



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2022年6月30日

消费建材全景图（一）

分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001



核心观点（行业评级：增持）

- ▶ 消费建材的成长属性大于其周期属性，众多细分领域的市场规模都是千亿级别，是建材行业“长坡厚雪”的优质赛道。2021年下半年以来受房地产资金紧张、行业需求下行、原材料价格大幅上涨影响，板块行情调整较大。而当前随着房地产政策端的持续放松，房地产基本面下半年筑底企稳可期，消费建材板块在估值和业绩上将有望回暖。
- ▶ 消费建材主要分为塑料管道、建筑防水（防水卷材、防水涂料）、保温材料、建筑五金、墙面涂料、石膏板、建筑陶瓷、装饰板材、吊顶等细分赛道。
- ▶ 从销售渠道上来看，消费建材的销售渠道主要分为经销模式与工程模式两大类，其中经销业务面向零售市场（C端），消费建材生产企业与经销商买断式经销，终端多为普通家装；工程业务主要面向房地产开发商（大B端）、整装/家装公司（小B端）等工程客户（B端）进行批量供货销售。以C端为主要渠道的公司品牌效应能够带来的效果非常显著，形成方式包括独创商业模式、产品质量过硬等，带来的收益为终端产品溢价；经销模式以及对经销商的控制能力也体现公司的竞争力。而以B端为主要渠道的公司，业务布局广度、生产能力强度以及规模效应带来的成本端下降是当前的核心竞争力。
- ▶ 本文主要从塑料管道、建筑防水、建筑陶瓷和石膏板四个细分赛道的市场需求变动、市场规模、行业集中度、行业内主要上市公司的经营指标等角度梳理消费建材行业的主要运行特点并以期从中挖掘优质的细分赛道及公司的投资机会。
- ▶ **重点推荐：**东方雨虹，伟星新材，北新建材，蒙娜丽莎
- ▶ **风险提示：**宏观经济下行、基建与房地产投资增速大幅下降风险；原材料及大宗商品价格持续上涨风险；应收账款逾期风险；行业竞争加剧、市场集中度提升不及预期。

目录

1 消费建材主要品种和特点

2 消费建材细分赛道

3 投资建议

4 风险提示

1.1 消费建材主要业务类型和特点

- 消费建材主要分为塑料管道、建筑防水（防水卷材、防水涂料）、保温材料、建筑五金、墙面涂料、石膏板、建筑陶瓷、装饰板材、吊顶等板块。

前
周
期
施
工
阶
段

塑料管道

VASEN 伟星 ERA[®] 公元 LESSO 联塑 HOMSO 雄塑[®]

建筑防水


东方雨虹
ORIENTAL YUHONG

 CKS 科顺

 CANLON
凯伦股份

 三棵树

 防水



北新建材

保温材料

 亚士创能
ASIA CUANON

建筑五金

KIN LONG 坚朗

资料来源：各公司官网，华安证券研究所整理

1.1 消费建材主要业务类型和特点

- 消费建材主要分为塑料管材、建筑防水（防水卷材、防水涂料）、保温材料、建筑五金、墙面涂料、石膏板、建筑陶瓷、装饰板材、吊顶等板块。

后周期
|
装修阶段



资料来源：各公司官网，华安证券研究所整理

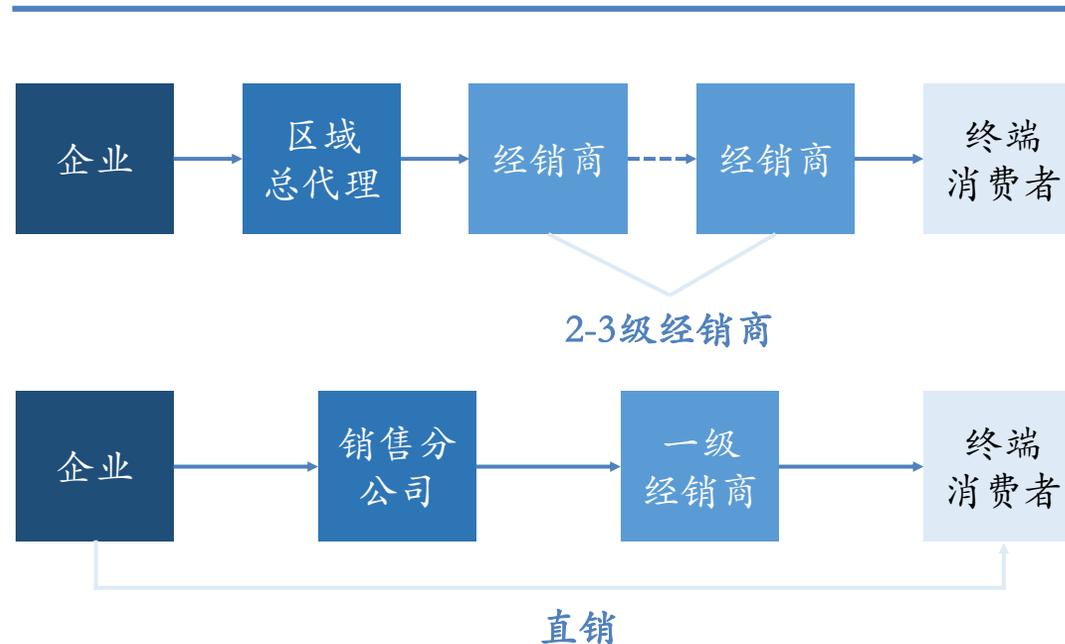
1.1 消费建材主要业务类型和特点

- 消费建材的销售渠道主要分为经销模式与工程模式两大类，其中经销业务面向零售市场（C端），消费建材生产企业与经销商买断式经销，终端多为普通家装；工程业务主要面向房地产开发商（大B端）、整装/家装公司（小B端）等工程客户（B端）进行批量供货销售。

典型的经销和工程模式特点对比

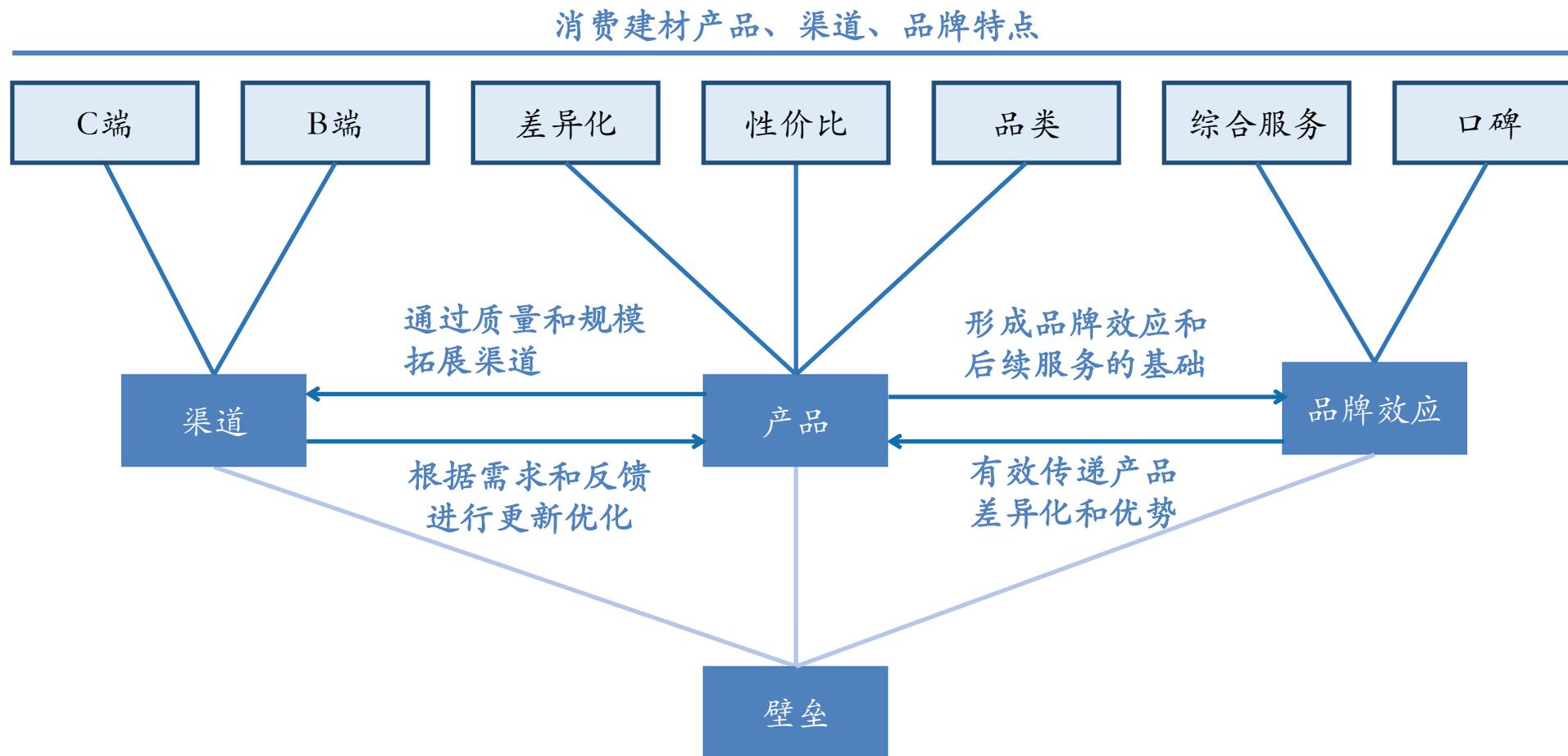
	经销业务	工程业务
销售政策	公司与经销商签订年度经销框架合同，由经销商在双方经销合同约定的框架内，根据销售需求给公司下达订单，并负责完成后续提货、运输、仓储、加工、销售、结算、售后服务等事宜，经销商和公司定期完成对账结算后确认形成买断式经销。	公司与工程方签订产品销售协议，公司与服务商/代理商签订工程项目业务服务协议/销售代理业务协议，由服务商/代理商为公司向工程方提供发货、运输、仓储、加工、供货、对账结算、售后服务等相关服务事宜，公司按照约定给服务商/代理商结算运营服务费用。
信用政策	经销商按公司制定的单价支付发货保证金或办理同等金额的授信手续后发货。	根据对账结算结果应当支付的当期货款，以6个月期限商业承兑汇票支付。
定价政策	公司在统一经销开单价的原则上，制订年度产品区域价格体系，并有权在年度内据市场情况对价格体系进行适当调整。	货物价格按合同约定的单价结算，为到工地价格。
收入确认	在货物发出、取得经销结算单据时确认收入。	在完成交货、货物经验收合格并取得结算权利时确认收入。

2种典型的经销模式



资料来源：蒙娜丽莎、伟星新材招股说明书，华安证券研究所

1.1 消费建材主要业务类型和特点



资料来源：华安证券研究所整理

1.1 消费建材主要业务类型和特点

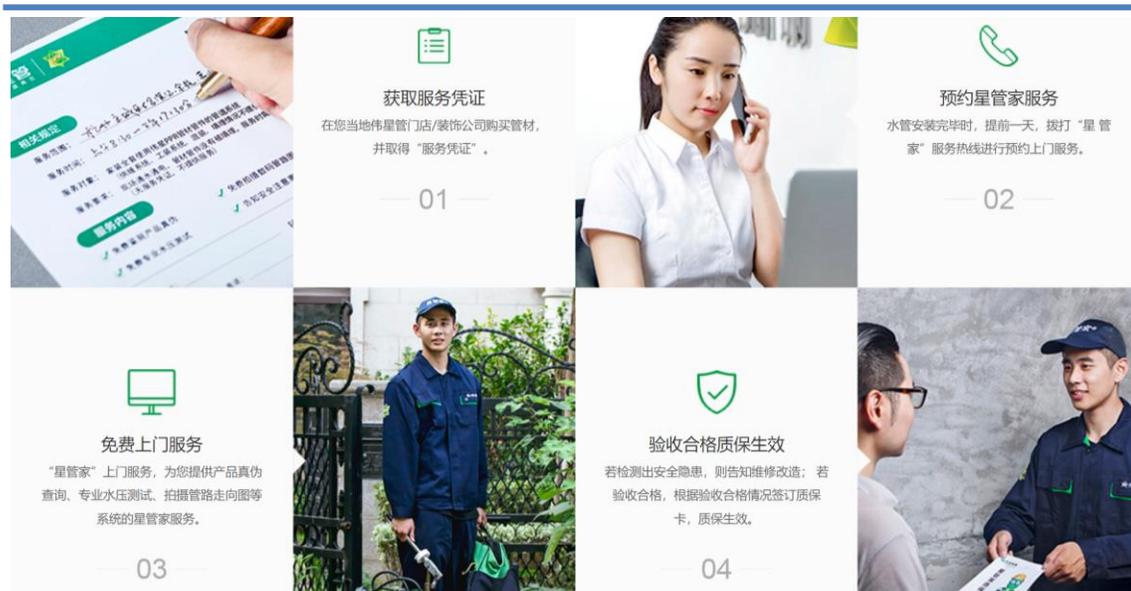
► 以产品分类：差异化可感知，如吊顶、瓷砖等

1) 产品的外在属性可以被消费者感官认知，如吊顶、瓷砖的美观程度，板材、涂料通过味道判断是否环保等；2) 此类建材的产品质量和差异化尤为关键，在消费升级趋势下也开始具备更强的炫耀性消费属性。品牌效应可以更强地传递和强化产品在客户心中的印象。

► 以产品分类：差异化不可感知，如管材、防水等

1) 属于隐蔽工程材料，功能属性强于外观属性；2) 产品质量难以在短期内感知，培养客户粘性的时间更长。服务和商业模式的差异化是重要的竞争力，如伟星新材的“星管家”、东方雨虹的防水修缮和长质保等。

伟星新材“星管家”服务



该流程图展示了伟星新材“星管家”服务的四个关键步骤：

- 获取服务凭证** (01): 在本地伟星门店/装饰公司购买管材，并取得“服务凭证”。
- 预约星管家服务** (02): 水管安装完毕时，提前一天，拨打“星管家”服务热线进行预约上门服务。
- 免费上门服务** (03): “星管家”上门服务，为您提供产品真伪查询、专业水压测试、拍摄管路走向图等系统的星管家服务。
- 验收合格质保生效** (04): 若检测出安全隐患，则告知维修改造；若验收合格，根据验收合格情况签订质保卡，质保生效。

东方雨虹建筑修缮业务范畴

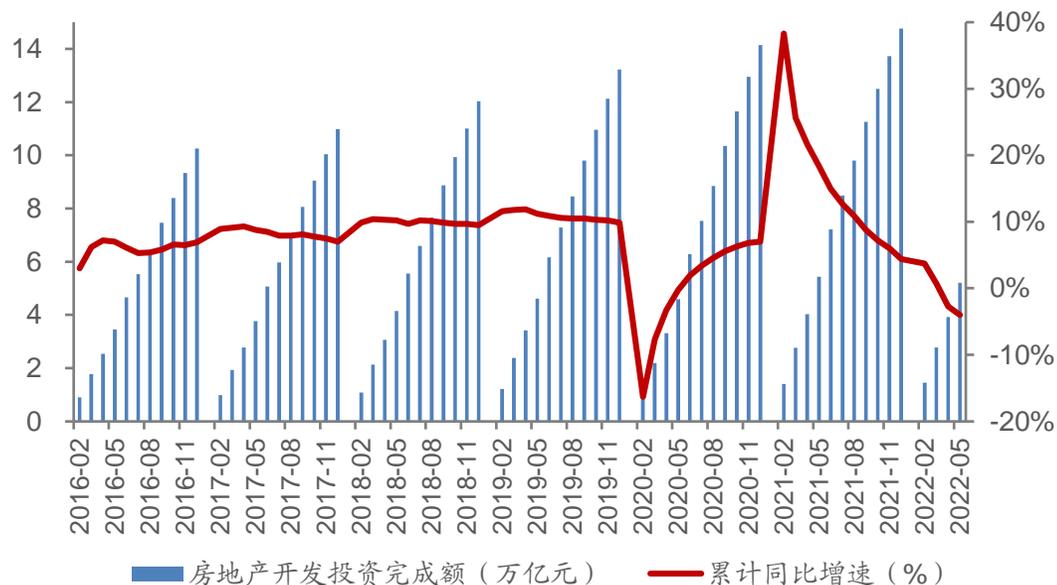


资料来源：伟星新材官网，东方雨虹建筑修缮官网，华安证券研究所

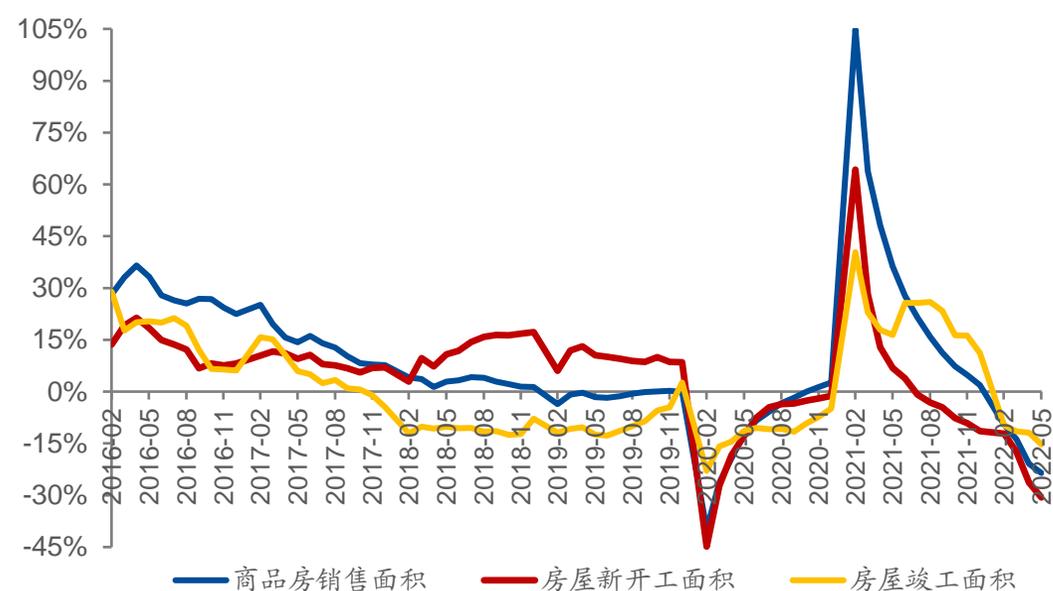
1.2 房地产政策端放松成效已现，基本面筑底改善可期

- 2022年1-5月，房地产市场整体仍处于深度调整阶段；全国房地产开发投资额累计同比下降4%，全国商品房销售/房屋新开工/竣工面积累计同比下降23.6%/30.6%/15.3%。2022年5月15日央行发布通知，对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率-20bp。在政策端持续放松推动下，房地产基本面筑底企稳进度或将加快；在“保交楼”的推动下，竣工端将有望率先回暖。

全国房地产开发投资完成额累计同比增速（万亿元，%）



全国商品房销售/房屋新开工/竣工面积累计同比增速（%）

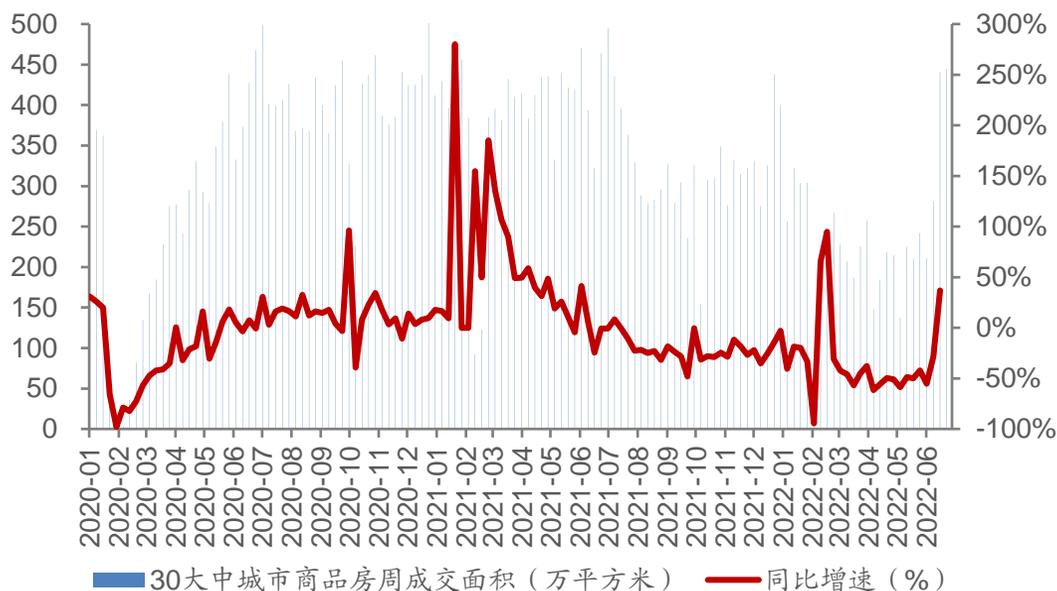


资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 房地产政策端放松成效已现，基本面筑底改善可期

▶ 2022年6月19日-6月26日，30大中国城市商品房成交面积444.84万平方米，环比上周增长0.92%，较上一月份同期相比增长83.87%。房地产销售端的边际回暖体现前期一系列政策放松的成效初步显现。

30大中城市商品房周成交面积及同比增速（万平方米，%）



资料来源：wind，政府官网，华安证券研究所

2022年5月以来房地产一系列宽松政策

时间	机构	政策内容
2022/5/4	央行	优化房地产信贷政策
2022/5/4	证监会	拓宽基础设施REITs试点范围；积极支持房地产企业债券融资
2022/5/6	国务院	推进以县城为重要载体的城镇化建设
2022/5/10	发改委	完善民营企业债券融资支持机制
2022/5/11	证监会	民企债券融资专项支持计划
2022/5/12	住建部、财政部	2022年中央财政将补助224.1亿元用于租赁住房保障、307亿元用于老旧小区改造、100亿元用于棚户区改造
2022/5/13	银保监会	遏制新增地方政府隐性债务；坚持“房住不炒”定位；坚持租购并举；加快发展长租房市场
2022/5/15	央行、银保监会	下调首套个人住房贷款利率下限
2022/5/20	央行	下调5年期LPR贷款利率
2022/5/24	住建部、财政部	受疫情影响可缓缴公积金到期后补缴；受疫情影响无法偿还公积金贷款不做逾期处理；各地根据情况提高公积金贷款额度
2022/5/24	央行、银保监会	保持房地产信贷平稳增长
2022/5/26	证监会、发改委	推进保障性租赁住房发行基础设施REITs
2022/6/10	银保监会	加大保障性住房建设的金融支持力度支持住房租赁市场健康发展；为新市民合理购房需求提供信贷支持

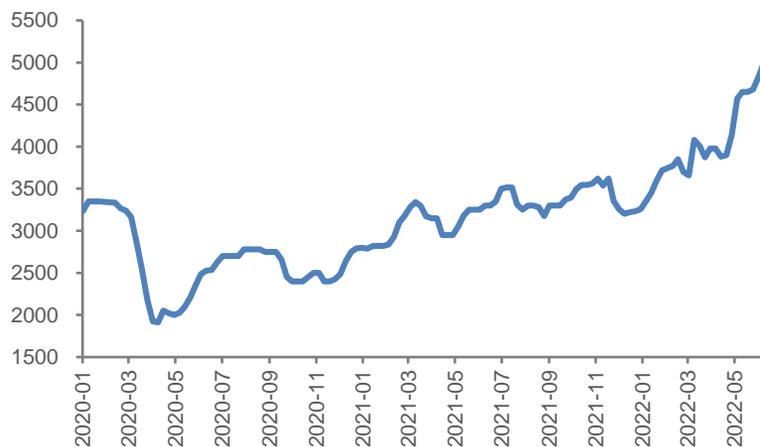
1.3 需求回暖、业绩修复，消费建材龙头布局正当时

➤ 成本端来看，2022 Q1沥青等消费建材主要原材料及电力、天然气等燃料价格持续走高，导致消费建材企业毛利率普遍承压。

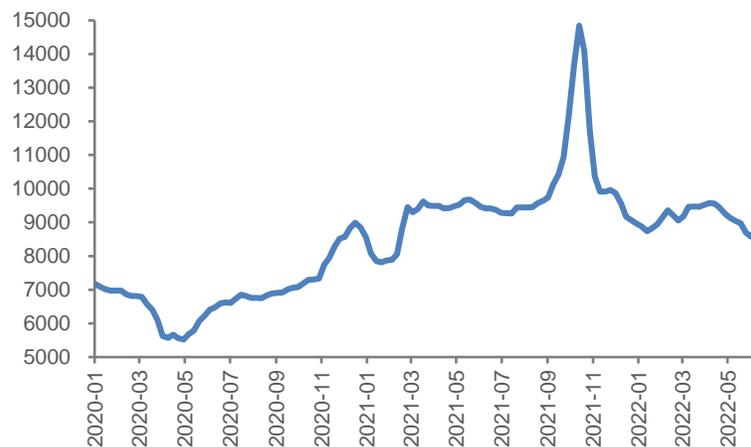
2022 Q1消费建材企业毛利率及同比变动情况

公司	防水			涂料		瓷砖/卫浴					五金	石膏板	木地板	管材				吊顶	板材	pvc地板
	东方雨虹	科顺股份	凯伦股份	三棵树	亚士创能	蒙娜丽莎	东鹏控股	帝欧家居	悦心健康	惠达卫浴	坚朗五金	北新建材	大亚圣象	伟星新材	公元股份	东宏股份	雄塑科技	友邦吊顶	兔宝宝	海象新材
毛利率	28.28%	25.74%	20.54%	26.33%	32.82%	19.11%	23.45%	18.59%	25.25%	22.05%	28.80%	28.39%	22.96%	36.56%	15.91%	19.92%	12.74%	28.38%	18.51%	15.33%
同比变动	-4.58%	-6.39%	-12.34%	-0.22%	4.10%	-10.83%	-3.00%	-11.92%	-2.80%	-5.54%	-7.43%	-2.46%	-6.38%	-2.29%	-4.10%	-4.13%	-9.39%	0.93%	2.08%	-5.90%

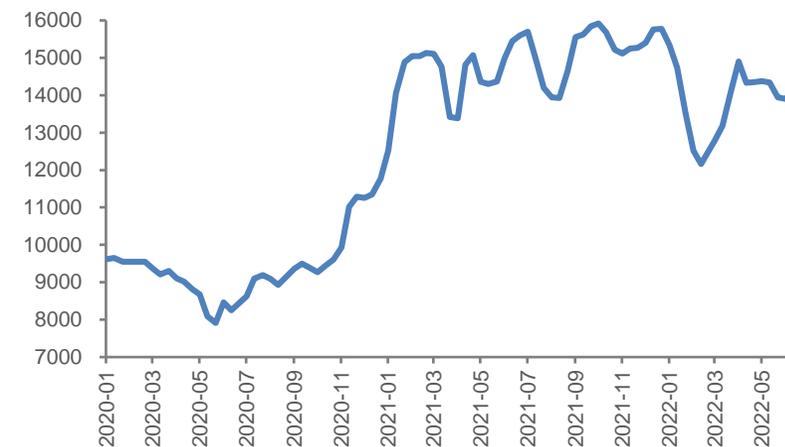
华东重交沥青市场价（元/吨）



PVC（乙烯法）市场中间价（元/吨）



硬泡聚醚参考价（元/吨）

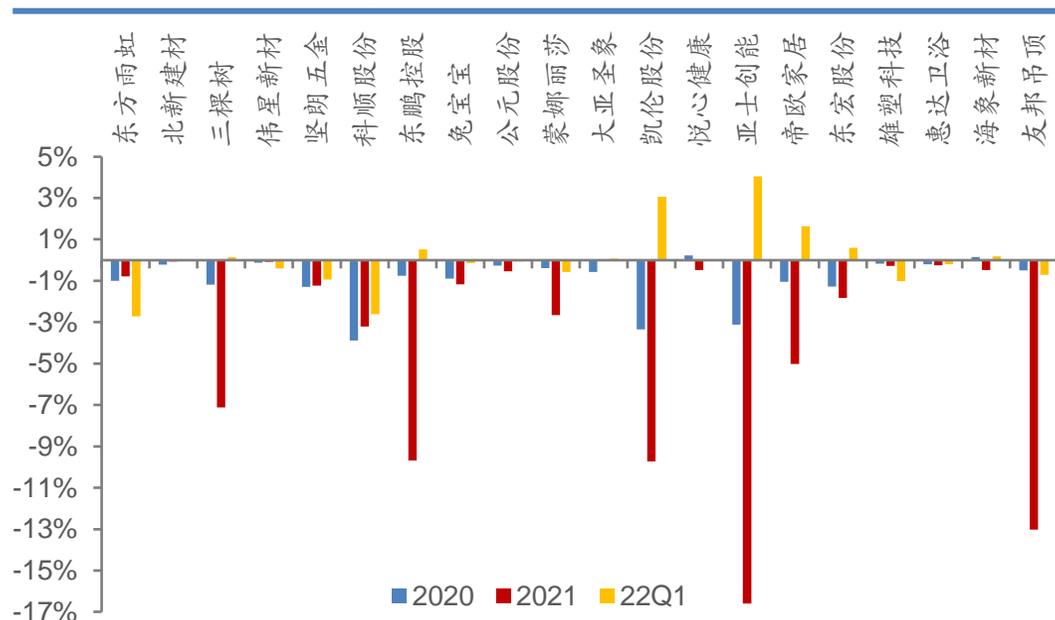


资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 需求回暖、业绩修复，消费建材龙头布局正当时

- 2021年及2022 Q1消费建材板块在营收、净利润、减值等方面分化加剧，背后亦体现出业务及客户结构的分化。行业龙头持续的高质量成长验证其在客户结构或商业模式等具备优势。

2020/2021/2022 Q1消费建材信用减值损失/营业收入 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

2021年及2022 Q1消费建材板块营收和归母净利润情况

分类	证券简称	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
		2021A	YoY	22Q1	YoY	2021A	YoY	22Q1	YoY
防水	东方雨虹	319.34	46.96%	63.09	17.31%	42.05	24.07%	3.17	7.1%
	科顺股份	77.71	24.57%	17.35	18.71%	6.73	-24.45%	0.99	-40.8%
	凯伦股份	25.86	28.80%	3.26	-26.85%	0.72	-74.20%	0.09	-84.1%
涂料	三棵树	114.29	39.37%	16.98	14.49%	-4.17	-183.1%	-0.39	-580.2%
	亚士创能	47.15	34.46%	4.88	-18.77%	-5.44	-267.5%	-0.38	-870.6%
瓷砖/卫浴	蒙娜丽莎	69.87	43.64%	10.64	6.74%	3.15	-44.41%	-0.74	-256.8%
	东鹏控股	79.79	11.46%	9.66	-14.73%	1.54	-81.97%	-0.77	-248.2%
	帝欧家居	12.61	5.54%	1.87	-10.67%	0.46	-19.27%	-0.15	32.6%
	悦心健康	61.47	9.05%	7.65	-33.99%	0.69	-87.80%	-0.91	-220.0%
	惠达卫浴	38.93	20.98%	6.8	-4.20%	2.35	-23.44%	-0.01	-103.4%
五金	坚朗五金	88.07	30.72%	12.92	3.93%	8.89	8.83%	-0.89	-309.6%
石膏板	北新建材	210.86	25.15%	46.1	10.47%	35.1	22.67%	5.6	7.3%
木地板	大亚圣象	87.51	20.46%	13.23	-6.16%	5.95	-4.90%	-0.22	-130.9%
	伟星新材	63.88	25.13%	10.06	12.21%	12.23	2.58%	1.17	3.9%
管材	公元股份	88.81	26.22%	17.09	8.11%	5.77	-25.04%	0.32	-57.09%
	东宏股份	22.09	-7.67%	5.09	27.78%	1.33	-58.23%	0.43	2.60%
	雄塑科技	23.58	13.96%	4.78	1.33%	1.11	-47.74%	0.07	-83.18%
吊顶	友邦吊顶	9.77	28.92%	2.02	12.18%	-3.33	-498.6%	0.21	115.1%
板材	兔宝宝	94.26	45.78%	16.27	18.97%	7.12	76.70%	0.95	-7.71%
pvc地板	海象新材	17.98	46.87%	4.04	11.46%	0.97	-48.50%	0.17	-32.7%

目录

1 消费建材主要品种和特点

2 消费建材细分赛道

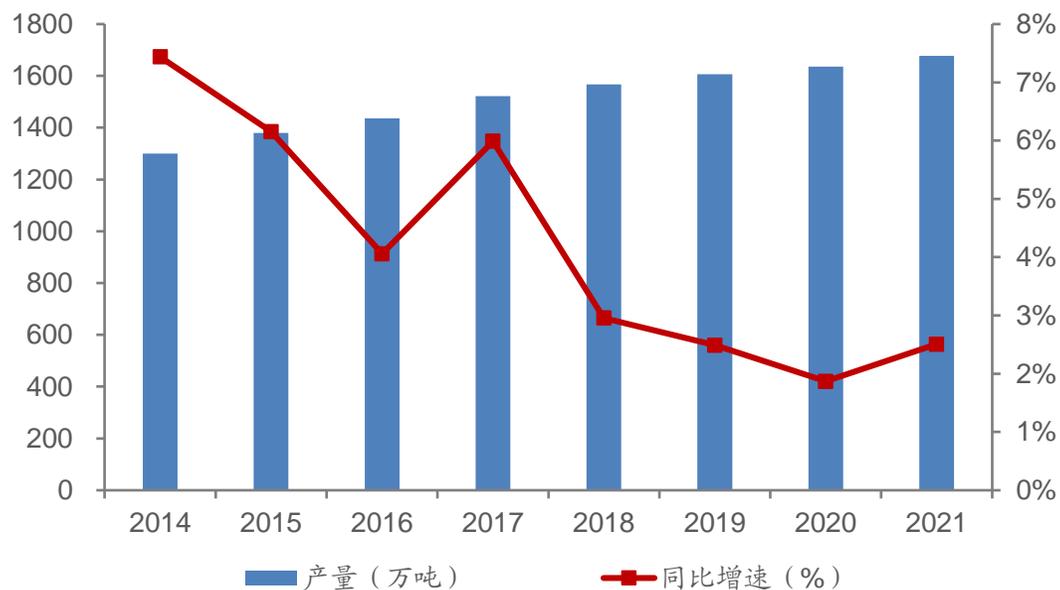
3 投资建议

4 风险提示

2.1 塑料管道

由于塑料管道具有节能环保、安全可靠、施工方便、维护成本低、运行寿命长等特点，在我国建筑工程及市政工程领域得到广泛应用。塑料管材主要包括聚氯乙烯（PVC）、聚乙烯（PE）、无规共聚聚丙烯（PPR）等系列管材管件；其中，PPR系列管材管件主要应用于建筑内冷热给水；PE系列管材管件主要应用于市政供水、采暖、燃气、排水排污等领域；PVC系列管材管件，主要应用于排水排污以及电力护套等领域。2021年塑料管道行业年产量约为1677万吨，同比增长2.5%。

全国塑料管道产量及同比增速



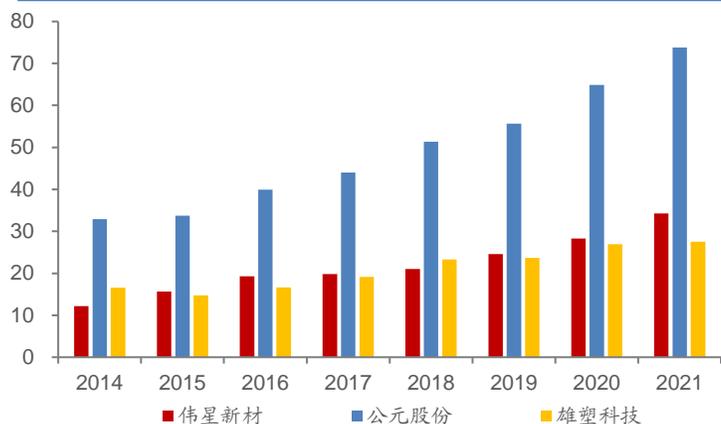
塑料管道主要产品类别和应用领域

类别	产品	主要应用领域
PVC管道	PVC-U排水/给水管材、管件	建筑排水、农业灌排、饮水
	PVC-U双壁波纹管	市政排水、排污
	PVC-U电工套管	建筑电线护套
	PVC-U地下通信用管	通信电缆管
	PVC-C电缆护套	高压电缆护套
PE管道	PE建筑排水用管材、管件	建筑同层、虹吸排水系统
	PE给水管材、管件	建筑给水、市政给水
	HDPE增强中空壁缠绕管	市政排水、排污、农业灌排
	HDPE增强双壁波纹管	市政排水、排污、农业灌排
	钢带增强PE螺旋波纹管	市政排水、排污、农业灌排
	PE护套管	电力、光纤护套
PPR管道	PE-RT管材、管件	建筑热水输送、辐射采暖
	PPR管材、管件	建筑内冷热水管、采暖

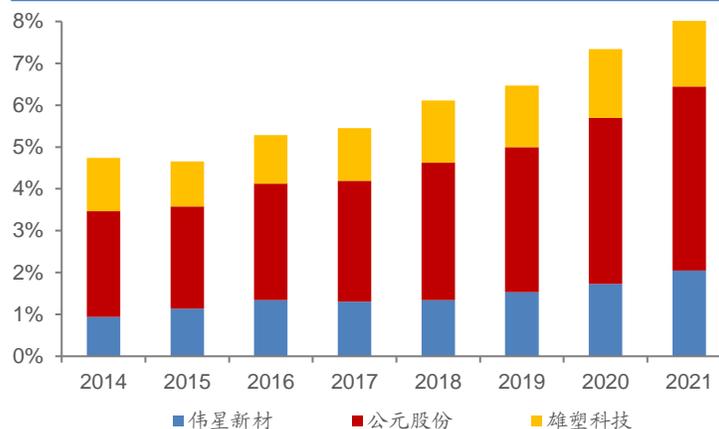
资料来源：中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会，雄塑科技招股说明书，华安证券研究所

2.1 塑料管道

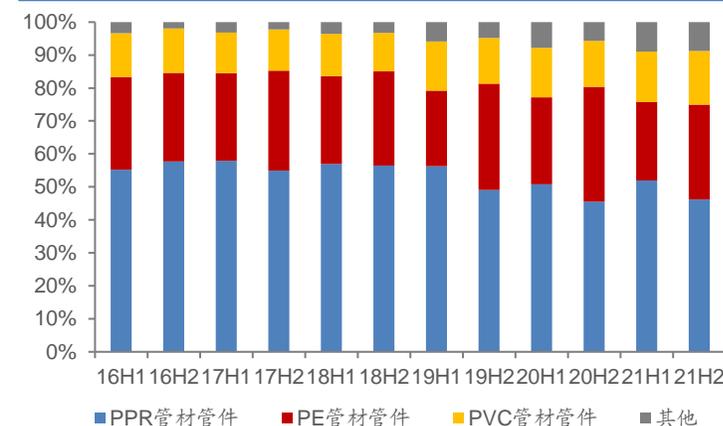
伟星新材/公元股份/雄塑科技塑料管道产量 (万吨)



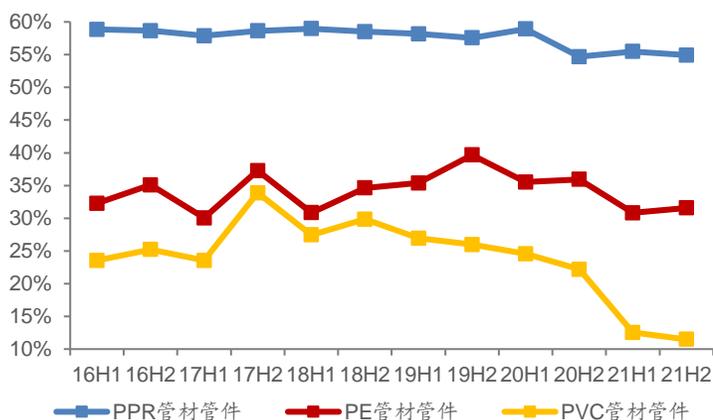
伟星新材/公元股份/雄塑科技市占率 (%)



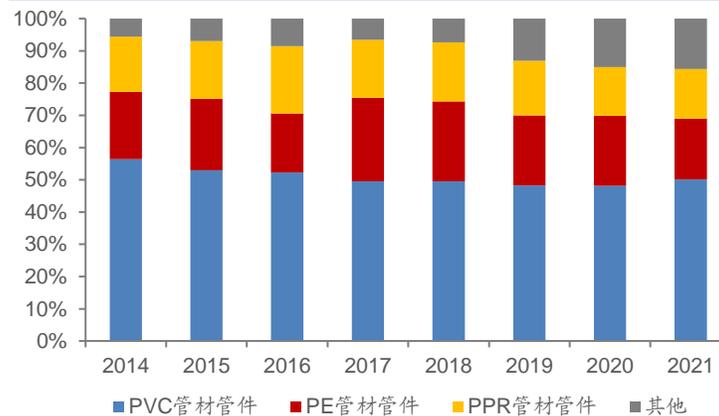
伟星新材各项业务收入占比 (%)



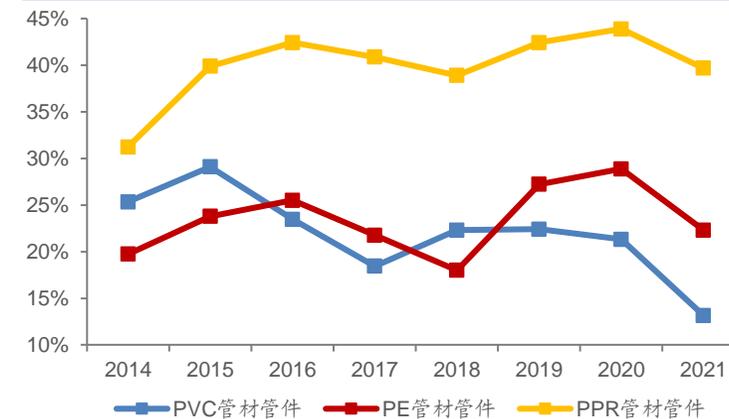
伟星新材PPR/PVC/PE管材管件毛利率 (%)



公元股份各项业务收入占比 (%)



公元股份PPR/PVC/PE管材管件毛利率 (%)

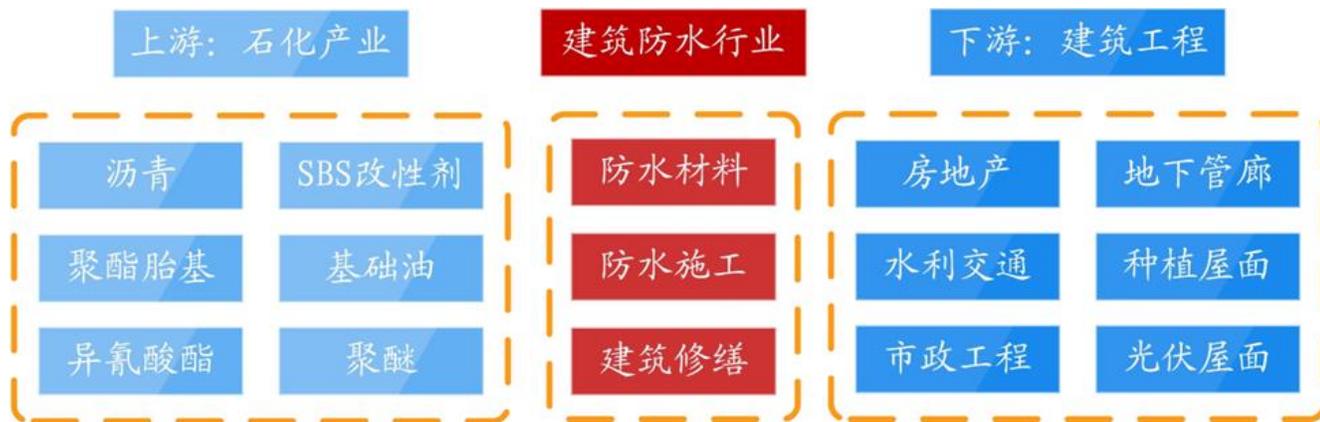


注：市占率为各公司塑料管道产量占全国塑料管道总产量的比例；资料来源：中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会，wind，华安证券研究所

2.2 建筑防水

- 防水材料是建筑功能材料的重要组成部分，在建筑施工中，防水材料在建筑物的表面形成整体防水层，以达到防水或增强抗渗漏的能力，因此，其质量和应用效果直接关系到建筑工程的结构效果和使用寿命。防水材料的应用领域十分广泛，包括房屋建筑的屋面、地下、外墙和室内；高速公路和高速铁路的桥梁、隧道；城市道路桥梁、地下管廊和地下空间等市政工程；地下铁道等交通工程；引水渠、水库、坝体、水利发电站及水处理等水利工程等。

防水行业上下游图示



建筑防水材料的主要产品

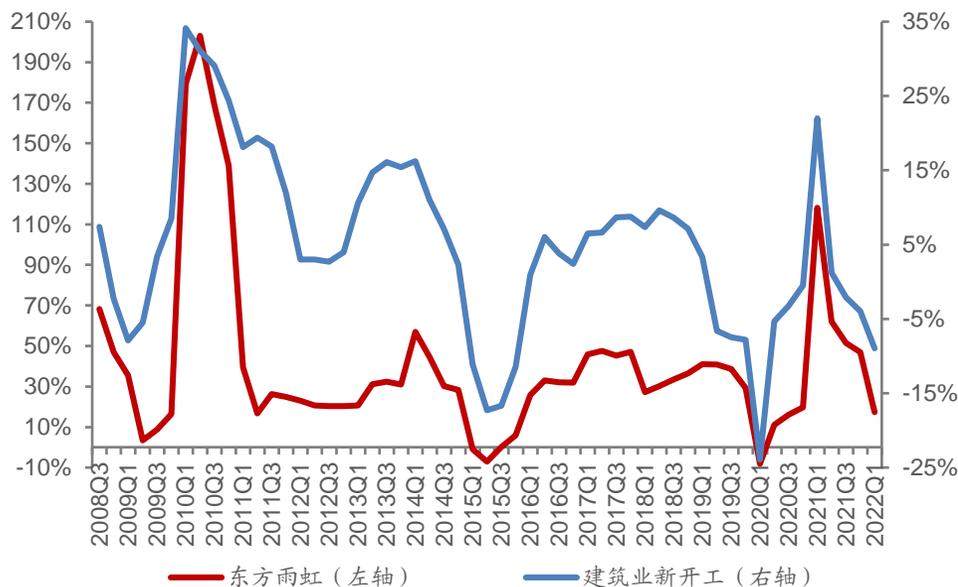
防水卷材	弹性体SBS/塑性体APP改性沥青防水卷材
	高聚物耐根穿刺沥青防水卷材
	热塑性聚烯烃（TPO）防水卷材
	非沥青基高分子（HDPE）自粘胶膜防水卷材
	聚氯乙烯（PVC）防水卷材
防水涂料	无胎自粘聚合物改性沥青防水卷材
	双组份聚氨酯防水涂料
	丙烯酸酯防水涂料
	非固化橡胶沥青防水涂料
	喷涂橡胶沥青防水涂料
刚性防水	聚合物水泥防水涂料
	水泥基渗透结晶型防水涂料
	聚合物改性水泥基防水灰浆

资料来源：东方雨虹官网，三棵树官网，科顺股份官网，凯伦股份官网，华安证券研究所

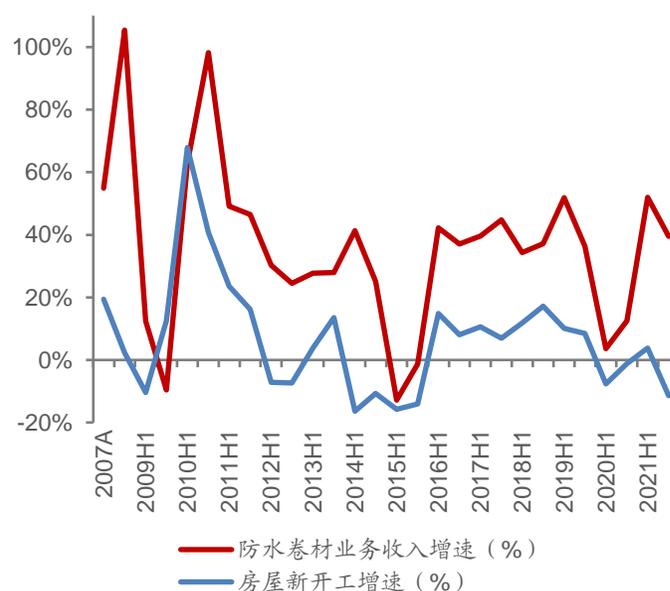
2.2 建筑防水

- 防水材料在建筑工程的开工和竣工端均有所应用，防水卷材应用于建筑施工周期前端，防水涂料于工程即将竣工验收使用。从整体上来看，其需求增速与建筑新开工面积增速具备较高的相关性。以东方雨虹为例，公司营业总收入增速与新开工面积增速的变动情况具备较高的一致性；而分业务类型来看，公司防水卷材业务与新开工增速具备较强的相关性；防水涂料需求增速则与竣工面积增速的相关性更强。

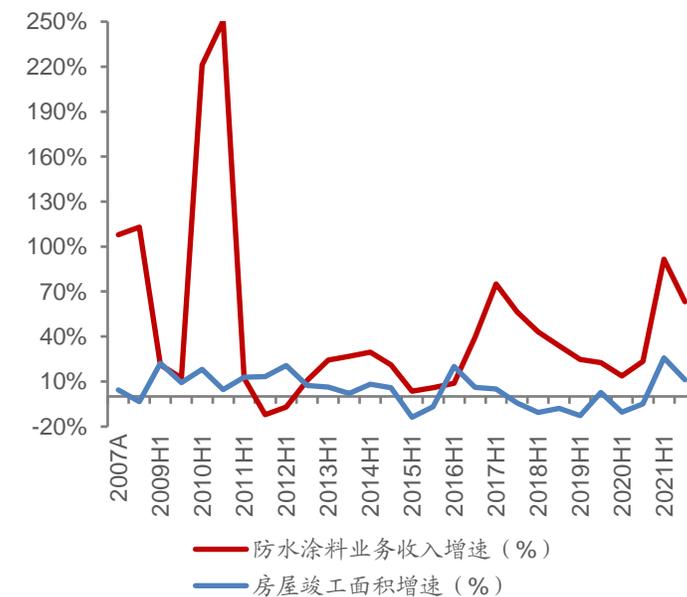
东方雨虹营业总收入增速与建筑新开工面积增速 (%)



东方雨虹防水卷材业务收入增速与房屋新开工面积增速 (%)



东方雨虹防水涂料业务收入增速与房屋竣工面积增速 (%)

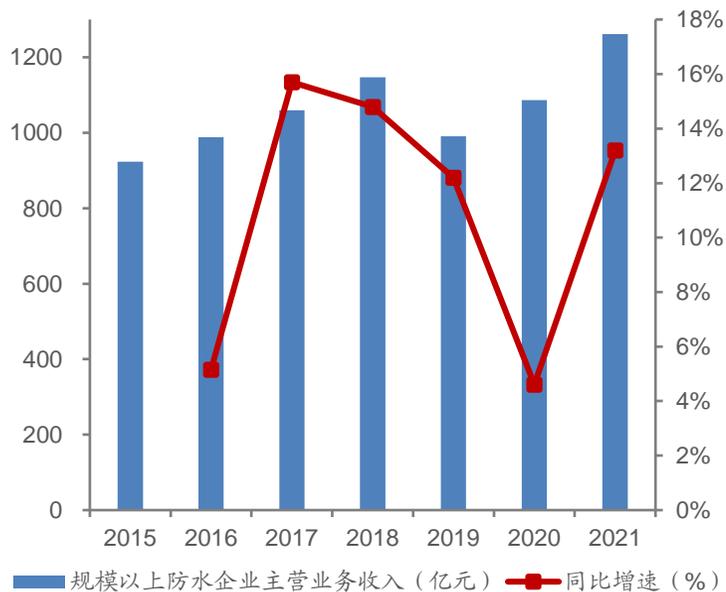


资料来源: wind, 华安证券研究所

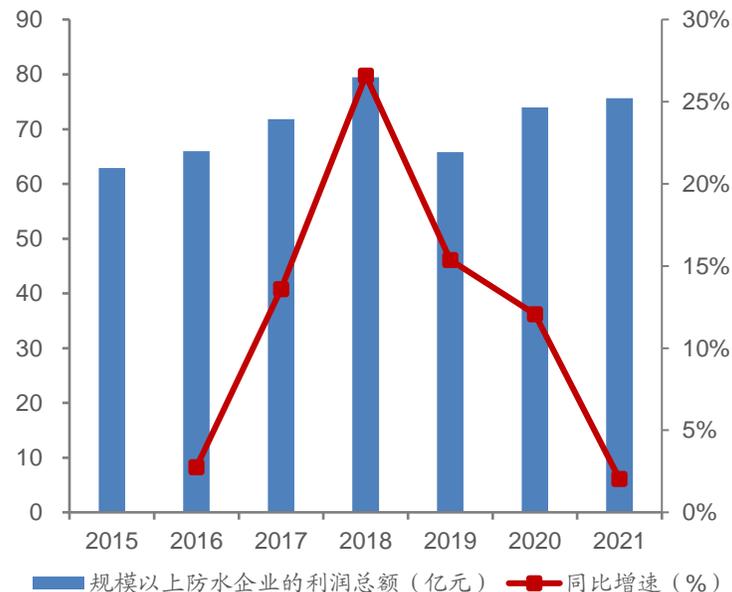
2.2 建筑防水

- 2021年，防水行业承压前行，实现逆势增长。根据中国建筑防水协会的统计，2021年，全国规模以上（主营业务收入2000万元以上）防水企业实现营收合计为1261.59亿元，同比增长13.20%；实现利润总额75.64亿元，同比增长2.04%。2021年规模以上防水企业的数量为839家，相比2020年增加116家。在2021年，部分房企风险暴露、资金紧张、房地产基本面持续下行的情况之下，防水行业仍实现了营收和利润总额的正增长，彰显防水行业的韧性。

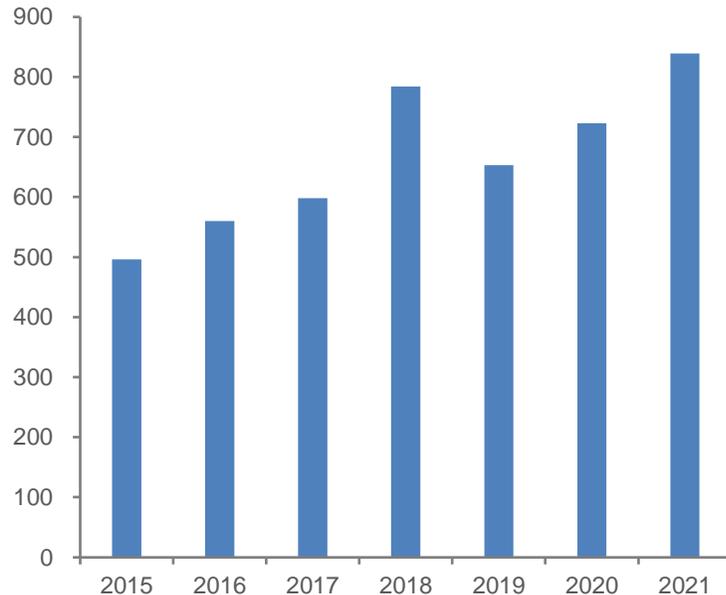
规模以上防水企业主营收入及同比增速



规模以上防水企业利润总额及同比增速



规模以上防水企业数量

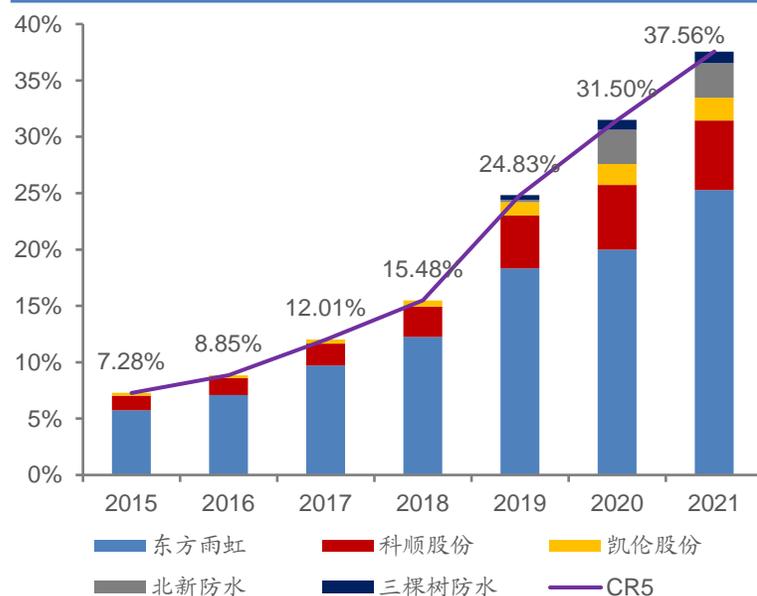


注：主营业务收入2000万元以上的企业为规模以上企业；资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

2.2 建筑防水

- 2021年，防水行业CR5约为37.56%，其中，东方雨虹占25.28%。我们认为未来以规模以下企业为代表的行业落后产能会加速出清，规模以上企业将抢占市场份额，其营收占比预计不断提升，呈现强者恒强的发展格局。以防水行业主要上市公司的营业收入（北新建材、三棵树为防水业务）与规模以上防水企业主营业务收入之比来看，2021年，防水行业CR3（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）为33.49%，同比提高5.91 pct；加上北新防水与三棵树防水，防水行业CR5为37.56%，同比提高6.07 pct。

防水行业主要上市公司的市占率情况



房地产开发企业500强首选防水材料供应商品牌首选率

2017		2018		2019		2020		2021		2022	
公司	首选率										
东方雨虹	32%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	30%
科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%	科顺	21%	科顺	18%
宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新防水	7%	北新防水	7%	北新防水	10%
卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%	凯伦	7%	卓宝	10%
蓝盾	5%	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%	三棵树	6%	雨中情	8%
大禹	4%	大禹	7%	凯伦	6%	大禹	6%	大禹	6%	三棵树	7%
德生	3%	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%	蓝盾	5%	凯伦	6%
禹王	3%	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%	远大洪雨	5%	大禹	4%
宇虹	2%	蜀羊	2%	金拇指	2%	三棵树	3%	宏源	1%	远大洪雨	3%
蜀羊	2%	禹王	1%	蜀羊	2%	宏源	2%	宇虹	1%	宏源	1%

资料来源：中国建筑防水协会，wind，新浪地产，优采大数据，华安证券研究所

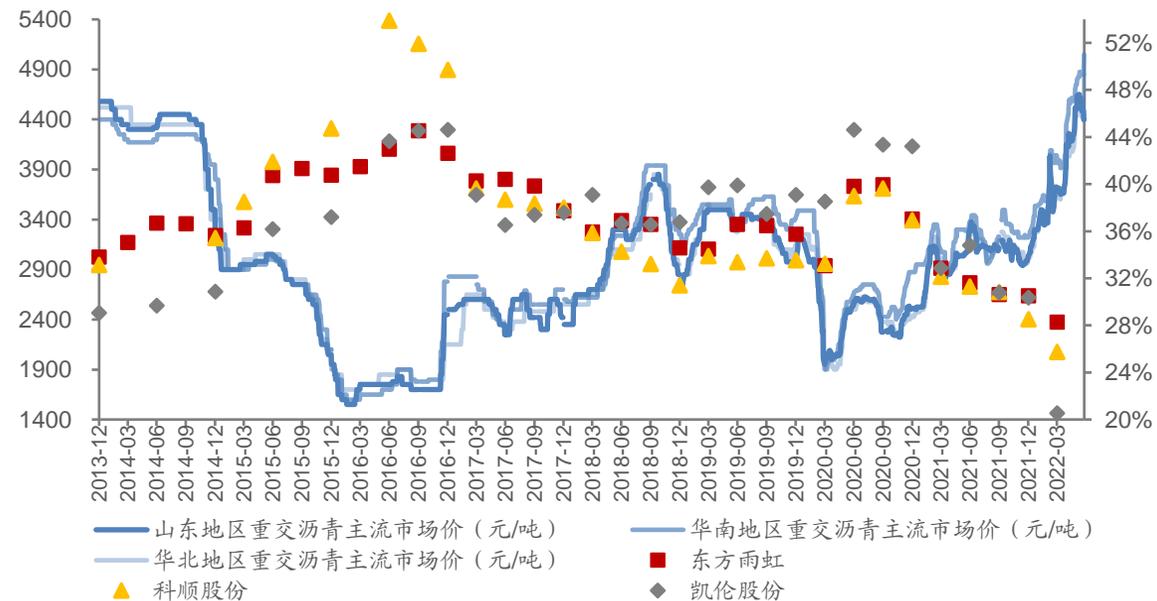
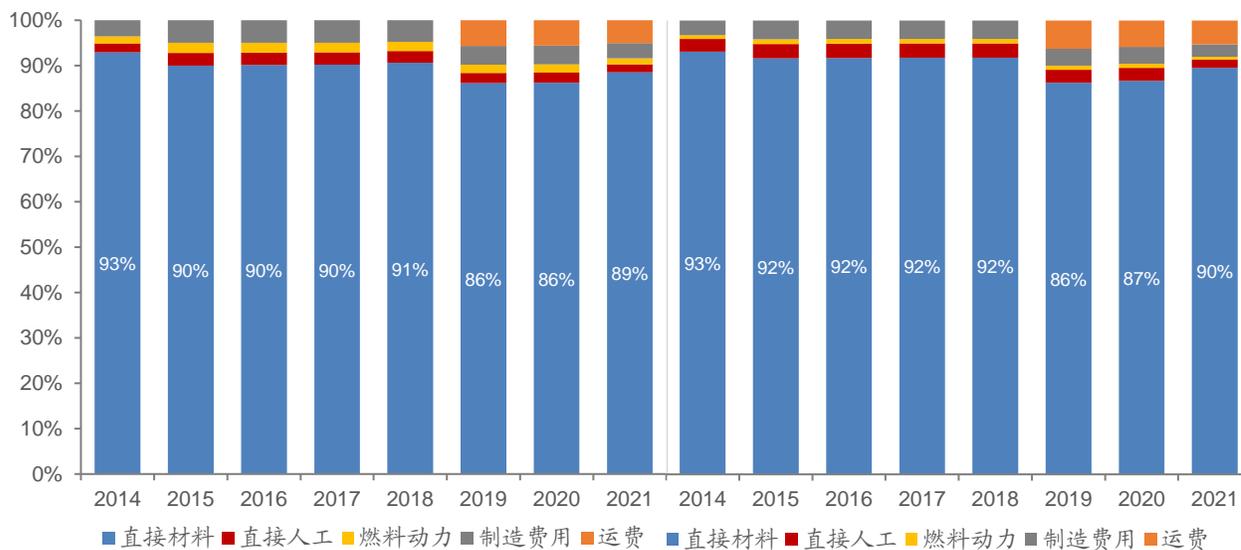
2.2 建筑防水

原材料在防水材料的生产成本中占比在80%以上，而沥青占沥青防水卷材原材料成本50%-70%，乳液占水性防水涂料原材料成本的50%-90%；异氰酸酯占聚氨酯防水涂料原材料成本的30%-50%。因此，原材料的价格变动对防水材料的生产成本产生较大的影响，对于防水企业而言，原材料采购价格直接影响毛利水平。2022年以来，在原材料持续上涨情形下，科顺股份、三棵树防水、东方雨虹、北新防水等防水企业在2022年3月、6月已经发布两轮调价通知，每轮价格涨幅均在10%-25%左右。

东方雨虹防水卷材业务成本构成 (%)

东方雨虹防水涂料业务成本构成 (%)

