

海螺水泥(600585)

报告日期: 2026年04月06日

## 减值扰动 Q4 业绩, 分红比例提升

### ——海螺水泥年报点评

#### 投资要点

- **事件:** 公司公告 2025 年营收 825.32 亿元同降 9.33%; 归母净利润 81.13 亿元同增 5.42%; 扣非净利润 75.88 亿元同增 3.03%。其中 2025Q4 营收 212.34 亿元同降 7.19%; 归母净利润 18.09 亿元同降 27.59%; 扣非净利润 16.51 亿元同降 33.59%。
- **弱需求下经营韧性彰显, 成本下降带动吨净利改善。** 25Q4 公司业绩有所下降, 一是去年同期基数较高, 二是减值计提影响, 25Q4 公司资产+信用减值为 6.03 亿元, 同比+80.00%。全年维度, 公司经营仍具较强韧性, 2025 年水泥熟料自产品销量为 2.65 亿吨, 同比-1.13%, 同期全国水泥产量同比-6.9%, 表现好于行业, 主因海外和出口销量增长拉动。分业务看: 1) 水泥熟料。根据我们测算, 2025 年水泥熟料吨毛利为 63.77 元, 同比+5.19 元, 主因成本降幅高于价格, 吨成本、吨价格同比分别-20.84、-15.65 元。吨归母净利(全口径)为 30.62 元, 同比+1.90 元。2026 年, 公司计划水泥熟料自产品销量 2.60 亿吨, 预计吨产品成本和吨产品费用保持相对稳定。2) 骨料及机制砂。2025 年销售收入为 42.03 亿元, 同比-10.41%; 毛利率 40.13%, 同比-6.78pct。截至 2025 年底, 公司骨料产能达 1.8 亿吨。3) 商品混凝土。2025 年销售收入为 32.09 亿元, 同比+20.04%; 毛利率 12.38%, 同比+2.38pct。截至 2025 年底, 公司在运行商品混凝土产能 7025 万立方米。
- **海外及产业链延伸业务发展向好。** 海外方面, 2025 年柬埔寨金边海螺建成投产, 产能布局进一步优化, 2025 年海外业务收入占比同比+2.2pct, 利润占比+7.1pct。海外业务毛利率达 43.31%, 同比+10.98pct。产业链延伸方面, 新拓展消费建材领域, 2025 年建成投产 13 个干混砂浆、瓷砖胶项目和 1 个腻子粉项目, 新增产能 435 万吨, 消费建材销量同比+325%。
- **分红比例较前三年明显提升。** 2025 年, 公司年度现金分红(含中期)为 0.85 元/股, 分红比例达 55.3%, 同比+4.3pct, 2022-2024 年分红比例分别为 50%、52%、51%。公司账上资金充裕, 2025 年货币资金+交易性金融资产为 631.51 亿元, 资产负债率为 20.42%, 同比-0.89pct。2025 年公司资本开支 110.3 亿元, 同比-29.4%; 2026 年计划资本开支为 118.2 亿元, 同比+7.16%。
- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 840.14、865.55、895.24 亿元, 同比增速分别为 1.80%、3.03%、3.43%; 归母净利润分别为 88.19、101.30、117.55 亿元, 同比增速分别为 8.71%、14.86%、16.04%, 当前市值对应 PE 估值分别为 13.77、11.98、10.33 倍, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 地产及基建需求继续下行风险、原材料价格波动风险、海外政治风险等。

#### 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	82532.05	84013.52	86555.16	89523.54
(+/-) (%)	-9.33%	1.80%	3.03%	3.43%
归母净利润	8113.07	8819.46	10130.20	11754.96
(+/-) (%)	5.42%	8.71%	14.86%	16.04%
每股收益(元)	1.53	1.66	1.91	2.22
P/E	14.96	13.77	11.98	10.33

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(首次)

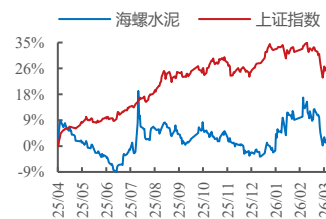
分析师: 毕春晖  
 执业证书号: S1230525120006  
 bichunhui@stocke.com.cn

分析师: 王龙  
 执业证书号: S1230526040001  
 wanglong02@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 22.91
总市值(百万元)	121,407.02
总股本(百万股)	5,299.30

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>88,805</b>	<b>84,899</b>	<b>89,387</b>	<b>93,704</b>
现金	50,252	47,113	51,669	56,075
交易性金融资产	12,899	12,999	13,099	13,199
应收账款	8,718	9,235	9,417	9,647
其它应收款	1,445	1,657	1,521	1,635
预付账款	695	924	816	821
存货	7,597	5,781	5,361	4,540
其他	7,199	7,189	7,503	7,787
<b>非流动资产</b>	<b>167,196</b>	<b>173,075</b>	<b>177,848</b>	<b>181,517</b>
金融资产类	1,416	1,571	1,726	1,881
长期投资	7,981	12,981	17,981	22,981
固定资产	92,534	92,146	90,903	88,805
无形资产	37,051	39,518	41,785	43,852
在建工程	6,172	4,672	3,172	1,672
其他	22,041	22,186	22,280	22,325
<b>资产总计</b>	<b>256,001</b>	<b>257,973</b>	<b>267,235</b>	<b>275,220</b>
<b>流动负债</b>	<b>27,819</b>	<b>23,641</b>	<b>26,067</b>	<b>26,956</b>
短期借款	4,541	4,041	4,541	5,041
应付款项	5,301	4,687	5,119	5,090
预收账款	0	0	0	0
其他	17,977	14,913	16,407	16,825
<b>非流动负债</b>	<b>24,466</b>	<b>26,566</b>	<b>28,666</b>	<b>30,266</b>
长期借款	7,019	8,519	10,019	11,019
其他	17,447	18,047	18,647	19,247
<b>负债合计</b>	<b>52,285</b>	<b>50,207</b>	<b>54,733</b>	<b>57,222</b>
少数股东权益	11,288	11,468	11,675	11,915
归属母公司股东权益	<b>192,428</b>	<b>196,298</b>	<b>200,827</b>	<b>206,083</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>256,001</b>	<b>257,973</b>	<b>267,235</b>	<b>275,220</b>

### 利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>82,532</b>	<b>84,014</b>	<b>86,555</b>	<b>89,524</b>
营业成本	62,589	61,898	62,329	62,957
营业税金及附加	982	1,008	1,212	1,253
营业费用	3,501	3,613	3,808	3,760
管理费用	6,000	6,261	5,929	5,900
研发费用	847	840	866	895
财务费用	(913)	(1,030)	(835)	(520)
资产减值损失	(820)	(1,050)	(1,100)	(1,100)
公允价值变动损益	95	100	100	100
投资净收益	749	453	511	608
其他经营收益	458	430	474	482
<b>营业利润</b>	<b>10,208</b>	<b>11,361</b>	<b>13,263</b>	<b>15,454</b>
营业外收支	212	330	286	276
<b>利润总额</b>	<b>10,420</b>	<b>11,691</b>	<b>13,549</b>	<b>15,731</b>
所得税	2,554	2,691	3,212	3,736
<b>净利润</b>	<b>7,866</b>	<b>8,999</b>	<b>10,337</b>	<b>11,995</b>
少数股东损益	(247)	180	207	240
<b>归属母公司净利润</b>	<b>8,113</b>	<b>8,819</b>	<b>10,130</b>	<b>11,755</b>
EBITDA	17,383	21,537	24,696	28,297
EPS (最新摊薄)	1.53	1.66	1.91	2.22

### 主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-9.33%	1.80%	3.03%	3.43%
营业利润	5.09%	11.29%	16.75%	16.52%
归属母公司净利润	5.42%	8.71%	14.86%	16.04%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.16%	26.32%	27.99%	29.68%
净利率	9.83%	10.50%	11.70%	13.13%
ROE	4.22%	4.49%	5.04%	5.70%
ROIC	2.92%	3.48%	3.99%	4.62%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	20.42%	19.46%	20.48%	20.79%
净负债比率	-11.57%	-9.07%	-9.78%	-10.60%
流动比率	3.19	3.59	3.43	3.48
速动比率	2.69	3.06	2.96	3.05
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.32	0.33	0.33	0.33
应收账款周转率	24.65	26.57	25.43	26.19
应付账款周转率	11.36	12.78	13.19	12.77
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.53	1.66	1.91	2.22
每股经营现金	3.14	3.22	4.60	4.82
每股净资产	36.31	37.04	37.90	38.89
<b>估值比率</b>				
P/E	14.96	13.77	11.98	10.33
P/B	0.63	0.62	0.60	0.59
EV/EBITDA	5.31	4.76	4.07	3.47

### 现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>16,644</b>	<b>17,059</b>	<b>24,382</b>	<b>25,519</b>
净利润	7,866	8,999	10,337	11,995
折旧摊销	8,463	10,876	11,981	13,086
财务费用	(1,253)	780	800	830
投资损失	(714)	(453)	(511)	(608)
营运资金变动	<b>1,815</b>	<b>(3,761)</b>	<b>1,093</b>	<b>(422)</b>
其它	467	617	682	638
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13,934)</b>	<b>(16,068)</b>	<b>(16,025)</b>	<b>(15,885)</b>
资本支出	(9,366)	(11,367)	(11,382)	(11,338)
长期投资	<b>(6,555)</b>	<b>(5,155)</b>	<b>(5,155)</b>	<b>(5,155)</b>
其他	1,988	453	511	608
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(8,298)</b>	<b>(4,056)</b>	<b>(3,801)</b>	<b>(5,229)</b>
短期借款	(1,208)	(500)	500	500
长期借款	<b>(3,067)</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>	<b>1,000</b>
其他	(4,022)	(5,056)	(5,801)	(6,729)
<b>现金净增加额</b>	<b>(5,661)</b>	<b>(3,139)</b>	<b>4,556</b>	<b>4,405</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>