

重识建材之三：拆解利润率弹性

华泰研究

2023年8月16日 | 中国内地

深度研究

自上至下拆解利润表解析净利率，寻找利润率修复高弹性个股

重识建材系列构建了高频实物量跟踪体系、复盘了消费建材的经营和股价表现，本报告聚焦消费建材的利润率弹性。通过自上至下拆解利润表指标，我们得出如何从报表层面分析板块公司特点及判断净利率边际修复的弹性，将其运用到消费建材各板块及典型公司上，我们尝试找到在未来周期修复进程中，针对板块及个股应关注的核心要点。我们看好新政策窗口期，家居消费相关领域持续获得政策支持，看好靠近竣工端，兼备渠道与品牌，成本侧压力或有较好缓解，且未来战略调整有望带来经营效益提升的个股，重点推荐北新建材、兔宝宝、亚士创能、蒙娜丽莎、坚朗五金。

方法论：自上而下拆解利润表，解析净利率弹性

我们认为多重冲击下，消费建材2022年的利润率明显偏低，根据对历史利润率的复盘和利润表指标的详细拆解，将有助于理解23H1板块利润率的回升，并辅助预判全年的利润率恢复弹性。我们首先将利润表各指标转化为营业收入百分比的形式，从1)绝对值占比层面，观察对净利率影响最大的财务科目，一定程度能够反映公司的商业模式，以及后续边际调整的空间；2)占比的同比变化，观察近几年各类扰动因素影响下，净利率同比变化的具体成因，在后市扰动因素消除/修复后，公司利润率边际修复的空间。我们认为应重点关注毛利率、期间费用以及减值的同比修复。

原材料价格已有10-30%回落，费用规模调控已现，营收质量改善

我们将消费建材不同子行业大致分为毛利率敏感型和费用敏感型，对消费建材各板块逐一进行复盘。我们认为23Q2成本侧压力延续Q1同比缓解态势，各主要原料价格已有10-30%回落，结合品牌、市场竞争、上轮周期特点，可以辅助判断毛利率修复情况。部分公司销售/管理费用绝对值22年已同比下降或增幅减缓，与之相对的是销售/管理人员人数的下降，若精简人员战略进一步推进，或带来一定利润率弹性。减值风险层面，各公司收现比、应收账款均值占营业收入比例一定程度反映公司此前的商业模式，根据22年以来的边际修复情况，能够辅助预判后市相对减值风险敞口。

重点关注成本压力延续缓解、利润表结构或边际向好的个股

大复苏环境下，我们相对更看好竣工侧和地产后周期公司的营收复苏强度，且需要兼具强消费属性和品牌/渠道优势。毛利率角度，考虑成本侧压力改善+毛利率历史分位+市场竞争，修复弹性较好的品种或有瓷砖、管材、涂料、五金及石膏板；费用角度，涂料、瓷砖、外加剂费用绝对值、或相关员工人数已有降幅或增速趋缓，此外坚朗五金提升人效战略较为明确；减值风险角度，管材、石膏板、板材、瓷砖、五金等板块收益质量改善显著，后市风险敞口或能缩小。综合上述各要点，推荐23H2利润率弹性有望表现个股：北新建材、兔宝宝、亚士创能、蒙娜丽莎、坚朗五金。

风险提示：保交楼政策后续支撑不足，原料价格再度大幅上涨，典型公司经营改善未达目标。

建材

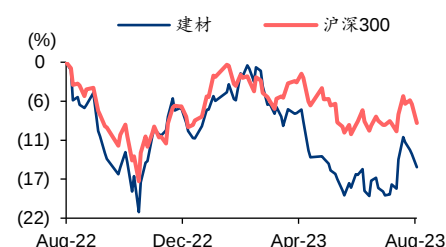
增持（维持）

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

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

研究员 张艺鑫
SAC No. S0570520070002 zhangyilu@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

行业走势图



资料来源：，华泰研究

重点推荐

股票名称	股票代码	目标价 (当地币种)	投资评级
北新建材	000786 CH	35.39	买入
兔宝宝	002043 CH	13.80	买入
亚士创能	603378 CH	10.78	增持
蒙娜丽莎	002918 CH	25.40	买入
坚朗五金	002791 CH	105.60	买入

资料来源：华泰研究预测

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

核心观点	3
核心观点	3
有别于市场的观点	3
方法论：自上而下拆解利润表，解析净利率弹性	4
毛利率敏感型：成本波动大，费用摊薄强	7
涂料：毛利率高波动、强销售驱动，修复迹象已现	7
毛利率：成本端压力改善，竞争仍形成牵制	7
销售费率：精简人员带来进一步弹性	9
减值：21 年减值高峰或已过，盈利质量持续改善	9
防水：毛利率高波动，精细管控持续增强，但减值风险仍需关注	10
毛利率：23Q2 沥青成本始降，毛利率有望延续改善	11
期间费用：精细化管理提升人效	11
减值：天然工程产品属性决定	12
管材：销售、管理费率呈现下行态势，重点关注成本变动	13
毛利率：除伟星新材外品牌力不强，成本压力缓解，但难以形成价格支撑	14
减值：22 年风险集中暴露，收益质量改善预示后市减值扰动或变小	14
外加剂：毛利率波动较大，关注经营效益改善	15
毛利率：成本侧压力较大幅度缓解，毛利率修复仍需关注下游生态	16
期间费用：重点关注收入摊薄效果	17
费用敏感型：毛利率相对平稳，工程业务影响大	18
板材：毛利率较为平稳，费用率受收入影响大	18
减值：净利修复重点关注信用减值，风险敞口仍在	19
石膏板：高市占率逆周期性强，盈利能力主要受成本端影响	19
毛利率：主营业务成本端普降，毛利率改善在即	20
期间费用率：处较低水平，人效有望修复	20
瓷砖：成本压力随能源价格下行有所宽松，减值较为充分	21
毛利率：天然气成本大幅下行，毛利率有望修复	22
销售费用：部分公司销售费率处板块较高水平，随精细化管理提升有较好改善空间	22
减值：减值高峰或已过，有望轻装上阵	23
五金：销售费率影响较大，关注公司战略调整	24
毛利率：毛利率理论有 2pct 同比修复空间	25
销售费用：精简人员助力销售费率控制	25
投资结论：关注经营提效带动的利润率高弹性标的	27
风险提示	34

核心观点

核心观点

我们通过从上至下拆解利润表，得出消费建材子板块及其典型公司特点，找出未来净利率边际修复弹性的“锚点”，认为消费建材子板块盈利能力大致可分为毛利率敏感型（涂料、防水、管材、外加剂），以及费用敏感型（板材、石膏板、瓷砖、五金）：

- 1) **毛利率敏感型**：板块近 10 年净利率与毛利率基本呈现同向且幅度相近的变动，且毛利率本轮周期下行较多，短周期我们相对更看好成本侧压力缓解带来的盈利能力修复，如涂料、防水、管材、外加剂等。叠加主要原材料价格较为公开透明，我们可以结合原料价格同比降幅和该原料占营业成本比例量化估计，价格不变假设下，毛利率理论修复空间，再综合市场竞争、产业链地位定性评估其毛利率修复弹性。
- 2) **费用敏感型**：板块毛利率本轮周期变动相对较小，或毛利率与净利率关联度不高，费用率水平在消费建材板块整体中相对靠前，且板块公司此前已出现明显降本增效管理趋势，如板材、石膏板、瓷砖、五金等。结合各公司相关人员人数，以及管理规划，短周期我们更看好降本增效、精细化管理、商业模式调整带来的盈利能力弹性。

最后综合减值角度看，管材、石膏板、板材、瓷砖、五金等板块收益质量改善显著，后市风险敞口或能缩小。推荐综合表现较优个股：**北新建材、兔宝宝、亚士创能、蒙娜丽莎、坚朗五金**。

有别于市场的观点

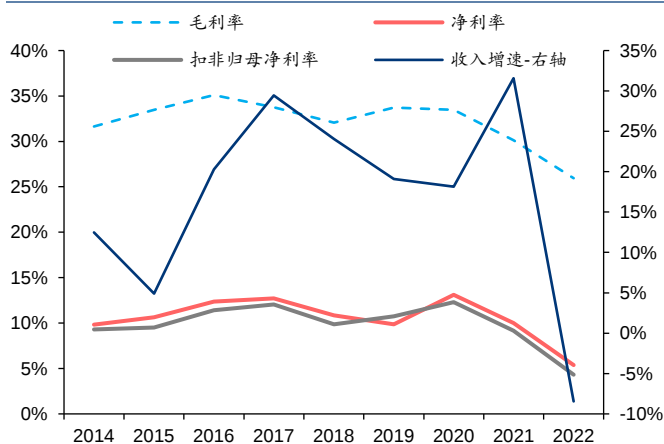
当前市场缺乏对于消费建材板块及公司从财务角度出发解析利润率，更系统且具体全面的分析框架，而本报告的核心是提出了一种研究板块及公司利润表，解析利润率更系统的方法。即首先将整体利润表中各项转化为营业收入百分比的形式，按利润表顺序排序，以更加可视化的方式展示。该方法论不仅可以更进一步向下推演至具体标的公司，解析标的公司利润表报表层面的个性化特征，理解公司商业模式对于最终利润实现的影响；还可以横向外推至不同行业，不局限于消费建材板块的研究。

当前市场研究消费建材板块弹性往往从多角度出发，但难以抓住业绩弹性修复的“锚点”，而本报告则通过上述方法论分析各板块及典型公司利润率修复短期、长期的应关注的核心指标。我们解析了不同板块报表层面的显著特征，和随周期波动的边际变化，从占比绝对值层面讨论历史均值和商业模式差异，结合企业外部成本、竞争、需求等因素，对企业的历史商业模式、盈利能力、产业链地位进行分析评估，找到其后续边际调整的空间；从占比同比变化角度，观察近几年净利率随周期下行的具体成因，找出核心的扰动因素（成本侧压力、前期粗放管理模式、地产债务危机、地产需求下行等），判断在后市扰动因素消除/修复后，边际修复的空间。

方法论：自上而下拆解利润表，解析净利率弹性

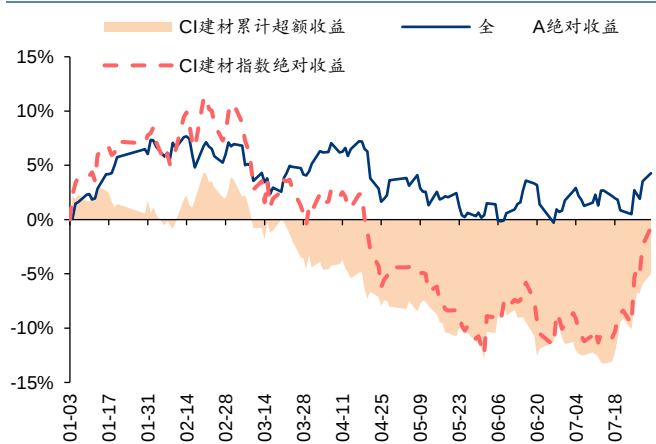
回顾 14-22 年，消费建材板块总体净利率呈现周期波动特点，截至 22 年板块整体营收增速、毛利率、净利率均降至近年最低点，估值受基本面拖累。2022 年，在地产债务危机、需求疲软、施工实物量扰动下，消费建材板块典型公司合计营收同比-8.4%，为 14-22 年间首次出现负增长，基本面拖累下，板块估值跌至谷底。2023 年以来，截至 7 月 31 日，CI 建材指数较年初-0.7%，相比沪深 300 指数-4.0pct、相比全 A 指数-5.0pct。2022 年末 CI 建材指数整体 PE(TTM)估值 15.2x，处于 2010 年至今（7 月 31 日）的 28%分位。截至 7 月 31 日，CI 建材指数整体 PE (TTM) 为 23.8x，处于 2010 年至今的 62%分位，位置仍相对安全。

图表1：14-22 年消费建材营收增速、毛利率及净利率



1 资料来源：，华泰研究

图表2：2023 年以来 CI 建材/建筑指数对全 A 指数收益



资料来源：，华泰研究

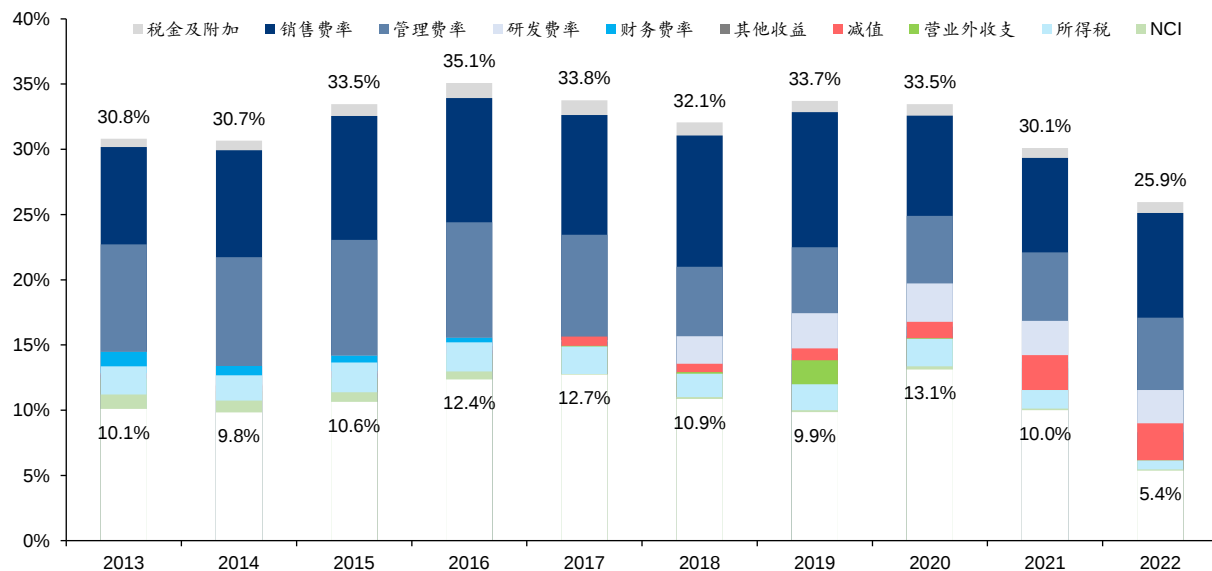
我们认为在行业的不同阶段，消费建材板块整体报表层面随周期波动呈现出不同的特点，不同消费建材公司依据其所处产业链环节和自身经营差异，又呈现不同的财务特征。23 年上半年，我们通过对实物量的高频跟踪，总量层面同比去年有所修复，尤其是地产链竣工端率先改善，推动与竣工高度相关的消费建材子板块营收有所恢复；另外从成本侧，年初至今大宗商品价格已有 10-30% 不等的回落，有望带来利润层面弹性，消费建材板块基本面有望修复，因而本报告旨在找到地产链修复过程中，从利润表角度分析业绩弹性较大的行业及公司。

通过从上至下拆解利润表，我们尝试找出本轮周期内变化最大的细分财务项进行分析，从而推测后市公司业绩弹性。具体方法层面，我们首先将整体利润表中各项转化为营业收入百分比的形式，按利润表上下顺序排序，1) 从占比绝对值层面讨论历史均值和商业模式差异，一方面观察毛利率绝对值的历史变化，结合企业外部成本、竞争、需求等因素，对企业的盈利能力、产业链地位进行分析评估；另一方面观察毛利至净利中间，各财务项目的影响程度，一定程度反映公司此前的商业模式，和后续边际调整的空间；2) 从各项指标占比的同比变化，观察近几年扰动因素如成本侧压力、地产债务危机、地产需求下行的影响下，净利率同比变化的具体成因，在后市扰动因素消除/修复后，边际修复的空间。

1) 从消费建材板块整体出发，绝对值角度看，过去十年中板块盈利能力呈现明显的两轮周期波动，销售、管理费率及减值对盈利能力影响较大：2013-16 年，宏观经济下行压力下，14 年初地产调控政策转向，棚户区改造快速放量，地产销售面积同比出现改善，实物量反弹带来需求提振，叠加期间大宗商品熊市价格普跌，消费建材板块公司规模快速扩张，规模优势显著体现，板块整体毛利率显著上行，优质个股异军突起，在此期间，“渠道为王”驱使板块内各重点关注公司聚焦渠道扩张，销售人员人数快速增长，从而致使销售费率逐年提升，占营收比例逐渐超过管理费用，最终成为四费中影响最大的财务科目；2017-18 年，快速扩张带来的供需失衡后果显现，供给侧改革推动，原料、人工成本上涨，叠加 18 年去杠杆政策推进下，地产板块再次受创，盈利能力转为下滑；19 年，集采和精装房快速发展，为消费建材需求带来新驱动，带来份额向头部集中利好，消费建材公司业

绩与规模齐升，同时部分典型公司同地产绑定程度更深，成为后续减值的重要诱因；20 年 3 月疫情缓和后，消费建材作为刚需景气度再度回升，直至 21 年下半年，房企信用风险暴露，叠加全球通膨，原料、能源价格高企，实物量向下，消费建材报表层面跌至谷底。

图表3：13-22 年消费建材板块毛利率与净利率的差值拆分



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

NCI（Non-controlling Interest）：少数股东损益

本文消费建材板块仅研究重点/影响因素较大公司，具体包含：三棵树、亚士创能（涂料）；兔宝宝（板材）；北新建材（石膏板）；东方雨虹、科顺股份、凯伦股份（防水）；伟星新材、永高股份、雄塑科技、东宏股份（管材）；帝欧家居、蒙娜丽莎、惠达卫浴、东鹏控股、箭牌家居（瓷砖卫浴）；坚朗五金（五金）；苏博特、垒知集团、红墙股份（外加剂），下文同。

资料来源：，华泰研究

2) 消费建材板块整体角度出发，同比变动角度看，重点关注毛利率、期间费用以及减值的同比修复。15-16 年归母净利润率提升主要源于毛利率的持续修复所致，17 年虽毛利率下行，但收入同比增长有效摊薄费率，带来净利率的进一步上升，18 年毛利率延续下行趋势，然而销售费用绝对值提升，销售费率反弹加深盈利能力下滑；19 年受北新建材诉讼事件影响，整体净利率有所下滑，若剔除当年因石膏板诉讼案造成的营业外支出 19.3 亿元影响，实际归母净利润率测算为 11.6%，同比+0.7pct，20 年剔除销售费率中运费重分类至营业成本造成的影响，毛利率重回修复赛道，净利率重回正常区间；21-22 年，能源及大宗商品大幅涨价下，毛利率深跌，叠加 22 年地产债务危机、经济波动，营收 10 年内首次出现负增长，费用摊薄效果削弱，各企业同时大幅计提减值，使得净利率连续下滑。

图表4：消费建材板块报表内财务项占营业收入百分比同比变动（pct）

	Δ 归母净利率	-Δ 税金及附加/营收	-Δ 销售费率	-Δ 管理费用率	-Δ 研发费率	-Δ 财务费率	-Δ 其他收益/营收	-Δ 减值/营收	-Δ 营业外收支/营收	-Δ 所得税/营收	-Δ NCI/营收	
2014	-0.27	-0.17	-0.08	-0.72	-0.12	-	0.22	-0.02	-0.10	0.31	0.19	0.21
2015	0.80	2.81	-0.20	-1.28	-0.53	-	0.16	0.11	-0.03	-0.07	-0.32	0.16
2016	1.73	1.63	-0.24	-0.04	0.01	-	0.41	0.11	-0.04	-0.30	0.04	0.14
2017	0.35	-1.33	0.02	0.35	0.81	-0.12	0.37	0.64	-0.13	-0.92	0.12	0.53
2018	-1.86	-1.69	0.14	-0.90	0.69	-2.81	-0.01	0.44	0.06	-0.08	0.33	-0.09
2019	-1.00	1.64	0.13	-0.26	0.26	-0.21	-0.12	-0.25	-0.27	-1.72	-0.21	0.01
2020	3.25	2.47	0.01	-0.08	-0.12	-0.16	-0.02	-0.06	-0.32	1.78	-0.11	-0.12
2021	-3.12	-3.35	0.11	0.46	-0.09	0.16	0.25	-0.09	-1.42	0.06	0.68	0.12
2022	-4.62	-4.17	-0.06	-0.80	-0.27	-0.10	-0.13	0.29	-0.19	0.01	0.74	0.05

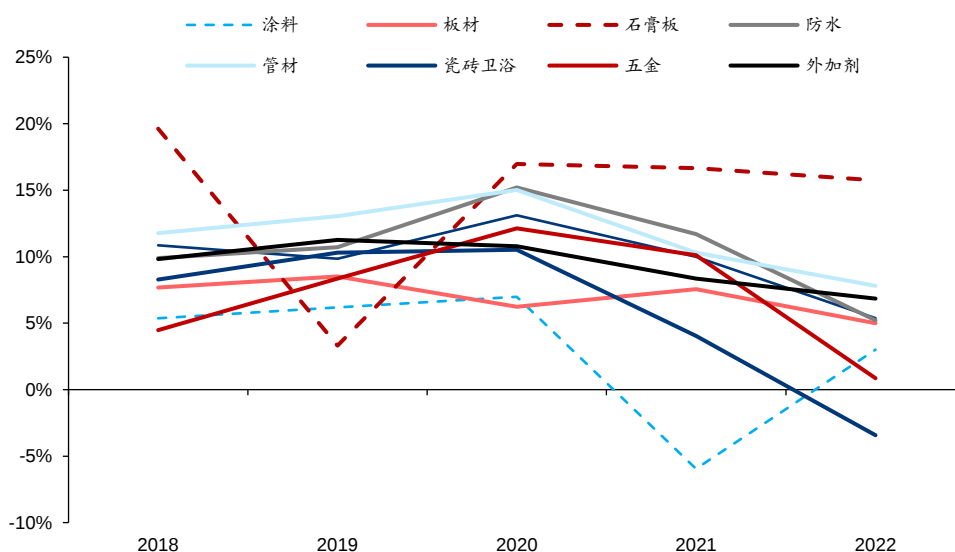
注：18 年管理费用同比变化为同口径调整后；20 年起毛利率、销售费率同比变化为同口径调整后，后文同

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

资料来源：，华泰研究

从净利率看，2022 年消费建材整体净利率为 5.4%，同比下降 4.6pct。具体看各板块情况，涂料/板材/石膏板/防水/管材/瓷砖/五金/外加剂板块净利率分别为 3.0%/5.0%/15.7%/5.2%/7.8%/-3.4%/0.9%/6.8%，同比分别+9.0/-2.6/-0.9/-6.5/-2.5/-7.5/-9.2/-1.5pct，除涂料外均有程度不等的下跌。从公司层面看，伟星新材、北新建材净利率高达 18.7%、15.7%，同比-0.5/-0.9pct，显著高于其他消费建材公司，主因：伟星新材主要采取零售模式，地产大 B 占比较小，22 年受其拖累较小，且主营 PPR 产品，定价相对高，已建立较强渠道和品牌壁垒，回顾历史净利率多维持在 20%以上，成本端压力修复下，净利率有望重回 20%以上正常区间，23Q1 已向上有修复；北新建材则主因其具备在石膏板行业的高市占率，22 年市占率进一步升至 68%，叠加具备较强成本优势。其余 B 端占比高公司净利率水平多在个位数左右波动，相较 20 年之前的正常水平有较大幅度下滑。

图表5：消费建材子行业净利率



资料来源：，华泰研究

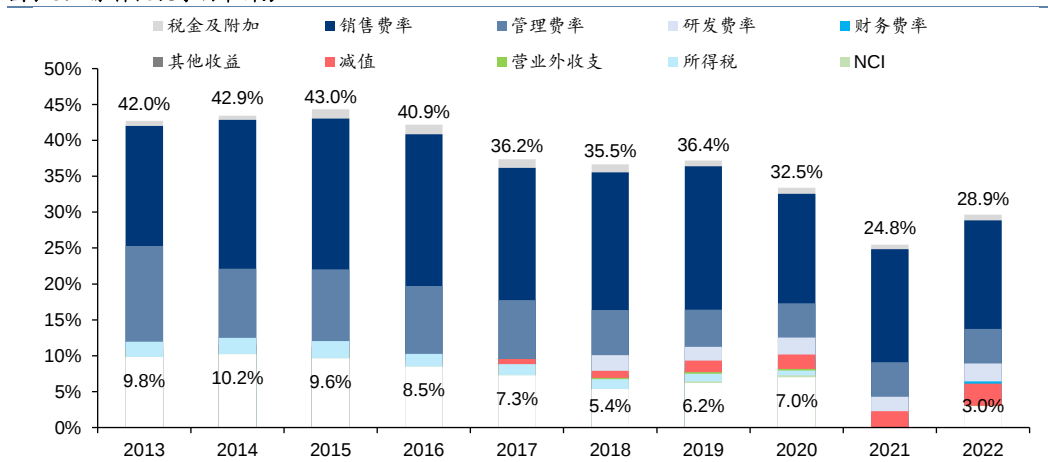
毛利率敏感型：成本波动大，费用摊薄强

涂料：毛利率高波动、强销售驱动，修复迹象已现

涂料板块净利率基本与毛利率同向波动，受成本、市场竞争影响较大，减值风险在 21 年或已充分消除，22 年报表修复已现：

- 1) 涂料板块净利率主要受毛利率影响较大，近 10 年整体毛利率呈现波动下降趋势，16 年以前基本维持在 40% 以上，17 年跌破 40%，近两年在 30% 上下波动，下降约 10pct，极差为 18.9pct（15 年最高达 44.3%，21 年最低至 25.5%）；剔除 20 年由于运输费用重分类造成的毛利率下降外，净利率基本保持与毛利率的同向变动，近十年从最高 10.2% 下降至最低 3.0%（剔除 21 年减值造成的亏损影响），整体幅度小于毛利率下降幅度，主要原因在于过去收入规模快速扩大带来的费用项有效摊薄；21 年原材料成本高企，致使典型公司毛利率受较大冲击；
- 2) 销售费率即使剔除运费影响后仍稳定在 15% 以上，对净利率影响较大；管理费用则较为稳定，近三年维持在 4.8%。
- 3) 21 年下游地产资金周转困境使得计提减值占比同比上升 8.1pct 至 10.13%，叠加毛利率下滑，板块出现亏损，22 年或因减值风险敞口前一年已暴露较为充分，减值占比下滑 7.1pct，板块扭亏为盈，板块整体减值高峰或已过。

图表6：涂料板块净利率拆分



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

资料来源：，华泰研究

图表7：历年涂料板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

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

资料来源：，华泰研究

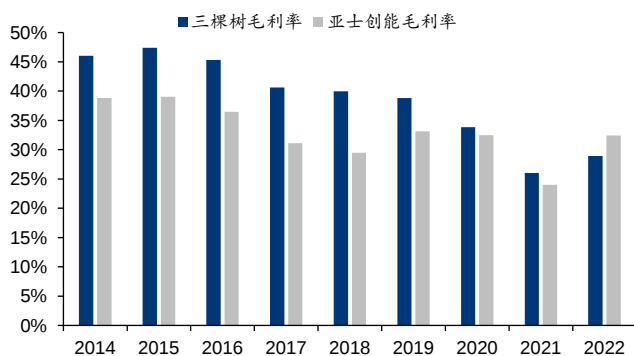
毛利率：成本端压力改善，竞争仍形成牵制

22&23Q2 涂料板块毛利率修复已现。截至 22 年底，涂料板块典型公司三棵树和亚士创能毛利率仍处历史较低分位，分别为 28.9%/32.4%，但同比 21 年已有改善，同比分别 +2.9/8.4pct，23Q1 继续回升至 29.6%/35.0%，根据三棵树最新半年报，Q2 毛利率进一步回升至 31.9%，同比+3.2pct。

成本侧压力持续缓解，毛利率理论有 3pct 修复空间。钛白粉价格 21Q1 展现上行趋势，21Q4 达历史高点，全年均价 19174 元/吨，同比上涨 37.5%，考虑到钛白粉在涂料成本中占比约为 15%，若价格不变情形下，对毛利率形成约 6pct 的下行压力；22 年开始，成本端逐季下行，全年均价 17849 元/吨，同比-6.9%，三棵树和亚士创能毛利率分别同比回升 2.9/8.4pct，23H1 延续下行趋势，均价 15496 元/吨，相较 22 年下降 13.2%，其中 Q2 同比下降 19.9%，三季度开始截至 7 月底，钛白粉均价延续下行至 15325 元/吨，环比下降 2.8%，同比-10.5%。若 23H2 钛白粉价格维持现价不变，则同比 22H2 下降约 5.1%，考虑到存货周期，价格不变情形下，若 23Q3 成本侧延续 15-20% 的同比下降趋势，下半年毛利率理论同比有 3pct 的修复空间。

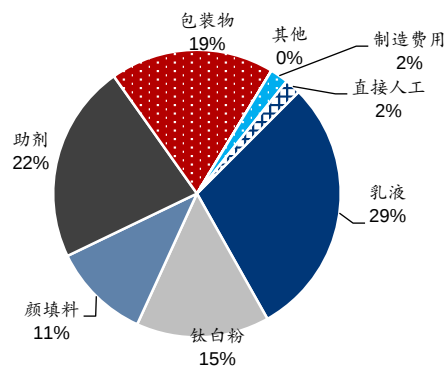
行业竞争相对激烈或牵制毛利修复。据涂界，截至 2021 年，国内涂料行业 CR10 市占率仍较低，且前十公司中不乏大型外资企业例如立邦、PPG、阿克苏诺贝尔等，对比 2014 和 2021 年国内市占率前十企业名单，变动较多且总体市占率上升较少，行业竞争仍白热化。成本下行叠加竞争激烈，板块毛利率提升或不及理论值。

图表8：涂料板块典型公司三棵树、亚士创能毛利率



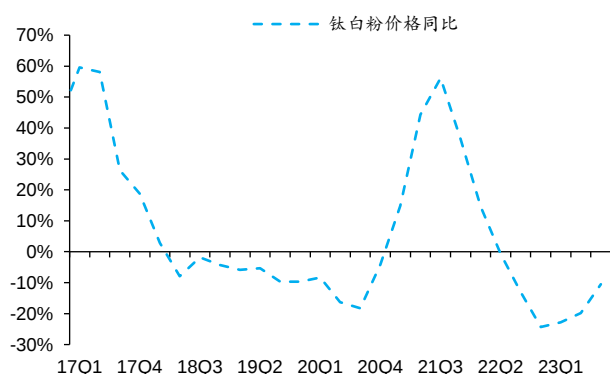
资料来源：，华泰研究

图表9：涂料成本拆分（2015）



资料来源：三棵树招股说明书，华泰研究

图表10：2017 至今钛白粉价格同比变化



注：23Q3 为三季度开始截至 7 月 31 日数据均值

资料来源：，华泰研究

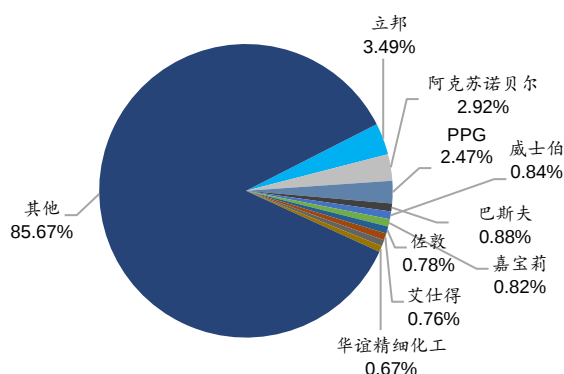
图表11：钛白粉季度均价



注：23Q3 为三季度开始截至 7 月 31 日数据均值

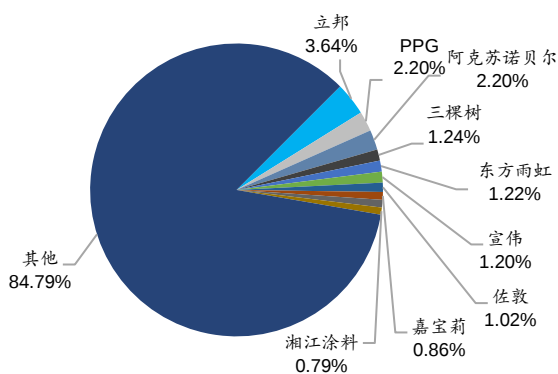
资料来源：，华泰研究

图表12：2014年涂料行业CR10



资料来源：涂界，华泰研究

图表13：2021年涂料行业CR10

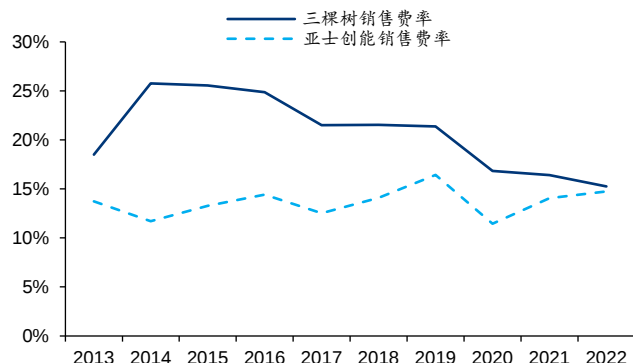


资料来源：涂界，华泰研究

销售费率：精简人员带来进一步弹性

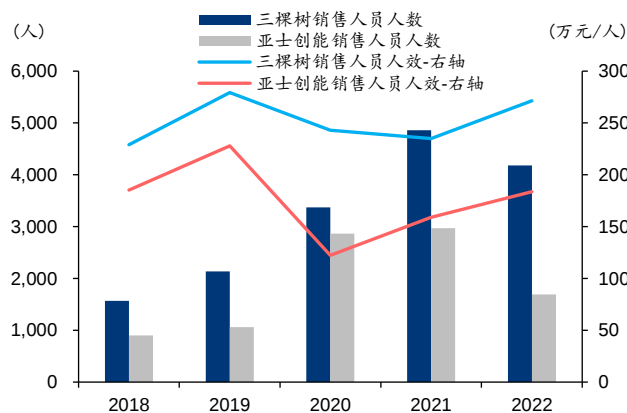
精简人员带来进一步净利率释放空间。三棵树和亚士创能整体销售费用绝对值近年呈现上升态势，21年达最高 17.3/4.6 亿元，22 年开始回落，同比-7.8%/-30.9%，费率同比-1.2/+0.7pct。销售费用中，销售人员薪酬占比较高，22 年两公司人员薪酬占比均在 50% 以上，与销售费用下降相对应的则为销售人员人数的下滑，22 年三棵树/亚士创能销售人员人数分别下滑 14.1%/ 43.0%，为近 5 年首次出现负增长，但人数下降的同时，人效逐步提升，但均未修复至 2019 年高点，若精简人员/人效提升战略持续推进，销售费率有进一步下行空间，或为净利率弹性释放带来更大空间。

图表14：三棵树、亚士创能销售费率



资料来源：，华泰研究

图表15：近5年三棵树、亚士创能销售人员人数及人效

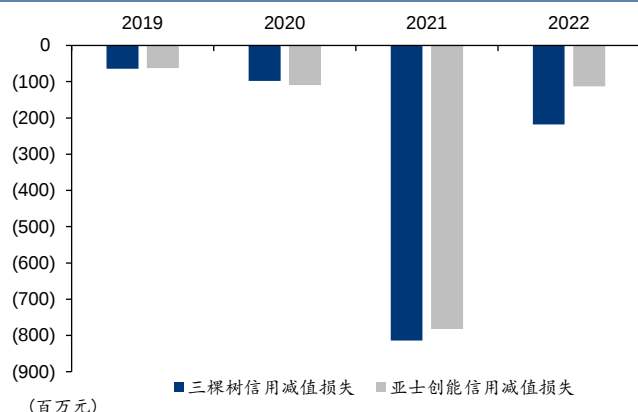


资料来源：，华泰研究

减值：21年减值高峰或已过，盈利质量持续改善

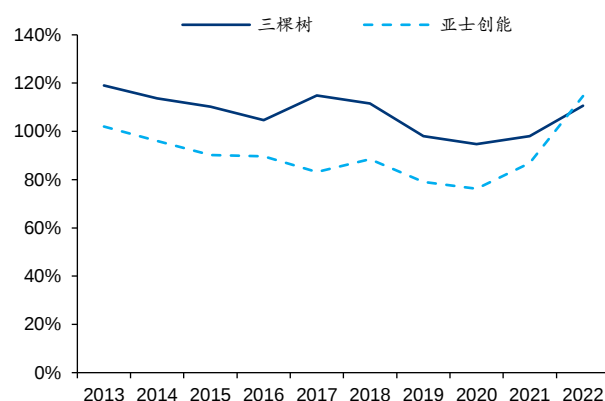
减值高峰或已过，营收质量改善。21 年板块整体减值占营收比例、绝对值增长较多，三棵树、亚士创能当年信用减值损失占营业收入比例分别达到 7.1%/16.6%，绝对值同比增长 734.2%/616.0%；22 年占比分别回落至 1.9%/3.6%，绝对值同比-73.3%/-85.6%，整体减值高峰已过。收益质量层面看，三棵树与亚士创能 22 年收现比显著提升，恢复至 19 年以前水平，分别为 111%/115%，三棵树收现比 2018-2021 年稳定优于亚士创能，因 c 端占比高，同时 b 端经销比例高于亚士创能，2022 年亚士创能收现比大幅上升，主要系其经销占比不断加大所致，收益质量有一定程度改善，有利于信用减值修复。

图表16: 三棵树、亚士创能信用减值损失绝对值



资料来源: , 华泰研究

图表17: 三棵树、亚士创能收现比



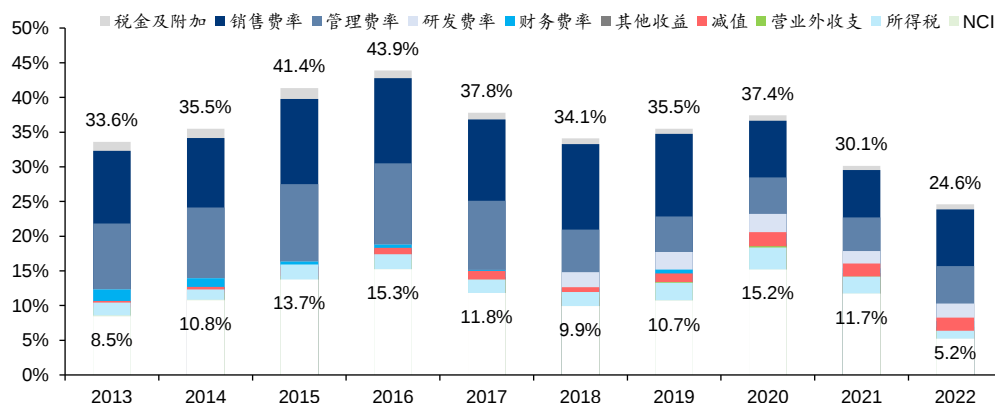
资料来源: , 华泰研究

防水: 毛利率高波动, 精细管控持续增强, 但减值风险仍需关注

净利率降至相对低点, 费用管控较好, 关注成本压力缓解情况以及减值风险敞口:

- 1) 防水板块近 10 年毛利率波动较大, 13-16 年主要呈现快速上升态势, 上升超 10pct, 17 年开始波动回落, 直至 22 年下降至最低点 24.6%, 毛利率与净利率同向变动;
- 2) 具体观察本轮周期内, 毛利率与净利率之间的差额逐年缩小, 即使是在 22 年行业典型公司收入普遍下滑, 摊薄效果削弱下, 净利率相较于其毛利率仍具备韧性, 证明板块公司整体精细管控能力持续增强;
- 3) 减值层面, 考虑到防水板块各典型公司均与地产挂钩程度较高, 近 3 年减值占营收比例基本稳定在 2% 上下波动, 风险敞口或仍存。

图表18: 防水板块净利率拆分



资料来源: , 华泰研究

图表19: 历年防水板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

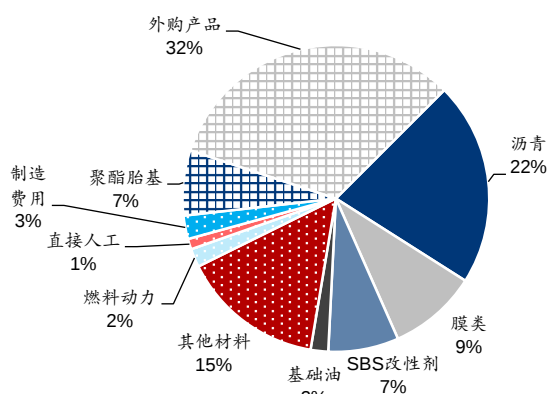
	Δ 归母净利率		-Δ 税金及	-Δ 销售费	-Δ 管理费	-Δ 研发费	-Δ 财务费	-Δ 其他收	-Δ 减值/营	- Δ 营业外	-Δ 所得税	-Δ NCI/营
	利率	Δ 毛利率	附加/营收	率	率	率	率	益/营收	收	收支/营收	/营收	收
2014	2.32	1.89	-0.05	0.47	-0.69	-	0.42	0.01	0.05	-0.18	0.37	0.04
2015	2.96	5.89	-0.24	-2.27	-0.99	-	0.59	-0.05	-0.54	1.19	-0.74	0.11
2016	1.52	2.54	0.45	0.01	-0.52	-	-0.04	0.25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

资料来源: , 华泰研究

毛利率：23Q2 沥青成本始降，毛利率有望延续改善

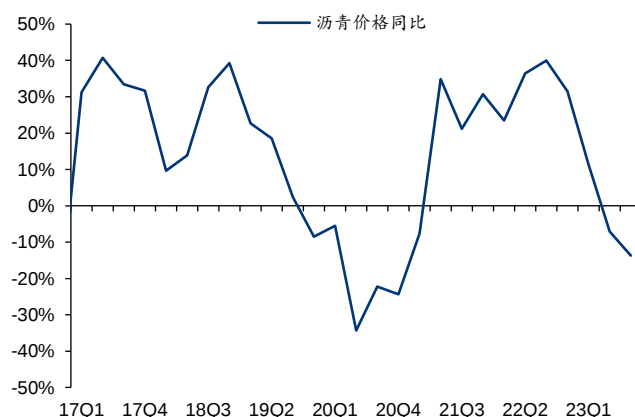
毛利率约有 1.6pct 修复空间。参考科顺股份招股书，沥青成本约占防水材料的营业成本 22%。观察成本端，自 23H1，沥青均价 3971 元/吨，相较 22 全年均价下跌 5.5%，23Q1 沥青均价同比+11.3%，但一季度防水板块内典型公司毛利相较 22 年开始有所好转，同比看除科顺外均有提升。23Q2 成本端价格同比下降 7.1%，Q3 截至 7 月底，沥青均价环比回升 0.1%，但同比-13.7%，价格不变情形下，毛利率理论同比有 1.6pct 的修复空间，预期下半年或延续 23Q1 的毛利同比修复态势，但考虑目前沥青均价仍在相对高位震荡，叠加需求修复需要一定时间，23 全年毛利或难以快速修复至常规区间 30% 以上。防水典型公司中，考虑到东方雨虹业务类型最为多样，在消费建材成本普降前提下，毛利率或有更好修复。

图表20：防水成本拆分（2017H1）



资料来源：科顺股份招股说明书，华泰研究

图表21：沥青季度均价同比

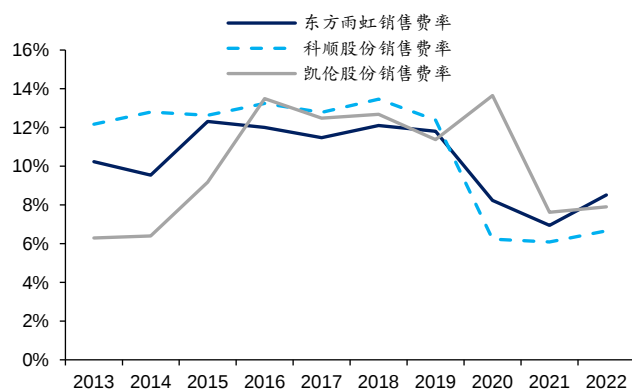


资料来源：，华泰研究

期间费用：精细化管理提升人效

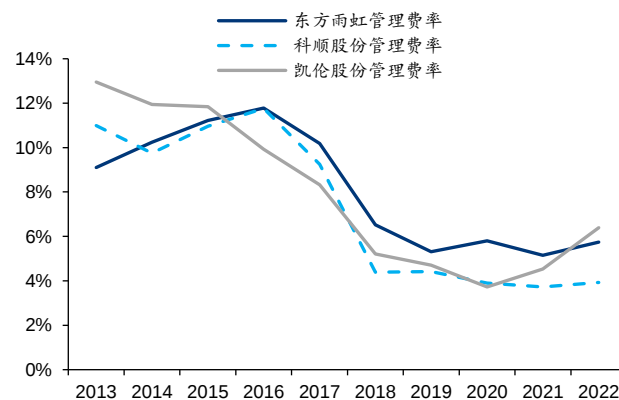
22 年由于地产整体偏弱，而防水产品属性相对与地产相关性较强，整体收入略有下滑，使得销售费率、管理费率有所提升，但落实到人效层面，除凯伦股份外，销售人员人效基本持平，管理人员人效均有提升。防水板块典型公司中，销售费用/管理费用中人员薪酬均占比 50% 左右，影响较大，观察各典型公司员工构成，销售人员层面，东方雨虹人数增长放缓，科顺股份出现降幅，仅凯伦股份增长仍较多，管理人员层面，三个典型公司人数均有下降，精简人员+人效提升下，展望后市，销售费用、管理费用有望进一步摊薄。

图表22：典型防水公司销售费率



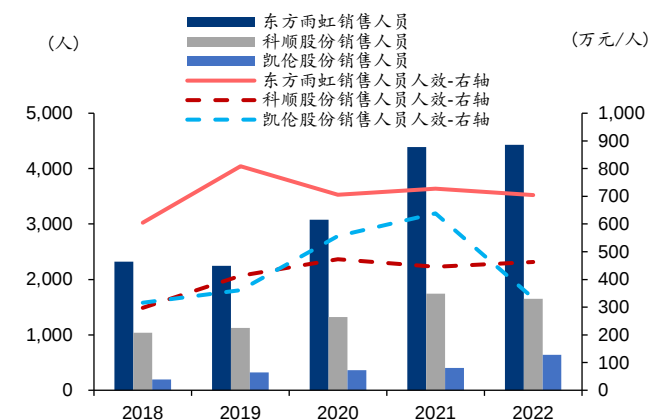
资料来源：，华泰研究

图表23：典型防水公司管理费率



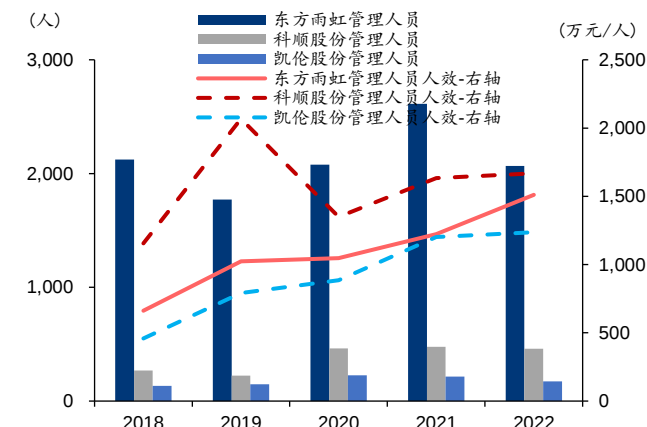
资料来源：，华泰研究

图表24：典型防水公司销售人员人数及人效



资料来源：，华泰研究

图表25：典型防水公司管理人员人数及人效

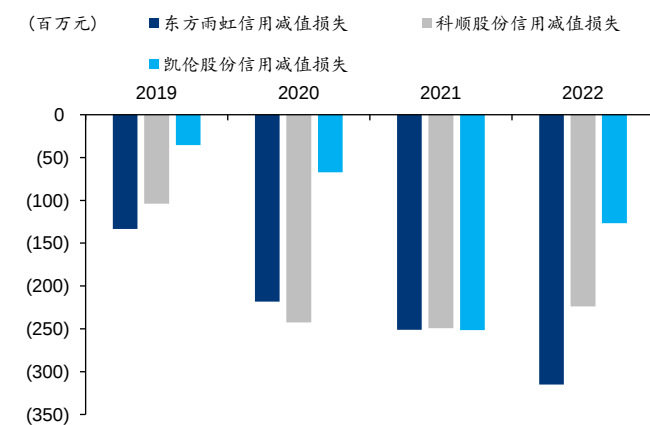


资料来源：，华泰研究

减值：天然工程产品属性决定

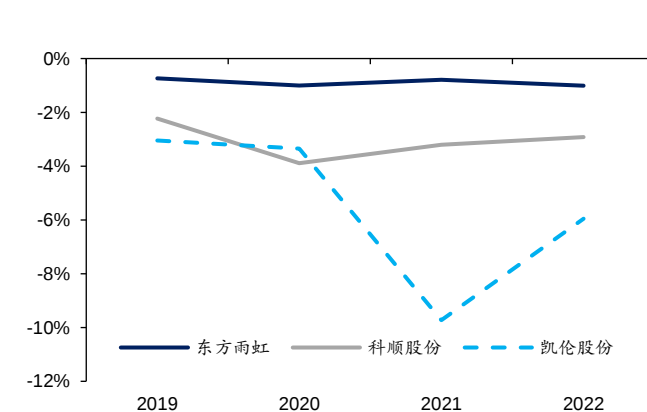
减值角度，近3年减值损失占营业收入比例较为稳定，基本在2%上下波动，具体到典型公司层面看，21年东方雨虹/科顺股份/凯伦股份的信用减值损失占营业收入比例分别为0.8%/3.2%/9.7%，22年为1.0%/2.9%/5.9%，绝对值层面分别同比+15.1%/+2.7%/+274.7%、+25.3%/-10.2%/-49.7%。而收益质量层面，22年各典型公司收现比，除东方雨虹外均有修复，东方雨虹22年收现比下降，主要因为公司对于履约能力有问题的客户，要求其优质资产进行抵账来保证现金流安全性，在会计上未当作现金处理，因此导致表面计算出收现比下降较多。但应收账款均值占应收比例仍有较大幅度上升，主因在22年收入下滑背景下，东方雨虹及科顺股份应收账款账面价值仍有提升，凯伦股份虽应收账款账面价值规模有所缩减，但收入下滑幅度较大，造成该占比增长较多，后市减值风险敞口仍需谨慎。

图表26：典型防水公司信用减值损失绝对值



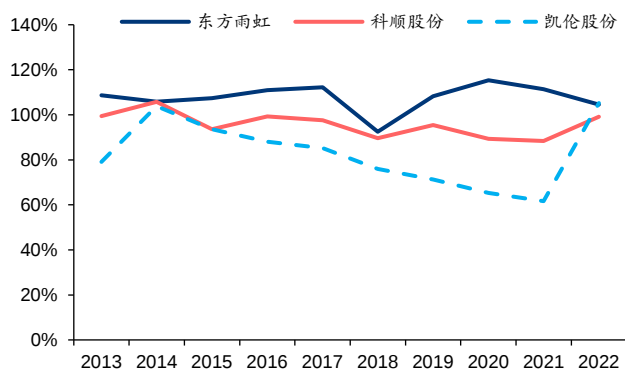
资料来源：，华泰研究

图表27：典型防水公司信用减值损失占营收百分比



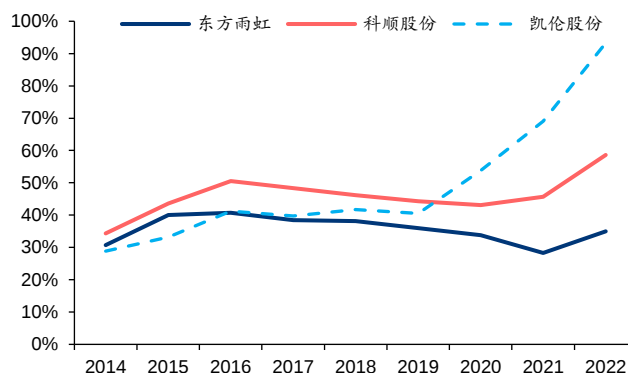
资料来源：，华泰研究

图表28: 典型防水公司收现比



资料来源: , 华泰研究

图表29: 典型防水公司应收均值/营收



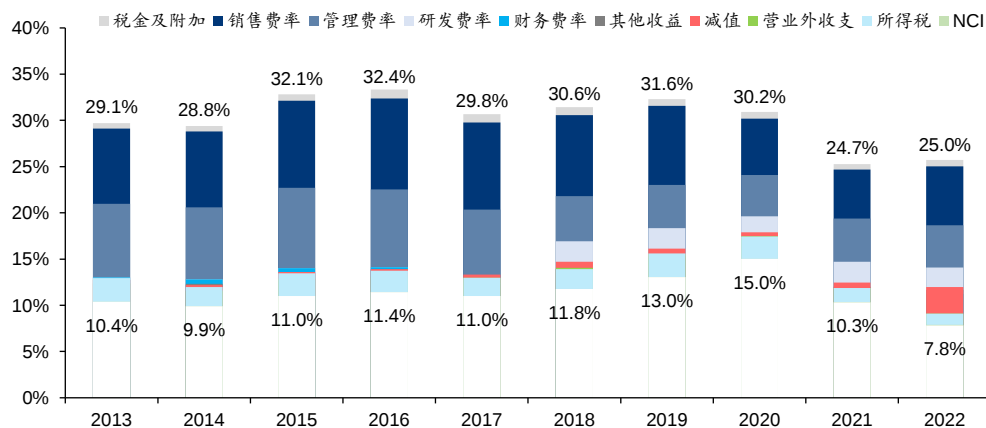
资料来源: , 华泰研究

管材: 销售、管理费率呈现下行态势, 重点关注成本变动

管材板块盈利能力近年受成本端压力影响较大, 但销售费率和管理费率自 16 年起基本维持逐年下降态势, 22 年减值风险集中暴露:

- 1) 板块净利率主要随毛利率波动而波动。管材板块毛利率基本在 30% 左右震荡, 21-22 年因需求疲软和成本端压力, 毛利率维持相对较低水平, 净利率基本维持在 10% 以上;
- 2) 22 年减值风险暴露, 减值占营收比例提升 2.3pct 至 2.9%, 净利率下跌至 7.8%;
- 3) 相较于其他板块, 管材板块整体销售费率维持在平均水平以下, 剔除运费影响后基本在 6% 上下波动, 且自 17 年起稳定进入下行区间, 22 年收入增速放缓下占比略有提升, 管理费用率则长期低于 5%。

图表30: 管材板块净利率拆分



资料来源: , 华泰研究

图表31: 历年管材板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

	Δ 归母净利率	Δ 税金及附加/营收	Δ 销售费率	Δ 管理费用率	Δ 研发费率	Δ 财务费率	Δ 其他收益/营收	Δ 减值/营收	Δ 营业外收支/营收	Δ 所得税/营收	Δ NCI/营收
2014	-0.50	-0.31	-0.01	-0.06	0.17	-	-0.22	-0.17	-0.21	-0.16	0.46
2015	1.11	3.44	-0.12	-1.22	-0.86	-	-0.07	0.28	-0.10	0.16	-0.38
2016	0.43	0.52	-0.26	-0.42	0.24	-	0.29	-0.07	-0.06	0.01	0.18
2017	-0.41	-2.65	0.03	0.42	0.44	-	0.22	0.95	0.44	-0.59	0.33
2018	0.75	0.73	0.06	0.66	0.11	-3.00	0.00	-0.18	-0.30	-0.17	-0.16
2019	1.27	0.88	0.11	0.23	0.21	-0.23	0.29	-0.08	0.08	0.22	-0.42
2020	1.97	0.85	0.01	0.20	0.21	0.05	0.05	0.41	0.17	-0.10	0.13
2021	-4.71	-5.63	0.15	0.79	-0.23	0.21	0.01	-0.72	-0.18	0.01	0.89
2022	-2.50	0.42	-0.10	-1.04	0.11	0.11	0.13	-0.13	-2.28	0.03	0.30

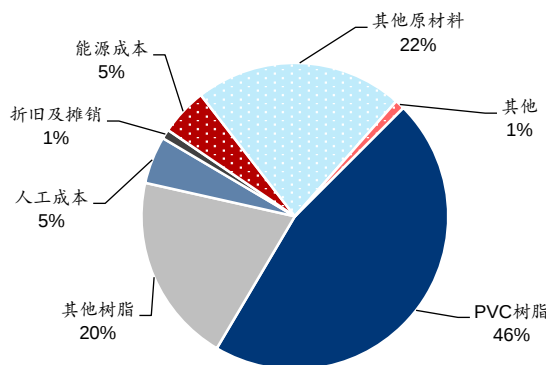
资料来源: , 华泰研究

毛利率：除伟星新材外品牌力不强，成本压力缓解，但难以形成价格支撑

毛利率理论有较好修复空间，但考虑到市场竞争下成本侧下行或难对价格形成支撑，毛利修复弹性或小于理论值。成本端，PVC/HDPE/PPR 年均价格与 21/22 年达顶峰，板块典型公司毛利率均于 21 年起有较大程度下滑，23 年开始，成本端压力逐渐释放，Q1 PVC/HDPE/PPR 均价同比分别下滑 29.0%/8.0%/9.7%，伟星新材/公元股份/雄塑科技/东宏股份毛利率同比+0.6%/+4.0%/+5.9%/+0.5%，其中伟星与东宏同比改善幅度较小主因：1) 伟星零售为主，本身毛利率显著高于同行业其他工程公司，毛利率韧性较强；2) 伟星 PPR/PE、东宏 PE 管占比较高，二者成本同比降幅较小。

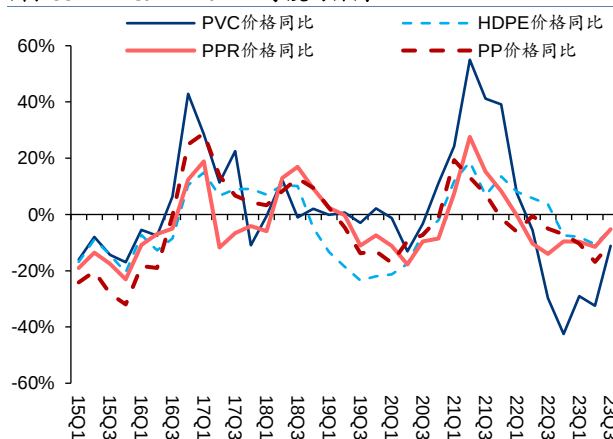
23Q2，PVC/HDPE/PPR 均价同比下降 32.5%/10.5%/11.4%，23Q3 至七月底，除 HDPE 外，其他材料均价环比继续下行，同比分别-11.2%/-5.2%/-5.3%/-10.3%。参考各典型公司招股说明书，由于不同公司侧重生产销售的管道种类不同，因而 PVC/PE/PPR 树脂材料在营业成本中占比不一，但基本 PVC/PE/PPR 树脂合计成本占比在 50%上下波动，（如东宏股份 17 年招股书中，聚乙烯占营业成本比约为 58%；雄塑科技 17 年招股书中，聚氯乙烯/聚乙烯/聚丙烯合计成本占比约为 59%）测算毛利率理论提升空间约在 5-15%之间，但考虑到管材板块，除伟星新材外，其余公司品牌力不强，而伟星则本身毛利率处于较高水平，成本端下降或难以对价格形成有力支撑，下半年板块毛利率或仅略有修复，修复至 21 年以前的正常区间或仍需更长时间。

图表32：管材成本拆分（2010）



资料来源：中国联塑招股说明书，华泰研究

图表33：PVC/HDPE/PPR 季度均价同比

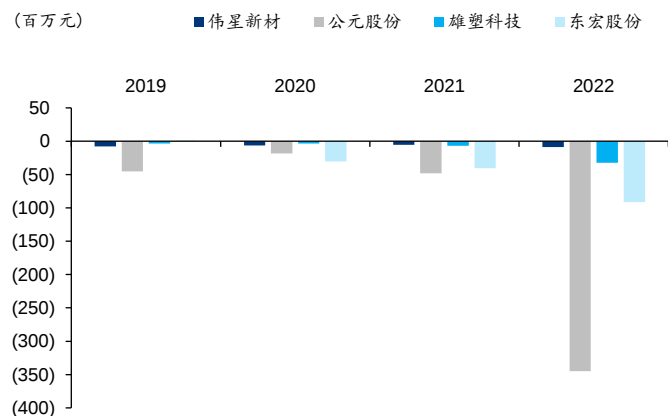


资料来源：，华泰研究

减值：22 年风险集中暴露，收益质量改善预示后市减值扰动或变小

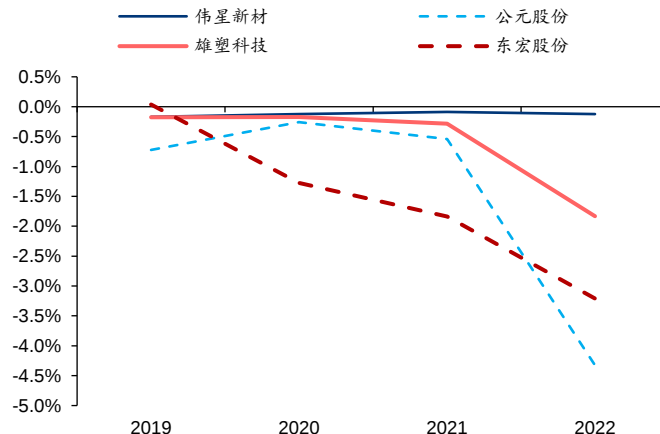
22 年减值集中暴露，收益质量改善。减值角度，板块整体 22 年减值占营业收入比例有较大增幅，具体公司看，伟星新材/公元股份/雄塑科技/东宏股份信用减值损失占营收比例同比持平/+3.8/+1.5/+1.4pct，绝对值层面，同比增长 54%/618%/385%/126%，其中伟星因以零售为主受地产债务危机影响较小，其余公司应收账款风险集中暴露。从收益质量看，除伟星外，收现比均有提升。虽板块 22 年应收均有下滑，摊薄效果削弱，但应收均值占营收比例除雄塑外，仅略增或下降，预期后市减值风险对盈利能力扰动缩小。

图表34: 管材板块典型公司信用减值损失绝对值



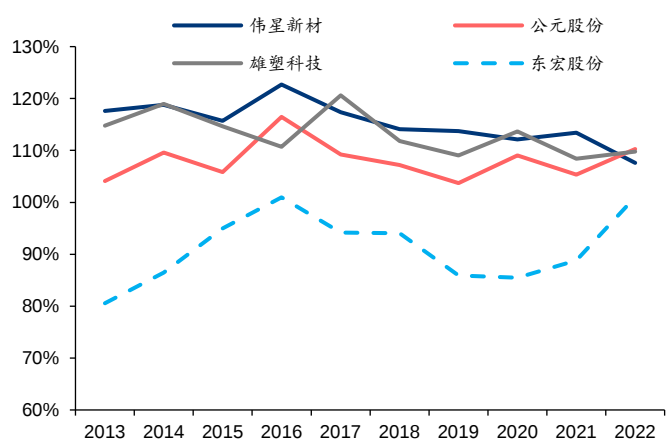
资料来源: , 华泰研究

图表35: 管材板块典型公司信用减值损失占营收百分比



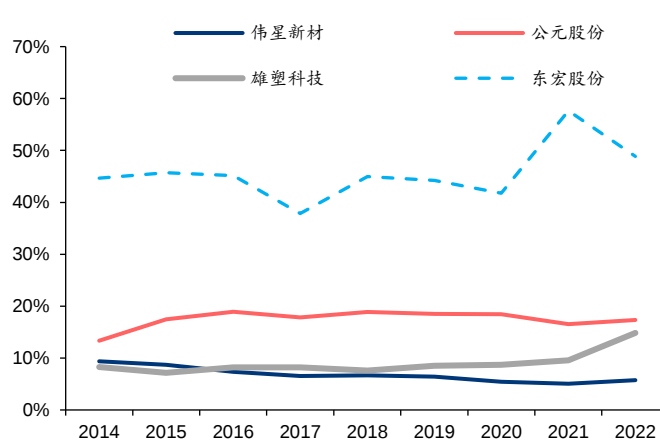
资料来源: , 华泰研究

图表36: 管材板块典型公司收现比



资料来源: , 华泰研究

图表37: 管材板块典型公司应收均值占营收百分比



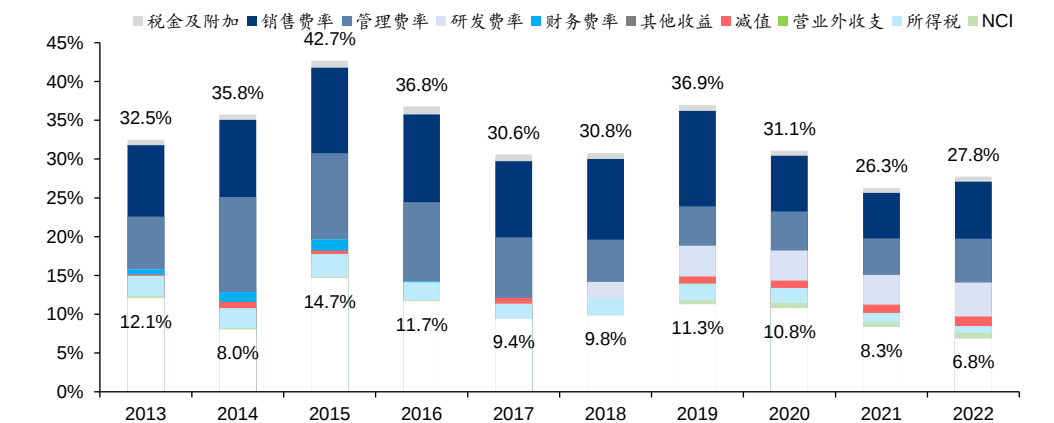
资料来源: , 华泰研究

外加剂: 毛利率波动较大, 关注经营效益改善

近 10 年内, 毛利率与净利率呈现一定相关性, 但费率、营业外收支等因素波动较大, 使得毛利率净利率不完全通向变动:

- 1) 外加剂板块近 10 年毛利率逐年波动较为激烈, 在 26%-42%之间震荡, 反而净利率波动却较为平稳, 尤其是 17-22 年间, 呈波动下滑趋势, 毛利率与净利率之间基本呈现同向变动, 但由于其他财务项扰动较大, 净利率水平相较毛利率波动更为稳定;
- 2) 各项费用角度, 销售、管理、研发费率对净利率影响较大, 近年销售费率波动较大, 管理费率、研发费率则维持相对稳定, 19-21 年板块收入快速增长有效带来各项的有效摊薄, 毛利率至净利率之间差额缩小; 22 年虽毛利率有所修复, 但板块收入受实物量需求冲击下滑, 摊薄效果削弱扰动净利率进一步下滑至周期低点;
- 3) 减值角度, 影响较为刚性, 占营收比例基本稳定在 1%左右小幅波动。

图表38：外加剂板块净利率拆分



资料来源：华泰研究

图表39：历年外加剂板块财务项占营业收入百分比同比变动

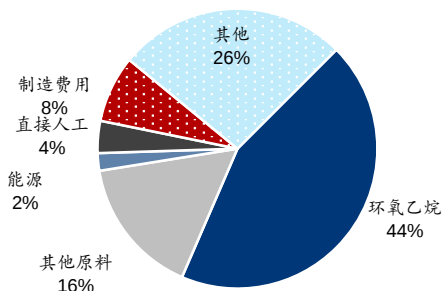
	Δ 归母净利率	Δ 毛利率	-Δ 税金及附加/营收	-Δ 销售费率	-Δ 管理费率	-Δ 研发费率	-Δ 财务费率	-Δ 其他收益/营收	-Δ 减值/营收	-Δ 营业外收支/营收	-Δ 所得税/营收	-Δ NCI/营收
2014	-4.05	3.29	-0.04	-0.77	-5.40	-	-0.64	0.02	-0.56	-0.08	-0.03	0.15
2015	6.64	6.93	-0.18	-1.07	1.11	-	-0.23	0.04	0.08	0.28	-0.38	0.06
2016	-2.99	-5.93	-0.09	-0.31	0.90	-	0.32	0.32	0.38	0.78	0.65	-0.01
2017	-2.27	-6.15	0.14	1.48	1.31	-	0.78	1.14	-0.01	-1.45	0.43	0.06
2018	0.41	0.15	0.12	-0.55	-0.20	-3.65	0.23	-0.39	-0.64	1.90	-0.16	-0.04
2019	1.44	6.17	0.03	-1.91	0.40	-0.56	-0.21	-0.52	0.67	-2.10	-0.08	-0.44
2020	-0.48	-1.25	0.06	0.55	0.00	0.02	0.08	0.00	-0.39	0.37	0.18	-0.11
2021	-2.43	-4.82	0.04	1.30	0.36	-0.03	-0.12	0.18	-0.09	-0.06	0.76	0.04
2022	-1.50	1.49	-0.05	-1.48	-0.96	-0.81	-0.15	0.44	0.04	-0.20	0.33	-0.15

资料来源：华泰研究

毛利率：成本侧压力较大幅度缓解，毛利率修复仍需关注下游生态

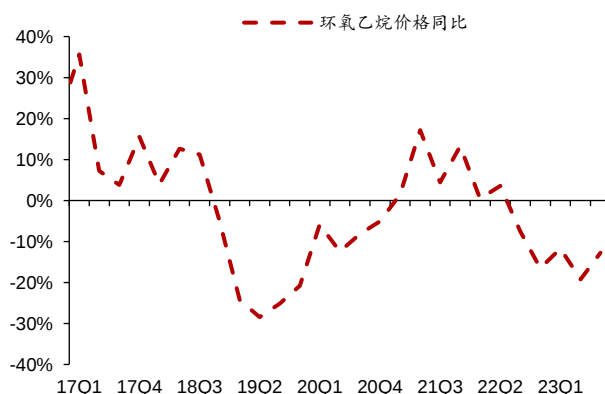
毛利率理论有 4pct 修复空间，实际需考虑下游混凝土景气修复情况。环氧乙烷在外加剂成本中占比较大，根据苏博特照顾说明书，环氧乙烷 14-16 年占其主营业务成本的比例在 40% 上下波动。环氧乙烷价格自 21 年起波动上行，直至 21Q4 升至相对高位，2021 全年环氧乙烷均价同比增加 9.3%，对毛利率形成约 4pct 的下行压力，2022 年环氧乙烷价格开始回落，全年均价同比 21 年回落 5.5%，毛利率理论有 2pct 左右修复空间。23 年截至 7 月 31 日，环氧乙烷均价加速下滑，同比 22 全年均价下滑 11.1%，理论毛利率同比还有 4pct 回升空间。考虑到外加剂板块整体在产业链整体议价能力较弱，需求更多依赖下游混凝土行业景气度，毛利率实际修复情况仍需关注下游生态。

图表40：外加剂成本拆分（2016）



资料来源：苏博特招股说明书，华泰研究

图表41：环氧乙烷季度均价同比

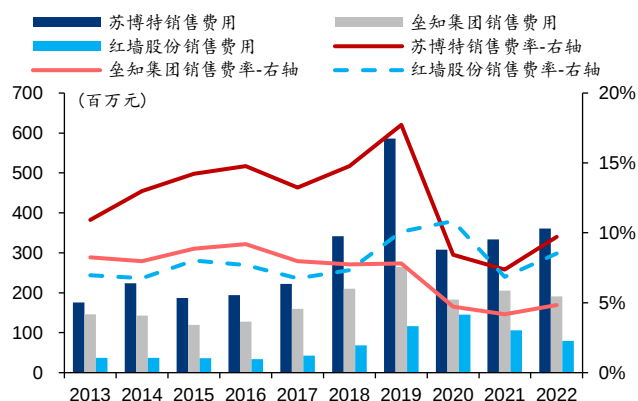


资料来源：华泰研究

期间费用：重点关注收入摊薄效果

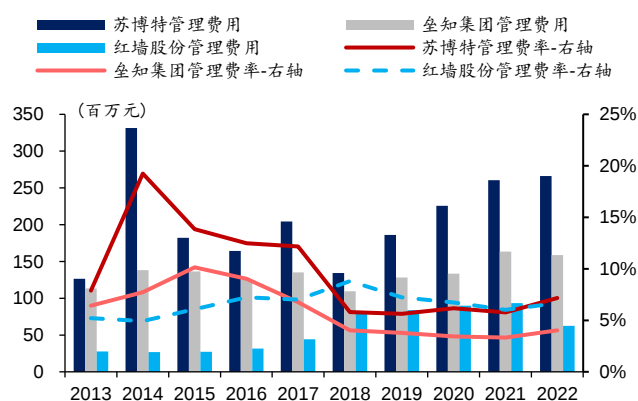
观察板块典型公司苏博特、垒知集团和红墙股份的人员结构及各项期间费用绝对值，整体人员结构较为均衡，近 3 年苏博特销售费率、管理费率维持增长，而 22 年垒知集团与红墙股份的二费均虽营收规模的收缩而有所下降，人员规模也有相应控制。但费用绝对值的降幅或增速放缓不及收入下滑幅度，导致费率有较大幅度的提升，同时人效也有所回落。展望后市，在整体销售人员、管理人员规模控制/增速放缓下，费用绝对值或规模有所控制，叠加人效修复，销售费率、管理费率可能收窄，然而在整体开工端修复滞缓背景下，考虑到外加剂主要用于开工端，收入修复不尽如人意，摊薄作用的不确定性使得板块整体净利率修复弹性仍需观望。

