

2026年04月01日

# 海螺水泥 (600585.SH)

——受益成本下降 全年业绩有所修复

投资评级：增持（维持）

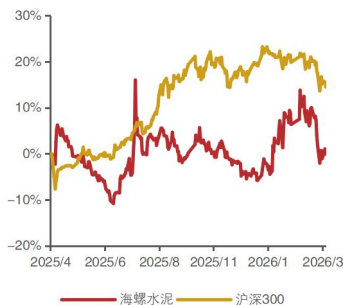
## 投资要点：

### 证券分析师

戴铭余  
SAC: S1350524060003  
daimingyu@huayuanstock.com  
王彬鹏  
SAC: S1350524090001  
wangbinpeng@huayuanstock.com  
邓力  
SAC: S1350525070006  
dengli@jzsec.com  
赵梦妮  
SAC: S1350525050005  
zhaomengni@huayuanstock.com  
郇悦轩  
SAC: S1350524080001  
liyexuan@huayuanstock.com

### 联系人

### 市场表现：



基本数据	2026年03月31日
收盘价(元)	23.16
一年内最高/最低(元)	28.00/21.34
总市值(百万元)	122,731.85
流通市值(百万元)	122,731.85
总股本(百万股)	5,299.30
资产负债率(%)	20.42
每股净资产(元/股)	36.46

资料来源：聚源数据

- **事件：**公司发布 2025 年年报，实现收入 825.32 亿元，同比-9.33%，归母净利润 81.13 亿元，同比增长 5.42%；其中单四季度实现收入 212.34 亿元，同比-7.19%，归母净利润 18.09 亿元，同比-27.59%。公司 2025 年度末期利润分配预案为每股派发现金红利 0.61 元人民币（含税），考虑中期分红，2025 年公司现金分红比例 55.29%。
- **成本下行导致业绩有所修复，高基数和减值导致四季度利润降幅扩大。**全年看，受全国固定资产投资增速由正转负，地产新开工持续低迷影响，公司主业面临量价压力，收入同比承压，但受益于成本同比下行，归母净利润仍然实现逆势增长。25Q4 公司净利润降幅明显高于收入降幅，主要系 24Q4 水泥盈利相对高基数和资产减值损失导致。25Q4 公司综合毛利率 23.77%，环比稳定，同比-4.38pct；资产减值损失占收入比例 2.46%，同比+1.11pct。
- **水泥、熟料及商混板块贡献业绩正增长，骨料业务下行压力进一步加大。**分板块来看：1) **水泥及熟料：**2025 年公司水泥业务收入同比-7.88%，毛利率同比+3.30pct；熟料业务收入同比-1.83%，毛利率同比+11.39pct。量价拆分来看，水泥及熟料自产品销量为 2.65 亿吨，同比-1.13%（全国水泥产量 16.93 亿吨，同比-6.9%）；根据我们测算，水泥熟料吨营收、吨成本、吨毛利分别为 230、166、64 元，同比分别-16，-21，+5 元。2) **骨料：**2025 年公司骨料及机制砂收入同比-10.40%，毛利率同比-6.78pct，预计主要由于骨料行业供需格局走弱价格下行导致。3) **商品混凝土：**2025 年公司商品混凝土收入同比增长 20.01%，毛利率同比+2.38pct，预计主要由于公司加快了中心城市的商混产业布局，盈利能力增长。
- **收入减少致使费用率有所增加。**全年公司期间费用率 11.43%，同比+1.06pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.24%、7.27%、1.03%、-1.11%，分别同比+0.49、+0.74、-0.35、+0.18pct。其中 25Q4 期间费用率 13.67%，同比+1.95pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.76%、7.56%、1.74%、-0.39%，分别同比+0.03、+0.32、+0.03、+1.57 百分点，预计费用率有所增加主要由于收入减少所致。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 83.59、110.89、139.52 亿元，3 月 31 日股价对应的 PE 分别为 15、11、9 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济复苏不及预期，非水泥业务进展不及预期，原材料价格波动

### 盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	91,030	82,532	86,766	91,310	96,329
同比增长率（%）	-35.44%	-9.33%	5.13%	5.24%	5.50%
归母净利润（百万元）	7,696	8,113	8,359	11,089	13,952
同比增长率（%）	-26.21%	5.42%	3.03%	32.66%	25.83%
每股收益（元/股）	1.45	1.53	1.58	2.09	2.63
ROE（%）	4.09%	4.22%	4.21%	5.37%	6.45%
市盈率（P/E）	15.95	15.13	14.68	11.07	8.80

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	50,252	48,990	49,259	51,848
应收票据及账款	10,266	9,715	10,224	10,786
预付账款	695	1,037	1,091	1,151
其他应收款	1,445	1,712	1,802	1,901
存货	7,597	7,106	7,167	7,262
其他流动资产	18,550	15,691	15,837	15,999
<b>流动资产总计</b>	<b>88,805</b>	<b>84,251</b>	<b>85,379</b>	<b>88,946</b>
长期股权投资	7,981	8,381	8,781	9,181
固定资产	93,422	92,967	96,034	95,669
在建工程	6,172	7,086	4,000	4,000
无形资产	37,051	37,761	40,360	42,848
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	22,569	24,566	24,563	24,560
<b>非流动资产合计</b>	<b>167,196</b>	<b>170,762</b>	<b>173,738</b>	<b>176,258</b>
<b>资产总计</b>	<b>256,001</b>	<b>255,013</b>	<b>259,117</b>	<b>265,203</b>
短期借款	4,541	4,541	4,541	4,541
应付票据及账款	5,301	5,013	5,056	5,124
其他流动负债	17,977	15,233	15,482	15,806
<b>流动负债合计</b>	<b>27,819</b>	<b>24,787</b>	<b>25,079</b>	<b>25,470</b>
长期借款	19,739	16,038	12,229	8,334
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727
<b>非流动负债合计</b>	<b>24,466</b>	<b>20,765</b>	<b>16,956</b>	<b>13,061</b>
<b>负债合计</b>	<b>52,285</b>	<b>45,552</b>	<b>42,035</b>	<b>38,532</b>
股本	5,299	5,299	5,299	5,299
资本公积	10,715	10,715	10,715	10,715
留存收益	176,414	182,402	190,346	200,342
归属母公司权益	192,428	198,416	206,360	216,356
少数股东权益	11,288	11,045	10,722	10,315
<b>股东权益合计</b>	<b>203,716</b>	<b>209,461</b>	<b>217,082</b>	<b>226,672</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>256,001</b>	<b>255,013</b>	<b>259,117</b>	<b>265,203</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	7,866	7,041	9,691	12,472
折旧与摊销	8,460	8,834	9,424	9,880
财务费用	-913	-920	-1,082	-1,326
投资损失	-749	-500	-500	-500
营运资金变动	1,825	261	-568	-586
其他经营现金流	152	1,316	1,316	1,316
<b>经营性现金净流量</b>	<b>16,640</b>	<b>16,032</b>	<b>18,281</b>	<b>21,256</b>
投资性现金净流量	-13,934	-12,142	-12,142	-12,142
筹资性现金净流量	-8,298	-5,152	-5,871	-6,525
<b>现金流量净额</b>	<b>-5,665</b>	<b>-1,262</b>	<b>268</b>	<b>2,589</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>82,532</b>	<b>86,766</b>	<b>91,310</b>	<b>96,329</b>
<b>营业成本</b>	<b>62,589</b>	<b>66,406</b>	<b>66,976</b>	<b>67,863</b>
税金及附加	982	1,032	1,086	1,146
销售费用	3,501	3,471	3,652	3,853
管理费用	6,000	6,074	6,392	6,743
研发费用	847	891	938	989
财务费用	-913	-920	-1,082	-1,326
资产减值损失	-820	-434	-457	-482
信用减值损失	-87	-51	-54	-57
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	749	500	500	500
公允价值变动损益	95	0	0	0
资产处置收益	287	107	107	107
其他收益	458	516	516	516
<b>营业利润</b>	<b>10,208</b>	<b>10,451</b>	<b>13,962</b>	<b>17,645</b>
营业外收入	493	500	500	500
营业外支出	281	200	200	200
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>10,420</b>	<b>10,751</b>	<b>14,262</b>	<b>17,945</b>
所得税	2,554	2,635	3,496	4,399
<b>净利润</b>	<b>7,866</b>	<b>8,115</b>	<b>10,766</b>	<b>13,546</b>
少数股东损益	-247	-243	-323	-406
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>8,113</b>	<b>8,359</b>	<b>11,089</b>	<b>13,952</b>
EPS(元)	1.53	1.58	2.09	2.63

**主要财务比率**

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-9.33%	5.13%	5.24%	5.50%
营业利润增长率	5.09%	2.38%	33.60%	26.38%
归母净利润增长率	5.42%	3.03%	32.66%	25.83%
经营现金流增长率	-9.92%	-3.66%	14.03%	16.27%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	24.16%	23.47%	26.65%	29.55%
净利率	9.53%	9.35%	11.79%	14.06%
ROE	4.22%	4.21%	5.37%	6.45%
ROA	3.17%	3.28%	4.28%	5.26%
<b>估值倍数</b>				
P/E	15.13	14.68	11.07	8.80
P/S	1.49	1.41	1.34	1.27
P/B	0.64	0.62	0.59	0.57
股息率	0.78%	1.93%	2.56%	3.22%
EV/EBITDA	5	5	4	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。