

建材行业 2023 年报及 2024 一季报总结

整固提升，分化前行

优于大市

核心观点

回顾建材 2023 年报和 2024 一季报数据，整体修复仍有波动，但风险进一步释放，底部持续夯实，分化依旧延续，优势企业持续领先，经营质量提升：

1) 收入利润增速承压。2023 年建材行业共实现营业收入 7477.3 亿元，同比-2.1%，归母净利润 341.0 亿元，同比-33.4%，扣非归母净利润 271.6 亿元，同比-32.1%；23Q1-24Q1 营收同比-0.3%/-1.9%/+0.14%/-5.6%/-12.8%，归母净利润同比-57.3%/-19.7%/-10.2%/-104.3%/-61.4%。

2) 盈利能力仍待修复。2023 年建材行业平均毛利率和净利率 20.4%/4.6%，同比-1.0pp/-2.3pp，期间费用率 13.0%，同比+0.6pp，盈利能力仍有下滑，费用率同比提升；2024Q1 毛利率和净利率 18.5%/1.4%，同比+0.2pp/-2.3pp，环比-0.6pp/+1.8pp，期间费用率 16.2%，同比+2.2pp/环比+2.8pp。

3) 经营现金流改善，资本开支明显收缩，分红提升。2023 年建材行业经营净现金流 919.9 亿元，同比+37.7%，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材同比+54.7%/+97.7%/-23.9%/+24.2%；构建固定资产等支付现金 807 亿元，同比-24.4%，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材同比-39.2%/+5.2%/-5.6%/-20.9%；分红规模 225.7 亿元，同比-4.9%，分红率 66.2%。

水泥行业：需求低迷叠加竞争加剧，水泥价格持续下行，亏损面进一步加大。Q2 以来主导企业积极引领错峰推动复价，竞争或有望回归相对理性，同时随着系列支持性政策出台，需求存边际改善预期，供给端亦有望迎来积极变化，盈利有望逐步修复。目前盈利和估值仍处于历史底部，股息率亦提供一定安全边际，推荐兼顾分红和发展的**海螺水泥、华新水泥**。

玻璃行业：竣工需求支撑建筑玻璃景气修复，盈利修复下供给端亦恢复性增长，目前产能处于相对高位，2024Q1 受益于成本端改善，盈利保持相对韧性，但后续需求仍存压力，供给调节能否形成有效冷修出清成为核心，同时在产业结构升级下，光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃等新技术、新产能布局有望带来新增长点和成长性，目前光伏玻璃供给增速已明显放缓，受益供需边际改善，盈利有望上行进一步提供支撑，推荐**旗滨集团**。

玻纤行业：玻纤底部加速下探，盈利持续探底，现金流明显承压，低景气下整体扩张节奏有所收敛，同时去年下半年以来冷修逐步释放部分缓解供给压力，3 月中下旬以来玻纤持续复价和去库超预期，阶段性底部基本确认，但考虑到粗纱后续仍有较多潜在供给释放，供需关系改善仍需更多需求亮点支撑，电子纱电子布受益供给端收缩及库存低位，有望率先迎来拐点，龙头企业受益产品产能结构优势，盈利韧性更强，推荐**中国巨石、中材科技**。

其他建材：地产影响压力仍存，单季度增速回落放缓，减值风险进一步释放，盈利修复仍有波动，头部企业整体盈利韧性更强，尤其偏 C 端主导的零售品种表现相对突出，但现金流同比均有明显改善，显示企业对于销售回款和现金流重视以及渠道转型效果正逐步显现，同时扩张节奏亦持续放缓，分红意愿明显提升。预计随着地产政策持续托底，行业筑底态势有望进一步明朗，头部企业持续优化收入结构，盈利韧性更强、确定性更高，推荐**坚朗五金、三棵树、北新建材、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝**等细分领域头部企业。

风险提示：宏观经济下滑超预期；政策落地低于预期；供给增加超预期；成本上涨超预期。

行业研究 · 行业专题

建筑材料

优于大市 · 维持

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：卢思宇

0755-81981872

lusiyu1@guosen.com.cn

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《非金属建材周报 (24 年第 21 周) - 水泥“新国标”实施助力淡季提价，关注地产政策落地》——2024-05-28

《非金属建材周报 (24 年第 20 周) - 地产政策持续加码，继续看好建材板块机会》——2024-05-20

《建材行业基金持仓专题 - 建材持仓处于历史低位，24Q1 环比仍有下降》——2024-05-15

《非金属建材周报 (24 年第 19 周) - 政治局会议增地产新表述，看好建材板块估值修复》——2024-05-13

《非金属建材周报 (24 年第 17 周) - 行业需求整体疲弱，关注预期修复机会》——2024-04-30

内容目录

2023 年报及 2024 一季报回顾：底部修复仍有波动，坚守质量提升分红	6
收入增速承压，盈利持续压缩	6
经营现金流改善，资本开支整体明显收缩	10
分红意愿明显提升，玻璃和其他建材分红规模同比增加	11
负债率整体有所提升，水泥玻璃玻纤债务规模提升明显	12
水泥：经营压力凸显，静待格局改善	13
经营压力持续提升，24Q1 由盈转亏	13
现金流改善，资本开支回落，高分红维持，负债率有所提升	16
玻璃：增速有所回落，盈利改善有韧性	17
季度收入增速回落，盈利同比明显改善	17
现金流显著改善，再投资收敛，分红意愿提升，负债率总体可控	19
玻纤：底部进一步下探，周期或已筑底	21
价格持续走低，收入利润双重承压	21
现金流下滑，低景气扩张节奏放缓，分红率和负债水平均有提升	24
其他建材：修复仍有波动，核心龙头凸显韧性	25
收入全年微增，单季增速小幅回落，盈利修复仍有波动	25
现金流明显改善，再投资放缓，分红规模和意愿明显提升	29
整固提升，分化前行	31
风险提示	32

图表目录

图 1: 16-23 年建材行业营收及增速	6
图 2: 20Q1-24Q1 建材行业单季营收及增速	6
图 3: 16-23 年建材行业归母净利润及增速	7
图 4: 20Q1-24Q1 建材行业单季归母净利润及增速	7
图 5: 16-23 年建材毛利率、净利率和期间费用率	8
图 6: 20Q1-24Q1 建材单季毛利率、净利率和期间费用率	8
图 7: 16-23 年建材行业期间费用率	8
图 8: 20Q1-24Q1 建材行业单季期间费用率	8
图 9: 16-23 年建材行业分板块毛利率	8
图 10: 20Q1-24Q1 建材行业分板块单季毛利率	8
图 11: 16-23 年建材行业分板块净利率	9
图 12: 20Q1-24Q1 建材行业分板块单季净利率	9
图 13: 16-23 年建材行业分板块期间费用率	9
图 14: 20Q1-24Q1 建材行业分板块单季期间费用率	9
图 15: 16-23 年建材行业经营性净现金流及增速	10
图 16: 20Q1-24Q1 建材单季经营性净现金流及增速	10
图 17: 16-23 年建材分板块经营性净现金流（亿元）	11
图 18: 20Q1-24Q1 建材分板块单季经营性净现金流（亿元）	11
图 19: 16-23 年建材行业构建固定资产等支付现金及增速	11
图 20: 16-23 年建材行业分板块构建固定资产等支付现金	11
图 21: 16-23 年建材行业分红规模及分红率	12
图 22: 16-23 年建材行业分板块分红规模	12
图 23: 16-23 年建材行业资产负债率和有息负债率	12
图 24: 20Q1-24Q1 建材各季度末资产负债率和有息负债率	12
图 25: 16-23 年建材行业分板块资产负债率	13
图 26: 16-23 年建材行业分板块有息负债率	13
图 27: 16-23 年水泥板块营收及增速	13
图 28: 20Q1-24Q1 水泥板块单季营收及增速	13
图 29: 16-23 年水泥板块归母净利润及增速	14
图 30: 20Q1-24Q1 水泥板块单季归母净利润及增速	14
图 31: 16-23 年水泥板块毛利率、净利率和期间费用率	14
图 32: 20Q1-24Q1 水泥单季毛利率、净利率和期间费用率	14
图 33: 16-23 年水泥板块期间费用率	15
图 34: 20Q1-24Q1 水泥单季期间费用率	15
图 35: 16-23 年水泥板块经营性净现金流及增速	16
图 36: 20Q1-24Q1 水泥单季经营性净现金流及增速	16
图 37: 16-23 年水泥板块构建固定资产等支付现金及增速	16

图 38: 20Q1-24Q1 水泥单季构建固定资产等支付现金及增速	16
图 39: 16-23 年水泥板块分红规模和分红率	17
图 40: 16-23 年水泥板块资产负债率和有息负债率	17
图 41: 16-23 年玻璃板块营收及增速	17
图 42: 20Q1-24Q1 玻璃板块单季营收及增速	17
图 43: 16-23 年玻璃板块归母净利润及增速	18
图 44: 20Q1-24Q1 玻璃板块单季归母净利润及增速	18
图 45: 16-23 年玻璃板块毛利率、净利率和期间费用率	18
图 46: 20Q1-24Q1 玻璃单季毛利率、净利率和期间费用率	18
图 47: 16-23 年玻璃板块期间费用率	19
图 48: 20Q1-24Q1 玻璃单季期间费用率	19
图 49: 16-23 年玻璃板块经营性净现金流及增速	20
图 50: 20Q1-24Q1 玻璃板块单季经营性净现金流及增速	20
图 51: 16-23 年玻璃板块构建固定资产等支付现金及增速	20
图 52: 20Q1-24Q1 玻璃板块单季构建固定资产等支付现金及增速	20
图 53: 16-23 年玻璃板块分红规模和分红率	21
图 54: 16-23 年玻璃板块资产负债率和有息负债率	21
图 55: 16-23 年玻纤板块营收及增速	21
图 56: 20Q1-24Q1 玻纤板块单季营收及增速	21
图 57: 16-23 年玻纤板块归母净利润及增速	22
图 58: 20Q1-24Q1 玻纤板块单季归母净利润及增速	22
图 59: 16-23 年玻纤板块毛利率、净利率和期间费用率	22
图 60: 20Q1-24Q1 玻纤单季毛利率、净利率和期间费用率	22
图 61: 16-23 年玻纤板块期间费用率	23
图 62: 20Q1-24Q1 玻纤单季期间费用率	23
图 63: 16-23 年玻纤板块经营性净现金流及增速	24
图 64: 20Q1-24Q1 玻纤板块单季经营性净现金流及增速	24
图 65: 16-23 年玻纤板块构建固定资产等支付现金及增速	24
图 66: 20Q1-24Q1 玻纤板块单季构建固定资产等支付现金及增速	24
图 67: 16-23 年玻纤板块分红规模和分红率	25
图 68: 16-23 年玻纤板块资产负债率和有息负债率	25
图 69: 16-23 年其他建材板块营收及增速	25
图 70: 20Q1-24Q1 其他建材板块单季营收及增速	25
图 71: 16-23 年其他建材板块归母净利润及增速	26
图 72: 20Q1-24Q1 其他建材板块单季归母净利润及增速	26
图 73: 20Q1-24Q1 其他建材各细分子行业收入增速	26
图 74: 20Q1-24Q1 其他建材板块信用减值损失占收入比重	26
图 75: 20Q1-24Q1 其他建材板块资产减值损失占收入比重	26
图 76: 16-23 年其他建材板块毛利率、净利率和期间费用率	27
图 77: 20Q1-24Q1 其他建材板块单季毛利率、净利率和期间费用率	27
图 78: 16-23 年其他建材板块期间费用率	27

图 79: 20Q1-24Q1 其他建材板块单季期间费用率	27
图 80: 2023Q1-2024Q1 其他建材各细分子行业毛利率	28
图 81: 2023Q1-2024Q1 其他建材各细分子行业净利率	28
图 82: 部分主要的消费建材公司分季度毛利率	28
图 83: 部分主要的消费建材公司分季度净利率	28
图 84: 16-23 年其他建材板块经营性净现金流及增速	30
图 85: 16-23 年其他建材板块收现比和付现比	30
图 86: 16-23 年其他建材板块构建固定资产等支付现金及增速	30
图 87: 2022/2023 年其他建材各细分子行业构建固定资产等支付现金增速	30
图 88: 16-23 年其他建材板块分红规模和分红率	30
图 89: 16-23 年其他建材资产负债率和有息负债率	30
图 90: 2022/2023 年其他建材各细分子行业资产负债率	31
图 91: 2022/2023 年其他建材各细分子行业有息负债率	31
表 1: 2023Q1-2024Q1 建材行业分板块营收及归母净利润情况	7
表 2: 建材行业 2023 年及 2024Q1 主要财务指标对比 (亿元)	9
表 3: 水泥板块 2023 年及 2024Q1 主要财务指标对比 (亿元)	15
表 4: 玻璃板块 2023 年及 2024Q1 主要财务指标对比 (亿元)	19
表 5: 玻纤板块 2023 年及 2024Q1 主要财务指标对比 (亿元)	23
表 6: 其他建材板块 2023 年及 2024Q1 主要财务指标对比 (亿元)	29

2023 年报及 2024 一季报回顾：底部修复仍有波动，坚守质量提升分红

我们选取建材行业 95 家上市公司为样本（其中：水泥 14 家、玻璃 9 家、玻纤 7 家、其他建材 65 家），用整体法统计分析，对行业 2023 年年报及一季报表现进行回顾和总结。

收入增速承压，盈利持续压缩

收入增速承压，利润空间进一步压缩。2023 年建材行业共实现营业收入 7477.3 亿元，同比-2.1%，归母净利润 341.0 亿元，同比-33.4%，扣非归母净利润 271.6 亿元，同比-32.1%，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材营业收入增速分别为 -7.8%/+21.9%/-4.2%/+0.4%，归母净利润增速分别为 -50.3%/+8.3%/-51.5%/-0.5%。

分季度来看，23Q1-24Q1 建材营收同比-0.3%/-1.9%/+0.14%/-5.6%/-12.8%，归母净利润同比-57.3%/-19.7%/-10.2%/-104.3%/-61.4%，收入增速继续承压，利润空间进一步压缩，其中 24Q1 水泥/玻璃/玻纤/其他建材营收增速分别为 -26.5%/+5.8%/-2.8%/-1.4%，归母净利润增速分别为 -289.5%/+55.7%/-63.5%/-16.6%。

图1：16-23 年建材行业营收及增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：20Q1-24Q1 建材行业单季营收及增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：16-23年建材行业归母净利润及增速


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：20Q1-24Q1 建材行业单季归母净利润及增速


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表1：2023Q1-2024Q1 建材行业分板块营收及归母净利润情况

行业分类	2023Q1	同比增速 (%)	2023Q2	同比增速 (%)	2023Q3	同比增速 (%)	2023Q4	同比增速 (%)	2024Q1	同比增速 (%)
营业收入 (亿元)	1541.33	-0.25%	2025.94	-1.94%	1907.10	0.14%	2002.93	-5.63%	1344.13	-12.79%
水泥	750.36	-2.90%	968.53	-7.94%	892.34	-5.94%	962.05	-12.73%	551.79	-26.46%
玻璃	191.67	24.98%	193.83	10.91%	239.49	34.52%	222.74	17.76%	202.70	5.75%
玻纤	99.89	-18.45%	147.09	1.24%	116.08	4.19%	133.05	-3.97%	97.12	-2.77%
其他建材	499.41	0.58%	716.49	3.25%	659.19	-1.05%	685.08	-1.06%	492.52	-1.38%
归母净利 (亿元)	58.31	-57.30%	173.46	-19.68%	110.79	-10.13%	-1.56	-104.28%	22.50	-61.42%
水泥	9.72	-85.49%	73.15	-32.73%	30.07	-32.13%	1.37	-86.01%	-18.42	-289.49%
玻璃	10.57	-35.67%	18.62	-12.48%	22.96	70.55%	15.11	38.08%	16.45	55.65%
玻纤	15.47	-49.53%	23.13	-41.49%	10.14	-53.31%	8.09	-67.91%	5.65	-63.46%
其他建材	22.55	0.41%	58.56	26.19%	47.61	8.73%	-26.13	-172.67%	18.81	-16.55%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

盈利能力仍待修复，费用率提升。2023年建材行业平均毛利率和净利率分别为20.4%/4.6%，同比-1.0pp/-2.3pp，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材毛利率分别为17.3%/19.4%/24.7%/24.2%，同比-1.9pp/-0.8pp/-5.3pp/+0.9pp；期间费用率同比上升0.6pp至13.0%，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为3.8%/5.5%/1.3%/2.5%，同比+0.2pp/+0.1pp/+0.1pp/+0.2pp，毛利率下滑主因水泥、玻纤等产品价格同比下滑影响，叠加期间费用率小幅提升，净利率同比继续承压。

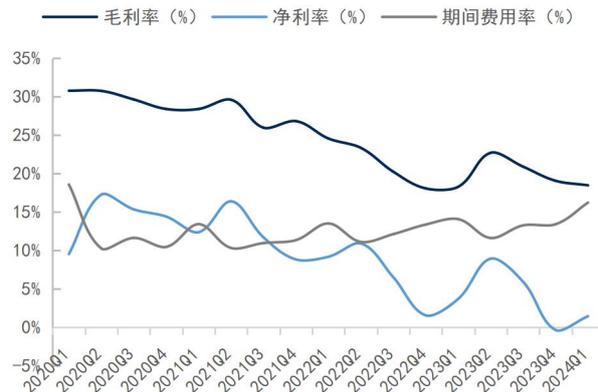
单季度来看，2024Q1毛利率和净利率18.5%/1.4%，同比+0.2pp/-2.3pp，环比-0.6pp/+1.8pp，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材毛利率分别为14.0%/19.6%/18.7%/23.0%，同比-0.3pp/+3.8pp/-8.6pp/-0.5pp，环比-1.5pp/-1.0pp/-5.1pp/+0.3pp；期间费用率16.2%，同比+2.2pp/环比+2.8pp，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材分别为17.0%/10.2%/13.8%/18.4%，同比+4.1pp/+0.8pp/+0.6pp/+0.6pp，盈利能力仍有下滑，费用率同比环比提升，主要受收入增速下滑导致摊薄效应减弱

图5: 16-23 年建材毛利率、净利率和期间费用率



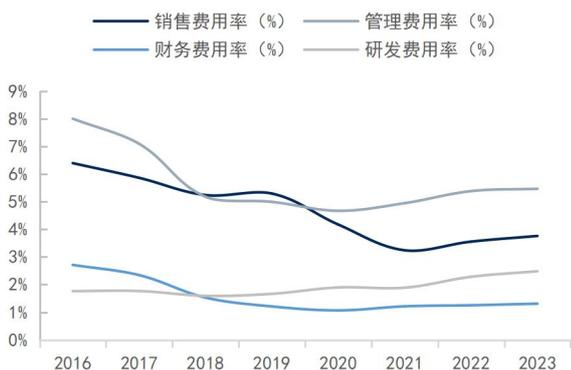
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 20Q1-24Q1 建材单季毛利率、净利率和期间费用率



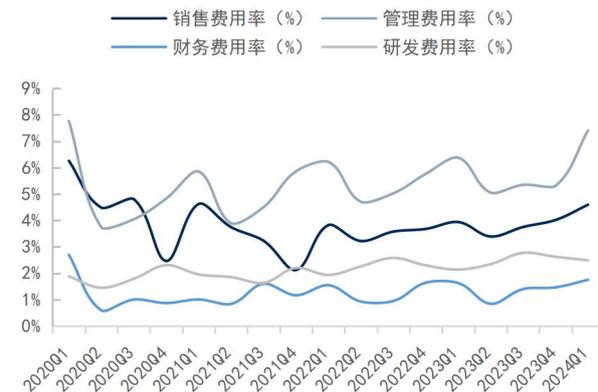
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图7: 16-23 年建材行业期间费用率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 20Q1-24Q1 建材行业单季期间费用率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图9: 16-23 年建材行业分板块毛利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图10: 20Q1-24Q1 建材行业分板块单季毛利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图11: 16-23年建材行业分板块净利润率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图12: 20Q1-24Q1 建材行业分板块单季净利润率



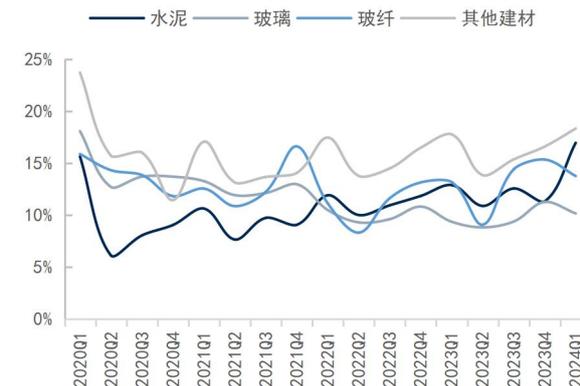
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图13: 16-23年建材行业分板块期间费用率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 20Q1-24Q1 建材行业分板块单季期间费用率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表2: 建材行业 2023 年及 2024Q1 主要财务指标对比 (亿元)

	2022	2023	同比增速	2023Q1	2024Q1	同比增速
营业收入	7,638.15	7,477.30	-2.11%	1,541.33	1,344.13	-12.79%
营业成本	6,007.70	5,955.53	-0.87%	1,259.64	1,095.88	-13.00%
毛利率 (%)	21.35%	20.35%	降低 0.99pp	18.28%	18.47%	提高 0.19pp
销售费用	271.46	281.10	3.55%	60.64	61.70	1.74%
销售费用率 (%)	3.55%	3.76%	提高 0.21pp	3.93%	4.59%	提高 0.66pp
管理费用	411.07	408.75	-0.56%	98.18	99.46	1.30%
管理费用率 (%)	5.38%	5.47%	提高 0.08pp	6.37%	7.40%	提高 1.03pp
财务费用	95.65	97.92	2.37%	25.06	23.50	-6.21%
财务费用率 (%)	1.25%	1.31%	提高 0.06pp	1.63%	1.75%	提高 0.12pp
研发费用	174.28	185.57	6.48%	32.91	33.38	1.44%
研发费用率 (%)	2.28%	2.48%	提高 0.20pp	2.14%	2.48%	提高 0.35pp
其他收益	64.68	72.93	12.76%	12.18	16.88	38.63%
投资净收益	45.04	25.87	-42.57%	6.10	1.57	-74.32%
公允价值变动净收益	-11.95	1.75	-114.65%	3.68	-0.77	-120.79%

表2: 建材行业 2023 年及 2024Q1 主要财务指标对比 (亿元)

	2022	2023	同比增速	2023Q1	2024Q1	同比增速
资产减值损失	-54.03	-79.07	46.36%	-0.83	-0.36	-56.14%
信用减值损失	-66.00	-63.80	-3.33%	-2.44	-1.99	-18.22%
营业利润	638.05	440.25	-31.00%	71.06	30.21	-57.49%
营业利润率 (%)	8.35%	5.89%	降低 2.47pp	4.61%	2.25%	降低 2.36pp
利润总额	639.51	443.71	-30.62%	76.91	32.26	-58.06%
净利润	523.66	343.48	-34.41%	56.94	19.31	-66.08%
净利润率 (%)	6.86%	4.59%	降低 2.26pp	3.69%	1.44%	降低 2.26pp
归属母公司股东的净利润	512.18	341.01	-33.42%	58.31	22.50	-61.42%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 统计数据基于跟踪的 95 家建材上市公司)

经营现金流改善, 资本开支整体明显收缩

经营现金流全年改善明显, 水泥板块拖累 24Q1 同比承压。2023 年建材行业合计实现经营活动净现金流 919.9 亿元, 同比+37.7%, 其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材分别为 533.5/77.9/69.5/239.0 亿元, 同比+54.7%/+97.7%/-23.9%/+24.2%, 玻纤板块继续承压。单季度看, 2024Q1 建材行业实现经营活动净现金流-119.2 亿元, 同比-210.9%, 其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材分别实现-25.7/4.8/-17.8/-80.4 亿元, 同比-138.6%/+148.2%/+11.2%/-5.6%。

图15: 16-23 年建材行业经营性净现金流及增速


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图16: 20Q1-24Q1 建材单季经营性净现金流及增速

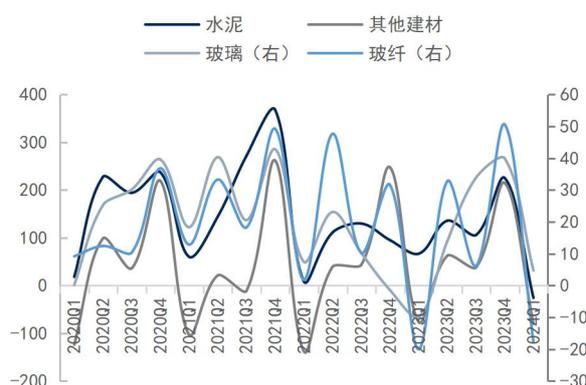

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (20Q1=-2864.93%, 22Q1=-924.12%)

图17: 16-23 年建材分板块经营性净现金流（亿元）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图18: 20Q1-24Q1 建材分板块单季经营性净现金流（亿元）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

资本开支整体明显收缩，玻璃板块略有扩张。从企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”来看，2023 年建材行业构建固定资产等支付现金合计 807 亿元，同比-24.4%，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材分别为 346.9/197.8/110.4/151.9 亿元，同比-39.2%/+5.2%/-5.6%/-20.9%，整体来看资本开支明显收缩，受光伏玻璃产能建设拉动，玻璃板块表现出一定扩张意愿，但增速大幅收敛。

图19: 16-23 年建材行业构建固定资产等支付现金及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图20: 16-23 年建材行业分板块构建固定资产等支付现金



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

分红意愿明显提升，玻璃和其他建材分红规模同比增加

2023 年建材行业分红规模达 225.7 亿元，同比-4.9%，分红率达 66.2%，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材板块分红规模分别为 86.5/33.9/21.7/83.6 亿元，同比-31.0%/+93.1%/-38.3%/+41.5%，分红率分别为 75.7%/50.4%/38.1%/81.5%，同比+21.1pp/+22.1pp/+8.2pp/+24.1pp。

图21: 16-23 年建材行业分红规模及分红率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图22: 16-23 年建材行业分板块分红规模



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

负债率整体有所提升，水泥玻璃玻纤债务规模提升明显

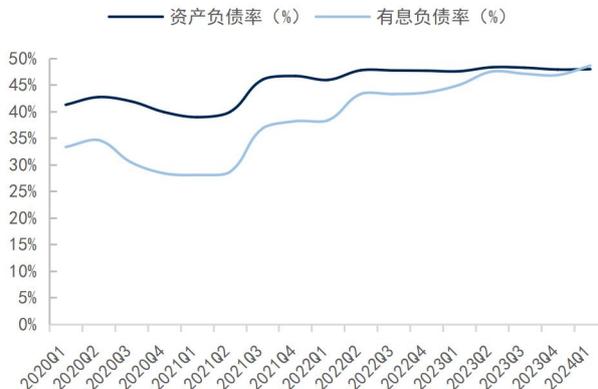
截至2023年末,建材行业平均资产负债率47.9%,同比+0.22pp,有息负债率46.8%,同比+3.3pp,其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材资产负债率分别为46.9%/51.8%/47.5%/48.5%,同比+0.05pp/+0.04pp/+2.65pp/-0.31pp,有息负债率分别为50.8%/61.2%/50.2%/32.7%,同比+3.8pp/+4.6pp/+5.0pp/+0.7pp,水泥、玻璃和玻纤板块带息债务规模提升明显。

图23: 16-23 年建材行业资产负债率和有息负债率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图24: 20Q1-24Q1 建材各季度末资产负债率和有息负债率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图25: 16-23 年建材行业分板块资产负债率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图26: 16-23 年建材行业分板块有息负债率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

水泥: 经营压力凸显, 静待格局改善

经营压力持续提升, 24Q1 由盈转亏

我们统计的水泥板块标的共 14 个, 2023 年共实现营业收入 3573.3 亿元, 同比-7.8%, 归母净利润 114.3 亿元, 同比-50.3%, 扣非归母净利润 88.7 亿元, 同比-53.8%; 2024Q1 分别实现营业收入和归母净利润 551.8 亿元/-18.4 亿元, 同比-26.5%/-289.5%, 水泥需求低迷叠加竞争加剧, 价格持续承压下行, 亏损面进一步加大。

