

建筑材料

证券研究报告
2021年12月31日

消费建材系列研究-涂料行业发展报告

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001
wangtao@tfzq.com

武慧东

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

王雯

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120005
wangwena@tfzq.com

林晓龙

联系人

linxiaolong@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《建筑材料-行业点评:重申消费建材投资机会》 2021-12-28
- 《建筑材料-行业研究周报:玻纤周观点:行业周期弱化仍为最大预期差》 2021-12-25
- 《建筑材料-行业研究周报:历年 Q1 建材指数表现如何?》 2021-12-25

建筑涂料:消费建材“黄金赛道”,龙头中长期成长可期

本份研究报告中我们立足于国际视野,分析了全球涂料行业发展概况,对于美国、日本等成熟市场以及中国、印度等新兴市场进行了全面而详细的梳理,我们认为目前涂料仍是消费建材中的“黄金赛道”,我国建涂行业正处于从房地产投资驱动转向房地产投资+旧房翻新共同驱动的过渡阶段,人均产量相较美国等发达国家仍有较大差距,国内需求仍有增长潜力。而我国龙头涂企相比于海外龙头,在市占率方面仍存在较大的提升空间,但当前三棵树、亚士创能在渠道布局、品牌建设、服务能力等方面均已体现出一定优势,市占率正呈现加速提升的趋势,总体而言,我们认为未来随着国内涂料行业集中度提升、存量市场崛起,国内龙头中长期成长仍可期。

建涂千亿市场规模,新兴国家增长更快

2020 年全球涂料市场规模达 8864 亿元,其中建筑涂料是最大的细分市场,占比达 40%。分区域来看,2020 年美国/日本/印度/中国涂料行业产值分别达到 2039/363/553/3000+亿元,建筑涂料占比分别达 52%/24%/70%/29%,均为最主要应用领域。相比而言,美国和日本均已进入存量时代,从国内需求来看,美国重涂市场需求好于日本,近三年建筑涂料产量 CAGR 达 2.3%,而日本自 16 年开始下滑,但头部企业通过海外扩张,收入仍能维持增长。印度、中国当前仍以新建需求为主,近五年建筑涂料 CAGR 分别达 10%/6%,主要受益于城市化推进,因此本土企业的收入增长更多依靠国内需求驱动。

对标海外:国内需求仍有增长潜力,龙头涂企市占率提升空间大

1) 市场容量:2020 年我国建筑涂料人均产量仅为 5kg/人,远低于美国的 8.2kg/人,但从增长趋势来看,人均产量提升速度更快,预计人均产量的提升将带动建筑涂料产量的不断增长;2) 需求结构:我国建涂行业增长的动力从房地产投资驱动逐步向房地产投资和旧房翻新共同驱动,十四五阶段仍有望维持 5%的行业增速。3) 行业趋势:20 年我国涂料 CR10 市占率仅 17%,远低于美国和日本超过 90%的水平,未来驱动因素包括下游地产商加速集中、环保+成本压力加快小企业出清等,同时龙头公司在品牌、渠道建设方面优势明显,有望充分受益存量市场,市占率提升空间仍然较大。

发力“品牌+渠道”建设,国产品牌后来居上

借鉴成熟涂料市场发展经验,我们认为在存量房时代,“渠道+品牌”是核心竞争力,三棵树、亚士增长后劲更足。我们认为地产景气度下行对订单产生一定边际影响,但公建和重涂市场正逐步发力,或能够对冲部分地产影响。相比于外资品牌,我们认为国内龙头涂企在渠道建设、服务响应速度、服务频次等方面较外企更优,且相比于其他小品牌,打样速度和供货保障能力更强,品牌认可度更高,我们预计市占率将维持较快增长。

风险提示: 地产需求回落超预期,原材料涨价超预期,行业竞争加剧。

内容目录

1. 前言	5
2. 全球涂料市场：千亿市场规模，亚太份额提升快	6
2.1. 美国涂料行业：处于成熟阶段，重涂需求占主导地位	8
2.2. 日本涂料行业：国内龙头市占率高，积极开拓海外市场	12
2.3. 印度涂料行业：受益于城镇化率提升，本土需求仍有增长	17
3. 中国涂料行业：向成熟市场切换，行业集中度有望持续提升	22
3.1. 市场规模：市场空间广阔，以建筑涂料为主	22
3.2. 集中度：外资品牌占据头部市场，民族龙头涂企市占率提升显著	23
4. 海外对标：存量市场崛起，有望产生大市值公司	25
4.1. 市场容量：国内建筑涂料市场明显大于海外成熟市场	25
4.2. 需求结构：存量时代来临，B+C 端重涂市场空间广阔	26
4.3. 行业趋势：集中度仍有较大提升空间，剩者分享存量市场大蛋糕	27
5. 风险提示	28

图表目录

图 1：涂料行业产业链上下游	5
图 2：全球涂料三大板块划分	6
图 3：2015-2020 年全球涂料产量与同比增速（万吨，%）	6
图 4：2015-2020 年全球涂料产值与同比增速（亿元人民币，%）	6
图 5：2015-2020 年全球三大细分涂料占比情况	7
图 6：2020 年全球涂料市场细分结构	7
图 7：2020 年全球涂料竞争格局	7
图 8：2015-2020 年全球涂料 CR10 和 CR100	7
图 9：2015-2019 年全球涂料销量按地区分布情况	8
图 10：2015-2018 年全球建筑涂料销量按地区分布情况	8
图 11：2015-2018 年全球 OEM 涂料销量按地区分布情况	8
图 12：2015-2018 年全球特殊用途涂料销量按地区分布情况	8
图 13：2014-2020 年北美涂料产量与增速（万吨，%）	9
图 14：2014-2020 年北美涂料产值与增速（亿元人民币，%）	9
图 15：2018-2020 年北美涂料市场 TOP10 涂企营业收入（亿元人民币）	9
图 16：2015-2020 年美国建筑涂料产量及同比增速（万吨，%）	9
图 17：2019 年美国涂料需求结构	9
图 18：2015-2020 年美国建筑涂料需求来源拆分	10
图 19：2000-2020 年美国建筑涂料需求与新开工私人住宅同比增速	10
图 20：1998-2020 年美国新开工私人住宅（千套）	10
图 21：美国自有住房的不同建造年份占比	11

图 22: 1985-2019 年美国存量房房龄中值 (年)	11
图 23: 1980-2020 年美国居民找装修公司重涂与 DIY 重涂占比变化情况	11
图 24: 1975-2020 美国住宅销售价格指数变化情况 (%)	12
图 25: 2002-2020 年日本涂料销量 (万吨)	12
图 26: 2002-2020 年日本涂料销售额 (亿日元)	12
图 27: 2002-2020 年日本人均涂料销量 (千克/人)	13
图 28: 2007-2017 年各领域实际销量数量 (单位: kt)	13
图 29: 2007-2017 年各领域实际销售数量占比	13
图 30: 2007-2017 年各领域实际销量金额 (亿日元)	14
图 31: 2007-2017 年各领域实际销售金额占比	14
图 32: 2003-2020 年日本建筑涂料产量 (万吨)	14
图 33: 2003-2020 年建筑涂料实际销售金额 (亿元人民币)	14
图 34: 2020 年日本 25 强涂料企业销售额 (亿美元)	15
图 35: 2007-2020 年日涂控股、关西涂料市占率	15
图 36: 2006-2020 年日涂控股各业务收入占比	16
图 37: 2006-2020 年关西涂料各业务收入占比	16
图 38: 2006-2020 年日涂控股各地区收入占比	16
图 39: 2006-2020 年关西涂料各地区收入占比	16
图 40: 2006-2020 年日涂控股各地区收入占比	16
图 41: 2006-2020 年关西涂料各地区收入占比	16
图 42: 1990-2024E 印度涂料需求及增速 (万吨, %)	17
图 43: 2011-2020 年印度涂料产值及增速 (亿元人民币, %)	17
图 44: 印度建筑/工业及其他涂料占比	17
图 45: 2011-2020 年印度建筑/工业及其他涂料产值 (亿元人民币)	17
图 46: 2011-2020 年印度人均可支配收入 (印度卢比)	18
图 47: 2002-2020 年印度城镇人口数量及占比	18
图 48: 印度城镇人口和总人口增速比较	18
图 49: 2002-2020 年印度人均涂料需求量	18
图 50: 印度建筑涂料市场龙头市场份额占比	19
图 51: 印度工业涂料市场龙头市场份额占比	19
图 52: Asian Paint2020 年业务结构 (按收入划分)	20
图 53: Asian Paint 生产基地	20
图 54: 2004-2020 年亚洲涂料分地区收入占比	20
图 55: 2004-2020 年亚洲涂料在海外地区的收入拆分	20
图 56: 亚洲涂料在印度地区的营业收入及同比增速 (亿元人民币, %)	21
图 57: 亚洲涂料在其他地区的营业收入及同比增速 (亿元人民币, %)	21
图 58: 2011-2020 年中国涂料行业产量及增速	22
图 59: 2020 年我国涂料行业分类占比	22
图 60: 2019-2025E 我国建筑涂料产量及占比	22
图 61: 国内 TOP100 企业中外资企业与国内企业营收占比	23
图 62: 2020 年中国涂料 100 强企业排行榜前 10 强企业营收 (亿元)	23

图 63: 2014-2020 年立邦中国、三棵树、亚士创能营收 (亿元)	23
图 64: 2015-2020 年立邦、三棵树、亚士创能营收增速 (%)	23
图 65: 中美建筑涂料产量对比	25
图 66: 中美建筑涂料人均消费量对比	25
图 67: 中美日城市化率对比 (%)	25
图 68: 2012-2020 年我国二手房及新房交易规模	26
图 69: 我国 2000 年以来建造房屋占比 50%以上 (2015 年数据)	26
图 70: 我国城市存量房面积 (亿平方米)	27
图 71: 1978-2020 年我国城镇人均住宅面积 (平方米/人)	27
图 72: 三棵树工程经销商数量	27
图 73: 三棵树家装/工程漆销量及同比增速	27
图 74: 2020 年全球涂料 CR10 市占率 42%	28
图 75: 2020 年中国涂料 CR10 市占率 17%	28
图 76: 2000-2020 年美国成屋交易量与日本新屋交易量规模 (万套)	28
表 1: 印度涂料龙头企业简介	19
表 2: 2017-2020 年中国房地产开发企业 500 强首选涂料品类 10 强	24
表 3: 2019 年家装漆收入排名	24
表 4: 老旧小区改造对应涂料需求测算	26

1. 前言

为了全面而准确地反映涂料产业的发展现状以及未来趋势，我们依据国家统计局、涂料工业协会、国内外主要上市公司情况撰写这篇涂料行业发展报告。本份研究报告中我们立足于国际视野，分析了全球涂料行业发展概况，对于美国、日本等成熟市场以及中国等新兴市场进行了全面而详细的梳理，着重对涂料行业发展动向作了深入的剖析，并根据成熟市场的经验对中国涂料市场的发展前景与趋势做出了判断，为投资者了解涂料行业、寻找新的投资机会提供决策参考依据。

涂料主要由四个基本成分构成：成膜物质、颜料、溶剂和添加剂，主要下游是房地产和工业。涂料，是涂覆在被保护或被装饰的物体表面，并能与被涂物形成牢固附着的连续薄膜，通常是以树脂、或油、或乳液为主，用有机溶剂或水配制而成的粘稠液体，起到保护、装饰或特殊功能（绝缘、防锈、防霉、耐热等）。因早期的涂料大多以植物油为主要原料，故又称作油漆。现在合成树脂已取代了植物油，故称为涂料。涂料的上游产业是以成膜物质、颜材料、溶剂和助剂为主的化工原材料制造业。若以用途将涂料分类，可主要分为建筑涂料、工业涂料、通用涂料及辅助材料，若对应至下游需求，建筑涂料对应的下游行业主要是房地产，工业涂料对应的下游行业是汽车、船舶以及道路交通。

图 1：涂料行业产业链上下游



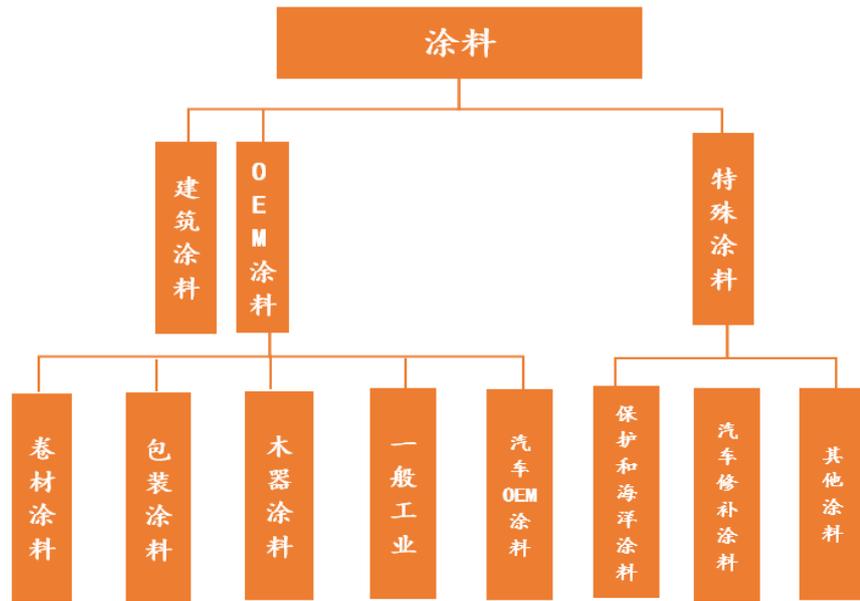
资料来源：新材料在线网、天风证券研究所

新兴市场需求仍以新建房屋为主，成熟市场的存量需求占据主导。目前我国建筑涂料需求仍以新建房屋为主，2019 年新建商品房需求占比超过 50%，竣工持续改善有利于新涂需求。而参考海外成熟市场的发展经验，存量市场的需求有望逐步释放，相较于新涂需求，重涂需求驱动下的涂料市场消费属性更强，周期性减弱，行业收入及利润增长中枢趋于稳定。

2. 全球涂料市场：千亿市场规模，亚太份额提升快

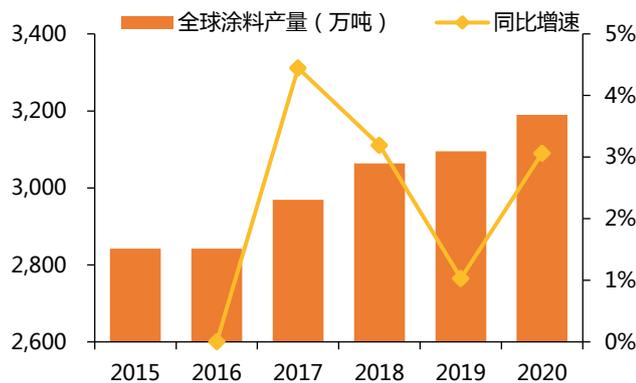
2020 年全球涂料市场规模约 8864 亿元，其中建筑涂料占比 40%，是最大的细分市场。一般而言，涂料根据化学属性可以分为有机涂料和无机涂料，KNG Global Research 将有机涂料按用途分为建筑涂料、OEM 涂料（Original Equipment Manufacture，相当于国内常用的工业涂料）和特种涂料三大类，据统计，2020 年全球涂料产量约 3190 万吨，产值 8864 亿元，2017-2020 年产量 CAGR 为 2.4%，产值 CAGR 为 3.1%，全球涂料市场保持小幅增长。2020 年全球建筑涂料市场规模占全部涂料市场的比重为 40%，从 15-20 年变动趋势来看，占比基本稳定，是涂料行业最大的细分市场。

图 2：全球涂料三大板块划分



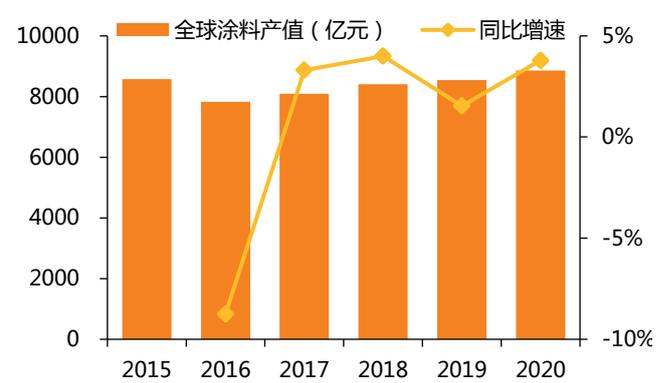
资料来源：产业信息网、天风证券研究所

图 3：2015-2020 年全球涂料产量与同比增速（万吨，%）



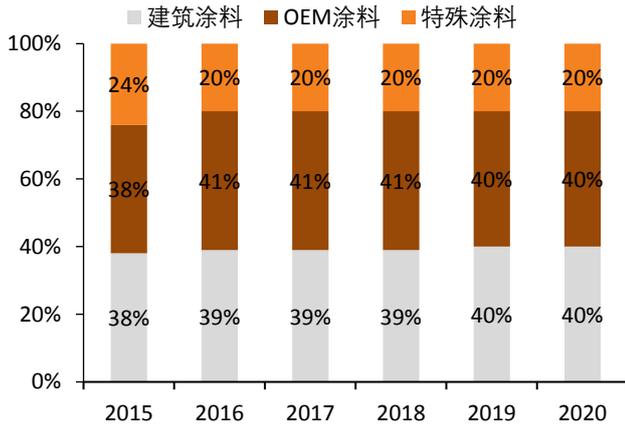
资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

图 4：2015-2020 年全球涂料产值与同比增速（亿元人民币，%）



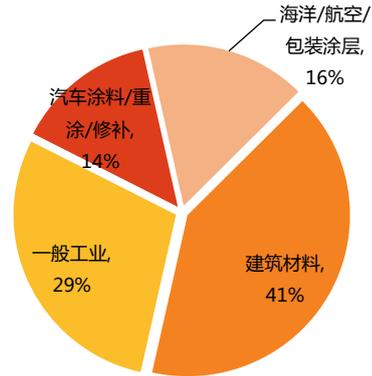
资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

图 5： 2015-2020 年全球三大细分涂料占比情况



资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

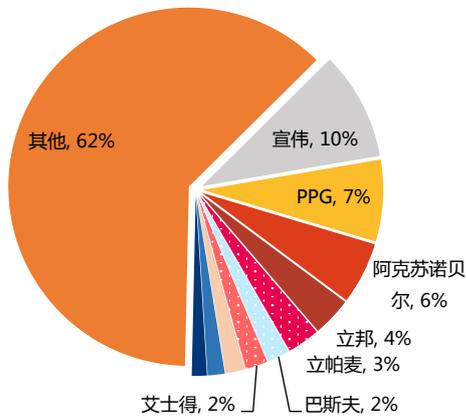
图 6： 2020 年全球涂料市场细分结构



资料来源：PPG 官网、天风证券研究所

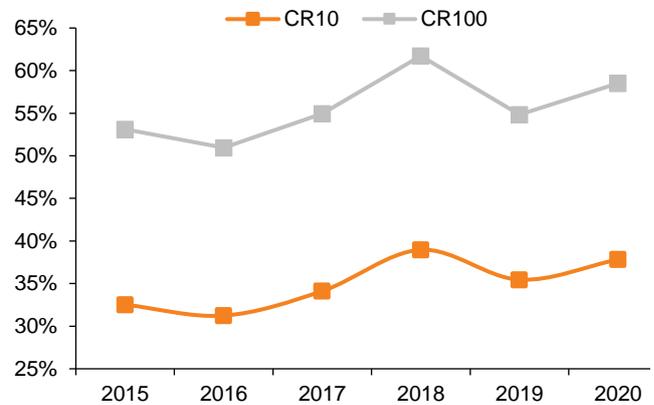
全球前十涂企市场份额约 40%，行业集中度有望进一步提高。2015-2020 年全球涂料市场集中度缓慢提升，根据涂界，按收入口径 TOP10 龙头市场份额分别达到 33%/31%/34%/39%/35%/38%，2019 年行业集中度有所下滑主要系欧美地区涂料需求增速放缓，市场重心放在欧美地区的国际领先涂料企业在全世界市场份额受到一定的影响，Top100 的市场份额在 60%上下浮动，从数据反映来看，全球涂料市场仍然很分散，绝大部分市场份额被几万家瓜分，并购整合依然会成为世界涂料行业的趋势。宣伟、PPG、阿克苏诺贝尔是 16-20 年 TOP3 涂企，2020 年营收均超过 100 亿美元，累计市占率达到 23%，领跑全球涂料行业。

图 7： 2020 年全球涂料竞争格局



资料来源：涂界公众号、天风证券研究所

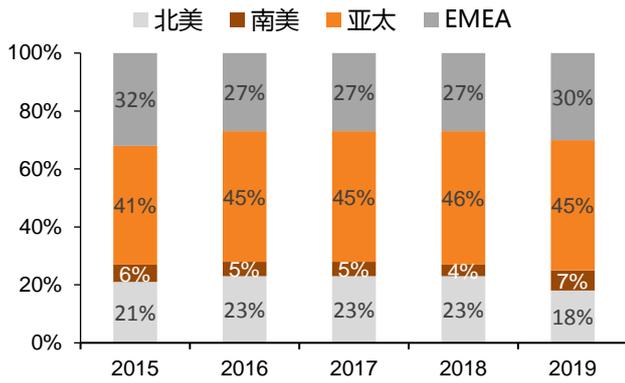
图 8： 2015-2020 年全球涂料 CR10 和 CR100



资料来源：涂界公众号、天风证券研究所

亚太地区为全球涂料第一大消费市场。亚太地区人口占比最大，且随着全球制造业向亚太地区倾斜及亚太地区城市化的快速发展，亚太地区涂料需求逐年增长，占比快速提升，2019 年占全球市场规模的 45%，在涂料销售总量与各细分市场上均占据最大市场份额。而欧洲与北美地区由于经济发达、人均涂料消费量高，在涂料消费总量与各细分领域市场份额同亚太地区相当。

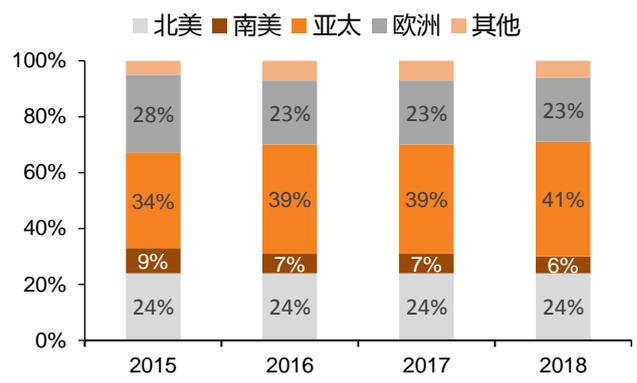
图 9：2015-2019 年全球涂料销量按地区分布情况



资料来源：Sherwin-Williams 官网、PPG、天风证券研究所

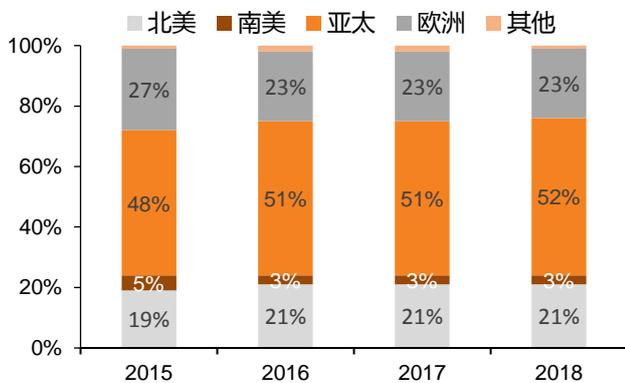
注：EMEA 包含欧洲、中东、非洲和其他地区

图 10：2015-2018 年全球建筑涂料销量按地区分布情况



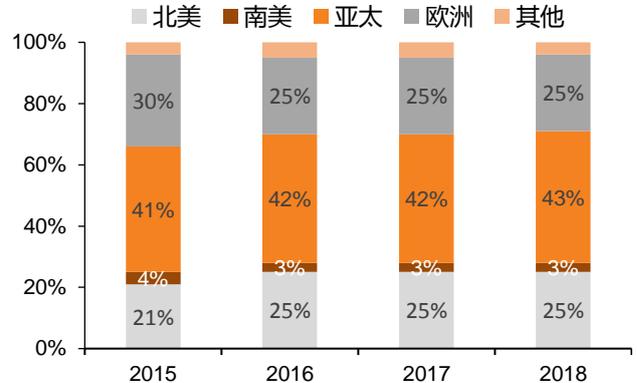
资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

图 11：2015-2018 年全球 OEM 涂料销量按地区分布情况



资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

图 12：2015-2018 年全球特殊用途涂料销量按地区分布情况

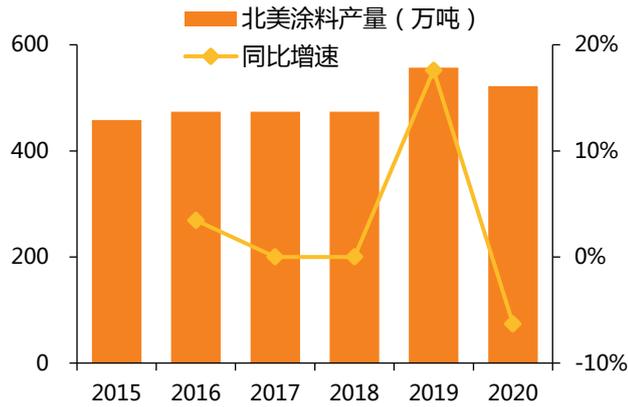


资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

2.1. 美国涂料行业：处于成熟阶段，重涂需求占主导地位

美国涂料市场已经处于成熟阶段，市场规模基本稳定，龙头市场份额占比较高。2015-2020 年北美涂料产量复合增长率为 2.7%，产值复合增长率为 2.5%，基本与全球涂料市场保持同步增长。2020 年北美涂料产量约为 522 万吨，受疫情影响相比于前一年产量有所下降，涂料产值为 2039 亿元，同比增加 4%。北美涂料市场的前十大涂料企业 2018-2020 年营业收入总计分别为 2802/2838/2750 亿元，宣伟和 PPG 遥遥领先于其他企业，涂料市场规模基本保持稳定。

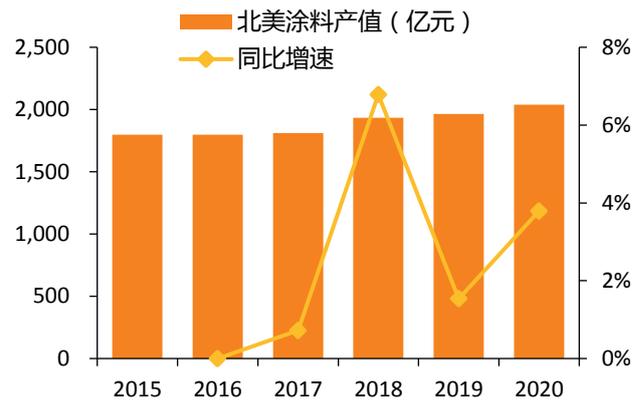
图 13：2014-2020 年北美涂料产量与增速（万吨，%）



注：油漆密度是假设 1 公斤=1.2 升

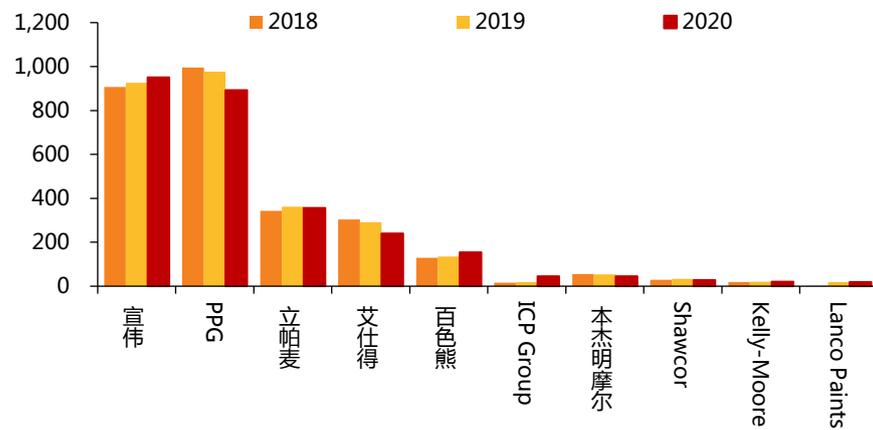
资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

图 14：2014-2020 年北美涂料产值与增速（亿元人民币，%）



资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

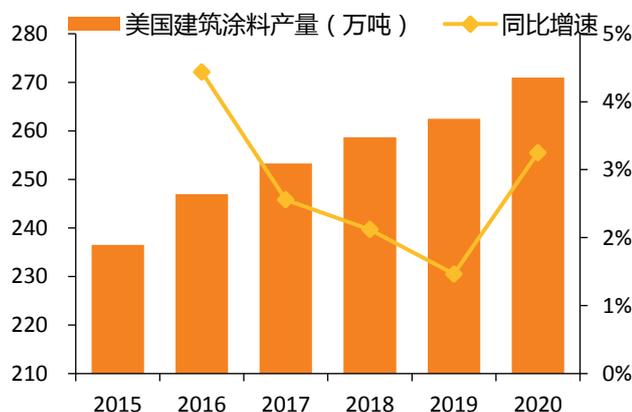
图 15：2018-2020 年北美涂料市场 TOP10 涂企营业收入（亿元人民币）



资料来源：涂界公众号、天风证券研究所

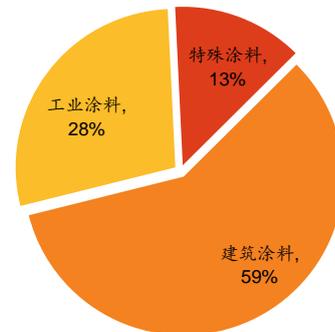
从需求结构来看，美国涂料需求仍是以建筑涂料为主。根据 Statista，2019 年美国建筑涂料占总涂料需求比重达 59%，预计未来需求结构将保持稳定，建筑涂料仍将是主要需求。2020 年美国建筑涂料产量 271 万吨，同比增长 3%，美国建筑涂料产量稳步增长。

图 16：2015-2020 年美国建筑涂料产量及同比增速（万吨，%）



资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

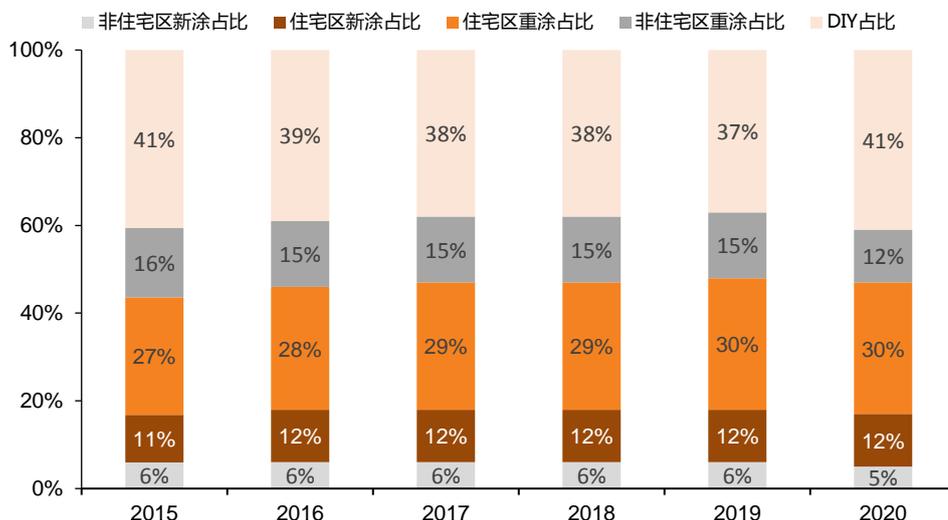
图 17：2019 年美国涂料需求结构



资料来源：Statista、天风证券研究所

15-20 年美国建筑涂料需求中重涂平均占比 83%，行业需求呈现高韧性。2020 年美国涂料需求中，住宅重涂、非住宅重涂和 DIY 分别占比 30%、12%和 41%，由于美国新房均为全装修交付，因此 DIY 需求全部为重涂需求，美国住宅、非住宅重涂需求合计占比 83%，新建住宅和新建非住宅合计仅占 17%，重涂比例显著高于新涂，建筑重涂市场呈现较强消费属性及较高的需求韧性。

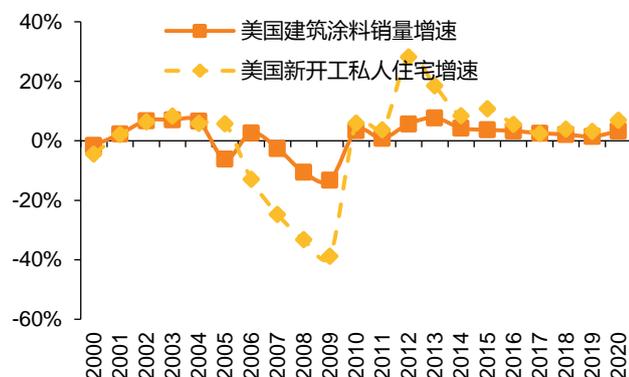
图 18： 2015-2020 年美国建筑涂料需求来源拆分



资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

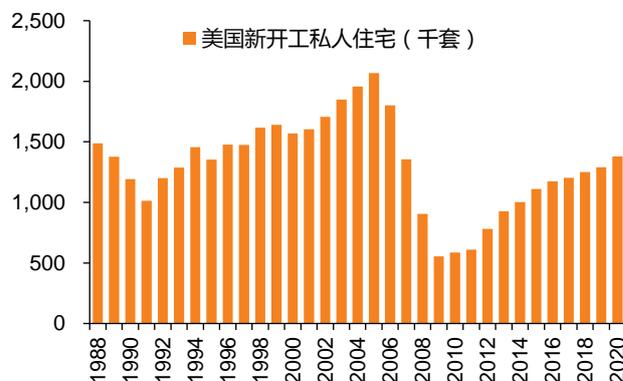
美国房屋面积新增已趋于稳定，庞大的存量房更新需求驱动重涂市场稳健发展。建筑涂料主要应用于工程外墙与家装内墙，对应下游需求为新房涂刷与重涂市场，根据美国普查局公布的已入住与空置房屋数据计算，2019 年一季度美国存量房屋约有 1.4 亿套，而 19 年新开工私人住宅套数仅为 129 万套，不足存量房规模的 1%，涂料需求波动明显小于新开工私人住宅的波动，存量市场平滑需求效果显著，08 年金融危机冲击住宅新开工市场，相较于同新建需求联系更加密切的水泥与石膏板市场，涂料销售额与建筑涂料需求量波动量更小且恢复速度更快。

图 19： 2000-2020 年美国建筑涂料需求与新开工私人住宅同比增速



资料来源：Wind、Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

图 20： 1998-2020 年美国新开工私人住宅（千套）

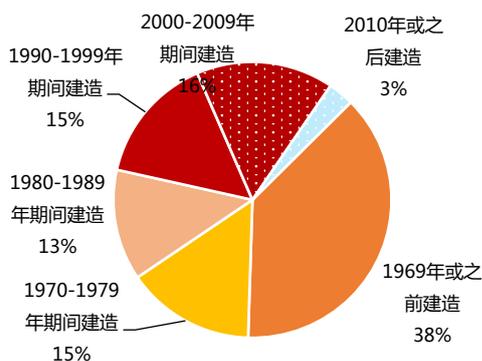


资料来源：Wind、天风证券研究所

房龄增长驱动重涂需求增加，重涂服务中 DIY 占比下降，装修公司等专业承包商服务比例提升。美国 1969 年或之前建设的房屋占比高达 38%，2010 年或之后建造的房屋占比仅有

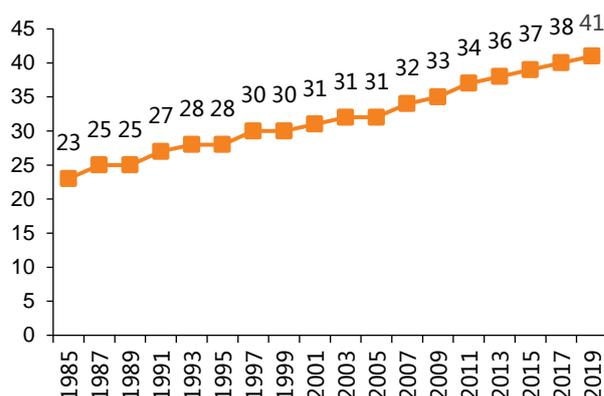
3%，美国存量房房龄中值也一直保持增长趋势，由 1985 年的 23 年增长到 2019 年的 41 年，房龄变长，驱动重涂需求不断增加。另外，美国公民找装修公司进行重涂的比例呈现上升趋势，美国公民 DIY 重涂的比例呈现下降趋势，主要由于 1) 人口结构：美国住房改造人群中，35 岁以上人群超过 90%，身体状况、闲暇少以及储蓄高使其更加偏向雇佣专业承包商；2) 经济发展：近几年美国失业率低、经济向好，收入增加深化社会分工。美国装修公司重涂占比由 1980 年的 41% 上升到 2020 年的 59%，相比于个人消费者，装修公司更注重产品的性价比以及服务的质量。

图 21：美国自有住房的不同建造年份占比



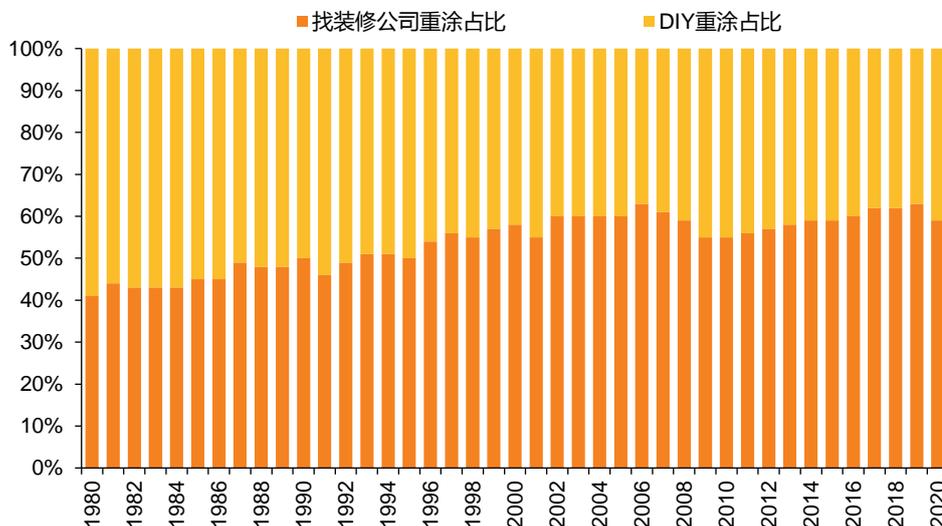
资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

图 22：1985-2019 年美国存量房房龄中值（年）



资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

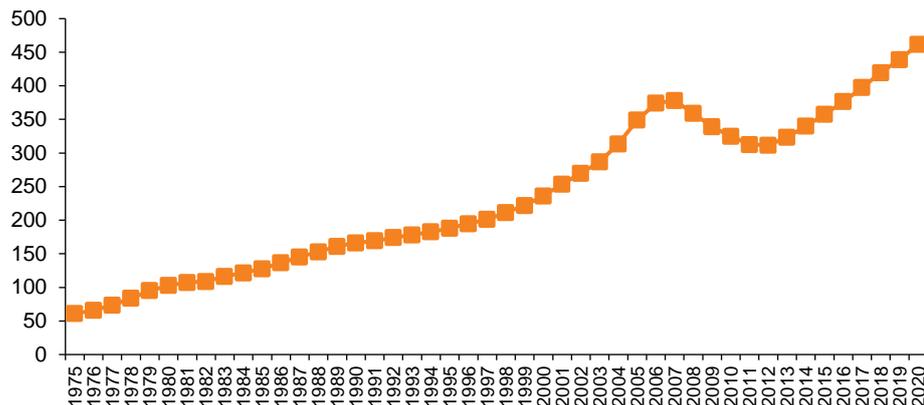
图 23：1980-2020 年美国居民找装修公司重涂与 DIY 重涂占比变化情况



资料来源：Sherwin-Williams 官网、天风证券研究所

房价上涨带动涂料需求提升，建筑涂料产值持续增长。美国房价指数 11 年从危机后触底开始反弹，从 2011 年的 312 快速上涨到 2020 年的 462，CAGR 为 4.5%，2012 年以来美国房价指数保持较快上涨趋势，涂料支出占比趋于下降，客户对涂料价格敏感性降低，对品质更加看重，愿意花费更高的价格购买涂料，提高涂料的客单价。

图 24：1975-2020 美国住宅销售价格指数变化情况 (%)

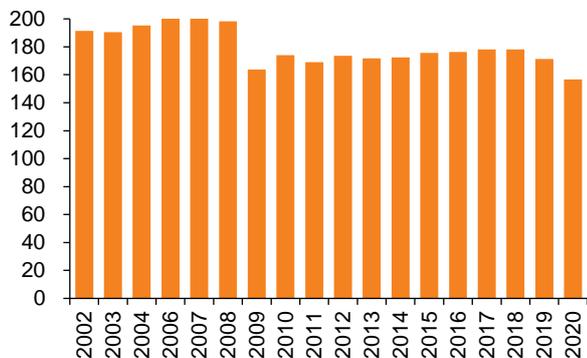


资料来源：美国联邦住房金融署、天风证券研究所

2.2. 日本涂料行业：国内龙头市占率高，积极开拓海外市场

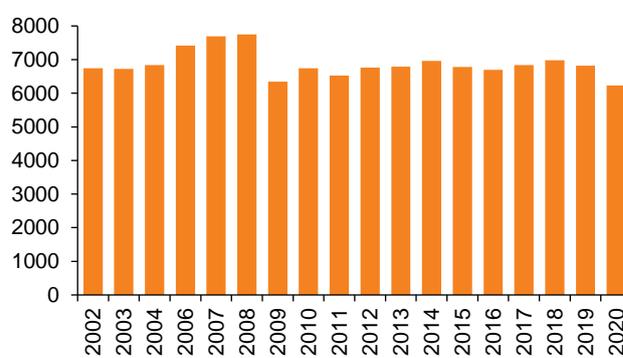
日本涂料市场总体需求收缩，20 年市场空间预计 360 亿左右，约为中国的十分之一。进入二十一世纪，日本涂料产量中枢呈下滑趋势。2002-2007 年间日本经济短暂复苏，国内涂料需求近 200 万吨，2009 年受金融危机影响，涂料需求同比下降 17%，此后需求中枢维持在 160 万吨，20 年受疫情影响日本涂料总销量达 156.6 万吨，创近二十年新低，销售金额 6226 亿日元（折合人民币约 362 亿元）。从规模来看，日本涂料需求仅为我国的约十分之一，但人均销量却远高于我国，20 年达 12.5kg/人。

图 25：2002-2020 年日本涂料销量 (万吨)



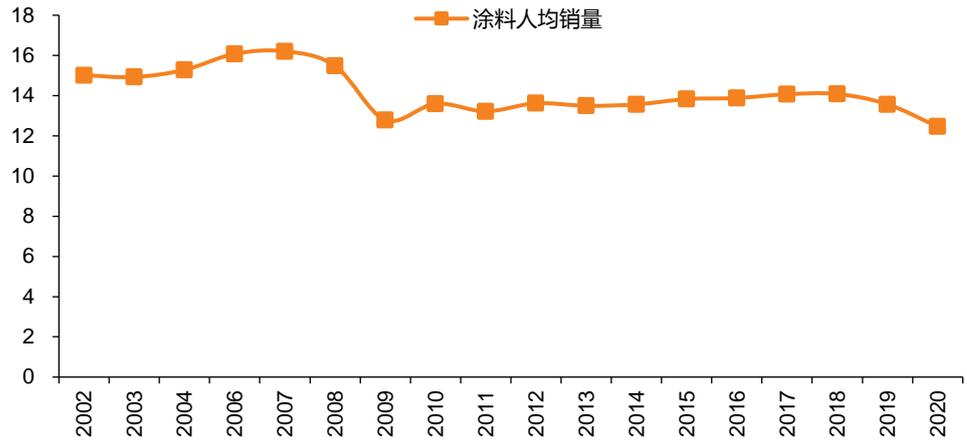
资料来源：日本涂料协会、Wind、天风证券研究所

图 26：2002-2020 年日本涂料销售额 (亿日元)



资料来源：日本涂料协会、Wind、天风证券研究所

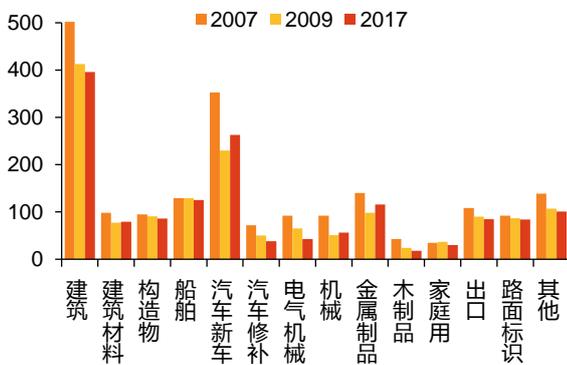
图 27：2002-2020 年日本人均涂料销量（千克/人）



资料来源：日本涂料协会、Wind、天风证券研究所

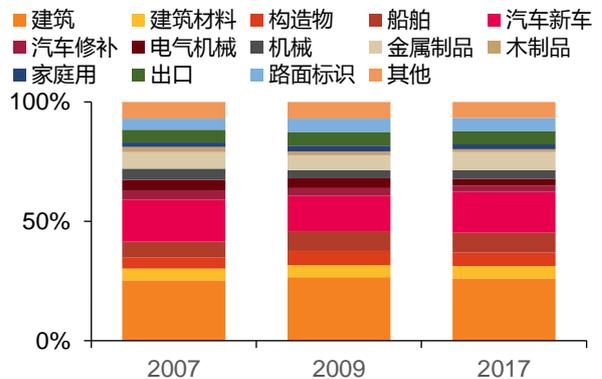
需求结构：占比结构稳定，建筑涂料、汽车新车涂料为最主要需求。日本涂料市场的下游需求结构稳定，过去数十年间涂料的主要需求集中在建筑、汽车等领域。从金融危机发生前后以及近期的情况来看，汽车修补、电器机械、木工、家庭用领域需求因国际金融危机冲击受到顿挫，之后继续减少，建筑、汽车新车、机械、金属等领域销量在金融危机之后有所企稳，构造物、船舶需求受金融危机影响不明显。从销售金额来看，建筑涂料受国际金融危机冲击影响有所下滑，但 17 年实现东山再起，是为数不多能超越金融危机前的销售水平的品类（其他仅有构造物、金融制品、家庭用三个品类）。

图 28：2007-2017 年各领域实际销量数量（单位：kt）



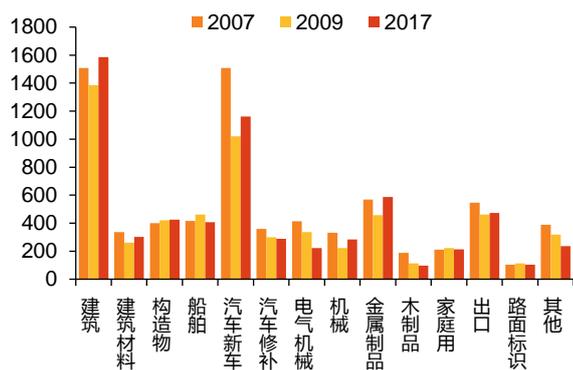
资料来源：日本涂料协会、《中国涂料工业年鉴》、天风证券研究所

图 29：2007-2017 年各领域实际销售数量占比



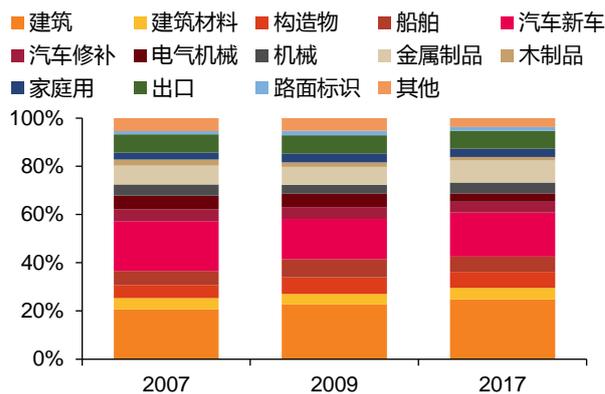
资料来源：日本涂料协会、《中国涂料工业年鉴》、天风证券研究所

图 30：2007-2017 年各领域实际销量金额（亿日元）



资料来源：日本涂料协会、《中国涂料工业年鉴》、天风证券研究所

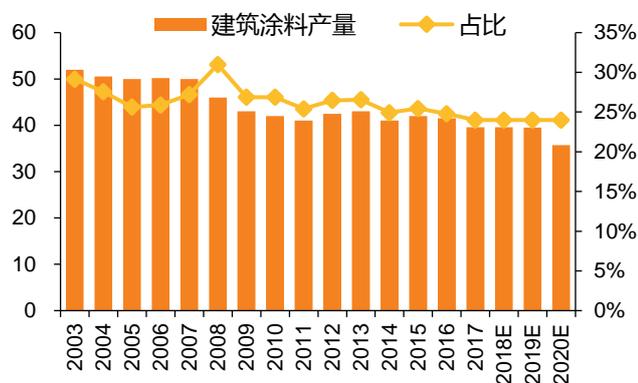
图 31：2007-2017 年各领域实际销售金额占比



资料来源：日本涂料协会、《中国涂料工业年鉴》、天风证券研究所

建筑涂料的使用类型逐步转为更高附加值的产品。按照日本涂料工业协会对建筑涂料应用的定义，建筑涂料主要应用在住宅楼、工厂厂房、医院、学校等现场涂装用涂料，占全部涂料产量的比重基本保持稳定，维持在 25%左右，预计 2020 年达 36 万吨。从建筑涂料的销售数量、金额的变化来看，2008 年经济危机之后建筑涂料的销量减少，之后虽然销量发展停滞，但是销售金额却逐渐上升，主要得益于涂料类型由丙烯酸向聚氨酯、氟硅等较高耐候性涂料转变带来的更高附加值，预计 2020 年建筑涂料产值 80-90 亿元。

图 32：2003-2020 年日本建筑涂料产量（万吨）



资料来源：《中国涂料工业年鉴》、天风证券研究所

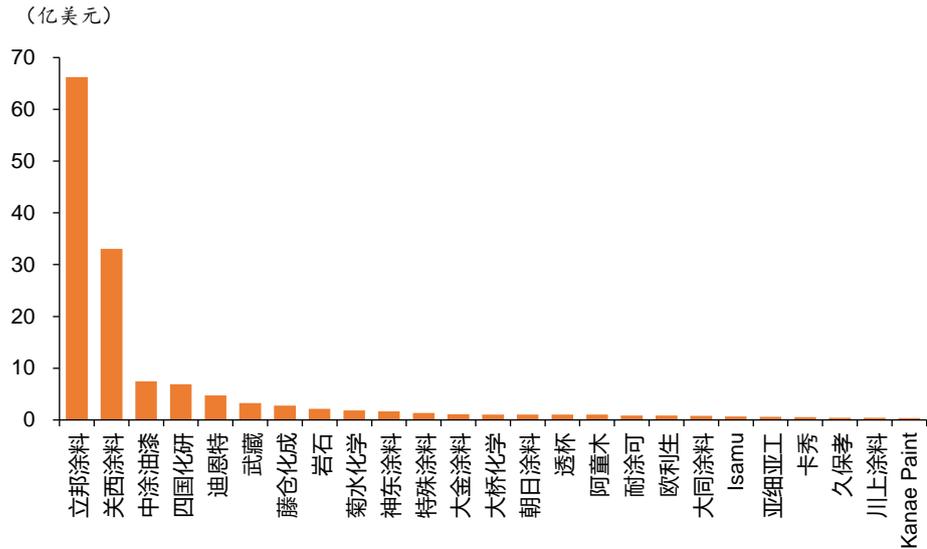
图 33：2003-2020 年建筑涂料实际销售金额（亿元人民币）



资料来源：《中国涂料工业年鉴》、天风证券研究所

根据《涂界》统计，2020 年日本前 25 强涂料企业实现销售总额 142.2 亿美元，其中立邦涂料、关西涂料、中涂油漆位居前三位，销售额分别为 66.2、33.0、7.5 亿美元，其中前十强实现销售收入 130 亿美元，占比达 91.4%，市场已处于高度集中的格局。

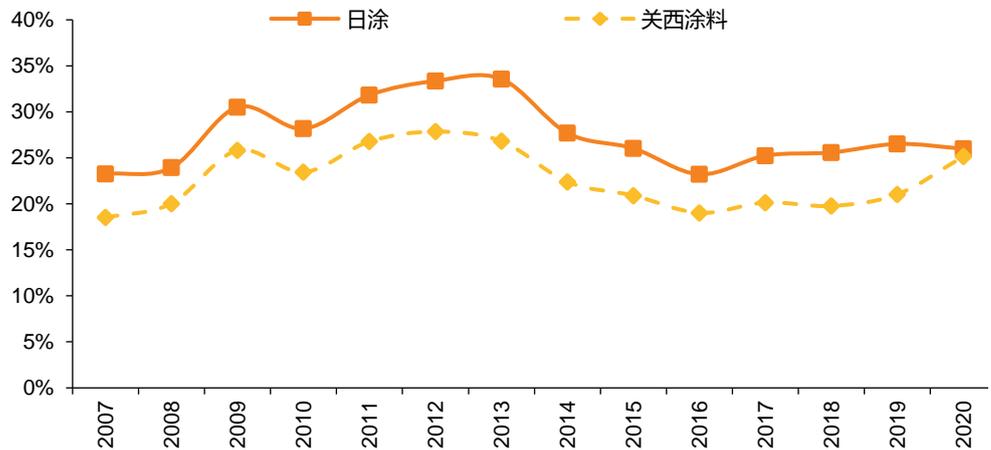
图 34：2020 年日本 25 强涂料企业销售额（亿美元）



资料来源：涂界公众号、天风证券研究所

TOP2 企业集中度约 50%、TOP10 企业集中度约 80%。日本制造涂料的公司数量相对较少，但市场集中度已达到高度集中的水平，预计国内 CR10 市占率高达 95%，其中日涂控股、关西涂料位居第一、第二位，2020 年二者在日本本土的销售额分别为 14.7、14.3 亿美元，根据前文测算 20 年日本本土涂料市场空间约 56.7 亿美元，据此测算本土龙头日涂控股、关西涂料国内的市占率为 26%、25%，TOP2 涂料企业市占率合计已超过 50%。

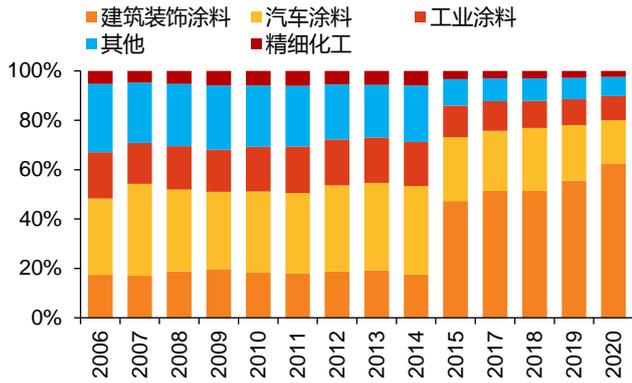
图 35：2007-2020 年日涂控股、关西涂料市占率



资料来源：日本涂料行业协会、Bloomberg、天风证券研究所

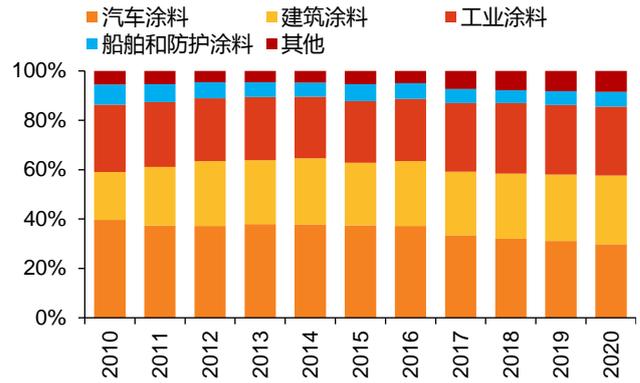
日涂控股以建筑涂料收入为主，关西涂料中工业及防护涂料收入占比更高。在 2015 年之前，日涂控股主要以汽车涂料为主，收入占比在 35%上下，2015 年开始公司通过收购大力扩张建筑涂料业务，截至 2020 年，公司建筑涂料业务收入占比已达 63%，成为主要的收入来源。而关西涂料收入更加多元化，2020 年汽车涂料/工业涂料/船舶和防护涂料/建筑涂料收入占比分别为 30%/28%/6%/28%，建筑涂料收入占比持续下降。

图 36：2006-2020 年日涂控股各业务收入占比



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

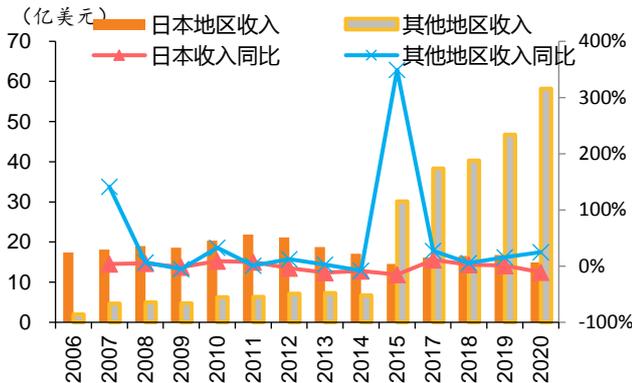
图 37：2006-2020 年关西涂料各业务收入占比



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

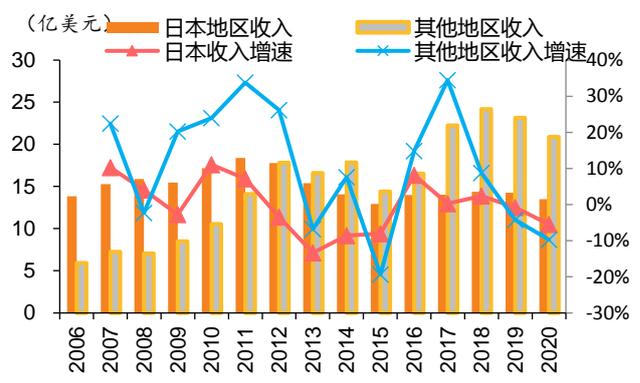
日本本土企业积极转向海外市场开拓。考虑到日本本土涂料需求的萎缩，日本涂料制造企业纷纷积极开拓海外市场，2017 年日本涂料制造商海外生产量就已超过了当年国内生产量的约 2 倍，到 2020 年日涂控股/关西涂料本土收入占比分别仅占 20%/39%。从各地域产量明细来看，日本制造商主要集中在中国、印度、东南亚等地生产经营，其收入的增长更多依靠海外市场的扩张。

图 38：2006-2020 年日涂控股各地区收入占比



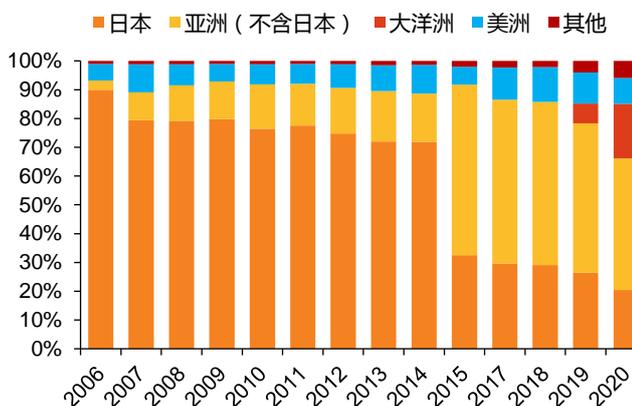
资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 39：2006-2020 年关西涂料各地区收入占比



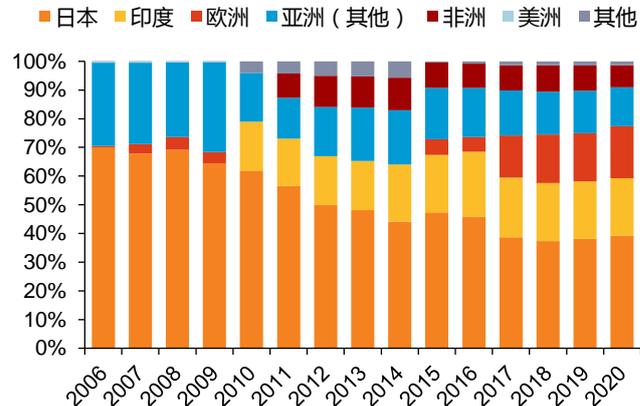
资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 40：2006-2020 年日涂控股各地区收入占比



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 41：2006-2020 年关西涂料各地区收入占比



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

2.3. 印度涂料行业：受益于城镇化率提升，本土需求仍有增长

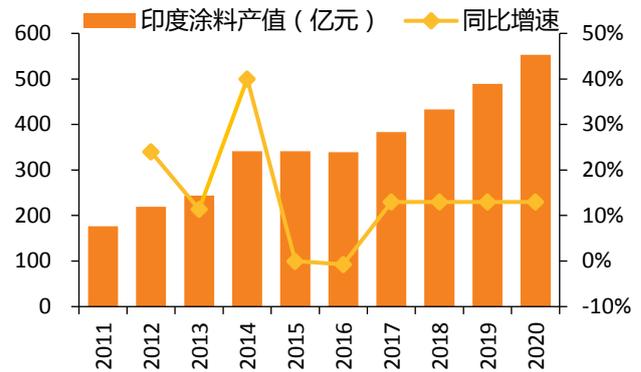
印度涂料市场增长趋势明显，未来几年仍将保持高增速。根据 Indian Mirror 统计，2020 年印度涂料市场需求为 472 万吨，预计 2024 年印度涂料需求量将达到 610 万吨，2020-2024 年均复合增长率达 6.6%。印度涂料市场产值从 2011 年的 177 亿元增长至 2020 年的 553 亿元，年复合增长率为 13.5%，受益于庞大的人口基数和正在加快的城市化进程，印度涂料市场增长速度高于全球涂料增速。在印度经济强劲增长的推动下，印度涂料行业有望在中短期内保持快速增长。预计 2021 年至 2024 年，印度涂料市场将以 8.6% 的复合年均增长率扩张。

图 42：1990-2024E 印度涂料需求及增速（万吨，%）



资料来源：INDIAN MIRROR、天风证券研究所

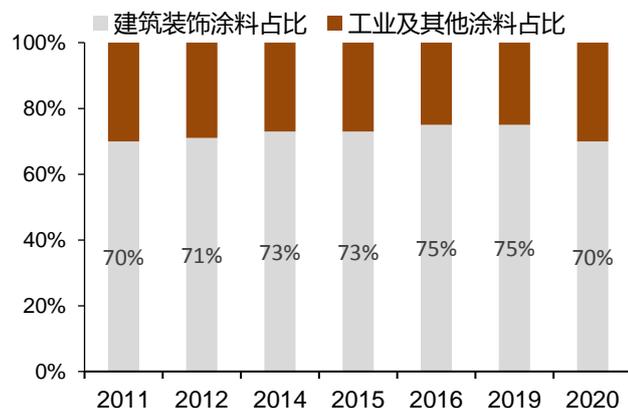
图 43：2011-2020 年印度涂料产值及增速（亿元人民币，%）



资料来源：INDIAN MIRROR、天风证券研究所

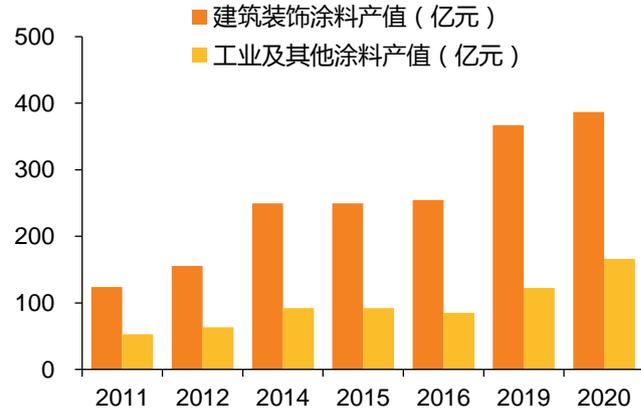
建筑（装饰）涂料占比 70%，是最主要的需求领域，工业涂料增长高度依赖汽车行业。近十年以来印度涂料市场 70% 左右的产值由建筑涂料贡献，2020 年印度建筑涂料市场产值达 387 亿元，占涂料行业总产值的比重高达 70%，是印度涂料行业的主导，2011-2020 年复合增速达 13.5%。2020 年印度工业及其他涂料产值为 166 亿元，占比为 30%，工业涂料包括汽车 OEM 涂料、汽车修补漆、粉末涂料、通用工业（GI）和其他涂料。其中，汽车 OEM 涂料和汽车修补漆是最大组成部分，占工业涂料的比重约三分之二。在亚太地区，工业市场占整个涂料市场需求近 50%，印度的工业涂料部门未能与区域需求相匹配，这主要是由于与其他成熟国家和中国等发展中国家相比，印度工业和基础设施发展水平较低，同时工业涂料领域所需的生产壁垒更高，因此在短期内建筑涂料仍将是印度涂料市场的主导。

图 44：印度建筑/工业及其他涂料占比



资料来源：INDIAN MIRROR、天风证券研究所

图 45：2011-2020 年印度建筑/工业及其他涂料产值（亿元人民币）



资料来源：INDIAN MIRROR、天风证券研究所

印度涂料行业需求仍有增长潜力，有望推动行业持续提升。2020 年印度人均涂料消费量为 4.4kg，与全球均值 13-15kg/人的消费量相比，仍有较大差距。从印度的宏观经济情况来看，印度的人均可支配收入近几年仍在保持中高速增长，2016-2019 年人均可支配收入增速在 10%左右，2020 年受疫情影响有所下滑，但仍能保持 7%的增长。同时印度的城镇化率仍然较低，2020 年印度的城镇人口占比 35%，同期中国城镇人口占比为 64%，预计城镇化率的提升将带动涂料需求稳步增长。

图 46：2011-2020 年印度人均可支配收入（印度卢比）



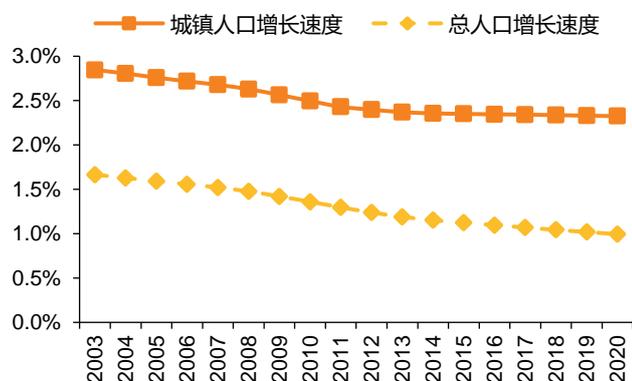
资料来源：CEIC、天风证券研究所

图 47：2002-2020 年印度城镇人口数量及占比



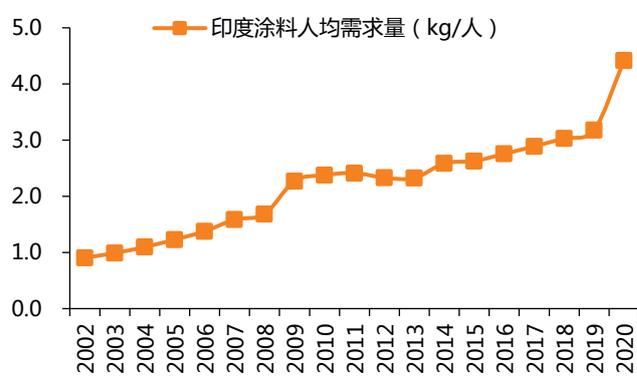
资料来源：世界银行、天风证券研究所

图 48：印度城镇人口和总人口增速比较



资料来源：世界银行、天风证券研究所

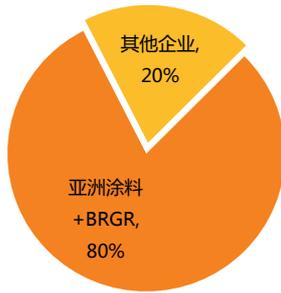
图 49：2002-2020 年印度人均涂料需求量



资料来源：Wind、天风证券研究所

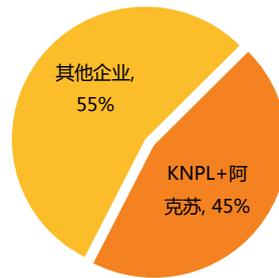
印度涂料行业集中度高，分销网络与品牌权益为最大行业壁垒。印度涂料的四家龙头公司中，Asian Paints（亚洲涂料）以 39% 的市场占有率排名第一，其他三家分别为 Berger Paints India（BRGR），Kansai Nerolac Paint（KNPL），Azko Noble India（阿克苏诺贝尔印度），四家公司的市场份额总和达到 68%，形成寡头垄断态势。在建筑涂料领域，亚洲涂料和 Berger Paints India（BRGR）收入占比高达 80%，Kansai Nerolac Paint（KNPL）则是工业涂料领域的龙头，市场份额高达 45%。从四个龙头公司的核心优势来看，该行业的最大壁垒是分销网络与品牌效应，现有的龙头企业利用已有优势不断完善其分销网络，并积极布局产能、推出创新型产品和服务，以达到巩固市场地位的目的，而新的参与者无法有效占有市场，现有竞争格局难以被打破。

图 50：印度建筑涂料市场龙头市场份额占比



资料来源：equitymaster、天风证券研究所

图 51：印度工业涂料市场龙头市场份额占比



资料来源：equitymaster、天风证券研究所

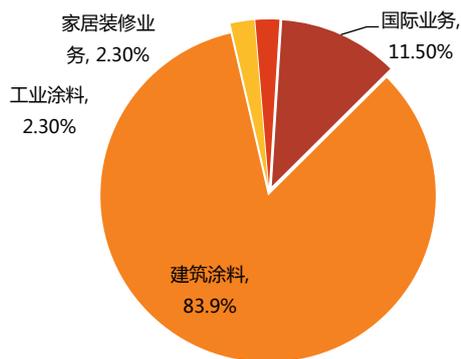
表 1：印度涂料龙头企业简介

企业名称	简介	主营业务	优势
AsianPaints(亚洲涂料)	印度本土企业，拥有 78 年历史，业务遍及印度 15 个县，是亚洲第三大涂料公司	生产建筑和工业涂料，提供端到端的绘画和设计服务、色彩和装饰咨询、防水解决方案等	1) 发达的经销商网络(目前有 70,000 多家经销商) 2) 跨业务使用技术的弹性特许经营权 3) 数字化预测技术
BergerPaintsIndia (BRGR)	印度本土企业，成立于 1923 年，是印度最古老的涂企，也是印度第二大涂企	保护涂料行业领军者，涉猎汽车涂料、一般工业涂料和粉末涂料	1) 强大的品牌效应 2) 广泛的分销网络
KansaiNerolacPaint (KNPL)	日本关西涂料公司的子公司，是印度最大的工业涂料和第三大装饰涂料公司	主营工业涂料、汽车涂料、防护涂料、船舶涂料和装饰涂料	1) 研发和技术优势 2) 良好的品牌效应和营销策略(服务于汽车行业的顶级客户)
AzkoNobleIndia (阿克苏诺贝尔印度)	阿克苏诺贝尔在印度的子公司	主营工业涂料，是船舶涂料、防护涂料、粉末涂料、特种涂料和车辆修补漆的领军企业	1) 一流的差异化产品 2) 广阔的分销范围(20,000 家经销商和 52 个销售点)

资料来源：Nirmal Bang、Marketing91、HDFC、天风证券研究所

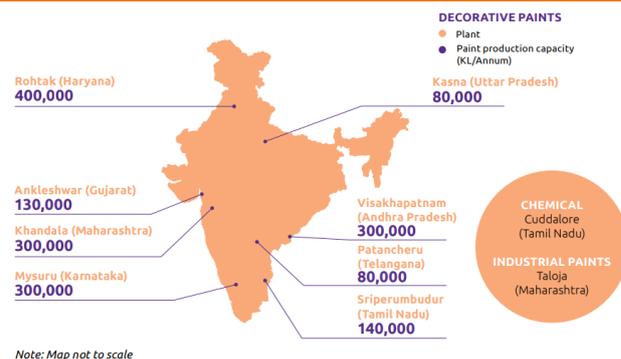
亚洲涂料以建筑涂料销售为主，销售网络与业务的拓展多集中于农村与半城市区域。亚洲涂料是印度最大的建筑涂料生产商，根据 2020 年年报，公司 2020 年建筑涂料销售收入达 155 亿元 (1 印度卢比=0.085 人民币)，占整个涂料业务收入比重达 84%。从公司的发展战略来看，公司的销售网络与业务的拓展多集中于农村与半城市区域，建筑涂料在印度共拥有 8 个生产基地，其中最大的生产基地位于哈里亚纳邦，该地区经济发展以农业为主，庞大的农业人口基数为公司提供广阔的建筑涂料市场。全国范围内来看，公司在二、三、四线城镇的涂料销售额远高于城市市场，因此可以预见未来几年公司的发展将持续受益于城市化的推进。

图 52: Asian Paint 2020 年业务结构 (按收入划分)



资料来源: Asian Paint 年报、天风证券研究所

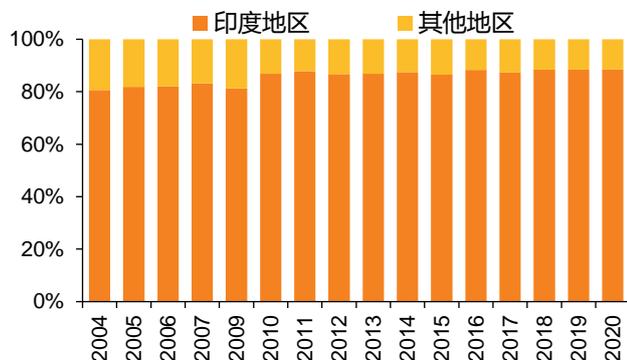
图 53: Asian Paint 生产基地



资料来源: Asian Paint 年报、天风证券研究所

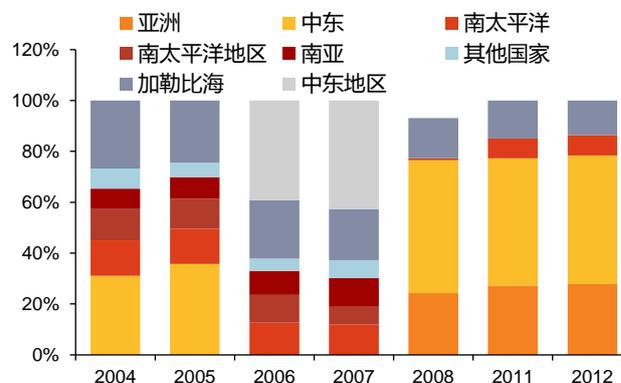
立足本土需求, 未来将持续受益于城市化推进。从公司 2004-2020 年分地区占比情况可以看出, 亚洲涂料收入的主要来源是印度本地, 且印度地区的收入占比正逐步提高, 从 2004 年占比 81% 提升至 2020 年占比 89%, 主要受益于本土市场需求增速较高, 2020 年亚洲涂料在印度本土市场实现 167.6 亿元营收, 同比增长 2.7%, 近三年收入复合增速达 3.5%, 在其他地区实现收入 21.7 亿元, 同比增长 1.5%, 近三年收入基本保持平稳。我们预计未来十年内, 城镇化将是印度的主要发展趋势之一, 基础设施、房地产和制造业仍将在国民经济中占据重要地位, 进而带动国内涂料行业的规模进一步扩大, 本土需求仍将是公司增长的重要支撑。

图 54: 2004-2020 年亚洲涂料分地区收入占比



资料来源: Bloomberg、天风证券研究所

图 55: 2004-2020 年亚洲涂料在海外地区的收入拆分



资料来源: Bloomberg、天风证券研究所

图 56: 亚洲涂料在印度地区的营业收入及同比增速(亿元人民币,%)



资料来源: Bloomberg、天风证券研究所

图 57: 亚洲涂料在其他地区的营业收入及同比增速(亿元人民币,%)



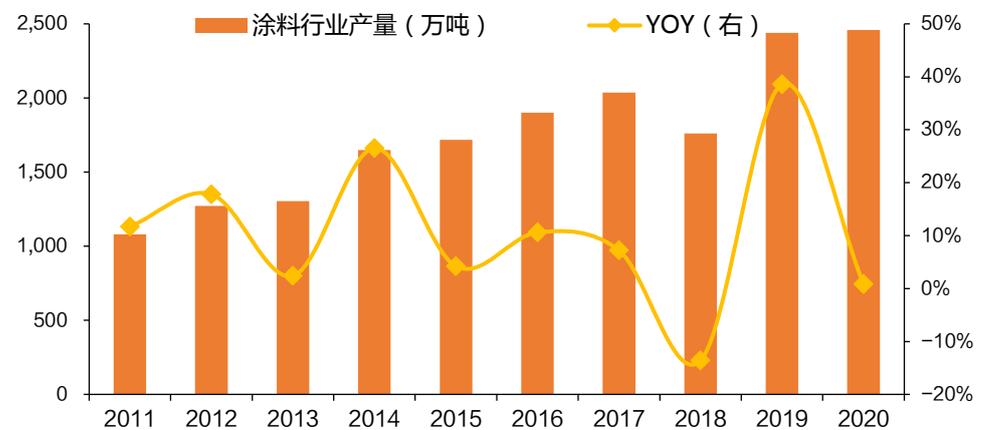
资料来源: Bloomberg、天风证券研究所

3. 中国涂料行业：向成熟市场切换，行业集中度有望持续提升

3.1. 市场规模：市场空间广阔，以建筑涂料为主

中国涂料总市场规模超过 3000 亿元，近几年产量维持平稳增长。目前我国涂料总市场规模已超 3000 亿元，在全球涂料市场占据重要地位。根据中国涂料工业协会的统计，2020 年我国规模以上企业涂料产量为 2459 万吨，同比增长 0.8%，按修正后同口径数据同比增长 2.6%，20 年涂料企业主营业务收入为 3054 亿元，按可比口径调整后同比减少 2.8%，我们预计主要与行业仍处于发展整合阶段，不同厂商之间的价格竞争激烈有关。20 年全国涂料行业实现利润总额 246 亿元，受益于上游石化类原材料成本总体保持低位，同比增长 5.5%。根据涂料工业协会预计，十四五阶段，中国涂料行业产量有望保持年均 4% 左右的增长计算，到 2025 年涂料行业总产量预计增长到 3000 万吨左右，收入达到 3700 亿元左右。

图 58：2011-2020 年中国涂料行业产量及增速

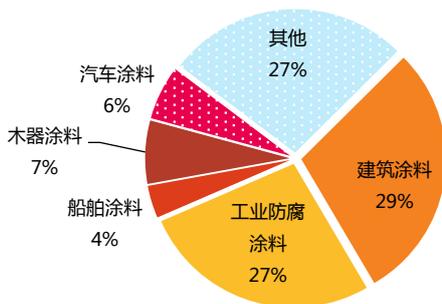


注：表中涂料产量以当年国家统计局第一次公布数据为准；

资料来源：中国涂料工业协会、天风证券研究所

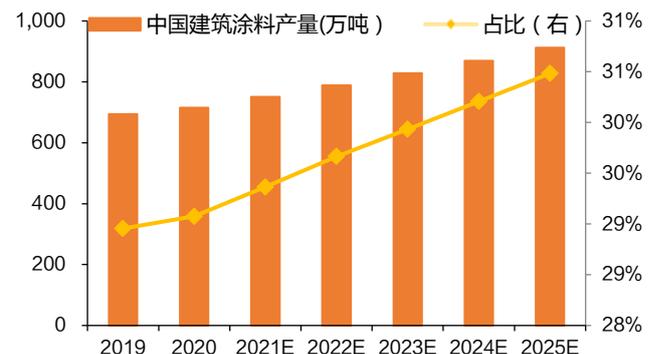
建筑涂料产量增速略快于行业增速，十四五阶段占比有望小幅提升。2014 年后建筑涂料行业步入发展新阶段，产量从 2011 年 345.5 万吨增加至 2020 年的 715 万吨，产量增速从 2000-2013 年的平均 18% 左右放缓至 2020 年的 3% 左右，2020 年建筑涂料占全国涂料产量的比重为 29%，行业增长的动力从房地产投资驱动逐步向房地产投资和旧房翻新共同驱动。根据协会预计，十四五阶段中国建筑涂料行业产量仍有望维持 5% 的行业增速，则我们测算至 2025 年行业建筑涂料产量达到 912 万吨，占比小幅提升到 30.5%。

图 59：2020 年我国涂料行业分类占比



资料来源：水漆助手公众号、前瞻产业研究院、天风证券研究所

图 60：2019-2025E 我国建筑涂料产量及占比



资料来源：中国涂料工业协会、防腐涂装网公众号、天风证券研究所

3.2. 集中度：外资品牌占据头部市场，民族龙头涂企市占率提升显著

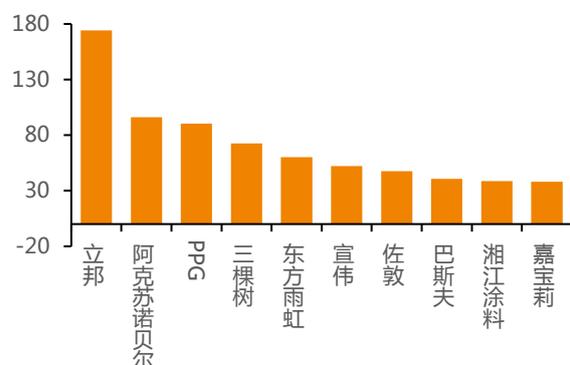
外资品牌占据我国涂料行业头部市场，国产品牌快速崛起。由于我国的涂料行业起步晚、起点低，企业规模小、产品分散，科技创新和技术研发能力薄弱。而外资品牌往往拥有着更高的品质、全球化的服务和技术创新的不断赋能，更容易受到消费者的青睐。据中国涂界网数据，2020 年全国 100 强企业中，外资企业上榜数量达 29 家，2020 年累计营业收入为 732 亿元，占榜单总营收的 51%，CR10 中包含 6 家外资企业与 4 家本土企业，且收入规模达到 90 亿元以上的企业均为外资品牌，从单个企业平均收入看，外资涂企年均收入 25 亿元，国内企业 10 亿元，可见外资涂料品牌在中国市场仍然占据了重要的市场份额。但值得注意的是，与 2016 年相比，2020 年外资企业占榜单总营收比例下降了 11.8pct，自 2016 年以来持续下降，反之则是国内企业的营收占比提升，纵向来看国产品牌近年发展势头良好，具备抢占外资企业空间的趋势和潜力。

图 61：国内 TOP100 企业中 外资企业与国内企业营收占比



资料来源：涂界公众号、中国涂界网、天风证券研究所

图 62：2020 年中国涂料 100 强企业排行榜前 10 强企业营收(亿元)



注：除东方雨虹按照防水涂料业务口径外，其余公司按照全收入口径计算；
资料来源：涂界公众号，天风证券研究所

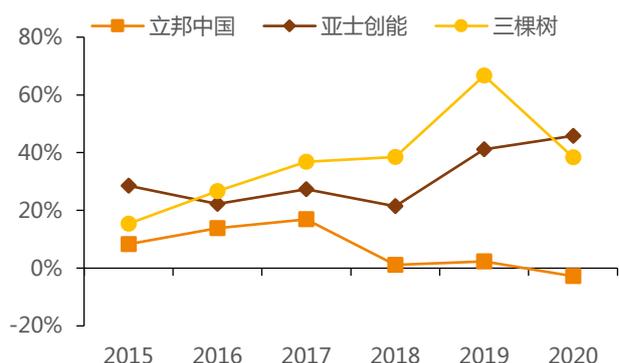
内资龙头增速高于外资，三棵树、亚士创能成长性强，中国市场竞争格局正发生变化。从 2014-2020 年立邦中国、三棵树和亚士创能的收入情况来看，立邦在中国地区收入仍占鳌头地位，而国产涂料龙头三棵树、亚士创能收入高速增长，表明国内涂料消费市场和竞争格局的变化，内资 B 端龙头崛起。由于国内涂料行业起步较晚，相较于美国、日本 CR10 超过 90%、欧洲 CR10 超过 70%的集中度，国内涂料行业的集中度有望持续提升，同时随着头部企业的产品性能更优、成本控制能力更强，在原材料价格大幅波动的阶段有更强的价格传导能力，推动行业内的小产能持续出清。

图 63：2014-2020 年立邦中国、三棵树、亚士创能营收 (亿元)



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 64：2015-2020 年立邦、三棵树、亚士创能营收增速 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

16 年以来国产工程漆市占率快速提升，驱动内资涂料品牌市占率提升。从行业发展趋势来看，我们认为 B 端内资品牌市占率快速提升的主要原因包括：1) 工程漆主要面对客户为地产商，目前 TOP100 房地产企业销售面积市占率已从 2015 年的 25% 提升至 2020 年的 48%，伴随着下游房地产企业推广集采模式，只有具备品牌、服务、资金优势的龙头建材供应商才能进入集采名单，较为成熟的龙头企业会得到更多发展空间；2) B 端客户综合需要考虑价格、产品品质、服务等多方面的因素，内资涂料企业比外资更有优势；3) 部分外资（如多乐士）涂料品牌因为 B 端回报率较低以及地产客户存在账期等因素回而主动收缩工程漆业务，国产工程漆市占率快速提升，驱动内资涂料品牌市占率提升。

预计未来工程漆内资品牌替代外资品牌步伐仍将继续。在 2016-2020 年房地产 500 强首选涂料供应商品牌 Top10 中，外国品牌合计首选率由 40% 降低至 26%，国产品牌合计首选率则由 55% 上升至 66%，表明国产涂料品牌逐渐得到下游客户的信赖，在下游客户中不断积攒口碑和塑造品牌形象，发展势头良好。而随着国内龙头产能建设的逐渐落地，产能不断释放的过程中预计工程漆内资品牌替代外资品牌步伐仍将继续。

表 2：2017-2020 年中国房地产开发企业 500 强首选涂料品类 10 强

	2017		2018		2019		2020	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	立邦	21%	立邦	19%	立邦	20%	立邦	18%
2	三棵树	17%	三棵树	17%	三棵树	19%	三棵树	17%
3	亚士漆	17%	亚士漆	16%	亚士漆	18%	亚士漆	15%
4	多乐士	17%	多乐士	14%	固克	9%	富思特	9%
5	富思特	11%	富思特	11%	富思特	9%	固克	9%
6	嘉宝莉	4%	嘉宝莉	6%	嘉宝莉	8%	嘉宝莉	7%
7	美涂士	3%	固克	5%	美涂士	6%	美涂士	5%
8	申纽丽	2%	美涂士	5%	多乐士	3%	德爱威	5%
9	固克	2%	PPG	2%	巴德士	3%	巴德士	4%
10	巴德士	1%	巴德士	1%	经典	2%	经典	3%

注：当年公布的数据为上一年的榜单，例如 2021 年发布的是 2020 年的榜单数据；

资料来源：中国房地产协会、中房网、天风证券研究所

国产家庭漆有望缓慢替代外资品牌。家庭漆竞争要素主要是企业品牌与渠道的建设，企业品牌与渠道的建设需要时间的沉淀，此为一个较长期的过程。相比之下，外资品牌发展已经较为成熟，在中国进行了多年的消费者教育，品牌与渠道建设方面均具有明显的竞争优势，而内资品牌起步晚、起点低。家庭漆市场内资品牌近年来不断积累，虽然 19 年家庭漆市场两大龙头仍为立邦和多乐士，市占率分别为 11.03% 和 6.76%，但是嘉宝莉、三棵树、巴德士等家庭漆领域的市占率有望继续得到提升，市场空间可观。我们认为随着这些内资品牌影响力的逐渐提升，未来有望缓慢替代外资品牌。

表 3：2019 年家装漆收入排名

品牌	立邦	多乐士	宣伟·华润	晨阳水漆	三棵树	巴德士	嘉宝莉	大宝漆	紫荆花漆	都芳
销售额(亿元)	75	46	11.5	11	10.3	10	8.5	7	6.8	6.5
市占率	11.03%	6.76%	1.69%	1.62%	1.51%	1.47%	1.25%	1.03%	1.00%	0.96%

资料来源：涂界公众号、天风证券研究所

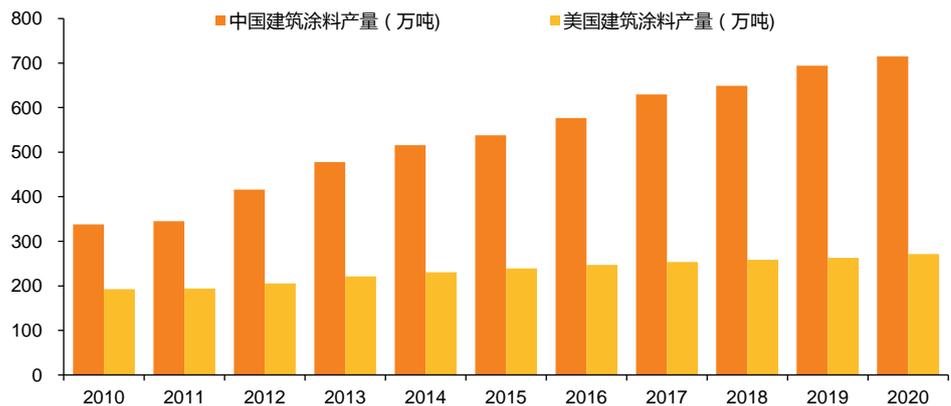
4. 海外对标：存量市场崛起，有望产生大市值公司

前文我们对美国、日本、印度和中国涂料市场的结构、集中度、下游消费者特征等分析可知，目前海外成熟的涂料市场已经进入稳定的以存量需求为主的阶段，而我国国内仍处于前期以新增需求为主、存量需求渐显的阶段，从市场容量、需求结构和行业趋势三个方面分析来看，我们认为随着国内涂料行业集中度提升、存量市场崛起及前期高费用投入规模效应显现，国内龙头中长期成长可期。

4.1. 市场容量：国内建筑涂料市场明显大于海外成熟市场

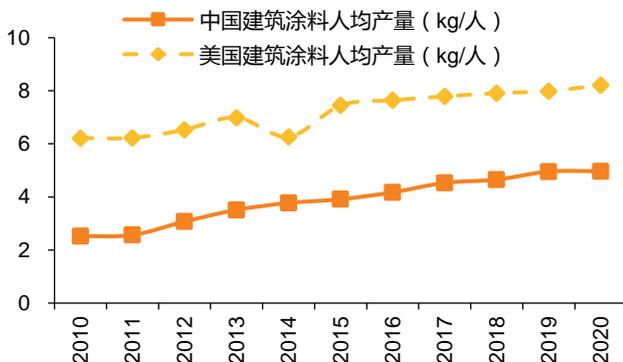
我国建筑涂料市场容量较大，人均产量仍有提升空间。从总量来看，由于我国目前处于城市化加速推进的过程中，建筑涂料产量远高于美国，且增长迅速，2010-2020 年期间我国建筑涂料产量年均复合增速约为 8%左右，而美国建筑涂料市场总量在 2010-2020 年期间基本保持平稳增长，但是从人均产量来看，我国较美国仍有较大差距，2020 年我国建筑涂料人均产量仅为 5.0 千克/人，远低于美国的 8.2 千克/人，主要原因还是我国与美国经济水平及城市化发展进程的差异，2018 年我国城市化率仅为 59%，较美国、日本的 82%、92% 仍有一定距离。但是我国涂料人均产量自 2010 年以来在持续提升，我们预计随着未来存量需求的不断释放，人均产量的提升将带动建筑涂料产量的不断增长。

图 65：中美建筑涂料产量对比



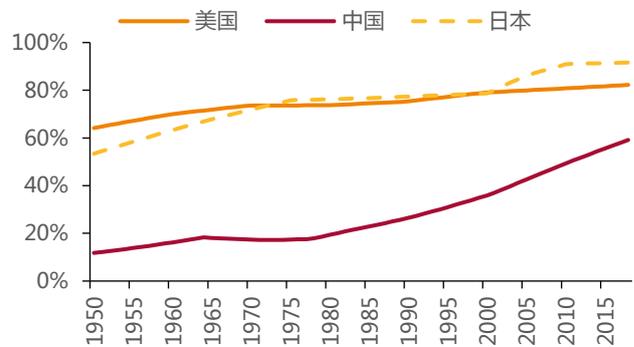
资料来源：中国涂料工业协会、天风证券研究所

图 66：中美建筑涂料人均消费量对比



资料来源：中国涂料工业协会、天风证券研究所

图 67：中美日城市化率对比 (%)

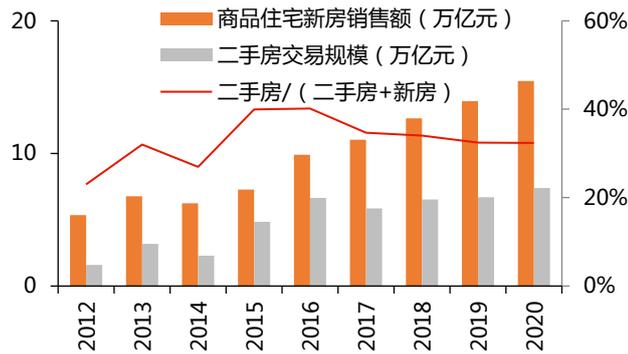


资料来源：Wind、天风证券研究所

4.2. 需求结构：存量时代来临，B+C 端重涂市场空间广阔

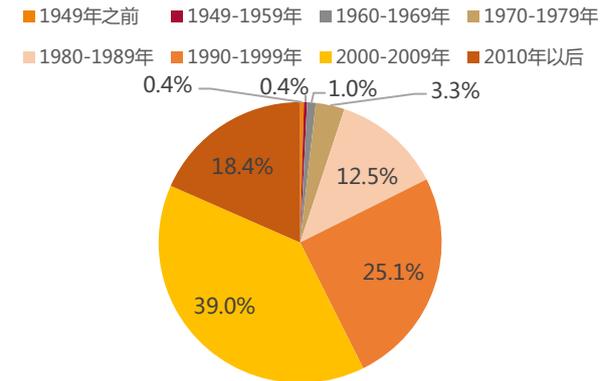
存量市场需求逐步释放，我国涂料市场未来市场空间广阔且增长中枢区域稳定，重涂主要来自于 B 端的老旧小区改造以及二手房、老房翻新改造等 C 端的需求。根据 2015 年全国 1%人口抽样调查资料显示，目前我国房屋 50%以上为 2000 年以后建造，随着房龄的不断增长，房屋内外墙涂料的重装需求逐步释放，从房屋交易数据看，近 2017 年我国二手房交易规模保持相对稳定，2020 年二手房/(二手房+新房)交易金额占比达 32%，二手房交易往往伴随着内墙重装，带来新的市场需求。

图 68：2012-2020 年我国二手房及新房交易规模



资料来源：Wind、前瞻研究院、观研报告网、天风证券研究所

图 69：我国 2000 年以来建造房屋占比 50%以上 (2015 年数据)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

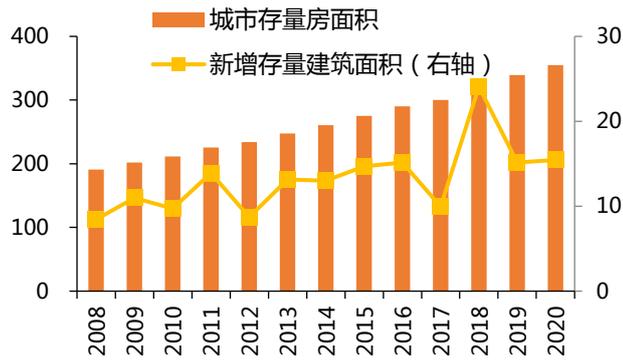
老旧小区改造有望提速将有力带动内墙与外墙涂装需求约 446 亿元。2019 年开始中央对老旧小区重视力度明显加大，2020 年国务院要求新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，实际新开工改造城镇老旧小区 4.03 万个，21 年《政府工作报告》中提出，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，相比 2020 年的目标再次提速，预计到 2025 年要完成近 17 万个老旧小区的改造工作，改造建筑面积 40 亿平。旧改中对涂料的应用主要体现在外墙加固、节能改造工程等，我们假设外墙面积为竣工建筑面积的 70%，涂刷比例按 62%计算，单位面积涂料用量 2.5kg，内墙面积为建筑面积的 2.5 倍，涂刷比例为 78%，单位面积涂料用量 0.5kg，则对应外墙/内墙涂料需求分别为 434/390 万吨，按照外墙/内墙涂料 4600/6300 元/吨的价格计算，对应建筑涂料市场达 446 亿元。但实际改造中，内墙改造因属于可选性消费，实际市场需求可能低于我们的估计数。

表 4：老旧小区改造对应涂料需求测算

建材品种	涂料
旧改工程	外墙加固、节能改造工程等
老旧小区建筑面积	40 亿平
对应建材需求量	外墙 434 万吨，内墙 390 万吨
单价	外墙涂料 4600 元/吨，内墙涂料 6300 元/吨
对应市场空间	446 亿元
计算假设	外墙面积为竣工建筑面积的 70%，涂刷比例为 62%，单位面积涂料用量 2.5kg；内墙面积为建筑面积的 2.5 倍，涂刷比例为 78%，单位面积涂料用量 0.5kg；
备注	实际旧改工程中内墙不一定全部重涂

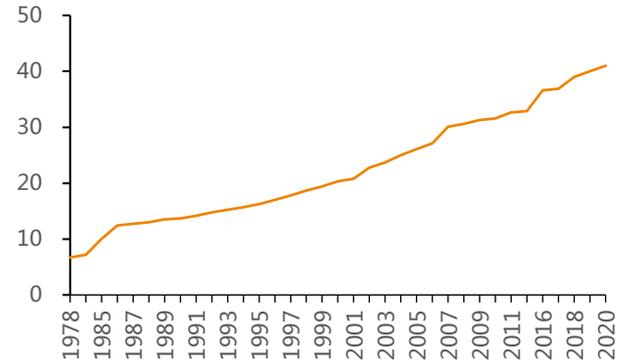
资料来源：21 年《政府工作报告》、《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》(2017)、天风证券研究所

图 70：我国城市存量房面积（亿平方米）



资料来源：中指院、国家统计局、天风证券研究所

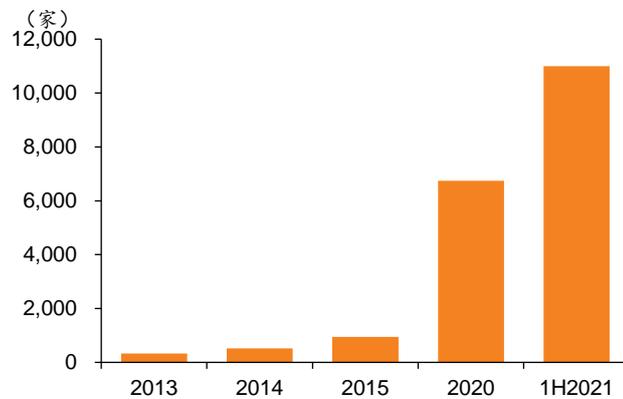
图 71：1978-2020 年我国城镇人均住宅面积（平方米/人）



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

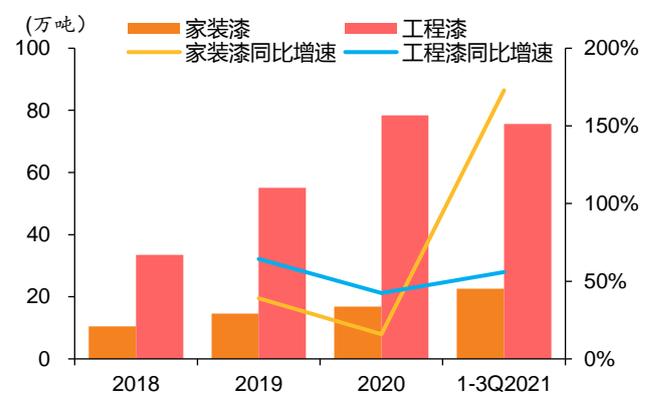
随着 B 端地产大客户需求逐步向公建、市政等非房项目以及旧改、城市更新等存量项目转化，小 B 以及 C 端渠道的重要性愈发凸显。而我们也注意到，自 2020 年开始，三棵树、亚士创能纷纷开始加快对工程经销商的布局，这一现象在 2021 年更加明显，以三棵树为例，2015 年底三棵树工程经销商仅有 944 家，20 年底已增至 6747 家，21 年上半年进一步增长 4253 家，截至 21 年上半年末，小 B 经销商数量已达近 11000 家，而亚士创能 21 年上半年末经销商较 20 年底增长 75% 达 14013 家。21 年前三季度三棵树家装墙面漆销量同比增速达 173%，高于工程漆的 56%，我们认为未来小 B 工程及 C 端渠道将会是公司的主要增长点，地产下滑影响有限。

图 72：三棵树工程经销商数量



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 73：三棵树家装/工程漆销量及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.3. 行业趋势：集中度仍有较大提升空间，剩者分享存量市场大蛋糕

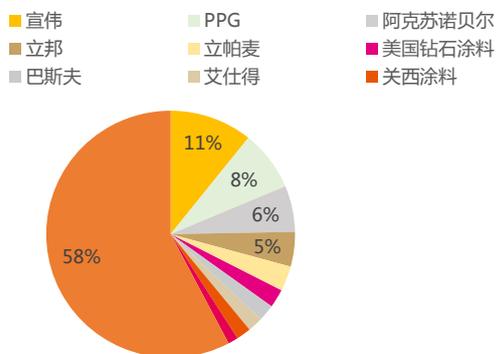
我们认为我国行业的发展趋势可体现为两大特征为龙头市占率进一步提升以及发力“品牌+渠道”的龙头公司有望充分受益存量市场。

2020 年我国涂料 CR10 市占率仅 17%，与发达国家相比差距明显，提升空间较大。从全球整体的角度来看，20 年全球涂料 CR10 市占率达到 42%，我国涂料 CR10 市占率 17% 远低于全球平均水平。而发达国家如美国、日本等较为成熟的涂料市场 2020 年涂料 CR10 市占率均超过 90%，与发达国家相对标，我国涂料行业集中度仍有较大的提升空间。目前我国涂料行业内公司林立，以三棵树、亚士创能为代表的龙头公司仍在积极新建产能及拓展渠道，扩大品牌影响力。

龙头市占率提升的主要驱动力主要的几个因素：1) 下游地产商加速集中；2) 小企业由于

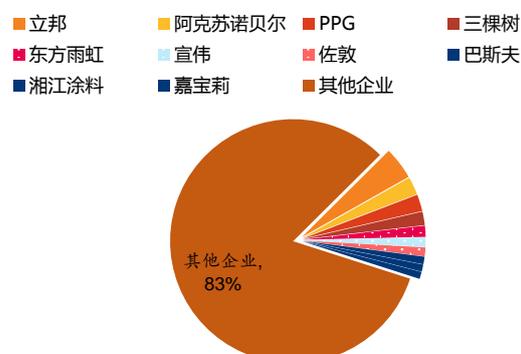
环保成本高、生产成本优势小、本地化关系营销能力弱，生存空间受挤压；3) B 端业务由于竣工持续改善+精装房占比提升，龙头市占率提升更快；4) C 端需要品牌和渠道积累，随着国产品牌的不断孵化，以三棵树为代表的家装漆仍有望获得平稳的市占率提升。

图 74：2020 年全球涂料 CR10 市占率 42%



资料来源：WPCIA、天风证券研究所

图 75：2020 年中国涂料 CR10 市占率 17%



资料来源：涂界公众号、天风证券研究所

从美国成屋销售量及日本新屋销售量来看，美国成屋销售量与日本新屋销售量分别自 2008 年、2009 年趋于稳定，表明逐渐步入存量房市场，美国、日本进入存量房市场更早。我们从美国、日本等成熟涂料市场的发展经验来看，存量房市场中涂料业务具有以下特征：1) 需要广泛布局渠道及高密度网点提升服务及时性；2) 家装公司渠道重要性加码，直营渠道可能占比提升，经销渠道占比下降，厂家话语权进一步增强；3) 服务重要性提升，通过服务带动产品销售，尤其一二线城市，比如立邦的刷新、三棵树马上住以及多乐士焕新，消费者对价格敏感性低，但是对涂刷以及售后等服务更为看重；4) 品牌投入及品牌影响力更大，长期的品牌宣传必不可少。总体来看目前我国涂企也在积极加强这些方面，发力“品牌+渠道”的龙头公司有望分享存量市场大蛋糕。

图 76：2000-2020 年美国成屋交易量与日本新屋交易量规模（万套）



资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 风险提示

1、地产需求回落超预期：涂料下游需求和地产相关度高，21年在房地产下滑以及房企信用风险危机等不利因素下，主要上市公司收入都有所放缓，若后期商品房持续回落，且保障房、存量房等需求增长疲软，则可能导致公司收入承压。

2、原材料涨价超预期：21年大宗商品价格全线上涨，涂料原材料中化工类原材料占比较高，这对公司利润空间形成挤压，若后期原材料持续上涨，或使得公司毛利率继续下行，导致利润承压。

3、行业竞争加剧：当前涂料行业整体仍较为分散，龙头市占率低，企业间产品差距较小，在需求不佳背景下行业竞争可能加剧，或引发价格战。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com