



非金属建材行业研究

买入（维持评级）

行业点评

证券研究报告

建筑建材组

分析师: 李阳 (执业 S1130524120003)
liyang10@gjzq.com.cn

分析师: 陈伟豪 (执业 S1130524120006)
chenweihao@gjzq.com.cn

立邦 25Q1 财报点评: 提价见效, 利润率仍有提升空间

注: 未经特别说明, 本文均采用日涂控股 Tanshin 公认会计准则口径, 部分特殊标注的增速参考 Non-GAAP 口径, 剔除汇率、补贴、收并购费用、信用减值等影响, 25Q1 汇率采取财报的 1.0 人民币=20.8 日元 (上年同期 20.8)。

日涂控股发布 2025 年一季度财报

日涂控股 25Q1 实现收入 4057 亿日元 (约合 195 亿人民币), 同比+5.6%, 归母净利润 370 亿日元 (约合 18 亿人民币), 同比+25.7%, 综合毛利率 42.9%, 同比+2.5pct, 综合净利率 9.1%, 同比+1.5pct; 分部门来看, 日本地区、立时集团、多乐士集团、美洲地区营收分别为 484、2219、898、289 亿日元, 同比+4.1%、+2.6%、-3.5%、+1.4%, 营业利润分别为 44、348、73、11 亿日元, 同比+19.2%、+15.9%、+1.6%、-10.3%, 对特种配方企业 AOC 的收购, 贡献了 168 亿日元的收入和 60 亿日元的营业利润。25Q1 来看, 立时集团占整体收入和营业利润的 55% 和 68%, 其中立邦中国占整体收入和营业利润的 31% 和 38%。

立邦中国同口径下实现收入增长, 营业利润率表现优异

立邦中国 25Q1 实现收入 1276 亿日元 (约合 61 亿人民币), 同比-2.1% (Non-GAAP 口径-1.9%, 剔除汇率等影响), 营业利润 193 亿日元 (约合 9.3 亿人民币), 同比+12.6% (Non-GAAP 口径+13.0%), 营业利润率 12.6%, 同比+2.0pct (Non-GAAP 口径+1.9pct)。分业务来看, 建筑涂料、汽车涂料、工业涂料收入分别为 1093、123、57 亿日元 (约合 52.5、5.9、2.7 亿人民币), 同比+1.3%、-2.7%、+5.9% (Non-GAAP 口径+17.6%、-3.4%、-5.0%)。

由于会计准则的调整, 立邦中国建筑涂料业务报表收入下滑, 还原回同口径下的建筑涂料业务实际增速为+3.0%, 整体立邦中国实际增速为+3.8%。口径的调整也会影响营业利润率, 结合财报, 我们测算这部分对收入的影响在 3.5-4 亿人民币, 对营业利润率的影响预计在 1pct 左右, 剔除口径调整影响之后的营业利润率依然有 1pct 左右的增长。

建筑涂料板块拆分: TUC 增速保持稳定, TUB 维持双位数下滑

再拆分立邦中国的建筑涂料板块, TUC 25Q1 收入增速+5%, 2024 全年收入同比+6%, 其中 24Q1-24Q4 分别为+15%、+5%、+1%、+2%, TUB 25Q1 增速-10%, 2024 全年同比-15%, 其中 24Q1-24Q4 分别-15%、-12%、-16%、-18%。一季度 C 端增长更多来自量的贡献 (我们预计提价更多在 Q2 起体现), 所有地区的销售量均实现了增长, 而过去两年更多靠 3-6 线城市, B 端继续疲软, 地产业务仍然充满挑战。根据中期战略规划, 2024 年立邦中国 TUC 市场份额为 25%, TUB 市场份额为 9%, 2025 年 TUC 收入目标为+10%, TUB 收入目标为+5%。C 端收入保持稳定的增长, 既是龙头强大竞争力的结果, 也是建筑涂料优质赛道的体现。

年初以来提价频繁, 期待后续更积极的价格表现

根据日涂控股的业绩指引, 立邦中国 2025 年整体收入目标增长 5-10%, 且要求营业利润率实现同比提升。结合我们的梳理, 立邦 2024 年 8 月以来累计提价 6 次, 包括 5 次 C 端产品提价和 1 次 B 端产品提价, 最新涨价函 5 月 16 日起执行, 对金装净味 5 合 1、金装净味 1202 合 1 提价 1%, 不同于之前几轮更多针对流通品, 此次提价面向中高端家装产品。一方面, 历经两年价格战, 立邦中国整体利润率下滑明显, 2025 年对营业利润率提出要求, 需要提价将产品价格恢复至正常利润水平; 另一方面, 年后上游化工企业对 MDI、钛白粉等涂料原材料进行了价格调整, 建筑涂料企业也需通过产品提价来传导成本上涨压力。25Q1 开门红的业绩表现, 为后续提价留了一定的空间, 在稳定提升市场份额的基础上, 龙头有望继续通过提价修复自身以及行业的利润水平。

风险提示

国内地产政策推进不及预期, 汇率变动对收入利润影响超预期, 对海外宏观经济了解不充分的风险。



扫码获取更多服务

行业点评

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上;
增持: 预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%-15%;
中性: 预期未来3-6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%-5%;
减持: 预期未来3-6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究