

北新建材（000786.SZ）

业绩稳健增长，两翼业务持续发力

公司 2024 年实现营业总收入 258.21 亿元，同比增长 15.14%；归母净利润 36.47 亿元，同比增长 3.49%；扣非后归母净利润 35.58 亿元，同比增长 1.80%；基本 EPS 为 2.159 元/股，同比增长 3.50%；加权平均 ROE 为 15.01%，同比下降 0.99pct。

公司 2025 年一季度实现营业总收入 62.46 亿元，同比增长 5.09%；归母净利润 8.42 亿元，同比增长 2.46%；扣非归母净利润 8.19 亿元，同比增长 3.53%；基本 EPS 为 0.498 元/股，同比增长 2.26%；加权平均 ROE 为 3.23%，同比下降 0.23pct。

□石膏板龙头业绩稳健，两翼收入快速增长。公司 2024 年实现营业收入 258.21 亿元，同比+15.14%，实现归母净利润 36.47 亿元，同比+3.49%。公司实现扣非后归母净利润为 35.58 亿元，同比+1.80%。单季度来看，2024Q4 公司实现营业收入 54.58 亿元，同比+1.50%，实现归母净利润 5.02 亿元，同比-34.65%，扣非后归母净利润为 4.89 亿元，同比-37.82%。分渠道看，公司 2024 年直销/经销渠道分别实现收入 31.98 亿元/226.23 亿元，分别同比+45.72%/+11.82%，经销渠道占比达到 88%。分产品看，分产品看，2024 年公司石膏板/龙骨/防水卷材/涂料收入分别为 131.07 亿元/22.87 亿元/33.22 亿元/41.41 亿元，分别同比-4.79%/-0.13%/+19.23%/+327.99%。

□主营业务毛利率稳中有升，费用率增加致使净利率波动。2024 年公司实现销售毛利率 29.88%，同比持平，实现销售净利率 14.43%，同比-1.42pct。2024 年公司期间费用率为 14.34%，同比上升 1.85pct；其中，财务费用率为 0.29%，同比下降 0.09pct；管理费用率为 4.37%，同比上升 0.74pct；销售费用率为 5.59%，同比上升 1.35pct；研发费用率为 4.10%，同比下降 0.15pct。分产品看，2024 年公司石膏板/龙骨/防水卷材/涂料毛利率分别同比+0.02pct/+0.28pct/-1.65pct/+2.72pct 至 38.51%/18.98%/17.07%/31.94%，除防水卷材因市场竞争加剧致使毛利率降低以外，其余业务毛利率均稳中有升。

□25Q1 毛利率进一步提升，并购子公司致使销售费用率增加。2025Q1 实现营收 62.46 亿元，同比+5.09%；归母净利 8.42 亿元，同比+2.46%，扣非归母净利 8.19 亿元，同比+3.53%。2025Q1 公司销售毛利率为 28.94%，同比+0.29pct，销售净利率为 13.68%，同比-0.27pct。从费用端来看，25Q1 期间费用率为 13.69%，同比+0.26pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.97%/4.47%/3.06%/0.19%，分别同比+1.03pct/-0.20pct/-0.51pct/-0.06pct；其中，销售费用率增加主因并购子公司及人工成本增加；研发费用率下降主因研发投入阶段性调整；财务费用率持续下行，主要受益于利息支出优化及汇兑收益贡献。

□石膏板业务稳居龙头，成本控制效果显著。2024 年，公司石膏板销量 21.71 亿平方米，同比微降 0.05%，石膏板销售均价同比-4.74%至 6.04 元/平方米，销售平均成本同比-4.76%至 3.71 元/平方米，产能利用率同比+4.29pct 至 66.52%。

强烈推荐（维持）

中游制造/建材

目标估值：NA

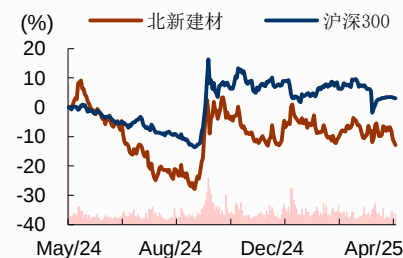
当前股价：28.02 元

基础数据

总股本（百万股）	1690
已上市流通股（百万股）	1632
总市值（十亿元）	47.3
流通市值（十亿元）	45.7
每股净资产（MRQ）	15.7
ROE（TTM）	13.8
资产负债率	24.0%
主要股东	中国建材股份有限公司
主要股东持股比例	37.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-10	-3
相对表现	2	-6	-7



相关报告

- 《北新建材（000786）—24Q3 业绩稳健增长，涂料业务表现亮眼》
2024-10-25
- 《北新建材（000786）—石膏板龙头稳健发展，两翼贡献新增长点》
2024-08-28
- 《北新建材（000786）—24Q1 业绩亮眼，一体两翼协力成长》
2024-04-30

郑晓刚

S1090517070008

zhengxiaogang@cmschina.com.cn

袁定云

S1090523070010

yuandingyun@cmschina.com.cn

公司通过集中采购优化供应渠道、装备升级提升产能利用率及实施一毛钱成本节约计划等举措有效控制成本。根据中国建筑材料联合会石膏建材分会的研究和数据统计，截至 2024 年末，全国纸面石膏板行业产能约 58 亿平米；北新建材石膏板产能达 35.63 亿平米，以产能计算市占率约 61.4%，持续巩固行业龙头地位。

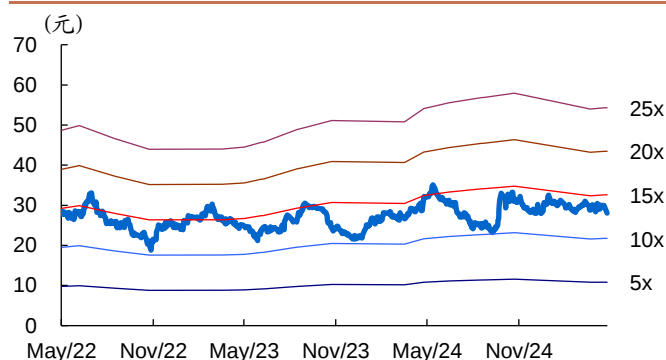
- **涂料布局快速推进，股权激励提振士气，维持“强烈推荐”**。2024 年内，公司正式完成嘉宝莉联合重组，实现涂料的全国产能布局，同步建成 132.66 万吨涂料产能，产能利用率 51.88%。公司推出限制性股票激励草案，旨在强化核心骨干士气，释放较为积极的发展信心。考虑到市场竞争激烈，公司产品销售价格承压，我们略下调盈利预测，并引入 2027 年预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 2.58 元、2.97 元、3.34 元，对应 PE 分别为 10.9x、9.4x、8.4x，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：原材料价格大幅上涨，基建和地产投资增速大幅下滑，防水和涂料新业务拓展不及预期，并购资产商誉减值风险。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	22426	25821	29165	31970	34803
同比增长	11%	15%	13%	10%	9%
营业利润(百万元)	3880	3974	4778	5500	6154
同比增长	17%	2%	20%	15%	12%
归母净利润(百万元)	3524	3647	4359	5018	5636
同比增长	12%	3%	20%	15%	12%
每股收益(元)	2.09	2.16	2.58	2.97	3.34
PE	13.4	13.0	10.9	9.4	8.4
PB	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3

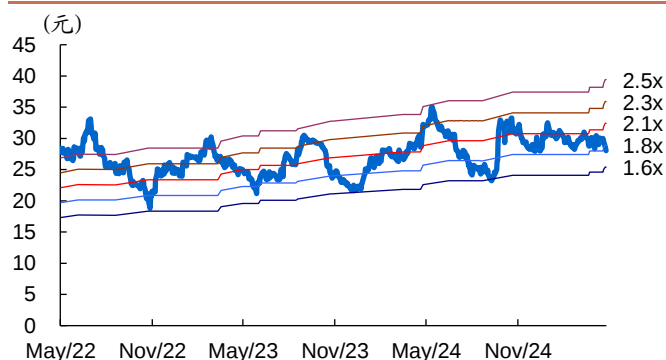
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：北新建材历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：北新建材历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	12285	12218	14772	17129	21074
现金	547	698	2458	4123	7368
交易性投资	5532	4881	4881	4881	4881
应收票据	104	180	203	223	243
应收款项	2080	2431	2724	2986	3250
其它应收款	267	126	142	156	169
存货	2593	2595	2892	3150	3411
其他	1162	1307	1472	1611	1752
非流动资产	18376	22921	23656	24373	25070
长期股权投资	208	237	237	237	237
固定资产	13459	14855	16207	17477	18669
无形资产商誉	2893	5930	5337	4804	4323
其他	1815	1899	1875	1856	1840
资产总计	30661	35139	38428	41502	46144
流动负债	5612	7766	8315	7570	7959
短期借款	378	303	1496	351	337
应付账款	2049	2349	2625	2860	3096
预收账款	638	587	656	715	774
其他	2547	4527	3538	3645	3752
长期负债	1316	654	654	654	654
长期借款	870	30	30	30	30
其他	446	624	624	624	624
负债合计	6929	8420	8969	8224	8613
股本	1690	1690	1690	1690	1690
资本公积金	2788	2804	2804	2804	2804
留存收益	18888	21180	23824	27535	31665
少数股东权益	367	1047	1141	1250	1372
归属于母公司所有者权益	23365	25673	28318	32028	36158
负债及权益合计	30661	35139	38428	41502	46144

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4734	5134	5510	6157	6753
净利润	3555	3726	4454	5127	5758
折旧摊销	855	1051	1522	1540	1560
财务费用	90	92	77	31	(24)
投资收益	(73)	(61)	(220)	(249)	(246)
营运资金变动	298	383	(326)	(296)	(299)
其它	9	(57)	5	4	4
投资活动现金流	(2531)	(2836)	(2038)	(2009)	(2012)
资本支出	(1162)	(1194)	(2258)	(2258)	(2258)
其他投资	(1368)	(1642)	220	249	246
筹资活动现金流	(2224)	(2136)	(1713)	(2484)	(1496)
借款变动	56	(652)	78	(1145)	(14)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(104)	16	0	0	0
股利分配	(1107)	(1411)	(1715)	(1308)	(1505)
其他	(1069)	(90)	(77)	(31)	24
现金净增加额	(20)	162	1760	1665	3246

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22426	25821	29165	31970	34803
营业成本	15725	18106	20237	22043	23867
营业税金及附加	239	278	314	344	375
营业费用	950	1443	1571	1658	1805
管理费用	815	1128	1216	1333	1451
研发费用	952	1058	1166	1278	1391
财务费用	85	74	77	31	(24)
资产减值损失	(38)	(29)	(28)	(32)	(29)
公允价值变动收益	(4)	(35)	(15)	(18)	(22)
其他收益	190	243	182	205	210
投资收益	73	61	53	62	59
营业利润	3880	3974	4778	5500	6154
营业外收入	6	18	18	14	17
营业外支出	117	42	73	77	64
利润总额	3768	3950	4723	5437	6106
所得税	214	224	269	310	349
少数股东损益	31	79	95	109	122
归属于母公司净利润	3524	3647	4359	5018	5636

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	11%	15%	13%	10%	9%
营业利润	17%	2%	20%	15%	12%
归母净利润	12%	3%	20%	15%	12%
获利能力					
毛利率	29.9%	29.9%	30.6%	31.1%	31.4%
净利率	15.7%	14.1%	14.9%	15.7%	16.2%
ROE	15.9%	14.9%	16.1%	16.6%	16.5%
ROIC	15.3%	14.0%	15.5%	16.1%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	22.6%	24.0%	23.3%	19.8%	18.7%
净负债比率	9.1%	4.1%	4.0%	0.9%	0.8%
流动比率	2.2	1.6	1.8	2.3	2.6
速动比率	1.7	1.2	1.4	1.8	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	5.9	7.0	7.4	7.3	7.3
应收账款周转率	10.1	10.8	10.5	10.4	10.4
应付账款周转率	7.9	8.2	8.1	8.0	8.0
每股资料(元)					
EPS	2.09	2.16	2.58	2.97	3.34
每股经营净现金	2.80	3.04	3.26	3.64	4.00
每股净资产	13.83	15.20	16.76	18.96	21.40
每股股利	0.83	1.01	0.77	0.89	1.00
估值比率					
PE	13.4	13.0	10.9	9.4	8.4
PB	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.6	11.1	8.6	7.7	7.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。