

北新建材 (000786.SZ)

石膏板主业持续稳健，两翼及“石膏板+”快速发展

买入

核心观点

收入延续稳增长，Q4 扣非净利高增。扣非 2023 年公司实现营业收入 224.3 亿元，调整后同比+11.3%，归母净利润 35.2 亿元，调整后同比+12.1%，扣非归母净利润 35.0 亿元，同比+31.8%，EPS 为 1.86 元/股，并拟 10 派 8.35 元（含税）；其中 Q4 单季度营收 53.8 亿元，同比+16.3%，归母净利润 7.7 亿元，同比-3.0%，扣非归母净利润 7.9 亿元，同比+117.3%，主因上年同期土地回购补偿款贡献资产处置收益。

石膏板持续稳健，两翼业务加速拓展，“石膏板+”逆势大幅增长。分产品看：1) 石膏板收入 137.7 亿元，同比+3.0%，占比 61.4%，石膏板销量 21.72 亿平，同比+3.8%，需求承压背景下呈现较强增长韧性，叠加原燃料价格回落和单耗降低，盈利能力显著回升，我们测算石膏板销售单价 6.34 元/平米，同比-0.7%，单位成本 3.9 元/平米，同比-6.1%，单位毛利 2.44 元/平米，毛利率 38.5%，同比+3.5pp；2) 轻钢龙骨收入 22.9 亿元，同比-9.1%，占比 10.2%，毛利率 18.7%，同比-0.2pp，盈利总体相对稳定；3) 防水卷材、防水工程和涂料业务分别实现收入 27.9 亿元/4.5 亿元/9.7 亿元，同比+29.0%/-1.1%/+22.4%，毛利率分别为 18.7%/7.1%/29.2%，两翼业务加速拓展，盈利呈现恢复提升；4) 其他产品收入 21.7 亿元，同比+150.0%，占比 9.7%，受益渠道协同优势持续兑现，“石膏板+”逆势大幅增长。

费用管控优化，现金流延续优异，分红比例提升。2023 年综合毛利率 30.0%，同比+0.64pp，期间费用率 12.5%，同比-1.31pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.43pp/-1.51pp/-0.15pp/-0.08pp，持续强化费用管控，管理费用率优化明显，净利率 15.9%，同比基本持平。2023 年公司实现经营性净现金流 47.3 亿元，同比+29.2%，其中 Q4 单季度 27.7 亿元，同比+28.3%，现金流表现延续优异。同时，公司制定“质量回报双提升”行动方案，稳健经营，与投资者共享发展成果 2023 年分红比例提升至 40%。

风险提示：地产需求不及预期；原材料上涨超预期；业务拓展整合不及预期

投资建议：主业聚焦消费转型，完善两翼蓄力成长，维持“买入”评级

公司作为石膏板龙头，积极推进“一体两翼，全球布局”战略，石膏板主业市占率将继续提升，防水、涂料以及“石膏板+”加速拓展，目前联合重组嘉宝莉补强涂料翼已完成登记，并于 2 月 29 日纳入合并范围。此前，公司发布 2023 年股权激励方案，业绩考核目标超预期，彰显公司对未来发展的信心。预计 24-26 年 EPS 分别为 2.50/3.07/3.35 元/股，对应 PE 为 11.1/9.0/8.3x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,934	22,426	26,703	30,964	33,589
(+/-%)	-5.5%	12.5%	19.1%	16.0%	8.5%
净利润(百万元)	3136	3524	4231	5187	5653
(+/-%)	-10.6%	12.4%	20.1%	22.6%	9.0%
每股收益(元)	1.86	2.09	2.50	3.07	3.35
EBIT Margin	14.9%	16.7%	16.5%	17.2%	17.1%
净资产收益率 (ROE)	15.0%	15.1%	15.8%	16.8%	16.0%
市盈率 (PE)	14.9	13.3	11.1	9.0	8.3
EV/EBITDA	14.5	11.8	9.3	8.0	7.5
市净率 (PB)	2.23	2.00	1.75	1.52	1.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	27.33 元
总市值/流通市值	46174/44615 百万元
52 周最高价/最低价	32.08/21.77 元
近 3 个月日均成交额	348.91 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《北新建材 (000786.SZ) ——2023 年中报点评-23Q2 逆势增长提速，多品类成长性逐步兑现》——2023-08-21
- 《北新建材 (000786.SZ) ——2022 年年报点评：全年业绩有所承压，优化渠道提升经营韧性》——2023-03-23
- 《北新建材 (000786.SZ) ——2022 年三季报点评：Q3 单季收入同比-14.8%，业绩继续承压》——2022-10-28
- 《北新建材 (000786.SZ) ——2022 年中报点评：收入稳健增长，石膏板主业优势凸显》——2022-08-23
- 《北新建材 (000786.SZ) ——2022 一季报点评：Q1 经营持续稳健，防水版图继续扩张》——2022-05-04

