

寻找周期底部的蓄势待发

——消费建材2023年年报&2024年一季报总结

民生证券 建材 李阳 执业证号：S0100521110008



摘要

➤ 特征一：24Q1淡季更淡，超预期标的超额收益明显

➤ 23Q4增收不增利，24Q1整体收入及利润表现均出现下滑，24Q1淡季效应明显。**利润超预期公司股价正反馈显著**：北新建材/伟星新材/兔宝宝/瑞尔特24Q1表现显著超预期，24年初至5月10日区间涨幅分别为45%、25%、28%、28%。

➤ 特征二：原材料红利持续，部分品类价格战同样持续

➤ 24Q1部分原材料价格同/环比回落，成本端压力减轻，毛利率同比改善，例如：①24Q1沥青期货结算均价同比-2%，雨虹/科顺毛利率同比分别+3.7/3.2pct；②24Q1 PPR/PVC/PE均价同比分别+1/-9/+3%，伟星/公元毛利率同比分别+3.0/-0.7pct；③24Q1铝合金均价同比+1%，奥普/坚朗毛利率同比分别+6.2/+1.5pct。

➤ 特征三：行业角度，供需组合拳，后端装修率先利好

➤ 5月17日，国务院、央行、金融监管总局、住建部、自然资源部等同日表态，并推出4项重磅政策——**去库存、降首付、降息、保交房**。需求端大力推进降息降首付，供给端重视去库存，继续保交房，行业角度，2024年新房竣工、新房开工预计仍将承压。

➤ 特征四：渠道转型更加坚定，收缩大B、加快C端

➤ ①收缩工程大B：雨虹、三棵树的大B业务均持续下滑，蒙娜、帝欧、公元的工程业务同为下滑，前五大客户占比也有趋势性下降；②拓展C+小B：伟星、三棵树、兔宝宝的纯零售占比估计继续提升，瓷砖、防水和工程涂料的小B占比估计保持提升。

➤ 特征五：报表端继续去风险，BC端分化明显

➤ 应收账款风险下降，现金流向好，除科顺股份、伟星新材和坚郎五金外，其他企业23全年经营性现金流净额同比均实现增长。

➤ 特征六：企业杠杆角度，第二曲线业务体量加速，资本开支分化，外部融资放缓

➤ 加速扩品类，渠道协同发力，例如三棵树小B+C渠道高增、大B收缩，雨虹民建集团收入增速明显快于主业。C端消费建材公司现金流更优、抗风险能力强，含B端业务的公司报表有不同程度损伤。观察2023年资本开支，侧面感知对未来的看法。仅看23年，伟星、科顺出现同比扩张，兔宝宝、北新、坚朗、帝欧、王力同比较为接近。

➤ **投资建议**：继续重点关注【伟星新材】【北新建材】【兔宝宝】【三棵树】【东方雨虹】【中国联塑】【天安新材】。2020年后上市关注【森鹰窗业】【王力安防】【东鹏控股】【奥普家居】。

➤ **风险提示**：1) 原材料价格波动的风险，2) 地产需求变化不及预期，3) 市场竞争激烈的风险。



01

特征一：24Q1淡季更淡，超预期标的超额收益明显

02

特征二：原材料红利持续，部分品类价格战同样持续

03

特征三：行业角度，供需组合拳，后端装修率先利好

04

特征四：渠道转型更加坚定，收缩大B、加快C端

05

特征五：报表端继续去风险，BC端分化明显

06

特征六：企业杠杆角度，第二曲线业务体量加速

07

投资建议

08

风险提示

CONTENTS

目录





特征一：24Q1淡季更
01. 淡，超预期标的超额收益明显

1 特征一：24Q1淡季更淡，超预期标的超额收益明显

- 23Q4增收不增利，24Q1整体收入及利润表现均出现下滑：我们统计的18家消费建材企业，整体23Q4/24Q1单季度平均收入增速+7.9%、-0.5%，23Q4/24Q1单季度平均归母净利润增速-20.6%、-25.4%，**预计与年底各项费用计提，以及23Q1高基数、需求下行有关。**
- 利润超预期公司股价正反馈显著**：北新建材/伟星新材/兔宝宝/瑞尔特24Q1表现显著超预期，24年初至5月10日区间涨幅分别为45%、25%、28%、28%。
- 24Q1淡季效应明显**：整体24Q1收入绝对值是23Q4的0.73倍，其中，石膏板24Q1\23Q4收入比例大于1（收并购影响）。**其中，部分标的24Q1收入出现下滑，科顺（-20.4%），亚士（-40%），雨虹（-4.6%），蒙娜丽莎（-26%），东鹏控股（-11.6%），预计和需求偏弱有关。**

表：消费建材企业23Q4/24Q1收入及利润表现

分类	证券简称	2024.03.31 市值 (亿元)	年初至今涨幅 (截至2024.05.10)	单季度营业收入 (亿元)				单季度归母净利润 (亿元)			
				23Q4	24Q1	23Q4同比	24Q1同比	23Q4	24Q1	23Q4同比	24Q1同比
防水	东方雨虹	398	-19%	74.6	71.5	-4.8%	-4.6%	-0.8	3.5	-117.2%	-9.8%
	科顺股份	54	-24%	17.0	14.9	0.0%	-20.4%	-4.2	0.5	-366.2%	-9.2%
	凯伦股份	35	-24%	7.2	5.3	21.2%	4.1%	-0.5	0.1	71.1%	-77.1%
涂料	三棵树	169	-23%	30.7	20.7	-9.6%	0.6%	-3.8	0.5	-1420.8%	78.2%
	亚士创能	27	-28%	7.2	2.9	-7.1%	-40.0%	-0.2	-0.8	-158.2%	-412.1%
瓷砖	蒙娜丽莎	45	-19%	13.8	8.2	-10.4%	-25.7%	-0.7	0.1	-475.5%	39.6%
	东鹏控股	87	-2%	20.4	10.1	9.0%	-11.6%	0.9	-0.1	1009.9%	-1077.8%
	帝欧家居	18	-38%	10.2	5.6	2.0%	-7.5%	-5.9	-0.4	46.8%	44.4%
管材	伟星新材	245	25%	26.3	10.0	-5.7%	11.2%	5.6	1.5	5.6%	-11.6%
	公元股份	65	-8%	19.5	12.4	-7.8%	-22.1%	0.8	0.1	553.6%	-80.7%
	中国联塑	377	52%	-	-	-	-	-	-	-	-
石膏板	北新建材	479	45%	53.8	59.4	15.0%	24.6%	7.7	8.2	-3.4%	38.1%
板材	兔宝宝	81	28%	33.3	14.8	9.5%	33.4%	2.3	0.9	311.4%	18.8%
五金	坚朗五金	111	-15%	22.5	13.7	0.6%	0.9%	1.8	-0.5	193.6%	18.2%
安全门	王力安防	37	-16%	11.3	4.4	84.6%	10.3%	-0.4	0.2	25.0%	4.6%
窗	森鹰窗业	25	-7%	2.6	0.9	20.6%	3.2%	0.3	0.0	19.5%	68.6%
智能卫浴	箭牌家居	91	-21%	23.7	11.3	5.4%	2.3%	1.37	-0.9	-19.6%	-3004.0%
	瑞尔特	50	28%	6.4	5.2	11.3%	32.3%	0.4	0.6	-24.8%	47.1%



特征二：原材料红利持
02. 续，部分品类价格战同
样持续

2 特征二：原材料红利持续，部分品类价格战同样持续

- 24Q1部分原材料价格同/环比回落，成本端压力减轻，毛利率同比改善，例如：
 - 24Q1沥青期货结算均价同比-2%，雨虹/科顺毛利率同比分别+3.7/3.2pct；
 - 24Q1煤炭均价同比+1%，北新毛利率同比-2.7pct，蒙娜/东鹏/帝欧毛利率同比分别+4.3/-3.2/+5.9pct；
 - 24Q1 PPR/PVC/PE均价同比分别+1/-9/+3%，伟星/公元毛利率同比分别+3.0/-0.7pct；
 - 24Q1铝合金均价同比+1%，奥普/坚朗毛利率同比分别+6.2/+1.5pct。

表：原材料/燃料价格影响毛利率，Q1盈利能力继续修复

公司名称	主营	主要原材料/燃料	价格 (元/吨)				价格同环比		毛利率						
			23Q1平均	2023.12.31日	2024.3.31日	24Q1平均	3月底环比年初	24Q1同比	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q1同比	24Q1环比
东方雨虹	防水	沥青 (期货结算价)	3779	3820	3703	3693	-3%	-2%	25.9	23.8	25.6	23.0	29.7	3.7	6.7
科顺股份	防水		20.6	19.0	19.8	21.6	23.8	3.2	2.2						
三棵树	涂料	丙烯酸	7255	6000	6500	6031	8%	-17%	28.6	30.6	28.8	29.6	28.4	-0.2	-1.2
亚士创能	涂料	丙烯酸	7255	6000	6500	6031	8%	-17%	30.4	32.7	34.2	35.0	19.8	-10.6	-15.2
北新建材	石膏板	护面纸 (用废纸替代)	3099	2719	2446	2540	-10%	-18%	31.4	29.2	27.4	26.9	28.6	-2.7	1.7
		煤炭	1129	921	827	902	-10%	-20%							
伟星新材	管材	PPR	8857	8950	9000	8957	1%	1%	38.5	43.3	39.5	37.2	41.5	3.0	4.3
中国联塑		PVC	6318	5720	5645	5728	-1%	-9%	/	/	/	/	0.0	/	/
公元股份		PE (中国塑料城PE指数)	713	729	739	732	1%	3%	19.0	16.7	21.3	19.9	18.3	-0.7	-1.6
共创草坪	人造草坪	PP、PE粒子	参考上述PPR、PE价格						27.9	30.2	34.1	32.3	30.5	2.6	-1.8
蒙娜丽莎	瓷砖	天然气-广州 (代佛山,元/立方米)	4.49	4.6	4.58	4.59	0%	2%	22.2	27.1	24.5	24.5	26.5	4.3	2.0
东鹏控股		天然气-成都 (元/立方米)	3.65	4.2	4.72	4.23	12%	16%	29.7	31.0	31.7	24.8	26.5	-3.2	1.7
帝欧家居		煤炭	1129	921	827	902	-10%	-20%	16.8	17.0	18.3	20.2	22.7	5.9	2.4
奥普家居	浴霸	铝合金	19568	20260	20120	19708	-1%	1%	41.2	43.2	50.1	46.4	47.4	6.2	1.1
坚朗五金	五金								28.9	31.2	31.2	30.1	30.4	1.5	0.3
志特新材	铝模板	松木	1423	1457.4	1462.5	1434.5	0%	1%	32.6	32.8	28.4	24.1	21.7	-10.9	-2.4
兔宝宝	板材								19.0	17.2	18.2	22.7	17.9	-1.1	-4.9



特征三：行业角度，供
03. 需组合拳，后端装修率
先利好

3 特征三：行业角度，供需组合拳，后端装修率先利好

- 5月17日，国务院、央行、金融监管总局、住建部、自然资源部等同日表态，并推出4项重磅政策——去库存、降首付、降息、保交房。
- 需求端：大力推进降息降首付。一是首套房首付比例下降到15%，二套房首付下降到25%，创历史新低；二是首套个人公积金贷款利率下调到2.85%，二套房至3.325%；三是取消首套和二套房贷利率政策下限。
- 供给端：重视去库存，继续保交房。
- 1) “收储”、去库存：央行宣布设立3000亿元保障性住房再贷款，支持地方国有企业收购库存商品房用作配售型或配租型保障房，人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元。当前库存压力较大，66个城市商品住宅消化周期超18个月，24个城市消化周期超36个月（来源：克尔瑞）。
- 2) 保交楼：截至2023年末，350万套保交楼项目已实现交付超300万套，交付率超过86%；3500亿元的保交楼专项借款绝大部分已投放到具体项目，保交楼专项借款项目总体复工率达到99.9%。

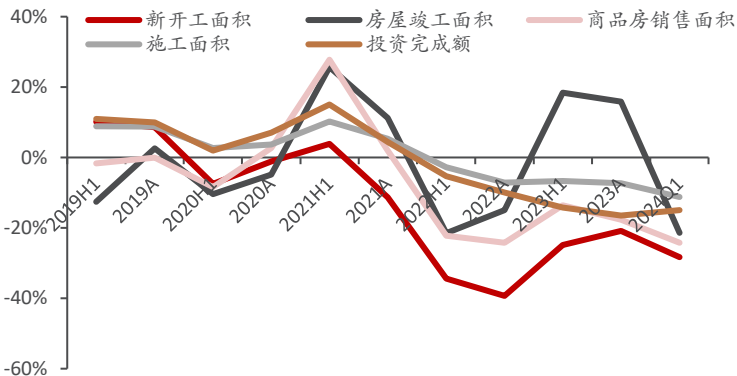
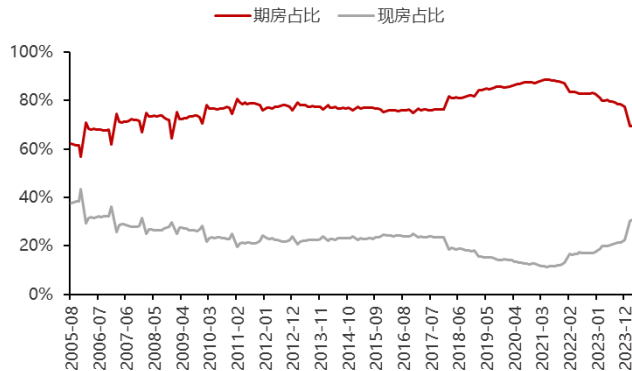
表：政策“收储”商品房城市及规模

日期	城市	规模
2022/9/5	济南	市内6区分批购买共3000套整栋商品住宅或公寓
2023/3/30	洛阳	收购存量住宅和公寓5000套，约30万平方米
2023/5/9	福州	批量收购存量住房8000套，计划总投资100亿元，总建筑面积80万平方米
2023/6/19	长沙	共1100套公寓，用作公租房
2023/11/3	南阳	将在市区收购500套，单套建筑面积70㎡以下的建筑作为市本级人才公寓
2023/12/1	天津	国开行发放12.88亿元贷款，用于支持购置存量住房用作保障性租赁住房。
2023/12/16	呼和浩特	购买10ft存量用房262套
2024/1/10	青岛	首批试点贷款18.5亿元，支持收购首批项目7个，涉及房屋总套数2319套
2024/2/21	重庆	7个项目，合计4207套房源
2024/4/2	郑州	主城区5000套
2024/5/15	杭州	临安区“收储”10000平方米
2024/5/16	大理	鼓励收购存量房作为保租房或人才住房

3

特征三：行业角度，2024年新房竣工、新房开工预计仍将承压

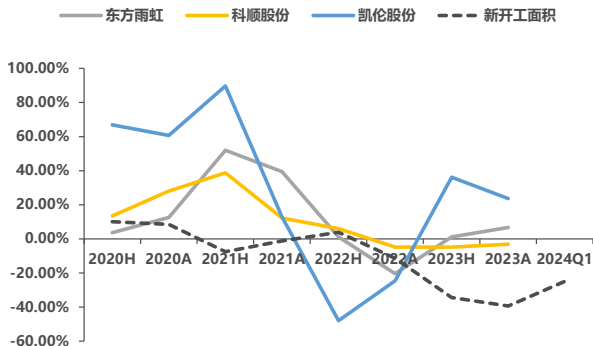
- 地产投资与开工端继续下行，竣工端增速大幅回落。**24Q1房地产新开工/销售/竣工面积同比增速分别为-28.35%/-24.3%/-21.44%。**一般投资数据领先新开工6个月，新开工领先竣工1-1.5年。**通常据此预计2024年开工面积或将继续承压，竣工面积增速或将趋弱。
- 首先，观察地产投资，**24Q1房地产开发投资累计完成额22082亿元，同比下滑14.98%，可比口径下滑9.5%，降幅比前值有一定扩张（-6.45%），其中占比75%的住宅投资同比下降10.5%；2024Q1新开工面积同比下滑比例是-28.35%，较前期的40-50%已有所趋缓。
- 第二，**保交房有望为新房竣工增速趋弱带来一定增量。
- 第三，24Q1期房销售占比**从2021年4-5月的最高点89%回落至69%，如果现房占比进一步提升、加快竣工就会成为开发商推动销售的又一个动力。据此，我们认为新房竣工或将继续承压，但短期存在对冲，开工承压但下行趋势进入尾声。

图：竣工端景气领先（累计同比增速）

图：当前期房销售占比70%、现房30%


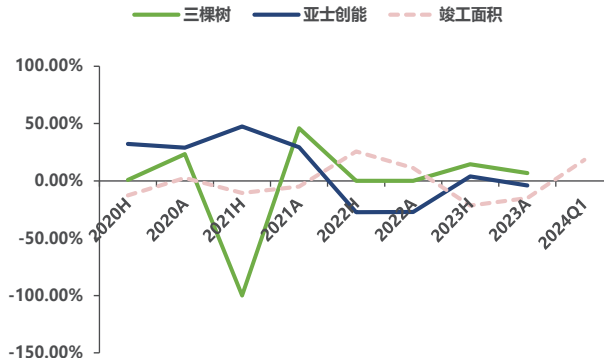
3

消费建材公司主业同比增速与地产新开工/竣工/施工同比增速对比

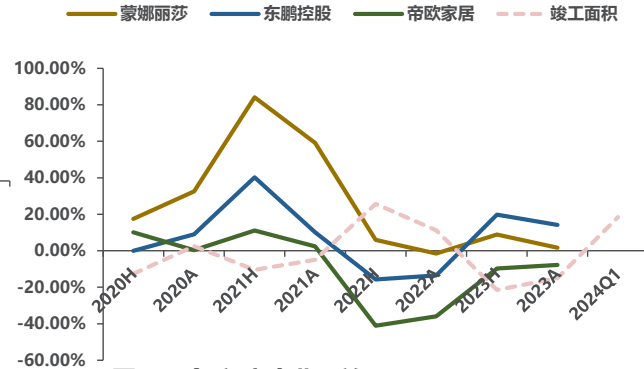
图：防水企业vs新开工



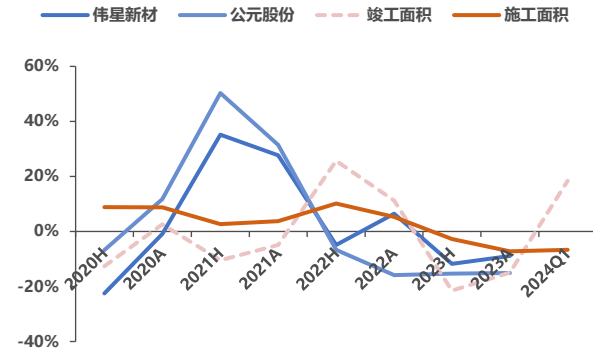
图：涂料企业vs竣工



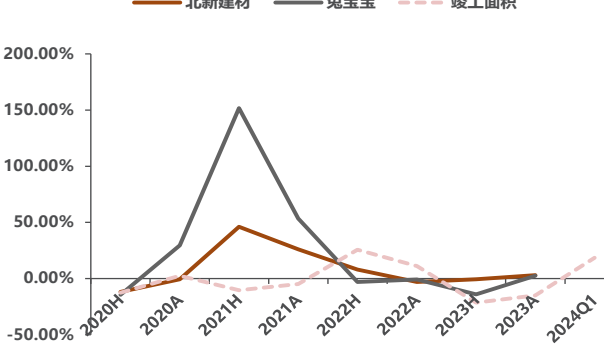
图：瓷砖企业vs竣工



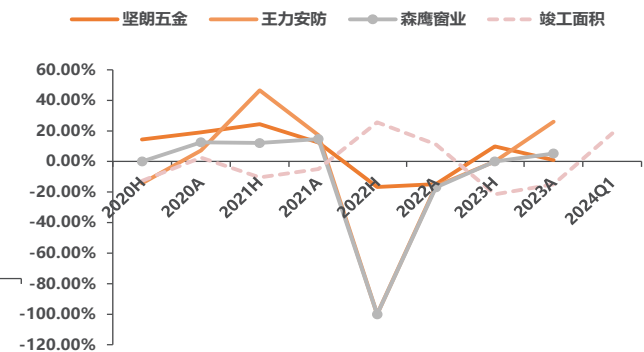
图：管材企业vs竣工vs施工



图：石膏板/板材企业vs竣工



图：五金/门窗企业vs竣工



注：防水选防水卷材、三棵树选墙面涂料、亚士选建筑涂料、蒙娜选瓷质有釉砖、东鹏+帝欧选瓷砖、北新选石膏板、伟星选PPR、公元选PVC、兔宝宝选装饰材料、王力选钢质安全门、森鹰选节能铝包木业务



特征四：渠道转型更加
04. 坚定，收缩大B、加快C
端

4 特征四：渠道转型更加坚定，收缩大B、加快C端

- **收缩工程大B**：2023年以来地产需求承压，房企依然面临债务展期的可能，例如碧桂园拟对7只债券展期三年、余额超过103亿元；荣盛发展拟对7.3亿美元规模存量境外债展期不超过7年。因此，2023年龙头继续精选优秀国央企大B客户，付款是合作的先决条件。**雨虹、三棵树的大B业务均持续下滑，蒙娜、帝欧、公元的工程业务同为下滑。前五大客户占比也有趋势性下降。**
- **拓展C+小B**：伟星、三棵树、兔宝宝的纯零售占比估计继续提升，瓷砖、防水和工程涂料的小B占比估计保持提升。

表：2023全年消费建材龙头经销、直销、工程渠道占比

公司	22A			23A		
	经销	工程	直销	经销	工程	直销
伟星新材	76%	-	24%	78%	-	22%
坚朗五金	1%		99%	2%	-	98%
东方雨虹	23%	33%	41%	28%	38%	32%
三棵树	79%	-	21%	83%	-	17%
亚士创能	84%	-	16%	80%	-	20%
北新建材	93%	-	7%	90%	-	10%
兔宝宝	63%	-	33%	63%	-	32%
蒙娜丽莎	58%	42%	-	65%	35%	-
东鹏控股	59%	2%	39%	60%	-	39%
帝欧家居	53%	47%	-	63%	37%	-
公元股份	84%	16%	-	87%	13%	-
王力安防	54%	44%	3%	46%	52%	2%

表：2017-2023年消费建材公司前五大客户占比表现

证券简称	前五大客户占比 (%)						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
东方雨虹	15	18	22	18	14	9	5
科顺股份	16	14	12	14	18	17	19
凯伦股份	16	14	26	34	24	19	24
三棵树	8	11	10	10	5	3	4
亚士创能	23	18	12	10	6	4	5
蒙娜丽莎	41	41	33	29	31	24	22
东鹏控股	13	12	12	11	0	6	6
帝欧家居	15	59	38	35	29	17	14
伟星新材	5	5	4	4	3	4	4
公元股份	11	10	14	14	12	11	7
中国联塑	0	0	0	0	0	0	0
北新建材	2	2	2	3	3	2	2
兔宝宝	16	15	15	11	11	11	11
坚朗五金	4	4	4	4	3	3	2
王力安防	7	6	8	9	13	5	5
森鹰窗业	27	41	25	22	19	20	18
箭牌家居	0	20	18	20	18	17	18
瑞尔特	33	32	31	21	32	38	31

05. 特征五：报表端继续去 风险，BC端分化明显

5

特征五：报表端继续去风险，BC端分化明显

- **应收账款风险下降**：我们统计的17家消费建材公司，23全年平均收现比为108.2%，上年同期为107.3%。对比23全年的应收/营收比例，箭牌家居最低、仅为5.92%，其次是伟星新材的8.65%；23年应收/营收的比例降幅较大的还包括，例如凯伦-18.37pct、科顺股份-11.28pct、三棵树-9.55pct、亚士创能-10.06pct。
- **现金流向好**：除科顺股份、伟星新材和坚朗五金外，其他企业23全年经营性现金流净额同比均实现增长。从收现比来看，瑞尔特同比+15.47pct、坚朗五金同比+8.57pct、三棵树同比+6.90pct、箭牌家居同比+6.68pct。

表：应收账款及现金流情况

公司	2022年				2023				同比增长值			
	应收账款及票据占营收比例	经营性现金流净额 (百万元)	收现比	其他应收款 (百万元)	应收账款及票据占营收比例	经营性现金流净额 (百万元)	收现比	其他应收款 (百万元)	应收账款占营收比例	经营性现金流净额 (百万元)	经营性现金流增速	收现比
伟星新材	6.39%	1530.82	107.60%	0.0	8.65%	1373.83	111.31%	0.0	2.26%	-156.99	-10.26%	3.71%
公元股份	15.31%	429.99	110.24%	23.8	14.54%	1068.93	113.29%	0.0	-0.78%	638.94	148.60%	3.05%
东方雨虹	36.48%	654.01	104.50%	2137.7	31.03%	2103.20	101.58%	4075.6	-5.45%	1449.18	221.58%	-2.92%
科顺股份	63.67%	235.30	99.13%	286.9	52.39%	191.83	104.01%	403.7	-11.28%	-43.47	-18.47%	4.88%
凯伦股份	91.66%	46.37	105.22%	263.1	73.29%	192.43	101.08%	163.2	-18.37%	146.06	315.00%	-4.14%
三棵树	38.34%	955.99	110.62%	326.9	28.80%	1408.06	117.52%	395.6	-9.55%	452.07	47.29%	6.90%
亚士创能	68.14%	324.27	114.63%	180.4	58.08%	437.63	104.88%	143.1	-10.06%	113.36	34.96%	-9.75%
北新建材	10.94%	3664.36	103.67%	529.6	9.74%	4734.39	102.45%	266.6	-1.20%	1070.03	29.20%	-1.22%
兔宝宝	16.12%	933.54	100.44%	77.3	12.91%	1910.34	105.91%	69.0	-3.21%	976.80	104.63%	5.47%
蒙娜丽莎	17.80%	602.04	112.43%	116.6	14.82%	934.05	107.70%	74.0	-2.98%	332.01	55.15%	-4.73%
东鹏控股	18.19%	415.96	123.56%	213.4	14.53%	1765.97	124.05%	241.6	-3.65%	1350.01	324.55%	0.49%
帝欧家居	50.82%	99.40	130.92%	278.6	35.93%	492.95	119.82%	305.2	-14.89%	393.54	395.90%	-11.10%
坚朗五金	55.33%	934.95	99.73%	88.8	47.77%	499.16	108.30%	88.6	-7.56%	-435.79	-46.61%	8.57%
王力安防	44.31%	10.49	110.30%	117.2	38.57%	292.51	101.27%	89.0	-5.74%	282.03	2689.43%	-9.03%
森鹰窗业	37.15%	-26.50	88.90%	8.2	45.40%	148.59	90.95%	4.3	8.24%	175.08	660.80%	2.05%
箭牌家居	5.65%	400.73	105.06%	27.6	5.92%	1166.07	111.74%	25.2	0.28%	765.33	190.98%	6.68%
瑞尔特	22.90%	363.42	97.53%	6.0	20.58%	436.38	113.00%	6.7	-2.33%	72.96	20.08%	15.47%



特征六：企业杠杆角 06.度，第二曲线业务体量 加速

6

特征六：企业杠杆角度，第二曲线业务体量加速

- **加速扩品类：**东方雨虹23年砂浆粉料收入41.96亿元，同比+40%，营收占比12.79%，同比+3.18pct，涂料收入96.85亿，同比+13.85%，营收占比29.51%，同比+2.26pct；北新建材23年防水业务实现营收39.03亿元，同比+24.12%，涂料业务实现营收3.94亿元，同比+12.08%。
- **渠道协同发力：**例如三棵树小B+C渠道高增、大B收缩；雨虹民建集团收入增速明显快于主业。

表：消费建材第二曲线占比持续提升

公司	新业务	收入体量 (亿元)			占比		
		2019	2022	2023	2019	2022	2023
伟星新材	同心圆	2.0	6.8	3.2	4%	10%	14%
东方雨虹	DAW	3.1	28.8	-	2%	9%	-
	民建集团	-	60.8	81.8	-	20%	25%
中国联塑	建材家居	15.2	27.1	28.4	6%	9%	9%
三棵树	胶粘剂	1.9	5.9	7.6	5%	5%	6%
北新建材	防水	2.1	31.4	39.0	2%	16%	17%
坚朗五金	大家居	5.6	13.7	13.9	15%	18%	18%
兔宝宝	整体衣柜	1.6	17.6	17.1	4%	20%	19%

6.1

特征六：企业杠杆角度，第二曲线业务体量加速

- 雨虹（防水）第二曲线：防水涂料、砂浆粉料（民建业务）。
- 科顺（防水）第二曲线：减隔震。

表：防水企业主要业务情况（收入单位：亿元）

公司	业务		2017年	2019年	2021年	2022年	2023年	
东方雨虹	第一大业务	防水卷材	收入	53.35	99.80	156.67	124.77	133.14
			占比	51.8%	55.0%	49.1%	40.0%	40.6%
			毛利率	40.4%	37.4%	31.1%	25.3%	27.0%
	第二大业务	防水涂料	收入	29.72	48.75	98.20	115.05	96.85
			占比	28.9%	26.9%	30.8%	36.9%	29.5%
			毛利率	41.2%	41.2%	34.1%	30.0%	37.0%
	第三大业务(至2022)	工程施工	收入	14.17	23.48	40.28	44.03	32.45
			占比	13.8%	12.9%	12.6%	14.1%	9.9%
			毛利率	29.3%	27.8%	28.4%	23.5%	14.49%
	第三大业务(23H1)	砂浆粉料	收入	-	-	-	-	41.96
占比			-	-	-	-	12.8%	
毛利率			-	-	-	-	27.6%	
科顺股份	第一大业务	防水卷材	收入	13.47	31.69	45.55	43.36	42.01
			占比	66.1%	68.1%	58.6%	56.6%	52.9%
			毛利率	41.3%	35.4%	32.7%	18.8%	18.2%
	第二大业务	防水涂料	收入	4.00	9.23	16.84	16.81	18.94
			占比	19.6%	19.9%	21.7%	21.9%	23.9%
			毛利率	27.7%	34.3%	22.1%	26.0%	31.6%
	第三大业务	防水工程施工	收入	2.81	5.04	15.28	13.24	14.7
			占比	13.9%	11.0%	19.7%	17.3%	18.5%
			毛利率	37.6%	23.3%	23.0%	21.8%	14.2%
	新业务	减隔震	收入	-	-	-	2.61	2.07
			占比	-	-	-	3.4%	3.8%
			毛利率	-	-	-	24.4%	31.26%

6.1

特征六：企业杠杆角度，第二曲线业务体量加速

- 三棵树（涂料）第二曲线：基材与辅材、防水卷材、胶粘剂。
- 亚士（涂料）第二曲线：建筑节能。

- 箭牌（智能卫浴）第二曲线：龙头五金。

表：涂料企业主要业务情况（收入单位：亿元）

公司	业务		2017年	2019年	2021年	2022年	2023年	
三棵树	第一大业务	墙面涂料	收入	20.36	37.95	68.35	68.35	73.07
			占比	77.7%	63.5%	59.8%	60.3%	58.9%
			毛利率	45.5%	47.3%	32.4%	38.7%	-
	第二大业务	基材与辅材	收入	-	4.89	16.00	17.19	24.24
			占比	-	8.2%	14.0%	15.2%	19.4%
			毛利率	-	27.4%	13.3%	14.2%	16.7%
	第三大业务	防水卷材	收入	-	4.18	12.71	9.90	12.57
			占比	-	7.2%	11.1%	8.7%	10.1%
			毛利率	-	34.7%	27.3%	13.9%	15.3%
	第四大业务	胶粘剂	收入	-	1.93	4.32	5.88	7.61
			占比	-	3.3%	3.8%	5.2%	6.1%
			毛利率	-	24.6%	16.2%	23.1%	23.4%
亚士创能	第一大业务	建筑涂料	收入	9.46	17.92	29.91	21.83	20.96
			占比	69.8%	73.9%	63.4%	70.3%	67.4%
			毛利率	35.8%	36.6%	27.5%	37.2%	37.3%
	第二大业务	建筑节能（保温）	收入	-	-	13.92	7.10	6.6
			占比	-	-	29.5%	22.9%	21.2%
			毛利率	-	-	15.8%	18.9%	16.2%

表：智能卫浴企业主要业务情况（收入单位：亿元）

公司	业务		2018年	2019年	2021年	2022年	2023年	
箭牌家居	第一大业务	卫生陶瓷	收入	31.29	30.99	37.34	35.10	37.42
			占比	45.9%	46.5%	44.6%	46.7%	48.9%
			毛利率	24.4%	33.7%	34.4%	34.0%	28.5%
	第二大业务	龙头五金	收入	12.91	15.38	22.51	20.70	21.01
			占比	19.0%	23.1%	26.9%	27.6%	27.5%
			毛利率	27.5%	31.6%	27.9%	30.5%	26.6%

6.1

特征六：企业杠杆角度，第二曲线业务体量加速

➢ 伟星（管材）第二曲线：防水、净水

➢ 东鹏（瓷砖）第二曲线：卫生洁具

表：管材企业主要业务情况（收入单位：亿元）

公司	业务		2017年	2019年	2021年	2022年	2023年	
伟星新材	第一大业务	PPR管材 管件	收入	21.92	24.40	30.87	32.85	29.9
			占比	56.2%	52.3%	48.3%	47.2%	46.9%
			毛利率	58.3%	57.9%	55.2%	54.6%	58.1%
	第二大业务	PE管材 管件	收入	11.25	13.06	17.17	17.81	15.28
			占比	28.8%	28.0%	26.9%	25.6%	24.0%
			毛利率	34.6%	38.1%	31.3%	30.7%	34.3%
	第三大业务	PVC管材 管件	收入	4.83	6.70	10.18	10.99	9.00
			占比	12.4%	14.4%	15.9%	15.8%	14.1%
			毛利率	29.7%	26.4%	11.9%	15.1%	27.7%
	其他主营业务		收入	0.61	1.95	4.10	6.76	9.14
			占比	1.6%	4.2%	6.4%	9.7%	14.3%
			毛利率	18.3%	-	40.7%	37.2%	34.2%

表：瓷砖企业主要业务情况（收入单位：亿元）

公司	业务		2017年	2019年	2021年	2022年	2023年	
蒙娜丽莎	第一大业务	瓷质有釉 砖	收入	12.60	21.43	45.21	44.51	45.24
			占比	43.6%	56.3%	64.7%	71.5%	76.4%
			毛利率	39.7%	41.0%	29.9%	23.8%	30.7%
	第二大业务	陶瓷薄板 /砖	收入	1.93	4.39	9.15	7.38	6.88
			占比	6.7%	11.6%	13.1%	11.9%	11.6%
			毛利率	49.8%	53.8%	36.2%	29.5%	31.0%
东鹏控股	第一大业务	瓷砖	收入	54.41	55.58	66.71	57.66	65.81
			占比	82.0%	82.3%	83.6%	83.2%	84.7%
			毛利率	40.5%	38.5%	30.8%	30.9%	33.9%
	第二大业务	卫生洁具	收入	10.45	10.33	10.47	9.39	9.80
			占比	15.8%	15.3%	13.1%	13.6%	12.6%
			毛利率	20.9%	21.8%	21.2%	23.3%	22.3%

6.1

特征六：企业杠杆角度，第二曲线业务体量加速

- 北新（石膏板）第二曲线：防水卷材、龙骨
- 兔宝宝（板材）第二曲线：定制家居

- 坚朗（五金）第二曲线：智能家居
- 王力安防（安全门）第二曲线：智能锁

表：板材企业主要业务情况（收入单位：亿元）

公司	业务		2017年	2019年	2021年	2022年	2023年	
北新建材	第一大业务	石膏板	收入	98.83	110.06	137.80	133.65	137.66
			占比	88.5%	82.6%	65.4%	67.0%	61.4%
			毛利率	39.0%	33.7%	37.3%	35.0%	38.5%
	第二大业务	防水沥青卷材	收入	-	1.13	25.46	21.60	27.86
			占比	-	0.9%	12.1%	10.8%	12.4%
			毛利率	-	-	27.4%	17.3%	18.7%
	第三大业务	龙骨	收入	8.91	15.52	27.56	25.17	22.9
			占比	8.0%	11.7%	13.1%	12.6%	10.2%
			毛利率	-	23.8%	18.4%	18.9%	18.7%
兔宝宝	第一大业务	装饰材料	收入	29.04	31.78	63.19	62.64	64.24
			占比	70.5%	68.6%	67.0%	70.2%	70.9%
			毛利率	8.2%	8.7%	10.1%	10.9%	10.9%
	第二大业务	整体衣柜	收入	0.95	1.64	22.92	17.62	17.09
			占比	2.3%	3.5%	24.3%	19.8%	18.9%
			毛利率	-	-	26.4%	27.1%	26.0%

表：五金企业主要业务情况（收入单位：亿元）

公司	业务		2017年	2019年	2021年	2022年	2023年	
坚朗五金	第一大业务	门窗五金	收入	19.33	31.20	41.75	35.55	35.87
			占比	60.8%	59.4%	47.4%	46.5%	46.0%
			毛利率	42.9%	42.9%	40.6%	36.5%	40.4%
	第二大业务	家居类	收入	2.44	5.61	14.83	13.68	13.88
			占比	7.7%	10.7%	16.8%	17.9%	17.8%
			毛利率	33.4%	34.5%	36.0%	31.7%	29.8%
王力安防	第一大业务	钢质安全门	收入	14.05	14.74	18.51	15.52	19.55
			占比	81.9%	75.6%	70.0%	70.4%	64.2%
			毛利率	33.7%	29.3%	23.1%	24.6%	27.9%
	第二大业务	其他门	收入	2.25	3.36	5.37	3.96	7.23
			占比	13.1%	17.2%	20.3%	18.0%	23.7%
			毛利率	26.6%	27.9%	26.8%	22.7%	25.4%
第三大业务	智能锁	收入	0.38	0.77	1.62	1.51	1.97	
		占比	2.2%	4.0%	6.1%	6.9%	6.5%	
		毛利率	50.0%	40.8%	37.7%	35.8%	34.0%	

6.2 特征六：企业杠杆角度，资本开支分化（购置资产）

- C端消费建材公司现金流更优、抗风险能力强，含B端业务的公司报表有不同程度损伤。2020-2023年，消费建材企业4年累计信用减值损失较大，平均值为-6.7亿，即平均每年每家计提1.9亿。非上市B端企业预计也深受影响，“不挣钱”会影响到成本策略、扩张计划。
- 观察2023年资本开支，侧面感知对未来的看法。仅看23年，伟星、科顺出现同比扩张，兔宝宝、北新、坚朗、帝欧、王力同比较为接近。

表：2020-2023信用减值情况

公司	2020-22信用减值合计 (亿元)	2023信用减值 (亿元)	2020-23减值合计 (亿元)	近6年最高年度利润 (亿元)	4年减值/年度最高利润
东方雨虹	-7.84	-7.53	-15.37	42.05	37%
三棵树	-11.29	-3.55	-14.84	5.02	296%
兔宝宝	-3.75	-2.24	-5.99	7.12	84%
北新建材	-1.58	-0.27	-1.86	35.10	5%
伟星新材	-0.20	-0.06	-0.27	12.97	2%
蒙娜丽莎	-7.73	-2.19	-9.92	5.66	175%
坚朗五金	-3.40	-1.02	-4.42	8.89	50%
东鹏控股	-9.80	-1.06	-10.85	1.54	706%
帝欧家居	-10.40	-3.42	-13.82	5.67	244%
亚士创能	-10.05	-2.07	-12.12	3.16	384%
科顺股份	-7.16	-7.62	-14.78	8.90	166%
凯伦股份	-4.45	-1.41	-5.86	2.79	210%
公元股份	-4.11	-1.61	-5.72	7.70	74%
王力安防	-2.07	-1.95	-4.02	2.40	168%

表：购置资产支付的现金情况（单位：亿元）

公司	2019	2020	2021	2022	2023
东方雨虹	13.45	15.24	45.02	42.23	18.84
三棵树	6.89	8.50	22.57	9.35	6.09
兔宝宝	1.17	1.04	1.97	1.60	1.09
北新建材	21.12	13.67	16.28	13.01	11.62
伟星新材	1.69	2.16	2.33	2.17	3.82
蒙娜丽莎	7.32	12.04	10.77	6.46	3.30
坚朗五金	2.25	3.06	4.31	4.56	3.44
东鹏控股	10.45	6.56	11.24	8.29	2.03
帝欧家居	3.68	6.58	5.99	2.66	1.99
亚士创能	2.70	2.41	10.82	4.54	2.63
科顺股份	5.03	6.07	4.22	3.34	5.08
凯伦股份	2.05	3.83	3.47	6.05	2.85
公元股份	3.30	5.09	7.00	6.05	3.56
王力安防	2.58	2.59	4.73	1.76	1.30

6.3 特征六：企业杠杆角度，外部融资放缓（直接/间接融资）

表：2021-2023年消费建材企业借助上市平台积极融资

2021-2023融资情况一览										
公司名称	可转债			定增（非公开发行）				公司债券		
	预案时间	金额 (亿元) ≤	进度	预案时间	金额 (亿元)	进度	是否实控人 全额认购	预案时间	金额 (亿元)	进度
伟星新材	/	/	/	/	/	/		/	/	/
坚朗五金	/	/	/	2023/4/15	19.85	2023/8/5 注册稿	否	/	/	/
东方雨虹	/	/	/	2020/10/16	80	2021/4/8 上市	否	/	/	/
科顺股份	2022/4/28	21.98	2023/8/4 发行上市	2021/3/18	4	2022/4/21 上市	否	/	/	/
凯伦股份	/	/	/	2020/8/8	15	2022/5/27 上市	否	2020/2/13	0.5	2020年3月11日 发行
三棵树	/	/	/	2021/4/8	37	2022/11/26 撤回	/	/	/	/
亚士创能	2021/8/7	8.00	2021/11/16 终止	2022/11/28	3-5.89	2023/7/18 发审委审核	是	/	/	/
北新建材	/	/	/	/	/	/		2020/4/28	10	2021/10/26第一期10亿元已发行（共获准20亿元）
								2022/4/26	30	2023/4/28共四期超短债已发行
兔宝宝	/	/	/	2021/11/23	5	2022/10/11 获准	否	/	/	/
蒙娜丽莎	2021/2/8	11.69	2021/9/16 发行上市	/	/	/		/	/	/
东鹏控股	/	/	/	/	/	/		/	/	/
帝欧家居	2020/8/15	15.00	2021/11/26 发行上市	/	/	/		/	/	/
公元股份	/	/	/	/	/	/		/	/	/
王力安防	/	/	/	/	/	/		/	/	/

6.3

特征六：企业杠杆角度，B端短贷规模仍然偏大（直接/间接融资）

- 大部分消费建材企业的财务费用率低于2%。
- 东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、三棵树、亚士创能的短期借款规模较大，蒙娜丽莎有超60%的长借将于一年内到期。

表：2023年借款水平（亿元）

公司	短期借款（亿元）	长期借款（亿元）	一年内到期长期借款（亿元）	财务费用率2023A（%）	财务费用率2022A（%）	同比（pct）
伟星新材	0.01	0.00	0.00	-1.1	-0.9	-0.25
坚朗五金	0.44	1.83	0.91	0.3	0.6	-0.39
东方雨虹	49.99	17.09	2.68	0.4	0.8	-0.39
科顺股份	15.16	3.18	3.29	1.0	1.0	0.05
凯伦股份	11.00	11.79	3.18	1.3	1.1	0.22
三棵树	13.10	14.61	6.10	1.4	1.2	0.19
亚士创能	10.77	5.43	3.01	3.6	3.1	0.46
北新建材	3.78	8.70	4.91	0.4	0.5	-0.15
兔宝宝	0.60	0.00	0.00	-0.2	0.2	-0.37
蒙娜丽莎	4.06	9.01	6.48	1.5	1.2	0.29
东鹏控股	3.80	0.00	0.00	-1.0	-0.4	-0.57
帝欧家居	7.99	2.75	2.00	4.2	4.1	0.10
公元股份	0.60	0.00	0.00	-0.4	-0.6	0.16
王力安防	4.22	0.00	0.00	0.0	0.0	0.01
箭牌家居	2.99	11.51	2.56	0.1	0.2	-0.15
瑞尔特	0.00	0.25	0.00	-1.0	-2.3	1.34

6.4 特征六：企业杠杆角度，谁在加码销售人员/销售费用？

➢ 销售费用率同比表现分化：

- 防水、管材同比上升；其中，伟星销售费用率同比提高2.25pct，较为显著，其他还包括瑞尔特+4.59pct、三棵树+1.76pct等。
- 瓷砖整体同比下降，其他品类有增有减。

表：消费建材公司销售费用率同比表现

主营	公司	19H1	19A	20H1	20A	21H1	21A	22H1	22A	23A	23同比
防水	东方雨虹	13.28%	11.80%	10.55%	8.23%	7.50%	6.94%	8.17%	8.51%	9.07%	0.56%
	科顺股份	12.45%	12.38%	12.15%	6.24%	6.13%	6.09%	5.81%	6.66%	7.91%	1.26%
	凯伦股份	12.45%	11.38%	14.60%	13.65%	7.73%	7.61%	6.50%	7.90%	7.26%	-0.64%
涂料	三棵树	23.48%	21.37%	22.86%	16.83%	14.98%	16.42%	16.53%	15.26%	17.02%	1.76%
	亚士创能	16.11%	16.43%	19.59%	11.45%	12.50%	14.05%	16.29%	14.74%	11.35%	-3.39%
瓷砖	蒙娜丽莎	14.25%	15.42%	10.25%	9.99%	8.67%	9.19%	8.88%	8.27%	6.41%	-1.87%
	东鹏控股		13.83%	16.18%	10.54%	10.30%	11.33%	14.23%	13.62%	11.45%	-2.17%
	帝欧家居	16.80%	16.06%	15.12%	9.88%	10.00%	10.48%	12.83%	14.69%	10.56%	-4.13%
管材	伟星新材	13.95%	13.29%	13.87%	10.64%	10.75%	9.35%	10.36%	10.78%	13.03%	2.25%
	公元股份	6.82%	6.86%	4.40%	4.51%	3.81%	3.38%	4.27%	4.35%	4.91%	0.56%
板材	北新建材	3.18%	2.83%	3.79%	3.49%	3.52%	3.71%	3.58%	3.81%	4.24%	0.43%
	兔宝宝	4.78%	4.07%	6.62%	3.77%	3.58%	3.42%	4.10%	3.68%	3.26%	-0.41%
五金	坚朗五金	20.16%	18.74%	16.90%	13.81%	13.51%	12.58%	18.15%	16.69%	16.08%	-0.61%
	王力安防	11.22%	10.94%	10.38%	10.83%	9.64%	10.97%	12.28%	11.19%	11.52%	0.33%
智能卫浴	箭牌家居	-	8.74%	-	8.29%	9.21%	9.54%	9.53%	9.52%	7.88%	-1.64%
	瑞尔特	4.56%	4.93%	5.54%	4.01%	6.01%	5.06%	6.73%	6.29%	10.88%	4.59%

6.4 特征六：企业杠杆角度，谁在加码销售人员/销售费用？

- **销售人员角度**，伟星新材、三棵树、雨虹、蒙娜丽莎、瑞尔特、王力安防2023年新增人数明显，同比比例增速分别为13%、21%、6%、15%、98%、17%，其中，2022-23连续两年销售人员保持增长的仅为伟星新材、雨虹、瑞尔特。
- 东方雨虹、三棵树、北新建材、瑞尔特2023年销售人员平均薪酬超过25万/年；超过20万、并保持增长的还包括科顺股份。
- 科顺股份、凯伦股份、北新建材2023年的人均薪酬均值同比提高较多，预计和销售费用数量变动有关。
- 注：人均薪酬用销售费用的薪酬/销售人员数量，但如果绩效次年发放，则数据不能真实反映当年收入水平。

表：销售费用工资薪酬/销售人员 (万元/人)

分类	公司	18A	19A	20A	21A	22A	23A	23A同比增 长绝对值	23A销售人 员同比变动 绝对值
防水	东方雨虹	25.20	28.79	24.11	24.18	31.18	29.14	(2.04)	281
	科顺股份	13.35	15.12	16.26	15.15	17.32	23.24	5.92	(172)
	凯伦股份	19.89	18.55	21.32	16.85	9.17	16.32	7.16	45
涂料	三棵树	21.85	24.70	23.26	23.36	25.62	26.13	0.51	863
	亚士创能	13.82	16.56	10.21	16.07	20.53	19.59	(0.94)	(355)
板材	北新建材	16.14	15.07	17.82	22.75	23.23	28.53	5.30	42
	兔宝宝	7.81	8.84	15.09	16.13	15.37	16.60	1.23	(234)
瓷砖	蒙娜丽莎	27.69	19.64	19.35	18.30	22.96	18.43	(4.53)	75
	东鹏控股	-	-	22.13	25.05	25.51	23.76	(1.75)	(32)
	帝欧家居	10.77	11.59	11.75	18.53	21.56	20.48	(1.08)	(36)
管材	伟星新材	14.92	14.78	14.54	18.57	21.51	19.71	(1.80)	225
	公元股份	10.75	15.57	15.97	15.35	15.79	15.72	(0.06)	9
五金	王力安防	-	-	9.54	12.14	11.55	14.03	2.49	86
	坚朗五金	11.62	13.73	12.57	11.64	13.37	15.03	1.66	(781)
智能家居	箭牌家居	-	-	-	12.13	13.52	12.69	(0.82)	(83)
	瑞尔特	-	-	20.93	35.50	34.42	25.26	(9.17)	114

07. 投资建议

消费建材2023年年报&2024年一季报总结：寻找周期底部的蓄势待发

- 特征一：24Q1淡季更淡，超预期标的超额收益明显
- 特征二：原材料红利持续，部分品类价格战同样持续
- 特征三：行业角度，供需组合拳，后端装修率先利好
- 特征四：渠道转型更加坚定，收缩大B、加快C端
- 特征五：报表端继续去风险，BC端分化明显
- 特征六：企业杠杆角度，第二曲线业务体量加速，资本开支分化，外部融资放缓
- **投资建议：**继续重点关注【伟星新材】【北新建材】【兔宝宝】【三棵树】【东方雨虹】【中国联塑】【天安新材】。2020年后上市关注【森鹰窗业】【王力安防】【东鹏控股】【奥普家居】。

08. 风险提示

8

风险提示

- 原材料价格波动的风险。随着国际大宗商品价格的波动率提高，可能影响产业链的材料价格。
- 地产需求变化不及预期。政策出台到落地需要时间，政策效果也有观察期。
- 市场竞争激烈的风险。因原材料价格相对低位，行业需求过去几年保持疲软，因此供给出清节奏不快的子行业，可能继续出现恶性竞价情况。

THANKS 致谢

民生建材研究团队：



分析师 李阳

执业证号：S0100521110008

邮件：liyang_yj@mszq.com

民生证券研究院： 上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120
北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005
深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐 相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐 相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐 相对基准指数涨幅5%以上
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。