

行业研究 | 行业专题研究 | 装修建材

多数规模降幅扩大，部分经营质量提升 ——装修建材 24Q3 经营表现探讨



| 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。2024Q3 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、兔宝宝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韧性较好。2024Q3 大部分企业盈利承压，部分企业（如科顺股份、兔宝宝、海象新材）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。2024Q1-3 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

多数规模降幅扩大，部分经营质量提升

——装修建材 24Q3 经营表现探讨

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：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》2024. 09. 19
- 2、《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

➤ 整体：收入利润降幅扩大，应收规模下降

我们选取装修建材 25 家上市代表企业作为观察样本。2024Q3 装修建材样本企业收入为 381 亿元，yoy-11%，增速中位数为-15%；归母净利润为 23 亿元，yoy-42%，增速中位数为-48%。整体上样本装修建材企业 2024Q3 收入及利润有较大下降压力，且盈利能力承压。2024Q1-3 样本企业应收款项周转天数为 119 天，yoy-3 天，样本企业应收周转天数中位数为 80 天，yoy+8 天。装修建材企业应收款项管理总体延续严格谨慎特征，但周转天数拉长及经营活动回款压力提升企业数量占多数。

➤ 经营规模：多数降幅扩大，“消费”类企业有韧性

2024Q3 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、兔宝宝收入和归母净利润延续较好增长，分别 yoy+20%/+8%、+4%/+42%。整体来看，装修建材需求承压，竞争呈加剧态势，北新建材/兔宝宝为代表的客户偏 C 端或小 B 端的“消费”类企业收入利润增长韧性较好，伟星新材收入相对稳健、盈利承压。2024Q3 大部分样本企业盈利水平承压，部分企业（如科顺股份、兔宝宝、海象新材）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：多数企业应收规模同减，回款分化较大

资产周转方面，2024Q1-3 大部分消费建材企业经销商授信及客户赊销政策要求持续提升，整体应收规模控制较好，但受收入规模同步下降等影响，样本应收周转天数有一定拉长。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/帝欧家居。回款方面，2024Q1-3 大部分样本企业经营活动净现金流压力有所加大，大部分企业收现比有所下降，具有有效净现比数据的企业数量为 17 家，其中同比改善的企业数量为 8 家，yoy-6 家；样本企业净现比中位数为 92%，yoy-34pct。

➤ 投资建议：需求有望企稳，关注企业提质转型进展

短期来看，主要指标显示地产销售数据有一定积极变化，地产需求或逐步走出底部，关注竣工端装修建材需求改善前景。装修建材行业整体应收等风险管理持续加强，企业资产负债表有积极变化，持续改善前景值得期待。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。建议重点关注两类企业，1) 具备更强“消费”特征的装修建材企业；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。

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。



扫码查看更多

正文目录

1. 整体：收入利润降幅扩大，应收规模下降	4
1.1 2024Q3 收入利润降幅扩大，利润率承压	4
1.2 应收规模同比下降，但周转效率下降企业占多数	5
2. 细分：多数规模降幅扩大，部分经营质量提升	6
2.1 经营规模：多数降幅扩大，“消费”类企业有韧性	6
2.2 盈利能力：多数毛利率承压，减值影响同比基本持平	7
2.3 资产周转：多数企业应收规模同减，但周转周期同增	10
2.4 回款：累计净现比中位数下降，样本表现分化较大	12
3. 投资建议：需求有望企稳，关注提质转型进展	15
4. 风险提示	16

图表目录

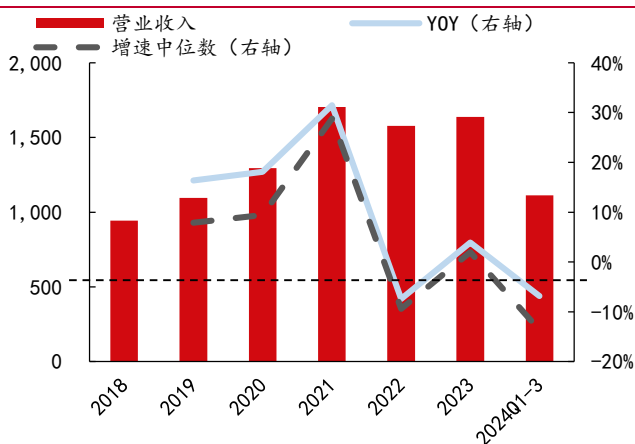
图表 1：样本装修建材企业近年营业总收入及增速	4
图表 2：样本装修建材企业近年归母净利润及增速	4
图表 3：样本装修建材企业近年综合毛利率变化	5
图表 4：样本装修建材企业近年归母净利率变化	5
图表 5：样本装修建材企业近年应收款项周转天数变化	5
图表 6：样本装修建材企业近年经营活动现金流量净额与净利润比值变化	5
图表 7：样本装修建材企业营业收入和归母净利润情况	7
图表 8：样本装修建材企业毛利率和归母净利率情况	8
图表 9：装修建材主要原材料价格变动情况	9
图表 10：样本装修建材企业减值情况	10
图表 11：样本装修建材企业应收款项规模及周转情况	11
图表 12：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

