

建材研究框架系列之四：建筑涂料

存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*建材*建材研究框架系列之三：防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化》
2022-08-04

《行业深度报告*建材*建材研究框架系列之二：塑料管道：多点开花支撑行业需求，龙头强者恒强》
2022-05-07

《行业深度报告*建材*建材研究框架系列之一：玻璃行业研究方法、历史复盘与未来展望》 2022-03-30

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENGNANHONG873@pingan.com.cn



平安观点：

- **产业链：**涂料下游需求建筑居多，上游关注油价。涂料传统上又称油漆，下游应用领域广泛，包括建筑、家具、汽车等，其中建筑占比过半。墙面涂料作为建筑涂料主要类型，可分为注重产品功能性的内墙涂料与起到建筑物装饰性作用的外墙涂料；或者根据客户不同，分为家装漆与工程漆，前者多由消费者采购、消费属性更强。从上游成本看，涂料由成膜物质、颜料填料、分散介质和助剂生产加工而成，参考三棵树，乳液占涂料成本比重约三成，助剂两成，钛白粉、颜填料各一到两成。因多数原材料为石化产品，故油价与涂料企业毛利率呈现负相关，2022H2 以来油价高位回落，带动涂料企业利润率改善。从生产特点看，涂料行业门槛相对不高，尤其是中低端产品，行业竞争较为充分；核心原材料技术大多掌握在外资品牌手中，国内企业多发力在涂料配方、品牌、渠道建设等方面。
- **回顾：**涂料需求由高增到放缓，国产品牌加速崛起。建国后建筑涂料经历水泥砂浆等多种产品演变，90 年代外资进入带动乳胶漆快速发展。步入 21 世纪，地产建筑投资快速增长，规上企业建筑涂料产量从 2002 年 65 万吨升至 2014 年年 516 万吨，CAGR 为 18.8%，行业涌现三棵树等大批涂料民企，但中高端市场仍由外资品牌占据。2015 年开始建筑业竣工回落，建筑涂料产量增长放缓至个位数。但环保趋严促使行业落后产能出清，且地产集中度加速提升、集采与精装修推广背景下，工程涂料市场迎来发展机遇，三棵树等国产品牌通过产品性价比、资金支持、服务到位等优势快速抢占市场，业绩增长优于外资品牌。2021H2 以来地产走弱、疫情冲击叠加油价上行，涂料企业盈利承压，行业格局亦加速出清。
- **展望：**存量时代比拼品牌渠道，竞争格局持续优化。需求层面，随着保交房政策推进，2023 年竣工回升可期，楼市回暖、经济趋好亦将促进二手房、工商业房屋装修需求释放。中长期看，参考美国经验，存量房时代下涂料需求以重涂为主、占比 7 成以上，同时存量房翻新需求推动涂料需求再创新高。国内方面，估算中期存量房重涂年均需求 1096 万吨、金额 598 亿元，新房装修年均需求 458 万吨、金额 241 亿元，合计 1554 万吨、金额 838 亿元。竞争格局方面，国内涂料集中度低于海外，参考涂界，全球前十涂企市占率约 40%，国内仅 18%；国内建筑涂料前五企业市占率 29%，立邦、三棵树领先。展望未来，随着房地产步入存量房时代，面向房企等大 B 客户的工程涂料市场或将萎缩，未来重涂市场尤其是家装涂料更具前景，考虑家装涂料消费属性更强，将更加考验企业品牌、产品、服务、渠道实力，以三棵树为代表的头部涂企凭借过去工程涂料领域积累的规模、品牌、渠道优势，近年大力拓展家装漆市场，未来有望强者恒强。

- 投资建议：**短期而言，一是行业需求有望回暖，主要受益于保交付政策推进、2023 年竣工回升可期，楼市有望回暖、经济趋好亦将促进二手房、工商业房屋装修需求释放；二是行业格局加速出清，疫情与地产冲击、成本上行背景下中小涂企生存唯艰，渠道、客户资源逐步流向头部企业；三是盈利水平有望改善，主要受益原油成本回落，同时地产资金环境改善、涂料企业减值计提充分背景下，盈利有望逐步回归合理水平。中长期而言，一是重涂需求有望对冲新房需求萎缩，参考美国经验，存量房翻新需求推动涂料需求再创新高，测算国内中期涂料市场规模约 838 亿元。二是行业集中度仍具提升空间，国内建筑涂料前五企业市占率 29%，仅立邦超过 10%。三是重涂家装漆市场更加考验企业品牌、产品、服务、渠道实力，以三棵树为代表的头部涂企凭借过去工程涂料领域积累的规模、品牌、渠道优势，近年大力拓展家装漆市场，未来发展仍然可期。综上，建议关注具备品牌、渠道、产品、服务优势的头部涂料企业，包括三棵树、亚士创能、东方雨虹。
- 风险提示：**1) 下游地产销售、竣工恢复低于预期：尽管近期地产政策暖风频吹，但受收入、房价、烂尾等担忧，楼市基本面持续筑底，销售、竣工未见明显改善。若后续经济、政策环境未见进一步改善，地产销售、竣工修复或将耗时较长，进而影响涂料行业需求回暖。2) 原材料价格上涨，制约行业利润率：涂料下游成本包括乳液、树脂、溶剂等石化产品，与油价关联度较高。2022 年下半年以来油价高位回落，但若后续原油价格有所反弹，带动乳液、树脂等原材料价格上涨，而市场低迷下成本转移相对困难，将制约涂料行业盈利水平。3) 应收账款回收不及时与坏账计提风险：受房企频繁违约影响，2021 年以来上市涂料企业纷纷计提减值。若后续地产资金环境与房企违约情况未出现明显好转，涂料企业应收账款回收不及时，坏账计提风险犹存。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS					P/E		评级
		2023-2-23	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
三棵树	603737	122.88	-1.11	1.44	2.75	3.95	-111.0	85.6	44.6	31.1	暂无评级
东方雨虹	002271	35.45	1.67	1.15	1.68	2.19	21.3	30.7	21.1	16.2	暂无评级
亚士创能	603378	13.53	-1.82	0.25	0.56	0.81	-7.4	53.3	24.3	16.7	暂无评级

注：盈利预测来自 Wind 过去 180 天一致预期；股票价格、EPS 单位为人民币元

正文目录

一、	产业链：涂料需求以建筑居多，上游关注油价	6
1.1	涂料类型多样，建筑涂料以水性涂料为主	6
1.2	行业门槛不高，国内涂料同质化竞争激烈	7
1.3	下游需求以建筑居多，家装漆消费属性强	8
1.4	上游成本含乳液、钛白粉等，关注油价下行	9
二、	回顾：涂料需求由高增到放缓，国产品牌加速崛起	11
2.1	2000-2014：竣工高增下涂料市场蓬勃发展，外资引领风骚	11
2.2	2015-2021：地产集中度与精装修提升，国产品牌加速崛起	13
2.3	2021-2022：地产下行叠加成本冲击，涂料行业短期承压	16
三、	展望：存量时代比拼品牌渠道，竞争格局持续优化	17
3.1	短期关注地产复苏，长期看重涂需求可观	17
3.2	涂料集中度低于欧美，未来仍具提升空间	19
3.3	存量时代比拼品牌渠道，格局或持续优化	21
四、	投资建议	23
五、	风险提示	24

图表目录

图表 1	2017 年欧洲涂料类型占比情况	6
图表 2	各类涂料的组成和优缺点	6
图表 3	三棵树墙面涂料生产流程图	7
图表 4	三棵树木器涂料生产流程图	7
图表 5	三棵树、亚士创能固定资产占总资产比重均不高	8
图表 6	三棵树、亚士创能资产周转率较高	8
图表 7	2021 年全球涂料细分领域占比	8
图表 8	2021 年中国涂料细分领域占比	8
图表 9	立邦内墙漆产品示例	9
图表 10	立邦外墙漆产品示例	9
图表 11	涂料生产所需的四类物质情况	9
图表 12	三棵树家装墙面漆产品单位成本构成	10
图表 13	三棵树自产-工程墙面漆产品单位成本构成	10
图表 14	亚士创能原材料采购价格变化（单位 元/公斤）	10
图表 15	丙烯酸丁酯、苯乙烯与油价相关性较高	10
图表 16	三棵树、亚士单季度毛利率与油价具有负相关性	11
图表 17	全国商品房销售与新开工面积变化	11
图表 18	2000-2014 年建筑业房屋竣工保持较快增长	11
图表 19	建筑业竣工面积中各类型情况（单位 亿平米）	12
图表 20	2014 年以前国内规模以上涂料总产量增长较快	12
图表 21	2014 年以前国内规模以上建筑涂料产量增长较快	12
图表 22	三棵树积极树立品牌形象	13
图表 23	商品房销售与新开工增长放缓	13
图表 24	建筑业竣工面积见顶回落	13
图表 25	2015 年以后国内规模以上建筑涂料产量增长放缓	14
图表 26	2015-2021 年百强房企销售额市占率显著提升	14
图表 27	2016-2021 年精装修商品住宅渗透率显著提高	14
图表 28	涂料企业营收增速对比	15
图表 29	三棵树工程涂料业务占比提升较快	15
图表 30	“十三五”期间三棵树、亚士创能的应收账款与票据之和占营收比重显著提高	15
图表 31	2013-2019 年三棵树直销占比持续提高	15
图表 32	涂界 2017、2022 年中国工程建筑涂料品牌榜单前十	15
图表 33	2022 年商品房销售、竣工明显萎缩	16

图表 34	2021H2 以来涂料企业单季度营收增速持续下滑.....	17
图表 35	三棵树与亚士创能业绩情况	17
图表 36	建筑业竣工增速与建筑涂料产量增速相关性较高	17
图表 37	三棵树、亚士创能营收增速对比	17
图表 38	美国住房交易中存量房占比近九成	18
图表 39	国内住房交易中存量房占比仅三成	18
图表 40	美国建筑涂料销量再创近 20 年新高	18
图表 41	2021 年美国建筑涂料销量结构	18
图表 42	城镇住房涂料涂刷情况	19
图表 43	中期建筑墙面涂料需求测算	19
图表 44	2020 年全球十大涂料制造商市场占有率情况	20
图表 45	2017-2021 年涂料 CR10 和 CR100	20
图表 46	涂界 2022 年中国建筑涂料品牌 25 强榜单	20
图表 47	三棵树各业务营收增速对比	21
图表 48	2022 年冬奥会和冬残奥会官方涂料独家供应商	22
图表 49	广告宣传推广费(销售费用)占营收比重对比	22
图表 50	三棵树“马上住”服务与传统服务对比	22
图表 51	涂界 2022 中国建筑装饰漆零售品牌 25 强榜单	23

一、 产业链：涂料需求以建筑居多，上游关注油价

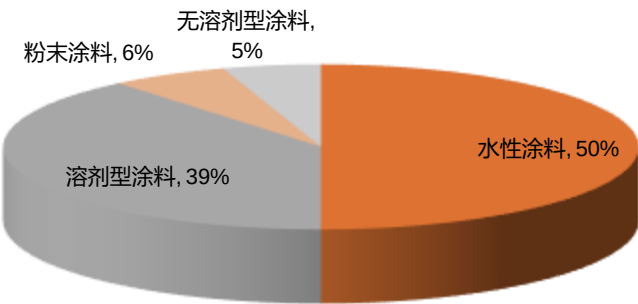
1.1 涂料类型多样，建筑涂料以水性涂料为主

涂料是指涂于物体表面形成具有保护、装饰或特殊性能（如绝缘、防腐、标志等）的固态涂膜的一类液体或固体材料的总称。因早期涂料大多以植物油为主要原料，传统上又称油漆，现在合成树脂已取代植物油。

