



## 汽车涂料国产替代先锋，原厂车身涂料打开成长空间

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 汽车修补漆构筑基本盘，认证先发、调色服务与渠道网络形成客户粘性。2025年公司汽车售后修补涂料收入3.12亿元，同比+24.97%，占主营业务收入47.27%，已成为稳定现金流与客户资源基础。2) 内外饰件涂料持续放量，国产替代路径逐步清晰。2025年公司汽车新车内外饰件及车身涂料收入2.99亿元，占主营业务收入45.31%，已覆盖比亚迪、赛力斯问界、奇瑞、吉利、小米、理想、蔚来等主流车企。3) 原厂车身涂料打开中长期空间，高温水性涂料认证突破值得关注。国内汽车车身涂料市场长期由欧美、日本品牌主导，公司已向俄罗斯拉达实现持续稳定批量供货，国内主机厂认证推进有望成为下一阶段成长核心变量。
- **修补漆业务构筑护城河，认证、调色与服务体系形成长期客户粘性。**公司以汽车售后修补涂料起家，长期深耕主机厂、授权4S店及维修体系，形成“产品+调色+培训+渠道服务”的一体化模式。汽车修补漆高度依赖原厂认证、颜色匹配能力及现场服务能力，公司已成为宝马、比亚迪、华为问界、吉利、奇瑞、一汽大众、一汽红旗、广汽丰田、东风日产等多数主机厂的集采合作伙伴。2025年汽车售后修补涂料收入3.12亿元，同比+24.97%，占主营收入47.27%，客户粘性与替换成本较高，构成公司稳健增长基本盘。
- **内外饰件涂料跑通国产替代路径，客户结构升级带动第二增长曲线成型。**在修补漆业务基础上，公司向新车内外饰件涂料延伸，切入汽车前装制造环节。该类产品主要用于保险杠、后视镜、仪表盘、中控台、门饰板等部件，对颜色一致性、附着力、耐候性及快速响应能力要求较高。2025年公司汽车新车内外饰件及车身涂料收入2.99亿元，占主营收入45.31%；客户已覆盖比亚迪、赛力斯问界、奇瑞、吉利、小米、理想、蔚来、小鹏等主流自主及新能源车企，国产替代与份额提升空间仍较大。
- **原厂车身高温涂料打开长期空间，国产替代与水性环保趋势提供战略级机会。**中长期看，公司最大成长弹性来自原厂车身涂料，尤其是高温水性车身涂料的国产替代突破。该市场长期由庞贝捷、巴斯夫、艾仕得、立邦、关西等外资品牌主导，认证壁垒高、客户准入难。公司已向俄罗斯拉达实现持续稳定批量供货，量产经验与技术服务能力得到验证；同时“万吨水性环保汽车涂料”项目预计2026年12月达到预定可使用状态。若国内主机厂认证及订单落地，公司有望由“修补漆+内外饰件涂料”企业升级为国产原厂涂料核心供应商。
- **盈利预测与投资建议:** 随着公司汽车售后修补涂料基本盘持续稳固，新车内外饰件及车身涂料业务逐步放量，公司收入结构有望持续优化；同时，高温水性车身涂料认证及万吨水性环保汽车涂料项目推进，有望为中长期成长打开空间。在修补漆份额提升、内外饰件涂料客户拓展及原厂车身涂料国产替代推进带动下，我们预计公司2026-2028年营业收入分别为7.82/9.93/13.64亿元，对应同比增速分别为18.02%/26.99%/37.29%；归母净利润分别为1.27/1.73/2.46亿元，对应同比增速分别为26.47%/36.25%/41.66%；EPS分别为1.06/1.44/2.04元，对应当前股价PE分别为24/17/12倍。考虑公司具备修补漆稳定基本盘、

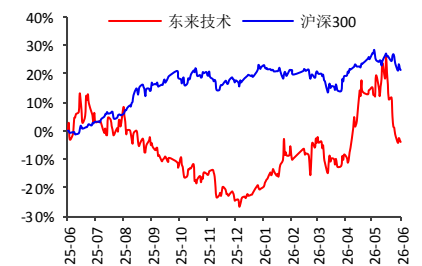
### 西南证券研究院

分析师: 叶泽佑

执业证号: S1250522090003

邮箱: yezy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	1.20
流通A股(亿股)	1.20
52周内股价区间(元)	18.70-33.88
总市值(亿元)	29.91
总资产(亿元)	17.22
每股净资产(元)	8.58

### 相关研究

内外饰件涂料成长曲线及原厂车身涂料认证突破弹性，当前估值处于合理区间，但中长期成长空间仍需高温水性车身涂料认证及订单兑现进一步验证，首次覆盖给予“持有”评级。

- **风险提示：**原厂车身涂料认证及量产不及预期风险；汽车行业需求波动风险；客户拓展及份额提升不及预期风险；原材料价格波动及毛利率承压风险；行业竞争加剧风险；产能建设及释放不及预期风险及环保政策及安全生产风险等。



指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	662.74	782.14	993.25	1363.59
增长率	10.91%	18.02%	26.99%	37.29%
归属母公司净利润(百万元)	100.58	127.21	173.32	245.53
增长率	18.69%	26.47%	36.25%	41.66%
每股收益EPS(元)	0.83	1.06	1.44	2.04
净资产收益率ROE	10.20%	11.89%	14.41%	17.55%
PE	30	24	17	12
PB	3.03	2.80	2.49	2.14

数据来源：Wind，西南证券

## 目 录

<b>1 公司概况：深耕汽车涂料赛道，认证壁垒与国产替代驱动成长</b> .....	<b>1</b>
1.1 深耕汽车涂料领域，形成“修补漆+内外饰件+车身涂料”产品体系.....	1
1.2 修补漆构筑基本盘，内外饰件涂料成为第二增长曲线.....	1
1.3 认证、调色与服务体系构筑核心壁垒，客户粘性较强.....	3
1.4 股权结构稳定，产能与研发布局支撑长期成长.....	4
<b>2 行业分析：汽车涂料中速扩容，国产替代与水性化升级打开结构性机会</b> .....	<b>6</b>
2.1 行业属性：汽车涂料具备“材料+工艺+认证+服务”复合壁垒.....	6
2.2 市场空间：数百亿级赛道稳步扩容，结构升级贡献核心弹性.....	7
2.3 增长驱动：汽车产销、新能源渗透与环保水性化共同推动需求升级.....	8
2.4 竞争格局：外资长期主导高端市场，国产替代进入认证突破期.....	8
<b>3 公司分析：修补漆龙头向原厂体系突破，国产汽车涂料平台化成长可期</b> .....	<b>10</b>
3.1 公司基本面分析：修补漆稳固基本盘，新车涂料打开第二成长曲线.....	10
3.2 核心竞争力：认证、配方、调色数据库与服务体系构筑复合壁垒.....	11
3.3 短期看点：内外饰件涂料放量，原厂车身漆认证构成核心催化.....	12
3.4 长期看点：从售后修补漆龙头迈向汽车涂料平台型公司.....	13
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>15</b>
4.1 盈利预测.....	15
4.2 相对估值.....	17
<b>5 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司产品矩阵.....	2
图 3: 公司 2017-2026Q1 营收及同比增速.....	3
图 4: 公司 2017-2026Q1 归母净利润及同比增速.....	3
图 5: 2017-2025 公司各项业务收入 (单位: 百万元).....	3
图 6: 2017-2025 公司各项业务收入占比.....	3
图 7: 公司核心壁垒框架.....	4
图 8: 公司股权结构 (截至 2026 年 6 月 11 日).....	5
图 9: 2017-2026Q1 公司研发费用及研发费用率.....	6
图 10: 公司“万吨水性环保汽车涂料”项目生产厂房.....	6
图 11: 2020-2030 年中国汽车涂料市场规模变化 (单位: 亿元).....	7
图 12: 公司成长路径.....	10
图 13: 公司已通过众多知名品牌主机厂认证.....	12

## 表 目 录

表 1: 汽车涂料市场细分环节及空间.....	6
表 2: 2020-2030 年中国汽车涂料市场规模及预测.....	7
表 3: 全球汽车涂料行业龙头玩家信息.....	9
表 4: 公司短期催化与跟踪指标.....	13
表 5: 东来技术三阶段成长路径.....	14
表 6: 分业务收入、增速、营业成本及毛利率.....	16
表 7: 可比公司 PE 估值 (股价截至 2026 年 6 月 11 日).....	17
附表: 财务预测与估值.....	19

