

公司研究

股权激励计划落地，激发团队积极性

——北新建材（000786.SZ）限制性股票激励计划（草案）公告点评

要点

事件：2025年1月1日，公司发布2024年限制性股票激励计划（草案）。该激励计划授予的激励对象不超过347人，主要是公司董事/高级管理人员/核心骨干人员，拟授予激励对象的股票期权数量不超过1290万股，约占公告日公司总股本的0.76%，授予价格18.2元/股，低于前一交易日股价。费用摊销方面，预计25-29年分别摊销4087/4905/2988/1364/186万元。

股权激励计划落地，激发团队积极性：公司发布2024年限制性股票激励计划（草案），该激励计划分三期行权，解锁比例分别为34%/33%/33%。**三期的行权条件分别为：**以2023年为基数，1) 2025年扣非归母净利润复合增长率不低于14.22%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2025年扣非净资产收益率不低于16.5%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2025年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。2) 2026年扣非归母净利润复合增长率不低于16.12%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2026年扣非净资产收益率不低于17.5%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2026年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。3) 2027年扣非归母净利润复合增长率不低于17.08%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2027年扣非净资产收益率不低于18.5%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；2027年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。**对应2025-2027年扣非归母净利润分别为45.6/54.7/65.7亿元，2026/2027年同比增速为20%/20%。**

收购大桥油漆，进一步完善工业涂料板块：近期公司全资子公司北新涂料拟通过公开摘牌及协议收购方式共合计2.1亿元，收购大桥油漆51.4%股权。其中，公开摘牌方式以4332万元收购杭实集团持有的大桥油漆10.7%的股权；协议方式从浙江聚桥、德清煌桥、德清鸿桥、德清澜桥合计持有的34%的股权，以及包天雄持有的6.7%的股权，协议转让价格合计约1.6亿元。根据北新涂料，浙江大桥油漆始建于1958年，是浙江省金牌老字号品牌。拥有10万吨的工业涂料、水性工业涂料、特种涂料、海洋涂料、树脂生产和仓储物流的现代化绿色智造基地，是省级“专精特新”、国家级高新技术企业。此次大桥油漆加入北新涂料，将强化北新建材工业涂料在华东区域的市场布局，进一步丰富公司涂料产品体系。

盈利预测、估值与评级：公司一体两翼战略下，石膏板主业稳健增长，防水业务增长势能显现，涂料板块外延并购扩张，叠加股权激励充分调动团队积极性，公司成长性与盈利性兼具。我们维持24-26年归母净利润预测为40.14/46.15/53.47亿元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求恢复不及预期，涂料业务整合不及预期，原材料涨价超预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	19,934	22,426	26,410	30,236	34,552
营业收入增长率	-5.46%	12.50%	17.77%	14.49%	14.27%
归母净利润（百万元）	3,136	3,524	4,014	4,615	5,347
归母净利润增长率	-10.65%	12.36%	13.90%	14.98%	15.87%
EPS（元）	1.86	2.09	2.38	2.73	3.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.97%	15.08%	15.45%	15.92%	16.46%
P/E	16	15	13	11	10
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2024-12-31

买入（维持）

当前价：30.31元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsec.com

联系人：鲁俊

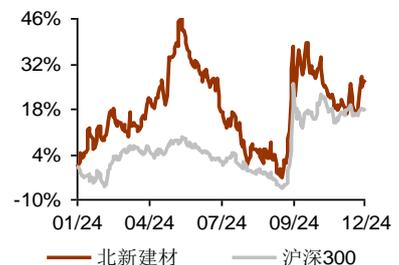
021-52523835

lujun1@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	16.90
总市值(亿元)	512.09
一年最低/最高(元)	23.03/36.28
近3月换手率	56.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.71	3.25	9.77
绝对	5.39	-4.29	25.97

资料来源：Wind

相关研报

弱需求下 Q3 业绩保持增长——北新建材

(000786.SZ) 2024 年三季度报点评

(2024-10-26)

石膏板主业稳增，防水逆势增长——北新建材

(000786.SZ) 2024 年中报点评 (2024-08-26)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19,934	22,426	26,410	30,236	34,552
营业成本	14,106	15,725	18,804	21,543	24,593
折旧和摊销	772	829	1,287	1,324	1,367
税金及附加	221	239	264	302	346
销售费用	760	950	1,188	1,361	1,555
管理费用	1,025	815	959	1,098	1,255
研发费用	861	952	1,121	1,283	1,466
财务费用	106	85	2	-56	-124
投资收益	34	73	73	73	73
营业利润	3,311	3,880	4,326	4,984	5,771
利润总额	3,283	3,768	4,288	4,925	5,702
所得税	140	214	243	279	323
净利润	3,144	3,555	4,045	4,646	5,378
少数股东损益	7	31	31	31	31
归属母公司净利润	3,136	3,524	4,014	4,615	5,347
EPS(元)	1.86	2.09	2.38	2.73	3.17

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,664	4,734	5,063	5,449	6,089
净利润	3,136	3,524	4,014	4,615	5,347
折旧摊销	772	829	1,287	1,324	1,367
净营运资金增加	-1,232	1,112	317	508	589
其他	987	-730	-554	-999	-1,214
投资活动产生现金流	-2,257	-2,531	-1,135	-977	-977
净资本支出	-914	-1,016	-1,050	-1,050	-1,050
长期投资变化	265	208	0	0	0
其他资产变化	-1,608	-1,723	-85	73	73
融资活动现金流	-1,422	-2,224	-2,731	-1,388	-1,513
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,579	1,008	-1,326	159	210
无息负债变化	1,692	-1,240	417	507	549
净现金流	-12	-22	1,197	3,083	3,598

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	29.2%	29.9%	28.8%	28.8%	28.8%
EBITDA 率	19.7%	21.4%	21.1%	20.6%	20.3%
EBIT 率	15.7%	17.6%	16.3%	16.2%	16.3%
税前净利润率	16.5%	16.8%	16.2%	16.3%	16.5%
归母净利润率	15.7%	15.7%	15.2%	15.3%	15.5%
ROA	11.0%	11.6%	12.5%	12.9%	13.3%
ROE (摊薄)	15.0%	15.1%	15.5%	15.9%	16.5%
经营性 ROIC	16.1%	18.2%	19.6%	22.1%	25.0%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	25%	23%	19%	19%	18%
流动比率	2.08	2.19	2.93	3.30	3.63
速动比率	1.56	1.73	2.31	2.68	3.01
归母权益/有息债务	11.81	8.40	17.84	17.95	17.80
有形资产/有息债务	14.42	9.91	20.12	20.43	20.44

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	28,605	30,661	32,393	36,101	40,391
货币资金	556	547	1,744	4,827	8,425
交易性金融资产	3,939	5,532	5,532	5,532	5,532
应收账款	1,991	2,080	2,357	2,698	3,083
应收票据	189	104	122	140	160
其他应收款 (合计)	530	267	314	360	411
存货	2,727	2,593	3,008	3,446	3,934
其他流动资产	472	571	571	571	571
流动资产合计	10,973	12,285	14,254	18,237	22,843
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	265	208	208	208	208
固定资产	12,459	13,459	12,797	12,180	11,583
在建工程	1,257	757	1,092	1,344	1,533
无形资产	2,502	2,510	2,510	2,509	2,508
商誉	344	383	383	383	383
其他非流动资产	186	450	450	450	450
非流动资产合计	17,631	18,376	18,139	17,865	17,548
总负债	7,161	6,929	6,020	6,686	7,445
短期借款	168	378	0	0	0
应付账款	1,684	1,824	2,181	2,499	2,853
应付票据	179	225	269	308	351
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	1,567	81	81	81	81
流动负债合计	5,270	5,612	4,861	5,527	6,286
长期借款	490	870	870	870	870
应付债券	1,000	0	0	0	0
其他非流动负债	206	221	221	221	221
非流动负债合计	1,891	1,316	1,159	1,159	1,159
股东权益	21,444	23,732	26,373	29,415	32,946
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
公积金	3,764	3,754	3,754	3,754	3,754
未分配利润	15,492	17,931	20,534	23,544	27,048
归属母公司权益	20,956	23,365	25,975	28,987	32,487
少数股东权益	488	367	397	428	459

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	3.81%	4.24%	4.50%	4.50%	4.50%
管理费用率	5.14%	3.63%	3.63%	3.63%	3.63%
财务费用率	0.53%	0.38%	0.01%	-0.18%	-0.36%
研发费用率	4.32%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%
所得税率	4%	6%	6%	6%	6%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.66	0.84	0.95	1.09	1.26
每股经营现金流	2.17	2.80	3.00	3.23	3.60
每股净资产	12.40	13.83	15.37	17.16	19.23
每股销售收入	11.80	13.27	15.63	17.90	20.45

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	16	15	13	11	10
PB	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.7	10.3	8.4	7.1	5.8
股息率	2.2%	2.8%	3.1%	3.6%	4.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP