

公司研究 | 点评报告 | 海螺水泥（600585.SH）

25H1 经营符合预期, 关注反内卷下的供给修复

报告要点

公司发布半年报：2025H1 营业收入 412.92 亿元，同比减少 9.38%；归属净利润 43.68 亿元，同比增长 31.34%；25Q2 营业收入 222.4 亿元，同比减少 8.24%；归属净利润 25.57 亿元，同比增长 40.26%。此外，2025 年度中期利润分配方案为派发中期股息每股 0.24 元（含税），派发总额为 12.6 亿元（含税）。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



李金宝

SAC: S0490516040002

SFC: BVZ972

海螺水泥 (600585.SH)

2025-09-02

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

25H1 经营符合预期, 关注反内卷下的供给修复

事件描述

公司发布半年报: 2025H1 营业收入 412.92 亿元, 同比减少 9.38%; 归属净利润 43.68 亿元, 同比增长 31.34%; 25Q2 营业收入 222.4 亿元, 同比减少 8.24%; 归属净利润 25.57 亿元, 同比增长 40.26%。

此外, 2025 年度中期利润分配方案为派发中期股息每股 0.24 元 (含税), 派发总额为 12.6 亿元 (含税)。

事件评论

- **需求虽然承压, 但成本端下降带来支撑, 盈利依然有增长。**从宏观环境来看, 2025H1 全国基础设施投资同比增长 4.6%, 房地产开发投资同比下降 11.2%, 房屋新开工面积同比下降 20.0%, 在整体宏观投资放缓背景下, 水泥需求表现也较为低迷, 创下近年新低。2025H1 全国水泥产量 8.15 亿吨, 同比下降 4.3%。
公司层面来看: 2025H1 水泥熟料自产品销量 1.26 亿吨, 同比下降 0.35% (销量增速明显好于行业); 不含税销价 243 元/吨, 同比增加 4 元; 吨毛利 70 元, 同比增加 18 元 (煤炭价格下跌, 成本端同比下降较为明显)。此外公司 2025H1 计提了资产减值损失约 3 亿。最终来看, 2025H1 公司实现归属净利润 43.68 亿元, 同比增长 31.34%。
- **资本开支节奏平稳, 中期放缓趋势明确。**2025H1 公司资本性支出约 62.1 亿元, 主要用于项目建设及对外投资支出。中期来看, 随着公司在光伏和骨料领域开支的放缓, 公司整体 capex 收缩趋势形成。
- 报告期内, 本集团新增熟料产能 180 万吨 (海外), 新增水泥产能 400 万吨, 新增骨料产能 350 万吨、商品混凝土产能 525 万立方米、新能源发电装机容量 200 兆瓦。截至报告期末, 本集团拥有熟料产能 2.76 亿吨, 水泥产能 4.07 亿吨, 骨料产能 1.67 亿吨, 在运行商品混凝土产能 5,715 万立方米, 在运行新能源发电装机容量 845 兆瓦。
- **期待供给治理提供价格修复弹性。**就目前反内卷来看, 水泥行业更多是围绕超产治理进行布局, 有望出清一部分产能; 更重要在于, 若严格按照备案产能生产, 有望对生产秩序进行一定优化, 真实产能利用率或一定改善 (表外产能被遏制), 价格中枢有望上移, 不过需要观察执行情况。
- **预计 2025-2026 年业绩 87、101 亿, 对应 PE 为 15、13 倍, 买入评级。**

风险提示

- 1、需求持续偏弱;
- 2、骨料价格持续走低。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	24.35
总股本(万股)	529,930
流通A股/B股(万股)	399,970/0
每股净资产(元)	35.68
近12月最高/最低价(元)	28.75/19.53

注: 股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《2025 年期待供给释放边际弹性》2025-04-07
- 《期待 24Q4 释放涨价弹性》2024-11-04
- 《24H1 业绩符合预期, 期待核心区域协同优化》2024-09-10


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、**需求持续偏弱。**地产端前端指标尤其新开工目前显著承压，对水泥需求形成较大拖累，后续基建稳增长的弹性需要观察。
- 2、**骨料价格持续走低。**骨料业务资源属性较强，盈利能力较高，公司前几年通过一系列布局已经初步具备规模。但是近年来随着全行业的新增产能投放，骨料价格持续走低，未来如果骨料价格持续下行，那么公司骨料利润可能有所承压。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	91030	84968	86097	85663	货币资金	70229	78376	85682	104918
营业成本	71272	64479	64576	63646	交易性金融资产	509	509	509	509
毛利	19758	20489	21521	22016	应收账款	3773	3308	3867	3271
%营业收入	22%	24%	25%	26%	存货	8109	4429	8127	4248
营业税金及附加	963	850	603	600	预付账款	945	774	775	764
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	10197	9307	9994	9243
销售费用	3415	3059	2583	2570	流动资产合计	93762	96703	108955	122954
%营业收入	4%	4%	3%	3%	长期股权投资	7776	7776	7776	7776
管理费用	5946	4673	3874	3427	投资性房地产	67	67	67	67
%营业收入	7%	6%	5%	4%	固定资产合计	89228	88019	85730	82396
研发费用	1257	1190	1033	857	无形资产	34264	34264	34264	34264
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	1452	1452	1452	1452
财务费用	-1171	820	2574	3282	递延所得税资产	1486	1486	1486	1486
%营业收入	-1%	1%	3%	4%	其他非流动资产	26601	26601	26601	26601
加: 资产减值损失	-310	-200	-200	-200	资产总计	254635	256367	266331	276995
信用减值损失	-44	0	0	0	短期贷款	5749	7749	7749	7749
公允价值变动收益	-90	0	0	0	应付款项	5855	4892	5871	4737
投资收益	297	170	603	600	预收账款	0	1190	1205	1199
营业利润	9713	10761	12161	12752	应付职工薪酬	1598	516	517	509
%营业收入	11%	13%	14%	15%	应交税费	2349	2974	3013	2998
营业外收支	316	550	550	550	其他流动负债	13341	5749	4508	5694
利润总额	10029	11311	12711	13302	流动负债合计	28892	23068	22863	22886
%营业收入	11%	13%	15%	16%	长期借款	10086	10086	10086	10086
所得税费用	2366	2488	2542	2660	应付债券	11500	11500	11500	11500
净利润	7663	8822	10169	10642	递延所得税负债	1703	1703	1703	1703
归属于母公司所有者的净利润	7696	8734	10067	10535	其他非流动负债	2076	2076	2076	2076
少数股东损益	-33	88	102	106	负债合计	54258	48434	48229	48251
EPS (元)	1.46	1.65	1.90	1.99	归属于母公司所有者权益	187940	195408	205475	216010
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	12437	12525	12627	12733
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	200377	207933	218102	228744
经营活动现金流净额	18476	13280	11819	22752	负债及股东权益	254635	256367	266331	276995
取得投资收益收回现金	435	170	603	600	基本指标				
长期股权投资	-10	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-10946	-4408	-3407	-2407	每股收益	1.46	1.65	1.90	1.99
其他	-2804	0	0	0	每股经营现金流	3.49	2.51	2.23	4.29
投资活动现金流净额	-13326	-4238	-2804	-1808	市盈率	16.29	14.77	12.82	12.25
债券融资	11500	0	0	0	市净率	0.67	0.66	0.63	0.60
股权融资	179	0	0	0	EV/EBITDA	4.97	4.68	3.68	2.56
银行贷款增加 (减少)	-4256	2000	0	0	总资产收益率	3.0%	3.4%	3.8%	3.8%
筹资成本	-6355	-2895	-1709	-1709	净资产收益率	4.1%	4.5%	4.9%	4.9%
其他	-1454	0	0	0	净利率	8.5%	10.3%	11.7%	12.3%
筹资活动现金流净额	-385	-895	-1709	-1709	资产负债率	21.3%	18.9%	18.1%	17.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	4765	8147	7306	19236	总资产周转率	0.36	0.33	0.33	0.32

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。