

2025 年 11 月 10 日

投资评级：增持（维持）

证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

林高凡
lingaofan@huayuanstock.com
唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据	2025 年 11 月 06 日
收盘价（元）	22.79
一年内最高/最低（元）	23.20/11.35
总市值（百万元）	47,380.31
流通市值（百万元）	47,380.31
总股本（百万股）	2,079.00
资产负债率（%）	53.22
每股净资产（元/股）	15.19

资料来源：聚源数据

华新建材(600801.SH)

——三季度业绩大幅增长，海外布局红利初步释放

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年三季报，实现收入 250.33 亿元，同比增长 1.27%，归母净利润 20.04 亿元，同比增长 76.01%；其中单三季度实现收入 89.86 亿元，同比增长 5.95%，归母净利润 9.00 亿元，同比增长 120.73%。公司拟分配 2025 年前三季度现金红利 0.34 元/股（含税）。
- **海外增长对冲国内压力，三季度增速亮眼。**公司三季度收入、利润环比均实现增长提速，显著优于国内竞争对手。1）收入来看，考虑同期，国内三季度水泥均价 344 元/吨，同比下降 41 元/吨，环比下滑 33 元/吨，我们判断公司收入正贡献主要来自于海外增长，其中最大边际变量来自于 8 月 29 日公司完成尼日利亚子公司股权交割，标的公司纳入合并报表范围。2）业绩来看，公司归母净利润增速提升幅度大于收入则主要来源于毛利率提升和费用率下降，公司前三季度实现毛利率 29.50%，同比上升 5.48 个百分点，其中单三季度实现毛利率 30.53%，同比上升 5.79 个百分点，我们判断，这与去年国内业务盈利低基数以及三季度收购标的并表后国外高毛利业务占比提升有关。
- **汇兑损益造成单三季度费用率同比改善明显。**公司前三季度期间费用率 13.38%，同比下降 0.31 个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.75%、5.96%、0.43%、2.24%，分别同比下降 0.09、上升 0.44、下降 0.04、下降 0.62 个百分点。单三季度期间费用率 12.65%，同比下降 1.68 个百分点，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.73%、6.15%、0.39%、1.38%，分别同比下降 0.08、增长 0.78、下降 0.15、下降 2.23 个百分点。预计财务费用率下降主要是由于去年同期汇兑损失较多，而本期较为稳定。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 34.22、41.25、45.66 亿元，11 月 6 股价对应的 PE 分别为 14、11、10 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示：**国内地产需求继续下滑；海外水泥业务盈利下滑；骨料业务盈利下滑

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	33,757	34,217	35,516	41,130	44,951
同比增长率（%）	10.79%	1.36%	3.80%	15.80%	9.29%
归母净利润（百万元）	2,762	2,416	3,422	4,125	4,566
同比增长率（%）	2.34%	-12.52%	41.62%	20.55%	10.67%
每股收益（元/股）	1.33	1.16	1.65	1.98	2.20
ROE（%）	9.55%	7.98%	10.42%	11.49%	11.62%
市盈率（P/E）	17.15	19.61	13.85	11.49	10.38

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,809	8,569	13,115	17,892
应收票据及账款	3,684	3,379	3,913	4,277
预付账款	315	393	455	497
其他应收款	1,238	876	1,014	1,109
存货	3,058	3,417	3,928	4,284
其他流动资产	688	1,034	1,193	1,300
流动资产总计	15,792	17,668	23,618	29,359
长期股权投资	585	597	610	622
固定资产	29,923	30,534	32,661	32,833
在建工程	3,531	3,565	1,800	1,800
无形资产	15,080	14,733	14,900	14,982
长期待摊费用	981	994	990	970
其他非流动资产	3,621	4,201	4,170	4,170
非流动资产合计	53,721	54,623	55,131	55,377
资产总计	69,513	72,292	78,749	84,737
短期借款	297	797	1,797	2,797
应付票据及账款	8,420	9,045	10,396	11,339
其他流动负债	9,452	8,922	10,268	11,204
流动负债合计	18,169	18,763	22,462	25,340
长期借款	13,173	12,055	10,831	9,533
其他非流动负债	3,273	3,273	3,273	3,273
非流动负债合计	16,446	15,327	14,104	12,806
负债合计	34,615	34,091	36,565	38,146
股本	2,079	2,079	2,079	2,079
资本公积	1,580	1,580	1,580	1,580
留存收益	26,632	29,175	32,240	35,632
归属母公司权益	30,291	32,834	35,899	39,291
少数股东权益	4,606	5,367	6,284	7,299
股东权益合计	34,898	38,201	42,183	46,591
负债和股东权益合计	69,513	72,292	78,749	84,737

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	2,953	3,740	4,600	5,138
折旧与摊销	3,905	4,032	4,387	4,648
财务费用	686	751	727	710
投资损失	-80	-52	-52	-52
营运资金变动	-1,029	-23	1,295	914
其他经营现金流	-459	160	200	200
经营性现金净流量	5,977	8,609	11,157	11,558
投资性现金净流量	-3,672	-4,600	-4,600	-4,600
筹资性现金净流量	-1,472	-2,249	-2,010	-2,181
现金流量净额	849	1,760	4,546	4,777

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	34,217	35,516	41,130	44,951
营业成本	25,771	24,998	28,733	31,339
税金及附加	809	840	973	1,063
销售费用	1,500	1,557	1,803	1,970
管理费用	1,880	1,951	2,260	2,470
研发费用	239	248	287	314
财务费用	686	751	727	710
资产减值损失	-81	-121	-140	-153
信用减值损失	-91	-64	-74	-81
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	80	52	52	52
公允价值变动损益	11	0	0	0
资产处置收益	750	390	390	390
其他收益	223	205	205	205
营业利润	4,224	5,634	6,780	7,498
营业外收入	30	44	44	44
营业外支出	142	102	102	102
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	4,112	5,577	6,723	7,441
所得税	1,158	1,394	1,681	1,860
净利润	2,953	4,183	5,042	5,581
少数股东损益	537	761	917	1,015
归属母公司股东净利润	2,416	3,422	4,125	4,566
EPS(元)	1.16	1.65	1.98	2.20

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	1.36%	3.80%	15.80%	9.29%
营业利润增长率	-2.93%	33.39%	20.35%	10.58%
归母净利润增长率	-12.52%	41.62%	20.55%	10.67%
经营现金流增长率	-4.14%	44.03%	29.59%	3.60%
盈利能力				
毛利率	24.69%	29.62%	30.14%	30.28%
净利率	8.63%	11.78%	12.26%	12.41%
ROE	7.98%	10.42%	11.49%	11.62%
ROA	3.48%	4.73%	5.24%	5.39%
ROIC	6.74%	10.23%	11.85%	13.09%
估值倍数				
P/E	19.61	13.85	11.49	10.38
P/S	1.38	1.33	1.15	1.05
P/B	1.56	1.44	1.32	1.21
股息率	1.31%	1.86%	2.24%	2.48%
EV/EBITDA	4	6	5	4

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。