图27: 16-23 年水泥板块营收及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图28: 20Q1-24Q1 水泥板块单季营收及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图29：16-23 年水泥板块归母净利润及增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

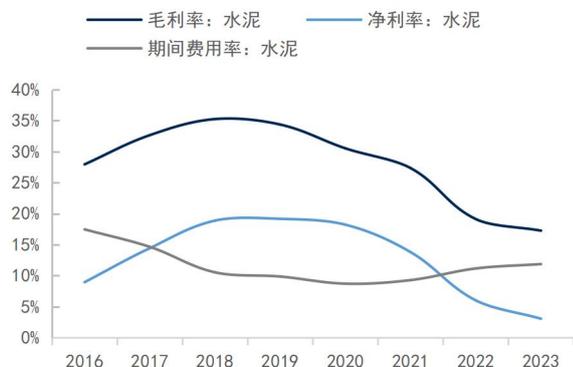
图30：20Q1-24Q1 水泥板块单季归母净利润及增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

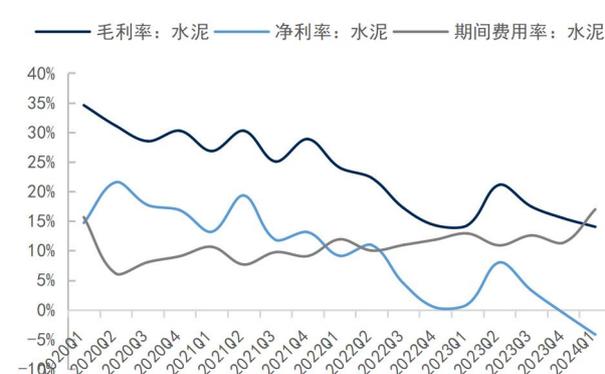
2023 年水泥板块毛利率和净利率分别为 17.3%和 3.0%，同比-1.9pp 和-3.0pp，期间费用率 11.9%，同比+0.7pp，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.4%/6.2%/1.7%/1.5%，同比+0.1pp/+0.3pp/+0.1pp/+0.2pp，其中 Q4 单季度毛利率和净利率 15.5%和-0.5%，同比+1.2pp/-0.9pp，环比-2.0pp/-3.8pp，期间费用率 11.3%，同比-0.5pp/环比-1.2pp。2024Q1 毛利率和净利率分别为 14.0%/-4.2%，同比-0.3pp/-5.1pp，环比-1.5pp/-3.6pp，期间费用率 17.0%，同比+4.1pp/环比+5.6pp，盈利能力环比持续承压，费用率明显提升。

图31：16-23 年水泥板块毛利率、净利率和期间费用率

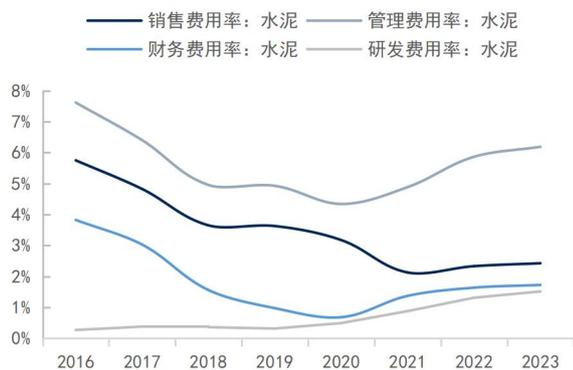


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

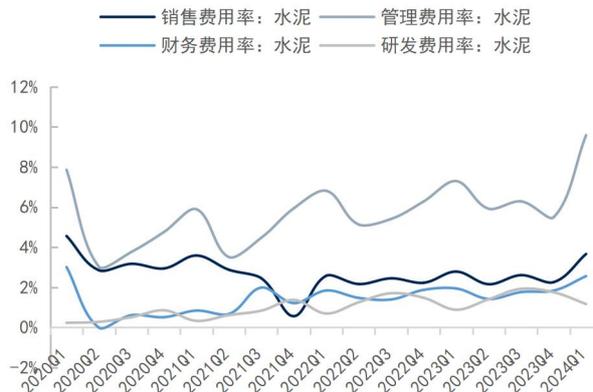
图32：20Q1-24Q1 水泥单季毛利率、净利率和期间费用率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图33: 16-23 年水泥板块期间费用率


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图34: 20Q1-24Q1 水泥单季期间费用率


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表3: 水泥板块 2023 年及 2024Q1 主要财务指标对比 (亿元)

	2022	2023	同比增速	2023Q1	2024Q1	同比增速
营业收入	3,876.03	3,573.29	-7.81%	750.36	551.79	-26.46%
营业成本	3,134.89	2,956.90	-5.68%	643.19	474.40	-26.24%
毛利率 (%)	19.12%	17.25%	降低 1.87pp	14.28%	14.03%	降低 0.26pp
销售费用	90.41	86.69	-4.11%	20.88	20.21	-3.25%
销售费用率 (%)	2.33%	2.43%	提高 0.09p	2.78%	3.66%	提高 0.88pp
管理费用	227.25	221.02	-2.74%	54.76	52.91	-3.38%
管理费用率 (%)	5.86%	6.19%	提高 0.32pp	7.30%	9.59%	提高 2.29pp
财务费用	63.52	61.67	-2.92%	14.56	14.12	-3.07%
财务费用率 (%)	1.64%	1.73%	提高 0.09pp	1.94%	2.56%	提高 0.62pp
研发费用	50.97	54.20	6.34%	6.61	6.43	-2.74%
研发费用率 (%)	1.31%	1.52%	提高 0.20pp	0.88%	1.17%	提高 0.28pp
其他收益	29.16	26.06	-10.61%	4.16	4.69	12.96%
投资净收益	39.17	19.80	-49.45%	5.18	0.49	-90.60%
公允价值变动净收益	-14.10	1.16	-108.21%	3.11	-0.74	-123.72%
资产减值损失	-18.11	-33.85	86.87%	-0.12	-0.08	-38.12%
信用减值损失	-7.69	-3.71	-51.79%	-0.31	-0.03	-90.06%
营业利润	303.88	159.03	-47.67%	11.38	-21.58	-289.68%
营业利润率 (%)	7.84%	4.45%	降低 3.39pp	1.52%	-3.91%	降低 5.43pp
利润总额	308.42	166.82	-45.91%	16.26	-19.68	-221.09%
净利润	232.54	108.53	-53.33%	6.84	-23.07	-437.28%
净利润率 (%)	6.00%	3.04%	降低 2.96pp	0.91%	-4.18%	降低 5.09pp
归属母公司股东的净利润	229.86	114.31	-50.27%	9.72	-18.42	-289.49%

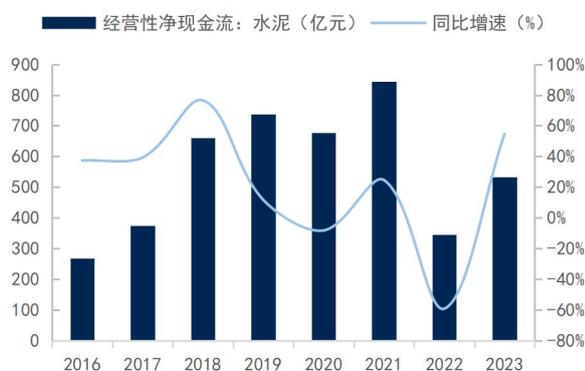
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 统计数据基于跟踪的 14 家水泥上市公司)

现金流改善，资本开支回落，高分红维持，负债率有所提升

2023年水泥板块实现经营活动净现金流533.5亿元，同比+54.7%，其中Q4单季度225.2亿元，同比+136.7%，盈利承压背景下强化销售回款，现金流明显改善，同时从企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”来看，水泥板块资本开支大幅回落，2023年水泥板块构建固定资产等支付现金346.9亿元，同比-39.2%。

虽盈利总体承压，分红水平维持较高水平，2023年水泥板块分红规模86.5亿元，同比-31%，分红率75.7%；截至2023年末，水泥板块平均资产负债率、有息负债率分别为46.9%/50.8%，同比+0.05pp/+3.82pp，2024Q1末进一步提升至47.4%/53.8%，资债结构总体稳定，有息负债率有所提升。

图35: 16-23年水泥板块经营性净现金流及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图36: 20Q1-24Q1水泥单季经营性净现金流及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图37: 16-23年水泥板块构建固定资产等支付现金及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图38: 20Q1-24Q1水泥单季构建固定资产等支付现金及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图39: 16-23 年水泥板块分红规模和分红率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图40: 16-23 年水泥板块资产负债率和有息负债率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

玻璃: 增速有所回落, 盈利改善有韧性

季度收入增速回落, 盈利同比明显改善

我们统计的玻璃板块标的共9个, 2023年共实现营业收入847.7亿元, 同比+21.9%, 归母净利润67.3亿元, 同比+8.3%, 扣非归母净利润60.5亿元, 同比+14.2%, 其中Q4单季度分别实现营业收入和归母净利润222.7亿元/15.1亿元, 同比+17.8%/+38.1%。2024Q1分别实现营业收入和归母净利润202.7亿元/16.5亿元, 同比+5.8%/+55.7%, 环比-9.0%/+8.9%, 单季收入增速有所回落, 受益成本端纯碱价格下行叠加同期低基数影响, 利润同比环比改善。

图41: 16-23 年玻璃板块营收及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图42: 20Q1-24Q1 玻璃板块单季营收及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图43: 16-23 年玻璃板块归母净利润及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图44: 20Q1-24Q1 玻璃板块单季归母净利润及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2023 年玻璃板块毛利率和净利率分别为 19.4%/7.8%，同比-0.8pp/-1.3pp，期间费用率 9.8%，同比-0.3pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.1%/3.7%/1.4%/3.6%，同比-0.2pp/-0.2pp/+0.3pp/-0.2pp。

分季度来看，Q4 单季度毛利率和净利率 20.5%和 6.1%，同比+3.2pp/+0.2pp，环比-0.5pp/-3.5pp，期间费用率 11.3%，同比+0.5pp/环比+1.9pp，受纯碱价格提升及光伏玻璃价格环比下滑影响，Q4 盈利能力环比有所下滑；2024Q1 毛利率和净利率分别为 19.6%/8.3%，同比+3.8pp/+2.7pp，环比-1.0pp/+2.1pp，期间费用率 10.2%，同比+0.8pp/环比-1.1pp，纯碱价格下行对冲玻璃价格回落，盈利总体保持一定韧性，环比虽仍有下滑，但同比明显提升。

图45: 16-23 年玻璃板块毛利率、净利率和期间费用率



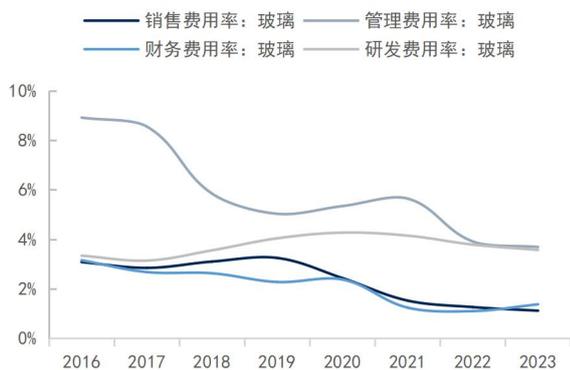
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图46: 20Q1-24Q1 玻璃单季毛利率、净利率和期间费用率



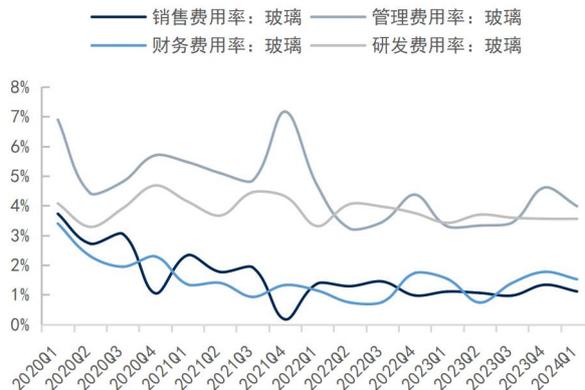
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图47: 16-23 年玻璃板块期间费用率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图48: 20Q1-24Q1 玻璃单季期间费用率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表4: 玻璃板块 2023 年及 2024Q1 主要财务指标对比 (亿元)

	2022	2023	同比增速	2023Q1	2024Q1	同比增速
营业收入	695.30	847.73	21.92%	191.67	202.70	5.75%
营业成本	555.54	683.67	23.06%	161.46	163.05	0.99%
毛利率 (%)	20.10%	19.35%	降低 0.75pp	15.76%	19.56%	提高 3.80pp
销售费用	8.79	9.49	7.91%	2.12	2.25	6.11%
销售费用率 (%)	1.26%	1.12%	降低 0.15pp	1.11%	1.11%	持平
管理费用	27.21	31.27	14.94%	6.33	8.07	27.41%
管理费用率 (%)	3.91%	3.69%	降低 0.22pp	3.31%	3.98%	提高 0.68pp
财务费用	7.66	11.66	52.29%	2.95	3.09	4.73%
财务费用率 (%)	1.10%	1.38%	提高 0.27pp	1.54%	1.52%	降低 0.01pp
研发费用	26.32	30.26	14.96%	6.56	7.21	9.95%
研发费用率 (%)	3.79%	3.57%	降低 0.22pp	3.42%	3.56%	提高 0.14pp
其他收益	7.68	10.73	39.70%	1.67	2.25	34.94%
投资净收益	2.59	0.41	-84.01%	-0.07	0.00	-96.18%
公允价值变动净收益	-0.02	0.04	-303.23%	0.02	0.02	3.84%
资产减值损失	-4.40	-7.96	80.74%	-0.04	0.02	-137.13%
信用减值损失	-1.17	-1.84	56.56%	-0.32	0.12	-137.81%
营业利润	68.63	74.85	9.07%	12.11	19.51	61.18%
营业利润率 (%)	9.87%	8.83%	降低 1.04pp	6.32%	9.63%	提高 3.31pp
利润总额	68.68	74.10	7.89%	12.21	19.52	59.95%
净利润	63.63	66.28	4.17%	10.63	16.72	57.28%
净利润率 (%)	9.15%	7.82%	降低 1.33pp	5.55%	8.25%	提高 2.70pp
归属母公司股东的净利润	62.11	67.26	8.29%	10.57	16.45	55.65%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 统计数据基于跟踪的 9 家玻璃上市公司)

现金流显著改善, 再投资收敛, 分红意愿提升, 负债率总体可控

2023 年玻璃板块实现经营活动净现金流 77.9 亿元, 同比+97.7%, 受盈利回升贡献, 经营现金流同步大幅改善, 尽管玻璃板块整体仍保持一定扩张意愿但再投资增速明显收敛, 从企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”来看, 2023 年玻璃板块构建固定资产等支付现金 197.8 亿元, 同比+5.2%, 主因光伏玻璃景气回落, 产能扩张节奏有所控制。

受益盈利现金流改善, 资本开支收敛, 玻璃板块分红规模和意愿都有明显提升,

2023年玻璃板块分红规模33.9亿元，同比+93.1%，分红率50.4%；截至2023年末，玻璃板块平均资产负债率、有息负债率分别为51.75%/61.2%，同比+0.04pp/+4.58pp，2024Q1末进一步提升至51.85%/63.67%，负债率有所提升但总体依旧可控。

图49: 16-23年玻璃板块经营性净现金流及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图50: 20Q1-24Q1 玻璃板块单季经营性净现金流及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理 (2021Q1=+8092.23%, 24Q4=+2942.08%)

图51: 16-23年玻璃板块构建固定资产等支付现金及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图52: 20Q1-24Q1 玻璃板块单季构建固定资产等支付现金及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图53: 16-23 年玻璃板块分红规模和分红率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图54: 16-23 年玻璃板块资产负债率和有息负债率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

玻纤: 底部进一步下探, 周期或已筑底

价格持续走低, 收入利润双重承压

我们统计的玻纤板块标的共 7 个, 2023 年实现营业收入 496.1 亿元, 同比-4.2%, 归母净利润 56.8 亿元, 同比-51.5%, 扣非归母净利润 40.3 亿元, 同比-47.7%, 其中 Q4 单季度分别实现营业收入和归母净利润 133.1 亿元/8.1 亿元, 同比-4.0%/-67.9%。2024Q1 分别实现营业收入和归母净利润 97.1 亿元/5.7 亿元, 同比-2.8%/-63.5%, 环比-27.0%/-30.2%, 行业持续底部运行, 价格进一步下探, 盈利空间持续压缩, 3 月中旬以来玻纤行业开启持续复价, 盈利有望改善。

图55: 16-23 年玻纤板块营收及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图56: 20Q1-24Q1 玻纤板块单季营收及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图57: 16-23 年玻纤板块归母净利润及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图58: 20Q1-24Q1 玻纤板块单季归母净利润及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2023 年玻纤板块毛利率和净利率分别为 24.7%/12.7%，同比-5.3pp/-10.8pp，期间费用率 12.8%，同比+1.9pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.8%/5.1%/1.4%/4.6%，同比+0.5pp/+0.9pp/-0.1pp/+0.6pp，受玻纤价格持续走低影响，毛利率持续下行，叠加费用率同步提升，净利率进一步承压。

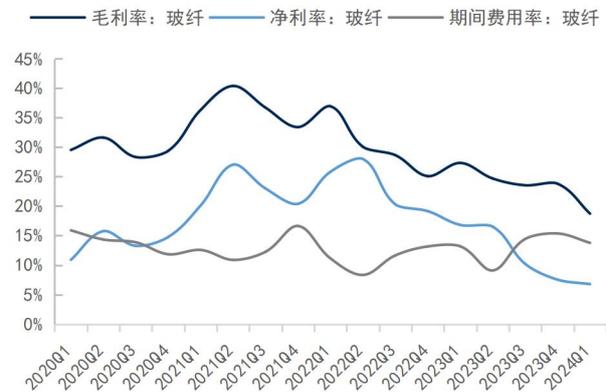
分季度来看，Q4 单季度毛利率和净利率 23.8%和 7.5%，同比-1.3pp/-11.6pp，环比+0.3pp/-2.7pp，期间费用率 15.4%，同比+2.2pp/环比+0.9pp，2024Q1 毛利率和净利率分别为 18.7%/6.8%，同比-8.6pp/-10.1pp，环比-1.0pp/-0.8pp，期间费用率 13.8%，同比+0.6pp/环比-1.6pp，玻纤价格持续下探，盈利空间继续压缩。

图59: 16-23 年玻纤板块毛利率、净利率和期间费用率

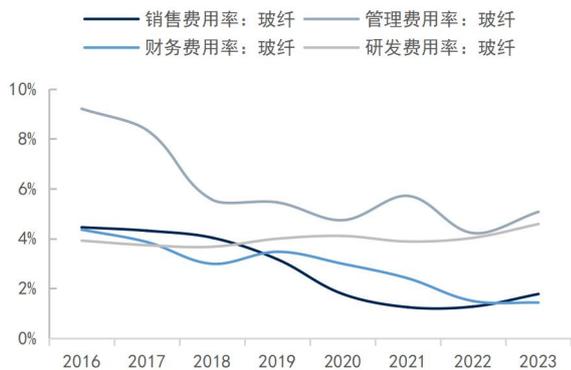


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

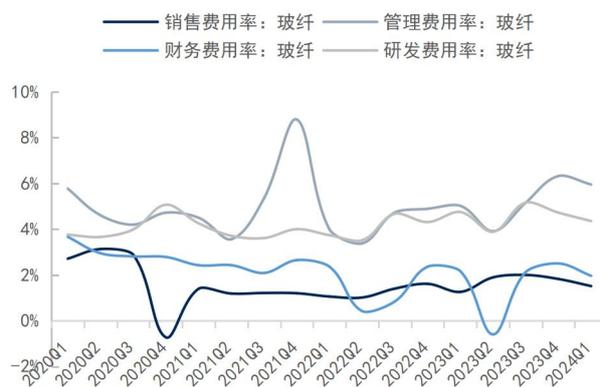
图60: 20Q1-24Q1 玻纤单季毛利率、净利率和期间费用率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图61：16-23年玻纤板块期间费用率


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图62：20Q1-24Q1 玻纤单季期间费用率


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表5：玻纤板块 2023 年及 2024Q1 主要财务指标对比（亿元）

	2022	2023	同比增速	2023Q1	2024Q1	同比增速
营业收入	517.72	496.10	-4.18%	99.89	97.12	-2.77%
营业成本	362.10	373.48	3.14%	72.58	78.93	8.74%
毛利率(%)	30.06%	24.72%	降低 5.34pp	27.33%	18.73%	降低 8.60pp
销售费用	6.55	8.78	33.97%	1.25	1.47	16.93%
销售费用率(%)	1.27%	1.77%	提高 0.50pp	1.26%	1.51%	提高 0.25pp
管理费用	21.83	25.15	15.23%	5.01	5.78	15.27%
管理费用率(%)	4.22%	5.07%	提高 0.85pp	5.02%	5.95%	提高 0.93pp
财务费用	7.70	7.07	-8.18%	2.16	1.90	-12.01%
财务费用率(%)	1.49%	1.42%	降低 0.06pp	2.17%	1.96%	降低 0.21pp
研发费用	20.85	22.72	8.97%	4.74	4.23	-10.87%
研发费用率(%)	4.03%	4.58%	提高 0.55pp	4.75%	4.35%	降低 0.40pp
其他收益	6.38	8.80	37.77%	1.28	2.72	112.45%
投资净收益	1.31	2.11	60.74%	-0.19	0.18	-198.39%
公允价值变动净收益	0.00	0.12	12209.43%	0.14	-0.04	-128.37%
资产减值损失	-2.69	-2.83	4.97%	0.03	0.06	75.76%
信用减值损失	0.15	-1.39	-1043.80%	0.00	0.08	-11883.87%
营业利润	138.89	72.37	-47.90%	19.61	8.34	-57.46%
营业利润率(%)	26.83%	14.59%	降低 12.24pp	19.64%	8.59%	降低 11.04pp
利润总额	138.27	72.52	-47.55%	20.11	8.41	-58.16%
净利润	121.47	62.96	-48.17%	16.80	6.57	-60.90%
净利润率(%)	23.46%	12.69%	降低 10.77pp	16.81%	6.76%	降低 10.05pp
归属母公司股东的净利润	117.14	56.84	-51.48%	15.47	5.65	-63.46%

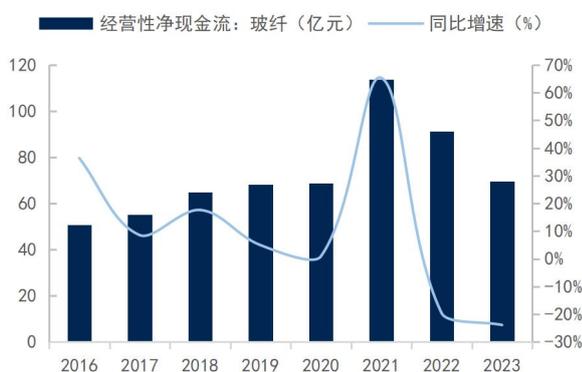
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：统计数据基于跟踪的 7 家玻纤上市公司）

现金流下滑，低景气扩张节奏放缓，分红率和负债水平均有提升

2023年玻纤板块实现经营活动净现金流69.5亿元，同比-23.9%，受盈利下滑影响，经营性现金流亦明显下滑。从企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”来看，2023年玻纤板块构建固定资产等支付现金合计110.4亿元，同比-5.6%，低景气下整体扩张节奏明显放缓。

虽盈利现金流下滑，但扩张节奏明显放缓，分红率整体明显提升，2023年玻纤板块分红规模21.7亿元，同比-38.3%，分红率38.1%；截至2023年末，玻纤板块平均资产负债率、有息负债率分别为47.46%/50.16%，同比+2.65pp/+4.95pp，2024Q1末进一步提升至48.22%/50.18%，负债率亦有所提升。

图63：16-23年玻纤板块经营性净现金流及增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图64：20Q1-24Q1 玻纤板块单季经营性净现金流及增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（2023Q1=-1198.41%）

图65：16-23年玻纤板块构建固定资产等支付现金及增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图66：20Q1-24Q1 玻纤板块单季构建固定资产等支付现金及增速



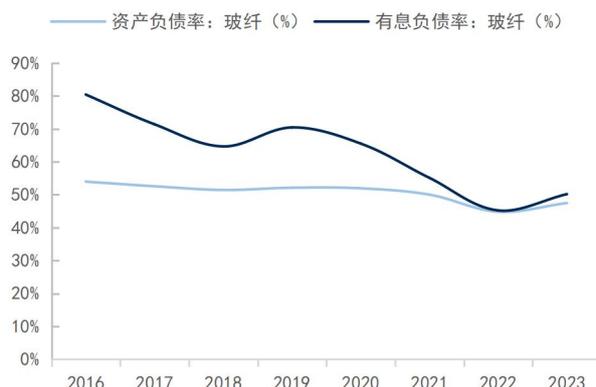
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图67: 16-23 年玻纤板块分红规模和分红率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图68: 16-23 年玻纤板块资产负债率和有息负债率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

其他建材: 修复仍有波动, 核心龙头凸显韧性

收入全年微增, 单季增速小幅回落, 盈利修复仍有波动

我们统计的其他建材板块标的共 66 个, 2023 年共实现营业收入 2560.2 亿元, 同比+0.4%, 归母净利润 102.6 亿元, 同比-0.5%, 扣非归母净利润 82.1 亿元, 同比+5.0%, 其中 Q4 单季度实现营业收入和归母净利润 685.1 亿元/-26.1 亿元, 同比-1.1%/-172.7%, 2024Q1 分别实现营业收入和归母净利润 492.5 亿元/18.8 亿元, 同比-1.4%/-16.6%, 受需求不及预期影响, 收入延续小幅负增长, 利润整体仍有承压, 具体到细分子行业, 仅石膏板、人造板和建筑五金连续两季度收入同比正增长且增速环比提升, Q4 单季大额减值计提拖累利润, 但风险亦进一步释放。

图69: 16-23 年其他建材板块营收及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图70: 20Q1-24Q1 其他建材板块单季营收及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图71: 16-23 年其他建材板块归母净利润及增速



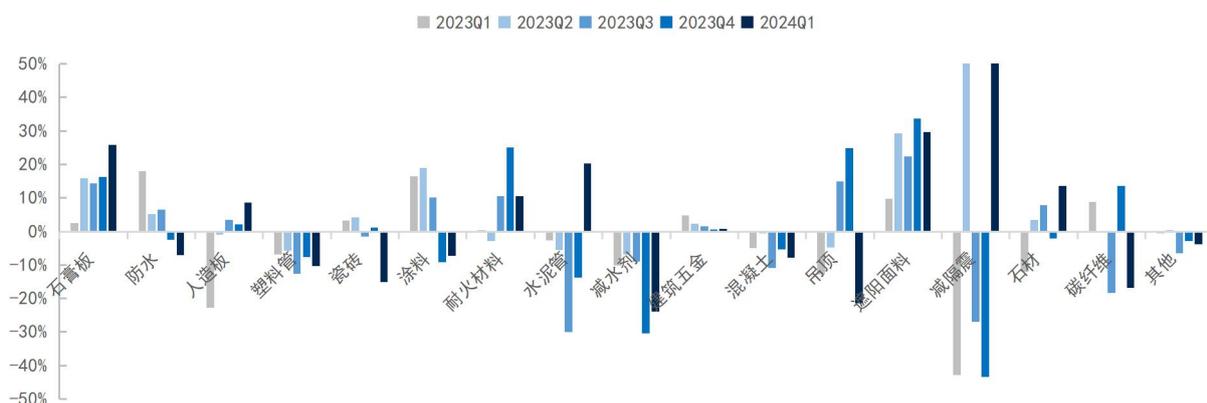
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图72: 20Q1-24Q1 其他建材板块单季归母净利润及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图73: 20Q1-24Q1 其他建材各细分子行业收入增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图74: 20Q1-24Q1 其他建材板块信用减值损失占收入比重



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

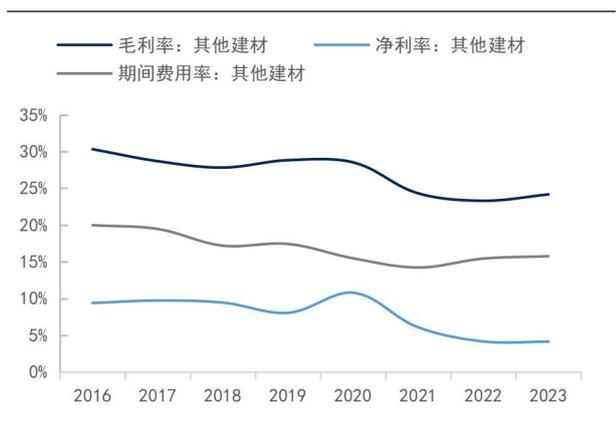
图75: 20Q1-24Q1 其他建材板块资产减值损失占收入比重



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

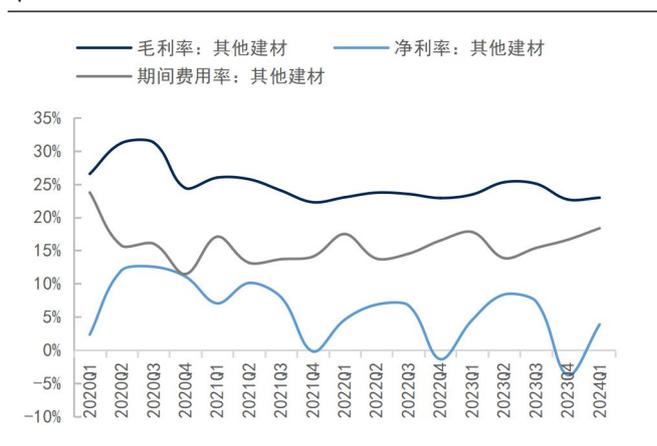
2023年其他建材板块毛利率和净利率分别为24.2%和4.1%，同比+0.9pp/-0.03pp，期间费用率15.8%，同比+0.3pp，受益原材料价格回落，多数子板块毛利率均有不同程度提升；分季度来看，Q4单季度毛利率和净利率分别为22.7%/-3.7%，同比-0.2pp/-2.4pp，环比-2.4pp/-11.1pp，期间费用率16.6%，同比+0.1pp/环比+1.2pp，2024Q1毛利率和净利率分别为23.0%/3.9%，同比-0.5pp/-0.7pp，环比+0.3pp/+7.6pp，期间费用率18.4%，同比+0.6pp/环比+1.7pp，毛利率同比小幅下滑，叠加费用率提升和减值计提影响，阶段性盈利承压明显，但板块内部仍有分化，头部企业整体盈利韧性更强，尤其偏C端主导零售品种表现相对突出。

图76: 16-23年其他建材板块毛利率、净利率和期间费用率



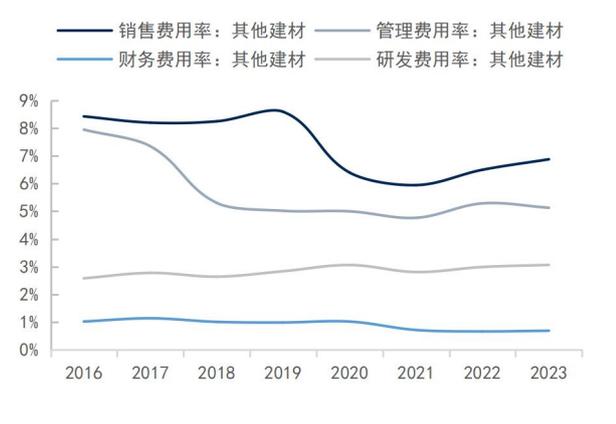
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图77: 20Q1-24Q1 其他建材板块单季毛利率、净利率和期间费用率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图78: 16-23年其他建材板块期间费用率



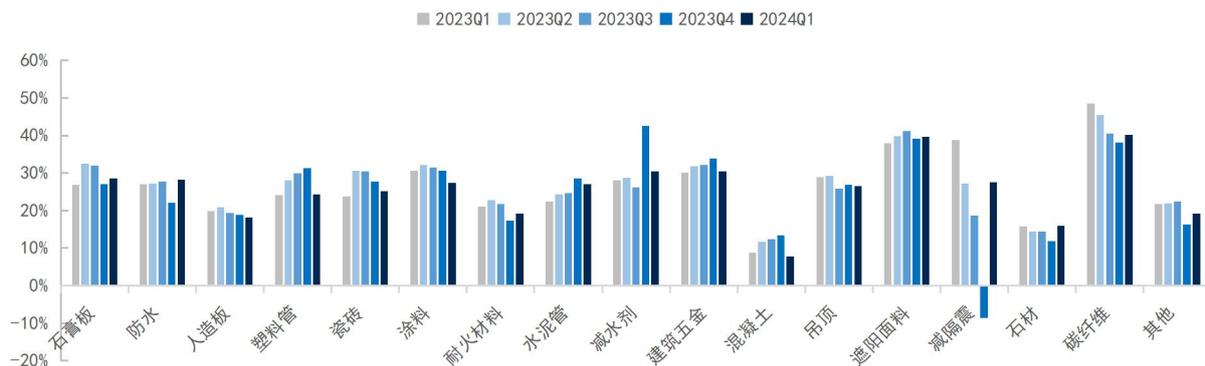
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图79: 20Q1-24Q1 其他建材板块单季期间费用率



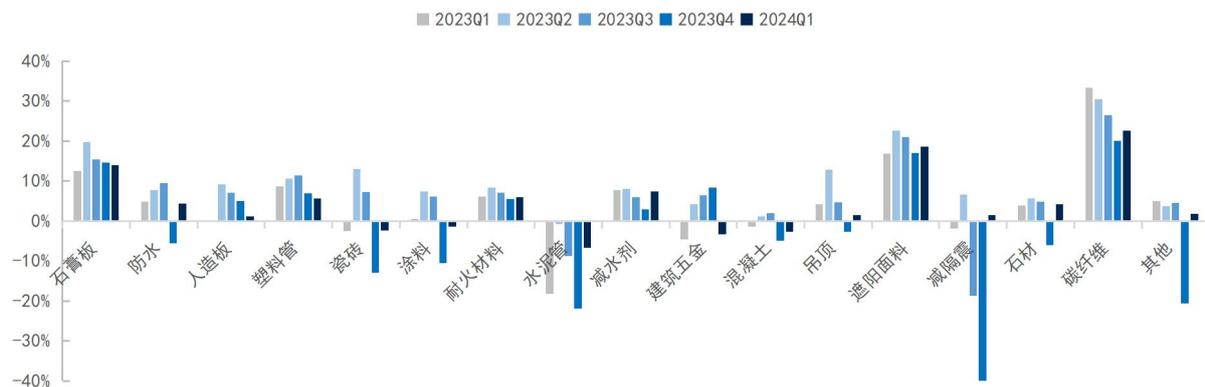
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图80: 2023Q1-2024Q1 其他建材各细分子行业毛利率



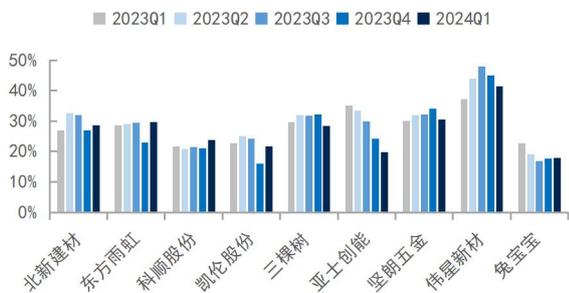
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图81: 2023Q1-2024Q1 其他建材各细分子行业净利率



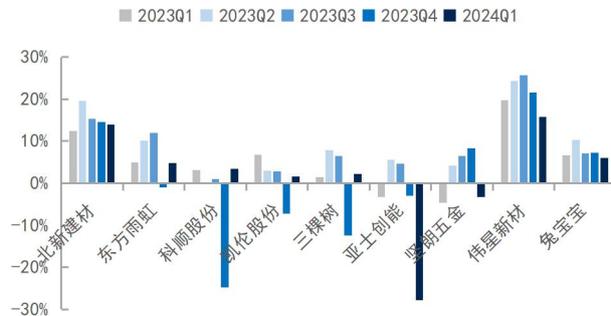
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图82: 部分主要的消费建材公司分季度毛利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图83: 部分主要的消费建材公司分季度净利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表6: 其他建材板块 2023 年及 2024Q1 主要财务指标对比 (亿元)

	2022	2023	同比增速	2023Q1	2024Q1	同比增速
营业收入	2,549.10	2,560.18	0.43%	499.41	492.52	-1.38%
营业成本	1,955.16	1,941.48	-0.70%	382.41	379.51	-0.76%
毛利率 (%)	23.30%	24.17%	提高 0.87pp	23.43%	22.95%	降低 0.48pp
销售费用	165.71	176.14	6.30%	36.38	37.77	3.82%
销售费用率 (%)	6.50%	6.88%	提高 0.38pp	7.28%	7.67%	提高 0.38pp
管理费用	134.79	131.31	-2.58%	32.07	32.70	1.96%
管理费用率 (%)	5.29%	5.13%	降低 0.16pp	6.42%	6.64%	提高 0.22pp
财务费用	16.77	17.51	4.40%	5.39	4.40	-18.33%
财务费用率 (%)	0.66%	0.68%	提高 0.03pp	1.08%	0.89%	降低 0.19pp
研发费用	76.14	78.39	2.96%	15.00	15.52	3.46%
研发费用率 (%)	2.99%	3.06%	提高 0.07pp	3.00%	3.15%	提高 0.15pp
其他收益	21.46	27.34	27.43%	5.07	7.22	42.22%
投资净收益	1.97	3.54	79.87%	1.18	0.90	-23.95%
公允价值变动净收益	2.18	0.42	-80.49%	0.42	-0.01	-102.41%
资产减值损失	-28.82	-34.44	19.51%	-0.70	-0.36	-47.75%
信用减值损失	-57.29	-56.87	-0.72%	-1.80	-2.17	20.22%
营业利润	126.64	134.00	5.81%	27.96	23.94	-14.40%
营业利润率 (%)	4.97%	5.23%	提高 0.27pp	5.60%	4.86%	降低 0.74pp
利润总额	124.15	130.27	4.93%	28.35	24.00	-15.32%
净利润	106.02	105.71	-0.30%	22.68	19.10	-15.75%
净利润率 (%)	4.16%	4.13%	降低 0.03pp	4.54%	3.88%	降低 0.66pp
归属母公司股东的净利润	103.07	102.59	-0.46%	22.55	18.81	-16.55%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 统计数据基于跟踪的 65 家其他建材上市公司)

现金流明显改善, 再投资放缓, 分红规模和意愿明显提升

2023 年其他建材板块实现经营活动净现金流 239.0 亿元, 同比+24.2%, 尽管盈利修复仍有波动, 但现金流同比明显改善, 主要受益收现比持续明显提升, 显示企业对于销售回款和现金流进一步重视以及渠道转型效果正逐步显现。从企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”来看, 2023 年其他建材板块构建固定资产等支付现金合计 151.9 亿元, 同比-20.9%, 受地产持续承压影响, 整体转型调整持续, 扩张节奏亦持续放缓, 大部分子行业同比延续负增长, 部分体量规模较小的细分领域如减水剂、石材等受产业链延伸以及非地产业务拓展影响, 呈现扩张趋势。

受益现金流改善和再投资节奏放缓, 分红意愿明显提升, 2023 年其他建材板块分红规模 83.6 亿元, 同比+41.5%, 分红率 81.5%。截至 2023 年末, 其他建材板块平均资产负债率、有息负债率分别为 48.5%/32.7%, 同比-0.3pp/+0.7pp, 2024Q1 末进一步降低至 47.4%/32.5%, 负债率总体平稳, 环比略有下行。

图84: 16-23年其他建材板块经营性净现金流及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图85: 16-23年其他建材板块收现比和付现比



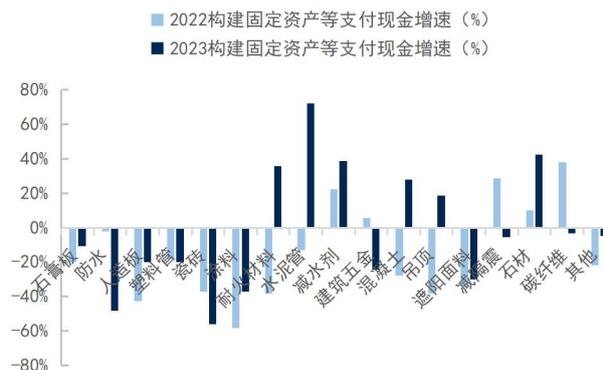
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图86: 16-23年其他建材板块构建固定资产等支付现金及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图87: 2022/2023年其他建材各细分子行业构建固定资产等支付现金增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图88: 16-23年其他建材板块分红规模和分红率



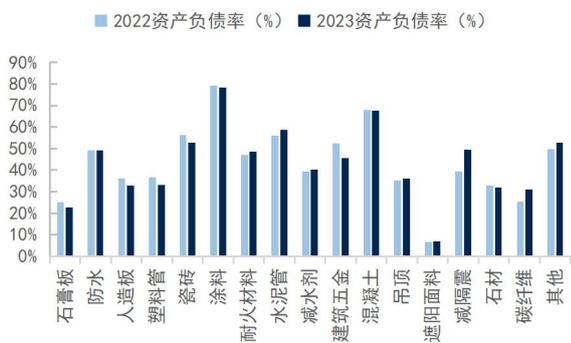
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图89: 16-23年其他建材资产负债率和有息负债率



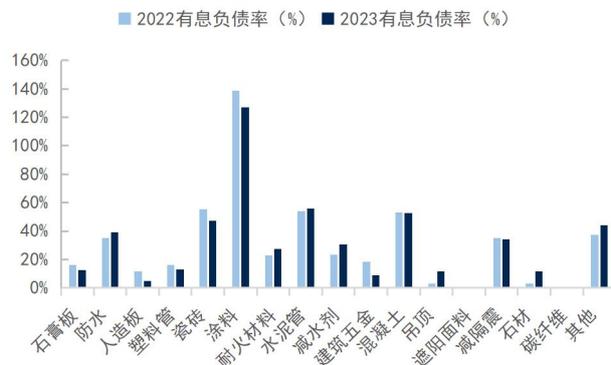
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图90: 2022/2023 年其他建材各细分子行业资产负债率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图91: 2022/2023 年其他建材各细分子行业有息负债率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

整固提升，分化前行

回顾建材 2023 年报和 2024 一季报数据，在复苏偏弱、需求持续低迷背景下，整体修复仍有波动，但风险进一步释放，底部持续夯实，板块依旧延续分化，优势企业持续领先，经营质量进一步提升，整体看特点如下：

1) 收入利润增速承压。2023 年建材行业共实现营业收入 7477.3 亿元，同比-2.1%，归母净利润 341.0 亿元，同比-33.4%，扣非归母净利润 271.6 亿元，同比-32.1%；分季度看，23Q1-24Q1 建材营收同比-0.3%/-1.9%/+0.14%/-5.6%/-12.8%，归母净利润同比-57.3%/-19.7%/-10.2%/-104.3%/-61.4%，增速继续承压，其中 24Q1 水泥/玻璃/玻纤/其他建材营收增速分别为-26.5%/+5.8%/-2.8%/-1.4%，归母净利润增速分别为-289.5%/+55.7%/-63.5%/-16.6%。

2) 盈利能力仍待修复。2023 年建材行业平均毛利率和净利率 20.4%/4.6%，同比-1.0pp/-2.3pp，期间费用率 13.0%，同比+0.6pp，盈利能力仍有下滑，费用率同比提升，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材毛利率分别为 17.3%/19.4%/24.7%/24.2%，同比-1.9pp/-0.8pp/-5.3pp/+0.9pp；2024Q1 毛利率和净利率 18.5%/1.4%，同比+0.2pp/-2.3pp，环比-0.6pp/+1.8pp，期间费用率 16.2%，同比+2.2pp/环比+2.8pp，盈利能力仍待修复。

3) 经营现金流改善，资本开支明显收缩，分红提升。2023 年建材行业合计实现经营活动净现金流 919.9 亿元，同比+37.7%，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材同比+54.7%/+97.7%/-23.9%/+24.2%；从企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”看，2023 年建材行业构建固定资产等支付现金合计 807 亿元，同比-24.4%，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材同比-39.2%/+5.2%/-5.6%/-20.9%。2023 年建材行业分红规模达 225.7 亿元，同比-4.9%，分红率达 66.2%，其中水泥/玻璃/玻纤/其他建材分红率分别为 75.7%/50.4%/38.1%/81.5%。

分子板块来看，板块表现各有不同，其中：

水泥行业：需求低迷叠加竞争加剧，水泥价格持续下行，亏损面进一步加大，经营压力持续凸显。为缓解经营压力，Q2 以来主导企业积极引领错峰推动复价，竞

争或有望回归相对理性，同时随着系列支持性政策出台，需求存边际改善预期，供给端亦有望受益超低排放、碳交易等“双碳”“双控”推进实施迎来积极变化，盈利有望逐步修复。目前盈利和估值仍处于历史底部，股息率亦提供一定安全边际，从转型升级突破以及低估值高股息率角度，推荐兼顾分红和发展的**海螺水泥、华新水泥**。

玻璃行业：竣工需求支撑建筑玻璃景气修复，盈利修复下供给端亦恢复性增长，目前产能处于相对高位，2024Q1 受益于成本端改善，盈利保持相对韧性，但后续需求仍存压力，供给调节能否形成有效冷修出清成为核心，同时在产业结构升级下，光伏玻璃、电子玻璃、药用玻璃等新技术、新产能布局有望带来新增长点和成长性，目前光伏玻璃供给增速已明显放缓，受益供需边际改善，盈利有望上行进一步提供支撑，推荐**旗滨集团**。

玻纤行业：需求不及预期及企业竞争策略影响，玻纤底部加速下探，盈利持续探底，现金流明显承压。低景气下整体扩张节奏有所收敛，同时去年下半年以来冷修逐步释放部分缓解供给压力，3月中下旬以来玻纤持续复价和去库超预期，阶段性底部基本确认，但考虑到粗纱后续仍有较多潜在供给释放，供需关系改善仍需更多需求亮点支撑，电子纱电子布受益供给端收缩及库存低位，有望率先迎来拐点，龙头企业受益产品产能结构优势，盈利韧性更强，推荐**中国巨石、中材科技**。

其他建材：地产影响压力仍存，全年收入增速小幅转正，单季度增速回落放缓，减值风险进一步释放，盈利修复仍有波动，头部企业整体盈利韧性更强，尤其偏C端主导的零售品种表现相对突出，但现金流同比均有明显改善，显示企业对于销售回款和现金流重视以及渠道转型效果正逐步显现，同时扩张节奏亦持续放缓，分红意愿明显提升。预计随着地产政策持续托底，行业筑底态势有望进一步明朗，头部企业积极拓品类、扩渠道，持续优化收入结构，市占率加速提升，盈利韧性更强、成长确定性更高，推荐**坚朗五金、三棵树、北新建材、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝**等细分领域头部企业。

风险提示

宏观经济下滑超预期；政策落地低于预期；供给增加超预期；成本上涨超预期。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032