



北新建材 (000786.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

平台型建材，架构初长成

“一体”：石膏板消费属性增强，持续降本+扩品类+出海

石膏板市场规模约为 150-200 亿元，公司市占率（产量口径）近七成。公司近年来致力增强石膏板消费属性，加大渠道布局、增加宣传力度、提升高端产品占比。主导业务继续重点关注：①降本，2024 年石膏板单位成本为 3.71 元/平米，同比下降 0.19 元/平米。②扩品类，发力轻钢龙骨、粉末砂浆等“石膏板+”业务，拟投资建设的石膏纤维板可用于内墙和隔墙。③出海，公司于 2017 年启动全球化布局，2023 年加速推进，主要聚焦东南亚、中亚、中东、欧洲和环地中海四大区域，25Q1 国际化业务收入、净利润同比分别增长 73.00%、143.08%。

“两翼”：防水+涂料规模逆势扩张

2019 年公司确定“一体两翼”战略目标，当年通过联合重组进入防水材料业务领域。公司防水卷材收入规模已达行业前 3。涂料同样收并购为主，建筑涂料方面，2023 年底联合重组嘉宝莉（持股 78.34%，2024 年 2 月并表），涂料年产能由 10.3 万吨提升至 130 万吨以上，2024 年嘉宝莉业绩承诺完成率 81.27%。工业涂料方面，2021 年、2023 年收购天津灯塔，2024 年收购浙江大桥（持股比例 51.42%，2025 年 2 月并表），2025 年北新涂料拟投资建设年产 2 万吨工业涂料基地。25Q1 涂料整体业务收入 9.08 亿元，同比增长 111.44%；净利润 0.44 亿元，同比增长 48.17%。

盈利预测、估值和评级

公司推出限制性股票激励计划，以 2023 年扣非归母净利润为基础，2025-2027 年扣非归母净利润复合增长率分别不低于 14.22%、16.12%、17.08%。

我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 281.68、301.26、323.17 亿元，同比增速分别为 9%、7%、7%；归母净利润分别为 41.42、44.49、48.13 亿元，同比增速分别为 14%、7%、8%，对应 6 月 5 日收盘价 PE 分别为 11、11 和 10 倍，首次覆盖，给以 2025 年 15 倍估值，目标价 36.93 元，给予公司“买入”评级。

风险提示

地产政策不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格大幅波动风险、应收账款波动风险等。

建筑建材组

分析师：李阳（执业 S1130524120003）

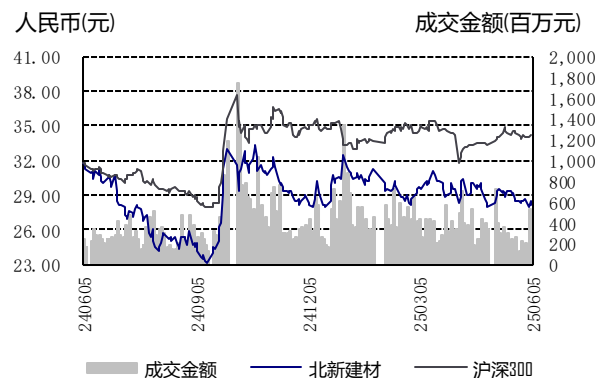
liyang10@gjzq.com.cn

分析师：王龙（执业 S1130525010002）

wanglong@gjzq.com.cn

市价（人民币）：28.09 元

目标价（人民币）：36.93 元



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,426	25,821	28,168	30,126	32,317
营业收入增长率	12.50%	15.14%	9.09%	6.95%	7.27%
归母净利润(百万元)	3,524	3,647	4,142	4,449	4,813
归母净利润增长率	12.36%	3.49%	13.58%	7.40%	8.19%
摊薄每股收益(元)	2.086	2.159	2.452	2.633	2.849
每股经营性现金流净额	2.80	3.04	2.17	2.95	3.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.08%	14.21%	14.74%	14.45%	14.30%
P/E	11.20	14.04	11.46	10.67	9.86
P/B	1.69	1.99	1.69	1.54	1.41

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 一体：石膏板消费属性增强，未来持续降本+扩品类+出海.....	4
1.1 石膏板：公司在国内市占率近七成.....	4
1.2 国内：消费属性增强、持续降本.....	6
1.3 出海：2017 年启动、2023 年起加强.....	9
1.4 扩品类：提升龙骨配套率，向墙板、地板要空间.....	11
2 两翼：防水+涂料规模逆势扩张.....	13
2.1 防水：规模已达行业前三.....	13
2.2 涂料：加速布局工业涂料.....	15
3 盈利预测与投资建议.....	18
3.1 激励&分红：新推激励计划，分红持续提升.....	18
3.2 盈利预测.....	19
3.3 投资建议及估值.....	20
4 风险提示.....	21

图表目录

图表 1： 公司市占率（产量口径）接近 70%.....	4
图表 2： 公司和全国石膏板产量同比增速对比.....	4
图表 3： 公司石膏板产量同比增速 vs 和房屋竣工面积同比增速（较强相关）.....	4
图表 4： 我国石膏板主要应用商业和公共建筑领域.....	5
图表 5： 我国石膏板主要应用在吊顶领域.....	5
图表 6： 2023 年石膏板单位毛利达到阶段性高点.....	5
图表 7： 2024 年石膏板收入同比下降 4.79%.....	5
图表 8： 石膏板毛利率维持较高水平.....	5
图表 9： “印象泰山”系列石膏板.....	6
图表 10： “十二生肖”系列石膏板.....	6
图表 11： 2023 年以来广告费用增长较快.....	7
图表 12： 2023 年原燃料占成本比例为 81%.....	7
图表 13： 2024 年原燃料占成本比例为 78%.....	7
图表 14： 2017-2020Q1-3 护面纸采购量及单价.....	8
图表 15： 国内废纸价格整体走弱（元/吨）.....	8
图表 16： 2017-2020Q1-3 工业副产石膏采购量及单价.....	8
图表 17： 2024 年以来煤炭价格持续下降（元/吨）.....	9
图表 18： 2024 年以来 LNG 价格有所下降（元/吨）.....	9



图表 19:	2022 年以来石膏板单位成本呈下降趋势 (元/平米)	9
图表 20:	全球前 25 大石膏板厂商情况 (截至 23H1)	10
图表 21:	海外业务收入快速增长	11
图表 22:	海外业务毛利率持续提升	11
图表 23:	2024 年轻钢龙骨收入趋稳	12
图表 24:	2024 年龙骨毛利率为 18.98%	12
图表 25:	石膏板复合墙体施工效率优于传统墙体	12
图表 26:	我国石膏板主要用于吊顶领域	12
图表 27:	发达国家石膏板主要用于墙体	12
图表 28:	2022 年以来整装市场规模持续提升	13
图表 29:	2022 年以来整装渗透率持续提升	13
图表 30:	2019-2021 年为防水业务收购高峰期	14
图表 31:	公司防水业务收购标的财务情况 (单位: 万元)	14
图表 32:	公司防水建材收入整体上升	15
图表 33:	2025 年北新防水品牌首选率 14%	15
图表 34:	公司防水卷材收入规模位列行业前三 (亿元)	15
图表 35:	主要防水企业防水卷材毛利率走势趋同	15
图表 36:	全国涂料产量维持高位	16
图表 37:	涂料企业三棵树主业毛利率较高	16
图表 38:	2023 年之后北新涂料进入发展快车道	16
图表 39:	2024 年嘉宝莉收入 32.20 亿元	17
图表 40:	涂料收购标的财务情况 (单位: 万元)	17
图表 41:	涂料业务收入快速增长	18
图表 42:	公司现金分红金额和比例整体呈上升趋势	19
图表 43:	公司盈利预测拆分	19
图表 44:	可比公司估值比较 (市盈率法)	20



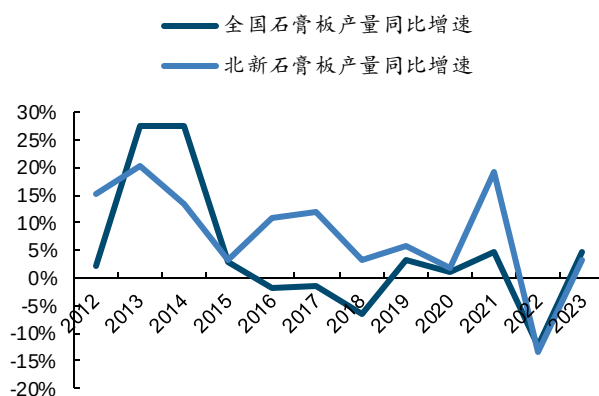
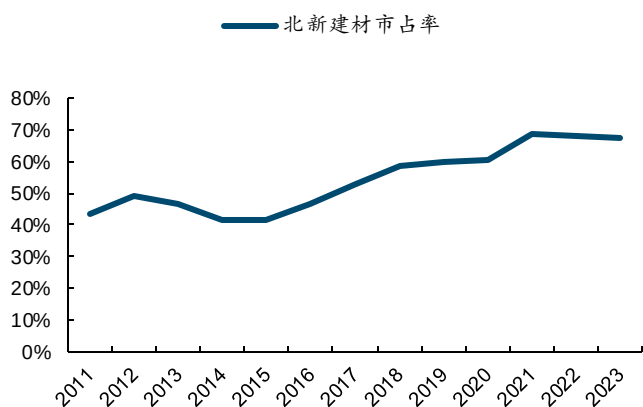
1 一体：石膏板消费属性增强，未来持续降本+扩品类+出海

1.1 石膏板：公司在国内市占率近七成

石膏板市场规模约 150-200 亿元，公司市占率（产量口径）近七成。根据中国建筑材料联合会石膏建材分会统计，2023 年全国石膏板产量为 32.13 亿平米，其中公司产量 21.65 亿平米，对应市占率 67.38%，参考公司 2023 年石膏板销售均价 6.34 元/平米，对应全国市场规模约为 203.70 亿元，考虑到北新以中高端为主、价格偏高，石膏板行业均价低于北新，因此我们估计市场容量在 150-200 亿元。2024 年，公司石膏板产量 21.66 亿平米，同比增加 0.04%；销量 21.71 亿平米，同比下降 0.05%；石膏板有效产能合计 35.63 亿平米，折标后产能利用率 66.52%。

图表1：公司市占率（产量口径）接近 70%

图表2：公司和全国石膏板产量同比增速对比



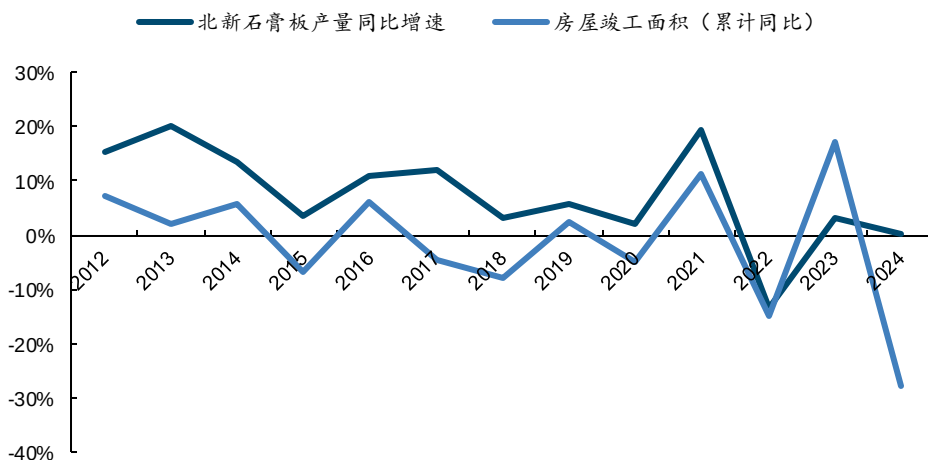
来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会，公司公告，国金证券研究所

来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会，公司公告，国金证券研究所

石膏板行业需求和房屋竣工高度相关。石膏板下游主要应用在写字楼、酒店、宾馆、体育场馆、工业厂房以及住宅等商业和公共建筑领域，占比约 65%，住宅领域占比约 35%。我国石膏板约 70%集中于吊顶领域，隔墙应用少，而参照美国、日本等发达国家，石膏板有约 80%应用于墙体建设。

石膏板的安装在房屋竣工之后，因此需求量和竣工面积密切相关。2024 年以来，房屋竣工面积持续下滑，2025 年前 4 月累计同比下降 16.9%，预计对石膏板需求有拖累，但二次翻新市场规模不断扩大，将会部分对冲新房影响，根据克而瑞研究数据，2024 年 30 个重点城市二手房成交面积高达 2.3 亿平方米，同比增长 6%。

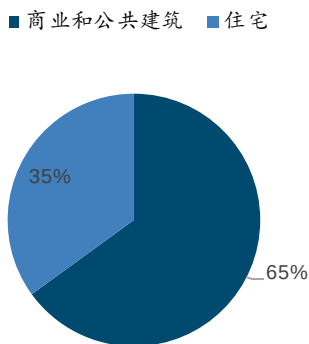
图表3：公司石膏板产量同比增速 vs 和房屋竣工面积同比增速（较强相关）



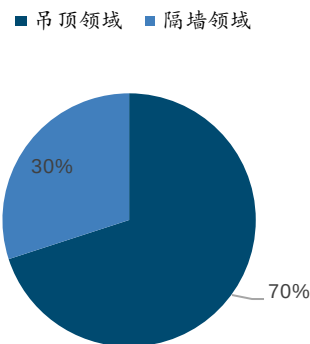
来源：国家统计局，公司公告，国金证券研究所



图表4：我国石膏板主要应用商业和公共建筑领域



图表5：我国石膏板主要应用在吊顶领域



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

近年来石膏板单位盈利略有下滑、相对稳定。2019-2024 年，石膏板收入复合增速 3.56%。2024 年，石膏板收入为 131.07 亿元，同比下降 4.79%，主因市场竞争导致价格下降。石膏板均价为 6.04 元/平米，同比下降 0.30 元/平米；单位毛利 2.32 元/平米，同比下降 0.11 元/平米（成本同步下降）。

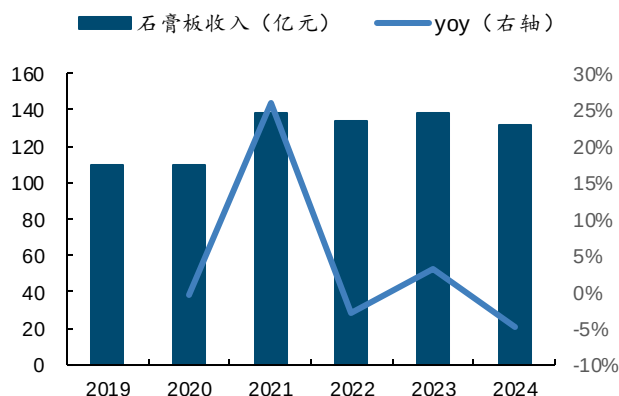
2025 年 2 月 23 日，泰山石膏发布调价函：拟在全国范围提涨泰山系列石膏板 0.5 元/m²，非泰山系列石膏板（含 OEM 贴牌）0.3 元/m²，装饰石膏板 0.3 元/m²，自 2025 年 3 月 5 日起执行。

图表6：2023 年石膏板单位毛利达到阶段性高点

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
石膏板收入（亿元）	110.06	109.42	137.80	133.65	137.66	131.07
石膏板毛利（亿元）	37.09	39.29	51.35	46.72	52.99	50.47
石膏板产能（亿平米）	27.52	28.24	33.58	33.58	35.03	35.63
产能利用率	72.46%	71.99%	72.16%	62.39%	61.80%	60.79%
石膏板产量（亿平米）	19.94	20.33	24.23	20.95	21.65	21.66
产销率	98.60%	99.11%	98.14%	99.90%	100.32%	100.23%
石膏板销量（亿平米）	19.66	20.15	23.78	20.93	21.72	21.71
石膏板单价（元/平米）	5.60	5.43	5.79	6.39	6.34	6.04
石膏板单位毛利（元/平米）	1.89	1.95	2.16	2.23	2.44	2.32

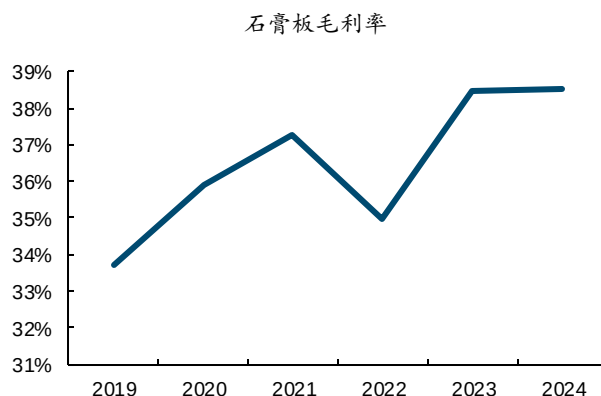
来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：2024 年石膏板收入同比下降 4.79%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：石膏板毛利率维持较高水平



来源：公司公告，国金证券研究所



1.2 国内：消费属性增强、持续降本

消费属性方面，公司通过加大渠道布局、提升高端产品占比、增加宣传力度等方式提升品牌形象，增强下游消费者认知，加速石膏板产品向消费类建材转型。一方面可以提升品牌溢价，另一方面可以提升家装领域市占率（尤其外资渗透较深的零售领域）。

（1）战略上：公司高度重视，推动“公装到家装、城市到县乡、基材到面材、产品到服务”四个转变。龙牌、泰山为公司旗下的高端自主品牌，2022年以来公司持续推进“龙牌腾飞”“泰山攀登”等计划，推升高端产品占比。

（2）渠道上：大力拓展家装和县乡市场，与家装公司深度合作，2022年家装零售销量、县乡销量稳定增长；2023年家装销量同比增长144%；2024年家装和县乡销量同比分别增长17%、21%。

（3）品类上：为拓展家装渠道，泰山推出“泰山金砖九项全能高端石膏板”；联名世界顶级时尚设计品牌，推出伊维娜然系列天然高基板；充分发掘泰山的自然文化，推出印象“泰山系列”产品；以中国独特的生肖文化和吉祥寓意为灵感，以中国传统剪纸艺术为创意，推出“十二生肖系列”高端石膏板。

图表9：“印象泰山”系列石膏板

图表10：“十二生肖”系列石膏板



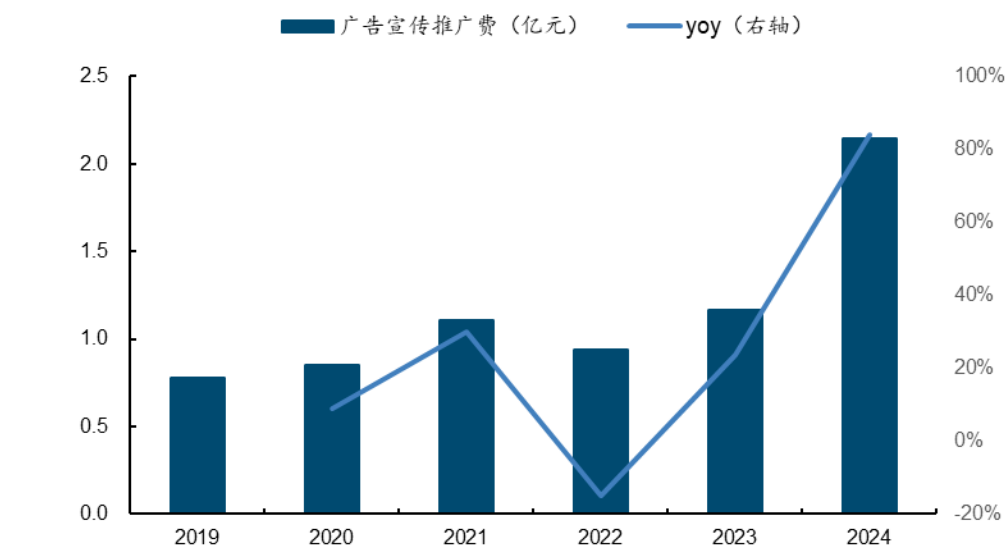
来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官方公众号，国金证券研究所

（4）品宣上，强调“高端”和“安稳”卖点。2020年底，泰山石膏和中国著名策划公司张默闻策划集团合作，升级企业标志，重新梳理泰山石膏核心卖点——用“在中国每卖2张高端石膏板，就有1张是泰山”作为全新广告语和“中国超一线高端石膏板”的全新定位，以及充分结合泰山文化提出“用泰山、保平安”的广告词，精准表达出泰山石膏的品质和占有率，强调消费者安稳使用。公司同步拓展线下+线上渠道，线下对客流量大的公共空间、针对性强的建材市场进行广告、客户门面、户外墙体等精准投放，同时不断拓展线上渠道，打造全媒体传播矩阵，2023年以来，公司广告宣传推广费增长较快。



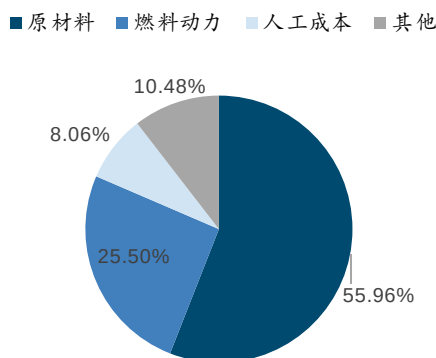
图表11：2023 年以来广告费用增长较快



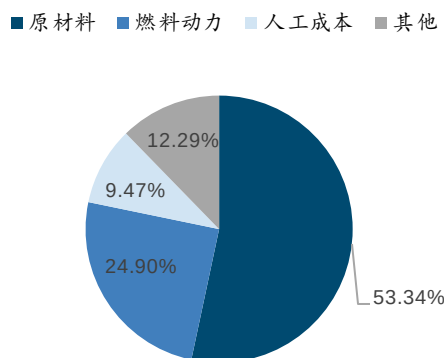
来源：ifind，国金证券研究所

成本方面，原材料和燃料动力占石膏板成本比重近 8 成。2024 年公司石膏板成本构成中，原材料、燃料动力、人工成本、其他占比分别为 53.34%、24.90%、9.47%、12.29%。石膏板生产所需原材料主要为工业副产石膏以及护面纸，主要能源为煤炭、电厂蒸汽、天然气和电力。

图表12：2023 年原燃料占成本比例为 81%



图表13：2024 年原燃料占成本比例为 78%



来源：公司公告，国金证券研究所

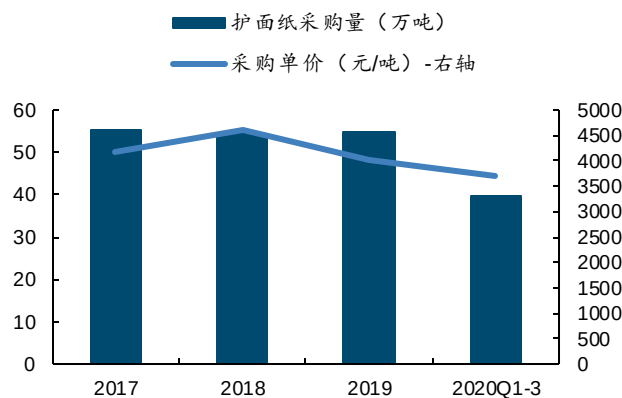
来源：公司公告，国金证券研究所

护面纸占成本比例约 40%，是影响石膏板成本的核心因素。护面纸是生产石膏板的专用纸板，主要采用二次纤维（即废纸产生的纸浆）制作，行业呈现寡头垄断格局，前 4 家企业合计产能占比超过 90%。2023 年以来受国内成品纸需求减弱、进口政策调整等因素影响，护面纸价格整体有所下降。

公司在护面纸采购具备优势：一方面采购量较大，对上游护面纸供应商拥有一定的议价能力。另一方面，公司自备造纸厂“泰和纸业”年产石膏板护面纸 60 万吨，2019 年公司采购护面纸 54.60 万吨（含自产），对应每平方米用量约 0.3kg，据此测算，泰和纸业年产能对应满足石膏板需求约 20 亿平米，可以保障泰山石膏大部分的自用供应。



图表14：2017-2020Q1-3 护面纸采购量及单价



来源：泰山石膏信用评级报告，国金证券研究所

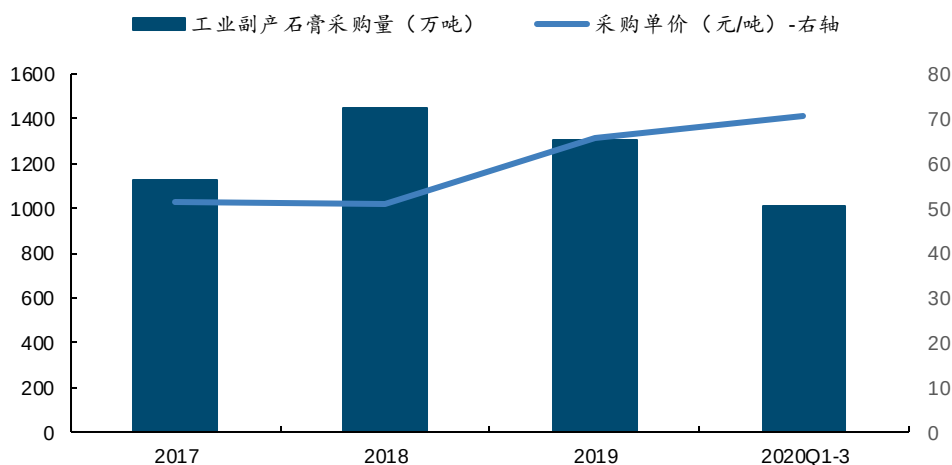
图表15：国内废纸价格整体走弱 (元/吨)



来源：ifind，国金证券研究所

石膏方面，公司采用电厂工业副产石膏替代天然石膏，不仅能降低成本，而且可以减少污染物排放，2003 年以后公司新建生产线已全部采用工业副产石膏为原料。工业副产石膏均为工业废弃物，单位价值较低，但物流成本较高，公司通过全国布局来降低采购成本，截至 2023 年底，公司在全国部署超过 100 多个生产基地，具备就近采购能力，一般采购距离能控制在 100 公里以内。

图表16：2017-2020Q1-3 工业副产石膏采购量及单价

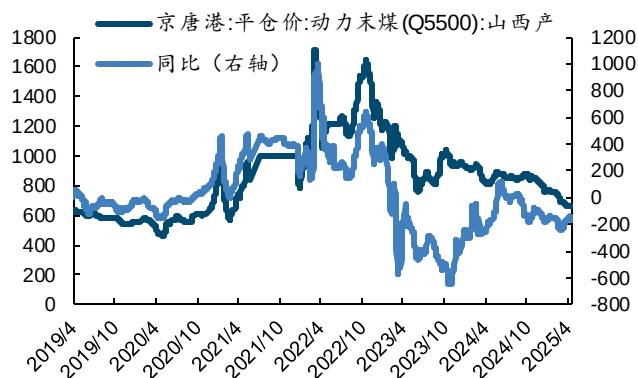


来源：泰山石膏信用评级报告，国金证券研究所

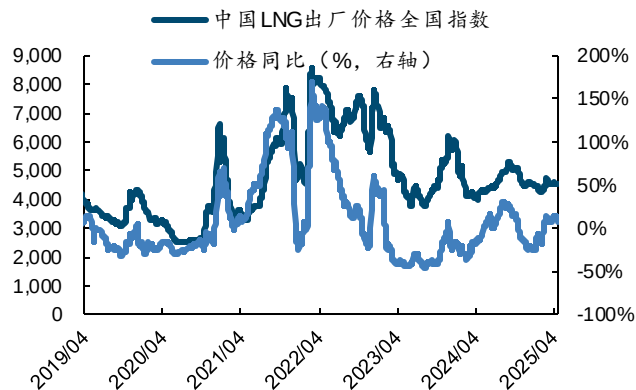
燃料方面，2019 年泰山石膏板单位标准煤耗约 0.55kg/平方米，电耗约 0.35 千瓦时/平方米，公司通过精益管理、提高工艺等手段持续降低单位能耗，如 2022 年龙牌通过对热风炉系统工艺调整、降低蒸发量等，使煤耗降低 0.01kg/m²。2024 年石膏板单位煤耗、电耗继续下降。此外，2024 年以来煤炭价格持续下降，天然气价格亦有所回落。



图表17：2024 年以来煤炭价格持续下降（元/吨）



图表18：2024 年以来 LNG 价格有所下降（元/吨）

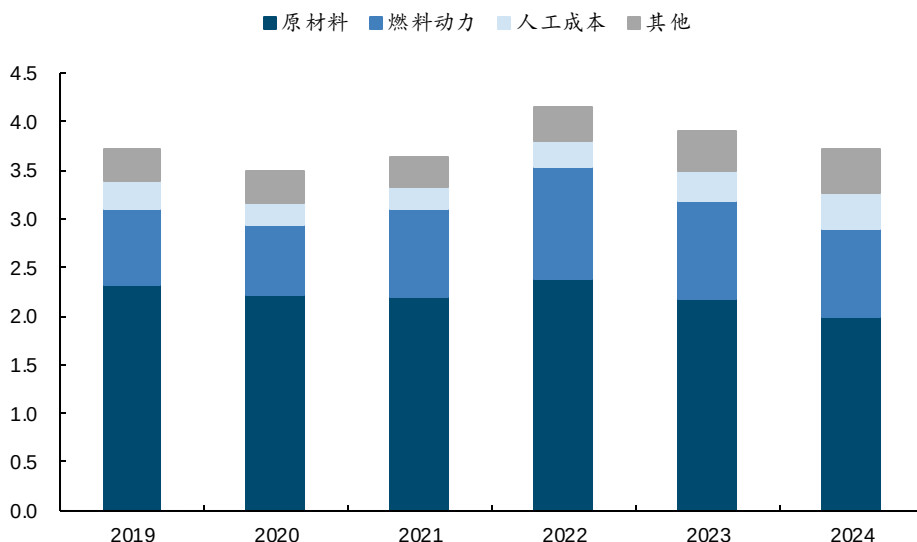


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

公司持续降本效果明显，2022-2024 年石膏板单位成本呈下降趋势，2024 年为 3.71 元/平米，同比下降 0.19 元/平米。其中单位原材料成本 1.98 元/平米，同比下降 0.20 元/平米；单位燃料动力成本 0.92 元/平米，同比下降 0.07 元/平米。

图表19：2022 年以来石膏板单位成本呈下降趋势（元/平米）



来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 出海：2017 年启动、2023 年起加强

分国家看，中国和美国均为石膏板生产大国，截至 23H1，美国共有 63 家石膏板工厂，年产能达到 36.32 亿平，全球市占率达到 25%。中国共有 85 家石膏板工厂，年产能达到 32.05 亿平，全球市占率为 22%。日本、俄罗斯、韩国的石膏板年产能分别为 7.75、4.83、4.13 亿平，位居全球第 3-5 名，全球市占率分别为 5.4%、3.4%、2.9%。

分企业来看，截至 23H1 全球 CR3 为 64%，国际巨头的海外竞争经验丰富。前三大巨头北新建材（中企）、可耐福（德企）、圣戈班（法企）在全球市场份额合计达到 64%。其中：

- 可耐福，从事石膏板及相关建筑材料的研究生产销售，石膏板业务全球份额达到 25%，业务范围分布在全球 90 多个国家和地区；
- 北新建材，石膏板业务在国内市占率超过 60%，全球份额达到 20%；
- 圣戈班，是跨国大型建筑和工业材料综合供应商，石膏板业务全球份额达到 19%，石膏板业务在 70 多个国家拥有 130 多个工厂。



图表20: 全球前 25 大石膏板厂商情况 (截至 23H1)

排名	企业	总部	产能 (百万平)	全球份额
1	可耐福	德国	3630	25.0%
2	北新建材	中国	2830	20.0%
3	圣戈班	法国	2720	19.0%
4	国家石膏	美国	793	5.5%
5	乔治太平洋	美国	742	5.2%
6	Etex	比利时	721	5.0%
7	吉野石膏	日本	631	4.4%
8	美洲石膏	美国	300	2.1%
9	KCC	韩国	263	1.8%
10	PABCO	美国	147	1.0%
11	杰森石膏板	中国	120	0.8%
12	Panel Rey	墨西哥	86	0.6%
13	Volma Corporation	俄罗斯	85	0.6%
14	CSR Gyprock	澳大利亚	80	0.6%
15	Holcim	瑞士	66	0.5%
16	National Gypsum	沙特阿拉伯	54	0.4%
17	Irving Wallboard	加拿大	46	0.3%
18	Mada Gypsum	沙特阿拉伯	42	0.3%
19	Gypsemna	加拿大	34	0.2%
20	Fletcher Building	新西兰	34	0.2%
21	Fassa Bortolo	意大利	30	0.2%
22	Magma Mordovcement	俄罗斯	30	0.2%
23	拜尔建材	中国	30	0.2%
24	TAQUEB	阿尔及利亚	30	0.2%
25	United Mining Industries	沙特阿拉伯	30	0.2%

来源: Global Gypsum, 国金证券研究所

从人均消费角度看, 北美地区人均石膏板消费量最高, 达到 10 平米/年; 北欧、西欧、日韩、澳洲地区人均消费能力在 5-10 平米/年; 俄罗斯在 2.5-5 平米/年; 中国在 1-2.5 平米/年的水平。非洲、中亚、东南亚、南美的部分国家因缺乏生产能力, 石膏板消费水平较低, 部分没有产能布局的国家依赖进口, 同样上述区域的增长潜力更可观 (数据来源: Global Gypsum, 截止 23H1)。

除了国际竞争、“水土不服”外, 我们认为石膏板出海的其他难点主要体现在: 投资门槛偏低, 产能过剩风险, 与汇率波动。因此大企业在抗击这些风险方面可能更具优势。

- 投资门槛偏低, 存在产能过剩风险。可耐福 2022 年在乌兹别克斯坦投资新建 1700 万平的石膏板项目计划投资额为 1900 万欧元 (单平投资额约 9 元)。参考 Georgia-Pacific 2023 年在美国得克萨斯州新建的 9200 万平石膏板项目计划投资额为 3.25 亿美元 (单平投资额约 25 元), 非洲及中亚地区的石膏板产线投资门槛较低。非洲石膏板消费整体偏低端, 且生产技术较为成熟、壁垒较低, 未来可能会吸引更多海外企业入局投资, 非洲及中亚地区需求虽向好但市场容量相对有限, 存在产能过剩风险。
- 外汇管制&汇率波动。以非洲市场为例, 虽然存在外汇管制较为宽松的国家, 例如肯尼亚 (没有外汇管制)、坦桑尼亚 (外汇管制政策宽松、经常项目下的外汇已实现自由兑换), 但也存在部分国家例如埃塞俄比亚、苏丹、埃及的外汇管制非常严格。近年来非洲多国货币持续贬值, 非洲最大经济体尼日利亚的货币奈拉兑美元自 2022 年初至今年 3 月下跌了 74%, 第二大经济体埃及的货币埃及镑兑美元也从 2015 年的约 8:1 跌至 50:1, 黑市汇率一度达到 70:1, 刚果 (金) 等区域大国的货币依然处于贬值的下行通道, 非洲部分区域的投资伴随较大汇兑风险。



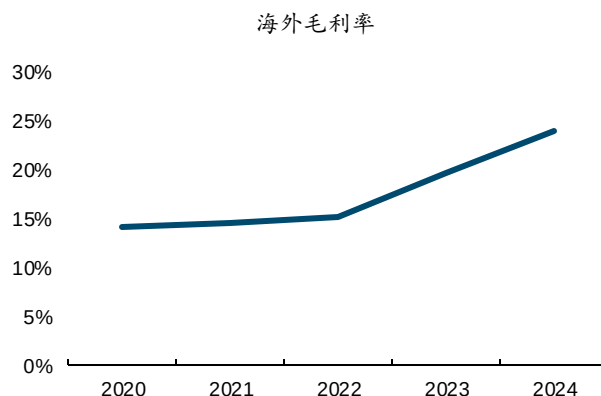
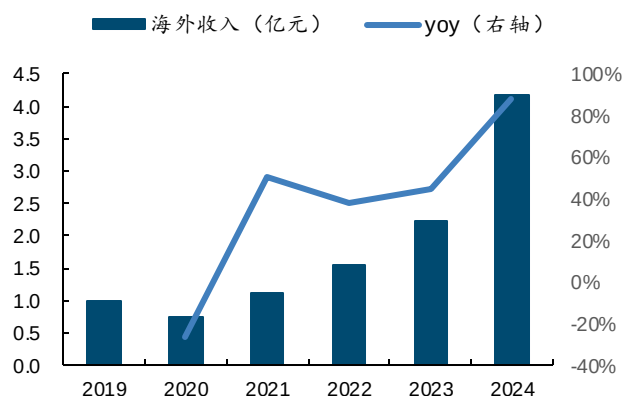
公司于 2017 年启动全球化，2019 年将全球化布局纳入公司战略，2023 年加速推进，重要节点包括：

- 2017 年：在坦桑尼亚合资设立子公司，同时拟新建石膏板生产线，年产能 600 万平方米。
- 2019 年：梳理确定了“一体两翼、全球布局”的发展战略目标，全球化布局纳入公司战略，同年拟将坦桑尼亚新建的石膏板产线产能从 600 万平米变更为 1500 万平米，并决定在乌兹别克斯坦投资设立子公司并建设年产 4000 万平方米纸面石膏板生产线等；
- 2021 年：在海外完成第一阶段亚非欧 5 个石膏板生产基地布局；
- 2023 年：加速推进全球化布局，围绕非洲、中亚、中东、东南亚等新兴国际市场加强开拓。乌兹别克斯坦年产 4000 万平方米石膏板生产线已投产；泰国公司已设立，项目建设有序推进；
- 2024 年：以全业务“走出去”分阶段实施，抢先布局优势产业石膏板，跟进防水、涂料产业布局。

公司在海外聚焦东南亚、中亚、中东、欧洲和环地中海四大区域，海外业务收入和利润快速增长，2019-2024 年海外收入从 1.00 亿元增长至 4.17 亿元，对应复合增速 33.06%；2024 年海外业务毛利率 23.91%，同比增长 4.29pct。根据公司公众号，2025Q1 国际化业务收入、净利润同比分别增长 73.00%、143.08%。

图表21：海外业务收入快速增长

图表22：海外业务毛利率持续提升



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

1.4 扩品类：提升龙骨配套率，向墙板、地板要空间

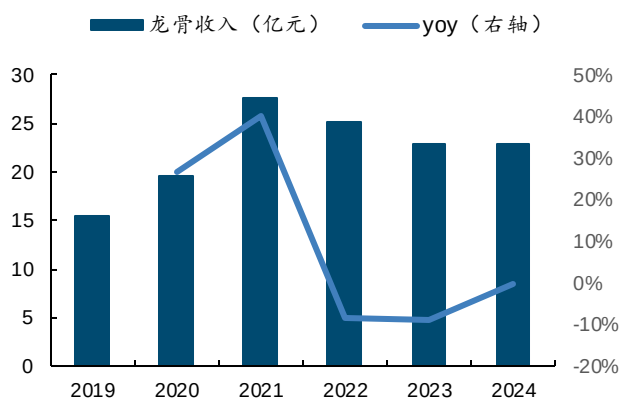
一方面，公司发力轻钢龙骨、粉末砂浆等“石膏板+”业务。

轻钢龙骨市场规模预计超过 300 亿，略高于石膏板。轻钢龙骨是指以冷轧连续热镀锌钢带为原料，经冷弯轧制成一定规格的薄壁型钢，用来作为墙体和吊顶结构的受力构件以及连接建筑结构的连接构件。根据中国建筑材料联合会石膏建材分会统计，2023 年全国石膏板产量为 32.13 亿平米，假设 1 亿平米石膏板配套 16 万吨轻钢龙骨，对应龙骨产量为 514.08 万吨，单价参考公司 2023 年售价 6548.97 万元/吨（假设产销率 100%），则对应 2023 年轻钢龙骨市场规模为 336.67 亿元。

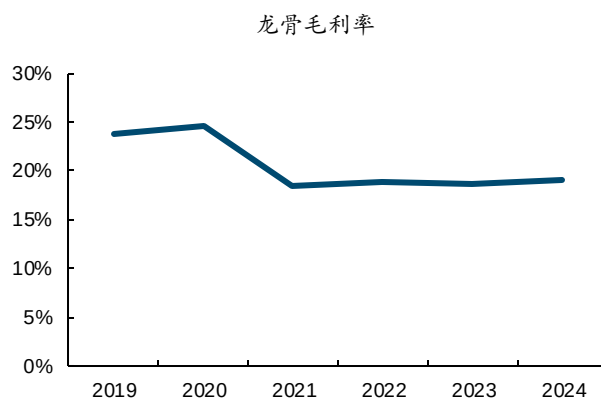
公司的石膏板：龙骨配套率仍然偏低。2021 年公司成为全球最大的轻钢龙骨集团，2024 年轻钢龙骨产能达到 47.13 万吨，产能利用率 76.13%。2019-2024 年轻钢龙骨收入从 15.52 亿元增长至 22.87 亿元，复合增速达 8.07%。但产量口径，2024 年公司轻钢龙骨配套率仅为 10.35%。



图表23：2024 年轻钢龙骨收入趋稳



图表24：2024 年龙骨毛利率为 18.98%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

另一方面，公司一直没有放弃拓展隔墙领域，并在近年来产品端和市场端逐步取得进展。我国石膏板约 70%集中于吊顶领域，于隔墙领域应用尚少，而参照美国、日本等发达国家，石膏板有约 80%应用于墙体建设，相对于普通隔墙材料，石膏板隔墙具有壁厚薄、造价低、施工效率高等特点，渗透率当前偏低。

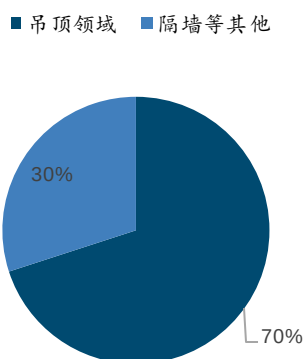
- 墙壁厚度：普通砌块墙体厚度约为 230mm，以龙牌隔声石膏板为例，其墙厚只有 130.8mm，约为传统砌块墙厚度的一半，且在墙内的空腔内添加岩棉等吸音材料，可提高隔声性能。
- 造价：根据可耐福 2023 年发布的《石膏板隔墙在精装住宅应用发展白皮书》，和传统隔墙相比，如果从设计阶段就考虑石膏板隔墙，综合造价节省接近 8%。
- 施工效率：传统墙面施工工艺多为湿法，以红机砖+水泥砂浆为例，施工效率仅为 6 m²/工日，而石膏板复合墙体施工效率可达 25 m²/工日，且对工艺要求低，施工过程中产生的建筑垃圾也较少。

图表25：石膏板复合墙体施工效率优于传统墙体

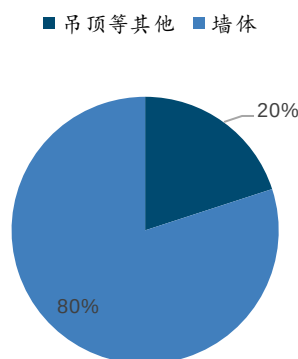
墙面主材	240 红机砖	150 加气块	150 砂加气条板	石膏板式复合墙体	
墙体结构类型	红机砖+水泥砂浆	加气块+水泥砂浆	砂加气条板	50 龙骨+双面双层 12 石膏板	75 龙骨+双面双层 12 石膏板
施工工艺	湿法作业	湿法作业	湿法作业	全干法作业	全干法作业
施工效率(m ² /工日)	6	8	15	25	25

来源：公司官方公众号，国金证券研究所

图表26：我国石膏板主要用于吊顶领域



图表27：发达国家石膏板主要用于墙体





来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

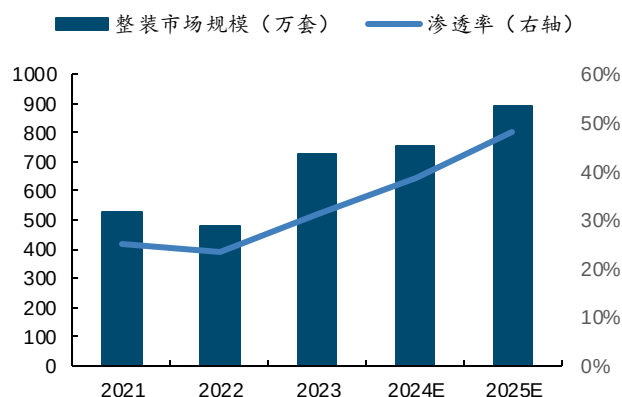
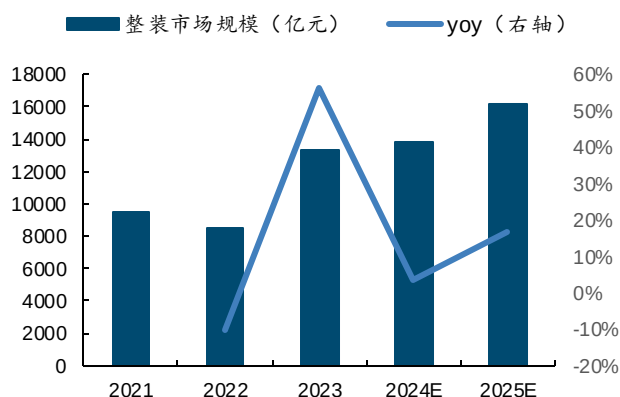
泰山推出石膏纤维板产品，有望贴合中国消费习惯，迎合整装趋势，打开墙板空间。石膏纤维板是以各种纤维为增强材料的一种新型建筑板材，具有很好的防火、防潮性和抗冲击性，抗弯强度高于纸面石膏板，可用于内墙和隔墙。

2025 年 3 月，公司公告全资子公司泰山石膏拟投资建设年产 2000 万平方米石膏纤维板生产线项目，该项目位于泰安市岱岳区大汶口镇，项目厂址土地为泰山石膏现有闲置工业用地。销售目标市场主要为华东、华北地区。项目估算总投资为 3.95 亿元，预计建设期为自土建工程开工之日起 12 个月。

整装市场规模及渗透率有加速提升的可能性，石膏纤维板在隔墙、地板领域的应用有望借助整装趋势打开。根据奥维云网发布的《2024 年中国家装市场蓝皮书》，2024 年，整装市场规模达 1.38 万亿元，同比增长 3.6%，预计到 2025 年市场规模突破 1.6 万亿元。2024 年整装渗透率达到 38.8%，同比增长 7.6pct，预计到 2025 年进一步提升至 48.2%。

图表28：2022 年以来整装市场规模持续提升

图表29：2022 年以来整装渗透率持续提升



来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：奥维云网，国金证券研究所

2 两翼：防水+涂料规模逆势扩张

2.1 防水：规模已达行业前三

2019 年公司确定“一体两翼”战略目标，当年通过联合重组进入防水材料业务领域。复盘收购历程，2019-2022 年为收购高峰期，2023 年以来，收购节奏放缓。

- 2019 年：8 月收购四川蜀羊，该标的拥有四川成都、四川眉山、陕西咸阳、江西九江 4 个产业基地；10 月联合重组禹王防水、四川禹王、安徽禹王、湖北禹王、广东禹王、禹王工程、禹王橡胶、禹王化纤等 8 家公司，禹王系企业拥有辽宁盘锦、安徽滁州、广东 清远、湖北仙桃、四川眉山等 5 个防水材料生产基地；10 月联合重组河南金拇指。
- 2020 年：12 月联合重组中建材苏州防水院，苏州防水院是中国建筑防水行业中唯一的专业科研服务机构，加入公司后，定位于公司防水产业的中央研究院。
- 2021 年：2 月联合重组上海台安，该标的在上海拥有防水产品生产基地，其“月皇”牌产品在上海及华东地区具有一定知名度和影响力；3 月完成禹王系 8 家剩余股权收购；9 月联合重组天津澳泰，填补北新防水在京津冀地区的布局；9 月联合重组成都赛特，提升北新防水业务在轨道交通、高速公路等公共设施领域细分市场的竞争力；9 月完成四川蜀羊剩余股权收购。
- 2022 年：4 月联合重组唐山远大洪雨、宿州远大洪雨，增强公司在华北市场和华东市场的影响力。
- 2023 年：10 月收购北新防水（河南）少数股权，进一步推动中原区域的市场融合。



图表30：2019-2021 年为防水业务收购高峰期

公告日期	公司名称	受让价格 (亿元)	受让比例	收购目的
2019.08.26	四川蜀羊	3.47	70%	拥有四川成都、四川眉山、陕西咸 阳、江西九江四个产业基地
	禹王防水	1.42	70%	
	四川禹王	0.98	70%	
	安徽禹王	3.15	70%	
2019.10.31	湖北禹王	0.59	70%	拥有辽宁盘锦、安徽滁州、广东 清远、湖北仙桃、四川眉山等 5 个防水材料生产基地
	广东禹王	0.49	70%	
	禹王工程	0.16	70%	
	禹王橡胶	0.01	70%	
	禹王化纤	0.90	70%	
2019.10.31	河南金拇指	2.73	70%	
2020.12.30	中建材苏州防水院	0.69	100%	苏州防水院是中国建筑防水行业中唯一的专业科研服务机构，加入公司后，定位于公司防水产业的中央研究院
2021.02.08	上海台安	2.23	70%	在上海拥有防水产品生产基地，其“月皇”牌产品在上海及华东地区具有一定知名度和影响力
2021.03.30	禹王系 8 家	5.80	30%	-
2021.09.23	天津澳泰	0.77	70%	填补北新防水在京津冀地区的布局
2021.09.23	成都赛特	0.38	70%	可提升北新防水业务在轨道交通、高速公路等公共设施领域细分市场的竞争力
2021.09.23	四川蜀羊	2.31	30%	-
2022.04.29	唐山远大洪雨	5.28	63.28%	增强公司在华北市场和华东市场的影 响力
	宿州远大洪雨	0.72	70%	
2023.10.26	北新防水（河南）	1.10	30%	进一步推动中原区域的市场融合

来源：公司公告，国金证券研究所

并购对象多元化，既包括中建材苏州防水院这样的科研服务机构，也有四川蜀羊、禹王系等拥有较多生产基地的企业，以及位于上海、江苏等经济发达区域的企业。从财务数据上看，一半以上的企业在收购上年的净利率为 10%以上，接近一半的企业收购 PE 在 10x 以下。

图表31：公司防水业务收购标的财务情况（单位：万元）

	四川蜀羊	河南金拇指	禹王（仅防水企业）	中建材苏州防水院	上海台安	天津澳泰	成都赛特	唐山远大洪雨	宿州远大洪雨
财务数据年份	2018 年	2018 年	2018 年	2019 年	2019 年	2020 年	2020 年	2021 年	2021 年
总资产	56138.8	62896.3	76764.5	3871.1	24332.4	19930.5	11537.2	101466.2	12755.3
总负债	28925.0	29441.5	37844.4	1268.7	10727.5	10439.3	7682.5	41319.1	4886.4
收购对价	34650.0	27300.0	66314.5	6921.3	22253.0	7744.0	3837.4	52784.8	7214.5
持股比例	70.00%	70.00%	70.00%	100.00%	70.00%	70.00%	70.00%	63.28%	70.00%
营业收入	61141.7	57734.1	61940.7	4316.7	22572.5	13335.9	6971.6	86652.0	6966.5
净利润	6911.2	5956.8	7909.4	130.4	4185.3	1082.4	383.2	10587.3	28.9
经营性现金流净额		-2420.7		-141.4	-1598.3	-76.5	278.4	-1338.6	-1616.9
净利率	11.30%	10.32%	12.77%	3.02%	18.54%	8.12%	5.50%	12.22%	0.42%



	四川蜀羊	河南金拇指	禹王（仅防水企业）	中建材苏州防水院	上海台安	天津澳泰	成都赛特	唐山远大洪雨	宿州远大洪雨
收购 PE	7.2	6.5	12.0	53.1	7.6	10.2	14.3	7.9	356.4

来源：公司公告，国金证券研究所

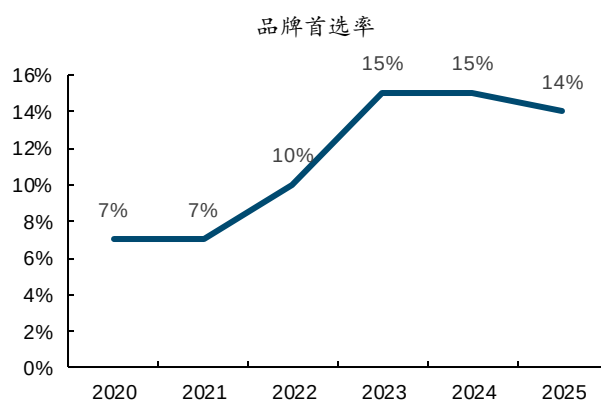
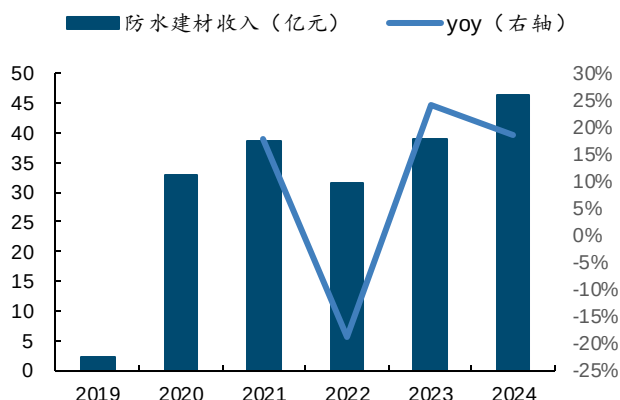
防水布局，着眼全国。从区域分布上来看，公司收购标的遍布四川、湖北、河南、安徽、江苏、上海、广东、辽宁等，并非局限某个区域，而是着眼全国。截至 2023 年末，公司已完成全国 16 个防水材料生产基地部署规划。

2024 年防水业务逆势增长。从收入规模来看，2019-2024 年防水建材收入规模从 2.05 亿元扩张至 46.31 亿元。2025Q1 防水业务收入 10.54 亿元，同比增长 10.54%；利润总额 0.51 亿元，同比增长 9.47%；净利润 0.43 亿元，同比增长 19.89%；应收账款净额同比下降 7.69%。

从品牌力来看，2020 年北新防水首获“中国房地产开发企业综合实力 TOP500 首选供应商品牌”荣誉，2025 年品牌首选率达 14%；2022 年北新防水先后入围中国电建、采筑平台、中铁七局、中铁十七局、青岛国信发展集团防水供应商。

图表32：公司防水建材收入整体上升

图表33：2025 年北新防水品牌首选率 14%



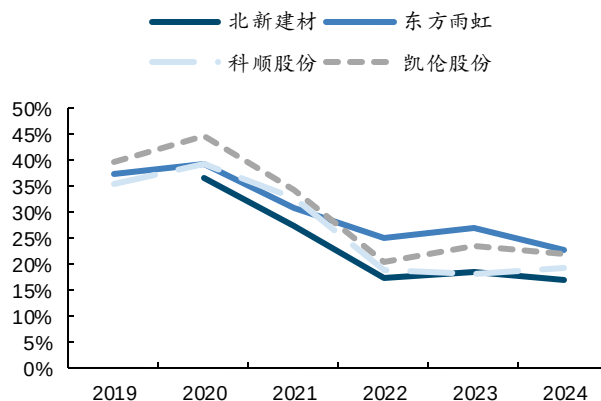
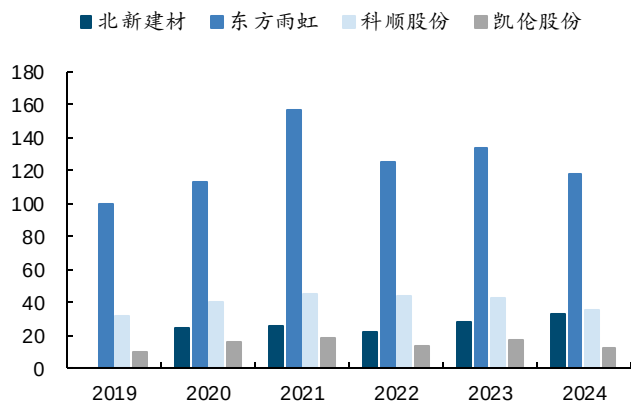
来源：ifind，国金证券研究所

来源：中国房地产业协会，国金证券研究所

对比防水行业主要上市公司，公司防水卷材收入规模已达前三。2024 年东方雨虹、科顺股份、北新建材、凯伦股份防水卷材收入分别为 117.90、35.55、33.22、12.62 亿元，公司和第二名的差距较上年进一步缩小。毛利率上，受行业影响，各家均有下降，公司和其他企业的走势基本趋同。

图表34：公司防水卷材收入规模位列行业前三（亿元）

图表35：主要防水企业防水卷材毛利率走势趋同



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

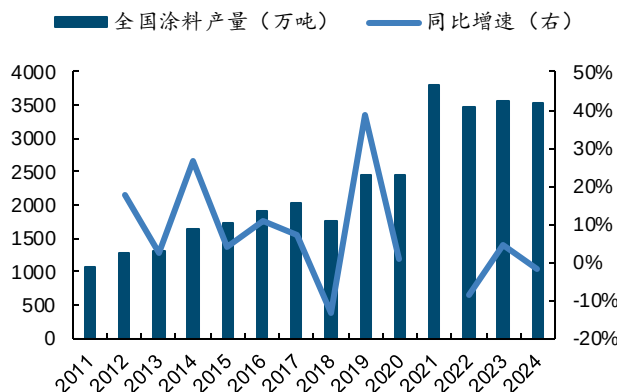
2.2 涂料：加速布局工业涂料

涂料行业市场规模大、消费属性强，属于建材优质赛道。根据中国涂料工业协会统计，2024 年中国涂料行业总产量 3534.1 万吨，同比下降 1.60%；主营业务收入总额 4089.03 亿元，

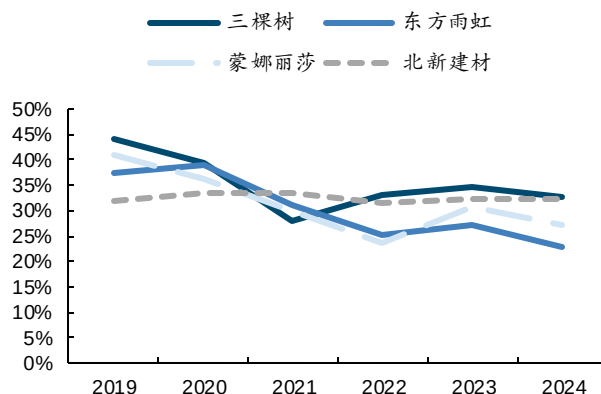


同比增长 1.56%；利润总额 262.9 亿元，同比增长 9.34%。涂料行业盈利溢价能力强，例如 2024 年三棵树（精细化工业业务）、东方雨虹（防水卷材业务）、蒙娜丽莎（瓷质有釉砖业务）、北新建材（轻质建材业务）毛利率分别为 32.51%、22.79%、27.18%、32.41%。

图表36：全国涂料产量维持高位



图表37：涂料企业三棵树主业毛利率较高



来源：中国涂料工业协会，国金证券研究所

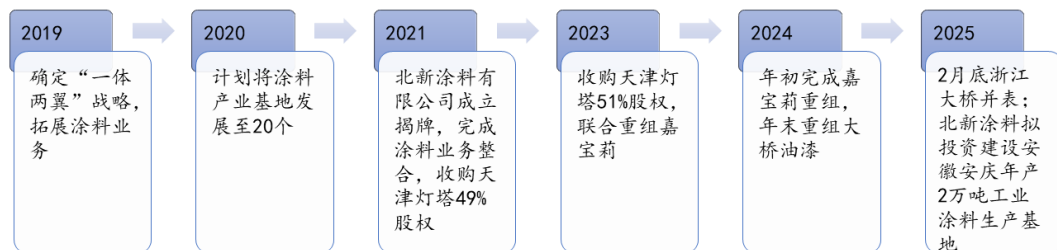
来源：各公司公告，国金证券研究所

备注：数据为各公司主业毛利率

2019 年起公司计划拓展涂料业务，2023 年起并购步伐加快，截至 2024 年底，涂料产能达 132.66 万吨。

- 2019 年，确定“一体两翼”战略，拓展涂料业务；
- 2020 年，计划将涂料产业基地发展至 20 个；
- 2021 年，北新涂料有限公司成立揭牌，完成涂料业务整合，北新涂料持有龙牌涂料 100% 股权和灯塔涂料 49% 股权，开展全国布局；
- 2023 年，完成灯塔涂料 51% 股权的受让，持有灯塔涂料 100% 股权，建成灯塔涂料天津南港 5 万吨工业涂料、2 万吨树脂生产基地，补强工业涂料。同时，联合重组嘉宝莉；
- 2024 年，年初完成嘉宝莉重组，涂料业务产能布局由华北地区扩展至全国；年末重组大桥油漆，进一步丰富工业涂料产品体系，拓展了华东市场。截至 2024 年底，公司涂料产能 132.66 万吨，产能利用率 51.88%；
- 2025 年，2 月底浙江大桥并表；北新涂料拟投资建设安徽安庆年产 2 万吨工业涂料生产基地。

图表38：2023 年之后北新涂料进入发展快车道



来源：公司公告，国金证券研究所

涂料业务采用“新建项目+联合重组”相结合的方式，分领域看：

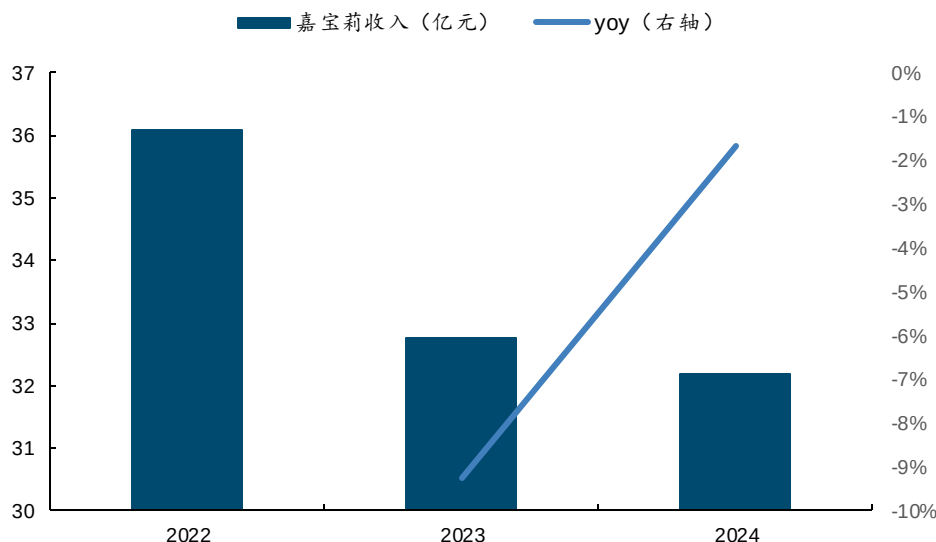
建筑涂料方面，2023 年 12 月 29 日，公司公告联合重组嘉宝莉，收购前公司涂料业务年产能 10.3 万吨，且区域主要集中在华北，收购后涂料产能将提升至 130 万吨以上，产能布局由华北地区扩展至全国，建筑涂料业务将跃居国内行业领先地位。



参考业绩承诺，嘉宝莉在会计年度 2024 年、2024-2025 年、2024-2026 年的扣非归母净利润不得低于 4.13 亿元、8.75 亿元、13.94 亿元。2024 年，嘉宝莉实际扣非归母净利润 3.36 亿元，业绩承诺完成率 81.27%，主因地产需求低迷，其建筑工程涂料收入同比下降 12%，民建和工业涂料虽同比增长 4.2%、6.1%，并未完全对冲工程市场下降。

根据协议约定，由于嘉宝莉未完成 2024 年度业绩目标，公司将从约定 2025 年应支付给原始股东的股份转让价格 4.07 亿元中直接扣留 0.77 亿元补偿金。

图表39：2024 年嘉宝莉收入 32.20 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所

工业涂料方面，公司通过收购+自建布局。根据涂界，我国工业涂料市场规模超 3000 亿，市场份额占比高达 70%左右。工业涂料集中度较传统涂料低，公司突围的可能性更高，2024 年工业涂料 CR10（收入口径）为 18.11%，而涂料整体 CR10（收入口径）为 21.58%。工业涂料头部企业包括 PPG、佐敦、宣伟、阿克苏诺贝尔等，基本以外资企业为主（收入前 10 中有 8 家外资企业）。从下游来看，汽车涂料、船舶涂料、风电涂料、3C 涂料、包装涂料、轨道交通装备涂料等细分市场的需求强劲。

- 收购方面，2021 年 9 月，北新涂料收购天津灯塔 49%股权，2023 年 4 月又收购了剩余的 51%股权，灯塔涂料拥有年产 5 万吨工业涂料配套 2 万吨树脂项目的新生产线项目，收购完成后可增强公司在工业涂料领域的竞争力。2024 年 12 月，北新涂料收购浙江大桥，完成后将实现工业涂料在华东区域的市场布局，扩大公司工业涂料产能，进一步丰富公司涂料产品体系。
- 自建方面，2025 年 4 月，公司公告子公司北新涂料拟投资建设安徽安庆年产 2 万吨工业涂料生产基地项目，该项目建成后，将专注于生产工业装备、石油石化、桥梁等工业工程防腐涂料，开发船舶及汽车涂料，有利于北新涂料开拓华中、西南地区市场，项目计划投资 1.71 亿元，预计建设期为自土建工程开工之日起 18 个月。

图表40：涂料收购标的财务情况（单位：万元）

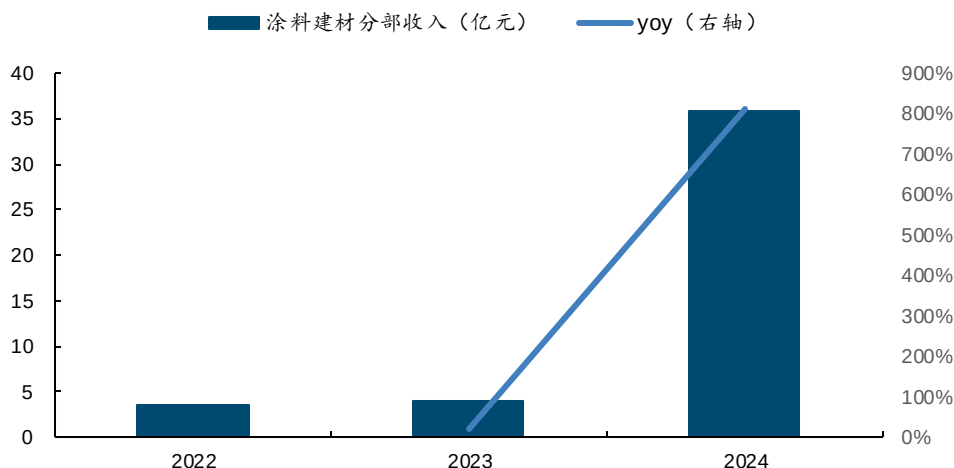
	天津灯塔	天津灯塔	嘉宝莉	浙江大桥
财务数据年份	2020 年	2022 年	2022 年	2023 年
总资产	22351.1	43418.8	366545.0	35775.4
总负债	11810.3	30231.2	168613.4	15852.9
收购对价	5939.5	12992.8	407382.3	20740.7
持股比例	49.00%	51.00%	78.34%	51.42%
营业收入	17992.3	22038.8	360902.3	42350.2
净利润	-697.2	1620.9	26793.0	3867.5
经营性现金流净额		1246.2	68416.3	
净利率	-3.87%	7.35%	7.42%	9.13%
收购 PE	-17.4	15.7	19.4	10.4



来源：公司公告，国金证券研究所

公司涂料毛利率在 30% 以上。2024 年涂料业务（不含嘉宝莉 1-2 月）收入 36.00 亿元，同比增长 796.17%；净利润 2.52 亿元，同比增长 577.26%；经营活动现金流净额为 6.31 亿元。2025Q1 收入 9.08 亿元，同比增长 111.44%；净利润 0.44 亿元，同比增长 48.17%。2024 年，涂料建材分部毛利率为 32.01%。

图表41：涂料业务收入快速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 激励&分红：新推激励计划，分红持续提升

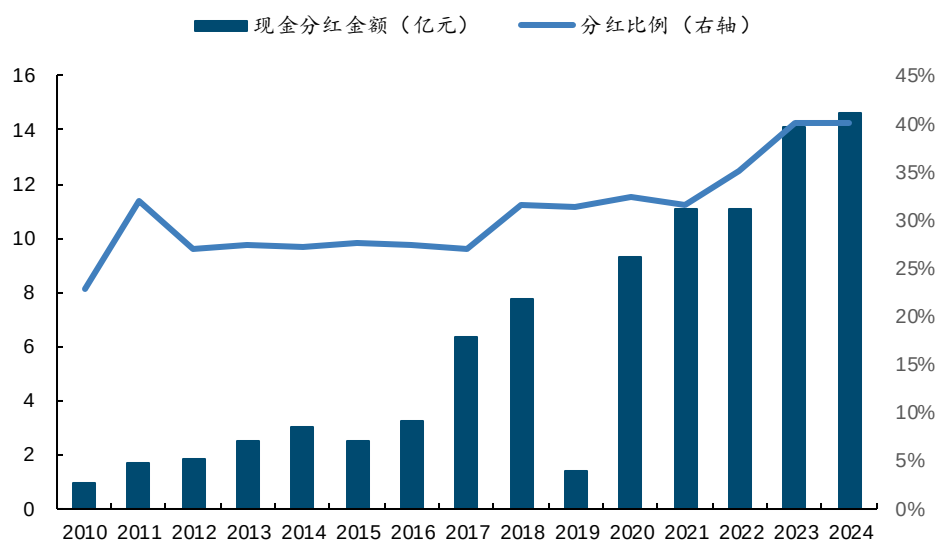
2025 年 1 月，公司发布《2024 年限制性股票激励计划（草案）》，2025 年 6 月对激励草案进行修订，拟授予的限制性股票总量不超过 1290 万股，授予价格为每股 18.20 元，激励对象不超过 344 人，包括公司董事、高级管理人员、核心骨干人员。本次激励业绩考核目标为：以 2023 年扣非归母净利润为基础，2025-2027 年扣非归母净利润复合增长率分别不低于 14.22%、16.12%、17.08%，即对应 2025-2027 年扣非归母净利润为 45.60、54.72、65.67 亿元，同比增速分别为 28%、20%、20%。

2025 年 5 月 6 日公司公告，经报国务院国资委同意，原则同意公司实施 2024 年限制性股票激励计划。

分红稳步提升，2010 年公司现金分红占归母净利比例为 22.77%；2024 年，公司现金分红金额提升至 14.61 亿元，占归母净利比例达 40.07%，每 10 股派发现金红利 8.65 元（含税），按照当前股价计算，对应股息率约为 3%。



图表42：公司现金分红金额和比例整体呈上升趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 盈利预测

石膏板：2024 年公司石膏板销量 21.71 亿平米，同比下降 0.05%。石膏板和竣工相关性较强，但考虑公司积极进行渠道下沉，且大力拓展存量及海外市场，预计 2025-2027 年石膏板销量稳中略升；价格方面，公司市占率近 7 成，具备一定的定价能力，但考虑市场需求偏弱，预计 2025-2027 年石膏板均价小幅提升后保持稳定，总体而言，预计 2025-2027 年石膏板收入分别为 136.36、139.09、141.87 亿元，同比增速为 4%、2%、2%。毛利率稳定在 38.5%。

龙骨：主要跟石膏板配套使用，预计 2025-2027 年收入分别为 23.32、23.79、24.27 亿元，同比增速均为 2%，毛利率保持稳定。

防水卷材：2024 年收入同增 19%，虽然防水行业需求偏弱，但考虑该业务基数较小，预计后续仍保持增长，预计 2025-2027 年收入为 38.20、42.02、46.22 亿元，同比增速分别为 15%、10%、10%，预计毛利率稳定在 19%。

涂料：行业市场空间大、盈利能力优，考虑嘉宝莉已并表，预计后续增速放缓，预计 2025-2027 年收入为 49.69、57.15、65.72 亿元，同比增速为 20%、15%、15%，毛利率稳定在 31.9%。

费用率：①我们预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 5.4%、5.1%、4.9%，管理费用率分别为 4.2%、4.0%、3.8%。公司注重费用管控，预计销售及管理费用率稳步下降；②我们预计 2025-2027 年公司研发费用率保持在 4.0%，预计维持平稳。

图表43：公司盈利预测拆分



	2023	2024	2025E	2026E	2027E
石膏板					
销量 (亿平米)	21.72	21.71	22.14	22.59	23.04
yoy		0%	2%	2%	2%
单价 (元/平米)	6.34	6.04	6.16	6.16	6.16
yoy		-5%	2%	0%	0%
收入 (亿元)	137.66	131.07	136.36	139.09	141.87
yoy		-5%	4%	2%	2%
毛利率	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%	38.5%
龙骨					
收入 (亿元)	22.90	22.87	23.32	23.79	24.27
YoY		0%	2%	2%	2%
毛利率	18.7%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
防水卷材					
收入 (亿元)	27.86	33.22	38.20	42.02	46.22
YoY		19%	15%	10%	10%
毛利率	18.7%	17.1%	19.0%	19.0%	19.0%
涂料					
收入 (亿元)	9.68	41.41	49.69	57.15	65.72
YoY		328%	20%	15%	15%
毛利率	29.2%	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%
费用率					
销售费用率	4.2%	5.6%	5.4%	5.1%	4.9%
管理费用率	3.6%	4.4%	4.2%	4.0%	3.8%
研发费用率	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
整体					
收入 (亿元)	224.26	258.21	281.68	301.26	323.17
YoY		15%	9%	7%	7%
毛利率	29.9%	29.9%	30.2%	29.9%	29.6%

来源: wind, 国金证券研究所

3.3 投资建议及估值

根据公司业务属性,我们选择消费建材头部企业三棵树、东方雨虹、兔宝宝作为可比公司。截至 2025 年 6 月 5 日收盘数据,可比公司对应 2025-2027 年平均 PE 分别为 21x、16x 和 14x。北新建材 2025-2027 年 PE 分别为 11x、11x 和 10x, 低于可比公司平均水平。

我们看好公司①两翼持续布局,收入、利润增势较好,重视后续潜在并购机会;②主业石膏板市占率近七成,降本拓宽盈利能力,国际化布局创造新增量。③股权激励制定较高增长目标,持续分红回馈股东。我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 281.68、301.26、323.17 亿元,同比增速分别为 9%、7%、7%;归母净利润分别为 41.42、44.49、48.13 亿元,同比增速分别为 14%、7%、8%,对应 6 月 5 日收盘价 PE 分别为 11、11 和 10 倍,首次覆盖,给以 2025 年 15 倍估值,目标价 36.93 元,给予公司“买入”评级。

图表44: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS	PE								
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
603737.SH	三棵树	35.28	0.24	0.45	1.07	1.34	1.64	150	78	33	26	22
002271.SZ	东方雨虹	11.14	0.95	0.05	0.64	0.85	1.06	12	246	17	13	11
002043.SZ	兔宝宝	10.08	0.83	0.70	0.90	1.05	1.18	12	14	11	10	9



代码	名称	股价 (元)	EPS		PE							
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
平均值								58	113	21	16	14
000786.SZ	北新建材	28.09	2.09	2.16	2.45	2.63	2.85	13	13	11	11	10

来源：ifind，国金证券研究所

注：股价基准日为 2025 年 6 月 5 日收盘价，除北新建材外，其他均采用 ifind 一致预期

4 风险提示

地产政策不及预期风险：石膏板受竣工影响较大，若地产政策出台不及预期，将会影响行业需求，公司或将面临主营业务收入下滑的风险；

行业竞争加剧风险：若防水、涂料行业市场竞争加剧，将会影响产品销售价格，进而降低公司新业务的盈利能力；

原材料价格大幅波动：公司主要原材料为工业副产石膏和护面纸，若价格发生大幅度波动，将影响公司经营业绩；

应收账款波动风险：公司应收账款规模持续增加，且季度波动较大，可能会影响未来盈利。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	19,934	22,426	25,821	28,168	30,126	32,317
增长率	12.5%	15.1%	9.1%	7.0%	7.3%	
主营业务成本	-14,106	-15,725	-18,106	-19,650	-21,107	-22,740
%销售收入	70.8%	70.1%	70.1%	69.8%	70.1%	70.4%
毛利	5,829	6,701	7,715	8,518	9,019	9,577
%销售收入	29.2%	29.9%	29.9%	30.2%	29.9%	29.6%
营业税金及附加	-221	-239	-278	-310	-301	-323
%销售收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
销售费用	-760	-950	-1,443	-1,521	-1,536	-1,584
%销售收入	3.8%	4.2%	5.6%	5.4%	5.1%	4.9%
管理费用	-1,025	-815	-1,128	-1,183	-1,235	-1,293
%销售收入	5.1%	3.6%	4.4%	4.2%	4.1%	4.0%
研发费用	-861	-952	-1,058	-1,127	-1,205	-1,293
%销售收入	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	2,963	3,745	3,808	4,377	4,741	5,085
%销售收入	14.9%	16.7%	14.7%	15.5%	15.7%	15.7%
财务费用	-106	-85	-74	-65	-50	-45
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-163	-38	-33	-27	-36	-44
公允价值变动收益	-5	-4	-35	-40	-45	-45
投资收益	34	73	61	60	60	60
%税前利润	1.0%	1.9%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%
营业利润	3,111	3,880	3,974	4,448	4,791	5,152
营业利润率	16.6%	17.3%	15.4%	15.8%	15.9%	15.9%
营业外收支	-28	-112	-24	-40	-59	-41
税前利润	3,283	3,768	3,950	4,409	4,733	5,111
利润率	16.5%	16.8%	15.3%	15.7%	15.7%	15.8%
所得税	-140	-214	-224	-234	-237	-245
所得税率	4.3%	5.7%	5.7%	5.3%	5.0%	4.8%
净利润	3,144	3,555	3,726	4,175	4,496	4,866
少数股东损益	7	31	79	33	48	53
归属于母公司的净利润	3,136	3,524	3,647	4,142	4,449	4,813
净利率	15.7%	15.7%	14.1%	14.7%	14.8%	14.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,144	3,555	3,726	4,175	4,496	4,866
少数股东损益	7	31	79	33	48	53
非现金支出	985	920	1,113	1,055	1,125	1,210
非经营收益	-393	110	29	-558	86	-222
营运资金变动	-71	149	267	-1,010	-722	-464
经营活动现金净流	3,664	4,734	5,134	3,662	4,985	5,391
资本开支	-914	-1,016	-903	-1,131	-1,459	-1,741
投资	-1,380	-1,566	-1,985	-1,235	-2,300	-3,400
其他	37	51	53	60	60	60
投资活动现金净流	-2,257	-2,531	-2,836	-2,306	-3,699	-5,081
股权募资	52	9	13	0	0	0
债权募资	-119	-580	-618	398	1,077	1,747
其他	-1,355	-1,653	-1,532	-1,719	-1,795	-1,946
筹资活动现金净流	-1,422	-2,224	-2,136	-1,321	-719	-199
现金净流量	-12	-22	161	35	568	111

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	556	547	698	690	1,227	1,316
应收款项	2,972	2,756	3,227	3,423	4,041	4,497
存货	2,727	2,593	2,595	2,584	2,891	3,240
其他流动资产	4,719	6,388	5,697	6,994	9,294	12,699
流动资产	10,973	12,285	12,218	13,691	17,453	21,751
%总资产	38.4%	40.1%	34.8%	36.7%	42.2%	47.1%
长期投资	489	422	424	424	424	424
固定资产	13,753	14,216	15,598	16,127	16,540	17,171
%总资产	48.1%	46.4%	44.4%	43.3%	40.0%	37.2%
无形资产	2,926	2,984	6,050	5,944	5,842	5,744
非流动资产	17,631	18,376	22,921	23,575	23,886	24,419
%总资产	61.6%	59.9%	65.2%	63.3%	57.8%	52.9%
资产总计	28,605	30,661	35,139	37,265	41,339	46,170
短期借款	284	1,912	1,417	1,406	2,383	3,980
应付款项	2,500	2,742	4,436	4,699	4,935	5,311
其他流动负债	2,485	959	1,913	952	1,001	1,059
流动负债	5,270	5,612	7,766	7,058	8,319	10,350
长期贷款	490	870	30	130	230	380
其他长期负债	1,401	446	624	890	885	595
负债	7,161	6,929	8,420	8,077	9,434	11,324
普通股股东权益	20,956	23,365	25,673	28,109	30,778	33,666
其中：股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
未分配利润	15,492	17,931	20,168	22,653	25,322	28,210
少数股东权益	488	367	1,047	1,080	1,127	1,180
负债股东权益合计	28,605	30,661	35,139	37,265	41,339	46,170

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.856	2.086	2.159	2.452	2.633	2.849
每股净资产	12.403	13.830	15.196	16.637	18.217	19.926
每股经营现金净流	2.169	2.802	3.039	2.167	2.951	3.191
每股股利	0.655	0.835	0.870	0.981	1.053	1.139
回报率						
净资产收益率	14.97%	15.08%	14.21%	14.74%	14.45%	14.30%
总资产收益率	10.96%	11.49%	10.38%	11.12%	10.76%	10.42%
投入资本收益率	12.21%	13.30%	12.64%	13.39%	12.95%	12.35%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.46%	12.50%	15.14%	9.09%	6.95%	7.27%
EBIT 增长率	-22.34%	26.42%	1.67%	14.95%	8.32%	7.25%
净利润增长率	-10.65%	12.36%	3.49%	13.58%	7.40%	8.19%
总资产增长率	7.64%	7.19%	14.61%	6.05%	10.93%	11.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.3	33.1	31.9	35.0	38.0	40.0
存货周转天数	69.3	61.7	52.3	48.0	50.0	52.0
应付账款周转天数	44.0	40.7	39.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	228.1	219.1	210.0	193.5	183.5	175.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.69%	-13.89%	-15.46%	-17.92%	-21.77%	-24.80%
EBIT 利息保障倍数	27.9	43.9	51.6	67.5	94.7	112.7
资产负债率	25.03%	22.60%	23.96%	21.67%	22.82%	24.53%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	12	32	54	89
增持	0	4	12	19	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.27	1.26	1.03

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究