

建筑材料

2026年02月13日

科顺股份

(300737)

——提价先锋，行业格局改善，公司蓄势待发

报告原因：首次覆盖

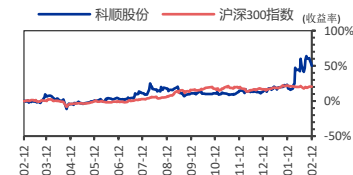
增持 (首次评级)

市场数据:	2026年02月12日
收盘价(元)	7.10
一年内最高/最低(元)	8.17/4.17
市净率	1.7
股息率%(分红/股价)	4.93
流通A股市值(百万元)	6,297
上证指数/深证成指	4,134.02/14,283.00

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2025年09月30日
每股净资产(元)	4.06
资产负债率%	69.17
总股本/流通A股(百万)	1,110/887
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

任杰 A0230522070003
renjie@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
郝子禹 A0230524060003
haozy2@swsresearch.com

研究支持

郝子禹 A0230524060003
haozy2@swsresearch.com

联系人

郝子禹 A0230524060003
haozy2@swsresearch.com

投资要点:

- **公司蓄势待发，弹性可期。**公司成立于1996年，专注于提供建筑防水综合解决方案，业务涉及工建防水、民用建材、建筑和家庭修缮、减隔震、土工防渗、光伏能源、建筑涂料、管道、自清洁涂层、保温材料等多个领域。2021年之前，公司营收与利润处于增长区间，2021年之后，行业持续承压，公司致力于收入结构的深度重塑，非房业务及海外收入占比大幅上升，报表的现金质量、公司的资产质量均有所改善。我们看好行业格局修复，公司提价意愿较强，盈利弹性或逐步体现。
- **行业五年变革，蓄势待发。**以5年维度，防水行业在需求结构、行业格局、企业意愿等多个方面已有重要变化。**1.需求端有三大变化:**非房场景的重要性大幅提升、二手房交易占比大幅上升、存量翻新的重要性有望提升。**2.行业出清程度或领先于地产链其他环节:**1)2021年及之前防水行业收入与地产集采高度相关，且防水企业账期较长；2)2022年开始防水企业进行了持续且剧烈的价格战；3)防水行业资产属性相对较轻；防水行业集中度持续改善。3.政策支持对地产、城市更新均积极表态，后续或加大支持力度。
- **盈利复苏，弹性可期。**毛利率改善幅度领先行业。2025年上半年公司防水业务毛利率恢复到28.2%，较2024年改善4.1pct；而友商防水材料业务毛利率并未见显著改善，公司的利润率改善主要由于公司自身的产品结构调整与成本的降低。未来公司收入结构将进一步调整，零售、海外收入占比将持续提高，市政基建等场景需求占比有望提升，地产占公司收入比重进一步下降。格局改善带来提价预期，政策支持或带来需求恢复，公司提价意愿较强，有望充分受益。
- **投资分析意见:**公司估值低于可比公司平均水平。我们以同为消费建材的三家上市公司为可比公司，可比公司PE中枢为26、19、16倍。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为-4.13、4.95、6.40亿元，公司2025年亏损，PE为负数并不可比，2026-2027年估值分别为16、12倍。公司估值低于可比公司，我们首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示:**市场需求恢复不及预期，行业竞争仍然激烈，成本上涨的风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6,829	4,703	6,222	6,670	7,156
同比增长率(%)	-14.0	-8.4	-8.9	7.2	7.3
归母净利润(百万元)	44	20	-413	495	640
同比增长率(%)	-	-84.1	-1,037.2	-	29.3
每股收益(元/股)	0.04	0.02	-0.37	0.45	0.58
毛利率(%)	21.8	24.3	24.5	28.1	29.7
ROE(%)	0.9	0.4	-10.5	11.4	13.3
市盈率	179	-	-19	16	12

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予公司“增持”评级。我们以同为消费建材的三家上市公司为可比公司，可比公司 PE 中枢为 26、19、16 倍。分别为我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-4.13、4.95、6.40 亿元，公司 2025 年亏损，PE 为负数并不可比，2026-2027 年估值分别为 16、12 倍。公司估值低于可比公司，我们首次覆盖，给予公司“增持”评级。

关键假设点

我们以行业整体需求稳中有所修复，公司收入有所增长，格局改善带来价格修复，公司控本降费实现利润率提升作总体假设，以此预测公司 2025-2027 年营收与归母净利润。其中，2025 年公司已发布业绩预告，2026-2027 年修复弹性较大。我们预计公司 2025-2027 年分别实现营收 62.2、66.7、71.6 亿元，分别同比-8.9%、+7.2%、+7.3%。我们预期公司 2025-2027 年防水卷材收入 30.3、34.5、38.9 亿元，分别同比下降 14.7%、增长 13.7%、增长 12.8%，毛利率分别为 23.2%、26.9%、28.7%；防水涂料收入 16.9、18.1、19.3 亿元，分别同比下降 5.4%、增长 7.1%、增长 6.7%，毛利率分别为 34.2%、38.6%、39.2%。

有别于大众的认识

市场认为防水行业需求仍然难以恢复，行业乃至公司盈利仍将持续回落或磨底。但我们认为：**防水行业的格局改善幅度在整个地产链都较为突出，伴随政策支持以及翻新需求的自然增长，行业有望迎来较大盈利弹性，公司或将充分受益。**

股价表现的催化剂

格局改善带动行业价格修复，推动盈利提升；二手房成交持续活跃带动装修需求，城市更新推动市政防水需求提升；公司需求结构调整，内部降本增效实现。

核心假设风险

市场需求恢复不及预期，行业竞争仍然激烈，成本上涨的风险。

目录

1. 30 年风雨，科顺股份蓄势待发	6
1.1 30 年防水技术积淀，新征程再出发	6
1.2 2021 年后承压回落，2026 年轻装上阵	8
2. 防水行业深刻变化，蓄势待发	11
2.1 需求结构变迁，存量市场或成核心引擎	11
2.2 行业深度出清，竞争格局持续优化	14
2.3 政策表态积极，城市更新或是“十五五”重要工作方向	18
3. 公司底部盘整，深蹲起跳	20
3.1 收入结构深度重塑	20
3.2 报表质量持续改善	21
3.3 团队稳定质量提升	23
4. 盈利预测与估值	24
4.1 盈利预测	24
4.2 可比公司估值	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1: 科顺股份深耕防水行业 30 年, 迈向高质量发展新阶段.....	6
图 2: 公司股权结构较为集中, 治理稳定 (截至 2025 年三季度)	7
图 3: 2021 年后公司利润承压回落 (亿元)	8
图 4: 2021 年是公司营收的分水岭 (亿元)	8
图 5: 防水涂料对营收贡献提升.....	9
图 6: 防水涂料毛利率水平相对较高.....	9
图 7: 盈利能力触底回升, 正逐渐修复	9
图 8: 还原后, 公司业绩在 2022 年 Q3 后底部震荡 (亿元, 单季度)	10
图 9: 公司收现比中枢稳中有升 (单季度)	10
图 10: 公司应收账款及票据规模有所下降 (亿元)	10
图 11: 二手房成交占比从 38% 上升至 66%	12
图 12: 近年现房成交占比持续上升	12
图 13: 防水材料产量快速下降 (万平)	15
图 14: 防水行业价格指数累积降幅较大	15
图 15: 防水企业三强营收累积下降 20.9% (百万元)	15
图 16: 房地产占防水需求比重较高 (2022 年)	15
图 17: 2021 年后防水行业毛利率回落较多 (%)	15
图 18: 2017-2020 年公司地产收入占比 80%	20
图 19: 公司计划未来几年零售&海外合计占比 50%	20
图 20: 各公司毛利率改善幅度领先于行业 (%)	21
图 21: 经营现金流修复态势明确, 资金质量进一步改善	22
图 22: 公司在手现金持续增长 (亿元)	22
图 23: 公司现金收入比持续改善.....	22
图 24: 公司流动比率与速动比率持续在 1 以上.....	23
表 1: 科顺股份主要产品系列及应用场景.....	7
表 2: 2023-2024 年公司主要产品产能情况	8
表 3: 科顺股份重要的非房工程项目梳理.....	11
表: 中国的存量房屋进一步老化	

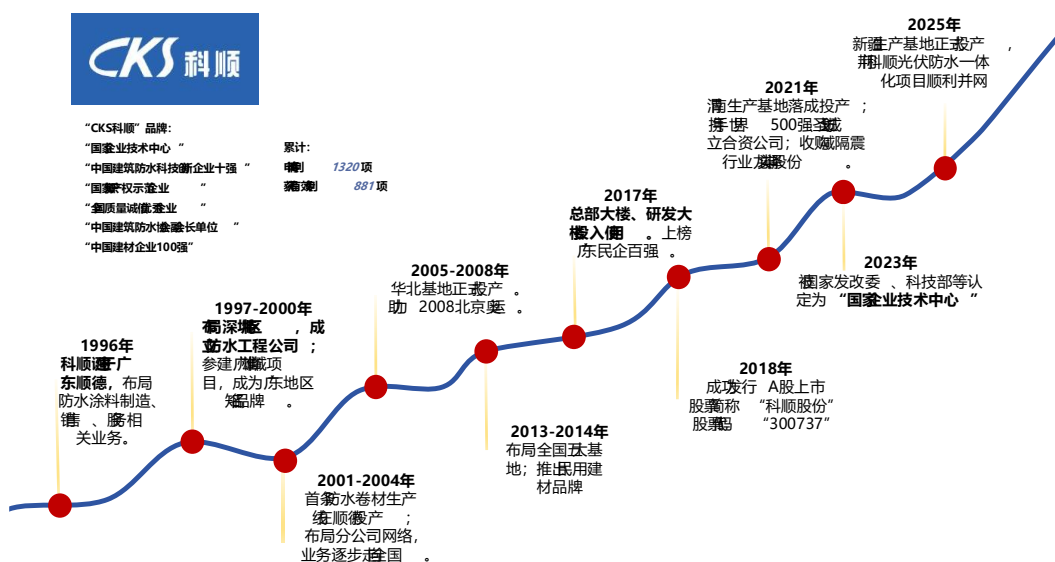
表 5: 防水行业资产轻, 2021 年时账期相对较长.....	16
表 6: 近期部分公司涨价函内容.....	17
表 7: 1 月 2 日住建部发文强调房地产重要性.....	18
表 8: 中央城市工作会议着重强调城市更新内容	18
表 9: 《求是》杂志连续多篇文章介绍城市更新相关内容	19
表 10: 公司分产品营收与毛利率预测.....	24
表 11: 可比公司 PE 估值.....	25

1. 30 年风雨，科顺股份蓄势待发

1.1 30 年防水技术积淀，新征程再出发

公司是建筑防水行业的头部企业。公司成立于 1996 年，专注于提供建筑防水综合解决方案，业务涉及工建防水、民用建材、建筑和家庭修缮、减隔震、土工防渗、光伏能源、建筑涂料、管道、自清洁涂层、保温材料等多个领域。目前，科顺防水产品及解决方案已参与了北京大兴国际机场、港珠澳大桥、锦屏极深地下空间隧道等国家级重大工程。公司坚持技术驱动，获得了“国家企业技术中心”认定。截至 2025 年中报，累计申请专利 1320 项，拥有有效专利 881 项，主导或参与制定超过 100 项国家、行业及团体标准。

图 1：科顺股份深耕防水行业 30 年，迈向高质量发展新阶段

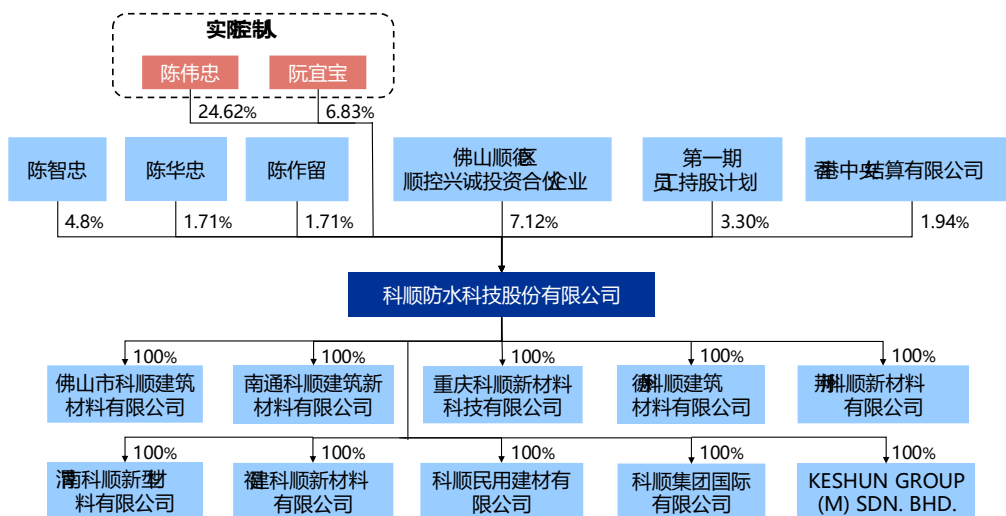


资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

公司股权结构较为集中，治理稳定。截至 2025 年三季报，实际控制人陈伟忠、阮宜宝夫妇合计直接持有公司 31.45% 的股权，其中陈伟忠直接持有 24.62%，阮宜宝直接持有 6.83%，一致行动人陈智忠、陈华忠、陈作留合计直接持有公司 8.22% 的股权，控制权稳固。2024 年 5 月陈伟忠等一致行动人合计转让 6.71% 股份于顺控兴诚，顺控兴诚成为公司第二大股东。顺控兴诚为顺德区国资委实控企业，持股后进一步增强了公司的股东实力。

公司主要全资子公司包括佛山市科顺建筑材料有限公司、南通科顺建筑新材料有限公司、重庆科顺新材料科技有限公司等，覆盖华南、华东、西南等核心区域生产基地；子公司科顺民用建材有限公司负责民用防水业务，科顺集团国际有限公司负责海外市场拓展，可实现全国化产能布局与海内外市场协同，强化产业链一体化能力。

图 2：公司股权结构较为集中，治理稳定（截至 2025 年三季度报）



资料来源：万得，公司公告，申万宏源研究

公司产品涵盖工程防水材料民用建材建筑修缮服务减隔震产品及土工防渗材料，同步拓展光伏能源配套防水解决方案。公司业务核心聚焦工程防水与民用建材两大领域，工程防水含防水卷材、防水涂料等细分品类，民用建材覆盖家装防水涂料、美缝剂等系列，应用于市政基建、住宅地产、家居装修等多场景。公司打造品牌矩阵，依托数字化生产基地与全域经销点，与头部企业长期合作，形成“研发制造+全渠道覆盖+生态协同”格局，提供一站式防水及建材综合解决方案。

表 1：科顺股份主要产品系列及应用场景

业务类别	产品系列	应用场景
工程防水	沥青防水卷材	工业、民用建筑地下防水工程及非外露防水工程
	高分子防水卷材	金属屋面、混凝土屋面等以及地下空间的防水工程
	TPF 塑钢瓦	新建外露金属屋面，翻新金属屋面
	丁基系列防水卷材	各种工业与民用建筑的屋面以及地下防水、防潮工程
	沥青基防水涂料	工业与民用建筑地下工程和混凝土屋面工程防水。
	聚氨酯防水涂料	地下工程、屋面工程、室内工程防水
民用建材	水性涂料	适合厨房、卫生间等长期浸水的环境使用
	干粉材料	室内普通瓷砖、釉面砖、瓷片等瓷砖粘贴
	填缝材料	室内各种墙地瓷砖的美缝装饰
	石膏材料	适用于室内砌块墙面、混凝土墙面、水泥抹灰墙面
建筑修缮	灌浆材料	有一定形变的非结构裂缝的防渗处理
	堵漏材料	明水渗漏情况及背水面快速封堵
家庭修缮	科顺美家系统	防水修缮、墙面刷新、全屋美缝、局部改造
减震隔震	建筑结构隔震	高烈度地区的学校医院等重点项目、酒厂及储罐项目

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司已形成覆盖全国的产能布局。截至 2024 年底，公司在广东佛山、江苏昆山、辽宁鞍山等全国多地拥有十余个核心生产基地，具备卷材年产能近 3.2 亿平方米、涂料年产能约 50 万吨，并同步配套高分子材料、干粉砂浆等产品线。部分基地还生产沥青瓦、化学灌浆料等特色产品。公司的产能网络高效支撑工程防水、民用建材等多品类的区域交付需求，为市场拓展奠定了坚实的产能基础。

公司着力推进渠道体系全面升级，公司强调“深耕本土、共赢共生”核心战略，通过深化区域扁平化管理，释放一线市场自主决策活力，强化属地化资源整合与快速响应能力；以“精准下沉”拓展县域市场，构建“产品+服务+生态”立体化网络，联合本土伙伴打造差异化竞争力。

表 2：2023-2024 年公司主要产品产能情况

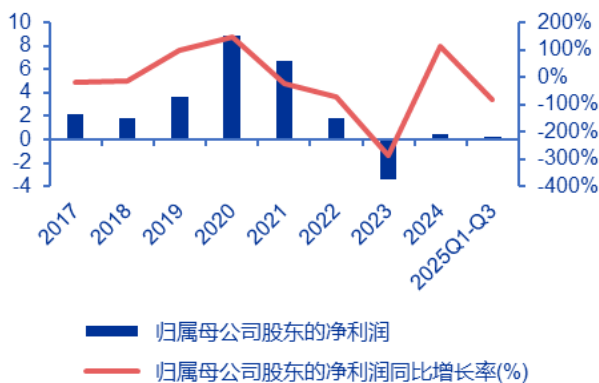
产品	项目	2023 年	2024 年
防水卷材	年产能 (万平方米)	30900.00	31700.00
	产量合计 (万平方米)	29176.08	26649.47
防水涂料	年产能 (万吨)	56.55	50.00
	产量合计 (万吨)	56.89	68.57

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 2021 年后承压回落，2026 年轻装上阵

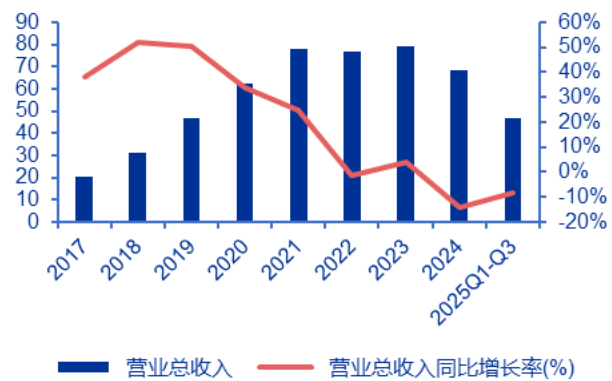
2021 年高速增长，2021 年后深度调整蓄势待发。在 2017 至 2021 年的行业景气周期中，公司实现营收从 20.39 亿元增长至 77.71 亿元，年均复合增长率达 40%；归母净利润从 2.18 亿元提升至 6.72 亿元，复合增长率为 33%。2022 年起行业进入深度调整期，公司业绩随之承压。2024 年公司营收维持在 68.29 亿元的行业中游规模，2025 年前三季度营收为 47.03 亿元，同比降幅已呈收窄趋势；2021 年后公司利润端由于价格战、减值等因素承压回落。

图 3：2021 年后公司利润承压回落 (亿元)



资料来源：万得，申万宏源研究

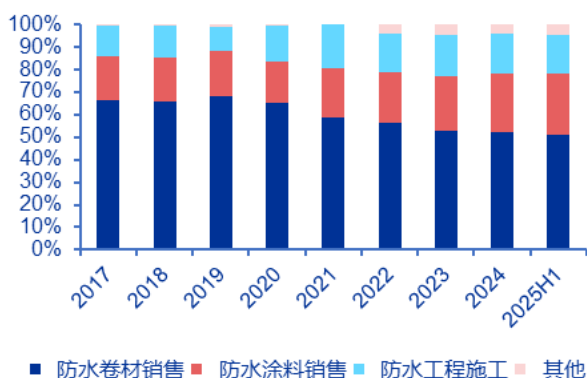
图 4：2021 年是公司营收的分水岭 (亿元)



资料来源：万得，申万宏源研究

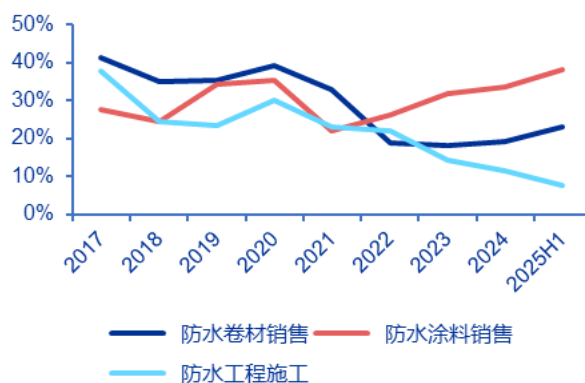
营收结构重心向高毛利品类倾斜。根据 2025 年公司中报，公司防水卷材销售 / 防水涂料销售 / 防水工程施工/其他业务收入占比分别为 51.11%/27.10%/17.31%/4.49%。从占比来看，2017 年防水涂料业务对应占比为 19.62%，目前已提升至 27.10%；从营收金额来看，2017 年至 2024 年，防水涂料销售收入由 4 亿元上升至 17.87 亿元，增长约 4.5 倍，对公司营收贡献显著提升。同时，2025 年上半年防水涂料业务毛利率达 38.15%，显著高于防水卷材的 22.89%与防水工程施工的 7.67%，体现公司业务重心正从高毛利品类转移的趋势。

图 5：防水涂料对营收贡献提升



资料来源：万得，申万宏源研究

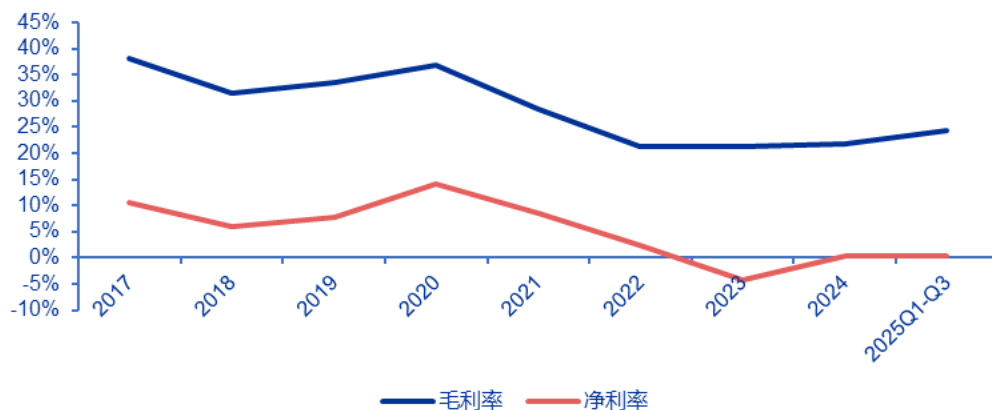
图 6：防水涂料毛利率水平相对较高



资料来源：万得，申万宏源研究

盈利能力受行业周期冲击后逐步筑底修复。公司毛利率和净利率经历大幅波动后呈现温和改善迹象。2025 年前三季度，公司销售毛利率为 24.33%，净利率为 0.26%，相较于 2024 年的 21.77%和 0.46%，毛利率有所回升但净利率仍处低位，这一表现主要源于地产行业持续下行、下游需求疲软及成本端压力的综合影响。在 2023 年毛利率 21.17%与净利率-4.31%触及阶段性低谷后，公司毛利率呈现温和回升态势，反映出产品结构优化及成本管控的初步成效，但净利率受减值计提、费用刚性等因素拖累修复偏缓。结合公司高毛利防水涂料品类倾斜的业务调整，后续随着行业需求回暖，盈利能力有望逐步改善。

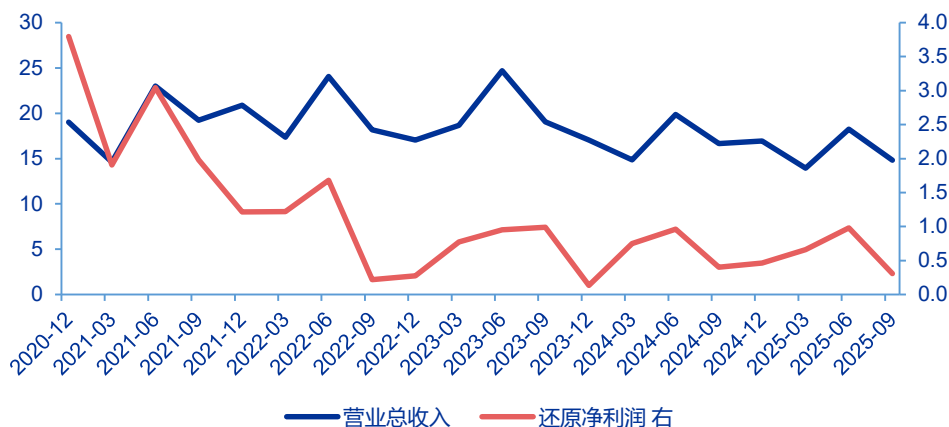
图 7：盈利能力触底回升，正逐渐修复



资料来源：万得，申万宏源研究

还原净利润底部震荡。近年公司资产与信用减值规模相对较大，我们采用测算的还原减值后的净利润，跟踪公司真实利润。实际上公司单季度业绩在 2022 年 Q3 触底后底部震荡，但公司的现金流质量与资产质量正逐步改善。

