

中国涂料市场之见证、进取、成就

涂料行业海外思辨之立邦

优于大势

上次评级: 优于大势

报告摘要:

战略与收购并举, 强化市场竞争力。立邦涂料通过“生存挑战”、N-20 计划、三年中期计划等阶段性目标逐步成为不断创造新价值的全球领先公司。通过实施成本控制、控股 8 家亚洲立邦系合资企业等措施, 2009-2017 年实现营收复合增长率 93.47%; 通过完成对澳大利亚多乐士集团 (DuluxGroup) 和土耳其 Betek Boya 优质标的的收购, 加快了全球化步伐。

由材料商向服务商转变, 工程涂装引领创新。立邦中国于 1996 年初入中国打开乳胶漆市场后, 以产品功能引导消费, 以视觉性占据主导, 于 2006 年占据国内高端乳胶漆市场 70% 以上份额, 完整的产品体系和持续创新使立邦加速市场扩张。2014 年提出品牌升级计划, 以“产品加服务”的新销售模式, 实现从装饰材料商到全方位涂料服务商的跨越。工程端成立工程涂料部, 以全体系涂装交付方案刷新了工程建筑的品质与标准, 2020 年工程端实现营收 60 亿元, 同时专注与前 100 名房地产开发商保持长效合作, 2020 年立邦房地产开发商 500 强企业首选率为 19%。

强势广告营销与渠道铺设, 打造数字化增值平台。1993 年立邦投入 3000 万元进行电视广告宣传, 精准抓住时机增强品牌曝光度与生命力, 2006 年-2020 年销售及管理费用的复合增长率达 91.30%, 持续广告营销迅速拓展市场份额。终端门店铺设和对经销商的严格管理有效推广品牌知名度, 2020 年立邦拥有达 24380 家门店, 在中国涂料 DIY 涂料市场占有率达 36%。面对数字化销售升级, 立邦联手天猫推出超级品牌日, 构建“产品+物流+服务”的销售体系, 2021 年 618 期间实现线上销售额 4334.46 万元, 数字化渠道销售业绩显著。

我们认为国内涂料企业的发展可以参考以下几点经验: **1) 广告营销投入至关重要, 时机或成为点睛之笔。**在大数据时代, 抓住痛点进行有效营销, 为企业的快速成长奠定良好的用户基础; **2) B 端 C 端此消彼长, B 端注重品牌优势, C 端渠道下沉至关重要;** **3) 综合性涂料生产商为最终目标, 收购行为带动公司发展;** 涂料综合生产商为企业发展最终目标, 建涂起家发展工业为大型企业常见成长路径, 工业涂料壁垒高筑, 选择优质标的进行收购往往事半功倍; **4) 企业文化驱动公司成长, 全流程关怀提升合作粘性。**优秀的企业文化将为企业提供持续发展动力。

风险提示: 原材料价格变动, 估值与盈利预测不及预期

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
三棵树	157.15	1.87	2.11	3.00	81.19	74.48	52.38	买入
东方雨虹	53.06	1.44	1.69	2.14	26.94	31.40	24.79	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	3%	-2%	-1%
相对收益	6%	-1%	-8%

行业数据

成分股数量 (只)	77
总市值 (亿)	6688
流通市值 (亿)	5254
市盈率 (倍)	74.54
市净率 (倍)	2.50
成分股总营收 (亿)	691
成分股总净利润 (亿)	70
成分股资产负债率 (%)	229.75

相关报告

《东方雨虹 (002271): 业绩符合预期, 民建板块步入发展快车道》

--20210810

《东方雨虹 (002271): 成本传导顺畅, 业绩符合预期》

--20210711

《三棵树 (603737): 员工持股稳发展, 竣工回暖奠基础》

--20210627

证券分析师: 王小勇

执业证书编号: S0550519100002

0755-33975865 wangxiaoy@nesc.cn

研究助理: 陶昕媛

执业证书编号: S0550120090037

0755-33975865 taoxy@nesc.cn



每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享 3+最新重磅报告；
- 2、每日分享技能地图 2+技能地图
- 3、每周分享读书笔记

行研报告均为公开版，权利归原作者所有，分发只做内部学习。

扫一扫下方二维码或者直接微信搜索【huobancom】添加客服进群



企业数字化转型，提升工作效率，访问伙伴云官网：www.huoban.com 获取解决方案

目 录

1.	立邦之路，中国涂料之完美见证	5
1.1.	“建立邦交”之立邦，见证中国涂料之始	5
1.2.	“化茧成蝶”之立邦，立中国涂料市场为之核心	6
1.3.	“积极进取”之立邦，开启大道坦途	8
2.	“中流击水”之立邦，与中国涂料市场之“相互成就”	12
2.1.	“群雄逐鹿”之中国市场，立邦能“手执牛耳”	12
2.2.	“多面手”之立邦，业绩傲视群雄	15
3.	“东作西成”之立邦，深耕中国涂料市场	16
3.1.	强势广告投放与门店扩张，抢占中国市场份额	16
3.2.	强势经营管理引领立邦	19
3.3.	装饰涂料与工程涂料双向布局	23
3.4.	创新产品全覆盖，权威认证保驾护航	28
4.	“他山之石”之立邦，国内新秀品牌之“攻玉”	30
4.1.	广告营销投入至关重要，时机或成为点睛之笔	30
4.2.	B 端 C 端此消彼长，C 端渠道下沉至关重要	31
4.3.	完善产品体系，加大创新投入	33
4.4.	综合性涂料生产商为最终目标，注重收购	33
4.5.	企业文化驱动公司成长，全流程关怀提升合作粘性	34
4.6.	对其他国内涂料品牌的借鉴之道的探析	36
5.	风险提示	36

图表目录

图 1:	立邦 logo	5
图 2:	1997-2020 年房地产完成投资额（亿元）	5
图 3:	1997-2020 年全社会固定资产投资（亿元）	6
图 4:	1991-2019 年中国涂料行业发展概况	6
图 5:	居中为吴德南创始人吴清亮	7
图 6:	立时集团股权情况	7
图 7:	立邦体系股权结构现况	8
图 8:	1992-2020 年立邦发展历程	10
图 9:	立邦中国公司概况	12
图 10:	中国涂料市场预计产量（万吨）	13
图 11:	中国涂料市场竞争格局	13
图 12:	2020 年中国涂料市场 CR4-CR10	14
图 13:	2020 年中国涂料市场前 10 企业销售额(亿元)	14
图 14:	2020 年中国涂料市场格局分布	14

图 15: 2020 年全球涂料市场格局分布	14
图 16: 2015-2020 立邦市占率及其 YOY	15
图 17: 立邦经营范围	15
图 18: 立邦乳胶漆产品之一	16
图 19: 立邦木器漆产品之一	16
图 20: 13-20 年立邦中国营收 (亿元)	16
图 21: 18-20 年立邦中国建涂收入 (亿元)	16
图 22: 日涂控股销售及管理费用	17
图 23: 日涂控股销售及管理费用/营业开支	17
图 24: 2008 年奥运会立邦广告宣传	17
图 25: 立邦数字化营销推广	18
图 26: 立邦专卖店数量	19
图 27: 立邦全国网点分布情况	19
图 28: 立邦涂料高层变动情况	20
图 29: 日涂“生存挑战”计划	20
图 30: 日涂 2006 年-2020 年营业收入	20
图 31: 日涂“N-20”计划	21
图 32: 日涂 2019 年营收各地区占比	21
图 33: 立邦净味全效、荷净全效系列产品	21
图 34: 日涂控股研发费用	22
图 35: 日涂控股研发费用率	22
图 36: 立邦个性化配色展示	23
图 37: 立邦产品及广告展示	23
图 38: 立邦中国建筑涂料业务营收	24
图 39: 立邦刷新服务展示	24
图 40: 立邦样板房及色彩配色展示	24
图 41: 立邦工程整体涂装方案展示	25
图 42: 立邦涂料中国工厂分布图	25
图 43: 立邦工程业务营收	26
图 44: 房地产开发商 500 强企业供应商首选率	26
图 45: 立邦智慧商城展示	26
图 46: 立邦直播销售展示	26
图 47: 立邦天猫旗舰店 2021 年 618 期间产品销售占比情况	27
图 48: 立邦配送服务	27
图 49: 立邦产品展示	28
图 50: 立邦配色展示	28
图 51: 立邦产品权威认证展示	29
图 52: 立邦全层涂装体系	29
图 53: 汽车涂料业务营收	30
图 54: 立邦汽车涂料产品类别	30
图 55: 2013 年-2020 年三棵树销售及管理费用 (亿元) 及其 YOY	31
图 56: 2013 年-2020 年三棵树广告投入 (亿元) 及其 YOY	31
图 57: 2020 年立邦于中国专卖店分布数量 (家) 排前十地区	32
图 58: 2020 年三棵树于中国专卖店分布数量 (家) 排前十地区	32
图 59: 2017-2020 年我国精装房开盘房间数量 (万套)	32

图 60: 2017-2020E 年我国精装房渗透率	32
图 61: 2018-2020 年立邦与三棵树经营性现金流 (亿)	33
图 62: 2016-2020 年房地产 TOP500 首选率	33
图 63: 2020 年立邦与三棵树授权专利数量 (个)	33
图 64: 2020 年三棵树研发投入 (亿) 及其 YOY	33
图 65: 2013-2018 年立邦布局通过收购拓展业务范围路径	34
图 66: 立邦“1+3”计划	35
图 67: 三棵树企业文化框架	36
表 1: 立邦体系控制权变化历程	8
表 2: 立邦收购历程概览	11
表 3: 立邦中国主要业务部门概览	11
表 4: 立邦对经销商的管理	22
表 5: 立邦各系列产品及价格	28
表 6: 立邦产品权威认证	29
表 7: 立邦汽车电泳底漆产品	30
表 8: 立邦汽车面漆产品	30

1. 立邦之路，中国涂料之完美见证

1.1. “建立邦交”之立邦，见证中国涂料之始

强强联合，立邦应时而生。立邦涂料企业是亚洲最大的涂料企业，吴德南集团与日涂控股于 1962 年合资成立立时集团，立时集团的首家工厂新加坡生产工厂正式开始运作。1990 年中国与新加坡建立邦交，同年，立时集团开始筹划进入中国，1992 年正式进入中国，“立邦”名字就是由“建立邦交”而来的，涵义是开启美好的中国与立邦的友谊。

由此立邦涂料在中国市场打开序幕，而此时中国房地产市场也处于萌芽状态，涂料的使用也开始进入商业化运营阶段。

立邦涂料通过卓越的行业眼光及优秀的经营策略，一直在中国市场占据领先地位，保持着稳定的发展。

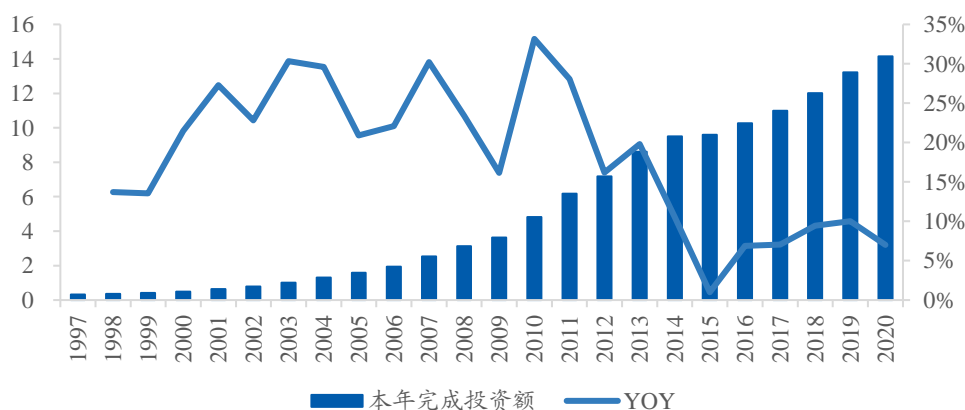
图 1：立邦 logo



数据来源：东北证券，公司公告，公开资料整理

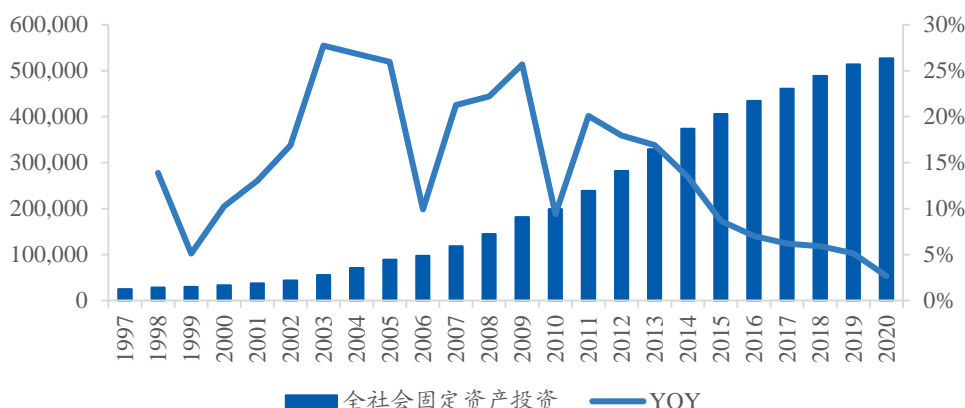
80-90 年代，国家启动大批基建项目，带动全国经济跳跃式发展，房地产、建材行业极为兴旺，涂料行业也出现一大波企业创立潮。2001 年-2010 年，房地产完成投资额及全社会固定资产投资皆保持较高的增速，涂料行业随着地产红利期同步发展。而在之后，立邦参与市场竞争，外企的介入更是不断推动着涂料行业的发展。

图 2：1997-2020 年房地产完成投资额（亿元）



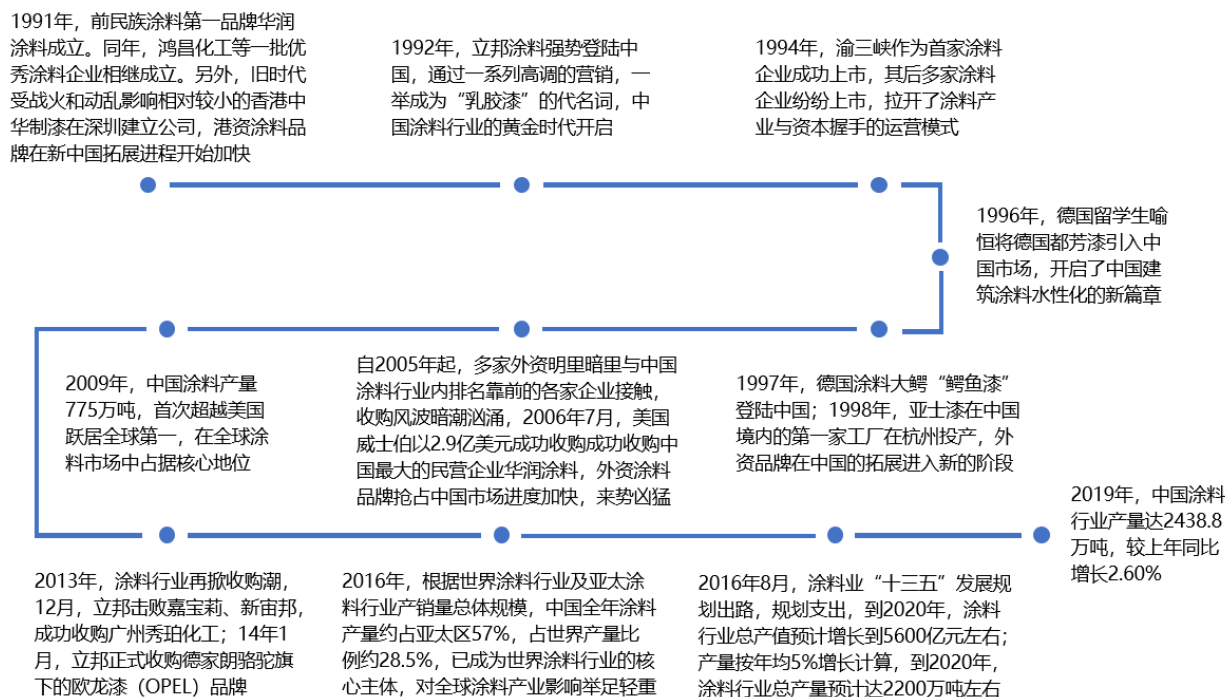
资料来源：东北证券，Wind

图 3: 1997-2020 年全社会固定资产投资 (亿元)



资料来源: 东北证券, ifind

图 4: 1991-2019 年中国涂料行业发展概况



数据来源: 东北证券, 公开资料整理

1.2. “化茧成蝶”之立邦, 立中国涂料市场为之核心

多年博弈, 实现共赢。目前的立邦体系主要意指亚洲区立邦, 立邦体系在亚洲乃至中国由多家企业分布, 股权分布较为复杂, 而“子公司化”的完成, 为立邦体系的进一步发展剔除了管理混乱的潜在危险, 使得股权结构更加的清晰明确, 管理结构更加的简单直接。“子公司化”的完成, 也是吴德南集团与日涂公司多年博弈的结果, 其中, 日涂控股公司全称为日本涂料控股株式会社, 是目前亚洲第一的涂料企业。而由吴清亮领导的吴德南集团从日涂控股的经销商, 历时四年一举成为成为日涂控

股在新加坡的代理商。此后逐渐与日涂控股进行合作，渐渐掌握主动权。

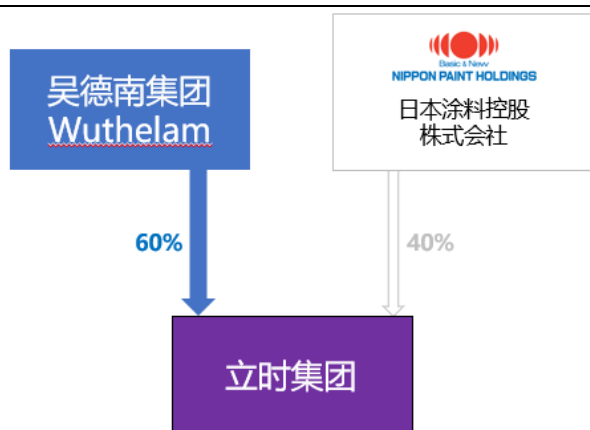
图 5：居中为吴德南创始人吴清亮



数据来源：东北证券，公开资料整理

在 1962 年，吴德南集团与日涂控股合资成立了立时集团，吴德南集团与日涂控股分别持有 60%和 40%股权。1992 年，立时集团正式进入中国内地市场，并启用“立邦涂料”这一中文品牌。2006 年，双方博弈到达新阶段，日涂控股与吴德南集团达成协议，计划从 2006 年 10 月开始直到 2010 年 12 月 31 日之前，完成对 11 家立邦系企业的“子公司化”。作为交换条件，日涂控股允许吴德南集团方面在日涂控股的持股比例最高可以增加至 10%。当时吴德南集团通过实际控制人吴清亮家族在英属维京群岛设立的公司第一工业持有日涂控股不足 5%的股权。而后由于种种原因没有完成协议内容。直至今日，双发博弈才获取一定结果。由此可见，立邦的成长离不开背后资本的操作经营，通过利益互换，背后的管理结构才得以慢慢清晰。

图 6：立时集团股权情况

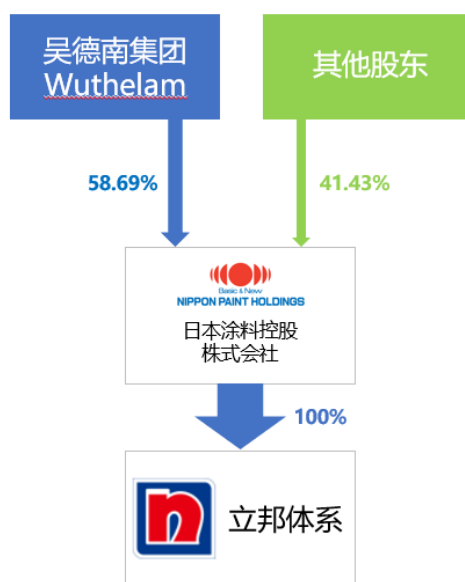


数据来源：东北证券，公开资料整理

几经变动，双向收购，更深掌握亚洲涂料核心。在 2014 年日涂控股与吴德南集团达成协议，统一通过第三方定向增资的方式向吴德南集团发行新股，用于提高日涂控股在中国、新加坡、马来西亚三地的 8 家企业的出资比例至 51%，完成“子公司化”。后又在 2021 年初收购行为继续发生，吴德南集团增资后有表决权的持股比例将从目前的约 39.54%上升至约 58.69%，成为日涂控股的新母公司。并且，随着收购的

实施，立邦涂料（中国）有限公司、广州立邦涂料有限公司、立邦涂料（成都）有限公司、立邦涂料（香港）有限公司、立邦涂料（台湾）有限公司 5 家中国公司将由日涂控股 100%持股。由此，吴德南集团通过日涂控股完成了对亚洲市场的战略把握，并将中国市场作为核心管理发展。

图 7：立邦体系股权结构现况



数据来源：东北证券，公司公告，公开资料整理

1.3. “积极进取”之立邦，开启大道坦途

近 20 年蓬勃发展，成为中国涂料行业龙头企业。1993 年打响涂料电视广告第一枪；2000 年推出“个性配色中心计划”，并赞助“奥运金牌榜”栏目，继续通过创新历年加电视营销扩大市场；领先市场在进入中国十五周年之际提出从“装饰材料商”到“提供不同生活方式的服务商”转变；融合互联，创新线上渠道，并将产品与服务结合为单独 SKU；至今立邦已经在中国市场扎根 20 年，第一梯队领军企业的地位仍然难以在短时间内被超越。

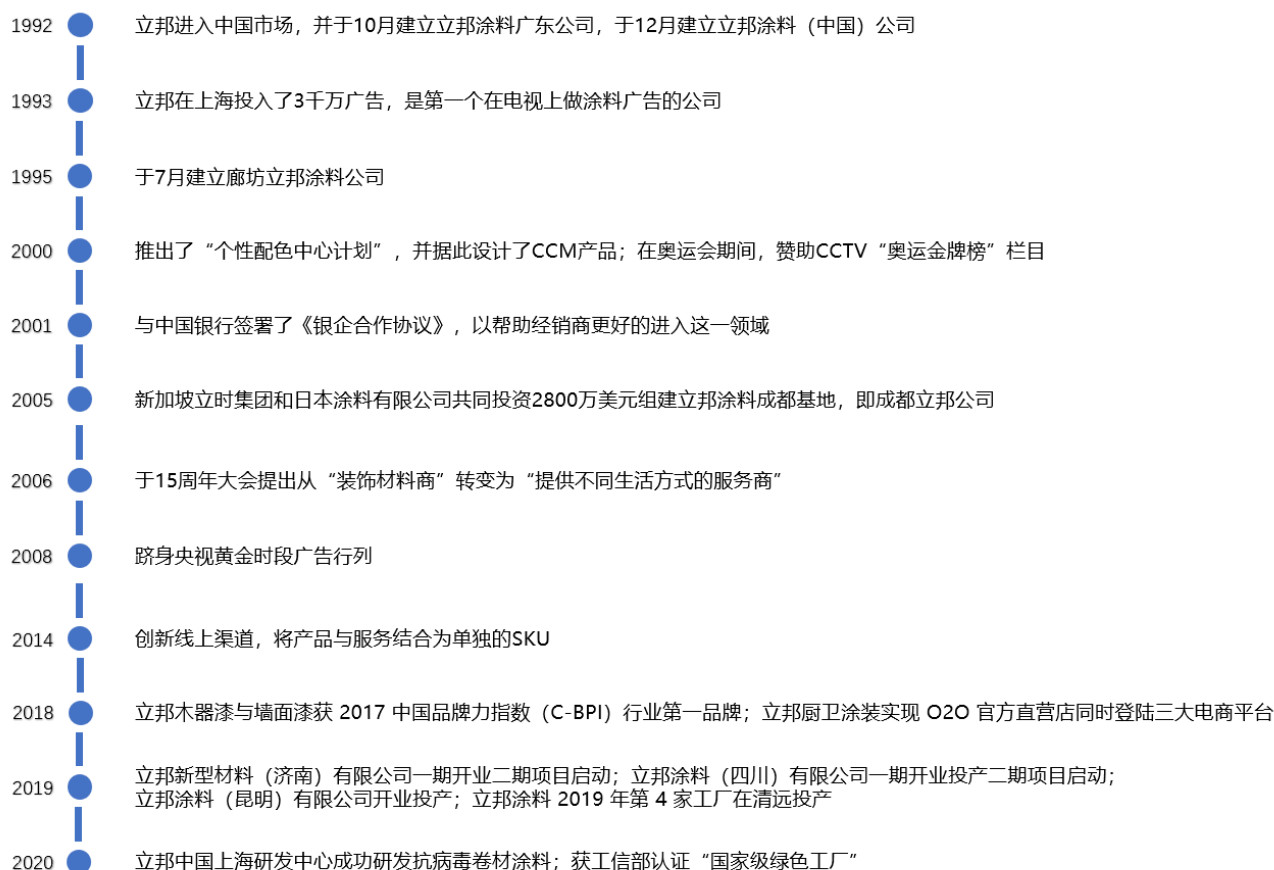
表 1：立邦体系控制权变化历程

年份	内容
2006	日涂控股与吴德南集团达成协议，计划从 2006 年 10 月开始直到 2010 年 12 月 31 日之前，完成对 11 家立邦系企业的“子公司化”。这十家立邦系企业包括马来西亚立邦、泰国立邦、菲律宾立邦等，以及包括位于中国的立邦涂料（中国）有限公司、广州立邦涂料有限公司、立邦涂料（成都）有限公司、立邦油漆（香港）有限公司。作为交换条件，日涂控股允许吴德南集团方面在日涂控股的持股比例最高可以增加至 10%。随后，日涂控股先后完成了对泰国立邦、菲律宾立邦、亚洲工业股份有限公司（设在台湾）、立时化学有限公司（设在韩国）的“子公司化”。
2008	吴德南集团通过第一工业将其在日涂控股的持股比例从不足 10% 增加至 14% 以上，打破了“最高 10%”的约定，使得这一协议半途而废。因此，包括立邦中国、广州立邦、立邦成都和立邦香港在内的另外 7 家立邦系企业，都没在此次“子公司化”计划中完成，也就意味着日涂未能取得在立时集团的实际控制权。

2013	吴德南集团通过旗下全资子公司立时国际向日涂控股发出收购后者 8000 万股股票（约占 30% 的决议权）的提案书，但这一计划也未能成行。在双方的沟通之后，吴德南集团方面表示不希望该收购案上升为双方抗衡的层面，因此于同年 3 月撤回了收购提案。
2014	日涂控股跟吴德南集团在日本大阪召开新闻发布会，发布双方刚刚达成的协议：日涂控股同意通过第三方定向增资的方式向吴德南集团方面（包括吴德南集团的相关企业）发行 6000 万股新股；由此所募得的资金，将用于提高日涂控股在中国（包括香港）、新加坡、马来西亚三地的 8 家立邦系企业（包括之前日涂控股未能完成“子公司化”的 7 家，新增的一家为位于新加坡的立时科技私人有限公司）的出资比例至 51%，使这 8 家企业“子公司化”，成为日涂控股的子公司。
2014	至此，日涂控股在立时集团股权占比为 51%，吴德南集团占比为 49%，日涂控股取得了在立时集团的实际控制权。但同时，吴德南集团通过立时国际接受日涂控股增资发行 6000 万股新股，加上此前立时国际接手的来自第一工业转让的日涂控股股权，吴德南集团进一步巩固了其作为日涂控股幕后第一大股东的地位（不参与实际经营）。
2018	吴德南集团向日涂控股发出股东提案书，要求日涂控股在 3 月底举行的例行股东大会上“除吴学人之外再安排 5 名董事”。虽然已经持有立邦涂料 39% 的股份，处于相对控股地位，但吴德南集团目前在立邦涂料 7 个董事会席位中只有 1 席，而其公司章程规定了董事会人数上限为 10 人。
2020	立邦涂料控股株式会社发布公告，公布其与吴德南集团之间达成新的股权“交换”协议的信息。其称，将实施第三方定向增发，由新加坡涂料巨头吴德南集团全额认购，此次交易总额达到 12851.39 亿日元（约合 122 亿美元或人民币 841 亿元），完成交易后将成为该集团的子公司。根据协议，吴德南集团旗下立时国际将认购立邦涂料增发股票，将控股比例从 39.54% 提升至 55.07%。与此同时，立邦涂料将用发行新股募得的约 1.19 万亿日元，以及 1000 亿日元现金收购两者在中国、印度、马来西亚、新加坡、韩国和泰国合资公司中吴德南集团持有的股份和吴德南集团的印度尼西亚业务。

数据来源：东北证券，公开资料整理

图 8: 1992-2020 年立邦发展历程



数据来源：东北证券，公司官网，公开资料整理

版图持续扩张，收购行为渐显成效。立邦成为世界顶尖涂料企业，与其收购策略密不可分。立邦从成立至今收购十余家海内外优秀涂料公司，通过收购横向拓展公司的业务范围，与全球接轨，打开全球市场，成为了世界第四大涂料企业。在 2016 年-2019 年，立邦收购了 Bolling & Kemper、Dunn-Edwards、DuluxGroup 和 Betek Boya 四家海外企业。其中，通过收购多乐士扩大中国市场份额，为立邦在中国乃至亚洲的市场扩张奠定坚实的基础。公司未来目标明确，继续寻找优质收购标的，对标世界涂料龙头公司，不断成长。

表 2：立邦收购历程概览

年份	内容
2002-2003	立时集团先后成功收购苏州立邦中资股东苏州嘉乐威股权及北京中新建材公司的股权，使苏州立邦成为外资独资企业，并在此基础上成立苏州立邦雅士利涂料有限公司，也即今天的雅士利涂料（苏州）有限公司。
2005	立时集团成功收购了河北廊坊的立东公司。这次收购使立邦中国在华北乃至整个中国北方地区的涂料重镇河北廊坊确定了巨头地位，使其产品能迅速覆盖华北地区并向东北地区延伸。
2006	立邦中国又一举收购了北京圣联达粉末涂料公司，并改组成立天津圣联达粉末有限公司（现在的立邦涂料（天津）有限公司）和佛山圣联达粉末有限公司（已注销）。这次收购完成了对其北方涂料市场的全面辐射。
2007	立邦中国收购了江苏海霸化工有限公司，并成立了海霸工业涂料有限公司（现在的立邦涂料（常州）有限公司）
2015	此之后的数年间，立时集团曾先后完成了对广州秀珀化工股份有限公司、惠州市长润发涂料有限公司（现在的广东立邦长润发科技材料有限公司）、德家朗骆驼(DGLCAMEL)旗下的欧龙漆(OPEL)品牌及品牌涵盖范围的产品技术及渠道、漳州鑫展旺化工有限公司、厦门市鑫展望汽车材料有限公司、淄博华润涂料科技有限公司（收购主体为广东立邦长润发）、上海麦加涂料有限公司及麦加涂料（南通）有限公司等公司的收购，从而进入或者补强地坪漆、木器漆市场、汽车漆领域。
2016-2019	立邦收购了 Bolling & Kemper、Dunn-Edwards、DuluxGroup 和 Betek Boya

数据来源：东北证券，公开资料整理

经营框架成熟，发展策略完善。据 2018 年立邦中国 CSR 报告显示，立邦中国区分多个事业群及事业部，其中装饰涂料事业部、工程涂料事业部、厨卫底材事业部及辅材事业部隶属于 TU 事业群；一般工业涂料事业部、防护涂料事业部、粉末事业部及卷材事业部隶属于 IU 事业群。细致的经营框架为立邦持续良好的发展提供良好基础。

表 3：立邦中国主要业务部门概览

名称	业务概况
装饰涂料事业部	提供从底到面环保耐用的墙面涂装体系，质感丰富的外墙产品体系，环保效果多样的木器漆产品
工程涂料事业部	1. 提供从基材，墙面到地面的整合解决方案，刷新工程建筑的品质与标准 2. 致力于建筑产业化，大力进军装饰保温一体板行业，推出立邦一体板
辅材事业部	致力于让更多施工者与施工商成为专业涂装辅材的受益者
厨卫底材事业部	1. 产品包括防水、铺贴、界面及填缝系列 2. 打造适用于室内外六大区域：厨卫、阳台、屋面、长期浸水、地下室、外墙 3. 专业的防水&铺贴体系，为您提供环保、全面的解决方案
一般工业涂料事业部	1. 为各行业客户提供优质产品和服务，满足客户对美观和性能的需求 2. 努力发挥技术优势，研发、推广、应用水性涂料和低 VOC 涂料
汽车涂料事业部	1. 为保护车辆、延长使用寿命而开发的特殊液体涂料 2. 为汽车制造商及其配套商提供完整的料涂解决方案 3. 全球汽车涂料市场的主导者，包含中国、日本、泰国、印度尼西亚、越南、菲律宾等市场
汽车修补涂料事业部	1. 2003 年，立邦汽车修补涂料进入中国市场

	2. 目前在中国拥有自主的生产工厂和色彩研发基地，4 个培训中心 3. 遍及全国的销售网络，专业的售后服务和市场支持
粉末涂料事业部	1. 拥有 100% 固定环保体系；采用最卓越的闭路循环粉末喷涂技术 2. 涂料利用率达 95% 以上，静态喷涂漆膜均匀 3. 作为建材表面处理国家标准编写方
卷材涂料事业部	1. 中国全面供应卷材涂料产品的专业供应商 2. 应用领域包括家电、卷钢建材和卷铝建材及各种功能涂料，丰富的产品体系能满足客户的不同需求
防护涂料事业部	1. 致力于为建筑钢结构、桥梁、电力、港机、石化等专业市场 2. 提供“高固含、低 VOC、性能优良、绿色环保”的高品质产品

数据来源：东北证券，2018 立邦中国 CSR 报告

全国布局明确，策略稳步推进。截止 2020 年，立邦在中国已有 58 个子公司，分布在全国各地，为立邦在全国的品牌推广和营销推进起到十足的推进作用。子公司对各地的工厂以及经销商提供规划性指导以及扶持。有效完善产能分配，提供充足产品支撑，从而降低运输管理费用，优化经营效率。

图 9：立邦中国公司概况

立邦投资有限公司	立邦涂料（河北）有限公司	立邦涂料（沈阳）有限公司	上海秀珀装潢有限公司
日涂（上海）涂料研究开发有限公司	立邦涂料（河南）有限公司	立邦涂料（四川）有限公司	广州秀珀化工（翁源）有限公司
凯柏立邦汽车涂料（上海）有限公司	立邦涂料（湖北）有限公司	立邦涂料（天津）有限公司	立邦工程材料（广州）有限公司
立邦涂料（常州）有限公司	立邦涂料（江苏）有限公司	漳州鑫展旺化工有限公司	立邦装饰材料（广州）有限公司
立邦涂料（成都）有限公司	立邦工业涂料（上海）有限公司	厦门市明邦工业材料有限公司	苏州立邦新材料科技有限公司
成都市长润发涂料有限公司	廊坊立邦涂料有限公司	厦门市鑫展望汽车材料有限公司	天津滨海新区立邦涂料有限公司
河南立邦长润发科技材料有限公司	立邦新型材料（济南）有限公司	厦门骏诚商贸有限公司	立邦新型材料（河北）有限公司
广东立邦长润发科技材料有限公司	立邦涂料（昆明）有限公司	雅士利涂料（苏州）有限公司	立邦新型材料（河南）有限公司
立邦长润发科技材料（成都）有限公司	立邦新型材料（上海）有限公司	臻辅材料科技（成都）有限公司	立邦新型材料（江西）有限公司
上海立邦长润发涂料有限公司	立邦新型材料（天津）有限公司	立邦涂料（郑州）有限公司	立邦新型材料（安徽）有限公司
天津长润发化工有限公司	立邦新型材料（南京）有限公司	立邦装饰工程（上海）有限公司	立邦新型材料（福建）有限公司
淄博佳德宝新材料科技有限公司	上海能优企业管理咨询有限公司	北京秀珀装饰有限公司	立邦新型材料（湖南）有限公司
立邦涂料（佛山）有限公司	立邦涂料（清远）有限公司	广州秀珀装饰工程有限公司	上海艾窠乐企业管理咨询有限公司
广州立邦涂料有限公司	立邦涂料（中国）有限公司	广州秀珀化工涂料有限公司	上海艾窠乐电子商务有限公司
		上海秀珀化工有限公司	天津艾窠乐电子商务有限公司

数据来源：东北证券，2020 年立邦中国 CSR 报告

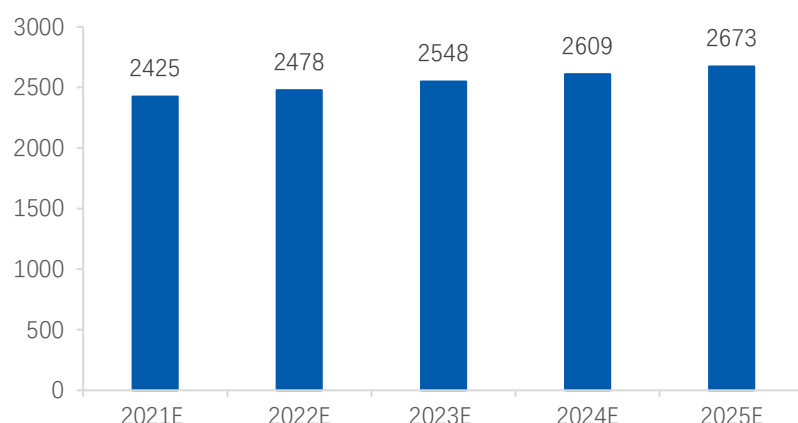
2. “中流击水”之立邦，与中国涂料市场之“相互成就”

纵观立邦的成长史，迎合改革开放背景，争做涂料行业第一。

2.1. “群雄逐鹿”之中国市场，立邦能“手执牛耳”

中国市场前景广阔，行业整体仍较为分散。根据前瞻产业研究院的测算，我国涂料市场 2021 产量约为 2425 万吨，未来几年保持稳定增长，新涂重涂需求有力支撑中国涂料行业发展，千亿红海波澜壮阔。

图 10：中国涂料市场预计产量（万吨）



资料来源：东北证券，前瞻产业研究院

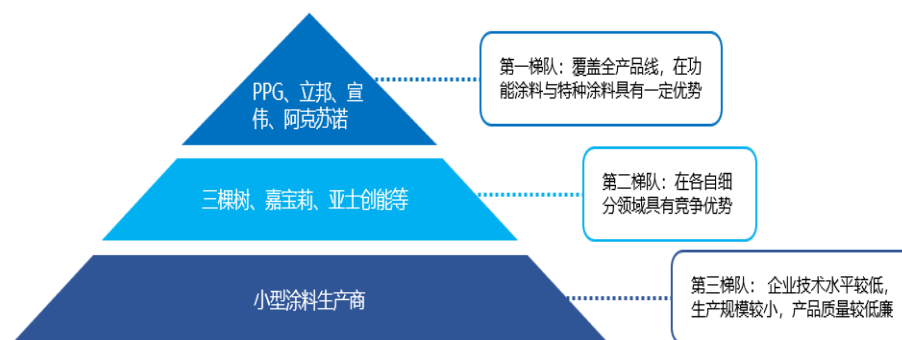
目前，我国行业竞争格局较为激烈，尚未有垄断形成，行业整体分为三个梯队。

第一梯队主要为多家外资品牌，包括立邦（中国）、阿克苏诺贝尔（中国）、PPG（中国）、宣伟等，由于外资品牌进入我国涂料市场较早，同时 PPG、宣伟、立邦等国际领先外资品牌技术水平较高，产品覆盖更全面，因此这些品牌占据我国涂料行业较大市场份额。

第二梯队多为本土品牌，我国本土品牌近年来以细分领域切入市场，并布局下沉市场，因此迅速在三四线城市抢占市场份额。

第三梯队为剩余中小型涂料企业。可见，竞争格局仍有变数，外资品牌暂时处于领先地位，本土品牌在近几年的不断发展中，正向头部品牌靠拢。

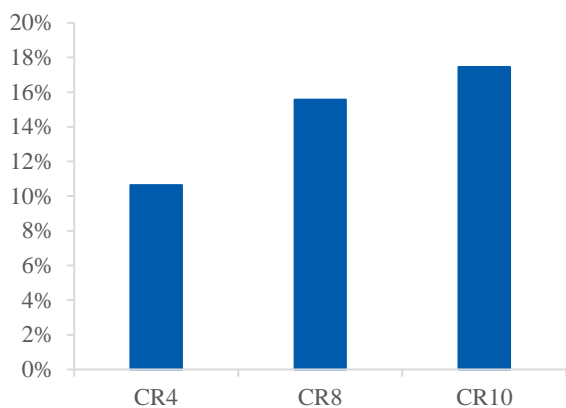
图 11：中国涂料市场竞争格局



资料来源：东北证券，公开资料整理

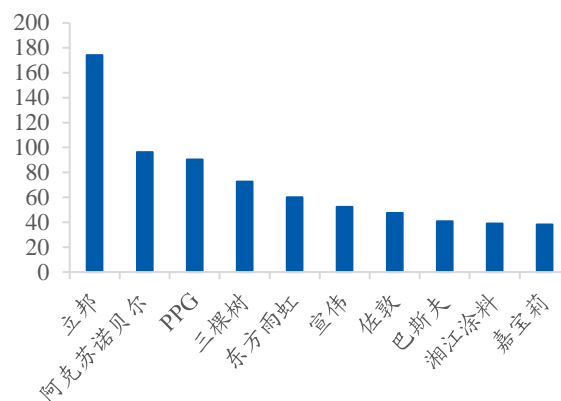
行业集中度呈分散格局，发展空间潜力巨大。根据涂界数据，假设规模以上涂料企业收入占到全行业总主营业务收入约 75%，经计算，2020 年中国涂料市场 CR4 为 10.64%，CR8 为 15.57%和 CR10 为 17.46%，相较于 2020 年全球涂料市场 CR10 为 42.28%以及欧洲与美国早在 2017 年 CR10 为 65.59%、98.43%，我国涂料市场格局分散，行业集中度偏低，头部企业仍有较大发展空间。

图 12: 2020 年中国涂料市场 CR4-CR10



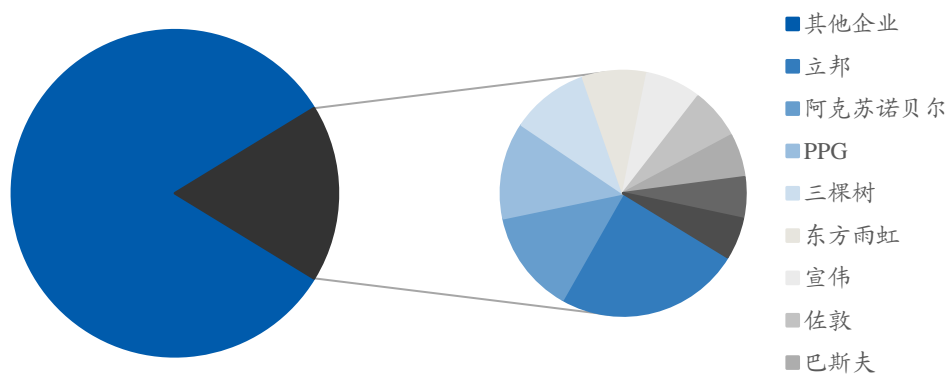
数据来源: 东北证券, 公开资料整理

图 13: 2020 年中国涂料市场前 10 企业销售额(亿元)



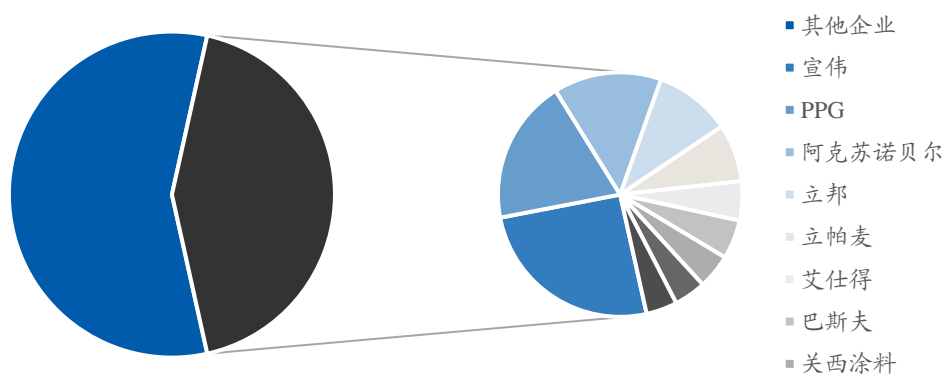
数据来源: 东北证券, 公开资料整理

图 14: 2020 年中国涂料市场格局分布



资料来源: 东北证券, 涂界

图 15: 2020 年全球涂料市场格局分布

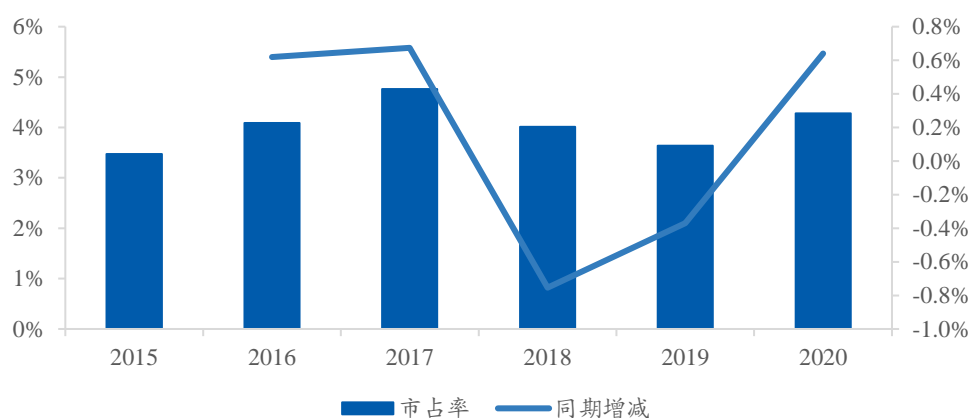


资料来源: 东北证券, 中外涂料网

立邦作为第一梯队的企业, 市占率保持稳定, 2015 年立邦市占率为 3.47%, 后连续三年持续上升至 4.01%, 后续随国产品牌不断发展抢占市场, 2020 年市占率为 4.28%, 较 2019 年上升 0.64pct。但从整体来看, 立邦的市占率保持稳定, 始终维持在 4% 的

市占率中枢，在竞争激烈的中国涂料市场中，保持稳健发展，同时，也体现行业集中度较低的现况，行业发展潜力较大。

图 16: 2015-2020 立邦市占率及其 YOY

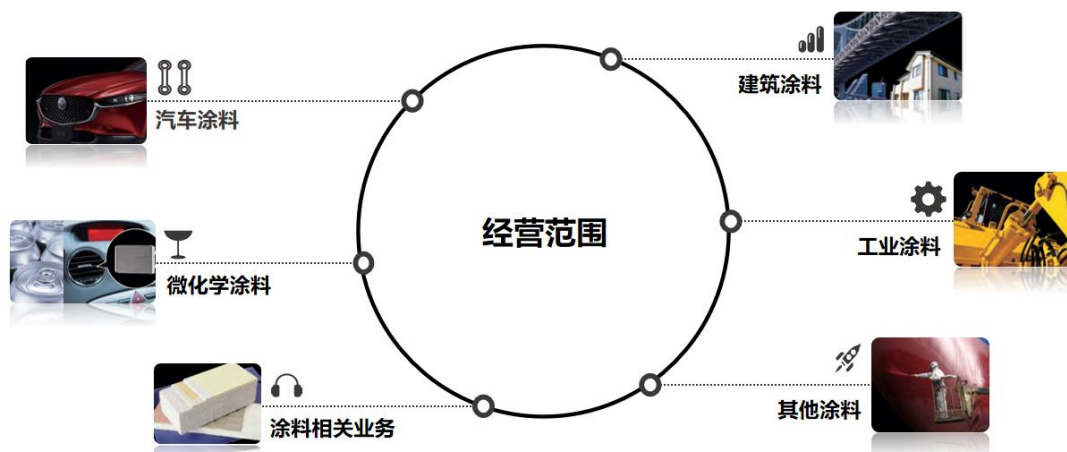


资料来源：东北证券，公开资料整理

2.2. “多面手”之立邦，业绩傲视群雄

产品结构不断优化，涉及范围逐步扩大。发展至今，立邦相继推出了木器漆及乳胶漆等产品，产品范围涉及到汽车涂料、建筑涂料、工业涂料、卷材涂料、防护涂料、粉末涂料等，产品多样且质量上佳，为立邦品牌优势的深化提供十足的动力。

图 17: 立邦经营范围



数据来源：东北证券，日涂控股 2020 年报

图 18: 立邦乳胶漆产品之一



数据来源: 东北证券, 公司官网

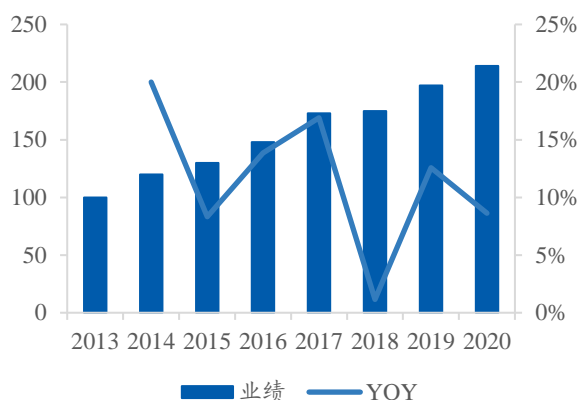
图 19: 立邦木器漆产品之一



数据来源: 东北证券, 公司官网

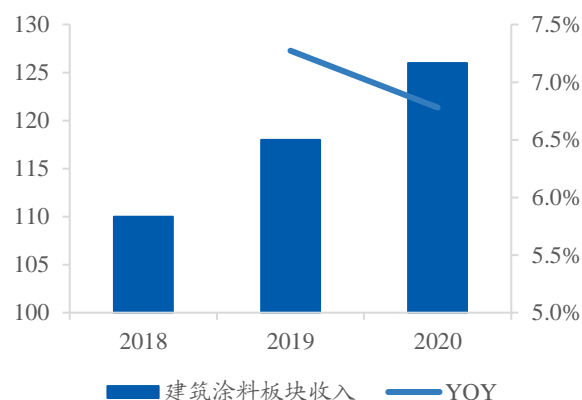
业绩表现不断提升, 经营能力保持稳定。根据立邦中国 2020 年 CSR 报告, 立邦实现了超过 214 亿的业绩, 相较于 2019 年超过 197 亿元的业绩, 保持了良好的增长。增长的一部分原因是立邦在中国的建涂市场增长明显, 2020 年立邦中国建涂市场实现了 126 亿元的收入, 虽然由于受到疫情的影响同比增速有所下滑, 仍较上年同比增长 6.6%, 并且从 2013 年至今, 立邦中国业绩稳健增长, 营收复合增速为 11.48%, 增速明显, 具有较为强劲的上升趋势。

图 20: 13-20 年立邦中国营收 (亿元)



数据来源: 东北证券, 2013-2020 立邦中国 CSR 报告

图 21: 18-20 年立邦中国建涂收入 (亿元)



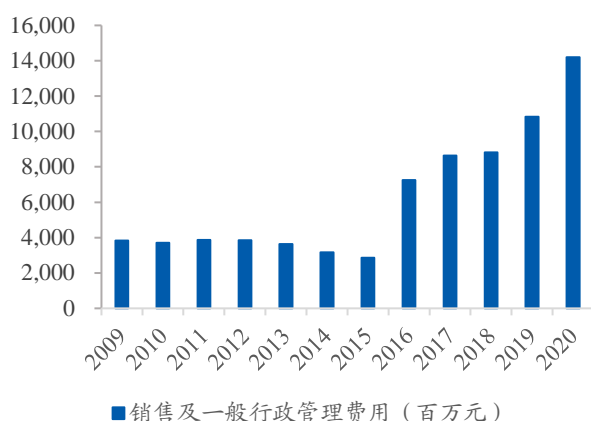
数据来源: 东北证券, 公司公告

3. “东作西成”之立邦, 深耕中国涂料市场

3.1. 强势广告投放与门店扩张, 抢占中国市场份额

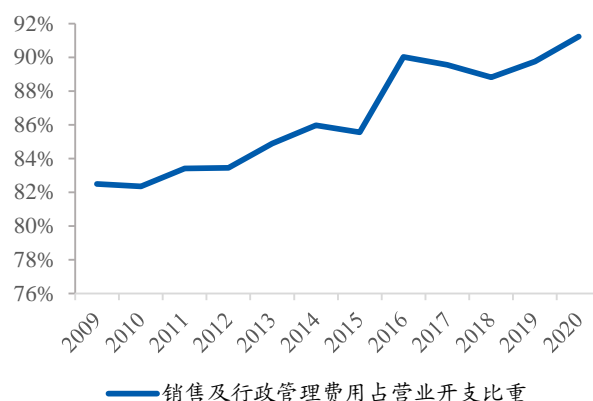
大量广告费用投入, 提前抢占市场空白。90 年代正值中国电视广告的腾飞时期, 立邦依靠电视高速普及的红利, 大量投入广告费用抢占市场。1993 年立邦投入 3 千万元在电视上做涂料广告, 成功将“乳胶漆”的概念打入中国市场。此后, 立邦将每年销售的 12% 投入广告, 根据日涂控股的年报显示, 2006 年-2020 年销售及管理费用的复合增长率为 91.30%, 2010 年-2020 年销售及管理费用占营业开支占比均值为 86.45%, 随着立邦市场空间的扩大, 其销售费用的投入也逐步增加。

图 22：日涂控股销售及管理费用



数据来源：东北证券，公司公告

图 23：日涂控股销售及管理费用/营业开支



数据来源：东北证券，公司公告

瞄准时机，增强品牌曝光度与生命力。随着 2008 年奥运热潮的持续高涨，央视黄金时段招标会成为了各个品牌争抢的目标，2008 年央视黄金资源广告招标总额达 80.29 亿元。奥运会期间，CCTV 的收视份额在全国上行频道中超过了 52%，与上半年平均水平相比，CCTV-1 收视率增长了 50%。立邦一举拿下 CCTV-1 焦点访谈前 A 特段的两个单元黄金时段广告位，增强了立邦漆的曝光率，对销售提供了有力的支持。同时，立邦积极举办线下活动，推出“让世界瞧瞧中国的颜色”主题 TVC，联系奥运会举办“中国本色”发布活动，推广立邦漆刷新色，进一步打响立邦彩色漆知名度。根据日涂控股年报数据显示，2008 年营业收入同比增长 11.04%，立邦强势的广告攻势帮助立邦漆占据市场份额。

图 24：2008 年奥运会立邦广告宣传



资料来源：东北证券，公开资料整理

转战网络媒体，开启数字化营销。2010 年随着互联网在中国开始普及，立邦开始转战网络媒体进行推广。2009 年建立“为爱上色”公益平台，与佳能、陶氏企业合作实现品牌联盟，联手杜邦公司推出大型公益主题活动，为 100 所希望小学进行外墙粉刷，借助 2010 亚运会的媒体气势打造立邦公益形象与影响力。2012 年立邦中国

营销费用投入超 10 亿元，并在接下来以每年 20% 的幅度增长。同年通过微电影《刷新 3+7》演绎立邦“刷新”品牌理念，在网络三大视频平台获得两百万的点击量；推出刷新 APP，让消费者预览粉刷效果图，进一步打开室内粉刷市场；发展电子商务平台，2012 年“双十一”购物狂欢节天猫旗舰店实现销售额 945 万元，同比增长 50%，1000 多个经销商及 3000 多个专卖店参与产品送货，以最高效的方式达成销售。2014 年冠名家装改造节目《梦想改造家》，第一季收视率平均突破 1.66，2019 年《就匠变新家》成功取得 2.3 亿播放量。立邦通过网络媒体平台瞄准新一代年轻消费者，实现渗透化精准化数字化营销。

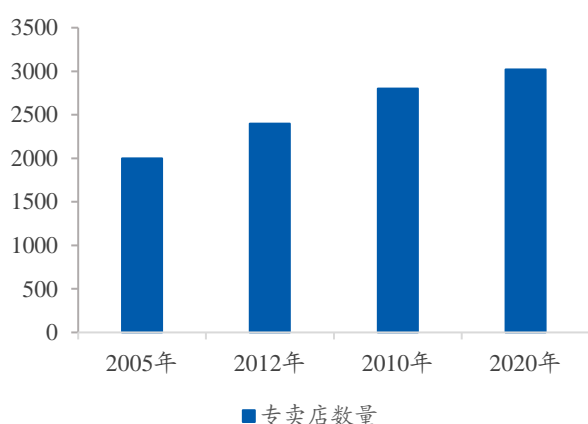
图 25：立邦数字化营销推广



资料来源：东北证券，公开资料整理

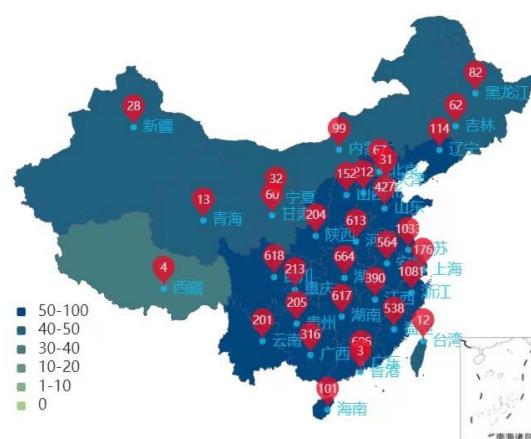
终端铺货门店扩张，建设网点销售网络。1992 年立邦进入中国市场后经历了三个渠道铺设阶段：初入市场时立邦在所有建材店进行密集铺货，将乳胶漆产品打入终端市场；2005 年立邦确立专卖店计划，在全国各地建设了 2000 多个立邦漆专卖店，实行统一管理，打下销售坚实基础；2006 年为避免同质竞争，立邦再次领先对手实行“531”计划，在 5 年内全国建立 3000 家新型零售网络专卖店，进行品牌提升，建设新型涂料专卖店体系。截至 2020 年，立邦建立了包括专卖店、多品牌店、装饰装潢、大卖场在内的销售推广体系，已拥有 24380 家门店，在中国 DIY 涂料市场占有率达 36%。立邦在广铺渠道的同时不断调整升级，有效推广品牌知名度进一步提升销售额。

图 26：立邦专卖店数量



数据来源：东北证券，公开资料整理

图 27：立邦全国网点分布情况

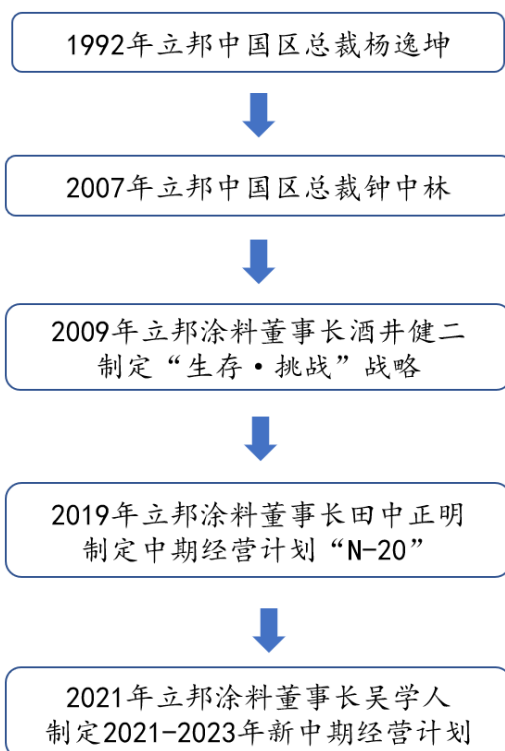


数据来源：东北证券，公开资料整理

3.2. 强势经营管理引领立邦

提倡“英雄主义”，领头羊成效显著。立邦重视团队建设，提倡“英雄主义”，以较高的绩效薪酬激励团队。根据 2019 年披露数据，11 名董事会成员平均报酬远超 1 亿日元，高于全球涂料行业薪酬水平。在立邦的核心运营团队中，立邦中国总裁杨逸坤多年负责中国市场，带领立邦在 2006 年实现 40 亿元的销售额。2007 年高层进行“换血行动”，立邦由从康师傅引进的总裁钟中林接管，在其主政的最初 5 年，立邦在中国市场建筑涂料份额达到 20%，中国市场业务占亚洲销售额 50% 以上。同时，钟中林积极布局刷新服务，从收购到投资建厂，极大改变了中国涂料市场的格局。2018 年吴学人出任日涂控股董事会会长，高打投资牌实行高调战略，加快了全球化布局进程。高层管理者富有远见的战略以及优良的管理制度推动立邦持续发展。

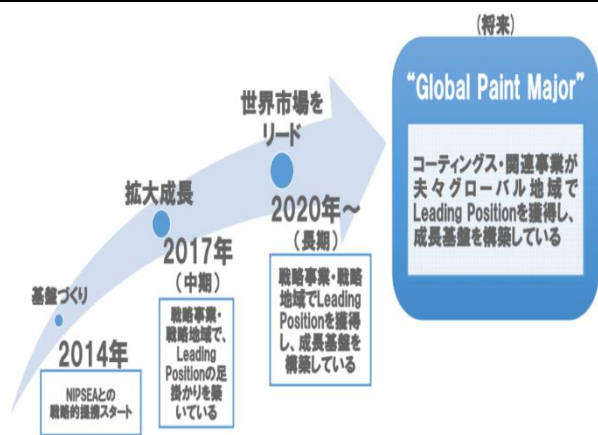
图 28: 立邦涂料高层变动情况



资料来源：东北证券，公开资料整理

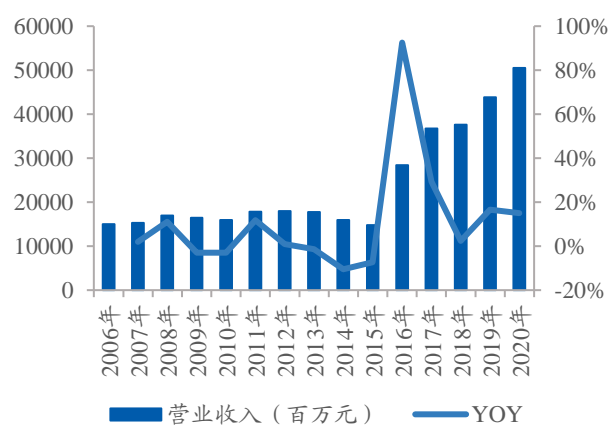
三大战略助力全球化，亚太市场成为着重发力点。立邦涂料通过“生存挑战”、N-20 计划等阶段性目标逐步成为不断创造新价值的全球领先公司。日涂控股从 2009 年开始推出“生存挑战”战略，分三个阶段用 9 年时间（2009-2017 年）完成“亚洲第一”、“与世界顶尖涂料企业并肩”的目标。其间通过实施成本控制、控股 8 家亚洲立邦系合资企业、成立四大事业部等措施提升经营利润，营业收入复合增长率达 93.47%。2015 年日涂控股成功成为亚洲涂料市场第一，提前两年完成“生存挑战”战略目标。

图 29: 日涂“生存挑战”计划



资料来源：东北证券，公司公告

图 30: 日涂 2006 年-2020 年营业收入



数据来源：东北证券，公司公告

2018 年日涂控股启动“N-20”计划，即以 2020 年为目标年度的为期 3 年中期经营

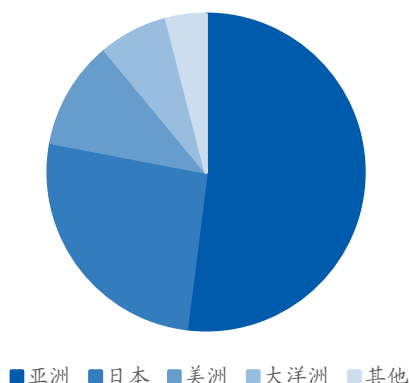
计划，日涂推进工作方式改革并推进 CSR/ESG 经营。2019 年日涂完成了澳大利亚多乐士集团（DuluxGroup）和土耳其 Betek Boya 的收购计划，进一步加快全球化步伐。2019 年日涂实现营业收入 504.8 亿元，其中亚洲市场占营收 52%。在亚洲市场取得巨大成功后，日涂在 2021 年推出为期三年的中期计划。针对中国涂料市场竞争加剧的情况，在装饰漆制定了装饰（DIY）业务战略，不以价格战为主要手段，通过扩大涂料相关业务和城市以外的市场份额来实现增长；在工程端制定工程（Project）业务战略，加强与开发商的联系并扩展产品组合实现 2021 年 20% 的增长率。立邦不断创新管理，稳固市场竞争格局。

图 31：日涂“N-20”计划



资料来源：东北证券，公司公告

图 32：日涂 2019 年营收各地区占比



数据来源：东北证券，公司公告

不断投入研发，拓宽品类与深化服务技术。立邦不断强化技术对企业长久发展的重要性，以技术和产品的差异化，谋求品牌差异化。针对 2004 年国内对健康和环保意识的增强，国内家居产业面临升级换代的情况，立邦深谙消费者需求，研发“低释放”合成技术，开始推广净味全效、荷净全效等系列产品。2017 年立邦在中国设立研发及创新中心，专注涂料核心技术的研发，开启了从树脂到色浆再到核心流变助剂的全体系自主研发，进一步提升品牌差异。

图 33：立邦净味全效、荷净全效系列产品



资料来源：东北证券，公司官网

严格把控品质，确立品牌形象。2013 年立邦成立品保部，对产品质量严格控制。2018

年乳胶漆产品 100% 达到国家绿色标准，木器漆产品 80% 以上通过国家十项环保标志。2020 年宣布筹建立时集团暨立邦中国（亚太）研发创新中心，进一步进行科技研发。截至 2020 年，立时集团已获得 496 篇专利授权。2020 年日涂控股投入研发费用超 11 亿元，立邦逐步建立起在涂料行业的核心技术优势，使得消费者和工业领域客户更加认可立邦的创新产品和品牌形象。

图 34：日涂控股研发费用



数据来源：东北证券，公司公告

图 35：日涂控股研发费用率



数据来源：东北证券，公司公告

严格经销管理，扶持赋能统一。初入中国市场，立邦采取了高速扩张的模式，将产品定位在中端，通过在建材店广铺货代理销售的方式抢占市场。由于追求扩张速度，门店质量参差不齐。立邦着手对经销商进行严格管控，与中国银行签署了《银企合作协议》，由中国银行向立邦的全国经销商提供包括流动资金和商用消费信贷封闭式贷款在内的统一授信，为经销商赋能，吸引更多经销商的参与。同时成立专营店和专卖店对经销商进行统一管理。2007 年，面对经销价格混乱和售假等不良事件，立邦借鉴快消经验展开片区式管理，对于区域内不配合的经销商强制性立即收回经销权，同时取消独家代理，单独设立区域木器漆独家服务商并建立网络销售旗舰店。

表 4：立邦对经销商的管理

时间	管理方式
1992 年-1999 年	代理销售，高速扩张
2000 年	“个性化配色中心计划”
2001 年	签订《银企合作协议》
2000-2005 年	筛选代理商，建立 200 个品牌形象统一的专卖店
2007 年	片区式管理统一，取消独家代理
2008 年	建立专营店、专卖店
2011 年	建立天猫官方旗舰店
2012 年	布局刷新旗舰店
2016 年	打造“渠道共享平台”

