

2025 年 09 月 01 日

海螺水泥 (600585. SH)

投资评级：增持（维持）

——毛利率改善有望助推业绩筑底

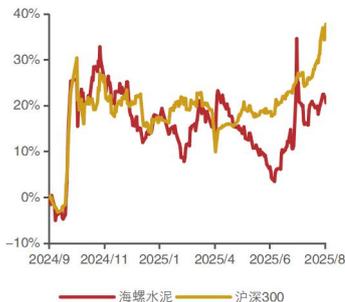
证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

林高凡
lingaofan@huayuanstock.com
唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 29 日

收盘价 (元)	24.35
一年内最高/最低 (元)	28.75/19.53
总市值 (百万元)	129,038.02
流通市值 (百万元)	129,038.02
总股本 (百万股)	5,299.30
资产负债率 (%)	20.52
每股净资产 (元/股)	35.68

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年中报，实现收入 412.92 亿元，同比下降 9.38%，归母净利润 43.68 亿元，同比增长 31.34%；其中单二季度实现收入 222.40 亿元，同比下降 8.24%，归母净利润 25.57 亿元，同比增长 40.26%。
- **水泥主业量缩利升，最困难的时候或已过去。**上半年受地产继续调整影响，全国水泥产量 8.15 亿吨，同比下降 4.3%。公司凭借自身行业地位，上半年水泥熟料自产品销量为 1.26 亿吨，同比下降 0.35%。盈利能力来看，受益于价格修复和煤炭成本下降，公司上半年实现综合毛利率 25.20%，同比上升 6.27 个百分点。吨指标来看，我们测算 2025H1 公司水泥及熟料自产品综合吨收入 243 元，同比上升 4 元；吨成本 174 元，同比下降 14 元；吨毛利 70 元，同比上升 18 元；吨净利 35 元，同比上升 8 元。
- **骨料业务景气度下滑，商混业务景气度上行。**公司骨料及机制砂收入 21.12 亿元，同比下降 3.63%，综合毛利率为 43.87%，同比下降 3.97 个百分点；商品混凝土收入 15.19 亿元，同比增长 28.86%，综合毛利率 11.40%，同比上升 2.98 个百分点。
- **期间费用率上升，净利率提升。**上半年公司期间费用率 10.69%，同比上升 1.16 个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.96%、7.18%、0.75%、-1.20%，分别上升 0.53、上升 1.25、下降 0.39、下降 0.23 个百分点。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 93.28、105.03、117.65 亿元，8 月 29 日股价对应的 PE 分别为 14、12、11 倍。水泥行业价格自二季度以来持续下行，当前“反内卷”背景下主要企业协同意愿再度提升，价格有望止跌回稳。维持“增持”评级。

- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期，非水泥业务进展不及预期，原材料价格波动

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	140,999	91,030	101,292	106,156	111,548
同比增长率 (%)	6.80%	-35.44%	11.27%	4.80%	5.08%
归母净利润 (百万元)	10,430	7,696	9,328	10,503	11,765
同比增长率 (%)	-33.40%	-26.21%	21.21%	12.59%	12.01%
每股收益 (元/股)	1.97	1.45	1.76	1.98	2.22
ROE (%)	5.63%	4.09%	4.81%	5.24%	5.66%
市盈率 (P/E)	12.37	16.77	13.83	12.29	10.97

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	70,229	66,134	67,790	70,693
应收票据及账款	11,110	11,487	12,039	12,651
预付账款	945	1,694	1,775	1,866
其他应收款	1,410	2,405	2,521	2,649
存货	8,109	8,117	8,409	8,750
其他流动资产	1,959	1,923	1,991	2,066
流动资产总计	93,762	91,761	94,525	98,674
长期股权投资	7,776	8,076	8,376	8,676
固定资产	89,965	91,638	97,613	98,436
在建工程	9,356	9,678	5,000	5,000
无形资产	34,264	33,252	32,240	31,227
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	19,513	19,509	19,506	19,503
非流动资产合计	160,873	162,153	162,735	162,842
资产总计	254,635	253,913	257,260	261,516
短期借款	5,749	5,749	5,749	5,749
应付票据及账款	6,127	5,439	5,635	5,864
其他流动负债	17,016	15,116	15,694	16,360
流动负债合计	28,892	26,304	27,078	27,973
长期借款	21,827	17,534	13,171	8,765
其他非流动负债	3,539	3,539	3,539	3,539
非流动负债合计	25,366	21,073	16,710	12,304
负债合计	54,258	47,377	43,789	40,277
股本	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	10,619	10,619	10,619	10,619
留存收益	172,022	177,896	184,509	191,917
归属母公司权益	187,940	193,814	200,428	207,835
少数股东权益	12,437	12,722	13,044	13,404
股东权益合计	200,377	206,537	213,471	221,239
负债和股东权益合计	254,635	253,913	257,260	261,516

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	7,663	8,491	9,702	11,002
折旧与摊销	8,502	9,021	9,718	10,193
财务费用	-1,171	-1,114	-1,282	-1,572
投资损失	-297	-550	-550	-550
营运资金变动	3,232	-4,682	-334	-351
其他经营现金流	542	1,455	1,455	1,455
经营性现金净流量	18,473	12,622	18,709	20,177
投资性现金净流量	-13,326	-10,083	-10,083	-10,083
筹资性现金净流量	-385	-6,634	-6,970	-7,191
现金流量净额	4,762	-4,095	1,656	2,903

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	91,030	101,292	106,156	111,548
营业成本	71,272	78,037	80,848	84,123
税金及附加	963	1,071	1,123	1,180
销售费用	3,415	3,800	3,983	4,185
管理费用	5,946	6,616	6,934	7,286
研发费用	1,257	1,399	1,466	1,540
财务费用	-1,171	-1,114	-1,282	-1,572
资产减值损失	-310	-345	-361	-380
信用减值损失	-44	-24	-26	-27
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	297	550	550	550
公允价值变动损益	-90	0	0	0
资产处置收益	-12	14	14	14
其他收益	525	585	585	585
营业利润	9,713	12,262	13,846	15,548
营业外收入	479	500	500	500
营业外支出	163	180	180	180
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	10,029	12,582	14,166	15,868
所得税	2,366	2,968	3,342	3,743
净利润	7,663	9,614	10,824	12,124
少数股东损益	-33	285	321	360
归属母公司股东净利润	7,696	9,328	10,503	11,765
EPS(元)	1.45	1.76	1.98	2.22

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-35.44%	11.27%	4.80%	5.08%
营业利润增长率	-26.07%	26.24%	12.92%	12.29%
归母净利润增长率	-26.21%	21.21%	12.59%	12.01%
经营现金流增长率	-8.12%	-31.67%	48.22%	7.85%
盈利能力				
毛利率	21.70%	22.96%	23.84%	24.59%
净利率	8.42%	9.49%	10.20%	10.87%
ROE	4.09%	4.81%	5.24%	5.66%
ROA	3.02%	3.67%	4.08%	4.50%
估值倍数				
P/E	16.77	13.83	12.29	10.97
P/S	1.42	1.27	1.22	1.16
P/B	0.69	0.67	0.64	0.62
股息率	2.19%	2.68%	3.01%	3.38%
EV/EBITDA	6	5	5	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。