

塔牌集团 (002233.SZ)

优于大市

2025 年三季报点评：Q3 水泥量价均有承压，投资浮盈继续贡献业绩

核心观点

Q3 收入同比下滑，投资浮盈继续贡献业绩。2025 年 1-9 月实现营收 29.2 亿元，同比-0.49%，归母净利润 5.88 亿元，同比+54.23%，扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+26.82%，EPS 为 0.50 元/股；其中 Q3 单季度营收 8.6 亿元，同比-9.89%，归母净利润 1.52 亿元，同比-1.6%，扣非归母净利润 0.69 亿元，同比+12.1%，Q3 量价承压，收入同比下滑，但受益煤炭价格下降和降本增效积累，盈利水平同比改善，同时资本市场持续回暖带来投资收益和持有证券投资公允价值变动收益继续增厚业绩，单季度实现公允价值变动收益+投资收益合计 1.14 亿元。

Q3 水泥量价均有承压，盈利水平同比改善但环比有所下滑。1-9 月公司水泥销量 1129 万吨，同比+6.4%，其中 Q3 单季度销售 340 万吨，同比-7.0%，环比-20.6%，销量同环比均有下滑。我们测算公司 1-9 月全口径水泥吨收入/吨成本/吨毛利分别为 258.4/196.2/62.2 元/吨，同比-17.8/-16.1/-1.7 元/吨，其中 Q3 单季度吨收入/吨成本/吨毛利分别为 252.8/193.2/59.6 元/吨，同比-8.0/-12.5/+4.5 元/吨，环比-12.7/-0.7/-12.0 元/吨，受整体需求不及预期及竞争加剧影响，Q3 水泥量价均有所承压，但受煤炭价格下降和降本增效，销售成本降幅大于水泥价格降幅，水泥主业盈利水平同比改善。

Q3 费用率同比基本持平，现金流有所下滑。公司 1-9 月期间费用率 10.1%，同比-0.57pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.59%/7.72%/-0.54%/0.30%，同比+0.62/-1.41/+0.42/-0.20pct，其中 Q3 单季度期间费用率 10.97%，同比+0.3pct，环比+2.12pct，费用率同环比有所提升主要受收入下滑影响，同时水泥包装费增加带来销售费用同比有所增加。1-9 月实现经营活动现金流净额 2.6 亿元，同比+27.7%，其中 Q3 单季度 1.25 亿元，同比-26.7%，单季度利润同环比下滑影响，现金流同步承压；截至 9 月末资产负债率 8.99%，较 6 月末进一步下降 0.12pct。

风险提示：需求恢复不及预期；原材料价格上涨超预期；供给增加超预期；

投资建议：红利属性依旧，短期盈利有望触底修复，维持“优于大市”评级。短期传统销售旺季叠加西江枯水期影响，企业涨价意愿强烈，9 月以来水泥价格积极推涨，珠三角价格有望触底回升，同时关注补产能进度推进以及后续进一步反内卷预期，中期有望加速行业出清，带来供需格局进一步改善。公司作为粤东区域水泥龙头，地理位置、资源布局、成本规模、营销渠道等方面优势突出，同时积极回购+分红，根据公司制定的 24-26 年股东回报规划，设定每股现金分红原则不低于 0.45 元，对应目前股息率约 5.3%，红利属性依旧明显。预计 2025-2027 年 EPS 为 0.62/0.67/0.73 元/股，对应 PE 为 13.4/12.7/11.0X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,535	4,278	4,299	4,406	4,541
(+/-%)	-8.3%	-22.7%	0.5%	2.5%	3.1%
净利润(百万元)	742	538	743	794	868
(+/-%)	178.5%	-27.5%	38.2%	6.9%	9.3%
每股收益(元)	0.62	0.45	0.62	0.67	0.73
EBIT Margin	14.8%	8.6%	9.8%	11.9%	14.4%
净资产收益率 (ROE)	6.2%	4.5%	6.2%	6.5%	7.0%
市盈率 (PE)	13.4	18.5	13.4	12.5	11.4
EV/EBITDA	9.0	14.2	14.6	12.7	11.0
市净率 (PB)	0.83	0.83	0.82	0.82	0.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

建筑材料 · 水泥

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

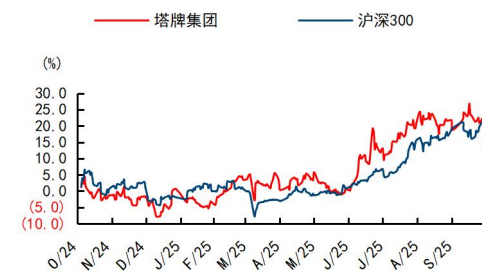
chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	8.33 元
总市值/流通市值	9932/9925 百万元
52 周最高价/最低价	9.47/7.10 元
近 3 个月日均成交额	127.36 百万元

市场走势



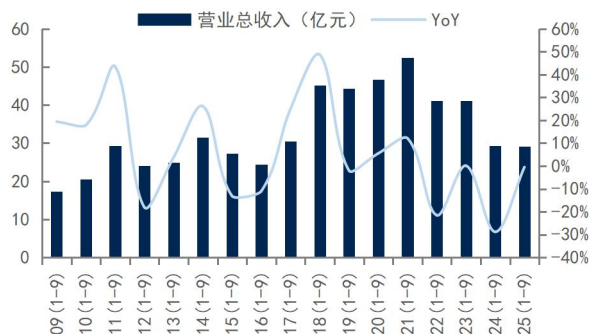
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《塔牌集团 (002233.SZ) - 2024 年三季报点评：收入降幅略有收窄，盈利仍有修复预期》——2024-10-31
- 《塔牌集团 (002233.SZ) - 业绩阶段性承压，高分红凸显投资价值》——2024-08-07

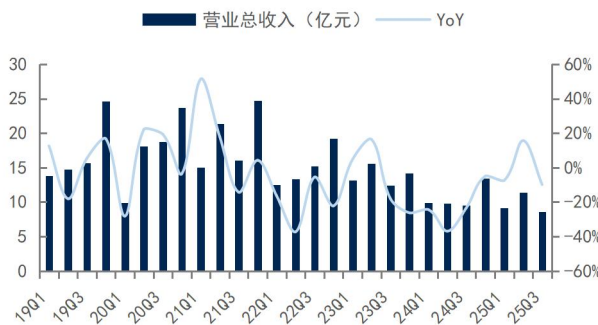
Q3 收入同比下滑，投资浮盈继续贡献业绩。2025 年 1-9 月实现营收 29.2 亿元，同比-0.49%，归母净利润 5.88 亿元，同比+54.23%，扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+26.82%，EPS 为 0.50 元/股；其中 Q3 单季度营收 8.6 亿元，同比-9.89%，归母净利润 1.52 亿元，同比-1.6%，扣非归母净利润 0.69 亿元，同比+12.1%，Q3 量价承压，收入同比下滑，但受益煤炭价格下降和降本增效积累，盈利水平同比改善，同时资本市场持续回暖带来投资收益和持有证券投资公允价值变动收益继续增厚业绩，单季度实现公允价值变动收益+投资收益合计 1.14 亿元。

图1：塔牌集团营业收入及增速（单位：亿元、%）



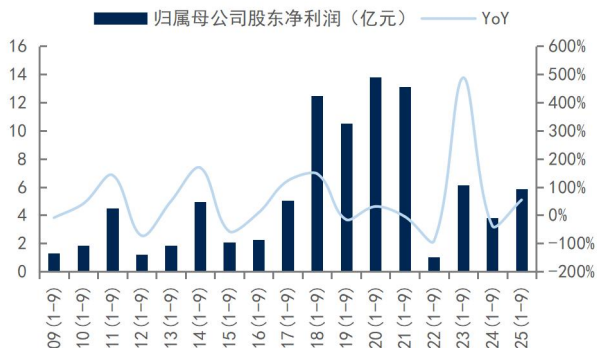
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：塔牌集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



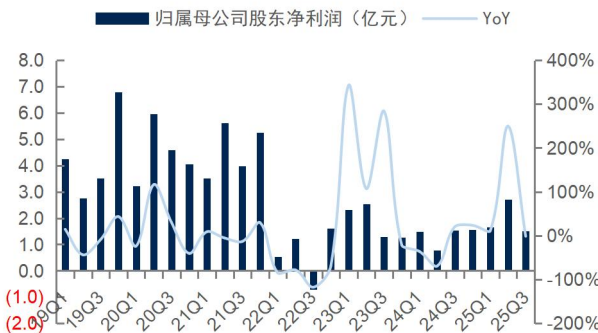
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：塔牌集团归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：塔牌集团单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

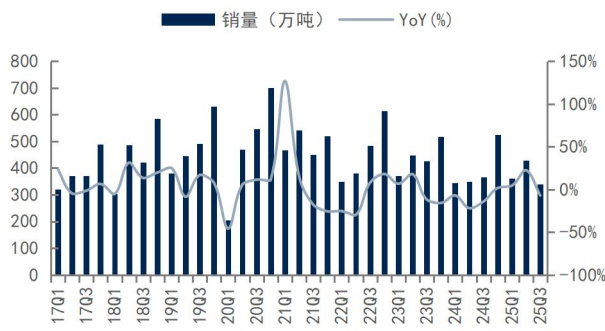
Q3 水泥量价均有承压，盈利水平同比改善但环比有所下滑。1-9 月公司水泥销量 1129 万吨，同比+6.4%，其中 Q3 单季度销售 340 万吨，同比-7.0%，环比-20.6%，销量同环比均有下滑。我们测算公司 1-9 月全口径水泥吨收入/吨成本/吨毛利分别为 258.4/196.2/62.2 元/吨，同比-17.8/-16.1/-1.7 元/吨，其中 Q3 单季度吨收入/吨成本/吨毛利分别为 252.8/193.2/59.6 元/吨，同比-8.0/-12.5/+4.5 元/吨，环比-12.7/-0.7/-12.0 元/吨，受整体需求不及预期及竞争加剧影响，Q3 水泥量价均有所承压，但受煤炭价格下降和降本增效，销售成本降幅大于水泥价格降幅，水泥主业盈利水平同比改善。

图5: 塔牌集团水泥销量及增速



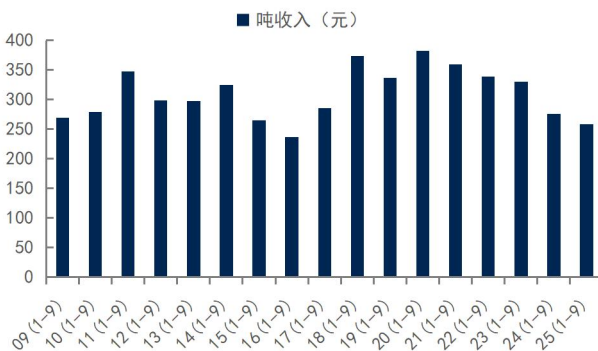
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 塔牌集团单季度水泥销量及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 塔牌集团全口径吨收入情况



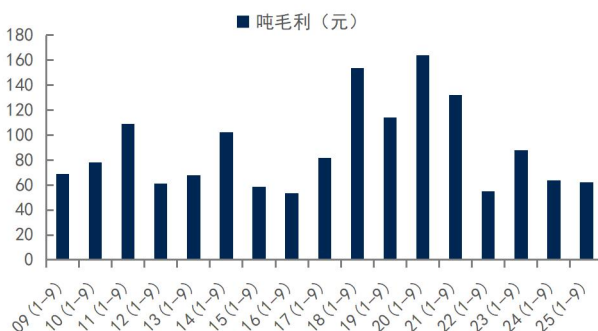
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 塔牌集团单季度全口径吨收入情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 塔牌集团全口径吨毛利情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 塔牌集团单季度全口径吨毛利情况

