

海螺水泥（600585.SH）

2026 中报点评：行业调整期，分红回购增强信心

优于大市

核心观点

水泥需求承压，收入利润同步调整。2026H1 公司实现营收 369.3 亿元，同比-10.6%，其中主营业务收入 297.3 亿元，同比-14.7%，归母净利润 25.3 亿元，同比-42.2%，扣非归母净利润 19.0 亿元，同比-54.7%，EPS 为 0.48 元/股，并拟中期分红 10 派 1.3 元（含税）；其中 Q2 单季度实现营收 198.6 亿元，同比-10.7%，归母净利润 10.6 亿元，同比-58.6%，扣非归母净利润 6.0 亿元，同比-76.3%，受市场需求不足和竞争加剧影响，水泥价格震荡下行，叠加煤炭等主要能源价格上涨影响，收入利润同步调整。

国内水泥量价承压，强化海外运营和出口。2026H1 水泥熟料自产品销量 1.21 亿吨，同比-4.0%，销量降幅显著好于行业（全国水泥产量同比-8.0%），测算吨价格/吨成本/吨毛利分别为 209.0/163.1/45.9 元/吨，分别同比-35.2/-11.0/-24.1 元/吨，煤炭等主要能源价格上涨背景下，通过强化成本压降，吨成本同比下降，但受水泥价格明显下降影响，吨毛利进一步压缩。同时，国内继续深化“水泥+”产业协同，骨料和商混实现收入 18.9/15.5 亿元，同比-10.5%/+1.8%，毛利率 40.8%/8.4%，同比-3.1/-3.0pp，降幅略优于水泥，并强化海外项目运营，实现海外收入 29.8 亿元，同比+21.0%，毛利率 47.4%，同比+2.2pp，盈利能力显著高于国内水平。

在手现金依旧充裕，持续推进国内产能整合。2026H1 综合毛利率为 19.1%，同比-6.1pp，Q2 单季度 17.3%，同比-9.9pp/环比-4.0pct，期间费用率 12.6%，同比+1.9pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.38/-0.15/+1.83/-0.19pp，财务费用率提升主因汇兑净损失增加和利息收入同比减少。2026H1 经营活动现金流净额 45.2 亿，同比-45.5%，货币资金和交易性金融资产合计 577.8 亿元，同比-9.5%，在手现金依旧充裕，完成资本性支出 43.4 亿元，同比-30.2%，主要用于项目建设和对外投资支出，国内持续推动产能整合，拟以现金方式购买皖维高新及其全资子公司蒙维科技的水泥产品生产相关业务相关资产，有望强化区域竞争力、优化竞争格局。

风险提示：需求恢复不及预期；原材料价格上涨超预期；错峰协同不及预期；

投资建议：周期底部夯实质量，重视回报增强信心，维持“优于大市”

公司作为国内水泥龙头，行业调整期持续夯实经营质量，并高度重视股东回报，周期底部大股东增持&积极回购增强信心，同时根据最新修订未来三年股东分红汇报规划（2025-2027），承诺 2026-2027 年现金分红和股份回购不低于该年归母净利润 50%，并进一步锁定不低于 0.9 元/股（含税）分红下限，对应股息率约 5%。预计 2026-2028 年 EPS 为 1.14/1.40/1.59 元/股，对应 PE 为 15.7/12.8/11.2x，短期需求依旧偏弱，中期竞争格局和供需有望重塑，目前股息率亦具备一定吸引力，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	91,030	82,532	77,917	81,744	84,827
(+/-%)	-35.4%	-9.3%	-5.6%	4.9%	3.8%
净利润(百万元)	7696	8113	6034	7407	8432
(+/-%)	-26.2%	5.4%	-25.6%	22.8%	13.8%
每股收益(元)	1.45	1.53	1.14	1.40	1.59
EBIT Margin	9.0%	10.4%	6.6%	9.3%	10.4%
净资产收益率(ROE)	4.1%	4.2%	3.1%	3.7%	4.1%
市盈率(PE)	12.3	11.7	15.7	12.8	11.2
EV/EBITDA	9.0	8.7	8.8	7.5	6.8
市净率(PB)	0.50	0.49	0.48	0.48	0.47

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

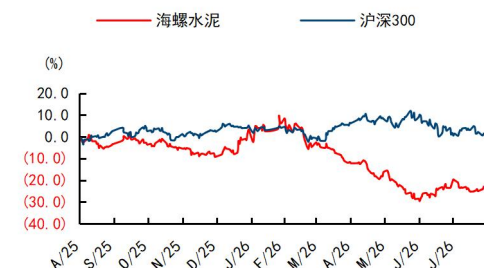
证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

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	17.88 元
总市值/流通市值	94354/94354 百万元
52 周最高价/最低价	26.93/16.58 元
近 3 个月日均成交额	543.97 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

《海螺水泥（600585.SH）-2025 中报点评：业绩同比改善，拟首次中期分红》——2025-08-27
《海螺水泥（600585.SH）-2024 年三季报点评：盈利修复可期，看好龙头优势持续领先》——2024-10-30

水泥需求承压,收入利润同步调整。2026H1 公司实现营收 369.3 亿元,同比-10.6%,其中主营业务收入 297.3 亿元,同比-14.7%,归母净利润 25.3 亿元,同比-42.2%,扣非归母净利润 19.0 亿元,同比-54.7%,EPS 为 0.48 元/股,并拟中期分红 10 派 1.3 元(含税);其中 Q2 单季度实现营收 198.6 亿元,同比-10.7%,归母净利润 10.6 亿元,同比-58.6%,扣非归母净利润 6.0 亿元,同比-76.3%,受市场需求不足和竞争加剧影响,水泥价格震荡下行,叠加煤炭等主要能源价格上涨影响,收入利润同步调整。

图1:海螺水泥营业收入及增速(单位:亿元、%)



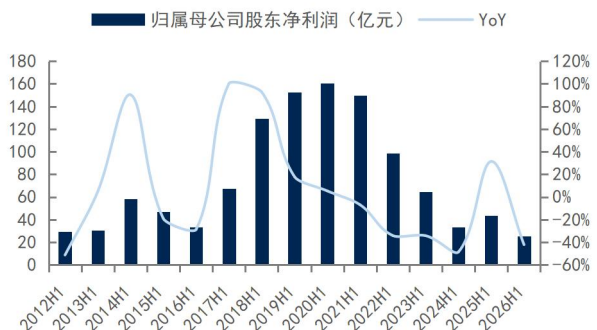
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2:海螺水泥单季营业收入及增速(单位:亿元、%)



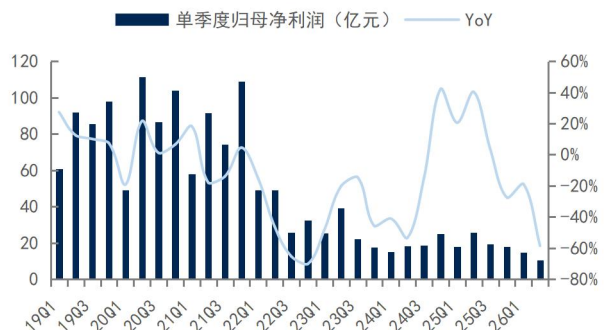
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3:海螺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:海螺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

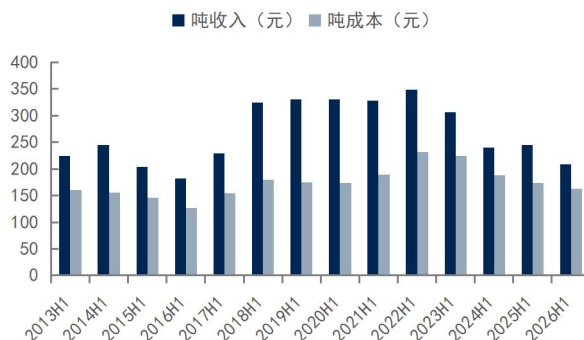
国内水泥量价承压,强化海外运营和出口。2026H1 公司水泥熟料自产品销量 1.21 亿吨,同比-4.0%,销量降幅显著好于行业(全国水泥产量同比-8.0%),测算吨价格/吨成本/吨毛利分别为 209.0/163.1/45.9 元/吨,分别同比-35.2/-11.0/-24.1 元/吨,在煤炭等主要能源价格上涨背景下,通过强化成本压降,吨成本同比下降,但受水泥价格明显下降影响,吨毛利进一步压缩。同时,国内继续深化“水泥+”产业协同,骨料和商混业务分别实现收入 18.9/15.5 亿元,同比-10.5%/+1.8%,毛利率 40.8%/8.4%,同比-3.1pp/-3.0pp,盈利降幅略优于水泥,并强化海外项目运营,整体量价齐升,实现海外收入 29.8 亿元,同比+21.0%,毛利率 47.4%,同比+2.2pp,盈利能力显著高于国内水平,并适时加大出口力度,出口收入同比增长 77.4%。

图5: 海螺水泥水泥熟料销量及增速



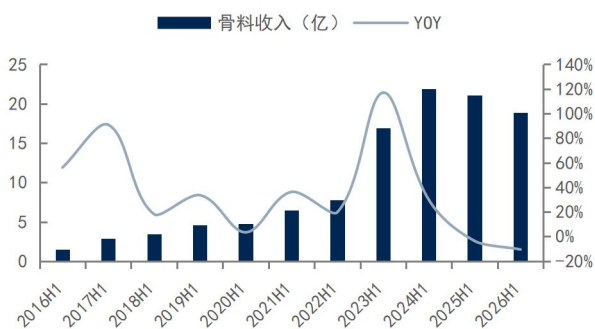
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 海螺水泥水泥熟料吨收入和吨成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 海螺水泥骨料业务收入及增速



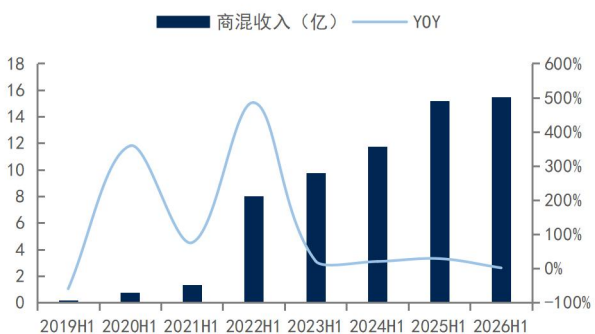
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 海螺水泥骨料业务毛利率



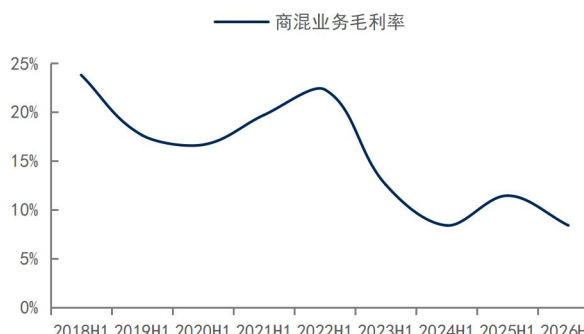
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 海螺水泥商混业务收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

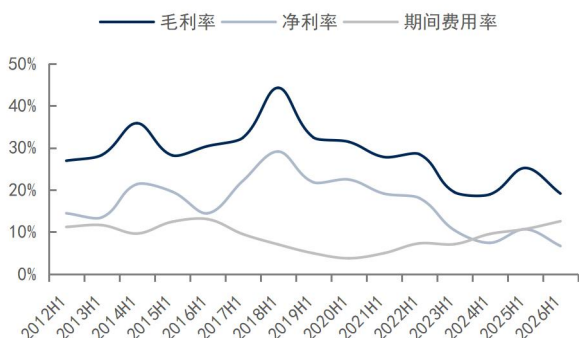
图10: 海螺水泥商混业务毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

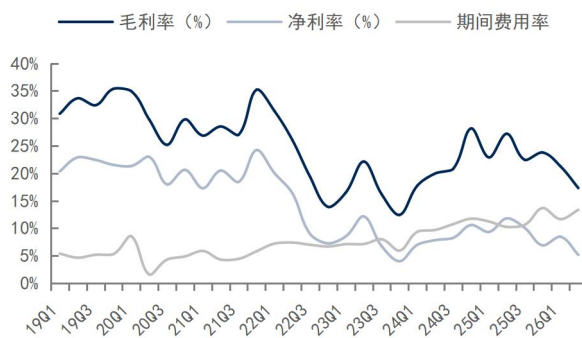
在手现金依旧充裕，有序推进国内产能整合。2026H1 综合毛利率为 19.1%，同比-6.1pp，Q2 单季度 17.3%，同比-9.9pp/环比-4.0pct，期间费用率 12.6%，同比+1.9pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+0.38/-0.15/+1.83/-0.19pp，财务费用率提升主因汇兑净损失增加（6.1 亿元，上年 1.7 亿元）和利息收入同比减少（6.8 亿元，上年 10 亿元）。2026H1 经营活动现金流净额 45.2 亿，同比-45.5%，货币资金和交易性金融资产合计 577.8 亿元，同比-9.5%，在手现金依旧充裕，完成资本性支出 43.4 亿元，同比-30.2%，主要用于项目建设和对外投资支出，国内持续推动产能整合，拟以现金方式购买皖维高新及其全资子公司蒙维科技的水泥产品生产销售业务相关资产，有望强化区域竞争力、优化竞争格局。

图11：海螺水泥上半年毛利率、净利率和期间费用率



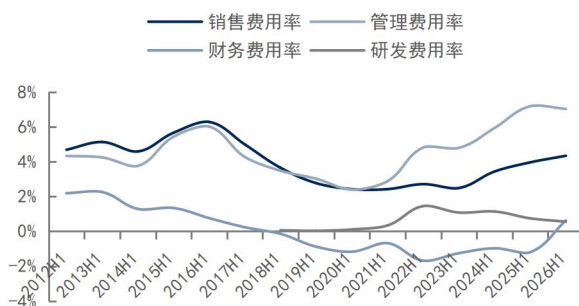
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：海螺水泥单季毛利率、净利率和期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：海螺水泥期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14：海螺水泥经营性净现金流



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：周期底部夯实质量，重视回报增强信心。公司作为国内水泥龙头，行业调整期持续夯实经营质量，并高度重视股东回报，周期底部大股东增持&积极回购增强信心，同时根据最新修订未来三年股东分红汇报规划（2025-2027），承诺2026-2027 年每年现金分红和股份回购不低于该年归属上市公司股东净利润 50%，并进一步锁定不低于 0.9 元/股(含税)分红下限,对应股息率约 5%。预计 2026-2028 年 EPS 为 1.14/1.40/1.59 元/股，对应 PE 为 15.7/12.8/11.2x，短期需求依旧偏弱，中期竞争格局和供需有望重塑，目前股息率亦具备一定吸引力，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	70229	50252	54272	58614	63303	营业收入	91030	82532	77917	81744	84827
应收款项	9686	8718	7407	6994	6532	营业成本	71272	62589	61941	63314	65163
存货净额	8109	7597	6410	5813	5342	营业税金及附加	963	982	779	736	763
其他流动资产	5229	7969	3117	3270	3393	销售费用	3415	3501	3117	3106	3054
流动资产合计	93762	88805	89043	96094	102113	管理费用	5946	6000	6547	6550	6572
固定资产	98583	98706	100961	101738	101201	研发费用	1257	847	390	409	424
无形资产及其他	34264	37051	35599	34150	32704	财务费用	(1171)	(913)	(176)	(296)	(355)
投资性房地产	20250	23458	23458	23458	23458	投资收益	297	749	1600	797	861
长期股权投资	7776	7981	8581	9081	9581	资产减值及公允价值变动	(400)	(725)	200	200	200
资产总计	254635	256001	257641	264521	269057	其他收入	(788)	(189)	110	91	76
短期借款及交易性金融负债	7722	6937	11012	10377	10688	营业利润	9713	10208	7620	9422	10768
应付款项	6127	5301	5019	5108	5267	营业外净收支	316	212	300	300	300
其他流动负债	15043	15580	9458	12155	11029	利润总额	10029	10420	7920	9722	11068
流动负债合计	28892	27819	25490	27640	26984	所得税费用	2366	2554	1980	2430	2767
长期借款及应付债券	21586	19519	19519	19519	19519	少数股东损益	(33)	(247)	(94)	(115)	(131)
其他长期负债	3779	4947	5947	7031	8072	归属于母公司净利润	7696	8113	6034	7407	8432
长期负债合计	25366	24466	25466	26550	27591	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	54258	52285	50956	54190	54576	净利润	7696	8113	6034	7407	8432
少数股东权益	12437	11288	11241	11183	11118	资产减值准备	0	907	63	11	(3)
股东权益	187940	192428	195445	199148	203364	折旧摊销	8422	8380	11364	12294	13053
负债和股东权益总计	254635	256001	257641	264521	269057	公允价值变动损失	400	725	(200)	(200)	(200)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	(1171)	(913)	(176)	(296)	(355)
每股收益	1.45	1.53	1.14	1.40	1.59	营运资本变动	(4520)	(2682)	2008	4738	881
每股红利	1.20	1.19	0.57	0.70	0.80	其它	(6)	(963)	(110)	(69)	(62)
每股净资产	35.47	36.31	36.88	37.58	38.38	经营活动现金流	11992	14481	19159	24181	22101
ROIC	4%	4%	2%	3%	4%	资本开支	0	(7519)	(12030)	(11433)	(10866)
ROE	4%	4%	3%	4%	4%	其它投资现金流	1702	(13760)	(3567)	(3567)	(2140)
毛利率	22%	24%	21%	23%	23%	投资活动现金流	1691	(21484)	(16197)	(15500)	(13507)
EBIT Margin	9%	10%	7%	9%	10%	权益性融资	1	278	0	0	0
EBITDA Margin	18%	21%	21%	24%	26%	负债净变化	(5526)	(3067)	0	0	0
收入增长	-35%	-9%	-6%	5%	4%	支付股利、利息	(6355)	(6288)	(3017)	(3703)	(4216)
净利润增长率	-26%	5%	-26%	23%	14%	其它融资现金流	11945	5460	4075	(635)	311
资产负债率	26%	25%	24%	25%	24%	融资活动现金流	(11815)	(12974)	1058	(4339)	(3905)
股息率	6.7%	6.6%	3.2%	3.9%	4.4%	现金净变动	1868	(19977)	4020	4342	4689
P/E	12.3	11.7	15.7	12.8	11.2	货币资金的期初余额	68362	70229	50252	54272	58614
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	货币资金的期末余额	70229	50252	54272	58614	63303
EV/EBITDA	9.0	8.7	8.8	7.5	6.8	企业自由现金流	0	4681	5200	11320	9706
						权益自由现金流	0	7073	9407	10907	10284

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