

## 公司研究

## 25H1 净利润同比高增，海外业务持续成长

## ——华新水泥（600801.SH）跟踪点评报告

## 要点

**事件：**华新水泥发布 2025 年中报。25H1，公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 160/11.0/10.7 亿元，同比-1%/+51%/+57%。25Q2，公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 89/8.7/8.3 亿元，同比-3%/+57%/+58%。

## 点评：

**水泥业务：国内收入略降，海外收入两位数增长，毛利率同比显著提升。**25H1，公司水泥业务实现营业收入 91.5 亿元，同比+6%。其中，国内水泥业务收入 50.2 亿元，同比-1%；海外水泥业务收入 41.3 亿元，同比+15%。销量方面，25H1 公司实现水泥及商品熟料销量 2774 万吨，同比-3%；其中海外销量 839 万吨，同比+10%。25H1，水泥产品平均售价为 330 元/吨，同比+26 元/吨，成本为 232 元/吨，同比-9.4 元/吨；毛利率提升至 30%，同比+9pcts。

**混凝土&骨料业务：收入均下滑，毛利率均小幅改善。**25H1，公司骨料业务实现营业收入 27.6 亿元，同比-7%，销量 7605 万吨，同比+6%。25H1，骨料平均售价为 36 元/吨，同比-5.1 元/吨，成本为 18.9 元/吨，同比-2.9 元/吨；毛利率为 48%，同比+0.5pct。25H1，公司混凝土业务实现营业收入 34.6 亿元，同比-12%，销量 1325 万方，同比-10%。25H1，混凝土平均售价为 261 元/方，同比-7.3 元/方，成本为 227 元/方，同比-10 元/方；毛利率为 13%，同比+1.5pcts。

**海外业务：收入保持较快增长，首次涉足美洲业务。**25H1，公司非洲业务实现收入 21 亿元，同比+22%，净利润 1.6 亿元，同比-5%；亚洲业务实现收入 22 亿元，同比+12%，净利润 4.7 亿元，同比+44%；美洲业务实现收入 1.6 亿元，净利润 0.2 亿元。截至 2025 年 6 月 30 日，公司已在肯尼亚、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、坦桑尼亚、赞比亚、乌拉圭、南非、莫桑比克、阿曼、津巴布韦等 12 个海外国家建有生产基地，公司海外运营水泥产能已达 2470 万吨/年，在建熟料产能合计约 155 万吨/年。

**盈利预测、估值与评级：**25H1，华新水泥国际化布局继续加速，海外业务收入及水泥销量实现快速增长，使得公司在国内水泥行业不景气的背景下仍实现收入正增长。展望 25H2，预计公司海外业务规模将进一步增长，为公司带来新的收入利润贡献来源。我们维持对公司 25-27 年归母净利润预测 29 亿元、33 亿元、35 亿元。维持“买入”评级。

**风险提示：**国内需求超预期下滑风险，行业供需格局恶化风险，原燃材料价格上涨风险，产能建设进度不及预期风险，海外业务受当地政策变动影响风险，汇兑损失风险等。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	33,757	34,217	35,629	36,493	37,714
营业收入增长率	10.79%	1.36%	4.13%	2.42%	3.35%
归母净利润（百万元）	2,762	2,416	2,891	3,323	3,480
归母净利润增长率	2.34%	-12.52%	19.67%	14.93%	4.71%
EPS（元）	1.33	1.16	1.39	1.60	1.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.55%	7.98%	8.97%	9.65%	9.50%
P/E	12	14	12	10	10
P/B	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-09

## 买入（维持）

当前价：16.45 元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：陈奇凡

执业证书编号：S0930523050002

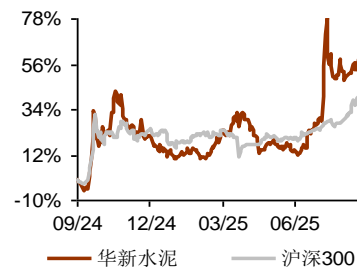
021-52523819

chenqf@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	20.79
总市值(亿元):	342.00
一年最低/最高(元):	9.53/18.88
近 3 月换手率:	93.65%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.48	22.91	23.55
绝对	3.13	37.10	62.49

资料来源：Wind

## 相关研报

海外业务布局加速，25 年资本开支规模或显著提升——华新水泥（600801.SH）2024 年年报点评（2025-04-07）

全资收购巴西骨料资产，正式进军南美市场——华新水泥（600801.SH）收购巴西骨料资产公告点评（2024-12-18）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,757	34,217	35,629	36,493	37,714
营业成本	24,741	25,771	26,192	26,991	27,938
折旧和摊销	3,414	3,469	3,485	3,656	3,847
税金及附加	745	809	843	318	329
销售费用	1,519	1,500	1,530	1,536	1,556
管理费用	1,819	1,880	1,918	1,926	1,950
研发费用	301	239	244	250	258
财务费用	699	686	292	242	199
投资收益	59	80	46	51	59
营业利润	4,352	4,224	4,872	5,509	5,774
利润总额	4,326	4,112	4,811	5,451	5,710
所得税	1,108	1,158	1,355	1,536	1,609
净利润	3,218	2,953	3,455	3,915	4,102
少数股东损益	456	537	564	592	622
归属母公司净利润	2,762	2,416	2,891	3,323	3,480
EPS(元)	1.33	1.16	1.39	1.60	1.67

