

复盘：从立邦看涂料世界（一）

2024年09月16日

立邦是涂料行业的领军品牌之一，坚持多产业、全品类、全球化布局，在全球市场都获得了广泛认可。本篇报告将梳理立邦的股权变化、并购扩张情况，探讨拥有日本和新加坡基因的立邦，如何逐渐融合发展、拓展规模，成就了当今的亚太第一涂料品牌。

➤ 起于 Nippon、成于立邦，成为一家新加坡企业

日本涂料 (Nippon) 成立于 1881 年，为拓展亚洲地区业务，1962 年与吴德南集团合资成立立时集团 (Nipsea)，负责管理东南亚区域立邦涂料的所有业务，总部位于新加坡。1992 年立时集团进入中国市场，并将旗下涂料的中文品牌名取为**立邦涂料**，如今已成为中国涂料行业的头部品牌。

2006 年起，吴德南集团与日本涂料直接进行了多次股权谈判和交易。2006 年，吴德南集团和日本涂料达成协议，日涂计划完成 11 家合资立邦系企业的“子公司化”，吴德南集团对日涂的持股比例从 5% 提升至最高 10%；2008 年吴学人通过私人公司增持日涂股权，吴德南集团对日涂持股超 14%。

2014 年，日涂向立时国际定向增发新股，吴德南集团对日涂的持股比例增至 39.54%，作为交换，日涂持有的 Nipsea 股权由 40% 提升到 51%。2021 年，完成“双向收购”方案后，日涂实现对 Nipsea 的 100% 持股，新加坡吴德南集团对日涂控股的持股比例升至 58.69%，实现对日涂控股的“实质收购”。

➤ 立足建筑涂料，收购补齐短板，产品体系、市场区域扩张

立邦在中国板块的收购主要面向各个细分领域的龙头，立足建筑涂料，补齐品类短板；在全球的收购活动同样十分积极，也推进了宏大的阶段性经营计划的实现。成立至今，立邦及时捕捉需求变化，产品体系推陈出新，在配方、技术上加速迭代，区域加速扩张，在中国、土耳其、新加坡等市场，立邦涂料均占据当地最大份额。

➤ 装饰涂料、亚洲地区是业务核心

立邦的业务板块根据应用场景划分，包括汽车涂料、装饰涂料、工业涂料、精细化学品和其他涂料，以及粘合剂等涂料相关产品业务。公司业务规模快速增长，2017-2023 年销售收入 CAGR 为 15.6%，营业利润 CAGR 为 14.5%。

从业务板块角度，装饰涂料业务为公司主要收入来源，且占比从 2017 年的 51.0% 增长到 24H1 的 65.6%。从地区和管理部门角度，NIPSEA 为主要收入来源，24H1 占总营收 56%，其次为 Dulux Group (主要发展大洋洲、欧洲市场)、24H1 占总营收 24%。NIPSEA 在 24H1 收入 4583 亿日元、同比+22.9%，受益于 NIPSEA 在中国和马来西亚、新加坡、土耳其等其他重要市场的销售增长，公司 24H1 总收入同比+17.9%，营业利润同比+12.8%。

➤ 投资建议：国内涂料等建材行业正面临周期性调整 and 市场竞争加剧的影响，如何寻找并把握发展机遇，值得进一步关注并借鉴海外龙头企业的发展轨迹。合理并购整合、树立品牌形象、拓宽业务领域和市场区域等，都是企业迅速扩大规模、切入目标市场的工具，也将进一步考验公司的运营管理能力。我们持续看好涂料作为建材里消费属性突出的品种，看好龙头企业应对周期波动、品牌培育、业务拓展、多市场布局的潜力，A 股建议关注【三棵树】【北新建材】。

➤ 风险提示：行业竞争加剧的风险；新业务、新市场发展不及预期的风险；原材料价格波动的风险。

推荐

维持评级



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyong_yj@mszq.com

相关研究

- 2024 上半年建材行业总结：民爆、药玻、石膏板表现突出-2024/09/10
- 建材建筑周观点 20240901：9 月重视地产链+基建，继续推荐运河、西藏、新疆景气机会-2024/09/01
- 建材建筑周观点 20240825：跨海大桥的契机-2024/08/25
- 建材行业点评：新时代西部大开发受益方向梳理-2024/08/24
- 建材建筑周观点 20240818：提示新基建：运河与核建-2024/08/18

目录

1 立邦：涂装整体解决方案的引领者	3
1.1 起于 Nippon、成于立邦，成为一家新加坡公司	3
1.2 发展轨迹：产品与时代的交相辉映	6
1.3 收购扩张：活跃的身影	8
2 装饰涂料、亚洲地区是业务核心	12
2.1 产品：根据场景分类	12
2.2 2016 年后，装饰涂料、亚洲地区成为主导	13
3 投资建议	16
4 风险提示	17
插图目录	18
表格目录	18

1 立邦：涂装整体解决方案的引领者

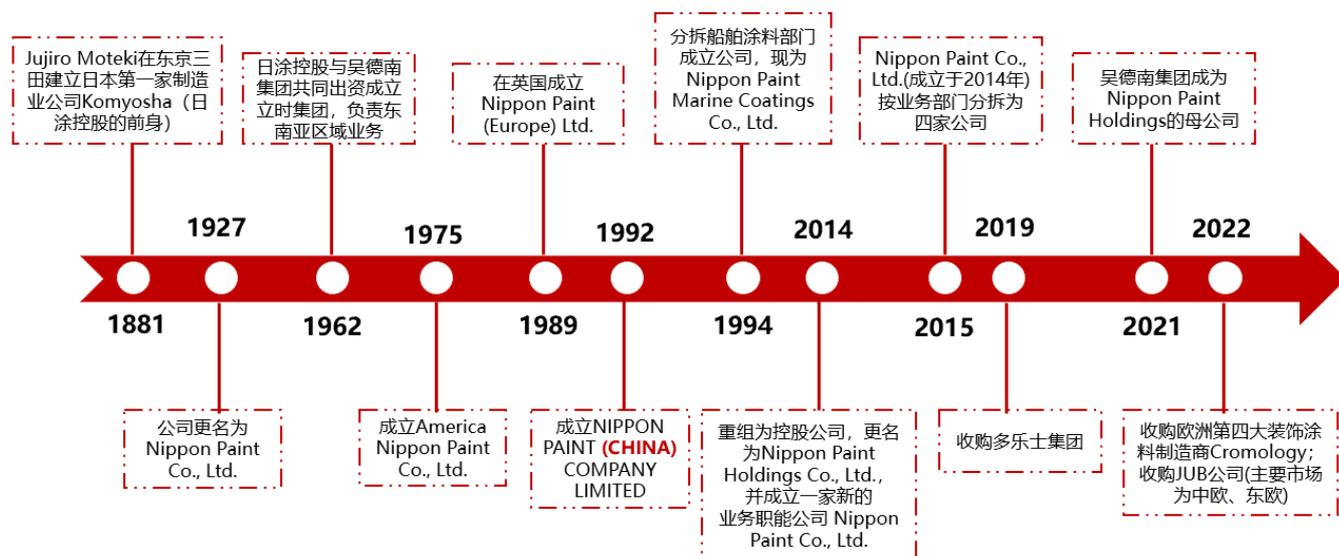
立邦是涂料行业的领军品牌之一，坚持多产业、全品类、全球化布局，在全球市场都获得了广泛认可，被 Brand Finance 评为“2023 年全球十大最具价值涂料品牌” TOP3。2023 年，立邦的建筑涂料业务收入全球市占率 6.26%，排名亚太第一，蝉联全球 TOP2（数据来源：涂界），市场地位稳固。

我们将通过系列报告，逐篇分析立邦的股权变更、扩张历程，以及在中国、亚太市场等的发展情况。本篇报告将梳理立邦的股权变化、并购扩张情况，探讨拥有日本和新加坡基因的立邦，如何逐渐融合发展、拓展规模，成就了当今的亚太第一涂料品牌。

1.1 起于 Nippon、成于立邦，成为一家新加坡公司

日本涂料有限公司 (Nippon Paint Co., Ltd., 现更名为日本涂料控股有限公司，以下简称：“日涂”或 Nippon)，成立于 1881 年，成立之初专注于涂料领域的研发与销售。Nippon 现拥有约 34000 名员工，已在 47 个国家和地区开展业务。日涂以“用科技构建最富价值的生态平台，成为涂装整体解决方案的引领者”为企业愿景，通过持续推动创新技术的研发、多元产品的拓展，提供全面高质量的涂装解决方案。日涂的业务范围广泛，涉及多种领域，其中建筑涂料、汽车涂料、一般工业涂料、船舶涂料、卷材涂料、重防腐涂料等均在业内出类拔萃。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，民生证券研究院

日涂的前身，是 1881 年 Haruta 与 Jujiro（人名）在日本东京共同成立的 Komyosha（光明社）；两人在 1879 年成功制造出氧化锌，随后在 1880 年研发出一种独创的糊状涂料，1897 年 Komyosha 获得首个氧化锌生产专利；1898 年成立“日本涂料制造有限公司”（Nippon Paint Manufacturing Co., Ltd.），标志着日本现代涂料工业的诞生。1927 年更名为“日本涂料有限公司”（Nippon Paint Co., Ltd.），1931 年总部迁往大阪，2014 年改组为控股公司并更名为“日本涂料控股有限公司”（Nippon Paint Holdings Co., Ltd. 中文简称“日涂控股”）。长久以来该公司一直引领日本涂料行业。直到 2021 年，吴德南集团凭借与日涂的双边收购协议，成功完成对日涂控股的掌控，日本涂料也从一个日本企业正式转变为新加坡企业。

