

2024年03月20日
北新建材(000786.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

其他装饰材料

营收/业绩增长稳健，两翼营收快速增长，经营性现金流表现亮眼

事件：公司发布 2023 年年报，实现营业收入 224.26 亿元 (yoy+11.27%)，实现归母净利润 35.24 亿元 (yoy+12.07%)，实现扣非归母净利润 34.95 亿元 (yoy+31.75%)，实现基本每股收益 2.09 元。向全体股东每 10 股派发现金红利 8.35 元 (含税)，2023 现金分红比例为 40.03%。

石膏板主业经营稳健，两翼业务增速亮眼。2023 年，公司实现营业收入 224.26 亿元 (yoy+11.27%)，增速稳健。分产品看，2023 年，1) 石膏板营收 137.66 亿元 (yoy+3%)，销量 21.72 亿 m² (yoy+3.78%)，单价 6.34 元/m² (yoy-0.75%)，石膏板主业在需求承压背景下营收仍实现同比正向增长，或反映公司在高市占率下经营韧性十足；2) 防水卷材营收 27.86 亿元 (yoy+28.99%)、涂料营收 9.68 亿元 (yoy+22.38%)，两翼业务市场拓展加快营收快速增长；3) 其他业务营收 21.70 亿元 (yoy+149.56%)，营收增长迅速或由于粉料砂浆、矿棉板、保温材料、辅材等石膏板外业务快速增长所致；4) 龙骨营收 22.90 亿元 (yoy-9.05%)、防水工程营收 4.48 亿元 (yoy-1.18%)。从境外看，2023 年公司境外实现营收 2.22 亿元 (yoy+45.03%)，公司持续聚焦“全球布局”，其中坦桑尼亚基地营收/利润总额同比双增长；乌兹别克斯坦年产 4000 万 m² 石膏板产线已投产；泰国项目建设有序推进；同时加强已有项目的国家“两翼”市场开拓。

期间费用率控制有效，经营性现金流同比高增。从毛利率看，2023 年，公司销售毛利率为 29.88%，同比+0.64pct。分业务看，石膏板毛利率 38.49% (同比+3.54pct)、龙骨毛利率 18.70% (同比-0.24pct)、防水卷材毛利率 18.72% (同比+1.47pct)，其中石膏板和防水卷材毛利率提升或由于原材料价格下降所致。从期间费用率来看，期内，公司期间费用率为 12.49% (同比-1.31pct)，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为同比+0.43pct/-1.51pct/-0.15pct/-0.08pct，管理费用率控制有效。得益于公司毛利率的小幅提升和费用率控制有效，期内公司销售净利率为 15.85%，同比提升 0.08pct。从现金流看，2023 年公司经营性现金流净额为 47.34 亿元，较上年增加 10.7 亿元，同比高增 28.76%，或由于公司加大销售回款力度叠加防水现金流改善所致。

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

35.56 元

股价 (2024-03-20)

27.72 元

交易数据

总市值(百万元)	46,833.16
流通市值(百万元)	45,251.49
总股本(百万股)	1,689.51
流通股本(百万股)	1,632.45
12 个月价格区间	22.18/31.32 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.7	12.9	7.9
绝对收益	-4.6	21.6	-1.1

董文静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

相关报告

股权激励彰显发展信心，收购嘉宝莉完善涂料布局	2024-01-02
Q3 毛利率同比提升，经营性现金流改善显著	2023-10-27
Q2 营收/归母业绩表现亮眼，净利率和现金流同比改善显著	2023-08-21
疫情/地产压力下业绩下滑，石膏板龙头经营优势突出，看好各业务未来改善	2023-03-22

短期营收/业绩承压，石膏板 2022-10-31
龙头长期发展韧性十足

■ **Q4 归母业绩增速下滑，或由于防水卷材和龙骨 Q4 毛利率环比下降。**分季度看，2023 年 Q1-Q4 公司各季度的营收增速分别为 2.48%、13.84%、12.85%、15.02%，各季度的归母净利润增速分别为 5.58%、20.76%、21.36%、-3.44%。Q2、Q3 单季度归母净利润增速均高于营收增速，主要因公司单季度毛利率同比提升；Q4 公司营收同比快速增长，归母净利润同比下滑，或由于公司 Q4 毛利率下滑所致，Q4 公司毛利率 26.97%（同比-0.47pct），环比 Q3 大幅下降 5.03pct。分业务看，23 年下半年，石膏板毛利率 38.54%（环比 H1 提升 0.1pct）、龙骨毛利率 17.51%（环比 H1 下降 2.23pct）、防水卷材毛利率 16.91%（环比 H1 下降 3.91pct），公司 Q4 毛利率环比大幅下滑或由于防水卷材和龙骨业务毛利率下滑较多所致。

■ **股权激励解锁目标亮眼，彰显公司发展信心。**此前，公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），解锁条件为 2024-2026 年较 2022 年扣非归母净利润复合增速分别不低于 27.7%、33.08% 和 25.43%，即 2024-2026 年扣非归母净利润分别为 42.65 亿元、61.64 亿元和 64.73 亿元，分别同比增长 22.03%、44.53% 和 5.02%。本次股权激励目标亮眼，尤其 2025 年扣非业绩增速较高，我们认为一方面或由于公司主业石膏板稳健增长、防水盈利改善以及海外业务持续拓展带来的业绩提升，另一方面嘉宝莉并表后或将在 2025 年产生更多业绩贡献。本次股权激励方案覆盖员工广、股权激励目标高，在行业承压背景下彰显公司发展信心，助力公司实现长期可持续发展。

■ **石膏板龙头积极拓展家装领域，防水翼规模质量均衡发展，涂料翼布局持续加大。**公司作为全球石膏板绝对龙头，拥有定价权优势，在石膏板产品策略上，坚持“高端引领”、积极拓展中端市场；在渠道策略上，公司持续深耕家装业务渠道，强化县乡级市场下沉，加速向消费类建材制造服务商升级。公司同时拓宽延伸产业链，进一步拓展“石膏板+”新品类，并实现快速增长。“防水翼”持续加大市场拓展力度，聚焦优质客户拓展、新渠道开拓，实现规模质量效益均衡发展。“涂料翼”通过并购嘉宝莉完善建筑涂料布局，增强品牌影响力，市场竞争力有望进一步增强；工业涂料方面，期内公司持续完善产能布局，夯实在航空航天等领域的优势地位并进一步聚焦风电叶片、工业防腐、高端装备机械等细分市场，扩大应用领域。

■ **盈利预测和投资建议：**暂不考虑嘉宝莉并表影响，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 253.71 亿元、286.09 亿元和 319.61 亿元，分别同比增长 13.13%、12.76% 和 11.72%，实现归母净利润 42.85 亿元、48.61 亿元和 54.19 亿元，分别同比增长 21.59%、13.45% 和 11.47%，动态 PE 分别为 10.9 倍、9.6 倍和 8.6

倍。给予“买入-A”评级，6个月目标价 35.56 元，对应 2024 年 14 倍 PE。

目 **风险提示**：政策落地不及预期；新业务拓展不及预期；市场开拓不及预期；行业竞争加剧；产品升级不及预期；原材料价格大幅上涨。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	19,934.3	22,425.9	25,370.6	28,608.8	31,961.1
净利润	3,136.4	3,524.0	4,284.7	4,861.0	5,418.8
每股收益(元)	1.86	2.09	2.54	2.88	3.21
每股净资产(元)	12.40	13.83	15.35	17.08	19.01

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	14.9	13.3	10.9	9.6	8.6
市净率(倍)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
净利润率	15.7%	15.7%	16.9%	17.0%	17.0%
净资产收益率	15.0%	15.1%	16.5%	16.8%	16.9%
股息收益率	2.4%	0.0%	3.7%	4.1%	4.6%
ROIC	17.4%	20.9%	22.4%	24.7%	25.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	19,934.3	22,425.9	25,370.6	28,608.8	31,961.1	成长性					
减: 营业成本	14,105.8	15,725.0	17,674.0	19,961.8	22,364.1	营业收入增长率	-5.5%	12.5%	13.1%	12.8%	11.7%
营业税费	220.6	239.3	279.1	312.2	347.1	营业利润增长率	-12.1%	17.2%	18.2%	13.9%	11.8%
销售费用	759.6	950.1	989.5	1,087.1	1,214.5	净利润增长率	-10.6%	12.4%	21.6%	13.5%	11.5%
管理费用	1,024.7	814.6	888.0	987.0	1,086.7	EBITDA 增长率	-15.5%	21.9%	17.3%	14.1%	12.2%
研发费用	861.1	951.5	1,014.8	1,115.7	1,214.5	EBIT 增长率	-20.1%	25.5%	19.7%	13.9%	11.3%
财务费用	106.3	85.3	-8.7	-11.7	-40.6	NOPLAT 增长率	-9.2%	14.3%	16.0%	14.3%	11.0%
资产减值损失	-55.5	-11.2	-19.0	-22.8	-17.7	投资资本增长率	-4.5%	7.8%	4.0%	7.6%	10.1%
加: 公允价值变动收益	-5.1	-4.3	-	-	-	净资产增长率	9.8%	10.7%	11.0%	11.3%	11.3%
投资和汇兑收益	33.9	72.5	34.4	46.9	51.3						
营业利润	3,311.4	3,880.1	4,587.4	5,226.4	5,843.7	利润率					
加: 营业外净收支	-27.9	-111.6	-22.3	-51.4	-61.7	毛利率	29.2%	29.9%	30.3%	30.2%	30.0%
利润总额	3,283.4	3,768.5	4,565.1	5,175.1	5,782.0	营业利润率	16.6%	17.3%	18.1%	18.3%	18.3%
减: 所得税	139.7	213.8	240.8	254.4	296.6	净利润率	15.7%	15.7%	16.9%	17.0%	17.0%
净利润	3,136.4	3,524.0	4,284.7	4,861.0	5,418.8	EBITDA/营业收入	19.2%	20.8%	21.5%	21.8%	21.9%
						EBIT/营业收入	15.3%	17.1%	18.0%	18.2%	18.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	219	208	195	185	184
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	38	31	37	36	36
货币资金	555.7	546.5	618.3	2,043.1	3,382.2	流动资产周转天数	182	187	184	186	189
交易性金融资产	3,939.1	5,532.0	5,532.0	5,532.0	5,532.0	应收帐款周转天数	41	39	38	39	38
应收帐款	2,520.8	2,346.4	3,009.6	3,109.5	3,549.1	存货周转天数	48	43	41	44	42
应收票据	189.1	104.0	292.8	181.4	301.0	总资产周转天数	498	476	447	429	424
预付帐款	302.9	329.1	317.6	455.9	405.3	投资资本周转天数	331	299	280	263	256
存货	2,726.8	2,593.4	3,131.4	3,803.1	3,723.4						
其他流动资产	738.9	833.3	785.0	759.0	775.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.0%	15.1%	16.5%	16.8%	16.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	11.0%	11.6%	13.4%	13.7%	13.9%
长期股权投资	264.6	208.4	208.4	208.4	208.4	ROIC	17.4%	20.9%	22.4%	24.7%	25.5%
投资性房地产	76.3	74.9	74.9	74.9	74.9	费用率					
固定资产	12,458.7	13,459.1	14,039.6	15,426.2	17,255.1	销售费用率	3.8%	4.2%	3.9%	3.8%	3.8%
在建工程	1,256.8	756.6	725.9	685.0	752.3	管理费用率	5.1%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%
无形资产	2,502.2	2,510.5	2,430.9	2,351.4	2,271.8	研发费用率	4.3%	4.2%	4.0%	3.9%	3.8%
其他非流动资产	1,072.6	1,366.5	1,210.4	1,173.7	1,193.8	财务费用率	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产总额	28,604.5	30,660.6	32,376.8	35,803.6	39,425.0	四费/营业收入	13.8%	12.5%	11.4%	11.1%	10.9%
短期债务	168.0	378.4	219.0	-	-	偿债能力					
应付帐款	2,309.2	2,508.8	3,190.7	3,395.5	4,017.7	资产负债率	25.0%	22.6%	18.6%	18.1%	17.2%
应付票据	178.9	224.6	169.9	284.5	26.1	负债权益比	33.4%	29.2%	22.9%	22.1%	20.7%
其他流动负债	2,613.4	2,500.6	2,015.6	2,369.6	2,292.4	流动比率	2.08	2.19	2.45	2.63	2.79
长期借款	490.0	870.0	-	-	-	速动比率	1.56	1.73	1.89	2.00	2.20
其他非流动负债	1,401.3	446.4	432.9	426.9	435.4	利息保障倍数	28.66	44.85	-524.95	-445.14	-142.85
负债总额	7,160.9	6,928.9	6,028.2	6,476.5	6,771.7	分红指标					
少数股东权益	487.9	366.6	406.2	465.9	532.5	DPS(元)	0.66	-	1.01	1.15	1.28
股本	1,689.5	1,689.5	1,689.5	1,689.5	1,689.5	分红比率	35.3%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	19,256.0	21,685.5	24,256.3	27,172.9	30,424.2	股息收益率	2.4%	0.0%	3.7%	4.1%	4.6%
股东权益	21,443.6	23,731.8	26,348.6	29,327.1	32,653.3						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	3,143.7	3,554.7	4,284.7	4,861.0	5,418.8
						加: 折旧和摊销	795.9	855.1	879.7	1,013.9	1,183.4
						资产减值准备	55.5	11.2	-	-	-
						公允价值变动损失	5.1	4.3	-	-	-
						财务费用	109.8	90.1	-8.7	-11.7	-40.6
						投资收益	-33.9	-72.5	-34.4	-46.9	-51.3
						少数股东损益	7.3	30.7	39.7	59.7	66.6
						营运资金的变动	1,851.7	-1,687.7	-139.7	-227.6	-380.2
						经营活动产生现金流量	3,664.4	4,734.4	5,021.2	5,648.3	6,196.8
						投资活动产生现金流量	-2,257.0	-2,530.8	-1,265.6	-2,233.1	-2,948.7
						融资活动产生现金流量	-1,422.0	-2,224.0	-3,683.9	-1,990.4	-1,908.9
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.86	2.09	2.54	2.88	3.21
						BVPS(元)	12.40	13.83	15.35	17.08	19.01
						PE(X)	14.9	13.3	10.9	9.6	8.6
						PB(X)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
						P/FCF	19.6	15.0	30.6	14.3	13.6
						P/S	2.4	2.1	1.8	1.6	1.5
						EV/EBITDA	10.7	7.6	7.5	6.4	5.5
						CAGR(%)	16.1%	15.6%	6.8%	16.1%	15.6%
						PEG	0.9	0.9	1.6	0.6	0.6
						ROIC/WACC	1.7	2.0	2.2	2.4	2.5
						REP	1.3	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034