

# 北新建材 (000786)

证券研究报告

2024年03月21日

## 经营质量改善，“两翼”增长仍具潜力

### 公司23年扣非归母净利润35亿元，同比增长31.75%

公司发布23年年报，23年实现收入/归母净利润224.3/35.2亿元，同比增长11.27%/12.07%，扣非归母净利润35亿元，同比增长31.75%，其中Q4单季度实现收入/归母净利润53.8/7.7亿元，同比+15.02%/-3.44%，扣非归母净利润7.9亿元，同比+117%。

### 量价齐升驱动业绩增长，涂料贡献有望进一步增厚

2023年轻质建材收入181.3亿，同比增长8.82%，主要受销量增长驱动，其中石膏板收入137.7亿元，同比增长3%，销量21.72亿平，同比增长3.8%，我们计算23年石膏板市占率达到67.6%，仍维持高位，测算单平价格6.34元，同比基本保持稳定，单平毛利同比增长0.2元/平，预计主要系产品高端化提升有望带动单平盈利提升；轻质建材分部除石膏板与龙骨之外的其他收入达21.7亿元，同比大幅增长150%，石膏板+产品实现拓展。防水建材/涂料建材分别实现收入39/3.9亿元，同比分别增长24.12%/12.08%，“两翼”业务增长成效显著，公司23年新开发防水渠道经销商1300余家，新项目有序推进，涂料方面，完成灯塔涂料51%股权受让，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，联合重组嘉宝莉已完成工商变更登记，我们预计24年涂料贡献有望进一步增厚。

### 盈利能力增强，现金流明显改善

公司23年实现整体毛利率29.88%，同比小幅提升0.64pct，其中石膏板/龙骨/防水卷材毛利率分别为38.5%/18.7%/18.7%，同比+3.54/-0.24/+1.47pct，23年期间费用率12.5%，同比-1.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.4/-1.5/-0.1/-0.2pct，最终实现净利率15.85%，其中轻质建材分部/防水分部/涂料分部净利率分别为18.9%/3.9%/9.4%，同比分别-0.1/+7.1/1.4pct。公司23年实现经营性现金流净流入47.3亿元，同比增长28.8%，其中防水/涂料分部经营性现金流扣除归集至母公司资金影响后分别为3.5/0.07亿元，现金流明显改善。

### 看好公司“一体两翼”发展，维持“买入”评级

公司在“质量回报双提升”行动方案中提出聚焦主业，加速推进“一体两翼，全球布局”发展战略落地，我们继续看好公司中长期成长性，同时股权激励目标也充分彰显公司未来发展信心，考虑嘉宝莉并表贡献，上调24-26年归母净利润预测至42.5/48.5/54.1亿元，对应11.0/9.7/8.7倍PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**商业及地产装修需求大幅下滑，防水行业价格竞争加剧，公司产能进展不及预期等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,934.31	22,425.90	24,921.25	27,762.92	30,640.05
增长率(%)	(5.46)	12.50	11.13	11.40	10.36
EBITDA(百万元)	4,680.12	5,605.00	5,302.78	6,015.09	6,631.63
归属母公司净利润(百万元)	3,136.40	3,524.00	4,252.59	4,854.50	5,405.64
增长率(%)	(10.65)	12.36	20.67	14.15	11.35
EPS(元/股)	1.86	2.09	2.52	2.87	3.20
市盈率(P/E)	14.93	13.29	11.01	9.65	8.66
市净率(P/B)	2.23	2.00	1.78	1.57	1.40
市销率(P/S)	2.35	2.09	1.88	1.69	1.53
EV/EBITDA	8.70	6.32	7.52	6.02	5.01

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	27.72元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,689.51
流通A股股本(百万股)	1,632.45
A股总市值(百万元)	46,833.16
流通A股市值(百万元)	45,251.49
每股净资产(元)	13.83
资产负债率(%)	22.60
一年内最高/最低(元)	32.08/21.77

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtao@tfzq.com

**王雯** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521120005  
wangwena@tfzq.com

**林晓龙** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523050002  
linxiaolong@tfzq.com

### 股价走势



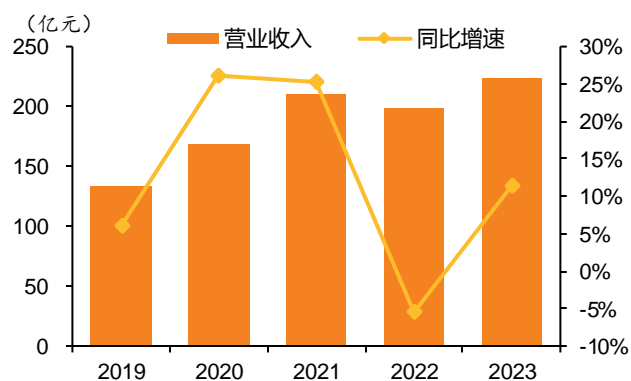
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《北新建材-公司点评:股权激励彰显发展信心,收购嘉宝莉打开涂料板块增长空间》2024-01-01
- 《北新建材-季报点评:主业利润稳中有增,看好“两翼”发展潜力》2023-10-27
- 《北新建材-半年报点评:中报业绩超预期,“两翼”增长亮眼》2023-08-21

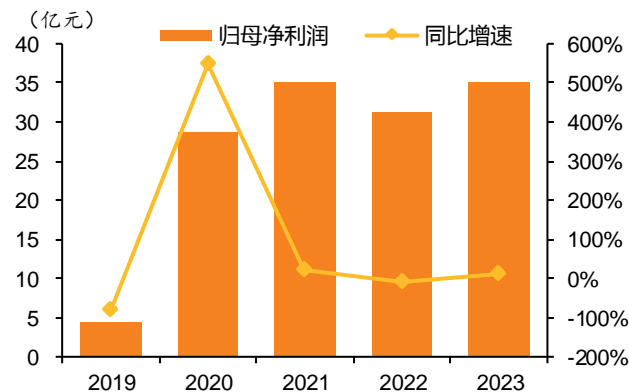
## 公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019-2023 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019-2023 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
002271.SZ	东方雨虹	425	16.89	1.74	0.85	1.35	1.72	9.7	19.9	12.5	9.8
002372.SZ	伟星新材	253	15.91	0.77	0.82	0.96	1.07	20.7	16.6	14.8	14.8
002043.SZ	兔宝宝	82	9.82	0.98	0.58	0.78	0.95	10.0	12.6	10.3	10.3
<b>平均值</b>								13.5	16.4	12.6	11.7
000786.SZ	北新建材	468	27.72	2.08	1.86	2.09	2.52	13.3	14.9	13.3	11.0

