

华新水泥（600801.SH）

优于大市

2025 年三季报点评：收入同比逆势增长，海外成长持续兑现

核心观点

收入同比逆势增长，海外业务显著贡献业绩。2025 年 1-9 月实现营收 250.33 亿元，同比+1.27%，归母净利润 20.04 亿元，同比+76.0%，扣非归母净利润 19.36 亿元，同比+82.0%，EPS 为 0.97 元/股，并拟 10 派 3.4 元（含税）；其中 Q3 单季营收 89.86 亿元，同比+5.95%，Q1、Q2 单季同比+1.10%/-2.94%，归母净利润 9.0 亿元，同比+120.7%，Q1、Q2 单季同比+31.8%/+57.2%，扣非归母净利润 8.66 亿元，同比+125.96%，Q1、Q2 单季同比+55.34%/+57.84%，收入利润同比逆势增长并加速，预计主要受海外业务增长和尼日利亚并表贡献，国内水泥量价仍有承压。

毛利率同比延续改善，财务费用率明显降低。2025 年 1-9 月，公司实现综合毛利率 29.5%，同比+5.47pp，Q1、Q2、Q3 单季度毛利率分别为 26.1%/31.2%/30.5%，Q3 同比+5.79pp，环比-0.66pp，单季度毛利率同比延续改善，环比基本持平、略有下滑，海外高盈利有效对冲国内盈利下滑。费用端有所优化，1-9 月期间费用率 13.38%，同比-0.31pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.75%/5.96%/2.24%/0.43%，分别同比-0.09/+0.45/-0.62/-0.04pp，财务费用率降低主因汇兑损失同比减少所致。1-9 月实现经营性现金流净额 32.27 亿元，同比-4.6%；截至 9 月末，公司资产负债率 53.22%，较 6 月末提高 2.26pp，负债率略有提升但整体可控。

海外业务持续推进，非水泥业务稳步发展。截至 25 年上半年，公司非水泥业务收入占比达 43%，EBITDA 占比达 44%，已持续成为公司利润重要贡献点，同时已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦等 14 个国家布局，尼日利亚收购项目的股权交割已于 8 月 29 日完成，标的公司合计拥有水泥产能约 1,060 万吨/年，马拉维 2000 吨熟料项目 9 月底成功点火，海外运营水泥粉磨能力突破 3500 万吨/年，目前仍有莫桑比克 3000 吨/日水泥熟料生产线在建，海外产能持续提升，盈利能力整体好于国内，有望持续贡献业绩增长。

风险提示：需求恢复不及预期；原材料价格上涨超预期；海外扩张不及预期

投资建议：海外成长持续兑现，关注国内反内卷推进，维持“优于大市”

公司加速国际化布局并持续推进一体化战略，海外布局领先、成长持续兑现，非水泥业务稳步贡献业绩，目前国内水泥量价仍有承压，关注后续反内卷持续推进有望带来的供给端优化和盈利修复。考虑海外盈利表现超预期，上调盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 1.43/1.77/1.92 元/股，对应 PE 为 15.6/12.6/11.6X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,757	34,217	35,674	39,671	40,920
(+/-%)	10.8%	1.4%	4.3%	11.2%	3.1%
净利润(百万元)	2762	2416	2971	3678	3993
(+/-%)	2.3%	-12.5%	22.9%	23.8%	8.6%
每股收益(元)	1.33	1.16	1.43	1.77	1.92
EBIT Margin	13.7%	11.7%	16.1%	17.5%	18.2%
净资产收益率 (ROE)	9.5%	8.0%	9.3%	10.7%	10.9%
市盈率 (PE)	16.8	19.2	15.6	12.6	11.6
EV/EBITDA	10.2	10.8	8.6	7.4	7.0
市净率 (PB)	1.60	1.53	1.44	1.35	1.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·水泥

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	21.77 元
总市值/流通市值	45260/45260 百万元
52 周最高价/最低价	22.73/11.35 元
近 3 个月日均成交额	532.01 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

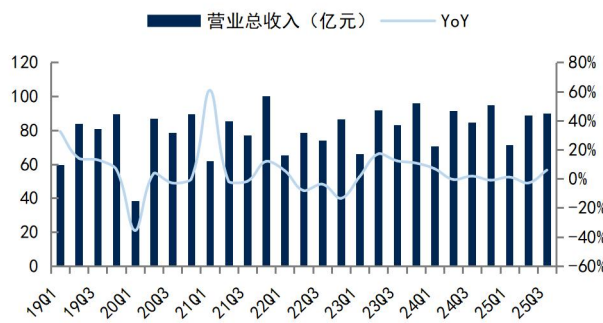
《华新水泥（600801.SH）-2024 年三季报点评：国内水泥仍有拖累，关注复价带来的盈利改善》——2024-10-30

《华新水泥（600801.SH）-2023 年年报点评：非水泥业务大幅增长，海外发展稳步突破》——2024-04-10

收入同比逆势增长，海外业务显著贡献业绩。2025 年 1-9 月实现营收 250.33 亿元，同比+1.27%，归母净利润 20.04 亿元，同比+76.0%，扣非归母净利润 19.36 亿元，同比+82.0%，EPS 为 0.97 元/股，并拟 10 派 3.4 元（含税）；其中 Q3 单季营收 89.86 亿元，同比+5.95%，Q1、Q2 单季同比+1.10%/-2.94%，归母净利润 9.0 亿元，同比+120.7%，Q1、Q2 单季同比+31.8%/+57.2%，扣非归母净利润 8.66 亿元，同比+125.96%，Q1、Q2 单季同比+55.34%/+57.84%，收入利润同比逆势增长并加速，预计主要受海外业务增长和尼日利亚并表贡献，国内水泥量价仍有承压。

图1：华新水泥营业收入及增速（单位：亿元、%）

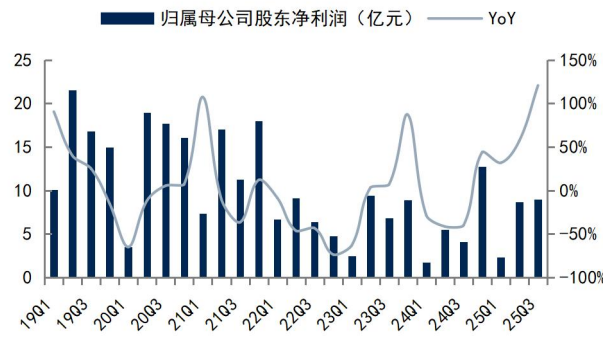

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华新水泥单季营业收入及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华新水泥归母净利润及增速（单位：亿元、%）

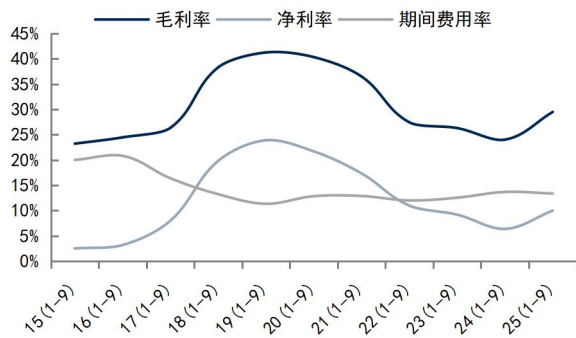

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：华新水泥单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

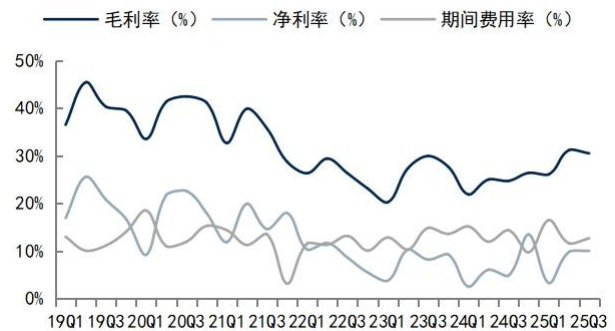
毛利率同比延续改善，财务费用率明显降低。2025 年 1-9 月，公司实现综合毛利率 29.5%，同比+5.47pp，Q1、Q2、Q3 单季度毛利率分别为 26.1%/31.2%/30.5%，Q3 同比+5.79pp，环比-0.66pp，单季度毛利率同比延续改善，环比基本持平、略有下滑，海外高盈利有效对冲国内盈利下滑。费用端有所优化，1-9 月期间费用率 13.38%，同比-0.31pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.75%/5.96%/2.24%/0.43%，分别同比-0.09/+0.45/-0.62/-0.04pp，财务费用率降低主因汇兑损失同比减少所致。1-9 月实现经营性现金流净额 32.27 亿元，同比-4.6%；截至 9 月末，公司资产负债率 53.22%，较 6 月末提高 2.26pp，负债率略有提升但整体可控。

图5：华新水泥毛利率和净利率及期间费用率（单位：%）



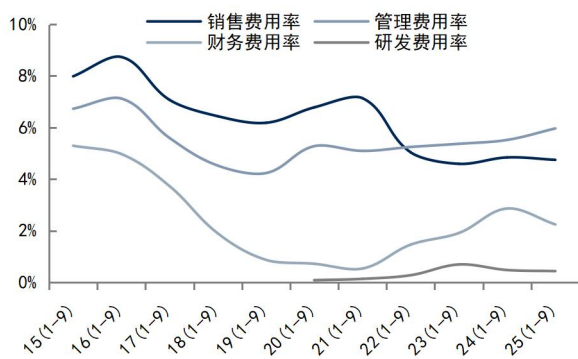
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：华新水泥单季度毛利率和净利率及期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：华新水泥期间费用率（单位：%）



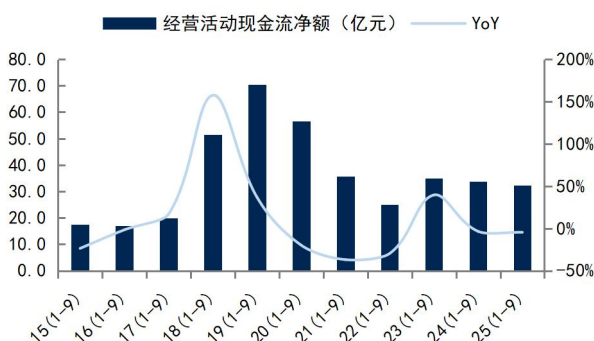
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：华新水泥单季度期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：华新水泥经营性净现金流及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：华新水泥资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外业务持续推进，非水泥业务稳步发展。截至25年上半年，公司非水泥业务收入占比达43%，EBITDA占比达44%，已持续成为公司利润重要贡献点，同时已在

塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦等 14 个国家布局，尼日利亚收购项目的股权交割已于 8 月 29 日完成，标的公司合计拥有水泥产能约 1,060 万吨 / 年，马拉维 2000 吨熟料项目 9 月底成功点火，海外运营水泥粉磨能力突破 3500 万吨 / 年，目前仍有莫桑比克 3000 吨 / 日水泥熟料生产线在建，海外产能持续提升，盈利能力整体好于国内，有望持续贡献业绩增长。

海外成长持续兑现，关注国内反内卷推进，维持“优于大市”评级。公司加速国际化布局并持续推进一体化战略，海外布局领先、成长持续兑现，非水泥业务稳步贡献业绩，目前国内水泥量价仍有承压，关注后续反内卷持续推进有望带来的供给端优化和盈利修复。考虑海外盈利表现超预期，上调盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 1.43/1.77/1.92 元 / 股，对应 PE 为 15.6/12.6/11.6X，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5849	6809	6000	6636	8061	营业收入	33757	34217	35674	39671	40920
应收款项	3275	4360	5000	5449	5677	营业成本	24741	25771	25049	27249	27704
存货净额	3463	3058	3205	3402	3461	营业税金及附加	745	809	928	1031	1064
其他流动资产	2631	1493	1427	1587	1637	销售费用	1519	1500	1855	2182	2373
流动资产合计	15220	15792	15721	17181	18955	管理费用	1819	1880	1852	1992	2035
固定资产	31367	31939	33670	34720	35230	研发费用	301	239	250	278	286
无形资产及其他	15958	15080	15477	16024	16743	财务费用	699	686	747	753	762
投资性房地产	5743	6117	6117	6117	6117	投资收益	59	80	52	52	52
长期股权投资	513	585	658	730	803	资产减值及公允价值变动	(174)	(70)	(150)	(200)	(200)
资产总计	68800	69513	71643	74772	77848	其他收入	233	642	(250)	(278)	(286)
短期借款及交易性金融负债	7365	6916	7565	7875	8269	营业利润	4352	4224	4896	6038	6547
应付款项	8762	8420	7220	8055	8033	营业外净收支	(25)	(112)	(100)	(100)	(100)
其他流动负债	2807	2833	4027	3714	4114	利润总额	4326	4112	4796	5938	6447
流动负债合计	18934	18169	18812	19643	20416	所得税费用	1108	1158	1199	1485	1612
长期借款及应付债券	12587	12045	12045	12045	12045	少数股东损益	456	537	627	776	842
其他长期负债	3984	4401	4067	4109	3962	归属于母公司净利润	2762	2416	2971	3678	3993
长期负债合计	16571	16446	16112	16153	16007	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	35505	34615	34923	35797	36423	净利润	2762	2416	2971	3678	3993
少数股东权益	4362	4606	4646	4695	4748	资产减值准备	24	(57)	12	2	2
股东权益	28933	30291	32074	34280	36676	折旧摊销	3414	3469	3700	4101	4404
负债和股东权益总计	68800	69513	71643	74772	77848	公允价值变动损失	174	70	150	200	200
						财务费用	699	686	747	753	762
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(3970)	130	(1039)	(241)	(103)
每股收益	1.33	1.16	1.43	1.77	1.92	其它	69	15	28	47	52
每股红利	1.06	1.25	0.57	0.71	0.77	经营活动现金流	2474	6042	5821	7787	8548
每股净资产	13.92	14.57	15.43	16.49	17.64	资本开支	0	(3012)	(6000)	(5900)	(5835)
ROIC	8%	6%	8%	9%	9%	其它投资现金流	40	(70)	(18)	(18)	(11)
ROE	10%	8%	9%	11%	11%	投资活动现金流	(34)	(3154)	(6091)	(5990)	(5918)
毛利率	27%	25%	30%	31%	32%	权益性融资	(76)	446	0	0	0
EBIT Margin	14%	12%	16%	17%	18%	负债净变化	1341	976	0	0	0
EBITDA Margin	24%	22%	26%	28%	29%	支付股利、利息	(2195)	(2606)	(1188)	(1471)	(1597)
收入增长	11%	1%	4%	11%	3%	其它融资现金流	(1845)	887	649	310	394
净利润增长率	2%	-13%	23%	24%	9%	融资活动现金流	(3629)	(1929)	(539)	(1161)	(1203)
资产负债率	58%	56%	55%	54%	53%	现金净变动	(1189)	960	(809)	636	1426
股息率	4.7%	5.6%	2.6%	3.2%	3.4%	货币资金的期初余额	7038	5849	6809	6000	6636
P/E	16.8	19.2	15.6	12.6	11.6	货币资金的期末余额	5849	6809	6000	6636	8061
P/B	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	企业自由现金流	0	3473	967	3165	4059
EV/EBITDA	10.2	10.8	8.6	7.4	7.0	权益自由现金流	0	5336	1055	2910	3881

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032