

建筑材料

报告日期：2025 年 09 月 01 日

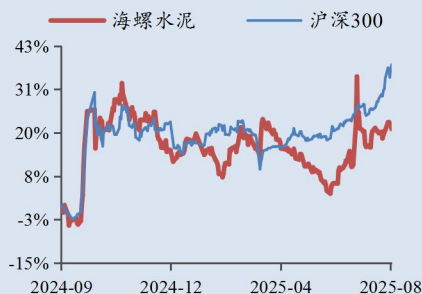
公司盈利能力改善，关注供给侧积极变化

——海螺水泥（600585.SH）2025 年半年报点评报告

华龙证券研究所

投资评级：增持（维持）

最近一年走势



市场数据

2025 年 08 月 29 日

当前价格（元）	24.35
52 周价格区间（元）	19.53-28.75
总市值（百万元）	129,038.02
流通市值（百万元）	97,392.76
总股本（万股）	529,930.26
流通股（万股）	399,970.26
近一月换手（%）	25.59

分析师：彭棋

执业证书编号：S0230523080002

邮箱：pengq@hlzq.com

相关阅读

《行业协同加强有望筑底，公司盈利能力有望改善——海螺水泥（600585.SH）2024 年年报点评报告》2025.03.26

事件：

2025 年 8 月 27 日，海螺水泥发布 2025 年半年报：2025 年上半年公司实现营业收入 412.92 亿元，同比下滑 9.38%；实现归属上市公司股东的净利润 43.68 亿元，同比增长 31.34%。

观点：

- **水泥熟料量减价增，公司收入承压盈利改善。**2025 年上半年，中国水泥行业需求延续疲软态势，房地产开发投资同比下降 11.2%，继续深度调整并拖累水泥市场，全国水泥需求延续下降走势，上半年全国水泥产量 8.15 亿吨，同比下降 4.3%，降幅较去年同期收窄 5.7 个百分点。受国内水泥及熟料需求疲软影响，2025 年上半年公司实现水泥和熟料合计销量 1.27 亿吨，同比下降 0.09%。从盈利能力来看，2025 年上半年公司水泥熟料平均价格为 274.31 元/吨，同比增长 8.28 元/吨，同时公司水泥熟料平均成本同比下降 9.25 元/吨，公司产品综合毛利率为 28.41%，同比提升 5.70 个百分点。
- **下半年供需格局有望改善，价格有望回升。**2025 年下半年，从水泥行业供需来看，需求端：基建领域受政府投资、重大战略工程项目及城市更新行动带动，将继续支撑水泥需求；但房地产市场仍处筑底阶段，投资与施工端压力未缓解，预计继续拖累水泥需求。供给端：行业自律、错峰生产仍是供给管控重要措施，且政府深化“内卷式”竞争综合治理，有助于规范水泥市场秩序、改善供求关系、推动价格合理回升。
- **盈利预测及投资评级：**2025 年下半年，水泥行业供需格局有望改善，行业盈利能力有望回升，公司业绩有望继续改善。我们假设公司 2025-2027 年营业收入增速分别为 2.48%、7.52%、6.05%。据此我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 932.85 亿元、1002.96 亿元、1063.63 亿元，归母净利润 98.71 亿元、107.28 亿元、110.22 亿元，当前股价对应 PE 分别为 13.1、12.0、11.7 倍。参考 2025 年可比公司平均估值 14.8 倍 PE，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观环境出现不利变化；水泥需求不及预期；水泥价格上涨不及预期；行业竞争加剧；原材料价格大幅变化等。

➤ 盈利预测简表

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	141,157	91,030	93,285	100,296	106,363
增长率（%）	6.92	-35.51	2.48	7.52	6.05
归母净利润（百万元）	10,428	7,696	9,871	10,728	11,022
增长率（%）	-33.42	-26.19	28.26	8.68	2.74
ROE（%）	5.43	3.82	4.87	5.20	5.20
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.97	1.45	1.86	2.02	2.08
市盈率（P/E）	12.4	16.8	13.1	12.0	11.7
市净率（P/B）	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所

可比公司估值表（2025 年 8 月 29 日）

代码	证券简称	总市值 (亿元)	EPS（元）					市盈率 PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
600585.SH	海螺水泥	1,290.4	1.97	1.45	1.86	2.02	2.08	12.4	16.8	13.1	12.0	11.7
600801.SH	华新水泥	327.2	1.33	1.16	1.22	1.45	1.57	10.2	11.6	12.9	10.8	10.0
000672.SZ	上峰水泥	86.9	0.77	0.65	0.80	0.87	0.93	8.2	10.0	11.2	10.2	9.6
002233.SZ	塔牌集团	106.5	0.62	0.45	0.55	0.58	0.62	11.4	17.0	16.2	15.3	14.4
000401.SZ	冀东水泥	131.6	-0.56	-0.37	0.26	0.39	0.43	/	/	19.0	12.6	11.5
	平均值	163.0						9.9	12.9	14.8	12.2	11.4

数据来源：Wind，华龙证券研究所（本表海螺水泥、华新水泥、上峰水泥盈利预测取自华龙证券研究所，其余公司盈利预测及评级均取自 Wind 一致预期）

表：公司财务预测表

资产负债表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	101,233	93,762	103,783	108,857	115,874
现金	68,382	70,229	79,156	83,326	89,251
应收票据及应收账款	10,775	9,686	9,928	10,362	10,910
其他应收款	3,696	1,410	1,699	1,644	1,901
预付账款	2,404	945	1,019	1,092	1,147
存货	10,155	8,109	8,598	9,049	9,281
其他流动资产	5,820	3,383	3,383	3,383	3,383
非流动资产	145,124	160,873	158,970	158,054	156,475
长期股权投资	7,765	7,776	8,077	8,469	8,793
固定资产	85,523	89,228	86,530	85,223	83,426
无形资产	32,442	34,264	35,012	34,907	34,773
其他非流动资产	19,394	29,606	29,352	29,454	29,483
资产总计	246,356	254,635	262,753	266,910	272,349
流动负债	29,774	28,892	29,506	30,515	31,127
短期借款	4,480	5,749	5,644	5,563	5,403
应付票据及应付账款	6,654	6,127	6,180	5,984	6,042
其他流动负债	18,641	17,016	17,682	18,968	19,682
非流动负债	18,561	25,366	26,557	26,097	25,728
长期借款	15,612	21,586	22,778	22,318	21,948
其他非流动负债	2,949	3,779	3,779	3,779	3,779
负债合计	48,335	54,258	56,063	56,613	56,855
少数股东权益	12,632	12,437	12,641	12,847	13,027
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	10,721	10,619	10,619	10,619	10,619
留存收益	171,654	174,295	179,693	185,319	191,126
归属母公司股东权益	185,389	187,940	194,049	197,450	202,467
负债和股东权益	246,356	254,635	262,753	266,910	272,349

现金流量表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	20,074	18,476	14,554	17,469	16,886
净利润	10,745	7,663	10,075	10,933	11,202
折旧摊销	7,426	8,422	6,588	8,341	7,598
财务费用	-1,121	-1,171	-1,151	-962	-971
投资损失	-544	-297	-401	-648	-472
营运资金变动	3,240	3,232	-878	-701	-930
其他经营现金流	328	626	321	505	460
投资活动现金流	-19,306	-13,326	-4,288	-6,955	-5,658
资本支出	14,167	11,314	4,384	7,032	5,695
长期投资	-5,968	-3,624	-301	-392	-324
其他投资现金流	828	1,612	397	469	361
筹资活动现金流	-5,548	-385	-1,339	-6,344	-5,303
短期借款	-5,558	1,269	-105	-81	-160
长期借款	5,923	5,974	1,191	-460	-370
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	208	-101	0	0	0
其他筹资现金流	-6,122	-7,528	-2,426	-5,804	-4,773
现金净增加额	-4,750	4,765	8,927	4,170	5,926

利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	141,157	91,030	93,285	100,296	106,363
营业成本	117,746	71,272	71,004	75,885	80,655
税金及附加	1,026	963	987	1,063	1,127
销售费用	3,426	3,415	3,498	3,761	3,989
管理费用	5,668	5,946	6,092	6,549	6,946
研发费用	1,902	1,257	1,213	1,254	1,276
财务费用	-1,121	-1,171	-1,151	-962	-971
资产和信用减值损失	-334	-354	-317	-326	-348
其他收益	570	525	691	613	600
公允价值变动收益	-206	-90	-41	-199	-134
投资净收益	544	297	401	648	472
资产处置收益	46	-12	37	20	23
营业利润	13,131	9,713	12,414	13,501	13,953
营业外收入	649	479	643	590	571
营业外支出	186	163	203	184	183
利润总额	13,594	10,029	12,854	13,907	14,340
所得税	2,850	2,366	2,779	2,974	3,139
净利润	10,745	7,663	10,075	10,933	11,202
少数股东损益	317	-33	204	205	180
归属母公司净利润	10,428	7,696	9,871	10,728	11,022
EBITDA	24,168	21,311	22,302	25,298	25,116
EPS（元）	1.97	1.45	1.86	2.02	2.08

主要财务比率					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入同比增长率(%)	6.92	-35.51	2.48	7.52	6.05
营业利润同比增长率(%)	-32.57	-26.03	27.80	8.76	3.35
归属于母公司净利润同比增长率(%)	-33.42	-26.19	28.26	8.68	2.74
获利能力					
毛利率(%)	16.59	21.70	23.89	24.34	24.17
净利率(%)	7.61	8.42	10.80	10.90	10.53
ROE(%)	5.43	3.82	4.87	5.20	5.20
ROIC(%)	6.32	4.50	5.44	5.80	5.83
偿债能力					
资产负债率(%)	19.62	21.31	21.34	21.21	20.88
净负债比率(%)	-22.37	-19.55	-22.66	-24.24	-26.53
流动比率	3.40	3.25	3.52	3.57	3.72
速动比率	2.92	2.88	3.14	3.19	3.34
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.36	0.36	0.38	0.39
应收账款周转率	28.00	22.15	26.00	29.00	30.00
应付账款周转率	17.89	11.65	12.00	13.00	14.00
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.97	1.45	1.86	2.02	2.08
每股经营现金流(最新摊薄)	3.79	3.49	2.75	3.30	3.19
每股净资产(最新摊薄)	34.98	35.47	36.62	37.26	38.21
估值比率					
P/E	12.4	16.8	13.1	12.0	11.7
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.94	4.78	4.23	3.57	3.36

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 6-12 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046