏宏泰
2017	14.41%	9.41%	8.48%	8.97%	7.66%	4.66%	3.31%
2018	14.72%	9.06%	8.06%	8.58%	7.38%	6.23%	3.81%
2019E	12.70%	8.72%	7.18%	7.96%	6.62%	10.33%	6.75%

资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

### 5.3 汽车车灯通过法莱奥认证,静候放量

**防雾车灯技术要求高。**车灯是乘用车众多部件中一个重要的安全部件。正常使用条件下车灯因内外温度差异导致灯内空气的水分在露点温度下容易形成水雾,影响光线透过率,进而影响行车安全。车灯内侧防雾涂层可解决车灯起雾问题。目前该项技术主要被国外企业垄断,但使用中仍存在易流挂、防雾时效期短的问题。

图31 汽车防雾车灯结构及原理



资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

**防雾车灯市场容量为 10-15 亿元左右。**公司在招股说明书中提到,2019 年乘用车车灯防雾涂料市场容量预计为 10-15 亿元。伴随节能环保型汽车的市场替代,乘用车车灯防雾涂料市场容量预计呈增长趋势。未来公司乘用车车灯防雾涂料还可应用于摩托车仪表盘、摄像头镜头、室外灯罩、乘用车玻璃等其他细分应用领域,市场容量预计呈增长趋势。此外,公司预计乘用车零部件 PVD 材料市场容量为 106-137 亿元。

**公司经过多年研发,2019 年通过法莱奥认证。**公司于 2012 年开始尝试自主研发防雾涂层技术,因受已有树脂技术性能限制,无法解决易流挂、防雾时效期短的问题。鉴于此,公司自 2014 年开始自主研发车灯用防雾树脂,并平行开发车灯用防雾涂料。公司于 2017 年初步形成防雾涂料成品,并在法雷奥(全球主要车灯

制造商之一) 车灯生产线上开始试产。2019 年, 公司通过法雷奥性能测试, 相关产品得法雷奥认可并实现小批量试产。

公司防雾车灯产品性能优良, 多项指标高于国外竞争对手。一直以来, 国外涂层材料企业日油和藤仓化成是全球乘用车车灯防雾涂料的主要供应商, 基本对该项技术的核心内容实现技术垄断。涂层防雾时效期较短不仅使产品经济效益较差, 更使行车安全性较大降低, 因此一直是业内痛点问题, 国外企业亦较难突破。涂层抗流挂性能和透光率分别直接影响涂层防雾时效期和行车安全性, 是乘用车车灯防雾涂料技术的关键性能指标。根据法莱奥认证结果, 公司在上述两个指标中表现均优于国外竞争对手。

表 26 公司汽车车灯产品认证结果

指标	法莱奥要求	日油性能	公司性能	说明
流挂测试	10 循环	5 循环	15 循环以上	流挂测试循环越大越好
透光率	87%	-	92%	透光率越高越好

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

防雾车灯产品静候时间放量。车灯防雾涂料应用于乘用车安全零部件(车灯)上, 客户对相关产品的功能性、量产工艺稳定性、长时间使用性能稳定性等要求较高, 验证和使用推广周期相对较长。公司该项技术产品于 2019 年通过法雷奥全套性能检测, 并开始小批量试产。鉴于法雷奥下属制造工厂相对较多, 产品推广存在一定的周期性和阶段性, 预计公司对其实现大批量产品供货仍需一定时间。2020 年, 公司预计乘用车车灯防雾涂料产品预计收入约为 400 万元, 主要来自法雷奥车灯等项目。

#### 5.4 募投水性涂料项目, 进一步提高研发和营销能力

当前涂料产能出现不足。公司核心产品—涂料类产品设计总产能为 5250 吨/年, 该产能配置系公司于 2015 年构建完成, 因产能设计预留部分增长空间, 但随着需求增长, 公司涂料产能也出现不足。2019 年, 公司涂料产品 6287 吨, 产能利用率 120%。特种油墨类产品由于仍处于下游客户开发阶段, 产能利用率较低。

表 27 公司涂料产品产能、产量、销量

	产能(吨)	产量(吨)	销量(吨)	产能利用率	产销率
2017	5000.00	2426.03	2380.09	48.52%	98.11%
2018	5000.00	3543.62	3384.54	70.87%	95.51%
2019	5250.00	6286.94	6152.12	119.75%	97.86%

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

表 28 公司油墨产品产能、产量、销量

	产能(吨)	产量(吨)	销量(吨)	产能利用率	产销率
2017	300.00	23.52	26.24	7.84%	111.56%
2018	300.00	67.19	62.62	22.40%	93.20%
2019	300.00	41.11	42.81	13.07%	104.14%

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

募投资金用于产能扩建, 以及提高研发营销能力。公司 IPO 募集资金, 主要用于 1) 高性能水性涂料建设项目, 新增 5000 吨/年水性涂料生产能力; 2) 汽车部件用新型功能涂料改扩建项目, 新增 500 吨/年汽车部件用新型功能涂料生产能力; 3) 特种油墨及环保型胶黏剂生产扩能项目, 建设形成年产 700 吨特种油墨生产线及年产 500 吨环保型胶黏剂生产线; 4) 公司全球营销网络及信息化建设项目, 新建美国、日本、越南、印度四个营销网点并配备技术服务中心, 建立全球信息化平台、扩充营销团队; 5) 研发检测中心建设项目。

表 29 公司募投资金用途 (万元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	项目备案情况	环评批复情况
高性能水性涂料建设项目	15994.36	15994.36	宁开管立备[2019]45 号	宁环经复[2018]55 号
汽车零部件用新型功能涂料改扩建项目	2378.67	2378.67	宁开管立备[2019]47 号	宁环经复[2019]35 号
特种油墨及环保型胶黏剂生产扩能项目	6507.83	6507.83	宁开管立备[2019]46 号	宁环经复[2019]35 号
公司全球营销网络及信息化建设项目	4000	4000	湖南省商务厅 N43002019000 (09-12) 号	-
研发检测中心建设项目	13173.5	8337.6	宁开管立备[2019]45 号	宁环经复[2018]55 号
合计	47054.36	42218.46		

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

**进一步提高研发能力。**公司 IPO 募投资金, 一部分用于建设加大新技术和产品开发力度, 进一步提高产品综合市场竞争力。该募投项目建设将有效提升公司科技创新能力和整体研发能力。

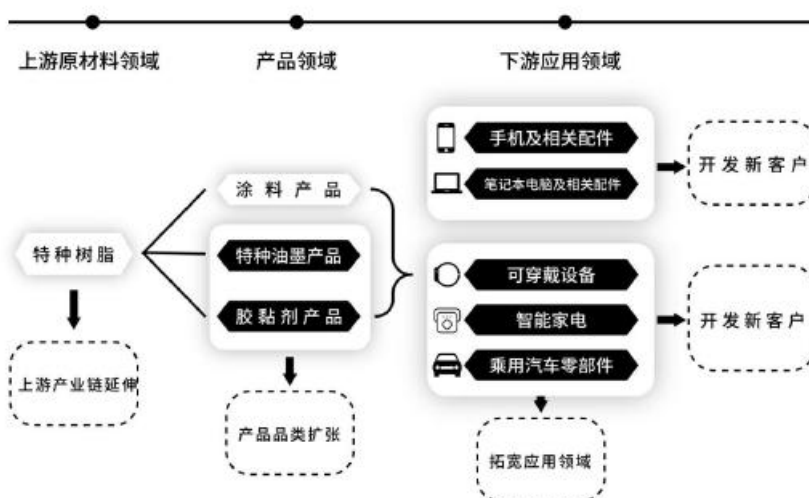
表 30 募投资金进一步提高研发能力

项目	现有情况	募投项目实施后情况
研发场地面积 (平方米)	8140	21247
研发测试设备 (台)	570	691
研发人员数量 (人)	110	240

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

**未来三年业务发展规划。**公司未来三年希望实现: 1) 扩大涂料业务布局, 进一步提高核心产品市场竞争地位; 2) 加大特种油墨市场开拓力度, 实现胶黏剂量产, 构建多类别一体化的涂层材料产品架构体系; 3) 加大特种树脂的研发与生产投入, 增强技术竞争能力。在产品及原料端, 通过募投项目新增 5000 吨/年水性涂料产能, 700 吨/年特种油墨产能, 500 吨/年胶粘剂产能, 此外, 公司通过自有资金建设 6000 吨/年树脂产能。在营销端, 通过募投项目新增营销中心, 扩大服务范围, 提高响应能力。此外, 公司还会围绕自身发展战略, 围绕上游原材料、现有产能规模、功能涂层材料品类和应用领域三个纬度开展并购。

图 32 公司未来三年业务发展规划图



资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所

## 6. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.40 元、1.75 元和 2.14 元，根据 2020 年 EPS 和 80-100 倍 PE，给予合理价值区间 112.0-140.0 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 31 可比公司盈利预测

	EPS (元)			PE (倍)			BPS (元) PB (倍)	
	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
建龙微纳	1.93	1.65	2.04	41.51	48.69	39.34	16.24	4.93
安集科技	1.45	1.71	2.39	210.47	178.24	127.57	20.89	14.61
华特气体	0.81	0.81	1.04	86.32	86.27	67.28	10.91	6.41
平均	1.40	1.39	1.82	112.77	104.40	78.06	16.01	8.65

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所（收盘价为 2020.10.15 收盘价）

**表 32 公司分业务盈利预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>智能手机类</b>					
营业收入 (万元)	15502	35448	38993	46792	56150
营业成本 (万元)	6982	15600	17157	20588	24706
毛利率	55.0%	56.0%	56.0%	56.0%	56.0%
<b>笔记本</b>					
营业收入 (万元)	4459	3995	4235	4405	4625
营业成本 (万元)	3174	2633	2783	2894	3038
毛利率	28.8%	34.1%	34.3%	34.3%	34.3%
<b>智能家居</b>					
营业收入 (万元)	794	1662	1994	2792	3909
营业成本 (万元)	343	943	1097	1536	2150
毛利率	56.9%	43.3%	45%	45%	45%
<b>可穿戴设备</b>					
营业收入 (万元)	3493	2712	2848	3417	4101
营业成本 (万元)	968	804	854	1025	1230
毛利率	72.3%	70.3%	70.0%	70.0%	70.0%
<b>汽车涂料</b>					
营业收入 (万元)	256.12	373.19	500	1000	2000
营业成本 (万元)	134.63	200.19	265	530	1060
毛利率	47.4%	46.4%	47.0%	47.0%	47.0%
<b>其他涂料</b>					
营业收入 (万元)	47	681	600	700	800
营业成本 (万元)	33	343	300	350	400
毛利率	30.9%	49.6%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>特种油墨</b>					
营业收入 (万元)	1659	601	800	1600	3000
营业成本 (万元)	372	197	224	448	840
毛利率	77.6%	67.2%	72.0%	72.0%	72.0%
<b>胶粘剂</b>					
营业收入 (万元)	0	0	0	0	100
营业成本 (万元)	0	0	0	0	40
毛利率	0	0	0	0	60%
<b>合计</b>					
营业收入 (万元)	26210	45473	49970	60706	74684
营业成本 (万元)	12006	20721	22680	27371	33465
毛利率	54.2%	54.4%	54.6%	54.9%	55.2%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 7. 风险提示

