



非金属建材行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

建筑建材组

分析师：李阳（执业 S1130524120003）

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：陈伟豪（执业 S1130524120006）

chenweihao@gjzq.com.cn

向二手房市场要空间

二手房成交热度延续

（1）年初以来二手房成交热度延续，新房同比表现回暖。2025 年 1-2 月全国新建商品住宅销售面积 9207 万平、同比-3.4%，销售金额 9160 亿元、同比-0.4%，降幅较 2024 年全年显著收窄。高频数据显示 3 月新房市场回暖，截至 3 月 23 日，47 城新房销售 3 月初至今累计同比+16.4%，年初至今累计同比+7.8%；22 城二手房成交 3 月初至今累计同比+38.4%，年初至今累计同比+34.2%，二手房市场表现活跃，“小阳春”行情持续性较强；从同时披露一二手房高频成交数据的 19 个城市来看，年初至今累计同比+19.4%，样本城市一二手房销售总量呈现同比增长态势。

（2）二手房成交占比持续提升，或带动销售总量恢复性增长。贝壳研究院根据住建部数据估算，2023 年全国新房和二手房销售面积 15.1 亿平，同比+6.3%，其中二手房成交 5.7 亿平，同比+44%。样本城市数据显示，2024 年 19 城一二手房合计成交面积同比-4%，但 22 城二手房成交面积同比+20%，这表明购房总需求并未大幅减少，只是在特定市场环境下，需求从新房市场转向二手房市场。19 城二手房成交占比从 2023 年 41%升至 2024 年 52.6%，2025 年初至今达 56.2%，美英等成熟经济体二手房成交占比长期保持在 70%以上，中国仍有提升空间。以 2023 年 15.1 亿平的全国成交总量为参考，若二手房占比升至 70%，新房销量将大幅下滑至 4.5 亿平，而以 4.5 亿平的新房销售作为长期中枢值是偏低的，二手房占比提升过程中，全国新房和二手房成交总量有望实现修复性增长。

家装市场重心转移，向存量、翻新要空间

（1）旧房装修占比超过新房装修，家装市场存量时代到来。奥维云网《2024 年中国家装市场蓝皮书》显示，家装需求源于新建房首装、存量房翻新及二手房二次装修，2024 年中国家装市场规模预计 3.6 万亿元，同比-16.8%，覆盖 1941 万套住宅，一二线城市率先步入旧房装修主导阶段，存量房流量转化影响家装市场未来走向，2024 年存量房约 1.5%转化为二手房进入销售环节，二手房交易客户约 75.4%转化为家装客户，此外，存量房约 2.1%直接转化为家装客源，2024 年旧房装修在家装市场中的占比达 63%，家装市场存量时代来临，存量房影响力将持续扩大。

（2）政策端深挖翻新需求潜力，聚焦城市更新改造和家装厨卫焕新。住建部数据显示，截至 2022 年底我国城镇既有房屋超 30 年楼龄占比接近 20%，预计到 2040 年前后将攀升至 80%。2025 年两会期间，全国政协委员、三棵树董事长洪杰提出建议，尽快出台相关行政法规条例，明确对一定楼龄老旧房屋进行定期强制体检和维修的制度安排。2025 年 3 月，住建部部长倪虹表示，2000 年以前建成的城市老旧小区都要纳入城市更新的改造范围，城中村改造范围已经扩大到全国地级及以上城市。2025 年家装厨卫“焕新”政策进一步优化升级，明确资金来源、补贴范围拓宽、补贴品类增加，瓷砖、涂料、地板、门、窗、吊顶、板材家具等常见家装建材品类参与其中，相关品类需求有望提升。

（3）消费建材翻新需求占比持续提升，中长期规模有望保持稳定。随着房地产景气下行，2021 年以来国内消费建材需求承压，防水、涂料、瓷砖等产量均有不同程度下降，当前国内建材仍以新建需求为主，受地产下行影响大，翻新需求占比加速提升中。海外成熟市场经验表明，翻新主导使消费建材长期需求更稳定，存量阶段市场虽然也会受到经济周期波动影响，但稳定的翻新需求能平滑周期波动，且随着存量房数量和房屋年龄的持续增长，翻新需求也能够稳定增长，不同品类需求稳定性有差异但都具长期韧性。

持续推荐零售端消费建材

存量时代逐步来临、向二手房市场要空间，继续推荐涂料龙头，关注零售占比高或者零售转型顺利的消费建材公司。

风险提示

地产销售不及预期、政策落地不及预期、消费建材需求结构调整不及预期。



内容目录

一、二手房成交热度延续.....	4
（一）年初以来二手房成交热度延续，新房同比表现回暖.....	4
（二）二手房成交占比持续提升，或带动销售总量恢复性增长.....	5
二、家装市场重心转移，向存量、翻新要空间.....	7
（一）旧房装修占比超过新房装修，家装市场存量时代到来.....	7
（二）政策端深挖翻新需求潜力，聚焦城市更新改造和家装厨卫焕新.....	9
（三）消费建材翻新需求占比持续提升，中长期规模有望保持稳定.....	10
三、持续推荐零售端消费建材.....	12
四、风险提示.....	13

图表目录

图表 1： 2019-2025 年商品住宅累计销售面积及增速.....	4
图表 2： 2019-2025 年商品住宅累计销售金额及增速.....	4
图表 3： 2021-2025 年 47 城新房成交面积（万方）.....	4
图表 4： 2021-2025 年 22 城二手房成交面积（万方）.....	4
图表 5： 2021-2025 年 19 城新房+二手房合计成交面积（万方）.....	5
图表 6： 2020-2025 年 19 城二手房成交占比.....	5
图表 7： 1999 年以来美国成屋和新房销量（季调折年数）.....	6
图表 8： 部分发达国家或地区二手房成交占比.....	6
图表 9： 2023 年中国城镇住宅结构.....	7
图表 10： 2020-2025 年家装市场销售额及同比增速.....	7
图表 11： 2020-2025 年家装市场结构.....	8
图表 12： 2024 年家装市场流量转化关系.....	8
图表 13： 2020-2024 年中国新开工改造城镇老旧小区数.....	9
图表 14： 2025 年已发布的各省市家装厨卫“焕新”实施细则（截至 3.20）.....	10
图表 15： 2012-2024 年全国防水材料产量及增速.....	11
图表 16： 2002-2024 年全国陶瓷砖产量及增速.....	11
图表 17： 2011-2024 年全国建筑涂料产量及增速.....	11
图表 18： 立邦对中国建筑涂料结构的判断.....	11
图表 19： 2000-2023 年美国建筑涂料产量.....	11
图表 20： 2021 年美国建筑涂料下游结构.....	11



图表 21： 2006-2024 年美国建筑涂料、美国瓷砖、欧盟人造板、欧盟瓷砖产销量对比..... 12

图表 22： 相关标的估值..... 12



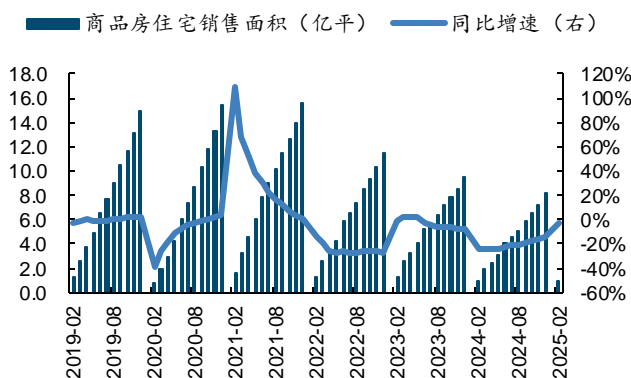
一、二手房成交热度延续

（一）年初以来二手房成交热度延续，新房同比表现回暖

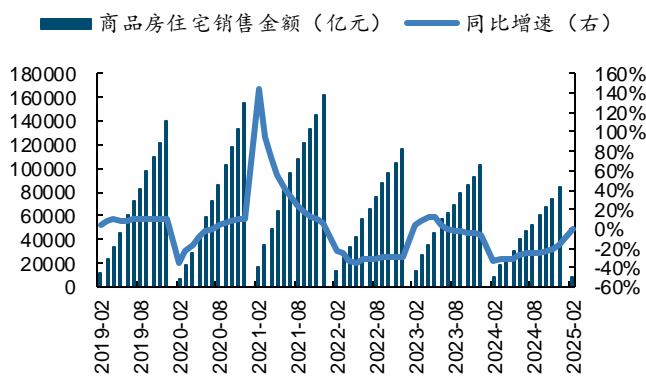
1-2月新建商品住宅销售降幅显著收窄，政策助力成效初显。根据国家统计局数据，2025年1-2月，全国新建商品住宅销售面积为9207万平方米，同比-3.4%。这一降幅相较于2024年全年大幅收窄10.7pct（2022-2024年同比增速分别为-27%、-8%、-14%），新建商品住宅销售金额为9160亿元，同比-0.4%，降幅较2024年全年收窄17.2pct（2022-2024年同比增速分别为-28%、-6%、-18%）。2025年政府工作报告首次将“稳住楼市股市”纳入总体要求，彰显了中央稳定楼市的坚定决心。在此背景下，政策持续发力推动房地产市场止跌回稳，年初销售金额走势优于销售面积，一定程度上反映房价企稳回升的态势。

二手房成交表现活跃，高频数据显示3月新房市场回暖。从地产销售的高频数据来看，根据ifind统计，47城新房销售最新一周（3.17-3.23）为479万平方米，环比+34.6%，同比+15.7%，3月初至今累计同比+16.4%，年初至今累计同比+7.8%，3月新房市场交易延续企稳态势，尤其是一二线城市交易规模同比持续上升；22城二手房成交最新一周（3.17-3.23）为314万平方米，环比-1.8%，同比+22.8%。3月初至今累计同比+38.4%，年初至今累计同比+34.2%，二手房市场表现活跃、热度维持较高，“小阳春”行情持续性较强。从同时披露一二手房高频成交数据的19个城市来看，最新一周（3.17-3.23）19城一二手房合计成交552万平方米，环比+9.7%，同比+15.1%，年初至今累计同比+19.4%，样本城市一二手房销售总量呈现同比增长态势。

图表1：2019-2025年商品住宅累计销售面积及增速



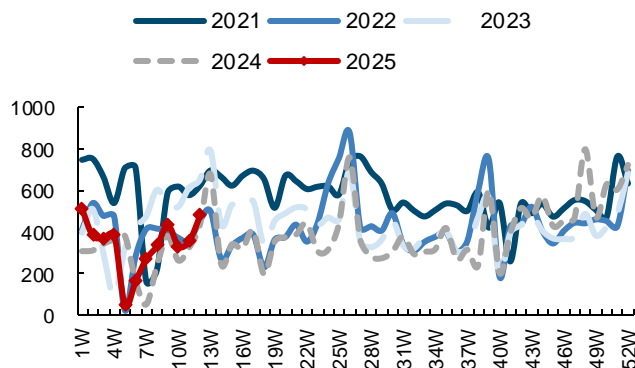
图表2：2019-2025年商品住宅累计销售金额及增速



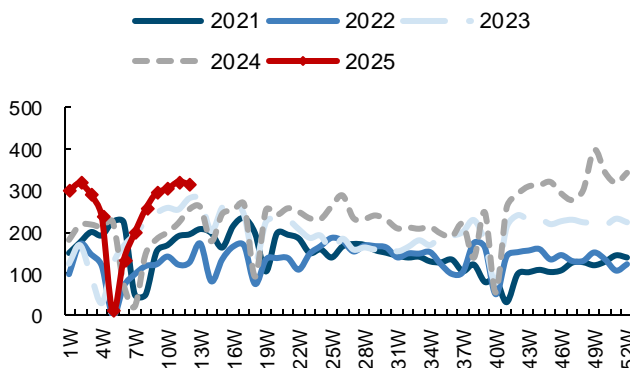
来源：国家统计局、国金证券研究所

来源：国家统计局、国金证券研究所

图表3：2021-2025年47城新房成交面积（万方）



图表4：2021-2025年22城二手房成交面积（万方）

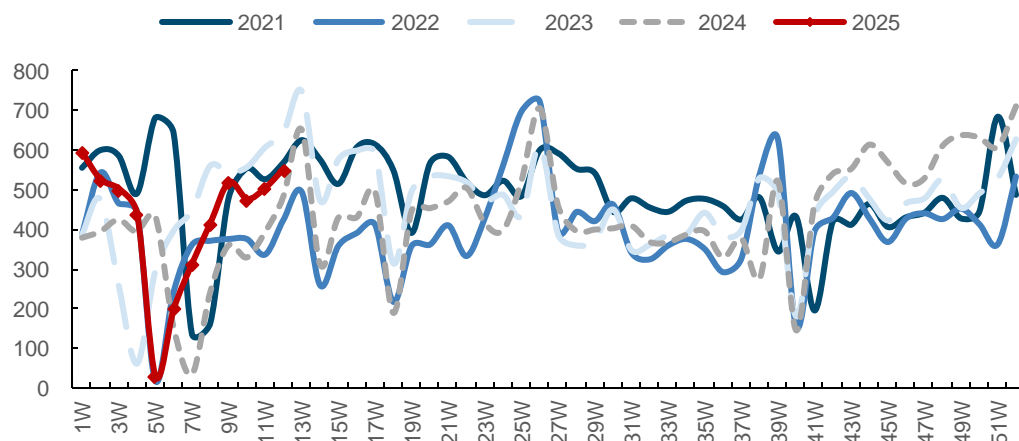


来源：ifind、国金证券研究所

来源：ifind、国金证券研究所



图表5：2021-2025 年 19 城新房+二手房合计成交面积（万方）



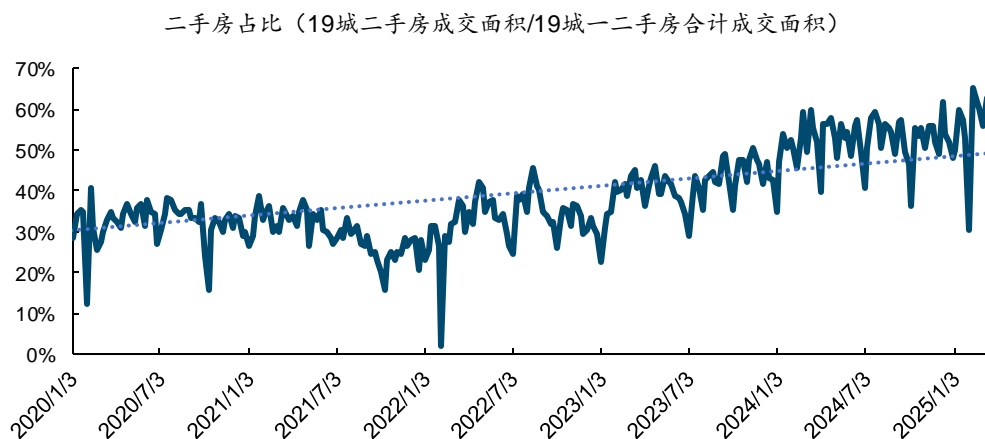
来源：ifind、国金证券研究所

（二）二手房成交占比持续提升，或带动销售总量恢复性增长

住建部虽未定期披露全国二手房成交占比数据，但在 2023-2024 中国经济年会上，曾公布相关时点数据。2023 年 1-11 月，全国二手房成交量和新建商品房销售面积较 2022 年同期增长 6.9%，二手房交易量占全部房屋交易量的比重达 37.1%，创历史新高。彼时，全国已有 7 个省和直辖市二手住宅交易量超过新建商品住宅交易量，房屋交易结构发生显著变化，二手房交易逐渐替代部分新房交易。根据国家统计局，2023 年全国新建商品住宅销售面积为 9.5 亿平方米，同比-8.2%，结合上述二手房成交占比，贝壳研究院估算，2023 年全国新房和二手房销售面积约 15.1 亿平方米，同比+6.3%，其中二手房成交面积约 5.7 亿平方米，同比+44%。

从样本城市的数据来看，2023 年 22 城二手房成交面积同比+46%，这一数据与住建部公布的时点数据相近，在同时披露一二手房高频成交数据的 19 个城市中，2023 年二手房成交占比达到 41%，由于这些样本主要是高能级城市，所以其二手房成交占比略高于住建部的数据，但这并不影响样本城市作为参考，能大致反映全国市场的趋势。2024 年，19 城二手房成交占比提升至 52.6%，2025 年初至今进一步升至 56.2%，提升趋势明显。从总量角度分析，2023 年新房和二手房交易总量增长，2024 年 19 城一二手房合计成交面积同比-4%，但其中 22 城二手房成交面积同比+20%，这表明购房总需求并未大幅减少，只是在特定市场环境下，需求从新房市场转向二手房市场。刚需客户更多流向二手房市场，新房市场则持续向改善及高端住房需求转变，二手房对新房形成了一定的替代效应。

图表6：2020-2025 年 19 城二手房成交占比



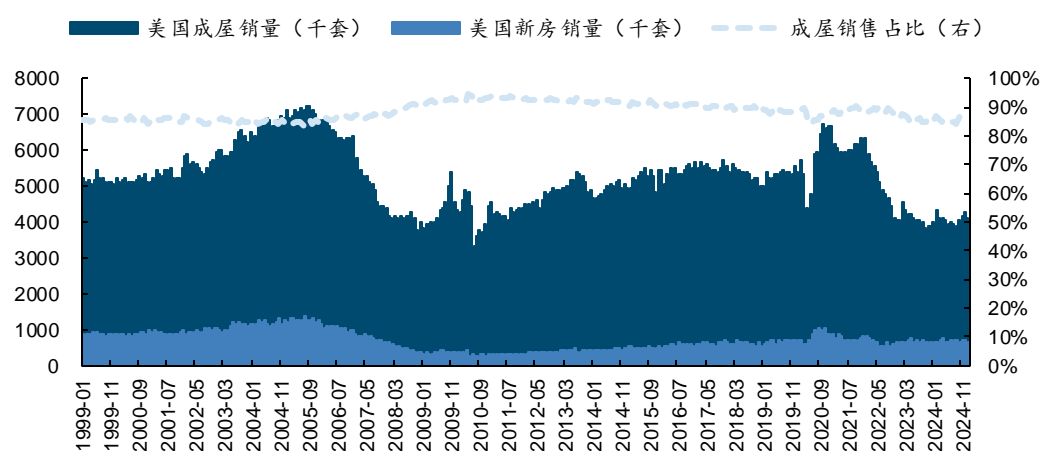
来源：ifind、国金证券研究所



成熟经济体普遍呈现以存量房交易为主导的市场特征。美国的商品房市场起步时间早，二手房交易业务发展成熟，较早就迈入了存量房时代，根据 Wind 和易居研究院的数据，自 1999 年起，美国成屋销售占比一直维持在 85% 以上。同样地，英国、新加坡、法国、澳大利亚、中国香港等其他发达国家和地区，二手房成交占比也长期保持在 70% 以上。与这些成熟市场相比，当前中国二手房成交占比仍存在较大的提升空间。

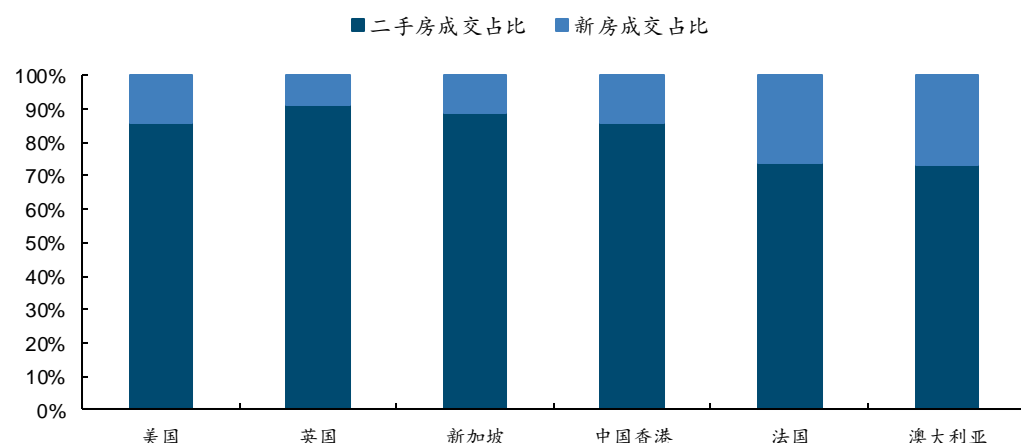
以 2023 年全国新房和二手房 15.1 亿平方米的成交总量作为参考，若二手房成交占比提升至 70% 以上，在成交总量不变的情况下，新房销售量将降至 4.5 亿平方米以下，相较于 2024 年的 8.1 亿平方米再大幅下滑 44% 以上，较 2021 年峰值的 15.7 亿平方米累计下滑 71% 以上。以 4.5 亿平方米作为新房销售量的长期中枢值，我们认为是偏低的。从这个角度看，在二手房成交占比逐步提升的进程中，中国新房和二手房的成交总量有望实现修复性增长。

图表7：1999 年以来美国成屋和新房销量（季调折年数）



来源：美国人口普查局、全美房地产经纪人协会、Wind、国金证券研究所

图表8：部分发达国家或地区二手房成交占比



来源：易居研究院、上海市房地产经济行业协会、国金证券研究所



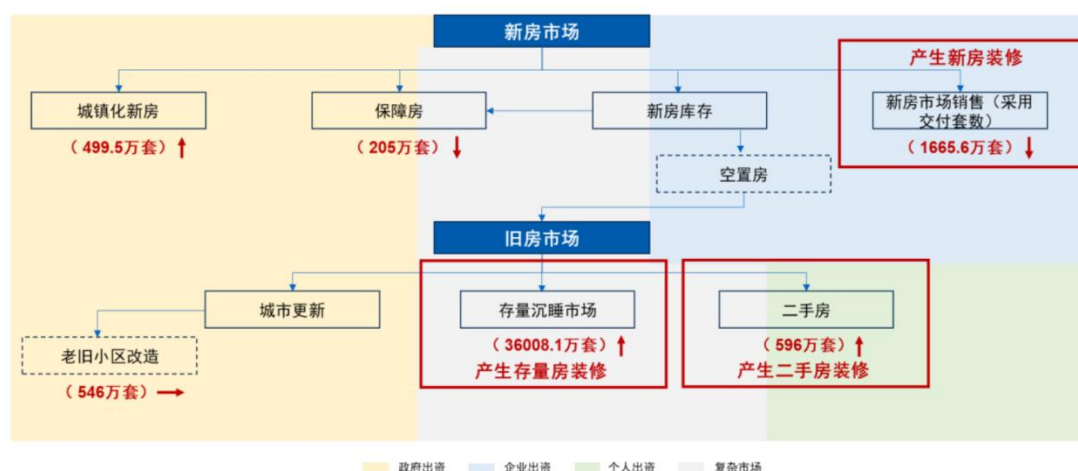
二、家装市场重心转移，向存量、翻新要空间

（一）旧房装修占比超过新房装修，家装市场存量时代到来

根据奥维云网发布的《2024 年中国家装市场蓝皮书》，中国城镇住宅由新房市场与旧房市场两部分构成。新房市场细分为城镇化新房、保障房、新建房销售等；旧房市场则涵盖城市更新（如老旧小区改造）、存量沉睡市场、二手房销售等领域。从家装市场的底层逻辑来看，家庭装修需求主要来源于新建房的首次装修、存量房的翻新改造，以及二手房交易后的二次装修。这三大板块构成了家装市场需求的主要驱动力，反映出不同房屋类型在不同阶段所产生的多样化装修需求。

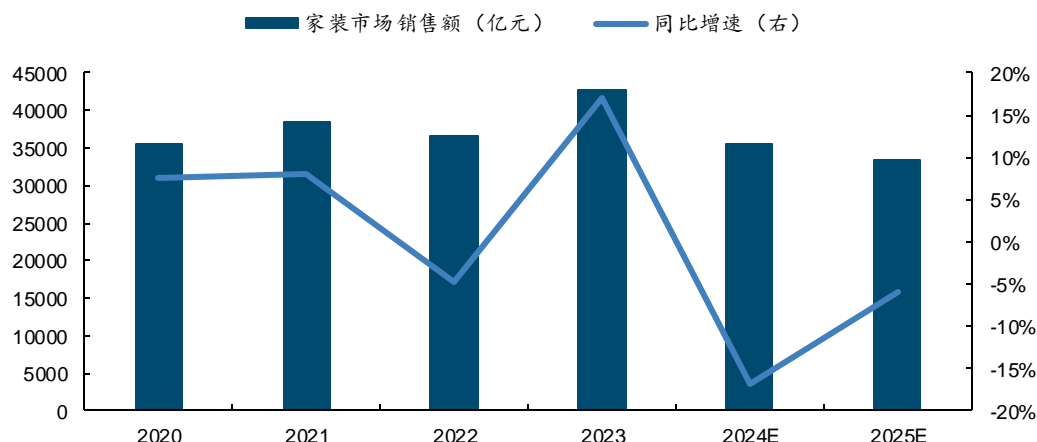
根据奥维云网的测算，2024 年中国家装市场规模预计为 3.6 万亿元，同比-16.8%。随着政策对市场的激活效果逐步显现，企业营销策略不断深化，以及消费信心的持续恢复，市场规模降幅有望进一步收窄。奥维云网预测，2025 年家装市场销售额将同比-5.9%，规模约为 3.3 万亿元。从套数规模来看，2024 年中国家装市场覆盖各类住宅总计 1941 万套，其中新房、存量房、二手房的占比保持 4: 4: 2 的结构，具体数据为，新房装修住宅 723 万套，存量房装修住宅 778 万套，二手房装修住宅 440 万套。

图表9：2023 年中国城镇住宅结构



来源：奥维云网、国金证券研究所

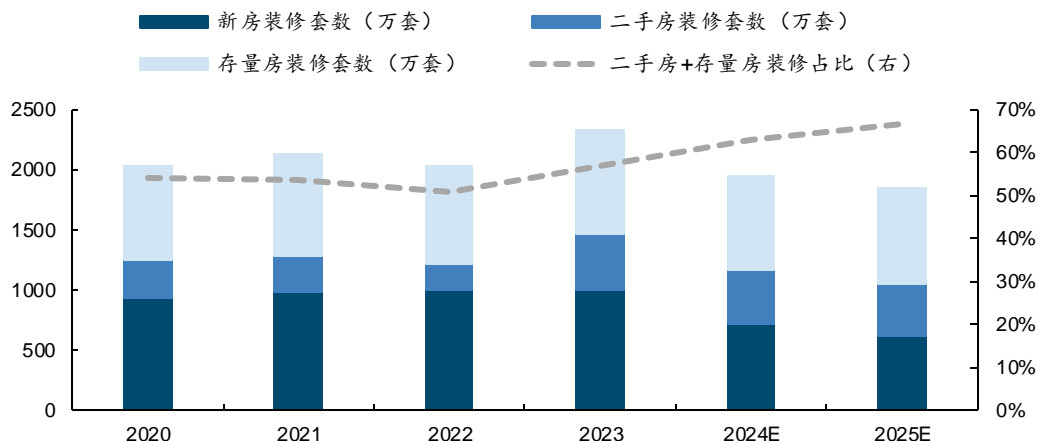
图表10：2020-2025 年家装市场销售额及同比增速



来源：奥维云网、国金证券研究所



图表11: 2020-2025 年家装市场结构

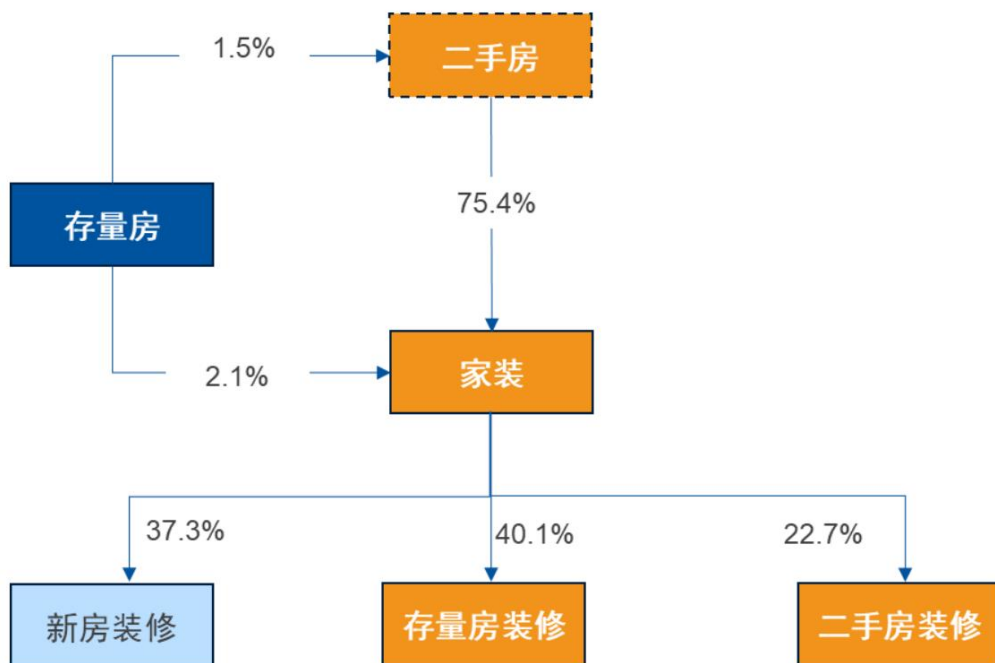


来源: 奥维云网、国金证券研究所

随着一二线城市率先步入以旧房装修为主导的发展阶段, 存量房所驱动的流程转化, 正逐步成为左右未来家装市场走向的关键因素。根据奥维云网的测算, 以 2024 年的市场情况来看, 存量房中有大约 1.5% 会转化为二手房进入销售环节, 值得注意的是, 并非所有二手房交易后都会进行装修, 在实际产生交易的二手房流量里, 约 75.4% 的客户会进一步转化为家装客户; 此外, 存量房还有约 2.1% 的流量, 无需经由二手房销售这一环节, 便直接转化为家装客源。

综合前文对新房和二手房成交情况的分析, 一方面, 从长远的时间跨度来看, 新房销售虽有波动, 但其中枢仍会维持一定体量, 这意味着存量房屋数量将持续增长。另一方面, 二手房成交占比呈现显著的上升趋势, 直接带动装修需求的上扬。根据奥维云网 2024 年的测算数据, 旧房装修 (存量房装修+二手房装修) 在家装市场中的占比已达到 63%, 家装市场存量时代逐步到来, 未来存量房在家装市场中的影响力还将持续扩大。

图表12: 2024 年家装市场流量转化关系



来源: 奥维云网、国金证券研究所

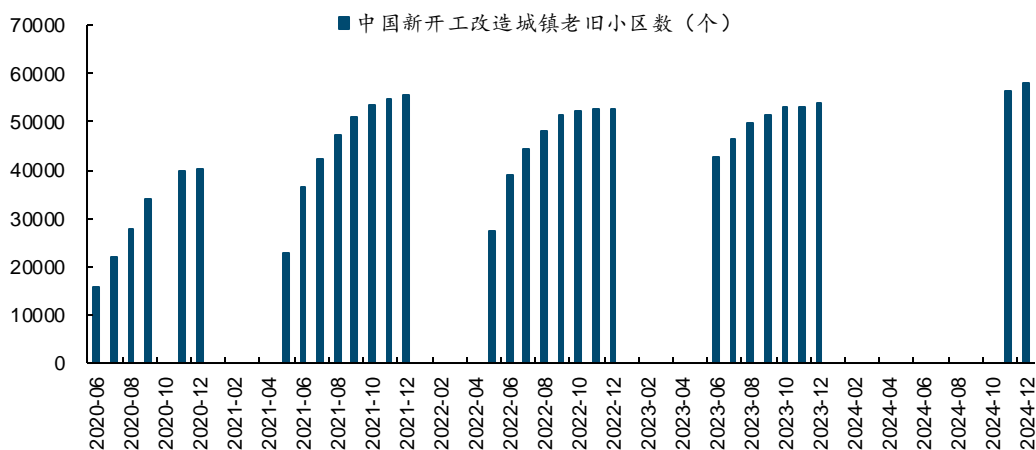


（二）政策端深挖翻新需求潜力，聚焦城市更新改造和家装厨卫焕新

政策聚焦老旧小区和城中村改造，深度挖掘城市更新中的消费潜力。2025年3月8日，全国政协委员、三棵树涂料股份有限公司董事长兼总裁洪杰在两会期间提出建议：明确对一定楼龄老旧房屋进行定期强制体检和维修的制度安排；加快构建老旧房屋养老与维修体系，有助于发掘房屋维修改造市场的消费潜力；出台相关行政法规条例，明确对一定楼龄老旧房屋进行定期强制体检和维修的制度安排。据住房城乡建设部科技与产业化发展中心数据，截至2022年底，我国城镇既有房屋中，建成年份超30年的占比接近20%，这些房屋已步入设计使用年限的中后期。预计到2040年前后，这一比例将攀升至近80%。随着时间推移，老旧房屋的安全隐患问题愈发受到社会各界关注。

2025年3月9日，十四届全国人大三次会议举行记者会，住房和城乡建设部部长倪虹表示，将实施一批惠民生、促发展、防风险的更新项目，其中，在民生项目方面，将着力抓三件事：一是把2000年以前建成的城市老旧小区都要纳入城市更新的改造范围，因地制宜实施改造，也鼓励地方探索居民自主更新改造老旧住宅；二是城中村改造，现在范围已经扩大到全国地级及以上城市，要在去年新增100万套基础上，再继续扩大改造规模；三是大力推进完整社区建设，重点是聚焦“一老一小”，完善无障碍适老化配套设施，政府托育服务设施、儿童活动场地。从2019年中央部署实施城市更新以来，全国已累计开工改造城镇老旧小区近28万个，惠及1.2亿群众，其中2024年全国新开工改造城镇老旧小区5.8万个，超额完成5.4万个的年度目标任务。

图表13：2020-2024年中国新开工改造城镇老旧小区数



来源：住建部、Wind、国金证券研究所

家装厨卫“焕新”提振零售端旧房装修和局改需求。2024年3月，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，方案提到通过政府支持、企业让利等多种方式，支持居民开展旧房装修、厨卫等局部改造，持续推进居家适老化改造，积极培育智能家居等新型消费；2024年7月，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，文件提及各地区要重点支持旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置；2025年1月，国家发展改革委、财政部印发《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，再度提及积极支持家装消费品换新，并加大对个人消费者在开展旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造过程中购置所用物品和材料的补贴力度。同月，商务部等6部门办公厅发布《关于做好2025年家装厨卫“焕新”工作的通知》，明确补贴内容，补贴品类以装修材料、卫生洁具、家具照明、智能家居、居家适老化改造产品等五大类为主。

相较于2024年，2025年家装厨卫“焕新”政策进一步优化升级，补贴范围显著拓宽，补贴品类大幅增加。今年，政策明确将家装建材产品纳入补贴范畴，并为各地开展家装厨卫“焕新”行动明确了资金来源。这一举措有效解决了2024年因资金渠道不明确，导致仅部分地区开展家装厨卫“焕新”补贴的问题。从已出台家装厨卫“焕新”实施细则的省份来看，各地充分结合自身产业特色、居民消费偏好以及实际实施条件，自主确定了各大类下的具体补贴品类。总体而言，各省市纳入补贴的家装建材品类较去年实现了大幅度扩充，众多家装建材产品参与到补贴活动中。其中，瓷砖、地板、门、窗、涂料、吊顶等品类在各省市的补贴清单中较为常见。我们认为，相关品类需求有望得到提振。


图表14：2025年已发布的各省市家装厨卫“焕新”实施细则（截至3.20）

省市	发布时间	装修建材相关的家装厨卫“焕新”补贴品类
海南	2025/1/18	智能产品、家具、木地板、 瓷砖 、洁具、定制整体橱柜、门窗、门锁、 乳胶漆 、灯具、窗帘、吊顶等12类
山西	2025/1/20	瓷砖 、地板、石材、 壁纸壁布 、 涂料 、门、门锁、窗、吊顶等40类
云南	2025/1/20	家装包括 瓷砖 、木地板、门、淋浴房、浴缸、床、床垫、沙发、柜子、桌椅等10小类
贵州	2025/1/21	成品门、成品窗、 地板瓷砖 、吊顶灯、沙发、茶几、电视柜、餐桌等18类
新疆	2025/1/22	坐便器、浴缸、淋浴器、门、智能门锁、 瓷砖 、地板、成品窗、集成吊顶、 墙纸（布） 、洗手池、水龙头等12小类
安徽	2025/1/23	淋浴器、浴霸、浴室柜、浴缸、电视柜、茶几、餐桌、学习桌、灯具、智能门锁等16类
重庆	2025/1/24	装修材料大类包括厨卫吊顶、门、窗、 瓷砖 、地板、暖气片等6小类
西藏	2025/1/24	建材大类包括 地板（含地垫） 、家用安全门（含木门）、灯具等3小类
甘肃	2025/1/24	床（含床垫）、沙发（含茶几）、桌椅、洗拖一体机（含扫地机器人）等4类
江西	2025/1/27	装修建材大类包括 饰面砖 、地板、板材、 墙纸 、集成吊顶、 涂料 、门窗等7小类
上海	2025/1/28	装修建材大类包括水槽、防盗门、 涂料 、 瓷砖 、地板、木门、成品窗、吊顶、水管理系统、全屋定制柜等10小类
河北	2025/2/5	成品家具、定制家具、卫浴洁具、门窗、智能锁、热交换、家纺等7类
吉林	2025/2/5	装修材料大类包括门、窗、 瓷砖 、地板、吊顶、 壁纸壁布 、 涂料 等7小类
福建	2025/2/7	装修材料大类包括水暖五金、竹木地板、 家装涂料（含粉料、胶品及防水涂料） 、 瓷砖 等4小类
内蒙古	2025/2/14	装修材料大类包括木地板、 瓷砖 、暖气片、 乳胶漆 、 壁纸 、集成吊顶、集成墙板、石材、门、窗等10小类
湖南	2025/2/19	装修材料大类包括 瓷砖 、地板、无醛板材、门窗、 涂料 等5小类
浙江	2025/2/20	饰面砖 、板材、集成吊顶、门窗、定制柜、卫生洁具、 墙纸（布） 、 涂料 等8类
青海	2025/2/24	基础装修包括地板、 瓷砖 、板材、门、窗、厨卫吊顶、 墙面装饰材料（含乳胶漆、壁纸、墙布） 等7小类
山东	2025/2/25	装修材料大类包括门、窗、地暖管或散热器、分集水器、木地板、 瓷砖 、 乳胶漆 、 壁纸 、淋浴房、定制板材等10小类
广东	2025/2/26	成品门窗、 涂料 、 瓷砖 、石材、木质地板、板材、家具、灯具、卫浴洁具、洗手槽、窗帘、门锁、晾衣架、开关等15类
江苏	2025/2/27	饰面砖 、地板、 墙板 、集成吊顶、套装门、家装成品窗、整体柜、淋浴房、洁具等9类
四川	2025/3/5	装修材料大类包括成品门窗、木地板、 瓷砖石材 、 涂料 等4小类
宁夏	2025/3/5	装修材料大类包括 饰面砖 、地板、集成吊顶、套装门、套装窗、 墙面装饰材料（含踢脚线） 、窗帘等7小类
深圳	2025/3/7	旧房装修与厨卫改造包括 瓷砖 、 涂料 、家具、节能灯具、卫浴洁具等品类
陕西	2025/3/7	马桶、浴缸、淋浴器、台盆、沙发、床品等13类
广西	2025/3/10	装修材料大类包括 瓷砖 、木地板、成品门、窗、 涂料 、下水管道及开关、线缆管道及开关等7小类

来源：各省市人民政府、各省市商务厅、各省市住建厅、国金证券研究所

（三）消费建材翻新需求占比持续提升，中长期规模有望保持稳定

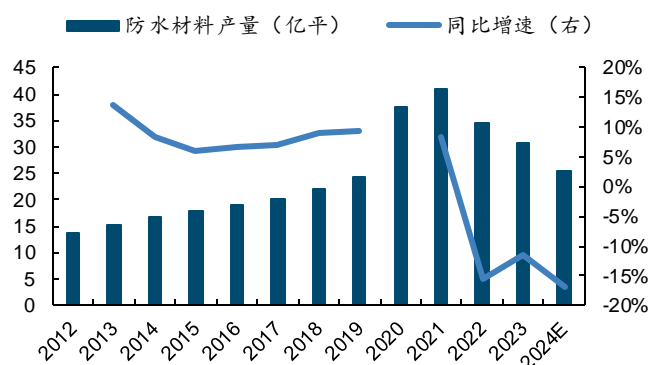
随着房地产行业进入下行周期，2021年以来国内消费建材各品类的需求普遍承压。根据国家统计局，2024年商品房开工面积、销售面积和竣工面积分别较2021年累计下降63%、46%和27%。就细分消费建材产品而言，我们以防水、涂料、瓷砖为例，根据中国建筑防水协会、中国涂料工业协会和中国建筑卫生陶瓷协会的统计，2024年全国防水材料产量、建筑涂料产量和陶瓷砖产量分别较2021年累计下降38%、24%和37%，其中建筑陶瓷行业由于长期产能过剩，2024年产量较2016年的历史峰值已累计下降50%。由于当前国内建材需求仍以新建为主，因此各品类需求受地产下行影响较大。以涂料为例，2023年立邦在中期战略规划中曾对中国建筑涂料结构做出判断，2024年国内建筑涂料新建需求占比约60%，预计到2030年左右翻新需求会达到近50%，届时将转变为翻新需求占主导。

海外成熟市场经验来看，翻新主导使得消费建材长期需求更稳定。2020年美国新宅开工数量为2005年（次贷危机前高点）的67%，但2020年建筑涂料产量是2005年的113%、已经超过历史峰值，2021年美国瓷砖消费量也恢复至2006年历史峰值的94%；以2015年为基准（根据OECD，基准值=100），2021年欧盟住宅许可证指数为131，仅为2004年历史峰值393的33%，但2021年欧盟人造板产量是2004年的117%、已经超过2007年的历史峰值，2021年欧盟瓷砖消费量也恢复至2007年历史峰值的84%。即使是进入存量阶段的市场，不可避免仍会受到经济周期的波动（例如次贷危机和近几年的高利率环境），但依靠稳定的重涂需求（根据宣伟，2021年美国建筑涂料翻新需求占到83%），能够平滑一部分周期波动，且随着存量房数量和房屋年龄的持续增长，重涂需求也能够稳定增长。不



同消费建材品类在需求稳定性上存在差异，这种差异来自消费属性、功能属性、翻新频次等的不同，但总体来看都体现了较强的长期需求韧性。

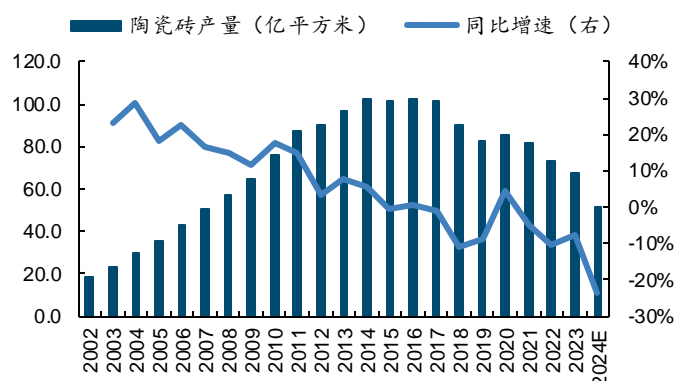
图表15：2012-2024 年全国防水材料产量及增速



来源：中国建筑防水协会、智研咨询、国金证券研究所

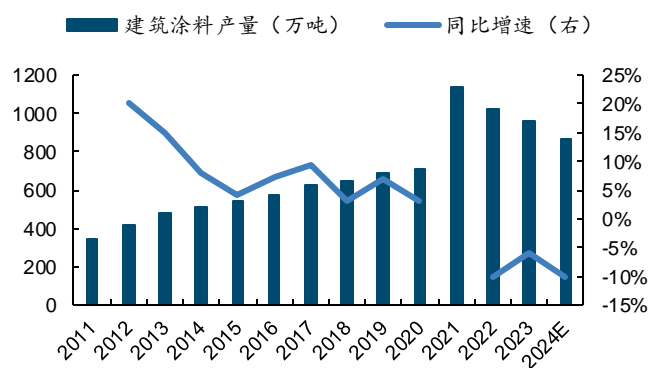
注：2020 年统计口径发生调整

图表16：2002-2024 年全国陶瓷砖产量及增速



来源：中国建筑卫生陶瓷协会、陶业要闻、国金证券研究所

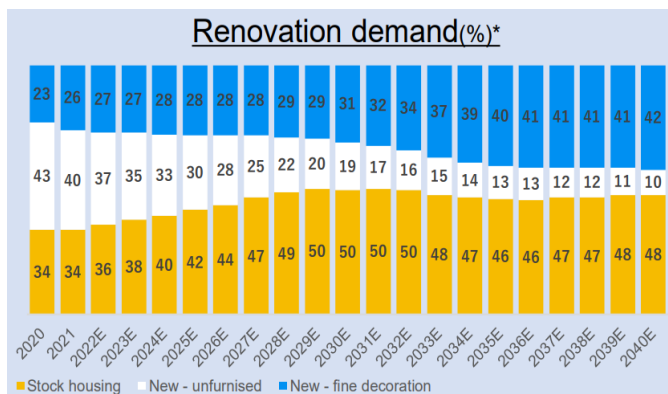
图表17：2011-2024 年全国建筑涂料产量及增速



来源：中国涂料工业协会、《2023 年建筑涂料市场回顾及 2024 年发展展望》、涂界、国金证券研究所

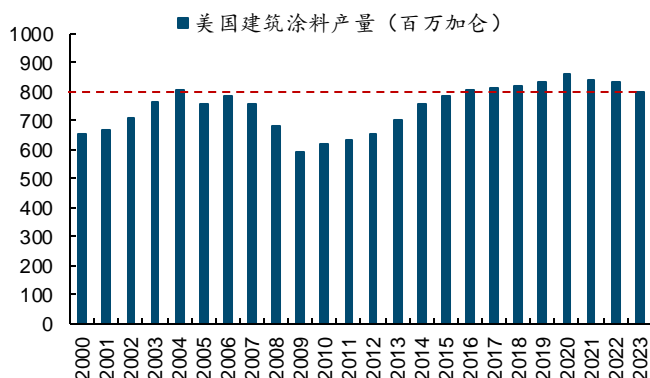
注：2021 年统计口径发生调整

图表18：立邦对中国建筑涂料结构的判断



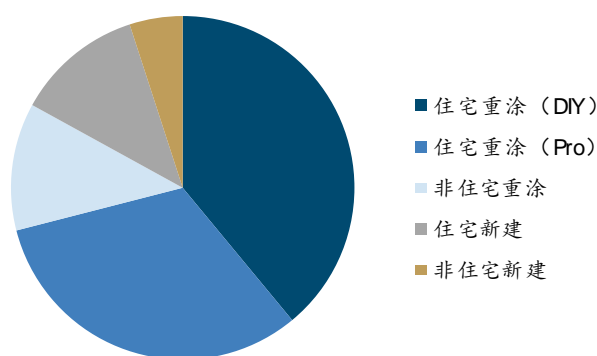
来源：立邦中期战略、国金证券研究所

图表19：2000-2023 年美国建筑涂料产量



来源：宣伟官网、国金证券研究所

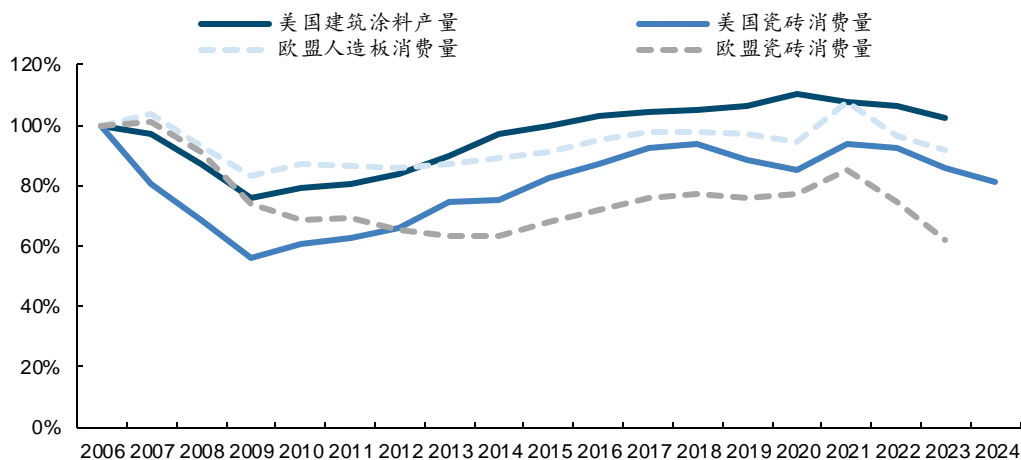
图表20：2021 年美国建筑涂料下游结构



来源：宣伟官网、国金证券研究所



图表21：2006-2024 年美国建筑涂料、美国瓷砖、欧盟人造板、欧盟瓷砖产销量对比



来源：宣伟官网、FAO、Ceramic World Review、国金证券研究所

注：2005-2007 年欧盟瓷砖消费量数据为我们根据主要样本国增速的倒推值

三、持续推荐零售端消费建材

自 2022 年 4 月中央政治局会议着重强调“刚性和改善性”住房需求后，商品房定位稳步向居住功能属性回归。历经近 4 年的市场纠偏与下行调整，土地出让金、新房销售面积以及新开工面积等关键指标均呈现出较大幅度的累计下滑态势。当前，房地产政策正全力推动市场止跌回稳。值得注意的是，购房总需求并未出现显著减少，在当前特定的市场环境下，需求结构发生了明显转变，购房需求从新房市场逐步向二手房市场转移，今年以来，二手房交易活跃度已超过新房市场。

随着家装市场存量时代的逐步来临，未来存量房在家装市场中的影响力将持续增强，这一变化促使消费建材各品类的需求主导因素，由新建需求逐步转变为翻新需求。步入存量阶段的市场，虽仍难以避免受到经济周期波动的影响，但凭借相对稳定的翻新需求，能够在一定程度上缓冲周期波动带来的冲击。而且，随着存量房数量的持续增加以及房屋使用年限的增长，翻新需求有望保持稳定增长的趋势。继续推荐涂料龙头【三棵树】，关注零售端占比高或者零售转型顺利的消费建材公司【伟星新材】【兔宝宝】【北新建材】【东方雨虹】【东鹏控股】【箭牌家居】。

图表22：相关标的估值

	最新收盘价（元）	EPS（元/股）					PE（倍）		
	2025.3.24	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
三棵树	52.02	0.88	0.33	0.70	1.62	2.29	74.13	32.13	22.68
兔宝宝	10.93	0.58	0.84	0.72	0.94	1.11	15.18	11.59	9.87
伟星新材	12.19	0.82	0.90	0.61	0.78	0.89	19.98	15.59	13.77
北新建材	29.05	1.86	2.09	2.16	2.77	3.19	13.46	10.49	9.12
东方雨虹	13.63	0.85	0.91	0.04	0.77	1.03	313.33	17.75	13.20
东鹏控股	6.29	0.17	0.61	0.37	0.44	0.51	16.83	14.27	12.29
箭牌家居	8.16	0.67	0.44	0.17	0.30	0.37	47.75	27.54	21.94

来源：Wind、国金证券研究所

注：三棵树采用国金建材预测数据，其余采用 Wind 一致预期，兔宝宝、伟星新材已出业绩快报，东方雨虹、北新建材已出年报，2024 年业绩采用实际数据



四、风险提示

地产销售不及预期。若商品房销售复苏持续疲软、二手房市场后续交易动能衰减，则家装总量还会阶段性承压，销售数据作为地产链前瞻指标，其持续低迷会引发连锁反应。

政策落地不及预期。当前市场对房地产支持政策、城市更新改造政策和家装厨卫焕新政策等有一定的预期，但存在政策力度、节奏与执行效果的不确定性。若政策落地不及预期，需求总量可能面临进一步下滑风险。

消费建材需求结构调整不及预期。存量房翻新需求是行业未来共识，但其结构变化受多重因素制约，比如服务标准化程度、消费者翻新意愿、房龄结构变化、所处经济周期等，都可能延缓从新建向存量转换的进程。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究