

海螺水泥（600585.SH）

2025 中报点评：业绩同比改善，拟首次中期分红

优于大市

核心观点

业绩同比改善，并拟首次中期分红。2025H1 公司实现营收 412.9 亿元，同比-9.4%，其中主营业务收入 348.4 亿元，同比+2.31%，归母净利润 43.7 亿元，同比+31.3%，扣非归母净利润 42.0 亿元，同比+31.8%，EPS 为 0.83 元/股，并拟中期分红 10 派 2.4 元（含税）；其中 Q2 单季度实现营收 222.4 亿元，同比-8.2%，归母净利润 25.6 亿元，同比+40.3%，扣非归母净利润 25.4 亿元，同比+39.6%，尽管市场需求不足，但受益水泥价格提升及煤炭成本下降和持续降本控费，业绩同比改善。

水泥盈利改善，国内份额持续巩固，并加大海外拓展。2025H1 公司水泥熟料自产品销量 1.26 亿吨，同比-0.35%，销量降幅显著好于行业（全国水泥产量同比-4.3%），测算吨价格/吨成本/吨毛利分别为 244.2/174.2/70.0 元/吨，分别同比+4.4/-13.4/+17.8 元/吨；骨料和商混业务分别实现收入 21.1/15.2 亿元，同比-3.6%/+29.0%，毛利率分别为 43.9%/11.4%，同比-4.0pp/+3.0pp，骨料业务收入盈利仍有承压，商混业务毛利率小幅回升。同时随着海外项目持续推进，收入稳步增长，实现海外收入 24.6 亿元，同比+7.1%，毛利率 45.2%，同比+5.2pp，盈利能力高于国内水平。

现金持续充裕，稳步推进项目并购建设。2025H1 综合毛利率为 25.2%，同比+6.3PP，Q2 单季度 27.2%，同比+7.2pp/环比+4.3pct，期间费用率 10.7%，同比+1.16pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.5/+1.25/-0.23/-0.39pp，主因收入下滑导致费用摊薄减弱。2025H1 经营活动现金流净额 82.9 亿，同比+20.6%，货币资金和交易性金融资产合计 638.4 亿元，同比-8.2%，在手现金依旧充裕，完成资本性支出 62.1 亿元，同比-19%，国内业务加快整合，新疆尧柏项目收购进一步完善区域布局，并稳步推进海外拓展，其中并购西巴布亚海螺有效提升印尼市场竞争力，柬埔寨金边 5000 吨生产线建成运营，新增海外熟料产能 180 万吨

风险提示：需求恢复不及预期；原材料价格上涨超预期；错峰协同不及预期；

投资建议：“反内卷”深化推进，龙头优势有望持续领先，维持“优于大市”

随着重大战略工程项目稳步推进，有望带动基建投资改善并形成更多实物量，同时“反内卷”持续深化，将进一步推动供需格局改善和盈利水平修复，公司作为国内水泥龙头优势领先，有望持续受益。预计 2025-2027 年 EPS 为 1.85/1.08/2.25 元/股，对应 PE 为 8.4/7.6/7.1X，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)	140,999	91,030	85,787	86,854	88,561
(+/-%)	6.8%	-35.4%	-5.8%	1.2%	2.0%
净利润(百万元)	10430	7696	9826	10997	11935
(+/-%)	-33.4%	-26.2%	27.7%	11.9%	8.5%
每股收益(元)	1.97	1.45	1.85	2.08	2.25
EBIT Margin	8.1%	9.0%	12.5%	13.6%	14.4%
净资产收益率(ROE)	5.6%	4.1%	5.1%	5.5%	5.8%
市盈率(PE)	12.6	17.0	13.3	11.9	11.0
EV/EBITDA	9.5	11.2	8.4	7.6	7.1
市净率(PB)	0.71	0.70	0.68	0.66	0.64

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

24.73 元

总市值/流通市值

131052/131052 百万元

52 周最高价/最低价

28.75/19.53 元

近 3 个月日均成交额

976.40 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

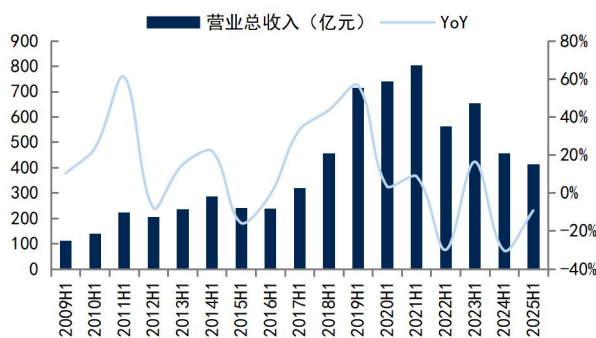
相关研究报告

《海螺水泥（600585.SH）-2024 年三季报点评：盈利修复可期，看好龙头优势持续领先》——2024-10-30

《海螺水泥（600585.SH）-2023 年年报点评：销量逆势提升，分红率维持较高水平》——2024-03-28

业绩同比改善，并拟首次中期分红。2025H1 公司实现营收 412.9 亿元，同比-9.4%，其中主营业务收入 348.4 亿元，同比+2.31%，归母净利润 43.7 亿元，同比+31.3%，扣非归母净利润 42.0 亿元，同比+31.8%，EPS 为 0.83 元/股，并拟中期分红 10 派 2.4 元（含税）；其中 Q2 单季度实现营收 222.4 亿元，同比-8.2%，归母净利润 25.6 亿元，同比+40.3%，扣非归母净利润 25.4 亿元，同比+39.6%，尽管市场需求不足，但受益水泥价格提升及煤炭成本下降和持续降本控费，业绩同比改善。

图1：海螺水泥营业收入及增速（单位：亿元、%）



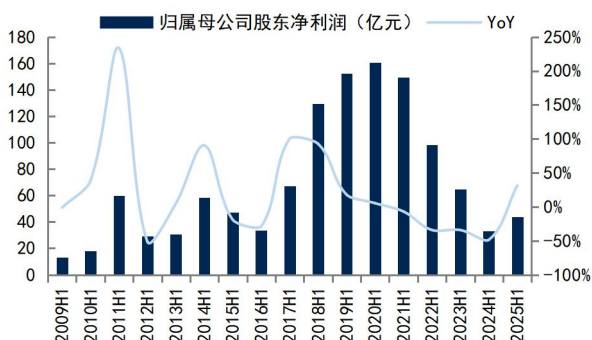
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海螺水泥单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



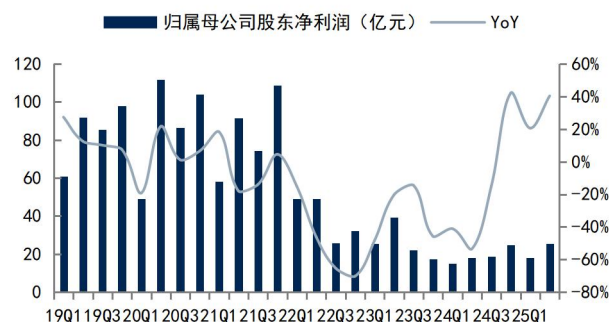
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海螺水泥归母净利润及增速（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：海螺水泥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

水泥盈利改善，国内份额持续巩固，并加大海外拓展。2025H1 公司水泥熟料自产品销量 1.26 亿吨，同比-0.35%，销量降幅显著好于行业（全国水泥产量同比-4.3%），测算吨价格/吨成本/吨毛利分别为 244.2/174.2/70.0 元/吨，分别同比+4.4/-13.4/+17.8 元/吨；骨料和商混业务分别实现收入 21.1/15.2 亿元，同比-3.6%/+29.0%，毛利率分别为 43.9%/11.4%，同比-4.0pp/+3.0pp，骨料业务收入盈利仍有承压，商混业务毛利率小幅回升。同时随着海外项目持续推进，收入稳步增长，实现海外收入 24.6 亿元，同比+7.1%，毛利率 45.2%，同比+5.2pp，盈利能力高于国内水平。

图5: 海螺水泥水泥熟料销量及增速



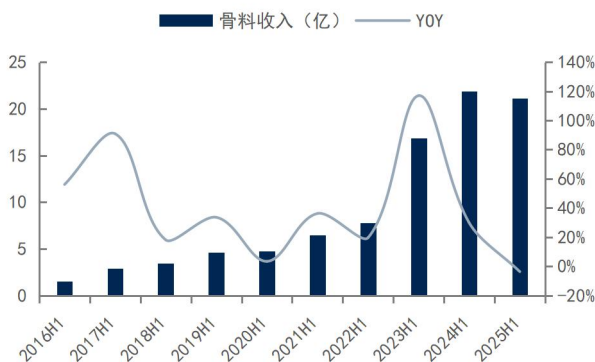
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 海螺水泥水泥熟料吨收入和吨成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 海螺水泥骨料业务收入及增速



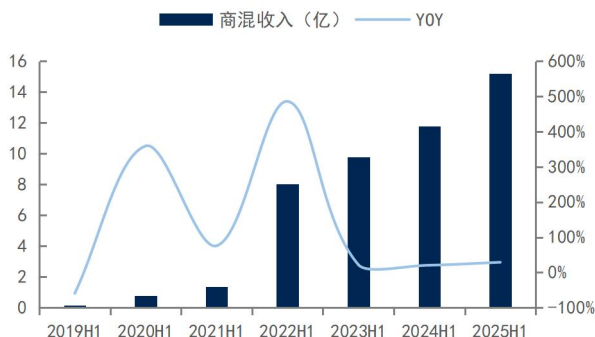
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 海螺水泥骨料业务毛利率



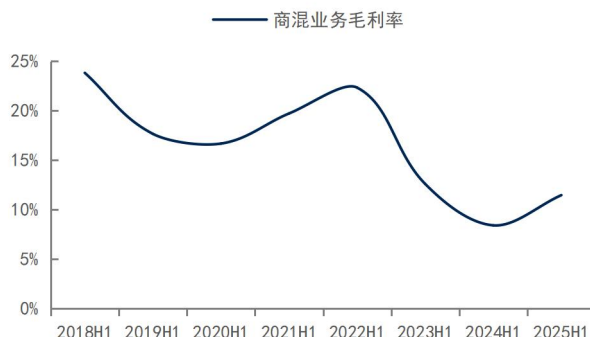
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 海螺水泥商混业务收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

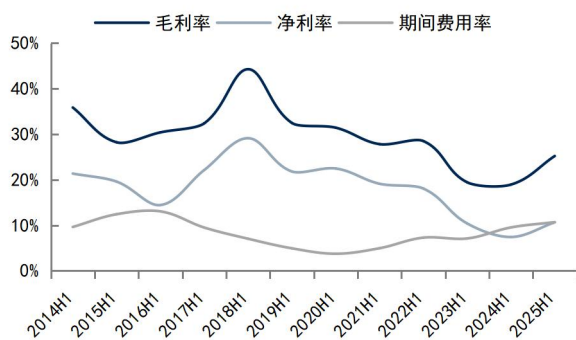
图10: 海螺水泥商混业务毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

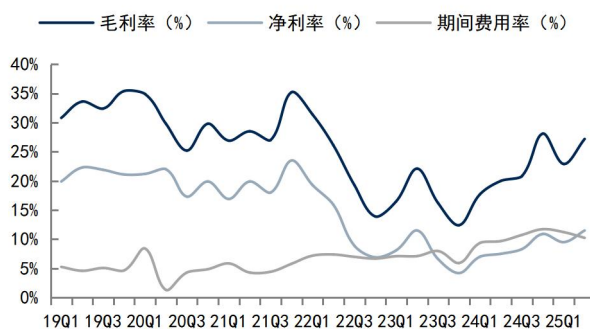
现金持续充裕，稳步推进项目并购建设。2025H1 综合毛利率为 25.2%，同比+6.3PP，Q2 单季度 27.2%，同比+7.2pp/环比+4.3pct，期间费用率 10.7%，同比+1.16pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.5/+1.25/-0.23/-0.39pp，主因收入下滑导致费用摊薄减弱。2025H1 经营活动现金流净额 82.9 亿，同比+20.6%，货币资金和交易性金融资产合计 638.4 亿元，同比-8.2%，在手现金依旧充裕，完成资本性支出 62.1 亿元，同比-19%，国内业务加快整合，新疆尧柏项目收购进一步完善区域布局，并稳步推进海外拓展，其中并购西巴布亚海螺有效提升印尼市场竞争力，柬埔寨金边 5000 吨生产线建成运营，新增海外熟料产能 180 万吨

海螺水泥上半年毛利率、净利率和期间费用率



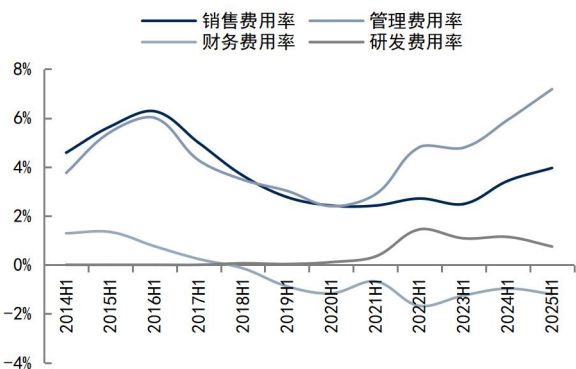
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 海螺水泥单季毛利率、净利率和期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 海螺水泥期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 海螺水泥经营性净现金流



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：“反内卷”深化推进，龙头优势有望持续领先。随着重大战略工程项目稳步推进，有望带动基建投资改善并形成更多实物量，同时“反内卷”持续深化，将进一步推动供需格局改善和盈利水平修复，公司作为国内水泥龙头优势领先，有望持续受益。预计 2025-2027 年 EPS 为 1.85/1.08/2.25 元/股，对应 PE 为 8.4/7.6/7.1X，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	68362	70229	75848	82605	91755	营业收入	140999	91030	85787	86854	88561
应收款项	10727	9686	8215	7486	6870	营业成本	117637	71272	62689	62758	63529
存货净额	10100	8109	6070	5367	4832	营业税金及附加	1024	963	858	869	886
其他流动资产	9696	5229	3431	3474	3542	销售费用	3424	3415	3431	3300	3188
流动资产合计	101096	93762	94202	99696	107839	管理费用	5652	5946	6947	6929	6950
固定资产	96407	98583	100333	100552	99426	研发费用	1860	1257	1115	1216	1240
无形资产及其他	32380	34264	32924	31586	30252	财务费用	(1119)	(1171)	(611)	(835)	(1019)
投资性房地产	8542	20250	20250	20250	20250	投资收益	544	297	500	600	600
长期股权投资	7765	7776	8376	8876	9376	资产减值及公允价值变动	(507)	(400)	(700)	(600)	(600)
资产总计	246189	254635	256084	260959	267142	其他收入	(1281)	(788)	(515)	(616)	(640)
短期借款及交易性金融负债	7347	7722	9996	7350	7718	营业利润	13138	9713	11757	13218	14388
应付款项	6568	6127	5148	5107	5160	营业外净收支	463	316	500	500	500
其他流动负债	15744	15043	9766	11161	10365	利润总额	13600	10029	12257	13718	14888
流动负债合计	29660	28892	24910	23618	23242	所得税费用	2851	2366	2451	2744	2978
长期借款及应付债券	15612	21586	21586	21586	21586	少数股东损益	319	(33)	(20)	(23)	(24)
其他长期负债	2949	3779	4308	4987	5591	归属于母公司净利润	10430	7696	9826	10997	11935
长期负债合计	18561	25366	25894	26573	27177	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	48220	54258	50804	50191	50419	净利润	10430	7696	9826	10997	11935
少数股东权益	12648	12437	12427	12416	12404	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	185321	187940	192853	198352	204319	折旧摊销	7445	8422	10921	11952	12726
负债和股东权益总计	246189	254635	256084	260959	267142	公允价值变动损失	507	400	700	600	600
						财务费用	(1119)	(1171)	(611)	(835)	(1019)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	7248	(4520)	(423)	3424	944
每股收益	1.97	1.45	1.85	2.08	2.25	其它	37	(6)	(10)	(11)	(12)
每股红利	1.74	1.20	0.93	1.04	1.13	经营活动现金流	25668	11992	21014	26962	26193
每股净资产	34.97	35.47	36.39	37.43	38.56	资本开支	0	(9098)	(12030)	(11433)	(10866)
ROIC	5%	4%	5%	5%	5%	其它投资现金流	8544	1702	(127)	(127)	(76)
ROE	6%	4%	5%	6%	6%	投资活动现金流	7572	(7407)	(12757)	(12060)	(11443)
毛利率	17%	22%	27%	28%	28%	权益性融资	31	179	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	13%	14%	14%	负债净变化	5923	(5526)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	18%	25%	27%	29%	支付股利、利息	(9230)	(6355)	(4913)	(5498)	(5967)
收入增长	7%	-35%	-6%	1%	2%	其它融资现金流	(16160)	20864	2275	(2646)	368
净利润增长率	-33%	-26%	28%	12%	9%	融资活动现金流	(22743)	(2717)	(2638)	(8145)	(5600)
资产负债率	25%	26%	25%	24%	24%	现金净变动	10496	1868	5618	6757	9150
股息率	7.0%	4.8%	3.7%	4.2%	4.6%	货币资金的期初余额	57866	68362	70229	75848	82605
P/E	12.6	17.0	13.3	11.9	11.0	货币资金的期末余额	68362	70229	75848	82605	91755
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	企业自由现金流	0	1051	7065	13370	13019
EV/EBITDA	9.5	11.2	8.4	7.6	7.1	权益自由现金流	0	16390	9829	11391	14202

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