

# 消费建材2023年度策略

## 景气低位反转，静待疫后暖春

证券分析师：黄诗涛

执业证书编号：

S0600521120004

联系邮箱：

[huangshitao@dwzq.com.cn](mailto:huangshitao@dwzq.com.cn)

证券分析师：房大磊

执业证书编号：

S0600522100001

联系邮箱：

[fangdl@dwzq.com.cn](mailto:fangdl@dwzq.com.cn)

证券分析师：任婕

执业证书编号：

S0600522070003

联系邮箱：

[renj@dwzq.com.cn](mailto:renj@dwzq.com.cn)

二零二二年十二月

回顾2022年，消费建材企业的估值的修复已基本到位，但基本面的修复受政策发力传导时滞、地产需求端信心恢复缓慢、疫情扰动等因素影响尚未有明显改善；展望2023年，在竣工需求支撑、盈利见底回升、主动调整渠道与人员结构等多重因素之下，消费建材企业基本面有望在明年上半年逐步得到修复。

- **需求支撑：多项政策支持保交楼支撑竣工需求，二手房交易较新房活跃、重装需求支撑零售端韧性。** 11月以来地产融资“三箭齐发”，预计民营房企信用修复之下保交楼有望加快，支撑23年竣工需求。二手房端交易活跃，显示出居民的购房需求仍然存在，未来重装需求也有望支撑零售端韧性。
- **盈利见底：信用减值计提高峰已过，原材料成本回落企业盈利见底回升。** 1) 消费建材企业2021年下半年起经历了下游房企暴雷影响，对于应收进行大额减值计提，目前随着民营房企信用的逐步恢复，减值计提高峰已经过去；2) 2021年Q2以来消费建材企业普遍受成本上行影响利润承压，目前多数企业成本已有大幅回调，毛利率逐季改善。
- **主动调整：装修建材企业主动调整，优结构、控费用，渠道调整效果可期。** 工程消费建材企业在经历地产需求大幅收缩被动缩表后主动调整渠道结构，扩充经销渠道客户数量，降低大B业务占比，经营质量已有改善，同时部分消费建材企业主动优化人员、降低费用水平，预计未来渠道端的弹性会更为明显。
- **投资建议：我们预计春节后将看到利润表修复的明显信号。在修复过程中，工程端、竣工端材料会比零售端、开工端材料弹性更大。结合2条主线选择标的：**
  1. **工程端：2023年预计保交付需求释放之下迎来基本面修复弹性更强，推荐坚朗五金、东方雨虹、科顺股份等，建议关注三棵树。**
  2. **零售端：首选定价能力强、现金流好，中长期受益于存量市场集中度提高，推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材等。**

**风险提示：**下游需求波动风险、行业竞争加剧的风险、原材料价格大幅波动的风险、应收账款风险等。

## 需求端：多项政策支持保交楼支撑竣工，需求预期企稳

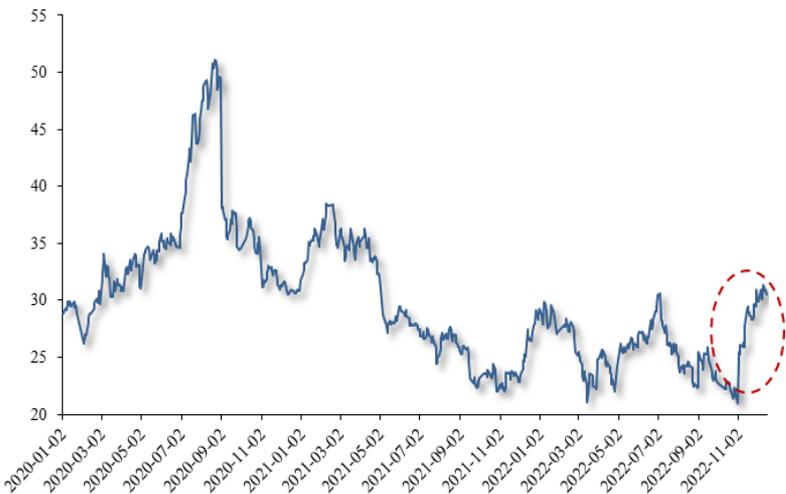
■ 10月底开启的本轮消费建材行情仍以估值修复为主，目前估值修复已基本到位，但基本面的修复我们预计仍需到明年上半年。需求端，我们预计明年上半年竣工需求有支撑，竣工端好于开工端：

1、政策多次强调“保交楼、保民生”：11月以来地产融资“三箭齐发”，央行对外披露在前期推出的2000亿“保交楼”专项借款的基础上，将再推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”。

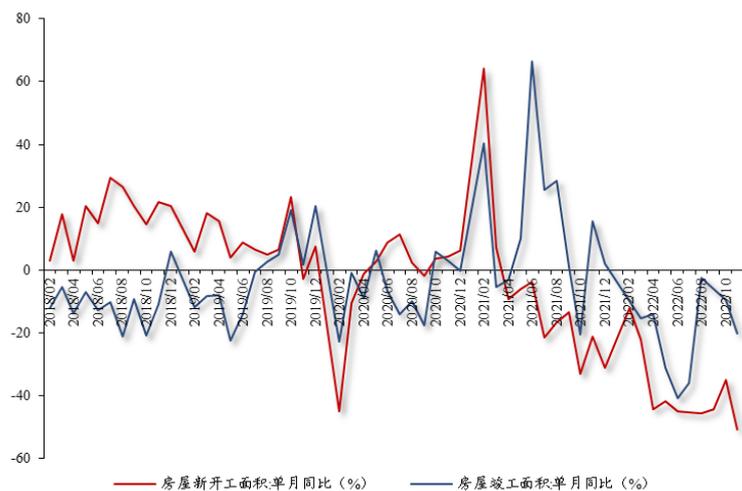
2、22年存在大量延期交付项目预计到23年释放：竣工一般滞后于新开工9-12个季度，由于22年疫情原因对竣工进度有所扰动，根据奥维云网大数据监测显示，2022年延期交付项目占比高达30%以上，也就意味着有将近1/3的项目延期到23年后交房。

3、23年新开工与22年拿地情况相关度较高：新开工一般滞后于拿地6个月左右，22年整体拿地较为低迷，影响23年上半年新开工情况。

图：装修建材（申万）PE（TTM）变动情况



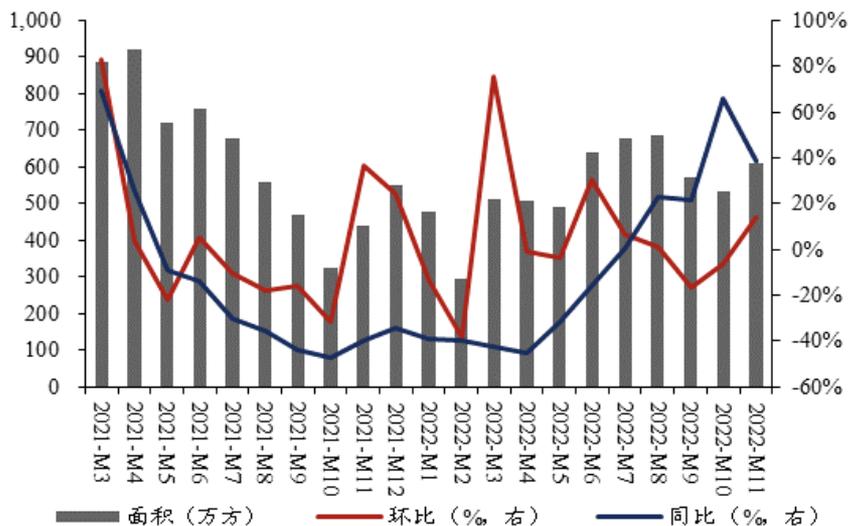
图：新开工及竣工面积增速情况



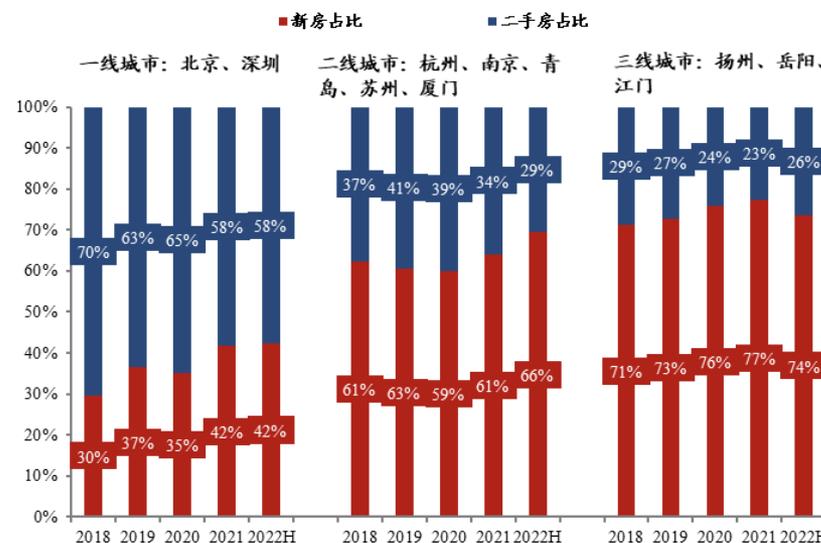
## 需求端：二手房交易较新房活跃，重装需求支撑零售端韧性

- **二手房市场交易活跃，表明住宅购买需求韧性。** 2022年1-11月全国20城二手房销售面积累计同比下滑14.7%，而1-11月全国商品房销售面积累计同比下滑23.3%，在前期停工断贷事件发酵之下刚需购房者更倾向于买二手房，表明住房销售的实际需求韧性。未来保交付政策及地方需求刺激共振之下，预计需求端逐步回暖。
- **中长期：存量市场逐渐兴起，带来建材冲装修需求。** 我国部分一线和二线城市已进入存量时代，以北京、深圳为例，二手房成交占比接近60%，未来重点二线城市的二手房占比也将逐步提升，超越新房成交占比成为主导。预计未来建材的家装需求中，存量的占比也将逐步提升。
- **精装修渗透趋势减缓，零售C端需求稳健发展。** 近年来精装修渗透率快速提升，我国精装修渗透率在2019-2020年达到约30%。2019年开始精装修新开盘项目规模增速放缓，对于零售端的行业-β有所减弱，在此趋势之下，零售端仍能维持稳健发展。

图：20城二手房成交面积月度数据



图：分线城市新房和二手房成交占比情况



# 盈利见底：信用减值计提高峰已过，行业盈利见底回升

■ **信用减值计提高峰已过：**消费建材也在2021年Q4和2022Q1和Q2是信用减值集体高峰，2022Q3开始仅常规计提为主。随着地产供给侧政策的转向，信贷、债券、股票融资支持“三箭齐发”，房企信用风险有望缓解，往后看企业密集进行大额单项计提的可能性变小。

■ **毛利率普遍已触底回升：**从毛利率水平看，2022Q2开始，除防水材料外多数消费建材细分子板块盈利已有回升，2022Q3为防水材料原材料成本最高的季度。伴随着主要原材料价格的大幅回落，2022Q4继续迎来盈利水平的修复。

图：消费建材企业2021H2以来信用减值计提情况（亿元）

公司	2021H2	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3
坚朗五金	-0.32	-0.50	-0.12	-0.38	-0.21
东方雨虹	2.16	-5.17	-1.71	-3.46	-1.13
科顺股份	-1.56	-1.00	-0.45	-0.54	-0.01
凯伦股份	-2.02	0.07	0.10	-0.03	-0.15
三棵树	-7.64	-0.63	0.02	-0.65	-0.94
亚士创能	-7.28	0.08	0.20	-0.12	-0.32
蒙娜丽莎	-1.45	-5.11	-0.06	-5.05	0.03
东鹏控股	-7.40	-0.14	0.05	-0.19	-0.29
帝欧家居	-2.71	-0.62	0.13	-0.74	-0.05
北新建材	-0.16	-0.19	0.00	-0.19	0.00
伟星新材	-0.01	-0.06	-0.04	-0.02	-0.01
兔宝宝	-1.03	-0.31	-0.02	-0.29	-0.05

图：消费建材企业单季度销售净利率情况（%）

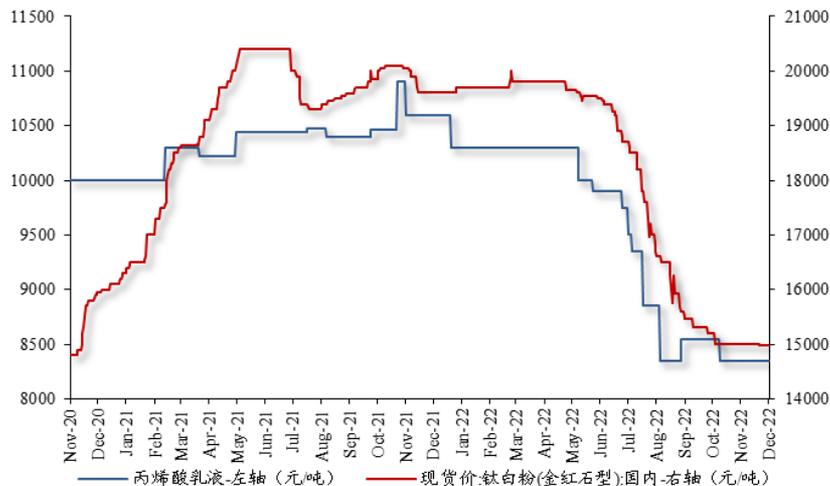
公司	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
坚朗五金	4.05	15.21	13.81	8.04	-6.95	0.42	4.40
东方雨虹	5.37	14.01	13.63	16.56	4.93	7.07	8.52
科顺股份	11.45	13.17	10.57	-0.03	5.71	6.05	1.30
凯伦股份	12.17	10.91	5.64	-16.10	2.41	2.14	0.13
三棵树	1.12	3.62	-1.44	-13.69	-2.35	4.38	6.23
亚士创能	-0.91	3.83	5.18	-65.06	-7.80	7.62	4.09
蒙娜丽莎	4.58	11.97	7.60	-5.40	-7.72	-22.11	7.95
东鹏控股	4.44	13.37	0.34	-10.70	-8.10	9.02	3.86
帝欧家居	6.36	9.98	5.16	-18.17	-1.91	-12.77	-13.12
北新建材	12.68	22.44	15.49	15.28	12.10	18.76	14.35
伟星新材	12.65	20.31	22.01	19.12	11.83	16.66	24.70
兔宝宝	7.59	9.01	8.63	6.52	6.00	8.45	5.93

图：消费建材企业单季度销售毛利率情况（%）

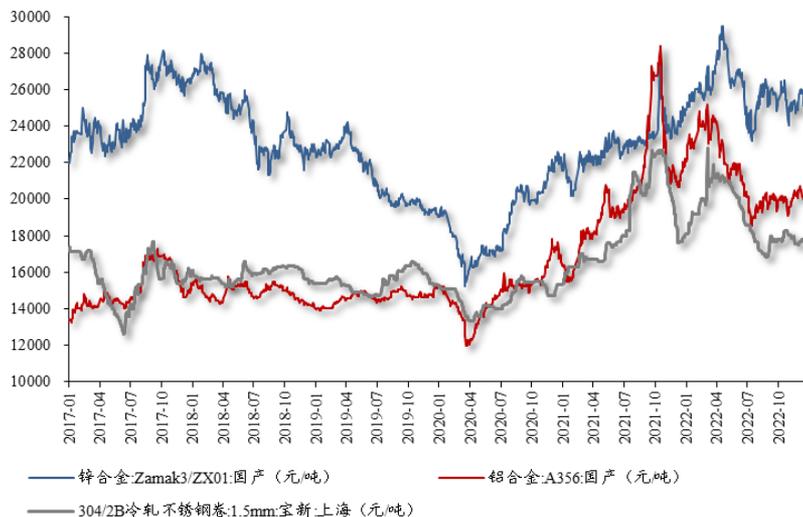
公司	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
坚朗五金	36.23	37.93	35.90	32.11	28.80	28.86	31.24
东方雨虹	32.87	30.85	28.95	30.31	28.28	25.94	23.81
科顺股份	32.13	30.78	29.95	22.16	25.74	20.62	18.98
凯伦股份	32.88	35.91	23.83	29.06	20.54	25.17	17.51
三棵树	26.55	25.23	26.75	25.93	26.33	28.63	30.56
亚士创能	28.72	23.19	27.05	18.66	32.82	30.36	32.70
蒙娜丽莎	29.95	34.19	30.10	22.67	19.11	22.24	27.09
东鹏控股	26.45	30.91	27.90	31.24	23.45	29.72	30.97
帝欧家居	30.51	28.34	26.58	19.35	18.59	16.79	17.02
北新建材	30.85	35.89	28.29	31.91	28.39	31.36	29.24
伟星新材	38.85	42.16	41.89	37.19	36.56	38.53	43.31
兔宝宝	16.43	17.94	16.24	19.25	18.51	18.98	17.17

# 盈利见底：消费建材主要原材料成本已有大幅下行

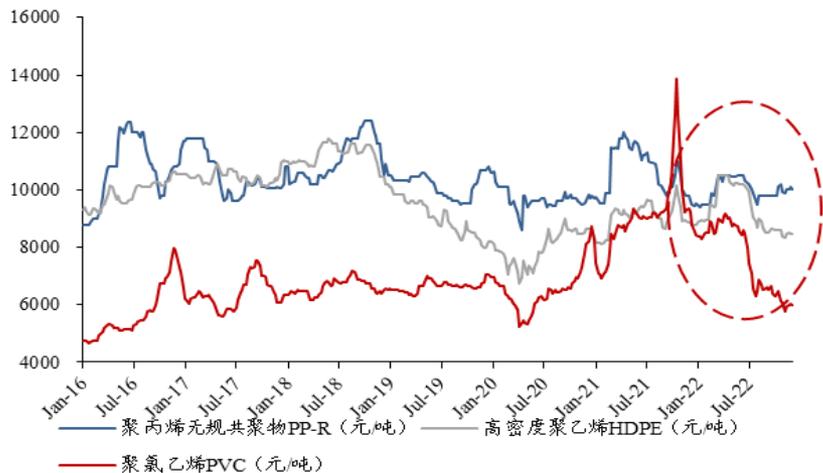
图：丙烯酸乳液、钛白粉价格波动情况（建筑涂料原材料）



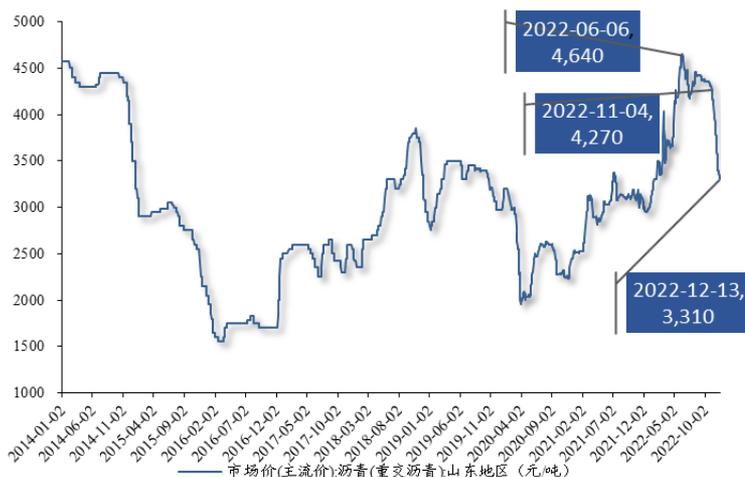
图：不锈钢、锌合金、铝合金价格波动情况（五金原材料）



图：PVC、HDPE、PP-R价格波动情况（管道原材料）



图：沥青市场价格波动情况（防水原材料）



# 主动调整：企业扩充经销渠道，优结构、控费用，调整效果可期

■ **渠道结构调整：**在地产大客户信用风险暴露之下，消费建材公司一方面被动收缩大B业务规模，另一方面也主动调整渠道结构——扩大经销客户数量、降低工程直销占比，业务结构更加均衡。

■ **主动控费：**部分公司例如东方雨虹、三棵树、蒙娜丽莎等优化人员、降低费用，效果在Q3已经有所显现。

■ **B端现金流管理强化下经营质量改善：**多数工程占比较高的消费建材企业加强工程端资金管控，风险客户项目要求现款现货，同时经销渠道占比提升之下整体收现情况改善。

图：瓷砖企业经销渠道占比提升、直销渠道占比下降

公司	渠道	2019	2020	2021	2022H1
新明珠	经销	70.58%	70.90%	73.25%	82.55%
	直销	29.42%	29.10%	26.75%	17.45%
东鹏控股	经销	59.40%	57.89%	60.48%	62.32%
	直销	40.60%	42.11%	39.52%	37.68%
马可波罗	经销	40.15%	41.83%	53.87%	55.67%
	直销	59.85%	58.17%	46.13%	44.33%
蒙娜丽莎	经销	59.31%	56.60%	51.10%	56.71%
	直销	40.69%	43.40%	48.90%	43.29%
帝欧家居	经销	29.85%	33.82%	40.00%	50.00%
	直销	70.15%	66.18%	60.00%	50.00%

图：消费建材企业期间费用率同比变动情况

公司	销售费用率同比变动 (pct)			管理费用率同比变动 (pct)		
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q1	2022Q2	2022Q3
坚朗五金	3.79	4.74	5.14	1.06	1.56	1.12
东方雨虹	0.01	0.90	-0.16	-0.08	1.21	0.21
科顺股份	0.54	-0.99	1.09	0.63	-1.13	0.06
凯伦股份	0.33	-2.12	1.43	6.25	6.05	-2.02
三棵树	0.75	1.48	-1.30	0.51	0.36	-0.34
亚士创能	4.41	2.07	1.53	2.58	2.64	1.53
蒙娜丽莎	-0.36	0.39	-2.12	1.37	0.45	-0.29
东鹏控股	6.78	2.68	1.86	5.25	2.03	4.01
帝欧家居	3.59	2.30	4.17	4.26	4.71	5.38
北新建材	-0.19	0.17	0.58	-0.70	0.41	1.32
伟星新材	-1.42	0.16	0.14	-2.49	0.09	-0.31
兔宝宝	0.03	0.77	0.73	1.72	1.58	1.47

图：多数工程端建材企业单季度收现比有明显改善 (%)

公司	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
坚朗五金	90.29	68.06	79.01	90.57	105.33	98.91	109.70
东方雨虹	109.24	75.79	109.56	148.24	109.11	68.05	88.59
科顺股份	96.16	62.02	99.62	101.56	68.54	89.48	89.16
凯伦股份	69.90	46.57	53.54	82.27	146.13	76.33	78.95
三棵树	145.45	84.36	93.80	94.24	151.91	90.62	98.08
亚士创能	94.81	88.52	50.03	128.23	165.60	80.11	106.16
蒙娜丽莎	110.85	76.61	98.32	86.15	121.76	102.16	116.23
东鹏控股	137.13	112.64	116.28	119.65	141.86	104.66	134.03
帝欧家居	108.39	91.78	108.34	99.93	149.43	125.52	140.77
北新建材	94.52	96.71	103.09	130.57	77.92	100.37	96.00
伟星新材	118.19	105.43	121.28	111.21	109.14	112.09	104.60
兔宝宝	114.43	99.40	99.27	98.96	103.64	95.43	108.66

我们预计春节后将看到利润表修复的明显信号。在修复过程中，**工程端、竣工端**材料会比零售端、开工端材料弹性更大。结合2条主线选择标的：

1、工程端2023年预计保交付需求释放之下迎来基本面修复弹性更强，仍然看好在渠道有扩张调整，在品类上有扩充延申的工程端标的，推荐**坚朗五金、东方雨虹、科顺股份**等，建议关注**三棵树**。

2、零售端定价能力强、现金流好，中长期受益于存量市场集中度提高，仍然是中长期的价值之选，推荐**伟星新材、兔宝宝、北新建材**。

- **竣工支撑之下工程端弹性更大，逆势扩张人员蓄力待发：**行业需求收缩之下，公司从21年下半年开始逆势扩张人员，22年上半年亦对销售人员进一步扩充，下半年在人员投入方面重点对现有人员进行培训、稳定销售团队，提升人均产出。预计在明年需求恢复预期之下，公司扩张的人员有望为未来增长奠定基础。
- **成本下行盈利修复：**公司前期受主要原材料锌、铝合金和不锈钢价格高位以及新品类扩张等因素影响毛利率承压，但随着主要原材料价格回落、公司调整低毛利单品考核方式，预计毛利率有望稳步回升。
- **渠道下沉及新业务场景开拓：**公司加大非地产的新场景销售，例如学校、医院、中小酒店等，新场景的开拓使得公司降低对于房地产业务的依赖。同时公司在保持一线市场和地级市的优势的前提下，进一步深化渠道下沉到县城市场，县城业务贡献不断增加。
- **新品类持续扩张：**公司始终定位一站式集成销售平台，新品类开拓稳步推进，考核机制更加合理、运营质量逐步提升。

表：坚朗五金盈利预测及估值情况

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	8807	8114	9893	11701
同比(%)	30.72	-7.87	21.93	18.27
归属母公司净利润(百万元)	889	211	624	890
同比(%)	8.83	-76.24	195.34	42.62
每股收益-最新股本摊薄(元)	2.77	0.66	1.94	2.77
P/E (现价&最新股本摊薄)	39.70	167.08	56.57	39.67

- **防水新规落地，对未来需求形成支撑：**防水新规落地，市场容量有望扩张、行业内非标产能逐步出清，利好龙头企业市场份额提升。
- **经销渠道继续快速扩张，新增品类持续快速放量：**
  - **经销渠道：零售端，**22H1民建集团经销商已近4000家，分销网点15万余家，分销门头3万余家，22H1民建集团实现营业收入32.55亿元，同比增长83%。**工程端，**各一体化公司属地经营、渠道下沉，通过聚焦本土市场的非房业务，拉动公司收入逆势实现增长。
  - **多品类：**22H1，民建业务线防水涂料产品线较上年同期增长50%，瓷砖胶产品线较上年同期增长110%，美缝剂等其他品类的产品线亦均实现翻倍增长德爱威建筑涂料零售实现营业收入3.52亿元，同比增长47%。
- **沥青成本高位下行，盈利端有望修复：**前三季度沥青成本高位运行，Q3沥青成本4500元/吨以上，目前华北、山东等区域沥青现货价格已降至3300元/吨左右、华南、华东、东北等地区沥青现货价格也降至4000元/吨以内。

表：东方雨虹盈利预测及估值情况

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	31934	32030	36794	41216
同比(%)	46.96	0.30	14.87	12.02
归属母公司净利润(百万元)	4205	2343	3475	4238
同比(%)	24.07	-44.27	48.31	21.96
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.67	0.93	1.38	1.68
P/E (现价&最新股本摊薄)	20.39	36.60	24.68	20.23

# 伟星新材：升级迭代，疫后有望双击

- **23年竣工需求支撑、疫后家装消费场景修复：**地产融资端三支箭政策发布，保交付政策基调之下竣工端率先修复，家用PPR管道作为零售家装品类受益于保交付需求及疫后家装入户消费场景修复。
- **PPR管道市占率继续提升，“同心圆”战略推进防水、净水等新品快速放量：**PPR管道方面，公司PPR管道依靠产品+服务的模式获得高溢价与较强的品牌力，2021年市占率8%。公司加快空白区域覆盖及成熟区域进一步下沉，未来市占率仍有提升空间。**新品类方面**，同心圆战略加速推进，2021年公司防水、净水业务开始放量，其他收入实现4.10亿元，同比增长80.80%。2022H1公司其他收入2.45亿元，同比增长64.02%，未来有望持续贡献带动客单值提升。
- **持续升级迭代，推进“系统集成+服务”商业模式创新：**系统集成包括水系统，包括给水、排水、防水、净水等系统；以及舒适家系统，包括热水循环、新风、地暖等系统解决方案。**公司远期有望通过“系统集成+服务”系统解决消费者的痛点问题，提升消费者的体验，构建更宽的护城河。**

表：伟星新材盈利预测及估值情况

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6388	6407	7516	8643
同比(%)	25.13	0.30	17.31	14.99
归属母公司净利润(百万元)	1223	1264	1518	1773
同比(%)	2.58	3.31	20.12	16.79
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.79	0.95	1.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	28.24	27.34	22.76	19.49

# 重点公司盈利预测汇总

公司	归母净利润（亿元）				市盈率				总市值 (亿元)
	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
坚朗五金	8.89	2.11	6.24	8.90	39.70	167.08	56.57	39.67	353.05
东方雨虹	42.05	23.43	34.75	42.38	20.39	36.60	24.68	20.23	857.54
科顺股份	6.73	3.47	6.39	8.54	22.81	44.24	24.02	17.98	153.51
凯伦股份	0.72	0.31	1.27	2.41	78.05	181.28	44.25	23.32	56.20
三棵树	-4.17	6.37	10.5	15.03	—	71.44	43.34	30.28	455.08
亚士创能	-5.44	1.34	2.44	3.54	—	39.05	21.45	14.78	52.33
北新建材	35.10	31.59	37.44	43.05	12.72	14.14	11.93	10.37	446.54
伟星新材	12.23	12.64	15.18	17.73	28.24	27.34	22.76	19.49	345.49
兔宝宝	7.12	6.27	7.49	9.14	11.87	13.48	11.29	9.25	84.55

## 风险提示

- **下游需求波动风险：**行业与房地产、建筑工程、家居装修等具有密切的相关性，其发展很大程度上依赖于国家基础设施建设及房地产的投资情况，若市场景气度不佳或未达预期，将会导致经营受到不利影响的风险。
- **行业竞争加剧风险：**建材行业多数细分赛道市场化程度较高，市场集中度较低，中小企业同质化竞争、采取价格战等方式争夺市场份额，在一定程度上对品牌企业形成冲击和影响。行业内公司在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定的风险。
- **原材料价格大幅波动风险：**装修建材上游多为石化链产品，其价格与原油价格走势相关性较高。若外部环境等因素变化影响原油价格，将会给装修建材成本端原材料价格带来大幅波动，若价格传到不及时，将会影响装修建材企业盈利成本。
- **应收账款风险：**建材企业下游客户主要为地产商、工程商的企业，未来存在因应收账款发生坏账影响公司经营业绩的可能。

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；
- 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；
- 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；
- 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；
- 中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；
- 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园