

## 建筑材料及新材料

投资建议：强于大市（首次）

上次建议：

### 装修建材企业动态：规模恢复性增长、经营质量改善

#### ► 整体：恢复性增长及经营质量改善是2023年关键词

我们选取装修建材25家上市代表企业作为观察样本，2023年样本企业收入及盈利能力呈改善态势，但收入及利润规模尚未恢复到2021年水平，整体收入为1,638亿元，yoy+4%，较2021年CAGR为-2%；归母净利润为107亿元，yoy+42%，较2021年CAGR为-8%；2024Q1样本企业基本面继续筑底。样本企业经营质量同比有明显积极变化，应收周转加快、经营回款改善，同时企业间分化较多。

#### ► 经营业绩：更“消费”类企业增长韧性更优

近年竞争延续激烈态势，装修建材整体需求延续偏淡，更“消费”类企业收入利润增长韧性更优；随着原材料价格进入平台期，装修建材盈利有所承压，企业间盈利分化明显，龙头盈利展现较强韧性。分领域看，1)石膏板/五金企业收入利润增长韧性较强；2)塑料管材及板材企业分化较大，伟星新材/兔宝宝收入利润增长韧性及强度均较优，渠道偏工程的企业收入盈利压力较大；3)防水/涂料/吊顶/瓷砖卫浴企业利润增长承压。

#### ► 经营质量：2023年应收存货周转加快，经营活动回款改善

应收款项周转方面，2023年大部分样本企业应收款项规模控制较好，周转效率明显提升，涂料/五金/瓷砖卫浴提升幅度靠前。存货周转方面，防水/涂料存货周转效率明显高于其他消费建材子行业，2023年大部分样本企业周转效率明显提升，王力安防/凯伦股份提升幅度靠前。回款方面，2023年大部分样本企业经营回款改善，25家样本企业中净现比大于1的企业数量为17家，同比+3家；更“消费”类企业经营现金流表现稳定性更优。

#### ► 治理：5家公司推出股权激励，龙头分红持续性较好

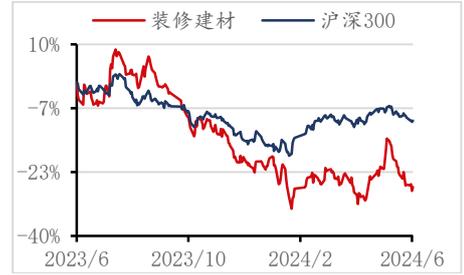
股权激励方面，截至2024年5月31日，25家样本企业中9家的股权激励计划处于存续期，其中5家公司的股权激励于2023-2024年推出（不包含中途终止的计划）；2023年存在激励计划考核的9家公司中仅志邦家居完成激励业绩目标。现金分红方面，2023年样本企业整体现金分红比例有所提升，平均股利支付率为56.2%，yoy+6.0pct，中位数为31.3%，yoy+13.1pct；其中，更“消费”类企业高分红保持较好连续性。

#### ► 投资建议：关注政策效果，关注企业扩品类等积极变化

地产宽松信号持续释放，关注政策效果，装修建材需求有望边际改善。部分龙头企业渠道结构优化/拓品类等持续推进，市占率或持续提升、增长韧性/动能或持续改善。结合企业基本面改善情况及估值，建议重点关注两类企业，1)渠道布局C端或小B占比更高的更“消费”类装修建材企业，关注伟星新材、北新建材、三棵树、兔宝宝；2)前期大B客户占比较高，近年积极调整效果显现，企业竞争力突出的装修建材企业，关注东方雨虹。

**风险提示：**政策效果不及预期，地产需求景气改善弱于预期，基建投资低于预期，原材料价格大幅波动。

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：武慧东

执业证书编号：S0590523080005

邮箱：wuhd@glsc.com.cn

分析师：朱思敏

执业证书编号：S0590524050002

邮箱：zhusm@glsc.com.cn

#### 相关报告

## 正文目录

1. 整体：恢复性增长及经营质量改善是 2023 年关键词 .....	3
1.1 2023 年收入利润恢复性增长，2024Q1 继续筑底 .....	3
1.2 2023 年及 2024Q1 经营质量同比持续改善 .....	4
2. 细分：分化较大，“消费”类企业增长质量及韧性更优 .....	5
2.1 规模增长：竞争加大，更“消费”类企业韧性更优 .....	5
2.2 盈利能力：龙头企业稳步改善有韧性，分化有所加大 .....	7
2.3 资产周转：2023 年应收存货周转加快，涂料五金瓷砖表现更优 .....	10
2.4 回款：2023 年经营活动回款改善，消费类企业表现更稳健 .....	12
3. 治理：5 家公司推出股权激励，龙头分红持续性较好 .....	14
3.1 2023 年以来 5 家公司推出股权激励方案 .....	14
3.2 分红比例大幅提升，“消费”类企业维持高分红 .....	15
4. 投资建议：关注政策效果，关注企业扩品类等积极变化 .....	17
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1：样本装修建材企业近年营业总收入及增速 .....	3
图表 2：样本装修建材企业近年归母净利润及增速 .....	3
图表 3：样本装修建材企业近年综合毛利率变化 .....	4
图表 4：样本装修建材企业近年归母净利率变化 .....	4
图表 5：样本装修建材企业近年应收款项周转天数变化 .....	4
图表 6：样本装修建材企业近年经营活动现金流量净额与净利润比值变化 .....	4
图表 7：样本装修建材企业营业收入及增速 .....	6
图表 8：样本装修建材企业归母净利润及增速 .....	7
图表 9：样本装修建材企业归母净利率情况 .....	8
图表 10：样本装修建材企业毛利率情况 .....	9
图表 11：装修建材主要原材料价格变动情况 .....	9
图表 12：样本装修建材企业减值情况 .....	10
图表 13：样本装修建材企业应收款项规模及周转情况 .....	11
图表 14：样本装修建材企业存货和合同资产情况 .....	12
图表 15：样本装修建材企业经营现金流情况 .....	13
图表 16：样本装修建材企业自由现金流（FCFF）情况 .....	14
图表 17：样本装修建材企业股权激励计划情况梳理（截至 2024/5/31） .....	15
图表 18：样本装修建材企业整体股利支付率情况 .....	16
图表 19：样本装修建材企业近 3 年股利支付率 .....	16
图表 20：样本装修建材企业 2023 年分红对应当前股息率 .....	17
图表 21：部分重点企业盈利预测及估值 .....	17
图表 22：北新建材近 10 年 PE_ttm 变化 .....	18
图表 23：北新建材近 10 年 PB_1f 变化 .....	18
图表 24：伟星新材近 10 年 PE_ttm 变化 .....	18
图表 25：伟星新材近 10 年 PB_1f 变化 .....	18
图表 26：东方雨虹近 10 年 PE_ttm 变化 .....	18
图表 27：东方雨虹近 10 年 PB_1f 变化 .....	18

## 1. 整体：恢复性增长及经营质量改善是 2023 年关键词

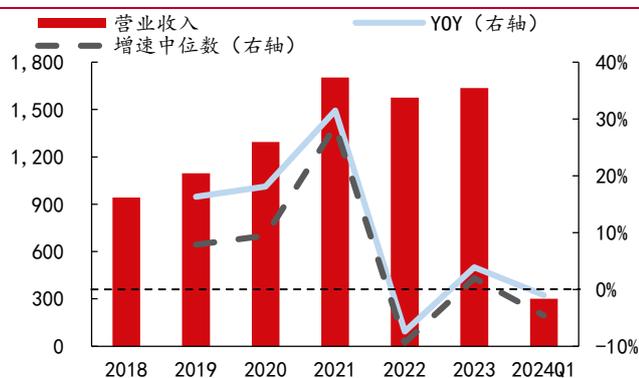
### 1.1 2023 年收入利润恢复性增长，2024Q1 继续筑底

25 家装修建材样本企业 2023 年收入利润恢复至接近 2021 年水平，2024Q1 收入利润有所承压。

我们选取装修建材 25 家上市企业<sup>1</sup>作为观察样本（后文简称“样本企业”），通过其财务指标等变化，观察近期经营动态并探讨行业变化。2023 年装修建材样本企业（后文简称“样本企业”）营业收入为 1,638 亿元，yoy+4%，增速中位数为+2%，较 2021 年 CAGR 为-2%；其中 2023Q4 收入为 443 亿元，yoy+3%，增速中位数为+2%，较 2021Q4 CAGR 为-6%。2023 年样本企业归母净利润为 107 亿元，yoy+42%，增速中位数为+12%，较 2021 年 CAGR 为-8%；其中 2023Q4 归母净利润为 6 亿元，yoy-28%，增速中位数为-3%，较 2021Q4 CAGR 为-26%。2023 年样本企业平均毛利率为 28.0%，yoy+1.7pct，中位数为 26.7%，yoy+2.5pct；平均归母净利率为 6.5%，yoy+1.8pct，中位数为 4.5%，yoy+1.6pct。整体来看，2023 年样本装修建材企业收入及盈利能力呈改善态势，因 2022 年较低基数，利润改善幅度更好，2023 年样本企业收入规模、利润规模尚未恢复到 2021 年水平，但较为接近。

2024Q1 样本企业营业收入为 301 亿元，yoy-1%，增速中位数为-5%；归母净利润为 13 亿元，yoy-7%，增速中位数为-10%。2024Q1 样本企业平均毛利率为 27.0%，yoy+0.1pct，中位数为 23.8%，yoy-1.0pct；平均归母净利率为 4.3%，yoy-0.3pct，中位数为 1.6%，yoy-1.5pct。整体来看，样本装修建材企业基本面 2024Q1 继续呈筑底态势。

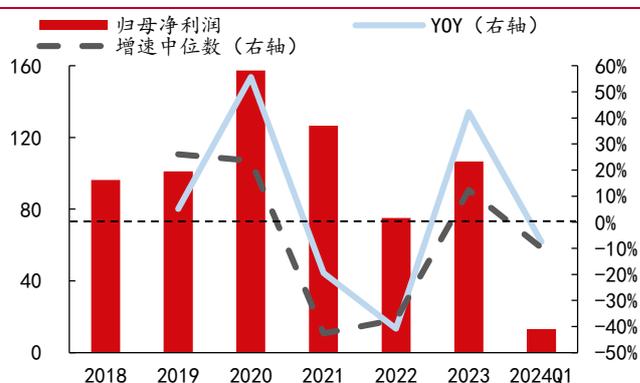
图表1：样本装修建材企业近年营业总收入及增速



资料来源：Wind、国联证券研究所

注：1. 样本企业为 25 家装修建材企业，具体参考正文说明，后文同  
2. 营业收入单位为亿元。

图表2：样本装修建材企业近年归母净利润及增速

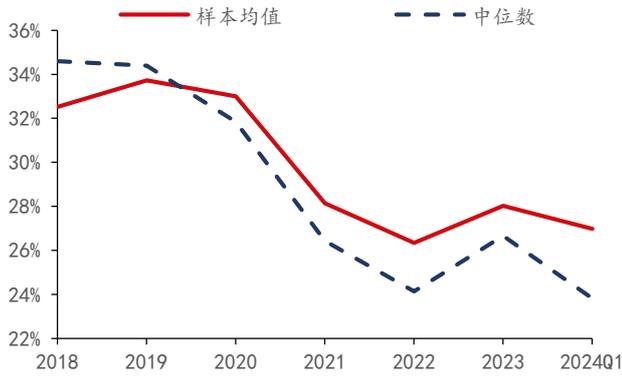


资料来源：Wind、国联证券研究所

注：归母净利润单位为亿元。

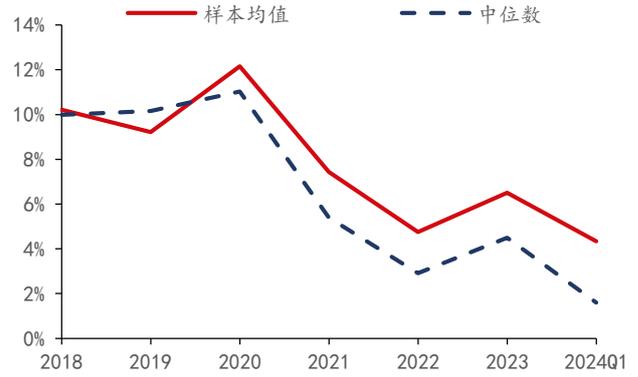
<sup>1</sup> 25 家装修建材样本企业包含北新建材、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、伟星新材、公元股份、雄塑科技、顾地科技、三棵树、亚士创能、坚朗五金、王力安防、东鹏控股、蒙娜丽莎、箭牌家居、志邦家居、帝欧家居、天安新材、兔宝宝、大亚圣象、海象新材、万里石、中旗新材、友邦吊顶、法狮龙。

图表3：样本装修建材企业近年综合毛利率变化



资料来源：Wind、国联证券研究所

图表4：样本装修建材企业近年归母净利率变化

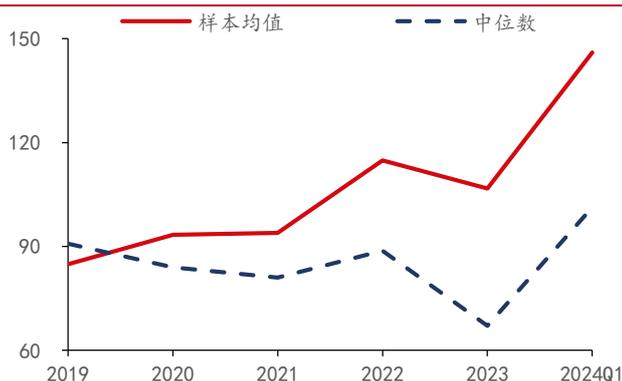


资料来源：Wind、国联证券研究所

### 1.2 2023 年及 2024Q1 经营质量同比持续改善

样本企业 2023 年经营质量同比有明显积极变化, 应收周转加快、经营回款改善, 2024Q1 大体延续该趋势, 但企业间分化较为明显。2023 年末样本企业应收款项合计为 463 亿元, yoy-31 亿元/-6%; 应收款项周转天数为 107 天, yoy-8 天, 中位数为 67 天, yoy-22 天。2023 年样本企业经营活动现金流量净额为 208 亿元, yoy+68 亿元/+49%; 经营活动现金流量净额/净利润为 191%, yoy+5pct, 中位数为 193%, yoy+76pct。整体来看, 2023 年消费建材企业普遍收紧信用政策, 应收款项周转天数明显缩短, 经营现金流改善明显, 整体经营质量同比有明显的积极变化。2024Q1 末样本企业应收款项合计为 500 亿元, yoy-24 亿元/-5%; 应收款项周转天数为 146 天, yoy-7 天, 中位数为 101 天, yoy-1 天。2024Q1 样本企业经营活动现金流量净额为-64 亿元, yoy-10 亿元; 经营活动现金流量净额/净利润为-487%, yoy-87pct, 中位数为-3%, yoy+28pct。Q1 作为传统建材需求淡季, 通常处于经营活动现金流集中流出阶段, 整体上 2024Q1 样本企业应收款项管理延续严格谨慎特征, 经营活动现金流净流出规模整体有所扩大, 但企业间分化较大。

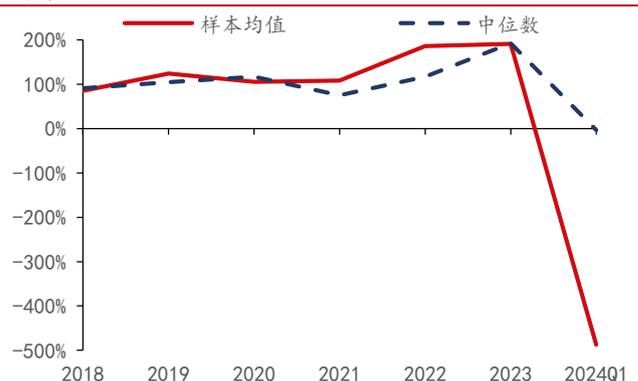
图表5：样本装修建材企业近年应收款项周转天数变化



资料来源：Wind、国联证券研究所

注：应收款项指应收账款+应收票据+其他应收款；周转天数单位为天

图表6：样本装修建材企业近年经营活动现金流量净额与净利润比值变化



资料来源：Wind、国联证券研究所

## 2. 细分：分化较大，“消费”类企业增长质量及韧性更优

### 2.1 规模增长：竞争加大，更“消费”类企业韧性更优

2023 年及 2024Q1 更“消费类”企业收入盈利显示增长韧性，整体需求延续平淡，竞争延续激烈态势。

样本企业中 10 家企业（分别为北新建材、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、三棵树、王力安防、志邦家居、天安新材、友邦吊顶、法狮龙）收入创历史新高、4 家企业（分别为北新建材、伟星新材、志邦家居、天安新材）归母净利润创历史新高。另一方面，样本企业中东方雨虹、科顺股份、三棵树 2023 年减值损失产生较多拖累。2024Q1 大部分样本企业收入和归母净利润增长显现一定压力，反应需求继续筑底，其中北新建材、兔宝宝、坚朗五金、王力安防收入和归母净利润延续较好增长。地产销售低迷背景下，装修建材需求增长有压力，竞争或延续较为激烈态势，少部分客户偏 C 端或小 B 端的更“消费”类企业收入利润增长显示较好韧性。

分领域看，1) 石膏板、五金企业收入和利润增长韧性较强，其中北新建材 2023 年收入和利润均超 2021 年水平，显示强大的销售动员能力及“两翼”业务积极贡献，2024Q1 收入及利润均高增。2) 塑料管材企业 2023 年收入增长均有一定压力，伟星新材 2023 年利润改善幅度较好，且超过 2021 年水平，2024Q1 收入及扣非归母净利均较快增长，显示其强大的渠道动员能力、更优质的客户结构；渠道偏工程领域的塑料管材企业（如公元股份、雄塑科技、顾地科技）2023 年利润高增主要反应阶段原材料价格下降贡献及偏低的基数，2024Q1 收入增长及盈利压力仍然较大，显示竞争延续激烈态势。3) 防水、涂料、吊顶、瓷砖卫浴企业 2023 年收入恢复性增长，其中防水、涂料、吊顶企业 2023 年利润同比下降较多的一个重要因素为较多的减值损失增加，瓷砖卫浴企业利润同比较好改善的一个重要因素为应收款项的减值损失同比减少较多。2024Q1 防水、涂料、吊顶、瓷砖卫浴行业收入和利润同比均有一定压力，显示偏弱的需求及较激烈的竞争环境仍然延续。4) 板材代表企业基本面分化较明显，其中兔宝宝收入利润增长韧性及强度均较优，显示其重品牌重渠道轻资产经营模式的优势。

图表7：样本装修建材企业营业收入及增速

行业	股票代码	公司名称	营业收入 (亿元)						营业收入YOY					
			23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
石膏板	000786.SZ	北新建材	224.3	47.2	66.8	56.5	53.8	59.4	2%	2%	6%	4%	6%	6%
防水	002271.SZ	东方雨虹	328.2	74.9	93.6	85.1	74.6	71.5	5%	9%	4%	5%	5%	5%
	300737.SZ	科顺股份	79.4	18.7	24.7	19.0	17.0	14.9	4%	8%	3%	5%	0%	20%
	300715.SZ	凯伦股份	28.0	5.1	8.0	7.7	7.2	5.3	2%	6%	4%	6%	1%	4%
塑料管材	002372.SZ	伟星新材	63.8	9.0	13.4	15.1	26.3	10.0	8%	11%	10%	9%	6%	1%
	002641.SZ	公元股份	74.7	16.0	20.5	18.8	19.5	12.4	6%	7%	1%	10%	8%	22%
	300599.SZ	雄塑科技	12.9	3.2	3.4	3.1	3.3	2.3	27%	33%	23%	29%	22%	29%
	002694.SZ	顾地科技	9.3	1.8	2.7	2.3	2.5	1.5	12%	23%	13%	16%	9%	21%
涂料	603737.SH	三棵树	124.8	20.5	36.8	36.7	30.7	20.7	10%	11%	22%	13%	10%	1%
	603378.SH	亚士创能	31.1	4.9	10.0	9.0	7.2	2.9	0%	1%	8%	2%	7%	40%
五金	002791.SZ	坚朗五金	78.0	13.5	20.0	21.9	22.5	13.7	2%	5%	2%	2%	1%	1%
	605268.SH	王力安防	30.4	3.9	7.3	7.9	11.3	4.4	8%	2%	13%	13%	5%	10%
瓷砖卫浴	003012.SZ	东鹏控股	77.7	11.4	24.8	21.0	20.4	10.1	12%	8%	5%	9%	9%	12%
	002918.SZ	蒙娜丽莎	59.2	11.0	18.1	16.3	13.8	8.2	5%	4%	3%	8%	10%	26%
	001322.SZ	箭牌家居	76.5	11.1	23.2	18.5	23.7	11.3	2%	2%	7%	6%	5%	2%
	603801.SH	志邦家居	61.2	8.1	14.9	16.3	21.9	8.2	14%	6%	7%	10%	7%	2%
	002798.SZ	帝欧家居	37.6	6.1	11.7	9.7	10.2	5.6	9%	20%	6%	13%	2%	7%
	603725.SH	天安新材	31.4	5.4	8.3	8.6	9.1	5.3	16%	8%	2%	1%	19%	2%
板材地板	002043.SZ	兔宝宝	90.6	11.1	21.5	24.7	33.3	14.8	2%	32%	2%	5%	9%	3%
	000910.SZ	大亚圣象	65.3	10.2	16.5	17.8	20.7	9.3	11%	23%	18%	9%	0%	9%
	003011.SZ	海象新材	16.0	4.3	4.9	3.3	3.4	3.0	16%	7%	11%	30%	26%	30%
石材	002785.SZ	万里石	12.7	2.2	3.1	3.5	3.9	2.7	3%	19%	2%	2%	4%	5%
	001212.SZ	中旗新材	6.9	1.4	1.8	2.1	1.6	1.3	5%	3%	6%	1%	2%	4%
吊顶	002718.SZ	友邦吊顶	10.0	1.8	2.7	2.6	2.9	1.3	5%	9%	7%	4%	5%	29%
	605318.SH	法狮龙	7.4	0.9	1.8	2.0	2.6	0.9	8%	20%	19%	3%	3%	6%
样本均值			-	-	-	-	-	-	4%	3%	5%	4%	3%	1%
中位数			59.2	8.1	13.4	15.1	13.8	8.2	2%	2%	3%	4%	2%	5%

资料来源：Wind、国联证券研究所

**图表8：样本装修建材企业归母净利润及增速**

行业	股票代码	公司名称	归母净利润（亿元）						归母净利润YOY					
			23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
石膏板	000786.SZ	北新建材	35.2	5.9	13.0	8.6	7.7	8.2	12%	6%	21%	22%	-3%	39%
防水	002271.SZ	东方雨虹	22.7	3.9	9.5	10.2	-0.8	3.5	7%	22%	46%	48%	n/a	-10%
	300737.SZ	科顺股份	-3.4	0.6	0.0	0.2	-4.2	0.5	n/a	-41%	-98%	-10%	-366%	-9%
	300715.SZ	凯伦股份	0.2	0.3	0.2	0.2	-0.5	0.1	n/a	300%	61%	2191%	71%	-77%
塑料管材	002372.SZ	伟星新材	14.3	1.7	3.2	3.8	5.6	1.5	10%	48%	29%	-6%	6%	-12%
	002641.SZ	公元股份	3.6	0.8	0.9	1.1	0.8	0.1	346%	139%	202%	4826%	431%	-81%
	300599.SZ	雄塑科技	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.2	n/a	108%	-62%	22%	n/a	n/a
	002694.SZ	顾地科技	0.9	-0.1	1.5	0.0	-0.4	-0.2	n/a	38%	n/a	89%	1%	-91%
涂料	603737.SH	三棵树	1.7	0.3	2.8	2.4	-3.8	0.5	-47%	n/a	111%	19%	n/a	78%
	603378.SH	亚士创能	0.6	-0.2	0.6	0.4	-0.2	-0.8	-43%	58%	-22%	11%	n/a	-412%
五金	002791.SZ	坚朗五金	3.2	-0.6	0.7	1.3	1.8	-0.5	394%	37%	1563%	47%	194%	18%
	605268.SH	王力安防	0.5	0.2	0.3	0.5	-0.4	0.2	n/a	n/a	n/a	94%	25%	5%
瓷砖卫浴	003012.SZ	东鹏控股	7.2	0.0	3.8	2.4	0.9	-0.1	257%	n/a	96%	224%	1010%	n/a
	002918.SZ	蒙娜丽莎	2.7	0.1	1.6	1.7	-0.7	0.1	n/a	n/a	n/a	43%	-467%	40%
	001322.SZ	箭牌家居	4.2	0.0	1.7	1.2	1.4	-0.9	-28%	-88%	-21%	-37%	-19%	n/a
	603801.SH	志邦家居	6.0	0.5	1.3	1.7	2.5	0.5	11%	0%	20%	8%	11%	-8%
	002798.SZ	帝欧家居	-6.6	-0.8	0.2	0.0	-5.9	-0.4	56%	12%	n/a	97%	47%	44%
	603725.SH	天安新材	1.2	0.1	0.3	0.4	0.5	0.1	n/a	473%	101%	1258%	n/a	51%
板材地板	002043.SZ	兔宝宝	6.9	0.7	2.1	1.7	2.3	0.9	55%	-21%	25%	37%	314%	19%
	000910.SZ	大亚圣象	3.3	-0.4	1.5	1.4	0.9	-0.4	-21%	-99%	-32%	7%	-8%	18%
	003011.SZ	海象新材	0.5	0.7	1.1	-0.4	-0.9	0.1	-79%	291%	95%	n/a	n/a	-84%
石材	002785.SZ	万里石	-0.4	0.0	0.1	0.0	-0.4	0.0	-30%	n/a	n/a	n/a	-16%	n/a
	001212.SZ	中旗新材	0.8	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	-8%	3%	1%	0%	-38%	-19%
吊顶	002718.SZ	友邦吊顶	0.6	0.1	0.5	0.1	-0.1	0.0	-35%	-52%	-18%	-11%	n/a	-84%
	605318.SH	法狮龙	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.1	0.0	14%	-63%	-4%	684%	-64%	-14%
<b>样本均值</b>			-	-	-	-	-	-	42%	52%	68%	35%	-28%	-7%
<b>中位数</b>			1.2	0.2	0.9	0.5	-0.1	0.1	12%	37%	46%	22%	-3%	-10%

资料来源：Wind、国联证券研究所

注：n/a 表示企业净利润由正转负或由负转正。

## 2.2 盈利能力：龙头企业稳步改善有韧性，分化有所加大

企业间盈利能力表现分化，龙头企业盈利水平稳步改善且有韧性。大部分样本装修建材企业 2023 年整体盈利能力有所改善，但尚未恢复至 2021 年水平。样本企业中 8 家企业（分别为伟星新材、顾地科技、三棵树、亚士创能、东鹏控股、天安新材、兔宝宝、友邦吊顶）归母净利率超 2021 年水平。分领域来看：1) 塑料管材、五金、瓷砖卫浴企业盈利改善较为明显；2) 北新建材盈利能力韧性较强，2023 年归母净利率为 15.7%，同比-0.0pct，展现公司在石膏板领域较强的议价能力和成本管控能力；3) 受减值增加的拖累，涂料企业 2023 年盈利能力有所下降，但高于 2021 年水平，主要系 2021 年低基数所致；4) 防水、板材地板企业盈利表现分化，东方雨虹、兔宝宝等龙头企业盈利持续修复，2023 年归母净利率分别为 6.9%、7.6%，分别同比 +0.1、+2.6pct。2024Q1 大部分样本装修建材企业盈利承压，样本企业中 9 家企业（分别为北新建材、科顺股份、三棵树、坚朗五金、蒙娜丽莎、帝欧家居、天安新材、大亚圣象、万里石）盈利能力小幅改善。整体来看，企业间盈利分化明显，龙头企业（如东方雨虹、三棵树、北新建材、伟星新材、兔宝宝、坚朗五金、东鹏控股等）盈利能

力展现较强韧性。

图表9：样本装修建材企业归母净利润率情况

行业	股票代码	公司名称	归母净利润率						归母净利润率同比变化 (pct)					
			23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
石膏板	000786.SZ	北新建材	15.7%	12.5%	19.5%	15.2%	14.3%	13.8%	0.0	0.4	0.8	0.9	-2.8	1.3
	002271.SZ	东方雨虹	6.9%	5.1%	10.1%	12.0%	-1.1%	4.9%	0.1	0.1	1.9	3.5	-7.0	-0.3
防水	300737.SZ	科顺股份	-4.2%	3.1%	0.1%	1.1%	-24.6%	3.6%	-5.6	-2.6	-5.9	-0.2	-9.3	0.4
	300715.SZ	凯伦股份	0.8%	6.8%	2.6%	2.6%	-7.3%	1.5%	8.3	4.1	0.4	1.4	2.2	-5.3
	002372.SZ	伟星新材	22.5%	19.4%	23.9%	25.2%	21.2%	15.4%	3.8	7.7	7.4	0.9	2.3	-4.0
塑料管材	002641.SZ	公元股份	4.9%	4.8%	4.6%	5.7%	4.3%	1.2%	3.8	1.9	3.1	5.6	3.6	-3.6
	300599.SZ	雄塑科技	2.1%	4.8%	1.9%	0.7%	0.9%	-7.8%	1.2	3.3	-2.0	0.3	7.6	-12.6
	002694.SZ	顾地科技	9.9%	-6.1%	55.2%	-0.8%	-17.7%	-14.7%	22.5	1.5	72.7	5.1	1.7	-8.6
	603737.SH	三棵树	1.4%	1.3%	7.7%	6.6%	-12.4%	2.3%	-1.5	3.6	3.2	0.3	-3.3	1.0
涂料	603378.SH	亚士创能	1.9%	-3.2%	5.5%	4.6%	-2.9%	-27.7%	-1.5	4.5	-2.1	0.5	-7.5	-24.5
	002791.SZ	坚朗五金	4.2%	-4.1%	3.4%	6.0%	8.0%	-3.4%	3.3	1.8	3.2	1.8	5.2	0.8
五金	605268.SH	王力安防	1.8%	3.9%	4.6%	5.9%	-3.6%	3.7%	3.7	5.8	5.5	1.9	5.3	-0.2
	003012.SZ	东鹏控股	9.3%	0.1%	15.4%	11.6%	4.5%	-1.1%	6.4	8.1	6.4	7.7	4.0	-1.2
瓷砖卫浴	002918.SZ	蒙娜丽莎	4.5%	0.6%	8.7%	10.3%	-4.9%	1.2%	10.6	7.6	30.9	3.7	-4.1	0.6
	001322.SZ	箭牌家居	5.6%	0.3%	7.2%	6.3%	5.8%	-8.0%	-2.3	-2.0	-2.5	-3.1	-1.8	-8.2
	603801.SH	志邦家居	9.7%	6.4%	8.5%	10.4%	11.2%	5.8%	-0.2	-0.4	0.2	-0.2	-0.6	-0.6
	002798.SZ	帝欧家居	-17.5%	-13.2%	1.7%	-0.5%	-58.3%	-7.9%	19.2	-1.3	14.5	12.7	53.4	5.3
	603725.SH	天安新材	3.8%	1.5%	3.5%	4.4%	5.0%	2.3%	9.9	1.2	1.6	4.0	29.1	0.8
	002043.SZ	兔宝宝	7.6%	6.7%	10.0%	6.8%	7.0%	6.0%	2.6	0.9	1.8	1.1	5.1	-0.7
板材地板	000910.SZ	大亚圣象	5.1%	-4.3%	8.8%	8.0%	4.3%	-3.8%	-0.6	-2.6	-1.8	1.2	-0.4	0.4
	003011.SZ	海象新材	2.9%	15.5%	22.7%	-12.0%	-27.2%	3.6%	-8.4	11.3	12.4	-24.3	-44.4	-11.9
	002785.SZ	万里石	-2.8%	-1.7%	2.6%	-0.4%	-10.0%	1.6%	-0.7	-3.7	2.7	-0.7	-1.7	3.3
石材	001212.SZ	中旗新材	11.5%	12.9%	11.4%	14.0%	7.3%	10.9%	-1.6	-0.1	-1.6	-0.2	-1.7	-2.0
	002718.SZ	友邦吊顶	6.4%	5.5%	18.0%	4.6%	-2.5%	1.2%	-3.9	-5.0	-5.7	-0.8	-3.8	-4.3
吊顶	605318.SH	法狮龙	1.7%	2.1%	4.9%	4.8%	-2.9%	1.9%	0.1	-2.5	0.8	4.0	-0.5	-0.2
	样本均值			6.5%	4.6%	10.3%	9.1%	1.4%	4.3%	1.8	1.5	3.8	2.1	-0.6
中位数			4.5%	3.1%	7.7%	5.9%	-1.1%	1.6%	1.6	1.1	1.7	1.8	-1.9	-1.5

资料来源：Wind、国联证券研究所

### 2.2.1 毛利率：2023 年整体有所改善，2024Q1 分化较多

大部分样本装修建材企业 2023 年毛利率同比有所改善，塑料管材毛利率超过 2021 年水平，防水、石膏板毛利率尚未恢复至 2021 年水平；2024Q1 毛利率变动表现分化，石膏板、防水、C 端塑料管材、瓷砖卫浴细分领域毛利率延续回暖态势。受益于原材料价格下降，大部分装修建材企业 2023 年毛利率有所改善，其中塑料管材领域毛利率改善较为明显，且超过 2021 年水平；石膏板、防水领域毛利率改善幅度相对较小，尚未恢复至 2021 年水平。大部分原材料如沥青、钛白粉、MMA、PPR、PVC、固废等自 2022h2 开始价格高位逐步回落，2023h2 起装修建材企业毛利率改善动能逐步趋弱。分季度来看，25 家样本企业中 2023Q1-2024Q1 单季度毛利率同比改善的公司数量分别为 21、21、19、14、12 家。装修建材企业 2024Q1 毛利率变动表现分化，石膏板、防水、C 端塑料管材、瓷砖卫浴细分领域企业毛利率延续回暖态势，偏工程渠道的塑料管材、涂料、板材地板、吊顶企业毛利率同比下降。

**图表10：样本装修建材企业毛利率情况**

行业	股票代码	公司名称	毛利率						毛利率同比变化 (pct)					
			23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
石膏板	000786.SZ	北新建材	29.9%	26.9%	32.5%	32.0%	27.0%	28.6%	0.6	-1.5	1.2	2.8	-0.5	1.7
	002271.SZ	东方雨虹	27.7%	28.7%	29.1%	29.4%	23.0%	29.7%	1.9	0.4	3.2	5.6	-2.5	1.0
塑料管材	300737.SZ	科顺股份	21.2%	21.6%	20.8%	21.4%	21.1%	23.8%	0.0	-4.2	0.1	2.4	1.3	2.2
	300715.SZ	凯伦股份	22.0%	22.7%	25.0%	24.1%	15.9%	21.7%	2.5	2.1	-0.2	6.6	0.7	-1.0
	002372.SZ	伟星新材	44.3%	37.2%	43.8%	48.0%	44.9%	41.5%	4.6	0.6	5.3	4.7	5.4	4.3
	002641.SZ	公元股份	22.2%	19.9%	23.9%	22.5%	21.9%	18.3%	3.9	4.0	4.9	5.9	0.7	-1.6
涂料	300599.SZ	雄塑科技	16.4%	18.6%	16.4%	13.9%	16.6%	8.0%	2.4	5.9	0.0	0.7	2.7	-10.6
	002694.SZ	顾地科技	16.3%	14.8%	14.5%	15.4%	20.3%	8.1%	2.1	1.7	3.3	-1.2	3.8	-6.7
	603737.SH	三棵树	31.5%	29.6%	31.9%	31.8%	32.1%	28.4%	2.6	3.2	3.2	1.2	3.2	-1.2
	603378.SH	亚士创能	30.5%	35.0%	33.4%	29.9%	24.2%	19.8%	-1.9	2.2	3.1	-2.8	-10.1	-15.2
五金	002791.SZ	坚朗五金	32.3%	30.1%	31.9%	32.2%	34.0%	30.4%	2.1	1.3	3.0	0.9	2.8	0.3
	605268.SH	王力安防	26.7%	27.3%	26.1%	27.9%	26.1%	23.1%	2.3	4.4	5.4	2.1	-1.8	-4.2
瓷砖卫浴	003012.SZ	东鹏控股	32.0%	24.8%	35.3%	32.9%	31.0%	26.5%	2.3	1.4	5.6	2.0	-0.7	1.7
	002918.SZ	蒙娜丽莎	29.5%	24.5%	30.0%	32.6%	29.3%	26.5%	5.9	5.4	7.8	5.5	4.7	2.0
	001322.SZ	箭牌家居	28.3%	30.4%	29.0%	29.4%	25.9%	24.4%	-4.5	-5.5	-5.3	-3.2	-4.2	-6.0
	603801.SH	志邦家居	37.1%	36.9%	36.8%	40.7%	34.6%	37.2%	-0.6	1.8	-0.2	3.2	-4.8	0.3
	002798.SZ	帝欧家居	23.0%	20.2%	23.4%	25.1%	22.1%	22.7%	5.4	1.7	6.6	8.1	3.8	2.4
	603725.SH	天安新材	22.4%	21.0%	23.3%	23.9%	21.1%	21.2%	1.8	1.5	2.2	2.2	1.0	0.2
板材地板	002043.SZ	兔宝宝	18.4%	22.7%	19.1%	16.9%	17.7%	17.9%	0.2	4.2	0.1	-0.3	-0.5	-4.9
	000910.SZ	大亚圣象	25.9%	23.8%	27.9%	26.5%	24.8%	24.9%	1.8	0.9	3.0	2.4	0.7	1.1
	003011.SZ	海象新材	24.4%	30.1%	33.1%	24.9%	4.4%	23.3%	2.4	14.8	12.6	2.9	-25.4	-6.8
石材	002785.SZ	万里石	10.7%	11.0%	11.7%	11.1%	9.4%	14.1%	-0.3	0.6	0.5	1.2	-2.8	3.1
	001212.SZ	中旗新材	19.9%	23.2%	19.3%	20.1%	17.7%	19.7%	-2.8	1.0	-1.8	-3.9	-5.8	-3.5
吊顶	002718.SZ	友邦吊顶	28.2%	27.1%	29.8%	27.1%	28.3%	26.3%	0.9	-1.3	1.0	1.7	1.7	-0.8
	605318.SH	法狮龙	26.7%	32.2%	28.4%	24.1%	25.5%	26.8%	0.8	8.7	0.9	-7.5	4.3	-5.4
样本均值			28.0%	26.8%	29.2%	29.2%	26.5%	27.0%	1.7	1.3	2.8	2.9	-0.3	0.1
中位数			26.7%	24.8%	28.4%	26.5%	24.2%	23.8%	2.9	1.9	3.5	2.4	-0.4	-1.0

资料来源：Wind、国联证券研究所

**图表11：装修建材主要原材料价格变动情况**

应用领域	原材料	价格						价格 YOY					
		23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	23FY	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
防水	沥青-重交	4,012	4,020	4,016	4,047	3,969	3,882	-5%	11%	-7%	-13%	-8%	-3%
	沥青-建筑	3,959	3,999	3,975	3,957	3,911	3,875	-4%	13%	-5%	-11%	-8%	-3%
	纯MDI	19,970	18,972	18,911	21,161	20,782	20,240	-3%	-16%	-12%	7%	11%	7%
	硬泡聚醚	9,880	9,829	10,106	9,889	9,694	9,563	-4%	-13%	-7%	3%	3%	-3%
涂料	钛白粉	15,770	15,166	15,765	15,715	16,426	16,230	-12%	-23%	-20%	-8%	9%	7%
	MMA	11,318	10,294	11,603	11,970	11,365	13,005	-4%	-16%	-10%	5%	7%	26%
塑料管材	PP-R	9,580	9,612	9,557	9,472	9,684	9,832	-6%	-9%	-12%	-3%	0%	2%
	PVC(S-1000)	5,947	6,226	5,778	6,008	5,789	5,579	-20%	-28%	-32%	-8%	-4%	-10%
石膏板	废黄纸板	1,608	1,694	1,595	1,543	1,609	1,582	-29%	-29%	-34%	-29%	-21%	-7%
多种建材	WTI原油	78	76	74	82	79	77	-18%	-20%	-32%	-10%	-5%	1%
	LNG	4,995	6,170	4,366	4,101	5,418	4,652	-28%	-8%	-40%	-40%	-21%	-25%
	动力末煤Q5500	971	1,135	922	870	963	907	-24%	-4%	-24%	-31%	-33%	-20%

资料来源：Wind、国联证券研究所

注：1. 表格中价格为季度/年度均价；

2. WTI 原油价格单位为美元/桶，其他原材料价格单位为元/吨。

### 2.2.2 减值：2023 年部分企业减值延续较大拖累

2023 年部分企业减值对盈利有重要拖累，样本企业减值损失占营收比例 TOP5 分别为帝欧家居/科顺股份/海象新材/亚士创能/王力安防，分别为 16.4%/10.4%/8.3%/7.0%/6.9%。北新建材、伟星新材回款较好且应收款项规模/结构等更加良性，近三年减值损失占营收的比例维持在 1%以下，2023 年减值损失合计值分别为 0.4、0.2 亿

元，占营业收入的比例分别为 0.2%、0.3%。部分装修建材企业减值增加，对盈利有重要拖累，2023 年减值损失占营收比例 TOP5 分别为帝欧家居、科顺股份、海象新材、亚士创能、王力安防，比例分别为 16.4%、10.4%、8.3%、7.0%、6.9%，减值损失合计值分别为 6.2、8.2、1.3、2.2、2.1 亿元。

**图表12：样本装修建材企业减值情况**

行业	股票代码	公司名称	信用减值损失			资产减值损失			减值损失合计值			减值损失合计值/营业收入		
			21FY	22FY	23FY	21FY	22FY	23FY	21FY	22FY	23FY	21FY	22FY	23FY
石膏板	000786.SZ	北新建材	0.1	1.1	0.3	0.0	0.6	0.1	0.2	1.6	0.4	0.1%	0.8%	0.2%
	002271.SZ	东方雨虹	2.5	3.1	7.5	0.1	0.8	2.9	2.6	3.9	10.4	0.8%	1.3%	3.2%
防水	300737.SZ	科顺股份	2.5	2.2	7.6	0.3	0.4	0.6	2.8	2.6	8.2	3.5%	3.4%	10.4%
	300715.SZ	凯伦股份	2.5	1.3	1.4	0.0	0.3	0.1	2.6	1.6	1.5	9.9%	7.4%	5.2%
	002372.SZ	伟星新材	0.1	0.1	0.1	0.0	0.3	0.1	0.1	0.4	0.2	0.1%	0.5%	0.3%
	002641.SZ	公元股份	0.5	3.5	1.6	0.0	0.4	0.5	0.5	3.8	2.1	0.6%	4.8%	2.8%
	300599.SZ	雄塑科技	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.2	0.7%	2.2%	1.8%
塑料管材	002694.SZ	顾地科技	0.4	0.3	0.2	3.7	0.0	0.1	4.1	0.4	0.3	27.7%	3.6%	2.9%
	603737.SH	三棵树	8.1	2.2	3.5	0.3	0.9	1.6	8.4	3.1	5.1	7.4%	2.7%	4.1%
涂料	603378.SH	亚士创能	7.8	1.1	2.1	0.1	0.3	0.1	8.0	1.4	2.2	16.9%	4.5%	7.0%
	002791.SZ	坚朗五金	1.1	1.4	1.0	0.2	0.2	0.3	1.3	1.7	1.4	1.4%	2.2%	1.7%
五金	605268.SH	王力安防	0.2	1.6	2.0	0.1	0.1	0.1	0.3	1.7	2.1	1.1%	7.9%	6.9%
	003012.SZ	东鹏控股	7.7	1.5	1.1	0.7	0.8	1.0	8.4	2.3	2.1	10.6%	3.4%	2.7%
瓷砖卫浴	002918.SZ	蒙娜丽莎	1.9	5.7	2.2	0.3	0.4	0.1	2.2	6.1	2.2	3.1%	9.8%	3.8%
	001322.SZ	箭牌家居	1.2	-0.3	0.2	0.9	0.6	0.3	2.0	0.2	0.6	2.4%	0.3%	0.8%
	603801.SH	志邦家居	0.1	0.5	0.8	0.4	0.4	1.2	0.6	0.8	2.0	1.1%	1.6%	3.3%
	002798.SZ	帝欧家居	3.1	6.7	3.4	0.4	3.8	2.7	3.5	10.6	6.2	5.6%	25.7%	16.4%
	603725.SH	天安新材	1.4	1.7	0.0	0.1	0.9	0.1	1.4	2.6	0.1	7.0%	9.6%	0.4%
板材地板	002043.SZ	兔宝宝	1.1	2.1	2.2	0.2	1.3	0.1	1.3	3.4	2.4	1.4%	3.8%	2.6%
	000910.SZ	大亚圣象	0.0	0.6	0.7	0.1	0.1	0.2	0.1	0.6	0.8	0.1%	0.8%	1.2%
	003011.SZ	海象新材	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.1	0.1	1.3	0.7%	0.3%	8.3%
石材	002785.SZ	万里石	0.4	0.4	0.5	0.1	0.2	0.1	0.5	0.6	0.5	3.9%	4.6%	4.2%
	001212.SZ	中旗新材	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3%	0.6%	0.7%
吊顶	002718.SZ	友邦吊顶	1.3	0.1	0.5	0.1	0.0	0.0	1.4	0.1	0.5	14.0%	1.0%	5.2%
	605318.SH	法狮龙	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.6%	1.9%	1.2%
样本均值			-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.1%	3.2%	3.2%
中位数			-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.4%	2.7%	2.9%

资料来源：Wind、国联证券研究所

注：信用减值损失、资产减值损失、减值损失合计值单位为亿元。

### 2.3 资产周转：2023 年应收存货周转加快，涂料五金瓷砖表现更优

2023 年大部分样本企业应收款项周转效率提升，涂料、五金、瓷砖卫浴提升幅度靠前。在地产风险持续释放的背景下，2023 年大部分消费建材企业经销商授信及客户赊销政策要求继续提升，整体应收款项规模控制较好，周转率明显提升，2023 年应收款项周转天数从短到长 TOP5 分别为志邦家居、箭牌家居、伟星新材、法狮龙、北新建材，周转天数分别为 21、22、33、35、42 天，分别 yoy-5、+1、+9、+1、-3 天；周转天数缩短幅度（减少的天数）TOP5 分别为凯伦股份、帝欧家居、王力安防、亚士创能、友邦吊顶，周转天数分别为 289、195、141、249、55 天，分别 yoy-98、-85、-41、-40、-37 天。

**图表13：样本装修建材企业应收款项规模及周转情况**

行业	股票代码	公司名称	应收账款		应收票据		其他应收款		应收款项合计		应收款项周转天数	
			账面价值	yoy	账面价值	yoy	账面价值	yoy	账面价值	yoy	周转天数	yoy
石膏板	000786.SZ	北新建材	20.8	4%	1.0	-45%	2.7	-30%	24.5	-10%	42	-3
防水	002271.SZ	东方雨虹	95.7	-12%	6.2	21%	40.8	90%	142.6	5%	155	9
	300737.SZ	科顺股份	41.2	-12%	0.4	-79%	4.0	41%	45.7	-12%	224	-4
	300715.SZ	凯伦股份	20.3	19%	0.3	-89%	1.6	-38%	22.2	0%	289	-98
塑料管材	002372.SZ	伟星新材	5.5	24%	0.0	-	0.5	-47%	6.0	12%	33	9
	002641.SZ	公元股份	10.4	-10%	0.4	-25%	0.2	-5%	11.1	-11%	58	-7
	300599.SZ	雄塑科技	2.0	-17%	0.0	-61%	0.0	4%	2.1	-17%	65	10
	002694.SZ	顾地科技	0.8	-26%	0.3	99%	0.3	-61%	1.5	-28%	68	-15
涂料	603737.SH	三棵树	35.6	-16%	0.3	-73%	4.0	21%	39.9	-15%	127	-21
	603378.SH	亚士创能	17.8	-15%	0.2	-19%	1.4	-11%	19.5	-15%	249	-40
五金	002791.SZ	坚朗五金	35.5	-9%	1.8	-46%	0.9	0%	38.1	-12%	190	-21
	605268.SH	王力安防	11.7	25%	0.1	-84%	0.9	-44%	12.6	16%	141	-41
瓷砖卫浴	003012.SZ	东鹏控股	10.4	-9%	0.9	-22%	2.4	13%	13.7	-7%	67	-22
	002918.SZ	蒙娜丽莎	8.5	-15%	0.3	-77%	0.7	-37%	9.5	-22%	67	-25
	001322.SZ	箭牌家居	3.7	0%	0.8	61%	0.3	-9%	4.8	6%	22	1
	603801.SH	志邦家居	2.2	8%	0.2	18%	1.0	-10%	3.5	-1%	21	-5
	002798.SZ	帝欧家居	13.4	-34%	0.1	-85%	3.1	10%	16.6	-30%	195	-85
	603725.SH	天安新材	5.2	6%	0.4	2%	0.4	20%	5.9	7%	67	-22
板材地板	002043.SZ	兔宝宝	11.3	-18%	0.4	-34%	0.7	-11%	12.4	-18%	55	-6
	000910.SZ	大亚圣象	18.5	2%	0.0	-100%	0.4	0%	18.9	2%	104	10
	003011.SZ	海象新材	3.1	-18%	0.0	-	0.2	-17%	3.3	-18%	84	11
石材	002785.SZ	万里石	5.6	-10%	0.1	-51%	0.1	61%	5.8	-10%	176	-5
	001212.SZ	中旗新材	1.0	8%	0.2	113%	0.0	35%	1.2	16%	61	-2
吊顶	002718.SZ	友邦吊顶	1.0	-46%	0.0	-50%	0.0	-40%	1.1	-46%	55	-37
	605318.SH	法狮龙	0.7	13%	0.0	1419%	0.0	35%	0.8	20%	35	1
样本均值			-	-	-	-	-	-	-	-	107	-8
中位数			-	-	-	-	-	-	-	-	67	-22

资料来源：Wind、国联证券研究所

注：应收账款、应收票据、其他应收款、应收款项合计金额的时间为2023年末，单位为亿元；周转天数时间为2023年，单位为天。

2023年大部分样本企业存货周转加快，王力安防/凯伦股份提升幅度靠前。整体来看，大部分样本企业2023年存货周转效率和合同资产周转效率明显提升。存货方面，防水和涂料代表企业的存货周转效率明显高于其他消费建材子行业，2023年存货周转效率TOP5分别为凯伦股份、兔宝宝、志邦家居、科顺股份、三棵树，周转天数分别为23、24、25、29、30天，分别yoy-17、-6、-13、+0、+2天；周转天数缩短幅度（减少的天数）TOP5分别为王力安防、凯伦股份、帝欧家居、友邦吊顶、志邦家居，周转天数分别为57、23、95、51、25天，分别yoy-20、-17、-15、-14、-13天。合同资产方面，防水、涂料行业工程需求占比较高，代表企业合同资产规模显著高于其他消费建材子行业，2023年防水和涂料代表企业合同资产周转效率明显提升，东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、三棵树、亚士创能周转天数分别为30、19、15、16、1天，分别yoy-4、+0、-2、-2、+0天。

**图表14：样本装修建材企业存货和合同资产情况**

行业	股票代码	公司名称	存货				合同资产			
			账面价值	yoy	周转天数	yoy	账面价值	yoy	周转天数	yoy
石膏板	000786.SZ	北新建材	25.9	5%	62	-8	2.1	-10%	4	-1
防水	002271.SZ	东方雨虹	25.1	59%	31	8	23.3	-23%	30	-2
	300737.SZ	科顺股份	4.4	20%	29	0	4.3	4%	19	0
	300715.SZ	凯伦股份	1.3	7%	23	-17	1.2	8%	15	-2
塑料管材	002372.SZ	伟星新材	10.2	4%	98	12	-	-	-	-
	002641.SZ	公元股份	11.8	14%	80	-2	-	-	-	-
	300599.SZ	雄塑科技	2.4	25%	95	8	-	-	-	-
	002694.SZ	顾地科技	2.3	15%	120	4	-	-	-	-
涂料	603737.SH	三棵树	7.5	4%	30	2	4.8	-23%	16	-2
	603378.SH	亚士创能	2.0	7%	36	-9	0.1	17%	1	0
五金	002791.SZ	坚朗五金	13.4	2%	91	4	-	-	-	-
	605268.SH	王力安防	3.6	5%	57	-20	-	-	-	-
瓷砖卫浴	003012.SZ	东鹏控股	16.8	7%	120	-8	-	-	-	-
	002918.SZ	蒙娜丽莎	15.1	17%	146	-4	0.3	-9%	2	0
	001322.SZ	箭牌家居	12.7	8%	88	-12	-	-	-	-
	603801.SH	志邦家居	2.2	28%	25	-13	12.7	27%	68	2
	002798.SZ	帝欧家居	7.3	6%	95	-15	-	-	-	-
	603725.SH	天安新材	4.5	12%	73	-10	0.1	-	0	-
板材地板	002043.SZ	兔宝宝	4.3	18%	24	-6	0.5	-30%	2	-1
	000910.SZ	大亚圣象	19.3	16%	160	11	-	-	-	-
	003011.SZ	海象新材	3.9	1%	111	16	-	-	-	-
石材	002785.SZ	万里石	1.9	7%	59	4	0.8	7%	23	5
	001212.SZ	中旗新材	1.5	8%	100	-3	0.0	71%	1	0
吊顶	002718.SZ	友邦吊顶	1.0	8%	51	-14	-	-	-	-
	605318.SH	法狮龙	1.0	7%	69	-11	0.0	-63%	1	0
样本均值			-	3%	63	-3	-	-11%	12	-1
中位数			-	7%	73	-10	-	0%	4	-7

资料来源：Wind、国联证券研究所

注：存货、合同资产规模时间为2023年末，金额单位为亿元；周转天数时间为2023年，单位为天。

## 2.4 回款：2023年经营活动回款改善，消费类企业表现更稳健

大部分样本企业2023年经营活动回款改善，25家样本企业中净现比大于1的企业数量为17家，同比+3家；更“消费”类企业如北新建材、伟星新材、三棵树经营现金流表现稳定性更优。

整体来看，大部分样本企业2023年经营现金流边际改善，一方面部分企业收现比改善较为明显，另一方面大部分企业付现比有所下降。部分企业加速渠道变革，现金流改善较为明显，如东方雨虹加速布局零售业务，2023年零售渠道收入为93亿元，同比+28%，营收占比为28%，同比+5pct；相较于工程渠道，零售渠道毛利率更高（2023年公司零售渠道毛利率39% vs 工程渠道24%）且回款速度更快，公司现金流改善更为明显，2023年经营现金流为21亿元，同比+14亿元/+222%；净现比为92%，同比+61pct。净现比TOP5分别为三棵树、雄塑科技、亚士创能、凯伦股份、王力安防，净现比分别为794%、791%、727%、676%、572%；改善幅度TOP5分别为雄塑科技、凯伦股份、王力安防、三棵树、蒙娜丽莎，净现比分别为791%、676%、572%、794%、294%，分别yoy+16,809、+705、+593、+485、+468pct。收现比TOP5分别为东鹏控股、帝欧家居、三棵树、友邦吊顶、雄塑科技，收现比分别为124%、120%、118%、115%、114%；改善幅度TOP5分别为万里石、坚朗五金、海象新材、三棵树、箭牌家

居，收现比 109%、108%、106%、118%、112%，分别 yoy+9、+9、+7、+7、+7pct。

自由现金流 (FCFF) 方面，波动较大且企业间分化较为明显，2023 年 FCFF/净利润 TOP5 分别为三棵树、亚士创能、王力安防、雄塑科技、科顺股份，比例分别为 715%、569%、545%、501%、361%，yoy 分别+596、+1,262、-334、+438、+787pct；改善幅度 TOP5 分别为亚士创能、科顺股份、东鹏控股、三棵树、雄塑科技，比例分别为 569%、361%、190%、715%、501%，分别 yoy+1,262、787、599、596、438pct。

图表 15：样本装修建材企业经营现金流情况

行业	股票代码	公司名称	经营现金流净额		净现比		收现比		付现比	
			23FY	yoy	23FY	yoy	23FY	yoy	23FY	yoy
石膏板	000786.SZ	北新建材	47.3	29%	133%	17	102%	-1	98%	-4
	002271.SZ	东方雨虹	21.0	222%	92%	61	102%	-3	97%	-12
防水	300737.SZ	科顺股份	1.9	-18%	-56%	-188	104%	5	109%	9
	300715.SZ	凯伦股份	1.9	315%	676%	705	101%	-4	102%	-3
	002372.SZ	伟星新材	13.7	-10%	94%	-23	111%	4	109%	8
塑料管材	002641.SZ	公元股份	10.7	149%	284%	-228	113%	3	108%	-3
	300599.SZ	雄塑科技	2.1	-23%	791%	16,809	114%	4	93%	0
	002694.SZ	顾地科技	0.3	-21%	38%	67	102%	-7	94%	-6
	603737.SH	三棵树	14.1	47%	794%	485	118%	7	102%	1
涂料	603378.SH	亚士创能	4.4	35%	727%	421	105%	-10	89%	-5
	002791.SZ	坚朗五金	5.0	-47%	143%	-932	108%	9	98%	25
五金	605268.SH	王力安防	2.9	2689%	572%	593	101%	-9	88%	-10
	003012.SZ	东鹏控股	17.7	325%	245%	36	124%	0	108%	-25
瓷砖卫浴	002918.SZ	蒙娜丽莎	9.3	55%	294%	468	108%	-5	100%	-3
	001322.SZ	箭牌家居	11.7	191%	275%	208	112%	7	89%	-9
	603801.SH	志邦家居	7.6	-1%	127%	-16	105%	1	99%	2
	002798.SZ	帝欧家居	4.9	396%	-75%	-68	120%	-1	104%	-12
	603725.SH	天安新材	1.9	-30%	124%	258	97%	-12	87%	-6
	002043.SZ	兔宝宝	19.1	105%	269%	67	106%	5	90%	-4
板材地板	000910.SZ	大亚圣象	6.6	1%	193%	40	101%	-4	91%	-6
	003011.SZ	海象新材	2.2	-37%	479%	315	106%	7	108%	13
	002785.SZ	万里石	0.1	-59%	-20%	53	109%	9	110%	9
石材	001212.SZ	中旗新材	0.4	-35%	45%	-18	88%	-6	78%	0
	002718.SZ	友邦吊顶	2.2	-25%	343%	35	115%	-7	98%	8
吊顶	605318.SH	法狮龙	-0.8	-249%	-634%	-1,119	109%	4	132%	31
	<b>样本均值</b>			-	-	<b>191%</b>	<b>5</b>	<b>107%</b>	<b>0</b>	<b>99%</b>
<b>中位数</b>			-	-	<b>193%</b>	<b>76</b>	<b>106%</b>	<b>1</b>	<b>98%</b>	<b>-2</b>

资料来源：Wind、国联证券研究所

注：经营现金流净额单位为亿元；净现比、收现比、付现比同比增速单位为 pct。

**图表16：样本装修建材企业自由现金流（FCFF）情况**

行业	股票代码	公司名称	23年企业自由现金流	企业自由现金流/净利润	
			23FY	yoy	
石膏板	000786.SZ	北新建材	7.9	22%	-50
	002271.SZ	东方雨虹	-6.3	-28%	134
防水	300737.SZ	科顺股份	-12.4	361%	787
	300715.SZ	凯伦股份	-0.3	-120%	-463
	002372.SZ	伟星新材	10.3	70%	-25
	002641.SZ	公元股份	5.5	147%	312
塑料管材	300599.SZ	雄塑科技	1.3	501%	438
	002694.SZ	顾地科技	-8.1	-932%	-858
	603737.SH	三棵树	12.7	715%	596
涂料	603378.SH	亚士创能	3.4	569%	1,262
	002791.SZ	坚朗五金	0.9	26%	-465
五金	605268.SH	王力安防	2.8	545%	-334
	003012.SZ	东鹏控股	13.6	190%	599
瓷砖卫浴	002918.SZ	蒙娜丽莎	3.3	103%	110
	001322.SZ	箭牌家居	3.4	80%	296
	603801.SH	志邦家居	4.0	68%	-18
	002798.SZ	帝欧家居	1.8	-28%	-37
	603725.SH	天安新材	1.6	106%	214
	002043.SZ	兔宝宝	16.3	229%	49
板材地板	000910.SZ	大亚圣象	3.8	111%	12
	003011.SZ	海象新材	-0.2	-39%	-54
	002785.SZ	万里石	-0.5	104%	258
石材	001212.SZ	中旗新材	-0.5	-62%	37
	002718.SZ	友邦吊顶	1.6	247%	-6
吊顶	605318.SH	法狮龙	-3.3	-2532%	-2,317
	样本均值			-	58%
中位数			-	103%	94

资料来源：Wind、国联证券研究所

注：企业自由现金流单位为亿元；企业自由现金流/净利润同比增速单位为 pct。

### 3. 治理：5家公司推出股权激励，龙头分红持续性较好

#### 3.1 2023年以来5家公司推出股权激励方案

25家样本企业中9家装修建材股权激励计划处于存续期，其中5家为2023年以来推出。截至2024年5月31日，25家样本企业中9家的股权激励计划处于存续期，其中5家公司的股权激励于2023-2024年推出（不包含中途终止的计划）。2023年12月北新建材推出《2023年限制性股票激励计划》，拟授予限制性股票1,290万股，占2024年3月末总股本的0.8%；激励对象不超过347人，其中高管7人；授予价格为每股13.96元（2024/6/7收盘价为32.09元/股）；业绩考核目标：2024-2026年较2022年扣非归母净利润CAGR分别不低于27.7%、33.08%、25.43%，且扣非净资产收益率分别不低于17%、18%、19%。2024年5月东鹏控股推出《2024年股票期权激励计划》，拟授予限制性股票2,700万股，占2024年3月末总股本的2.3%；激励对象不超过123人，其中高管8人；授予价格为每股7.00元（2024/6/7收盘价为6.50元/股）；业绩考核目标：以2023年为基数，2024-2026年扣非净利润增长率目标分别为15%、45%、80%。

2023年存在激励计划考核的9家公司中仅志邦家居完成激励业绩目标。2023年

处于激励计划考核期的上市公司有 9 家，分别为科顺股份、亚士创能、坚朗五金、王力安防、箭牌家居、志邦家居、兔宝宝、万里石、友邦吊顶，2023 年仅志邦家居达到股权激励业绩目标。

**图表 17：样本装修建材企业股权激励计划情况梳理（截至 2024/5/31）**

行业	上市公司	发布时间	存续期	股票规模 (万股)	占 24M3 末股本比 例	收入目标 (亿元)		扣非归母净利润目标 (亿元)		
						24 年	25 年	24 年	25 年	26 年
石膏板	北新建材	23/12/29	2024-2026	1,290	0.8%			43.3 (+24%)	62.5 (+45%)	65.7 (+5%)
	东方雨虹	2023 年 12 月终止实施股票激励计划，暂无新股权类激励								
防水	科顺股份	22/1/19	2022-2024	2,000	1.7%			11.2 (+361%)		
	凯伦股份	2022 年 2 月终止实施股票激励计划，暂无新股权类激励								
塑料管材	伟星新材	上一期股权激励计划于 2022 年考核结束，暂无新股权类激励								
	公元股份	上一期股权激励计划于 2022 年考核结束，暂无新股权类激励								
	雄塑科技	自上市以来，未实施股权激励计划								
	顾地科技	上一期股权激励计划于 2018 年考核结束，暂无新股权类激励								
涂料	三棵树	上一期股权激励计划于 2019 年考核结束，暂无新股权类激励								
	亚士创能	上一期股权激励计划于 2023 年考核结束，暂无新股权类激励								
五金	坚朗五金	21/4/9	2021-2025	600	1.9%	175 (+125%)	219 (+25%)			
	王力安防	上一期股权激励计划于 2023 年考核结束，暂无新股权类激励								
瓷砖卫浴	东鹏控股	24/5/6	2024-2026	2,700	2.3%			7.8 (+15%)	9.9 (+26%)	12.2 (+24%)
	蒙娜丽莎	2022 年 7 月终止实施股票激励计划，暂无新股权类激励								
	箭牌家居	23/5/19	2023-2025	600	0.6%	95 (+24%)	105 (+10%)	7.5 (+90%)	8.6 (+15%)	
	志邦家居	23/8/23	2023-2024	450	1.0%	67 (+9%)		1.2 (+13%)		
	帝欧家居	上一期股权激励计划于 2021 年考核结束，暂无新股权类激励								
	天安新材	上一期股权激励计划于 2023 年考核结束，暂无新股权类激励								
板材地板	兔宝宝	22/10/25	2022-2024	3,000	3.6%			8.7 (+50%)		
	大亚圣象	上一期股权激励计划于 2019 年考核结束，暂无新股权类激励								
	海象新材	23/7/14	2023-2025	185	1.8%	23 (+42%)	27 (+17%)	2.6 (+510%)	3.0 (+17%)	
石材	万里石	22/3/31	2022-2024	598	2.6%	15 (+18%)				
	中旗新材	自上市以来，未实施股权激励计划								
吊顶	友邦吊顶	上一期股权激励计划于 2023 年考核结束，暂无新股权类激励								
	法狮龙	自上市以来，未实施股权激励计划								

资料来源：各公司公告、国联证券研究所

注：1. 括号中百分比数据为同比增速，2024 年同比增速的计算基数为 2023 年实际收入/扣非归母净利润，2025-2026 年同比增速的计算基数分别为 2024 年、2025 年最低业绩目标数值。

2. 科顺股份利润目标为扣除各项激励计划股份支付费用、按单项计提的应收款项坏账准备后的扣非归母净利润，其他公司利润目标均为扣除各项激励计划股份支付费用的扣非归母净利润。

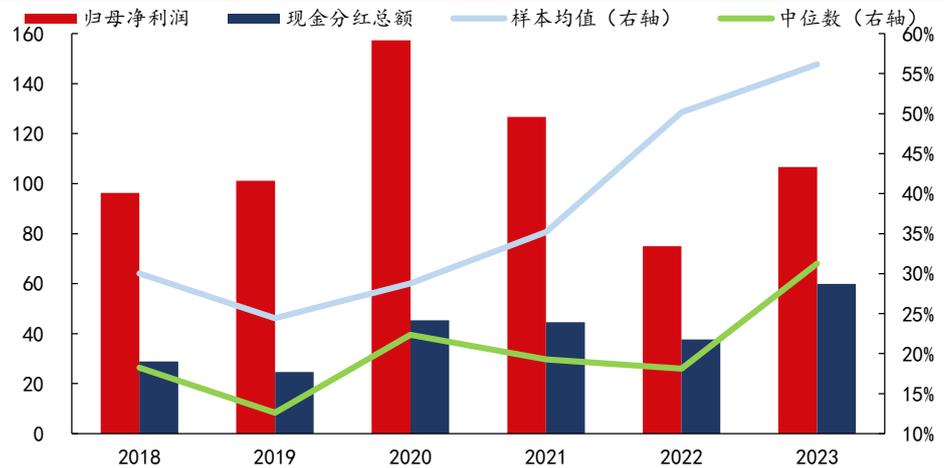
3. 海象新材股权激励计划行权条件为完成收入或利润目标。

### 3.2 分红比例大幅提升，“消费”类企业维持高分红

大部分样本企业 2023 年分红比例大幅提升，分红率 TOP5 分别为法狮龙、雄塑科技、王力安防、凯伦股份、海象新材；更“消费”类企业高分红保持较好连续性。

2023 年样本企业整体现金分红比例有所提升，2023 年样本企业平均股利支付率为 56.2%，yoy+6.0pct，中位数为 31.3%，yoy+13.1pct。北新建材、东方雨虹、伟星新材、公元股份、兔宝宝、大亚圣象分红保持较好的连续性，伟星新材、北新建材分红比例基本保持稳定，近三年分红比例分别保持在 70%-90%、30%-40%；东方雨虹 2023 年大幅提高分红比例，同比+55pct 至 66%；近年兔宝宝分红比例波动较大，2023 年分红比例同比-29pct 至 66%。大部分装修建材企业 2023 年提高分红比例，2023 年分红比率 TOP5 为法狮龙、雄塑科技、王力安防、凯伦股份、海象新材，分别为 301%、262%、241%、213%、200%，分别同比-42、+262、+446、+213、+186pct。按照 2023/6/7 收盘价计，2023 年分红对应当前股息率 TOP5 分别为海象新材、兔宝宝、伟星新材、志邦家居、东鹏控股，分别为 6.6%、5.0%、4.9%、4.7%、4.6%。

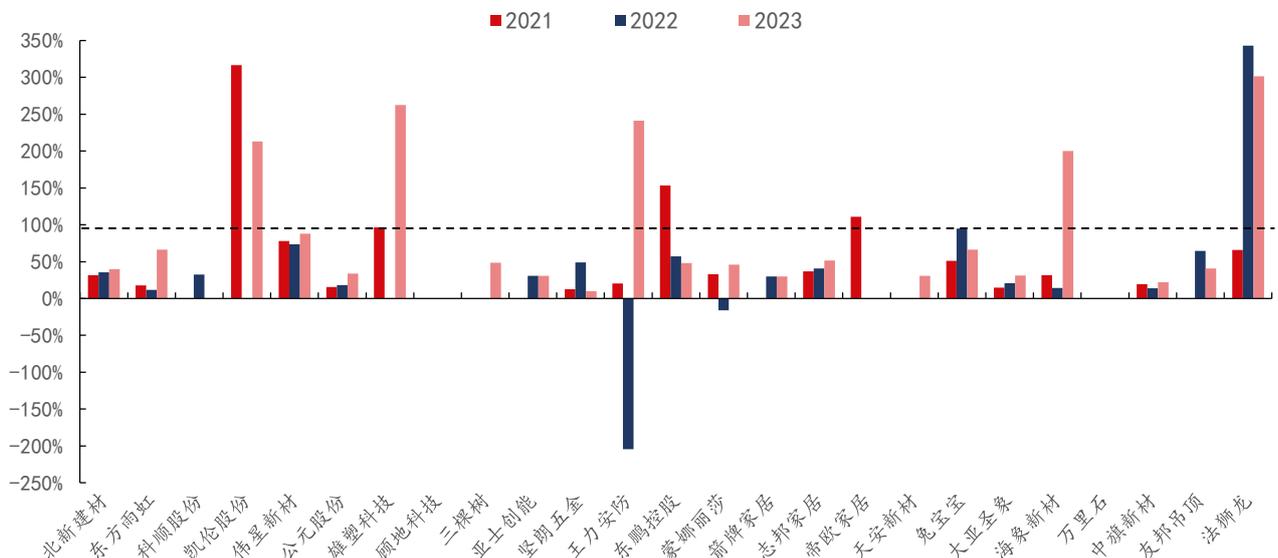
图表 18：样本装修建材企业整体股利支付率情况



资料来源：Wind、国联证券研究所

注：1. 两条线分别代表样本装修建材企业股利支付率样本均值、中位数。  
2. 归母净利润、现金分红总额的单位为亿元。

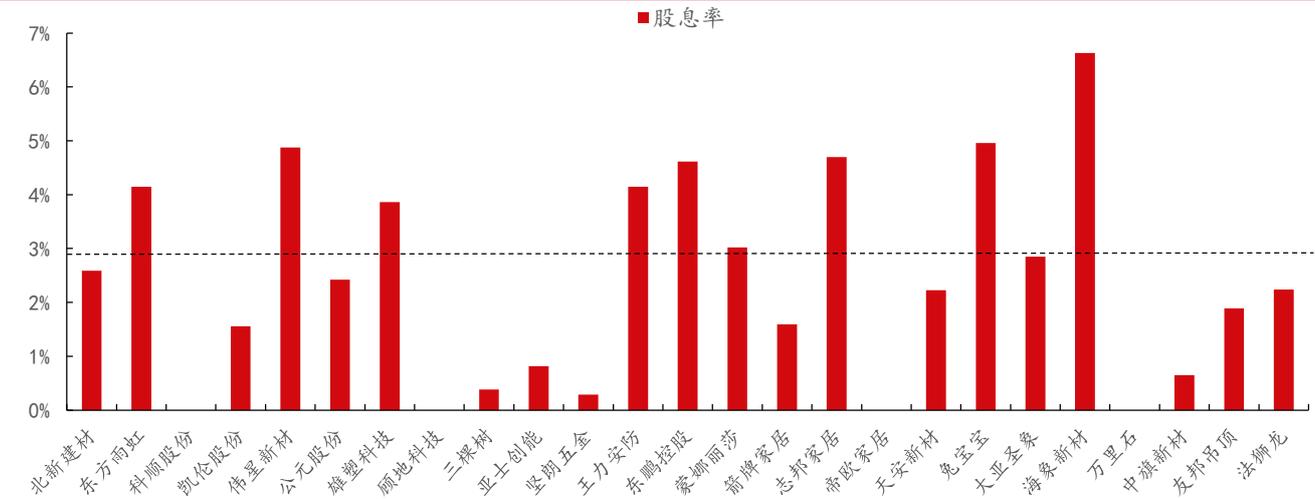
图表 19：样本装修建材企业近 3 年股利支付率



资料来源：Wind、国联证券研究所

注：图中虚线代表样本企业 2023 年平均股利支付率，数值为 91%。

图表20：样本装修建材企业2023年分红对应当前股息率



资料来源：Wind、国联证券研究所

注：1. 股息率=2023年拟安排每股股利/每股价格；每股价格选取2024/6/7收盘价。

2. 图中虚线代表样本企业平均股息率，数值为2.9%。

#### 4. 投资建议：关注政策效果，关注企业扩品类等积极变化

地产宽松信号持续释放，建议关注企业竞争力突出、渠道/品类等有积极变化的公司。展望2024年，地产宽松信号持续释放，装修建材企业需求或有积极变化、资产负债表有改善前景，部分企业通过渠道下沉、拓品类等作为抓手结构调整变革持续深入，部分竞争力持续强化的企业市占率有机会持续提升。结合企业基本面改善情况及估值，建议重点关注两类企业，1) 渠道布局C端或小B占比更高的更“消费”类装修建材企业，重点关注伟星新材、北新建材、三棵树、兔宝宝；2) 前期大B客户占比较高，近年积极调整效果逐步显现，企业竞争力突出的装修建材企业，重点关注东方雨虹。

图表21：部分重点企业盈利预测及估值

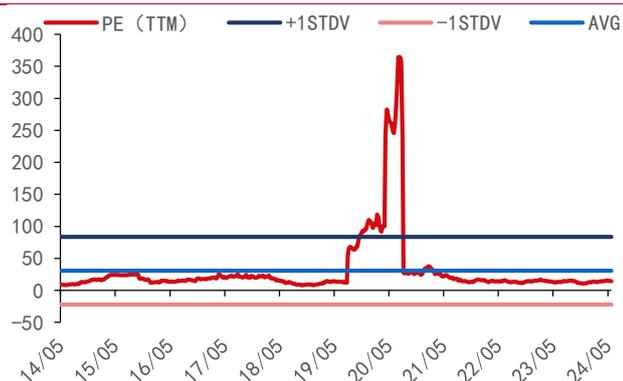
股票代码	公司名称	归母净利润 (亿元)			归母净利润 YOY			PE_TTM			PB_LF	
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	PE(24)	数值	近10年分位数	数值	近10年分位数
000786.SZ	北新建材	35.2	43.5	51.1	12%	23%	17%	12.42	14.38	37%	2.23	36%
002271.SZ	东方雨虹	22.7	29.6	35.0	7%	30%	18%	11.88	15.74	6%	1.31	1%
002372.SZ	伟星新材	14.3	14.7	16.2	10%	3%	10%	17.66	18.43	12%	5.85	41%
603737.SH	三棵树	1.7	6.6	8.9	-47%	279%	35%	34.30	116.23	90%	9.05	44%
002791.SZ	坚朗五金	3.2	4.9	6.4	394%	52%	29%	22.02	32.53	34%	2.18	20%
003012.SZ	东鹏控股	7.2	8.3	9.4	257%	15%	14%	9.07	10.59	0%	1.01	0%
002918.SZ	蒙娜丽莎	2.7	4.2	4.9	-170%	59%	16%	9.71	15.25	28%	1.25	0%
002043.SZ	兔宝宝	6.9	7.6	9.0	55%	11%	18%	12.47	13.53	21%	3.46	31%

资料来源：Wind、国联证券研究所

注：1. 2024年和2025年上市公司归母净利润及估值均来自于Wind一致性预期；

2. 数据更新日期：2024年6月14日。

图表22: 北新建材近 10 年 PE\_ttm 变化



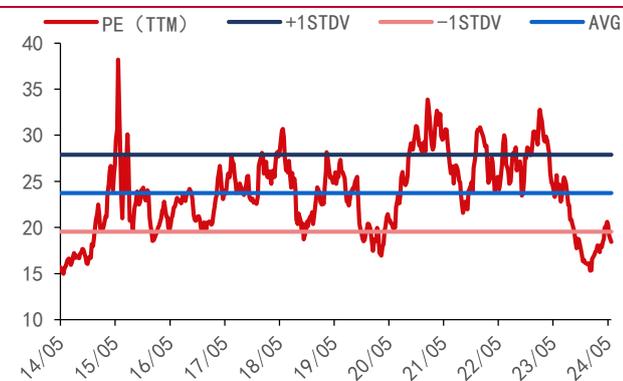
资料来源: Wind、国联证券研究所  
注: 更新时间为 2024/6/14

图表23: 北新建材近 10 年 PB\_1f 变化



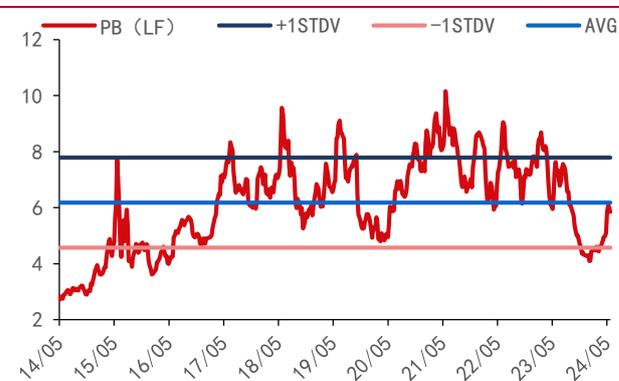
资料来源: Wind、国联证券研究所  
注: 更新时间为 2024/6/14

图表24: 伟星新材近 10 年 PE\_ttm 变化



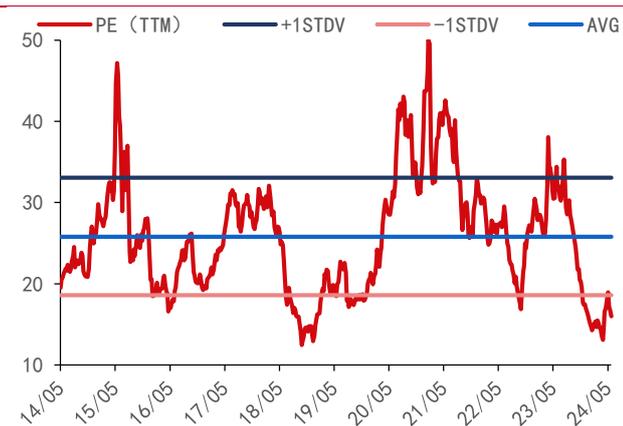
资料来源: Wind、国联证券研究所  
注: 更新时间为 2024/6/14

图表25: 伟星新材近 10 年 PB\_1f 变化



资料来源: Wind、国联证券研究所  
注: 更新时间为 2024/6/14

图表26: 东方雨虹近 10 年 PE\_ttm 变化



资料来源: Wind、国联证券研究所  
注: 更新时间为 2024/6/14

图表27: 东方雨虹近 10 年 PB\_1f 变化



资料来源: Wind、国联证券研究所  
注: 更新时间为 2024/6/14

## 5. 风险提示

政策效果不及预期, 地产需求景气改善弱于预期, 基建投资低于预期, 原材料价格大幅波动。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