

行业研究 | 行业专题研究 | 装修建材

增长及盈利能力承压，延续分化 ——装修建材企业 2024 半年报总结探讨



| 报告要点

我们选取装修建材 25 家上市代表企业作为观察样本。2024H1 大部分样本企业收入和归母净利润增长显现一定压力，反应需求继续筑底，其中北新建材、天安新材、王力安防收入和归母净利润延续较好增长。整体来看，地产销售低迷背景下，装修建材需求增长有压力，竞争或延续较为激烈态势，少部分客户偏 C 端或小 B 端的“消费”类企业收入利润增长显示更优韧性。2024H1 大部分企业盈利承压，部分企业（如科顺股份、天安新材）受益于产品结构优化以及降本降费措施，盈利能力稳步改善。2024H1 装修建材企业经营质量分化加大。

| 分析师及联系人



武慧东



朱思敏

SAC: S0590523080005 SAC: S0590524050002

装修建材

增长及盈利能力承压，延续分化

—装修建材企业 2024 半年报总结探讨

投资建议： 强于大市（维持）
 上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

1、《装修建材：装修建材企业动态：规模恢复性增长、经营质量改善》2024.06.17



扫码查看更多

➤ 整体：规模下降压力较大，回款偏弱

我们选取装修建材 25 家上市代表企业作为观察样本。2024H1 装修建材样本企业营业收入为 731 亿元，yoy-4%，增速中位数为-11%；归母净利润为 47 亿元，yoy-24%，增速中位数为-38%。整体上样本装修建材企业 2024H1 收入及利润有较大下降压力，且盈利能力承压。2024H1 样本企业应收款项周转天数为 121 天，yoy-3 天，样本企业应收周转天数中位数为 82 天，yoy+5 天。消费建材企业应收款项管理总体延续严格谨慎特征，但整体周转效率同比降低，经营活动回款压力仍较大。

➤ 经营规模：增长承压，“消费”类企业更有韧性

2024H1 大部分样本企业收入和归母净利润增长显现一定压力，反应需求继续筑底，其中北新建材、天安新材、王力安防收入和归母净利润延续较好增长，分别 yoy+19%/+17%、2%/43%、15%/12%。整体来看，地产销售低迷背景下，装修建材需求增长有压力，竞争激烈，少部分客户偏 C 端或小 B 端的更“消费”类企业收入利润增长有更好韧性。2024H1 大部分样本企业盈利水平承压，部分企业（如科顺股份、天安新材）因产品结构优化以及降本降费等，盈利能力有所改善。

➤ 经营质量：严格应收规模控制，周转同比延续承压

资产周转方面，2024H1 大部分相关企业经销商授信及客户赊销政策要求继续提升，整体应收款项规模控制较好，但受收入规模同步下降等影响，2024H1 样本企业应收周转天数有所拉长。周转天数缩短幅度 TOP5 分别为万里石/兔宝宝/友邦吊顶/三棵树/顾地科技。回款方面，2024H1 大部分样本企业经营活动回款偏弱，样本企业整体净现比有所下降，具有有效净现比数据的企业数量为 18 家，其中同比改善的企业数量为 9 家，yoy-5 家；样本企业整体净现比为-17%，yoy-24pct。

➤ 投资建议：需求有望企稳，关注企业提质转型进展

展望 2024H2，地产宽松信号持续释放，装修建材企业需求或有积极变化；同时在行业整体应收等风险管理持续加强的背景下，企业资产负债表有改善前景；部分企业加强产品/客户结构调整等提质转型，部分竞争力持续强化的企业市占率有机会持续提升。结合企业基本面改善情况及估值，建议重点关注两类企业，1) 渠道布局 C 端或小 B 占比更高的更“消费”类装修建材企业，重点关注伟星新材、北新建材、兔宝宝、三棵树；2) 前期大 B 客户占比较高，近年积极调整效果逐步显现，企业竞争力突出的装修建材企业，重点关注东方雨虹等。

风险提示：政策效果不及预期，地产需求景气改善弱于预期，原材料价格大幅波动。

投资聚焦

核心逻辑

我们选取装修建材 25 家上市代表企业作为观察样本。2024H1 装修建材样本企业营业收入为 731 亿元, yoy-4%, 增速中位数为-11%; 归母净利润为 47 亿元, yoy-24%, 增速中位数为-38%。2024H1 大部分样本企业收入和归母净利润增长显现一定压力, 反应需求继续筑底, 其中北新建材、天安新材、王力安防收入和归母净利润延续较好增长, 分别 yoy+19%/+17%、2%/43%、15%/12%。整体来看, 地产销售低迷背景下, 装修建材需求增长有压力, 竞争激烈, 少部分客户偏 C 端或小 B 端的更“消费”类企业收入利润增长有更好韧性。2024H1 大部分样本企业盈利水平承压, 部分企业(如科顺股份、天安新材)因产品结构优化以及降本降费等, 盈利能力有所改善。

资产周转方面, 2024H1 大部分消费建材企业经销商授信及客户赊销政策要求继续提升, 整体应收款项规模控制较好, 但受收入规模同步下降等影响, 2024H1 样本企业应收周转天数有所拉长。周转天数缩短幅度 TOP5 分别为万里石/兔宝宝/友邦吊顶/三棵树/顾地科技。回款方面, 2024H1 大部分样本企业经营活动回款偏弱, 样本企业整体净现比有所下降, 具有有效净现比数据的企业数量为 18 家, 其中同比改善的企业数量为 9 家, yoy-5 家; 样本企业整体净现比为-17%, yoy-24pct。

投资看点

展望 2024H2, 地产宽松信号持续释放, 装修建材企业需求或有积极变化; 同时在行业整体应收等风险管理持续加强的背景下, 企业资产负债表有改善前景; 部分企业加强产品/客户结构调整等提质转型, 部分竞争力持续强化的企业市占率有机会持续提升。结合企业基本面改善情况及估值, 建议重点关注两类企业, 1) 渠道布局 C 端或小 B 占比更高的更“消费”类装修建材企业, 重点关注伟星新材、北新建材、兔宝宝、三棵树; 2) 前期大 B 客户占比较高, 近年积极调整效果逐步显现, 企业竞争力突出的装修建材企业, 重点关注东方雨虹等。

正文目录

1. 整体：规模下降压力较大，回款承压	5
1.1 2024H1 规模下降压力较大，利润率承压	5
1.2 2024H1 应收款项周转效率同比小幅降低，回款同比承压	6
2. 细分：延续分化，更重视经营质量提升	7
2.1 经营规模：增长承压，“消费”类企业更有韧性	7
2.2 盈利能力：毛利率普遍承压，减值影响同比小幅增加	8
2.3 资产周转：严格控制规模，应收周转整体有一定放慢	11
2.4 回款：2024H1 整体净现比同比下降，企业间分化加大	13
3. 投资建议：需求有望企稳，关注提质转型进展	16
4. 风险提示	17

图表目录

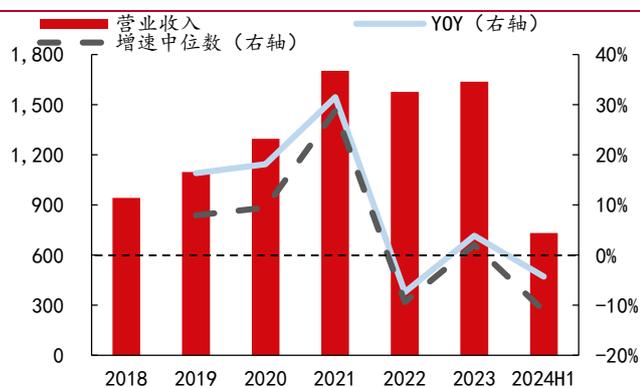
图表 1：样本装修建材企业近年营业总收入及增速	5
图表 2：样本装修建材企业近年归母净利润及增速	5
图表 3：样本装修建材企业近年综合毛利率变化	6
图表 4：样本装修建材企业近年归母净利率变化	6
图表 5：样本装修建材企业近年应收款项周转天数变化	6
图表 6：样本装修建材企业近年经营活动现金流量净额与净利润比值变化	6
图表 7：样本装修建材企业营业收入和归母净利润情况	8
图表 8：样本装修建材企业毛利率和归母净利率情况	9
图表 9：装修建材主要原材料价格变动情况	10
图表 10：样本装修建材企业减值情况	11
图表 11：样本装修建材企业应收款项规模及周转情况	12
图表 12：样本装修建材企业存货和合同资产情况	13
图表 13：样本装修建材企业经营现金流情况	15
图表 14：样本装修建材企业自由现金流（FCFF）情况	16
图表 15：装修建材上市公司盈利预测及估值	17

1. 整体：规模下降压力较大，回款承压

1.1 2024H1 规模下降压力较大，利润率承压

样本装修建材企业 2024H1 收入及利润有较大下降压力，盈利能力亦承压。我们选取装修建材 25 家上市企业¹作为观察样本（后文简称“样本企业”），通过其财务指标等变化，观察近期经营动态并探讨行业变化。2024H1 装修建材样本企业营业收入为 731 亿元，yoy-4%，增速中位数为-11%；其中 2024Q2 收入为 430 亿元，yoy-7%，增速中位数为-13%。2024H1 样本企业归母净利润为 47 亿元，yoy-24%，增速中位数为-38%；其中 2024Q2 归母净利润为 34 亿元，yoy-28%，增速中位数为-42%。2024H1 样本企业整体毛利率为 27.6%，yoy-0.6pct，中位数为 24.6%，yoy-3.3pct；归母净利率为 6.4%，yoy-1.6pct，中位数为 2.7%，yoy-2.3pct。整体上样本装修建材企业 2024H1 收入及利润有较大下降压力，且盈利能力承压。

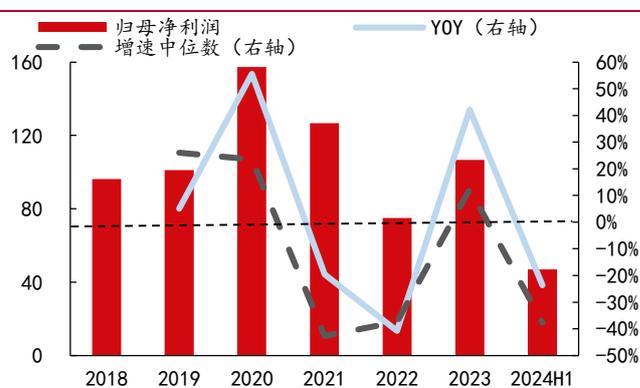
图表1：样本装修建材企业近年营业总收入及增速



资料来源：Wind、国联证券研究所

注：1. 样本企业为 25 家装修建材企业，具体参考正文说明，后文同
2. 营业收入单位为亿元。

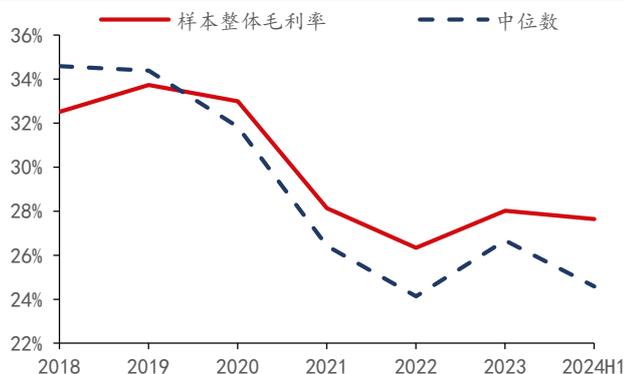
图表2：样本装修建材企业近年归母净利润及增速



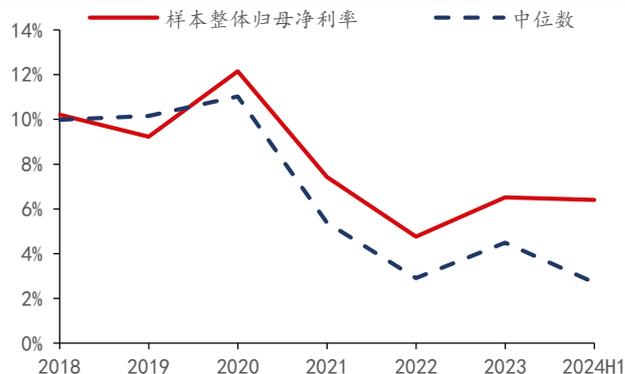
资料来源：Wind、国联证券研究所

注：归母净利润单位为亿元。

¹ 25 家装修建材样本企业包含北新建材、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、伟星新材、公元股份、雄塑科技、顾地科技、三棵树、亚士创能、坚朗五金、王力安防、东鹏控股、蒙娜丽莎、箭牌家居、志邦家居、帝欧家居、天安新材、兔宝宝、大亚圣象、海象新材、万里石、中旗新材、友邦吊顶、法狮龙。