图表42：外加剂板块典型公司销售费用及销售费率



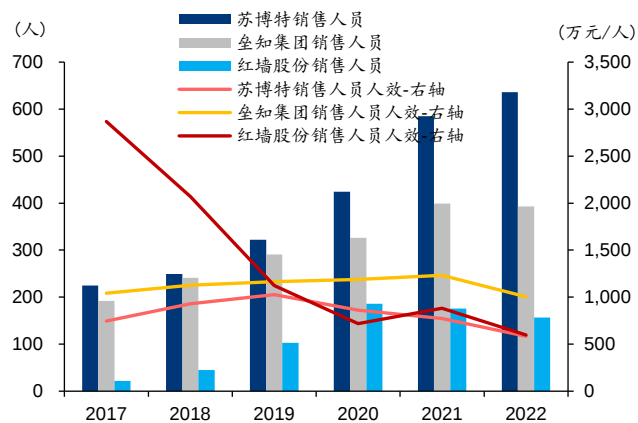
资料来源：，华泰研究

图表43：外加剂板块典型公司管理费用及管理费率



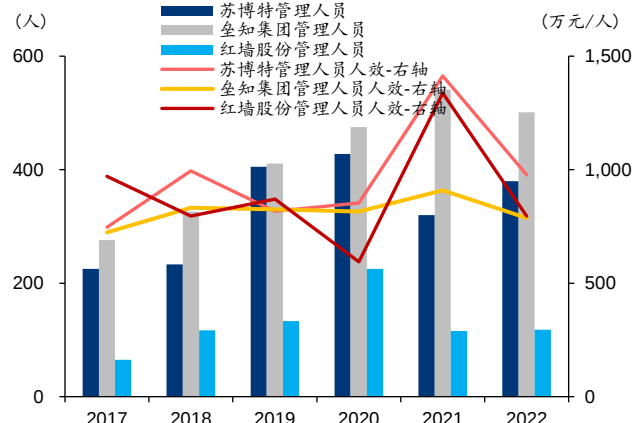
资料来源：，华泰研究

图表44：外加剂板块典型公司销售人员及人效



资料来源：，华泰研究

图表45：外加剂板块典型公司管理人员及人效



资料来源：，华泰研究

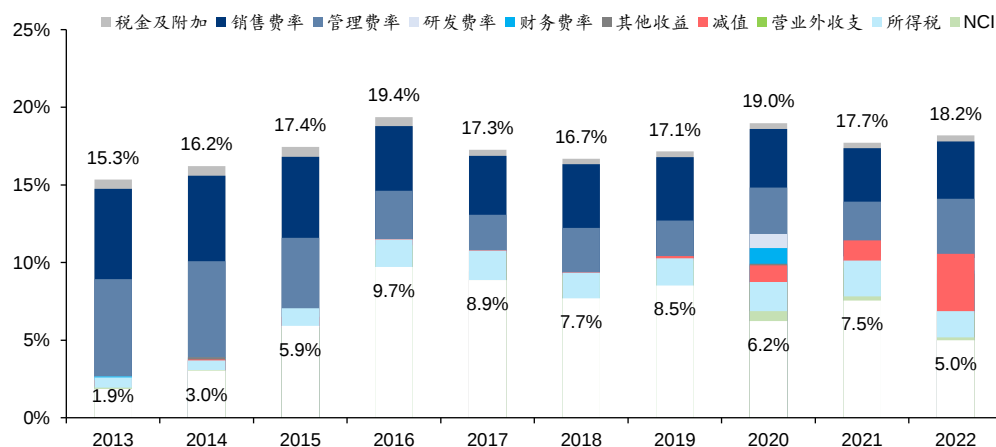
费用敏感型：毛利率相对平稳，工程业务影响大

板材：毛利率较为平稳，费用率受收入影响大

观察板材典型公司兔宝宝净利率拆分，可以发现近年兔宝宝盈利能力呈波动改善态势，本轮周期内毛利率与净利率不完全同向波动，净利率主要扰动因素在于工程板块经营效益的不确定性：

- 1) 板材板块毛利率 13-16 年快速上行，此后基本围绕 17% 上下波动，10 年间毛利率极差仅为 4.0pct（16 年最高达 19.4%，13 年最低至 15.3%），毛利率整体波动较小；
- 2) 受益于营业收入的快速增长，有效摊薄各项期间费用及其他财务项，经营效益持续改善。剔除运费影响，销售费率、管理费率稳定在 5% 以下，对净利率影响较小，且自 16 年起逐年占比下滑，直到 18 年兔宝宝业务逐渐向工程板块拓展，销售费率与管理费率同步上升，20 年裕丰汉唐正式并表，营收快速增长再次有效摊薄期间费率；
- 3) 17 年起，其他收益占营收比例大幅提升至 2% 以上，主要受益于正向的投资收益和公允价值变动收益，对净利率开始出现较好的增厚效应；
- 4) 20 年裕丰汉唐的正式并表虽带来营收快速增厚，但与此同时工程业务的并入也带来了相应信用减值损失的增加，减值损失的影响开始凸显，此后减值占营收比例稳定在 1% 以上，22 年，地产乏力下，工程板块受创营收下滑，地产信用危机影响下减值风险暴露，减值占营收比例提升 2.4pct 至 3.81%，净利率下滑至 5.0%。

图表46：板材板块净利率拆分



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

资料来源：，华泰研究

图表47：历年板材板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

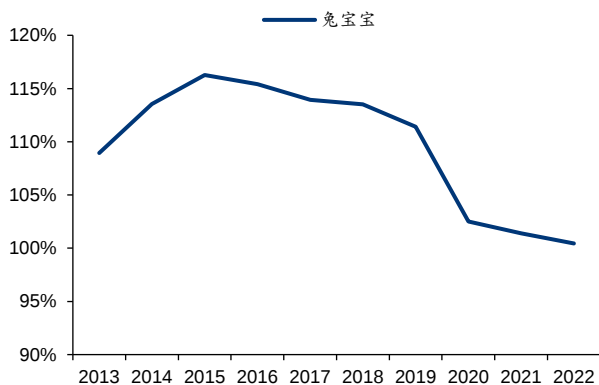
	Δ 归母净利率	-Δ 税金及	-Δ 销售费	-Δ 管理费	-Δ 研发费	-Δ 财务费	-Δ 其他收	-Δ 减值/营	-Δ 营业外	-Δ 所得税	-Δ NCI/营	
	利率	Δ 毛利率	附加/营收	率	率	率	率	益/营收	收	收支/营收	/营收	收
2014	1.17	0.88	-0.03	0.33	0.04	-	0.28	-0.17	-0.45	0.21	0.05	0.03
2015	2.89	1.23	-0.01	0.28	0.44	-	0.02	0.80	0.13	0.49	-0.54	0.07
2016	3.79	1.93	0.06	1.04	1.67	-	-0.02	0.33	0.32	-0.90	-0.69	0.05
2017	-0.85	-2.11	0.19	0.38	0.46	-	-0.09	0.46	0.22	-0.23	-0.07	-0.05
2018	-1.17	-0.58	0.05	-0.32	-0.67	-1.25	-0.64	0.74	0.01	-0.01	0.23	0.01
2019	0.83	0.47	-0.03	0.05	-0.06	0.14	-0.16	0.65	-0.15	0.03	-0.13	0.02
2020	-2.28	2.60	-0.01	-0.48	0.14	0.21	-0.16	-2.92	-0.83	-0.10	-0.07	-0.68
2021	1.32	-1.27	0.02	0.35	-0.54	0.16	0.60	2.29	-0.27	0.05	-0.43	0.36
2022	-2.55	0.47	-0.04	-0.25	-0.30	-0.05	0.22	-0.92	-2.40	0.00	0.63	0.08

资料来源：，华泰研究

减值：净利修复重点关注信用减值，风险敞口仍在

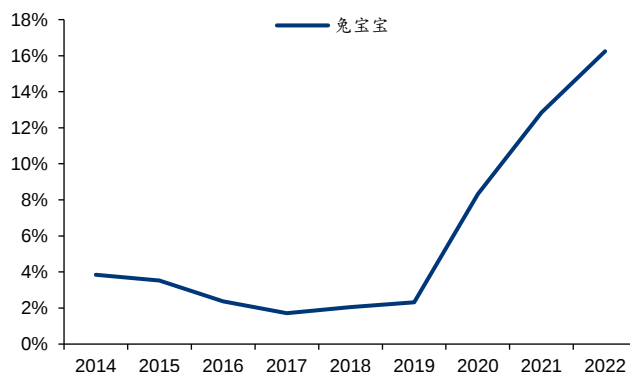
22 年兔宝宝减值占营业收入比例同比+2.41pct 至 3.81%，信用减值绝对值层面连续两年同比增速大于 80%，反观收入质量侧，自 20 年裕丰汉唐并表后，收现比降至 110% 以下，且逐年下滑，22 年同比下滑 1pct 至 100%，应收账款均值占营收的比例提升 3.4pct 至 16.2%，减值风险敞口仍在。

图表 48：兔宝宝收现比



资料来源：，华泰研究

图表 49：兔宝宝应收账款均值占营业收入比例



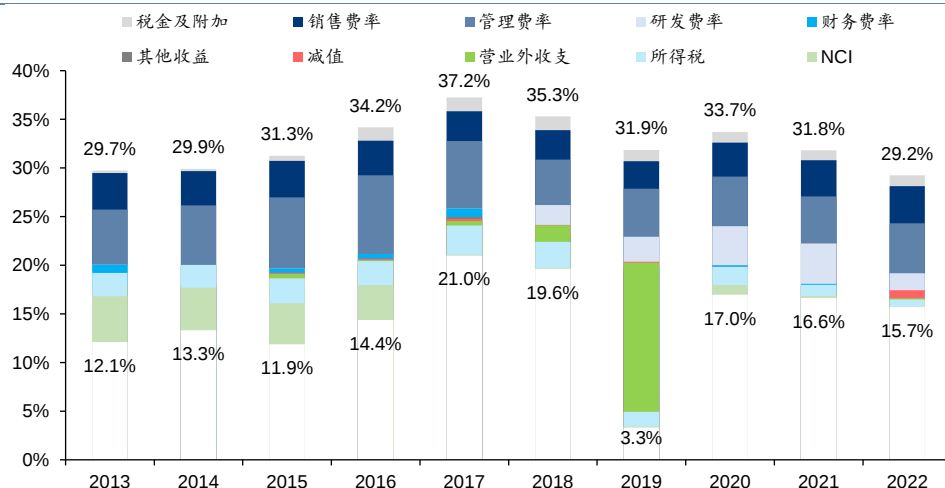
资料来源：，华泰研究

石膏板：高市占率逆周期性强，盈利能力主要受成本端影响

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

- 截至 22 年末，以销量记北新建材市占率达 68%，具有较强的市场话语权和上下游议价能力。近 10 年毛利率呈现先升后降趋势，基本围绕在 30% 上下波动，19 年毛利率下滑主因当年公司即按照新会计准则要求将运费重分类至营业成本，剔除该影响后，毛利率主要受成本端影响，但受益于公司市场地位，整体控价能力较好，毛利率波动相较成本侧更为平稳；
- 同板材板块一样，剔除运费影响后，销售费率与管理费率绝对值分别在 4%/5% 左右波动，除会计口径变化原因外，长期维持稳定；
- 由于北新建材过去收购泰山石膏并持有其 65% 的股份，造成 17 年之前有较多的少数股东损益影响其归母净利润率，16 年 10 月公司收购剩余 35% 股权，使得少数股东损益造成的利益流出大幅缩减，促使毛利率与净利率之间差额进一步缩小，刨除美国石膏板诉讼案件外，经营效益基本保持稳定；
- 受地产危机影响，22 年减值占比小幅提升 0.7pct 至 0.8%，但总体对净利率扰动较小。

图表 50：石膏板板块净利率拆分



资料来源：，华泰研究

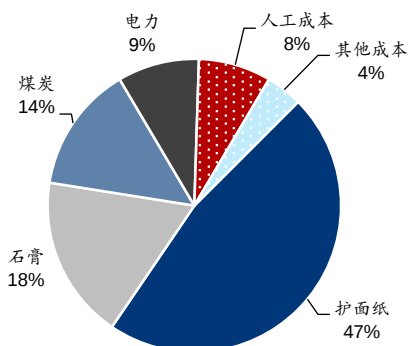
图表51：历年石膏板板块财务项占营业收入百分比同比变动（pct）

	Δ 归母净利润	Δ 毛利率	-Δ 税金及附加/营收	-Δ 销售费率	-Δ 管理费费率	-Δ 研发费率	-Δ 财务费率	-Δ 其他收益/营收	-Δ 减值/营收	-Δ 营业外收支/营收	-Δ 所得税/营收	-Δ 非经常性损益/营收
	率	率		率	率	率	率	益/营收	收	收支/营收	/营收	收
2014	1.24	0.17	0.02	0.24	-0.60	-	0.10	0.13	0.04	0.71	0.09	0.32
2015	-1.45	1.36	-0.32	-0.20	-1.09	-	0.40	1.07	-0.05	-2.58	-0.20	0.16
2016	2.48	2.93	-0.85	0.19	-0.79	-	0.68	-0.73	-0.02	0.37	0.07	0.61
2017	6.64	3.05	-0.01	0.47	1.17	-	0.20	-0.74	-0.13	-0.35	-0.53	3.51
2018	-1.37	-1.91	-0.04	0.05	-0.65	-2.91	0.56	1.37	0.19	-1.24	0.33	-0.02
2019	-16.31	-0.91	0.26	-2.36	-0.25	-0.25	0.09	-0.36	-0.08	-13.62	1.16	0.00
2020	13.66	1.83	0.08	-0.66	-0.16	-0.84	-0.25	-0.52	-0.11	15.55	-0.39	-0.86
2021	-0.33	-1.85	0.05	-0.22	0.26	-0.15	0.06	-0.03	0.15	-0.11	0.74	0.78
2022	-0.91	-2.59	-0.06	-0.10	-0.30	-0.17	-0.14	2.84	-0.73	-0.26	0.45	0.16

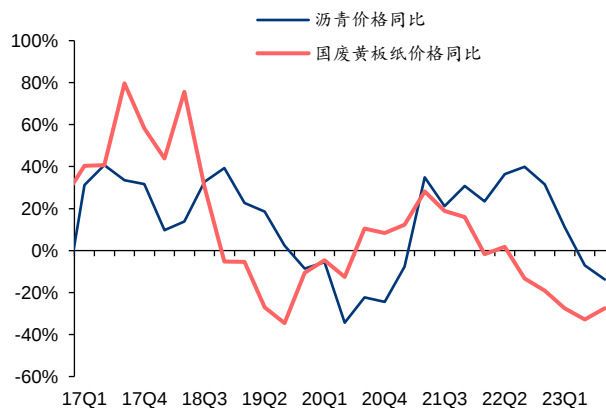
资料来源：，华泰研究

毛利率：主营业务成本端普降，毛利率改善在即

成本压力或有较好缓解，毛利率有望修复至以往正常区间 30% 以上。相较其他板块及公司，石膏板板块北新建材受益于其较高的市占率，整体经营效益稳定，净利率主要随毛利波动而波动，叠加其较高的市占率和市场定价能力，因而展望后市需重点关注成本端修复。根据公司公告，2018 年公司的营业成本中，原材料占比为 65%，其中护面纸成本占比 47%。23Q1，国废黄板纸均价同比下降 22.9%，然而北新建材季度毛利率同比下降 1.5pct，或主因防水板块业务拖累，23Q1 沥青均价同比+11.3%。而 Q2，沥青价格同比开始出现下滑，同比-7.1%；Q2 国废黄板纸均价同比-32.9%，成本侧压力改善同比较多，Q3 截至 7 月 31 日，成本端继续下行，环比 Q2 均价-2.0%，同比-27.6%，展望下半年毛利率有望修复至 30% 以上。

图表52：石膏板成本拆分（2018）


资料来源：北新建材公司公告，华泰研究

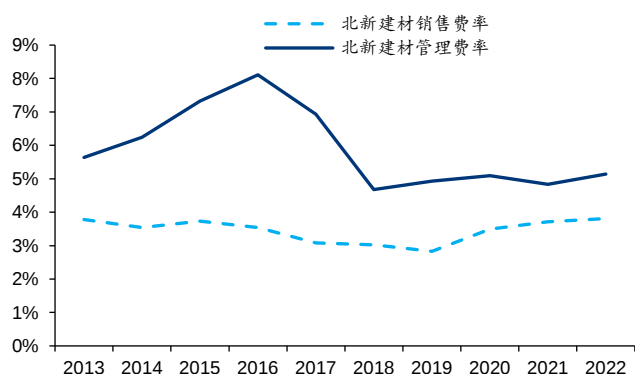
图表53：国废黄板纸、沥青季度均价同比


资料来源：，华泰研究

期间费用率：处较低水平，人效有望修复

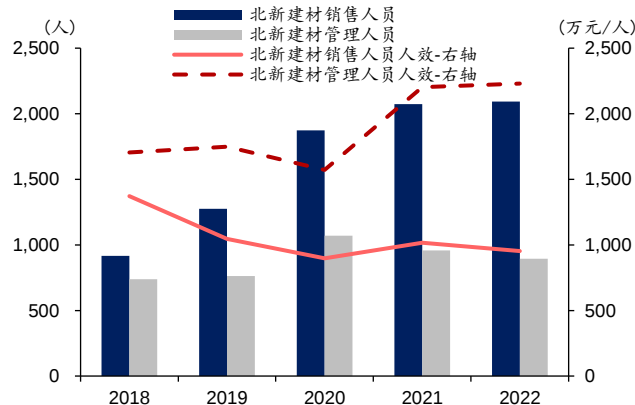
期间费率整体对净利率影响较小，后市人效有一定修复空间。20-22 年，公司销售费率、管理费率基本稳定在 4%、5% 左右上下波动，处于消费建材板块中较低水平，2022 年由于收入下滑，摊薄作用削弱下，略有提升。销售人员、管理人员数量上，销售人员人数增速放缓，管理人员人数下滑，与之相对的销售人员人效有一定下滑，预期后市扰动平息后有一定修复。

图表54：北新建材销售及管理费用率



资料来源：北新建材公司公告，华泰研究

图表55：国废黄板纸、沥青季度均价同比



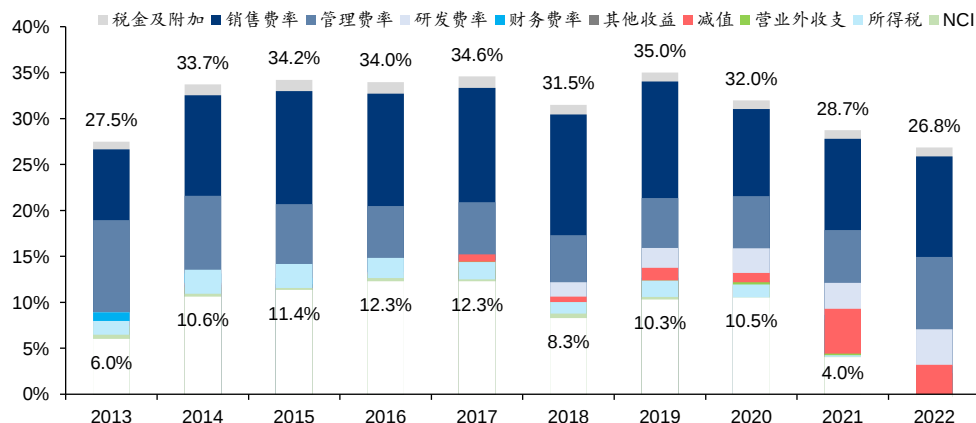
资料来源：，华泰研究

瓷砖：成本压力随能源价格下行有所宽松，减值较为充分

毛利率同能源相关性高，板块整体仍在渠道铺设竞争阶段，销售费率、管理费用率或仍有上行空间，减值相对较为充分：

- 1) 毛利率整体维持较强稳定性，13-20 年，瓷砖板块毛利率整体维持稳定在 34% 左右（18 年剔除箭牌家居前期毛利率较低影响后也维持稳定，剔除 20 年运费重分类影响），21-22 年则由于化石能源整体供应紧张，而瓷砖产品本身生产成本中能源占比较高，导致成本端压力较大而持续下滑；
- 2) 费用端，销售费率、管理费用率近几年逐年上升，虽有 22 年收入下滑导致的摊薄效果削弱影响，但在此前两项费率均出现上升趋势；
- 3) 减值角度，21-22 年减值占营收比例分别为 4.88%/6.91%，相较其余消费建材板块处于较高水平，受地产债务危机影响颇深，但 22 年板块收益质量有较大程度改善，由于营收同比下滑较多，对应收均值摊薄作用减弱，但各公司应收账款账面价值有较大程度下滑，后市减值风险或有缩小。

图表56：瓷砖板块净利率拆分



资料来源：，华泰研究

图表 57: 历年瓷砖板块财务项占营业收入百分比同比变动 (pct)

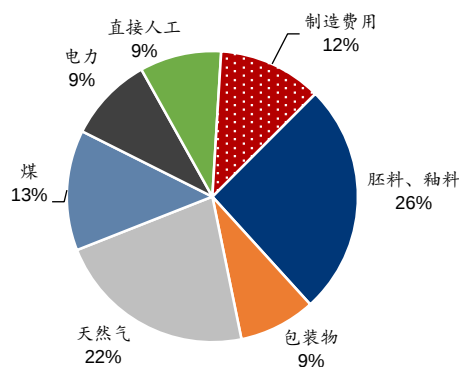
	Δ 归母净利率	-Δ 税金及 附加/营收	-Δ 销售费 率	-Δ 管理费 率	-Δ 研发费 率	-Δ 财务费 率	-Δ 其他收 益/营收	-Δ 减值/营 收	-Δ 营业外 收支/营收	-Δ 所得税 /营收	-Δ NCI/营 收	
2014	4.62	6.23	-0.36	-3.22	1.57	-	0.50	-0.49	0.02	1.34	-1.12	0.16
2015	0.73	0.50	-0.04	-1.37	0.39	-	0.55	-0.55	0.38	0.74	-0.01	0.13
2016	0.94	-0.25	-0.04	0.07	0.83	-	0.14	0.90	-0.10	-0.90	0.42	-0.14
2017	-0.01	0.63	0.01	-0.21	0.89	-0.68	0.12	1.19	-0.59	-1.82	0.33	0.13
2018	-4.01	-3.10	0.19	-0.68	-1.07	-2.28	0.03	0.06	0.17	0.06	0.65	-0.31
2019	2.03	3.50	0.11	0.44	-0.31	-0.28	0.00	-0.33	-0.78	-0.02	-0.54	0.24
2020	0.22	0.52	0.01	-0.33	-0.24	-0.27	-0.27	0.02	0.39	-0.26	0.37	0.27
2021	-6.48	-3.26	0.01	-0.43	-0.06	0.01	0.12	-0.28	-3.88	0.09	1.20	-0.01
2022	-7.47	-1.89	-0.04	-1.02	-2.10	-0.52	-0.26	-0.26	-2.04	0.17	0.56	-0.07

资料来源: , 华泰研究

毛利率: 天然气成本大幅下行, 毛利率有望修复

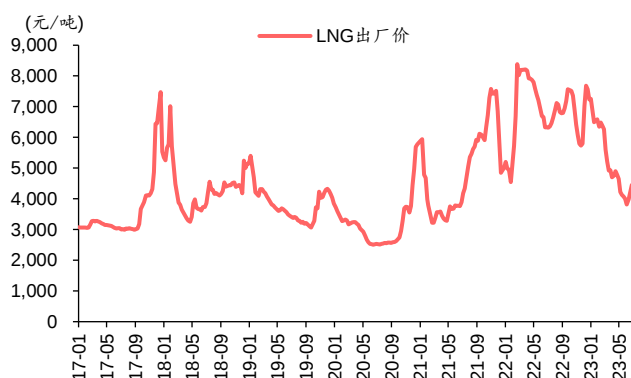
毛利率层面, 21-22 年, 能源成本高涨下, 板块整体及公司个体层面毛利率开始出现较大降幅, 21 年帝欧家居/蒙娜丽莎/惠达卫浴/东鹏控股/箭牌家居毛利率分别同比-4.4/-5.2/-3.7/-2.8/-1.4pct。成本侧, 21 年起 LNG 出厂价大幅提升, 全年均价达 4907 元/吨, 同比+53.8%, 22 年在此前基础上继续上行, 同比+40.5%, 23Q1 同比开始下行, 下降 6.9%, 但仍处于历史相对高位, 23Q2, LNG 出厂价进一步下行, 降至季均 4372 元/吨, 同比-41.5%, 23Q3 截至 7 月底, 均价同环比继续下行, 考虑到天然气占成本比例约为 22%, 毛利率理论提升空间约为 8pct; 考虑到 21 年以前板块及典型公司毛利水平基本稳定在 30% 以上, 毛利率或有望重回过去稳定水平。

图表 58: 瓷砖成本拆分 (2022)



资料来源: 新明珠招股说明书, 华泰研究

图表 59: LNG 出厂价季度均价

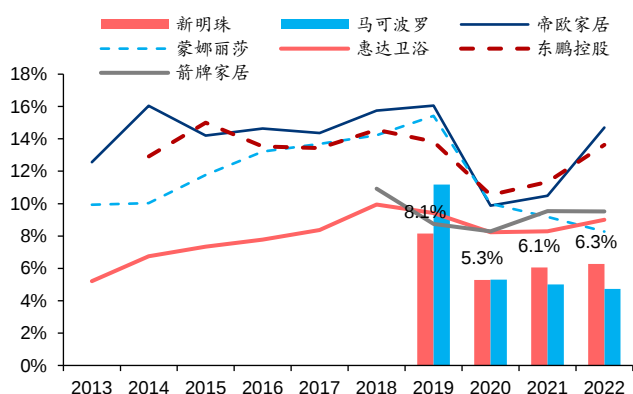


资料来源: , 华泰研究

销售费用: 部分公司销售费率处板块较高水平, 随精细化管理提升有较好改善空间

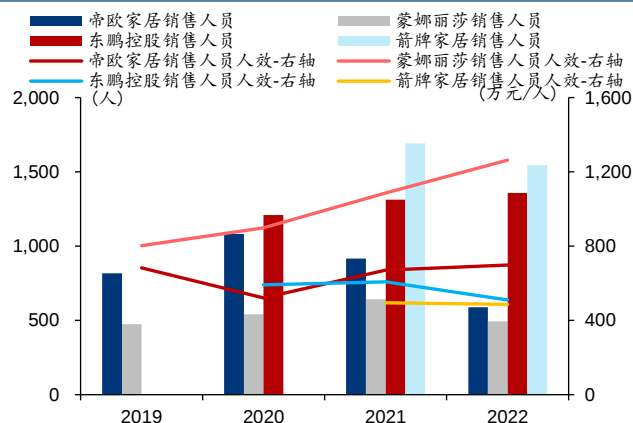
销售费率角度看, 板块公司分化, 但近几年逐渐趋同, 其中帝欧家居和东鹏控股销售费率相较其他公司较高, 常年维持在 10% 以上, 从 13-22 年历史均值看, 帝欧家居、蒙娜丽莎、东鹏控股销售费率均值处消费建材板块公司中较高水平, 但瓷砖板块未上市头部公司马可波罗、新明珠 19-22 年销售费率均值仅有 6.4%、6.6%, 可见当前板块上市典型公司仍有较大调整空间。近三年, 蒙娜丽莎随公司持续的降本增效精细管理, 销售费率已降至 10% 以下, 23Q1 环比 22 年继续改善, 降至 7.1%, 与此同时人效提升较为显著, 帝欧家居、东鹏控股仍有待改善。从绝对值角度看, 除东鹏控股外, 其余公司 22 年均有所降幅。相较消费建材其他板块公司, 瓷砖典型公司销售费用中, 职工薪酬占比相对较低, 基本在 30% 上下波动, 截至 2022 年, 除东鹏控股外, 销售人员人数均有下降, 东鹏控股则人数增长放缓; 除职工薪酬外, 帝欧家居销售费用中占比较高的为工程服务费, 仍为工程业务拖累较多, 其余公司则相关营销费用/渠道费用影响较大, 有望随后续的精细化管理提升而持续改善。

图表60：瓷砖板块典型公司销售费率与新明珠、马可波罗对比



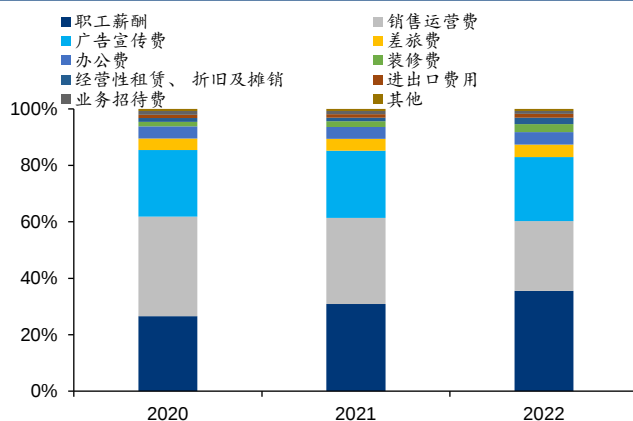
资料来源：，华泰研究

图表61：瓷砖板块典型公司销售人员人数及人效



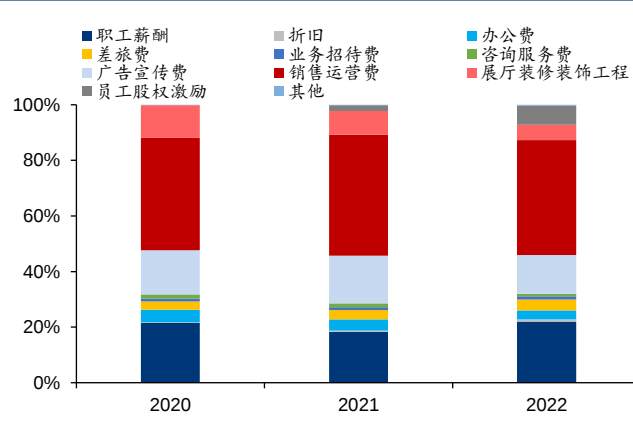
资料来源：，华泰研究

图表62：马可波罗销售费用拆分



资料来源：，华泰研究

图表63：蒙娜丽莎销售费用中营销费占比较高

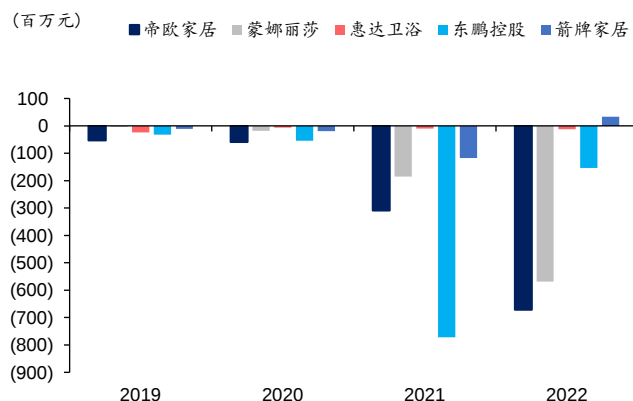


资料来源：公司年报，华泰研究

减值：减值高峰或已过，有望轻装上阵

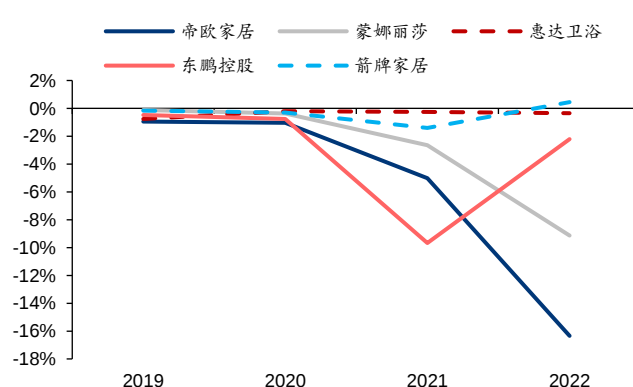
近两年维持较高水平，21、22年，帝欧家居/蒙娜丽莎/惠达卫浴/东鹏控股/箭牌家居信用减值损失占营收百分比分别为5.0%/2.7%/0.3%/9.7%/1.4%、16.3%/9.1%/0.4%/2.2%/-0.5%，惠达卫浴和箭牌家居因工程业务占比较小，在本次地产债务危机中受影响最小，22年，虽在板块公司收入均有下滑，但东鹏控股信用减值损失占比同比下降，箭牌家居有所冲回，其减值高峰或已过去。收益质量层面，除箭牌家居外，各瓷砖公司收现比均有较大幅度改善，同比分别+30%/+22%/+25%/+5/-2pct，同时账面应收账款价值同比-44%/-34%/-22%/-16%/+3%，减值影响或将逐步缩小。

图表64：瓷砖板块典型公司信用减值损失绝对值



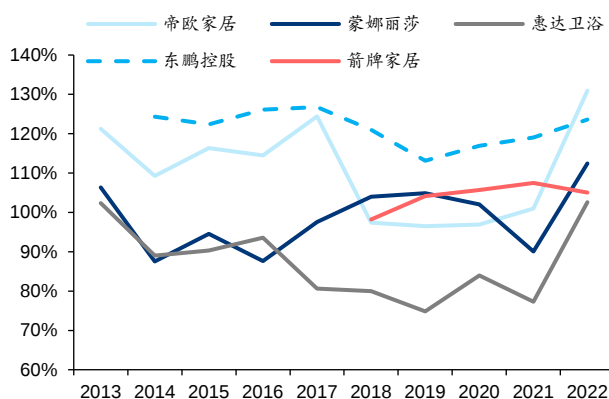
资料来源：，华泰研究

图表65：瓷砖板块典型公司信用减值损失占营收百分比



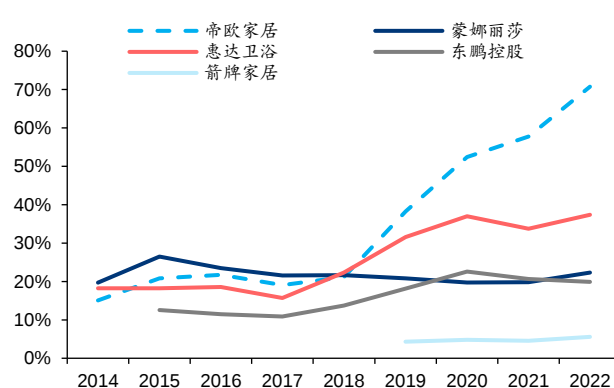
资料来源：，华泰研究

图表66：瓷砖板块典型公司收现比



资料来源：，华泰研究

图表67：瓷砖板块典型公司应收均值占营收百分比



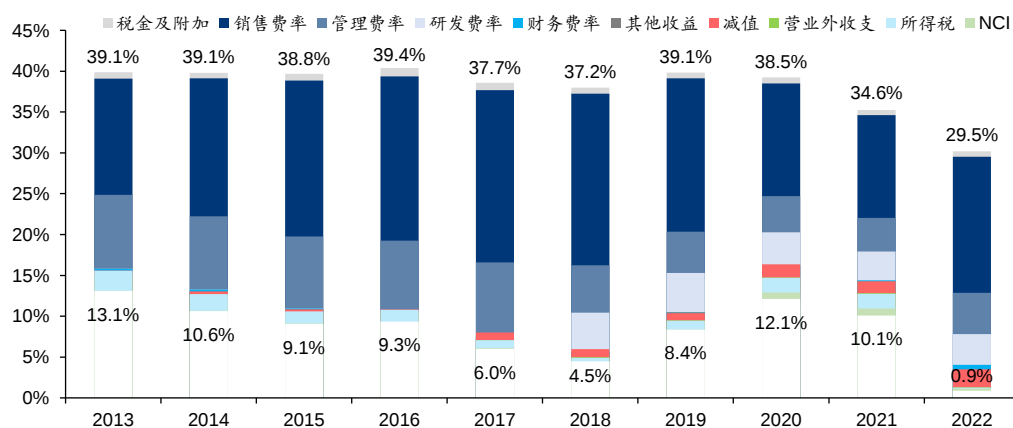
资料来源：，华泰研究

五金：销售费率影响较大，关注公司战略调整

坚朗五金近两年净利率下滑主要由毛利率承压所致，销售费率绝对值显著高于消费建材行业均值，21年以前已展现下行趋势，精简人员提升人效战略下或仍有降低空间：

- 1) 13-20年，坚朗五金毛利率基本稳定在39%左右，毛利率水平较为稳定，20年后，由于整体大宗商品涨价，叠加需求疲软，毛利率逐年大幅下滑，22年已降至30.2%；
- 2) 而净利率水平则不似毛利率平稳，近10年波动较大，13-18年主要由销售费率的逐年提升所致，公司整体快速扩张，销售网点快速铺开，费率也升至20%以上，远高于同期消费建材其他板块公司，19年后销售费率开始逐步下滑，但剔除运费后仍维持在12%以上，超行业平均水平，22年，收入下滑下摊薄作用削弱，销售费率上升至16.7%；
- 3) 减值角度，近3年减值基本维持在1%以上，22年提升至2.2%，对净利率仍有一定程度的挤压。