# 1 公司概况：深耕汽车涂料赛道，认证壁垒与国产替代驱动成长

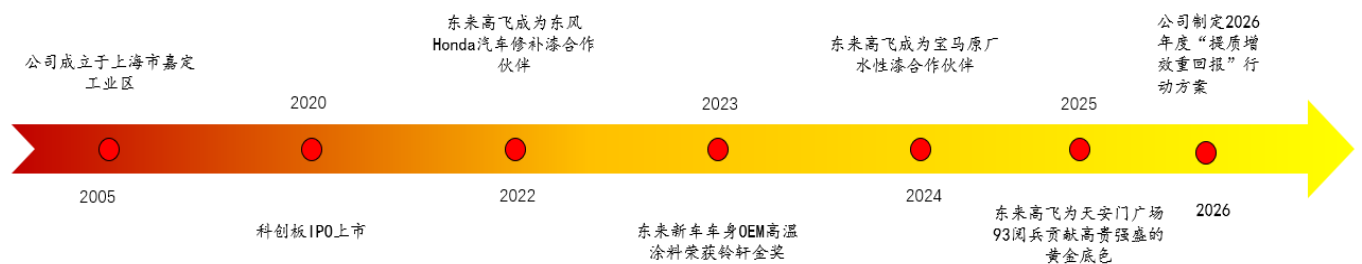
## 1.1 深耕汽车涂料领域，形成“修补漆+内外饰件+车身涂料”产品体系

东来技术是一家以高性能汽车涂料为核心的精细化工新材料企业，主营业务包括汽车售后修补涂料、汽车新车内外饰件及车身涂料、3C 消费电子领域涂料及相关耗材。公司业务高度聚焦汽车涂料赛道，其中汽车售后修补涂料主要面向获得原厂认证或汽车主机厂供应商准入资格的汽车主机厂、授权 4S 店及部分大中型汽车修理厂；汽车新车内外饰件涂料主要用于汽车内外饰件表面喷涂，终端客户为汽车主机厂一级供应商或其配套商；汽车新车车身涂料则主要用于汽车生产制造流水线，产品包括乘用车原厂 OEM 涂料和以客车为主的商用车涂料。

从产品体系看，公司已经形成覆盖汽车售后市场与前装制造环节的多层次业务布局。汽车售后修补涂料是公司起家业务，具备较强服务属性和渠道粘性；新车内外饰件涂料则帮助公司从售后维修场景切入前装供应链，逐步承接主机厂国产替代需求；原厂车身涂料特别是高温水性车身涂料，是公司中长期打开更大市场空间的重要方向。此外，公司 3C 消费电子领域涂料主要用于手机机壳、笔记本电脑外壳、智能家电、机器人外壳、相机机身等部件表面喷涂保护，但当前收入占比较低，更多体现为技术储备及对汽车业务的工艺反哺。

整体来看，公司并非单纯涂料制造企业，而是围绕汽车涂装场景，形成“高性能涂料产品+颜色调配+喷涂技术指导+效率提升服务”的一体化业务模式。尤其在汽车售后修补涂料领域，公司销售产品的同时提供现场颜色调配、定制色漆开发、喷涂技术指导及钣喷效率提升服务，通过产品与服务深度绑定客户需求，增强客户粘性并提升切换成本。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

## 1.2 修补漆构筑基本盘，内外饰件涂料成为第二增长曲线

从收入结构看，公司当前已经形成“修补漆基本盘+内外饰件及车身涂料增长曲线”的业务格局。2025年，公司实现营业收入6.63亿元，同比增长10.91%；归母净利润1.01亿元，同比增长18.69%，利润增速快于收入增速，主要得益于公司聚焦主业、持续开拓市场，并在售后修补涂料和新车内外饰件及车身涂料领域稳步提升市场份额。

分业务看，汽车售后修补涂料仍是公司收入的重要基本盘。2025年公司汽车售后修补涂料实现营业收入3.12亿元，同比增长24.97%，占主营业务收入47.27%，主要受益于现有客户份额扩大及渠道下沉带来的稳定增长。公司已成为宝马、比亚迪、华为问界、东风本田、吉利、奇瑞、一汽大众、一汽丰田、一汽红旗、广汽丰田、东风日产等多数汽车主机厂的集中采购和官方指定汽车修补漆集采合作伙伴，客户覆盖欧美、日韩及中国主流汽车品牌。

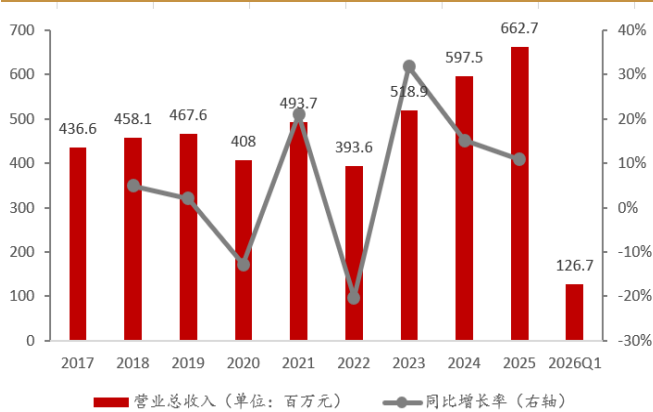
新车内外饰件及车身涂料则是公司切入前装制造环节的重要抓手。2025年公司新车内外饰件涂料及新车车身涂料实现营业收入2.99亿元，同比增长2.94%，占主营业务收入45.31%。虽然该业务表现增速相对温和，但其背后对应的是主机厂认证、量产项目导入及国产替代推进。相比售后修补漆，前装涂料业务与汽车产销量、新能源车型迭代、主机厂降本增效和供应链安全诉求更为相关，随着国产车企崛起及自主可控需求提升，该业务有望成为公司中长期增长的重要支撑。

从产销量看，公司2025年汽车售后修补涂料销量4852.20吨，同比增长37.77%；汽车新车内外饰件、车身涂料销量9052.26吨，同比增长31.05%；汽车售后修补涂料、汽车新车内外饰件、车身涂料及3C消费电子领域涂料合计销量14088.02吨，同比增长32.93%，产销衔接良好。销量高增长表明公司客户拓展状况良好、份额稳步提升，未来业务扩张具备较强支撑。

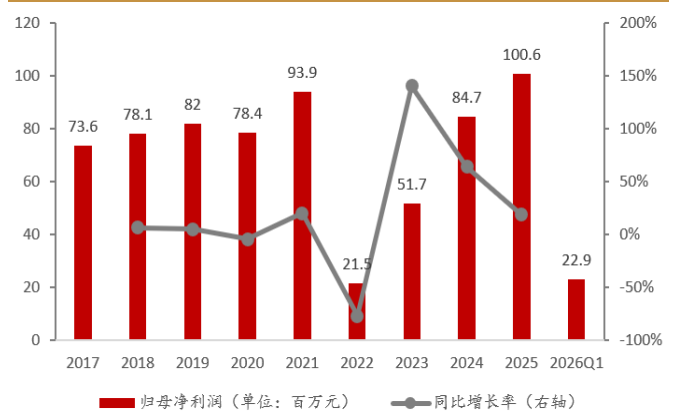
图 2：公司产品矩阵



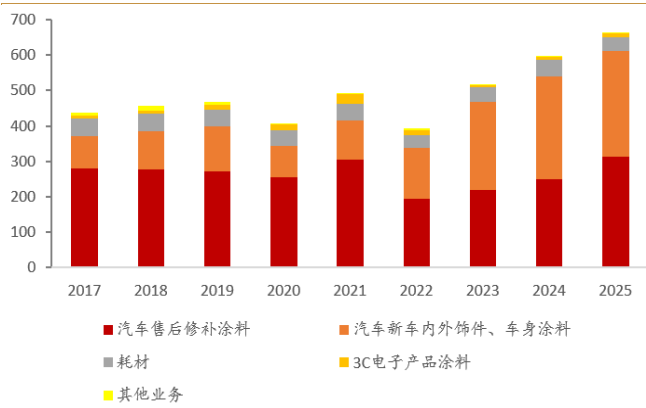
数据来源：公司官网，西南证券整理

**图 3：公司 2017-2026Q1 营收及同比增速**


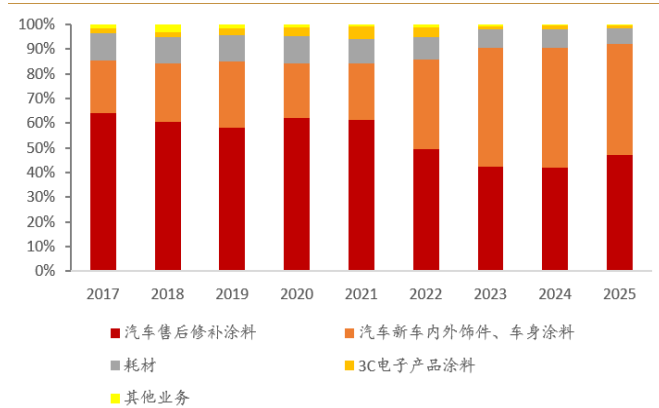
数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 4：公司 2017-2026Q1 归母净利润及同比增速**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 5：2017-2025 公司各项业务收入（单位：百万元）**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 6：2017-2025 公司各项业务收入占比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

