



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2022年7月29日

消费建材全景图（二）

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。而我们认为当前“保交楼”政策的推动下，将有望促进2022年下半年房地产竣工端边际修复，消费建材在需求端也将呈现回暖。中长期来看，消费建材龙头在规模、渠道等方面优势显著，市场集中度有望进一步提升的逻辑持续演绎。
- 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B端为主要渠道的公司，业务布局广度、产能强度以及规模效应带来的成本端下降是其核心竞争力。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。
- 从产品端来看，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。在消费建材全景图的第一篇报告中我们梳理了塑料管道、建筑防水、建筑陶瓷和石膏板四个赛道，本篇中我们继续观察涂料和板材这两个细分赛道。
- **重点推荐：**东方雨虹，伟星新材，北新建材
- **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

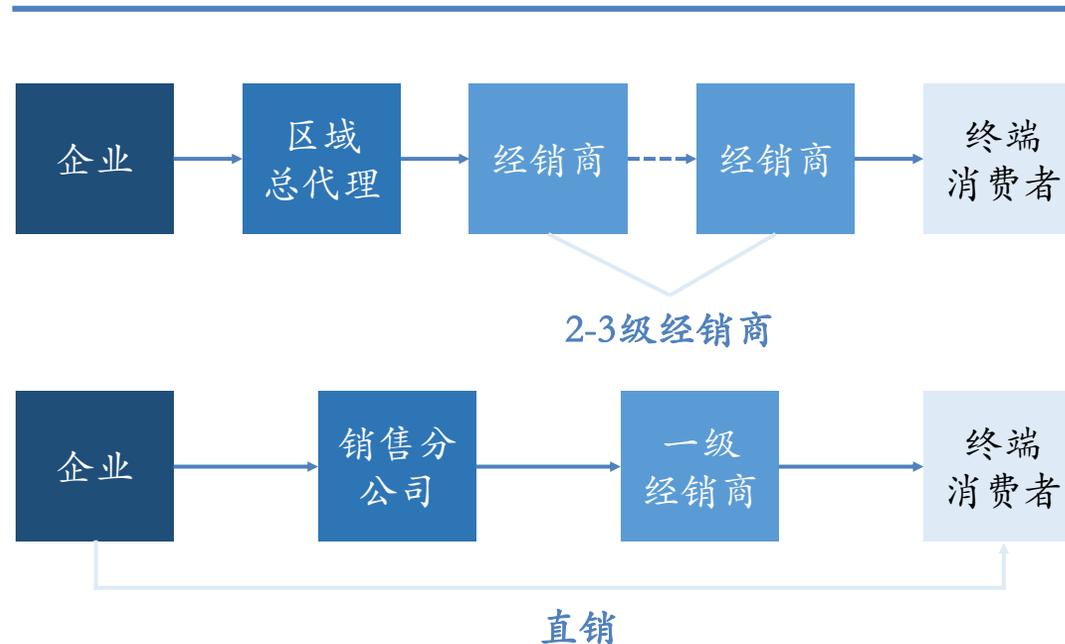
1.1 消费建材主要业务类型和特点

- 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

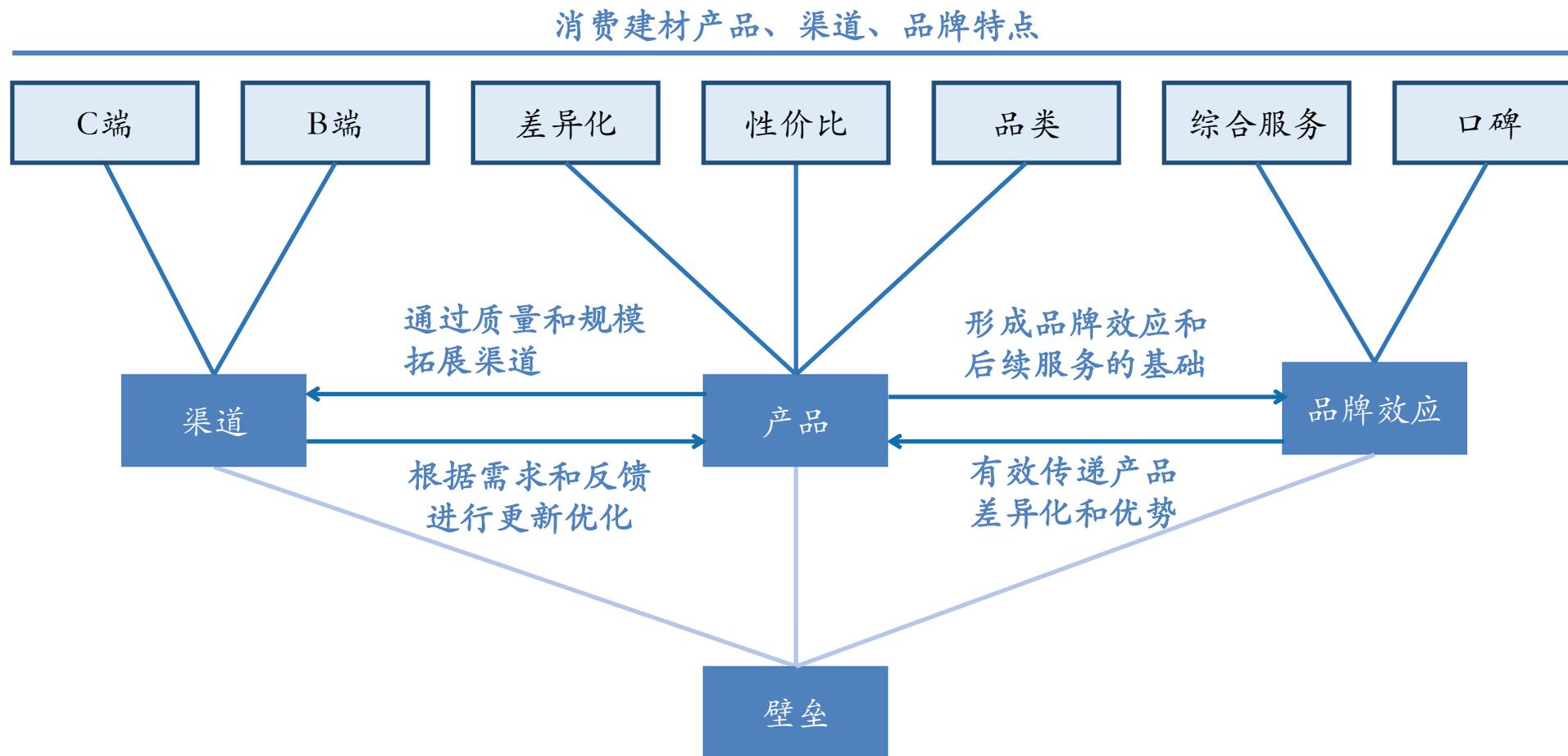
	经销业务	工程业务
销售政策	公司与经销商签订年度经销框架合同，由经销商在双方经销合同约定的框架内，根据销售需求给公司下达订单，并负责完成后续提货、运输、仓储、加工、销售、结算、售后服务等事宜，经销商和公司定期完成对账结算后确认形成买断式经销。	公司与工程方签订产品销售协议，公司与服务商/代理商签订工程项目业务服务协议/销售代理业务协议，由服务商/代理商为公司向工程方提供发货、运输、仓储、加工、供货、对账结算、售后服务等相关服务事宜，公司按照约定给服务商/代理商结算运营服务费用。
信用政策	经销商按公司制定的单价支付发货保证金或办理同等金额的授信手续后发货。	根据对账结算结果应当支付的当期货款，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

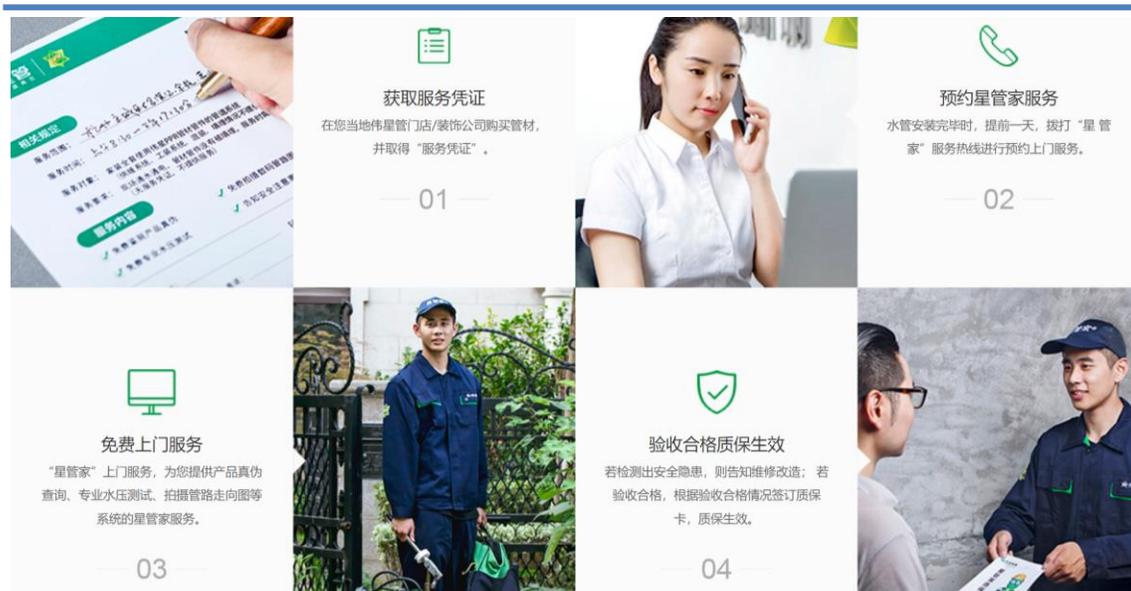
► 以产品分类：差异化可感知，如吊顶、瓷砖等

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

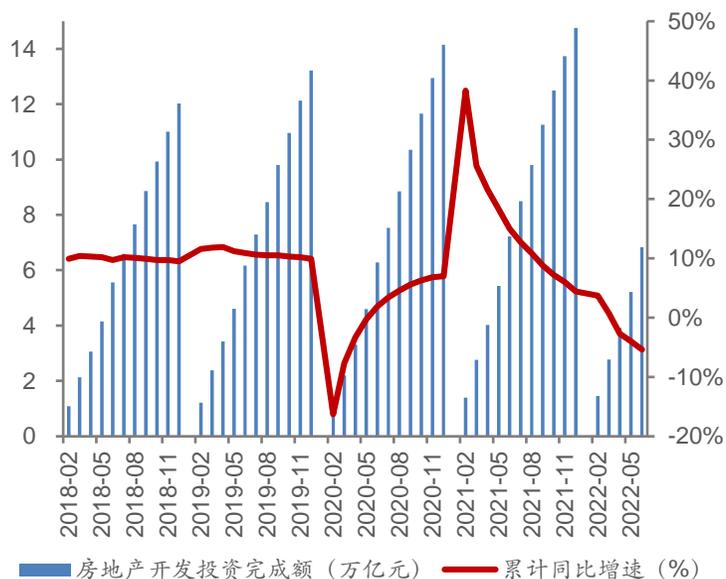


资料来源：伟星新材官网，东方雨虹建筑修缮官网，华安证券研究所

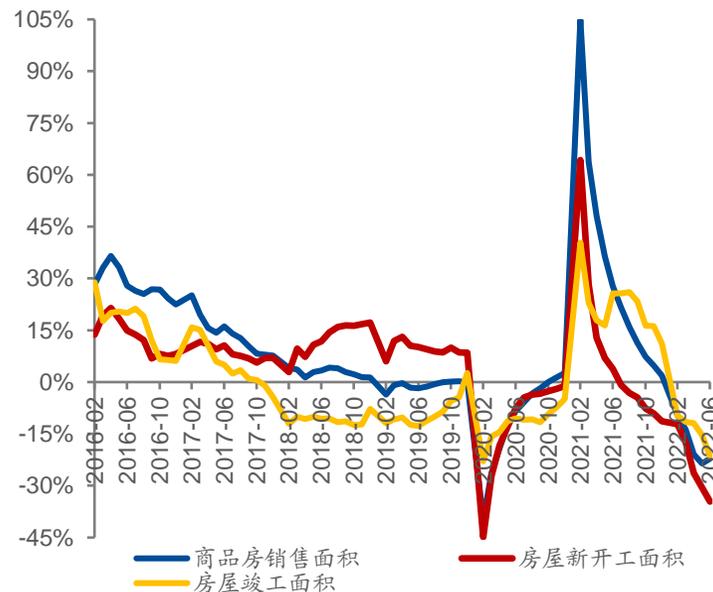
1.2 2022年6月销售端边际回暖，下半年“保交付”任务艰巨

- ▶ 2022年1-6月，全国房地产开发投资额累计同比下降5.4%，降幅较1-5月扩大1.4 pct。全国商品房销售/房屋新开工/竣工面积累计同比下降22.2%/34.4%/21.5%，降幅较1-5月分别同比收窄1.40 pct/扩大3.8 pct/扩大6.2 pct。我们认为下半年政策层面上有望在“保交楼”上持续发力，房地产竣工端有望得以获得修复。

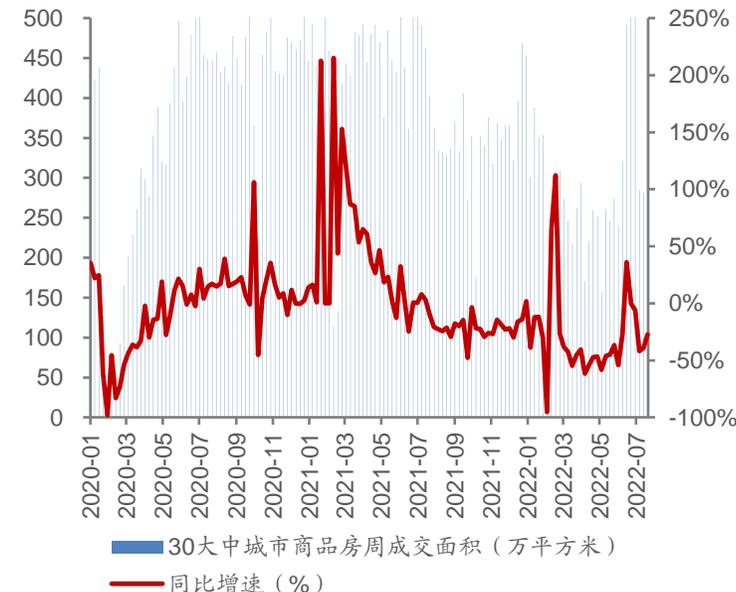
全国房地产开发投资完成额累计同比增速
(万亿元, %)



全国商品房销售/房屋新开工/竣工面积累计同比增速 (%)



30大中城市商品房成交面积及同比增速
(万平方米, %)

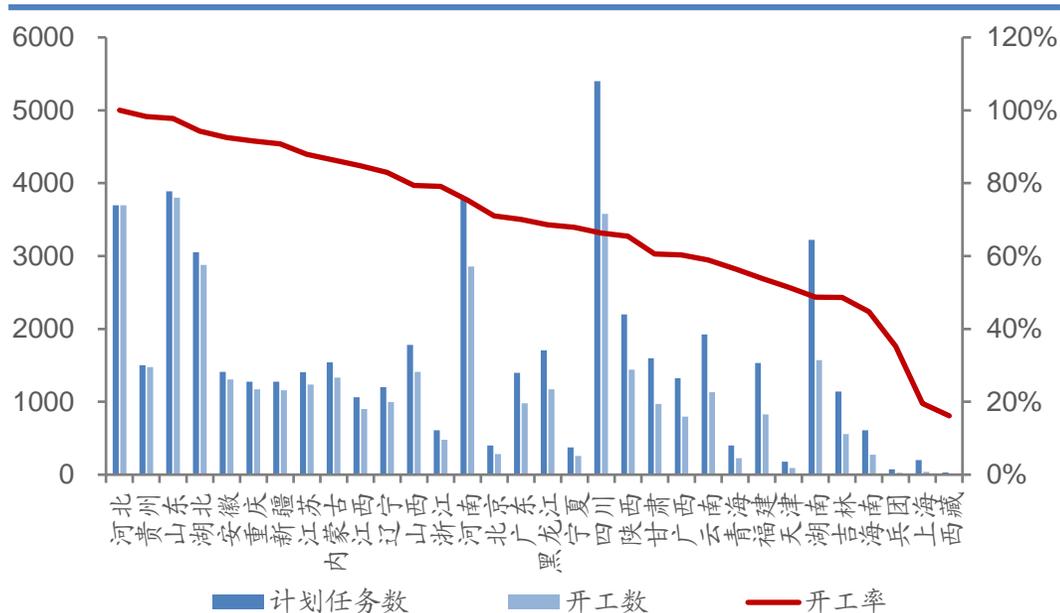


资料来源: wind, 华安证券研究所

1.3 老旧小区改造与城市更新，存量市场提振消费建材需求

从城市发展的角度而言，我国正逐步进入城市更新的重要时期，大规模的增量建设转为存量提质改造和增量结构调整并重。自国家部署实施城市更新行动决策以来，各地陆续出台了城市更新相关的政策法规，完善制度机制，加速推进老厂区、街区、老旧小区改造、居住社区建设、既有建筑改造、城市基础设施和公共服务设施更新改造等城市更新项目的落地。2022年《政府工作报告》提出，2022年全国计划新开工改造城镇老旧小区5.1万个、840万户。根据住建部统计，2022年1-6月，全国新开工改造城镇老旧小区3.89万个、657万户，按小区数计占年度目标任务的76.0%。

2022年上半年新开工改造老旧小区数及开工率（个，%）



部分老旧小区改造工程中的防水/涂料工程情况

老旧小区改造工程	主要材料	单位	单方消耗量	单方造价 (元/m ²)
多层住宅平改坡工程	SBS防水卷材	m ²	1.691	195
多层住宅屋面板更换工程	SBS防水卷材	m ²	3.788	457
多层住宅加装电梯工程	SBS防水卷材	m ²	1.331	135
	防水涂料	kg	0.487	9.7
高层住宅节能改造工程	SBS防水卷材	m ²	0.061	7.4
	防水涂料	kg	0.718	14.4
多层住宅节能改造工程	防水涂料	kg	0.757	15.1
多层住宅预制外挂板抗震加固改造工程	防水涂料	kg	0.613	12.3
多层住宅现浇外板墙抗震加固工程	防水涂料	kg	1.688	33.8
高层塔式住宅节能改造工程	防水涂料	kg	0.731	14.6
锅炉房煤改气工程	聚氨酯防水涂料	kg	2.219	44.4

资料来源：住建部，《北京市老旧小区综合改造技术经济指标（2017）》，《第九期北京市老旧小区综合改造工程造价指数》，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

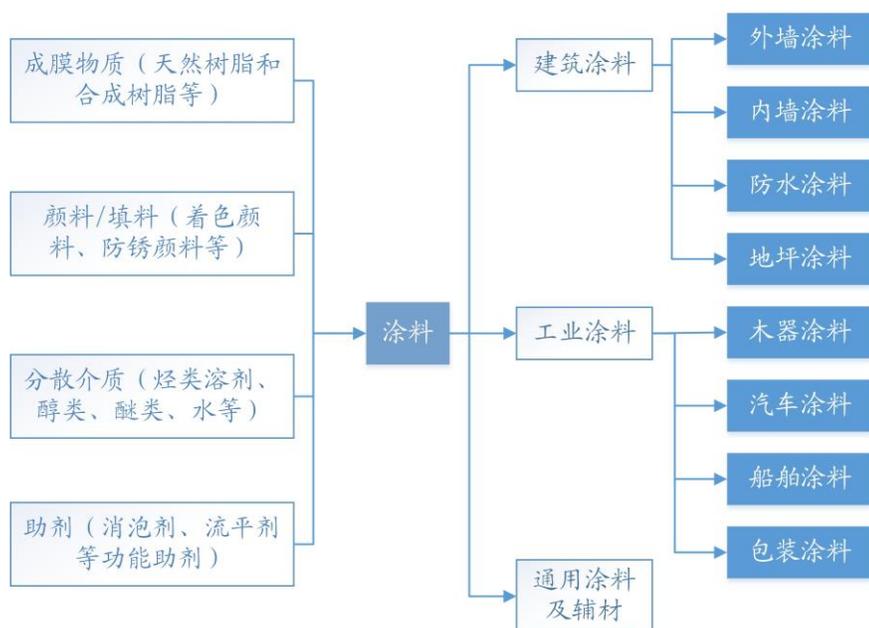
3 投资建议

4 风险提示

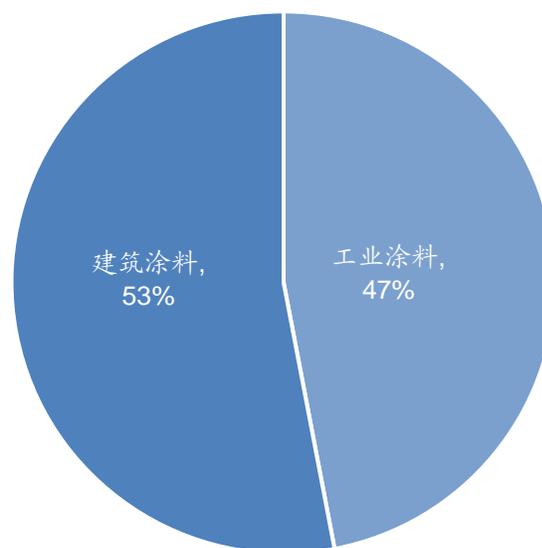
2.1 涂料

- 涂料，传统上被称为油漆，作为一种用于涂装在物体表面形成涂膜的材料，广泛运用于建筑工程、装饰装修等行业。由于其可以提高金属结构、设备、桥梁、建筑物、交通工具等产品的外观美观度，延长产品使用寿命，且具有使用安全性以及其他特殊作用（如电绝缘、防污、减阻、隔热、耐辐射、导电、导磁等），是国民经济配套的重要工程材料。按照涂装物和用途的不同，涂料可以分为建筑涂料、功能涂料、防腐涂料、木器涂料等门类。

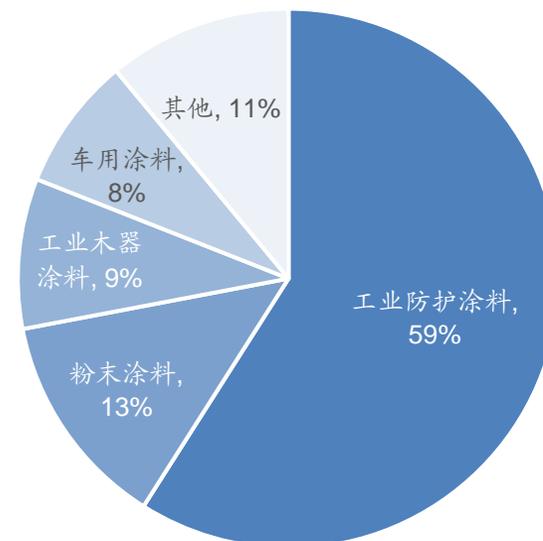
涂料行业主要产品类型



2020年全国涂料产量分布情况 (%)



2020年全国各类型工业涂料产量情况 (%)

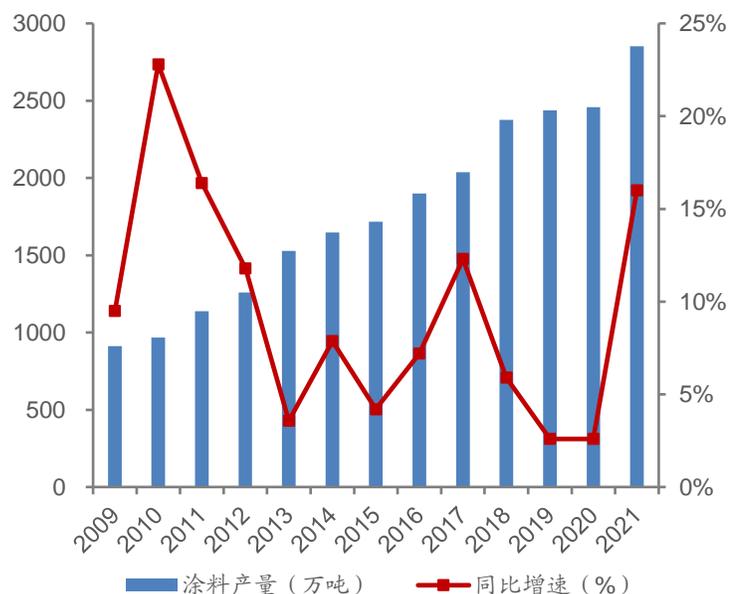


资料来源：中国涂料工业协会，华经产业研究院，涂界，华安证券研究所

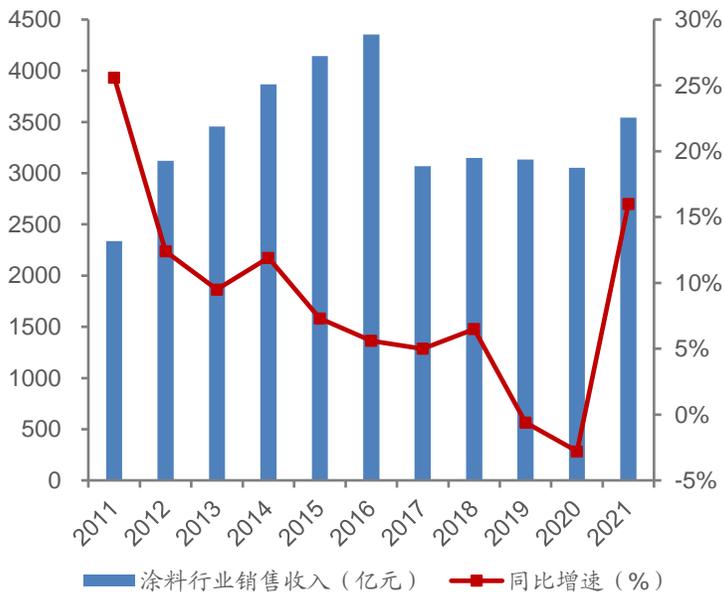
2.1 涂料

- ▶ 从涂料全球地区分布来看，亚太、欧洲和北美是全球涂料行业发展的领先地区，目前全球涂料前十大企业均为该三个地区的企业，其中，中国是全球最大的涂料市场，2021年中国华东、华南、西南地区产量占比超过88%。海外领先地区的成熟涂料市场目前以稳定的存量需求为主，中国目前仍处于存量需求渐显的阶段。根据中国涂料工业协会统计，2022年1-5月，全国涂料总产量为1352.3万吨，同比降低2%；主营业务收入总额为1735.9亿元，同比降低1.2%；利润总额85.4亿元，同比降低26.2%。

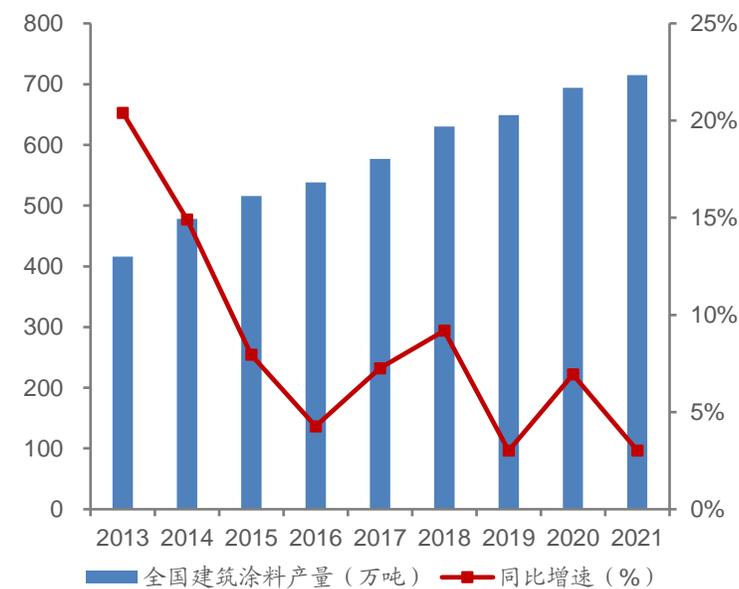
全国涂料产量及同比增速（万吨，%）



全国涂料行业收入及同比增速（亿元，%）



全国建筑涂料产量及同比增速（万吨，%）



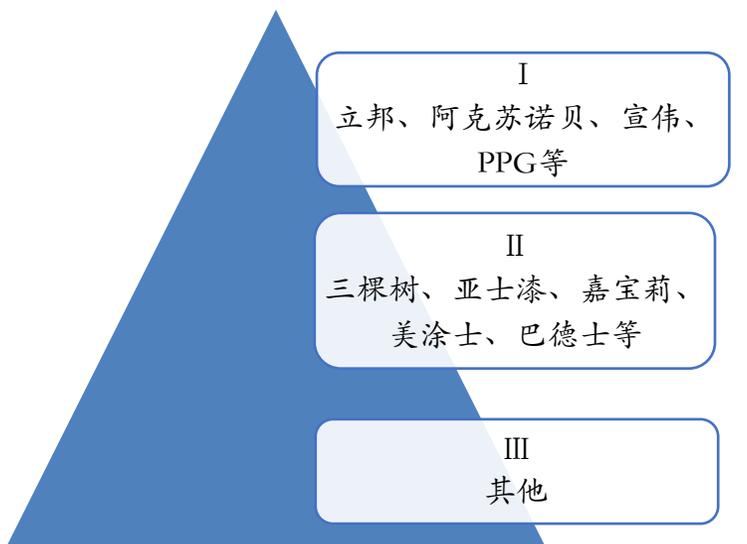
资料来源：中国涂料工业协会，《中国涂料工业年鉴》，涂界，华安证券研究所

2.1 涂料

- 我国涂料行业市场集中度较低，行业竞争激烈；近年来，随着B端房企集中度提高行业市场份额逐步向品牌企业集中，并呈现出明显的梯队层次。立邦、阿克苏诺贝尔等跨国涂料集团位于行业第一梯队；处于行业第二梯队的，则以专注于国内市场并逐步做大做强的部分国内品牌企业为主，主要包括三棵树、亚士漆，嘉宝莉、美涂士、巴德士等。行业的第三梯队则由大量的小型涂料生产企业构成。这些企业往往投资较少，设备简陋，通过生产低质低价产品获利，一般在生产规模、技术实力方面均处于较劣势的地位，竞争力较弱。

房地产开发企业500强首选涂料供应品牌首选率 (%)

涂料行业的三个梯队



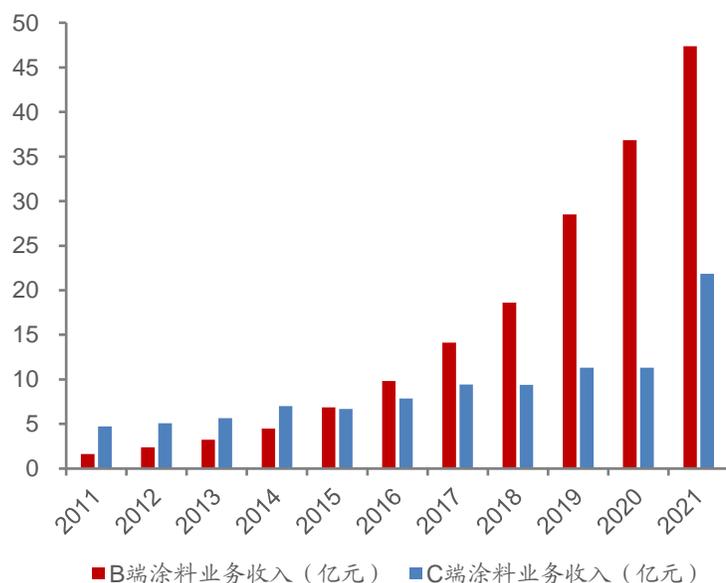
2018		2019		2020		2021		2022	
公司	首选率								
立邦	19%	立邦	20%	立邦	18%	立邦	19%	立邦	18%
三棵树	17%	三棵树	19%	三棵树	19%	三棵树	18%	三棵树	17%
多乐士	14%	亚士漆	18%	亚士漆	18%	亚士漆	12%	亚士漆	9%
富思特	11%	富思特	9%	富思特	9%	富思特	9%	富思特	9%
嘉宝莉	6%	固克	9%	固克	9%	固克	9%	固克	9%
固克	5%	嘉宝莉	8%	嘉宝莉	7%	嘉宝莉	9%	德爱威	9%
美涂士	5%	美涂士	7%	美涂士	5%	美涂士	5%	嘉宝莉	8%
PPG	2%	多乐士	3%	德爱威	5%	德爱威	5%	美涂士	6%
巴德士	1%	巴德士	3%	巴德士	4%	巴德士	4%	巴德士	4%
经典	1%	经典	2%	久诺	3%	久诺	3%	久诺	3%

资料来源：中国涂料工业协会，新浪地产，优采大数据，华安证券研究所

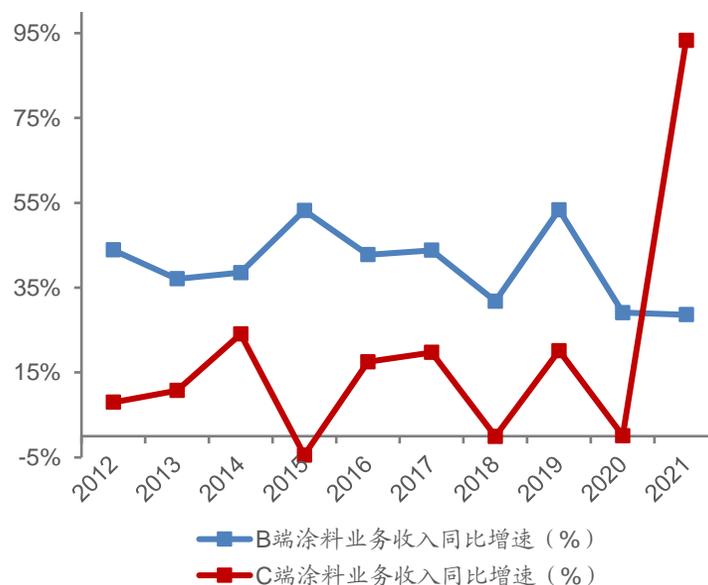
2.1 涂料

- 建筑涂料行业的主要客户是建设项目施工企业、房地产开发企业（B端）（工程施工用墙面涂料、各种特种涂料和功能性涂料等）和家庭消费者（C端）（内墙装修涂料）。根据客户的不同，建筑涂料行业的经营模式主要分为直销和经销两大类。面向建设项目施工企业，涂料企业往往采用直销模式，在该模式下，涂料企业可通过与大型建筑工程企业建立合作关系从而迅速占领市场；面向家庭消费者的建筑涂料一般采用经销商模式，通过发展及稳定对地域环境和市场较为熟悉的优质经销商，提高对家庭消费者的区域覆盖能力。

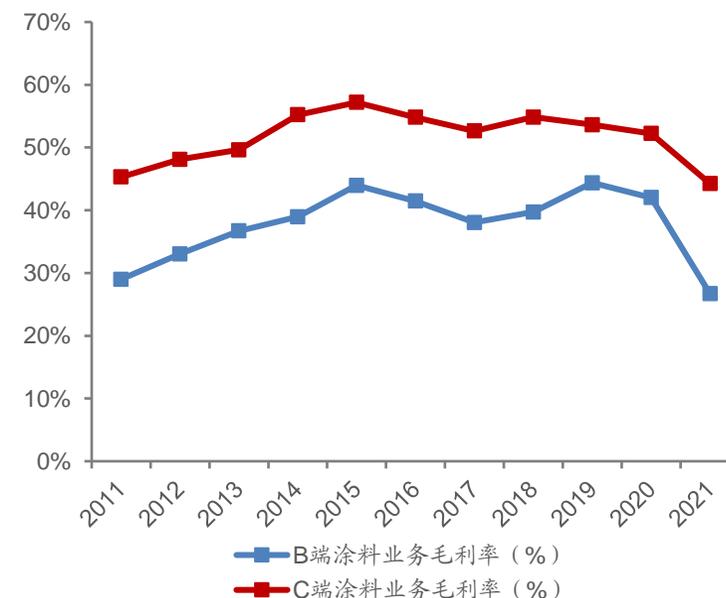
三棵树B端/C端涂料业务收入（亿元）



三棵树B端/C端涂料业务同比增速（%）



三棵树B端/C端涂料业务毛利率（%）

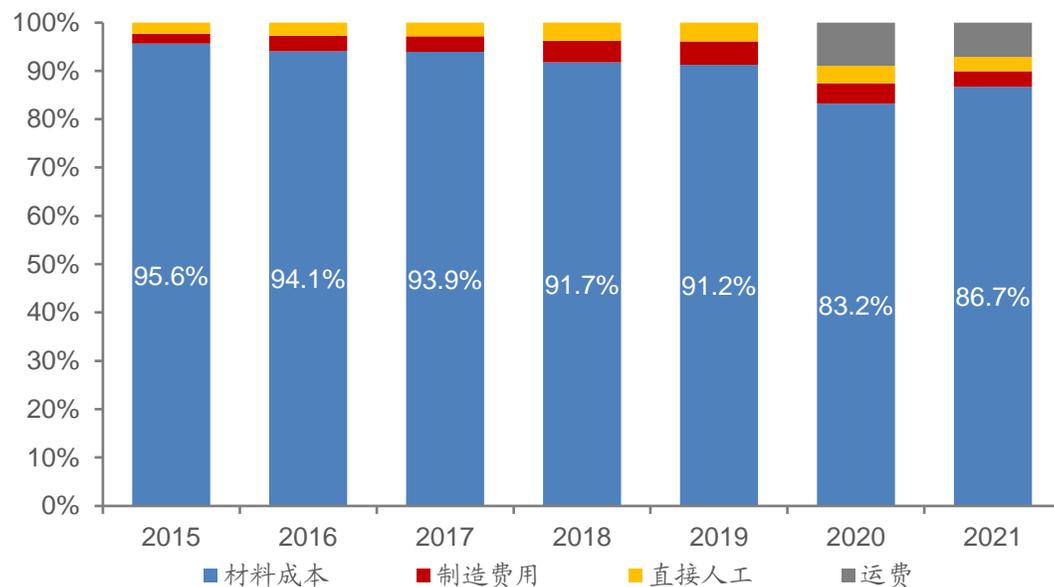


注：图表中的涂料业务包括墙面涂料和木器涂料；资料来源：三棵树招股说明书，三棵树2021年年度报告，wind，华安证券研究所

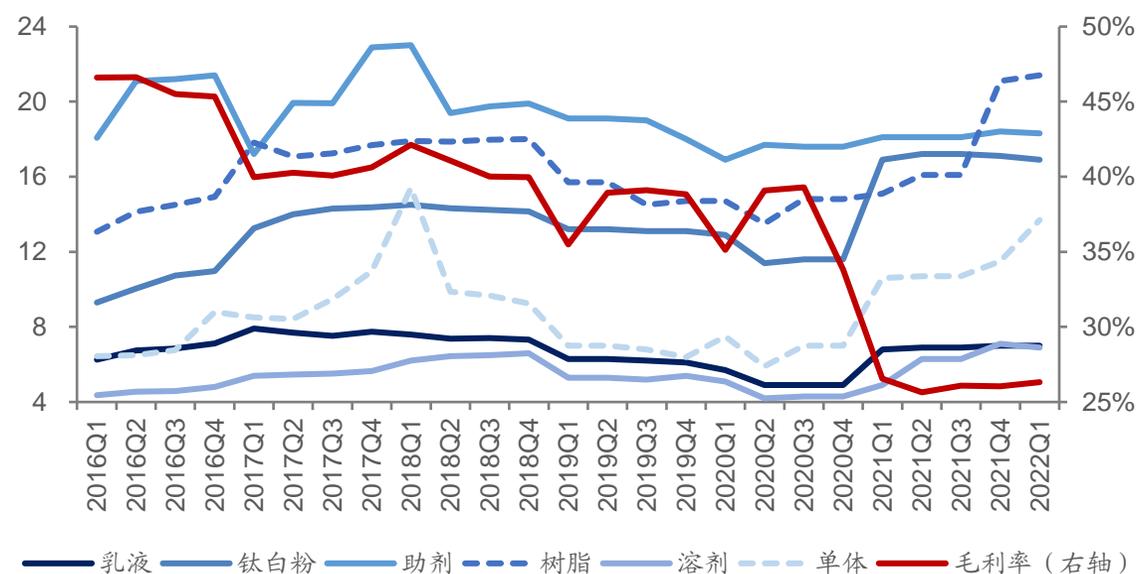
2.1 涂料

墙面涂料的主要原材料为乳液、钛白粉、树脂、碳酸钙、高岭土、助剂等，原材料在涂料的生产成本中占比较大。以三棵树为例，原材料在涂料的生产成本中占比在85%以上，原材料采购价格变动对于涂料企业而言直接影响毛利水平。2021年下半年以来，以钛白粉、树脂等为代表的原材料持续上涨，而终端提价往往相对滞后，导致涂料企业盈利承压。根据中国涂料工业协会，2021年全年全国涂料企业利润总额同比下降4%。

三棵树涂料业务生产成本占比 (%)



三棵树主要原材料季度累计采购单价与销售毛利率情况 (元/kg、%)

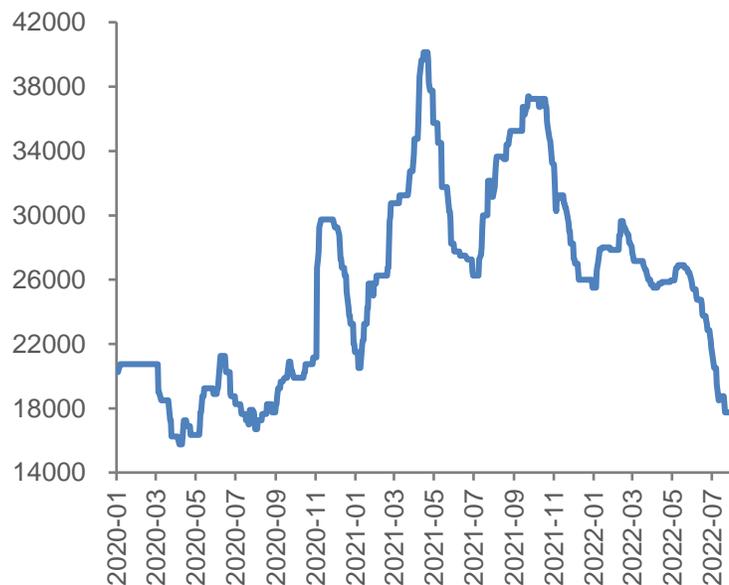


注：图表中的涂料业务包括墙面涂料和木器涂料；资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

2.1 涂料

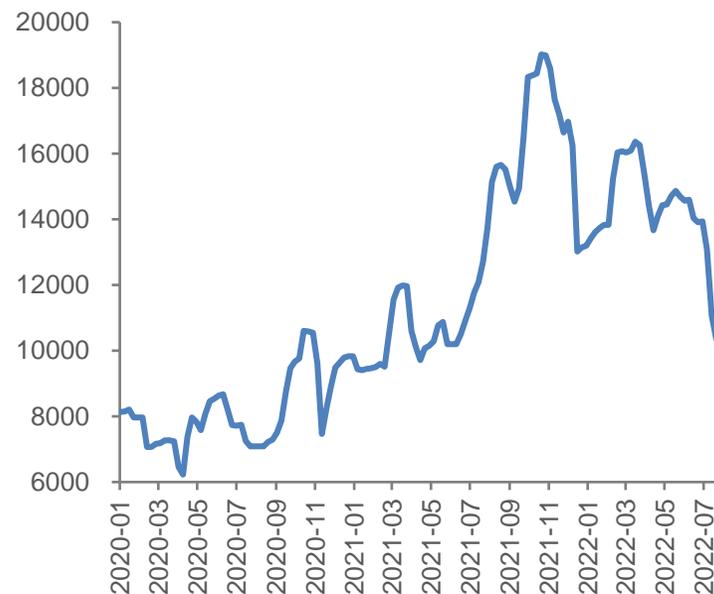
- ▶ 2022年下半年来看，钛白粉、树脂等涂料主要原材料价格已经高点回落，同环比均出现下降；预计涂料企业2022Q3在成本端的压力将有望呈现边际缓解。

环氧树脂华东市场中间价（元/吨）



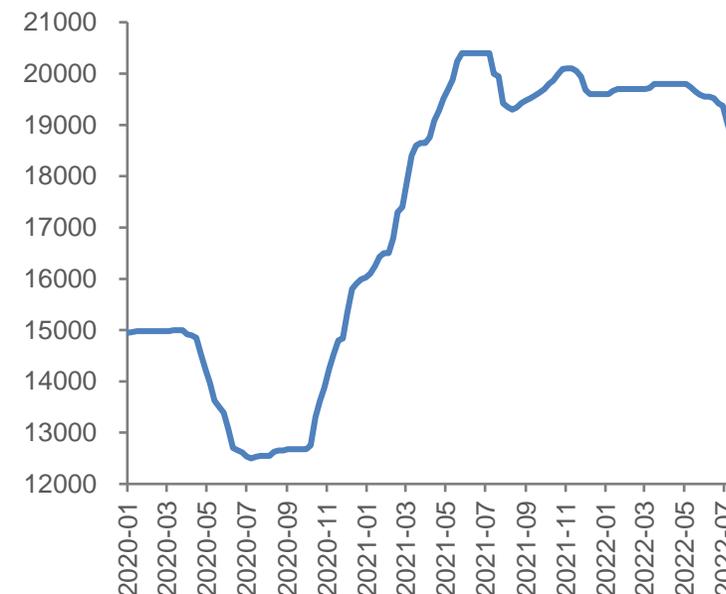
环氧树脂华东市场中间价（元/吨）

丙烯酸现货价（元/吨）



丙烯酸现货价（元/吨）

红金石型钛白粉现货价（元/吨）



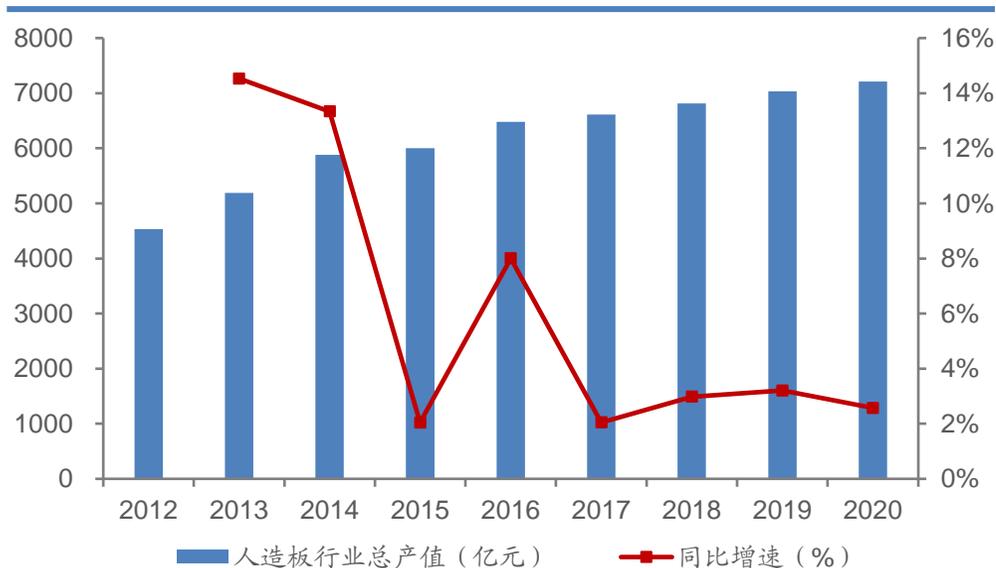
金红石型钛白粉现货价（元/吨）

资料来源：wind, iFinD, 华安证券研究所

2.2 板材—人造板

- ▶ 人造板是以木材或其他非木材植物为原料，施加或不施加胶粘剂和其他添加剂胶合而成的板材或模压制品；具有幅面大，结构性好，膨胀收缩率低，弯曲成型性能好，施工方便，适用性广等特点。人造板行业的上游主要由林业和胶黏剂产业，下游需求主要流向家具和建筑行业。

全国人造板行业总产值（亿元，%）



资料来源：中国林产木业协会，《中国人造板产业报告 2021（发布版）》，华安证券研究所

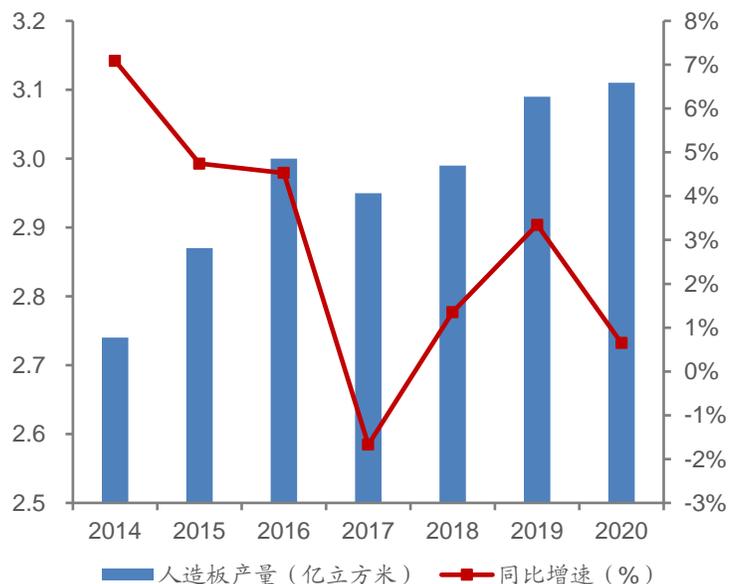
常见人造板种类及其特点

名称	胶合板	刨花板	纤维板	细木工板
图示				
简介	由三层或多层的单板或薄板的木板胶贴热压制而成的板材是目前手工制作家具最为常用的材料	又叫颗粒板，是将木材切削成一定规格尺寸的碎片，再添加胶水等经压制而成的薄型板材，适用范围广	又称密度板是将粉末状植物纤维经热磨、施胶、干燥、铺装后热压而成的人造板材，按密度可分为高、中、低密度板	也称大芯板、木工板，是由两片单板中间胶压拼接木板而成
优点	防潮性能好，承重能力强，适合做需要承重的板面	内部有均匀错落的颗粒结构，横向承重力好，不易变形，性价比高；板材可塑性强颜色、样式较多、外观美观	价格亲民，质软耐冲击，强度较高，容易造型，是做装饰性柜门的首选材料	大芯板比实木板稳定性强，握螺钉力好，强度高，加工简便，用途广泛
缺点	不能做凹凸造型，不适合做柜门，尤其是高柜，很容易变形	防水、防潮性不如多层板；承重性和握钉力比多层板稍弱	握钉力、防水防潮性不如颗粒板，易膨胀变形	竖向抗弯抵强度差，容易受潮

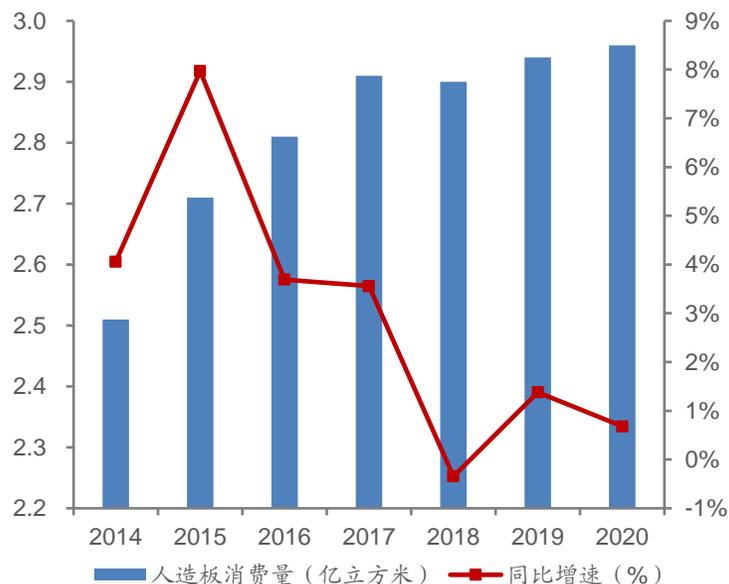
2.2 板材—人造板

- ▶ 我国是人造板生产、消费和贸易的第一大国，人造板年均消费量约3亿立方米。从人造板产品结构看，胶合板占据人造板市场主要比重，纤维板产品位居第二位。据中国林产木业协会统计，2020年胶合板占全部人造板产品消费量的62.7%，同比下降1.2%；纤维板占全部人造板产品消费量的20.1%，同比增加0.1%，占比基本维持稳定；刨花板类产品位居第三位，占全部人造板产品消费量的10.5%，同比增加0.8%；其他人造板产品占全部人造板产品消费量的6.7%。

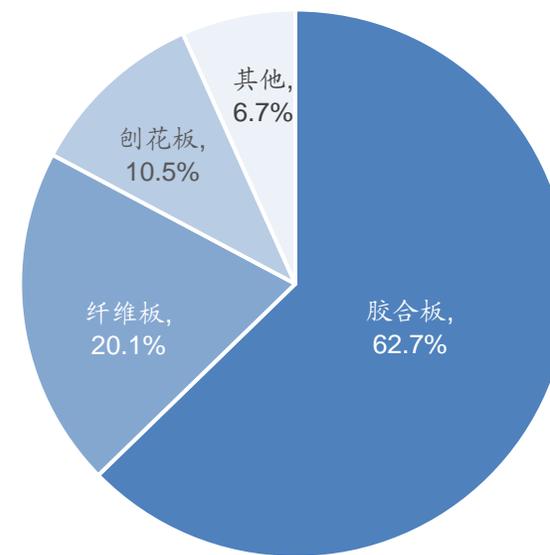
全国人造板产量及同比增速 (亿m³, %)



全国人造板消费量及同比增速 (亿m³, %)



2020年全国人造板产品结构 (%)

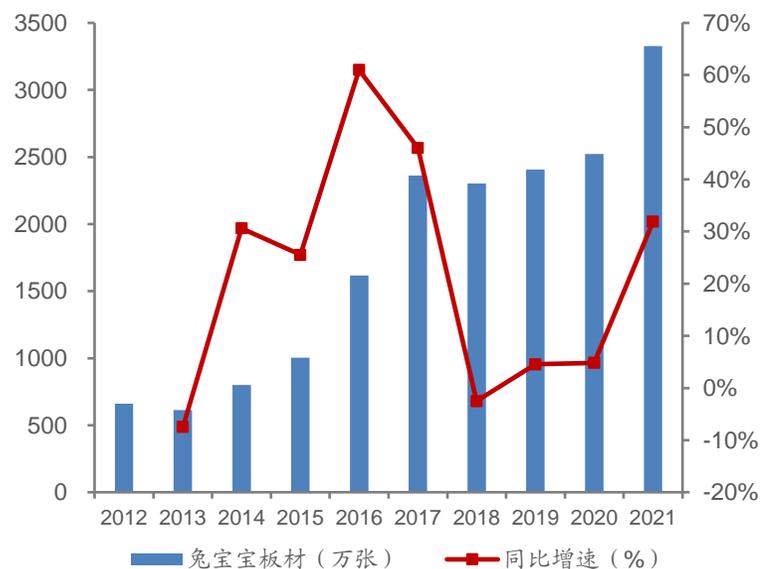


资料来源：中国林产木业协会，《中国人造板产业报告2021（发布版）》，华安证券研究所

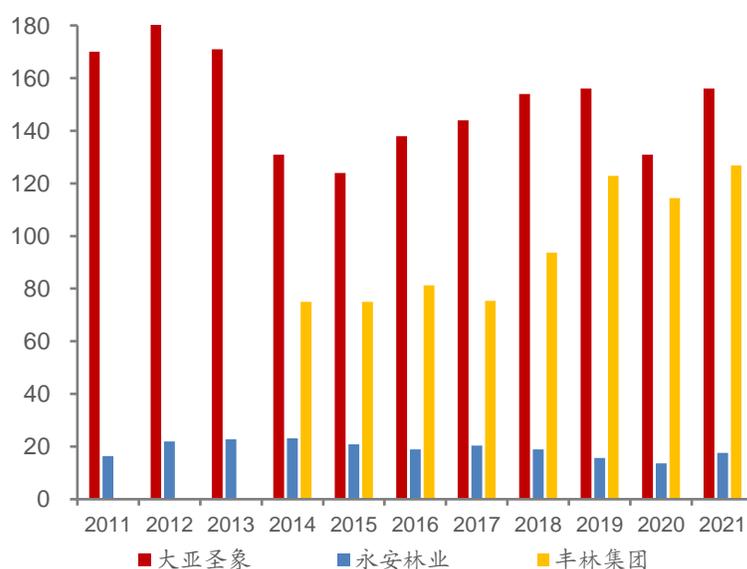
2.2 板材—人造板

我国的人造板行业由于其技术及资金门槛较低，行业内以中小企业为主，集中度较低。人造板行业上市企业主要有兔宝宝、大亚圣象、丰林集团、永安林业等。根据中国林产木业协会统计，我国 2016 年规模以上人造板企业数量 4700 多家，2020 年达到 1.6 万余家，同比增长 11.6%。2021 年以来，双碳政策下环保趋严以及消费升级背景下市场对于产品品质的要求提高，同时，原材料价格与运输成本上涨亦加速了小企业出清的步伐；人造板行业的市场份额逐渐向中大型企业集中。市场销售方面，在板材销售渠道逐渐 B 端化的趋势下，家装、工装公司与家具厂等渠道客户成为新的多元化增长点。

兔宝宝板材销量及同比增速 (万张, %)



人造板行业主要上市公司人造板年销量 (万m³)



我国人造板行业主要品牌



资料来源: 中国林产木业协会, CNPP品牌数据研究部, 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

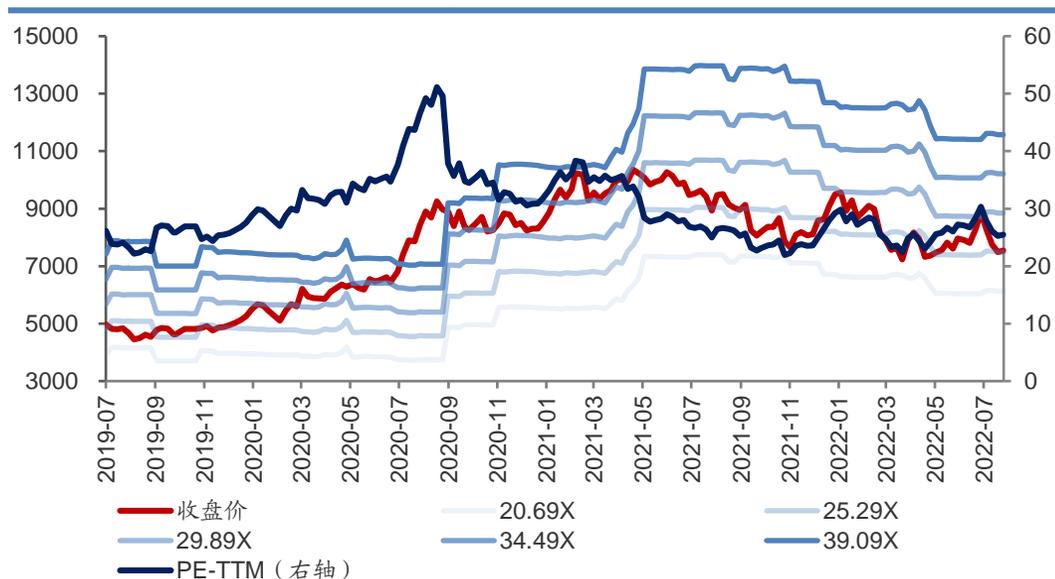
3 投资建议

4 风险提示

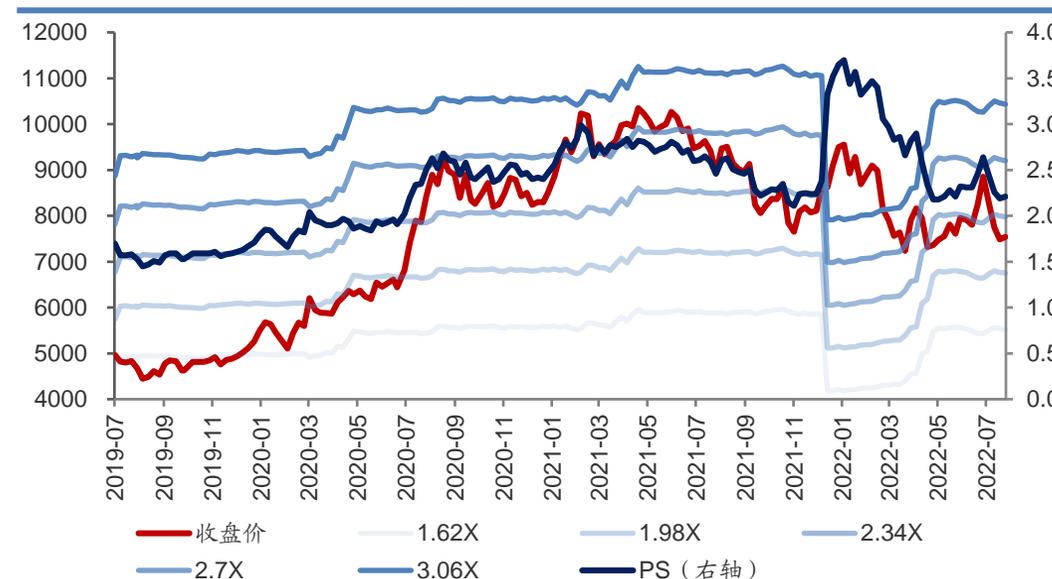
聚焦消费建材优质龙头，拥抱高质量成长

- ▶ 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



注：数据截至2022/07/29收盘，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次上调防水产品价格，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。

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。