

## 华新水泥(600801.SH)

## 水泥国际化先行者，受益国内反内卷

## 推荐（首次）

股价：15.26元

## 主要数据

行业	建材
公司网址	www.huaxincem.com
大股东/持股	香港中央结算(代理人)有限公司 /35.34%
实际控制人	Holcim Ltd.
总股本(百万股)	2,079
流通A股(百万股)	1,344
流通B/H股(百万股)	735
总市值(亿元)	292
流通A股市值(亿元)	205
每股净资产(元)	14.66
资产负债率(%)	50.9

## 行情走势图



## 证券分析师

郑南宏 投资咨询资格编号  
S1060521120001  
ZHENG NAN HONG873@pingan.com.cn

杨侃 投资咨询资格编号  
S1060514080002  
BQV514  
YANGKAN034@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 华新水泥从国内老牌水泥厂发展为全球化建材集团。华新始创于1907年，现已发展为涵盖水泥、混凝土、骨料等全产业链一体化发展的全球化建材集团，在中国水泥企业熟料产能全球排行中位居第四，其中国内熟料产能位列全国第六，海外熟料产能排名第三。2024年，水泥、混凝土、骨料毛利分别占比51%、12%、32%，其中骨料占比大幅提升，同时公司海外收入占比从2015年10%升至2024年24%。受益海外业务、骨料业务等发展，2025H1公司预计归母净利润10.96-11.32亿元，同比增长50%-55%，经营业绩展现韧性。股权结构方面，公司兼具国资和外资股东，控股股东为世界领先的建筑材料供应商豪瑞集团，助力公司海外拓展。
- 国内反内卷推动产能出清，海外市场大有可为。1) 国内水泥市场方面，2025H1水泥价格震荡走弱，因需求偏弱且错峰协同存在波折。2024年7月政治局会议要求防止“内卷式”恶性竞争，10月工信部发文推动水泥行业备案产能与实际产能统一，2025年7月中央财经委员会提出“依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出”。反内卷约束下水泥行业超产治理值得期待，持续关注出清进展；同时下半年尤其旺季水泥价格有望企稳回升，全年盈利中枢有望高于2024年。2) 国外水泥市场方面，非洲等国家水泥需求长期向好，且竞争格局相对稳定，海螺/华新的海外业务利润率好于国内，吸引许多建材企业出海投资建厂，未来海外仍大有可为。3) 骨料业务方面，2025上半年全国砂石均价延续下行趋势，因建筑市场开工率不足、砂石需求收窄，叠加产能供应持续释放、竞争加剧导致。往后看，尽管骨料价格短期或延续承压，但下行空间不宜过度悲观，因短腿属性强、生成工艺不同等因素，骨料盈利底部或优于水泥行业。
- 加速布局海外市场，骨料业务延续良好贡献。海外市场与骨料是公司未来增长重要驱动力，尤其海外市场。1) 公司布局海外具备先发经验、发展理念优、外资股东背景等优势。2021-2024年海外水泥粉磨产能从1083万吨/年升至2250万吨/年，中期目标5000万吨。公司2025年资本开支将大幅增加，拟8亿美元收购尼日利亚水泥项目，标的产能1060万吨/年，所在地尼日利亚为非洲第一人口大国和经济体，水泥市场格局良好，有望享受当地发展红利。2) 公司骨料业务布局较早，具备一定成本与区

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33757	34217	35303	37285	40255
YOY(%)	10.8	1.4	3.2	5.6	8.0
净利润(百万元)	2762	2416	2730	3043	3274
YOY(%)	2.3	-12.5	13.0	11.5	7.6
毛利率(%)	26.7	24.7	27.1	27.5	27.6
净利率(%)	8.2	7.1	7.7	8.2	8.1
ROE(%)	9.5	8.0	8.4	8.8	8.8
EPS(摊薄/元)	1.33	1.16	1.31	1.46	1.57
P/E(倍)	10.6	12.1	10.7	9.6	8.9
P/B(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：ifind，平安证券研究所

- 域优势。2016-2024 年骨料销量从 750 万吨增至 1.4 亿吨，毛利贡献从 0.9 亿元增至 27.0 亿元，2024 年毛利率达 48%。3) 国内水泥方面，根据水泥协会统计，华新水泥在全国水泥熟料产能 6315 万吨/年、排名第六。区域上在华中地区具备优势。随着国内水泥反内卷不断落实、落后产能得以出清，后续水泥价格若迎来止跌回稳，公司国内水泥熟料业务也将受益。
- **投资建议：**第一，国内积极推行反内卷，后续水泥超产治理等有望加速推进，带动国内水泥价格止跌回升，利于公司国内水泥业务盈利筑底改善，第二，海外水泥市场发展空间良好，公司凭借先发优势、股东背景、技术经验等优势，通过收并购等方式加速拓展海外，未来有望成为重要的业绩增长点；第三，尽管骨料行业延续承压，但公司骨料业务毛利率仍高、且销售规模持续增长，有望延续良好的利润贡献。总体来看，我们看好公司海外业务、骨料业务的成长性，以及国内水泥业务盈利筑底改善，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 27.3 亿元、30.4 亿元、32.7 亿元，增速分别为 13.0%、11.5%、7.6%，当前市值对应的 PE 分别为 10.7 倍、9.6 倍、8.9 倍，估值水平具备一定安全边际，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**(1) 国内水泥需求表现或错峰生产不及预期，导致价格继续下行的风险：若后续水泥需求进一步走弱，或各地错峰生产执行不力，行业供需矛盾加大将导致国内水泥量价承压。(2) 海外地区水泥产能集中投放，导致价格与盈利走弱的风险：近两年中国水泥企业纷纷加大在非洲等地投资建厂，若后续产能集中投放，而需求增长不及预期，将导致公司海外水泥业务价格与盈利走弱的风险。(3) 国内反内卷推进与水泥落后产能出清低于预期的风险：当前中央多次强调反内卷，水泥行业超产治理正在推进，但若水泥企业未能积极配合落实，导致落后产能出清程度不及预期，将影响水泥行业长期供需平衡修复。(4) 若后续煤炭成本上涨，导致水泥生产成本增加，而水泥价格未能及时跟进上涨，将影响公司利润率修复。(5) 公司海外业务拓展不及预期，尤其是海外项目收购失败的风险。(6) 骨料行业近年进入产能投放集中期，若需求进一步萎缩叠加新增产能释放加剧竞争，公司骨料业务将面临量价齐跌的风险。

# 正文目录

<b>一、 华新水泥：从国内老牌水泥厂到全球化建材集团</b>	<b>6</b>
1.1 从国内老牌水泥企业，到全产业链发展的全球化建材集团	6
1.2 运营绩效展现韧劲，骨料毛利贡献超三成	7
1.3 股权结构兼具国资和外资股东，助力海外拓展	8
<b>二、 国内反内卷推动产能出清，海外市场大有可为</b>	<b>9</b>
2.1 国内反内卷或推动价格回升，关注超产治理进展	9
2.2 海外水泥格局与盈利较优，水泥企业纷纷出海	11
2.3 骨料价格延续探底，但盈利底部或优于水泥	12
<b>三、 加速布局海外市场，骨料业务延续良好贡献</b>	<b>14</b>
3.1 凭借多方优势加速布局海外，享受区域红利	14
3.2 骨料具备区域与成本优势，近年维持高毛利率	15
3.3 国内水泥熟料排名第六，华中地区具备优势	16
<b>四、 投资建议</b>	<b>17</b>
<b>五、 风险提示</b>	<b>19</b>

# 图表目录

图表 1	华新水泥发展历程	6
图表 2	公司水泥熟料合计销量与吨价情况	6
图表 3	公司历年营收变化（2025 年数据仅为 Q1）	7
图表 4	公司历年利润变化（2025 年数据仅为 Q1）	7
图表 5	公司历年利润率变化（2025 年数据仅为 Q1）	7
图表 6	公司历年费用率变化（2025 年数据仅为 Q1）	7
图表 7	公司分产品营收情况（亿元）	8
图表 8	公司分产品毛利情况（亿元）	8
图表 9	公司分业务毛利率情况	8
图表 10	公司分地区营收情况（亿元）	8
图表 11	华新水泥股权结构（截至 2025Q1）	8
图表 12	全国普通硅酸盐水泥:P.O42.5 散装市场价走势（元/吨）	9
图表 13	2025H1 全国水泥产量同比下滑 4%	9
图表 14	水泥行业反内卷相关政策及重大会议	9
图表 15	2024 年下半年以来煤炭价格明显回落（元/吨）	10
图表 16	2024Q4 以来水泥企业单季度归母净利润同比改善（单位 亿元）	10
图表 17	2024-2030 水泥需求增长展望	11
图表 18	海螺水泥的国外业务毛利率高于国内（单位%）	11
图表 19	华新水泥境外业务毛利率高于国内（单位%）	11
图表 20	中国水泥 2024 年海外投资投产排行榜 TOP10	12
图表 21	2024 年海外投资在建排行榜	12
图表 22	2015-2024 年我国砂石骨料需求量	13
图表 23	2024 年热点区域砂石骨料需求量	13
图表 24	水泥企业骨料业务毛利率处于较高水平（%）	13
图表 25	全国砂石矿山样本企业产能利用率(单位:%)	13
图表 26	2023-2025 年全国砂石均价走势图(单位:元/吨)	14
图表 27	2023-2025 全国机制砂均价走势图(单位:元/吨)	14
图表 28	华新水泥海外水泥产能及销量变化	15
图表 29	尼日利亚水泥项目的公司主要财务情况（单位 元人民币）	15
图表 30	华新水泥预计 2025 年资本开支大幅增加	15
图表 31	华新水泥骨料销量与吨价格变化	16
图表 32	相比海螺水泥，华新水泥 2021 年骨料产能开始大幅增加（万吨/年）	16
图表 33	华新水泥骨料业务单吨营业成本拆分（元/吨）	16
图表 34	2024 年全国水泥熟料产能前 10 家企业排名	17
图表 35	2023-2024 年西藏水泥产量持续增长	17
图表 36	西藏地区 2024 年熟料产能市占率（水泥网口径）	17
图表 37	公司盈利预测	18

---

图表 38 部分可比公司估值对比(2025/8/4)..... 19

# 一、 华新水泥：从国内老牌水泥厂到全球化建材集团

## 1.1 从国内老牌水泥企业，到全产业链发展的全球化建材集团

华新水泥股份有限公司始创于 1907 年，是国内老牌水泥生产企业之一。公司于 1993 年完成股份制改造。近二十年来，公司通过实施一体化发展战略、环保转型发展战略、海外发展战略和新型建筑材料的业务拓展战略，先后增加了商品混凝土、骨料、水泥基新型建材材料的生产和销售，水泥窑协同处置固体废物的环保业务，国内国际水泥工程总承包、水泥窑协同处置技术的装备与工程承包等相关业务，成功从一家区域性水泥工厂，发展成为业务覆盖国内 17 个省/市/自治区和海外 10 余个国家，拥有 300 余家分子公司，涉足水泥、混凝土、骨料、环保、装备制造及工程、新型建材等领域全产业链一体化发展的全球化建材集团。

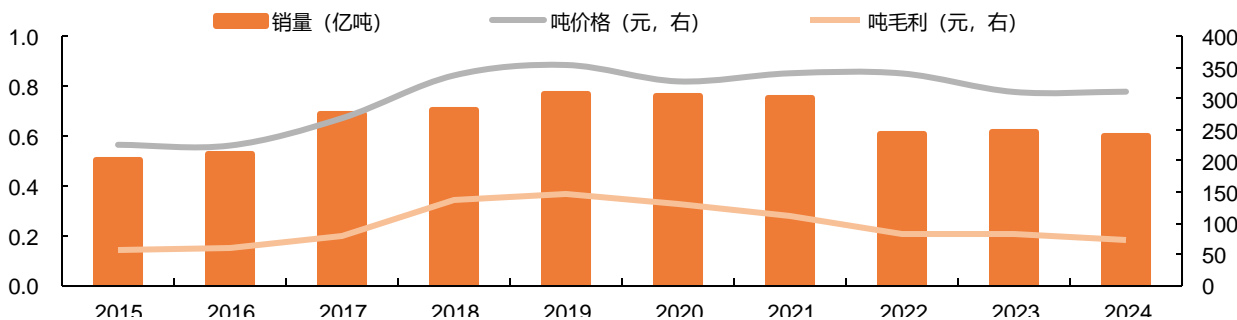
图表1 华新水泥发展历程

时间	事件
1907 年	创办湖北水泥厂（湖北黄石）
1939—1946 年	抗战爆发，先后搬迁至湖南辰溪、云南昆明
1946—1993 年	抗战胜利后迁回湖北黄石，并最终更名为“华新水泥厂”
1993 年	股份制改造，成立华新水泥股份有限公司
1999 年	Holdings 前建立战略合作伙伴关系
2002 年	华新走出黄石，在宜昌建厂
2005 年	华新开始向混凝土，骨料，环保等业务拓展
2012 年	华新走出国门，开始建设第一个海外水泥项目（塔吉克斯坦）
2015 年	拉豪中国区合并
2016 年	华新收购拉法基豪瑞控制的位于云南、重庆的 6 家公司股权
2023 年	完成对 Oman Cement Company SAOG 64.66% 股权、Natal Portland Cement Company (Pty) Ltd., 100% 股权的收购

资料来源：公司官网，公司公告，平安证券研究所

截至 2024 年底，公司具备水泥产能 1.26 亿吨/年（粉磨能力，含联营企业产能）、水泥设备制造 5 万吨/年、商品混凝土 50,084 方/小时（含委托加工产能）、骨料 2.85 亿吨/年、综合环保墙材 6.6 亿块/年、加气混凝土产品（砖、板）95 万方/年、砂浆 167 万吨/年、超高性能混凝土 40 万吨/年、民用幕墙挂板 80 万平方/年、工业防腐瓦板 300 万平米/年、石灰 82 万吨/年、水泥包装袋 7 亿只/年及废弃物处置 1693 万吨/年（含已获环评批复但尚未投产项目）的总体产能。据水泥网熟料产能百强榜显示，截至 2024 年底，在中国水泥企业熟料产能全球排行中，公司位居第四，其中国内熟料产能位列全国第六，海外熟料产能排名全国第三。

图表2 公司水泥熟料合计销量与吨价情况

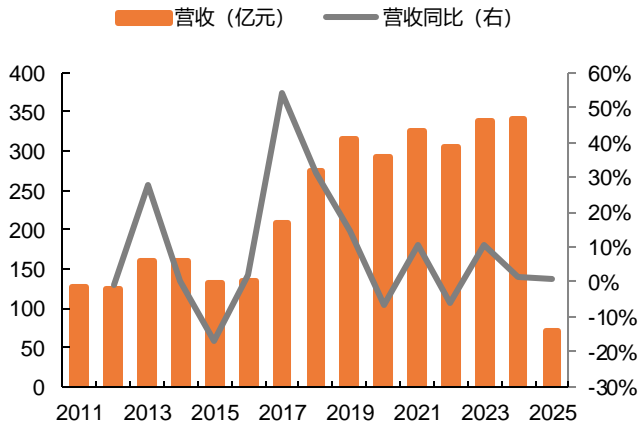


资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

## 1.2 运营绩效展现韧劲，骨料毛利贡献超三成

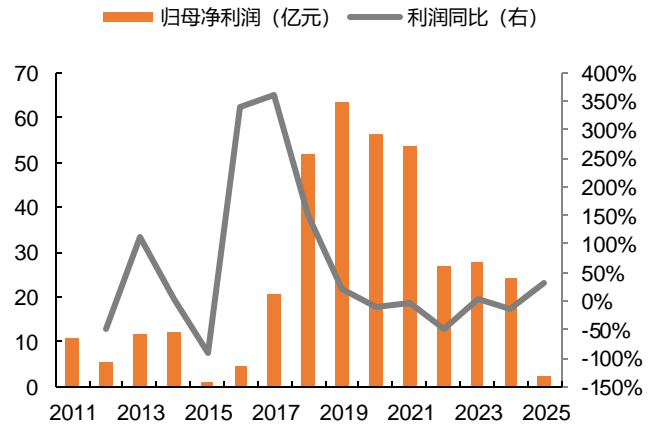
受国内水泥市场量价承压影响，2024 年营收 342.2 亿元，同比增长 1.4%，归属于母公司股东的净利润 24.2 亿元，同比下滑 12.5%。2025 年上半年，随着国内水泥盈利改善、海外盈利提升和汇兑损益减小等，公司在业绩预增公告披露，预计实现归母净利润 10.96-11.32 亿元，同比增长 50%-55%。

图表3 公司历年营收变化 (2025 年数据仅为 Q1)



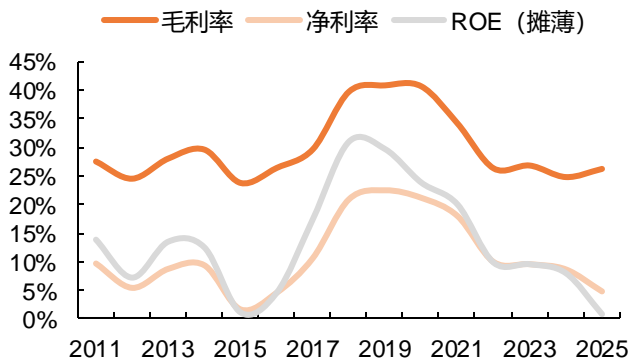
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 公司历年利润变化 (2025 年数据仅为 Q1)



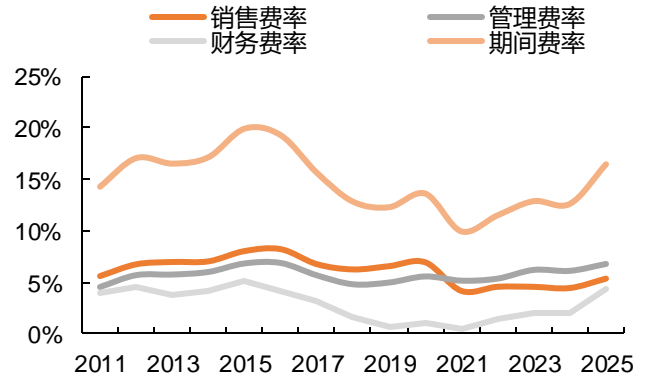
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 公司历年利润率变化 (2025 年数据仅为 Q1)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

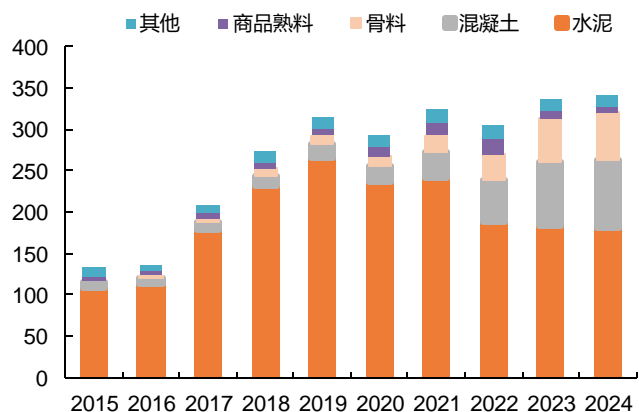
图表6 公司历年费用率变化 (2025 年数据仅为 Q1)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

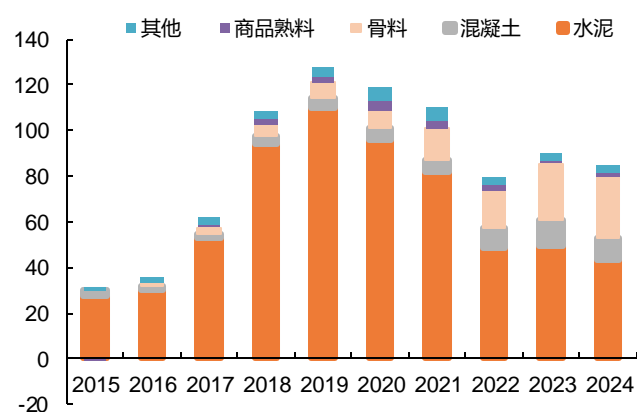
分产品情况来看,2024 混凝土、骨料、商品熟料收入占比分别为 53%、25%、16%、2%，毛利润占比分别为 51%、12%、32%、1%，其中骨料业务收入与毛利润占比明显提升，且毛利率显著高于水泥熟料业务。分地区情况看，公司海外地区收入占比从 2015 年的 10% 上升至 2024 年的 24%，对公司收入贡献显著提高。

图表7 公司分产品营收情况 (亿元)



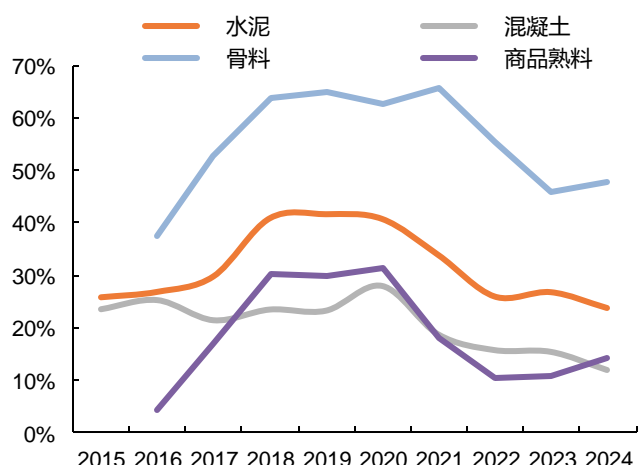
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 公司分产品毛利情况 (亿元)



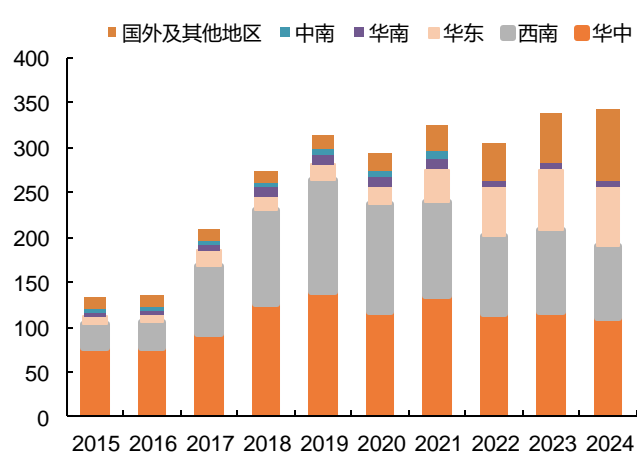
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 公司分业务毛利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 公司分地区营收情况 (亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 1.3 股权结构兼具国资和外资股东, 助力海外拓展

股权结构兼具国资和外资股东, 控股股东为豪瑞集团。公司为内地及中国香港两地上市企业, 截至 2025Q1 末, 公司控股股东为 Holcim Ltd (豪瑞集团), 通过 Holchin B.V. 间接持有公司 21.71% 的股份。豪瑞集团是世界领先的建筑材料供应商, 产品包括石膏板、水泥、商品混凝土、骨料等。第三大股东为华新集团有限公司, 华新集团由黄石市国资委控股并持有华新水泥 16.26% 股权。总体看, 公司股权结构兼具国资和外资股东, 特别是外资股东有助于公司海外业务发展。

图表11 华新水泥股权结构 (截至 2025Q1)

序号	股东名称	占总股本比例(%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	35.34
2	Holchin B.V.	21.71
3	华新集团有限公司	16.26
4	香港中央结算有限公司	3.06
5	工银瑞信基金国寿股份均衡股票型组合单一资产管理计划(可供出售)	0.79

6	全国社保基金 413 组合	0.76
	工银瑞信国寿股份均衡股票传统可供出售单一资产管理计划	
7		0.71
8	全国社保基金 107 组合	0.60
9	工银瑞信创新动力股票型证券投资基金	0.60
10	中国铁路武汉局集团有限公司	0.54
	合计	80.37

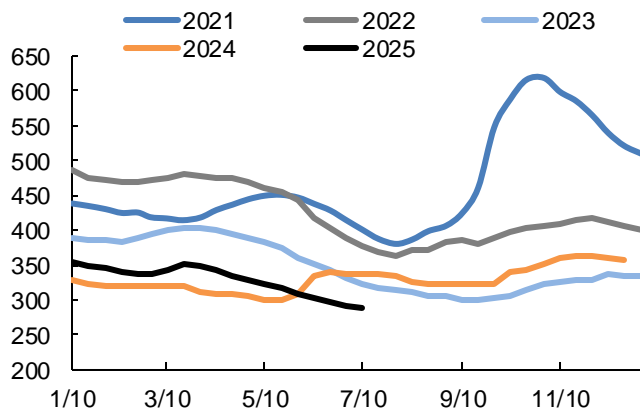
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、国内反内卷推动产能出清，海外市场大有可为

### 2.1 国内反内卷或推动价格回升，关注超产治理进展

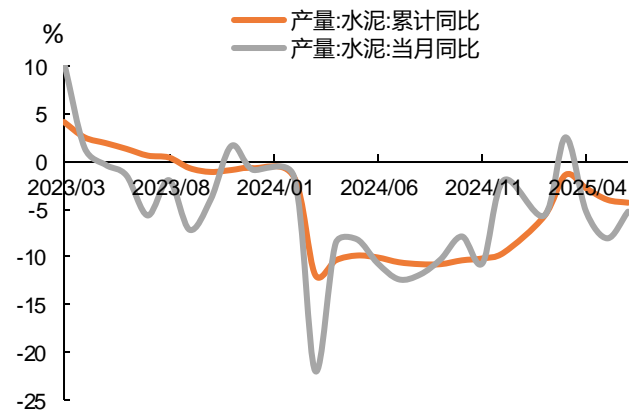
2025H1 水泥价格震荡走弱，错峰协同存在一定波折。2024 年 9 月长三角等地大幅提涨水泥价格后，2025 年一二月淡季水泥价格回落，随后长三角、珠三角尝试提价，四五月价格再次回落，目前全国水泥市场均价低于上年同期。从需求端看，2025H1 水泥仍处于“弱复苏”通道，全国水泥产量同比下滑 4%。从产能端看，一季度水泥错峰协同落实较好、行业库存较低，为涨价奠定基础；步入施工旺季后，企业出货诉求强、错峰生产执行不到位，叠加需求偏弱，导致四五月竞争加剧、价格回落。

图表 12 全国普通硅酸盐水泥:P.O42.5 散装市场价走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 13 2025H1 全国水泥产量同比下滑 4%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

反内卷约束下超产治理值得期待，持续关注出清进展。2024 年 7 月政治局会议要求“强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争”；10 月工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，其中对水泥产能约束进一步强化，要求推动备案产能与实际产能的统一，重点针对前期“批小建大”项目、消除超产隐患。2025 年以来中央多次重申反内卷，7 月中央财经委员会第六次会议提出“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”；中国水泥协会随后下发《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》，提出要积极响应工业和信息化部对《实施办法》的解读，切实推动水泥行业熟料生产线备案产能与实际产能的统一工作。后续重点关注水泥企业“补产能”进展情况。

图表 14 水泥行业反内卷相关政策及重大会议

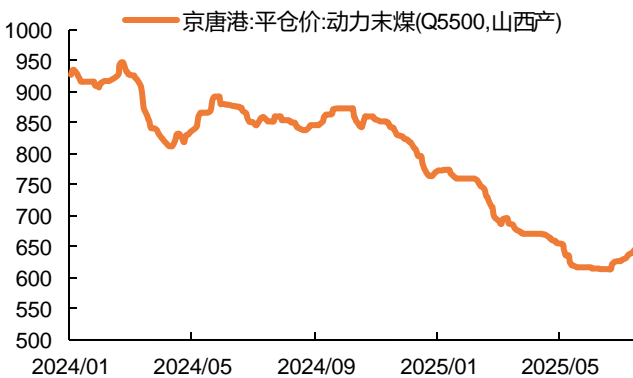
日期	会议/文件/发言	主要相关内容摘录
2024/7/30	政治局会议	要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。

2024/10/31	工信部《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》	《办法》取消了 2014 年起沿用至今的《水泥熟料产能换算表》，今后不再以窑径为依据核定产能；明确“用于置换的产能数量，严格依据项目备案（核准）文件明确的产能确定，年产能天数按照 300 天计算”。
2024/12/12	中央经济工作会议	会议确定，明年要抓好以下重点任务：… 综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业。
2025/2/10	国常会	会议指出，要坚持从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题，促进产业健康发展和提质升级。要优化产业布局、强化标准引领、推进整合重组，推动落后低效产能退出，增加高端产能供给。要优化市场监管，加强行业自律，共同维护公平竞争、优胜劣汰的市场秩序。
2025/3/5	习近平主席参加十四届全国人大三次会议江苏代表团审议	习近平强调，要深化要素市场化配置改革，主动破除地方保护、市场分割和“内卷式”竞争。要全面落实民营企业座谈会精神，一视同仁对待各种所有制企业，持续优化营商环境。
2025/3/12	《政府工作报告》	纵深推进全国统一大市场建设。加快建立健全基础制度规则，破除地方保护和市场分割，打通市场准入退出、要素配置等方面制约经济循环的卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争。
2025/6/30	市场监管总局发布《水泥生产许可证实施细则》征求意见稿	在 2025 年 12 月 31 日前，开展产能整改并按程序实施产能置换、完善备案等审批手续的，应当向省级工业产品生产许可证主管部门提出许可范围变更申请。许可证副本附录从原来显示窑规格型号，磨机规格型号，改为政府批复窑日产能和水泥年产能。
2025/7/1	中央财经委员会第六次会议	会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
2025/7/1	中国水泥协会《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》	所有会员企业要切实推动水泥行业熟料生产线备案产能与实际产能的统一工作，深刻认识产能置换政策对于促进水泥行业结构优化、转型升级的重要意义。

资料来源：中国政府网，水泥网 APP，中国水泥杂志，数字水泥网，平安证券研究所

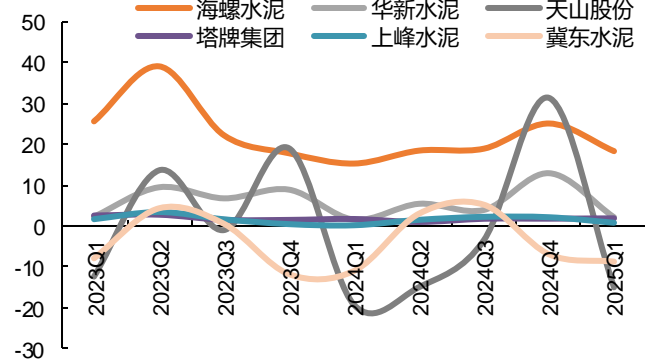
**反内卷下水泥价格有望企稳回升，全年盈利中枢或高于 2024 年。**展望后续，在中央多次强调“反内卷”背景下，后续水泥企业有望加速协同生产力度，价格竞争态势或相对有序，尤其是步入旺季后价格有望止跌回升，价格弹性则需要重点观察行业尤其头部企业错峰减产力度；同时考虑到动力煤价格自 2024Q4 以来明显下行、增厚水泥吨利润，全年水泥盈利中枢有望高于 2024 年。

图表 15 2024 年下半年以来煤炭价格明显回落（元/吨）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 16 2024Q4 以来水泥企业单季度归母净利润同比改善（单位 亿元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：25Q1 环比回落为季节性因素，一季度为传统需求淡季

**中长期行业重返供需平衡，依赖政策去产能与整合并购。**中长期看，随着国内城镇化进程放缓，地产步入存量房阶段，城镇基础设施建设趋于完善，水泥需求中枢下行成为市场共识。从产能端看，据数字水泥网披露，预计 2024 年全国熟料产能利用率仅 53%，需求下行将导致产能矛盾加大。过低的产能利用率意味着水泥价格缺乏持续涨价或者维持高位的能力。未来水泥行业重返供需平衡状态，一是借助政策加速低端产能出清、提高产能利用率，二是行业加速整合并购、提高市场集中度。

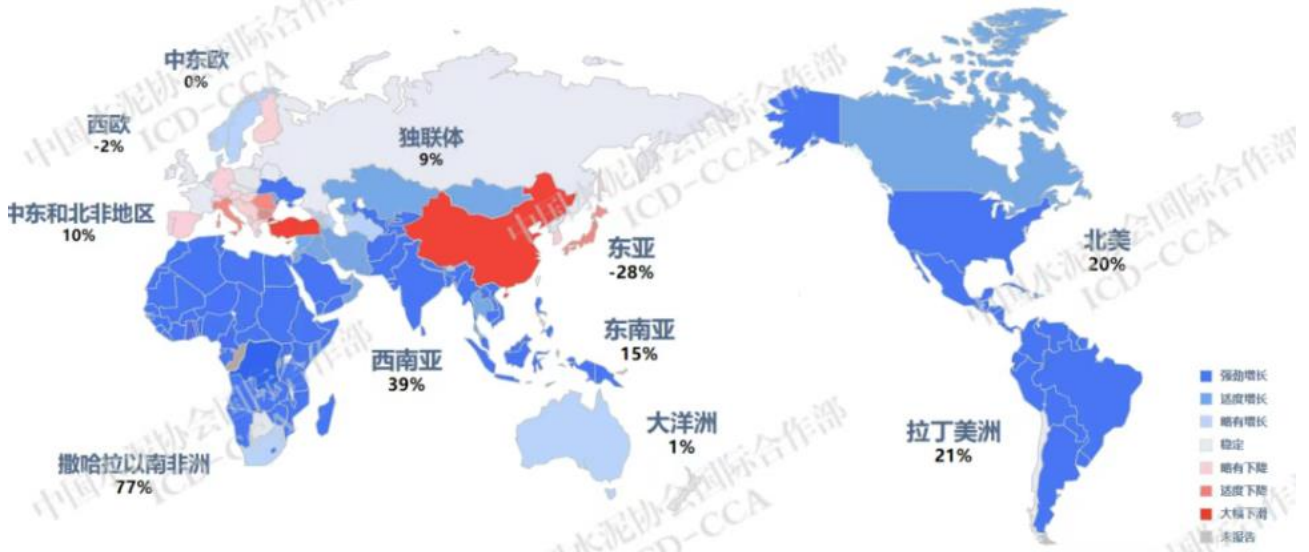
后续低端产能淘汰与收购提速值得期待。

## 2.2 海外水泥格局与盈利较优，水泥企业纷纷出海

国内中长期需求中枢趋于下行，供给端仍待产能有效出清的背景下，近年水泥企业加速出海布局。

从海外市场需求看，非洲等地水泥需求向好。根据数字水泥网，预计 2024 至 2030 年间全球水泥需求将总体保持平稳，其中，中东、印度和非洲的需求预计将有所增长，尤其是撒哈拉以南非洲、印度和北美被认为是全球最具增长潜力的水泥市场，预计到 2030 年分别增长 77%、42%、20%。随着非洲等发展中国家经济发展与人口增长，水泥需求有望持续向好。

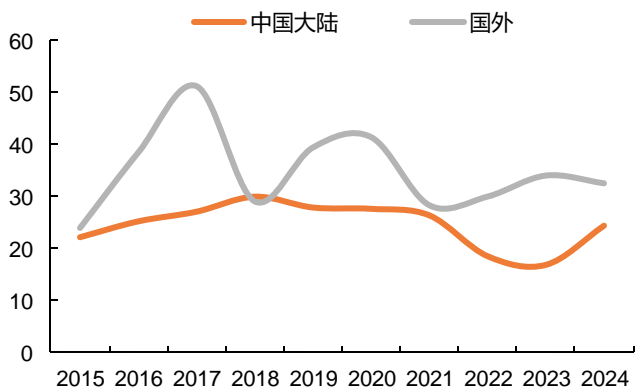
图表 17 2024-2030 水泥需求增长展望



资料来源：数字水泥网，On Field Investment Research，平安证券研究所

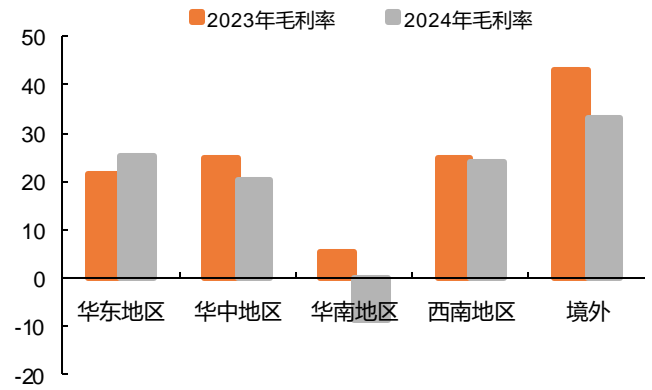
从海外市场利润率看，海螺与华新海外业务毛利率明显高于国内业务，海外市场对于水泥企业具有较强的吸引力。

图表 18 海螺水泥的国外业务毛利率高于国内（单位%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表 19 华新水泥境外业务毛利率高于国内（单位%）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

据中国水泥协会，截至 2024 年底中国企业累计在 21 个境外国家投资建设 49 条水泥熟料生产线，已投产项目合计熟料产能 6828 万吨，水泥产能 9820 万吨。从布局企业看，台泥水泥、海螺水泥、华新水泥、红狮集团、西部水泥等在海外布局方面保持强劲势头，海外投资投产排名靠前。从布局国家看，东南亚与中亚过去几年新建产能较多，而非洲市场对国内水泥企业投资吸引力加大，华新水泥、西部水泥均在莫桑比克有在建产能，华新水泥 2024 年还公告拟 8 亿美元收购尼日利亚水泥项目（详见章节 3.1）。

图表20 中国水泥2024年海外投资投产排行榜TOP10

	企业名称	海外投资投产(万吨/年)	涉及地区及对应产能(万吨/年)
1	台泥水泥	1803.5	土耳其 1260、葡萄牙 543.5
2	海螺水泥	1491.1	乌兹别克斯坦 496、印度尼西亚 452.5、缅甸 310、柬埔寨 155、老挝 77.5
3	华新水泥	1486.4	坦桑尼亚 263.5、阿曼 261、塔吉克斯坦 186、莫桑比克 153、乌兹别克斯坦 124、柬埔寨 105.4、南非 99、尼泊尔 93、吉尔吉斯斯坦 77.5
4	红狮集团	930	印度尼西亚 558、尼泊尔 186、老挝 186
5	西部水泥	852.5	埃塞俄比亚 403、乌兹别克斯坦 186、莫桑比克 155、刚果(金) 108.5
6	葛洲坝	310	哈萨克斯坦 77.5、乌兹别克斯坦 232.5
7	云南建盛	310	缅甸 310
8	中国国际基金	310	安哥拉 310
9	祥盛实业	176.7	乌兹别克斯坦 176.7
10	厦门永福投资集团	155	老挝 155
10	中国建材	155	蒙古 77.5、赞比亚 77.5

资料来源：水泥网APP，平安证券研究所

注：榜单数据统计截至2024年12月31日中国企业在海外投资并建成投产的新型干法熟料生产线产能，不统计其他窑型及粉磨站产能

图表21 2024年海外投资在建排行榜

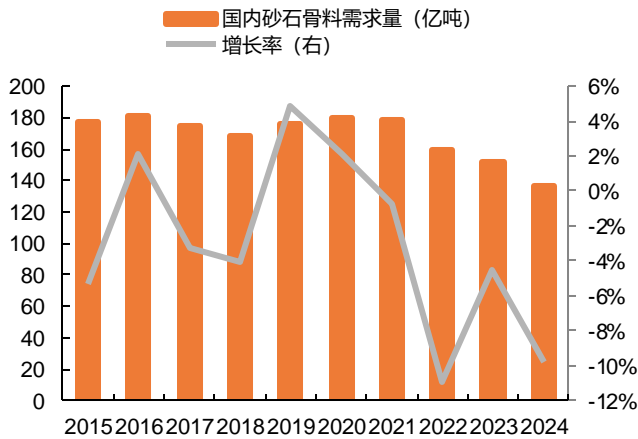
	企业名称	海外投资投产(万吨/年)	涉及地区及对应产能(万吨/年)
1	西部水泥	558	莫桑比克 186、乌干达 186、乌兹别克斯坦 186
2	红狮集团	310	印度尼西亚 310
3	海螺水泥	155	柬埔寨 155
4	华新水泥	155	莫桑比克 93、马拉维 62
5	云南建盛	155	缅甸 155
6	上峰水泥	86.8	吉尔吉斯斯坦 86.8

资料来源：水泥行情通，平安证券研究所

### 2.3 骨料价格延续探底，但盈利底部或优于水泥

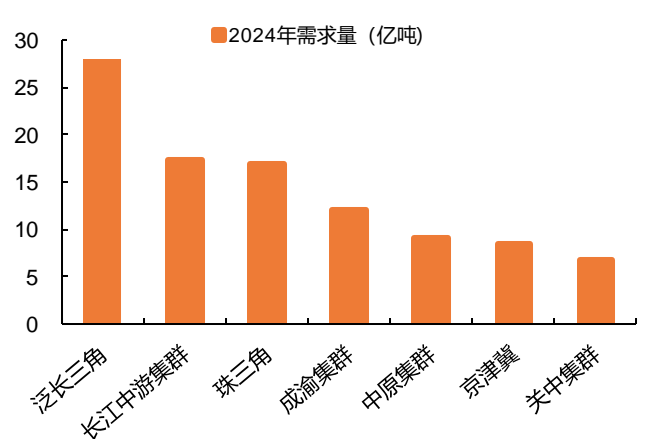
砂石骨料属于建筑材料基础性材料，需求主要为地产、基建项目。骨料与水泥浆拌合得到混凝土，骨料在混凝土中起骨架或填充作用的粒状松散材料，是混凝土中体积占比最大的组成材料。2021年以来，全国砂石骨料需求量呈现下行态势，与全国水泥产量走势一致，据砂石骨料网数据中心统计，2024年全国砂石需求同比降幅达9.8%；同时据百年建筑数据统计，2025年1-6月全国砂石产量约67.2亿吨，同比下降10.4%。分区域看，骨料资源主要在长江或珠江等流域中下游地区，且砂石类矿山多沿江分布，有利于降低运输成本程度上提高企业产品的竞争力。

图表22 2015-2024年我国砂石骨料需求量



资料来源：砂石骨料网数据中心，平安证券研究所

图表23 2024年热点区域砂石骨料需求量

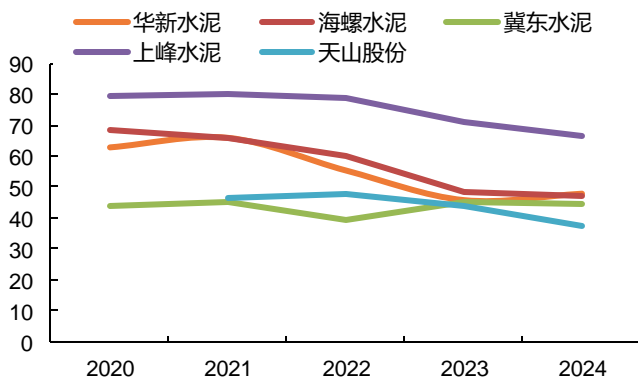


资料来源：砂石骨料网数据中心，平安证券研究所

注：泛长三角：江苏、浙江、安徽、上海；长江中游：湖北、湖南、江西；珠三角：广东、广西；成渝：重庆、四川；中原：河南、山西；京津冀：北京、河北、天津；关中：陕西、甘肃

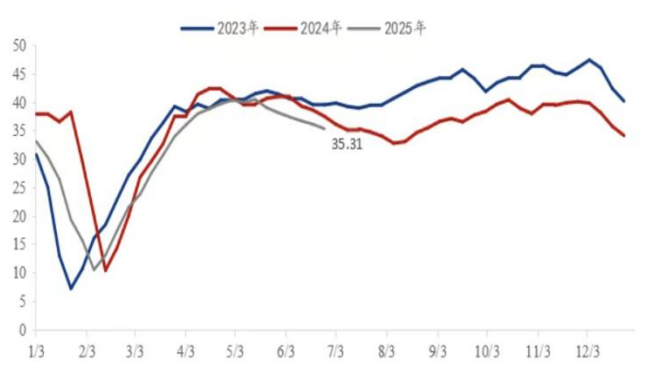
产能方面，由于建材企业砂石业务毛利率长期处于高位，特别是水泥企业通过对现有矿山尾矿进行处理获得骨料，成本主要为加工成本而不包含资源成本，因此吸引许多建材企业加大骨料业务布局。据砂石骨料网数据中心披露，预计2025年全国矿山成交总数仍将超过1000宗，砂石供应增量不低于2024年水平；2019-2023年期间，热点地区（特别是长江及珠江流域）曾集中出让数十宗年产超千万吨的超大型砂石项目，上述多数项目将于2025年迎来集中投产期。另据百年建筑网测算，2025年6月最后一周砂石矿山和加工厂样本企业产能利用率仅为35.31%，同比下降5.81个百分点。

图表24 水泥企业骨料业务毛利率处于较高水平 (%)



资料来源：Wind，平安证券研究所

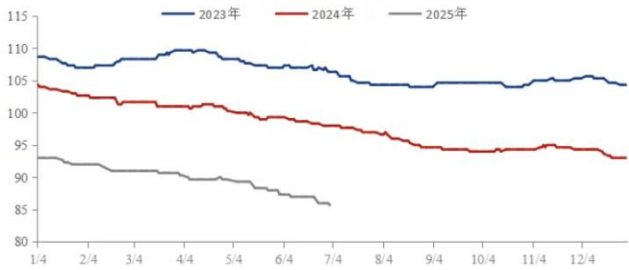
图表25 全国砂石矿山样本企业产能利用率(单位:%)



资料来源：百年建筑，平安证券研究所

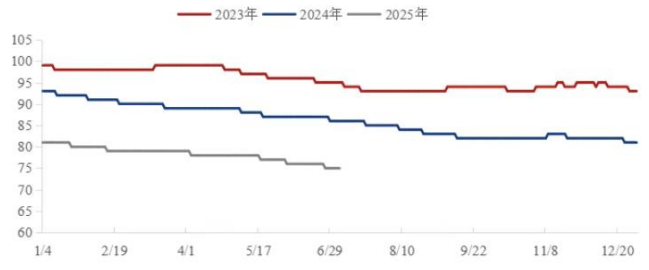
价格方面，2025年上半年全国砂石均价延续下行趋势，于国家限制河沙开采以保护环境，导致机制砂需求大增，建材企业砂石业务价格与毛利率高企（详见图表24）。但近两年因建筑市场开工率不足、砂石需求收窄，叠加供应持续释放、竞争加剧导致价格回落。据百年建筑网统计，截至2025年6月全国砂石综合均价86元/吨，同比下降12.2%。

图表 26 2023-2025 年全国砂石均价走势图(单位:元/吨)



资料来源:百年建筑,平安证券研究所

图表 27 2023-2025 全国机制砂均价走势图(单位:元/吨)



资料来源:百年建筑,平安证券研究所

往后看,尽管弱需求、高产能的矛盾仍在,骨料价格短期或延续承压,但下行空间不宜过度悲观、盈利底部或优于水泥行业。第一,骨料单价远低于水泥,运输半径更小,区域定价属性更强;第二,水泥属于热工艺、追求连续式生产,而骨料属于冷工艺,可以间歇式生产,根据订单量灵活调整生产节奏,价格偏低时更容易减产;第三,骨料与水泥的成本结构差异显著。中国水泥行业的主要产能投资集中在 2000-2010 年,大量生产线折旧期已超过 15 年,固定成本(折旧)相对较低。相比之下,骨料产业在近十年才迎来规模化发展,不同企业新建产线的固定成本(主要是矿山权益金摊销和产线折旧)差异相对较小,行业成本曲线更为扁平集中。因此,在价格下行周期中,骨料企业基于成本压力而进行大幅降价的意愿和空间可能小于水泥企业(水泥企业因较低的固定成本负担,承受价格战的能力可能更强,或在份额压力下更倾向于降价)。

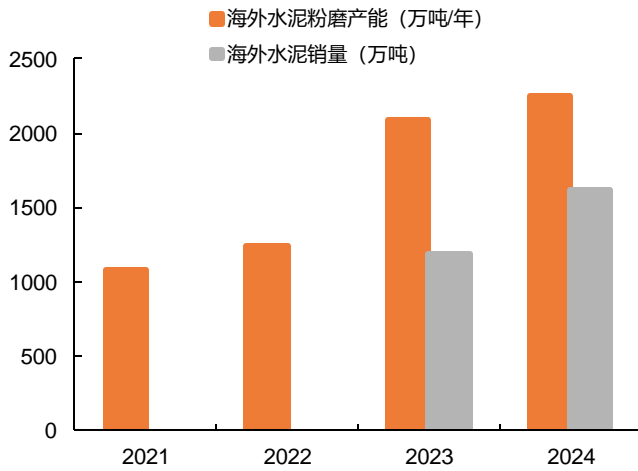
### 三、 加速布局海外市场, 骨料业务延续良好贡献

#### 3.1 凭借多方优势加速布局海外, 享受区域红利

公司布局海外市场具备先发经验、股东背景等优势。公司早在 2012 年开始建设第一个海外水泥项目(塔吉克斯坦),具备丰富的海外拓展经验;而且公司海外发展的核心理念是不破坏当地市场格局和竞争环境、谋求共同发展,近年主要通过收购后技改而非大量新建产能的模式,再加上公司的大股东豪瑞集团在海外市场的项目资源与客户关系,因此公司拓展海外市场更容易受到当地的认可,海外布局明显加速。2021-2024 年公司海外水泥粉磨产能从 1083 万吨/年升至 2250 万吨/年;2024 年,公司实现海外营业收入 79.8 亿元(同比+47%),海外水泥销量 1620 万吨(同比+37%),并且海外业务毛利率明显高于国内业务(详见图表 19),成为公司近年来业绩重要增长点。据水泥网熟料产能百强榜显示,截至 2024 年底,在中国水泥企业熟料产能全球排行中,公司位居第四,其中海外熟料产能排名全国第三。

拟 8 亿美元收购尼日利亚水泥项目,享受区域水泥发展红利。2024 年 12 月公司公告拟以 8.38 亿美元收购位于尼日利亚的拉法基非洲公司控股权,标的公司产能 1060 万吨/年,混凝土产能 40 万方/年,是尼日利亚最早的水泥企业,拥有丰富的石灰石资源及较好的区位优势,并购后技术和管理优化的潜力可观,后续收购完成后有望提供较大业绩增量。尼日利亚为非洲第一人口大国和第一大经济体,具备庞大的人口基数与增长潜力,而且水泥市场格局良好、全国水泥企业主要仅有三家。

图表28 华新水泥海外水泥产能及销量变化



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

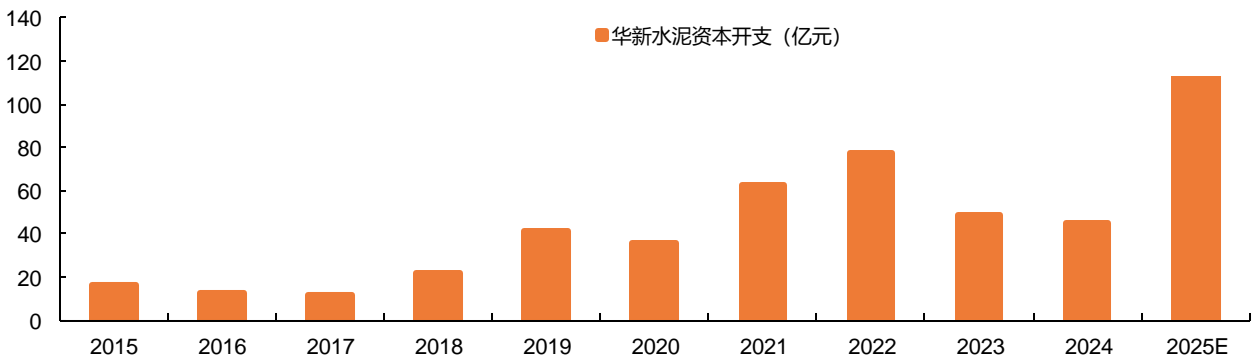
图表29 尼日利亚水泥项目的公司主要财务情况 (单位: 元人民币)

	2023年/2023年 12月31日	2024年1-9月/2024年 9月30日
营业收入	44.4	23.9
税前利润	7.9	3.9
净利润	5	2.4
其他综合收益税后 净额	-31.9	-15.6
综合收益总额	-26.9	-13.3
总资产	67.4	35.5
总负债	22.5	15.2
股东权益	44.8	20.3

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

往后看, 根据公司披露<sup>1</sup>, 2025年公司资本支出计划约133亿元, 包括一是海外并购, 二是前期公司对骨料项目投资的延续支出, 包括矿山尾款支付等, 三是超低排放等技术改造投资, 其中占比最大为尼日利亚和巴西项目并购支出; 公司目前在海外13个国家有投资, 业务辐射到18个国家, 未来会覆盖更多的国家和地区; 目前的海外水泥产能为2500万吨, 中期目标约5000万吨; 华新未来的发展目标是建设全球领先的跨国建材集团。

图表30 华新水泥预计2025年资本开支大幅增加



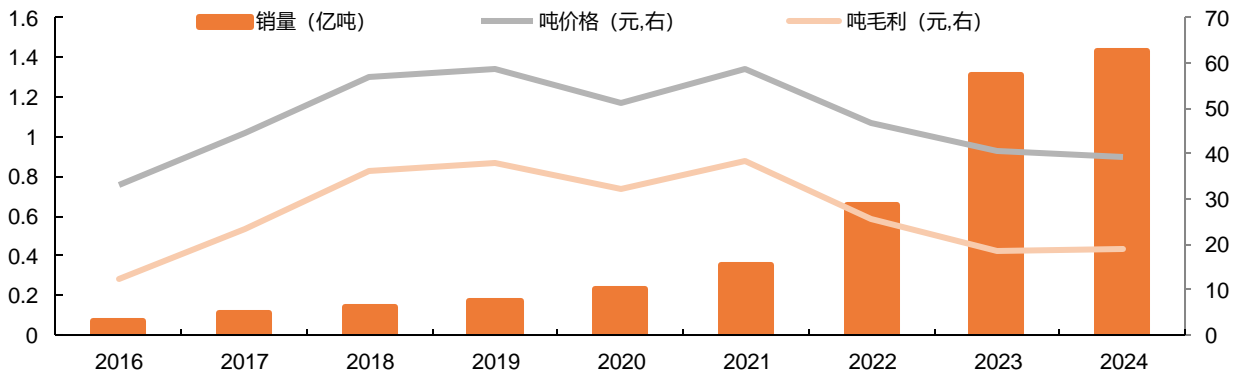
资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

### 3.2 骨料具备区域与成本优势, 近年维持高毛利率

公司是中国水泥行业第一家建设规模化、环保化骨料工厂的企业, 经过十多年的摸索与扩张, 骨料业务规模大幅提升, 国内产能分布于湖北、云南、重庆、湖南、四川、贵州、河南及西藏等8省市; 海外在塔吉克斯坦、柬埔寨、坦桑尼亚和南非运营了6个骨料项目。2016-2024年公司骨料销量从750万吨增长至14323万吨, 毛利润贡献从0.93亿元增长至27.04亿元, 2024年骨料毛利率高达48% (详见图表24), 处于行业前列。

<sup>1</sup> 详见公司公告《2025-04-07-600801.SH-华新水泥-华新水泥+2025年4月投资者关系活动记录表》

图表31 华新水泥骨料销量与吨价格变化

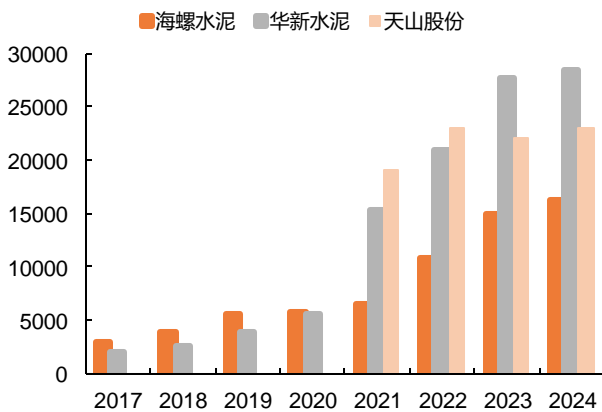


资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

2024 年公司公告收购巴西某骨料企业，总代价约 1.866 亿美元。标的公司在巴西圣保罗州拥有四座骨料工厂，总产能共计 880 万吨/年（2023 年实际产量 620 万吨），四座骨料工厂地理位置佳、资源储量丰富，该收购于 2025 年 3 月完成交割，为公司骨料业务进一步扩充优质产能。

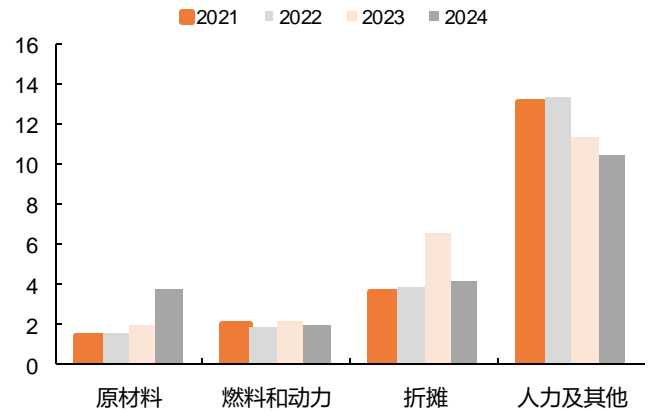
**公司骨料业务具备区域布局与成本优势。**一方面，公司国内骨料布局主要以湖北为主，可以通过长江水运运往长江中下游，覆盖范围大、且水运成本低；另一方面，公司布局骨料业务时间较早，拿矿成本具备一定低价优势。2024 年公司骨料吨成本为 20.5 元/吨，原材料成本占比为 18.4%；另外 2024 年在骨料价格走低的背景下，公司吨毛利保持平稳（详见图表 31），毛利率亦保持行业前列（详见图表 24），彰显了公司在成本管控方面的能力。

图表32 相比海螺水泥，华新水泥 2021 年骨料产能开始大幅增加（万吨/年）



资料来源：各家公司公告，平安证券研究所

图表33 华新水泥骨料业务单吨营业成本拆分（元/吨）

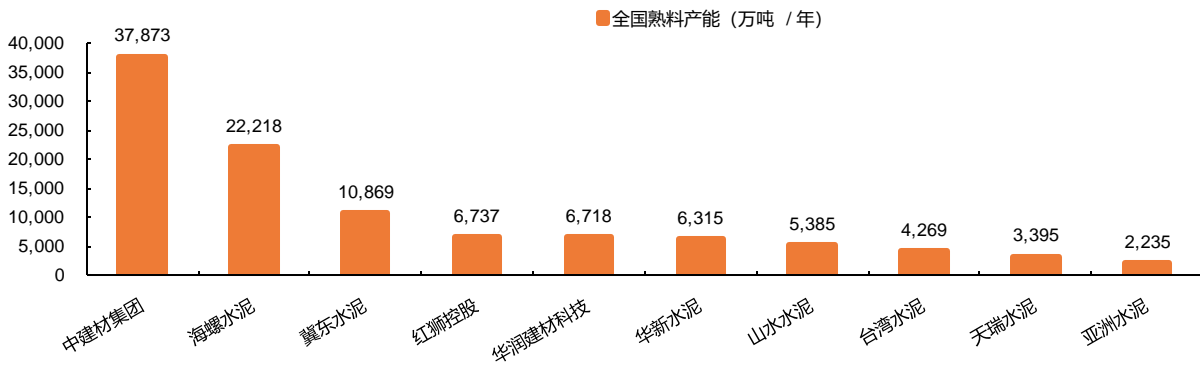


资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.3 国内水泥熟料排名第六，华中地区具备优势

国内水泥方面，根据水泥协会统计，华新水泥在全国水泥熟料产能排名第六。截至 2024 年底，公司国内水泥生产基地分布于湖北、湖南、云南、重庆、四川、贵州、西藏、广东及河南等 9 省市，在华中地区具备优势地位并成为西南地区的主要从业者。公司水泥产能分布具备区域优势，可以通过长江水运销往长三角地区，享受长三角市场发展红利。此外，随着国内水泥行业反内卷不断落实、落后产能得以出清，后续水泥价格若迎来止跌回稳，公司国内水泥熟料业务也将受益。

图表34 2024年全国水泥熟料产能前10家企业排名

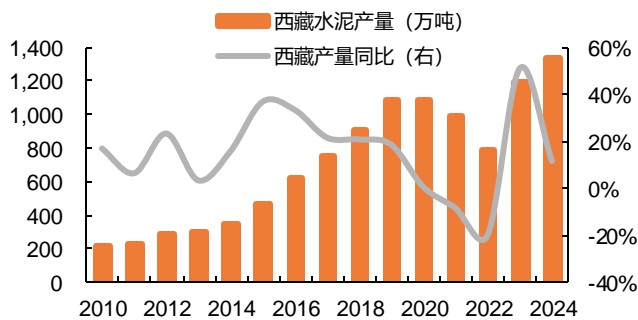


资料来源：中国水泥协会，数字水泥网，平安证券研究所

注：1.时间：截止到2023年12月31日的新型干法生产线（不含非新型干法工艺和小于等于日产700吨规模以下熟料生产线）；  
2.范围：中国大陆地区，不含港澳台地区。

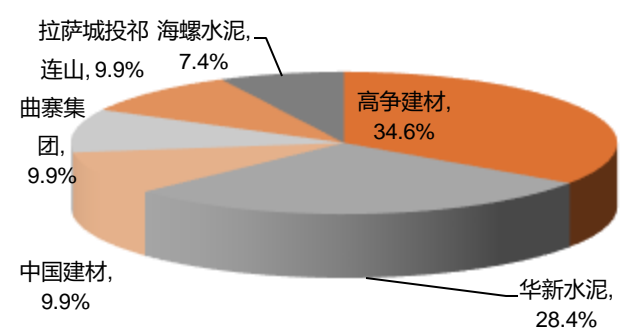
2025年7月19日，国务院总理李强出席雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式，并宣布工程正式开工。雅鲁藏布江下游水电工程位于西藏自治区林芝市。工程主要采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，建设5座梯级电站，总投资约1.2万亿元。我们在报告《20250721-平安证券-平安证券建材洞察系列之三：雅下水电项目开工，利好西藏水泥企业》中测算雅下水电项目带来的水泥需求增量约3402万吨，参考三峡水电站项目从开工到全面竣工投产耗时15年，假设雅下水电项目同样历时15年，对应年化水泥需求为227万吨，占2024年西藏水泥产量1333万吨的比重为17%；考虑水泥主要用于前期开工与主体建设阶段，早期实际年化需求或超过227万吨。从西藏市场竞争格局看，根据水泥网统计，华新水泥在西藏地区熟料产能市占率28%、排名前二，有望充分受益于西藏地区发展红利。

图表35 2023-2024年西藏水泥产量持续增长



资料来源：各公司公告，平安证券研究所

图表36 西藏地区2024年熟料产能市占率（水泥网口径）



资料来源：水泥网，平安证券研究所

## 四、投资建议

盈利预测方面，核心假设如下：

- (1) 水泥与熟料：考虑国内水泥需求处于下行周期，假设2025-2027年公司在国内水泥熟料销量分别为同比+5%、-5%，同时公司海外业务持续扩张、拟收购尼日利亚水泥项目，假设海外水泥熟料销量同比+30%、+25%、+25%，综合看国内外水泥熟料销量同比+0.8%、+5.4%、+7.3%。价格方面，考虑国内水泥市场在“反内卷”推动下、后续价格有望筑底回升，同时海外市场竞争格局良好、价格水平高，并且海外销量占比提升带动公司水泥客单值回升，假设2025-2027年公司水泥单价从2024年312元/吨升至330元/吨、345元/吨、360元/吨；毛利率方面，国内煤炭成本下行，叠加水泥价格或有望筑底回升，同时海外市场毛利率高、且销量占比提升带动总体毛利率提高，假设

2025-2027 年水泥熟料业务毛利率较 2024 年的 23.4% 提升至 27.3%、27.5%、26.9%，其中 2027 年毛利率略微回落、主要考虑到随着近两年上市公司在海外市场建成产能集中投放，未来竞争可能加剧。

- (2) 骨料业务：公司总体骨料产能充足，后续销量有望持续增长，假设 2025-2027 年骨料销量分别同+20%、+15%、+10%；价格方面，考虑骨料市场整体承压，假设公司骨料吨价格小幅下滑，2025-2027 年从 2024 年 39 元/吨降至 37 元/吨、35 元/吨、35 元/吨，毛利率方面，由于销量放量后折摊成本降低、部分对冲价格下行，假设毛利率小幅下滑至 47.3%、45.7%、45.7%。
- (3) 混凝土业务：考虑整体需求下行，假设公司 2025-2027 年混凝土销量每年均下滑 5%，同时 2025-2026 年价格小幅下滑、2027 年持平，分别为 250 元/吨、240 元/吨、240 元/吨，对应营收分别同比下滑 10.2%、8.8%、5.0%；同时单价下滑将拖累毛利率表现，预计毛利率分别降至 10.0%、9.6%、9.6%。
- (4) 其他业务：假设 2025-2027 年收入、毛利率与 2024 年保持不变。

综上所述，预计公司 2025-2027 年收入分别为 353 亿元、373 亿元、403 亿元，增速分别为 3.2%、5.6%、8.0%，毛利率分别为 27.1%、27.5%、27.6%；费用率方面，考虑公司将积极拓展海外业务，管理难度与营销成本或将增加，但有息负债有望降低，带来财务费用下滑、对冲销售与管理费用增加，因此预计 2025-2027 年公司期间费率平稳略降，分别为 12.6%、12.2%、12.1%；基于以上假设，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 27.3 亿元、30.4 亿元、32.7 亿元，增速分别为 13.0%、11.5%、7.6%，当前市值（截至 2025/8/4）对应的 PE 分别为 10.7 倍、9.6 倍、8.9 倍。

图表 37 公司盈利预测

业务	类型	2023	2024	2025E	2026E	2027E
水泥熟料	收入 (亿元)	193	188	200	221	247
	增速	-6.4%	-2.5%	6.5%	10.4%	11.9%
	销量 (亿吨)	0.62	0.60	0.61	0.64	0.69
	单价 (元/吨)	311	312	330	345	360
	毛利率	26.0%	23.4%	27.3%	27.5%	26.9%
骨料	收入 (亿元)	54	56	64	69	76
	增速	49.1%	10.0%	-10.2%	-8.8%	-5.0%
	销量 (亿吨)	1.3	1.4	1.7	2.0	2.2
	单价 (元/吨)	41	39	37	35	35
	毛利率	45.9%	47.9%	47.3%	45.7%	45.7%
混凝土	收入 (亿元)	77	84	76	69	65
	增速	49.1%	10.0%	-10.2%	-8.8%	-5.0%
	销量 (亿吨)	0	0	0	0	0
	单价 (元/吨)	281	265	250	240	240
	毛利率	15.5%	12.0%	10.0%	9.6%	9.6%
其他	收入 (亿元)	15	14	14	14	14
	增速		-6.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	24.8%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
合计	收入 (亿元)	338	342	353	373	403
	增速	10.8%	1.4%	3.2%	5.6%	8.0%
	毛利率	26.7%	24.7%	27.1%	27.5%	27.6%

资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

投资建议方面，第一，国内积极推行反内卷，后续水泥超产治理等有望加速推进，带动国内水泥价格止跌回升，利于公司国内水泥业务盈利筑底改善，第二，海外水泥市场发展空间良好，公司凭借先发优势、股东背景、技术经验等优势，通过收购并购等方式加速拓展海外，未来有望成为重要的业绩增长点；第三，尽管骨料行业延续承压，但公司骨料业务毛利率仍高、且销售规模持续增长，有望延续良好的利润贡献。总体来看，我们看好公司海外业务、骨料业务的成长性，以及国内水泥业务盈利筑底改善，叠加估值水平具备一定安全边际，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表38 部分可比公司估值对比(2025/8/4)

股票名称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元人民币)				PE(倍)				投资评级
		2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
海螺水泥	1,206	77.0	93.1	103.4	111.0	15.7	12.9	11.7	10.9	推荐
天山股份	372	-6.0	18.6	23.5	28.0	-62.1	20.0	15.8	13.3	暂无评级
上峰水泥	85	6.3	7.7	8.6	9.4	13.6	11.1	9.9	9.1	暂无评级
冀东水泥	129	-9.9	7.0	10.2	11.5	-13.1	18.5	12.6	11.3	暂无评级
塔牌集团	98	5.4	5.8	6.6	7.2	18.2	16.9	14.9	13.6	暂无评级
平均值						-5.5	15.9	13.0	11.6	——
华新水泥	292	24.2	27.3	30.4	32.7	12.1	10.7	9.6	8.9	推荐

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 天山股份、上峰水泥、冀东水泥、塔牌集团盈利预测来自 Wind 一致预测(180天)

## 五、风险提示

- (1) 国内水泥需求表现或错峰生产不及预期, 导致价格继续下行的风险: 若后续水泥需求进一步走弱, 或各地错峰生产执行不力, 行业供需矛盾加大将导致国内水泥量价承压。
- (2) 海外地区水泥产能集中投放, 导致价格与盈利走弱的风险: 近两年中国水泥企业纷纷加大在非洲等地投资建厂, 若后续产能集中投放, 而需求增长不及预期, 将导致公司海外水泥业务价格与盈利走弱的风险。
- (3) 国内反内卷推进与水泥落后产能出清低于预期的风险: 当前中央多次强调反内卷, 水泥行业超产治理正在推进, 但若水泥企业未能积极配合落实, 导致落后产能出清程度不及预期, 将影响水泥行业长期供需平衡修复。
- (4) 若后续煤炭成本上涨, 导致水泥生产成本增加, 而水泥价格未能及时跟进上涨, 将影响公司利润率修复。
- (5) 公司海外业务拓展不及预期, 尤其是海外项目收购失败的风险。
- (6) 骨料行业近年进入产能投放集中期, 若需求进一步萎缩叠加新增产能释放加剧竞争, 公司骨料业务将面临量价齐跌的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	15792	20337	27042	35500
现金	6809	11171	17382	25080
应收票据及应收账款	3684	3359	3548	3830
其他应收款	1238	871	920	993
预付账款	315	391	413	445
存货	3058	3518	3696	3984
其他流动资产	688	1028	1084	1168
<b>非流动资产</b>	53721	50727	46128	40300
长期投资	585	597	610	622
固定资产	29923	27137	25122	23388
无形资产	15080	12575	10069	7560
其他非流动资产	8133	10417	10328	8729
<b>资产总计</b>	69513	71063	73170	75800
<b>流动负债</b>	18169	18465	19411	20949
短期借款	297	0	0	0
应付票据及应付账款	8420	9311	9784	10545
其他流动负债	9452	9153	9627	10404
<b>非流动负债</b>	16446	15215	13604	11713
长期借款	13173	11942	10331	8441
其他非流动负债	3273	3273	3273	3273
<b>负债合计</b>	34615	33680	33015	32663
少数股东权益	4606	5064	5575	6124
股本	2079	2079	2079	2079
资本公积	1580	1580	1580	1580
留存收益	26632	28660	30921	33354
<b>归属母公司股东权益</b>	30291	32320	34581	37014
<b>负债和股东权益</b>		71063	73170	75800

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	5659	12187	13107	13824
净利润	2953	3187	3554	3824
折旧摊销	3587	8047	8611	8841
财务费用	686	584	490	381
投资损失	-80	-52	-52	-52
营运资金变动	-1029	409	452	779
其他经营现金流	-459	12	52	52
<b>投资活动现金流</b>	-3672	-5012	-4012	-3012
资本支出	3897	5000	4000	3000
长期投资	512	0	0	0
其他投资现金流	-801	-10012	-8012	-6012
<b>筹资活动现金流</b>	-1472	-2813	-2883	-3113
短期借款	-348	-297	0	0
长期借款	-763	-1231	-1611	-1891
其他筹资现金流	-362	-1285	-1272	-1222
<b>现金净增加额</b>	531	4362	6211	7698

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	34217	35303	37285	40255
营业成本	25771	25734	27041	29144
税金及附加	809	847	895	1047
营业费用	1500	1624	1715	1932
管理费用	1880	1977	2088	2295
研发费用	239	246	260	281
财务费用	686	584	490	381
资产减值损失	-81	-120	-127	-137
信用减值损失	-91	-63	-67	-72
其他收益	223	205	205	205
公允价值变动收益	11	0	0	0
投资净收益	80	52	52	52
资产处置收益	750	0	0	0
<b>营业利润</b>	4224	4364	4859	5224
营业外收入	30	44	44	44
营业外支出	142	102	102	102
<b>利润总额</b>	4112	4307	4802	5166
所得税	1158	1119	1248	1343
<b>净利润</b>	2953	3187	3554	3824
少数股东损益	537	458	511	549
<b>归属母公司净利润</b>	2416	2730	3043	3274
EBITDA	8385	12938	13903	14388
EPS (元)	1.16	1.31	1.46	1.57

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	1.4	3.2	5.6	8.0
营业利润(%)	-2.9	3.3	11.3	7.5
归属于母公司净利润(%)	-12.5	13.0	11.5	7.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	24.7	27.1	27.5	27.6
净利率(%)	7.1	7.7	8.2	8.1
ROE(%)	8.0	8.4	8.8	8.8
ROIC(%)	6.7	8.4	9.8	11.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	49.8	47.4	45.1	43.1
净负债比率(%)	19.1	2.1	-17.6	-38.6
流动比率	0.9	1.1	1.4	1.7
速动比率	0.6	0.8	1.1	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	9.8	11.8	11.8	11.8
应付账款周转率	3.33	3.03	3.03	3.03
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.31	1.46	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	2.72	5.86	6.30	6.65
每股净资产(最新摊薄)	14.57	15.55	16.63	17.80
<b>估值比率</b>				
P/E	12.1	10.7	9.6	8.9
P/B	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5	3	2	2

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层