

消费建材财报综述：盈利修复非坦途

华泰研究

2024年5月13日 | 中国内地

专题研究

建材

增持 (维持)

研究员 方晏荷
SAC No. S0570517080007 fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811 +(86) 755 2266 0892

研究员 黄颖
SAC No. S0570522030002 huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293 +(86) 21 2897 2228

联系人 王玺杰
SAC No. S0570122100047 wangxijie@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

23年消费建材营收持稳，成本侧压力普遍改善带动毛利率修复

我们跟踪的消费建材板块32家公司23年实现收入/归母净利润1842/107亿元，同比+2.2%/+28%；24Q1为346/15亿元，同比-2.5%/-5.5%，或受基数及24年初地产项目复工节奏偏缓，需求表现平淡影响。23年板块综合毛利率/净利率为26.8%/5.8%，同比+1.7/+1.2pct，净利率修复主要因精益管理带动成本侧压力改善；24Q1为26%/4.4%，环比+0.4/-0.1pct。展望后市，22年以来二手房成交景气度相对较好，有望长期提振建材零售端需求，同时今年4月起，地产“去库存”政策加速落地，有望推动新房销售企稳，重点推荐伟星新材/北新建材/兔宝宝/箭牌家居/苏博特/中国联塑。

板块整体：23年成本侧积极改善，但销售费率、减值仍相对刚性

据Wind，2023年沥青/钛白粉/固废/环氧乙烷/PVC/HDPE/PPR/不锈钢/铝合金均价分同比-6%/-12%/-28%/-12%/-20%/-6%/-7%/-11%/-8%，消费建材主要原材料同比降价，推动消费建材毛利率/净利率积极改善；同时多数公司加强降本增效、精细管控，23年消费建材典型公司综合管理费率同比下降0.54pct。但销售费用表现较为刚性，销售费率同比+0.14pct，或因需求表现偏弱、行业竞争加剧所致。总体看，地产偏弱影响下，减值损失/营收比例同比提升0.3pct至3.4%，但本轮减值计提过后，工程收入占比较高的典型消费建材公司风险应收累计计提比例均值已达72%，已处于较高水平。

细分板块：销售费率扰动较多，未来仍有改善空间

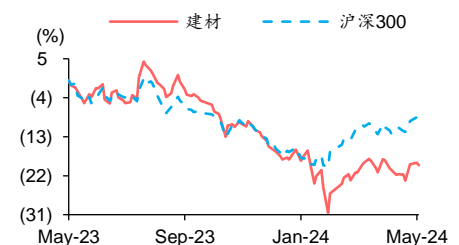
通过对消费建材子板块典型公司利润率进行拆解分析，我们认为23年涂料、管材、外加剂、瓷砖、五金等净利率修复的核心抑制因素为销售费用，23年销售费用绝对值同比+13.2%/+9.0%/+2.1%/-14.4%/-1.7%，销售费率同比+0.74/+1.16/+1.37/-1.74/-0.61pct，涂料、管材板块销售费用刚性快速增长，超出收入同比增速；外加剂、五金板块销售费用绝对值相对刚性平稳，但外加剂板块收入下滑导致费率摊薄效果削弱，五金板块长期五金虽销售费率下降，但因公司持续拓展新场景导致费率管控仍存空间；瓷砖板块销售费用绝对值快速下行，但较行业龙头仍有进一步下降空间。

石膏板整体表现较好，毛利率仍有提升空间；防水、板材减值风险犹存

23年石膏板板块北新建材报表整体表现较好，收入同比增长达12.5%，净利同比增长12.1%，“两翼”规模持续扩张，有效增厚营收规模，但一定程度上拖累综合毛利率修复效果，未来有望随着规模化逐步提升盈利能力表现。防水板块典型公司截至23年底，账面剩余风险应收账款净值仍有一定规模，且风险应收累计计提比例低于消费建材行业平均，后市减值风险仍存；板材板块兔宝宝账面剩余风险应收净值敞口较小，但整体账龄中枢上移，考虑到公司会计制度3年以上应收账款计提比例将从50%提升至100%，若24年未能有效回收应收，账龄组合计提风险仍值得关注。

风险提示：二手房重装需求延迟释放，原材料成本大幅上涨，下游地产企业资金偏紧局面进一步恶化。

行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
伟星新材	002372 CH	21.89	买入
北新建材	000786 CH	38.55	买入
兔宝宝	002043 CH	12.72	买入
箭牌家居	001322 CH	10.20	买入
苏博特	603916 CH	9.55	买入
中国联塑	2128 HK	4.51	买入

资料来源：华泰研究预测

正文目录

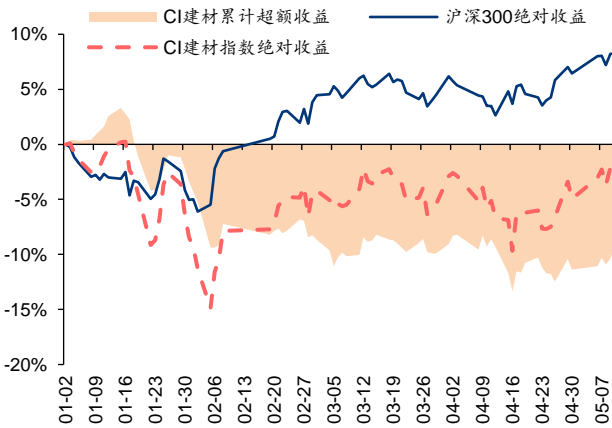
消费建材 23&24Q1 复盘：营收持稳，毛利率改善	3
行情复盘：建材板块整体表现偏弱，4月中下旬估值修复始现.....	3
财务复盘：23年板块收入维持稳健，成本侧下降推动盈利能力改善.....	4
盈利能力拆解：23年毛利率较好修复，减值仍有拖累.....	6
子板块表现分化，销售费用、减值为关键	9
涂料/管材/外加剂/瓷砖/五金：毛利率逐步修复，费率为后市利润率改善核心.....	11
涂料：毛利率逐步修复，费用却成较大扰动.....	11
管材：主要原料成本同比降幅较大，预期信用减值损失高峰已过.....	13
外加剂：价格扰动毛利率修复，整体费用表现刚性，关注收入规模修复.....	15
瓷砖：多重因素共同作用实现扭亏为盈，减值风险仍存但有望继续收敛.....	17
五金：毛利率修复带动净利率回升，销售费率良好管控.....	18
石膏板：费率、减值平稳，静待结构调整毛利率进一步上修.....	20
石膏板：综合毛利率稳健微增，扣非净利率同比提升.....	20
防水/板材：减值仍存风险，后市仍需关注.....	21
防水：毛利率小幅改善，销售、管理费率分化.....	21
板材：经营质量改善推动净利率修复，账龄结构变化或仍存一定减值压力.....	23
风险提示	26
附：涉及建材公司表单.....	26

消费建材 23&24Q1 复盘：营收持稳，毛利率改善

行情复盘：建材板块整体表现偏弱，4月中下旬估值修复始现

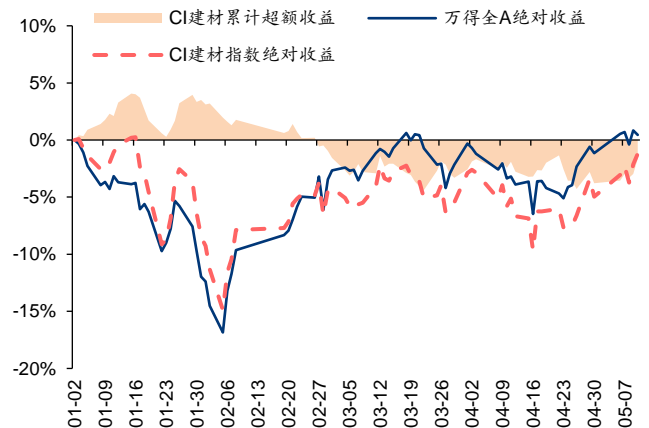
2024年以来建材指数深跌后缓慢修复，或因市场对于地产链的悲观预期，整体仍跑输大盘。截至2024年5月10日，CI建材指数较年初-1.2%，相比沪深300指数-9.5pct、相比万得全A指数-1.7pct，或主因市场对于下游地产的悲观预期。期间CI建材指数最高录得3.3%的超额收益（较沪深300，1月15日），最大超额回撤为-13.3%（较沪深300，4月16日）。

图表1：2024年以来CI建材/建筑指数对沪深300指数收益



注：数据截至2024年5月10日，右同。
资料来源：Wind，华泰研究

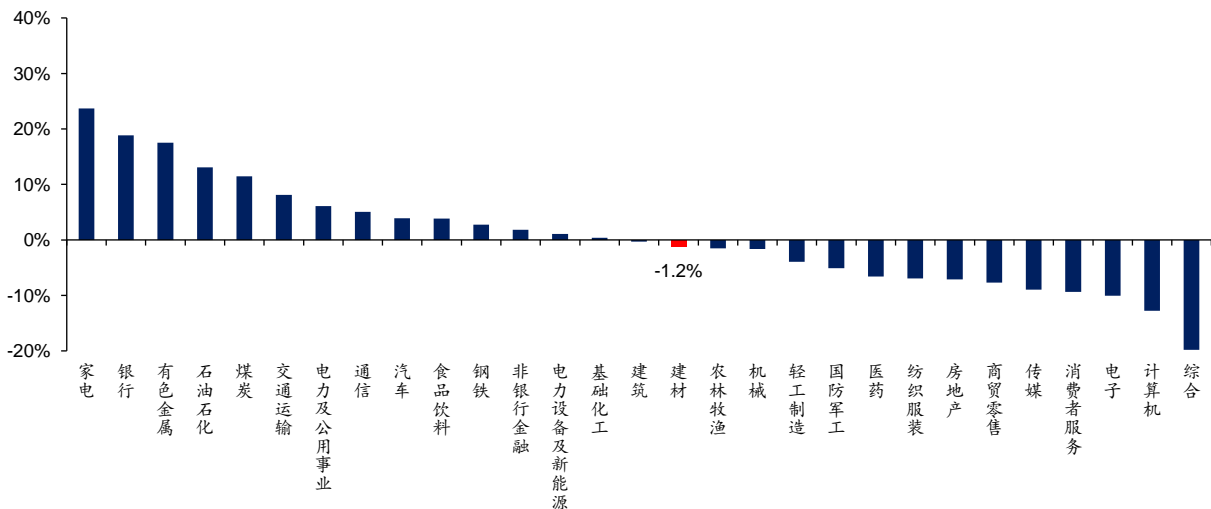
图表2：2024年以来CI建材/建筑指数对万得全A指数收益



资料来源：Wind，华泰研究

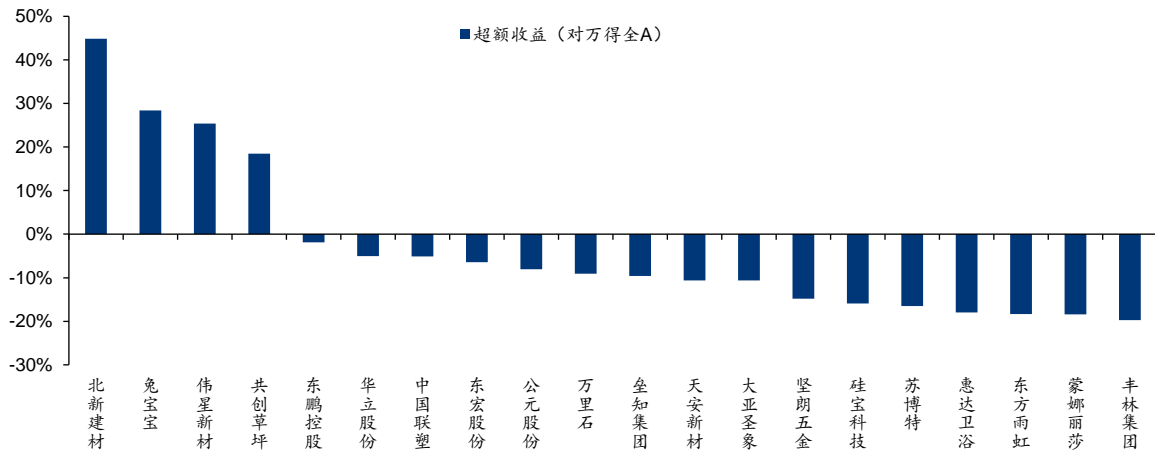
建材板块整体慢修复，消费建材细分领域中石膏板、管材、板材年初至今累计涨幅靠前。截至24年5月10日，29个CI一级子行业中14个录得正收益，其中建材以-1.2%的累计涨跌幅居于第16位，板块表现偏弱。消费建材细分板块中累计涨跌幅居前的是石膏板(+44.6%)，塑料管材(+10.9%)，人造板材(+1.6%)。个股超额收益（相对万得全A）角度，石膏板板块北新建材(44.9%)超额收益居前，或主因公司外延并购预期叠加一季报收入增速高于行业平均；人造板板块兔宝宝(28.4%)、管材板块伟星新材(25.4%)超额收益同样靠前，或主因过去二手房销售数据相对新房景气，重装需求旺盛或带动建材零售受益导致；其他消费建材板块共创草坪(18.5%)同样录得正向超额收益，或受益于出海热度以及一季报收入增速较好。

图表3：2024年年初至今CI一级行业累计涨跌幅



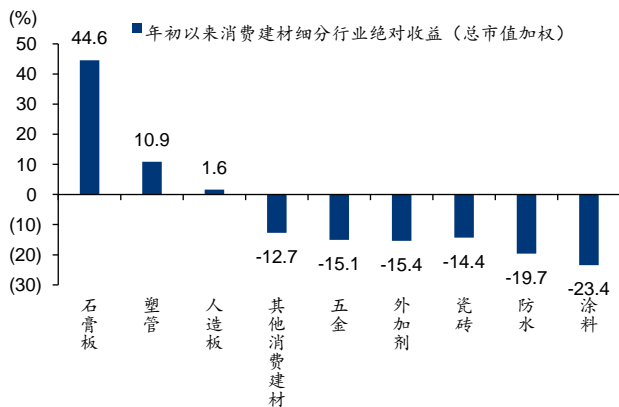
注：数据截至2024年5月10日
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：2024年年初至今消费建材板块个股超额收益（相对万得全A）前20



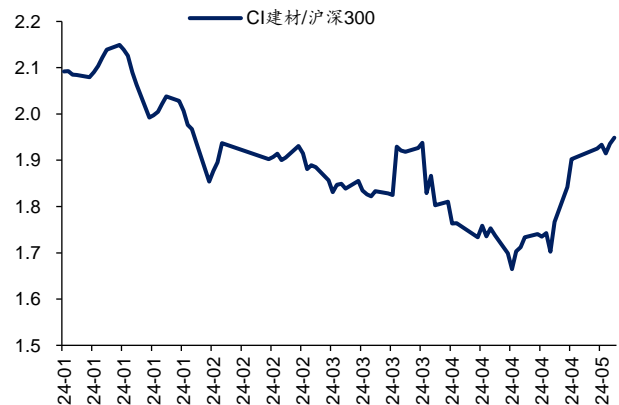
注：数据截至2024年5月10日
资料来源：Wind, 华泰研究

图表5：2024年以来建材细分行业绝对收益（总市值加权）



注：截至2024年5月10日
资料来源：Wind, 华泰研究

图表6：2024年以来CI建材指数PE (TTM) /沪深300指数走势



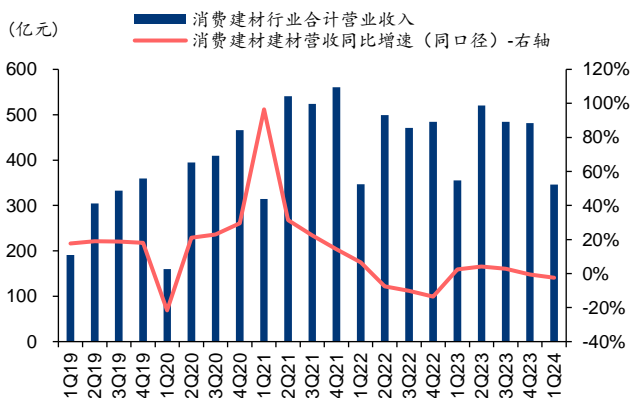
注：截至2024年5月10日
资料来源：Wind, 华泰研究

估值层面，截至5月10日，建材板块PE (TTM) 估值23.79x，处于2010年至今的34.0%分位。2023年末CI建材指数整体PE(TTM)估值22.5x，处于2010年至今（5月10日）的32.3%分位。截至5月10日，CI建材指数整体PE (TTM) 为23.79x，处于2010年至今（5月10日）的34.0%分位。年初建材板块相对估值逐步下行，或主因下游地产悲观预期+弱现实表现影响，相对PE倍数（相对沪深300）从最高2.1x（1月15日）降至最低1.7x（4月16日），4月中下旬逐步修复，相对PE倍数（相对沪深300）修复至最新1.9x，或系4月中下旬多地继续放宽限购及出台存量房以旧换新等相关地产政策，有望推动去库存，地产链重回博弈局面。

财务复盘：23年板块收入维持稳健，成本侧下降推动盈利能力改善

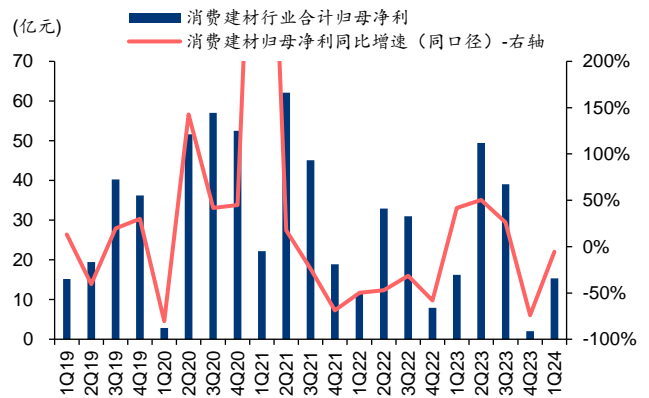
消费建材板块2023年合计收入/归母净利润同比+2.2%/+28.4%，24Q1春节后复工节奏偏缓影响下收入/利润出现小幅负增长。2023年我们跟踪的32家消费建材板块上市公司总计实现营业收入1841.9亿元，同比+2.2%，2023Q1-Q4增速先升后降，同比+2.5%/+4.2%/+2.8%/-0.5%，上半年整体呈现“报复式”赶工态势，需求修复较快；归母净利润106.8亿元，同比+28.4%，归母净利增速高于收入主因多数消费建材品类主要原材料价格同比下降，且处于相对低位，多数公司盈利能力修复，2023Q1-Q4同比+41.8%/+50.4%/+26.3%/-74.0%，Q4同比下降较多，或主因会计一般习惯于Q4单季度集中计提资产及信用减值损失，而23年地产应收回款表现仍较弱。2024Q1行业实现营业收入346.3亿元，同比-2.5%，归母净利润15.3亿元，同比-5.5%。

图表7：2019Q1-2024Q1 单季度消费建材行业营收及增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表8：2019Q1-2024Q1 单季度消费建材行业归母净利润及增速

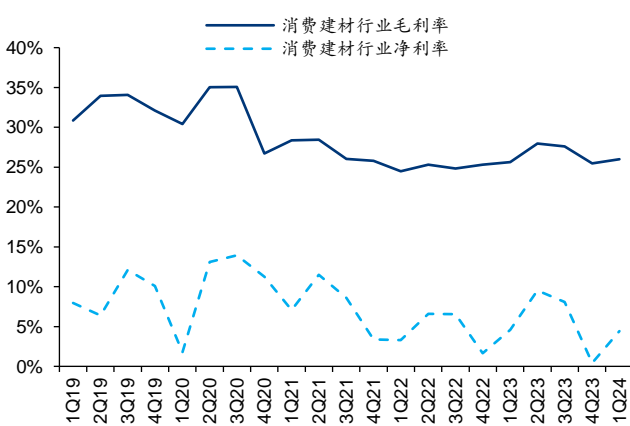


资料来源：Wind，华泰研究

2023&24Q1 虽需求整体平淡、部分板块价格竞争激烈，但多数主要原材料成本同比下降且平稳在相对低位，23 全年及 24Q1 毛利率均小幅同比修复。2023 全年及 24Q1 板块毛利率分别为 26.8%/26.0%，同比+1.7/+0.4pct，23 年毛利率同比修复主因原材料成本同比下降且全年平稳在相对低位，24Q1 主要原材料价格涨跌互现，但整体保持平稳；主要原材料成本侧，据 Wind，2023 全年沥青/钛白粉/固废/环氧乙烷/PVC/HDPE/PPR/不锈钢/铝合金均价分同比 -6%/-12%/-28%/-12%/-20%/-6%/-7%/-11%/-8%，24Q1 分别同比 -3%/+7%/-8%/-1%/-8%/+1%/-0.3%/-8%/+1%。2023 年及 24Q1 板块净利率分别为 5.8%/4.4%，同比+1.2/-0.1pct。

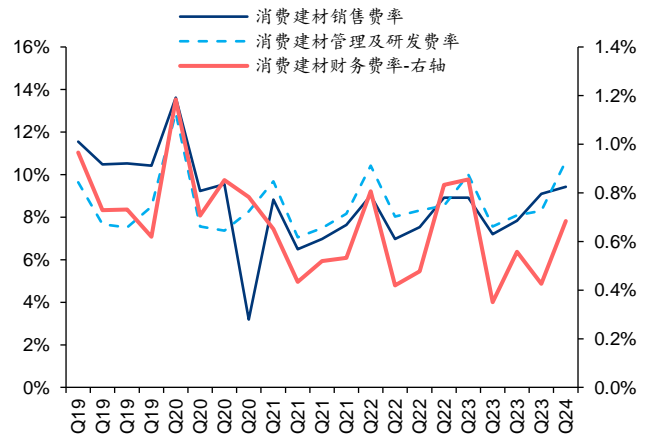
2023 年板块期间费用率 17.1%，同比-0.3pct，收入同比小幅增长，叠加部分企业精简人员降本增效，整体期间费率小幅下降，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.2%/5.3%/3.1%/0.5%，同比+0.2/-0.4/+0.04/-0.1pct，销售费用绝对值表现较为刚性；2024Q1 板块期间费用率为 20.7%，同比+6.2pct，实物总量弱复苏下，整体需求恢复缓慢，营业收入小幅下滑，费用相对刚性增长，行业期间费用率同比上行，其中销售/管理/研发/财务费用率同比+2.9/+2.2/+1.0/+0.1pct。

图表9：2019Q1-2024Q1 单季度建材行业盈利能力

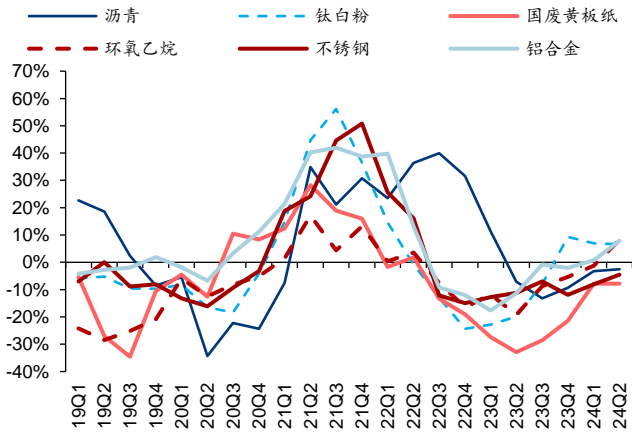


资料来源：Wind，华泰研究

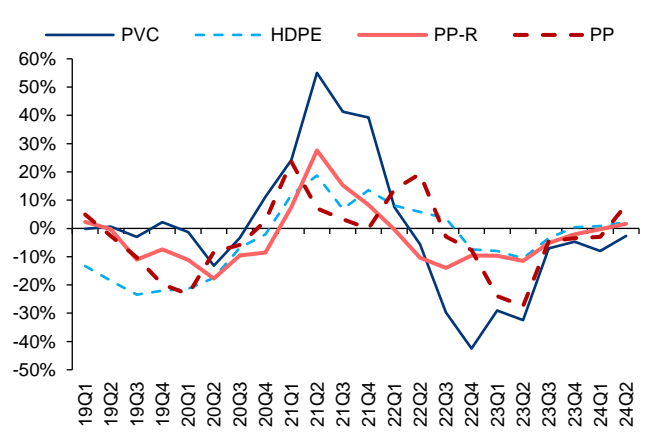
图表10：2019Q1-2024Q1 单季度建材行业期间费用率



资料来源：Wind，华泰研究

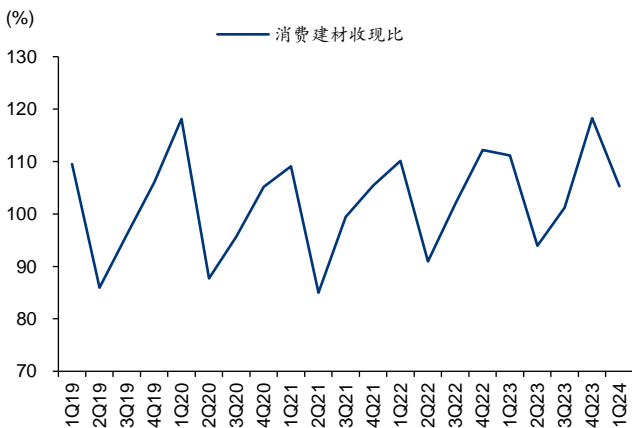
图表11：消费建材主要原材料季度均价同比变动-1


资料来源：Wind，华泰研究

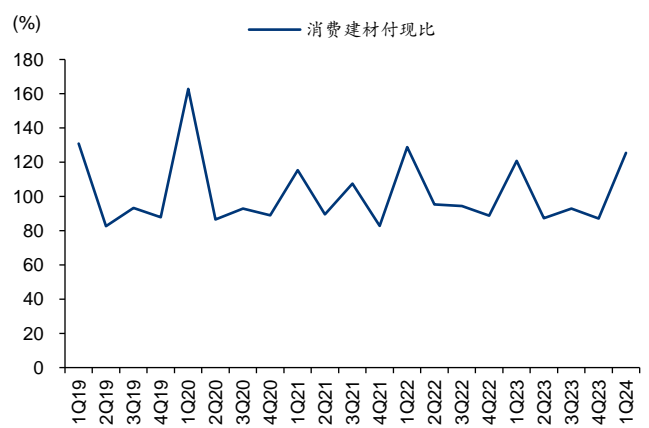
图表12：消费建材主要原材料季度均价同比变动-2


资料来源：Wind，华泰研究

2023 年经营性净现金流改善，主因收现比提升而付现比下降，24Q1 经营性现金流出同比增加。2023 年板块经营性现金流为 237.5 亿元，同比+53.2%，平均收现比为 105.5%，同比提升 2.3pct，平均付现比 95.2%，同比下降 4.5pct，带动整体经营性净现金流入增加。2024Q1 收现比为 105.3%，同比-5.9pct，付现比 125.5%，同比+4.8 pct，板块一季度合计经营性净现金流为-60.5 亿元，同比多流出 10.4 亿元。

图表13：2019Q1-2024Q1 单季度建材行业收现比


资料来源：Wind，华泰研究

图表14：2019Q1-2024Q1 单季度消费建材行业平均付现比


资料来源：Wind，华泰研究

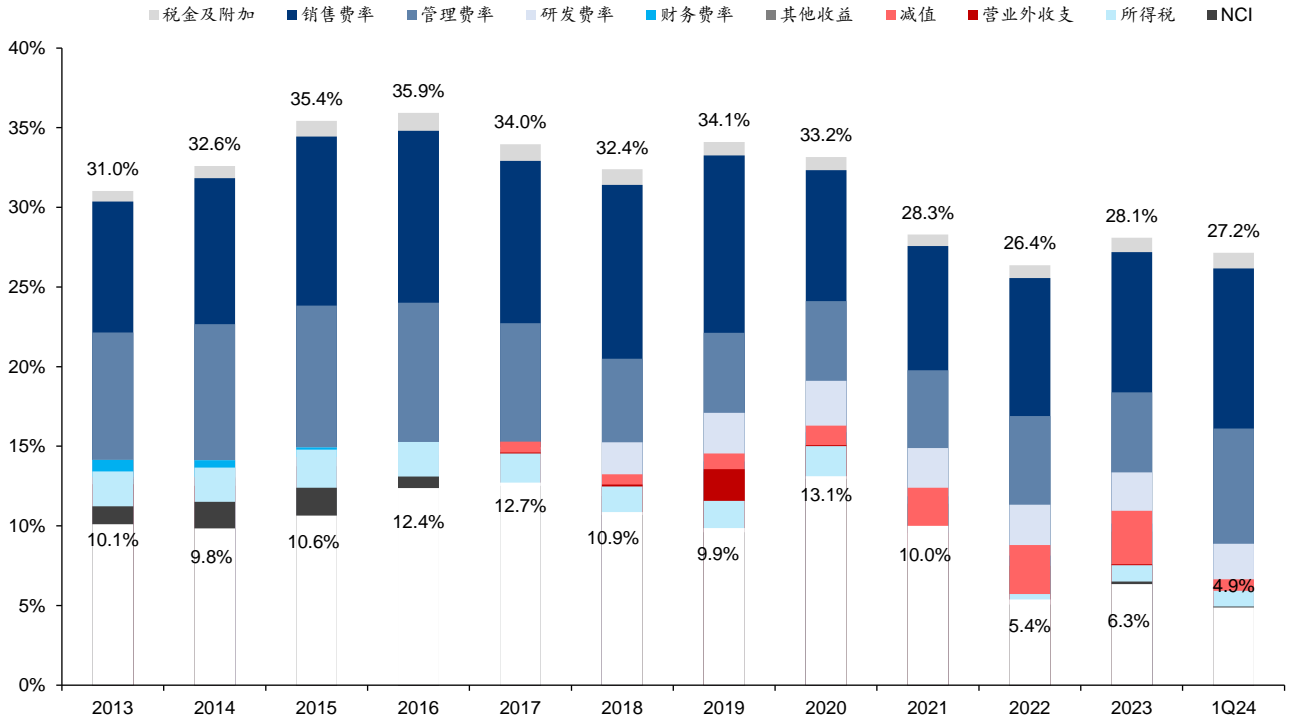
盈利能力拆解：23 年毛利率较好修复，减值仍有拖累

参考我们此前报告《重识建材之三：拆解利润率弹性》(20230816) 中所述方法论，从上至下拆解并更新**消费建材板块典型重点公司**总体的利润表（利润率拆解分析部分仅涉及消费建材板块重点/影响因子较大公司，具体包含：三棵树、亚士创能（涂料）；兔宝宝（板材）；北新建材（石膏板）；东方雨虹、科顺股份、凯伦股份（防水）；伟星新材、公元股份、雄塑科技、东宏股份（管材）；帝欧家居、蒙娜丽莎、惠达卫浴、东鹏控股、箭牌家居（瓷砖卫浴）；坚朗五金（五金）；苏博特、垒知集团、红墙股份（外加剂），后文同），分析 23 年变动最大的财务项进行分析：

- 1) **23 年重点公司合计毛利率及净利率均从谷底反弹修复，但仍未修复至 21 年水平，核心扰动因素为价格战及信用减值损失。**成本侧，多数原材料成本绝对值较 21 年下降较多，推测毛利率修复程度弱于成本侧降幅，或主因需求偏弱下，行业竞争加剧，消费建材类产品市场均价多有大幅下降所致。净利率角度，销售费率仍为影响最大的费用项，整体呈现刚性，管理费率影响相较 22 年缩小，而减值损失扰动水平仍维持，地产应收账款风险仍存。

2) **24Q1 毛利率较 23 全年有所下降，但同比 23Q1 看仍呈现修复态势，净利率整体同比微降。**一季度建材板块整体需求淡季，叠加 24Q1 春节后建筑工程整体复工进度较往年偏弱，虽成本侧部分原材料同比仍有一定幅度下降，但行业价格战情形难言明朗，24Q1 毛利率同比仅微增，而春节假期扰动建材企业开工率水平，使得费率摊薄效果偏弱，净利率同比微降。

图表 15：2013-2024Q1 年消费建材板块毛利率与净利率的差值拆分



注：图中柱形顶部代表毛利率，柱底代表净利率，柱形中部不同颜色区域代表各财务项对净利率的影响，其中根据会计准则变化，研发费率 2018 年起单独列示，信用减值损失 2019 年起单独列示，20 年起运费重分类至营业成本，造成毛利率下降、销售费率下降。

NCI (Non-controlling Interest)：少数股东损益

利润率拆解分析部分仅涉及消费建材板块重点/影响因子较大公司，具体包含：三棵树、亚士创能（涂料）；兔宝宝（板材）；北新建材（石膏板）；东方雨虹、科顺股份、凯伦股份（防水）；伟星新材、公元股份、雄塑科技、东宏股份（管材）；帝欧家居、蒙娜丽莎、惠达卫浴、东鹏控股、箭牌家居（瓷砖卫浴）；坚朗五金（五金）；苏博特、垒知集团、红墙股份（外加剂），下文同。

资料来源：Wind，华泰研究

3) **各财务项同比变动角度看，23 年净利率改善的核心正向影响因子为毛利率及管理费率改善，负向扰动因素主要为所得税、减值损失以及相对刚性的销售费用。**23 年板块重点公司平均净利率同比修复 1.37pct，毛利率同比修复 1.72pct，贡献最多；23 年整体严控风险背景下，管理费率同比下降 0.54pct，板块重点公司综合资产负债率/有息负债率均值为 45.5%/16.1%，同比-1.9/-0.3pct，综合财务费率下降 0.13pct，正向增厚净利率；负向作用角度看，所得税费用占比提升 0.35pct，主因归母净利润同比增长税费有所提升，减值损失占营收比例在 22 年高基数基础上进一步提升 0.3pct，地产应收账款回收风险仍未见改善迹象；销售费率或因市场竞争激烈表现较为刚性，同比提升 0.14pct；

4) **24Q1 净利率整体弱稳，同比小幅下降。**Q1 部分原材料成本同比仍有下降，毛利率同比小幅提升 0.34pct；而销售费用延续刚性趋势，同比提升 0.44pct，对净利率负向扰动更大。

图表16：消费建材板块报表内财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

	Δ 归母净利润	-Δ 税金及	-Δ 销售费	-Δ 管理费	-Δ 研发费	-Δ 财务费	-Δ 其他收	-Δ 减值/营	-Δ 营业外	-Δ 所得税/	-Δ NCI/营	
	率	附加/营收	率	率	率	率	益/营收	收	收支/营收	营收	收	
2014	0.50	1.56	-0.10	-0.95	-0.53	-	0.04	-0.02	-0.13	0.34	0.05	0.22
2015	1.06	2.84	-0.21	-1.45	-0.38	-	0.32	0.13	-0.02	-0.08	-0.25	0.17
2016	0.85	0.50	-0.15	-0.18	0.16	-	0.30	0.13	-0.05	-0.22	0.22	0.15
2017	0.02	-1.96	0.08	0.61	0.96	-0.14	0.06	0.59	-0.04	-0.89	0.14	0.61
2018	-1.93	-1.58	0.09	-0.73	-0.19	-2.73	-0.05	0.42	0.05	-0.08	0.24	-0.10
2019	-1.06	1.71	0.13	-0.22	0.23	-0.20	-0.14	-0.22	-0.34	-1.86	-0.17	0.02
2020	3.22	1.94	0.00	2.91	0.02	-0.16	-0.02	-0.08	-0.24	1.92	-0.09	-0.13
2021	-4.39	-4.86	0.11	0.41	0.12	0.19	0.20	-0.05	-1.62	0.06	0.92	0.13
2022	-3.31	-1.93	-0.08	-0.85	-0.69	-0.17	-0.17	0.28	-0.23	0.00	0.45	0.07
2023	1.37	1.72	-0.10	-0.14	0.54	-0.01	0.13	0.01	-0.30	-0.06	-0.35	-0.08
1Q24	-0.08	0.34	-0.08	-0.44	-0.26	-0.32	0.04	0.32	0.10	-0.04	0.26	-0.01

注：18年管理费用同比变化为同口径调整后；20年起毛利率、销售费率同比变化为同口径调整后，后文同

表中同比数据，除净利率、毛利率同比变化外，其余项同比变化均取负值，使得图表中负值代表对净利率有负面影响，正值代表对净利率有增厚作用，后文同资料来源：Wind，华泰研究

应收账款角度，严控工程业务风险背景下，多数工程业务占比较大的典型消费建材公司 23 年平均应收账款净额/营收比例同比有所下降，但该比例仍高于近 6 年均值，且多数公司年末应收账款净值同比降幅高于余额降幅，因而应收均值/营收比例下降主因多数公司进一步计提坏账损失所致，对工程应收账款加强催收力度效果尚不明显。对于单项计提减值准备的应收账款（即风险相对较高的应收账款）而言，多数公司累计计提比例超 60%，账面剩余风险敞口规模较小，预期未来继续大幅计提减值损失空间有限，24 年有望轻装上阵。

图表17：消费建材板块典型公司应收账款情况明细（百万元）

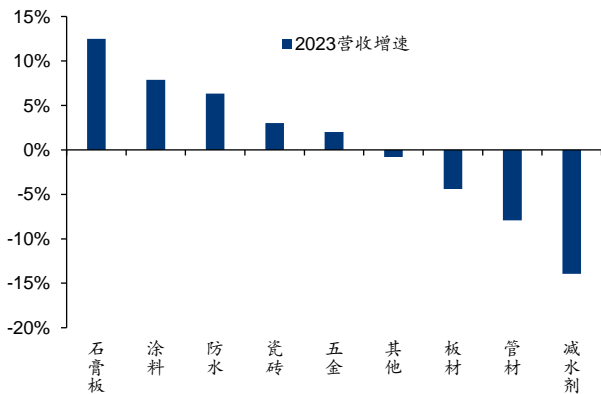
		账面余额	账面余额 同比	账面净值	账面净值 同比	总应收均值/营收		1年以内余额占比		单项计提减值准备		
						18-23	23年	18-23	23年	23年余 额	23年累 计计提 比例	剩余风 险敞口
						涂料	三棵树	4929	-7.1%	3564	-15.9%	30%
	亚士创能	2763	-4.2%	1784	-14.6%	50%	63%	70%	34%	1000	72%	282
板材	兔宝宝	1714	-2.6%	1130	-17.9%	9%	14%	72%	39%	292	58%	122
石膏板	北新建材	2331	3.8%	2080	4.4%	8%	10%	59%	52%	46	33%	31
防水	东方雨虹	11298	-6.2%	9568	-12.0%	34%	33%	75%	57%	2449	24%	1862
	科顺股份	5503	-0.9%	4119	-11.8%	49%	57%	69%	44%	1355	58%	572
管材	伟星新材	624	25.6%	551	23.9%	6%	8%	85%	83%	12	100%	0
	公元股份	1811	2.1%	1044	-10.4%	18%	15%	64%	51%	571	98%	12
	东宏股份	1405	-13.1%	1158	-17.8%	47%	47%	70%	55%	22	100%	0
瓷砖卫浴	帝欧家居	2436	-14.6%	1344	-34.2%	48%	46%	81%	47%	1925	53%	912
	蒙娜丽莎	1566	-2.0%	852	-14.8%	20%	17%	78%	36%	988	67%	325
	东鹏控股	1976	-0.8%	1043	-9.2%	18%	15%	61%	31%	967	79%	207
	箭牌家居	536	4.2%	375	-0.3%	5%	6%	50%	59%	109	100%	0
五金	坚朗五金	3970	-6.8%	3548	-9.0%	40%	51%	86%	71%	265	58%	112
外加剂	苏博特	3040	3.3%	2741	1.2%	72%	83%	87%	80%	35	100%	0
	垒知集团	3311	-4.7%	2979	-5.4%	76%	106%	84%	79%	80	74%	21

资料来源：Wind，华泰研究

子板块表现分化，销售费用、减值为关键

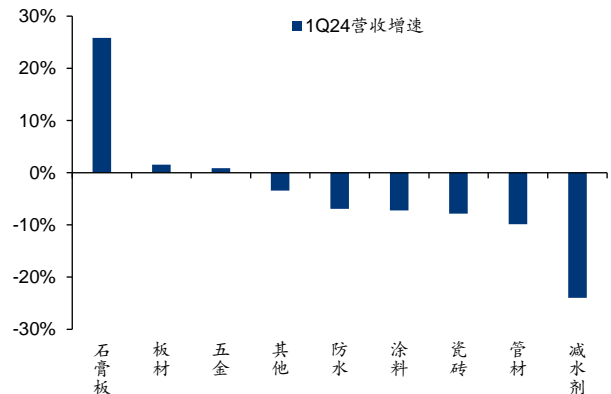
从我们跟踪的消费建材板块 32 家上市公司角度出发，分析子板块表现：**23&24Q1 石膏板板块北新建材收入增长强劲**。2023 年石膏板、涂料、防水子板块收入增速位于前三，分别达 12.5%/7.9%/6.3%；2024Q1 石膏板板块北新建材营收仍维持较高增速，或受益于产品提价及“两翼”业务快速增长，板材、五金板块收入仅微增，增速分别为 25.8%/1.5%/0.9%，其余板块营收同比有降，或有年初建筑工程复工节奏偏缓拖累。

图表18：2023 年消费建材各细分板块收入增速



资料来源：Wind，华泰研究

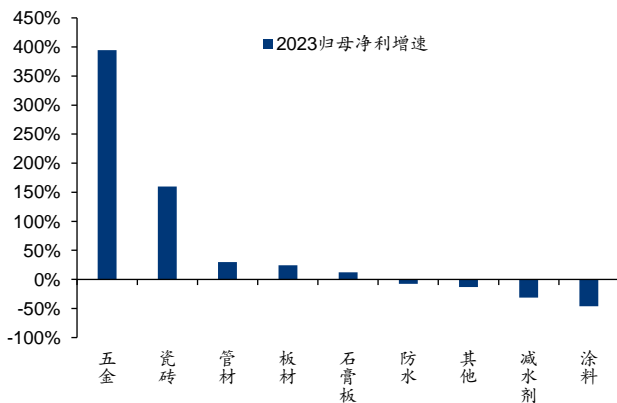
图表19：1Q24 消费建材各板块收入同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

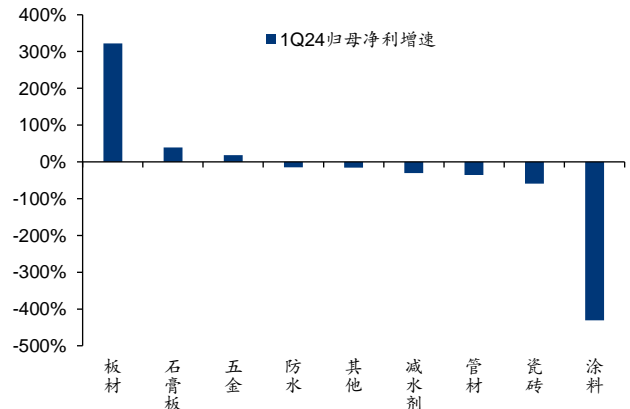
2023 年五金板块归母净利润同比快速修复，24Q1 板材板块归母净利润低位反弹。2023 年五金板块典型公司坚朗五金归母净利润同比+394.2%，主因公司毛利率较好修复叠加信用减值损失同比有所下降；24Q1 板材子板块归母净利润低位反弹，同比+322.5%，主因 23Q1 基数较低，且多数板材板块公司同比减亏。

图表20：2023 年消费建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表21：1Q24 消费建材各板块归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

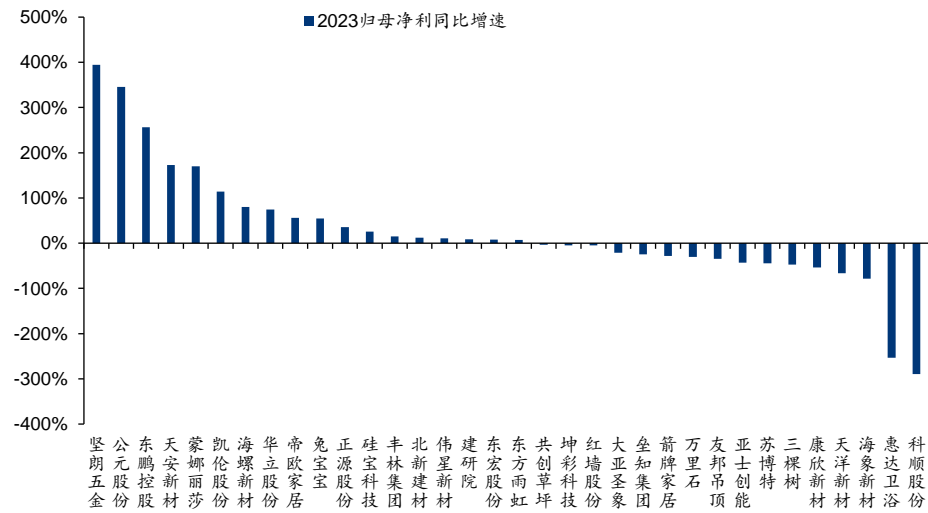
2023 年管子子板块毛利率修复最大，瓷砖板块合计盈利扭亏为盈，净利率修复效果最佳。2023 年管材、减水剂、五金板块毛利率修复较多，分别同比+3.5/+2.9/+2.1pct，原材料成本侧虽石膏板主要原材料固废均价降幅最大，但或因北新建材“两翼”新兴业务毛利率水平相对偏低影响拖累综合毛利率修复。净利率角度，瓷砖、五金、管材净利率修复效果较好，同比+5.8/+3.3/+3.2pct，涂料板块毛利率修复较好但净利率同比降幅较大主因减值损失进一步扰动。

图表22：2023年及2024年一季度建材子板块盈利能力

	毛利率 (%、pct)				净利率 (%、pct)			
	2023	2023 同比	1Q24	1Q24 同比	2023	2023 同比	1Q24	1Q24 同比
五金	32.3%	2.1pct	30.4%	0.3pct	4.2%	3.3pct	-3.4%	0.8pct
涂料	31.3%	1.7pct	27.3%	-3.3pct	1.5%	-1.5pct	-1.5%	-1.9pct
石膏板	29.9%	0.6pct	28.6%	1.7pct	15.7%	0.0pct	13.8%	1.3pct
管材	29.2%	3.5pct	24.4%	0.1pct	11.0%	3.2pct	6.5%	-2.6pct
防水	26.6%	1.5pct	28.6%	1.3pct	4.7%	-0.7pct	4.4%	-0.4pct
瓷砖	27.9%	1.6pct	25.3%	0.2pct	2.1%	5.8pct	-2.0%	-0.9pct
板材	21.4%	0.8pct	20.7%	-1.7pct	3.9%	0.9pct	0.2%	0.1pct
减水剂	30.6%	2.9pct	30.5%	2.4pct	5.5%	-1.4pct	6.2%	-0.6pct
其他	19.2%	2.1pct	19.8%	-0.3pct	4.6%	-0.6pct	5.3%	-0.8pct

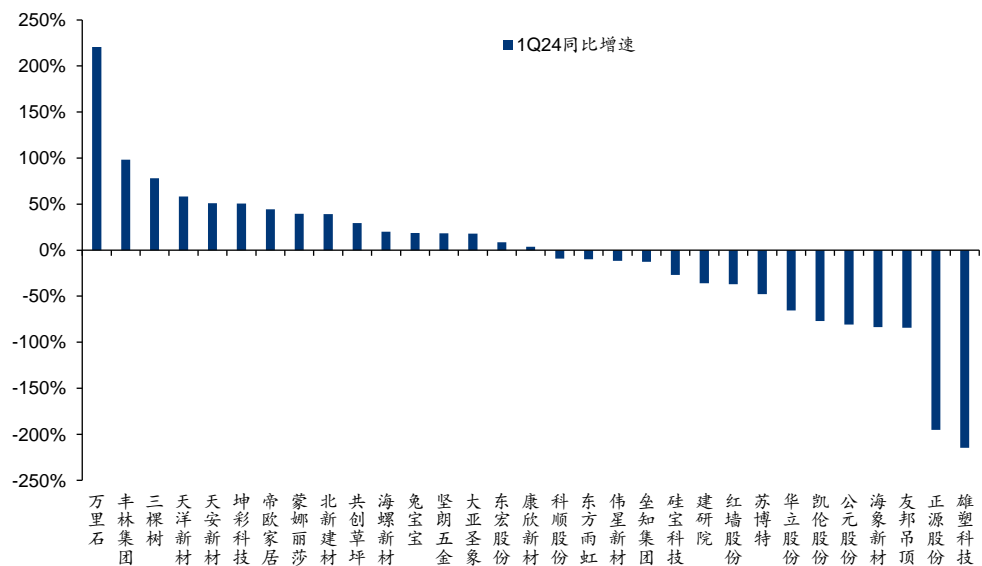
资料来源：Wind，华泰研究

图表23：2023年消费建材上市公司归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表24：1Q24年消费建材上市公司归母净利润同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

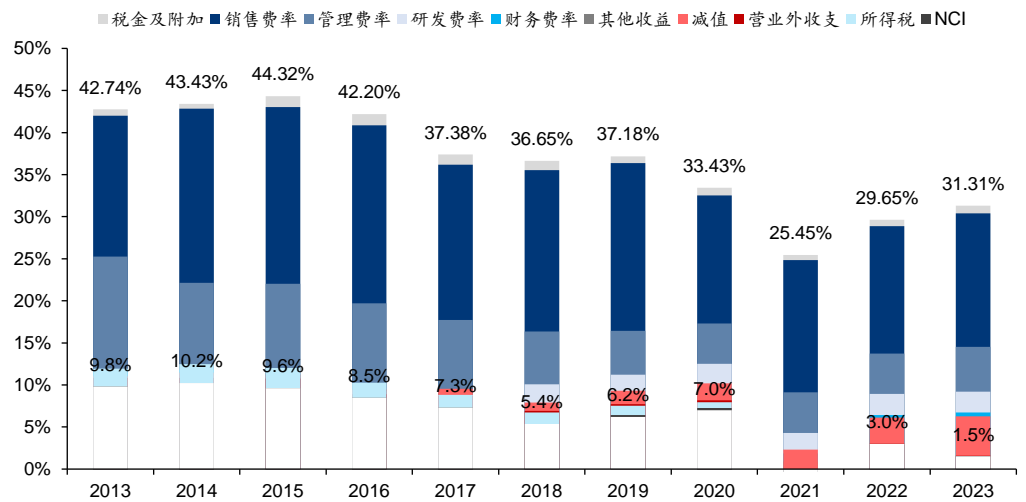
涂料/管材/外加剂/瓷砖/五金：毛利率逐步修复，费率为后市利润率改善核心

涂料：毛利率逐步修复，费用却成较大扰动

13-22 年涂料板块净利率基本与毛利率同向波动，受成本、市场竞争影响较大；23 年毛利率逐步修复，费用却成较大扰动：

1) 涂料板块整体毛利率水平同比修复 1.7pct，主要原材料钛白粉全年均价同比-12%，23 全年虽行业价格竞争激烈，但板块内公司业务结构变动或一定程度对冲价格下行扰动；

图表25：涂料板块净利率拆分



注：由于财务费率、其他收益、减值、营业外收支、所得税可能表现为利益流入，反向增厚净利率，以及部分财务项可能在某年影响较小，故部分财务项占营收比例在图中可能难以直观看出，并非当年该财务项为 0

资料来源：Wind，华泰研究

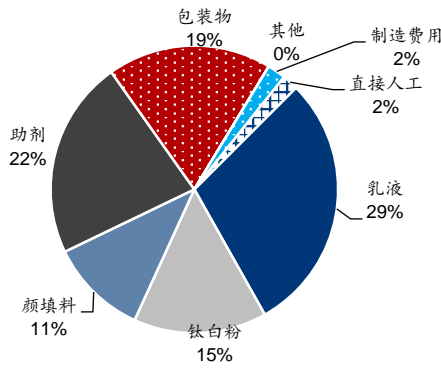
图表26：历年涂料板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

	Δ 归母净利率	Δ 毛利率	-Δ 税金及附加/营收	-Δ 销售费率	-Δ 管理费	-Δ 研发费率	-Δ 财务费率	-Δ 其他收益/营收	-Δ 减值/营收	-Δ 营业外收支/营收	-Δ 所得税/营收	-Δ NCI/营收
2014	0.41	0.68	0.15	-3.97	3.11	-	0.38	0.06	-0.42	0.55	-0.14	0.00
2015	-0.60	0.90	-0.73	-0.29	-0.32	-	0.22	0.01	0.14	-0.38	-0.14	0.00
2016	-1.15	-2.12	-0.03	-0.16	0.22	-	0.30	0.00	-0.08	0.08	0.63	0.00
2017	-1.19	-4.82	0.13	2.71	1.27	-	-0.12	0.88	-0.24	-1.24	0.23	0.00
2018	-1.93	-0.74	0.10	-0.73	0.22	-2.66	-0.81	0.34	-0.17	-0.33	0.19	0.00
2019	0.84	0.54	0.29	-0.77	1.09	0.34	0.07	-0.15	-0.64	0.02	0.26	-0.21
2020	0.79	0.69	-0.08	4.72	0.41	-0.27	-0.01	-0.15	-0.38	-0.04	0.43	-0.07
2021	-12.93	-7.97	0.27	-0.51	-0.04	0.18	-0.28	0.45	-8.13	0.18	2.74	0.16
2022	8.96	4.20	-0.16	0.58	0.03	-0.09	-0.66	-0.06	7.06	-0.06	-2.13	0.26
2023	-1.51	1.66	-0.12	-0.74	-0.53	0.04	-0.21	0.06	-1.60	0.05	0.05	-0.16

资料来源：Wind，华泰研究

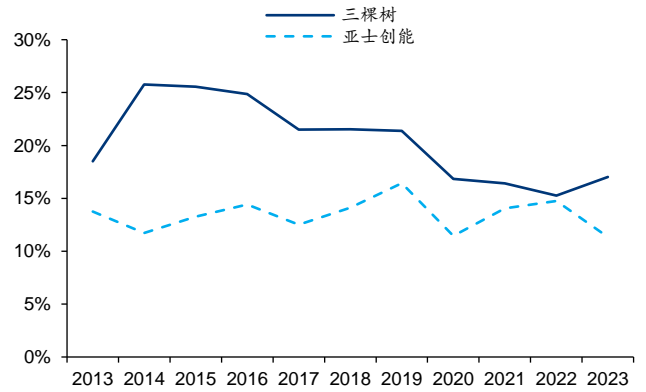
2) 23 年板块整体销售费率/管理费率为 15.9%/5.3%，同比+0.7/0.5pct，对净利率负向扰动较大；其中三棵树年末销售人员人数同比+21%，对人效形成一定扰动；两公司管理人员人数均有不同程度下降，但三棵树管理人员人均费用仍表现刚性。

图表27：涂料成本拆分（2015）



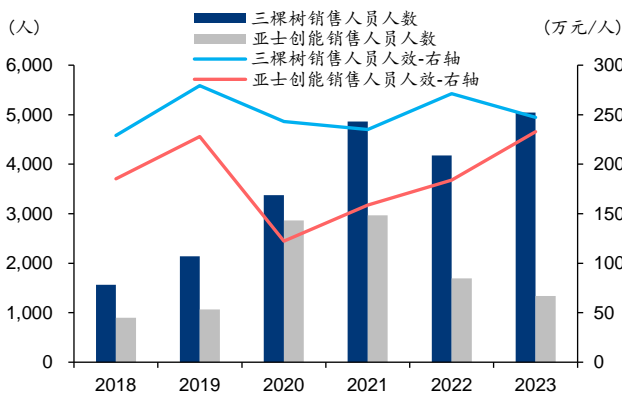
资料来源：三棵树招股说明书，华泰研究

图表28：三棵树、亚士创能销售费用率



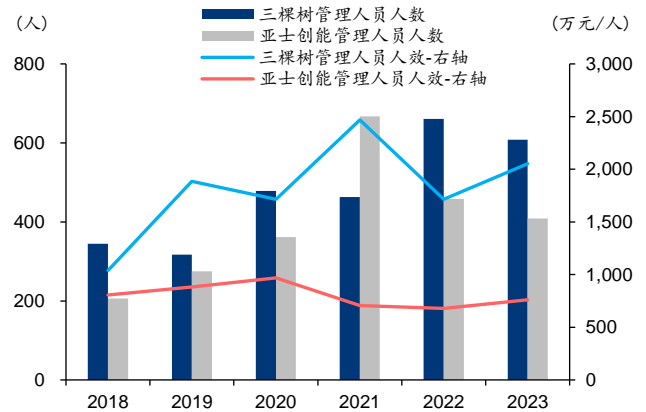
资料来源：三棵树招股说明书，华泰研究

图表29：三棵树、亚士创能销售人员人数及人效



资料来源：Wind，华泰研究

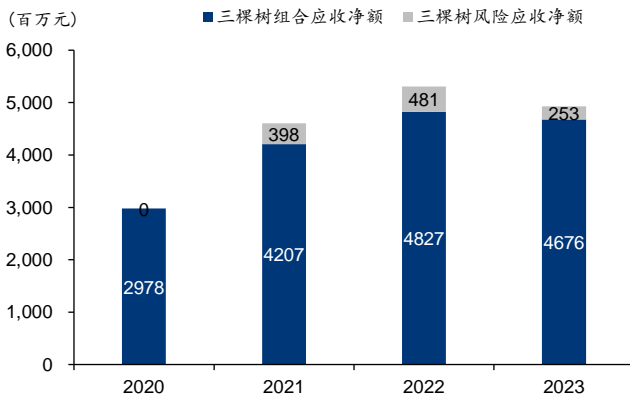
图表30：三棵树、亚士创能管理人员人数及人效



资料来源：Wind，华泰研究

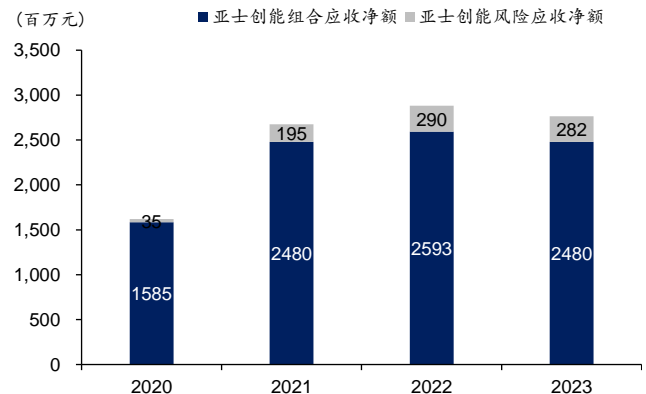
3) 板块减值损失仍扰动较大，减值/营收占比为 4.68%，同比 22 年提升 1.6pct。但本轮减值过后，三棵树/亚士创能账面剩余未计提减值损失的风险应收（单项计提减值准备的应收账款）仅为 2.5/2.8 亿元，单项计提累计计提比例分别提升至 77%/72%，超出消费建材板块典型工程业务占比较高公司的平均计提水平，预期 24 年该项扰动收窄。账龄角度，三棵树应收账款余额中账龄在 3 年以上部分占比提升较多，但考虑到公司会计制度中 3 年以上的应收账款 100%计提减值损失，预期后市影响同样有限。

图表31：三棵树应收账款账面净额结构（分性质）



资料来源：Wind，华泰研究

图表32：亚士创能应收账款账面净额结构（分性质）



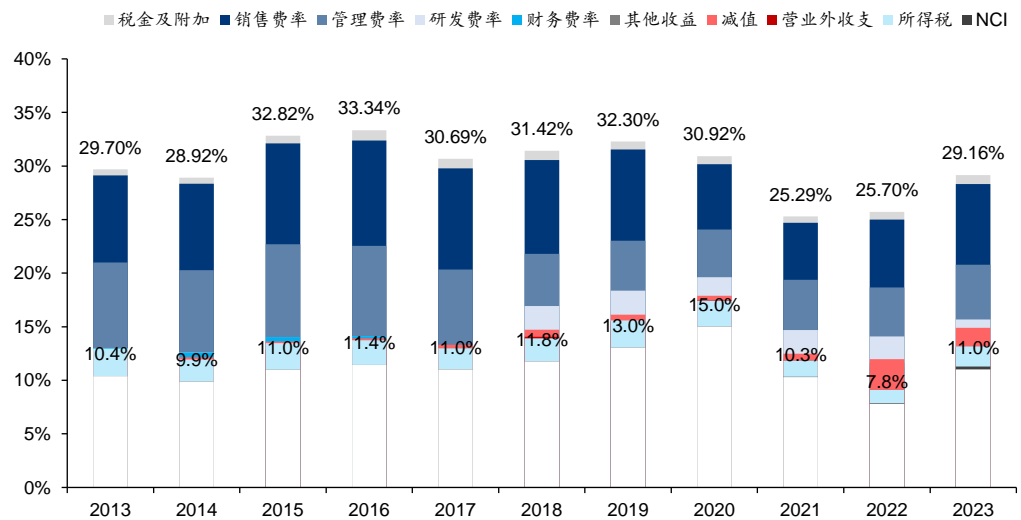
资料来源：Wind，华泰研究

管材：主要原料成本同比降幅较大，预期信用减值损失高峰已过

管材板块盈利能力近年受成本端压力影响较大，行业价格竞争加剧扰动下，典型上市公司多出现量升价降现象，合计营收规模同比下降，对费用摊薄作用削弱：

1) 23年管材平均毛利率为29.2%，同比+3.45pct，对净利率提升效果显著。原材料成本侧，主流原材料PVC/HDPE/PPR数值均价同比-20%/-6%/-7%，参考各典型公司招股说明书，由于不同公司侧重生产销售的管道种类不同，因而PVC/PE/PPR树脂材料在营业成本中占比不一，但总体PVC/PE/PPR树脂合计成本占比在50%上下波动（如东宏股份17年招股书中，聚乙烯占营业成本比约为58%；雄塑科技17年招股书中，聚氯乙烯/聚乙烯/聚丙烯合计成本占比约为59%），毛利率实际同比修复弱于成本侧降幅，或主因除伟星新材外，其余公司品牌力不强，成本端下降无法支撑价格，多数工程端管材公司价格竞争激烈，主流PVC管道产品全年售价同比多有双位数下滑；

图表33：管材板块净利率拆分



资料来源：Wind，华泰研究

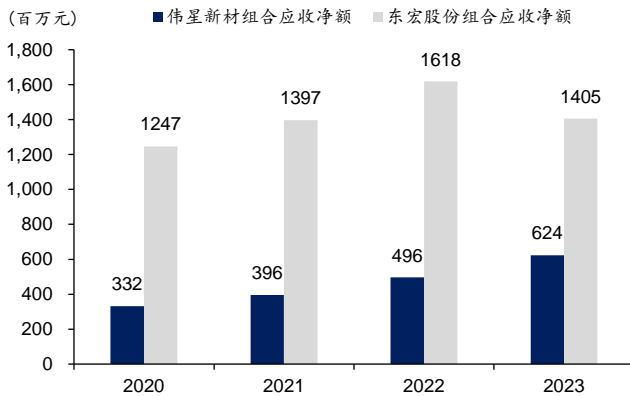
图表34：历年管材板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

	Δ 归母净利率	Δ 毛利率	-Δ 税金及附加/营收	-Δ 销售费率	-Δ 管理费	-Δ 研发费率	-Δ 财务费率	-Δ 其他收益/营收	-Δ 减值/营收	-Δ 营业外收支/营收	-Δ 所得税/营收	-Δ NCI/营收
2014	-0.50	-0.78	0.00	0.07	0.30	-	-0.21	-0.02	-0.20	-0.16	0.50	0.00
2015	1.11	3.90	-0.13	-1.35	-0.99	-	-0.08	0.12	-0.11	0.17	-0.41	0.00
2016	0.43	0.52	-0.26	-0.42	0.24	-	0.29	-0.07	-0.06	0.01	0.18	0.00
2017	-0.41	-2.65	0.03	0.42	0.44	-	0.22	0.95	0.44	-0.59	0.33	0.00
2018	0.75	0.73	0.06	0.66	0.11	-3.00	0.00	-0.18	-0.30	-0.17	-0.16	-0.01
2019	1.27	0.88	0.11	0.23	0.21	-0.23	0.29	-0.08	0.08	0.22	-0.42	0.00
2020	1.97	0.85	0.01	0.20	0.21	0.05	0.05	0.41	0.17	-0.10	0.13	0.00
2021	-4.71	-5.63	0.15	0.79	-0.23	0.21	0.01	-0.72	-0.18	0.01	0.89	-0.01
2022	-2.50	0.42	-0.10	-1.04	0.11	0.11	0.13	-0.13	-2.28	0.03	0.30	-0.06
2023	3.21	3.45	-0.16	-1.16	-0.54	-0.30	0.09	1.54	1.12	0.01	-0.66	-0.18

资料来源：Wind，华泰研究

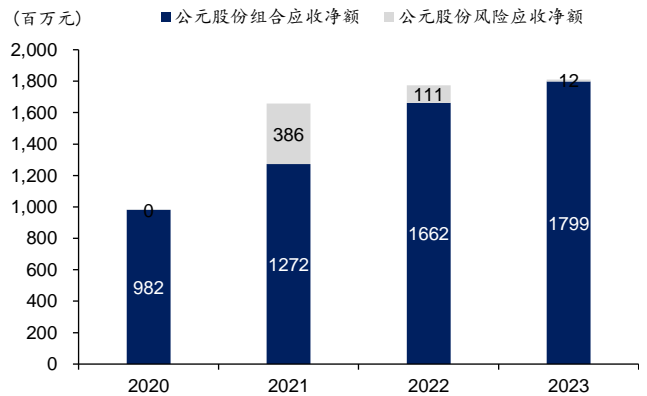
2) 23年减值风险同比削弱，减值损失/营收比例为1.74%，同比-1.1pct，较22年显著收窄；本轮减值过后，由于伟星新材侧重零售管材、东宏股份侧重工业用管，整体同地产关联度较弱，预计后市减值风险有限，工程收入占比偏高的公元股份账面剩余高风险应收敞口仅0.12亿，单项计提累计计提比例已达98%，预期后市减值影响将大幅收窄；账龄角度，典型公司中公元股份应收账款余额中账龄在2-3年中的应收账款占比提升，按公司现行会计制度，若未能有效回收，组合计提比例将由40%升至100%，但好在整体金额规模相对不高（3.9亿），或存一定扰动但有限。

图表35: 伟星新材、东宏股份应收账款账龄净额结构(分性质)



资料来源: Wind, 华泰研究

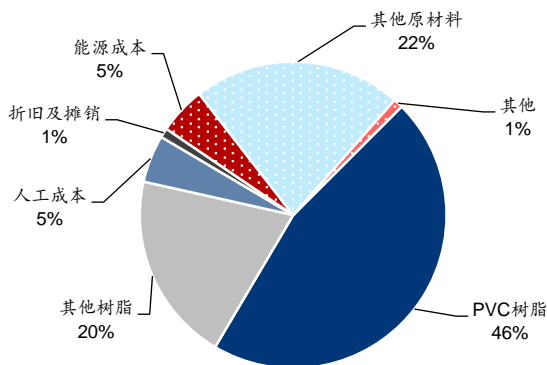
图表36: 公元股份应收账款账龄净额结构(分性质)



资料来源: Wind, 华泰研究

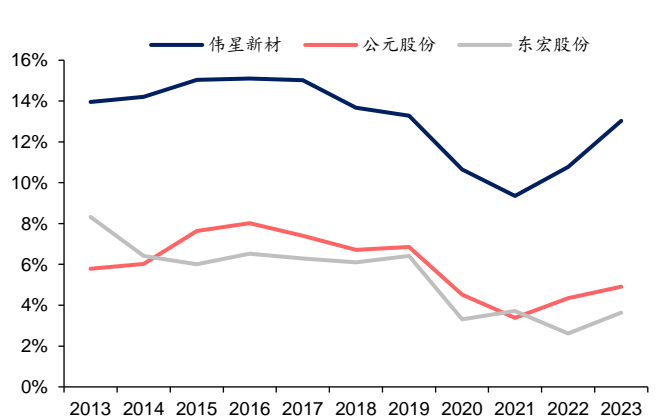
3) 销售、管理费率扰动较大, 或系收入同比下滑而市场竞争激烈, 费用相对刚性导致对盈利能力负向作用显著。2023年管材板块综合销售、管理费率分别为7.5%/5.1%, 同比+1.2/+0.5pct, 销售人员人数角度, 除伟星新材销售人员人数同比提升13%之外, 其余基本维持稳定, 销售费用、管理费用绝对值整体刚性, 核心为营收规模同比下滑导致的摊薄作用削弱, 盈利能力改善关键在于销售规模的修复。

图表37: 管材成本拆分(2010)



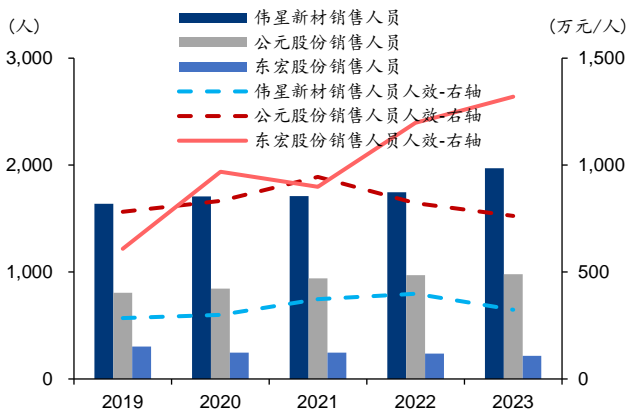
资料来源: 中国联塑招股说明书, 华泰研究

图表38: 伟星新材、公元股份、东宏股份销售费率



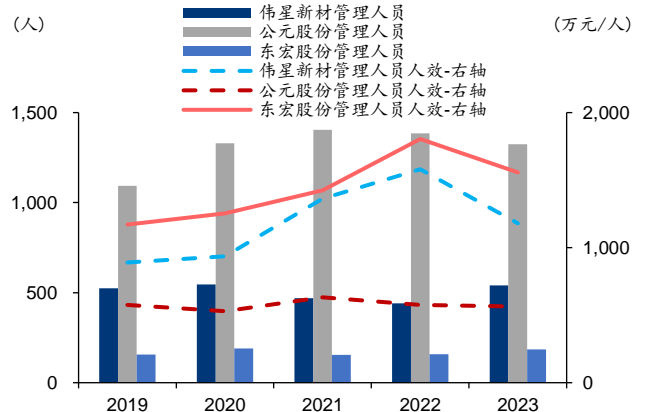
资料来源: Wind, 华泰研究

图表39: 伟星新材、公元股份、东宏股份销售人员人数及人效



资料来源: Wind, 华泰研究

图表40: 伟星新材、公元股份、东宏股份管理人员人数及人效



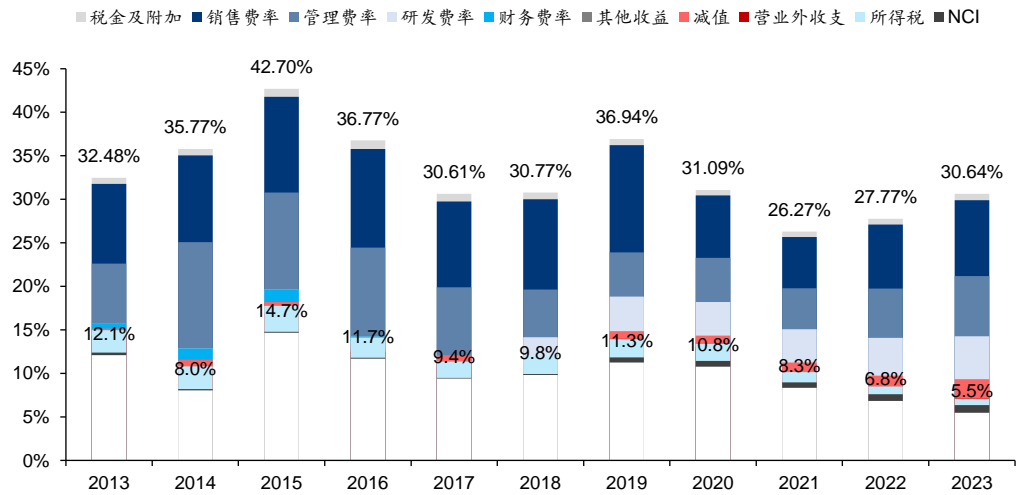
资料来源: Wind, 华泰研究

外加剂：价格扰动毛利率修复，整体费用表现刚性，关注收入规模修复

13-21 年外加剂板块毛利率与净利率呈现一定相关性，但 22 年起费率、减值及营业外收支等因素波动较大，使得毛利率净利率不完全同向变动：

1) 2023 年外加剂板块综合毛利率同比+2.9pct 至 30.6%，但净利率下降 1.4pct；成本侧环氧乙烷全年均价同比-12%，环氧乙烷在外加剂成本中占比较大，根据苏博特招股说明书，环氧乙烷 14-16 年占其主营业务成本的比例在 40% 上下波动，毛利率实际改善小于成本侧原材料价格降幅，或主因全年地产开工偏弱，导致其下游混凝土需求不振，景气度较弱，产品价格承压下滑；

图表 41：外加剂板块净利率拆分



资料来源：Wind，华泰研究

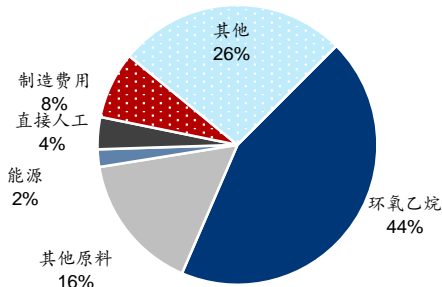
图表 42：历年外加剂板块财务项占营业收入百分比同比变动

	Δ归母净利	-Δ税金及	-Δ销售费	-Δ管理费	-Δ研发费	-Δ财务费	-Δ其他收	-Δ减值/营	-Δ营业外	-Δ所得税/	-ΔNCI/营
	率	附加/营收	率	率	率	率	益/营收	收	收支/营收	营收	收
2014	-4.05	3.29	-0.04	-0.77	-5.40	-	-0.64	0.02	-0.56	-0.08	0.15
2015	6.64	6.93	-0.18	-1.07	1.11	-	-0.23	0.04	0.08	0.28	0.06
2016	-2.99	-5.93	-0.09	-0.31	0.90	-	0.32	0.32	0.38	0.78	-0.01
2017	-2.27	-6.15	0.14	1.48	1.31	-	0.78	1.14	-0.01	-1.45	0.06
2018	0.41	0.15	0.12	-0.55	-0.20	-3.65	0.23	-0.39	-0.64	1.90	-0.04
2019	1.44	6.17	0.03	-1.91	0.40	-0.56	-0.21	-0.52	0.67	-2.10	-0.44
2020	-0.48	-1.25	0.06	0.55	0.00	0.02	0.08	0.00	-0.39	0.37	-0.11
2021	-2.43	-4.82	0.04	1.30	0.36	-0.03	-0.12	0.18	-0.09	-0.06	0.04
2022	-1.50	1.49	-0.05	-1.48	-0.96	-0.81	-0.15	0.44	0.04	-0.20	-0.15
2023	-1.38	2.88	-0.08	-1.37	-1.25	-0.80	-0.10	0.33	-0.91	-0.11	-0.13

资料来源：Wind，华泰研究

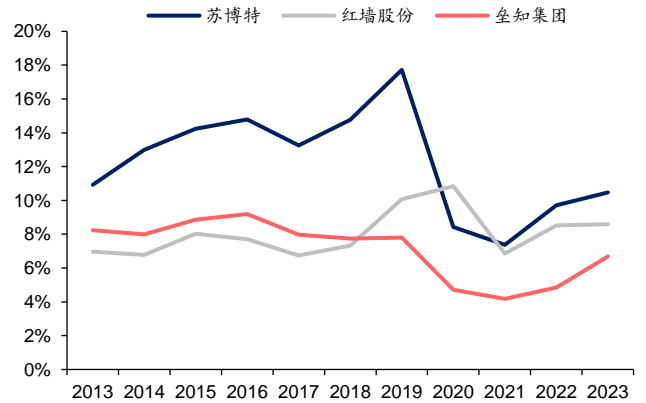
2) 销售、管理、研发费率对净利率影响较大，费用绝对值 23 年保持相对平稳，主因收入规模继续收缩；23 年减水剂板块销售/管理/研发费率分别为 8.7%/6.9%/5.8%，同比 +1.4/+1.3/+0.8pct，人员角度各公司各有调整，但总体员工人数同比有降；

图表43：外加剂成本拆分（2016）



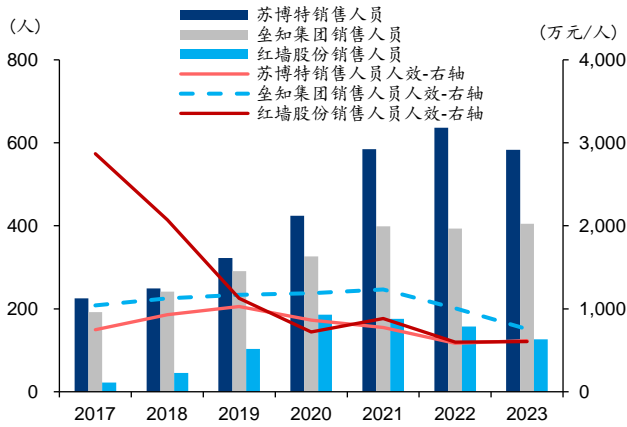
资料来源：苏博特招股说明书，华泰研究

图表44：外加剂板块典型公司销售费用率



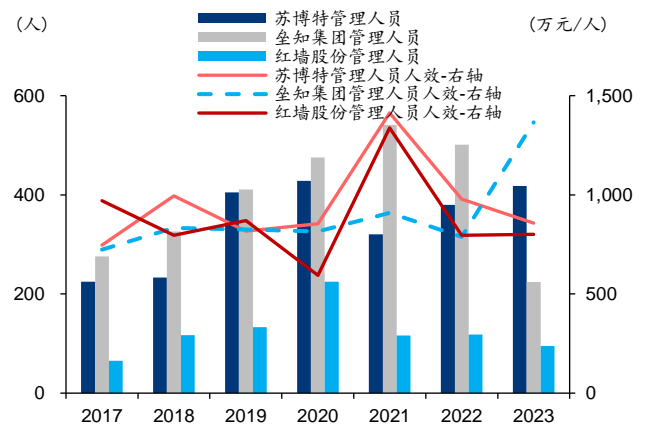
资料来源：Wind，华泰研究

图表45：外加剂板块典型公司销售人员及人效



资料来源：Wind，华泰研究

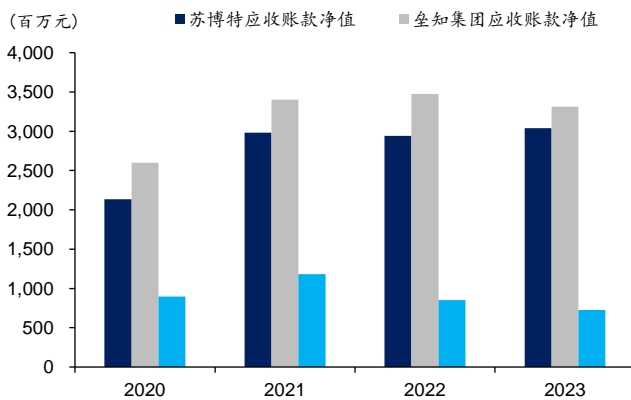
图表46：外加剂板块典型公司管理人员及人效



资料来源：Wind，华泰研究

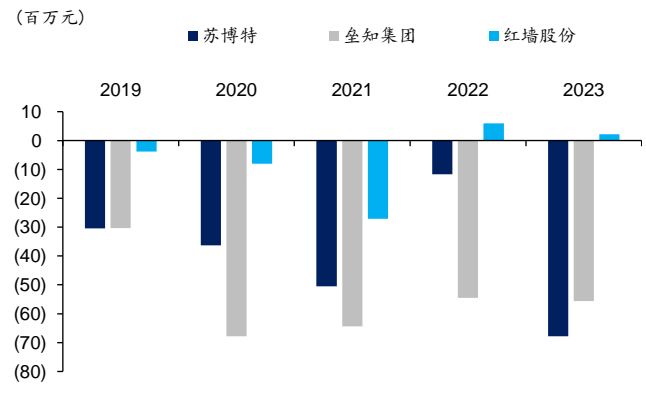
3) 23年减值损失/营收占比为2.2%，同比+0.9pct，对盈利能力负向扰动同样显著。但其中高风险的单项计提减值准备应收账款账面净值规模始终保持较低水平，合计计提信用减值损失绝对值保持平稳合理水平，核心在于销售规模回撤导致摊薄削弱。考虑到公司整体费用端近年均保持平稳，后市盈利能力改善关键在于收入规模的修复。

图表47：外加剂典型公司应收账款账面净额



资料来源：Wind，华泰研究

图表48：外加剂典型公司信用减值损失



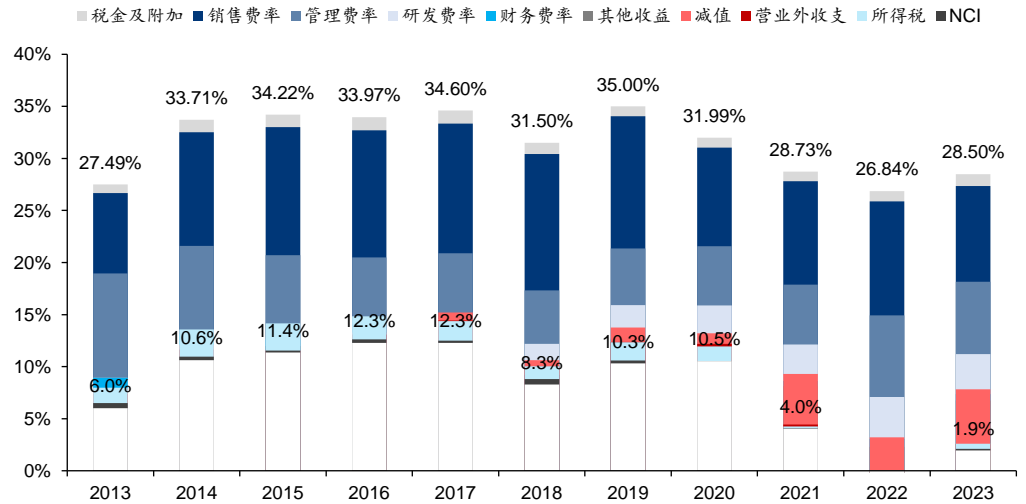
资料来源：Wind，华泰研究

瓷砖：多重因素共同作用实现扭亏为盈，减值风险仍存但有望继续收敛

毛利率修复、费用管控、减值进一步收敛共同作用，推动板块综合盈利扭亏为盈：

1) 23年瓷砖板块综合毛利率28.5%，同比+1.7pct，主要由能源价格下行推动，但行业价格竞争仍较激烈，抑制毛利率修复程度；

图表49：瓷砖板块净利率拆分



资料来源：Wind，华泰研究

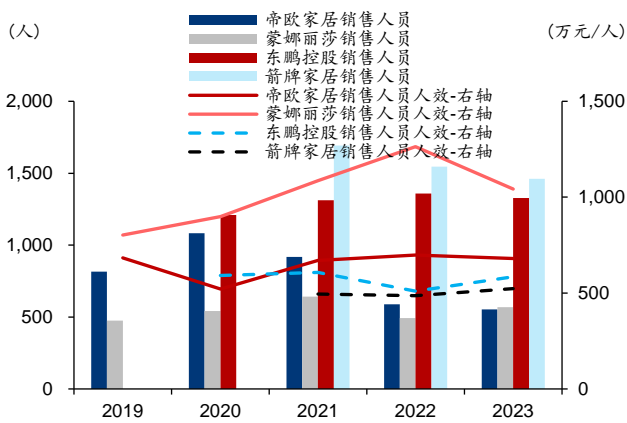
图表50：历年瓷砖板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

	Δ归母净利	-Δ税金及	-Δ销售费	-Δ管理费	-Δ研发费	-Δ财务费	-Δ其他收	-Δ减值/营	-Δ营业外	-Δ所得税/	-ΔNCI/营	
	率	附加/营收	率	率	率	率	益/营收	收	收支/营收	营收	收	
2014	4.62	6.22	-0.36	-3.22	1.58	-	0.50	-0.49	0.02	1.34	-1.12	0.16
2015	0.73	0.50	-0.04	-1.37	0.39	-	0.55	-0.55	0.38	0.74	-0.01	0.13
2016	0.94	-0.25	-0.04	0.07	0.83	-	0.14	0.90	-0.10	-0.90	0.42	-0.14
2017	-0.01	0.63	0.01	-0.21	0.89	-0.68	0.12	1.19	-0.59	-1.82	0.33	0.13
2018	-4.01	-3.10	0.19	-0.68	-1.07	-2.28	0.03	0.06	0.17	0.06	0.65	-0.31
2019	2.03	3.50	0.11	0.43	-0.31	-0.28	0.00	-0.33	-0.78	-0.02	-0.54	0.24
2020	0.22	0.52	0.01	-0.33	-0.24	-0.27	-0.27	0.02	0.39	-0.26	0.37	0.27
2021	-6.48	-3.26	0.01	-0.43	-0.06	0.01	0.12	-0.28	-3.88	0.09	1.20	-0.01
2022	-7.47	-1.89	-0.04	-1.02	-2.10	-0.52	-0.26	-0.26	-2.04	0.17	0.56	-0.07
2023	5.37	1.65	-0.18	1.74	0.91	0.18	0.13	0.15	1.68	0.03	-0.86	-0.07

资料来源：Wind，华泰研究

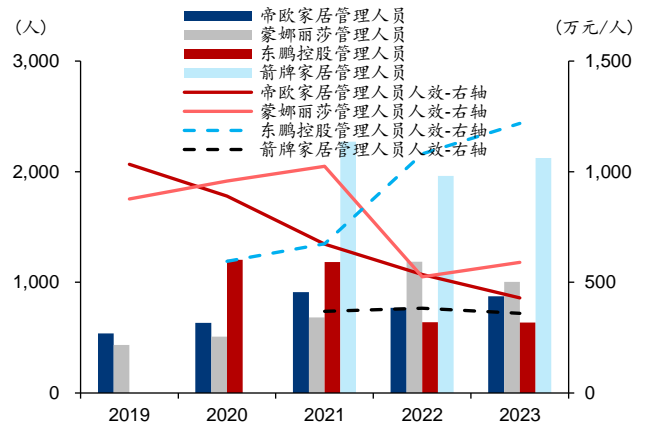
2) 23年销售费率、管理费率为9.2%/6.9%，同比-1.7/-0.9pct，对盈利能力修复起关键积极作用；但瓷砖板块未上市头部公司马可波罗、新明珠19-22年销售费率均值仅有6.4%、6.6%，当前板块上市典型公司费率仍有较大压缩空间；

图表51: 瓷砖板块典型公司销售人员及人效



资料来源: Wind, 华泰研究

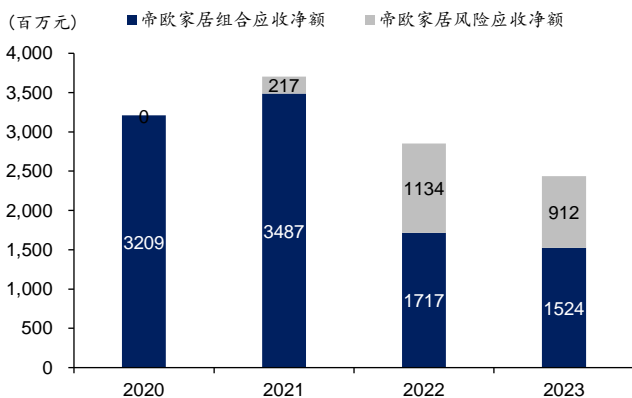
图表52: 瓷砖板块典型公司管理人员及人效



资料来源: Wind, 华泰研究

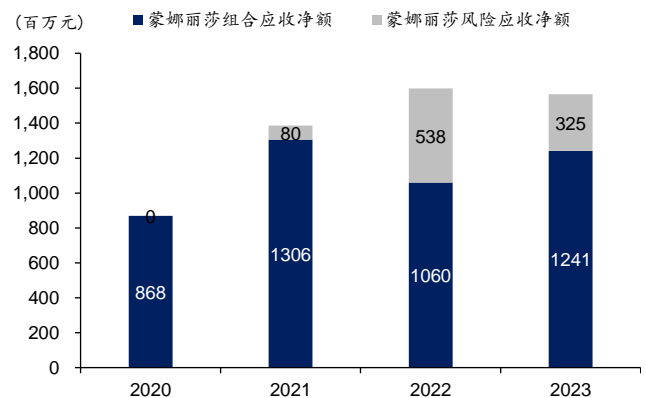
3) 23年减值/营收比例为5.2%，同比-1.7pct，减值损失逐步收敛；本轮减值后，帝欧家居/蒙娜丽莎/东鹏控股/箭牌家居账面剩余风险应收敞口分别为9.1/3.3/2.1/0亿元，单项计提减值准备累计计提比例分别达53%/67%/79%/100%，其中东鹏控股、箭牌家居累计计提比例超出消费建材平均水平，蒙娜丽莎剩余风险敞口空间有限，但不排除24年进一步计提减值损失可能，预期减值损失/营收比例或进一步收敛。

图表53: 帝欧家居账面应收账款净额结构(分性质)



资料来源: Wind, 华泰研究

图表54: 蒙娜丽莎账面应收账款净额结构(分性质)



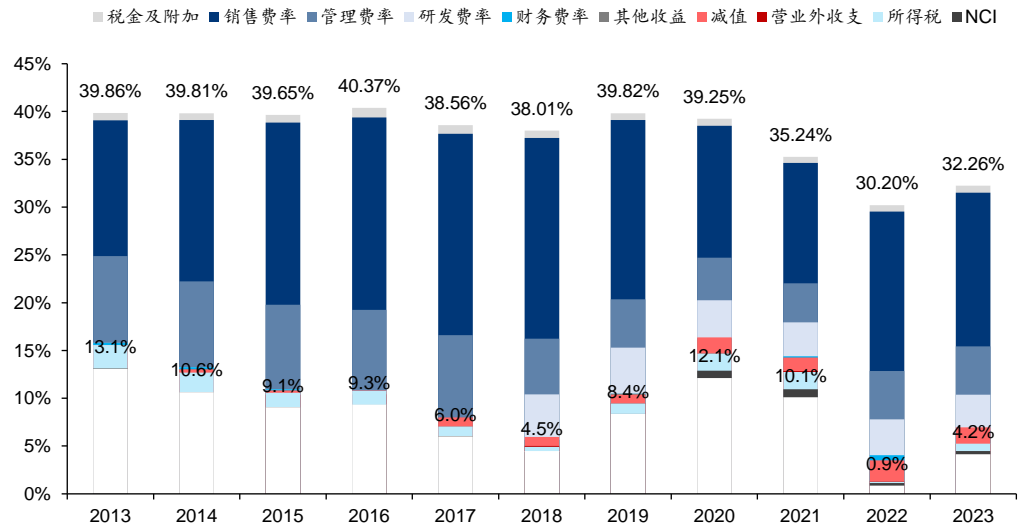
资料来源: Wind, 华泰研究

五金: 毛利率修复带动净利率回升, 销售费率良好管控

毛利率修复带动净利率回升, 销售费率良好管控:

1) 23年五金板块典型公司坚朗五金毛利率为32.3%，同比提升2.1pct，成本侧主要原材料不锈钢/铝合金等全年均价同比-11%/-8%；

图表55：五金板块净利率拆分



资料来源：Wind，华泰研究

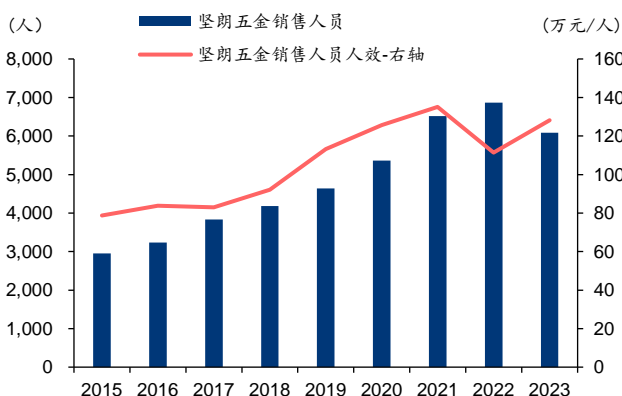
图表56：历年五金板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

	Δ归母净利 率	-Δ税金及 附加/营收	-Δ销售费 率	-Δ管理费 率	-Δ研发费 率	-Δ财务费 率	-Δ其他收 益/营收	-Δ减值/营 收	-Δ营业外 收支/营收	-Δ所得税/ 营收	-ΔNCI/营 收	
2014	-2.46	-0.05	0.09	-2.67	0.08	-	-0.02	0.00	-0.02	-0.27	0.41	0.00
2015	-1.57	-0.16	-0.11	-2.20	0.14	-	0.13	0.00	0.00	0.09	0.53	0.00
2016	0.29	0.72	-0.18	-1.06	-0.07	-	0.47	0.13	0.03	0.16	0.03	0.06
2017	-3.34	-1.81	0.12	-0.96	-0.36	-	-0.24	0.44	-0.52	-0.39	0.50	-0.10
2018	-1.54	-0.56	0.11	0.08	-1.31	-4.77	-0.14	-0.22	-0.03	-0.05	0.44	0.13
2019	3.89	1.81	0.06	2.27	0.72	-0.06	0.04	-0.43	0.08	0.05	-0.57	-0.08
2020	3.77	1.66	-0.03	2.71	0.64	0.85	-0.16	0.32	-0.76	0.00	-0.70	-0.76
2021	-2.03	-4.01	0.12	1.22	0.34	0.45	-0.03	-0.19	0.21	-0.07	-0.02	-0.06
2022	-9.24	-5.04	-0.05	-4.10	-0.93	-0.23	-0.46	0.06	-0.78	0.05	1.69	0.55
2023	3.30	2.06	-0.08	0.61	0.00	-0.02	0.39	0.50	0.46	0.07	-0.64	-0.06

资料来源：Wind，华泰研究

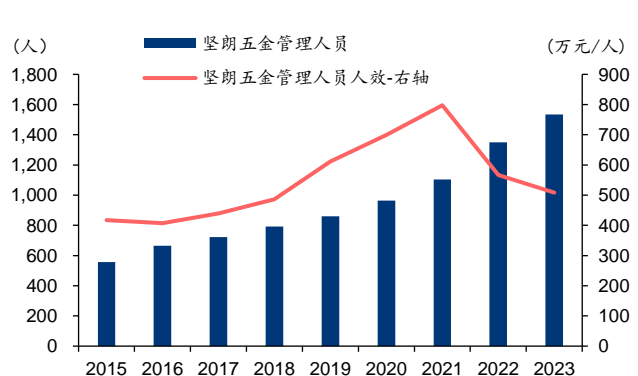
2) 销售费率有所摊薄，协同带动净利率同比回升。销售费用绝对值同比微降，销售人员人数同比略有下降，叠加收入同比微增，使得费率同比略有下降；管理费用绝对值同收入增速匹配，费率维持稳定。公司近年持续拓展县乡、碎片应用场景颇具成效，但新渠道铺设阶段，部分领域人效相比低于公司平均水平，未来新市场成熟后，销售费率或有进一步下行空间；

图表57：坚朗五金销售人员及人效



资料来源：Wind，华泰研究

图表58：坚朗五金管理人员及人效



资料来源：Wind，华泰研究

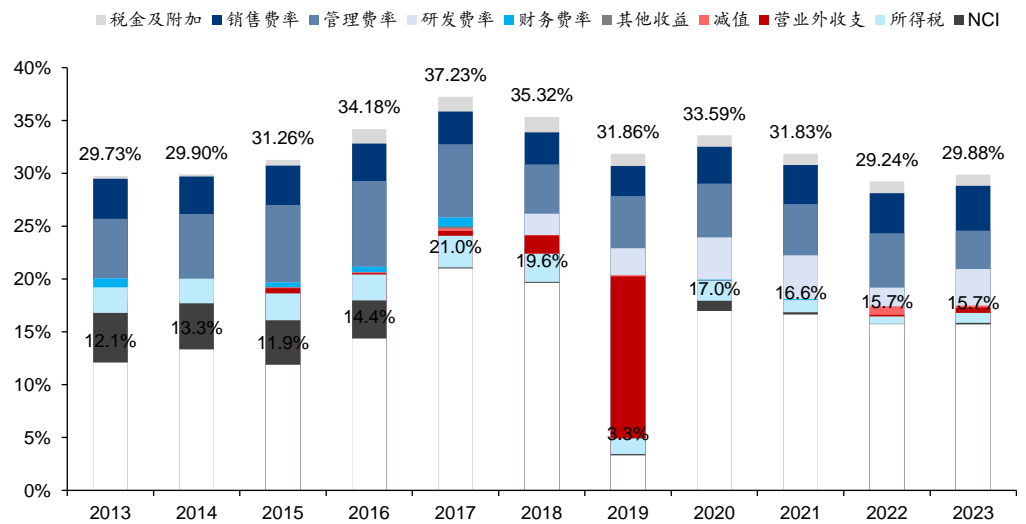
石膏板：费率、减值平稳，静待结构调整毛利率进一步上修

石膏板：综合毛利率稳健微增，扣非净利率同比提升

石膏板板块北新建材市占率较高，抗周期性较强，报表层面持续保持稳健，经营效益持续改善，净利率主要受成本端变动影响：

- 1) 23年石膏板板块典型公司北新建材毛利率29.9%，同比+0.6pct；成本侧，主要原材料国废黄板纸全年均价同比-28%，根据公司公告，2018年公司的营业成本中，原材料占比为65%，其中护面纸成本占比47%，但考虑到公司市占率较高，过去年度原材料价格高企下具备较强成本压力传导能力，毛利率降幅有限，且“一体两翼”政策推进下，毛利率相对偏低的防水、涂料、石膏板+等业务板块营收快速增长，收入占比提升，导致综合毛利率提升有限；
- 2) 净利率角度基本维持稳定，销售、管理费率分别为4.2%/3.6%，同比+0.4/-1.5pct，管理费率同比下降较多，主要系停产损失减少所致，销售及管理人员人数基本维持稳定；
- 3) 净利率的负向扰动因素主要来自其他收益减少，主因23年资产处置收益导致基数较高，扣非归母净利率较22年提升2.5pct。

图表59：石膏板板块净利率拆分



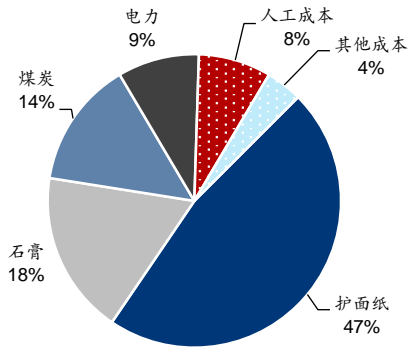
资料来源：Wind，华泰研究

图表60：历年石膏板板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

	Δ 归母净利	-Δ 税金及	-Δ 销售费	-Δ 管理费	-Δ 研发费	-Δ 财务费	-Δ 其他收	-Δ 减值/营	-Δ 营业外	-Δ 所得税	-Δ NCI/营	
	率	附加/营收	率	率	率	率	益/营收	收	收支/营收	/营收	收	
2014	1.24	0.17	0.02	0.24	-0.60	-	0.10	0.13	0.04	0.71	0.09	0.32
2015	-1.45	1.36	-0.32	-0.20	-1.09	-	0.40	1.07	-0.05	-2.58	-0.20	0.16
2016	2.48	2.93	-0.85	0.19	-0.79	-	0.68	-0.73	-0.02	0.37	0.07	0.61
2017	6.64	3.05	-0.01	0.47	1.17	-	0.20	-0.74	-0.13	-0.35	-0.53	3.51
2018	-1.37	-1.91	-0.04	0.05	-0.65	-2.91	0.56	1.37	0.19	-1.24	0.33	-0.02
2019	-16.31	-0.91	0.26	0.20	-0.25	-0.25	0.09	-0.36	-0.08	-13.62	1.16	0.00
2020	13.66	1.74	0.08	-0.65	-0.15	-0.83	-0.25	-0.47	-0.11	15.55	-0.38	-0.86
2021	-0.33	-1.76	0.05	-0.23	0.24	-0.16	0.06	-0.08	0.15	-0.11	0.73	0.78
2022	-0.91	-2.59	-0.06	-0.10	-0.30	-0.17	-0.14	2.84	-0.73	-0.26	0.45	0.16
2023	-0.02	0.64	0.04	-0.43	1.51	0.08	0.15	-1.95	0.65	-0.36	-0.25	-0.10

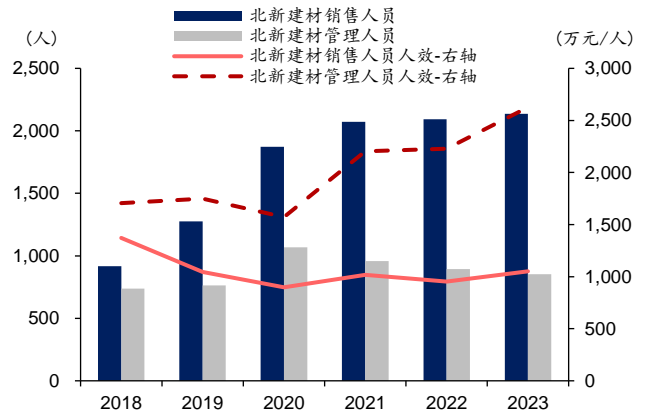
资料来源：Wind，华泰研究

图表61：石膏板成本拆分（2018）



资料来源：北新建材公司公告，华泰研究

图表62：北新建材销售及管理人员人数及人效



资料来源：Wind，华泰研究

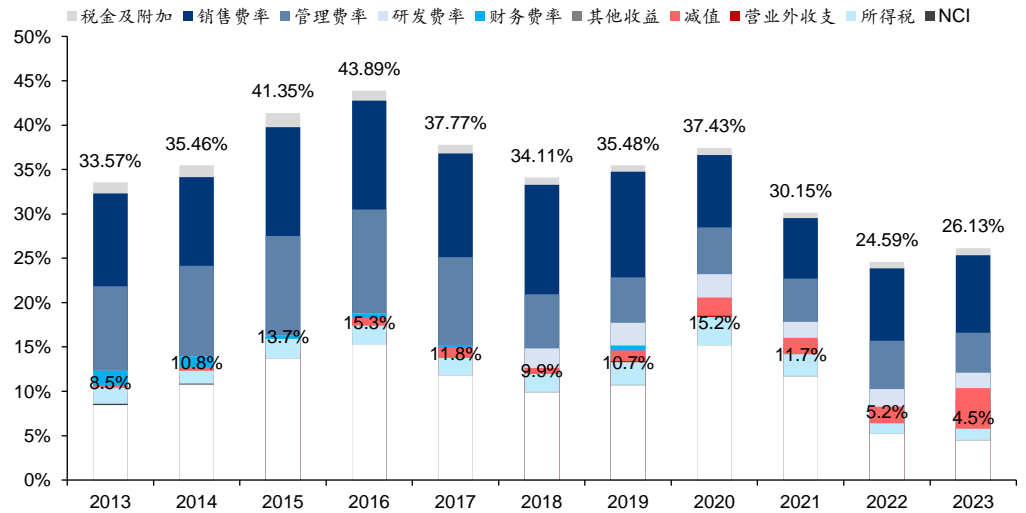
防水/板材：减值仍存风险，后市仍需关注

防水：毛利率小幅改善，销售、管理费率分化

23年成本侧压力小幅缓解，管理费用管控良好，减值及销售费用扰动较大：

1) 防水板块23年毛利率同比+1.5pct，主要原材料沥青全年均价同比-6%，参考科顺股份招股书，沥青成本约占防水材料营业成本的22%，毛利率修复较好，或主因板块内部分公司高附加值的零售板块增速较快，营收结构调整所致；

图表63：防水板块净利率拆分



资料来源：Wind，华泰研究

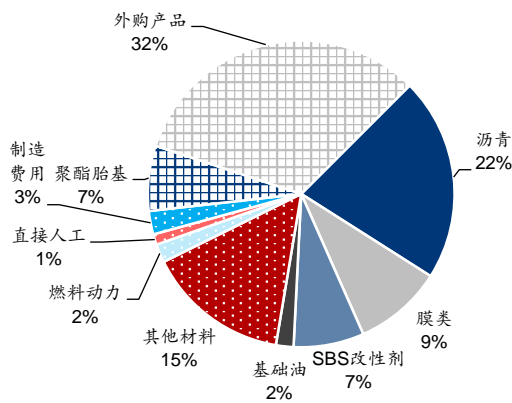
图表64：历年防水板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

	Δ归母净利率	-Δ税金及附加/营收	-Δ销售费率	-Δ管理费率	-Δ研发费率	-Δ财务费率	-Δ其他收益/营收	-Δ减值/营收	-Δ营业外收支/营收	-Δ所得税/营收	-ΔNCI/营收	
2014	2.32	1.89	-0.05	0.47	-0.69	-	0.42	0.01	0.05	-0.18	0.37	0.04
2015	2.96	5.89	-0.24	-2.27	-0.99	-	0.59	-0.05	-0.54	1.19	-0.74	0.11
2016	1.52	2.54	0.45	0.01	-0.52	-	-0.04	0.25	-0.26	-0.95	0.04	0.01
2017	-3.46	-6.12	0.17	0.55	1.75	-	-0.27	0.61	0.36	-0.68	0.23	-0.05
2018	-1.89	-3.66	0.13	-0.64	1.49	-2.37	-0.27	0.60	0.56	-0.02	-0.09	0.01
2019	0.80	1.37	0.08	0.46	1.00	-0.20	-0.60	-0.13	-0.50	-0.14	-0.51	-0.02
2020	4.51	5.25	-0.05	0.42	-0.15	-0.27	0.45	0.30	-0.79	-0.04	-0.65	0.05
2021	-3.50	-7.29	0.16	1.35	0.42	0.39	0.75	-0.30	0.15	0.17	0.73	-0.03
2022	-6.48	-5.56	-0.11	-1.31	-0.59	-0.06	-0.15	0.01	-0.10	0.05	1.29	0.03
2023	-0.73	1.54	-0.06	-0.61	0.95	0.01	0.27	-0.03	-2.63	-0.04	-0.09	-0.05

资料来源：Wind，华泰研究

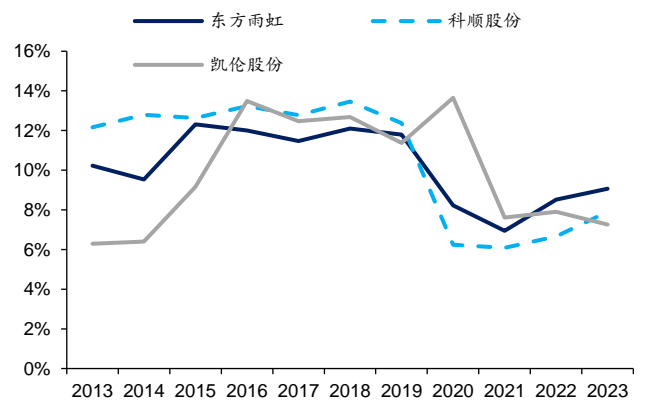
2) 23年板块整体销售费率/管理费率分别为8.7%/4.5%，同比+0.6/-0.9pct，销售、管理费率情形分化。销售人员角度，除科顺股份外，东方雨虹、凯伦股份年末销售人员人数均有一定增加，同时销售费用绝对值均刚性增长，对净利率形成一定负面影响；管理人员角度则除科顺股份外，均有一定程度削减，东方雨虹、凯伦股份管理费用绝对值同比下降较多，因而对盈利能力有一定积极影响；

图表65：防水材料成本拆分 (2017H1)



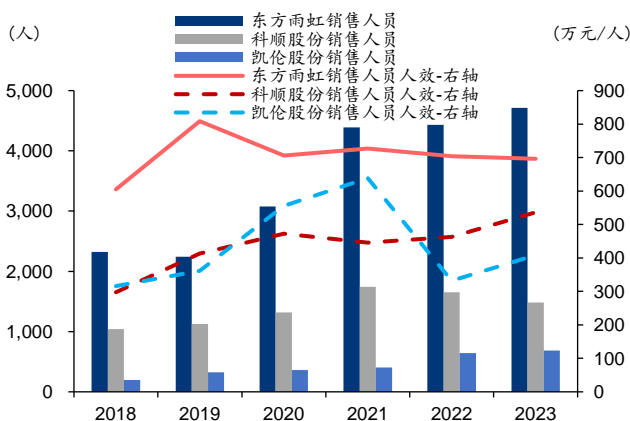
资料来源：科顺股份招股说明书，华泰研究

图表66：东方雨虹、科顺股份、凯伦股份销售费用率



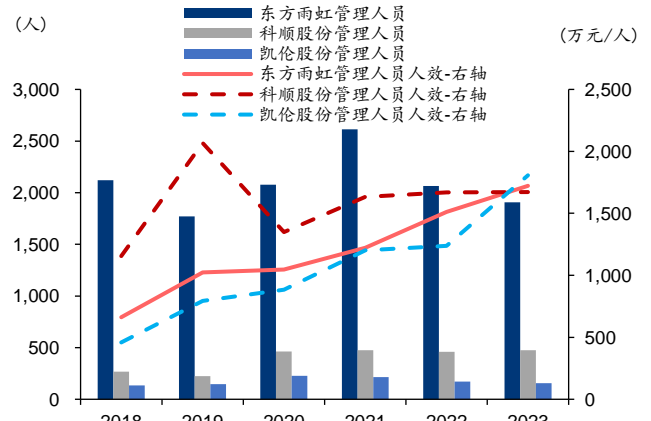
资料来源：三棵树招股说明书，华泰研究

图表67：东方雨虹、科顺股份、凯伦股份销售人员人数及人效



资料来源：Wind，华泰研究

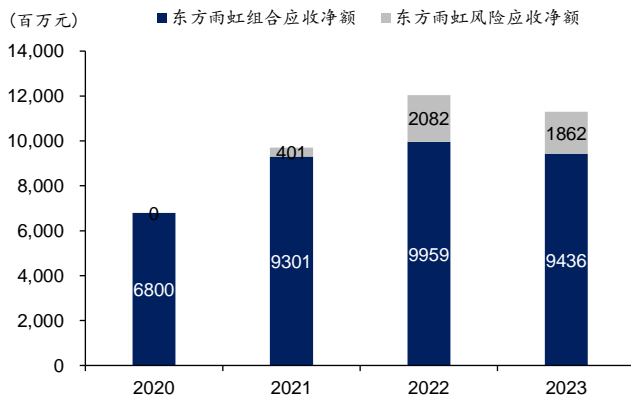
图表68：东方雨虹、科顺股份、凯伦股份管理人员人数及人效



资料来源：Wind，华泰研究

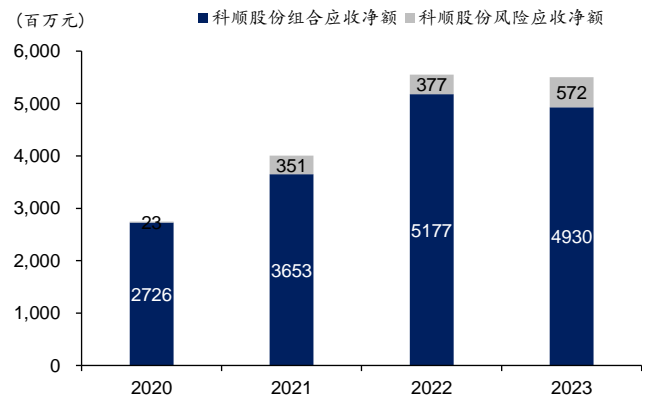
3) 减值/营收占比为 4.61%，同比 23 年提升 2.63pct。本轮减值过后，东方雨虹/科顺股份/凯伦股份账面剩余未计提减值损失的风险应收（单项计提减值准备的应收账款）为 18.6/5.7/1.3 亿元，单项计提累计计提比例分别为 24%/58%/63%，仍低于消费建材板块平均计提水平，后市减值计提或仍为扰动盈利能力的核心因素。

图表69：东方雨虹应收账款账面净额结构（分性质）



资料来源：Wind，华泰研究

图表70：科顺股份应收账款账面净额结构（分性质）



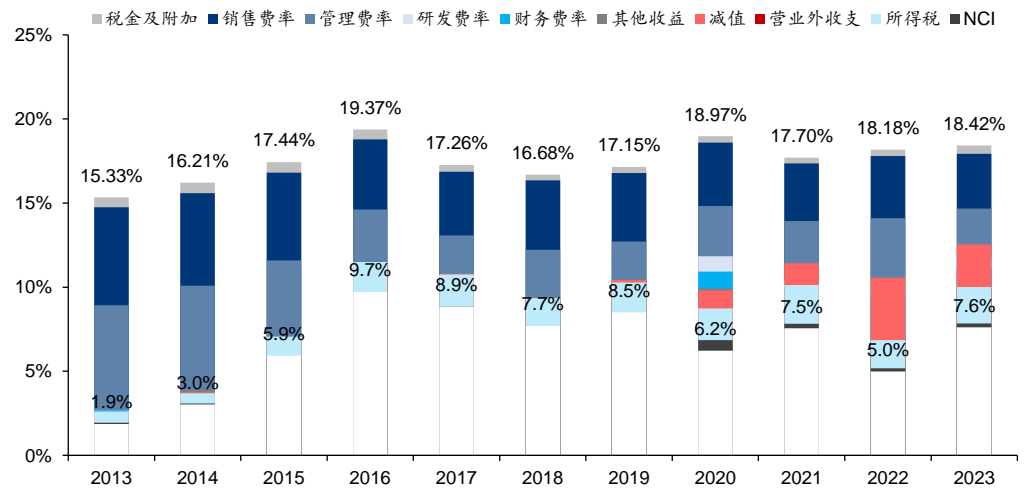
资料来源：Wind，华泰研究

板材：经营质量改善推动净利率修复，账龄结构变化或仍存一定减值压力

观察板材典型公司兔宝宝净利率拆分，可以发现近年兔宝宝盈利能力呈波动改善态势，20年起毛利率与净利率不完全同向波动，23年净利率改善核心在于费用的精益管控：

1) 23年板材板块典型公司兔宝宝毛利率为 18.4%，同比仅+0.2pct，毛利率整体保持平稳，对净利率增厚作用有限；

图表71：板材板块净利率拆分



注：由于财务费率、其他收益、减值、营业外收支、所得税可能表现为利益流入，反向增厚净利，以及部分财务项可能在某年影响较小，故部分财务项占营收比例在图中可能难以直观看出，并非当年该财务项为 0

资料来源：Wind，华泰研究

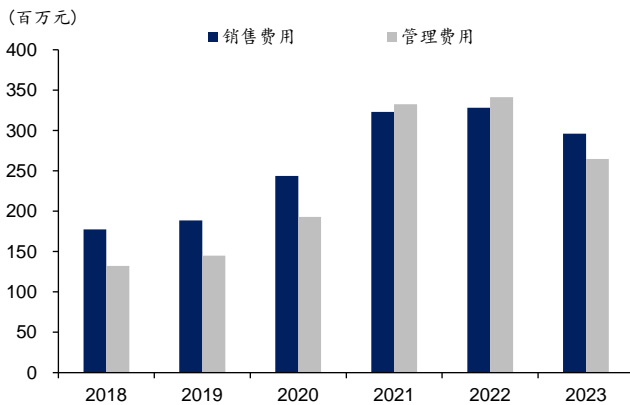
图表72: 历年板材板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

	Δ归母净利	-Δ税金及	-Δ销售费	-Δ管理费	-Δ研发费	-Δ财务费	-Δ其他收	-Δ减值/营	-Δ营业外	-Δ所得税/	-ΔNCI/营	
	率	附加/营收	率	率	率	率	益/营收	收	收支/营收	营收	收	
2014	1.17	0.88	-0.03	0.33	0.04	-	0.28	-0.17	-0.45	0.21	0.05	0.03
2015	2.89	1.23	-0.01	0.28	0.44	-	0.02	0.80	0.13	0.49	-0.54	0.07
2016	3.79	1.93	0.06	1.04	1.67	-	-0.02	0.33	0.32	-0.90	-0.69	0.05
2017	-0.85	-2.11	0.19	0.38	0.46	-	-0.09	0.46	0.22	-0.23	-0.07	-0.05
2018	-1.17	-0.58	0.05	-0.32	-0.67	-1.25	-0.64	0.74	0.01	-0.01	0.23	0.01
2019	0.83	0.47	-0.03	0.05	-0.06	0.14	-0.16	0.65	-0.15	0.03	-0.13	0.02
2020	-2.28	2.60	-0.01	0.30	0.14	0.21	-0.16	-2.92	-0.83	-0.10	-0.07	-0.68
2021	1.32	-1.27	0.02	0.35	-0.54	0.16	0.60	2.29	-0.27	0.05	-0.43	0.36
2022	-2.55	0.47	-0.04	-0.25	-0.30	-0.05	0.22	-0.92	-2.40	0.00	0.63	0.08
2023	2.61	0.24	-0.09	0.41	0.91	0.03	0.37	0.12	1.20	-0.04	-0.49	-0.05

资料来源: Wind, 华泰研究

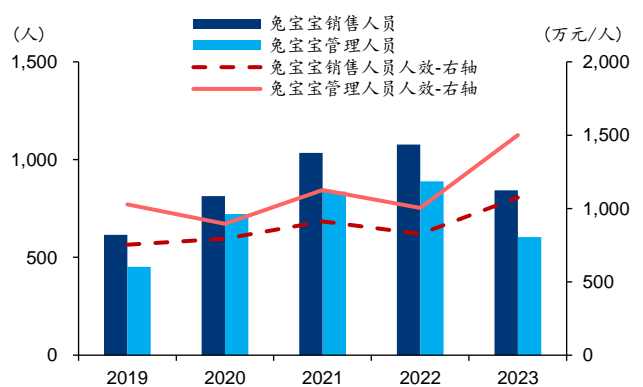
2) 23年销售费率、管理费率分别为3.3%/2.9%，同比-0.4/-0.9pct，对净利率正向影响显著，销售费用、管理费用绝对值显著下降，销售人员与管理人员人数同比大幅下降，带动人效显著提升；

图表73: 免宝宝销售费用及管理费用绝对值



资料来源: Wind, 华泰研究

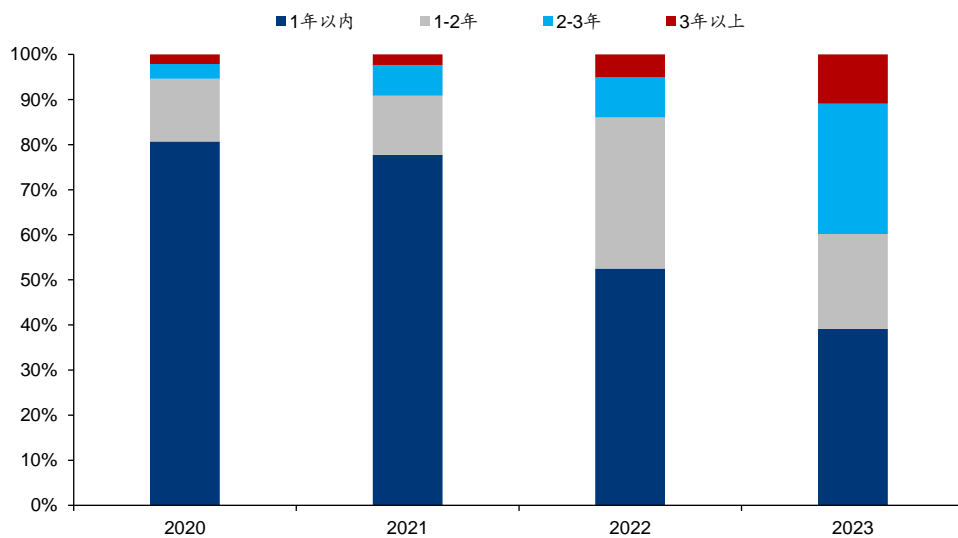
图表74: 免宝宝销售及管理人员及其人效



资料来源: Wind, 华泰研究

3) 23年信用减值损失绝对值同比微增，但资产减值损失规模大幅收窄，减值损失对净利润扰动缩小。22年裕丰汉唐受地产资金偏紧影响扰动营收盈利双降，免宝宝对此计提商誉减值损失，对盈利扰动较大，23年裕丰汉唐整体经营符合公司内部规划，未再进一步计提商誉减值损失；信用减值角度，23年公司计提减值损失2.2亿元，同比+8.7%，本轮计提过后，公司账面剩余风险营收净额为1.2亿元，进一步大幅计提减值空间有限，但值得注意的是，截至23年底，公司账龄2-3年应收账款余额为5.0亿，同比+217%，按照公司会计制度，账龄在3年以上的应收账款将100%计提减值准备，若24年未能有效回收该账龄范围内应收账款，24年或仍存一定组合计提的信用减值损失压力。

图表75：兔宝宝应收账款余额账龄结构



资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

二手房重装需求延迟释放。23年二手房成交表现显著好于新房，考虑到二手房重装一般滞后于成交半年至一年，二手房交易带动的重装需求有望再24年逐步释放，支撑建材零售需求，但若宏观经济景气度下滑，居民消费信心不足，或导致重装需求被抑制或延迟。

原材料成本大幅上涨。工业建材能源燃料涨幅较大，若继续上行，相关公司盈利水平将进一步下降；消费建材成本端涨价为主要影响因素，若价格继续上行，成本传导难度将加大，进而影响相关公司盈利。

下游地产企业资金偏紧局面进一步恶化。21年下半年以来，由于新房销售快速下滑，导致多数房企资金运转紧张，部分房企公开债务违约，同时造成上游建材企业部分房地产应收账款回收困难，造成信用减值损失，若下游地产公司资金偏紧局面进一步恶化，建材公司应收减值风险或进一步蔓延，阻碍其财务报表修复。

附：涉及建材公司表单

图表76：涉及建材公司清单

细分行业	公司代码	公司简称	细分行业	公司代码	公司简称
五金	002791 CH	坚朗五金	瓷砖	001322 CH	箭牌家居
涂料	603737 CH	三棵树	瓷砖	603725 CH	天安新材
涂料	603378 CH	亚士创能	板材	601996 CH	丰林集团
石膏板	000786 CH	北新建材	板材	002043 CH	兔宝宝
管材	002372 CH	伟星新材	板材	600076 CH	康欣新材
管材	603856 CH	东宏股份	板材	600321 CH	正源股份
管材	2128 HK	中国联塑	板材	000910 CH	大亚圣象
管材	300599 CH	雄塑科技	其他消费建材	605099 CH	共创草坪
管材	002641 CH	公元股份	其他消费建材	603038 CH	华立股份
防水	300737 CH	科顺股份	其他消费建材	002785 CH	万里石
防水	002271 CH	东方雨虹	其他消费建材	300019 CH	硅宝科技
防水	603183 CH	建研院	其他消费建材	603826 CH	坤彩科技
防水	300715 CH	凯伦股份	其他消费建材	603330 CH	天洋新材
瓷砖	603385 CH	惠达卫浴	其他消费建材	003011 CH	海象新材
瓷砖	003012 CH	东鹏控股	其他消费建材	002718 CH	友邦吊顶
瓷砖	002798 CH	帝欧家居	其他消费建材	000619 CH	海螺新材
瓷砖	002918 CH	蒙娜丽莎			

注：本文中总体财务复盘及子板块财务复盘角度涉及的公司为上表中除港股上市的中国联塑外的其余所有公司；总体利润率拆解及子板块利润率拆解部分涉及的公司为上表中粗体标记的公司，为板块中重点/影响力较大的典型公司，故文中所述财务数据前后存在一定口径差异

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表77：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价 (当地币种)	目标价 (当地币种)	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
						2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
伟星新材	002372 CH	买入	18.10	21.89	28,816	0.90	0.91	0.99	1.09	20.11	19.89	18.28	16.61
北新建材	000786 CH	买入	33.78	38.55	57,072	2.09	2.57	2.90	3.20	16.16	13.14	11.65	10.56
兔宝宝	002043 CH	买入	11.35	12.72	9,524	0.82	0.91	1.05	1.18	13.84	12.47	10.81	9.62
箭牌家居	001322 CH	买入	9.42	10.20	9,139	0.44	0.51	0.60	0.71	21.41	18.47	15.70	13.27
苏博特	603916 CH	买入	8.48	9.55	3,671	0.37	0.48	0.53	0.61	22.92	17.67	16.00	13.90
中国联塑	2128 HK	买入	3.86	4.51	11,975	0.76	0.83	0.93	1.08	4.62	4.23	3.77	3.25

资料来源：Bloomberg, 华泰研究预测

图表78：重点推荐公司最新观点

股票代码	最新观点
伟星新材 (002372 CH)	24Q1 收入/扣非归母净利同比+11.19%/+37.61%，维持“买入”评级 伟星新材发布一季报，24Q1 实现营收 9.97 亿元 (yoy+11.19%、qoq-62.14%)，归母净利 1.54 亿元 (yoy-11.56%、qoq-72.49%)，扣非净利 1.42 亿元 (yoy+37.61%、qoq-66.85%，前值重述)。24Q1 公司销售收入同比增速符合其年度经营规划进度，我们维持公司 2024-2026 年 EPS 预测值分别为 0.91/0.99/1.09 元。可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 均值为 17.2 倍，考虑公司 24Q1 销售收入同比有双位数增长，修复好于消费建材板块多数公司，给予公司 24 年 24 倍 PE，目标价 21.89 元 (前值 18.25 元)，维持“买入”评级。 风险提示：原料大幅涨价；二手房重装需求释放缓慢；价格竞争激烈。 报告发布日期：2024 年 04 月 26 日 点击下载全文：伟星新材(002372 CH,买入): Q1 收入同增 11%，盈利能力强劲
北新建材 (000786 CH)	24Q1 年收入/归母净利同比+24.6%/+38.1%，维持“买入” 24Q1 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利 59.4/8.2/7.9 亿元，同比+24.6%/+38.1%/+40.7% (调整后)，归母净利超出我们预期 (7.0 亿元)，石膏板稳价提量带动收入及业绩保持强劲增长，同时新并购的嘉宝莉开始贡献利润。公司同时公布拟新建防水卷材/防水砂浆产线，“一体两翼”布局继续加速，我们预计公司 24-26 年归母净利为 43.5/49.0/54.1 亿元，可比公司 24 年 Wind 一致预期均值为 14xPE，我们认为公司消费品逻辑持续兑现，石膏板主业保持稳健增长，并购和激励落地有望加速“一体两翼”布局，给予 24 年 15xPE，目标价 38.55 元，维持“买入”。 风险提示：原材料涨价超预期；防水业务整合不及预期；并购不及预期。 报告发布日期：2024 年 04 月 27 日 点击下载全文：北新建材(000786 CH,买入): Q1 业绩超预期，多业务线齐头并进
兔宝宝 (002043 CH)	23 年收入/归母净利同比+1.6%/+54.7%，维持“买入” 兔宝宝发布年报，2023 年实现营收 90.63 亿元 (yoy+1.63%)，归母净利 6.89 亿元 (yoy+54.66%，前值重述)，扣非净利 5.83 亿元 (yoy+68.30%)。其中 Q4 实现营收 33.32 亿元 (yoy+9.46%，qoq+34.99%)，归母净利 2.32 亿元 (yoy+311.38%，qoq+37.97%)。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.91/1.05/1.18 元 (前值 2024-2025 年 0.93/1.11 元)。可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 均值为 10 倍，考虑公司兼具品牌及稀缺渠道优势，给予公司 24 年 14xPE，目标价 12.72 元 (前值 13.8 元)，维持“买入”。 风险提示：原材料价格快速上涨；行业竞争恶化；应收账款大幅计提减值。 报告发布日期：2024 年 04 月 24 日 点击下载全文：兔宝宝(002043 CH,买入): 板材营收稳健，股息回报向好
箭牌家居 (001322 CH)	23 年收入/归母净利同比+1.8%/-28.4%，维持“买入” 23 年公司实现收入/归母净利 76.5/4.2 亿元，同比+1.8%/-28.4% (调整后)，其中 23Q4 收入/归母净利 23.7/1.4 亿元，同比+5.4%/-19.6%；24Q1 收入/归母净利 11.3/-0.9 亿元，同比+2.3%/-0.9 亿元，主要系毛利率下滑及信用/资产减值损失增多。考虑卫浴行业价格竞争仍激烈，我们预计公司 24-26 年归母净利为 4.9/5.9/6.9 亿元。可比公司 Wind 一致预期均值对应 24 年 13xPE，我们看好公司智能卫浴的增长潜力，且 C 端占比比较高现金流较为优异，给予公司 24 年 20xPE，目标价 10.20 元，维持“买入”。 风险提示：智能卫浴渗透率提升不及预期，门店扩张速度不及预期等。 报告发布日期：2024 年 04 月 20 日 点击下载全文：箭牌家居(001322 CH,买入): 23 年收入稳增，期待盈利能力修复
苏博特 (603916 CH)	23 年收入/归母净利同比-3.6%/-44.3%，维持“买入”评级 苏博特发布年报，2023 年实现营收 35.82 亿元 (yoy-3.58%，前值重述)，归母净利 1.60 亿元 (yoy-44.32%)，扣非净利 1.46 亿元 (yoy-43.87%)。其中 Q4 实现营收 10.06 亿元 (yoy+0.57%，qoq+9.89%)，归母净利 1898 万元 (yoy-64%，qoq-57%)。考虑到地产新开工偏弱，叠加部分地区资金偏紧，我们调整公司 2024-2026 年 EPS 为 0.48/0.53/0.61 元 (前值 24-25 年 0.70/0.86 元)。24 年外加剂/检测业务 EPS 0.34/0.14 元，可比公司平均 12/17xPE，考虑公司作为外加剂龙头企业定价权更高，检测业务低基数下成长性较好，给予 24 年外加剂/检测业务 20/20xPE，目标价 9.55 元 (前值 12.44 元)，维持“买入”评级。 风险提示：产能投放不及预期；市占率提升不及预期；原料价格上涨。 报告发布日期：2024 年 04 月 26 日 点击下载全文：苏博特(603916 CH,买入): 毛利率改善，现金流向好
中国联塑 (2128 HK)	23 年收入/归母净利同比+0.3%/-6.1%，维持“买入”评级 3 月 28 日公司发布 2023 年业绩公告：23 年实现收入/归母净利 308.7/23.7 亿元，同比+0.3%/-6.1%，归母净利低于我们此前的预测 (27.7 亿元)；其中 2H23 实现收入/归母净利 155.7/8.7 亿元，同比-1.9%/-28.7%，环比上半年+1.8%/-41.5%。地产偏弱运行下行业需求承压，叠加原材料成本降至低位，塑管价格竞争激烈拖累收入增速。考虑到 24 年竣工侧压力较大，叠加地方资金偏紧，竞争趋势或延续，我们调整 24-26 年归母净利预测为 25.7/29.0/33.4 亿元 (前值 31.6/37.2/-亿元)，可比公司 24 年 Wind 一致预期 12.1xPE，考虑公司具备产能优势、较高市占率，但 H 股相对流动性偏弱，给予 24 年 5xPE，目标价 4.51 港元 (前值 5.80 港元)，维持“买入”。 风险提示：上游原料涨价风险，行业竞争加剧风险，光伏业务大额亏损。 报告发布日期：2024 年 03 月 29 日 点击下载全文：中国联塑(2128 HK,买入): 销量强劲增长，价格下行收入承压

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、黄颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司