

北新建材（000786）

2023 年年报点评：两翼业务及“石膏板+”业务快速发展，分红比例提升

买入（维持）

2024 年 03 月 20 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书：S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	20,155	22,426	29,008	32,948	36,853
同比	-4.44%	11.27%	29.35%	13.58%	11.85%
归母净利润（百万元）	3,144	3,524	4,380	5,138	5,764
同比	-10.48%	12.07%	24.28%	17.31%	12.18%
EPS-最新摊薄（元/股）	1.86	2.09	2.59	3.04	3.41
P/E（现价&最新摊薄）	14.89	13.29	10.69	9.12	8.13

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：公司发布 2023 年年报。**2023 年公司实现营收 224.26 亿元，同比+11.27%；归母净利润 35.24 亿元，同比+12.07%；扣非后归母净利 34.95 亿元，同比+31.75%。
- **石膏板主业稳健发展，防水涂料及“石膏板+”业务加快开拓。**1) **石膏板业务：**公司 2023 年石膏板收入 137.66 亿元，同比增长 3.00%，石膏板单平均价 6.34 元/平，同比-0.75%；单平毛利 2.44 元/平，同比+9.30%；2) **龙骨业务：**公司 2023 年末拥有轻钢龙骨产能 45.63 万吨，未来公司将进一步推动龙骨配套率提升；3) **防水建材：**公司 2023 年防水建材收入 39.03 亿元，同比增长 24.12%，公司防水业务全年新开发渠道 1300 余家，卷材产能达到 4.30 亿平；4) **涂料建材：**2023 年内公司完成灯塔涂料 51%股权的受让及联合重组嘉宝莉，涂料业务进一步补强；5) **“石膏板+”业务：**2023 年公司其他业务实现收入 21.70 亿元，同比增长 149.56%，“石膏板+”业务加速发展。
- **成本下降石膏板毛利率提升，期间费用率有所下降。**2023 年公司销售毛利率 29.88%，同比变动+0.64pct；销售净利率 15.85%，同比变动+0.08pct，盈利能力稳中有升。其中，石膏板毛利率 38.49%，同比增长 3.54 个百分点，防水建材毛利率 19.12%，同比增长 2.08 个百分点。期间费用率方面，2023 年公司期间费用率合计 12.49%，同比-1.31pct，主要系管理费用率下降。
- **经营性现金流表现优异，分红比例提升。**公司 2023 年期内经营活动产生的现金流量净额为 47.34 亿元，同比+28.76%。其中，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为 3.52 亿元；涂料建材分部为 716.43 万元。公司加强对应收账款的管控，2023 年末公司应收账款及应收票据余额 21.84 亿元，同比-3.30%。公司经营稳健，与投资者共享发展成果，2023 年分红比例提升至 40.03%。
- **盈利预测与投资评级：**随着国企改革的进一步深入，在公司“一体两翼、全球布局”的战略引领之下，石膏板主业在全球的市占率将继续提升，龙骨配套、防水和涂料业务也将贡献持续的快速增量。考虑到嘉宝莉并表因素，我们调整预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 43.80/51.38/57.64 亿元（2024-2025 年前值为 42.84/48.44 亿元），对应 PE 分别为 11X/9X/8X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产行业波动风险、宏观经济波动风险、原材料及能源价格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.72
一年最低/最高价	21.77/32.08
市净率(倍)	2.00
流通 A 股市值(百万元)	45,251.49
总市值(百万元)	46,833.16

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.83
资产负债率(% ,LF)	22.60
总股本(百万股)	1,689.51
流通 A 股(百万股)	1,632.45

相关研究

《北新建材(000786)：股权激励及嘉宝莉收购落地，一体两翼发展提速》

2024-01-01

《北新建材(000786)：2023 年三季报点评：营收稳健增长，拟收购涂料资产强化两翼布局》

2023-10-27

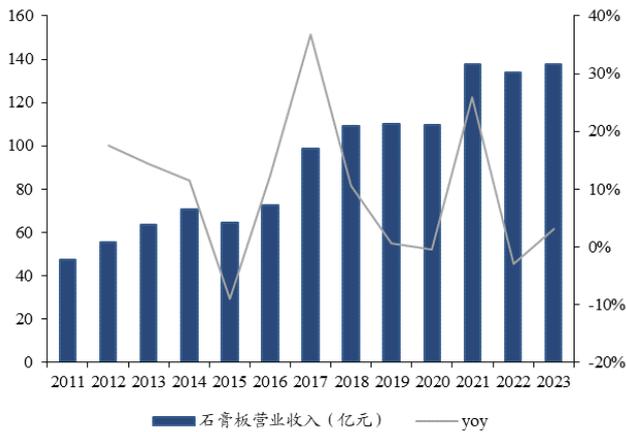
北新建材：两翼业务及“石膏板+”业务快速发展，分红比例提升

事件：公司发布 2023 年年报。2023 年公司实现营收 224.26 亿元，同比+11.27%；归母净利润 35.24 亿元，同比+12.07%；扣非后归母净利 34.95 亿元，同比+31.75%。其中，2023Q4 单季度营业收入为 53.77 亿元，同比+15.02%；归母净利润 7.68 亿元，同比-3.44%。

石膏板主业稳健发展，防水涂料及“石膏板+”业务加快开拓

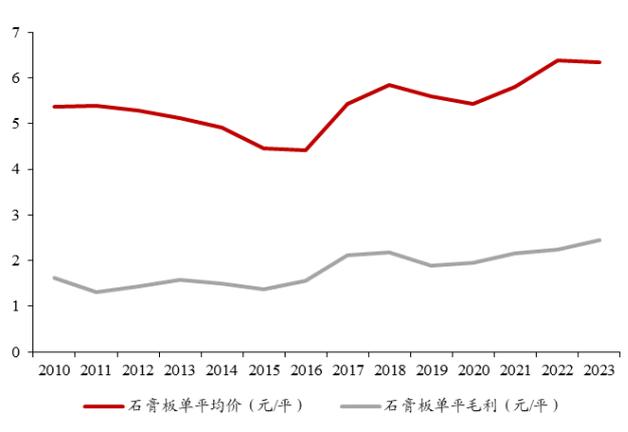
公司 2023 年全年实现营业收入 224.26 亿元，同比增长 11.27%。1) 分业务来看，石膏板收入 137.66 亿元，同比增长 3.00%，石膏板主业稳健发展；龙骨业务收入 22.90 亿元，同比下滑 9.05%；防水建材收入 39.03 亿元，同比增长 24.12%；涂料建材收入 3.94 亿元，同比增长 12.08%；其他业务实现收入 21.70 亿元，同比增长 149.56%，防水涂料及“石膏板+”业务快速发展。2) 分季度来看，公司 2023 年 Q1-4 营收增速分别为 +2.48%/+13.84%/+12.85%/+15.02%。3) 分地区看，公司 2023 年海外收入 2.22 亿元，同比增长 45.03%，公司加速推进全球化布局，围绕非洲、中亚、中东、东南亚等新兴国际市场加强开拓。

图1：北新建材石膏板收入情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图2：北新建材石膏板单平均价和单平毛利变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

公司实施“一体两翼、全球布局”发展战略，做强做优做大石膏板和石膏板+，加快做强做大防水、涂料，布局新兴国际市场，加速向消费类建材综合制造商和服务商转型。

石膏板主业方面，2023 年公司石膏板销量 21.72 亿平，同比增长 3.78%，市占率 68%。公司坚持聚焦装配式内装的体系能力与终端品牌实力，打磨“工厂+工长”的立体式全覆盖饱和营销商业模式，有序推动“工装到家装、城市到县乡、基材到面材、产品到服务”四个转变；同时公司拓宽延伸产业链，进一步拓展“石膏板+”新品类。

龙骨业务方面，公司 2023 年末拥有轻钢龙骨产能 45.63 万吨，产能利用率 76.62%；未来公司将进一步推动龙骨配套率提升，保持全球最大的轻钢龙骨产业集团市场地位。

防水业务方面，公司 2023 年末防水材料（沥青防水卷材）产能 4.30 亿平方米，产能利用率 44.65%；公司以“创新+营销”提升企业竞争力，聚焦优质客户拓展、新渠道开拓、重点经销商跟踪服务，全年新开发渠道 1300 余家。

涂料业务方面，公司 2023 年完成了灯塔涂料 51% 股权的受让，建成灯塔涂料天津南港 5 万吨工业涂料、2 万吨树脂生产基地，进一步完善布局；同时建筑涂料方面联合重组嘉宝莉，进一步补强公司涂料翼。

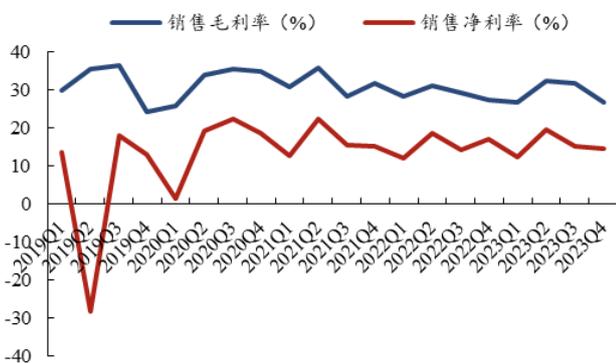
成本下降石膏板毛利率提升，期间费用率有所下降

公司筑牢“价本利”稳价拓量，深挖“一毛钱”潜力攻坚。2023 年公司销售毛利率 29.88%，同比变动+0.64pct；销售净利率 15.85%，同比变动+0.08pct，盈利能力稳中有升。

分季度来看，2023Q1-4 公司销售毛利率分别为 26.91%/32.53%/32.00%/26.97%，同比分别变动-1.48/+1.17/+2.76/-0.47pct。分业务来看，2023 年公司石膏板毛利率 38.49%，同比增长 3.54 个百分点，石膏板单平均价 6.34 元/平，同比-0.7%；单平毛利 2.44 元/平，同比+9.30%。2023 年公司龙骨毛利率 18.70%，同比下降 0.24 个百分点；2023 年公司防水建材毛利率 19.12%，同比增长 2.08 个百分点，主要系原材料价格下降及业务规模提升。

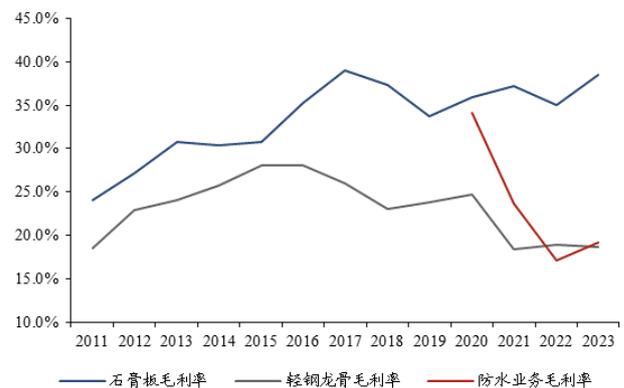
2023 年公司期间费用率合计 12.49%，同比-1.31pct，主要系管理费用率下降较多。2023 年公司销售费用率 4.24%，同比变动+0.43pct，营销端，优化整合资源，加强营销宣传协同；管理费用率 3.63%，同比变动-1.51pct，管理端公司开展办公节能降耗，推动降低全级次办公费用；研发费用率 4.24%，同比变动-0.08pct；财务费用率 0.38%，同比变动-0.15pct。

图3：北新建材单季度销售毛利率和净利率变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：北新建材分产品毛利率变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

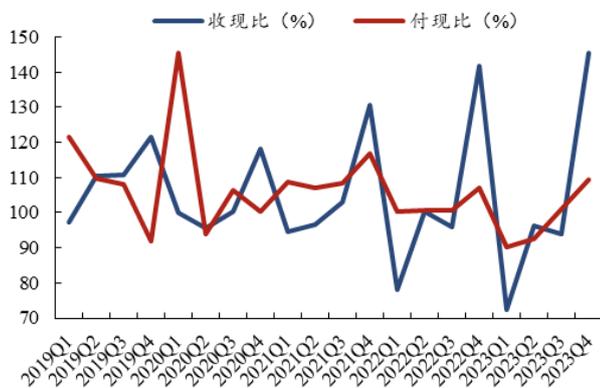
经营性现金流表现优异，分红比例提升

经营性现金流同比增长，应收账款管控加强。公司 2023 年期内经营活动产生的现

现金流量净额为 47.34 亿元，同比增长 28.76%。其中，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，2023 年度为 3.52 亿元；涂料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，2023 年度为 716.43 万元。公司加强对应收账款的管控，建立信用销售体系“确权+对账”“清欠+诉讼”双边风险防护栏，2023 年末公司应收账款及应收票据余额 21.84 亿元，同比-3.30%。

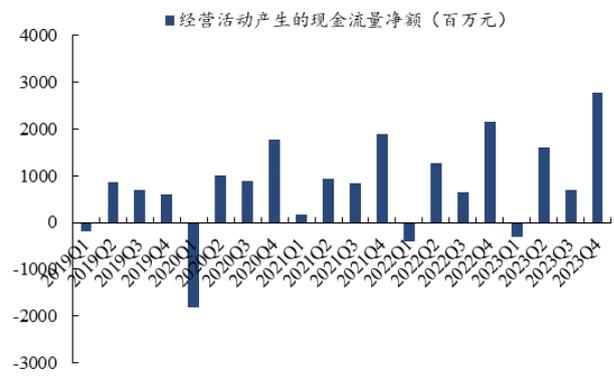
提升分红比例，落实“质量回报双提升”行动方案。公司经营稳健，持续进行现金分红，与投资者共享发展成果。2020-2022 年，公司每年现金分红金额占当年归属于上市公司股东净利润的比例均超过 30%，2023 年公司进一步提升分红比例，2023 年分红比例提升至 40.03%。

图5：北新建材单季度收现比及付现比变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图6：北新建材单季度经营性现金流净流量变化



数据来源：WIND，东吴证券研究所

盈利预测和投资评级

随着国企改革的进一步深入，在公司“一体两翼、全球布局”的战略引领之下，石膏板主业在全球的市占率将继续提升，龙骨配套、防水和涂料业务也将贡献持续的快速增量。考虑到嘉宝莉并表因素，我们调整预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 43.80/51.38/57.64 亿元(2024-2025 年前值为 42.84/48.44 亿元)，对应 PE 分别为 11X/9X/8X，维持“买入”评级。

风险提示

房地产行业波动风险、宏观经济波动风险、原材料及能源价格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险。

北新建材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,285	16,566	20,402	24,907	营业总收入	22,426	29,008	32,948	36,853
货币资金及交易性金融资产	6,079	8,404	10,849	14,029	营业成本(含金融类)	15,725	20,461	23,326	26,192
经营性应收款项	2,819	4,015	4,743	5,517	税金及附加	239	319	362	405
存货	2,593	3,362	3,960	4,447	销售费用	950	1,218	1,361	1,493
合同资产	212	232	264	295	管理费用	815	1,102	1,186	1,290
其他流动资产	582	554	586	618	研发费用	952	1,218	1,351	1,493
非流动资产	18,376	18,639	19,132	19,566	财务费用	85	79	57	34
长期股权投资	208	208	208	208	加:其他收益	190	102	132	147
固定资产及使用权资产	13,643	13,984	14,544	15,033	投资净收益	73	73	82	92
在建工程	757	529	312	107	公允价值变动	(4)	0	0	0
无形资产	2,510	2,660	2,810	2,960	减值损失	(38)	(27)	(32)	(37)
商誉	383	383	383	383	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	91	91	91	91	营业利润	3,880	4,757	5,486	6,149
其他非流动资产	783	783	783	783	营业外净收支	(112)	(80)	(20)	(20)
资产总计	30,661	35,205	39,535	44,472	利润总额	3,768	4,677	5,466	6,129
流动负债	5,612	6,892	7,257	7,903	减:所得税	214	262	292	325
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,912	1,912	1,912	1,912	净利润	3,555	4,415	5,174	5,804
经营性应付款项	2,049	2,607	2,652	2,978	减:少数股东损益	31	35	36	41
合同负债	638	859	980	1,100	归属母公司净利润	3,524	4,380	5,138	5,764
其他流动负债	1,014	1,514	1,714	1,913	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.09	2.59	3.04	3.41
非流动负债	1,316	1,216	1,266	1,266	EBIT	3,908	4,689	5,362	5,981
长期借款	870	770	820	820	EBITDA	4,790	5,626	6,368	7,047
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.88	29.46	29.20	28.93
租赁负债	157	157	157	157	归母净利率(%)	15.71	15.10	15.59	15.64
其他非流动负债	289	289	289	289	收入增长率(%)	11.27	29.35	13.58	11.85
负债合计	6,929	8,108	8,524	9,169	归母净利润增长率(%)	12.07	24.28	17.31	12.18
归属母公司股东权益	23,365	26,695	30,573	34,824					
少数股东权益	367	402	438	479					
所有者权益合计	23,732	27,097	31,011	35,303					
负债和股东权益	30,661	35,205	39,535	44,472					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,734	4,770	5,178	6,207	每股净资产(元)	13.83	15.80	18.10	20.61
投资活动现金流	(2,531)	(2,207)	(2,238)	(2,228)	最新发行在外股份(百万股)	1,690	1,690	1,690	1,690
筹资活动现金流	(2,224)	(1,237)	(1,296)	(1,599)	ROIC(%)	14.67	15.64	15.90	15.71
现金净增加额	(22)	1,326	1,645	2,380	ROE-摊薄(%)	15.08	16.41	16.81	16.55
折旧和摊销	882	937	1,007	1,066	资产负债率(%)	22.60	23.03	21.56	20.62
资本开支	(1,016)	(1,280)	(1,520)	(1,520)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.29	10.69	9.12	8.13
营运资本变动	149	(703)	(1,057)	(716)	P/B(现价)	2.00	1.75	1.53	1.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>