

海螺水泥（600585）

2025 年中报点评：盈利如期改善，期待产业政策进一步发力

增持（维持）

2025 年 08 月 27 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	141,157	91,030	88,755	92,573	93,707
同比（%）	6.92	(35.51)	(2.50)	4.30	1.22
归母净利润（百万元）	10,428	7,696	9,459	11,179	12,624
同比（%）	(33.42)	(26.19)	22.91	18.18	12.93
EPS-最新摊薄（元/股）	1.97	1.45	1.78	2.11	2.38
P/E（现价&最新摊薄）	12.57	17.03	13.85	11.72	10.38

投资要点

■ **公司披露 2025 年中报，拟实施中期分红。**（1）上半年实现营业收入 412.92 亿元，同比-9.4%，归母净利润 43.68 亿元，同比+31.3%。其中 Q2 实现营业收入 222.40 亿元，同比-8.2%，归母净利润 25.57 亿元，同比+40.3%。（2）公司中期拟每股派发现金红利人民币 0.24 元（含税），占 2025 年上半年归属于上市公司股东净利润的 29%。

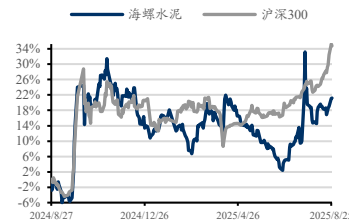
■ **水泥量平价升，外延布局持续推进，龙头地位巩固。**（1）上半年公司水泥及熟料自产品销量 1.26 亿吨，同比-0.4%，降幅小于同期全国水泥产量，彰显稳固的龙头地位。我们测算单吨均价/毛利分别为 244 元/70 元，同比+4 元/+18 元，主要得益于行业供给自律强化以及 Q1 行业需求表现超预期，水泥价格在上半年旺季实现较大幅度推涨，而煤价下跌以及替代燃料应用比例的提升等因素推动单吨成本同比-13 元至 174 元，其中单吨燃料及动力成本 96 元，同比-15 元，因而吨毛利显著改善。（2）骨料、商混分别实现营业收入 21.11、15.19 亿元，分别同比-4%、+29%，两者毛利贡献分别为 9.26 亿元、1.73 亿元，合计占公司毛利总额的 10.6%。（3）公司 Q2 毛利率为 27.2%，环比+4.3pct，同比+7.2pct，预计 Q2 自产品吨毛利较 Q1 明显提升，同比大幅改善。（4）公司持续做强主业，深度延伸产业链，签约新疆尧柏项目，新疆市场布局大为强化，并购西巴布亚海螺，提升了公司在印尼的市场竞争力，此外公司上半年新建、扩建 4 个骨料（机制砂）项目，通过租赁、委托加工新增 8 个商品混凝土项目，建成 3 个干混砂浆、瓷砖胶项目，并网多个光伏项目。

■ **费用端整体平稳，吨净利延续回升态势。**（1）公司上半年单吨自产品对应期间费用为 35.2 元，同比+0.7 元，其中研发费用同比下降 41%，主要由于前期节能、提效相关技术与开发项目陆续完成进入收尾阶段，投入支出同比减少所致；（2）公司上半年水泥及熟料自产品吨综合净利为 35 元，同比+8 元，较 2024H2 继续提升 5 元；Q2 单季销售净利率 11.8%，环比 Q1 提升 2.5pct，为 2023Q2 以来最好单季净利率表现，我们测算 Q2 单季吨综合净利环比 Q1 明显提升。

■ **经营性现金流同比增加，资本开支力度继续收缩。**（1）2025H1 实现经营活动净现金流 82.87 亿元，同比增加 14.16 亿元，主要得益于盈利改善以及采购原燃材料成本支出同比减少所致。公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 40.63 亿元，同比-28.9%，资本性支出约 62.10 亿元，同比-19%，主要用于项目建设及对外投资支出，反映公司资本开支进一步压缩；（2）上半年末公司资产负债率 20.5%，环比一季度末+0.1pct，同比+1.0pct。

■ **反内卷政策导向下产业政策有望进一步发力，水泥行业景气有望延续改善趋势。**（1）2024Q4 以来行业盈利显著反弹，反映行业自律强化的效果，但需求的波动和下行压力仍然制约价格反弹的幅度和稳定性。我们

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.73
一年最低/最高价	19.53/28.75
市净率(倍)	0.69
流通 A 股市值(百万元)	98,912.64
总市值(百万元)	131,051.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	35.68
资产负债率(%，LF)	20.52
总股本(百万股)	5,299.30
流通 A 股(百万股)	3,999.70

相关研究

《海螺水泥(600585)：2024 年年报点评：水泥供给侧自律成效显著，盈利底部反弹》

2025-03-25

《海螺水泥(600585)：2024 年三季报点评：Q3 盈利筑底，行业自律成效显著》

2024-10-29

认为随着反内卷政策自上而下推进，产能规范、价格行为等相关的产业政策力度有望强化，有利于行业供给侧的加速出清和竞争格局优化，有望推动行业逐步回归合理利润，公司盈利有望延续改善趋势。(2) 短期来看，经历 Q2 需求波动、价格回落后行业错峰力度进一步强化，沿江等核心市场涨价时点早于去年，下半年旺季弹性仍然值得期待。

- **盈利预测与投资评级：**公司在下行期彰显成本领先等综合优势，外延稳步拓展提供新的增长动能。当前水泥板块市净率估值处于底部，随着反内卷导向下产业政策逐步发力推动供给侧优化，行业盈利底部夯实，景气有望延续改善趋势，估值有望修复。基于 Q2 水泥需求表现低于预期，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 94.6/111.8/126.2 亿元(前值为 108.6/121.8/126.4 亿元)，维持“增持”评级。
- **风险提示：**水泥需求下降超预期；产业链上下游扩张不及预期；市场竞争加剧的风险。

海螺水泥三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	93,762	91,626	96,983	104,662	营业总收入	91,030	88,755	92,573	93,707
货币资金及交易性金融资产	70,739	69,245	74,313	81,520	营业成本(含金融类)	71,272	67,214	68,949	68,758
经营性应收款项	12,055	11,681	12,125	12,216	税金及附加	963	939	979	991
存货	8,109	6,535	6,320	6,685	销售费用	3,415	3,262	3,262	3,197
合同资产	0	0	0	0	管理费用	5,946	5,688	5,648	5,288
其他流动资产	2,860	4,165	4,224	4,241	研发费用	1,257	1,320	1,386	1,455
非流动资产	160,873	166,615	166,801	164,797	财务费用	(1,171)	(1,154)	(1,296)	(1,499)
长期股权投资	7,776	8,107	8,455	8,820	加:其他收益	525	512	534	540
固定资产及使用权资产	89,965	90,014	88,231	84,721	投资净收益	297	326	340	356
在建工程	9,356	10,856	12,056	13,056	公允价值变动	(90)	0	0	0
无形资产	34,264	34,976	35,398	35,539	减值损失	(354)	(293)	(245)	(245)
商誉	1,452	1,452	1,452	1,452	资产处置收益	(12)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	9,713	12,031	14,275	16,168
其他非流动资产	18,061	21,210	21,210	21,210	营业外净收支	316	308	321	325
资产总计	254,635	258,240	263,784	269,459	利润总额	10,029	12,339	14,597	16,493
流动负债	28,892	27,758	28,360	28,378	减:所得税	2,366	2,921	3,466	3,923
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,722	7,636	7,636	7,636	净利润	7,663	9,419	11,131	12,570
经营性应付款项	6,127	5,778	5,927	5,911	减:少数股东损益	(33)	(40)	(48)	(54)
合同负债	2,569	2,505	2,613	2,645	归属母公司净利润	7,696	9,459	11,179	12,624
其他流动负债	12,474	11,839	12,184	12,186	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.45	1.78	2.11	2.38
非流动负债	25,366	24,770	23,970	23,170	EBIT	8,657	11,186	13,301	14,994
长期借款	10,086	9,086	8,286	7,486	EBITDA	17,163	21,324	24,312	26,763
应付债券	11,500	11,500	11,500	11,500	毛利率(%)	21.70	24.27	25.52	26.62
租赁负债	240	240	240	240	归母净利率(%)	8.45	10.66	12.08	13.47
其他非流动负债	3,539	3,943	3,943	3,943	收入增长率(%)	(35.51)	(2.50)	4.30	1.22
负债合计	54,258	52,528	52,330	51,548	归母净利润增长率(%)	(26.19)	22.91	18.18	12.93
归属母公司股东权益	187,940	193,315	199,104	205,617					
少数股东权益	12,437	12,397	12,349	12,295					
所有者权益合计	200,377	205,712	211,453	217,911					
负债和股东权益	254,635	258,240	263,784	269,459					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	18,476	20,572	22,435	23,817	每股净资产(元)	35.47	36.48	37.57	38.80
投资活动现金流	(13,326)	(16,474)	(10,536)	(9,084)	最新发行在外股份(百万股)	5,299	5,299	5,299	5,299
筹资活动现金流	(385)	(5,569)	(6,831)	(7,526)	ROIC(%)	2.93	3.68	4.29	4.72
现金净增加额	4,765	(1,493)	5,068	7,207	ROE-摊薄(%)	4.09	4.89	5.61	6.14
折旧和摊销	8,506	10,139	11,011	11,769	资产负债率(%)	21.31	20.34	19.84	19.13
资本开支	(10,946)	(12,092)	(10,529)	(9,075)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.03	13.85	11.72	10.38
营运资本变动	3,586	904	268	(500)	P/B(现价)	0.70	0.68	0.66	0.64

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>