1. 整体：收入利润降幅扩大，应收规模下降

1.1 2024Q3 收入利润降幅扩大，利润率承压

样本装修建材企业 2024Q3 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。2024Q1-3 装修建材样本企业营业收入为 1,112 亿元，yoy-7%，增速中位数为-14%；其中 2024Q3 收入为 381 亿元，yoy-11%，增速中位数为-15%。2024Q1-3 样本企业归母净利润为 70 亿元，yoy-31%，增速中位数为-44%；其中 2024Q3 归母净利润为 23 亿元，yoy-42%，增速中位数为-48%。2024Q3 样本企业整体毛利率为 27.5%，yoy-1.7pct，中位数为 25.3%，yoy-1.2pct；归母净利率为 6.0%，yoy-3.1pct，中位数为 1.9%，yoy-4.0pct。整体上样本装修建材企业 2024Q3 收入及利润有较大下降压力，且盈利能力承压。

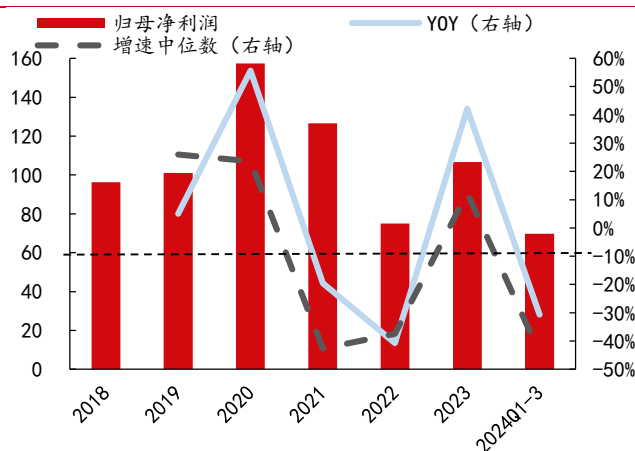
图表1：样本装修建材企业近年营业总收入及增速



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。

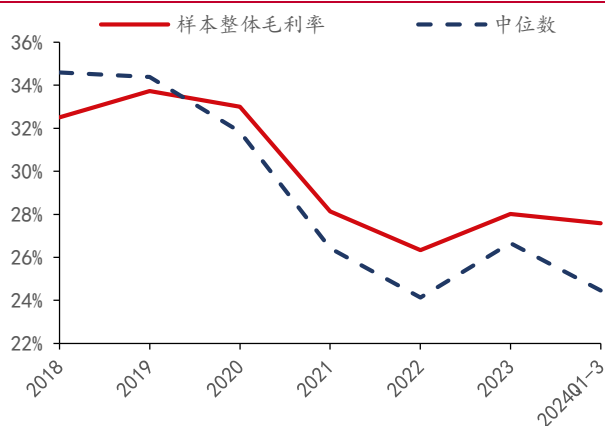
图表2：样本装修建材企业近年归母净利润及增速



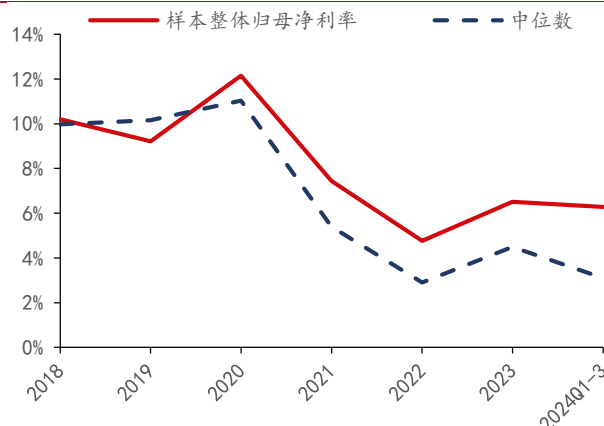
资料来源：Wind、国联证券研究所

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


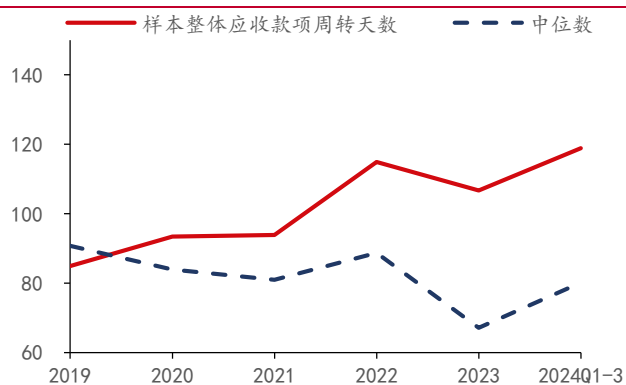
资料来源：Wind、国联证券研究所

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

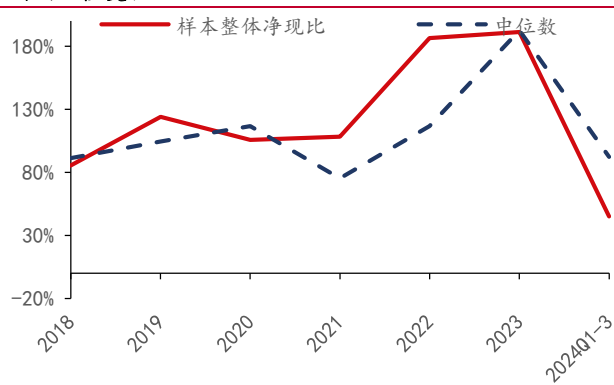
1.2 应收规模同比下降，但周转效率下降企业占多数

2024Q1-3 装修建材样本企业应收款项管理延续严格谨慎特征，应收款项周转天数拉长、经营活动回款压力提升企业占多数。2024Q3 末样本企业应收款项合计为 516 亿元，yoy-71 亿元/-12%；整体应收款项周转天数为 119 天，yoy-3 天，样本企业应收周转天数中位数为 80 天，yoy+8 天。2024Q1-3 样本企业经营活动现金流量净额为 32 亿元，yoy-4 亿元；整体经营活动现金流量净额/净利润为 45%，yoy+10pct，样本企业该比例中位数为 92%，yoy-34pct。装修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，但周转天数拉长及经营活动回款压力提升的企业数量占多数。

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：多数规模降幅扩大，部分经营质量提升

2.1 经营规模：多数降幅扩大，“消费”类企业有韧性

2024Q1-3 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。2024Q3 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、兔宝宝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，装修建材需求承压，竞争呈加剧态势，北新建材/兔宝宝为代表的客户偏 C 端或小 B 端的“消费”类企业收入利润增长韧性较好，伟星新材收入相对稳健、盈利承压。

细分领域来看：1) 石膏板方面，北新建材 2024Q3 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) 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。3) 防水、塑料管材、涂料、瓷砖卫浴、五金、石材、吊顶代表企业 2024Q3 收入及利润增长均显现一定压力，显示偏弱的需求以及行业竞争延续激烈态势。

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	
		24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3
石膏板	北新建材	203.6	67.7	19%	20%	31.5	9.3	14%	8%
	防水	217.0	64.8	-14%	-24%	12.8	3.3	-46%	-67%
	科顺股份	51.4	16.7	-18%	-13%	1.3	0.3	54%	51%
	凯伦股份	18.1	5.9	-13%	-24%	-0.3	-0.4	转亏	转亏
塑料管材	伟星新材	37.7	14.3	1%	-5%	6.2	2.8	-29%	-25%
	公元股份	47.7	16.2	-14%	-14%	1.5	0.2	-47%	-79%
	雄塑科技	7.5	2.6	-22%	-15%	-0.5	-0.1	转亏	转亏
	顾地科技	6.0	2.2	-12%	-5%	-0.6	-0.2	转亏	-1067%
涂料	三棵树	91.5	33.9	-3%	-8%	4.1	2.0	-26%	-18%
	亚士创能	17.2	6.8	-28%	-24%	-0.2	0.0	转亏	-99%
五金	坚朗五金	49.1	17.0	-12%	-22%	0.3	0.3	-77%	-79%
	王力安防	20.9	8.0	9%	2%	0.8	0.3	-16%	-45%
瓷砖卫浴	东鹏控股	46.8	15.9	-18%	-24%	3.1	1.0	-51%	-60%
	蒙娜丽莎	35.7	12.4	-21%	-24%	1.4	0.6	-58%	-66%
	箭牌家居	48.3	17.4	-8%	-6%	0.3	-0.1	-89%	转亏
	志邦家居	36.8	14.6	-6%	-10%	2.7	1.2	-24%	-31%
	帝欧家居	20.5	6.6	-25%	-32%	-1.4	-0.9	-116%	-1752%
	天安新材	22.0	8.1	-1%	-6%	0.8	0.3	7%	-29%
板材地板	兔宝宝	64.6	25.6	13%	4%	4.8	2.4	6%	42%
	大亚圣象	37.7	14.0	-15%	-22%	1.3	0.7	-45%	-50%
	海象新材	10.3	3.4	-18%	2%	0.0	0.0	-99%	91%
石材	万里石	9.1	2.6	3%	-27%	0.0	0.0	-22%	-41%
	中旗新材	4.0	1.4	-25%	-34%	0.4	0.1	-44%	-52%
吊顶	友邦吊顶	4.8	1.6	-33%	-38%	-0.4	-0.1	转亏	转亏
	法狮龙	4.0	1.6	-15%	-19%	-0.1	-0.1	转亏	转亏
样本整体		-	-	-7%	-11%	-	-	-31%	-42%
中位数		-	-	-14%	-15%	-	-	-44%	-48%

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：多数毛利率承压，减值影响同比基本持平

2024Q3 大部分样本企业盈利水平承压，科顺股份/兔宝宝/海象新材因产品结构优化以及降本降费等盈利能力有所改善。2024Q3 大部分样本装修建材企业盈利能力承压，样本企业中 3 家企业（分别为科顺股份、兔宝宝、海象新材）盈利能力同比改善。科顺股份 2024Q3 归母净利率为 1.9%，yoy+0.8pct，主要源于产品结构优化以及原材料成本下降带来的毛利率改善（2024Q3 毛利率为 22.2%，yoy+0.8pct）；兔宝宝 2024Q3 归母净利率为 9.3%，yoy+2.5pct，主要源于产品结构优化带来的毛利率改善（2024Q3 毛利率为 17.1%，yoy+0.2pct）以及债务重组损益增加（2024Q3 债务重组损益为 2,271 万元，yoy+1,963 万元）；海象新材 2024Q3 归母净利率为-1.1%，yoy+10.9pct，主要源于降本带来毛利率改善（2024Q3 毛利率为 31.1%，yoy+6.1pct）

以及销售费用率下降（2024Q3 销售费用率为 7.7%，yoy-13.8pct）。整体来看，需求支撑偏弱的背景下，收入规模收缩压力叠加竞争有所加剧，2024Q1-3 及 2024Q3 数据 displays 大部分企业利润率同比下降较多。

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)	
		24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3
石膏板	北新建材	30.7%	30.1%	-0.1	-1.9	15.4%	13.8%	-0.7	-1.5
防水	东方雨虹	29.1%	28.9%	0.1	-0.5	5.9%	5.2%	-3.4	-6.8
	科顺股份	23.0%	22.2%	1.9	0.8	2.5%	1.9%	1.1	0.8
	凯伦股份	23.5%	25.4%	-0.6	1.3	-1.8%	-6.8%	-5.4	-9.3
塑料管材	伟星新材	42.5%	43.1%	-1.4	-4.9	16.5%	19.9%	-6.8	-5.3
	公元股份	19.4%	19.4%	-2.8	-3.2	3.1%	1.4%	-1.9	-4.3
	雄塑科技	9.4%	11.8%	-6.9	-2.0	-6.2%	-4.3%	-8.7	-5.0
	顾地科技	8.9%	9.4%	-6.1	-6.0	-10.2%	-9.7%	-30.0	-8.9
涂料	三棵树	28.7%	28.7%	-2.7	-3.1	4.5%	5.9%	-1.4	-0.7
	亚士创能	23.2%	23.2%	-9.3	-6.7	-1.1%	0.1%	-4.5	-4.6
五金	坚朗五金	31.3%	31.4%	-0.3	-0.8	0.7%	1.6%	-1.9	-4.3
	王力安防	25.7%	26.3%	-1.4	-1.6	3.9%	3.2%	-1.1	-2.7
瓷砖卫浴	东鹏控股	31.2%	32.5%	-1.1	-0.4	6.6%	6.2%	-4.4	-5.5
	蒙娜丽莎	27.6%	29.0%	-2.0	-3.5	3.9%	4.7%	-3.4	-5.7
	箭牌家居	26.4%	25.3%	-3.0	-4.0	0.7%	-0.3%	-4.8	-6.6
	志邦家居	36.8%	37.0%	-1.6	-3.6	7.2%	8.0%	-1.6	-2.4
	帝欧家居	21.4%	19.6%	-1.9	-5.5	-6.9%	-13.0%	-4.5	-12.5
	天安新材	22.2%	22.5%	-0.8	-1.4	3.7%	3.3%	0.3	-1.0
板材地板	兔宝宝	17.3%	17.1%	-1.5	0.2	7.5%	9.3%	-0.5	2.5
	大亚圣象	25.9%	26.0%	-0.5	-0.6	3.6%	5.1%	-1.9	-2.9
	海象新材	27.7%	31.1%	-2.2	6.1	0.2%	-1.1%	-10.9	10.9
石材	万里石	12.5%	12.9%	1.2	1.8	0.3%	-0.7%	-0.1	-0.4
	中旗新材	18.8%	17.9%	-1.8	-2.2	9.5%	10.1%	-3.3	-3.9
吊顶	友邦吊顶	24.5%	24.2%	-3.7	-2.9	-7.4%	-6.4%	-17.4	-11.0
	法狮龙	19.8%	17.1%	-7.5	-7.0	-3.0%	-3.9%	-7.3	-8.6
样本整体		27.6%	27.5%	-1.0	-1.7	6.3%	6.0%	-2.2	-3.1
中位数		24.5%	25.3%	-2.9	-1.2	3.1%	1.9%	-2.4	-4.0

资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2.1 毛利率：2024Q3 整体承压，分化持续加大

2024Q3 大部分样本装修建材企业毛利率有下降压力，分化加大，部分防水、板材、石材企业毛利率有改善。2024Q3 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 2024Q3 毛利率同比改善的公司数量为 5 家，分别为科顺股份、凯伦股份、兔宝宝、海象新材、万里石，主要原因：1) 原材料价格下降，2024Q3 装修建材原材料价格涨跌分化，沥青、钛白粉、废黄纸板、PVC、

原油等原材料价格小幅下跌；部分原材料（如 MMA、PPR、LNG 等）2024Q3 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 2024Q3 毛利率有所承压，细分领域分化加大，防水、板材等细分领域部分企业毛利率有所改善，塑料管材、涂料、五金、瓷砖卫浴、吊顶等细分领域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	
			24Q1-3	24Q3	24Q1-3	24Q3
防水	沥青-重交	元/吨	3,853	3,800	-4%	-6%
	沥青-建筑	元/吨	3,841	3,780	-3%	-4%
	纯MDI	元/吨	19,131	19,131	-3%	10%
	硬泡聚醚	元/吨	9,411	9,411	-5%	-5%
涂料	钛白粉	元/吨	15,841	15,148	2%	-4%
	MMA	元/吨	14,595	15,166	26%	27%
塑料管材	PP-R	元/吨	9,789	9,674	3%	2%
	PVC(S-1000)	元/吨	5,599	5,510	-7%	-8%
石膏板	废黄纸板	元/吨	1,518	1,528	-6%	-1%
多种建材	WTI原油	美元/桶	78	75	0%	-8%
	LNG	元/吨	4,619	4,906	-5%	20%
	动力末煤Q5500	元/吨	871	853	11%	-2%

资料来源：Wind，国联证券研究所
 注：表格中价格为期间均价。

2.2.2 减值：规模减少，占收入比例同比相若

2024Q1-3 样本企业减值规模同比减少、占收入比例同比相若，同期减值损失占营收比例样本企业 TOP5 分别为海象新材/凯伦股份/友邦吊顶/顾地科技/科顺股份，分别为 10.6%/4.5%/4.4%/3.5%/3.1%。2024Q1-3 样本企业减值损失占收入比例同比基本相若（2024Q1-3 样本企业该比例均值/中位数分别为 1.62%/1.38%，yoy-0.06/+0.04pct），样本企业减值损失合计 18 亿元，yoy-2 亿元。北新建材、伟星新材等回款较好/应收规模及账期结构管理较好/拖累资产较少，近三年减值损失占营收的比例均维持在 1%以下。部分装修建材企业减值损失规模增加，对盈利有重要拖累，2024Q1-3 减值损失占营收比例 TOP5 分别为海象新材、凯伦股份、友邦吊顶、顾地科技、科顺股份，比例分别为 10.6%、4.5%、4.4%、3.5%、3.1%，分别 yoy+8.5%、+0.7%、+2.2%、+3.2%、-1.8pct。

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	
		23Q1-3	24Q1-3	23Q1-3	24Q1-3	23Q1-3	24Q1-3	23Q1-3	24Q1-3
石膏板	北新建材	-0.03	0.09	0.12	0.07	0.09	0.17	0.05%	0.08%
	防水	6.22	6.34	-0.16	0.11	6.05	6.45	2.39%	2.97%
塑料管材	科顺股份	2.89	1.34	0.13	0.25	3.03	1.59	4.85%	3.09%
	凯伦股份	0.79	0.76	-0.01	0.06	0.79	0.82	3.79%	4.52%
	伟星新材	0.05	0.11	0.00	0.01	0.05	0.12	0.15%	0.33%
	公元股份	1.18	0.09	0.09	0.06	1.27	0.14	2.29%	0.30%
	雄塑科技	0.03	0.16	0.01	0.03	0.04	0.20	0.40%	2.63%
涂料	顾地科技	-6.01	0.12	6.04	0.09	0.02	0.21	0.36%	3.52%
	三棵树	1.55	1.93	0.28	-0.30	1.82	1.63	1.94%	1.78%
	亚士创能	1.03	-0.12	0.11	0.09	1.14	-0.02	4.76%	-0.13%
五金	坚朗五金	0.70	1.20	0.14	0.24	0.84	1.45	1.52%	2.95%
	王力安防	0.35	0.37	0.02	0.03	0.38	0.41	1.96%	1.95%
瓷砖卫浴	东鹏控股	0.35	0.50	0.56	0.87	0.91	1.37	1.58%	2.92%
	蒙娜丽莎	0.37	0.19	-0.14	-0.08	0.22	0.10	0.49%	0.29%
	箭牌家居	-0.03	0.05	0.28	0.26	0.26	0.31	0.49%	0.64%
	志邦家居	0.63	0.48	0.66	-0.26	1.29	0.22	3.27%	0.60%
	帝欧家居	0.10	0.05	0.27	0.19	0.37	0.24	1.35%	1.18%
	天安新材	-0.02	-0.02	0.29	0.09	0.27	0.07	1.21%	0.31%
板材地板	兔宝宝	0.38	0.87	0.06	0.14	0.44	1.01	0.78%	1.56%
	大亚圣象	0.37	0.11	0.01	0.00	0.37	0.11	0.84%	0.29%
	海象新材	-0.04	-0.01	0.32	1.10	0.27	1.09	2.17%	10.63%
石材	万里石	-0.01	0.11	-0.01	0.02	-0.02	0.13	-0.21%	1.38%
	中旗新材	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.01	0.27%	-0.16%
吊顶	友邦吊顶	0.16	0.21	0.00	0.00	0.16	0.21	2.26%	4.41%
	法狮龙	0.00	-0.02	0.04	0.06	0.04	0.05	0.90%	1.15%
样本整体		-	-	-	-	-	-	1.68%	1.62%
中位数		-	-	-	-	-	-	1.35%	1.38%

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：多数企业应收规模同减，但周转周期同增

2024Q1-3 样本企业应收规模同比多数减少，但周转周期多数拉长，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/帝欧家居。在地产风险持续释放的背景下，2024Q1-3 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（2024Q1-3 末应收款项规模同比减少企业数量为 17 家，占样数 68%），但受收入规模同步下降等影响，2024Q1-3 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 80 天，yoy+8 天）。应收款项周转效率变化同时有一定分化，2024Q1-3 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、兔宝宝、友邦吊顶，周转天数分别为 27、31、45、47、50 天，分别 yoy+4、+8、+6、-19、-18 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、帝欧家居，周转天数分别为 174、47、50、128、208 天，分别 yoy-22、-19、-18、-17、-9 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	61.6	35%	1.5	3%	4.0	18%	67.2	33%	61	-1
	防水	106.8	-29%	7.7	234%	26.7	-30%	141.2	-25%	177	3
塑料管材	科顺股份	47.3	-10%	0.2	-79%	3.3	-27%	50.8	-13%	254	16
	凯伦股份	21.9	-9%	0.1	-83%	1.6	-17%	23.5	-11%	340	26
	伟星新材	5.8	30%	0.0	n/a	0.6	-28%	6.4	21%	45	6
	公元股份	12.0	17%	0.2	-31%	0.2	-23%	12.4	15%	66	10
	雄塑科技	2.7	8%	0.0	236%	0.0	-25%	2.8	8%	87	16
涂料	顾地科技	1.3	14%	0.1	-49%	0.1	-63%	1.5	-11%	67	7
	三棵树	42.8	-12%	0.1	-80%	3.7	-24%	46.6	-14%	128	-17
五金	亚士创能	18.1	-24%	0.2	75%	1.1	-38%	19.4	-25%	304	29
	坚朗五金	39.1	-9%	0.7	-52%	0.9	-8%	40.6	-10%	216	2
瓷砖卫浴	王力安防	13.7	27%	0.2	92%	0.8	-38%	14.7	21%	177	13
	东鹏控股	9.6	-16%	0.3	-66%	2.3	-9%	12.2	-13%	75	5
	蒙娜丽莎	8.9	-17%	0.5	112%	0.9	-12%	10.2	-15%	75	3
	箭牌家居	4.2	15%	0.3	-49%	0.2	-1%	4.8	5%	27	4
	志邦家居	3.2	83%	0.3	0%	1.3	44%	4.9	63%	31	8
板材地板	帝欧家居	10.3	-38%	0.0	-96%	4.6	35%	14.9	-27%	208	9
	天安新材	4.9	-5%	0.7	91%	0.3	-24%	6.0	0%	73	3
	兔宝宝	9.3	-19%	0.1	-80%	0.6	-22%	10.0	-21%	47	-19
	大亚圣象	14.4	-13%	0.0	-100%	0.4	-30%	14.9	-14%	121	13
石材	海象新材	2.8	-15%	0.0	n/a	0.2	-17%	3.0	-15%	83	1
	万里石	5.7	-8%	0.1	85%	0.2	55%	5.9	-7%	174	-22
吊顶	中旗新材	1.0	-4%	0.1	3%	0.0	-14%	1.1	-3%	80	23
	友邦吊顶	0.6	-59%	0.1	51%	0.0	-75%	0.7	-5%	50	18
	法狮龙	0.7	25%	0.0	1035%	0.0	-34%	0.7	24%	50	15
样本整体		-	-	-	-	-	-	-	-	119	3
中位数		-	-	-	-	-	-	-	-	80	8

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 2024Q3 末，单位为亿元；周转天数时间为 2024Q1-3，单位为天；

2. n/a 表示 2024Q3 末或 2023Q3 末企业应收票据金额为 0 元。

2024Q1-3 样本企业存货周转效率变动呈现分化，石膏板、板材地板代表企业存货周转率明显提升。2024Q1-3 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、板材地板代表企业的存货周转效率有所提升，2024Q1-3 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、亚士创能，周转天数分别为 23、30、31、31、35 天，分别 yoy-11、-9、-2、+1、-5 天；周转天数缩短幅度（减少的天数）TOP5 分别为北新建材、兔宝宝、王力安防、志邦家居、顾地科技，周转天数分别为 48、23、70、30、121 天，分别 yoy-12、-11、-11、-9、-8 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较多，2024Q1-3 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、18、12、2 天，分别 yoy-5、+5、+1、-5、+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	存货				合同资产			
		账面价值	yoy	周转天数	yoy	账面价值	yoy	周转天数	yoy
石膏板	北新建材	24.7	-2%	48	-12	2.0	-20%	3	-1
	防水	18.2	-7%	38	11	19.3	-31%	26	-5
塑料管材	科顺股份	5.9	12%	35	6	3.8	4%	21	5
	凯伦股份	1.8	-24%	31	-2	1.2	-16%	18	1
	伟星新材	10.0	9%	126	9	-	-	-	-
	公元股份	12.8	1%	87	3	-	-	-	-
涂料	雄塑科技	2.4	-5%	96	-1	-	-	-	-
	顾地科技	2.6	-8%	121	-8	-	-	-	-
	三棵树	7.7	-3%	31	1	3.4	-40%	12	-5
五金	亚士创能	1.4	-45%	35	-5	0.2	-5%	2	1
	坚朗五金	12.3	-11%	103	7	-	-	-	-
瓷砖卫浴	王力安防	4.4	-10%	70	11	-	-	-	-
	东鹏控股	19.4	11%	152	28	-	-	-	-
板材地板	蒙娜丽莎	11.8	-23%	140	-2	0.2	-20%	2	0
	箭牌家居	15.0	-5%	105	-2	-	-	-	-
	志邦家居	2.9	-27%	30	-9	9.9	4%	83	16
	帝欧家居	8.0	3%	128	29	-	-	-	-
	天安新材	5.2	6%	77	-2	0.2	0%	1	1
	兔宝宝	4.9	-24%	23	-11	0.4	-32%	2	-1
石材	大亚圣象	18.8	-15%	184	-2	-	-	-	-
	海象新材	3.0	-30%	125	6	-	-	-	-
	万里石	2.1	16%	68	6	0.6	10%	21	1
吊顶	中旗新材	1.6	-1%	129	25	0.0	7%	2	1
	友邦吊顶	0.9	-22%	68	11	-	-	-	-
	法狮龙	0.9	-17%	77	-5	0.0	-26%	1	-1
样本整体		-	-7%	67	1	-	-22%	11	-1
中位数		-	-7%	77	-4	-	-18%	3	-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 2024Q3 末，金额单位为亿元；周转天数时间为 2024Q1-3，单位为天。

2.4 回款：累计净现比中位数下降，样本表现分化较大

2024Q1-3 样本企业净现比中位数同比有所下降，25 家样本企业中净现比大于 1 的企业数量为 8 家，同比-6 家；东方雨虹、三棵树、蒙娜丽莎等企业 2024Q1-3 净现比改善幅度较大。

大部分样本企业 2024Q1-3 经营活动净现金流压力有所加大（2024Q1-3 具有有效净现比数据的企业数量为 17 家，其中同比改善的企业数量为 8 家，yoy-6 家；此外，2024Q1-3 样本企业整体净现比、中位数分别为 45%、92%，分别 yoy+10%、-34pct）。收付款看，大部分企业收现比有所下降（2024Q1-3 样本企业整体收现比、中位数分别为 101%、104%，分别 yoy-1%、-2pct），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，2024Q1-3 民建集团收入为 72 亿元，同比+9%，营收占比为 33%，同比+7pct；相较于工程渠道，零售渠道毛利率更高且回款速度更快，公

司现金流改善更为明显，2024Q1-3 经营现金流为-5 亿元，同比少流出 43 亿元；净现比为-39%，同比+163pct。净现比 TOP5 分别为海象新材、蒙娜丽莎、大亚圣象、中旗新材、三棵树，净现比分别为 10478%、362%、333%、245%、226%；改善幅度 TOP5 分别为海象新材、中旗新材、蒙娜丽莎、东方雨虹、大亚圣象，净现比分别为 10478%、245%、362%、-39%、333%，分别 yoy+10352、+270、+235、+163、+147pct。收现比 TOP5 分别为东鹏控股、帝欧家居、法狮龙、志邦家居、友邦吊顶，收现比分别为 123%、118%、117%、117%、116%；改善幅度 TOP5 分别为中旗新材、法狮龙、科顺股份、蒙娜丽莎、志邦家居，收现比分别为 109%、117%、98%、112%、117%，分别 yoy+26、+11、+8、+8、+5pct。

自由现金流 (FCFF) 方面，波动较大且企业间分化较为明显，2024Q1-3 FCFF/净利润 TOP5 分别为北新建材、东方雨虹、兔宝宝、伟星新材、志邦家居，比例分别为 149%、33%、-2%、-30%、-46%，yoy 分别+152、+278、-168、-81、+33pct；样本企业中 4 家 FCFF/净利润有所改善，分别为科顺股份、东方雨虹、北新建材、志邦家居，比例分别为-621%、33%、149%、-46%，分别 yoy+960、+278、+152、+33pct。

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	
		24Q1-3	yoy	24Q1-3	yoy	24Q1-3	yoy	24Q1-3	yoy
石膏板	北新建材	27.1	38%	85%	14	86%	-3	88%	-5
	防水								
防水	东方雨虹	-4.9	90%	-39%	163	100%	5	97%	-3
	科顺股份	-15.0	-77%	-1259%	-195	98%	8	142%	33
	凯伦股份	-5.1	-88%	n/a	n/a	85%	-3	121%	12
塑料管材	伟星新材	8.1	1%	128%	38	111%	-1	95%	-9
	公元股份	1.4	-79%	92%	-141	113%	-3	107%	-5
	雄塑科技	-0.6	-156%	n/a	n/a	97%	12	95%	3
	顾地科技	-2.2	-7194%	n/a	n/a	95%	-6	98%	5
涂料	三棵树	9.2	53%	226%	118	104%	-3	91%	-7
	亚士创能	-2.2	-437%	n/a	n/a	89%	-6	112%	11
五金	坚朗五金	0.1	111%	20%	80	94%	15	80%	-29
	王力安防	-1.6	-199%	-206%	-385	104%	-9	107%	10
瓷砖卫浴	东鹏控股	4.9	-66%	159%	-72	123%	-1	131%	25
	蒙娜丽莎	5.2	8%	362%	235	112%	8	99%	-3
	箭牌家居	-5.0	-206%	-1703%	-1,867	105%	-7	103%	4
	志邦家居	0.3	-96%	11%	-172	117%	5	123%	24
	帝欧家居	1.2	-69%	n/a	n/a	118%	-4	104%	-2
板材地板	天安新材	1.8	-13%	176%	-32	102%	2	89%	1
	兔宝宝	4.2	-52%	85%	-100	100%	-5	97%	6
	大亚圣象	4.2	-9%	333%	147	111%	2	100%	2
	海象新材	1.7	-2%	10478%	10,352	103%	-1	102%	-14
石材	万里石	-0.4	-233%	n/a	n/a	102%	-4	106%	0
	中旗新材	0.9	645%	245%	270	109%	26	76%	-3
吊顶	友邦吊顶	-1.2	-202%	n/a	n/a	116%	1	138%	34
	法狮龙	0.0	101%	n/a	n/a	117%	11	109%	-17
样本整体		-	-	45%	10	101%	-1	101%	-1
中位数		-	-	92%	-34	104%	-2	102%	0

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			
		24Q1-3	24Q3	24Q1-3	yoy	24Q3	yoy
石膏板	北新建材	47.7	-8.0	149%	152	-85%	-11
防水	东方雨虹	4.1	3.8	33%	278	115%	271
	科顺股份	-7.4	-4.9	-621%	960	-1641%	816
	凯伦股份	-6.5	-3.3	n/a	n/a	n/a	n/a
塑料管材	伟星新材	-1.9	1.2	-30%	-81	40%	-23
	公元股份	-3.3	-4.4	-215%	-230	-2054%	-1,898
	雄塑科技	-3.3	-1.4	n/a	n/a	n/a	n/a
	顾地科技	-2.0	-1.2	n/a	n/a	n/a	n/a
涂料	三棵树	-3.1	3.8	-75%	-31	192%	115
	亚士创能	-1.5	-3.5	n/a	n/a	-65443%	-64,957
五金	坚朗五金	-6.1	-3.4	-1142%	-877	-853%	-873
	王力安防	-3.8	-1.3	-481%	-603	-495%	-571
	东鹏控股	-5.6	-1.4	-181%	-223	-145%	-104
瓷砖卫浴	蒙娜丽莎	-6.8	-10.7	-477%	-440	-1756%	-1,698
	箭牌家居	-13.8	-4.4	-4721%	-4,479	n/a	n/a
	志邦家居	-1.2	-0.7	-46%	33	-62%	70
	帝欧家居	1.9	1.8	n/a	n/a	n/a	n/a
	天安新材	-1.0	-0.6	-97%	-152	-153%	-124
板材地板	兔宝宝	-0.1	0.7	-2%	-168	29%	-203
	大亚圣象	-2.5	-2.9	-196%	-189	-413%	-389
	海象新材	-0.4	-0.3	-2627%	-2,601	n/a	n/a
石材	万里石	-0.8	-0.2	n/a	n/a	n/a	n/a
	中旗新材	-0.8	-0.7	-224%	-65	-490%	-199
吊顶	友邦吊顶	-1.3	-0.3	n/a	n/a	n/a	n/a
	法狮龙	0.0	0.7	n/a	n/a	n/a	n/a
样本整体		-	-	-28%	58	-178%	-85
中位数		-	-	-196%	-155	-283%	-209

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。2022H2 以来地产政策环境持续宽松，“去库存”成为重要政策工作目标。9 月政治局会议释放更强烈稳增长信号，地产政策方面，“止跌回稳”为核心政策落脚点。11 月 10 日全国人大常委会通过《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，安排 6 万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务，2024 年起连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债。短期来看，主要指标显示地产销售数据有一定积极变化，地产需求或逐步走出底部，关注竣工端装修建材需求改善前景。装修建材行业整体应收等风险管理持续加强，企业资产负债表有积极变化，持续改善前景值得期待。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) 具备更强“消费”特

征的装修建材企业，建议关注北新建材、兔宝宝、三棵树等；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。

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	
	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		数值	分位	数值	分位
北新建材	35.2	42.8	48.6	12%	21%	14%	12.0	13.1	19%	2.03	23%
东方雨虹	22.7	17.0	22.5	7%	-25%	32%	21.5	30.6	78%	1.40	6%
科顺股份	-3.4	1.9	3.1	-289%	-156%	65%	35.2	-22.8	0%	1.37	13%
凯伦股份	0.2	0.3	1.1	114%	17%	315%	115.3	-36.1	0%	1.34	6%
伟星新材	14.3	11.7	13.2	10%	-19%	13%	19.6	19.3	15%	4.79	20%
公元股份	3.6	3.3	3.7	346%	-9%	11%	17.3	24.7	67%	1.06	6%
雄塑科技	0.3	-	-	1667%	-	-	-	-67.9	0%	1.43	33%
顾地科技	0.9	-	-	169%	-	-	-	-42.1	0%	8.87	70%
三棵树	1.7	5.8	7.6	-47%	233%	31%	43.7	860.9	100%	9.11	46%
亚士创能	0.6	0.8	1.3	-43%	40%	54%	37.8	-80.9	0%	1.93	16%
坚朗五金	3.2	2.1	3.2	394%	-36%	54%	52.8	51.7	61%	1.93	18%
王力安防	0.5	1.7	2.8	227%	217%	59%	27.0	118.0	80%	2.98	72%
东鹏控股	7.2	4.7	5.4	257%	-35%	16%	16.4	19.1	46%	1.00	10%
蒙娜丽莎	2.7	2.4	3.1	170%	-9%	27%	15.7	51.5	100%	1.15	5%
箭牌家居	4.2	2.8	3.7	-28%	-35%	34%	31.0	51.0	99%	1.78	22%
志邦家居	6.0	5.1	5.6	11%	-13%	10%	12.5	12.6	13%	1.95	5%
帝欧家居	-6.6	-	-	56%	-	-	-	-2.3	0%	0.96	23%
天安新材	1.2	1.5	1.9	173%	27%	25%	13.9	16.9	9%	2.89	73%
兔宝宝	6.9	6.8	8.2	55%	-1%	20%	14.6	13.9	25%	3.38	28%
大亚圣象	3.3	3.1	3.4	-21%	-7%	10%	13.2	18.4	66%	0.61	7%
海象新材	0.5	0.5	0.8	-79%	11%	61%	34.0	-18.9	0%	1.27	18%
万里石	-0.4	0.2	0.6	-30%	-149%	255%	505.4	-243.8	0%	9.10	92%
中旗新材	0.8	-	-	-8%	-	-	-	59.3	100%	1.88	17%
友邦吊顶	0.6	-	-	-35%	-	-	-	-40.4	0%	1.76	31%
法狮龙	0.1	-	-	14%	-	-	-	-125.2	0%	3.54	97%

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：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；估值分为位近10年分位数；数据更新日期为2024年11月11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。

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

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。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且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。

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