根据分散介质不同，涂料可分为水性涂料、溶剂型涂料、粉末涂料、无溶剂型涂料等，其中以水性涂料与溶剂型涂料应用最为广泛。水性涂料以水做溶剂或者做分散介质，包括水溶性涂料、水稀释性涂料和水分散性涂料（乳胶涂料）三种，具有安全环保的优点。溶剂型涂料以有机溶剂为分散介质，对施工环境要求更低，物理化学性能与色泽更优，但挥发物质有毒性，且在生产、运输、存储中易产生爆炸火灾。据中国建筑涂料协会披露，从世界平均水平来看，水性建筑涂料目前约占所有建筑涂料的 85%，我国也基本达到该平均水平。不同于建筑涂料，工业涂料中由于水性涂料施工要求高、易腐蚀等原因，占比仅为 25%。

按照成膜物质不同，涂料可分为油脂类、天然树脂类、酚醛树脂类、沥青类、醇酸树脂类、氨基树脂类、硝基类、过氧乙烯树脂类、烯类树脂类、丙烯酸酯类树脂类、聚酯树脂类、环氧树脂类、聚氨酯树脂类、元素有机类、橡胶类、纤维素类、其他成膜物类等。

图表1 2017 年欧洲涂料类型占比情况



资料来源：涂界，平安证券研究所

图表2 各类涂料的组成和优缺点

涂料类型	一般组成	优点	缺点
溶剂型涂料	有机溶剂、合成树脂，颜填料和助剂	树脂分散度和均匀性好；涂料干燥快，结膜较薄而致密；生产工艺简单、贮存稳定施工方便	VOC 含量高，污染大，多数有机溶毒性大；易燃易爆，生产、贮存和施工危险性高
水性涂料	水和少量有机溶剂、树脂、乳液、颜填料和助剂	低 VOC、低毒；生产贮存和施工安全；丙烯酸等树脂水相容性好；乳胶漆在建筑领域、电泳漆在汽车领域有天然优势	施工温度相对高，有时需要专门的施工设备；不宜低温贮存和施工，贮存期短；树脂分散和成膜一致性弱于溶剂型涂料，需要更多助剂
粉末涂料	合成树脂、颜填料和助剂	100% 固体份，几乎不含 VOC；运输和贮存方便	一般需要特殊的聚酯类等树脂，成本高；需要专门的静电喷涂或热喷涂等施工设备，目前难做到高流平和高厚度，换色难
高固体份涂料	少量水或有机溶剂、合成树脂、颜填料和助剂	VOC 含量低；用于工业重涂等领域潜在优势明显	需要特定类型树脂，如氨基丙烯酸、聚酯；对颜料和助剂要求高，需要专门的涂膜设备

紫外光(UV)	光敏树脂、光引发剂、颜填料和助剂	低 VOC；固化快，效率高	需要特定类型树脂，如氨基丙烯酸、聚酯；对颜料和助剂要求高，需要专门的涂膜设备
固化涂料	少量有机溶剂合成树脂、颜填料和助剂	低 VOC；涂膜快，性能优良	树脂要求高；需要特殊的合成和施工技术

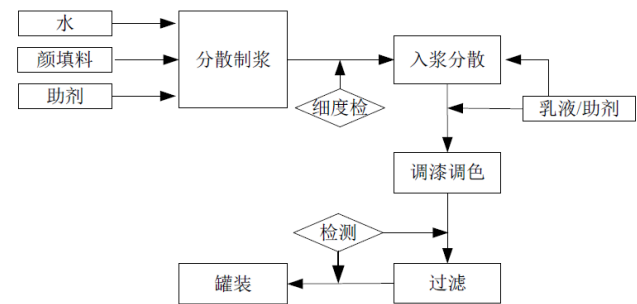
资料来源：李蓬烈等（2022），平安证券研究所

1.2 行业门槛不高，国内涂料同质化竞争激烈

因技术资金壁垒较低，涂料行业门槛不高。一方面是因生产技术壁垒低，尤其是中低端涂料产品，涂料生产主要涉及配料、研磨、调漆、过滤等，工艺复杂度不高，而核心的原材料技术如树脂、助剂、乳液等大多掌握在外资品牌手中；另一方面涂料厂对硬件投资要求不高、资金要求较低。从三棵树、亚士创能两家上市涂料公司看，其固定资产占比处于建材行业较低水平、资产周转率则处于较高水平。

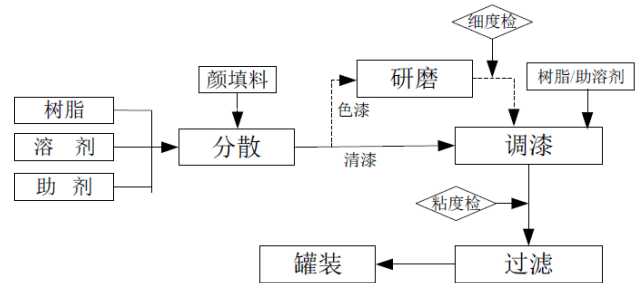
以颜料钛白粉为例，国内低端通用型产品产量过剩，高质量产品仍需进口。氯化法生产工艺作为钛白粉先进生产工艺，是世界钛白粉发展的主导方向。据中国涂料工业协会介绍，2019 年全球钛白粉总产量达 662 万吨，其中氯化法产品占比 39.7%，同期我国钛白粉产量 318 万吨，其中氯化法产品占比 6.6%，仍以高污染的传统硫酸法生产工艺为主。尽管“十三五”期间行业开始推行清洁生产型的联产法硫酸法工艺，但仍有较多废物产生。其次，我国氯化法钛白粉受制于发达国家的严格技术封锁、发展缓慢，叠加国内钛资源品质低，不适合氯化法生产工艺。近年来尽管国内氯化法在建、拟建产能较多，龙蟒佰利联、云南新立钛业等企业陆续建成投产，但仍存在着技术相对落后，产品质量不稳定的问题。另外，国内涂料发展速度较快，大部分涂料研发都集中在树脂及配方研发上，助剂研发人员及专业设置不够，使得很多助剂生产企业研发速度较为缓慢，高端助剂产品绝大多数被国外把控。

图表3 三棵树墙面涂料生产流程图



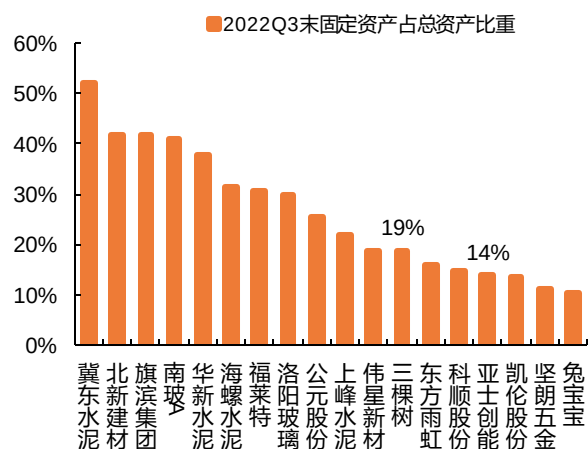
资料来源：三棵树招股书，平安证券研究所

图表4 三棵树木器涂料生产流程图



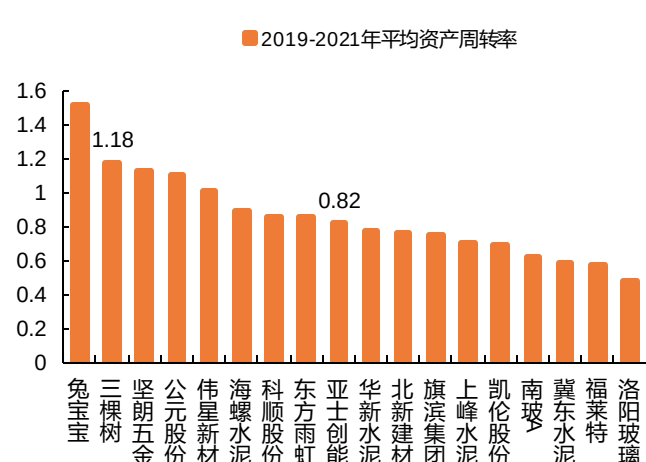
资料来源：三棵树招股书，平安证券研究所

图表5 三棵树、亚士创能固定资产占总资产比重均不高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 三棵树、亚士创能资产周转率较高

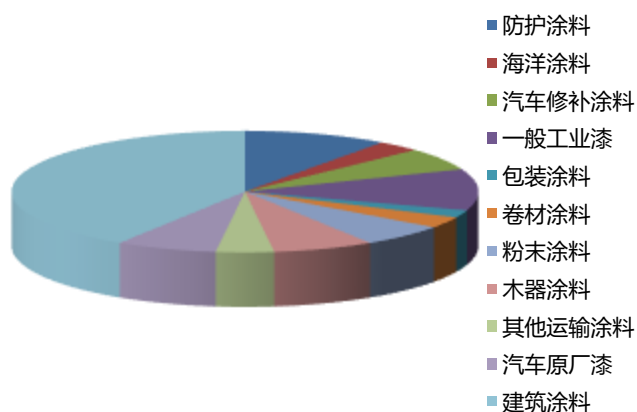


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 下游需求以建筑居多，家装漆消费属性强

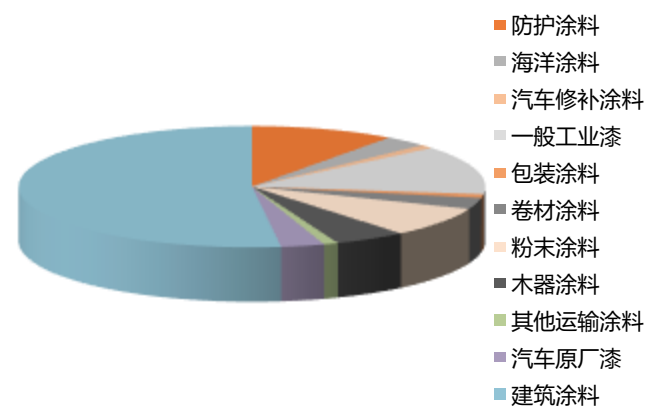
涂料应用领域广泛，国内建筑涂料占比过半。根据应用领域不同，涂料可大致分为建筑涂料、工业涂料等，其中建筑涂料又分为墙面涂料（内墙与外墙）、防水涂料、防火涂料等；工业涂料又分为木器家具涂料、汽车涂料、船舶涂料、公路涂料等。据中国涂料工业协会披露，2021年中国涂料行业细分领域中建筑涂料占比最高、为52%，一般工业漆与防护涂料紧随其后、占比超过10%，其余领域占比较小，全球来看涂料细分领域占比与中国差异不大。

图表7 2021年全球涂料细分领域占比



资料来源: 中国涂料工业协会, 平安证券研究所

图表8 2021年中国涂料细分领域占比



资料来源: 中国涂料工业协会, 平安证券研究所

根据应用墙面不同，墙面涂料可分为内墙涂料与外墙涂料。内墙涂料注重产品功能性，例如三棵树的鲜呼吸空气净化漆、BB漆、儿童健康宝、鲜呼吸净味全效、360多效抗菌抗病毒、360抗甲醛、净味360抗菌、净味防霉防潮等；外墙涂料起到建筑物装饰性作用（色彩、纹路、图案），例如三棵树的多彩漆、质感涂料、外墙弹性涂料、真石漆、艺术漆等。

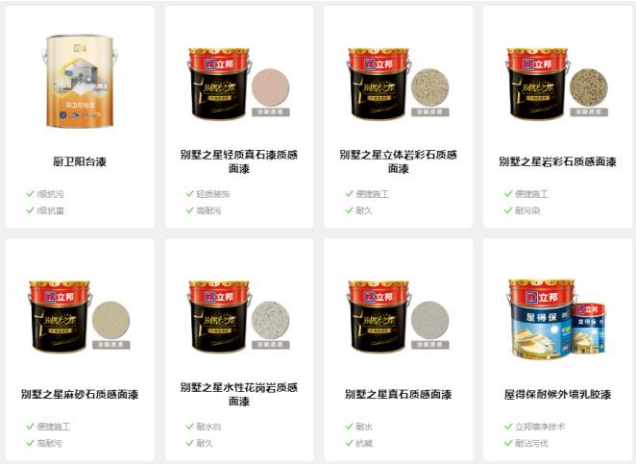
根据客户对象不同，墙面涂料可分为家装漆与工程漆，前者消费属性更强。墙面涂料亦可分为面向以家庭消费者为主的家装墙面涂料，和面向以地产公司、建筑工程公司等企业为主的工程墙面涂料，其中，家装墙面涂料主要用于家庭住宅、学校、医院、酒店等建筑的内墙装修装饰，工程墙面涂料主要在建筑施工过程中用于建筑内外墙涂装。相比工程漆，家装漆（即内墙漆）可以由业主装修时候自行采购，并且日常生活中与消费者接触频次极高，其颜色、质感、气味、功能性易被感知，尤其是涉及甲醛等安全问题，因此消费者对内墙涂料质量要求较高，亦倾向于参与涂料选购过程。

图表9 立邦内墙漆产品示例



资料来源：立邦官网，平安证券研究所

图表10 立邦外墙漆产品示例



资料来源：立邦官网，平安证券研究所

1.4 上游成本含乳液、钛白粉等，关注油价下行

涂料一般由成膜物质、颜料填料、分散介质和助剂四类物质生产加工而成。其中，成膜物质是使涂料牢固附着于被涂物面上形成连续薄膜的主要物质，常用材料包括**丙烯酸乳液**，而丙烯酸乳液原材料为石化产品**丙烯酸丁酯**、**苯乙烯**，由原油加工成**石脑油**、裂解生成**乙烯/丙烯/纯苯**进而生成。**颜填料**主要用于着色和改善涂膜性能，增强涂膜的保护、装饰和防锈等功能，常用材料包括**钛白粉**，其为一种无机白色颜料，主要成分为**二氧化钛**，按晶体形态可分为**板钛矿**、**锐钛**及**金红石**，因具有折射率高、消色力强、白度高、无毒和稳定性好等优点，被广泛应用于涂料、塑料、造纸及油墨等行业，其中用量最大的为涂料行业，约占 60%。分散介质包括水与**溶剂**，而**助剂**对基料形成涂膜的过程与耐久性起着一定作用。

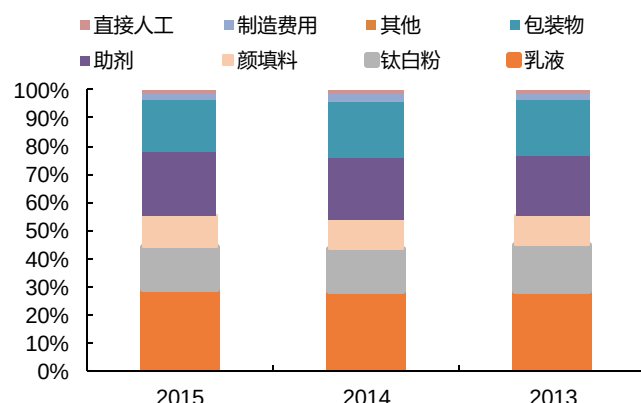
图表11 涂料生产所需的四类物质情况

类别	作用
成膜物质	成膜物质是使涂料牢固附着于被涂物面上形成连续薄膜的主要物质，是构成涂料的基础，决定着涂料的基本特性。主要类别包括油脂、油脂加工产品、纤维素衍生物、天然树脂和合成树脂等，还包括部分不挥发的活性稀释剂。
颜料/填料	颜料/填料主要用于着色和改善涂膜性能，增强涂膜的保护、装饰和防锈等功能。主要有着色颜料（如大红粉、钛白粉、炭黑等），防锈颜料（如铁红、锌粉、铝粉、磷酸锌等），体质颜料（又称填充料，常用的有滑石粉、硫酸钡、碳酸钙、二氧化硅等）。
分散介质	分散介质包括溶剂和水，是挥发的物料，成膜后不留在涂膜中，其作用在确保分散体系的稳定性和流变性，同时在施工和成膜过程中起重要作用。其中溶剂包括烃类溶剂（矿物油精、煤油、汽油、苯、甲苯、二甲苯等）、醇类、醚类、酮类和酯类物质。
助剂	助剂一般用量少，但在涂料的制备，贮运和涂装过程中对保证涂料和涂装性能起到重要作用，不能成膜，但对基料形成涂膜的过程与耐久性起着相当重要的作用，如消泡剂、流平剂等，还有一些特殊的功能助剂，如底材润湿剂等。

资料来源：三棵树招股书，平安证券研究所

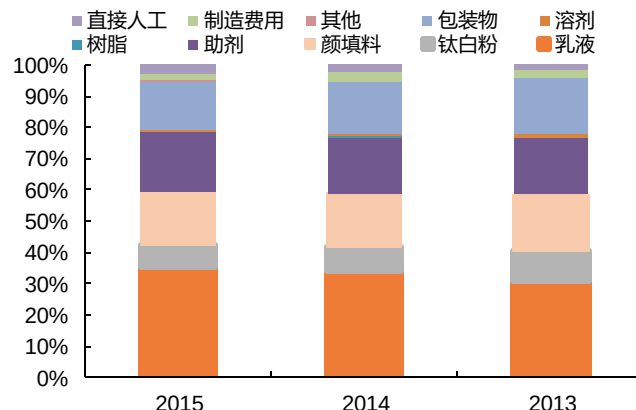
乳液占涂料成本比重约三成，助剂两成、钛白粉、颜填料各一到两成。参考三棵树 2013-2015 年家装墙面漆与工程漆产品成本构成可知，原材料占比超过 94%，其中乳液占比约 3 成，助剂占比约 2 成，包装物占比不到 2 成，钛白粉中家装墙面漆占比 15%-17%、工程漆占比 7-9%，颜填料中家装墙面漆占比 10%-11%、工程漆占比 17-18%。

图表12 三棵树家装墙面漆产品单位成本构成



资料来源: Wind, 平安证券研究所

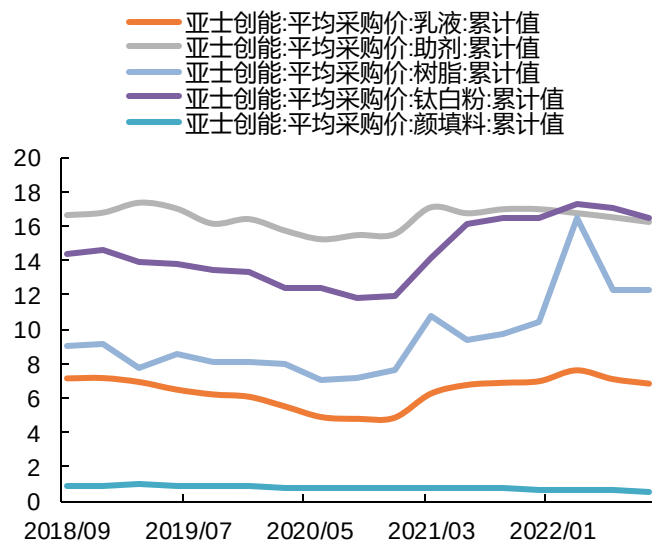
图表13 三棵树自产-工程墙面漆产品单位成本构成



资料来源: Wind, 平安证券研究所

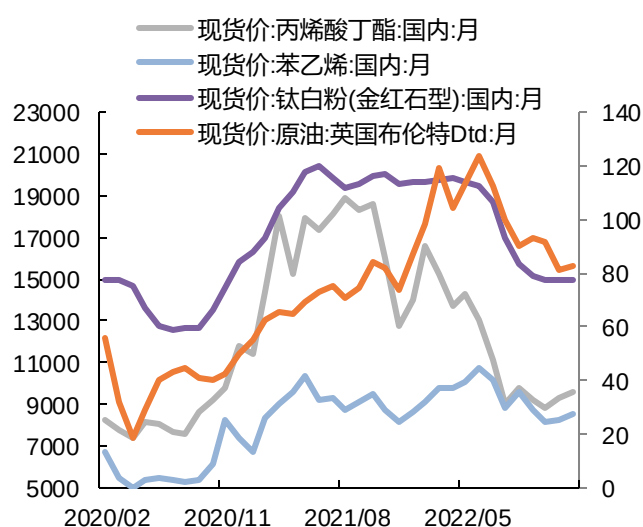
2022H2 以来乳液等原材料价格回落, 带动三棵树等毛利率改善。因乳液、树脂、溶剂等原材料与原油相关, 因此油价对涂料企业毛利率具有一定影响, 并呈现负相关关系, 从三棵树、亚士创能单季度毛利率表现看, 其与油价长期而言呈现较高的负相关性。另一方面, 除了成本端、乳液等材料亦受需求端等影响, 因此尽管 2022 年油价攀升并维持高位, 经济下行压力加大、需求走弱背景下, 但二季度以来乳液、溶剂、钛白粉等价格逐步回落, 带动三棵树单季度毛利率从 2021Q4 的 25.9% 回升至 2022Q3 的 30.6%, 亚士创能亦从 18.7% 回升至 32.7%。考虑 2022H2 以来油价显著下行, 随着全球经济下行压力加大、地缘冲突影响逐步消退等, 2023 年油价中枢或将下移, 意味着涂料企业毛利率有望进一步改善。

图表14 亚士创能原材料采购价格变化 (单位 元/公斤)



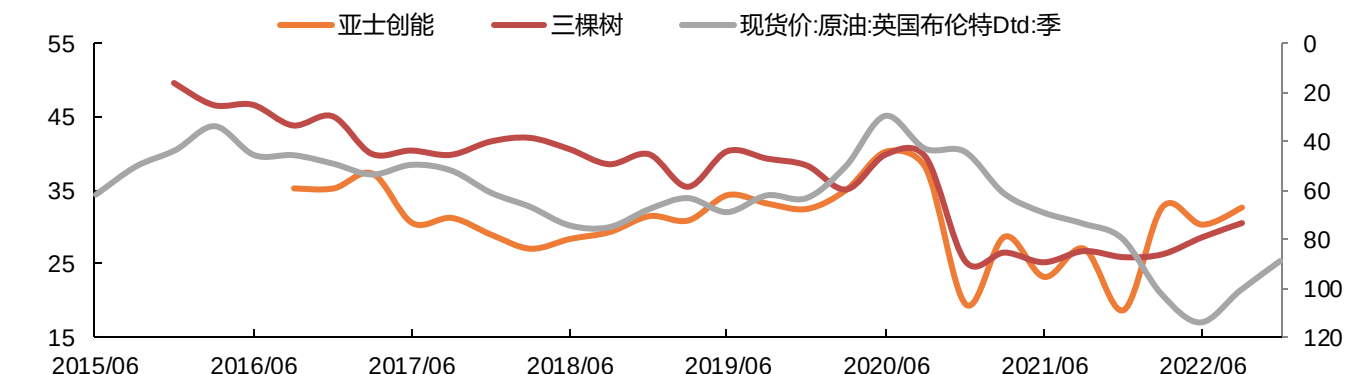
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 丙烯酸丁酯、苯乙烯与油价相关性较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 丙烯酸丁酯、苯乙烯、钛白粉为左轴, 单位为元/吨, 油价为右轴, 单位为美元/桶

图表16 三棵树、亚士单季度毛利率与油价具有负相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 三棵树、亚士创能单季度毛利率为左轴, 单位为 %, 油价为右轴、为方便比较三者关系采用逆序, 单位为美元/桶

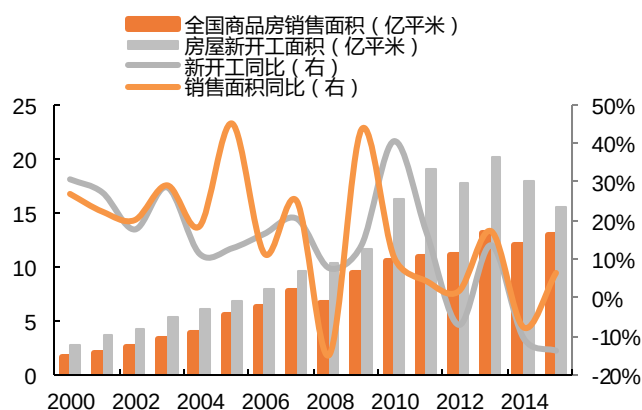
二、回顾：涂料需求由高增到放缓，国产品牌加速崛起

2.1 2000-2014：竣工高增下涂料市场蓬勃发展，外资引领风骚

建国后建筑涂料经历多种产品演变，90年代外资进入带动乳胶漆快速发展。建国初期外墙装饰主要采用石灰浆、粘土、水泥的混合砂浆掺入颜料涂膜上墙，以墙面涂白为目的，但装饰效果差且使用年限短。1976年我国成功研发出106涂料，即以聚乙烯醇和水玻璃为基料的内墙涂料，在当时凭借较好功能性得以广泛使用（后因耐候性过等性能缺点逐渐被淘汰）。1977年溶剂型氯化橡胶涂料在上海、广州等地批量生产，其耐用性较好但存在毒害物质（后随着环保趋严被逐渐淘汰）。1987年我国引进多条国外先进建筑涂料生产线，包括硝基纤维素水包油型多彩花纹涂料，多彩漆凭借耐水性高、颜色多彩逐渐获市场青睐。1992年外企进入中国市场，包括立邦涂料中国公司和立邦涂料广东公司成立，英国ICI帝国化工成立卜内门太古漆油有限公司，通过海量广告宣传、快速搭建渠道抢占国内市场，并促使以丙烯酸系高分子为成膜物质的内外墙乳胶漆逐渐成为市场主流。

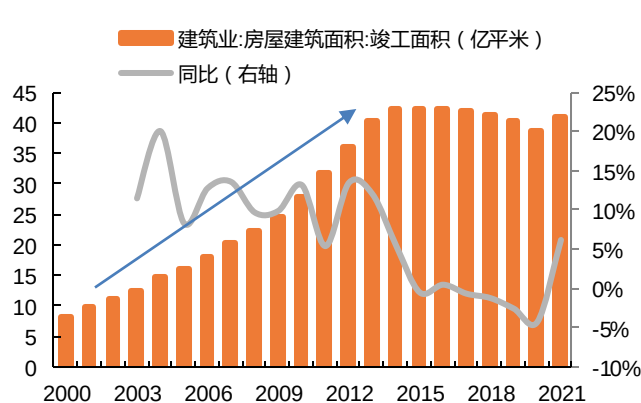
步入21世纪，地产建筑投资快速增长，带动房屋竣工面积高增。受益于城镇化、工业化快速发展，2000-2015年全国商品房销售面积从1.7亿平米升至12.1亿平米，CAGR达15.0%，叠加各地商场、写字楼与厂房建设如火如荼，共同带动建筑业房屋竣工面积从8.1亿平米升至42.3亿平米历史峰值，CAGR达12.6%。

图表17 全国商品房销售与新开工面积变化



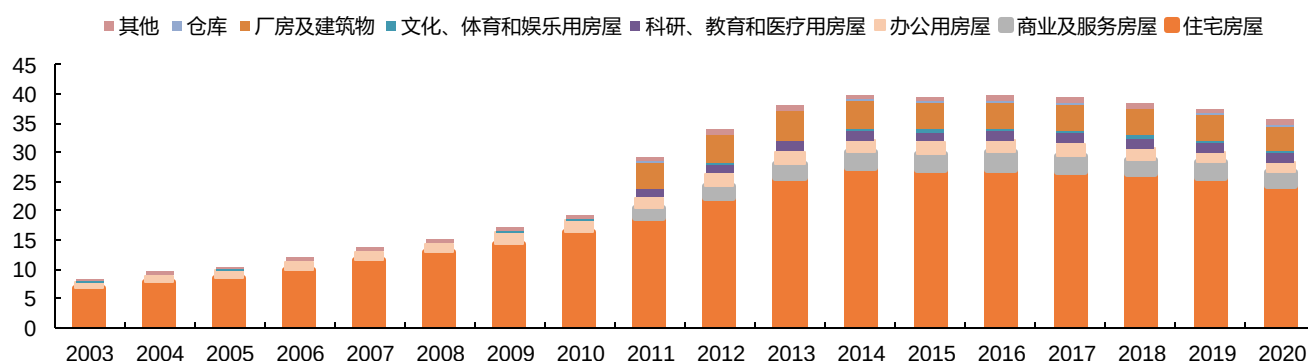
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 2000-2014年建筑业房屋竣工保持较快增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

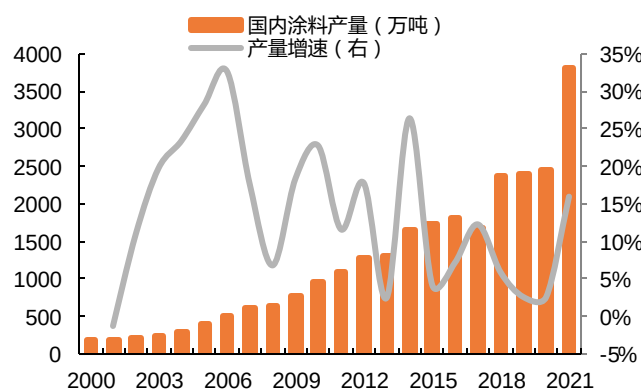
图表19 建筑业竣工面积中各类型情况（单位 亿平米）



资料来源：Wind，平安证券研究所

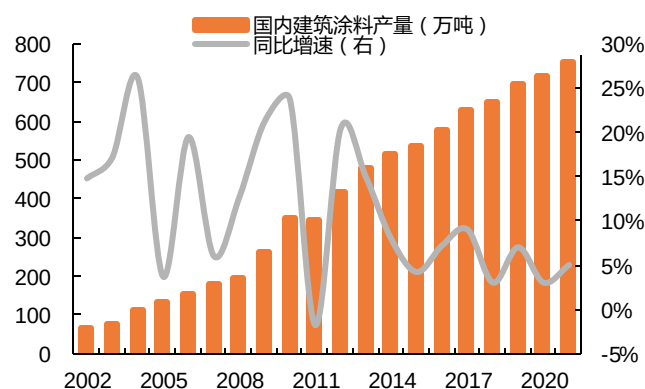
受益乳胶漆推广与竣工持续高增，国内建筑涂料市场快速发展。2002-2014 年我国规模以上企业的涂料产量从 202 万吨升至 1648 万吨，CAGR 为 19.1%，建筑涂料产量从 65 万吨升至 516 万吨，CAGR 为 18.8%，增速高于 2000-2014 年建筑业竣工面积 CAGR 的 12.6%，或源于涂料渗透率与规模以上企业集中度提升。市场门槛不高叠加需求快速爆发背景下，国内陆续涌现一大批涂料民企，包括华润、嘉宝莉、金冠、美涂士、三棵树等。

图表20 2014 年以前国内规模以上涂料总产量增长较快



资料来源：中国涂料工业协会，统计局，平安证券研究所

图表21 2014 年以前国内规模以上建筑涂料产量增长较快



资料来源：中国涂料工业协会，统计局，平安证券研究所

以三棵树为例，公司早期发力三四线、积极塑造品牌形象，避开与外资品牌竞争。三棵树在营销网络构建初期选择了“农村包围城市”的营销策略，先切入三四线城市，通过为经销商配送物料、统一设计装饰风格等方式，大力协助经销商开设以“自然、健康、绿色”为主题的形象统一的装修漆标准专卖店，通过标准化道具配送保证全国终端形象的统一，积极塑造“三棵树”品牌形象，从而在建筑涂料市场站稳脚跟。

图表22 三棵树积极树立品牌形象

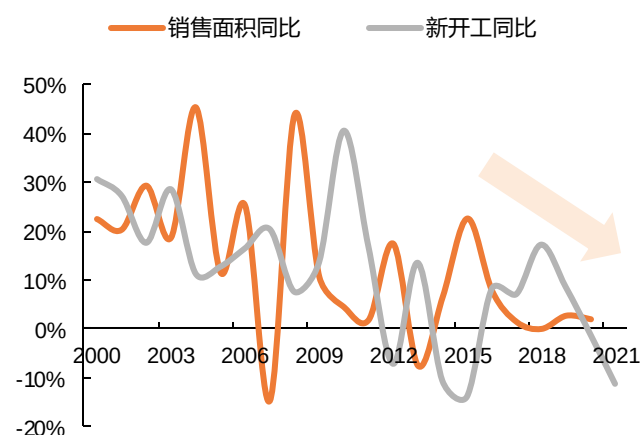


资料来源：三棵树招股书，平安证券研究所

2.2 2015-2021：地产集中度与精装修提升，国产品牌加速崛起

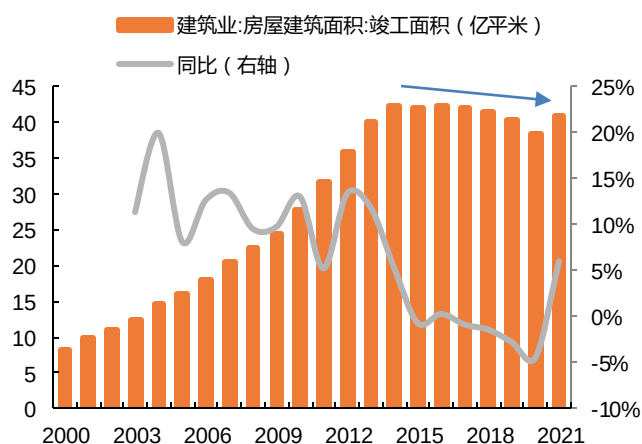
2015年建筑业竣工开始见顶回落，建筑涂料产量增长放缓。随着城镇化进程放缓，房地产逐步进入存量房时代，2015年以来建筑业竣工见顶回落，由2014年42.3亿平米的高点降至2021年40.8亿平米。受此影响，2014-2021年规模以上企业的建筑涂料产量从516万吨升至751万吨，CAGR为5.5%。

图表23 商品房销售与新开工增长放缓



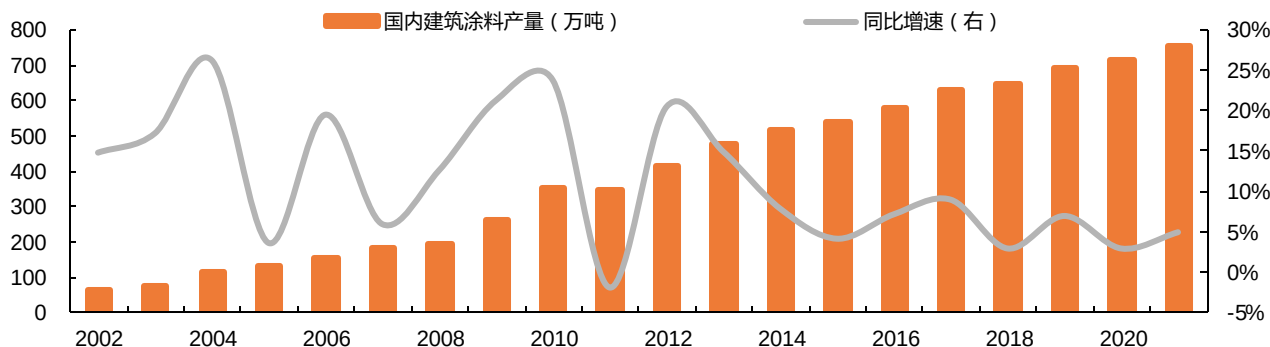
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表24 建筑业竣工面积见顶回落



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表25 2015年以后国内规模以上建筑涂料产量增长放缓

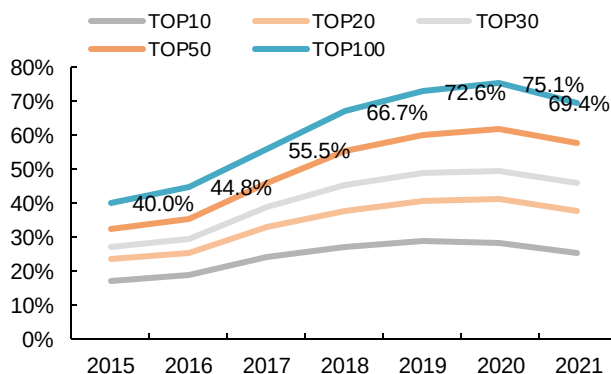


资料来源：中国涂料工业协会，统计局，平安证券研究所

消费升级叠加环保趋严，低端落后产能被迫出清。2015年财政部、国家税务总局发文将涂料列入消费税征收范围，在生产、委托加工和进口环节征收，适用税率均为4%，对施工状态下挥发性有机物(VOC)含量低于420克/升(含)的涂料免征。2015年三棵树缴纳消费税共计1233万元。随着涂料征收消费税、国家和地方各种环保法规政策标准出台、以及消费者对于涂料环保安全性能愈发重视，生产不规范、低端落后的涂料产能尤其小作坊类被迫出清。

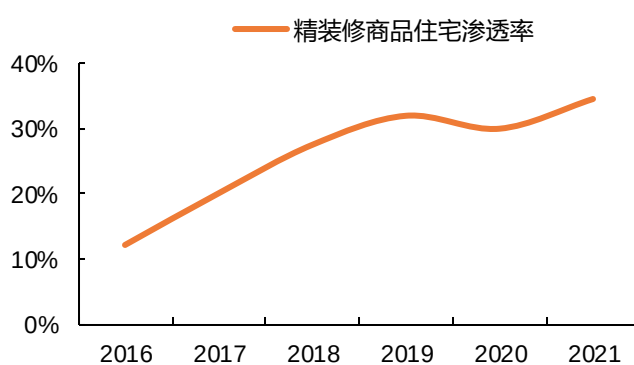
地产集中度加速提升，叠加集采与精装修推广，工程涂料市场迎来发展机遇。尽管2015年以来建筑业竣工面积略微回落，但得益于地产集中度加速提升(2014-2020年克而瑞百强房企销售面积市占率从22%提升至53%)，同时精装修加速普及(2016-2021年精装修商品住宅渗透率从12%提高至35%)、工程涂料市场中内墙涂料需求增加，采购规模体量增大促使房企推广集采模式，工程涂料市场迎来发展机遇。

图表26 2015-2021年百强房企销售额市占率显著提升



资料来源：克而瑞，平安证券研究所

图表27 2016-2021年精装修商品住宅渗透率显著提高



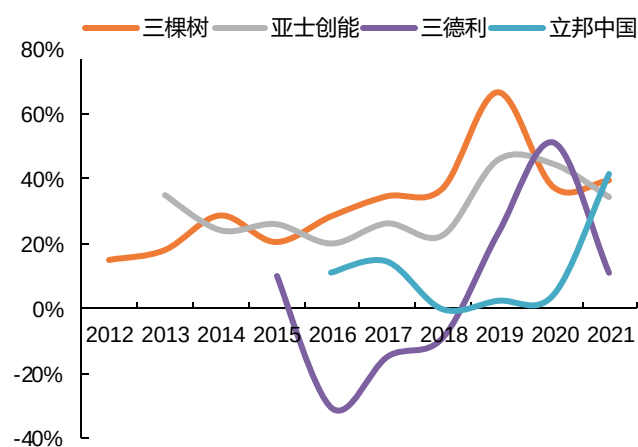
资料来源：奥维云网，平安证券研究所

国产品牌通过发力工程涂料市场弯道超车，增速超过外资龙头。因房企集采普遍有一定账期且订单金额大，对供应商产品价格、资金、供货等方面要求更高，相比外资品牌，国内企业普遍对地产商资金支持较多、产品性价比更高、服务响应更及时，得以在工程涂料市场快速抢占份额。据涂界披露，2016-2021年立邦中国在国内工程建筑涂料市场占有率从23%降至8%，三棵树从7.2%升至7.6%；2021年国内工程建筑涂料市场TOP25中外资品牌仅有7家、内资品牌有18家。从整体营收对比看，尽管立邦中国在建筑涂料市场仍占鳌头(2021年收入221.7亿元，同比增41.4%，其中含保温材料、施工业务收入的建筑涂料182.7亿元，同比增44.7%)，但过去几年收入增速低于三棵树、亚士创能。

以三棵树为例，继大力发展三四线渠道、塑造品牌形象后，公司紧抓地产行业发展契机、逐步进军一二线城市。一是上市融资，2016年成功登陆上交所募集3.98亿元、2020年定向增发融资4.0亿元，为业务拓展补充资金弹药、提升品牌形象。二是积极拓展大中型房企客户，2017年末公司就与国内10强地产中的8家、50强地产中的31家、100强地产中的47家签署战略合作协议或建立合作伙伴关系。2013-2019年三棵树直销收入占比从6%升至38%。三是构建工程涂装平台，整合涂

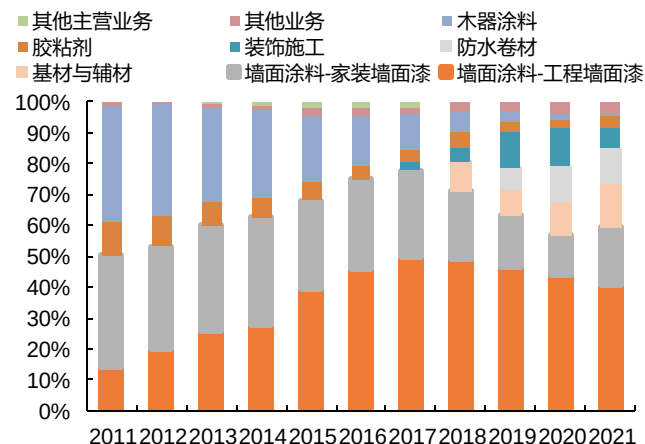
装施工资源，建立标准化施工模式，形成工程涂装一体化竞争优势，并建设扩充生产基地，提高服务响应速度与供货效率。

图表28 涂料企业营收增速对比



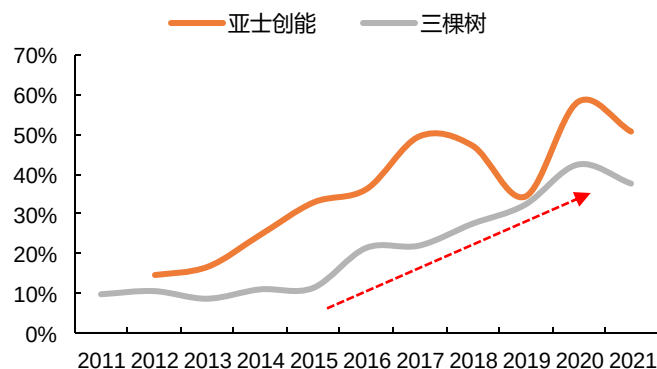
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 三棵树工程涂料业务占比提升较快



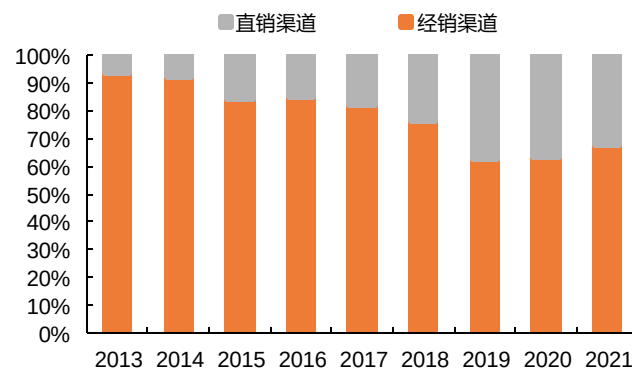
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 “十三五”期间三棵树、亚士创能的应收账款与票据之和占营收比重显著提高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表31 2013-2019年三棵树直销占比持续提高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 涂界 2017、2022年中国工程建筑涂料品牌榜单前十

序号	品牌	2016年销售额 (亿元)	市占率	序号	品牌	属性	2021年收入 (亿元)	市占率
1	立邦	28.7	22.96%	1	立邦	外资	65.8	8.02%
2	三棵树	8.9	7.20%	2	三棵树	本土	62.7	7.64%
3	亚士漆	7.4	5.92%	3	亚士	本土	27.6	3.36%
4	多乐士	6	4.80%	4	嘉宝莉	本土	20.9	2.54%
5	固克	5	4%	5	美涂士	本土	10.5	1.28%

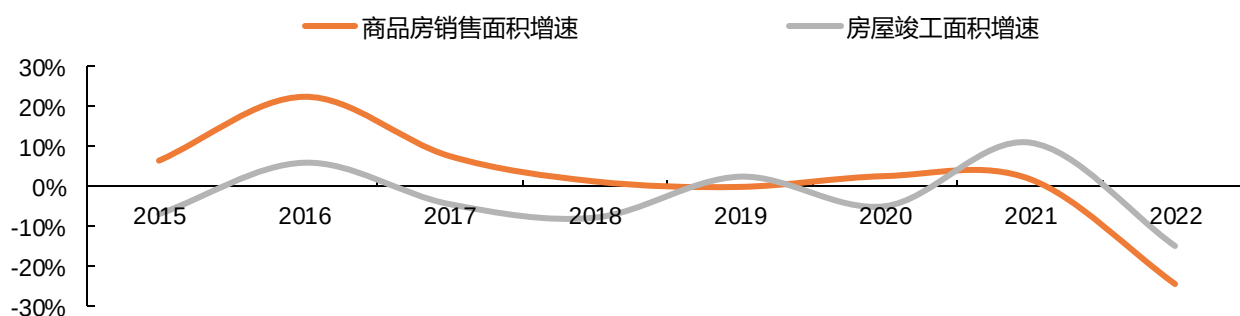
6	嘉宝莉	4.8	3.84%	6	东方雨虹	本土	*	*
7	富思特	4	3.20%	7	固克	本土	*	*
8	华润	3.5	2.80%	8	德威特	本土	*	*
9	久诺	3	2.40%	9	多乐士专业	外资	*	*
10	申得欧	2	1.60%	10	西卡	外资	*	*

资料来源：涂界，平安证券研究所 注：1、建筑涂料包括建筑内外墙涂料、地坪涂料、防水涂料、功能性建筑涂料等，主要是内外墙涂料；2、工程涂料涵盖了建筑涂料、地坪涂料（部分品牌涵盖防水涂料、辅材辅料等业务收入，不含保温装饰一体板、保温材料、涂装施工等业务收入）；3、工程涂料涵盖了大B（房地产集采）、小B端（装修公司工程经销商等）销售收入；4、涂界当年榜单披露的是上年收入

2.3 2021-2022：地产下行叠加成本冲击，涂料行业短期承压

2021H2 以来地产基本面走弱，2022 年销售面积下滑 24%。2021 年下半年以来，受地产政策、资金环境收紧与销售走弱影响，部分高杠杆、高周转房企陆续发生信用事件，交房担忧加剧市场销售压力。进入 2022 年，多地疫情反复、经济承压背景下，购房者收入预期逐步下行，叠加 7 月个别地产事件发生，楼市持续降温。因此，尽管地产政策暖风不断，但在收入预期、交房担忧与房价预期改变影响下，2022 年全年商品房销售、竣工面积分别同比降 24%、15%。

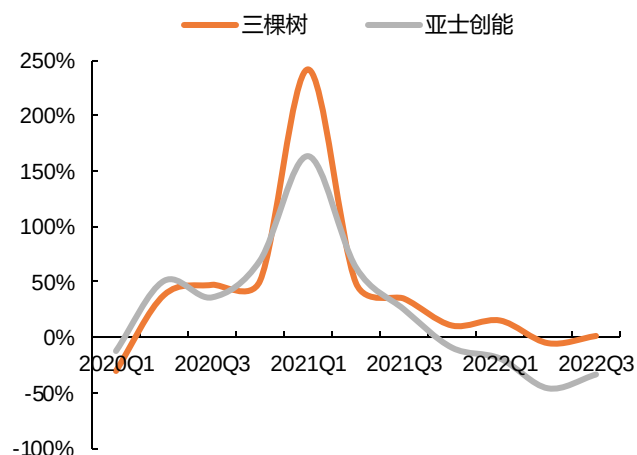
图表33 2022 年商品房销售、竣工明显萎缩



资料来源：Wind，平安证券研究所

地产冲击下需求疲弱叠加成本上行，涂料行业显著承压。首先，受新房竣工与二手房成交萎缩冲击，涂料需求同步疲弱，防疫严格亦影响家装涂料需求，其次，部分房企暴雷导致涂料行业坏账计提压力较大，涂料企业主动收缩大B客户；第三，受油价成本上行带动，乳液等涂料原材料价格上行，加剧企业盈利压力。2021 年三棵树、亚士创能均计提减值损失、业绩出现亏损。

图表34 2021H2以来涂料企业单季度营收增速持续下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表35 三棵树与亚士创能业绩情况

公司	指标	2020	2021	2022
亚士创能	营收(亿元)	35.1	47.2	
	同比	44.6%	34.5%	
	归母净利润(亿元)	3.2	-5.4	0.8-1.2
	同比	176.4%	-272.4%	
	销售毛利率(%)	32.5	24.0	
三棵树	信用减值损失(亿元)	1.09	7.82	
	营收(亿元)	82.0	114.3	
	同比	37.3%	39.4%	
	归母净利润(亿元)	5.0	-4.2	3.0-4.1
	同比	23.5%	183.1%	
	销售毛利率(%)	33.8	26.0	
	信用减值损失(亿元)	0.98	8.14	

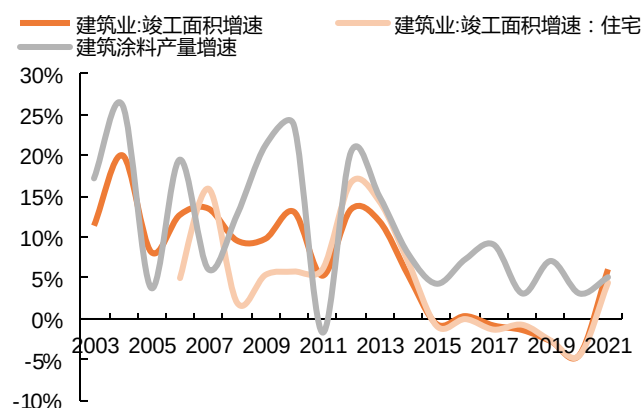
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、展望：存量时代比拼品牌渠道，竞争格局持续优化

3.1 短期关注地产复苏，长期看重涂需求可观

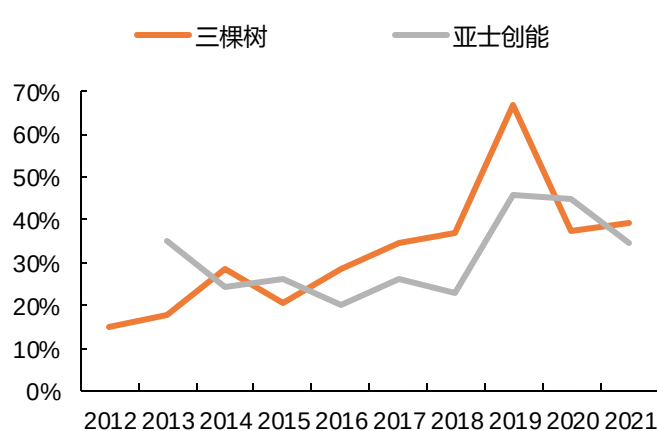
2023 年新房竣工、二手房交易有望回升，带动建筑涂料需求回暖。由于涂料主要应用于建筑施工后期或毛坯交付后业主装修，包括外墙/精装房内墙或者毛坯房内墙阶段，故涂料需求与建筑竣工存在一定相关度。2022 年 7 月中央政治局会议首提“压实地方主体责任，保交楼、稳民生”；8 月末国开行、农发行等政策性银行推出 2000 亿“保交楼”专项借款；11 月央行向商业银行提供 2000 亿免息再贷款并支持商业银行提供配套资金助力施工交付，同时“金融 16+1 条”与债股融资“三箭齐发”，避免信用危机进一步蔓延。2023 年 1 月住建部提出 2023 年工作将整体围绕“增信心、防风险、促转型”这个主线，大力支持刚性和改善性住房需求，因城施策、精准施策，推进保交楼保民生保稳定工作，化解企业资金链断裂风险。随着保交付政策持续推进，2023 年地产竣工回升可期；同时楼市有望回暖，二手房交易增加将促进装修需求释放；另外，经济预期逐步好转、工商业活动回温亦将带动工商业房屋竣工与装修需求释放。

图表36 建筑业竣工增速与建筑涂料产量增速相关性较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表37 三棵树、亚士创能营收增速对比

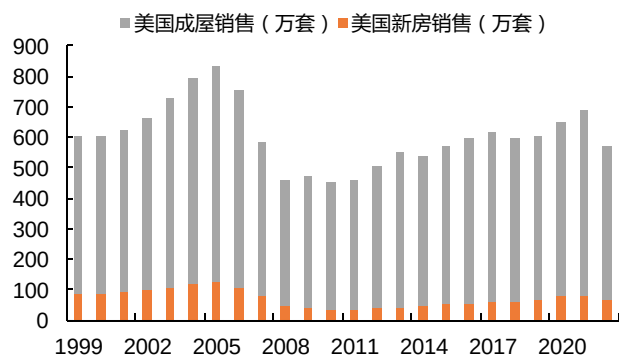


资料来源: Wind, 平安证券研究所

参考美国经验，存量房市场下涂料需求再创新高。美国已步入存量房市场多年、住房交易中存量房占比近九成，2021 年建

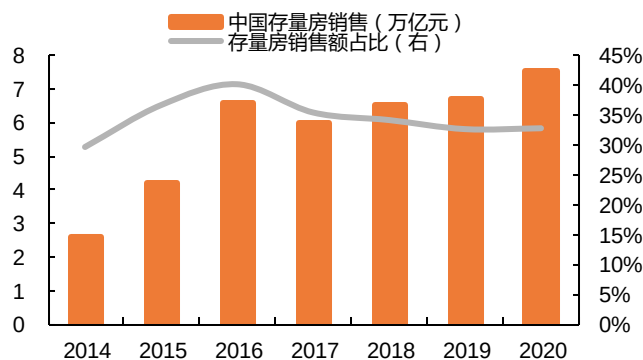
筑涂料销量结构中，新房占比仅 12%，而住宅重涂（DIY）占 39%、住宅重涂（专业承包商）占 32%。次贷危机以来，尽管美国住房交易规模仍未达到 2005 年峰值，但建筑涂料销量已超过 2004 年峰值、创近 20 年新高，表明尽管短期二手房交易缩量会影响涂料装修需求，但存量房年限提高、消费者追求更高生活品质趋势下，存量房翻新改造需求将持续释放，支撑建筑涂料市场。

图表38 美国住房交易中存量房占比近九成



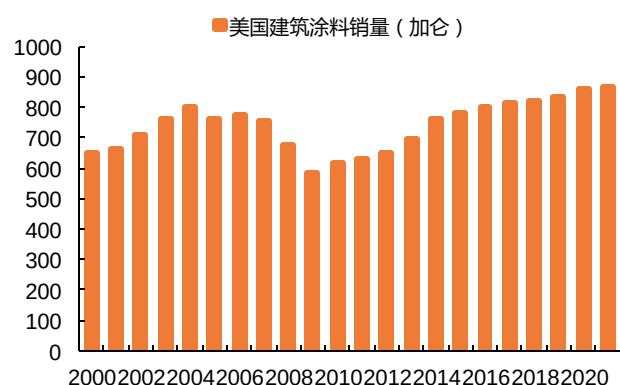
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 国内住房交易中存量房占比仅三成



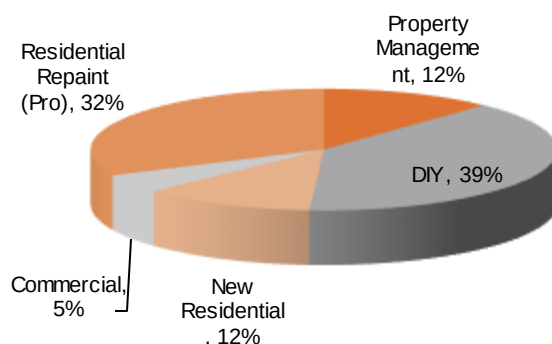
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 美国建筑涂料销量再创近 20 年新高



资料来源: 宣伟官网, 平安证券研究所

图表41 2021 年美国建筑涂料销量结构



资料来源: 宣伟官网, 平安证券研究所

中期而言，考虑存量房重涂与新房装修，估算国内建筑涂料年均需求或达 1554 万吨、金额 838 亿元。值得一提的是，测算基于 10-30 年重涂周期假设，若未来消费升级、居住品质提升，装修重涂周期缩短、产品价格提升，市场规模将超过上述值。

- **估算中期存量房重涂年均需求或达 1096 万吨、金额约 598 亿元。**2022 年末我国城镇常住人口、农村常住人口分别为 9.2 亿人、4.9 亿人，住建部披露 2019 年我国城镇居民人均住房建面 39.8 平方米，农村居民为 48.9 平方米，假设 2022 年末保持不变，估算全国城镇、农村住房总面积分别为 366 亿平米、240 亿平米；非房方面，考虑建筑业非房（包括商办、科教文娱与厂房类房屋）2011-2020 年累计竣工面积是住宅竣工的 44%，假设城镇中存量非房面积占住宅存量面积比重同为 44%、农村为 25%（商办文教房屋少），可估算城镇、农村存量非房类面积为 161 亿平、60 亿平。重涂周期方面，参考行业经验，假设城镇住房内墙重涂周期为 10 年，外墙中住宅、非住宅延长至 20 年、15 年（主要因国内多为高层建筑，住宅外墙重涂面临业主多、协调难度大问题）；农村方面，考虑村民对于居住品质要求或低于城镇，假设内墙、外墙重涂周期为 20 年、30 年。涂刷用料方面，参考“涂界网”，外墙面积一般为建筑面积 0.7 倍，内墙面积为建筑面积 2.5 倍，涂料使用比例（因需要剔除窗户、阳台等）与墙面涂料用量如下表。价格方面，参考三棵树 2022 年前三季度家装墙面漆、工程墙面漆分别为 6093 元/吨、4495 元/吨，假设内墙漆、外墙漆价格分别为 6000 元/吨、4500

元/吨。综上，估算中期存量房重涂年均需求或达 1096 万吨、金额约 598 亿元。

图表42 城镇与农村住房涂料涂刷情况

项目/类别	城镇	农村
每平米建面对应内墙面积（平）	2.5	2.5
每平米建面对应外墙面积（平）	0.7	0.7
内墙涂料比例	80%	90%
外墙涂料比例	60%	30%
每平米内墙涂料用量（千克/平）	0.5	0.5
每平米外墙涂料用量（千克/平）	2.8	2.8

资料来源：涂界，平安证券研究所

➤ **估算 2023-2030 年新房装修对涂料年均需求或达 458 万吨、金额约 241 亿元。**平安证券地产团队在 2022 年年度策略《破困局，望新机》中测算 2021-2030 年新建商品住宅需求为 116.7 亿平米，扣除 2021-2022 年实际销售面积，则 2023-2030 年年均需求约 11.2 亿平米（若考虑租赁住房、实际需求或更高）；农村方面，2011-2020 年乡村与建制镇年均住宅竣工面积（建筑业口径）为 9.4 亿平米，考虑城镇化推进、粗略假设 2023-2030 年年均竣工规模降至 5 亿平米；非房类占比假设与上一段相同，估算城镇与农村未来年均非房需求 4.9 亿平、1.3 亿平米。涂刷用料与价格与前文假设相同，估算 2023-2030 年新房装修对涂料年均需求或达 458 万吨、金额约 241 亿元。

图表43 中期建筑墙面涂料需求测算

项目	存量房重涂								新房装修							
	城镇				农村				城镇				农村			
	住宅		非住宅		住宅		非住宅		住宅		非住宅		住宅		非住宅	
房屋建面（亿平）	366		123		240		60		11.2		6.6		5.0		1.3	
墙体类型	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙
每平米建面对应内/外墙面积	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7
涂刷比例	80%	60%	80%	60%	90%	30%	90%	30%	80%	60%	80%	60%	90%	30%	90%	30%
单方涂料用量（千克/平）	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8
总涂料用量（万吨）	3662	4306	1611	1895	2696	1409	674	352	112	132	49	58	56	29	14	7
重涂周期（年）	10	20	10	15	20	30	20	30	—	—	—	—	—	—	—	—
年均用量（万吨/年）	366	215	161	126	135	47	34	12	—	—	—	—	—	—	—	—
每吨价格（元/吨）	6000	4500	6000	4500	6000	4500	6000	4500	6000	4500	6000	4500	6000	4500	6000	4500
市场规模（亿元/年）	220	97	97	57	81	21	20	5	67	59	30	26	34	13	8	3
合计涂料年均需求（万吨）	1544															
合计年均市场规模（亿元）	838															

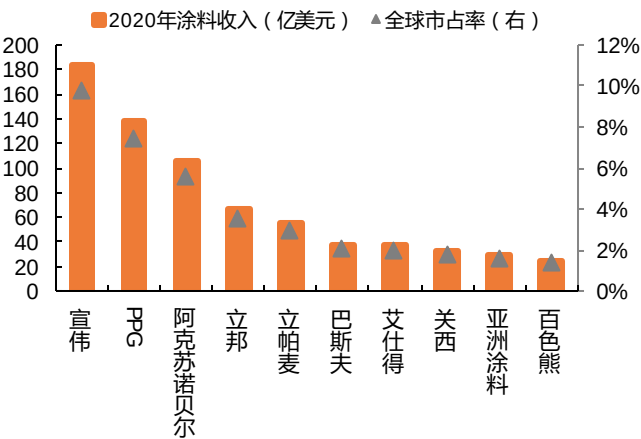
资料来源：涂界，平安证券研究所

3.2 涂料集中度低于欧美，未来仍具提升空间

国内涂料集中度低于海外，全球前十涂企市占率约四成。据涂界披露的 100 强涂料企业榜单，2021 年全球 100 家上榜企业累计销售收入 1221 亿美元，占全球总收入 60%；全球前 10 强企业总销售收入 809 亿美元，占全球总收入 40%；国内方面，

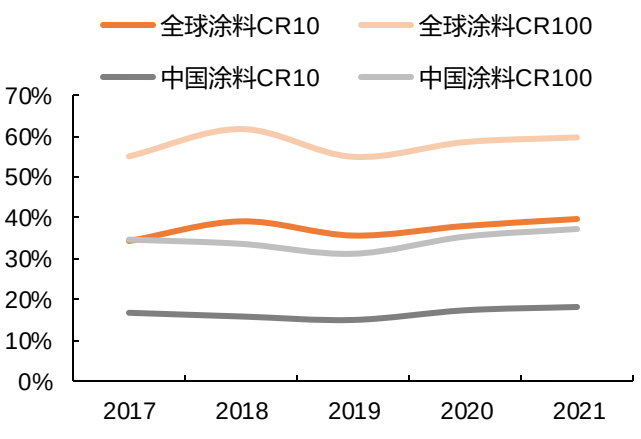
2021 年 100 家上榜企业累计收入 1712 亿元，占全国涂料总收入 37%，前 10 强收入 838 亿元，占全国总收入 18%。相比海外，我国涂料行业集中度仍有较大提升空间。

图表 44 2020 年全球十大涂料制造商市场占有率情况



资料来源：涂界，平安证券研究所

图表 45 2017-2021 年涂料 CR10 和 CR100



资料来源：涂界，平安证券研究所

国内建筑涂料前五企业市占率 29%，立邦、三棵树领先。建筑涂料方面，据涂界发布的 2022 中国建筑涂料品牌 25 强榜单，涂界估算 2021 年全国建筑涂料市场规模约为 1290 亿元（含地坪涂料、功能性建筑涂料等，不含防水涂料），前五企业市占率为 28.8%，其中立邦、三棵树、多乐士排名前三，市占率分别为 13.3%、6.2%、4.4%。值得一提的是，尽管宣伟为全球涂料龙头，但立邦在国内涂料市场明显领先，尤其建筑涂料领域，主要因立邦进入国内市场较早、市场开拓力度较大。

分内外品牌看，建筑涂料 25 强中国产、外资品牌收入规模接近。据涂界发布的 2022 中国建筑涂料品牌 25 强榜单，国产品牌占据 19 席，2021 年累计销售收入 274.5 亿元，占榜单收入比例为 51.1%，外资品牌占据 6 席，2021 年收入 263.2 亿元，占榜单收入比例为 48.9%。总体看，外资品牌因进入国内市场较早、叠加品牌与资金实力占优，在国内建筑涂料市场中仍占据较大的市场份额。

图表 46 涂界 2022 年中国建筑涂料品牌 25 强榜单

序号	品牌	属性	2021 年收入 (亿元)	市占率	序号	品牌	属性	2021 年收入 (亿元)	市占率
1	立邦	外资	172.0	13.33%	14	紫荆花	本土	—	—
2	三棵树	本土	80.4	6.23%	15	富思特	本土	—	—
3	多乐士	外资	56.5	4.38%	16	久诺	本土	—	—
4	嘉宝莉	本土	32.9	2.55%	17	固克	本土	—	—
5	亚士	本土	29.9	2.32%	18	洁士美	本土	—	—
6	巴德士	本土	—	—	19	德普威	本土	—	—
7	美涂士	本土	—	—	20	正欧	本土	—	—
8	东方雨虹	本土	—	—	21	传化	本土	—	—
9	永记造漆	本土	—	—	22	申得欧	外资	—	—
10	宣伟	外资	—	—	23	大宝漆	本土	—	—

11	PPG	外资	——	——	24	中漆集团	本土	——	——
12	西卡	外资	——	——	25	经典漆	本土	——	——
13	德威特	本土	——	——	——				

资料来源：涂界，平安证券研究所 注：1、上述品牌含家装木器漆、地坪涂料、辅料辅材等业务收入，不含保温材料（含保温装饰板）施工服务等业务收入；2、榜单未将建筑防水涂料业务纳入统计范围；3、立邦纳入基辅材业务收入，剔除了家具漆、施工服务、保温材料业务收入；4、三棵树纳入了基辅材业务收入，剔除了施工服务收入；5、亚士剔除了保温材料（含保温装饰板）业务收入；6、东方雨虹、富思特剔除了施工服务业务收入；7、一些品牌的建筑涂料业务销售收入为估算

