

公司研究 | 点评报告 | 北新建材 (000786.SZ)

激励落地，成长强化，估值底部

报告要点

公司发布 2024 年限制性股票激励计划，公司中期成长预期有望强化，看好估值中枢提升。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



张佩

SAC: S0490518080002



李浩

SAC: S0490520080026

北新建材（000786.SZ）

2025-01-02

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

激励落地，成长强化，估值底部

事件描述

公司发布 2024 年限制性股票激励计划（草案）：

事件评论

- 公司发布 2024 年股权激励计划(草案)：以限制性股票方式向激励对象定向增发，合计拟授予 1290 万股，占比总股本 0.764%，其中首次授予 1117.25 万股，占比 0.661%。主要激励对象为董监高及核心业务骨干合计 347 人，授予价格 18.20 元/股，分三年三期解锁。
- **激励高增，彰显发展信心。**本激励计划考核指标分为三个层次，分别为公司层面业绩考核、业务单元及子公司层面绩效考核、个人层面绩效考核。其中公司层面考核包括扣非净利润复合增长率及同行业对标分位、扣非净资产收益率及同行业分位、经济增加值等。其中按照扣非业绩考核的复合增速测算 2025-2027 年扣非归属净利润分别为 45.60、54.72、65.67 亿，对应 2026、2027 年扣非业绩同比增速为 20%左右。公司层面外，各业务单元也需要完成所属考核目标。
- 如何实现激励目标：一看石膏板主业的稳定，二看外延业务的持续推进：
- **石膏板需求有望平稳：**市场对石膏板需求担忧较多，从历史数据回溯看公司收入增速与非制造业商务活动 PMI 指数相关度较高，这也充分体现石膏板需求以公装为主且翻新占比较高的特点。展望 2025 年，服务业景气有望改善，建筑业逐步触底，预计非制造业商务活动 PMI 有望处于底部扩张区间，对应石膏板行业需求保持相对相对平稳。
- **石膏板基础业绩扎实：**若需求可以保持相对平稳，我们认为公司高市占率下的市场控制力将继续展现，预计公司量与利的平衡策略或也将持续，保证盈利中枢相对平稳。具体来看，对于低端产品，公司规模、布局等优势明显，奠定了坚实的成本护城河，底部盈利较为明确；对于高端占比，公司战略清晰通过产品迭代以及品牌升级，持续提高高端销量，进而带动整体的盈利中枢上移。
- **外延成长有望加速：**从防水整合到嘉宝莉收购再到工涂开拓，公司持续践行一体两翼，全球布局的发展战略，公司也在充分利用现有渠道，开拓石膏板+产品，实现渠道价值变现。防水业务经过前几年的整合效果明显，2023 年取得了明显的经营 α ，证明了公司对新业务整合能力；涂料业务嘉宝莉也在整合提效之中，与石膏板销售渠道虽有不同，但公司多年管理经验输出以及央企背书有望带动嘉宝莉取得突破。此外考虑公司扎实的财务基础及集团的背书，预计外延收购或仍将持续。
- **激励落地，公司中期成长预期有望强化，看好估值中枢提升。**参考股权激励目标，预计 2025、2026 年业绩 46、55 亿，对应 PE 约为 11.1、9.3 倍，估值底部，买入评级。

风险提示

- 1、地产竣工持续低预期；
- 2、品类扩张速度低预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	30.31
总股本(万股)	168,951
流通A股/B股(万股)	163,245/0
每股净资产(元)	14.89
近12月最高/最低价(元)	36.50/23.03

注：股价为 2024 年 12 月 31 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

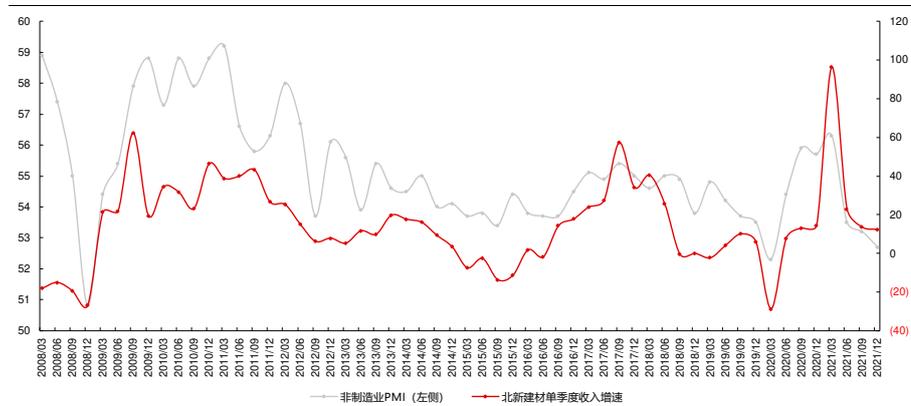
相关研究

- 《稳健经营，防水保持增长》2024-10-28
- 《石膏板韧性十足，一体两翼逆势成长》2024-09-01
- 《业绩超预期，成长持续兑现》2024-05-12



更多研报请访问
长江研究小程序

图 1：非制造业商务活动 PMI 与北新建材单季度收入增速情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

- 1、地产竣工持续低预期：石膏板下游需求与地产竣工高度相关。后续需要持续跟踪保交付的进度进而观察行业需求。
- 2、品类扩张速度低预期：防水及涂料行业的竞争格局、商业模式等与石膏板差异较大。需要持续跟踪公司的调整能力以及竞争策略的变化。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22426	27388	31390	37360	货币资金	547	1812	4097	8819
营业成本	15725	19622	22485	26650	交易性金融资产	5532	6032	6532	6532
毛利	6701	7767	8906	10710	应收账款	2080	2663	3052	3632
%营业收入	30%	28%	28%	29%	存货	2593	3706	4247	5034
营业税金及附加	239	274	314	374	预付账款	329	353	405	480
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	1204	1002	1110	1270
销售费用	950	1328	1460	1719	流动资产合计	12285	15568	19442	25767
%营业收入	4%	5%	5%	5%	长期股权投资	208	208	208	208
管理费用	815	1123	1256	1438	投资性房地产	75	75	75	75
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	13459	15030	16533	16533
研发费用	952	1150	1256	1401	无形资产	2510	2740	2960	2960
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	383	383	383	383
财务费用	85	128	139	0	递延所得税资产	119	162	162	162
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1621	1114	701	701
加: 资产减值损失	-11	-2	-2	0	资产总计	30661	35281	40465	46790
信用减值损失	-27	0	0	0	短期贷款	378	378	378	378
公允价值变动收益	-4	0	0	0	应付款项	1824	2398	2748	3257
投资收益	73	53	62	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	3880	4085	4853	5778	应付职工薪酬	127	196	225	267
%营业收入	17%	15%	15%	15%	应交税费	112	192	220	262
营业外收支	-112	0	0	0	其他流动负债	3170	2943	3110	3353
利润总额	3768	4085	4853	5778	流动负债合计	5612	6108	6681	7517
%营业收入	17%	15%	15%	15%	长期借款	870	870	870	870
所得税费用	214	204	243	289	应付债券	0	0	0	0
净利润	3555	3881	4610	5489	递延所得税负债	49	256	256	256
归属于母公司所有者的净利润	3524	3881	4610	5489	其他非流动负债	398	386	386	386
少数股东损益	31	0	0	0	负债合计	6929	7619	8193	9028
EPS (元)	2.09	2.30	2.73	3.25	归属于母公司所有者权益	23365	27295	31905	37395
					少数股东权益	367	367	367	367
					股东权益	23732	27662	32272	37761
					负债及股东权益	30661	35281	40465	46790
					基本指标				
						2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	4734	2934	4221	4722	每股收益	2.09	2.30	2.73	3.25
取得投资收益收回现金	70	53	62	0	每股经营现金流	2.80	1.74	2.50	2.80
长期股权投资	-11	0	0	0	市盈率	11.20	13.20	11.11	9.33
资本性支出	-1016	-1456	-1441	0	市净率	1.69	1.88	1.61	1.37
其他	-1574	-431	-500	0	EV/EBITDA	8.74	11.81	9.61	7.88
投资活动现金流净额	-2531	-1833	-1880	0	总资产收益率	11.5%	11.0%	11.4%	11.7%
债券融资	-1000	0	0	0	净资产收益率	15.1%	14.2%	14.4%	14.7%
股权融资	9	11	0	0	净利率	15.7%	14.2%	14.7%	14.7%
银行贷款增加(减少)	490	0	0	0	资产负债率	22.6%	21.6%	20.2%	19.3%
筹资成本	-1202	-56	-56	0	总资产周转率	0.75	0.83	0.83	0.86
其他	-521	212	0	0					
筹资活动现金流净额	-2224	167	-56	0					
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-20	1268	2285	4722					

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

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%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。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。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。