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,236	5,977	7,232	7,930	8,261
净利润	2,762	2,416	2,891	3,323	3,480
折旧摊销	3,414	3,469	3,485	3,656	3,847
净营运资金增加	2,688	-10	223	-5	60
其他	-2,629	103	633	956	874
投资活动产生现金流	-6,454	-3,672	-6,040	-5,388	-5,380
净资本支出	-4,629	-4,096	-5,377	-5,438	-5,438
长期投资变化	513	585	0	0	0
其他资产变化	-2,337	-161	-663	51	59
融资活动现金流	-952	-1,472	-122	-385	-491
股本变化	-18	0	0	0	0
债务净变化	3,224	-992	679	976	976
无息负债变化	-1,122	102	-377	409	484
净现金流	-1,246	849	1,071	2,158	2,390

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	26.7%	24.7%	26.5%	26.0%	25.9%
EBITDA 率	25.1%	23.1%	24.2%	25.7%	25.9%
EBIT 率	14.6%	12.6%	14.4%	15.6%	15.7%
税前净利润率	12.8%	12.0%	13.5%	14.9%	15.1%
归母净利润率	8.2%	7.1%	8.1%	9.1%	9.2%
ROA	4.7%	4.2%	4.8%	5.1%	5.1%
ROE (摊薄)	9.5%	8.0%	9.0%	9.7%	9.5%
经营性 ROIC	7.0%	5.9%	6.7%	7.3%	7.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	52%	50%	48%	47%	47%
流动比率	0.80	0.87	0.94	1.05	1.16
速动比率	0.62	0.70	0.77	0.88	0.99
归母权益/有息债务	1.45	1.60	1.64	1.67	1.70
有形资产/有息债务	2.53	2.71	2.73	2.78	2.82

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	68,800	69,513	72,314	76,495	80,789
货币资金	5,849	6,809	7,880	10,037	12,427
交易性金融资产	1	32	32	32	32
应收账款	2,259	2,970	3,092	3,167	3,273
应收票据	275	203	211	216	223
其他应收款 (合计)	747	1,238	1,280	1,312	1,357
存货	3,463	3,058	3,111	3,212	3,332
其他流动资产	2,206	1,128	1,142	1,151	1,163
流动资产合计	15,220	15,792	17,108	19,497	22,189
其他权益工具	965	935	935	935	935
长期股权投资	513	585	585	585	585
固定资产	27,740	28,398	27,853	27,527	27,305
在建工程	3,509	3,412	4,940	6,086	6,945
无形资产	15,958	15,080	15,673	16,254	16,824
商誉	769	1,209	1,209	1,209	1,209
其他非流动资产	633	499	89	89	89
非流动资产合计	53,581	53,721	55,206	56,997	58,600
总负债	35,505	34,615	34,917	36,301	37,761
短期借款	644	297	0	0	0
应付账款	7,827	7,744	7,871	8,111	8,395
应付票据	935	676	687	708	733
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	67	69	77	77	77
流动负债合计	18,934	18,169	18,176	18,584	19,069
长期借款	8,623	9,599	10,575	11,550	12,526
应付债券	3,964	2,446	2,446	2,446	2,446
其他非流动负债	1,180	1,326	1,774	1,774	1,774
非流动负债合计	16,571	16,446	16,741	17,717	18,692
股东权益	33,295	34,898	37,397	40,194	43,027
股本	2,079	2,079	2,079	2,079	2,079
公积金	2,698	2,692	2,692	2,692	2,692
未分配利润	24,703	26,018	27,953	30,157	32,369
归属母公司权益	28,933	30,291	32,227	34,431	36,643
少数股东权益	4,362	4,606	5,170	5,763	6,385

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.50%	4.38%	4.30%	4.21%	4.13%
管理费用率	5.39%	5.49%	5.38%	5.28%	5.17%
财务费用率	2.07%	2.01%	0.82%	0.66%	0.53%
研发费用率	0.89%	0.70%	0.68%	0.68%	0.68%
所得税率	26%	28%	28%	28%	28%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.53	0.46	0.54	0.61	0.64
每股经营现金流	3.00	2.88	3.48	3.81	3.97
每股净资产	13.92	14.57	15.50	16.56	17.63
每股销售收入	16.24	16.46	17.14	17.55	18.14

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12	14	12	10	10
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.6	7.9	7.3	6.7	6.4
股息率	3.2%	2.8%	3.3%	3.7%	3.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP