

公司研究

水泥业务量价承压，化工板块盈利有待改善

——青松建化（600425.SH）跟踪点评报告

要点

事件：青松建化发布 2025 年中报。25H1，公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 17.7/1.1/1.0 亿元，同比-14%/-49%/-43%。25Q2，公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 13/1.7/1.6 亿元，同比分别-15%/-28%/-18%。

点评：**水泥业务：量价齐跌，毛利率下降。**

25H1，公司水泥业务实现收入 12.4 亿元，毛利润 3.5 亿元，毛利率 28.5%。根据公司中报信息，25H1 公司水泥主业销量下滑，水泥售价较上年同期有所降低，主营业务毛利率下降。25H1，新疆区域水泥产量 0.19 亿吨，同比+5%；参考 2023-2024 年，新疆区域水泥产量增速分别为+25%、-5%，公司水泥销量增速分别为+36%、+1%，均高于区域水泥产量增速。价格方面，25H1，新疆的南疆区域各主要城市水泥价格相对平稳，同比大致持平，阿克苏、喀什等地同比略高于上年同期，25Q3 延续平稳走势。

行业层面，2025 年新疆区域重点工业行业能效水平将全面提高，高耗能行业重点领域能效标杆水平以上产能比例达到 30%，能效基准水平以下产能基本清零，各行业节能降碳效果将显著增强，绿色低碳发展能力大幅提高。

化工业务：销量同比下滑，盈利状况未改善。

25H1，公司化工业务实现收入 4.4 亿元，毛利润-0.2 亿元，毛利率-4.2%。根据公司中报信息，25H1 公司化工板块中尿素价格下跌幅度较大，PVC 价格低迷，化工板块盈利状况未改善；青松化工主导产品尿素和阿拉尔化工 PVC 销量和去年同期相比有所下降，同时，尿素价格下降趋势明显。

投资建议：青松建化是新疆区域水泥行业龙头，25H1 公司两大主业盈利情况均承压，收入利润同比均出现较大幅度下滑。考虑到公司 25H1 盈利情况不乐观，以及区域需求未见好转趋势，公司化工业务盈利状态尚未改善，我们下调对公司 2025-2026 年归母净利润预测至 3.5 亿元（下调 39%）、3.8 亿元（下调 46%），新增 2027 年归母净利润预测 4.2 亿元。维持“增持”评级。

风险提示：区域水泥价格下滑风险、区域水泥需求不及预期风险、化工产品价格下滑风险、原燃材料价格大幅上涨风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,490	4,328	4,287	4,372	4,453
营业收入增长率	20.01%	-3.60%	-0.94%	1.98%	1.84%
归属净利润（百万元）	463	354	347	378	422
归属净利润增长率	11.53%	-23.68%	-1.99%	9.07%	11.52%
EPS（元）	0.29	0.22	0.22	0.24	0.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.44%	5.53%	5.28%	5.57%	6.00%
P/E	16	21	21	20	18
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-17

增持（维持）

当前价：4.63 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：陈奇凡

执业证书编号：S0930523050002

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.05
总市值(亿元):	74.30
一年最低/最高(元):	2.94/5.09
近 3 月换手率:	279.23%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.12	7.55	11.43
绝对	5.23	25.14	54.95

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,490	4,328	4,287	4,372	4,453
营业成本	3,377	3,310	3,341	3,370	3,395
折旧和摊销	331	343	413	418	423
税金及附加	58	58	57	59	60
销售费用	30	27	27	28	28
管理费用	311	334	331	337	343
研发费用	84	104	103	105	107
财务费用	32	33	36	23	17
投资收益	41	37	30	30	30
营业利润	685	497	493	538	599
利润总额	575	456	448	489	545
所得税	83	96	94	103	115
净利润	492	360	354	386	430
少数股东损益	29	6	7	8	8
归属母公司净利润	463	354	347	378	422
EPS(元)	0.29	0.22	0.22	0.24	0.26

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	442	343	544	658	815
净利润	463	354	347	378	422
折旧摊销	331	343	413	418	423
净营运资金增加	460	-141	218	163	48
其他	-812	-212	-434	-301	-76
投资活动产生现金流	-171	-224	-114	-70	-70
净资本支出	-197	-247	-100	-100	-100
长期投资变化	517	522	0	0	0
其他资产变化	-491	-499	-14	30	30
融资活动现金流	332	-459	-360	-180	-189
股本变化	226	0	0	0	0
债务净变化	-110	-314	-156	0	0
无息负债变化	-53	-63	-207	217	7
净现金流	603	-341	70	408	557

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	24.8%	23.5%	22.1%	22.9%	23.8%
EBITDA 率	25.3%	22.1%	20.7%	21.8%	22.6%
EBIT 率	17.9%	14.9%	11.1%	12.2%	13.1%
税前净利润率	12.8%	10.5%	10.4%	11.2%	12.2%
归母净利润率	10.3%	8.2%	8.1%	8.6%	9.5%
ROA	5.1%	3.8%	3.8%	3.9%	4.3%
ROE (摊薄)	7.4%	5.5%	5.3%	5.6%	6.0%
经营性 ROIC	9.2%	6.6%	4.9%	5.6%	6.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	33%	30%	27%	28%	27%
流动比率	1.53	1.73	2.22	2.39	2.73
速动比率	1.24	1.38	1.78	1.81	2.15
归母权益/有息债务	3.31	4.08	4.65	4.80	4.98
有形资产/有息债务	4.93	5.78	6.31	6.64	6.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	9,694	9,538	9,353	9,799	10,064
货币资金	1,611	1,273	1,343	1,751	2,308
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	305	328	325	251	262
应收票据	649	522	517	656	668
其他应收款 (合计)	208	47	45	31	31
存货	722	643	649	968	975
其他流动资产	217	298	318	318	318
流动资产合计	3,751	3,172	3,259	4,022	4,610
其他权益工具	30	30	30	30	30
长期股权投资	517	522	522	522	522
固定资产	4,422	4,613	4,325	4,030	3,726
在建工程	290	295	287	268	253
无形资产	392	431	417	403	390
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	245	420	464	464	464
非流动资产合计	5,943	6,366	6,095	5,777	5,454
总负债	3,228	2,851	2,488	2,705	2,712
短期借款	1,171	495	0	0	0
应付账款	467	510	515	506	509
应付票据	48	7	7	101	102
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	372	282	259	259	259
流动负债合计	2,451	1,836	1,466	1,683	1,691
长期借款	658	812	812	812	812
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	119	144	151	151	151
非流动负债合计	777	1,015	1,022	1,022	1,022
股东权益	6,466	6,686	6,865	7,094	7,352
股本	1,605	1,605	1,605	1,605	1,605
公积金	3,653	3,642	3,663	3,701	3,743
未分配利润	909	1,071	1,223	1,405	1,613
归属母公司权益	6,229	6,391	6,563	6,783	7,033
少数股东权益	237	296	303	310	319

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.67%	0.63%	0.63%	0.63%	0.63%
管理费用率	6.94%	7.71%	7.71%	7.71%	7.71%
财务费用率	0.71%	0.76%	0.84%	0.52%	0.37%
研发费用率	1.87%	2.40%	2.40%	2.40%	2.40%
所得税率	14%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.10	0.10	0.10	0.11	0.12
每股经营现金流	0.28	0.21	0.34	0.41	0.51
每股净资产	3.88	3.98	4.09	4.23	4.38
每股销售收入	2.80	2.70	2.67	2.72	2.77

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	21	21	20	18
PB	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	7.9	9.2	9.9	8.9	7.9
股息率	2.2%	2.2%	2.1%	2.3%	2.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP