


公司评级 **增持（维持）**
报告日期 2025 年 09 月 01 日

基础数据

08 月 29 日收盘价（元）	24.35
总市值（亿元）	1,290.38
总股本（亿股）	52.99

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证建材】海螺水泥 2024 三季报点评：Q3 业绩承压，价格提振助力盈利修复-2024.10.30

分析师：季贤东

S0190522100003

jixiandong@xyzq.com.cn

分析师：陈宣屹

S0190525030003

chenxuanyi@xyzq.com.cn

海螺水泥(600585.SH)

Q2 业绩持续修复，提价降本盈利改善

投资要点：

- **海螺水泥发布 2025 年中报：**公司 2025 年上半年实现营业收入 412.92 亿元，同比减少 9.38%；实现归母净利润 43.68 亿元，同比增长 31.34%；实现扣非后归母净利润 41.98 亿元，同比增长 31.81%。其中，Q2 实现营业收入 222.40 亿元，同比减少 8.24%；实现归母净利润 25.57 亿元，同比增长 40.26%；实现扣非后归母净利润 25.35 亿元，同比增长 39.58%。
- **全年营业收入增加。**分产品来看，25 年上半年公司继续以水泥、商品熟料、骨料及混凝土的生产、销售为核心，自产的 42.5 级水泥、32.5 级水泥、熟料、骨料及机制砂、商品混凝土及贸易业务分别实现营业收入 238.69 亿元、37.48 亿元、30.41 亿元、21.12 亿元、15.19 亿元、5.48 亿元，较上年分别同比变动+0.77%、-3.37%、+14.99%、-3.63%、+28.86%、+16.33%。上半年行业效益总体同比改善，分季度来看，一季度受专项债发行加速、基建项目开工率回升影响，水泥需求下滑幅度减缓，同时行业自律意识增强，价格、效益同比实现回升；二季度需求不及预期，水泥价格持续下行，行业总体呈现“前高后低、震荡下行”的运行特征。上半年水泥总体需求小幅修复，市场形成托底，水泥主业营收基本持平；公司水泥业务产业链延伸战略成效显著，熟料、商品混凝土和贸易业务成为主要增长引擎。
- **吨利润方面，**2025 年 H1 受产品销售价格同比上升、销售成本同比下降影响，公司水泥熟料吨利润大幅上升。水泥熟料综合吨价格 241.40 元/吨，吨成本 172.18 元/吨，同比+5.39 元/吨、-12.44 元/吨；实现综合吨毛利 69.23 元/吨，同比+17.83 元/吨；吨净利 43.42 元/吨，同比+14.51 元/吨。
- **海内外产销情况来看，**2025 年上半年公司水泥熟料合计销售水泥 1.27 亿吨，同比下降 0.09%；水泥熟料贸易业务销量 187 万吨，同比上升 21.03%。海螺水泥在国内市场精耕细作，同时稳妥推进国际化发展战略，产能龙头地位稳固，当前公司拥有水泥产能 4.07 亿吨、熟料产能 2.76 亿吨、骨料产能 1.67 亿吨、商品混凝土产能 5715 万立方米及新能源装机 845 兆瓦，规模优势显著。国内方面，公司签约尧柏水泥项目优化主业覆盖，并新建及扩建 4 个骨料与 8 个商混项目以深化产业链一体化；此外，平凉光伏及通辽奈曼旗储能等新能源项目也取得进展。海外方面，公司完成了对印尼西巴布亚海螺的并购，并建成了柬埔寨金边 5000t/d 熟料生产线，国际化进程提速。
- **期间费用率同比提升。**公司 2025 年上半年期间费用 44.14 亿元，同比上升 0.71 亿元，占收入端比重为 10.69%，同比上升 1.16pct。细分来看，销售费用率为 3.96%，同比上升 0.53pct；管理费用率为 7.18%，同比上升 1.25pct；研发费用率为 0.75%，同比下降 0.39pct；财务费用率为-1.20%，同比下降 0.23pct。
- **公司 2025 年上半年实现综合毛利率 25.20%，同比上升 6.27pct，**主要受产品销售价格同比上升、销售成本同比下降影响；实现净利率 10.65%，同比上升 3.22pct。
 - 1) 分季度来看，Q1、Q2 毛利率分别为 22.88%/27.19%，同比分别变动 +5.13pct/+7.22pct。毛利率变动主要受益于煤炭价格跌幅明显，根据秦皇岛动力煤价格来看，25Q1、Q2 煤价为 725.62、634.72 元/吨，同比变动-19.78%、-25.25%，25Q2 环比-12.53%。
 - 2) 分业务来看，建材自产品销售作为主营业务的销售毛利率为 28.85%，同比增加 5.84 个百分点；其中公司自产的 42.5 级水泥、32.5 级水泥、熟料、骨料、商品混凝土的毛

利率分别为 29.07%、34.38%、18.57%、43.87%、11.40%，分别同比变动+6.45pct、+7.47pct、+11.87pct、-3.97pct、+2.98pct。

3) 分地区来看，东部地区/中部区域/南部区域/西部区域/出口毛利率分别为 22.50%/29.28%/30.31%/31.47%/16.71%，同比分别变动+3.71pct/ +6.04pct/ +7.19pct/ +8.63pct/+9.96pct。公司东部区域营业收入为 101.27 亿元，区域占比为第一。

- **公司持续重视股东回报。**2025 年度中期共派发股息 12.66 亿元，现金分红金额占归母净利润的比例为 29%，每股派息 0.24 元，按 8 月 29 日收盘价计算，股息率 TTM 为 3.90%。
- **现金流方面，公司 2025 年上半年经营性现金流净额为 82.87 亿元，同比多流入 14.16 亿元。**现金及现金等价物净增加额比上年同期降低 220.97%。减少的主要原因一是投资活动现金流出大幅增加；二是筹资活动现金流减少。虽然经营活动现金流有所增长，但不足以弥补前述流出，同时现金等价物公允价值调整明显下降，最终导致现金及现金等价物净增加额同比减少。
 - 1) 分季度来看，Q1、Q2 经营性现金流净额分别为 5.03/77.84 亿元，同比分别变动 +3.43/+10.73 亿元。
 - 2) 从收、付现比来看，2025 年上半年收、付现比分别为 117.3%、109.4%，同比分别变动-7.0pct、-2.7pct。
- **盈利预测:**预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 96.18 亿元/104.39 亿元/113.76 亿元，8 月 29 日收盘价对应 PE 分别为 13.4 倍/12.4 倍/11.3 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示:**宏观经济波动风险、行业竞争加剧、房地产行业波动风险、投资不及预期风险，煤炭价格波动风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	91030	89174	91070	94075
同比增长	-35.5%	-2.0%	2.1%	3.3%
归母净利润（百万元）	7696	9618	10439	11376
同比增长	-26.2%	25.0%	8.5%	9.0%
毛利率	21.7%	24.5%	25.2%	25.7%
ROE	4.1%	4.9%	5.1%	5.3%
每股收益（元）	1.45	1.82	1.97	2.15
市盈率	16.8	13.4	12.4	11.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	93762	98539	116709	135946
货币资金	70229	74337	91743	111466
交易性金融资产	509	509	509	509
应收票据及应收账款	9686	8148	9006	8949
预付款项	945	1134	1024	1115
存货	8109	8419	8510	7771
其他	4284	5992	5917	6136
非流动资产	160873	159182	152480	143391
长期股权投资	7776	7786	7796	7806
固定资产	89228	87618	83775	77159
在建工程	9356	6899	5179	3976
无形资产	34264	33403	32327	31140
商誉	1452	1452	1452	1452
其他	18798	22025	21952	21858
资产总计	254635	257721	269189	279337
流动负债	28892	25093	27498	27518
短期借款	5749	6049	6249	6549
应付票据及应付账款	6127	4798	5351	5240
其他	17016	14247	15898	15729
非流动负债	25366	23380	23335	23490
长期借款	10086	7586	7486	7436
其他	15279	15794	15849	16054
负债合计	54258	48473	50833	51008
股本	5299	5299	5299	5299
未分配利润	171645	178532	186031	194202
少数股东权益	12437	12560	12603	12699
股东权益合计	200377	209247	218355	228329
负债及权益合计	254635	257721	269189	279337

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	7696	9618	10439	11376
折旧和摊销	8506	10055	10567	10834
营运资金的变动	3586	-3331	1441	205
经营活动产生现金流量	18476	16635	22662	22669
资本支出	-10946	-4680	-3490	-1385
长期投资	-4074	-210	-60	-40
投资活动产生现金流量	-13326	-8950	-3240	-1097
债权融资	6190	-2152	155	455
股权融资	179	0	0	0
融资活动产生现金流量	-385	-3556	-2017	-1848
现金净变动	4765	4108	17406	19723

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	91030	89174	91070	94075
营业成本	71272	67350	68080	69942
税金及附加	963	892	937	954
销售费用	3415	3389	3439	3564
管理费用	5946	5796	5934	6122
研发费用	1257	1216	1250	1287
财务费用	-1171	-923	-1061	-1488
投资收益	297	317	310	328
公允价值变动收益	-90	0	0	0
信用减值损失	-44	0	0	0
资产减值损失	-310	0	0	0
营业利润	9713	12217	13286	14506
营业外收支	316	316	316	316
利润总额	10029	12533	13602	14822
所得税	2366	2792	3120	3351
净利润	7663	9741	10483	11472
少数股东损益	-33	123	44	96
归属母公司净利润	7696	9618	10439	11376
EPS 元	1.45	1.82	1.97	2.15

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-35.5%	-2.0%	2.1%	3.3%
营业利润增长率	-26.0%	25.8%	8.8%	9.2%
归母净利润增长率	-26.2%	25.0%	8.5%	9.0%
盈利能力				
毛利率	21.7%	24.5%	25.2%	25.7%
归母净利率	8.5%	10.8%	11.5%	12.1%
ROE	4.1%	4.9%	5.1%	5.3%
偿债能力				
资产负债率	21.3%	18.8%	18.9%	18.3%
流动比率	3.25	3.93	4.24	4.94
速动比率	2.88	3.43	3.79	4.51
营运能力				
资产周转率	36.3%	34.8%	34.6%	34.3%
每股资料(元)				
每股收益	1.45	1.82	1.97	2.15
每股经营现金	3.49	3.14	4.28	4.28
估值比率(倍)				
PE	16.8	13.4	12.4	11.3
PB	0.7	0.7	0.6	0.6

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

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 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：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn