

公司研究

石膏板韧性强，“两翼”加速发展

——北新建材（000786.SZ）2024 年年报点评

要点

事件：北新建材发布 24 年年报，24 年实现营收/归母净利/扣非归母净利 258.2/36.5/35.6 亿，同比+15.1%/+3.5%/+1.8%。单 Q4 实现营收/归母净利/扣非归母净利 54.6/5.0/4.9 亿，同比+1.5%/-34.7%/-37.8%。24 年经营性净现金流 51.3 亿元，同比+8.5%。公司拟每股派发 0.865 元（含税），对应公告日（3 月 26 日）股息率 3.0%。

石膏板主业略承压，防水与涂料加速发展。分产品看，24 年石膏板/龙骨实现收入 131.1/22.9 亿，同比-4.8%/-0.1%，外部需求承压下 24H2 石膏板/龙骨收入同比-14.0%/-4.9%，增速较上半年有所回落。24 年石膏板销量/单价分别同比-0.05%/-4.7%，测算单平米毛利 2.32 元，同比-4.7%；防水卷材/防水工程实现收入 33.2/4.1 亿，同比+19.2%/-8.1%，防水卷材逆势增长。涂料业务实现收入 41.4 亿，同比+328%，主要系年内嘉宝莉并表所致。24 年“石膏板+”为主的其他业务收入 25.5 亿，同比+17.7%。分部看，24 年防水分部/涂料分部收入 46.6/36.0 亿，同比+18.8%/+796.2%，分别实现净利润 1.6/2.5 亿，同比+6.6%/577.3%；此外国际化业务收入/净利 2.2/0.2 亿，同比+98%/+32.3%。

毛利率持平，并购导致费用率提升拖累盈利。24 年公司毛利率 29.9%，同比持平，其中石膏板毛利率 38.51%，同比+0.02pcts，推测系加强降本提效，叠加成本红利延展对冲价格下行，24 年国废黄板纸（山东国废黄板纸海象 A 级收购价）/动力煤均价分别同比-4%/-11%。销售/管理/研发费用率分别 5.6%/4.4%/4.1%，同比+1.4/+0.7/-0.1pcts，其中销售与管理费用率上行主要系新并购嘉宝莉所致。最终公司销售净利率 14.4%，同比-1.4pcts。单 Q4 毛利率 27.0%，同比持平。销售/管理/研发费用率为 7.9%/5.5%/4.1%，同比+3.9/+3.3/-1.0pcts；最终 Q4 销售净利率 9.7%，同比-4.9pcts。

盈利预测、估值与评级：“一体两翼”战略下，石膏板主业稳健增长，防水业务逆势增长，涂料板块外延并购扩张，叠加股权激励充分激发团队积极性，公司成长性与盈利性兼具。我们基本维持 25-26 年归母净利润预测为 45.66/53.67 亿元，引入 27 年归母净利润预测为 62.19 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求转弱，涂料业务整合不及预期，原材料价格超预期上涨。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,426	25,821	29,205	31,660	34,389
营业收入增长率	12.50%	15.14%	13.10%	8.41%	8.62%
归母净利润（百万元）	3,524	3,647	4,566	5,367	6,219
归母净利润增长率	12.36%	3.49%	25.20%	17.53%	15.88%
EPS（元）	2.09	2.16	2.70	3.18	3.68
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.08%	14.21%	15.86%	16.60%	17.08%
P/E	14	13	11	9	8
P/B	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-03-28

买入（维持）

当前价：29.05 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

联系人：鲁俊

021-52523835

lujun1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.90
总市值(亿元):	490.80
一年最低/最高(元):	23.03/36.28
近 3 月换手率:	49.48%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.19	-2.66	-5.56
绝对	0.83	-4.75	5.12

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-01-02）
弱需求下 Q3 业绩保持增长——北新建材（000786.SZ）2024 年三季报点评（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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,426	25,821	29,205	31,660	34,389
营业成本	15,725	18,106	20,278	21,801	23,546
折旧和摊销	829	1,021	1,498	1,538	1,584
税金及附加	239	278	292	317	344
销售费用	950	1,443	1,486	1,452	1,405
管理费用	815	1,128	1,276	1,383	1,502
研发费用	952	1,058	1,197	1,297	1,409
财务费用	85	74	-30	-114	-209
投资收益	73	61	61	61	61
营业利润	3,880	3,974	4,979	5,837	6,724
利润总额	3,768	3,950	4,925	5,773	6,677
所得税	214	224	279	328	379
净利润	3,555	3,726	4,645	5,446	6,298
少数股东损益	31	79	79	79	79
归属母公司净利润	3,524	3,647	4,566	5,367	6,219
EPS(元)	2.09	2.16	2.70	3.18	3.68

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,734	5,134	5,527	7,119	7,753
净利润	3,524	3,647	4,566	5,367	6,219
折旧摊销	829	1,021	1,498	1,538	1,584
净营运资金增加	1,112	-2,097	626	-236	-60
其他	-730	2,564	-1,163	450	9
投资活动产生现金流	-2,531	-2,836	-1,246	-1,089	-1,089
净资本支出	-1,016	-903	-1,150	-1,150	-1,150
长期投资变化	208	237	0	0	0
其他资产变化	-1,723	-2,170	-96	61	61
融资活动现金流	-2,224	-2,136	-1,925	-1,444	-2,039
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,008	-1,335	-496	268	-115
无息负债变化	-1,240	2,826	258	977	892
净现金流	-22	161	2,356	4,586	4,624

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	29.9%	29.9%	30.6%	31.1%	31.5%
EBITDA 率	21.4%	19.8%	22.1%	22.9%	23.5%
EBIT 率	17.6%	15.8%	17.0%	18.0%	18.9%
税前净利润率	16.8%	15.3%	16.9%	18.2%	19.4%
归母净利润率	15.7%	14.1%	15.6%	17.0%	18.1%
ROA	11.6%	10.6%	12.2%	12.7%	13.2%
ROE (摊薄)	15.1%	14.2%	15.9%	16.6%	17.1%
经营性 ROIC	18.2%	16.9%	20.2%	23.9%	27.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	23%	24%	21%	22%	21%
流动比率	2.19	1.57	2.02	2.33	2.69
速动比率	1.73	1.24	1.64	1.98	2.35
归母权益/有息债务	8.40	17.74	30.27	26.51	32.96
有形资产/有息债务	9.91	19.96	33.50	30.13	37.75

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	30,661	35,139	38,088	42,953	47,894
货币资金	547	698	3,054	7,641	12,265
交易性金融资产	5,532	4,881	4,881	4,881	4,881
应收账款	2,080	2,431	2,750	2,981	3,238
应收票据	104	180	204	221	240
其他应收款 (合计)	267	126	142	154	167
存货	2,593	2,595	2,907	3,125	3,375
其他流动资产	571	796	1,020	1,182	1,362
流动资产合计	12,285	12,218	15,506	20,759	26,134
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	208	237	237	237	237
固定资产	13,459	14,855	14,036	13,273	12,538
在建工程	757	743	1,135	1,429	1,649
无形资产	2,510	3,544	3,523	3,502	3,481
商誉	383	2,386	2,386	2,386	2,386
其他非流动资产	450	459	468	468	468
非流动资产合计	18,376	22,921	22,582	22,194	21,760
总负债	6,929	8,420	8,182	9,427	10,204
短期借款	378	303	0	0	0
应付账款	1,824	2,068	2,316	2,490	2,689
应付票据	225	281	315	338	365
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	81	1,079	2,073	2,599	2,964
流动负债合计	5,612	7,766	7,677	8,922	9,699
长期借款	870	30	30	30	30
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	221	212	212	212	212
非流动负债合计	1,316	654	505	505	505
股东权益	23,732	26,720	29,906	33,526	37,690
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
公积金	3,754	3,770	3,770	3,770	3,770
未分配利润	17,931	20,168	23,272	26,817	30,900
归属母公司权益	23,365	25,673	28,780	32,321	36,406
少数股东权益	367	1,047	1,126	1,205	1,284

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.24%	5.59%	5.09%	4.59%	4.09%
管理费用率	3.63%	4.37%	4.37%	4.37%	4.37%
财务费用率	0.38%	0.29%	-0.10%	-0.36%	-0.61%
研发费用率	4.24%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%
所得税率	6%	6%	6%	6%	6%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.84	0.87	1.08	1.26	1.46
每股经营现金流	2.80	3.04	3.27	4.21	4.59
每股净资产	13.83	15.20	17.03	19.13	21.55
每股销售收入	13.27	15.28	17.29	18.74	20.35

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	14	13	11	9	8
PB	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.8	9.3	7.0	5.6	4.5
股息率	2.9%	3.0%	3.7%	4.4%	5.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
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所载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