

海螺水泥（600585.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	能源及材料	价值	2031亿	成长空间	☆☆☆☆☆
当前股价	24.12	DDM估值 上行空间	59%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	1278.19亿	状态	低估	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	14.63	价值	1832亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	0.68	动态估值 上行空间	43%		
		状态	偏低估		

核心评级结论

海螺水泥为我国水泥行业龙头企业，其成本控制及多元化布局为周期反转积蓄动能。

水泥行业当前或已进入减量调整期，公司主业未来成长能力受制于行业需求向下，海螺水泥成长空间星级较弱；水泥行业产品同质化严重，竞争核心聚焦性价比，但公司凭借资源与规模优势，实现成本和费用良好控制，盈利趋势星级较好；水泥行业重资产属性使其既具备较高进入壁垒，也导致退出壁垒同样不低，公司作为行业龙头产业格局星级相对较优；受益于规模经济效应与资源禀赋优势，公司在成本及费用控制上的能力显著领先同业，护城河星级处于较高水平。

基于行业需求降幅逐渐收窄，水泥熟料价格逐步修复，公司业务稳健发展，经营效率提升的假设，当前公司估值偏低/低估。

我们区别于市场的观点

当前行业景气度较低，市场或过度担忧行业性亏损而忽视龙头企业在行业低谷期的超额收益能力，而我们认为海螺水泥在行业寒冬期仍维持了较好的盈利韧性，当前市值无法反映其价值，公司或被低估。

风险提示

水泥行业存在内卷竞争，“反内卷”等政策有助于优化产业格局，但若未来管控松动，市场竞争可能反复/加剧；原燃材料占公司成本比例高，煤价大幅波动或将显著影响其盈利；水泥需求关联宏观经济、基建及地产投资，相关领域投资增速若不及预期，或将压制公司产品销量与定价。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

安徽海螺水泥股份有限公司成立于1997年，隶属于安徽省国资委，于2002年在上交所上市，为水泥行业首家A+H股上市的企业。公司主营水泥、商品熟料、骨料及混凝土的生产与销售，产品广泛应用于国家大型基础设施建设项目、城市房地产开发、水泥制品和农村市场等。截至2024年末，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，商品混凝土产能5190万立方米，光储发电装机容量645兆瓦。

2. 业务介绍

对于海螺水泥公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

水泥及熟料：

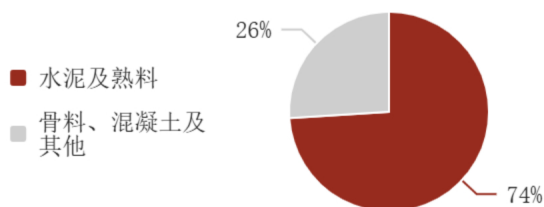
水泥是建筑和基础设施建设的核心原材料，广泛应用于房地产、交通、水利等领域。熟料则是生产水泥的核心半成品，以石灰石、黏土等为原料，按比例混合后高温煅烧而成。熟料与石膏等材料混合磨细后形成水泥，其质量决定水泥的强度等性能。

我们对该业务的竞争市场界定为中国境内水泥行业，公司水泥及熟料产能规模领先，当前位于国内水泥企业第二位，仅次于中国建材。

骨料、混凝土及其他：

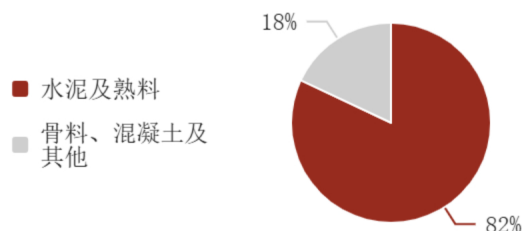
骨料是混凝土的重要组成部分，分为细骨料（天然砂和机制砂）和粗骨料（石子），增强混凝土的体积稳定性和强度。混凝土是以水泥为凝胶材料，与骨料、水及外加剂等按一定比例混合，经搅拌、成型、硬化而成的人造石材，具有强度高、耐久性好、可塑性强等特点。当前公司骨料及混凝土业务规模较小，但增速可观，未来有望成为公司第二曲线。其他业务包括新能源、环保、数字产业、贸易物流等。该部分业务大多处于拓展阶段，整体营收合计占比近20%，细分业务较为多元化，未来可期待其与水泥主业的协同作用进一步发挥。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

海螺水泥以重资产运营为基础，依托规模化产能布局，聚焦水泥及熟料生产销售，客户集中度低、研发投入少，通过成本与资源优势实现稳健经营。海螺水泥推行“T型发展战略”，深耕华东、中南核心市场，在长江沿岸石灰石资源富集区建设熟料生产基地，在水泥需求旺盛的沿海地区收购并改造水泥厂作为粉磨站，长江水运突破传统运输半径限制，有效连接生产基地与终端市场网络。与此同时，公司采取直销为主、经销为辅的营销模式，在中国及海外市场区域内设立500多个市场部，建立了较为完善的营销网络。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

综合来看公司资产强度高，固定资产、在建工程等长期经营性资产占总资产比例超过50%，主要由于水泥属于重资产行业，公司拥有大量优质石灰石矿山资源，保障原料长期稳定供应，此外水泥生产基地及设施投资巨大，且面临环保与技术升级的持续投入需求，公司资本开支具备扩张性特征。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发强度较低，水泥行业属于成熟性行业，技术相对成熟且更新周期长，当前多以绿色降碳和智能化为发展主线。海螺水泥2024年研发投入占比营收1.38%，与行业技术成熟、迭代慢的特性相契合。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司客户集中度低，2024年前五大客户销售占比为9.25%，水泥作为大宗建材，需求天然分散于基建、地产、农村多领域，且受运输半径限制需本地化服务，海螺水泥以直销+经销下沉县域，拓展骨料混凝土业务丰富客户类型，降低单一客户风险，适配行业分散竞争格局。

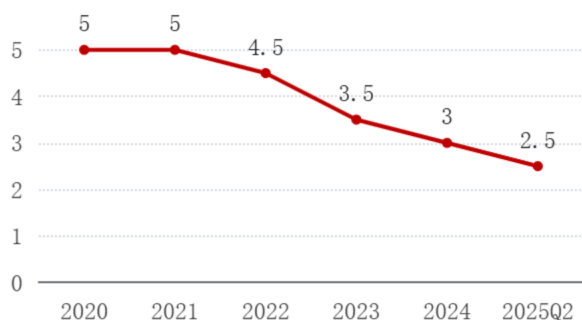
4. 历史经营绩效

过去五年间，受水泥行业逐步迈入减量调整期影响，海螺水泥营收增速受限，成长能力星级较低。而行业需求疲软叠加内卷竞争下，公司盈利能力也受到一定影响，但依托其优秀的成本控制能力及业务控制力，公司经营稳健性较好。与此同时，公司坚持稳定回报股东，展现出行业龙头在行业调整期的较强韧性。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近年来，公司盈利能力星级持续下滑，目前处于中等区间，主要受到下游需求承压，销量下滑的影响。在此期间，公司产能利用率降至低位，资产周转效率不高，同时供需失衡致使行业内价格竞争较为激烈，2024年产品吨盈利处于历史低点，但受益于其资源及规模优势，公司经营业绩仍具韧性，盈利能力优于同业。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

过去几年，公司成长能力星级不断走低，主要系地产新开工数据持续下滑导致水泥行业需求同步缩减，近五年公司营收复合增速转负，且行业下行周期中水泥价格持续探底，盈利能力承压导致公司利润增速同样受到压制。2025年上半年受水泥熟料价格同比略微提升及煤炭让利影响，公司吨盈利显著修复，成长星级上移，但考虑Q2开始水泥价格下行，错峰生产落实不佳，当前供需压力边际增加，全年表现仍需进一步跟踪。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



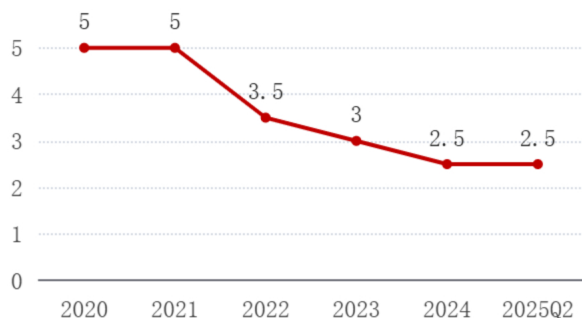
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力较好，主要系公司现金生成能力强，2024年经营性现金流净额为184.76亿元，尽管同比下降7.96%，但仍显著高于同期净利润。而近年来星级有所波动，一方面受行业周期拖累及自身营收下滑影响，公司经营性现金流净额承压，另一方面下游资金面偏紧，回款周期延长，公司垫资规模增加，2022年公司应收账款大幅增长，后续通过收紧信用政策等方式管控，业务控制力星级随之回升，维持中等偏高位置。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司分红率相对稳定，基本维持在50%水平，回报能力星级下降主要受到公司盈利能力下滑影响。而得益于自身充沛现金流，公司未来分红持续性较好，计划未来三年每年现金分红金额与股份回购金额（若有）合计不低于归母净利润的50%，且公司于2025年Q2进行首次中期分红，分红频次增加，体现公司对于回报投资者的重视程度。

5. 四维评级

由于海螺水泥的其他业务较为分散且目前营收占比较小，此处四维评级我们主要评估其主业。作为水泥行业龙头，海螺水泥成长空间不大，盈利趋势、产业格局相对较好，护城河优秀。

5.1 成长空间

☆☆☆☆☆

水泥行业当前或已进入减量调整期，公司未来成长能力受制于行业需求向下。

水泥及熟料(0.5星)：

随着水泥行业进入减量调整期，公司水泥及熟料业务未来营收增速受制于行业需求下行，尽管政策发力可能推动局部需求回升，但行业产能利用率偏低，供给过剩格局持续，仍将压制该业务的增量空间。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势相对较好，公司作为龙头在行业低谷期仍具备一定盈利韧性。

水泥及熟料(3.5星)：

公司水泥及熟料业务盈利趋势相对较好。水泥行业产品同质化严重，无明显技术壁垒，市场以性价比竞争为主，尤其需求疲软时，区域价格战频发，挤压盈利空间，但作为行业龙头，凭借资源与规模优势，公司的成本和费用管控良好，盈利能力领先同行。

5.3 产业格局

★★★★☆

综合来看，公司所处产业格局相对较好，当前行业CR10约57%，长期来看，行业集中度有望持续提升。

水泥及熟料(3.5星):

水泥行业的重资产属性构筑了显著的竞争壁垒，一方面，新玩家需跨过资源限制、资本投入的双重门槛，新进入者渗透难度较大，另一方面，现有企业设备专用性强，资产处置难度大，退出壁垒同样较高，同时，水泥技术更新周期长，行业未来技术与模式变革风险低，作为结构性主材，水泥也无同等体量替代品。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河深厚，优势来自于规模经济和资源，其成本及费用控制能力显著优于其他竞争者。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
水泥及熟料	(4星)公司水泥及熟料业务护城河宽度星级较高。经壹评级调整后，2024年该业务R0IC为10%，公司市占率约为12%-13%，业务控制力为3.5星。依赖于优异的成本及费用控制能力，即使在行业寒冬期，公司仍保持较好的盈利韧性，吨盈利位于行业领先。	(4星)公司具备资源及规模经济护城河。1) 公司资源禀赋较好，主要原材料石灰石自给率高；2) 业务规模位居行业前列，供应链议价权强，煤炭长协比例较高。受益于此，公司在原燃材料采购、固定成本摊薄、财务成本等方面优势显著，竞争者建立该优势的难度较大，护城河被颠覆的风险较低。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的DDM估值模型和动态估值模型，基于行业需求降幅逐渐收窄，水泥熟料价格逐步修复，公司业务稳健发展，经营效率提升的假设，海螺水泥当前处于低估/偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主要业务为水泥及熟料业务，骨料、混凝土及其他业务，我们对该业务进行盈利预测并估值，其预测核心假设及逻辑如下：

水泥及熟料业务：

收入假设：

- 1) 销量：我们预期下游基建投资维持中低增速，地产需求随政策修复降幅收窄，国内水泥需求预计将延续下滑趋势，降幅逐年收窄，而行业集中度提升背景下，市场份额向头部集中，公司业务市占率或提升至约15%，预计公司销量增速好于行业；
- 2) 价格：在2024年行业亏损背景下，水泥企业挺价意愿较好，叠加政策上“反内卷”支撑，我们预期水泥熟料价格未来有望缓慢修复，但短期内仍处低位，综合来看，水泥及熟料业务整体营业收入未来五年复合增速在0%左右。

盈利能力假设：公司成本优势显著，叠加煤价低位让利，同时政策指导供给端边际向好，预计吨毛利将有所修复，毛利率回至约32%，接近中枢水平。

资产负债假设：我们根据行业对公司进行分类，理想状态下，当前公司的资产负债率相对偏低，财务杠杆使用较为保守，在未来年度进行一定上调。

骨料、混凝土及其他：

收入假设：

- 1) 骨料与混凝土：公司近几年加速骨料及混凝土产能扩张，我们参考公司产能规划及产能利用率预测未来销量数据，行业景气度预计仍偏低，价格维持低位；
- 2) 新能源等其他业务：公司该部分业务近期营收规模有所收缩，我们预计短期低景气下收入维持不变。

盈利能力假设：

- 1) 骨料与混凝土：行业新增产能较多，预计短期毛利率仍下降，后续有所修复；
- 2) 新能源等其他业务：我们预期公司这部分业务盈利能力维持不变。

表2：公司整体业绩预测

海螺水泥	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1320.2	1410.0	910.3	859.5	869.9	895.3	919.8	940.8
归母净利润(亿)	156.6	104.3	77.0	87.8	94.0	103.9	113.0	121.5
归母净利润增速(%)	-53.0	-33.4	-26.2	14.1	7.0	10.6	8.7	7.5
经营性净利润(亿)	138.6	89.8	60.2	71.9	78.2	88.5	97.9	106.7
经营性净利润增速(%)	-55.3	-35.2	-32.9	19.4	8.8	13.1	10.6	9.0
经营性归母净利润(亿)	134.5	87.1	60.5	69.8	75.9	85.9	95.0	103.5
经营性归母净利润增速(%)	-55.5	-35.2	-30.5	15.3	8.8	13.1	10.6	9.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

水泥及熟料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	908.4	779.3	658.5	636.0	628.9	635.1	646.5	658.5
收入增速(%)	-17.1	-14.2	-15.5	-3.4	-1.1	1.0	1.8	1.9
经营性净利润(亿)	126.3	76.1	48.0	60.0	63.8	70.6	77.2	84.3
经营性净利率(%)	13.9	9.8	7.3	9.4	10.1	11.1	11.9	12.8
经营性净利润增速(%)	-57.6	-39.8	-36.8	25.0	6.3	10.6	9.4	9.2
骨料、混凝土及其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	411.8	630.7	251.8	223.5	241.0	260.2	273.4	282.2
收入增速(%)	-29.4	53.1	-60.1	-11.2	7.8	8.0	5.1	3.2
经营性净利润(亿)	12.3	13.7	12.2	11.9	14.4	17.9	20.6	22.3
经营性净利率(%)	3.0	2.2	4.9	5.3	6.0	6.9	7.6	7.9
经营性净利润增速(%)	-1.5	11.8	-10.9	-2.6	21.4	24.2	15.1	8.1

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
水泥及熟料	1.7%	中低	较好	较强	8.5%	9.72	82.0
骨料、混凝土及其他	3.6%	中低	一般	一般	8.5%	8.91	21.8
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
水泥及熟料(亿)	369.4	575.0	944.4	504.1	43.4	30.0	1435.1
骨料、混凝土及其他(亿)	76.7	139.9	216.6	192.8	12.3	—	397.1
公司整体测算(亿)	446.2	714.9	1161.1	696.9	55.7	30.0	1832.2

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
水泥及熟料(亿)	775.8	299.4	1075.2	504.1	47.4	30.0	1561.9
骨料、混凝土及其他(亿)	187.1	103.8	290.9	192.8	14.5	—	469.1
公司整体测算(亿)	962.9	403.2	1366.0	696.9	61.9	30.0	2031.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。当前行业逐步迈入衰退调整期，关键行业信息和数据波动频次与幅度加大，跟踪可得性及持续性有限。后续行业内不排除重大兼并重组发生及相关政策出台造成重大影响的情况，若出现预计对公司产品价格、市占率、营收等要素都可能造成影响，业绩表现的确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。