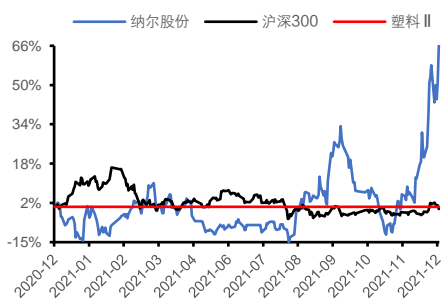


投资评级:买入(首次)

目标价格: 31 元

基本数据	2021-12-17
收盘价(元)	25.08
流通股本(亿股)	1.13
每股净资产(元)	6.20
总股本(亿股)	1.71

最近 12 月市场表现



分析师 **路辛之**

SAC 证书编号: S0160520090001

luxz@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ▶ **公司自成立以来以数码喷印材料为主业，经过近 20 年发展成为国内数码喷印材料龙头，并完成了精密涂布等核心技术积累。公司近年来在保证主业数码喷印材料领先优势的基础上，沿横向和纵向稳步扩张。横向拓品类方面，公司紧紧围绕涂布工艺，布局了汽车功能膜、多层光学电子功能膜、燃料电池膜电极等新材料；纵向延伸产业链方面，公司布局了数码喷印墨水、压延膜和胶粘剂。我们认为公司有望成为国内领先的功能性膜材平台型企业。**
- ▶ **数码喷印材料：公司市占率领先，行业集中度有望进一步提升。作为数码喷印材料行业规模领先的上市公司，公司竞争优势非常明显，2019 年主要产品国内市占率约 25%。随着疫情及环保趋严，小企业加速出清，行业集中度有望进一步提升。此外，公司已规划泰国、江苏南通、江西丰城三大基地，建成后将大幅提升公司综合竞争力。**
- ▶ **数码喷印墨水：行业增速较快，公司位于国内第一梯队。2015-2019 年我国数码喷印墨水市场保持 20%以上增速，纺织品数码印花是其中较为重要且增长较快的应用领域。相比传统的染整和丝网印花，纺织品数码印花契合了纺织产业升级和终端快时尚的消费升级趋势，迎来快速发展期。公司子公司墨库图文位于国产第一梯队，2021H1 数码喷印墨水收入 1.98 亿元，同比增长 90%。**
- ▶ **汽车保护膜：卡位蓝海市场，收入快速增长。汽车保护膜（PPF）主要用于乘用车的漆面保护，可分为隐形车衣和汽车改色膜两类产品。我们测算 PPF 潜在市场规模可达 87.5 亿元。公司于 2016 年底收购 PPF 品牌并成立汽车保护膜事业部，经过 3 年发展已成为国内知名品牌和头部企业，营业收入从 2018 年仅 210 万元增长至 2020 年 9543 万元。2021H1 公司 PPF 收入 7900 万元，同比增速高达 178.5%。**
- ▶ **积极布局燃料电池膜电极，胡里清博士产业经验丰富。2021 年 4 月，公司成立纳尔终能氢电有限公司，进入燃料电池膜电极生产领域，进一步拓宽功能性膜材赛道。膜电极是燃料电池的核心组件，技术壁垒较高。项目带头人胡里清博士为中国燃料电池产业化先驱，具有深厚的产业经验。公司计划配套先进的 CCM 生产线，目标成为国内最大的膜电极研发制造企业。**
- ▶ **我们预测公司 2021/22/23 年归母净利润 0.99/1.55/2.27 亿元，EPS 0.67/1.06/1.55 元，对应现价 PE 37.35/23.70/16.21 倍。参考可比公司给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 31 元。我们看好公司清晰的横向纵向发展思路，数码喷印墨水、汽车保护膜与燃料电池膜均是增速较快的赛道，公司有望成为功能性膜材平台型企业。首次覆盖，给予“买入”评级。**

- **风险提示：**户外广告市场下滑超预期，原材料价格大幅波动，新项目建设进度不及预期。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万元）	1017	1254	1627	2029	2609
收入增长率（%）	29.00	23.25	29.77	24.71	28.58
归母净利润（百万元）	42	96	99	155	227
净利润增长率（%）	-31.57	125.83	2.98	57.60	46.25
EPS（元/股）	0.30	0.65	0.67	1.06	1.55
PE	44.90	22.02	37.35	23.70	16.21
ROE（%）	5.92	12.16	11.13	14.92	17.91
PB	2.71	2.67	4.16	3.54	2.90

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

内容目录

1、 数码喷印材料龙头， 横向纵向不断扩展	5
1.1 公司基本情况	5
1.2 横向+纵向发展路径清晰	7
2、 数码喷印材料： 公司市占率领先， 行业集中度有望进一步提升	8
2.1 数码喷印材料介绍	8
2.2 户外广告市场下滑， 车身贴和单透膜替代传统材料增速较快	10
2.3 公司竞争优势明显， 国内市占率超过 30%	12
2.4 通过各分基地布局提升产能和产业链一体化程度	13
3、 数码喷印墨水： 行业增速较快， 公司位于国内第一梯队	14
3.1 收购墨库图文， 实现产品和产业链延伸	14
3.2 数码喷印墨水增速较快， 纺织品数码印花空间大	15
3.3 墨库图文位于国产第一梯队， 持续扩产强化竞争优势	17
4、 汽车保护膜： 卡位蓝海市场， 收入快速增长	18
4.1 汽车保护膜介绍	18
4.2 公司较早布局 PPF， 近几年收入快速增长	19
5、 积极布局燃料电池膜电极， 胡里清博士产业经验丰富	20
6、 盈利预测和投资结论	23
7、 风险提示	24

图表目录

图 1： 公司股权结构	5
图 2： 公司历史营业收入	6
图 3： 公司历史归母净利润	6
图 4： 公司历史营业收入构成（单位： 百万元）	6
图 5： 公司历史毛利构成（单位： 百万元）	6
图 6： 公司经营现金流长期大于净利润	7
图 7： 公司在手现金多且无长短期借款	7
图 8： 数码喷印产业链	8
图 9： 数码喷印材料应用示意图	9
图 10： 全媒体广告、 传统户外广告刊例花费增长率与 GDP 增长率的关系	10
图 11： 中国车身贴销量及增速	11
图 12： 中国单透膜销量及增速	11
图 13： 公司数码喷印材料营收拆分	11
图 14： 墨库图文 2018 年营收结构	14

图 15: 墨库图文 2018 年毛利结构	14
图 16: 中国数码喷印墨水需求量及增速	15
图 17: 全球纺织数码印花品产量及增速	16
图 18: 中国纺织数码印花墨水需求量及增速	16
图 19: 墨库图文、天威新材、宏华数科墨水业务收入比较 (单位: 万元)	17
图 20: 墨库图文、天威新材、宏华数科墨水业务毛利比较 (单位: 万元)	17
图 21: 特斯拉更改车身颜色费用	19
图 22: 阿斯顿马丁装贴纳尔 PPF (贴膜时-贴膜后)	19
图 23: 公司汽车保护膜收入快速增长	20
图 24: 纳尔终能氢电股权结构	20
图 25: 燃料电池单电池示意图	21
表 1: 公司发展历史	5
表 2: 数码喷印材料分类	9
表 3: 公司车身贴和单透膜市占率较高	12
表 4: 墨库图文主要墨水种类	14
表 5: PVC 与 TPU 汽车保护膜比较	18
表 6: 公司主营业务预测	23
表 7: 可比公司估值	24

1、数码喷印材料龙头，横向纵向不断扩展

1.1 公司基本情况

纳尔股份成立于 2002 年，公司自成立以来以数码喷印材料为主业，经过近 20 年发展成为国内数码喷印材料龙头，并完成了精密涂布等核心技术积累。在此基础上，公司近年来不断扩大在汽车功能膜、多层光学电子功能膜、燃料电池膜电极等新材料领域的拓展，并向产业链其他环节如数码喷印墨水、胶粘剂等领域延伸，实现相关多元化发展。

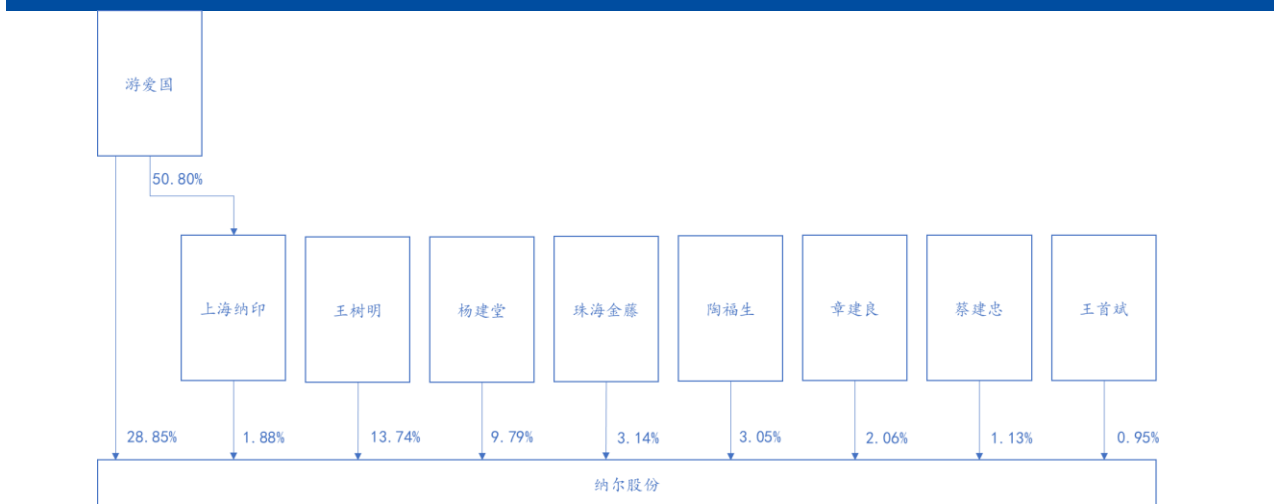
表 1：公司发展历史

时间	事件
2002	纳尔国际成立
2005	上海第一家工厂开工建设
2010	南通工厂开工建设
2014	上海第二家工厂开工建设
2016	深交所上市
2016	收购 PPF 品牌，成立汽车保护膜事业部
2019	发行股份及支付现金收购墨库图文
2020	泰国工厂开工建设
2021	非公开募资扩产数码压延膜、汽车保护膜、光学电子功能膜
2021	江西丰城基地开工建设
2021	成立纳尔氢电

数据来源：公司官网，财通证券研究所

董事长游爱国合计持有公司 29.81% 股份，为公司实际控制人。

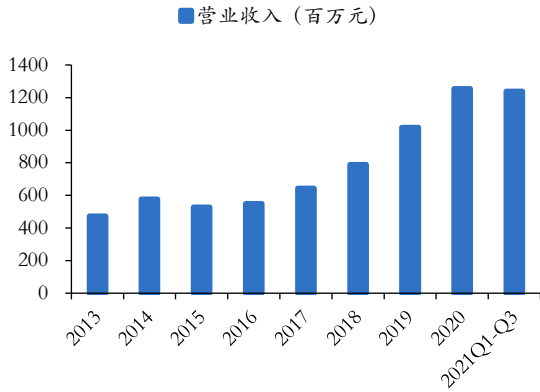
图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

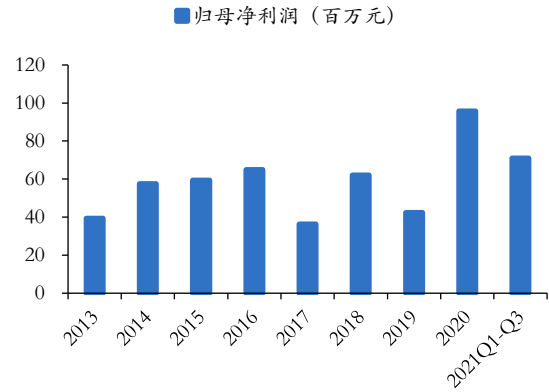
随着数码喷印材料产销量稳步增长,公司营收也稳步增长,净利润相对增速较慢。2019年后,公司布局的数码喷印墨水和汽车保护膜业务开始发力,营收和利润增速较快,占营收和毛利比例也逐步扩大,公司有望进入新发展时期。

图 2 : 公司历史营业收入



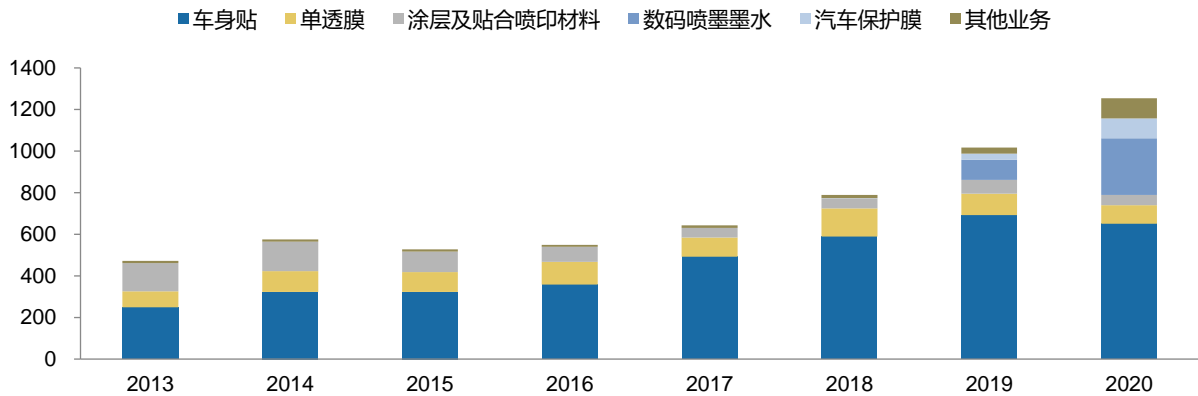
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 3 : 公司历史归母净利润



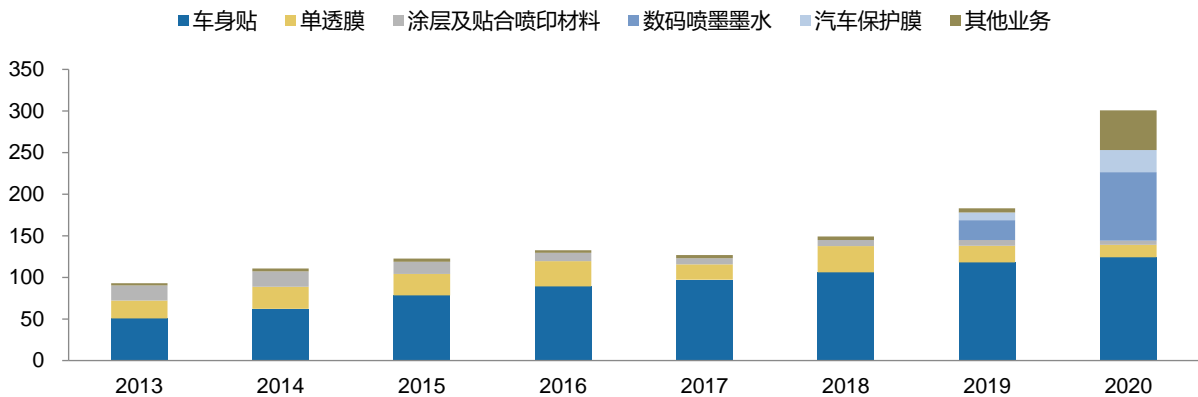
数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 4 : 公司历史营业收入构成 (单位: 百万元)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

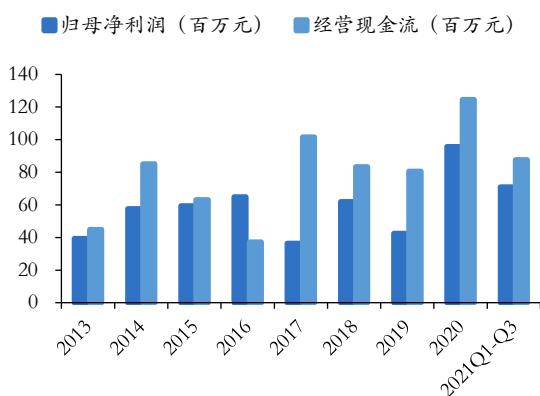
图 5 : 公司历史毛利构成 (单位: 百万元)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

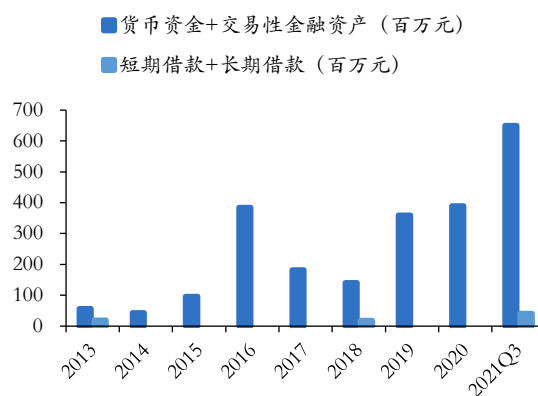
公司经营稳健,经营现金流长期大于净利润。资产负债表健康,目前在手现金高达 6.5 亿元且基本无长短期借款,这也为公司进一步收购、扩张或延伸产业链提供了可能。