图表3：样本装修建材企业近年综合毛利率变化


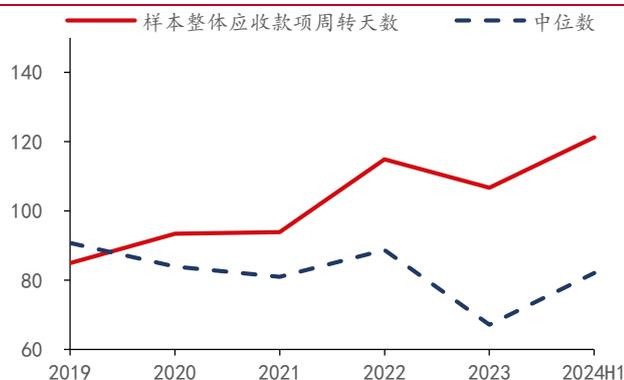
资料来源：Wind、国联证券研究所

图表4：样本装修建材企业近年归母净利润率变化


资料来源：Wind、国联证券研究所

1.2 2024H1 应收款项周转效率同比小幅降低，回款同比承压

2024H1 消费建材样本企业应收款项管理延续严格谨慎特征，应收款项周转效率同比小幅降低。2024H1 经营活动现金流同比减少，回款有压力。2024H1 末样本企业应收款项合计为 522 亿元，yoy-41 亿元/-7%；整体应收款项周转天数为 121 天，yoy-3 天，样本企业应收周转天数中位数为 82 天，yoy+5 天。2024H1 样本企业经营活动现金流量净额为-8 亿元，yoy-12 亿元；整体经营活动现金流量净额/净利润为-17%，yoy-24pct，样本企业该比例中位数为 88%，yoy-12pct。消费建材企业应收款项管理总体延续严格谨慎特征，严格控制应收规模及账期，但整体周转效率同比小幅降低，经营活动回款压力同比有所增加。

图表5：样本装修建材企业近年应收款项周转天数变化


资料来源：Wind、国联证券研究所

注：应收款项指应收账款+应收票据+其他应收款；周转天数单位为天

图表6：样本装修建材企业近年经营活动现金流量净额与净利润比值变化


资料来源：Wind、国联证券研究所

2. 细分：延续分化，更重视经营质量提升

2.1 经营规模：增长承压，“消费”类企业更有韧性

2024H1 需求偏弱、竞争激烈、样本企业增长有压力，“消费类”企业韧性有一定优势。2024H1 大部分样本企业收入和归母净利润增长有压力，反映需求继续筑底，其中北新建材、天安新材、王力安防收入和归母净利润延续较好增长。整体来看，地产销售低迷背景下，装修建材需求偏弱，竞争激烈，少部分客户偏 C 端或小 B 端的“消费”类企业收入利润增长韧性更优。

细分领域来看：1) 石膏板方面，北新建材 2024Q2 收入及利润同比均实现较好增长，显示较强销售动员能力及“两翼”业务积极贡献。2) 塑料管材、涂料代表企业 2024Q2 收入及利润增长均有一定压力，企业间分化持续加大，渠道偏零售的企业（如伟星新材、三棵树）收入稳健增长、利润同比下降，显示其较强的渠道动员能力、更优质的客户结构；渠道偏工程的企业（如雄塑科技、顾地科技、公元股份、亚士创能）收入和利润增长压力更大，公元股份利润高增主要系减值同比大幅减少，显示行业竞争延续激烈态势。3) 防水代表企业 2024Q2 收入及利润增长均显现一定压力，行业需求景气的积极变化仍需持续观察，科顺股份利润同比高增主要系减值同比大幅减少。4) 瓷砖卫浴、吊顶代表企业 2024Q2 收入及利润增长均显现一定压力，显示偏弱的需求及较激烈的竞争环境或仍然延续；2024Q2 天安新材收入和利润均实现较好增长，主要系饰面材料销量快速增长。5) 板材代表企业基本面分化较明显，其中兔宝宝收入利润增长韧性及强度均较优，显示其重品牌、重渠道、轻资产经营模式的优势。6) 五金代表企业基本面分化较明显，坚朗五金 2024Q2 收入及利润增长压力较大；王力安防 2024Q2 收入和利润实现较好增长，主要系公司大力拓展工程客户，大 B 业务加速放量。

图表7：样本装修建材企业营业收入和归母净利润情况

行业	公司名称	营业收入		YOY		归母净利润		YOY	
		24H1	24Q2	24H1	24Q2	24H1	24Q2	24H1	24Q2
石膏板	北新建材	136.0	76.5	19%	15%	22.1	13.9	17%	7%
	防水	152.2	80.7	-10%	-14%	9.4	6.0	-29%	-37%
	科顺股份	34.7	19.9	-20%	-20%	0.9	0.4	55%	1527%
塑料管材	凯伦股份	12.2	6.9	-7%	-13%	0.1	0.0	-86%	转亏
	伟星新材	23.4	13.5	5%	0%	3.4	1.9	-31%	-42%
	公元股份	31.5	19.1	-14%	-7%	1.3	1.1	-27%	18%
	雄塑科技	4.9	2.7	-25%	-21%	-0.4	-0.2	转亏	转亏
涂料	顾地科技	3.8	2.4	-16%	-12%	-0.4	-0.2	转亏	转亏
	三棵树	57.6	36.9	0%	0%	2.1	1.6	-32%	-43%
五金	亚士创能	10.4	7.5	-30%	-25%	-0.2	0.6	转亏	13%
	坚朗五金	32.1	18.4	-4%	-8%	0.0	0.5	-62%	-26%
瓷砖卫浴	王力安防	12.8	8.5	15%	17%	0.5	0.4	12%	16%
	东鹏控股	30.9	20.8	-15%	-16%	2.1	2.2	-45%	-42%
	蒙娜丽莎	23.3	15.2	-20%	-16%	0.8	0.7	-50%	-54%
	箭牌家居	30.9	19.5	-10%	-16%	0.4	1.3	-78%	-24%
	志邦家居	22.1	13.9	-4%	-7%	1.5	1.0	-17%	-21%
	帝欧家居	13.9	8.3	-22%	-29%	-0.6	-0.1	9%	转亏
	天安新材	13.9	8.6	2%	4%	0.5	0.4	43%	41%
板材地板	兔宝宝	39.1	24.3	20%	13%	2.4	1.6	-15%	-27%
	大亚圣象	23.8	14.5	-11%	-12%	0.6	1.0	-38%	-32%
	海象新材	6.9	3.9	-26%	-21%	0.1	-0.1	-97%	转亏
石材	万里石	6.5	3.8	24%	23%	0.0	0.0	-3%	转亏
	中旗新材	2.6	1.3	-18%	-30%	0.2	0.1	-38%	-55%
吊顶	友邦吊顶	3.2	1.9	-30%	-30%	-0.3	-0.3	转亏	转亏
	法狮龙	2.4	1.6	-12%	-15%	-0.1	-0.1	转亏	转亏
样本整体		-	-	-4%	-7%	-	-	-24%	-28%
中位数		-	-	-11%	-13%	-	-	-38%	-42%

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：营业收入和归母净利润的数据单位为亿元。

2.2 盈利能力：毛利率普遍承压，减值影响同比小幅增加

2024H1 大部分样本企业盈利水平承压，科顺股份/天安新材因产品结构优化以及降本降费等盈利能力有所改善。2024H1 大部分样本装修建材企业盈利承压，样本企业中 2 家企业（分别为科顺股份、天安新材）盈利能力小幅改善。科顺股份 2024H1 归母净利率为 2.7%，yoy+1.3pct，主要源于产品结构优化以及降本增效带来的毛利率改善（2024H1 毛利率为 23.4%，yoy+2.3pct）；天安新材 2024H1 归母净利率为 3.8%，yoy+1.1pct，主要源于有息负债利率下降以及研发项目前期投入减少（2024H1 期间费用率为 16.0%，yoy-2.2pct）。整体来看，需求支撑偏弱的背景下，装修建材企业间竞争加剧，2024H1 大部分企业利润率承压。

图表8：样本装修建材企业毛利率和归母净利润率情况

行业	公司名称	毛利率		YOY (pct)		归母净利润率		YOY (pct)	
		24H1	24Q2	24H1	24Q2	24H1	24Q2	24H1	24Q2
石膏板	北新建材	30.9%	32.7%	0.7	0.2	16.3%	18.2%	-0.3	-1.3
	防水	29.2%	28.8%	0.3	-0.3	6.2%	7.4%	-1.7	-2.8
	科顺股份	23.4%	23.2%	2.3	2.4	2.7%	2.1%	1.3	2.0
塑料管材	凯伦股份	22.6%	23.4%	-1.4	-1.6	0.6%	0.0%	-3.6	-2.6
	伟星新材	42.1%	42.6%	0.9	-1.2	14.5%	13.8%	-7.6	-10.1
	公元股份	19.5%	20.3%	-2.6	-3.6	4.0%	5.8%	-0.7	1.2
	雄塑科技	8.1%	8.2%	-9.4	-8.2	-7.2%	-6.6%	-10.5	-8.6
涂料	顾地科技	8.5%	8.8%	-6.1	-5.7	-10.5%	-7.9%	-40.8	-63.1
	三棵树	28.6%	28.8%	-2.4	-3.1	3.6%	4.4%	-1.8	-3.3
五金	亚士创能	23.1%	24.4%	-10.8	-9.0	-1.8%	8.4%	-4.5	2.8
	坚朗五金	31.3%	31.9%	0.1	0.0	0.2%	2.8%	-0.2	-0.7
瓷砖卫浴	王力安防	25.3%	26.5%	-1.2	0.3	4.3%	4.6%	-0.1	0.0
	东鹏控股	30.6%	32.6%	-1.4	-2.8	6.8%	10.7%	-3.8	-4.8
	蒙娜丽莎	26.8%	27.0%	-1.1	-3.0	3.5%	4.8%	-2.1	-3.9
	箭牌家居	27.0%	28.6%	-2.4	-0.4	1.2%	6.6%	-3.8	-0.7
	志邦家居	36.7%	36.4%	-0.1	-0.4	6.7%	7.3%	-1.1	-1.3
	帝欧家居	22.3%	22.0%	0.0	-1.3	-4.0%	-1.3%	-0.6	-3.0
板材地板	天安新材	22.0%	22.4%	-0.4	-0.9	3.8%	4.8%	1.1	1.3
	兔宝宝	17.5%	17.2%	-2.9	-1.9	6.2%	6.4%	-2.6	-3.5
	大亚圣象	25.9%	26.5%	-0.4	-1.4	2.7%	6.9%	-1.1	-1.9
石材	海象新材	26.1%	28.3%	-5.6	-4.8	0.8%	-1.4%	-18.6	-24.2
	万里石	12.3%	11.0%	0.9	-0.6	0.7%	0.0%	-0.2	-2.6
吊顶	中旗新材	19.3%	19.0%	-1.7	-0.4	9.1%	7.3%	-2.9	-4.1
	友邦吊顶	24.6%	23.4%	-4.1	-6.4	-8.0%	-14.2%	-20.9	-32.2
	法狮龙	21.6%	18.6%	-8.1	-9.7	-2.5%	-5.0%	-6.4	-9.9
样本整体		27.6%	28.1%	-0.6	-1.1	6.4%	7.9%	-1.6	-2.4
中位数		24.6%	24.4%	-3.3	-3.9	2.7%	4.8%	-2.3	-3.0

资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2.1 毛利率：2024Q2 整体承压，分化持续加大

2024H1 大部分样本装修建材企业毛利率有下降压力，分化加大，部分石膏板、防水、塑料管材企业毛利率有改善。2024H1 大部分样本企业毛利率有下降压力，反映偏弱的需求及激励的竞争环境。25 家样本企业中 2024H1 毛利率同比改善的公司数量为 6 家，分别为北新建材、东方雨虹、科顺股份、伟星新材、坚朗五金、万里石，主要原因：1) 原材料价格下降，2024H1 装修建材原材料价格涨跌分化，沥青、废黄纸板、PVC 等原材料价格延续下跌，但降价动能逐步减弱；部分原材料（如钛白粉、MMA、PPR 等）2024H1 价格有所上涨。2) 产品以及渠道结构优化。整体来看，装修建材企业 2024H1 毛利率有所承压，细分领域分化加大，石膏板、防水、C 端塑料管材细分领域企业毛利率持续改善，偏工程渠道的塑料管材、涂料、瓷砖卫浴、板材地板、

吊顶企业毛利率同比下降。

图表9：装修建材主要原材料价格变动情况

应用领域	原材料	单位	价格		YOY	
			24H1	24Q2	24H1	24Q2
防水	沥青-重交	元/吨	3,879	3,876	-3%	-3%
	沥青-建筑	元/吨	3,879	3,872	-3%	-3%
	纯MDI	元/吨	19,504	18,792	-3%	-1%
	硬泡聚醚	元/吨	9,523	9,484	-4%	-6%
涂料	钛白粉	元/吨	16,213	16,196	-5%	-3%
	MMA	元/吨	14,273	15,525	+6%	+4%
塑料管材	PP-R	元/吨	9,854	9,876	+3%	+3%
	PVC(S-1000)	元/吨	5,649	5,717	+5%	+1%
石膏板	废黄纸板	元/吨	1,512	1,464	-8%	-8%
多种建材	WTI原油	美元/桶	79	81	+5%	+10%
	LNG	元/吨	4,464	4,282	-15%	-2%
	动力末煤Q5500	元/吨	881	855	-14%	-7%

资料来源：Wind，国联证券研究所
 注：表格中价格为季度/半年度均价。

2.2.2 减值：对盈利能力拖累同比有所增加

2024H1 样本企业减值对盈利能力影响同比小幅增加，同期减值损失占营收比例样本企业 TOP5 分别为海象新材/顾地科技/友邦吊顶/科顺股份/坚朗五金，分别为 8.2%/5.6%/4.2%/3.9%/3.0%。2024H1 样本企业减值对盈利能力的影响较 2023H1 有一定增加（2024H1 样本企业减值占收入比例中位数为 1.58%，yoy+0.55pct）。北新建材、伟星新材回款较好且应收款项规模/结构等更加良性，近三年减值损失占营收的比例维持在 1%以下，2024H1 减值损失合计值分别为 0.2、0.1 亿元，占营业收入的比例分别为 0.1%、0.3%。部分装修建材企业减值增加，对盈利有重要拖累，2024H1 减值损失占营收比例 TOP5 分别为海象新材、顾地科技、友邦吊顶、科顺股份、坚朗五金，比例分别为 8.2%、5.6%、4.2%、3.9%、3.0%，分别 yoy+8.3%、+4.4%、+3.3%、+0.2%、+1.1pct。

图表10：样本装修建材企业减值情况

行业	公司名称	信用减值损失		资产减值损失		减值合计值		减值合计值/营收	
		23H1	24H1	23H1	24H1	23H1	24H1	23H1	24H1
石膏板 防水	北新建材	0.01	0.09	0.01	0.07	0.02	0.17	0.0%	0.1%
	东方雨虹	4.07	3.66	-0.17	-0.06	3.90	3.61	2.3%	2.4%
	科顺股份	1.55	1.27	0.06	0.10	1.61	1.37	3.7%	3.9%
	凯伦股份	0.31	0.23	0.04	0.06	0.35	0.29	2.7%	2.4%
塑料管材	伟星新材	0.01	0.07	0.00	0.01	0.02	0.07	0.1%	0.3%
	公元股份	1.10	0.04	0.09	0.04	1.19	0.07	3.3%	0.2%
	雄塑科技	0.04	0.06	0.02	0.03	0.06	0.09	1.0%	1.7%
	顾地科技	-5.98	0.12	6.04	0.09	0.06	0.21	1.2%	5.6%
涂料	三棵树	0.73	1.57	0.16	0.02	0.89	1.59	1.5%	2.8%
	亚士创能	0.71	-0.35	0.09	0.09	0.80	-0.25	5.4%	-2.4%
五金	坚朗五金	0.51	0.83	0.11	0.12	0.62	0.95	1.8%	3.0%
	王力安防	0.17	0.19	0.02	0.02	0.19	0.20	1.7%	1.6%
瓷砖卫浴	东鹏控股	0.19	0.29	0.61	0.62	0.80	0.91	2.2%	2.9%
	蒙娜丽莎	0.38	0.28	-0.09	-0.20	0.28	0.07	1.0%	0.3%
	箭牌家居	0.07	-0.02	0.29	0.16	0.35	0.14	1.0%	0.5%
	志邦家居	0.31	0.41	0.35	-0.21	0.65	0.19	2.8%	0.9%
	帝欧家居	0.04	-0.04	0.22	0.12	0.26	0.07	1.5%	0.5%
	天安新材	-0.01	-0.01	0.05	0.04	0.04	0.04	0.3%	0.3%
板材地板	兔宝宝	0.18	0.65	0.04	0.14	0.22	0.79	0.7%	2.0%
	大亚圣象	0.10	0.02	0.00	0.01	0.10	0.03	0.4%	0.1%
	海象新材	-0.02	0.03	0.02	0.54	-0.01	0.57	-0.1%	3.2%
石材	万里石	-0.07	0.04	-0.01	0.06	-0.08	0.10	-1.6%	1.5%
	中旗新材	0.01	-0.01	0.00	0.00	0.01	-0.01	0.4%	-0.3%
吊顶	友邦吊顶	0.04	0.13	0.01	0.00	0.04	0.13	0.9%	4.2%
	法狮龙	0.00	-0.02	0.00	0.06	0.00	0.05	0.1%	1.9%
样本整体		-	-	-	-	-	-	1.62%	1.57%
中位数		-	-	-	-	-	-	1.03%	1.58%

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：信用减值损失、资产减值损失、减值损失合计值单位为亿元。

2.3 资产周转：严格控制规模，应收周转整体有一定放慢

2024H1 样本企业应收严格控制规模，但周转周期整体有一定拉长，周转天数缩短幅度 TOP5 分别为万里石/兔宝宝/友邦吊顶/三棵树/顾地科技。在地产风险持续释放的背景下，2024H1 大部分消费建材企业经销商授信及客户赊销政策要求继续提升，整体应收款项规模控制较好（2024H1 末应收款项规模同比减少企业数量为 17 家，占样本总数 68%），但受收入规模同步下降等影响，2024H1 样本企业应收周转天数有一定拉长（同期应收款项周转天数中位数 82 天，yoy+5 天）。应收款项周转效率变化同时有一定分化，2024H1 应收款项周转天数最短 TOP5 分别为箭牌家居、志邦家居、伟星新材、友邦吊顶、兔宝宝，周转天数分别为 26、33、49、52、52 天，分别 yoy+2、+6、+6、-25、-26 天；周转天数缩短幅度（减少的天数）TOP5 分别为万里石、兔宝宝、友邦吊顶、三棵树、顾地科技，周转天数分别为 164、52、52、134、58 天，分别 yoy-55、-26、-25、-22、-16 天。

图表11：样本装修建材企业应收款项规模及周转情况

行业	公司名称	应收账款		应收票据		其他应收款		应收款项合计值			
		账面价值	yoy	账面价值	yoy	账面价值	yoy	账面价值	yoy	周转天数	yoy
石膏板	北新建材	55.4	37%	1.1	-21%	3.7	6%	60.3	33%	56	-1
	防水	121.4	-11%	5.5	17%	26.2	-24%	153.1	-13%	175	9
塑料管材	科顺股份	47.1	-16%	0.2	-82%	3.4	-10%	50.7	-17%	250	16
	凯伦股份	21.7	6%	0.0	-93%	1.6	-5%	23.3	2%	336	26
	伟星新材	6.1	39%	0.0	n/a	0.5	-38%	6.6	25%	49	6
	公元股份	11.8	19%	0.6	-6%	0.2	-9%	12.7	17%	68	10
涂料	雄塑科技	2.6	-5%	0.0	n/a	0.1	-3%	2.7	-4%	86	14
	顾地科技	0.7	-34%	0.2	17%	0.1	-84%	1.0	-41%	58	-16
	三棵树	42.2	-11%	0.1	-85%	3.8	-23%	46.1	-13%	134	-22
五金	亚士创能	17.1	-24%	0.2	134%	1.1	-43%	18.3	-25%	326	40
	坚朗五金	38.5	-5%	0.8	-63%	0.8	-13%	40.1	-8%	219	-14
瓷砖卫浴	王力安防	13.0	30%	0.2	2%	0.9	-22%	14.1	24%	187	8
	东鹏控股	10.5	-9%	0.4	-61%	2.3	-9%	13.2	-12%	78	4
	蒙娜丽莎	9.9	-12%	0.3	-1%	0.8	-20%	11.0	-12%	79	2
	箭牌家居	3.8	0%	0.1	-84%	0.3	-6%	4.2	-12%	26	2
板材地板	志邦家居	3.1	67%	0.2	-45%	1.4	17%	4.6	39%	33	6
	帝欧家居	12.0	-30%	0.0	-97%	4.1	32%	16.1	-22%	211	-13
	天安新材	5.1	8%	0.3	-48%	0.4	-7%	5.8	1%	76	2
	兔宝宝	9.6	-19%	0.1	-78%	0.5	-37%	10.2	-22%	52	-26
	大亚圣象	15.4	-4%	0.0	-95%	0.5	2%	15.9	-4%	131	14
石材	海象新材	3.4	-13%	0.0	n/a	0.3	61%	3.7	-9%	92	13
	万里石	5.9	-6%	0.1	7%	0.2	57%	6.1	-4%	164	-55
吊顶	中旗新材	1.0	-2%	0.1	-3%	0.0	4%	1.1	-2%	82	19
	友邦吊顶	0.7	-57%	0.0	-78%	0.0	-73%	0.8	-59%	52	-25
	法狮龙	0.7	84%	0.0	1287%	0.0	-5%	0.8	84%	58	23
样本整体中位数		-	-	-	-	-	-	-	-	121	-3
		-	-	-	-	-	-	-	-	82	5

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：1. 应收款项合计金额的时间为2024H1末，单位为亿元；周转天数时间为2024H1，单位为天；

2. n/a表示2024H1末或2023H1末企业应收票据金额为0元。

2024H1 样本企业存货周转效率变动呈现分化，石膏板、五金、板材地板代表企业存货周转率明显提升。2024H1 存货周转效率和合同资产周转效率变动呈现分化态势。存货方面，石膏板、五金、板材地板代表企业的存货周转效率提升较为明显，2024H1 年存货周转天数最短 TOP5 分别为兔宝宝、志邦家居、凯伦股份、三棵树、科顺股份，周转天数分别为 27、30、32、34、35 天，分别 yoy-11、-10、微增、+3、+6 天；周转天数缩短幅度（减少的天数）TOP5 分别为法狮龙、兔宝宝、志邦家居、大亚圣象、天安新材，周转天数分别为 93、27、30、203、76 天，分别 yoy-14、-11、-10、-9、-9 天。合同资产方面，防水、涂料行业工程需求占比较高，代表企业合同资产规模显著高于其他消费建材子行业，2024H1 防水和涂料龙头企业合同资产周转效率有所提升，东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、三棵树、亚士创能周转天数分别为 26、21、17、13、3 天，分别 yoy-5、+5、微降、-6、+1 天。

图表12：样本装修建材企业存货和合同资产情况

行业	公司名称	经营现金流净		净现比		收现比		付现比	
		24H1	yoy	24H1	yoy	24H1	yoy	24H1	yoy
石膏板	北新建材	20.4	60%	91%	24	85%	-2	85%	-5
防水	东方雨虹	-13.3	66%	-143%	153	93%	-1	98%	-9
	科顺股份	-14.3	-90%	-1602%	-349	92%	10	146%	43
	凯伦股份	-3.1	296%	-3940%	-3,808	86%	-2	116%	3
塑料管材	伟星新材	2.9	-28%	85%	4	114%	-6	104%	-1
	公元股份	3.9	-7%	295%	65	121%	-1	109%	-14
	雄塑科技	-0.7	349%	n/a	n/a	95%	-2	96%	-3
	顾地科技	-1.2	935%	n/a	n/a	100%	-1	92%	-5
涂料	三棵树	-0.4	121%	-20%	-82	99%	-6	96%	-9
	亚士创能	-2.2	416%	n/a	n/a	87%	-2	114%	5
五金	坚朗五金	-1.9	56%	-1412%	584	90%	-20	81%	-39
	王力安防	-1.3	193%	-248%	-552	106%	-2	110%	10
瓷砖卫浴	东鹏控股	2.3	-76%	108%	-136	121%	-5	139%	29
	蒙娜丽莎	3.8	123%	462%	371	110%	9	94%	-9
	箭牌家居	-5.9	430%	-1632%	-1,737	104%	-5	115%	13
	志邦家居	-2.6	176%	-173%	-362	116%	-1	131%	28
	帝欧家居	0.1	-98%	n/a	n/a	112%	-7	104%	-8
	天安新材	1.1	-46%	171%	-233	101%	-4	86%	3
板材地板	兔宝宝	2.8	-44%	112%	-57	100%	-8	95%	3
	大亚圣象	2.1	-16%	366%	121	117%	-2	108%	-1
	海象新材	0.7	-59%	1262%	1,169	101%	0	102%	-8
石材	万里石	-0.3	203%	n/a	n/a	97%	-2	104%	0
	中旗新材	0.9	2758%	393%	403	115%	31	67%	-7
吊顶	友邦吊顶	-1.2	393%	n/a	n/a	113%	-2	146%	28
	法狮龙	-0.5	354%	n/a	n/a	106%	-2	108%	-16
样本整体		-	-	-17%	-24	99%	-4	102%	-2
中位数		-	-	88%	-12	101%	-7	104%	-1

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：存货、合同资产规模时间为2024H1末，金额单位为亿元；周转天数时间为2024H1，单位为天。

2.4 回款：2024H1 整体净现比同比下降，企业间分化加大

2024H1 样本企业整体净现比同比有所下降，25 家样本企业中净现比大于 1 的企业数量为 8 家，同比-4 家；石膏板、塑料管材代表企业 2024H1 净现比同比改善。

大部分样本企业 2024H1 经营活动净现金流压力有所加大（2024H1 具有有效净现比数据的企业数量为 18 家，其中同比改善的企业数量为 9 家，yoy-5 家；此外，2024H1 样本企业整体净现比、中位数分别为-17%、88%，分别 yoy-24、-12pct）。收付款看，大部分企业收现比有所下降（2024H1 样本企业整体收现比、中位数分别为 99%、101%，分别 yoy-4、-7pct），另一方面，样本企业整体付现比同比基本相若，少部分企业付

现比提升较多。部分企业加速渠道变革，现金流改善较为明显，如东方雨虹加速布局零售业务，2024H1 零售渠道收入为 54 亿元，同比+8%，营收占比为 36%，同比+6pct；相较于工程渠道，零售渠道毛利率更高（2024H1 公司零售渠道毛利率 40.8% vs 工程渠道 23.3%）且回款速度更快，公司现金流改善更为明显，2024H1 经营现金流为-13 亿元，同比少流出 26 亿元；净现比为-143%，同比+153pct。净现比 TOP5 分别为海象新材、蒙娜丽莎、中旗新材、大亚圣象、公元股份，净现比分别为 1262%、462%、393%、366%、295%；改善幅度 TOP5 分别为海象新材、坚朗五金、中旗新材、蒙娜丽莎、东方雨虹，净现比分别为 1262%、-1412%、393%、462%、-143%，分别 yoy+1169、+584、+403、+371、+153pct。收现比 TOP5 分别为公元股份、东鹏控股、大亚圣象、志邦家居、中旗新材，收现比分别为 121%、121%、117%、116%、115%；仅有 3 家样本企业 2024H1 收现比同比改善，分别为中旗新材、科顺股份、蒙娜丽莎，收现比分别为 115%、92%、110%，分别 yoy+31、+10、+9pct。

自由现金流 (FCFF) 方面，波动较大且企业间分化较为明显，2024H1 FCFF/净利润 TOP5 分别为蒙娜丽莎、北新建材、公元股份、大亚圣象、东方雨虹，比例分别为 484%、247%、87%、67%、3%，yoy 分别+501、+217、-32、+48、+317pct；改善幅度 TOP5 分别为科顺股份、蒙娜丽莎、东方雨虹、北新建材、坚朗五金，比例分别为-276%、484%、3%、247%、-2010%，分别 yoy+1,020、+501、+317、+217、+133pct。

图表13：样本装修建材企业经营现金流情况

行业	公司名称	经营现金流净		净现比		收现比		付现比	
		24H1	yoy	24H1	yoy	24H1	yoy	24H1	yoy
石膏板	北新建材	20.4	60%	91%	24	85%	2	85%	5
防水	东方雨虹	-13.3	66%	-143%	153	93%	1	98%	-9
	科顺股份	-14.3	-90%	-1602%	-349	92%	10	146%	43
	凯伦股份	-3.1	296%	-3940%	-3,808	86%	-12	116%	3
塑料管材	伟星新材	2.9	-28%	85%	4	114%	6	104%	-1
	公元股份	3.9	-7%	295%	65	121%	1	109%	-14
	雄塑科技	-0.7	349%	n/a	n/a	95%	12	96%	-3
	顾地科技	-1.2	935%	n/a	n/a	100%	1	92%	-5
涂料	三棵树	-0.4	121%	-20%	-82	99%	6	96%	-9
	亚士创能	-2.2	416%	n/a	n/a	87%	-12	114%	5
五金	坚朗五金	-1.9	56%	-1412%	584	90%	20	81%	-39
	王力安防	-1.3	193%	-248%	-552	106%	12	110%	10
瓷砖卫浴	东鹏控股	2.3	76%	108%	-136	121%	5	139%	29
	蒙娜丽莎	3.8	123%	462%	371	110%	9	94%	-9
	箭牌家居	-5.9	430%	-1632%	-1,737	104%	5	115%	13
	志邦家居	-2.6	176%	-173%	-362	116%	1	131%	28
	帝欧家居	0.1	98%	n/a	n/a	112%	17	104%	-8
	天安新材	1.1	46%	171%	-233	101%	4	86%	3
板材地板	兔宝宝	2.8	44%	112%	-57	100%	8	95%	3
	大亚圣象	2.1	-16%	366%	121	117%	2	108%	-1
	海象新材	0.7	-59%	1262%	1,169	101%	0	102%	-8
石材	万里石	-0.3	203%	n/a	n/a	97%	12	104%	0
	中旗新材	0.9	2758%	393%	403	115%	31	67%	-7
吊顶	友邦吊顶	-1.2	393%	n/a	n/a	113%	2	146%	23
	法狮龙	-0.5	354%	n/a	n/a	106%	12	108%	-16
样本整体		-	-	-17%	-24	99%	4	102%	-2
中位数		-	-	88%	-12	101%	7	104%	-1

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：1. 经营现金流净额单位为亿元；净现比、收现比、付现比同比增速单位为 pct。

2. n/a 表示净利润为负数，净现比指标没有物理意义。

图表14：样本装修建材企业自由现金流（FCFF）情况

行业	公司名称	企业自由现金流		企业自由现金流/净利润			
		24H1	24Q2	24H1	yoy	24Q2	yoy
石膏板	北新建材	55.7	15.5	247%	217	109%	2
	防水	东方雨虹	0.3	20.4	3%	317	346%
塑料管材	科顺股份	-2.5	3.2	-276%	1,020	845%	5,021
	凯伦股份	-3.2	0.6	-4163%	-3,787	n/a	n/a
	伟星新材	-3.1	-0.2	-89%	-131	-10%	-163
	公元股份	1.1	-6.1	87%	-32	-541%	-125
	雄塑科技	-1.8	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
	顾地科技	-0.8	-0.7	n/a	n/a	n/a	n/a
	涂料	三棵树	-6.8	2.6	-329%	-194	162%
五金	亚士创能	2.0	6.3	n/a	n/a	1004%	50
	坚朗五金	-2.7	2.8	-2010%	133	471%	238
瓷砖卫浴	王力安防	-2.6	0.7	-474%	-641	183%	165
	东鹏控股	-4.1	0.5	-198%	-293	25%	-154
板材地板	蒙娜丽莎	3.9	5.2	484%	501	706%	445
	箭牌家居	-9.5	3.2	-2616%	-2,393	255%	-219
	志邦家居	-0.5	5.6	-34%	-5	547%	143
	帝欧家居	0.1	1.3	n/a	n/a	n/a	n/a
	天安新材	-0.4	1.1	-66%	-201	209%	-299
	兔宝宝	-0.8	10.9	-32%	-159	681%	436
石材	大亚圣象	0.4	4.4	67%	48	445%	459
	海象新材	-0.2	0.5	-280%	-279	n/a	n/a
吊顶	万里石	-0.7	-0.1	n/a	n/a	n/a	n/a
	中旗新材	-0.2	0.0	-67%	-9	28%	230
	友邦吊顶	-1.0	-0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
	法狮龙	-0.7	0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
样本整体		-	-	46%	128	229%	108
中位数		-	-	-78%	-55	255%	148

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：1. 企业自由现金流单位为亿元；企业自由现金流/净利润同比增速单位为 pct。

2. n/a 表示净利润为负数，企业自由现金流/净利润没有物理意义。

3. 投资建议：需求有望企稳，关注提质转型进展

基本面有望企稳，经营质量或持续提升，建议关注企业竞争力突出、渠道/品类等有积极变化的公司。展望 2024H2，地产宽松信号持续释放，装修建材企业需求或有积极变化；同时在行业整体应收等风险管理持续加强的背景下，企业资产负债表有改善前景；部分企业加强产品/客户结构调整等提质转型，部分竞争力持续强化的企业市占率有机会持续提升。结合企业基本面改善情况及估值，建议重点关注两类企业，1) 渠道布局 C 端或小 B 占比更高的更“消费”类装修建材企业，重点关注伟星新材、北新建材、兔宝宝、三棵树；2) 前期大 B 客户占比较高，近年积极调整效果逐步显现，企业竞争力突出的装修建材企业，重点关注东方雨虹等。

图表15：装修建材上市公司盈利预测及估值

公司名称	归母净利润（亿元）			归母净利润 YOY			PE(24)	PE_TTM		PB_LF	
	23A	24E	25E	23A	24E	25E		数值	近10年分位数	数值	近10年分位数
北新建材	35.2	43.6	50.5	12%	24%	16%	9.53	10.82	6%	1.72	8%
东方雨虹	22.7	22.7	27.8	7%	0%	22%	11.17	13.49	2%	0.93	0%
科顺股份	-3.4	2.2	3.4	-289%	-165%	55%	22.62	-16.25	0%	0.97	4%
凯伦股份	0.2	1.1	1.6	114%	380%	46%	21.78	-95.45	0%	1.02	0%
伟星新材	14.3	13.7	15.1	10%	-5%	10%	12.45	13.32	0%	3.67	4%
公元股份	3.6	3.6	3.9	346%	-2%	9%	13.40	14.98	27%	0.88	0%
雄塑科技	0.3	-	-	1667%	-	-	-	-57.43	0%	0.84	2%
顾地科技	0.9	-	-	169%	-	-	-	-29.62	0%	4.87	52%
三棵树	1.7	5.7	7.7	-47%	226%	36%	27.11	209.98	99%	5.96	12%
亚士创能	0.6	1.0	1.5	-43%	69%	47%	27.88	1,543.30	99%	1.71	9%
坚朗五金	3.2	3.8	5.0	394%	18%	31%	20.07	24.30	9%	1.35	6%
王力安防	0.5	1.9	2.8	227%	245%	50%	16.93	52.64	51%	2.02	7%
东鹏控股	7.2	6.9	7.7	257%	-4%	11%	9.07	11.52	9%	0.83	1%
蒙娜丽莎	2.7	3.1	3.9	170%	15%	28%	9.79	16.24	36%	0.94	0%
箭牌家居	4.2	4.0	4.8	-28%	-5%	20%	17.49	24.17	39%	1.44	10%
志邦家居	6.0	5.8	6.3	11%	-2%	9%	7.26	7.47	1%	1.34	1%
帝欧家居	-6.6	-	-	56%	-	-	-	-1.89	0%	0.67	4%
天安新材	1.2	1.6	1.9	173%	29%	25%	11.09	12.61	1%	2.43	65%
兔宝宝	6.9	7.0	8.3	55%	1%	19%	11.69	12.61	19%	2.77	11%
大亚圣象	3.3	3.1	3.4	-21%	-7%	10%	10.80	11.40	44%	0.50	1%
海象新材	0.5	0.5	0.8	-79%	11%	61%	23.98	-9.56	0%	0.90	3%
万里石	-0.4	-	-	-30%	-	-	-	-157.92	0%	5.80	45%
中旗新材	0.8	1.6	2.7	-8%	103%	68%	13.97	34.72	70%	1.45	0%
友邦吊顶	0.6	-	-	-35%	-	-	-	-57.67	0%	1.20	2%
法狮龙	0.1	-	-	14%	-	-	-	-500.36	0%	2.79	83%

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：1. 2024 年和 2025 年上市公司归母净利润及估值均来源于 Wind 一致性预期；

2. 数据更新日期：2024 年 9 月 19 日。

4. 风险提示

地产融资政策落地不及预期：若房企获得的资金支持弱于预期，房企资金压力未显著缓解，保交楼进展或较慢，对建材需求拉动作用或有限。

地产需求景气改善弱于预期：楼市优化政策持续加码，若居民购房意愿较弱，地产需求景气度改善或弱于预期，地产基本面以及建材需求或持续筑底。

原材料价格大幅波动：若沥青、乳液、动力煤等原材料价格大幅上涨，建材企业盈利或承压。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