

海螺水泥 (600585.SH)

行业供给侧协同加码，盈利能力有望边际修复

公司 2024 年实现营业总收入 910.30 亿元，同比下滑 35.51%；实现归母净利润 76.96 亿元，同比下滑 26.19%；扣非后归母净利润为 73.65 亿元，同比下滑 26.06%。基本 EPS 为 1.46 元/股，同比减少 0.51 元/股；加权平均 ROE 为 4.14%，同比下降 1.50pct。（2024 年内公司因收购海螺信息工程公司及其附属公司中碳公司，属于同一控制下企业合并，本报告均采用追溯后数据计算）

□ 水泥熟料量价齐跌，骨料及商混业务逆势增长。公司 2024 年实现营业总收入/归母净利润 910.30 亿元/76.96 亿元，分别同比-35.51%/-26.19%。分业务看，2024 年，水泥自产品销售/贸易业务/熟料/骨料及机制砂/商混业务收入分别为 732.14 亿元/9.42 亿元/50.33 亿元/46.91 亿元/26.74 亿元，分别同比-12.89%/-60.00%/-25.33%/+21.40%/+18.64%。水泥自产品及贸易业务受限于行业竞争加剧，量价齐跌。2024 年公司水泥和熟料合计净销量为 2.71 亿吨，同比-7.46%，其中水泥熟料自产品销量为 2.68 亿吨，同比-6.05%，水泥熟料贸易业务销量 296 万吨，同比-60.77%。经测算，公司水泥熟料自产品吨售价约 246 元/吨，同比-10%，自产品吨成本为 187 元/吨，同比-9%，自产品吨毛利为 59 元/吨，同比-14%。

□ 产品结构优化带动利润率改善，现金流表现稳健。公司 2024 年销售毛利率/销售净利率为 21.70%/8.42%，分别同比+5.12pct/+0.81pct。分业务看，公司自产品 42.5 级水泥/32.5 级水泥/熟料毛利率同比分别-0.89pct/-1.02pct/-5.65pct 至 24.34%/29.31%/9.41%，骨料及机制砂综合毛利率为 46.91%，同比-1.41pct；商品混凝土综合毛利率 10.00%，同比-1.00pct，除低端水泥贸易业务（毛利率 1.37%）以外，其余业务毛利率均有所下降，但受益于毛利率相对较高的水泥熟料自产品业务和骨料及机制砂业务收入占比的提升，公司综合毛利率得以提高。费用端，2024 年公司期间费用率为 10.38%，同比+3.38pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.33pct/+2.52pct/+0.03pct/-0.49pct。2024 年公司经营活动产生的现金流净额为 184.76 亿元，同比减少 7.96%，现金流表现较为稳健，降幅显著小于收入和利润降幅；期末在手货币资金达 702.29 亿元。

□ 产能扩张持续推进，龙头地位稳固。从产能看，公司 2024 年增加熟料产能 230 万吨（海外）至 2.74 亿吨，增加水泥产能 800 万吨至 4.03 亿吨，增加骨料产能 1450 万吨至 1.63 亿吨，在运行商品混凝土产能达到 5190 万立方米，在运行光储发电装机容量增至 645 兆瓦。产业链延伸方面，公司年内投产了六个骨料项目、新增了十五个商品混凝土项目。2025 年，公司计划资本性支出 119.8 亿元（同比 24 年缩减 23%），以自有资金为主，将主要用于主业项目发展、上下游产业链延伸、节能环保技改及新质生产力的培育等；预计全年新增骨料产能 1960 万吨（预计产能同比+12%至 1.826 亿吨）、商品混凝土产能 2780 万立方米（预计产能同比+54%至 7970 万立方米），计划全年水泥和熟料净销量（不含贸易量）2.68 亿吨（同比持平），预计吨产品成本和吨产品费用保持相对稳定。2025 年国内水泥行业产量同比-10%至 18.25 亿吨，以公司自产品销量测算，海螺水泥国内市占率达到 14.68%，同

强烈推荐（维持）

中游制造/建材

目标估值：NA

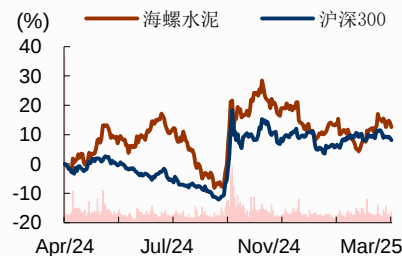
当前股价：24.29 元

基础数据

总股本（百万股）	5299
已上市流通股（百万股）	4000
总市值（十亿元）	128.7
流通市值（十亿元）	97.2
每股净资产（MRQ）	35.5
ROE（TTM）	4.1
资产负债率	21.3%
主要股东 安徽海螺集团有限责任公司	
主要股东持股比例	36.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	7	15
相对表现	6	1	4



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《海螺水泥（600585）—Q3 盈利能力边际改善，行业供需有望优化》2024-11-01
- 2、《海螺水泥（600585）—内需下行收入承压，海外及多元业务贡献增量》2024-08-30
- 3、《海螺水泥（600585）—水泥量价齐降，24Q1 业绩承压》2024-05-06

郑晓刚 S1090517070008
zhengxiaogang@cmschina.com.cn
袁定云 S1090523070010
yuandingyun@cmschina.com.cn

比增加约 0.6pct；考虑到 2025 年行业产量预计仍将下行，若公司销量持稳，市占率有望进一步提升，龙头地位稳固。

□ **水泥供给侧改革持续深化，维持“强烈推荐”评级。**行业层面，水泥产能置换规则加严，叠加超产限制，以及节能减碳要求，有助于促进落后产能持续淘汰出清。行业龙头竞争策略转变，有利于共同维护行业竞争秩序、保障利润率回到健康水平。公司层面，海螺水泥产能规模和成本优势突出，并在低碳环保、节能降碳改造方面领先于行业，同时在新能源领域积极探索，加快新能源产业链发展，持续强化龙头优势。考虑到水泥需求仍处于下行通道，我们略下调盈利预测并引入 27 年预测值，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.82 元、1.98 元、2.14 元，对应 PE 分别为 13.3x、12.3x、11.3x，维持“强烈推荐”评级。

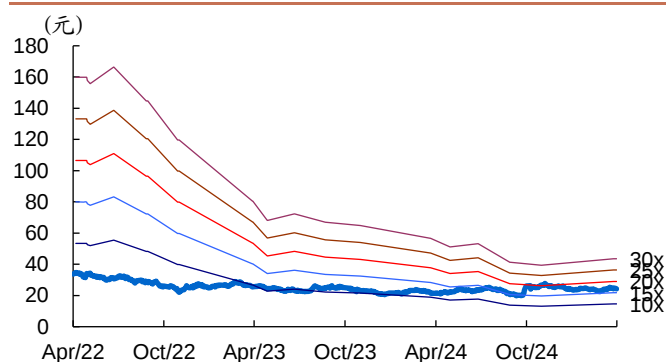
□ **风险提示：地产与基建投资大幅下滑，原材料与燃料成本大幅上涨，行业竞争加剧，新建项目投产不及预期。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	141157	91030	92001	92932	93100
同比增长	7%	-36%	1%	1%	0%
营业利润(百万元)	13131	9713	12033	13220	14369
同比增长	-33%	-26%	24%	10%	9%
归母净利润(百万元)	10428	7696	9660	10486	11344
同比增长	-33%	-26%	26%	9%	8%
每股收益(元)	1.97	1.45	1.82	1.98	2.14
PE	12.3	16.7	13.3	12.3	11.3
PB	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

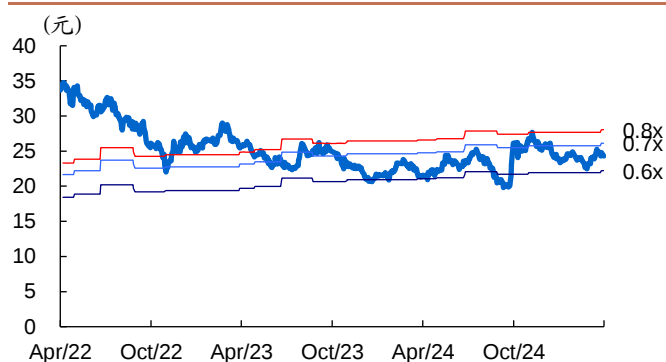
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：海螺水泥历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：海螺水泥历史 PB Band



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	101233	93762	98236	105107	112741
现金	68382	70229	74892	81681	89409
交易性投资	2211	509	509	509	509
应收票据	6329	5913	5976	6037	6048
应收款项	4445	3773	3793	3832	3839
其它应收款	3696	1410	1425	1440	1442
存货	10155	8109	7823	7768	7662
其他	6014	3818	3817	3840	3833
非流动资产	145124	160873	160211	159061	157492
长期股权投资	7765	7776	7776	7776	7776
固定资产	85523	89228	92137	94201	95525
无形资产商誉	33929	35716	32144	28930	26037
其他	17907	28154	28154	28154	28154
资产总计	246356	254635	258447	264168	270233
流动负债	29774	28892	26848	26850	26747
短期借款	4480	5749	5976	6037	6048
应付账款	6654	6127	5917	5876	5795
预收账款	2890	2569	2481	2464	2430
其他	15751	14447	12474	12474	12474
长期负债	18561	25366	25366	25366	25366
长期借款	15612	10086	10086	10086	10086
其他	2949	15279	15279	15279	15279
负债合计	48335	54258	52214	52216	52113
股本	5299	5299	5299	5299	5299
资本公积金	10381	10118	10118	10118	10118
留存收益	169708	172523	178420	184183	190400
少数股东权益	12632	12437	12396	12351	12302
归属于母公司所有者权益	185389	187940	193837	199601	205818
负债及权益合计	246356	254635	258447	264168	270233

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	20074	18476	19664	20425	21195
净利润	10745	7663	9618	10441	11295
折旧摊销	7423	8418	11045	10931	10783
财务费用	(1287)	(1303)	175	95	38
投资收益	(512)	(263)	(1066)	(902)	(900)
营运资金变动	3914	3823	(109)	(140)	(21)
其它	(208)	138	0	1	0
投资活动现金流	(19306)	(13326)	(9317)	(8879)	(8314)
资本支出	(14167)	(11314)	(10383)	(9781)	(9214)
其他投资	(5139)	(2012)	1066	902	900
筹资活动现金流	(5548)	(385)	(5683)	(4757)	(5153)
借款变动	1004	(8449)	(1746)	60	11
普通股增加	0	(0)	0	0	0
资本公积增加	(131)	(263)	0	0	0
股利分配	(7843)	(5087)	(3763)	(4722)	(5126)
其他	1423	13414	(175)	(95)	(38)
现金净增加额	(4781)	4765	4663	6789	7727

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	141157	91030	92001	92932	93100
营业成本	117746	71272	68827	68350	67412
营业税金及附加	1026	963	973	983	985
营业费用	3426	3415	3452	3487	3493
管理费用	5668	5946	6009	6070	6081
研发费用	1902	1257	1270	1283	1286
财务费用	(1121)	(1171)	175	95	38
资产减值损失	(288)	(365)	(327)	(346)	(336)
公允价值变动收益	(206)	(90)	(251)	(182)	(175)
其他收益	570	525	587	561	557
投资收益	544	297	730	524	517
营业利润	13131	9713	12033	13220	14369
营业外收入	649	479	643	590	571
营业外支出	186	163	203	184	183
利润总额	13594	10029	12473	13626	14757
所得税	2850	2366	2855	3185	3462
少数股东损益	317	(33)	(41)	(45)	(49)
归属于母公司净利润	10428	7696	9660	10486	11344

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	-36%	1%	1%	0%
营业利润	-33%	-26%	24%	10%	9%
归母净利润	-33%	-26%	26%	9%	8%
获利能力					
毛利率	16.6%	21.7%	25.2%	26.5%	27.6%
净利率	7.4%	8.5%	10.5%	11.3%	12.2%
ROE	5.7%	4.1%	5.1%	5.3%	5.6%
ROIC	4.3%	2.9%	4.2%	4.5%	4.7%
偿债能力					
资产负债率	19.6%	21.3%	20.2%	19.8%	19.3%
净负债比率	9.3%	7.0%	6.2%	6.1%	6.0%
流动比率	3.4	3.2	3.7	3.9	4.2
速动比率	3.1	3.0	3.4	3.6	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
存货周转率	10.8	7.8	8.6	8.8	8.7
应收账款周转率	11.3	8.9	9.5	9.5	9.4
应付账款周转率	17.3	11.2	11.4	11.6	11.6
每股资料(元)					
EPS	1.97	1.45	1.82	1.98	2.14
每股经营净现金	3.79	3.49	3.71	3.85	4.00
每股净资产	34.98	35.47	36.58	37.67	38.84
每股股利	0.96	0.71	0.89	0.97	1.05
估值比率					
PE	12.3	16.7	13.3	12.3	11.3
PB	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.1	8.3	5.6	5.4	5.2

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。