

投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-07-26
收盘价(元)	27.28
流通股本(亿股)	16.32
每股净资产(元)	14.34
总股本(亿股)	16.90

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖
SAC 证书编号: S0160522070001
bich@ctsec.com

相关报告

- 《Q1 业绩略超预期，经营现金流亦有改善》 2024-04-28
- 《一体稳扎稳打，两翼蓄势待发》 2024-03-21
- 《一体两翼稳步推进，涂料领域再下一城》 2023-10-27

核心观点

- ❖ **石膏板是高集中度的稳健市场，龙头尚存提价空间：**华经产业研究院显示 2022 年我国石膏板市场规模约 169 亿元，增速稳定，2022 年公司石膏板产量口径市占率已经达到 68%。海外经验看，石膏板头部企业大多为综合型建材供应商，产品线丰富，且基于较高议价能力，营业利润率维持较高水平。美国石膏板市场提价存在一定规律：首先下游新开工及翻新需求旺盛，其次龙头率先提价，接着其他石膏板企业跟随提价。我国石膏板龙头市占率远超海外，因此议价能力或更为显著。从价格对比来看，公司旗下“泰山”、“龙牌”两大石膏板品牌价格带较海外同规格产品价格带略低，仍有一定提升空间。
- ❖ **一体两翼持续贯彻，稳健之余迎成长：**公司是石膏板行业龙头，“一体”稳健“两翼”成长。①**一体：价增本降为核心，龙骨配套率提升为增量。**石膏板业务方面，经验丰富、市占率高、质量较优、结构调整等多重因素下，公司强议价能力被证明，石膏板均价从 2015 年 4.45 元/平提升至 2023 年 6.34 元/平。同时降本持续进行中，护面纸自给率持续提升，且每提升 10pct，石膏板毛利率提升 0.9pct，40 万吨产能完全投产后有望基本实现自给。同时公司率先占据火电厂周围有利位置建厂，直接获得火电厂生产过程中的副产品脱硫石膏且有效控制运输成本。龙骨业务方面，当前配套率 10% 左右，公司产能投放下龙骨尚有较大提升空间。②**两翼：防水+涂料腾飞在即，强现金流筑安全边际。**公司以石膏板产生的丰富资金拉动其他建材业务发展，比如支持公司进行一系列收购来快速提升防水和涂料市占率，同时支持其逆势扩张。2021-2023 年公司防水建材分部净利率分别为 6.3%/-3.1%/3.9%，2023 年利润率提升显著，一方面系沥青价格高位下行，另一方面系 2023 年以来防水业务快速做强，规模效应显著。此外，公司培育涂料业务，收购嘉宝莉，当前涂料行业竞争格局仍未稳定，公司有望通过收并购在涂料行业立稳脚跟，持续扩大市场份额。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 42.31/49.19/56.15 亿元，同增 20%/16%/14%，最新收盘价对应 PE 为 10.9x/9.4x/8.2x，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观环境波动风险、原材料价格大幅上行、行业竞争加剧

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20155	22426	28265	31708	34717
收入增长率(%)	-4.44	11.27	26.04	12.18	9.49
归母净利润(百万元)	3144	3524	4231	4919	5615
净利润增长率(%)	-10.48	12.07	20.05	16.28	14.15
EPS(元/股)	1.86	2.09	2.50	2.91	3.32
PE	13.91	11.20	10.89	9.37	8.21
ROE(%)	14.92	15.08	16.20	16.78	17.04
PB	2.08	1.69	1.76	1.57	1.40

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 07 月 26 日收盘价计算）

内容目录

1	40 年征程，厚积薄发砥砺前行.....	6
1.1	石膏板行业龙头，一体两翼快速成长.....	6
1.2	股权结构稳定，激励计划彰显公司对未来信心.....	8
1.3	提价增收降本增利，现金流持续维持较高水平.....	9
2	石膏板是高集中度的稳健市场，龙头尚存提价空间.....	11
2.1	石膏板百亿元市场，公司约占七成份额.....	11
2.2	看海外：龙头具备议价权，上行周期率先提价.....	14
2.3	看国内：消费量和应用场景有望拓宽，龙头尚存提价空间.....	19
3	一体稳健，两翼迸发.....	21
3.1	一体：石膏板价增本降为核心，龙骨配套率提升创增量.....	21
3.1.1	强议价权+产品结构优化，石膏板量稳价增.....	21
3.1.2	护面纸自给、石膏资源绑定，降本持续进行中.....	25
3.1.3	龙骨产能投放配套率提升，成本下行有望贡献业绩增量.....	30
3.2	两翼：防水+涂料腾飞在即，强现金流筑安全边际.....	32
3.2.1	防水：雄厚资金实力下，防水业务扩张具备相对优势.....	32
3.2.2	涂料：收并购持续推进，市场份额有望提升.....	39
4	盈利预测与投资建议.....	42
4.1	盈利预测.....	42
4.2	投资建议.....	45
5	风险提示.....	45

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	6
图 2.	公司围绕“一体两翼”战略，聚焦石膏板主业并向防水、涂料延伸.....	8
图 3.	公司第一大股东中国建材股份有限公司持股 37.83%（截至 2024 年一季报）.....	9
图 4.	2024Q1 公司营业收入 59.44 亿元同比+24.62%.....	10
图 5.	2023 年公司石膏板业务占比 61%.....	10
图 6.	2024Q1 公司毛利率/归母净利率为 28.7%/13.8%.....	10
图 7.	2019 年至今销售费用率逐年提升.....	10

图 8. 公司资产和信用减值损失率维持较低水平.....	11
图 9. 2024Q1 公司归母净利润 8.22 亿元同比+38.11%.....	11
图 10. 2021 年以来公司经营现金流持续维持较高水平.....	11
图 11. 2023 年公司 ROE（摊薄）为 15.08%，处于同行较高水平.....	11
图 12. 2022 年石膏板产能/产量分别为 48.7/30.7 亿方.....	12
图 13. 2022 年我国石膏板规模为 169 亿元同比-12%.....	12
图 14. 石膏板原材料包括护面纸和石膏浆，分别占总成本 40%/20%.....	13
图 15. 2021 年公司石膏板市占率约为 69%（产能口径）.....	13
图 16. 石膏板生产流程一览.....	14
图 17. 圣戈班成立于 17 世纪，后续通过收并购进入新领域.....	15
图 18. 可耐福于 1932 年开始生产石膏板，后进军全球市场、开展多元业务.....	16
图 19. USG 于 1902 年成立，不断打通国际市场，拓宽业务范围.....	17
图 20. 2018 年圣戈班绝缘材料和石膏业务收入占比 17%.....	17
图 21. 2018 年圣戈班绝缘材料和石膏业务营业利润率为 10.5%.....	17
图 22. 2018 年 USG 墙板和饰面业务收入占比 54%.....	18
图 23. 2018 年 USG 墙板和饰面业务营业利润率为 12.9%.....	18
图 24. USG 及 National Gypsum 是美国前两大石膏板制造商.....	18
图 25. 美国头部石膏板企业营业利润率维持较高水平.....	18
图 26. 我国人均石膏板消费量还有较大提升空间.....	19
图 27. 我国/美国石膏板住宅需求占比约 30%/80%.....	20
图 28. 我国/美国石膏板墙体需求占比约 30%/80%.....	20
图 29. 2018 年美国石膏板需求结构以重装为主.....	20
图 30. 公司石膏板市占率总体呈现提升趋势.....	23
图 31. 2015 年以来龙牌石膏板销量占比持续提升.....	24
图 32. 龙牌石膏每平方高于泰山石膏 2-3 元左右.....	24
图 33. 石膏板平均价格整体较稳.....	25
图 34. 2021 年起国废价格提升显著，2022 年下半年以来国废价格有所回落.....	26
图 35. 博汇纸业石膏护面纸销售均价跟随原材料波动.....	26
图 36. 2020 年护面纸 CR4 约为 90%.....	26
图 37. 2020 年护面纸前 4 企业已投产产能合计 111 万吨.....	26
图 38. 2020 年我国脱硫石膏产量/综合利用量分别为 1.47/1.07 亿吨.....	29
图 39. 公司所使用的脱硫石膏占全国用于生产的脱硫石膏产量的 60%左右.....	29
图 40. 公司运输费用占营业成本比例维持在 1.8%以内.....	29

图 41. 2021 年以来煤炭均价呈现较大幅度波动.....	30
图 42. 轻钢龙骨和石膏板组成吊顶的示意图.....	30
图 43. 2022 年我国龙骨市场规模约为 320 亿元.....	31
图 44. 2023 年公司龙骨营收 22.90 亿元.....	31
图 45. 2020-2022 年公司龙骨配套率持续提升	31
图 46. 2023 年以来冷轧带钢平均价格同比有所下降.....	32
图 47. 公司龙骨业务毛利率和原材料价格成反比.....	32
图 48. 公司 2019 年通过收并购进军防水领域.....	33
图 49. 截至 2021 年底公司拥有 15 大生产基地（收购远大洪雨前）	33
图 50. 通过石膏板累积的雄厚资金实力可支持防水、涂料业务的发展.....	35
图 51. 公司轻质建材分部稳定产生较高的经营现金流净额.....	35
图 52. 2023 年公司防水卷材/防水涂料收入实现增速 29%/30%.....	37
图 53. 2022 年东方雨虹/科顺股份/公司市占率为 20.2%/5.1%/2.6%（规模以上防水企业口径）	37
图 54. 2023 年公司东方雨虹/科顺股份防水卷材毛利率分别为 19%/28%/21%.....	37
图 55. 2023 年公司防水建材分部/东方雨虹/科顺部分净利率分别为 3.9%/7.0%/-4.3%	37
图 56. 公司轻质建材分部应收账款占营收比重较低.....	38
图 57. 公司防水建材分部应收账款占营收比重较高.....	38
图 58. 2020-2023 年公司防水建材分部应收账款周转率为 2.11/2.07/1.67/2.04.....	38
图 59. 公司 2016 年成立龙牌涂料，2019 年开始大力培育涂料业务.....	39
图 60. 嘉宝莉 2022 年收入 36.09 亿元.....	41
图 61. 2023 年嘉宝莉全球涂企排名提升至 27 名.....	41
图 62. 2022 年我国建涂市场中立邦/三棵树/多乐士市占率分别为 13.3%/6.2%/4.4%.....	42
表 1. 2004-2018 年公司通过投资建设生产线和收购公司等方式实现业务规模的飞速扩张.....	7
表 2. 石膏板按产品可分为纸面、装饰、无纸面、空心条板以及纤维板等 5 类.....	12
表 3. 圣戈班、可耐福、顶诺等外资品牌在国内亦处于领先地位.....	13
表 4. 圣戈班多元业务情况一览.....	15
表 5. 可耐福收购多家石膏板以及建材相关行业公司.....	16
表 6. 各石膏板龙头企业业务范围对比.....	21
表 7. 海外石膏板价格带较龙牌、泰山略高.....	21
表 8. 公司多品牌覆盖范围广.....	22
表 9. 2023 年龙牌、泰山、梦牌为 500 强房开商首选石膏板供应商的第 1/2/8 名.....	23
表 10. 泰山金砖石膏板性能优于普通纸面石膏板.....	24

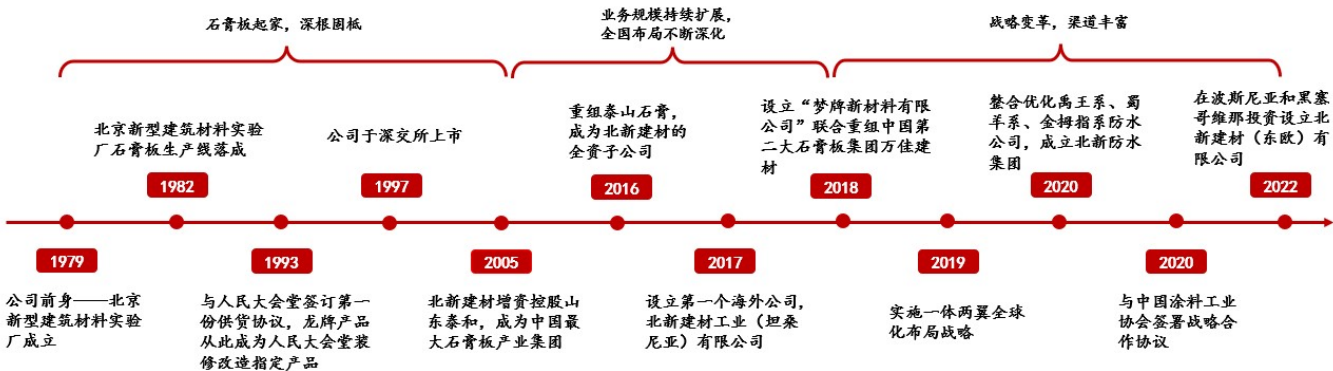
表 11. 泰山石膏单位成本分拆（以燃煤为例）	25
表 12. 泰山石膏子公司泰和纸业拥有 68 万吨护面纸规划产能.....	27
表 13. 2019/2020Q1-3 公司护面纸自给率分别约为 35%/59%	27
表 14. 护面纸自给率提升 10/30pct，石膏板单位成本下降 0.05/0.15 元/平，毛利率提升 0.9/2.6pct..	27
表 15. 脱硫石膏、磷石膏相较于天然石膏成本较低.....	28
表 16. 带钢价格下降 10%，龙骨单位毛利率提升 6.4pct	32
表 17. 公司主要防水基地产能一览.....	33
表 18. 北新防水旗下拥有 7 大防水品牌.....	34
表 19. 北新防水业务整合历程一览.....	36
表 20. Top500 地产商防水首选品牌榜单中，北新防水以及旗下防水品牌首选率持续提升	39
表 21. 公司旗下拥有龙牌、灯塔 2 个建筑涂料品牌，目前进军工业涂料.....	40
表 22. 嘉宝莉 2022 年归母净利润对应收购 PE 为 19.37x.....	40
表 23. 嘉宝莉 2024-2026 年承诺扣非归母净利润为 4.13/4.62/5.19 亿元	40
表 24. Top500 地产商涂料首选品牌榜单中，嘉宝莉稳定维持在前 10 名	41
表 25. 2022-2026E 收入拆分	44
表 26. 可比公司估值表（截至 2024 年 7 月 26 日）	45

1 40 年征程，厚积薄发砥砺前行

1.1 石膏板行业龙头，一体两翼快速成长

公司是石膏板行业龙头企业，主营产品为石膏板和龙骨。经过 40 年的发展，公司石膏板年产能突破 30 亿平方米，旗下拥有龙牌、泰山、梦牌等诸多品牌。2019 年公司正式实施“一体两翼全球化布局”战略，开启了向消费类建材制造服务商转型的新征程。

图1.公司发展历程



数据来源：公司官网，财通证券研究所

(1) 1979-2003 年：石膏板起家，深根固柢

1979 年，公司前身北京新型建筑材料实验厂成立，随后落成第一条石膏板生产线，生产销售龙牌石膏板产品。1993 年与人民大会堂签订供货协议，龙牌产品从此成为人民大会堂装修改造指定产品，知名度与认可度不断提升。1997 年公司成功在深交所上市，同时开启了石膏板二线建设。

(2) 2004-2018 年：业务规模持续扩展，全国布局不断深化

公司自深交所上市后，正式进行全国生产线布局。2004 年公司发布“3 年 3 亿平方米，力争中国第一”的宏伟目标，并通过投资建设生产线和收购公司等方式实现业务规模的飞速扩张。2006 年公司石膏板业务规模达 4 亿平方米，稳居中国第一，2009 年实现全国 10 亿平方米石膏板产业布局，2012 年达到 16.5 亿平方米，跃居世界第一。

表1.2004-2018年公司通过投资建设生产线和收购公司等方式实现业务规模的飞速扩张

布局业务	方式	时间	详情
轻钢龙骨	业务投资	2004年	薄板钢骨住宅生产线在北新房屋有限公司厂房内建成投产。
石膏板	业务投资	2004年	投建苏州工业园区北新（苏州）住宅产业化生产基地，河北涿州开发区5000万平方米石膏板生产线，山东枣庄市山亭工业园区3000万平方米纸面石膏板生产线。
石膏板	收购	2005年3月	增资控股山东泰和，成为中国最大石膏板产业集团。
石膏板	业务投资	2006年11月	在宁海县临港开发区举行宁波石膏板产业基地奠基仪式。
石膏板	业务投资	2007年5月	在四川省广安市投资建设的广安3000万平方米石膏板产业基地奠基。
石膏板	业务投资	2007年5月	在江苏省太仓市太仓港港口开发区投资建设的太仓6000万平方米石膏板产业基地奠基。
石膏板、新型建材	业务投资	2007年6月	在武汉隆重举行新型建材产业基地奠基典礼。
石膏板	业务投资	2008年12月	肇庆年产3000万平米石膏板生产线点火试产庆典在广东省高要市金淘工业园举行。
石膏板	业务投资	2009年6月	公司故城年产3000万平方米石膏板生产线奠基典礼隆重举行。
石膏板	业务投资	2009年12月	12月，随着镇江3000万平方米石膏板生产线奠基，公司已投产和在建生产线达到43条，全国10亿平方米石膏板产业布局顺利完成。
石膏板	业务投资	2010年12月	平邑石膏板生产线投产庆典暨公司10亿平方米石膏板全国布局建设完成发布会隆重举行。
石膏制品	设立子公司	2016年9月	公司和世界500强法国圣戈班集团筹划组建“龙牌圣戈班石膏制品有限公司”达成一致并签署协议
石膏板、龙骨、装饰板	收购	2016年	中国证监会正式批复同意公司换股重组泰山石膏重组方案，泰山石膏成为公司的全资子公司。
大宗建材	设立子公司，业务投资	2017年12月	设立北新建材工业（坦桑尼亚）有限公司，建设公司第一个海外生产基地，开启全球化产业布局
石膏板、龙骨以及新型建筑材料	设立子公司，收购	2018年6月	公司设立“梦牌新材料有限公司”联合重组中国第二大石膏板集团万佳建材系列企业。

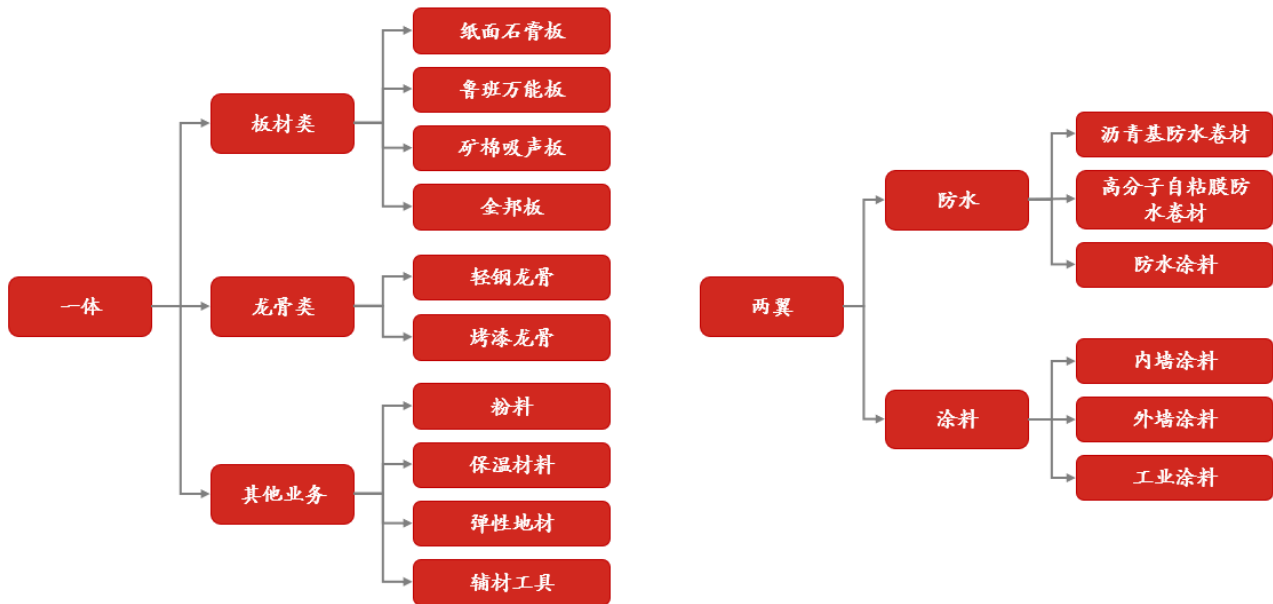
数据来源：公司官网，财通证券研究所

（3）2019年至今：战略变革，渠道丰富

2019年，公司正式开始实施“一体两翼，全球化布局”战略，在持续做强做优石膏板和石膏板+业务的同时，加快做大防水、涂料两大业务，推动布局非洲、中亚、中东、东南亚等新兴国际市场。

产品端，公司围绕“一体两翼”战略，聚焦石膏板主业并向防水、涂料延伸，构建完善的产品技术解决方案。“一体”为板材和龙骨业务，“两翼”分别为防水业务和涂料业务，各业务领域下各有多种产品品类。2019年公司先后联合重组全国知名领军品牌禹王防水、中原区域防水龙头企业金拇指防水、西南地区防水龙头企业蜀羊防水。2020年公司在禹王系、蜀羊系、金拇指系防水公司的基础上进行整合优化，成立统一的经营管理公司北新防水集团。同年，公司与中国涂料工业协会签署战略合作协议，宣告涂料发展战略布局全面启航。从业绩端来看，公司在2020年以及2021年实现收入增速26.12%/25.15%，防水卷材、防水涂料、防水工程收入总占比达17.12%/17.89%，防水业务开拓对营收推动成效显著。

图2.公司围绕“一体两翼”战略，聚焦石膏板主业并向防水、涂料延伸



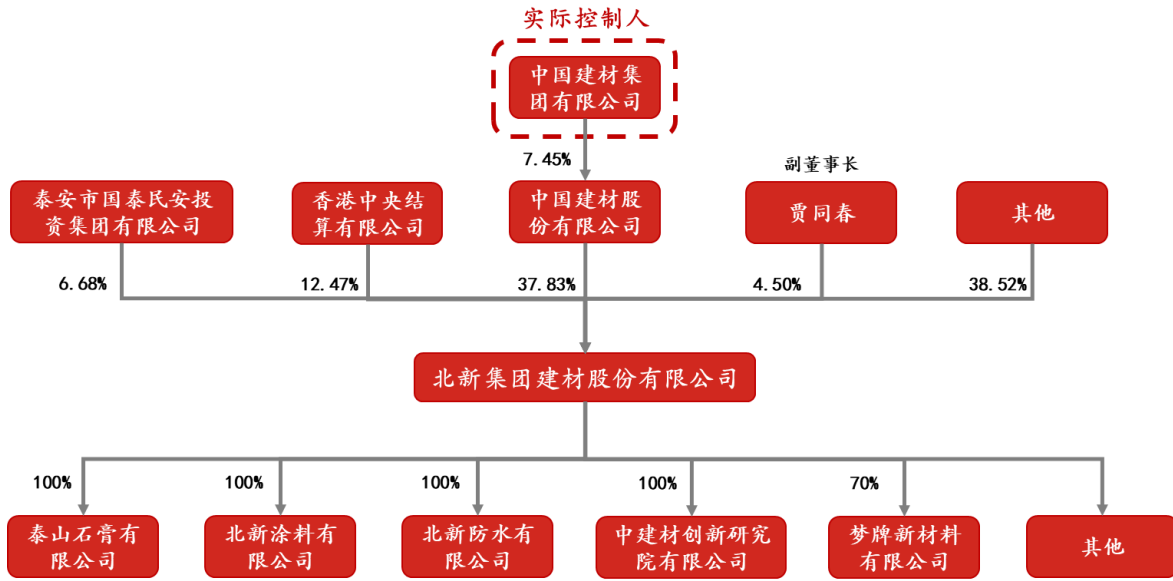
数据来源：公司官网，财通证券研究所

渠道端，公司在持续布局大型地产商客户之余，大力拓展家装渠道。2019年5月，公司同产业链上下游近百家房地产公司、建筑装饰公司及设计院达成战略合作伙伴关系，联手深装集团签署中国装饰行业首个独家供货战略协议，并与深装协会26家中国百强装饰企业达成战略合作关系。2020年，与北京市建筑装饰协会4家副会长装饰企业签署战略合作协议，同年与厦门市建筑装饰协会17家会员企业签订战略合作协议。

1.2 股权结构稳定，激励计划彰显公司对未来信心

公司股权结构稳定，第一大股东中国建材股份有限公司持股37.83%。实际控制人为中国建材集团有限公司。尹自波担任集团董事长及法人，贾同春担任副董事长。下属控股公司、子公司数量众多，包括泰山石膏、北新防水、北新涂料等。

图3.公司第一大股东中国建材股份有限公司持股 37.83%（截至 2024 年一季度）



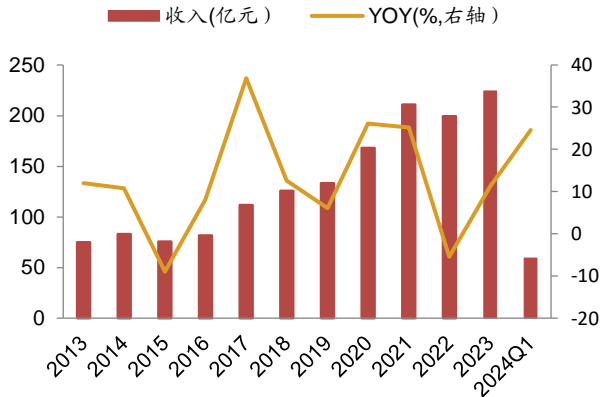
数据来源：wind，财通证券研究所

激励计划强有力，彰显公司对未来信心。2023 年 12 月 29 日，公司发布限制性股票激励计划，拟以 13.96 元/股的价格授予不超过 1290 万股，约占当期总股本 0.76%，激励对象不超过 347 人，包括公司董事、高级管理人员、核心骨干人员等。同时 2024-2026 年扣非归母净利润不低于 42.65/61.64/64.73 亿元，扣非 ROE 不低于 17%/18%/19%，且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平。

1.3 提价增收降本增利，现金流持续维持较高水平

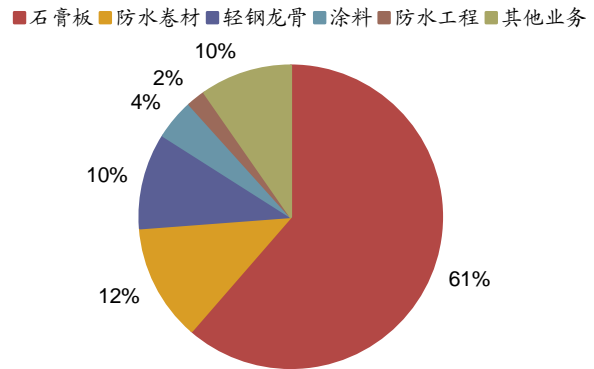
2023 年收入增速修复，提价持续进行时。在石膏板业务产能全国布局，渠道快速扩张的基础上，2013-2021 年以来公司营业收入总体呈现上升趋势，2022 年受到地产波动及疫情影响收入增速下滑，2023 年收入实现同比增速 11.27%，主要系公司多元业务齐发力，石膏板价稳叠加防水业务放量。分业务来看，石膏板是公司主要的收入和利润来源，2023 年收入占比 61%；2019 年起防水建材通过收并购快速扩张，2023 年防水卷材收入占比为 12%。

图4.2024Q1 公司营业收入 59.44 亿元同比+24.62%



数据来源: wind, 财通证券研究所

图5.2023 年公司石膏板业务占比 61%



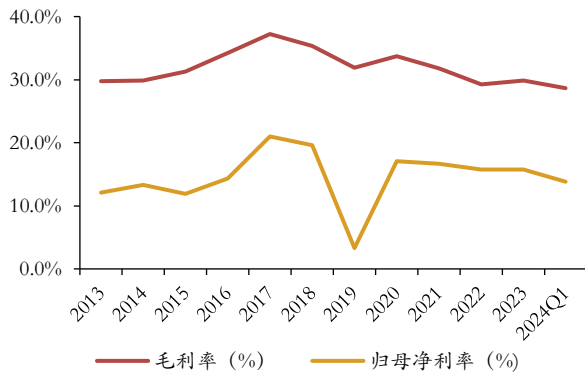
数据来源: wind, 财通证券研究所

公司降本增效措施平滑毛利率，规模效应下期间费用率下行。公司主营产品纸面石膏板的生产成本由原材料（护面纸、石膏、煤炭等）、燃料动力成本和人工成本构成，护面纸、石膏、煤炭等原材料采购价格受市场价格波动而变化，带动毛利率变化，但公司产品结构调整、护面纸自产以及各类降本增效措施能够在原材料波动下平滑毛利率。

费用率来看，2019 年以来销售费用率逐年提升，主要系防水、涂料业务开始发力，2023 年公司管理费用率有所下降，2024Q1 继续维持下行趋势，“一毛钱”降本成效显著。

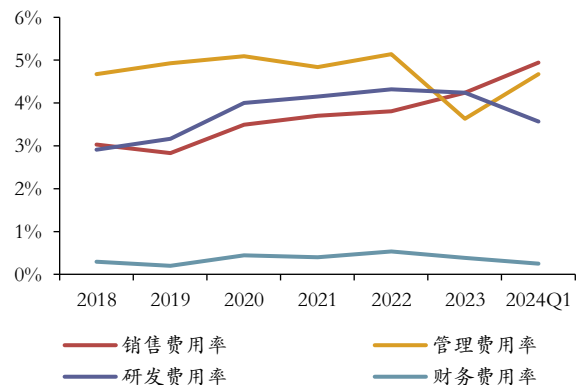
2020 年以来公司归母净利率基本维持稳定，盈利能力较强。2019 年净利润大幅收缩，主要系 2018 年的美国石膏板诉讼和解费用在 2019 年支付，同时公司相继收购蜀羊防水、禹王防水、金姆指防水，防水品类投资增加。后续防水涂料规模扩大成本摊薄，叠加石膏板降本提价下，2020 年以来公司归母净利率基本维持稳定。绝对值来看，2023/2024Q1 归母净利润同比+12.07%/+38.11%，凸显盈利韧性。

图6.2024Q1 公司毛利率/归母净利率为 28.7%/13.8%



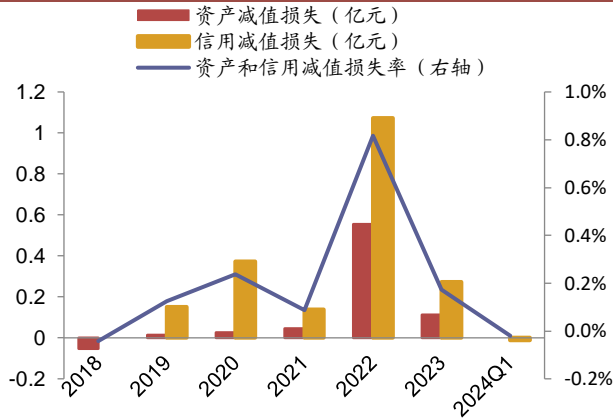
数据来源: wind, 财通证券研究所

图7.2019 年至今销售费用率逐年提升



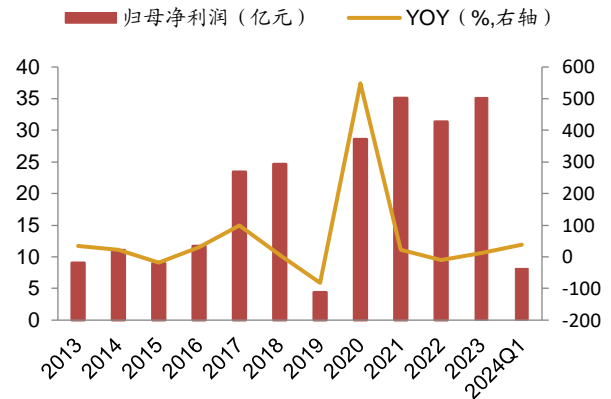
数据来源: wind, 财通证券研究所

图8.公司资产和信用减值损失率维持较低水平



数据来源: wind, 财通证券研究所

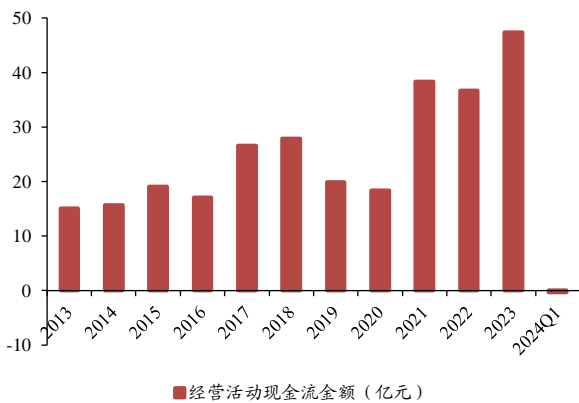
图9.2024Q1 公司归母净利润 8.22 亿元同比+38.11%



数据来源: wind, 财通证券研究所

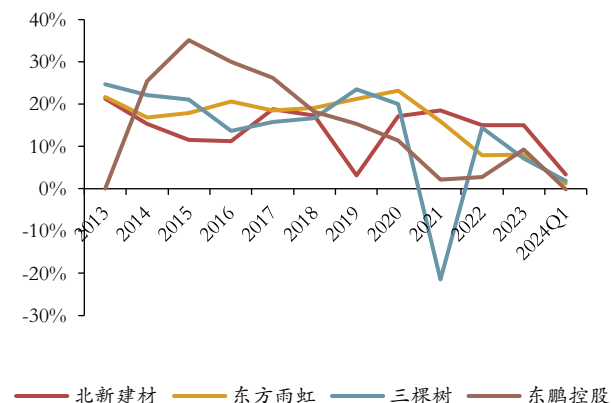
公司现金流稳定维持较高水平，主要系石膏板业务位于竣工链，以零售渠道为主。2019年现金流下滑系诉讼和解费用支出增加，2021年以来经营现金流重回正常水平，经营质量提升。经营稳健下净利率保持稳定，使得公司ROE处于行业相对较高水平。

图10.2021 年以来公司经营现金流持续维持较高水平



数据来源: wind, 财通证券研究所

图11.2023 年公司 ROE（摊薄）为 15.08%，处于同行较高水平



数据来源: wind, 财通证券研究所

2 石膏板是高集中度的稳健市场，龙头尚存提价空间

2.1 石膏板百亿元市场，公司约占七成份额

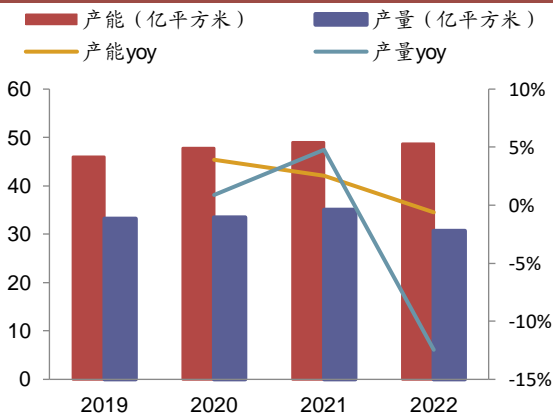
石膏板是工业与民用建筑内部装修广泛采用的一种新型建筑板材。石膏板作为一种装修材料，属于地产后周期产业，一般在房屋竣工后装修前期开始做石膏板吊顶、隔墙等的基础装修，目前广泛用于住宅、办公楼、商店、旅馆和工业厂房等各种建筑物的内隔墙、墙体覆面板（代替墙面抹灰层）、天花板、吸音板、地面基层板和各种装饰板等。

表2.石膏板按产品可分为纸面、装饰、无纸面、空心条板以及纤维板等5类

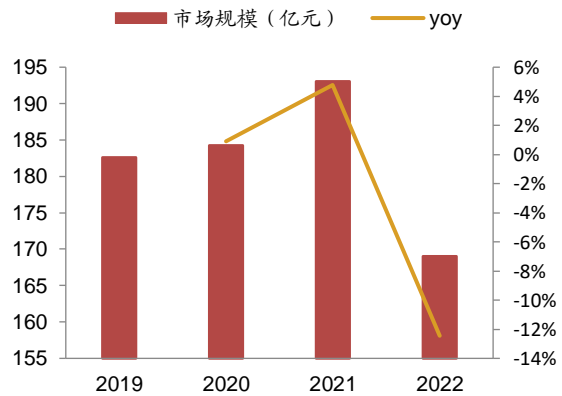
产品	示意图	主要原料	特性	使用场景
纸面石膏板		石膏料浆为夹芯，两面用纸作护面	质地轻、强度高、防火、防蛀、易于加工等，可用于内墙、隔墙和吊顶	普通纸面石膏板：内墙、隔墙和吊顶；耐水纸面石膏板：卫生间、厨房、浴室等贴瓷砖、金属板的衬板
装饰石膏板		建筑石膏为主要原料，掺加少量纤维材料	呈现多种图案花饰，轻质、防火、防潮、易加工、安装简单	适用中高档装饰，可装饰墙面，做护墙板及踢脚板，代替石材或水磨石
无纸面石膏板		建筑石膏为主要原料，以纤维为增强材料	代木板材，外表省去护面纸，性能比纸面石膏板更加优越	主要用作墙板、铺地板、防火板及其他代木领域，也可作电工绝缘板材
石膏空心条板		在建筑石膏基础上掺加适量轻质填充料或纤维材料的空心板材	不需要用纸和粘结剂，安装无需龙骨，是空心板材	主要用于内墙和隔墙
纤维石膏板		掺加了适量纤维增强材料	抗弯强度好，还可做成石膏吸音板、耐火板绝热板和石膏复合板等	主要用于内墙和隔墙，以及其他代木领域

数据来源：石膏建材网，财通证券研究所

我国石膏板百亿市场规模，产能较为稳定。截至2022年，我国石膏板产能达48.7亿平方米，产量达30.7亿平方米，总体市场规模约为169亿元。2021年以前整体来看产能及市场规模增速较为稳定，2022年以来受到地产波动影响，我国石膏板产能、产量、市场规模分别同比下降0.6%/12.5%/12.5%。

