

华新水泥（600801）

2025 年三季报点评：海外增长动能加速释放 增持（维持）

2025 年 10 月 27 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

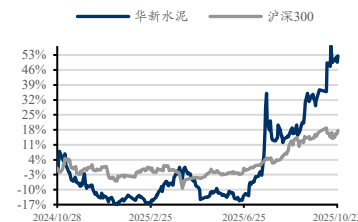
shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	33,757	34,217	37,111	40,242	41,498
同比（%）	10.79	1.36	8.46	8.44	3.12
归母净利润（百万元）	2,762	2,416	3,060	3,704	4,112
同比（%）	2.34	(12.52)	26.63	21.05	11.02
EPS-最新摊薄（元/股）	1.33	1.16	1.47	1.78	1.98
P/E（现价&最新摊薄）	15.55	17.78	14.04	11.60	10.45

投资要点

- **事件：**公司披露 2025 年三季报，前三季度实现营业收入/归母净利润 250.33 亿元/20.04 亿元，同比+1.3%/+76.0%，单三季度实现营业收入/归母净利润 89.86 亿元/9.00 亿元，同比+6.0%/+120.7%。公司前三季度拟派发现金红利 0.34 元（含税）。
- **Q3 盈利环比逆势增长，预计主要得益于尼日利亚公司并表和海外现有工厂盈利维持。**（1）2025Q3 营收同比+6.0%，主要得益于海外水泥量价上升对冲国内量价的下跌，以及尼日利亚公司（8 月 29 日完成交割）、巴西骨料公司并表的贡献；（2）2025Q3 实现毛利率 30.5%，同比提升 5.8pct，主要得益于高毛利的海外水泥销量占比提升，海外水泥吨毛利受益于中亚等区域价格上涨、部分生产线技改提产完成，预计同比也有提升。Q3 毛利率环比-0.7pct，基本保持平稳，海外市场的良好表现对冲了国内景气的回落。预计 Q4 在尼日利亚工厂并表的贡献下，盈利有望继续保持高速增长。
- **财务费用率同比明显压缩，净利率保持良好水平。**（1）2025Q3 期间费用率为 12.7%，同比-1.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 4.7%/6.2%/0.4%/1.4%，同比分别-0.1/+0.8/-0.2/-2.2pct，其中财务费用率明显下降主要因去年同期汇兑损失较多，而 Q3 坦桑尼亚先令、尼泊尔卢比、美元等汇率风险敞口较大的币种币值较为稳定；（2）2025Q3 销售净利率/归母净利率分别为 12.3%/10.0%，同比上升 5.7/5.2pct，环比 2025Q2 上升 0.4/0.2pct，在去年低基数下提升明显。
- **资本开支力度继续收缩，并购现金支付导致负债率有所上升。**（1）前三季度公司实现经营活动净现金流 32.27 亿元，同比-4.6%；（2）前三季度公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 18.25 亿元，同比-7.7%，资本开支力度继续收缩；（3）截至三季度末公司资产负债率 53.2%，环比 2025 年中报提升 2.6pct，主要是并购对应的长期借款余额增长所致，Q3 取得子公司及其他营业单位支付的现金为 44.63 亿元。
- **海外布局不断完善、业务版图持续扩大，进入收获期。**截至 2025 年中报公司海外水泥粉磨产能达到 2470 万吨/年，加之尼日利亚产能 1060 万吨/年水泥项目已于 Q3 交割，公司三季度末水泥产能将超过 3530 万吨/年，较 2024 年末增长 57%。公司坚定推进“海外多业务发展、建设全球领先的跨国建材企业”的战略，在并购技改提产驱动下海外产能、盈利有望持续增长。
- **盈利预测与投资评级：**海外领先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着海外并购技改提产持续推进，产能规模持续壮大，国内水泥行业反内卷强化，公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力，支撑中长期发展动能。基于海外盈利表现超预期，我们上调 2025-2027 年归母净利润预测至 30.6/37.0/41.1 亿元（前值为 28.8/32.2/35.6 亿元），对应市盈率 14/12/10 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**国内水泥需求超预期下行；非水泥+海外业务扩张不及预期；市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.66
一年最低/最高价	11.35/21.72
市净率(倍)	1.36
流通 A 股市值(百万元)	27,772.73
总市值(百万元)	42,952.05

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.19
资产负债率(% LF)	53.22
总股本(百万股)	2,079.00
流通 A 股(百万股)	1,344.28

相关研究

《华新水泥(600801)：2025 年半年度业绩预增点评：Q2 盈利超预期，海外增量+国内改善有望支撑中长期增长》
2025-07-15

《华新水泥(600801)：2024 年年报点评：海外发展持续提速，国内景气有望反弹》
2025-03-27

华新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	15,792	15,544	19,254	22,988	营业总收入	34,217	37,111	40,242	41,498
货币资金及交易性金融资产	6,841	6,219	9,897	13,610	营业成本(含金融类)	25,771	26,578	28,248	28,873
经营性应收款项	3,999	4,299	4,668	4,822	税金及附加	809	878	952	982
存货	3,058	3,027	3,139	3,208	销售费用	1,500	1,612	1,738	1,778
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,880	1,913	2,075	2,119
其他流动资产	1,894	1,999	1,551	1,348	研发费用	239	263	276	290
非流动资产	53,721	59,166	58,906	57,984	财务费用	686	816	885	913
长期股权投资	585	585	585	585	加:其他收益	223	245	269	296
固定资产及使用权资产	29,923	31,866	32,841	33,013	投资净收益	80	78	86	92
在建工程	3,531	3,165	2,883	2,741	公允价值变动	11	0	0	0
无形资产	15,080	15,128	14,175	13,223	减值损失	(172)	(136)	(148)	(152)
商誉	1,209	5,029	5,029	5,029	资产处置收益	750	20	25	27
长期待摊费用	981	981	981	981	营业利润	4,224	5,258	6,300	6,806
其他非流动资产	2,412	2,412	2,412	2,412	营业外净收支	(112)	(42)	(46)	(47)
资产总计	69,513	74,710	78,160	80,972	利润总额	4,112	5,216	6,254	6,759
流动负债	18,169	18,798	19,662	20,051	减:所得税	1,158	1,476	1,727	1,734
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,916	7,116	7,216	7,316	净利润	2,953	3,740	4,527	5,026
经营性应付款项	8,420	8,684	9,229	9,433	减:少数股东损益	537	680	823	914
合同负债	716	776	842	868	归属母公司净利润	2,416	3,060	3,704	4,112
其他流动负债	2,117	2,222	2,375	2,434	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.16	1.47	1.78	1.98
非流动负债	16,446	18,446	17,946	16,946	EBIT	4,152	6,033	7,139	7,672
长期借款	9,599	11,599	11,099	10,099	EBITDA	8,057	10,608	12,249	13,295
应付债券	2,446	2,446	2,446	2,446	毛利率(%)	24.69	28.38	29.80	30.42
租赁负债	1,129	1,129	1,129	1,129	归母净利率(%)	7.06	8.24	9.20	9.91
其他非流动负债	3,273	3,273	3,273	3,273	收入增长率(%)	1.36	8.46	8.44	3.12
负债合计	34,615	37,244	37,608	36,997	归母净利润增长率(%)	(12.52)	26.63	21.05	11.02
归属母公司股东权益	30,291	32,180	34,443	36,951					
少数股东权益	4,606	5,287	6,110	7,024					
所有者权益合计	34,898	37,467	40,553	43,975					
负债和股东权益	69,513	74,710	78,160	80,972					

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	5,977	8,784	10,805	11,326	每股净资产(元)	14.57	15.48	16.57	17.77
投资活动现金流	(3,672)	(9,964)	(4,785)	(4,628)	最新发行在外股份(百万股)	2,079	2,079	2,079	2,079
筹资活动现金流	(1,472)	543	(2,343)	(2,984)	ROIC(%)	5.44	7.54	8.46	8.96
现金净增加额	849	(621)	3,677	3,714	ROE-摊薄(%)	7.98	9.51	10.75	11.13
折旧和摊销	3,905	4,575	5,110	5,622	资产负债率(%)	49.80	49.85	48.12	45.69
资本开支	(4,096)	(10,042)	(4,871)	(4,720)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.78	14.04	11.60	10.45
营运资本变动	(1,060)	(44)	624	158	P/B(现价)	1.42	1.33	1.25	1.16

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>