

2025 年 12 月 16 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

戴铭余

SAC: S1350524060003

daimingyu@huayuanstock.com

王彬鹏

SAC: S1350524090001

wangbinpeng@huayuanstock.com

郇悦轩

SAC: S1350524080001

liyexuan@huayuanstock.com

联系人

林高凡

lingaofan@huayuanstock.com

唐志玮

tangzhiwei@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 12 月 16 日

收盘价（元）	10.93
一年内最高/最低（元）	11.91/6.90
总市值（百万元）	10,595.49
流通市值（百万元）	10,595.49
总股本（百万股）	969.40
资产负债率（%）	42.65
每股净资产（元/股）	9.15

资料来源：聚源数据

上峰水泥(000672.SZ)

——水泥行业转型典范，半导体投资有望迎来收获期

投资要点：

- **水泥行业转型典范。**公司主业为水泥业务，列水泥重点企业综合竞争实力排名第 3 位，2025H1 公司水泥熟料吨毛利 67 元，除去海外比重较高的华新水泥，仅小幅低于行业龙头海螺水泥。近年来，公司加大力度针对半导体为主的科技创新领域项目展开股权投资业务，成功打造了覆盖“设计-制造-封测-材料”的半导体全产业链股权投资，是行业转型典范，有望迎来转型收获期。
- **水泥“反内卷”升温，有望为公司带来业绩弹性。**水泥行业因为“批小建大”及技改扩产等原因导致行业整体实际产能大幅高于备案产能，近年来在需求下行背景下供需矛盾日益突出。根据中国建筑材料联合会数据，截至 2024 年度，国内共有水泥生产线 1561 条，备案熟料产能 16.3 亿吨，实际产能超过 23 亿吨，实际产能超过备案产能 41.10%。2025 年中开始行业超产政策加速出台，水泥行业对于超产的治理进入加速阶段。根据我们测算，若超产政策严格执行，水泥行业产能利用率有望修复至 75%，接近上一轮上行周期（2015 年至 2020 年）的高位水平，业绩弹性可期。
- **半导体产业链股权投资迎收获期，公司有望从“财务投资”向“入局者”转变。**公司已经形成建筑材料产业链业务与股权投资业务“双轮驱动”格局。根据我们不完全统计，公司已投资 28 个优质项目，累计投资额超过 19 亿元，覆盖“设计-制造-封测-材料”的半导体全产业链。2025 前三季度公司股权投资收益及各类资本类业务投资对净利润合计贡献约 1.7 亿元，约占净利润贡献比例的 31%。同时，公司投资项目中有 9 个已启动上市，投资金额合计占总投资金额的 46%，股权投资收益有望持续兑现。我们判断，公司有望从简单的“财务投资”向真正的“入局者”转变。
- **现金流充沛+注重股东回报，向下安全垫清晰。**1) 公司现金流健康，账上现金充足：在当前行业盈利水平触底情况下 2024 年及 2025 年（年化）仍有约 10 亿经营性现金流。2025Q3 货币资金+交易性金融资产达到 31.16 亿元，有望充分支撑股权投资业务。2) 注重股东回报，分红比例和现金分红金额绝对值双重承诺：在公司公告限定的条件下，2024 年-2026 年度，公司每年现金分红原则上不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 35%，每年现金分红金额原则上不低于 4 亿元人民币。
- **盈利预测与评级：**我们预计，公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.83 亿元、8.85 亿元、10.06 亿元，对应 12 月 16 日股价 PE 为 16X、12X、11X。我们选取同为水泥企业的海螺水泥、华新建材、塔牌集团作为可比公司，可比公司 2026 年平均 PE 为 13X。公司 2026 年 PE 低于可比公司平均值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：水泥需求持续下滑，超产政策执行不及预期，投资业务发展不及预期**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,397	5,448	4,881	5,686	6,509
同比增长率（%）	-10.34%	-14.83%	-10.41%	16.49%	14.48%
归母净利润（百万元）	744	627	683	885	1,006
同比增长率（%）	-21.56%	-15.70%	8.92%	29.44%	13.77%
每股收益（元/股）	0.77	0.65	0.70	0.91	1.04
ROE（%）	8.42%	7.01%	7.41%	9.25%	10.11%
市盈率（P/E）	14.24	16.89	15.50	11.98	10.53

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司水泥业务盈利能力突出，有望受益于行业“反内卷”落地；同时，公司半导体产业链股权投资有望迎来收获期。我们预计，公司 2025–2027 年归母净利润分别为 6.83 亿元、8.85 亿元、10.06 亿元，对应 12 月 16 日股价 PE 为 16X、12X、11X。我们选取同为水泥企业的海螺水泥、华新建材、塔牌集团作为可比公司，可比公司 2026 年平均 PE 为 13X。公司 2026 年 PE 低于可比公司平均值，**首次覆盖，给予“买入”评级**

关键假设

水泥业务：2025–2027 年水泥业务销量为 1533、1686、1839 万吨；吨价格为 219.00、225.00、231.00 元，吨成本为 165.00、166.00、167.00 元，吨毛利为 54.00、59.00、64.00 元。

骨料业务：2025–2027 年骨料业务销量为 1204、1337、1471 万吨；吨价格为 32.00、31.00、30.0 元，吨成本为 11.00、11.00、11.00 元，吨毛利为 21.00、20.00、19.00 元。

投资收益及公允价值变动：2025–2027 年投资收益分别为 1.13、1.33、1.53 亿元；公允价值变动分别为 2、2、2 亿元。

投资逻辑要点

公司在水泥行业成本领先，当前行业盈利水平触底情况下 2024 年及 2025 年（年化）仍有约 10 亿经营性现金流，向下安全垫清晰。近年来，公司加大力度针对半导体为主的科技创新领域项目展开股权投资业务，成功打造了覆盖“设计–制造–封测–材料”的半导体全产业链股权投资，是行业转型典范，目前，有望迎来转型收获期。2025 前三季度公司股权投资收益及各类资本类业务投资对净利润合计贡献约 1.7 亿元，占净利润比例已提升至 31%。此外，公司投资项目中有 9 个已启动上市，投资金额合计占总投资金额的 46%，后续股权投资收益有望持续兑现，我们判断，公司有望从简单的“财务投资”向真正的“入局者”转变。

核心风险提示

水泥需求持续下滑，超产政策执行不及预期，投资业务发展不及预期

内容目录

1. 水泥行业转型典范，股权投资铸就新增长极	5
2. 水泥主业盈利能力突出，“反内卷”有望带来业绩弹性	7
2.1. 公司产能区位布局合理，成本优势下盈利能力突出	7
2.2. 水泥超产政策加速产能出清，供需格局迎来改善	9
3. 半导体产业链投资有望迎来收获期	11
4. 盈利预测与评级	15
5. 风险提示	17