资料来源：东北证券，公开资料整理

打造增值平台，建立价值同盟。立邦于 2000 年推出“个性化配色中心计划”，通过改造原有渠道零售商成为新的销售供应方式。2012 年立邦已发展了 1600 家经销商，建立 1685 个片区管理。2016 年在全国建立起 1000 余家分属不同代理商、零售商的

CCM 个性配色中心，同时打造“渠道共享平台”，在每一个大中城市成立“立邦漆服务中心”，为经销商提供技术支持和指导，进一步提高经销商质量与黏性。立邦对经销商的管控领先市场，贴合其营销战略规划，为后续网络销售渠道的布局提供了便利条件，成为其新的利润增长点。

图 36：立邦个性化配色展示



资料来源：东北证券，公司官网

3.3. 装饰涂料与工程涂料双向布局

以色彩征服视觉，从材料商转变为全方位涂料服务商。初入中国市场，立邦主打乳胶漆产品，以“处处放光彩”为核心推出在 1996 年推出“蒙古小屋”和“小屁股”品牌广告，迅速提升了品牌知名度。在打开乳胶漆市场后，立邦以产品功能引导消费，连续推出“三合一”、“五合一”、“全效合一”等系列产品，并在 2006 年初全力推广“净味全效”产品和系列广告，一度在国内中高端乳胶漆市场占据了 70% 以上的市场份额，成功成为国内装饰涂料巨头。

图 37：立邦产品及广告展示

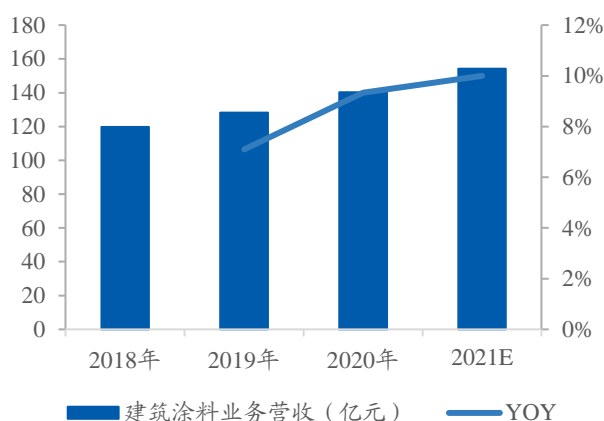


资料来源：东北证券，公开资料整理

2006 年华润、美国 PPG 等竞争对手开始占据中国市场，立邦为完成 2010 年在中国销售达到 100 亿的目标，转而投放“我的色彩，我的灵感”篇广告。立邦以视觉性

为主导，拓展新的竞争点，通过对店面展示进行升级和 IColor 配色的 DIY 刷新服务，谋求企业转型。2014 年，立邦提出品牌升级计划，实现从购买涂料到呈现效果的一站式服务，2016 年在天猫上线“刷新服务”和“儿童房刷新”两大线下服务。截至 2018 年底，立邦刷新服务覆盖了 103 个城市，刷新服务商 200 多家，累计服务客户 40 余万户，成交总额超过 40 亿元，实现从装饰材料商到全方位涂料服务商的跨越，开展“产品加服务”的新销售模式。

图 38：立邦中国建筑涂料业务营收



数据来源：东北证券，公司公告

图 39：立邦刷新服务展示



资料来源：东北证券，公司官网

精确投放产品占据市场，建立“协同式”分销渠道模式。立邦将中端产品作为营销重点，大力推广价格在 130-140 元之间的“美得丽”、“永得丽”乳胶漆，价格优势帮助立邦迅速抢占超过 50% 的乳胶漆市场，并从一二线城市开始向三四线城市下放。采取低价策略的同时，立邦积极对传统渠道进行改造：推出 CCM 个性配色中心推广计划，通过向原有的渠道零售商提供电脑调色设备，备存一定的基础漆和色浆就能满足客户需要，降低物流成本和库存；调整木器漆渠道分销模式，推出全流程服务木器漆专卖店，为其加盟的代理商提供成长空间；引入终端“样板房”概念，突破传统分销模式，实现厂商和渠道的共赢。立邦将“渠道”视为“产品”来经营，利用经销商“顾问式销售”来帮助经销商建立增值平台，获得期外利益，以延续渠道的稳定性和成长性。协同式的厂商关系使立邦和厂商实现双赢发展。

图 40：立邦样板房及色彩配色展示



资料来源：东北证券，公开资料整理

立邦工程十年业绩显著，全体系涂装方案引领创新。2007 年立邦以“刷新力量”为口号成立工程涂料部，成为了立邦从“民用涂料”到“民用及工程涂料一体化”的拐点。立邦工程致力于建筑产业化，大力进军装饰保温一体板行业，推出立邦一体板，同时以交付品质和效率为导向，提供从基材，墙面到地面的全体系涂装交付方案，刷新工程建筑的品质与标准。立邦工程涂料事业部的独立取得了显著业绩，2018 年实现营收 36.5 亿元，同比增长 20%，占总营收 20.9%。同时立邦建立了完善的生产与物流体系，配送网络覆盖全国在全国建立了 41 家工厂。

图 41：立邦工程整体涂装方案展示



资料来源：东北证券，公司官网

图 42：立邦涂料中国工厂分布图

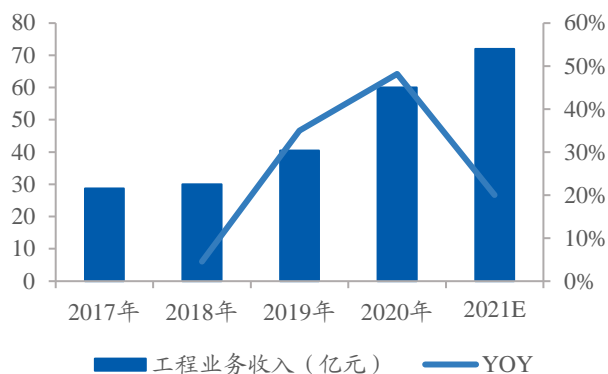


资料来源：东北证券，公开资料整理

开拓战略客户，实现共融合作。根据 2021-2023 财年中中期计划，立邦中国工程将关注并增加与前 100 名房地产开发商的份额并与 50 强装修公司联盟，预期 2021 年实

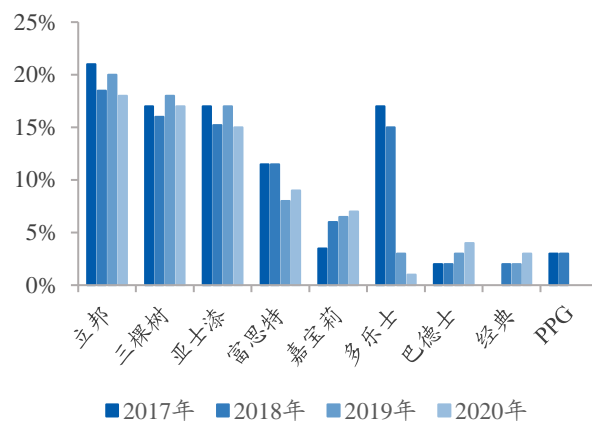
现 20% 的业务增长。目前，立邦工程与近 200 家地产商保持了长效的合作关系，主要工程客户是万科、恒大、碧桂园等地产龙头，立邦也持续多年被评选为中国房地产开发企业 500 强首选涂料类供应商。通过“创新引领、产品迭代、地产合作”成功占据一席之地，连续多年成为中国最大的工程涂料品牌。

图 43：立邦工程业务营收



数据来源：东北证券，公司公告

图 44：房地产开发商 500 强企业供应商首选率



数据来源：东北证券，公开资料整理

立邦数字化智慧升级，打造新零售商业模式。深耕中国市场近 30 年，立邦始终密切关注行业嬗变与消费者的需求变化，坚持以创新驱动发展，不断提升自身产品及服务体系。面对数字化转型带来的产业生态变革，立邦又一次主动应变赢在先机，以实体专卖店为基石，构建同城购、智慧商城、涂装俱乐部等数字化矩阵，通过数字化驱动品牌新增长曲线。立邦自 2010 年在天猫平台建店，不断创造新的涂装理念，创造了最早免费送货上门、免费调色、特殊天气留货慢递、上门基检、线上下同款同价同质等行业服务特色，并先后进行了产品视频化、新零售、直播等新方式的探索。

图 45：立邦智慧商城展示



资料来源：东北证券，公开资料整理

图 46：立邦直播销售展示

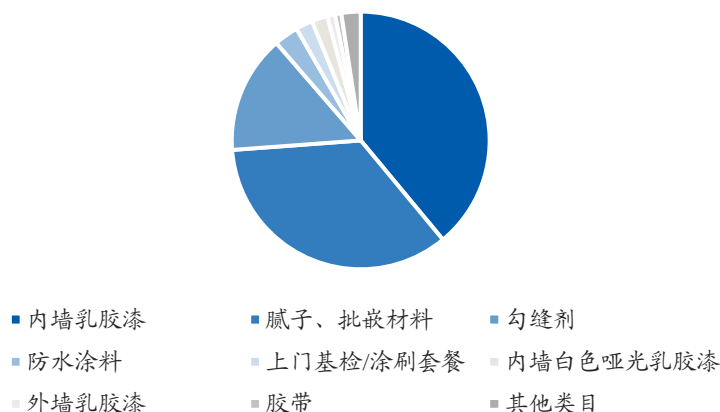


资料来源：东北证券，公开资料整理

精准把握消费需求，网络销量稳步上升。2020 年 8 月立邦与天猫联手推出“立邦天猫超级品牌日”，通过微博、抖音、央视多维度宣传，获得了超 9.5 亿级品牌曝光，

总曝光触达 7 亿以上人次。总体销售额同比 2019 年双 11 增长 85%，天猫旗舰店单日总销售额问鼎全家装行业第一。其中“刷新服务”成为品牌爆款，在销售额占比超过 50%。截至 2021 年 6 月，立邦天猫旗舰店关注数达 38.7 万，“618 品牌日”销售期间销售额达 4334.46 万元，销售成交接近 9 万单，其中内墙乳胶漆贡献了接近 40% 的销量。立邦数字化渠道销售业绩显著。

图 47：立邦天猫旗舰店 2021 年 618 期间产品销售占比情况



数据来源：东北证券，淘数据

构建物流体系，提供便捷送货上门服务。立邦依托 3000 多家经销商参与线上接单、线下送货和服务，近百家城市的刷新服务打通，全国 3000 名销售、管理人员支持立邦天猫旗舰店的运营，保障其涂装解决方案的顺利推动。立邦采用“耕者有其田”的策略模式，将经销商各自经营片区进行划分，通过“48 小时闪电发货，3-7 天内送达”、“极速快递”、“慢递服务”打造星级配送，消费者可在下单之后 90 天内任意时间进行提货。同时通过专业的在线客服、贴心的售后服务、优惠的产品价格等一系列的措施，为消费者提供更便捷周到的销售体验。2018 年立邦加入了中国 CRSAS 化学品道路运输安全评估体系，不断提升物流的安全管理水平。2010 年，立邦加入天猫家装新零售三体计划，实现单场直播订单数高达 4000 单的业绩。数字化经营使得流量与资源线上线下协同，助推业绩增长。

图 48：立邦配送服务



资料来源：东北证券，公司官网

3.4. 创新产品全覆盖，权威认证保驾护航

领先创新，不断推出涂料新品。2000 年立邦主打功能性诉求产品，率先推出三合一乳胶漆，其兼具防水、弹性、耐擦洗的功能性帮助立邦打开乳胶漆市场。在三合一的基础上，立邦连续推出“五合一”、“十合一”、“全效合一”系列，通过产品功能引导消费观念。随着人们环保与健康意识的增强，立邦为解决涂装市场消费痛点，2004 年开始推出“净味全效”系列产品，包括“金装净味”、“抗甲醛净味”、“净味 120 二合一”等产品，以净味技术主打防霉、抗碱等功能。2007 年推出了抗甲醛产品，符合国家“十环标志”环保认证以及“A+”环保标准。紧接着立邦立足 DIY 市场需求，推出色彩配色服务，以视觉性功能吸引消费者，增强产品的审美属性。2011 年 IColor 网站建立，为消费者提供装修图库、设计资讯和配色等服务。2015 年立邦发布“小王子”儿童漆，在全效功能的基础上创新融入恒彩技术，使墙面颜色保持明亮、鲜艳、高饱和度的效果，给儿童带更逼真的缤纷色彩体验。立邦涂料产品领先创新，始终走在市场前端。

图 49：立邦产品展示



资料来源：东北证券，公司官网

图 50：立邦配色展示



资料来源：东北证券，公司官网

主力中端，产品产线全覆盖。立邦涂料产品系列众多，实现从低端“净味 120”系列产品、中端金装、竹炭系列产品到高端原生植萃系列产品的全覆盖。立邦将重点放在中低端产品上，主力推广和销售。同时进一步对高端产线产品进行开发，开拓高端市场份额。立邦以各系列全覆盖的方式为消费者提供了多种功能选择和搭配，牢牢把控了涂料市场份额。

表 5：立邦各系列产品及价格

产品系列	功能特点	价格区间（每升价格）
净味 120 系列	防霉、抗碱	30-40 元
净味全效系列	防霉、抗碱、耐擦洗	35-50 元
金装净味系列	防霉、抗碱、耐擦洗、高遮盖力	50-60 元
抗甲醛净味系列	净化甲醛、I 级抗菌	50-100 元
竹炭净味系列	净化甲醛、I 级抗菌、竹炭因子	100-130 元
竹炭瓷净系列	I 级抗菌、II 级抗污、竹炭因子	100-150 元
小王子儿童漆	I 级抗菌、II 级抗污、耐擦洗、高遮盖力	200-350 元
原生植萃系列	I 级抗菌、II 级抗污、耐擦洗、高遮盖力	300-450 元

资料来源：东北证券，公司官网，天猫旗舰店

产品国际权威认证，打造涂料环保新体验。立邦专注于涂料环保与安全的品质把控，研发“空气卫士技术”，采用纯净原料和抗污净化甲醛技术，有效净化室内空气游离甲醛。2017 年推出“立邦空气卫士全层涂装体系”，带动涂装行业环保标准和技术体系的进一步升级。批乐宝加固剂、水立防防水、批乐宝底面腻子等底材系列均采用环保材料替代传统底材施工中常用的不环保材料，从产品到施工全程包揽。2018 年立邦研发团队共获得 6 大专利授权，乳胶漆产品 100%达到国家绿色标准，木器漆产品 80%以上通过国家十环环保标志。2019 年全新上市的原生植萃系列产品获德国莱茵 TÜV、美国绿色卫士 GREENGUARD 室内空气质量金级认证，实现欧美双认证。同时立邦也获得法国 VOC 检测 A+以及欧盟玩具认证 EN71-3 和 EN71-9 等国际权威检测机构的环保认证，为消费者打造放心、安全的家居环境。

表 6：立邦产品权威认证

认证标准	认证产品
法国 VOC A+认证	抗甲醛系列、竹炭净味系列、 金装净味系列等
德国莱茵 TÜV 认证、美国绿色卫士金级认证	竹炭净味系列、竹炭瓷净系列、 小王子儿童漆、原生植萃系列
德国莱茵 TÜV 认证、美国绿色卫士金级认证、 美国 USDA 生物基认证	原生植萃系列

资料来源：东北证券，公司官网

图 51：立邦产品权威认证展示



资料来源：东北证券，公司官网

图 52：立邦全层涂装体系



资料来源：东北证券，公司官网

汽车涂料口碑优良，打造市场先驱品牌。立邦为中国汽车制造厂提供环保型高品质的全方位汽车涂料，包括汽车车身、塑料零部件，主打中高端产品。核心技术来自日本立邦和德国 BK 公司，在日韩系中占有较高的市场份额。立邦中国从 2008 年开始，逐步通过欧美系汽车制造厂的产品质量认证体系，力争扩大欧美系汽车公司的市场份额。立邦电泳底漆性能优良，产品种类齐全，可以满足汽车制造厂对电泳涂膜性能的不同要求。立邦中国区 2019 年汽车涂料业务销售额为 21.39 亿元。根据 2021 年新中期计划，立邦将增强汽车涂料在中国的市场份额和优势，预估 2021 年-2023 年复合增长率为 5%-10%。

表 7: 立邦汽车电泳底漆产品

产品名称	产品功能（性能）
POWERNICS 301 新型电泳涂料	无铅涂料、低溶剂含量、低加热减量
PN-100 系列	无铅基础型
PN-300 系列	更低 VOC 型
PN-1000 系列	低成本型、高泳透力、低膜密度、良好的涂膜性能
PN-1400 系列	基于 PN-1000 系列，可用于 IPP 技术生产线，适用于欧洲汽车制造厂商和绿色前处理

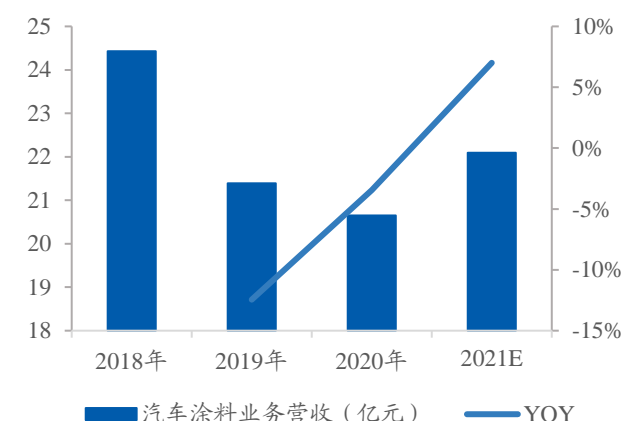
资料来源：东北证券，公司官网

表 8: 立邦汽车面漆产品

产品名称	产品功能（性能）
单色和金属油性色漆（SBBC 系列）	与各底漆和中涂配套性好
单色和金属水性色漆（WBBC 系列）	与各种中涂漆和清漆配套性好
ORGA 100 单色面漆	优异的耐暴晒性能
SP OZ-100 清漆系列	耐候性优良、紫外线分解性能
2K PU HD 清漆	高交联密度产品、耐划伤、耐洗刷性能
第三代清漆	耐划伤、耐洗刷性能
水性清漆	耐洗刷性能与溶剂型涂料相当

资料来源：东北证券，公司官网

图 53: 汽车涂料业务营收



数据来源：东北证券，公司公告

图 54: 立邦汽车涂料产品类别



资料来源：东北证券，公司官网

4. “他山之石”之立邦，国内新秀品牌之“攻玉”

亚洲涂料龙头立邦的发展历程，无论从营销、研发、布局、渠道方面都为我国涂料企业的发展方向带来具有参考价值的启示。本文主要以我国快速崛起的民族品牌三棵树的经营数据进行对比分析。

4.1. 广告营销投入至关重要，时机或成为点睛之笔

无论是初入中国市场还是如今，立邦，抓住多次时机进行广告铺设，依靠电视普及红利时期，大量铺设广告抢占市场，在互联网盛行时，及时切入数字化营销，日涂

控股销售及管理费用 2006-2020 年复合增长率高达 91.30%。

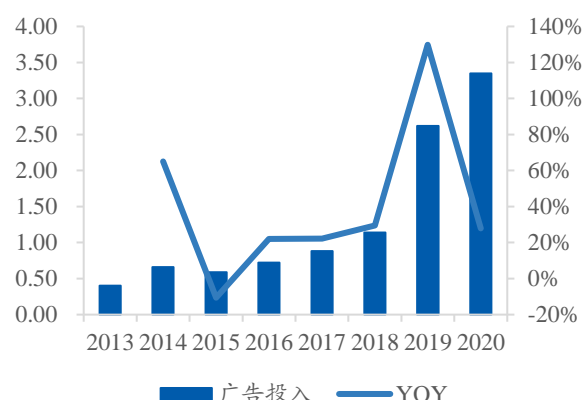
作为民族品牌三棵树也准确的抓住涂料市场痛点, 2003 年率先倡导“健康漆”概念, 2020 年的销售及管理费用为 18.12 亿, 较上年同比增长 13.46%, 公司于 2013 年-2020 年销售及管理费用的复合增长率为 29.48%。其 2020 年的广告投入为 3.35 亿元, 较上年同比增长 27.86%。无论是立邦的广告投放战略还是三棵树的“健康漆”推广, 都准确的抓住时机并获得显著成效。

图 55: 2013 年-2020 年三棵树销售及管理费用 (亿元) 及其 YOY



资料来源: 东北证券, wind

图 56: 2013 年-2020 年三棵树广告投入 (亿元) 及其 YOY



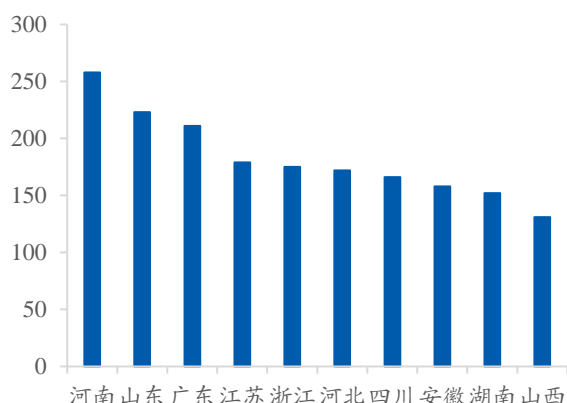
资料来源: 东北证券, wind

4.2. B 端 C 端此消彼长, C 端渠道下沉至关重要

立邦中国自 1992 年进入中国市场以来, 积极布局 C 端市场, 截至 2020 年专卖店达 3021 家, 其中专卖店分布最多的十个地区分别是河南、山东、广东、江苏、浙江、河北、四川、安徽、湖南和山西。

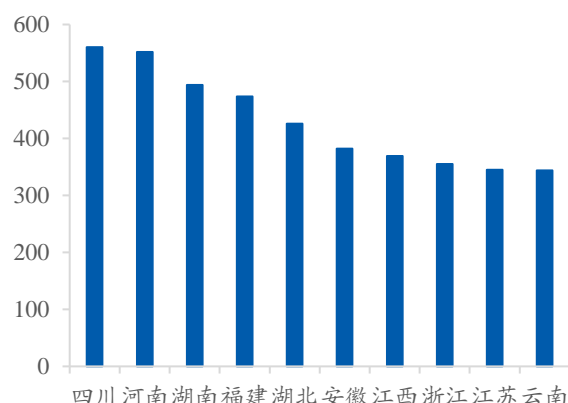
而三棵树 2020 年国内专卖店达 6244 家, 其中专卖店分布最多的十个地区分别是四川、河南、湖南、福建、湖北、安徽、江西、浙江、江苏和云南。三棵树另辟蹊径大力开拓 C 端市场, 加大渠道下沉力度, 短时间内铺设门店成效显著。

图 57：2020 年立邦于中国专卖店分布数量（家）排前十地区



资料来源：东北证券，公司官网

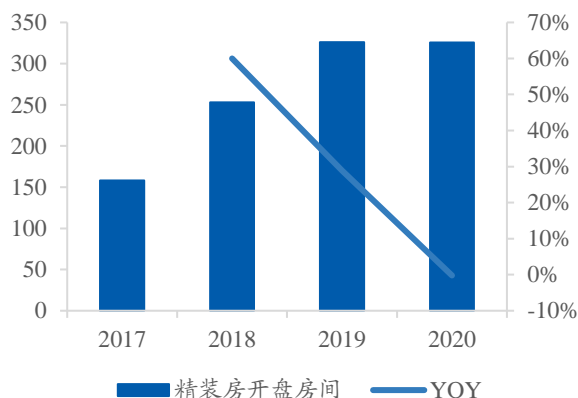
图 58：2020 年三棵树于中国专卖店分布数量（家）排前十地区



资料来源：东北证券，公司官网

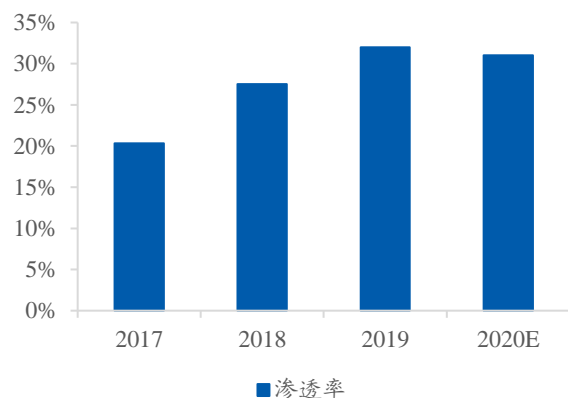
精装趋势热度不减，B 端品牌优势显著。根据 AVC 数据显示，2019 年-2020 年我国精装房开盘房间数量分别为 326.2 万套与 325.5 万套，可见，即使在疫情影响情况下，开盘量相距不大。因此，预计我国 2020 年精装率超过 30%，相较早于 2018 年便将近 80%精装率的北美、欧洲、日本等地区仍有一定差距，发展空间巨大。

图 59：2017-2020 年我国精装房开盘房间数量（万套）



资料来源：东北证券，公司官网，wind

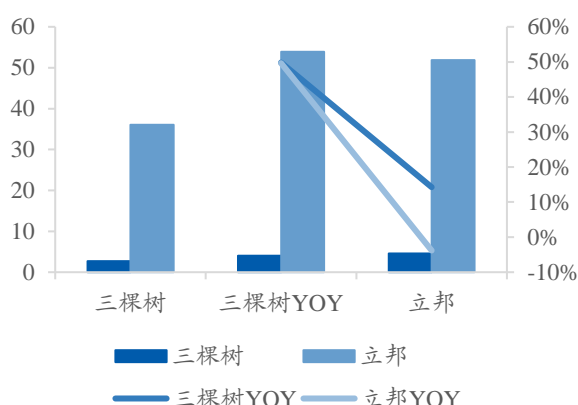
图 60：2017-2020E 年我国精装房渗透率



资料来源：东北证券，公司官网，wind

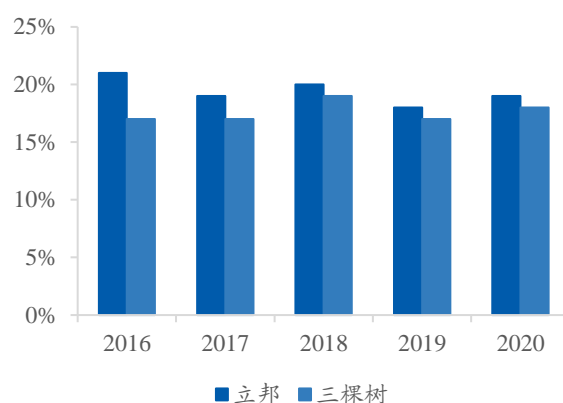
精装的发展以及头部地产业务体量对于企业的现金流提出挑战。2020 年日涂经营性现金流为 51.84 亿元，现金流充裕，并且同时依靠品牌优势快速发展工程业务，占据头部房地产市场；2020 年三棵树经营性现金流为 4.57 亿元，较上年同比增加 14.25%，同样在不断发展当中。而 2019 年-2020 年立邦在中国房地产 500 强企业供应商的首选率分别为 18%及 19%，而三棵树的首选率分别为 17%及 18%，可见在品牌影响力以及体量逐渐提升的背景下，三棵树在 B 端的建设上紧追立邦，有望后来居上。

