

产业变革，机遇未尽 ——地产产业链全景图

2023年7月3日

行业评级

地产 强于大市（维持）

建材 强于大市（维持）

证券分析师

杨 侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

郑茜文 投资咨询资格编号：S1060520090003

郑南宏 投资咨询资格编号：S1060521120001

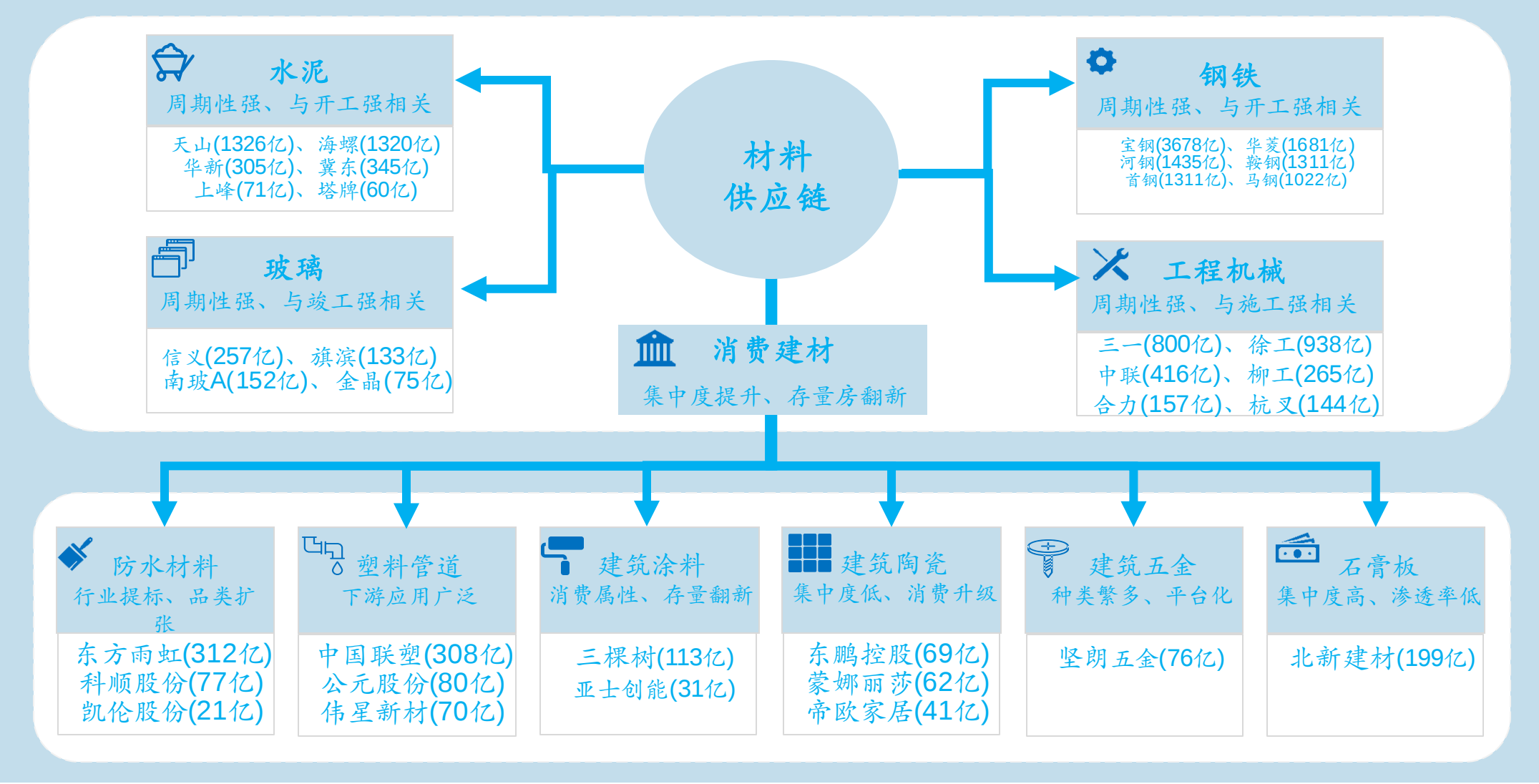
王懂扬 投资咨询资格编号：S106052207000

- 地产作为国民经济重要支柱产业，涉及上下游多个行业，本篇报告对上游材料供应链、中游地产开发链及下游服务竣工链中重点涉及的9个子行业进行梳理及分析，供投资者参考。
- **上游材料供应链：**随着下游地产由增量向存量时代过度，防水/涂料需求由高增到放缓，行业格局加速整合。尤其近几年地产集中度提升、集采与精装修推广，中大型防水/涂料企业抓住机遇、市占率进一步提升。2021H2以来地产困局、成本攀升与疫情冲击下，防水/涂料盈利大幅承压，中小企业被迫出清，头部企业抗风险能力强、规模与品牌优势突出、积极变革渠道，未来有望强者恒强。同时随着防水新规落地、防水行业迎来提标扩容，涂料行业受益存量房翻新增加，未来需求同样可观。玻璃主要用于临近竣工阶段，历史看呈现多轮周期演变，随着纯碱成本回落与玻璃去库涨价，当前行业已回到普遍盈利状态，后续盈利弹性取决于下游地产复苏进展。
- **中游开发链：**2021H2以来传统“三高”住宅开发模式弊端逐步显现，短期信用危机带来的销售、业绩阵痛仍存，加速行业出清洗牌及格局重塑，中长期优质开发企业业绩及销售增长仍有空间，住宅开发总量仍有望维持较高水平。住宅开发趋弱、部分房企出险及城投土拍托底背景下，轻资产、高增长、高盈利、弱周期性的代建行业迎来快速发展，目前已形成政府代建、商业代建、资本代建“三足并存”，龙头绿城管理控股2022年市占率达25.5%。商办地产整体呈现总量过剩、结构分化特征，随着公募REITs试点范围扩大打通投-融-管-退全流程，商业地产企业有望由开发运营向资产管理转型；同时轻资产趋势下运营管理重要性提升，科技化持续推动业务赋能、降本增效。当前商业地产玩家多元，行业格局分散，随着头部企业竞争优势增强，集中度仍有进一步提升空间。

核心观点

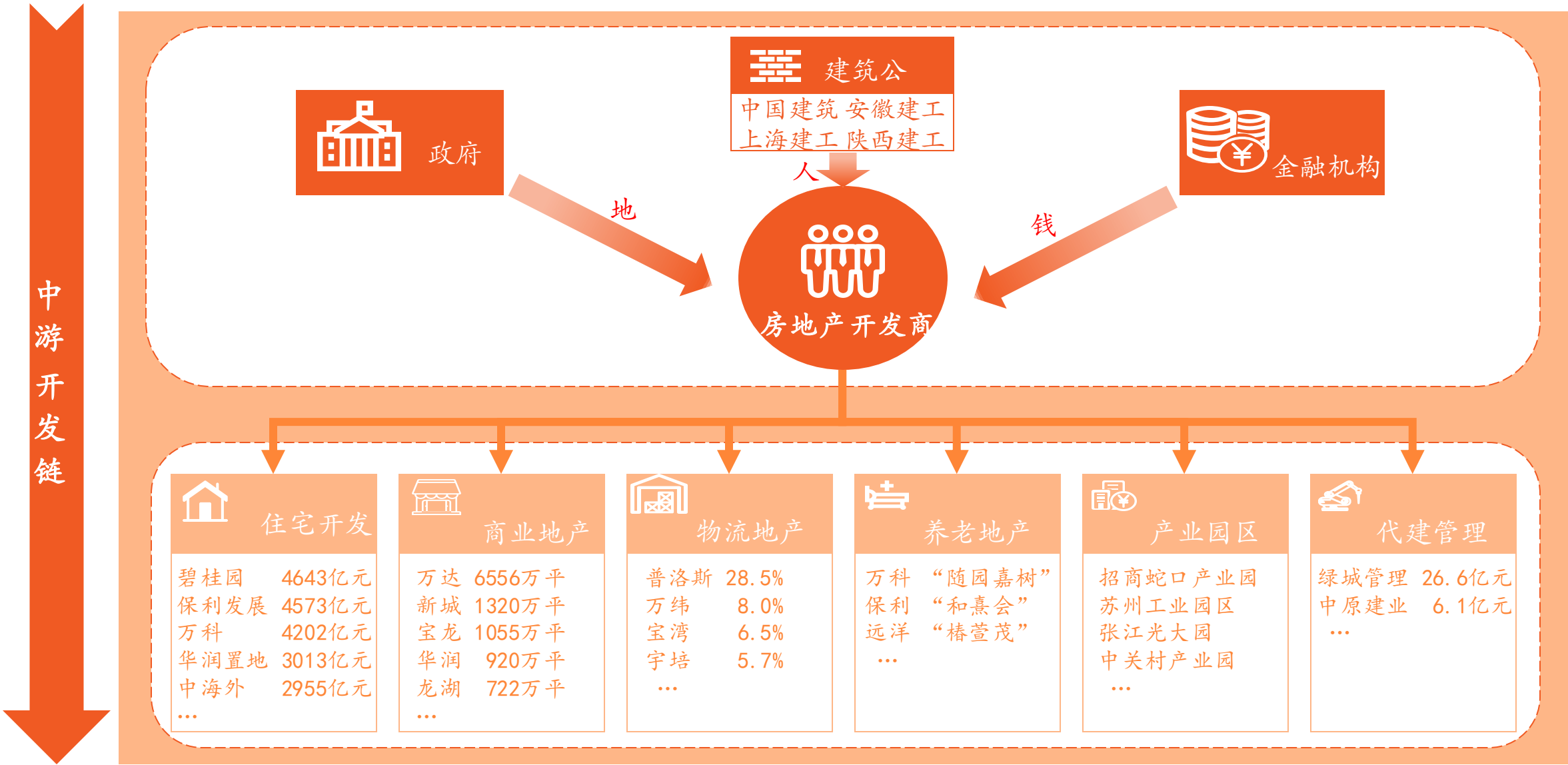
- **下游服务及竣工链：**家居消费与地产竣工、销售景气度关联度较高，市场参与者众多，但集中度极低；随着新房销售增速放缓，精装房渗透及存量翻新逐渐成为行业驱动力。同时传统家装存在流程冗长等诸多问题，省时省力的整装模式渐成理想解决方案。目前定制家居渗透率空间仍存，整装机遇下龙头优势有望扩大。家电行业近年行业增长陷入瓶颈，但行业驱动与制约并存，白电需求更多来自存量更新、黑电中智能微投逐渐成为重要视觉终端之一、小家电处于渗透率快速提升阶段；中长期社交电商等线上渠道兴起、产品迭代、衍生智能家居生态等促进消费升级。物管行业历经平稳前行、急速发展、理性回归三个时期，存量竞争加剧下修炼内功、回归服务本源重要性凸显。服务边界仍有望持续延伸，社区增值服务从有到全到优更为理性，商管以运营筑壁垒，城市服务取舍中寻机遇，IFM或为多元化新选择。
- **投资建议：**当前楼市整体趋弱背景下，短期关注政策博弈带来的产业链估值修复；中长期来看，地产行业调整亦加速整体产业链出清整合，同时涂料等细分赛道受益存量房翻新、集中度分散，龙头企业市占率仍有提升空间。上游材料供应链建议关注兼具规模及品牌优势，受益行业整合的防水及涂料龙头如东方雨虹、科顺股份、三棵树等；中游开发链建议关注融资及土储占优的强信用房企招商蛇口、保利发展、华发股份、越秀集团、滨江股份等、代建行业龙头绿城管理控股；下游服务及竣工链，建议关注综合实力突出、增长速度及确定性相对更高的央国企及优质民营物企保利物业、招商积余等，同时关注家电家居行业龙头。
- **风险提示：** 1) 房地产投资及销售修复不及预期风险；2) 地产产业链信用风险进一步蔓延及扩散风险；3) 部分热点城市土拍回温，带来政策收紧风险。

地产上游材料供应链全景概览



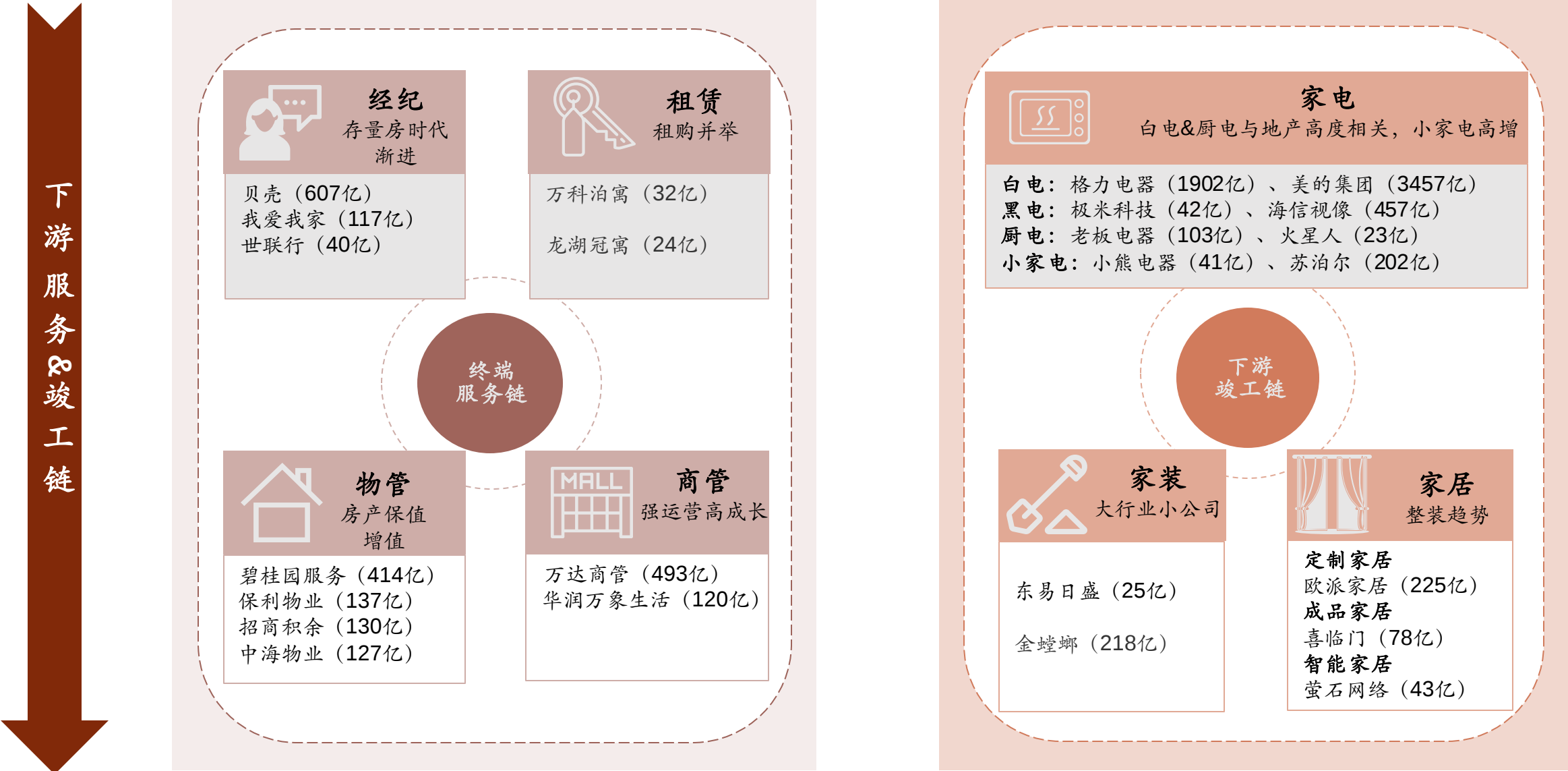
注：企业对应括号数据为2022年营收；数据

地产中游开发链全景概览



数据来源：公司公告，戴德梁行，平安证券研究所 注：住宅开发企业数据为2022年销售额，商业地产企业数据为2022年已开业面积，物流地产企业数据为2020年市占率，代建管理企业数据为2022年营收

地产下游服务&竣工链全景概览



注：企业对应括号数据为2022年营收；数据



目录CONTENTS

◎ 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键

1.1行业特点：供需主导价格，玻璃周期性特征显著

1.2复盘历史：行业供需错配，致玻璃多轮周期演变

1.3展望未来：玻璃盈利改善，弹性取决于地产修复

二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化

三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒

◎ 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革

五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存

六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时

◎ 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

七、物管：回归服务本源，延续分化格局

八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪

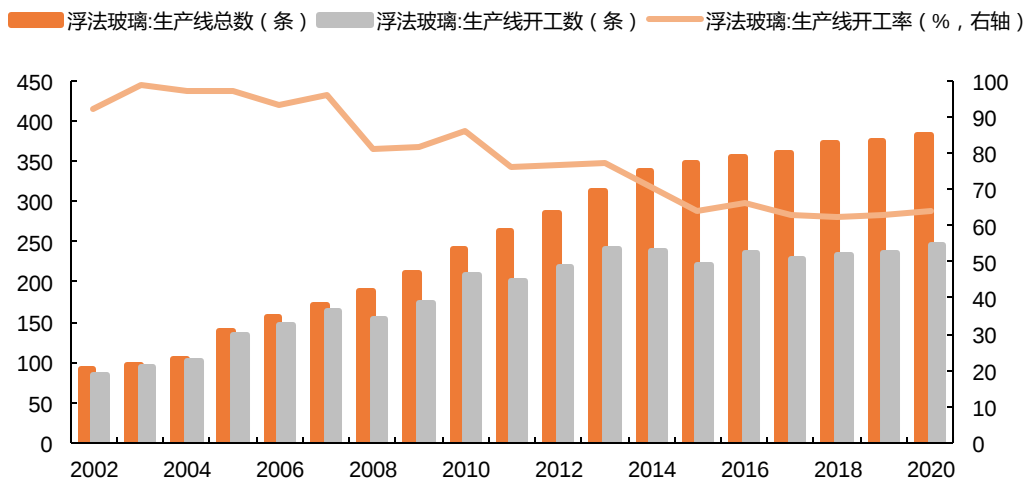
九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

◎ 投资建议及风险提示

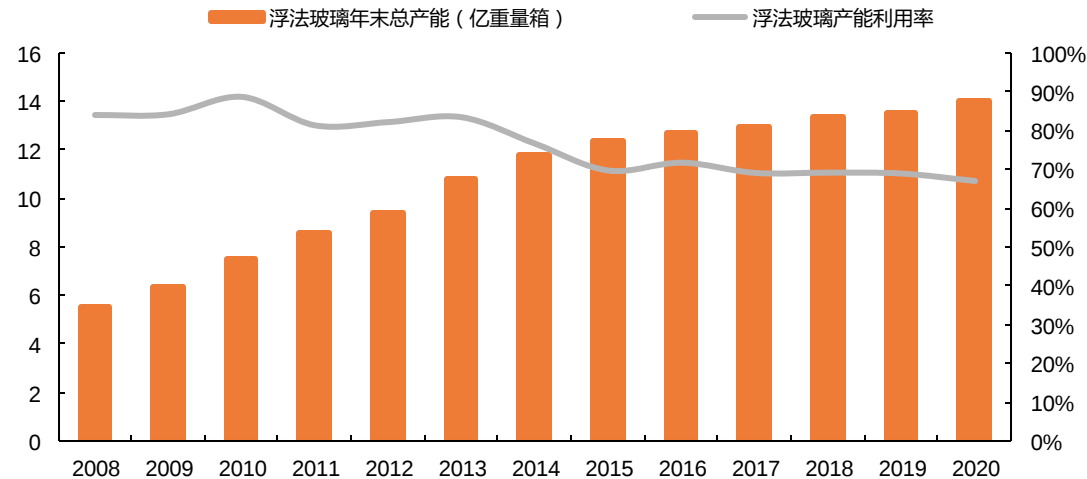
1.1.1 生产具有连续特征，供给端关注冷修复产节奏

- 国内平板玻璃以浮法工艺为主，生产具有连续、不间断特点。国内平板玻璃生产工艺主要包括浮法与压延法，其中浮法为最主要生产方式、产能占比8成以上，压延法主要用于生产光伏和部分建筑如室内隔断、部分门窗玻璃。浮法玻璃制造具有高温、连续、不间断的生产特性，生产期间熔融的玻璃液在锡槽中均匀摊开，生产一旦开始，每天24小时不停。一般浮法玻璃产线在窑炉点火投产8-10年后需停产冷修，周期6个月左右。2009-2014年玻璃产线投产较多，促使2016-2020年冷修日熔量从1.65万吨升至2.96万吨，占总日熔量比重从7.8%升至12.7%。值得一提的是，优质窑炉生产周期可能超过10年，特别当价格高企，企业为追求利润可能延迟冷修。
- 2013年以来玻璃在产产能趋于平稳，与总产能差距扩大。玻璃实际产能主要受新增点火、冷修停产和复产影响。2008年以前供给主要受新增点火影响；2009-2015年随着产线陆续进入冷修期，新增产线、冷修和复产产线均对供给有较大影响，但新增产线仍为关键，2009-2014年为玻璃产能密集投产期；2016年以来随着政策严禁新增产能，新增产线逐步减少，冷修与复产成为影响供给主要因素。

浮法玻璃总生产线与开工情况



浮法玻璃总产能与产能利用率

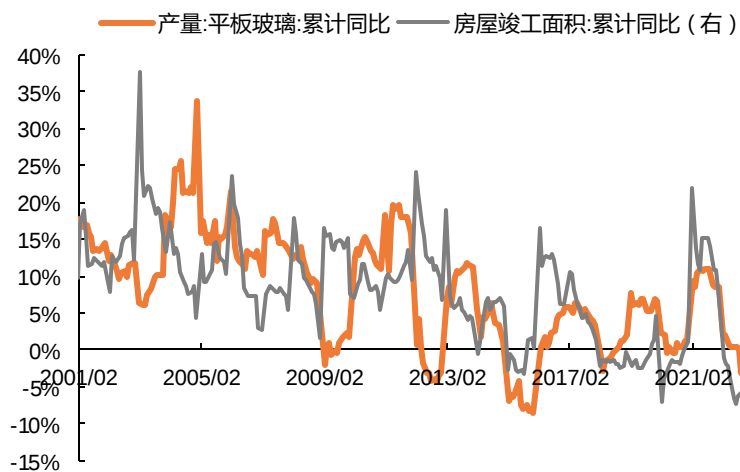


1.1.2 玻璃需求以地产为主，关注竣工、销售指标

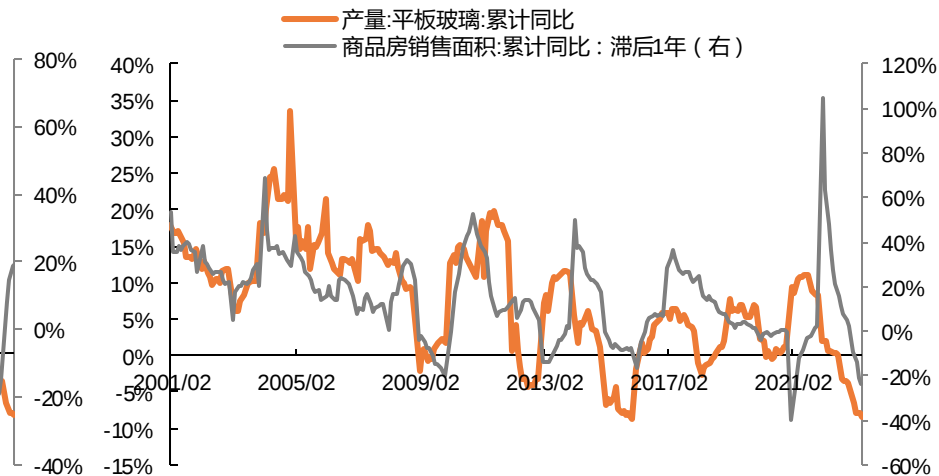
- **玻璃下游需求主要来自地产。**浮法玻璃下游需求主要来自房地产，占比或超过七成，主要因房屋建成之后需要玻璃作为门窗和室内装修材料，写字楼、酒店、商场亦广泛使用大面积玻璃取代混凝土材料作为幕墙，并大量使用玻璃护栏、栏板；另外汽车需求占比20%左右，家电、出口等占比10%左右。压延法玻璃产能规模远小于浮法玻璃，且应用以光伏领域为主，不作为下文分析重点。
- **商品房销售作为领先指标，可与竣工结合共同判断玻璃需求。**考虑商品房竣工交付前半年左右会安装外墙窗玻，理论上玻璃需求应该与房屋竣工高度相关、且领先半年左右，但统计局平板玻璃产量、房屋竣工数据拟合显示两者相关性并不强。我们认为竣工指标难以成为玻璃需求单一跟踪指标，主要因竣工数据存在失真、口径可能偏小。销售作为竣工领先指标，亦可以作为玻璃需求的领先指标，实际上，房地产销售改善将提升玻璃市场预期，并通过期货市场引导玻璃价格，玻璃价格提升促使加工厂商增加备货，带动原片厂商扩大产量。实际数据表明，房地产销售面积增速明显领先于玻璃价格。



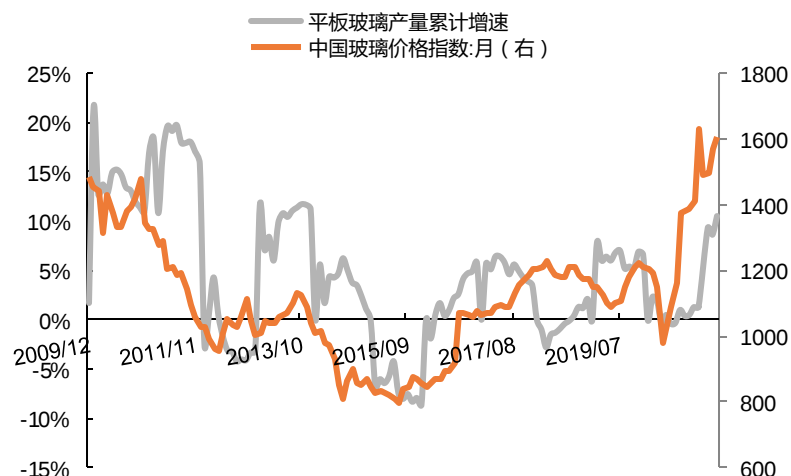
玻璃产量增速与房屋竣工面积增速走势



玻璃产量增速与商品房销售面积增速走势



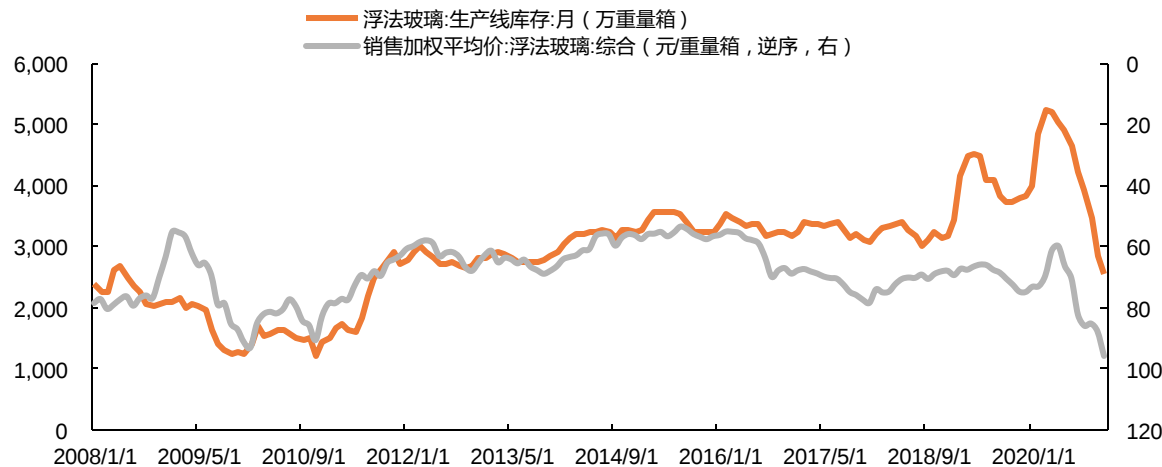
玻璃产量增速与玻璃价格走势基本一致



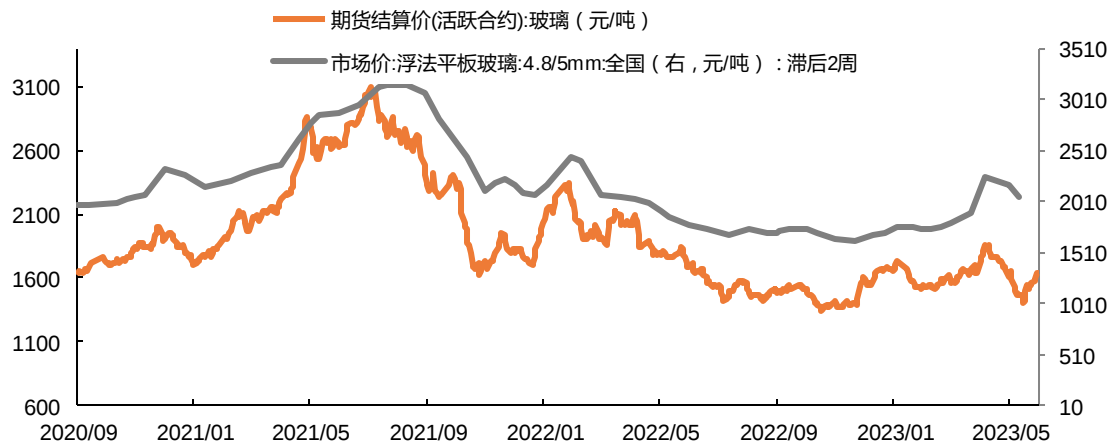
1.1.3 供需错配致量价周期性波动，短期关注库存

- 受房地产周期性影响，玻璃行业量、价呈现周期波动。供给端因新产能投放、冷修或复产需要时间，供给存在一定刚性。需求端，地产周期性波动带动玻璃需求变化。当经济下行压力大，政策开启逆周期调节，地产向好致玻璃需求回暖，库存下滑促使玻璃涨价，企业随后增加产能供给；随着经济过热，政策趋于收紧，地产下行导致玻璃需求趋弱，供需逆转、库存累积下玻璃价格下滑。整体看行业重复“市场需求旺盛—玻璃涨价—产能扩张—供给过剩而需求转弱—玻璃降价—行业洗牌—市场复苏”的周期性演绎。
- 玻璃库存反映供需匹配程度，可作为短期价格、景气度判断指标。从历史走势看，玻璃库存与价格具有较强的负相关性，且略微领先价格走势。另外，玻璃库存呈现季节性波动，春节前后库存往往升至较高水平，主要因春节期间施工需求少，供给保持刚性，库存被动上升，随着假期结束、天气好转，施工旺季来临，库存水平则逐步下行。玻璃期货价格与现货价格高度相关，且领先现货价格大约两周，亦可以作为玻璃价格走势观察指标。

● 玻璃价格与库存具有较强的负相关性



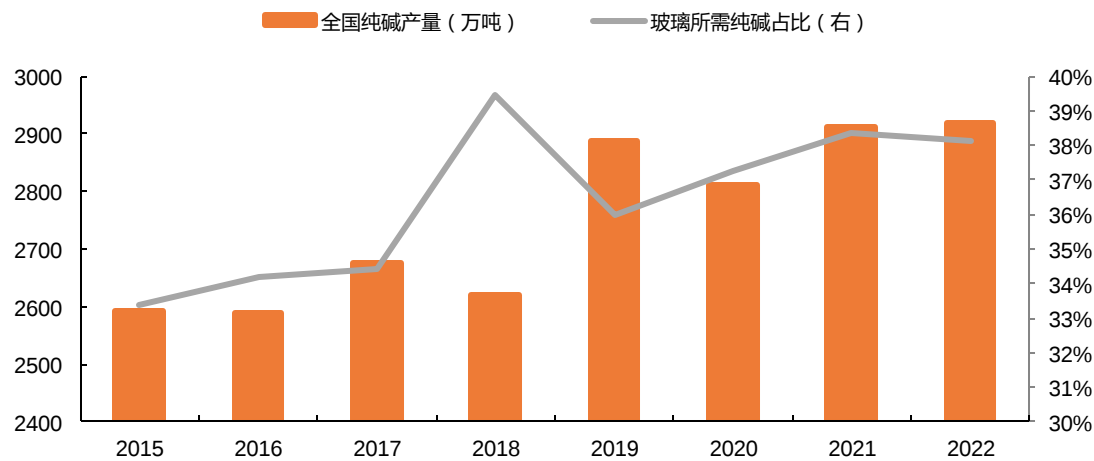
● 玻璃期货价格为玻璃现货价格领先指标



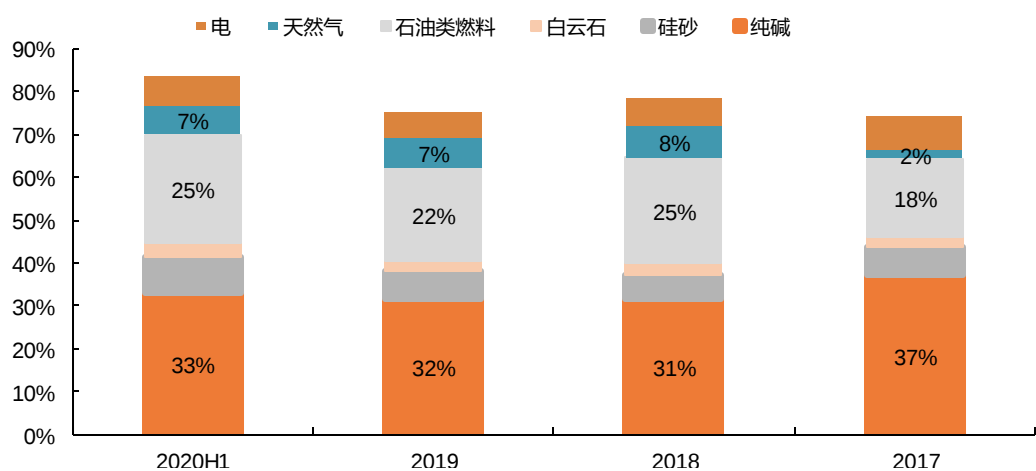
1.1.4 成本端关注纯碱、天然气与石油焦

- 玻璃生产成本以纯碱、燃料为主，合计占比超过一半。玻璃原材料包括纯碱、石英砂、石灰石、白云石、芒硝等，燃料包括重油、石油焦、天然气、煤制气。从成本占比看，纯碱占生产成本比重约20%-30%，燃料占30%-40%，其他材料占比较小，价格波动也较低。
- 纯碱需求以玻璃为主，与玻璃价格呈现一定相关性。纯碱即碳酸钠，上游原材料为盐与氨气，下游需求来自玻璃、无机盐、氧化铝、洗涤用品等行业，其中玻璃消耗纯碱占比最大、接近四成，玻璃需求对纯碱量价影响最大，纯碱价格亦与玻璃价格呈现相关性。
- 四种玻璃燃料各有优劣，天然气、石油焦应用多。重油热值高、曾是玻璃生产主要燃料，但2009年以来受油价大幅上涨影响，重油价格水涨船高，价格相对低廉的石油焦应用逐步推广。天然气作为清洁能源，随着环保政策趋严，叠加2020年石油焦跟随油价大幅上涨，近年来在玻璃生产中亦逐步推广。煤制气主要在河北沙河地区以及北方地区使用，燃烧过程中会产生粉尘及氮硫氧化物的污染。

纯碱产量及玻璃消耗占比情况

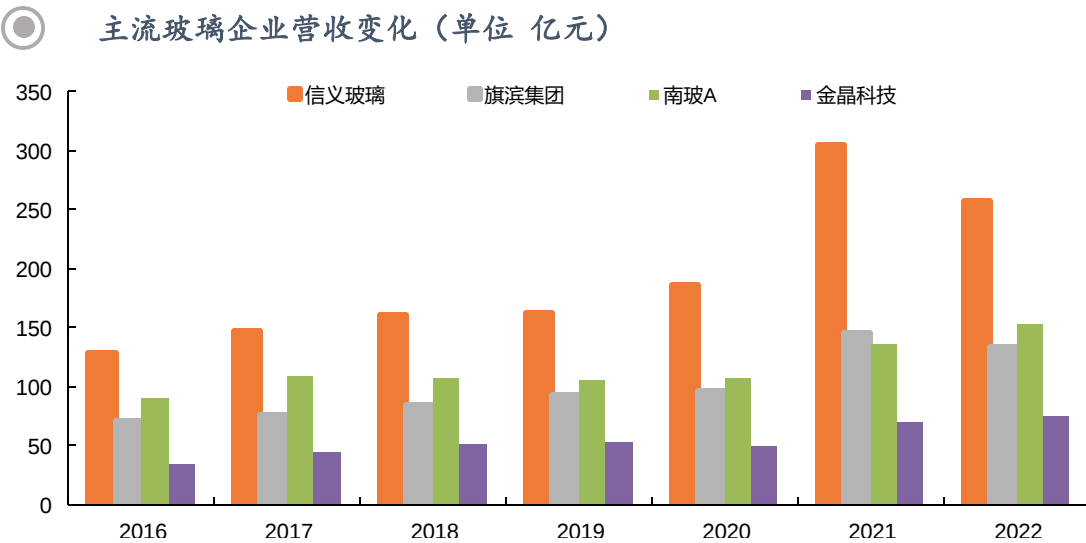
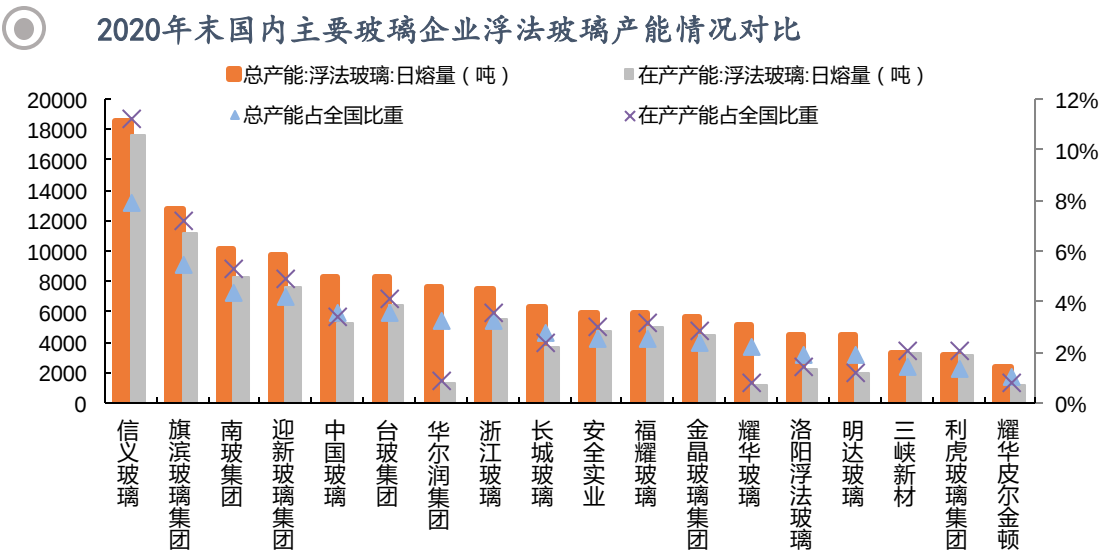


旗滨集团主要原材料、燃料采购金额占比情况



1.1.5 TOP10市占率约四成，集中度仍具提升空间

➤ 浮法玻璃产能前十企业市占率约四成，未来仍具提升空间。从行业格局来看，2020年末前十企业浮法玻璃日熔量总产能合计值占全国总产能比重为40.6%，在产产能合计值占全国在产产能比重为45.7%；其中，行业前三企业为信义玻璃、旗滨集团、南玻集团，总产能市占率分别为7.9%、5.4%、4.3%，在产产能市占率分别为11.2%、7.2%、5.3%。





目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键

1.1行业特点：供需主导价格，玻璃周期性特征显著

1.2复盘历史：行业供需错配，致玻璃多轮周期演变

1.3展望未来：玻璃盈利改善，弹性取决于地产修复

二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化

三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革

五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存

六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

七、物管：回归服务本源，延续分化格局

八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪

九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

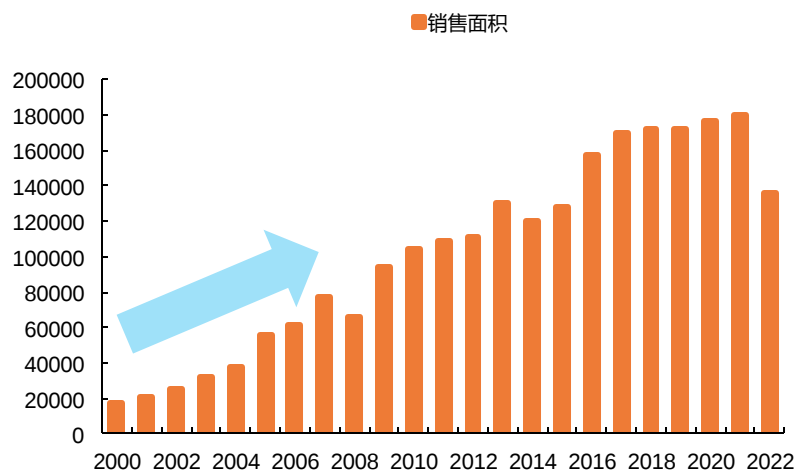


投资建议及风险提示

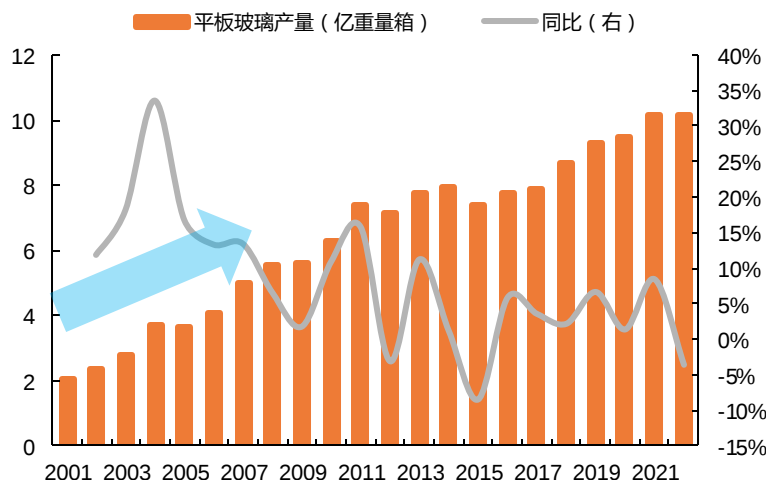
1.2.1 2001-2008：玻璃产业快速发展，但金融危机下行业承压

- 2001-2007年玻璃行业进入高速发展期，呈现供需两旺局面。2001-2007年房地产投资增速保持20%以上，商品房销售面积从1.7亿平米增长至7.7亿平米，带来大量玻璃需求。汽车作为另一重要应用领域，2003-2007年乘用车销量从197.2万辆升至629.8万辆，年增速保持15%以上。供给端玻璃产能快速提升，2002-2007年浮法玻璃总产能从2.25亿重箱升至4.92亿重箱。
- 随着2008年金融危机袭来，玻璃行业受到明显冲击。2008年下半年房地产单月投资增速显著回落，竣工面积同比下滑3.5%。国内下游需求放缓亦对玻璃行业形成冲击，叠加外围经济不振、人民币升值以及平板玻璃出口退税率下降（2007年7月1日起出口退税率由11%降至5%），影响平板玻璃出口，2008年我国平板玻璃产量仅同比增长6.5%，增速较上年下滑6.9pct，生产线开工率显著降低，四季度玻璃价格快速下滑，行业利润率亦持续承压，如南玻A单季度毛利率从2008年一季度32.5%降至四季度25.3%，全年归母净利润同比下滑2.6%。

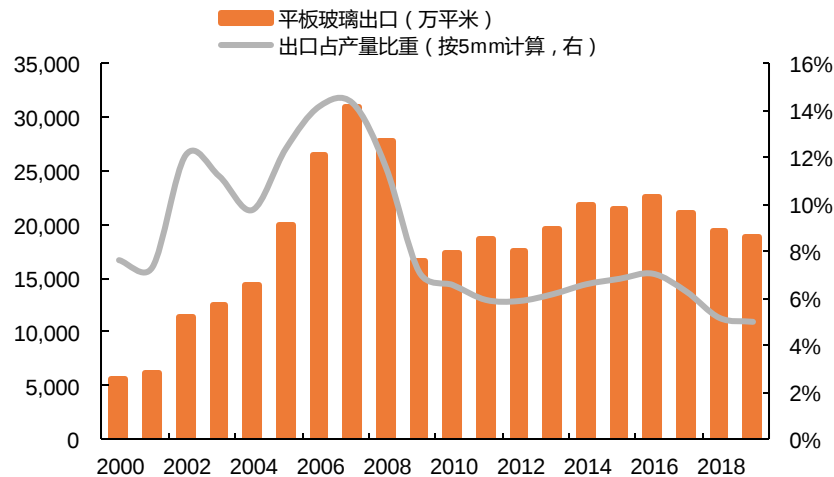
2000-2007年商品房销售持续增长（单位 万平米）



平板玻璃历年产量变化



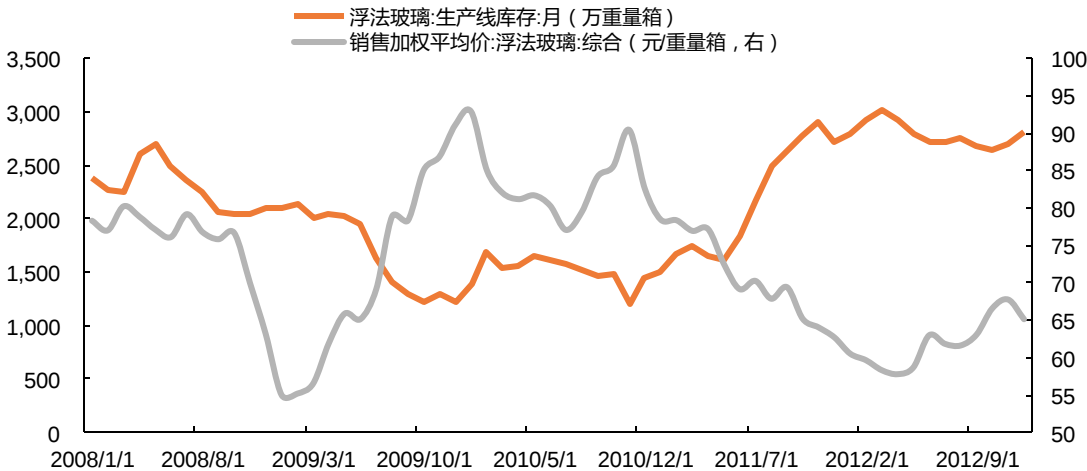
2008年以后平板玻璃出口数量减少



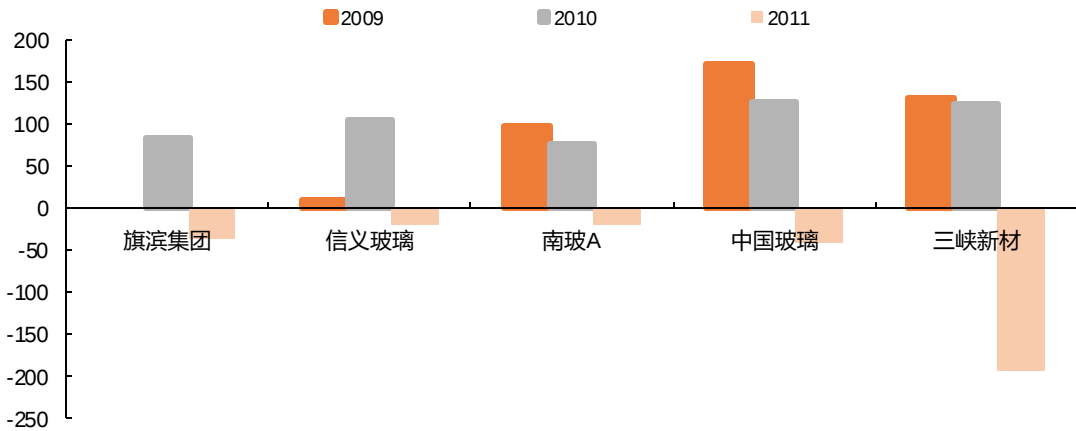
1.2.2 2009-2011：政策救市下行业复苏，但产能扩张埋下隐患

- 受益于货币、地产支持政策，2009-2010年玻璃行业复苏，量价表现均好。需求端，货币、地产支持政策密集出台，带动楼市复苏走强。供给方面，金融危机导致玻璃产能收缩，供求关系改善下玻璃价格快速走高。随着政策积极救市，地产、汽车产业复苏，玻璃供求关系得到较大改善，2009年平板玻璃产量仅增长1.7%，玻璃库存回落，价格快速走高；2010年需求支撑下玻璃价格维持较高水平。
- 随着产能大幅扩张，需求预期转弱，2011年供需宽松下玻璃价格走低。需求端房地产出现过热迹象，2010年地产调控政策开始收紧，2011年商品房销售面积增速由上年10.6%降至4.4%。供给端，2009年以来需求向好、价格上升带动下，2010、2011年玻璃新点火产能大幅增加，促使2009年末至2011年末浮法玻璃总产能从6.31亿重箱升至8.56亿重箱。从产量看，2011年平板玻璃产量同比增长15.80%，但玻璃产能扩张与需求预期转弱，促使玻璃价格大幅回落，叠加2011年油价大涨、燃料价格上升，上市玻璃企业多数面临业绩下滑。

2009年玻璃价格快速走高、库存回落



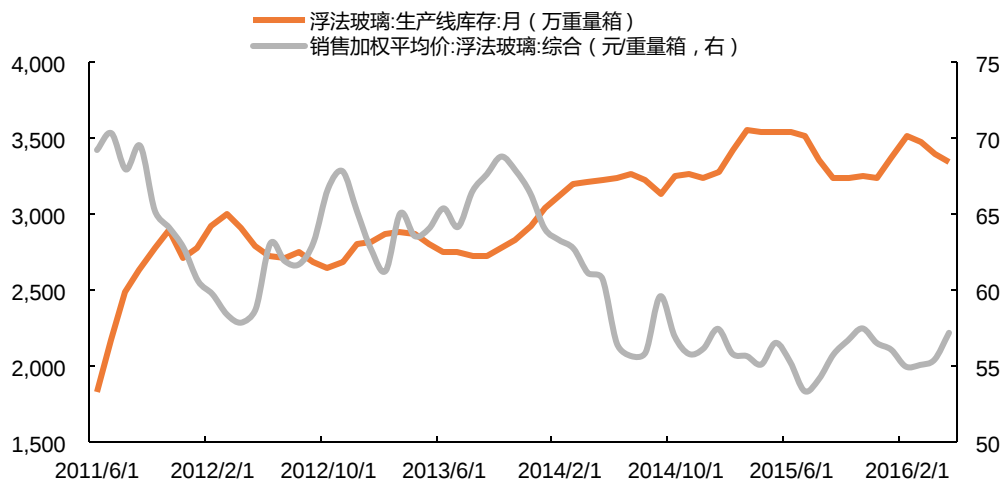
2011年上市玻璃企业多数面临业绩下滑（单位 %）



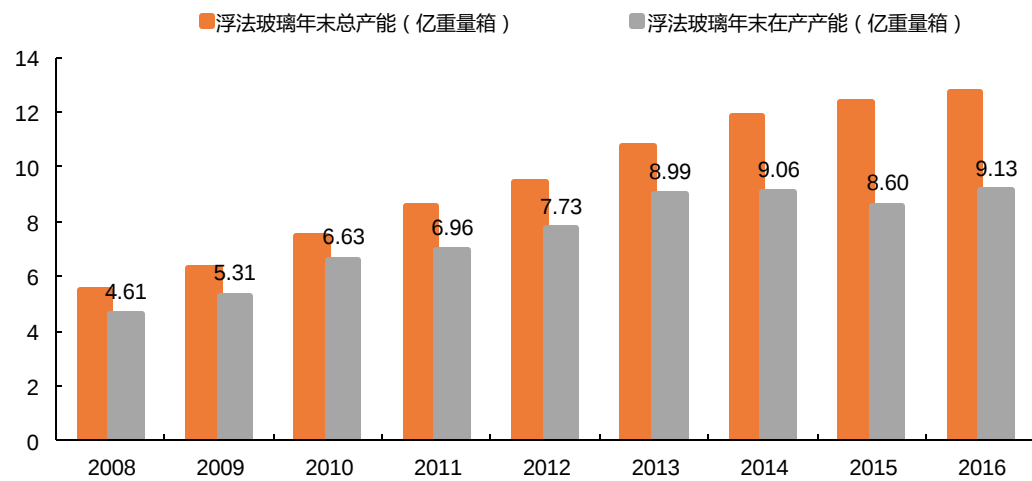
1.2.3 2012-2015：供需矛盾有所缓和，但楼市下行致需求转弱

- **2012-2013年玻璃行业供需矛盾有所缓和，价格逐步回升。**需求端，受益楼市政策松动，2012年下半年商品房单月销售面积增速转正，2012-2013年乘用车销售增速亦走高。供给端，2012年玻璃产能投放有所放缓，叠加下游需求与预期改善，玻璃价格回升，但燃料价格维持高位，行业盈利仍不乐观，2012年信义、旗滨、南玻A等归母净利润仍同比下滑。随着需求端进一步改善，玻璃价格进一步走高，信义、旗滨、南玻等业绩转正。值得一提的是，此轮周期地产需求弱于2009-2010年，玻璃最高价格亦不如后者。
- **2014年楼市下行压力加大，需求转弱下玻璃价格回落。**需求端，2013年2月国务院发布“新国五条”，楼市下行压力加大。供给端，随着玻璃行业盈利改善，2013、2014年新点火产线再次大增，产能过剩问题日益严重，叠加楼市下行压力大，玻璃价格逐步回落。2014、2015年平板玻璃产量增速分别降至1.10%、-8.60%。

2012-2013年玻璃价格有所回升



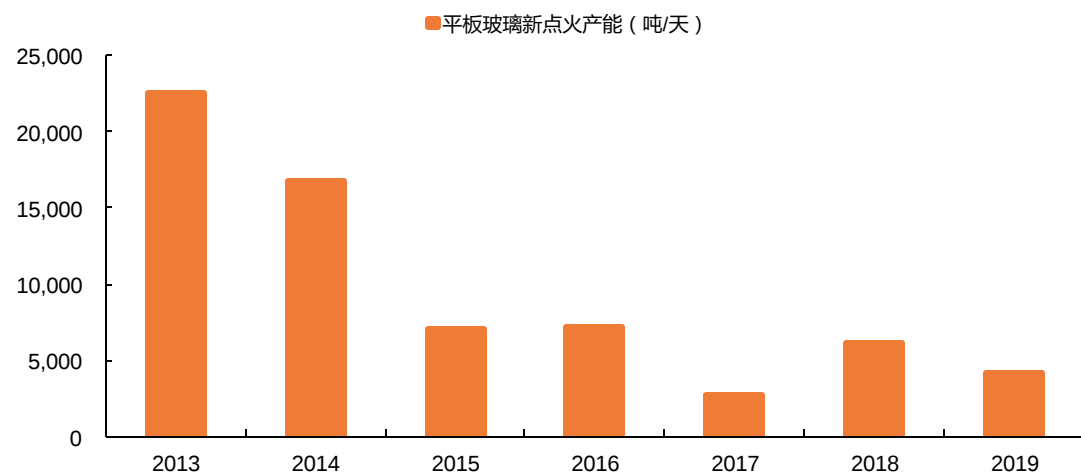
玻璃产能持续扩张



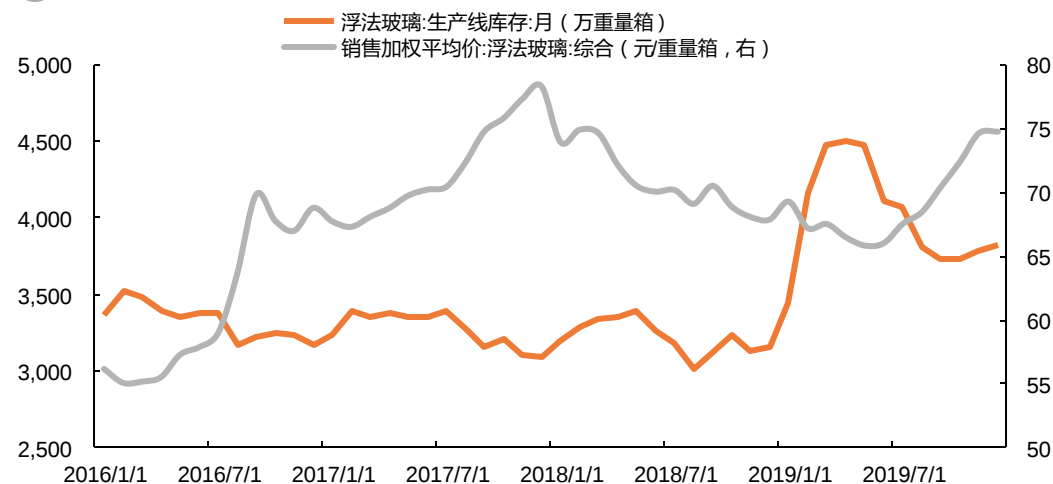
1.2.4 2016-2018：供给侧改革开启，但需求释放弱于预期

- **2016-2017年供给侧改革开启，供给收缩叠加需求回暖，玻璃价格回升。**2016年国务院发文提出2020年底前严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃建设项目，同时环保政策执行趋严，沙河市作为玻璃生产重要产地，因排污许可证问题面临玻璃产线停炉改造。需求端，2014年央行多次降准降息，呼和浩特率先取消限购，2014年“930”、2015年“330”等政策陆续出台，带动楼市持续复苏升温。
- **地产竣工交付节奏放缓，2018年玻璃需求不及预期，价格小幅回落。**因三四线城市商品房预售门槛低、竣工距离销售周期较一二线更长，叠加2016年以来地产融资政策趋紧、房企暂缓竣工交付，以及商品房精装修比例逐步提高，导致全国竣工周期拉长，2018年玻璃需求不及预期，价格持续回落至2019年5月。当然，因本轮玻璃供给侧改革、产能限制，价格回落幅度弱于前两轮周期下行期。

