

下游需求未见起色，盈利能力亦有承压

投资评级:看好(维持)

证券研究报告

最近 12 月市场表现

消费建材 2024 半年报总结

核心观点



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001
 bich@ctsec.com

相关报告

- 《B 端消费建材减值计提专题研究——涂料篇》 2024-09-11
- 《建材行业策略周报》 2024-09-02
- 《建材行业策略周报》 2024-08-26

❖ **2024 年以来地产需求底部调整，消费建材企业业绩分化：**2024H1 房地产政策持续宽松，730 政治局会议强调“支持收购存量房用作保障房”、央行下调 1 年期和 5 年期 LPR 各 10bp，同时各地优化政策持续跟进下，上半年二手房成交表现较好，但新房销售仍然偏弱，市场整体仍延续调整态势。需求疲软下，除多元化业务跑通或顺应当前消费趋势展开渠道布局的企业外，消费建材企业收入和业绩大多承压。

❖ **弱需求影响收入，费用摊薄、坏账计提导致业绩承压：**收入端，需求偏弱的大背景下，消费建材企业收入大多承压，零售主导企业相对工程而言较为稳健。东方雨虹/科顺股份/三棵树/坚朗五金/伟星新材收入同比-9.7%/-20.0%/+0.4%/-4.3%/+4.7%。部分企业通过前瞻性布局对冲需求下行压力：1) 品类拓宽：例如北新建材在石膏板主业维稳的基础上拓展防水、涂料领域，两翼业务规模快速扩大，带动 H1 收入同增 19.3%；2) 渠道下沉：例如兔宝宝前瞻性开拓下沉渠道空白市场，带动 H1 收入同增 19.8%。成本端，2024 年原材料价格大多在低位区间内震荡，利润和原材料价格关联相较往年较小。毛利率现阶段和行业竞争程度关联较大，例如涂料企业在价格竞争激烈的情况下毛利率有所下行。此外，东方雨虹、伟星新材等部分龙头企业通过渠道及产品结构优化提升毛利率。费用方面，期间费用率基本稳定，但由于部分企业收入大幅下行，费用摊薄效应较不显著，对业绩产生一定影响。同时，部分工程主导企业上半年进行单项和账龄计提，影响业绩释放，例如兔宝宝信用减值损失 0.65 亿元，主要是裕丰汉唐的单项和账龄计提，若剔除裕丰影响，公司扣非归母净利润同增约 20%。

❖ **渠道下沉、品类扩张为趋势，分红凸显价值：**随着当前消费建材出现几个趋势：1) 基于高毛利和消费习惯改变的因素，各消费建材企业均跑马圈地抢占零售渠道入口。其中，下沉市场较为空白且需求充足，或为下一个兵家必争地；2) 品类扩张，东方雨虹、伟星新材、北新建材等均通过销售配套产品或同产业链产品实现渠道复用，对冲单一品类风险，同时提升市占率；3) 工程控风险，坏账计提趋稳，东方雨虹、科顺股份、亚士创能 2024H1 信用减值损失分别同比降低 0.41/0.28/1.06 亿元。各工程主导企业加深与央企开发商和优质民营开发商的合作，或向工程经销商转嫁风险；4) 贯彻监管要求，中期分红超预期，例如东方雨虹/科顺股份/兔宝宝/伟星新材分红比率分别达到 155%/96%/94%/46%，股息率分别为 6%/2%/3%/1%。

❖ **风险提示：**宏观经济下行风险、地产市场超预期下滑、市场竞争加剧

请阅读最后一页的重要声明！

内容目录

1	工程零售需求均弱，费用摊薄、计提影响业绩	5
1.1	2024 年以来地产需求底部调整，消费建材企业业绩分化	5
1.2	防水行业：行业需求偏弱下，收入业绩不同程度承压	6
1.3	管材行业：零售稳扎稳打，工程竞争激烈	8
1.4	涂料行业：竞争激烈价格下行，利润率有所承压	11
1.5	石膏板行业：一体稳健两翼推进，增长持续兑现	13
1.6	板材行业：渠道下沉驱动营收增长，计提影响利润	15
2	渠道下沉、品类扩张为趋势，分红凸显价值	17
3	风险提示	21

