

塔牌集团（002233.SZ）

量增本降助力业绩高增，回购+高股息展现投资价值

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,535	4,278	4,413	4,532	4,769
增长率 yoy（%）	-8.3	-22.7	3.2	2.7	5.2
归母净利润（百万元）	742	538	676	742	802
增长率 yoy（%）	178.5	-27.5	25.7	9.7	8.1
ROE（%）	6.2	4.6	5.7	6.0	6.4
EPS 最新摊薄（元）	0.62	0.45	0.57	0.62	0.67
P/E（倍）	13.7	18.8	15.0	13.6	12.6
P/B（倍）	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司披露 2025 年半年报，上半年实现营业收入 20.56 亿元，同比提升 4.05%；归母净利润 4.35 亿元，同比提升 92.47%；扣非净利润 2.42 亿元，同比提升 31.73%。对此点评如下：

量增价跌、成本同比下降推动公司上半年业绩大幅改善。2025Q2，公司营业收入/归母净利润分别提升 15.64/249.46%至 11.37/2.70 亿元。1）**低基数下水泥+熟料销量/价格同比+10.90%/-5.51%**。上半年，公司“水泥+熟料”销量实现 810.59 万吨，同比上升 10.90%，主要系双重因素影响：一方面，行业积极倡导“反内卷”并加大错峰生产力度，广东水泥企业经营情况有所改善；另一方面，公司所处市场区域气候适宜工程施工，且去年同期因连续降雨和蕉岭特大暴雨洪灾导致销量基数较低。上半年公司水泥销售价格约 237 元/吨，同比下降 5.51%。Q2 水泥平均销售价格约 241 元/吨，环比增加了约 8 元，Q2 量价好于 Q1，主营利润环比大幅增长。2）**成本降幅大于价格降幅，Q2 吨毛利环比改善。**公司上半年综合毛利率达 24.26%，同比上升 0.18pct，水泥平均销售成本同比下降 6.88%。Q2 吨水泥毛利约 65 元，环比增加了约 19 元。主要系煤炭价格的下降和公司降本增效工作持续见效，带动水泥销售成本及运营费用相应下降，且同比降幅大于价格同比降幅所致。3）**管理/研发费用率下降，现金流与非经常性损益增幅较大。**上半年公司销售/管理/财务费用率分别变动 0.72/-1.94/0.52pct 至 2.43/7.39/-0.56%，这主要系人工费用下降、水泥包装费用增加及存款利息减少；公司净利率同比提升 9.52pct 至 21.40%，升幅大于毛利率，主要由于资本市场的持续回暖和交投活跃影响，公司投资收益（含浮盈）同比大幅增长，叠加处置关停企业的收益增加，上半年公司非经常性损益同比增加 1.51 亿元。上半年公司经营性现金流净额为 1.35 亿元，同比提升 311.57%，主要系盈利水平改善所致。

环保处置量不补价致营收下降，光伏发电增长亮眼。上半年，公司混凝土销售实现营业收入 0.47 亿元，同比下降 22.11%，主要是受房地产行业持续深度调整的影响；实现固危废处置量 14.67 万吨，同比大幅增长 53.69%，实现环保处置营业收入 0.54 亿元，同比下降 4.50%，主要是受竞争加剧的影响，固危废处置价格下降幅度较大，量不补价；公司及下属企业光伏发电实现供电量 2578 万 kWh，实现余电上网收入 211.07 万元，同比增长 23.30%，公司将加快各水泥生产企业原材料堆棚屋顶分布式光伏发电项目建设力度，争取

增持（维持评级）	
股票信息	
行业	建材
2025 年 8 月 11 日收盘价（元）	8.49
总市值（百万元）	10,122.41
流通市值（百万元）	10,115.71
总股本（百万股）	1,192.28
流通股本（百万股）	1,191.48
近 3 月日均成交额（百万元）	115.38



作者
分析师 花江月
执业证书编号：S1070522100002
邮箱：huajiangyue@cgs.com
相关研究

早日建成投产，持续降低企业用电成本。

拟以自有资金回购股份用于员工持股计划，彰显未来发展信心。2025 年 8 月 6 日，公司发布回购方案，拟以自有资金回购部分公司股份，回购股份资金总额为不超过人民币 10,000 万元（含）且不少于 5,000 万元（含）。回购股份价格不超过 10 元/股（含），预计回购股份数量约为 1,000 万股，约占公司当前总股本的 0.84%。回购的股份将用于公司实施员工持股计划。此次回购基于对公司未来持续稳定发展的信心以及对公司价值的认可，有利于维护广大股东利益，增强投资者信心，进一步完善公司长效激励机制。根据 2024-2026 股东回报规划，公司每年每股现金分红金额原则上不低于 0.45 元人民币，股息率高达 5.30%（以 8.11 股价计算），具备良好中长期投资价值。

