

➤ **事件一：12月29日公司发布2023年限制性股票激励计划草案**，拟激励不超过347人(包括公司董事、高管、核心骨干)，占2022年末员工总数的2.65%，授予价格13.96元。限制性股票总量不超过1290万股，约占总股本的0.764%。激励计划制定3个阶段业绩考核目标，要求2024-2026年扣非净利润较2022年复合增速分别不低于27.7%、33.08%、25.43%且高于对标企业75分位值或同行业平均水平，即分别不低于42.64、61.63、64.73亿元，此外还对扣非净资产收益率、经济增加值改善值 Δ EVA等指标提出了约束条件。本次股权激励预计带来的摊销费用合计1.02亿元，2024-2025年预计分别摊销3074、3689万元。

➤ **事件二：12月29日公司公告，拟联合重组嘉宝莉**，以40.74亿元受让嘉宝莉78.34%股权，股权来自世骏(香港)、江门市承胜投资、金康力等12家对手方，嘉宝莉整体作价52亿元。本次支付对价分3次支付，尤其是最后30%在交接完成后分3年根据业绩承诺情况支付。嘉宝莉对2024、2024-2025、2024-2026年税后净利润分别作出承诺，不低于4.13、8.75、13.94亿元。依据2024年业绩承诺，则对应收购估值PE为12.6X。

➤ **第一次大范围激励，充分彰显龙头底部信心**。其中2025年需要完成的增量业绩最大，根据激励计划和2023年盈利一致预期，2024-2026年归母扣非净利润增速分别为16%、45%、5%。尽管2023年竣工面积数据靓丽，1-11月累计同比+17.1%，但同期新开工面积、房屋销售面积分别同比-21.66%、-17.11%，致使竣工未来承压。而石膏板销量与竣工高度相关，在此背景下依然坚定推出较高的激励目标，我们认为公司完成计划可能有以下实现途径：①强化员工动力，继续提升石膏板市占率，向销量要空间，以及强化石膏板消费品定位，向单平利润要空间，2022年公司销售石膏板20.93亿平，市占率约68%，单平毛利2.23元；②收购/联合重组其他资产，例如本次公告的嘉宝莉，根据其业绩承诺和公司激励计划业绩目标，嘉宝莉可在2024、2025年分别为公司贡献55%、19%的归母净利增量；③向海外要空间，公司目前在坦桑尼亚、乌兹别克斯坦均有石膏板基地；④防水业务、龙骨业务的贡献等。

➤ **嘉宝莉资产质量过硬，C端品牌价值稀缺，有望得到二级市场估值认可**。嘉宝莉2022年、2023年1-7月分别完成收入36.1、20.5亿元，净利润2.68亿、1.96亿元。重点看2022年(全年角度更有意义)，经营现金流净额6.8亿，应收账款/收入仅为22%，ROE为14%，净利率7.4%，资产负债率46%。收购前北新涂料产能约10.3万吨、分布在华北地区，收购后有望实现130万吨以上产能+全国布局。涂料不仅是生产制造业，也是消费品，同时竞争激烈，收购比自建更具经验优势、有效节省时间成本。

➤ **投资建议**：我们持续看好北新建材①“一体两翼”战略稳步推进；②石膏板向“消费品”加速转型；③防水业务受益资金成本优势，逐步正贡献；④出海蓬勃。考虑到2023年地产下行明显，我们调整2023-2025年公司归母净利预测为36.0、43.8、62.0亿元，现价对应PE为11、9、6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	22,147	29,059	36,078
增长率(%)	-5.5	11.1	31.2	24.2
归属母公司股东净利润(百万元)	3,136	3,602	4,383	6,196
增长率(%)	-10.7	14.9	21.7	41.4
每股收益(元)	1.86	2.13	2.59	3.67
PE	13	11	9	6
PB	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年12月29日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格：
23.36元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

相关研究

- 1.北新建材(000786.SZ)2023年三季报点评：销售费用明显扩增，单季毛利率同比改善-2023/10/28
- 2.北新建材(000786.SZ)事件点评：涂料翼，待振翅-2023/09/21
- 3.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
- 4.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、乡县下沉-2023/04/01
- 5.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

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	22,147	29,059	36,078
营业成本	14,106	15,340	20,527	24,755
营业税金及附加	221	233	305	379
销售费用	760	922	1,210	1,502
管理费用	1,025	1,011	1,326	1,647
研发费用	861	886	1,162	1,443
EBIT	2,967	3,827	4,622	6,469
财务费用	106	66	53	-8
资产减值损失	-55	0	0	0
投资收益	34	79	103	128
营业利润	3,311	3,839	4,672	6,604
营业外收支	-28	0	0	0
利润总额	3,283	3,839	4,672	6,604
所得税	140	216	262	371
净利润	3,144	3,624	4,409	6,233
归属于母公司净利润	3,136	3,602	4,383	6,196
EBITDA	3,789	4,713	5,644	7,637

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	556	2,249	4,910	9,204
应收账款及票据	2,180	2,306	2,922	3,509
预付款项	303	307	390	446
存货	2,727	2,858	3,655	4,205
其他流动资产	5,208	5,193	5,279	5,329
流动资产合计	10,973	12,913	17,156	22,693
长期股权投资	265	343	446	575
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	18,866	19,347
资产合计	28,605	31,310	36,022	42,040
短期借款	168	143	220	280
应付账款及票据	1,863	3,362	4,443	5,358
其他流动负债	3,239	1,597	2,014	2,371
流动负债合计	5,270	5,102	6,677	8,009
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	7,362	8,934	10,263
股本	1,690	1,690	1,690	1,690
少数股东权益	488	509	536	573
股东权益合计	21,444	23,948	27,088	31,777
负债和股东权益合计	28,605	31,310	36,022	42,040

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	11.10	31.21	24.16
EBIT 增长率	-23.13	28.99	20.79	39.94
净利润增长率	-10.71	14.85	21.68	41.37
盈利能力 (%)				
毛利率	29.24	30.74	29.36	31.39
净利率	15.73	16.26	15.08	17.17
总资产收益率 ROA	10.96	11.50	12.17	14.74
净资产收益率 ROE	14.97	15.37	16.51	19.86
偿债能力				
流动比率	2.08	2.53	2.57	2.83
速动比率	1.42	1.82	1.89	2.18
现金比率	0.11	0.44	0.74	1.15
资产负债率 (%)	25.03	23.51	24.80	24.41
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	0.74	0.86	0.92
每股指标 (元)				
每股收益	1.86	2.13	2.59	3.67
每股净资产	12.40	13.87	15.72	18.47
每股经营现金流	2.17	2.52	3.12	4.35
每股股利	0.65	0.75	0.92	1.29
估值分析				
PE	13	11	9	6
PB	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.02	8.86	7.40	5.47
股息收益率 (%)	2.78	3.22	3.92	5.54

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,144	3,624	4,409	6,233
折旧和摊销	822	886	1,021	1,168
营运资金变动	-71	-252	-135	30
经营活动现金流	3,664	4,256	5,273	7,354
资本开支	-914	-1,443	-1,357	-1,490
投资	-1,380	-3	-3	-3
投资活动现金流	-2,257	-1,539	-1,310	-1,493
股权募资	52	0	0	0
债务募资	-119	180	77	60
筹资活动现金流	-1,422	-1,025	-1,304	-1,570
现金净流量	-12	1,694	2,661	4,294

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。	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