2015年以来玻璃新点火产能明显降低



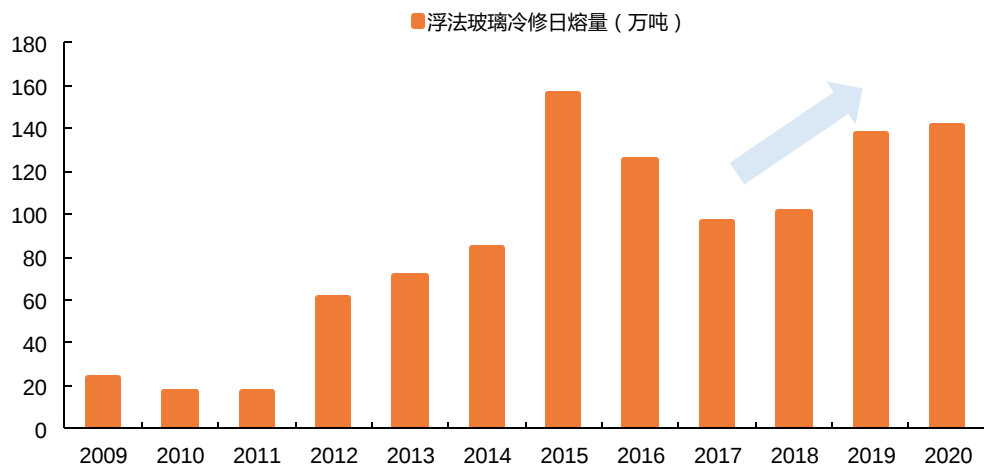
2016年玻璃价格回升



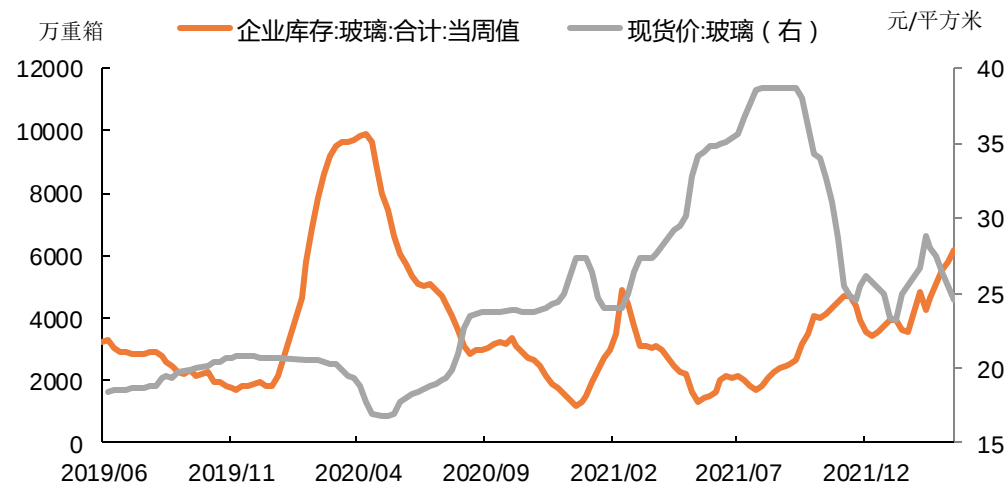
1.2.5 2019-2022：竣工高峰逐步来临，但房企违约潮来袭

- **竣工高峰来临叠加冷修增加，玻璃价格大幅攀升。**2020年工信部发文要求位于环境敏感区的平板玻璃建设项目，产能置换比例分别至少为1.25:1，已停产两年或三年内累计生产不超过一年的平板玻璃生产线不能用于产能置换；同时玻璃产线也逐步进入冷修高峰期，尤其2010-2014年新点火产能规模大，按照8-10年计算，2018年以后冷修数量较多。需求端，2019全国竣工面积同比增长2.60%，2020新冠疫情影响地产施工进度，竣工面积略有回落（同比降4.90%），但随着疫情得到控制，2021年前八月竣工面积同比增长26%。玻璃需求旺盛支撑下价格持续上涨，尤其是2020下半年开始玻璃价格大幅攀升，屡创历史新高，带动玻璃行业利润水平大幅改善。
- **2021H2房企频繁违约，竣工放缓促使玻璃价格回落。**2021H2以来房地产销售快速回落，叠加“三道红线”等对房企资金端限制，2021年下半年地产资金压力显著加大，部分房企信用事件频发，导致房地产竣工节奏明显放缓，2022年房屋竣工面积同比降15%。需求大幅走弱促使玻璃库存走高、价格明显回落。

玻璃产线2018年以后冷修数量较多



2021年玻璃价格大幅攀升





目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键

1.1行业特点：供需主导价格，玻璃周期性特征显著

1.2复盘历史：行业供需错配，致玻璃多轮周期演变

1.3展望未来：玻璃盈利改善，弹性取决于地产修复

二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化

三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革

五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存

六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

七、物管：回归服务本源，延续分化格局

八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪

九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

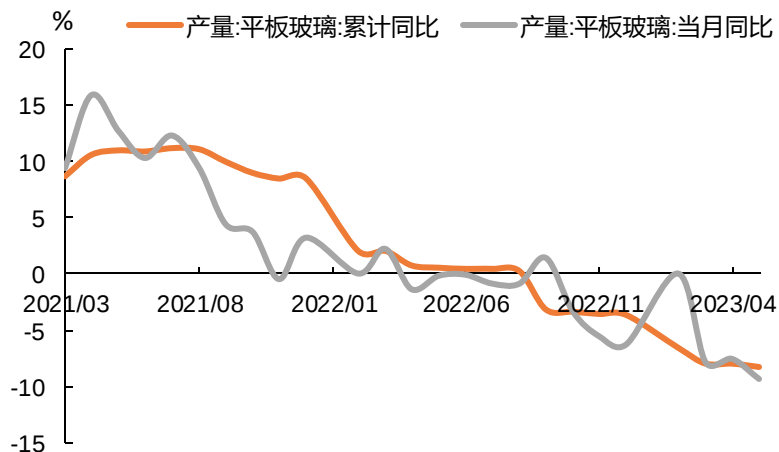


投资建议及风险提示

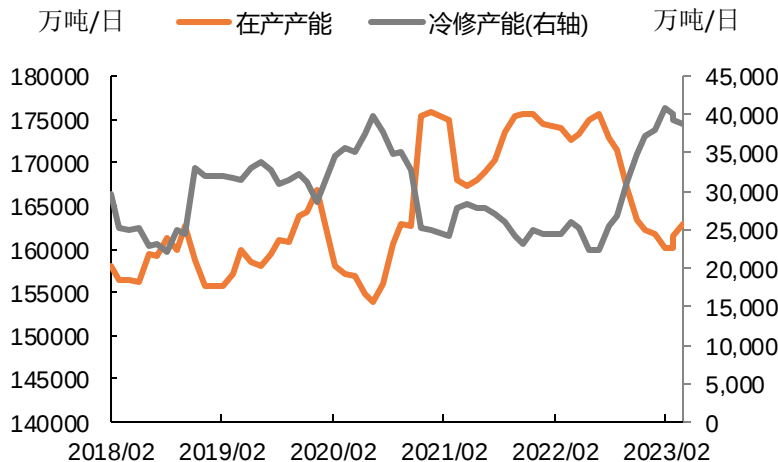
1.3.1 供需改善叠加下游囤货，三四月玻璃降库涨价

- 进入2023年，玻璃供需改善叠加下游囤货，三四月行业迎来降库涨价。
- 供给收缩，2022H2玻璃产能收缩1.6万吨日熔量。2020-2021年玻璃生产大幅盈利、企业在手现金较多，叠加对交房高峰期与“保交付”预期高，2022H1玻璃产线冷修数量少、产能过剩严重、价格持续下滑。直到2022年Q3行业跌破盈亏平衡线后、冷修才明显加速，在产产能（日熔量）从2022年6月17.6万吨的历史高点降至2023年1月的16.0万吨。
- 需求回暖，三四月复工叠加下游囤货拉动需求。随着三四月房地产项目陆续复工复产、叠加保交付项目推进，玻璃终端需求改善，叠加涨价预期促进下游加工厂、贸易商囤积玻璃，三四月玻璃生产商大幅降库涨价。截至5月底，浮法玻璃4.8/5mm市场价2174元/吨，同比增长13%，显著高于2022年12月低点1620元/吨，当前玻璃库存5554万重箱，同比下滑26%。

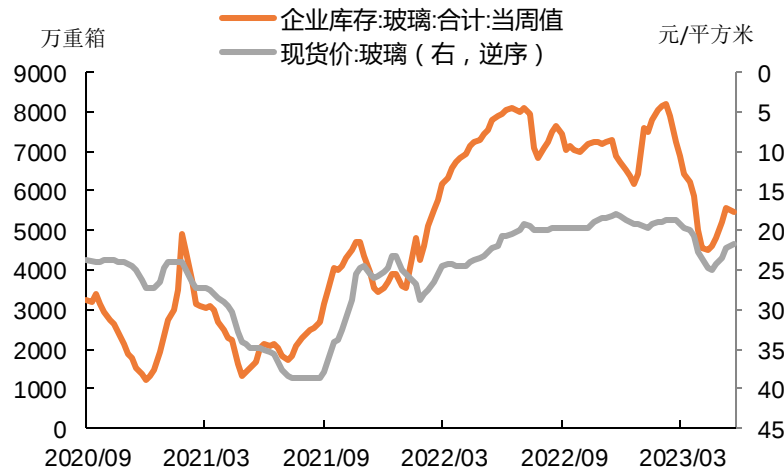
产能收缩促使1-5月玻璃产量同比降8%



2022年下半年玻璃冷修明显增加



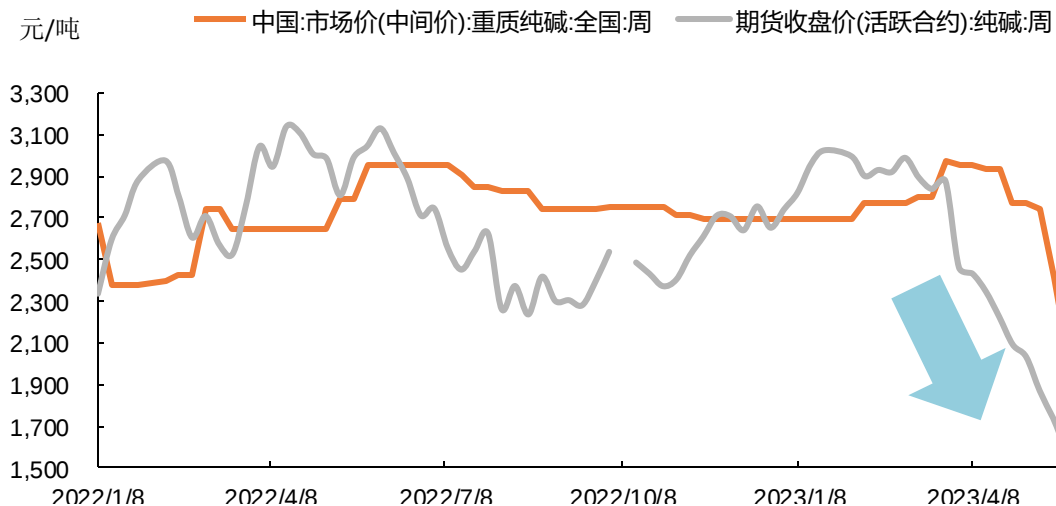
三四月玻璃库存明显回落



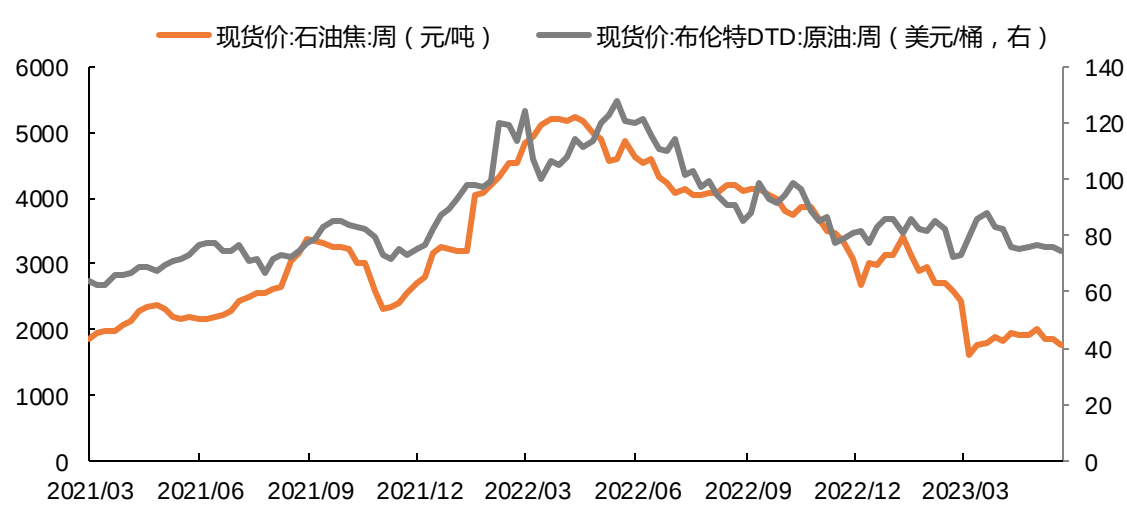
1.3.2 纯碱成本大幅回落，玻璃盈利明显改善

- 随着远兴产能投产，纯碱价格有望明显回落。1吨玻璃生产约耗0.2吨纯碱，2022年纯碱价格高居2500-3000元/吨，加剧玻璃企业盈利压力。随着远兴能源阿碱项目1号锅炉于5月20日成功点火，纯碱供需宽松预期下，5月纯碱价格大幅回落，期货收盘价从4月底2094元/吨左右跌至5月底1610元/吨。
- 燃料价格分化，天然气上涨而石油焦回落。天然气方面，年初以来价格保持平稳，同比高于上年同期。统计的66城1-5月工业管道燃气均价3.86元/立方米，同比增长12%。石油焦方面，四五月现货价回落至1900元/吨左右，低于2023Q1约2800元/吨，更大幅低于2022年4200元/吨左右均价。

5月纯碱价格大跌



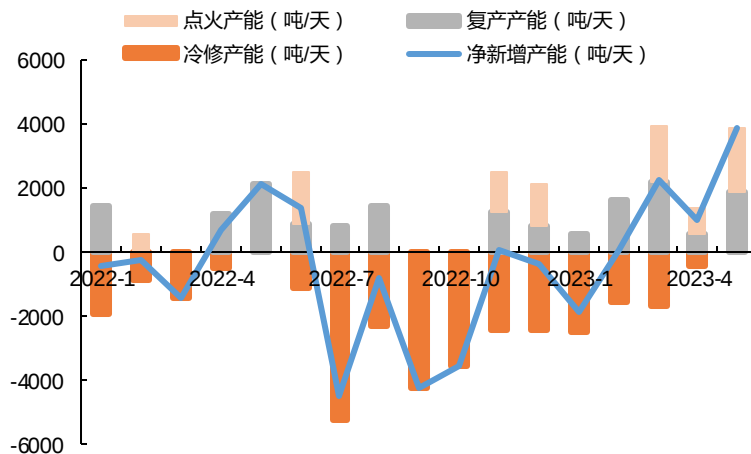
石油焦价格跟随油价先涨后跌



1.3.3 玻璃盈利弹性取决于地产复苏程度

- 看好玻璃企业盈利修复，弹性取决于下游地产复苏情况。玻璃价格上升叠加纯碱成本回落，三四月玻璃厂商盈利明显好转，当前行业已处于普遍盈利状态。考虑玻璃整体产能利用率存在提升空间，盈利改善或提高玻璃厂商复产意愿、拖延冷修时间，供给或将增加、扭转供需平衡局面，纯碱成本回落亦打开玻璃企业让利空间。实际上，玻璃在产日熔量由4月下旬16.2万吨增至5月下旬16.6万吨，重点监测省份库存止跌反弹，玻璃期货价格亦出现回落，后续重点关注下游地产基本面修复尤其保交楼进展。

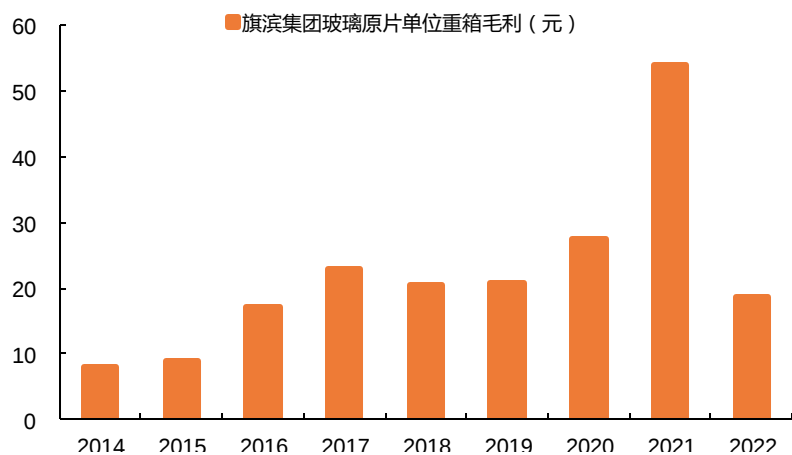
2月以来玻璃在产产能持续回升



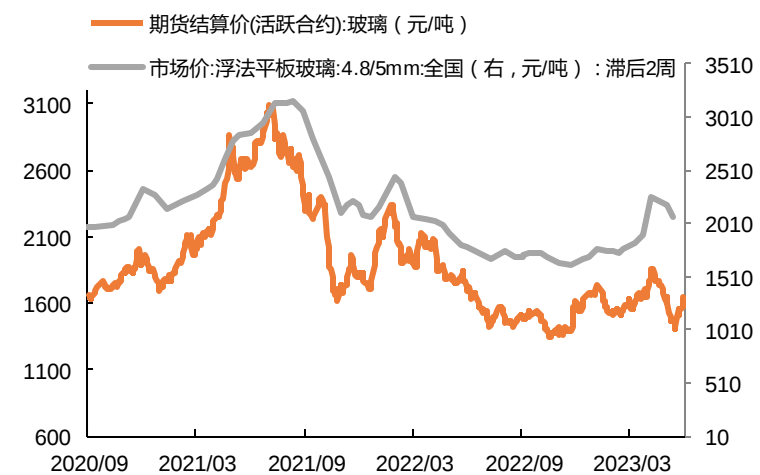
玻璃行业已回到普遍盈利状态



旗滨集团玻璃原片单位重箱的毛利变化



玻璃期货价格作为领先指标、已出现明显回落





目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

- 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
- 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化

2.1防水产业链：上游看油价，下游看地产

2.2行业回顾：需求由高增到放缓，竞争由无序到整合

2.3未来展望：行业迎来提标扩容，格局加速出清

- 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

- 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
- 五、商业地产：轻资产+重运营+强科技”趋势渐显，玩家仍有发展空间
- 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

- 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
- 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
- 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

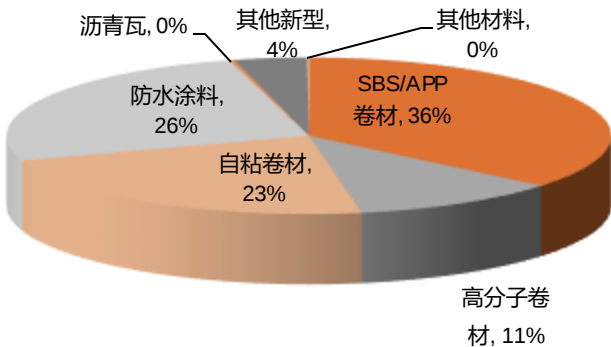


投资建议及风险提示

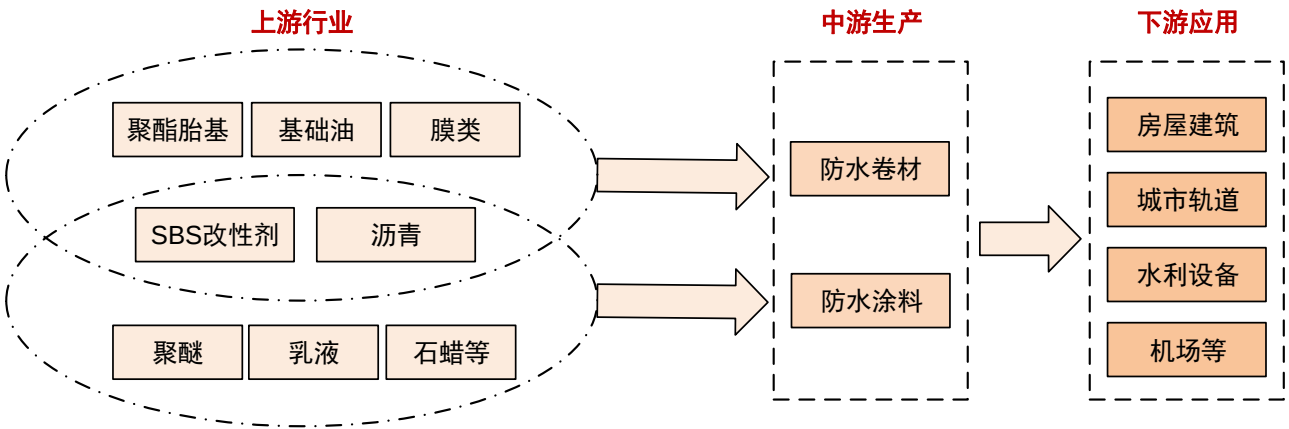
2.1.1 防水材料分卷材、涂料，占比约七三开

➤ 防水材料用于防止雨水等对建筑侵蚀，卷材、涂料占比约七三开。建筑防水材料作为建筑物的维护结构，用于防止雨水、雪水、地下水渗透及空气中的湿气、蒸汽和其他有害气体与液体侵蚀建筑物的材料。目前国内建筑防水材料主要包括防水卷材、防水涂料两大类，其中，防水卷材包括聚合物改性沥青卷材和合成高分子卷材两个主要类别；防水涂料依照主要成分的不同，可分为溶剂型涂料和水性涂料两大类。据中国建筑防水协会秘书长朱冬青介绍，国内防水材料以卷材为主，SBS/APP卷材、高分子卷材、自粘卷材、防水涂料分别占比36%、11%、23%、26%，其中防水涂料又以聚合物水泥防水涂料为主、占比过半。

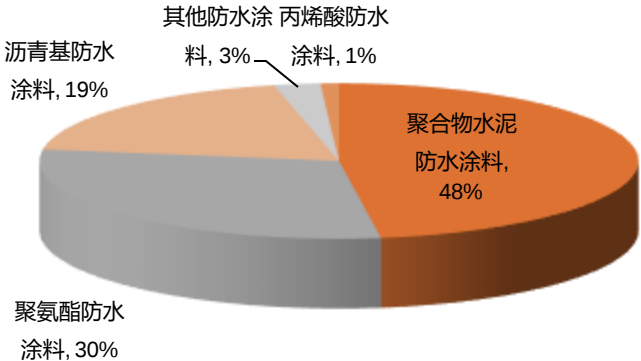
国内防水材料类型



防水材料产业链



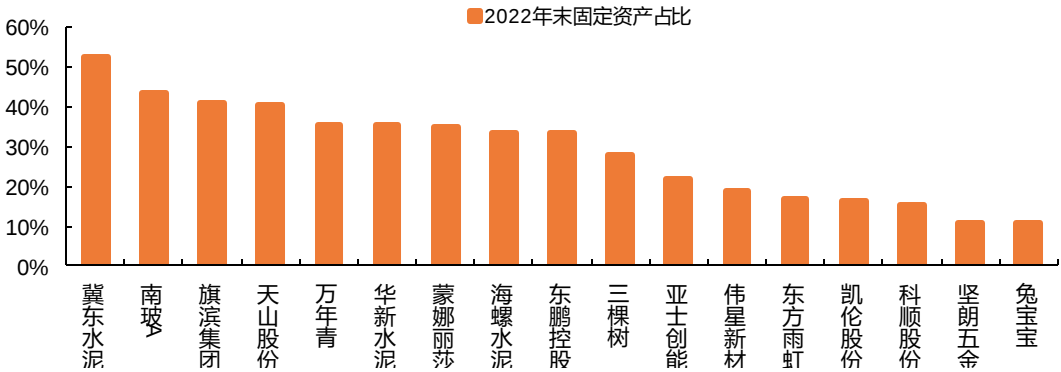
国内防水涂料类型



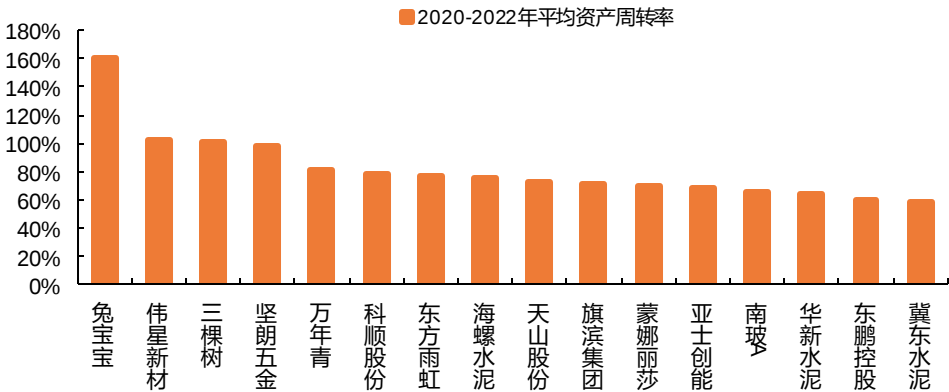
2.1.2 技术资金壁垒不高，质保期较为宽容

- 从生产特点看，防水材料生产技术、资金壁垒相对不高。20世纪80年代，我国通过引进学习国外生产线，先后研制出橡胶改性沥青防水涂料、聚氨酯防水涂料、三元乙丙橡胶防水卷材等。经过多年发展、防水生产技术日益成熟，技术壁垒显著降低。同时防水属于资产较轻的行业，从雨虹等三家上市防水公司看，其固定资产占比处于建材行业较低水平、资产周转率则处于较高水平。
- 从应用特点看，防水效果与施工质量密切相关，质保期较为宽容。防水工程素有“三分料七分工”的说法，防水效果除了受产品质量影响，还与施工质量高度相关，因此发生房屋漏水、渗水时，往往存在责任不清、多方推诿的问题。同时国内对于漏水问题长期重视程度不足、对防水工程质保期限较为宽容，根据2000年开始实施的《建设工程质量管理条例》，屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏要求仅为5年，远低于建筑使用期限。防水重视程度不足，发生漏水问题容易推诿，叠加生产技术壁垒、资金壁垒均不高，导致行业容易涌入中小企业与小作坊、通过生成低端甚至伪劣产品进行低价竞争，进而导致防水行业竞争格局高度分散。

三家防水公司固定资产占总资产比重均不高



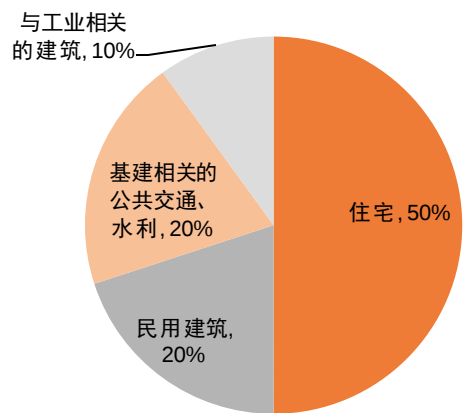
科顺、雨虹资产周转率较高



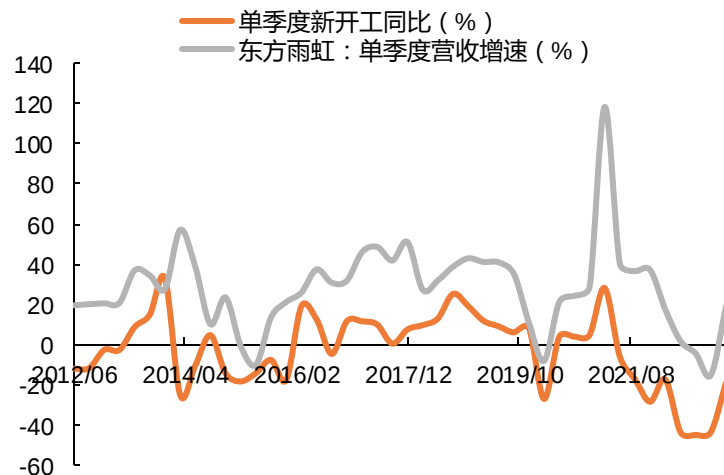
2.1.3 下游以地产为主，开工阶段应用居多

- 防水材料下游应用以住宅和民用建筑为主，其次是基础设施。防水材料在房屋建筑中主要用于地下室、屋面、厨卫、外墙等，其中地下室占比最高；在基础设施建设中用于高速公路和高速铁路的桥梁、隧道，城市道路桥梁、地下管廊和地下空间等市政工程，地下铁道等交通工程，引水渠、水库、坝体、水利发电站及水处理等水利工程。据相关统计，住宅、民用建筑、基建、工业建筑占防水需求比重分别为50%、20%、20%、10%。其中，住宅领域防水应用以地下室、厨房与卫生间、屋面为主。另外，因室内厨房、卫生间因防水面积小且细节多，使用卷材不便于细节处理，因此基本采用防水涂料。
- 因以地产需求为主、且地下室使用居多，行业需求跟地产新开工关系密切。从数据拟合看，规模以上防水企业总营收增速、行业龙头东方雨虹营收增速均与房屋新开工面积增速具有较高的相关性。

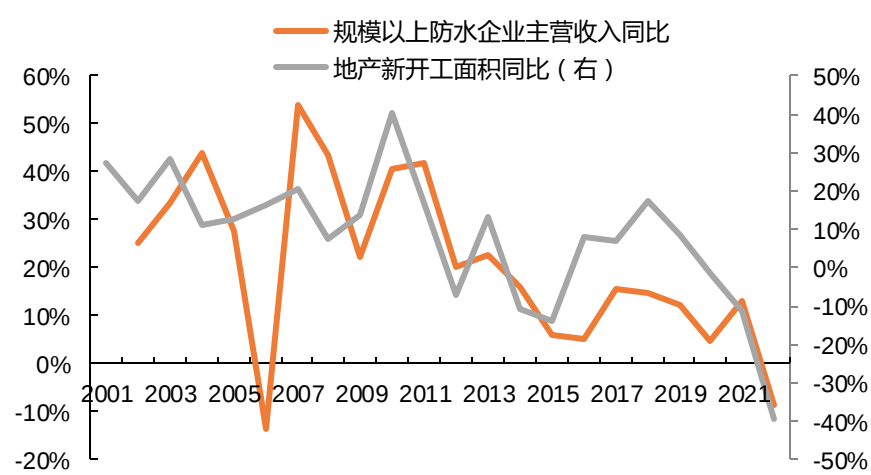
防水材料下游应用占比分布



东方雨虹营收增速与地产开工增速



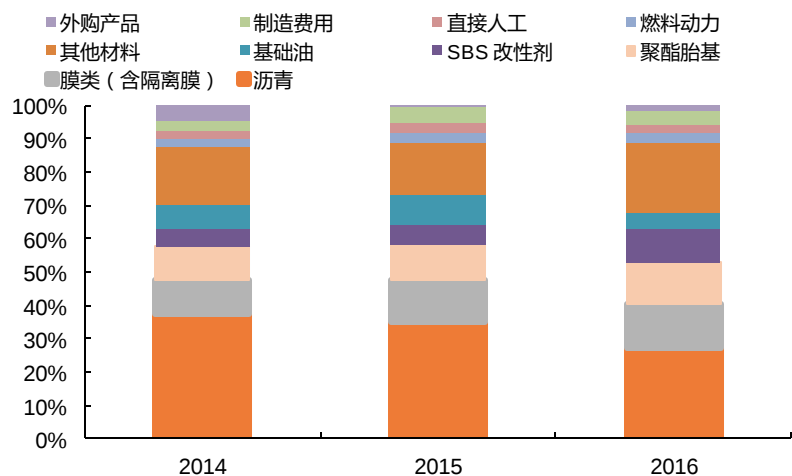
规模以上防水企业收入增速与地产开工增速



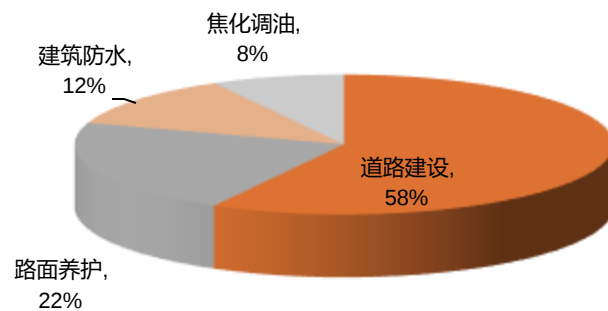
2.1.4 上游属石化产业，成本受原油影响大

- 防水原材料属于石化产业，其中沥青占比最高。从东方雨虹、科顺股份、凯伦股份三家主流公司看，直接材料成本占防水总成本比重超过八成，人工、燃料、制造与运输费用占比不高。防水原材料属于石油化工产业，包括沥青、聚酯胎基、SBS改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等，其中沥青占比最高。以科顺股份为例，2015年防水卷材成本中，沥青、膜类（含隔离膜）、聚酯胎基、SBS改性剂、基础油分别占比35%、12%、11%、6%、9%。
- 沥青价格不仅取决于原油，还与道路基建相关。因沥青由石油炼制而得，原油成本为沥青炼厂最主要成本，沥青价格与原油价格走势呈现出较高的相关性。与此同时，沥青作为防水卷材主要原材料之一，下游需求实际上更多用于道路建设养护。据前瞻产业研究院统计，道路建设及养护占国内沥青需求比重约80%，建筑防水占比约12%，焦化调油占比约8%。因此，在道路建设需求旺盛时，沥青价格相较原油价格表现也更加强势。

科顺股份防水卷材主营业务成本构成



2020年中国沥青下游需求结构



防水企业毛利率与沥青价格呈现负相关





目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键

二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化

2.1防水产业链：上游看油价，下游看地产

2.2行业回顾：需求由高增到放缓，竞争由无序到整合

2.3未来展望：行业迎来提标扩容，格局加速出清

三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革

五、商业地产：轻资产+重运营+强科技”趋势渐显，玩家仍有发展空间

六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

七、物管：回归服务本源，延续分化格局

八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪

九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

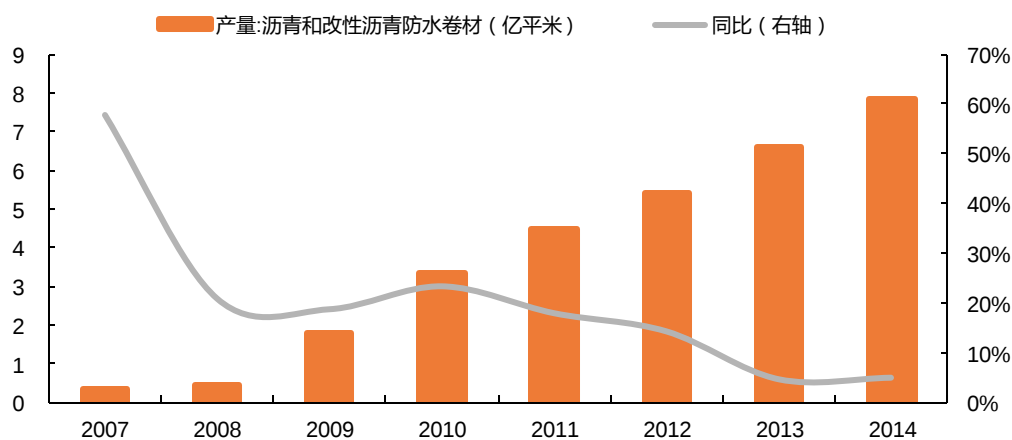


投资建议及风险提示

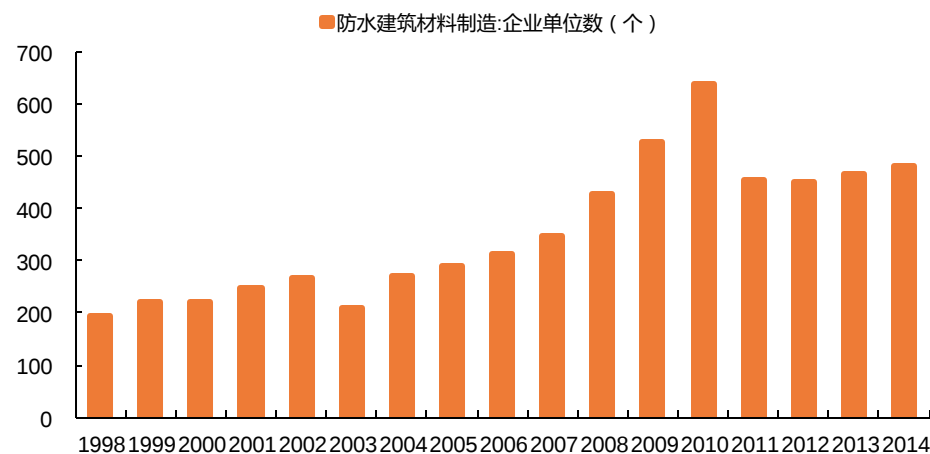
2.2.1 2000-2015：地产基建高增长，防水百花齐放，竞争相对无序

- 步入21世纪，地产、基建投资快速增长，催生大量防水需求。2000-2015年全国商品房销售面积从1.7亿平米升至12.8亿平米，CAGR达14.4%。同时全国基础设施建设如火如荼，基建投资常年呈现20%以上高增，公路、铁路、轨道交通等建设亦带来大量防水需求。
- 传统防水材料被逐步替代，涂料等新型材料占比提升。国内最初防水材料是起源于欧洲的沥青油毡，20世纪80年代引进国外先进设备与技术，开发出改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料等多种新型材料。2005-2015年新型防水材料占比从54%升至94%。
- 竞争格局方面，行业集中度低、竞争相对无序，大量中小企业涌入。2000年前后国内诞生许多优秀的防水企业，但因技术、资金门槛不高，行业亦涌入大量中小企业与小作坊。中国建筑防水材料工业协会估算，我国建筑防水材料行业2007年营业收入约300亿元，前10企业收入占比不足10%。东方雨虹2008年招股书披露，当时行业生产企业3000余家，截至2007年11月取得生产许可证的防水卷材生产企业仅644家。许多中小企业与小作坊通过生产低端甚至假冒伪劣产品进行低价竞争，导致行业呈现过度竞争局面。

全国沥青及改性沥青防水卷材产量快速增长



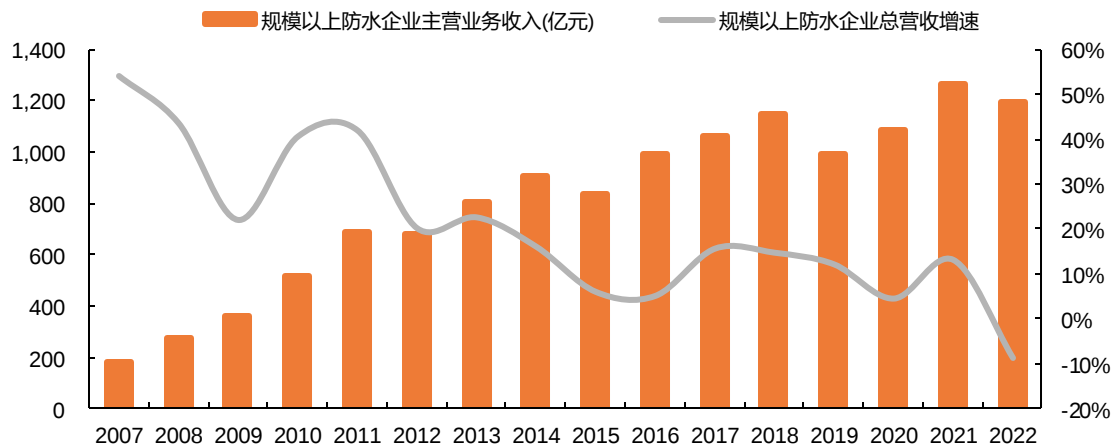
1998-2010年规模以上的防水企业数量明显增加



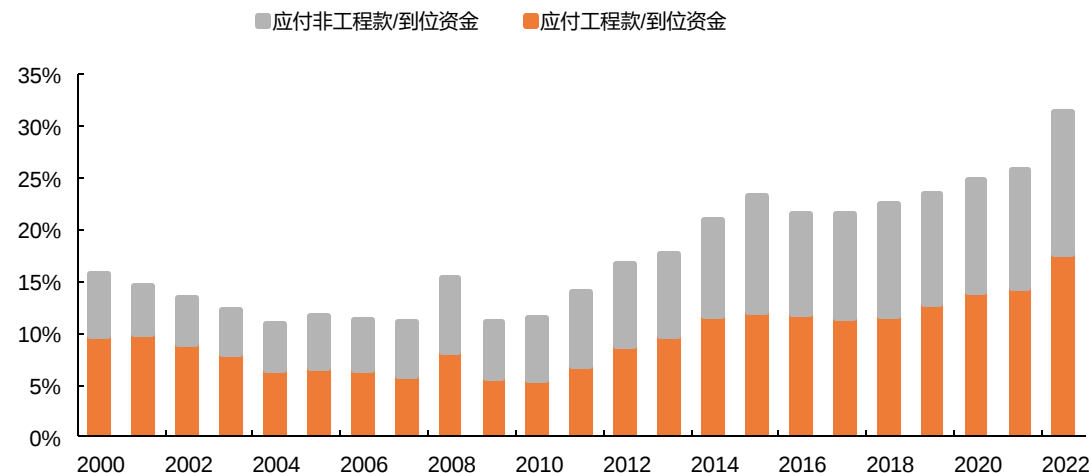
2.2.2 2015-2021：地产集中度提升，防水群雄逐鹿，行业整合加速

- **地产基建投资放缓，防水需求增长趋稳。**随着城镇化进程放缓，房地产逐步进入存量房时代，叠加地方隐形债务控制制约基建投资，2015年以来房地产、基建投资增长整体放缓，需求增长趋稳背景下，规模以上防水企业收入增速相应走低。
- **下游地产集中度加速提升，防水需求向大型房企集中。**因大中型房企规模增长诉求强烈且更受信贷资源青睐，销售表现显著优于行业，带动地产集中度加速提升。2014-2020年克而瑞百强房企销售面积市占率从22%提升至53%。规模体量日趋增大背景下，房企集采模式愈发普及，通过汇总各地项目材料需求集中采购，以压缩成本、保障产品质量统一。防水材料属于标准化程度高的建材产品，更方便房企集中采购，导致防水需求向大型房企愈发集中。由万科、晋承鼎盛等联合创始发起的第三方B2B建材采购交易平台采筑2019年交易额刚突破1000亿，2020年就突破2000亿。因房企集采普遍有一定账期且订单金额大，对供应商资金、供货等方面要求更高，大型防水企业在资金、渠道、品牌、供货保障方面更加占优。同时部分防水企业为抢占市场份额、选择垫资换取业务，导致行业回款问题愈发严重。

● 规模以上防水企业收入增长放缓



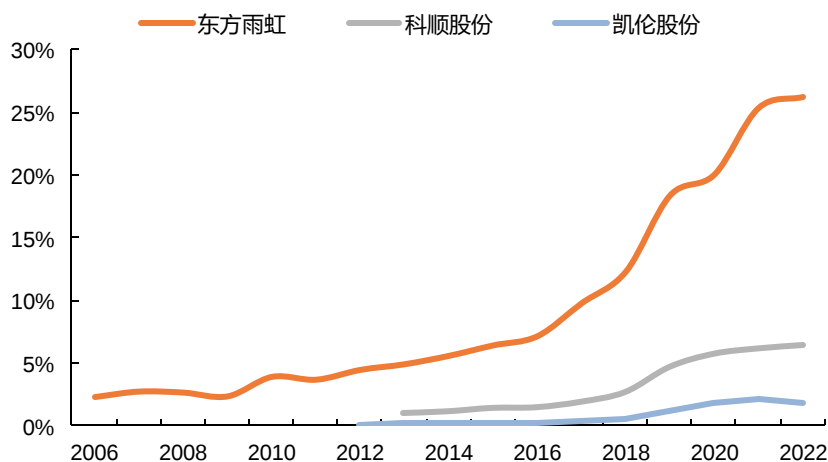
● 应付款占房地产开发资金来源比重进一步抬升



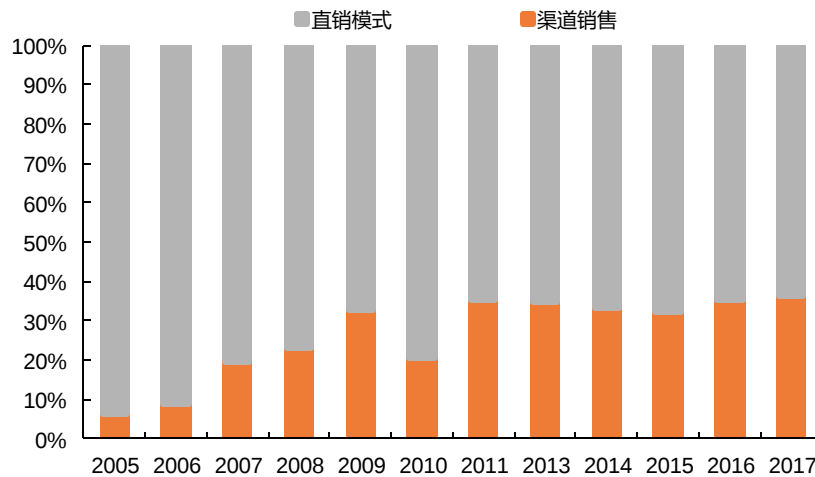
2.2.3 2015-2021：地产集中度提升，防水群雄逐鹿，行业整合加速

- **环保趋严叠加政策规范，低端落后防水产能被迫出清。**因沥青基防水卷材等生产过程使用大量沥青、滑石粉等，容易产生沥青烟、工业粉尘与挥发性有机物污染，但大量中小防水企业环保投入有限，导致行业污染问题较为严重。随着2015年以来环保政策趋严，多轮环保督察实施，以及环保税开征，许多小型防水企业被通报处罚甚至关停取缔。此外，政策亦禁止部分高污染防水材料生产使用，如焦油聚氨酯防水涂料、焦油型冷底子油等八种防水材料被列入《北京市禁止使用建筑材料目录（2018年版）》。
- **防水龙头紧抓行业机遇，市占率显著提升。**2006-2015年，东方雨虹营收占规模以上防水企业总营收的比重从2.2%升至6.3%，9年间提升4.1pct，但2015-2021年从6.3%大幅升至25.3%，5年提升19.0pct。科顺股份、凯伦股份通过发力直销业务，市占率亦显著提升。赛力克、德生防水、鼎新高科、豫王建能、金拇指陆续于2014-2017年挂牌新三板，通过上市融资扩大产能份额。北新建材、三棵树、伟星新材、亚士创能等其他行业建材公司亦纷纷涉足防水业务。

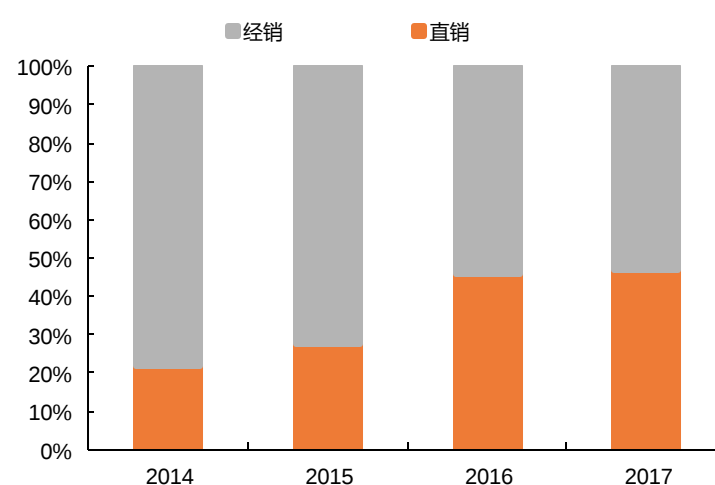
上市防水公司营收占防水行业规上企业收入比重



东方雨虹直销经销收入变化



凯伦股份2014-2017年直销收入占比提升





目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键

二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化

2.1防水产业链：上游看油价，下游看地产

2.2行业回顾：需求由高增到放缓，竞争由无序到整合

2.3未来展望：行业迎来提标扩容，格局加速出清

三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革

五、商业地产：轻资产+重运营+强科技”趋势渐显，玩家仍有发展空间

六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

七、物管：回归服务本源，延续分化格局

八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪

九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大



投资建议及风险提示

2.3.1 行业格局加速出清，龙头强者恒强

- 成本攀升叠加减值压力，防水行业盈利承压。2022年油价上涨带动沥青、乳液等价格攀升，需求端承压导致成本压力传导至下游，叠加房企违约带来的减值压力，2022年东方雨虹、科顺股份、凯伦股份净利率分别仅为7%、2%、-8%，中小企业盈利压力更大。
- 2022年疫情加剧中小企业压力，格局加速出清。2022年新冠疫情反复，防控趋严限制建筑、装修施工以及物流运输，中小企业产能、业务布局相对集中，疫情冲击下抗风险能力弱。2022年5月建筑防水协会对154家防水企业调研显示，34%的企业现金流仅供生存3个月，61%的企业表示资金周转困难主要因产业链上下游拖欠款严重，54%的企业预计全年利润下滑20%以上。
- 规模优势叠加积极变革渠道，防水龙头有望强者恒强。因防水产品技术升级较慢且房企集采红利消退，后来者弯道超车难，头部企业凭借规模化带来成本、研发与品牌优势有望强者恒强。同时，头部企业近年积极变革渠道、减少直销依赖，进一步下沉市场，通过品牌、资金、服务支持吸引经销商加盟，渠道资源持续强化。2023Q1雨虹营收增长19%、科顺增长8%、凯伦增长56%，表现较为不俗。

雨虹、科顺加大经销尤其零售业务布局

公司	2022年经销收入占比	工程渠道拓展计划	零售业务布局计划
东方雨虹	——	工程业务坚持合伙人优先，升级合伙人机制，加大对合伙人的扶持力度，进一步发展小微合伙人和专项领域合伙人。	零售业务优先。22年末民建集团灭空白、拓品类、强分销，经销商突破4000家，分销网点16余万家，分销门头近4万家；与万余家装饰公司达成合作。“虹哥汇”会员数量突破200万人。德爱威涂料实现加盟逾1600家经销商合伙人，终端销售网点达到18000家。2022年民建集团实现营业收入60.78亿元，同比增58%。
科顺股份	经销收入占比约50%，同比约升13pct	抢占政府类、总包类集采的新阵地；继续加大经销商开发和培育，提高经销商全国地级市覆盖率，并逐步向县级城市渗透，加大高铁等非房领域拓展。22年末与全国30个省市2500多家经销商建立长期合作关系。	努力实现民建业务裂变，升级民建产品体系，努力实现2023年民建收入超10亿的目标。

国内防水行业集中度提升空间大

国内集中度	海外集中度
防水行业2021年市场规模约2000亿，考虑地产占比六成左右、22年新开工萎缩4成，估算22年防水规模萎缩至1500亿左右。22年东方雨虹防水业务收入约244亿元，市占率16%，科顺市占率约5%，凯伦股份约1%	奥地利碧谢霍夫曼 (Btisscher&Hoffmann)2014年营收8.19亿欧元；防水卷材年产量5亿平，占有奥地利85%市场份额(2002)；GAF营收超过32亿美元，美国市场占有率25%

2.3.2 防水新规正式落地，行业迎来提标扩容

- 防水新规正式落地，使用年限要求显著提高。2022年10月《建筑与市政防水通用规范》（GB 55030-2022）出台，要求“屋面不低于20年、室内工程不低于25年、地下工程不低于工程结构设计工作年限”，外墙根据所在地区工程防水使用环境判断、1级防水等级需1道以上防水。相比2000年开始实施的《建设工程质量管理条例》要求大幅提高。
- 新规提高防水道数要求，并与降雨、地下水位等挂钩。一是量化各级防水使用环境、应用更加科学，如地下工程原I级防水使用环境为人员长期停留的场所等，新规明确为抗浮设防水位标高与基础底面标高高差 $H \geq 0m$ ，屋面则是跟降雨量挂钩，而不再由业主的建筑师决定适用的防水等级；二是提高防水道数要求，例如地下室I级防水原要求两到三道，新规明确不应少于三道；三是明确防水产品要求，包括防水卷材、涂料的耐水性测验应在不低于在 $23^{\circ}C \times 14d$ 的条件下进行，明确防水产品最小厚度要求等。
- 新规有望提升整体防水需求，加速集中度提升。据此前建筑防水协会秘书长朱冬青教授估计，若按照征求意见稿，国内80%-85%的建筑都可能会被列为建筑防水的一级防水设防的要求。防水年限要求提高，一方面有望增加单位施工面积防水材料用量，提升整体防水用料需求；同时大量低端、伪劣防水材料产能或将加速退出，进一步带动防水集中度提升。

防水新规下各类工程与环境下防水做法

类型		I级防水		II级防水		III级防水	
		环境	做法	环境	做法	环境	做法
建筑工程	地下	甲类工程全部 乙类 $H \geq 0$	不应少于三道（包含一道防水混凝土，另2道可选卷材涂料与水泥基）	—— 乙类 $H < 0$ 丙类 $H \geq 0$	不应少于二道（包含一道防水混凝土）	—— 丙类 $H < 0$	不应少于一道（包含一道混凝土）
	屋面	甲类工程降雨量超过400 乙类超过1300	平或瓦屋面不少于3道；金属屋面不少于2道（含1道金属板）	甲类工程其他 乙类降雨400-1300 丙类超过1300	平或瓦屋面不少于2道；金属屋面不少于2道（含1道金属板）	乙类 < 400	平或瓦屋面不少于1道；金属屋面至少1道金属板
	外墙	甲类工程降雨量超过400 乙类超过1300	混凝土外墙1道以上，框架填充或砌体结构2道以上	甲类工程其他 乙类降雨400-1300 丙类超过1300		乙类 < 400	
	室内	甲类工程只要间歇遇水的 乙类频繁遇水	楼地面不少于二道，墙面不少于1道（可选一道水泥基防水）	甲类工程偶尔渗漏水造成明显损失 乙类工程间歇遇水 丙类频繁遇水	楼地面、墙面均不少于一道（可选一道水泥基防水）	乙类偶尔渗漏水造成明显损失 丙类间歇或偶尔渗水	

资料来源：《建筑与市政防水通用规范》（GB 55030-2022）
用PVC、TOP、（EPDM）等外漏型防水卷材单

广洞等暗挖法；2）在屋面金属板基层上采



目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

- 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
- 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
- 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒

3.1产业链：涂料需求以建筑居多，上游关注油价

3.2回顾：涂料需求由高增到放缓，国产品牌加速崛起

3.3展望：存量时代比拼品牌渠道，竞争格局持续优化



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

- 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
- 五、商业地产：轻资产+重运营+强科技”趋势渐显，玩家仍有发展空间
- 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

- 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
- 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
- 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

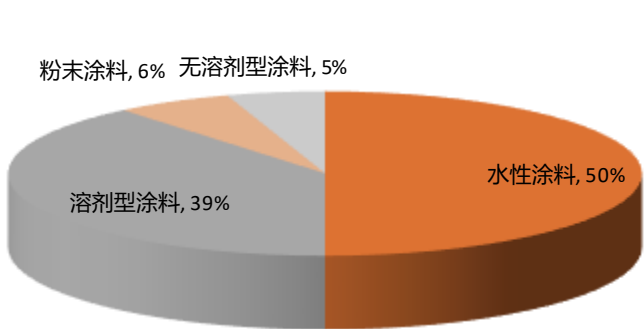


投资建议及风险提示

3.1.1 涂料类型多样，建筑涂料以水性涂料为主

- 涂料是指涂于物体表面形成具有保护、装饰或特殊性能（如绝缘、防腐、标志等）的固态涂膜的一类液体或固体材料的总称。因早期涂料大多以植物油为主要原料，传统上又称油漆，现在合成树脂已取代植物油。
- 根据分散介质不同，涂料可分为水性涂料、溶剂型涂料、粉末涂料、无溶剂型涂料等，其中以水性涂料与溶剂型涂料应用最为广泛。水性涂料以水做溶剂或者做分散介质，包括水溶性涂料、水稀释性涂料和水分散性涂料（乳胶漆）三种，具有安全环保的优点。溶剂型涂料以有机溶剂为分散介质，对施工环境要求更低，物理化学性能与色泽更优，但挥发物质有毒性，且在生产、运输、存储中易产生爆炸火灾。据中国建筑涂料协会披露，从世界平均水平来看，水性建筑涂料目前约占所有建筑涂料的85%，我国也基本达到该平均水平。不同于建筑涂料，工业涂料中由于水性涂料施工要求高、易腐蚀等原因，占比仅为25%。
- 按照成膜物质不同，涂料可分为油脂类、天然树脂类、酚醛树脂类、沥青类、醇酸树脂类、氨基树脂类、硝基类、过滤乙烯树脂类、烯类树脂类、丙烯酸酯类树脂类、聚酯树脂类、环氧树脂类、聚氨酯树脂类、元素有机类、橡胶类、纤维素类、其他成膜物类等。

2017年欧洲涂料类型占比情况



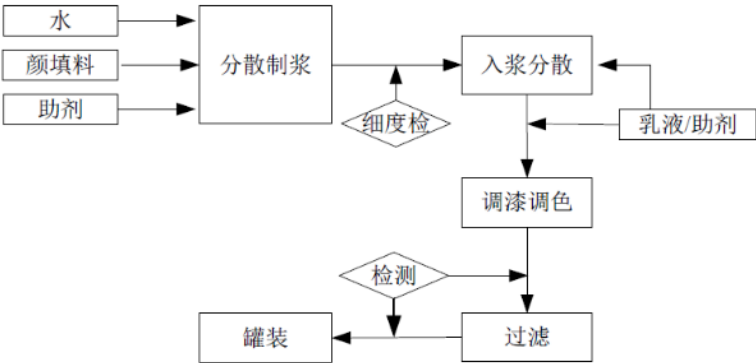
各类涂料的组成和优缺点

涂料类型	一般组成	优点	缺点
溶剂型涂料	有机溶剂、合成树脂，颜填料和助剂	树脂分散度和均匀性好；涂料干燥快，结膜较薄而致密；生产工艺简单，贮存稳定施工方便	VOC 含量高，污染大，多数有机溶毒性大；易燃易爆，生产、贮存和施工危险性高
水性涂料	水和少量有机溶剂、树脂、乳液、颜填料和助剂	低VOC、低毒；生产贮存和施工安全；丙烯酸等树脂水相容性好；乳胶漆在建筑领域、电泳漆在汽车领域有天然优势	施工温度相对高，有时需要专门的施工设备；不宜低温贮存和施工，贮存期短；树脂分散和成膜一致性弱于溶剂型涂料，需要更多助剂