山东/华南/华北重交沥青主流市场价与防水行业主要上市公司的销售毛利率情况

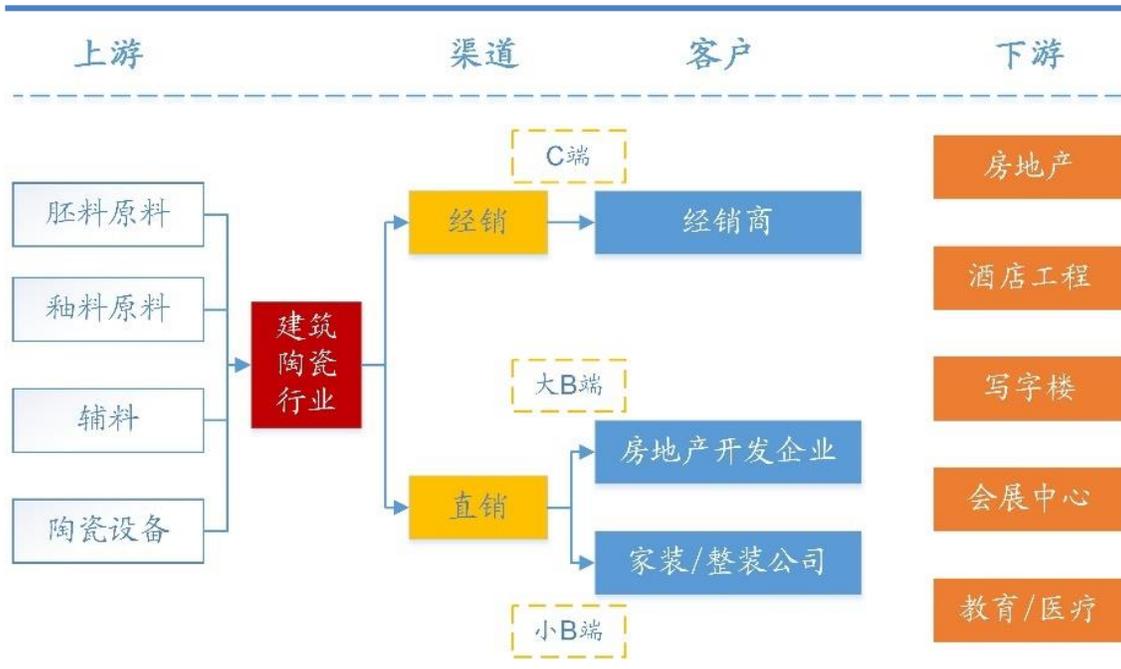


资料来源：wind，华安证券研究所

2.3 建筑陶瓷

- 建筑陶瓷主要应用于住宅和公共建筑装修装饰领域的地面或墙面的铺装，是地产后周期的建材产品，其市场需求的变动与竣工增速变动相关性较强。

建筑陶瓷行业上下游图示



建筑陶瓷主要产品特点及应用示意

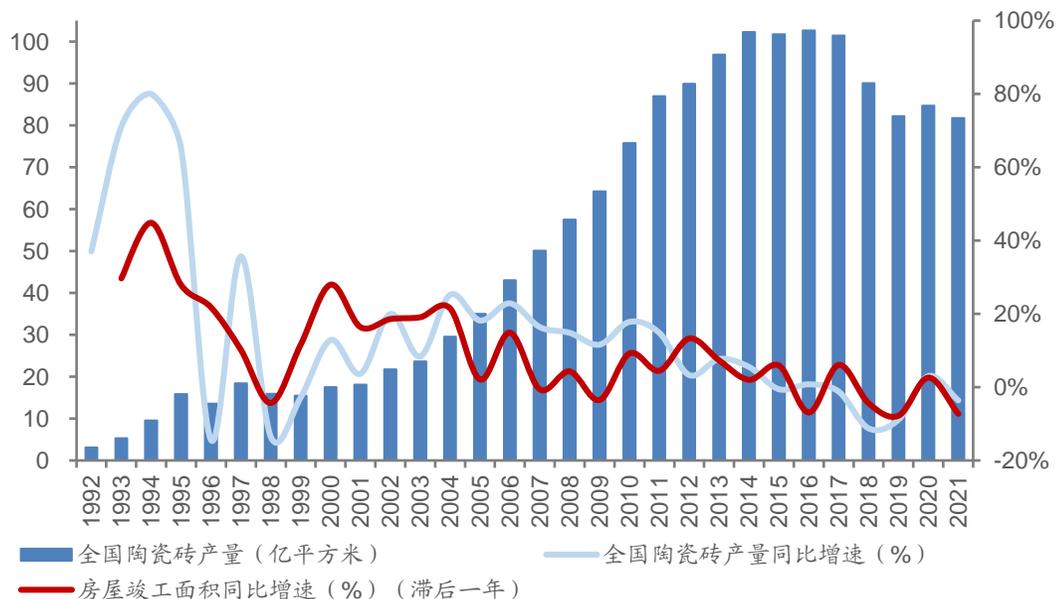
主要产品	定义及品类	特点	应用	图示		
陶瓷砖	瓷质有釉砖	由黏土、长石和石英为主要原料制造的用于覆盖墙面和地面的板状或块状建筑陶瓷制品，厚度不超过13.5 mm	抛晶砖、抛釉砖、仿古砖等	外观精致、图案多样，具有原料易得、易于批量化生产、抗污性好、耐腐蚀、易清洁、材质坚固、不受潮、辐射可控等特点。	酒店、商场超市、办公楼等公共空间装饰及家居背景等室内装修领域	
	瓷质无釉砖		渗花抛光砖、纯白抛光砖、一般微粉抛光砖、特殊微粉抛光砖等		过道和室外走道等装修项目的地面，除厨卫以外的多数家居室内空间，如厅堂等	
	非瓷质有釉砖		瓷片和小地砖等		一般用于厨卫空间、洗手间和室外阳台立面装饰等空间	
陶瓷薄板	由黏土和其他无机非金属材料经成形、高温烧成等生产工艺制程的板状陶瓷制品，厚度不大于6 mm、上表面面积不小于1.62 m ²	轻薄、大规格、性价比高，装饰风格鲜明，生产过程节能节材、可以显著降低建筑综合能耗		逐渐成为建筑幕墙、创意化装饰、背景墙等领域的新兴品类		
陶瓷薄砖	厚度不大于5.5 mm的陶瓷砖	规格与传统陶瓷砖相近，厚度薄、质量轻、硬度高，施工简便快捷，利于维护施工现场的整洁，节约大量切割加工、铺贴辅料等费用		适用于二次装修、翻新，可以加快铺贴速度，减少建筑垃圾		

资料来源：中国建筑卫生陶瓷行业协会，蒙娜丽莎招股说明书，wind，华安证券研究所

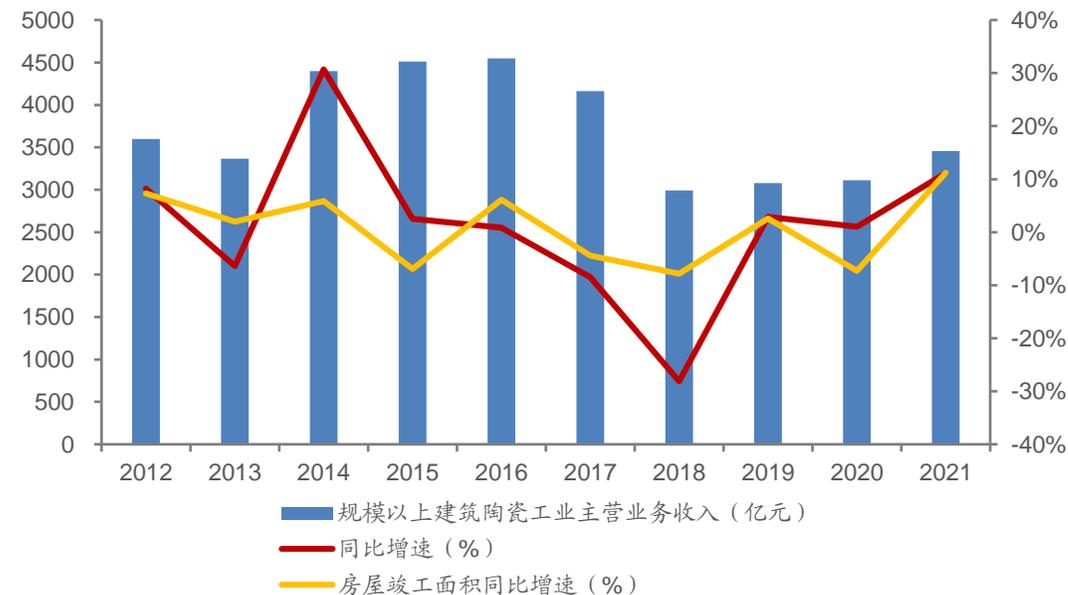
2.3 建筑陶瓷

➤ 2001-2011年，受益于房地产竣工端的高增速，陶瓷砖的市场需求不断扩大，建筑陶瓷行业处于成长期。2012年以来，房屋竣工面积增速放缓，建筑陶瓷的市场需求也趋于稳定，建筑陶瓷的产量增速有所下降。2021年，全国陶瓷砖产量为81.74亿平方米，同比下降3.54%。从销售规模的角度来看，2019-2021年，建筑陶瓷行业规模以上企业的营业收入稳定在3000亿元上下小幅波动，分别为3079.91 / 3111.24 / 3457.84亿元，同比变动+2.90% / +1.02% / +11.14%。

全国建筑陶瓷产量及同比增速与房屋竣工面积增速



建筑陶瓷行业规模以上企业主营业务收入及同比增速

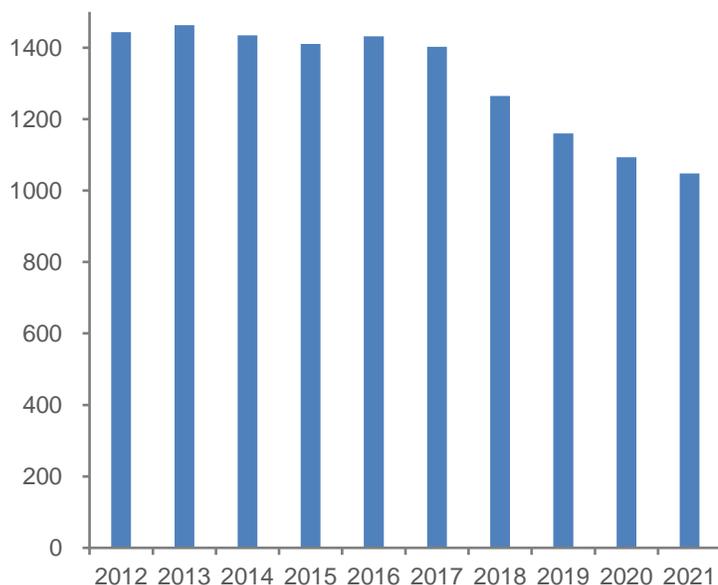


资料来源：中国建筑卫生陶瓷行业协会，wind，华安证券研究所

2.3 建筑陶瓷

- 建筑陶瓷行业市场集中度低，头部企业的市占率仅约5%；近年来，受市场需求增加有限及“煤改气”等环保政策趋严的影响，部分产能和技术落后的中小建筑陶瓷行业企业逐渐在市场中退出，头部企业的市占率有较大的提升空间。据中国建筑卫生陶瓷行业协会的统计，2019-2021年，建筑陶瓷行业规模以上企业的数量为1160 / 1093 / 1048家，企业数量逐年减少。2017-2020年，我国陶瓷砖年产能由136亿m²降至123亿m²，建筑陶瓷生产线由3264条降至2760条。

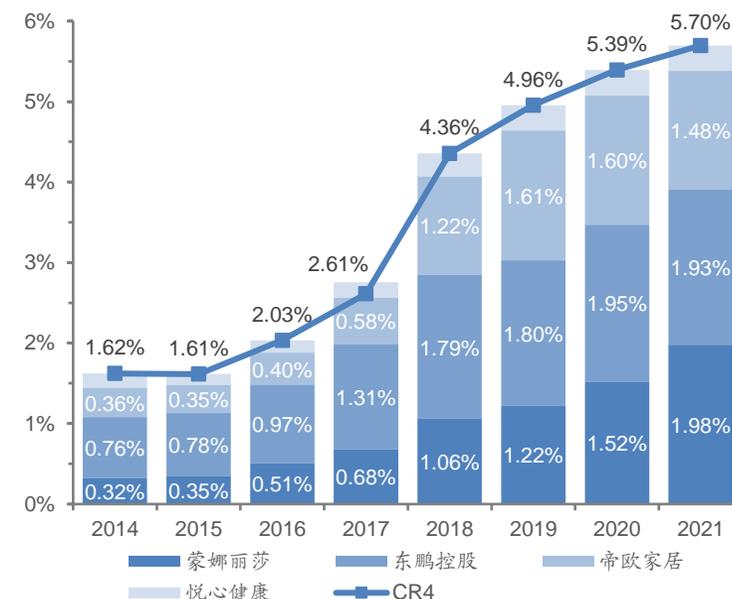
规模以上建筑陶瓷企业数量



陶瓷砖全国主要产区年产能

年产能 (亿m ²)	2011	2014	2017	2020
广东	34.66	41.19	38.62	31.39
福建	13.53	17.34	16.00	13.41
山东	15.55	16.18	9.71	7.68
江西	10.28	14.29	16.93	17.33
四川	7.78	8.27	8.34	7.66
河南	3.77	6.88	8.55	7.72
其他产区	21.19	30.07	38.12	37.81
总计	108.06	139.61	136.28	123
生产线数量 (条)	3275	3621	3264	2760
产能利用率 (%)	80.52%	73.27%	74.45%	68.89%

行业主要上市公司瓷砖业务占规上企业收入比

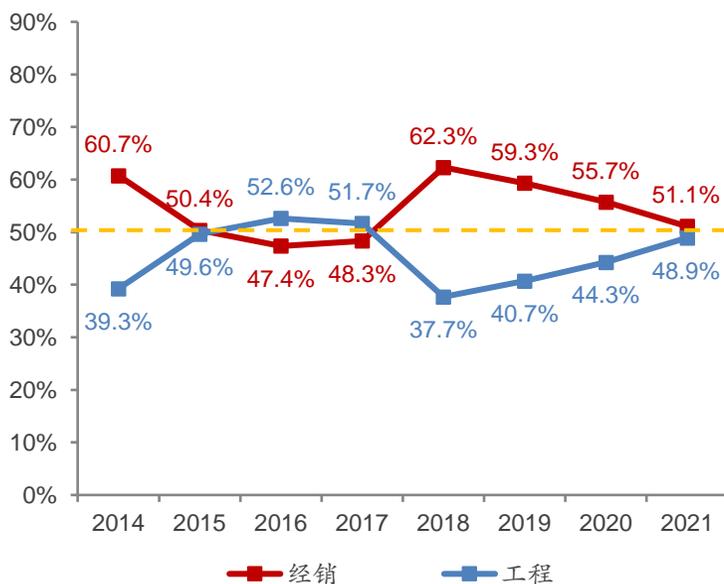


资料来源：中国建筑卫生陶瓷行业协会，陶瓷信息网，wind，华安证券研究所

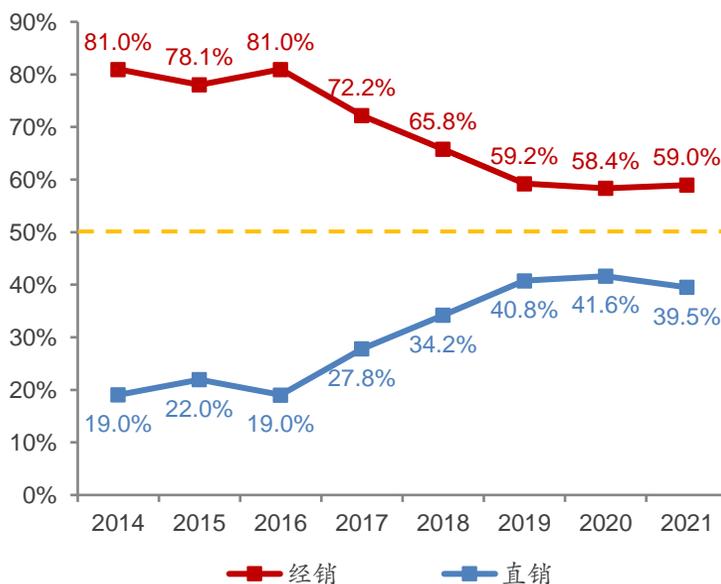
2.3 建筑陶瓷

- 建筑陶瓷行业主要上市公司蒙娜丽莎、东鹏控股和帝欧家居在销售渠道的发展上略有不同。东鹏控股将销售渠道分为直销和经销两类，其中，直销渠道主要面向工程客户、家装客户等。东鹏控股深耕C端零售，经销业务收入占比较高，长期保持在50%以上。帝欧家居的工程业务占比明显高于经销业务占比；蒙娜丽莎在工程和经销两个渠道上的销售收入规模较为接近，分布较均衡。