3.3 存量时代比拼品牌渠道，格局或持续优化

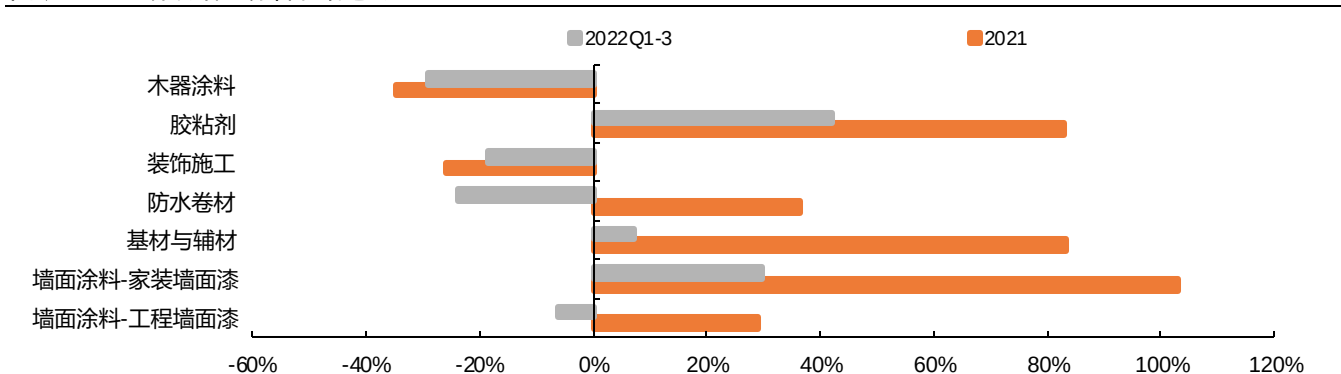
工程涂料受益近年地产发展，核心竞争力为规模优势。回顾过去二十年，受益于房地产、建筑业蓬勃发展，工程漆（外墙漆+精装房内墙漆）需求旺盛。因房企/建筑企业采购注重涂料产品价格、账期与服务，同时外墙漆对功能性要求不高、产品差异较小，大型涂料企业通过规模优势提高价格竞争力，通过资金优势给予房企、建筑企业、经销商账期与资金方面支持，通过广铺渠道、人员扩张提高服务响应速度与质量，实现自身规模快速增长。

随着房地产步入存量房时代，面向房企等大 B 客户的工程涂料市场或将萎缩，未来重涂市场尤其是家装漆更具前景。

内墙家装漆领域考验企业品牌、产品、服务、渠道实力。第一，因业主日常接触更多、涉及环保健康问题，消费属性较重，更注重产品品牌，需要企业长期投入品牌宣传营销工作；第二，消费升级趋势下，消费者对涂料产品装饰性（如艺术漆）、功能性（如防潮防霉耐脏）、环保要求提升，需要企业持续研发性能更优的涂料产品；第三，随着消费群体年轻化、价格敏感性降低，品类齐全、服务周到、售后可靠的一站式服务能让消费者更加省心省力，更容易获得认可，立邦、多乐士、三棵树等纷纷推出刷新服务；第四，渠道作为协助客户落地购买的重要途径，包括线上线下门店、经销商、家装公司、工长等，未来渠道竞争将日趋激烈，尤其是购房群体年轻化趋势下，家装公司越来越受消费者青睐，家装渠道重要性明显提升。

展望未来，考虑新冠疫情与地产萎缩冲击下，涂料行业格局正加速出清；三棵树作为国产涂料品牌龙头，凭借过去工程涂料领域积累的规模、品牌、渠道优势，近年大力拓展家装漆市场，包括加大品宣投入与渠道拓展、推进“马上住”服务，未来有望强者恒强。2022 年前三季度三棵树家装墙面漆营收 18.4 亿元，同比增长 29.6%，带动整体营收同比增 1%至 77.4 亿元。

图47 三棵树各业务营收增速对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

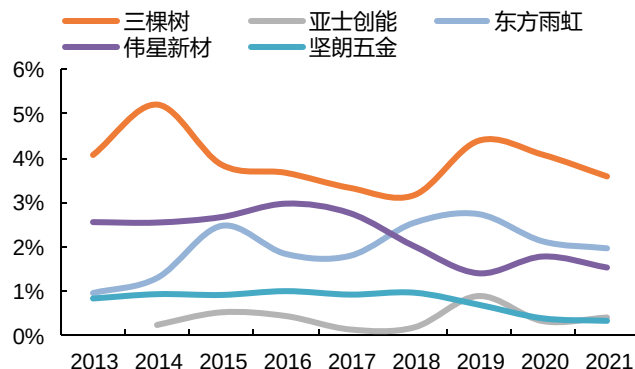
1) 品牌方面，三棵树自成立起坚持品牌建设，持续在中央电视台、中央人民广播电台及各类网站媒体及各大高铁站、建材商圈投放以健康环保为主题的系列广告，“三棵树、马上住”已成为家喻户晓的品牌广告语。2013-2021 年广告宣传费用从 0.4 亿元升至 4.1 亿元，占营收比重保持 4%左右，显著高于其他消费建材企业。公司还成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方涂料独家供应商。

图表48 2022年冬奥会和冬残奥会官方涂料独家供应商



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表49 广告宣传推广费(销售费用)占营收比重对比



资料来源：公司年报，平安证券研究所

2) 服务方面，2016年公司加快向综合服务商转型，积极推进“马上住”服务，为消费者提供预约4小时响应、量身出方案、进度随时告知、8小时净味住新家、1年内免费上门质保服务，业务范围包括新房装修与旧房重涂，覆盖墙面、阳台、木器、厨卫、外墙等。截至2022H1公司共有“马上住”服务授权网点681家，项目启动至今已经走进约21万个家庭。

图表50 三棵树“马上住”服务与传统服务对比

项目	三棵树“马上住”服务	传统服务
1	预约4小时响应免费上门基检	服务时效性差，缺乏时间观念
2	根据基检报告制定专属施工方案	没有预制适配方案，做一步改一步
3	根据定制方案报价	材料能多用就多用，层层加价不规范
4	非施工区域的精心遮蔽保护	施工后痕迹明显清洁难度大
5	企业微信实时汇报进度	进度不明确，工程拖沓现场监工耗费时间精力
6	8小时净味住新家	材料质量难把控，要较长时间通风散味
7	1年内免费上门质保服务	施工交付后售后无保障

资料来源：三棵树公众号，平安证券研究所

3) 产品方面，2021年三棵树研发新产品项目241项，升级老品、降本项目577项。目前主要产品有鲜呼吸空气净化漆、BB漆、鲜呼吸净味全效、360多效抗菌抗病毒、360抗甲醛、净味360抗菌、纯萃御优竹炭抗甲醛、纯萃御优竹炭抗菌、净味防霉防潮等；工程墙面涂料主要产品有多彩漆、质感涂料、外墙弹性涂料、真石漆等。

4) 渠道方面，在家装内墙涂料领域，三棵树2020年重点提出“零售升级、渠道赋能”，大力发展新经销商客户，持续引导和优化现有经销商客户，提升店效、人效、品效，并以家居卖场体验店、艺术涂料体验店等模式拉动高端零售转型，2022H1新进驻153家家居零售卖场，开设艺术漆体验店81家，小区服务店115家，家装渠道体验店950家，立体化渠道布局基本达成。在工程外墙涂料业务，三棵树积极拓展工程经销商，布局旧改、城市更新、公建、学校、医院及厂房等小B市场。2021年末公司小B渠道客户数量约14,848家，2022H1末升至20,043家。

图表51 涂界 2022 中国建筑装饰漆零售品牌 25 强榜单

序号	品牌	属性	2021 年收入 (亿元)	市占率	序号	品牌	属性	2021 年收入 (亿元)	市占率
1	立邦	外资	106.21	22.60%	14	大宝漆	本土	——	——
2	多乐士	外资	49.73	10.58%	15	久诺	本土	——	——
3	三棵树	本土	21.70	4.62%	16	乐化漆	本土	——	——
4	嘉宝莉	本土	12.00	2.55%	17	亚士	本土	——	——
5	巴德士	本土	11.40	2.43%	18	中华制漆	本土	——	——
6	美涂士	本土	——	——	19	佐敦	外资	——	——
7	PPG	外资	——	——	20	齐鲁漆业	本土	——	——
8	紫荆花	本土	——	——	21	湘江	本土	——	——
9	东方雨虹	本土	——	——	22	卡百利	本土	——	——
10	宣伟	外资	——	——	23	北新	本土	——	——
11	菲玛	本土	——	——	24	百色熊	外资	——	——
12	都芳	外资	——	——	25	经典漆	本土	——	——
13	西卡	外资	——	——					

资料来源：涂界，平安证券研究所 注：1、上述品牌含家装木器漆业务收入，但不含工程建筑涂料、施工服务等业务销售收入，部分企业涵盖了部分家装防水涂料、辅料辅材收入。2、一些品牌的零售业务销售收入为估算

四、投资建议

回顾过去二十余年，地产建筑投资由盛转弱，带动建筑涂料需求由高增到放缓；近几年受益地产集中度、精装修提升等，国产品牌加速崛起，但本轮地产冲击亦导致涂料企业相应承压。

展望未来，短期而言，一是行业需求有望回暖，主要受益于保交付政策推进、2023 年竣工回升可期，楼市有望回暖、经济趋好亦将促进二手房、工商业房屋装修需求释放；二是行业格局加速出清，疫情与地产冲击、成本上行背景下中小涂企生存唯艰，渠道、客户资源逐步流向头部企业；三是盈利水平有望改善，主要受益原油成本回落，同时地产资金环境改善、涂料企业减值计提充分背景下，盈利有望逐步回归合理水平。

中长期而言，一是重涂需求对冲新房需求萎缩，参考美国经验，存量房时代下涂料需求以重涂为主、占比 7 成以上，同时存量房翻新需求推动涂料需求再创新高。测算国内中期存量房重涂年均需求 1096 万吨、金额 598 亿元，新房装修年均需求 458 万吨、金额 241 亿元，合计 1554 万吨、金额 838 亿元。值得一提的是，测算基于 10-30 年重涂周期假设，若未来消费升级、居住品质提升，装修重涂周期缩短、产品价格提升，市场规模将超过 838 亿元。二是行业集中度仍具提升空间，参考涂界，全球前十涂企市占率约 40%，国内仅 18%；国内建筑涂料前五企业市占率 29%，仅立邦超过 10%。三是头部企业品牌、渠道等实力占优，未来有望强者恒强。随着房地产步入存量房时代，面向房企等大 B 客户的工程涂料市场或将萎缩，未来重涂市场尤其是家装涂料更具前景，考虑家装涂料消费属性更强，将更加考验企业品牌、产品、服务、渠道实力，以三棵树为代表的头部涂企凭借过去工程涂料领域积累的规模、品牌、渠道优势，近年大力拓展家装漆市场，未来发展仍然可期。

综上，建议关注具备品牌、渠道、产品、服务优势的头部涂料企业，包括三棵树、亚士创能、东方雨虹。

五、风险提示

（1）下游地产销售、竣工恢复低于预期：尽管近期地产政策暖风频吹，但受收入、房价、烂尾等担忧，楼市基本面持续筑底，销售、竣工未见明显改善。若后续经济、政策环境未见进一步改善，地产销售、竣工修复或将耗时较长，进而影响涂料行业需求回暖。

（2）原材料价格上涨，制约行业利润率：涂料下游成本包括乳液、树脂、溶剂等石化产品，与油价关联度较高。2022 年下半年以来油价高位回落，但若后续原油价格有所反弹，带动乳液、树脂等原材料价格上涨，而市场低迷下成本转移相对困难，将制约涂料行业盈利水平。

（3）应收账款回收不及时与坏账计提风险：受房企频繁违约影响，2021 年以来上市涂料企业纷纷计提减值。若后续地产资金环境与房企违约情况未出现明显好转，涂料企业应收账款回收不及时，坏账计提风险犹存。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 0%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 1 层 邮编：100033