

建筑材料

报告日期：2025 年 04 月 27 日

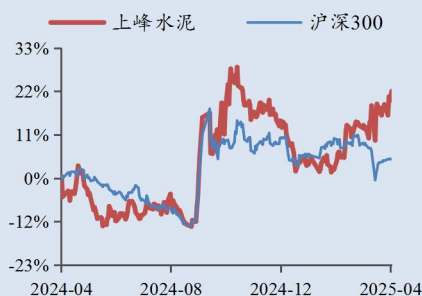
水泥价格提升主业改善，双轮驱动助力估值提升

——上峰水泥（000672.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（维持）

最近一年走势



市场数据

2025 年 04 月 25 日

当前价格（元）	8.44
52 周价格区间（元）	5.94-9.04
总市值（百万元）	8,181.70
流通市值（百万元）	8,181.70
总股本（万股）	96,939.55
流通股（万股）	96,939.55
近一月换手（%）	27.25

分析师：彭棋

执业证书编号：S0230523080002

邮箱：pengq@hlzq.com

相关阅读

《行业需求下滑业绩承压，三季度盈利能力有所改善——上峰水泥（000672.SZ）2024 年三季报点评报告》2024.11.04

《行业底部公司业绩承压，盈利保持韧性下半年有望改善——上峰水泥（000672.SZ）2024 年半年报点评报告》2024.08.30

事件：

2024 年 4 月 25 日，上峰水泥发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年公司实现营业收入 54.48 亿元，同比下滑 14.83%；实现归属上市公司股东的净利润 6.27 亿元，同比下滑 15.70%。2025 年一季度公司实现营业收入 9.51 亿元，同比增长 4.64%；实现归属上市公司股东的净利润 0.80 亿元，同比增长 447.61%。

观点：

- **2024 年业绩短期承压，2025 年一季度盈利能力显著改善。**2024 年，受地产投资持续探底、基建端公路以及市政投资下降等影响，水泥需求不足，供需矛盾持续加剧，水泥价格重心继续下移。在此背景下，2024 年公司业绩短期承压。2025 年一季度，公司各区域市场销售份额保持稳定，水泥产品平均售价高于上年同期，营业总收入同比增长 4.64%，此外，公司产业链延伸及新经济股权投资“两翼”业务助力综合绩效韧性增长，盈利能力显著改善，归母净利润同比增长 447.61%。
- **新“五年规划”启动，“双轮驱动”助力估值提升。**公司发布 2025-2029 年发展规划，提出以“一主两翼”战略为基础延伸的建材材料产业链与股权投资业务链双轮驱动业务格局。目前，公司“两翼”业务利润贡献占比超过三分之一，新经济股权投资业务聚焦半导体、新能源、新材料等科技创新领域链式布局，长鑫科技、合肥晶合、盛合晶微、先导电科、广州粤芯等一批优质项目的股权投资取得了相对稳健投资收益，同时为公司转型升级发展、培育成为第二成长曲线的新质业务奠定了综合条件基础。展望未来，公司将充分利用现有“双轮驱动”业务的协同互补发展基础，将产业与资本资源融合，利用好并购及金融工具，适度加快实现转型新业务的落地实施，使公司第二成长曲线逐渐成型，彻底突破原有业务增长瓶颈，全面打开估值提升空间。
- **重视股东回报，提升分红回报。**公司 2024 年度拟全体股东每 10 股派发现金红利 6.30 元，合计计拟派发现金红利 6 亿元，占公司 2024 年归母净利的 95.73%，投资价值凸显。
- **盈利预测及投资评级：**在 2025-2029 年发展规划公司提出建材材料产业链与股权投资业务链双轮驱动的业务格局，有望打开估值空间。受水泥行业需求疲软，价格持续下行影响，公司 2024 年业绩承压，因此我们下调公司 2025、2026 年营业收入预测，但 2025

年一季度水泥价格提升叠加公司“两翼”业务发力，公司盈利能力显著提升，我们上调公司 2025、2026 年归母净利润预测，我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 56.96 亿元（原值为 63.03 亿元）、59.27 亿元（原值为 67.68 亿元）、62.33 亿元，归母净利润 7.74 亿元（原值为 7.09 亿元）、8.39 亿元（原值为 8.12 亿元）、9.03 亿元，当前股价对应 PE 分别为 10.6、9.8、9.1 倍。参考 2025 年可比公司平均估值 13.8 倍 PE，维持“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；投资收益不及预期等。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,397	5,448	5,696	5,927	6,233
增长率（%）	-10.34	-14.83	4.54	4.06	5.15
归母净利润（百万元）	744	627	774	839	903
增长率（%）	-21.56	-15.70	23.39	8.31	7.74
ROE（%）	7.32	6.13	7.47	7.96	8.39
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.77	0.65	0.80	0.87	0.93
市盈率（P/E）	8.2	10.0	10.6	9.8	9.1
市净率（P/B）	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

数据来源：Wind，华龙证券研究所

可比公司估值表（2025 年 4 月 25 日）

代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS（元）					市盈率 PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
000672.SZ	上峰水泥	81.8	0.77	0.65	0.80	0.87	0.93	8.2	10.0	10.6	9.8	9.1
600585.SH	海螺水泥	1,302.0	1.97	1.45	1.86	2.02	2.08	12.5	16.9	13.2	12.2	11.8
000877.SZ	天山股份	356.9	0.23	-0.08	0.26	0.33	0.39	22.1	/	19.2	15.2	12.8
600801.SH	华新水泥	268.2	1.33	1.16	1.22	1.45	1.57	9.7	11.1	10.6	8.9	8.2
002233.SZ	塔牌集团	98.1	0.62	0.45	0.49	0.56	0.60	13.2	18.2	16.7	14.7	13.6
000401.SZ	冀东水泥	131.8	-0.56	-0.37	0.34	0.44	0.56	/	/	14.7	11.3	8.9
	平均值	829.5						14.4	15.4	13.8	12.4	11.1

数据来源：Wind，华龙证券研究所（本表上峰水泥、华新水泥、海螺水泥盈利预测取自华龙证券研究所，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
流动资产	7,235	6,224	5,439	5,507	5,475	营业收入	6,397	5,448	5,696	5,927	6,233
现金	4,038	2,672	1,853	1,796	1,749	营业成本	4,622	4,023	4,122	4,293	4,515
应收票据及应收账款	582	478	547	557	582	税金及附加	75	68	71	72	75
其他应收款	69	74	76	80	84	销售费用	140	131	112	125	135
预付账款	52	73	58	78	65	管理费用	659	517	535	551	573
存货	1,061	835	814	904	902	研发费用	148	126	131	133	139
其他流动资产	1,432	2,092	2,092	2,092	2,092	财务费用	19	92	73	38	16
非流动资产	10,690	11,354	11,243	11,135	11,007	资产和信用减值损失	-67	-24	-23	-24	-24
长期股权投资	958	1,083	1,123	1,168	1,218	其他收益	99	105	110	115	120
固定资产	5,165	4,782	4,556	4,316	4,121	公允价值变动收益	159	146	150	155	160
无形资产	2,548	2,610	2,650	2,728	2,744	投资净收益	18	48	53	59	65
其他非流动资产	2,020	2,879	2,914	2,922	2,924	资产处置收益	0	-0	1	0	0
资产总计	17,925	17,578	16,682	16,642	16,482	营业利润	943	766	942	1,021	1,101
流动负债	5,257	5,315	4,709	4,922	4,960	营业收入	2	2	2	2	2
短期借款	970	1,566	1,566	1,566	1,566	营业外支出	12	11	11	11	11
应付票据及应付账款	2,684	1,937	1,956	2,098	2,166	利润总额	932	756	933	1,012	1,091
其他流动负债	1,603	1,812	1,187	1,257	1,228	所得税	231	164	202	221	239
非流动负债	3,080	2,608	2,198	1,785	1,364	净利润	701	592	730	791	852
长期借款	2,358	1,936	1,527	1,114	693	少数股东损益	-43	-35	-44	-47	-51
其他非流动负债	723	671	671	671	671	归属母公司净利润	744	627	774	839	903
负债合计	8,337	7,923	6,908	6,707	6,324	EBITDA	1,861	1,696	1,825	1,909	2,004
少数股东权益	748	706	662	615	564	EPS（元）	0.77	0.65	0.80	0.87	0.93
股本	969	969	969	969	969	主要财务比率					
资本公积	-933	-915	-915	-915	-915	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	8,959	9,180	9,326	9,484	9,677	成长能力					
归属母公司股东权益	8,840	8,949	9,112	9,321	9,594	营业收入同比增长率(%)	-10.34	-14.83	4.54	4.06	5.15
负债和股东权益	17,925	17,578	16,682	16,642	16,482	营业利润同比增长率(%)	-25.02	-18.81	23.04	8.37	7.82
						归属于母公司净利润同比增长率(%)	-21.56	-15.70	23.39	8.31	7.74
						获利能力					
						毛利率(%)	27.75	26.16	27.64	27.58	27.56
						净利率(%)	10.96	10.86	12.82	13.35	13.68
						ROE(%)	7.32	6.13	7.47	7.96	8.39
						ROIC(%)	6.93	5.82	7.18	7.56	8.02
						偿债能力					
						资产负债率(%)	46.51	45.07	41.41	40.30	38.37
						净负债比率(%)	5.13	23.07	20.98	17.05	13.00
						流动比率	1.38	1.17	1.16	1.12	1.10
						速动比率	1.11	0.86	0.81	0.77	0.76
						营运能力					
						总资产周转率	0.37	0.31	0.33	0.36	0.38
						应收账款周转率	26.85	24.80	25.00	26.00	27.00
						应付账款周转率	4.64	4.25	4.50	4.50	4.50
						每股指标（元）					
						每股收益(最新摊薄)	0.77	0.65	0.80	0.87	0.93
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	1.07	1.21	1.42	1.41
						每股净资产(最新摊薄)	9.12	9.23	9.40	9.62	9.90
						估值比率					
						P/E	8.2	10.0	10.6	9.8	9.1
						P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
						EV/EBITDA	4.47	5.83	5.29	4.85	4.41

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，在自己所知道的范围内本公司、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收到任何形式的补偿。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	基本面向好，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	基本面向淡，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。据此投资所造成的任何一切后果或损失，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