吴德南集团与日涂控股的渊源由来已久。

吴德南集团由新加坡华人吴清亮于 1949 年起家发展。二战结束不久，吴清亮低价收购废弃二手油漆，进行加工后转卖起家，随着战后重建和新加坡本土经济的腾飞，吴清亮的油漆生意逐渐扩大，并成为新加坡油漆行业的知名人物。由于一直做二手油漆，吴清亮有了“臭漆王”的称号。

由于当时的日涂想拓展东南亚市场，吴清亮想学习更先进的油漆技术，1962 年，日涂与吴清亮独自控股的吴德南集团一拍即合，合资成立了“新加坡立时集团（Nipsea Group）”。吴德南集团拥有立时 60% 的股权，日本涂料则持有 40% 的股份，且立时集团取得了日本涂料在亚洲（不含日本）的经销权，吴德南集团负责开拓市场和经营，日涂负责涂料技术。

1962 年之后，立时集团以新加坡为核心，在东南亚地区迅速扩张业务，相继进入马来西亚、泰国、印度尼西亚、中国香港、菲律宾等市场。受到中国和新加坡“建立邦交”的启发，吴清亮 1990 年在新加坡注册了 Nippon Paint 的中文品牌名——立邦；1992 年，集团将“日本涂料”引入中国内地市场，中文品牌名即为“立邦涂料”。

图2：日涂系与立邦系不同的品牌标志



日本涂料



立邦涂料

资料来源：公司官网，民生证券研究院

此时，由吴德南集团控制的立时集团掌握东南亚与中国地区的涂料业务，可以说**日本涂料与立邦涂料本质上属于两个不同的品牌**，日本涂料前身 1881 年在日本成立，而立邦品牌是吴德南集团控股的立时集团在新加坡注册成立，且两者拥有不同的品牌标志和区域范围。

2006 年起，吴德南集团与日本涂料直接进行了多次股权谈判和交易。

吴德南集团为家族企业，吴清亮的儿子吴学人 1988 年任吴德南集团控股公司董事总经理。2006 年，吴德南集团和日本涂料达成协议，日本涂料计划从 2006 年 10 月至 2010 年底期间提高 11 家合资企业的股份，完成“子公司化”，作为交换，允许吴德南集团将日本涂料的持股比例可**从 5%提升至最高 10%**。而**2008 年**，吴学人通过其私人公司增持日本涂料 4% 的股权，此时吴德南集团对日涂的持股升至**14%以上**，突破前述 2006 年协议中持股“最高 10%”的约定。2008 年底，日涂仅实现了对泰国立邦、菲律宾立邦、亚洲工业、立时化学的“子公司化”，包括立邦中国在内的 7 家立邦系企业的“子公司化”计划半途而废。

2012 年，吴学人为收购日涂专门成立“立时国际”（Nipsea International），2012 年至 2013 年间，立时国际试图收购日涂，但是在私下谈判和吴清亮的出面调停之后，立时国际放弃收购。

2014 年，日涂向吴德南集团定向增发新股，吴德南集团的对日涂的持股比例提高至**39.54%**，作为交换，**日涂对在中国、新加坡、马来西亚三地的 8 家合资立邦系企业进行增资，持股比例提升至 51%**，使其完成了“子公司化”。吴德南集团进一步巩固了日涂控股第一大股东的地位，但尚不参与日涂的实际经营，且吴德南集团在其 7 个董事会席位中仅占 1 席（为吴学人）。

2018 年，立时集团董事长吴学人正式出任日涂控股董事会主席，且日涂控股的 7 人董事会扩大到 10 名成员，而吴德南集团掌握其中的**6 席**。

2020 年 8 月 21 日，日涂控股宣布与吴德南集团的“双向收购”方案：

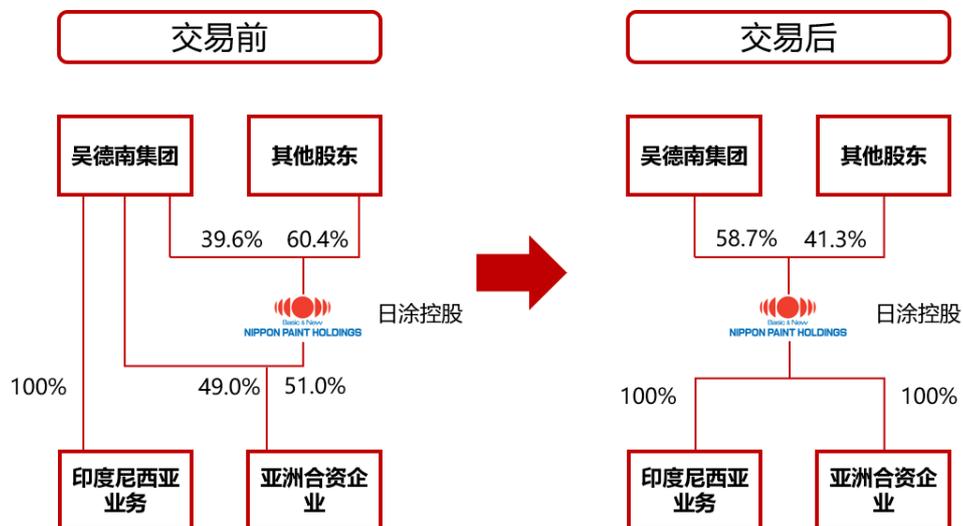
- ① 日涂控股获得 100% 股权的吴德南集团印尼事业，且收购吴德南集团拥有的 49% 立邦系股权，**从而实现日涂控股对立邦系的 100% 持股**，使这些企业成为全资子公司。
- ② 吴德南集团（主要通过集团相关的立时国际、Fraser HK Limited 完成）通过定增，将对日涂控股的持股比例由**39.54% 升至 58.69%**，实现对日涂控股的“实质收购”。