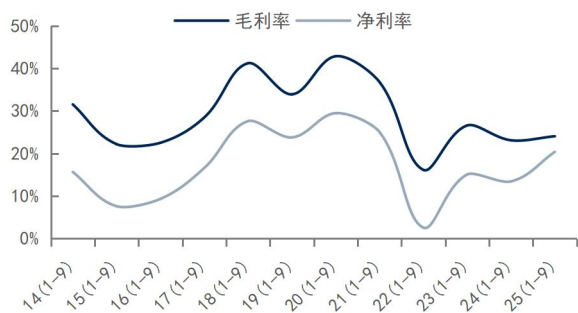


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

Q3 费用率同比基本持平，现金流有所下滑。公司1-9月期间费用率10.1%，同比-0.57pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为2.59%/7.72%/-0.54%/0.30%，同比+0.62/-1.41/+0.42/-0.20pct，其中Q3单季度期间费用率10.97%，同比

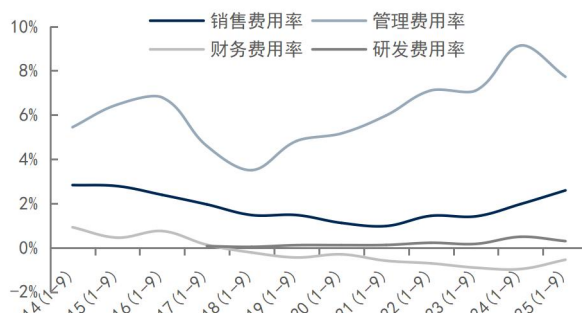
+0.3pct，环比+2.12pct，费用率同环比有所提升主要受收入下滑影响，同时水泥包装费增加带来销售费用同比有所增加。1-9月实现经营活动现金流净额2.6亿元，同比+27.7%，其中Q3单季度1.25亿元，同比-26.7%，单季度利润同环比下滑影响，现金流同步承压；截至9月末资产负债率8.99%，较6月末进一步下降0.12pct。

图11: 塔牌集团前三季度综合毛利率和净利率 (%)



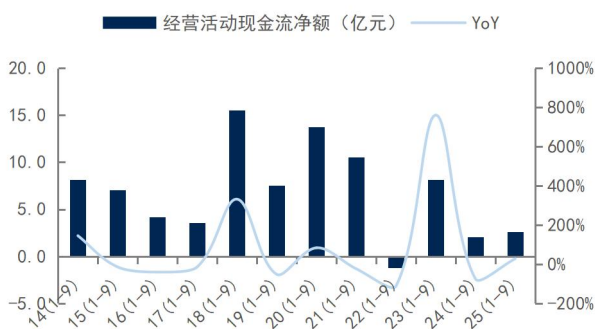
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 塔牌集团期间费用率 (%)



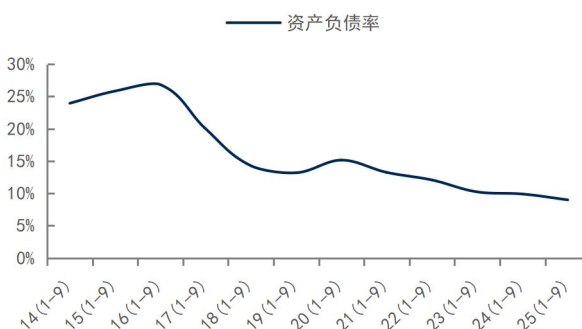
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 塔牌集团经营性净现金流及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 塔牌集团资产负债率下行



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：红利属性依旧，短期盈利有望触底修复，维持“优于大市”评级。短期传统销售旺季叠加西江枯水期影响，企业涨价意愿强烈，9月以来水泥价格积极推涨，珠三角价格有望触底回升，同时关注补产能进度推进以及后续进一步反内卷预期，中期有望加速行业出清，带来供需格局进一步改善。公司作为粤东区域水泥龙头，地理位置、资源布局、成本规模、营销渠道等方面优势突出，同时积极回购+分红，根据公司制定的24-26年股东回报规划，设定每股现金分红原则不低于0.45元，对应目前股息率约5.3%，红利属性依旧明显。预计2025-2027年EPS为0.62/0.67/0.73元/股，对应PE为13.4/12.7/11.0X，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1489	1568	1436	1498	1501	营业收入	5535	4278	4299	4406	4541
应收款项	45	71	92	85	87	营业成本	4080	3330	3292	3312	3331
存货净额	632	580	759	641	656	营业税金及附加	97	80	88	86	85
其他流动资产	478	437	332	390	406	销售费用	88	96	76	72	67
流动资产合计	6697	6273	6236	6231	6266	管理费用	424	386	400	391	385
固定资产	3590	3468	3855	4208	4521	研发费用	24	17	21	21	20
无形资产及其他	728	782	751	721	691	财务费用	(51)	(38)	(28)	(20)	(14)
投资性房地产	1892	2356	2356	2356	2356	投资收益	169	218	250	250	250
长期股权投资	576	621	654	690	729	资产减值及公允价值变动	(76)	96	250	250	230
资产总计	13484	13499	13852	14207	14562	其他收入	(20)	(8)	19	(11)	(10)
短期借款及交易性金融负债	1	4	110	447	603	营业利润	969	730	990	1054	1157
应付款项	600	685	827	740	810	营业外净收支	7	(21)	(11)	(8)	(13)
其他流动负债	591	499	502	491	492	利润总额	976	709	979	1046	1144
流动负债合计	1192	1188	1439	1679	1906	所得税费用	227	156	215	230	251
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	8	15	21	22	24
其他长期负债	299	301	291	283	278	归属于母公司净利润	742	538	743	794	868
长期负债合计	299	301	291	283	278	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1491	1490	1730	1962	2184	净利润	742	538	743	794	868
少数股东权益	40	55	56	60	63	资产减值准备	17	(63)	1	1	1
股东权益	11952	11954	12066	12185	12315	折旧摊销	442	436	380	415	446
负债和股东权益总计	13484	13499	13852	14207	14562	公允价值变动损失	76	(96)	(250)	(250)	(230)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(51)	(38)	(28)	(20)	(14)
每股收益	0.62	0.45	0.62	0.67	0.73	营运资本变动	(524)	(465)	41	(38)	35
每股红利	0.12	0.49	0.53	0.57	0.62	其它	(11)	61	(0)	3	3
每股净资产	10.02	10.03	10.12	10.22	10.33	经营活动现金流	742	411	915	924	1123
ROIC	10%	5%	5%	5%	6%	资本开支	0	(306)	(488)	(488)	(500)
ROE	6%	4%	6%	7%	7%	其它投资现金流	(172)	438	0	0	0
毛利率	26%	22%	23%	25%	27%	投资活动现金流	(204)	87	(521)	(525)	(538)
EBIT Margin	15%	9%	10%	12%	14%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	19%	19%	21%	24%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-8%	-23%	1%	2%	3%	支付股利、利息	(142)	(585)	(632)	(675)	(738)
净利润增长率	179%	-27%	38%	7%	9%	其它融资现金流	(15)	751	106	337	156
资产负债率	11%	11%	13%	14%	15%	融资活动现金流	(300)	(419)	(526)	(338)	(582)
股息率	1.4%	5.9%	6.4%	6.8%	7.4%	现金净变动	238	79	(132)	62	3
P/E	13.4	18.5	13.4	12.5	11.4	货币资金的期初余额	1251	1489	1568	1436	1498
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	货币资金的期末余额	1489	1568	1436	1498	1501
EV/EBITDA	9.0	14.2	14.6	12.7	11.0	企业自由现金流	0	(47)	261	298	491
						权益自由现金流	0	704	389	651	658

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032