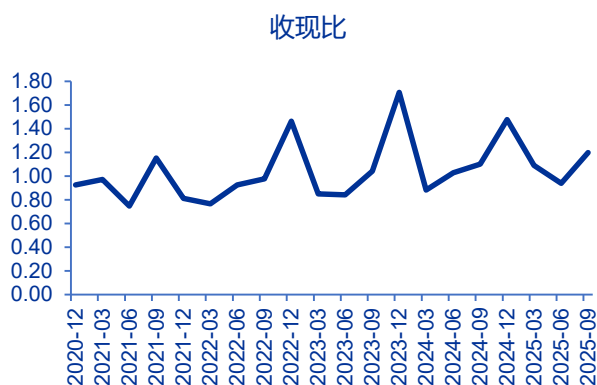
图 8：还原后，公司业绩在 2022 年 Q3 后底部震荡（亿元，单季度）



资料来源：万得，申万宏源研究

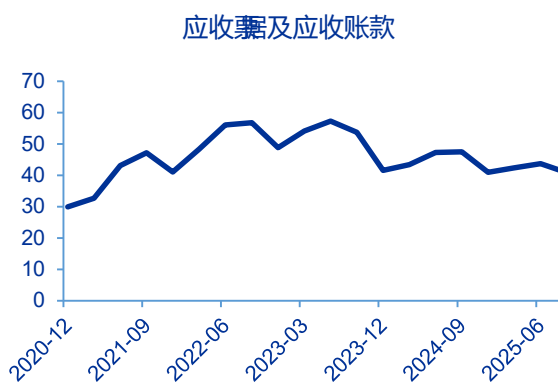
收现比中枢上升，应收账款规模下降。在市场下行阶段，公司主动调整经营策略，加强现金流管理，提高经销零售等占比，收紧账期，公司收现比中枢稳中有升。与之一对应，截至 2025 年三季度，公司账面应收账款及票据规模为 40.8 亿元，较 2024 年三季度同期下降 6.7 亿元，较 2023 年中报下降 16.4 亿元，公司资产质量有所改善。

图 9：公司收现比中枢稳中有升（单季度）



资料来源：万得，申万宏源研究

图 10：公司应收账款及票据规模有所下降（亿元）



资料来源：万得，申万宏源研究

2025 年进一步计提减值，2026 年轻装上阵。根据公司业绩预告，2025 年预计实现归母净亏损 3.8 亿-5.7 亿元，扣非归母净亏损 4.6-6.9 亿元。其中，2025 年公司预计计提信用和资产减值损失 7.5 亿元左右，减值计提后，公司的资产质量进一步提升，2026 年公司有望实现轻装上阵。

2. 防水行业深刻变化，蓄势待发

应当以更加积极的视角看待防水行业。2021年以来，防水板块的压力已不用更多赘述，但经过5年的调整，无论是宏观的需求结构、行业的供给格局、公司的经营策略、政策的支持风向市场的风险偏好等均已发生了较显著的变化，我们认为，应当以更加积极的视角看待防水行业。

2.1 需求结构变迁，存量市场或成核心引擎

防水行业需求结构有三大变化：非房场景的重要性大幅提升、二手房交易占比大幅上升、存量翻新的重要性有望提升。

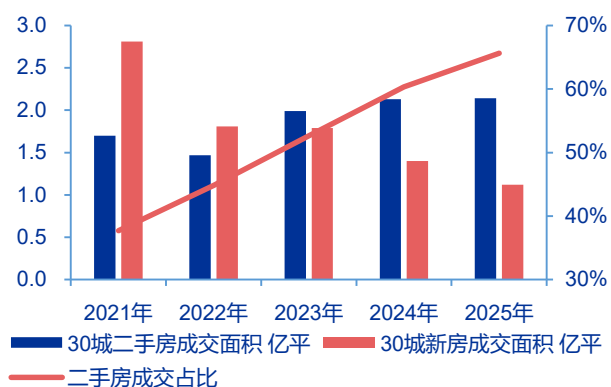
非房场景的需求重要性大幅提升。房地产是防水重要需求来源，但各类市政基建、工商业建筑、轨道交通、机场、核电、光伏屋面、工业厂房、综合管廊、旧房改造场景在地产下行阶段支撑起了防水材料的需求规模。

表 3：科顺股份重要的非房工程项目梳理

业务领域	经典案例
市政基建	国家游泳中心（水立方）、国家会议中心、国家体育馆、港珠澳大桥、广核、文昌发射基地、深中通道
工商业建筑	华为云数据中心、深圳机器人智能制造产业园、滁州卷烟厂、毕节市粮食产业园、淮安市盱眙养殖场
轨道交通	深中通道、和田至若羌铁路、上海地铁、天府机场高速、无锡太湖隧道
机场	北京大兴机场、海口美兰国际机场、深圳机场
核电、水利设施	大亚湾核电站、三澳核电站、汉中市江北区域城市供水工程
光伏屋面	东方锅炉屋顶分布式光伏发电工程、安徽广德科技产业园光伏 TPO 项目
综合管廊	中法生态城管廊项目、肇庆新区地下综合管廊、新疆东电力管廊项目
旧房改造	上海许浦村精细化管理改造 汕头桥岛棚户区改造 长沙八一桥片区城镇老旧小区改造

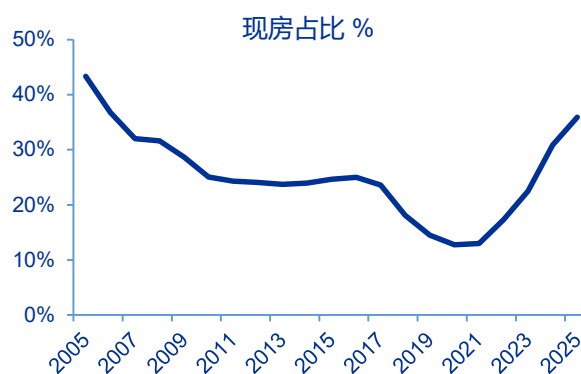
资料来源：公司公告，申万宏源研究

二手房成交持续活跃，现房销售占比大幅上升。实际上，2021年以来二手房成交仍然保持相对景气势头。根据克尔瑞，2021年30城二手房成交面积1.7亿平，2025年增加至2.1亿平。对应的，30城二手房成交面积占比由2021年37.7%增加至65.6%，比重已超过新房。与之对照的，统计局披露的现房成交占比也由2021年13%增加至2025年36%，且上升势头不减。

图 11：二手房成交占比从 38% 上升至 66%


资料来源：克尔瑞，申万宏源研究

备注：左轴是面积，右轴是占比

图 12：近年现房成交占比持续上升


资料来源：万得，申万宏源研究

房屋年龄进一步老化，翻新周期或即将到来。 房龄的老化是翻新装修的重要原因之一。

根据 2020 年第七次全国人口普查，在当时的我国住房结构中，2000 年后建成的房屋占比 68.7%，2010 年以后建成的房屋占比 36.7%，我们以此测算当时中国住宅房屋的平均房龄约为 16 年。以此推算，到 2025 年，当时已建成的房屋房龄进一步增加 5 年，平均房龄已增加至 21 年左右。

表 4： 中国的存量房屋进一步老化

城镇口径	2000 年前建成	2000-2010 年建成	2010 年后建成	平均楼龄 (年)	平均楼龄 (年)
2020 年七普数据	20 年楼龄以上	10-20 年楼龄	10 年以内楼龄	2020 年	2025 年
全国	31.30%	32.00%	36.70%	16.0	21.0
北京	39.80%	33.90%	26.30%	18.3	23.0
天津	39.60%	27.30%	33.10%	17.6	22.0
河北	34.50%	28.40%	37.10%	16.5	21.2
山西	32.40%	29.80%	37.80%	16.1	21.0
内蒙古	23.80%	32.70%	43.50%	14.2	19.7
辽宁	38.20%	30.40%	31.40%	17.6	22.2
吉林	27.90%	32.10%	40.00%	15.2	20.4
黑龙江	32.60%	25.90%	41.50%	15.7	20.4
上海	47.60%	30.90%	21.50%	20.0	24.2
江苏	32.10%	33.50%	34.40%	16.4	21.4
浙江	35.00%	32.90%	32.10%	17.0	21.9
安徽	24.80%	32.50%	42.70%	14.5	19.8
福建	33.20%	34.60%	32.20%	16.8	21.8
江西	26.30%	35.50%	38.20%	15.1	20.6
山东	32.50%	30.00%	37.50%	16.1	21.0
河南	29.40%	31.40%	39.20%	15.5	20.6
湖北	31.80%	30.60%	37.60%	16.0	21.0
湖南	33.50%	32.10%	34.40%	16.6	21.5
广东	35.30%	36.70%	28.00%	17.5	22.6
广西	27.10%	32.30%	40.60%	15.0	20.3
海南	30.10%	27.50%	42.40%	15.3	20.1
重庆	21.40%	35.90%	42.70%	13.9	19.7
四川	26.10%	33.30%	40.60%	14.9	20.2
贵州	21.90%	30.10%	48.00%	13.5	18.9
云南	27.10%	28.10%	44.80%	14.6	19.6
西藏	14.10%	35.00%	50.90%	12.0	18.1
陕西	25.40%	31.20%	43.40%	14.5	19.8
甘肃	27.10%	30.90%	42.00%	14.9	20.1
青海	18.20%	27.10%	54.70%	12.3	17.7
宁夏	16.10%	33.60%	50.30%	12.4	18.3
新疆	20.00%	29.70%	50.30%	13.0	18.5

资料来源：第七次人口普查公报，申万宏源研究

房屋老化或促修缮翻新需求集中释放。 房屋老化导致居住体验变差，局部视角下，渗漏是房屋老化的主要表现之一，因渗透导致的防水材料局部维护、修缮与房屋年龄正相关。而整体视角上，人们对改善居住环境、提升居住体验的诉求从不停止。房价的波动使得新房价格下降，翻新是改善居住条件的另一种方式，房屋老化也会催生全屋翻新的需求。

渗漏是建筑工程的通病之首，修缮市场空间较大。 早在 2013 年，中国建筑防水协会发布的《2013 年全国建筑渗漏状况调查项目报告》显示，国内主要城市建筑屋面渗漏率高达 95.33%。与此同时，57.51% 的地下建筑存在不同程度渗漏，37.48% 的住户受到房屋渗漏的困扰，造成的经济损失不可估量。过去防水工程造价占工程总造价的比重约 1%，造价占比低，工程防水设计存在缺陷、工人职业技能相对偏低等问题普遍存在。防水修缮市场空间较大。

渗漏是好房子建设要着重解决的三大问题之一。 住房和城乡建设部党组书记、部长倪虹在发言及答记者问中表示，在调研中发现，隔音、串味、渗漏开裂成人民群众住房困扰前三名，好房子要先解决这些问题。防水材料的重要性进一步凸显。

2023 年 4 月开始执行《建筑与市政工程防水通用规范》，通过工程防水类别和工程防水使用环境重新明确工程防水等级，明确了材料工程要求指标，提高了防水材料耐久性、可靠性、环保安全，提升了防水设防要求，增加了防水道数和厚度等设防措施和设计、施工、验收、检测等要求，全面提升工程防水质量。

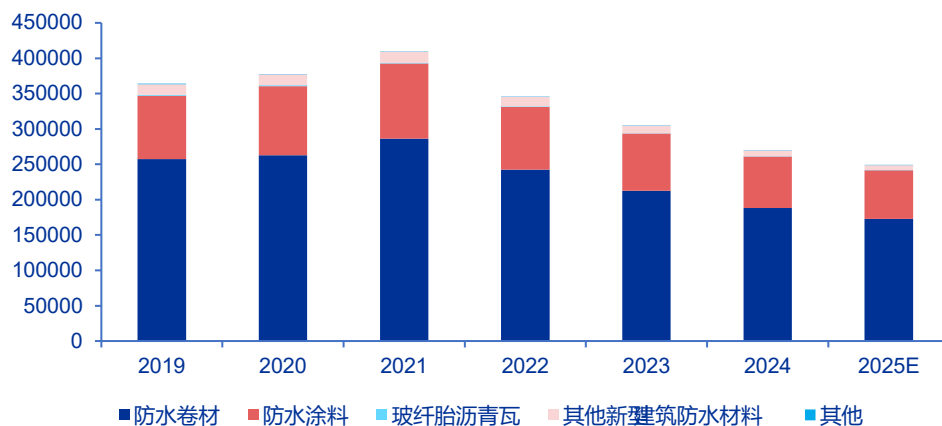
本质上，装修属于大额低频可选消费。 装修需求与人们的收入预期高度相关，在收入预期相对弱的时候，人们倾向于延迟装修，而收入预期改善时，装修需求则会释放。防水材料作为做基础又必须的材料，有望受益于翻新需求的释放。

2.2 行业深度出清，竞争格局持续优化

防水行业出清程度或领先地产链。 2021 年-2025 年地产新开工、竣工、施工面积均持续承压；其中新开工累积下降近 70.5%，竣工面积累积下降 40.5%，销售面积、销售金额分别累积下降 50.9% 与 53.9%，施工面积累积下降 32.3%。在此持续压力下，地产链多个板块面临市场空间收缩、价格战、中小企业出清，其中防水板块出清、集中度提升幅度更为突出。

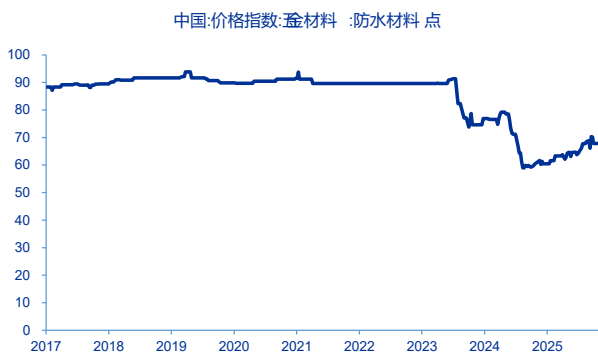
头部三家企业防水收入降幅远低于行业整体。 根据中国建筑防水行业协会及万得数据，我们测算 2021-2025 年防水卷材产量累积下降约 39%，价格指数累积下降约 29%，以此计算行业市场空间已下降超过 50%。而头部三家企业东方雨虹、科顺股份、北新建材的防水业务收入在 2021-2024 年合计下降 20.9%，行业三强的市占率快速提升。

图 13: 防水材料产量快速下降 (万平)



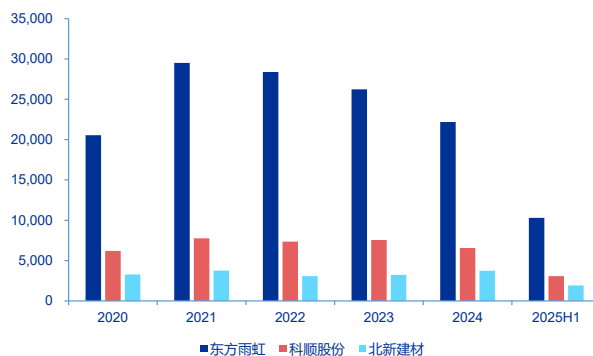
资料来源: 中国建筑防水协会, 申万宏源研究

图 14: 防水行业价格指数累积降幅较大



资料来源: 万得, 申万宏源研究

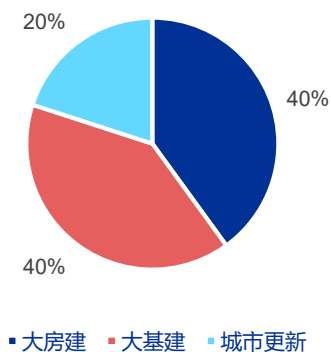
图 15: 防水企业三强营收累积下降 20.9% (百万元)



资料来源: 万得, 申万宏源研究

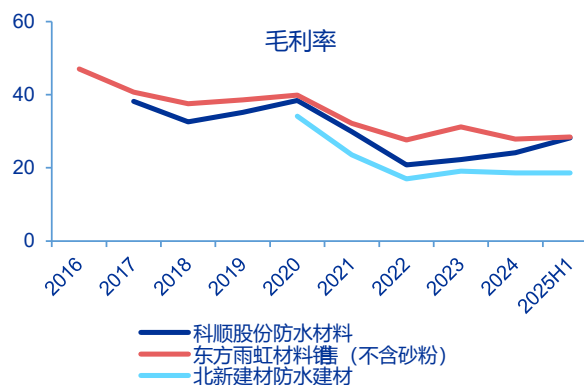
防水行业出清更为迅速, 集中度提升幅度更为明确。主因三大原因。1) 2021 年及之前防水行业收入与地产集采高度相关, 且防水企业账期较长; 2) 2022 年开始防水企业进行持续且剧烈的价格战; 3) 防水行业资产属性相对较轻, 固定资产占总资产的比重相对较低, 单位固定资产对应营收相对较高。

图 16: 房地产占防水需求比重较高 (2022 年)



资料来源: 中国建筑防水协会, 申万宏源研究

图 17: 2021 年后防水行业毛利率回落较多 (%)



资料来源: 万得, 申万宏源研究

表 5：防水行业资产轻，2021 年时账期相对较长

分类	固定资产占总资产	单位固定资产对应营收	2021 年 Q3 应收账款周转天数
科顺股份 防水	17.0%	2.9	152.9
东方雨虹 防水	24.3%	2.6	101.3
凯伦股份 防水	26.3%	1.8	171.1
三棵树 涂料	33.0%	2.6	111.3
蒙娜丽莎 瓷砖	39.6%	1.5	61.3
华新建材 水泥	40.9%	1.2	12.3
旗滨集团 玻璃	52.8%	0.9	5.4
中国巨石 玻纤	64.2%	0.5	40.5
公牛集团 小家电	15.7%	5.2	5.0
火星人 集成灶	36.9%	1.5	14.0
小熊电器 小家电	21.2%	3.6	13.8

资料来源：万得，申万宏源研究

防水行业的集中度改善是长期性的。资产属性较轻，投产与关闭产能门槛都相对较低，但防水行业中，渠道与品牌的重要性远大于产能。防水本身属于“容易生产但难以赚”的产品，赚非常依赖经销商，也非常依靠公司持续经营的品牌价值。企业一旦在此阶段退出产能、退出经销商、品牌价值大幅下降；若后续行业需求恢复，盈利改善，重启工厂易，再进渠道难。行业已远非 20 年前行业野蛮生长、格局分散的发展阶段，格局一旦确立，或将逐步集中，而难再破坏。

集中度大幅提升优化竞争格局，价格弹性进入释放期。我们看好因价格战压制的产品价值逐步回归，行业整体价格中枢具备向上修复的空间，需求恢复与价格回升形成正循环，推动行业盈利水平从底部持续改善。

头部企业主导的竞争格局基本成型，为价格弹性释放奠定核心基础。随着中小产能加速退出市场供给端无序扩张的压力显著缓解，头部企业在产能、渠道、品牌的优势持续巩固，对市场定价的主导权大幅提升。2025 年 7 月防水企业集体提价，反映出头部企业对盈利改善的诉求。2025 年 12 月、2026 年 1 月东方雨虹、科顺股份再发提价函，进一步对防水涂料产品做盈利修复。若后续需求端确实得到改善，防水行业盈利提升空间更大即需求并未显著回升，格局改善所积蓄的盈利改善力量也不可小视。

表 6： 近期部分公司涨价函内容

公司	产品及涨幅	执行时间
东方雨虹	高分子防水卷材、热熔防水卷材、自粘防水卷材、水性类涂料、沥青类涂料、聚氨酯涂料 (3%-10%)	2025 年 7 月 8 日
科顺股份	涂料类 (3%-13%)、卷材类 (3%-7%)	2025 年 7 月 10 日
北新建材	沥青卷材 (3%-10%)、高分子卷材 (2%-5%)、涂料类 (2%-5%)	2025 年 7 月 10 日
雨中情	防水卷材及涂料产品 (3%-5%)	2025 年 7 月 15 日
东方雨虹	工程端 JS-II 型(44 公斤装) 产品价格上调 5%-10%	2025 年 12 月 18 日
科顺股份	KS-988A、KS-906 等苯丙体系防水产品上调 5%-10%	2026 年 2 月 1 日

资料来源：各公司提价函，申万宏源研究

头部企业提价条件成熟，能力与意愿形成双重支撑。 头部企业已进入“份额稳增后的提价兑现期”：一方面，经过多年份额抢占，东方雨虹、科顺股份等头部企业的市场覆盖已足够广泛，渠道网络与客户粘性稳固，市场份额已达到可提价节点；另一方面，防水业务的费用率相对于其他业务较高，而头部企业毛利率又相对较低，提价策略更成为了企业在高费用率与低毛利率双重压力下的理性选择。随着需求端持续回暖，头部企业无需再通过低价策略争夺份额，提价意愿显著上升。既可以对冲原材料成本波动风险，又能实现集中度提升带来的定价红利，而行业竞争格局的优化进一步降低了提价阻力，提价行为有望从“阶段性试探”转向“持续性落地”，成为需求恢复周期中企业盈利增长的核心驱动力。

2.3 政策表态积极，城市更新或是“十五五”重要工作方向

《求是》在 1 月 2 日积极表态，房地产重要性提升。住建部政策研究中心副主任钟庭军 1 月 2 日在《求是》杂志发文，强调房地产的金融属性，强调房地产对国民经济、居民财富、普通家庭的资产端重要性，强调政策要一次性给足。我们预计 2026 年房地产政策端会越来越积极，房地产板块需求有望持续改善。

表 7： 1 月 2 日住建部发文强调房地产重要性

住建部政策研究中心主任钟庭军指出	
(1)	房地产带有显著的金融资产属性，关联性强、涉及面广社会关注度高，加强预期管理对稳定房地产市场具有特殊重要性；
(2)	房地产业是国民经济的重要产业和居民财富的重要来源，在国民经济发展中的地位举足轻重；
(3)	政策力度要符合市场预期，政策要一次性给足，不能采取添油战术，导致市场与政策陷入博弈状态；
(4)	加强对房地产市场相关价格等关键指标监测，住房是普通家庭最大、最重要的资产，住房价格直接关系群众利益，更受群众关注。

资料来源：《求是》杂志，申万宏源研究

城市更新重要性大幅提升。时隔十年，中央城市工作会议在 2025 年 7 月再度召开，此次工作会议着重强调城市更新。在城镇化进入新阶段的大背景下，推动城市工作从以往注重规模扩张的“增量”发展，全面转向以内涵提升和高质量发展为核心的“存量”优化，最终目标是建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市。

表 8： 中央城市工作会议着重强调城市更新内容

城市工作会议内容	
1	着力优化现代城市体系。
2	着力建设富有活力的创新城市。高质量开展城市更新，推进土地混合开发利用、用途合理转换，有效推动城市低效土地再开发，推动各类产业园区改造提升。
3	着力建设舒适便利的宜居城市。
4	着力建设绿色低碳的美丽城市。
5	着力建设安全可靠的韧性城市。
6	着力建设崇德向善的文明城市。
7	着力建设便捷高效的智慧城市。

资料来源：中国政府网，申万宏源研究

1 月以来，《求是》杂志连发数文强调城市更新。2026 年是“十五五”规划第一年，城市更新或将成为 2026 年乃至“十五五”期间，甚至是未来更长时间的重要工作之一。防水板块有望充分受益于城市更新带来的新需求。

表 9：《求是》杂志连续多篇文章介绍城市更新相关内容
《求是》1.15-1.25 连续 14 篇关于城市更新发表文章

1.15 日	习近平：在中城市工作会议上的讲话
1.16 日	住房和城乡建设部党组书记、部长倪虹：高质量推进城市更新（倪虹）
1.16 日	以人民城市理念引领现代城市建设（肖超伟）
1.19 日	金句 “一个优化，六个建设”：习近平总书记对城市工作的重点任务提出明确要求
1.20 日	高质量推进城市更新
1.20 日	从我国现代城市建设轨迹把握人民城市理念（是说新语）
1.20 日	搞清楚当前我国城市发展所处历史方位（求是网评论员）
1.21 日	扎实推进人民城市理念在现代城市建设中落地见效（是说新语）
1.21 日	怎样理解坚持城市内涵发展的重要原则（求是网评论员）
1.22 日	为何要进行城市更新？（是说新语）
1.23 日	推进城市更新，要把握好 4 对要求（是说新语）
1.24 日	推进城市更新，要破解 4 个难点问题（是说新语）
1.24 日	一座城市如何才能宜居（求是网评论员）
1.25 日	如何高质量推进城市更新？（是说新语）

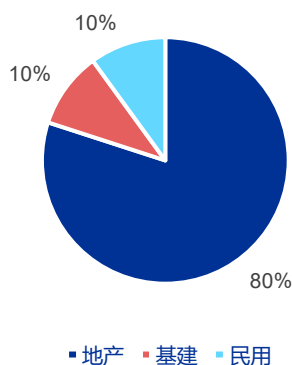
资料来源：《求是》杂志，申万宏源研究

3. 公司底部盘整，深蹲起跳

3.1 收入结构深度重塑

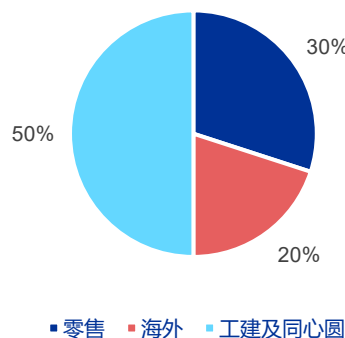
地产收入占比下降是公司长久的目标。2017-2020年，公司地产收入占比持续为80%左右，但公司一直将非房收入占比提高作为重要战略目标之一。自2020年以来，公司不断优化业务结构，加大对零售市场和海外市场的投入，加大对经铺及单体工商项目的开发力度，降低民营地产收入占比，减少包工包料业务等。根据公司投关活动记录表，公司目标在未来几年，将收入结构调整为：**零售业务收入占比30%、海外业务占20%、工建及同心圆业务占50%**。该收入结构能较好平衡国内外市场周期性变化、平衡新建及存量市场变化，同时利用各板块的盈利及信用差异性，提升经营质量和抗风险能力。

图 18：2017-2020 年公司地产收入占比 80%



资料来源：公司投关记录表，申万宏源研究

图 19：公司计划未来几年零售&海外合计占比 50%



资料来源：公司投关记录表，申万宏源研究

零售业务加速崛起，增长较快。公司上市后品牌知名度快速上升，进一步加大品牌建设力度，充分利用公司产品及市场口碑；公司经铺渠道网络进一步加密，2025年公司经铺点已增加至8万个以上，公司的零售市场运营效率进一步提高；公司不断加强零售产品的精细化、特色化，零售产品系列覆盖防水、瓷砖胶、填缝剂、腻子粉、抹灰石膏、地坪等。公司践行差异化、特色化产品策略，瓷砖胶等市场需求快速增加，进一步增强了公司零售业务发展。公司目标2027年零售业务占比达到30%以上。

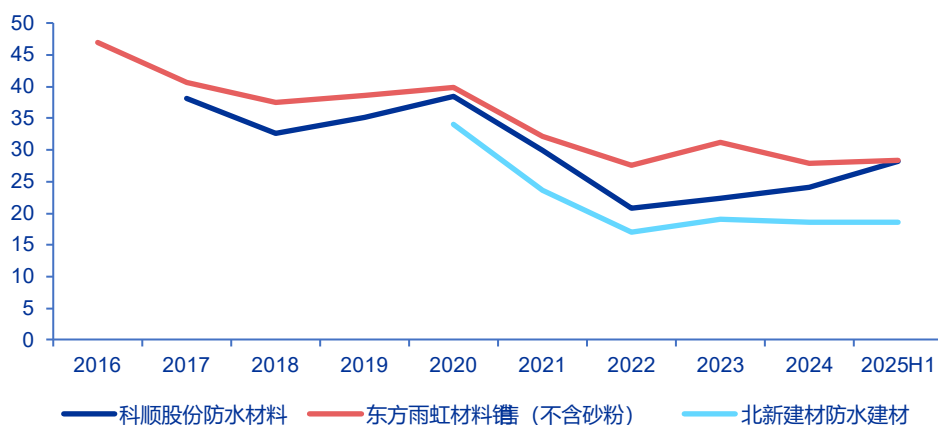
顺德国资入股增强公司竞争力，共同寻求新兴领域扩展。2024年4月，公司获得顺德国资顺控兴诚入股。公司在业务上获得国资更多支持，在本地基建和市政项目的竞争力进一步增强；国资股东身份也有利于提升公司在国企客户的拿单能力；金融机构也有望加大金融机构授信额度，降低融资成本；公司也与顺控兴诚联合设立产业并购基金，探索新材料、新技术等新兴领域发展机会。

3.2 报表质量持续改善

收入结构调整，叠加成本节约，公司毛利率改善幅度领先行业。2025年上半年公司防水业务毛利率恢复到28.2%，较2024年改善4.1pct；而友商的防水材料业务毛利率并未见显著改善，公司的利润率改善主要由于公司自身的结构调整与成本的降低。

公司上半年的同品销售价格与原材料价格未发生重大变化，毛利率提升主要源自收入结构的优化、产品结构的调整以及公司内部降本增效所致，高毛利的零售及海外业务保持高速增长，高毛利的新产品及优势产品占比提升。此外，公司研发实现产业链上游突破，部分原材料实现自研自产，同时生产工艺及效率不断提升，单位生产成本有所降低。

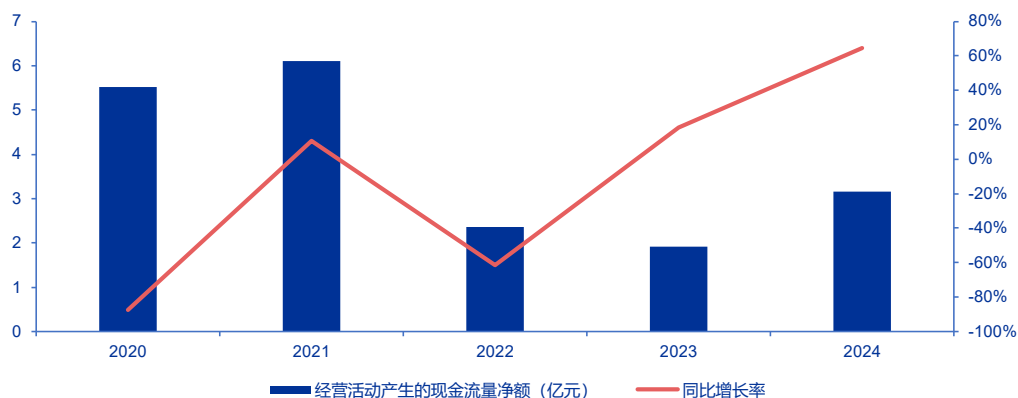
图 20：各公司毛利率改善幅度领先于行业（%）



资料来源：万得，公司公告，申万宏源研究

公司在行业深度调整周期中，通过经营现金流修复与净现金储备优化，构建起穿越周期的财务韧性，为承接行业复苏红利奠定了坚实基础。从现金流核心指标看，公司经营能力已实现触底回升：2023年经营活动产生的现金流量净额为1.92亿元，处于周期底部；2024年大幅回升至3.16亿元，同比增长64.5%。这一修复既得益于行业出清后企业议价能力提升、应收账款回款周期缩短，也源于订单结构方面的优化，存量修缮等零售业务占比提升带来了更稳定的现金流。

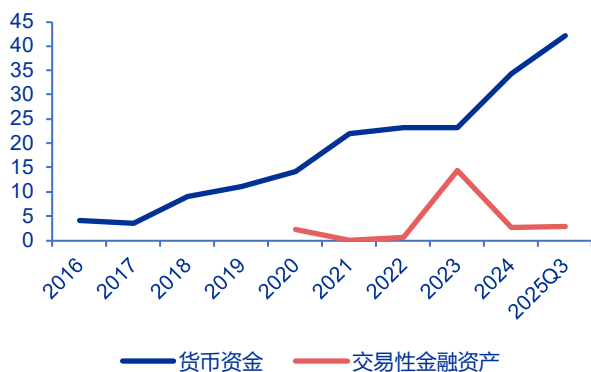
图 21: 经营现金流修复态势明确, 资金质量进一步改善



资料来源: 万得, 申万宏源研究

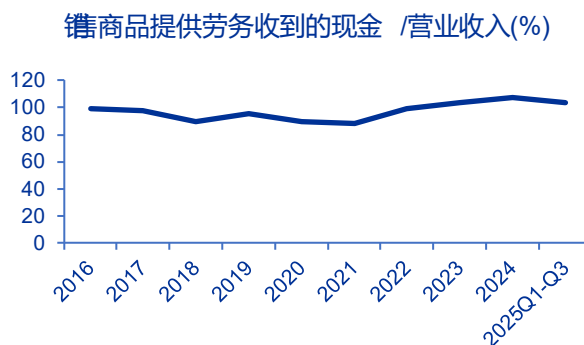
资产端, 公司流动比率始终在 1.3 以上, 资产流动性较强, 公司在手现金持续增加。现金流, 公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入近年持续改善, 2023 年后恢复到 100% 以上。 现金状况的改善增强公司三大能力: 一是抗周期风险能力, 充裕的净现金可有效对冲原材料涨价、下游回款波动等不确定性; 二是战略落地支撑能力, 为存量修缮渠道下沉、高端防水材料研发提供了稳定资金保障; 三是行业整合能力, 在中小产能加速出清的背景下, 公司可依托现金储备伺机整合优质资源, 进一步扩大市场份额。

图 22: 公司在手现金持续增长 (亿元)



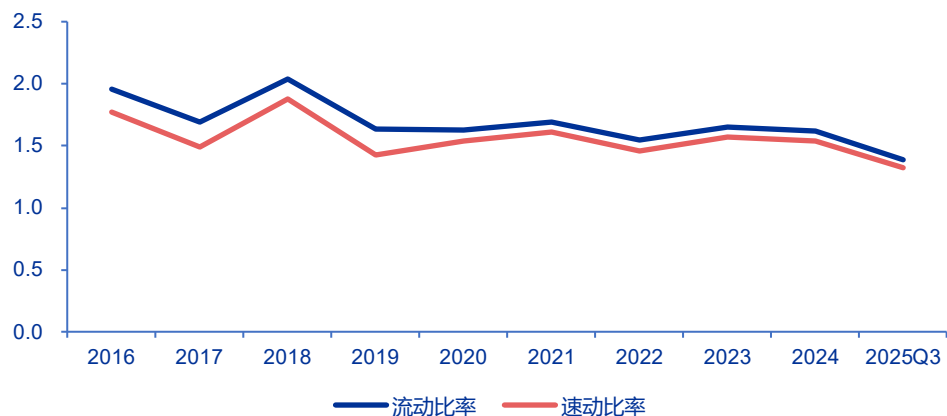
资料来源: 万得, 申万宏源研究

图 23: 公司现金收入比持续改善



资料来源: 万得, 申万宏源研究

图 24：公司流动比率与速动比率持续在 1 以上



资料来源：万得，申万宏源研究

3.3 团队稳定质量提升

公司通过薪酬结构升级绑定核心人才，将人力成本转化为技术与服务竞争力，适配行业向价值竞争转型的趋势。实现了团队精简与核心人才薪酬溢价的双重目标。薪酬优化的效果直接体现在经营效率上，研发团队在规模微调的同时完成结构优化，高学历、高经验人才占比进一步提升。

行业调整期，公司薪酬向研发渠道服务等核心岗倾斜的策略具备明确的战略价值。研发端，公司高薪吸引并留存院士、博士后等高端人才，公司连续多年维持 4% 以上的研发投入强度。截至 2025 年中报，公司累计申请专利 1320 项，拥有有效专利 881 项。服务端，工程与零售渠道核心员工薪酬提升，强化了团队稳定性，适配存量修缮、二手房翻新业务对本地化服务能力的高要求。薪酬升级带来的人才优势，让公司在防水行业需求结构转型过程中，具备了技术与服务的双重人力支撑，成为抢占存量市场的重要抓手。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们以行业整体需求稳中有所修复，公司收入有所增长，格局改善带来价格修复，公司控本降费实现利润率提升作总体假设，以此预测公司 2025-2027 年营收与归母净利润。其中，2025 年公司已发布业绩预告，2026-2027 年修复弹性较大。我们预计公司 2025-2027 年分别实现营收 62.2、66.7、71.6 亿元，分别同比-8.9%、+7.2%、+7.3%。我们预期公司 2025-2027 年防水卷材收入 30.3、34.5、38.9 亿元，分别同比下降 14.7%、增长 13.7%、增长 12.8%，毛利率分别为 23.2%、26.9%、28.7%；防水涂料收入 16.9、18.1、19.3 亿元，分别同比下降 5.4%、增长 7.1%、增长 6.7%，毛利率分别为 34.2%、38.6%、39.2%。2025-2027 年归母净利润分别为-4.13、4.95、6.4 亿元，2025 年亏损，2026 年大幅扭亏，2027 年同比增长 29.3%。

表 10： 公司分产品营收与毛利率预测

百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6,829	6,222	6,670	7,156
YOY	-14.0%	-8.9%	7.2%	7.3%
营业总成本	5,342	4,698	4,795	5,033
毛利率	21.8%	24.5%	28.1%	29.7%
防水卷材				
收入	3,555	3,034	3,450	3,893
YOY	-15.4%	-14.7%	13.7%	12.8%
成本	2872	2330	2521	2776
毛利	684	704	929	1,117
毛利率	19.2%	23.2%	26.9%	28.7%
防水涂料				
收入	1787	1690	1811	1932
YOY	-5.7%	-5.4%	7.1%	6.7%
成本	1185	1112	1112	1175
毛利	602	578	699	757
毛利率	33.7%	34.2%	38.6%	39.2%
其他				
收入	1,487	1,498	1,409	1,330
YOY	-19.6%	0.8%	-6.0%	-5.6%
成本	1,285	1,256	1,162	1,082
毛利	201	242	247	249
毛利率	13.5%	16.2%	17.5%	18.7%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 可比公司估值

公司估值低于可比公司平均水平。我们以同为消费建材的三家上市公司为可比公司，其中东方雨虹同为防水行业优质标的，伟星新材为塑料管道零售优质标的，北新建材为石膏板优质标的。可比公司 2025-2027 年 PE 中枢为 26、19、16 倍。公司 2025 年亏损，PE 为负数并不可比，2026-2027 年估值分别为 16、12 倍。公司估值低于可比公司，我们首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 11：可比公司 PE 估值

证券代码	证券简称	股价 (元/股)	2024A	2025E	2026E	2027E
002271.SZ	东方雨虹	17.82	394	40	25	19
002372.SZ	伟星新材	12.41	21	23	20	18
000786.SZ	北新建材	28.15	13	14	12	10
	行业平均	19.46	142	26	19	16
300737.SZ	科顺股份	7.10	179	-19	16	12

资料来源：万得，申万宏源研究

注：可比公司业绩预测来自万得一致预期，股价截至 2 月 12 日。

5. 风险提示

1.市场需求恢复不及预期。防水行业需求处于历史底部，若后续复苏不及预期，公司盈利改善仅依靠格局优化，则弹性或相对较低。

2.行业竞争仍然激烈的风险。防水行业格局已有改善，行业处于充分竞争至寡头竞争格局演变的过程中，若后续竞争仍然激烈，公司盈利或仍然承压。

3.成本上涨的风险。公司的成本端主要为沥青、化工乳液等大宗品，价格波动幅度较大，若未来三年原材料价格大幅上涨，则公司利润将承压。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,944	6,829	6,222	6,670	7,156
营业收入	7,944	6,829	6,222	6,670	7,156
营业总成本	7,651	6,716	5,963	6,095	6,399
营业成本	6,284	5,342	4,698	4,795	5,033
税金及附加	50	43	39	42	45
销售费用	607	619	548	567	587
管理费用	308	361	317	317	336
研发费用	319	275	260	272	293
财务费用	82	75	102	102	106
其他收益	59	68	68	100	100
投资收益	0	11	11	11	11
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	13	153	0	0	0
信用减值损失	-762	-268	-450	-50	-50
资产减值损失	-61	-42	-300	-20	-20
资产处置收益	16	0	0	0	0
营业利润	-442	34	-413	616	797
营业外收支	13	21	0	0	0
利润总额	-429	55	-413	616	797
所得税	-87	24	0	121	157
净利润	-343	32	-413	495	640
少数股东损益	-5	-12	0	0	0
归母净利润	-338	44	-413	495	640

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-343	32	-413	495	640
加：折旧摊销值	1,072	588	998	327	336
财务费用	95	100	102	102	106
非经营损失	-201	-211	-11	-11	-11
营运资本变动	-460	-221	-408	-7	172
其它	29	295	-750	-70	-70
经营活动现金流	192	316	-482	836	1,172
资本开支	482	249	100	100	100
其它投资现金流	-1,286	1,116	-9	-9	-9
投资活动现金流	-1,768	867	-109	-109	-109
吸收投资	86	15	0	0	0
负债净变化	1,428	-3	-159	169	169
支付股利、利息	122	135	523	157	303
其它融资现金流	273	-730	-141	0	0
融资活动现金流	1,665	-852	-823	12	-134
净现金流	89	332	-1,414	738	929

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,815	9,919	8,303	9,084	10,103
现金及等价物	3,777	3,682	2,288	3,046	3,995
应收款项	4,982	5,088	5,013	5,013	5,013
存货净额	442	502	394	391	434
合同资产	427	375	336	362	389
其他流动资产	188	272	272	272	272
长期投资	522	102	102	102	102
固定资产	2,419	2,490	2,342	2,185	2,019
无形资产及其他资产	1,024	1,532	1,532	1,532	1,532
资产总计	13,781	14,044	12,280	12,903	13,755
流动负债	5,961	6,124	5,166	5,182	5,424
短期借款	1,864	1,705	1,378	1,378	1,378
应付款项	3,353	3,429	2,799	2,815	3,057
其它流动负债	745	989	989	989	989
非流动负债	2,704	2,941	3,110	3,279	3,448
负债合计	8,665	9,065	8,277	8,461	8,872
股本	1,177	1,110	1,110	1,110	1,110
其他权益工具	-66	43	0	0	0
资本公积	1,783	1,612	1,612	1,612	1,612
其他综合收益	-47	-37	-37	-37	-37
盈余公积	191	231	231	676	1,252
未分配利润	1,922	1,837	1,003	996	862
少数股东权益	81	85	85	85	85
股东权益	5,115	4,978	4,003	4,442	4,884
负债和股东权益合计	13,781	14,044	12,280	12,903	13,755

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	-0.30	0.04	-0.37	0.45	0.58
每股经营现金流	0.17	0.28	-0.43	0.75	1.06
每股红利	0.00	0.00	0.38	0.05	0.18
每股净资产	4.54	4.41	3.53	3.93	4.32
关键运营指标 (%)					
ROIC	-5.1	1.0	-3.8	9.6	12.8
ROE	-6.7	0.9	-10.5	11.4	13.3
毛利率	20.9	21.8	24.5	28.1	29.7
EBITDA Margin	-1.1	6.0	-1.0	14.6	16.3
EBIT Margin	-4.4	1.9	-5.0	10.8	12.6
营业总收入同比增长	3.7	-14.0	-8.9	7.2	7.3
归母净利润同比增长	-289.4	-	-1,037.2	-	29.3
资产负债率	62.9	64.5	67.4	65.6	64.5
净资产周转率	1.58	1.40	1.59	1.53	1.49
总资产周转率	0.58	0.49	0.51	0.52	0.52
有效税率	20.2	53.0	25.0	20.0	20.0
股息率	0.0	0.0	5.4	0.7	2.5
估值指标(倍)					
P/E	-23.3	178.8	-19.1	15.9	12.3
P/B	1.6	1.6	2.0	1.8	1.6
EV/Sale	1.6	1.9	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	-144.0	30.8	-196.6	13.0	11.0
股本	1,177	1,110	1,110	1,110	1,110

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地撰写本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以我们的链接索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或视为出售或买入证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及标的可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。