

公司研究 | 点评报告 | 海螺水泥（600585.SH）

下行周期的成本优势凸显

报告要点

公司披露三季报：实现收入 613 亿元，同比下降 10.06%；归属净利润 63 亿，同比增长 21%；其中 25Q3 公司收入 200 亿元，同比下降 11.4%；归属净利润 19.4 亿元，同比增长 3.4%。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473



李金宝

SAC: S0490516040002

SFC: BVZ972

海螺水泥 (600585.SH)

2025-11-12

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

下行周期的成本优势凸显

事件描述

公司披露三季报：实现收入 613 亿元，同比下降 10.06%；归属净利润 63 亿，同比增长 21%；其中 25Q3 公司收入 200 亿元，同比下降 11.4%；归属净利润 19.4 亿元，同比增长 3.4%。

事件评论

- **核心下游地产和基建双向承压，全国水泥产量持续下行。**2025 年前 3 季度全国固定资产投资（不含农户）37.15 万亿元，同比下降 0.5%；基础设施投资同比增长 1.1%，制造业投资增长 4.0%，房地产开发投资下降 13.9%。从水泥行业层面来看，2025 年前 3 季度，全国水泥产量 12.59 亿吨，同比下降 5.2%。9 月份，全国单月水泥产量 1.54 亿吨，同比下降 8.6%。考虑到公司的综合竞争力和区位优势，我们判断公司 2025 年的销量表现有望优于同行业。
- **从业绩来看，25Q3 公司收入 200 亿元，同比下降 11.4%；净利润 19.4 亿元，同比增长 3.4%。**综合行业情况，我们判断 25Q3 盈利基本是历史底部状态，预计同行多数企业或出现盈亏压力；公司凭借突出的成本优势，赚取了较强的盈利边际。
- **期待供给治理提供价格修复弹性。**就目前反内卷来看，水泥行业更多是围绕超产治理进行布局，有望出清一部分产能（产能指标形式）；更重要在于，若严格按照备案产能生产，有望对生产秩序进行一定优化，真实产能利用率或一定改善，价格中枢有望上移，不过需要观察执行情况。公司作为行业头部企业，在政策执行层面有望发挥积极带头作用；同时，对于传统供需关系维持较好的华东来说，边际收缩带来的价格张力或更足；公司是长三角的龙头企业，未来有望充分受益。
- **水泥需求端逐步筑底。**水泥的过往需求主要靠地产基建驱动，目前来看稳增长背景下基建有望形成边际的托底支撑，同时部分区域在重点工程建设加速下可能会率先企稳；同时，在地产中枢面积下行背景下，水泥需求结构中的地产占比也有较明显下滑，因此其对水泥的制约也在逐步收敛。
- 预计 2025-2026 年业绩 83、100 亿，对应 PE 为 15、12 倍，买入评级。

风险提示

- 1、需求持续偏弱；
- 2、骨料价格持续走低。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	23.59
总股本(万股)	529,930
流通A股/B股(万股)	399,970/0
每股净资产(元)	35.93
近12月最高/最低价(元)	28.00/21.34

注：股价为 2025 年 11 月 10 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《25H1 经营符合预期，关注反内卷下的供给修复》2025-09-02
- 《2025 年期待供给释放边际弹性》2025-04-07
- 《期待 24Q4 释放涨价弹性》2024-11-04


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、**需求持续偏弱。**地产端前端指标尤其新开工目前显著承压，对水泥需求形成较大拖累，后续基建稳增长的弹性需要观察。
- 2、**骨料价格持续走低。**骨料业务资源属性较强，盈利能力较高，公司前几年通过一系列布局已经初步具备规模。但是近年来随着全行业的新增产能投放，骨料价格持续走低，未来如果骨料价格持续下行，那么公司骨料利润可能有所承压。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	91030	82711	87579	87156	货币资金	70229	78409	84359	105159
营业成本	71272	63878	65630	64701	交易性金融资产	509	509	509	509
毛利	19758	18833	21948	22455	应收账款	3773	3119	4179	3084
%营业收入	22%	23%	25%	26%	存货	8109	4312	8449	4131
营业税金及附加	963	827	613	610	预付账款	945	767	788	776
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	10197	8904	10635	8887
销售费用	3415	2481	2627	2615	流动资产合计	93762	96021	108919	122547
%营业收入	4%	3%	3%	3%	长期股权投资	7776	7776	7776	7776
管理费用	5946	4136	3941	3486	投资性房地产	67	67	67	67
%营业收入	7%	5%	5%	4%	固定资产合计	89228	88019	85730	82396
研发费用	1257	993	1226	872	无形资产	34264	34264	34264	34264
%营业收入	1%	1%	1%	1%	商誉	1452	1452	1452	1452
财务费用	-1171	820	2572	3334	递延所得税资产	1486	1486	1486	1486
%营业收入	-1%	1%	3%	4%	其他非流动资产	26601	26601	26601	26601
加：资产减值损失	-310	-200	-200	-200	资产总计	254635	255685	266294	276588
信用减值损失	-44	0	0	0	短期贷款	5749	7749	7749	7749
公允价值变动收益	-90	0	0	0	应付款项	5855	4791	6147	4636
投资收益	297	165	613	610	预收账款	0	1158	1226	1220
营业利润	9713	10411	12301	13038	应付职工薪酬	1598	511	525	518
%营业收入	11%	13%	14%	15%	应交税费	2349	2895	3065	3050
营业外收支	316	350	350	350	其他流动负债	13341	5711	4591	5714
利润总额	10029	10761	12651	13388	流动负债合计	28892	22815	23303	22887
%营业收入	11%	13%	14%	15%	长期借款	10086	10086	10086	10086
所得税费用	2366	2367	2530	2678	应付债券	11500	11500	11500	11500
净利润	7663	8393	10121	10710	递延所得税负债	1703	1703	1703	1703
归属于母公司所有者的净利润	7696	8310	10020	10603	其他非流动负债	2076	2076	2076	2076
少数股东损益	-33	84	101	107	负债合计	54258	48181	48669	48253
EPS (元)	1.46	1.57	1.89	2.00	归属于母公司所有者权益	187940	194983	205003	215606
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	12437	12521	12622	12729
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	200377	207504	217625	228335
经营活动现金流净额	18476	13519	10651	24506	负债及股东权益	254635	255685	266294	276588
取得投资收益收回现金	435	165	613	610	基本指标				
长期股权投资	-10	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-10946	-4609	-3606	-2606	每股收益	1.46	1.57	1.89	2.00
其他	-2804	0	0	0	每股经营现金流	3.49	2.55	2.01	4.62
投资活动现金流净额	-13326	-4443	-2993	-1996	市盈率	16.29	15.04	12.48	11.79
债券融资	11500	0	0	0	市净率	0.67	0.64	0.61	0.58
股权融资	179	0	0	0	EV/EBITDA	4.97	4.53	3.52	2.33
银行贷款增加 (减少)	-4256	2000	0	0	总资产收益率	3.0%	3.2%	3.8%	3.8%
筹资成本	-6355	-2895	-1709	-1709	净资产收益率	4.1%	4.3%	4.9%	4.9%
其他	-1454	0	0	0	净利率	8.5%	10.0%	11.4%	12.2%
筹资活动现金流净额	-385	-895	-1709	-1709	资产负债率	21.3%	18.8%	18.3%	17.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	4765	8180	5949	20801	总资产周转率	0.36	0.32	0.34	0.32

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。