2021 年，通过认购增发股票，吴德南集团将其持有的日涂控股股份**提升至 58.7%**，使得**新加坡吴德南集团成为日涂控股的母公司，实现了从“日本涂料”向“立邦涂料”的转变**，也加速了立邦的全球化步伐。而日涂控股在合并报表后，其销售额从**世界第十跃升至世界第四**。

（注：后续，本文将不再区分立邦涂料与日本涂料，统一称为立邦涂料或

Nippon)

图3：2021年吴德南集团收购日涂控股前后股权变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 发展轨迹：产品与时代的交相辉映

产品发展轨迹与时代特征高度吻合。立邦及时捕捉需求变化、推陈出新，我们复盘 1879 年至今较为重要的产品体系变化，从油性到水性环保，从满足功能性需求到聚焦消费升级，不仅有配方、技术的迭代，同时暗含时代变迁。

- 1912-1929 年间，重点在产品研制和功能开发，以满足多样化的涂料需求，例如船舶涂料、车厢涂料、合成树脂漆用于建筑、家具等。
- 1945-1951 年间，重视战后重建的个人需求，并为交通、消费电子等新兴领域储备技术。
- 1960-1980 年间，工业经济高速发展，带动需求量大增，公司新增供给顺应发展趋势，积极新建厂房、配套物流，同时多维共振、需求多点开花，船舶运输、消费电子、汽车工业景气交织。
- 1980 年后，主要应用领域开拓完毕，产品走向品质升级、需求精细化，例如 1990 年开发世界第一款无锡防污油漆 Ecoloflex，2006 年隔热涂层、2007 年低摩擦防污漆。
- 近 5 年来，立邦涂料更关注生命健康与社会责任，例如 2017 年、2020 年连续 2 年推出抗病毒和抗菌涂料，尤其在 2020 年新冠疫情大流行的背景下，寓意更突出。

表1：公司产品发展轨迹

阶段特点	时间	产品
从无到有，日本国产涂料诞生	1879	生产第一款日本国产的无毒锌白
	1880	在日本成功制造出油漆
专注满足多样化的涂料需求，开发功能针对性产品	1912	成功生产出国内船舶涂料用品
	1912	开发 Kotaku Urushi（用于火车车厢的高光日本漆）
	1920	开发第一款日本国产耐碱涂料和耐酸涂料
	1929	开发合成树脂漆（用于建筑物、火车、家具）
战后重建期间日益增长的个人需求	1945	着力于军事和个人领域的战后重建
	1951	为火车、消费类电子产品、办公设备以及其他应用领域开发新的技术与产品
快速增长的日本经济带来的造船、消费电子和汽车涂料的高需求	1960	为船舶建造、消费类电子产品和汽车工业推出新产品
	1965	新建涂料工厂、合成树脂工厂、物流基地和研究设施
	1980	引领行业的自动化安装以解决劳动力短缺与职工安全问题
社会及环境意识的提高以及对企业社会责任感的关注	1990	开发世界第一款无锡防污油漆 Ecoloflex
	2006	开发 ATTSU-9 ROAD 隔热涂层
	2007	开发世界第一款低摩擦防污漆 LF-Sea
	2017	研发出抗病毒和抗菌涂料
	2020	推出了 PROTECTON 抗病毒和抗菌涂料品牌

资料来源：日涂控股 2021 年综合报告，民生证券研究院

区域加速扩张。成立立时集团后，立邦系迅速在东南亚扩张，先后在**马来西亚、印度尼西亚、菲律宾**等东南亚国家成立子公司，随后进一步打开亚洲市场，相继进入**中国、印度**等国家。日涂系通过并购等一系列操作将业务拓展至**美洲、欧洲、大洋洲**，相继进入**美国、英国、澳大利亚、土耳其**等国家。直到 2021 年立邦系与日涂系整合为立邦涂料，立邦涂料的市场范围不断扩展，业务已经遍及全球多地。其中，**在中国、土耳其、新加坡等市场，立邦涂料占据当地最大份额。**

表2：立邦涂料销售区域

时间	销售区域
1881	日本
1962	新加坡，与马德南集团合资成立立时集团
1967	马来西亚立邦涂料有限公司成立
1969	泰国立邦涂料有限公司成立
1969	印度尼西亚立邦涂料有限公司成立
1970	中国香港立邦涂料有限公司成立
1975	美国立邦涂料有限公司成立
1976	菲律宾立邦涂料有限公司成立
1977	韩国立邦涂料有限公司成立

1989	欧洲立邦涂料有限公司在英国成立
1992	中国立邦涂料有限公司成立
1995	越南立邦涂料有限公司成立
2006	印度立邦涂料有限公司成立
2012	孟加拉国立邦涂料有限公司成立
2012	斯里兰卡立邦涂料有限公司成立
2019	全资收购澳大利亚多乐士集团
2019	收购土耳其涂料制造商 Betek 集团

资料来源：日涂控股 2021 综合报告，民生证券研究院

值得注意的是，作为亚洲四小龙之一的**韩国**，立邦早在 1977 年进入该市场，届时韩国已经处于高速发展期的尾声，立邦当时并未取得瞩目的成绩。1950 年代韩国经历了战后恢复阶段，国家稳定发展为经济发展创造了条件，60-70 年代经济逐渐崛起，初步实现工业化，基础设施建设已经处于较高水平，此时本土建筑涂料制造商已牢牢把控本土市场。80-90 年代韩国经历结构调整阶段，大力发展高精尖产业，2000 年后不断进行产业升级，工业实力快速提升，工业涂料、汽车涂料与船舶涂料等领域也得到发展。得益于此，韩国涂料制造商**金刚化工 (KCC)** 迅速发展，目前在汽车、工业、船舶、建筑领域占据韩国市场的主导地位，是韩国最大的涂料和建材生产商，2021-2023 年其涂料业务占韩国市场份额均超 35%。

中国是立邦涂料最重要的市场之一，自 1992 年立时集团正式进入中国内地市场至今，立邦在中国的子公司分布全国各地，其布局策略主要围绕四个核心：以**广州、佛山**为核心的南部区域，以**上海、苏州**为核心的东部区域，以**天津、廊坊**为核心的北部区域，以**成都、重庆**为核心的西部区域，从四个核心出发辐射全国各地。

从设立的先后顺序可以看出，立邦在中国区域的渗透基本符合地方经济发展规律，从一开始立足于发达的沿海省份，到向内陆较发达地区如重庆、成都、河北延伸。

1.3 收购扩张：活跃的身影

立邦涂料在中国以及全球范围内的资本活动非常活跃，这与立邦涂料的经营计划息息相关。

作为立邦涂料最重要的市场领域，中国始终受到重点关注。为了达到对同行的大幅超越，立邦中国的资本活动围绕细分领域，在巩固建筑涂料领域地位的同时，强化其他产品类别的竞争力。

2013 年底立邦中国收购国内**地坪漆**龙头**秀珀化工**，填补立邦在地坪漆领域的

空白。2014 年初立邦再次出手收购木器漆领头羊欧龙漆 (OPEL), 弥补自身在**高端木器漆**的业务短板。2016 年立邦中国收购中国知名家具漆企业长润发涂料集团, 补齐专业**家具漆**领域的弱势地位。2017 年立邦为进一步扩张家具漆市场地位, 其子公司长润发涂料收购淄博华润。2017 年立邦收购**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。2018 年立邦中国收购**集装箱和风力基础设施领域工业涂料**的领头羊麦加涂料, 此次收购除了进一步加强立邦在水性涂料领域的市场地位, 更看中集装箱与风力基础设施两大领域在工业涂料的增长潜力。2021 年立邦中国增持 5 家**汽车涂料**合资企业, 加码巩固中国汽车涂料业务, 提高市场占有率, 2022 年完成了剩余股权的收购。

表3: 立邦全球收购路线 (关键收购)

品牌	B&K	Dunn-Edwards	Dulux Group	Betek Boya	NIPSEA business	Indonesia business						
年份	2016	2017	2019	2019	2021	2021						
国家或地区	德国	美国	大洋洲	土耳其	亚洲区域	印度尼西亚						
业务类型	汽车涂料	装饰涂料	装饰涂料、DIY 产品	装饰涂料、工业涂料、涂料周边业务	装饰涂料、汽车涂料、工业涂料等	装饰涂料、汽车涂料等						
营业收入	-	FY2017: 3.34 亿美元 ↓ FY2020: 4.37 亿美元	FY2019: 18.05 亿澳元 ↓ FY2020: 20.15 亿澳元	FY2019: 15.18 亿土耳其里拉 ↓ FY2020: 23.83 亿土耳其里拉	FY2016 ↓ FY2020	-						
营收 CAGR	-	9.4%	11.6%	56.2%	8.0%	-						
所属经营计划	“生存挑战”战略最后三年中期经营计划 (2015-2017)				“N-20”中期经营计划 (2018-2020)				新三年中期经营计划 (2021-2023)			
	目标营业收入	7000 亿日元	实际营业收入	6053 亿日元	目标营业收入	7000 亿日元	实际营业收入	7811 亿日元	目标营业收入	11000 亿日元	实际营业收入	-
	目标营业利润	1050 亿日元	实际营业利润	750 亿日元	目标营业利润	1050 亿日元	实际营业利润	869 亿日元	目标营业利润	1400 亿日元	实际营业利润	-
	目标营业利润率	15%	实际营业利润率	12.4%	目标营业利润率	14%	实际营业利润率	11.1%	目标营业利润率	13.0%	实际营业利润率	-