图表目录

图 1.	2024M1-7 房地产开发投资完成额 6.09 万亿元同比-10%	5
图 2.	2024M1-7 新开工面积 4.37 亿方同比-23%	5
图 3.	2024M1-7 竣工面积 3 亿方同比-22%	6
图 4.	2024M1-7 销售面积 5.41 亿方同比-19%	6
图 5.	2024Q2 3 家防水企业营收均呈负增长	7
图 6.	沥青价格自 2024 年以来在区间内小幅震荡	7
图 7.	竞争加剧下东方雨虹、科顺股份 Q2 毛利率环降	7
图 8.	2024Q1-Q2 东方雨虹、凯伦股份业绩负增长	7
图 9.	2024H1 防水企业期间费用率分别为 19%/17%/23%	8
图 10.	2024H1 东方雨虹/科顺股份经营现金流净流出 13.3/14.3 亿元（亿元）	8
图 11.	2024H1 防水企业应收账款及票据较年初提升（亿元）	8
图 12.	2024H1 各防水企业计提一定程度的信用减值损失（亿元）	8
图 13.	2024Q1-Q2 伟星新材收入维持正增	9
图 14.	2024 年以来 PVC 价格在底部震荡	9
图 15.	2024 年以来 PPR 价格同比略增	9
图 16.	2024 年以来 PE 价格在一定区间内震荡	9

图 17. 2024Q1-Q2 管材企业毛利率略有承压	10
图 18. 2024Q1-Q2 伟星新材归母净利润增速同比下降	10

图 19. 2024H1 管材企业期间费用率分别为 24%/15%/14%	10
图 20. 2024H1 伟星新材、公元股份经营现金流分别为 2.9/3.9 亿元 (亿元)	10
图 21. 2024H1 管材企业应收账款及票据较 2023 年末有一定上升 (亿元)	11
图 22. 2024H1 管材企业信用减值损失影响基本消除 (亿元)	11
图 23. 2024Q1-Q2 三棵树收入增速基本持平	11
图 24. 2024 年以来钛白粉价格在一定区间内震荡	11
图 25. 2024Q1-Q2 三棵树、亚士创能毛利率有不同程度的同降	12
图 26. 2024Q2 三棵树归母净利润同降 42.7%	12
图 27. 2024H1 三棵树、亚士创能期间费用率分别为 25%/30%	12
图 28. 2024H1 三棵树、亚士创能经营现金净流出 0.4/2.2 亿元 (亿元)	12
图 29. 2024H1 三棵树应收账款及票据较年初略增 (亿元)	13
图 30. 2024H1 三棵树信用减值损失 1.57 亿元 (亿元)	13
图 31. 2024Q2 北新建材收入同比+15.4%	13
图 32. 2024 年以来国废价格高位回落后维持底部震荡	13
图 33. 2024Q2 北新建材毛利率环比提升	14
图 34. 2024Q2 北新建材归母净利润同比+7.0%	14
图 35. 2024H1 北新建材期间费用率为 12.8%	14
图 36. 2024H1 北新建材经营现金流净额 20.4 亿元 (亿元)	14
图 37. 2024H1 北新建材应收账款及票据较年初增长显著 (亿元)	15
图 38. 2024H1 北新建材信用减值损失较少 (亿元)	15
图 39. 2024Q1/Q2 兔宝宝营收同比+33.4%/+12.7%	15
图 40. 2024Q2 兔宝宝毛利率环比略降	16
图 41. 2024Q2 兔宝宝归母净利润同比-27.3%	16
图 42. 2024H1 兔宝宝期间费用率为 6.9%	16
图 43. 2024H1 兔宝宝经营现金流净额 2.8 亿元 (亿元)	16
图 44. 2024H1 兔宝宝应收账款及票据较年初下降 (亿元)	17
图 45. 2024H1 兔宝宝信用减值损失 0.65 亿元 (亿元)	17
图 46. 2021 年以来东方雨虹民建收入持续增长	18
图 47. 东方雨虹民建集团收入占比持续提升	18
图 48. 北新建材贯彻“一体两翼”战略，聚焦石膏板主业并向防水、涂料延伸	19
图 49. 北新建材 2024H1 收入分产品结构	19
图 50. 伟星新材 2024H1 其他收入 4.6 亿元同增 45%	19

图 51. 东方雨虹 2024H1 砂粉收入 21.3 亿元 19

图 52. 东方雨虹民建覆盖 7 大品类	19
图 53. 截至 2024H1 各消费建材企业应收账款单项计提比例大多达到 50%以上	20
表 1. 目前下沉渠道也成为各大企业的聚焦点	18
表 2. 部分消费建材企业信用减值损失逐步下降	20
表 3. 部分消费建材企业进行 2024 年中期分红	21

1 工程零售需求均弱，费用摊薄、计提影响业绩

1.1 2024 年以来地产需求底部调整，消费建材企业业绩分化

回顾 2023H1：新开工承压竣工较好

2023 年一季度“小阳春”下新开工、销售降幅明显收窄，二季度销售累计同比基本维持 2022 年同期水平，竣工端受益于“保交楼”政策表现较好，全年维持增长。消费建材企业 2023H1 整体收入稳健，主要系竣工较好的背景下各公司拓宽渠道、发力零售；部分企业业绩弹性较大，主要系原材料价格下降、部分企业费用优化等多重因素。

2024H1：地产需求仍在底部调整阶段

2024H1 房地产政策持续宽松，730 政治局会议强调“支持收购存量房用作保障房”、央行下调 1 年期和 5 年期 LPR 各 10bp，同时各地优化政策持续跟进下，上半年二手房成交表现较好，但新房销售仍然偏弱，市场整体仍延续调整态势。2024 年 1-7 月我国房地产开发投资完成额 6.09 万亿元同比-10.2%；新开工/竣工/销售面积分别为 4.37/3.00/5.41 亿方，同比-23.2%/-21.8%/-18.6%，竣工方面保交楼拉动效应减弱。需求疲软下，除多元化业务跑通或顺应当前消费趋势展开渠道布局的企业外，消费建材企业收入和业绩大多承压。

图1.2024M1-7 房地产开发投资完成额6.09 万亿元同比-10%

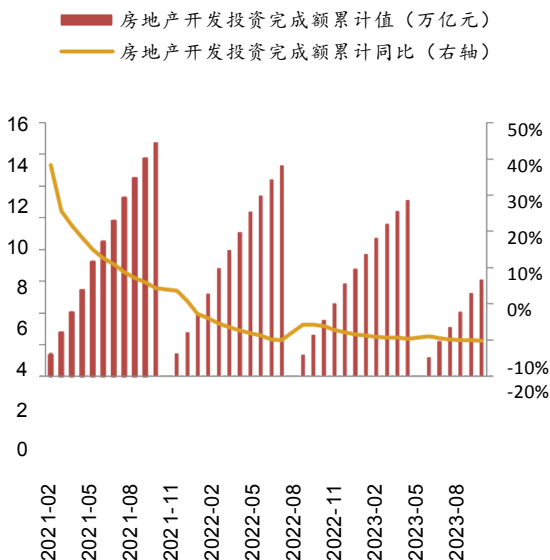
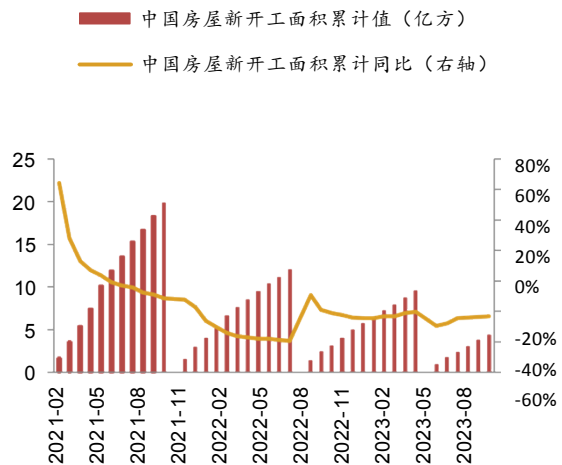


图2.2024M1-7 新开工面积 4.37 亿方同比-23%



数据来源：wind，财通证券研究所

数据来源：wind，财通证券研究所

图3.2024M1-7 竣工面积 3 亿方同比-22%

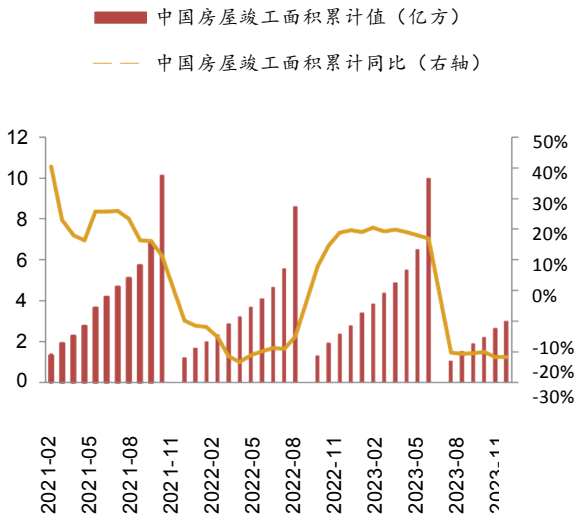
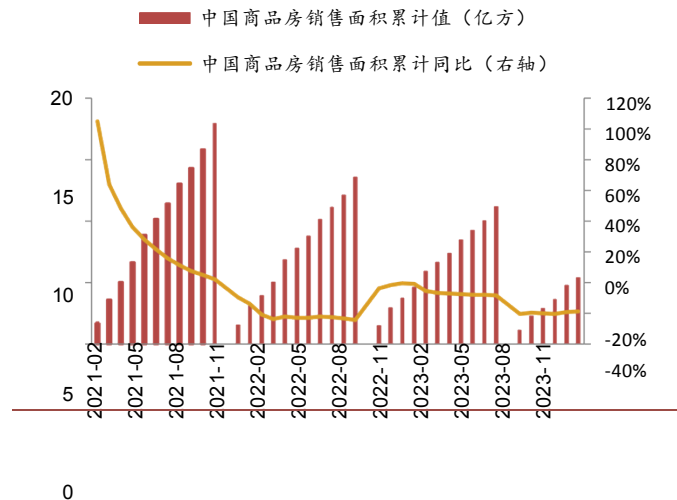


图4.2024M1-7 销售面积 5.41 亿方同比-19%



数据来源：wind，财通证券研究所

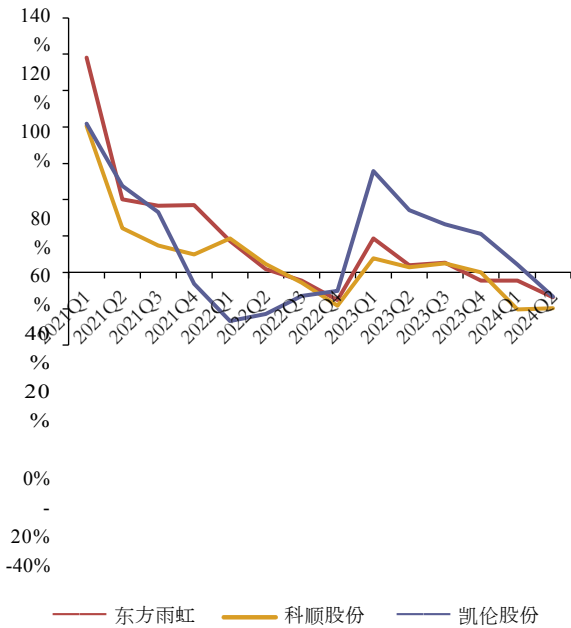
数据来源：wind，财通证券研究所

1.2 防水行业：行业需求偏弱下，收入业绩不同程度承压

收入：2024H1 东方雨虹、科顺股份、凯伦股份营收分别同比-13.8%/-19.6%/-13.5%，龙头企业收入均呈现负增长，主要系开工承压下游需求较为疲软。因此，各防水企业优化渠道结构，着力于拓宽零售渠道，提升防水涂料、瓷砖胶、美缝剂等品类销量，通过多品类的方式提升客单价。例如，东方雨虹民建集团实现收入 49.64 亿元，同增 13.23%，民建集团贯彻拓品类战略并强化渠道下沉，零售业务得到大力发展；科顺股份加大民建市场拓展，推出会员运营体系“科顺好工长”，上线会员管理系统，包括会员福利、积分兑换等权益，截至 2024H1 会员数量突破 70 万人。工程端各企业则持续严控风险，对部分中高风险客户控制发货。

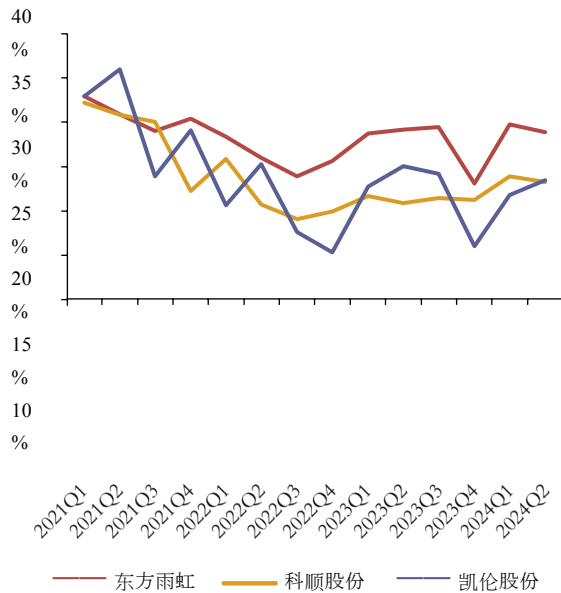
成本：2024H1 东方雨虹、科顺股份毛利率分别为 29.2%/23.4%，同比+0.3/+2.3pct，主要系 1) 沥青价格自 2022 年下半年起高位回落，2023-2024H1 均价呈现震荡，2024H1 沥青价格同比-3.52%；2) 渠道结构变化，零售占比提升。2 家企业 Q2 毛利率环比有所下降，主要系工程及零售端价格竞争加剧，Q2 毛利率分别为 28.8%/23.2%，环比-0.9/-0.6pct。同样受到价格竞争扰动，凯伦股份 H1 毛利率 22.6% 同降 1.4pct。

图5.2024Q2 3 家防水企业营收均呈负增长



数据来源: wind, 财通证券研究所

图7.竞争加剧下东方雨虹、科顺股份 Q2 毛利率环降



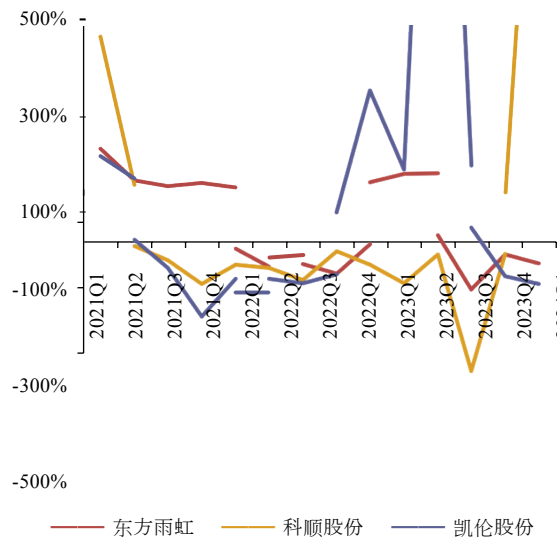
数据来源: wind, 财通证券研究所

图6.沥青价格自2024 年以来在区间内小幅震荡



数据来源: wind, 财通证券研究所

图8.2024Q1-Q2 东方雨虹、凯伦股份业绩负增长



数据来源: wind, 财通证券研究所

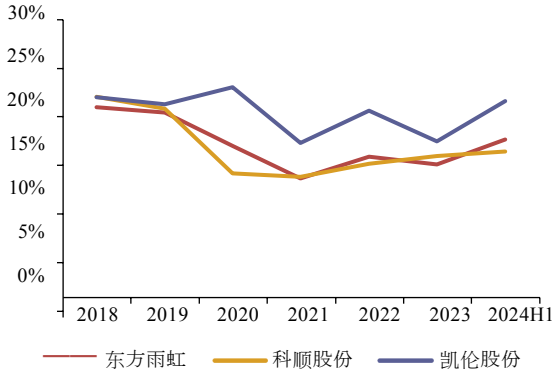
注: 凯伦股份 2023Q3、2023Q4 归母净利润增速较高主要系前一年同期基数较低; 科顺股份 2024Q2 归母净利润增速较高主要系去年同期基数较低

利润: 2024H1 东方雨虹、科顺股份、凯伦股份归母净利润分别为 9.4/0.9/0.1 亿元，同比-29.3%/+54.9%/-85.9%，影响东方雨虹和凯伦股份利润的主要因素是收入规模下降影响费用摊销，3 家企业 H1 期间费用率分别为 18.6%/17.3%/22.5%，分别同比+2.2/+2.3/+3.4pct。科顺股份利润实现较快增长主要系低基数效应下，结构优化毛利率显著提升的基础上坏账计提减少。减值方面，3 家企业 H1 资产及信用减值损失 3.61/1.37/0.29 亿元，同比-0.29/-0.25/-0.06 亿元，均呈现收窄趋势，大部分源于应收账款账龄计提。从单项计提比例来看，东方雨虹/科顺股份已经针对应收账款进行单项计提 28%/58%。

现金流: 2024H1 东方雨虹、科顺股份、凯伦股份经营现金净流出 13.3/14.3/3.1 亿元，其中东方雨虹同比改善 26.2 亿元，科顺股份/凯伦股份同比多流出 6.8/2.3 亿元，上半年业务拓展的情况下，部分经销商尚未回款，因此应收账款呈一定增长，

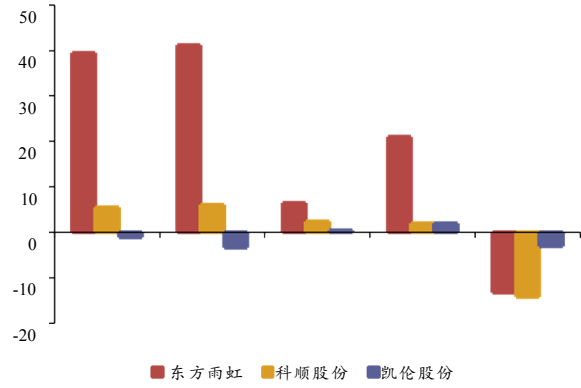
3 家企业上半年末应收账款及票据较年初同比+24.6%/+13.7%/+5.9%。持续关注下半年回款情况。

图9.2024H1 防水企业期间费用率分别为 19%/17%/23%



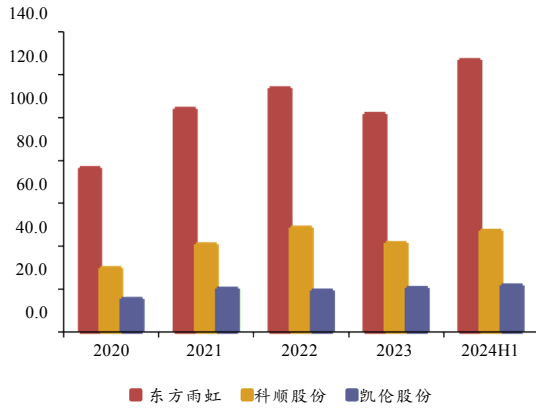
数据来源: wind, 财通证券研究所

图10.2024H1 东方雨虹/科顺股份经营现金流净流出 13.3/14.3 亿元 (亿元)



