仅供内部参考，请勿外传

建筑材料

消费建材中报总结：存量房时代下的赛道重估与个股提质

行业总览：2026 上半年消费建材板块收入利润普遍承压。2026H1 消费建材样本企业合计实现营收 630.61 亿元，同比下降 1.96%，归母净利润 31.94 亿元，同比下降 15.92%。分品类来看：1）上半年建涂收入 148.82 亿元，同比-1.76%；人造板收入 79.61 亿元，同比+20.03%；五金收入 38.99 亿元，同比-6.67%；塑料管道收入 64.07 亿元，同比-4.33%；石膏板收入 57.8 亿元，同比-13.43%；防水收入 199.4 亿元，同比+1.47%；瓷砖收入 76.22 亿元，同比-15.28%。2）上半年建涂毛利率 36.32%，同比-1.29pct；人造板 7.79%，同比-1.77pct；五金 32.04%，同比-0.73pct；塑料管道 25.99%，同比+1.01pct；石膏板 36.8%，同比-1.88pct；防水 26.93%，同比+2.31pct；瓷砖 28.28%，同比-2.66pct。

配置主线：存量房时代重构需求来源，赛道选择先行，个股判断其次。随着二手房成交占比超过新房，消费建材需求正由集中式的新房建设和首次装修，逐步转向分散、小额、局部和更高频的存量房翻新。消费建材各品类中建筑涂料、装饰板材和家具五金因更新成本较低、拆改难度较小、消费者感知较强，与存量房需求的适配度相对更高；而石膏板、防水、瓷砖、塑料管道和建筑五金仍具有较强的新房、工程或深度装修属性。

建筑涂料：存量房适配度最高，零售能力决定长期成长上限。建筑涂料位于装修表层，具有视觉感知强、户均额不高、施工便捷等特点，根据协会统计我国旧房平均重涂周期约 8—10 年，因此涂料较其他消费建材更容易受益于旧房翻新和二手房重装。个股层面应重点考察品牌认知、渠道布局、配套服务等综合能力，三棵树通过“马上住”和“美丽乡村”两大差异化产品 +服务模式同步拓展高线城市及下沉市场，份额提升逻辑清晰且执行力较强，短期则需关注原材料上涨与工程业务收缩对利润率的扰动。

装饰板材：需求韧性相对较强，品牌、渠道与品类共同驱动成长。厨卫空间改造、收纳需求升级为存量房时代的家具板材需求提供支撑，但不同板种的景气度存在分化，比如纤维板面临刨花板部分替代冲击。板材具备环保痛点，兔宝宝在这一点上享有较高的品牌公信力，同时公司顺应板材下游定制化的发展趋势，适时调整渠道和产品策略，保障外部环境变动下的内生增长，且公司现金流和分红表现长期优秀，兼具成长与价值属性。

建筑及家具五金：需求属性明显分化，出路或在业务转型和拓展境外市场。建筑五金主要用于门窗、幕墙及公共建筑，与新房和工程投资关联较强；收纳、基础及厨卫五金单户价值量较低、更换门槛较小，在局改中亦属于更换率较高的细分品种。悍高集团报表体现出细分产业需求韧性和自身份额提升双重利好；坚朗五金仍受传统门窗五金需求缩量影响，且固定费用进一步蚕食利润，后续需关注新品类、下沉市场和海外市场的业绩贡献。

塑料管道：行业全面复苏仍需等待，配置价值主要来自经营质地。零售管道现阶段主要受新房及家装景气度制约，工程管道虽有政策支撑，但实际施工受资金约束。伟星新材主营零售类管道且定位中高端，盈利能力业内领先，叠加现金流稳健和高分红，更适合作为防守型价值标的。

石膏板：短期承受公建及新房需求压力，长期行业存增长逻辑。国内石膏板当前仍以公共建筑应用为主，存量房只有在全屋重装或空间深度改造时才能形成较大需求，因此行业短期与商业、公建及新房装修景气度高度相关。北新建材现阶段投资价值主要来自龙头壁垒赋能的高盈利、稳健现金流、较低估值和较高股息，估值修复或需等待主业需求企稳。

防水：行业仍处筑底阶段，经营质量修复比收入增长更重要。防水卷材主要面向基建及工建，防水涂料则与房建及厨卫局部改造相关，行业总体仍具有较重的工程和新房属性，体量仍处下滑区间。比起盲目扩份额提收入，防水企业更应关注经营质量修复。

瓷砖：行业由总量扩张转向缩量提质，头部企业价值属性逐步增强。瓷砖耐用年限长、拆改扰动大，与新房交付和首次装修关联度较高，行业总量仍处深度调整期。头部企业通过产品推陈出新、降本增效及主动放弃低毛利订单等举措维持住相对稳定的毛利率，且随着减值逐步消化、应收占比下降及现金流修复，龙头的低估值、高分红及资产质量改善特征逐渐显现。

投资建议：重点推荐**兔宝宝、三棵树**，同时符合好赛道与好公司特征；其他建议关注**伟星新材、北新建材**等，赛道本身有待企稳，但个股具备高股息低估值防御属性。

风险提示：地产持续快速下滑风险；基建实物工作量不及预期风险；行业价格战风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 陈冠宇

执业证书编号：S0680522120005

邮箱：chenguanyu@gszq.com

相关研究

1、《建筑材料：电子布中报总结：产业景气与经营口径的相互验证》 2026-08-23

2、《建筑材料：石英电子布：长期趋势明确，短期节奏取决于良率改善和方案定型》 2026-08-15

3、《建筑材料：电子布涨价的边界在哪里？》 2026-08-09

内容目录

1 消费建材中报数据总览 4
2 存量房时代下的配置逻辑：赛道择优，个股求变 5
2.1 建筑涂料：赛道逻辑最优，公司成长性可期 6
2.2 装饰板材：赛道逻辑较好，公司稳健增长、现金流好、回报率高 7
2.3 建筑/家具五金：行业需求走势分化，扩品类+出海驱动困境反转 9
2.4 塑料管道：行业调整仍需时日，专注质地优秀个股 10
2.5 石膏板：行业承压延续，龙头基本盘稳固 12
2.6 防水：行业继续筑底，关注个股经营质量修复 13
2.7 瓷砖：行业仍处深度调整阶段，公司专注提升内在价值 16
风险提示 18

图表目录

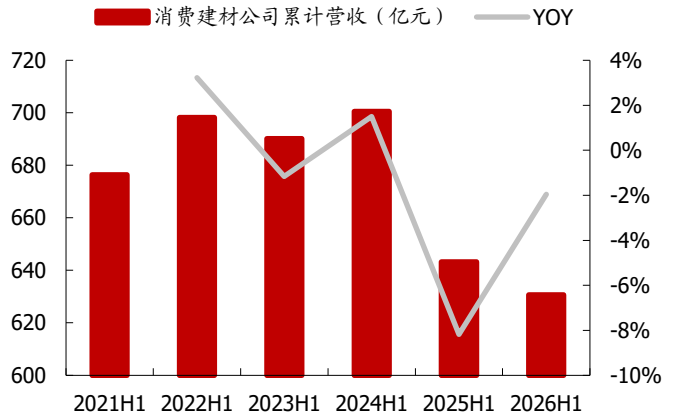
图表 1： 消费建材上市公司累计营收及同比增速（左轴：亿元；右轴：%） 4
图表 2： 消费建材上市公司累计归母净利润及同比增速（左轴：亿元；右轴：%） 4
图表 3： 消费建材上市公司历年 Q2 累计营收及同比增速（左轴：亿元；右轴：%） 4
图表 4： 消费建材上市公司历年 Q2 累计归母净利润及同比增速（左轴：亿元；右轴：%） 4
图表 5： 消费建材上市公司平均毛利率、费用率和净利率（%） 5
图表 6： 消费建材上市公司历年 Q2 平均毛利率、费用率和净利率（%） 5
图表 7： 全国新房、二手房销售面积（亿平方米） 6
图表 8： 上市公司建筑涂料业务收入及同比增速（亿元；%） 6
图表 9： 2026H1 上市公司涂料业务毛利率对比（%） 7
图表 10： 2026H1 主要涂料上市公司净利率对比（%） 7
图表 11： 上市公司人造板业务收入及同比增速（亿元；%） 8
图表 12： 上市公司板材业务历年毛利率（%） 8
图表 13： 兔宝宝历年经营性现金流净额和净利润现金含量（左轴：亿元） 9
图表 14： 兔宝宝历年股利支付率（%） 9
图表 15： 上市公司建筑/家具五金业务收入及同比增速（亿元；%） 9
图表 16： 上市公司建筑五金/家具五金业务历年毛利率（%） 10
图表 17： 上市公司建筑五金/家具五金业务历年扣非净利率（%） 10
图表 18： 坚朗五金历年营收增速与费用率（%） 10
图表 19： 上市公司塑料管道业务收入及同比增速（亿元；%） 11
图表 20： 上市公司塑料管道业务历年毛利率（%） 11
图表 21： 伟星新材历年经营性现金流净额和净利润现金含量（左轴：亿元） 12
图表 22： 伟星新材历年股利支付率（%） 12
图表 23： 公共建筑领域固定资产投资同比增速（%） 13
图表 24： 北新建材石膏板业务经营数据（亿元；%） 13
图表 25： 上市公司防水业务收入及同比增速（亿元；%） 14
图表 26： 上市公司防水卷材业务历年毛利率（%） 15
图表 27： 上市公司防水涂料业务历年毛利率（%） 15
图表 28： 主要防水公司信用及资产减值损失/营业利润占比（%） 15
图表 29： 主要防水公司扣非净利率（%） 15
图表 30： 主要防水公司应收账款及票据金额（亿元） 15
图表 31： 主要防水公司应收/营收比重（%） 15
图表 32： 上市公司瓷砖收入及同比增速（亿元；%） 16
图表 33： 上市公司瓷砖业务历年毛利率（%） 16
图表 34： 主要瓷砖上市公司历年期间费用率（%） 16
图表 35： 主要瓷砖上市公司历年扣非净利率（%） 17
图表 36： 主要瓷砖上市公司信用及资产减值损失/营业利润占比（%） 17
图表 37： 主要瓷砖上市公司应收/营收比重（%） 17

图表 38：主要瓷砖上市公司存货周转率（次）.....17
图表 39：主要瓷砖上市公司自由现金流（亿元）.....18
图表 40：主要瓷砖上市公司股利支付率（%）.....18

1 消费建材中报数据总览

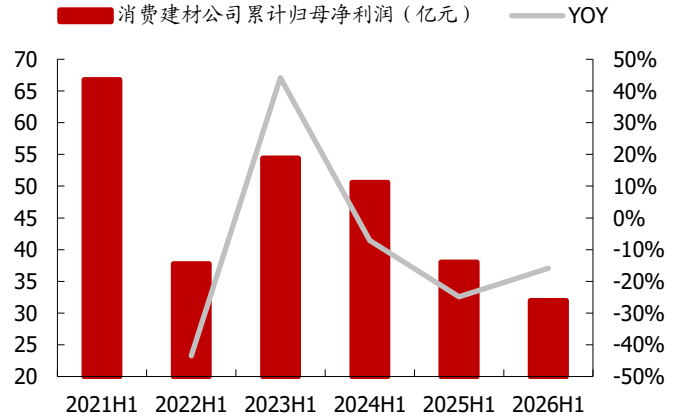
地产建筑行情弱势下消费建材公司财务表现承压。2026H1 消费建材上市公司累计实现营收 630.61 亿元，同比下滑 1.96%，累计实现归母净利润 31.94 亿元，同比下滑 15.92%，累计扣非归母净利润 25.93 亿元，同比下滑 26.83%。2026Q2 消费建材上市公司收入合计 330.06 亿元（马可波罗因季度数据较少暂先剔除），同比下滑 6.73%，归母净利润合计 13.21 亿元，同比下滑 36.91%，扣非归母净利润 11.33 亿元，同比下滑 47.36%。

图表1：消费建材上市公司累计营收及同比增速（左轴：亿元；右轴：%）



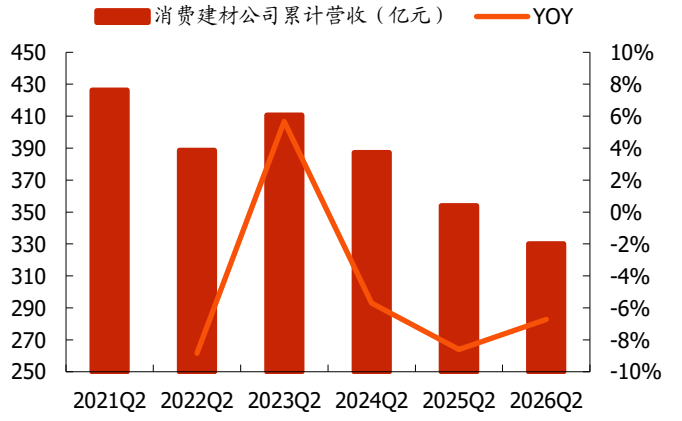
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表2：消费建材上市公司累计归母净利润及同比增速（左轴：亿元；右轴：%）



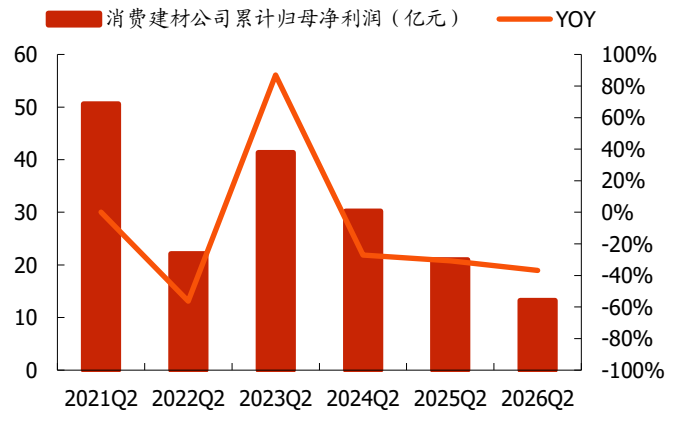
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表3：消费建材上市公司历年 Q2 累计营收及同比增速（左轴：亿元；右轴：%）



资料来源：wind，国盛证券研究所；备注：马可波罗因季度数据较少暂先剔除

图表4：消费建材上市公司历年 Q2 累计归母净利润及同比增速（左轴：亿元；右轴：%）

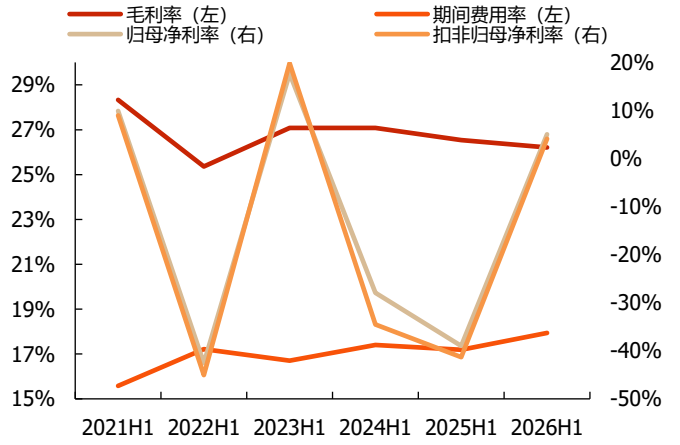


资料来源：wind，国盛证券研究所；备注：马可波罗因季度数据较少暂先剔除

盈利方面，2026H1 和 Q2 消费建材板块平均毛利率分别为 26.21%/25.77%，分别同比-0.33pct/-1.08pct。分品类来看主要体现为涂料、瓷砖、板材、石膏板、五金板块毛利率持续下行，其中涂料原材料成本占比较高且与石油价格密切挂钩，Q2 受战争黑天鹅和原油价格大涨影响阶段性冲击涂料产品毛利率；瓷砖、板材、石膏板和五金主要受行业大环境疲软影响，量价均有承压。费用端，2026H1 和 Q2 消费建材板块期间费用率分别为 17.94%/17.41%，分别同比+0.75pct/+1.24pct，尽管行业低迷期间各公司均努力实施降本控费举措，但销售规模下滑致使各项费用摊薄效果减弱。对应 2026H1 和 Q2 消费建材板块平均归母净利率分别为 5.07%/4%，分别同比-0.84pct/-1.91pct；板块平均扣非

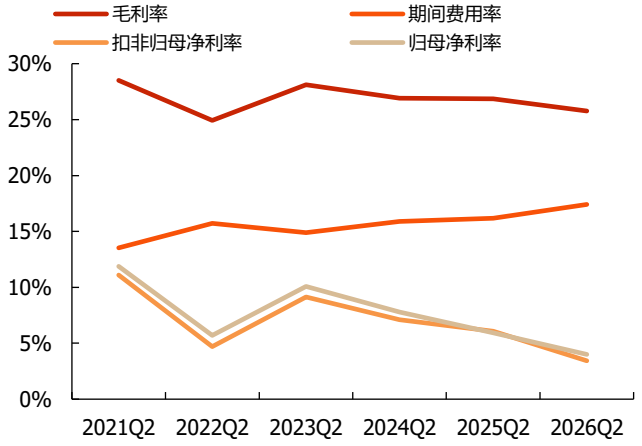
归母净利率分别为 4.11%/3.43%，分别同比-1.4pct/-2.65pct。各项指标反映出 Q2 消费建材经营效益进一步转差，从外部环境来看，Q2 部分地产数据降幅环比增大，固定资产投资、基建投资增速也由正转负，对于基建、新房和工程渠道占比较高的企业来说外部需求压力确有加大；从公司内部来看，需求和收入下降会通过经营杠杆放大利润波动，叠加中期减值等因素导致利润降幅进一步扩大。

图表5：消费建材上市公司平均毛利率、费用率和净利率（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表6：消费建材上市公司历年 Q2 平均毛利率、费用率和净利率（%）

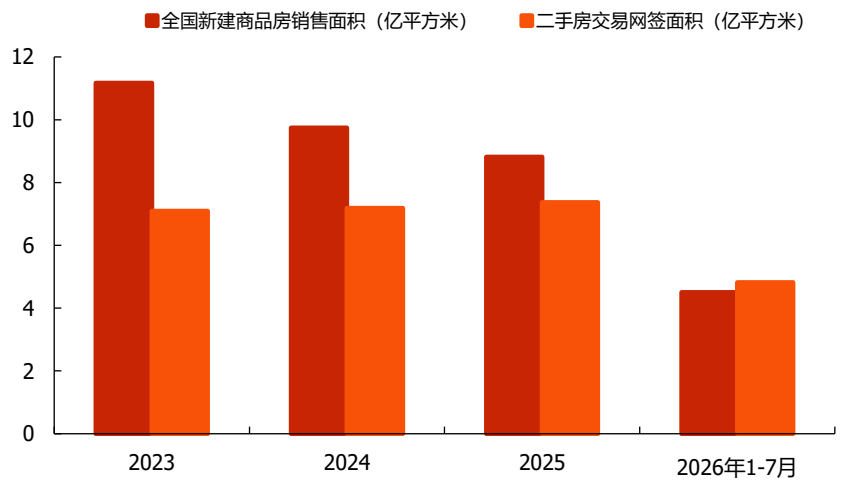


资料来源：wind，国盛证券研究所；备注：马可波罗因季度数据较少暂先剔除

2 存量房时代下的配置逻辑：赛道择优，个股求变

存量房时代下涂料、板材和家具五金赛道逻辑最优。中国房地产市场已正式进入存量房时代，住建部数据显示，2026 上半年全国二手房交易量在新房和二手房交易总量中的占比为 50.4%，二手房占比进一步升至 51.7%。相应地存量房局部改造和二手房翻新将逐渐成为建材行业的新增长引擎，但旧房和二手房装修不等同于全屋重装，考虑更新意愿、更新成本（户均额）和更新难易度（是否必须大面积甚至全屋拆改等），消费建材所有品类中涂料、板材和部分五金产品与存量时代下“分散、小额、局部、高频”的装修需求最为适配，其他消费建材赛道如石膏板、防水、瓷砖等具备更强的新房/竣工属性或工程属性，针对这部分行业个股需更为关注公司层面的经营质量指标（市占率提升、成长性、零售属性、现金流、应收、分红率等）。

图表7：全国新房、二手房销售面积（亿平方米）



资料来源：国家统计局、中装新网，国盛证券研究所

2.1 建筑涂料：赛道逻辑最优，公司成长性可期

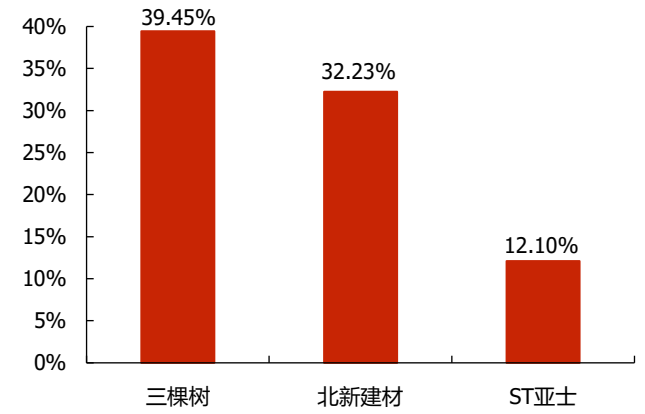
建筑涂料是存量房时代的最佳赛道。建筑涂料具备较强的消费品属性，这主要是由于其处于装修最表层、视觉感知强，叠加拆改难度低、单位价值量不高，消费者重装旧房或是购买二手房之后更容易因为审美变动而主动重刷，根据中国涂料工业协会，我国旧房平均重涂周期约 8-10 年，需求循环明显快于其他一些消费建材品类。但建筑涂料并非没有周期，其中工程涂料市场需求受地产竣工、基建资金等因素影响承压更明显，阶段性逻辑弱于零售涂料。对比四家涂料公司 2026H1 的财报数据来看，上半年涂料收入合计 148.82 亿元，同比下滑 1.76%，其中北新建材建涂收入是唯一一家实现正增长的，我们预计与其重点发力仿石漆、艺术漆等 C 端高毛利产品的策略有关；三棵树墙面漆业务收入同比有所下滑，但主要受工程墙面漆收入下滑拖累，单看家装墙面漆部分仍然保持两位数正增长；立邦中国装饰漆业务同比下滑也与工程端承压有较大关联；而工程属性最强的 ST 亚士收入降幅较为明显，亏损状态也持续数年。上半年板块平均毛利率 36.32%（不包括立邦中国），同比-1.29pct，我们预计与行业量价承压、原料涨价等因素有关。

图表8：上市公司建筑涂料业务收入及同比增速（亿元；%）

	2024H1	2025H1	2026H1
立邦中国收入	114.03	98.61	96.23
YOY	*11.95%*	*-13.52%*	*-2.42%*
三棵树收入	30.00	31.36	31.24
YOY	*-1.63%*	*4.55%*	*-0.39%*
北新建材收入	14.14	20.43	20.83
YOY		*44.52%*	*1.96%*
ST 亚士收入	5.20	1.07	0.52
YOY	*-41.96%*	*-79.35%*	*-51.57%*
合计收入	163.36	151.48	148.82
YOY		*-7.27%*	*-1.76%*

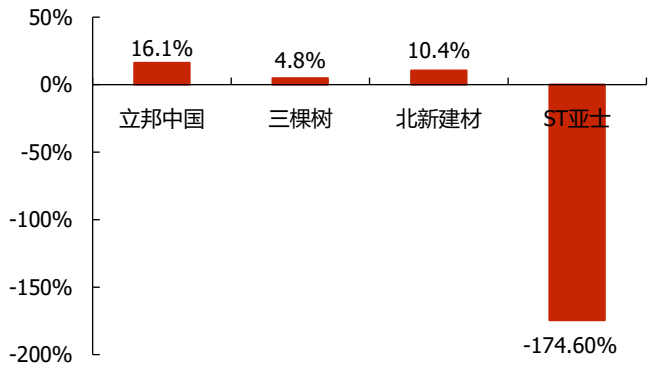
资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所

图表9：2026H1 上市公司涂料业务毛利率对比（%）



资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所

图表10：2026H1 主要涂料上市公司净利率对比（%）



资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所

三棵树：建筑涂料赛道最强个股。建筑零售涂料具备一定的消费痛点（用户对环保的顾虑），因此尤为看重品牌，立邦、多乐士等外资企业因品牌曝光时间较长，在品牌认知积累上具备较强的先发优势，三棵树作为后来者单靠模仿难以超越，迫切需要破局点，近几年公司成功找到马上住（针对高线城市）和美丽乡村（针对下沉市场）两大抓手，实现收入利润和市场份额的快速提升，同时形成区别于其他品牌的差异化竞争优势，有望推动公司在固化的品牌格局上取得弯道超车。2026H1 三棵树收入 60.39 亿元，同比+3.83%，归母净利润 3.01 亿元，同比-30.92%；其中单 Q2 收入 36.03 亿元，同比-2.23%，归母净利润 1.94 亿元，同比-41.21%。上半年公司业绩主要受原材料涨价侵蚀毛利率以及工程端业务下滑拖累，但短期扰动不改长期优势。

2.2 装饰板材：赛道逻辑较好，公司稳健增长、现金流好、回报率高

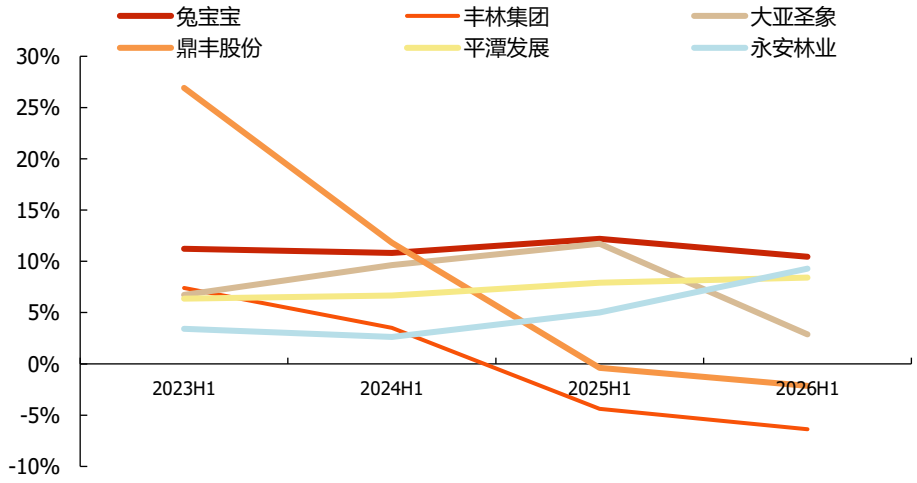
装饰板材也可视为较适应存量房时代的一大优质赛道。装饰板材在存量房时代也具备较强的消费韧性，因为卫生间、厨房是旧房/二手房改造的高频空间，叠加收纳改善等诉求驱动，橱柜、衣柜等柜体的更换也较为频繁，由此带来对家具板材的关联需求。单看人造板材业务，2026H1 人造板合计收入 79.61 亿元，同比增长 20.03%，其中兔宝宝、鼎丰股份、平潭发展和永安林业收入均有正向增长，而丰林集团、大亚圣象收入有所下滑。除各家基数原因之外经营板材品类也有部分影响，通常来说经营单一纤维板产品的公司抗风险能力相对较弱，且纤维板近年来在定制家具产业份额受刨花板蚕食较多；盈利方面，上半年人造板平均毛利率 7.79%，同比减少 1.77pct，多数企业近几年板材毛利率均呈现一定下滑趋势，这与行业价格竞争逐年加剧的客观现状基本吻合。

图表11：上市公司人造板业务收入及同比增速（亿元；%）

	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
兔宝宝收入	54.71	55.27	47.53	59.23
YOY	9.77%	1.02%	-14.00%	24.62%
丰林集团收入	10.34	8.98	7.09	6.95
YOY	46.37%	-13.21%	-21.04%	-1.98%
鼎丰股份收入	6.15	3.99	2.64	4.36
YOY	86.05%	-35.12%	-33.96%	65.39%
大亚圣象收入	5.63	5.83	4.71	4.06
YOY	-11.83%	3.59%	-19.18%	-13.92%
平潭发展收入	3.31	3.29	3.17	3.61
YOY	21.81%	-0.65%	-3.56%	13.58%
永安林业收入	1.32	1.23	1.18	1.41
YOY	-11.68%	-6.53%	-4.14%	19.31%
合计收入	81.46	78.59	66.32	79.61
YOY		-3.53%	-15.61%	20.03%

资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所

图表12：上市公司板材业务历年毛利率（%）

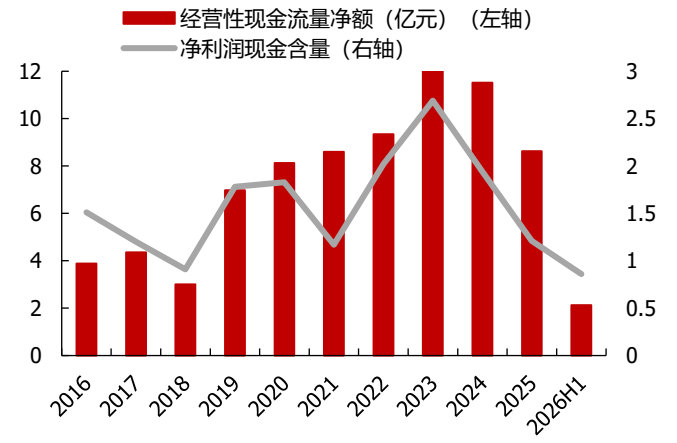


资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所；备注：兔宝宝毛利率为板材+辅料毛利率

兔宝宝依托品牌、渠道、品类三重优势实现高质量稳健增长。板材环保属性关注度较高，兔宝宝作为头部品牌具备较高的市场公信度，而品牌口碑的建立需要经年累月的宣传投入。同时，考虑板材直接下游柜类产品定制化趋势兴盛，渠道和品类策略需高度贴合定制化需求，比如渠道端重点发力家具厂、家装公司等定制类小 B 客户，产品端重点布局刨花板等定制家具核心品类，兔宝宝在渠道 B 端化变革和刨花板产品导入方面转型快，成长性得以延续，头部优势持续深化。公司 2026H1 取得收入 42.67 亿元，同比+17.4%，归母净利润 2.47 亿元，同比-7.67%，扣非归母净利润 2.61 亿元，同比+9.67%。其中单 Q2 收入 25.81 亿元，同比+9.19%，归母净利润 9928 万元，同比-40.45%，扣非归母净利润 1.7 亿元，同比+12.81%。业绩下滑一方面系参股公司悍高公允价值减少带来较大的非经常性损益扰动，另一方面系上半年定制家居板块同比下滑 22.69%产生拖累；若单看装饰材料主业，上半年增速达 25.25%，增长势头良好。截止半年末公司经营性现

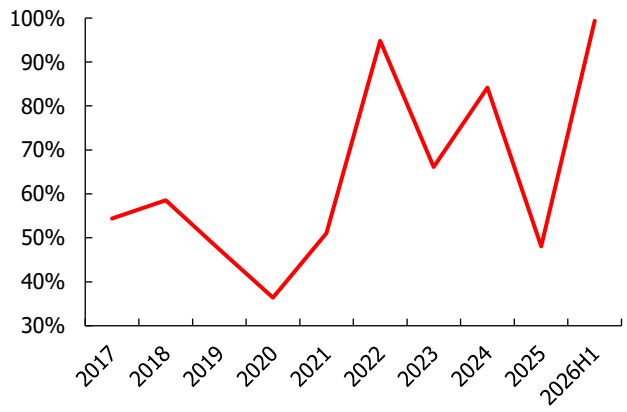
金流净额 2.13 亿元，同比增长 98.35%，兔宝宝现金流和分红表现长年优秀，兼具成长和价值属性。

图表13：兔宝宝历年经营性现金流净额和净利润现金含量（左轴：亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表14：兔宝宝历年股利支付率（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

2.3 建筑/家具五金：行业需求走势分化，扩品类+出海驱动困境反转

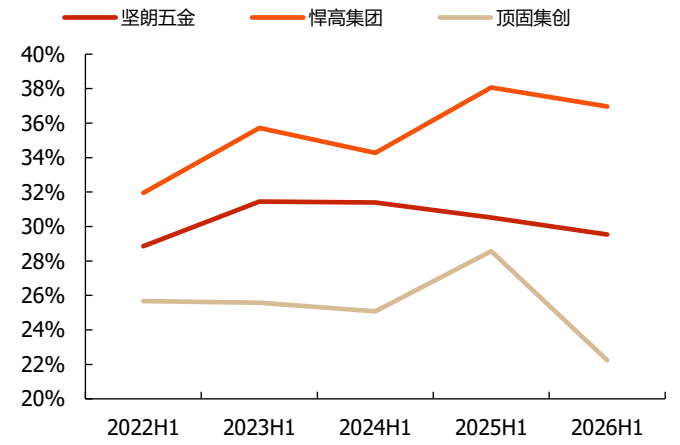
建筑五金新房/工程需求占比较高，家具五金属于存量房翻新主要品种之一。五金品种繁多，其中建筑五金主要用于门窗、幕墙、公共建筑等场景，与新房和工程项目装修需求相关性更强；而家具五金、卫浴五金等品类主要用于住宅等场景，单户金额小，拆改难度低，属于存量房拉动的建材家居品类中更换率较高、更换顺序较靠前的品种。从上半年报表数据来看，建筑/家具五金合计收入 38.99 亿元，同比下滑 6.67%，其中坚朗五金和顶固集创收入出现一定幅度的下滑，而悍高集团维持正增长，这主要与各家企业的产品结构有关，坚朗五金业务新房/工程属性相对较强，顶固集创主营全屋定制五金，两家公司业务均受到上半年地产/固定资产投资以及后续家装端需求疲弱影响；而悍高主营收纳五金、基础五金和厨卫五金等品类，与存量房适配度更高，本身行业需求韧性较强，叠加公司份额持续提升，两者共同赋予公司较强的成长性。上半年板块平均毛利率 32.04%，同比微减 0.73pct，但盈利整体仍居高位。

图表15：上市公司建筑/家具五金业务收入及同比增速（亿元；%）

	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
坚朗五金收入	33.21	31.79	27.22	23.32
YOY	*3.48%*	*-4.28%*	*-14.36%*	*-14.32%*
悍高集团收入	7.50	10.45	12.92	14.40
YOY	*35.07%*	*39.26%*	*23.63%*	*11.47%*
顶固集创收入	2.04	1.88	1.64	1.27
YOY	*13.78%*	*-7.78%*	*-13.04%*	*-22.66%*
合计收入	42.75	44.12	41.78	38.99
YOY		*3.19%*	*-5.31%*	*-6.67%*

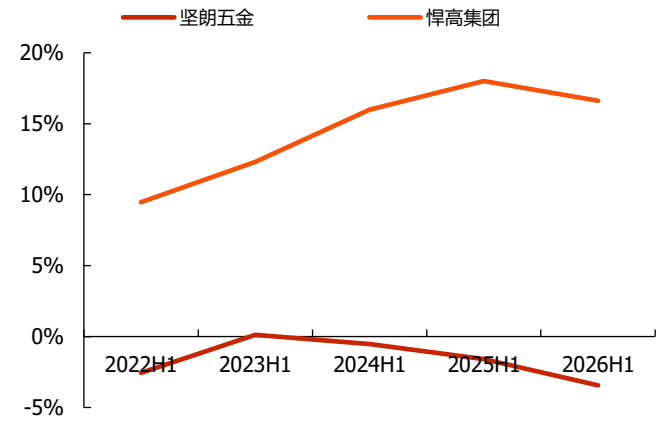
资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所

图表16：上市公司建筑五金/家具五金业务历年毛利率（%）



资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所

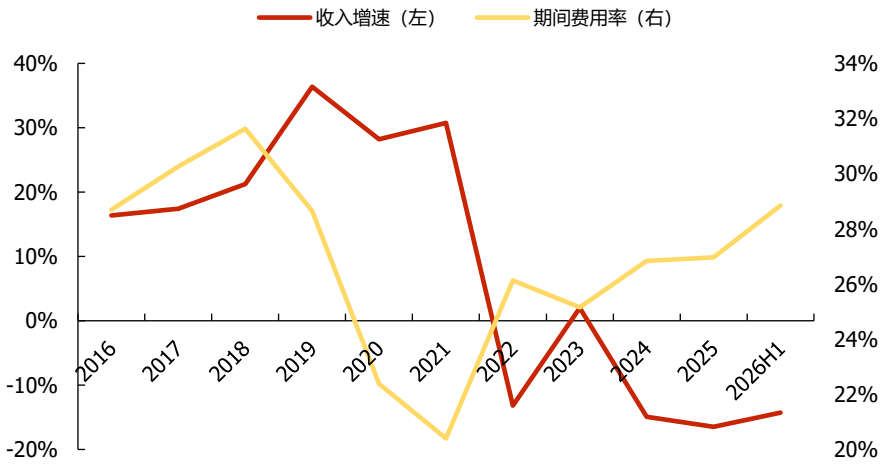
图表17：上市公司建筑五金/家具五金业务历年扣非净利率（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

经营五金产品 SKU 较多，考验企业的一站式交付能力，而这背后又需要强大的经销网络和信息化等管理系统的支持，相应需要较高的固定费用投入，在收入增长放缓阶段费用端可能会侵蚀掉部分利润。坚朗五金主动开启结构性调整打破困境，当前业务占比较高的门窗五金系统承压较重，公司通过发力新品类、下沉市场和境外市场持续对冲主业下滑，加快营收止跌回升的进度。

图表18：坚朗五金历年营收增速与费用率（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

2.4 塑料管道：行业调整仍需时日，专注质地优秀个股

塑料管道受新房/基建影响更甚，尚未全面复苏。塑料管道存在一定的用途分化，PPR 管道偏零售端，与新房施工、竣工和首次装修需求关联度相对较高，也可受益于旧房及二手房管线改造，但更换决策门槛较高；PVC、PE 管道等偏工程端，与商品房销售关联度较低，更多受地下管网、重大工程、水利等基建投资驱动。从需求体量来看，零售塑料管道更偏新房逻辑，因此现阶段受地产和家装景气度影响需求继续磨底；工程端塑料管道受政策托底具备一定需求韧性，需重点关注项目资金到位情况。从上半年财报数据可看出，塑料管道合计收入 64.07 亿元，同比下滑 4.33%，伟星新材民建属性最为突出，收入尚未回归正增长；单做市政工程管道的沧州明珠、青龙管业、东宏股份等上半年收

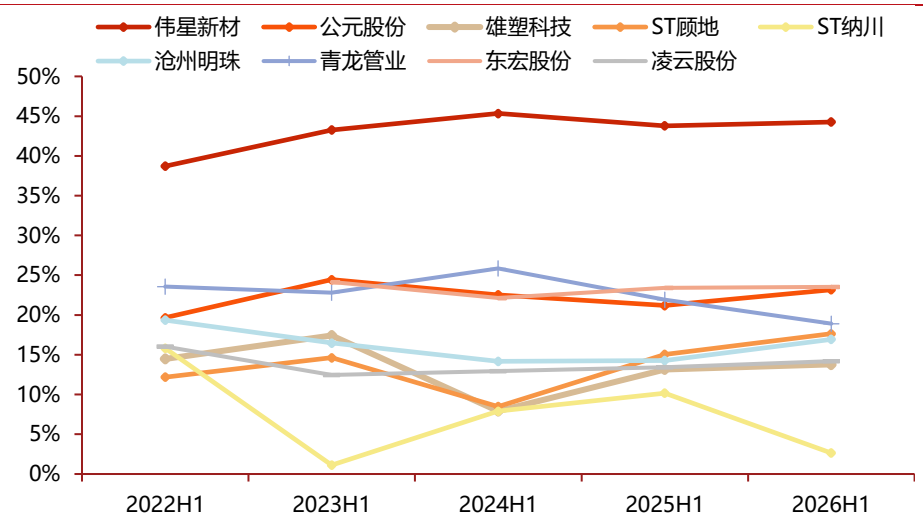
入实现不同幅度正增长；但从盈利角度来看，上半年板块平均毛利率 25.99%，同比增加 1.01pct，伟星新材产品零售主导下毛利率水平大幅高于其他竞品。

图表19：上市公司塑料管道业务收入及同比增速（亿元；%）

	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
公元股份收入	27.84	23.19	20.85	19.55
YOY	*-5.09%*	*-16.69%*	*-10.11%*	*-6.20%*
伟星新材收入	18.76	18.50	16.34	15.13
YOY	*-14.44%*	*-1.39%*	*-11.65%*	*-7.40%*
东宏股份收入	12.80	13.19	8.82	9.18
YOY		*2.97%*	*-33.12%*	*4.09%*
沧州明珠收入	6.11	5.11	4.92	5.15
YOY	*-4.56%*	*-16.36%*	*-3.77%*	*4.75%*
ST 顾地收入	4.53	3.82	4.16	4.69
YOY	*-17.61%*	*-15.70%*	*8.91%*	*12.59%*
雄塑科技收入	6.57	4.92	4.69	4.02
YOY	*-28.16%*	*-25.06%*	*-4.66%*	*-14.24%*
凌云股份收入	6.52	5.25	4.88	3.31
YOY	*1.10%*	*-19.58%*	*-7.00%*	*-32.25%*
青龙管业收入	2.43	3.28	2.16	2.83
YOY	*-17.61%*	*34.88%*	*-34.09%*	*30.85%*
ST 纳川收入	0.57	0.36	0.15	0.21
YOY	*-62.65%*	*-35.98%*	*-58.21%*	*37.66%*
合计收入	86.13	77.61	66.97	64.07
YOY		*-9.89%*	*-13.71%*	*-4.33%*

资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所

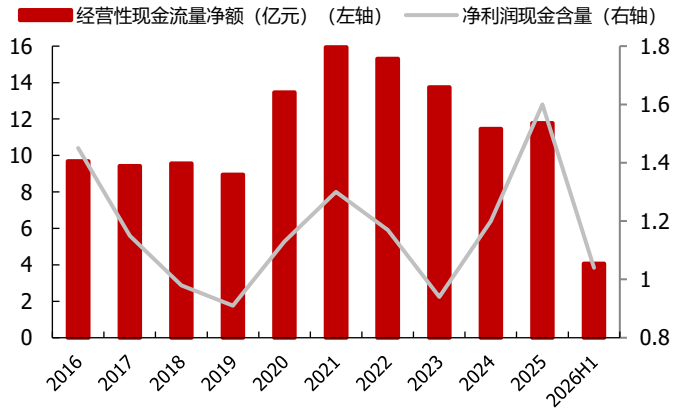
图表20：上市公司塑料管道业务历年毛利率（%）



资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所

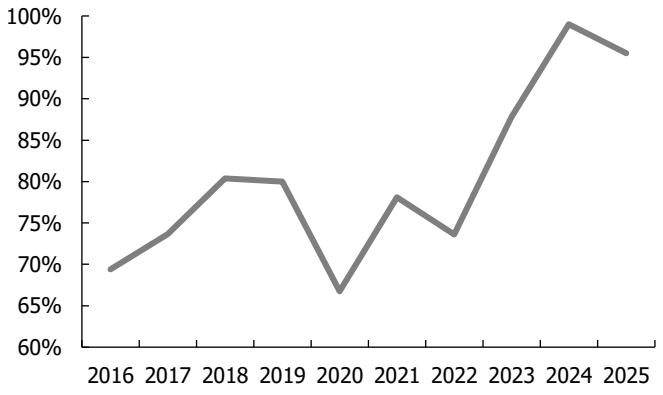
伟星新材：高分红防守型优质标的。塑料管道属于隐蔽工程，施工不当则可能引发故障、安全隐患和返工等系列问题，伟星新材业内首创增值服务“星管家服务”内容包括产品真伪鉴定、水压测试、管路影像留存和使用说明，本质上以服务控制安装风险，切实解决用户痛点，由此积累了较深厚的品牌美誉度，零售产品端具备一定的品牌溢价，盈利能力业内居前。伟星新材 2026H1 营收 18.97 亿元，同比下降 8.71%，归母净利润 3.9 亿元，同比增长 43.9%，本期非经常性损益金额 1.75 亿元，主要包括东鹏合立取得的投资收益 1.25 亿元以及收购北京松田程的利得 2688 万元，去年同期非经常性损益金额仅 293 万元，扣非归母净利润 2.15 亿元，同比下降 19.65%。其中单 Q2 收入 10.84 亿元，同比下降 8.34%，归母净利润 2.71 亿元，同比增长 71.96%，扣非归母净利润 1.28 亿元，同比增长 16.83%。尽管公司所处赛道需求尚未企稳，但公司首重经营质量和长期可持续发展，现金流、股息率、应收款等指标表现长期良好，属于价值型标的。

图表21：伟星新材历年经营性现金流净额和净利润现金含量（左轴：亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表22：伟星新材历年股利支付率（%）

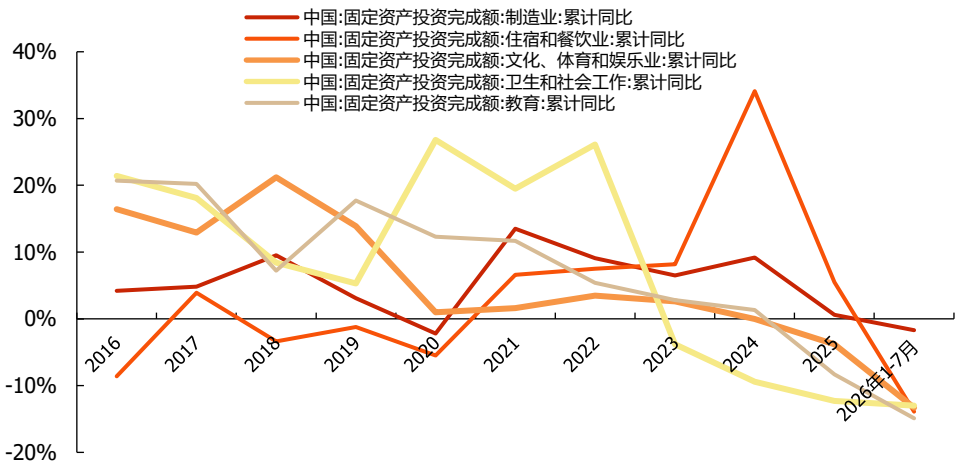


资料来源：wind，国盛证券研究所

2.5 石膏板：行业承压延续，龙头基本盘稳固

石膏板阶段性需求受公建/新房冲击，长期存隔墙渗透率提升逻辑。据北新建材公告，我国现阶段石膏板下游应用中，70%集中用于吊顶领域，隔墙应用尚少；分领域来看，商业和公共建筑装饰装修占比约 65%（比如写字楼、酒店宾馆、体育场馆、工业厂房等），住宅家装占比约 35%，且住宅需求中与新房的关联更为密切，旧房或二手房需涉及到全屋重装或较深度的空间改造才会带来石膏板翻新需求。因此受商业、公建、民建领域新建和装修需求低迷影响，石膏板行业体量出现一定程度的下行，但长周期维度下石膏板在隔墙领域应用比例或有一定提升，有望带来结构性增量需求。

图表23：公共建筑领域固定资产投资同比增速（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

北新建材：低估值高股息提供下行保护。尽管石膏板行业需求尚未见向上拐点，但北新建材作为业内龙头（2025 年销量份额约 70%），低中高档品牌体系健全、产能规模优势突出、全国化工厂布局完善（针对石膏板的短腿属性带来运费优势），依靠较强的龙头壁垒继续维持较高份额和盈利水平，同时高盈利叠加低杠杆模式下现金流稳健，分红回报率可观。2026 年 H1 公司总营收 126.31 亿元，同比-6.84%，归母净利润 13.75 亿元，同比-28.72%，单 Q2 收入 64.68 亿元，同比-11.54%，归母净利润 5.72 亿元，同比-47.43%。上半年公司轻质建材/防水建材/涂料建材分别贡献收入 78.05/26.33/21.94 亿元，分别同比-12.31%/+5.57%/+1.41%，反映出“两翼”业务有部分对冲主业阶段性压力。

图表24：北新建材石膏板业务经营数据（亿元；%）

	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
收入（亿元）	70.18	73.03	66.77	57.80
YOY	*-0.62%*	*4.05%*	*-8.57%*	*-13.43%*
毛利率	38.44%	39.62%	38.68%	36.80%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2.6 防水：行业继续筑底，关注个股经营质量修复

防水材料用量主要取决于基建/工建/新房需求。当前阶段防水行业依然具备较重的工程属性和信用风险，尤其是防水卷材部分，多用于铁路、轨交、桥梁、隧道、地下管廊、机场、水库水利等基建工建领域；防水涂料部分更偏房建，但在屋面和地下室用量占比最高，与新房关联度更甚，存量房部分只有厨卫阳台等局部空间深度拆改才会释放翻新需求。受地产和基建新开工不足影响，防水总量也有所减少，但防水新规通过增加防水单位用量或可部分对冲竣工端的下滑，城市更新、老旧小区改造等场景也将带来一定增量需求。

从 2026 年上半年财报数据来看，防水合计收入 199.4 亿元，同比增长 1.47%，各企业收入增长存在一定分化，其中东方雨虹、凯伦股份、北新建材、三棵树防水业务收入有

小幅正增长，科顺股份、亚士创能、飞鹿股份收入出现下滑，行业及主要企业经营端全面企稳尚需时间，可考虑通过拓展协同品类扩大业务空间（比如东方雨虹拓展砂浆粉料）。

图表25：上市公司防水业务收入及同比增速（亿元；%）

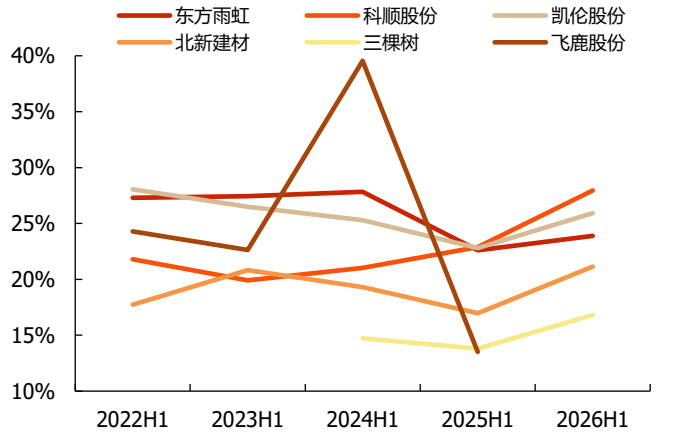
	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
东方雨虹收入	156.41	141.92	123.04	126.87
YOY	*10.86%*	*-9.27%*	*-13.30%*	*3.11%*
科顺股份收入	40.89	33.29	30.76	27.91
YOY	*2.42%*	*-18.57%*	*-7.62%*	*-9.26%*
北新建材收入	18.17	22.85	23.91	25.47
YOY	*9.84%*	*25.77%*	*4.64%*	*6.54%*
三棵树收入	9.62	11.82	10.46	10.79
YOY	*50.81%*	*22.95%*	*-11.50%*	*3.12%*
凯伦股份收入	11.49	9.29	7.25	7.50
YOY	*36.96%*	*-19.16%*	*-21.96%*	*3.51%*
飞鹿股份收入	1.81	0.67	0.94	0.73
YOY	*38.38%*	*-62.87%*	*40.77%*	*-22.44%*
亚士创能收入	1.12	1.35	0.16	0.13
YOY	*74.60%*	*20.95%*	*-88.49%*	*-14.69%*
合计收入	239.49	221.19	196.51	199.40
YOY		*-7.64%*	*-11.16%*	*1.47%*

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

盈利方面，上半年防水板块平均毛利率 26.93%，同比+2.31pct，其中东方雨虹、科顺股份、凯伦股份等主流防水企业近几年毛利率基本稳定在 20-30%，盈利能力高于中小企业，这与其较强的规模化降本能力有关；分品类来看，零售属性较强的防水涂料毛利率明显优于防水卷材，防水涂料毛利率多在 30%以上，通常较防水卷材毛利率高出 5-15%。但主要企业近年来净利率持续处于低位甚至呈现净亏损，这与工程防水的历史包袱有关，迄今为止各大公司对应收账款坏账减值已较为充分，但 3 年以上账龄应收款仍存在少量敞口，且科顺股份和凯伦股份应收占收入比重仍相对较高，可参考东方雨虹通过发展更多零售家装业务、降低直销占比来控制新增应收。后续除跟踪防水行业整体反转信号之外，还需留意个股层面的经营质量和风险指标是否持续转好。

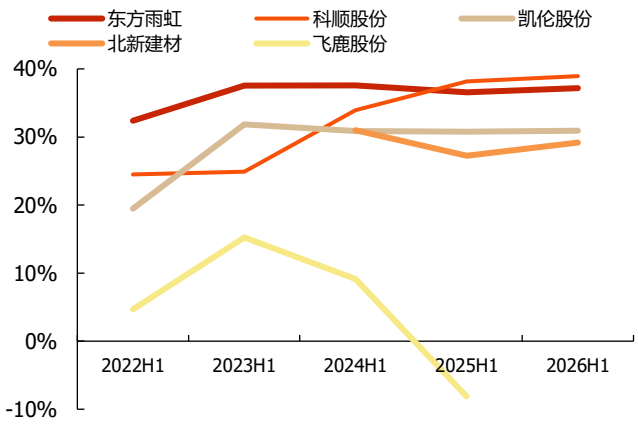
仅供内部参考，请勿外传

图表26：上市公司防水卷材业务历年毛利率（%）



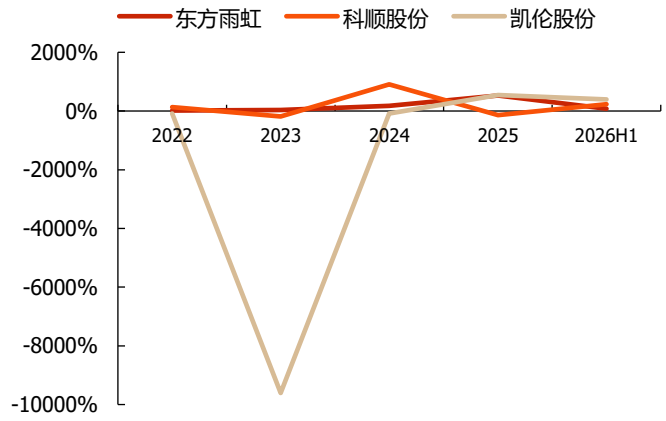
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表27：上市公司防水涂料业务历年毛利率（%）



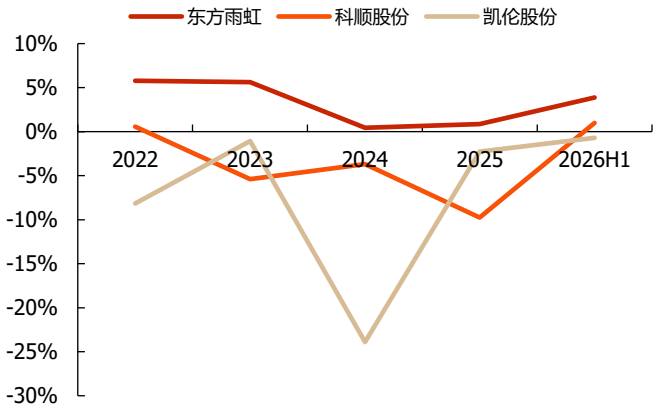
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表28：主要防水公司信用及资产减值损失/营业利润占比（%）



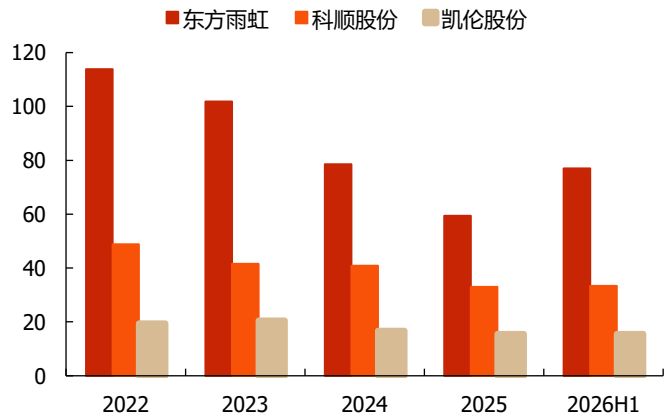
资料来源：wind，国盛证券研究所；备注：负数主要系公司营业利润为负

图表29：主要防水公司扣非净利率（%）



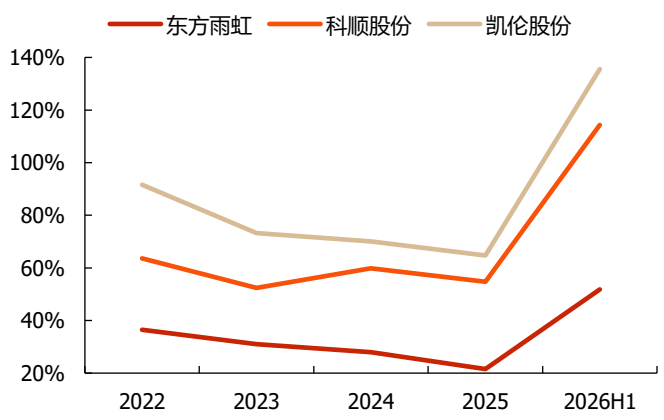
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表30：主要防水公司应收账款及票据金额（亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表31：主要防水公司应收/营收比重（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

2.7 瓷砖：行业仍处深度调整阶段，公司专注提升内在价值

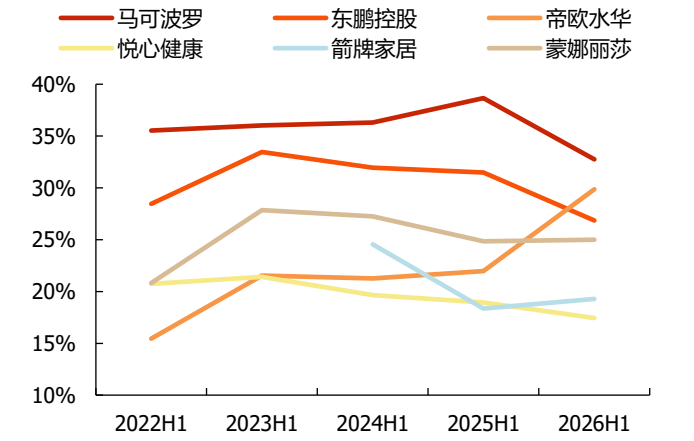
瓷砖与新房关系密切，当前行业需求继续磨底。瓷砖用量高度取决于新房竣工、交付和装修，考虑产品具有耐久、替换频率低、施工扰动大、物流成本高等特性，二手房或旧房只有全屋重装通常才会拉动翻新需求，也包括部分厨卫单独拆改重装，整体来看瓷砖产业已从总量扩张阶段迈向缩量提质发展阶段。上半年瓷砖合计收入 76.22 亿元，同比下滑 15.28%，各公司收入普遍延续下滑态势，这与行业需求低迷、量价承压的状况相符，但上半年板块平均毛利率 28.28%，同比减少 2.66pct，各家公司毛利率均有下滑但幅度不大，主要系头部公司通过推广高附加值新品、降本增效等举措尽力维持盈利水平。横向对比来看，马可波罗盈利能力显著领先于其他同行，主要得益于其在生产基地与经销网络布局、产品结构、规模化降本、部分产线折旧完成等综合优势，但其上半年毛利率下滑幅度相对其他家而言较高，需警惕大环境低迷下的盈利中枢下移风险。

图表32：上市公司瓷砖收入及同比增速（亿元；%）

	2023H1	2024H1	2025H1	2026H1
马可波罗收入	42.23	36.31	31.89	27.01
YOY	0.40%	-14.03%	-12.17%	-15.30%
东鹏控股收入	31.08	25.79	24.85	20.22
YOY	19.89%	-17.04%	-3.64%	-18.62%
蒙娜丽莎收入	28.99	22.92	18.92	17.40
YOY	0.15%	-20.92%	-17.48%	-8.01%
帝欧水华收入	14.49	10.65	9.21	7.15
YOY	-9.79%	-26.50%	-13.48%	-22.35%
悦心健康收入	4.79	4.63	3.91	3.39
YOY	15.24%	-3.25%	-15.62%	-13.26%
箭牌家居收入	2.10	1.32	1.18	1.04
YOY	-16.50%	-37.44%	-10.05%	-12.08%
合计收入	123.68	101.61	89.96	76.22
YOY		-17.84%	-11.47%	-15.28%

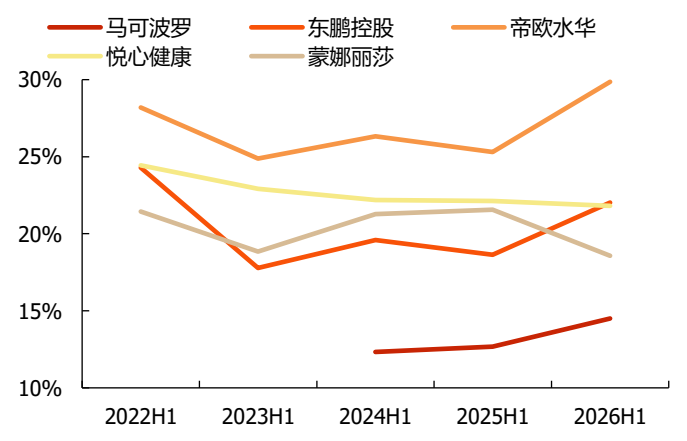
资料来源：wind、公司公告，国盛证券研究所；备注：马可波罗 2023H1 瓷砖收入占总营收比重假设为 2023 年全年比重，为估算数据

图表33：上市公司瓷砖业务历年毛利率（%）



资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所备注：马可波罗 2023H1 瓷砖毛利率假设为 2023 年全年水平，为估算数据

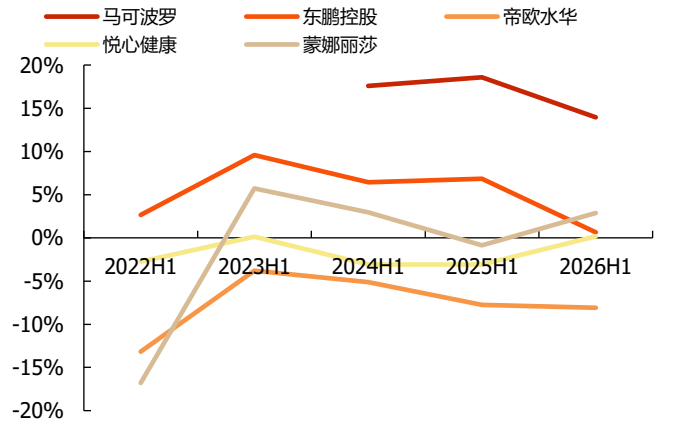
图表34：主要瓷砖上市公司历年期间费用率（%）



资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所

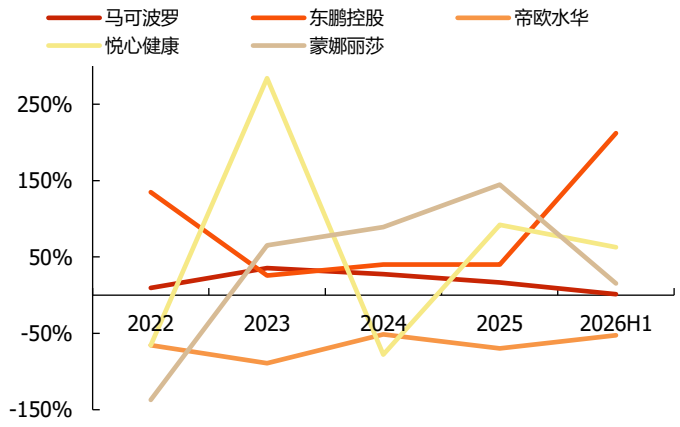
在行业持续筑底阶段，瓷砖企业需更注重运营质量提升。目前为止各家主要瓷砖企业针对地产大客户的坏账计提基本充分、对业绩拖累渐弱；年度来看，应收款占营收比重已降至 10%+的较合理水平，现金流指标也回归良性；后续可在进一步降本增效、加快存货及固定资产周转、加强应收及回款管理等方面继续发力。东鹏控股、蒙娜丽莎、马可波罗等头部品牌估值低、分红高、经营质地逐步改善，价值股特征逐步显现。

图表35：主要瓷砖上市公司历年扣非净利率（%）



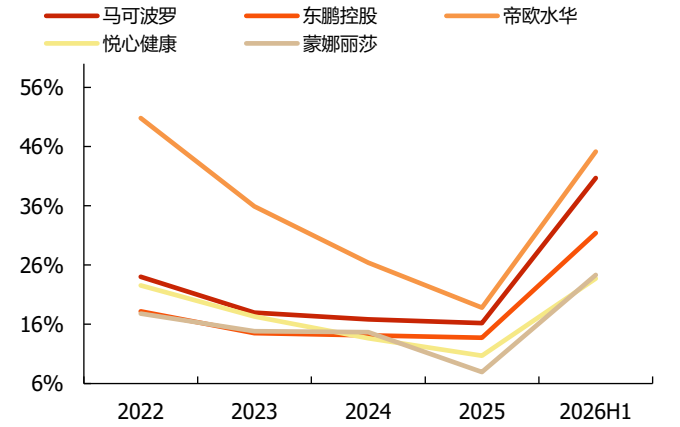
资料来源：wind、各公司公告，国盛证券研究所

图表36：主要瓷砖上市公司信用及资产减值损失/营业利润占比（%）



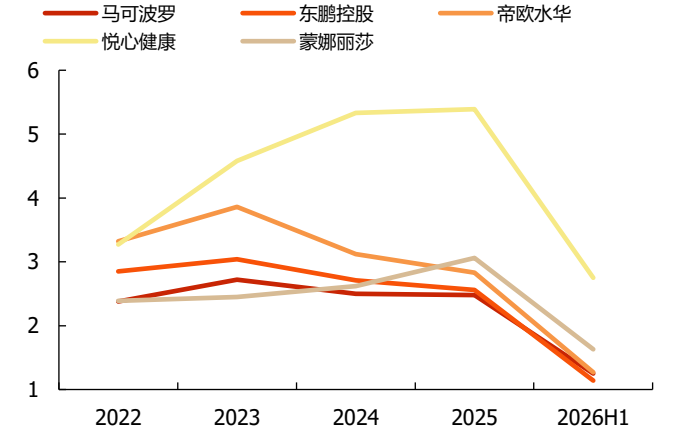
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表37：主要瓷砖上市公司应收/营收比重（%）



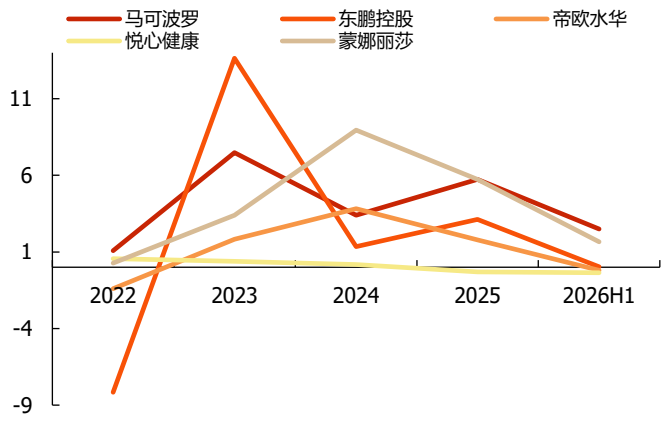
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表38：主要瓷砖上市公司存货周转率（次）



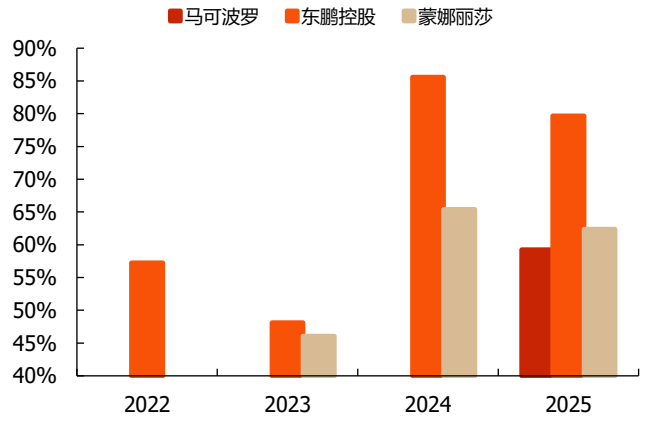
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表39：主要瓷砖上市公司自由现金流（亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表40：主要瓷砖上市公司股利支付率（%）



资料来源：wind，国盛证券研究所

风险提示

地产持续快速下滑风险：公司发展核心一般建立在相对稳定的市场环境中，若地产需求持续快速下滑，那么公司通过各项措施或并不能对冲行业下滑。

基建实物工作量不及预期风险：基建起到托底作用，若基建实物工作量大幅下滑，需求仍有进一步下行风险。

行业价格战风险：目前行业持续出清，价格战逐步减弱，若价格战再起，存在对利润表的持续损伤风险。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com