

公司研究 | 点评报告 | 海螺水泥（600585.SH）

2025 年期待供给释放边际弹性

报告要点

公司披露 2024 年报：全年营业收入 910.3 亿元，同比减少 35.51%；归母净利润 76.96 亿元，同比减少 26.19%；24Q4 归母净利润 24.98 亿元，同比增长 42.27%。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



李金宝

SAC: S0490516040002

海螺水泥（600585.SH）

2025-04-07

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

2025 年期待供给释放边际弹性

事件描述

公司披露 2024 年报：全年营业收入 910.3 亿元，同比减少 35.51%；归母净利润 76.96 亿元，同比减少 26.19%；24Q4 归母净利润 24.98 亿元，同比增长 42.27%。

事件评论

- **年度经营指标：24Q4 业绩受涨价支撑，环比和同比均有较显著改善。**2024 年全国水泥产量 18.25 亿吨，同比下降 9.5%。就公司而言，全年水泥熟料自产品销量为 2.68 亿吨，同比下降 6%；销量下滑幅度优于行业，推测主要是 2024 年前 3 季度公司依然在推动份额扩张战略。吨指标来看，我们测算全年自产品吨收入为 246 元/吨，同比下降 28 元/吨，吨成本为 187 元/吨，同比下降 18 元/吨（煤价下行贡献），吨毛利 59 元/吨，同比下降 9 元/吨。此外，全年公司费用 94.48 亿元，同比下降 3.4%，费用降幅小于主销量降幅；若以全口径费用计算，预计吨费用有小幅增加。此外，24Q4 公司计提减值约 3 亿元。整体来看，24Q4 公司归母净利润 24.98 亿元，同比增长 42.27%。
- **派息与股东回报：**公司发布未来三年股东分红回报规划（2025-2027 年度），承诺每年现金分红金额与股份回购金额（若有）合计不低于当年归母净利润的 50%。假设按照 90 亿利润评估，对应股息率为 3.4%。
- **开支与产能建设情况：**2024 年公司资本性支出 156.19 亿元，全年增加熟料产能 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 1,450 万吨、商混产能 1,210 万方、光储发电装机容量 103 兆瓦。截至 2024 年底，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，在运行商混产能 5,190 万方，在运行光储发电装机容量 645 兆瓦。此外，2025 年，公司计划资本性支出 119.8 亿元，预计全年新增骨料产能 1,960 万吨、商品混凝土产能 2,780 万立方米。基于此，我们判断，2025 年公司开支放缓，现金流也有望得到进一步改善。
- **全年展望：需求承压，但是供给助力，价格或仍有一定弹性。**在需求承压背景下，今年节后价格表现略超预期，长三角市场节后水泥提价 2 轮落地；核心供给端还是来自协同错峰到位，龙头企业当下对价格意愿更强，协同意愿更高。展望全年，需求虽整体承压，但是超产和协同强约束下，价格和盈利中枢或存一定改善空间。同时，考虑到 24 年同期盈利基数较低叠加当前低煤价支撑，期待 25Q2 公司能释放更高业绩增速。
- 预计 2025-2026 年业绩 92、101 亿元，对应 PE 为 14、13 倍，买入评级。

风险提示

- 1、需求复苏不及预期；
- 2、骨料等外延进度缓慢。

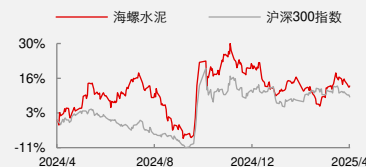
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	24.16
总股本(万股)	529,930
流通A股/B股(万股)	399,970/0
每股净资产(元)	35.47
近12月最高/最低价(元)	28.75/19.53

注：股价为 2025 年 4 月 3 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《期待 24Q4 释放涨价弹性》2024-11-04
- 《24H1 业绩符合预期，期待核心区域协同优化》2024-09-10
- 《24Q1 需求淡季，赚取成本溢价》2024-05-03



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、需求复苏不及预期。地产端前端指标尤其新开工目前显著承压，对水泥需求形成较大拖累，后续基建稳增长的弹性需要观察。
- 2、骨料等外延进度缓慢。骨料业务资源属性较强，盈利能力较高，公司前几年通过一系列布局已经初步具备规模。未来公司仍会进行一系列的扩张，但是进度和业绩弹性尚需观察。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	91030	85652	84824	84378	货币资金	70229	80007	87938	106392
营业成本	71272	65194	63977	63047	交易性金融资产	509	509	509	509
毛利	19758	20458	20847	21331	应收账款	3773	3364	3704	3327
%营业收入	22%	24%	25%	25%	存货	8109	4568	7872	4387
营业税金及附加	963	857	594	591	预付账款	945	782	768	757
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	10197	9430	9653	9340
销售费用	3415	2998	2545	2531	流动资产合计	93762	98660	110444	124712
%营业收入	4%	4%	3%	3%	长期股权投资	7776	7776	7776	7776
管理费用	5946	4283	3817	3375	投资性房地产	67	67	67	67
%营业收入	7%	5%	5%	4%	固定资产合计	89228	88019	85730	82396
研发费用	1257	857	679	591	无形资产	34264	34264	34264	34264
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	1452	1452	1452	1452
财务费用	-1171	820	2509	3191	递延所得税资产	1486	1486	1486	1486
%营业收入	-1%	1%	3%	4%	其他非流动资产	26601	26601	26601	26601
加: 资产减值损失	-310	-200	-200	-200	资产总计	254635	258324	267819	278753
信用减值损失	-44	0	0	0	短期贷款	5749	7749	7749	7749
公允价值变动收益	-90	0	0	0	应付款项	5855	5011	5652	4856
投资收益	297	171	594	591	预收账款	0	1199	1188	1181
营业利润	9713	11516	12158	12497	应付职工薪酬	1598	522	512	504
%营业收入	11%	13%	14%	15%	应交税费	2349	2998	2969	2953
营业外收支	316	420	650	650	其他流动负债	13341	5794	4450	5693
利润总额	10029	11936	12808	13147	流动负债合计	28892	23271	22519	22936
%营业收入	11%	14%	15%	16%	长期借款	10086	10086	10086	10086
所得税费用	2366	2626	2562	2629	应付债券	11500	11500	11500	11500
净利润	7663	9310	10247	10518	递延所得税负债	1703	1703	1703	1703
归属于母公司所有者的净利润	7696	9217	10144	10413	其他非流动负债	2076	2076	2076	2076
少数股东损益	-33	93	102	105	负债合计	54258	48637	47885	48302
EPS (元)	1.46	1.74	1.91	1.96	归属于母公司所有者权益	187940	197157	207301	217714
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	12437	12530	12633	12738
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	200377	209687	219934	230452
经营活动现金流净额	18476	13772	12354	21880	负债及股东权益	254635	258324	267819	278753
取得投资收益收回现金	435	171	594	591	基本指标				
长期股权投资	-10	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-10946	-4537	-3308	-2308	每股收益	1.46	1.74	1.91	1.96
其他	-2804	0	0	0	每股经营现金流	3.49	2.60	2.33	4.13
投资活动现金流净额	-13326	-4366	-2714	-1717	市盈率	16.29	13.89	12.62	12.30
债券融资	11500	0	0	0	市净率	0.67	0.65	0.62	0.59
股权融资	179	0	0	0	EV/EBITDA	4.97	4.34	3.53	2.49
银行贷款增加 (减少)	-4256	2000	0	0	总资产收益率	3.0%	3.6%	3.8%	3.7%
筹资成本	-6355	-1629	-1709	-1709	净资产收益率	4.1%	4.7%	4.9%	4.8%
其他	-1454	0	0	0	净利率	8.5%	10.8%	12.0%	12.3%
筹资活动现金流净额	-385	371	-1709	-1709	资产负债率	21.3%	18.8%	17.9%	17.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	4765	9777	7931	18454	总资产周转率	0.36	0.33	0.32	0.31

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。