

评级： 买入
核心观点

于庭泽

首席分析师

SAC 执证编号：S0110520090003

yutingze@sczq.com.cn

市场指数走势（最近1年）


资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	14.64
一年内最高/最低价(元)	19.85/10.12
市盈率(当前)	25.09
市净率(当前)	2.78
总股本(亿股)	1.47
总市值(亿元)	21.51

资料来源：聚源数据

相关研究

 .
 .
 .

- **户外广告市场快速发展拉动喷印材料需求。**近年户外广告发展机遇不断，当前国家大力发展夜经济，各地政府高度重视城市亮化工程，打造“夜市”、“夜景”城市新名片，使得户外广告行业重新焕发活力，带动国内喷绘介质制造市场的市场规模不断扩大。
- **数码喷墨印刷渗透率有望持续提升，带动墨水销量增长。**数码印花技术与传统印花技术相比，具备流程简便、个性化程度高、无起印量限制、环保降耗等特点，获代表印花技术未来发展方向。随着数码喷印市场的蓬勃发展以及政策的扶持，喷印墨水销量也保持着持续增长。
- **汽车消费升级驱动汽车保护膜蓝海需求。**随着汽车消费不断升级，汽车保有量不断提高，高端车型渗透率不断提升，客观拉动车美市场需求，并驱动有着“隐形车衣”之称的汽车保护膜蓝海需求爆发。
- **公司深耕数码喷印材料主业，一体两翼打造新材料平台。**公司2019年数码喷绘材料营收占比为70%，是公司的主要业务，主要包含车身贴、单透膜及其它复合材料，市占率大于30%，位居行内第一，公司在数码喷绘材料行业占据绝对的龙头地位。近年通过内生外延不断延伸产业链，布局数码墨水以及汽车保护膜市场，实现一体两翼布局，打造新材料平台。
- **投资建议：**公司立足核心主业，拓宽产品结构，数码喷印材料市占率第一，国内隐形冠军；外延进入数码墨水市场延伸产业链，率先布局汽车保护膜蓝海赛道，未来增长可期；募投项目扩产同时延伸上游产业链，我们预计公司20-22年实现营业收入11.4亿/15.5亿/18.5亿，归母净利润1.00亿/1.28亿/1.54亿，同比增速136.3%/27.6%/20.2%，按照非公开发行上限考虑增发摊薄，EPS0.68/0.67/0.81，对应PE21.4/21.8/18.2，首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示：**原料价格波动、需求不达预期、汇率波动

盈利预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营收(亿元)	10.17	11.41	15.51	18.50
营收增速(%)	29.0	12.2	35.9	19.3
净利润(亿元)	0.42	1.00	1.28	1.54
净利润增速(%)	-31.6	136.3	27.6	20.2
EPS(元/股)	0.29	0.68	0.67	0.81
PE	50.7	21.4	21.8	18.2

资料来源：Wind，首创证券

报告目录

1	公司概况	1
1.1	公司是数码喷印材料行业领军企业	1
1.2	立足核心主业，拓宽产品结构	2
2	数码喷印材料:主要应用于户外广告及装饰美饰领域	2
2.1	户外广告市场快速发展拉动喷印材料需求	3
2.2	交通出行、楼宇电梯类广告是户外广告主要场景构成	4
3	数码喷墨印花：对传统印花方式不断替代的新兴产业	7
3.1	数码印花渗透率持续增长	7
3.2	数码印花技术与传统印花技术相比具备多种优势，代表未来发展方向	7
3.3	数码印刷技术发展带动数码墨水需求爆发	9
4	汽车保护膜：汽车消费升级驱动“隐形车衣”蓝海需求	10
4.1	汽车消费升级，高端车型渗透率逐步提升	10
4.2	汽车消费升级带动车美产品需求增长	12
4.3	汽车保护膜蓝海市场初显	13
5	公司深耕数码喷印行业，一体两翼打造新材料平台	14
5.1	公司丰富数码喷材产品线，募投资项目延伸产业链	14
5.2	公司布局数码印花墨水，形成产业协同	14
5.3	公司进军汽车保护膜业务，积极拓展蓝海市场	14
5.4	盈利预测	15

插图目录

图 1	公司股权结构	1
图 2	纳尔股份发展历程	1
图 2	公司营业收入结构（百万元）	2
图 3	公司毛利结构（百万元）	2
图 5	公司营业收入（百万元）	2
图 6	公司净利润（百万元）	2
图 7	车身贴、单透膜应用场景	3
图 8	广告行业市场规模（亿元）	3
图 9	户外广告行业市场规模（亿元）	4
图 10	喷绘介质行业市场规模（亿元）	4
图 11	喷绘介质行业产业链	4
图 12	不同场景户外广告市场份额	5
图 13	交通出行户外广告市场规模（亿元）	5
图 14	楼宇电梯户外广告市场规模（亿元）	5
图 15	2018 年各类交通客运量（亿人次）	6
图 16	不同场景户外广告市场份额	6
图 17	车身贴出货量（亿平方米）	6
图 18	单透膜出货量（亿平方米）	6
图 19	全球印花纺织品生产方式	7

图 20 纺织数码印花墨水市场规模及增速	9
图 21 主要数码印花墨水市场份额	9
图 22 UV 数码墨水市场规模及增速	10
图 23 UV 数码喷印墨水主要应用领域	10
图 24 中国全体居民人均年度可支配收入（元）	11
图 25 中国机动车保有量（亿辆）	11
图 26 中国乘用车销量（万辆）	11
图 27 汽车行动用户-年龄分布	12
图 28 消费者购车价格需求变化趋势	12
图 29 中美豪华品牌汽车渗透率	12
图 30 中国高端车销量（万辆）	12
图 31 中国汽车后市场行业规模（亿元）	13
图 32 中国汽车美容及保养市场规模（亿元）	13

表格目录

表 1 传统丝网印花技术与数码喷墨印花技术对比	7
表 2 行业主要法律法规和政策	8
表 3 印刷业发展趋势	8
表 4 数码压模募投项目	14
表 5 汽车保护膜及电子功能膜募投项目	15

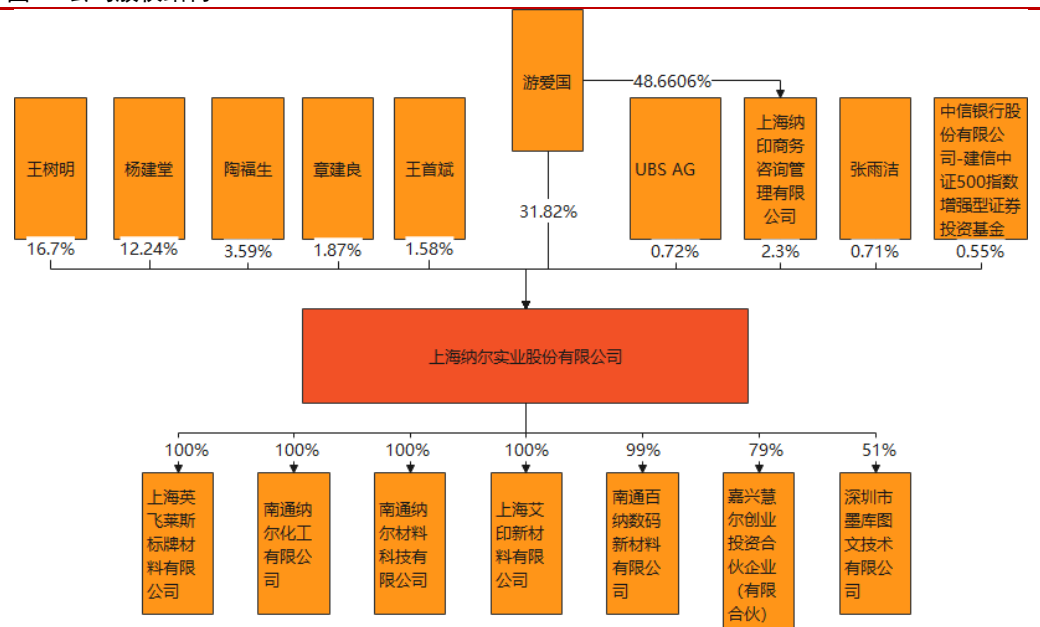
1 公司概况

1.1 公司是数码喷印材料行业领军企业

上海纳尔实业股份有限公司于2005年成立，上市于2016年，是国内数码喷印材料行业研发、生产、销售为一体的领军企业，国内市占率第一。公司实际控制人是游爱国先生。

公司主营业务为数码喷印材料、数码喷墨墨水以及新型功能膜的研发、生产和销售。产品主要有：车身贴、单透膜、涂层及贴合喷印材料、数码喷墨墨水、汽车保护膜及电子功能膜等。公司的经营模式，按照品牌划分，包括自主品牌和ODM（贴牌）；按照销售渠道划分，可以分为直销和经销，采用“以销定产、适度库存”的模式进行生产安排。公司拥有自主品牌41个，专利100余项，制定了“车身贴膜”、“单透膜”两项行业标准，产品销往90多个国家和地区。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，首创证券

图 2 纳尔股份发展历程



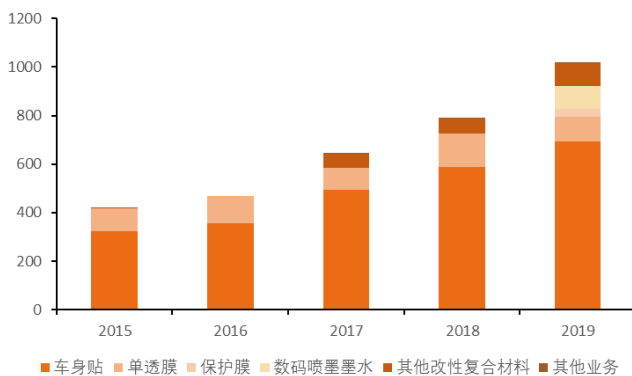
资料来源：公司公告，首创证券

1.2 立足核心主业，拓宽产品结构

公司近5年营业收入、净利润保持稳步增长。2019年实现营业收入10.17亿元，同比上涨28.90%，5年来年均复合增长率14.05%。2020年公司前三季度营业收入8.58亿元，同比增长28.00%；归属母公司上市股东的净利润0.84亿元，同比增长106.37%。

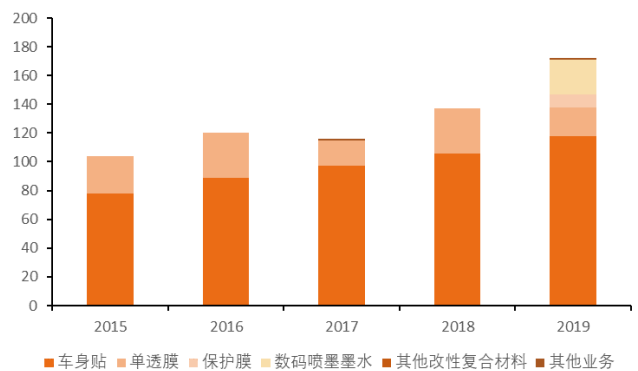
在收入结构中，数码喷绘材料营收占比70%，是公司核心主业，主要包含车身贴、单透膜及其它复合材料，国内市占率超过30%，位居行内第一，其中车贴膜保持了5年营业收入16.46%的复合增长率。此外，公司不断拓宽产品结构，新布局的数码喷墨墨水、汽车保护膜业务从2019年开始贡献盈利，其中汽车保护膜在19年毛利率达到31.15%，显示出较强盈利能力。公司产业链纵向延伸，多元化产品结构布局逐步显现。

图2 公司营业收入结构（百万元）



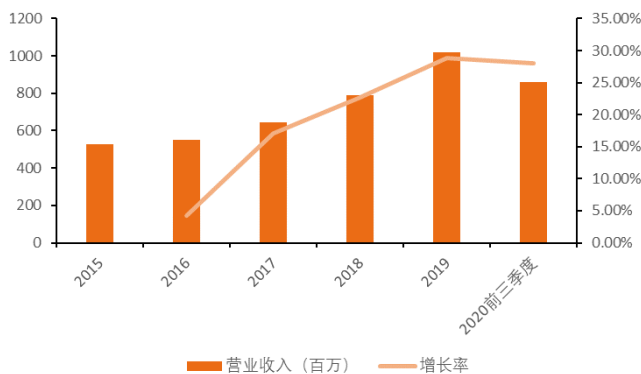
资料来源：Wind，首创证券

图3 公司毛利结构（百万元）



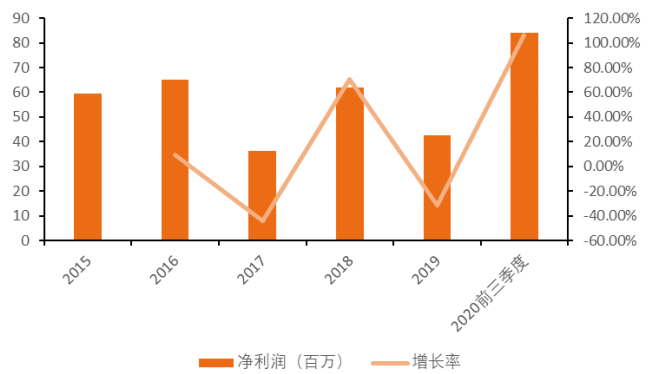
资料来源：Wind，首创证券

图5 公司营业收入（百万元）



资料来源：Wind，首创证券

图6 公司净利润（百万元）



资料来源：Wind，首创证券

2 数码喷印材料:主要应用于户外广告及装饰美饰领域

数码喷印材料主要包括车身贴、单透膜等。车身贴是用于贴在车身上的喷绘材料，有粘性好、抗阳光、成本低、更换便利的特点；单透膜是一种单向透明喷绘材料，两者经喷绘后主要应用于如下领域：一是标识标牌、导引，二是户外广告领域，三是装饰美饰领域。其中，户外广告领域包括地铁等流动媒体广告、玻璃幕墙广告、商业看板、标识标牌等；装饰美饰领域包括场地装饰、汽车美饰、3C产品美饰等。

图 7 车身贴、单透膜应用场景

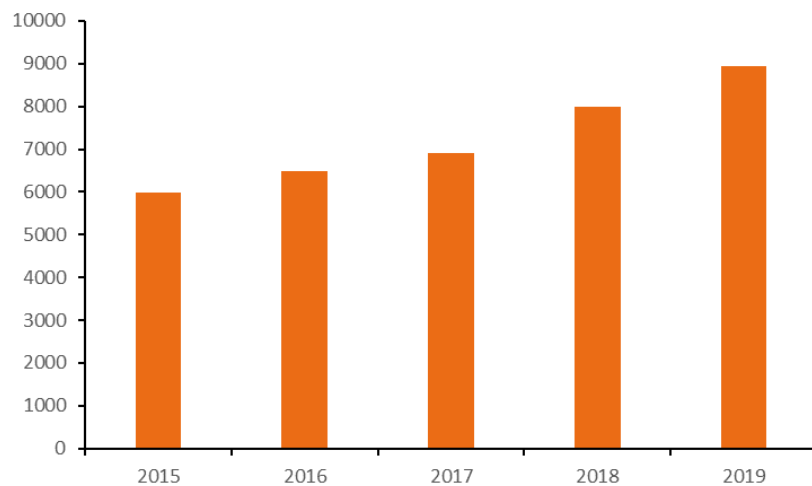


资料来源：网络信息，首创证券

2.1 户外广告市场快速发展拉动喷印材料需求

中国广告行业涵盖各类广告渠道，如印刷媒体广告、广播广告、户外广告及互联网广告。2015 年至 2019 年期间，中国广告市场的市场规模呈现强劲增长，由 2015 年的约人民币 5973 亿元增至 2019 年约人民币 8938 亿元，复合年增长率约为 10.6%。

图 8 广告行业市场规模（亿元）

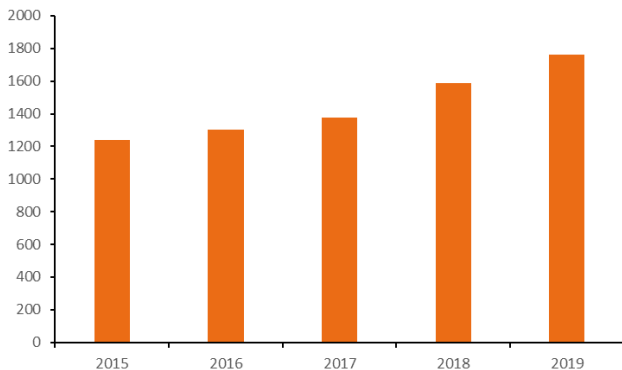


资料来源：前瞻产业研究院，首创证券

户外广告近年来则重新焕发出活力。近年户外广告发展机遇不断，随着互联网人口红利逐步消退，通过互联网广告获取流量的成本持续提升，广告转化难度也有所提高，导致线上广告增长相对乏力。而户外广告近年来则重新焕发出活力，当前国家大力发展夜经济，各地政府高度重视城市亮化工程，打造“夜市”、“夜景”新名片，使得户外广告行业的市场规模保持稳定增长，2015 年至 2019 年期间的复合年增长率约为 9.2%。受

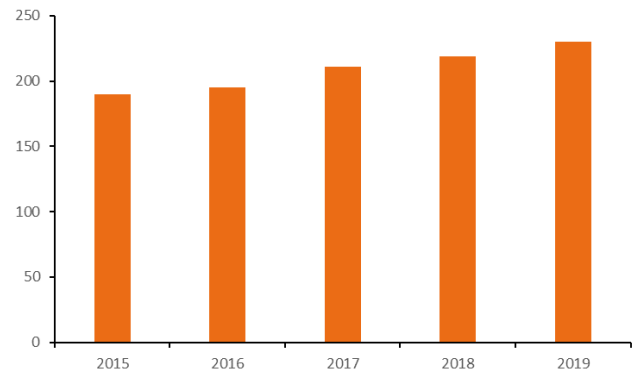
其需求驱动，国内喷绘介质制造市场的市场规模不断扩大，由 2015 年的约人民币 190 亿元增至 2019 年的人民币 230 亿元，复合年增长率为 4.9%。

图 9 户外广告行业市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，首创证券

图 10 喷绘介质行业市场规模（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，首创证券

喷绘介质及喷绘墨水统称为喷绘用品，均为印刷耗材。喷绘为常见数码打印，通过喷绘机吹喷墨水使图片或文字再现在纸张或塑胶上。印刷介质作为文字及图片的载体，使人们得以将文字及图片打印或写在上面，用作传播信息。喷绘介质制造市场的价值链包括上游原材料供应商及设备及机器供应商，中游喷绘介质制造商及分销商以及下游终端客户。

图 11 喷绘介质行业产业链

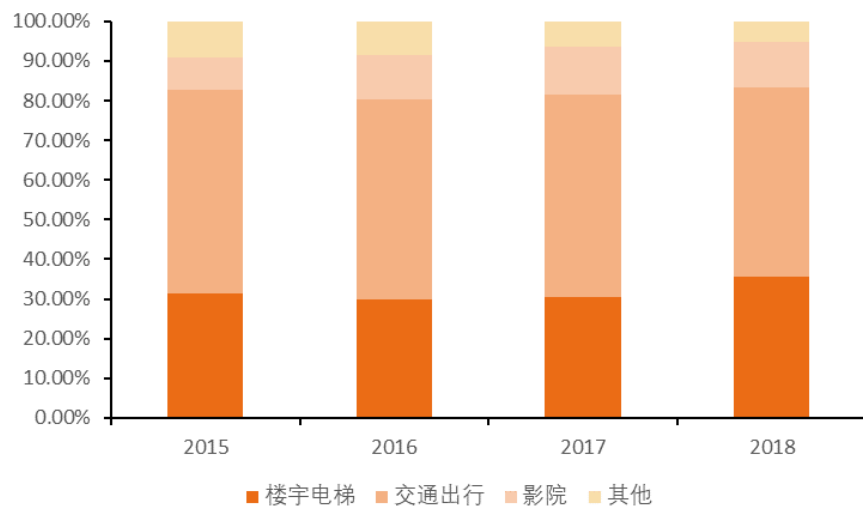


资料来源：前瞻产业研究院，首创证券

2.2 交通出行、楼宇电梯类广告是户外广告主要场景构成

交通出行、楼宇电梯、影院成为中国户外广告市场的主要场景构成。2018 年三者市场份额占比分别达到 47.7%、35.6%、和 11.6%，其中交通出行在户外广告投放中占据着主要地位。

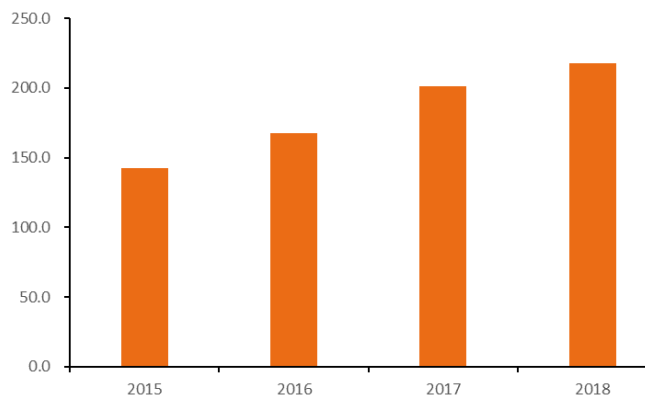
图 12 不同场景户外广告市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，首创证券

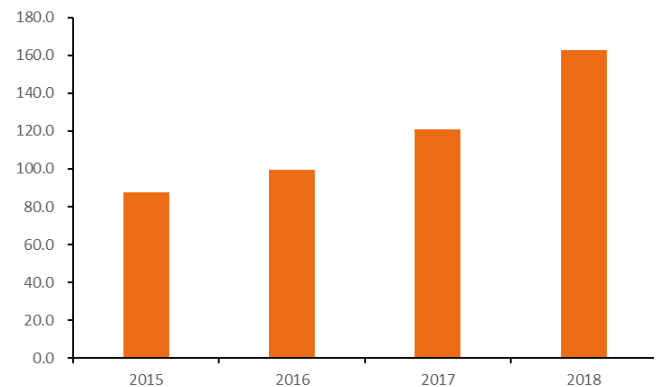
交通出行及楼宇电梯广告市场规模持续稳定增长。交通出行广告市场从 2015 年市场规模 142.4 亿元到 2018 年市场规模 218 亿元，4 年复合增长率 11.23%；由于楼宇新建率的稳定上升，尤其是三线及以下城市所属的下沉市场楼宇电梯商业化渗透率的不断提高，楼宇电梯广告 2018 年占比 35.6%，市场规模 162.7 亿元，同比增长 34.80%。

图 13 交通出行户外广告市场规模（亿元）



资料来源：中国产业研究网，首创证券

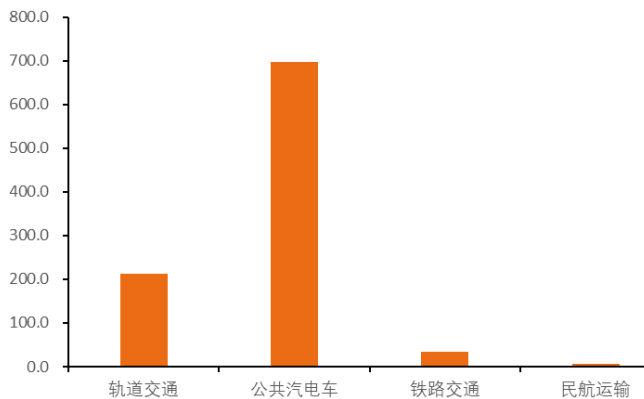
图 14 楼宇电梯户外广告市场规模（亿元）



资料来源：中国产业研究网，首创证券

公交车广告几乎覆盖城市所有出行场景。从广义上来说，与交通出行场景相关的户外广告形式都包含在内，如公交车广告、候车亭广告、地铁广告、高铁广告、机场广告等。交通类户外广告形式虽然多，但是最受广告主欢迎的还是公交车广告。公交车广告覆盖的出行场景更多，不同于机场广告、高铁广告和火车站广告，只能覆盖部分跨城市出行场景，公交车作为城市中主流的交通工具，几乎覆盖了城市所有出行场景。通过公交线路，公交广告连接了城市不同功能区，全面覆盖住宅区场景、商圈购物场景、娱乐出游场景、院校办公等场景。

图 15 2018 年各类交通客运量 (亿人次)



资料来源: 交通运输部、国家铁路局、中国民用航空局, 首创证券

图 16 不同场景户外广告市场份额

类别	界定	开发空间
城轨广告	指基于城市轨道交通场所开发的户外广告场景, 包括地铁轻轨等。	城轨站点和型车身空间大, 开发形式和玩法多元有趣
公交广告	指基于城市地面公交所开发的户外广告场景, 包括常规公交和BRT等。	主要广告类型为候车厅, 站点和车身展示空间均单一
铁路广告	指基于铁路网络场所开发的户外广告场景, 包括火车和高铁等。	铁路站点和列车空间大, 广告承载量多, 且可设置高炮
机场广告	指基于民用航空网络开发的户外广告场景	机场站点空间大, 但安全要求较高, 广告形式和开发程度也有较高门槛

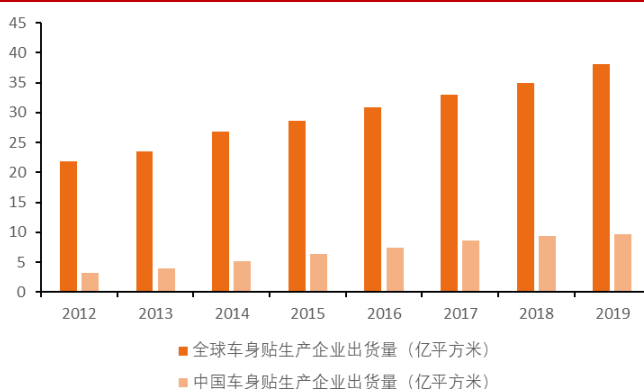
资料来源: 中国产业研究网, 首创证券

车身贴、单透膜是交通出行、楼宇电梯户外广告的重要载体。车身贴广泛应用于公交、地铁、高铁等交通出行载体。单透膜使用方便, 安装施工快捷, 既能起到隐私保护, 遮蔽户外视野的同时透光, 不遮蔽户内向外观察的视线, 同时又能起到美观宣传的作用, 在汽车、楼宇建筑外墙等需要透光、遮蔽户外等场景应用广泛。

2012 年至 2019 年, 全球车身贴生产企业出货量从 21.92 亿平方米的需求增加至 38.14 亿平方米, 年均复合增长率在超过 8.23%。2012 年至 2019 年, 中国车身贴生产企业出货量从 3.25 亿平方米增加至 9.61 亿平方米, 占全球车身贴生产企业出货量的比例从 14.83%提升至 25.19%; 年均复合增长率在超过 16.75%, 远高于全球车身贴生产企业出货量增速。

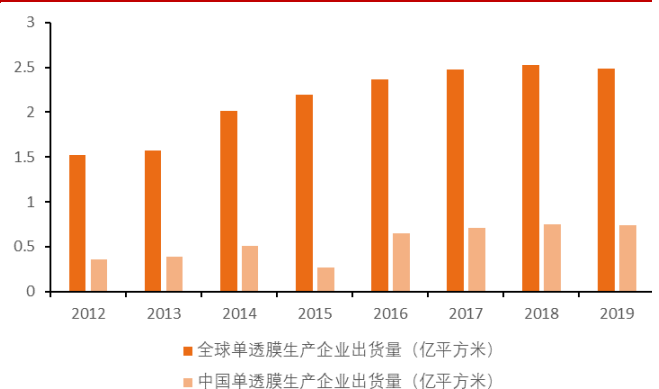
2012 年至 2019 年, 全球单透膜生产企业出货量由 1.52 亿平方米增长至 2.49 亿平方米, 年均复合增长率在超过 7.31%。2012 年至 2019 年, 中国单透膜生产企业出货量从 3,600 万平方米增长至 2019 年出货量在 7,400 万平方米以上, 占全球单透膜生产企业出货量的比例从 23.68%提升至 29.75%。

图 17 车身贴出货量 (亿平方米)



资料来源: 上海广告器材供应商协会《2019 年数码喷印材料行业发展报告》, 首创证券

图 18 单透膜出货量 (亿平方米)



资料来源: 上海广告器材供应商协会《2019 年数码喷印材料行业发展报告》, 首创证券

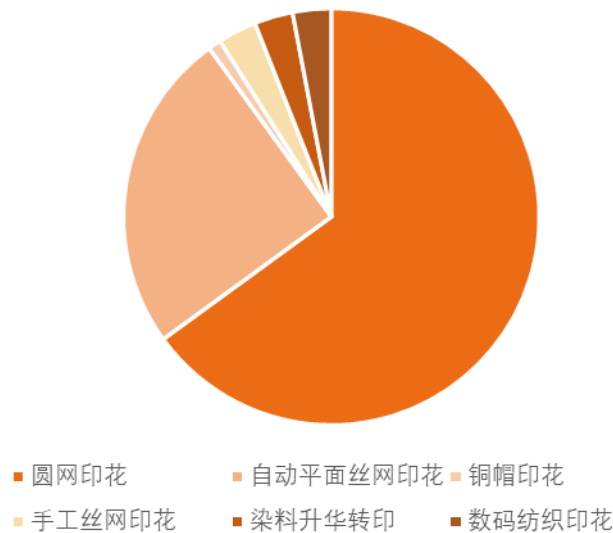
3 数码喷墨印花：对传统印花方式不断替代的新兴产业

印刷技术的发展历经了漫长的演变过程，到今天已经发展形成以凹版印刷、柔版印刷、胶版印刷和丝网印刷为代表的传统有版印刷方式，和以数码喷墨印刷为代表的数字印刷方式两大类。

3.1 数码印花渗透率持续增长

在目前全球印花纺织品的生产方式组成中，圆网印花占 65%，平网印花占 25%，尽管传统的印花方式依然是印花生产的主力军，然而不可忽视的是，数码印花的年均复合增长率超过 20%，到 2020 年有可能将占到印花纺织品生产总额的 10% 以上。

图 19 全球印花纺织品生产方式



资料来源：印花社，首创证券

3.2 数码印花技术与传统印花技术相比具备多种优势，代表未来发展方向

数码印花技术与传统印花技术相比，具备流程简便、个性化程度高、无起印量限制、环保降耗等特点，详见下表。

表 1 传统丝网印花技术与数码喷墨印花技术对比

数码喷印技术	传统印刷技术
无版印刷，印制流程简便	需预先分色、制版，以及校样、拼接，工序繁杂
生产周期短，打样时间一般不超过一天	生产周期长，打样时间为一周左右
无起印量限制，满足小批量、多品种需求	需具备一定生产批量，以分摊开机费用成本
数据可随时调整、色彩丰富、精度高	受网版孔径、色泽套数等制约，图案调整、色彩表现受限，精度不高
按需喷印，大幅降低废墨消耗	会产生较多废墨
减少水洗环节、电能消耗，节省场地占用	用水、用电较多，占用场地空间大

资料来源：中国产业研究网，首创证券

数码印刷技术持续获得政策支持。数码喷印功能性材料产品广泛应用于纺织印花、广告图像、包装出版、建筑装潢、电子电路等下游工业领域。近年来，国家、地方政府部门和相关行业协会出台了一系列鼓励和推动绿色、节能数字印刷的相关支持政策，促进了各下游应用行业传统印刷的数字化改造，同时进一步推动了数字印刷技术在重大科技领域的实施与突破。相关支持政策的推出，对相关行业的传统印刷数字化改造提供了良好的制度和政策保障，同时为相关产业规模的持续做大做强提供了有力的支持。

表 2 行业主要法律法规和政策

发布时间	文件名称	相关内容
2019.10	《产业结构调整指导目录（2019 本）》	第一类 鼓励类，十九、轻工“23、水性油墨、紫外光固化油墨、植物油油墨等节能环保型油墨生产”；二十、纺织“7、采用数字化智能化印染技术装备、染整清洁生产技术（……数码喷墨印花、泡沫整理等）、功能性整理技术、新型染色加工技术、复合面料加工技术，生产高档纺织面料；智能化筒子纱染色技术装备开发与应用”。
2019.10	《印染行业绿色发展技术指南（2019 版）》	二、节能减排染色和印花技术，（九）数码喷墨印花
2017.10	《产业关键共性技术发展指南（2017 年）》	四、消费品工业，（一）纺织，10、高速数码喷墨印花技术“主要技术内容：织物低耗预处理技术；墨水在织物表面的渗化控制技术；高速喷墨印花技术及装备；喷墨印花墨水。”
2017.3	《印刷业“十三五”时期发展规划》	三、重点任务，（一）加快实现创新驱动，打造发展新引擎“……推动数字印刷技术在按需出版、按需印刷等领域的创新、应用与普及。……支持纳米印刷等各类新材料核心技术的研发和应用，”（三）推动数字网络化发展，提升智能化水平“以新一代信息技术为核心，加快传统印刷数字化改造。”
2016.11	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	三、促进高端装备与新材料产业突破 发展，引领中国制造新跨越，（六）提高新材料基础支撑能力“推动新材料产业提质增效。面向航空航天、轨道交通、电子电力、新能源汽车等产业发展需求，扩大……绿色印刷材料等规模化应用范围，逐步进入全球高端制造业采购体系。”

资料来源：公司公告，首创证券

据立木信息咨询发布的《中国数码喷墨印花设备行业调研与投资战略报告(2020 版)》显示：当前，全球前 5 大纺织品数码喷墨印花市场分别是中国、意大利、美国、土耳其和印度。根据 WTiN 统计，2018 年亚洲地区纺织品数码喷墨印花产量占全球总量的 39%，其中中国、印度、巴基斯坦的产量位列前三位，亚洲已经超过欧洲成为数码喷墨印花最大生产地，而中国作为数码喷墨印花市场的领头羊，市场潜力巨大。

表 3 印刷业发展趋势

印刷业发展趋势分析	
数字印刷可以满足消费者的新需求	随着数字时代的到来，消费者的行为和期望发生了重大的变化，数码印刷技术短期运行能力和灵活性，品牌商可以调整其产品以适应特定的目标群体和市场趋势。

数码印刷	随着现代生活节奏越来越快，品牌需要更快地将其产品推向市场。数字印刷的主要优势是能够缩短 25.7% 的循环时间，实现 13.8% 的可变数据应用。由此可见，数字印刷是未来发展一大趋势。
印刷品个性化定制	新的研究表明，50% 的消费者有兴趣购买定制化的产品，甚至愿意为这种个性化支付更多的钱。
品牌防伪	从 2017 年到 2019 年，假冒品牌的收入损失估计增加了 50%。在数字上，仅仅三年就达到 6000 亿美元。智能墨水和印刷电子产品可以彻底改变制药包装。智能包装还能改善病人的护理和安全。电线标签也可以被制药行业用来增加品牌识别和客户忠诚度。
绿色包装	减少印刷对环境的影响不仅对商业有好处，这还是吸引和留住客户的必要手段。这对于包装行业尤为重要包装行业的主要方法是：减少来源、改变包装形式、使用绿色材料、可回收再利用。
印刷网络化	面对强大的竞争力，应对市场客户需求的逐步增加，印刷业务的网络化可以同时整合个性化与市场化元素；使用电子商务平台与客户进行报价与沟通，缩减订单制造周期，都成为印刷业趋势。
原真色彩印刷，广色域印刷将广泛应用	当下，客户对于印刷色彩更加偏好再现原稿色调范围。随着利用数码相机进行原稿输入的普及、喷墨打印机的广泛使用，以及 RGB 数字工作流程体系的构筑，广色域印刷将得到广泛应用。
环保印刷技术为主导方向	无水印刷使用硅胶油墨来代替传统的润版液排墨，省去了很多的调机时间，减少了过版纸的浪费。因无水印刷减少了印刷中各种废液的产生，所以现在一直是环保所倡导的。

资料来源：中国报告网，首创证券

3.3 数码印刷技术发展带动数码墨水需求爆发

数码墨水包括活性墨水，酸性墨水，分散墨水，UV 墨水，溶剂墨水等，其应用范围广，可应用在多领域，如广告业、影像业、纺织品印花行业、数码印刷行业等行业。2019 年全球数码墨水市场规模达到了 11.35 亿美元，预计 2026 年将达到 19.11 亿美元，年复合增长率为 7.72%。

数码墨水需求持续爆发。2018 年，我国数码印花墨水总消耗量约为 1.92 万吨，其中分散墨水基本均为国产墨水。2019 年纺织数码印花墨水市场规模达到 2.28 万吨，同比增长 18.75%，5 年复合增长率达到 26.87%，需求持续爆发。在纺织印花墨水行业的市场份额中，分散墨水占据 79%，活性墨水占据 16%，是纺织数码印花墨水的主要应用。

图 20 纺织数码印花墨水市场规模及增速

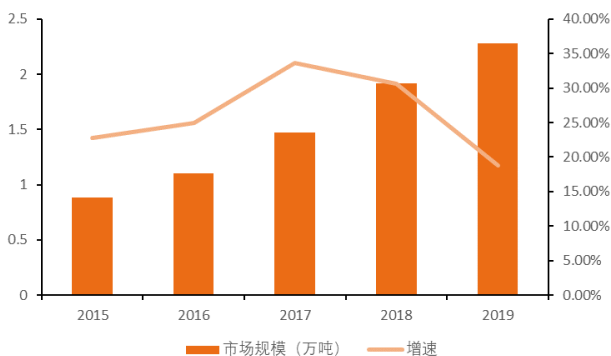
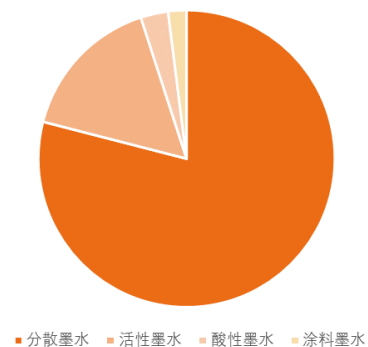


图 21 主要数码印花墨水市场份额



资料来源：公司公告，首创证券

资料来源：公司公告，首创证券

UV 数码喷印市场发展迅速。近年来，UV 数码喷印技术的出现，进一步拓展了承印材料的范围，同时解决了常见溶剂型喷印墨水的不足。当前，UV 数码喷印墨水主要的工业应用领域包括广告图像、工艺装饰、包装出版、建筑装潢、电子电路等众多产业。国内 UV 数码喷印市场属于起步阶段，但市场份额也在逐步扩大，随着设备的引进、UV 数码喷印墨水的改进、UV 喷墨打印系统的完善、喷印工艺的开发，UV 数码喷印技术在薄膜、金属、陶瓷、织物、木材和玻璃等介质上的应用都在快速增长。

UV 数码墨水需求不断释放。作为当前市场的新型墨水，其优良的性能逐渐得到市场的认可，需求不断扩大。据中国印刷及设备器材工业协会统计，2018 年，我国 UV 喷印墨水市场规模为 1.07 万吨，同比增长 22.99%，连续 4 年市场规模增长率保持在 20% 以上，预计到 2022 年我国 UV 喷印墨水市场规模将达到 2.54 万吨。在 UV 数码喷印墨水的应用领域中，广告图像占据 40% 的市场，工艺装饰占据 35% 的市场。

图 22 UV 数码墨水市场规模及增速

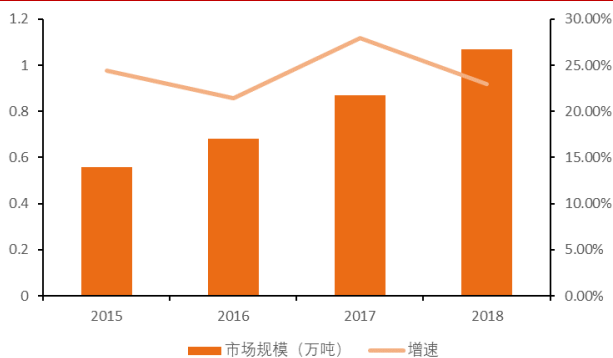
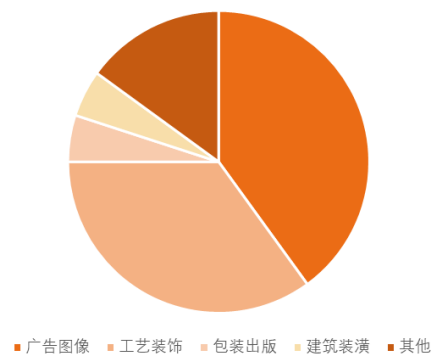


图 23 UV 数码喷印墨水主要应用领域



资料来源：公司公告，首创证券

资料来源：公司公告，首创证券

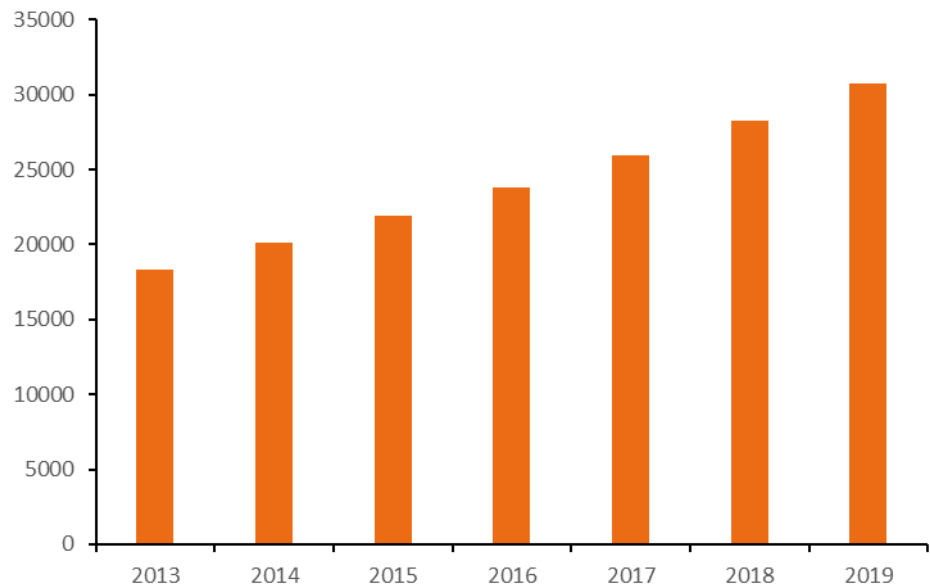
4 汽车保护膜：汽车消费升级驱动“隐形车衣”蓝海需求

汽车保护膜全称汽车漆面保护膜，又称“隐形车衣”，是汽车维修服务（MRO）市场主要针对高端车用于汽车漆面防尘、防酸雨、防刮伤、防高温、抗氧化汽车包覆类薄膜产品之一。随着消费升级、豪华小轿车走进千家万户，车美产品正成为越来越普及的刚性汽车类消费品。

4.1 汽车消费升级，高端车型渗透率逐步提升

改革开放以来，我国经济持续增长，中国家庭的购买力稳固提升。2019 年全国居民人均年度可支配收入 30733 元，比上年增长 8.87%，可支配收入增加驱使居民购买力不断增强，带动汽车消费需求不断提升。

图 24 中国全体居民人均年度可支配收入（元）

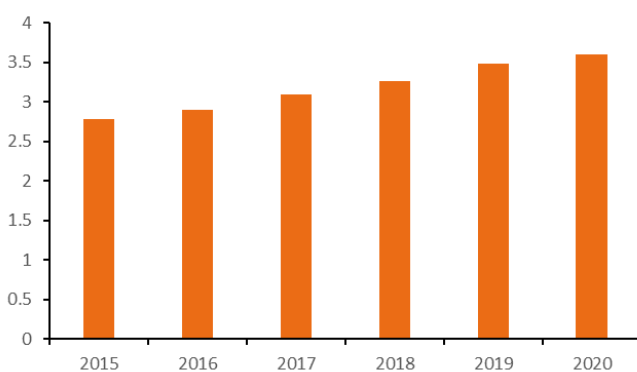


资料来源：国家统计局，首创证券

我国汽车保有量持续以超过 10% 的速度增长，与发达国家相比，我国汽车保有量仍有较大增长空间。随着中产阶级增加，尤其是高端汽车保有量比例有望持续上升。

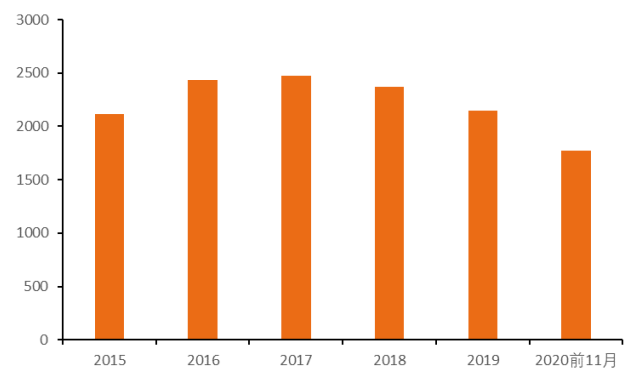
截至 2020 年 6 月，全国机动车保有量达 3.6 亿辆，其中汽车 2.7 亿辆，占机动车总量的 75%；新能源汽车保有量 417 万辆，与去年年底相比增加 36 万辆，增长 9.45%；机动车驾驶人 4.4 亿人，其中汽车驾驶人 4 亿人。

图 25 中国机动车保有量（亿辆）



资料来源：中商产业研究院，首创证券

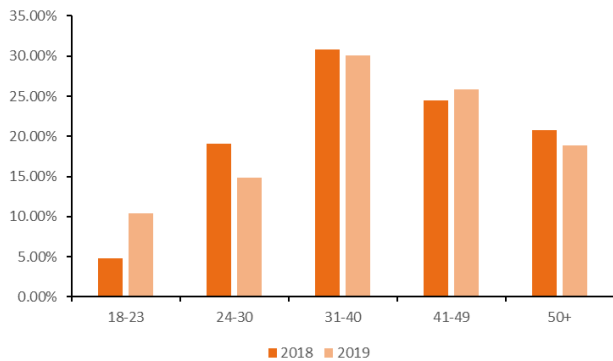
图 26 中国乘用车销量（万辆）



资料来源：Wind，首创证券

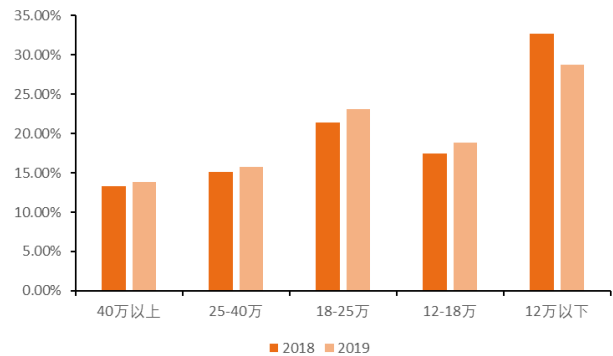
从汽车消费者年龄及购车价格需求分布趋势来看，购车年轻化的同时，对 12 万以下低端汽车需求份额下降 4%，而 12-25 万价格区间需求份额上升 3%，其中 18-25 万价格区间需求上升较快达到 1.7%，而 40 万以上价格区间需求额上涨 0.5%，达到 13.8%。

图 27 汽车行动用户-年龄分布



资料来源：汽车数据策略研究院，首创证券

图 28 消费者购车价格需求变化趋势

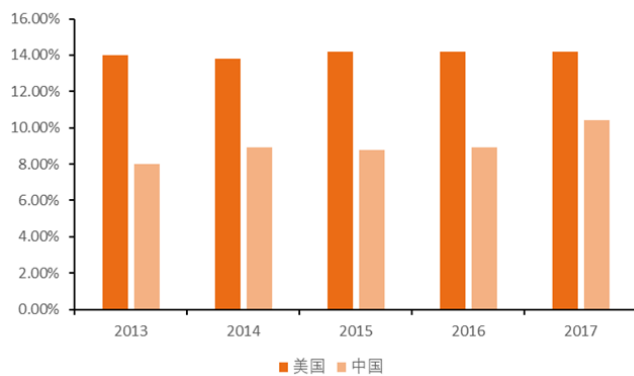


资料来源：巨量引擎，首创证券

国内高端车型渗透率有望持续提升。随着国内经济稳步增长，尽管乘用车增速放缓，但汽车产业消费升级的趋势十分确定。但相比美国成熟汽车市场我国高端车渗透率仍有较大提升空间。2017年中国高端车渗透率达到10.40%，同比增长1.5个pct，但相比较美国高端车市场14.20%，仍有3.8%的差距。

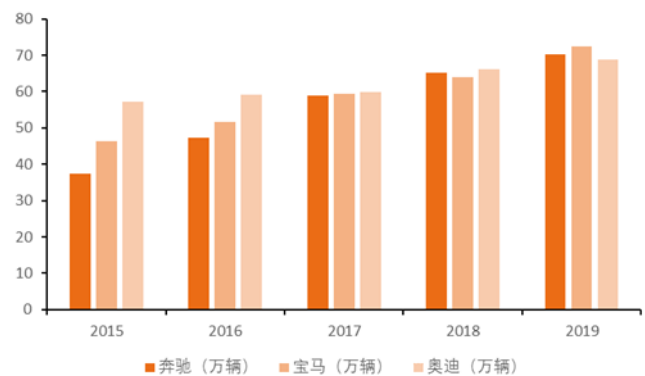
以BBA为代表的高端车在国内销量持续增长，2019年奔驰、宝马、奥迪在中国总销量分别达到70.2万辆、72.4万辆、68.9万辆，较2018年分别同比增长7.50%、13.13%、4.24%，5年年均复合增长率17.13%、11.76%、4.81%。高端车销量持续提升仍将成为经销商各业务发展的主要推动力。

图 29 中美豪华品牌汽车渗透率



资料来源：中国产业信息网，首创证券

图 30 中国高端车销量（万辆）

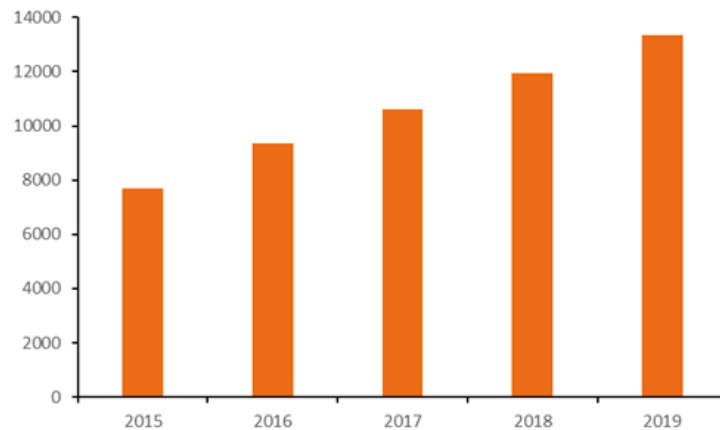


资料来源：乘联会，首创证券

4.2 汽车消费升级带动车美产品需求增长

中国汽车保有量持续增长带动后市场规模将不断扩大。2019年，我国汽车后市场规模超13330亿元，预计2020年市场规模将扩大至14745亿元。

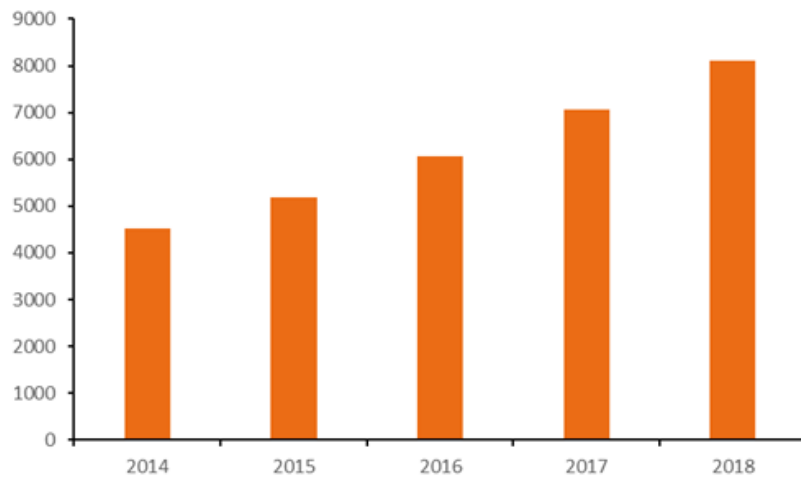
图 31 中国汽车后市场行业规模（亿元）



资料来源: Wind, 首创证券

汽车美容及保养市场规模增长迅速。伴随消费者行为的不断变化及汽车保有量的增加, 2014-2018 年汽车美容及保养市场的市场规模大幅增加。包括产品及服务开支在内的市场规模由 2014 年的 4520 亿元增至 2018 年的 8111 亿元, 复合年增长率为 15.7%。

图 32 中国汽车美容及保养市场规模（亿元）



资料来源: 中商产业研究院, 首创证券

4.3 汽车保护膜蓝海市场初显

汽车保护膜全称汽车漆面保护膜, 又称“隐形车衣”, 是汽车维修服务 (MRO) 市场主要针对豪华车用于汽车漆面防尘、防酸雨、防刮伤、防高温、抗氧化的汽车包覆类薄膜产品之一。随着消费升级、豪华小轿车走进千家万户, 车美产品正成为越来越普及的刚性汽车类消费品。

随着人们对汽车的美观和保护需求的不断增加, 汽车后市场中的漆面保护膜产品越来越受到重视。各种品牌的漆面保护膜不断出现, 全国各地的中高端门店也纷纷推出了漆面保护膜装贴服务。未来几年, 汽车保护膜将成为汽车售后市场最有前景的漆面养护项目, 蓝海市场初显。

5 公司深耕数码喷印行业，一体两翼打造新材料平台

5.1 公司丰富数码喷材产品线，募投项目延伸产业链

公司产数码喷绘材料广泛应用于以下两大领域：一是户外广告领域，二是装饰美饰领域。其中，户外广告领域包括汽车地铁等流动媒体广告、玻璃幕墙广告、商业看板、标识标牌等；装饰美饰领域包括场地装饰（商场、会场、装修场所等）、汽车美饰、3C产品美饰等。

2019年数码喷绘材料占比公司营收为70%，是公司的主要业务，主要包含车身贴、单透膜及其它复合材料，市占率大于30%，位居行内第一，公司在数码喷绘材料行业占据绝对的龙头地位。

公司深耕主业，通过产业链延伸补齐上游短板。本次计划募投年产18,000吨的压延膜项目，全部用于公司车身贴、单透膜等背胶类数码喷印材料的生产。随着本次募投项目的投产，公司产业链将进一步向上游延伸，实现绝大部分压延膜自给，自产压延膜能够更有效地对产品质量、生产成本、交货周期等方面进行把控，使得公司的产品质量得到更有效地保证，并且进一步提高公司生产效率，提升公司的利润水平。

表4 数码压膜募投项目

募投项目	计划投资总额	拟使用募集资金金额
年产18,000吨数码压延膜项目	11,614.16 万元	10,213.00 万元

资料来源：公司公告，首创证券

5.2 公司布局数码印花墨水，形成产业协同

2018年公司通过增资和股权转让的方式，公司收购墨库图文51%股权，实现对墨库图文的控股。公司顺利并购了深圳墨库图文技术有限公司，拓宽了公司产品线，对公司主营的广告用数码喷印材料在用户中形成较强的协同效应。通过本次并购，公司实现了产业链整合，业务领域扩展进入数码喷墨墨水领域，强化其在数码喷印耗材生产领域的市场份额，增强其行业优势，扩大产品线宽度，整合客户资源，提升在行业中的市场竞争力。

墨库图文主要从事数码喷墨墨水的研发、生产和销售。墨库图文的主要产品包括数码印花墨水、桌面办公墨水和广告喷绘墨水等，可广泛应用于纺织、办公和广告等领域。

在欧洲市场，数码印花接近30%~40%，特别是西班牙、意大利等时尚发达地区，数码印花占总市场60%以上，在中国市场，数码印花占印花量的3%~5%左右，替代程度较低。目前墨水主要为：热转印墨水、活性墨水、涂料墨水。印花墨水国内总市场50-80亿，其中数码印花市场年规模约9-10亿元左右，未来5年预计达30亿。包装印刷、装饰建材、半导体线路板用印刷墨水尚处于起步阶段，未来市场可期。

2019年，纺织印花墨水占公司营收占比22%，墨水产品应用于耐克、阿迪达斯、安踏、李宁、申洲国际、如意控股等著名服装纺织品牌。

5.3 公司进军汽车保护膜业务，积极拓展蓝海市场

公司19年通过设备引进，成为国内PPF（Paint Protection Films（漆面保护膜））产量最大的生产商，积极拓展汽车保护膜蓝海市场，当年公司汽车保护膜毛利率达到31.15%，提升公司整体盈利能力。

预期未来3~5年汽车保护膜国内总市场50~60亿元。作为公司从中游材料行业拓展到下游消费行业的拳头产品，汽车保护膜、多层光学电子功能膜是公司未来发展的重要

方向。通过本次募投项目实施，公司有望抓住机遇，率先布局，提升市占率，抢占蓝海市场。特别是公司的汽车保护膜产品，通过稳步升级产品、扩大产能，满足市场需求，市场端由洗美店向豪华车 4S 店延伸，有望取得国内汽车保护膜市场先发领先优势。

表 5 汽车保护膜及电子功能膜募投项目

募投项目	计划投资总额	拟使用募集资金金额
年产 600 万平汽车保护膜及 100 万平多层光学电子功能膜项目	27,148.37 万元	24,176.00 万元

资料来源：公司公告，首创证券

5.4 盈利预测

公司深耕数码喷绘材料主业，是国内市占率第一的隐形冠军，未来随着募投项目达产以及新产品渗透率不断提升，市占率有望进一步提升，成本控制进一步加强；数码印花在纺织印花行业的渗透率有望持续提升，带动数码墨水需求逐步释放，看好公司数码墨水持续放量；汽车保护膜蓝海市场初显，公司抢占先发优势，通过升级产品扩大产能跑马圈地，未来增长可期。基于以上假设，我们对公司主要产品盈利预测如下表：

单位：亿元	2020E	2021E	2022E
营业收入	11.4	15.5	18.5
车身贴	6.5	8.2	8.8
单透膜	0.9	1.3	1.5
数码墨水	2.3	3.5	4.5
汽车保护膜	0.8	1.5	2.8
其他	0.9	0.9	0.9
毛利率	22%	22%	23%
车身贴	19%	19%	19%
单透膜	20%	21%	22%
数码墨水	25%	25%	25%
汽车保护膜	31%	30%	30%

我们预计公司 20-22 年实现营业收入 11.4 亿/15.5 亿/18.5 亿，归母净利润 1.00 亿/1.28 亿/1.54 亿，同比增速 136.3%/27.6%/20.2%，按照非公开发行上限考虑增发摊薄，EPS0.68/0.67/0.81，对应 PE21.4/21.8/18.2，首次覆盖予以“买入”评级。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	659.1	610.2	732.4	796.1	经营活动现金流	80.6	165.6	191.9	229.8
现金	226.4	176.9	190.3	179.0	净利润	42.4	100.2	127.9	153.8
应收账款	140.1	137.7	187.1	223.3	折旧摊销	24.5	40.6	52.2	67.6
其它应收款	7.1	7.9	10.8	12.9	财务费用	-1.4	-1.3	-0.6	-0.3
预付账款	7.0	7.4	10.1	11.8	投资损失	0.4	-6.0	-6.0	-6.0
存货	130.7	130.6	178.5	209.1	营运资金变动	12.2	16.7	-11.9	-13.5
其他	14.9	16.7	22.6	27.0	其它	-0.8	7.9	20.7	16.7
非流动资产	423.2	533.4	679.4	811.2	投资活动现金流	12.7	-153.0	-203.0	-203.0
长期投资	19.5	19.5	19.5	19.5	资本支出	-49.2	-155.0	-205.0	-205.0
固定资产	237.0	354.0	506.2	643.6	长期投资	10.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	122.2	114.9	108.4	102.6	其他	52.0	2.0	2.0	2.0
其他	0.8	0.8	0.8	0.8	筹资活动现金流	-9.9	-62.1	24.5	-38.1
资产总计	1082.2	1143.6	1411.9	1607.3	短期借款	0.0	10.0	20.0	20.0
流动负债	302.9	329.9	446.7	515.1	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	10.0	20.0	20.0	其他	9.0	-73.4	13.9	-38.4
应付账款	106.5	113.1	154.4	180.9	现金净增加额	83.5	-49.5	13.4	-11.3
其他	0.0	0.0	0.0	0.0					
非流动负债	2.1	2.1	2.1	2.1	主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	2.1	2.1	2.1	2.1	营业收入	29.0%	12.2%	35.9%	19.3%
负债合计	305.0	332.0	448.8	517.2	营业利润	-29.4%	135.3%	27.5%	36.0%
少数股东权益	60.3	67.9	77.5	89.1	归属母公司净利润	-31.6%	136.3%	27.6%	20.2%
归属母公司股东权益	717.0	743.8	885.6	1001.0	获利能力				
负债和股东权益	1082.2	1143.6	1411.9	1607.3	毛利率	18.0%	22.4%	22.0%	23.4%
					净利率	4.2%	8.8%	8.2%	8.3%
利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE	5.9%	13.5%	14.4%	15.4%
营业收入	1017.2	1141.3	1551.0	1850.4	ROIC	5.7%	13.0%	13.9%	14.8%
营业成本	834.1	885.6	1209.8	1417.4	偿债能力				
营业税金及附加	2.4	2.7	3.7	4.4	资产负债率	28.2%	29.0%	31.8%	32.2%
营业费用	36.7	39.9	54.3	64.8	净负债比率	0.0%	0.9%	1.4%	1.2%
研发费用	50.8	57.1	77.6	92.5	流动比率	2.18	1.85	1.64	1.55
管理费用	43.5	48.8	66.3	79.1	速动比率	1.74	1.45	1.24	1.14
财务费用	-1.4	-1.3	-0.6	-0.3	营运能力				
资产减值损失	-6.6	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.94	1.00	1.10	1.15
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	9.51	8.21	9.55	9.02
投资净收益	4.0	6.0	6.0	6.0	应付账款周转率	3.96	3.32	3.72	3.48
营业利润	48.6	114.5	146.0	198.5	每股指标(元)				
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益	0.29	0.68	0.67	0.81
营业外支出	0.5	0.5	0.5	0.5	每股经营现金	0.55	1.13	1.01	1.20
利润总额	48.1	114.0	145.5	198.0	每股净资产	4.88	5.06	4.64	5.24
所得税	2.5	6.2	8.0	32.6	估值比率				
净利润	45.6	107.8	137.5	165.4	P/E	50.7	21.4	21.8	18.2
少数股东损益	3.2	7.5	9.6	11.6	P/B	3.00	2.89	3.16	2.79
归属母公司净利润	42.4	100.2	127.9	153.8					
EBITDA	67.9	153.8	197.6	265.8					
EPS (元)	0.29	0.68	0.67	0.81					

分析师简介

于庭泽，研究发展部化工行业首席分析师。

清华工科本硕，历任招商证券化工高级分析师，联讯（粤开）证券化工首席分析师，2020年9月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现