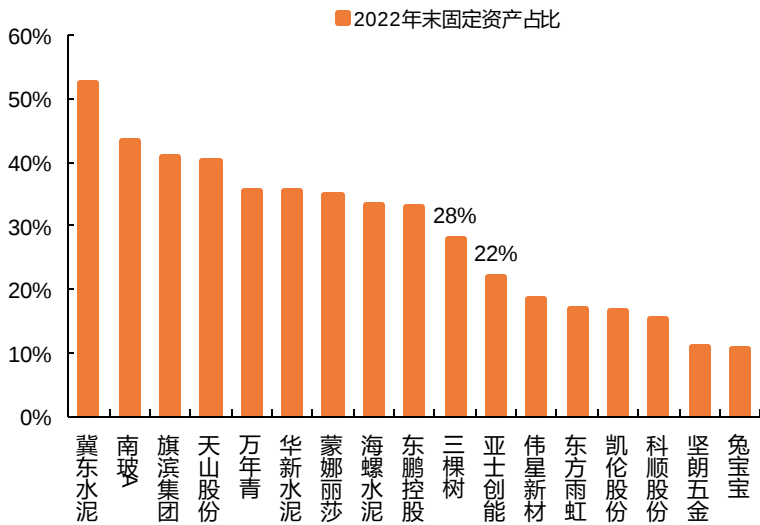
3.1.2 行业门槛不高，国内涂料同质化竞争激烈

➤ 因技术资金壁垒较低，涂料行业门槛不高。一方面是因生产技术壁垒低，尤其是中低端涂料产品，涂料生产主要涉及配料、研磨、调漆、过滤等，工艺复杂度不高，而核心的原材料技术如树脂、助剂、乳液等大多掌握在外资品牌手中；另一方面涂料厂对硬件投资要求不高、资金要求较低。从三棵树、亚士创能两家上市涂料公司看，其固定资产占比处于建材行业较低水平、资产周转率处较高水平。

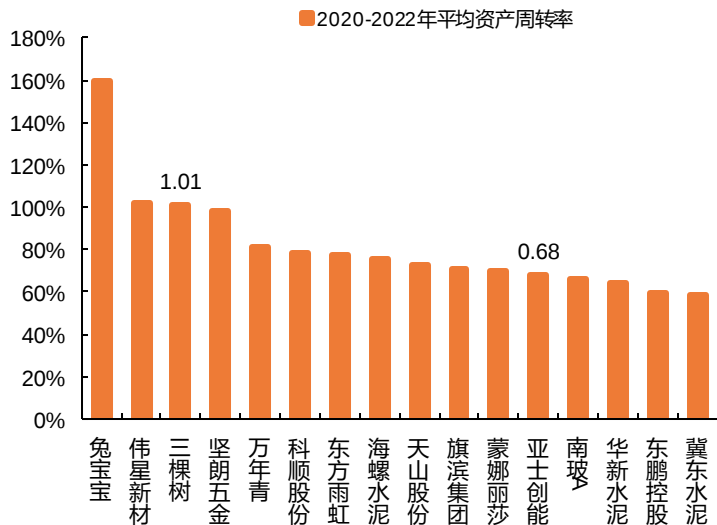
三棵树墙面涂料生产流程图



三棵树、亚士创能固定资产占总资产比重均不高



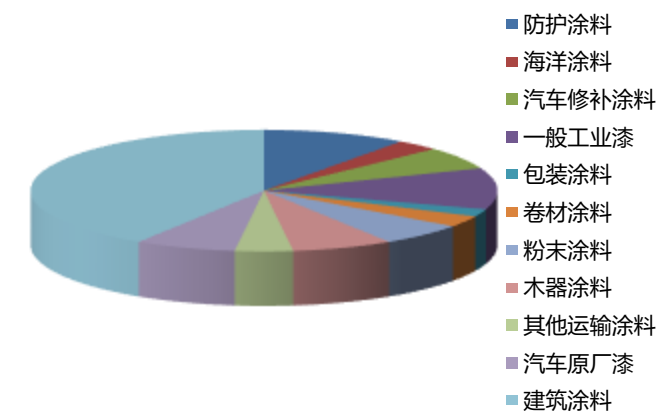
三棵树资产周转率较高



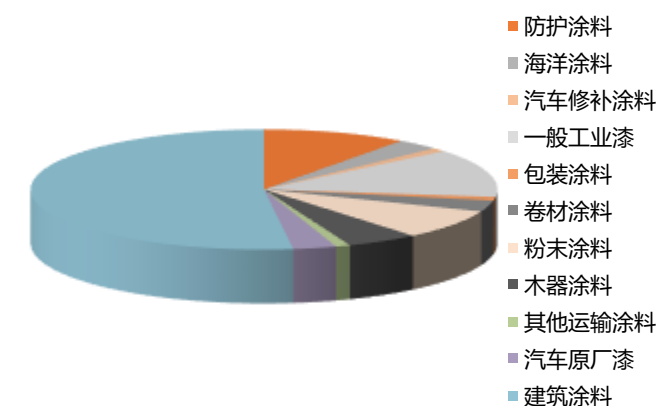
3.1.3 下游需求以建筑居多，家装漆消费属性强

- 涂料应用领域广泛，国内建筑涂料占比过半。根据应用领域不同，涂料可大致分为建筑涂料、工业涂料等，其中建筑涂料又分为墙面涂料（内墙与外墙）、防水涂料、防火涂料等；工业涂料又分为木器家具涂料、汽车涂料、船舶涂料、公路涂料等。据中国涂料工业协会披露，2021年中国涂料行业细分领域中建筑涂料占比最高、为52%。
- 根据应用墙面不同，墙面涂料可分为内墙涂料与外墙涂料。内墙涂料注重产品功能性，例如三棵树的鲜呼吸空气净化漆、BB漆、360抗甲醛、净味防霉防潮等；外墙涂料起到建筑物装饰性作用（色彩、纹路、图案），例如三棵树的多彩漆、真石漆、艺术漆等。
- 根据客户对象不同，墙面涂料可分为家装漆与工程漆，前者消费属性更强。墙面涂料可分为面向以家庭消费者为主的家装墙面涂料，和面向以地产公司、建筑工程公司等企业为主的工程墙面涂料，其中，家装墙面涂料主要用于家庭住宅、学校、医院、酒店等建筑的内墙装修装饰，工程墙面涂料主要在建筑施工过程中用于建筑内外墙涂装。相比工程漆，家装漆日常生活中与消费者接触频次极高，其颜色、质感、气味、功能性易被感知，尤其涉及甲醛等问题，因此消费者对其质量要求较高，倾向于参与涂料选购过程。

2021年全球涂料细分领域占比



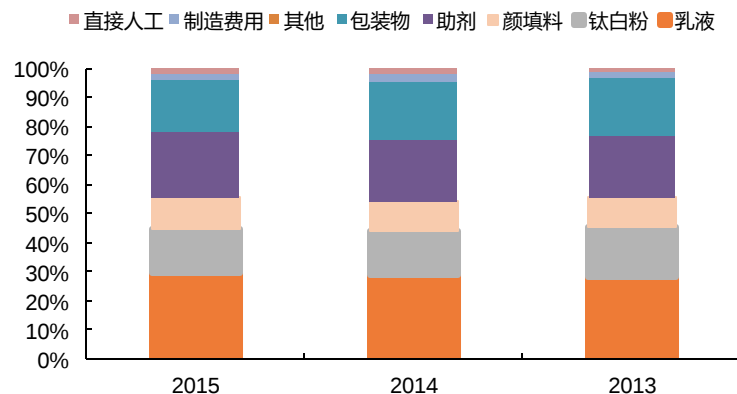
2021年中国涂料细分领域占比



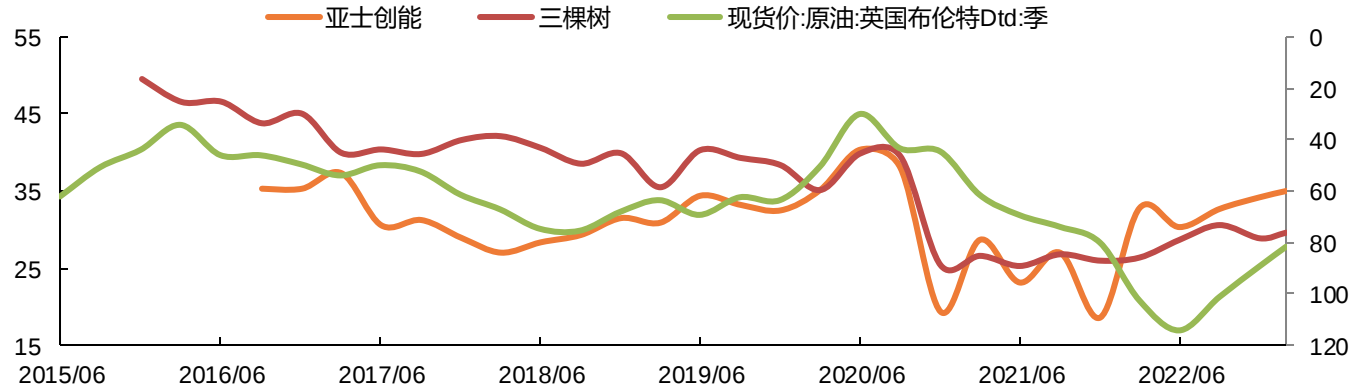
3.1.4 上游成本含乳液、钛白粉等，关注油价下行

- 涂料一般由成膜物质、颜料填料、分散介质和助剂四类物质生产加工而成。成膜物质是使涂料牢固附着于被涂物面上形成连续薄膜的主要物质，常用材料如丙烯酸乳液。颜填料主要用于着色和改善涂膜性能，增强涂膜的保护、装饰和防锈等功能，常用材料包括钛白粉。分散介质包括水与溶剂，而助剂对基料形成涂膜的过程与耐久性起着一定作用。参考三棵树，乳液占涂料成本比重约三成，助剂两成、钛白粉、颜填料各一到两成。
- 2022H2以来乳液等原材料价格回落，带动三棵树等毛利率改善。因乳液、树脂、溶剂等原材料与原油相关，因此油价对涂料企业毛利率具有一定影响，并呈现负相关关系，从三棵树、亚士创能单季度毛利率表现看，其与油价长期而言呈现较高的负相关性。2022年二季度以来乳液、溶剂、钛白粉等价格逐步回落，带动三棵树与亚士创能的单季度毛利率回升。考虑2022H2以来油价显著下行，随着全球经济下行压力加大、地缘冲突影响逐步消退等，2023年油价中枢或将下移，意味着涂料企业毛利率有望进一步改善。

三棵树家装墙面漆产品单位成本构成



三棵树、亚士单季度毛利率与油价具有负相关性





目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键

二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化

三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒

3.1产业链：涂料需求以建筑居多，上游关注油价

3.2回顾：涂料需求由高增到放缓，国产品牌加速崛起

3.3展望：存量时代比拼品牌渠道，竞争格局持续优化



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革

五、商业地产：轻资产+重运营+强科技”趋势渐显，玩家仍有发展空间

六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

七、物管：回归服务本源，延续分化格局

八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪

九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

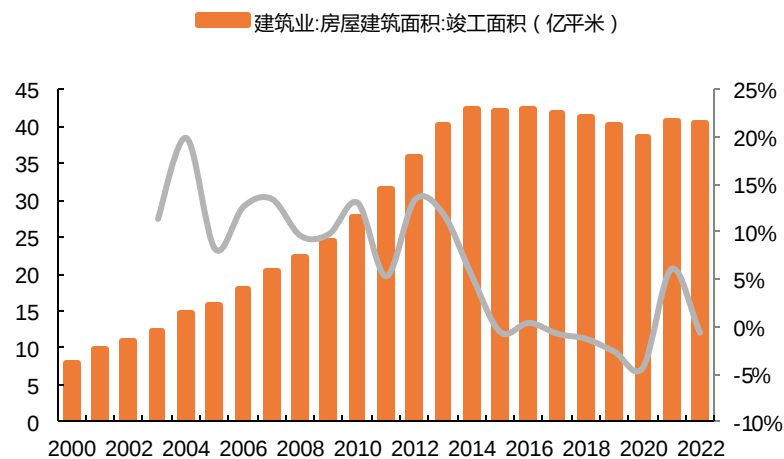


投资建议及风险提示

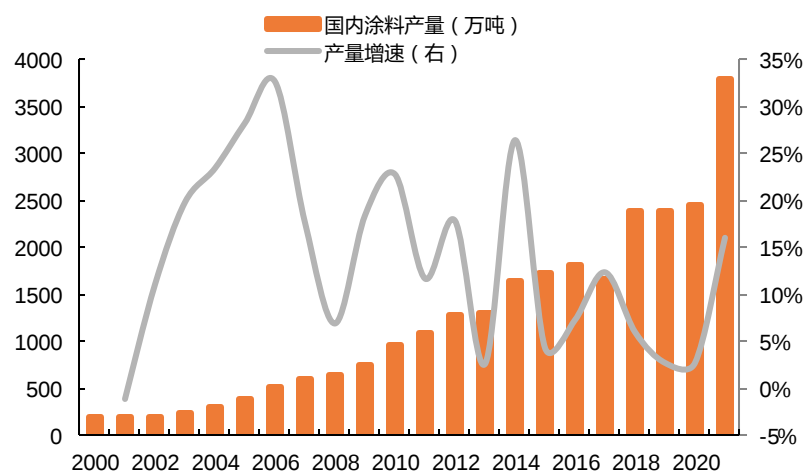
3.2.1 2000-2014：竣工高增下涂料市场蓬勃发展，外资引领风骚

- 一方面，90年代外资涂料企业进入国内市场，通过海量广告宣传、快速搭建渠道抢占市场，并促使乳胶漆逐渐成为市场主流。另一方面，步入21世纪，地产建筑投资快速增长，2000-2014年全国商品房销售面积从1.7亿平米升至12.1亿平米，CAGR达15.0%，叠加各地商场、写字楼与厂房建设如火如荼，带动建筑业房屋竣工面积从8.1亿平米升至42.3亿平米历史峰值，CAGR达12.5%。
- 受益乳胶漆推广与竣工持续高增，国内建筑涂料市场快速发展。2002-2014年我国规模以上企业的涂料产量从202万吨升至1648万吨，CAGR为19.1%，建筑涂料产量从65万吨升至516万吨，CAGR为18.8%，增速高于2000-2014年建筑业竣工面积CAGR的12.5%，或源于涂料渗透率与规模以上企业集中度提升。市场门槛不高叠加需求快速爆发背景下，国内陆续涌现一大批涂料民企，包括华润、嘉宝莉、金冠、美涂士、三棵树等。

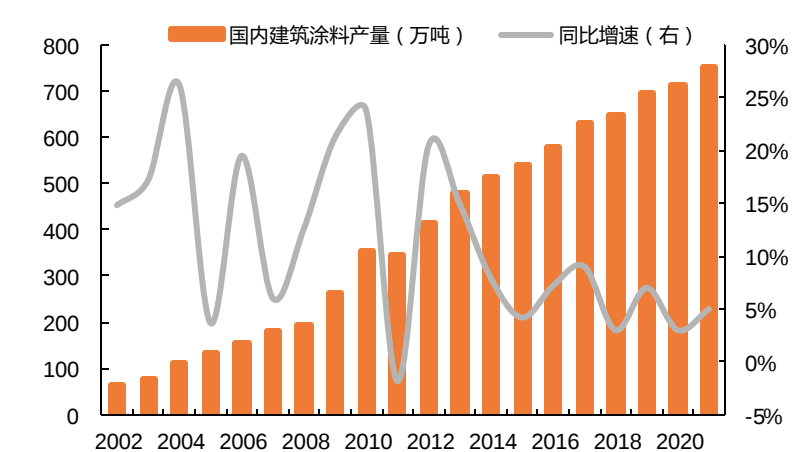
2000-2014年建筑业房屋竣工保持较快增长



2014年以前国内规模以上涂料总产量增长较快



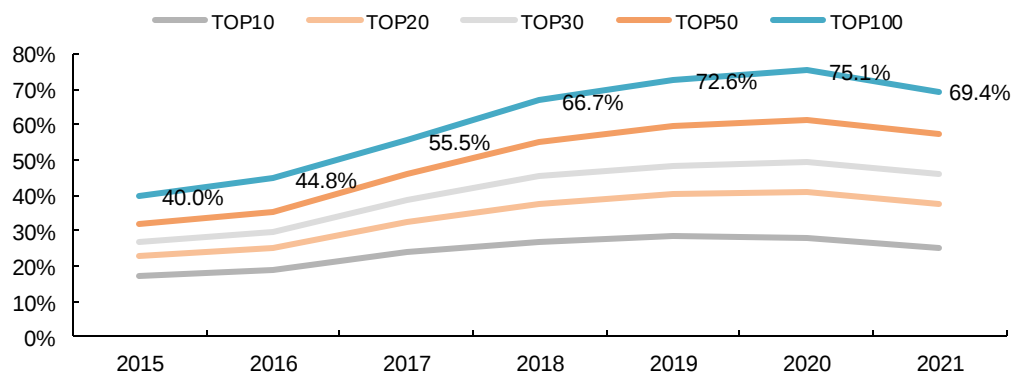
2014年以前国内规模以上建筑涂料产量增长较快



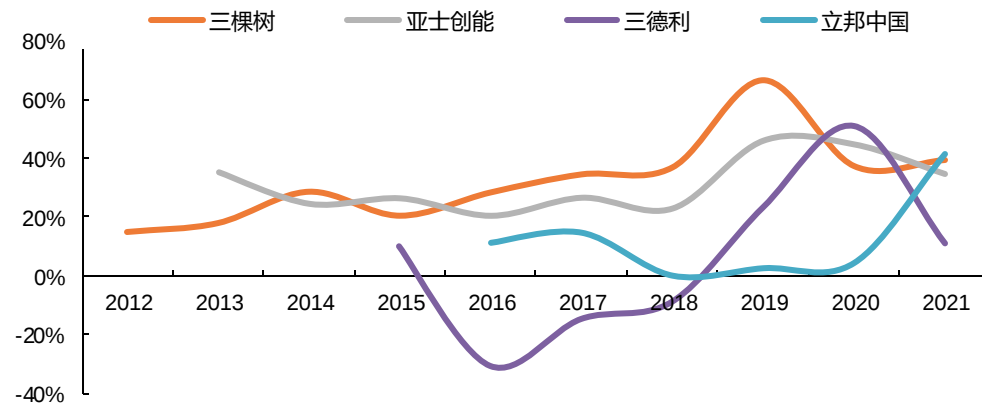
3.2.2 2015-2021：地产集中度与精装修提升，国产品牌加速崛起

- **2015年建筑业竣工开始见顶回落，建筑涂料产量增长放缓。**随着城镇化进程放缓，2015年以来建筑业竣工见顶回落，由2014年42.3亿平米的高点降至2021年40.8亿平米。受此影响，2014-2021年规模以上企业的建筑涂料产量从516万吨升至751万吨，CAGR为5.5%。
- **地产集中度加速提升，叠加集采与精装修推广，工程涂料市场迎来发展机遇。**尽管2015年以来建筑业竣工面积略微回落，但得益于地产集中度加速提升（2014-2020年克而瑞百强房企销售面积市占率从22%提升至53%），同时精装修加速普及、工程涂料市场中内墙涂料需求增加，采购规模体量增大促使房企推广集采模式，工程涂料市场迎来发展机遇。
- **国产品牌通过发力工程涂料市场弯道超车，增速超过外资龙头。**因房企集采普遍有一定账期且订单金额大，对供应商产品价格、资金、供货等方面要求更高，相比外资品牌，国内企业普遍对地产商资金支持较多、产品性价比更高、服务响应更及时，得以在工程涂料市场快速抢占份额。

2015-2021年百强房企销售额市占率显著提升



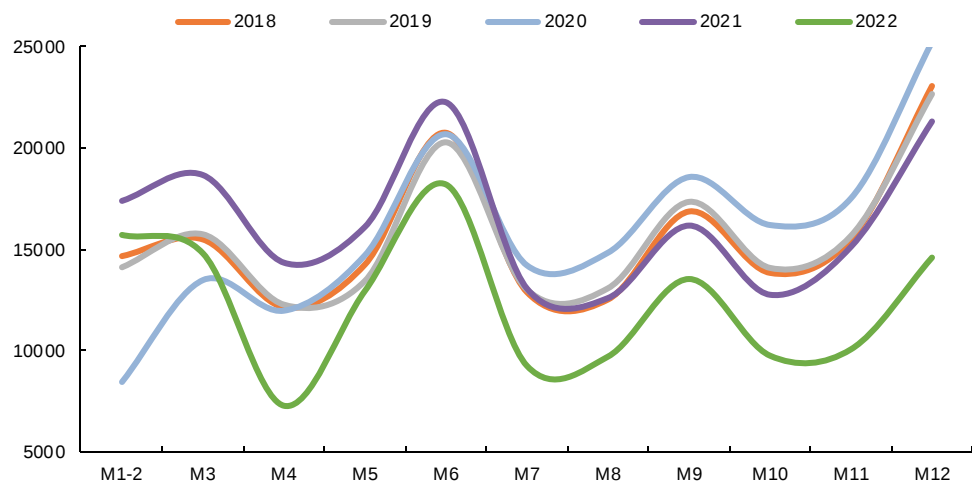
涂料企业营收增速对比



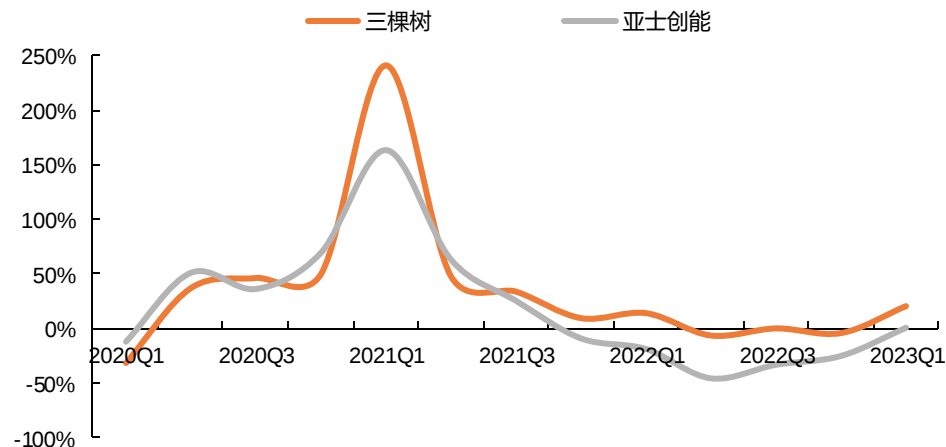
3.2.3 2021-2022：地产下行叠加成本冲击，涂料行业短期承压

- **2021H2以来地产基本面走弱，2022年销售面积下滑24%。**2021年下半年以来，受地产政策、资金环境收紧与销售走弱影响，部分高杠杆、高周转房企陆续发生信用事件，交房担忧加剧市场销售压力。进入2022年，多地疫情反复、经济承压背景下，购房者收入预期逐步下行，叠加7月个别地产事件发生，楼市持续降温。因此，尽管地产政策暖风不断，但在收入预期、交房担忧与房价预期改变影响下，2022年全年商品房销售、竣工面积分别同比降24%、15%。
- **地产冲击下需求疲弱叠加成本上行，涂料行业显著承压。**首先，受新房竣工与二手房成交萎缩冲击，涂料需求同步疲弱，防疫严格亦影响家装涂料需求，其次，部分房企暴雷导致涂料行业坏账计提压力较大，涂料企业主动收缩大B客户；第三，受油价成本上行带动，乳液等涂料原材料价格上行，加剧企业盈利压力。2021年三棵树、亚士创能均计提减值损失、业绩出现亏损。

2022年商品房销售大幅萎缩（单位 万平米）



2021-2022年涂料企业单季度营收增速明显走低





目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

- 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
- 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
- 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒

3.1 产业链：涂料需求以建筑居多，上游关注油价

3.2 回顾：涂料需求由高增到放缓，国产品牌加速崛起

3.3 展望：存量时代比拼品牌渠道，竞争格局持续优化



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

- 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
- 五、商业地产：轻资产+重运营+强科技”趋势渐显，玩家仍有发展空间
- 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

- 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
- 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
- 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

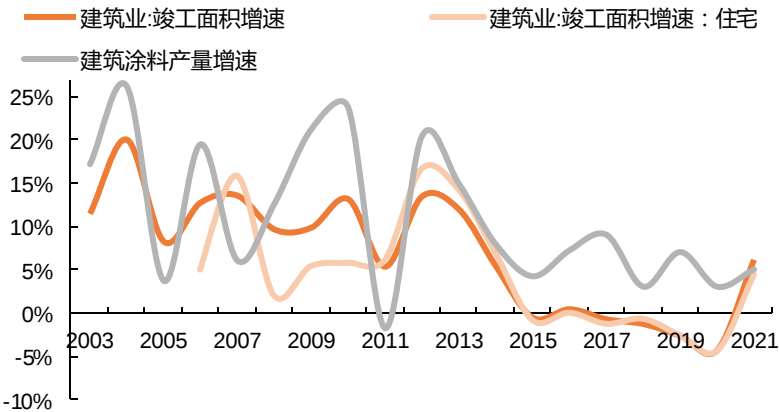


投资建议及风险提示

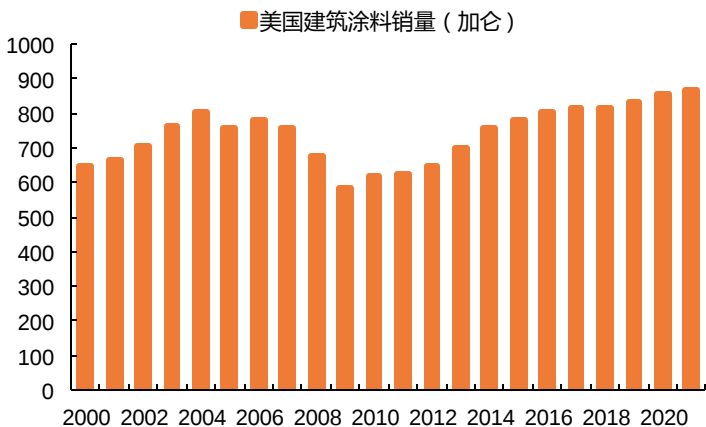
3.3.1 短期关注地产复苏，中长期看重涂需求可观

- **保交付项目有序推进，带动建筑涂料需求回暖。**由于涂料主要应用于建筑施工后期或毛坯交付后业主装修，包括外墙/精装房内墙或者毛坯房内墙阶段，故涂料需求与建筑竣工存在一定相关度。统计局1-5月房屋竣工面积同比增长19.6%，表明随着保交楼专项资金落实到位，项目交付有序进行。考虑当前各地项目资金或仍偏紧，后续依赖保交付政策继续落地，带动下半年竣工延续较快增长。同时，经济预期逐步好转、工商业活动回温亦将带动工商业房屋竣工与装修需求释放。
- **参考美国经验，存量房市场下涂料需求再创新高。**美国已步入存量房市场多年、住房交易中存量房占比近九成，2021年建筑涂料销量结构中，新房占比仅12%，而住宅重涂（DIY）占39%、住宅重涂（专业承包商）占32%。次贷危机以来，尽管美国住房交易规模仍未达到2005年峰值，但建筑涂料销量已超过2004年峰值、创近20年新高，表明尽管短期二手房交易缩量会影响涂料装修需求，但存量房年限提高、消费者追求更高生活品质趋势下，存量房翻新改造需求将持续释放，支撑建筑涂料市场。

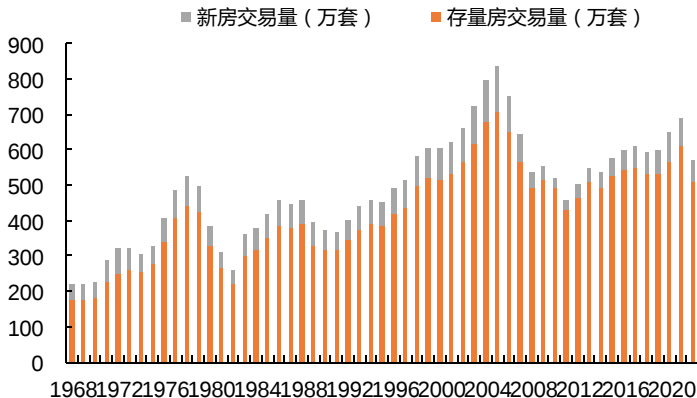
◎ 建筑业竣工增速与建筑涂料产量增速相关性较高



◎ 美国建筑涂料销量再创近20年新高



◎ 次贷危机后美国房屋成交规模仍未回到05年高点



3.3.1 短期关注地产复苏，中长期看重涂需求可观

- 中期而言，考虑存量房重涂与新房装修，估算国内建筑涂料年均需求或达1554万吨、金额838亿元。值得一提的是，测算基于10-30年重涂周期假设，若未来消费升级、居住品质提升，装修重涂周期缩短、产品价格提升，市场规模将超过上述值。详细测算参见《【平安证券】建材研究框架系列之四（涂料篇）20230223》
- 中期存量房重涂年均需求或达1096万吨、金额约598亿元
- 中期新房装修对涂料年均需求或达458万吨、金额约241亿元。

中期建筑墙面涂料需求测算

项目	存量房重涂								新房装修							
	城镇				农村				城镇				农村			
	住宅		非住宅		住宅		非住宅		住宅		非住宅		住宅		非住宅	
房屋建面 (亿平)	366		123		240		60		11.2		6.6		5.0		1.3	
墙体类型	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙	内墙	外墙
每平方米建面对应内/外墙面积	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7	2.5	0.7
涂刷比例	80%	60%	80%	60%	90%	30%	90%	30%	80%	60%	80%	60%	90%	30%	90%	30%
单方涂料用量 (千克/平)	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8	0.5	2.8
总涂料用量 (万吨)	3662	4306	1611	1895	2696	1409	674	352	112	132	49	58	56	29	14	7
重涂周期 (年)	10	20	10	15	20	30	20	30	—	—	—	—	—	—	—	—
年均用量 (万吨/年)	366	215	161	126	135	47	34	12	—	—	—	—	—	—	—	—
每吨价格 (元/吨)	6000	4500	6000	4500	6000	4500	6000	4500	6000	4500	6000	4500	6000	4500	6000	4500
市场规模 (亿元/年)	220	97	97	57	81	21	20	5	67	59	30	26	34	13	8	3
合计涂料年均需求 (万吨)	1544															
合计年均市场规模 (亿元)	838															

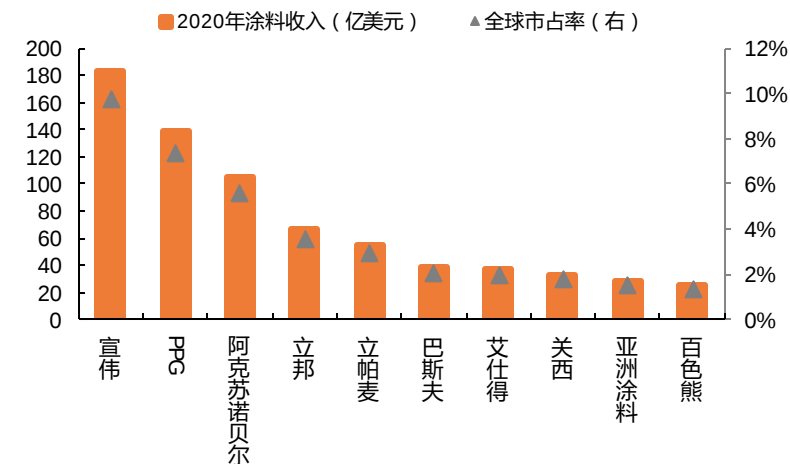
城镇与农村住房涂料涂刷情况

项目/类别	城镇	农村
每平方米建面对应内墙面积 (平)	2.5	2.5
每平方米建面对应外墙面积 (平)	0.7	0.7
内墙涂料比例	80%	90%
外墙涂料比例	60%	30%
每平方米内墙涂料用量 (千克/平)	0.5	0.5
每平方米外墙涂料用量 (千克/平)	2.8	2.8

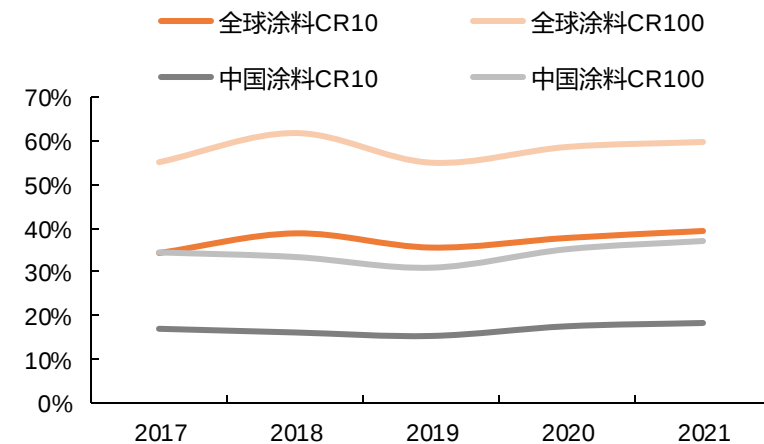
3.3.2 涂料集中度低于欧美，未来仍具提升空间

- 国内涂料集中度低于海外，全球前十涂企市占率约四成。据涂界披露的100强涂料企业榜单，2021年全球100家上榜企业累计销售收入1221亿美元，占全球总收入60%；全球前10强企业总销售收入809亿美元，占全球总收入40%；国内方面，2021年100家上榜企业累计收入1712亿元，占全国涂料总收入37%，前10强收入838亿元，占全国总收入18%。相比海外，我国涂料行业集中度仍有较大提升空间。
- 国内建筑涂料前五企业市占率29%，立邦、三棵树领先。建筑涂料方面，据涂界发布的2022中国建筑涂料品牌25强榜单，涂界估算2021年全国建筑涂料市场规模约为1290亿元（含地坪涂料、功能性建筑涂料等，不含防水涂料），前五企业市占率为28.8%，其中立邦、三棵树、多乐士排名前三，市占率分别为13.3%、6.2%、4.4%。值得一提的是，尽管宣伟为全球涂料龙头，但立邦在国内涂料市场明显领先，尤其建筑涂料领域，主要因立邦进入国内市场较早、市场开拓力度较大。
- 分内外品牌看，建筑涂料25强中国产、外资品牌收入规模接近。据涂界发布的2022中国建筑涂料品牌25强榜单，国产品牌占据19席，2021年累计销售收入274.5亿元，占榜单收入比例为51.1%，外资品牌占据6席，2021年收入263.2亿元，占榜单收入比例为48.9%。总体看，外资品牌因进入国内市场较早、叠加品牌与资金实力占优，在国内建筑涂料市场中仍占据较大的市场份额。

2020年全球十大涂料制造商市场占有率情况

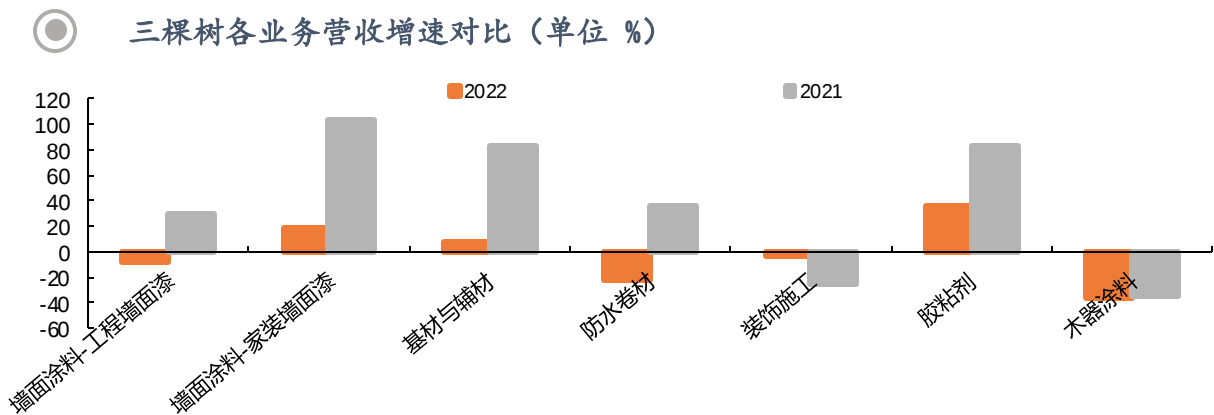


2017-2021年涂料CR10和CR100



3.3.3 存量时代比拼品牌渠道，格局或持续优化

- 工程涂料受益近年地产发展，核心竞争力为规模优势。过去受益于地产、建筑业蓬勃发展，工程漆（外墙漆+精装房内墙漆）需求旺盛。因房企/建筑企业采购注重产品价格、账期与服务，同时外墙漆对功能性要求不高、产品差异小，大型涂料企业通过规模优势提高价格竞争力，通过资金优势给予房企、建筑企业、经销商账期与资金方面支持，通过广铺渠道、人员扩张提高服务响应速度与质量，实现自身规模快速增长。
- 随着地产步入存量房时代，工程涂料市场或将萎缩，未来重涂市场尤其家装漆更具前景，更考验企业品牌、产品、服务、渠道实力。第一，因业主日常接触更多、涉及环保健康问题，消费属性较重，更注重产品品牌，需要企业长期投入品牌营销工作；第二，消费升级趋势下，消费者对产品装饰性（如艺术漆）、功能性（如防潮防霉耐脏）、环保要求提升，需要企业持续研发性能更优的产品；第三，随着消费群体年轻化、价格敏感性降低，品类齐全、服务周到、售后可靠的一站式服务能让消费者更省心省力，更易获得认可，立邦、多乐士、三棵树等纷纷推出刷新服务；第四，渠道作为协助客户落地购买重要途径，包括线上线下门店、经销商、家装公司、工长等，未来渠道竞争将日趋激烈，尤其购房群体年轻化趋势下，家装公司越来越受消费者青睐，家装渠道重要性明显提升。





目录CONTENTS

- ① 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升
 - 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
 - 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
 - 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒
- ② 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显
 - 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
 - 4.1变化：发展红利渐消，旧模式弊端渐显
 - 4.2展望：整合出清加速，运营模式变革
 - 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
- ③ 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级
 - 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
 - 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大
- ④ 投资建议及风险提示

4.1.1 行业发展历程

2019年我们在《商品住宅行业全景图——细数住宅前世、今生及未来》中对住宅现状、动因、海外经验进行了分析，并提出了四点展望，包括行业中期规模回归、企业强者恒强、多元化布局与业务聚焦并存、城市圈为主战场等。站在目前时点，部分判断初步得到了验证，但也必须看到，2020年以来房地产行业及参与者均发生了很大变化，本篇报告我们主要对2020年以来房地产住宅开发的新变化、新特征进行了梳理及总结，并对未来的新模式、新格局进行了展望。

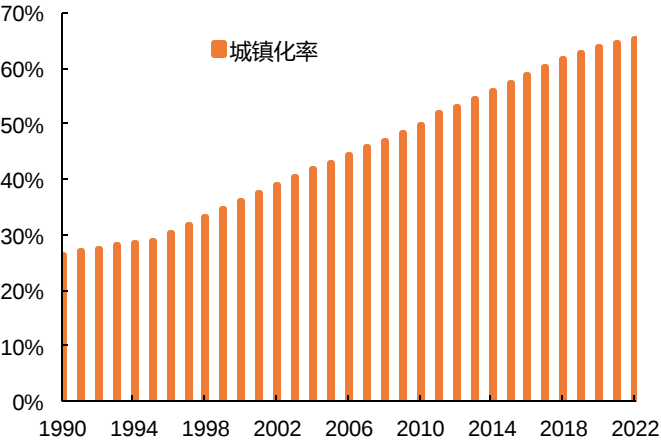
行业发展历程



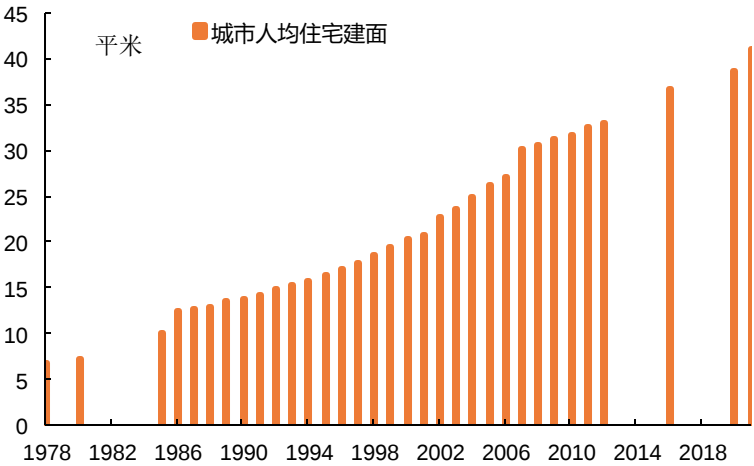
4.1.2人口及城镇化红利消失，潜在购房需求放缓

➤ **城镇化高峰已过，人均住宅面积大幅改善：**20世纪80-90年代婴儿潮带来的首次置业高峰进入尾声，新生人口规模逐年降低，2022年全国出生人口建国以来首次跌破1000万，预示长周期下置业需求将逐步放缓。根据城镇化发展的诺瑟姆曲线，城镇人口比重在30%以下为城镇化发展初级阶段，30%-70%为城市化加速阶段，70%以上为城市化后期阶段；2022年中国城镇化率65.2%，已较为接近加速阶段上限水平，后续由城镇化率提升推动的新增住房需求亦将受到影响。同时国内城镇人均居住面积也由1990年的13.7平上升至2021年41平，居民住房条件大幅改善，未来潜在改善需求亦面临压力。

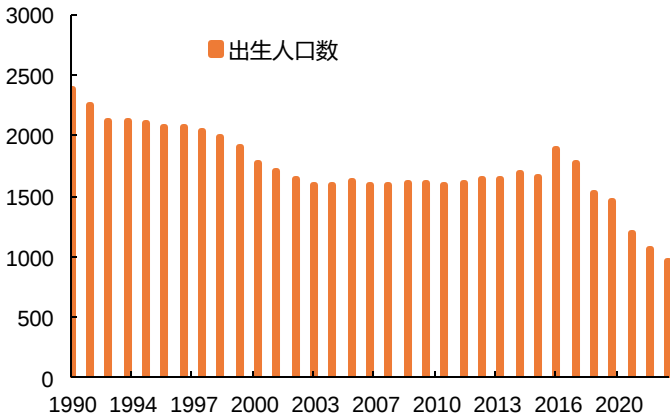
中国城镇化进入加速发展中后期



人均居住面积大幅改善



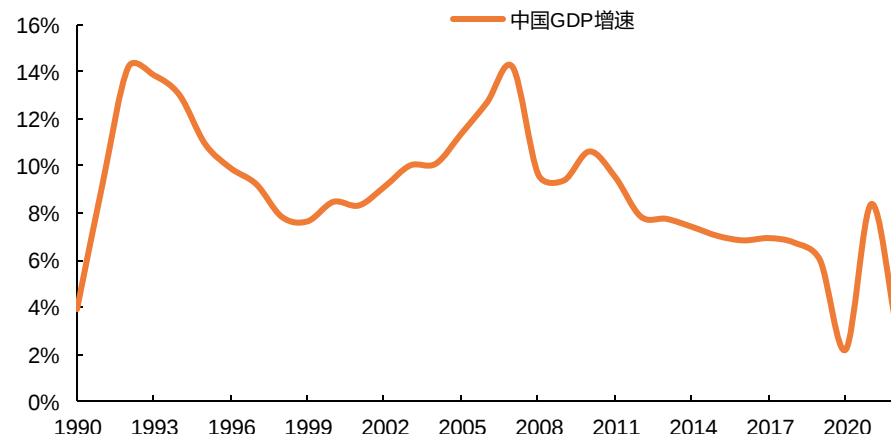
中长期出生人口大幅下降 (万人)



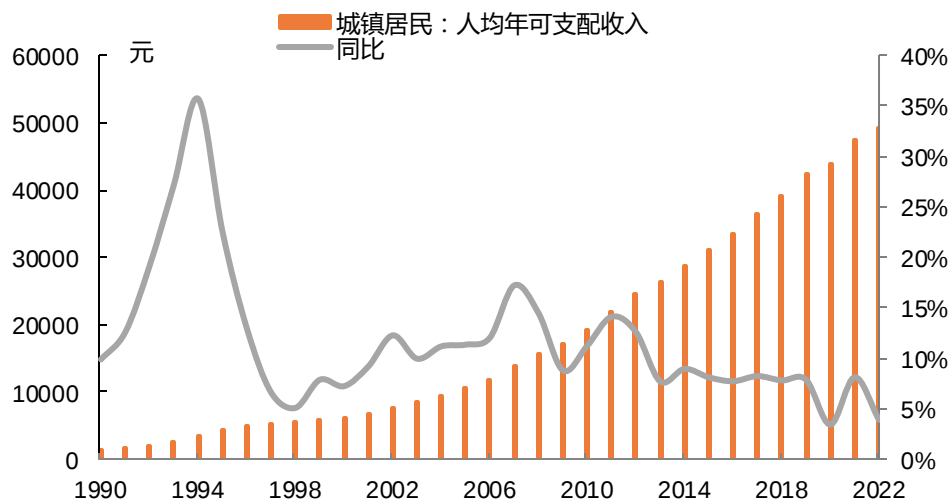
4.1.2 经济及金融红利消退，旧模式面临冲击

- **经济及收入增速放缓，楼市量价波动加大。**2022年全国GDP增速放缓至3%，城镇居民人均年可支配收入同比上升3.9%，较2021年回落4.2pct。经济及收入增速放缓，持续影响居民购房需求释放，2022年至今楼市量价波动明显加大。
- **新金融监管下，高杠杆、高周转模式不再适用：**“三条红线”限制房企融资规模；“房贷集中度”设置银行涉房贷款占比上限；“供地两集中”要求22个试点城市分批次集中出让土地；均对房企现金流管理提出更为严格考验，“三高”旧发展模式面临冲击。

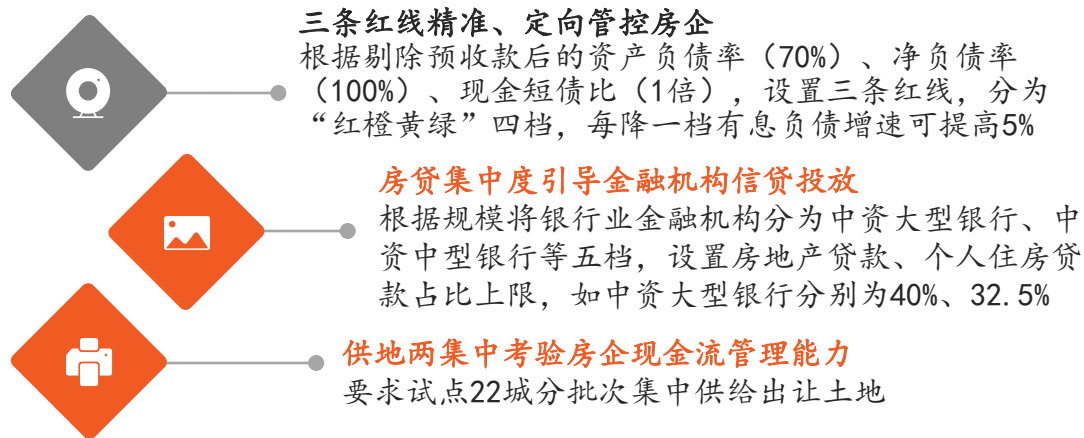
国内GDP增速有所放缓



城镇居民人均可支配收入增速放缓



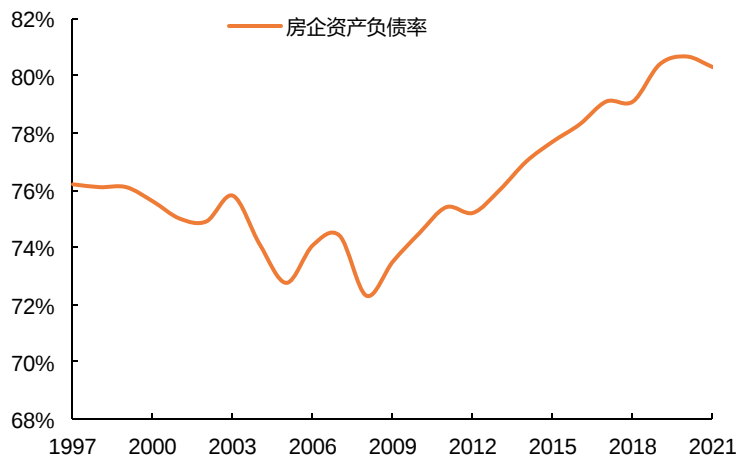
“三条红线”、“房贷集中度”等严管控考验行业现金流



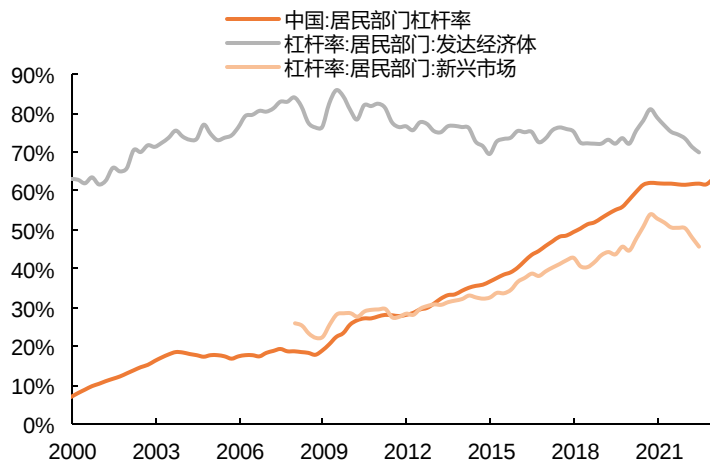
4.1.3 房企及居民杠杆快速提升，潜在加杠杆空间受限

- **房企及居民杠杆快速提升，潜在加杠杆空间受限。** 由于历次周期下行货币宽松政策的托底、房地产行政调控手段的放松，房企在周期筑底阶段持续加杠杆争取资源，居民则由于购买力支撑承接库存转移，导致房企与居民杠杆率均呈现增长。房地产企业和居民部门杠杆率分别由2008年的72.3%、17.9%升至2021年的80.3%、61.9%；2019末主要金融机构房地产贷款余额占比达到29%的峰值，过多的信贷资源流入房地产市场。

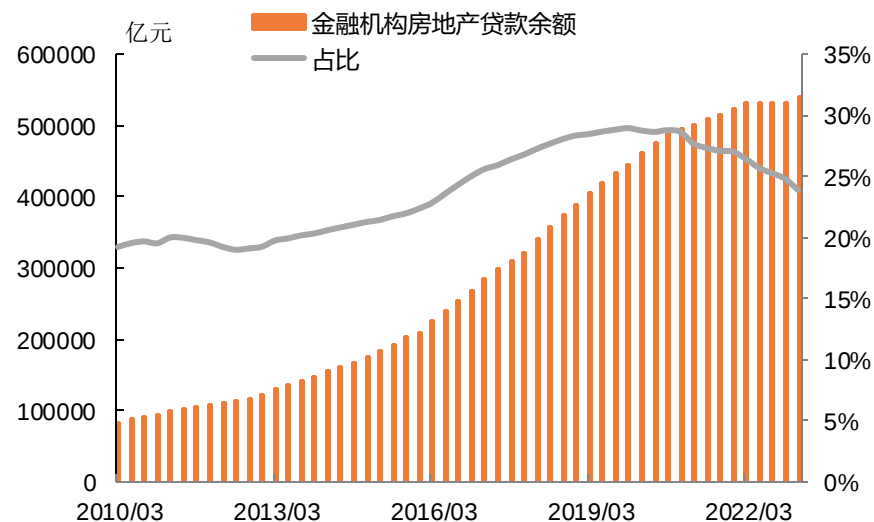
金融红利时代房企资产负债率攀升



2008年以居民部门杠杆率提升速度加快



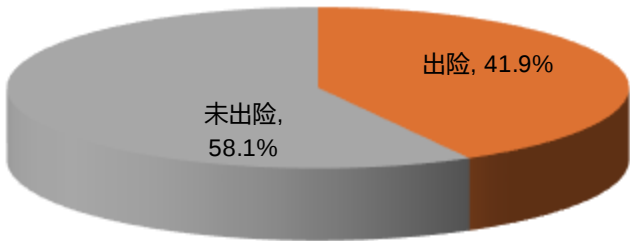
2019年以前房地产贷款余额及占比快速上升



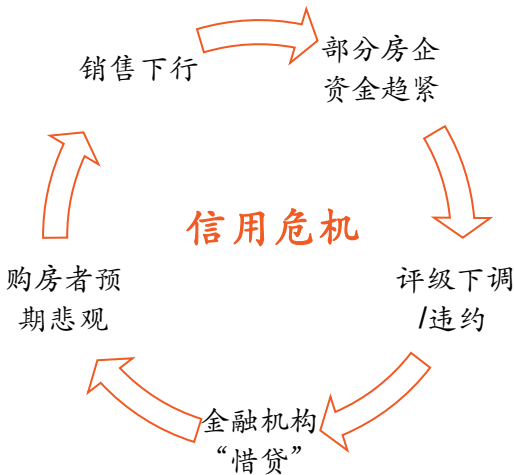
4.1.4地产信用链条受损，房企资产负债表大幅恶化

➤ 行业信用危机频发，房企资产负债表快速恶化。2021年下半年以来楼市急转直下，房企经营及融资现金流快速恶化，多家规模房企出险展期或违约，叠加2022年7月行业个别事件等冲击，市场（地方政府、金融机构、购房者、地产产业链上下游）对房企交付、还款信心进一步减弱，围绕房企（尤其是民企）的信用链条遭受极大挑战。信任担忧持续扩散以及不断的自我强化，带来行业多数房企资产负债表快速恶化。

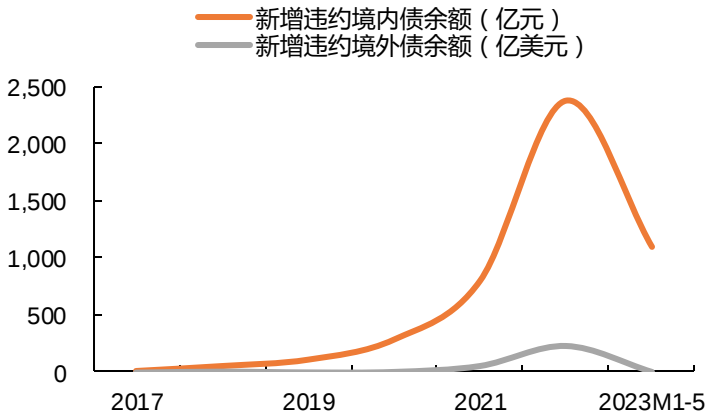
2021年50强房企中已出险房企全口径销售额占50强比例



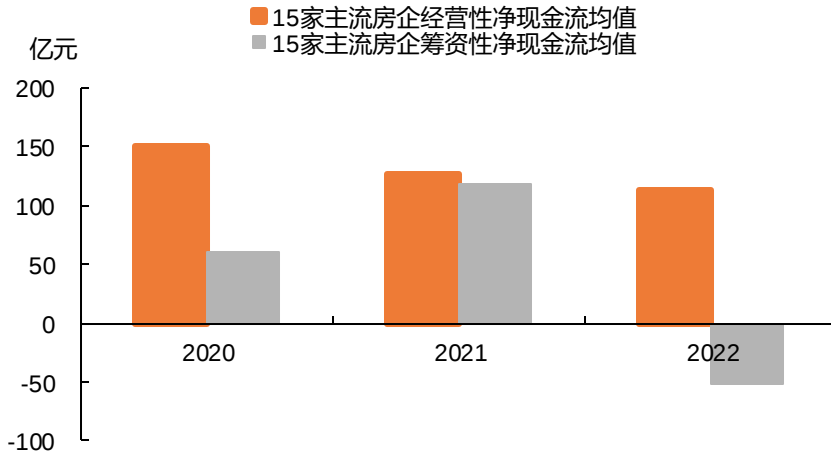
部分房企信用链条遭受极大挑战



房企新增违约债务余额持续攀升



房企现金流持续恶化





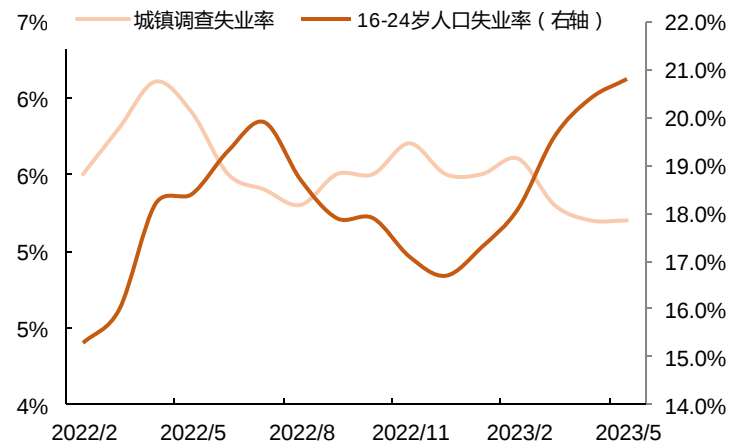
目录CONTENTS

- ① 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升
 - 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
 - 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
 - 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒
- ② 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显
 - 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
 - 4.1变化：发展红利渐消，旧模式弊端渐显
 - 4.2展望：整合出清加速，运营模式变革
 - 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
- ③ 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级
 - 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
 - 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大
- ④ 投资建议及风险提示

