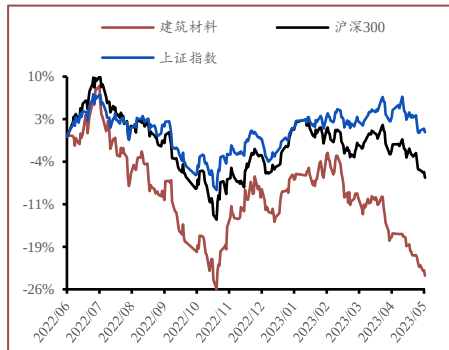


# 赛道佳宜长聚焦，国牌兴可取一瓢

■ 证券研究报告

**投资评级:看好(维持)**

最近 12 月市场表现


**分析师** 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

## 相关报告

1. 《建材行业策略周报》 2023-05-28
2. 《建材行业策略周报》 2023-05-21
3. 《美国为鉴观往知来，防水龙头行而不辍》 2023-05-17

## 消费建材西学东渐系列（二）涂料篇

### 核心观点

- ❖ **涂料赛道具有强消费属性，品牌贯穿始终。** 1) **品牌力强的公司容易建立先发优势：**美国涂料需求以 C 端为主，消费者认知是决定消费行为的主要因素，因此品牌成为无形壁垒，21 世纪以来美国存量房主导下重涂需求占比提升，涂料周期属性淡化、消费属性增强，品牌力强的企业先发优势得以显现；2) **发展早期品牌力是由产品和营销决定的：**早期宣伟率先研发预拌工艺使涂料更加便携易运输带动行业兴起，后续宣伟推动色彩营销提升消费者对于涂料装饰属性的认知；3) **发展中后期渠道是提升市占率的核心：**渠道的变化本质上反映了消费者客群变化或行为变化，而率先发现此类变化后开拓并维护相应渠道的公司能够建立壁垒，21 世纪美国需求随消费行为改变从 DIY 转向承包商，宣伟 20 世纪以来首创纵向一体化直营模式，以产品和服务深度绑定专业承包商客户，顺应消费趋势演变。
- ❖ **美国涂企内外兼修造龙头之路。** 1) **内生增长：**营销与渠道为两大核心要素，营销方面，宣伟早期差异化推广广色提升消费者认知，后期增加存量改造场景，持续渗透消费者对“采用宣伟品牌进行家装改造”的认知。渠道方面，宣伟开创直营渠道与承包商占比提升的趋势相契合，并通过持续拓店保持自身渠道优势，后期美国销售格局逐渐稳定，宣伟又通过收并购不断完善和精细渠道覆盖面，从而进一步占领市场份额；2) **外延并购：**20 世纪末以来美国建筑涂料市场格局已逐步发展成熟，收并购推动集中度提升、强者恒强，宣伟的整合并购历程主要有两类效果，其一是在渠道方面提升密度、加强广度，其二是在品类方面持续外延，由建筑涂料主业过渡至对工业涂料的发力。
- ❖ **国牌涂料有望向上突破，破局核心在品牌：**我国涂料市场空间巨大，且竞争格局存在优化空间，对标宣伟 2021 年北美建涂市占率 64%，内资品牌有望向上抢占市场份额。我国建涂市场仍以外资主导，2021 年立邦/三棵树市占率分别为 13%/6%，国牌破局点在于 1) **品牌建立：**当前尚存在国牌涂料发展的空间，低线城市尚存在空白区域，高线城市方面，国牌早期发力大 B 渠道后也建立了品牌、扩大规模并拥有一定资金，为后续渠道铺设、经销商利润分成以及营销投入等方面打下基础；2) **渠道布局：**核心是公司对于经销商的绑定能力，国牌通过赋能和让利绑定零售经销商、通过定制服务绑定小 B 经销商。
- ❖ **投资建议：**我国涂料行业重涂需求占比提升，零售渠道为主战场，内资品牌有望持续向上赶超外资品牌。我们重点推荐涂料国牌龙头三棵树，公司通过激励绑定经销商深耕 C+小 B 渠道，契合未来国内长期存量房发展的趋势，同时热点事件营销+产品口碑打造品牌力，“马上住”一体化服务提升品牌溢价。
- ❖ **风险提示：**宏观环境波动风险，行业竞争加剧，渠道渗透不及预期

## 内容目录

|     |                                       |    |
|-----|---------------------------------------|----|
| 1   | 发展梳理：淡化周期增强消费，品牌贯穿始终.....             | 6  |
| 1.1 | 18 世纪初-19 世纪末：涂料工业萌芽，技术变革推动全国化运营..... | 6  |
| 1.2 | 20 世纪初-1945 年：开启渠道变革，宣伟首创直营模式.....    | 6  |
| 1.3 | 1945 年-20 世纪末：新房蓬勃发展，宣伟推动产品变革.....    | 7  |
| 1.4 | 21 世纪初至今：步入存量时代，营销+渠道齐发力.....         | 9  |
| 2   | 行业掘金：内生增长外延并购，铸百年品牌.....              | 14 |
| 2.1 | 宣伟：渠道+品牌铸就北美建涂龙头.....                 | 15 |
| 2.2 | PPG：并购为主、渠道多元，老牌涂企行稳致远.....           | 23 |
| 2.3 | 赛道佳、涂企兴，内外兼修造龙头之路.....                | 26 |
| 3   | 西学东渐：国牌有望向上突破，破局核心在品牌.....            | 28 |
| 3.1 | 海外品牌在国内发展如何？.....                     | 28 |
| 3.2 | 我国涂料行业内外资共同竞争，龙头精耕品牌有望向上超越.....       | 31 |
| 3.3 | 长期看，行业整合拓宽业务有望成为趋势.....               | 38 |
| 4   | 投资建议.....                             | 39 |
| 5   | 风险提示.....                             | 40 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1. 美国涂料行业发展历程.....                 | 6  |
| 图 2. 美国主流 3 家涂料企业中宣伟员工数量较多（人）.....   | 7  |
| 图 3. 1974 年美国建筑涂料产量领先于其它国家.....      | 8  |
| 图 4. 1998 年美国建筑涂料销量约占全球销量的 24%.....  | 8  |
| 图 5. 美国劳动力成本高于中国.....                | 8  |
| 图 6. 1980 年下游需求中 DIY 占比达到 59%左右..... | 8  |
| 图 7. 宣伟色彩广告.....                     | 9  |
| 图 8. 宣伟色彩卡片.....                     | 9  |
| 图 9. 宣伟产品不断创新.....                   | 9  |
| 图 10. 2004 年美国建筑涂料产量达到前一个峰值.....     | 10 |
| 图 11. 美国修缮维护支出和租赁空置率成反比.....         | 10 |
| 图 12. 2015-2021 年美国建筑涂料市场结构.....     | 10 |

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 13. 美国涂料前三企业广告费比较（百万美元） .....                 | 11 |
| 图 14. 美国涂料前三企业广告费率（%） .....                     | 11 |
| 图 15. 宣伟与 HGTV 合作出品的复古风格涂刷宣传片 .....             | 12 |
| 图 16. 美国建筑涂料下游客户结构 .....                        | 12 |
| 图 17. 美国 20 世纪 80 年代后失业率呈下降趋势 .....             | 13 |
| 图 18. 2022 年美国人口结构中 42 岁以上人口占比过半 .....          | 13 |
| 图 19. 2020 年美国住房改造业主年龄以 58-76 岁为主 .....         | 13 |
| 图 20. 未来专业承包商客户群体与直营门店渠道有望继续发展 .....            | 14 |
| 图 21. 宣伟在美国建筑涂料市占率持续提升 .....                    | 15 |
| 图 22. 2017-2021 年北美地区建筑涂料竞争格局稳定 .....           | 15 |
| 图 23. 宣伟建立以来美洲地区直营店增长历程 .....                   | 15 |
| 图 24. 2022 年宣伟美洲门店布局 .....                      | 15 |
| 图 25. 1993 年以来宣伟北美地区门店数量持续提升 .....              | 16 |
| 图 26. 2012-2022 年宣伟全球门店数净增加（不考虑收购） .....        | 16 |
| 图 27. 2012-2015 年 PPG 全球门店净增加（不考虑收购） .....      | 16 |
| 图 28. 2009-2016 年宣伟涂料店业务收入最多且盈利稳定 .....         | 17 |
| 图 29. 2017 年后宣伟美洲涂料利润率维持高位 .....                | 17 |
| 图 30. 2009-2016 年宣伟涂料店业务收入突出盈利稳定 .....          | 18 |
| 图 31. 2017 年后美洲涂料业务收入持续增长 .....                 | 18 |
| 图 32. 宣伟单店收入持续上升 .....                          | 18 |
| 图 33. 宣伟持续推出新技术为产品更新迭代 .....                    | 19 |
| 图 34. 宣伟美洲销售代表超 3000 名 .....                    | 19 |
| 图 35. 宣伟手机应用 PRO+ 为线上客户提供便利 .....               | 19 |
| 图 36. 收购业务对宣伟和 PPG 收入增长率带来一定贡献 .....            | 20 |
| 图 37. 宣伟通过收并购完成渠道的多元化覆盖 .....                   | 21 |
| 图 38. 公司近几年工业涂料业务占比逐渐提升 .....                   | 22 |
| 图 39. 深耕建筑工业涂料业务，不断收并购扩大规模 .....                | 23 |
| 图 40. PPG 直营占比由 50% 下降至 45% .....               | 25 |
| 图 41. 2022 年 PPG 北美门店数量 800 家 .....             | 25 |
| 图 42. PPG 直营门店主要针对承包商需求，零售卖场主要承接用户 DIY 需求 ..... | 25 |
| 图 43. 公司涂料产品应用场景广泛 .....                        | 26 |
| 图 44. 2022 年高性能涂料收入 106.94 亿美元 .....            | 26 |
| 图 45. PPG 开发颜色可视化软件 Voice of Color .....        | 26 |

|                                                           |    |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 图 46. PPG 历年年度色彩 .....                                    | 26 |
| 图 47. 2021 年全国规上涂料企业实现总产量 2324.3 万吨 .....                 | 31 |
| 图 48. 2016-2020 年我国涂料产量全球占比维持 24-29% .....                | 31 |
| 图 49. 精装房渗透率趋缓，精装开盘数量进入稳定期 .....                          | 32 |
| 图 50. 2022 年我国建涂市场中立邦/三棵树/多乐士市占率分别为 13.3%/6.2%/4.4% ..... | 32 |
| 图 51. 我国人均涂料产量较美国人均涂料产量低 .....                            | 33 |
| 图 52. 2017-2021 年我国规上涂企维持在 2000 家左右 .....                 | 33 |
| 图 53. 2021 年我国涂料百强企业销售额超过 100 亿元的仅占 3% .....              | 33 |
| 图 54. 立邦在国内的发展历程 .....                                    | 34 |
| 图 55. 三棵树营销宣传大事件 .....                                    | 35 |
| 图 56. 三棵树成为 2022 冬奥涂料独家供应商 .....                          | 35 |
| 图 57. 三棵树与立邦各地区终端网点数量对比（家） .....                          | 36 |
| 图 58. 小 B 业务拓展需要公司和经销商共同努力 .....                          | 37 |
| 图 59. 三棵树小 B 经销商数量高速扩张 .....                              | 37 |
| 图 60. 2022 年三棵树马上住拥有 717 家授权服务网点 .....                    | 37 |
| 图 61. 2022 年三棵树马上住已入驻 25 万户家庭 .....                       | 37 |
| 图 62. 宣伟、立邦、三棵树品牌力塑造路径对比 .....                            | 38 |
| 图 63. PPG、佐敦、阿克苏诺贝尔为我国工业涂料 2022 年营收最高的 3 个品牌 .....        | 39 |
| 图 64. 我国工业涂料市场份额主要被外资品牌占领 .....                           | 39 |
| 表 1. 美国建筑涂料销售渠道比较 .....                                   | 7  |
| 表 2. 2020-2021 年有线电视收视情况排名前 7 中，宣伟与大部分均有广告合作 .....        | 11 |
| 表 3. 宣伟 2017 年前后披露口径略有不同 .....                            | 17 |
| 表 4. J.D.Power 客户满意度调查宣伟名列前茅 .....                        | 19 |
| 表 5. 全球建筑涂料市场宣伟市占率排名第一 .....                              | 20 |
| 表 6. 宣伟历年收购包含渠道与品类的外延，且近几年多为工业涂料收购 .....                  | 22 |
| 表 7. PPG 通过收购拓展渠道和业务范围 .....                              | 23 |
| 表 8. 宣伟和 PPG 公司特征对比 .....                                 | 27 |
| 表 9. 2017 年宣伟超越 PPG 排名全球涂企首位 .....                        | 28 |
| 表 10. 外资企业通过收并购进入中国市场 .....                               | 28 |
| 表 11. 中国建筑涂料主要由立邦主导，内资品牌持续突破 .....                        | 29 |
| 表 12. 2021 年中国工业涂料以及其细分领域主要由外资品牌主导 .....                  | 29 |
| 表 13. 外资品牌在中国业务情况 .....                                   | 30 |

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 表 14. 中美涂料市场情况对比 .....   | 33 |
| 表 15. 三棵树自定“健康+”标准 ..... | 35 |
| 表 16. 海外涂料品牌业务多元化 .....  | 38 |

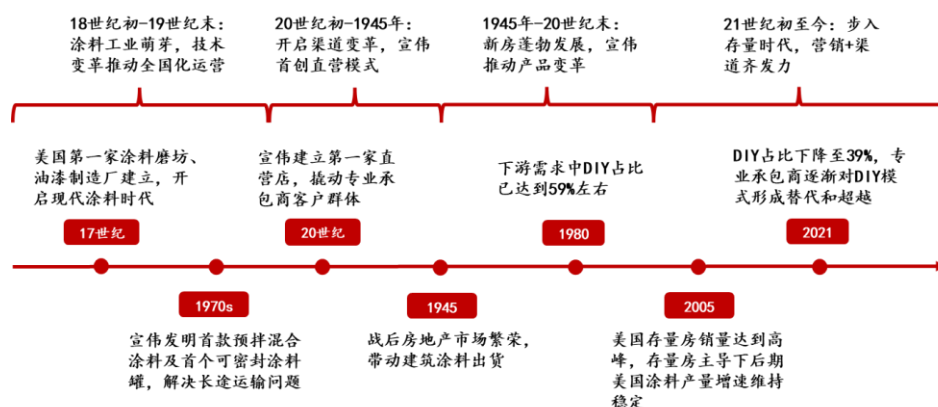


# 1 发展梳理：淡化周期增强消费，品牌贯穿始终

## 1.1 18 世纪初-19 世纪末：涂料工业萌芽，技术变革推动全国化运营

美国的涂料工业诞生于十八世纪初。1700 年，托马斯·查尔德在波士顿创办了美国第一家涂料磨坊。1754 年，美国第一家油漆制造厂建立，标志着现代涂料行业的开端。到 18 世纪 80 年代中期，美国涂料工厂和作坊开始大量涌现，当时的涂料工艺下，涂料均需工人自行购买原料后在现场进行混合、持续搅拌，同时受制于交通条件，产品运输成本十分昂贵，因此规模不等的涂料企业分散在不同地区。19 世纪 70 年代，宣伟发明首款预拌混合涂料及首个可密封涂料罐，预拌工艺使涂料更加便携易使用，密封罐则解决了长途运输的问题，因此在后续 19 世纪末第一、二次工业革命带来的交通建设和科技进步的推动下，全国化企业开始出现，涂料工业初期发展基本成熟。

图1.美国涂料行业发展历程



数据来源：宣伟公告，涂界，《浅析美国建筑涂料业的特点[J].商品与质量》（何晃，2011），财通证券研究所

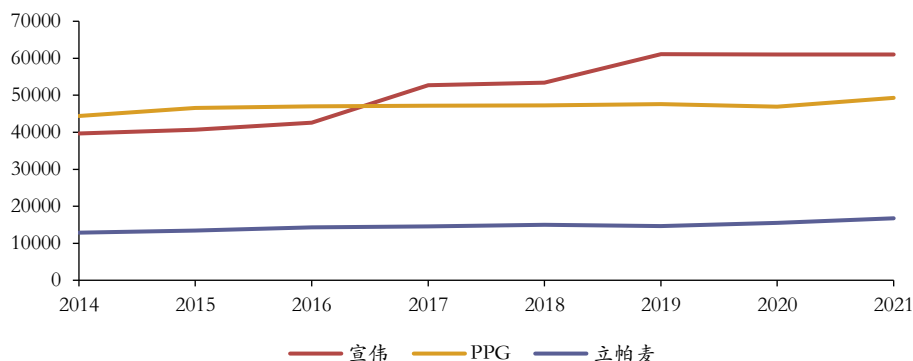
## 1.2 20 世纪初-1945 年：开启渠道变革，宣伟首创直营模式

20 世纪之前，美国建筑涂料通常采用大型家居建材中心或经销渠道销售。美国建筑涂料终端客户包含 DIY (Do-it-yourself) 客户与专业承包商 (Contractor) 两种，他们分别有不同的购买习惯。DIY 客户更注重产品个性化和品质，因此倾向于在品类丰富、物美价廉的大型家居建材中心进行一站式购物，较少部分自经销渠道购买；专业承包商包括针对新建建筑的建筑商以及针对家装的装修设计公司，更注重专业服务，无法从规模较大、购物自助的家居建材中心获得所需，因此 20 世纪之前一般自经销商渠道购买产品及服务。

**宣伟首创纵向一体化直营模式，撬动专业承包商客户群体。**宣伟于 20 世纪初建立第一家直营店，其创新出的直营模式更满足专业客户需求，对传统经销渠道形成一定程度的替代。专业承包商需要获得涂料许可证书，同时经营范围局限于所在

地区,主要购买需求为按项目定制的涂料和相关产品,并且看重产品体验和服务。对此,直营店具备更完善的产品种类和包装尺寸,同时背靠品牌支持提供个性化定制,后续生产交付流程同样由品牌直接管控,服务流程标准完善,自有更多服务、运输人员,充分满足专业承包商客户需求。相比之下,大型家居建材门店产品趋向标准化、较少提供个性服务,同时经销门店服务能力参差不齐、难以把控,均不及直营门店契合专业客户需求。

图2.美国主流3家涂料企业中宣伟员工数量较多(人)



数据来源:各公司公告,财通证券研究所

表1.美国建筑涂料销售渠道比较

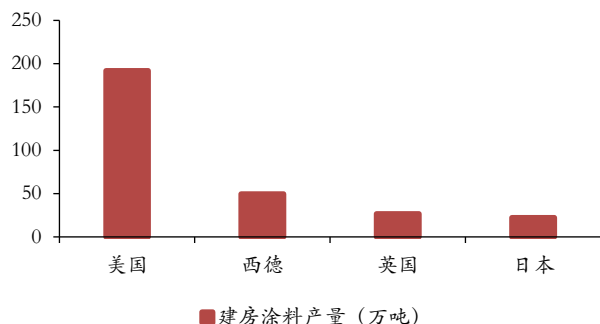
|          | 经营特点                                 | 代表品牌           | 主要客户        | 优势                                      | 劣势                                      |
|----------|--------------------------------------|----------------|-------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------|
| 大型家居建材中心 | 门店覆盖区域广,主要面向DIY市场                    | 家得宝、劳氏、Menards | DIY客户       | 客流量大、品种丰富、价格低廉                          | 大型家居建材中心话语权大,涂料厂商不能自主定价,利润空间压缩、服务支持力度较弱 |
| 直营门店     | 涂料生产商自有的直营零售终端,主要面向专业承包商客户市场         | 宣伟             | 专业承包商       | 提供个性化服务,容易建立客户忠诚度、自主定价,毛利率高、直接传递消费者需求变化 | 租约等成本投入高,对经营要求高,风险较大                    |
| 经销商      | 独立经营的小规模零售店,包括面向涂料承包商的专业经销商、五金商店、木材店 | Ace            | DIY客户和专业承包商 | 网点分布广泛、投入少、有效了解周围市场变化、议价空间大             | 经销商销售多个品牌产品,经营能力参差不齐,销售额波动较大            |

数据来源:涂界,PPG官网,财通证券研究所

### 1.3 1945年-20世纪末:新房蓬勃发展,宣伟推动产品变革

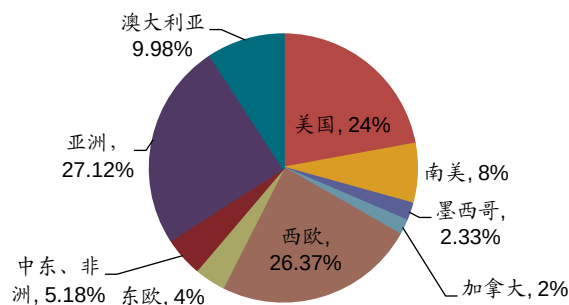
1945年二战结束,美国房地产市场进入历史巅峰时期,带动建筑涂料出货。1977-1992年,除第二次石油危机中表现不佳外,美国建筑涂料出货占全部涂料出货额35%-45%;1992-1999年,美国建筑涂料的产量占全部涂料产量40%,产量遥遥领先于其它国家。

图3.1974年美国建筑涂料产量领先于其它国家



数据来源:《浅析美国建筑涂料业的特点、商品与质量》(何晃, 2011), 财通证券研究所

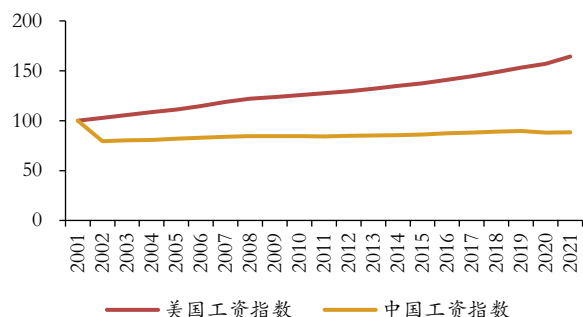
图4.1998年美国建筑涂料销量约占全球销量的24%



数据来源:《美国涂料工业市场概况》(叶守富, 2001), 财通证券研究所

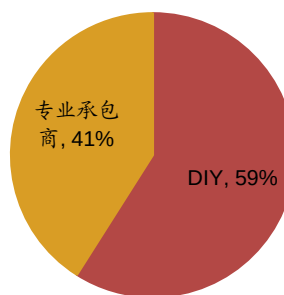
**家装 DIY 潮盛行, 涂装环节是 DIY 的热门项目。**由于美国传统人工成本较高, DIY 在美国一直是一种热门的装修方式, 尤其是 20 世纪中期后更为盛行, 主要由于该时期的社会变动为 DIY 提供了发展的土壤: 1) 二战结束后, 大量士兵返乡, 社会环境相对稳定, 空闲人力增加; 2) 19 世纪美国工人运动的果实逐步落地, 工作时长的缩短使人们拥有更多闲暇时间; 3) 军人回归家庭、生活质量提升, 人们拥有更大装修改造房屋的意愿。同时, 由于美国房屋以木质结构为主, 基层处理相对较简单, 消费者购买成品涂料、工具即可自行完成涂刷, 涂装环节技术难度较低, 在此背景下, 该阶段 DIY 热潮不断发展, 至 1980 年左右在下游需求中的占比已达到 59% 左右。

图5.美国劳动力成本高于中国



数据来源: wind, 财通证券研究所

图6.1980年下游需求中 DIY 占比达到 59% 左右



数据来源: 宣伟公告, 财通证券研究所

**宣伟关注消费者差异化需求, 持续加强色彩服务培养。**宣伟对国内消费者偏好保持着敏锐的洞察, 并以色彩差异化服务作为为消费者保持个性特色的工具。早在 20 世纪 10 年代就创办了 Home Decorator 杂志来为客户提供色彩选择, 该杂志为国内外房间装潢提供指引长达 30 多年, 其中著名的 1939 年版还邀请了美国著名艺术家 Rockwell Kent 为杂志定制插图。

二战结束后, 随着社会环境的不断稳定, 消费者的差异化心理渐强, 越发具备对个性装饰的需要, 宣伟也依此潮流继续加强色彩个性引导。色彩杂志之后宣伟又



推出一系列色彩服务，1959 年上线店内调色系统，1970 年推出首款涵盖内外墙涂料的色卡，还定期推出如《STIR》杂志、年度色彩趋势、每月色彩灵感等多种色彩工具，为客户带来创新色彩灵感。此阶段宣伟产品不断根据消费者需求进行创新，服务模式愈发完善，在日积月累的宣传下，宣伟逐渐在美国引领房屋色彩潮流趋势，从而进一步巩固品牌影响力。

图7.宣伟色彩广告



数据来源：宣伟官网，财通证券研究所

图8.宣伟色彩卡片



数据来源：宣伟官网，财通证券研究所

图9.宣伟产品不断创新

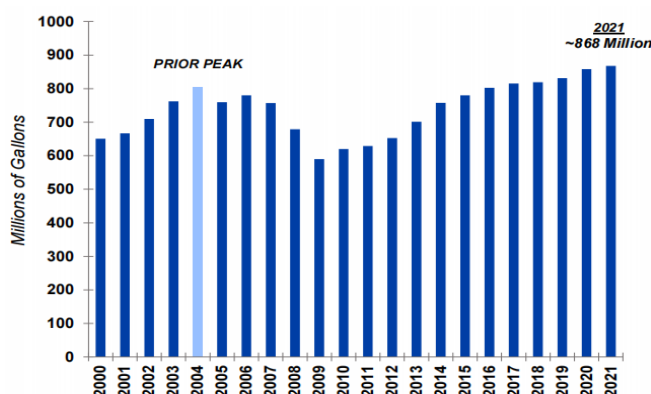


数据来源：宣伟官网，财通证券研究所

#### 1.4 21 世纪初至今：步入存量时代，营销+渠道齐发力

美国进入存量时代，涂料进入成熟期，2000-2021 年产量 CAGR 约 1.4%。2000 年以来美国存量住宅销售占比保持在 80% 以上，2005 年美国存量房销量达到高峰，同时 2004 年建筑涂料产量亦达到 2000-2010 年间的峰值。存量房主导下美国涂料产量增速维持稳定，2021 年美国建筑涂料市场产量为 8.68 亿加仑，同比增长约 1%，2000-2021 年 CAGR 约 1.4%。

图10.2004年美国建筑涂料产量达到前一个峰值

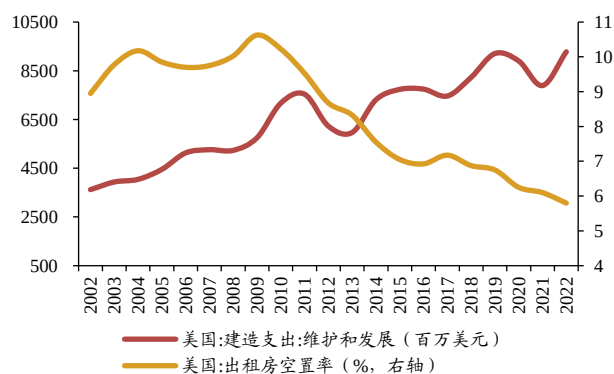


数据来源: 宣伟公告, 财通证券研究所

**二手房交易+自住房屋翻新共同提供重涂需求。**一方面,对于购入存量房的消费者来说,由于墙面作为入户与外表面最直观的一道装修环节,往往会得到购房者的翻新;另一方面,对于存量房屋所有者来说,同样有较大的房屋重涂需求,根据2020年摩根大通对500名美国城市工薪阶层消费者的调研,75%的受访者有重涂房屋的需求和意愿,而仅有11%的消费者暂不考虑重涂,可见涂料在存量市场中有较大需求推动。

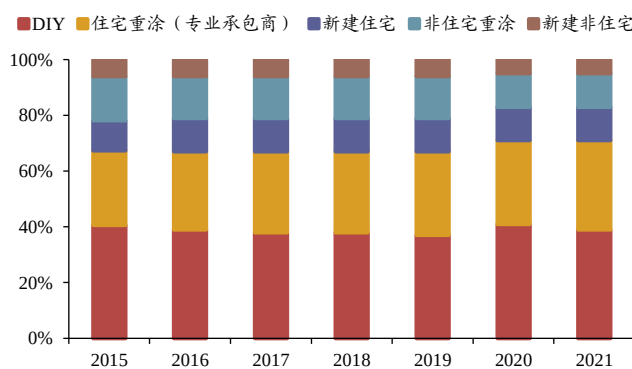
**随着涂料下游存量消费逐渐占据主导,涂料周期属性淡化、消费属性增强。**这主要是由于:1)老房重涂具有较高确定性:美国房屋墙体以木结构、石膏板为主,与砖墙面相比涂料的损耗情况更为严重,再加上过去DIY模式主导下施工较为简略,因此随着房龄提升,墙面美观度与功能性均受影响,房屋重涂消费具有较大确定性;2)墙面重涂将持续处于进行时:由于墙面为入户最直观的家装环节,存量房交易后往往会存在翻新需求,且此种翻新并非一次性的,随着房屋使用年限提升,消费者需要定期对内外墙进行重涂或加强,因此涂料由周期性建材转变为低频消费品;3)消费者对产品的态度转变:重涂时代人们对涂料的态度从“装修时墙面必需的环节”转化为“为墙面进行更新换代”,产品拥有了更多的消费属性。

图11.美国修缮维护支出和租赁空置率成反比



数据来源: wind, 财通证券研究所

图12.2015-2021年美国建筑涂料市场结构



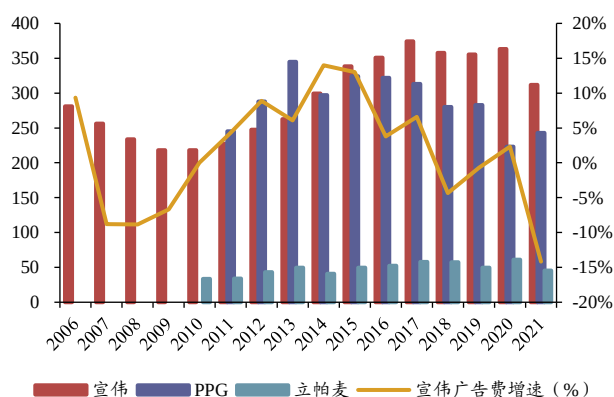
数据来源: 宣伟公告, 财通证券研究所

基于此，涂料品牌在营销和渠道两方面持续建设，呈现出以下趋势：

● 营销：加强广告投放，增加品牌曝光度

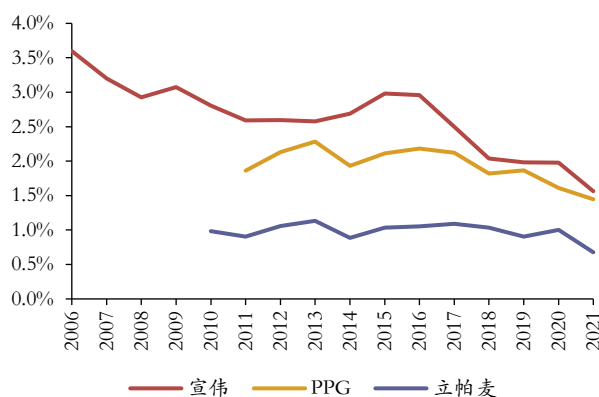
聚焦广告营销，持续投入提升品牌影响力。在广告投入方面，宣伟是行业中对品牌营销投入最早、投资最大的一家企业，可谓抓住先发优势建立了产品的影响力。从广告投入的绝对值来看，2014 年以来宣伟的广告投入始终保持 3 亿美元以上，多年来广告投入力度一直处于行业第一位；从广告费用占营业收入的比重来看，宣伟自二十一世纪以来大力投入广告宣传，近几年营业收入稳步增加，广告费率逐渐回落至 1.5% 左右，但仍超过同期其他涂料龙头企业。

图13.美国涂料前三企业广告费比较（百万美元）



数据来源：各公司公告，财通证券研究所

图14.美国涂料前三企业广告费率（%）



数据来源：各公司公告，财通证券研究所

广告投放平台均为知名频道，保证宣传力度和广度。21 世纪之前，电视机逐渐普及及流行，宣伟广告主要借力于此，在黄金时段投放广告提升消费者对品牌的认知；而 21 世纪以来，电视广告种类繁多、家喻户晓，因此宣伟通过与美国知名媒体公司合作广告继续加强品牌影响力，如 FOX、ESPN、HGTV、TBS 等，均为美国收视率排名前列的电视频道。宣伟锁定知名媒体，并对流媒体进行渗透，广泛受众与高收视率为品牌宣传的广度和力度提供支撑。

表2.2020-2021 年有线电视收视情况排名前 7 中，宣伟与大部分均有广告合作

| 针对成人（18-49 岁） |          |                    | 针对全年龄段观众 |          |                     |
|---------------|----------|--------------------|----------|----------|---------------------|
| 排名            | 媒体       | 2020-2021 年收视户数（万） | 排名       | 媒体       | 2020-2021 年收视户数（百万） |
| 1             | ESPN     | 68.7               | 1        | FOX news | 2.95                |
| 2             | TNT      | 40.4               | 2        | MSNBC    | 2.14                |
| 3             | TBS      | 40.3               | 3        | CNN      | 1.86                |
| 4             | CNN      | 38.4               | 4        | ESPN     | 1.79                |
| 5             | FOX news | 33.9               | 5        | Hallmark | 1.31                |
| 6             | TLC      | 33.2               | 6        | HGTV     | 1.3                 |
| 7             | USA      | 31.3               | 7        | TBS      | 1.09                |

数据来源：Nielsen, local cable deals, iSpot, 《Paint & Coatings Industry》，财通证券研究所  
注：标注色块均为宣伟有广告合作的媒体

赞助合作住宅装饰栏目，渗透消费者对重涂的认知。21 世纪以来涂料下游消费转向存量市场，宣伟广告也不再局限于仅在广告中展示产品的美观与功能，而更聚焦于对家装改造场景的认知渗透。以公司与 HGTV 的合作为例，HGTV 是美国著名收费网络电视台 Discovery 旗下的家装与居家类电视频道，该频道专注于购房指南、装修设计和真人秀节目，兼顾有线电视与流媒体，截至 2022 年 9 月，HGTV 供超过 7800 万用户使用，在家装市场有着较大影响力。宣伟曾陆续为该频道的住宅拍卖、住宅装饰竞赛、住宅改造等节目赞助涂料产品，以此有效加深消费者在重涂场景下的品牌认知。

图15.宣伟与 HGTV 合作出品的复古风格涂刷宣传片

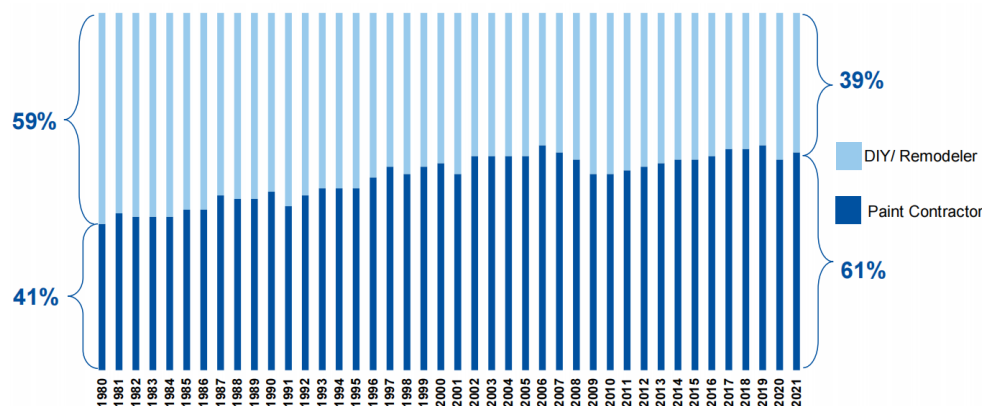


数据来源：HGTV HOME，财通证券研究所

### ● 渠道：从 DIY 到专业承包商，渠道加密铺设

市场 DIY 能力下降，专业承包商成为涂料下游主要客户。根据宣伟报告披露，1980 年到 2021 年，DIY 客户销售规模占比由 59%下降至 39%，专业承包商逐渐对 DIY 模式形成替代和超越。这一阶段，涂料销售渠道发生深刻变革，专业承包商的销售优势为未来存量时代的行业发展奠定了基础。

图16.美国建筑涂料下游客户结构



数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

我们认为美国建筑涂料市场中专业承包商占比提升有以下几方面原因：



**社会经济水平和居民闲暇时间的影响:**随着美国经济向好,人均可支配收入提升、失业率下降,这一时期消费者消费能力不断提高、双职工家庭比例越来越高、闲暇时间减少,更愿意支付金钱雇佣专业承包商以节省时间,推动 DIY 比例下降。

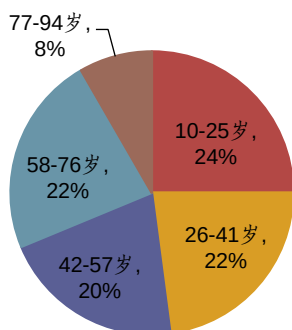
图17.美国 20 世纪 80 年代后失业率呈下降趋势



数据来源: wind, 财通证券研究所

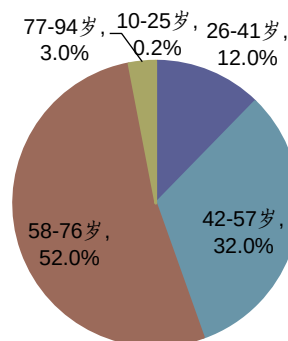
**社会年龄结构和消费者群体的影响:**人口结构的演变是下游装修方式变化的另一因素,据 Statista 数据,在美国住房改造业主中,58 岁以上人群占比约 55%,42-57 岁人群占比约 32%,58 岁以上人群所住的房屋房龄较大、居住年限久,除基本翻修外可能还需要适老化改造,从而产生了大量重涂需求,因此美国 58 岁以上人群是房屋重刷的主要消费者。然而,这类人群年龄较大不方便 DIY,加上有一定财富积累,更倾向于雇佣专业承包商。随着“婴儿潮”一代进入退休年龄,美国人口老龄化趋势逐渐显现。根据中国社会科学院美国研究所社会文化研究室 2018 年的预测,预计到 2030 年,美国 65 岁及以上人口占美国总人口的比例将超过 20%,2060 年将达到 24%,美国将进入超老龄化社会,因此雇佣专业承包商的比例很可能逐年上升。

图18.2022 年美国人口结构中 42 岁以上人口占比过半



数据来源: 宣伟公告, 财通证券研究所

图19.2020 年美国住房改造业主年龄以 58-76 岁为主



数据来源: 中国社会科学院美国研究所, 财通证券研究所

**消费者对专业承包商的技术依赖提升:**相较于 DIY 模式,专业承包商能提供更加标准、完善的服务,在消费者对墙面功能的追求不断提升的背景下,专业承包商的优势有所凸显。一方面,不同的内墙材质需要不同的涂料和工序才能发挥出较



好的防水、防霉等功能，而过去 DIY 模式下施工较为简略，涂刷墙面的功能性和后续维修难以得到保障；然而，专业承包商提供包工包料业务，多数承包商还会提供几年的保修期，更能够保证施工质量和施工效率，使业主更加放心。另一方面，近几年美观、特别的艺术涂料在美国流行起来，其需要专业工人特殊的涂刷工艺才能呈现较好的效果，因此随着艺术涂料渗透率的提高，消费者对专业承包商越发青睐。

随下游客户结构中专业承包商占比提升，美国建筑涂料直营门店渠道愈发重要，预计未来专业承包商模式不断巩固，与直营渠道一同稳定发展。在专业承包商占比不断提升的背景下，市场上形成了以直营门店为主流、大型零售卖场和经销商渠道为辅的模式，根据 Paints & Coatings Industry 2022 年 8 月的估计，美国涂料下游销售渠道中品牌直营店占比约 50%。在如今的专业承包商占比提升的背景下，涂料直营店与专业承包商渠道发展形成正向循环。涂料直营店对专业承包商提供技术培训、潮流引导，从而使专业承包商更好地完成包工包料业务，同时在优质产品服务的支持下，专业承包商通过长期合作来把握消费者的审美偏好与需求，从而与下游消费者实现绑定，进一步巩固市场份额，为涂料品牌直营店带来盈利。

图20.未来专业承包商客户群体与直营门店渠道有望继续发展

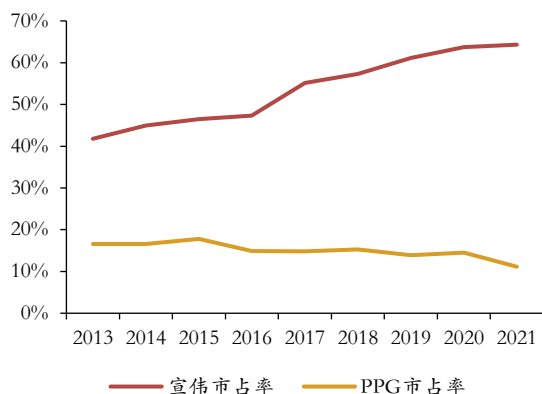


数据来源：涂界，财通证券研究所

## 2 行业掘金：内生增长外延并购，铸百年品牌

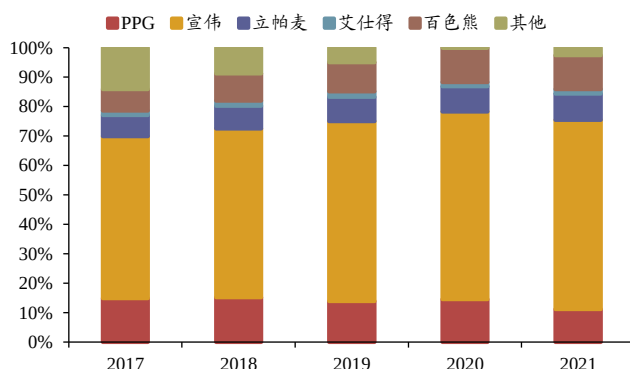
自 20 世纪末以来，美国建筑涂料市场竞争格局趋稳，龙头集中度呈现不断提升的趋势。宣伟作为建筑涂料龙头，其北美市场份额从 2013 年的 42% 提升到 2021 年的 64%，同时工业涂料龙头 PPG 在建筑涂料领域也有所作为，其北美市场份额于 2013-2020 年稳定在 15-20%，随着宣伟的持续突破 PPG 北美建涂份额存在下降趋势。

图21.宣伟在美国建筑涂料市占率持续提升



数据来源：宣伟、PPG 公告，bloomberg，财通证券研究所

图22.2017-2021 年北美地区建筑涂料竞争格局稳定



数据来源：各公司公告，涂界，bloomberg，财通证券研究所

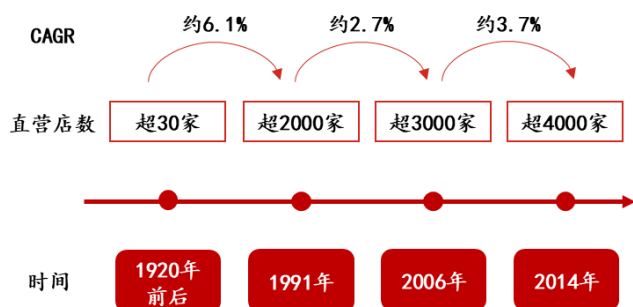
## 2.1 宣伟：渠道+品牌铸就北美建涂龙头

宣伟提升市场份额的方式主要为内部量价齐升+对外兼并扩张：

### (1) 深耕渠道，持续拓店带动销售提量

直营店布局加密是涂料品牌份额提升的一大动力。自 20 世纪初首创直营店模式后的一百多年以来，宣伟不断增加直营门店数量，从 1920 年前后的 30 多家直营门店提升至 1991 年的超过 2000 家门店。20 世纪末以来拓店速度略有放缓，但美洲地区仍基本保持直营门店总数正增加。截至 2022 年，宣伟品牌直营店网络布局全美，美洲集团拥有 4931 家直营店，实现了每 50 英里都有一家宣伟直营店的布局。

图23.宣伟建立以来美洲地区直营店增长历程



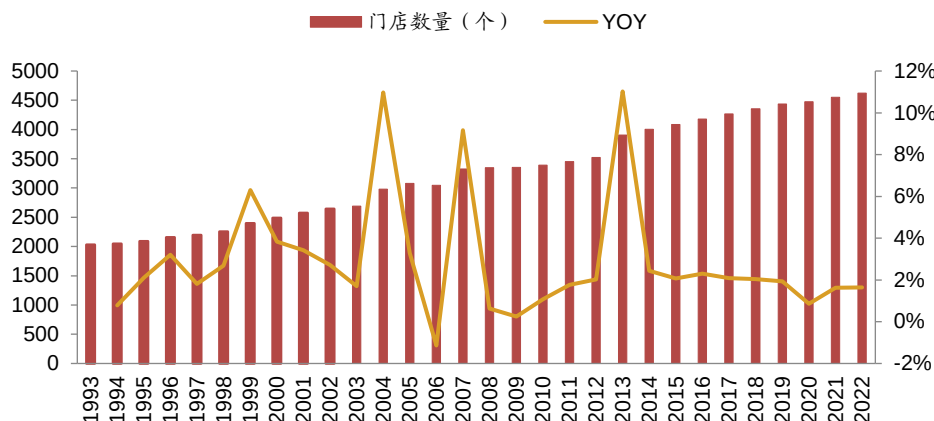
数据来源：宣伟官网，财通证券研究所

图24.2022 年宣伟美洲门店布局



数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

图25.1993年以来宣伟北美地区门店数量持续提升

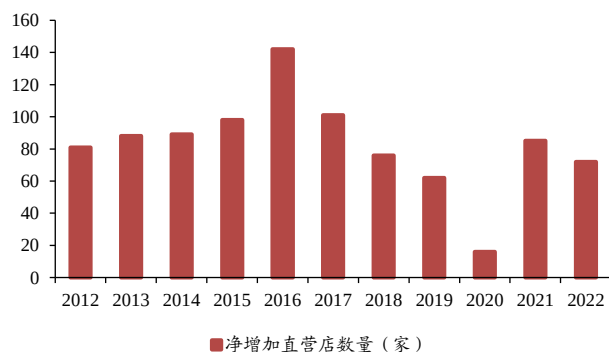


数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

**早期门店布局建立先发优势，为份额提升铺垫基础。**宣伟直营店布局时间较早、速度较快，由此能够建立渠道壁垒，主要是由于：1) 先发布局有利于更早期地和专业承包商建立合作，并通过品牌优质的产品服务来培养其购买习惯，从而形成更稳固的合作关系，促进销售额逐步放量；2) 较早布局门店有机会抢占较有利的位置，且创新的直营店模式与宣伟品牌形象相辅相成，加深消费者认知，从而增加其它企业的渠道复制成本。

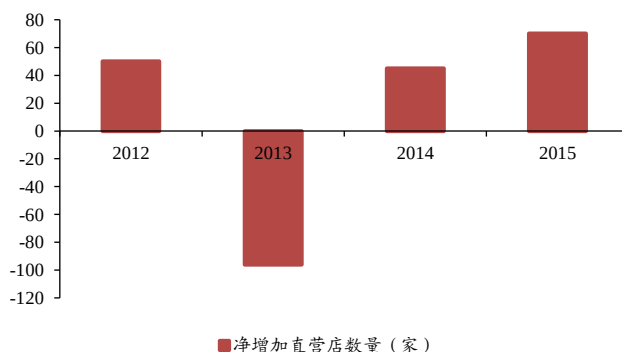
**后期渠道持续扩张，规模优势逐渐凸显。**对比宣伟与北美建筑涂料市场份额第二的PPG的渠道扩张情况，根据PPG年报披露，2012-2015年其年均净增加全球门店数为17家左右，宣伟同期全球直营门店年均净增加约89家，可见宣伟聚焦建筑涂料赛道，门店增速更快。在此渠道扩张策略下，宣伟/PPG在美国建涂市场的市占率2012-2016年CAGR分别为5.4%/-4.7%，宣伟渠道规模带来的市占率提升优势尽显。

图26.2012-2022年宣伟全球门店数净增加(不考虑收购)



数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

图27.2012-2015年PPG全球门店净增加(不考虑收购)

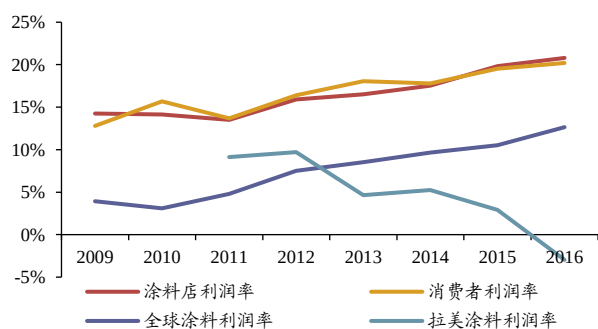


数据来源：PPG公告，财通证券研究所；注：PPG年报中仅有该4个年份对建筑涂料门店数进行披露

**同时直营模式下品牌把控力强，盈利更具优势。**直营店模式下宣伟盈利能力更强，主要是由于1) 品牌可与消费者直接对接，提高信息传递链效率，从而对终端价格

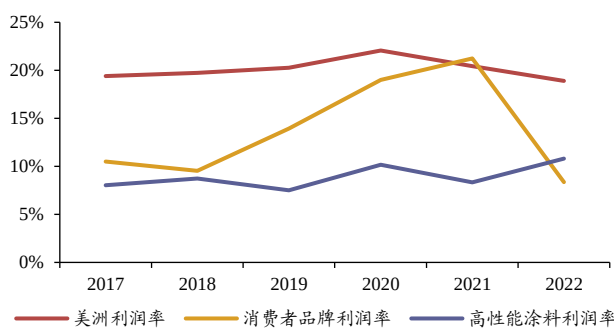
有更强的把控能力；2) 宣伟向直营店直接供货，减少其他业态下铺设渠道的花费（如大型商场的进场费），从而达成降本增效的目的。宣伟 2017 年前后业务拆分口径有所不同，其中涂料店业务与美洲业务均以直营店业态为主，对比可见直营店业务利润率在各项业务中较高，且除 2020-2022 年受经济环境走弱、原材料成本大幅上升影响利润率有所降低，其余年份均呈现提升趋势。

图28.2009-2016年宣伟涂料店业务收入最多且盈利稳定



数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

图29.2017年后宣伟美洲涂料利润率维持高位



数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

## (2) 增效提质，产品+服务助力品牌溢价

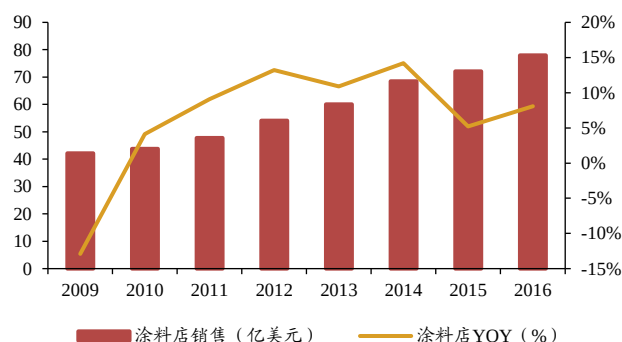
美洲涂料业务提供宣伟最主要收入且绝对额持续提升。宣伟 2017 年前后披露口径有所变化：2017 年以前，公司以涂料店/消费者/拉美涂料/全球涂料口径披露；2017 年及以后，公司以美洲集团/消费者品牌/高性能涂料口径披露。我们认为 2017 年之前将涂料店与拉美涂料分部合并可近似视为最新的美洲业务口径，美洲业务占比自 2009 年以来均在 50% 以上，为公司提供最主要收入。同时，该业务收入绝对值持续增长，除部分年度受益于收购兼并带来的规模提升外，其余年度主要是由于销量和销售价格的提升。

表3.宣伟 2017 年前后披露口径略有不同

| 时间        | 业务    | 销售地区        | 销售内容           | 渠道形式  | 销售收入<br>5 年 CAGR |
|-----------|-------|-------------|----------------|-------|------------------|
| 2017 年以前  | 涂料店   | 北美地区        | 建筑涂料等          | 直营店为主 | 9.5%             |
|           | 消费者   | 北美、欧洲等地区    | 定制涂料组合         | 零售商   | 4.6%             |
|           | 全球涂料  | 全球 100 多个国家 | 工业涂料等          | -     | -0.9%            |
|           | 拉美涂料  | 拉丁美洲地区      | 建筑涂料、工业涂料等     | 直营店为主 | -8.5%            |
| 2017 年及以后 | 美洲集团  | 美洲地区        | 建筑涂料、工业涂料（拉美）等 | 直营店为主 | 7.2%             |
|           | 消费者品牌 | 北美、欧洲、中国等地区 | 定制涂料组合         | 零售商   | -0.4%            |
|           | 高性能涂料 | 全球 100 多个国家 | 工业涂料等          | -     | 7.1%             |

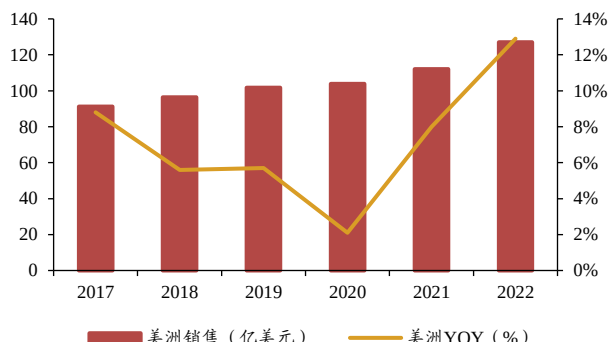
数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

图30.2009-2016 年宣伟涂料店业务收入突出盈利稳定



数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

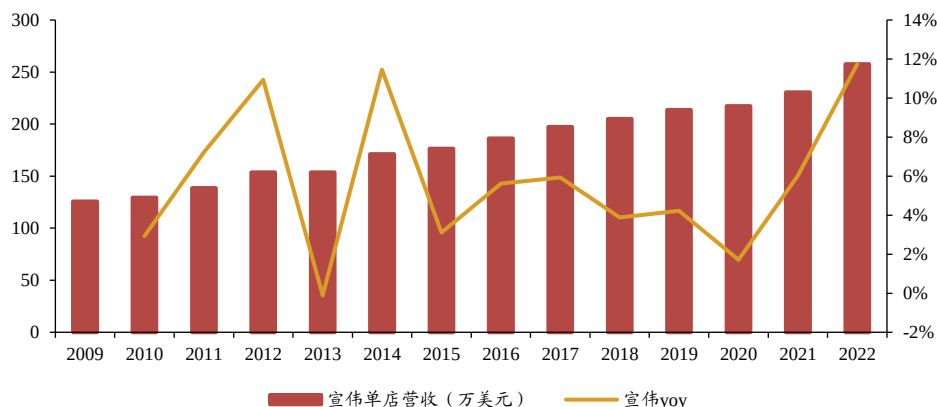
图31.2017 年后美洲涂料业务收入持续增长



数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

宣伟单店销售收入持续提升，价值量不断增加。单店收入体现了企业门店销售水平，截止 2022 年，宣伟直营店单店营收突破 250 万美元，2017-2022 年五年 CAGR 达 5.5%。

图32.宣伟单店收入持续上升



数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

注：09-16 年采用 paint stores 分部营收计算，17 年及以后采用 The Americas Group 分部营收计算

宣伟之所以能够保持价值量提升趋势，主要基于以下因素：

不断提升产品竞争力，优质产品是品牌溢价的基础。涂料作为低频消费品，如今技术已经较为成熟，并不存在过高的技术壁垒。而宣伟的产品优势在于长期坚持高品质特征并契合消费者需求，可体现在以下方面：1) 环保：宣伟创立 150 多年，一直将环境标准放在首位，主要内外墙漆产品均达到 MPI Green Performance 标准，并采用 SuperPaint 等空气净化技术进一步降低 VOC 浓度；2) 色彩：宣伟有超 1700 种色彩选择，其中 1500 种可使用宣伟开发的手机应用 ColorSnap Visualizer，通过 AR 技术映射到墙壁上实现可视化，从而便于选择；3) 创新：在已有丰富 SKU 的基础上，公司持续进行技术创新，已连续 11 年推出两位数的新产品。



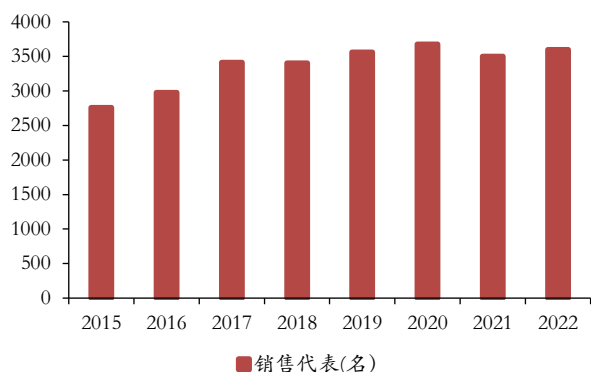
图33.宣伟持续推出新技术为产品更新迭代



数据来源：宣伟官网，财通证券研究所

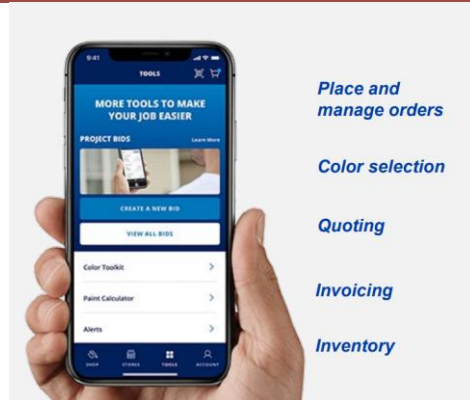
提供各项专业服务，服务增强品牌溢价。一方面，宣伟具有庞大的直营店网络，直营模式下宣伟配备专业的自有人员，依托于专业服务人员，宣伟有色彩设计建议、设备维护修理、涂刷工人培训等多项服务。另一方面，宣伟积极开展线上渠道，消费者可通过宣伟开发的 PRO+手机应用浏览商品，并根据自身需求输入涂料所需面积、用途生成预估价格，为产品购买提供参考。各渠道下的专业服务或直接提高客单价，或培养用户习惯增强消费粘性，均对品牌溢价有所贡献。

图34.宣伟美洲销售代表超 3000 名



数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

图35.宣伟手机应用 PRO+为线上客户提供便利



数据来源：宣伟官网，财通证券研究所

常年保持客户优质口碑，品牌溢价持续兑现。在优质产品与专业服务的加持下，宣伟涂料客户满意度常年名列前茅。根据美国 J.D.Power 涂料满意度的调查，在基于应用、持久性、供应以及价格四个维度，对客户对线下线上店、企业员工服务、商品以及价格体验的调查下，宣伟各项涂料产品排名前三。宣伟客户追踪调查数据亦可验证其消费者忠诚度，2022 年有 97% 的客户表示会再次购买，95% 的客户表示会推荐他人购买。消费者的满意度和忠诚度是优质口碑的体现，在口碑支撑下品牌溢价有持续兑现的空间。

表4.J.D.Power 客户满意度调查宣伟名列前茅

| 年份   | 内墙涂料排名 | 外墙涂料排名 | 外墙着色剂排名 | 涂料零售商排名 |
|------|--------|--------|---------|---------|
| 2016 | 1      | 1      | 2       | 1       |

|      |   |   |   |   |
|------|---|---|---|---|
| 2017 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 2018 | 6 | 1 | 2 | 2 |
| 2019 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 2020 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 2021 | 4 | 1 | 1 | 1 |
| 2022 | 2 | 1 | 1 | 3 |

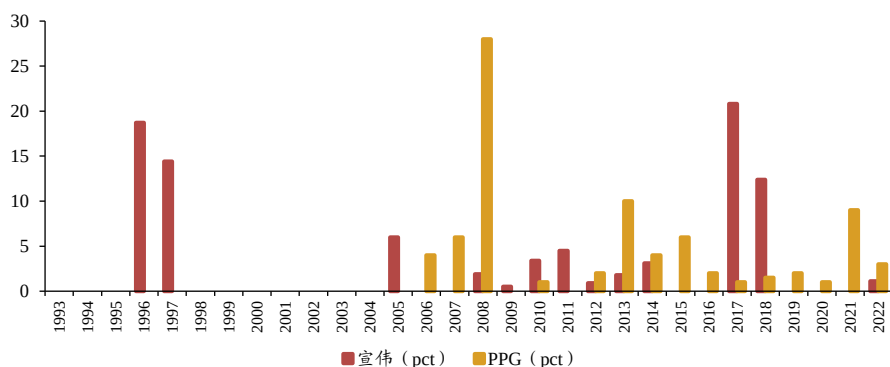
数据来源: J.D.Power 官网, 财通证券研究所

### (3) 收购兼并, 对外快速实现规模扩张

20 世纪末以来建筑涂料行业增速趋稳, 龙头公司集中度提升的手段逐渐从内生成长转向外生并购为主。当前美国房地产和涂料行业均处于成熟期, 本土涂料企业市场集中度呈稳定格局, 因此, 资金充足的涂料龙头企业通过不断收购与主业直接增强或者相辅的涂料公司来提升市占率。

涂料龙头进行收并购实现全球扩张, 全球涂料市场集中度提升。自 2008 年至今, 宣伟发生全球范围内的涂料相关产业收并购近 20 桩, PPG 发生全球范围内的涂料相关产业收并购近 30 桩, 几乎每年收入增长中都有一部分由收并购贡献。2017-2023 年全球涂料企业 CR10 份额由 31.2% 提升至 41.5% (建筑涂料+工业涂料全口径), 其中排名前二的两家企业宣伟/PPG 2022 年市占率分别为 10.4%/8.3%, 全球化扩张成效显著。

图36.收购业务对宣伟和 PPG 收入增长率带来一定贡献



数据来源: 宣伟、PPG 公告, 财通证券研究所

表5.全球建筑涂料市场宣伟市占率排名第一

|        | 成立时间 | 2020   | 2021   | 2022   |
|--------|------|--------|--------|--------|
| 宣伟     | 1866 | 11.02% | 13.82% | 14.41% |
| PPG    | 1883 | 5.74%  | 5.85%  | 5.50%  |
| 立邦     | 1881 | 3.58%  | 5.02%  | 5.30%  |
| 阿克苏诺贝尔 | 1792 | 4.37%  | 4.51%  | 4.34%  |
| 亚洲涂料   | 1942 | 2.55%  | 2.59%  | 3.03%  |
| 百色熊    | 1947 | 2.19%  | 2.61%  | 2.75%  |

|       |      |        |        |        |
|-------|------|--------|--------|--------|
| 立帕麦   | 1947 | 1.64%  | 1.66%  | 1.79%  |
| 三棵树   | 2003 | 0.80%  | 1.10%  | 1.25%  |
| 本杰明摩尔 | 1883 | 0.96%  | 0.99%  | 0.98%  |
| 其他    |      | 67.15% | 61.85% | 60.65% |

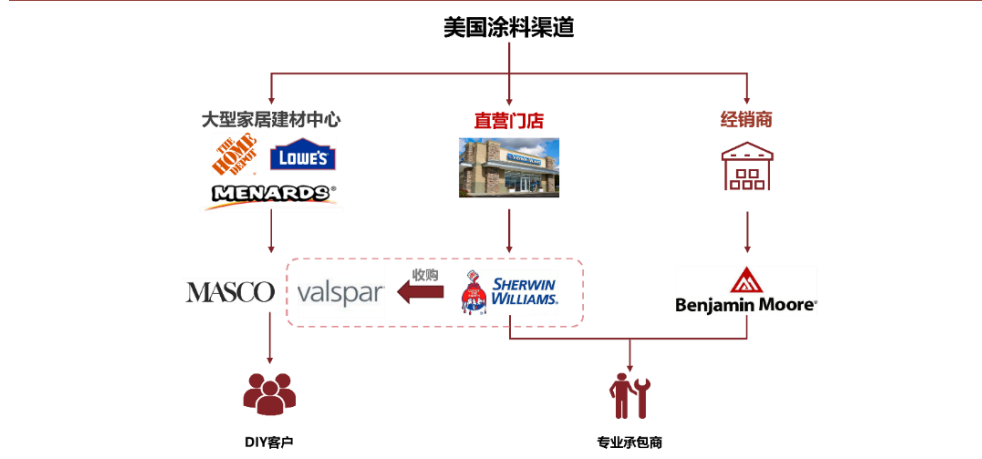
数据来源：涂界，财通证券研究所

宣伟历年收并购使其在规模不断提升的同时实现业务多元化扩张，总体呈现两大特点：

### ● 渠道多元化覆盖

从直营业态扩展至零售卖场，强强联合覆盖主流渠道。长期以来宣伟已在专业承包商客户中深耕出自身壁垒，而 DIY 客户对应的大卖场渠道却鲜有涉及。由于各大家居建材零售卖场往往只各有 2-3 家核心涂料供应商，因此以收购来扩展该渠道较为便利。2017 年宣伟收购威士伯，威士伯涂料即为欧美知名大卖场劳式的独家涂料供应商，宣伟因此实现对大型商城渠道 DIY 客户的进一步覆盖。2021 年宣伟自营门店渠道销售占比达 75%，零售卖场占比为 25%，渠道占比与市场发展情况相适应。同时，该笔收购使宣伟的规模产生明显提升，2017 年之前宣伟位列全球第二大规模涂料企业，威士伯位列全球第五，完成收购后 2017 年宣伟合并收入达到 149.8 亿美元，合并总收入首度超越 PPG 而成为全球第一。

图37.宣伟通过收并购完成渠道的多元化覆盖

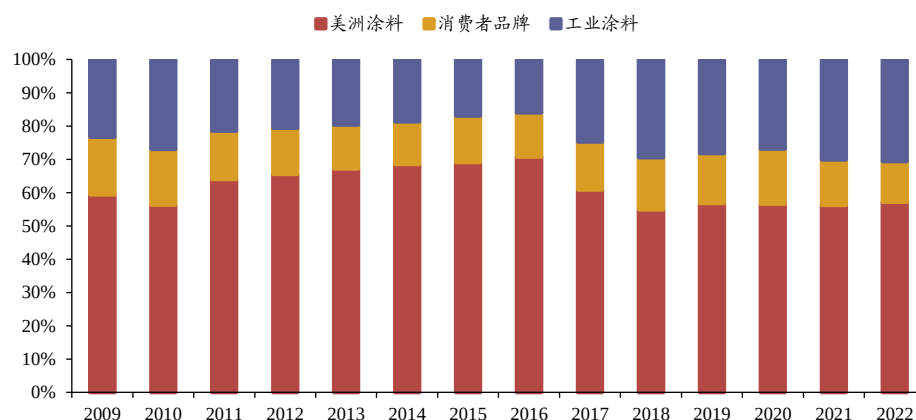


数据来源：劳氏公告，财通证券研究所

### ● 品类多元化外延

由建筑涂料主业向工业涂料延伸，发展空间广阔。尽管公司始终以建筑涂料为主业，而在建筑涂料市场格局逐渐稳定的背景下，其工业涂料业务也在不断发力。2016 年之前公司建筑涂料业务增长相对更快，涂料店分部与全球涂料分部 2011-2016 五年 CAGR 分别为 8%/-1%；而 2017 年之后工业涂料规模起量，美洲涂料与高性能涂料分部 2017-2022 五年 CAGR 均为 6%。