图 6: 公司经营现金流长期大于净利润



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图 7: 公司在手现金多且无长短期借款



数据来源: Wind, 财通证券研究所

1.2 横向+纵向发展路径清晰

公司主要产品背胶型数码喷印材料的基本结构为 PVC 膜-压敏胶-离型纸,是非常典型的胶粘材料/功能性膜材产品,其核心工艺为精密涂布。我们认为,这一行业具有以下特点,这些特点也决定了企业的发展思路:

(1) 行业总体空间大,但由于产品品类众多,单一产品空间一般较小。需要企业在同行业其他品类上进行扩张,或借助技术积累进入壁垒更高的赛道。

(2) 行业内小企业众多,集中度提升空间大。而抢占市场份额需要企业在产品、技术、成本、供应链、融资能力上有自身优势。

总而言之,横向拓品类、纵向延伸产业链扩产能是这一行业企业发展的必经之路。

公司近年来在保证主业数码喷印材料领先优势的基础上,正是沿着这一路径稳步发展。横向拓品类方面,公司紧紧围绕涂布工艺,布局了汽车功能膜、多层光学电子功能膜、燃料电池膜电极等新材料;纵向延伸产业链方面,公司布局了数码喷印墨水(与数码喷绘材料均为数码喷印的耗材,两者具有相似的客户和销售渠道)、压延膜和胶粘剂(数码喷绘材料的原料)。我们认为公司有望成为国内领先

的功能性膜材平台型企业。

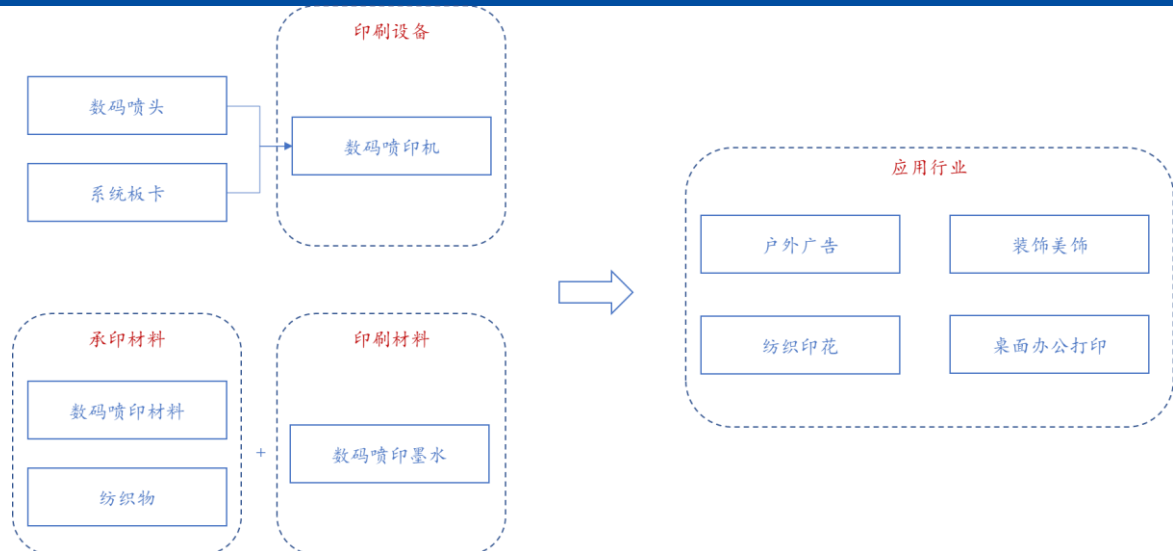
2、数码喷印材料：公司市占率领先，行业集中度有望进一步提升

2.1 数码喷印材料介绍

数码喷印指运用数字化原理和喷射技术，将各种数字化图案输入电子计算机，通过电子计算机编辑处理，由 RIP（光栅图像处理器）控制系统控制喷头将各种专用染液或墨水直接喷印到承印材料上，形成所需图案。数码喷印主要涉及三个关键环节：数码喷印设备、数码喷印墨水以及承印材料，其中数码喷印墨水与承印材料属于耗材。

数码喷印是一种新兴的印刷技术，相对于传统印刷（凹版印刷、柔版印刷、胶版印刷和丝网印刷等），数码喷印具有无需制版、印制流程简便、无起印限制、数据可变、精度高、环保减排等优势，能够更好地满足消费者个性化、快速响应等需求，适应各类印制产业向多品种、小批量、零库存、短交期、定制化的方向转变，并有力推动了印制产业的绿色升级。数码喷印目前主要应用于户外广告（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（场地装饰、汽车美饰、3C 产品美饰等）、纺织印花、桌面办公打印等行业。

图 8：数码喷印产业链



数据来源：天威新材招股书，宏华数科招股书，财通证券研究所

一般情况下，把应用于户外广告和装饰美饰领域的数码喷印承印材料称为数码喷印材料。应用在这些领域时，数码喷印材料在喷绘后需要分割、拼接并安装/粘贴

在使用场景上，因此对于质量有特殊要求。数码喷印材料种类较多。根据基材划分，可分为塑料基（以 PVC 为主）、布基、纸基；根据生产工艺和产品特性划分，可分为贴合类、涂层类、背胶类等。

贴合喷印材料是最早出现的数码喷印材料。基于良好的使用性能、简便的制造工艺，贴合喷印材料逐渐发展成应用最广的数码喷印材料。**涂层喷印材料**也具有贴合喷印材料便于分割、拼接、托运、户外安装简单等优点，但通过涂布工艺提升了产品的耐候性、抗拉伸性、剥离强度以及抗撕破性等性能，满足了市场部分高端要求。为适应简易化的操作需求、多样化的应用需求，数码喷印材料逐渐发展出以塑料薄膜或片材为基材的产品，以车身贴（不干胶/自粘贴）、单透膜（单透贴/透视贴）为代表的**背胶喷印材料**应运而生。该类材料具有良好的喷绘性能，即粘即用，施工及更换方便快捷，并可适应复杂多样的表面形态，大大拓展了数码喷印材料的应用范围。其中，单透膜在展示画面表现力的同时实现了透光性、透视性的效果，在玻璃幕墙、汽车地铁等流动媒体的窗体部分具有独特的优势。

表 2：数码喷印材料分类

类别	核心工艺	基本结构	主要特点
贴合喷印材料	贴合	贴膜层（PVC 膜） 基布层（涤纶工业丝） 贴膜层（PVC 膜）	制造工艺简单，生产成本较低 喷绘性能较好，便于分割、拼接、托运，户外安装简单
涂层喷印材料	涂布	浆料层（PVC 浆料） 基布层（涤纶工业丝） 浆料层（PVC 浆料）	喷绘性能较好，较强的耐候性、抗拉伸性、剥离强度、撕破强度 便于分割、拼接、托运，户外安装简单
背胶喷印材料	车身贴	贴膜层（PVC 膜） 背胶层（压敏胶） 底纸层（离型纸）	良好的喷绘性能、耐候性、延展性 即粘即用，施工及更换方便快捷，并可适应复杂多样的表面形态，应用领域广泛
	单透膜	贴膜层（PVC 膜） 背胶层（压敏胶） 底纸层（离型纸）	从户内遮盖面可透视户外环境，而户外只能看到贴膜表面所喷绘的文字画面，主要用于窗体

数据来源：招股说明书，财通证券研究所

图 9：数码喷印材料应用示意图



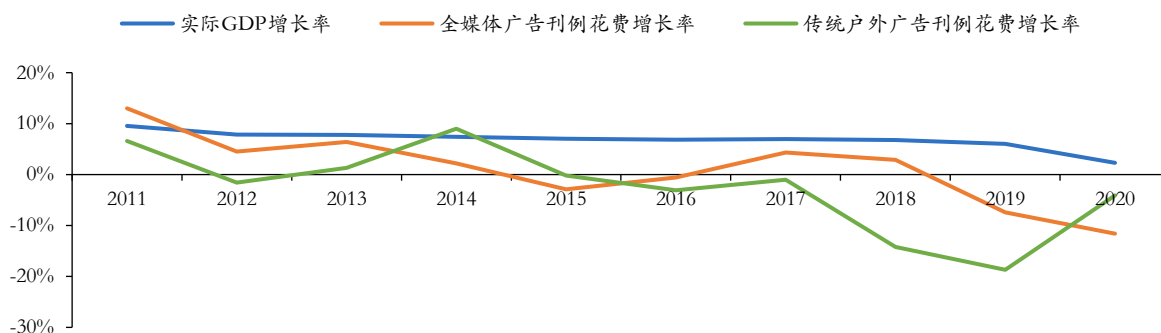
数据来源：招股说明书，财通证券研究所

2.2 户外广告市场下滑，车身贴和单透膜替代传统材料增速较快

广告媒体可分为传统媒体（电视、报纸、杂志、广播、传统户外）、生活圈媒体（电梯、影院）和互联网媒体。公司数码喷印材料的主要下游应用为传统户外媒体，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。

广告行业周期与经济周期基本同步，具体表现为全媒体广告刊例花费增速与GDP增速相关性较高。根据CTR数据，随着我国GDP增长速度放缓，广告刊例花费增速也出现了明显下滑，2020年受疫情影响下滑较多。其中，传统媒体受新媒体冲击较大，传统户外广告2015年后刊例花费连续下滑。

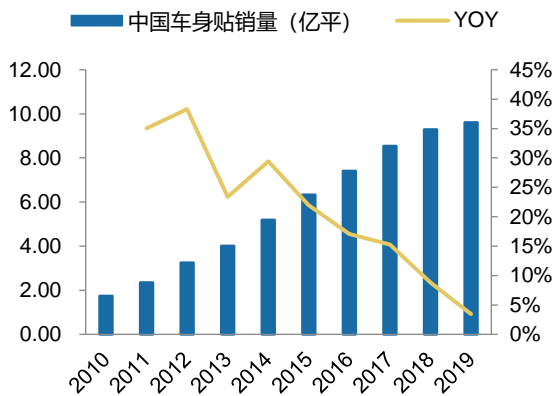
图 10：全媒体广告、传统户外广告刊例花费增长率与 GDP 增长率的关系



数据来源：CTR，财通证券研究所

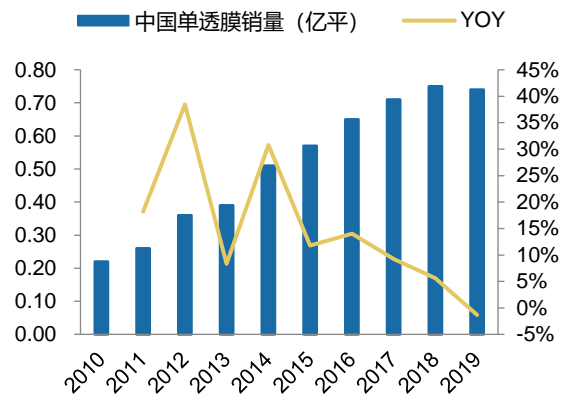
在下游整体市场无明显起色的情况下，我们更关注内部产品的变化。车身贴、单透膜作为更高端的背胶喷印材料，相比贴合喷印材料和涂层喷印材料具有性能更佳、施工更方便的特点，使用场景逐渐增多。根据上海广告器材供应商协会的数据，近十年国内车身贴和单透膜市场复合增速约 15-20%，显著高于传统户外广告市场增速。

图 11：中国车身贴销量及增速



数据来源：上海广告器材供应商协会，财通证券研究所

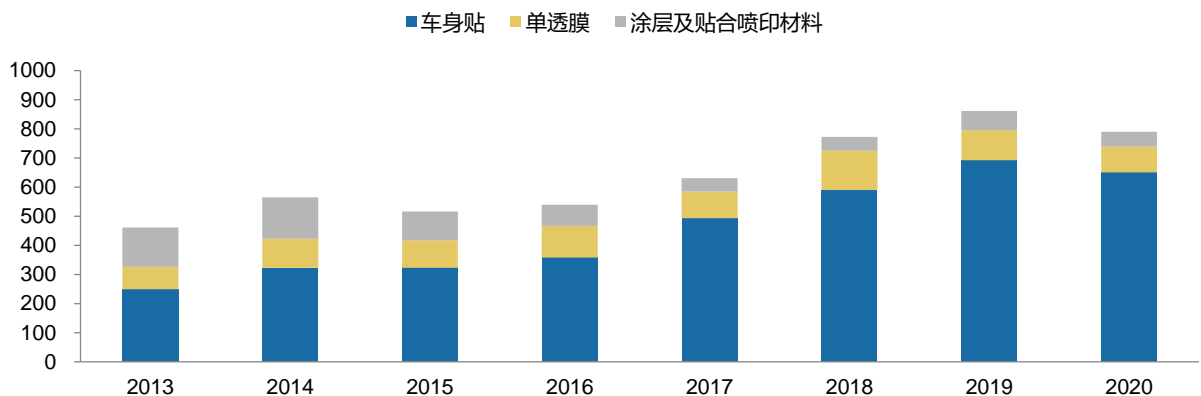
图 12：中国单透膜销量及增速



数据来源：上海广告器材供应商协会，财通证券研究所

公司自成立以来就主攻车身贴和单透膜产品，为丰富产品线部分外购涂层喷印材料，贴合喷印材料则全部外购。公司数码喷印材料经营情况也符合行业趋势，车身贴和单透膜营收稳步增长，而涂层及贴合喷印材料营收略有下滑。

图 13：公司数码喷印材料营收拆分



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.3 公司竞争优势明显，国内市占率超过 30%

作为数码喷印材料行业规模领先的上市公司，与其他企业相比公司竞争优势非常明显，具体包括：

(1) 研发能力强，技术领先。公司是高新技术企业和国家火炬计划重点高新技术企业，并被上海市科学技术委员会、上海市知识产权局等部门认定为创新型企业 and 科技小巨人企业，建设有上海市认定企业技术中心，并与华东理工大学共建产学研合作基地。公司掌握并大规模稳定应用涂布技术、贴合技术、冲孔技术等工艺技术，同时积极保持对市场产品和功能多样性、便利性需求的及时响应，开发形成并掌握了车身贴排气技术、零残留胶性技术、高遮盖控制技术、高效冲孔模具技术、CJ 型数码打印材料技术等多项核心技术，有效解决了车身贴的施工效率和下刊残胶率、减少了单透膜的冲孔毛刺和拉裂现象、增强了涂层喷印材料的耐候性和喷绘性能。

(2) 生产经验丰富，产品质量高且稳定。数码喷印材料产品需要经过多道工艺，涉及温度、压力、速度等多项工艺参数，产品性能和质量对工艺参数的变化较为敏感，需要根据生产条件对其进行及时、恰当的设定和调整，如基材张力控制、传送速度控制、烘干温度设定等。公司在长期的生产过程中积累了丰富的生产经验，通过对生产工艺的持续调整、优化以及工艺操作流程的规范建立了良好的工艺规范控制体系，保证生产工艺的有效运行，实现产品品质的提高和稳定。

(3) 产品种类丰富。数码喷印材料行业具有多品种、短周期、小批量的业务特点，下游客户根据实际应用领域的不同而常常需同时采购多种不同产品。公司目前拥有四大种类、数十个细分品种的产品，在丰富自产产品的同时，也根据客户需求外购部分种类产品，向客户提供“一站式”的服务，积极满足全球客户和合作伙伴的需求。

(4) 通过 ERP 系统实现精细管理。公司定制了 ERP 管理系统并经过多次完善，目前已基本实现产供销全链条精细化管理。

这些竞争优势集中体现为公司的高市占率。根据上海广告器材供应商协会以及公司销量数据测算，截至 2019 年公司主要产品车身贴和单透膜国内市占率约 25-26%。

表 3：公司车身贴和单透膜市占率较高

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
--	------	------	------	------	------	------	------

中国车身贴销量 (亿平)	4.01	5.19	6.33	7.41	8.54	9.29	9.61
公司车身贴销量 (亿平)	0.73	1.00	1.03	1.28	1.63	1.88	2.39
<i>国内市占率</i>	<i>18.20%</i>	<i>19.25%</i>	<i>16.31%</i>	<i>17.25%</i>	<i>19.07%</i>	<i>20.29%</i>	<i>24.84%</i>
中国单透膜销量 (亿平)	0.39	0.51	0.57	0.65	0.71	0.75	0.74
公司单透膜销量 (亿平)	0.12	0.17	0.17	0.21	0.17	0.24	0.19
<i>国内市占率</i>	<i>30.53%</i>	<i>33.33%</i>	<i>30.59%</i>	<i>32.87%</i>	<i>24.06%</i>	<i>32.51%</i>	<i>25.93%</i>

数据来源:公司公告,上海广告器材供应商协会,财通证券研究所

2021 年受疫情及重要广告主教育行业减少广告投放的影响,我们预计传统户外广告基本盘仍难有起色。而公司车身贴取得逆势增长,2021H1 实现营收 4.16 亿元,同比增长 58%,相比 2019H1 的 3.17 亿元也有 31% 的增长。我们认为主要因为随着疫情及环保趋严(胶水含有有机溶剂),小企业加速出清,行业集中度进一步提升,公司有望加速抢占市场份额。

2.4 通过各分基地布局提升产能和产业链一体化程度

作为数码喷印材料行业龙头,公司持续扩张产能和提升产业链一体化程度,已规划泰国(已建设完成)、江苏南通、江西丰城三大基地。

泰国基地主要满足东南亚市场涂布材料需求,是公司国际化的第一步。公司于 2019 年下半年启动泰国基地项目,克服了疫情的重大影响,已于 2021 年 8 月正式投产。泰国基地数码喷绘材料产能为 0.5 亿平。

江苏南通基地以化工产品为主,主要生产胶粘剂。2020 年 2 月,公司与江苏南通如东沿海经济开发区管委会签订化工项目土地购买合同《项目投资协议书》,公司拟投资 3.2 亿元建设高性能数码化工产品生产研发基地项目。

江西丰城基地为公司新的生产和研发基地。2021 年 2 月,公司与江西丰城高新区签约建设纳尔丰城智能工厂项目。项目总投资 8.8 亿元、占地 500 亩,主要建设年产 5 万吨数码喷印墨水、3.6 亿平数码喷印材料、3 万吨可降解塑料薄膜、0.5 亿平方米光学电子功能膜材料,以及科研总部和人才公寓。同时,2020 年非公开募投项目之一——年产 18000 吨数码压延膜项目(压延膜为公司背胶类数码喷印材料的原材料)的实施地点也变更为江西丰城。

我们在第一章中已经分析过胶粘材料公司向上延伸产业链的必要性。目前公司数码喷印材料中纸基材自给率较高,膜基材和胶粘剂则主要外购。江苏南通基地和

江西丰城基地建成后将大幅提升公司原材料自给率,助力公司提升行业竞争力和市占率。

3、数码喷印墨水：行业增速较快，公司位于国内第一梯队

3.1 收购墨库图文，实现产品和产业链延伸

数码喷印墨水与数码喷印材料均为数码喷印材料的耗材,是同一产业链中用途相似的产品,两者在客户和销售渠道上具有一定协同性。2019年7月公司发行股份及支付现金收购墨库图文51%股权,实现了产品和产业链的延伸。

墨库图文是国内领先的数码喷印墨水生产企业,可生产分散墨水、活性墨水、酸性墨水、UV墨水、水性墨水、弱溶剂墨水等多种数码喷印墨水产品。根据下游应用不同,其产品又可分为纺织墨水、办公打印墨水和广告墨水,其中纺织墨水占据主导地位。

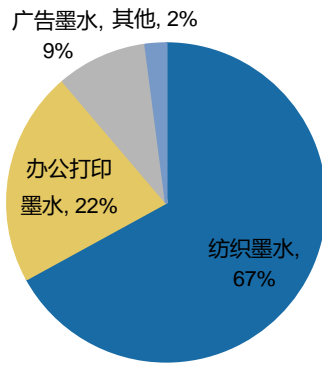
表 4：墨库图文主要墨水种类

墨水种类	主要特点	应用领域
分散墨水 (热转印/热升华墨水)	以分散色料为着色剂	涤纶、涤棉等纺织品
活性墨水	以活性色料为着色剂	丝绸、麻、棉、羊毛、羊绒等纺织品
酸性墨水	以酸性染料为着色剂	真丝、毛织物、尼龙、涤纶等纺织品
UV 墨水	通过光化学反应聚合进行固化	纸材、金属、陶瓷、木材、玻璃、PVC、KT 板、亚克力、硅胶、皮革等材质
水性墨水	以水为主要溶剂	PP、灯片、背胶、发泡纸、压纹纸、瓦楞纸、灰板纸、卡纸、铜版纸、牛卡纸等材质
弱溶剂墨水	以高分子成膜剂、有机溶剂为溶剂	PVC、车身贴、横幅、画布、背光膜等材质

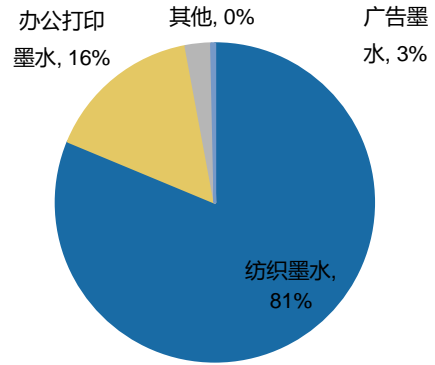
数据来源：墨库图文官网，天威新材招股书，财通证券研究所

图 14：墨库图文 2018 年营收结构

图 15：墨库图文 2018 年毛利结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

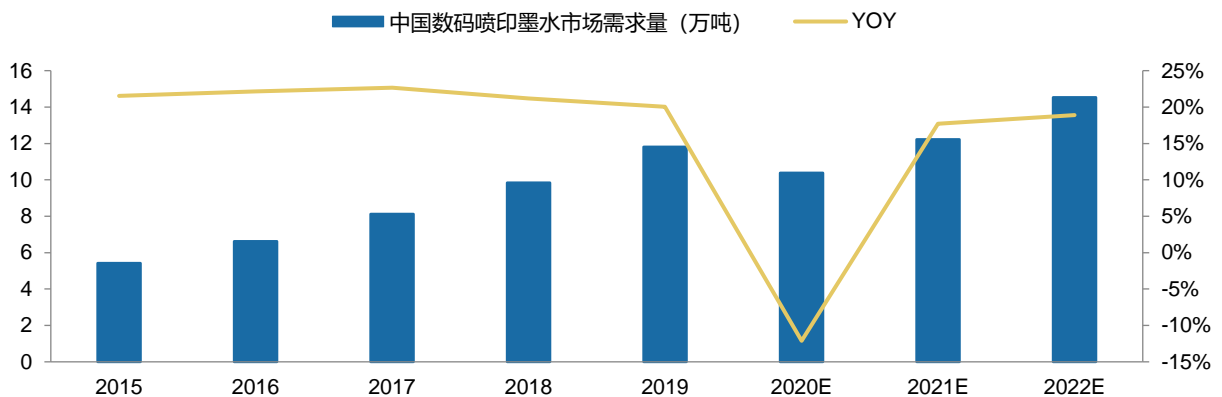


数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.2 数码喷印墨水增速较快，纺织品数码印花空间大

根据中国印刷及设备器材工业协会的数据，2015-2019 年我国数码喷印墨水市场保持 20%以上增速，2019 年市场规模达到 11.81 万吨。受疫情影响，近两年行业增速有所下滑，预计 2022 年市场规模将提升至 14.53 万吨。

图 16：中国数码喷印墨水需求量及增速



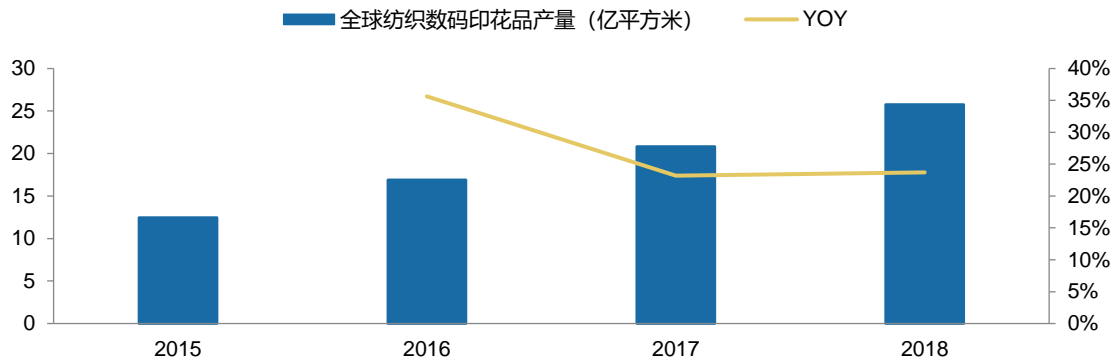
数据来源：中国印刷及设备器材工业协会，财通证券研究所

纺织品数码印花是数码喷印墨水较为重要（国内占比约 20%）且增长较快的应用领域。

纺织印染工艺可分为染整和印花，印花工艺又可分为丝网印花和数码印花。传统的染整和丝网印花工艺具有高污染、高能耗、交货速度慢、图案单调、生产工艺复杂等缺点，而数码印花无需制网调浆、无套色限制、无起印量限制，同时还具

有绿色环保、节省能耗等优点，契合了纺织产业升级和终端快时尚的消费升级趋势，迎来快速发展期。根据 World Textile Information Network (WTIN) 的数据，全球全球纺织数码印花品产量从 2015 年的 12.46 亿平方米增长到 2018 年的 25.76 亿平方米，年均增速达 28%。

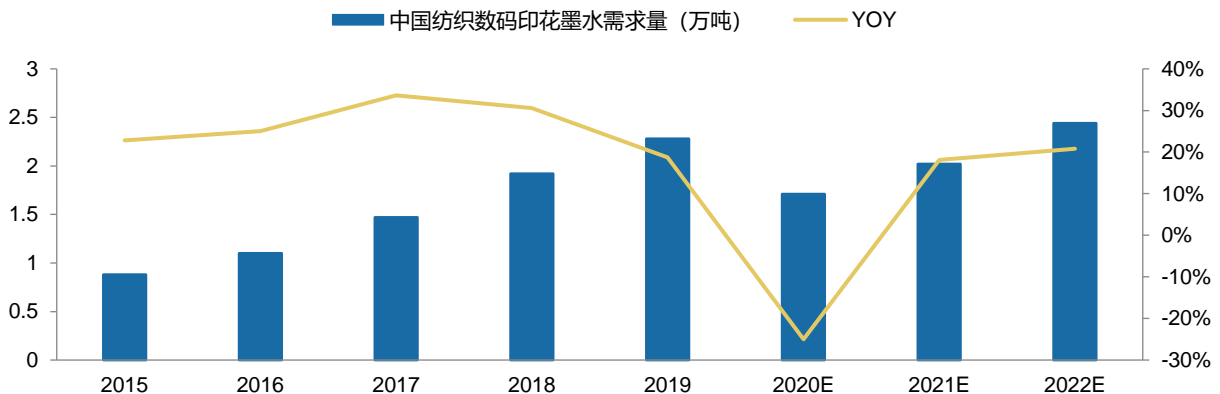
图 17：全球纺织数码印花品产量及增速



数据来源：WTIN，财通证券研究所

我国纺织品数码印花起步较晚但发展迅速。随着我国印染行业产业结构调整、数码印花技术进步以及终端消费方式升级，纺织品数码印花应用范围不断扩大，染整工艺向印花工艺尤其是数码印花工艺转型进程加快。根据中国印染行业协会数据，2019 年我国数码印花布产量 19 亿米，占印花布比例约 11%，而欧美市场这一比例约 30%-40%，我国数码印花仍有较大发展空间。下游快速增长也带来了我国纺织数码印花墨水的快速发展，2015-2019 年我国纺织数码印花墨水市场年均增速约 27%，2019 年市场规模达到 2.28 万吨。

图 18：中国纺织数码印花墨水需求量及增速



数据来源：中国印染行业协会，财通证券研究所

除纺织外，在户外广告、装饰装潢、包装及出版物印刷、PCB 等领域，数码喷

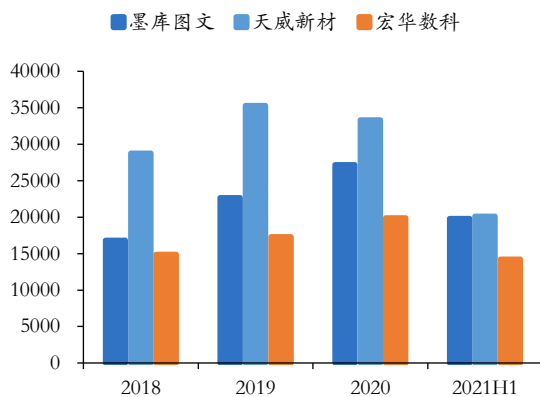
印作为性能更优的印刷方式都将持续增长。

3.3 墨库图文位于国产第一梯队，持续扩产强化竞争优势

在数码印花技术快速发展的推动下，我国纺织数码印花墨水的研发进程加快，取得了明显的技术进步。我国数码印花墨水在许多关键技术如稳定性、色彩饱和度、与喷头和供墨系统匹配性、与纺织品面料适应性，以及研磨、过滤、分散等关键工艺已得到突破，由过去完全依赖进口转变为自主生产为主，进口依存度下降至10%。国产数码印花墨水色谱较为齐全，在上色率、鲜艳度、耐光性、耐氯牢度、皂洗牢度、干湿摩擦度、重现性等方面都可以达到出口要求，且价格和进口墨水相比具有较大的竞争优势。

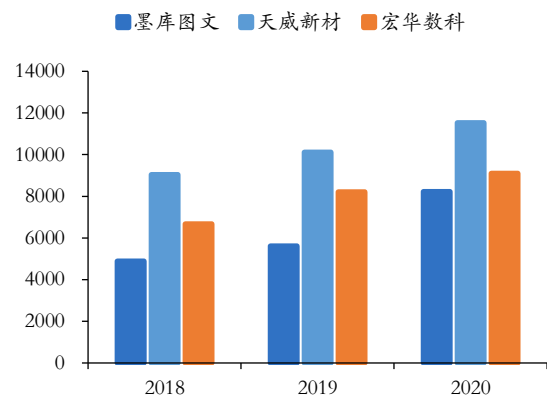
这一过程中涌现了较多国产数码喷印墨水公司，墨库图文为其中杰出代表。公司2020年数码喷印墨水收入2.71亿元，在国产品牌中仅次于天威新材，与天威、宏华共处第一梯队，并已拉开与蓝宇、鸿盛等公司差距。2021H1公司数码喷印墨水收入1.98亿元，同比增长90%。

图 19：墨库图文、天威新材、宏华数科墨水业务收入比较（单位：万元）



数据来源：公司公告，天威新材招股书，宏华数科招股书，财通证券研究所

图 20：墨库图文、天威新材、宏华数科墨水业务毛利比较（单位：万元）



数据来源：公司公告，天威新材招股书，宏华数科招股书，财通证券研究所

在产能方面，公司目前约有1.5万吨产能，产能利用率较高。江西丰城5万吨产能建成后产能瓶颈将会解除。此外，2021年11月，公司与珠海市金湾区人民政府签署《项目投资协议书》，公司拟投资2亿元购买土地并建设高性能环保型墨水项目，进一步丰富产品种类并提升产能，强化公司行业竞争优势。

4、汽车保护膜：卡位蓝海市场，收入快速增长

4.1 汽车保护膜介绍

汽车保护膜又称漆面保护膜（Paint Protective Film, PPF），主要用于乘用车的漆面保护。PPF 可分为隐形车衣和汽车改色膜两类产品，隐形车衣注重保护，而汽车改色膜还需兼顾颜色。近年来随着消费者车美意识的崛起，汽车保护膜逐渐从高档、奢侈化消费向大众化、标配化、普及化消费转变，市场需求快速增长。

PPF 为五层结构：PET 膜（施工时撕除，保护表面涂层）-表面涂层（防污、修复）-基膜（核心材料）-压敏胶-离型膜（施工时撕除，保护压敏胶层）。基膜是 PPF 的核心，也是承担保护作用的主要材料。常用的基膜材料为 PVC 和 TPU。TPU 具有抗冲击、防穿刺、防划伤，耐腐蚀、耐候性好，具有热修复功能，撕膜时无残胶，质感好等特点，相比 PVC 性能优势显著。

表 5：PVC 与 TPU 汽车保护膜比较

	PVC	TPU
使用年限	2-3 年，高端产品可达 5 年	5-8 年
终端价格	较低	较高
生产工艺	简单	复杂
功能性	材质硬，抗冲击性好；中低端产品撕膜时在车漆上有残胶	抗冲击、防穿刺、防划伤；耐腐蚀、耐候性好；具有热修复功能；撕膜时无残胶
外观	亮光膜近距离观看普遍有橘皮纹现象	无橘皮纹，亮度高，更有质感

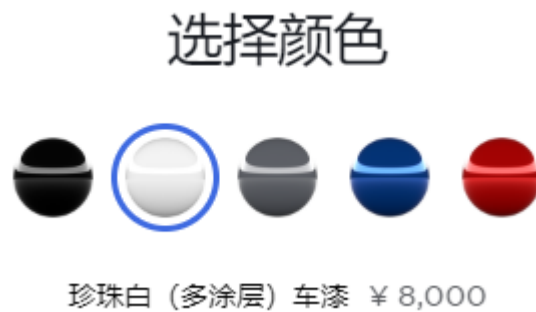
数据来源：公司公告，财通证券研究所

我们综合行业及公司情况计算汽车保护膜市场规模，隐形车衣+汽车改色膜潜在市场规模可达 87.5 亿元。

市售的汽车保护膜以卷售卖，一般规格为 1.52m*15m 即 22.8 平方米，每辆车使用一卷进行安装。按此计算，公司 2020 年共出售了 5.04 万卷汽车保护膜（=汽车保护膜销量 114.84 万平/22.8 平），每卷平均售价约 1900 元（=汽车保护膜营收 9543 万元/5.04 万卷）。我们假设每年 2500 万辆汽车销量中有 10% 的高端车型安装隐形车衣，单车价值量 2000 元，则隐形车衣市场规模为 50 亿元。

汽车改色膜价格更贵，但相比直接喷漆仍性价比仍然较高。以特斯拉为例，官网预定特斯拉并修改颜色的额外花费为 8000 元，且难以更换；而一次汽车改色膜的终端消费价格约 5000-10000 元（视质量不同差距较大，含贴膜费用），可以随时更换颜色、不损害车漆且具有保护作用，性价比较高。我们假设每年 2500 万辆汽车销量中有 5% 的高端车型安装汽车改色膜，单车价值量 3000 元，则汽车改色膜市场规模为 37.5 亿元。

图 21：特斯拉更改车身颜色费用



数据来源：特斯拉官网，财通证券研究所

4.2 公司较早布局 PPF，近几年收入快速增长

在 PPF 中，表面涂层和胶水都需要通过涂布工艺涂到 TPU 基膜上，生产难度较高。目前国内使用的 PPF 仍以进口为主，主要生产公司包括 3M、艾利、Xpel、龙膜（伊士曼）等全球主流功能性膜材生产企业。

公司是国内较早布局 PPF 的企业，于 2016 年底收购 PPF 品牌并成立汽车保护膜事业部。立足于公司深厚的涂布工艺技术积累以及纳尔股份-常熟理工学院功能材料系统创新研究院的研发实力，纳尔 PPF 研发了一系列功能型膜材和涂层专利技术。纳尔 PPF 目前主要产品为隐形车衣，基材为 TPU，综合性能优异。

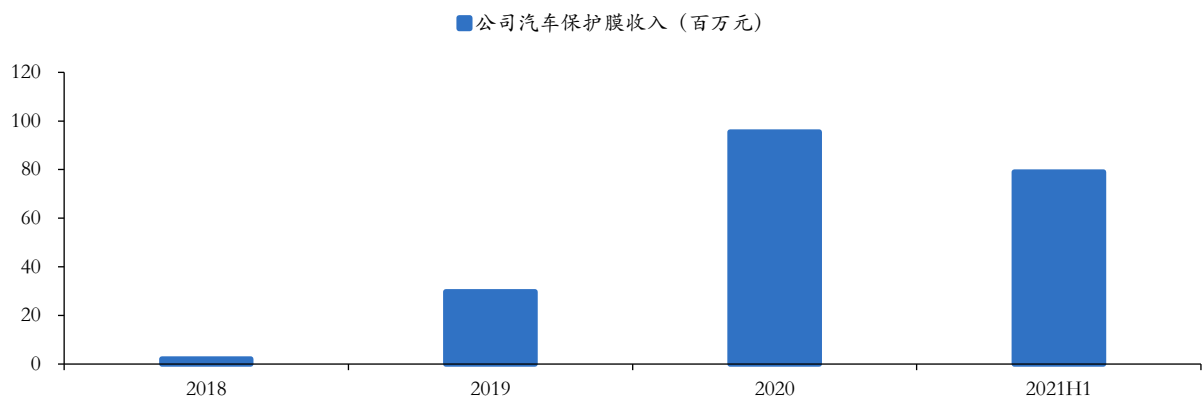
图 22：阿斯顿马丁装贴纳尔 PPF（贴膜时-贴膜后）



数据来源：公司官网，财通证券研究所

经过 3 年发展,公司 PPF 已成为国内知名品牌和头部企业,营业收入快速增长,从 2018 年仅 210 万元增长至 2020 年 9543 万元。2021H1 公司 PPF 收入 7900 万元,同比增速高达 178.5%。

图 23：公司汽车保护膜收入快速增长



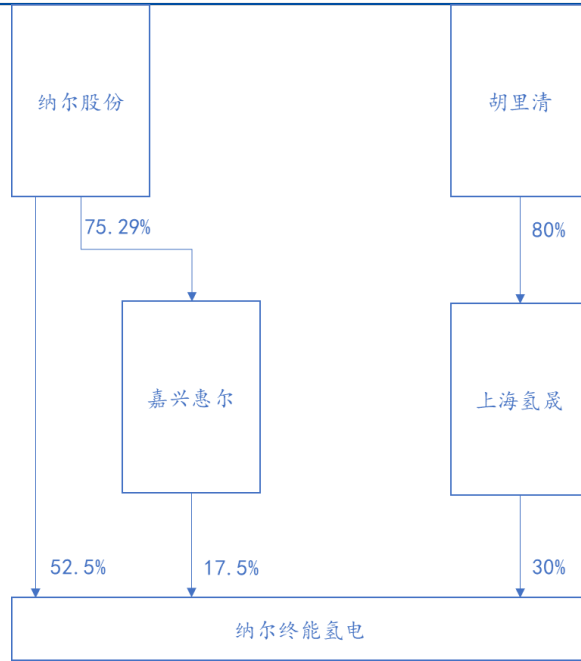
数据来源：公司公告，财通证券研究所

2021 年 9 月,公司发布彩色 PPF 产品,将进入汽车改色膜市场,发展有望加速。

5、积极布局燃料电池膜电极,胡里清博士产业经验丰富

2021 年 4 月,公司成立纳尔终能氢电有限公司,进入燃料电池膜电极生产领域,进一步拓宽功能性膜材赛道。公司合计持有 65.68%股份,技术带头人胡里清博士持有 24%股份。

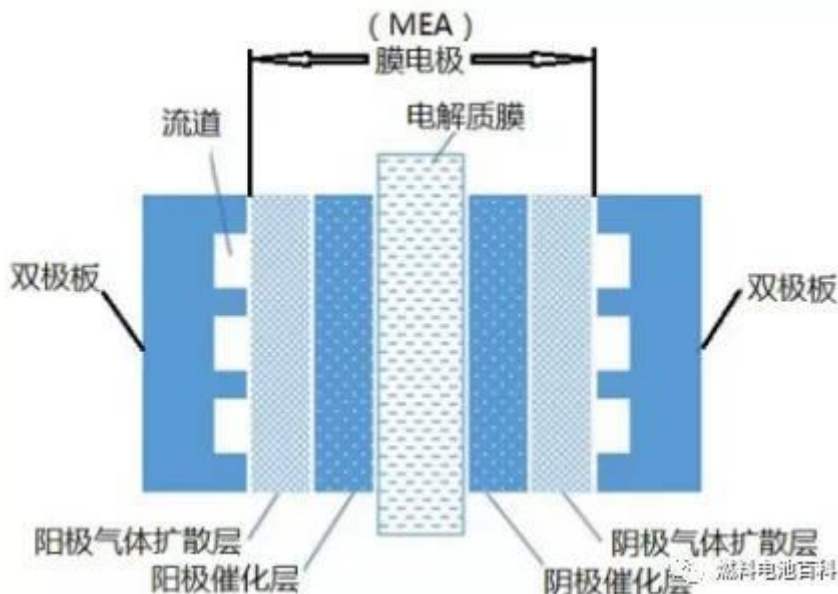
图 24：纳尔终能氢电股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

膜电极是燃料电池的核心组件。标准的质子交换膜燃料电池单电池包括七层结构，最中间一层为质子交换膜（又称电解质膜），两侧对称地依次为阴/阳极催化层、阴/阳极气体扩散层和阴/阳极双极板。为获得更高的电压和功率，需要将多个单电池串联构成电堆堆栈。质子交换膜、催化层与气体扩散层三个部分合称膜电极（Membrane Electrode Assembly, MEA），膜电极是燃料电池的核心组件，是燃料电池内部能量转换的场所，技术壁垒较高。

图 25：燃料电池单电池示意图



数据来源：燃料电池百科，财通证券研究所

膜电极性能主要由质子交换膜性能、扩散层结构、催化层材料和性能以及膜电极本身生产工艺所决定。在原料质量固定的前提下，膜电极生产工艺就成为了关键。经过技术发展，目前膜电极主流商业化生产工艺已发展成催化剂涂层膜电极（Catalyst Coated Membranes, CCM）（3层MEA），通过这一工艺将催化剂直接涂布于质子交换膜，可以方便的测试不同气体扩散层性能以便于优化。

胡里清博士为中国燃料电池产业化先驱，具有深厚的产业经验。胡博士于1989年毕业于中科院上海有机化学研究所，1995年任全球燃料电池龙头巴拉德高级项目负责人，1998年回国创办上海神力科技有限公司（持股30%）。自1998年神力科技成立以来，胡博士先后担任国家“九·五”重点科技（攻关）项目“30千瓦质子交换膜燃料电池动力系统研制”第一负责人，“十·五”863计划电动汽车重大专项“燃料电池发动机课题”第一轮、第二轮、第三轮的课题组组长，四项上海市重大科技攻关项目第一负责人。在胡博士带领下，神力科技具备了一系列燃料电池电堆自主知识产权，是国内少数具备电堆量产能力的企业。其产品具备高集成化、高可靠性、耐腐蚀性、长寿命、适用范围广、快速启动响应等特点，已在9米级客车和12米级客车中被批量应用。2015年，亿华通收购神力科技50.19%股权。目前胡博士在纳尔终能氢电全职任职。

公司计划配套先进的CCM生产线，目标成为国内最大的膜电极研发制造企业。公司材料配方、生产工艺等核心技术自主可控。在胡博士领衔下，公司产品的单位面积发电功率、催化剂铂载量、使用寿命等关键性能指标上有望显著提升。

6、盈利预测和投资结论

我们对公司主营业务进行如下预测：

(1) 数码喷印材料：车身贴均价 3.2/3.2/3.2 元/平（2021/22/23 年数据，下同）。价格上涨主要因 PVC 价格上涨，相当于 2018 年水平。销量 25000/27500/30250 万平，毛利率 16%/20%/23%。单透膜均价 5.5/5.5/5.5 元/平，销量 1900/1995/2095 万平，毛利率 15%/17%/20%。2021 年毛利率较低主要因 PVC 涨价，随着公司产业链一体化程度增强，毛利率有望稳步提高。

(2) 数码喷印墨水：营收同比增长 50%/30%/30%，毛利率维持 30%。

(3) 汽车保护膜：均价 85/90/90 元/平，销量 253/455/819 万平，毛利率 28%/30%/30%。

表 6：公司主营业务预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
合计					
营收（百万）	1017	1254	1627	2029	2609
毛利（百万）	183	301	341	491	688
毛利率	18%	24%	21%	24%	26%
车身贴					
销量（万平）	23872	23779	25000	27500	30250
均价（元/平）	2.90	2.74	3.20	3.20	3.20
营收（百万）	692	651	800	880	968
毛利（百万）	118	124	128	176	223
毛利率	17%	19%	16%	20%	23%
单透膜					
销量（万平）	1919	1783	1900	1995	2095
均价（元/平）	5.41	5.00	5.50	5.50	5.50
营收（百万）	104	89	105	110	115
毛利（百万）	20	15	16	19	23
毛利率	19%	17%	15%	17%	20%
数码喷印墨水					
营收（百万）	96	272	408	530	689
毛利（百万）	24	82	122	159	207
毛利率	25%	30%	30%	30%	30%

汽车保护膜					
销量 (万平)	30	115	253	455	819
均价 (元/平)	100.69	83.10	85.00	90.00	90.00
营收 (百万)	30	115	253	455	819
毛利 (百万)	9	27	60	123	221
毛利率	31%	28%	28%	30%	30%
其他					
营收 (百万)	95	147	100	100	100
毛利 (百万)	12	53	15	15	15
毛利率	12%	36%	15%	15%	15%

数据来源：财通证券研究所

我们预测公司 2021/22/23 年归母净利润 0.99/1.55/2.27 亿元，EPS 0.67/1.06/1.55 元，对应现价 PE 37.35/23.70/16.21 倍。

选取胶粘材料与功能性膜材上市公司作为可比公司。我们看好公司清晰的横向纵向发展思路，公司有望成为功能性膜材平台型企业，且数码喷印墨水、汽车保护膜与燃料电池膜均是增速较快的赛道，参考可比公司给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标价 31 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值

公司	市值 (亿元)	PE		
		2021	2022	2023
永冠新材	71.79	27.86	20.92	16.11
斯迪克	107.42	44.57	30.76	21.73
东材科技	162.57	43.88	27.88	20.74
激智科技	61.12	30.01	20.30	14.10
平均		36.58	24.96	18.17

数据来源：Wind，财通证券研究所

注：数据日期为 2021.12.16，均为 Wind 一致预期

7、风险提示

1、户外广告市场下滑幅度超预期

公司目前主要利润贡献产品数码喷印材料受户外广告市场影响较大。若户外广告市场受疫情影响或新媒体冲击下滑幅度超预期，将影响公司数码喷印材料收入和利润。

2、原材料价格大幅波动

公司目前胶粘剂和基膜自给率仍然不高，在产业链一体化完成之前，若原材料价格大幅波动，将影响公司利润。

3、新项目建设进度不及预期。

江苏南通和江西丰城基地对公司未来发展至关重要。若新项目建设进度不及预期，将影响公司产能和利润释放。

公司财务报表及指标预测

资产负债表						损益表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1017	1254	1627	2029	2609	成长性					
减:营业成本	834	953	1286	1538	1920	营业收入增长率	29%	23%	30%	25%	29%
营业税费	2	3	4	4	6	营业利润增长率	-29%	163%	19%	69%	51%
销售费用	37	51	59	71	91	净利润增长率	-32%	126%	3%	58%	46%
管理费用	43		62	77	99	EBITDA 增长率	4%	127%	12%	56%	44%
研发费用	51	60	73	91	117	EBIT 增长率	-8%	164%	8%	72%	51%
财务费用	-1	7	-2	-2	-3	NOPLAT 增长率	-4%	147%	10%	72%	51%
资产减值损失	-5	-8	0	0	0	投资资本增长率	22%	10%	16%	23%	29%
加:公允价值变动收益	0	2	0	0	0	净资产增长率	25%	10%	16%	23%	29%
投资和汇兑收益	0	6	3	4	5	利润率					
营业利润	49	128	152	258	389	毛利率	18%	24%	21%	24%	26%
加:营业外净收支	-1	-2	0	0	0	营业利润率	5%	10%	9%	13%	15%
利润总额	48	126	152	258	389	净利润率	4%	9%	8%	11%	13%
减:所得税	3	14	15	26	39	EBITDA/营业收入	7%	14%	12%	15%	17%
净利润	42	96	99	155	227	EBIT/营业收入	5%	11%	9%	12%	14%
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	运营效率					
货币资金	226	243	293	463	751	固定资产周转天数	85	83	62	48	37
交易性金融资产	133	147	147	147	147	流动营业资本周转天数	47	46	44	39	34
应收帐款	140	137	201	250	322	流动资产周转天数	236	222	219	227	240
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	50	40	45	45	45
预付帐款	7	28	45	54	67	存货周转天数	57	67	74	74	74
存货	131	174	261	312	389	总资产周转天数	388	356	333	326	323
其他流动资产	13	13	13	13	13	投资资本周转天数	279	250	223	221	221
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	6%	12%	11%	15%	18%
长期股权投资	19	14	14	14	14	ROA	4%	8%	7%	9%	10%
投资性房地产	0	8	8	8	8	ROIC	6%	14%	13%	18%	21%
固定资产	237	286	275	269	264	费用率					
在建工程	23	12	43	65	81	销售费用率	4%	4%	4%	4%	4%
无形资产	48	44	71	98	125	管理费用率	4%	4%	4%	4%	4%
其他非流动资产	1	2	2	2	2	财务费用率	0%	1%	0%	0%	0%
资产总额	1082	1221	1484	1812	2306	三费/营业收入	8%	9%	7%	7%	7%
短期债务	0	0	0	0	0	偿债能力					
应付帐款	106	136	176	211	263	资产负债率	28%	30%	33%	32%	32%
应付票据	152	152	229	274	342	负债权益比	39%	42%	49%	48%	46%
其他流动负债	0	2	2	2	2	流动比率	2.18	2.11	2.01	2.17	2.36
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	1.72	1.55	1.38	1.54	1.74
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	1241.80	245.98	—	—	—
负债总额	305	363	489	584	729	分红指标					
少数股东权益	60	70	109	185	308	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	147	147	147	147	147	分红比率					
留存收益	359	425	524	679	907	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
股东权益	777	858	995	1227	1577	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EPS(元)	0.30	0.65	0.67	1.06	1.55
净利润	46	112	137	232	350	BVPS(元)	4.97	5.36	6.03	7.09	8.64
加:折旧和摊销	25	38	48	52	57	PE(X)	44.90	22.02	37.35	23.70	16.21
资产减值准备	7	10	0	0	0	PB(X)	2.71	2.67	4.16	3.54	2.90
公允价值变动损失	0	-2	0	0	0	P/FCF					
财务费用	-1	8	0	0	0	P/S	1.94	1.68	2.27	1.82	1.41
投资收益	0	-6	-3	-4	-5	EV/EBITDA	22.87	10.91	17.69	10.75	6.79
少数股东损益	0	0	38	77	122	CAGR(%)					
营运资金的变动	5	-40	-40	-19	-24	PEG	—	0.17	12.52	0.41	0.35
经营活动产生现金流量	81	125	142	262	378	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	13	-116	-92	-91	-90	REP					
融资活动产生现金流量	-10	-36	0	0	0						

敬请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

资料来源：wind 数据，财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰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，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。