

建筑材料

2025 年 01 月 02 日

北新建材 (000786)

——新版股权激励出台，未来增长目标仍然可观

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **事件：**1月1日，北新建材公告《2024年限制性股票激励计划(草案)》，拟以18.20元授予包括公司董事、高级管理人员、核心骨干人员在内不超过347人合计不超过1,290万股公司股票，股票数量约占公司总股本的0.764%。限制性股票的解禁条件为：**1.2025-2027年扣非归母净利润较2023年复合增长率分别不低于14.22%、16.12%、17.08%；2.扣非ROE分别不低于16.5%、17.5%、18.5%，且高于对标企业75分位值或行业平均水平；3.2025-2027年的EVA值均大于零。**
- **激励计划指引未来增长中枢仍较强。**与2023年版本的股权激励草案相比，2024年版股权激励在授予股份数量、授予人员数量、授予价格的定价基准和折价比例均保持一致。2024年版股权激励的解禁条件较2023年有所调整，未来三年的增长目标调整为递进式增长，增长中枢仍然较为可观。**我们测算按照新版股权激励的解禁目标，公司2025-2027年扣非归母净利润分别为45.6、54.7、65.7亿元，扣非归母净利润对应2024年12月31日收盘价PE分别为11.2、9.4、7.8倍，**公司估值仍然较低，具备投资价值。
- **公司沿着“一体两翼，全球布局”路线加速扩张，成长空间逐步打开。**公司形成了石膏板为体，防水、涂料为翼的多元化发展格局。公司是石膏板行业头部企业，2023年石膏板领域国内市占率超65%，石膏板业务发展成熟，增速稳健。2024年公司完成了对嘉宝莉的并表，并且在12月公告联合重组浙江大桥油漆，涂料翼进一步完善。公司在防水领域通过北新防水品牌逐步扩张，拥有“禹王”、“蜀羊”等多个优势知名品牌，防水业务正处于周期底部，公司作为央企发挥底部整合作用，市占率逐步上升，待需求恢复后，公司防水业务有望加速贡献业绩弹性。
- **投资分析意见：**北新建材石膏板业务经营稳健，防水与涂料业务加速布局，全球布局逐步见到成效，公司未来增长路径清晰，此次股权激励进一步描绘了更具体的增长目标，给予市场信心。但考虑当前下游需求仍然相对低迷，地产新开工、地产竣工、社零的建筑装潢材料分项等数据仍然未有显著起色，且新增并购预计短期增加公司费用，我们下调公司未来盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为39.6、45.0、53.0亿元（此前为45.8、48.6、54.8亿元），对应市盈率13、11、10倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**股权激励仍需经历审批流程，存在不确定性；需求恢复不及预期；行业竞争加剧；新并表资产整合期摩擦。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	22,426	20,364	26,319	29,936	33,224
同比增长率 (%)	11.3	19.4	17.4	13.7	11.0
归母净利润 (百万元)	3,524	3,145	3,958	4,503	5,295
同比增长率 (%)	12.1	14.1	12.3	13.8	17.6
每股收益 (元/股)	2.09	1.86	2.34	2.67	3.13
毛利率 (%)	29.9	30.7	30.3	29.8	30.0
ROE (%)	15.1	12.5	15.3	15.6	16.4
市盈率	15		13	11	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2024 年 12 月 31 日

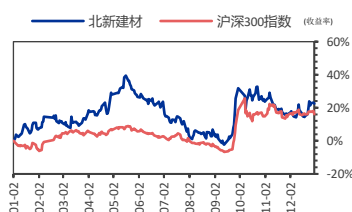
收盘价 (元)	30.31
一年内最高/最低 (元)	36.50/23.03
市净率	2.0
股息率% (分红/股价)	2.75
流通 A 股市值 (百万元)	49,480
上证指数/深证成指	3,351.76/10,414.61

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	14.89
资产负债率%	27.96
总股本/流通 A 股 (百万)	1,690/1,632
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

任杰 A0230522070003
renjie@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com
郝子禹 A0230524060003
haozy2@swsresearch.com

研究支持

郝子禹 A0230524060003
haozy2@swsresearch.com

联系人

郝子禹
(8621)23297818x
haozy2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,155	22,426	26,319	29,936	33,224
其中: 营业收入	20,155	22,426	26,319	29,936	33,224
减: 营业成本	14,289	15,725	18,352	21,030	23,267
减: 税金及附加	221	239	281	319	355
主营业务利润	5,645	6,462	7,686	8,587	9,602
减: 销售费用	766	950	1,316	1,347	1,329
减: 管理费用	1,033	815	1,192	1,326	1,395
减: 研发费用	862	952	1,111	1,272	1,408
减: 财务费用	106	85	97	88	68
经营性利润	2,878	3,660	3,970	4,554	5,402
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-108	-27	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-55	-11	1	0	0
加: 投资收益及其他	138	263	263	263	263
营业利润	3,324	3,880	4,233	4,817	5,665
加: 营业外净收入	-28	-112	0	0	0
利润总额	3,297	3,768	4,233	4,817	5,665
减: 所得税	145	214	241	274	323
净利润	3,152	3,555	3,992	4,542	5,341
少数股东损益	7	31	34	39	46
归属于母公司所有者的净利润	3,144	3,524	3,958	4,503	5,295

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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的邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。