投资建议：量增本降助力业绩高增，回购+高股息展现投资价值，维持增持评级。预计 2025~2027 年公司归母净利润分别达到 6.8、7.4、8.0 亿元，同比分别变动+26%、10%、8%，对应 PE 估值 15、14、13 倍。公司是粤东水泥龙头，随着基建项目开启，下半年需求有望复苏，水泥价格及盈利能力有望提升；环保处置及光伏发电业务有望成为公司可持续发展的新增长点；公司制定较好的分红政策以回馈股东，具备较好的中长期投资价值。

风险提示：水泥价格下跌或超预期；下游需求或低于预期；环保政策或出现反复；行业竞争加剧等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6697	6273	6534	7367	7783
现金	1489	1568	1870	2618	3052
应收票据及应收账款	40	52	43	55	48
其他应收款	5	19	5	19	7
预付账款	24	23	25	24	28
存货	632	580	560	619	617
其他流动资产	4508	4031	4031	4031	4031
非流动资产	6786	7226	6955	6659	6408
长期股权投资	576	621	663	707	753
固定资产	3451	3277	3094	2885	2738
无形资产	728	782	766	751	720
其他非流动资产	2031	2547	2431	2315	2196
资产总计	13484	13499	13489	14026	14191
流动负债	1192	1188	1027	1233	1098
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	600	685	524	727	585
其他流动负债	592	503	503	506	514
非流动负债	299	301	301	301	301
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	299	301	301	301	301
负债合计	1491	1490	1328	1534	1399
少数股东权益	40	55	67	81	99
股本	1192	1192	1192	1192	1192
资本公积	3767	3767	3767	3767	3767
留存收益	7084	7037	7038	7040	7042
归属母公司股东权益	11952	11954	12094	12410	12693
负债和股东权益	13484	13499	13489	14026	14191

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1191	850	838	1082	888
净利润	749	553	688	755	819
折旧摊销	530	538	451	468	485
财务费用	-51	-38	-37	-57	-74
投资损失	-169	-218	-194	-194	-202
营运资金变动	3	46	-112	129	-110
其他经营现金流	130	-31	42	-20	-31
投资活动现金流	-1263	400	-32	36	-9
资本支出	452	522	137	127	188
长期投资	-1019	749	-42	-45	-46
其他投资现金流	207	174	147	208	225
筹资活动现金流	-132	-560	-504	-369	-445
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	27	0	0	0	0
其他筹资现金流	-159	-561	-504	-369	-445
现金净增加额	-204	690	302	749	434

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5535	4278	4413	4532	4769
营业成本	4080	3330	3133	3240	3397
营业税金及附加	97	80	82	84	89
销售费用	88	96	99	102	107
管理费用	424	386	398	409	430
研发费用	24	17	17	18	19
财务费用	-51	-38	-37	-57	-74
资产和信用减值损失	-45	-7	-16	-20	-25
其他收益	12	10	12	11	11
公允价值变动收益	-31	103	-54	6	18
投资净收益	169	218	194	194	202
资产处置收益	17	-0	7	8	5
营业利润	969	730	900	980	1070
营业外收入	23	2	14	13	10
营业外支出	16	23	25	21	23
利润总额	976	709	889	972	1056
所得税	227	156	201	217	237
净利润	749	553	688	755	819
少数股东损益	8	15	12	14	17
归属母公司净利润	742	538	676	742	802
EBITDA	1461	1200	1297	1382	1466
EPS (元/股)	0.62	0.45	0.57	0.62	0.67

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.3	-22.7	3.2	2.7	5.2
营业利润 (%)	142.6	-24.7	23.3	9.0	9.1
归属母公司净利润 (%)	178.5	-27.5	25.7	9.7	8.1
获利能力					
毛利率 (%)	26.3	22.1	29.0	28.5	28.8
净利率 (%)	13.5	12.9	15.6	16.7	17.2
ROE (%)	6.2	4.6	5.7	6.0	6.4
ROIC (%)	6.0	4.3	5.4	5.7	6.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	11.1	11.0	9.8	10.9	9.9
净负债比率 (%)	-12.2	-12.8	-15.1	-20.7	-23.6
流动比率	5.6	5.3	6.4	6.0	7.1
速动比率	4.0	4.2	5.2	4.9	5.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	157.4	94.3	94.3	94.3	94.3
应付账款周转率	6.4	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.62	0.45	0.57	0.62	0.67
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.00	0.71	0.70	0.91	0.74
每股净资产 (最新摊薄)	10.02	10.03	10.14	10.41	10.65
估值比率					
P/E	13.7	18.8	15.0	13.6	12.6
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.8	4.4	3.8	3.1	2.6

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
邮编：100031

传真：86-10-88366686