

北新建材(000786.SZ)

“一体两翼”成效显著，石膏板基本盘改善

推荐（首次）

股价：26.88元

主要数据

行业	建材
公司网址	www.bnbm.com.cn
大股东/持股	中国建材股份有限公司/37.54%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	1,702
流通A股(百万股)	1,690
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	458
流通A股市值(亿元)	454
每股净资产(元)	16.41
资产负债率(%)	21.7

行情走势图



证券分析师

郑南宏	投资咨询资格编号 S1060521120001 ZHENGNAHONG873@pingan.com.cn
杨侃	投资咨询资格编号 S1060514080002 BQV514 YANGKAN034@pingan.com.cn



平安观点：

- **全球石膏板行业龙头，财务业绩长期优异。**北新建材是全球最大石膏板龙骨产业集团，2025年公司产能与产量分别为36.6亿平、21.2亿平，防水与涂料业务近年发展迅速、已跃居国内前列。公司业绩长期增长良好，2015-2025年归母净利润从9.0亿元升至29.1亿元，CAGR为12.5%，平均净利率为15.6%，且现金流长期稳健，资产负债率亦保持低位。公司背靠央企平台，且重视股东回报，近三年现金分红率保持40%。
- **石膏板短期需求关注地产，长期看具备提升空间。**国内石膏板应用以工商建筑为主，人均消费量显著低于以住宅消费为主的欧美国家。有别于市场，我们认为直接对标欧美市场或不恰当，美国较早步入存量房时代，换房周期短、装修频率高；日本建筑为减少地震伤害多采用轻质建材，因此石膏板应用广泛。短期来看，国内需求主要关注地产，近期地产积极因素频现；长期看随着存量房翻修需求逐步释放，石膏板人均消费量具备提升空间。
- **集中度高与龙头策略调整，石膏板价格有望修复。**继2025年对石膏板提价后，2026年北新再次全面提价。我们认为，行业集腋成裘话语权强、组织架构调整与全面提价亦印证公司复价决心，二梯队外资品牌亦长期重视盈利质量，尽管石膏板需求仍有下行压力，但幅度相对可控；同时部分区域与低端市场或仍竞争激烈、但结合石膏板区域性特征，我们认为不影响行业整体稳价与复价趋势。
- **石膏板主业优势稳固，“两翼”跻身行业前列。**石膏板方面，公司通过生产基地布局、护面纸自产、规模化与技术进步等，构筑领先的成本优势，并推行“一毛钱”成本节约计划。旗下龙牌、泰山、梦牌产品覆盖高中低客户群体，品牌知名度与美誉度高；同时大力推广GF板、国潮板等高附加值产品，布局海外新兴市场，进一步打开石膏板增长空间。防水方面，2019年以来通过系列并购切入，实现防水收入逆势增长，印证公司并购整合能力强、业务协同性良好。2026年防水行业迎来复价，公司防水业

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	25821	25280	27716	29175	30917
YOY(%)	15.1	-2.1	9.6	5.3	6.0
净利润(百万元)	3647	2906	3464	3857	4289
YOY(%)	3.5	-20.3	19.2	11.4	11.2
毛利率(%)	29.9	28.8	29.5	30.0	30.3
净利率(%)	14.1	11.5	12.5	13.2	13.9
ROE(%)	14.2	10.7	11.8	12.2	12.6
EPS(摊薄/元)	2.14	1.71	2.03	2.27	2.52
P/E(倍)	12.5	15.7	13.2	11.9	10.7
P/B(倍)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

务有望进一步改善。涂料方面，公司通过收购灯塔、嘉宝莉布局工业与建筑涂料，实现涂料收入大幅增长；其中嘉宝莉 2024-2025 年累计净利润 7.2 亿元，完成承诺指标 85%，在行业承压背景下属实不易，与公司品牌、渠道赋能紧密相关。

- **投资建议：**我们认为，第一，石膏板行业经历过度内卷后，价格有望迎来修复，带动公司石膏板主业利润改善；第二，公司防水、涂料业务在行业低谷期逆势扩张、已跻身行业前列，成为公司重要增长点，近期防水、涂料行业亦在复价；第三，防水与涂料业务印证公司并购整合能力强，当前现金流充裕、资产负债率低，未来或继续通过并购整合、海外产能建设等模式，实现规模收入进一步增长。预计 2026-2028 年公司归母净利润为 34.6 亿元、38.6 亿元、42.9 亿元，当前市值对应 PE 分别为 13.2 倍、11.9 倍、10.7 倍。首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）石膏板需求大幅下滑的风险：国内石膏板需求主要来自工商业建筑、房地产等，若后续地产竣工持续下行，而存量房屋翻新需求释放不及预期，将导致公司石膏板业务拓展承压。（2）石膏板等产品涨价落实不及预期的风险：年初以来石膏板、防水等行业积极开展复价，但若后续因需求走弱、或同业竞争依旧激烈，导致产品涨价落实不及预期，将导致公司石膏板、防水等业务利润率难以改善。（3）大宗原材料价格波动的风险：近期中东等地局势动荡，油价等大宗材料价格波动较大。若后续石油等燃料与化工材料继续涨价、或是维持高位，将导致公司成本端承压，对毛利率造成负面影响。（4）并购整合不及预期：近年公司收购了多家防水与涂料企业，带动“两翼”业务大幅增长。但各个收购标的的经营理念、所处行业特点差异较大，对公司经营管理能力要求高，若后续渠道、品牌整合协同效果不及预期，或导致公司经营承压、发展空间受限。

正文目录

一、 全球石膏板行业龙头，财务业绩长期优异	6
1.1 全球石膏板龙头，“一体两翼”逐见成效	6
1.2 业绩长期稳健增长，现金流与债务水平优	6
1.3 背靠央企平台，近三年分红率保持 40%	8
二、 石膏板需求具备韧性，价格有望迎来修复	9
2.1 石膏板属绿色建材，上游以护面纸与燃料为主	9
2.2 需求短期关注地产，长期看具备提升空间	11
2.3 市场集中度高，石膏板价格有望企稳修复	13
三、 石膏板主业优势稳固，“两翼”跻身行业前列	14
3.1 石膏板成本优势领先，持续推进降本计划	14
3.2 高端化与布局海外，有望打开成长空间	14
3.3 防水跻身行业前三，并购整合成效显著	15
3.4 建筑与工业涂料齐发力，嘉宝莉兑现良好	17
四、 投资建议	18
五、 风险提示	20

图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	公司 2015-2025 年业绩增长情况	7
图表 3	公司历年利润率变化	7
图表 4	公司期间费率变化	7
图表 5	分业务收入结构（亿元）	8
图表 6	业务毛利率变化（%）	8
图表 7	经营性现金流长期保持良好	8
图表 8	资产负债率长期处于低位水平	8
图表 9	北新建材股权结构（截至 2026 年一季报）	8
图表 10	近三年公司现金分红比例保持在 40%	9
图表 11	石膏板生产流程	10
图表 12	石膏板行业产业链	10
图表 13	北新建材石膏板业务营业成本构成	10
图表 14	泰山石膏原材料采购中护面纸占比过半	10
图表 15	近年国内废纸价格走势较为平稳（单位 元/吨）	11
图表 16	年初以来国内煤炭价格回升（单位 元/吨）	11
图表 17	国内石膏板下游消费结构	11
图表 18	中美石膏板下游应用场景对比	11
图表 19	美国业主售房前居住时间中位数水平	12
图表 20	日本石膏板产销规模	12
图表 21	全国石膏板历年产量、增速与全国房屋竣工增速对比	12
图表 22	北新建材产量与市占率变化	13
图表 23	全国石膏板产能及产能利用率	13
图表 24	北新建材石膏板业务单价与毛利走势（元/平米）	13
图表 25	北新建材固定资产占比在装修建材行业（申万分类）中排名居前	14
图表 26	泰山 GF 石膏基植物纤维板与木制胶合板/OSB 板对比	15
图表 27	公司在海外拟建设产能梳理	15
图表 28	北新建材海外收入与占比变化	15
图表 29	公司针对防水企业收并购情况梳理	16
图表 30	公司防水卷材产能与产能利用率变化	16
图表 31	公司防水卷材单平收入与毛利情况	16
图表 32	北新防水合作伙伴	17
图表 33	北新防水品牌首选率持续攀升	17
图表 34	公司与其他两家防水企业收入对比（单位 亿元）	17
图表 35	公司与其他两家防水企业毛利率对比	17
图表 36	公司涂料业务并购情况	18

图表 37	公司涂料业务收入与毛利率变化	18
图表 38	公司盈利预测	19
图表 39	部分可比公司估值对比(2026/4/27).....	20

一、全球石膏板行业龙头，财务业绩长期优异

1.1 全球石膏板龙头，“一体两翼”逐见成效

全球最大石膏板龙骨产业集团，防水与涂料业务位居国内前四。北新集团建材股份有限公司（简称北新建材）是世界 500 强中国建材集团绿色建筑新材料产业平台，1979 年成立，1997 年在深交所上市，2020 年实施“一体两翼全球布局战略”。目前公司以石膏板、防水材料、涂料三大业务为核心，拥有国内外产业基地 119 个，其中石膏板产能规模超 35 亿平方米，是全球最大的石膏板龙骨产业集团，防水业务规模位居全国行业前三，涂料业务北新嘉宝莉位居全国建筑涂料第四，中华老字号百年“灯塔”服务大国重器。