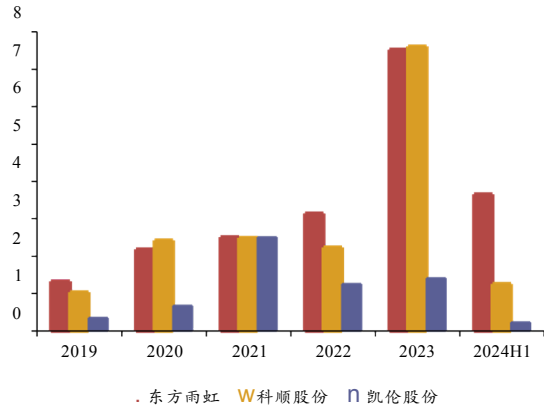
数据来源: wind, 财通证券研究所

图11.2024H1 防水企业应收账款及票据较年初提升 (亿元)



数据来源: wind, 财通证券研究所

图12.2024H1 各防水企业计提一定程度的信用减值损失 (亿元)



数据来源: wind, 财通证券研究所

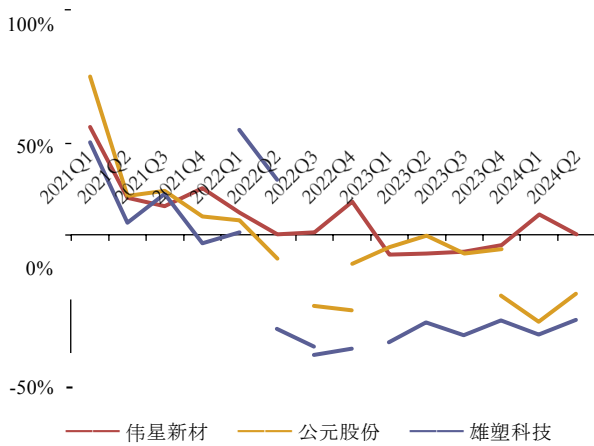
1.3 管材行业：零售稳扎稳打，工程竞争激烈

收入：2024H1 伟星新材、公元股份、雄塑科技营收分别同比+4.7%/-13.5%/-24.9%，Q2 3 家企业营收同比+0.4%/-6.8%/-21.0%，主要系下游地产需求仍较为疲软。伟星新材 Q2 收入增幅收窄，但仍实现正增，主要系地产市场波动下，同心圆业务对冲管材下行需求，同时浙江可瑞并表贡献一定收入，其他产品实现收入 4.63 亿元

同增 45.30%。公元股份和雄塑科技主要产品为 PVC 管材，聚焦工程市场，收入 受到需求下行影响承压。

成本：伟星新材/公元股份/雄塑科技毛利率分别为 42.1%/19.5%/8.1%，同比+0.9/-2.6/-9.4pct，毛利率波动与成本的关联不大，2024H1 PVC/PPR/PE 价格分别同比-5.9%/+9.9%/-2.4%，原材料价格在一定区间内小幅震荡。伟星新材毛利率微增主要系公司定位高端产品、完善服务品质，PPR 产品毛利率同增 2.03pct。公元股份、雄塑科技毛利率同比下降主要系工程行业价格竞争激烈。