手机等 3C 产品需求增长不及预期; 新产品研发进度不及预期; 新产品推广不及预期等。



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>455</b>	<b>500</b>	<b>607</b>	<b>747</b>
每股收益	1.17	1.40	1.75	2.14	营业成本	208	227	274	335
每股净资产	5.02	15.04	16.79	18.93	毛利率%	54.4%	54.6%	54.9%	55.2%
每股经营现金流	0.91	1.38	1.53	1.82	营业税金及附加	5	8	9	11
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	60	66	81	99
P/E	100.46	83.77	67.05	54.73	营业费用率%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
P/B	23.33	7.79	6.98	6.19	管理费用	27	31	38	46
P/S	15.37	18.67	15.37	12.49	管理费用率%	5.9%	6.2%	6.2%	6.2%
EV/EBITDA	-0.90	62.96	52.40	43.17	EBIT	110	118	145	180
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	0	-5	-8	-7
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.0%	-0.9%	-1.4%	-1.0%
毛利率	54.4%	54.6%	54.9%	55.2%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	20.4%	22.3%	22.9%	22.8%	投资收益	-1	0	0	0
净资产收益率	23.2%	9.3%	10.4%	11.3%	<b>营业利润</b>	<b>105</b>	<b>128</b>	<b>159</b>	<b>195</b>
资产回报率	16.3%	8.1%	9.0%	9.7%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	23.3%	8.5%	9.3%	10.3%	<b>利润总额</b>	<b>106</b>	<b>128</b>	<b>159</b>	<b>195</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	122	134	162	201
营业收入增长率	73.6%	9.8%	21.5%	23.0%	所得税	15	18	22	27
EBIT 增长率	120.6%	7.3%	23.0%	24.5%	有效所得税率%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	77.7%	19.9%	24.9%	22.5%	少数股东损益	-1	-2	-2	-3
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>93</b>	<b>111</b>	<b>139</b>	<b>170</b>
资产负债率	29.8%	13.0%	13.8%	14.6%					
流动比率	2.54	7.01	5.94	4.61	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
速动比率	2.18	6.65	5.58	4.24	货币资金	115	867	818	662
现金比率	0.72	5.12	4.03	2.68	应收账款及应收票据	229	253	308	379
<b>经营效率指标</b>					存货	51	56	67	83
应收帐款周转天数	148.03	150.00	150.00	150.00	其它流动资产	11	11	13	15
存货周转天数	89.53	90.00	90.00	90.00	流动资产合计	405	1188	1206	1138
总资产周转率	0.80	0.36	0.39	0.42	长期股权投资	2	2	2	2
固定资产周转率	4.29	4.98	6.48	1.58	固定资产	106	100	94	474
					在建工程	13	33	183	73
					无形资产	30	39	48	57
					非流动资产合计	165	189	341	621
					<b>资产总计</b>	<b>571</b>	<b>1376</b>	<b>1547</b>	<b>1759</b>
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	短期借款	5	2	1	0
净利润	93	111	139	170	应付票据及应付账款	122	130	157	193
少数股东损益	-1	-2	-2	-3	预收账款	0	0	0	0
非现金支出	17	17	17	20	其它流动负债	33	37	45	54
非经营收益	1	0	0	0	流动负债合计	160	169	203	247
营运资金变动	-36	-17	-33	-43	长期借款	0	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>73</b>	<b>110</b>	<b>121</b>	<b>145</b>	其它长期负债	10	10	10	10
资产	-45	-40	-170	-300	非流动负债合计	10	10	10	10
投资	-9	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>170</b>	<b>180</b>	<b>213</b>	<b>257</b>
其他	0	0	0	0	实收资本	60	80	80	80
<b>投资活动现金流</b>	<b>-53</b>	<b>-40</b>	<b>-170</b>	<b>-300</b>	归属于母公司所有者权益	400	1197	1337	1507
债权募资	0	-3	-1	-1	少数股东权益	1	-1	-3	-5
股权募资	0	20	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>571</b>	<b>1376</b>	<b>1547</b>	<b>1759</b>
其他	1	666	0	0					
<b>融资活动现金流</b>	<b>1</b>	<b>683</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>21</b>	<b>753</b>	<b>-50</b>	<b>-156</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 15 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
刘威 基础化工行业  
刘海荣 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 皇马科技,梅花生物,恒力石化,滨化股份,龙蟠科技,上海石化,苏博特,东华能源,德美化工,浙江龙盛,通源石油,东方盛虹,桐昆股份,中石化冠德,飞凯材料,石大胜华,海油发展,中国石化,卫星石化,万顺新材,金石资源,华锦股份,中油工程,新宙邦,嘉化能源,星湖科技,八亿时空,中国石油,新奥股份,中国海洋石油

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
邵 飞 sf13370@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zpx12149@htsec.com  
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱超明(010)56760092 zzm12569@htsec.com  
孟 陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com

### 汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com  
郑 蕾 23963569 zl12742@htsec.com

### 公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
联系人  
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com  
毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

### 有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

**电子行业**

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com  
 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 联系人  
 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

**煤炭行业**

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

**电力设备及新能源行业**

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com  
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com  
 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com

**基础化工行业**

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com  
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com  
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

**计算机行业**

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 于成龙 ycl12224@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com  
 联系人  
 杨 蒙 ym13254@htsec.com

**通信行业**

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 张峰青(021)23219383 zqz11650@htsec.com  
 张 弋 (010)58067852 zy12258@htsec.com  
 联系人  
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

**非银行金融行业**

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com  
 联系人  
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

**交通运输行业**

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com  
 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com  
 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

**纺织服装行业**

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

**建筑建材行业**

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

**机械行业**

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 周 丹 zd12213@htsec.com  
 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com  
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com

**钢铁行业**

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

**建筑工程行业**

张欣劼 zxj12156@htsec.com  
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com  
 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

**农林牧渔行业**

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

**食品饮料行业**

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com  
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com  
 联系人  
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

**军工行业**

张恒昶 zhx10170@htsec.com  
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com  
 联系人  
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

**银行行业**

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 解巍巍 xww12276@htsec.com  
 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com  
 联系人  
 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com

**社会服务行业**

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 许樱之 xyz11630@htsec.com

**家电行业**

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com  
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com  
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

**造纸轻工行业**

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com  
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com  
 联系人  
 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com

## 研究所销售团队

**深广地区销售团队**

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

**上海地区销售团队**

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

**北京地区销售团队**

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 李 婕 lj12330@htsec.com  
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com