

冀东水泥（000401）

2025 年中报点评：上半年大幅减亏，核心市场战略布局进一步强化

增持（维持）

2025 年 09 月 03 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

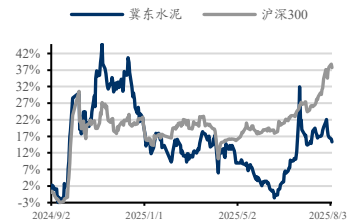
shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	28,235	25,287	25,741	26,298	26,766
同比（%）	(18.26)	(10.44)	1.80	2.16	1.78
归母净利润（百万元）	(1,482.26)	(991.02)	274.54	593.49	879.23
同比（%）	(209.17)	33.14	127.70	116.18	48.15
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.56)	(0.37)	0.10	0.22	0.33
P/E（现价&最新摊薄）	(8.84)	(13.22)	47.74	22.08	14.91

投资要点

- **事件：**公司披露 2025 年中报，上半年实现营业总收入 117.61 亿元，同比+4.8%，实现归母净利润-1.54 亿元，同比减亏 80.9%；其中 Q2 单季实现营业总收入 78.58 亿元，同比-0.3%，实现归母净利润 7.19 亿元，同比+153.3%。
- **核心市场稳价复价成效显著，Q2 盈利大幅改善。**（1）公司上半年实现水泥及熟料综合销量 3738 万吨，同比-2%，降幅较 2024 年明显收窄；测算吨均价/吨毛利分别为 246 元/51 元，分别同比+4 元/+26 元，主要得益于行业供给自律强化，错峰成效优化，华北、东北等核心市场在 2024 年下半年价格回升的基础上实现了稳价提价，吨成本下降主要因煤价的下降以及公司成本管控加强。（2）骨料、危废固废处置业务受行业产能释放、需求不足影响承压，上半年分别实现营收 7.54 亿元/3.65 亿元，同比分别+3%/-19%，实现毛利率分别为 41.3%/27.6%，同比分别-9.3pct/+0.3pct。（3）公司 Q2 实现毛利率 26.4%，同比+5.8pct，且高于 2024Q3 的 24.8%，反映核心市场价格维护良好，盈利进一步修复。
- **费用控制较好，现金流显著改善，负债率略有上升。**（1）公司上半年单吨水泥及熟料销量对应期间费用 62.5 元，同比+1.3 元，主要是销量减少导致单位固定费用上升所致。公司期间费用总额基本稳定，其中财务费用同比-15%。我们测算上半年单吨水泥及熟料对应净利-5 元，同比少亏 19 元。（2）公司上半年经营活动产生的现金流量净额为 12.87 亿元，同比+55%，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 5.92 亿元，同比-3%，资本开支持续控制。（3）截至二季度末，公司资产负债率/带息债务余额分别为 50.96%/206.53 亿元，同比增加 0.70pct/减少 3.13 亿元。
- **战略布局优化收获成果，泛东北市场实力进一步巩固。**泛华北、东北市场长期属于国内盈利洼地，但去年以来盈利显著改善反映区域内部行业自律强化的持续性以及公司市场掌控力的增强，公司上半年完成辽宁恒威水泥及其关联企业股权的收购，进一步巩固其在泛东北市场的话语权和影响力，通过外部并购、界内增储等方式，新增矿山资源储量 2.93 亿吨。中长期来看，“反内卷”导向强化下行业自律有望进一步强化，而碳市场等政策也有望在中长期持续增强供给约束，以东北为代表的北方区域在过去经历持续亏损后有望迎来格局进一步优化整合，区域盈利中枢有望进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为北方区域水泥龙头，内部强化降本增效，外部推动行业生态优化，推动重点市场战略整合、矿山增储、“水泥+”产业布局以及海外产能布局，叠加行业自律持续强化，公司业绩有望持续改善，公司也实施了限制性股票激励计划，健全了长期激励机制。基于公司核心区域行业自律保持较好，但行业需求仍然承压，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测至 2.7/5.9 亿元（2025-2026 前值为 3.6/6.9 亿元），新增 2027 年预测值为 8.8 亿元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**水泥需求超预期下行、北方市场格局改善不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.89
一年最低/最高价	4.16/6.33
市净率(倍)	0.48
流通 A 股市值(百万元)	12,867.32
总市值(百万元)	12,998.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.14
资产负债率(%,LF)	50.96
总股本(百万股)	2,658.22
流通 A 股(百万股)	2,631.35

相关研究

《冀东水泥(000401)：2024 年中报点评：Q2 单季扭亏为盈，骨料贡献增量》

2024-09-04

《冀东水泥(000401)：2023 年三季度点评：景气承压，中期有望受益于灾后重建和逆周期调节继续发力》

2023-11-01

冀东水泥三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	14,369	15,422	17,532	19,879	营业总收入	25,287	25,741	26,298	26,766
货币资金及交易性金融资产	6,935	7,988	10,058	12,441	营业成本(含金融类)	20,709	19,942	20,034	20,075
经营性应收款项	3,751	3,796	3,871	3,934	税金及附加	571	589	592	594
存货	2,783	2,732	2,690	2,585	销售费用	499	524	519	514
合同资产	0	0	0	0	管理费用	3,713	3,739	3,747	3,772
其他流动资产	901	906	913	919	研发费用	129	116	118	120
非流动资产	44,945	43,361	41,466	39,507	财务费用	561	502	500	482
长期股权投资	1,737	1,737	1,737	1,737	加:其他收益	361	368	376	383
固定资产及使用权资产	31,607	29,992	28,017	25,929	投资净收益	124	175	195	205
在建工程	940	795	698	649	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	6,926	7,103	7,280	7,458	减值损失	(378)	(385)	(393)	(400)
商誉	433	433	433	433	资产处置收益	21	0	0	0
长期待摊费用	1,571	1,571	1,571	1,571	营业利润	(766)	487	966	1,397
其他非流动资产	1,731	1,731	1,731	1,731	营业外净收支	(130)	(126)	(125)	(124)
资产总计	59,314	58,783	58,998	59,386	利润总额	(896)	361	841	1,273
流动负债	16,176	15,382	15,121	14,840	减:所得税	240	46	160	265
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,416	7,893	7,593	7,293	净利润	(1,136)	315	680	1,008
经营性应付款项	5,200	5,007	5,030	5,041	减:少数股东损益	(145)	40	87	128
合同负债	478	461	463	464	归属母公司净利润	(991)	275	593	879
其他流动负债	2,082	2,021	2,035	2,043	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.37)	0.10	0.22	0.33
非流动负债	13,880	13,580	13,280	12,980	EBIT	(106)	831	1,288	1,691
长期借款	6,761	6,461	6,161	5,861	EBITDA	3,717	4,575	5,093	5,561
应付债券	5,035	5,035	5,035	5,035	毛利率(%)	18.10	22.53	23.82	25.00
租赁负债	134	134	134	134	归母净利率(%)	(3.92)	1.07	2.26	3.28
其他非流动负债	1,949	1,949	1,949	1,949	收入增长率(%)	(10.44)	1.80	2.16	1.78
负债合计	30,055	28,962	28,400	27,820	归母净利润增长率(%)	33.14	127.70	116.18	48.15
归属母公司股东权益	27,662	28,184	28,874	29,714					
少数股东权益	1,597	1,637	1,724	1,852					
所有者权益合计	29,259	29,821	30,598	31,566					
负债和股东权益	59,314	58,783	58,998	59,386					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	3,181	4,657	5,316	5,740	每股净资产(元)	10.30	10.49	10.75	11.07
投资活动现金流	(1,698)	(2,111)	(1,840)	(1,829)	最新发行在外股份(百万股)	2,658	2,658	2,658	2,658
筹资活动现金流	(888)	(1,492)	(1,405)	(1,528)	ROIC(%)	(0.27)	1.47	2.11	2.69
现金净增加额	595	1,053	2,071	2,383	ROE-摊薄(%)	(3.58)	0.97	2.06	2.96
折旧和摊销	3,823	3,744	3,805	3,869	资产负债率(%)	50.67	49.27	48.14	46.85
资本开支	(1,588)	(2,286)	(2,035)	(2,034)	P/E(现价&最新股本摊薄)	(13.22)	47.74	22.08	14.91
营运资本变动	(345)	(270)	(1)	56	P/B(现价)	0.48	0.47	0.46	0.45

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>