

海螺水泥（600585.SH）：盈利水平提升推动利润高增长

2025 年 8 月 28 日

强烈推荐/维持

海螺水泥

公司报告

海螺水泥 2025 年上半年实现营业收入 412.92 亿元，同比下降 9.38%；归属于母公司所有者的净利润为 43.68 亿元，同比增长 31.34%，扣非后归母净利润为 41.98 亿元，同比增长 31.81%，实现 EPS 为 0.83 元。

点评：

材料贸易压缩和销量微降导致营业收入同比下降。公司其他业务中主要为材料贸易等，2025 年上半年实现营业收入为 64.55 亿元，同比下降 43.94%，主要原因是公司压缩了建材贸易业务所致。其他业务盈利水平较低，上半年毛利率仅为 7.86%，较其他主业差距较大。同时，上半年自产水泥熟料销量为 1.26 亿吨，同比下降 0.35%，虽然自产品销售收入实现 342.89 亿元，同比增长 2.11%，但是也不能对冲材料贸易大幅压缩的影响。

燃料及动力成本下降推动公司利润高增长。2025 年上半年公司综合毛利率为 25.2%，同比提高 6.27 个百分点，主要是综合成本下降所致。上半年吨成本为 174.18 元，同比下降 7.14%，主要是燃料及动力、原材料和其他成本下降所致。其中吨燃料及动力成本为 96.36 元，同比下降 13.76%；吨原材料成本为 31.86 元，同比降 0.28%；吨其他成本为 16.33 元，同比下降 1.32%。公司成本的下降虽然主要是煤炭价格下降，但也和公司 AI 赋能及生产优化有关。综合成本的下降推动公司利润同比大幅增长。

盈利仍处较低水平，继续提升经营品质紧抓市场整合机遇。2025 年上半年公司年化净资产收益率为 4.63%，同比提高 1.02 个百分点，主要是净利率提升的带动。上半年公司净利率为 10.65%，同比提高 3.22 个百分点。公司盈利水平虽然同比都改善明显，但较历史水平相比仍处于较低水平。

所以，在当前行业依然低迷的环境下，公司继续通过市场建设提升市场占有率，通过发挥采购规模优势以及智能化技术改造等降本提质增效。同时，公司通过国内区域市场并购完成市场布局和控制，加速海外发展等打开发展新空间。在当前的行业竞争激烈的环境下，作为行业龙头有利于公司通过内生和外延的齐进的方式获得更好的发展和成长。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归属于母公司净利润分别为 93.69 亿元、104.04 亿元和 116.67 亿元，对应 EPS 分别为 1.77、1.96 元和 2.20 元。当前股价对应 PE 值分别为 13.99 倍、12.60 倍和 11.23 倍。考虑到公司作为水泥行业龙头，规模成本优势突出，行业持续低迷下公司通过内生、外延和海外发展拓展新空间，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：房地产行业景气度低迷持续性超预期。

公司简介：

海螺水泥主要从事水泥、熟料以及骨料等材料的生产和销售，其水泥熟料产能位居国内企业第二，是中国乃至世界水泥行业的标杆企业。

资料来源：公司公告、iFinD

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

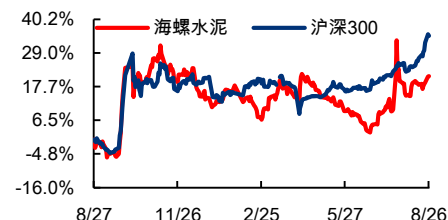
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	27.17-19.81
总市值（亿元）	1,310.52
流通市值（亿元）	989.13
总股本/流通 A 股（万股）	529,930/399,970
流通 B 股/H 股（万股）	-/129,960
52 周日均换手率	1.2

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	140999.43	91029.62	88447.94	90466.90	94695.06
增长率（%）	6.80%	-35.44%	-2.84%	2.28%	4.67%
归母净利润（百万元）	10430.14	7696.12	9368.52	10403.57	11667.36
增长率（%）	-33.40%	-26.21%	21.73%	11.05%	12.15%
净资产收益率（%）	5.63	4.09	4.83	5.19	5.62
每股收益（元）	1.97	1.45	1.77	1.96	2.20
PE	12.56	17.03	13.99	12.60	11.23
PB	0.71	0.70	0.68	0.65	0.63

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	106018.2	101095.9	93762.03	85390.00	88389.68	营业收入	140999.	91029.6	88447.9	90466.9	94695.0
货币资金	68361.60	70229.35	62899.49	65529.40	67502.37	营业成本	117636.6	71272.0	68614.5	68911.87	71158.89
应收账款	6287.87	5197.17	4873.82	4985.07	5218.06	营业税金及附加	1024.18	962.70	741.89	758.83	794.29
其他应收款	3693.85	1410.26	2100.13	2148.07	2248.47	营业费用	3423.66	3415.44	2341.23	2394.67	2506.59
预付款项	2403.78	944.85	1479.27	1513.03	1583.75	管理费用	5651.52	5945.91	5033.24	5401.81	5565.76
存货	10100.35	8108.52	7136.79	7167.71	7401.43	财务费用	-1119.18	-1170.53	-70.75	-160.54	-195.06
其他流动资产	3920.51	1958.87	1743.53	1771.71	1830.71	研发费用	1859.55	1257.07	1245.13	1273.55	1333.07
非流动资产合计	145093.2	160873.2	164445.6	168319.9	173593.1	资产减值损失	-301.23	-309.92	-163.36	-167.09	-174.90
长期股权投资	7765.19	7775.67	8198.07	8620.48	9042.88	公允价值变动收益	-206.12	-90.02	0.00	0.00	0.00
固定资产	85904.59	89965.10	94259.55	103966.7	109619.3	投资净收益	543.60	296.78	730.35	730.35	730.35
无形资产	32379.66	34264.06	29726.34	25557.67	21758.04	加: 其他收益	565.34	524.69	585.35	585.35	585.35
其他非流动资产	5651.53	16487.11	16487.11	16487.11	16487.11	营业利润	13137.7	9713.11	11687.56	13027.4	14663.4
资产总计	246189.2	254635.2	249835.6	256709.5	264899.1	营业外收入	648.91	478.61	643.18	643.18	643.18
流动负债合计	29659.83	28892.09	18018.33	18146.94	18771.84	营业外支出	186.21	162.52	203.25	203.25	203.25
短期借款	4479.56	5748.69	0.00	0.00	0.00	利润总额	13600.4	10029.1	12127.4	13467.3	15103.3
应付账款	6298.25	5854.95	4596.24	4616.15	4766.67	所得税	2851.28	2365.99	2583.77	2869.23	3217.77
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	10749.1	7663.20	9543.72	10598.1	11885.55
一年内到期的非流动负债	2353.06	2867.64	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	319.05	-32.92	175.20	194.56	218.19
非流动负债合计	48220.47	54257.81	43384.05	43512.66	44137.56	归属母公司净利润	10430.1	7696.12	9368.52	10403.5	11667.36
长期借款	15809.96	10326.74	21826.74	21826.74	21826.74	主要财务比率					
应付债券	263.93	694.72	694.72	694.72	694.72		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	77880.30	83149.89	61402.37	61659.59	62909.40	成长能力					
少数股东权益	12647.64	12437.08	12612.28	12806.84	13025.03	营业收入增长	6.80%	-35.44%	-2.84%	2.28%	4.67%
实收资本（或股本）	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	5299.30	营业利润增长	-32.54%	-26.07%	20.33%	11.46%	12.56%
资本公积	10628.59	10619.03	10619.03	10619.03	10619.03	归属于母公司净利润增	-33.40%	-26.21%	21.73%	11.05%	12.15%
未分配利润	169393.1	172022.0	177921.0	184471.7	191818.2	获利能力					
归属母公司股东权益合计	197968.7	200377.4	206451.6	213196.9	220761.6	毛利率(%)	16.57	21.70	22.42	23.83	24.85
负债和所有者权益	246189.2	254635.2	249835.6	256709.5	264899.1	净利率(%)	7.62	8.42	10.79	11.71	12.55
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	4.24	3.02	3.75	4.05	4.40
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	5.63	4.09	4.83	5.19	5.62
经营活动现金流	20105.56	18476.25	16352.74	22377.34	24653.92	偿债能力					
净利润	10749.19	7663.20	8151.17	9205.58	10493.01	资产负债率(%)	19.59	21.31	17.37	16.95	16.66
折旧摊销	7445.26	8505.71	11329.93	12548.18	13649.14	流动比率	3.41	3.25	4.74	4.87	4.86
财务费用	-1119.18	-1170.53	-70.75	-160.54	-195.06	速动比率	2.93	2.88	4.19	4.32	4.31
应收帐款减少	2111.79	1090.70	323.35	-111.25	-232.99	营运能力					
预收帐款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.57	0.36	0.35	0.35	0.36
投资活动现金流	-19307.0	-13326.2	-14535.1	-16055.1	-18555.1	应收账款周转率	22.42	17.52	18.15	18.15	18.15
公允价值变动收益	-206.12	-90.02	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	18.68	12.17	14.93	14.93	14.93
长期投资减少	25043.94	-3166.55	-4073.64	0.00	0.00	每股指标（元）					
投资收益	543.60	301.15	730.35	730.35	730.35	每股收益(最新摊)	1.97	1.45	1.77	1.96	2.20
筹资活动现金流	-5436.20	-385.48	-9147.45	-3692.30	-4125.81	每股净现金流(最新摊)	-0.87	0.90	-1.38	0.50	0.37
应付债券增加	0.00	11500.00	-11500.0	0.00	0.00	每股净资产(最新摊)	37.36	37.81	38.96	40.23	41.66
长期借款增加	6065.26	6016.78	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	12.56	17.03	13.99	12.60	11.23
资本公积增加	115.74	-9.56	0.00	0.00	0.00	P/B	0.71	0.70	0.68	0.65	0.63
现金净增加额	-4607.01	4765.13	-7329.85	2629.91	1972.97	EV/EBITDA	7.23	7.76	6.00	5.37	4.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	新藏铁路等重大项目逐步落地拉动内需，保障经济行稳致远	2025-08-12
行业普通报告	雅江水电站开工释放新政策信号	2025-07-22
行业普通报告	新城市工作会议推动地产回归健康发展轨道和行业供需新平衡	2025-07-16
行业普通报告	反内卷政策落地加速构建水泥等行业供需新平衡	2025-07-07
行业深度报告	建筑建材行业：内需释放和供给优化下的新平衡—建筑建材行业 2025 年中期展望	2025-06-17
行业深度报告	建材行业：部分细分行业最差的情况存在改善迹象—2024 年和 2025 年一季报综述	2025-05-16
公司普通报告	海螺水泥（600585.SH）：行业持续低迷，内生外延和海外拓展新空间	2025-05-03
行业深度报告	建筑建材行业：内需释放下的新平衡—行业框架报告	2025-04-23
行业普通报告	建材行业：美国高关税促内需发力，政策逐步落地促行业估值修复—美国加征高关税点评	2025-04-08
公司普通报告	海螺水泥（600585.SH）：历史底部持续蓄力，等待改善	2024-08-29

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

16 余年研究经验，上下结合研究框架，涵盖建筑建材及非金属新材料等行业。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名；东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名；卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围；今日投资“天眼”2018 年唯一 3 年五星级分析师及 2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师、选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等；2019 年“金翼奖”第 1 名；2020 年 WIND 金牌分析师第 3 名、东方财富最佳行业分析师第 3 名；2021 年 wind 金牌分析师第 2 名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526