资料来源: 日涂控股 2021 综合报告, 民生证券研究院

注: “-” 为数据未公开披露

立邦在中国板块的收购主要面向各个细分领域的龙头, **立足建筑涂料, 补齐品类短板**。立邦中国的资本活动是立邦全球收购策略的缩影, 2014 年后, 立邦在全球的收购活动同样激进, 背后是一个个宏大的阶段性经营计划的体现。

表4: 立邦大事件

时间	出海大事件	中国大事件
1881	日本第一家制造公司, 立邦涂料的前身, Komyosha 成立	
1879	取得立邦涂料的第一项专利: 氧化锌生产方法专利。	
1898	Komyosha 更名为并注册为立邦涂料制造有限公司 (Nippon Paint Manufacturing Co., Ltd.)	
1927	公司更名为立邦涂料有限公司 (Nippon Paint Co., Ltd.)	
1931	立邦涂料总部由东京迁至大阪	
1962	立邦涂料与马德南集团 成立合资公司立时集团, 负责东南亚区域的业务	
1967	立邦涂料马来西亚公司有限公司成立	
1969	立邦涂料泰国有限公司成立	
1969	立邦涂料印度尼西亚公司有限公司成立	
1970	立邦涂料中国香港有限公司成立	
1975	立邦涂料美国有限公司成立。	
1976	立邦涂料菲律宾有限公司成立。	
1977	立邦涂料韩国有限公司成立	
1989	立邦涂料欧洲有限公司在英国成立	
1992		立邦涂料中国有限公司成立
1994	立邦涂料分拆船舶涂料事务部, 成立 Nippe 船用销售有限公司 (现船舶涂料控股有限公司)	
1994	立邦涂料越南有限公司公司成立	
1995	DIY 涂料事业部被拆分并于 Nippe 家居涂料合并成立 Nippe 家居用品有限公司	
1999	立邦工业涂料有限公司成立	
2002		立邦涂料广州有限公司成立
2004		立邦涂料中国台湾有限公司成立
2004	三井金属涂料株式会社 (现立邦防腐涂料有限公司) 加入立邦涂料	
2006	立邦涂料印度有限公司公司成立	
2006		立邦涂料成都有限公司成立
2008		立邦涂料天津有限公司成立
2011	立邦涂料孟加拉国有限公司成立	
2012	立邦涂料斯里兰卡有限公司成立	
2013		立邦涂料昆明有限公司成立
2013		立时集团收购中国地板涂料领域的领先企业广州秀珀化工涂料有限公司
2014	立邦涂料重组为控股公司, 并更名为立邦涂料控股有限公司 (Nippon Paint Holding Co., Ltd.)。以原有企业名称“立邦涂料有限公司”设立新公司	
2015	新成立的立邦涂料有限公司按业务部门分为四个独立的公司, 这四个公司与部分与各自业务相关的境内子公司合并: 立邦汽车涂料有限公司、立邦工业涂料有限公司、日本涂料有限公司、立邦表面化学有限公司	
2016	全资收购德国 Bollig&Kemper GMBH&CO.KG (B&K)	
2019	全资收购土耳其最大涂料企业 Betek 集团	

2019	全资收购澳大利亚多乐士集团	
2021	吴德南集团通过第三方定向增发成为立邦涂料控股有限公司的母公司。立邦涂料控股收购两者的合资公司中吴德南集团的股份及吴德南集团印度尼西亚业务，立时集团由立邦涂料控股有限公司 100%控股。	

资料来源：公司官网、日涂控股 2021 综合报告、搜狐网，民生证券研究院

注：“中国大事件”主要列示中国总部成立后，发生的和中国市场相关的大事件

2 装饰涂料、亚洲地区是业务核心

2.1 产品：根据场景分类

业务板块根据应用场景划分，即**制造和销售汽车涂料、装饰涂料、工业涂料、精细化学品和其他涂料**，以及制造和销售粘合剂等**涂料相关产品的业务**。

汽车涂料业务：为整车厂及零部件厂商提供用于**汽车车身上**的所有涂料以及用于**塑料部件**的涂料。

装饰涂料业务：分为**家用涂料、建筑物内部涂料、建筑物外部涂料和大型钢结构涂料**，可提供具有先进性能的高功能涂料，如耐候性、高设计性以及抗病毒和抗菌的涂料，亦可提供环保产品，如隔热材料和水性涂料。

工业涂料业务：包括**一般工业涂料、卷材涂料、陶瓷涂料、功能性涂料及材料**，可提供预涂和后涂涂料、水性涂料以及粉末涂料。

精细化学品：应用于表面处理领域，包括**预处理剂和功能性处理剂**。其他涂料主要包括**船舶涂料和海上结构物涂料**。

表5：公司业务细分领域

业务细分领域	主要用途	业务关联地区	应用领域示例
建筑结构涂料	建筑工地，包括单户独立式住宅、建筑物和桥梁	日本(Nippon Paint)、美洲、澳大利亚、斯洛文尼亚、亚洲(NIPSEA)、土耳其、法国	
汽车涂料	用于汽车的高功能涂料、能提供高设计品质的优质色彩	日本(Nippon Paint)、亚洲(NIPSEA)	
工业涂料	用于建筑和农业机械、外部建筑材料、办公设备和家用电器等	日本(Nippon Paint)、亚洲(NIPSEA)、土耳其	
表面处理涂料	主要为发挥亲水性和防锈性等各种功能的功能性涂层	日本(Nippon Paint)	

<p>船舶涂料</p>	<p>提供提高燃油效率和减少CO2 排放的船舶涂料</p>	<p>日本(Nippon Paint)、亚洲</p>	
<p>家用涂料 (DIY)</p>	<p>应用于内外墙、屋顶和地板、园艺物品、小型室内物体等</p>	<p>日本(Nippon Paint)、美洲、澳大利亚、亚洲(NIPSEA)、土耳其、法国</p>	
<p>涂料相关业务</p>	<p>建筑所必需的密封剂、粘合剂和填料 (SAF) 和建筑化学品 (CC), 以及替代涂料的装饰膜</p>	<p>亚洲(Vital Technical)、土耳其、日本(Nippon Paint)</p>	

资料来源：公司官网、民生证券研究院

2.2 2016 年后，装饰涂料、亚洲地区成为主导

由于2016年NIPPON PAINT HOLDINGS CO.,LTD. (后文简称NIPPON或公司) 收购了亚洲地区合资公司的股权，使其成为子公司并开始合并其收入，NIPPON 2016财年的营收较上年同期增长了105.6%，此后营收仍能维持较快增长。(2017年起，公司财年划分规则调整：2016年及之前的财年划分，为前一年4月至当年3月，如2016财年为2015年4月1日至2016年3月31日；2017年及之后财年划分，调整为当年的1月至12月) NIPPON销售收入额从2017年的6053亿日元稳步增长至2023年的14426亿日元，CAGR为15.6%；营业利润从2017年的750亿日元增长至2023年的1687亿日元，CAGR为14.5%。

图4：公司营业收入及同比增速变化 (单位：亿日元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

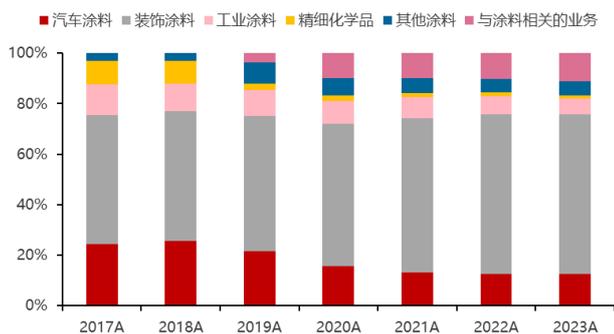
图5：公司营业利润及同比增速变化 (单位：亿日元)



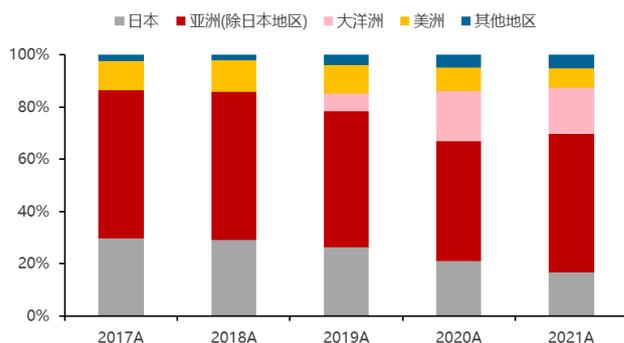
资料来源：公司公告，民生证券研究院

从业务板块角度，装饰涂料业务为主要收入来源，且占比逐渐提升。在2014-2015财年，NIPPON收入占比最大的业务为汽车涂料。2016年后，公司主要业务为装饰涂料，且收入占比逐年增高，从2017年的51.0%增长到2024年上半年的65.6%。其他主要业务中，汽车涂料、涂料相关业务、工业涂料、精细化学品24H1的收入占比分别为11.3%、10.5%、5.8%、1.3%。

从销售地区角度，亚洲市场为主要收入来源。2016财年之前，公司的主要业务收入来自于日本国内，2015财年日本地区收入占比71%。2016年后亚洲（除日本地区）市场成为公司的主要收入来源，占比明显高于其他区域。2019年公司收购澳大利亚多乐士集团，大洋洲市场得到拓展，2020年大洋洲市场的收入同比增加212%，收入占比19%、同比+12pct；2021年，大洋洲市场收入占比17.7%，首次超过日本地区收入占比（16.5%），成为第二大市场。

图6：公司销售份额按业务拆分


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：公司销售份额按地区拆分


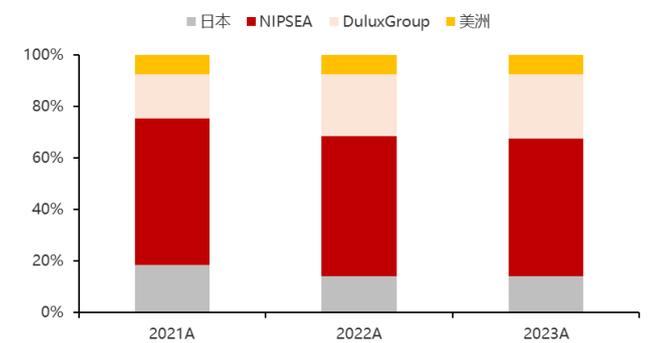
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2022年报及之后，公司调整分管部门或地区的口径为日本、NIPSEA、DuluxGroup、美洲

2021年报及之前，NIPPON按照日本、亚洲、大洋洲、美洲和其他地区的划分，来统计分地区收入。2022年报及之后，调整为划分四大管理部门或地区：**日本**、**NIPSEA**（立时，主要包含中国等除日本外的亚洲市场、东南亚市场）、**Dulux Group**（多乐士集团，主要包含大洋洲和欧洲市场）和**美洲**，日本业务还包括海外海洋涂料业务。调整部门划分后，NIPSEA收入占比最高，2021-24H1均占比超50%。按2024年上半年营收情况，日本、NIPSEA、Dulux Group、美洲收入占比分别为11.9%、56.1%、24.3%、7.7%。

2024年上半年，受益于子公司**NIPSEA**在中国和马来西亚、新加坡、土耳其等其他重要市场的销售增长，NIPSEA在2024年上半年收入4583亿日元、同比+22.9%，公司总营业收入达8171亿日元、同比+17.9%，营业利润达945亿日元、同比+12.8%。

图8：公司销售份额按业务部门拆分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 投资建议

立邦是涂料行业的领军品牌之一，坚持多产业、全品类、全球化布局，业务板块涉及汽车、建筑装饰、船舶、风电等多个领域，并且在全球市场都获得了广泛认可，其中在中国、土耳其、马来西亚、新加坡等市场，立邦涂料均占据当地最大份额。

国内涂料等建材行业正面临周期性调整和市场竞争加剧的影响，如何寻找并把握发展机遇，值得进一步关注并借鉴海外龙头企业的发展轨迹。合理并购整合、树立品牌形象、拓宽业务领域和市场区域等，都是企业迅速扩大规模、切入目标市场的工具，也将进一步考验公司的运营管理能力。我们持续看好涂料作为建材里消费属性突出的品种，看好龙头企业应对周期波动、品牌培育、业务拓展、多市场布局的潜力，A股建议关注【三棵树】【北新建材】。

4 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。因近年行业需求保持疲软，因此供给端优化节奏较缓的行业，可能会继续出现恶性竞价情况。同时各细分领域和各地区市场的格局加速变化，可能引起竞争的加剧。

2) 新业务、新市场发展不及预期的风险。发展新业务、拓展新市场对企业运营管理能力提出较高要求，在过程中可能出现预期外的变化，从而对企业未来发展产生影响。

3) 原材料价格波动的风险。建材上游通常为原油、煤化工产业链，以及部分贵金属，随着大宗商品价格的波动，可能影响产业链成本端的材料价格。

插图目录

图 1: 公司历史沿革.....	3
图 2: 日涂系与立邦系不同的品牌标志.....	4
图 3: 2021 年吴德南集团收购日涂控股前后股权变化.....	6
图 4: 公司营业收入及同比增速变化 (单位: 亿日元)	13
图 5: 公司营业利润及同比增速变化 (单位: 亿日元)	13
图 6: 公司销售份额按业务拆分.....	14
图 7: 公司销售份额按地区拆分.....	14
图 8: 公司销售份额按业务部门拆分.....	15

表格目录

表 1: 公司产品发展轨迹.....	7
表 2: 立邦涂料销售区域.....	7
表 3: 立邦全球收购路线 (关键收购)	9
表 4: 立邦大事件.....	10
表 5: 公司业务细分领域.....	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026