

北新建材（000786.SZ）

股权激励业绩考核目标较高，“一体两翼”全面推进

核心观点：

- 2025年1月1日，公司发布2024年限制性股票激励计划：拟授予不超过1290万股（占总股本0.764%），其中首次授予1117万股，授予价格18.20元/股（为现价60%），股票来源为公司向激励对象定向发行股票，激励对象不超过347人（管总9.25万股、其他核心高管6.1万股），考核目标为：2025/2026/2027年扣非归母净利润较2023年复合增长率不低于14.22%/16.12%/17.08%（即2025/2026/2027年扣非归母净利润不低于45.6/54.72/65.67亿元，按最新市值计算PE分别为11.23/9.36/7.8倍）、扣非ROE分别不低于16.5%/17.5%/18.5%（2023年为15.8%），三年解锁比例分别为34%/33%/33%。
- 新的股权激励相较于2023年的原方案，有几点变化：一是适当下调了25-26年业绩考核目标，但整体目标仍较高、且25-27年每年利润增量更加平均，符合公司稳健增长的策略；二是降低了高管激励配额，分配上更加平均；三是除业绩考核目标外，新增“各考核年度公司还需完成上级单位下达的科技创新任务目标”，符合国资委对企业科技创新的要求，经过上述调整后，预计本次股权激励进展会更顺利。
- 股权激励彰显公司发展信心，背后是“一体两翼、全球布局”战略全面推进。新房竣工需求承压，公司仍制定较高的业绩考核目标，彰显公司发展信心，背后的底气来源于公司继续全面实施“一体两翼、全球布局”战略，且在政策鼓励下有更多外延并购可能性，未来增长空间大。
- 盈利预测与投资建议。我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为38.9/45.8/54.8亿元，对应PE为13.2/11.2/9.3X，参考可比公司估值和公司未来增速，我们维持公司合理价值37.36元/股的判断，对应2025年PE约14x，维持“买入”评级。
- 风险提示。股权激励进展不及预期风险，下游需求下滑风险，原材料价格过快上涨风险，防水和涂料业务整合不及预期风险等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20155	22426	26597	28992	32965
增长率（%）	-4.4%	11.3%	18.6%	9.0%	13.7%
EBITDA（百万元）	3812	4790	5526	6270	7426

2025年1月1日，公司发布2024年限制性股票激励计划：拟授予不超过1290万股（占总股本0.764%），其中首次授予1117万股（约占总股本0.661%），授予价格18.20元/股（为现价60%），股票来源为公司向激励对象定向发行股票，激励对象不超过347人（管总9.25万股、其他核心高管6.1万股），考核目标为：2025/2026/2027年扣非归母净利润较2023年复合增长率不低于14.22%/16.12%/17.08%（即2025/2026/2027年扣非归母净利润不低于45.6/54.72/65.67亿元，按最新市值计算PE分别为11.23/9.36/7.8倍）、扣非ROE分别不低于16.5%/17.5%/18.5%（2023年为15.8%），三年解锁比例分别为34%/33%/33%。

公司曾在2023年12月29日发布2023年限制性股票激励计划：拟授予股票1290万股（占总股本0.764%），激励对象不超过347人（管总11万股、其他高管7万股），考核目标为：2024/2025/2026年扣非归母净利润较2022年复合增长率分别不低于27.7%/33.08%/25.43%（即2024/2025/2026年扣非归母净利润分别不低于42.65/61.64/64.73亿元），扣非ROE分别不低于17%/18%/19%。

新的股权激励相较于2023年的原方案，有以下几点变化：一是考虑到地产需求仍有下行压力，适当下调了25-26年业绩考核目标，但整体目标仍较高、且25-27年每年利润增量更加平均，符合公司稳健增长的策略；二是降低了高管激励配额，分配上更加平均；三是除业绩考核目标外，新增“各考核年度公司还需完成上级单位下达的科技创新任务目标”，符合国资委对企业科技创新的要求，经过上述调整后，预计本次股权激励进展会更顺利。

2024-2025年地产竣工需求承压，公司仍制定较高的业绩考核目标，彰显公司发展信心，背后的底气来源于公司继续全面实施“一体两翼、全球布局”战略，且在政策鼓励下有更多外延并购可能性，未来增长空间大：一是石膏板主业格局稳定，公司通过份额提升、高端化升级、海外拓展获得增量，通过内部协同、降本增效提升盈利能力，2025年存量翻新需求继续放量和消费补贴共振，整体需求有望平稳；同时持续推进轻钢龙骨、粉料砂浆、矿棉板、板材等“石膏板+”配套延伸产品业务，近两年放量明显；二是防水业务完成并购整合后，凭借资金和央国企平台优势，稳健开拓市场，2023年以来已实现较高质量增长，2023年/2024H1收入增速分别为24%/20%；三是涂料业务随着嘉宝莉并入，带来规模和质量突破，未来通过内生发展和外延并购，强化建筑涂料和工业涂料业务，具备较大空间；四是可能进行其他外延并购。

存量需求放量，公司中长期增长逻辑持续兑现。根据我们发布的年度策略报告《供给优化，景气拐点之年》，据国家统计局和贝壳数据，预计2023/2024年二手房成交面积分别同比23%/13%，2022-

均已证明能力，未来有望将这种并购整合能力复制到更多业务上。目前石膏板行业格局稳定，公司石膏板主业进入更高质量的内生增长阶段，防水、涂料、石膏板+等业务有望持续放量，中长期发展空间还很大。我们预计公司2024-2026年的归母净利润分别为38.9/45.8/54.8亿元，对应PE为13.2/11.2/9.3X，参考可比公司估值和公司未来增速，我们维持公司合理价值37.36元/股的判断，对应2025年PE约14x，维持“买入”评级。

风险提示。股权激励进展不及预期风险；下游需求下滑风险，可能给公司的生产经营带来一定的不确定性；原材料价格过快上涨风险，可能对公司的盈利水平产生一定影响；防水和涂料业务整合不及预期风险等。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,104	12,285	13,598	15,904	18,075
货币资金	564	547	388	205	390
应收及预付	2,561	2,513	2,386	2,804	2,873
存货	2,740	2,593	2,588	3,023	3,318
其他流动资产	5,239	6,632	8,237	9,871	11,495
非流动资产	17,927	18,376	19,676	20,615	22,112
长期股权投资	197	208	218	228	238
固定资产	12,460	13,459	14,712	15,601	17,043
在建工程	1,517	757	728	704	683
无形资产	2,562	2,510	2,580	2,650	2,720
其他长期资产	1,190	1,441	1,436	1,431	1,426
资产总计	29,031	30,661	33,274	36,519	40,187
流动负债	5,548	5,612	5,906	6,454	6,747
短期借款	268	378	383	433	483

广发建材行业研究小组

谢璐：首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

张乾：资深分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。