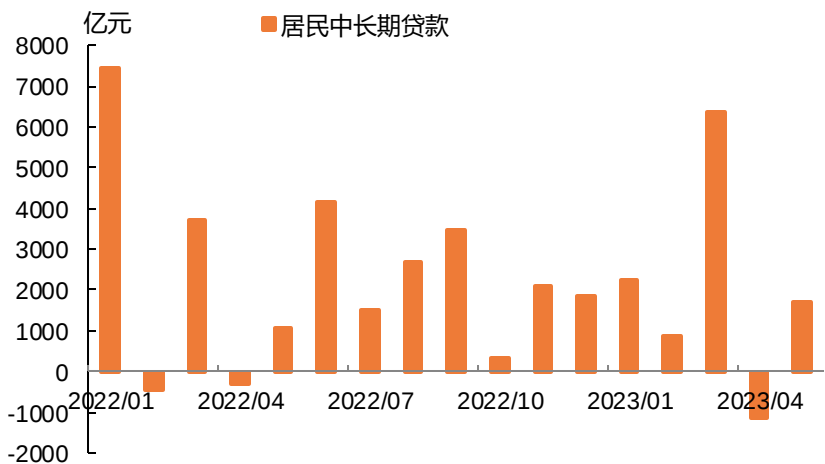
4.2.1短期面临阵痛，信心修复及预期改善需要时间

➤ 居民信心修复需要时间，加杠杆动力不足，楼市复苏斜率更缓且存在波折。尽管经济恢复及居民收入预期向好，但趋势确立及居民信心修复需要时间，加上尽管大部分城市房价止跌，但短期缺乏大幅上行的基础，意味着居民购房需求释放并不急迫，这均将导致楼市复苏斜率更缓，同时过程将存在一定波折。

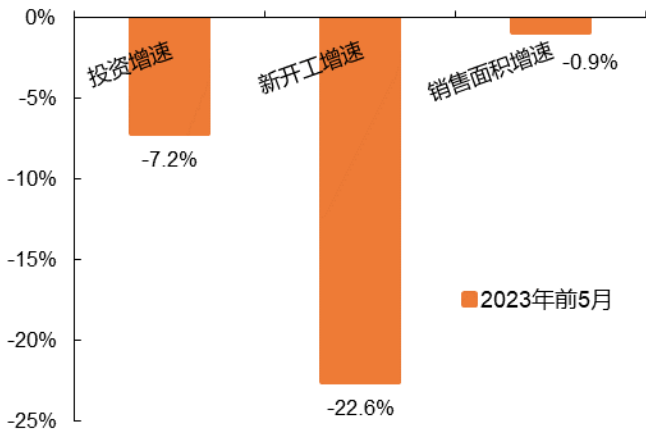
2022年以来城镇失业率居高不下



居民持续提前还房贷反映信心仍显不足



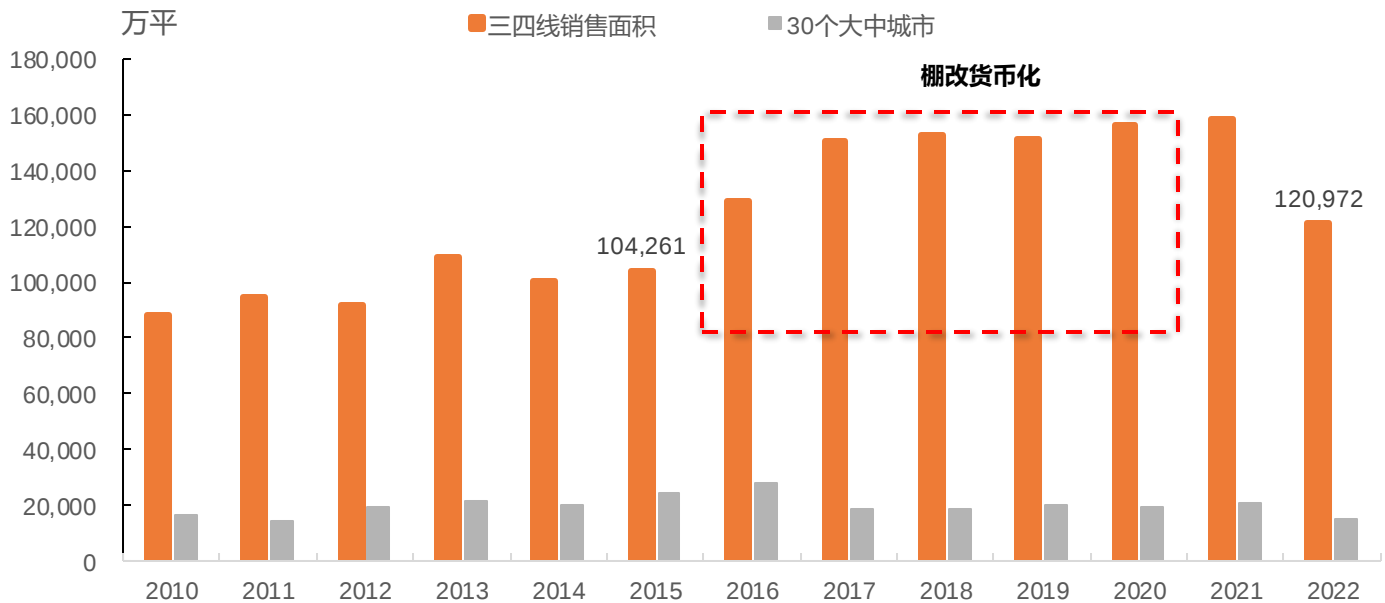
2023年前5月地产投资开工依旧羸弱



4.2.1 中期棚改视角来看，中期商品房/住宅中枢仍有下降空间

➤ 理论上三四线销售面积回归内生需求，参考2016年前对应1.5亿平以上下降空间。2016年以来棚改货币化安置比例提升带来三四线楼市快速发展，随着棚改货币化退坡，回归内生需求，理论上三四线销售将回归甚至低于2016年前水平。2022年全国扣除30个大中城市的三四线商品房销售12.1亿平，2013-2015年年均仅10.5亿平左右，对应仍有1.5亿平以上下降空间。假设一二线成交量相对稳定，未来对应全国商品房/住宅中枢大概在12亿平/10亿平量级。

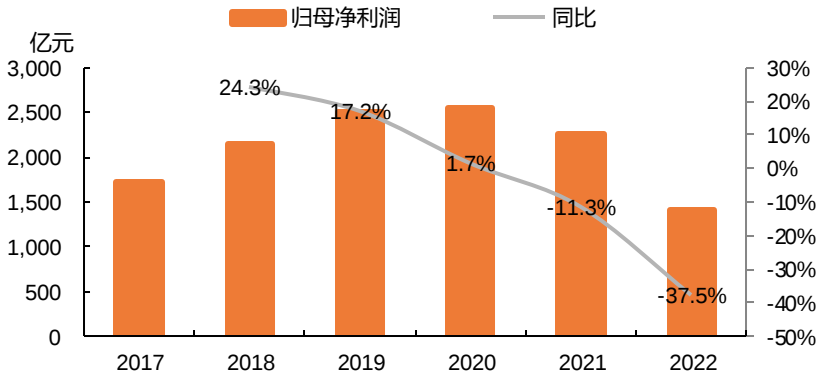
● 若参考2016年前销售规模，三四线城市对应仍有1.5亿平以上下降空间



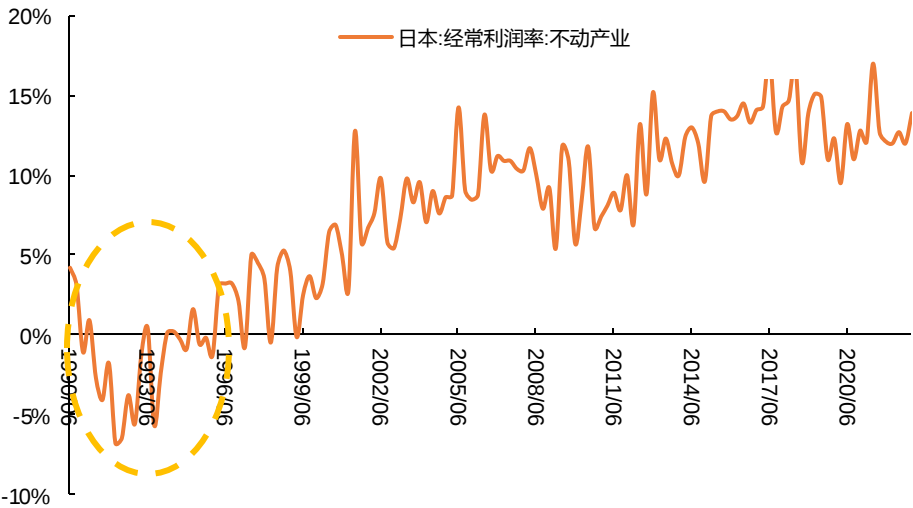
4.2.2短期缩表带来的业绩冲击不可避免

➤ 阵痛期带来的缩表、降价促销等将导致短期结算利润遭受冲击。2022年15家A+H上市房企整体归母净利润同比下降37.5%，毛利率承压及减值压力下，预计短期结算端业绩仍有压力。美国次贷危机、日本20世纪90年代房地产泡沫破灭，其主流房企及行业整体利润均曾经出现下滑甚至亏损情形。

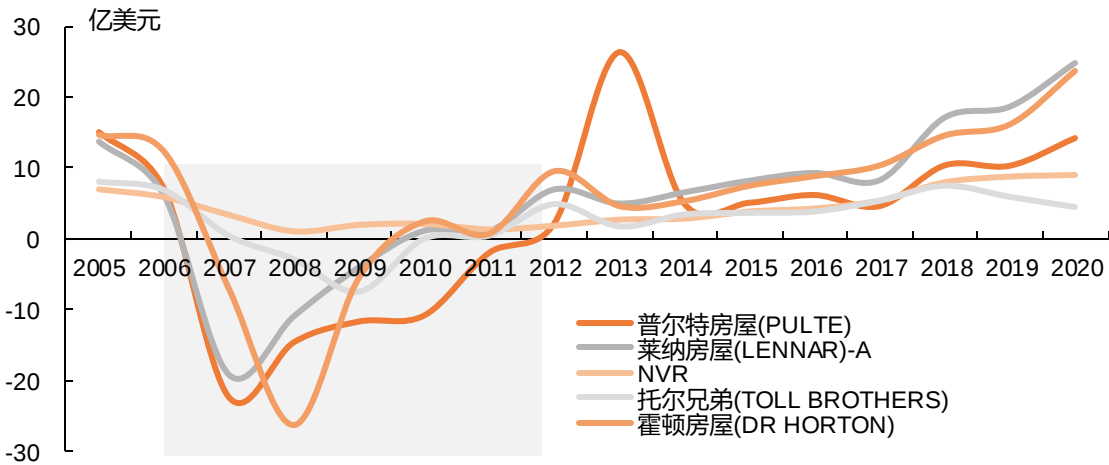
重点15家上市房企归母净利润同比下降37.5%



日本20世纪90年代房地产泡沫破灭后不动产经常利润率为负



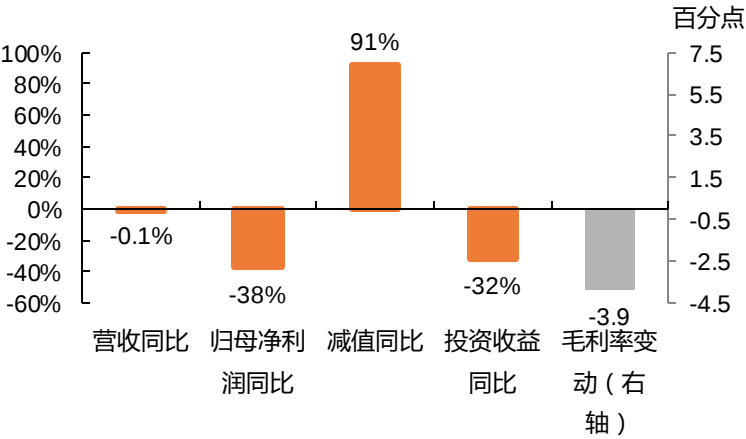
美国次贷危机后主流房企归母净利润出现亏损



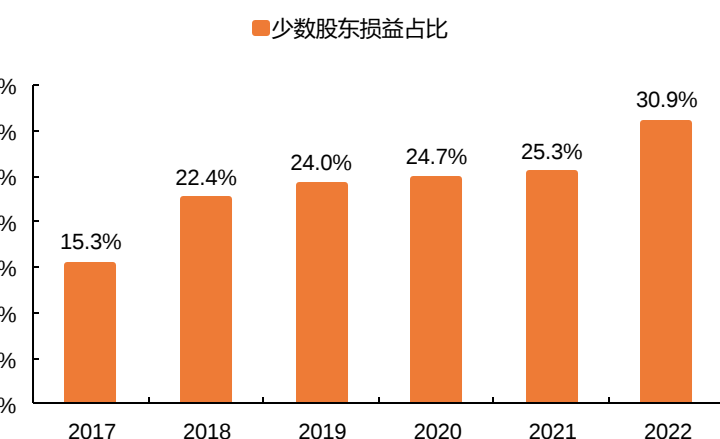
4.2.2中期来看，优质企业业绩空间仍存

- **减值影响消退带来潜在业绩增量。**2022年15家房企合计计提减值损失350亿，按照25%的税率，假设未来公司减值为0，其它不变，仅该项将增厚归母净利润184亿，相当于2022年归母净利润的13%。
- **少数股东损益下降带来归母净利润增长。**2022年15家重点房企少数股东损益占比为30.9%，假设少数股东损益占比下降至20%、15%，不考虑非并表项目权益变化，在其他科目保持不变的背景下，将增厚2022年业绩16%和23%。若综合减值及少数股东损益考虑，在减值及少数股东损益降为0的假设下，归母净利润将提升至2022年的163%。
- **优质房企毛利率及销售额仍存提升空间。**2022年受前期高价地影响，重点房企整体毛利率降为18.4%，随着2022年土拍项目步入结算周期，优质房企结算毛利率仍存改善空间，带来业绩上升空间。同时随着部分出险房企的退出或萎缩，优质房企销售额仍有提升空间，带来未来结算端营收增长。

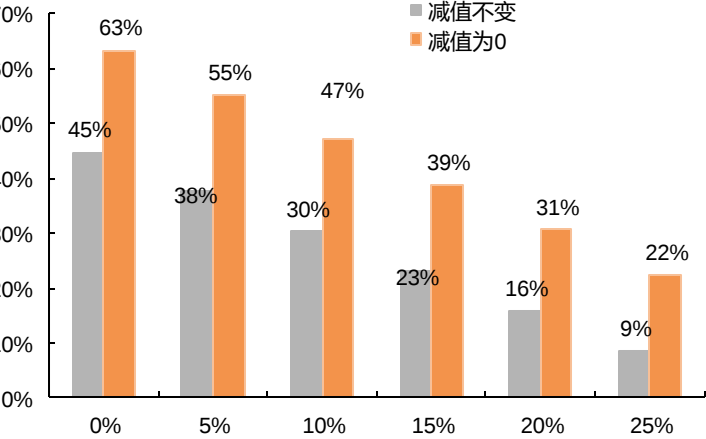
2022年15家上市房企利润变动拆分



重点15家上市房企少数股东损益占比



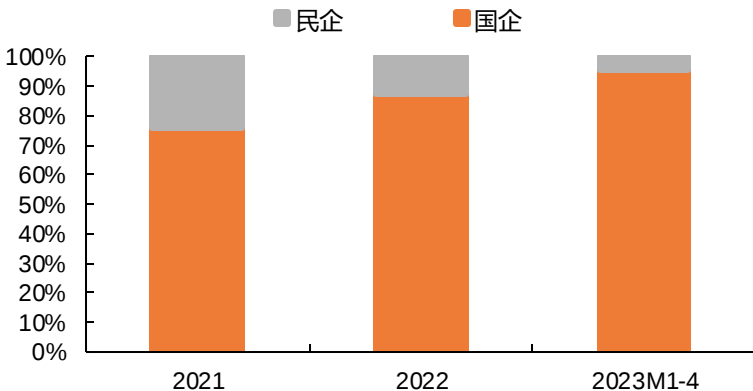
不同少数股东损益占比及减值假设下，测算归母净利润较2022年实际值增速



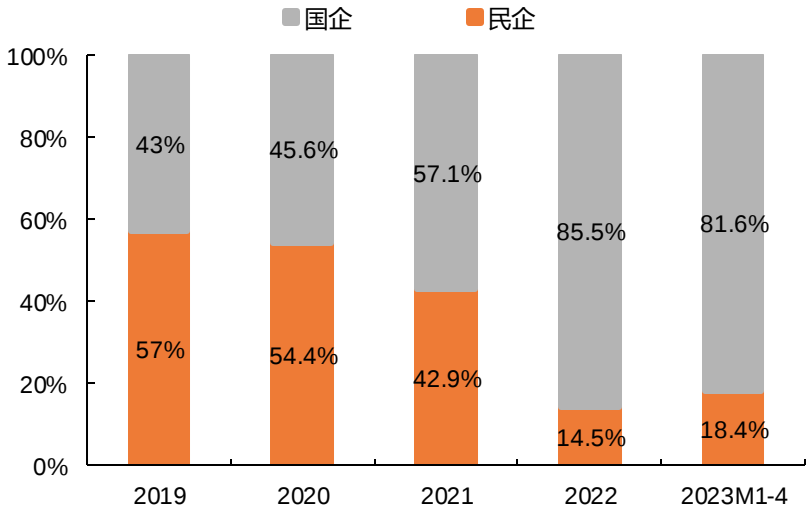
4.2.3短期分化延续，强信用房企优势扩大

- 房企间加速分化，央国企等强信用企业优势延续。从各家房企来看，诉求目标差异导致行为差异。对于中小型企业，当前生存为第一要务，成长退居其次，更多收缩投资、加速去化；对于优质大型房企，风险与机会并存，更多调整布局、拓宽融资，换仓提质补充优质土储，后续优质房企凭借机遇把握将持续拉大相对优势。
- 2023年初房地产修复过程中，央国企等强信用企业更为受益，销售金额大幅增长并明显优于行业，融资拿地方面亦更具优势。

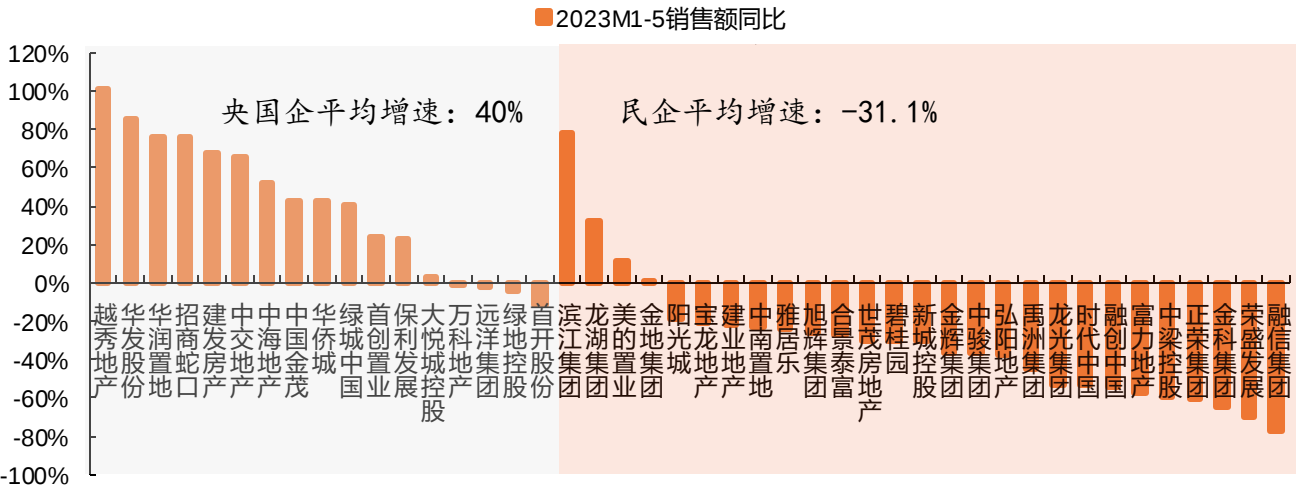
2023年1-4月国企境内债发行金额占比95.8%



50强房企拿地金额结构

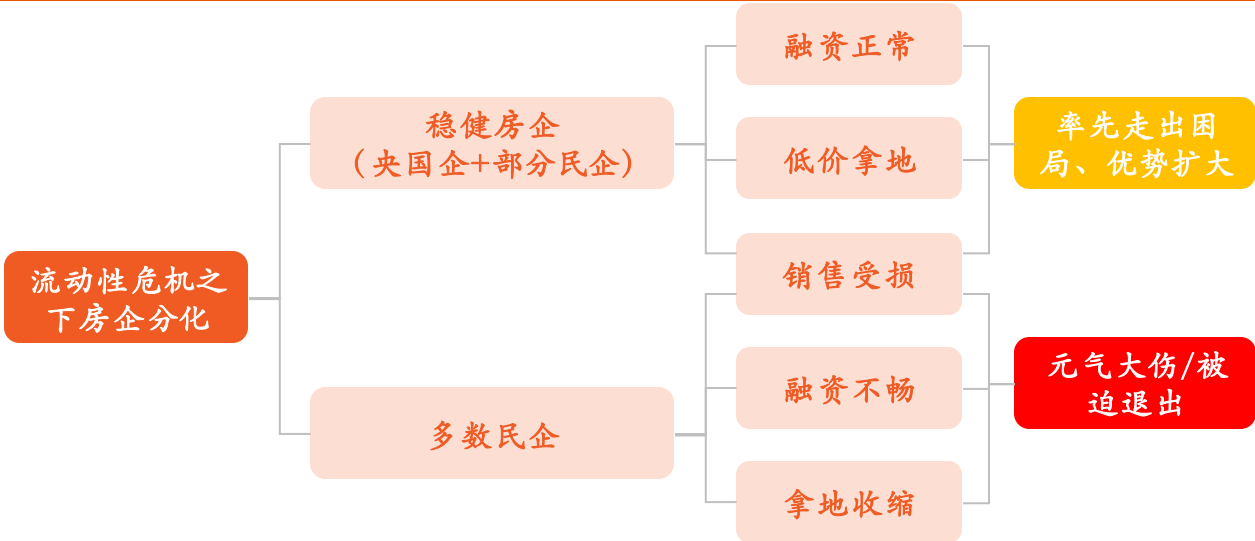


2023年1-5月民企销售额降幅相对更大，多数国企销售同比转正

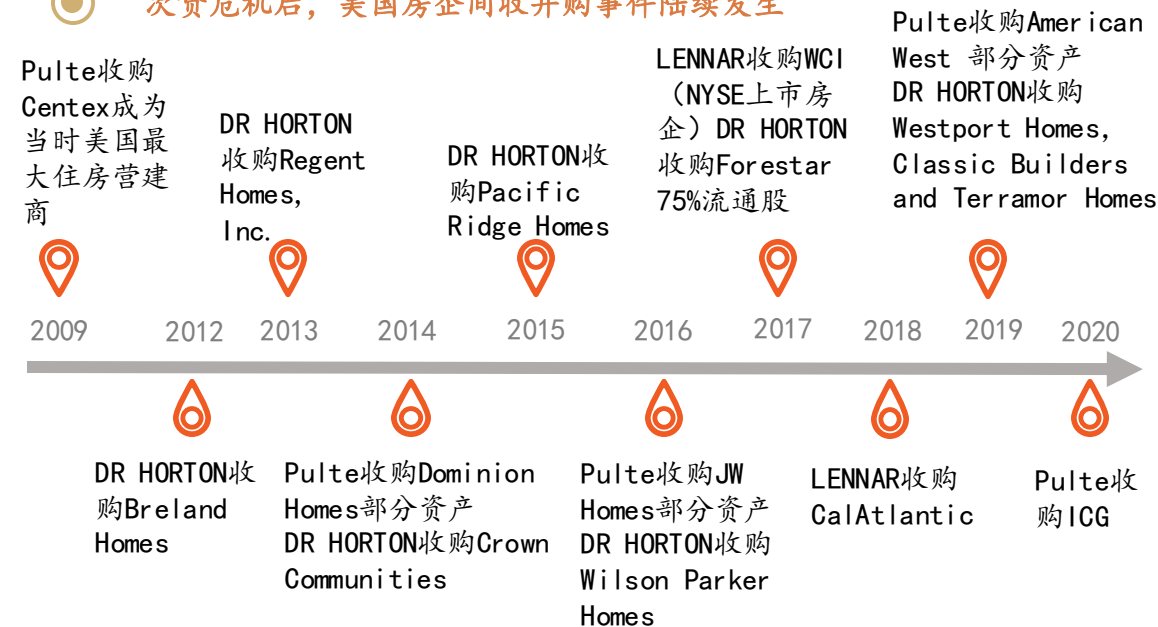


4.2.3 中期参与者加速出清，行业格局迎来重塑

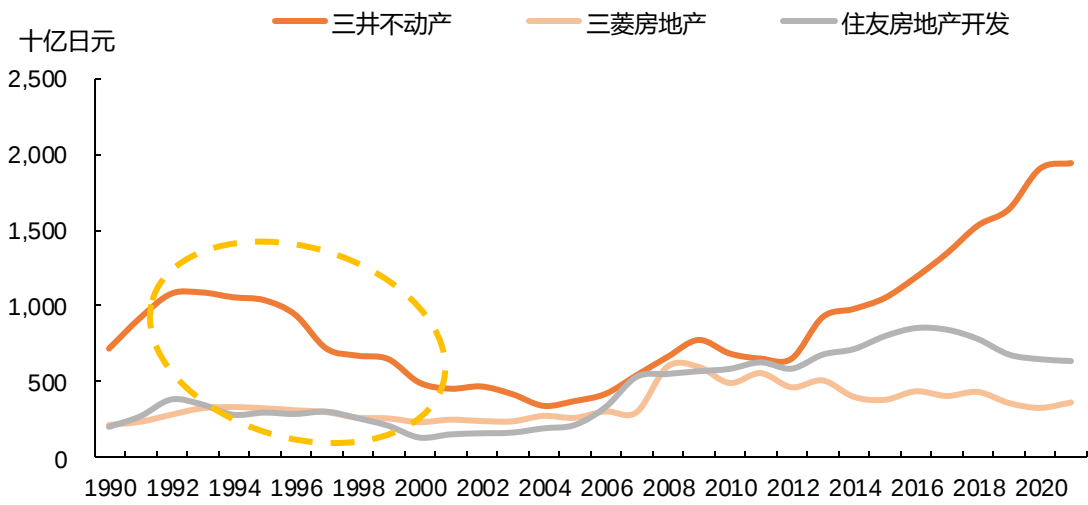
- 经营压力下不排除部分房企转让开发股权，甚至退出市场。
- 行业调整阶段或迎来新一轮洗牌，“劣币”出清后行业格局有望重塑。从美日经验来看，阵痛期后行业并购整合陆续发生，将进一步加剧行业洗牌整合。



次贷危机后，美国房企间收并购事件陆续发生



日本20世纪90年代房地产泡沫破灭后主流房企存货规模收缩



4.2.3 中期参与者加速出清，行业格局迎来重塑

➤ 从2016年以来行业销售前十房企变迁来看，2021年至今波动明显加大，2020年前十中有4家房企已经退出2023年前5月的前十榜单；同时央国企优势逐步显现，占据2023年前5月前十中的7席。

2016-2023年行业销售前十房企变迁

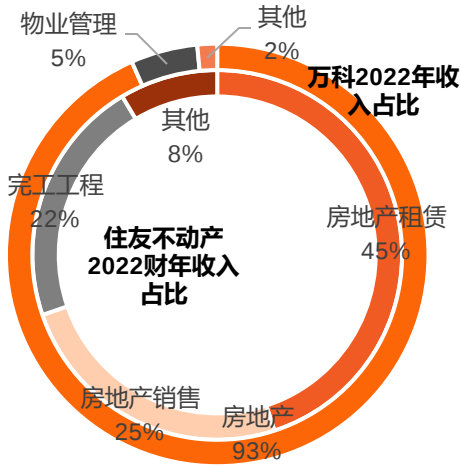
全口径金额 排名	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年1-5月
1	中国恒大	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	碧桂园	保利发展
2	万科地产	万科地产	万科地产	万科地产	中国恒大	万科地产	保利发展	万科地产
3	碧桂园	中国恒大	中国恒大	中国恒大	万科地产	融创中国	万科地产	中海地产
4	绿地集团	融创中国	融创中国	融创中国	融创中国	保利发展	华润置地	华润置地
5	保利地产	保利地产	保利发展	保利发展	保利发展	中国恒大	中海地产	碧桂园
6	中海地产	绿地控股	绿地控股	绿地控股	中海地产	中海地产	招商蛇口	招商蛇口
7	融创中国	中海地产	中海地产	中海地产	绿地控股	招商蛇口	金地集团	绿城中国
8	华夏幸福	龙湖地产	新城控股	新城控股	世茂集团	华润置地	绿城中国	龙湖集团
9	绿城中国	华夏幸福	华润置地	世茂房地产	华润置地	绿地控股	龙湖集团	滨江集团
10	万达集团	华润置地	龙湖集团	华润置地	招商蛇口	龙湖集团	建发房产	建发房产

4.2.4 中期轻重并举、管理驱动或为房企经营模式变革重要方向

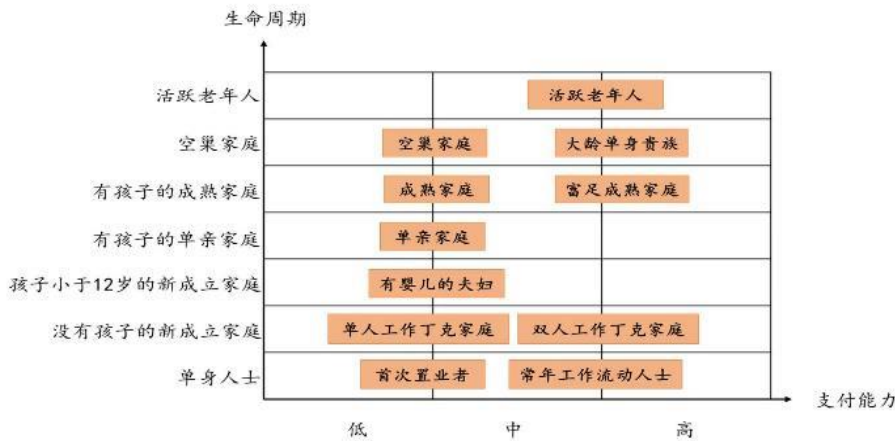
从房地产企业经营模式来看，我们认为或呈现以下趋势：

- **细分领域专业化分工，打造轻资产运营服务商。**从整体房地产业来看，专业化分工将成为重要趋势，目前国内已形成多个细分领域龙头，如物管的保利物业、商管赛道的华润万象、代建领域的绿城管理等，未来轻资产运营及管理输出将成为房地产业发展重要方向。
- **“三高”模式向轻重并举综合性运营商转变或为重要方向。**从传统房开经营模式来看，过去“三高”发展模式弊端逐步显现，参考海外房地产业发展经验及国内现实特征，轻重并举、开发+持有的综合性运营商或是当下国内大中型房地产商发展方向。
- **从解决“有没有”到解决“好不好”，从杠杆驱动转向精细化运营。**1991财年至今，日本三井不动产、三菱房地产、住友房地产以多元化经营、轻重并举对冲杠杆率下行，带动整体ROE维持稳定。美国普尔特针对11类客户群体建立“生命周期与支付能力矩阵”，面向客户需求精准定位产品类型，将传统开发业务做精做细。房地产市场已经从解决“有没有”转向解决“好不好”的发展阶段，精细化运营、向管理要效益或将成为未来国内房企新常态。

日本房企住友房地产业务构成多元



普尔特11类目标客户细分模型



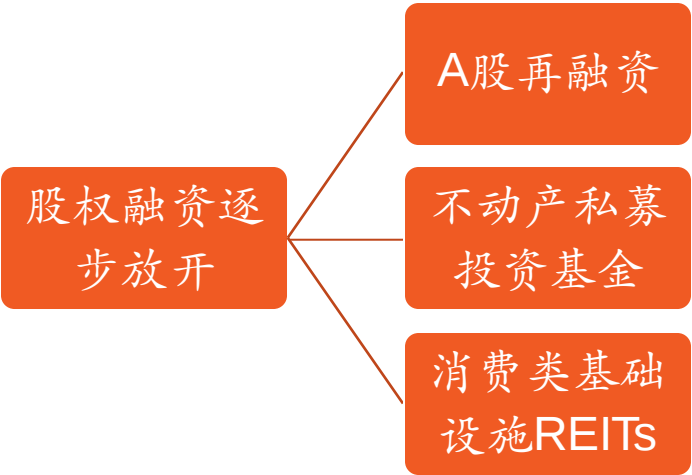
4.2.4 中期融资模式优化，债权为主走向股债多元

➤ **股权融资逐步放开，从债权融资为主向股债多元化融资转变：**2022年11月，证监会恢复上市房企和涉房上市公司再融资；2023年2月，进一步宣布启动不动产私募投资基金试点；3月发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》，首次明确将消费基础设施纳入公募REITs试点范围，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs。随着多种股权融资渠道逐步松绑，未来房地产企业融资模式将从债权融资为主向股债多元化融资转变。

近期主要房企再融资方案

	预案首次公告日	涉及金额（亿元）
保利发展	2022-12-31	125
万科A	2023-02-13	150
招商蛇口	2022-12-17	85
华发股份	2022-12-06	60
中交地产	2023-02-24	35
天地源	2023-01-12	12.5
新城控股	2023-03-14	80

近期主要房企再融资方案





目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

- 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
- 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
- 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

- 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
- 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存

5.1现状：总量过剩结构分化，多因素冲击商办市场

5.2趋势：“轻资产+重运营+强科技”描绘行业三大方向

5.3玩家：构成多元格局分散，核心竞争仍在运营/服务能力

- 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

- 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
- 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
- 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大



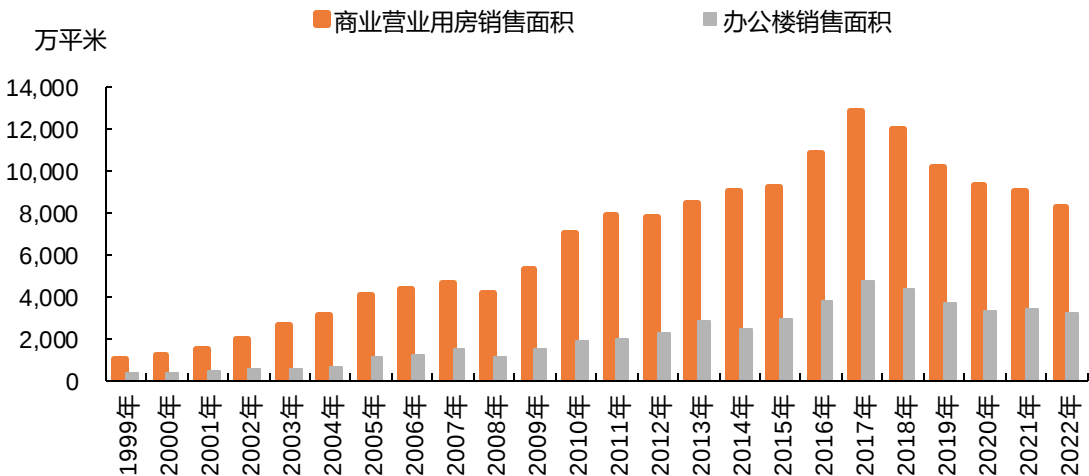
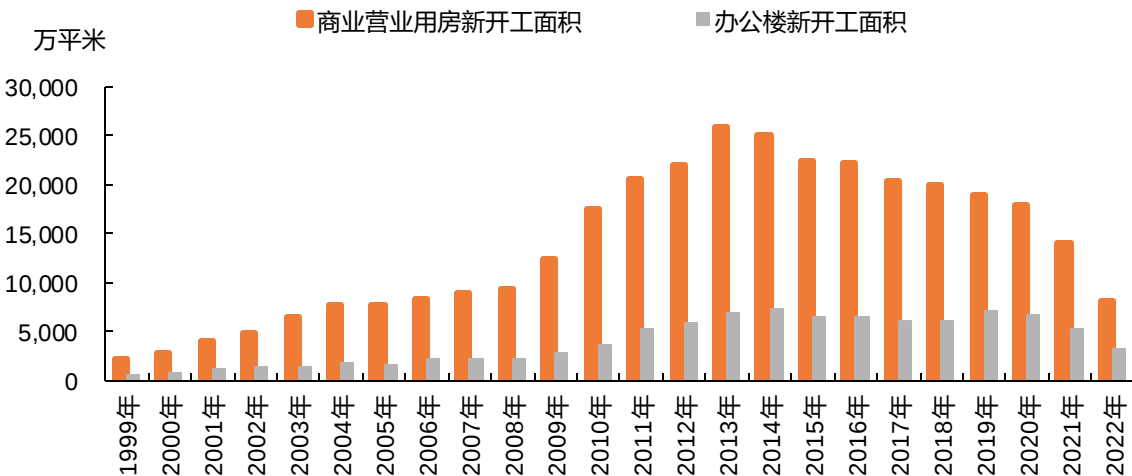
投资建议及风险提示

5.1.1 商办物业供需已过历史顶峰

- 全国商业营业用房、办公楼新开工面积于2013年、2014年先后触达历史高点，销售面积于2017年后由升转降。商办物业供销收缩，步入存量时代。
- 存量规模视角，以新开工面积计，1999-2022年全国商业营业用房累计新开工33.1亿平米，办公楼累计新开工9.5亿平米；以销售面积计，1999-2022年全国商业营业用房累计销售15.6亿平米，办公楼累计销售5.1亿平米。

商办物业全国新开工面积于2013-2014年达到顶峰

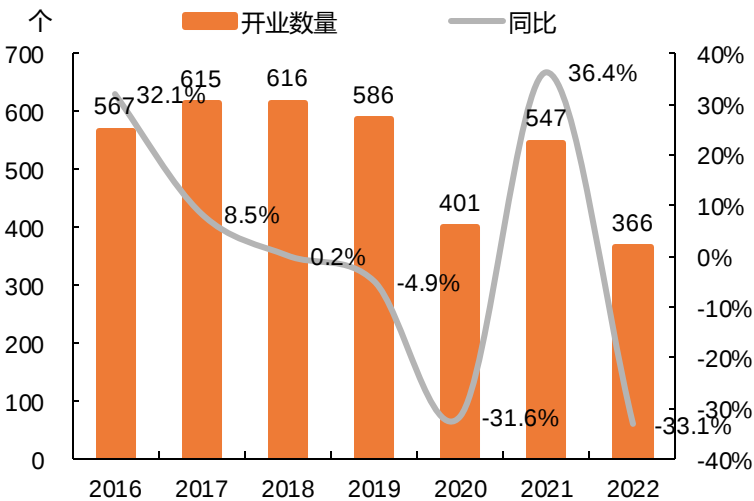
商办物业全国销售面积于2017年达到顶峰



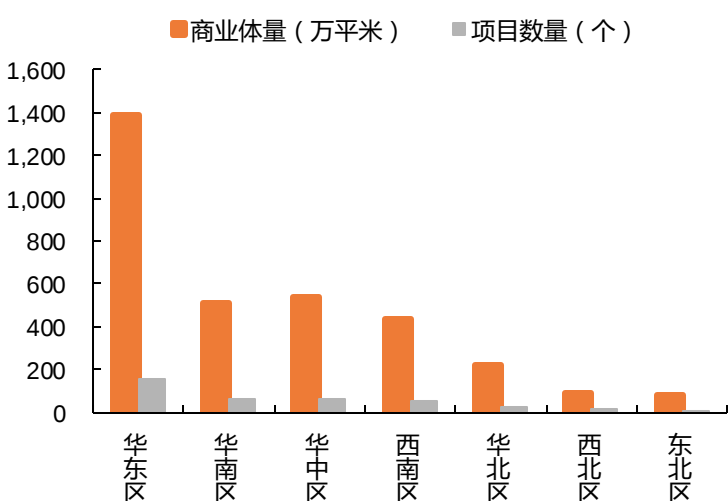
5.1.2购物中心开业节奏放缓，以东南部为主

- 根据赢商大数据统计，2022年末全国存量购物中心5685个，体量5.03亿平米。
- 从购物中心开业节奏来看，2022年全国新开业购物中心366个，同比下降33.1%，为2016年以来最低开业量。
- 2022年新开业购物中心依然集中在经济发达、商业氛围活跃的东部、南部地区，华东、华南开业数量占比41.5%、17.8%，北部地区（华北、东北、西北）开业数量合计占比仅11.7%。

2016-2022年新开业购物中心数量



2022年新开业购物中心体量及数量



2022年新开业购物中心热力图

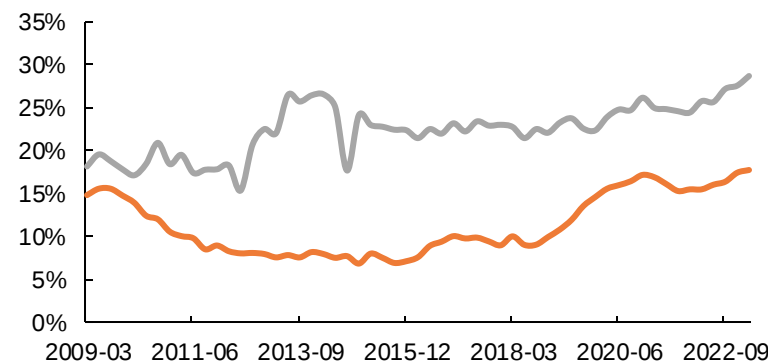


5.1.3 多因素冲击商办市场，经营指标呈现弱化

- 总量过剩背景下，零售物业、写字楼空置率趋势上行，近年受疫情影响有所加速。截至2023Q1北上广深优质写字楼平均空置率18%，南京、杭州、武汉、成都优质写字楼平均空置率29%；北上广深优质零售物业平均空置率7.4%，南京、杭州、武汉、成都优质零售物业平均空置率6.8%。
- 经营受损导致租金承压，2023Q1北上广深甲级写字楼租金分别为317元/平米/月、9.5元/平米/天、166元/平米/月、200元/平米/月，优质零售物业首层租金分别为33.5元/平米/天、34元/平米/天、26.5元/平米/天、19.8元/平米/天。

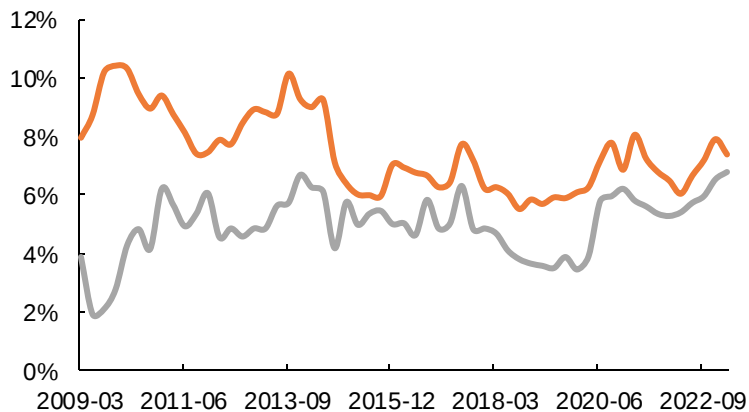
一线及核心二线优质写字楼空置率

— 北上广深均值 — 南京、杭州、武汉、成都均值



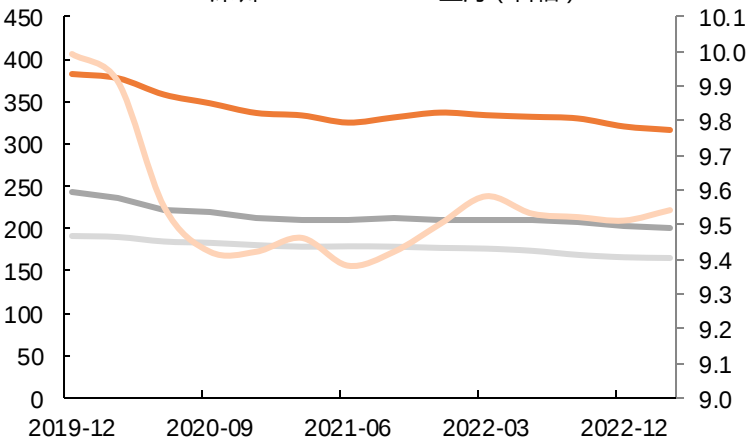
一线及核心二线优质零售物业空置率

— 北上广深均值 — 南京、杭州、武汉、成都均值



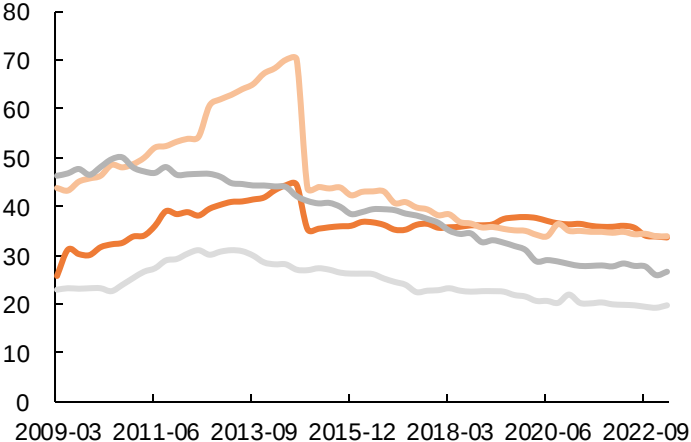
一线城市甲级写字楼租金变化

— 北京 — 广州 — 深圳 — 上海 (右轴)



一线城市优质零售物业首层租金

— 北京 — 上海 — 广州 — 深圳

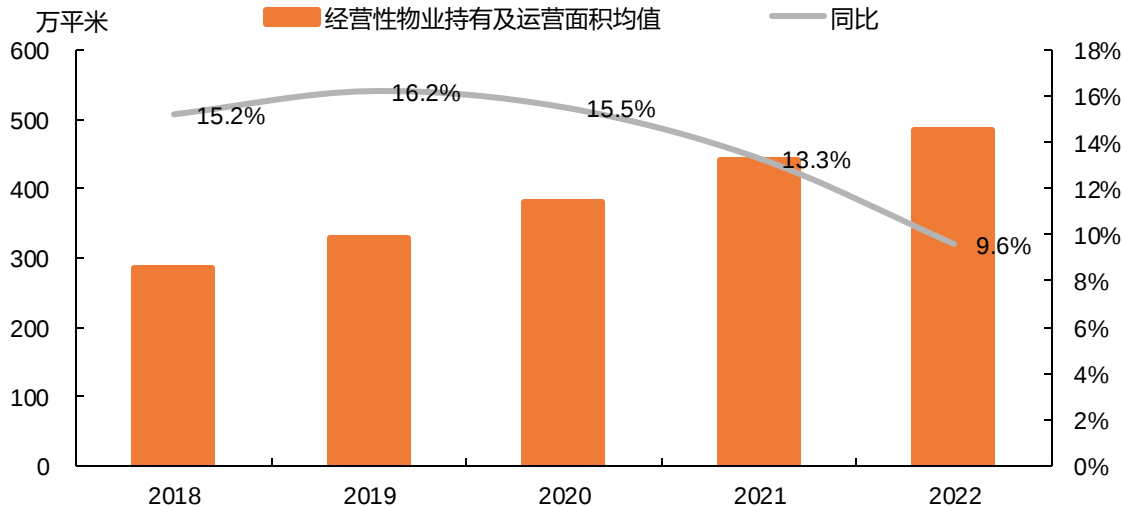
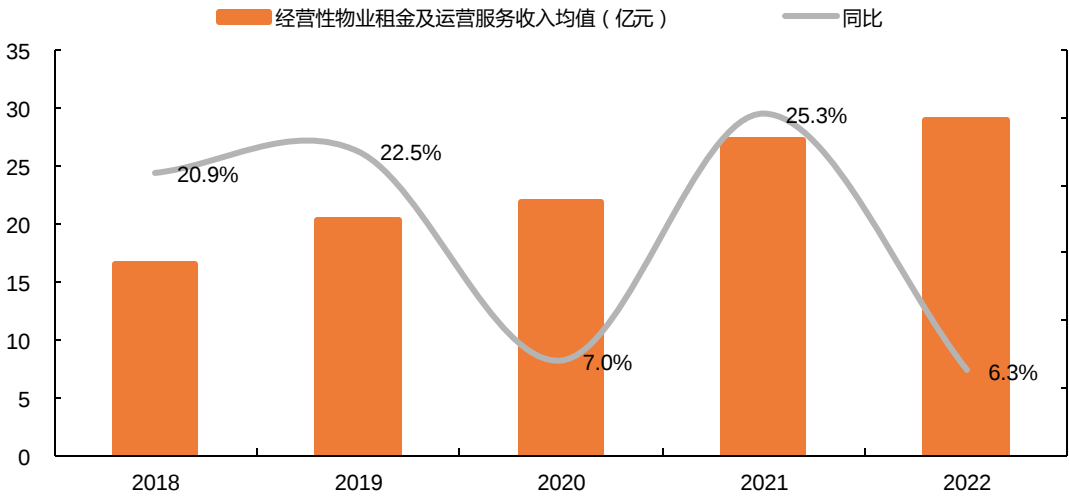


5.1.3疫情影响典型商业地产企业持有运营面积、租金收入增速

➤ 短期视角，由于疫情冲击、租金减免、消费市场疲软等因素影响，商办市场运行波折，百强代表企业增长速度亦承受压力。2022年商业地产百强代表企业经营性物业持有及运营面积均值同比增长9.6%，近五年来首次降至10%以下，增幅较2021年收窄3.7个百分点；2022年百强代表企业经营性物业租金及运营服务收入均值同比增长6.3%，增幅较2021年收窄19.0个百分点。租金及运营服务收入增速低于持有及运营面积增速，表明单位面积产出下降，经营面临压力。

商业地产业百强代表企业经营性物业租金及运营服务收入均值及同比增速

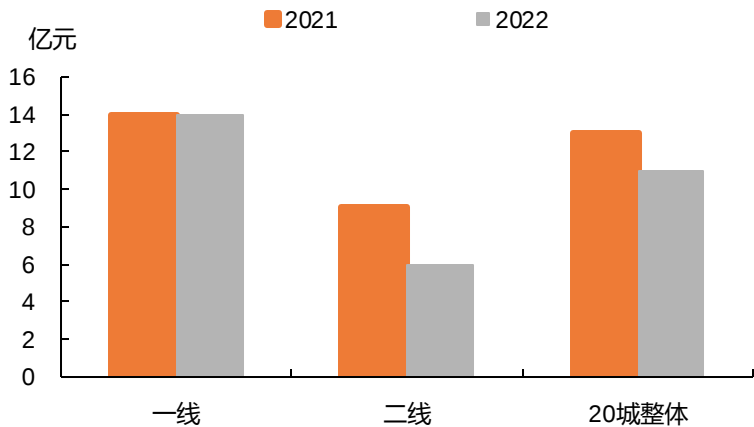
商业地产业百强代表企业经营性物业持有及运营面积均值及同比增速



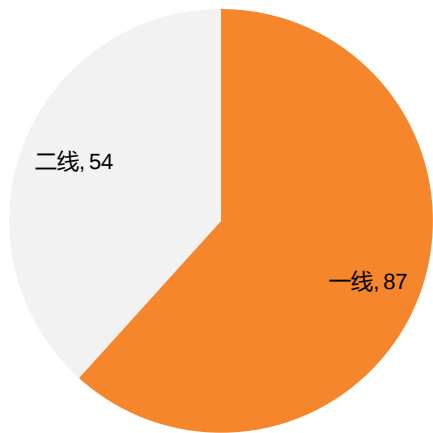
5.1.3 行业流动性承压下大宗交易活跃度降低

- 尽管部分企业由于资金压力选择出售资产，但大环境偏弱下买方投资亦相对谨慎。中指数据显示，2022年20个商办重点城市大宗交易141宗，较2021年减少78宗。
- 一线城市交易相对活跃，2022年大宗交易87宗，其中上海、北京尤甚，分别为47宗、18宗。写字楼为主要交易资产，2022年大宗交易占比40%。大宗交易买家以内资为主，2022年交易占比82%。

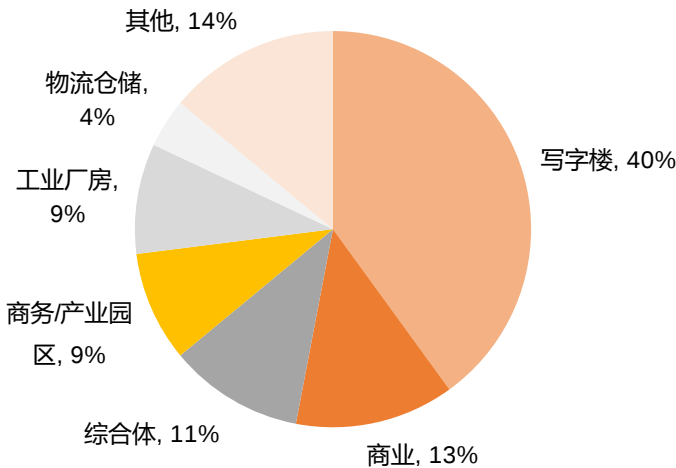
各线城市单笔交易平均金额



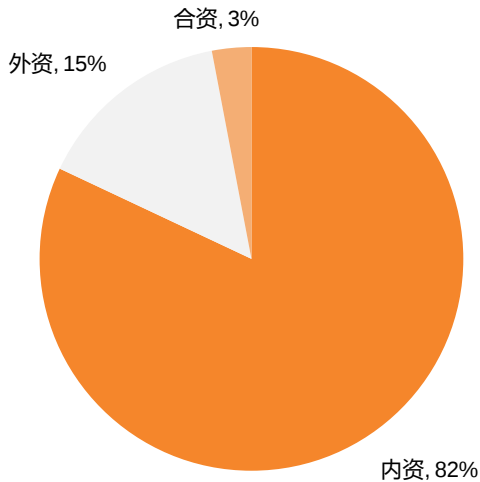
2022年20个商办重点城市大宗交易分布（宗）



2022年20个商办重点城市大宗交易物业类型



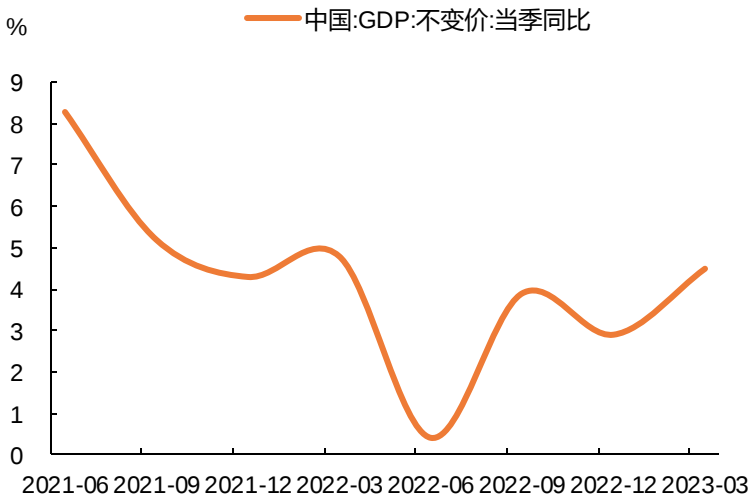
2022年20个商办重点城市大宗交易买家类型



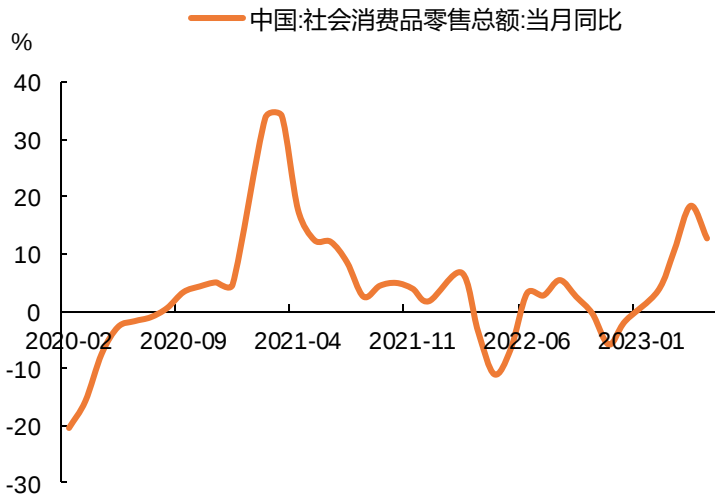
5.1.4经济修复助推商办市场边际缓和

- 政策层面，中央多次表态扩内需、促消费，多地两会政府工作报告将恢复和扩大消费摆在优先位置。行业层面，2023年5月全国社零增速12.7%，环比有所回落，但仍大幅优于2022年。
- 后续随着政策适度加码，经济增长、社会消费仍有支撑，有望带动商业地产边际缓和。

2023Q1GDP增速回升



2023年社零增速回升



2023年重点省市政府工作报告中促消费相关表述

省市	政府工作报告中促消费表述
北京	把恢复和扩大消费摆在优先位置。加紧推进国际消费中心城市建设，深化商圈改造提升行动。
上海	把恢复和扩大消费摆在优先位置，深化国际消费中心城市建设。
广东	支持住房改善、新能源汽车、绿色智能家电等大宗消费，加大餐饮、文旅、养老、育幼等服务消费促进力度，加快培育新型消费，发展免税经济、首店经济、共享经济、低空经济。
江苏	着力推动住宿餐饮、商业零售等消费回暖，支持新能源汽车、家电等大宗消费，培育养老托育、家政服务医疗健康、健身休闲等消费新热点。
山东	大力推动恢复和扩大消费。政策和活动协同发力，实施“山东消费提振年”行动。
浙江	把激活和扩大消费摆在优先位置，进一步提升传统消费、培育新型消费。
河南	把恢复和扩大消费摆在优先位置，调整妨碍消费限制性措施，改善消费条件，创新消费场景。
四川	大力促进消费复元活血。调整制约消费过时政策。支持成都创建国际消费中心城市、市内免税店试点城市。实施消费新场景五年培育计划。开展县域商业建设行动。



目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

- 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
- 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
- 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

- 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
- 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 5.1现状：总量过剩结构分化，多因素冲击商办市场
 - 5.2趋势：“轻资产+重运营+强科技”描绘行业三大方向
 - 5.3玩家：构成多元格局分散，核心竞争仍在运营/服务能力
- 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

- 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
- 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
- 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大



投资建议及风险提示

5.2.1三大模式开启商业地产轻资产扩张之路

- 由于商业地产市场增量放缓，加之重资产造成明显资金沉淀，在存量竞争环境中，依靠已形成的较好运营能力，通过轻资产方式拓展规模成为扩张选项之一。
- 商业地产公司往往分拆运营分部以拓展业务。其中零售物业轻资产扩张主要有品牌及管理输出、委托管理、整租三种模式，随着项目介入程度加深，重资产属性依次增强。

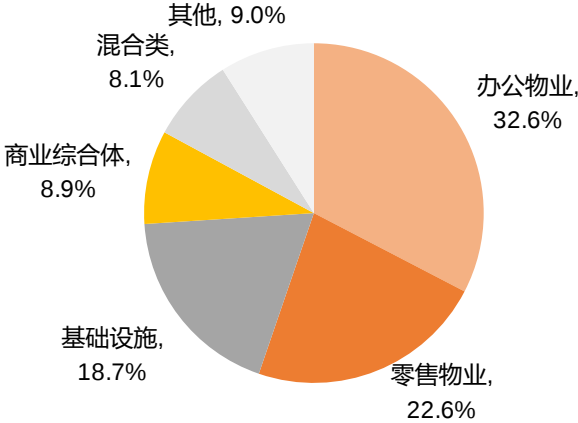
● 商业地产零售物业轻资产合作模式

	委托管理模式	品牌及管理输出模式	整租服务模式
服务内容	• 开业前定位、咨询及招租服务； • 运营管理服务（租户管理、收租服务、营销推广等）； • 增值服务	• 开业前定位、咨询及招租服务； • 运营管理服务（租客管理、收租服务、营销推广等）；	• 物业租赁服务； • 运营管理服务（租客管理、收租服务、营销推广等）； • 增值服务
收入来源	• 就开业前定位、咨询及招租服务向业主收取固定费用； • 就运营管理服务向业主收取收入或利润的预定百分比和/或固定费用； • 就增值服务向相关客户收取公共空间使用费	• 就开业前定位、咨询及招租服务向业主收取固定费用； • 就运营管理服务向业主收取收入或利润的预定百分比和/或固定费用	• 向租户收取租金； • 向租户收取管理费； • 就增值服务向相关客户收取公共空间使用费
成本结构	• 管理购物中心的日常运营成本，主要包括员工成本、保安及清洁服务的分包成本，水电费及维修成本	• 与项目有关的员工成本	• 管理购物中心的日常运营成本，主要包括员工成本、保安及清洁服务的分包成本、水电费及维修成本 • 与租金购物中心有关的成本
客户	• 业主、租户及获得增值服务的其他客户	• 业主	• 租户及获得增值服务的其他客户

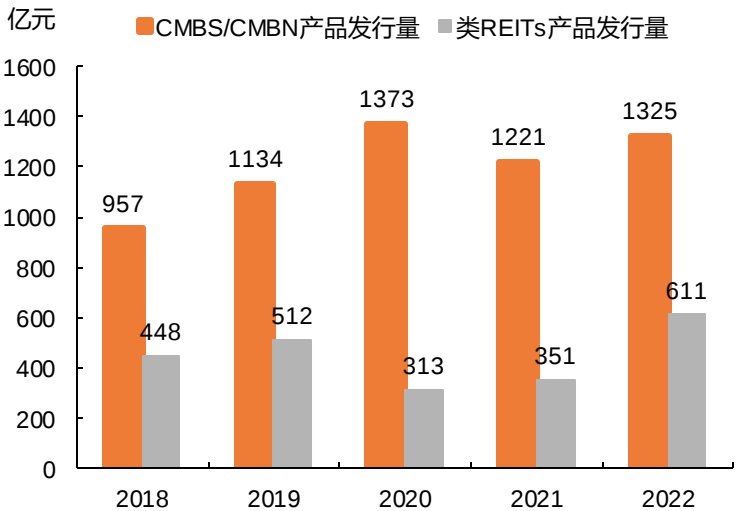
5.2.1 REITs助力投融资管退全流程打通

- 融资层面，CMBS/CMBN、类REITs等私募类融资手段已然存在，底层资产主要为办公物业、零售物业等类型。
- 2020年4月证监会、发改委联合发文标志着国内公募REITs正式启航，2022年12月提出研究推动REITs试点范围拓展到商业不动产等领域，2023年3月明确支持消费基础设施REITs发行。加之不动产私募投资基金落地，“私募投资+公募REITs”模式有望逐渐成型，有利于打通商业地产投-融-管-退全流程，推动商业地产企业由开发运营向资产管理转型，将更为考验其商业地产运营能力。

2022年CMBS/CMBN、类REITs产品底层资产发行量占比



CMBS/CMBN、类REITs产品发行量



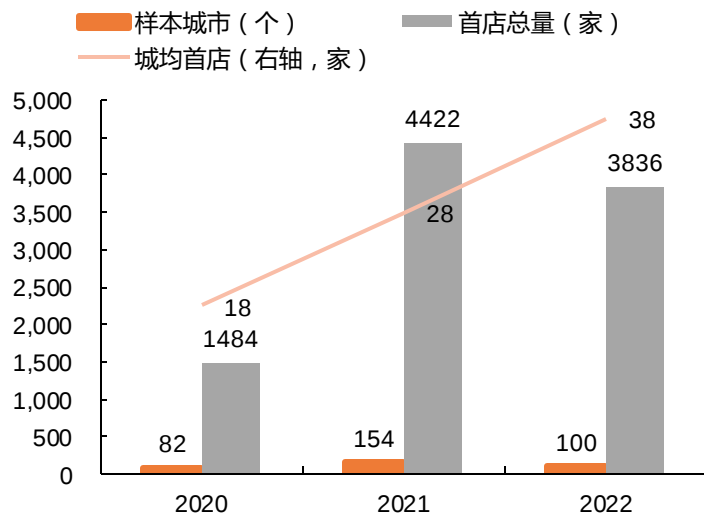
不动产私募投资基金、公募REITs相关政策

时间	文件/会议	内容
2020.4.30	关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知	推进基础设施领域不动产投资信托基金试点相关工作
2022.12.8	证监会李超副主席在首届长三角REITs论坛暨中国REITs论坛2022年会上的视频致辞	进一步扩大REITs试点范围，加快打造REITs市场的保障性租赁住房板块，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域
2023.2.20	关于发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》的公告	不动产私募投资基金投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等
2023.3.24	关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知	研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景消费基础设施发行基础设施REITs。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs

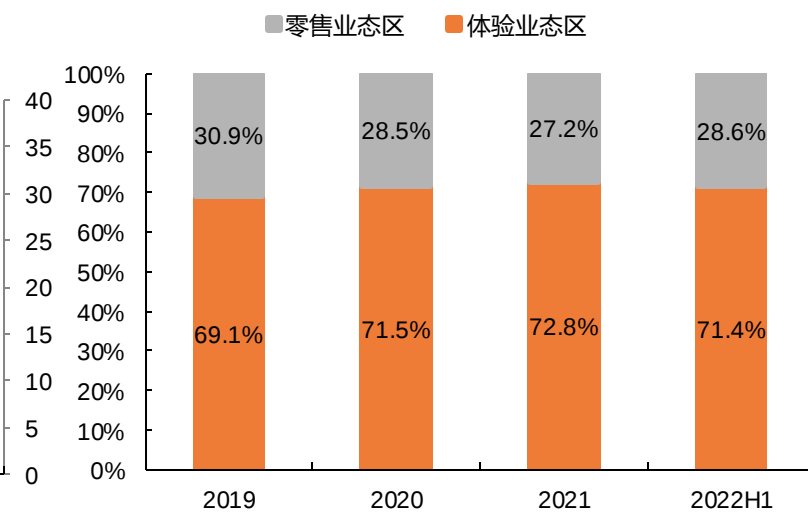
5.2.2 存量时代商业地产竞争加剧，品牌+业态为客流获取重要抓手

- 存量时代商业地产竞争加剧，企业需顺应客户特征趋势，充分挖掘需求，激发项目活力。其中，零售物业由于涉及C端消费，相比办公物业可发挥空间更大。
- 于零售物业而言，品牌定位及业态布局为客流获取重要抓手。除项目位置等先天因素，品牌及业态调整亦有望对消费者形成持续吸引。品牌方面，多数企业建立品牌库以灵活调整品牌组合；同时由于首店首发提供新潮内容，受重视程度持续提升，2022年重点城市城均首店增至38家。业态方面，体验式业态增强购物中心娱乐、社交属性，多元化、全业态成为发展趋势。

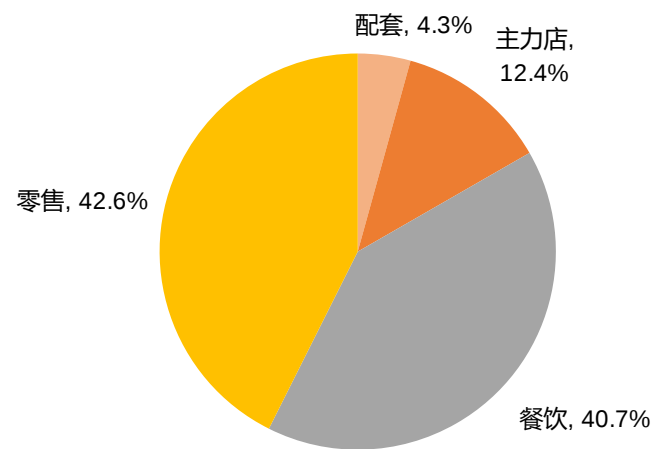
2020-2022年重点城市平均首店数量逐年上升



万达商管在管可出租总面积分布



深圳福田星河COCOPARK一期业态分布



5.2.2会员体系建设利于用户粘性增强

零售物业通过会员体系，建立消费者连接，通过全业态身份验证、积分兑换、权益共享等方式，提高顾客忠诚度与粘性。从主流商业企业来看，万达商管2021H1末会员数量7630万人，华润万象生活2022年末会员数量3400万人，新城控股2022年末会员数量2071万人。

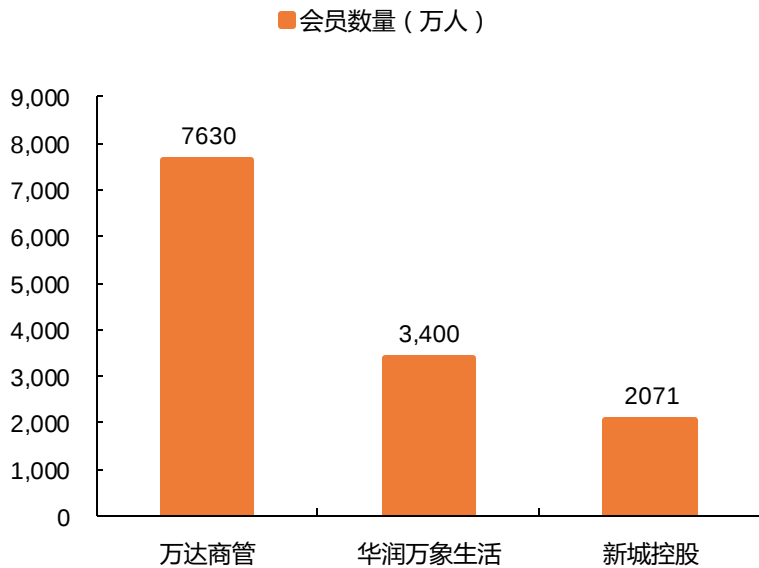
万象星在华润集团旗下消费场景



招商蛇口招商荟小程序截图



主流企业购物中心会员情况



5.2.3 数字化建设赋能业务、推升效率

- 数字化建设主要涉及两方面：1) 数字化营销，智慧化服务，全方位赋能业务；2) 升级管理系统，促进降本增效。具体体现为：
- 业务赋能方面，办公物业可通过升级租户管理系统，提供设备能耗监管、优质共享空间以及各类配套服务。零售物业可在科技赋能支持下实现全流程数字化体验，从商业地产规划开发、招商运营再到维护更新，全方位监测出租率、客流、坪效等数据；同时可通过数字化赋能购物体验，推动云购物、直播购物、社区购物等，实现线上线下融合。
 - 降本增效方面，通过搭建数字化平台，商业地产企业可打通各部门、各线条流程及数据，提升内控精细度、提高运营效率；同时可通过大数据智能分析，助力实现科学决策。

2022年华润万象生活数字化技术应用业务初见成效



宝龙商业进行“智慧引擎”规划





目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

- 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
- 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
- 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

- 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
- 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 5.1现状：总量过剩结构分化，多因素冲击商办市场
 - 5.2趋势：“轻资产+重运营+强科技”描绘行业三大方向
 - 5.3玩家：构成多元格局分散，核心竞争仍在运营/服务能力
- 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

- 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
- 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
- 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大



投资建议及风险提示

5.3.1 玩家构成多元，格局相对分散

- 目前国内商业地产市场参与者多元，零售物业参与者主要包括华润、万达、新城、宝龙、凯德（外资）、太古（港资）等，办公物业参与者主要包括中海、中国国贸、金融街等。
- 国内商业地产企业众多，集中度低、格局较为分散。以购物中心为例，根据赢商网数据，2022年购物中心规模前五企业市场份额21%，未来随着主流企业竞争优势增强，集中度仍有进一步提升空间。

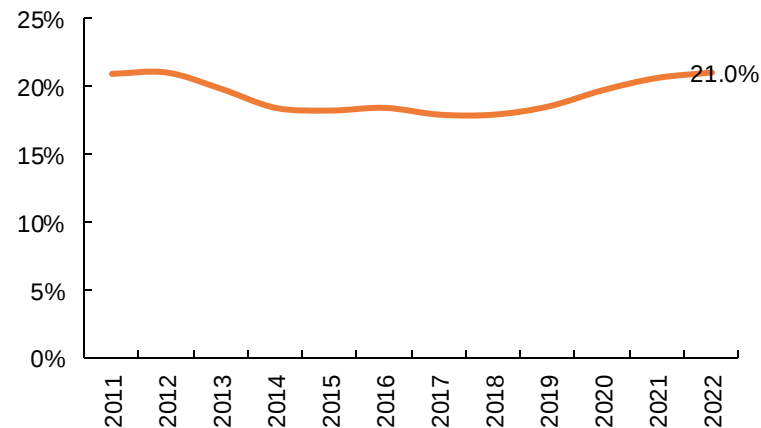
中国商业地产主要玩家（零售物业为主）



2022中国写字楼运营标杆企业



中国购物中心存量CR5变化



5.3.2产品体系各异，定位各有侧重

➤ 办公物业参与者主要通过不同等级项目，匹配不同规格服务，满足不同客户需求。零售物业参与者思路一致，通过打造不同产品线，提供不同服务内容，如华润万象生活主打高端购物场景、星盛商业定位“时尚、潮流、体验”等。

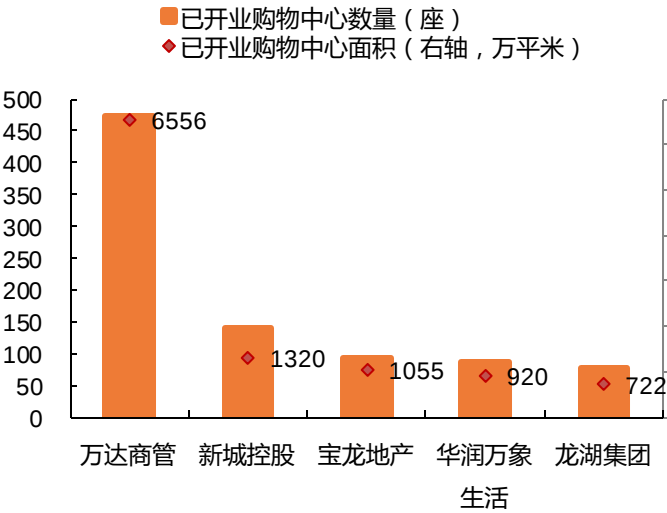
● 主流企业购物中心产品线

	产品线	定位	代表项目
华润万象生活	万象城	地标购物中心，位于一线及二线市中心或核心区域	深圳万象城、杭州万象城
	万象天地	采用“街区+mall”的独特空间规划，定位介于万象城与万象汇之间	深圳万象天地
	万象汇	定位优质生活服务商业中心，多位于一二线区域中心或三线核心地段	沈阳铁西万象汇、杭州萧山万象汇
宝龙商业	宝龙一城	属公司产品系列高端品牌，瞄准高端消费者，通常位于一二线市中心	厦门宝龙一城
	宝龙城	宝龙广场高端版，瞄准中高端消费者，位于一二线主要商业区	上海七宝宝龙城、杭州滨江宝龙城
	宝龙广场	公司旗舰产品，3-20万方，多为社区、地区或城市内多功能购物场所	上海嘉定宝龙广场、四川江油宝龙广场
	宝龙天地	主打社区购物街，瞄准附近地区及社区住户	杭州下沙宝龙天地、淮安宝龙天地
	宝龙星汇	主打商业街产品，与购物中心产品线形成互补	嘉善星悦城、宁波星街坊
合景悠活	悠方	针对中产家庭购物及休闲需要，孕育时尚、健康及精致乐活生活方式	成都悠方、苏州悠方
	摩方	针对年轻一代提供时尚购物体验	北京摩方
星盛商业	COCO Park	城市型购物中心，以全城客户为目标，主要位于一线及二三线省会	深圳福田星河COCO Park
	COCO City	区域型购物中心，以五公里范围内消费者为目标，主要位于二三线城市	中山COCO City、普宁星河COCO City
	iCO		深圳龙华星河iCO
	COCO Garden	社区型购物中心，以一至三公里范围内消费者为目标	广州南沙金洲星河COCO Garden
万科印力	第三空间	高档家居购物中心	深圳星河第三空间
	印象城MEGA	超大型购物中心/目的地商业	上海南洋印象城MEGA
	印象城	区域型购物中心	成都印象城
	印象汇	片区型购物中心	惠阳印象汇
	印象里	社区商业	武汉嘉园印象里
万达商管	万达广场 MAX	定位全国旗舰，位于一二线城市主轴区位，以旗舰店、概念店为主	深圳龙岗万达广场 MAX
	万达广场 Pro	定位城市标杆，位于城市繁荣区域，以创新店、高标店为主	上海五角场万达广场 Pro
	万达广场 City	位于城市区域中心，规模适中，以标准店、普通店为主	成都蜀都万达广场 City
	万达广场 Life	三四五线城市，体量较小，以区域店、生活店、社区店为主	保定嘉德万达广场 Life

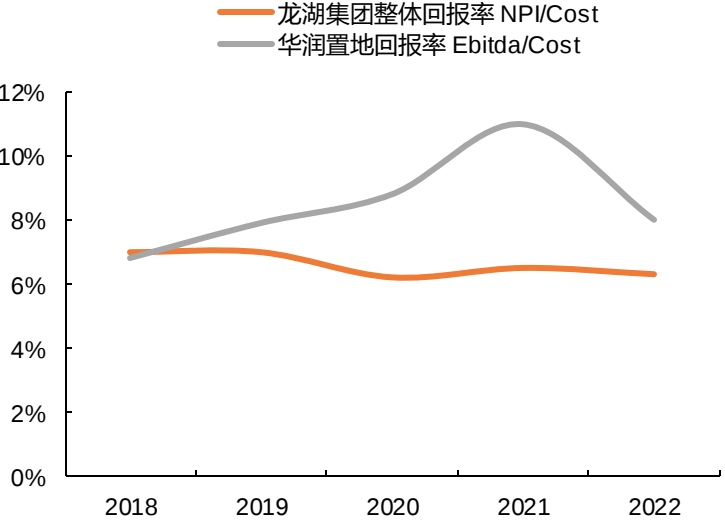
5.3.3运营/服务能力为重要竞争要素

- 参考海外情形，由于退出通道畅通，商业地产回归服务本源，核心在于优质运营/服务带来资产增值。
- 当前国内商业地产轻资产趋势渐起，公募REITs试点亦有望逐步扩容，有别于早前注重拿地（地块大小、区位等）、融资等因素，未来竞争将更多聚焦运营/服务能力，商业逻辑为运营/服务创造价值。

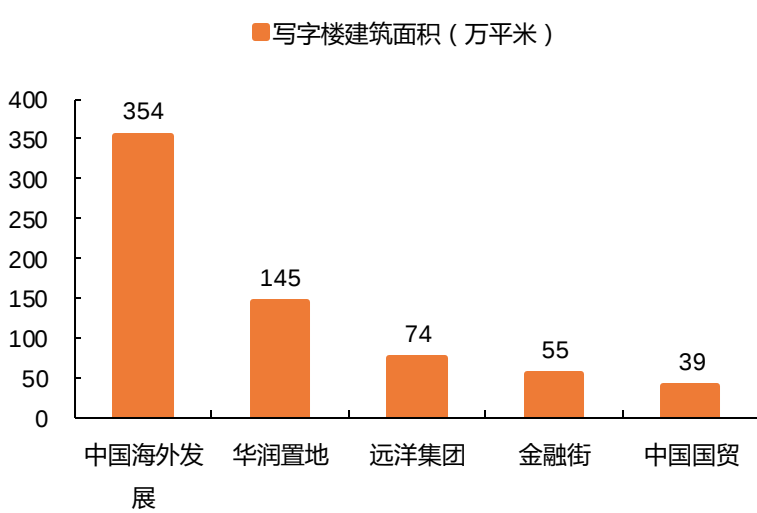
2022年主要企业累计开业购物中心规模



龙湖及华润购物中心回报率



写字楼规模对比





目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

- 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
- 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
- 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

- 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
- 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
- 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时

6.1房企发掘代建新赛道，轻资产模式高增长

6.2上市玩家盘点：绿城管理&中原建业

6.3代建行业发展不乏驱动力，中长期构建产业链护城河



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

- 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
- 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
- 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大



投资建议及风险提示

6.1.1 政府代建模式起步，商业代建接棒高速发展

➤ 从政府代建起步，步入商业代建蓬勃发展时代。我国的代建行业最初兴起于政府代建，1993年厦门市政府通过采用直接委托、招标等方式，将非经营性政府投资项目委托给专业公司进行建设管理，而后历经不断完善规范，逐步发展成为现在的政府代建制。1994-1998年住房分配逐渐向市场化改革方向过渡，民资逐渐进入政府代建招标范围。近年房企纷纷入局保障房项目代建业务，同时商品房市场对于产品力诉求不断提升，优质房企通过高品质的代建输出提升品牌影响力，因此商业代建伴随房地产行业体量扩容得以顺势发展，目前国内代建行业已发展成政府代建、商业代建、资本代建“三足并存”的状态。

代建业务发展时间轴



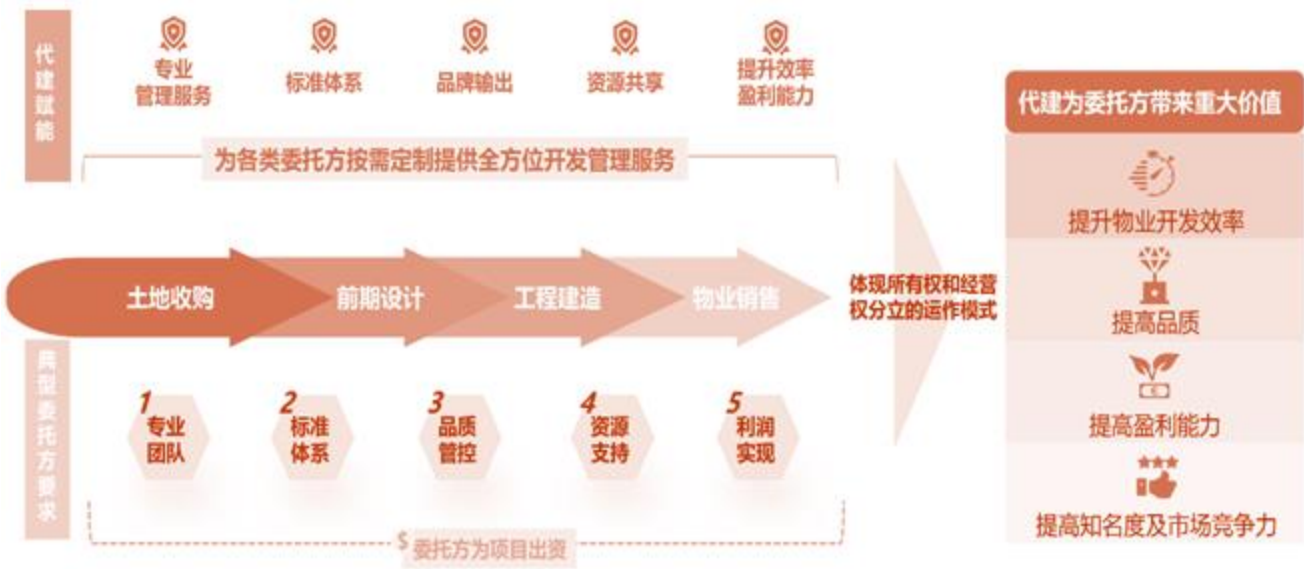
6.1.1 政府代建模式起步，商业代建接棒高速发展

- **政府代建：**政府采用邀请、公开、指定等方式进行招标，选择具有技术性、专业性的项目代建管理单位，对代建项目建设进行全过程管理，项目建设完成后，再转交给政府部门使用。
- **商业代建：**与已经或计划取得标的地块所有权的委托方合作，由委托方承担全部或部分资金，代建公司根据代建委托协议负责项目开发管理服务，通过品牌输出和管理输出，满足委托方在代建项目中的经营与效益目标等，并依据合同约定收取一定比例服务费。
- **资本代建：**委托方多为外部资本，可能并非实际经济主体或并未获得标的地块的使用权，代建公司为此类具有房地产投资需求的金融机构提供从项目研判、土地获取至房产开发的全过程服务，并为其实现安全高效的投资收益。

三种代建模式比较

类别	委托方	合作方式	委托方诉求
政府代建	政府及事业单位	与政府安置房、经济适用房、公租房等保障性住房及公共服务设施等政府投资项目对接	社会效益、遏制寻租
商业代建	已经或即将取得土地证的企业	由委托方提供土地并承担全部或主要开发资金，代建方根据委托方需要向项目输出品牌，派驻专业开发团队承担开发全程服务	提高盈利能力，抵御市场风险
资本代建	金融投资机构	与基金、信托等各类金融投资机构对接，金融机构负责资金募集，房企负责寻找合适的房地产开发项目，并承担开发任务	资本收益最大化

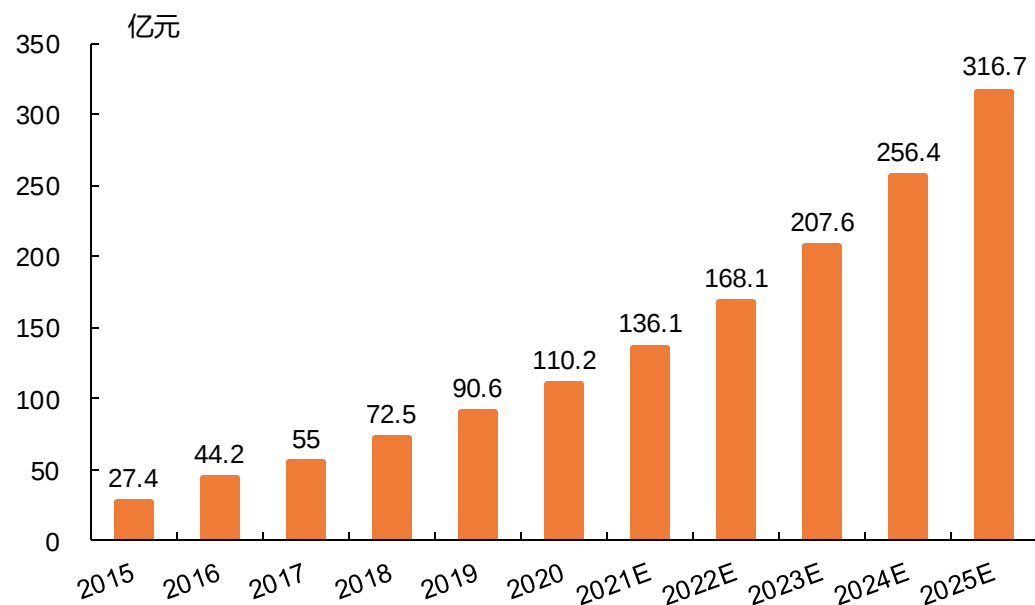
代建流程图



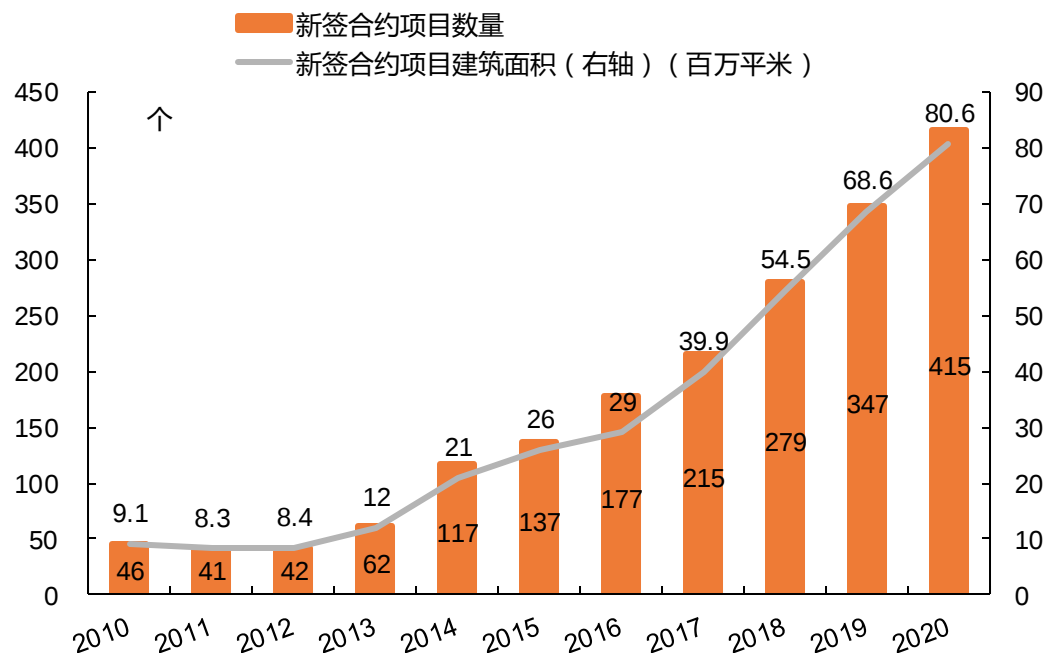
6.1.2 代建处于快速成长期，轻资产模式具备高盈利、抗周期特点

- 根据中指院数据，2010-2020年中国房地产代建市场单年新签合同项目数量及建筑面积，年复合增速均超24%，2022年新签约代建项目建筑面积为1.1亿平方米，为首次突破1亿平方米。尽管代建行业整体规模仍相对较小，但发展较为迅速且具备增长潜力。

2015-2025年国内代建行业收入估算及预测



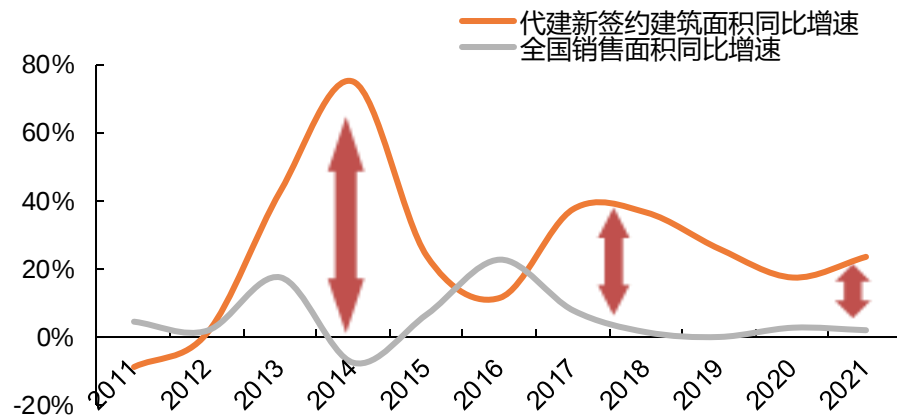
2010-2020年新签约代建项目数量及合约面积



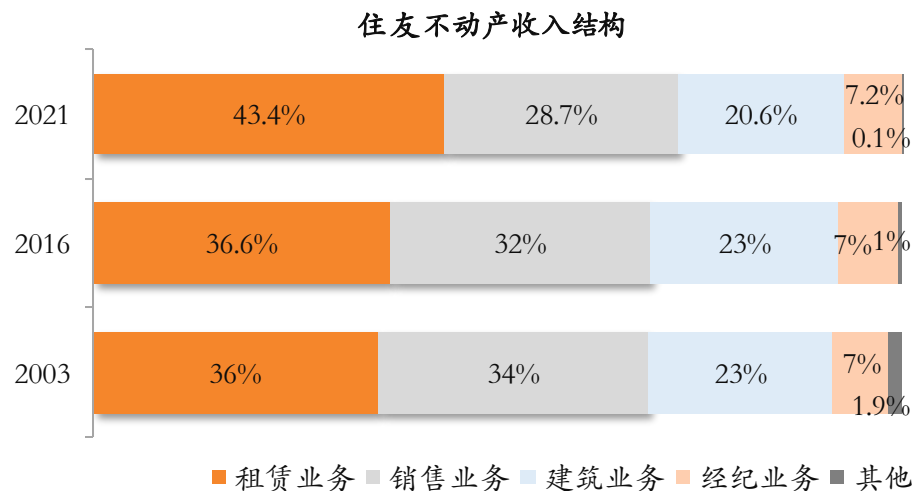
6.1.2 代建处于快速成长期，轻资产模式具备高盈利、抗周期特点

- **不同于传统开发模式，代建业务具有以下三大特点：**
- **轻资产营运：**传统开发依靠杠杆驱动扩张，代建仅靠输出服务收取相应管理费。传统房地产开发为资本密集型业务，通过土地增值及物业销售获取收益。通常由于土地成本较高，房企需要维持较高水平的借贷。房地产代建业务则无需土地收购，仅通过向委托人提供代建服务，收取相应管理服务费，因此较少依赖外部融资。
- **业务模式受周期性影响较少：**传统开发模式受周期影响波动较大，代建业务在市场震荡期受波及影响较小。在市场上升期，代建业务可受益于充足的客户与项目资源；在下行期，代建多元化的客户结构有助于抵御周期性风险，在楼市低迷期保持规模稳定。参照海外经验，日本龙头房企三井不动产、住友不动产等在历经20世纪90年代楼市危机后，将代建业务作为转型方向之一，除可维持开发部门正常运转外，还可为管理部门贡献经纪业务、物业管理机会、建材销售收入等。近年随着地产调控加码，国内房企亦纷纷抢滩代建业务，依托自身核心优势，拓宽业务赛道。
- **利润水平较高：**房地产代建业务的利润率较高主要归因于轻资产业务模式，对比绿城中国与旗下代建板块绿城管理，近年绿城管理毛利率维持在50%左右，远高于绿城中国20%左右的毛利率水平

代建行业具备抗周期性特点



住友不动产收入结构



6.1.3 房企纷纷布局代建领域

● 房企布局代建领域情况

企业	代建板块	入局时间	代建业务	核心优势
绿城中国	绿城管理	2005年	提供政府代建、商业代建及其他服务，包括代建咨询服务等	品质优势、房地产代建4.0时代开创者
建业地产	中原建业	2015年	以商业代建为主	深耕河南，本土品牌溢价
滨江集团	——	2011年	以承接房产基金的资本代建为主，承担政府保障性用房代建	深耕杭州，本土品牌溢价
朗诗控股	朗诗建筑	2015年	委托代建，包括开发管理服务、销售管理服务、绿色产品整合服务以及品牌授权服务等	代建绿色科技住宅
金地集团	金地管理	2018年	提供咨询顾问、开发管理、配资代建、政府代建四大业务	依托金地集团，在商办类项目代建领域进展较快
中交地产	——	2020年	以代建开发为主，出于起步阶段	背靠央企龙头中交地产，资源优势明显
华润置地	——	——	政府代建为主	央企背景，拥有良好政府资源，在城市更新旧改、大型场馆建设运营及公建代建领域具有优势
建发房产	——	——	商业代建、政府代建	涵盖项目投资、建设、销售、运营、物业管理等全流程专业服务
招商蛇口	——	——	商业代建、政府代建	在文化、体育产业，产业园区建设及运营管理，医疗及配套产业服务等方面具有丰富经验与成功案例



目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

- 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
- 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
- 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

- 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
- 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
- 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
 - 6.1 房企发掘代建新赛道，轻资产模式高增长
 - 6.2 上市玩家盘点：绿城管理&中原建业
 - 6.3 代建行业发展不乏驱动力，中长期构建产业链护城河



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

- 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
- 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
- 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

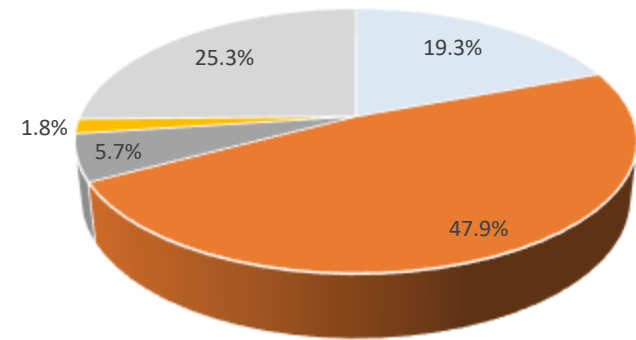


投资建议及风险提示

6.2.1 绿城管理&中原建业：规模存在量级差异，布局发展各有千秋

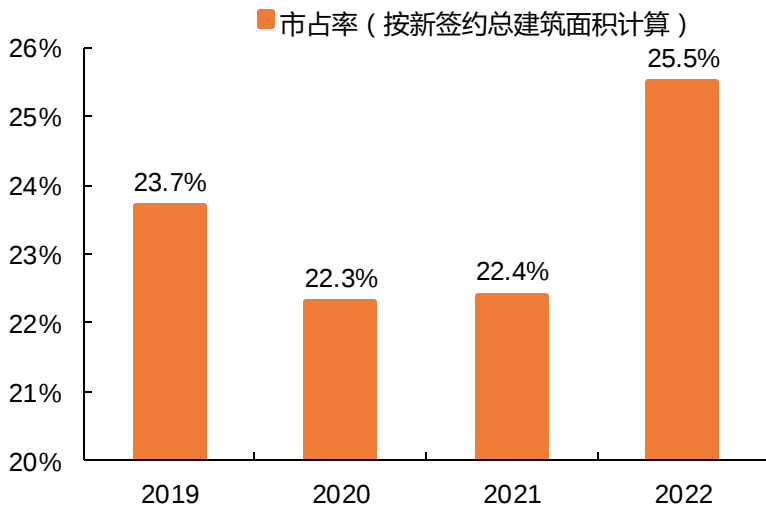
➤ 绿城管理具备先发优势，已形成全国化布局：早于2005年涉足代建领域，并凭借多年经营沉淀于2020年7月以“中国代建第一股”登陆港交所，为代建行业先行者；有别于多数同业轻重资产混业经营，绿城管理已培养出独立服务输出能力，并在绿城体系属地资源加持下发挥轻重协同作用，助力代建业务及流量获取。随着房地产行业供给侧改革进入深水区，多家房企纷纷新增代建平台，行业竞争加剧，但公司秉承绿城品牌基因及国资背书，为委托方提升项目销售表现，获取定价溢价，2022年市占率不降反升，达25.5%（按照代建公司新签约总建筑面积计）。业务布局方面，截至2022年累计合约规模超1亿平米，长三角等五大城市群总建筑面积占比超74%。

绿城管理合约建筑面积分布（2022）



环渤海经济圈、京津冀城市群 长三角
珠三角 成渝城市群
其他

绿城管理控股市占率



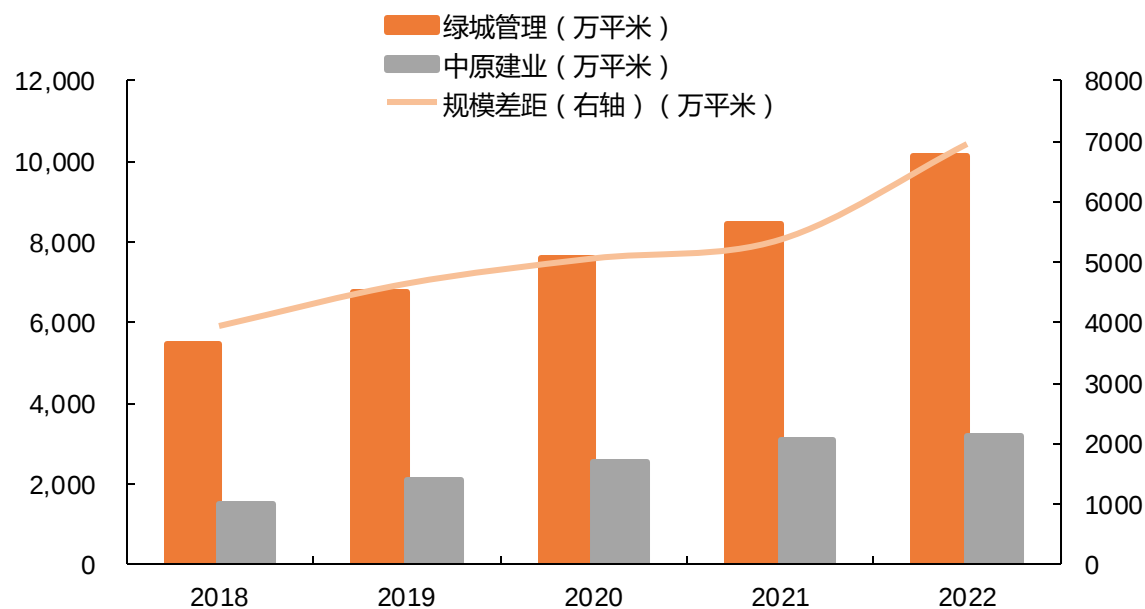
绿城管理代建产品相较周边产品溢价

项目	特点	均价	销售/交付情况	溢价
九洲绿城·珠海翠湖香山国际花园	第十九届中国土木工程詹天佑奖的获奖项目，位于珠海市高新区，涵盖高层产品、法式别墅、中式别墅	高层产品 33000元/平米	截至2023年1月去化率超93%	溢价为周边竞品的10%以上
绿城·呼和浩特润园	紧邻城市主干道，绿化率45%	14500元/平米	集中交付时100%到访交付率	相较周边项目约12000元/平米的二手房均价，溢价率20%以上
绿城·亳州玫瑰园	总占地面积约15万㎡，总建面约48万㎡，包含中式合院、法式洋房、二代高层三大居住组团，以及上万方中式风情商业街	8800元/平米	项目实现验房满意度100%	溢价高出周边别墅类产品近80%-120%

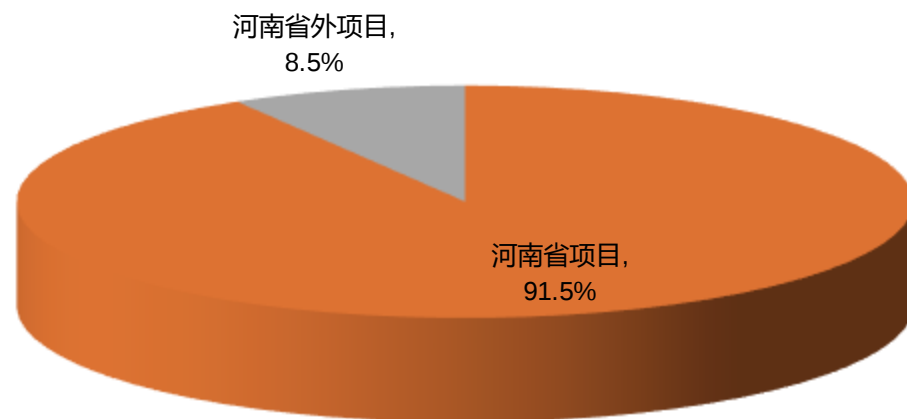
6.2.1 绿城管理&中原建业：规模存在量级差异，布局发展各有千秋

- 中原建业深耕河南省，与绿城管理规模差距拉大。中原建业由于背靠建业集团，深耕河南省，布局相对有限导致公司规模较低，截至2022年累计合约规模为3171万平方米，两家公司管理规模差距呈逐渐拉大趋势。中原建业则背靠区域性房企建业地产，2015年获得首个代建协议，2018年步入规模扩张期，2021年在港交所上市。

● 绿城管理 VS 中原建业累计合约规模对比



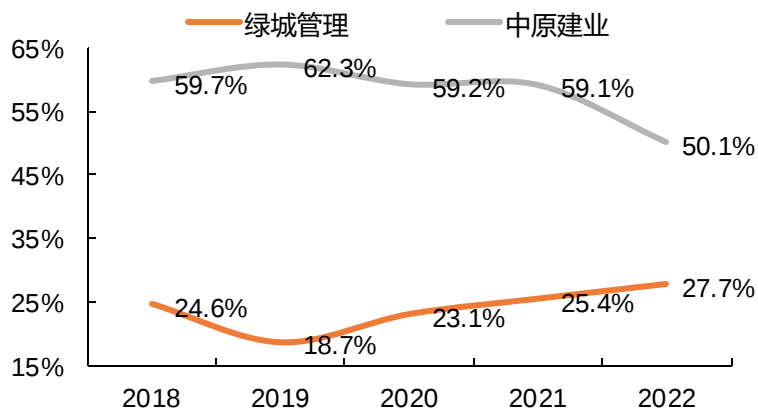
● 中原建业收入结构 (2022年) (按地域)



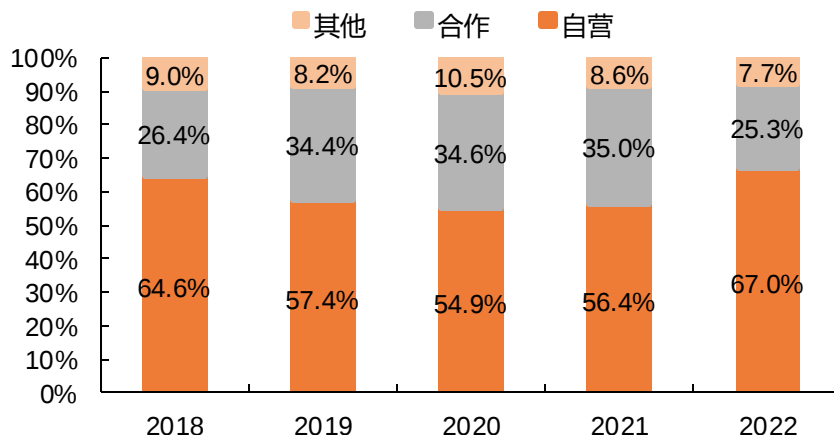
6.2.2 绿城管理&中原建业：业务结构和运营模式迥异致盈利悬殊

- 绿城管理的净利润率显著低于中原建业：从净利润率看，2018年-2021年中原建业的净利润率均保持在60%左右，2022年跌至50.1%，同期绿城管理的净利润率则大致介于20-25%，2022年增至27.7%。我们认为，除两家公司背景及入局代建时间有差异外，其盈利差异主要源于业务结构与模式不同：
 - 1) 绿城管理通过合作代建撬动规模扩张，中原建业专注自营。绿城管理自2016年开始通过与其他代建公司成立合营公司开展业务合作，合作代建既可减少支出，又可快速提升规模，获得更多扩张机遇。在合营模式下，绿城管理将业务伙伴产生的管理费确认为收入，再按照利润分摊协议收取一定比例的管理费（商业代建20%-30%、政府代建7%-12%），余下作为销售成本支付给合营公司，但绿城管理不承担合作方成本，即相比自营项目，合作项目的成本中额外增加了支付给合作伙伴的服务费用，因此拉低整体项目的净利润率水平。相比之下，中原建业则擅长自营，合约项目均由公司直接管理，尽管一定程度上失去了合作扩大代建规模的机会，但也得以保有较高的利润率，其收入结构主要包含基础管理费和溢价管理服务费。

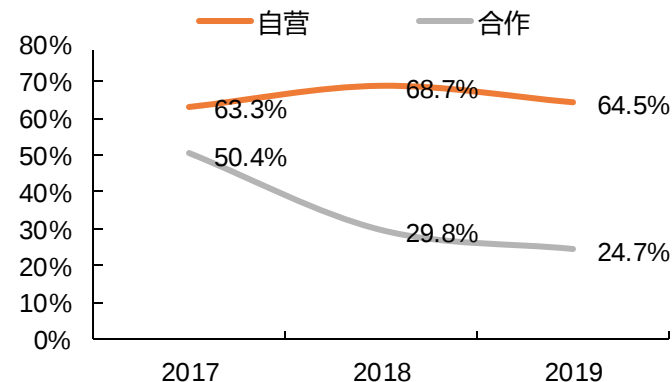
● 绿城管理 VS 中原建业净利率差异



● 绿城管理各业务收入占比（按合作方式）

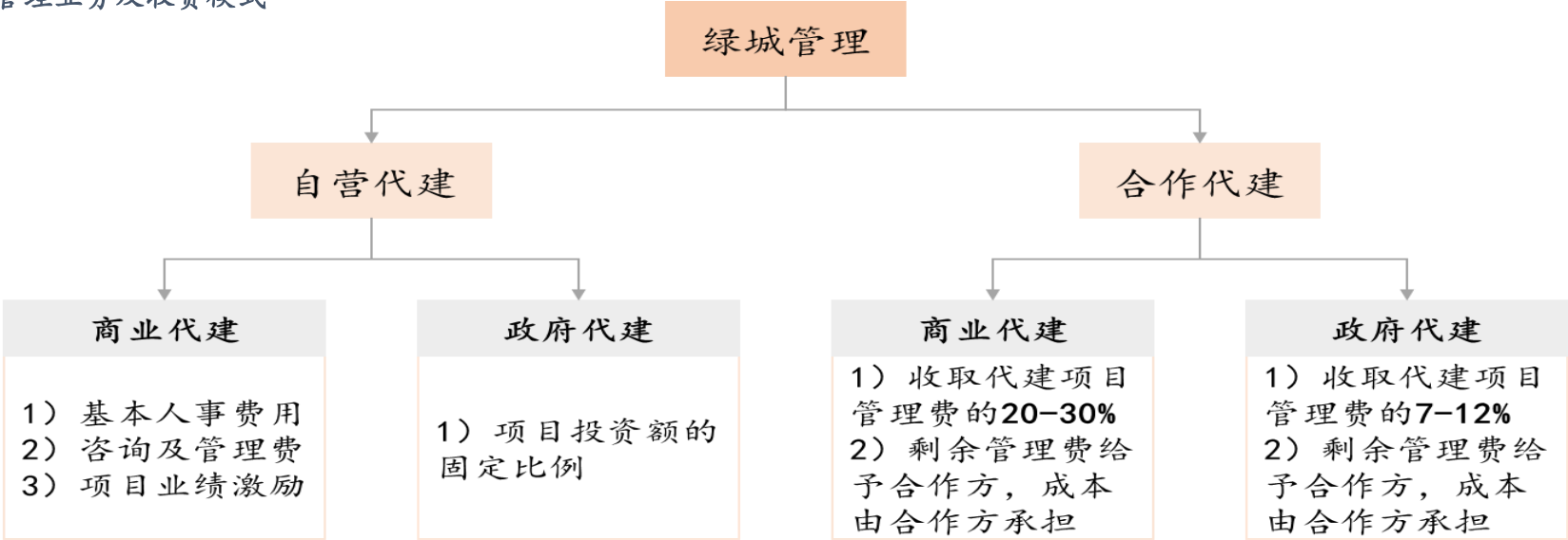


● 绿城管理商业代建毛利率（按合作方式）



6.2.2 绿城管理&中原建业：业务结构和运营模式迥异致盈利悬殊

● 绿城管理业务及收费模式



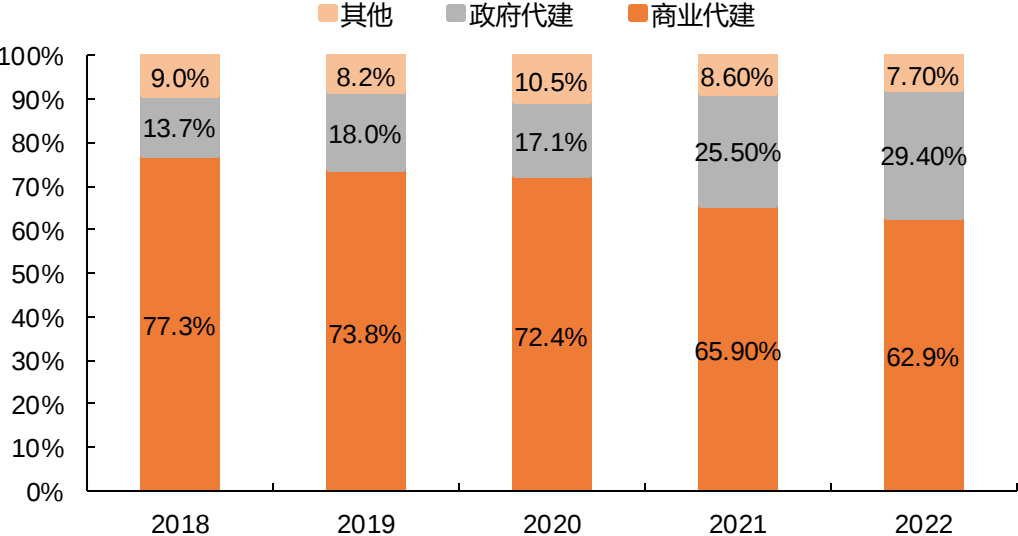
● 中原建业收费模式

	收费标准	备注
基础管理服务费	1. 在管项目建筑面积×每平米预先协定费率 2. 房产销售价值×预定百分比	县级城市（住宅85-285元/平米、商业135-485元/平米）； 地市级城市（住宅135-350元/平米、商业185-485元/平米）
溢价管理服务费	代建合约中就物业制定售价目标，若销售所得款项超过售价目标，则收取10-20%作为溢价管理费	——

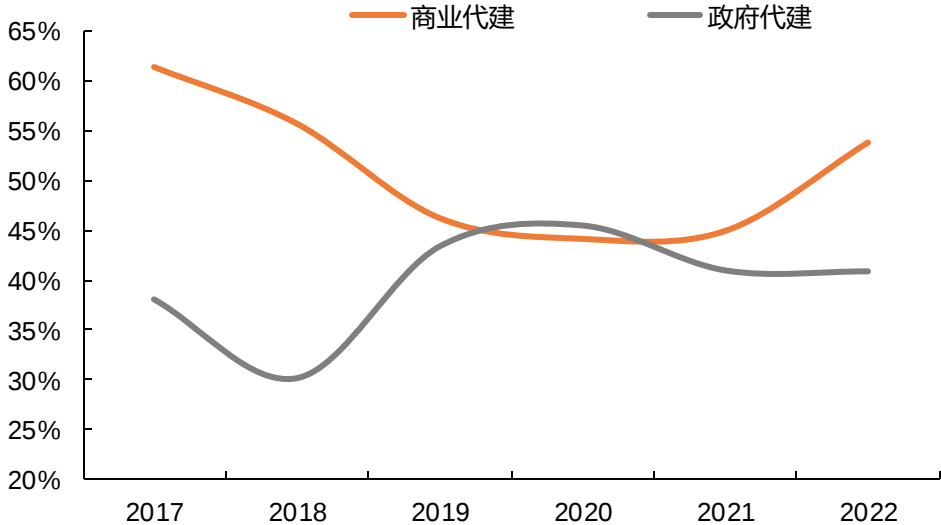
6.2.2 绿城管理&中原建业：业务结构和运营模式迥异致盈利悬殊

➤ 2) 绿城管理业务类型相对丰富，中原建业专注商业代建。绿城管理业务涵盖商业代建、政府代建及其他服务。其中商业代建主要为公司自行或与合作伙伴合作为住宅物业开发过程中提供各类服务，政府代建则面向公共住房物业或者公共基础设施，如学校、博物馆等；其他服务包含代建咨询服务、设计及开发咨询等服务。通常商业代建较政府代建享有更高的收益，除基础管理费外可获得品牌使用费等溢价管理服务费，而政府代建项目在工程完成后即移交政府机关使用，不涉及任何销售活动，通常仅涉及基础管理服务费，没有溢价管理服务费。但随着上游地产调控进入深水区，绿城管理提早主动破局变革，调整客户结构，扩大政府、国企、金融机构等客户比重；国资客户受行业波动影响较小，可为公司业绩贡献稳定增长来源，2022年政府代建收入占比上升至29.4%。

● 绿城管理控股营收结构（按服务对象）



● 绿城管理商业代建&政府代建毛利率





目录CONTENTS

- 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升
 - 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
 - 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
 - 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒
- 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显
 - 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
 - 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
 - 6.1房企发掘代建新赛道，轻资产模式高增长
 - 6.2上市玩家盘点：绿城管理&中原建业
 - 6.3代建行业发展不乏驱动力，中长期构建产业链护城河
- 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级
 - 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
 - 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

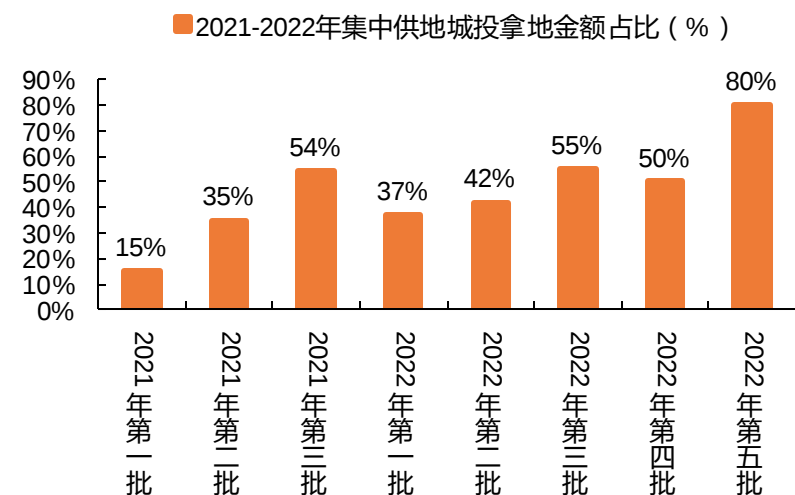
投资建议及风险提示

6.3.1 客户来源丰富，抵御波动拓规模

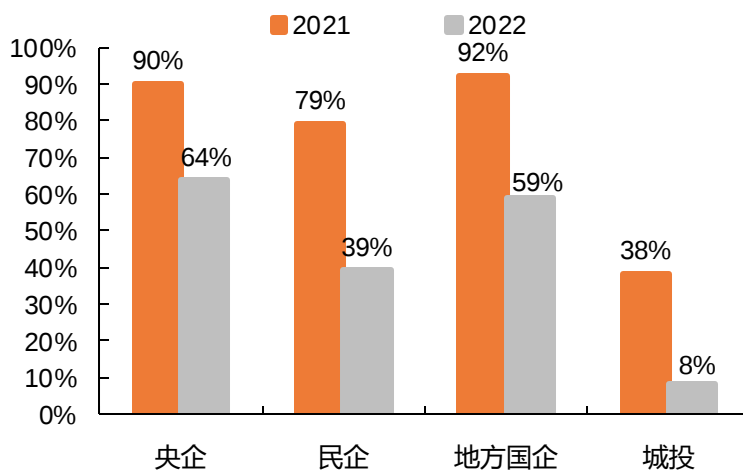
➤ 我们认为，目前代建行业增长驱动力主要来自以下方面：

- 1) 为中小开发商、城投提供代建服务：2022年克而瑞百强房企销售面积占全国市场份额仅33.2%，随着行业竞争格局优化，中小型企业由于开发成本高昂、产品力薄弱、品牌知名度低等问题，生存环境日益艰难，与具备品牌优势的代建公司合作，有助于提升其特定项目融资及销售表现。2021H2以来土拍中城投托底屡见不鲜，但城投大多产品力较弱，独立开发难度颇大，因而开工率远不及其他类型房企；2022年10月财政部发文要求，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，严禁城投空转，或为代建业务拓展提供潜在机会。
- 2) 渗透城市更新及保障性住房等公共住房领域：城市更新、保障性住房建设为近年政策大力鼓励的发展方向，其中“十四五”期末力争基本完成2000年底前建成需改造城镇老旧小区改造任务，40个重点城市计划新增保障性租赁住房650万套（间），为政府代建带来存量及增量拓展市场。