图表1 公司发展历程

年份	重要事件
1979	北新建材的前身——北京新型建筑材料实验厂诞生。
1982	北京新型建筑材料厂石膏板生产线落成。
1995	改制后成为中国新型建筑材料集团公司出资的国有独资公司。
1997	在深交所上市。
2005	北新建材增资控股山东泰和，成为中国最大的石膏板产业集团。
2009	北新已投产和在建生产线达到 43 条，全国 10 亿平方米石膏板产业布局顺利完成。
2012	石膏板业务规模达到 16.5 亿平方米，成为全球最大石膏板产业集团。
2016	重组泰山石膏，泰山石膏成为北新建材的全资子公司。
2017	设立北新建材工业（坦桑尼亚）有限公司，全球化布局正式开启
2018	联合重组中国第二大石膏板集团万佳建材，设立“梦牌新材料有限公司”。
2020	北新建材以北新禹王系、北新蜀羊系、北新金拇指系防水公司为基础进行整合优化，成立统一的经营管理平台北新防水集团；北新建材提前和超额完成 2017 年提出的 2020 年完成 30 亿平方米全球石膏板产业布局的计划，继续稳居全球第一。
2024	完成重组嘉宝莉化工集团股份有限公司，扩大涂料业务布局
2025	联合重组唐山、宿州远大洪雨，扩大防水业务布局。

资料来源：公司官网、公司公告，平安证券研究所

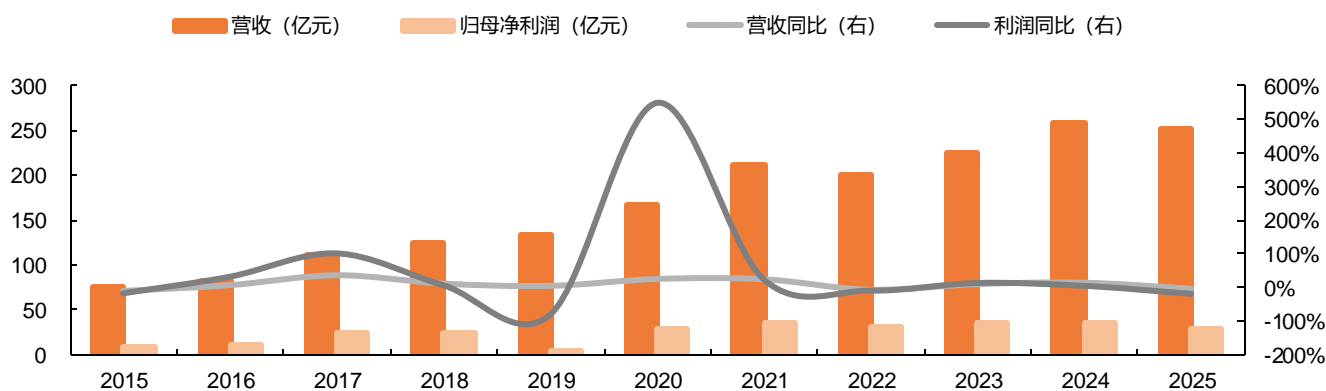
产品类型多元全面，实现高中低全市场覆盖。石膏板方面，北新建材的石膏板生产线遍布全国，旗下“龙牌”、“泰山”、“梦牌”系列产品分别覆盖高端、中高端、中低端等不同客户群体，产品拥有极高的品牌知名度和美誉度。**防水方面**，防水产品涵盖自粘类防水卷材、高聚物改性沥青类防水卷材、高分子类防水卷材、防水涂料、防水辅材等五大类百余项产品系列，一站式解决方案广泛应用于基础设施建筑、交通工程、住宅商业地产、工业建筑、城市更新及修缮、民用建材等领域。**涂料方面**，涵盖内外墙建筑涂料、工业涂料、艺术涂料、地坪材料、石艺漆、树脂、装修辅料、油墨和涂装服务等领域，致力于在多个细分赛道为客户提供专业的涂料系统解决方案。目前营销网络遍布全国，在建筑装饰涂料、家具涂料领域市场占有率位居全国前列。2025 年公司石膏板产能 36.63 亿平米，石膏板折标后产能利用率 60.36%，轻钢龙骨产能 49.13 万吨，产能利用率 71.59%。防水卷材产能 4.85 亿平米，防水卷材产能利用率 53.17%，防水涂料产能 142.84 万吨，产能利用率 59.92%。涂料产能 151.42 万吨，产能利用率 56.52%。

1.2 业绩长期稳健增长，现金流与债务水平优

业绩长期增长良好，近十年 CAGR 超过 12%。2015-2025 年公司营收从 75.5 亿元升至 252.8 亿元，CAGR 为 12.8%；归母净利润从 9.0 亿元升至 29.1 亿元，CAGR 为 12.5%。2025 年公司营收、归母净利润分别同比下滑 2.1%、20.3%，主要因石膏板行业需求有所萎缩、且竞争加剧，导致营收与净利率同比小幅下滑。随着公司积极推进稳价复价，行业竞争压力趋

缓，叠加公司两翼业务与外延并购方面持续发力，业绩有望重回增长通道。

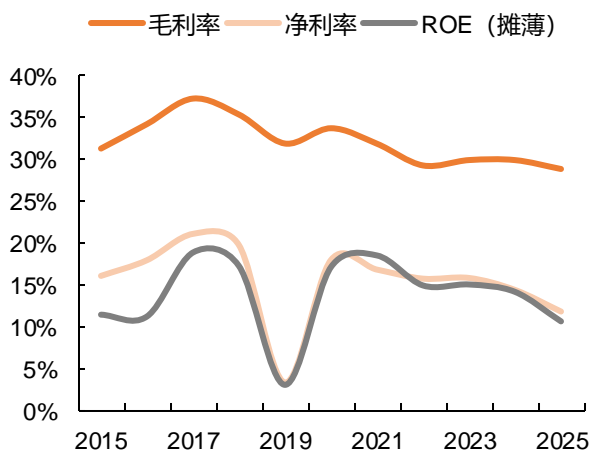
图表2 公司 2015-2025 年业绩增长情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

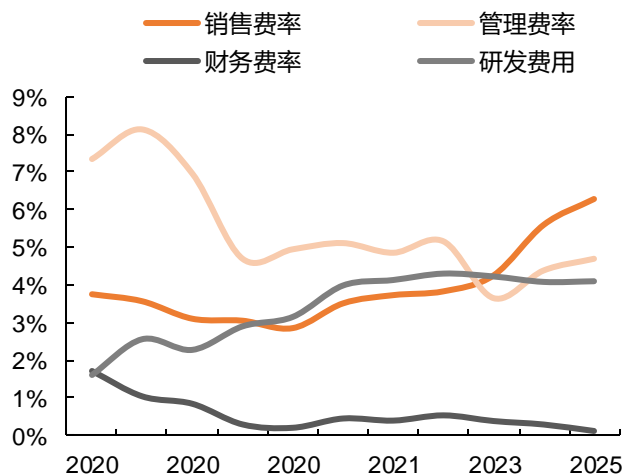
利润率常年稳居高位。2015-2025 年公司毛利率、净利率、ROE（摊薄）的平均值分别为 32.1%、15.6%、13.9%。尽管近两年利润率受行业竞争加剧影响持续下滑，但长周期看，公司利润率长期保持高位水平。

图表3 公司历年利润率变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

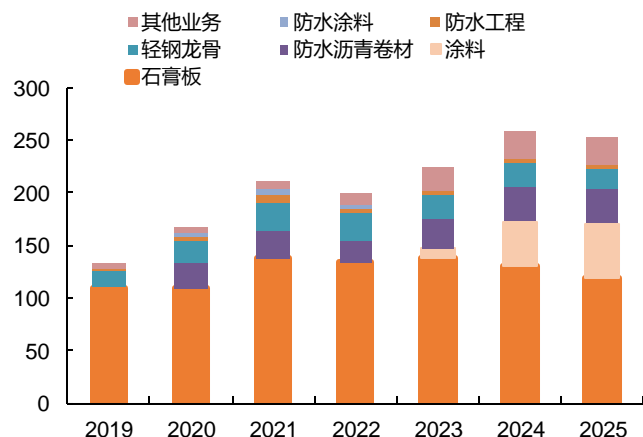
图表4 公司期间费率变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

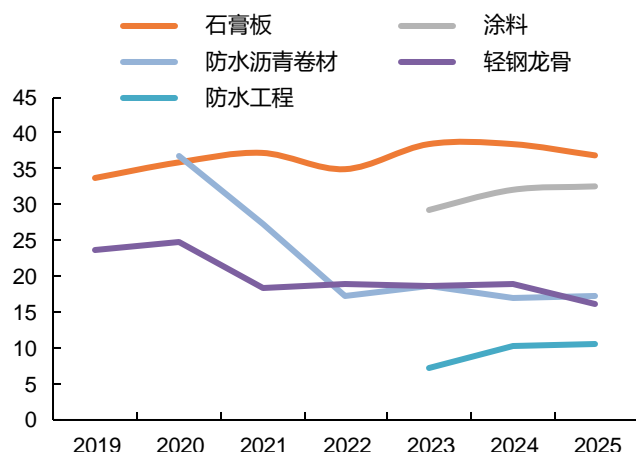
两翼业务收入贡献大幅提升，石膏板与涂料毛利率保持高位。分业务情况看，2025 年公司石膏板、涂料、防水沥青卷材、轻钢龙骨、防水工程业务的收入占比分别为 47.3%、20.2%、13.1%、7.8%、1.5%。随着公司近年收购多家防水、涂料企业，公司防水、涂料两翼业务收入贡献占比大幅提升。毛利率方面，2025 年石膏板、涂料、防水沥青卷材、轻钢龙骨、防水工程分别为 36.90%、32.42%、17.26%、16.20%、10.52%，石膏板与涂料业务毛利率保持较高水平，防水与轻钢龙骨业务毛利率相对较低。

图表5 分业务收入结构 (亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

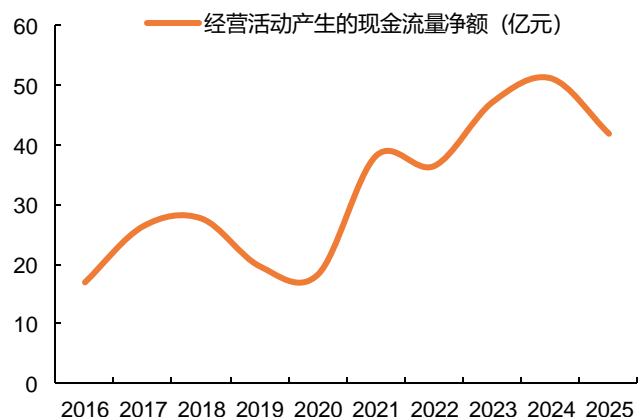
图表6 业务毛利率变化 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

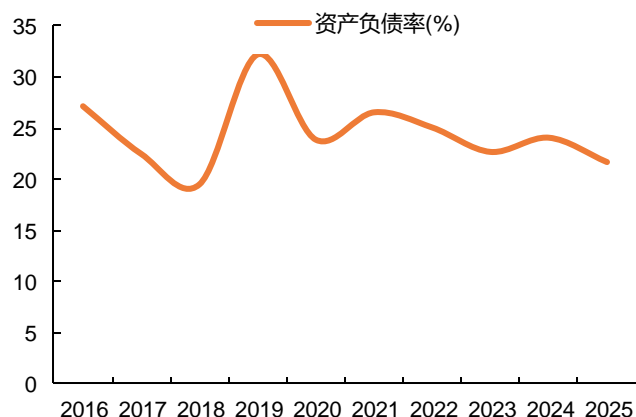
公司经营质量高, 经营性现金流长期保持良好, 与业绩相匹配, 且资产负债率长期处于低位水平。

图表7 经营性现金流长期保持良好



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 资产负债率长期处于低位水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 背靠央企平台, 近三年分红率保持 40%

公司第一大股东为央企中国建材集团 (国务院国资委全资控股公司) 旗下中国建材股份, 截至 2026 年一季报持股 37.54%。

图表9 北新建材股权结构 (截至 2026 年一季报)

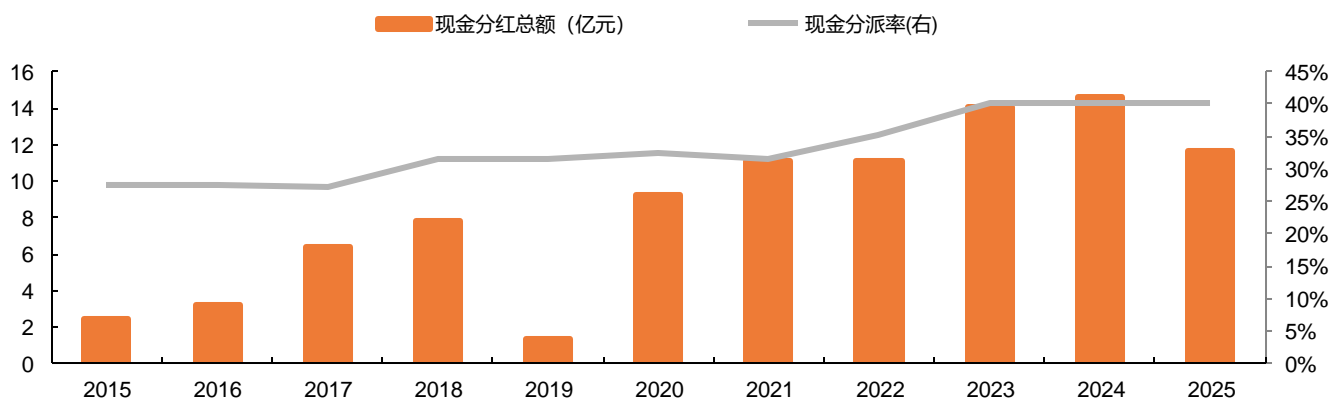
序号	股东名称	占总股本比例 (%)
1	中国建材股份有限公司	37.54
2	泰安市国泰民安投资集团有限公司	6.63
3	香港中央结算有限公司	5.77
4	工银瑞信价值精选混合型证券投资基金	0.76
5	泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002 深	0.65
6	全国社保基金 401 组合	0.59
7	中欧红利优享灵活配置混合型证券投资基金	0.54

8	华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	0.48
9	全国社保基金 110 组合	0.48
10	广发双擎升级混合型证券投资基金	0.40

资料来源: Wind, 平安证券研究所

公司长期重视股东回报, 近三年现金分红比例保持在 40%。

图表 10 近三年公司现金分红比例保持在 40%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

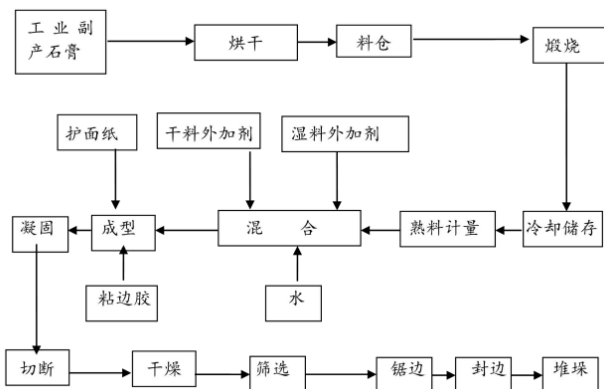
推行公司股票激励计划, 激发管理团队积极性。2025 年 6 月 3 日, 公司发布 2024 年限制性股票激励计划 (草案修订稿), 拟授予的限制性股票总量不超过 1290 万股, 约占本激励计划草案公告时公司股本总额 168950.78 万股的 0.764%。考核目标包括以 2023 年为基准年, 2025 年扣非归母净利润复合增长率不低于 14.22%, 2026 年扣非归母净利润复合增长率不低于 16.12%, 2027 年扣非归母净利润复合增长率不低于 17.08%。2023 年公司扣非归母净利润为 34.95 亿元, 对应 2025-2027 年扣非归母净利润分别不低于 45.60 亿元/54.72 亿元/65.67 亿元。

二、石膏板需求具备韧性, 价格有望迎来修复

2.1 石膏板属绿色建材, 上游以护面纸与燃料为主

石膏板是一种以石膏为主要原料, 煅烧为建筑石膏后加入少量添加剂与水搅拌, 连续浇注在两层护面纸之间, 再经过凝固、干燥而成的一种轻质建筑板材, 具有质轻、高强、防火、便于加工等特点, 可与轻钢龙骨及其它配套材料组成吊顶或轻质隔墙。石膏板作为一种加入添加剂与纤维制成的新型墙体建筑材料, 与传统粘土实心、空心砖相比, 具有质量轻、强度高、保温隔热、防火隔音、方便施工、节省空间等优异性能, 符合国家节能减排的政策方向。

图表11 石膏板生产流程



资料来源：公司公告，平安证券研究所

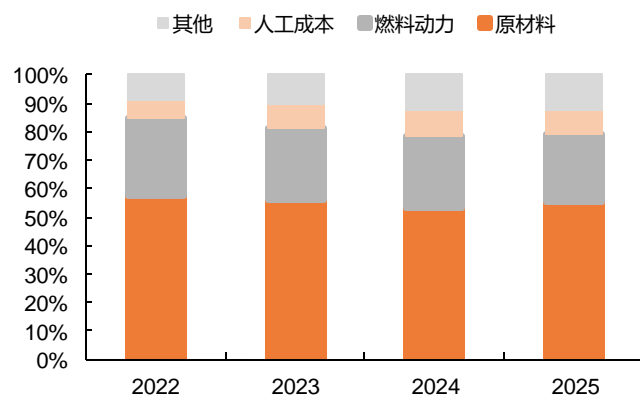
图表12 石膏板行业产业链



资料来源：中国家居产业公众号，平安证券研究所

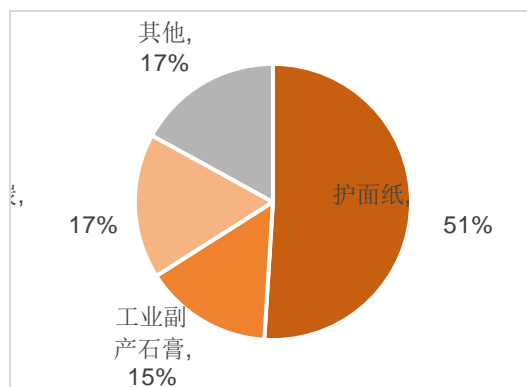
石膏板生产成本中护面纸占比高，其次为燃料成本。从成本构成看，2025年北新建材石膏板营业成本中，原材料占比55%、燃料动力占比24%、人工占比9%。原材料主要为工业副产石膏以及护面纸，以护面纸为主。根据2020年泰山石膏债券跟踪评级报告，护面纸、工业副产石膏和煤炭分别占其采购成本的比重为51%、15%和17%。护面纸是以废纸为主要原料，通过脱墨、制浆等工序所生产的特种纸张，主要用于生产纸面石膏板，护面纸与石膏浆的充分结合，能够保证石膏板的强度。我国护面纸企业数量不多，行业呈现寡头垄断格局，前4家企业合计产能占比超过90%，议价能力较强。

图表13 北新建材石膏板业务营业成本构成



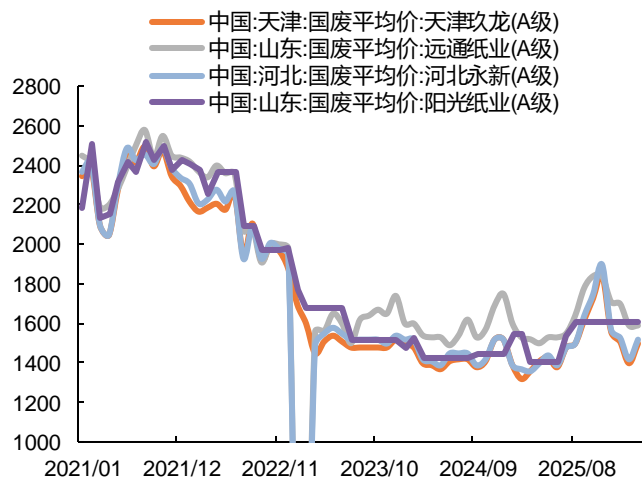
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 泰山石膏原材料采购中护面纸占比过半



资料来源：泰山石膏2020年债券跟踪评级报告，平安证券研究所

图表15 近年国内废纸价格走势较为平稳(单位:元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 年初以来国内煤炭价格回升(单位:元/吨)

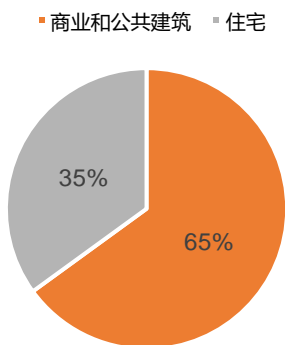


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 需求短期关注地产, 长期看具备提升空间

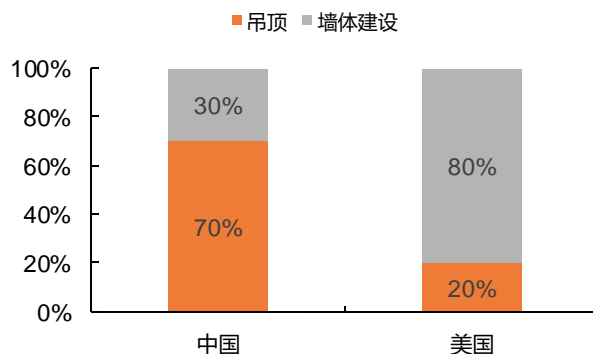
国内石膏板应用以工商业建筑为主, 人均消费量远低于欧美。从石膏板下游需求结构看, 我国商业和公共建筑装饰装修领域为石膏板主要消费市场(占比约65%), 石膏板在住宅领域应用还处于推广发展阶段(占比约35%); 我国石膏板约70%集中于吊顶领域, 于隔墙领域应用尚少, 而美国、日本等国家约80%应用于墙体建设。从人均石膏板消费量来看, 我国仅为2.5平方米左右, 远低于美国的约10平方米和欧洲的约5~7平方米。

图表17 国内石膏板下游消费结构



资料来源: 北新建材2025年年报, 平安证券研究所

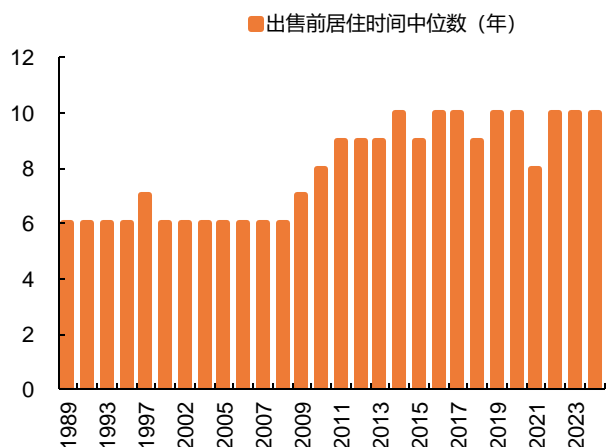
图表18 中美石膏板下游应用场景对比



资料来源: 北新建材2025年年报, 平安证券研究所

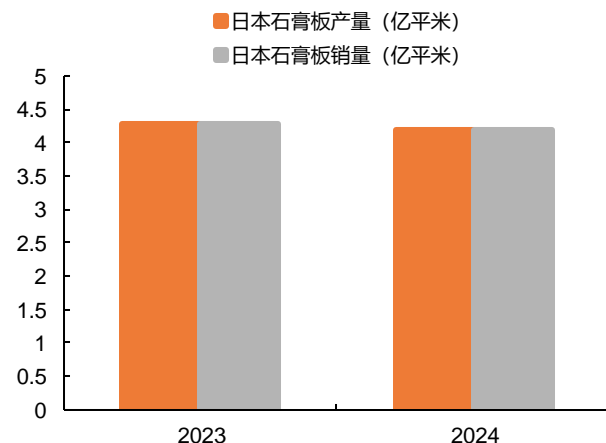
各国国情存在差异, 直接对比人均消费或并不恰当。例如, 美国较早进入存量房时代, 装修需求以房屋翻新为主而非新建; 其次, 美国居民换房周期短, 业主售房周期中位数仅10年左右, 房屋换手率高, 叠加美国人均住房面积较大, 意味着整体房屋翻新频率、装修材料需求较高。日本许多房屋建筑则是采用木结构, 以减轻地震频发带来的伤害, 而石膏板重量轻、加工便捷, 因此在住宅墙体应用亦较为广泛。

图表19 美国业主售房前居住时间中位数水平



资料来源: NAR, 平安证券研究所

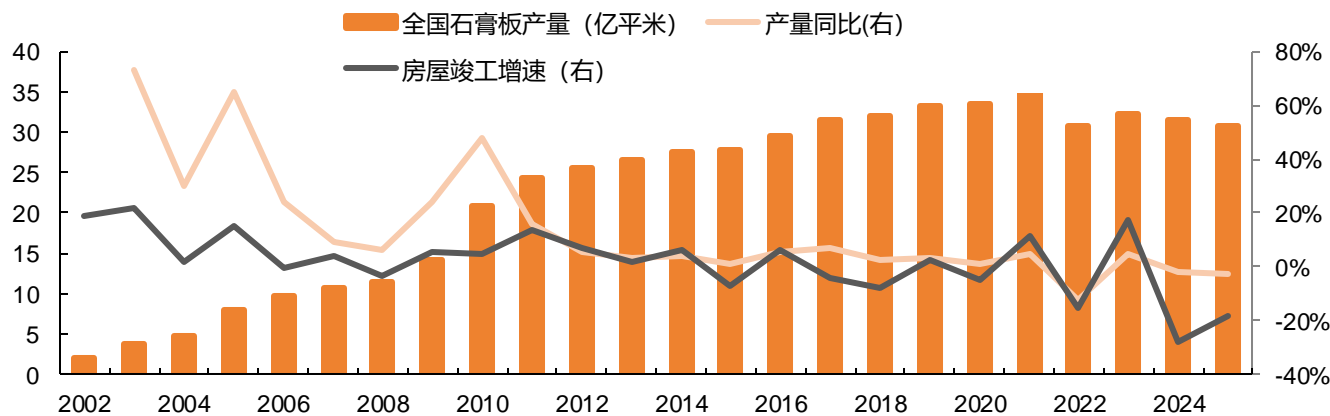
图表20 日本石膏板产销规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

短期来看,近年国内地产下行拖累石膏板市场,但后者需求呈现韧性。从需求规模看,受益于我国建筑装修需求向好、石膏板应用渗透率提升,过去二十余年国内石膏板产量规模总体呈现增长态势,与房屋竣工增速展现一定相关性。近两年随着房地产市场下行,石膏板销量略有下滑,但因石膏板应用以工商业建筑为主、且存量翻新需求较多,因此石膏板销量降幅明显低于全国房屋竣工面积降幅。2025年我国销量约30.66亿平米,较2024年下降约2.7%,较2021年行业高点35亿平米降幅有限。

图表21 全国石膏板历年产量、增速与全国房屋竣工增速对比



资料来源: 公司公告, Wind, 平安证券研究所

注: 2024-2025年未披露全国石膏板产量数据,考虑每年产量与销量数据接近,故近似用销量数据替代

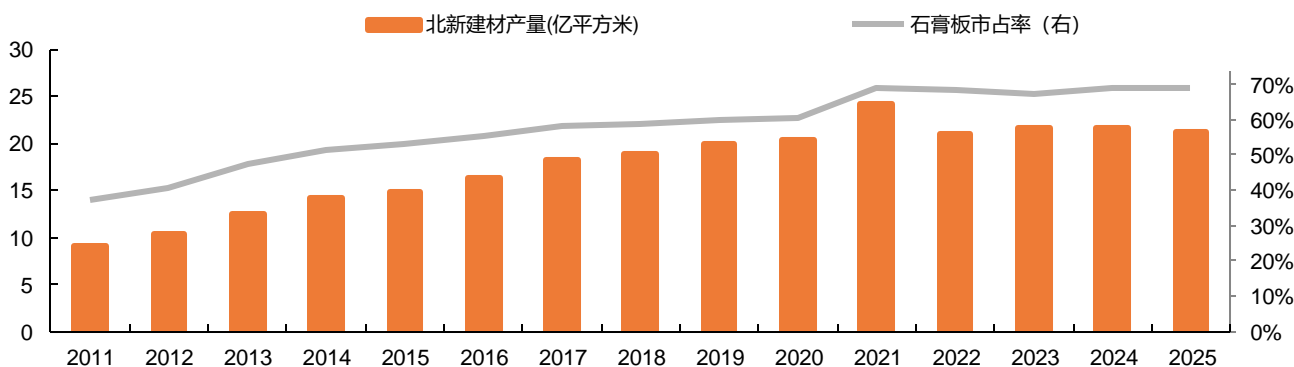
近期地产积极因素频现,楼市逐步趋稳、有望减轻对石膏板需求拖累。本轮国内楼市量价调整幅度已与海外接近,2022年以来一二手成交总量逐步趋稳;区域及产品层面,核心城市主城区库存可控,部分三四线逐步止跌。购房者层面,随着首付比例、房贷利率下行,居民置业压力不断减轻,杠杆率高位回落,同时租金回报率高于十年期国债利率,购房相对吸引力增强。展望2026年,预计积极因素有望形成共振,楼市调整幅度逐步收敛,“核心区+好房子”将率先企稳。

长期来看,随着国内庞大的存量房翻修需求逐步释放,石膏板消费仍有增长空间。随着年轻群体对于居住品质要求日渐提高,国内大量的老旧房屋亟待翻新改造。据统计全国住宅建筑中,2000年前建成的住宅占总量比例达26%。同时,石膏板的性能特性亦在不断升级迭代,在住宅领域渗透率有望继续提升,未来国内石膏板在使用范围、消费结构和消费水平等方面仍有增长空间。

2.3 市场集中度高，石膏板价格有望企稳修复

石膏板行业集中度高，北新建材产量市占率接近 70%。2025 年公司石膏板产能、产量分别为 36.63 亿平米、21.2 亿平米，市占率分别为 61%、69%，稳居行业第一梯队，产品全面覆盖高中低端市场。行业第二梯队为圣戈班、可耐福、优时吉博罗为代表的外资厂商，产品定位高端市场，据 2021 年北新集团债券评级报告，三家外资厂商合计市占率约 8%左右。其中，可耐福是一家总部位于德国的石膏板公司，1996 年进入中国市场，其所生产的石膏板主要在华北、华东、华南市场销售，部分出口到美国、韩国、东南亚和中国香港、台湾地区。圣戈班石膏公司前身是英国石膏集团 (BPB)，2000 年在中国上海建立第一条生产线，2006 年在常州建立第二条生产线，并于 2006 年被法国圣戈班集团收购。石膏板行业第三梯队为大量中小企业，主要布局中低端市场。

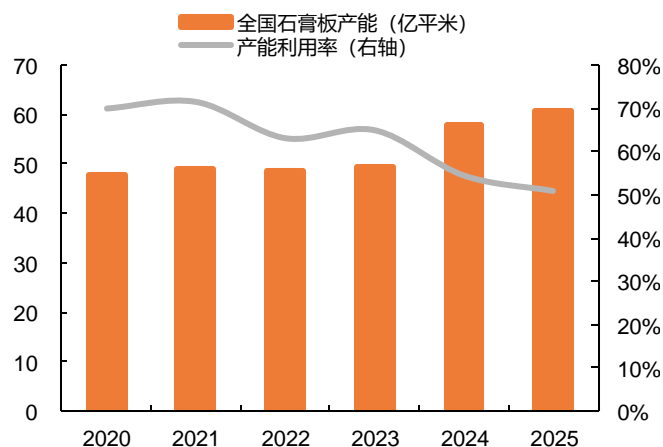
图表22 北新建材产量与市占率变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

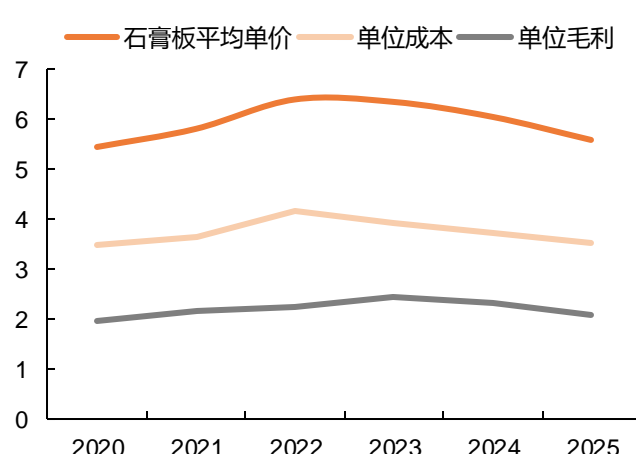
竞争态势有望趋缓，石膏板价格修复在即。由于近几年石膏板市场需求小幅萎缩，叠加行业涌入新玩家、整体产能有所扩充（全国石膏板产能从 2020 年 47.8 亿平米升至 2025 年 61.5 亿平米，产能利用率从 70% 降至 51%），导致竞争日趋激烈，价格持续下行。测算北新建材的石膏板业务平均单价从 2022 年的 6.39 元/平米降至 2025 年的 5.57 元/平米。随着行业盈利明显下滑，同时北新建材积极调整内部组织架构与经营目标，更加重视稳价复价，继 2025 年对石膏板提价后，2026 年北新再次全面提价。我们认为，行业集中度高，北新市场话语权强、组织架构调整与全面提价亦印证公司复价决心，二梯队外资品牌亦长期重视盈利质量，尽管石膏板需求仍有下行压力，但幅度相对可控；同时部分区域与低端市场或仍竞争激烈、但结合石膏板区域性特征，我们认为不影响行业整体稳价与复价趋势。

图表23 全国石膏板产能及产能利用率



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表24 北新建材石膏板业务单价与毛利走势 (元/平米)



资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

三、石膏板主业优势稳固，“两翼”跻身行业前列

3.1 石膏板成本优势领先，持续推进降本计划

生产基地布局、护面纸自产、规模化优势、技术进步等，构筑公司领先的成本优势。

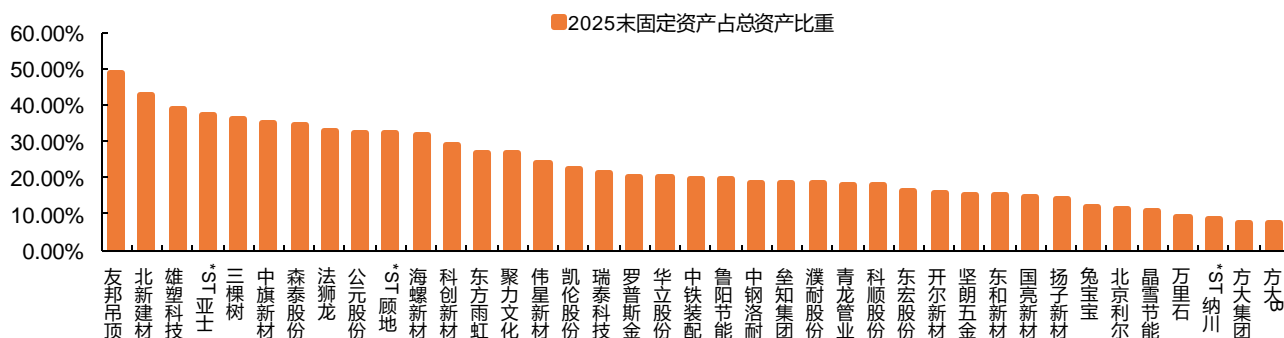
区域布局方面，石膏板生产所需原材料主要为工业副产石膏以及护面纸，其中石膏作为石膏板的原材料、属于工业废弃物，单位价值较低但物流成本较高；而石膏板的运输半径同样不大，一般仅 300~500km。因此企业生产基地布局需要同时临近原材料石膏与终端消费市场的地区。为实现全国化布局，北新建材的石膏板生产线遍布全国，并且重视基地选址，主要聚集在能生产出工业副产石膏且更加贴近市场的城市大型火电厂附近，石膏一般采购距离控制在 100 公里以内。

护面纸方面，公司自备造纸厂“泰和纸业”年产石膏板护面纸 60 万吨，能有效满足公司内部护面纸需求；同时公司与主要护面纸供应商亦保持长期良好的合作关系，有助于保障原材料的稳定供应；且公司采购量较大，对上游护面纸供应商拥有一定的议价能力。

规模化方面，公司石膏板全国市占率近 70%，规模化优势除了体现在原材料与燃料采购，在期间费用方面亦能有效摊薄。

技术工艺方面，石膏板行业制造属性相对较强，体现在固定资产占比不低，在生产制造环节存在成本压降空间。近年公司积极推行“一毛钱”成本节约计划，在生产管理端高度重视“增节降”工作，例如龙牌集团通过节煤降能耗攻关小组的工作，对热风炉系统工艺调整、降低蒸发量等，使煤耗降低 0.01kg/m³；通过调整规范石膏板各规格品种，石膏消耗降低 0.13kg/m³；通过降淀粉专项小组的推动，淀粉降低 4.37g/m³。龙牌集团通过多措并举，实现石膏板生产成本降低 0.0478 元/m³。

图表 25 北新建材固定资产占比在装修建材行业（申万分类）中排名居前



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 高端化与布局海外，有望打开成长空间

公司持续丰富产品线、往高端化发展。北新旗下“龙牌”、“泰山”、“梦牌”系列石膏板产品分别覆盖高端、中高端、中低端不同客户群体，产品拥有极高的品牌知名度和美誉度。同时，公司依托技术创新，不断丰富产品矩阵，推动产品结构向高端化、绿色化、功能化升级。石膏板业务围绕功能性、环保性需求开发新品，大力推广 GF 板、国潮板等高附加值产品，满足市场差异化需求。2025 年前三季度，GF 板、GFG 板、GFP 板、鲁班万能板、国潮板等创新产品合计销量同比增长 94.9%。

首条自主研发的 GF 石膏纤维板已投产，十五五末产能将达 2 亿平米、产值超 60 亿元。2025 年末，子公司泰山石膏自主研发的首条年产 2000 万平方米泰山 GF 石膏纤维板生产线正式投产，子公司泰山石膏“十五五”期间计划再上 9 条生产线，项目全部达产后，泰山 GF 石膏纤维板年产能可达到 2 亿平方米，预计年产值超 60 亿元。泰山 GF 石膏基植物纤维板以无机胶凝材料石膏为基材、植物纤维为增强材料的高性能建筑板材。与传统石膏板流浆工艺不同，其生产工艺采用半干法高压一体成型技术，最终制成内外均质无隙的高强度板材。泰山 GF 石膏纤维板具有优良的物理性能和丰富的装饰效果，既保留了类似实木板的质感，又具有防火、防潮、环保等优点；可用于软硬包基层衬板、归方找平基层衬板、重物悬挂承载基层、造型增强衬板、轻钢房屋基层衬板、电器不燃基层等多种施工场景，兼容批腻子、贴瓷砖、做油漆等多种后续施工。

图表26 泰山 GF 石膏基植物纤维板与木制胶合板/OSB 板对比

亮点	泰山 GF 石膏基植物纤维板	木质胶合板/OSB 板
A1 不燃·更安全	燃烧性能为 A1 不燃	经处理仅能达到 B1 难燃级别
0 醛环保·更健康	0 醛高环保，能呼吸可调节空气湿度	释放甲醛、VOC 等挥发性有害气体
稳定性好·更靠谱	膨胀伸缩率低，抗变形、抗开裂	膨胀伸缩率高，易变形翘曲开裂
防霉防虫·更耐用	无机材质，不长霉、不招白蚁	潮湿环境易发霉，易遭白蚁蚕食
耐水耐潮·更安心	24 小时吸水膨胀率仅 0.2%，CCS 认证	24 小时吸水膨胀率约 20%，易吸潮变形
加工便捷·更轻松	易割/锯/钻/刨，兼容多种后续施工	无此项便捷加工优势

资料来源：泰山 GF 石膏基植物纤维板公众号，平安证券研究所

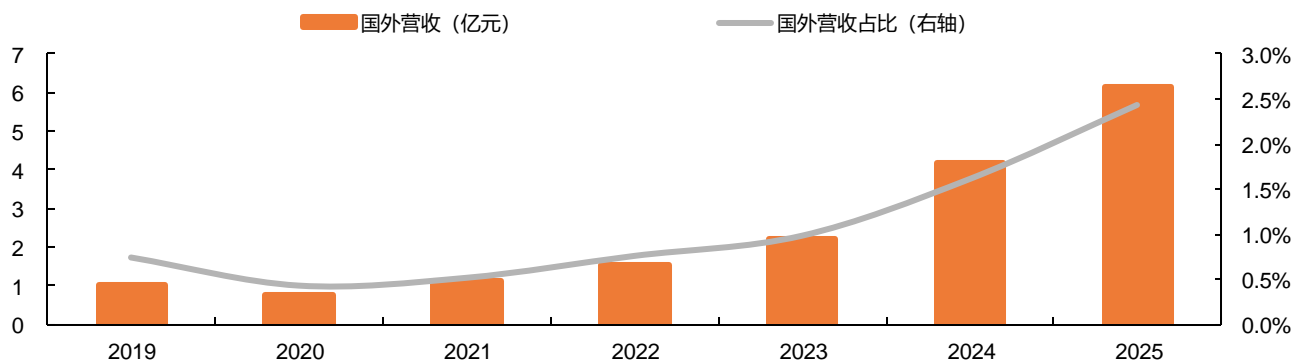
海外方面，公司 2019 年以来加速布局海外市场，通过复制公司成熟先进的石膏板生产技术、成本管控能力与品牌优势，抢占新兴市场基建与住房装修需求。据统计，2019 年以来公司公告拟建设 1.7 亿平方米石膏板、1.6 万吨轻钢龙骨、1400 万平方米装饰石膏板产能，覆盖非洲（坦桑尼亚、埃及）、中亚（乌兹别克斯坦）、东南亚（泰国）、欧洲（波黑）。目前坦桑尼亚生产基地、乌兹别克斯坦生产基地持续高质量发展，泰国生产基地 2025 年投入运营，实现当年投产当年盈利。2019-2025 年公司海外营收从约 1 亿元增长至 6.15 亿元，营收占比从 0.75% 提升至 2.43%。

图表27 公司在海外拟建设产能梳理

公告年份	地区	石膏板（亿平方米）	轻钢龙骨（吨）	装饰石膏板（万平方米）
2019	坦桑尼亚	0.15		
2019	乌兹别克斯坦	0.4	3000	400
2019	埃及	0.35	10000	600
2021	泰国	0.4	3000	400
2022	波黑	0.4		
	总计	1.7	16000	1400

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表28 北新建材海外收入与占比变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.3 防水跻身行业前三，并购整合成效显著

2019 年，公司通过系列并购重组切入防水领域。目前已形成四川成都、四川眉山、江西九江、辽宁盘锦、安徽滁州、广东清远、湖北仙桃、河南郑州、陕西咸阳、上海嘉定等 16 个生产基地，分布在北方、南方、华东、华中、西南、西北地区，

范围覆盖全国。

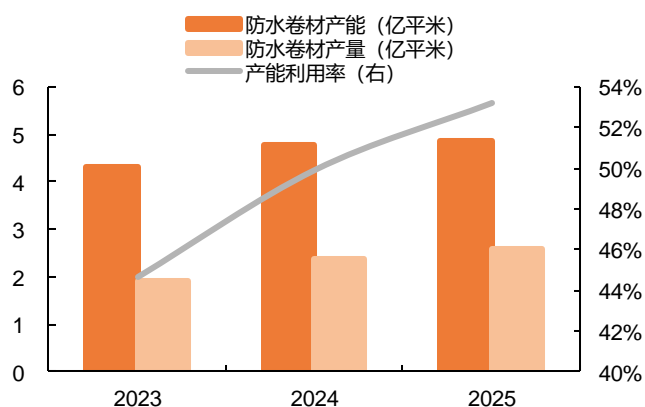
图表29 公司针对防水企业收并购情况梳理

公告收购时间	标的公司	受让比例	收购目的说明
2019.08	四川蜀羊	70%	四川蜀羊拥有四川成都、四川眉山、陕西咸阳、江西九江四个产业基地，目前已发展成为中国防水材料行业西南领军企业
2019.10	禹王防水集团	70%	拥有辽宁盘锦、安徽滁州、广东清远、湖北仙桃、四川眉山等5个防水材料生产基地
2019.10	河南金拇指防水	70%	
2020.12	中建材苏州防水研究院	100%	加强产研结合，从技术研发和装备方面提升公司防水业务竞争力，定位与公司防水产业的中央研究院
2021.02	上海台安实业	70%	上海台安“月皇”牌产品在上海及华东地区具有一定知名度和影响力，通过重组上海台安，公司可以快速完成在上海的基地布局，提升公司在上海及华东地区的市场竞争力
2021.03	禹王防水集团	30%	进一步增强对禹王系公司的管控力度
2021.09	天津澳泰	70%	强化北新防水在高分子防水领域的业务竞争优势，填补北新防水在京津冀地区的布局，增强京津冀等北方区域的市场竞争
2021.09	成都赛特	70%	提升北新防水业务在轨道交通、高速公路等公共设施领域细分市场的竞争力、控制力，增强北新防水业务的整体能力
2021.09	四川蜀羊	30%	进一步加强对四川蜀羊的管控力度
2023.10	北新防水(河南)	30%	进一步推动中原区域的市场融合
2025.11	唐山远大洪雨	80%	强化北新防水在华北和华东防水材料市场的竞争力与影响力
	宿州远大洪雨	80%	

资料来源：公司公告，平安证券研究所

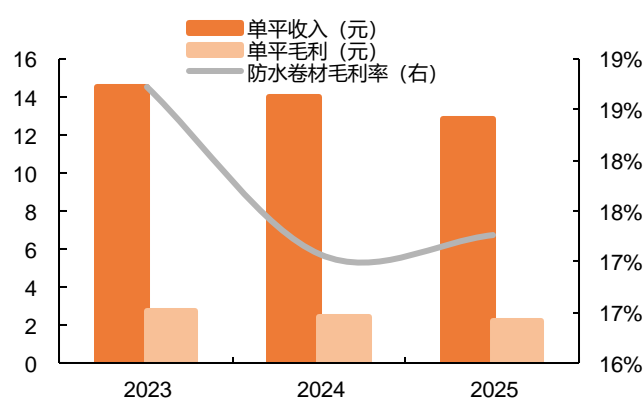
2025年公司防水卷材产能4.85亿平米，防水卷材产能利用率53.17%，防水涂料产能142.84万吨，产能利用率59.92%。估算2025年防水卷材产量2.6亿平米，结合防水卷材业务收入，假设产量与销量一致，估算卷材单平收入12.9元。

图表30 公司防水卷材产能与产能利用率变化



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表31 公司防水卷材单平收入与毛利情况



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

注：假设产量与销量一致，用收入与销量估算单平收入与毛利

公司防水业务近年逆势增长，业务规模位居全国前三，印证公司并购整合能力强、业务协同性良好。

品牌层面，借助央企背书与公司整合推广能力，北新防水从新玩家快速跻身为主流品牌。北新防水积极投身东北振兴、中部崛起、东部率先发展战略和“一带一路”建设，中标中国建筑、中国中铁、中国铁建、中交集团及其分子公司，以及绿城中

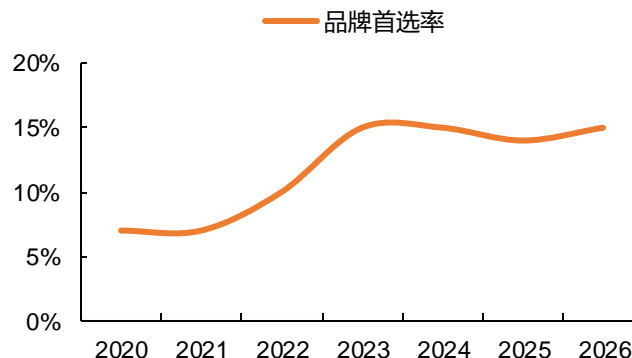
国、保利置业、华侨城集团、海开控股等重点项目，并与万华化学、中南建院、中建八局等达成战略合作，受到越来越多客户的认可和信赖。北新防水品牌首选率从 2020 年 7% 提升至 2026 年 15%，从行业新玩家到主流品牌阵营，印证公司并购后品牌整合与市场推广能力。

图表32 北新防水合作伙伴



资料来源：北新防水公众号，平安证券研究所

图表33 北新防水品牌首选率持续攀升

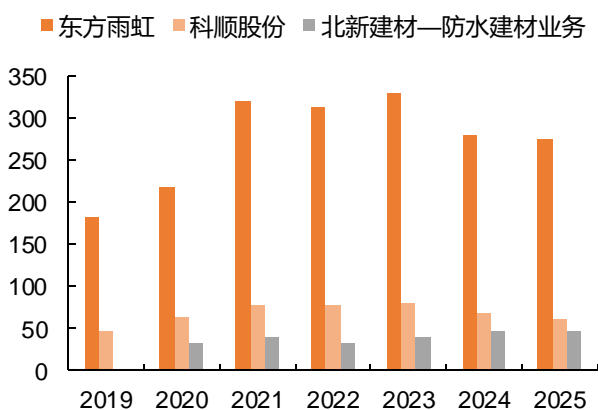


资料来源：优采平台公众号，平安证券研究所

渠道层面，推动“一体两翼”业务深度协同，加强石膏板与防水、涂料业务的联动，开放石膏板成熟渠道给防水、涂料业务，推动北新防水与嘉宝莉共建电商旗舰店，强化内部资源协同与价值共享。

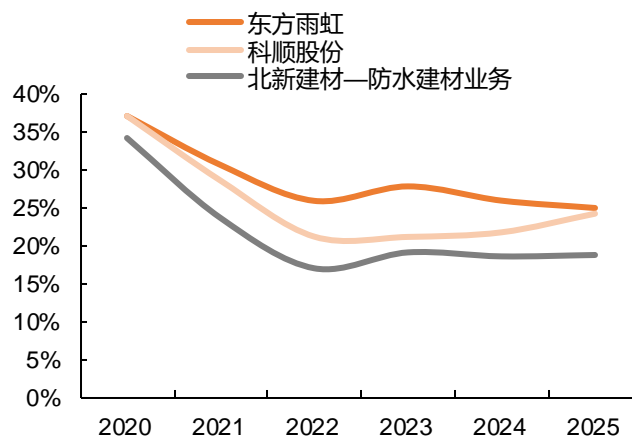
收入层面，公司防水建材业务收入从 2019 年 2.1 亿元增长至 2025 年 47.9 亿元，近三年毛利率稳定在 19% 左右。随着 2026 年防水行业多家企业积极提价，公司防水毛利率有望逐步修复。

图表34 公司与其他两家防水企业收入对比（单位 亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表35 公司与其他两家防水企业毛利率对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.4 建筑与工业涂料齐发力，嘉宝莉兑现良好

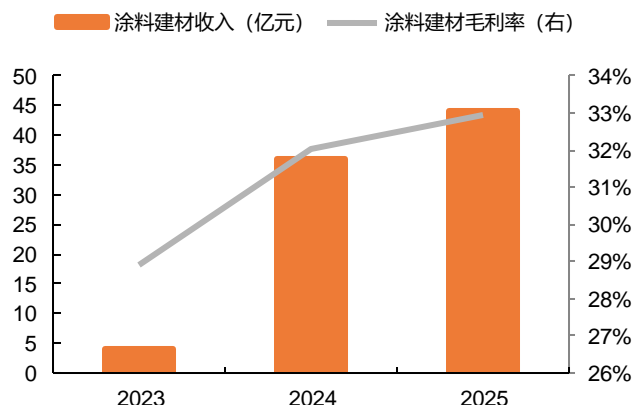
公司近年通过收购布局建筑与工业涂料，涂料收入大幅增长。目前涂料业务涵盖内外墙建筑涂料、工业涂料、艺术涂料、地坪材料、石艺漆、树脂、装修辅料、油墨和涂装服务等领域，营销网络遍布全国，在建筑装饰涂料、家具涂料领域市场占有率位居全国前列。2025 年公司涂料产能 151.42 万吨，产能利用率 56.52%，较 2024 年产能 132.66 万吨、产能利用率 51.88% 均有所提升，对应涂料产量从 2024 年 68.8 万吨增长 24% 至 85.6 万吨。2023-2025 年公司涂料收入从 3.94 亿元升至 44.21 亿元，毛利率从 29% 升至 33%。

图表36 公司涂料业务并购情况

公告拟收购时间	标的公司	受让比例	核心收购目的
2021.09	天津灯塔	49%	丰富涂料业务品类和提升研发能力
2023.04	天津灯塔	51%	实现全资控股，提升在工业涂料领域的竞争力
2023.12	嘉宝莉	78.34%	使公司涂料产能由 10.3 万吨跃升至 130 万吨以上，布局由华北地区扩展至全国
2024.12	浙江大桥	51.42%	实现工业涂料在华东区域的市场布局，扩大公司工业涂料产能

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表37 公司涂料业务收入与毛利率变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

嘉宝莉受益北新央企背书，品牌及市场影响力提升。根据《涂界》发布的“2025 中国建筑涂料品牌 30 强排行榜”、“2025 中国装饰漆零售品牌 25 强排行榜”、“2025 中国工程建筑涂料品牌 25 强排行榜”，嘉宝莉作为国内知名的涂料品牌，分别位列榜单第 4 位、第 4 位、第 3 位；其中，嘉宝莉超越亚士首次跻身全国工程建筑涂料前三强。近年来，嘉宝莉积极优化和调整渠道结构，既中标了保利置业、中铁集团、中交投资、中海地产、华润置地等众多央国企集采项目，也在小 B 端获得了大量订单，成功中标了全国各地的大量工业厂房项目。

嘉宝莉 2024-2025 年累计净利润 7.2 亿元，完成承诺指标 85%。公司收购嘉宝莉时，原始股东方承诺嘉宝莉集团在会计年度 2024 年、2024-2025 年、2024-2026 年的税后净利润不得低于 4.13 亿元、8.75 亿元、13.94 亿元，如嘉宝莉集团未实现承诺业绩，由原始股东向嘉宝莉集团进行业绩补偿。嘉宝莉 2024-2025 年度累计实现净利润 7.2 亿元，扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的累计净利润为 7.4 亿元，完成承诺指标的 84.70%，在建筑涂料行业承压背景下，业绩兑现实属不易。

灯塔涂料拥有百年历史，为国内航空航天事业做出了卓越贡献。灯塔涂料始创于 1916 年，1997 年获得中国涂料行业第一家中国驰名商标，2011 年获得中国涂料行业第一家中华老字号。灯塔涂料为我国自制的第一架战斗机披上国产外衣，也曾为我国第一辆红旗牌轿车、第一辆解放牌汽车、第一座自主设计建造的长江大桥、第一颗人造地球卫星喷涂自信光芒。灯塔涂料具有年产 5 万吨涂料、2 万吨树脂的产能，拥有先进的生产环保设备及完善的集约化管理设施；拥有高品质溶剂涂料、水性及新型环保涂料；市场覆盖航空航天、兵器装备、风电叶片、交通运输设备、工程及农用机械、海洋及江河设备、桥梁及钢结构、能源电力及工程防腐、石油石化、工业地坪等领域。

四、投资建议

盈利预测方面，假设如下：

- 石膏板：销量方面，2025 年公司石膏板销量同比下滑 1.1%，随着房地产逐步筑底企稳、对石膏板行业需求拖累减少，叠加工商业建筑等存量翻新需求释放、公司海外石膏板产能释放，公司石膏板销量有望逐步恢复，假设 2026-2028 年销量增速分别为 -1%、0%、2%；价格方面，2025 年公司石膏板均价同比下滑 7.7%，2026 年以来公司积极推进复价，叠加高附加值产品销量增长，预计石膏板均价有望恢复上升趋势，假设 2026-2028 年分别增长 5%、3%、2%。基于量价假设，预计 2026-2028 年公司石膏板收入增速分别为 3.9%、3.0%、4.0%，毛利率方面考虑均价上涨与产品结构优化，假设毛利率分别升至 38.5%、38.8%、39.0%。
- 龙骨：主要跟石膏板配套使用，随着公司石膏板销售逐步恢复增长，以及提升轻钢龙骨配套率，未来轻钢龙骨收入有望恢复增长，假设 2026-2028 年收入增速分别为 0%、3%、5%，毛利率随着市场需求逐步改善、有望从当前低位小幅修复，假设分别为 16.5%、17.0%、17.5%。

- (3) 防水卷材：防水行业承压背景下，2025 年公司防水卷材销售同比增长 8.8%至 2.6 亿平米，彰显公司防水竞争力。2025 年底公司并购远大洪雨 2 家公司并于 2026 年初并表，将增加防水沥青产能 1.6 亿吨/年，结合产能利用率平稳的考量，假设 2026 年公司防水沥青卷材在并表带动下销量同比增长 25%，2027-2028 年增速放缓至 6%左右；价格方面，2026 年防水行业积极推进提价，假设 2026-2028 年公司防水价格逐步恢复，带动毛利率小幅改善。基于此，预计 2026-2028 年防水收入增速分别为 36.2%、9.8%、9.7%，毛利率分别升至 18.0%、19.0%、19.5%。
- (4) 涂料：2025 年公司涂料销量同比增长 24%（详见章节 3.4），收入同比增长 23.0%。随着公司积极推动嘉宝莉、灯塔涂料等涂料业务发展，叠加 2026 年涂料行业积极推进涨价，预计 2026 年涂料收入有望延续良好增长，2027-2028 年增速放缓，毛利率随着产品提价与结构优化有望逐步改善，假设 2026-2028 年分别为 15%、10%、10%。
- (5) 防水施工及其他业务：非公司业务发展重点，假设未来收入、毛利率均与 2025 年保持平稳。
- (6) 期间费率方面，随着公司收入规模持续提升，规模效应体现下期间费率有望稳中趋降，假设 2026-2028 年期间费率为 15.0%、14.6%、14.1%。

综上，预计 2026-2028 年公司收入分别为 277.2 亿元、291.7 亿元、309.2 亿元，归母净利润为 34.6 亿元、38.6 亿元、42.9 亿元，当前市值对应 PE 分别为 13.2 倍、11.9 倍、10.7 倍。

图表 38 公司盈利预测

业务	类型	2024	2025	2026E	2027E	2028E
石膏板	收入（亿元）	131.1	119.6	124.4	128.1	133.3
	增速	-4.8%	-8.7%	3.9%	3.0%	4.0%
	毛利率	38.5%	36.9%	38.5%	38.8%	39.0%
龙骨	收入（亿元）	22.9	19.7	19.7	20.3	21.3
	增速	-0.1%	-13.8%	0.0%	3.0%	5.0%
	毛利率	19.0%	16.2%	16.5%	17.0%	17.5%
防水卷材	收入（亿元）	33.2	33.1	45.1	49.5	54.3
	增速	19.2%	-0.2%	36.2%	9.8%	9.7%
	毛利率	17.1%	17.3%	18.0%	19.0%	19.5%
涂料	收入（亿元）	41.4	50.9	58.6	64.4	70.9
	增速	327.8%	23.0%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	31.9%	32.4%	33.0%	33.5%	34.0%
防水施工	收入（亿元）	4.1	3.9	3.9	3.9	3.9
	增速	-8.3%	-5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	10.3%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
其他业务	收入（亿元）	25.5	25.5	25.5	25.5	25.5
	增速	17.8%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	11.8%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
总体	收入（亿元）	258.2	252.8	277.2	291.7	309.2
	增速	15.1%	-2.1%	9.6%	5.3%	6.0%
	毛利率	29.9%	28.8%	29.5%	30.0%	30.3%

资料来源：Wind，平安证券研究所

投资建议方面，采用 PE 法进行估值时，考虑北新建材石膏板、防水、涂料业务的终端客户为工商业建筑、房地产等领域，对产品品牌、功能属性、销售渠道等要求较高，我们选取三棵树、伟星新材、兔宝宝、东方雨虹、科顺股份、箭牌家居、坚朗五金、悍高集团为可比公司，这些消费建材企业的客户群体同样以房地产、工商建筑为主，依赖品牌、渠道等优势，尤其是东方雨虹、科顺股份主营防水业务，三棵树主营涂料业务，与公司防水、涂料业务存在重叠，具有较高的可比性。根据我们预测，上述可比公司 2026/2027/2028 年 PE 均值为 31.3 倍、22.4 倍、18.4 倍，高于北新建材的 PE 估值。

我们认为，第一，石膏板行业经历过度内卷后，价格有望迎来修复，带动公司石膏板主业利润改善；第二，公司防水、涂料业务在行业低谷期逆势扩张、已跻身行业前列，成为公司重要增长点，近期防水、涂料行业亦在复价；第三，防水与涂料业务印证公司并购整合能力强，当前现金流充裕、资产负债率低，未来或继续通过并购整合、海外产能建设等模式，实现规模收入进一步增长。综上，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

图表39 部分可比公司估值对比(2026/5/12)

股票名称	市值(亿元)	归母净利润(亿元人民币)				PE(倍)				投资评级
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
三棵树	338	7.7	10.9	12.7	14.3	43.6	30.9	26.6	23.6	推荐
伟星新材	172	7.4	7.6	8.5	9.8	23.2	22.7	20.3	17.6	推荐
兔宝宝	135	7.0	8.8	9.6	10.4	19.2	15.3	14.1	13.0	推荐
东方雨虹	406	1.1	14.9	20.1	29.0	358.5	27.3	20.2	14.0	推荐
科顺股份	86	-5.4	3.1	4.0	5.0	-16.1	27.7	21.5	17.4	推荐
箭牌家居	71	0.5	1.3	2.7	3.4	155.5	53.5	26.8	21.2	推荐
坚朗五金	68	-1.0	1.5	2.4	3.0	-67.6	46.2	28.4	22.7	推荐
悍高集团	242	7.0	9.1	11.5	13.6	34.5	26.6	21.2	17.9	推荐
平均值						68.8	31.3	22.4	18.4	

资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 上述公司盈利预测来自研究员预测

五、风险提示

(1) 石膏板需求大幅下滑的风险: 国内石膏板需求主要来自工商业建筑、房地产等, 若后续地产竣工持续下行, 而存量房屋翻新需求释放不及预期, 将导致公司石膏板业务拓展承压。

(2) 石膏板等产品涨价落实不及预期的风险: 年初以来石膏板、防水等行业积极开展复价, 但若后续因需求走弱、或同业竞争依旧激烈, 导致产品涨价落实不及预期, 将导致公司石膏板、防水等业务利润率难以改善。

(3) 大宗原材料价格波动的风险: 近期中东等地局势动荡, 油价等大宗材料价格波动较大。若后续石油等燃料与化工材料继续涨价、或是维持高位, 将导致公司成本端承压, 对毛利率造成负面影响。

(4) 并购整合不及预期: 近年公司收购了多家防水与涂料企业, 带动“两翼”业务大幅增长。但各个收购标的的经营理念、所处行业特点差异较大, 对公司经营管理能力要求高, 若后续渠道、品牌整合协同效果不及预期, 或导致公司经营承压、发展空间受限。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	12397	14705	16293	18562
现金	1463	2217	2334	3277
应收票据及应收账款	3453	4089	4625	5239
其他应收款	108	118	125	132
预付账款	361	395	416	441
存货	2467	3050	3639	3956
其他流动资产	4546	4834	5155	5517
非流动资产	23691	24179	24610	25034
长期投资	254	456	657	859
固定资产	15542	15503	15740	15952
无形资产	3526	3524	3739	3920
其他非流动资产	4369	4696	4473	4302
资产总计	36088	38884	40903	43596
流动负债	6855	7505	7133	7163
短期借款	430	528	227	0
应付票据及应付账款	2890	3137	2890	2930
其他流动负债	3535	3841	4016	4233
非流动负债	939	896	851	804
长期借款	243	200	155	108
其他非流动负债	696	696	696	696
负债合计	7794	8402	7984	7967
少数股东权益	1128	1238	1361	1497
股本	1702	1702	1702	1702
资本公积	3036	3036	3036	3036
留存收益	22427	24505	26819	29393
归属母公司股东权益	27165	29244	31558	34131
负债和股东权益	36088	38884	40903	43596

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4177	3391	3304	4214
净利润	2999	3574	3980	4425
折旧摊销	1091	814	871	877
财务费用	28	27	18	3
投资损失	-28	-30	-30	-30
营运资金变动	-54	-1001	-1543	-1069
其他经营现金流	140	8	8	8
投资活动现金流	-720	-1279	-1279	-1279
资本支出	972	1100	1100	1100
长期投资	360	-200	-200	-200
其他投资现金流	-2052	-2179	-2179	-2179
筹资活动现金流	-2719	-1358	-1908	-1991
短期借款	127	97	-301	-227
长期借款	64	-43	-45	-47
其他筹资现金流	-2911	-1412	-1561	-1718
现金净增加额	735	754	117	943

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	25280	27716	29175	30917
营业成本	17996	19530	20433	21550
税金及附加	284	311	327	347
营业费用	1586	1718	1751	1793
管理费用	1183	1275	1313	1360
研发费用	1040	1136	1167	1206
财务费用	28	27	18	3
资产减值损失	-88	-44	-46	-49
信用减值损失	-70	-41	-44	-46
其他收益	206	213	213	213
公允价值变动收益	-18	0	0	0
投资净收益	28	30	30	30
资产处置收益	41	15	15	15
营业利润	3263	3891	4334	4821
营业外收入	22	22	22	22
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	3276	3904	4347	4834
所得税	277	330	368	409
净利润	2999	3574	3980	4425
少数股东损益	92	110	122	136
归属母公司净利润	2906	3464	3857	4289
EBITDA	4395	4745	5237	5714
EPS (元)	1.71	2.03	2.27	2.52

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入(%)	-2.1	9.6	5.3	6.0
营业利润(%)	-17.9	19.3	11.4	11.2
归属于母公司净利润(%)	-20.3	19.2	11.4	11.2
获利能力				
毛利率(%)	28.8	29.5	30.0	30.3
净利率(%)	11.5	12.5	13.2	13.9
ROE(%)	10.7	11.8	12.2	12.6
ROIC(%)	13.5	14.5	14.8	15.2
偿债能力				
资产负债率(%)	21.6	21.6	19.5	18.3
净负债比率(%)	-2.8	-4.9	-5.9	-8.9
流动比率	1.8	2.0	2.3	2.6
速动比率	1.4	1.4	1.6	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	7.7	7.1	6.6	6.1
应付账款周转率	7.02	7.02	8.11	8.49
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.71	2.03	2.27	2.52
每股经营现金流(最新摊薄)	2.45	1.99	1.94	2.48
每股净资产(最新摊薄)	15.96	17.18	18.54	20.05
估值比率				
P/E	15.7	13.2	11.9	10.7
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	9	9	8	7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层