

# 海螺水泥（600585）

## 2024 年年报点评：水泥供给侧自律成效显著，盈利底部反弹

增持（维持）

2025 年 03 月 25 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

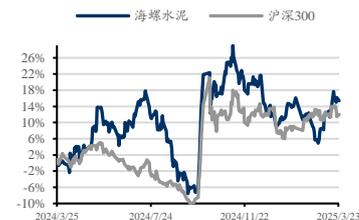
shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	141157	91030	93407	95387	95210
同比（%）	6.92	(35.51)	2.61	2.12	(0.18)
归母净利润（百万元）	10428	7696	10860	12177	12640
同比（%）	(33.42)	(26.19)	41.11	12.13	3.81
EPS-最新摊薄（元/股）	1.97	1.45	2.05	2.30	2.39
P/E（现价&最新摊薄）	12.58	17.04	12.08	10.77	10.38

### 投资要点

- **事件：**公司披露 2024 年年报，全年实现营业总收入 910.30 亿元，同比-35.5%，实现归母净利润 76.96 亿元，同比-26.2%。其中 2024Q4 单季度实现营业总收入 228.79 亿元，同比-45.5%，实现归母净利润 24.98 亿元，同比+42.3%。年度利润分配预案为：每股派发现金红利 0.71 元（含税）。
- **水泥行业供给侧自律推动 Q4 盈利底部反弹。**（1）公司全年水泥及熟料自产品销量 2.68 亿吨，同比-6.1%，对应吨均价/吨毛利/吨净利 246 元/59 元/29 元，同比分别-28 元/-10 元/-9 元。其中吨成本得益于加快替代燃料使用、优化原燃材料的采购等成本管控举措以及煤价下降，同比压缩 18 元至 187 元。成本等核心竞争优势支撑下公司盈利表现明显优于同行。（2）2024 年下半年以来水泥需求继续承压，但行业供给侧自律管控加强且收获显著成效，Q4 全国水泥价格上行后稳定在高位。我们测算公司 2024 年下半年自产品销量同比-8.3%，对应吨均价/吨毛利/吨净利较上半年+11 元/+12 元/+3 元，其中 Q4 单季毛利率、销售净利率分别环比上升 7.4pct/2.3pct 至 28.1%/10.6%，销售净利率上升幅度较小主要是受 Q4 计提资产减值损失 3.10 亿元以及期间费用增加影响。（3）内外并举持续做强主业，2024 年年内设立非洲、南美海外办事处，乌兹别克斯坦安集延海螺投产、柬埔寨金边海螺加速建设，合计增加 230 万吨海外熟料产能，通过迁建等方式新增水泥产能 800 万吨。
- **产业链融合发展稳步推进、贡献增量。**2024 年公司水泥及熟料外业务贡献毛利 40.46 亿元，同比+5.2%，占毛利总额的比重同比提升 4.0pct 至 20.5%，主要得益于骨料及机制砂规模的增长，该业务 2024 年收入/毛利分别增长 21.4%/17.9%至 46.91 亿元/22.01 亿元；商混体量稳步扩张，2024 年收入/毛利分别增长 18.6%/7.8%至 26.74 亿元/2.67 亿元。公司 2024 年年内新增骨料产能 1450 万吨、商混产能 1210 万立方米、光储发电装机容量 103 兆瓦，将支撑产业链外延持续贡献业绩增量。
- **资本性支出持续压缩，分红规划加强股东回报。**（1）公司 2024 年经营活动产生的现金流量净额 184.76 亿元，同比-8.1%，主要是盈利下降的影响；2024 年资本性支出 156.19 亿元，同比-19.9%，计划 2025 年资本性支出 119.80 亿元，较 2024 年完成值压缩 23.3%。公司 2024 年年末资产负债率 21.3%，同比上升 1.7pct。（2）公司 2024 年度现金分红比例 48.7%，公司 2025-2027 年度股东分红回报规划提出现金分红及股份回购金额占归母净利润比重不低于 50%。
- **行业供给自律有持续性，2025 年行业盈利中枢有望上移。**2025 年年初以来行业竞争秩序在龙头企业主导下得到较快修复，长三角两轮提价顺利落地。在去年历史底部盈利下，行业维护利润意愿显著增强，供给自律有持续性，尽管需求仍有下行压力，我们认为行业通过供给收缩达到供需再平衡时间将明显缩短，且持续性更好，今年盈利中枢有望明显上移。
- **盈利预测与投资评级：**公司在下行期彰显成本领先等综合优势，产业链扩张提供新的增长动能。当前水泥板块市净率估值仍处历史底部区域，随着行业自律改善、盈利反弹，龙头企业估值有望修复。基于行业供给自律成效显著，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 109/122 亿元（较前值分别上调 11%/+9%），新增 2027 年归母净利润预测 126 亿元，分别对应市盈率为 12/11/10 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**水泥需求下降超预期、产业链延伸不及预期、市场竞争加剧的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	24.75
一年最低/最高价	19.53/28.75
市净率(倍)	0.70
流通 A 股市值(百万元)	98,992.64
总市值(百万元)	131,157.74

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	35.47
资产负债率(%，LF)	21.31
总股本(百万股)	5,299.30
流通 A 股(百万股)	3,999.70

### 相关研究

《海螺水泥(600585)：2024 年三季度报点评：Q3 盈利筑底，行业自律成效显著》

2024-10-29

《海螺水泥(600585)：2024 年中报点评：经营韧性显现，非水泥及海外贡献增量》

2024-08-29

## 内容目录

1. 事件 .....	4
2. 点评 .....	4
3. 盈利预测与投资评级 .....	5
4. 风险提示 .....	5

## 图表目录

图 1: 水泥及熟料自产品吨成本变动情况 (元/吨) .....	5
图 2: 公司经营活动现金流及资本开支情况 (亿元) .....	5

## 1. 事件

公司披露 2024 年年报，全年实现营业总收入 910.30 亿元，同比-35.5%，实现归母净利润 76.96 亿元，同比-26.2%。其中 2024Q4 单季度实现营业总收入 228.79 亿元，同比-45.5%，实现归母净利润 24.98 亿元，同比+42.3%。年度利润分配预案为：每股派发现金红利 0.71 元（含税）。

## 2. 点评

**水泥行业供给侧自律推动 Q4 盈利底部反弹。**（1）公司全年水泥及熟料自产品销量 2.68 亿吨，同比-6.1%，对应吨均价/吨毛利/吨净利 246 元/59 元/29 元，同比分别-28 元/-10 元/-9 元。其中吨成本得益于加快替代燃料使用、优化原燃材料的采购等成本管控举措以及煤价下降，同比压缩 18 元至 187 元。成本等核心竞争优势支撑下公司盈利表现明显优于同行。（2）2024 年下半年以来水泥需求继续承压，但行业供给侧自律管控加强且收获显著成效，Q4 全国水泥价格上行后稳定在高位。我们测算公司 2024 年下半年自产品销量同比-8.3%，对应吨均价/吨毛利/吨净利较上半年+11 元/+12 元/+3 元，其中 Q4 单季毛利率、销售净利率分别环比上升 7.4pct/2.3pct 至 28.1%/10.6%，销售净利率上升幅度较小主要是受 Q4 计提资产减值损失 3.10 亿元以及期间费用增加影响。（3）内外并举持续做强主业，2024 年年内设立非洲、南美海外办事处，乌兹别克斯坦安集延海螺投产、柬埔寨金边海螺加速建设，合计增加 230 万吨海外熟料产能，通过迁建等方式新增水泥产能 800 万吨。

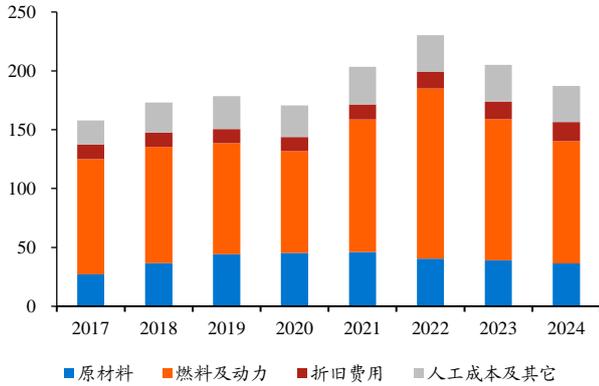
**产业链融合发展稳步推进、贡献增量。**2024 年公司水泥及熟料外业务贡献毛利 40.46 亿元，同比+5.2%，占毛利总额的比重同比提升 4.0pct 至 20.5%，主要得益于骨料及机制砂规模的增长，该业务 2024 年收入/毛利分别增长 21.4%/17.9%至 46.91 亿元/22.01 亿元；商混体量稳步扩张，2024 年收入/毛利分别增长 18.6%/7.8%至 26.74 亿元/2.67 亿元。公司 2024 年年内新增骨料产能 1450 万吨、商混产能 1210 万立方米、光储发电装机容量 103 兆瓦，将支撑产业链外延持续贡献业绩增量。

**资本性支出持续压缩，分红规划加强股东回报。**（1）公司 2024 年经营活动产生的现金流量净额 184.76 亿元，同比-8.1%，主要是盈利下降的影响；2024 年资本性支出 156.19 亿元，同比-19.9%，计划 2025 年资本性支出 119.80 亿元，较 2024 年完成值压缩 23.3%。公司 2024 年年末资产负债率 21.3%，同比上升 1.7pct。（2）公司 2024 年度现金分红比例 48.7%，现金分红及股份回购金额合计占归母净利润的 50.8%，公司 2025-2027 年度股东分红回报规划提出现金分红及股份回购金额占归母净利润比重不低于 50%。

**行业供给自律有持续性，2025 年行业盈利中枢有望上移。**2025 年年初以来行业竞争秩序在龙头企业主导下得到较快修复，长三角两轮提价顺利落地。在去年历史底部盈利下，行业维护利润意愿显著增强，供给自律有持续性，尽管需求仍有下行压力，我们认为行业通过供给收缩达到供需再平衡时间将明显缩短，且持续性更好，今年盈利中枢

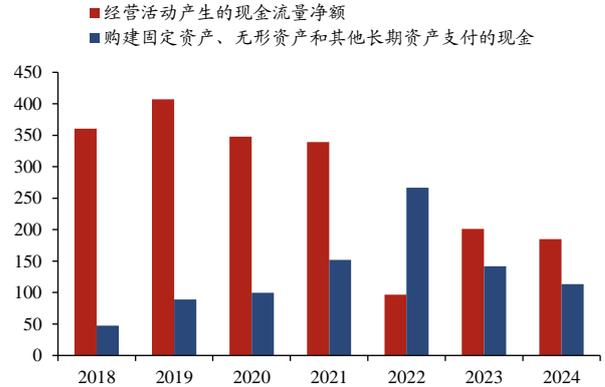
有望明显上移。

图1: 水泥及熟料自产品吨成本变动情况 (元/吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图2: 公司经营活动现金流及资本开支情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 盈利预测与投资评级

公司在下行期彰显成本领先等综合优势, 产业链扩张提供新的增长动能。当前水泥板块市净率估值仍处历史底部区域, 随着行业自律改善、盈利反弹, 龙头企业估值有望修复。基于行业供给自律成效显著, 我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 109/122 亿元 (较前值分别上调+11%/+9%), 新增 2027 年归母净利润预测 126 亿元, 分别对应市盈率为 12/11/10 倍, 维持“增持”评级。

### 4. 风险提示

水泥需求下降超预期; 产业链上下游扩张不及预期; 市场竞争加剧的风险。

## 海螺水泥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>93,762</b>	<b>95,659</b>	<b>101,109</b>	<b>108,719</b>	<b>营业总收入</b>	<b>91,030</b>	<b>93,407</b>	<b>95,387</b>	<b>95,210</b>
货币资金及交易性金融资产	70,739	73,665	79,235	86,548	营业成本(含金融类)	71,272	70,075	70,484	70,262
经营性应收款项	12,055	12,284	12,486	12,415	税金及附加	963	988	1,009	1,007
存货	8,109	6,813	6,461	6,831	销售费用	3,415	3,262	3,262	3,197
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,946	5,688	5,648	5,288
其他流动资产	2,860	2,897	2,927	2,925	研发费用	1,257	1,320	1,386	1,455
<b>非流动资产</b>	<b>160,873</b>	<b>163,466</b>	<b>163,652</b>	<b>161,648</b>	财务费用	(1,171)	(1,214)	(1,335)	(1,523)
长期股权投资	7,776	8,107	8,455	8,820	加:其他收益	525	538	550	549
固定资产及使用权资产	89,965	90,014	88,231	84,721	投资净收益	297	326	340	356
在建工程	9,356	10,856	12,056	13,056	公允价值变动	(90)	0	0	0
无形资产	34,264	34,976	35,398	35,539	减值损失	(354)	(295)	(246)	(246)
商誉	1,452	1,452	1,452	1,452	资产处置收益	(12)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>9,713</b>	<b>13,857</b>	<b>15,579</b>	<b>16,184</b>
其他非流动资产	18,061	18,061	18,061	18,061	营业外净收支	316	324	331	331
<b>资产总计</b>	<b>254,635</b>	<b>259,125</b>	<b>264,761</b>	<b>270,367</b>	<b>利润总额</b>	<b>10,029</b>	<b>14,182</b>	<b>15,910</b>	<b>16,515</b>
<b>流动负债</b>	<b>28,892</b>	<b>28,748</b>	<b>28,948</b>	<b>28,888</b>	减:所得税	2,366	3,368	3,785	3,928
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,722	7,722	7,722	7,722	<b>净利润</b>	<b>7,663</b>	<b>10,813</b>	<b>12,125</b>	<b>12,586</b>
经营性应付款项	6,127	6,024	6,059	6,040	减:少数股东损益	(33)	(46)	(52)	(54)
合同负债	2,569	2,636	2,692	2,687	<b>归属母公司净利润</b>	<b>7,696</b>	<b>10,860</b>	<b>12,177</b>	<b>12,640</b>
其他流动负债	12,474	12,365	12,475	12,439	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.45	2.05	2.30	2.39
非流动负债	25,366	24,366	23,566	22,766	EBIT	8,657	12,967	14,574	14,991
长期借款	10,086	9,086	8,286	7,486	EBITDA	17,163	23,106	25,586	26,760
应付债券	11,500	11,500	11,500	11,500	毛利率(%)	21.70	24.98	26.11	26.20
租赁负债	240	240	240	240	归母净利率(%)	8.45	11.63	12.77	13.28
其他非流动负债	3,539	3,539	3,539	3,539	收入增长率(%)	(35.51)	2.61	2.12	(0.18)
<b>负债合计</b>	<b>54,258</b>	<b>53,113</b>	<b>52,513</b>	<b>51,653</b>	归母净利润增长率(%)	(26.19)	41.11	12.13	3.81
归属母公司股东权益	187,940	193,621	199,909	206,430					
少数股东权益	12,437	12,391	12,339	12,284					
<b>所有者权益合计</b>	<b>200,377</b>	<b>206,011</b>	<b>212,248</b>	<b>218,714</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>254,635</b>	<b>259,125</b>	<b>264,761</b>	<b>270,367</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18,476	21,911	23,427	23,926	每股净资产(元)	35.47	36.54	37.72	38.95
投资活动现金流	(13,326)	(12,081)	(10,526)	(9,079)	最新发行在外股份(百万股)	5,299	5,299	5,299	5,299
筹资活动现金流	(385)	(6,903)	(7,330)	(7,534)	ROIC(%)	2.93	4.26	4.68	4.71
现金净增加额	4,765	2,927	5,570	7,313	ROE-摊薄(%)	4.09	5.61	6.09	6.12
折旧和摊销	8,506	10,139	11,011	11,769	资产负债率(%)	21.31	20.50	19.83	19.10
资本开支	(10,946)	(12,076)	(10,519)	(9,069)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.04	12.08	10.77	10.38
营运资本变动	3,586	840	274	(403)	P/B (现价)	0.70	0.68	0.66	0.64

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>