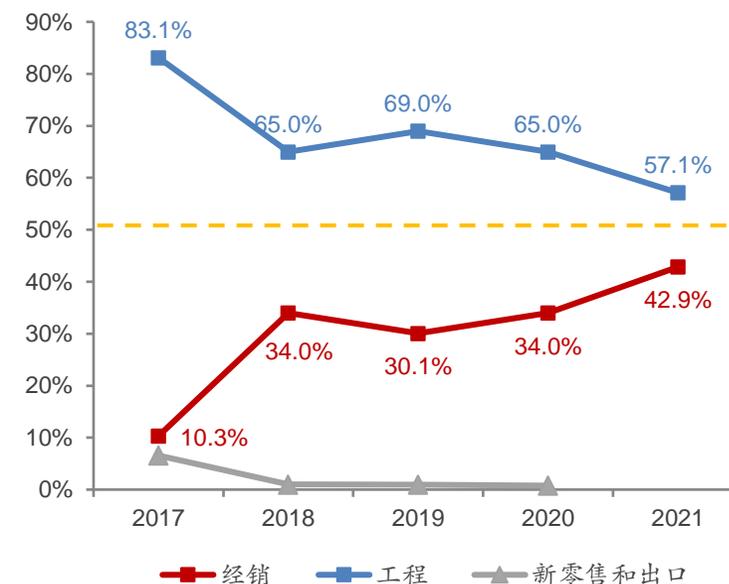
蒙娜丽莎各销售渠道销售收入占比 (%)



东鹏控股各销售渠道销售收入占比 (%)



帝欧家居各销售渠道销售收入占比 (%)

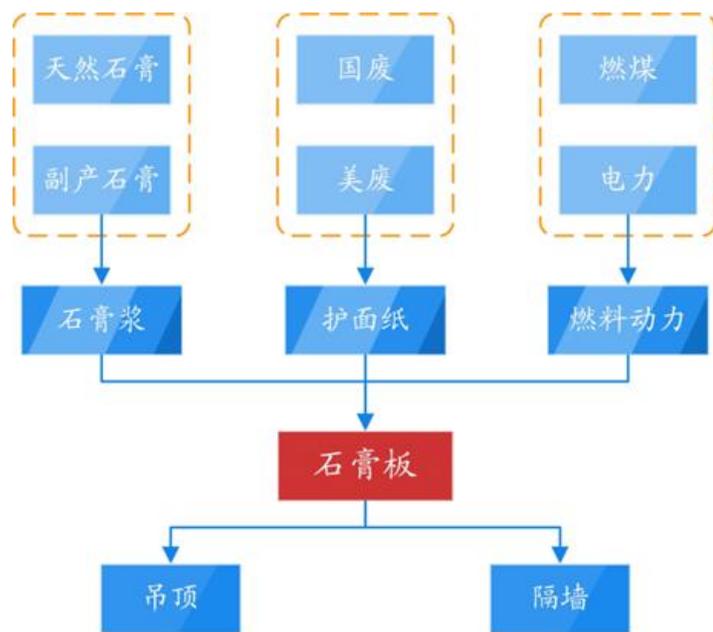


注：蒙娜丽莎2017年占比数据为2017H1相应数据；资料来源：wind，华安证券研究所

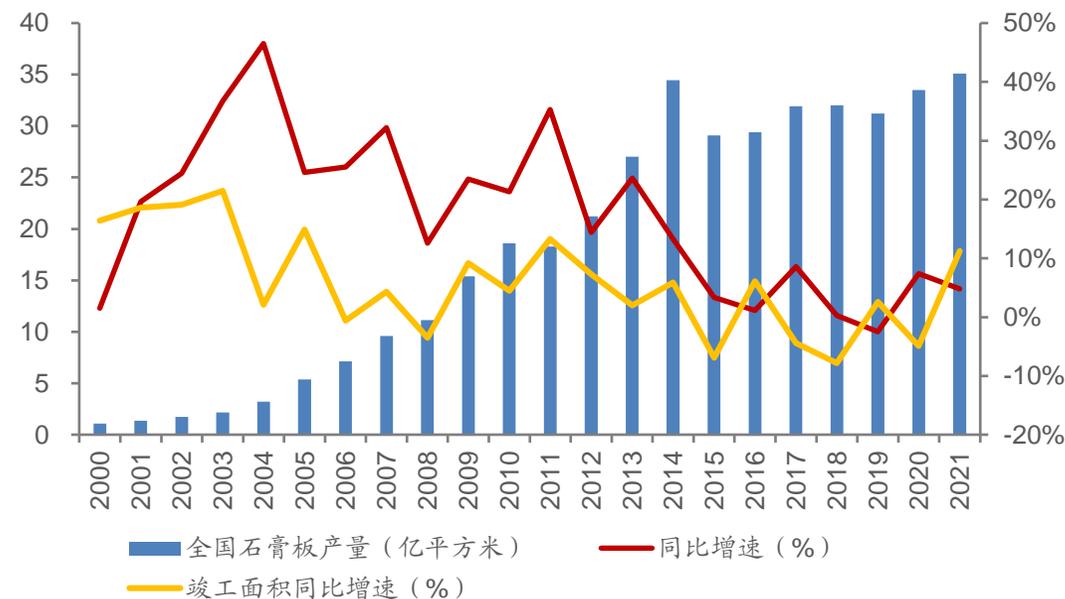
2.4 石膏板

- 石膏板需求与房地产竣工端相关性强，行业市场规模近200亿元。石膏板作为装修材料属于地产后周期产业，其需求与房地产竣工端相关性较强。根据拿地-开工-预售-竣工-装修的产业顺序，一般竣工结束3-6个月开始做石膏板吊顶、隔墙等的基础装修。因此，使用竣工数据观察石膏板需求是行业之惯例。根据中国建筑材料联合会石膏建材分会的统计，2021年全国石膏板产销量为35.1亿平方米，以石膏板市场价格约为5.5元/平方米粗略估算，则石膏板行业的市场规模为193亿元。

石膏板行业上下游图示



全国石膏板产量及同比增速与房屋竣工面积同比增速

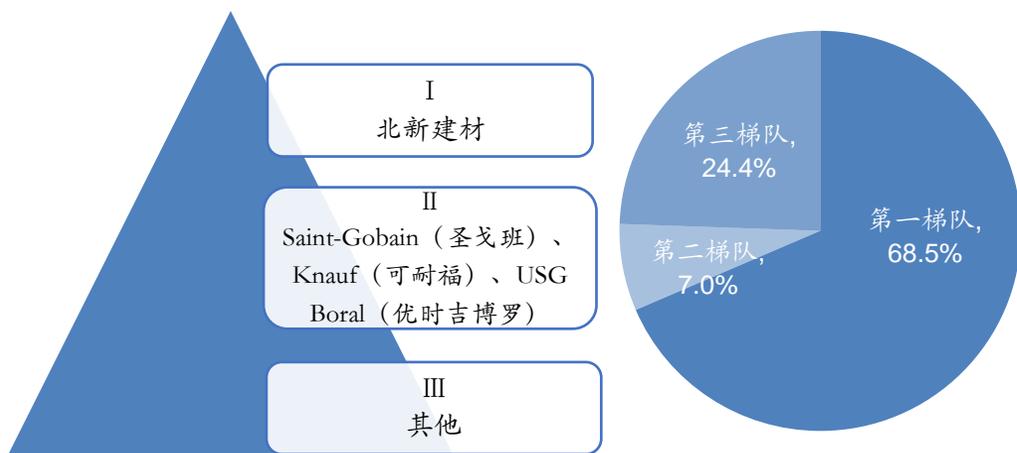


资料来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会，wind，泰山石膏超短期融资券募集说明书，华安证券研究所

2.4 石膏板

- 石膏板行业市场集中度较高，企业梯队呈三层分化。从行业市占率规模来看，行业第一梯队企业即为北新建材，其旗下“龙牌”、“泰山”、“梦牌”等系列产品分别覆盖不同档次的客户群体。以石膏板产能计，2021年，北新建材的市场占有率约为68.53%。行业第二梯队企业为三家外资厂商Saint-Gobain（圣戈班）、Knauf（可耐福）、USG Boral（优时吉博罗），三家外资企业在中国境内的产能总和约为3.44亿平米，约占中国境内石膏板总产能的7.02%；剩下约300家其他厂商，占据市场份额的24.45%。

石膏板企业的三个梯队



房地产开发企业500强首选石膏板供应商品牌首选率

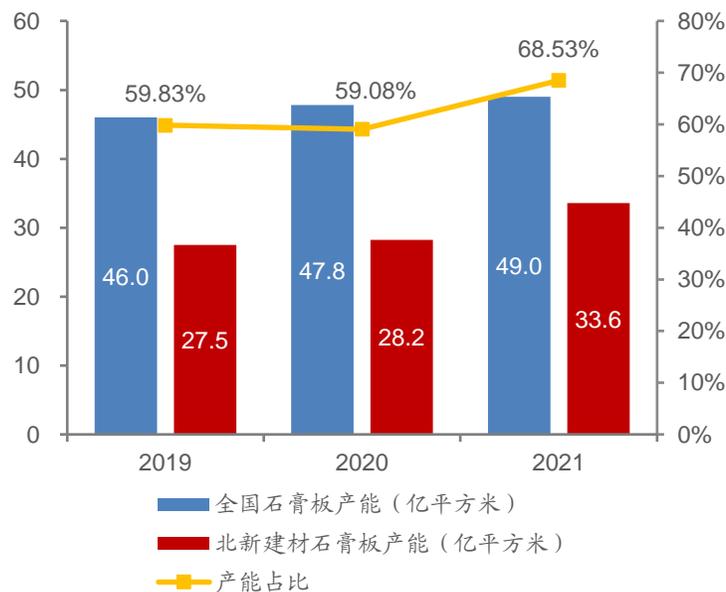
2018		2019		2020		2021		2022	
公司	首选率								
龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	27%
泰山石膏	15%	泰山石膏	16%	圣戈班	16%	圣戈班	16%	泰山石膏	18%
可耐福	12%	可耐福	12%	可耐福	12%	可耐福	12%	杰科	15%
兔宝宝	9%	兔宝宝	9%	泰山石膏	10%	泰山石膏	10%	可耐福	8%
圣戈班	8%	圣戈班	8%	兔宝宝	8%	兔宝宝	8%	兔宝宝	7%
优时吉博罗	7%	优时吉博罗	7%	洛斐尔	8%	洛斐尔	7%	洛斐尔	6%
洛斐尔	6%	洛斐尔	6%	优时吉博罗	6%	优时吉博罗	6%	优时吉博罗	6%
千年舟	4%								
杰森	3%	杰森	3%	杰森	3%	杰森	3%	莫干山	3%
拜尔	2%	拜尔	2%	拜尔	2%	拜尔	2%	杰森	2%

资料来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会，优采大数据，wind，华安证券研究所

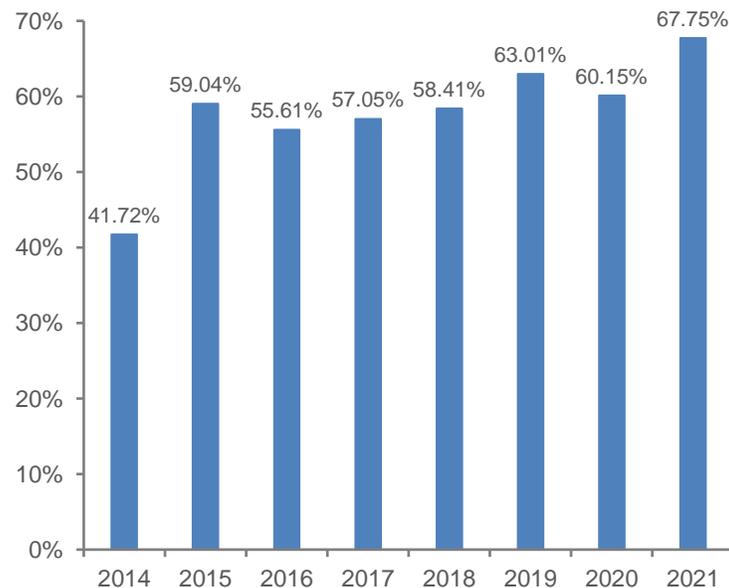
2.4 石膏板

- 从产销量来看，2021年北新建材石膏板销量为23.78亿平方米，占全国石膏板总销量的67.75%。根据我们的测算，2021年北新建材石膏板平均销售单价为5.79元/平方米，同比提高0.36元/平方米；成本2.57元/平方米，同比提高0.12元/平方米，价格提高幅度高于成本上涨幅度。在2021年行业需求暗淡时期，北新建材石膏板价格依然保持顺利上涨且单平方米毛利增加，体现其在石膏板行业已具备较强的定价能力。

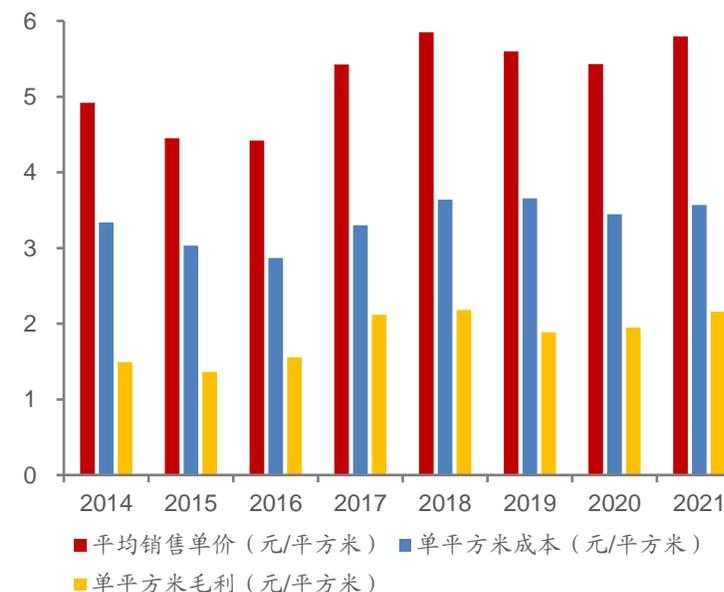
全国/北新建材石膏板产能情况



北新建材石膏板销量占全国销量比



北新建材石膏板单平方米售价/成本/毛利



资料来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会，wind，华安证券研究所

目录

1 消费建材主要品种和特点

2 消费建材细分赛道

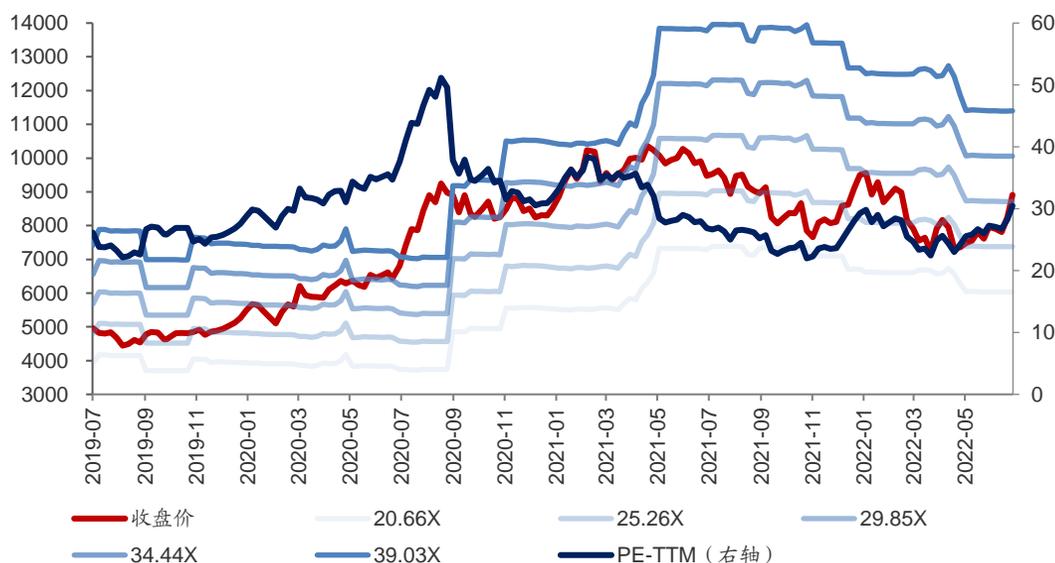
3 投资建议

4 风险提示

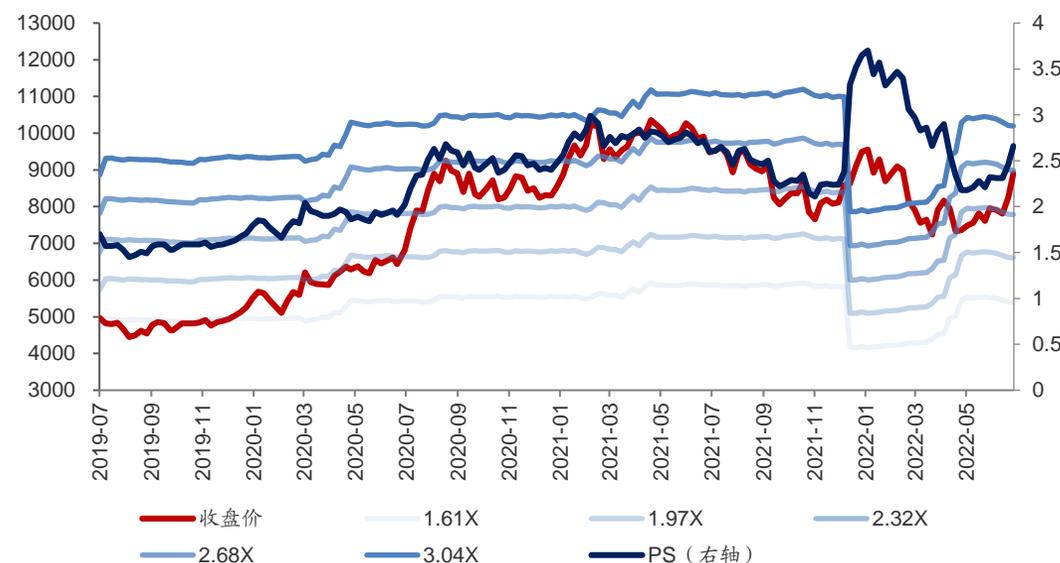
聚焦消费建材优质龙头，拥抱高质量成长

- ▶ 2019-2020年以B端逻辑为主的消费建材龙头估值抬升明显，很大程度上得益于市场对其业绩高增速的预期，属于以“量”驱动的行市；而当前来看，我们认为业绩持续性是支撑消费建材龙头估值溢价的核心因素之一，由于宏观环境和行业基本面的变化，消费建材企业在增长的同时“质”的提升将更为关键，反映了下一阶段公司业绩持续性和其市场份额天花板。
- ▶ 2021年的房地产资金风险频发、房地产下行压力增加，部分地产企业的出清可能对与其绑定的建材供应商造成严重打击；重视客户质量、重视回款、重视渠道广度的消费建材企业方能在新阶段保障稳健增长。2022年，上半年疫情反复叠加原材料价格大幅上涨，消费建材企业面临环境依然严峻；在盈利质量和经营效率上具备优势的企业将能够穿越周期，更好地面对存量市场博弈。

装修建材（申万）行业指数 PE-Band



装修建材（申万）行业指数 PS-Band



资料来源：wind，华安证券研究所



东方雨虹

- ▶ **公司是防水行业绝对龙头，成长空间远未见顶。**防水行业受多因素驱动，龙头份额加速上升，根据我们测算，未来三年公司市场份额将再次翻倍。防水修缮服务带来的存量市场预计每年也达千亿规模，公司是该市场最早切入和实力最强的专业防水企业。从新品类来看，公司培育的几类重点新产品建筑涂料、保温材料、砂浆各自都拥有百亿乃至千亿级别的大市场，公司通过自身的渠道优势和综合服务实力有望迅速打开成长空间。
- ▶ **防水是消费建材板块中的优质赛道。**在消费建材各细分赛道中，我们认为贯穿地产施工周期的防水行业的发展阶段更领先、竞争格局更优，且行业新标催化有望带来市场规模翻倍。当前，房地产基本面触底企稳预期强化，消费建材板块在经历前期的估值调整后已位于低点，我们认为高质量成长的消费建材龙头正值底部布局期。
- ▶ **渠道变革与品类扩充驱动发展，非房、非防业务贡献高成长。**我们认为在行业需求下行的压力期，公司依然保持高速增长的主要驱动因素为1) 新品类扩充：依托于防水主业多年积累的客户资源及销售渠道的协同性，以建筑涂料、砂浆粉料、保温节能等为代表的非防水业务板块实现快速增长；2) 零售成为渠道建设重点方向：公司民建集团加大终端消费者的拉力和引导，通过发展经销商、增加专卖店及持续开拓分销网点扩大渠道覆盖率，有效覆盖空白市场和薄弱市场。截至2021年底，公司经销商数量已达近4000家，分销网点、门头（含形象店）合计超过12万家。2021年，公司民建集团营业收入约37.9亿元，同比增长93%；防水涂料实现50%增长，防水卷材、瓷砖胶、美缝剂等多品类实现倍增。
- ▶ **投资建议：**我们预计公司2022-2023年归母净利润53.24/67.43亿元，对应EPS 2.11/2.68元，“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**宏观经济下行、基建与房地产投资增速大幅下降风险；原材料价格持续上涨风险；工程业务回款情况不及预期；新品类扩充、多元化发展不及预期。



伟星新材

- ▶ **公司消费属性强且报表优秀，享有估值溢价空间。**公司核心业绩指标上市以来均持续增长，且在行业整体增速出现大幅下降时，显示出优秀的穿越周期能力。公司的“星管家”增值服务和扁平化经销模式建立起了牢固的品牌壁垒，特色商业模式赋予其消费股属性，可以长期维持较高的产品溢价，有力支撑高利润水平。
- ▶ **管材主业B端、C端持续双轮驱动，受益稳增长带来的管材需求增长。**“稳增长”预期持续强化背景下，我们看好公司管材主业B端与C端双轮驱动，C端“星管家”增值服务品牌壁垒牢固，B端市政工程与建筑工程业务，公司持续优化客户结构和产品结构，积极探索新领域，不断构建技术竞争壁垒，积极把握旧改、保障房等市场机会。
- ▶ **“同心圆”战略强化，防水、净水新品类稳定高增。**公司以防水、净水为代表的新品类依托星管家等平台实现营收的稳定转化，成长确定性强，将实现比管材主业更高的营收增速。并且，公司于2021年收购新加坡捷流公司100%股权，于2022年1月完成股权交割；捷流公司的技术实力与公司的渠道优势互补，将有望促进公司给排水业务的快速发展。我们认为公司以防水、净水为代表的新品类依托星管家等平台实现营收的稳定转化，成长确定性强，2022年有望延续高速增长。
- ▶ **投资建议：**我们预计公司2022-2023年归母净利润 15.37/18.22 亿元，对应EPS 0.97/1.14 元，“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**宏观经济下行、基建与房地产投资增速大幅下降风险；原材料价格持续上涨风险；防水、净水等新品类拓展不及预期；工程渠道开拓不及预期。

北新建材

- **石膏板主业以高市占率筑高壁垒，以强定价能力抢占制高点。**截至2021年末，公司石膏板投产、扩建和签约的产能规模合计为38.38亿平方米，已形成投放市场的有效产能合计为33.58亿平方米，占全国石膏板总产能的68.53%。2021年公司石膏板销量为23.78亿平方米，同比增长18.01%；以销量占全国之比计，2021年公司市占率为67.75%，同比提高7.60 pct，市占率再上新台阶。2021年公司石膏板平均销售单价为5.79元/平方米，同比提高0.36元/平方米，石膏板成本为2.57元/平方米，同比提高0.12元/平方米，价格提高幅度高于成本上涨幅度。在2021年行业需求暗淡时期，公司石膏板价格依然保持顺利上涨且单平方米毛利增加，体现公司在行业内已具备较强的定价能力。
- **“一体两翼，全球布局”战略稳步推进。**公司2019年起布局防水行业，2021年公司防水业务收入38.71亿元，市占率3.07%，2022防水材料类房地产供应商首选品牌测评中北新防水首选率升至10%，跻身行业前三名。2022年4月公司收购华北防水头部企业远大洪雨70%股权，防水业务布局进一步完善。布局防水业务拓宽公司成长边界，为公司业绩提供新的增长点。
- **业绩稳健增长，高质量发展标杆。**2022 Q1公司实现营业收入为46.10亿元，同比增长10.47%；归母净利润5.60亿元，同比增长7.28%。受沥青等原材料价格涨幅较大影响，Q1公司毛利率下降2.5 pct至28.39%。为缓解成本压力，公司于2022年3月、6月2次上调防水材料价格，预计随着调价顺利执行，公司毛利率将得以修复。
- **投资建议：**我们预计公司2022-2023年归母净利润 41.05/48.59 亿元，对应EPS 2.43/2.88 元，“买入”评级。
- **风险提示：**房地产投资增速大幅下降风险；原材料价格持续上涨风险；防水/涂料业务发展不及预期。

蒙娜丽莎

- ▶ **快速成长的建筑陶瓷头部企业，2022H2弹性可期。** 公司自1992年成立以来始终专注于建筑陶瓷产品的研发、生产和销售；坚持创新为先、把握消费趋势。公司旗下蒙娜丽莎等品牌均拥有较强品牌实力。2021年，公司实现营业收入69.87亿元，同比增长43.64%；归母净利润3.15亿元，同比下降44.41%，受下游房地产资金压力及燃料价格大幅上涨，公司业绩短期承压，当前房地产基本面筑底企稳已经显现，燃料价格高位呈现同环比改善，2022年下半年公司业绩弹性可期。
- ▶ **成熟市场超千亿，集中趋势加速演绎。** 我国建筑陶瓷行业发展已进入成熟期，房地产竣工韧性将支撑瓷砖需求端，瓷砖市场规模在3000亿元左右；行业市场集中度低、高度分散化；在环保政策趋严推动落后企业出清、下游房地产行业集中度提升等多重因素的催化之下，建筑陶瓷行业的集中度有望加速提升。品牌实力强，产品品质与产能规模兼备的头部企业将有望充分受益。
- ▶ **核心竞争力：品牌实力、产能规模、销售渠道兼优。** 1) **品牌实力：**公司的建筑陶瓷薄型化、大型化技术行业领先；公司创新研发多种高附加值的建筑陶瓷产品，在市场中树立良好口碑，构筑雄厚的品牌实力。2) **产能优势：**2021年底，公司瓷砖产能达19055万平方米，产能规模业内领先。预计随着广西基地生产线的全部建成投产，公司的规模效应有望进一步凸显。3) **销售渠道：**顺势而为，积极调整客户结构，C端进入全面发力期，推出“包铺贴”等增值服务，提升客户粘性。
- ▶ **投资建议：**我们预计公司2022-2023年归母净利润分别为8.63/10.66亿元；对应EPS分别为1.61/2.08元，“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**原材料及大宗商品价格持续上涨风险；应收账款逾期风险；行业竞争加剧，市场集中度提升不及预期。

目录

1 消费建材主要品种和特点

2 消费建材细分赛道

3 投资建议

4 风险提示

风险提示

- 宏观经济下行、基建与房地产投资增速大幅下降风险；
- 原材料及大宗商品价格持续上涨风险；
- 应收账款逾期风险；
- 行业竞争加剧、市场集中度提升不及预期。



重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。