

2025年04月08日

北新建材(000786.SZ)

——从石膏板龙头到消费建材龙头

投资评级：增持（首次）

投资要点：

- 国内石膏板行业寡头，内外兼修理顺长期增长逻辑。北新建材背靠中国建材集团，是全球最大的石膏板和轻钢龙骨产业集团。近年来，公司内外兼修，逐渐理顺长期增长逻辑：一方面，公司连续两年推动股权激励，至上而下理顺公司增长动能；另一方面，公司积极实施“一体两翼、全球布局”发展战略，加速向消费类建材综合制造商和服务商转型。我们认为，市场对北新最大的预期差就是低估了其在消费建材实现品类扩张的能力和底气。
- 石膏板领域护城河深厚，盈利和现金流稳定性为跨品类扩张提供底气。北新建材石膏板主业核心壁垒的建立在于抓住行业痛点，通过原料端革命性替代叠加产能优先卡位，重构行业竞争格局：行业早期受制于上游主要原材料天然石膏产地约束以及外资竞争，产能分布分散，集中度难以提升；公司的破局点在于率先推动脱硫石膏的技术突破并开启对天然石膏的原料替代，期间公司利用环保政策窗口期优先抢占具备区位优势燃煤电厂脱硫石膏资源以实现全国布局，成本优势得以建立。至此之后，后发者即使在区位采取类似战略，公司依然可以通过定点降价，其他区域盈利的模式对竞争者实现围剿。与其他消费建材不同，北新建材在石膏板的护城河属于独一档的，目前已是行业寡头，截至2024年公司石膏板市占率约56%，后来者几乎没有可逆性。得益于石膏板行业本身相对稳定的行业需求以及公司的行业地位，即使在过去几年地产下行期，公司依然具备可持续的稳定现金流，这使北新成为国内消费建材领域最具备扩品类整合能力和底气的企业。
- “两翼”业务大发展造就业绩逆势增长，从石膏板到消费建材龙头转型置信度提升，长期估值有望抬升。北新建材近年来通过战略性并购推动“两翼”业务发展，支撑公司从单一石膏板龙头向综合建材服务商转型，整合速度和效果显著：1) 防水领域采取“央企平台+区域龙头”整合模式，2019年以来斥资超30亿元完成对蜀羊防水、禹王防水等多家区域龙头企业的并购重组，组建北新防水集团，形成15大产业基地布局，依托央企品牌优势和石膏板渠道协同，2024年实现营收33.22亿元，同比增长19.23%，跃居行业前列；2) 涂料业务实施“资本并购+自主孵化”双轮驱动，通过收购灯塔涂料、嘉宝莉及浙江大桥油漆等优质资产，形成建筑涂料、工业涂料、特种涂料全品类布局，产能规模突破100万吨，其中斥资40.74亿元并购的嘉宝莉，在2023年《中国500最具价值品牌》榜单中品牌价值达356亿元，其与北新研究院体系形成“技术+产能+渠道+品牌”四位一体竞争优势，推动涂料业务向百亿级赛道加速迈进。我们判断，行业下行期的逆势增长不止是公司短期跨品类扩张的成功，更是公司从石膏板龙头向消费建材龙头转型的獠牙初现，长期增长逻辑的市场置信度将不断提升，估值中枢有望逐步上移。
- 盈利预测与评级：公司是国内纸面石膏板行业的绝对龙头，护城河深厚，凭借石膏板业务提供的稳定现金流，正加速向消费类建材综合制造商和服务商转型。近两年，防水、涂料业务均开始贡献增量，使得公司逆势呈现建材行业稀缺的成长性。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为40.25亿元、43.62亿元、48.05亿元，对应4月7日股价PE为12倍、11倍和10倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：新开工增速大幅下滑、基建增速低于预期、原料价格大幅上行

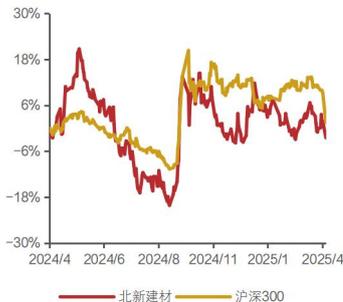
证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025年04月07日

收盘价(元) 28.34
一年内最高/最低(元) 36.50/23.03
总市值(百万元) 47,880.65
流通市值(百万元) 46,263.57
总股本(百万股) 1,689.51
资产负债率(%) 23.96
每股净资产(元/股) 15.20

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,426	25,821	27,344	28,961	31,137
同比增长率(%)	12.50%	15.14%	5.90%	5.91%	7.51%
归母净利润(百万元)	3,524	3,647	4,025	4,362	4,805
同比增长率(%)	12.36%	3.49%	10.36%	8.39%	10.14%
每股收益(元/股)	2.09	2.16	2.38	2.58	2.84
ROE(%)	15.08%	14.21%	14.33%	14.21%	14.30%
市盈率(P/E)	13.59	13.13	11.90	10.98	9.97

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	698	936	1,162	1,695
应收票据及账款	3,297	3,487	3,693	3,971
预付账款	315	333	353	379
其他应收款	126	133	141	152
存货	2,595	2,746	2,908	3,122
其他流动资产	5,187	5,205	5,224	5,250
流动资产总计	12,218	12,840	13,480	14,569
长期股权投资	237	2,240	4,243	6,246
固定资产	15,035	14,431	13,975	13,662
在建工程	743	1,455	1,999	2,377
无形资产	3,544	3,415	3,341	3,262
长期待摊费用	120	107	86	56
其他非流动资产	3,242	3,300	3,297	3,295
非流动资产合计	22,921	24,947	26,942	28,897
资产总计	35,139	37,787	40,422	43,466
短期借款	303	903	503	103
应付票据及账款	2,349	2,504	2,651	2,847
其他流动负债	5,114	4,583	4,842	5,192
流动负债合计	7,766	7,991	7,996	8,142
长期借款	178	143	107	71
其他非流动负债	475	475	475	475
非流动负债合计	654	618	583	547
负债合计	8,420	8,609	8,579	8,688
股本	1,690	1,690	1,690	1,690
资本公积	2,804	2,804	2,804	2,804
留存收益	21,180	23,594	26,212	29,095
归属母公司权益	25,673	28,088	30,705	33,588
少数股东权益	1,047	1,090	1,138	1,190
股东权益合计	26,720	29,178	31,843	34,778
负债和股东权益合计	35,139	37,787	40,422	43,466

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	3,726	3,823	4,165	4,612
折旧与摊销	1,080	1,127	1,159	1,197
财务费用	74	27	30	10
投资损失	-61	-60	-60	-60
营运资金变动	267	-760	-9	-10
其他经营现金流	49	260	260	260
经营性现金净流量	5,134	4,417	5,544	6,009
投资性现金净流量	-2,836	-3,107	-3,107	-3,107
筹资性现金净流量	-2,136	-1,073	-2,211	-2,368
现金流量净额	161	237	226	533

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	25,821	27,344	28,961	31,137
营业成本	18,106	19,160	20,285	21,782
税金及附加	278	296	314	337
销售费用	1,443	1,504	1,506	1,557
管理费用	1,128	1,148	1,187	1,245
研发费用	1,058	1,120	1,187	1,276
财务费用	74	27	30	10
资产减值损失	-20	-21	-22	-24
信用减值损失	-13	-14	-15	-16
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	61	60	60	60
公允价值变动损益	-35	0	0	0
资产处置收益	4	0	0	0
其他收益	243	181	181	181
营业利润	3,974	4,295	4,657	5,131
营业外收入	18	18	18	18
营业外支出	42	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,950	4,313	4,675	5,149
所得税	224	245	265	292
净利润	3,726	4,068	4,410	4,857
少数股东损益	79	44	47	52
归属母公司股东净利润	3,647	4,025	4,362	4,805
EPS(元)	2.16	2.38	2.58	2.84

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	15.14%	5.90%	5.91%	7.51%
营业利润增长率	2.43%	8.07%	8.42%	10.18%
归母净利润增长率	3.49%	10.36%	8.39%	10.14%
经营现金流增长率	8.45%	-13.97%	25.51%	8.39%
盈利能力				
毛利率	29.88%	29.93%	29.96%	30.04%
净利率	14.43%	14.88%	15.23%	15.60%
ROE	14.21%	14.33%	14.21%	14.30%
ROA	10.38%	10.65%	10.79%	11.05%
估值倍数				
P/E	13.13	11.90	10.98	9.97
P/S	1.85	1.75	1.65	1.54
P/B	1.87	1.70	1.56	1.43
股息率	0.00%	3.36%	3.64%	4.01%
EV/EBITDA	9	8	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。