图表目录

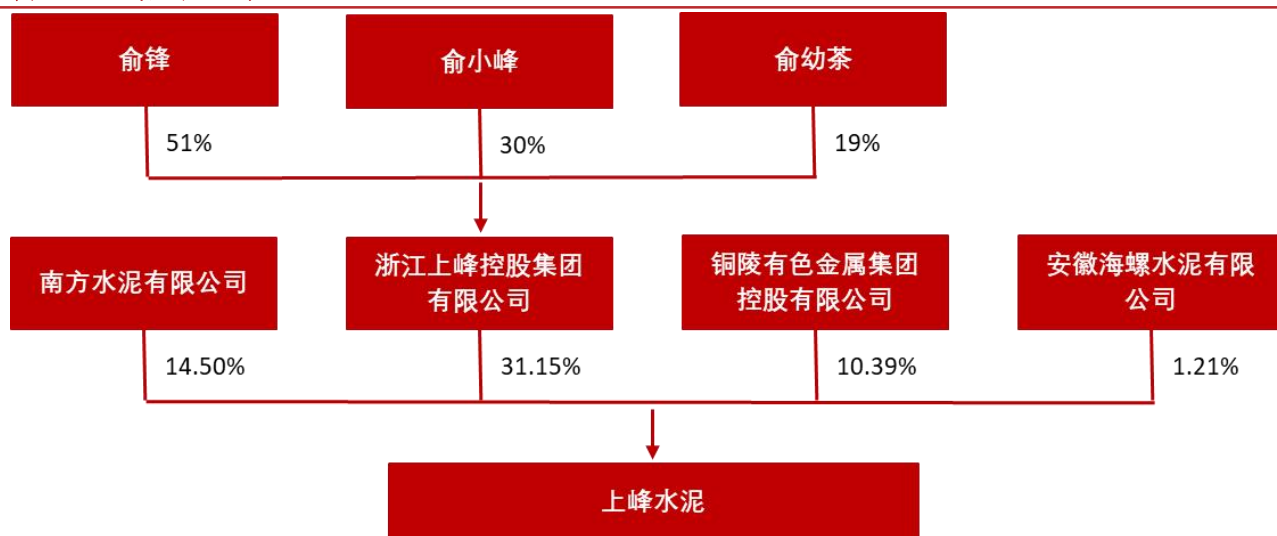
图表 1： 公司股权结构	5
图表 2： 2019–2025H1 公司营收分产品占比	6
图表 3： 2019–2025H1 公司毛利分产品占比	6
图表 4： 2019–2025H1 公司产品毛利率	6
图表 5： 2015–2025Q1–3 公司营业总收入及同比	6
图表 6： 2015–2025Q1–3 公司归母净利润及同比	6
图表 7： 公司经营性现金流以及货币资金+交易性金融资产情况（亿元）	7
图表 8： 公司分红比例及年度累计分红总额	7
图表 9： 2014–2025H1 可比公司水泥熟料吨营收（元）	8
图表 10： 2014–2025H1 可比公司水泥熟料吨成本（元）	8
图表 11： 2014–2025H1 可比公司水泥熟料吨毛利（元）	8
图表 12： 公司五年发展规划（2025 年–2029 年）产能规划	9
图表 13： 超产政策密集出台	10
图表 14： 2024 年 7 月至 2025 年 11 月底熟料产能置换情况（万吨/年）	10
图表 15： 若超产政策严格执行，理论上熟料实际产能有望减少至 15.79 亿吨，水泥产能利用率将达到 75%	11
图表 16： 2010–2024 年熟料产能利用率	11
图表 17： 上峰水泥财务投资项目（不完全统计）	12
图表 18： 公司投资收益和公允价值变动收益（百万元）	13
图表 19： 部分启动上市的项目介绍	13
图表 20： 公司总体规划：一主两翼——双轮驱动——三驾马车	15
图表 21： 业务拆分（亿元）	15
图表 22： 可比公司估值表	17

1. 水泥行业转型典范，股权投资铸就新增长极

建筑材料产业链业务与股权投资业务“双轮驱动”。公司是国家产业结构调整重点支持的水泥集团 60 强企业，水泥产能位居行业第 16 位，在同行业上市公司中综合规模实力排名第 14 名，水泥重点企业综合竞争实力排名第 3 位。近年来，公司充分应用已有资源向骨料、水泥窑协同处置环保业务延伸，同时，公司与专业机构合作，加大力度针对半导体为主的科技创新领域项目展开股权投资业务，成功打造了覆盖“设计-制造-封测-材料”的半导体全产业链股权投资。

混合所有制形成公司“高效务实+规范稳健”的独特机制文化。截至 2025 年第三季度，公司第一大股东民企浙江上峰控股集团有限公司持股 31.15%，实际控制人为董事长俞锋（俞小峰为俞锋的妹妹，俞幼茶为俞锋的母亲）。第二大股东央企南方水泥持股 14.50%，第三大股东是国企铜陵有色持股 10.39%，另外国企海螺水泥持股 1.21%。混合所有制结构结合了民企的灵活高效和央企国资的规范稳定，提高了企业的运营效率和市场竞争力。

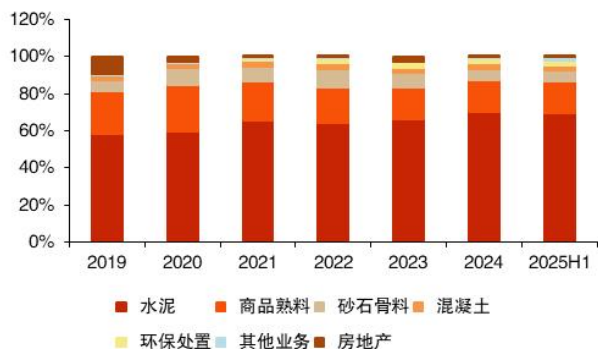
图表 1：公司股权结构



资料来源：IFind，华源证券研究所（截至 2025 年三季报）

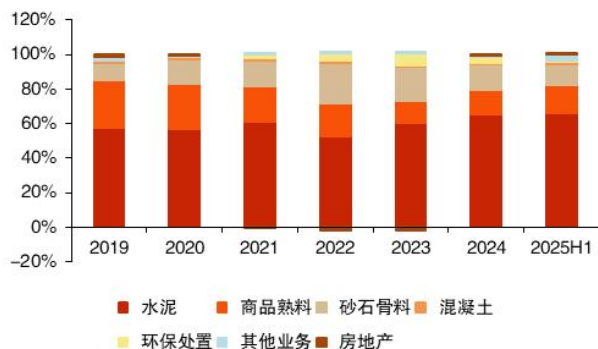
“双轮驱动”战略稳健落地，主业业绩保持增长，新质投资业务业绩贡献比例上升。2025H1，公司水泥、商品熟料、砂石骨料、混凝土、环保处置、其他业务、房地产分别贡献了公司 69.85%、16.78%、6.20%、2.76%、2.25%、1.96%、0.21%的营收；分别贡献了公司 65.96%、16.08%、12.53%、1.50%、0.80%、3.13%、0.002%的毛利。2025Q1-3 公司累计实现营业收入 35.98 亿元，同比下降 5.69%，归母净利润 5.28 亿元，同比上升 30.56%。2025Q1-3 受水泥行业总需求下行影响，公司水泥熟料产销量略减、主营营收下降，但成本及费用管控方面取得较优成效致归母净利润同比增长。同时，同期公司股权投资收益及各类资本类业务投资对净利润合计贡献约 1.7 亿元，约占到净利润贡献比例的 31%。

图表 2：2019-2025H1 公司营收分产品占比



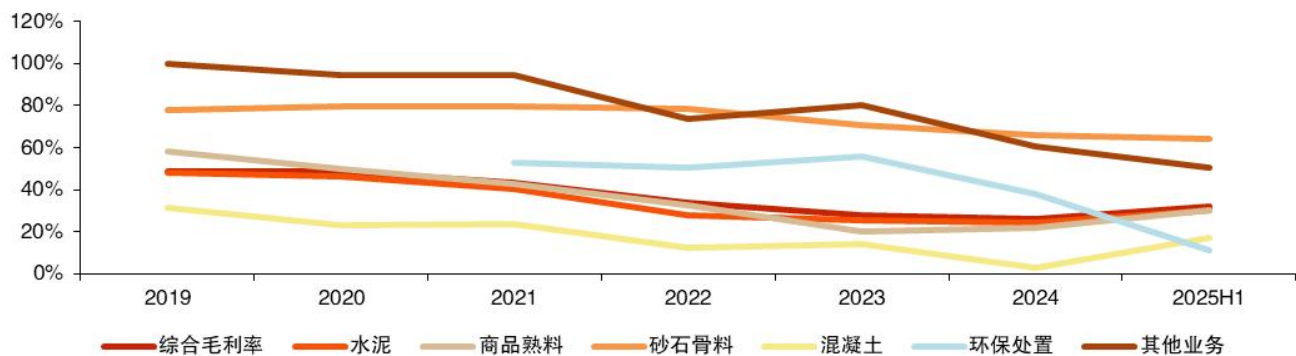
资料来源：IFind，华源证券研究所

图表 3：2019-2025H1 公司毛利分产品占比



资料来源：IFind，华源证券研究所

图表 4：2019-2025H1 公司产品毛利率



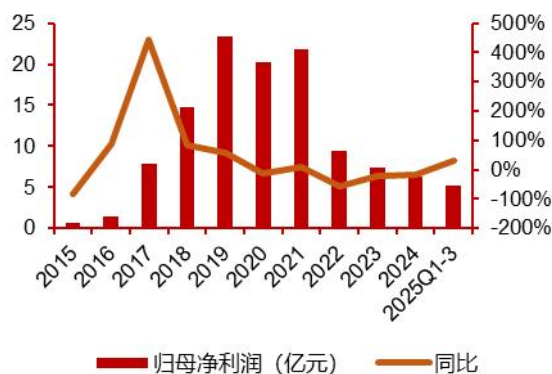
资料来源：IFind，华源证券研究所

图表 5：2015-2025Q1-3 公司营业总收入及同比



资料来源：IFind，华源证券研究所

图表 6：2015-2025Q1-3 公司归母净利润及同比



资料来源：IFind，华源证券研究所

公司现金流健康，账上现金充足，充分支撑股权投资业务。得益于水泥行业现款现货的模式，公司现金流健康，在当前行业盈利水平触底情况下 2024 年及 2025 年（年化）仍有约 10 亿经营性现金流。公司账上现金充足，2025Q3 货币资金+交易性金融资产达到 31.16 亿元，有望充分支撑股权投资业务。

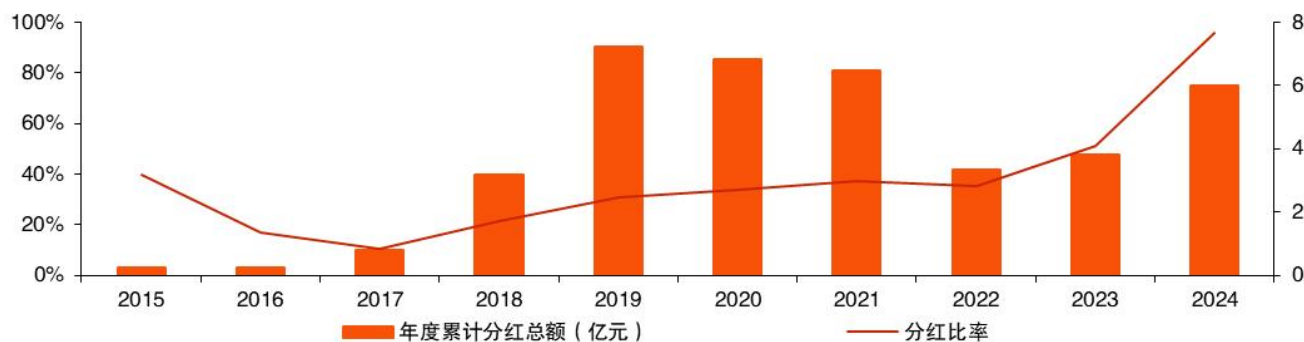
图表 7：公司经营现金流以及货币资金+交易性金融资产情况（亿元）



资料来源：IFind，华源证券研究所

注重股东回报，分红比例和现金分红金额绝对值双重承诺。公司在《股东分红回报规划（2024 年-2026 年）》中提到，根据公司所处发展阶段，在公司现金流满足公司正常经营和长期发展的前提下，公司 2024-2026 年每年现金分红原则上不低于公司当年实现归属于上市公司股东净利润的 35%，每年现金分红金额原则上不低于 4 亿元人民币。若当年净利润低于当年现金分红金额时，公司将采取特别分红的方式，从公司历年积累下来的未分配利润中来分配补足。2024 年公司累计分红额 6.01 亿元，分红比例达到 95.73%。根据规划，如果以最低标准每年 4 亿现金分红金额计算，对应 12 月 15 日市值股息率也能达到 3.67%。

图表 8：公司分红比例及年度累计分红总额



资料来源：IFind，华源证券研究所

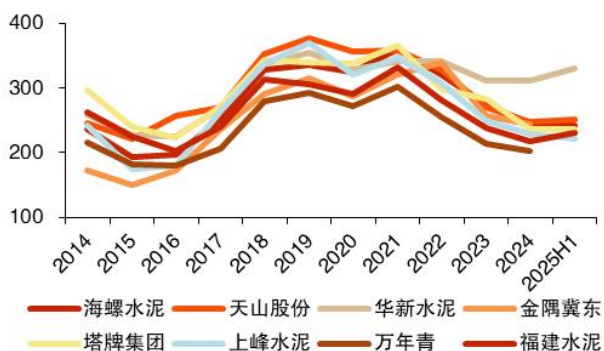
2. 水泥主业盈利能力突出，“反内卷”有望带来业绩弹性

2.1. 公司产能区位布局合理，成本优势下盈利能力突出

产能重点布局长三角区域，资源积累丰厚，物流条件优越。截至 2025H1 公司在浙江、安徽、江苏、宁夏、新疆、内蒙古、贵州、广西、江西等 9 个省份拥有约 50 多家子公司，具备水泥熟料年产能约 1800 万吨，水泥年产能约 2000 万吨，拥有新型干法水泥熟料生产线十二条。公司国内制造基地重点布局在沿长江经济带的江苏、浙江、安徽、江西等地区，拥有较好的市场基础和较大的产品需求、稳定而充足的石灰石资源保障、沿江沿海优越便捷的物流条件；近年来公司在西北新疆、宁夏、内蒙古等地区，以及西南部的贵州、广西等地展开布局，并掌握了充足优良的石灰石资源储备。

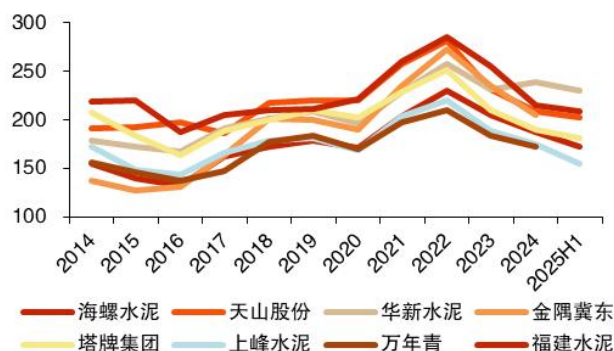
成本优势下公司盈利能力在可比上市公司中排名靠前。2025H1 公司水泥熟料吨毛利 67 元，除去海外比重较高的华新水泥，仅小幅低于行业龙头海螺水泥。而公司吨毛利领先主要是由于吨成本较低，2025H1 公司水泥熟料吨成本 154 元，在可比公司中最低（金隅冀东和万年青未披露 2025H1 水泥熟料销量数据）。公司的成本优势一方面源自优秀的产能区位布局，另一方面源自成本管控能力的建设。以 2025Q1-3 为例，公司有效落实各项成本管控措施，可控制造成本同比下降，其中，熟料可控成本同比下降 5.59 元/吨，水泥产品可控成本约下降 2.97 元/吨。

图表 9：2014-2025H1 可比公司水泥熟料吨营收（元）



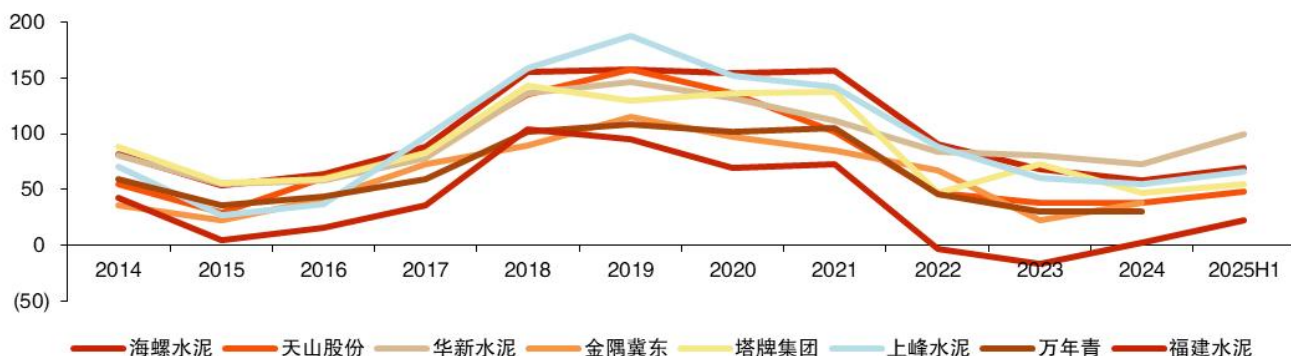
资料来源：IFind，各公司公告，华源证券研究所

图表 10：2014-2025H1 可比公司水泥熟料吨成本（元）



资料来源：IFind，各公司公告，华源证券研究所

图表 11：2014-2025H1 可比公司水泥熟料吨毛利（元）



资料来源：IFind，各公司公告，华源证券研究所

根据公司五年发展规划（2025 年–2029 年），公司将围绕建筑材料产业链做适度的升级建设，提升产能。分产品业务看，公司目标实现熟料年总产能 2000 万吨（较 2024 年+11.11%，下同），水泥目标年总产能 3000 万吨（+50%），骨料目标年总产能 4000 万吨（+122.22%），商混年总产能 500 万方（+733.33%），新增碳酸钙等建材延伸升级产品产能；协同处置业务年总产能 100 万吨（+15.21%）；物流业务有效物流年收入目标 10 亿元；新能源业务以光储充集成电站开发为基础，积累 200MW（+747.82%）绿电资源及 100MWh（+2400%）储能电站、智慧物流充电站资源。

图表 12：公司五年发展规划（2025 年–2029 年）产能规划

项目	熟料	水泥	商混	骨料	固废	光伏发电装机容量	储能装机
单位	万吨	万吨	万方	万吨	万吨	MW	MWh
2024 年	1800	2000	60	1800	86.8	23.59	4
发展规划（2025 年–2029 年）	2000	3000	500	4000	100	200	100
增幅	11.11%	50.00%	733.33%	122.22%	15.21%	747.82%	2400.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

2.2. 水泥超产政策加速产能出清，供需格局迎来改善

“批小建大”及技改扩产导致行业整体实际产能大幅高于备案产能，部分企业超产情况严重。根据数字水泥网，实际产能大幅高于备案产能的主要原因包括：1）部分生产线“批小建大”或有意报低产能规模建大窑，或在历史上项目立项时，为获取审批方便，报批时压低产能规模。2）生产线经过技术改造后，实际产能得到了提升。3）随着技术管理的娴熟，生产能力得到提升。根据中国建筑材料联合会数据，截至 2024 年度，国内共有水泥生产线 1561 条，备案熟料产能 16.3 亿吨，实际产能超过 23 亿吨，实际产能超过备案产能 41.10%。当前水泥市场需求低迷，但不少企业仍然超批复产能生产，加重供需失衡。

2025 年中开始超产政策加速出台，水泥行业对于超产的治理进入加速阶段。2025 年 6 月，国家市场监督管理总局发布《水泥产品生产许可证实施细则（征求意见稿）》明确要求，企业必须在 2025 年底前完成产能整改申报工作。这一政策首次将政府批复产能明确纳入生产许可的核心要件。2025 年 7 月，中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》，强调切实推动水泥行业熟料生产线备案产能与实际产能的统一工作。2025 年 9 月，工业和信息化部等六部门发布的《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》再次强调水泥企业要在 2025 年底前对超出项目备案的产能制定产能置换方案，促进实际产能与备案产能统一。一系列政策的密集出台，标志着水泥行业对于超产的治理进入加速阶段。

图表 13：超产政策密集出台

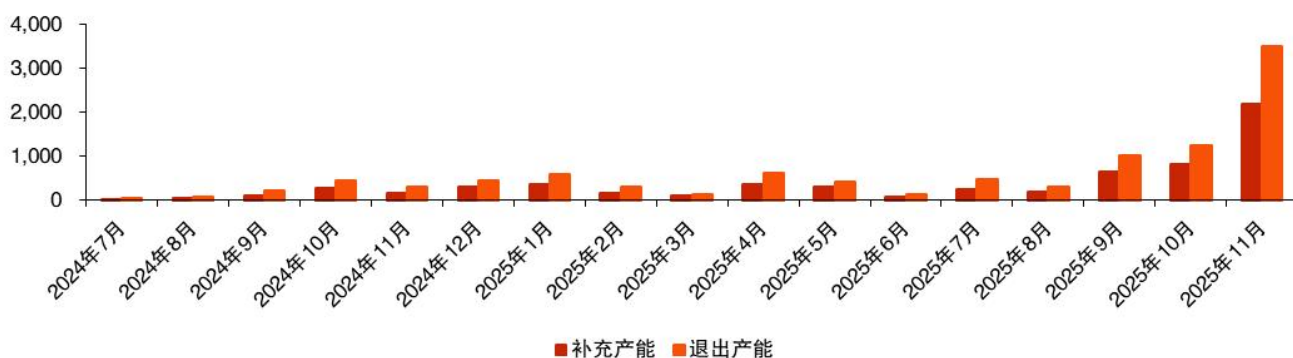
时间	部门/协会	政策	内容
2024 年 10 月	工业和信息化部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》	严格依据项目备案（核准）文件明确的产能确定
2025 年 6 月	国家市场监督管理总局	《水泥产品生产许可证实施细则（征求意见稿）》	在 2025 年 12 月 31 日前，开展产能整改并按程序实施产能置换、完善备案等审批手续的，应当向省级工业产品生产许可证主管部门提出许可范围变更申请
2025 年 7 月	中国水泥协会	《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》	切实推动水泥行业熟料生产线备案产能与实际产能的统一工作
2025 年 9 月	工业和信息化部等六部门	《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》	水泥企业要在 2025 年底前对超出项目备案的产能制定产能置换方案，促进实际产能与备案产能统一

资料来源：工信部，水泥网，中国水泥协会，华源证券研究所

去产能是化解产能过剩最根本的手段，当前超产产能实际置换进度加速。水泥企业开窑成本低，自然出清速度较慢，我们认为如果行业完成实际产能与备案产能的统一，供给端或将迎来实质性减量，相对错峰生产是更为根本的手段。当产线的实际产能超过备案产能时，企业需要使用其他产能指标补齐，例如拆除自身其他产线或者外购产能指标，否则就需要降低产线的实际产能与备案产能统一。这会促使更多僵尸产能或者盈利能力较差的产能彻底退出。

根据数字水泥网数据，从 2024 年 7 月至 2025 年 11 月底，共计 195 条熟料生产线进行了以补产能为目的的产能置换，涉及需补充产能 6546 万吨/年，对应退出产能 10367 万吨/年，平均置换比例 1.58：1。从置换节奏上看，随着今年年中开始政策密集发布，9 月置换开始加速。如果 12 月置换量保持 11 月水平，预计全年需补充产能超过 8749 万吨/年，对应退出产能超过 13867 万吨/年。

图表 14：2024 年 7 月至 2025 年 11 月底熟料产能置换情况（万吨/年）



资料来源：数字水泥，华源证券研究所

需求虽仍在下滑，但若超产政策严格执行，理论上熟料实际产能有望减少至 15.79 亿吨，水泥产能利用率修复至 75%。以 2024 年备案熟料产能 16.3 亿吨为基础，考虑到部分超产产线置换后需补充产能和退出产能的差值，预计超产政策严格执行后熟料的实际熟料产能将降至 15.79 亿吨，假设熟料：水泥产能为 1：1.35，则对应水泥有效产能为 21.3 亿吨。2024

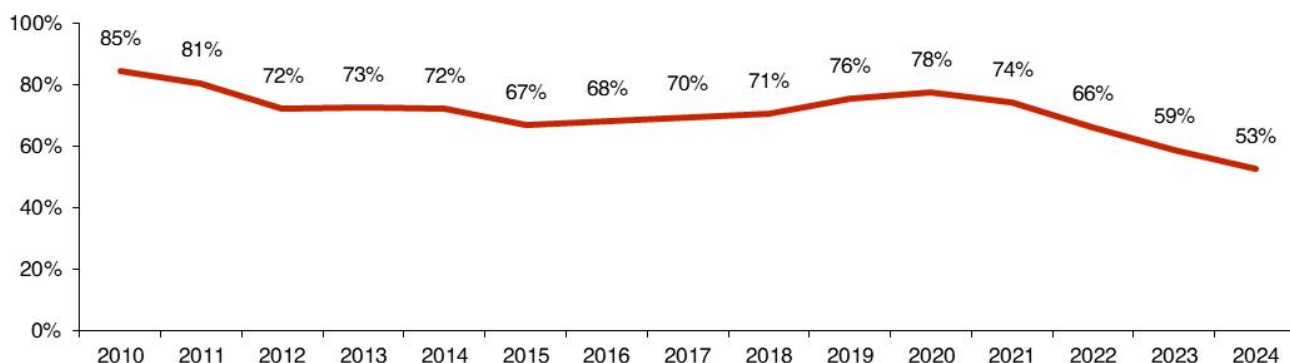
年水泥需求 18.25 亿吨,假设 2025 年(其中 1-10 月产量同比下滑 6.7%)水泥需求下滑 6.9%、2026 年水泥需求进一步下滑 5.7%,对应 26 年水泥需求 16.04 亿吨,届时产能利用率将达到 75%,接近上一轮上行周期(2015 年至 2020 年)的高位水平。

图表 15: 若超产政策严格执行,理论上熟料实际产能有望减少至 15.79 亿吨,水泥产能利用率将达到 75%

项目	2026E
2024 备案熟料产能(亿吨)	16.3
部分超产产能置换后的净减少产能(亿吨)	0.51
超产执行后的实际产能(亿吨)	15.79
熟料:水泥	1:1.35
超产规范后有效水泥产能(亿吨)	21.3
2026 年水泥需求(亿吨)(假设 2025 年下滑 6.9%、2026 年进一步下滑 5.7%)	16.04
产能利用率	75%

资料来源:IFinD, 数字水泥, 华源证券研究所

图表 16: 2010-2024 年熟料产能利用率



资料来源:数字水泥, 华源证券研究所

限制超产的技术标准和测算标准正逐步成型,监督和执法等待明确,超产执行力度有望超预期。9月8日,中国建筑材料联合会发布关于公示《水泥行业熟料产量监测核算技术要求》协会标准(征求意见稿)。文件旨在统一水泥行业熟料生产量的在线监测及核算的计算方法与核查流程,对计量器具的配备与管理、数据质量提出具体要求,确保产量数据的准确性、可追溯性和一致性。当前市场普遍担忧超产政策是否能够严格执行,我们认为,行业限制超产的技术标准和测算标准正逐步成型,而在监督和执法端,只需等待更为明确的职责和分工落地,在“反内卷”明确的政策引导下,超产执行力度有望超预期。

3. 半导体产业链投资有望迎来收获期

新质投资业务覆盖半导体全产业链。自 2020 年以来,公司通过直投、与专业机构合作成立专项基金或作为基金 LP 参投等形式进行新经济股权投资,投资聚焦半导体、新能源、新

材料领域。根据我们不完全统计，截至 2025 年 12 月 15 日，公司已投资 28 个优质项目，累计投资额超过 19 亿元，其中有 20 个涉及半导体领域投资，覆盖“设计-制造-封测-材料”的半导体全产业链。

图表 17：上峰水泥财务投资项目（不完全统计）

序号	投资标的	投资时间	投资规模（万元）	主要业务	当前进度
1	合肥晶合	2020.9	25,000	显示驱动芯片制造	已减持退出
2	硕维轨道	2020.12	4,000	轨道交通智能制造	实施回购中
3	广州粤芯	2021.1（首次）	23,383	模拟芯片制造	完成辅导
4	昂瑞微	2021.5	1,668	射频前端和 SOC 芯片	12 月 5 日科创板发行
5	全芯智造	2021.5	1,668	芯片设计 EDA 软件	辅导备案
6	芯耀辉	2021.5	3,892	IP 接口及 EDA 软件	辅导备案
7	摩尔精英	2021.5	2,224	芯片供应链服务和流片服务	-
8	至成微	2021.5	556	WIFI 芯片	-
9	长鑫科技	2021.7	20,000	存储芯片制造	完成辅导
10	中建材基金①	2021.7	20,000	新材料	-
11	中润光能	2022.8	5,000	太阳能光伏电池片	港交所上市申请
12	先导电科	2022.8	10,000	靶材和蒸发材料	衢州发展拟并购
13	上海超硅	2022.8	10,000	半导体硅片	申报科创板受理
14	昆宇电源	2022.8	7,600	锂电池储能系统	股改完成
15	数智研究院	2022.12	2,500	数智化软件与系统	-
16	瑞迪微	2022.3	2,130	IGBT 器件	-
17	盛合晶微	2023.3	15,000	半导体先进封装	申报科创板已受理
18	芯颖科技	2023.4	2,130	显示驱动芯片	-
19	衡川新能源	2023.6	7,450	锂电池隔膜	-
20	阜时科技	2023.9	1,065	激光雷达芯片	-
21	金美新材	2023.12	5,320	复合集流体	-
22	中电化合物	2024.2	3,195	碳化硅与氮化镓	-
23	轻蜓光电	2024.9	3,192	半导体检测设备	-
24	壹能科技	2025.1	2,128	热管理系统	-
25	方晶科技	2025.06	800	半导体功率器件	-
26	新锐光掩模	2025.08	5,000	半导体掩模版	-
27	鑫华半导体	2025.10	5,000	半导体产业用电子级多晶硅生产企业	-
28	鑫丰科技	2025.10	5,000	封装测试一体化服务商	-
合计			194,901		

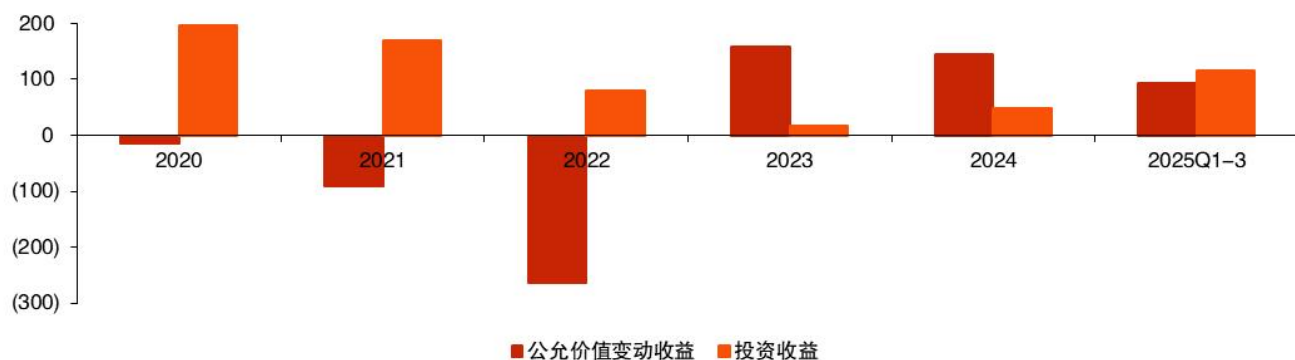
资料来源：公司公告，中国证券报，上峰水泥公众号，衢州日报，华源证券研究所（注：①公司作为 LP 参与的中建材新材料基金，相继投资了上海新昇晶睿半导体科技有限公司、先导电子科技有限公司、西安奕斯伟材料科技股份有限公司、安徽华晟新能源科技有限公司、中材锂膜有限公司等多家独角兽企业）

通过直投、与专业机构合作成立专项基金或作为基金 LP 参投等形式进行对外投资。1）公司与兰璞创投合作进行项目投资。兰璞创投是一家专注于半导体、新材料投资的专业投资机构，团队主要由英特尔、AMD 等行业专家以及半导体一站式服务平台摩尔精英共同设立，同时拥有多名创投行业资深人士，具有复合知识及资源背景。**2）公司投资 2 亿元作为 LP 参与“中建材新材料基金”。**中建材新材料产业基金于 2021 年 7 月正式成立，总规模 200 亿元、首期规模 150 亿元。该基金重点投资服务于无机非金属材料、有机高分子材料、复合材料、特种金属及其他材料等新材料领域，侧重对接安徽省战略性新兴产业集聚发展基地、试验基地，重点支持战略性新兴产业核心环节的重点企业、重大项目，重点支持战略性新兴产业

重大产业工程、重大产业专项。基金的 LP 阵容既有国家制造业转型升级基金、中国国有企业混合所有制改革基金这样的国家级基金，又有安徽省三重一创产业发展基金等安徽省地方投资平台。既有国新控股、中建材集团这样的央企，又有海螺水泥、上峰建材等行业龙头企业。另外，还有中信证券、深创投等知名投资机构。

股权投资进入收获期，净利润贡献比例上升。2024 年度，公司来自股权投资业务实现的净利润贡献比例达到 22.6%。项目收益方面，晶合集成项目已经完成从投资、上市、退出步骤，获得投资收益 1.66 亿元。2025 前三季度公司股权投资收益及各类资本类业务投资对净利润合计贡献约 1.7 亿元，约占到净利润贡献比例的 31%。

图表 18：公司投资收益和公允价值变动收益（百万元）



资料来源：IFinD，华源证券研究所

新质投资项目预计将迎来密集上市期，后续股权投资收益有望持续兑现。截至 12 月 15 日，公司投资的 28 个项目中，除已经上市的晶合集成外，有 9 个项目已启动上市，9 个项目投资金额合计 9.06 亿，占总投资金额的 46%。其中，昂瑞微 12 月 5 日科创板发行，上海超硅申报科创板上市已获受理，中润光能申报港股上市获受理，衢州发展（600208）公告拟并购先导电科；盛合晶微申报科创板上市已获受理、长鑫科技上市辅导通过验收，广州粤芯、芯耀辉、全芯智造先后进入上市辅导阶段。

图表 19：部分启动上市的项目介绍

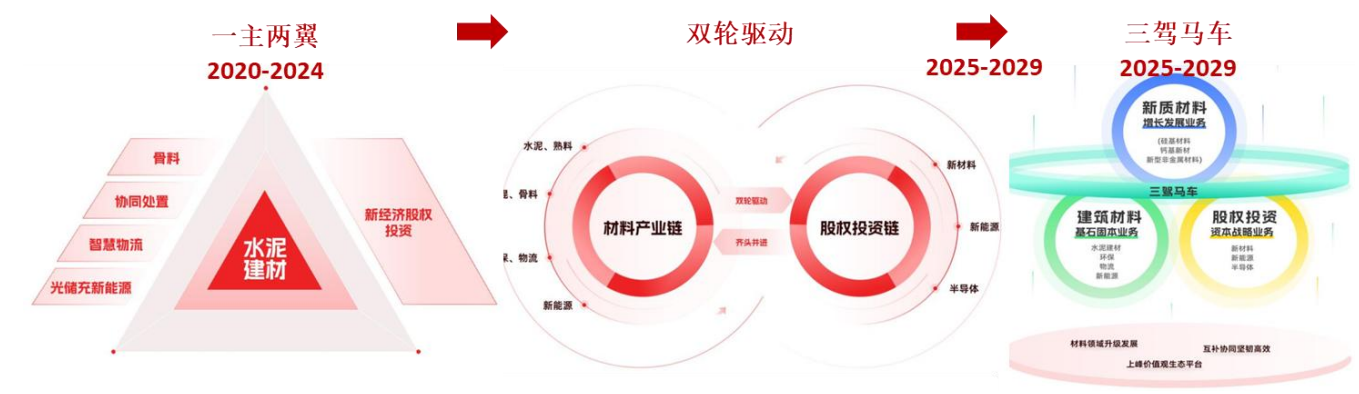
投资标的	介绍	估值
------	----	----

长鑫科技	中国半导体自主创新的领航者：作为国内首家实现动态随机存储器（DRAM）芯片自主研发与量产的企业，长鑫科技成功打破国外技术垄断，构建起从设计研发到规模制造的完整产业生态，建立了全球首条全自动化存储芯片生产线。公司掌握全自主知识产权体系，率先量产 19 纳米工艺 DRAM 芯片，技术指标达国际主流水平，产品覆盖消费电子、数据中心、汽车电子等多元领域，年产能突破 12 万片晶圆，为全球客户提供高可靠性存储解决方案。	2024 年 3 月战略融资中，长鑫科技投前估值已达约 1399.82 亿元
广州粤芯	粤港澳大湾区特色工艺晶圆制造标杆：广州粤芯半导体是中国华南地区首座专注于模拟芯片的 12 英寸晶圆制造企业，以“差异化、精细化”战略填补国内成熟制程产能缺口。公司聚焦 180nm 至 55nm 特色工艺，覆盖电源管理、传感器、车载芯片等领域，突破 BCD、HV 等高端工艺技术，打破国际垄断。其产线兼容逻辑、图像传感与功率器件制造，月产能已达 4 万片，是国内规模最大、产品线最全的模拟芯片代工平台之一。成立五年实现四期项目快速扩产，累计申请专利超 500 项，带动超 100 家半导体企业落户粤港澳大湾区，形成千亿级产业集群。	2024 年以 160 亿元的企业估值登上胡润中国独角兽排行榜
上海超硅	大尺寸硅片技术突破者，赋能半导体产业基石：上海超硅作为国内领先的半导体材料科技企业，专注大尺寸硅片研发制造，成功打破 12 英寸及以上高端硅片长期依赖进口的局面，填补国内先进制程关键衬底材料空白。公司产品覆盖逻辑芯片、功率器件、传感器等核心领域，年产能突破 60 万片，跻身全球主流供应商行列。依托自主开发的长晶炉及智能工艺系统，累计申请专利超 1500 项，主导制定 5 项国家/行业标准。与中芯国际、华虹等头部晶圆厂深度合作，建成国内首条全自动半导体级硅片产线，良率稳定在 98% 以上。	2024 年发布的《全球独角兽企业 500 强》，上海超硅在上榜的上海企业中排名第 3，估值为 1274.00 亿元
盛合晶微	三维集成技术引领先进封装新纪元：盛合晶微（SJ Semiconductor）作为全球领先的中段硅片制造及三维多芯片集成技术企业，率先突破 12 英寸硅基晶圆级先进封装技术，填补国内三维异构集成产业链空白。公司聚焦 2.5D/3D 封装、Chiplet 系统集成等前沿领域，建成国内首条大规模量产级 TSV 硅通孔生产线，关键工艺良率达 99.5% 以上，支撑 AI 芯片、自动驾驶计算单元等高性能场景需求。依托自主开发的 Hybrid Bonding 混合键合、超薄晶圆加工等核心技术，盛合晶微实现微凸点间距 <40μm、多层堆叠的行业领先水平，累计申请专利超 2500 项，技术覆盖中、美、欧三大专利体系。服务全球 Top10 芯片设计企业中的 7 家，年产能达 50 万片晶圆。	2023 年 4 月，盛合晶微完成 C+轮融资，融资金额高达 3.4 亿美元，此轮增资完成后，盛合晶微的历史总融资额超 10 亿美元，估值近 20 亿美元，换算为人民币约为 143.6 亿元

资料来源：上峰水泥公众号，证券时报网，财联社，央视网，《科创板日报》，华源证券研究所

未来 5 年打造“三驾马车”业务格局，新质材料领域有望从简单的“财务投资”向真正的“入局者”转变。当前公司已经打造水泥业务+建材产业链延伸+新经济股权投资的“一主两翼”模式。公司发布的五年发展规划（2025 年-2029 年）中表示，公司将适度加大股权投资业务的投入积累，形成建材材料产业链与股权投资业务链“双轮驱动”的业务格局，并通过五年左右的时间，力争培育出第二成长曲线，形成新质材料增长型业务（硅基材料、钙基材料、新型非基础材料）+建筑材料基石类业务+股权投资资本型业务的“三驾马车”的业务格局。股权投资从财务投资及项目并购两类业务入手，储备 30 亿元以上权益资产，并稳定贡献投资收益及现金流。我们认为公司在新质材料领域有望从简单的“财务投资”向真正的“入局者”转变。

图表 20：公司总体规划：一主两翼——双轮驱动——三驾马车



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

关键假设：

水泥业务：2025-2027 年水泥业务销量为 1533、1686、1839 万吨；吨价格为 219.00、225.00、231.00 元，吨成本为 165.00、166.00、167.00 元，吨毛利为 54.00、59.00、64.00 元。

骨料业务：2025-2027 年骨料业务销量为 1204、1337、1471 万吨；吨价格为 32.00、31.00、30.0 元，吨成本为 11.00、11.00、11.00 元，吨毛利为 21.00、20.00、19.00 元。

投资收益及公允价值变动：2025-2027 年投资收益分别为 1.13、1.33、1.53 亿元；公允价值变动分别为 2、2、2 亿元。

图表 21：业务拆分（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
--	------	------	-------	-------	-------

合计					
营业收入	63.97	54.48	48.81	56.86	65.09
营业成本	46.22	40.23	34.87	40.68	46.53
毛利	17.75	14.26	13.94	16.18	18.57
毛利率	27.75%	26.16%	28.57%	28.45%	28.52%
水泥					
营业收入	42.29	38.44	33.56	37.93	42.48
营业成本	31.56	29.13	25.29	27.99	30.71
毛利	10.73	9.31	8.28	9.95	11.77
毛利率	25.38%	24.23%	24.66%	26.22%	27.71%
商品熟料					
营业收入	11.10	9.20	8.15	9.11	10.02
营业成本	8.87	7.18	5.65	6.28	6.88
毛利	2.23	2.02	2.49	2.82	3.14
毛利率	20.11%	21.97%	30.61%	31.00%	31.37%
砂石骨料					
营业收入	4.93	3.21	3.85	4.15	4.41
营业成本	1.44	1.09	1.32	1.47	1.62
毛利	3.49	2.12	2.53	2.67	2.79
毛利率	70.72%	66.15%	65.63%	64.52%	63.33%
混凝土					
营业收入	1.66	1.85	1.81	4.26	6.77
营业成本	1.43	1.79	1.76	4.12	6.50
毛利	0.23	0.06	0.05	0.15	0.26
毛利率	14.01%	2.98%	2.99%	3.45%	3.90%
环保处置					
营业收入	2.22	1.36	1.09	1.09	1.09
营业成本	0.97	0.85	0.69	0.69	0.69
毛利	1.24	0.51	0.40	0.40	0.40
毛利率	56.10%	37.77%	37.00%	37.00%	37.00%
其他业务					
营业收入	0.17	0.23	0.25	0.27	0.30
营业成本	0.03	0.09	0.10	0.11	0.12
毛利	0.13	0.14	0.15	0.16	0.18
毛利率	80.52%	60.91%	60.00%	60.00%	60.00%
房地产					
营业收入	1.61	0.20	0.10	0.05	0.03
营业成本	1.92	0.11	0.06	0.03	0.02
毛利	-0.31	0.09	0.04	0.02	0.01
毛利率	-19.42%	45.48%	40.00%	40.00%	40.00%

资料来源：IFind，华源证券研究所

公司水泥业务盈利能力突出，有望受益于行业“反内卷”落地；同时，公司半导体产业链股权投资有望迎来收获期。我们预计，公司 2025–2027 年归母净利润分别为 6.83 亿元、8.85 亿元、10.06 亿元，对应 12 月 16 日股价 PE 为 16X、12X、11X。我们选取同为水泥企业的海螺水泥、华新建材、塔牌集团作为可比公司，可比公司 2026 年平均 PE 为 13X。公司 2026 年 PE 低于可比公司平均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 22：可比公司估值表

代码	公司	股价（元）		EPS			PE			PB
		2025/12/16	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
600585.SH	海螺水泥	21.92	1.75	1.97	2.16	13	11	10	0.62	
600801.SH	华新建材	23.62	1.42	1.71	1.90	17	14	12	1.62	
002233.SZ	塔牌集团	9.45	0.59	0.61	0.65	16	15	15	0.94	
	平均					15	13	12	1.06	
000672.SZ	上峰水泥	10.93	0.70	0.91	1.04	16	12	11	1.18	

资料来源：IFind，华源证券研究所（注：可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期，上峰水泥盈利预测来自华源证券研究所）

5. 风险提示

水泥需求持续下滑：房地产市场仍处于调整中，基建工程项目受地方债务风险影响也存在资金不足的问题。如果国内需求持续下滑，将影响水泥产业链景气度，盈利能力下滑。

超产政策执行不及预期：我们认为超产的认定需要统一的技术标准和测算标准。而在监督和执法端，需要等待更为明确的职责和分工落地。如果超产执行力度低于预期，将影响水泥产业链景气度，盈利能力下滑。

投资业务发展不及预期：公司投资的项目部分启动上市，若相关项目上市进度较慢或上市失败，将影响公司的投资收益。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,672	2,450	3,103	3,822
应收票据及账款	604	477	556	636
预付账款	73	55	64	73
其他应收款	74	55	64	73
存货	835	842	982	1,123
其他流动资产	1,967	1,701	1,778	1,856
流动资产总计	6,224	5,579	6,546	7,584
长期股权投资	1,083	1,116	1,150	1,183
固定资产	4,858	4,514	4,245	3,908
在建工程	120	149	89	89
无形资产	2,610	2,550	2,589	2,619
长期待摊费用	12	11	8	10
其他非流动资产	2,671	2,776	2,772	2,768
非流动资产合计	11,354	11,116	10,854	10,577
资产总计	17,578	16,695	17,400	18,161
短期借款	1,566	1,466	1,766	2,066
应付票据及账款	1,937	1,885	2,199	2,516
其他流动负债	1,812	1,280	1,493	1,708
流动负债合计	5,315	4,632	5,459	6,290
长期借款	1,948	1,505	1,067	638
其他非流动负债	659	659	659	659
非流动负债合计	2,608	2,164	1,726	1,297
负债合计	7,923	6,796	7,186	7,588
股本	969	969	969	969
资本公积	-915	-915	-915	-915
留存收益	8,894	9,162	9,509	9,904
归属母公司权益	8,949	9,217	9,564	9,958
少数股东权益	706	682	651	615
股东权益合计	9,655	9,899	10,214	10,573
负债和股东权益合计	17,578	16,695	17,400	18,161

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	592	347	526	628
折旧与摊销	674	676	701	715
财务费用	92	74	55	35
投资损失	-48	-113	-133	-153
营运资金变动	-145	-160	214	213
其他经营现金流	-125	198	218	238
经营性现金净流量	1,039	1,022	1,580	1,675
投资性现金净流量	-1,475	-212	-196	-180
筹资性现金净流量	-451	-1,033	-731	-776
现金流量净额	-886	-222	653	719

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,448	4,881	5,686	6,509
营业成本	4,023	3,487	4,068	4,653
税金及附加	68	59	69	79
销售费用	131	118	137	157
管理费用	517	464	540	618
研发费用	126	113	131	150
财务费用	92	74	55	35
资产减值损失	-13	-1	-2	-2
信用减值损失	-12	-122	-11	-13
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	48	113	133	153
公允价值变动损益	146	200	200	200
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	105	96	96	96
营业利润	766	854	1,102	1,252
营业外收入	2	4	4	4
营业外支出	11	16	16	16
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	756	842	1,090	1,240
所得税	164	183	237	270
净利润	592	659	853	971
少数股东损益	-35	-24	-31	-36
归属母公司股东净利润	627	683	885	1,006
EPS(元)	0.65	0.70	0.91	1.04

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-14.83%	-10.41%	16.49%	14.48%
营业利润增长率	-18.81%	11.50%	29.05%	13.63%
归母净利润增长率	-15.70%	8.92%	29.44%	13.77%
经营现金流增长率	-6.94%	-1.64%	54.60%	6.01%
盈利能力				
毛利率	26.16%	28.57%	28.45%	28.52%
净利率	10.86%	13.50%	15.01%	14.91%
ROE	7.01%	7.41%	9.25%	10.11%
ROA	3.57%	4.09%	5.08%	5.54%
估值倍数				
P/E	16.89	15.50	11.98	10.53
P/S	1.94	2.17	1.86	1.63
P/B	1.18	1.15	1.11	1.06
股息率	5.67%	3.92%	5.08%	5.77%
EV/EBITDA	5	6	5	4

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）。