图13.2024Q1-Q2 伟星新材收入维持正增



数据来源：wind，财通证券研究所

图15.2024 年以来 PPR 价格同比略增



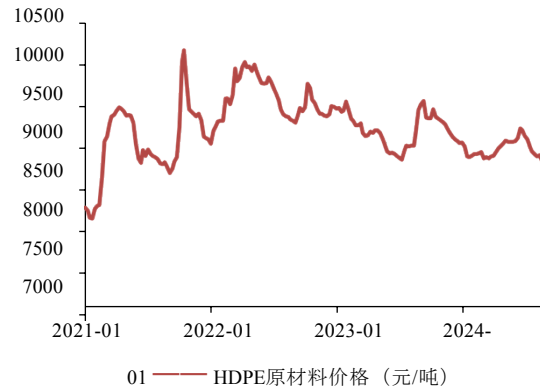
数据来源：wind，财通证券研究所

图14.2024 年以来 PVC 价格在一定区间震荡



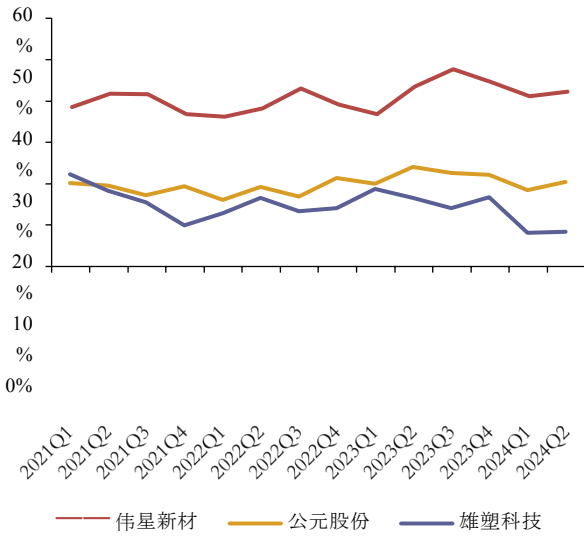
数据来源：wind，财通证券研究所

图16.2024 年以来 PE 价格在一定区间内震荡



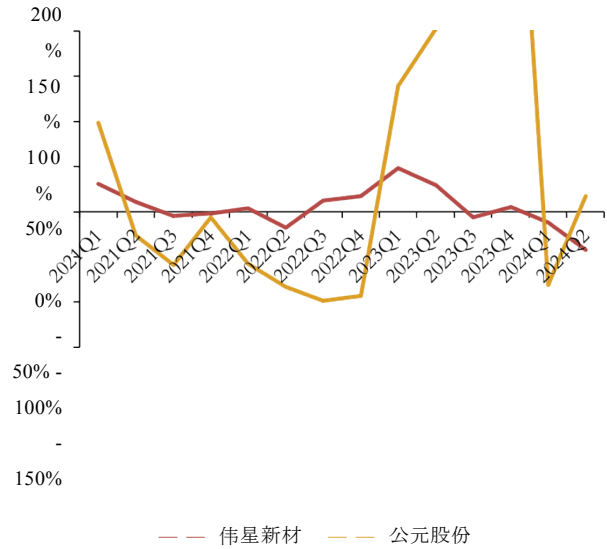
数据来源：wind，财通证券研究所

图17.2024Q1-Q2 管材企业毛利率略有承压



数据来源：wind，财通证券研究所

图18.2024Q1-Q2 伟星新材归母净利润增速同比下降



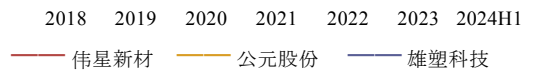
数据来源：wind，财通证券研究所

注：公元股份 2023Q2-Q4 归母净利润增速较高主要起前一年同期基数较低

利润：2024H1 伟星新材、公元股份、雄塑科技归母净利润分别为 3.4/1.3/-0.4 亿元，同比-31.2%/-26.5%/-261.3%，均有不同程度的下滑。费用方面，3 家企业期间费用率分别为 24%/15%/14%，同比+2.5%/+1.9%/+1.7pct，伟星职工薪酬及宣传费有所提升。值得一提的是，伟星新材业绩受投资收益扰动，东鹏合立产生的投资收益同比减少 1.6 亿元，因此伟星新材扣非净利润实现同降 0.37%。减值方面，3 家管材企业严控风险，上半年坏账计提影响因素基本消除。公元股份和雄塑科技在收入下行费用摊薄效应减弱的基础上，利润实现较大幅度同降。因此综合而言，在行业需求低迷的背景下，零售端较工程端更为稳健。

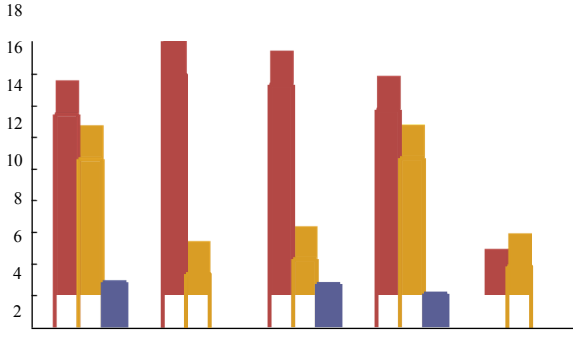
现金流：2023 年伟星新材、公元股份经营现金流净额分别为 2.9/3.9 亿元，同比-28%/-7%；雄塑科技经营现金流净流出 0.7 亿元，同比多流出 0.98 亿元，在上半年积极展业下虽然伟星新材和公元股份的经营现金流有所下降，但仍能够维持较充裕状态。

图19.2024H1 管材企业期间费用率分别为 24%/15%/14%

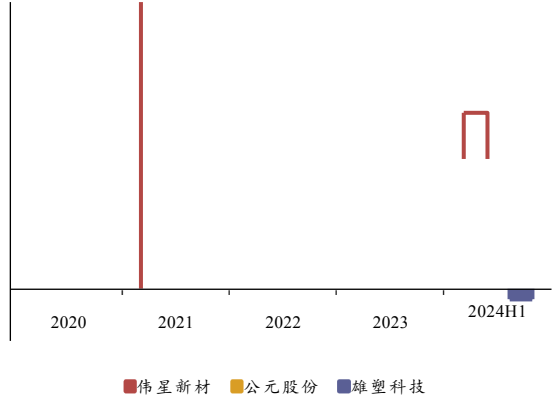


谨请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

图20.2024H1 伟星新材、公元股份经营现金流分别为 2.9/3.9 亿元 (亿元)



数据来源: wind, 财通证券研究所



数据来源: wind, 财通证券研究所

图21.2024H1 管材企业应收账款及票据较 2023 年末有一定上升（亿元）

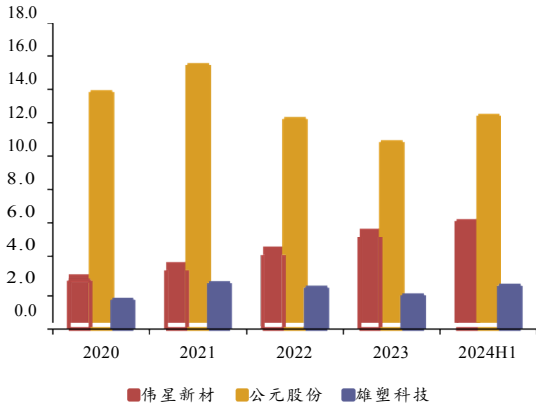
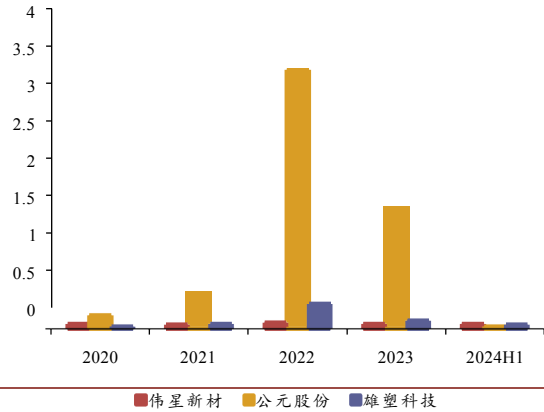


图22.2024H1 管材企业信用减值损失影响基本消除（亿元）



数据来源：wind，财通证券研究所

数据来源：wind，财通证券研究所

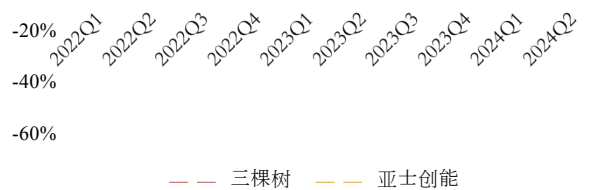
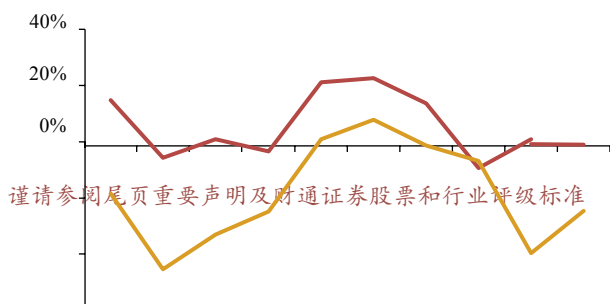
1.4 涂料行业：竞争激烈价格下行，利润率有所承压

收入：2024H1 三棵树、亚士创能营收分别同比+0.4%/-29.9%。三棵树聚焦小 B 和 C 端，零售端韧性较大。亚士创能则主要聚焦大 B，工程外墙涂料是其主要产品，

因此容易受到工程端需求减弱的影响。但在大环境承压的基础上，工程端、零售端竞争较为激烈，价格端有所承压，2024H1 三棵树家装漆/工程漆收入同比+20.1%/-10.7%，价格同比-3.0%/-9.9%；亚士创能家装漆/工程漆同比-28.5%/-43.0%，价格同比+4.4%/-5.3%。此外，各涂料企业纷纷拓宽产品线，比如三棵树/亚士创能防水卷材 H1 收入 6.45/1.14 亿元，同比+16.4%/+21.6%；三棵树胶黏剂/基辅材 H1 收入 4.17/11.34 亿元，同比+29.35%/+6.71%。

成本：2024H1 钛白粉价格同比+4.9%，且乳液采购单价也同比上升，原材料价格提升叠加涂料价格下行，带动上半年毛利率降低。2024H1 三棵树/亚士创能毛利率分别为 28.6%/23.1%，同比-2.4/-10.8pct，其中工程端毛利率降幅较大主要系工程端需求偏弱及竞争加剧使得工程漆价格下行幅度相对更大。

图23.2024Q1-Q2 三棵树收入增速基本持平



数据来源：wind，财通证券研究所

敬请参阅尾页重要声明及财通证券股票和行业评级标准

图24.2024 年以来钛白粉价格在一定区间内震荡



数据来源：wind，财通证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可
阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全
文，请访问：

<https://d.book118.com/628032014034007003>