

重识建材之六：存量重装崛起元年

华泰研究

2024 年 7 月 21 日 | 中国内地

深度研究

家装建材：地产后周期性渐弱，存量“消费”属性凸显

消费建材在住宅市场多用于后周期装修阶段，我们在本报告详细测算了住宅装修需求空间及结构转变，并认为 24 年或是存量房重装需求占比超越 50% 的起点，家装建材存量消费属性将更加突出。据我们测算，24 年家装建材需求规模约 2.6 万亿元，装修需求面积 20 亿平左右（每年超 2000 万套），其中存量重装建材需求预计 1.3 万亿。从渠道看，小 B 渠道占比接近 60%，是未来零售市场重要竞争领域。在需求新旧交替阶段，短期存量重装需求偏缓释放，而增量市场高峰回落，我们综合测算 20-24 年家装建材总需求复合增速为-0.2%，个股层面的存量重装逻辑验证仍需时间。

增量市场：需求高峰回落，客户由地产开发商向多元化主体转变

近年地产开发模式由高周转向高品质转换，新房成交及竣工带动的装修需求趋于回落，但质量要求进一步提升。在精装渗透率快速增长+“保交楼”催化下，我们测算 23-24 年精装修需求面积或在 2 亿平左右/年，20-24 年 CAGR-2.8%；但毛坯装修需求面积则跟随销售面积回落平缓下行，降至 4.5 亿平左右/年，20-24 年 CAGR-1.4%。此外，配售型保障房和自建房仍存一定韧性，有望延缓一次装修需求下行趋势，我们测算自建房、保障性安居工程合计年均贡献 3.5 亿平米家装需求。我们测算家装增量市场 20-24 年 CAGR-1.7%，24 年占整体需求比例降至 49.2%。

存量市场：二手成交景气强催化，存量翻新或成新支撑

截至七普，全国房龄 20 年以上存量房占比超 50%，庞大的存量房规模构成相对刚性的存量翻新需求。22 年以来房价持续下行，叠加消费者对地产开发商交付担忧，二手房成交景气度高涨，23 年/24H1 二手房（18 城）成交面积同比+30.3%/-8.0%。我们认为二手房交易是重装的较强刺激动因，有望成为短期建材零售需求的重要支撑。我们测算 24 年二手房成交后重装/存量房自发翻新装修需求面积分别为 4/6 亿平左右，二者合计 10 亿平装修需求（20-24CAGR+1.4%）。尽管家装自主翻新的消费意愿有所波动，但存量房重装需求近年呈波动上升趋势，24 年装修面积占比有望超越新装需求。

渠道&赛道：小 B 市场不容小觑，涂料/板材消费属性突出

结合各建材品类在家装中的经验用量/户均额，我们计算其零售市场规模。从 20-24 年复合增速看，不考虑价格战因素影响，兼备“表面工程”及一定功能属性的涂料（CAGR-0.01%）/板材（-0.1%）市场规模降幅最小，消费者具备较强自主选择权；而功能性较强的防水涂料（CAGR-0.6%）在增量、存量逻辑切换下需求相对稳健，终端消费者、工长、小 B 渠道共同选择产品。我们认为市场需求已进入新旧逻辑换挡期，家装建材公司普遍加大了对存量市场的开发力度，但因身处不同产业链环节，各家对产品、渠道、品牌、服务的着重点存在差异，短期推荐伟星新材、兔宝宝、东方雨虹、亚士创能。

风险提示：历史数据预测未来存失效风险、模型假设参数较多；行业价格竞争持续恶化；企业转型失败风险。

建材

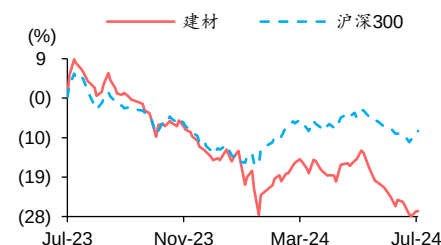
增持（维持）

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

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

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

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
伟星新材	002372 CH	21.89	买入
兔宝宝	002043 CH	12.72	买入
东方雨虹	002271 CH	16.12	买入
亚士创能	603378 CH	7.39	增持

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

核心观点与推荐逻辑	3
核心观点.....	3
有别于市场的观点.....	3
住宅装修：新装结构转变，重装逐渐崛起	4
一次装修：需求整体回落，业主结构转变凸显.....	5
二次装修：二手房成交显著增加，存量翻新渐成新支撑.....	8
二手房重装需求：年增装修需求约 4 亿平米.....	9
存量房自主翻新：年增装修需求约 6 亿平米.....	11
家装建材：增量市场承压，存量需求支撑	15
“整装”待发，硬装材料单位成本超 1300 元.....	15
家装建材规模超 2 万亿，存量占比逐步超越新房.....	17
渠道分析：小 B 市场重要性凸显	19
品类分析：存量逻辑演绎，深耕品牌/渠道/服务	21
风险提示.....	25

核心观点与推荐逻辑

核心观点

本文我们提出了市场首个关于住宅装修需求空间及结构转变的研究框架，对于当前处于渠道转型期的消费建材行业具有一定的参考价值，根据我们的测算，有如下结论：

- 1) 23/24 年全国装修需求建筑面积约为 20 亿平，其中存量市场占比逐步提升，预计 24 年或将升至 50%以上，但综合看，存量需求增长释放仍偏缓，而增量市场高峰回落，总体需求仍承压，短期消费建材板块公司或仍面临经营下滑压力，进入转型阵痛期；
- 2) 分品类看，随着装修市场需求新旧结构切换，总量需求震荡，多数消费建材品类需求规模近年呈现波动下滑趋势，其中涂料/板材波动相对较小，重装及消费属性更强。我们结合各品类经验用量/户均额计算其装修零售需求规模，测算 20-24 年涂料（CAGR-0.01%）/板材（CAGR-0.1%）等兼备一定“表面工程”属性及功能属性品类降幅最小，且消费者具备一定的自主选择权，消费属性更强具备韧性；石膏板（CAGR-1.1%）外观属性强而功能性偏弱品类相比降幅偏大；防水涂料（CAGR-0.6%）虽为隐蔽工程，但由于其功能性较强，增量、存量逻辑切换下需求仍呈现稳健，终端消费者、工长、小 B 渠道共同对产品进行选择；管材（CAGR-1.1%）虽功能性较强，但由于其较防水涂料更为隐蔽，叠加施工复杂程度和成本更高，需求相对承压；
- 3) 市场新旧逻辑切换之际，消费建材公司发力增量市场性价比下滑，存量市场仍有待开发，且零售端三大核心竞争力（产品力、品牌力、渠道力）仍有待打造。终端消费者对于消费建材产品本身往往不具备自主安装能力，其价值的真正实现有赖于施工服务加成；此外消费建材制造门槛低，消费者不具备分辨能力，施工服务环节核心且有效的消费者教育环节，头部零售建材企业与工长等特殊渠道联合至关重要；零售端消费建材企业通过营销推广进一步贴近消费者，增强产品的消费属性；家具厂、家装公司等流量归集入口的渠道把控同样对存量时代零售发力具备一定的积极影响意义。产品天然消费属性更强的赛道、提前布局零售渠道的消费建材公司短期或具备一定的先发优势。

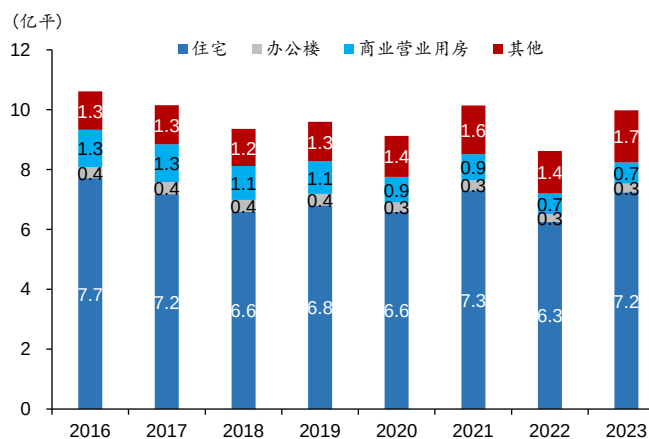
有别于市场的观点

- 1) 我们定量给出了 24 年存量重装市场有望超越增量装修市场的主要逻辑和测算。市场普遍认为，从长期来看，新房装修带来的家装建材需求将会逐渐减少，取而代之的是可持续的存量重装需求。我们在本文通过详细的数据拆分和测算，认为新房/二手房成交的不同景气趋势将加速新装/重装需求切换，且拐点可能就在 2024 年。虽然短期二手房交易后的装修需求受收入和消费趋势影响存在波动，但长期来看，存量重装需求的崛起是大势所趋。
- 2) 我们定量描绘了存量重装市场的渠道结构占比和不同细分建材品类的复合增速。确定了存量重装的总量趋势后，我们认为存量结构对家装建材的发展战略和长期增长更为重要。我们研究后认为，从城市能级来看，我们相对看好新一线城市增量装修和乡村存量房自主翻新需求；从渠道结构来看，小 B 在家装建材市场的占比由 20 年的 55% 上升为 24 年的 59%，一直是最重要的需求来源；从品类赛道来看，涂料和板材的消费属性更加突出，体现为 20-24 年家装市场规模降幅最小，需求稳健性更强。

住宅装修：新装结构转变，重装逐渐崛起

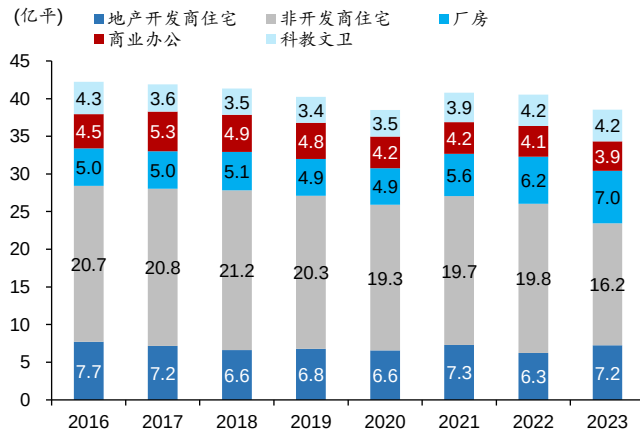
我们认为装修建材应用的不同场景决定其产业链地位，不同场景的需求变化决定其经营周期变化。装修需求按终端场景可简单划分为住宅装修（家装）和广义公建市场装修（公装），这两大市场为不同建材品类提供主要的应用场景。其中广义公建市场包含内容众多，但建筑面积显著少于住宅面积，且一定程度上与住宅市场密切相关，而住宅新建及翻新需求受地产销售、消费趋势及收入形势等因素影响较大，故本文重点研究家装市场中消费建材的需求结构及空间变化。除少部分品类（如防水卷材多用于开工阶段地下基础建设及主体封顶后的屋面防水，管材在主体施工阶段多采取水电暖通管道预埋方式等），消费建材大多用于房屋建筑施工后期装修阶段，包含一次装修（首次装修）及二次装修（非首次装修）两种。一次装修主要由新交住宅房屋（增量市场）带动，本文我们将其按照住宅类型划分为精装房、毛坯房、保障房、自建房；二次装修根据装修动机差异，我们划分为二手房成交后重装、存量房自发翻新（剔除二手房成交后重装部分）两类进行分析，由于二次装修主要发生在过去年度已交付房屋，故我们后文定义为存量市场。

图表1：2016-2023 年不同房屋竣工面积构成（地产业口径）



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表2：2016-2023 年不同房屋竣工面积构成（建筑业口径）



注：根据国家统计局对于建筑业住宅房屋的定义，其包括普通商品房（图中的地产开发商住宅）、保障性住房、别墅、公寓、各部门的职工家属宿舍和集体宿舍（包括职工单身宿舍和学生宿舍）等供居住的房屋。

资料来源：中国建筑业协会，华泰研究

图表3：房屋建设一般周期及主要建材品类应用节点、用量占比

	施工阶段		施工步骤		材料		各阶段材料用量占比
	施工阶段 (2个月)	测试验收	施工步骤		材料		
后期 (7个月)	外部装修	门窗工程	外立面装修	室内水电管线铺设	五金	50%	
					玻璃	80%	
					涂料	25%	
					管材	35%	
	内部装修	室内装修	室内隔墙/地面	其他	吊顶	80%	
					室内防水	15%	
					涂料	75%	
					瓷砖	100%	
					石膏板	20%	
					玻璃	20%	
中期 (9-10个月)	地上主体结构	主体结构	二次结构	砌体墙	框架	50%	
					混凝土	70%	
					保温材料	20%	
					钢筋	-	
	地下工程施工	基础及地下室工程	基础及地下室工程	基础及地下室防水	封顶及屋面防水	25%	
					水电管线预埋	5%	
					管材	100%	
					砌体墙	80%	
					保温材料	40%	
					水电管线预留	40%	
前期 (3-4个月)	施工前准备	三通一平	临建施工	挖土方	三通	-	
					电通	-	
					路通	-	
					场平工作	-	
	地下工程施工	基础及地下室工程	基础及地下室工程	基础及地下室工程	塑料活动板房	-	
					钢筋	-	
					混凝土	10%	
					钢筋	-	
					混凝土	20%	
					基础及地下室防水	60%	

注：1）为了便于理解，本图表对于施工的阶段划分及部分用词与实际工程习惯并不完全一致；各建材应用比例均根据经验合理估算，并非精确数据；2）图中假设标的为含地下室的精装修住宅，一般建设周期2年左右。

资料来源：《建设工程项目管理（2022）》- 全国一级建造师执业资格考试用书编写委员会，华泰研究

图表4：住宅装修领域内不同主材应用场景划分

市场	阶段		材料	应用领域	需求分类	建材直接面对的客户类型	客户分类	
新建市场	主体封闭前	管材		三通一平阶段	工程	房地产企业/承建方/分包方	大 B/小 B	
				地下室工程水电管线预埋				
				地上主体工程水电管线预埋				
		防水卷材	地下室工程防水工程					
			地上主体施工屋面防水					
	主体封闭后	外部装修	涂料/陶瓷	外立面装修	工程	房地产企业/承建方/分包方	大 B/小 B	
			建筑五金	门窗	工程	房地产企业/承建方/分包方	大 B/小 B	
		精装房内部装修	防水涂料	室内防水	工程	房地产企业/承建方/装修工程专业分包	大 B/小 B	
			家装涂料	室内墙面装修				
			石膏板	吊顶				
			人造板	橱柜/定制柜/墙面装饰/地板				
			石材	地面				
			瓷砖	墙面				
			卫生洁具	卫生间				
			小五金	浴室/开关/灯具/室内门等				
		竣工交付后	精装房局改	涂料	多为非隐蔽工程改造	零售	家装公司/工长/个人购房者	小 B/C
				瓷砖				
管材								
人造板								
毛坯房整装	同精装房内部装修		零售	家装公司/工长/个人购房者	小 B/C			
存量市场	二手房成交后	二手房整装	拆除+同毛坯房整装		零售	家装公司/工长/个人购房者	小 B/C	
	旧房改造	翻新重装	同二手房整装		零售	家装公司/工长/个人购房者	小 B/C	
		局部改造	同精装修局改		零售	家装公司/工长/个人购房者	小 B/C	

资料来源：《建设工程项目管理（2022）》- 全国一级建造师执业资格考试用书编写委员会，土巴兔，圣都整装官网，华泰研究

图表5：存量房整装市场不同消费建材装修历时及工种划分（局部+整装）

步骤	历时（估计）	具体工作内容	材料	材料属性	工种
量房设计	-	量房+初步设计方案+具体设计方案	-	-	-
主体拆改	7-8 天	铲墙皮、拆除、砌墙、清理垃圾等	-	-	力工/瓦工
水电改造	10 天左右	水电交底、水/电路铺设等、地暖铺设	塑管、电线、接线盒等	辅材	水电工
防水	3-5 天左右	涂刷防水涂料、晾干、闭水试验	防水涂料	辅材	油工
瓷砖粘贴	30 天左右	找平、瓷砖铺贴、地漏等配件安装	水泥、砂浆、瓷砖胶、瓷砖、五金等	主材+辅材	瓦工
吊顶安装	25 天左右	龙骨安装、吊顶安装	龙骨、石膏板	主材+辅材	木工
墙面处理	20 天左右	墙面处理、找平、涂料涂刷等	腻子粉、涂料	主材+辅材	油工
安装 1	10 天左右	门窗安装、插座面板安装、卫生洁具	定制家居、灯具、五金件、卫生洁具	主材+辅材	木工/安装普工
地板铺设	3-4 天	铺设地板	木地板（板材）、石材	主材+辅材	瓦工/木工
安装 2	10 天左右	定制家居安装	定制橱柜、衣柜（板材）	主材+辅材	木工/安装普工
软装	7 天左右	软装进场	家具家电等	-	非特殊工种

资料来源：土巴兔，圣都整装官网，华泰研究

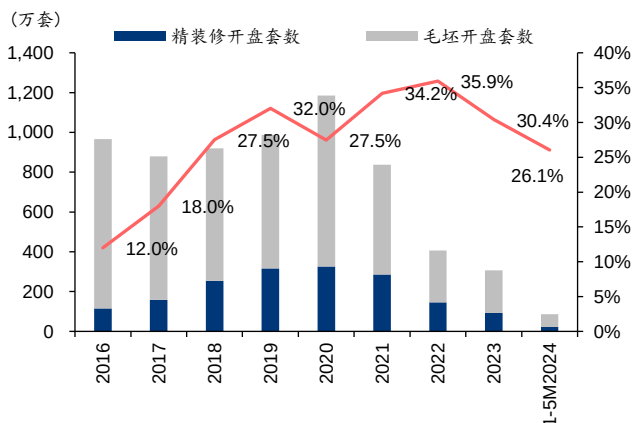
一次装修：需求整体回落，业主结构转变凸显

一次装修可根据房屋的性质划分为精装修、毛坯房整装两类。精装修交付楼盘多数在完成硬装及部分基础软装后，集中交付于业主，因而其需求落地早于竣工节点，此类装修的直接客户群体多为地产公司，单个项目规模较大，项目同质化程度较高，装修内容可复制性强，设计要求、材料选择多由地产公司主导，一般通过招投标等形式委托装修公司专业分包承建；传统毛坯房则在交付个人业主后，通过整装公司/设计师+工长/个人 DIY 等形式完成装修，这类需求下个体业主多为直接客户，单体项目规模较小，项目差异化、个性化程度较高，业主/家装公司/工长/设计师等共同决定最终设计和材料选择。

据奥维云网统计，2020 年至今新开盘房屋套数及项目数逐年下降，但精装修渗透率呈现先上升后下降趋势。2023 年全国统计新开盘套数为 307 万套，同比-24.3%，但精装修渗透率峰值出现在 2022 年，按套数角度测算的渗透率达 35.9%。2023 年全国精装修套数为 93 万套，同比-35.9%，精装修渗透率 30.4%，同比-5.5pct。2024 年 1-5 月全国累计新开盘套数 85.6 万套，同比-9.7%，精装修开盘套数为 22.3 万套，同比-23.1%，精装修渗透率 26.1%，较 23 全年-4.3pct。

精装修渗透率随城市能级的提升而提升，新房销售承压拖累整体精装修比例。从不同能级城市来看，22-23 年一线城市精装修渗透率维持在 80% 左右，且波动相对较小；新一线城市精装修渗透率则维持稳定提升趋势，2023 年精装修渗透率进一步提升至 50% 以上；二线/三线及以下城市精装修渗透率则提前进入下行区间。2022/2023 年全国商品住宅销售 11.5/9.5 亿平米，同比-26.8%/-8.2%，新房销售承压拖累精装修比例提升；但考虑未来地产销售需求集中在一二线城市以及较高的精装修渗透率水平，我们预计整体精装修比例有望保持在 30% 左右。

图表6：2016-2024 前 5 个月精装修渗透率（套数角度）



资料来源：奥维云网，华泰研究

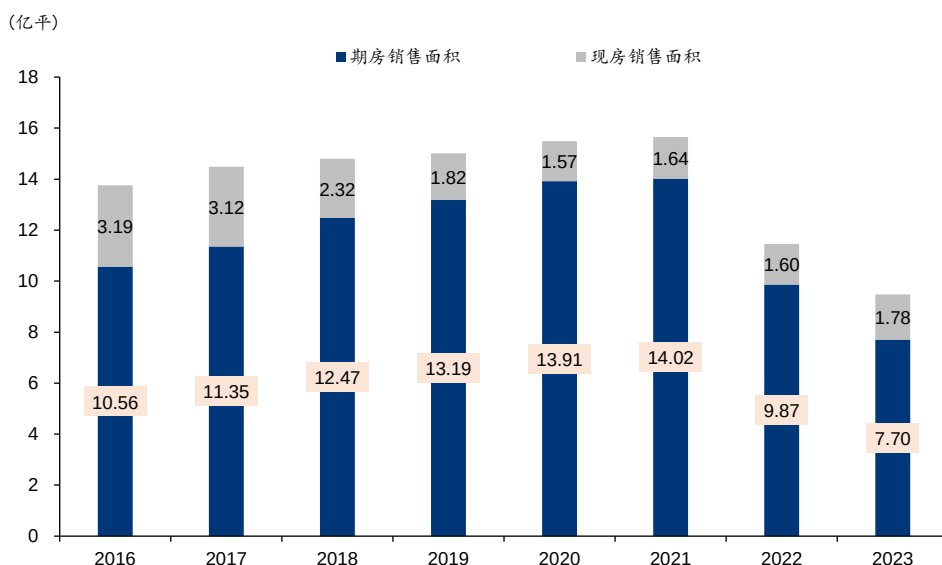
图表7：不同能级城市精装修渗透率比较

	2020	2021	2022	2023
精装修渗透率	27.5%	34.2%	35.9%	30.4%
分能级				
一线	62.1%	74.3%	81.8%	79.4%
新一线	35.4%	45.3%	47.0%	54.7%
二线	39.6%	46.0%	42.5%	39.2%
三线	22.6%	25.4%	21.9%	17.5%
四线	21.2%	19.3%	17.2%	11.3%
其他	22.5%	18.5%	13.4%	9.1%
三线及以下平均	22.1%	21.1%	17.5%	12.6%

资料来源：奥维云网，华泰研究

考虑销售结构中，2018 年以来期房比例一直稳定在八成以上，我们预期期房、现房销售结构变化对我们的测算扰动影响较小，更应关注 22-23 年期房销售面积快速下降后对家装总量的影响。我们将奥维云网统计的每年精装修渗透率向后平移一年，测算竣工阶段精装交付的住宅面积占比，最终得到近年精装交付及毛坯交付的住宅面积情况。20-23 年，随着精装修渗透率的提升，精装交付住宅面积呈现波动上升趋势，但受制于新开工面积及地产企业拿地下滑影响，24 年竣工交付总量增长或承压，叠加精装修渗透率下滑，我们预计精装交付面积或高位回落。

图表8：2016-2023 住宅房屋销售面积中期房/现房结构



资料来源：，华泰研究

精装交付房屋装修需求一般早于房屋竣工交付前 6 个月左右，而毛坯交付住宅装修则一般晚于房屋交付 6 个月后体现，且出于承建方竣工结算的考量，下半年多出现“赶工潮”现象。我们统计了 2010 年以来的数据，下半年竣工交付面积一般为上半年的 2 倍。假设精装住宅房屋装修需求集中于竣工前 6 个月，毛坯交付的房屋装修需求于交付后 6 个月体现，因此当年 35% 的精装交付住宅竣工面积装修需求于成交前一年反映，65% 的装修需求则在当年反映；而毛坯交付住宅竣工面积的装修需求则 35% 于交付当年反映，65% 于次年反映。根据测算结果，我们认为 23-24 年精装工程装修面积或在 2 亿平/年，且 24 年或面临一定压力；而毛坯房装修需求面积则稳定在 4.5 亿平左右。

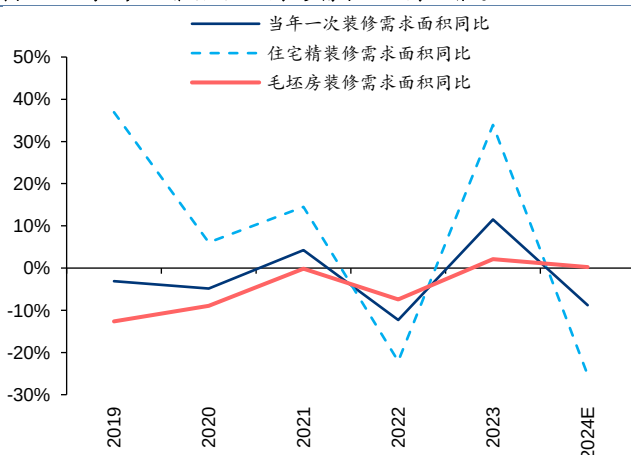
图表9：2020-2024E 住宅精装修及毛坯装修需求测算

情形假设					乐观	中性	悲观
假设 2024 年竣工面积同比增速					-5%	-15%	-25%
年份	2020	2021	2022	2023	2024E		
竣工住宅面积（亿平米）	6.59	7.30	6.25	7.24	6.88	6.16	5.43
yoy	-3.1%	10.8%	-14.3%	15.8%	-5.0%	-15.0%	-25.0%
精装修渗透率假设	32.0%	27.5%	34.2%	35.9%	30.4%		
精装修竣工面积	2.11	2.01	2.14	2.60	2.09	1.87	1.65
yoy	12.8%	-4.9%	6.5%	21.8%	-19.6%	-28.1%	-36.6%
毛坯竣工面积	4.48	5.30	4.12	4.64	4.79	4.29	3.78
yoy	-9.1%	18.1%	-22.3%	12.7%	3.2%	-7.6%	-18.5%
当年一次装修需求面积（亿平米）	6.85	7.14	6.26	6.98	6.69	6.37	6.05
yoy	-4.9%	4.3%	-12.3%	11.5%	-4.3%	-8.8%	-13.4%
精装房装修需求	2.07	2.37	1.85	2.48	1.99	1.85	1.71
yoy	6.1%	14.5%	-22.1%	33.9%	-19.5%	-25.3%	-31.1%
毛坯房装修需求	4.77	4.77	4.41	4.51	4.69	4.52	4.34
yoy	-9.0%	-0.1%	-7.4%	2.1%	4.2%	0.2%	-3.7%
浮法玻璃表需同比增速	0.5%	5.6%	-1.5%	3.2%	-2.6%		