图12.2022年石膏板产能/产量分别为48.7/30.7亿方


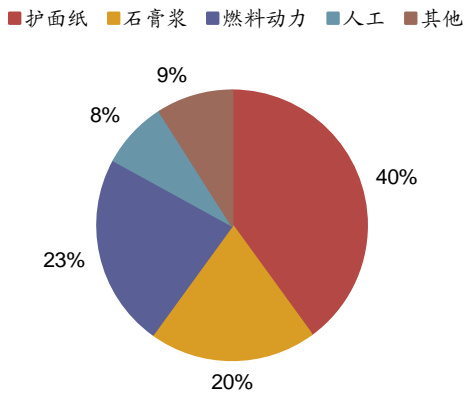
数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

图13.2022年我国石膏板规模为169亿元同比-12%


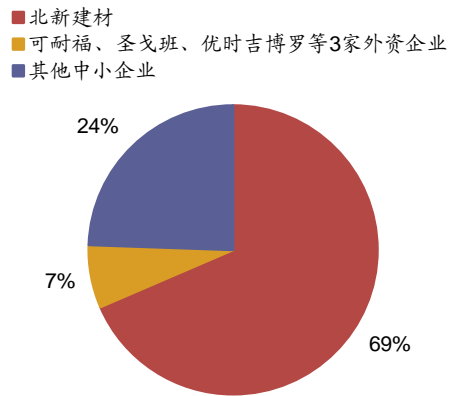
数据来源：华经产业研究院，财通证券研究所

石膏板产业链包括：

1)上游：石膏板以石膏为主要原料，煅烧为建筑石膏后加入少量添加剂与水搅拌，连续浇注在两层护面纸之间，再经过凝固、干燥而成。具体来看，石膏板原材料包括护面纸和石膏浆，石膏浆成本占比约为20%、护面纸成本占比约为40%；燃料动力（主要包括煤炭和电力）成本占比约为23%；人工成本约占8%。

图14.石膏板原材料包括护面纸和石膏浆，分别占总成本 40%/20%


数据来源：杰森新材料公众号，财通证券研究所

图15.2021年公司石膏板市占率约为69%（产能口径）


数据来源：前瞻经济学人，财通证券研究所

2) 中游：我国石膏板行业集中度较高，公司为绝对龙头。我国石膏板行业参与者分为3类：①公司是龙头，2021年市占率高达69%（产能口径）；②海外高端品牌，包括可耐福、圣戈班、顶诺（前身为优时吉博罗）等，3家外资企业占据7%的市场份额，2021年其在中国境内的石膏板合计产能约为3.44亿方；③其他中小企业，数量较多，约为300家左右，而规模较小、管理较为不规范。

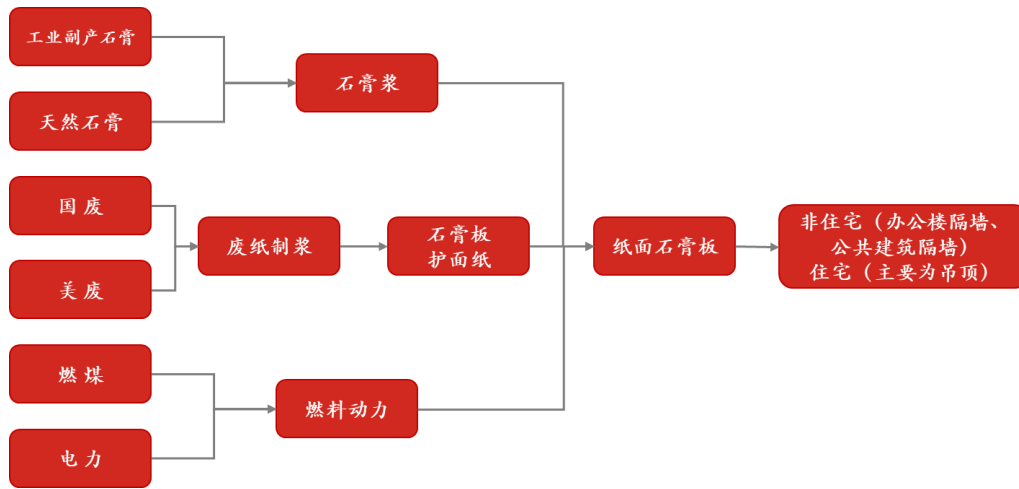
表3.圣戈班、可耐福、顶诺等外资品牌在国内亦处于领先地位

名称	成立国家	成立年份	进入中国年份	国内产能	国内情况
公司	中国	1979年	-	2023年石膏板35亿方产能	全球最大的石膏板产业集团之一，2023年石膏板收入约138亿元人民币
圣戈班	英国	1665年	1985年	2021年，上海/常州/葫芦岛共有8700万方石膏板产能以及16万吨石膏粉产能	2018年圣戈班在华拥有6570名员工，实现12.09亿欧元销售额
可耐福	德国	1932年	1995年	截至2018年，每年为中国提供近1.5亿方的绿色建材产品	2021年国内高端板材市场中占有近15%的份额
顶诺	德国	1916年	2015年	2023年，在中国不同省份拥有8个基地	2021/4可耐福收购优时吉博罗，顶诺继承优时吉博罗在中国20余年的品牌资产，继续提供优质的产品和系统解决方案

数据来源：公司公告，圣戈班、可耐福、顶诺官网，财通证券研究所

3) 下游：据公司2022年报，我国现阶段，商业和公共建筑装饰装修领域为石膏板主要消费市场，占比约70%，石膏板在住宅领域应用还处于推广发展阶段，占比约30%。在住宅领域中，约70%集中于吊顶领域，于隔墙领域应用尚少。

图16.石膏板生产流程一览



数据来源：杰森新材料公众号，财通证券研究所

2.2 看海外：龙头具备议价权，上行周期率先提价

石膏板最早于 1890 年由美国人发明制造，1917 年传入欧洲，随后才在我国开始工业化生产，我们可以通过复盘海外巨头发展历程，从而归纳我国石膏板企业的未来趋势。

1) 圣戈班：聚焦于轻型与可持续建筑领域的全球化企业

17-19 世纪：圣戈班成立于 17 世纪，迄今有 300 余年历史，其前身是皇家玻璃加工坊，主要负责承接凡尔赛宫等大量的皇室订单。1678 年承建了凡尔赛宫的镜廊，18 世纪初圣戈班规范了工厂的实际生产流程，确保了制造工艺和生产效率。

19-20 世纪：圣戈班蓬勃发展，开始全球化布局，同时实现业务多元化。圣戈班 18 世纪开始从法国走向国际化，1829 年进入美国市场，1858 年于德国曼海姆和斯托尔伯格成立分公司，此后先后进驻了意大利（1888 年）、比利时（1898 年）、西班牙（1905 年）。

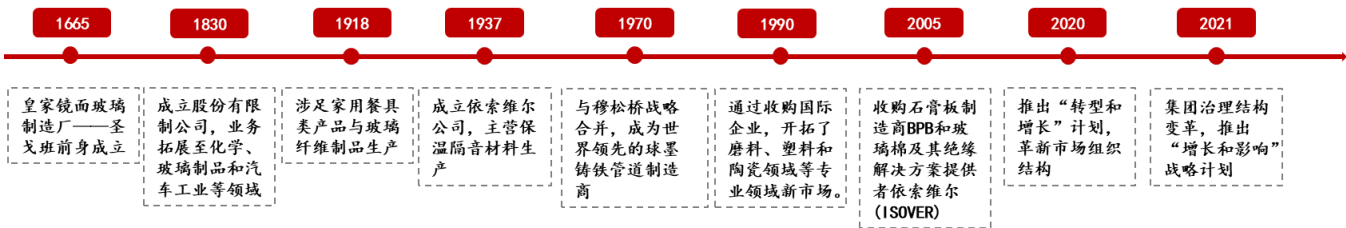
20-21 世纪：圣戈班通过收并购进入新领域。20 世纪初，圣戈班开始涉足玻璃纤维制造，并将这项创新技术用于绝缘材料、工业纺织品和建筑增强材料的制造，改进玻璃制造技术。1970 年圣戈班与球墨铸铁管生产商穆松桥合并，进入管道领域。1990 年通过收购国际企业不断扩大全球业务范围，包括磨料、塑料和陶瓷领域等专业领域。2005 年，通过收购全球领先的石膏板制造商 BPB 和玻璃棉及其绝缘解决方案提供者依索维尔（ISOVER），圣戈班继续拓宽建材业务范围，成为室内解决方案领域的全球领导者。自此，圣戈班聚焦于可持续发展建筑市场，为节能环保需求提供创新解决方案，从而改善居住环境。

表4.圣戈班多元业务情况一览

业务	品牌	品牌标识	进入时间	方式	主要产品	销售范围
玻璃与汽车玻璃	圣戈班		1665年	-	窗户、落地窗、阳台及温室玻璃墙、玻璃屋顶、天井和入口门以及汽车玻璃	集团业务遍及全球76个国家
砂浆与防水	韦伯		1900年	子公司	外墙饰面及保温系统、瓷砖铺贴系统、地坪系统、砂浆系统	在69个国家拥有200家工厂
石膏与建材	杰科		2005年	收购	石膏板、保温材料等	在70个国家拥有130多家工厂
管道	穆松桥		1970年	收购合并	塑料管道、球墨铸铁管道系统、新风浅层地热交换系统	9个国家拥有21家分公司，员工人数超1万名
磨料磨具	诺顿		1990年	收购	粘合剂、密封剂、涂料、油漆、胶带、毛刷等	全球拥有8个工厂以及2200名员工
高性能塑料	舒热佳		2011年	收购	汽车膜、建筑膜以及各类高分子聚合物产品	畅销90个国家，全球有20多个分销中心和5000多家安装商
研磨介质	西普		2005年	收购	氧化锆、碳酸锆等研磨制品及其衍生物	在全球有13个销售代表处，12家工厂和4个研发中心
陶瓷材料	西普		2005年	收购	陶瓷颗粒与粉末、特种耐火材料、陶瓷系统及快蜡实业等	在全球有13个销售代表处，12家工厂和4个研发中心

数据来源：圣戈班官网，财通证券研究所

图17.圣戈班成立于17世纪，后续通过收并购进入新领域



数据来源：圣戈班官网，圣戈班招聘公众号，中建协认证公众号，财通证券研究所

2) 可耐福：著名建筑系统与绿色建材的制造商

1932年，可耐福在佩尔开设石膏生产厂，1958年在德国Iphofen建造首家石膏板生产厂，奠定了石膏板行业的坚实基础。1971年，在奥地利成立首家境外子公司，1978年收购美国一家玻璃棉保温材料生产厂，开始了进军全球市场的进程。随后，公司业务版图遍及欧洲、南美、北非、澳洲以及亚太地区。2002年收购德国AMF公司以及ALCOPOR集团欧洲保温材料业务，2019年收购美国优时吉以及欧洲和亚洲的阿姆斯壮发展天花业务，公司进一步向建筑材料领域发展。近年来，公司战略聚焦向经济快速发展的亚太地区，2021年收购澳洲拉法基集团石膏业务，同时在中国、韩国、泰国、印度尼西亚、新加坡等在内的国家均设有可耐福的生产基地或办事处。目前，可耐福全球销售网络遍布90个国家和地区，拥有超过12个子品牌、300个生产基地、逾41500名员工。

表5.可耐福收购多家石膏板以及建材相关行业公司

收购标的	收购年份	经营范围	行业地位
优时吉博罗集团	2021	主要为石膏板	高端建材行业领头羊，1909年收购 Sackett 公司，其最早发明了由纸包覆表面的石膏板，1916年后石膏板在美国被广泛使用
Richter System	1979	墙面和天花板的轻钢龙骨及金属配件制造商	是欧洲天花板和墙壁干衬系统的领先制造商之一，拥有 4000 余种产品
Danogips A/S	1992	基于石膏的吸音天花板和墙壁材料	公司拥有定制+标准声学解决方案，是吸音天花板行业的领先企业，产品销往 40 多个国家
AMF (Grafenau)	1995	吊顶	欧洲领先的高品质吊顶系统制造商之一，目前在全球有 30 家子公司和代表处，拥有约 600 名员工，总产能为每年 6500 万方吊顶砖和 2.2 亿延米网格
ALCOPOR 集团欧洲保温材料业务	2002	保温材料	瑞士绝缘产品制造商，在 16 个生产基地拥有 1500 名员工
Norgips AS	2004	石膏板、填充化合物、石膏粘合化合物、型材和配件	源于波兰，在东欧拥有领先市场地位，欧洲市场上知名高品质石膏产品制造商之一
Heraklith	2006	木丝棉隔热材料	1908 年在奥地利首次获得专利，轻质耐用的同时拥有隔热和隔音效果，且安装快捷
拉法基集团石膏业务	2011	水泥、石膏板、骨料与混凝土业务	于 1833 年在法国成立，作为建筑材料领域的领导者，拉法基在水泥、骨料与混凝土和石膏板三个业务分支均居世界领先地位

数据来源：可耐福官网，Glassonline，财通证券研究所

图18.可耐福于 1932 年开始生产石膏板，后进军全球市场、开展多元业务



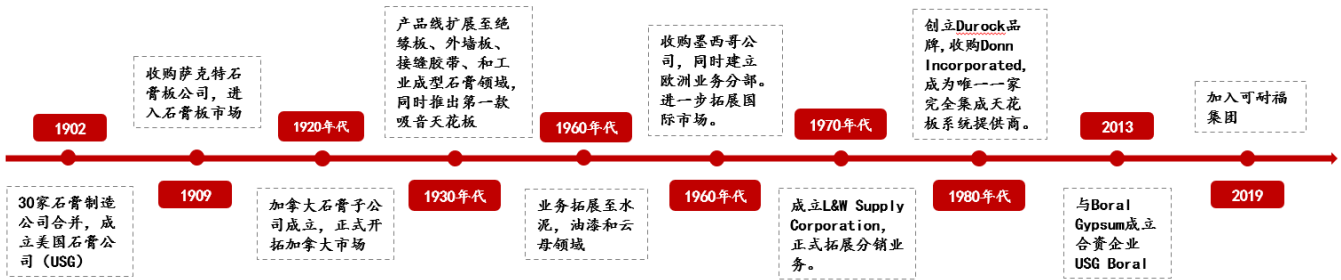
数据来源：可耐福官网，财通证券研究所

3) USG：行业领先的建筑产品与创新解决方案提供者

1902 年，USG 由 30 家独立的石膏制造公司合并成立。1909 年收购萨克特石膏板公司，进入石膏板市场。1920 年代，第一次世界大战后，公司进入扩张时期，在美国各地开设新工厂，同时成立加拿大石膏子公司，进军加拿大市场。1930 年代，美国进入大萧条时期，公司积极拓展业务范围，将产品线扩展到绝缘板、外墙板、接缝胶带和工业成型石膏领域，还推出了第一款吸音天花板 Acoustone。1960 年代，公司又将业务延伸至水泥、油漆和云母领域。1970 年代，依靠新成立的 L&W Supply Corporation，正式拓展分销业务。1980 年代，创立 Durock 品牌，收购 Donn Incorporated，成为唯一一家完全集成天花板系统提供商。2013 年公司与 Boral Gypsum 成立合资企业 USG Boral，成为亚洲、澳洲和中东地区最大、技术最先进的室内外建筑产品公司之一。2019 年，加入可耐福集团。USG 始终秉持着产品创

新的理念，以此度过了众多难关，在大萧条时期发明吸音天花板，在金融危机时期推出 SHEETROCK 超轻石膏板产品，减少 35% 的重量而保持产品强度。该创新降低了运输安装成本，且因不易变形而得以进入东南亚市场，帮助公司度过了难关。如今，公司拥有超 2700 项专利，48 家生产基地，7500 名员工，业务遍及全球各地区。

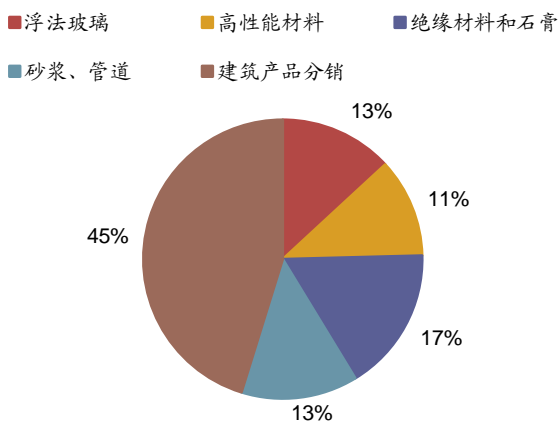
图19.USG 于 1902 年成立，不断打通国际市场，拓宽业务范围



数据来源：USG 官网，财通证券研究所

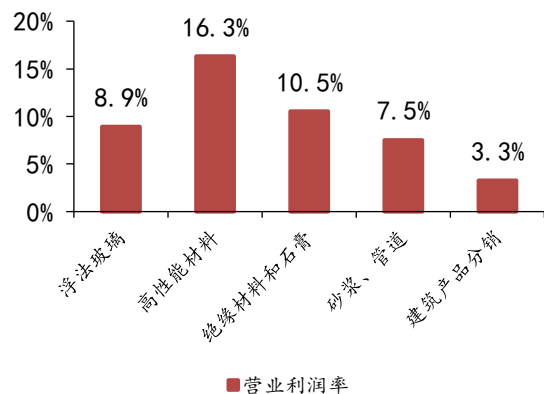
从海外来看，石膏板头部企业大多为综合型建材供应商，产品线丰富。海外石膏板龙头多数拥有上百年乃至数百年历史，在发展过程中已经累积丰富的行业经验。从业务来看，头部企业主要通过收并购的方式拓展业务领域，一方面收购石膏板公司从而获取当地石膏板渠道和资源，提升市占率，另一方面收购其他建材企业，拓宽产品线至吊顶、龙骨、天花乃至防水、砂浆、管道、陶瓷等领域，成为大型综合建材供应商。分业务来看，2018 年圣戈班绝缘材料和石膏业务收入仅占总收入 17%，USG 墙板和饰面业务收入占总收入 54%。

图20.2018 年圣戈班绝缘材料和石膏业务收入占比 17%



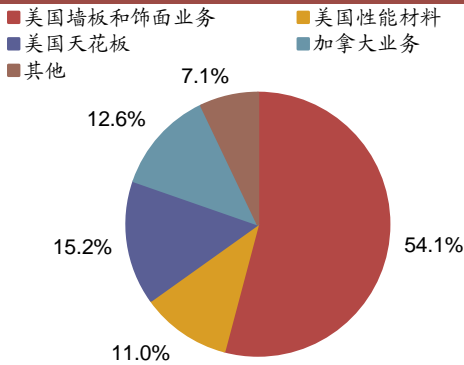
数据来源：圣戈班公告，财通证券研究所
注：2018 年以后圣戈班不披露业务拆分数据

图21.2018 年圣戈班绝缘材料和石膏业务营业利润率为 10.5%



数据来源：圣戈班公告，财通证券研究所
注：2018 年以后圣戈班不披露业务拆分数据

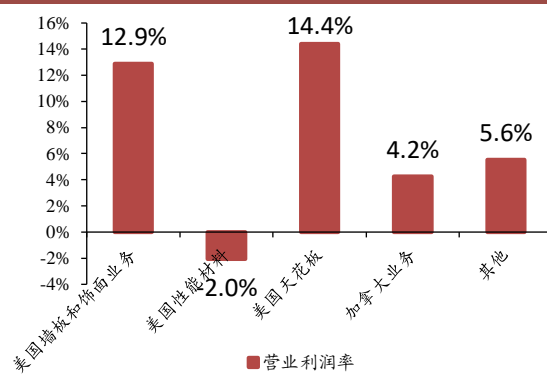
图22.2018年USG墙板和饰面业务收入占比54%



数据来源：USG公告，财通证券研究所

注：USG2019年被knauf收购，最新数据截至2018年

图23.2018年USG墙板和饰面业务营业利润率为12.9%



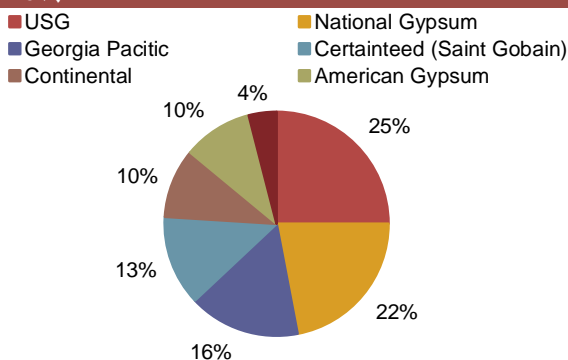
数据来源：USG公告，财通证券研究所

注：USG2019年被knauf收购，最新数据截至2018年

圣戈班、USG石膏业务营业利润率维持较高水平，主要系其议价能力高，具备向上提价空间。圣戈班绝缘材料和石膏业务营业利润率持续上行，从2013年的7.60%提升至2018年的10.55%，同时USG石膏板营业利润率略有波动，但大多年份维持在10%以上；营业利润率较高主要系其在美国石膏板占有一定份额，议价能力较高，在需求良好的环境下持续提升石膏板价格。

美国石膏板市场提价存在一定规律：首先，下游新开工及翻新需求旺盛。其次，龙头率先提价，比如1999年在需求强劲的基础上USG和National Gypsum联合多次提价，全年涨价超过25%；接着，其他石膏板企业跟随提价，比如2010年底USG宣布提价最高幅度25%后，其他主要石膏板企业也发布类似公告，包括SureTeed、National Gypsum、Lafarge等；2012-2015年圣戈班旗下石膏板品牌CertainTeed多次在USG及National Gypsum涨价后宣布提价。不过，联合提价行为也受到一定约束，2012年联合提价超过35%后受到反垄断法指控，涉及企业的石膏板销售额占美国和加拿大的99%以上；2015年12名住宅建筑商提起诉讼，指控至少自2011年9月以来USG、美国石膏公司、L&W和其他7家墙板制造商联合提高在美国销售的石膏墙板的价格。

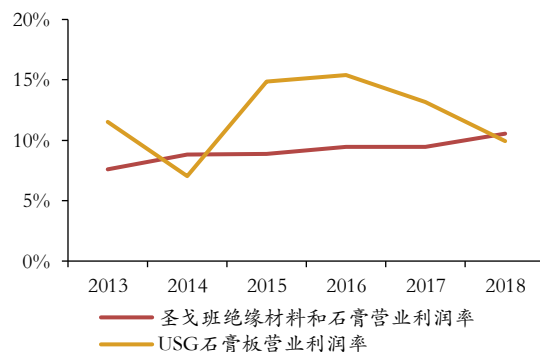
图24.USG及National Gypsum是美国前两大石膏板制造商



数据来源：S&P Global，财通证券研究所

注：统计年份为2017年

图25.美国头部石膏板企业营业利润率维持较高水平



数据来源：圣戈班、USG公告，财通证券研究所

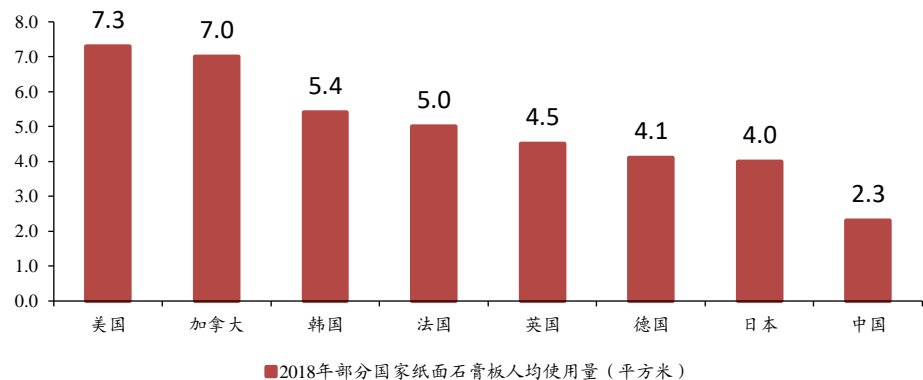
注：2018年以后圣戈班不披露业务拆分数据了，USG2019年被knauf收购，最新数据截至2018年

2.3 看国内：消费量和应用场景有望拓宽，龙头尚存提价空间

1) 对比国内外人均石膏板消费量，未来我国人均石膏板消费量还有提升空间

根据《石膏行业的发展现状及趋势》（李逸晨，2019），2018年中国的石膏板年人均消费量为2.3平方米，而同期美国的石膏板人均使用量约为7.3平方米，加拿大为7.0平方米，韩国、法国、英国、德国、日本均达到4.0平方米以上。2022年，中国石膏板销量为30.73亿平方米，基于14.12亿的人口，人均使用量仍仅有2.18平方米。

图26.我国人均石膏板消费量还有较大提升空间

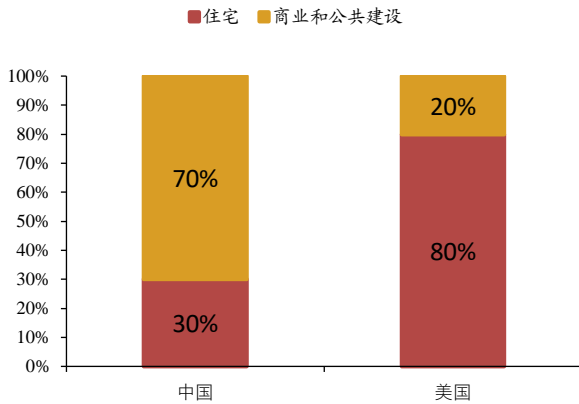


数据来源：《石膏行业的发展现状及趋势》（李逸晨，2019），财通证券研究所

2) 纸面石膏板的应用场景有望进一步拓宽

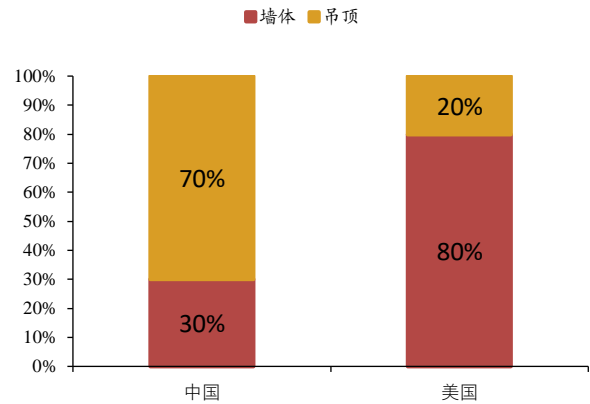
从应用场景来看，美国石膏板80%用于建筑隔墙、20%用于吊顶装饰装修，我国石膏板约70%集中于吊顶领域，于隔墙领域应用尚少；从应用建筑类型来看，美国石膏板80%用于住宅，我国现阶段商业和公共建筑装饰装修领域为石膏板主要消费市场，石膏板在住宅领域应用还处于推广发展阶段。我国石膏板在墙体中应用较少的原因包括1)我国建筑大部分为砌筑材料；2)过去石膏板隔墙的隔音性能较差；3)大量替代品出现。未来，纸面石膏板的应用场景有望进一步拓宽，一方面系技术完善下产品厚度增加、配方改良，隔音等性能提升，另一方面生产条件愈发成熟叠加规模化，生产成本得以降低。

图27.我国/美国石膏板住宅需求占比约 30%/80%



数据来源：公司公告，中建材联合会石膏分会公众号，财通证券研究所
注：我国为 2022 年数据，美国为 2017 年数据（近年来该比例未有太大变化，可作参考）

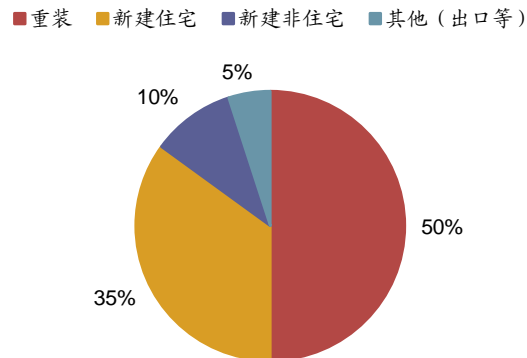
图28.我国/美国石膏板墙体需求占比约 30%/80%



数据来源：公司公告，中建材联合会石膏分会公众号，财通证券研究所
注：我国和美国均为为 2022 年数据

同时，**重装也将提供增量需求**。对标海外来看，2018 年美国石膏板需求结构以重装为主，占总需求的 50%左右。同时，从我国装修需求现状来看，随着消费者年轻化，其对于室内装修需求的升级也将加速石膏板吊顶在住宅中的应用，拉动我国石膏板市场。

图29.2018 年美国石膏板需求结构以重装为主



数据来源：USG 公告，财通证券研究所

3) 大型石膏板企业会朝业务多元化发展

对比海外石膏板龙头，目前我国龙头企业还处于初步发展阶段，业务范围有望进一步拓宽。公司通过一系列收并购，将业务从单一的石膏板拓宽至龙骨、防水、建筑涂料等多元建材领域，持续向综合型建材供应商迈进。

表6.各石膏板龙头企业业务范围对比

	石膏板	龙骨类	防水	涂料	粉料	保温材料	辅助工具	地坪	车膜窗膜	装配式建筑	管道	陶瓷材料	玻璃
公司	√	√	√	√	√	√	√						
圣戈班	√	√	√	√	√	√	√		√	√	√	√	√
可耐福	√	√		√		√	√	√					
USG	√	√		√		√	√					√	

数据来源：各公司官网，财通证券研究所

4) 龙头具备提价能力

从海外经验来看，龙头公司具备较强议价能力，曾多次联合对石膏板进行提价。公司是我国石膏板绝对龙头，其市占率远超海外石膏板龙头企业，因此议价能力或更加显著。从价格对比来看，公司旗下“泰山”、“龙牌”两大石膏板品牌价格带较海外同规格产品价格带略低，仍有较大提升空间。

表7.海外石膏板价格带较龙牌、泰山略高

品牌	产品名称	规格	价格
龙牌	龙牌石膏板	1200*2400*9.5	27 元/张
	龙牌家装石膏板	1200*2400*9.5	33 元/张
	龙牌耐潮石膏板	1200*2400*9.5	43 元/张
	龙牌净醛石膏板	1200*2400*9.5	48 元/张
泰山	泰山牌标准纸面石膏板	1200*2400*9.5	17 元/张
	泰山牌耐火纸面石膏板	1200*2400*9.5	28.5 元/张
圣戈班杰科	红杰科欧标认证分解甲醛系列 A30+全能板	1200*2400*9.5	90 元/张
	圣戈班杰科耐潮板	1200*2400*9.5	42.5 元/张
可耐福	可耐福标准纸面石膏板	1200*2400*9.5	27.5 元/张
	可耐福耐水纸面石膏板	1200*2400*9.5	58 元/张
	可耐福钻石板	1200*2400*12.5	195 元/张
顶诺	顶诺耐水石膏板	1200*2400*9.5	48 元/张
	顶诺标准石膏板	1200*2400*12	33 元/张
杰森	杰森耐火纸面石膏板	1200*2400*9.5	35 元/张
	杰森标准纸面石膏板	1200*2400*9.5	25 元/张

数据来源：淘宝，财通证券研究所

注：价格统计于 2023 年 9 月 26 日

3 一体稳健，两翼迸发

3.1 一体：石膏板价增本降为核心，龙骨配套率提升创增量

3.1.1 强议价权+产品结构优化，石膏板量稳价增

多品牌覆盖范围广，满足客户多层次需求。公司石膏板品牌充分满足了各层次客户的需求，公司拥有全球石膏板行业自主品牌——“龙牌”和“泰山”，主打高端产品；同时拥有“禹王”“蜀羊”“梦牌”等多个知名品牌，覆盖中端市场。

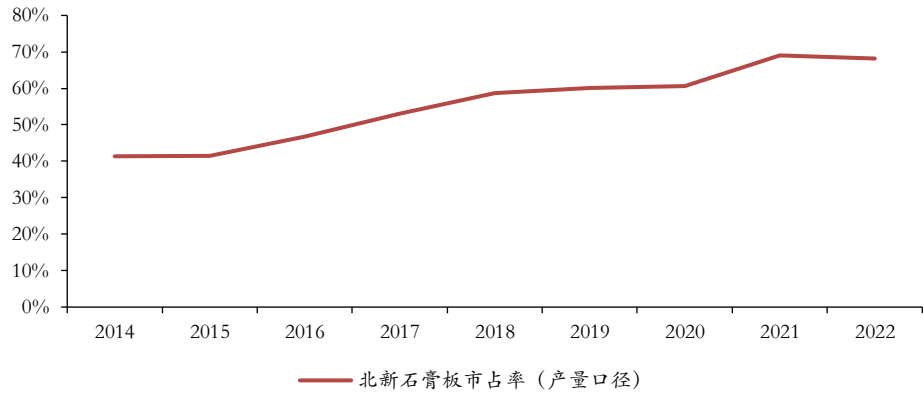
表8.公司多品牌覆盖范围广

品类	细分品类	品牌	单位价格带 (元/平)
板材类	石膏板	龙牌	25-40
		泰山牌	15-30
		梦牌	10-20
	万能板	鲁班	-
	矿棉吸声板	龙牌	10-15
龙骨类	装饰挂板	金邦	30
	轻钢龙骨	龙牌	5-30
烤漆龙骨			
涂料类	内墙涂料	龙牌漆	200-500
	外墙涂料		
	特种涂料	灯塔	30-40
粉料类	嵌缝石膏	龙牌	20-80
	粘结石膏		
	找平石膏		
	腻子粉		
	自流平石膏		
保温材料	岩棉板	龙牌	30-50
	岩棉毡		
	粒状棉		
弹性地材	复合商用地板	北新、丽宝	45-80
	金刚砂地板		
	锁扣地板		
	同透卷材		
	同透片材		
	运动地板	北新、海江、天岚	
辅材工具	吊顶用配件	龙牌	15-30
	隔墙用配件		
防水材料	沥青基防水卷材	远大洪雨、北新防水	150-300
	高分子自粘膜防水卷材		
	防水涂料	北新防水、北新禹王、北新蜀羊	250-300

数据来源：公司官网，淘宝，财通证券研究所

注：价格统计于2023年9月27日

从量上来看，公司石膏板销量未来提升空间有限。从需求的角度，一方面地产波动下新增需求较少，另一方面短期内我国石膏板需求仍将主要以工商业建筑为主，增量场景拓展较为缓慢。从市占率的角度，2022年公司石膏板产量口径市占率已经达到68%，同时行业内小型生产厂商数量较多，较难实现全市场覆盖，市占率提升空间有限。因此不论从总需求还是公司产能占比来看，量的扩大空间存在上限。

图30.公司石膏板市占率总体呈现提升趋势


数据来源：公司公告，国家统计局，前瞻网，粉体网，立鼎产业研究院，财通证券研究所

从价上来看，公司石膏板尚有提价空间：

1) 丰富的经验以及高知名度提供提价的基础

公司行业经验丰富，项目均为国家重大工程，品牌知名度较高。公司多种石膏板产品广泛应用于人民大会堂、奥运会、世博会场馆等国家重大工程、地标性建筑和现代家居生活，产品市场认可度较高，品牌影响力较大。“2023 房地产开发企业综合实力 TOP500 首选供应商服务商品牌测评榜单”中龙牌和泰山石膏板分别以 25%和 18%的首选率位列第一和第二。2023 年“龙牌”、“泰山”、“梦牌”均荣获“2023 房建供应链综合实力 TOP500 首选供应商”，均入选中国房地产业协会供应链大数据中心“5A 供应商”企业库和“石膏板类 TOP10 首选供应商”。

表9.2023 年龙牌、泰山、梦牌为 500 强房开商首选石膏板供应商的第 1/2/8 名

	2018		2019		2020		2021		2022		2023	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	27%	龙牌	25%
2	杰科	16%	泰山石膏	15%	泰山石膏	16%	杰科	16%	泰山石膏	18%	泰山石膏	18%
3	可耐福	11%	可耐福	12%	可耐福	12%	可耐福	12%	杰科	15%	杰科	16%
4	泰山石膏	11%	兔宝宝	9%	兔宝宝	10%	泰山石膏	10%	可耐福	8%	顶诺	11%
5	优时吉博罗	9%	杰科	8%	杰科	8%	兔宝宝	8%	兔宝宝	7%	兔宝宝	8%
6	杰森	7%	优时吉博罗	7%	优时吉博罗	7%	洛斐尔	7%	洛斐尔	6%	洛斐尔	6%
7	洛斐尔	4%	洛斐尔	6%	洛斐	6%	优时吉博罗	6%	优时吉博罗	6%	莫干山	4%
8	拜尔	4%	千年舟	4%	千年舟	4%	千年舟	4%	千年舟	4%	梦牌	3%
9	千年舟	3%	杰森	3%	杰森	3%	杰森	3%	莫干山	3%	杰森	3%
10	兔宝宝	2%	拜尔	2%	拜尔	2%	拜尔	2%	杰森	2%	信发	2%

数据来源：中房网，财通证券研究所

石膏板产品差异性直观来看并不大，同时石膏板价格占总体装修造价的比例较低，选择中高端产品和普通产品的造价区别差异不大，因此为避免后续问题，多数客户倾向于选择行业经验丰富、知名度较高著名石膏板品牌。公司石膏板已经过多年验证，符合大部分招标方的选择条件，这成为公司提价的基础。

2) 性能、质量较优创造提价的条件

公司在石膏板生产技术进步上持续发力，泰山石膏板在性能方面较优，赋予其一定提价空间。由于石膏板规格比较固定，以纸面石膏板为例，常用规格主要有：长度：1500、2000、2400、2440mm；宽度：900、1200、1220mm；厚度：9.5、12、15、18mm，产品差异性不大，更高质量的石膏板更能受到市场的青睐，公司旗下泰山牌高端石膏板质量对比市场普通的石膏板产品有巨大的优势。

表10.泰山金砖石膏板性能优于普通纸面石膏板

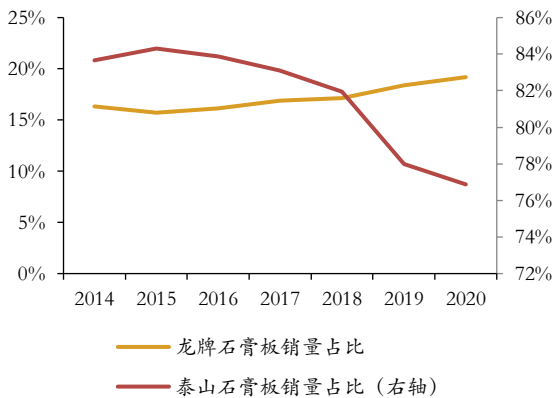
性能	单位	泰山金砖	普通纸面石膏板
遇火稳定性	min(分钟)	≥120	≤30
吸水率	-	≤8.9%	-
纵向抗折强度	N(牛顿)	≥529	≥400
横向抗折强度	N(牛顿)	≥244	≥160
剪切力(握应力)	N(牛顿)	≥375	≥290
面密度	Kg/m ²	≥7.0	≥6.0

数据来源：泰山集团官网，财通证券研究所

3) 高端产品占比提升能够带动产品均价上行

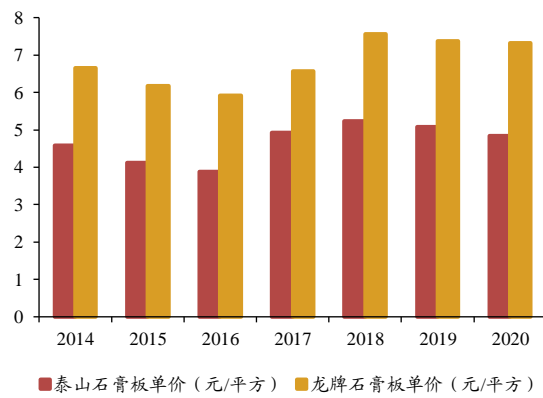
龙牌石膏板销量占比从2015年的15.7%逐年提升至2020年的19.2%，龙牌石膏板定位高端，从均价来看每平方高于泰山石膏2-3元左右，公司有望持续通过产品结构改变，提升石膏板产品整体均价。

图31.2015年以来龙牌石膏板销量占比持续提升



数据来源：中国建材公告，财通证券研究所
注：2020年以后中国建材公告未披露泰山和龙牌的分拆

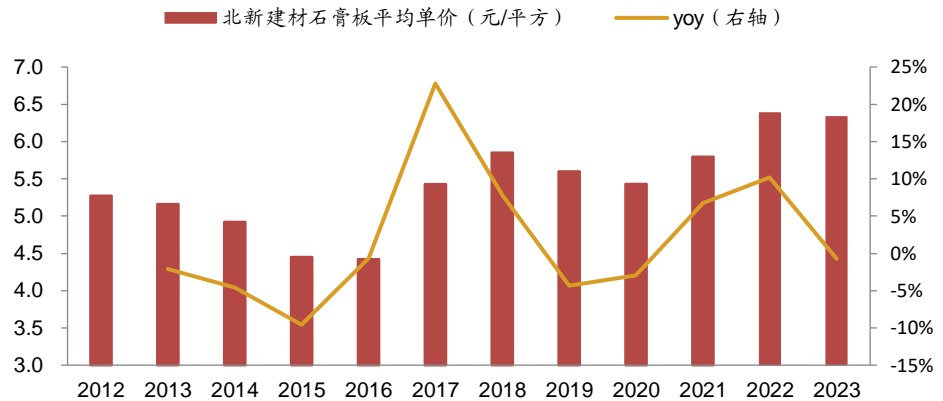
图32.龙牌石膏每平方高于泰山石膏2-3元左右



数据来源：中国建材公告，财通证券研究所
注：2020年以后中国建材公告未披露泰山和龙牌的分拆

经验丰富、市占率高、质量较优、结构调整等多重因素下，公司强议价能力被证明，从整体石膏板均价趋势来看，呈现波动上行的状态，从2015年的4.45元/平提升至2023年的6.34元/平。

图33.石膏板平均价格整体较稳



数据来源：公司公告，财通证券研究所

3.1.2 护面纸自给、石膏资源绑定，降本持续进行中

单平成本中护面纸、工业副产石膏、煤炭、电力占比41%/17%/23%/6%。公司石膏板产品成本主要集中在材料和燃料两项上，其中材料包括工业副产石膏和护面纸，以单耗看，1平方米石膏板消耗工业副产石膏约9.49kg，单位成本为0.62元/平；消耗护面纸约0.38kg，单位成本为1.52元/平。其中燃料包括煤炭和电力（以燃煤为例），以单耗看，1平方米石膏板消耗煤炭约1.13kg，单位成本为0.84元/平；消耗电力约0.42kwh，单位成本为0.23元/平。单平成本中护面纸占比最高，达41%左右，脱硫石膏/煤炭/电分别占比17%/23%/6%。

表11.泰山石膏单位成本分拆（以燃煤为例）

	单耗	单价	单位成本 (元/平)	单平成本占比
工业副产石膏	9.49 kg/平	65 元/吨	0.62	17%
护面纸	0.38 kg/平	4011 元/吨	1.52	41%
煤炭	1.13 kg/平	740 元/吨	0.84	23%
电	0.42 kwh/平	0.55 元/kwh	0.23	6%
其他	-	-	0.50	13%
总计	-	-	3.71	100%

数据来源：wind，泰山石膏信评公告，环境影响评价信息公示平台，海南省生态环境厅，财通证券研究所
注：单价以2019年数据为准

公司在材料和能源方面均存在降本空间：

1) 护面纸

护面纸价格随其原材料价格变化而波动，且波动幅度较大。护面纸主要起增强石膏板强度的作用，其成本在原材料中占比最高。废纸是护面纸的主要原材料之一，但2017年国务院《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》禁止进口未经分拣的废纸、环保部《进口废纸环境保护管理规定》明确进口废纸加工企业年产能不小于5万吨、2021年禁废令落地，供需两端同时限制进口

废纸，废纸行业供不应求价格持续攀升，从而带动护面纸均价上行，公司护面纸供应商之一博汇纸业护面纸均价自 2020 年 3364 元/吨逐年提升至 2022 年的 4709 元/吨。2022 年下半年以来，受行业景气度波动影响，国废价格有所下降。

图34.2021年起国废价格提升显著，2022年下半年以来国废价格有所回落



数据来源：wind，中纸在线，财通证券研究所

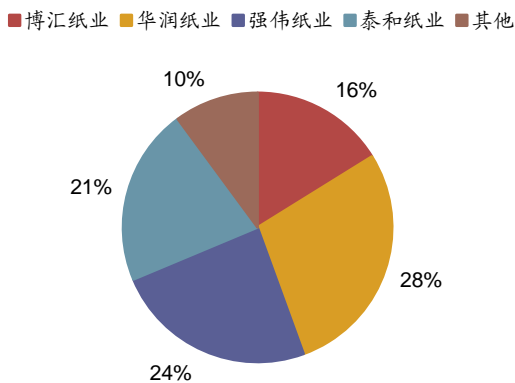
图35.博汇纸业石膏护面纸销售均价跟随原材料波动



数据来源：博汇纸业公告，财通证券研究所

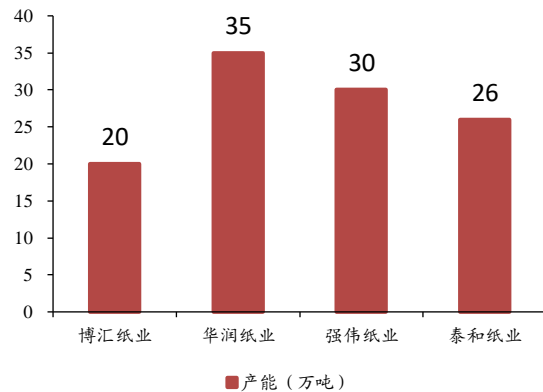
护面纸行业集中度高，供应商议价权较高，公司自产护面纸减少原材料价格波动风险。护面纸行业高度集中，2020 年 CR4 约为 90%，博汇/华润/强伟/泰和市占率分别为 16%/28%/24%/21%（未计算泰和纸业 40 万吨产能投产）。高集中度下，护面纸厂商享有较高议价权，在供需错配大背景的基础上，石膏板生产商不论企业规模，在护面纸外购的情况下均较难规避原材料价格波动的风险。基于此，公司通过泰和纸业自产护面纸，控制原材料成本。

图36.2020年护面纸 CR4 约为 90%



数据来源：中企顾问，财通证券研究所
注：未计算泰和纸业 40 万吨产能投产

图37.2020年护面纸前4企业已投产产能合计111万吨



数据来源：中企顾问，财通证券研究所
注：未计算泰和纸业 40 万吨产能投产

公司护面纸自给率持续提升，40 万吨产能完全投产后有望基本实现自给。泰和纸业为泰山石膏子公司，其拥有 3 条护面纸产线，分别于 2006/2011/2020 年投产，护面纸规划产能分别为 8/20/40 万吨。据泰山石膏信用评级报告，2019 年公司自产石膏板护面纸 26.5 万吨，若以上述 0.38kg/平的护面纸单耗计算，2019 年 19.94

亿方石膏板产量对应约 76 万吨护面纸,因此 2019 年公司护面纸自给率约为 35%。同口径下,2020Q1-3 公司护面纸自给率约为 59%。若后续护面纸 40 万吨项目产能利用率进一步提升后,公司护面纸有望基本实现自给,从而提升公司成本控制能力。

表12.泰山石膏子公司泰和纸业拥有 68 万吨护面纸规划产能

护面纸公司	产线	地点	护面纸规划产能	投产时间
泰和纸业	第一条	山东泰安	8 万吨	2006 年
	第二条	山东泰安	20 万吨	2011 年
	第三条	山东泰安	40 万吨	2020 年

数据来源:公司公告,中纸网,财通证券研究所

表13.2019/2020Q1-3 公司护面纸自给率分别约为 35%/59%

	石膏板产量 (亿方)	对应护面纸产 量(万吨)	护面纸自给量 (万吨)	护面纸自给率
2019	19.94	75.77	26.50	35.0%
2020Q1-3	10.92	41.50	24.50	59.0%

数据来源:公司公告,泰山石膏信评公告,财通证券研究所

护面纸自给率提升 10/30pct,石膏板单位成本下降 0.05/0.15 元/平,毛利率提升 0.9/2.6pct。在 2019 年护面纸自给率 35%的情况下,公司护面纸采购均价为 4011 元/吨;同样在 2020 年前三季度自给率 59%的情况下,公司护面纸采购均价为 3700 元/吨,因此我们可以总结出,自给率平均提升 10pct,护面纸采购成本下降约 130 元/吨,以上述 0.38kg/平的单耗计算,石膏板单位成本下降 0.05 元/平,石膏板毛利率提升 0.9pct。若自给率提升 30pct,石膏板单位成本下降 0.15 元/平,石膏板毛利率提升 2.6pct。

表14.护面纸自给率提升 10/30pct,石膏板单位成本下降 0.05/0.15 元/平,毛利率提升 0.9/2.6pct

护面纸 自给率变动	护面纸 采购成本变动	护面纸 单耗	石膏板 单位成本变动	石膏板 单位成本变动比例	石膏板 毛利率变动
+10pct	-129 元/吨	0.38kg/平	-0.05 元/平	-1.4%	+0.9.pct
+30pct	-388 元/吨	0.38kg/平	-0.15 元/平	-4.2%	+2.6pct

数据来源:公司公告,泰山石膏信评公告,财通证券研究所

2) 工业副产石膏

工业副产石膏是公司石膏板的主要原材料之一。工业副产石膏是工业生产中因化学反应生成的以硫酸钙为主要成分的副产品或废渣,为一种工业废弃物,主要包括脱硫石膏和磷石膏。目前公司工业副产石膏均为脱硫石膏,脱硫石膏大部分产生自燃煤电厂,为火电废弃物。

材料端,公司早期实现脱硫石膏替代天然石膏技术,成本得以降低。公司 2000 年自主研发了 100%采用燃煤电厂脱硫石膏替代天然石膏的成套技术,相比使用天然石膏做原料,每利用 1 吨脱硫石膏替代天然石膏可减少碳排放 32.8 千克,同时

材料成本也得以显著降低。目前，公司持续进行磷石膏替代脱硫石膏相关研发，对比两种材料，磷石膏在成本端更具优势，但磷石膏中杂质较多，对建筑石膏性能危害较大，通常需要通过净化除杂之后才可使用，但磷石膏成本相对更加低廉，若后续能够成功拓展磷石膏替代脱硫石膏原料范围，材料成本有望进一步降低。

表15. 脱硫石膏、磷石膏相较于天然石膏成本较低

	制备	特性	价格	优势	劣势
脱硫石膏	对煤燃烧后产生的烟气进行脱硫净化处理而得到的工业副产品	主要成分是二水硫酸钙，颜色微黄，呈中性或略偏碱性	约 650 元/吨	成本较低，含碱低，无放射性，有害杂质少	品质不稳定，白度较低，杂质浓度较低时影响产品强度，含水量较高不易运输
磷石膏	磷酸生产中用硫酸处理磷矿时产生的固体废物渣	粉状，颗粒较细，因含有 15%~30% 附着水而呈浆体状，主要成分是二水硫酸钙，呈酸性	约 450 元/吨	产量较大、成本较低	含有大量的杂质，对建筑石膏性能危害较大，通常需要通过净化除杂之后才可使用
天然石膏	化学沉积作用产物	通常呈致密块状或纤维状，白色或灰、红、褐色，玻璃或丝绸光泽	约 1450 元/吨	杂质较少	实际能够开采并有效利用的优质石膏资源比例较少，开采容易破坏环境

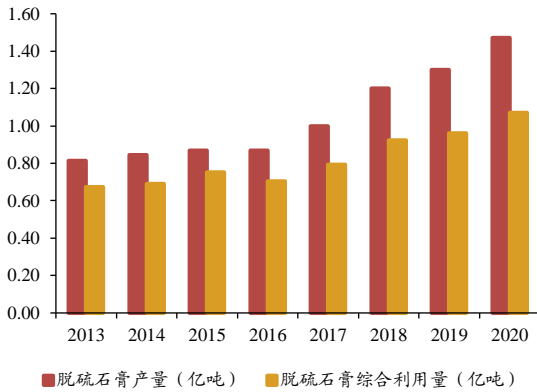
数据来源：石膏建材网，华经产业研究院，智研咨询，共研网，阿里巴巴，财通证券研究所
 注：价格统计于 2023 年 10 月 10 日

业务端，公司享受先发优势，率先占据火电厂周围有利位置建厂，和下游火电厂建立稳固合作。与火电厂合作的好处有以下几点：

①**直接获得火电厂生产过程中的副产品脱硫石膏**：2019 年，公司与华润电力深度合作，形成“大理石废浆-脱硫石膏-石膏板材”的产业链，每年可消纳电厂烟气脱硫产生的固废脱硫石膏 20-30 万吨，采用电厂蒸汽做为热源，年用气量 20 万吨以上。2020 年，公司与中国电力在全国范围内开展脱硫石膏资源综合利用、综合能源服务等一系列战略合作。2021 年，公司与国电科环集团从脱硫石膏固废资源化利用等领域开展全方位合资合作。

从结果验证来看，2020 年我国重点发表调查工业企业的脱硫石膏产量为 1.47 亿吨，综合利用量为 1.07 亿吨，其中用于石膏板生产 30%，即 3210 万吨左右。公司 2020 年生产石膏板 20.33 亿方，以上述 9.49kg/平单耗计算，需要使用脱硫石膏约 1929 万吨，占全国用于生产的脱硫石膏总产量的 60% 左右。可见公司已经通过位置优势成功获取了全国大部分脱硫石膏产能，建立其余中小厂商无法比拟的先发优势。

图38.2020年我国脱硫石膏产量/综合利用量分别为1.47/1.07亿吨



数据来源：中国标准化研究院资环分院，中商情报网，华经产业研究院，财通证券研究所

图39.公司所使用的脱硫石膏占全国用于生产的脱硫石膏产量的60%左右

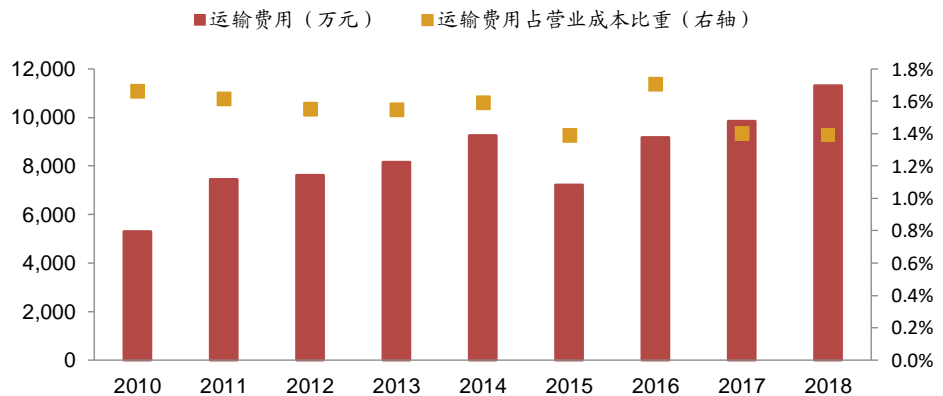
2020年脱硫石膏产量 (亿吨)	1.47
2020年脱硫石膏综合利用量 (亿吨)	1.07
生产石膏板的比例	30%
用于生产石膏板的脱硫石膏产量 (万吨)	3210
2020年公司石膏板产量 (亿方)	20.33
脱硫石膏单耗 (kg/平)	9.49
公司使用脱硫石膏数量 (万吨)	1929
公司使用脱硫石膏数量占全国用于生产脱硫石膏的比例	60%

数据来源：中国标准化研究院资环分院，中商情报网，华经产业研究院，财通证券研究所

注：假设所有石膏板原材料均为脱硫石膏，忽略磷石膏的影响

②控制运输半径和成本：公司运输费用占总成本比例维持在1.8%以内，公司将厂房设于火电厂周边，将脱硫石膏采购距离控制在100公里以内，能够有效控制运输成本。

图40.公司运输费用占营业成本比例维持在1.8%以内



数据来源：公司公告，财通证券研究所

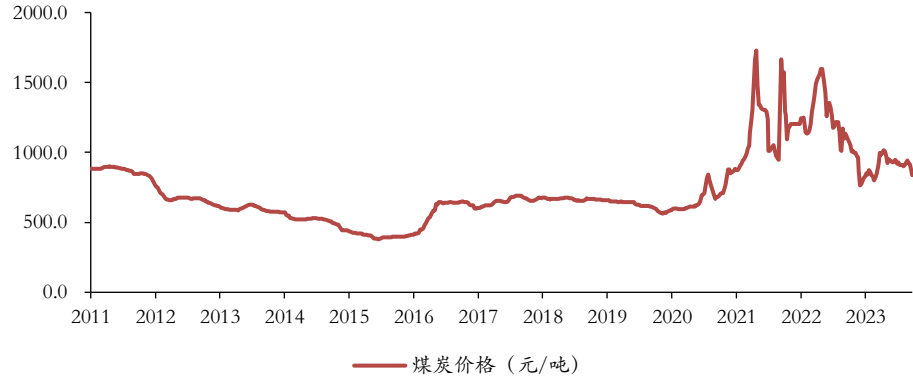
注：根据新收入准则要求，将2019年度以后发生的与销售商品有关的运费调整到营业成本，2019年以后未披露具体数额

3) 燃料

公司通过持续技术创新严控燃料成本。燃料是石膏板生产中无法规避的重要成本之一，过去数年间煤炭价格波动较大，基于此公司开发新材料、优化生产技术从而实现燃料成本降低。首先，公司开发新材料应用：比如积极试用果壳等生物质颗粒，替代部分原煤，有效降低生产成本。其次，公司在生产过程方面加以创新从而实现降本：比如泰山石膏开发了燃煤热风直接烘干工艺，减少了一次换热，使热能利用率得到了进一步提高，平均煤耗比导热油传热工艺降低30%，电耗降低20%左右，该技术为行业首创。龙牌集团通过对热风炉系统工艺调整、降低蒸

发量等，实现煤耗降低 0.01kg/平；通过调整石膏板各规格品种，实现石膏消耗降低 0.13kg/平，综合来看龙牌实现石膏板生产成本降低 0.0478 元/平。

图41.2021 年以来煤炭均价呈现较大幅度波动

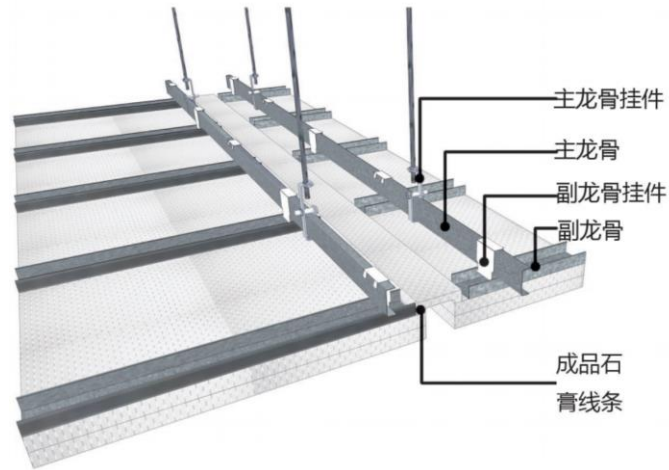


数据来源：wind，财通证券研究所

3.1.3 龙骨产能投放配套率提升，成本下行有望贡献业绩增量

龙骨是一种用于支撑造型和固定结构的新型建筑材料，主要用于吊顶，配套石膏板来使用。目前国内 90%以上的精装修项目中，都是使用轻钢龙骨作为基层骨架来应对复杂多变的吊顶造型。公司龙骨产品以轻钢龙骨为主，是以优质冷轧连续热镀锌卷板为原材料，采用冷弯工艺生产的薄壁型钢。

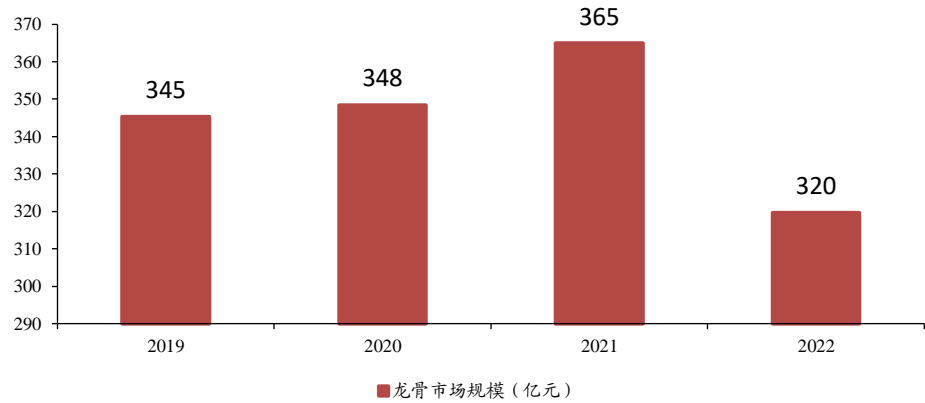
图42.轻钢龙骨和石膏板组成吊顶的示意图



数据来源：峰彩装饰公众号，财通证券研究所

全国龙骨市场规模约 300-400 亿元，公司拥有约 8%的市场份额。2022 年全国石膏板销量 30.73 亿平方米，根据公司披露的 1 万平方米石膏板需配套 16 吨龙骨测算，预计全国龙骨需求量为 491.68 万吨。按龙骨平均价格约 6500 元/吨来算，2022 年全国龙骨市场规模约 320 亿元。公司 2022 年龙骨业务实现收入 25.17 亿元，市场占有率约为 7.88%。

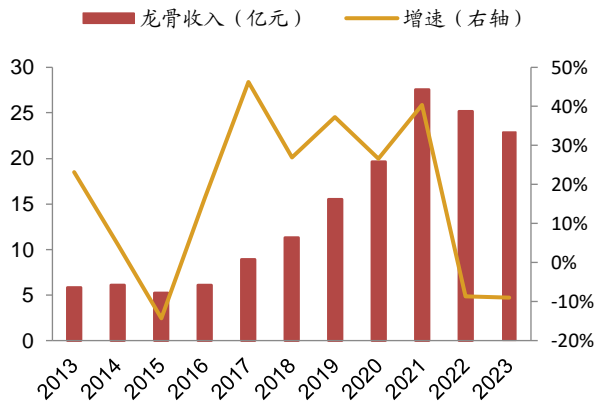
图43.2022年我国龙骨市场规模约为320亿元



数据来源：公司公告，华经产业研究院，帝式生活住宅公众号，北辰星建材公众号，财通证券研究所

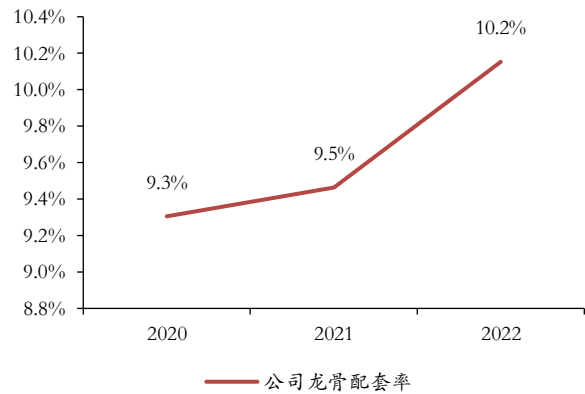
近年来，公司龙骨收入增速较快，当前配套率10%左右，尚有较大提升空间。龙骨营收从2013年的5.83亿元上升至2023年的22.90亿元，CAGR为16.42%，2022-2023年增速下行主要系行业需求影响。从配套率来看，2022年公司石膏板销量20.95亿平方米，龙骨销量约为34万吨，龙骨配套率仅10%左右，同时2019-2022年龙骨配套率持续提升，未来配套率仍有较大提升空间。2020年公司根据“一体两翼，全球布局”发展战略目标，制定新一轮产业布局发展规划，计划进行100万吨龙骨产能布局，若产能全部布局完毕，龙骨配套率可提升至25%左右（以25亿石膏板销量为基准，对应400万吨龙骨需求量）。

图44.2023年公司龙骨营收22.90亿元



数据来源：公司公告，ifind，财通证券研究所

图45.2020-2022年公司龙骨配套率持续提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所
注：2023年龙骨销量未披露

带钢为龙骨的主要原材料，占比约79%。龙骨的生产以带钢为主要原材料，生产的主要能源以煤炭和电力为主。从成本构成来看，据泰山石膏公众号，每1吨带钢可以产2716米龙骨，一米对应0.377kg，因此一吨带钢可生产1024kg龙骨，按2022年冷轧带钢均价4868元/吨来算，1kg龙骨的带钢成本约为4.75元，约占龙骨单位成本（2022年为6元/kg）的79%，余下则为能源及人力等其他成本。

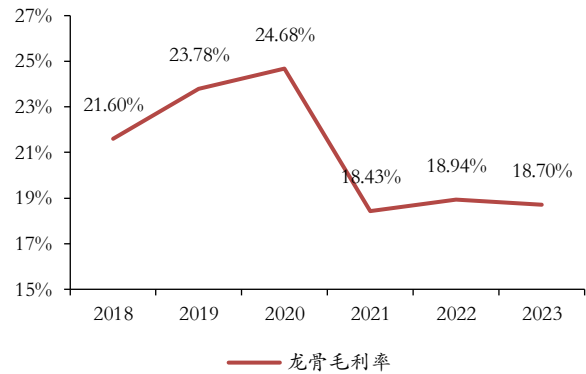
带钢价格下降 10%，龙骨单位毛利率提升 6.4pct，带钢价格进入下行轨道，龙骨利润有望释放。我们进行敏感度测算，以 2022 年冷轧带钢价格为基准，当冷轧带钢价格下降 10%时，龙骨单位成本下降 0.48 元/kg，单位毛利率增加 6.4pct。2023 年以来冷轧带钢平均价格同比有所下降，2023 年 1-9 月冷轧带钢价格同比下降 11.74%，龙骨利润弹性或将释放。

图46.2023 年以来冷轧带钢平均价格同比有所下降



数据来源: wind, 财通证券研究所

图47.公司龙骨业务毛利率和原材料价格成反比



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

表16.带钢价格下降 10%，龙骨单位毛利率提升 6.4pct

	数值
2022 年带钢价格 (元/吨)	4868
1kg 龙骨的带钢成本 (元/kg)	4.75
2022 年龙骨单位成本 (元/kg)	6.00
带钢成本占龙骨成本的比重	79%
带钢价格变动比例	-10.0%
龙骨单位成本变动 (元/kg)	-0.48
2022 年龙骨单位收入 (元/kg)	7.40
龙骨单位毛利变动	6.4%

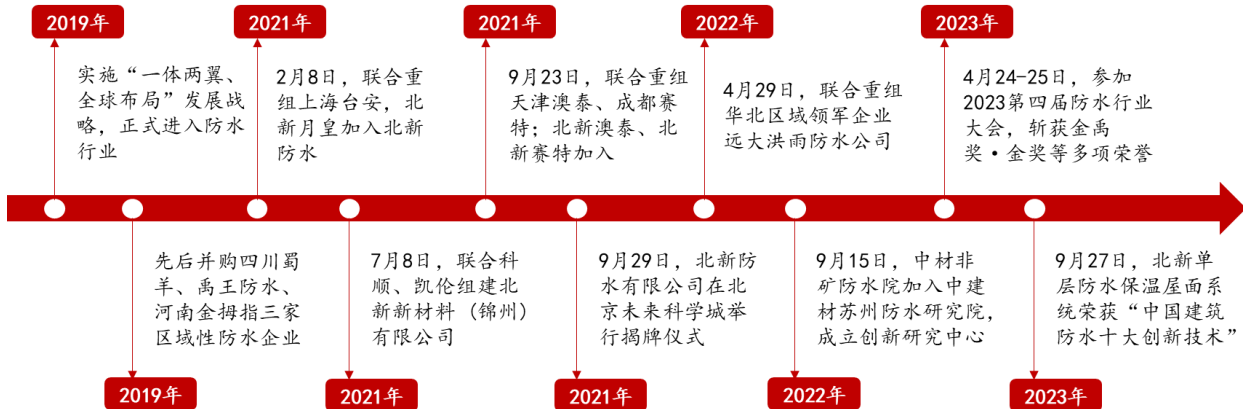
数据来源: 公司公告, wind, 泰山石膏公众号, 财通证券研究所

3.2 两翼：防水+涂料腾飞在即，强现金流筑安全边际

3.2.1 防水：雄厚资金实力下，防水业务扩张具备相对优势

公司 2019 年确定了“一体两翼、全球布局”的发展战略目标，通过收并购正式进军防水领域。2019 年公司联合重组四川蜀羊、北新禹王等 8 家企业以及河南金拇指，形成覆盖全国的十大防水产业基地布局。2020 年公司实施防水业务管理整合，进行一体化管理。2021 年北新防水成立，研发打造“北新”防水品牌，目前已推进 15 个防水材料生产基地布局，完成第一阶段整合重组。同年北新月皇、北新澳泰、北新赛特加入北新防水，公司开启第二轮战略重组。2022 年公司联合重组远大洪雨，共布局 16 个防水材料生产基地。

图48.公司 2019 年通过收并购进军防水领域



数据来源：公司公告，公司官网，财通证券研究所

表17.公司主要防水基地产能一览

基地		产能
北新蜀羊	四川成都基地	年产 7500 万平方米防水卷材，年产 50000 吨防水涂料
	四川眉山基地	年产 4000 万平方米的改性沥青防水卷材、4000 万平方米的高分子防水卷材及 30000 吨防水涂料
	陕西咸阳基地	年产改性沥青防水卷材 4000 万平方米、高分子防水卷材 700 万平方米、防水涂料 6000 吨
北新禹王	安徽滁州基地	年产改性沥青卷材 6000 万平方米，高分子片材 2500 万平方米
	广东清远基地	年产卷材 3500 万平方米、涂料 2.8 万吨
	湖北仙桃基地	年产 3000 万平方米改性沥青防水卷材，防水涂料 2.2 万吨
	四川眉山基地	年产 3500 万平方米防水卷材，2.8 万吨防水涂料，0.5 万吨化纤材料
	辽宁盘锦基地	年产 2 万吨聚酯无纺布类产品
北新金拇指	河南许昌基地	拥有 6 条全自动卷材生产线、3 条高分子生产线、2 个涂料生产车

数据来源：公司官网，财通证券研究所

图49.截至 2021 年底公司拥有 15 大生产基地（收购远大洪雨前）



数据来源：中国建筑防水杂志社公众号，财通证券研究所

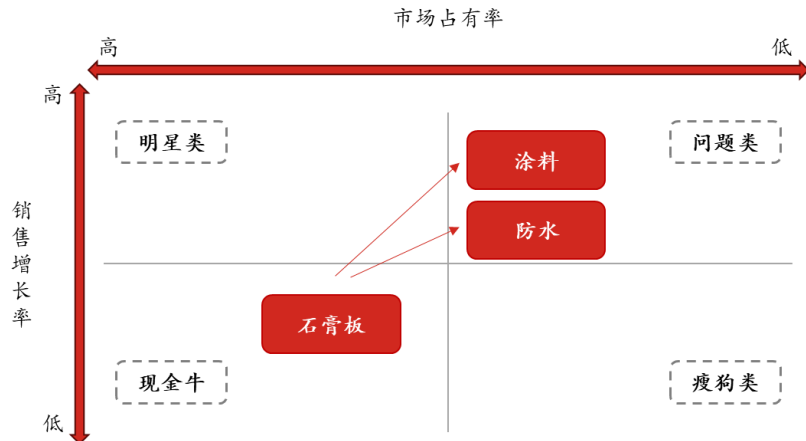
表18.北新防水旗下拥有7大防水品牌

	蜀羊	禹王	金拇指	月皇	澳泰	赛特	远大洪雨
成立时间	1997年	1985年	2000年	1996年	2010年	1995年	1993年
生产基地	4个	5个	1个	2个	1个	1个	2个
收购时间	2019/8	2019/11	2019/10	2021/2	2021/9	2021/9	2022/4
产品体系	防水卷材、防水涂料、高分子卷材等	防水卷材、高分子片材、防水涂料	防水卷材、防水涂料、其他配套类	防水材料、塑胶跑道、地坪系统、止水带	高分子防水卷材系列，自閉型聚合物水泥防水涂料系列	防水材料	防水卷材、防水涂料、分子材料
产能	年产15500万方改性沥青卷材、4700万方高分子卷材、86000吨防水涂料的生产能力	年产2.35亿方改性沥青防水卷材、17.74万吨防水涂料、25700万方高分子片材	6条全自动卷材生产线、3条高分子生产线、2个涂料生产车间	年产1500万方防水卷材生产线	年产高分子片材1500万平方米、改性粒料2000吨	年产8000万方防水卷材，8000万平方米缝隙材料	年产8000万方改性沥青卷材、4000万方高分子卷材、15万吨防水涂料
渠道	北京、重庆、广州、云南、西藏、贵州等地设有20余个分公司、办事处	35家营销分公司、700余家经销商，营销网络覆盖32个省、市、自治区	从区域向全国拓展，设立5家代理商	在全国20多个大中城市设有营销中心或经销代理机构	北京、沈阳、无锡、郑州、成都、广州6大营销中心，拥有全国性大营销战略网络体系	业务覆盖28个省，遍及全国85%城市	业务覆盖华东、华中、华南乃至更广泛地区
品牌地位	全国性品牌，防水行业西部领军企业	全国性防水品牌	河南省最大的防水生产企业	深耕上海防水市场20余年	全国性高分子防水材料的头部企业	全国性地铁轨道交通项目防水系统设计及材料供应	华北区域领军企业

数据来源：各品牌官网，中国建筑防水协会，财通证券研究所

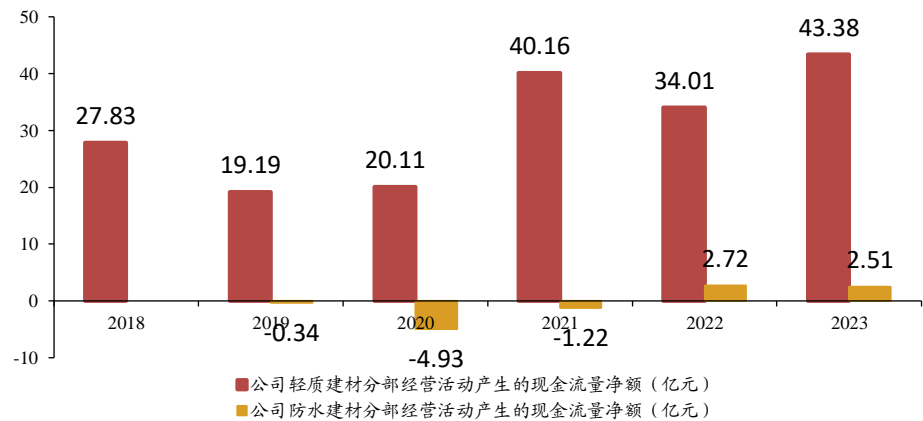
公司可以石膏板产生的丰富资金拉动其他建材业务发展，进入防水领域具备一定优势。由于渠道B端占比较高，防水销售环节通常存在一定应收款项，因此防水行业对于企业现金流有一定要求。较多的营运资金能够在保证企业稳定经营的基础上，持续进行市场开拓，提升市占率。公司资金实力雄厚，石膏板业务经过长期运作已经实现稳定的销售增速以及较高市占率，产生丰富的现金流。基于此，公司可利用石膏板产生的雄厚资金发展相关建材业务，与其他企业相比在拓业务方面具备一定优势。

图50.通过石膏板累积的雄厚资金实力可支持防水、涂料业务的发展



数据来源：wind，涂界，公司公告，财通证券研究所

图51.公司轻质建材分部稳定产生较高的经营现金流净额



数据来源：公司公告，财通证券研究所

基于石膏板业务提供的丰富现金流，公司的防水业务得以快速扩张：

(1) 公司进行一系列收并购来快速扩大防水市占率：相较于开发自有品牌，收购已有防水企业对于公司而言更加占优，主要系这些企业已经拥有自己的产线、渠道，在当地具有一定资源，整合重组可以更加快速地获取其产能、抢占份额。

表19.北新防水业务整合历程一览

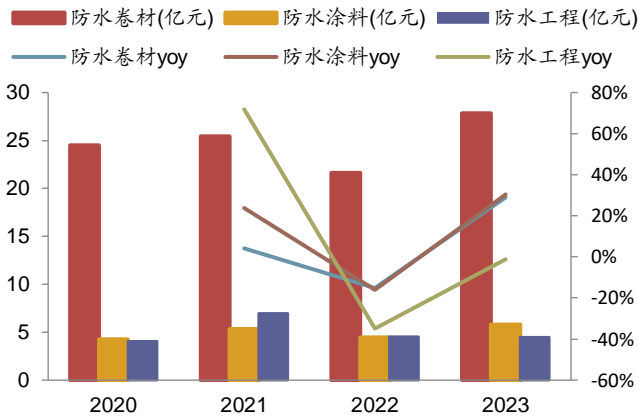
防水品牌	对应公司	收购时间	收购股权比例	交易对价 (万元)
蜀羊 (第一轮战略重组)	四川蜀羊防水材料	2019-08-27	70%	34,650
		2021-09-24	30%	23,085
禹王 (第一轮战略重组)	湖北禹王防水建材	2019-11-01	70%	5,922
	禹王防水橡胶制品		70%	7
	辽宁禹王防水工程		70%	1,582
	广东禹王防水建材		70%	4,900
	禹王防水建材集团		70%	14,193
	安徽禹王防水建材		70%	31,500
	四川禹王防水建材		70%	9,800
	盘锦禹王化纤		70%	8,957
	盘锦禹王化纤	2021-03-31	30%	3,300
	北新禹王防水科技(四川)		30%	8,850
	北新禹王防水科技(广东)		30%	5,856
	北新禹王防水科技集团		30%	11,100
	北新禹王防水工程		30%	450
	北新禹王防水科技(湖北)		30%	2,400
盘锦禹王橡胶制品	30%		30	
北新禹王防水科技(安徽)	30%	26,014		
金拇指 (第一轮战略重组)	河南金拇指防水科技股份	2019-11-01	70%	27,300
月皇 (第二轮战略重组)	上海台安实业集团	2021-02-09	70%	22,253
赛特 (第二轮战略重组)	成都赛特防水材料	2021-09-24	70%	3,837
澳泰 (第二轮战略重组)	天津滨海澳泰防水材料		70%	7,744
远大洪雨 (第二轮战略重组)	远大洪雨(唐山)防水材料	2022-04-30	63%	71,459
	远大洪雨(宿州)建材科技		70%	7,214

数据来源:公司公告,公司官网,新浪新闻,choice,财通证券研究所

(2) 充足现金流支持防水业务逆势扩张

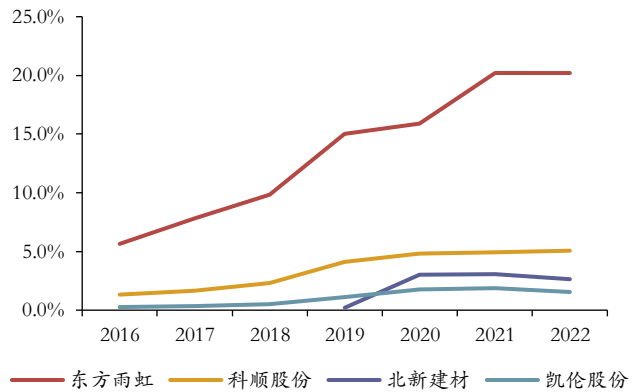
在需求较为良好的年份,公司防水材料享受行业红利,在渠道铺设、销售推进的基础上实现防水建材收入高增,2021年公司防水卷材/防水涂料实现收入增速4.0%/23.8%。而需求较弱的年份,石膏板产生的较高现金流可在各个方面支持防水业务的快速扩张,2023年公司防水卷材/防水涂料收入实现增速29%/30%。

图52.2023 年公司防水卷材/防水涂料收入实现增速 29%/30%



数据来源：wind，财通证券研究所

图53.2022 年东方雨虹/科顺股份/公司市占率为 20.2%/5.1%/2.6%（规模以上防水企业口径）

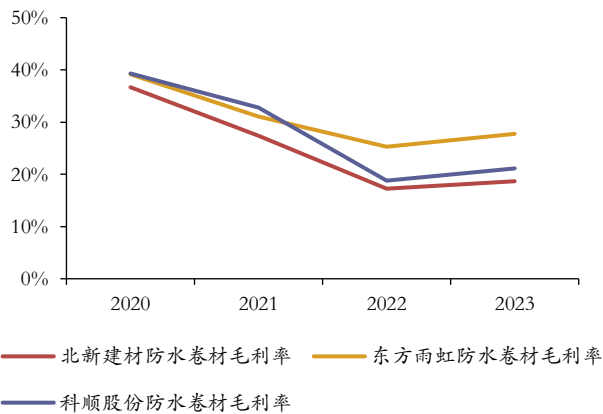


数据来源：wind，各公司公告，财通证券研究所

注：防水行业整体规模数据统计口径为主营业务收入在 2000 万元以上的规模以上防水企业

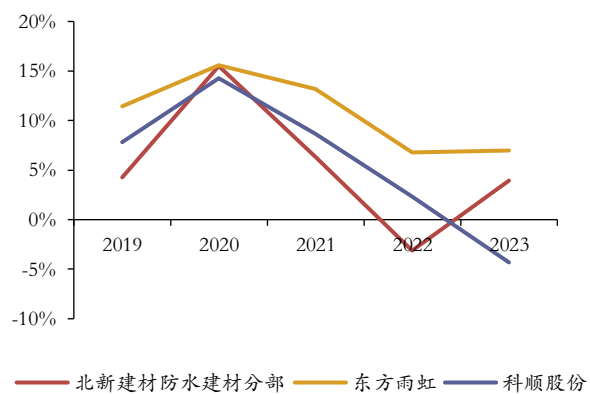
从利润的角度来看,2021-2023 年公司防水卷材毛利率分别为 27.4%/17.3%/18.7%，防水建材分部净利率分别为 6.3%/-3.1%/3.9%，2023 年利润率提升显著，一部分原因在于沥青价格高位下行，另一部分原因在于公司业务持续开拓下规模效应增强。对比来看，2023 年公司/东方雨虹/科顺股份防水卷材毛利率分别为 18.7%/27.7%/21.2%，公司防水建材分部/东方雨虹/科顺股份净利率分别为 3.9%/7.0%/-4.3%，可见 2023 年公司防水业务逆势扩张效果显著。

图54.2023 年公司东方雨虹/科顺股份防水卷材毛利率分别为 19%/28%/21%



数据来源：wind，choice，财通证券研究所

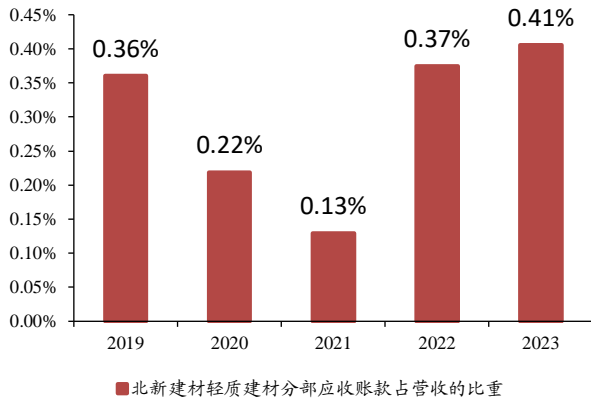
图55.2023 年公司防水建材分部/东方雨虹/科顺部分净利率分别为 3.9%/7.0%/-4.3%



数据来源：wind，各公司公告，财通证券研究所

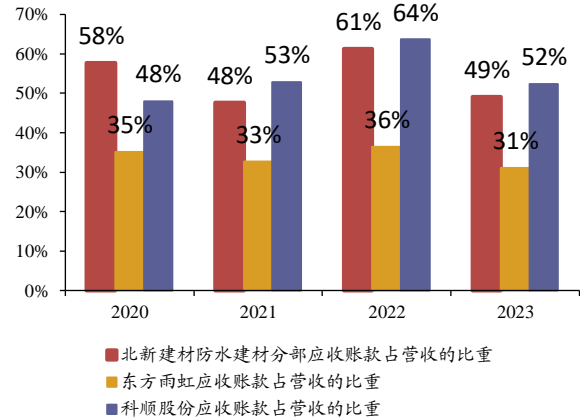
公司轻质建材分部应收账款占营收比重较低，基本可以忽略不计，而防水行业下游主要包括地产和基建，应收账款通常较多且回款较慢，公司防水建材分部应收账款占营收比例较高,2023 年该比例为 49%，2023 年分部应收账款周转率为 2.04。公司作为央企拥有良好的信誉，同时石膏板业务较高资金水平为防水板块发展提供了坚实的基础，从整体角度看公司应收账款周转率仍处于较高水平、应收账款占营收比重仍低，防水业务还存在持续拓展的空间。

图56.公司轻质建材分部应收账款占营收比重较低



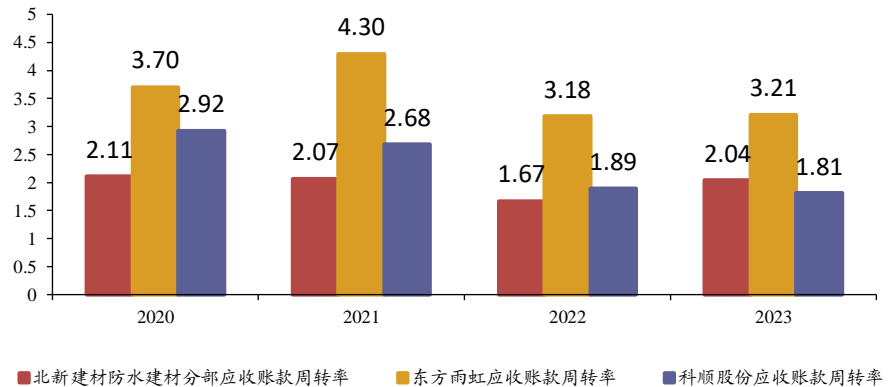
数据来源: wind, 公司公告, 财通证券研究所

图57.公司防水建材分部应收账款占营收比重较高



数据来源: wind, 各公司公告, 财通证券研究所

图58.2020-2023 年公司防水建材分部应收账款周转率为 2.11/2.07/1.67/2.04



数据来源: wind, 各公司公告, 财通证券研究所

Top500 地产商防水首选品牌榜单中, 北新防水以及旗下防水品牌首选率持续提升。进入防水市场以来, 2020-2021 年北新防水旗下品牌首选率加总均为 7%, 2022 年北新防水联合重组华北领军企业远大洪雨后影响力进一步提升, 2022 年品牌首选率达 13%, 2023 年进一步攀升达 18%。

防水行业集中度仍低, 公司防水业务未来发展空间较大。从市占率看(规模以上企业主营业务口径), 2022 年几家龙头企业占据 30%左右的市场份额, 余下尚存在较大发展空间。其中, 中小型防水供应商生存难度增加, 一方面系当前地产波动、防水需求收窄, 中小企业自身运营陷入困境; 另一方面系部分项目方或主动要求使用知名品牌防水材料, 中小企业业务拓展空间被动压缩。看未来, 央企背景、整体现金流情况良好、渠道和产能持续增加等多项因素加成, 公司可通过持续并购整合快速提升市占率, 防水业务发展前景广阔。

表20.Top500 地产商防水首选品牌榜单中，北新防水以及旗下防水品牌首选率持续提升

	2019		2020		2021		2022		2023	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	30%	东方雨虹	28%
2	科顺	20%	科顺	20%	科顺	21%	科顺	18%	科顺	20%
3	宏源	8%	北新防水	7%	北新防水	7%	北新防水	10%	北新防水	15%
4	蓝盾	8%	凯伦	7%	凯伦	7%	卓宝	10%	卓宝	15%
5	卓宝	8%	卓宝	6%	卓宝	6%	雨中情	8%	三棵树防水	9%
6	凯伦	6%	大禹	6%	雨中情	6%	三棵树防水	7%	雨中情	8%
7	大禹	6%	雨中情	5%	三棵树防水	5%	凯伦	6%	大禹防水	6%
8	雨中情	2%	蓝盾	5%	大禹防水	5%	大禹防水	4%	凯伦	5%
9	金姆指	2%	三棵树	3%	蓝盾	2%	蓝盾	3%	远大洪雨	3%
10	蜀羊	2%	宏源	2%	远大洪雨	2%	远大洪雨	3%	宏源	2%
11	禹王	1%	宇虹	1%	宏源	1%	宏源	1%	建国伟业	2%

数据来源：中房网，财通证券研究所

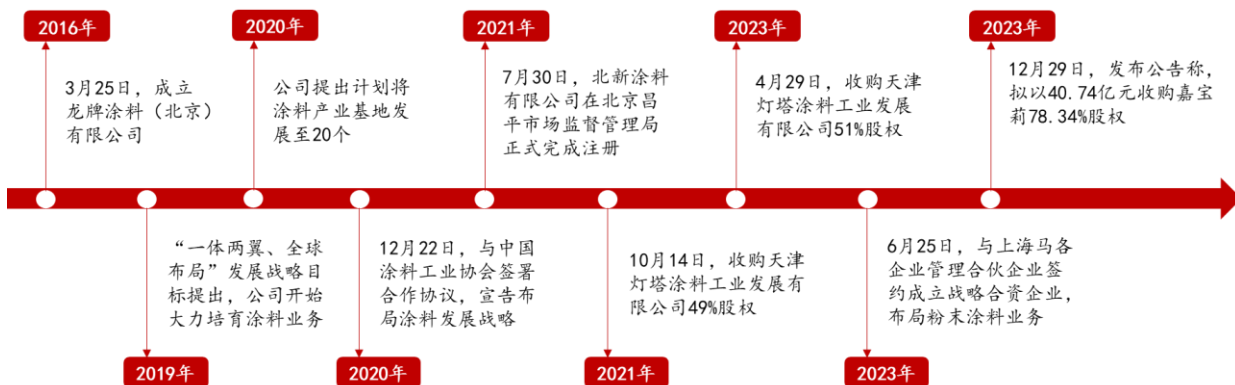
注：橘色为公司旗下防水品牌；2023 年数据截至 3 月 23 日

展望防水业务，通过沉淀、整合和优化，公司在成本和生产方面取得突破，并预期未来将继续优化。此外，公司重视防水技术的创新和突破，通过建立防水研究院等措施支持技术更新升级。防水业务有望实现规模效益均衡发展，贡献更多利润，形成三足鼎立的业务结构。

3.2.2 涂料：收并购持续推进，市场份额有望提升

公司通过运营自主品牌和收并购大力培育涂料业务。2016 年公司成立龙牌涂料，推出自主品牌“龙牌漆”，2019 年随着“一体两翼、全球布局”发展战略目标提出，公司开始大力培育涂料业务。2020 年公司提出计划将涂料产业基地发展至 20 个。2021 年公司成立全资子公司北新涂料，并先后分两次收购了灯塔涂料 100% 股权。2023 年公司发布公告称，拟收购嘉宝莉 78% 股权。此外，公司与上海马各成立战略合作合资企业，布局粉末涂料业务，进军工业涂料。2023 年，公司实现涂料收入 9.68 亿元，同比增加 22.38%。

图59.公司 2016 年成立龙牌涂料，2019 年开始大力培育涂料业务



数据来源：choice，公司官网，公司公告，财通证券研究所

表21.公司旗下拥有龙牌、灯塔 2 个建筑涂料品牌，目前进军工业涂料

品牌	成立时间/ 收购时间	产品	产能	生产基地
龙牌	2016 年	建筑涂料	10 万吨涂料	初步完成全国生产布局
灯塔	o	建筑涂料	5 万吨涂料、2 万吨树脂	天津南港工业区绿色智能化工业涂料产业基地
马各	2023 年	粉末涂料	-	-

数据来源：公司官网，中外涂料网，财通证券研究所

拟收购嘉宝莉 78.34%股份，涂料业务开拓再下一城。公司于 2023 年 9 月 20 日发布公告称，有意收购嘉宝莉化工集团股份有限公司的控制权，并签署《交易条款备忘录》及《诚意金协议》，拟向以公司名义开立并由双方共同监管的银行账户支付 1000 万元尽调诚意金，涂料领域布局再落一子。2023 年 12 月 29 日，公司公告称拟以 40.74 亿元收购嘉宝莉 78.34%股份，以 2022 年 2.68 亿元净利润计算，对应估值 19.37x，处于行业平均水平以下，价格优势显著。

表22.嘉宝莉 2022 年归母净利润对应收购 PE 为 19.37x

	收购价格 (亿元)	收购股份	市值 (亿元)	2022 年归母净利润 (亿元)	PE
嘉宝莉	40.74	78.34%	52.00	2.68	19.37
三棵树	-	-	237.79	3.30	72.16
亚士创能	-	-	36.47	1.06	34.49

数据来源：wind，各公司公告，财通证券研究所

注：嘉宝莉市值为收购价格/收购股份，三棵树、亚士创能市值为 2024/1/3 数据

嘉宝莉承诺 2024 年、2024-2025 年、2024-2026 年的扣非归母净利润不得低于 4.13/8.75/13.94 亿元，年度来看 2024-2026 年扣非归母净利润考核指标为 4.13/4.62/5.19 亿元，2025-2026 年同比增速 11.86%/12.34%。

表23.嘉宝莉 2024-2026 年承诺扣非归母净利润为 4.13/4.62/5.19 亿元

	2024	2025	2026
嘉宝莉业绩考核指标 (亿元)	4.13	4.62	5.19
YOY	-	11.86%	12.34%
对应 PE	12.59x	11.26x	10.02x

数据来源：公司公告，财通证券研究所

嘉宝莉是我国乃至全球知名涂料品牌，最早可追溯至 1993 年。30 年的发展历程中，公司在第一个 10 年突破竞争重围，建立了木器家具漆的市场领先地位；第二个 10 年进入内墙漆领域，并成功建立新的支柱业务；第三个 10 年在建筑涂料与建筑节能领域开始布局，并成功打造第三个支柱业务即工程漆业务。目前，嘉宝莉业务涉及了建筑涂料、木器涂料、工业涂料、地坪涂料、辅材辅料等多个领域。

综合实力的发展壮大，收入及市占率持续提升。嘉宝莉 2022 年实现营业收入 36.09 亿元，2023 年 1-7 月实现营收 20.47 亿元，2022 年国内建涂领域的市占率为 2.6%。截至 2022 年底，零售终端覆盖全国 3000 多个县镇市场，开设了超过 20000 余家门店，截止 2023 年 7 月底，嘉宝莉共有经销商 5096 家。嘉宝莉在全国建有 8 大

生产基地，设计涂料年产能超 100 万吨。目前嘉宝莉已成为中国涂料 10 强、全球涂料 25 强企业。

图60.嘉宝莉 2022 年收入 36.09 亿元

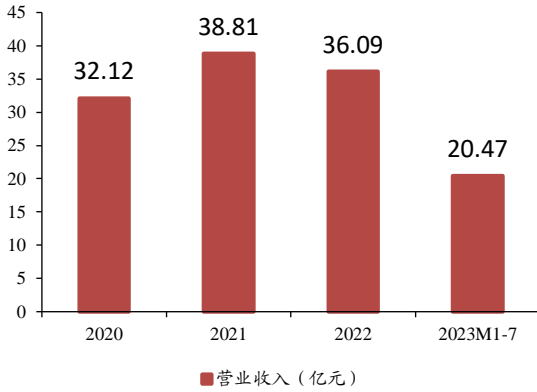
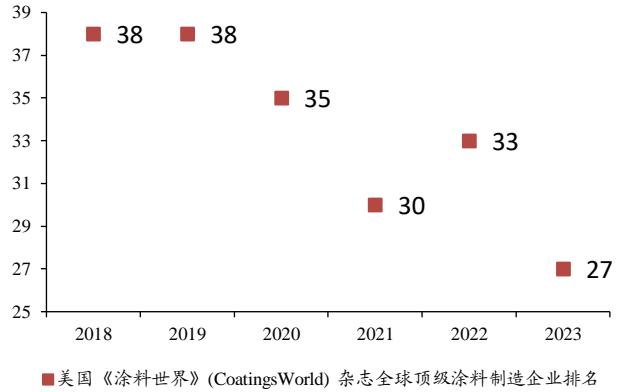


图61.2023 年嘉宝莉全球涂企排名提升至 27 名



数据来源：公司公告，财通证券研究所

数据来源：嘉宝莉官网，涂界，涂料经，中国涂料杂志，财通证券研究所
注：2023 年数据截至 7 月 31 日

表24.Top500 地产商涂料首选品牌榜单中，嘉宝莉稳定维持在前 10 名

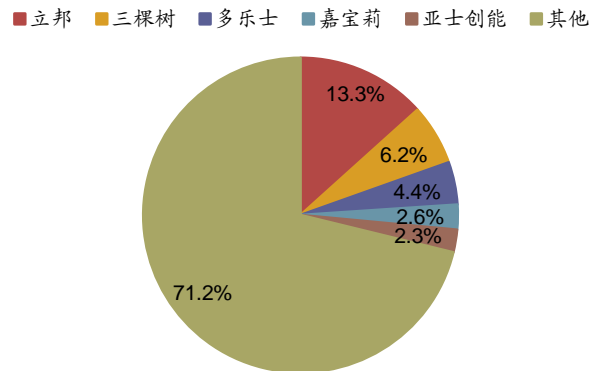
	2020		2021		2022		2023	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	立邦	18%	立邦	19%	立邦	18%	立邦	19%
2	三棵树	17%	三棵树	18%	三棵树	17%	三棵树	18%
3	亚士漆	15%	亚士漆	12%	亚士漆	9%	亚士漆	10%
4	富思特	9%	富思特	9%	富思特	9%	富思特	10%
5	固克	9%	固克	9%	固克	9%	固克	10%
6	嘉宝莉	7%	嘉宝莉	9%	德爱威	9%	嘉宝莉	9%
7	美涂士	5%	美涂士	5%	嘉宝莉	8%	美涂士	8%
8	德爱威	5%	德爱威	5%	美涂士	6%	德爱威	8%
9	巴德士	4%	巴德士	4%	巴德士	4%	巴德士	7%
10	经典	3%	久诺	3%	久诺	3%	久诺	6%
11	久诺	3%	经典	2%	多乐士	2%	多乐士	5%
12	威士伯	2%	传化漆	2%	威士伯	1%	威士伯	4%
13	传化漆	1%	威士伯	1%	经典	1%	北新涂料	3%

数据来源：中房网，财通证券研究所

公司收购嘉宝莉或产生较强协同效应：1) 对于公司来说，通过自身强有力的现金流优势以及优异的统筹管理能力，赋能嘉宝莉做大做强，从而有望为公司带来业绩增量，补强建筑涂料领域，贯彻“转型消费类建材制造服务商”的战略规划；2) 对于嘉宝莉来说，在公司支持下，零售渠道有望进一步开拓，同时公司具备较大优势的工程渠道也有望赋能于嘉宝莉，市场份额或提升。展望涂料业务，通过嘉宝莉收购，涂料业务规模有望得到显著提升。此外，公司充分利用嘉宝莉在 C 端市场和渠道方面的优势，实现区域协同和市场全覆盖。

当前涂料行业竞争格局仍未稳定，公司有望通过收购嘉宝莉在涂料行业立稳脚跟，持续扩大市场份额。2022 年我国建筑涂料市场中立邦/三棵树/多乐士/嘉宝莉市占率分别为 13.3%/6.2%/4.4%/2.6%，CR5 市占率为 28.8%，集中度仍相对较低。据涂界统计，2021 年我国涂料生产企业数量在 8000 家左右，其中约 2000 家收入规模在 2000 万以上，其余 75%左右的涂企收入规模较小。在头部品牌持续加强渠道建设、营销投入和产品研发从而扩大销售额和市占率的基础上，有望进一步抢占市场份额。

图62.2022 年我国建涂市场中立邦/三棵树/多乐士市占率分别为 13.3%/6.2%/4.4%



数据来源：涂界，财通证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

主要假设：

(1) 轻质建材

石膏板：公司石膏板市占率为行业第一，当前在地产波动大背景下，公司持续开拓存量以及隔墙等新领域，并拓展下沉渠道，销量或较慢增长，价格端，公司行业经验丰富且拥有较高知名度，从而可享受较高议价权，仍具有一定提价空间，同时也可通过优化产品结构进行提价。成本端，公司在各原料端均可降本：1) 护面纸自给率提升后持续降本 2) 利用火电厂周围位置优势建厂，稳固合作下进一步控制运输半径和成本 3) 持续技术创新严控燃料成本。量稳、价增、本降下，我们预计 2024-2026 年石膏板实现营收 147.77/160.03/174.47 亿元，同比变动 +7.34%/+8.30%/+9.02%，单业务毛利率 38.65%/38.70%/38.73%。

龙骨：龙骨是吊顶核心材料之一，主要与石膏板配套使用，随着公司龙骨产能进一步布局，配套率逐渐提升。龙骨成本随镀锌带钢价格变动而波动，但未来规模

效应下成本有望摊薄。我们预计 2024-2026 年龙骨实现营收 23.19/23.74/24.60 亿元，同比变动+1.27%/+2.40%/+3.62%，单业务毛利率 18.11%/17.63%/18.13%。

(2) 防水建材

防水卷材：受到地产开工端增速放缓影响，我们预计 2023 年防水卷材收入增速或有所放缓，成本端沥青价格 2023 年以来企稳回落，带动毛利率提升，后续随着地产回暖、产能投放、渠道铺开以及原材料价格企稳，我们预计 2024-2026 年防水卷材实现营收 32.04/36.52/41.27 亿元，同比变动+15.00%/+14.00%/+13.00%，单业务毛利率 19.00%/19.30%/19.60%。

防水工程：防水卷材和防水涂料均需要专业团队进行工程施工，公司拥有标准化施工团队，保证施工质量稳定，但受到地产下行影响，我们预计 2024-2026 年防水施工实现营收 4.70/5.03/5.43 亿元，同比变动+5.00%/+7.00%/+8.00%。

其他防水建材：主要包括防水涂料，防水涂料是竣工端核心材料之一，2023 年保交楼带动下地产竣工面积增速较高，公司大力铺设渠道并布局相关产能，我们预计 2024-2026 年防水涂料实现营收 8.04/9.33/10.63 亿元，同比变动+20.00%/+16.00%/+14.00%。

建筑涂料：嘉宝莉于 2024 年 2 月 29 日并表，我们预计在公司强现金流赋能以及协同整合下，2024-2026 年建筑涂料有望实现收入 44.11/57.34/63.17 亿元，同比变动+1020.60%/+30.00%/+10.17%。随着嘉宝莉和公司渠道进一步协同，毛利率有望提升，2024-2026 年单业务毛利率 32.92%/33.26%/33.53%。

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年将实现总收入 282.65/317.08/347.17 亿元，同比增速分别为+26.04%/+12.18%/+9.49%。

表 25.2022-2026E 收入拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、轻质建材					
其中：石膏板					
营业收入（亿元）	133.65	137.66	147.77	160.03	174.47
YOY	-3.02%	3.00%	7.34%	8.30%	9.02%
毛利率	34.95%	38.49%	38.65%	38.70%	38.73%
其中：龙骨					
营业收入（亿元）	25.17	22.90	23.19	23.74	24.60
YOY	-8.65%	-9.05%	1.27%	2.40%	3.62%
毛利率	18.94%	18.70%	18.11%	17.63%	18.13%
其中：其他轻质建材					
营业收入（亿元）	7.77	20.73	22.81	25.09	27.60
YOY	14.50%	166.98%	10.00%	10.00%	10.00%
二、防水建材					
其中：防水卷材					
营业收入（亿元）	21.60	27.86	32.04	36.52	41.27
YOY	-15.18%	28.99%	15.00%	14.00%	13.00%
毛利率	17.25%	18.72%	19.00%	19.30%	19.60%
其中：防水工程					
营业收入（亿元）	4.53	4.48	4.70	5.03	5.43
YOY	-34.94%	-1.18%	5.00%	7.00%	8.00%
其中：其他防水建材（含防水涂料等）					
营业收入（亿元）	5.32	6.70	8.04	9.33	10.63
YOY	-15.36%	25.91%	20.00%	16.00%	14.00%
三、涂料					
营业收入（亿元）	3.51	3.94	44.11	57.34	63.17
YOY	-	12.08%	1020.60%	30.00%	10.17%
毛利率	47.75%	28.91%	32.92%	33.26%	33.53%
合计					
营业总收入（亿元）	201.55	224.26	282.65	317.08	347.17
YOY	-4.42%	11.27%	26.04%	12.18%	9.49%
毛利率	29.10%	29.88%	30.42%	30.55%	30.71%

数据来源：wind，财通证券研究所

注：嘉宝莉于 2024/2/29 并表；防水工程、其他防水建材业务毛利率未单独拆分

毛利率：石膏板原材料价格波动，公司在提价的基础上持续降本，石膏板业务毛利率有望抬升；防水业务毛利率主要随沥青价格的变动而波动，我们预计公司整体毛利率 2024-2026 年分别为 30.42%/30.55%/30.71%。

费用率&所得税率：基于渠道复用提升，假设公司 2024-2026 年销售费用率分别为 4.25%/4.15%/4.10%；股权激励费用带动 2024 年管理费用率提升，管理费用率分别为 4.50%/4.40%/4.00%；研发费用率随规模扩大稳中有降，研发费用率为

4.30%/4.20%/4.10%。假设公司 2024-2026 年所得税率维持 5.70%，同历史数据维持相对稳定。

4.2 投资建议

公司为石膏板龙头，同时稳步推进“一体两翼，全球布局”战略，公司推荐逻辑有 3：1) 提价：较高市占率和议价权下存在向上提价空间；2) 降本：护面纸自给率有望提升，实现降本；3) 石膏板提供现金流基础，防水涂料两翼业务有望快速扩张。长期看，需求回暖、成本控制下公司业绩有望修复。

公司同时拥有石膏板、防水、建筑涂料业务，因此我们选取防水龙头东方雨虹、涂料民族龙头三棵树、板材龙头兔宝宝作为可比公司。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 42.31/49.19/56.15 亿元，同增 20%/16%/14%，最新收盘价对应 PE 为 10.9x/9.4x/8.2x，维持“增持”评级。

表26.可比公司估值表（截至 2024 年 7 月 26 日）

简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)					PE				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
东方雨虹	308.7	12.67	21.21	22.73	29.09	34.30	40.41	14.6	13.6	10.6	9.0	7.6
三棵树	182.6	34.65	3.30	1.74	6.40	8.72	10.79	55.4	105.2	28.5	20.9	16.9
兔宝宝	76.4	9.11	4.45	6.89	7.63	9.01	10.24	17.2	11.1	10.0	8.5	7.5
								29.0	43.3	16.4	12.8	10.7
公司	460.9	27.28	31.36	35.24	42.31	49.19	56.15	14.7	13.1	10.9	9.4	8.2

数据来源：wind，财通证券研究所

注：东方雨虹、三棵树、兔宝宝归母净利润和 PE 来自 wind 一致预期

5 风险提示

宏观环境波动风险：房地产行业对公司的收入及利润均贡献了一定份额。未来，公司可能存在宏观经济下行压力加大、房地产市场宏观调控及行业景气度影响，导致经营受到不利影响的风险。

原材料价格大幅上行：石膏板成本主要以护面纸、脱硫石膏以及能源燃料成本为主，目前公司还未完全实现自产，因此可能会受到护面纸、脱硫石膏、能源等价格大幅上升的影响，导致毛利率承压。

行业竞争加剧：公司除了石膏板及龙骨业务，还有防水、涂料等业务，目前整个防水和涂料行业集中度较低，部分区域性市场竞争较为激烈，部分欧美大型建材企业与国内非防水、涂料领域企业纷纷进入防水、涂料市场，公司在两个市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定风险。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20154.70	22425.90	28264.61	31708.14	34717.37	成长性					
减:营业成本	14289.29	15725.03	19667.50	22021.18	24055.72	营业收入增长率	-4.4%	11.3%	26.0%	12.2%	9.5%
营业税费	220.84	239.29	339.18	380.50	416.61	营业利润增长率	-11.9%	16.7%	16.6%	16.3%	14.2%
销售费用	765.78	950.06	1201.25	1315.89	1423.41	净利润增长率	-10.5%	12.1%	20.0%	16.3%	14.2%
管理费用	1032.87	814.61	1271.91	1395.16	1388.69	EBITDA 增长率	-17.1%	25.7%	17.2%	14.1%	11.9%
研发费用	862.37	951.51	1215.38	1331.74	1423.41	EBIT 增长率	-22.6%	30.8%	20.9%	15.9%	13.2%
财务费用	106.12	85.28	61.80	44.89	26.82	NOPLAT 增长率	-21.0%	29.1%	20.8%	15.9%	13.2%
资产减值损失	-55.45	-11.24	-28.70	-34.92	-34.58	投资资本增长率	2.4%	13.1%	10.3%	10.8%	11.2%
加:公允价值变动收益	-5.06	-4.33	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	10.4%	10.1%	11.7%	12.2%	12.4%
投资和汇兑收益	25.95	72.52	28.26	31.71	34.72	利润率					
营业利润	3324.05	3880.09	4522.45	5258.66	6002.94	毛利率	29.1%	29.9%	30.4%	30.6%	30.7%
加:营业外净收支	-27.50	-111.60	0.00	0.00	0.00	营业利润率	16.5%	17.3%	16.0%	16.6%	17.3%
利润总额	3296.55	3768.49	4522.45	5258.66	6002.94	净利率	15.6%	15.9%	15.1%	15.6%	16.3%
减:所得税	144.82	213.78	257.78	299.74	342.17	EBITDA/营业收入	18.9%	21.4%	19.9%	20.2%	20.6%
净利润	3144.42	3524.00	4230.56	4919.25	5615.48	EBIT/营业收入	14.8%	17.4%	16.7%	17.3%	17.9%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	563.70	546.53	2012.86	3594.39	6280.98	固定资产周转天数	226	219	176	158	145
交易性金融资产	3939.10	5532.00	6532.00	7432.00	8232.00	流动运营资本周转天数	95	106	100	107	104
应收账款	2050.25	2079.77	2247.44	2707.84	2717.71	流动资产周转天数	201	200	199	222	239
应收票据	208.03	103.99	210.06	230.33	232.56	应收账款周转天数	35	33	28	29	29
预付账款	302.87	329.06	393.35	440.42	481.11	存货周转天数	68	61	50	52	52
存货	2739.87	2593.41	2841.09	3456.97	3422.97	总资产周转天数	497	479	411	406	411
其他流动资产	215.05	265.46	265.46	265.46	265.46	投资资本周转天数	427	434	380	375	381
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	14.9%	15.1%	16.2%	16.8%	17.0%
长期股权投资	197.33	208.38	208.38	208.38	208.38	ROA	10.8%	11.5%	12.5%	13.0%	13.5%
投资性房地产	76.34	74.85	74.85	74.85	74.85	ROIC	12.1%	13.8%	15.1%	15.8%	16.1%
固定资产	12460.50	13459.11	13600.69	13702.27	13763.85	费用率					
在建工程	1517.16	756.58	606.58	456.58	656.58	销售费用率	3.8%	4.2%	4.3%	4.2%	4.1%
无形资产	2561.70	2510.48	2580.48	2650.48	2720.48	管理费用率	5.1%	3.6%	4.5%	4.4%	4.0%
其他非流动资产	186.36	450.31	450.31	450.31	450.31	财务费用率	0.5%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%
资产总额	29030.77	30660.63	33872.54	37721.53	41561.26	三费/营业收入	9.5%	8.2%	9.0%	8.7%	8.2%
短期债务	268.04	378.39	328.39	278.39	228.39	偿债能力					
应付账款	1729.88	1824.25	1999.99	2404.25	2406.90	资产负债率	25.7%	22.6%	21.7%	21.1%	19.5%
应付票据	198.93	224.59	245.25	280.81	280.49	负权益比	34.7%	29.2%	27.7%	26.8%	24.3%
其他流动负债	1567.51	81.18	81.18	81.18	81.18	流动比率	2.00	2.19	2.56	2.90	3.35
长期借款	490.00	870.00	870.00	870.00	870.00	速动比率	1.37	1.57	1.92	2.21	2.68
其他非流动负债	0.00	12.97	12.97	12.97	12.97	利息保障倍数	27.09	43.39	70.22	84.20	98.74
负债总额	7470.89	6928.85	7356.79	7968.60	8112.97	分红指标					
少数股东权益	487.91	366.56	400.68	440.35	485.64	DPS(元)	0.66	0.66	0.88	1.02	1.16
股本	1689.51	1689.51	1689.51	1689.51	1689.51	分红比率	0.35	0.31	0.35	0.35	0.35
留存收益	16480.32	18897.70	21647.56	24845.07	28495.13	股息收益率	2.5%	2.8%	3.2%	3.7%	4.3%
股东权益	21559.88	23731.77	26515.75	29752.93	33448.29	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	1.86	2.09	2.50	2.91	3.32
净利润	3144.42	3524.00	4230.56	4919.25	5615.48	BVPS(元)	12.47	13.83	15.46	17.35	19.51
加:折旧和摊销	824.31	881.78	888.42	928.42	968.42	PE(X)	13.9	11.2	10.9	9.4	8.2
资产减值准备	163.86	38.49	98.21	118.67	118.63	PB(X)	2.1	1.7	1.8	1.6	1.4
公允价值变动损失	5.06	4.33	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	110.28	90.08	67.27	65.02	62.77	P/S	2.2	1.8	1.6	1.5	1.3
投资收益	-25.95	-72.52	-28.26	-31.71	-34.72	EV/EBITDA	11.9	8.7	8.4	7.1	5.9
少数股东损益	7.30	30.71	34.12	39.67	45.29	CAGR(%)					
营运资金的变动	-77.46	149.03	-308.56	-802.74	54.19	PEG	—	0.9	0.5	0.6	0.6
经营活动产生现金流量	3676.82	4734.39	4981.74	5236.57	6830.06	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-2409.04	-2530.79	-1921.74	-1818.29	-2065.28	REP					
融资活动产生现金流量	-1342.38	-2223.97	-1597.96	-1836.75	-2078.19						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 07 月 26 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。