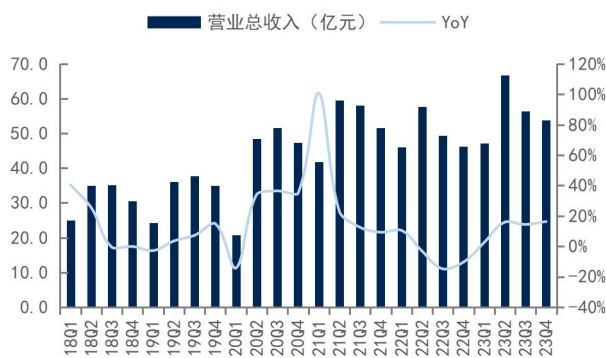
收入延续稳增长，Q4 扣非净利高增。扣非 2023 年公司实现营业收入 224.3 亿元，调整后同比+11.3%，归母净利润 35.2 亿元，调整后同比+12.1%，扣非归母净利润 35.0 亿元，同比+31.8%，EPS 为 1.86 元/股，并拟 10 派 8.35 元（含税）；其中 Q4 单季度营收 53.8 亿元，同比+16.3%，归母净利润 7.7 亿元，同比-3.0%，扣非归母净利润 7.9 亿元，同比+117.3%，主因上年同期土地回购补偿款贡献资产处置收益。

图1：北新建材营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：北新建材单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



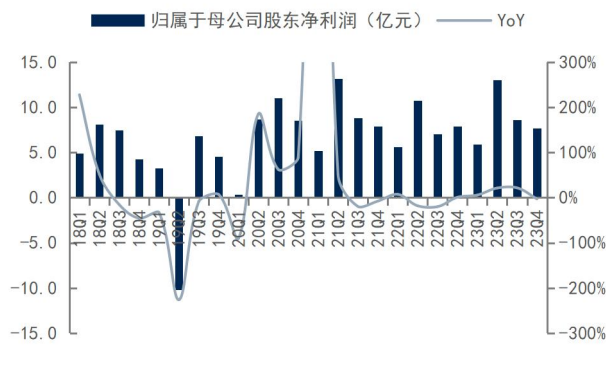
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：北新建材归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

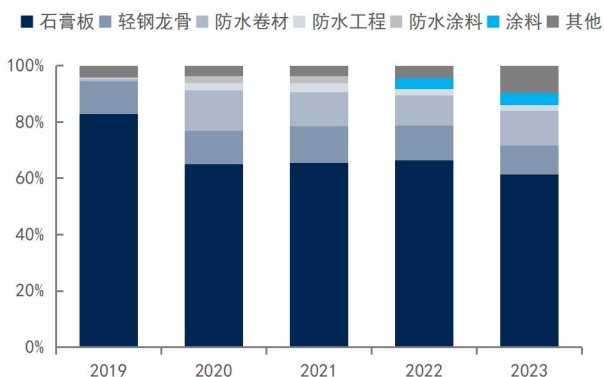
图4：北新建材单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

石膏板持续稳健，两翼业务加速拓展，“石膏板+”逆势大幅增长。分产品看：1) 石膏板收入 137.7 亿元，同比+3.0%，占比 61.4%，石膏板销量 21.72 亿平，同比+3.8%，需求承压背景下呈现较强增长韧性，叠加原燃料价格回落和单耗降低，盈利能力显著回升，我们测算石膏板销售单价 6.34 元/平米，同比-0.7%，单位成本 3.9 元/平米，同比-6.1%，单位毛利 2.44 元/平米，毛利率 38.5%，同比+3.5pp；2) 轻钢龙骨收入 22.9 亿元，同比-9.1%，占比 10.2%，毛利率 18.7%，同比-0.2pp，盈利总体相对稳定；3) 防水卷材、防水工程和涂料业务分别实现收入 27.9 亿元/4.5 亿元/9.7 亿元，同比+29.0%/-1.1%/+22.4%，毛利率分别为 18.7%/7.1%/29.2%，两翼业务加速拓展，盈利呈现恢复提升；4) 其他产品收入 21.7 亿元，同比+150.0%，占比 9.7%，受益渠道协同优势持续兑现，“石膏板+”逆势大幅增长。

图5: 北新建材分产品收入结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 北新建材轻钢龙骨收入及同比增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 北新建材石膏板收入及同比增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 北新建材石膏板销量及同比增速 (单位: 亿平、%)



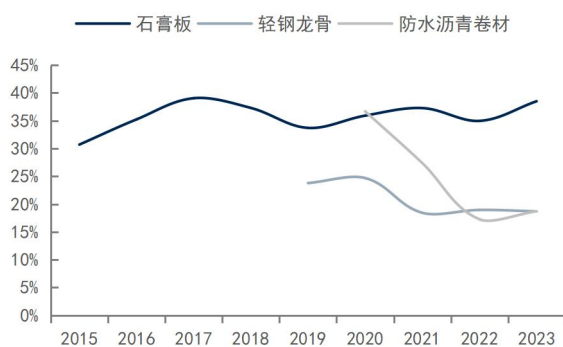
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 北新建材石膏板销售单价和单位成本 (单位: 元/平米)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

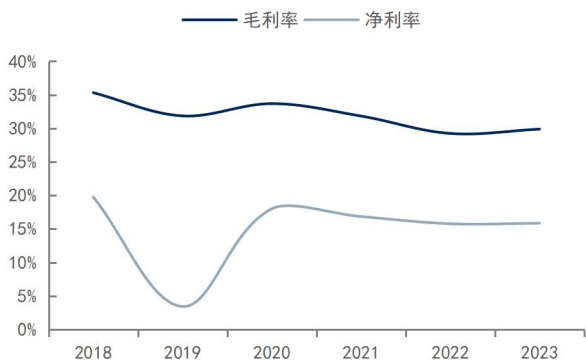
图10: 北新建材分产品毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

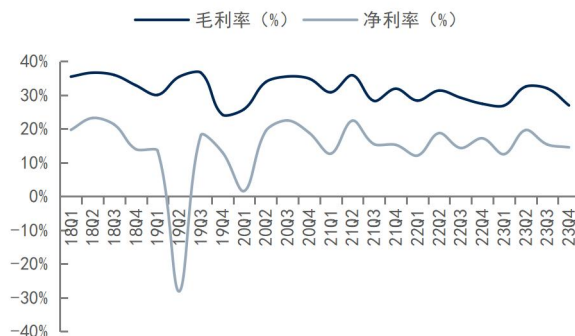
费用率管控优化，现金流延续优异。2023年综合毛利率30.0%，同比+0.64pp，期间费用率12.5%，同比-1.31pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.43pp/-1.51pp/-0.15pp/-0.08pp，持续强化费用管控，管理费用率优化明显，净利率15.9%，同比基本持平。2023年公司实现经营性净现金流47.3亿元，同比+29.2%，其中Q4单季度27.7亿元，同比+28.3%，现金流表现延续优异。同时，公司制定“质量回报双提升”行动方案，稳健经营，与投资者共享发展成果2023年分红比例提升至40%。

图11: 北新建材毛利率和净利率 (单位: %)



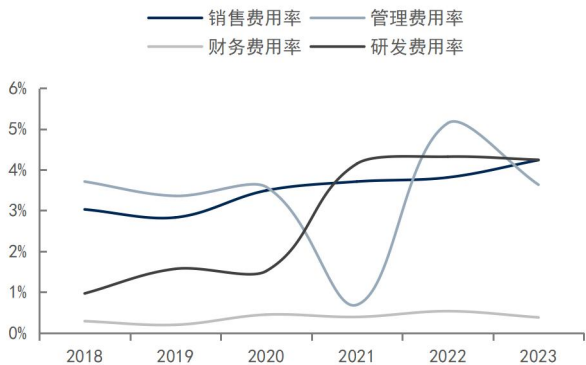
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 北新建材单季度毛利率和净利率 (单位: %)



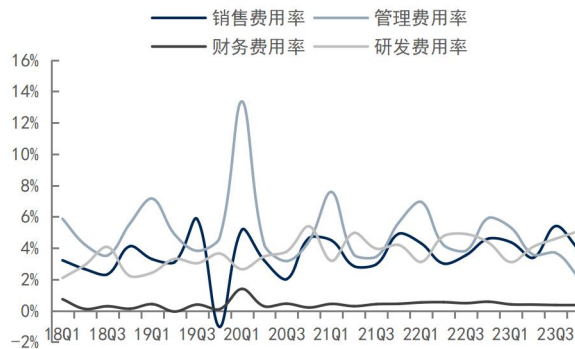
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 北新建材期间费用率 (单位: %)



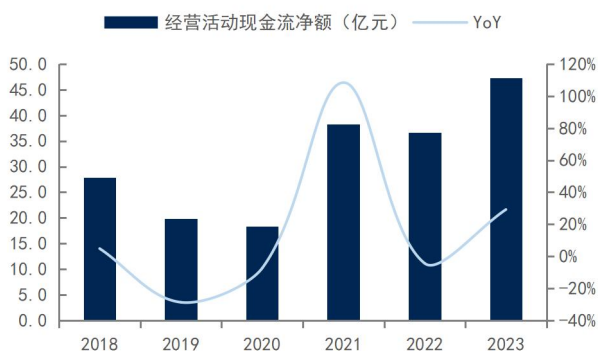
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 北新建材单季度期间费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 北新建材经营性现金流和增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 北新建材单季经营性净现金流和增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主业聚焦消费转型，完善两翼蓄力成长，维持“买入”评级。公司作为石膏板龙头，积极推进“一体两翼，全球布局”战略，石膏板主业市占率将继续提升，防水、涂料以及“石膏板+”加速拓展，目前联合重组嘉宝莉补强涂料翼已完成登记，并于2月29日纳入合并范围。此前，公司发布2023年股权激励方案，业绩考核目标超预期，彰显公司对未来发展的信心。预计24-26年EPS分别为2.50/3.07/3.35元/股，对应PE为11.1/9.0/8.3x，维持“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	556	547	3955	7112	11229	营业收入	19934	22426	26703	30964	33589
应收款项	2710	2450	2772	3246	3698	营业成本	14106	15725	18640	21477	23447
存货净额	2727	2593	2830	3306	3719	营业税金及附加	221	239	267	310	336
其他流动资产	1012	1112	1340	1545	1681	销售费用	760	950	1015	1177	1276
流动资产合计	10973	12285	16479	20791	25908	管理费用	1025	815	1302	1432	1444
固定资产	13753	14216	14771	15283	15765	研发费用	861	952	1068	1239	1344
无形资产及其他	2502	2510	2510	2525	2556	财务费用	106	85	81	45	18
投资性房地产	1112	1441	1441	1441	1441	投资收益	34	73	50	50	50
长期股权投资	265	208	192	156	130	资产减值及公允价值变动	(61)	(16)	(15)	(15)	(15)
资产总计	28605	30661	35395	40195	45800	其他收入	(379)	(788)	(968)	(1089)	(1144)
短期借款及交易性金融负债	284	1912	1000	1300	1430	营业利润	3311	3880	4465	5470	5959
应付款项	1863	2049	2471	2915	3247	营业外净收支	(28)	(112)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	3123	1652	2967	2822	3394	利润总额	3283	3768	4445	5450	5939
流动负债合计	5270	5612	6439	7037	8071	所得税费用	140	214	178	218	238
长期借款及应付债券	1490	870	1370	1370	1370	少数股东损益	7	31	36	44	48
其他长期负债	401	446	444	465	475	归属于母公司净利润	3136	3524	4231	5187	5653
长期负债合计	1891	1316	1814	1835	1845	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7161	6929	8253	8873	9916	净利润	3136	3524	4231	5187	5653
少数股东权益	488	367	392	423	462	资产减值准备	51	(44)	1	0	0
股东权益	20956	23365	26750	30900	35422	折旧摊销	772	829	1529	1674	1808
负债和股东权益总计	28605	30661	35395	40195	45800	公允价值变动损失	61	16	15	15	15
关键财务与估值指标						财务费用	106	85	81	45	18
每股收益	1.86	2.09	2.50	3.07	3.35	营运资本变动	1443	(1321)	951	(835)	(86)
每股红利	0.71	0.71	0.50	0.61	0.67	其它	(46)	64	25	31	38
每股净资产	12.40	13.83	15.83	18.29	20.97	经营活动现金流	5417	3067	6751	6073	7429
ROIC	14%	18%	21%	24%	25%	资本开支	0	(1152)	(2100)	(2215)	(2337)
ROE	15%	15%	16%	17%	16%	其它投资现金流	(1334)	(1613)	0	0	0
毛利率	29%	30%	30%	31%	30%	投资活动现金流	(1358)	(2709)	(2084)	(2179)	(2311)
EBIT Margin	15%	17%	17%	17%	17%	权益性融资	2	9	0	0	0
EBITDA Margin	19%	20%	22%	23%	22%	负债净变化	311	380	500	0	0
收入增长	-5%	12%	19%	16%	8%	支付股利、利息	(1202)	(1202)	(846)	(1037)	(1131)
净利润增长率	-11%	12%	20%	23%	9%	其它融资现金流	(2295)	1268	(912)	300	130
资产负债率	27%	24%	24%	23%	23%	融资活动现金流	(4076)	(367)	(1258)	(737)	(1001)
股息率	2.6%	2.6%	1.8%	2.2%	2.4%	现金净变动	(17)	(9)	3409	3156	4117
P/E	14.9	13.3	11.1	9.0	8.3	货币资金的期初余额	572	556	547	3955	7112
P/B	2.2	2.0	1.8	1.5	1.3	货币资金的期末余额	556	547	3955	7112	11229
EV/EBITDA	14.5	11.8	9.3	8.0	7.5	企业自由现金流	0	1888	4613	3741	4897
						权益自由现金流	0	3536	4125	3997	5010

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032