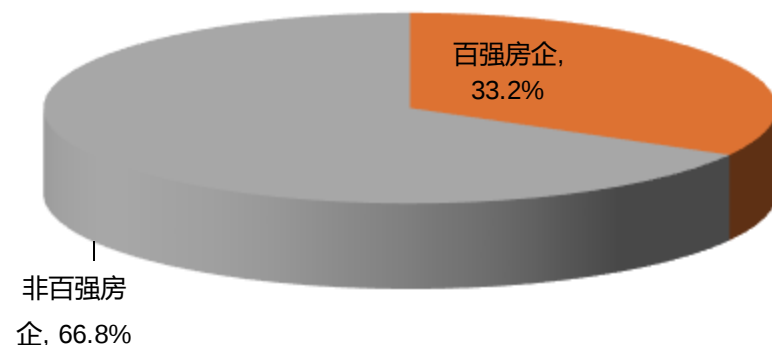
2021-2022年历次拍地城投拿地金额占比



不同类型房企拿地开工情况



克而瑞百强房企及百强以外房企销售面积占比（2022）



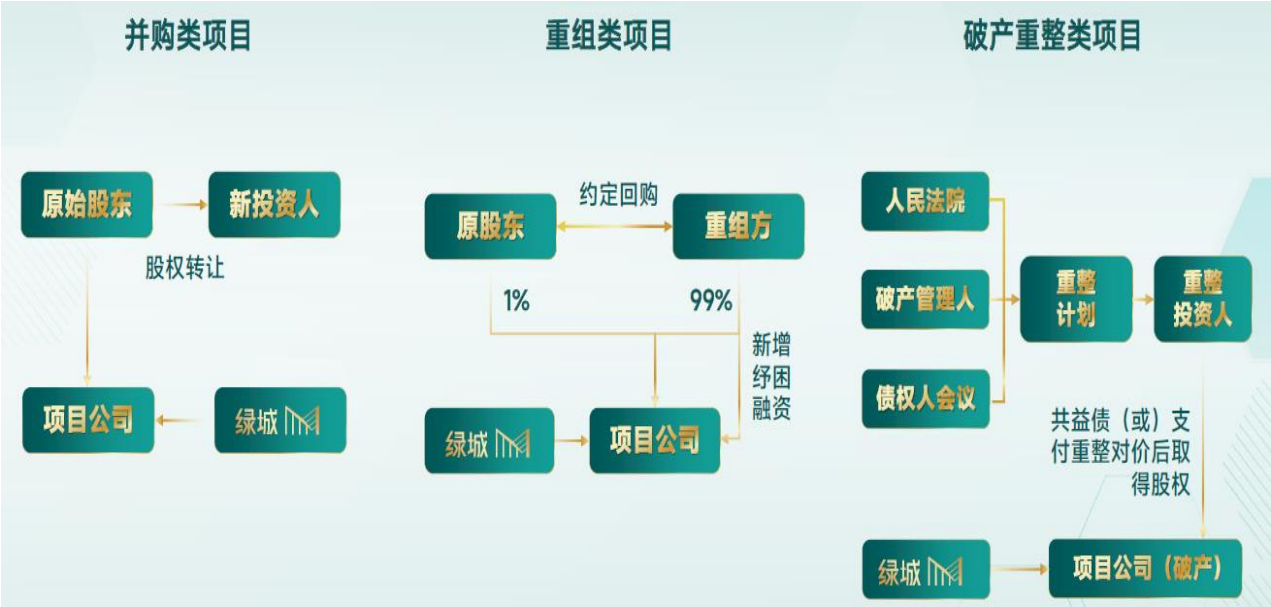
注：城投拿地金额占比数据统计时间截至 2022 12 12

资料来源：中指院，克而瑞，国家统计局，

6.3.1 客户来源丰富，抵御波动拓规模

➤ 3) 发展围绕金融机构的资本代建业务：2021Q3以来房企信用风险事件频发，信托等金融机构介入出险及高压房企资产处置，金融机构虽可参与债务及资产重组，但并不具备开发能力，公司顺势为有纾困需求的委托方、项目寻找匹配的金融机构和资本，形成双向导流确保项目稳健运营，从而实现“前端风险控制、后端开发价值变现”的双赢。

● 绿城管理参与金融代建模式



● 绿城管理控股介入不良纾困项目



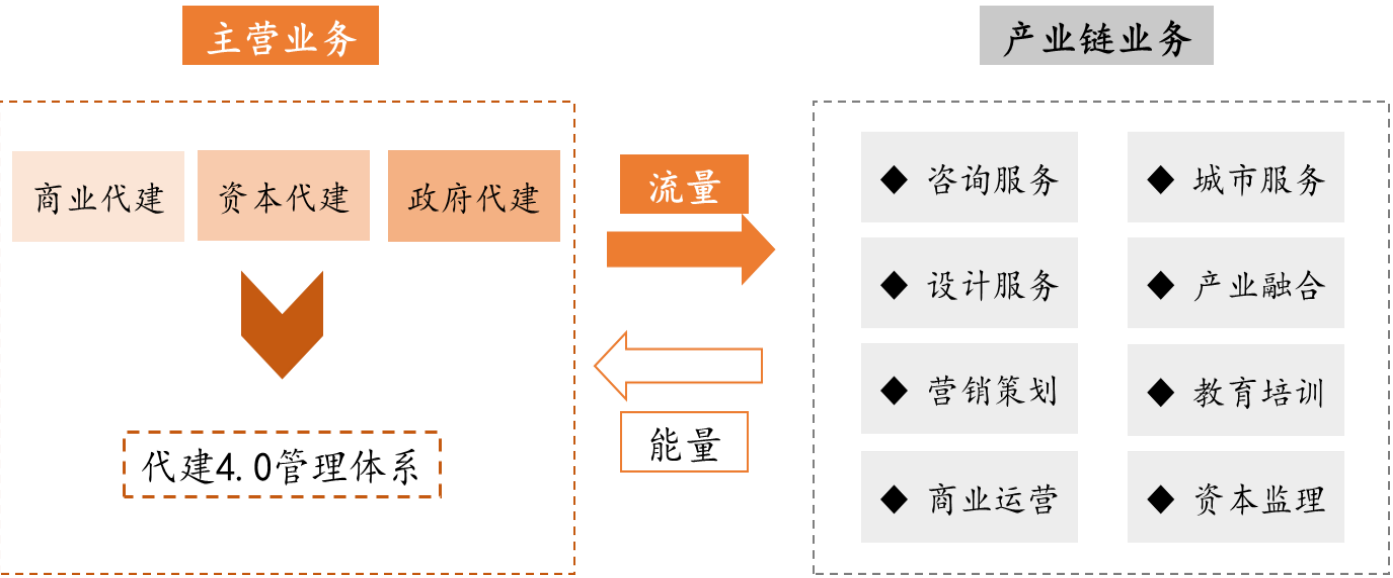
● 不良纾困项目涉及多方利益



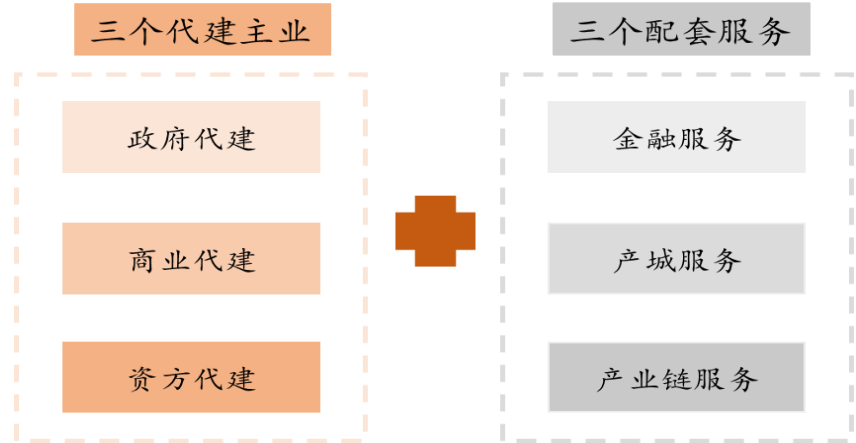
6.3.2 中长期派生衍生业务，形成产业链护城河

➤ 当前涉足代建的房企以全国性、区域性品牌房企为主，已在品牌、产品力、成本管控等方面形成优势，后续可将代建业务触角进一步延伸至咨询服务、设计业务、金融业务等领域，打造产业生态圈以拓宽护城河，形成代建主营业务和产业链业务双向赋能导流的良性循环，如绿城管理率先提出“代建4.0体系”，以平台型思维整合全产业链资源，共创价值、共享利益。

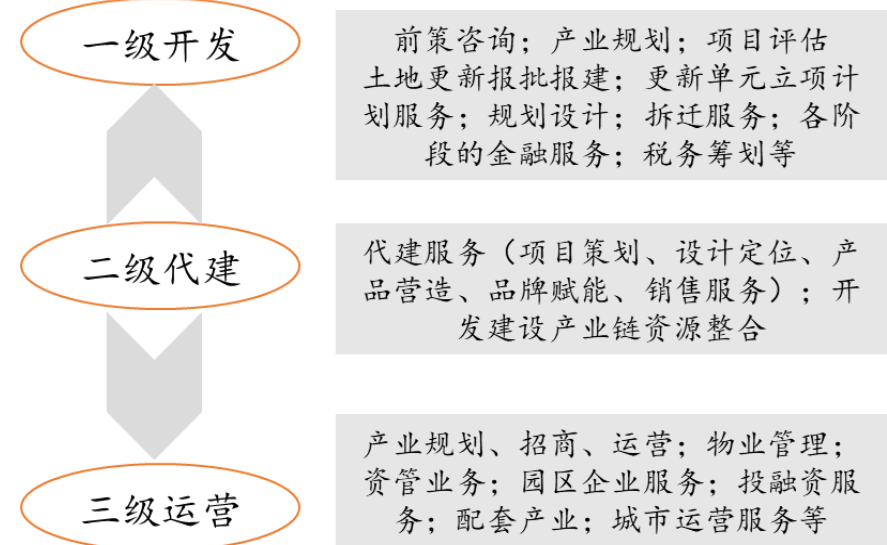
● 绿城管理产业链服务模式



● 代建业务拓宽服务边界



● 绿城管理产城服务模式





目录CONTENTS

- 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升
 - 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
 - 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
 - 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒
- 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显
 - 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
 - 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
- 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级
 - 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
 - 7.1回顾：平稳-狂热-理性，行业走过三个阶段
 - 7.2趋势：回归服务本源，发展空间仍旧广阔
 - 7.3格局：分化成为主旋律，央国企及优质民企更具优势
 - 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

投资建议及风险提示

7.1.1 平稳到狂热到理性，物管发展经历三阶段

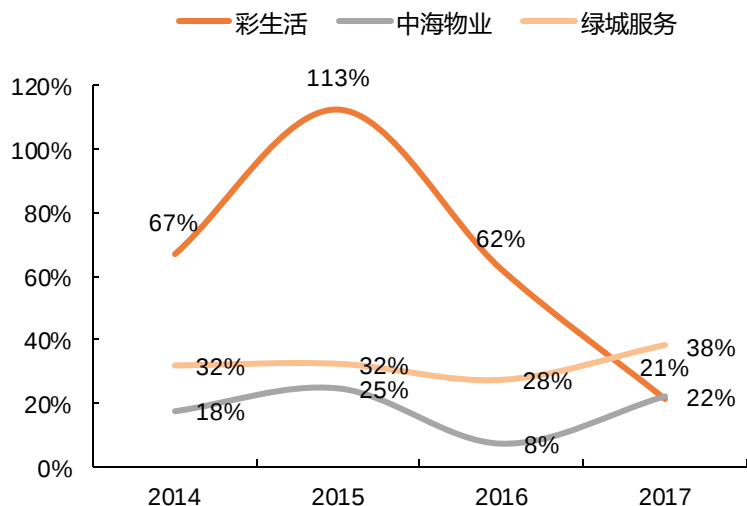
- 1981年国内第一家物业管理公司（深圳物业）成立，标志着国内物业管理行业正式诞生。2014年随着物业第一股彩生活登录港股市场，该行业逐渐为大众所熟知。物管行业诞生至今30余年间历经浮沉，以增长速度、资本化程度等指标划分，大致可分为平稳前行期（2018年以前）、急速发展期（2018-2021年）、理性回归期（2022年至今）三个阶段。



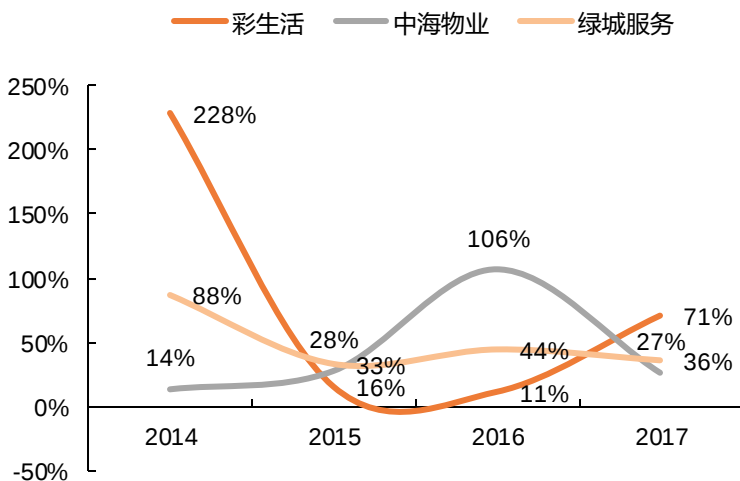
7.1.2 平稳前行期：轻资产、现金牛，规模业绩持续增长

- 物业管理行业成立之初主要作为房产售后服务部门，后逐渐走向前台承接市场化服务需求，并于2014年逐步开启资本化之路。2014-2018年间上市物管公司总量不足10家，上市数量较少，行业整体呈现稳定经营、财务稳健特征，其中彩生活、中海物业、绿城服务为该阶段主要上市物企，以此为例进行相关分析。
- **管理面积来源多样，规模业绩持续增长：**三家物管公司中中海物业、绿城服务具备开发商背景，彩生活完全独立。中海物业管理面积主要来自关联房企，绿城服务、彩生活主要来自第三方市场。尽管面积来源存在差异，但由于物业管理活动稳定高频，叠加房地产发展带来增量，各企业规模业绩持续增长。其中，中海物业、绿城服务2013-2017年收入年复合增速18%、32%，且增速相对均匀；彩生活由于大规模并购、平台输出，规模波动相对明显，2013-2017年收入年复合增速63%。

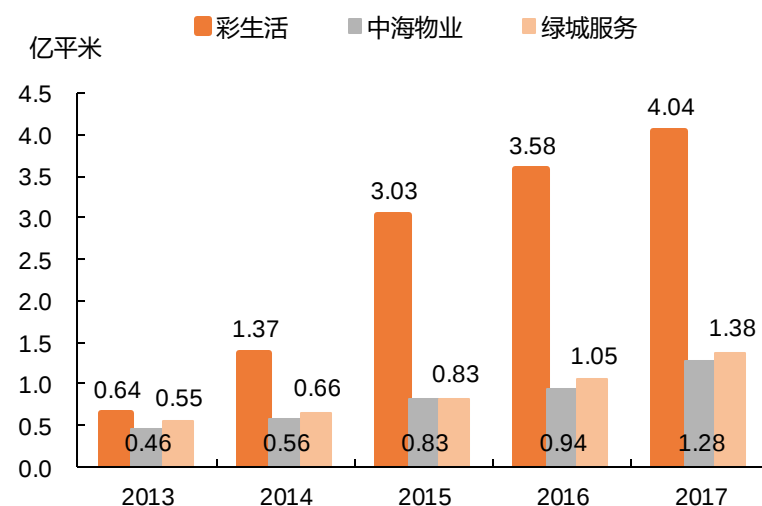
各物企2014-2017年收入增速



各物企2014-2017年归母净利润增速

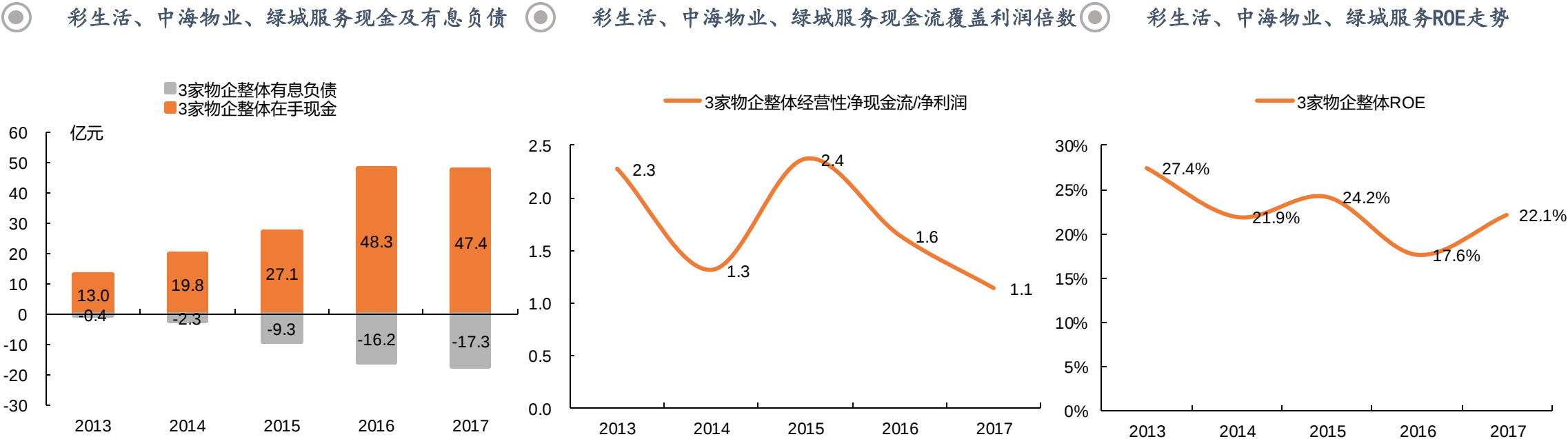


各物企在管面积变化



7.1.2 平稳前行期：轻资产、现金牛，规模业绩持续增长

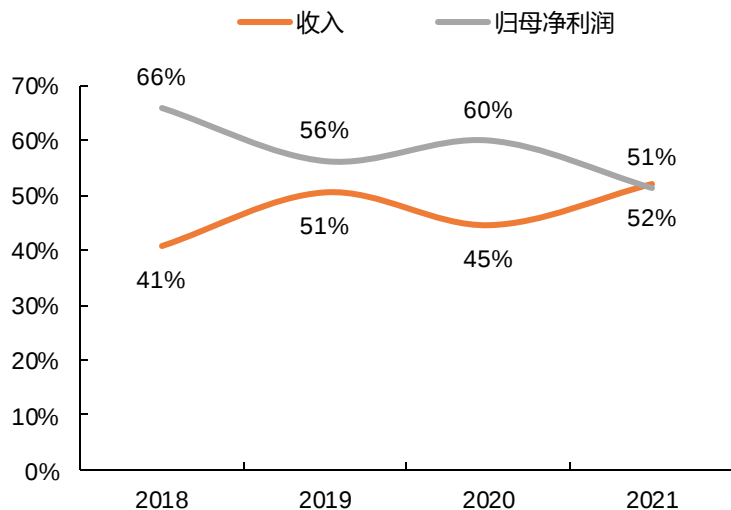
➤ **轻资产、现金牛，财务属性优良：**物业管理运营及拓展理论上无需过多资金，总资产中货币资金占比较高，固定资产、存货等无形资产占比较低，基本不需要负债经营，现金回款充沛且稳定。2013-2017年彩生活、中海物业、绿城服务三家物企整体经营性净现金流对比当期净利润均超过1倍，经营性净现金流较盈利更厚。轻资产模式下资本回报较高，三家物企2013-2017年整体ROE维持20%上下。



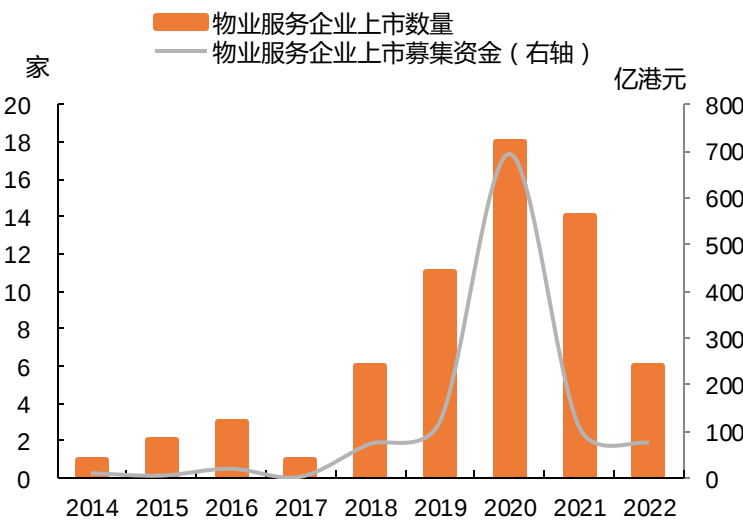
7.1.3急速发展期：资本加持叠加关联方护航，成长性、确定性双高

- 2018年后上市物企陆续增多，资本市场关注度随之提升。该阶段上市公司数量由不足10家迅速增长至50余家，受益资本支持及友好房地产环境行业发展整体提速，板块内企业盈利高速增长，确定性亦相对较高。
- **金融资本加持，扩张速度提升：**根据中指院统计，2018-2021年物业服务企业上市累计募资995.7亿港元，大多计划用于收并购、增值服务延伸等方向，同时该阶段已上市物企多次进行股权再融资，充足资金为业务开展形成助力。行业收并购频现，形成并购扩规模-业绩超预期-资本涌入-并购再开展的滚雪球式发展。

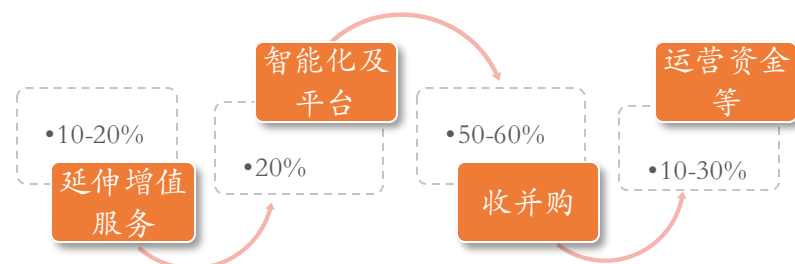
14家主流物企收入及归母净利润增速



物业服务企业上市及募资情况



物业服务企业上市募资使用方向

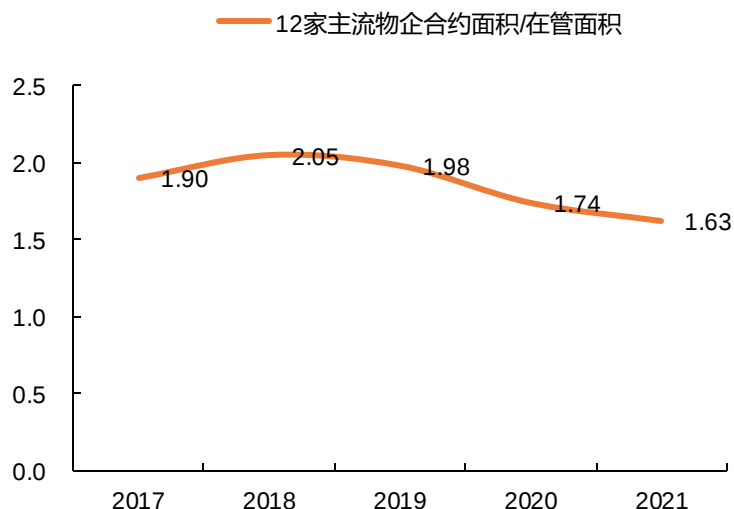


资料来源：公司公告，中指，平安证券研究所；14家主流物企为新大正、新城悦服务、旭辉永升服务、中海物业、绿城服务、滨江服务、雅生活服务、保利物业、碧桂园服务、世茂服务、金科服务、融创服务、华润万象生活；10家主流物企为14家扣除新大正、建发物业、

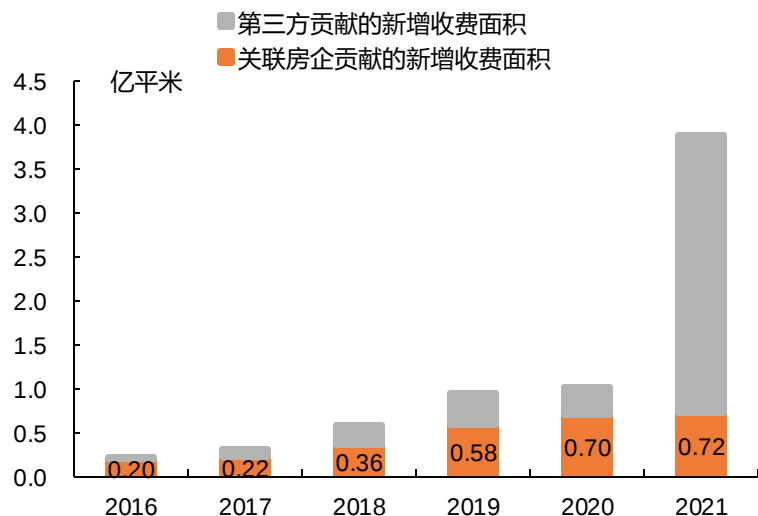
7.1.3急速发展期：资本加持叠加关联方护航，成长性、确定性双高

- **房地产平稳运行，增长确定性得以保障：**一方面资本涌入带来大量资金推动行业加速发展，另一方面房地产市场平稳向好亦起到稳定器作用。开发商背景物企大多通过提前签约销售项目锁定未来交付，增厚增长安全垫；同时由于楼市热度延续、商品房销售势头良好，关联房企对于非业主增值等服务需求亦为物管公司发展提供保障。
- 随着物企综合实力增厚，社区增值服务、城市服务等多元业务陆续开展，第二增长曲线探索开启，行业呈现基本盘稳固、多元业务多点开花的繁荣状态。

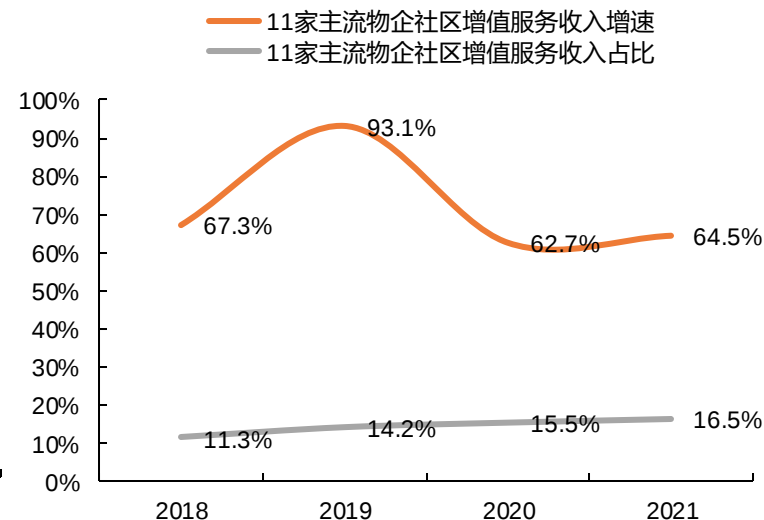
12家主流物企2017-2021年合管比超1.6倍



碧桂园服务关联房企持续产生稳定贡献



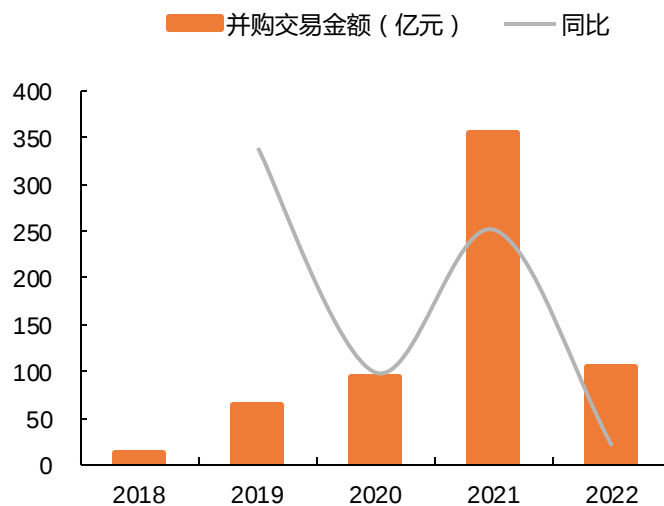
11家主流物企社区增值服务收入快速增长



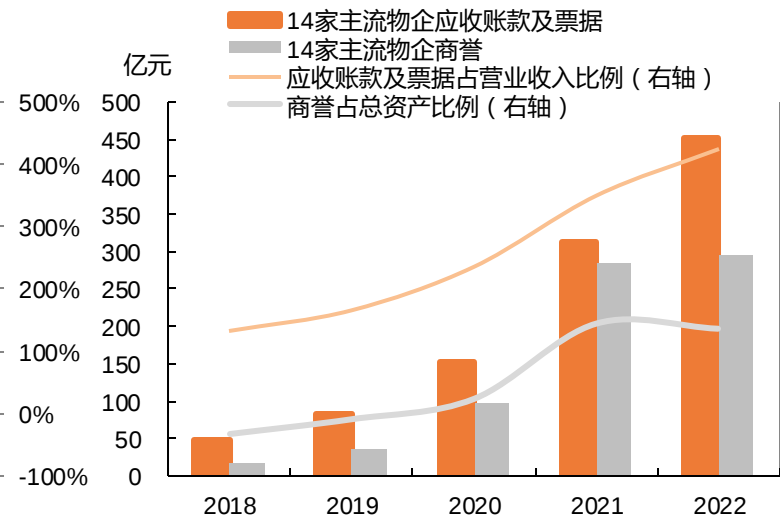
7.1.4 理性回归期：房地产调整影响显现，参与者追求有质量的增长

- 2021年下半年以来房地产持续调整，前期大规模收并购后整合问题亦持续显现，物管行业发展遭遇波折，其中民营物企由于关联房企流动性问题更甚、前期收并购更多，影响更大。相关影响体现在各个方面：
 - 利润表端，房地产持续调整冲击交付规模、非业主增值服务以及相关社区增值服务，并购整合不佳导致商誉减值，叠加毛利率下行、应收账款及票据减值，收入增幅收窄、增收不增利现象出现，2022年14家主流上市物企收入同比增长24%、归母净利润同比下降54%，增速明显低于急速发展期（47%、58.2%）；
 - 资产负债表端，企业、地方政府及开发商资金紧张导致应收账款及票据持续增长，激进收并购导致商誉规模高企；现金流量表端，2022年14家主流上市物企经营性净现金流同比下滑。

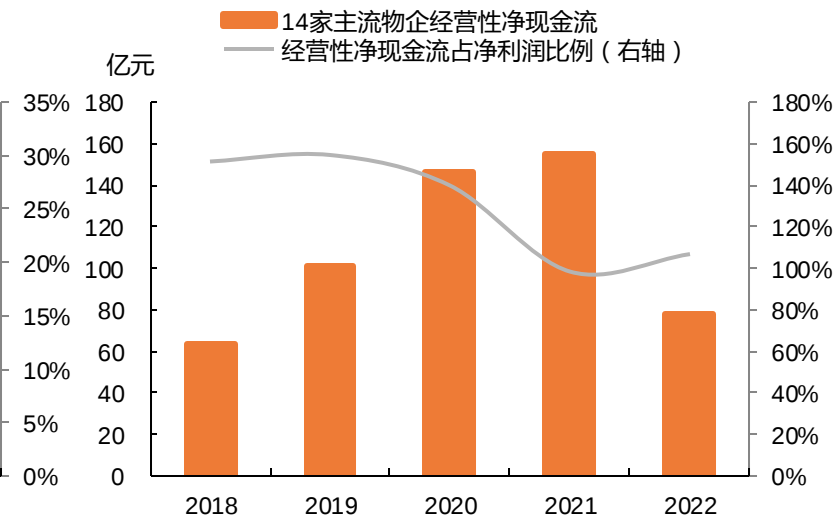
2022年物管收并购金额骤降



14家主流物企应收款、商誉情况



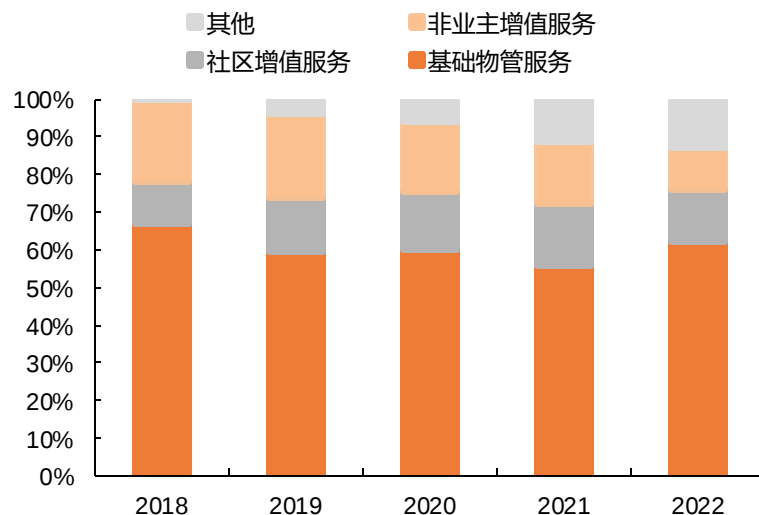
14家主流物企经营性净现金流及占净利润比例



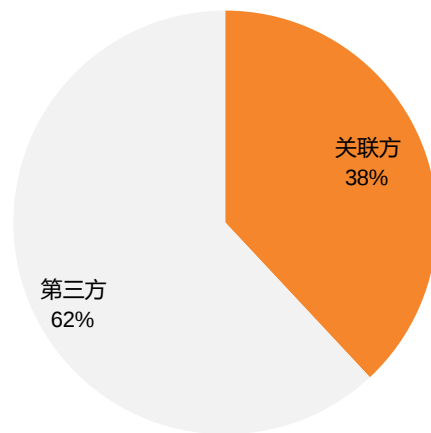
7.1.4 理性回归期：房地产调整影响显现，参与者追求有质量的增长

- **回归基础物管基本盘，独立性持续增强：**由于基础物管服务稳定性、抗风险能力更强，在行业调整等复杂外部环境之下，物管公司回归聚焦，2022年11家主流物企基础物管服务收入占比升至62%；同时各企业更为注重经营效率提高、更加聚焦优势区域，部分企业亦主动退盘优化项目结构。非业主增值服务受到较大影响，2022年11家主流物企非业主增值服务收入同比下降16.6%，收入占比降至11%，未来该业务重要性料进一步降低。物企独立性持续增强，2022年11家主流物企第三方在管面积占比升至62%。更加理性的战略布局，以及关联房企贡献的逐步降低，有助于新发展周期开启。

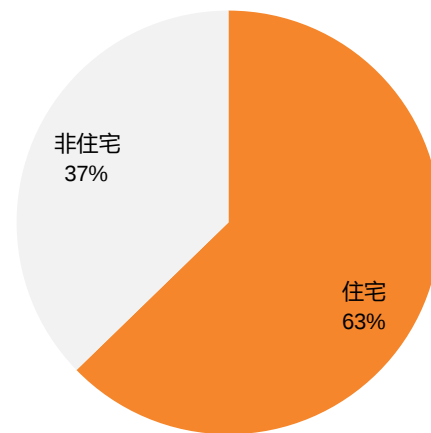
11家主流物企收入结构



2022年末11家主流物企第三方在管面积占比62%



2022年末10家主流物企非住宅在管面积占比37%





目录CONTENTS

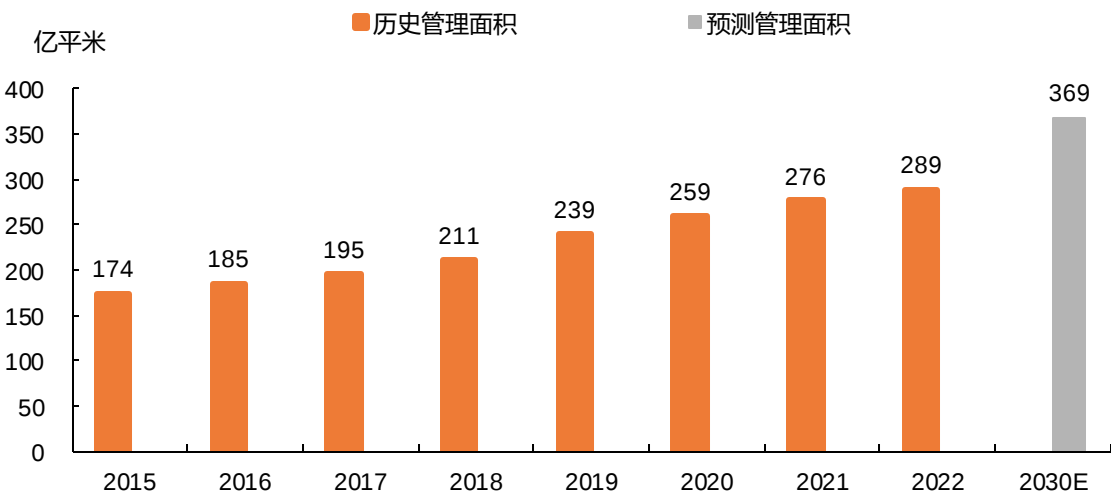
- ① 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升
 - 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
 - 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
 - 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒
- ② 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显
 - 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
 - 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
- ③ 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级
 - 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
 - 7.1回顾：平稳-狂热-理性，行业走过三个阶段
 - 7.2趋势：回归服务本源，发展空间仍旧广阔
 - 7.3格局：分化成为主旋律，央国企及优质民企更具优势
 - 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

④ 投资建议及风险提示

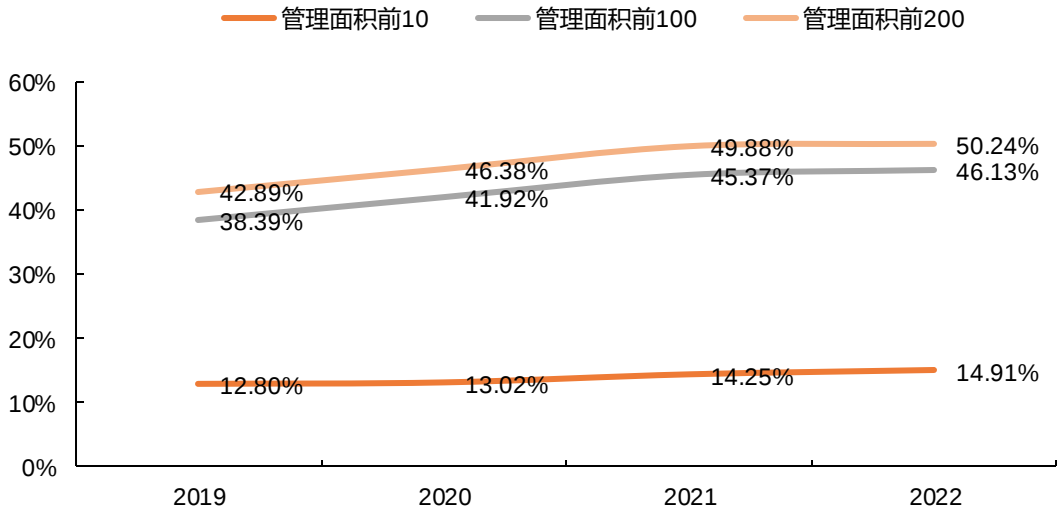
7.2.1行业空间广阔格局分散，参与者发展前景仍存

- 由于存量规模稳定，随着商品房销售进入新稳态，叠加存量房渗透及非住市场拓展，行业管理体量仍有望持续增长。同时考虑较为分散的市场格局，行业参与者发展机遇仍存。
- 仅考虑基础物管管理面积，根据中指数据，物管行业2022年末在管面积289亿平米，最新测算2030年末在管面积预计369亿平米，2022-2030年年复合增速3.1%。具体假设：1) 假设2030年全国人口14.5亿人、城镇化率70%，人均建面维持2019年39.8平米/人水平，则2030年末住宅存量市场规模为404亿平米；2) 假设2022-2030年住宅物管渗透率每年提升1%，至2030年提升至59.1%；3) 保守假设2030年末住宅物管、非住宅物管在管面积占比分别为64.7%、35.3%，维持2022年水平。

物管行业在管面积及预测



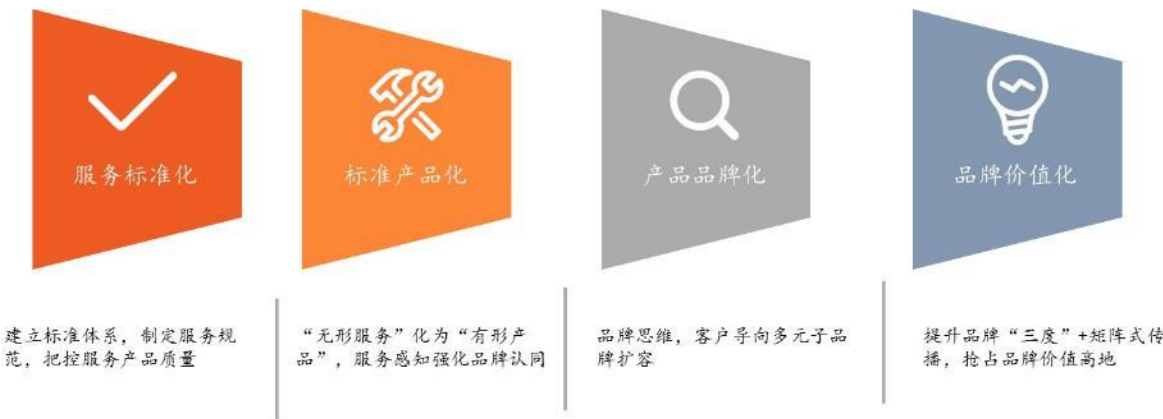
2019-2022年前10、前100、前200市场份额变化



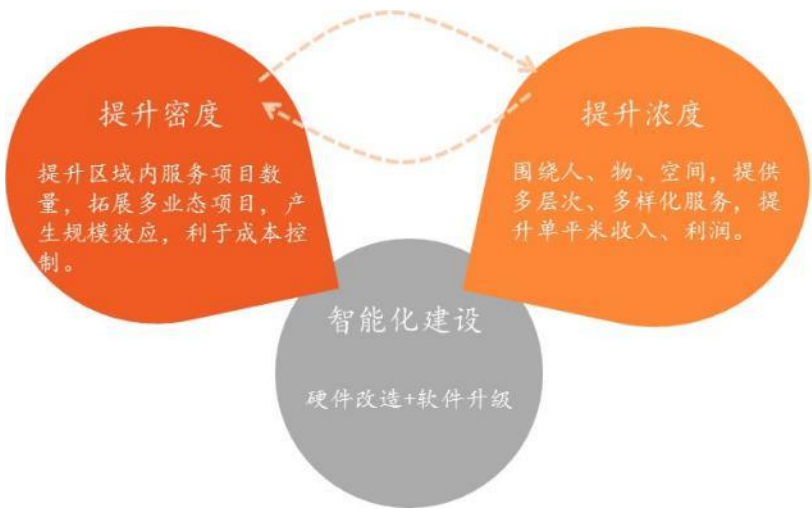
7.2.2 回归服务本源，高质量发展成为共识

- 未来商品房销售中枢下移情况下，物管参与者需更大力度拓展存量住宅、非住及其他领域，除了适时调整战略方向，降低关联房企依赖、加大市场化布局，修炼内功提升品质亦十分重要。
- 回归服务本质，以品质赢得市场，主要体现为：1) 以高品质助力外拓中标率提升；2) 以高品质推动客户认可度提高；3) 以高品质高服务满意度为基石延伸增值服务。以品质服务促进管理规模有序、有质扩张，激活社区增值等多元业务，推动实现高质量发展。
- 品质提升离不开主观意愿调整，执行层面则可考虑通过服务标准化、标准产品化等方式实现。品质提升不代表牺牲成本管控，以深耕策略提升密度、以多层次服务提升浓度、以智能化手段提高效率，均有望输出质优价美产品。

百强物企为保障服务品质，推进四化建设



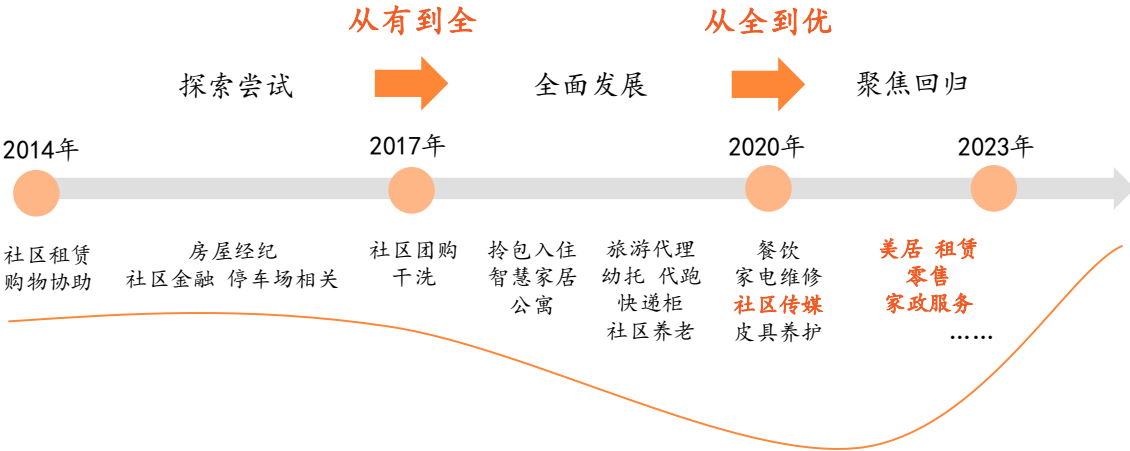
百强物企密度、浓度、智能化路径措施



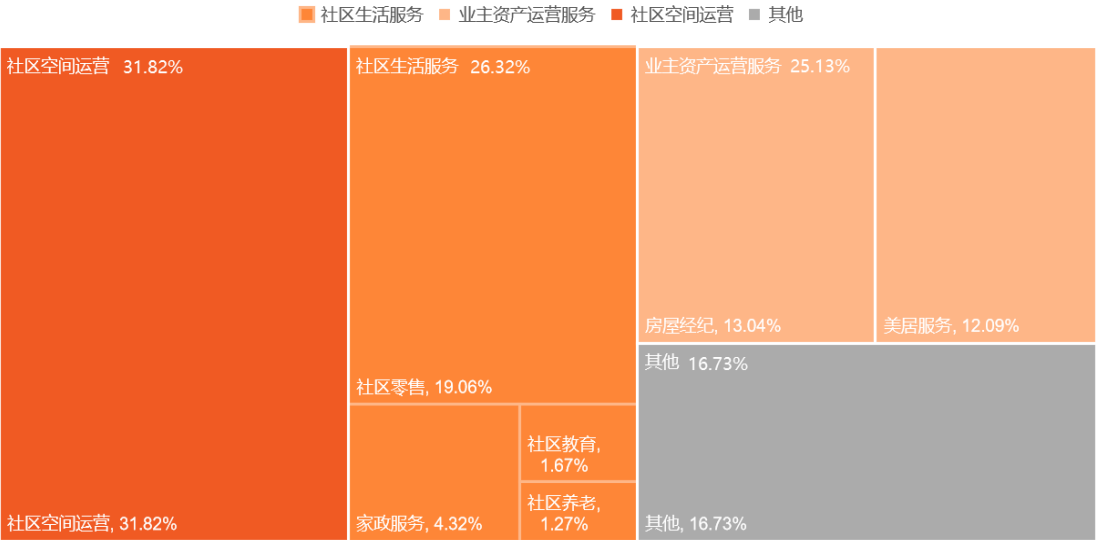
7.2.3社区增值服务从有到优更理性，仍为重要业务组成

- 社区增值服务从早期的社区租赁、购物协助发展至今，已形成社区空间运营、社区生活服务、业主资产运营及其他的“3+N”服务体系。经过多年探索与尝试，社区增值服务从有到全到优，在广度和深度上均得到较快发展。
- **理性发展社区增值服务，由多赛道挖潜向产业精耕模式转变：**社区增值服务与业主生活、资产相关，与业主消费、资产价值挂钩，理论上可挖掘空间较大，未来仍将为各大物企重要业务组成。发展思路，大概率由全面开花转向有的放矢，以自身资源禀赋为根本，专注重点航道，强化业务布局，探索差异化服务。

社区增值服务主要发展变化



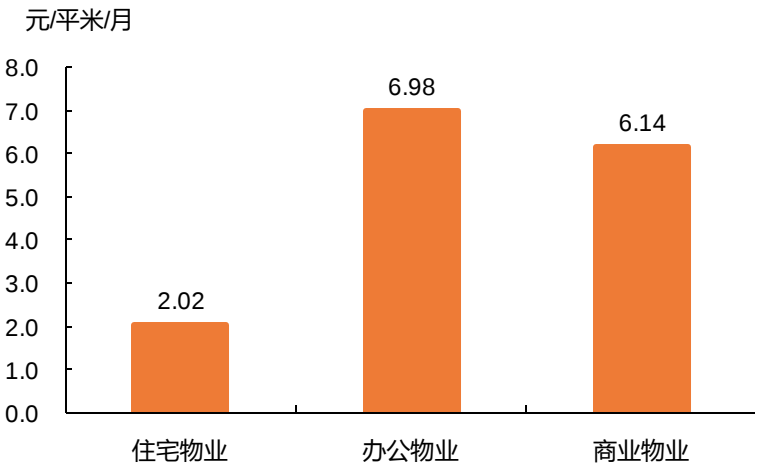
2022年百强物企社区增值服务收入构成



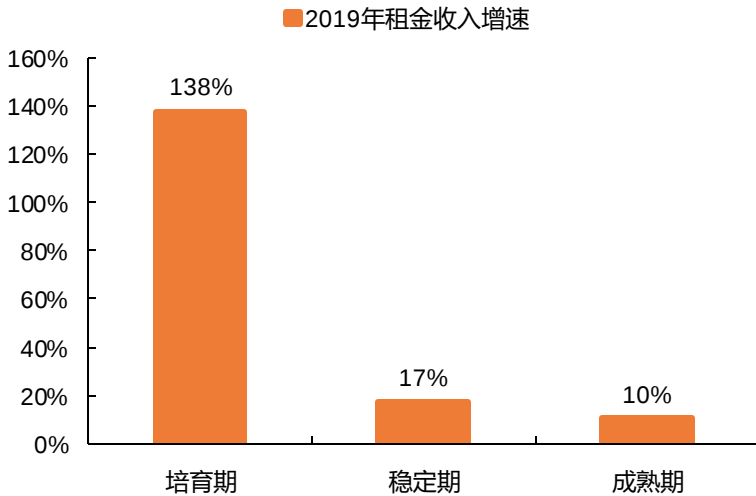
7.2.4商管以运营筑壁垒，城市服务取舍中寻机遇

- 商办物业管理主要服务单一客户，存在一定技术门槛，物业费更高且提价难度低，收缴率亦具备相对优势。
- 商办物业管理另一服务内容为资产运营，相关服务包括市场研究及定位、租户招揽、租户管理及租金收取等。商业物业租金随经济环境、零售额变化而变化，商管运营费用则随租金变化而波动。资产运营为商管业务核心，具备优秀商管能力企业可以此构筑经营壁垒。

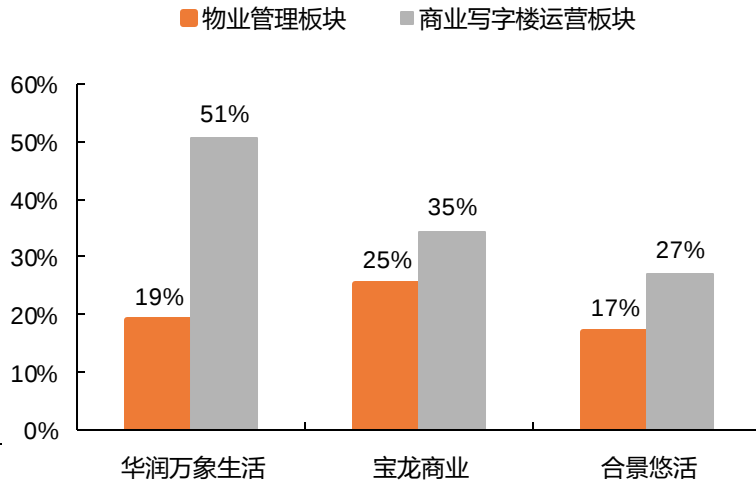
2021年百强物企各类型物业费对比



2019年华润万象城/汇各阶段租金不同程度上涨



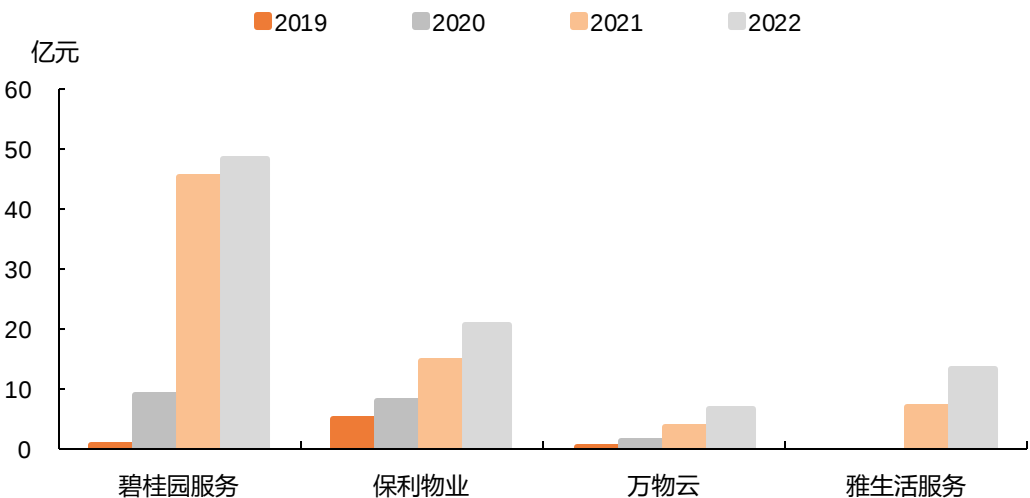
部分全业态物企中商管毛利率优于住管（2022年）



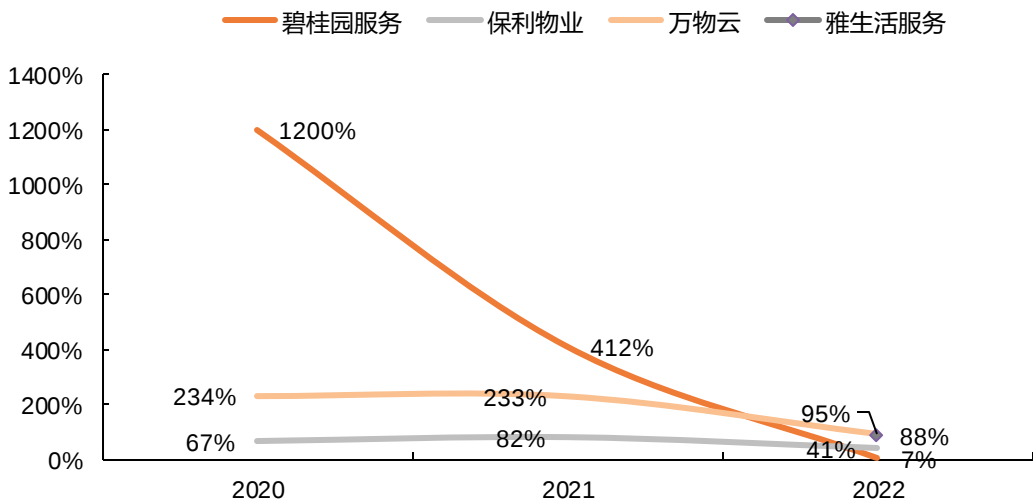
7.2.4商管以运营筑壁垒，城市服务取舍中寻机遇

➤ 由于前期收并购导致基数较高、经济波动影响政府需求及付款账期，2022年主流物企城市服务收入增速不同程度下滑。考虑城市服务联系政府与民生，兼具市场广阔、格局优秀特征，发展意义仍十分重大。但考虑城市服务具有低盈利能力、付款账期等问题，业务开展过程中需有所取舍，如可更多考虑与核心区域政府合作、积极挖掘增量服务以提升单项目盈利水平等。

部分企业城市服务收入规模



部分企业城市服务收入增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所；万物云采用合营模式和合联模式开展城市服务，合营模式所获收益确认为合并利润表收入，合作模式所获收益根据合营企业或联营公司股权占比确认应占利润或亏损。

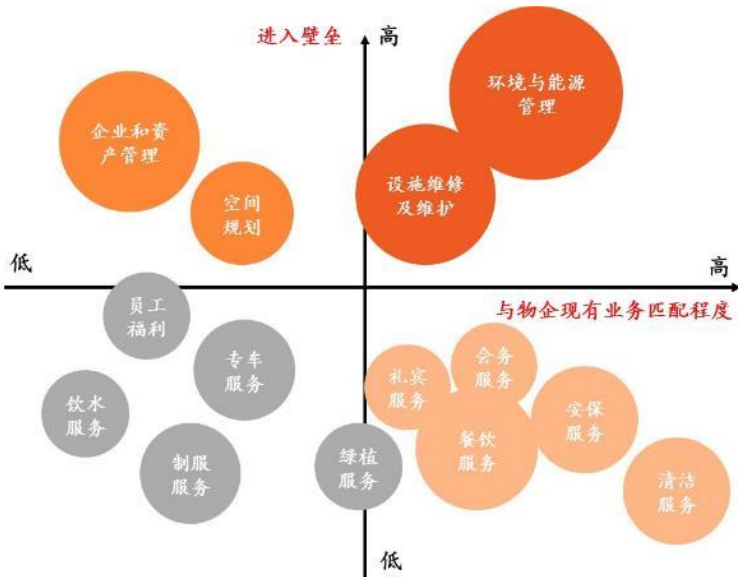
7.2.5 IFM或为多元化新选择

- IFM（Integrated Facility Management，综合设施管理服务），主要针对非住宅领域，在非住宅项目基础上深度挖掘，通过资源整合，对客户非核心业务统一筹划与管理，主要包括：设施维修及维护、环境与能源管理、安保服务、保洁服务、企业和资产管理、餐饮服务、综合服务（空间规划、员工福利管理、饮水服务、会务服务、制服服务、礼宾服务等）。
- IFM在欧美市场发展已十分成熟，国内由于工业标准化程度、终端用户接受程度较低，发展水平相对落后；参与机构多元，物业服务企业在该领域尚处探索阶段。根据中指院预测，2022年国内IFM服务市场需求规模约6260亿元，2026年将增长为10699亿元，年复合增速14.1%。随着经济发展、客户接受程度提升，IFM市场未来仍有较大挖掘空间。

IFM主要服务内容



IFM服务内容进入壁垒及与物企匹配程度



IFM服务“六化”特征





目录CONTENTS

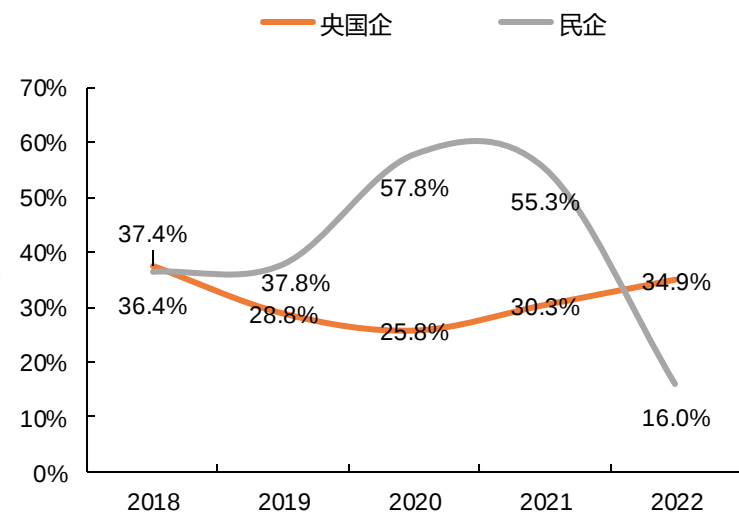
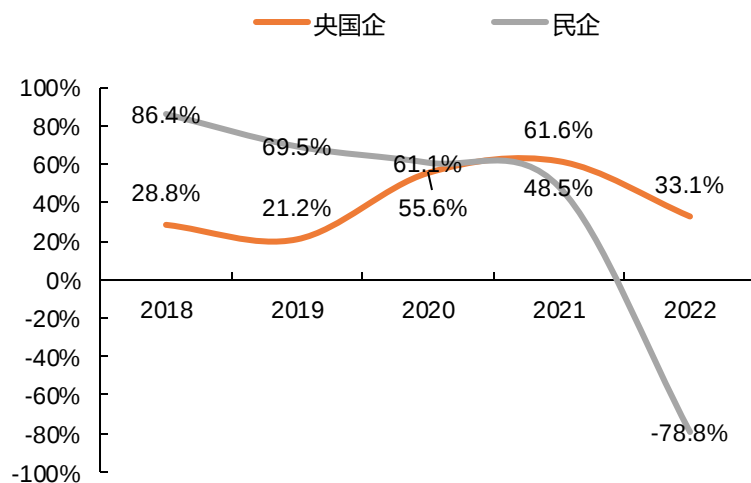
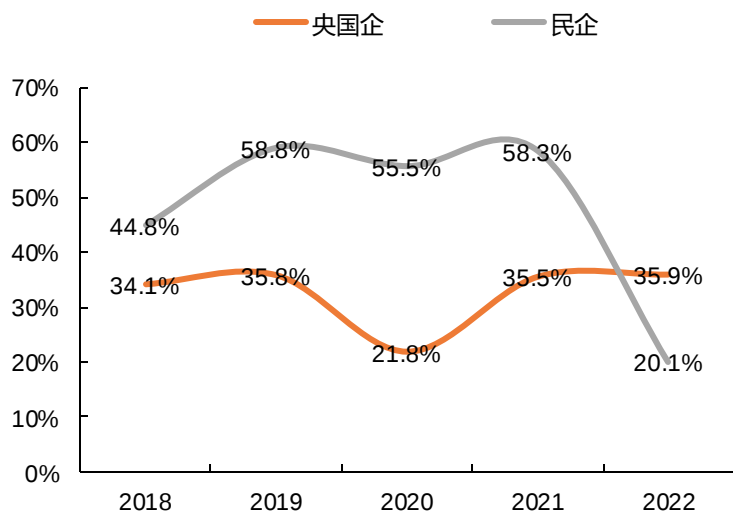
- 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升
 - 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
 - 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
 - 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒
- 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显
 - 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
 - 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
- 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级
 - 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
 - 7.1回顾：平稳-狂热-理性，行业走过三个阶段
 - 7.2趋势：回归服务本源，发展空间仍旧广阔
 - 7.3格局：分化成为主旋律，央国企及优质民企更具优势
 - 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

投资建议及风险提示

7.3.1 房地产调整之下，央国企、民企类物管公司差异显现

- 房企债务违约带来的销售、竣工放缓影响关联物企规模扩张、非业主增值等业务开展，同时现金流紧张亦导致物企回款困难、应收款账期拉长甚至计提减值。相较而言，央国企及关联房企风险可控的优质民营物企受房地产波动影响较小，在面积拓展、业绩表现方面亦相对较好。2022年14家主流上市物企中央国企类物管公司在管面积同比增长34.9%，民营类物管公司同比增长16%；2022年14家主流上市物企中央国企类物管公司营收、归母净利润同比增长35.9%、33.1%，民营类物管公司同比增长20.1%、-78.8%。

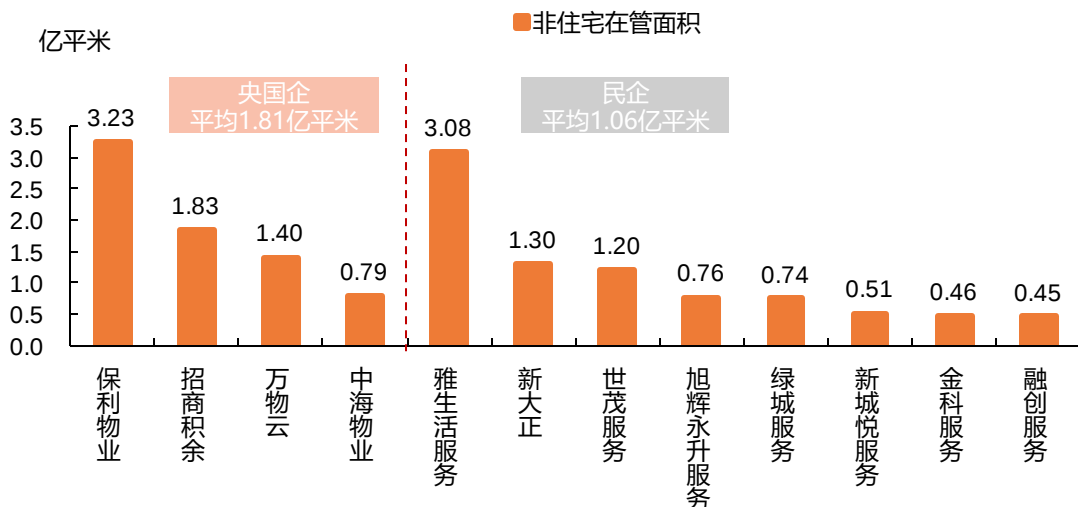
14家主流物企中央国企、民企收入增速差异 14家主流物企中各类企业归母净利润增速差异 14家主流物企中央国企、民企在管面积增速差异



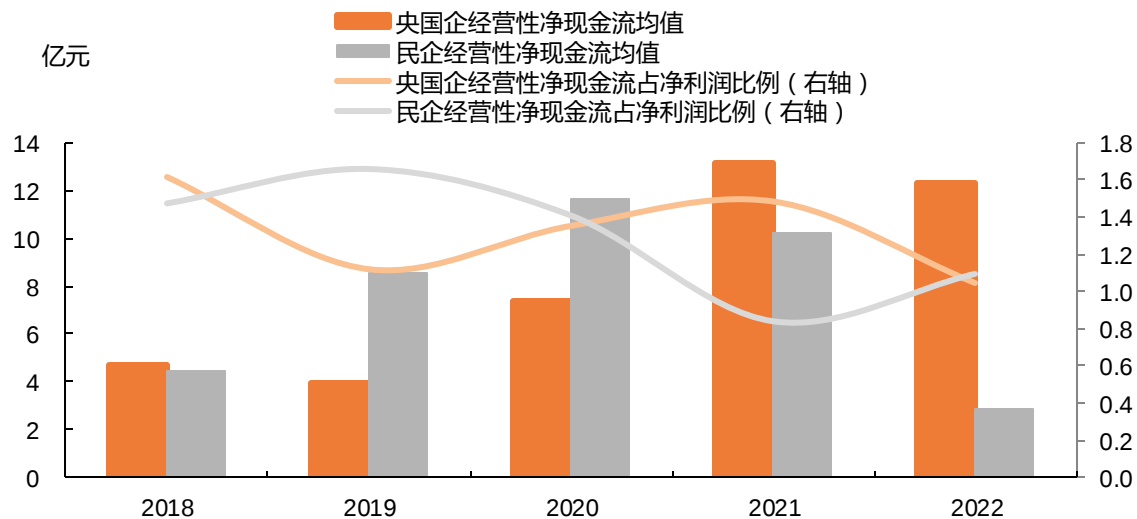
7.3.2 多重利好因素加持，央国企及优质民营物企发展将更为顺利

- **关联房企资源保障：**央国企及优质民营开发商发展向好利好关联物企基础服务、非业主增值服务等业务开展，同时对物企经营稳定性、业务协同性、品牌价值打造等方面起到一定保障。
- **稳健现金流助力发展：**央国企及优质民营物企充足且可动用现金对于市场化拓展、收并购、多元业务发展提供有力支持。
- **强市场化竞争能力持续起效：**基于强大股东方背景、持续稳健发展，央国企及优质民营物企在招投标、战略合作、合资合作等方面更具优势；部分央国企非住业务开展较早、规模较大，先发优势已较为明显。
- **业绩增长确定性更高：**规模稳定扩张，毛利率下行等成本端压力更小。

● 非住宅在管面积对比



● 14家主流物企中央国企、民企现金流情况对比



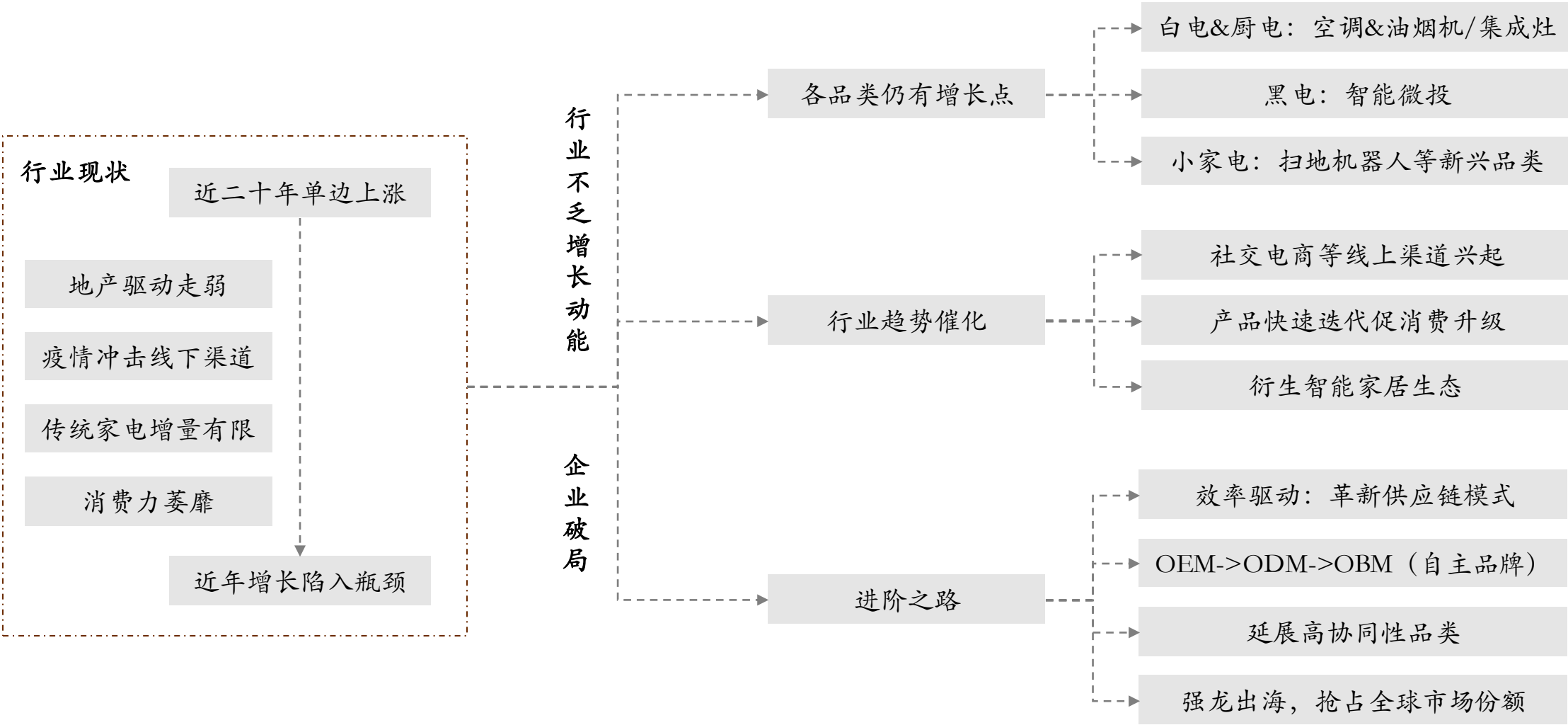


目录CONTENTS

- 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升
 - 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
 - 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
 - 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒
- 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显
 - 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
 - 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
- 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级
 - 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
 - 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 8.1行业：品类繁多&产业链长，近年行业增长陷入瓶颈
 - 8.2驱动：中长期不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 8.3蜕变：自主品牌华丽转身，蛟龙出海风生水起
 - 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

投资建议及风险提示

8.1.1逻辑图



8.1.2家电四大品类：功能性白电体量大，小家电市场蓬勃兴起

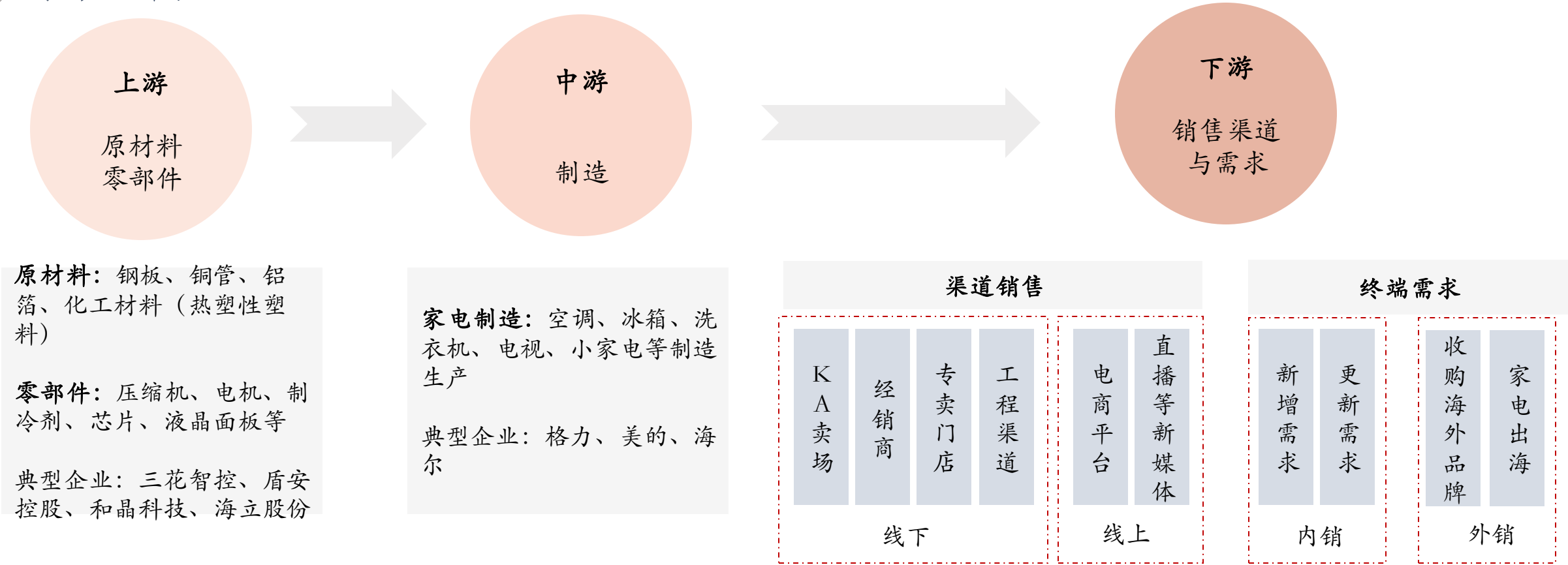
➤ 家用电器主要分为4种类型，分别为黑电、白电、厨电、小家电。其中白电主要指 “空冰洗” 三大件，属传统刚需消费范畴，产品同质化、标准化程度较高，总体规模体量较大；小家电则为近年新兴的个性化可选消费领域，细分赛道众多，目前以偏重清洁、个护、厨电品类为主。



8.1.3 产业链覆盖范围广，兼具制造业与消费属性

➤ 从产业链看，家电行业受上游原材料价格波动及下游渠道销售、需求等影响。通常上游零部件企业规模较小，前五客户集中度高，但中游的龙头家电制造商（美的、格力等）大多拥有完整产业链，且采购策略较为分散，同时对下游渠道管控能力也相对较强，因而拥有较高的议价话语权与产品定价权。

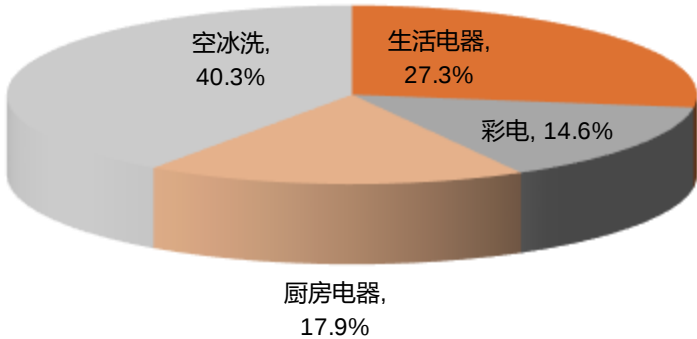
● 家电产业链布局



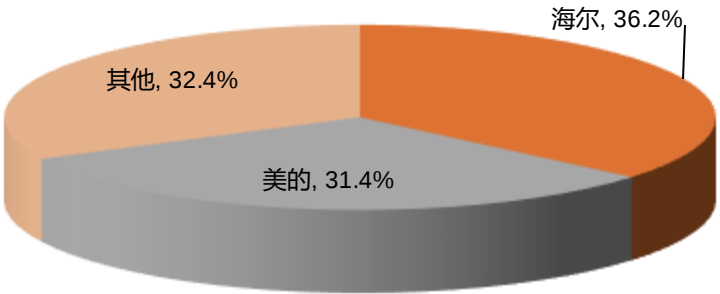
8.1.4白电体量最大，龙头市场地位固化

- 根据中国电子信息产业发展研究院发布的《2022年中国家电市场报告》显示，家电4大品类中，白电的零售额占比最高，2022年传统三大件零售额合计占比约40.3%，其中空调、冰箱、洗衣机分别占比19.6%、12.3%、8.4%。
- 历经多轮行业周期与洗牌，传统大家电已进入以存量更新为主的瓶颈期，“空冰洗”均已诞生出国内自主品牌龙头，市场格局已相对固化；例如空调、洗衣机市场分别呈现“格力+美的”、“海尔+美的”的双寡头格局，冰箱则为“一超多强”，海尔一家市占率超3成，中小品牌的发展空间较为受限。

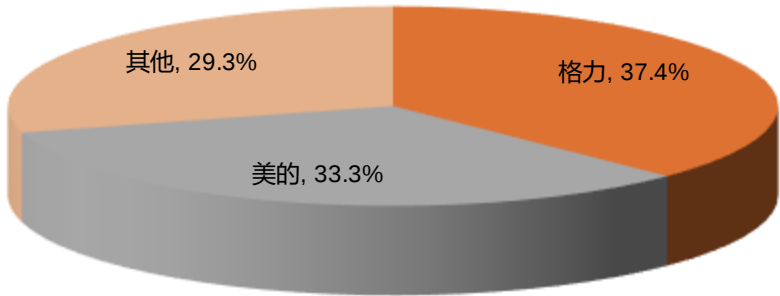
2022年各品类家电零售额占比



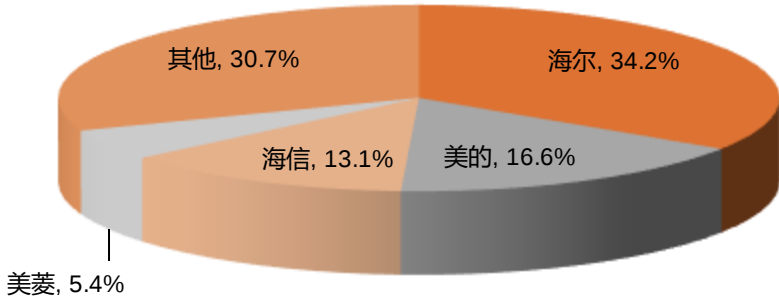
洗衣机市场格局（以2021年内销出货量为例）



空调市场格局（以2021年内销出货量为例）



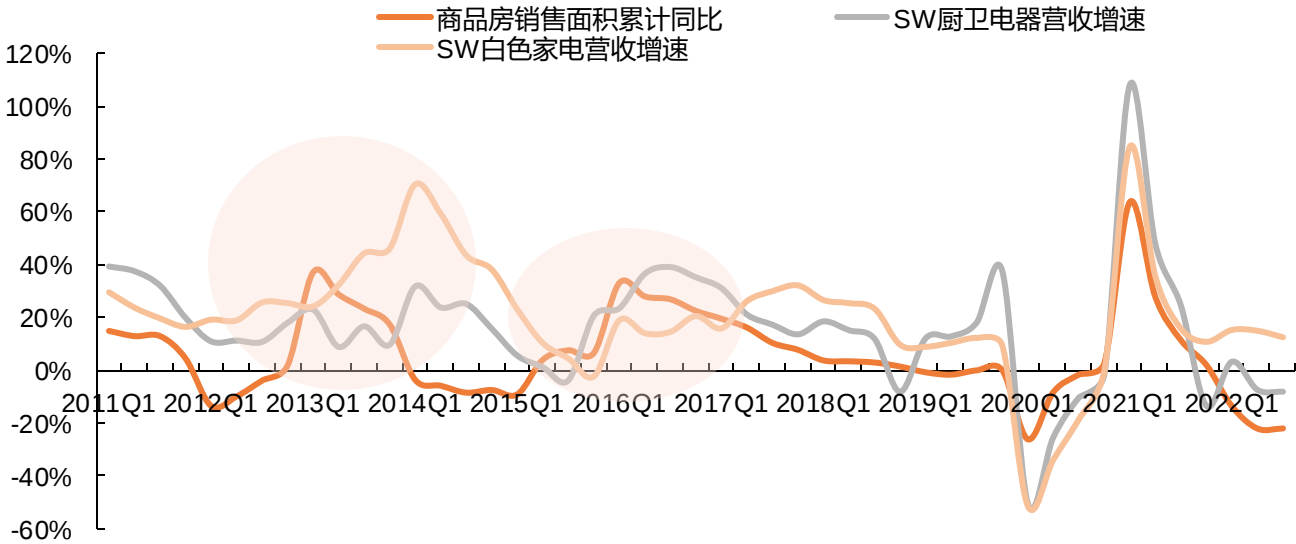
冰箱市场格局（以2021年内销出货量为例）



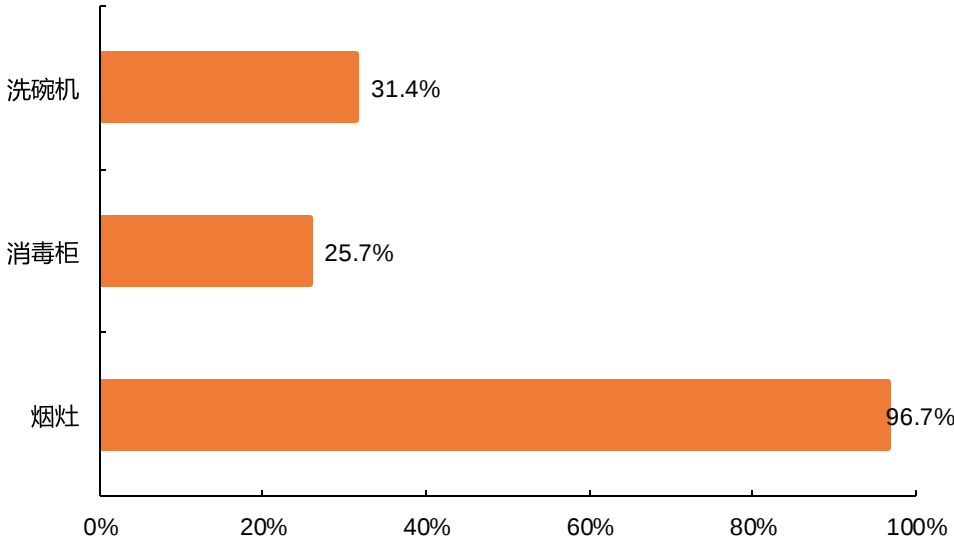
8.1.5厨电&白电与地产关联度较高

- 厨电&白电地产后周期属性尤为突出，但期房预售至竣工交付，再到转化为家电消费需求，具有一定滞后性；尽管家电企业业绩亦受外销、库存等因素扰动，但在装修工序上，厨电对应的硬装早于白电对应的软装阶段，因而过往地产启动周期中厨电业绩企稳大多早于白电。
- 同时厨电传统两件套（烟机、灶具）具备一定前装属性，精装房配置率均在95%以上。随着近年精装修普及率提升以及后续“保交楼”进度落地，厨电龙头依赖工程渠道，市占率有望保持领先。

厨卫电器&白电与地产周期相关度较高



2022年精装房市场各品类厨电配套率



8.1.6小家电市场蓬勃兴起

➤ 国内小家电行业起步晚、品类多、迭代快、渗透率低，伴随线上销售渠道发展蓬勃兴起。随着居民可支配收入提升，小家电成为提升居民生活质量的重要一环，且由于品类繁多且单品类零售额相比白电等较小，具有明显的长尾效应；其体积小，无需安装，单品售价低等特性亦迎合线上销售特点。

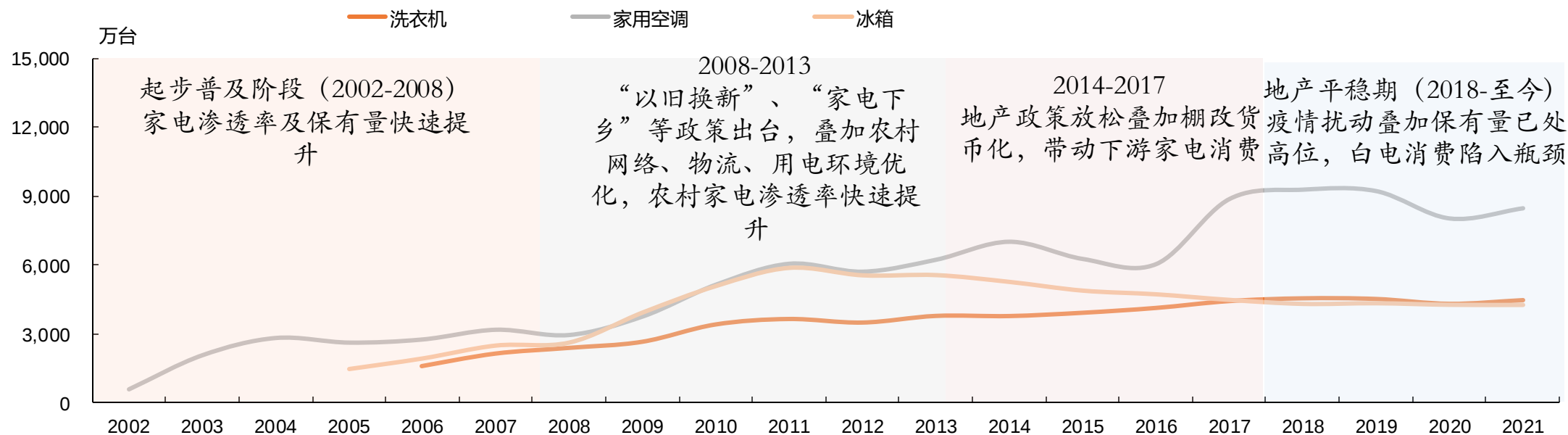
小家电分类



8.1.7近二十年单边上涨，亦受地产、消费刺激政策阶段性影响

- 受益于上游房地产行业兴起与家电保有量提升，家电行业作为地产后周期消费行业，近20年销量呈倍数级攀升。
- 在单边上涨的大周期中，行业也会受到地产、家电消费刺激阶段性影响。如2008年金融危机后，政府为扩大内需、提振经济，2008-2013年密集出台三大家电消费刺激政策“家电下乡”、“以旧换新”和“节能惠民”，叠加彼时农村家电渗透率尚低及用网环境改善，内销提振作用明显。但短期刺激政策不可避免透支部分中长期需求，例如冰箱近年已呈现内销量下滑趋势。

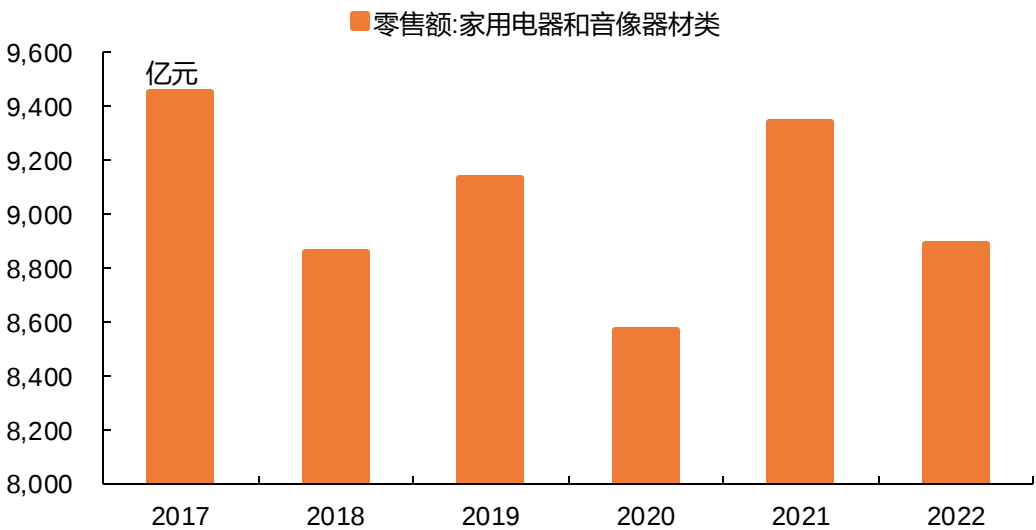
“空冰洗”内销量复盘



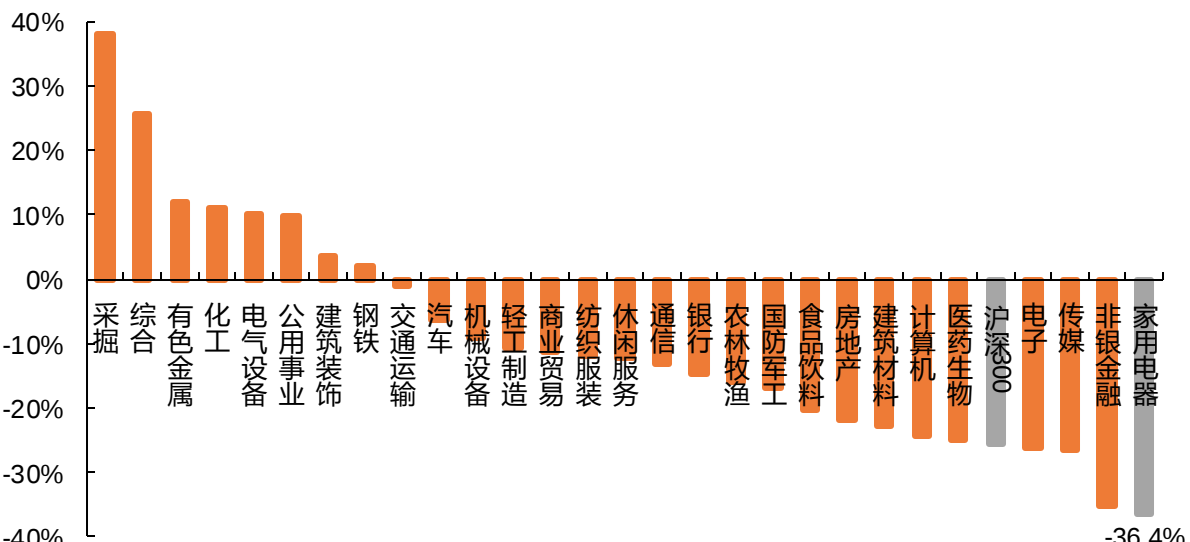
8.1.8近年增长陷入瓶颈，短期需求走弱引发长期天花板担忧

- 我们认为近年国内家电行业零售额陷入增长瓶颈主要源于：
 - **地产**：地产周期向下叠加传统家电保有量高，增量需求有限，且传统家电在家电行业整体业绩端占比较大，因而直接拖累家电零售额表现；
 - **疫情**：传统大家电在销售渠道上较为依赖线下渠道，疫情扰动导致线下渠道销售不畅，亦对传统制造业开工等造成影响；
 - **消费力**：“存量更新”、“迭代升级”催化的家电消费逐渐成为可选消费，当前居民收入与消费信心尚且不足，导致家电消费萎靡。
- 同时海外加息周期导致外需不足，叠加原材料价格上涨、制造业缺芯拖累行业毛利率下滑，引发资本市场对行业信心缺失及中长期天花板担忧。

近年家电零售额陷入增长“瓶颈期”



申万家电板块大幅跑输沪深300 (2021.1.1-2022.12.31)



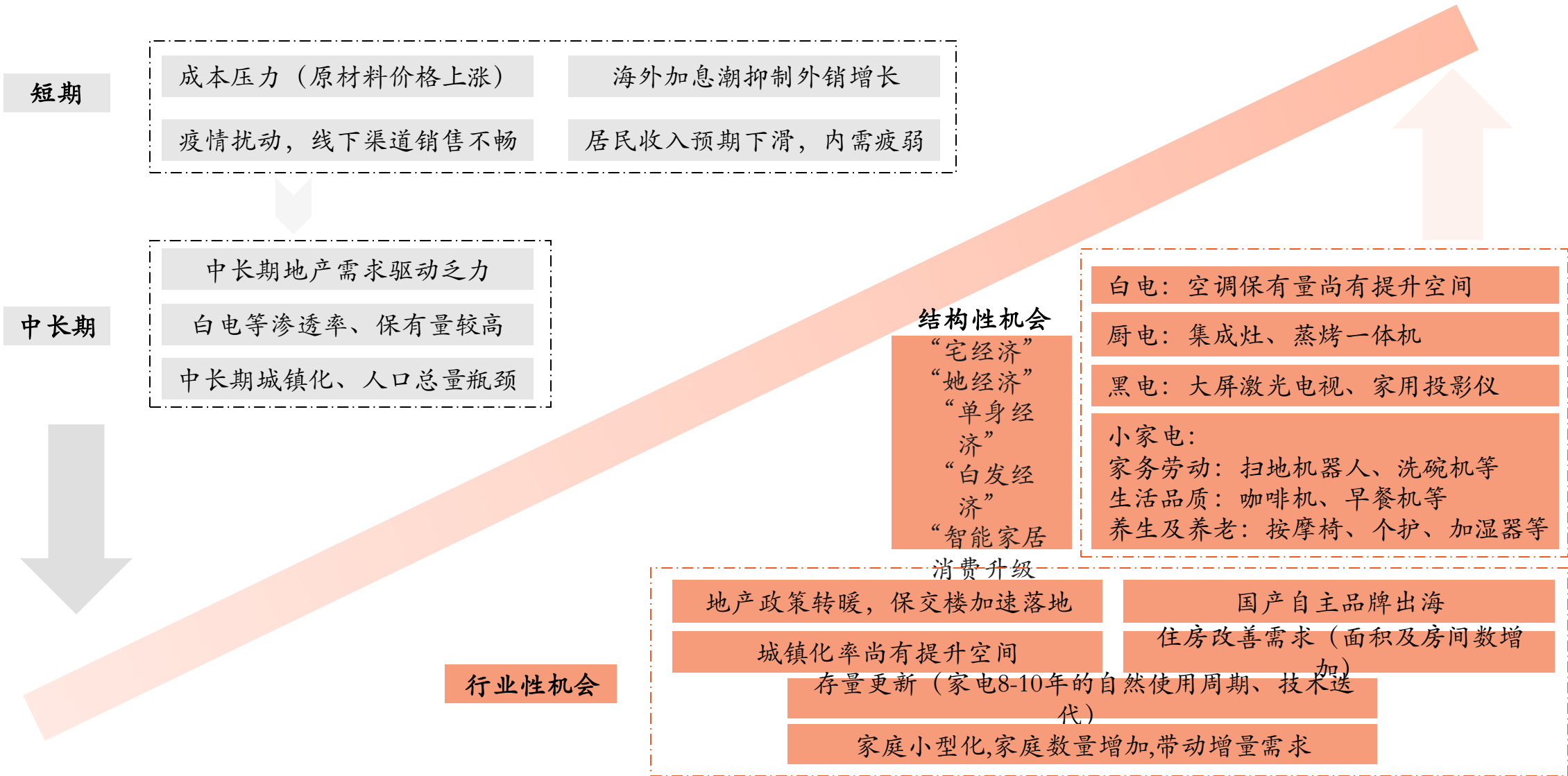


目录CONTENTS

- 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升
 - 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
 - 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
 - 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒
- 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显
 - 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
 - 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
- 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级
 - 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
 - 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 8.1行业：品类繁多&产业链长，近年行业增长陷入瓶颈
 - 8.2驱动：中长期不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 8.3蜕变：自主品牌华丽转身，蛟龙出海风生水起
 - 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

投资建议及风险提示

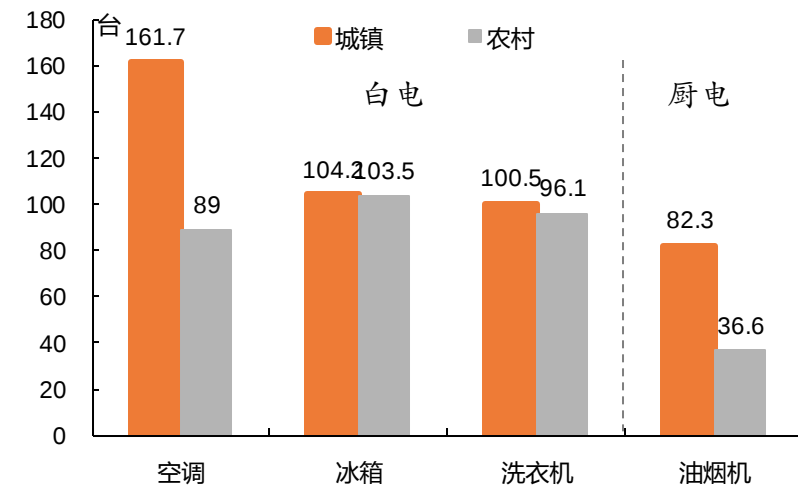
8.2.1驱动与制约并存，中长期仍存机遇



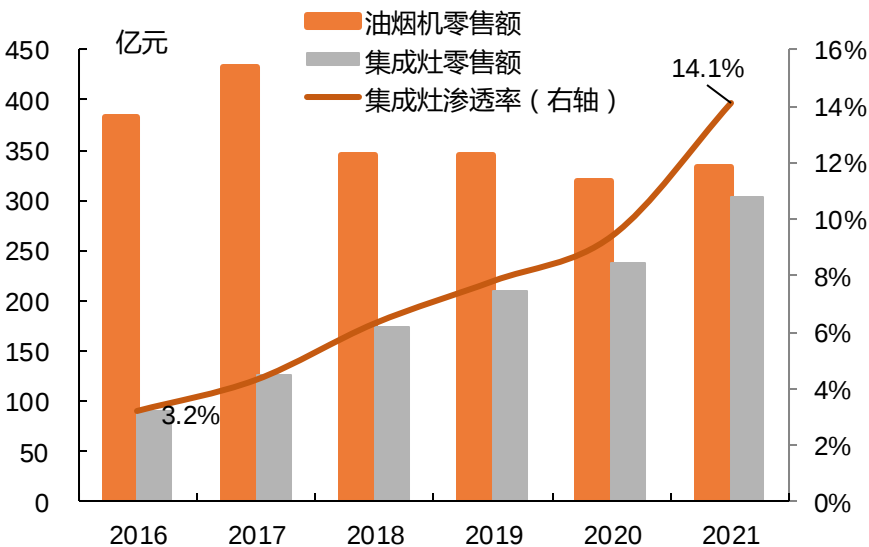
8.2.2 白电&厨电：受益地产暖风与存量更新，部分品类需求仍有提升空间

- **冰箱&洗衣机需求更多来自存量更新：**从白电、厨电细分品类每百户保有量看，冰箱、洗衣机每百户保有量已至100台上下，空白增量空间有限，考虑家电使用年限多在10年左右，且2008-2013年“家电下乡”政策已推行约10年，我们认为后续冰箱、洗衣机需求更多来自存量迭代更新。
- **空调&油烟机保有量尚有提升空间：**考虑一户通常安装多部空调，因而空调每百户保有量天花板通常为“冰洗”的2-3倍，当前无论城镇及农村的空调渗透率仍有较大提升空间；同时厨电中的油烟机保有量亦处于快速提升阶段。随着稳地产及需求端政策持续发力，与地产相关性较高的厨电、白电品类有望凭借工程渠道，需求迎来修复。
- **不同于厨电整体萎靡，集成灶零售额连年增长：**受制于地产周期及疫情扰动，油烟机销量近年表现萎靡，但集成灶零售额仍在高速增长；根据奥维云网、华经产业研究院数据，2021年油烟机零售额较2016年下滑13.3%，集成灶则大幅增长237.4%，渗透率亦从2016年的3.2%提升至2021年的14.1%，市场认可度仍在快速提升。
- **集成灶功能性及使用感更优，为传统油烟机的有效替代品。**集成灶集油烟机、燃气灶、消毒柜、蒸烤箱于一体，空间利用、油烟分离效率更高，模块化设计易于拆洗维护，侧吸下排技术亦可大幅降噪，对传统油烟机产生较强的替代作用。

2021年空调&冰箱&洗衣机&油烟机每百户保有量



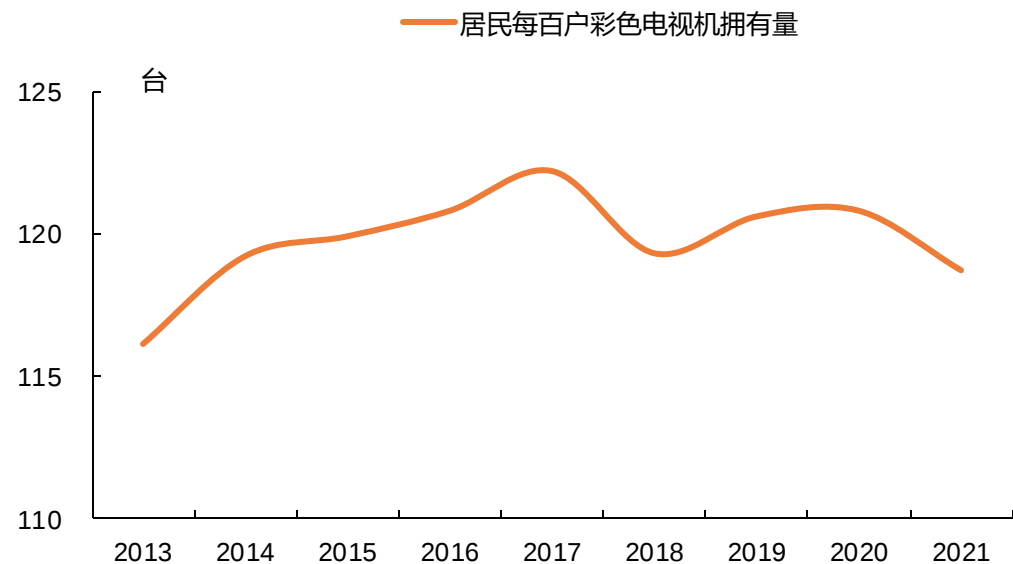
集成灶零售额及渗透率攀升



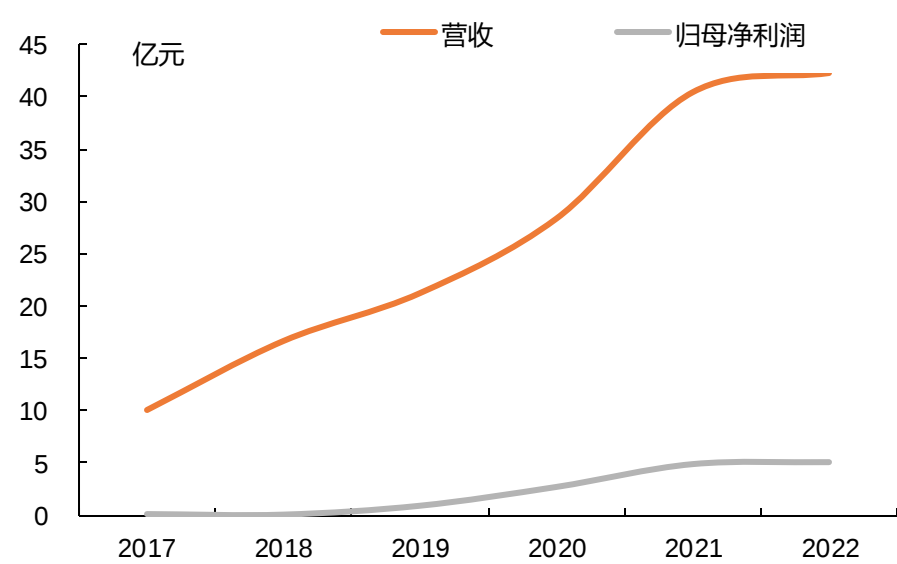
8.2.3黑电：智能微投主打大屏与便携，丰富视觉显示终端

- 彩电市场趋于饱和：2013-2021年居民每百户彩电保有量均位于115台以上，叠加地产周期拐头向下，彩电需求亦受冲击下滑。根据奥维云网数据，2022年全国彩电零售量已连续两年跌破4000万大关，仅为3634万台，同比下降5.2%。
- “大屏+便携”渐成趋势，智能微投丰富场景应用及视觉终端享受：人均住房面积提升，高清视频、体育赛事等内容逐渐催生大屏需求；同时观影者对于多元场景（如户外、家庭观影）影视播放亦有诉求。智能微投的“大屏化”、“小体积便携性”以及相比彩电的性价比，在视觉显示终端与彩电形成有效互补。

每百户居民彩电保有量较高

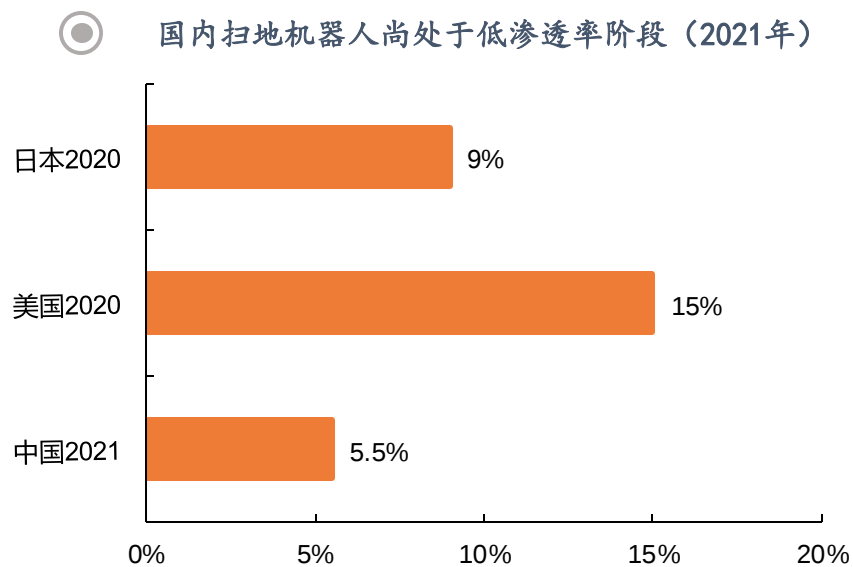
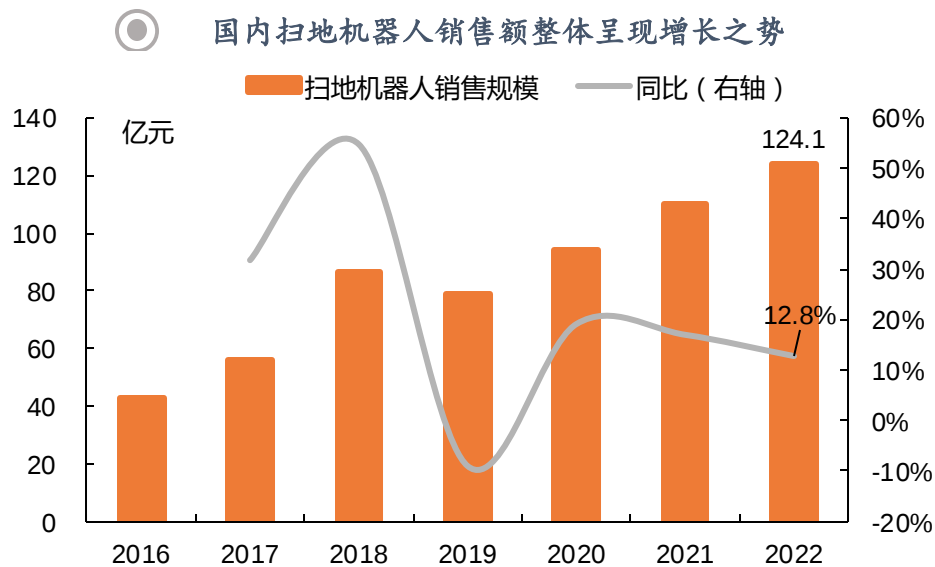


智能微投龙头极米科技业绩连年攀升



8.2.4小家电细分赛道乘势而上：扫地机器人、空气炸锅

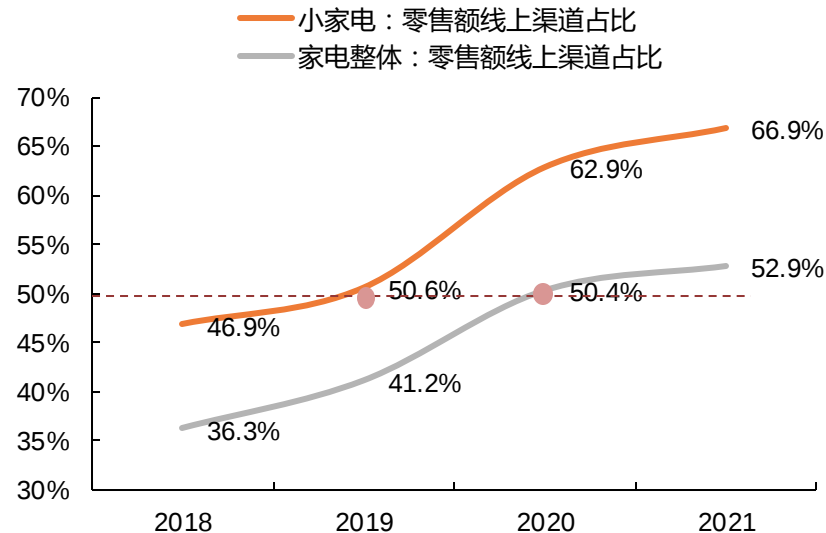
- **扫地机器人：**销售额呈增长之势，尚处于低渗透率阶段。不同于家电行业整体低迷，近年扫地机器人销售额整体呈上升之势，2022年销售额达124.1亿元，同比增长12.8%，2017-2022年CAGR为17.3%。根据Statista、《2022年中国云计算生态蓝皮书》数据，2021年国内扫地机器人渗透率仅为5.5%，对标美国（2020）15%和日本（2020）9%的渗透率，仍处于渗透率快速提升阶段。市场格局方面，目前科沃斯、石头科技等为赛道龙头，同时吸引多家明星资本、传统家电龙头及初创新秀入局。
- **空气炸锅：**“懒宅经济”下，主打健康少油、悦己、精致生活的小家电如空气炸锅、破壁机、咖啡机、电蒸锅等逐渐成为厨房标配。其中空气炸锅凭借“高颜值”、“易操作”、“高性价比”、多功能一体化等优势，因更好满足Z世代群体疫情期间居家烘焙、低油低脂饮食需求而迅速走红。



8.2.5行业趋势催化：新兴线上渠道&产品快速迭代&智能家居生态

- **直播、短视频、内容种草等新兴线上渠道带动小家电突围：**近年伴随电商、尤其抖音等内容社交电商兴起，叠加疫情重塑消费方式，线上渠道逐渐成为家电消费渠道主流。根据中国电子信息产业发展研究院发布的《2021中国家电市场报告》显示，2020年以来国内家电市场线上渠道零售额占比已连续2年超过50%。
- **小家电更加适配线上渠道销售：**传统大家电由于体积大、安装复杂、更加依赖产品售后服务，因而对线下渠道依赖性强；但小家电凭借单价低、免安装、更加注重颜值等爆款商品属性，更易于让消费者在较短决策周期内产生消费冲动，因而其线上零售额占比更高。
- **产品快速迭代促消费升级：**用户厌倦家电类产品一成不变，“以旧换新”推动消费升级迭代，同样考验企业突破力与前瞻力。传统家电推陈出新速度较慢，即使用户有心尝试新品，但耗资不菲且旧产品还需另作处理。同时Z世代消费群体对新产品、新技术又有较强的“尝鲜”意愿，对产品品质迭代、外观时尚、功能性、人性化设计等有较强诉求。
- **单品家电有望链接形成智能家居生态：**智能家居又称智能住宅（Smart Home），即在住宅场景中利用网络通信技术、自动控制技术、音视频技术等将家庭设施设备、家电等集成链接成管理系统，提升家居生活的安全性、便利性、舒适性。随着社会节奏加快以及逐渐进入老龄化社会，智能家居在老人居家安全、儿童看护、宠物看护等方面大有可为。

整体家电&小家电零售额线上渠道占比



科沃斯回收“以旧换新”方案





目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

- 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
- 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
- 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

- 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
- 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
- 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

- 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
- 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 8.1行业：品类繁多&产业链长，近年行业增长陷入瓶颈
 - 8.2驱动：中长期不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 8.3蜕变：自主品牌华丽转身，蛟龙出海风生水起
- 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大



投资建议及风险提示

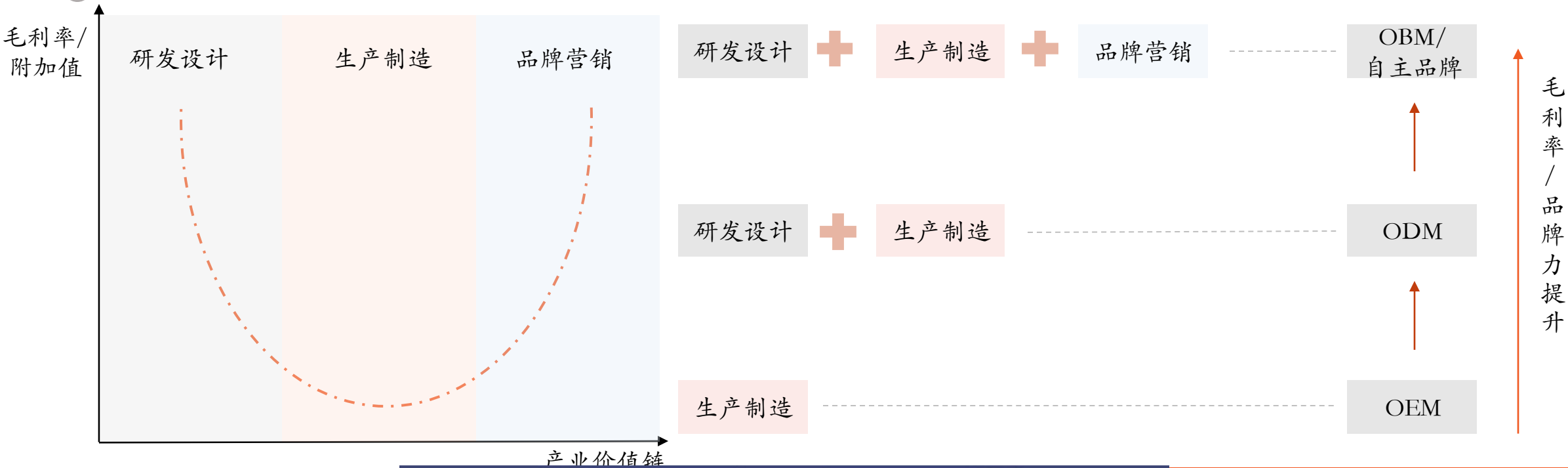
8.3.1 “OEM→ODM→OBM”进阶蜕变，供应链模式革故鼎新

- “OEM→ODM→OBM”升级转变：尤其以代工厂模式为主的及家电企业选择整合产业链、向附加值/利润率更高的微笑曲线两端（设计研发与品牌营销）延伸，提升利润率水平。典型企业如新宝股份。
- 美的“T+3”产销模式自我革新：美的以用户需求为导向，即每款产品从客户下单到送达客户分为4个周期，每个周期3天完成，通过效率驱动达成订单需求，告别粗放低效的传统产销模式。

