

销售费用明显扩增，单季毛利率同比改善

2023 年 10 月 28 日

➤ **公司发布 2023 年三季报：**23Q1-Q3 实现营收 170.49 亿元，同比+10.14%，归母净利 27.56 亿元，同比+17.32%，扣非归母净利 27.08 亿元，同比+20.22%。其中，23Q3 营收 56.48 亿元，同比+14.40%，归母净利 8.60 亿元，同比+21.47%，扣非净利 8.79 亿元，同比+22.59%。23Q3 毛利率为 32.00%，同比+2.76pct、环比-0.53pct。

➤ 盈利能力同比提升，加大销售投入、费用严控持续

23Q1-Q3 公司毛利率为 30.80%，同比+1.02pct，净利率 16.26%，同比+0.93pct，其中 Q3 毛利率 32.00%，同比+2.76pct、环比-0.53pct，我们判断毛利率同比改善主因①原材料价格红利（但年中以来煤炭、废纸价格上涨）；②产品结构中，盈利能力较强的高端产品占比稳步提升。随着 11 月 4 日（根据涨价函），泰山全系列石膏板提价 0.2 元/平，预计毛利率继续保持稳健。

从费用端来看，公司进一步加强精益化管理，前三季度期间费用率为 12.79%，同比-0.52pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 4.32%、4.09%、3.98%、0.39%，分别同比+0.75pct、-0.81pct、-0.33pct、-0.14pct，其中，销售费用率的上升主要系产品销量同比增加带来的人工成本、交通及差旅费增长。

➤ 经营性现金流稳健，账期策略短期增加应收

23Q1-Q3 公司经营性现金流净额为 19.61 亿元，同比+30.47%，收现比为 0.89，同比-0.03，净现比为 0.71，同比+0.07。截至 23Q3 末，公司的应收账款余额为 45.73 亿元，占当期营业收入的 26.82%，主要系公司向下游经销商实施了额度加账期的年度授信销售政策。前三季度公司计提的应收款项坏账损失同比减少，冲回信用减值损失 343.64 万元（去年同期计提了 1872.63 万元），单三季度冲回信用减值损失 405.10 万元。前三季度计提资产减值损失 1,206.18 万元（去年同期计提 278.65 元），主要系工抵房的计提减值损失。

➤ 持续加码资产收购，完善两翼业务布局

10 月 26 日公司发布公告，意向收购北新防水（河南）有限公司的剩余 30% 股权，进一步提升标的公司的决策效率和加强资源配置，本次收购完成后公司将全资控股。叠加 9 月 20 日公告对嘉宝莉的意向收购，公司持续完善防水及涂料业务布局，看好两翼业务后续为公司带来的业绩贡献。

➤ **投资建议：**我们持续看好公司①“一体两翼”战略稳步推进，“做专涂料”发展涂料翼；②石膏板向“消费品”加速转型；③防水资产逐步发挥正贡献。考虑到三季度表现，我们将 2023-2025 年归母净利预测调整为 35.2、40.0、46.3 亿元，现价对应 PE 为 12、11、9 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新业务拓展不及预期；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	22,037	24,539	28,057
增长率 (%)	-5.5	10.6	11.4	14.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,136	3,518	4,003	4,625
增长率 (%)	-10.7	12.2	13.8	15.5
每股收益 (元)	1.86	2.08	2.37	2.74
PE	14	12	11	9
PB	2.0	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.23 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) 事件点评：涂料翼，待振翅-2023/09/21
- 2.北新建材 (000786.SZ) 2023 年半年报点评：盈利超预期，受益饱和营销、成本下降-2023/08/20
- 3.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
- 4.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
- 5.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

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	22,037	24,539	28,057
营业成本	14,106	15,446	17,106	19,544
营业税金及附加	221	231	258	295
销售费用	760	917	1,022	1,168
管理费用	1,025	1,006	1,120	1,281
研发费用	861	790	880	1,006
EBIT	2,967	3,717	4,232	4,854
财务费用	106	45	52	23
资产减值损失	-55	0	0	0
投资收益	34	78	87	100
营业利润	3,311	3,750	4,267	4,930
营业外收支	-28	0	0	0
利润总额	3,283	3,750	4,267	4,930
所得税	140	211	240	277
净利润	3,144	3,539	4,027	4,653
归属于母公司净利润	3,136	3,518	4,003	4,625
EBITDA	3,789	4,603	5,253	6,022

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	556	1,482	3,831	6,602
应收账款及票据	2,180	2,294	2,467	2,729
预付款项	303	309	325	352
存货	2,727	2,878	3,046	3,320
其他流动资产	5,208	5,188	5,096	5,057
流动资产合计	10,973	12,150	14,766	18,059
长期股权投资	265	343	430	530
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	18,397	18,849	19,302
资产合计	28,605	30,547	33,615	37,362
短期借款	168	768	768	768
应付账款及票据	1,863	2,052	2,250	2,570
其他流动负债	3,239	1,604	1,689	1,876
流动负债合计	5,270	4,424	4,707	5,214
长期借款	490	810	810	810
其他长期负债	1,401	1,449	1,447	1,444
非流动负债合计	1,891	2,259	2,257	2,254
负债合计	7,161	6,683	6,964	7,468
股本	1,690	1,690	1,690	1,690
少数股东权益	488	509	533	561
股东权益合计	21,444	23,864	26,651	29,894
负债和股东权益合计	28,605	30,547	33,615	37,362

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	10.55	11.35	14.34
EBIT 增长率	-23.13	25.30	13.84	14.70
净利润增长率	-10.71	12.18	13.78	15.54
盈利能力 (%)				
毛利率	29.24	29.91	30.29	30.34
净利率	15.73	15.96	16.31	16.48
总资产收益率 ROA	10.96	11.52	11.91	12.38
净资产收益率 ROE	14.97	15.06	15.33	15.77
偿债能力				
流动比率	2.08	2.75	3.14	3.46
速动比率	1.42	1.92	2.32	2.66
现金比率	0.11	0.33	0.81	1.27
资产负债率 (%)	25.03	21.88	20.72	19.99
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	0.75	0.76	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	1.86	2.08	2.37	2.74
每股净资产	12.40	13.82	15.46	17.36
每股经营现金流	2.17	1.68	2.96	3.42
每股股利	0.65	0.73	0.84	0.97
估值分析				
PE	14	12	11	9
PB	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.85	9.76	8.55	7.46
股息收益率 (%)	2.58	2.91	3.31	3.83

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,144	3,539	4,027	4,653
折旧和摊销	822	886	1,021	1,168
营运资金变动	-71	-1,561	-33	-15
经营活动现金流	3,664	2,842	4,998	5,776
资本开支	-914	-1,443	-1,357	-1,489
投资	-1,380	-3	-3	-3
投资活动现金流	-2,257	-1,539	-1,310	-1,492
股权募资	52	0	0	0
债务募资	-119	805	0	0
筹资活动现金流	-1,422	-380	-1,341	-1,514
现金净流量	-12	926	2,349	2,771

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