

海螺水泥（600585）

2025 年年报点评：自律稳盈利，产业链延伸 增持（维持）

2026 年 03 月 28 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

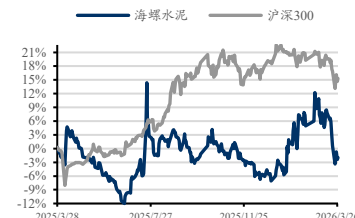
huangshitao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	91,030	82,532	84,911	86,330	87,051
同比（%）	(35.51)	(9.33)	2.88	1.67	0.84
归母净利润（百万元）	7,696	8,113	9,140	10,122	11,079
同比（%）	(26.19)	5.42	12.66	10.74	9.46
EPS-最新摊薄（元/股）	1.45	1.53	1.72	1.91	2.09
P/E（现价&最新摊薄）	15.86	15.05	13.36	12.06	11.02

投资要点

- **公司披露 2025 年年报**，全年实现营业总收入 825.32 亿元，同比-9.3%，实现归母净利润 81.13 亿元，同比+5.4%。其中 2025Q4 单季度实现营业总收入 212.34 亿元，同比-7.2%，实现归母净利润 18.09 亿元，同比-27.6%。年度利润分配预案为：每股派发现金红利 0.61 元（含税）。
- **水泥业务全年量稳价升，Q4 盈利受减值计提影响**。（1）公司全年水泥及熟料自产品销量 2.65 亿吨，同比-1.1%，对应吨均价/吨毛利/吨净利 230 元/64 元/30 元，同比分别-16 元/+5 元/+1 元。其中吨成本公司通过技术创新、强化物流管控、加大替代燃料使用、优化原燃材料的采购渠道等方式提升成本管控水平，公司水泥熟料自产品综合成本同比下降 11.12%。（2）2025 年下半年以来水泥需求继续承压，行业供给自律有所反复，Q4 全国水泥价格中低位震荡。其中公司整体 Q4 单季毛利率、销售净利率分别环比上升 1.3pct/下降 3.2pct 至 23.8%/6.9%，销售净利率下降主要是受 Q4 计提资产减值损失 5.23 亿元影响。公司 2025 年全年单吨自产品对应期间费用为 35.6 元，同比+0.3 元，费用端整体平稳。（3）公司统筹推进产业发展和项目建设，积极巩固主业、延伸链条。国内水泥主业发展精准发力，新疆尧柏项目完成并购，海外项目发展稳步推进，柬埔寨金边海螺顺利建成运营。产业链条纵深延伸，枞阳、英德等 9 个骨料项目建成投产，新增 22 个商品混凝土站点，市场覆盖范围持续扩大；同时加快推进消费建材业务发展，建成投产 13 个干混砂浆、瓷砖胶项目和 1 个腻子粉项目。
- **资本开支力度继续收缩，分红比例同比提升**。（1）公司 2025 年经营活动产生的现金流量净额 166.44 亿元，同比-9.9%，主要系 2025 年内贸易收入同比减少所致；2025 年资本性支出 110.32 亿元，同比-29.4%，计划 2026 年资本性支出 118.20 亿元。公司 2025 年年末资产负债率 20.4%，同比下降 0.9pct。（2）公司 2025 年度现金分红比例 55.3%，同比+6.6pct。
- **行业自律延续提供盈利底部支撑，关注产业政策和需求变化**。我们判断 2026 年自律共识强化，行业错峰力度增强，提供盈利底部支撑，但需求不稳的背景下，行业供需需要频繁再平衡，制约行业盈利弹性。若实物需求企稳改善，水泥旺季价格弹性可观。我们认为 2026 年行业景气度环比 2025 年下半年有望呈现震荡中改善的态势
- **盈利预测与投资评级**：公司在下行期彰显成本领先等综合优势，外延稳步拓展提供新的增长动能。当前水泥板块市净率估值处于底部，产业政策落地有望推动盈利稳步修复、估值回升。龙头企业中长期有望受益于行业格局优化。我们预计公司 2026-2028 年归母净利润预测至 91.4/101.22/110.79 亿元（2026-2027 年原值为 111.8/126.2 亿元，新增 2028 年预测），维持“增持”评级。
- **风险提示**：水泥需求下降超预期；产业链上下游扩张不及预期；市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.04
一年最低/最高价	21.34/28.00
市净率(倍)	0.63
流通 A 股市值(百万元)	92,153.15
总市值(百万元)	122,095.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	36.31
资产负债率(%，LF)	20.42
总股本(百万股)	5,299.30
流通 A 股(百万股)	3,999.70

相关研究

《海螺水泥(600585)：2025 年中报点评：盈利如期改善，期待产业政策进一步发力》

2025-08-27

《海螺水泥(600585)：2024 年年报点评：水泥供给侧自律成效显著，盈利底部反弹》

2025-03-25

海螺水泥三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	88,805	92,629	97,305	103,916	营业总收入	82,532	84,911	86,330	87,051
货币资金及交易性金融资产	63,152	68,095	72,918	79,145	营业成本(含金融类)	62,589	63,491	63,966	63,704
经营性应收款项	10,961	11,224	11,361	11,403	税金及附加	982	1,010	1,027	1,036
存货	7,597	6,173	5,864	6,193	销售费用	3,501	3,466	3,397	3,346
合同资产	0	0	0	0	管理费用	6,000	5,952	5,899	5,851
其他流动资产	7,095	7,137	7,162	7,174	研发费用	847	890	934	981
非流动资产	167,196	167,451	167,398	165,655	财务费用	(913)	(1,154)	(1,296)	(1,499)
长期股权投资	7,981	8,313	8,660	9,026	加:其他收益	458	512	534	540
固定资产及使用权资产	93,422	92,725	90,793	87,634	投资净收益	749	326	340	356
在建工程	6,172	6,172	7,372	8,372	公允价值变动	95	0	0	0
无形资产	37,051	37,672	38,003	38,053	减值损失	(907)	(393)	(295)	(295)
商誉	1,242	1,242	1,242	1,242	资产处置收益	287	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	10,208	11,700	12,982	14,233
其他非流动资产	21,328	21,328	21,328	21,328	营业外净收支	212	218	222	224
资产总计	256,001	260,080	264,703	269,571	利润总额	10,420	11,919	13,204	14,457
流动负债	27,819	28,190	28,395	28,371	减:所得税	2,554	2,817	3,125	3,425
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,937	6,937	6,937	6,937	净利润	7,866	9,101	10,079	11,032
经营性应付款项	5,301	5,377	5,417	5,395	减:少数股东损益	(247)	(39)	(43)	(47)
合同负债	2,916	3,000	3,050	3,076	归属母公司净利润	8,113	9,140	10,122	11,079
其他流动负债	12,665	12,875	12,990	12,963	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.53	1.72	1.91	2.09
非流动负债	24,466	23,466	22,666	21,866	EBIT	8,920	10,765	11,907	12,957
长期借款	7,019	6,019	5,219	4,419	EBITDA	17,383	20,641	22,608	24,416
应付债券	12,500	12,500	12,500	12,500	毛利率(%)	24.16	25.23	25.90	26.82
租赁负债	220	220	220	220	归母净利率(%)	9.83	10.76	11.72	12.73
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727	收入增长率(%)	(9.33)	2.88	1.67	0.84
负债合计	52,285	51,656	51,061	50,237	归母净利润增长率(%)	5.42	12.66	10.74	9.46
归属母公司股东权益	192,428	197,175	202,436	208,175					
少数股东权益	11,288	11,249	11,206	11,158					
所有者权益合计	203,716	208,424	213,641	219,334					
负债和股东权益	256,001	260,080	264,703	269,571					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	16,644	20,611	21,125	22,030	每股净资产(元)	36.31	37.21	38.20	39.28
投资活动现金流	(13,934)	(9,687)	(10,135)	(9,186)	最新发行在外股份(百万股)	5,299	5,299	5,299	5,299
筹资活动现金流	(8,298)	(5,907)	(6,167)	(6,617)	ROIC(%)	2.93	3.54	3.85	4.10
现金净增加额	(5,661)	4,943	4,823	6,227	ROE-摊薄(%)	4.22	4.64	5.00	5.32
折旧和摊销	8,463	9,876	10,701	11,458	资产负债率(%)	20.42	19.86	19.29	18.64
资本开支	(9,366)	(9,682)	(10,128)	(9,176)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.05	13.36	12.06	11.02
营运资本变动	1,815	1,448	308	(454)	P/B(现价)	0.63	0.62	0.60	0.59

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>