### 1.3 认证、调色与服务体系构筑核心壁垒，客户粘性较强

汽车涂料行业的竞争壁垒并不只体现在产品配方本身，更体现在主机厂认证、颜色匹配能力、技术服务体系和终端渠道网络。公司自成立以来持续深耕汽车涂料领域，逐步形成高分子材料研发、涂料配方持续优化、制造工艺长期积累和颜色调配数字化等核心能力。作为高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业，公司截至 2025 年末累计拥有发明专利 64 项、实用新型专利 17 项、软件著作权 1 项，核心技术主要覆盖环保水性汽车修补漆、汽车内外饰涂料、导电底漆、抗菌涂料、高耐候清漆等方向。

在认证端，汽车涂料供应商能否取得汽车主机厂原厂认证或供应商准入资格，是进入中高端市场竞争的前提条件。尤其在汽车售后修补涂料和新车内外饰件涂料领域，主机厂通常对供应商数量进行管控，认证周期较长，且涉及技术、质量、生产、财务、服务、培训、销售网络等多个维度。公司长期积累的原厂认证资源，使其在与主机厂及 4S 店体系合作中具备较强先发优势。

在服务端，公司较早将汽车涂料业务定义为“先进制造业+现代服务业”，从2006年起形成以直销为主、分销为辅的销售模式及全方位技术服务模式。公司围绕调色技师建立系统培训体系，自2008年起每年组织调色技师培训考核，并与汽车品牌联合或独立颁发等级证书，逐步形成行业技术服务标准之一。渠道方面，公司直销网络覆盖北京、上海、广州、深圳、苏州、杭州、东莞、合肥、郑州等重点区域，分销渠道深入四、五线城市，为售后修补漆业务的终端覆盖和渠道下沉提供支撑。

调色能力是公司差异化竞争的重要抓手。汽车售后修补涂料需要面对不同品牌、不同年份、不同使用环境下车辆颜色差异，公司通过100多种基础标准色母组合，最终可调配超过10万种喷涂颜色。公司同时推进基于云数据的“彩云网”大数据建设及智能调色系统应用，提升颜色匹配效率和服务响应能力。整体来看，公司护城河并非单一技术壁垒，而是由“认证准入+配方经验+颜色调配+技术服务+渠道网络”共同构成，形成较高客户粘性和替换成本。

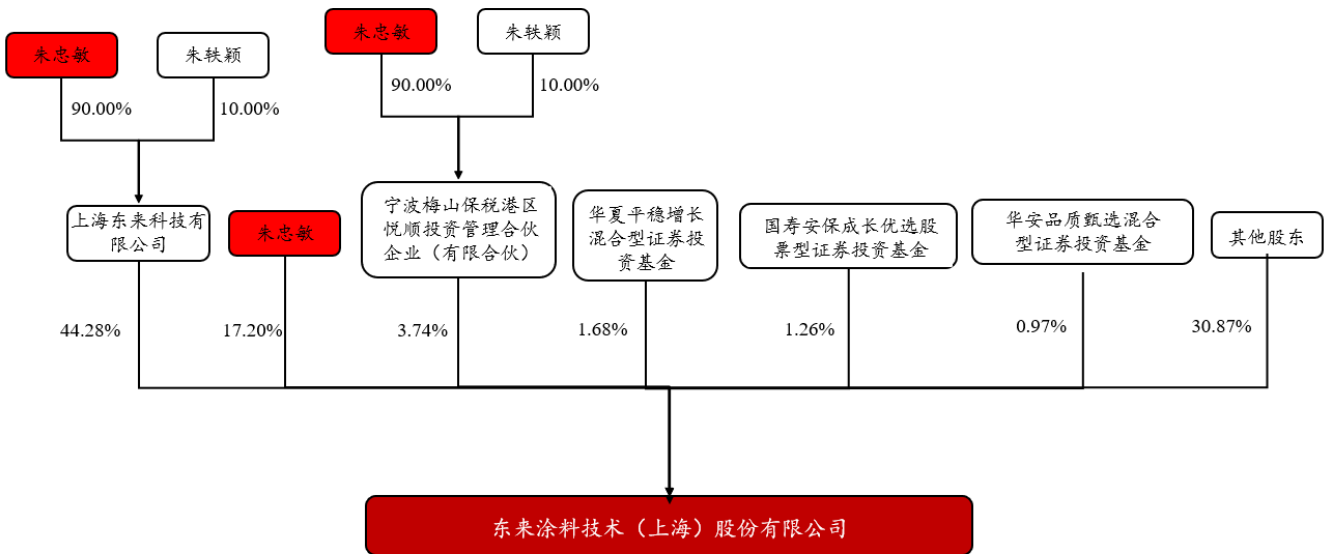
图7：公司核心壁垒框架



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.4 股权结构稳定，产能与研发布局支撑长期成长

从治理结构看，公司股权结构较为集中，实际控制人和核心管理层对公司战略推进具有较强影响力。2026年一季度末，公司控股股东上海东来科技有限公司持股44.28%，公司实际控制人朱忠敏直接持股17.20%；同时，朱忠敏分别持有上海东来科技有限公司及宁波梅山保税港区悦顺投资管理合伙企业90.00%股权，整体控制权稳定，有利于公司长期战略执行。

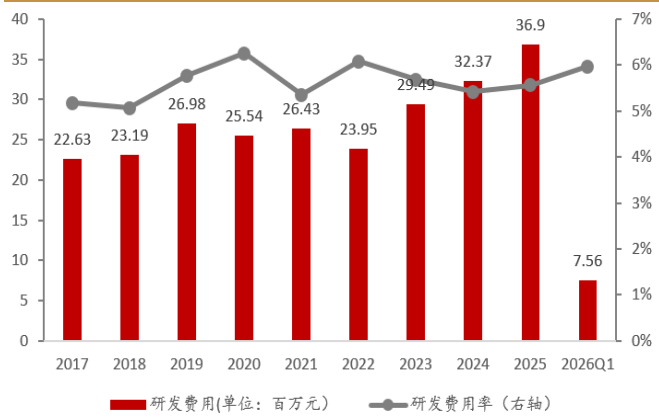
**图 8：公司股权结构（截至 2026 年 6 月 11 日）**


数据来源：Wind，西南证券整理

从研发与产能布局看，公司持续围绕高性能、环保型汽车涂料及紧凑型涂装工艺进行投入。2025 年公司研发投入 3690.32 万元，同比增长 14.00%，占营业收入比例 5.57%；2026 年一季度研发投入 755.86 万元，同比增长 6.42%，占营业收入比例进一步提升至 5.96%。公司在研项目覆盖汽车修补水性清漆、光致变汽车涂料、新能源汽车电池包绝缘涂料、汽车镭雕涂料、水性保温隔热涂料等方向，既服务于现有汽车涂料产品升级，也为新能源汽车、功能涂层及环保涂装趋势提供技术储备。

产能方面，公司“万吨水性环保汽车涂料”项目是支撑未来高温水性涂料突破的重要基础设施。该项目总投资 4 亿元，旨在形成水性环保汽车涂料万吨生产能力，并提升生产线智能柔性制造能力和用户增值服务能力。截至 2025 年年报披露日，项目主体结构已建设完成，正处于内部装修与设备投入阶段，预计 2026 年 12 月完成竣工验收流程并达到预定可使用状态。该项目投产后，有望在环保政策趋严和主机厂水性涂料需求提升背景下，为公司原厂车身涂料认证及订单放量提供产能支撑。

整体来看，公司当前已具备较为清晰的成长路径：短期依托修补漆和内外饰件涂料提升份额，中期受益于国产替代和主机厂客户拓展，长期则关注高温水性车身涂料认证突破及水性产能释放。相较于依赖单一概念或短期订单驱动的企业，东来技术的增长逻辑更偏“认证壁垒+客户绑定+国产替代+产能落地”的复合驱动。

**图 9：2017-2026Q1 公司研发费用及研发费用率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 10：公司“万吨水性环保汽车涂料”项目生产厂房**


数据来源: 中国涂料网, 西南证券整理

## 2 行业分析：汽车涂料中速扩容，国产替代与水性化升级打开结构性机会

### 2.1 行业属性：汽车涂料具备“材料+工艺+认证+服务”复合壁垒

汽车涂料本质上不是“大化工里最拼价格的普通品”，而是典型的材料性能、工艺配套、客户认证、现场服务四位一体行业。按应用场景看，可分为车身原厂漆、汽车修补漆、汽车内外饰件涂料及其他配套涂料；按固化方式看，绝大部分乘用车车身涂料属于高温涂料，而汽车修补漆与大部分内外饰件涂料属于低温涂料。这决定了行业并非单纯卖“漆”，而是卖“材料+数据库+工艺+认证+服务能力”。东来技术当前的核心基本盘在修补漆与内外饰件涂料，正在向壁垒最高的乘用车 OEM 车身漆推进，这一路径本身就映射出行业价值链由低到高的迁移方向。

从细分空间看，东来技术所处并非小众窄赛道，而是一个“总盘子数百亿、细分环节差异很大、真正高价值部分集中在高壁垒环节”的行业。按公开测算，2023 年我国汽车原厂漆需求量约 36 万吨、对应市场规模约 180 亿元；汽车修补涂料市场受汽车保有量、事故维修、4S 店及维修体系升级驱动，具备相对稳健增长属性；新能源汽车轻量化和塑料件、复合材料部件应用提升，带动内外饰件涂料需求增长。其中，车身原厂漆决定天花板，修补漆决定现金流与服务粘性，内外饰件涂料则是国产替代最容易起量、最容易从“认证”走向“量产实绩”的中间层。

**表 1：汽车涂料市场细分环节及空间**

细分环节	最新公开空间或现状	对东来技术的意义
车身原厂漆	2023 年需求约 36 万吨、约 180 亿元	壁垒最高、格局最好、国产替代弹性最大
汽车修补漆	受汽车保有量、事故维修、4S 店及维修体系升级驱动，具备相对稳健增长属性	现金流与渠道服务基础盘，客户粘性强
内外饰件涂料	新能源汽车轻量化和塑料件、复合材料部件应用提升，带动内外饰件涂料需求增长	最容易率先放量的国产替代环节

数据来源: 前瞻经济学人, 《2024 年中国汽车涂料行业研究报告》, 西南证券整理

## 2.2 市场空间：数百亿级赛道稳步扩容，结构升级贡献核心弹性

按前瞻产业研究院的广义汽车涂料口径统计，行业包含汽车原厂漆、修补漆以及轨道交通装备、摩托车及相关修补漆等，2020-2024 年中国汽车涂料市场规模由 480 亿元增长至 625 亿元，四年复合增长约 6.8%；到 2030 年预计达到约 791 亿元，2025-2030 年复合增长约 4.0%。这意味着行业总量并非爆发式高增长，而是“中速扩容”特征更强；真正的超额收益，主要来自份额提升与结构升级，而不是单纯依赖行业  $\beta$ 。

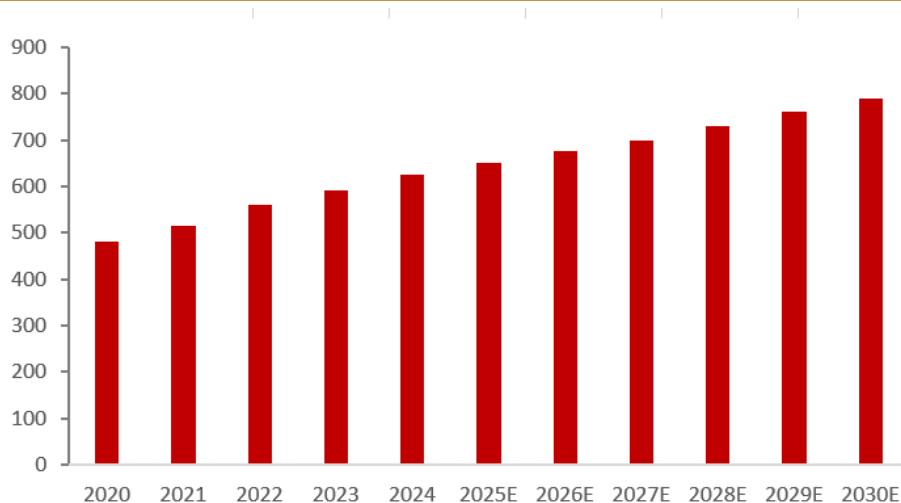
与此同时，若按品牌榜单的狭义乘用车/商用车核心汽车涂料口径观察，2025 年上榜的中国汽车涂料品牌 30 强合计收入 293.45 亿元，占全国市场 67.31%，倒算对应市场规模约 436 亿元。这说明：第一，东来技术所处的核心赛道本身就是数百亿级行业；第二，行业虽然总盘子没有一些热门赛道夸张，但由于竞争者数量有限、认证壁垒高，仍然是值得进入研究的“有鱼的地方”，尤其高端原厂漆与高端修补漆/内外饰件环节更如此。

表 2：2020-2030 年中国汽车涂料市场规模及预测

年份	市场规模
2020	480 亿元
2021	515 亿元
2022	561 亿元
2023	约 590 亿元
2024	625 亿元
2025E	约 650 亿元
2026E	约 675 亿元
2027E	约 700 亿元
2028E	约 730 亿元
2029E	约 760 亿元
2030E	约 790 亿元

数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 11：2020-2030 年中国汽车涂料市场规模变化（单位：亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

因此，汽车涂料行业“总量稳步增长、增速温和回落”的典型成熟制造业特征，使得研究重点不应仅仅只聚焦在行业增速，也要看谁能在高壁垒细分环节持续拿份额。

## 2.3 增长驱动：汽车产销、新能源渗透与环保水性化共同推动需求升级

行业的第一层驱动来自整车产销量与保有量扩张。汽车涂料需求与汽车产销、保有量、维修服务网络及主机厂供应链体系密切相关。当前中国汽车市场已经由高速增长阶段进入成熟期，行业总量增速有所放缓，但市场规模仍然庞大。工信部《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026年）》中提到，2025年中国汽车销量目标为3230万辆，其中新能源汽车销量目标为1550万辆，显示汽车产业链仍处于政策重点支持范围内。与此同时，汽车之家研究院数据显示，2025年中国狭义乘用车市场汽车销量同比增长3.8%，较2024年的5.4%进一步放缓，说明汽车产业链投资逻辑已从单纯总量扩张转向结构升级、供应链重构和高端材料国产替代。汽车涂料需求与汽车制造和维修天然正相关，因此整车产量、保有量、出口量同步扩张，为行业提供了最扎实的底层需求支撑。特别是中国品牌整车出海加速后，具备主机厂配套经验的本土涂料企业，有机会从“国内替代”走向“随客户全球化配套”。

第二层驱动来自环保法规趋严与水性化升级。汽车涂料属于环保监管重点关注的工业涂料品类，下游主机厂和维修体系对低VOC、低污染、高性能产品的要求持续提升。相比传统溶剂型体系，水性涂料以水作为主要分散介质，具备更低VOC排放和更好的环保属性，正在成为汽车修补漆、内外饰件涂料及原厂车身涂料升级的重要方向。对涂料企业而言，水性化不仅是产品体系变化，更意味着树脂体系、施工工艺、颜色数据库、现场服务和客户认证能力的全面升级，具备技术储备和主机厂认证经验的企业有望在行业洗牌中受益。