图38.公司近几年工业涂料业务占比逐渐提升



数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

表6.宣伟历年收购包含渠道与品类的外延，且近几年多为工业涂料收购

| 收购年份 | 被收购主体                                  | 收入规模(亿美元)     | 标的公司总部 | 主营业务              | 备注                                                                              |
|------|----------------------------------------|---------------|--------|-------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| 2008 | Inchem                                 | 0.3 (2007 年)  | 新加坡    | 木器涂料、塑胶涂料         | Inchem 产品同时供应出口及国内市场，在中国越南和马来西亚设有制造工厂和销售部门，并在亚洲其他国家设有 15 个经销商。                  |
| 2009 | Euronavy                               | -             | 葡萄牙    | 船舶涂料、工业防腐涂料       | Euronavy 可协助宣伟涂料防腐和船舶涂料业务进一步实现全球性增长。                                            |
| 2010 | Sayerlack                              | 1.47 (2009 年) | 意大利    | 木器涂料              | Sayerlack 在聚氨酯、水基和 UV 涂料等领域具有技术优势，在西欧市场位列行业 3 强，业务范围覆盖东欧、亚洲及北美地区。               |
| 2010 | Becker Acroma                          | -             | 瑞典     | 木器涂料              | Becker Acroma 业务遍及瑞典、丹麦、挪威、德国、俄罗斯、中国越南等 40 多个国家及地区，在环保的水性、UV 涂料领域处于业界领先地位。      |
| 2011 | Leighs                                 | -             | 英国     | 防腐涂料、防火涂料、船舶涂料    | Leighs 在英国、德国、加拿大、印度、阿拉伯联合酋长国都有销售和技术支持中心。                                       |
| 2012 | Comex                                  | 14 (2021 年)   | 墨西哥    | 建筑用涂料             | Comex 通过全墨西哥范围的 3300 个网点进行销售，在美国有 240 家直营涂料店，在加拿大有 78 家直营涂料店和约 1500 个独立油漆经销商。   |
| 2012 | 普兰纳                                    | -             | 中国     | 汽车漆料、塑料用漆、风电叶片涂料  | 普兰纳涂料协助宣伟扩张中国汽车漆市场，其品牌包括普兰纳 LANET、蓝丽 RUNNING、康丽莱 CONELY、东方龙 DFL 等。              |
| 2017 | Valspar                                | 43 (2005 年)   | 美国     | 工业涂料、建筑涂料、包装涂料    | 宣伟和威士伯在涂料产品方面有很强的互补性，渠道整合巩固了宣伟作为全球领先的涂料供应商的地位。                                  |
| 2021 | Tennant Company 的涂料业务 Tennant Coatings | 0.22 (2020 年) | 美国     | 室内外涂料             | Tennant Coatings 在截至 2020 年 9 月 30 日的过去 12 个月中，涂料业务的销售额为 2210 万美元，占其总销售额的 2.2%。 |
| 2021 | Specialty Polymers                     | 1.12 (2020 年) | 美国     | 水性聚合物             | Specialty Polymers 是水性聚合物的领先制造商和开发商，此次收购后特种聚合物将增加宣伟现有的内部树脂制造能力。                 |
| 2022 | ICA                                    | 1.6 (2021 年)  | 意大利    | 木器涂料              | ICA 集团的收购为宣伟带来了创新的水性和溶剂型液体涂料技术，包括屡获殊荣的超哑光保护涂料系列和不断增长的 BIO 水性涂料产品组合。             |
| 2022 | AquaSurTech                            | -             | 加拿大    | 乙烯基/PVC 建筑产品、环保涂料 | AquaSurTech 专注于乙烯基/PVC 建筑产品行业的耐用、环保涂料，该行业是增长最快的细分市场之一。                          |
| 2022 | Sika 公司欧洲工业涂料业务                        | 0.82 (2020 年) | 瑞士     | 欧洲工业涂料            | 对 Sika 欧洲工业涂料的收购进一步增加宣伟在欧洲的技术、销售和营销团队、服务能力、战略性本土化制造能力等。                         |
| 2022 | Gross&PerthunGmbH                      | 0.5 (2021 年)  | 德国     | 重型设备、运输行业         | 该公司收购后为宣伟带来创新的水性和溶剂型液体涂料技术。                                                     |
| 2022 | Dur-A-Flex                             | -             | 美国     | 无缝地板和墙壁系统         | Dur-A-Flex 在地板行业拥有超过 55 年的经验。                                                   |

谨请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

22



|      |        |                  |    |                |                                          |
|------|--------|------------------|----|----------------|------------------------------------------|
| 2022 | SIC 控股 | 0.92<br>(2021 年) | 德国 | 工业涂料、建筑涂料、薄膜涂料 | SIC 的产品包括特制和创新的薄膜涂料，协助宣伟进入未曾涉及的一个相邻增长市场。 |
|------|--------|------------------|----|----------------|------------------------------------------|

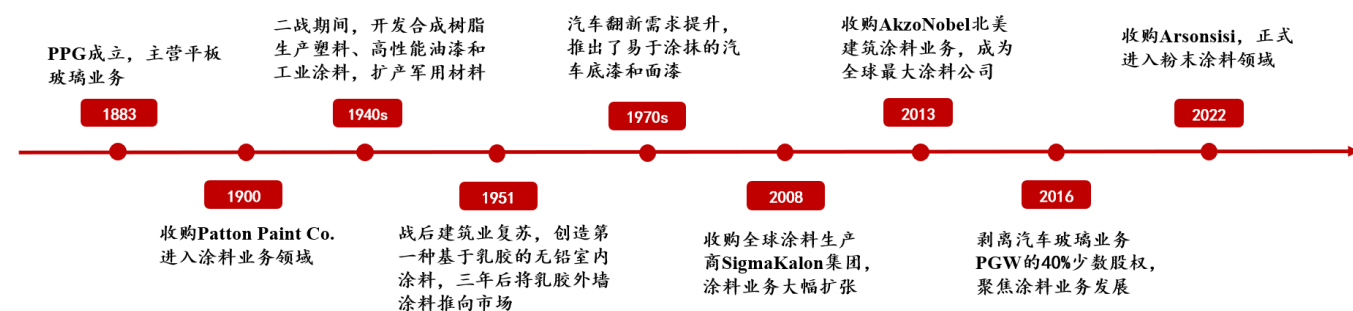
数据来源：宣伟公告，财通证券研究所

## 2.2 PPG：并购为主、渠道多元，老牌涂企行稳致远

PPG 是全球领先的涂料、油漆产品以及特种材料供应商，成立于 1883 年，以平板玻璃生产业务起家，前十年高速发展。由于涂料与玻璃分销渠道相同，公司于 1900 年收购 Patton Paint Co. 进入涂料业务领域。1940 年代二战期间，PPG 开发合成树脂生产塑料、高性能油漆和工业涂料，从而扩产军用材料，并在 1950 年代战后繁荣时期顺势推出建筑涂料，以迎合房屋建筑市场复苏。1970 年代汽车修理与翻新需求激增，PPG 的 Ditzler 公司推出易于涂抹的汽车底漆和面漆，在汽车涂料业务方面更进一步。1980 年代则不断通过收并购提升市占率，在工业、建筑、汽车、航空航天以及包装涂料业务方面扩大公司规模与影响力。

收并购调整业务布局，聚焦优化主营发展。PPG 涂料业务并持续高速发展始于 2008 年，因收购全球涂料生产商 SigmaKalon 集团，公司建筑涂料、防护和船舶涂料以及工业涂料业务大幅扩张，并进行全球布局战略。2013 年剥离了氯碱和衍生品业务，同年收购了 AkzoNobel 的北美建筑涂料业务，进一步扩大客户范围，两项大规模收购使得 PPG 一跃成为全球最大的涂料公司。2016 年持续精简业务，剥离了匹兹堡汽车玻璃业务 PGW 的 40% 少数股权，聚焦油漆、涂料和特种材料领域市场发展。

图39.深耕建筑工业涂料业务，不断收并购扩大规模



数据来源：PPG 官网，财通证券研究所

表7.PPG 通过收购拓展渠道和业务范围

| 收购年份 | 被收购主体        | 标的公司总部 | 主营业务             | 备注                         |
|------|--------------|--------|------------------|----------------------------|
| 2006 | Spectra-Tone | 美国     | 建筑涂料             | 加强美国西部的建筑涂料业务。             |
| 2006 | Protec       | 澳洲、新西兰 | 汽车修补涂料、轻工业和高性能涂料 | 巩固 PPG 在澳大利亚和新西兰工业涂料领导者的地位 |
| 2006 | Sunpool 部分资产 | 中国     | 建筑、高性能涂料         | 提高 PPG 在中国的建设和高性能涂料分销和制造能力 |



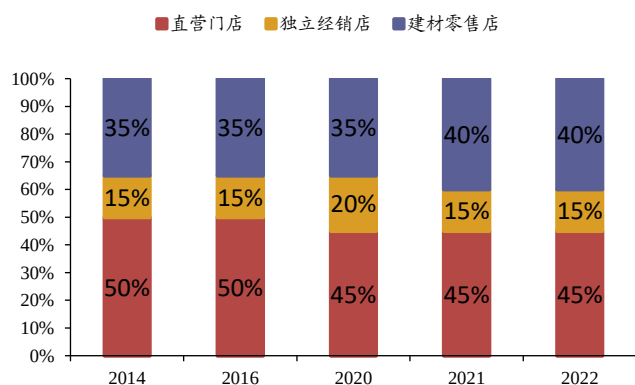
|      |                            |      |                |                                                                   |
|------|----------------------------|------|----------------|-------------------------------------------------------------------|
| 2006 | Ameron 涂料业务                | 美国   | 高性能涂料          | 将 PPG 的防护涂料业务扩展到欧洲和澳大利亚，参与船舶涂料市场                                  |
| 2007 | Barloworld                 | 澳大利亚 | 建筑和装饰涂料        | 开拓澳大利亚细分市场和渠道                                                     |
| 2007 | Champion                   | 美国   | 防护和船舶涂料        | 加强在防护和船舶涂料领域的影响力                                                  |
| 2007 | Renner Sayerlack 建筑、工业涂料业务 | 美国   | 建筑、工业、木器涂料     | 扩大在拉丁美洲的建筑和行业涂料业务                                                 |
| 2008 | Bonny 汽车修补漆业务              | 中国   | 汽车修补涂料         | 作为 PPG 的间接子公司运营，巩固 PPG 在中国汽车修补涂料行业的领导地位                           |
| 2008 | Vanex                      | 美国   | 水性工业涂料         | 扩大 PPG TrueFinish 工业涂料业务的能力和技术                                    |
| 2009 | SigmaKalon                 | 荷兰   | 建筑、工业、防护与船舶涂料  | 拓展欧洲渠道，该公司在欧洲和其他市场拥有 22 家制造厂，以及约 500 家自有商店和约 3000 家独立批发商渠道来销售建筑涂料 |
| 2010 | 百润化工                       | 中国   | 包装涂料           | 巩固 PPG 在中国和亚洲包装涂料行业的领导地位，百润包装涂料两大领域 MAT 以及 LCG 提升了 PPG 在食品饮料罐领域实力 |
| 2011 | Dyrup                      | 丹麦   | 建筑涂料、木材涂料      | 收购 Dyrup 将扩大 PPG 在欧洲的建筑涂料业务                                       |
| 2011 | Colpisa                    | 哥伦比亚 | 汽车 OEM、工业和建筑涂料 | PPG 将成为唯一一家在哥伦比亚有直接汽车 OEM 制造业务的全球主要涂料供应商                          |
| 2012 | spraylat                   | 美国   | 建筑、工业、汽车喷涂涂料   | 提升了 PPG 工业涂料业务在液体涂料和粉末涂料方面的能力                                     |
| 2013 | AkzoNobel 北美建涂业务           | 荷兰   | 建筑涂料           | PPG 北美建筑涂料的产量增加了一倍多，扩展北美渠道，公司北美门店网络扩大到约 1000 家                    |
| 2014 | Comex                      | 墨西哥  | 建筑、工业涂料        | 发展墨西哥业务                                                           |
| 2014 | Canal Supplies Inc.        | 巴拿马  | 防护与船舶涂料        | 发展中美洲客户                                                           |
| 2014 | Masterwork                 | 美国   | 建筑涂料           | 拓渠道，拥有在宾夕法尼亚州西部、俄亥俄州和纽约州的 13 家门店网络                                |
| 2014 | Hi-Temp                    | 美国   | 耐高温绝缘涂料        | PPG 拓宽石化领域带来增长机会，Hi-Temp 能将绝缘下腐蚀涂料组合与 PPG 的传统产品组合相结合              |
| 2015 | LJF 的 Sealants 业务          | 法国   | 航天和汽车密封剂及粘合剂业务 | 扩大航空航天和汽车领域密封剂和粘合剂供应范围                                            |
| 2015 | Consorcio Latinoamericano  | 美国   | 涂料店            | 扩大中美洲渠道，拥有其在中美洲 57 家油漆店                                           |
| 2015 | Flood                      | 澳大利亚 | 特种木材染色剂和涂料添加剂  | 扩大其建筑涂料和涂料产品，拓展澳大利亚业务                                             |
| 2017 | 福田新石                       | 中国   | 汽车装饰涂料         | 提升 PPG 在中国汽车涂料市场中的地位                                              |
| 2019 | Hemmellath                 | 德国   | 汽车涂料           | 加强 PPG 的汽车涂料产品，实现技术和产线协同                                          |
| 2020 | Ennis-Flint                | 美国   | 交通涂料           | 该公司在全球拥有约 1000 名员工，拓展美国、欧洲、南美、澳大利亚和亚洲拥有制造设施网络                     |
| 2020 | ICR                        | 意大利  | 轻工业、汽车涂料       | ICR 拥有约 180 名员工，拓展欧洲、非洲、中东、美国和拉丁美洲的 70 多国渠道                       |
| 2020 | Alpha 涂料科技                 | 美国   | 轻工业粉末涂料        | 阿尔法公司成立于 2000 年，专注于轻工业应用粉末涂料的开发、制造和销售                             |
| 2021 | Tikkurila                  | 芬兰   | 工业涂料、装饰涂料      | Tikkurila 可利用与 PPG 互补的地理范围和强大的装饰品牌推动未来增长                          |
| 2021 | VersaFlex                  | 美国   | 工业、基础设施涂料      | 扩大 PPG 现有产品供应，实现技术协同                                              |
| 2021 | Cetelon                    | 德国   | 汽车涂料           | 进一步发展现有的涂料产品组合、液体和粉末涂料技术以及配色能力                                    |
| 2022 | Arsonsisi                  | 意大利  | 工业粉末涂料         | 进入粉末涂料领域，粉末涂料是可持续产品，具有低 VOC 排放、增强耐用性、高转移效率以及在可回收或重复使用的性能          |

数据来源：PPG 官网，财通证券研究所

**PPG 采取直营店及零售卖场主导的多元化渠道模式。**PPG 建筑涂料的线下销售渠道分为直营门店、独立经销商以及建材零售店，2022 年北美三个渠道占比约为

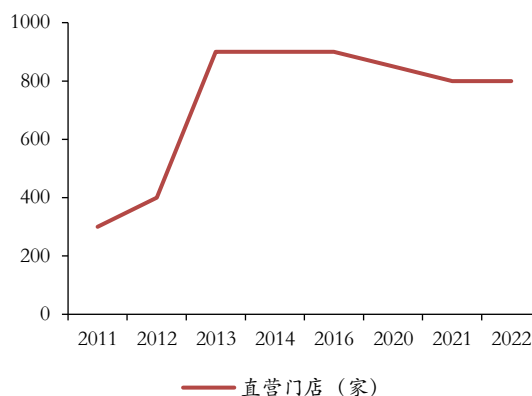
45%/15%/40%。公司的渠道策略为向直营门店与大型零售商主导发展，首先直营门店有更高的专业性与高质量的服务，能够直接对接专业承包商，2011 年-2013 年公司直营门店数量由 300 家增至 900 家，2013 年以来直营店数量稳定在 800-900 家。其次大型零售商直面消费者 DIY 市场，并且在属地覆盖面广，承接零散的用户需求。

图40.PPG 直营占比由 50%下降至 45%



数据来源：PPG 公告，财通证券研究所

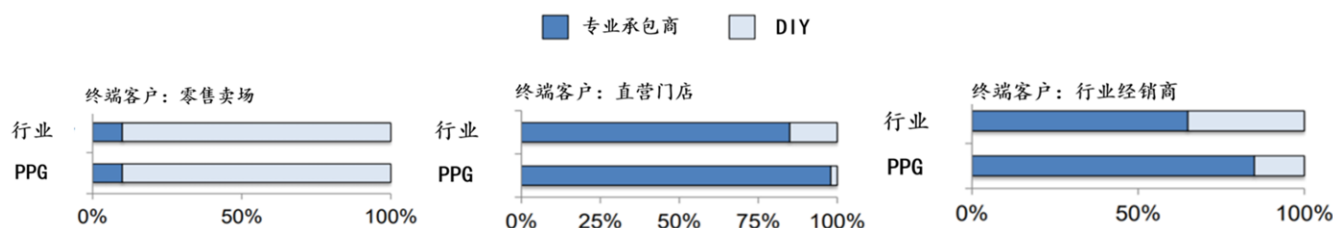
图41.2022 年 PPG 北美门店数量 800 家



数据来源：PPG 公告，财通证券研究所

下游需求转型驱动公司渠道模式改变。PPG 是从玻璃主业通过收购和剥离转型而来，1990 年代依托于原有玻璃分销渠道进行销售，后续 PPG 逐渐提升直营和零售商渠道的比例，实行多元渠道策略。提升直营比例一方面系迎合 DIY 需求占比下行的趋势，另一方面系直营店能够更好的提供服务、打造品牌形象。但 DIY 需求也占据涂料市场一定比例，因此 PPG 也维持家居零售商渠道占比。由于各渠道销售的产品面向的客户不同，公司为不同渠道设置了专供产品。

图42.PPG 直营门店主要针对承包商需求，零售卖场主要承接用户 DIY 需求



数据来源：PPG 公告，财通证券研究所

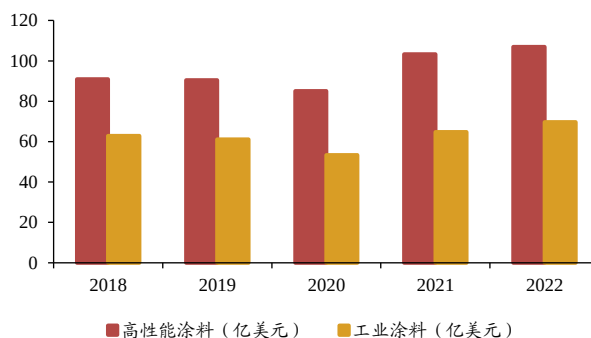
多品类协同发展，产品应用场景广泛。PPG 业务分为高性能涂料以及工业涂料两大类，高性能涂料应用场景包括建筑、航空航天、汽车修补、防护与船舶以及交通解决方案，工业涂料包括汽车 OEM（原始设备制造商）、一般工业、包装以及特种材料。2018-2022 年高性能涂料收入从 90.87 亿美元提升至 106.94 亿美元。

图43.公司涂料产品应用场景广泛



数据来源：PPG 公告，财通证券研究所

图44.2022 年高性能涂料收入 106.94 亿美元



数据来源：PPG 公告，财通证券研究所

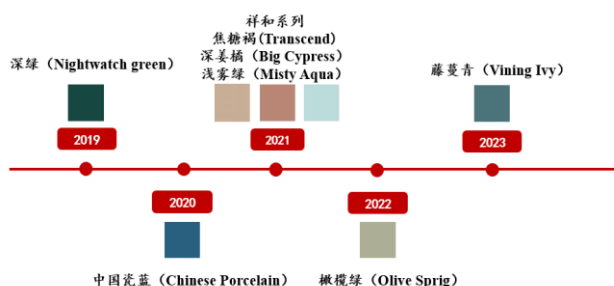
颜色可视化提供便捷性，色彩营销建立品牌记忆点。PPG 涂料色彩丰富，共有 2000 多种颜色可供选择，并提供色彩顾问服务。同时 PPG 开发了 PPG Voice of Color 的颜色可视化软件，可以在线匹配色彩，为用户提供便利。营销方面，PPG 在建筑、工业、汽车、航空航天、消费品和光学等领域都有色彩代表专家，每年基于行业宏观环境、地区文化特色以及用户生活方式等发布色彩趋势指南，如 2023 年发布年度色彩为藤蔓青，引领色彩潮流。

图45.PPG 开发颜色可视化软件 Voice of Color



数据来源：PPG 官网，财通证券研究所

图46.PPG 历年年度色彩



数据来源：PPG 公告，财通证券研究所

### 2.3 赛道佳、涂企兴，内外兼修造龙头之路

综合来看美国建筑涂料竞争格局，根据行业龙头的成长纵观美国涂料行业发展，能够总结出以下特征：

存量场景下涂料消费属性较强，涂料赛道可孕育百年企业。通过对美国地产市场及涂料市场相关性复盘可见，当市场转向存量消费时建筑涂料有较为明确的翻新重涂用途，可定义为低频消费品。因此，长期稳定的下游需求使得涂料企业存在长足的发展机会，可孕育出如宣伟一般的百年龙头企业。

**早期：最初赛道布局决定了后续战略打法。**宣伟最早起家于涂料，占领美国涂料赛道的先发优势，打法主要是先内生增长后外延并购，即先通过直营门店和营销增加品牌力，后续通过收并购一方面增加建筑涂料产能，另一方面进入工业涂料新领域；PPG 起家于玻璃，后拓展至汽车、航空、包装、建筑等涂料领域，从工业延伸至消费，打法主要是先外延并购后内生增长，即先通过收并购进入建筑涂料领域开拓业务，随后建立直营渠道并布局零售卖场从而提升市场份额和品牌力。

**中期：营销与渠道为两大核心要素，共筑涂企品牌力。**我们认为宣伟作为美国建筑涂料的绝对龙头，份额提升、不断取胜的关键在于其长期耕耘下对品牌的塑造，以此构筑涂料生意的壁垒。

品牌塑造的两大核心要素是营销与渠道：1) 营销引领时代潮流：宣伟营销的成功之处在于洞悉消费者深层需求，对消费者房屋涂刷概念进行引导和教育。宣伟长期坚持高广告宣传投入，在美国独栋房屋为主、追求个性装饰的背景下，宣伟巧妙引导消费者对于色彩搭配的关注，并以此作为自身差异化营销点成功构造宣伟的色彩世界；后期营销重点增加存量改造场景，持续渗透消费者对“采用宣伟品牌进行家装改造”的认知。2) 渠道与美国市场相契合：由于美国市场下游为承包商和家庭消费者，而随着经济发展承包商渠道不断占据主流，宣伟开创直营渠道与此趋势相契合，并通过持续拓店保持自身渠道优势；后期国内销售格局逐渐稳定，宣伟又通过收并购不断完善和精细渠道覆盖面，从而进一步占领市场份额。

**后期：并购整合推动集中度提升，助力涂企强者恒强。**20 世纪末以来美国建筑涂料市场格局已逐步发展成熟，在此背景下，持续的收并购推动涂料行业集中度提升，尤其助力资金实力雄厚的龙头涂料企业实现规模协同，强者恒强。宣伟的整合并购历程主要有两类效果，其一是在渠道方面提升密度、加强广度，其二是在品类方面持续外延，由建筑涂料主业过渡至对工业涂料的发力。收并购推动其全球化扩张，从而渗透更广阔的品类和区域市场，使成熟涂料企业仍存在向上发展的空间。

表8.宣伟和 PPG 公司特征对比

|        | 宣伟                                 | PPG                         |
|--------|------------------------------------|-----------------------------|
| 成立年份   | 1866 年                             | 1883 年                      |
| 营业收入   | 221.489 亿美元 (2022)                 | 176.52 亿美元 (2022)           |
| 北美市场份额 | 64% (2021)                         | 11% (2021)                  |
| 收入结构   | 2022 工业涂料占比 31%，美洲涂料 57%，消费者品牌 12% | 2022 工业涂料占比 39%，高性能涂料占比 61% |
| 渠道结构   | 自营门店 75%，零售卖场 25%                  | 自营门店 45%，独立经销商 15%，零售卖场 40% |
| 门店数量   | 4931 (2022 美洲集团)                   | 800 (2022 北美地区)             |
| 分销商数量  | 317 (2022 美洲集团)                    | 6000 (2016 北美地区)            |



|      |                                                                                  |                                                         |
|------|----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
| 营销方式 | 前期根据消费者需求进行涂刷概念引导教育、长期坚持高广告宣传投入、以色彩搭配作为差异化营销点构造宣伟色彩世界；后期持续渗透消费者对“采用宣伟品牌进行家装改造”认知 | 通过付费广告与商业、公众、贸易等社交媒体进行宣传；每年发布年度色彩趋势，建立品牌记忆点             |
| 收购路径 | 1) 提份额：2017年宣伟收购威士伯；2) 扩品类：收购工业涂料企业                                              | 1) 扩区域：收购 SigmaKalon 集团；2) 提升市场份额：收购 AkzoNobel 北美建筑涂料业务 |

数据来源：宣伟、PPG 公告，财通证券研究所

表9.2017年宣伟超越 PPG 排名全球涂企首位

| 涂企排名 | 2016       | 2017     | 2018     | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     |
|------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 1    | PPG        | 宣伟       | 宣伟       | 宣伟       | 宣伟       | 宣伟       | 宣伟       |
| 2    | 宣伟         | PPG      | PPG      | PPG      | PPG      | PPG      | PPG      |
| 3    | 阿克苏诺贝尔     | 阿克苏诺贝尔   | 阿克苏诺贝尔   | 阿克苏诺贝尔   | 阿克苏诺贝尔   | 阿克苏诺贝尔   | 阿克苏诺贝尔   |
| 4    | 立邦         | 立邦       | 立邦       | 立邦       | 立邦       | 立邦       | 立邦       |
| 5    | 艾仕得        | RPM(立帕麦) | RPM(立帕麦) | RPM(立帕麦) | RPM(立帕麦) | RPM(立帕麦) | RPM(立帕麦) |
| 6    | Kansai(关西) | 艾仕得      | 艾仕得      | 艾仕得      | 艾仕得      | 艾仕得      | 艾仕得      |
| 7    | 巴斯夫        | 巴斯夫      | 巴斯夫      | 巴斯夫      | 巴斯夫      | 巴斯夫      | 巴斯夫      |

数据来源：宣伟、PPG 公告，财通证券研究所

注：涂料排名包括建筑涂料和工业涂料

### 3 西学东渐：国牌有望向上突破，破局核心在品牌

#### 3.1 海外品牌在国内发展如何？

海外品牌主要通过收并购的方式进入中国涂料市场。近几年宣伟、威士伯、阿克苏诺贝尔、立邦、PPG 等外资企业对我国细分领域龙头企业进行收购，进入中国市场扩大其规模与影响，强化生产网络。

表10.外资企业通过收并购进入中国市场

| 时间     | 性质 | 收购公司   | 收购公司中国建涂收入    | 标的公司 | 标的公司中国建涂收入     | 持有股份 | 交易对价(亿元) | 收购/出售目的                                                                  |
|--------|----|--------|---------------|------|----------------|------|----------|--------------------------------------------------------------------------|
| 2006   | 收购 | 威士伯    | -             | 华润   | 23 亿元(2006 年)  | 80%  | 19.35    | 利用华润涂料在中国的渠道体系，推进“威士伯”品牌迅速在中国市场扩大影响                                      |
| 2016/3 | 收购 | 宣伟     | -             | 威士伯  | 30 亿元(2015 年)  | 100% | 605.00   | 业务互补，2016 年威士伯工业和包装涂料/消费品涂料和汽车修补涂料收入占比 57%/39%，客户以 OEM 为主，同时其在中国主要生产建筑涂料 |
| 2023/4 | 剥离 | 宣伟     | 51 亿元(2021 年) | 威士伯  | -              | -    | -        | 战略性剥离宣伟中国建筑涂料业务，继续致力于发展中国的工业涂料业务                                         |
| 2007   | 收购 | 阿克苏诺贝尔 | 8.87 亿美元      | 多乐士  | -              | 100% | 约千亿      | 增加市场份额                                                                   |
| 2023/5 | 收购 | 阿克苏诺贝尔 | 40 亿元(2021 年) | 威士伯  | 7.5 亿元(2021 年) | 100% | -        | 助力拓展中国三至五线城市业务，巩固自身的市场地位，形成“多乐士+华润漆”的市场组合                                |
| 2013   | 收购 | 立邦     | -             | 秀珀   | -              | 57%  | 2.45     | 国内地坪漆头部品牌                                                                |



|        |    |     |                       |           |                       |      |      |                                                             |
|--------|----|-----|-----------------------|-----------|-----------------------|------|------|-------------------------------------------------------------|
| 2014   | 收购 | 立邦  | -                     | 欧龙漆       | -                     | 资产收购 | 1.50 | 欧龙漆属德加朗·骆驼旗下品牌，在中国首创无苯溶剂木器漆技术，旗下 1000 多个经销商，销售遍布国内 200 多个城市 |
| 2016   | 收购 | 立邦  | 2364.2 亿日元            | 长润发       | -                     | 60%  | -    | 国内木器漆头部品牌                                                   |
| 2017   | 收购 | 立邦  | 3088.5 亿日元            | 鑫展旺       | -                     | 70%  | -    | 国内汽车漆品牌，在国内客车原厂漆领域的市占率超 25%                                 |
| 2018   | 收购 | 立邦  | 90-100 亿元 (2018)      | 麦加涂料      | -                     | 80%  | -    | 进入集装箱和风电涂料领域，强化中国工业漆地位                                      |
| 2019   | 收购 | 立邦  | -                     | 佳德宝曼      | 3 亿元 (2018 年)         | 82%  | -    | 扩大水性家具漆市场                                                   |
| 2022   | 收购 | 立邦  | 191.9 亿元 (2022 年)     | 5 家中国汽车涂企 | 1 亿美元 (2020 年)        | 100% | 3.44 | 巩固和整合中国的汽车涂料业务，提高市场份额                                       |
| 2017/1 | 收购 | PPG | -                     | 福田新狮      | 1500 万美元 (2016 年)     | 部分资产 | -    | 进一步巩固 PPG 在中国不断壮大的汽车修补漆市场的领导地位                              |
| 2022/9 | 收购 | PPG | 2.3 亿元 (2020 年工业粉末涂料) | 黄山华佳      | 6.3 亿元 (2021 年工业粉末涂料) | 100% | -    | 标的公司主业为工业用途的粉末涂料，先后和杜邦、艾仕得等企业合作强化技术                         |
| 2016/4 | 收购 | 巴斯夫 | -                     | 银帆化学      | -                     | 资产收购 | -    | 收购先进汽车修补漆生产基地，加强涂料生产网络                                      |

数据来源：涂界，新浪财经，慧聪涂料网，涂料经，搜狐新闻，财通证券研究所

建筑涂料立邦主导下外资难再通过收并购提份额，工业涂料外资领跑。2018 年至 2022 年立邦稳坐我国建筑涂料市占率第一，近两年三棵树赶超阿克苏诺贝尔排名第二，前九名多为内资企业。工业涂料部分内资企业仅湖南湘江涂料跻身前五，多数为外资主导。

表11.中国建筑涂料主要由立邦主导，内资品牌持续突破

|   | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1 | 立邦           | 立邦           | 立邦           | 立邦           | 立邦           |
| 2 | 阿克苏诺贝尔 (多乐士) | 阿克苏诺贝尔 (多乐士) | 阿克苏诺贝尔 (多乐士) | 三棵树          | 三棵树          |
| 3 | 三棵树          | 晨阳工贸         | 三棵树          | 阿克苏诺贝尔 (多乐士) | 阿克苏诺贝尔 (多乐士) |
| 4 | 嘉宝莉          | 嘉宝莉          | 亚士创能         | 亚士创能         | 嘉宝莉          |
| 5 | 巴德士          | 三棵树          | 宣伟           | 嘉宝莉          | 亚士创能         |
| 6 | 亚士创能         | 巴德士          | 嘉宝莉          | 宣伟           | 巴德士          |
| 7 | 宣伟           | 宣伟           | 巴德士          | 巴德士          | 美涂士          |
| 8 | 四国化研         | 紫荆花          | 晨阳工贸         | 美涂士          | 东方雨虹         |
| 9 | 固克           | 大宝漆          | 紫荆花          | 固克           | 永记造漆         |

数据来源：涂界，财通证券研究所

注：2019 年口径为内墙涂料，其余均为建筑涂料，标橘企业为外资品牌

表12.2021 年中国工业涂料以及其细分领域主要由外资品牌主导

|   | 工业涂料 | 汽车涂料 | 船舶涂料 | 风电涂料 | 航空航天涂料 |
|---|------|------|------|------|--------|
| 1 | PPG  | 巴斯夫  | PPG  | 海虹老人 | 中远佐敦   |

|    |        |        |         |        |          |
|----|--------|--------|---------|--------|----------|
| 2  | 阿克苏诺贝尔 | PPG    | 阿克苏诺贝尔  | 佐敦     | 中国涂料（香港） |
| 3  | 佐敦     | 湖南湘江涂料 | 天津灯塔    | 无锡福斯特  | 海虹老人     |
| 4  | 巴斯夫    | 立邦     | 中海油常州涂料 | 阿克苏诺贝尔 | 上海国际油漆   |
| 5  | 湖南湘江涂料 | 艾仕得    | 中昊北方涂料  | PPG    | PPG      |
| 6  | 立邦     | 阿克苏诺贝尔 | 美凯威奇    | 美凯威奇   | 厦门双瑞     |
| 7  | 宣伟     | 金力泰化工  | 华谊精细化工  | 麦加涂料   | 立邦       |
| 8  | 海虹老人   | 大桥化工   | 中国航发    | 博格林    | 海隆赛能     |
| 9  | 艾仕得    | 凯喜喜化工  | 中翼      | 永新涂料   | 海悦涂料     |
| 10 | 浩力森    | 雅图     | 西安经建油漆  | 海晟涂料   | 凯喜喜化工    |

数据来源：涂界，财通证券研究所

注：标橘企业为外资品牌

细分品牌来看，立邦在华主要业务为建筑涂料，其次为汽车涂料、工业涂料，宣伟、PPG与阿克苏诺贝尔的在华业务类别较多，但由于短期难以突破建筑涂料市场转而攻向工业涂料市场。宣伟近期剥离了中国建筑涂料业务，精耕其他品类产品发展；PPG年产8万吨的工业涂料工厂今年在中国投产，主要为汽车涂料、工业涂料、包装涂料和汽车修补漆事业部等提供制造能力；阿克苏诺贝尔则采取多元精耕模式，除建筑涂料以外，粉末涂料与包装涂料等业务也在持续精进。

表13. 外资品牌在中国业务情况

| 品牌     | 在华涉及业务                                          | 在华拥有品牌                                       | 在华设立基地                               |
|--------|-------------------------------------------------|----------------------------------------------|--------------------------------------|
| 立邦     | 建筑涂料(83%)、工业涂料(5%)、汽车涂料(11%)                    | 立邦以建筑涂料为主，秀珀地坪漆，长润发、欧龙木器漆，以及多个汽车漆品牌          | 上海、广东、廊坊、成都四大综合性工厂；在70多个城市开设70多个基地   |
| 宣伟     | 建筑涂料、工业木器漆、汽车涂料、卷材与型材涂料、通用工业涂料、包装涂料、工业重防腐与船舶涂料等 | 宣伟以工业涂料为主                                    | 广东顺德（2个）、上海（1个）、天津（1个）、南通（1个）等五大生产基地 |
| PPG    | 建筑涂料、汽车涂料、工业涂料、包装涂料、航空涂料及特种防腐涂料等                | PPG大师漆、PPG申纽丽漆、PPG长春藤漆、芬琳漆四大建筑涂料品牌；黄山华佳等工业涂料 | 建有14家生产厂，分别位于天津、上海、苏州、昆山、张家港、淄博、广州等地 |
| 阿克苏诺贝尔 | 建筑涂料、粉末涂料、包装涂料、木器涂料、汽车涂料、船舶涂料、防护涂料等             | 中国区以建筑、粉末、包装涂料为主；建筑涂料包括多乐士、多乐士专业、来威漆、华润漆等    | 上海、广州、廊坊、成都、天津、常州、苏州等地建有15个生产基地      |

数据来源：立邦官网，PPG官网，涂界，财通证券研究所

外资建涂和工涂市占率分化的核心原因在于：

- 1) 美国和中国的市场环境不同：**由于中国与国外市场环境有差异，各家企业的业务模式也有所变更。以宣伟为例，宣伟在美国以直营店扩张建立销售网络，但在中国无法快速构建渠道优势，因而转换打法以技术和服务为突破口发展工业涂料业务。宣伟在其他地区也有类似的打法，形成美国建筑涂料为主，美国以外地区工业涂料为主的全球业务多航道并进模式。
- 2) 西方管理以及企业运营观念和国内或有不同，或对国内下游需求变化反应较慢：**多乐士早期利用“宠物犬”营销方式以及价格优惠等措施获得一波销量红利，或

由于西方管理体系以及经营观念偏向注重成本、品质和成果，其对于国内需求变革的反应较慢。举例而言营销方面，多乐士广告多投放在电视等渠道，且方案审核环节繁琐，自电商兴起后龙头地位就被迅速跟进线上营销的立邦取代；价格方面，由于多乐士秉持阿克苏诺贝尔理念更注重品质，打造高端产品，而我国当时主要消费群体注重高性价比，多乐士或因此受到一定程度的冲击。

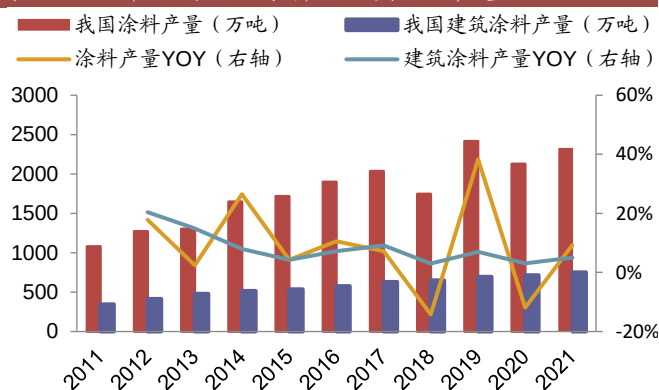
**3) 工业涂料技术壁垒较高：**建筑涂料 C 端需求为主更偏消费，品牌效应显著，早期立邦已建立品牌，而工业涂料更加看重技术，因此海外专业工业涂料品牌能够提升国内影响力。另一方面，海外品牌通常通过收购的形式拓展国内细分工业涂料市场，主要系工业涂料应用领域众多，对应需求分散，因此我国存在一些拥有区域性渠道、同时技术也较优的本土企业，但其缺乏规模和资金，因此海外工业涂料品牌通过收购此类优质标的，注入技术和资金，以提升其在中国的工业涂料细分市场的份额。

### 3.2 我国涂料行业内外资共同竞争，龙头精耕品牌有望向上超越

我国涂料市场具备以下特征：

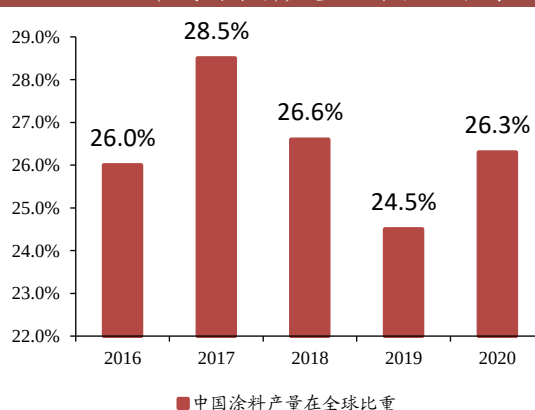
**(1) 我国墙面涂料市场空间巨大：**中国涂料产量在全球保持较高的占比，2020 年我国涂料产量占全国的 26.3%。据中国涂料工业协会数据显示，2021 年全国规模以上涂料企业实现总产量 2324.3 万吨，2012-2021 年 CAGR 达 6.93%。2021 年国内规模以上涂料制造企业实现营收共计 3088.4 亿元。

图47.2021年全国规上涂料企业实现总产量2324.3万吨



数据来源：中国涂料工业协会，《2021 年建筑涂料市场回顾及 2022 年发展展望》（林宜益，2022），财通证券研究所  
 注：规模以上涂企代表销售额 2000 万以上的涂料制造企业

图48.2016-2020年我国涂料产量全球占比维持24-29%

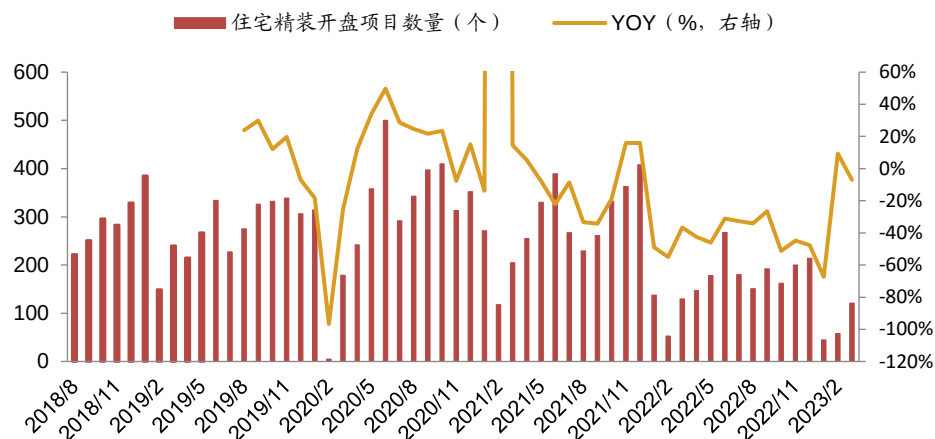


数据来源：中国涂料工业协会，财通证券研究所

**(2) 目前处于增量转存量阶段，家装公司渠道占比提升：**新开工及竣工面积增速趋缓，叠加精装房增速下降，大 B 渠道需求占比下降。随着新房毛坯比例提升，同时我国城镇化发展不断成熟下房产迎来存量时代，C 端渠道需求将持续上升。此外旧改、城市换新等小 B 渠道需求的重要性也愈发突出。

我国消费者多通过家装公司或油木工进行涂刷，DIY 较少，家装公司充当了品牌和众多消费者之间的链接平台，是地产集采之后又一个能帮助企业稳定合作对象从而快速扩大规模的机会。因此 C 端渠道中家装公司的重要性持续提升。

图49.精装房渗透率趋缓，精装开盘数量进入稳定期

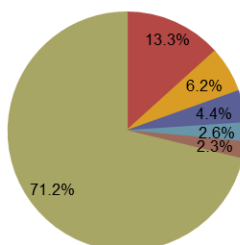


数据来源：奥维云网，财通证券研究所

**(3) 集中度仍较低，内外资共同竞争：**我国涂料行业早期发展较为分散，企业规模较小且良莠不齐。2022 年我国建筑涂料市场中立邦/三棵树/多乐士市占率分别为 13.3%/6.2%/4.4%，CR5 市占率为 29.8%，集中度仍相对较低。

图50.2022 年我国建涂市场中立邦/三棵树/多乐士市占率分别为 13.3%/6.2%/4.4%

■立邦 ■三棵树 ■多乐士 ■嘉宝莉 ■亚士创能 ■其他



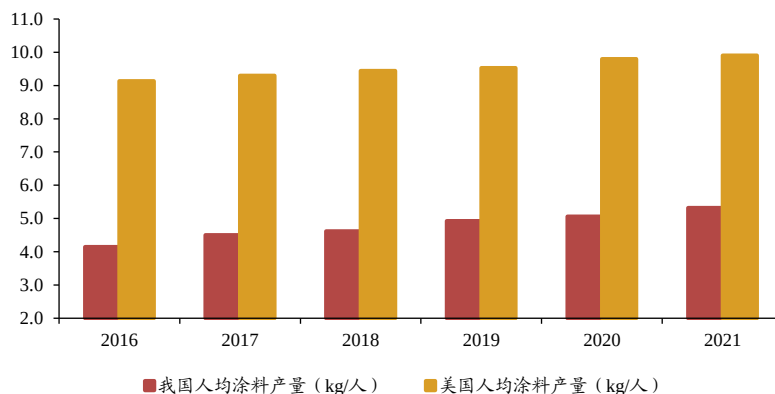
|      | 2022年中国建涂市占率 | 国家 | 成立时间 | 进入中国市场时间 | 主营渠道  |
|------|--------------|----|------|----------|-------|
| 立邦   | 13.3%        | 日本 | 1881 | 1992     | 零售+工程 |
| 三棵树  | 6.2%         | 中国 | 2003 | -        | 零售+工程 |
| 多乐士  | 4.4%         | 荷兰 | 1926 | 2008     | 主零售   |
| 嘉宝莉  | 2.6%         | 中国 | 1999 | -        | 主零售   |
| 亚士创能 | 2.3%         | 中国 | 2012 | -        | 主工程   |

数据来源：涂界，财通证券研究所

我国涂料行业仍具有较大发展空间。对比美国，我国人均涂料产量较美国低，2021 年我国/美国人均涂料产量分别为 5.3/9.9 公斤/人。当前我国处于增量转存量的阶段，涂料消费属性提升，叠加经济长期发展下人均可支配收入增加，我国涂料消费提升空间较大。



图51.我国人均涂料产量较美国人均涂料产量低



数据来源：宣伟投资者交流文件，《2021 年建筑涂料市场回顾及 2022 年发展展望》（林宣益，2022），wind，财通证券研究所

表14.中美涂料市场情况对比

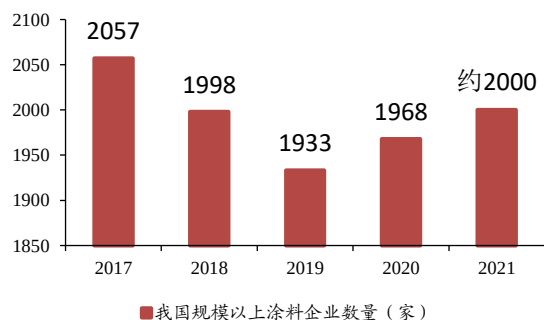
|             | 中国                          | 美国                                   |
|-------------|-----------------------------|--------------------------------------|
| 市场规模        | 1328 亿元                     | 436 亿美元                              |
| 人均产量        | 5.3kg/人                     | 9.9kg/人                              |
| 需求结构        | 新房 62%/重涂 38%               | DIY39%/住宅重涂（承包商）32%/新建住宅 12%/非住宅 17% |
| CR3 市占率     | 立邦 14.2%/三棵树 6.2%/亚士创能 3.7% | 宣伟 64%/百色雄 12%/PPG11%                |
| 涂料制造企业数量（家） | 规上涂企约 2000 家                | 955 家                                |
| 渠道结构        | 经销为主                        | 直营店 25%/分销商 45%/零售卖场 30%             |

数据来源：宣伟、PPG 公告，中国涂料工业协会，《2021 年建筑涂料市场回顾及 2022 年发展展望》（林宣益，2022），财通证券研究所

行业竞争格局存在优化空间，内资品牌有望向上或向下抢占市场份额：

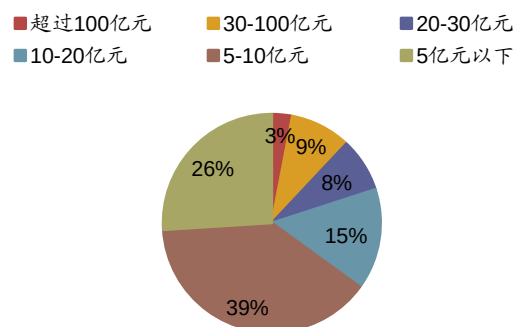
首先，尾部涂料企业有望出清。据涂界统计，2021 年我国涂料生产企业数量在 8000 家左右，其中约 2000 家收入规模在 2000 万以上，其余 75%左右的涂企收入规模较小。在内资头部品牌持续加强渠道建设、营销投入和产品研发从而扩大销售额和市占率的基础上，尾部涂企数量有望进一步下降。

图52.2017-2021 年我国规上涂企维持在 2000 家左右



数据来源：中国涂料工业协会，涂界，财通证券研究所  
注：规模以上涂企代表销售额 2000 万以上的涂料制造企业

图53.2021 年我国涂料百强企业销售额超过 100 亿元的仅占 3%

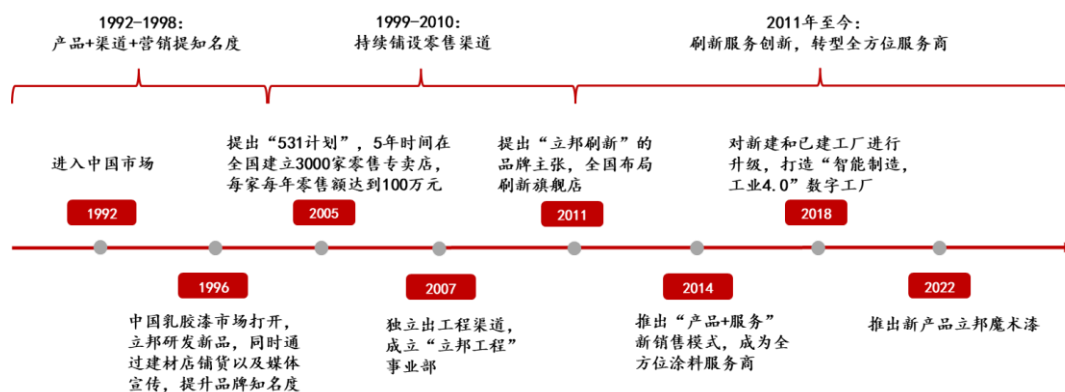


数据来源：涂界，财通证券研究所  
注：统计范围为我国销售额排名前 100 的涂料企业

其次，内资品牌有望持续向上赶超：

我国涂料行业目前仍然由外资品牌主导。我国涂料行业立邦市占率排名第一，主要系外资品牌 1) 早期进入，发力营销：外资在 20 世纪 90 年代便已进入中国，通过电视广告等媒体宣传以高端的形象在我国涂料零售市场占据先发优势，立邦乳胶漆与多乐士“宠物狗”形象扎根国内市场；2) 精耕渠道，布局高线：立邦通过代理商率先占领一二线市场，在全国各地设有销售管理办事处与服务中心，每个片区负责人做好垂直管理，有效掌控渠道；3) 产品+服务，体系完整：首先结合消费者需求不断推出新产品，如立邦净味系列、多乐士聚焦多色彩，同时立邦以“产品+服务”的新销售模式从装饰材料商跨越到全方位涂料服务商。综合来看，营销、渠道、产品共同打造外资品牌的先发优势，提高市占率。

图54.立邦在国内的发展历程



数据来源：涂料经，财通证券研究所

2000 年前后，受益于地产集采，陆续有三棵树、亚士创能等内资品牌成立，前期精装房快速发展下内资品牌腾飞，但仍未形成绝对的龙头规模。目前随着地产行业承压、精装房增速放缓、存涂市场崛起，内资品牌纷纷拓展零售业务。我们认为，当前我国涂料企业的破局点在于：

### (1) 品牌建立，提升知名度

品牌仍然能够成为国牌涂企破局点的原因在于尚存在国牌发展的空间。从海外经验来讲，美国早期就以 C 端需求主导，在美国涂料尚处于初步发展的阶段，宣伟率先进行消费者教育提升消费者认知，品牌经过百余年发展后得以实现强者恒强，连续多年夺得建涂第一。但我国前期由大 B 需求主导，C 端渠道兴起时间较短，因此尚存在国牌突破空间。

对于低线城市而言，外资品牌刚进入中国市场时主要发力点在高线城市，下沉市场需求分散，尚存在空白区域；对于高线城市而言，国牌有提升品牌力的基础，早期三棵树通过大 B 崛起，在提升知名度的同时也扩大了规模、拥有了一定的资金，为后续渠道扩张和营销投入打下基础。

## (2) 渠道变革，零售是关键

渠道是提升品牌力的路径之一，渠道的变化本质上反映了消费者客群的变化或者消费者行为的变化，而率先发现此类变化并开拓相应渠道的公司存在先发优势，品牌力得以提升。美国 1980 年到 2021 年 DIY 客户销售规模占比由 59%下降至 39%，专业承包商对 DIY 模式形成替代和超越。宣伟 20 世纪初首创直营店模式，率先通过优质产品和服务与专业承包商建立合作，建立渠道壁垒、增加品牌曝光度。

我国存量时代涂料消费属性提升，客群逐步从地产商转向终端消费者，带动渠道从工程端转向零售端。由于外资品牌早期以中高端产品打入一二线城市零售市场，因此在 C 端渠道存在先发优势。内资品牌在前期精装房兴起的阶段享受工程端红利，目前如何深耕 C 端渠道来响应下游客群变化成为核心。

回归品牌本身，我们认为国牌市占率有望提升、持续做大做强的原因在于：

### (1) 营销加强曝光度，高端环保产品打造良好口碑

三棵树为后起之秀，在品牌端持续追赶外资，长期致力于渗透消费者认知。公司品牌力培养思路主要为借力热点事件加强品牌曝光度，比如通过“神六、神七升空”、“北京冬奥会和残奥会”等事件将高科技、高品质、绿色环保烙印于三棵树品牌，维持高端国牌调性。

图55.三棵树营销宣传大事件



数据来源：三棵树官网，中国质量网，每日经济新闻，凤凰新闻，财通证券研究所

图56.三棵树成为 2022 冬奥涂料独家供应商



数据来源：中国日报，财通证券研究所

内资品牌产品不输外资，良好的用户反馈提升知名度。三棵树涂料定位高端绿色环保，其制定行业独创的“健康+”新标准，优于国标及全球相关规范，契合当今消费者对健康环保建材产品的追求。同时三棵树产品同等价位下在有害化合物添加、抗菌指标方面更胜一筹，同等功能下则更具性价比。

表15.三棵树自定“健康+”标准

|             | 挥发性有机化合物 (VOC) | 游离甲醛    | 苯系物       | 重金属           | 气味        |
|-------------|----------------|---------|-----------|---------------|-----------|
| 三棵树“健康+”新标准 | ≤10g/L         | ≤5mg/Kg | 不含致癌致畸变物质 | 对 11 项重金属进行限制 | 8 小时内气味消散 |

数据来源：三棵树官网，财通证券研究所

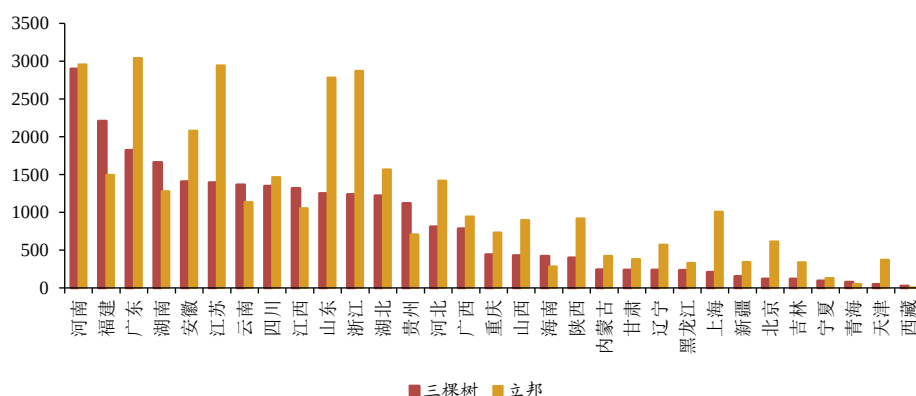
品牌是长期建立的过程，三棵树率先通过营销提升用户认知，在使用后良好的用户反馈则能够再次对品牌力产生积极作用。

## （2）渠道快速铺设，核心是公司对于经销商的绑定能力

**零售端加大布局，让利绑定经销商，缩小与外资品牌的差距：**我国基本已经形成“涂料供应商-经销商-家装公司/油漆工-消费者”的供应链条，因此涂企一般通过经销模式对接家装公司，或直接销售给消费者，因此经销商以及经销商对于下游家装公司的合作能力成为内资品牌的加强渠道布局的方式之一。

三棵树近年来由工程转型零售，截至 2022 年 10 月，三棵树/立邦终端网点数量约为 2.5/3.5 万个，由于三棵树从三四线城市起家，低线城市布局密度更高，高线城市仍有较强的渗透空间。门店快速布局的背后是公司对于经销商的强激励，一方面公司以补贴、授信、让利吸引新经销商，另一方面提供返利激励提升渠道规模，驱动门店数量快速提升。针对家装公司渠道，公司多数先通过区域分公司进行渠道开拓和对接，后由经销商进行关系维系。

图57.三棵树与立邦各地区终端网点数量对比（家）

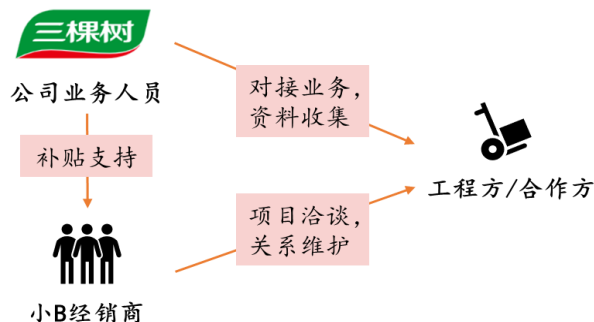


数据来源：三棵树、立邦官网，财通证券研究所

**工程端聚焦小 B，广招经销商获得资源，取得先发优势：**小 B 客户主要为小型地产商、建筑企业、公建工程承包商等，特征为数量多、需求多样化，因此重视产品定制化以及后续生产、运输、施工等服务能力。小 B 拓展需要公司和经销商共同努力，三棵树一方面对接工程业务并针对性提供一站式服务，另一方面广招小 B 经销商并给予激励，使经销商目标与公司保持一致，从而提升相关人员的能动性，后续小 B 经销商充分协助公司洽谈以及维护工程方的合作关系。

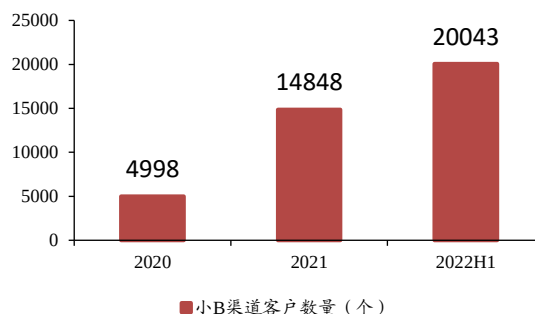


图58.小B业务拓展需要公司和经销商共同努力



数据来源：三棵树官网，财通证券研究所

图59.三棵树小B经销商数量高速扩张



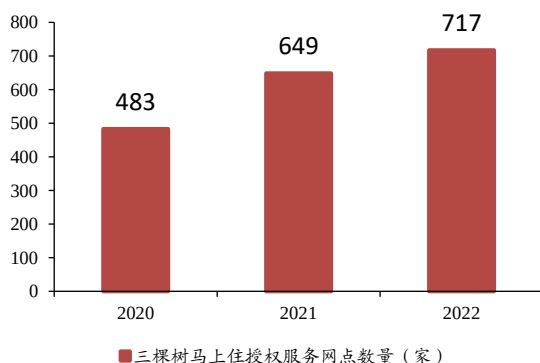
数据来源：三棵树公告，财通证券研究所

### (3) 服务打造品牌溢价，一站式涂刷服务保质保量

我国和美国涂企提供服务的对象不同，美国供应链分工明确，由承包商专门负责涂料涂刷，因此供应商大部分直接向承包商提供服务，比如宣伟在主打环保产品之余还在直营模式下配备专业的自有人员，对承包商提供色彩设计建议、设备维护修理、涂刷工人培训等多项服务和赋能。

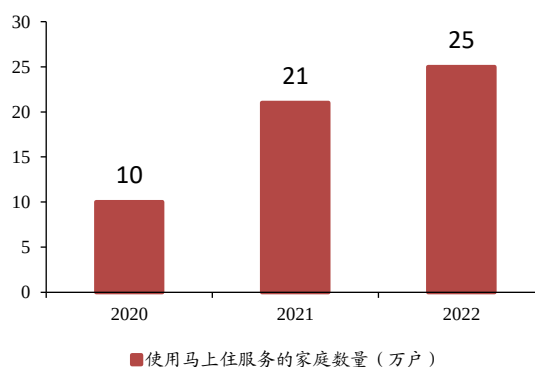
我国大部分由油木工进行涂刷，质量参差不齐，而品牌方的涂刷服务保质保量，因此直接由品牌对终端消费者提供涂刷服务成为打造品牌溢价的方式之一。涂刷服务早期由立邦发明并大力宣传，2011年立邦进入中国市场后便推出“立邦刷新”服务，包括阳台、墙面、家具等刷新服务，并根据不同刷涂工艺，采用定制化的验收标准。2012年全国范围布局“刷新”旗舰店，10年间立邦通过赞助《梦想改造家》等电视节目以及公益活动打造刷新服务品牌，并通过成立企业大学、系统培训提升刷新服务人员水平。截止2021年底，立邦刷新服务全国用户超60万。三棵树2016年启动“马上住”一站式服务，提供“健康+”全系列产品及配套辅料体系产品，标准化包揽涂刷售前至售后所有环节，一站式解决家装消费者的涂装难题。截至2022年末三棵树有“马上住”服务授权网点717家，已走进了近25万个家庭。

图60.2022年三棵树马上住拥有717家授权服务网点



数据来源：三棵树公告，财通证券研究所

图61.2022年三棵树马上住已入驻25万户家庭



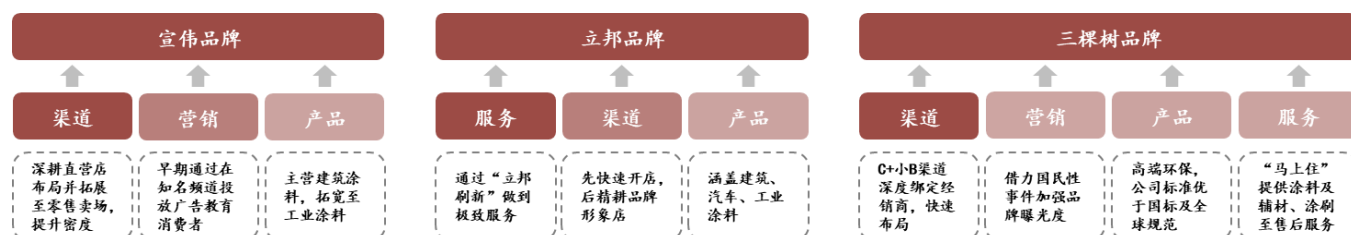
数据来源：三棵树公告，财通证券研究所

总结来说，我国涂料消费属性随存量需求扩大而逐步提升，叠加我国需求的区域性较为明显，品牌力成为一种无形壁垒。举例而言立邦早期通过产品和服务占领我国一二线市场，能够连续多年维持高市占率的原因在于其刷新服务契合一二线城市消费者在施工及售后等服务端的高品质需求；而三四线城市的需求则更加分散，早期三棵树加密三四线城市渠道提升曝光度，同时后期也针对农村自建房推出美丽乡村业务，因此三棵树在三四线城市率先建立品牌优势。

品牌力是由渠道、营销、服务、产品等共同塑造的，但品牌的核心驱动因素随各地区需求特征的不同而有所差异。美国消费者前往零售卖场购买涂料 DIY 或通过承包商进行涂刷，因此美国涂企提升品牌曝光度的核心在于渠道铺设。我国不同地区存在不同需求，一二线市场品牌力提升的核心在于服务和渠道，三四线城市核心则在于涂企是否能对接零散的需求，因此重点在于渠道端。

三棵树持续塑造品牌，赋能经销商进行 C 端渠道铺设，从低线市场拓展至高线城市布点，另外公司高端环保产品契合消费者健康需求、马上住服务契合消费者涂刷需求，提升品牌溢价。

图62.宣伟、立邦、三棵树品牌力塑造路径对比



数据来源：宣伟、立邦、三棵树官网，财通证券研究所

### 3.3 长期看，行业整合拓宽业务有望成为趋势

长期来看，我国涂料行业或呈现以下发展趋势：

#### （1）从建筑到工业，涂料品类有望拓宽

海外多数涂料品牌都已经实现业务多元化。宣伟业务包括建筑卷材涂料、一般工业涂料、汽车涂料以及包装涂料，并在航空航天、船舶等应用场景有所涉及。PPG 的高性能涂料集团包括新建与重涂建筑涂料以及航空航天涂料业务，工业涂料涵盖汽车、包装与一般工业领域。

表16.海外涂料品牌业务多元化

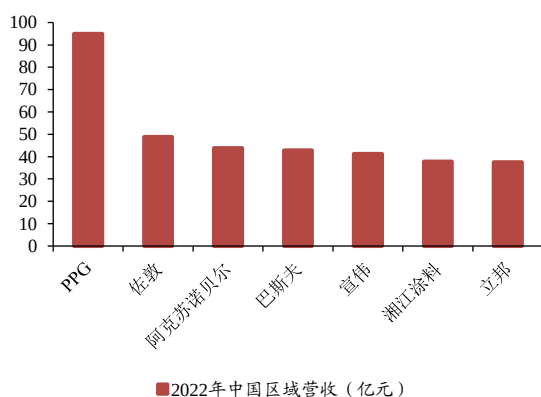
|     | 建筑 | 工业 | 汽车 | 包装装饰 | 船舶 | 航空航天 |
|-----|----|----|----|------|----|------|
| 宣伟  | √  | √  | √  | √    | √  | √    |
| PPG | √  | √  | √  | √    | √  | √    |
| 立邦  | √  | √  | √  | √    | √  |      |

|     |   |  |  |  |  |  |
|-----|---|--|--|--|--|--|
| 三棵树 | √ |  |  |  |  |  |
|-----|---|--|--|--|--|--|

数据来源：各公司官网，财通证券研究所

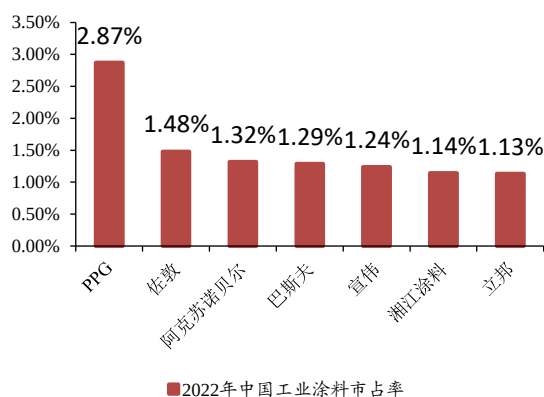
我国内资涂料品牌如三棵树、亚士创能当前主要聚焦于建筑涂料，我国工业涂料市场份额主要被外资品牌占据，且集中度也较为分散，PPG、佐敦、阿克苏诺贝尔为我国工业涂料2022年营收最高的3个品牌，市占率分别为2.87%/1.48%/1.32%，CR25市占率共18.84%。随着内资品牌业务和技术的持续发展，未来业务从建筑向工业等领域拓宽或成为长期趋势。

图63.PPG、佐敦、阿克苏诺贝尔为我国工业涂料2022年营收最高的3个品牌



数据来源：涂界，财通证券研究所

图64.我国工业涂料市场份额主要被外资品牌占领



数据来源：涂界，财通证券研究所

## (2) 收并购或成为拓品类的一种路径

美国涂企后期通过收并购来提升份额，一类是收购区域性建涂品牌获得其渠道和产能，另一类是收购不同主营业务的企业从而拓宽品类和业务，比如拓宽至工业涂料、汽车、船舶等领域。

长期看，我国涂企或将通过收并购的方式拓展业务范围。建筑涂料和工业涂料技术的侧重点有所不同，建筑涂料聚焦于环保，工业涂料应用领域广泛，包括汽车、船舶、工厂、包装等细分场景，每个场景所对应涂料的功能要求不同，因此相对于自己研发相关技术、铺设渠道，我国涂企或倾向于收购已在细分工业领域内拥有优良产线和渠道的企业，从而实现从建筑涂料向工业涂料的延伸。

## 4 投资建议

涂料消费属性较高，下游需求稳定，美国涂料龙头持续精耕品牌力，首先通过营销提升消费者对于房屋涂刷的认知，其次率先铺设直营门店对接专业承包商，契合当前承包商渠道占据主流的消费趋势，从而进一步占领市场。此外还通过收并购进入新业务领域扩大市场份额。

展望我国涂料行业，重涂需求占比有望提升，零售渠道成为主战场，内资品牌有望持续向上赶超外资品牌。我们重点推荐涂料国牌龙头**三棵树**，公司通过激励绑定经销商深耕 C+小 B 渠道，与未来国内长期朝存量的发展趋势相契合，同时热点事件营销+产品口碑打造品牌力，“马上住”一体化服务提升品牌溢价。

## 5 风险提示

**宏观环境波动风险：**宏观环境影响着涂料行业发展，未来可能存在国内经济恢复不及预期、房地产市场宏观调控及行业景气度影响，导致行业内企业经营受到不利影响的风险。

**行业竞争加剧：**目前整个行业集中度较低，部分区域性市场竞争较为激烈，部分欧美大型建材企业与国内非涂企业纷纷进入国内涂料市场，内资龙头品牌在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定风险。

**渠道渗透不及预期：**我国内资涂料企业持续进行渠道布局来实现市场份额提升，未来若经销商赋能不足，可能影响 C 端销售或小 B 端成长，从而影响企业规模提升。



**信息披露****● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

**● 资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**● 公司评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**● 行业评级**

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

**● 免责声明**

财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。