美的“T+3”产销模式



微笑曲线及OEM、ODM、OBM模式

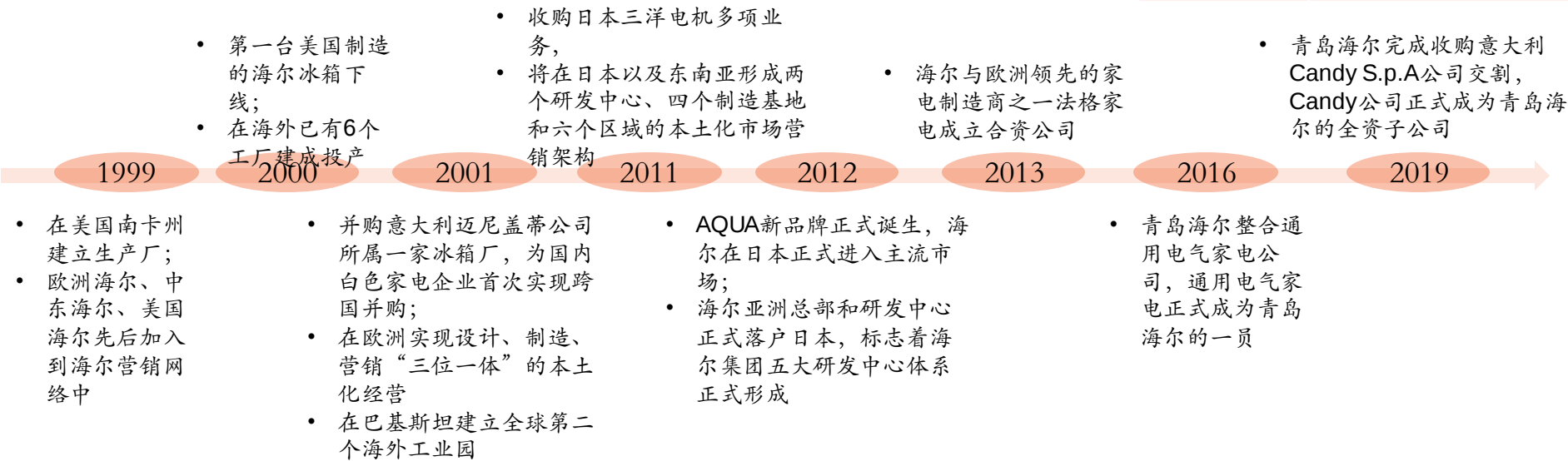


资料来源：施振荣《微笑曲线》，公司官网

8.3.2多品类协同发展，自主品牌蛟龙出海

- 场景&品类拓展，高协同性多品类套购带动客单价提升：以苏泊尔为例，公司从炊具起家，围绕厨房场景扩充新品类，并将场景延申至客厅，从而搭建多品类套购，满足消费者一站式购物需求，直接提升客单价。
- 强龙出海，抢占全球市场份额：我国家电生产制造在全球供应链中占据重要位置。2021年中国空冰洗产量分别占全球产能73.7%、54.8%、42.7%。除常规成品出口外，海尔等在海外设立研发中心、生产基地，搭建配套产业链及营销体系，通过收购国外品牌或建立新品牌进入海外本土化市场。

● 海尔海外拓展主要事件线



● 苏泊尔产品体系

事业领域	品类
炊具	压力锅、炒锅、煎锅、陶瓷煲、蒸锅、汤锅、奶锅、套装锅、珐琅锅、辅食锅、火锅、水壶、水杯、焖烧杯、提锅、保鲜盒、婴童喂养、铲勺、砧板
厨房小家电	电饭煲、主厨机、电压力锅、电炖锅、电蒸锅、电火锅、电热饭盒、破壁机、榨汁机、电水壶、养生壶、料理机、豆浆机、母婴电器、电磁炉、煎烤机、烤箱、空气炸锅
环境家居电器	吸尘器、洗地机、电拖把、除螨仪、挂烫机、电熨斗、衣物护理机、空气净化器、加湿器
厨卫电器	吸油烟机、燃气灶、消毒柜、净水机、蒸汽炉、电烤箱、蒸烤一体机、集成灶、电热水器



目录CONTENTS



上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升

- 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
- 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
- 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒



中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显

- 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
- 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
- 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时



下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级

- 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
- 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
- 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大

9.1复盘：与地产关联度较大，“精装+存量翻新”为新动能

9.2趋势：走向定制整装，跨品类+多品牌+扩渠道

9.3玩家：整装机遇下龙头优势扩大，龙头公司具备alpha行情



投资建议及风险提示

更多免费行业报告

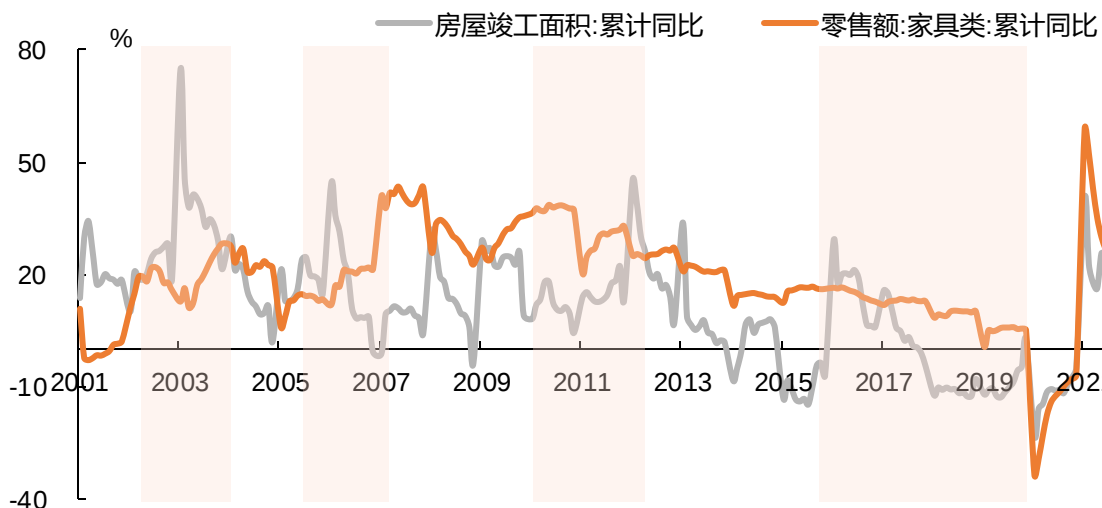
并购家

www.ipoipo.cn

9.1.1家居行业历史表现与地产周期高度相关

- 回顾过往板块表现，家居消费与地产竣工景气度关联度较高，竣工增速提升可直接带动家居零售额增长；
- 从估值角度看，家居用品（申万）板块市盈率走势同商品房销售增速表现较为一致，如2014-2016年楼市放松阶段，板块估值亦有明显提振；
- 近年地产新开工与竣工剪刀差持续走阔，未来在刚性交付压力下竣工修复预计可带动家居需求回暖。

过往地产竣工景气度与家具零售额关联度较高

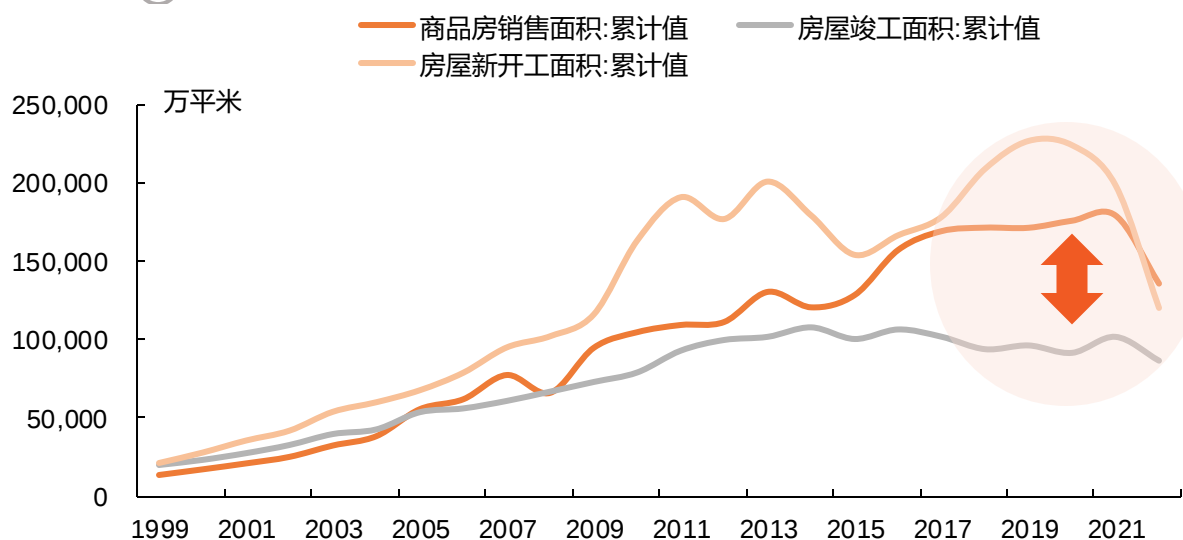


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

过往家居板块估值变化趋势与商品房销售增速较为一致



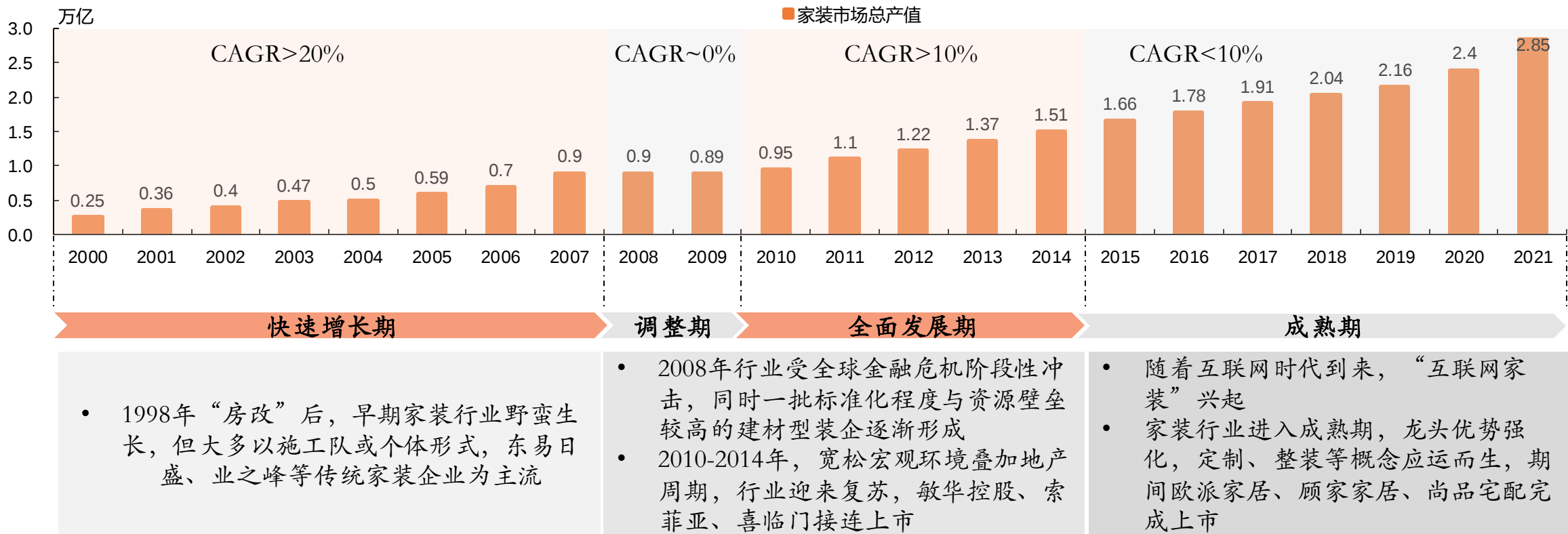
竣工与销售、新开工累计面积形成剪刀差



9.1.2 行业整体增速放缓，步入成熟发展期

▶ 伴随上游房地产行业兴起、城镇化率和人均消费水平提升、以及近年地产政策调整和人口红利减退，家装行业历经快速扩张、调整及发展期，已步入成熟发展阶段（行业整体增速放缓、竞争加剧、龙头市占率有待提升）；据中国建筑装饰协会数据，截至2021年家装行业总产值已达2.85万亿；其中2017年为定制家居企业上市元年，尚品宅配、皮阿诺、欧派家居、金牌橱柜、志邦家居均于当年首发上市。

家装行业发展历程



注：家装市场总产值2000-2019年数据来自亿欧智库，2020、2021年数据来自中国建筑装饰协会《中国家装消费行为研究报告—整装》

资料来源：亿欧智库，《中国家装消费行

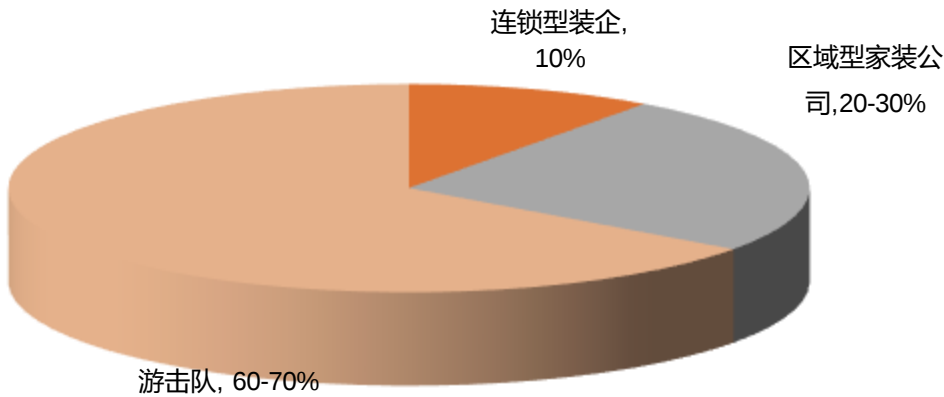
9.1.3 市场参与者众多，标准化程度较低

➤ 由于地产交付更新带动的装修体量较大，且家装行业具备流程工期长、环节多、区域属性明显等特点，因而市场参与者众多。如今互联网平台、全屋定制企业、家居卖场等亦纷纷涉足家装。时至今日，家装企业仍然数量较多且以资质非标化的中小企业为主。

● 中国家装行业市场参与者众多



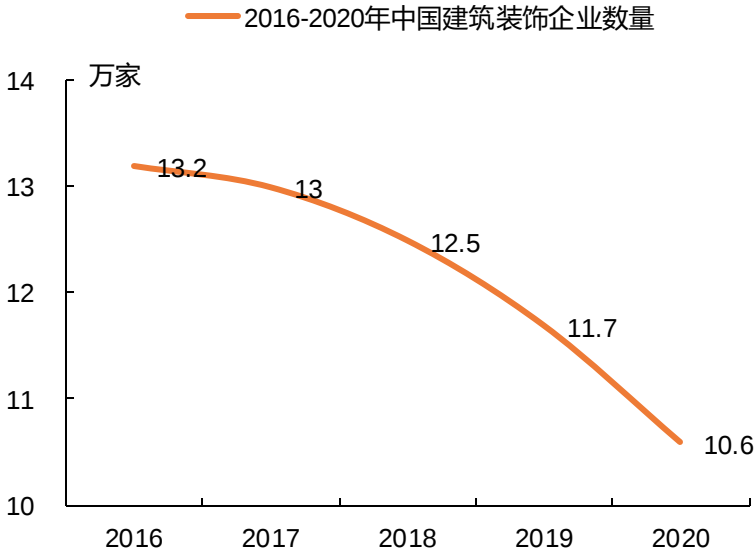
● 中国家装行业市场格局



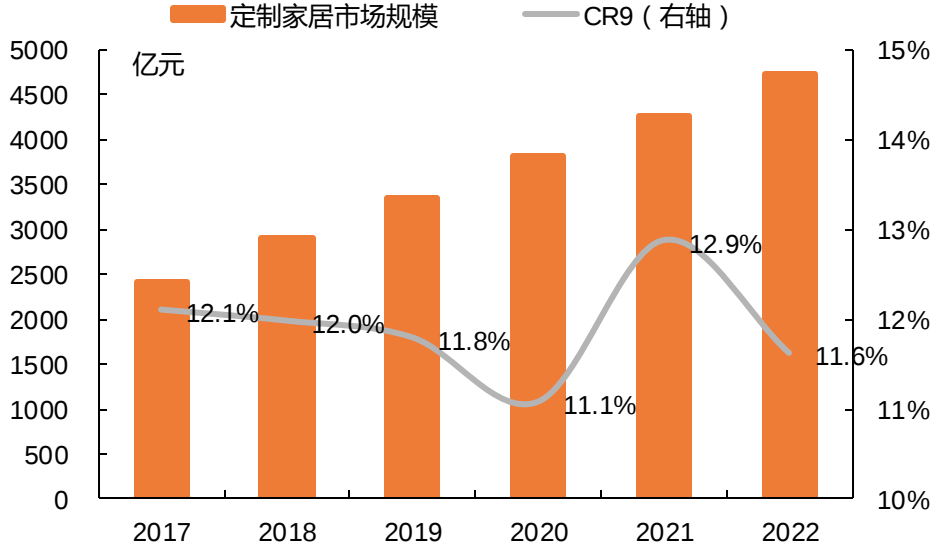
9.1.4 “大行业小公司”，集中度有待提升

- 由于过往房地产行业快速发展、及单一住宅装修老化再次交易产生的多次装修美居行为，装修行业体量巨大且具备连贯式消费特点。根据中国建筑装饰协会统计数据，2020年中国建筑装饰行业企业数量共计10.6万家，呈逐年递减态势，退出企业多以小公司为主；但同时家装企业集中度极低，龙头企业市占率均低于1%。
- 定制家居行业属建筑装饰业下的细分子板块，具有产品同质化、门槛低等特点，行业集中度同样较低。截至2022年CR9仅为11.6%；但随着定制家居公司品类拓展、整装业务布局等，龙头竞争力逐渐显现，未来行业集中度有望进一步提升。

2016-2020年中国建筑装饰企业数量



定制家居市场规模及集中度



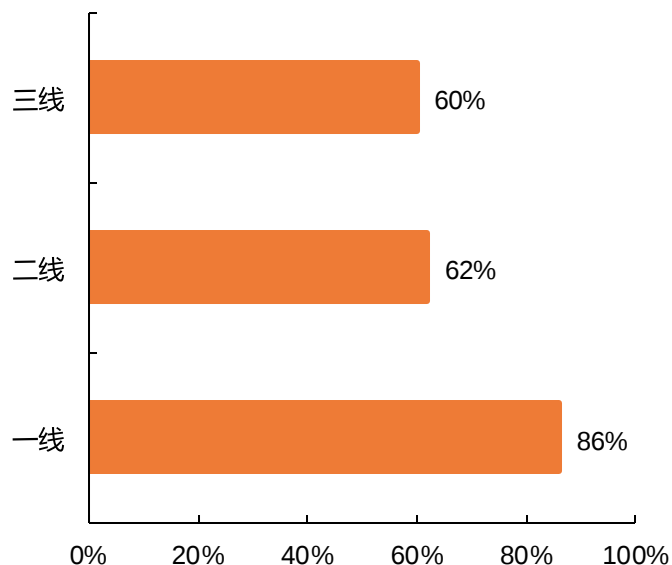
注：定制家居市场规模数据来自华经产业研究院，CR9计算方式为欧派家居、索菲亚、尚品宅配、志邦家居、好莱客、金牌橱柜、皮阿诺、我乐家居、顶固集创总营收之和除以当年定制家居市场规模

资料来源：wind，华经产业研究院，中国建

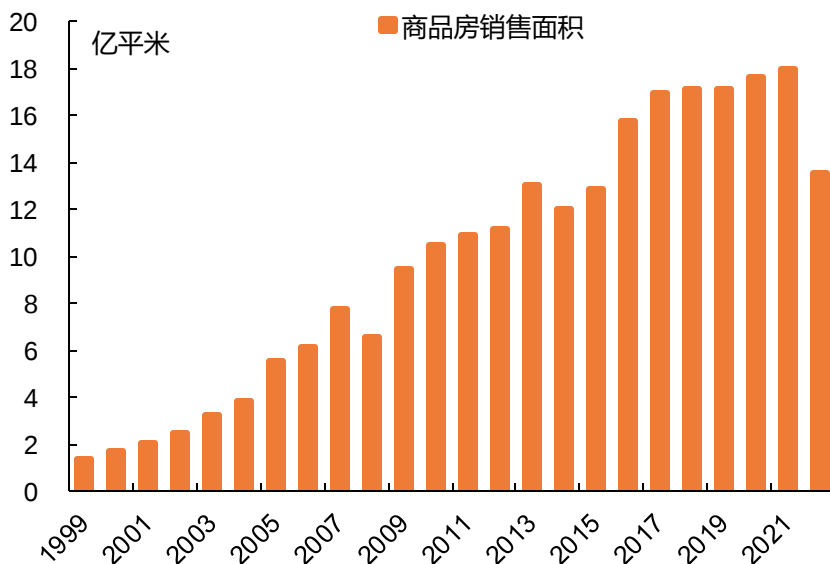
9.1.5 “精装+存量翻新”为行业需求重要来源

- 过往家居行业紧随房地产市场发展，行业景气度与上游地产竣工周期密切相关，精装修率提升可直接带动家居公司大宗业务增长。但房企更倾向于与规模化、服务标准较高的品牌合作，因而家居行业大宗业务头部集中度相对较高。
- 同时我国存量房基数庞大，按照8-10年（建材家居产品平均使用期限）的再装修周期估算，受地产周期和政策调控影响较小的旧房翻新需求或成为推动家居家装行业零售业务增长的重要驱动力之一。随着新房销售增速放缓，高能级城市二手房交易渐成主流，同时消费主力逐渐过渡至80-90后，对存量房改造等美居要求更高，该项业务市场份额有望进一步扩大。

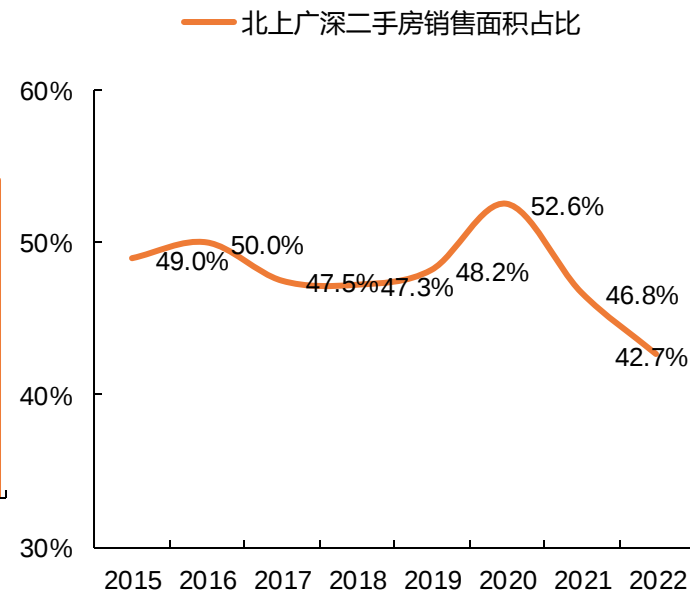
2021-2022H1代表城市新推盘精装修市占率*



存量商品房市场巨大



一线城市二手房销售面积占比



注：各线城市精装修率为克而瑞统计50家房企2021年1月-2022年6月在22城的精装修推盘数占比

资料来源：克而瑞，中指院，wind，平安



目录CONTENTS

- 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升
 - 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
 - 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
 - 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒
- 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显
 - 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
 - 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
- 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级
 - 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
 - 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大
 - 9.1复盘：与地产关联度较大，“精装+存量翻新”为新动能
 - 9.2趋势：走向定制整装，跨品类+多品牌+扩渠道
 - 9.3玩家：整装机遇下龙头优势扩大，龙头公司具备alpha行情

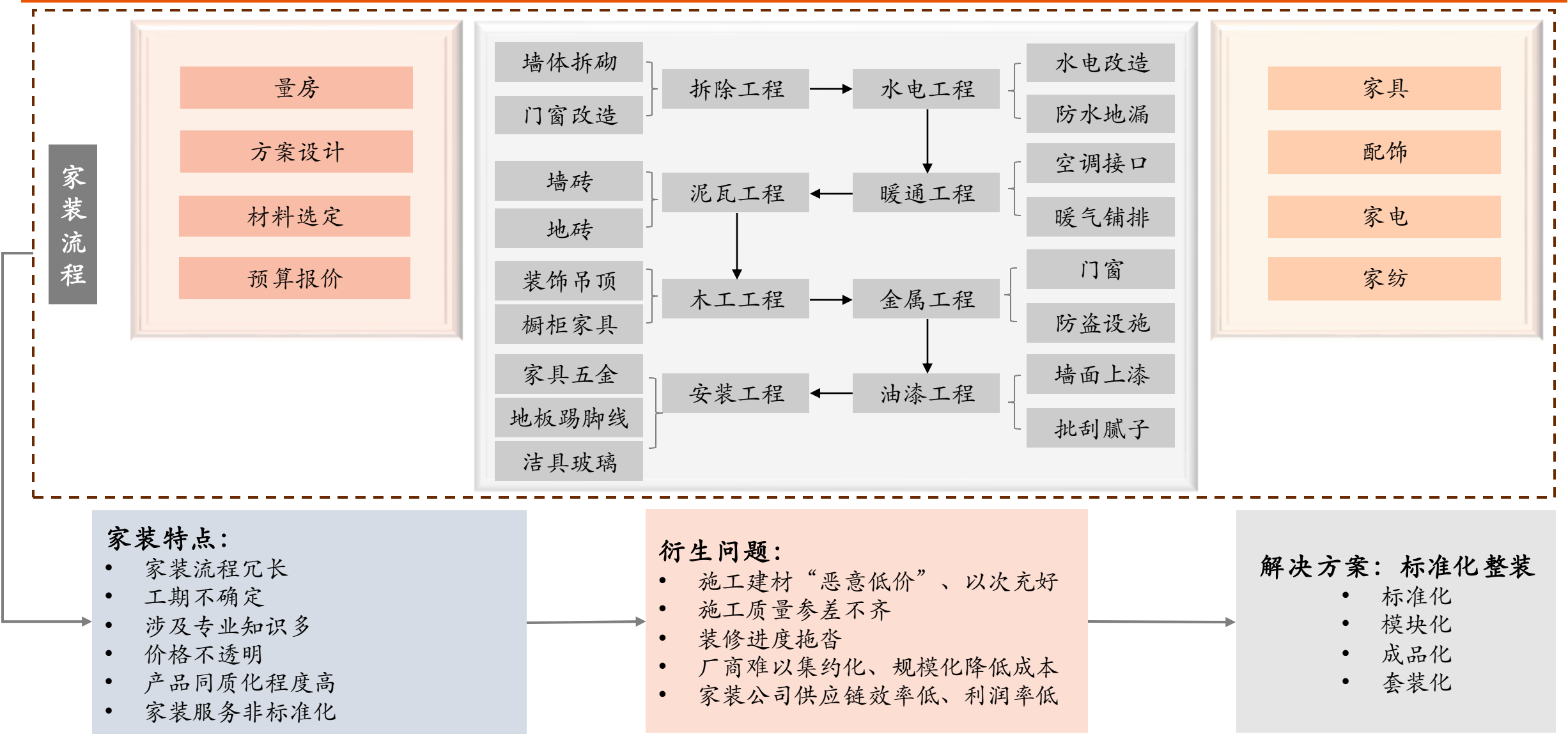
投资建议及风险提示

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

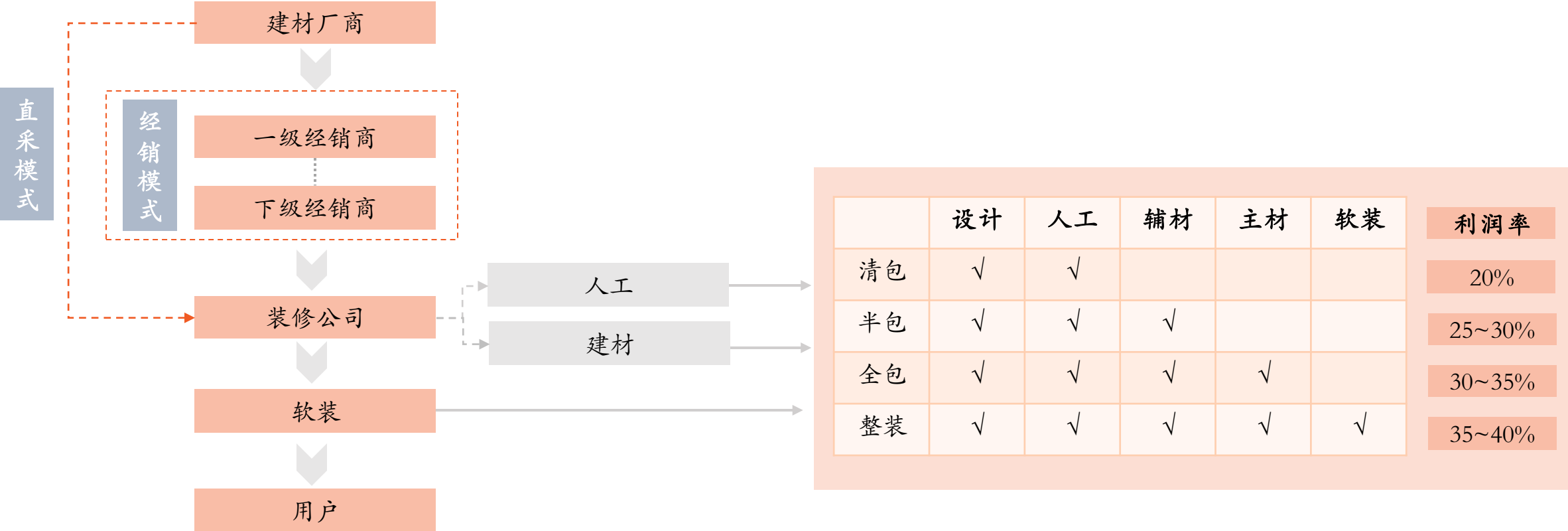
9.2.1家装流程长、痛点多，“标准化整装”成理想解决方案



9.2.2何为“整装”？

➤ 整装即前端提供设计服务、整合家装流量，后端实现多品类家居定制生产的“全产业链”整合；其中家装作为导流入口，获取订单后进行一体化设计，并将需求反馈至生产端，采用直采模式来避免经销商的渠道费用。在整装“大家居”趋势下，企业通过产业链延伸布局增厚利润，简化供应链环节，为消费者提供从设计、施工到验收售后的一体化服务。

家装产业链及各模式差异



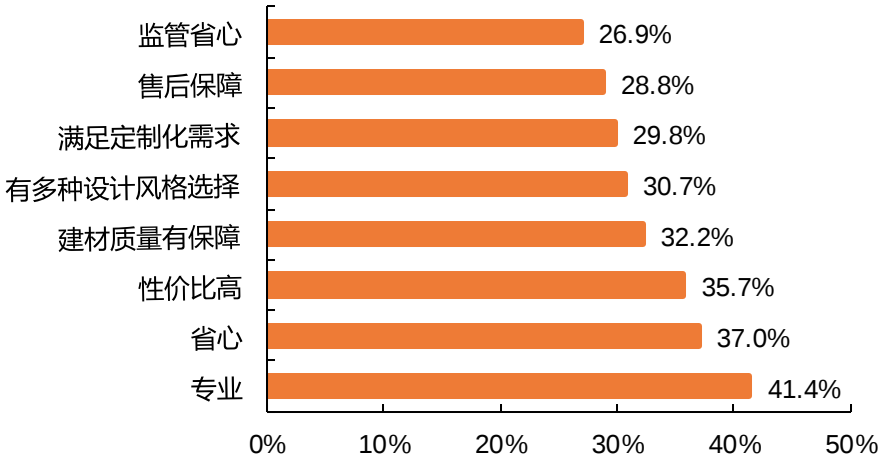
注：装修主材是必不可少主体原材料，如地板、瓷砖、灯具、门窗、开关插座、吊灯、壁纸、水槽、橱柜等；装修辅材是量大并起到辅助作用的打基材料，如水泥、沙子、砖头、电线、水管、乳胶漆、腻子粉、木板、保温材料、隔音材料等。

资料来源：土巴兔官网，艾瑞咨询，平安证券

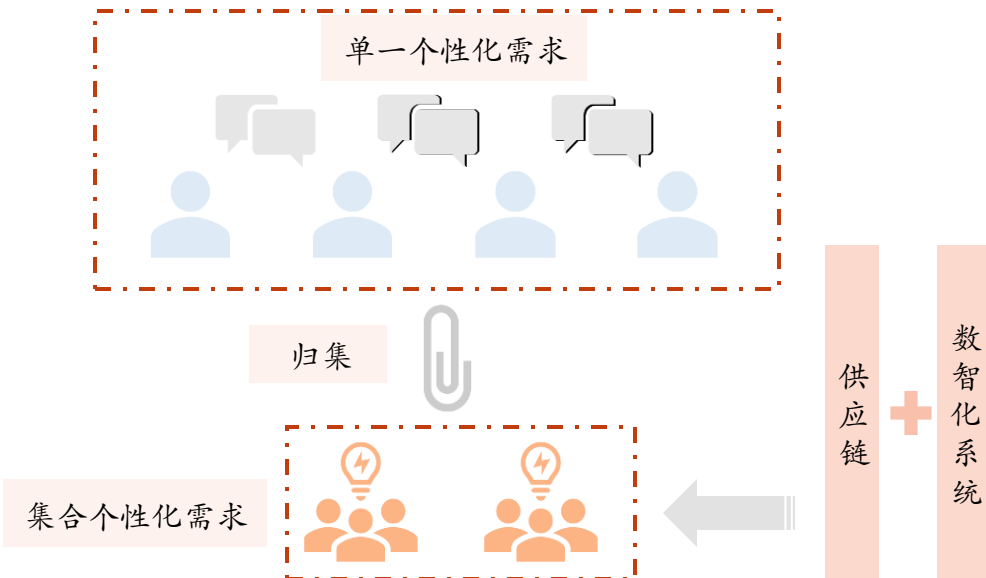
9.2.2 整装缘何兴起？

- **消费者角度：**传统家装存在计价不透明、质量参差不齐、搭配风格不统一等问题，且消费者出于工作时长等约束，不愿耗时耗力跟进冗长流程，对装修流程简化要求更高。而整装通常有品牌背书，流程价格透明、设计风格较为统一。同时，整装还可为消费者提供一站式采购、售后服务便利，无需为采集材料在多家厂商间比价、东奔西跑，验收售后方面只需对接一家整装公司，省时省力。
- **家装公司角度：**
 - **降低采购成本：**家装公司推出标准化、成品化的限定整装套餐，集合订单批量集约化采购，发挥规模效应，降低采购成本；
 - **易于复制、实现规模化扩张：**标准化、共性较强的模块化产品易于复制，有助于突破传统家装的区域性，打造自身供应链与信息化系统，规范全流程监测与售后，实现规模化扩张；
 - **提升客单价及利润率：**整装下的多品类采购亦可直接提升客单价，如2021年土巴兔半包工程平均客单价为8-10万元，但同期整装业务平均客单价通常可达20万元及以上水平。

中国用户选择整装服务因素分析

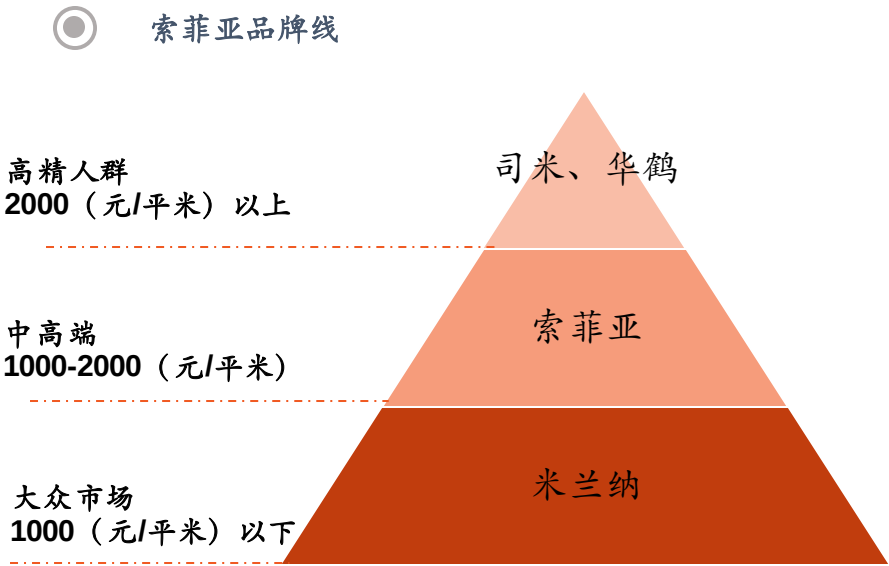


供应链匹配个性化及整装需求



9.2.3玩法：跨品类+多品牌，推动“大家居”战略落地

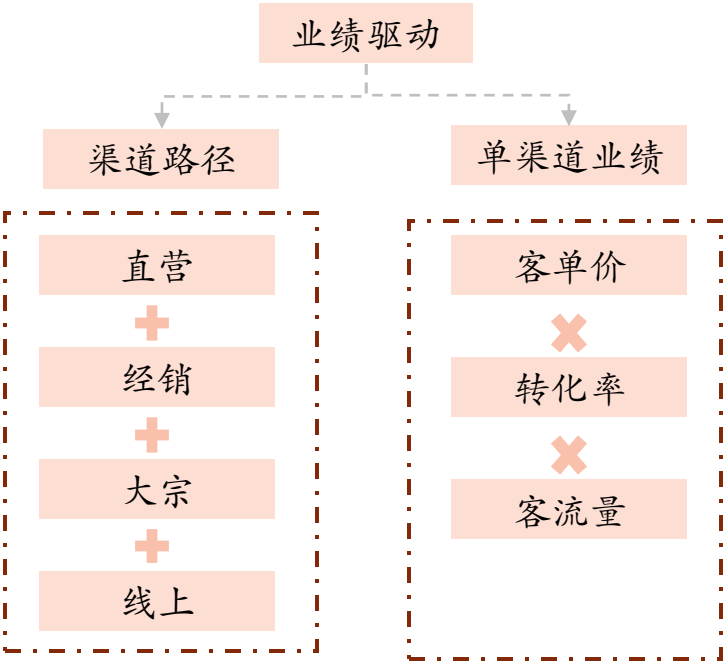
- **跨品类：**以欧派、索菲亚为例，欧派从定制橱柜起步，目前已覆盖整体厨房、衣柜、卫浴、木门系统、金属门窗、软装、家具配套等整体家居产品；索菲亚则从定制衣柜起步，已实现衣柜、橱柜、门窗、墙板、地板等全品类覆盖。
- **多品牌：**以索菲亚为例，“索菲亚”品牌主要定位中高端市场，价格区间在1000-2000（元/平米）区间；“司米”品牌和“华鹤”品牌定位高精人群，价格区间在2000（元/平米）以上，其中“司米”品牌主打橱柜产品、“华鹤”品牌主打木门产品；“米兰纳”是2021年公司推出的整家定制新品牌，聚焦大众市场的年轻消费人群，主打高性价比与互联网营销方式，价格区间定位1000（元/平米）以下。同时围绕“大家居”战略，公司对索菲亚、司米、华鹤品牌进行品类扩充升级，索菲亚推出橱柜和门窗产品，司米推出衣柜产品，华鹤提供全屋定制产品服务，满足不同消费人群全品类一站式购物需求。
- **推出标准化整装套餐，辅以个性化设计：**整装需兼顾平衡标准化与个性化，“标准化”以降低成本，从而产生可复制性，同时做到“个性化”迎合消费者需求。因此定制家居企业纷纷推出“标准化硬装+个性化定制家具+一体化软装”的整装套餐引流，依托自身品牌背书与渠道、管理等资源优势发力整装。但通常套餐难以完全覆盖全屋定制所需面积，因而实际产生的客单价或更高。



9.2.3玩法：渠道模式变革，扩门店、线上线下一体化营销等拓份额

- **扩门店**：如欧派采用以经销商专卖店为主，同时以大宗业务、直营店和出口为辅的复合销售模式，经销商专卖店已从2018年的6708家增长至2022年的7615家。
- **线上线下一体化营销**：如索菲亚积极拓展互联网营销和数字化营销方式，通过线上导流至线下门店，实现零售渠道流量多元化。电商营销成绩显著，截至2022年，索菲亚品牌实现天猫“618”（全屋定制类目）六连冠。尚品宅配以新居网MCN继续探索优化直播电商带货新模式，打造内容电商开放平台。

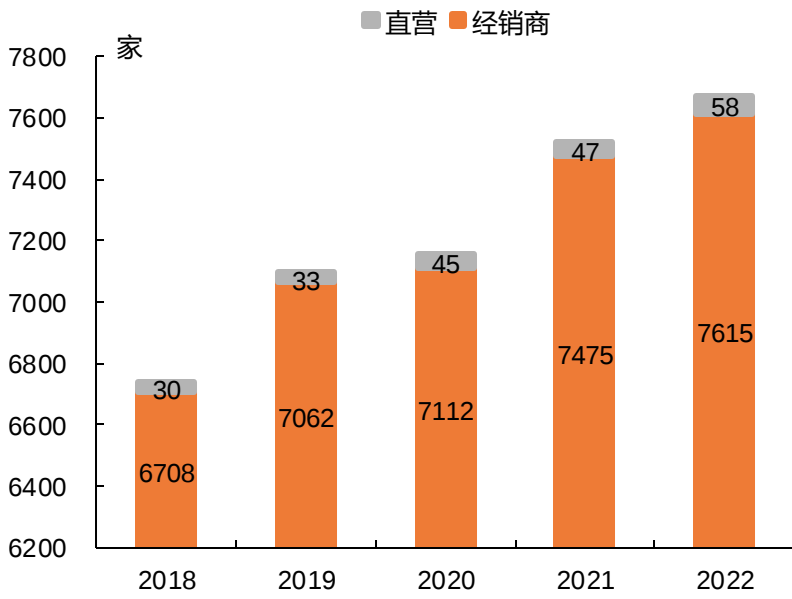
家居公司业绩驱动力拆解



索菲亚连续6年天猫618同品类销冠（截至2022年）



欧派直营与经销商门店数量





目录CONTENTS

- 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升
 - 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
 - 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
 - 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒
- 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显
 - 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
 - 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
- 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级
 - 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
 - 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大
 - 9.1复盘：与地产关联度较大，“精装+存量翻新”为新动能
 - 9.2趋势：走向定制整装，跨品类+多品牌+扩渠道
 - 9.3玩家：整装机遇下龙头优势扩大，龙头公司具备alpha行情

投资建议及风险提示

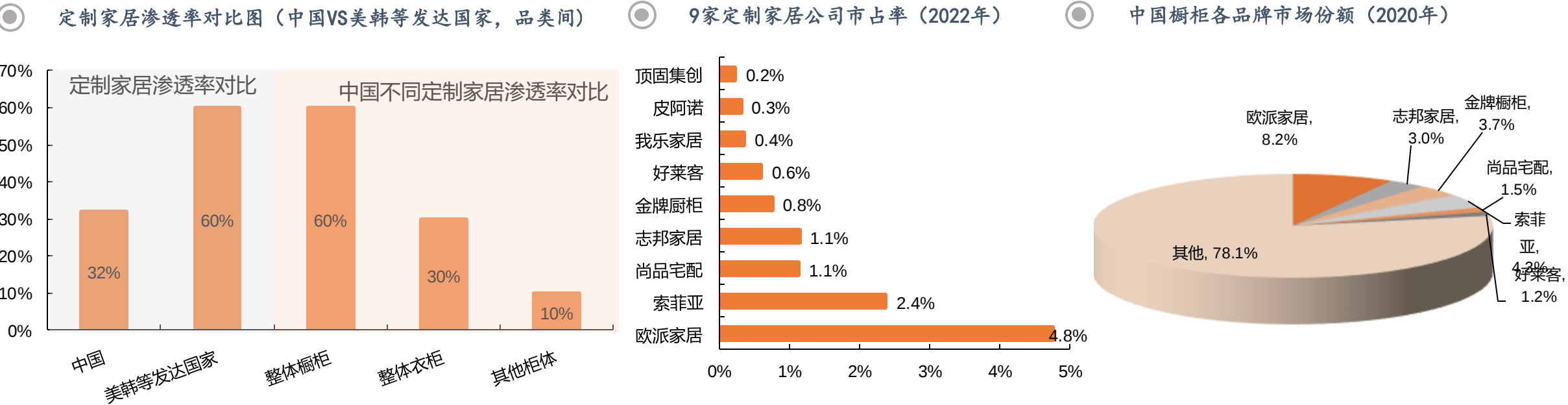
更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

9.3.1国内定制家居对标海外渗透率有限，分品类整体橱柜渗透率最高

- 根据奥维云网数据，截至2019年我国定制家居行业渗透率仅为32%，对比美韩等发达国家60%左右的渗透率，仍处于较低水平。分品类看，起步较早的整体橱柜渗透率达60%左右，定制衣柜渗透率达30%左右，而其他柜体尚处于市场导入期，渗透率尚不足10%。
- 此外我国定制家居行业仍存在区域分散化、行业进入及退出门槛低等特点，进而造成行业长尾效应、集中度低；截至2022年市场份额最大的欧派家居市占率仅为4.8%。

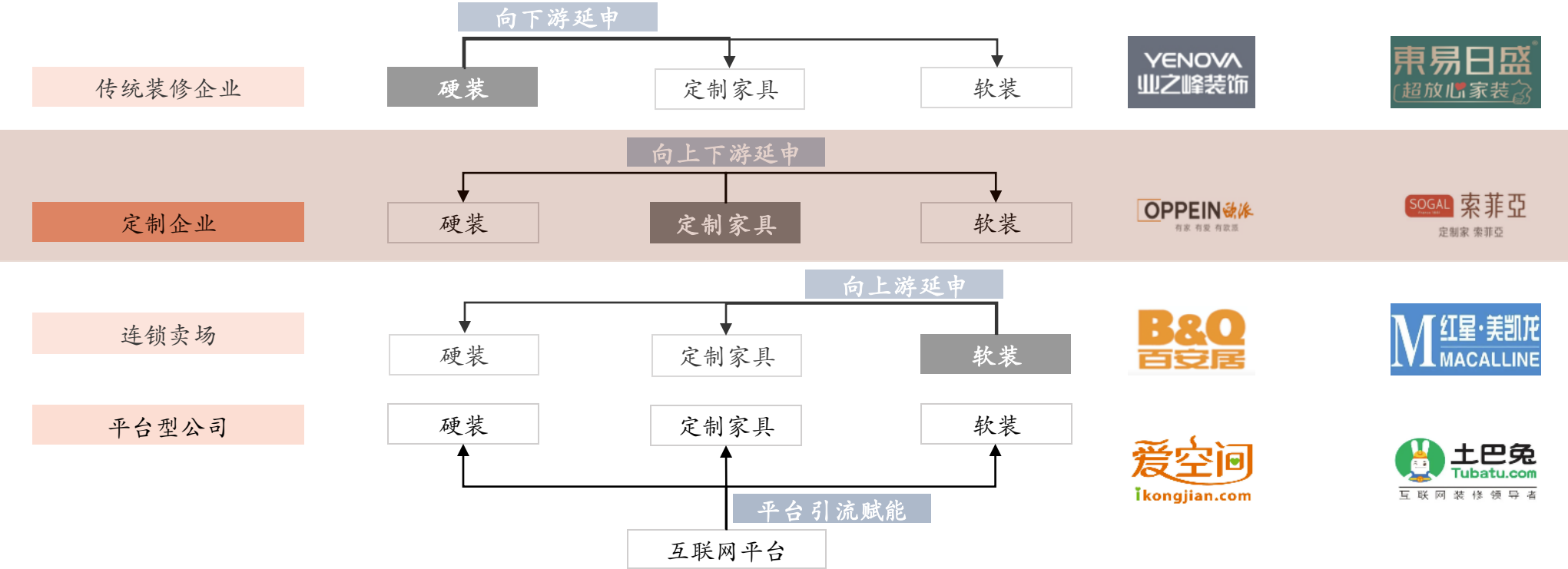


注：定制家居总市场规模数据来自华经产业研究院，市占率由2022年定制家居公司收入/2022年定制家居市场规模计算得到
 资料来源：华经产业研究院、《2022-2027

9.3.2整装模式主要玩家：定制家居企业更具切入优势

- 当前传统装企、定制家居企业、建材家具卖场、平台公司等纷纷相互延申产业链，向整装“大家居”进军，加速行业洗牌。传统家装企业从硬装向软装配套等延伸；家居企业通常与优质装企合作，利用自身供应链及渠道优势赋能装企，为自身引流；平台服务商则更倾向于利用互联网平台输出自身信息化系统及供应链能力等。
- 我们认为定制家居企业切入整装赛道更具优势：一是在制造环节，定制家居企业具备木制品家居设计及供应链管控优势，具备较高壁垒，其余行业参与者较难涉足；二是定制家居企业通过与装企合作，即可从装修设计环节获取流量入口，将自身产品融入整体家装设计中，掌握先发优势。

◎ 各类型家装参与者上下游延申方向



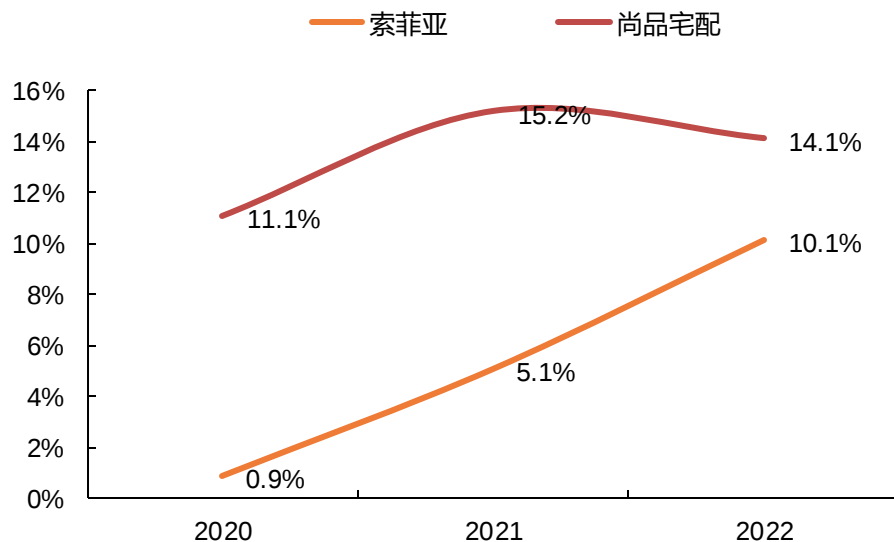
9.3.3整装模式机遇挑战并存，头部优势有望扩大

- 整装“大家居”于家居企业机遇在于，家居企业通过拓展生产销售品类、以全屋定制为核心产品同时搭售其他合作品牌品类，一站式满足消费者所有采购需求。在当前行业增长乏力背景下，可直接提升客单价、门店坪效、供应链渠道效率，扩大产能提高市场份额。公司从装修最初的设计环节开始获客，更有利于把握品牌选择主导权，与合作品牌形成集群效应，以单带单。
- 整装“大家居”于家居企业挑战在于，一是整装模式对于企业软硬实力，如品牌设计能力、供应链与经销商管理能力、资金实力、成本控制、信息化系统建设能力、售后服务质量等有较高要求；二是发展整装业务需跨界拓展其他品类，且当前家装行业主要玩家均有涉足整装业务，竞争趋于白热化。

➤ 我们认为，头部企业凭借规模化的产品端、服务端、中后台系统等优势面对如上挑战或更加从容。目前整装市场呈现头部品牌强强联合的马太效应，形成护城河，与中小企业拉开差距，未来整装业务或逐渐成为头部公司主战场。

➤ 但龙头企业间在品类拓展亦存在差异分化，如起步橱柜的欧派与起步衣柜的索菲亚。由于在装修流程上，橱柜购置往往先于衣柜且橱柜生产技术壁垒更高，因而起步橱柜的欧派跨界定制衣柜更加容易。从收入表现看，截至2022年欧派家居的衣柜收入已远超其橱柜收入，占比54%；而同期从衣柜跨界橱柜的索菲亚的橱柜收入占比仅为11.34%。

● 索菲亚、尚品宅配整装收入占比提升



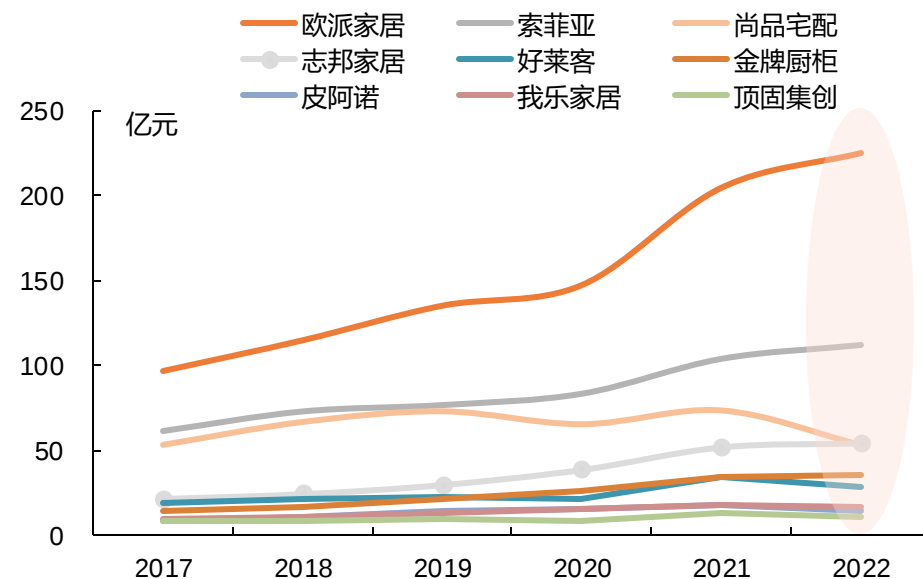
9.3.4欧派模式：“名牌计划”形成集群，信息化塑造产品非标能力

- **名牌计划：**在卖场消费疲软、电商异军突起的消费趋势下，欧派洞察革新家居消费模式，2019年6月创新推出“名牌计划”并不断升级，联合10余家一线名牌，包括西门子、慕思、双立人、圣象、东鹏瓷砖、欧普照明等，囊括家电/电器、软装、家具、主/基材、厨具等家居产品全链条，打造全屋名牌产品一站购平台。公司以精选套餐、爆款单品商城为入口，依托小程序等工具，实现线上线下营销打通，抢占流量入口。
- ◆ 加入欧派“名牌计划”的品牌商家实现众多名牌产品赋能，形成共享流量的集群效应，突破客单价低、流量少、成交转化率等瓶颈痛点。
- ◆ 于欧派而言从产品生产、服务供给者向方案提供者、平台构建者转变，以相对低价供应名牌产品，凭借供应链解决发货问题、终端库存压力，提升收益水平。
- **信息化：**同时欧派围绕“欧派制造2025”战略，以MTDS终端设计营销服务管理系统等五大主干系统打通销售、研发、生产制造、物流运输等全套环节，实现由“从人指挥机器”向“机器指挥机器”跨越，产品非标定制能力进一步跃升。

欧派“名牌计划”，打造全屋名牌产品一站购平台



欧派收入断层式领先





目录CONTENTS

- 上游：玻璃周期特征显著，消费建材集中度提升
 - 一、浮法玻璃：行业周期特征显著，供需匹配尤为关键
 - 二、防水材料：防水提标大势所趋，竞争格局加速优化
 - 三、建筑涂料：存量时代优质赛道，品牌渠道构筑壁垒
- 中游：住宅到商业到代建，多元化趋势渐显
 - 四、住宅：行业格局重塑，发展模式变革
 - 五、商业地产：三大趋势渐显，玩家空间犹存
 - 六、代建：地产轻资产模式崛起，入局代建正当时
- 下游：服务与竣工链并重，持续迭代升级
 - 七、物管：回归服务本源，延续分化格局
 - 八、家电：家电不乏增长动能，细分赛道长坡厚雪
 - 九、家居：家装走向“定制整装”，龙头优势有望扩大
- 投资建议及风险提示

投资建议及风险提示

- **投资建议：**当前楼市整体趋弱背景下，短期关注政策博弈带来的产业链估值修复；中长期来看，地产行业调整亦加速整个产业链出清整合，同时涂料等细分赛道受益存量房翻新、集中度分散，龙头企业市占率仍有提升空间。上游材料供应链建议关注兼具规模及品牌优势，受益行业整合的防水及涂料龙头如东方雨虹、科顺股份、三棵树等；中游开发链建议关注融资及土储占优的强信用房企招商蛇口、保利发展、华发股份、越秀集团、滨江股份等、代建行业龙头绿城管理控股；下游服务及竣工链，建议关注综合实力突出、增长速度及确定性相对更高的央国企及优质民营物企保利物业、招商积余等，同时关注家电家居行业龙头。
- **风险提示：** 1) 楼市复苏持续性不及预期风险，近期楼市复苏呈现疲态，若未来经济及收入恢复低于预期，或带来地产销售低于预期风险；2) 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险，目前部分房企融资端压力仍未得到大幅缓解，若后续资金端持续恶化，或带来地产产业链新一轮信用端风险；3) 目前部分热点城市土拍持续火热，若未来市场快速复苏，或存在政策端收紧风险。

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一