

# 北新建材（000786.SZ）——2023 年中报点评

## 23Q2 逆势增长提速，多品类成长性逐步兑现

买入

### 核心观点

**Q2 单季增长明显，业绩表现超预期。**2023H1 实现营收 114.0 亿元，调整后同比+8.8%，归母净利 19.0 亿元，调整后同比+15.6%，扣非归母净利 18.3 亿元，调整后同比+19.2%，EPS 为 1.12 元/股；其中 Q2 单季营收 66.8 亿元，同比+15.9%，归母净利 13.0 亿元，同比+21.1%，扣非归母净利 12.7 亿元，同比+27.3%。

**石膏板持续稳健，其他品类修复及增长明显。**分产品看：1) 石膏板收入 70.2 亿元，同比-0.6%，占比 61.6%，毛利率 38.5%，同比+3.0pp，需求承压背景下呈现较强韧性，定价权优势叠加原燃料价格回落，盈利能力显著回升，毛利率同比提升 3.0pp 至 38.4%；2) 轻钢龙骨收入 12.2 亿元，同比-8.7%，占比 10.7%，毛利率 19.7%，同比持平，盈利保持相对稳定；3) 防水业务、工业及建筑涂料分别实现收入 18.2 亿元/2.1 亿元，同比+9.8%/+38.0%，其中防水卷材/防水涂料/防水工程收入 12.0/2.8/2.5 亿元，同比+9.1%/+19.7%/+3.8%，防水卷材毛利率 20.8%，同比+3.1pp，两翼业务收入盈利均有明显恢复提升；4) 其他产品收入 11.3 亿元，同比+321.8%，受益渠道协同优势兑现，“石膏板+”产品快速增长。

**盈利能力回升，经营质量改善。**2023H1 综合毛利率 30.2%，同比+0.2pp，其中 Q1/Q2 单季分别为 26.9%/32.5%，同比-1.5pp/+1.2pp，期间费用率 12.2%，同比-1.4pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.2pp/-1.1pp/-0.1pp/-0.4pp，净利率 16.7%，同比+0.9pp，其中 Q1/Q2 单季分别为 12.5%/19.7%，同比+0.4pp/+0.9pp。2023H1 经营性现金流净额 12.8 亿元，同比+49.4%，其中轻质建材/防水建材分部分别为 11.2/1.6 亿元，防水扣除归集至母公司资金影响后为-2.7 亿元，上年同期分别为 7.0/-5.4 亿元，截至 2023H1 应收票据及应收账款和应收款项融资、其他应收款合计 46.9 亿元，同比+7.8%略低于收入增速，主因完善授信机制，加强应收账款管控和清收，提升经营质量。

**风险提示：**地产需求不及预期；原材料上涨超预期；业务拓展整合不及预期

**投资建议：**主业聚焦消费转型，两翼业务快速推进，维持“买入”评级

公司持续巩固石膏板规模、成本优势基础上，进一步丰富石膏板+品类、优化渠道定位，加快向消费类建材制造服务商转型，同时防水加速拓展、涂料加快推进，看好防水新规落地和成本下行带来利润弹性和成长空间。考虑到地产竣工需求延续及防水、涂料以及石膏板+业务增长释放，上调盈利预测，预计 23-25 年 EPS 分别为 2.32/2.66/3.02 元/股（前值 2.02/2.37/2.74 元/股），对应 PE 为 11.4/9.9/8.8x，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

|             | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 21,086 | 19,934 | 22,721 | 24,658 | 26,999 |
| (+/-%)      | 25.5%  | -5.5%  | 14.0%  | 8.5%   | 9.5%   |
| 净利润(百万元)    | 3510   | 3136   | 3924   | 4501   | 5098   |
| (+/-%)      | 22.7%  | -10.6% | 25.1%  | 14.7%  | 13.3%  |
| 每股收益(元)     | 2.08   | 1.86   | 2.32   | 2.66   | 3.02   |
| EBIT Margin | 18.1%  | 14.9%  | 17.9%  | 19.0%  | 19.5%  |
| 净资产收益率(ROE) | 18.5%  | 15.0%  | 16.3%  | 16.3%  | 16.0%  |
| 市盈率(PE)     | 12.7   | 14.3   | 11.4   | 9.9    | 8.8    |
| EV/EBITDA   | 11.5   | 13.9   | 9.5    | 8.6    | 7.7    |
| 市净率(PB)     | 2.36   | 2.13   | 1.86   | 1.62   | 1.41   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 建筑材料·装修建材

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

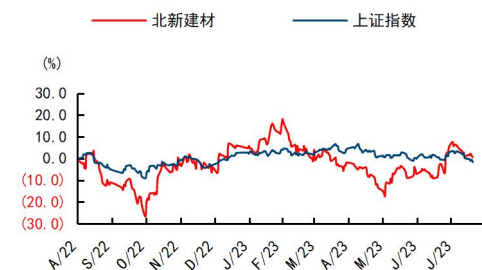
fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 买入(维持)          |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 26.48 元         |
| 总市值/流通市值    | 44738/43227 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 32.04/19.75 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 219.89 百万元      |

#### 市场走势



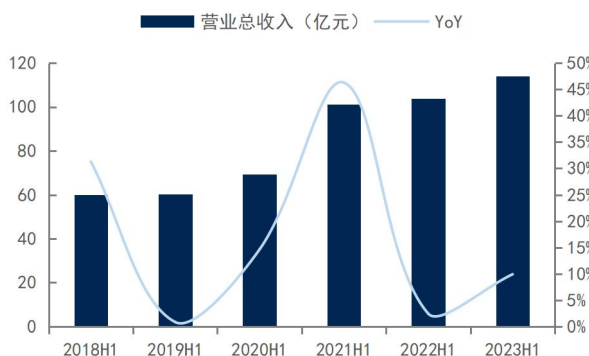
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《北新建材(000786.SZ)-2022 年年报点评：全年业绩有所承压，优化渠道提升经营韧性》——2023-03-23
- 《北新建材(000786.SZ)-2022 年三季报点评：Q3 单季收入同比-14.8%，业绩继续承压》——2022-10-28
- 《北新建材(000786.SZ)-2022 年中报点评：收入稳健增长，石膏板主业优势凸显》——2022-08-23
- 《北新建材(000786.SZ)-2022 一季报点评：Q1 经营持续稳健，防水版图继续扩张》——2022-05-04
- 《北新建材(000786.SZ)-多成长曲线构筑高质量发展，看好长期成长性》——2022-03-23

**Q2 单季增长明显，业绩表现超预期。**2023H1 实现营收 114.0 亿元，调整后同比+8.8%，归母净利润 19.0 亿元，调整后同比+15.6%，扣非归母净利润 18.3 亿元，调整后同比+19.2%，EPS 为 1.12 元/股；其中 Q2 单季度营收 66.8 亿元，同比+15.9%，归母净利润 13.0 亿元，同比+21.1%，扣非归母净利润 12.7 亿元，同比+27.3%。

图1：北新建材营业收入及增速（单位：亿元、%）



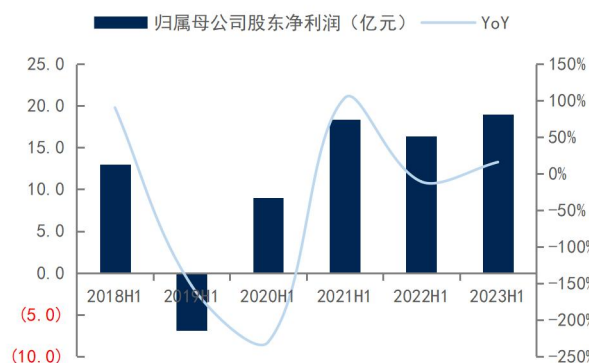
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：北新建材单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：北新建材归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

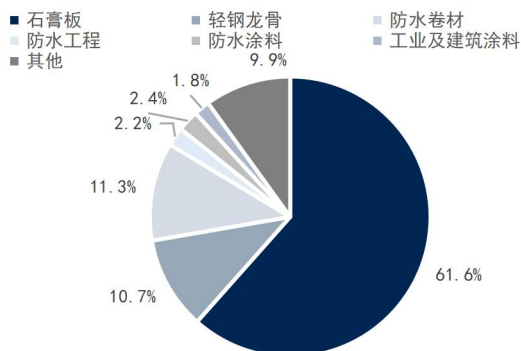
图4：北新建材单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

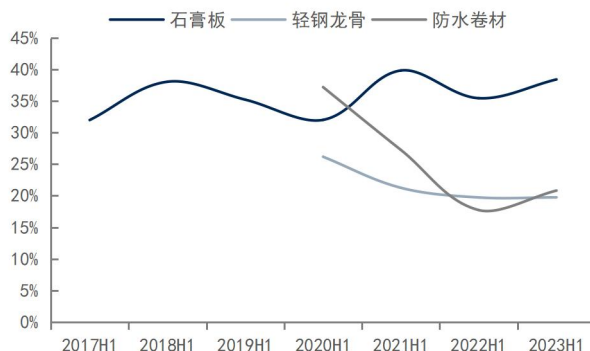
**石膏板持续稳健，其他品类修复及增长明显。**分产品看：1）石膏板收入 70.2 亿元，同比-0.6%，占比 61.6%，毛利率 38.5%，同比+3.0pp，需求承压背景下呈现较强韧性，定价权优势叠加原燃料价格回落，盈利能力显著回升，毛利率同比提升 3.0pp 至 38.4%；2）轻钢龙骨收入 12.2 亿元，同比-8.7%，占比 10.7%，毛利率 19.7%，同比持平，盈利保持相对稳定；3）防水业务、工业及建筑涂料分别实现收入 18.2 亿元/2.1 亿元，同比+9.8%/+38.0%，其中防水卷材/防水涂料/防水工程收入 12.0/2.8/2.5 亿元，同比+9.1%/+19.7%/+3.8%，防水卷材毛利率 20.8%，同比+3.1pp，两翼业务收入盈利均有明显恢复提升；4）其他产品收入 11.3 亿元，同比+321.8%，受益渠道协同优势兑现，“石膏板+”产品快速增长。

图5: 2023H1 北新建材分产品收入结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

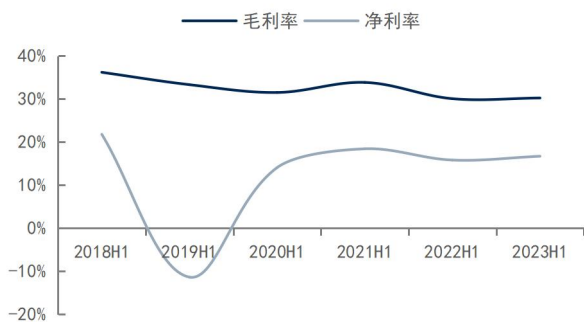
图6: 北新建材分产品毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

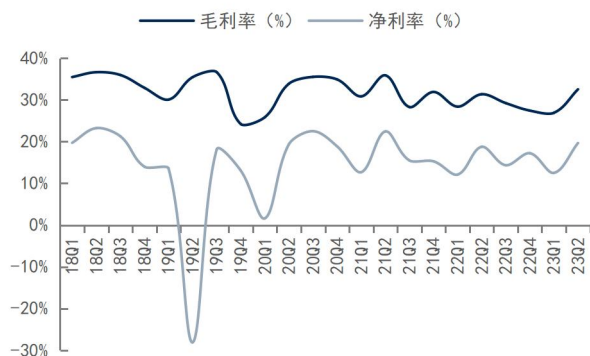
**盈利能力回升, 经营质量改善。**2023H1 综合毛利率 30.2%, 同比+0.2pp, 其中 Q1/Q2 单季分别为 26.9%/32.5%, 同比-1.5pp/+1.2pp, 期间费用率 12.2%, 同比-1.4pp, 其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.2pp/-1.1pp/-0.1pp/-0.4pp, 净利率 16.7%, 同比+0.9pp, 其中 Q1/Q2 单季分别为 12.5%/19.7%, 同比+0.4pp/+0.9pp。2023H1 经营性现金流净额 12.8 亿元, 同比+49.4%, 其中轻质建材/防水建材分部分别为 11.2/1.6 亿元, 防水扣除归集至母公司资金影响后为-2.7 亿元, 上年同期分别为 7.0/-5.4 亿元, 截至 2023H1 应收票据及应收账款和应收款项融资、其他应收款合计 46.9 亿元, 同比+7.8%略低于收入增速, 主因完善授信机制, 加强应收账款管控和清收, 提升经营质量。

图7: 北新建材毛利率和净利率 (单位: %)



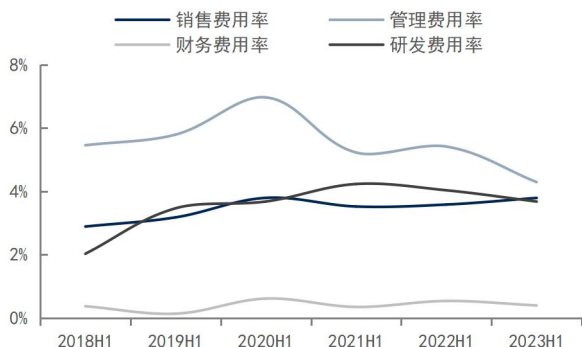
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 北新建材单季度毛利率和净利率 (单位: %)



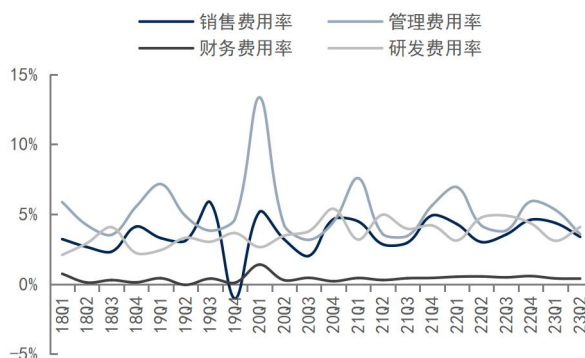
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：北新建材期间费用率（单位：%）



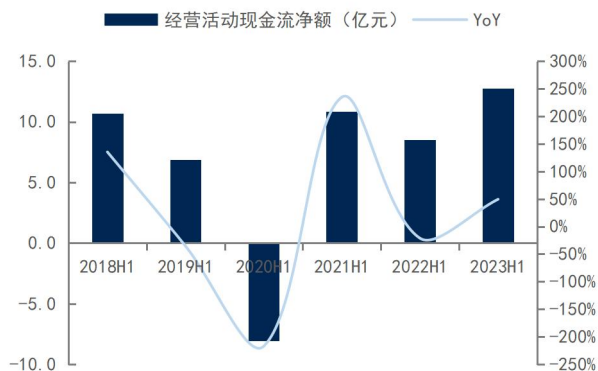
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：北新建材单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：北新建材经营性现金流和增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：北新建材单季经营性净现金流和增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**主业聚焦消费转型，两翼业务快速推进，维持“买入”评级。**公司持续巩固石膏板规模、成本优势基础上，进一步丰富石膏板+品类、优化渠道定位，新设家装事业部、“石膏板+”定制业务事业部、粉料砂浆事业部、应用技术部，加快向消费类建材制造服务商转型，同时防水加速拓展、涂料加快推进，看好防水新规落地和成本下行带来利润弹性和成长空间，报告期完成灯塔涂料51%的股权受让，进一步提升在工业涂料领域竞争力。考虑到地产竣工需求延续及防水、涂料以及石膏板+业务增长释放，上调盈利预测，预计23-25年EPS分别为2.32/2.66/3.02元/股（前值2.02/2.37/2.74元/股），对应PE为11.4/9.9/8.8x，维持“买入”评级。

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 利润表（百万元）          | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 572          | 556          | 3400         | 6906         | 9762         | 营业收入              | 21086         | 19934         | 22721         | 24658         | 26999         |
| 应收款项             | 2217         | 2710         | 2934         | 3216         | 3698         | 营业成本              | 14374         | 14106         | 15576         | 16655         | 18089         |
| 存货净额             | 2632         | 2727         | 2748         | 2955         | 3305         | 营业税金及附加           | 220           | 221           | 227           | 247           | 270           |
| 其他流动资产           | 1117         | 1012         | 1178         | 1265         | 1393         | 销售费用              | 782           | 760           | 863           | 937           | 1026          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>9174</b>  | <b>10973</b> | <b>14230</b> | <b>18312</b> | <b>22127</b> | 管理费用              | 1020          | 1025          | 1123          | 1210          | 1315          |
| 固定资产             | 13555        | 13753        | 14383        | 14956        | 15498        | 研发费用              | 875           | 861           | 863           | 937           | 1026          |
| 无形资产及其他          | 2310         | 2502         | 2502         | 2517         | 2549         | 财务费用              | 83            | 106           | 76            | 79            | 55            |
| 投资性房地产           | 1295         | 1112         | 1112         | 1112         | 1112         | 投资收益              | (3)           | 34            | 40            | 40            | 40            |
| 长期股权投资           | 241          | 265          | 305          | 337          | 374          | 资产减值及公允价值变动       | (6)           | (61)          | (15)          | (15)          | (15)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>26574</b> | <b>28605</b> | <b>32531</b> | <b>37234</b> | <b>41659</b> | 其他收入              | (829)         | (379)         | (763)         | (837)         | (926)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 2174         | 284          | 1000         | 1300         | 1430         | 营业利润              | 3769          | 3311          | 4117          | 4719          | 5342          |
| 应付款项             | 1824         | 1863         | 2075         | 2254         | 2496         | 营业外净收支            | 25            | (28)          | (20)          | (20)          | (20)          |
| 其他流动负债           | 1420         | 3123         | 2403         | 3057         | 3055         | <b>利润总额</b>       | <b>3794</b>   | <b>3283</b>   | <b>4097</b>   | <b>4699</b>   | <b>5322</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5418</b>  | <b>5270</b>  | <b>5478</b>  | <b>6611</b>  | <b>6981</b>  | 所得税费用             | 242           | 140           | 164           | 188           | 213           |
| 长期借款及应付债券        | 1179         | 1490         | 2090         | 2090         | 2090         | 少数股东损益            | 42            | 7             | 9             | 10            | 12            |
| 其他长期负债           | 451          | 401          | 374          | 336          | 303          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>3510</b>   | <b>3136</b>   | <b>3924</b>   | <b>4501</b>   | <b>5098</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1630</b>  | <b>1891</b>  | <b>2464</b>  | <b>2426</b>  | <b>2393</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2021</b>   | <b>2022</b>   | <b>2023E</b>  | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>7048</b>  | <b>7161</b>  | <b>7942</b>  | <b>9037</b>  | <b>9374</b>  | 净利润               | 3510          | 3136          | 3924          | 4501          | 5098          |
| 少数股东权益           | 581          | 488          | 494          | 502          | 511          | 资产减值准备            | 2             | 51            | 7             | 2             | 2             |
| 股东权益             | 18945        | 20956        | 24095        | 27696        | 31774        | 折旧摊销              | 707           | 772           | 1448          | 1610          | 1746          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>26574</b> | <b>28605</b> | <b>32531</b> | <b>37234</b> | <b>41659</b> | 公允价值变动损失          | 6             | 61            | 15            | 15            | 15            |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2021</b>  | <b>2022</b>  | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 财务费用              | 83            | 106           | 76            | 79            | 55            |
| 每股收益             | 2.08         | 1.86         | 2.32         | 2.66         | 3.02         | 营运资本变动            | (1776)        | 1443          | (940)         | 220           | (749)         |
| 每股红利             | 0.64         | 0.71         | 0.46         | 0.53         | 0.60         | 其它                | 27            | (46)          | (0)           | 5             | 7             |
| 每股净资产            | 11.21        | 12.40        | 14.26        | 16.39        | 18.81        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>2476</b>   | <b>5417</b>   | <b>4453</b>   | <b>6353</b>   | <b>6119</b>   |
| ROIC             | 19%          | 14%          | 20%          | 22%          | 23%          | 资本开支              | 0             | (887)         | (2100)        | (2215)        | (2337)        |
| ROE              | 19%          | 15%          | 16%          | 16%          | 16%          | 其它投资现金流           | (1019)        | (1334)        | 0             | 0             | 0             |
| 毛利率              | 32%          | 29%          | 31%          | 32%          | 33%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(1075)</b> | <b>(2245)</b> | <b>(2140)</b> | <b>(2247)</b> | <b>(2374)</b> |
| EBIT Margin      | 18%          | 15%          | 18%          | 19%          | 20%          | 权益性融资             | (2)           | 52            | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 21%          | 19%          | 24%          | 25%          | 26%          | 负债净变化             | 59            | 311           | 600           | 0             | 0             |
| 收入增长             | 25%          | -5%          | 14%          | 9%           | 9%           | 支付股利、利息           | (1078)        | (1202)        | (785)         | (900)         | (1020)        |
| 净利润增长率           | 23%          | -11%         | 25%          | 15%          | 13%          | 其它融资现金流           | 623           | (1458)        | 716           | 300           | 130           |
| 资产负债率            | 29%          | 27%          | 26%          | 26%          | 24%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(1418)</b> | <b>(3189)</b> | <b>531</b>    | <b>(600)</b>  | <b>(890)</b>  |
| 股息率              | 2.4%         | 2.7%         | 1.8%         | 2.0%         | 2.3%         | <b>现金净变动</b>      | <b>(18)</b>   | <b>(17)</b>   | <b>2844</b>   | <b>3506</b>   | <b>2856</b>   |
| P/E              | 12.7         | 14.3         | 11.4         | 9.9          | 8.8          | 货币资金的期初余额         | 590           | 572           | 556           | 3400          | 6906          |
| P/B              | 2.4          | 2.1          | 1.9          | 1.6          | 1.4          | 货币资金的期末余额         | 572           | 556           | 3400          | 6906          | 9762          |
| EV/EBITDA        | 11.5         | 13.9         | 9.5          | 8.6          | 7.7          | 企业自由现金流           | 0             | 4165          | 2314          | 4101          | 3722          |
|                  |              |              |              |              |              | 权益自由现金流           | 0             | 3018          | 3556          | 4326          | 3799          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别 | 说明                      |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上     |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上   |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032