

盈利超预期，受益饱和营销、成本下降

2023 年 08 月 20 日

► **公司发布 2023 年半年报：**23H1 实现营收 114.02 亿元，同比+8.84%，归母净利 18.96 亿元，同比+15.58%，扣非归母净利 18.29 亿元，同比+19.16%。其中，23Q2 营收 66.77 亿元，同比+15.86%，归母净利 13.04 亿元，同比+21.13%，扣非净利 12.67 亿元，同比+27.28%。23H1 公司毛利率 30.20%，同比+0.16pct，净利率 16.69%，同比+0.89pct，其中 Q2 毛利率 32.53%，同比+1.17pct、环比+5.62pct。

► **产品结构上，“一体”持稳，“两翼”高增。**23H1 公司石膏板业务实现收入 70.18 亿元，同比-0.62%，占比 61.56%；龙骨业务实现收入 12.23 亿元，同比-8.67%，占比 10.73%；防水业务（防水卷材+防水涂料+防水工程）贡献收入 18.16 亿元，同比+9.79%，占比 15.93%；工业和建筑涂料业务贡献收入 2.09 亿元，同比+38.02%，占比 1.83%；其他产品实现收入 11.34 亿元，同比高增 321.77%，占比 9.95%。

► **石膏板盈利能力提升，非石膏板业务贡献突出。**公司坚持“价本利”战略，分业务来看：①上半年公司石膏板业务实现 38.44%的毛利率，同比+2.98pct，主要系上游护面纸、煤炭、天然气价格均有回落，同时中高端价格稳中有升。②公司龙骨产品配套率提升，原材料降价、整体均价回落明显，但毛利率稳定，上半年毛利率为 19.74%，同比+0.01pct。③防水卷材业务方面，原材料价格下行叠加新产品的大力推广，盈利能力持续提升，上半年毛利率为 20.82%，同比+3.09pct。④其他收入实现高增 322%，主要为“石膏板+”产品。

► **加码营销投入，管理费用、财务费用明显下降。**从费用端来看：①23H1 公司销售费用为 4.32 亿元，同比+15.68%，销售费用率 3.79%、同增 0.22pct，主要系公司加大营销投入，其中占比 69.16%的人工成本同比+10.20%，占比近 9%的广告及展览费增长 25.37%，占比近 5%的中介机构费增长 174.45%。②公司进一步加强成本管控，23H1 管理费用同比-13.50%，费用率 4.29%、同减 1.11pct，其中占比近 54%的人工成本下降约 10%，占比近 8%的折旧费增长约 8%，占比近 15%的停产损失大幅下降约 44%。③上半年公司研发费用基本持平，研发费用率 3.68%、同比+0.1pct。④上半年公司财务费用同降 18.61%，费用率 0.40%、同降近 0.1pct，期末短期借款为 4.04 亿元，期初 1.68 亿元，去年同期 8.43 亿元；长期借款 11.28 亿元，年初及去年同期均为近 5 亿元。

► **其他关注点包括：**①上半年公司收现比为 86.39%，同比-4pct。期末应收账款及票据同比+10.61%，其中应收票据同比-28.39%、应收账款同比+12.76%。其中，防水分部期末应收账款 26.5 亿、轻质建材 13.8 亿。防水建材分部经营活动产生的现金流量净额扣除归集至母公司资金影响，23H1 为-2.7 亿，上年同期为-5.35 亿。②23H1 公司所得税费用为 8751.48 万元，同比+72%，主要系盈利增长、纳税调整项。③处置资产收回现金净额为 7425.13 万元，同比+123.78%，预计主要为旧产线设备处理等。

► **投资建议：**考虑到公司“一体两翼，全球布局”战略的稳步推进及地产竣工需求景气延续，我们预计 2023-2025 年公司归母净利分别为 40.08、43.12、46.29 亿元，现价对应动态 PE 分别为 11x、10x、10x。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**地产政策变动不及预期；原材料价格波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	19,934	22,586	25,222	28,100
增长率 (%)	-5.5	13.3	11.7	11.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,136	4,008	4,312	4,629
增长率 (%)	-10.7	27.8	7.6	7.3
每股收益 (元)	1.86	2.37	2.55	2.74
PE	14	11	10	10
PB	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

26.48 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

电话：15270997227

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

- 1.北新建材 (000786.SZ) 2022 年年报点评：逆境提价展现石膏板定价权，静待家装渗透、乡下沉-2023/04/01
- 2.北新建材 (000786.SZ) 2022 年三季报点评：业绩符合预期，报表保持高质量-2022/10/27
- 3.北新建材 (000786.SZ) 2022 年半年报点评：石膏板继续行使提价权，静待“交楼”加快、竣工回暖-2022/08/21
- 4.北新建材 (000786.SZ) 2022 年一季报点评：Q1 表现超预期，看好石膏板提价+防水边际改善-2022/04/30
- 5.北新建材 (000786.SZ) 2021 年年报点评：石膏板再提市占率，防水利润继续承压-2022/03/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,934	22,586	25,222	28,100
营业成本	14,106	15,650	17,494	19,712
营业税金及附加	221	237	265	295
销售费用	760	836	933	1,040
管理费用	1,025	1,129	1,261	1,405
研发费用	861	949	1,059	1,180
EBIT	2,967	3,898	4,336	4,609
财务费用	106	41	41	10
资产减值损失	-55	0	0	0
投资收益	34	34	38	42
营业利润	3,311	4,261	4,585	4,922
营业外收支	-28	0	0	0
利润总额	3,283	4,261	4,585	4,922
所得税	140	213	229	246
净利润	3,144	4,048	4,356	4,675
归属于母公司净利润	3,136	4,008	4,312	4,629
EBITDA	3,789	4,784	5,357	5,776

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	556	1,696	4,241	7,065
应收账款及票据	2,180	2,351	2,536	2,733
预付款项	303	313	332	355
存货	2,727	2,916	3,115	3,348
其他流动资产	5,208	5,209	5,119	5,053
流动资产合计	10,973	12,485	15,344	18,555
长期股权投资	265	299	336	379
固定资产	12,459	12,842	13,158	13,465
无形资产	2,502	2,498	2,491	2,483
非流动资产合计	17,631	18,360	18,763	19,159
资产合计	28,605	30,844	34,107	37,713
短期借款	168	168	168	168
应付账款及票据	1,863	2,080	2,301	2,592
其他流动负债	3,239	1,626	1,726	1,888
流动负债合计	5,270	3,873	4,195	4,648
长期借款	490	1,128	1,128	1,128
其他长期负债	1,401	1,448	1,446	1,443
非流动负债合计	1,891	2,576	2,573	2,570
负债合计	7,161	6,449	6,768	7,219
股本	1,690	1,690	1,690	1,690
少数股东权益	488	528	572	619
股东权益合计	21,444	24,395	27,339	30,495
负债和股东权益合计	28,605	30,844	34,107	37,713

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.49	13.30	11.67	11.41
EBIT 增长率	-23.13	31.39	11.22	6.29
净利润增长率	-10.71	27.78	7.60	7.34
盈利能力 (%)				
毛利率	29.24	30.71	30.64	29.85
净利率	15.73	17.74	17.10	16.47
总资产收益率 ROA	10.96	12.99	12.64	12.27
净资产收益率 ROE	14.97	16.79	16.11	15.49
偿债能力				
流动比率	2.08	3.22	3.66	3.99
速动比率	1.42	2.27	2.73	3.09
现金比率	0.11	0.44	1.01	1.52
资产负债率 (%)	25.03	20.91	19.84	19.14
经营效率				
应收账款周转天数	36.46	35.00	34.00	33.00
存货周转天数	70.56	68.00	65.00	62.00
总资产周转率	0.72	0.76	0.78	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	1.86	2.37	2.55	2.74
每股净资产	12.40	14.13	15.84	17.68
每股经营现金流	2.17	1.74	3.02	3.34
每股股利	0.65	0.84	0.90	0.97
估值分析				
PE	14	11	10	10
PB	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.43	9.85	8.79	8.15
股息收益率 (%)	2.45	3.16	3.40	3.65

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,144	4,048	4,356	4,675
折旧和摊销	822	886	1,021	1,168
营运资金变动	-71	-1,631	-42	67
经营活动现金流	3,664	2,948	5,106	5,648
资本开支	-914	-1,072	-1,104	-1,208
投资	-1,380	-3	-3	-3
投资活动现金流	-2,257	-1,175	-1,057	-1,211
股权募资	52	0	0	0
债务募资	-119	523	0	0
筹资活动现金流	-1,422	-635	-1,505	-1,615
现金净流量	-12	1,140	2,545	2,824

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026