图表68：五金板块净利率拆分



资料来源：，华泰研究

图表69：历年五金板块财务项占营业收入百分比同比变动（pct）

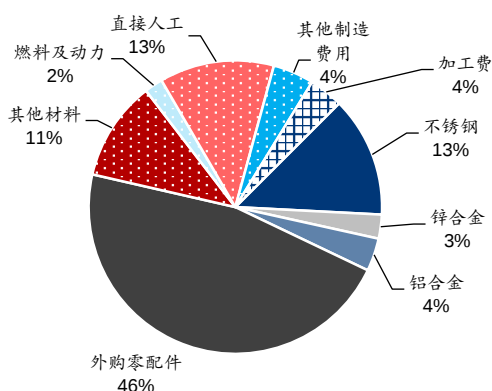
	Δ 归母净利率	-Δ 税金及 附加/营收	-Δ 销售费 率	-Δ 管理费 率	-Δ 研发费 率	-Δ 财务费 率	-Δ 其他收 益/营收	-Δ 减值/营 收	-Δ 营业外 收支/营收	-Δ 所得税 /营收	-Δ NCI/营 收	
2014	-2.46	-0.05	0.09	-2.67	0.08	-	-0.02	0.00	-0.02	-0.27	0.41	0.00
2015	-1.57	-0.16	-0.11	-2.20	0.14	-	0.13	0.00	0.00	0.09	0.53	0.00
2016	0.29	0.72	-0.18	-1.06	-0.07	-	0.47	0.13	0.03	0.16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

资料来源：，华泰研究

毛利率：毛利率理论有 2pct 同比修复空间

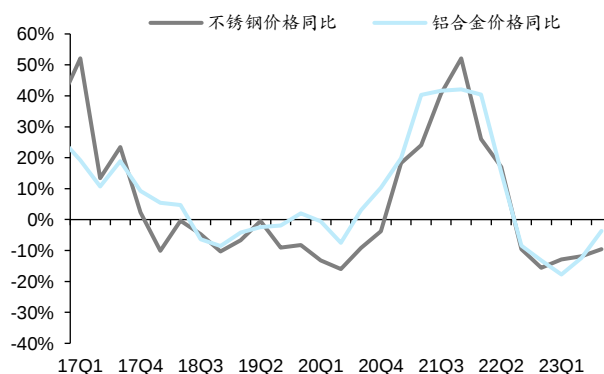
根据坚朗五金招股书，不锈钢、铝合金等原料占成本比例分别为 13.3%、3.63%，21 年起，大宗商品整体价格上涨，铝合金/不锈钢全年均价同比+35.0%/+37.1%，22 年在高基数基础上同比继续+1.3%/4.8%，挤压公司盈利能力；23Q1 起，成本侧同比有较大幅度下滑，分别-12.9%/-17.8%，23Q2 同比保持下跌，同比-11.8%/-12.3%，23Q3 至七月底，同环比仍有下跌，结合成本占比测算下半年毛利率理论有 2.0pct 的同比修复空间。23Q1 公司毛利率同比修复已现。

图表70：五金成本拆分（2016）



资料来源：坚朗五金招股说明书，华泰研究

图表71：不锈钢/铝合金季度均价同比

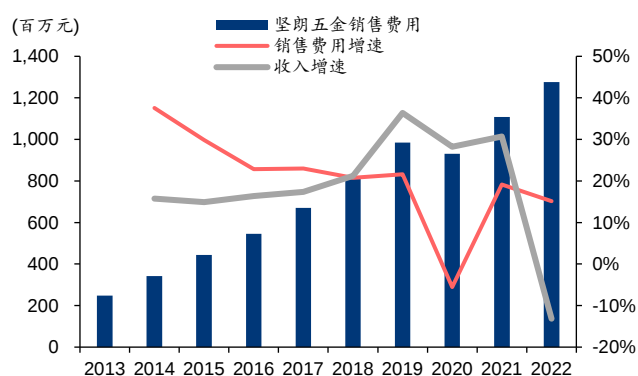


资料来源：，华泰研究

销售费用：精简人员助力销售费率控制

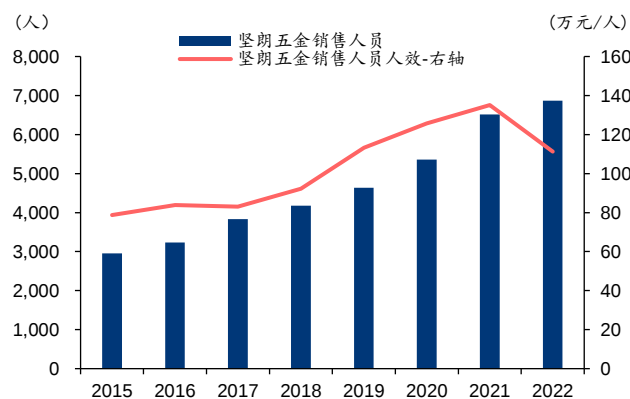
13-17 年，渠道铺设期，坚朗五金销售费用增速显著高于营收增速，18 年二者增速匹配，19 年起销售费用增速显著下降，低于公司收入增速，但在此期间销售人员人数仍在增长，但 15-21 年公司人效保持快速增长。根据销售费用拆分，其中 70%来自于人员薪酬，销售人数方面，22 年虽仍有增长，但增速显著放缓，同比+5.4%，为近 7 年最低增速，根据调研，23 年公司计划精简人员，目标相较 22 年底同比-5~10%，结合人效修复下，对净利率或有 1pct 以上的增厚作用。

图表72：坚朗五金销售费用绝对值



资料来源：，华泰研究

图表73：坚朗五金销售人员人数及人效



资料来源：，华泰研究

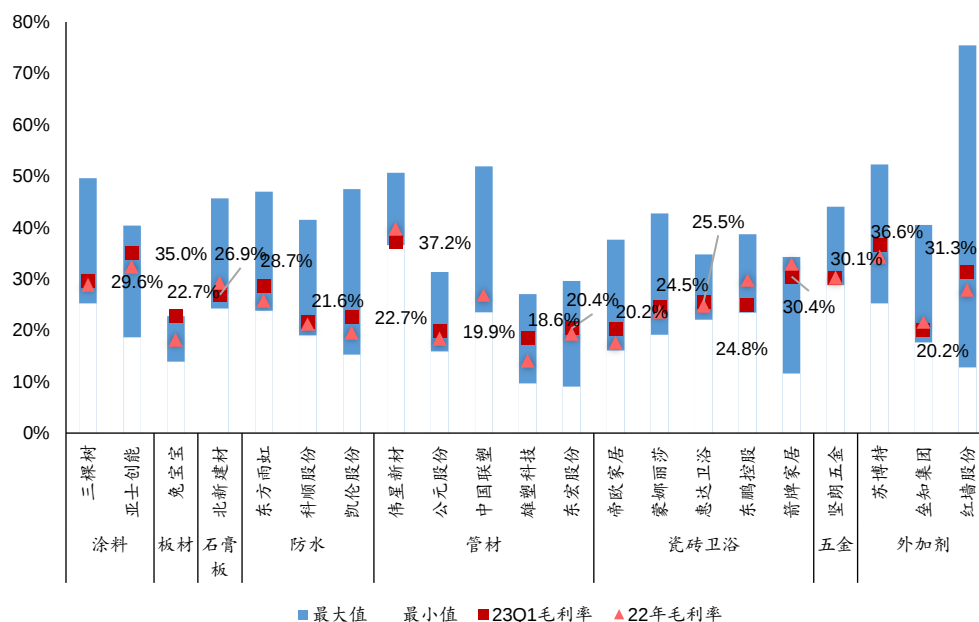
投资结论：关注经营提效带动的利润率高弹性标的

在大复苏环境中，我们相对看好竣工侧和建设后周期产品的复苏速度。净利率的解析离不开营收增长的摊薄作用，今年 1-7 月地产销售/新开工/竣工面积同比-6.5%/-24.5%/+20.5%，较 1-6 月增速-1.2/-0.2/+1.5pct，今年以来竣工增速逐月始终延续回升，新政策窗口期，家具消费等相关领域持续获政策支持，住建系统近期仍在为保交楼资金开辟新来源，“金融十六条”有效期延长进一步推动保交楼落地，下半年，竣工的释放力度仍值得期待，保交付大部分为已主体封顶的结构，对消费建材需求促进更为直接，使用阶段越近建设后周期品种、消费零售属性更强、更近家居的建材品种营收修复进度或更快。

其次，过去两年多数消费建材成本侧压力较大，毛利率承压带来净利率下滑，建议关注目前毛利率处历史较低分位公司，及 23 年以来成本侧下滑最多的品种。从 2022 年情况看，毛利率从高到低依次为五金（30.2%）、涂料（29.7%）、石膏板（29.2%）、外加剂（27.8%）、瓷砖（26.8%）、管材（25.7%）、防水（24.6%）、板材（18.2%）。截至 23Q1，除防水材料外，消费建材主要原材料价格均有不同程度下跌，除北新建材、科顺股份、苏博特外，典型消费建材公司毛利率已有不同程度修复。

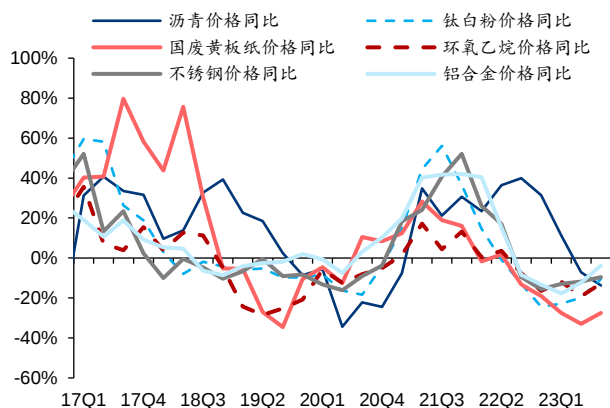
成本侧，23Q2 沥青/钛白粉/固废/环氧乙烷/不锈钢/PVC 价格分别同比-7%/-20%/-33%/-19%/-12%/-32%，下行趋势显著；此外，石化能源价格延续 Q1 下跌趋势，23Q2，秦港 5500 大卡动力煤/布伦特油价/LNG 出厂价同比-24%/-32%/-42%，三季度截至 7 月 31 日，多数原材料价格延续下行，沥青/钛白粉/固废/环氧乙烷/不锈钢/PVC 价格同比-14%/-11%/-28%/-13%/-10%/-11%。展望后市，外围市场需求下滑预期下，预期国内大宗商品价格进一步高位回落。

图表74：各消费建材公司 22 年及 23Q1 毛利率仍处 14 年以来分季度毛利率中较低分位



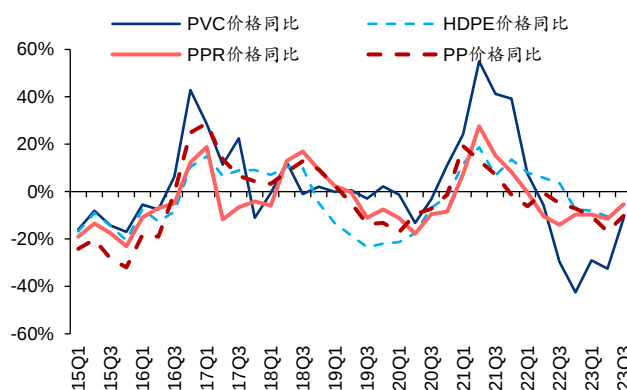
资料来源：，华泰研究

图表75：消费建材成本季度同比汇总-1



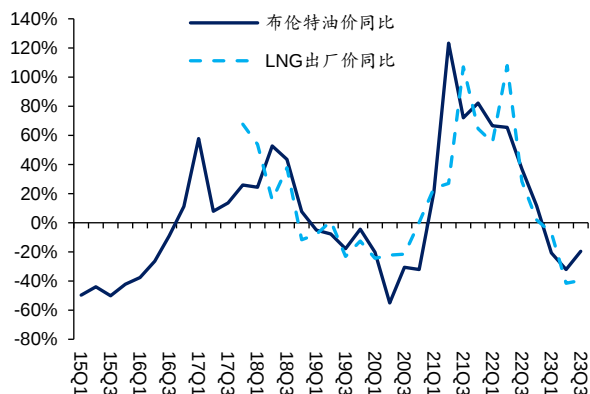
资料来源：，华泰研究

图表76：消费建材成本季度同比汇总-2



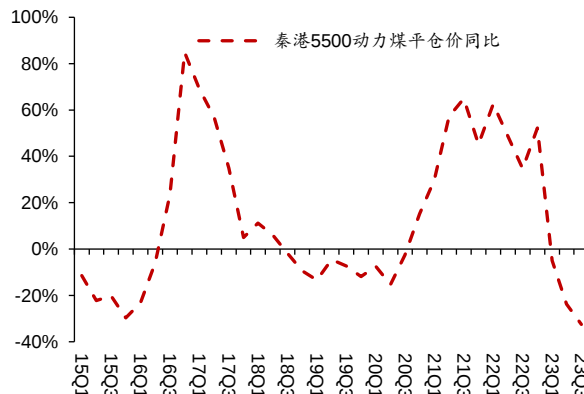
资料来源：，华泰研究

图表77：消费建材成本季度同比汇总-3



资料来源：，华泰研究

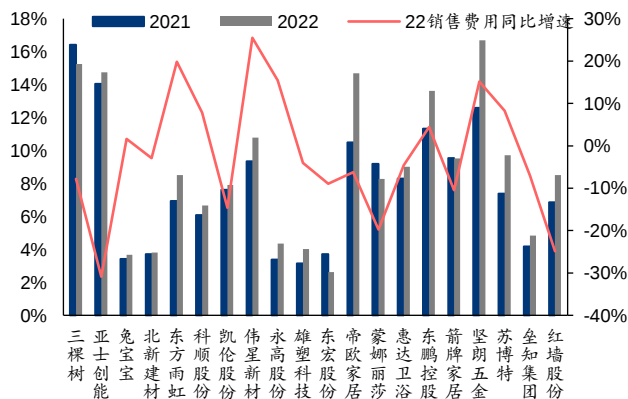
图表78：消费建材成本季度同比汇总-4



资料来源：煤炭资源网，华泰研究

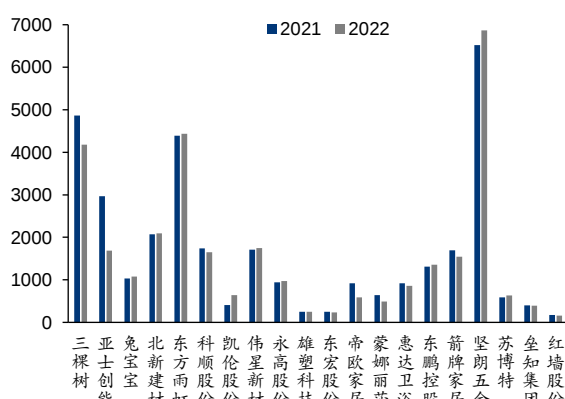
落实到个股层面，关注人效提升、营收质量改善较多的个股。我们建议核心关注销售/管理费用等历来影响较大的指标，以及减值损失等近年扰动较大的因素。从费用绝对值看，涂料板块三棵树、亚士创能，管材板块东宏股份，瓷砖板块蒙娜丽莎、惠达卫浴，外加剂板块垒知集团、红墙股份，销售费用及减值费用同比均下降，此外坚朗五金也于近年精简人员，销售人员人数目标下降 5-10%，收入修复下，上述公司的费率有望进一步薄摊。收入质量角度，涂料、防水、管材、瓷砖、五金板块公司收现比 22 年均已出现修复，应收账款账面价值均值占营收比例处于较低位置的有：箭牌家居（5.6%）、伟星新材（5.7%）、北新建材（10.7%）、兔宝宝（16.2%）、东鹏控股（19.9%）等，预期未来减值风险相对较小。

图表79：典型公司销售费率及同比增速



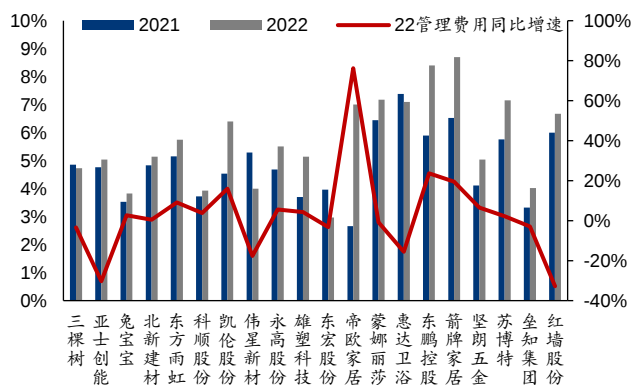
资料来源：，华泰研究

图表80：典型公司销售人员人数



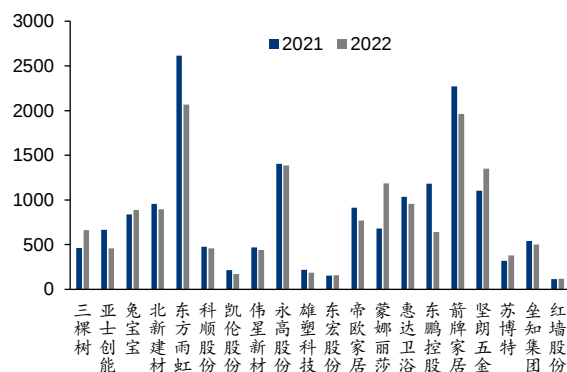
资料来源：，华泰研究

图表81：典型公司管理费率及同比增速



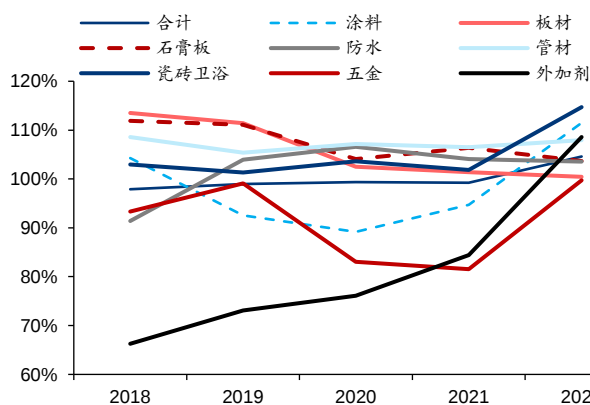
资料来源：，华泰研究

图表82：典型公司管理人员人数



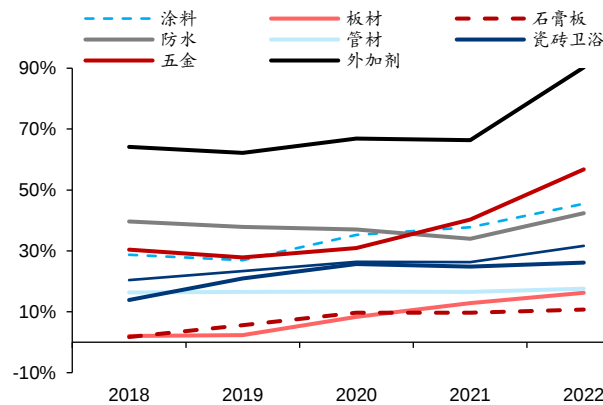
资料来源：，华泰研究

图表83：板块收现比



资料来源：，华泰研究

图表84：板块应收账款面值均值/营业收入



资料来源：，华泰研究

综上，从当前时点看，短期内关注报表层面净利率存边际修复可能的消费建材公司，中长期，地产需求下行趋势下，渠道多元、品牌能力、市场布局、管理结构优化或仍是板块公司的核心竞争力。建议关注北新建材、兔宝宝、亚士创能、蒙娜丽莎、坚朗五金。

图表85：13-22年/21-22年期间利润表重要财务项占营收百分比均值对比看弹性修复空间

		净利率		毛利率		销售费用率		管理费用率		财务费用率		减值百分比	
		13-22	21-22	13-22	21-22	13-22	21-22	13-22	21-22	13-22	21-22	13-22	21-22
涂料	三棵树	5.8%	-0.4%	38.9%	27.5%	20.8%	15.8%	8.3%	4.8%	0.2%	0.8%	1.5%	5.0%
	亚士创能	6.5%	-4.1%	34.0%	28.2%	13.6%	14.4%	7.4%	4.9%	1.3%	2.6%	3.3%	10.7%
板材	兔宝宝	6.4%	6.3%	17.4%	17.9%	4.4%	3.6%	4.3%	3.7%	0.3%	0.3%	0.9%	2.6%
石膏板	北新建材	14.5%	16.2%	32.4%	30.5%	3.5%	3.8%	5.9%	5.0%	1.0%	0.5%	0.2%	0.5%
防水	东方雨虹	11.9%	10.0%	35.4%	28.1%	10.3%	7.7%	8.1%	5.5%	1.2%	0.8%	1.1%	1.0%
管材	科顺股份	9.4%	5.5%	35.3%	24.9%	10.8%	6.4%	7.3%	3.8%	1.0%	0.8%	2.2%	3.5%
	凯伦股份	8.6%	-2.3%	34.8%	24.9%	10.1%	7.8%	8.0%	5.5%	1.7%	0.9%	3.2%	8.6%
	伟星新材	19.4%	18.9%	43.4%	39.8%	13.1%	10.1%	6.1%	4.6%	-0.5%	-0.8%	0.3%	0.3%
	公元股份	6.3%	3.8%	24.2%	18.6%	6.1%	3.9%	7.5%	5.1%	0.2%	-0.5%	1.2%	2.7%
	雄塑科技	7.8%	2.3%	21.0%	15.0%	4.1%	3.6%	5.1%	4.4%	0.1%	-0.3%	0.4%	1.5%
瓷砖卫浴	东宏股份	9.0%	5.6%	25.1%	19.4%	5.6%	3.2%	5.1%	3.5%	0.9%	1.0%	1.3%	2.6%
	帝欧家居	5.3%	-17.8%	30.2%	21.8%	13.9%	12.6%	5.7%	4.8%	0.8%	3.0%	3.9%	15.6%
	蒙娜丽莎	7.1%	-0.8%	32.7%	26.4%	11.6%	8.7%	7.8%	6.8%	1.2%	1.0%	1.6%	6.5%
	惠达卫浴	7.0%	4.9%	27.8%	26.2%	8.0%	8.7%	7.9%	7.2%	0.7%	0.1%	0.6%	0.6%
	东鹏控股	11.3%	2.4%	34.9%	29.7%	13.2%	12.5%	6.1%	7.2%	0.0%	-0.5%	1.9%	7.0%
五金	箭牌家居	7.0%	7.4%	30.4%	31.5%	9.4%	9.5%	7.0%	7.6%	0.5%	0.2%	1.4%	1.4%
	坚朗五金	8.4%	5.5%	38.1%	32.7%	17.4%	14.6%	7.0%	4.6%	0.1%	0.4%	1.0%	1.8%
	苏博特	9.8%	9.8%	39.5%	34.8%	12.4%	8.5%	9.6%	6.5%	2.1%	1.3%	0.9%	0.8%
外加剂	垒知集团	10.3%	5.4%	28.3%	19.9%	7.2%	4.5%	5.9%	3.7%	0.0%	0.2%	1.6%	2.1%
	红墙股份	11.8%	8.4%	29.9%	26.6%	8.0%	7.7%	6.6%	6.3%	-0.1%	0.3%	0.6%	0.6%

资料来源：，华泰研究

图表86：毛利率理论修复空间测算

原材料		原材料成本占营业成本比例	23YTD 原料价格同比	板块 13-22 年毛利率均值	板块 21-22 年毛利率均值	毛利率理论修复空间 1	毛利率理论修复空间 2	毛利率可能修复空间
涂料	钛白粉	15.0%	-13.3%	37.2%	27.6%	2.0%	9.6%	2.0%
板材	原木	-	-	17.4%	17.9%	-	-	-
石膏板	国废黄板纸	47.0%	-26.6%	32.4%	30.5%	12.5%	1.9%	1.9%
防水	沥青	22.0%	-5.5%	35.4%	27.4%	1.2%	8.0%	1.2%
管材	PVC	46.0%	-19.9%	30.2%	25.5%	9.2%	4.7%	4.7%
瓷砖卫浴	天然气	22.0%	-18.7%	31.8%	27.8%	4.1%	4.0%	4.0%
五金	不锈钢+铝合金	13.3%/3.6%	-8.5%/-9.1%	38.1%	32.7%	1.5%	5.4%	1.5%
外加剂	环氧乙烷	40.0%	-11.1%	33.1%	27.0%	4.4%	6.1%	4.4%

注：毛利率理论修复空间 1 = 原材料价格同比跌幅 * 原材料占营业成本比例；毛利率理论修复空间 2 = 板块 13-22 年毛利率均值 - 21-22 年毛利率均值。可能修复空间取 1 和 2 中较低值

资料来源：，华泰研究

图表87：费用率弹性测算

		销售费率			管理费用			2022 年销售费率	2022 年管理费用率
收入增速		5%	10%	15%	5%	10%	15%		
涂料	三棵树	15.1%	14.4%	13.7%	4.5%	4.3%	4.1%	15.3%	4.7%
	亚士创能	14.0%	13.4%	12.8%	4.8%	4.6%	4.4%	14.7%	5.0%
板材	兔宝宝	3.5%	3.4%	3.2%	3.7%	3.6%	3.4%	3.7%	3.8%
石膏板	北新建材	3.7%	3.5%	3.3%	4.9%	4.7%	4.5%	3.8%	5.1%
防水	东方雨虹	8.1%	7.8%	7.4%	5.5%	5.2%	5.0%	8.5%	5.8%
	科顺股份	6.3%	6.1%	5.8%	3.7%	3.6%	3.4%	6.7%	3.9%
管材	伟星新材	10.4%	9.9%	9.5%	3.8%	3.6%	3.5%	10.8%	4.0%
	公元股份	4.2%	4.0%	3.8%	5.2%	5.0%	4.8%	4.3%	5.5%
	东宏股份	2.5%	2.4%	2.3%	2.9%	2.7%	2.6%	2.6%	3.0%
瓷砖卫浴	帝欧家居	14.0%	13.4%	12.8%	6.7%	6.4%	6.1%	14.7%	7.0%
	蒙娜丽莎	7.9%	7.5%	7.2%	6.8%	6.5%	6.2%	8.3%	7.2%
	东鹏控股	13.1%	12.5%	12.0%	8.0%	7.6%	7.3%	13.6%	8.4%
	箭牌家居	9.1%	8.7%	8.3%	8.3%	7.9%	7.6%	9.5%	8.7%
五金	坚朗五金	15.3%	14.6%	14.0%	4.7%	4.5%	4.3%	16.7%	5.0%

注：以 22 年费率为基数，仅考虑相关人员人数变动带来的影响，除三棵树 23H1 人员整体增长 350 人，大部分为销售人员；坚朗五金计划 23 年人员下降 5% 以上外，其余公司，若 21-22 年相关人员人数同比连续下降，或 22 年人数大幅下降，考虑到 23 年宏观经济波动，大规模人员扩张概率不大，假设相关人员人数持平；若 22 年仍维持人数增长态势，假设 23 年人数增速与 22 年相同，进行敏感性分析。

资料来源：，华泰研究

图表88：高风险应收账款剩余减值风险敞口

		收现比		应收账款占营收比例		高风险应收账款（百万元、%）		
		18-22	22 年	18-22	22 年	22 年单项计提余额	22 年单项计提累计计提比例	剩余风险较高应收账款价值
涂料	三棵树	103%	111%	30.2%	38%	1,146	58%	481
	亚士创能	89%	115%	47.5%	72%	901	68%	290
板材	兔宝宝	106%	100%	8.4%	16%	304	39%	184
石膏板	北新建材	107%	104%	7.5%	11%	87	33%	58
防水	东方雨虹	106%	105%	34.2%	35%	2,445	15%	2,082
	科顺股份	92%	99%	47.6%	59%	709	47%	377
管材	伟星新材	112%	108%	5.9%	6%	12	100%	-
	公元股份	107%	110%	17.9%	17%	555	80%	111
	东宏股份	91%	101%	47.5%	49%	18	100%	-
瓷砖卫浴	帝欧家居	105%	131%	48.1%	71%	1,845	39%	1,134
	蒙娜丽莎	103%	112%	20.9%	22%	1,102	51%	538
	东鹏控股	119%	124%	19.0%	20%	923	75%	228
	箭牌家居	104%	105%	4.8%	6%	93	100%	-
五金	坚朗五金	91%	100%	37.3%	57%	180	60%	72

注：其中东方雨虹高风险民营地客户应收账款均有工抵房资产兜底；蒙娜丽莎 22 年底碧桂园应收账款累计计提坏账比例为 30%，帝欧家居碧桂园应收账款累计计提坏账比例 90%

资料来源：，华泰研究

图表89：重点公司推荐一览表

股票名称	股票代码	投资评级	收盘价	目标价	市值(百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
北新建材	000786 CH	买入	26.75	35.39	45,194	1.86	1.97	2.27	2.63	14.38	13.58	11.78	10.17
兔宝宝	002043 CH	买入	10.62	13.80	8,919	0.53	0.77	0.93	1.10	20.04	13.79	11.42	9.65
亚士创能	603378 CH	增持	10.13	10.78	4,356	0.25	0.47	0.58	0.73	40.52	21.55	17.47	13.88
蒙娜丽莎	002918 CH	买入	18.33	25.40	7,610	-0.92	1.27	1.56	1.97	-19.92	14.43	11.75	9.30
坚朗五金	002791 CH	买入	62.08	105.60	19,961	0.20	2.13	2.68	3.38	310.40	29.15	23.16	18.37

注：数据截至 2023 年 08 月 15 日

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表90：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
北新建材 (000786 CH)	23Q1 收入/归母净利同比+2.5%/+5.6%，维持“买入”评级 4 月 28 日公司发布一季报：2023 年一季度收入/归母净利 47.2/5.9 亿元，同比+2.5%/+5.6%。我们看好公司一体两翼加速布局带来的中长期成长性，且在成本端原材料价格下行，业绩或具备较高弹性，我们维持 23-25 年归母净利预测为 33.2/38.4/44.4 亿元。可比公司 23 年一致预期均值 18xPE，给予 23 年 18xPE，目标价 35.39 元，维持“买入”评级。 风险提示：原料涨价超预期；防水业务整合不及预期；反垄断政策风险波及。 报告发布日期：2023 年 04 月 28 日 点击下载全文：北新建材(000786 CH,买入)：开年稳健增长，一体两翼上行可期
兔宝宝 (002043 CH)	板材龙头优势凸显，给予“买入”评级 兔宝宝深耕板材行业 30 年，主营装饰材料和定制家居业务。我们认为公司核心看点在于，地产需求总量缓慢下行过程中，有望通过品牌影响力提升、零售及稀缺的家具厂/家装公司渠道升级、发展定制家居，铸造强劲的竞争力，或在分散但稳定增长的板材行业中加速提升市占率和盈利能力。此外裕丰汉唐大 B 端精装业务或随地产复苏转暖，减值影响或显著减弱。我们预计公司 23-25 年归母净利为 6.5/7.8/9.3 亿元，可比公司 23 年一致预期均值 13xPE，考虑公司兼备品牌、稀缺渠道优势，给予 23 年 18xPE，目标价 13.80 元，上调至“买入”评级。 风险提示：房地产恢复不及预期，原材料价格大幅度波动，商誉减值风险。 报告发布日期：2023 年 07 月 19 日 点击下载全文：兔宝宝(002043 CH,买入)：板材龙头品牌，渠道升级铸造壁垒
亚士创能 (603378 CH)	22 年归母净利扭亏为盈，维持“增持” 4 月 27 日公司发布 22 年年报：22 年实现收入/归母净利 31.1/1.1 亿元，同比-34.1%/+6.5 亿元；22Q4 实现收入/归母净利 7.8/0.4 亿元，同比-25.1%/+7.1 亿元，环比-15.3%/+4.9%。考虑终端地产需求恢复迟缓，我们下调公司收入增速预测，预计公司 23-25 年归母净利为 2.0/2.5/3.1 亿元（前值 2.5/3.1/-亿元），可比公司对应 23 年一致预期平均 26xPE，考虑公司全国布局较可比公司小，我们给予公司 23 年 23xPE，目标价 10.78 元（前值 12.22 元），维持“增持”评级。 风险提示：行业竞争加剧导致盈利能力下降；原料价格大幅上涨。 报告发布日期：2023 年 04 月 28 日 点击下载全文：亚士创能(603378 CH,增持)：毛利率逆势修复，经营质量显著提升
蒙娜丽莎 (002918 CH)	23H1 扭亏为盈，看好全年盈利改善 7 月 15 日公司公告 2023 年半年度业绩预告，预计 23H1 实现归母净利 1.68-2.28 亿元，去年同期亏损 4.88 亿元；预计扣非归母净利 1.67-2.27 亿元，去年同期亏损 4.91 亿元。公司 23H1 实现扭亏为盈，主要系：1）营业收入同比基本持平；2）通过各项降本增效措施实现利润率提升。考虑地产承压或延续，小幅调整公司收入预测，预计公司 23-25 年归母净利为 5.3/6.5/8.2 亿元（前值 5.3/7.5/8.8 亿元）。截至 7 月 14 日可比公司 23 年一致预期 PE 均值 20x，考虑公司盈利能力有望持续提升，认可给予公司 23 年 20xPE，维持目标价 25.40 元，维持“买入”评级。 风险提示：原料能源成本大幅上行，行业竞争加剧导致毛利率下滑，应收账款减值风险。 报告发布日期：2023 年 07 月 16 日 点击下载全文：蒙娜丽莎(002918 CH,买入)：利润率提升显著，23H1 扭亏为盈
坚朗五金 (002791 CH)	22 年原料价格同比高位、费用未能有效摊薄，业绩承压，维持“买入” 4 月 28 日坚朗五金发布年报，2022 年实现营收/归母净利 76.48/0.66 亿元，同比-13.16%/-92.63%；22Q4 实现营收/归母净利 22.40/0.61 亿元，同比-21.16%/-66.85%，环比+3.72%/+31.79%。22 年业绩低于我们预期（1.8 亿元），主要系原材料涨价、费用未能有效摊薄影响。考虑到公司经营质量持续优化，扰动因素消除后，地产弱修复，公司业绩预计逐年慢回升，预测 23-25 年归母净利 6.9/8.6/10.9 亿元（前值 6.9/8.8/-亿元）。可比公司一致预期 23 年 PS 均值 3.3x，考虑公司渠道稀缺性及先发优势，给予 23E PS 3.6x，目标价 105.60 元（前值 102.66 元），维持“买入”评级。 风险提示：政策支持力度不及预期，房企债务风险恶化，原料价格大幅上行。 报告发布日期：2023 年 04 月 28 日 点击下载全文：坚朗五金(002791 CH,买入)：经营质量改善，静待业绩弹性释放

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表91：文中涉及消费建材公司股票代码表

消费建材子板块	公司简称	股票代码
涂料	三棵树	603737 CH
	亚士创能	603378 CH
板材	兔宝宝	002043 CH
石膏板	北新建材	000786 CH
防水	东方雨虹	002271 CH
	科顺股份	300737 CH
	凯伦股份	300715 CH
管材	伟星新材	002372 CH
	公元股份	002641 CH
	中国联塑	2128 HK
	雄塑科技	300599 CH
	东宏股份	603856 CH
瓷砖卫浴	帝欧家居	002798 CH
	蒙娜丽莎	002918 CH
	惠达卫浴	603385 CH
	东鹏控股	003012 CH
	箭牌家居	001322 CH
	新明珠	拟 IPO 未上市
	马可波罗	拟 IPO 未上市
五金	坚朗五金	002791 CH
外加剂	苏博特	603916 CH
	垒知集团	002398 CH
	红墙股份	002809 CH

资料来源：Bloomberg，华泰研究

风险提示

保交楼政策后续支撑不足。消费建材公司的重要下游为地产市场，且多数消费建材主要应用于建设后周期竣工阶段，若保交楼政策后续支撑不足，可能会使得竣工端修复速度趋缓，进而影响竣工端建材产品实物量落地速度，从而导致消费建材公司收入修复滞缓。

原料价格再度大幅上涨。2021-2022 年消费建材上游原材料出现普遍涨价现象，部分建材价格甚至快速上升到近 10 年以来的相对高位，导致各消费建材公司成本端压力较大，毛利率普遍下行至历史低位，2023 年起至今，多数消费建材成本端已现 10-30%不等的同比下滑，若未来原材料价格再次出现大幅上涨，各公司盈利能力可能会再度受到影响。

典型公司经营改善未达目标。部分消费建材公司自 23 年年初起便提出系列商业模式、经营质量改善规划，如大力发展零售渠道、降本增效、提升人效等，目标实现与各公司管理质量、外在市场竞争及需求相关，可能出现未达经营改善目标的情况，进而影响利润表结构层面的修复/改善。

免责声明

分析师声明

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

一般声明及披露

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

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

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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

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

中国香港

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

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 伟星新材（002372 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

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

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、黄颖、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 伟星新材（002372 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期

（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

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

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

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

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）

电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2023 年华泰证券股份有限公司