图 61: 2018-2020 年立邦与三棵树经营性现金流(亿)



资料来源：东北证券，公司官网，wind

图 62: 2016-2020 年房地产 TOP500 首选率



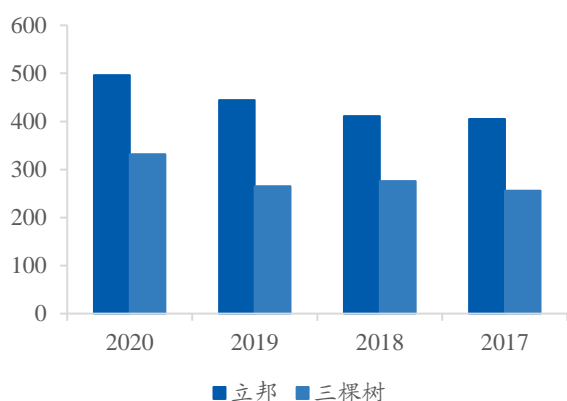
资料来源：东北证券，公司官网，wind

4.3. 完善产品体系，加大创新投入

2020 年日涂控股投入研发费用超 11 亿元，拥有十分完善的产品体系，建涂产品范围分割为八大部分，分别为明星产品、内墙乳胶漆、外墙乳胶漆、艺术漆、木器漆、基材和工具、涂装体系、厨卫底材，且立邦中国 2020 年授权专利数量达到了 496 项，足以见得立邦对于产品研发的重视。

相比之下，三棵树的产品体系也十分完善，产品范围拆分为六大部分，分别为家装产品体系、工程产品体系、工程防水体系、美好家园产品体系、家装涂料产品体系、艺术涂料产品体系，同时，三棵树主打 8 小时净味住新家主题，更是为其零售涂料的铺设提供一大助力。并且，2020 年三棵树研发投入达到 2.07 亿元，较上年同比增长 58.86%；授权专利数量达 332 项。三棵树逐年加大对于产品的投入力度，尽管仍与立邦有一定差距，但其上升的势头不减，有望拉近与世界头部涂料企业的差距。

图 63: 2020 年立邦与三棵树授权专利数量 (个)



资料来源：东北证券，公司年报，立邦 CSR 报告

图 64: 2020 年三棵树研发投入 (亿) 及其 YOY



资料来源：东北证券，wind

4.4. 综合性涂料生产商为最终目标，注重收购

除建筑涂料之外，立邦同样布局工业涂料。立邦中国将工业涂料分为八大部分，分别为立邦汽车涂料、凯柏立邦汽车涂料、立邦汽车修补涂料、防护涂料、卷材涂料、一般工业涂料、粉末涂料、立邦特种先进涂料。立邦对于工业涂料的布局，自主研

发道阻且长，所以主要通过收购手段。在 2013 年至 2018 年期间，立邦通过不断并购细分行业的头部企业，得以扩张自身的经营范围，进一步布局工业涂料领域。

图 65：2013-2018 年立邦布局通过收购拓展业务范围路径

2013年12月12日，立邦中国在广州南方联合产权交易中心，以2.45亿元的价格成功竞购秀珀化工57%的股份。当时广州秀珀化工股份有限公司被誉为“中国地坪漆一哥”和“中国聚脲涂料专家”

2017年1月16日，立邦收购了广东省长润发涂料集团旗下的惠州市长润发涂料有限公司。

2017年11月，立邦完成收购了在客车涂料细分领域的领先企业——漳州鑫展旺化工有限公司以及厦门市鑫展望汽车材料有限公司，目标直指汽车漆领域。

2014年1月15日，立邦收购德家朗骆驼(DGLCAMEL)旗下的欧龙漆(OPEL)品牌及品牌涵盖范围的产品技术及渠道。收购后，立邦中国全面接手欧龙漆品牌市场的运作。欧龙漆曾是中国高端木器漆的著名品牌

2017年7月，隶属于立邦的长润发涂料收购淄博华润9成以上股份，成为事实上的控股股东。长润发对淄博华润的收购被认为立邦布局水性及UV木器漆的一个捷径。

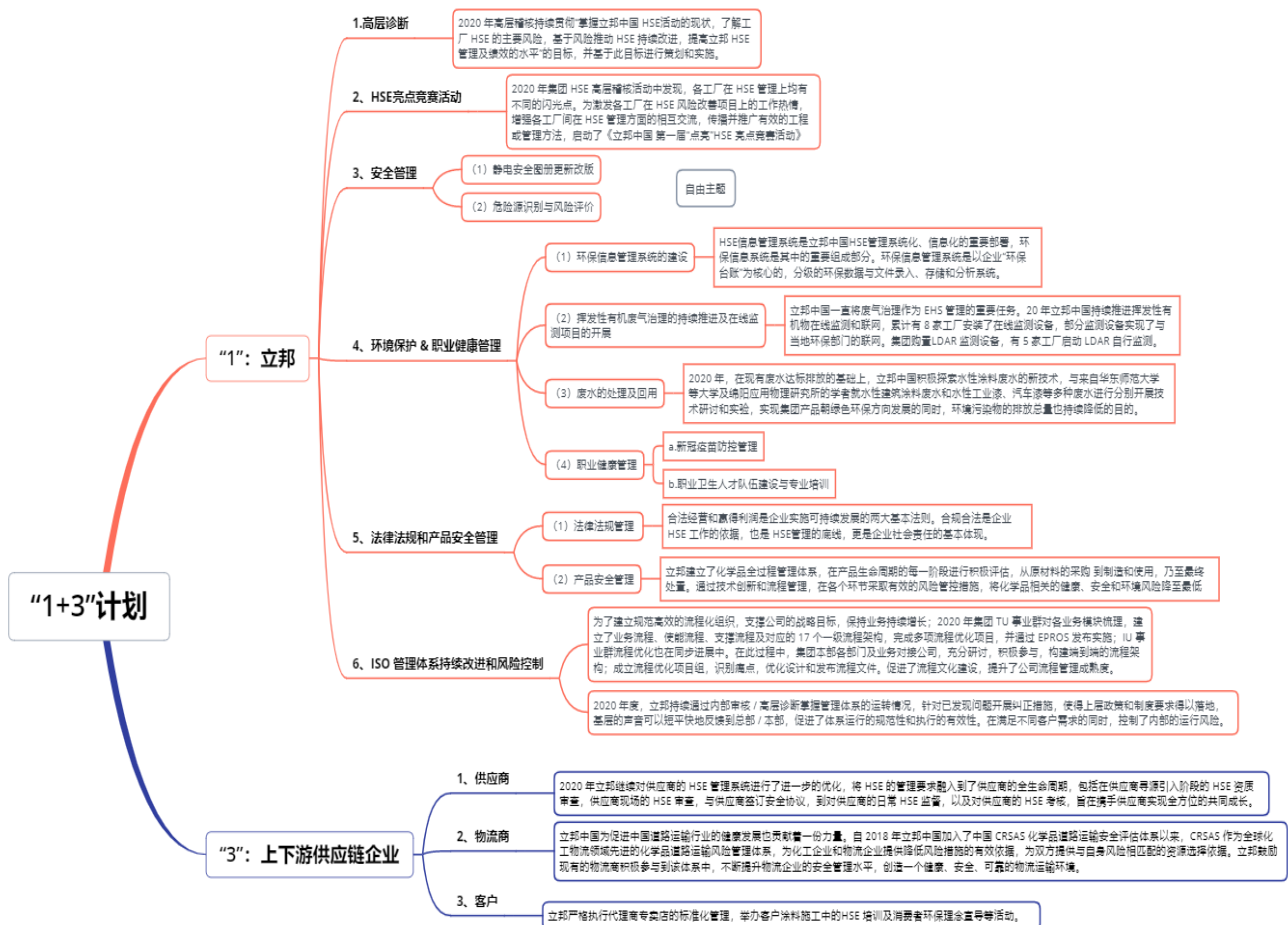
2018年11月29日，立邦与麦加涂料在上海举行了合作签约仪式。根据协议，立邦中国将收购上海麦加涂料有限公司及麦加涂料（南通）有限公司（统称“麦加”）70%的股份。麦加涂料主营业务为集装箱涂料、风电涂料。

数据来源：东北证券，公开资料整理

4.5. 企业文化驱动公司成长，全流程关怀提升合作粘性

“精益成长”是立时集团 2012 年起致力形塑的企业文化，经由四个面向聚焦稳健增长、质量优先、提升效率、优化收益，打造全新的运营成长契机。立邦在发展过程中，始终在寻求推动企业文化，使其能够保持竞争优势与市场主导地位。2020 年立邦建筑涂料事业部培训总时 140783 小时，充分贯彻了员工培养的战略规划。并且，立邦发布过“1+3”计划，立邦上下游供应链的管理十分完善。在自身不断提高的同时，立邦也不断地通过沟通、培训、演习等方式对上下游供应链上的供应商、物流商、客户施行严格的全流程评估和选择，以进行全面的安全意识的影响和灌输，从而共同实现企业社会责任的承诺，将企业文化落实到位。

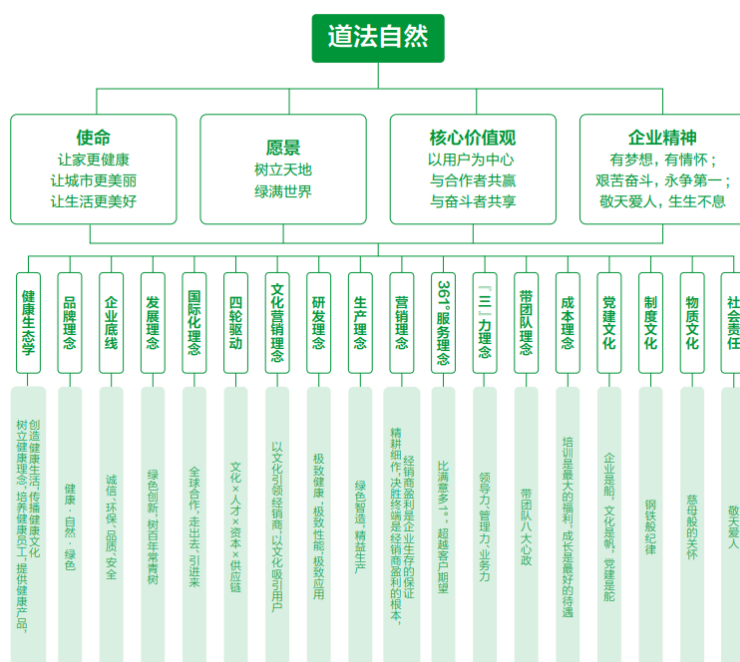
图 66: 立邦“1+3”计划



数据来源：东北证券，2020 立邦 CSR 报告

三棵树文化哲学源于中国老子《道德经》思想。三棵树深信基业长青之道，在于取法自然。“三棵树”的名字从老子《道德经》思想中的“道生一、一生二、二生三、三生万物”思想与代表健康、绿色、生命力的企业图腾“树”相融得来。随着企业的发展，三棵树不断演变和沉淀出研发、生产、采购、营销、人力、财务、战略等各种管理理念和企业制度流程。独具特色的企业文化已成为三棵树可持续发展的核心内生动力，引领企业发展作用日益明显，驱动着三棵树高质量快速发展，实现“树立天地，绿满世界”的愿景。在企业文化底蕴方面，立邦与三棵树各有千秋，管理框架同样各有文化特点。

图 67：三棵树企业文化框架



数据来源：东北证券，2020 年三棵树 CSR 报告

4.6. 对其他国内涂料品牌的借鉴之道的探析

总结来看，立邦重视营销策略与广告投入，重视产品创新与研发投入，在 B 端始终处于领先地位，C 端上也保持着良好的势头，通过收购不断拓宽经营范围。并且公司落实企业文化到位，通过逐步实施“1+3”计划，进一步促进公司健康发展。

相较之下，我国涂料企业如三棵树、亚士创能、东方雨虹旗下德爱威以及其他未上市的涂料品牌等等，以三棵树为例，虽在营销投入及研发投入的体量小于立邦，但仍意识到产品差异化，产品环保化健康化是发展趋势，加大力度投入研发以及营销，如德爱威在欧洲杯期间与球员穆勒开展深度合作并且开展欧洲杯有奖竞猜等营销活动，不断造势，抢占市场。

同时，在企业文化上，如三棵树企业文化具有深厚底蕴，亚士创能提出提出“为时代立心，为企业立命，为员工立本”的青春亚士新时代可持续发展文化体系。在渠道布局上，三棵树 C 端市场渠道下沉力度成效显著，B 端市场紧随立邦身后。因此，在目前主攻建筑涂料的情况下，仍能保持较好的增长势头。多元化发展下，我国涂企若能通过收购手段，收购优质标的，进一步布局工业涂料，未来发展有望继续保持高增长态势。

5. 风险提示

原材料价格变动，估值与盈利预测不及预期。

研究团队简介:

王小勇：重庆大学技术经济及管理硕士，四川大学水利水电建筑工程本科，现任东北证券建筑建材行业首席分析师。曾任厦门经济特区房地产开发公司、深圳尺度房地产顾问、东莞中惠房地产集团等公司投资分析之职，先后在招商证券、民生证券、新时代证券等研究所担任首席分析师。4 年房地产行业工作经验，2007 年以来具有 13 年证券研究从业经历，善于把握周期行业发展脉络，视野开阔，见解独到，多次在新财富、金牛奖、水晶球及其他各种卖方评比中入围及上榜。

陶昕媛：香港中文大学经济学硕士，现任东北证券建筑建材组研究助理，2020 年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqrr@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璐	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	15622820131	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn