

公司研究

24 年盈利底部或已明确，25 年公司利润有望回升

——海螺水泥（600585.SH/0914.HK）2024 年年报点评报告

A 股：买入（维持）

当前价：24.16 元

H 股：买入（维持）

当前价：22.2 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：陈奇凡

执业证书编号：S0930523050002

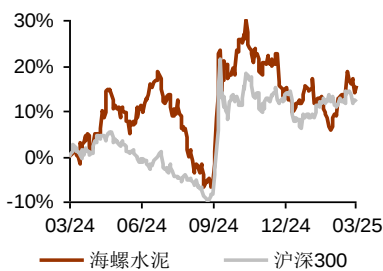
021-52523819

chenqf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	52.99
总市值(亿元):	1280.31
一年最低/最高(元):	19.53/28.75
近 3 月换手率:	17.10%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.75	0.00	4.17
绝对	4.14	2.46	13.36

资料来源：Wind

相关研报

华东水泥价格季节性回调，四季度价格总体保持稳定——海螺水泥（600585.SH 0914.HK）跟踪点评报告（2024-12-29）

要点

事件：

海螺水泥发布 2024 年年报。2024 年公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 910/77/74 亿元，同比-36%/-26%/-26%。24Q4，公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 229/25/25 亿元，同比-46%/+42%/+37%。公司拟现金分红 37.5 亿元，已实施股票回购 1.6 亿元，合计 39.1 亿元，分红率 51%，同比-1pct，对应股息率约 3%。

水泥业务：量价齐跌，吨毛利约 59 元，25 年盈利有望回升。

2024 年，公司水泥熟料业务自产品部分实现收入 658 亿元，同比-16%；实现销量 2.68 亿吨，同比-6%；产品吨均价为 246 元/吨，同比-10%（同比下滑 28 元/吨）。

成本方面，2024 年公司水泥吨营业成本为 187 元/吨，同比-9%（同比下滑 18 元/吨），主要受益于煤炭成本下降；成本结构中，原材料/燃料及动力/折旧费用吨成本分别同比-3/-16/+1 元/吨。盈利能力方面，2024 年水泥业务吨毛利约 59 元/吨，同比-10 元/吨，主要受价格同比下滑拖累；毛利率约 23.8%，同比-1.2 pcts。

2024 年，受累于房地产行业需求持续萎缩，水泥价格同比下滑较多，导致行业和企业盈利均出现同比下滑；但与此同时，一些积极因素正在积累：1）24 年多家企业出现亏损，价格继续下行空间有限，本轮周期价格底部或已明确；2）24H2 价格自律意识逐渐成为行业共识，华东、华中、东北等区域稳价措施已见成效，24Q4 公司盈利环比回升；3）水泥行业去产能势在必行，26 年将出清 4 亿吨左右熟料产能（出清 20%左右）；4）25 年需求下滑幅度或将收窄。

展望 25 年，判断公司水泥熟料业务产品均价及吨盈利将会同比改善，扣非净利润有望迎来 2021 年后的首次正增长。

混凝土&骨料业务：收入保持较快增长，毛利率小幅下滑。

2024 年，公司混凝土业务实现收入 26.7 亿元，同比+19%；毛利率约 10%，同比-1pct。2024 年，公司骨料业务实现收入 46.9 亿元，同比+21%；毛利率约 46.9%，同比-1.4pcts。

产能&海外：各主营业务产能均有增长，海外业务收入持平。

2024 年，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。截至 2024 年末，公司拥有熟料产能 2.74 亿吨，水泥产能 4.03 亿吨，骨料产能 1.63 亿吨，在运行商品混凝土产能 5190 万立方米，在运行光储发电装机容量 645 兆瓦。

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。

2024 年，公司海外业务收入 47 亿元，同比+0.1%，毛利率 32.3%，同比+2.2%。

2025 年经营目标：销量同比持平，骨料及商混产能继续增长。

2025 年,海螺水泥计划全年实现水泥和熟料自产品净销量 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;计划资本性支出 119.8 亿元(2024 年为 156.19 亿元),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(同比+12%)、商品混凝土产能 2780 万立方米(同比+54%)。

投资建议:至暗时刻已过,25 年利润有望回升。2024 年,全国水泥产量同比-10%,主要受基建地产需求下行拖累。24 年前三季度,华东区域水泥价格持续下行,对区域内多家企业盈利水平造成较大压力,24Q4 提价成功后预计单季度利润将出现明显改善。在此背景下,预计 25 年各家企业挺价意愿仍会较为强烈,判断 25 年水泥熟料均价同比将出现一定幅度提升。展望 25 年,判断公司水泥熟料业务产品均价及吨盈利将会同比改善,扣非净利润有望迎来 2021 年后的首次正增长,我们调整对公司 2025 年归母净利润预测至 102 亿元(上调 19%);维持对公司 2026 年归母净利润预测 111 亿元,新增对公司 2027 年归母净利润预测 117 亿元,对公司 A 股和 H 股均维持“买入”评级。

风险提示:需求不及预期风险,行业供需格局恶化的风险,原燃材料价格继续大幅上涨的风险,海外投资不确定性和汇兑损益风险等。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	140,999	91,030	96,946	101,120	104,699
营业收入增长率	6.80%	-35.44%	6.50%	4.31%	3.54%
归母净利润(百万元)	10,430	7,696	10,198	11,086	11,722
归母净利润增长率	-33.40%	-26.21%	32.51%	8.71%	5.74%
EPS(元)	1.97	1.45	1.92	2.09	2.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.63%	4.09%	5.25%	5.53%	5.67%
P/E	12	17	13	12	11
P/E(H 股)	10	14	11	10	9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-04-03, 汇率: 按 1HKD=0.92CNY 换算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	140,999	91,030	96,946	101,120	104,699
营业成本	117,637	71,272	73,738	76,177	78,530
折旧和摊销	7,445	8,422	10,281	10,626	11,005
税金及附加	1,024	963	845	881	912
销售费用	3,424	3,415	3,637	3,794	3,928
管理费用	5,652	5,946	6,332	6,605	6,839
研发费用	1,860	1,257	1,339	1,396	1,446
财务费用	-1,119	-1,171	194	37	-131
投资收益	544	297	898	772	628
营业利润	13,138	9,713	12,334	13,566	14,388
利润总额	13,600	10,029	12,915	14,041	14,847
所得税	2,851	2,366	2,752	2,992	3,163
净利润	10,749	7,663	10,164	11,050	11,684
少数股东损益	319	-33	-35	-36	-38
归属母公司净利润	10,430	7,696	10,198	11,086	11,722
EPS(元)	1.97	1.45	1.92	2.09	2.21

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	20,106	18,476	18,253	20,641	21,662
净利润	10,430	7,696	10,198	11,086	11,722
折旧摊销	7,445	8,422	10,281	10,626	11,005
净营运资金增加	897	-44,898	6,060	3,515	3,024
其他	1,333	47,256	-8,287	-4,587	-4,089
投资活动产生现金流	-19,307	-13,326	-9,262	-9,147	-9,292
净资本支出	-13,934	-10,946	-9,920	-9,920	-9,920
长期投资变化	7,765	7,776	0	0	0
其他资产变化	-13,138	-10,156	658	772	628
融资活动现金流	-5,436	-385	-4,426	-8,273	-5,828
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	880	6,349	-469	-3,246	-534
无息负债变化	-642	-312	-1,956	410	375
净现金流	-4,607	4,765	4,565	3,220	6,542

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	16.6%	21.7%	23.9%	24.7%	25.0%
EBITDA 率	14.0%	19.2%	22.6%	23.2%	23.5%
EBIT 率	8.7%	9.9%	12.0%	12.7%	13.0%
税前净利润率	9.6%	11.0%	13.3%	13.9%	14.2%
归母净利润率	7.4%	8.5%	10.5%	11.0%	11.2%
ROA	4.4%	3.0%	3.9%	4.2%	4.4%
ROE (摊薄)	5.6%	4.1%	5.2%	5.5%	5.7%
经营性 ROIC	3.9%	3.1%	4.0%	4.4%	4.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	20%	21%	20%	19%	18%
流动比率	3.41	3.25	3.74	4.46	4.92
速动比率	3.07	2.96	3.45	4.11	4.55
归母权益/有息债务	8.07	6.41	6.74	7.83	8.25
有形资产/有息债务	9.20	7.42	7.66	8.75	9.16

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	246,189	254,635	258,612	261,835	267,935
货币资金	68,362	70,229	74,794	78,014	84,556
交易性金融资产	2,211	509	509	509	509
应收账款	4,399	3,773	3,660	3,817	3,952
应收票据	6,328	5,913	5,652	5,896	6,104
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	10,100	8,109	7,669	7,922	8,167
其他流动资产	7,269	4,272	4,272	4,272	4,272
流动资产合计	101,096	93,762	98,095	102,021	109,200
其他权益工具	1,348	1,507	1,507	1,507	1,507
长期股权投资	7,765	7,776	7,776	7,776	7,776
固定资产	85,565	89,228	85,070	81,210	77,456
在建工程	8,734	8,333	10,880	12,790	14,223
无形资产	32,380	34,264	34,668	35,064	35,452
商誉	1,147	1,452	1,452	1,452	1,452
其他非流动资产	4,108	15,001	15,001	15,001	15,001
非流动资产合计	145,093	160,873	160,517	159,815	158,735
总负债	48,220	54,258	51,833	48,997	48,838
短期借款	4,480	5,749	4,780	1,034	0
应付账款	6,298	5,855	4,939	5,103	5,260
应付票据	270	272	200	207	213
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9,046	8,441	8,441	8,441	8,441
流动负债合计	29,660	28,892	26,208	22,872	22,213
长期借款	15,612	10,086	10,586	11,086	11,586
应付债券	0	11,500	11,500	11,500	11,500
其他非流动负债	1,134	1,836	1,836	1,836	1,836
非流动负债合计	18,561	25,366	25,625	26,125	26,625
股东权益	197,969	200,377	206,779	212,838	219,097
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
公积金	13,278	13,269	13,269	13,269	13,269
未分配利润	169,028	171,645	178,081	184,177	190,474
归属母公司权益	185,321	187,940	194,376	200,472	206,769
少数股东权益	12,648	12,437	12,403	12,366	12,328

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.43%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%
管理费用率	4.01%	6.53%	6.53%	6.53%	6.53%
财务费用率	-0.79%	-1.29%	0.20%	0.04%	-0.12%
研发费用率	1.32%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%
所得税率	21%	24%	21%	21%	21%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.96	0.71	0.94	1.02	1.08
每股经营现金流	3.79	3.49	3.44	3.90	4.09
每股净资产	34.97	35.47	36.68	37.83	39.02
每股销售收入	26.61	17.18	18.29	19.08	19.76

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12	17	13	12	11
PB	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	10.5	10.0	7.9	7.2	6.7
股息率	4.0%	2.9%	3.9%	4.2%	4.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP