

## 行业协同加强有望筑底，公司盈利能力有望改善

## ——海螺水泥（600585.SH）2024年年报点评报告

## 华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

## 最近一年走势



## 市场数据

## 2025年03月25日

当前价格（元）	24.29
52周价格区间（元）	19.53-28.75
总市值（百万元）	128,720.06
流通市值（百万元）	97,152.78
总股本（万股）	529,930.26
流通股（万股）	399,970.26
近一月换手（%）	9.64

分析师：彭棋

执业证书编号：S0230523080002

邮箱：pengq@hlzq.com

## 相关阅读

## 事件：

2025年3月25日，海螺水泥发布2024年年报：2024年公司实现营业收入910.30亿元，同比下滑35.51%；实现归属上市公司股东的净利润76.96亿元，同比下滑26.19%。

## 观点：

- **水泥熟料量价齐跌，2024年公司业绩承压。**2024年，中国水泥行业处于深度转型期。房地产行业持续深度调整，房地产开发投资同比下降10.6%，导致水泥需求持续下滑，2024年全国水泥产量18.25亿吨，同比下降9.5%。受国内水泥及熟料价格和销量同比下降影响，2024年公司实现水泥和熟料合计销量2.71亿吨，同比下降7.46%，价格下滑导致公司水泥熟料产品毛利率较去年同期减少0.52个百分点至24.51%。
- **2024年水泥行业呈“先抑后扬，低位回升”走势，2025年行业有望筑底回升。**由于市场需求不足、竞争加剧，2024年前三季度水泥行业整体盈利严重下滑，四季度，行业协同加强，价格低位回升，行业整体呈现“先抑后扬、低位回升”的走势。展望2025年，需求层面，基建领域对水泥需求的支撑作用将得以延续，地产领域国家提出要持续用力推动房地产市场止跌回稳；供给层面，水泥行业供给侧改革持续深化，产能置换新规加严超产及置换限制，有望加速行业低效产能出清和遏制超产现象，供需格局有望改善，行业有望筑底回升。
- **2024年，公司持续做强做优水泥主业，国内外双向发力，上下游产业链融合发展。**水泥主业方面，国内八菱海螺迁建项目、蒙城海螺投产运营，非洲、南美海外办事处相继设立，乌兹别克斯坦安集延海螺投产运营，柬埔寨金边海螺建设加快推进并于2025年2月建成投运，海外托管项目顺利推进；产业链发展方面，相继投产了六个骨料项目，并通过新建等方式新增了十五个商品混凝土项目。公司增加熟料产能230万吨（海外），通过迁建等方式新增水泥产能800万吨，新增骨料产能1450万吨、商品混凝土产能1210万立方米、光储发电装机容量103兆瓦。2024年，公司骨料和商混业务营业收入分别同比增长21.40%和18.64%。
- **盈利预测及投资评级：**2025年，水泥行业有望筑底回升，公司聚焦水泥主业，推动国际化发展，同时推动产业链上下游的协同发展，公司业绩有望改善。我们假设公司2025-2027年营业收入增

速分别为 2.48%、7.52%、6.05%。据此我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 932.85 亿元、1002.96 亿元、1063.63 亿元，归母净利润 98.70 亿元、107.28 亿元、110.21 亿元，当前股价对应 PE 分别为 13.0、12.0、11.7 倍。参考 2025 年可比公司平均估值 14.7 倍 PE，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ **风险提示：**宏观环境出现不利变化；水泥需求不及预期；水泥价格上涨不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅变化等。

#### ➤ 盈利预测简表

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	140,999	91,030	93,285	100,296	106,363
增长率（%）	6.80	-35.44	2.48	7.52	6.05
归母净利润（百万元）	10,430	7,696	9,870	10,728	11,021
增长率（%）	-33.40	-26.21	28.25	8.69	2.73
ROE（%）	5.43	3.82	4.87	5.20	5.20
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.97	1.45	1.86	2.02	2.08
市盈率（P/E）	12.3	16.7	13.0	12.0	11.7
市净率（P/B）	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所

#### 可比公司估值表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS (元)						市盈率 PE			
			2022A	2023A	2024A/E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024A/E	2025E	2026E
600585.SH	海螺水泥	1,287.2	2.96	1.97	1.45	1.86	2.02	8.2	12.3	16.7	13.0	12.0
600801.SH	华新水泥	270.1	1.29	1.33	0.90	1.17	1.25	10.1	9.8	14.4	11.1	10.4
000672.SZ	上峰水泥	75.9	0.97	0.77	0.59	0.73	0.84	8.0	10.2	13.3	10.7	9.3
002233.SZ	塔牌集团	97.2	0.22	0.62	0.45	0.49	0.57	36.5	13.1	18.1	16.6	14.3
000401.SZ	冀东水泥	134.5	0.51	-0.56	-0.34	0.25	0.38	9.9	/	/	20.2	13.3
平均值		144.4						16.1	11.0	15.3	14.7	11.8

数据来源：Wind，华龙证券研究所（本表海螺水泥、华新水泥、上峰水泥盈利预测取自华龙证券研究所，冀东水泥 2024 年 EPS 取自业绩预告，其余公司盈利预测及评级均取自 Wind 一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	101,096	93,762	103,695	108,795	115,787	<b>营业收入</b>	140,999	91,030	93,285	100,296	106,363
现金	68,362	70,229	79,068	83,264	89,164	营业成本	117,637	71,272	71,004	75,885	80,655
应收票据及应收账款	10,727	9,686	9,928	10,362	10,910	税金及附加	1,024	963	987	1,063	1,127
其他应收款	3,694	1,410	1,699	1,644	1,901	销售费用	3,424	3,415	3,498	3,761	3,989
预付账款	2,404	945	1,019	1,092	1,147	管理费用	5,652	5,946	6,092	6,549	6,946
存货	10,100	8,109	8,598	9,049	9,281	研发费用	1,860	1,257	1,213	1,254	1,276
其他流动资产	5,810	3,383	3,383	3,383	3,383	财务费用	-1,119	-1,171	-1,152	-964	-973
<b>非流动资产</b>	145,093	160,873	159,031	158,114	156,534	资产和信用减值损失	-334	-354	-317	-326	-348
长期股权投资	7,765	7,776	8,077	8,469	8,793	其他收益	565	525	690	611	598
固定资产	85,565	89,228	86,530	85,223	83,426	公允价值变动收益	-206	-90	-41	-199	-134
无形资产	32,380	34,264	35,073	34,967	34,832	投资净收益	544	297	401	648	472
其他非流动资产	19,384	29,606	29,352	29,454	29,483	资产处置收益	46	-12	37	20	23
<b>资产总计</b>	246,189	254,635	262,727	266,908	272,321	<b>营业利润</b>	13,138	9,713	12,414	13,501	13,953
<b>流动负债</b>	29,660	28,892	29,480	30,514	31,099	营业外收入	649	479	643	590	571
短期借款	4,480	5,749	5,644	5,563	5,403	营业外支出	186	163	203	184	183
应付票据及应付账款	6,568	6,127	6,180	5,984	6,042	<b>利润总额</b>	13,600	10,029	12,854	13,908	14,341
其他流动负债	18,612	17,016	17,655	18,967	19,654	所得税	2,851	2,366	2,779	2,974	3,139
<b>非流动负债</b>	18,561	25,366	26,557	26,097	25,728	<b>净利润</b>	10,749	7,663	10,075	10,934	11,202
长期借款	15,612	21,586	22,778	22,318	21,948	少数股东损益	319	-33	205	206	181
其他非流动负债	2,949	3,779	3,779	3,779	3,779	<b>归属母公司净利润</b>	10,430	7,696	9,870	10,728	11,021
<b>负债合计</b>	48,220	54,258	56,037	56,611	56,827	EBITDA	24,192	21,311	22,302	25,298	25,115
少数股东权益	12,648	12,437	12,642	12,848	13,029	EPS（元）	1.97	1.45	1.86	2.02	2.08
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299						
资本公积	10,629	10,619	10,619	10,619	10,619						
留存收益	171,678	174,295	179,693	185,320	191,127						
归属母公司股东权益	185,321	187,940	194,048	197,449	202,465						
<b>负债和股东权益</b>	246,189	254,635	262,727	266,908	272,321						

  

现金流量表（百万元）						主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	20,106	18,476	14,527	17,493	16,859	<b>成长能力</b>					
净利润	10,749	7,663	10,075	10,934	11,202	营业收入同比增速(%)	6.80	-35.44	2.48	7.52	6.05
折旧摊销	7,445	8,422	6,589	8,342	7,599	营业利润同比增速(%)	-32.54	-26.07	27.80	8.76	3.35
财务费用	-1,119	-1,171	-1,152	-964	-973	归属于母公司净利润同比增速(%)	-33.40	-26.21	28.25	8.69	2.73
投资损失	-544	-297	-401	-648	-472	<b>盈利能力</b>					
营运资金变动	3,250	3,232	-905	-676	-956	毛利率(%)	16.57	21.70	23.89	24.34	24.17
其他经营现金流	324	626	321	505	460	净利率(%)	7.62	8.42	10.80	10.90	10.53
<b>投资活动现金流</b>	-19,307	-13,326	-4,350	-6,955	-5,658	ROE(%)	5.43	3.82	4.87	5.20	5.20
资本支出	14,167	11,314	4,446	7,032	5,695	ROIC(%)	6.32	4.50	5.44	5.80	5.83
长期投资	-5,968	-3,624	-301	-392	-324	<b>偿债能力</b>					
其他投资现金流	828	1,612	397	469	361	资产负债率(%)	19.59	21.31	21.33	21.21	20.87
<b>筹资活动现金流</b>	-5,436	-385	-1,338	-6,342	-5,301	净负债比率(%)	-22.36	-19.55	-22.61	-24.21	-26.49
短期借款	-5,558	1,269	-105	-81	-160	流动比率	3.41	3.25	3.52	3.57	3.72
长期借款	5,923	5,974	1,191	-460	-370	速动比率	2.93	2.88	3.14	3.19	3.34
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
资本公积增加	116	-10	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.36	0.36	0.38	0.39
其他筹资现金流	-5,917	-7,619	-2,425	-5,802	-4,771	应收账款周转率	28.10	22.28	26.00	29.00	30.00
<b>现金净增加额</b>	-4,607	4,765	8,839	4,196	5,900	应付账款周转率	17.99	11.73	12.00	13.00	14.00
						<b>每股指标（元）</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.97	1.45	1.86	2.02	2.08
						每股经营现金流(最新摊薄)	3.79	3.49	2.74	3.30	3.18
						每股净资产(最新摊薄)	34.97	35.47	36.62	37.26	38.21
						<b>估值比率</b>					
						P/E	12.3	16.7	13.0	12.0	11.7
						P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
						EV/EBITDA	3.92	4.76	4.22	3.56	3.35

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明：

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面差，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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。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。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046