第三层驱动来自新能源汽车、轻量化与主机厂供应链重构。中国汽车市场总量增速已趋于平稳，但新能源汽车渗透率和出口车型增长仍在重塑汽车涂料需求结构。从新能源汽车渗透率来看，电动化仍是汽车产业最重要的结构变量。根据中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会数据，2025年全国乘用车市场累计零售2374.4万辆，同比增长3.8%；其中新能源乘用车市场零售1280.9万辆，同比增长17.6%。2025年12月，新能源乘用车零售133.7万辆，同比增长2.6%，新能源车国内零售渗透率达59.1%，较去年同期提升9.6个百分点，汽车消费结构持续向新能源车型倾斜。出口方面，2025年1-12月乘用车厂商出口573.9万辆，同比增长19.7%；其中新能源乘用车出口242.2万辆，同比增长86.2%，自主新能源出口204万辆，同比增长139%。新能源汽车渗透率提升与自主品牌出海加速，对汽车外观一致性、轻量化部件适配、环保涂装体系和供应链响应能力提出更高要求，有望推动汽车涂料企业由单纯产品供应商向“材料+工艺+服务”综合解决方案商升级。

## 2.4 竞争格局：外资长期主导高端市场，国产替代进入认证突破期

汽车涂料并非普通化工品式的分散竞争，而是由全球平台型龙头长期深耕、在主机厂体系内具备较强客户资源和认证壁垒的细分行业。从国际竞争格局看，PPG、BASF、AkzoNobel、Axalta等企业长期在汽车OEM涂料、修补漆和工业涂料领域具备较强竞争力。Reuters资料显示，PPG是全球最大的涂料公司之一，其汽车OEM涂料业务向汽车行业销售油漆、涂料和胶粘剂；AkzoNobel与Axalta拟合并形成价值250亿美元的新公司，合并后新公司预计年收入170亿美元，反映出全球涂料龙头仍通过并购整合强化规模、客户和技术平台优势。

从行业属性看，汽车涂料高端环节的核心竞争力并不只来自单一配方，而来自长期认证、颜色数据库、涂装工艺适配、批量稳定供应和现场服务能力。尤其是在原厂车身涂料领域，供应商通常需要经过主机厂长周期认证，并深度参与涂装线工艺、颜色开发、质量控制和售后响应，进入门槛明显高于一般工业涂料。因此，对于本土企业而言，更现实的成长路径往往是先在修补漆、内外饰件涂料等环节形成客户突破和量产经验，再逐步向原厂车身高温水性涂料等更高壁垒环节递进。

**表 3：全球汽车涂料行业龙头玩家信息**

龙头企业	公开披露信息	对行业格局的启示
PPG	Reuters 称 PPG 是全球最大的涂料公司之一，其汽车 OEM 涂料业务向汽车行业销售油漆、涂料和胶粘剂	汽车 OEM 涂料是全球涂料龙头的重要业务板块，具备较高客户和技术壁垒
AkzoNobel / Axalta	双方拟合并形成企业价值 250 亿美元的新公司，预计年收入 170 亿美元	全球涂料龙头通过并购强化规模、产品组合和盈利能力，行业头部优势明显
BASF 涂料业务	Reuters 提到 BASF 涂料业务相关交易估值倍数高于 AkzoNobel/Axalta 合并估值倍数	高端涂料资产仍具备较强资本市场价值

数据来源：Returns, 西南证券整理

技术门槛上，当前最值得关注的三条路线分别是：高温水性车身漆、低温塑料件涂料、数字化修补漆体系。其一，车身原厂漆要求与整车涂装线长期匹配，涉及前处理、电泳、中涂、色漆、清漆及线体参数协同，且行业正在推进 3C1B、B1B2 等免中涂/紧凑工艺；其二，新能源汽车与轻量化推动保险杠、格栅、门饰板等塑料件增加，低温涂料要同时解决附着力、耐候性、色差与固化温度问题；其三，修补漆的真正护城河并不只在配方，而在于颜色数据库、智能调色、技师培训、终端服务与渠道响应速度。这也是为什么修补漆看似分散，实则一旦进入主机厂与 4S 体系就很难被替换。

综合来看，汽车涂料不是“高增速但低壁垒”的热闹赛道，而是中速扩容、壁垒很高、细分格局优良、国产替代正在加速的优质工业材料行业。总量上，行业未来 5 年大概率维持中个位数增长；但结构上，乘用车 OEM 车身漆、内外饰件涂料、水性修补漆三个方向同时受益于环保升级、轻量化、电动化、供应链安全与主机厂降本增效，景气度明显好于行业平均。竞争格局上，高端环节长期由外资寡头把持，反过来也意味着一旦本土企业跨过认证和量产门槛，就能享受更好的份额提升空间与更持久的客户粘性。因此重点研究那些已获得主机厂认证、在修补漆和内外饰件已验证商业模式、并开始切入 OEM 车身漆的本土头部公司就显得有其重要意义，而东来技术恰好属于这一类。

### 3 公司分析：修补漆龙头向原厂体系突破，国产汽车涂料平台化成长可期

#### 3.1 公司基本面分析：修补漆稳固基本盘，新车涂料打开第二成长曲线

公司当前正处于由汽车售后修补漆龙头向新车原厂涂料体系升级的关键阶段。传统汽车售后修补涂料业务为公司提供稳定收入、品牌认知、渠道网络和终端服务基础，新车内外饰件及车身涂料则成为公司切入汽车前装供应链、推进国产替代的重要抓手。整体来看，公司投资逻辑不应仅理解为“修补漆稳定增长”，而应理解为在汽车涂料国产替代背景下，本土龙头由售后市场向前装高壁垒市场升级的过程。

从业务结构看，公司主要形成汽车售后修补涂料、汽车新车内外饰件及车身涂料、3C 消费电子涂料及相关耗材等产品体系。其中，汽车售后修补涂料是公司传统优势业务，主要面向汽车主机厂、授权 4S 店及汽车维修体系，具备较强服务属性和客户粘性；汽车新车内外饰件及车身涂料主要用于保险杠、后视镜、仪表盘、中控台、门饰板以及车身等部件，是公司从售后市场向前装制造环节延伸的重要方向；3C 消费电子涂料当前收入占比较低，更多体现为公司高性能涂料技术在多场景中的延展能力。

从经营表现看，2025 年公司实现营业收入 6.63 亿元，同比增长 10.91%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 18.69%，利润增速快于收入增速，体现出公司在收入扩张的同时盈利能力有所改善。分业务看，2025 年汽车售后修补涂料实现收入 3.12 亿元，同比增长 24.97%，占主营业务收入 47.27%，仍是公司最重要的收入基本盘；汽车新车内外饰件及车身涂料实现收入 2.99 亿元，同比增长 2.94%，占主营业务收入 45.31%，已成为公司第二大收入来源。整体来看，公司收入结构已经由过去较为依赖修补漆，逐步转向“修补漆+新车涂料”双轮驱动。

更重要的是，两类业务对应的战略意义不同。修补漆业务为公司沉淀品牌、渠道、颜色数据库、终端培训和服务能力，是公司商业模式稳定性的来源；新车内外饰件及车身涂料业务则对应更大的前装市场空间和更高的客户认证壁垒，是公司打开成长天花板的关键。随着自主品牌和新能源车企崛起，主机厂在降本增效、供应链安全和本土化服务方面的诉求提升，公司有望依托既有认证和量产经验，在前装涂料领域持续提升份额。

图 12：公司成长路径



数据来源：西南证券

### 3.2 核心竞争力：认证、配方、调色数据库与服务体系构筑复合壁垒

汽车涂料行业并非单纯化工品制造行业，其竞争壁垒不仅体现在配方和产品性能，更体现在主机厂认证、颜色调配数据库、工艺适配能力、现场技术服务和渠道网络等综合能力。对汽车主机厂及授权维修体系而言，涂料供应商一旦切换，往往涉及重新认证、颜色匹配、喷涂工艺调整、终端人员培训及售后服务体系重建，切换成本较高。因此，汽车涂料行业具备较强客户粘性，已进入主机厂体系并具备量产经验的企业更容易形成先发优势。

在认证端，公司已获得宝马、比亚迪、华为问界、东风本田、吉利、奇瑞、一汽大众、一汽丰田、一汽红旗、广汽丰田、东风日产等多数汽车主机厂的集中采购和官方指定汽车修补漆集采合作资格，客户覆盖欧美、日韩及中国主流汽车品牌。对于修补漆业务而言，原厂认证不仅意味着产品质量获得认可，也意味着公司能够进入主机厂授权 4S 店及维修体系，形成长期稳定的客户入口。对于新车涂料业务而言，认证更是进入前装供应链的前置门槛，认证周期长、验证环节多、质量要求高，构成较强行业壁垒。

在技术端，公司长期积累高分子材料研发、涂料配方优化、颜色调配及喷涂工艺适配能力。尤其在汽车售后修补漆领域，不同汽车品牌、不同批次、不同使用环境下车辆颜色会产生差异，要求供应商具备快速、精准、稳定的调色能力。公司通过 100 多种基础标准色母组合，可调配超过 10 万种喷涂颜色，并持续推进“彩云网”大数据建设及智能调色系统应用，提升颜色匹配效率和终端服务能力。调色数据库本质上是长期服务经验、颜色数据、终端反馈和工艺沉淀的结果，不易在短期内复制。

在服务端，公司将汽车涂料业务由单纯产品销售延伸为“产品+调色+培训+喷涂技术指导+效率提升服务”的综合解决方案。修补漆业务尤其依赖终端服务能力，公司通过调色技师培训、现场施工指导和钣喷效率提升服务，帮助 4S 店和维修终端提高施工稳定性和维修效率。相比单纯低价供货，服务体系更能增强客户粘性，也有助于公司在主机厂和终端体系中形成持续合作关系。

整体来看，公司护城河并非单一技术壁垒，而是由“认证准入+配方经验+颜色数据库+技术服务+渠道网络”共同构成。该复合壁垒使公司在修补漆市场具备较强稳定性，也为其向新车内外饰件涂料和原厂车身涂料延伸提供基础。随着公司业务由售后市场逐步向前装市场升级，既有认证资源、技术服务能力和客户合作经验有望被进一步放大。

图 13：公司已通过众多知名品牌主机厂认证



数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3.3 短期看点：内外饰件涂料放量，原厂车身漆认证构成核心催化

短期来看，公司业绩增长的重要抓手在于新车内饰件涂料业务持续放量。相比原厂车身涂料，内外饰件涂料认证难度相对较低、项目导入周期相对较短，更容易率先实现国产替代和收入贡献。该产品主要用于保险杠、后视镜、仪表盘、中控台、门饰板等汽车塑料件及复合材料部件，对颜色一致性、附着力、耐候性、低温固化能力和快速响应能力要求较高。随着新能源车渗透率提升、汽车轻量化趋势推进以及主机厂车型迭代加快，内外饰件涂料对供应商本地化响应能力和工艺适配能力提出更高要求。

公司在内外饰件涂料领域已覆盖比亚迪、赛力斯问界、奇瑞、吉利、极氪领克、上汽、广汽、长安、长城、小鹏、理想、蔚来、小米、阿维塔、岚图、零跑、一汽红旗等主流自主及新能源车企，同时也进入丰田、本田、日产、现代、起亚、宝马、福特、通用、大众、奥迪、沃尔沃等合资及外资品牌体系。客户结构的持续拓展表明，公司前装涂料业务已逐步完成从单点项目突破向多客户、多车型配套的过渡。后续若公司在重点客户中的车型覆盖范围和单车配套价值量持续提升，内外饰件涂料有望成为短中期收入增长的主要支撑。

除内外饰件涂料外，乘用车原厂车身涂料认证进展是公司短期最重要的估值催化之一。汽车原厂车身涂料直接进入整车制造流水线，对涂层性能、批次稳定性、涂装工艺适配、供货稳定性、质量追溯和现场服务能力要求更高，行业长期由庞贝捷、巴斯夫、艾仕得、立邦、关西等外资品牌主导。若公司在国内主机厂体系中实现高温水性车身涂料认证突破并进入批量供货，将意味着公司从汽车售后及部分前装零部件涂料供应商，进一步升级为乘用车原厂涂料供应商，长期成长空间和估值体系均有望随之打开。

产能端，公司“万吨水性环保汽车涂料”项目是支撑后续水性涂料及原厂车身涂料放量的重要基础。汽车涂料一旦进入主机厂体系，对供应稳定性、批次一致性和持续交付能力要求较高，产能建设不仅是收入扩张基础，也是公司通过大客户认证后的量产保障。随着水性环保产能逐步落地，公司在承接主机厂大批量订单、提升生产自动化水平和保障产品一致性方面的能力有望进一步增强。

因此，短期跟踪公司应重点关注三类指标：第一，内外饰件涂料收入增速、重点客户放量及车型覆盖情况；第二，原厂车身高温水性涂料认证进展及是否形成量产订单；第三，万吨水性环保汽车涂料项目建设进度及产能利用率变化。若上述指标持续兑现，公司成长逻辑将由“修补漆稳健增长”进一步升级为“新车涂料国产替代加速”。

**表 4：公司短期催化与跟踪指标**

跟踪方向	核心观察指标	投资意义
内外饰件涂料	收入增速、车型覆盖、重点客户份额	验证前装业务放量能力
原厂车身涂料	主机厂认证、量产订单、客户突破	决定长期成长空间与估值弹性
水性环保产能	项目进度、产能利用率、批量交付能力	支撑认证后订单兑现
盈利质量	毛利率、费用率、经营现金流	验证增长质量与商业模式稳定性

数据来源：西南证券

### 3.4 长期看点：从售后修补漆龙头迈向汽车涂料平台型公司

中长期来看，公司成长路径在于由汽车售后修补漆龙头，逐步升级为覆盖汽车售后、前装零部件和原厂车身涂料的国产汽车涂料平台型公司。公司过去依靠修补漆业务建立品牌、渠道、调色数据库和技术服务体系；当前通过新车内外饰件涂料切入前装制造环节，逐步验证国产替代能力；未来若在原厂车身高温水性涂料领域实现突破，则有望进入壁垒更高、空间更大的乘用车 OEM 涂料市场。

从成长阶段看，公司可分为三个层次。第一阶段是修补漆业务构筑基本盘，该业务客户粘性较强、服务属性突出，为公司提供相对稳定的收入和现金流基础。第二阶段是内外饰件涂料放量，公司从售后市场延伸至前装市场，受益于自主品牌崛起、新能源车迭代和主机厂国产替代需求，成长性较修补漆业务进一步提升。第三阶段是原厂车身涂料突破，该环节认证难度最高、外资垄断程度最高，但一旦实现认证和量产，客户粘性、收入规模和战略价值也更高，是公司长期估值弹性的核心来源。

从商业模式看，公司长期竞争优势有望由单一产品能力向平台化能力升级。汽车涂料平台型公司的核心并不只是拥有某一款涂料产品，而是能够围绕主机厂和售后体系提供覆盖不同基材、不同部件、不同涂装工艺、不同颜色体系和不同环保要求的综合解决方案。东来技术若能在修补漆、内外饰件涂料和原厂车身涂料之间形成技术、客户和服务协同，将有望提升单客户价值量，并增强客户合作深度。

从行业趋势看，环保水性化、供应链安全、主机厂降本增效和本土品牌崛起共同推动国产汽车涂料企业迎来份额提升机会。过去高端汽车涂料市场长期由外资品牌主导，本土企业进入难度较高；但随着自主新能源车企快速崛起，国内主机厂对供应链安全、本地响应速度和成本控制的重视程度提升，具备认证积累、量产经验和服务网络的国产龙头有望逐步获得更多机会。公司作为国内少数同时具备修补漆规模基础、前装客户突破和水性环保产能储备的汽车涂料企业，中长期有望受益于国产替代和产品结构升级。

整体来看，公司长期空间并不取决于汽车产销量的单一增长，而取决于其在高壁垒细分环节中的认证突破、份额提升和产品结构升级。如果公司能够持续扩大内外饰件涂料客户份额，并实现原厂车身涂料在国内主机厂体系中的量产突破，其成长逻辑将从“修补漆龙头的稳定增长”升级为“国产汽车涂料平台化成长”，盈利能力和估值体系均有望获得进一步重估。

**表 5：东来技术三阶段成长路径**

阶段	核心业务	主要能力	估值含义
第一阶段	汽车售后修补漆	调色、渠道、服务、客户粘性	稳定现金流和基本盘
第二阶段	新车内外饰件涂料	前装认证、量产配套、客户拓展	国产替代开始兑现
第三阶段	原厂车身高温水性涂料	高壁垒认证、产线适配、批量交付	打开长期空间与估值弹性

数据来源：西南证券

综合来看，东来技术的核心投资逻辑在于：以修补漆业务构筑稳定基本盘，以新车内外饰件涂料实现前装市场突破，以原厂车身高温水性涂料打开长期成长空间。公司护城河由主机厂认证、配方工艺、调色数据库、终端服务和渠道网络共同构成，具备较强客户粘性和国产替代基础。短期关注内外饰件涂料放量、原厂车身涂料认证及水性环保产能落地；中长期关注公司能否由汽车售后修补漆龙头升级为国产汽车涂料平台型公司。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

基于公司当前业务结构、汽车涂料国产替代进程、主机厂客户拓展情况及水性环保涂料产能建设节奏，我们对 2026–2028 年收入与盈利能力作出如下假设。整体判断，公司正处于由汽车售后修补涂料向新车前装涂料体系延伸的关键阶段，短期增长主要来自修补漆份额提升及内外饰件涂料放量，中长期成长弹性则取决于原厂车身高温水性涂料认证及量产进展。

#### 关键假设：

#### 假设 1：汽车售后修补涂料稳健增长，作为基本盘提供收入与利润支撑

公司汽车售后修补涂料长期服务汽车主机厂、授权 4S 店及维修体系，具备较强客户粘性和终端服务属性。该业务依赖原厂认证、调色数据库、渠道服务和技师培训体系，客户切换成本较高，是公司当前最稳定的收入来源。2025 年公司汽车售后修补涂料收入为 3.12 亿元，同比增长 25.0%，增长主要来自现有客户份额提升及渠道下沉。考虑公司在修补漆领域已积累较强品牌和服务能力，未来仍有望受益于客户拓展、份额提升及维修终端覆盖深化。基于此，我们预计 2026–2028 年，汽车售后修补涂料收入同比增速分别为 17.0%、24.0% 和 29.0%，对应收入分别为 3.65 亿元、4.53 亿元和 5.84 亿元；毛利率分别为 38.0%、38.5% 和 39.0%，随着规模效应及产品结构优化呈现稳中有升趋势。

#### 假设 2：汽车新车内外饰件及车身涂料加速放量，成为公司核心成长曲线

公司汽车新车内外饰件及车身涂料是从售后市场切入前装制造环节的重要抓手，产品主要用于保险杠、后视镜、仪表盘、中控台、门饰板及车身等部件。该业务与汽车主机厂及零部件供应链绑定更深，具备认证壁垒和批量供货要求。2025 年公司汽车新车内外饰件及车身涂料收入为 2.99 亿元，同比增长 2.94%，表观增速相对温和，但考虑公司已覆盖多家主流自主、新能源及合资车企，客户认证与项目导入持续推进，未来有望进入加速放量阶段。随着自主品牌崛起、新能源车车型迭代加快、主机厂供应链安全及国产替代诉求提升，公司在前装涂料环节的份额提升空间较大。基于此，我们预计 2026–2028 年，汽车新车内外饰件及车身涂料收入同比增速分别为 20.0%、32.0% 和 48.0%，对应收入分别为 3.59 亿元、4.74 亿元和 7.02 亿元；毛利率分别为 42.5%、43.0% 和 44.0%，主要受益于高附加值产品占比提升、客户结构优化及规模效应释放。

#### 假设 3：耗材业务随主业增长稳步修复，毛利率保持温和提升

公司耗材业务与汽车修补涂料及新车涂料业务具有较强协同性，主要服务于客户喷涂、维修及配套使用需求。该业务规模相对较小，但能够增强客户粘性，并与公司涂料产品形成配套销售。2025 年公司耗材业务收入为 0.40 亿元，同比下降 13.9%，主要受下游需求及产品结构波动影响。随着修补漆客户覆盖范围扩大、新车涂料项目逐步放量，耗材业务有望跟随主业实现恢复性增长。基于此，我们预计 2026–2028 年耗材业务收入同比增速分别为 12.0%、14.0% 和 16.0%，对应收入分别为 0.45 亿元、0.51 亿元和 0.59 亿元；毛利率分别为 27.0%、27.5% 和 28.0%，整体保持稳中小幅提升。

#### 假设 4：3C 电子产品涂料及其他业务体量较小，作为技术延展和业务补充

公司 3C 电子产品涂料主要应用于消费电子外壳及相关部件表面涂装，当前收入体量较小，但毛利率水平相对较高，体现了公司高性能涂料技术在汽车以外领域的延展能力。2025 年公司 3C 电子产品涂料收入为 0.09 亿元，同比增长 16.35%。考虑消费电子需求温和复苏及公司在高端涂层材料方面的技术积累，我们预计 2026–2028 年，3C 电子产品涂料收入同比增速分别为 17.0%、19.0%和 23.0%，对应收入分别为 0.11 亿元、0.13 亿元和 0.16 亿元；毛利率分别为 48.0%、49.0%和 50.0%。其他业务方面，考虑其收入体量较小、对公司整体业绩影响有限，我们预计 2025–2027 年同比增速分别为 5.0%、8.0%和 11.0%，对应收入分别为 0.02 亿元、0.02 亿元和 0.03 亿元；毛利率分别为 24.0%、25.0%和 26.0%。

需要说明的是，以上假设主要基于公司当前业务结构、已披露经营情况、汽车涂料国产替代进程及公司客户拓展节奏进行测算，未来实际经营情况仍可能受主机厂认证进度、车型放量节奏、原材料价格波动及下游汽车产销量变化等因素影响，存在一定不确定性。

基于上述假设，我们预测公司 2026–2028 年分业务收入与成本如下表所示：

**表 6：分业务收入、增速、营业成本及毛利率**

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	662.7	782.1	993.2	1363.6
	增速	10.9%	18.0%	27.0%	37.3%
	营业成本	403.9	472.9	594.0	801.7
	毛利率	39.1%	39.5%	40.2%	41.2%
汽车售后修补涂料	营业收入	312.3	365.3	453.0	584.4
	增速	25.0%	17.0%	24.0%	29.0%
	营业成本	194.7	226.5	278.6	356.5
	毛利率	37.7%	38.0%	38.5%	39.0%
汽车新车内外饰件、 车身涂料	营业收入	299.3	359.2	474.2	701.7
	增速	2.94%	20.00%	32.00%	48.00%
	营业成本	173.7	206.5	270.3	393.0
	毛利率	42.0%	42.5%	43.0%	44.0%
耗材	营业收入	39.7	44.5	50.7	58.8
	增速	-13.9%	12.0%	14.0%	16.0%
	营业成本	29.0	32.5	36.8	42.3
	毛利率	26.9%	27.0%	27.5%	28.0%
3C 电子产品涂料	营业收入	9.3	10.9	13.0	15.9
	增速	16.2%	17.0%	19.0%	23.0%
	营业成本	4.9	5.7	6.6	8.0
	毛利率	47.0%	48.0%	49.0%	50.0%
其他业务	营业收入	2.1	2.2	2.4	2.6
	增速	-23.4%	5.0%	8.0%	11.0%
	营业成本	1.6	1.7	1.8	2.0
	毛利率	25.7%	24.0%	25.0%	26.0%

数据来源：Wind, 西南证券

## 4.2 相对估值

公司主营汽车售后修补涂料、新车内外饰件及车身涂料，业务兼具汽车涂料、工业涂料、高性能功能涂层及国产替代属性。因此，我们主要从“涂料材料属性、工业应用场景、客户认证壁垒、国产替代逻辑及成长阶段”几个维度选取可比公司，最终选取麦加芯彩、松井股份及三棵树作为估值参考标的。

其中，麦加芯彩为工业涂料细分领域龙头，产品应用于集装箱、风电、船舶、桥梁钢结构等工业防护场景，与东来技术同属高性能工业涂料企业，均具备客户认证、配方工艺及产能扩张驱动成长的特征。松井股份主营高端消费电子涂料，并持续拓展汽车涂料业务，与东来技术在“3C+汽车涂料”布局、研发驱动及国产替代逻辑方面具备较高相似性，可作为业务模式和产品升级路径的重要参考。三棵树为国内涂料行业龙头，虽然其建筑涂料占比较高，与东来技术业务结构存在差异，但公司近年来持续拓展工业涂料、汽车涂料及防水材料等业务，可作为涂料行业龙头估值中枢及成长天花板的参考。

表 7：可比公司 PE 估值（股价截至 2026 年 6 月 11 日）

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
603062.SH	麦加芯彩	46.55	43.10	1.95	2.28	2.86	3.63	24.29	18.87	15.05	11.87
688157.SH	松井股份	41.19	26.33	0.13	0.30	0.57	0.98	281.10	87.63	46.54	26.75
603737.SH	三棵树	231.88	26.19	1.05	1.30	1.61	1.93	44.06	20.14	16.29	13.58
平均值								116.48	42.21	25.96	17.40
688129.SH	东来技术	29.91	24.83	0.83	1.06	1.44	2.04	30	24	17	12

数据来源：Wind，西南证券整理

从估值水平看，截至 2026 年 6 月 11 日，可比公司 2026–2028 年平均 PE 分别为 42.21 倍、25.96 倍和 17.40 倍；东来技术对应 2026–2028 年 PE 分别为 24 倍、17 倍和 12 倍，低于可比公司整体平均水平。需要说明的是，松井股份受短期盈利基数较低影响，2026–2027 年 PE 分别为 87.63 倍和 46.54 倍，对平均值存在明显拉升作用。若主要参考盈利更稳定、业务成熟度更高的麦加芯彩和三棵树，东来技术当前估值整体处于合理区间，并未明显低估或高估。

展望后续，公司业绩弹性有望随着新车内外饰件涂料客户拓展和份额提升逐步体现，长期成长空间则取决于高温水性车身涂料认证及量产节奏。若公司仅维持修补漆和内外饰件涂料稳健增长，估值中枢更接近传统工业涂料企业；若原厂车身涂料实现主机厂认证突破并进入批量供货，公司有望从细分汽车修补漆龙头升级为国产汽车涂料平台型企业，估值体系存在进一步上修空间。

综合来看，公司具备修补漆稳定基本盘、内外饰件涂料成长曲线及原厂车身涂料突破弹性，当前估值处于合理区间，但中长期成长空间仍需高温水性车身涂料认证及订单兑现进一步验证。首次覆盖给予“持有”评级。

## 5 风险提示

**1) 原厂车身涂料认证及量产不及预期风险：**公司中长期成长弹性主要来自原厂车身高温水性涂料认证突破及批量供货。若主机厂认证周期长于预期，或产品验证、产线适配、量产导入进度不及预期，可能导致公司前装车身涂料业务拓展进度低于预期。

**2) 汽车行业需求波动风险：**公司主要产品应用于汽车售后修补、新车内外饰件及车身涂装领域，经营表现与汽车产销量、维修保养需求及主机厂车型放量节奏相关。若下游汽车行业景气度下降、新能源车销量增速放缓，或重点客户车型销量不及预期，可能对公司收入增长形成影响。

**3) 客户拓展及份额提升不及预期风险：**汽车涂料行业客户认证壁垒较高，公司业务增长依赖主机厂客户拓展、车型项目导入及既有客户份额提升。若公司在重点主机厂或核心车型中的认证、导入及份额提升进度不及预期，可能影响新车内外饰件及车身涂料业务放量节奏。

**4) 原材料价格波动及毛利率承压风险：**公司涂料产品成本受树脂、溶剂、颜填料、助剂等化工原材料价格影响较大。若上游原材料价格出现大幅波动，且公司无法及时通过产品提价、配方优化或规模效应进行转嫁，可能对公司毛利率及盈利能力造成压力。

**5) 行业竞争加剧风险：**汽车涂料高端市场长期由外资品牌主导，同时国内涂料企业也在加快向工业涂料、汽车涂料等高端领域拓展。若外资企业加大价格竞争或本土企业快速切入，公司可能面临市场竞争加剧、客户拓展难度提升及盈利能力下降风险。

**6) 产能建设及释放不及预期风险：**公司“万吨水性环保汽车涂料”项目是支撑未来水性涂料及原厂车身涂料放量的重要基础。若项目建设、设备调试、竣工验收或产能爬坡进度不及预期，可能影响公司后续订单承接能力及收入兑现节奏。

**7) 环保政策及安全生产风险：**涂料行业涉及化工生产，受到环保、安全生产、危化品管理等政策监管影响。若未来环保或安全生产监管要求进一步提高，公司可能面临环保投入增加、生产成本上升或阶段性生产受限等风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	662.74	782.14	993.25	1363.59	净利润	100.58	127.21	173.32	245.53
营业成本	403.91	472.88	594.05	801.76	折旧与摊销	7.99	14.01	14.81	15.86
营业税金及附加	4.48	5.18	6.66	9.14	财务费用	13.58	11.98	9.72	11.65
销售费用	67.83	90.15	110.78	150.52	资产减值损失	-3.67	-3.98	3.00	5.00
管理费用	40.04	46.37	58.90	81.11	经营营运资本变动	-49.57	-30.43	-169.96	-309.72
研发费用	36.90	51.00	66.00	82.00	其他	-17.24	-27.31	-18.21	-7.67
财务费用	13.58	11.98	9.72	11.65	<b>经营活动现金流净额</b>	51.67	91.47	12.68	-39.34
资产减值损失	-3.67	-3.98	3.00	5.00	资本支出	-67.72	-37.42	-50.64	-52.12
投资收益	19.20	13.70	16.45	15.08	其他	101.06	222.50	111.07	118.81
公允价值变动损益	15.49	18.53	18.74	18.13	<b>投资活动现金流净额</b>	33.34	185.08	60.43	66.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-61.95	86.93	-2.40	71.13
其他非经营损益	-0.23	-0.14	-0.22	-0.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	114.95	145.14	197.82	280.13	股权融资	13.91	0.00	0.00	0.00
所得税	14.13	17.80	24.28	34.38	支付股利	-30.45	-29.77	-39.74	-49.86
净利润	100.58	127.21	173.32	245.53	其他	22.32	-26.05	-9.85	-11.58
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-56.16	31.10	-52.00	9.69
归属母公司股东净利润	100.58	127.21	173.32	245.53	<b>现金流量净额</b>	28.84	307.65	21.11	37.03
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	92.79	78.21	99.33	136.36	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	171.50	197.70	250.78	346.14	销售收入增长率	10.91%	18.02%	26.99%	37.29%
存货	97.05	120.47	151.59	208.89	营业利润增长率	19.25%	26.27%	36.30%	41.60%
其他流动资产	1083.76	916.40	1020.54	1225.46	净利润增长率	18.69%	26.47%	36.25%	41.66%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	15.89%	25.36%	29.93%	38.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	163.43	256.53	348.83	440.07	毛利率	39.05%	39.54%	40.19%	41.20%
无形资产和开发支出	54.87	47.76	40.66	33.55	三费率	18.33%	18.99%	18.06%	17.84%
其他非流动资产	22.51	-0.92	-67.40	-156.13	净利率	15.18%	16.26%	17.45%	18.01%
<b>资产总计</b>	1685.90	1553.57	1732.39	2074.53	ROE	10.20%	11.89%	14.41%	17.55%
短期借款	519.47	284.17	281.77	352.90	ROA	5.97%	7.87%	9.40%	10.99%
应付和预收款项	138.25	161.05	202.62	273.83	ROIC	14.92%	15.79%	17.10%	18.37%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.60%	21.88%	22.39%	22.56%
其他负债	41.83	38.89	44.98	49.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	699.55	484.12	529.36	675.83	总资产周转率	0.40	0.47	0.57	0.67
股本	120.48	120.48	120.48	120.48	固定资产周转率	15.72	17.87	19.95	23.04
资本公积	457.37	457.37	457.37	457.37	应收账款周转率	3.75	3.83	4.02	4.13
留存收益	480.76	578.19	711.78	907.45	存货周转率	3.76	4.00	4.08	4.23
归属母公司股东权益	986.35	1069.45	1203.03	1398.70	销售商品提供劳务收到现金营业收入	0.87	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	986.35	1069.45	1203.03	1398.70	资产负债率	0.41	0.30	0.29	0.30
负债和股东权益合计	1685.90	1553.57	1732.39	2074.53	带息债务/总负债	0.74	0.59	0.53	0.52
					流动比率	2.07	2.73	2.89	2.85
					速动比率	1.93	2.48	2.60	2.54
					股利支付率	0.30	0.23	0.23	0.20
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.83	1.06	1.44	2.04
					每股净资产	8.19	8.88	9.99	11.61
					每股经营现金	0.43	0.76	0.11	-0.33
					每股股利	0.27	0.25	0.33	0.41
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	136.52	171.13	222.35	307.64					
PE	29.74	23.52	17.26	12.18					
PB	3.03	2.80	2.49	2.14					
PS	4.51	3.82	3.01	2.19					
EV/EBITDA	21.56	15.88	12.46	9.39					
股息率	0.01	0.01	0.01	0.02					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---