

➤ **公司披露 2022 年报：**全年实现营收 199.34 亿元，同比-5.46%，归母净利润 31.36 亿元，同比-10.65%，扣非后归母净利润 26.15 亿元，同比-23.39%。其中，**22Q4 实现营收 46.24 亿元，同比-10.44%**，归母净利润 7.92 亿元，同比+0.64%，扣非后归母净利润 3.62 亿元，同比-51.60%。全年毛利率 29.24%，同比-2.59pct，净利率 15.77%，同比-1.07pct，其中 22Q4 毛利率 27.44%，同比-4.47pct，净利率 17.23%，同比+1.94pct。**收入结构方面**，石膏板占比 67.04%，提高 1.70pct，龙骨收入占比 12.63%，降低 0.44pct，防水卷材占比 10.83%，降低 1.24pct，防水涂料占比 2.23%，降低 0.28pct。

➤ **石膏板销量下滑但市占率稳定，单价提高明显，彰显成本传导能力**

2022 年公司石膏板产能 33.58 亿平，销量 **20.93 亿平，同比下降 12.01%**。据此推算产能利用率 64.29%。我们测算产能、销量口径市占率分别为 68.95%、68.11%，同比基本持平。石膏板业务实现收入 133.65 亿元，同比-3.02%，占营业收入比重 67.04%，同比+1.70pct。提价应对成本上涨，我们推算**公司石膏板单价 6.39 元/平**（同比+0.60 元/平，2016-2021 年分别为 4.43、5.43、5.85、5.60、5.43、5.79 元/平），**单位成本 4.15 元/平**（同比+0.51 元/平），单平毛利 2.24 元（同比+0.09 元）。石膏板原材料占营业成本比重为 57.25%，同比降低 2.92pct，燃料动力 27.57%，占比提升 2.73pct，人工成本 6.54%，占比提升 0.08pct。**泰山石膏 2022 年营收 109.23 亿元(含龙骨)，净利润 19.10 亿元，净利率 17.49%**。

➤ **龙骨、防水建材收入均有下滑**

2022 年龙骨实现营收 25.17 亿元，同比-8.65%，毛利率 18.94%，同比+0.51pct，与石膏板的配套率有望持续提升。防水收入 31.45 亿元，同比-18.88%，占比 15.78%，同比下降 2.60pct，其中防水卷材收入 21.60 亿元，同比-15.18%，毛利率 17.25%，同比-10.10pct，降幅较大与收入下降、沥青等原材料价格偏高有关。目前已推进 16 个防水材料生产基地布局规划，将组建“1+N”的防水产业格局，研发打造“北新”防水品牌，同时在专业市场和业务领域打造 N 个独立品牌。

➤ **期间费用率略有上升、现金流表现相对稳定**

2022 年销售费用 7.60 亿元，同比-2.89%，销售费用率 3.81%，同比+0.10pct；管理费用 10.25 亿元，同比+0.47%，管理费用率 5.14%，同比+0.30pct；财务费用 1.06 亿元，同比+28.78%，财务费用率 0.53%，同比+0.14pct；研发投入 8.61 亿元，同比-1.54%，研发费用率 4.32%，同比+0.17pct；各项期间费用率略有上升，主因营收下滑。2022 年公司经营活动产生的现金流量净额 36.64 亿元，上年同期为 38.31 亿元，同比-1.67 亿元；其中轻质建材 34.01 亿元，上年同期为 40.16 亿元，同比-6.15 亿元；防水建材 2.72 亿元，上年同期为-1.22 亿元。2022 年末应收票据及账款合计 21.80 亿元，比年初+3.9%。

➤ **优化经营策略：渠道下沉、差异化营销**

积极改善渠道网络，推动“公装到家装、城市到县乡、基材到面材、产品到服务”四个转变，加大力度拓展县乡、家装零售业务，既对冲传统领域下行的压力，也取得更大赛道持续成长的基础，**实现全年家装零售销量、县乡销量稳定增长**。公司坚持区域市场精耕细作，区域公司由 14 个调整为 25 个，渠道下沉和差异化营销得到加强。

➤ **投资建议：**考虑到公司“一体两翼，全球布局”战略的稳步推进及地产需求或将出现一定程度复苏，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 38.13、43.29、49.77 亿元，现价对应动态 PE 分别为 12x、10x、9x。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**地产政策变动不及预期；原材料价格波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	19934	22586	25222	28100
增长率 (%)	-5.5	13.3	11.7	11.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	3136	3813	4329	4977
增长率 (%)	-10.7	21.6	13.5	15.0
每股收益 (元)	1.86	2.26	2.56	2.95
PE	14	12	10	9
PB	2.2	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

26.84 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

电话：15270997227

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

相关研究

- 1.北新建材 (000786.SZ) 2022 年三季报点评：业绩符合预期，报表保持高质量-2022/10/27
- 2.北新建材 (000786.SZ) 2022 年半年报点评：石膏板继续行使提价权，静待“交楼”加快、竣工回暖-2022/08/21
- 3.北新建材 (000786.SZ) 2022 年一季报点评：Q1 表现超预期，看好石膏板提价+防水边际改善-2022/04/30
- 4.北新建材 (000786.SZ) 2021 年年报点评：石膏板再提市占率，防水利润继续承压-2022/03/23
- 5.北新建材(000786)：营收高速增长，石膏板业务毛利率提升-2021/08/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19934	22586	25222	28100
营业成本	14106	15726	17514	19382
营业税金及附加	221	237	265	295
销售费用	760	836	933	1040
管理费用	1025	1129	1261	1405
研发费用	861	949	1059	1180
EBIT	2967	3822	4316	4939
财务费用	106	27	3	-30
资产减值损失	-55	0	0	0
投资收益	34	34	38	42
营业利润	3311	4055	4603	5292
营业外收支	-28	0	0	0
利润总额	3283	4055	4603	5292
所得税	140	203	230	265
净利润	3144	3852	4373	5027
归属于母公司净利润	3136	3813	4329	4977
EBITDA	3789	4708	5337	6106

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	556	2572	5327	8653
应收账款及票据	2180	2351	2536	2733
预付款项	303	315	333	349
存货	2727	2930	3119	3292
其他流动资产	5208	5239	5169	5103
流动资产合计	10973	13407	16484	20131
长期股权投资	265	299	336	379
固定资产	12459	12842	13158	13465
无形资产	2502	2498	2491	2483
非流动资产合计	17631	18206	18609	19005
资产合计	28605	31613	35093	39135
短期借款	168	168	168	168
应付账款及票据	1863	2090	2303	2549
其他流动负债	3239	3155	3251	3385
流动负债合计	5270	5412	5722	6102
长期借款	490	490	490	490
其他长期负债	1401	1401	1398	1395
非流动负债合计	1891	1891	1888	1885
负债合计	7161	7303	7610	7987
股本	1690	1690	1690	1690
少数股东权益	488	526	570	620
股东权益合计	21444	24310	27483	31148
负债和股东权益合计	28605	31613	35093	39135

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.49	13.30	11.67	11.41
EBIT 增长率	-23.13	28.83	12.91	14.43
净利润增长率	-10.71	21.59	13.52	14.97
盈利能力 (%)				
毛利率	29.24	30.37	30.56	31.02
净利润率	15.73	16.88	17.16	17.71
总资产收益率 ROA	10.96	12.06	12.34	12.72
净资产收益率 ROE	14.97	16.03	16.09	16.30
偿债能力				
流动比率	2.08	2.48	2.88	3.30
速动比率	1.42	1.78	2.19	2.61
现金比率	0.11	0.48	0.93	1.42
资产负债率 (%)	25.03	23.10	21.69	20.41
经营效率				
应收账款周转天数	36.46	35.00	34.00	33.00
存货周转天数	70.56	68.00	65.00	62.00
总资产周转率	0.72	0.75	0.76	0.76
每股指标 (元)				
每股收益	1.86	2.26	2.56	2.95
每股净资产	12.40	14.08	15.93	18.07
每股经营现金流	2.17	2.58	3.02	3.53
每股股利	0.65	0.71	0.81	0.93
估值分析				
PE	14	12	10	9
PB	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.33	9.47	7.84	6.30
股息收益率 (%)	2.42	2.65	3.01	3.46

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3144	3852	4373	5027
折旧和摊销	822	886	1021	1168
营运资金变动	-71	-158	-43	59
经营活动现金流	3664	4354	5095	5965
资本开支	-914	-1172	-1104	-1208
投资	-1380	-3	-3	-3
投资活动现金流	-2257	-1175	-1077	-1211
股权募资	52	0	0	0
债务募资	-119	-116	0	0
筹资活动现金流	-1422	-1165	-1265	-1430
现金净流量	-12	2017	2755	3326

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026