注：数据截至 20240320 收盘，EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	555.67	546.53	2,421.83	5,729.05	9,314.24	营业收入	19,934.31	22,425.90	24,921.25	27,762.92	30,640.05
应收票据及应收账款	2,180.37	2,183.77	2,523.58	2,566.29	2,710.61	营业成本	14,105.78	15,725.03	17,300.16	19,108.34	21,081.18
预付账款	302.85	329.06	359.97	404.49	437.02	营业税金及附加	220.56	239.29	265.91	324.83	358.49
存货	2,726.83	2,593.41	3,619.61	3,044.05	4,417.22	销售费用	759.58	950.06	1,030.85	1,138.28	1,240.92
其他	4,970.95	6,420.15	6,444.08	6,470.74	6,463.69	管理费用	1,024.68	814.61	909.63	1,005.02	1,103.04
<b>流动资产合计</b>	<b>10,736.68</b>	<b>12,072.92</b>	<b>15,369.07</b>	<b>18,214.62</b>	<b>23,342.78</b>	研发费用	861.11	951.51	1,021.77	1,124.40	1,225.60
长期股权投资	264.65	208.38	208.38	208.38	208.38	财务费用	106.30	85.28	77.77	138.97	187.36
固定资产	12,458.67	13,459.11	13,535.96	13,662.82	13,644.67	资产/信用减值损失	(162.83)	(38.49)	(5.64)	(35.10)	(17.33)
在建工程	1,294.01	756.58	756.58	756.58	756.58	公允价值变动收益	(5.06)	(4.33)	(55.32)	(54.77)	(54.22)
无形资产	2,502.19	2,510.48	2,430.93	2,351.37	2,271.82	投资净收益	33.87	72.52	80.00	70.00	70.00
其他	1,111.66	1,441.32	1,272.53	1,314.63	1,251.28	其他	(321.03)	(249.65)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,631.17</b>	<b>18,375.87</b>	<b>18,204.39</b>	<b>18,293.78</b>	<b>18,132.73</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,311.36</b>	<b>3,880.09</b>	<b>4,334.20</b>	<b>4,903.22</b>	<b>5,441.91</b>
<b>资产总计</b>	<b>28,604.54</b>	<b>30,660.63</b>	<b>33,573.46</b>	<b>36,508.40</b>	<b>41,475.52</b>	营业外收入	30.24	5.73	5.73	5.73	5.73
短期借款	168.04	378.39	700.00	600.00	500.00	营业外支出	58.18	117.32	87.75	102.54	95.14
应付票据及应付账款	1,863.03	2,048.83	2,363.97	2,449.80	2,894.20	<b>利润总额</b>	<b>3,283.42</b>	<b>3,768.49</b>	<b>4,252.18</b>	<b>4,806.41</b>	<b>5,352.49</b>
其他	2,772.41	2,546.99	3,145.87	2,656.08	3,473.63	所得税	139.72	213.78	241.22	272.66	303.63
<b>流动负债合计</b>	<b>4,803.48</b>	<b>4,974.22</b>	<b>6,209.83</b>	<b>5,705.88</b>	<b>6,867.83</b>	<b>净利润</b>	<b>3,143.70</b>	<b>3,554.71</b>	<b>4,010.97</b>	<b>4,533.76</b>	<b>5,048.86</b>
长期借款	490.00	870.00	200.00	200.00	200.00	少数股东损益	7.30	30.71	34.66	39.17	43.62
应付债券	1,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,136.40</b>	<b>3,524.00</b>	<b>4,252.59</b>	<b>4,854.50</b>	<b>5,405.64</b>
其他	401.28	446.40	423.84	435.12	429.48	每股收益(元)	1.86	2.09	2.52	2.87	3.20
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,891.28</b>	<b>1,316.40</b>	<b>623.84</b>	<b>635.12</b>	<b>629.48</b>						
<b>负债合计</b>	<b>7,160.92</b>	<b>6,928.85</b>	<b>6,833.67</b>	<b>6,341.01</b>	<b>7,497.31</b>						
少数股东权益	487.91	366.56	390.82	418.24	448.78	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
股本	1,689.51	1,689.51	1,689.51	1,689.51	1,689.51	<b>成长能力</b>					
资本公积	2,800.01	2,787.77	2,787.77	2,787.77	2,787.77	营业收入	-5.46%	12.50%	11.13%	11.40%	10.36%
留存收益	16,455.97	18,897.70	21,874.51	25,272.66	29,056.61	营业利润	-12.14%	17.18%	11.70%	13.13%	10.99%
其他	10.23	(9.76)	(2.81)	(0.78)	(4.45)	归属于母公司净利润	-10.65%	12.36%	20.67%	14.15%	11.35%
<b>股东权益合计</b>	<b>21,443.62</b>	<b>23,731.77</b>	<b>26,739.79</b>	<b>30,167.39</b>	<b>33,978.21</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28,604.54</b>	<b>30,660.63</b>	<b>33,573.46</b>	<b>36,508.40</b>	<b>41,475.52</b>	毛利率	29.24%	29.88%	30.58%	31.17%	31.20%
						净利率	15.73%	15.71%	17.06%	17.49%	17.64%
						ROE	14.97%	15.08%	16.14%	16.32%	16.12%
						ROIC	17.44%	20.87%	22.96%	26.36%	29.82%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	25.03%	22.60%	20.35%	17.37%	18.08%
						净负债率	5.68%	9.42%	-3.50%	-15.34%	-22.98%
						流动比率	2.08	2.19	2.47	3.19	3.40
						速动比率	1.56	1.73	1.89	2.66	2.76
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	9.32	10.28	10.59	10.91	11.61
						存货周转率	7.44	8.43	8.02	8.33	8.21
						总资产周转率	0.72	0.76	0.78	0.79	0.79
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.86	2.09	2.52	2.87	3.20
						每股经营现金流	2.17	2.80	3.09	3.63	3.39
						每股净资产	12.40	13.83	15.60	17.61	19.85
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	14.93	13.29	11.01	9.65	8.66
						市净率	2.23	2.00	1.78	1.57	1.40
						EV/EBITDA	8.70	6.32	7.52	6.02	5.01
						EV/EBIT	10.41	7.42	9.07	7.16	5.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com