注：22 年由于正常生产经营活动受限，但精装工程竣工交付前装修 100% 完成，故假设 21 年装修比例和 22 年装修比例各为 50%；同理下调 21-22 年交付的毛坯房在 22 年的装修率 5%；2024 年浮法玻璃表需同比增速截至 6 月。

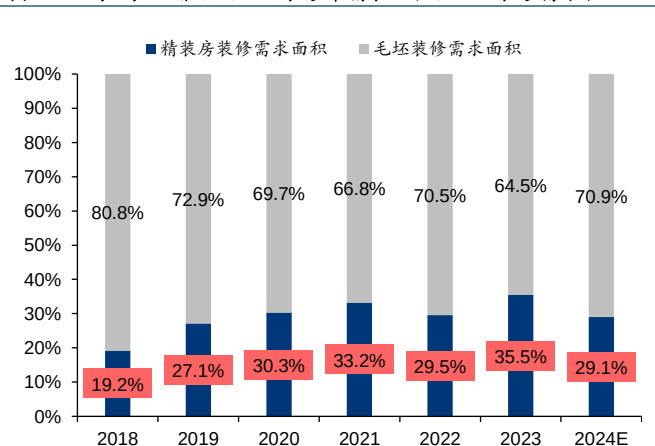
资料来源：，奥维云网，国家统计局，各省市统计局，卓创资讯，华泰研究预测

图表10：房地产业推动的一次装修需求面积同比增速



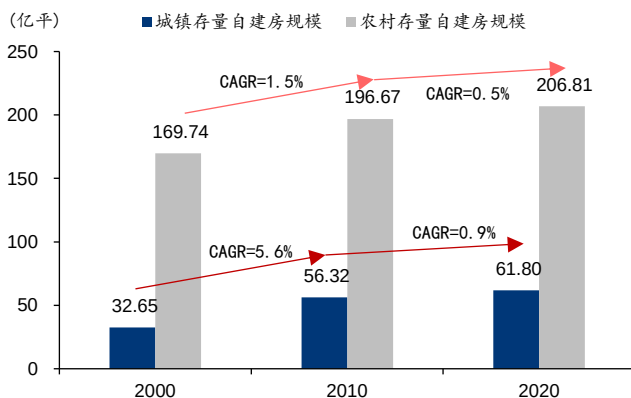
资料来源：，奥维云网，国家统计局，各省市统计局，华泰研究预测

图表11：房地产业推动的一次装修中精装工程、毛坯装修需求占比

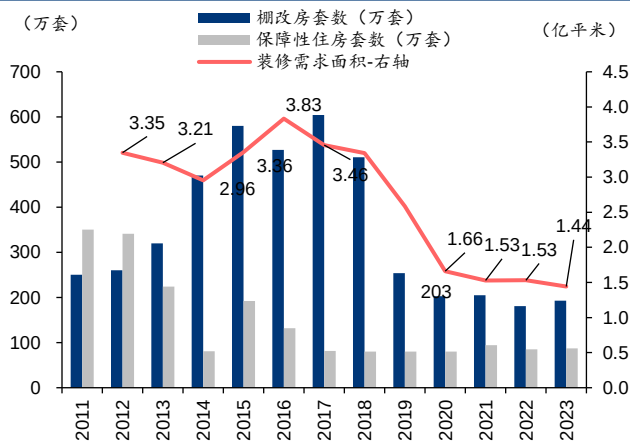


资料来源：，奥维云网，国家统计局，各省市统计局，华泰研究预测

此外，在房地产业住宅统计口径外，我们测算自建房、保障性安居工程合计年均贡献 3.5 亿平米装修需求。与商品房通过房地产商开发不同，自建房一般为业主主导自建，而保障性安居工程多为政府主导。根据六普、七普统计数据，2010-2020 年全国自建房年均净增量为 1.6 亿平，考虑到存在一定的拆除比例抵消新建面积，我们假设近年自建房年均规模约 2 亿平左右；根据国家统计局公报数据，近年保障性安居工程完成套数约在 300 万套/年，其中棚改安居约 200 万套，保障房约 100 万套。根据国家对于保障性安居工程房屋的一般性定义，我们假设保障房户均面积 60 m²，棚改安居房户均面积 50 m²，测算近年保障性安居工程带动的装修需求年均约 1.5 亿平左右。自 2023 年开始，配售型保障性住房建设开始提速，有望成为传统配租型保障性住房的重要组成部分，我们预计保障性安居工程装修有望保持稳健增长。

图表12：五/六/七普城镇乡村存量自建房规模


资料来源：国家统计局，华泰研究

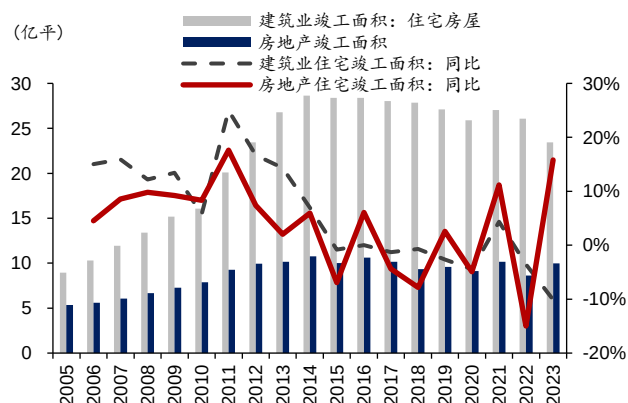
图表13：保障性安居工程每年贡献增量测算


注：考虑到保障性安居工程多为毛坯房，故假设 35%于竣工当年装修，65%次年装修。

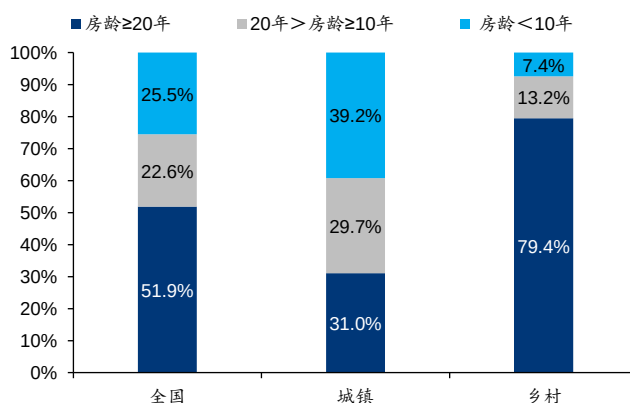
资料来源：国家统计局，华泰研究预测

二次装修：二手房成交显著增加，存量翻新渐成新支撑

根据全国七普数据，2020 年中国城镇化率已达 63.89%，随城镇化率逐步进入较高区间，国内城镇存量住宅建面已达较高水平，同时在宏观经济波动影响下，近年房地产市场新房开发与销售放缓。截至七普，全国存量住宅建面已达 517.22 亿平，其中城镇存量住宅建面为 294.6 亿平，乡村存量住宅建面为 222.66 亿平，较五普分别增加 249/203/46 亿平，较六普分别增加 132/116/16 亿平，最近十年年均新增 13.2/11.6/1.6 亿平。截至 2020 年，全国层面 20 年房龄以上的存量房占比 51.9%，城镇 10 年房龄以上的存量房占比超 60%，庞大的存量房市场将持续拉动存量更新需求，考虑到存量翻新多为个人业主主动发起，具有高度零散化、差异化的消费特征，有望成为未来家装建材零售需求的重要支撑。

图表14：建筑业/房地产业住宅竣工面积进入下行通道


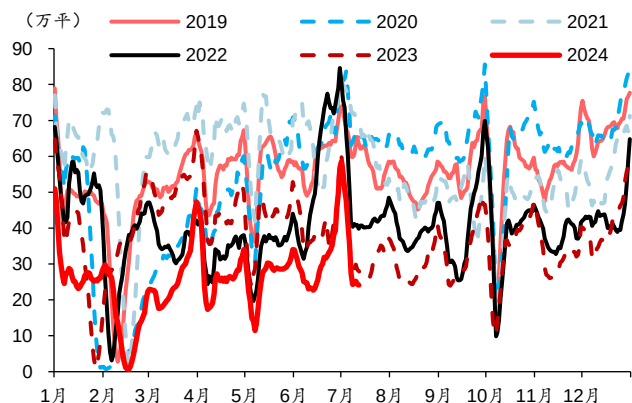
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表15：存量住宅房龄结构（2020 年）


资料来源：国家统计局，华泰研究

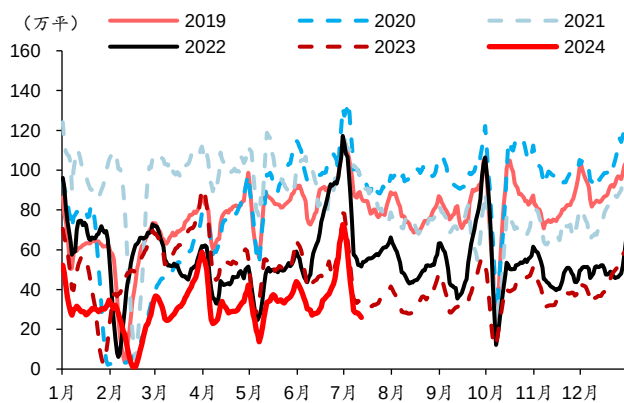
随着房地产市场新房开发与销售放缓，高能级城市已经率先迈入存量装修时代。2023 年国家统计局国民经济和社会发展统计公报首次公布二手房网签数据，全年二手房网签 7.1 亿平，二手房网签/新房（住宅）销售比例为 74.8%，占全年住宅成交面积的 42.8%。据统计，统计有连续月度成交数据的 23 城新房及二手房成交面积，可得 2023 年 23 城二手房成交面积占总需求的 47.7%，同比+8.6pct，其中一线/二线/三线及以下城市二手房成交的结构占比分别为 62.4%/46.3%/42.7%，同比+4.4/+9.4/+9.1pct，二手房成交的结构占比随城市能级的提升而提升，同时近年受部分地产企业资金链紧张、期房交付担忧等影响，23 年以来二手房需求占比显著提升。我们认为二手房成交是存量房重装意愿的较强催化，短周期二手房成交的结构性提升同样对家装建材零售需求形成边际支撑。

图表16：30城新房成交面积（7日平均）



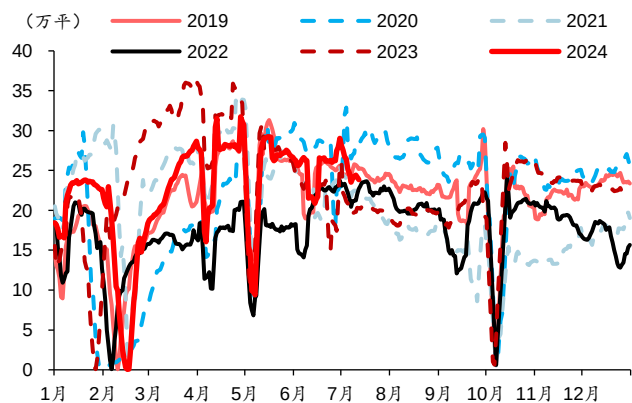
资料来源：，华泰研究

图表17：60城新房成交面积（7日平均）



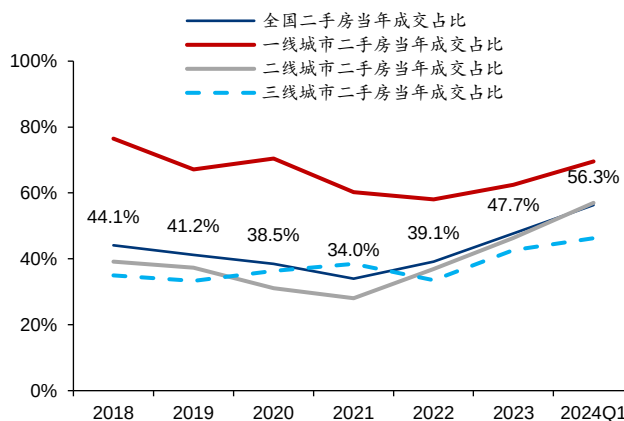
资料来源：，华泰研究

图表18：18城二手房成交面积（7日平均）



资料来源：，华泰研究

图表19：2018-2024Q1 二手房成交占总需求比例（，23城）

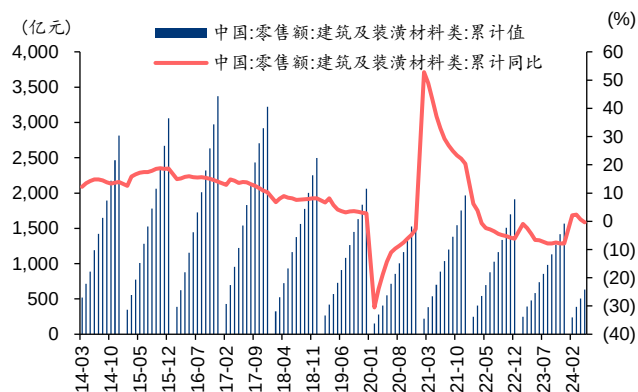


资料来源：，华泰研究

二手房重装需求：年增装修需求约 4 亿平米

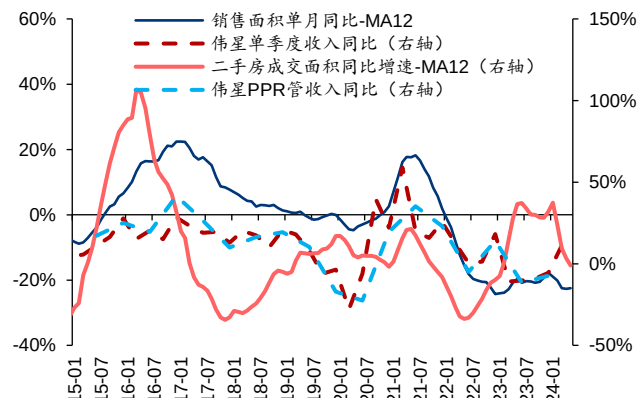
考虑到二手房成交后一般具有较强的重装意愿，我们对近年二手房成交推动的重装需求面积进行单独测算。假设每年成交的二手房中约 60% 会进行重装，平均分布在成交当年及下一年完成装修（成交当年和后一年各 30%）；近年在宏观经济波动下，虽二手房成交向好但建材零售表现承压，且部分零售占比较高的消费建材公司收入增速承压，我们推测二手房重装意愿有所抑制，因而下调二手房成交后翻新比例。我们测算 23/24 年二手房成交推动的重装需求面积为 2.6/3.5 亿平米。

图表20: 建筑及装潢材料零售额累计值(左轴)及累计同比(右轴)



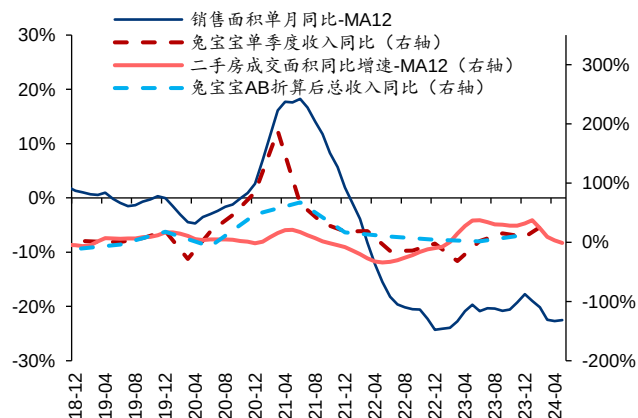
资料来源: , 华泰研究

图表21: 伟星新材 PPR 管收入与新房、二手房成交面积同比



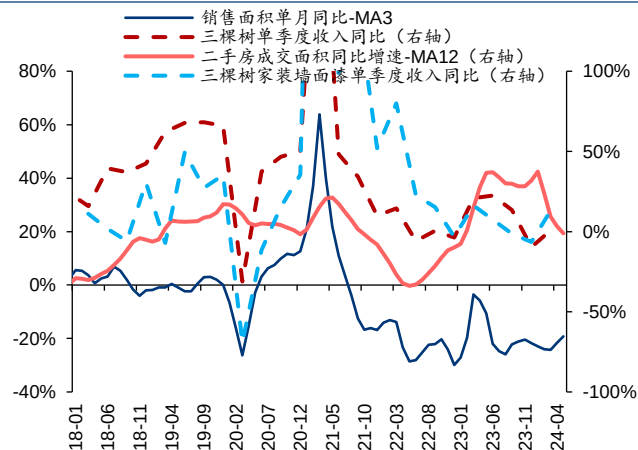
资料来源: , 华泰研究

图表22: 兔宝宝板材收入与新房、二手房成交面积同比



资料来源: , 华泰研究

图表23: 三棵树家装墙面漆收入与新房、二手房成交面积同比



资料来源: , 华泰研究

此外, 据奥维云网统计, 20-23 年全国二手房翻新套数约在 300 万套左右浮动, 年均装修套数为 323 万套。假设户均面积为 90 m², 我们测算 23/24 年二手房翻新需求面积为 4.1/4.5 亿平方米。

图表24：2020-2024E 二手房推动重装需求测算

	2020	2021	2022	2023	2024E
测算 1：重装率假设法					
新增住宅销售面积	15.49	15.65	11.46	9.48	8.00
yoy	3.2%	1.1%	-26.8%	-17.3%	-15.6%
二手房成交/新房成交	42.8%	38.2%	50.2%	74.8%	88.6%
二手房成交面积测算	6.62	5.97	5.75	7.09	7.09
二手房成交当年重装比例	30%	30%	25%	20%	25%
二手房成交次年重装比例	30%	25%	20%	25%	27%
二手房重装需求 (亿㎡)	3.94	3.78	2.93	2.57	3.54
测算 2：奥维云网统计					
二手房重装套数 (万套)	324	299	215	453	502
假设单套面积 (㎡)	90	90	90	90	90
二手房重装面积 (亿㎡)	2.92	2.69	1.93	4.08	4.52
取平均					
二手房翻新面积 (亿㎡)	3.43	3.23	2.43	3.32	4.03
yoy		-5.7%	-24.8%	36.7%	21.3%

注：测算 1 中我们假设 2024 年住宅销售面积为 8 亿平，二手房成交后重装率为 60%，假设平均分布在成交当年及次年（各 30%），22 年起宏观经济波动，下调 22 年、23 年翻新率假设至 25%、20%，24 年修复至 25%，即 21 年成交的二手房仅 25% 于次年装修，22 年成交二手房仅 25% 于当年装修，23、24 年假设类推。

注：测算 2 中二手房翻新套数源自奥维云网的第三方统计测算结果，2023-2024 年相较此前增长较多，我们认为或主因：1.22 年正常生产经营活动受阻，装修活动有所抑制导致二手房翻新套数偏低；2.2023 年 1-4 月样本城市二手房成交达近 6 年历史高位，叠加前期受抑制的重装需求释放，带动全年重装需求快速释放，

资料来源：国家统计局，中指院，奥维云网，华泰研究预测

综合上述两种方法取平均，我们预计近年二手房交易驱动的翻新需求或在 3~4 亿平/年，23/24 年二手房翻新需求面积分别为 3.3/4.0 亿平。近年地产资金压力、“烂尾楼”事件频发背景下，消费者对期房信心不足转而购买二手房，而考虑到房价偏弱背景下，住房交易中投机动机占比大幅削弱，实际成交多由刚需和改善需求催化。我们认为刚需驱动的二手房交易大多以自住使用为最终目的，终端购房者对装修翻新、提升居住体验需求更强，宏观经济波动下，中短期二手房重装需求或有所压抑，后市存释放反弹修复可能。

存量房自主翻新：年增装修需求约 6 亿平米

我们认为存量房在无市场交易等因素强催化下，业主自主发起翻新所需的时间周期更长，装修消费呈现出更为分散化和差异化的特征，测算难度较高，故我们从 3 个不同角度出发对存量自主翻新需求进行测算取其平均值。

测算一：参考奥维云网的装修套数估计数据。奥维云网从套数角度对年度住宅市场装修需求进行估计，测算近年年度老房翻新规模（不含上文的二手房翻新套数）约在 800 万套上下波动，我们假设单套住房平均建面 90 平米，测算 23-24 年存量装修需求面积约 8 亿平米左右。

图表25：奥维云网预测 2018-2025E 存量老房翻新装修套数及对应需求面积测算

翻新规模测算	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
老房翻新套数	万套	683	728	771	839	821	872	927	943
假设单套平均面积	㎡					90			
老房翻新需求	亿㎡	6.15	6.55	6.94	7.55	7.39	7.85	8.34	8.49

资料来源：奥维云网，华泰研究预测

测算二：翻新周期法。考虑到一般房屋翻新周期在 10-20 年之间，假设老房翻新需求按照一定的比例分布在其房龄第 10 年到第 20 年之间，根据前文七普数据，截至 2020 年，全国层面 20 年房龄以上的存量房占比 51.9%，城镇 10 年房龄以上的存量房占比 60.7%。我们据此对 2000 年之后竣工的房屋带动的翻新需求进行测算，考虑到 22 年以来居民翻新意愿受到一定抑制，我们相应调整 22-24E 翻新比例；而对于 2000 年之前建成的规模较为庞大的存量房，考虑到其房龄较老，周期性翻新或局部翻新需求较强，假设其每年按 2% 的比例翻新，测算 23-24 年整体存量翻新市场需求（含二手房装修）在 8 亿平米左右。

图表26：从翻新周期出发测算存量翻新总面积（包含二手房重装）

	竣工面积（亿）	假设翻新比例										
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
2000	1.89	10%	12%	15%	15%	10%	10%					
2001	2.25	8%	10%	12%	15%	15%	10%	10%				
2002	2.66	5%	8%	10%	12%	15%	15%	10%	10%			
2003	3.22	5%	5%	8%	10%	12%	15%	15%	10%	8%		
2004	3.47	5%	5%	5%	8%	10%	12%	15%	15%	8%	6%	
2005	4.00		5%	5%	5%	8%	10%	12%	15%	13%	6%	6%
2006	4.32			5%	5%	5%	8%	10%	12%	13%	11%	6%
2007	4.78				5%	5%	5%	8%	10%	10%	11%	11%
2008	4.77					5%	5%	5%	8%	8%	8%	11%
2009	5.77						5%	5%	5%	6%	6%	8%
2010	6.12							5%	5%	3%	4%	6%
2011	7.17								5%	3%	1%	4%
2012	7.90									3%	1%	1%
2013	7.87										1%	1%
2000 年前存量住宅建面（亿平）	268.29	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
存量翻新需求（亿平）							8.59	8.99	9.41	8.82	8.02	8.19
存量翻新需求-剔除二手（亿平）								5.56	6.17	6.39	4.70	4.16

注：剔除的二手房交易重装需求面积为表 25/26 中所示的 2 种测算结果取平均

资料来源：国家统计局，华泰研究预测

测算三：折旧法。从住宅房屋建筑物属性角度出发，会计政策上其一般折旧年限为 20 年，若仅考虑 2000 年之后竣工的住宅建面，以 20 年为折旧年限，通过直线法/双倍余额递减法/年数总和法分别对年度累计折旧面积进行测算，测算得到 2020 年后，年度折旧面积约占当年存量面积的 2.5%，故以该折旧率作为翻新率。以剔除当年新房销售及二手房成交面积后的存量面积为基数，测算年度存量自发翻新需求，22 年后翻新意愿受到一定抑制，我们相应调整 22-24E 折旧比例，测算得到 23-24 年旧房翻新面积接近 6 亿平米。

图表27：从折旧角度测算存量老房自发翻新对应需求面积测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
存量房规模（亿平）	237.70	248.60	255.90	262.16	269.40	275.56
当年新增（竣工）住宅面积（亿平）	6.80	6.59	7.30	6.25	7.24	6.52
当年销售二手房	6.52	6.62	5.97	5.75	7.09	7.09
存量房-剔除新增和二手房	224	235	243	250	255	262
假设当年翻新比例	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.2%	2.2%
旧房自发翻新面积	5.61	5.88	6.07	6.00	5.61	5.76

注：存量住宅面积规模为剔除自建房后

资料来源：国家统计局，华泰研究预测

综合以上三种测算方式取平均值，我们认为 23-24 年存量翻新需求面积或在 6 亿平左右波动（剔除二手房交易后的重装需求），庞大的存量房规模随着楼龄增加，有望驱动旧房翻新需求释放。

图表28：存量老房自发翻新对应需求面积（亿平）

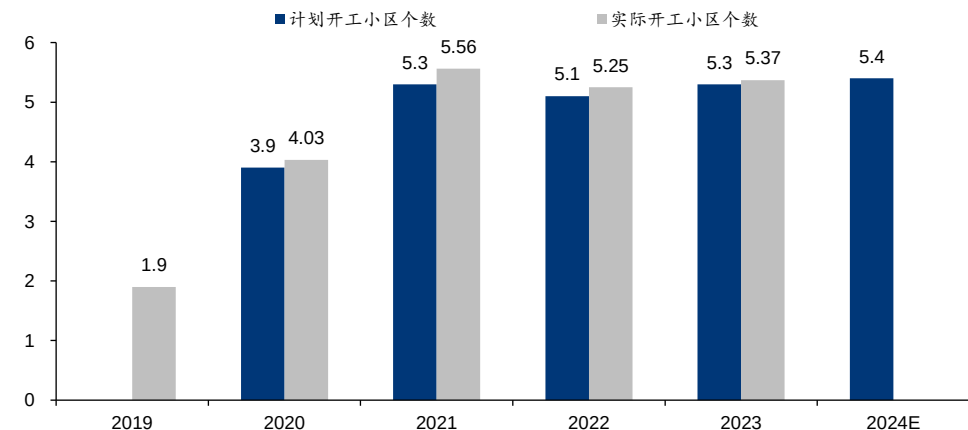
	2020	2021	2022	2023	2024E
测算 1：奥维云网统计数据	6.94	7.55	7.39	7.85	8.34
yoy		8.8%	-2.2%	6.3%	6.3%
测算 2：翻新率假设法	5.56	6.17	6.39	4.70	4.16
yoy		11.0%	3.6%	-26.6%	-11.4%
测算 3：折旧法	5.88	6.07	6.00	5.61	5.76
yoy		3.1%	-1.0%	-6.5%	2.7%
旧房自发翻新面积	6.13	6.60	6.59	6.05	6.09
yoy		7.6%	0.0%	-8.2%	0.6%

资料来源：国家统计局，奥维云网，华泰研究预测

此外，2017 年 12 月住建部在厦门召开老旧小区改造试点工作座谈会，确定广州、柳州、张家口、厦门、呼和浩特、沈阳、宁波等 15 个城市作为试点城市，截至 18 年 12 月，15 个试点城市共改造老旧小区 106 个。2019 年全国“两会”政府工作报告提出大力进行老旧小区改造提升后，旧改明显提速。自 2019 年至 2023 年，全国累计新开工改造城镇老旧小区 22.1 万个，惠及居民 3800 多万户，完成投资 9000 多亿元(平均 2.4 万元/户)，2024 年计划继续开工 5.4 万个小区，根据住建部城市建设司，截至 5 月末全国新开工改造城镇老旧小区已达 2.26 万个，其中江苏、山东、河北、辽宁、浙江、上海、湖北、重庆等 8 个地区开工率超过 50%。外部公共区域旧改或成为住宅内部翻新重装的一定刺激因素，宏观经济波动下仍为存量翻新提供一定支撑。

图表29：老旧小区改造计划及实际开工小区数量

(万个)



资料来源：国家统计局，住建部，华泰研究

总结来看，我们测算认为 23/24 年家装需求总面积近 20 亿平米，其中新房一次装修面积和存量房重装面积占比各约 50%，但 2024 年重装需求有望超越，成为存量需求崛起的新起点，短期新旧结构转变下需求震荡分化明显。据我们前述测算，整体住宅装修需求结构中，增量市场带动的装修需求占比呈现逐年下滑趋势，而存量市场需求占比逐年提升，我们预计 2024 年或逐步升至 50% 以上，真正开启存量装修市场的新阶段，主要推动力在于二手房成交景气驱动的重装需求增长。短期来看，虽然地产新房装修承压，但仍有自建房和保障性安居工程等作为补充，而存量零售市场阶段性受居民收入增长预期等因素影响，总量表现或仍偏弱，且大量工程端装企和建材企业涌入零售市场，竞争显著增强，重装需求显著超越新房装修、成为更加可持续的成长赛道或仍需一定时间。

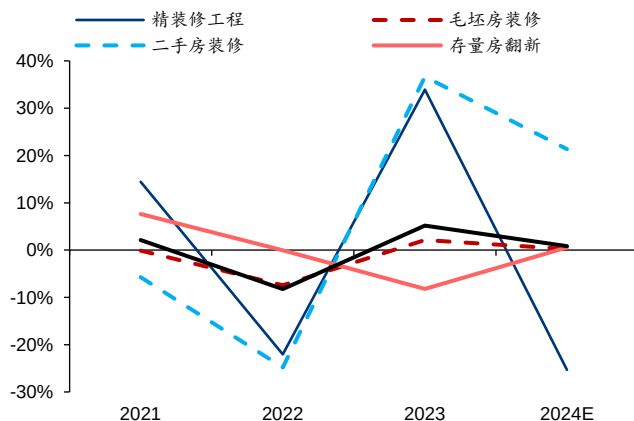
图表30：住宅家装市场需求规模测算（按面积）

建材装修需求规模（亿平米）							材料销售对手方	渠道分类
		2020	2021	2022	2023	2024E		
新房市场	精装修工程	2.07	2.37	1.85	2.48	1.85	地产公司	大 B
							承包方	
							装修工程分包商	
	毛坯房装修	4.77	4.77	4.41	4.51	4.52	家装公司	小 B
							工长	
							客户个人	
	自建房	2.00	1.99	1.98	1.97	1.96	工长	C
							客户个人	
保障性安居工程	1.66	1.53	1.53	1.44	1.49	家装公司	小 B	
						工长		
						客户个人		
新建市场装修材料需求合计		10.51	10.66	9.77	10.39	9.81		
存量房市场	二手房装修	3.43	3.23	2.43	3.32	4.03	家装公司	小 B
							工长	
							客户个人	
	存量房翻新	6.13	6.60	6.59	6.05	6.09	家装公司	小 B
							工长	
						客户个人	C	
存量市场装修材料需求合计		9.56	9.83	9.03	9.38	10.12		
合计		20.07	20.49	18.80	19.77	19.93		

注：2024E 为取上文中竣工面积中性假设（-15%）的数据测算而得的数据；精装工程、毛坯房装修数据来自上文测算（表 10）；自建房假设每年自 2 亿平以年均 0.5% 的速度递减，保障性安居工程数据来自国家统计局公报，有关自建房的情况在图表 13/14 上方文字部分已有说明；二手房装修为表 25/26 中所示的 2 种测算结果取平均；存量房装修为图表 27/28/29 种所示的 3 种测算结果取平均

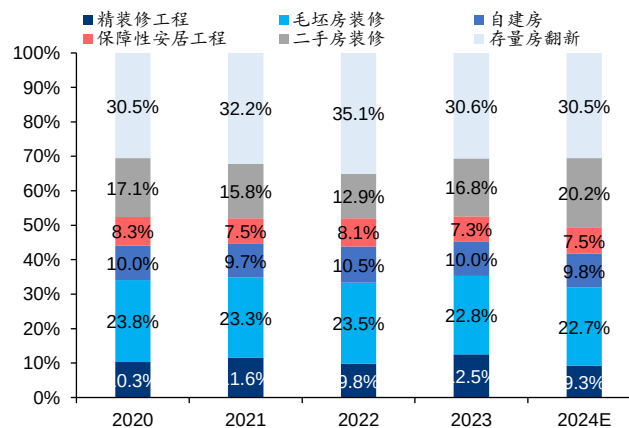
资料来源：国家统计局，华泰研究预测

图表31：家装市场需求面积同比增速



资料来源：国家统计局，住建部，中指院，奥维云网，华泰研究预测

图表32：家装市场需求面积结构占比



资料来源：国家统计局，住建部，中指院，奥维云网，华泰研究预测

家装建材：增量市场承压，存量需求支撑

“整装”待发，硬装材料单位成本超 1300 元

家装市场多种类型玩家入局，兼顾效率与品质的整装模式大有可为。我国的家装模式诞生于 1980 年前后，早期主要以“马路游击队”的方式出现，此后随着城市化进程不断演进，我们认为大致可分为以下几个发展阶段：

- 1) **1997-2007 年：住宅装修商业化起步。**1997 年我国正式颁布《中华人民共和国建筑法》，建筑装饰行业开始起步发展，市场准入条件逐渐放宽，一大批本地、规模较小的住宅装修装饰企业进入市场，该阶段家装服务内容单一、质量水平偏低，消费者对于家装的认知和要求较少，业务模式以清包、半包为主，提供的产品和服务也较为单一；
- 2) **2008-2015 年：区域城市时代推动区域型家装公司发展。**2008 年全球金融危机冲击调整后，中国房地产开发在宽松宏观环境和常态化调控政策环境下震荡上升，城镇化率快速提升，住房消费基本盘的变化，商品房交易量上升成为这一阶段家装需求的重要来源，区域城市时代为发展区域型家装公司提供了土壤。服务模式出现精细化、多元化发展，推出更多附加价值的业务，出现了套餐模式、定制模式家装产品；
- 3) **2016-2020 年：“互联网+”时代推动供应链管理效率提升，家装公司上下游整合，整装初具雏形。**2017 年我国城镇化率开始超过 60%，多个城市密集出台精装修/全装修政策，一线及部分二线大城市住房交易率先进入存量时代，大城市家装消费开始向 C 端集中，消费者对居住生活条件改善的要求进一步提高，家装服务的属性增强。同时“互联网+”浪潮掀起，互联网家装开始发力，致力于提升家装的数字化水平和供应链的管理效率，装企有动力对上下游进行整合、拓展渠道，希望通过规模效应来达到利润增长，整装服务模式初具雏形；
- 4) **2021 年至今：家装的地产后周期性逐步减弱，服务属性得到强化，整装模式开始广泛应用。**进入“十四五”以来，我国住房供不应求的局面得到转变，更多的一二线城市从增量时代走向存量时代，地产新增销售周期对家装市场的扰动影响开始减弱，消费和服务属性增强。我们认为未来家装需求提升将主要依赖存量房的需求增长，包括存量房翻新和二手房交易两个方面，家装公司业务来源向 C 端消费者进一步聚集，服务边界进一步扩大将推动新行业格局形成。

图表33：我国家装模式演进历史

时间	装企形式	模式	特征
1980-1996	“马路游击队”	清包、半包	起步阶段，消费者对住宅装修认知不深，服务要求较低
1997-2007	小装企	清包、半包	住宅装修商业化初具雏形，单服务内容单一、低质
2008-2015	区域型家装企业	半包、全包	服务精细化，套餐模式出现，服务层级分化，区域型龙头出现
2016-2020	互联网+家装企业	全包为主	借力互联网，供应链管理能力提升，装企对上下游进行整合
2021-至今	整装装企	整装	存量时代到来，家装服务属性凸显，“整装”突破

资料来源：《2024 泛家装行业发展报告》-贝壳，华泰研究

图表34：家装市场不同模式内容及典型公司

	施工	设计	辅材	主材	软装	家电
清包	√					
半包	√	√	√			
全包	√	√	√	√		
整装	√	√	√	√	√	√

传统公装公司	传统家装公司	互联网平台型公司	整装公司

资料来源：各公司官网，艾瑞咨询，华泰研究

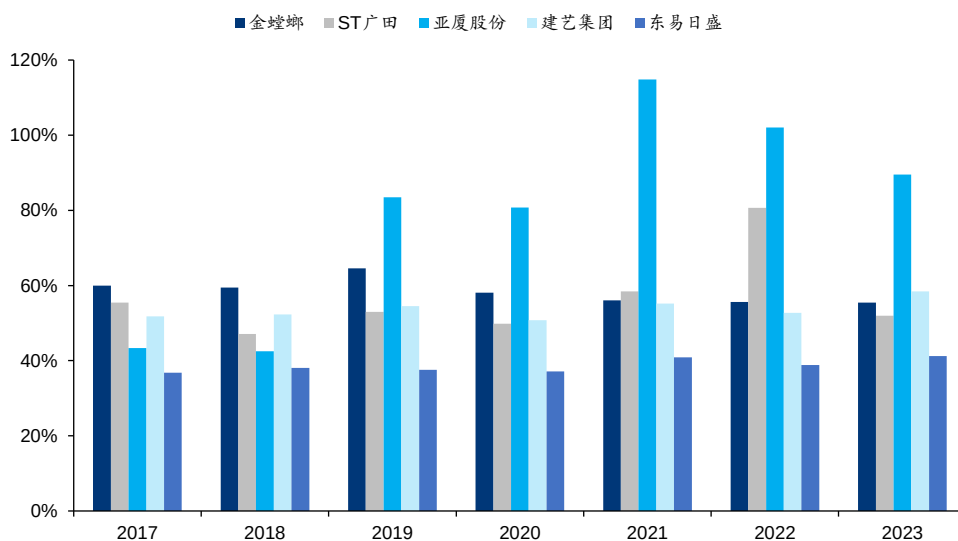
考虑到整装模式逐步成为主流，我们梳理了目前市面主流整装企业硬装套餐报价情况，测算其单平平均报价为 2691 元/平米，剔除装企合理净利率 10%后，硬装部分单平成本估计为 2422 元/平米。按历史经验及家装上市公司财务数据估计，整体装修成本中人工：材料成本约为 45%:55%，我们测算 2023 年硬装装修单平材料成本约为 1332 元/平米。

图表35：主流家装企业套餐报价整理

公司	套餐	单价	单位	面积	附加费用	测算 100 m² 总价（元，不含税）	备注
金螳螂	悦套餐	1388	元/平米	套内面积	12%管理费	155456	基础套餐
	享套餐	2388	元/平米			267456	套餐内主材升级
	整装套餐	2688	元/平米			188160	固定总价，不低于 70 平米，含 9 件套家具
被窝	B3	1900	元/平米	套内面积/0.8	无	237500	基础套餐
	B5	2700	元/平米			337500	套餐内主材升级、部分施工工艺差异
	B7	3500	元/平米			437500	含部分定制家居
东易日盛	-	约 3000	元/平米	套内面积	无	300000	非套餐制，个性化定制，单价为预估
圣都装饰	A3	1500	元/平米	套内面积/0.8	14%（工程管	213750	预估单平价格，最低不低于 30 平
	A4	2000	元/平米	套内面积/0.8	理费+经理跟	285000	预估单平价格，最低不低于 60 平
平均价格		2691	元/平米			269147	
假设家装公司合理净利率		10%					
剔除家装公司净利		2422	元/平米			242232	
假设材料成本占比		55%					
单平米装修材料成本		1332	元/平米				

注：各家装公司在不同区域套餐类别及报价模式存在差异，表格中报价为北上广深等一线城市报价；但考虑到装企套餐大多限定其包含的主材、辅材品牌，因而区域间主材辅材成本差异不大，主要区别在于人力成本

资料来源：装企官网，华泰研究预测

图表36：典型上市装修企业材料采购成本占装修收入比例约在 50%左右


资料来源：公司财报，华泰研究

家装建材规模超 2 万亿，存量占比逐步超越新房

我们测算得到近年住宅装修材料需求规模约在 2.6 万亿左右（不含软装及家电），且存量房装修建材占比趋于提升。以 2023 年家装硬装单平均价为基数，我们参考每年国家统计局公布的 CPI（居住-住房租赁指数）数据，对每年的家装硬装材料价格进行调整，并根据前文测算得到的各类别市场装修需求面积，我们得到历年家装建材市场规模。其中，存量市场推动的装修建材需求近年呈现波动上升趋势，新建市场装修材料需求规模则波动下降，2024 年家装建材二次重装市场规模有望首次超越新房一次装修市场，但近年宏观经济波动影响存量装修消费复合增长偏缓，重装需求有待进一步修复释放。

需要注意的是，由于家装建材品类众多、家装方式各异，很难找到一个能够完全表征全国家装建材的价格数据。因此，我们上述调整家装建材单平均价参考的是 CPI：居住：租房房租数据，该指标主要衡量房租变化，我们认为能够一定程度上反映住房租赁市场的景气程度以及住户的装修消费水平。

图表37：家装建材市场需求规模测算

	2020	2021	2022	2023	2024E
假设单平装修材料成本（元/平）	1334	1339	1335	1332	1332
精装修工程					
装修需求面积（亿平）	2.07	2.37	1.85	2.48	1.85
装修材料市场（亿元）	2212	2542	1975	2640	1972
毛坯房装修					
装修需求面积（亿平）	4.77	4.77	4.41	4.51	4.52
装修材料市场（亿元）	6366	6382	5890	6003	6017
新房市场					
城镇乡自建房					
装修需求面积（亿平）	2.00	1.99	1.98	1.97	1.96
装修材料市场（亿元）	2667	2665	2643	2625	2612
保障性安居工程					
装修需求面积（亿平）	1.66	1.53	1.53	1.44	1.49
装修材料市场（亿元）	2215	2046	2042	1921	1981
新建市场装修需求合计（亿平）	10.51	10.66	9.77	10.39	9.81
新建市场装修材料需求合计（亿元）	13460	13635	12551	13188	12581
二手房装修					
装修需求面积（亿平）	3.43	3.23	2.43	3.32	4.03
装修材料市场（亿元）	4573	4329	3245	4426	5370
存量房市场					
存量房翻新					
装修需求面积（亿平）	6.13	6.60	6.59	6.05	6.09
装修材料市场（亿元）	8189	8821	8811	8069	8111
存量市场装修需求合计（亿平）	9.56	9.83	9.03	9.38	10.12
存量市场装修材料需求合计（亿元）	12762	13151	12057	12495	13482
合计装修需求合计（亿平）	20.07	20.49	18.80	19.77	19.93
合计装修材料需求（亿元）	26222	26785	24607	25684	26063

注：对于精装工程，部分材料采购通过集采方式而获取一定的折扣，故假设工程批量装修建材单位成本相当于其他类型的八折；装修材料成本按照图表 36 中所得的 23 年数据，基于每年度的 CPI-居住-住宅租赁指数进行折算

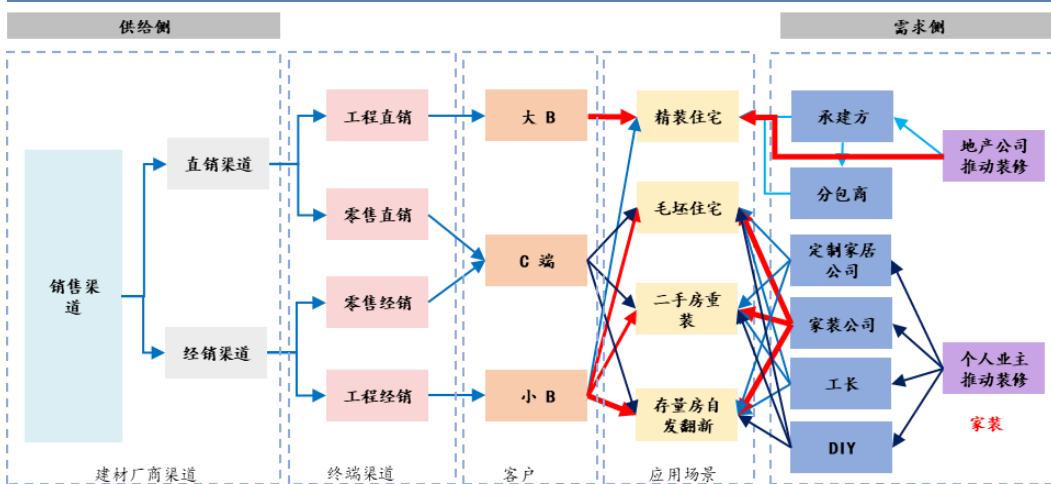
资料来源：国家统计局，住建部，奥维云网，中指院，各装修公司官网，华泰研究预测

渠道分析：小 B 市场重要性凸显

消费建材终端使用场景及客户具备多样性，仅考虑上文所述四类住宅装修市场需求，其面对的客户即呈现差异化特征；为满足不同终端客户的需求，消费建材公司往往采取“直销+经销”的双渠道模式。1) **精装工程**：对应终端客户主要为地产公司或承建方，部分通过集采模式直销终端房地产企业，采购量较大而相较其余采购方式获得一定折扣；部分则通过经销模式销售给承建方/分包方，或与分包商联合投标等形式进行销售；2) **毛坯房装修/二手房重装/存量翻新**：终端客户大多为整装公司（小 B 端）及个人业主/工长（C 端），考虑到此类市场下游客户数量众多，建材公司多通过经销方式进行销售，但部分也通过开设直营门店、总部直接签约等模式对小 B 和 C 端进行销售。考虑家装市场的复杂性，四类装修市场同销售渠道并非完全一一对应关系。

从渠道属性出发，对于**工程渠道**（大 B & 小 B）而言，工程施工及项目管理环节众多，期间费用较高，为保证盈利在材料选择时更加倾向成本导向，而工程质量终身责任制又使得质量及稳定供应能力尤为重要，从而使得具备一定规模效应、垫资能力、产品质量稳定的材料供应商更受该渠道青睐。对于**零售渠道**（小 B & C 端）而言，不同终端则取向不一：“整装”潮流下，**整装公司**多数以套餐制模式为终端消费者提供报价，套餐内主材部分为终端消费者提供有限可选品牌，辅材部分则大多不可选择，该渠道模式下材料选择权多数掌握在整装公司（小 B）手中，品牌能力对该渠道产生一定影响，但成本、供应能力仍为核心考量因素，但由于家装模式下终端消费者预付费用，故该渠道下垫资能力影响较小；**工长（C 端）**则更多以包清工/半包形式为终端业主提供服务，多数情况下主材仍由终端业主采购，辅材则工长进行选择，故该渠道对辅材类产品意义重大，而辅材普遍用量少单价低，终端具备价格不敏感性，因而产品质量及工长粘性是核心竞争力；**终端消费者（C 端）**多数情况下对装修主材具有一定选择权，且在一定范围内对价格不敏感，因此品牌影响力是该渠道的制胜法宝。

图表38：消费建材公司多通过直销+经销渠道应对不同终端客户需求



注：红线为多种渠道中较为重要的一种

资料来源：华泰研究

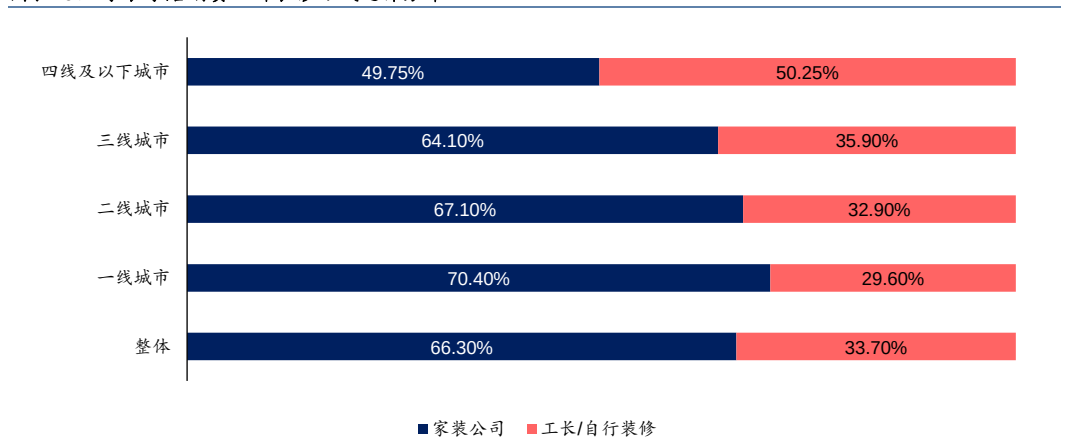
根据万科采筑估算，20 年房地产集采规模 1.6 万亿元，考虑到集采涵盖大宗建材及消费建材两类，我们以 2020 年建安成本表征土建需求，以当年平均新开工面积表征需求规模，按材料占比 55% 测算土建材料需求规模为 1.9 万亿，调用此前测算的 2020 年精装工程建材需求规模 2212 亿元，测算集采覆盖率约为 57%，以此作为工程侧大 B 渠道直销占比；零售端，参考艾瑞咨询 2023 年调研家居消费人群装修方式意愿结构作为小 B 及 C 端的结构比例，测算各渠道结构如下表。

图表39：集采比例测算

	2020	单位	备注
地产集采规模	11826	亿	
2020 年全国平均单位建安成本	2043	元/平米	*土建成本
2020 年新开工面积	165896	万平米	*我们认为水泥钢筋等大宗建材构成主要的土建成本，这部分在项目新开工阶段体现较多
建安成本规模	33893	亿元	
土建材料需求规模	18641	亿元	*材料成本占比 55%
2020 年测算单平装修成本	2425	元/平米	
2020 年测算单平装修材料成本	1334	元/平米	
2020 年精装工程材料需求规模	2212	亿元	
集采占比	56.7%		
小 B 工程采购比例	43.3%		

资料来源：万科采筑，华泰研究估算

图表40：家装家居消费人群装修方式选择分布



注：数据基于艾瑞咨询于 2023 年 12 月展开的调研，N=2000

资料来源：艾瑞咨询，华泰研究

图表41：中国家装建材各渠道结构测算

(亿元)	2020	2021	2022	2023	2024E
大 B	1254	1442	1021	1101	724
大 B 占比	4.8%	5.4%	4.2%	4.3%	2.8%
小 B	14468	14976	14007	15076	15489
小 B 占比	55.2%	55.9%	56.9%	58.7%	59.4%
C 端	10500	10368	9579	9506	9850
C 端占比	40.0%	38.7%	38.9%	37.0%	37.8%
合计	26222	26785	24607	25684	26063

注：根据上文测算，工程端 20 年集采渗透率为 57%，假设 19-21 年维持该比例不变，22 年起地产资金紧张背景下，假设集采渗透率逐年下滑 5%；零售端根据艾瑞咨询统计的 23 年消费人群对于装修方式的选择倾向进行测算，假设 24 年维持 23 年比例不变，23 年之前家装公司渗透率逐年提升 1pct。大 B 渠道主要应用于工程端，故以上文测算的精装工程市场规模乘精装渗透率进行测算，小 B 渠道则应用于除城乡自建房之外的细分市场，其中工程端需求规模等于总规模减去大 B 渠道规模后剩余部分，零售端按照上文所测算的除自建房之外的零售市场规模乘家装公司渗透率测算，剩下的为 C 端渠道。

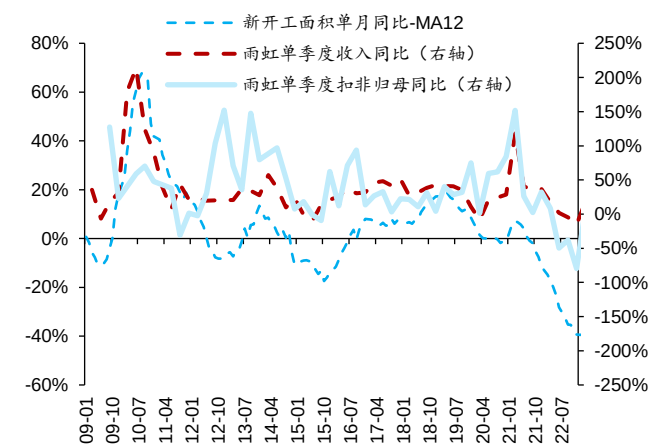
资料来源：万科采筑，艾瑞咨询，华泰研究预测

中国建筑市场特征决定小 B 天然为核心渠道，我们测算小 B 渠道规模保持在每年万亿以上，且呈上升趋势；大 B 渠道则受地产企业资金承压、新房需求景气下行扰动规模收缩；快生活节奏叠加家装公司服务模式日益成熟趋势下，C 端渠道规模虽有收窄，但仍维持一定比例。

品类分析：存量逻辑演绎，深耕品牌/渠道/服务

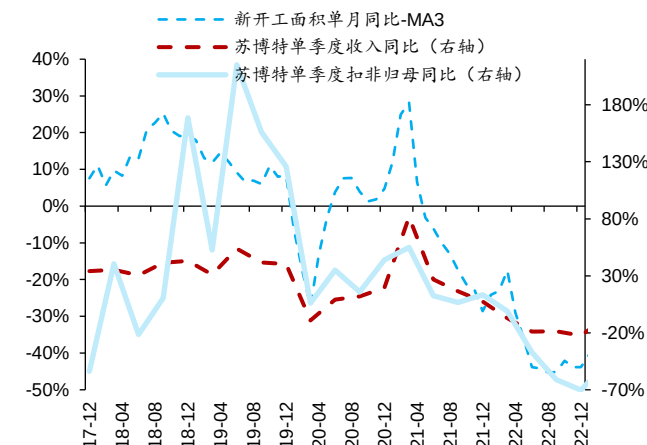
过去二十年，消费建材行业经营波动与房地产增量需求强相关。基于我们上述测算，房地产行业是建材需求的重要来源，需求占比维持在 30% 以上；另一方面，消费建材上市公司的销售结构中，虽有经销、直销之分，客户层面也有建筑企业、装修企业、工长、终端消费者等多种来源，但终端穿透地产的占比仍较大，因此行业出清仍然需要一定时间。回顾我们本系列首篇报告《重识建材：节奏与复盘》（20230216），复盘历史，建材企业收入、盈利增速与对应的地产施工节奏有较高的相关性。

图表42：东方雨虹收入增速领先新开工



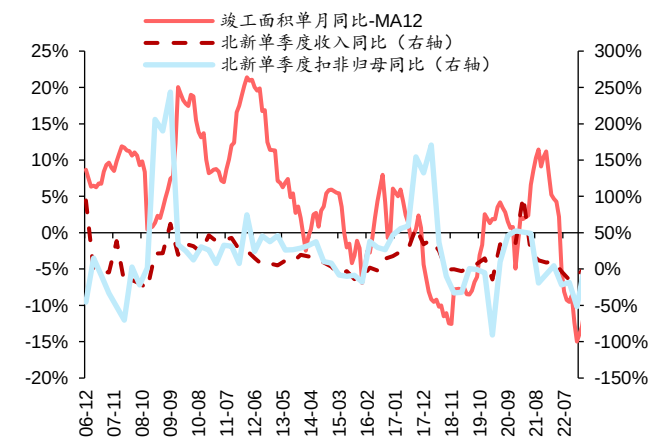
资料来源：，华泰研究

图表43：苏博特收入利润增速与地产实物量趋势



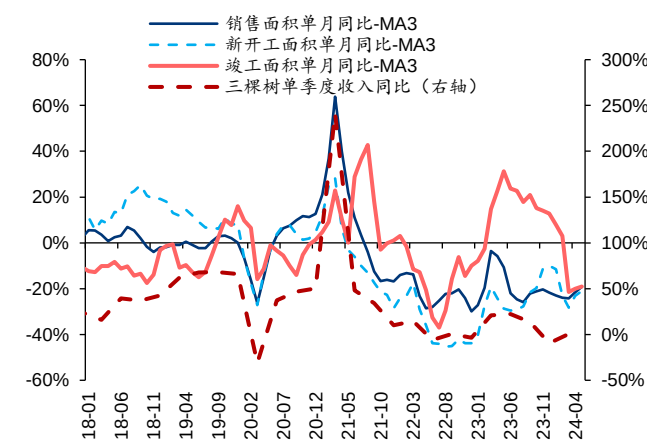
资料来源：，华泰研究

图表44：北新建材发货增速与竣工同步，利润弹性增大



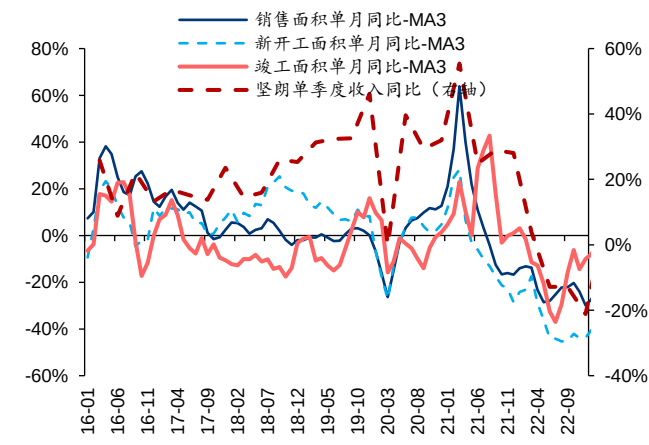
资料来源：，华泰研究

图表45：三棵树收入同比与地产实物量趋势



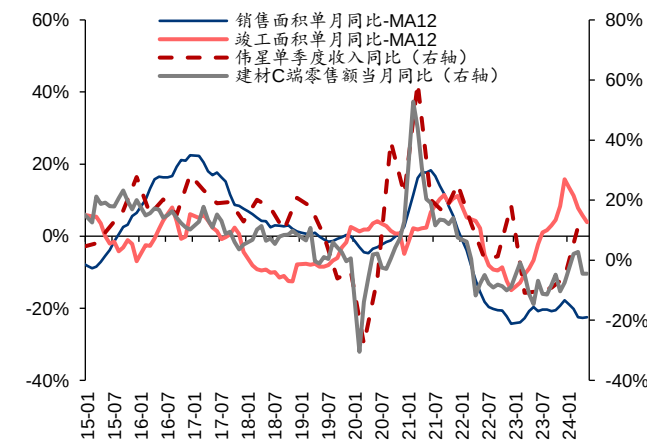
资料来源：，华泰研究

图表46：坚朗五金收入同比增速与销售、新开工、竣工趋势



资料来源：，华泰研究

图表47：伟星新材收入及净利润同比与销售、建材零售趋势



资料来源：，华泰研究

2019-2021 年，伴随着“宽信用”及地产精装渗透率快速提升，工程端建材需求旺盛，带动板块公司收入利润显著提升，估值显著走强。但与此同时，为了跟随下游地产的高周转模式，建材企业主动加杠杆扩张产能，并通过账期优惠等举措获得更多订单，导致背负了较重的应收账款包袱。2021 年后房地产企业融资受限，高周转模式不再，新开工、销售等指标相应下行，房地产链上下游资金紧张，高周转、高杠杆的商业模式负面影响凸显，多数消费建材企业受回款拖累，利润表连年因减值受损，截至目前报表层面仍存一定的减值风险敞口和周转不畅的工抵房。

图表48：消费建材板块典型上市公司应收账款情况梳理

单位：百万元，%		账面余额	账面余额 同比	账面净值	账面净值同比	单项计提减值准备		2-3 年及 3 年以上应 收账款余额增量
						23 年余额	23 年累计计提比例	剩余风险敞口
涂料	三棵树	4929	-7.1%	3564	-15.9%	1119	77.4%	253
	亚士创能	2763	-4.2%	1784	-14.6%	1000	71.8%	282
板材	兔宝宝	1714	-2.6%	1130	-17.9%	292	58%	122
石膏	北新建材	2331	3.8%	2080	4.4%	46	33%	31
防水	东方雨虹	11298	-6.2%	9568	-12.0%	2449	24%	1862
	科顺股份	5503	-0.9%	4119	-11.8%	1355	58%	572
管材	伟星新材	624	25.6%	551	23.9%	12	100%	0
	公元股份	1811	2.1%	1044	-10.4%	571	98%	12
	东宏股份	1405	-13.1%	1158	-17.8%	22	100%	0
	中国联塑	6891	3.4%	4533	-7.0%	1702	95%	89
瓷 砖	帝欧家居	2436	-14.6%	1344	-34.2%	1925	53%	912
卫浴	蒙娜丽莎	1566	-2.0%	852	-14.8%	988	67%	325
	东鹏控股	1976	-0.8%	1043	-9.2%	967	79%	207
	箭牌家居	536	4.2%	375	-0.3%	109	100%	0
五金	坚朗五金	3970	-6.8%	3548	-9.0%	265	58%	112
								234

注：我们认为正常情况下应收账款按照既定的节奏周转，而 2023 年部分公司出现 2~3 年及 3 年以上的应收账款余额绝对值快速增长现象，我们推测主因部分应收账款回收采取工抵房模式，由于未网签过户，所以暂未从应收账款中转出，造成了账龄异常延长现象，故 2~3 年及 3 年以上应收账款余额增量或一定程度表征应收账款科目下未过户工抵房金额。

资料来源：公司财报，华泰研究

结合居民杠杆率不再快速上升、城镇化率已处于相对高位、人均住房面积升至一定水平的大背景，以及我们上文测算结果，我们认为新房增量市场难回过去高增态势，存量市场逐步成为支撑。在β下行市场寻求市场占有率的进一步提升并不经济，因此越来越多消费建材企业转向存量房重装赛道，短期难免激烈竞争。但零售端建材直接或间接面向终端消费者，而个人消费者往往给予产品、品牌、服务一定溢价，同时往往采取现款现货或先款后货模式，现金流表现强于工程端建材销售商业模式，该模式下消费建材的核心竞争力在于品牌、渠道、服务等吸引消费者的商业模式，更加考验企业管理能力。

分品类角度看，随装修市场需求新旧结构切换，总量需求震荡，多数消费建材品类需求规模近年呈现波动下滑趋势，其中涂料/板材/瓷砖波动相对较小，重装及消费属性更强。我们结合各品类经验用量/户均额计算其装修零售需求规模：在近年整体需求承压背景下，行业价格竞争较激烈，但考虑到消费建材各品类下细分产品众多，价格策略形式多样，难以精确统计价格变动趋势及幅度，故以固定价格进行模拟计算大致装修市场需求规模，表述所测算复合增速更多反应“量”变动，实际行业市场规模金额复合增速下滑或超出表中测算幅度，与典型上市公司 22H2 以来营收表现相比，“量升价降”趋势可相互印证。从“量”的角度观测，20-24 年涂料（CAGR-0.01%）/板材（CAGR-0.1%）等兼备一定“表面工程”属性及功能属性品类降幅最小，且消费者具备一定的自主选择权，消费属性更强具备韧性；石膏板（CAGR-1.1%）外观属性强而功能性偏弱品类相比降幅偏大；防水涂料（CAGR-0.6%）虽为隐蔽工程，但由于其功能性较强，增量、存量逻辑切换下需求仍呈现稳健，终端消费者、工长、小 B 渠道共同对产品进行选择；管材（CAGR-1.1%）虽功能性较强，但由于其较防水涂料更为隐蔽，叠加施工复杂程度和成本更高，需求相对承压；增量市场中，主体结构完工要求使得门窗工程多由大/小 B 在竣工前完成，门窗五金需求更多体现在工程侧（CAGR-1.7%），零售侧门窗五金（CAGR-0.1%）则基本随存量翻新需求的释放而释放，但整体零售需求相较工程侧偏小，或仍受增量市场快速下行扰动。

图表49：消费建材分品类用量/户均额及市场规模测算梳理

材料品类	用量用法	户均用量	户均价（元）	假设
防水涂料	一厨一卫一阳台预计涂刷面积 35 m²，预计需要使用 4 桶，用量约 72kg（每桶 18kg，需涂刷 3 层）	72kg	1000	假设每户均一厨一卫一阳台，考虑到防水属于隐蔽工程，但厨卫翻新率普遍高于其他部位，假设二手房翻新防水重刷率 85%，存量翻新率为 50%
内墙墙面漆	建筑面积在 70~90 m²，用量约 54L（18L 面漆*2，18L 底漆*1），一般 1 层底漆 2 层面漆；根据立邦刷新三棵树马上住数据，重涂户均额约 1.2~1.3 万，其中材料成本约 3000 元	54L	2500	假设翻新需求中约 100%需要涂料重刷
管材	PE 采暖	伟星管户均材料成本约 2200，但高于市面价值 30%，多用于北方城市	1692	考虑到暖气使用主要在北方区域，假设精装工程中地暖总渗透率为 50%，毛坯房渗透率为 30%；翻新需求率 40%
	PPR 给水	伟星管户均额约 1000 左右，高于市面价格 30%左右	769	翻新改造中改造率较高，假设翻新率为 70%
	PVC	电力护管，伟星户均额在 200 左右	154	翻新改造中改造率较高，假设翻新率为 70%
瓷砖	参考 23 年上市瓷砖公司年报，产品均价约为 40 元/m²	-	-	主要用于地面+墙面，假设地面渗透率为 50%，墙面渗透率为 30%，墙面面积为建面*2.5；考虑到其为表面工程，且寿命通常较短，假设翻新率为 95%
门窗五金	根据坚朗五金年报，单套门窗五金系统均价在 80 元左右	-	-	住宅门窗面积一般为建筑面积的 25%，平均 1.5 m²的门窗用一套门窗五金系统，考虑到房屋竣工交付时门窗工程基本安装完毕，零售市场需求主要体现在存量市场，假设门窗翻新率为 50%
吊顶（石膏板）	单平均价在 5.5 元左右	-	-	假设需求面积=建筑面积*80%，精装工程吊顶渗透率为 100%，毛坯房吊顶渗透率 90%，翻新率为 40%
板材	定制家居户均额约 15000 元，根据定制家居上市公司财报，材料成本占比约 35%	-	5250	假设翻新率为 95%

注：1）消费建材各品类下细分产品众多，价格体系较为复杂，上表以均价概念近似模拟各品类价格；经验用量数据来自各品类下头部公司官网（如立邦、东方雨虹官网）；2）表格中的户均价仅限于单个品类的材料出厂价，不包含相关基辅材，也与终端销售价格不同。

资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究预测

图表50：消费建材细分品类住宅零售市场规模测算（亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	20-24CAGR	行业龙头企业 经销渠道收入 20-23CAGR
防水涂料	164	167	147	154	161	-0.6%	34.2%
墙面漆	708	722	663	677	707	-0.01%	26.9%
管材	281	287	251	259	269	-1.0%	12.0%
瓷砖	1095	1101	1014	1034	1080	-0.3%	6.5%
五金	64	66	57	59	63	-0.1%	-
石膏板	63	63	58	58	60	-1.1%	10.2%
板材	1044	1067	968	999	1039	-0.1%	13.1%

注：零售市场指基于本文分类，剔除掉精装工程之外的，驱动装修的主体为业主本人的市场，包括毛坯房、保障房、棚改房、二手房重装、存量房翻新。

注：本测算未考虑价格波动变化，尤其近年整体需求呈现弱增长趋势，行业价格竞争激烈，但考虑到消费建材各品类下细分产品众多，价格策略形式多样，难以精确统计价格变动趋势及幅度，故以固定价格进行模拟计算大致装修市场需求规模，复合增速更多反应用量变动。最右列龙头企业：防水涂料（东方雨虹）；墙面漆（三棵树）；管材（伟星新材）；瓷砖（蒙娜丽莎、东鹏控股取均值）；五金下龙头企业坚朗五金商业模式主要为直销；石膏板（北新建材）；板材（兔宝宝）。

资料来源：公司公告，公司官网，国家统计局，奥维云网，住建部，中指院，华泰研究预测

消费建材产品相对稳定，难以产生快速产品迭代；同时相比水泥、玻璃等周期建材具备一定品牌、服务、渠道价值属性，大单品之间可以相互延伸打造第二成长曲线。借鉴国外大型建材公司发展历史，我们认为消费建材行业具备产生好公司的先决条件。

市场新旧逻辑切换之际，消费建材公司发力增量市场性价比下滑，存量市场仍有待开发，且零售端三大核心竞争力（产品力、品牌力、渠道力）仍有待打造。部分公司已提前发力零售赛道，如伟星新材 2012 年即开始“星管家服务”，为消费者提供销售+安装+检验+质保的全流程服务，树立品牌、增强管材附加值；三棵树 2015 年加快推广“马上住”一站式涂刷服务等，通过提供一定的施工服务创造差异化竞争力。终端消费者对于消费建材产品本身往往不具备自主安装能力，其价值的真正实现有赖于施工服务加成，此外消费建材制造门槛低，消费者不具备分辨能力，施工服务环节核心且有效的消费者教育环节，头部零售建材企业与工长等特殊渠道联合至关重要。此外伟星新材聘请刘诗诗代言伟星净水，零售端消费建材企业通过营销推广进一步贴近消费者，增强产品的消费属性。家具厂、家装公司等流量归集入口的渠道把控同样对存量时代零售发力具备一定的积极影响意义。产品天然消费属性更强的赛道、提前布局零售渠道的消费建材公司在市场新旧逻辑切换之际或具备一定的先发优势，建议关注伟星新材、兔宝宝、东方雨虹、亚士创能。

图表 51：重点推荐公司一览表

股票名称	股票代码	投资评级 (当地币种)	最新收盘价	目标价	市值 (百万)	EPS (元)				PE (倍)			
			(当地币种)	(当地币种)	(当地币种)	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
伟星新材	002372 CH	买入	15.05	21.89	23,960	0.90	0.91	0.99	1.09	16.72	16.54	15.20	13.81
兔宝宝	002043 CH	买入	9.45	12.72	7,930	0.82	0.91	1.05	1.18	11.52	10.38	9.00	8.01
东方雨虹	002271 CH	买入	13.01	16.12	31,696	0.90	1.01	1.13	1.27	14.46	12.88	11.51	10.24
亚士创能	603378 CH	增持	5.81	7.39	2,490	0.14	0.32	0.42	0.66	41.50	18.16	13.83	8.80

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

图表 52：重点推荐公司最新观点

股票名称	最新观点
伟星新材 (002372 CH)	24Q1 收入/扣非归母净利同比+11.19%/+37.61%，维持“买入”评级 伟星新材发布一季报，24Q1 实现营收 9.97 亿元 (yoy+11.19%、qoq-62.14%)，归母净利 1.54 亿元 (yoy-11.56%、qoq-72.49%)，扣非净利 1.42 亿元 (yoy+37.61%、qoq-66.85%，前值重述)。24Q1 公司销售收入同比增速符合其年度经营规划进度，我们维持公司 2024-2026 年 EPS 预测值分别为 0.91/0.99/1.09 元。可比公司 24 年一致预期 PE 均值为 17.2 倍，考虑公司 24Q1 销售收入同比有双位数增长，修复好于消费建材板块多数公司，给予公司 24 年 24 倍 PE，目标价 21.89 元 (前值 18.25 元)，维持“买入”评级。 风险提示：原料大幅涨价；二手房重装修需求释放缓慢；价格竞争激烈。 报告发布日期：2024 年 04 月 26 日 点击下载全文：伟星新材(002372 CH,买入): Q1 收入同增 11%，盈利能力强劲
兔宝宝 (002043 CH)	23 年收入/归母净利同比+1.6%/+54.7%，维持“买入” 兔宝宝发布年报，2023 年实现营收 90.63 亿元 (yoy+1.63%)，归母净利 6.89 亿元 (yoy+54.66%，前值重述)，扣非净利 5.83 亿元 (yoy+68.30%)。其中 Q4 实现营收 33.32 亿元 (yoy+9.46%，qoq+34.99%)，归母净利 2.32 亿元 (yoy+311.38%，qoq+37.97%)。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.91/1.05/1.18 元 (前值 2024-2025 年 0.93/1.11 元)。可比公司 24 年一致预期 PE 均值为 10 倍，考虑公司兼具品牌及稀缺渠道优势，给予公司 24 年 14xPE，目标价 12.72 元 (前值 13.8 元)，维持“买入”。 风险提示：原材料价格快速上涨；行业竞争恶化；应收账款大幅计提减值。 报告发布日期：2024 年 04 月 24 日 点击下载全文：兔宝宝(002043 CH,买入): 板材营收稳健，股息回报向好
东方雨虹 (002271 CH)	24Q1 收入/归母净利同比-4.6%/-9.8%，维持“买入”评级 东方雨虹发布一季报，2024 年一季度实现营收 71.49 亿元 (yoy-4.61%、qoq-4.19%)，归母净利 3.48 亿元 (yoy-9.81%、qoq+4.28 亿元)，扣非净利 3.10 亿元 (yoy-4.39%，qoq+6.41 亿元)，或主因 24 年春节较晚，且春节后工程项目复工节奏偏缓。但考虑到近期建筑施工实物量落地情况好转，我们维持公司 2024-2026 年 EPS 预测，分别为 1.01/1.13/1.27 元。可比公司 24 年一致预期 PE 均值为 14.6 倍，考虑公司快速转型，零售业务维持较高增速且占比持续提升，给予公司 24 年 16 倍 PE，维持目标价 16.12 元，维持“买入”评级。 风险提示：地产和基建投资下行导致需求不及预期；原材料价格大幅上涨。 报告发布日期：2024 年 04 月 23 日 点击下载全文：东方雨虹(002271 CH,买入): 现金流延续改善，毛利率进一步提升
亚士创能 (603378 CH)	23 年收入/归母净利同比+0.09%/-43.1%，维持“增持”评级 亚士创能发布年报，23 年实现营收 31.1 亿元 (yoy+0.09%)，归母净利 6018 万元 (yoy-43.09%)，扣非净利 1029 万元 (yoy-71.37%)。其中 Q4 实现营收 7.22 亿元 (yoy-7.06%，qoq-19.92%)，归母净利-2080 万元 (yoy-5653 万元，qoq-6257 万元)。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.32、0.42、0.66 元 (前值 2024-2025 年 0.43、0.54 元)。可比公司 24 年一致预期均值 17xPE，但考虑公司为上海区域工程涂料领先企业，涂保防一体化业务协同持续深化，成长弹性较大，给予公司 24 年 23xPE，目标价 7.39 元 (前值 9.84 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；原料价格大幅上涨等。 报告发布日期：2024 年 04 月 30 日 点击下载全文：亚士创能(603378 CH,增持): 防水业务放量，费率良好改善

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

历史数据和经验形成的假设参数或与未来发展情形相背。本文我们建立了目前市面上研究少有的后周期装修市场需求结构框架，文中涉及较多数据测算及数据假设，由于历史数据的可得性，我们的测算基于国家统计局的竣工数据，虽然做了一定的交互验证，但不同口径的调整和数据有效性可能限制了相关结论的延伸。此外，本文假设参数较多，且大多基于历史经验给出，模型测算的精确性受到假设变动的影响，且历史经验未来存在失效的可能，或导致模型结果及结论出现偏差。

行业价格竞争持续恶化。消费建材各品类下细分产品众多，价格战策略形式多样，难以精确统计价格变动趋势及幅度，本文以固定价格进行模拟计算大致装修市场需求规模。但若后市价格竞争持续激烈，量升价降现象延续，板块公司收入盈利或持续承压。

消费建材企业转型失败风险。消费建材需求处于新旧逻辑交替之际，部分消费建材企业率先做出向零售市场的转型布局，但多数企业过去同房地产工程市场关联性较强，房地产应收、渠道等历史包袱仍较大，存在一定的转型失败风险。

免责声明

分析师声明

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

一般声明及披露

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中国香港

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

香港-重要监管披露

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

美国

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

美国-重要监管披露

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

新加坡

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

评级说明

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

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

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

法律实体披露

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

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

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

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

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司