

公司研究

25年降本提质，预期政策缓解产能过剩

——海螺水泥（600585.SH/0914.HK）2025年年报及26年一季报点评报告

A股：买入（维持）

当前价：21.13元

H股：买入（维持）

当前价：19.56港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：鲁俊

执业证书编号：S0930525070002

021-52523835

lujun1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	52.99
总市值(亿元)	1119.74
一年最低/最高(元)	20.59/27.71
近3月换手率	46.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.70	-18.60	-34.40
绝对	-7.45	-16.28	-8.17

资料来源：Wind

相关研报

盈利能力同环比改善，骨料商混产能持续增长——海螺水泥（600585.SH/0914.HK）跟踪点评报告（2025-09-08）

要点

事件：

海螺水泥发布25年年报，25年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润825.3/81.1/75.9亿元，同比-9.3%/5.4%/3.0%。26Q1公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润170.7/14.7/13.0亿元，同比-10.5%/-19.0%/-21.8%。

点评：

水泥业务：量价齐跌，成本压降得力，毛利率有所回升。

2025年，公司水泥熟料业务自产品部分实现收入610亿元，同比-7%；实现销量2.65亿吨，同比-1%；产品吨均价为230元/吨，同比-6%（同比下滑16元/吨）。

成本方面，2025年公司水泥吨营业成本为166元/吨，同比-11%（同比下滑21元/吨）；成本结构中，原材料/燃料及动力/折旧费用吨成本分别同比-4/-16/-0.1元/吨。盈利能力方面，2025年水泥业务吨毛利约64元/吨，同比+5.2元/吨，主要得益于成本压降得力；毛利率约27.7%，同比+3.9pcts。

混凝土业务营收毛利齐增，骨料业务承压。

2025年，公司混凝土业务实现收入32.1亿元，同比+20%；毛利率约12.4%，同比+2.4pct。2025年，公司骨料业务实现收入43亿元，同比-8%；毛利率约41.5%，同比-5.4pcts。

产能&海外：除熟料外各主营业务产能均有增长，海外业务营收、毛利双增。

截至2025年末，公司拥有熟料产能2.34亿吨，水泥产能4.15亿吨，骨料产能1.80亿吨，在运行商品混凝土产能7,025万立方米，在运行风光储发电装机容量1,377兆瓦，同比-0.4亿吨/+0.12亿吨/+0.17亿吨/+1835万立方米/+732兆瓦。

2025年，公司海外业务收入58.5亿元，同比+25%，毛利率43.3%，同比+10.98%。

2026年经营目标：销量、资本开支同比持平

2026年，海螺水泥计划全年实现水泥和熟料自产品净销量2.60亿吨（同比基本持平），预计吨产品成本和吨产品费用保持相对稳定；计划资本性支出118.20亿元（同比基本持平），以自有资金为主，将主要用于主业项目发展、上下游产业链延伸、节能环保技改及新质生产力的培育等。

盈利预测。我们调整对公司 26-27 年归母净利润预测至 86 亿元、93 亿元（下调 22.3%/20.7%），新增对公司 2028 年归母净利润预测 98 亿元。25 年 9 月，工信部等六部门于 2025 年 9 月发布的《建材行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，要求严禁新增水泥熟料产能，推动实际产能与备案产能统一，以市场化运作方式加快低效产能退出。展望未来，产能过剩有望得到缓解，对公司 A 股和 H 股均维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期风险，行业供需格局恶化的风险，原燃材料价格继续大幅上涨的风险，海外投资不确定性和汇兑损益风险等。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	91,030	82,532	82,766	85,964	88,578
营业收入增长率	-35.44%	-9.33%	0.28%	3.86%	3.04%
归母净利润（百万元）	7,696	8,113	8,609	9,297	9,836
归母净利润增长率	-26.21%	5.42%	6.12%	7.98%	5.80%
EPS（元）	1.45	1.53	1.62	1.75	1.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.09%	4.22%	4.35%	4.56%	4.69%
P/E	15	14	13	12	11
P/E（H 股）	12	11	11	10	9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30；汇率：按 1HKD=0.87581CNY 换算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	91,030	82,532	82,766	85,964	88,578
营业成本	71,272	62,589	62,464	64,308	66,078
折旧和摊销	8,422	8,380	10,819	11,097	11,407
税金及附加	963	982	721	749	772
销售费用	3,415	3,501	3,511	3,647	3,757
管理费用	5,946	6,000	6,017	6,250	6,440
研发费用	1,257	847	850	883	910
财务费用	-1,171	-913	48	-199	-393
投资收益	297	749	735	581	590
营业利润	9,713	10,208	10,464	11,379	12,091
利润总额	10,029	10,420	10,847	11,723	12,405
所得税	2,366	2,554	2,497	2,699	2,856
净利润	7,663	7,866	8,350	9,024	9,549
少数股东损益	-33	-247	-260	-273	-286
归属母公司净利润	7,696	8,113	8,609	9,297	9,836
EPS(元)	1.45	1.53	1.62	1.75	1.86

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	18,476	16,644	18,770	19,162	19,819
净利润	7,696	8,113	8,609	9,297	9,836
折旧摊销	8,422	8,380	10,819	11,097	11,407
净营运资金增加	-36,772	-2,244	-151	2,120	1,739
其他	39,130	2,395	-507	-3,351	-3,163
投资活动产生现金流	-13,326	-13,934	-8,162	-8,096	-8,087
净资本支出	-10,946	-9,366	-8,677	-8,677	-8,677
长期投资变化	7,776	7,981	0	0	0
其他资产变化	-10,156	-12,549	515	581	590
融资活动现金流	-385	-8,298	-7,322	-2,732	-2,815
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	6,349	-2,852	-4,041	500	500
无息负债变化	-312	879	-1,412	360	319
净现金流	4,765	-5,661	3,287	8,334	8,917

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	21.7%	24.2%	24.5%	25.2%	25.4%
EBITDA 率	19.2%	22.1%	24.7%	25.2%	25.4%
EBIT 率	9.9%	12.0%	11.7%	12.3%	12.5%
税前净利润率	11.0%	12.6%	13.1%	13.6%	14.0%
归母净利润率	8.5%	9.8%	10.4%	10.8%	11.1%
ROA	3.0%	3.1%	3.3%	3.4%	3.6%
ROE (摊薄)	4.1%	4.2%	4.4%	4.6%	4.7%
经营性 ROIC	3.4%	3.6%	3.6%	4.0%	4.2%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	21%	20%	18%	18%	18%
流动比率	3.25	3.19	4.10	4.43	4.78
速动比率	2.96	2.92	3.80	4.13	4.47
归母权益/有息债务	6.41	7.27	8.82	8.89	8.96
有形资产/有息债务	7.42	8.16	9.60	9.66	9.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	254,635	256,001	255,665	262,117	268,777
货币资金	70,229	50,252	53,539	61,873	70,790
交易性金融资产	509	12,899	12,899	12,899	12,899
应收账款	3,773	2,922	2,983	3,099	3,193
应收票据	5,913	5,795	4,967	5,159	5,316
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	8,109	7,597	6,640	6,838	7,028
其他流动资产	4,272	7,274	7,274	7,274	7,274
流动资产合计	93,762	88,805	90,605	99,472	108,857
其他权益工具	1,507	1,416	1,416	1,416	1,416
长期股权投资	7,776	7,981	7,981	7,981	7,981
固定资产	89,228	92,534	86,776	81,371	76,129
在建工程	8,333	5,789	8,285	10,157	11,562
无形资产	34,264	37,051	37,464	37,869	38,265
商誉	1,452	1,242	1,242	1,242	1,242
其他非流动资产	15,001	18,104	18,104	18,104	18,104
非流动资产合计	160,873	167,196	165,059	162,645	159,920
总负债	54,258	52,285	46,832	47,692	48,511
短期借款	5,749	4,541	0	0	0
应付账款	5,855	5,166	4,544	4,678	4,807
应付票据	272	134	172	177	182
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	8,441	8,962	8,962	8,962	8,962
流动负债合计	28,892	27,819	22,085	22,445	22,765
长期借款	10,086	7,019	7,519	8,019	8,519
应付债券	11,500	12,500	12,500	12,500	12,500
其他非流动负债	1,836	2,866	2,866	2,866	2,866
非流动负债合计	25,366	24,466	24,746	25,246	25,746
股东权益	200,377	203,716	208,833	214,425	220,266
股本	5,299	5,299	5,299	5,299	5,299
公积金	13,269	13,364	13,364	13,364	13,364
未分配利润	171,645	175,097	180,474	186,339	192,466
归属母公司权益	187,940	192,428	197,804	203,670	209,797
少数股东权益	12,437	11,288	11,028	10,756	10,469

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	3.75%	4.24%	4.24%	4.24%	4.24%
管理费用率	6.53%	7.27%	7.27%	7.27%	7.27%
财务费用率	-1.29%	-1.11%	0.06%	-0.23%	-0.44%
研发费用率	1.38%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%
所得税率	24%	25%	23%	23%	23%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.71	0.61	0.65	0.70	0.74
每股经营现金流	3.49	3.14	3.54	3.62	3.74
每股净资产	35.47	36.31	37.33	38.43	39.59
每股销售收入	17.18	15.57	15.62	16.22	16.71

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE (A股)	15	14	13	12	11
PB	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.2	7.7	6.5	5.8	5.3
股息率	3.4%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