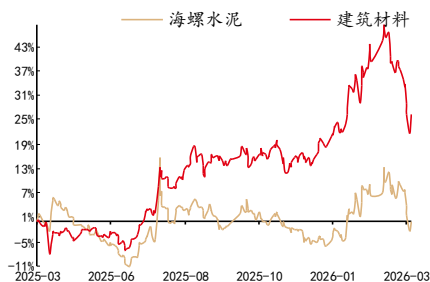


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	23.20
总股本/流通股本(亿股)	52.99 / 40.00
总市值/流通市值(亿元)	1,229 / 928
52周内最高/最低价	27.17 / 21.43
资产负债率(%)	20.4%
市盈率	15.06
第一大股东	安徽海螺集团有限责任公司

研究所

分析师: 赵洋
SAC 登记编号: S1340524050002
Email: zhaoyang@cnpsec.com

海螺水泥(600585)

行业需求仍有压力，成本优化业绩小幅改善

● 事件

公司发布 25 年报，25 年实现营收 825.3 亿元，同比-9.33%，实现归母净利 81.13 亿元，同比+5.42%，扣非归母净利 75.88 亿元，同比+3.03%，其中 Q4 实现营收 212.3 亿元，同比-7.19%，归母净利 18.09 亿元，同比-27.59%，扣非净利润 16.51 亿，同比-33.59%。公司全年现金分红 44.9 亿元，分红比例达 55.3%。

● 点评

销量小幅下滑，毛利率有所提升：25 年公司水泥熟料自产品销量为 2.65 亿吨，同比下降 1.13%，降幅优于水泥行业平均水平，主要得益于海外和出口销量增长；自产品销售收入 683.78 亿元，同比下降 6.61%；自产品销售成本 493.96 亿元，同比下降 10.27%；自产品综合毛利率为 27.76%，较上年同期上升 2.95pct。成本方面，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%。

费用率小幅增长，现金流保持良好：25 年公司期间费用率为 11.43%，同比增加 0.98pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.24%/7.27%/1.03%/-1.11%，同比变化 +0.49%/+0.64/-0.35%/+0.18pct。现金流方面，25 年经营活动现金流量净额为 166.44 亿元，同比减少 18.32 亿元，主要受贸易收入同比减少所致。

限制超产有望加强协同，看好龙头盈利弹性：水泥行业盈利水平仍处于周期底部水平，需求端，由于基建及房建需求走弱，长周期预计仍将维持需求稳中略降趋势。供给端，行业持续加强反内卷，25 年 7 月水泥协会发布响应反内卷政策文件，在政策限制超产背景下，行业有望继续加强供给协同，实现盈利稳步回升，海螺作为行业龙头，我们持续看好其成本端优势带来的盈利弹性。

盈利预测：我们预计公司 26-27 年收入分别为 856 亿、900 亿元，同比+3.69%、+5.19%，预计 26-27 年归母净利润分别为 85.9 亿、99.6 亿，同比+5.9%、+15.9%，对应 25-26 年 PE 分别为 14.3X、12.4X。

● 风险提示：

行业反内卷、限制超产政策不达预期，行业需求下滑超预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	825	856	900	915
增长率(%)	-9.33	3.69	5.19	1.67
EBITDA(亿元)	173.83	215.49	242.93	253.56
归属母公司净利润(亿元)	81.13	85.92	99.57	102.61
增长率(%)	5.42	5.90	15.89	3.05
EPS(元/股)	1.53	1.62	1.88	1.94
市盈率(P/E)	15.15	14.31	12.35	11.98
市净率(P/B)	0.64	0.63	0.61	0.60
EV/EBITDA	5.31	4.50	3.66	2.99

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	825	856	900	915	营业收入	-9.3%	3.7%	5.2%	1.7%
营业成本	626	639	661	671	营业利润	5.1%	6.0%	16.2%	3.1%
税金及附加	10	10	11	11	归属于母公司净利润	5.4%	5.9%	15.9%	3.1%
销售费用	35	36	38	39	获利能力				
管理费用	60	62	65	67	毛利率	24.2%	25.3%	26.6%	26.7%
研发费用	8	12	12	13	净利率	9.8%	10.0%	11.1%	11.2%
财务费用	-9	-5	-6	-7	ROE	4.2%	4.4%	5.0%	5.0%
资产减值损失	-8	-8	-8	-8	ROIC	2.9%	3.4%	3.9%	3.9%
营业利润	102	108	126	130	偿债能力				
营业外收入	5	5	5	5	资产负债率	20.4%	20.3%	20.2%	20.0%
营业外支出	3	3	3	3	流动比率	3.19	3.21	3.39	3.78
利润总额	104	110	128	132	营运能力				
所得税	26	27	31	32	应收账款周转率	24.65	29.25	30.42	30.88
净利润	79	83	97	99	存货周转率	7.97	8.78	9.88	11.03
归母净利润	81	86	100	103	总资产周转率	0.32	0.33	0.34	0.34
每股收益(元)	1.53	1.62	1.88	1.94	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.53	1.62	1.88	1.94
货币资金	503	526	607	737	每股净资产	36.31	37.02	37.86	38.73
交易性金融资产	129	129	129	129	估值比率				
应收票据及应收账款	87	89	93	94	PE	15.15	14.31	12.35	11.98
预付款项	7	7	7	7	PB	0.64	0.63	0.61	0.60
存货	76	70	64	57	现金流量表				
流动资产合计	888	909	989	1114	净利润	79	83	97	99
固定资产	925	965	966	935	折旧和摊销	85	111	121	129
在建工程	62	56	38	5	营运资本变动	18	-1	-1	0
无形资产	371	358	345	332	其他	-15	-2	-2	-3
非流动资产合计	1672	1691	1661	1582	经营活动现金流净额	166	191	214	226
资产总计	2560	2600	2650	2696	资本开支	-94	-125	-85	-45
短期借款	45	45	45	45	其他	-46	8	8	8
应付票据及应付账款	53	54	56	57	投资活动现金流净额	-139	-117	-77	-36
其他流动负债	180	184	190	193	股权融资	3	0	0	0
流动负债合计	278	283	292	295	债务融资	-21	0	0	0
其他	245	245	245	245	其他	-65	-50	-57	-59
非流动负债合计	245	245	245	245	筹资活动现金流净额	-83	-50	-57	-59
负债合计	523	528	536	540	现金及现金等价物净增加额	-57	24	80	131
股本	53	53	53	53					
资本公积金	107	107	107	107					
未分配利润	1751	1776	1805	1836					
少数股东权益	113	110	107	104					
其他	13	26	41	56					
所有者权益合计	2037	2072	2114	2156					
负债和所有者权益总计	2560	2600	2650	2696					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048