



上峰水泥 (000672.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

布局半导体，现金奶牛显著提高回报率

立足水泥产业链，盈利能力行业领先

公司主业以华东市场为核心，依托长江水运便捷的物流通道和当地稳定优质的石灰石资源布局江、浙、皖、赣等省，较低的成本形成水泥主业的先发优势。公司具备水泥熟料年产能约 1800 万吨，水泥年产能约 2000 万吨，骨料年产能 1800 万吨。

(1) T 型战略奠定公司成本优势：公司在沿江石灰石多的地方建立水泥熟料基地，在经济较为发达的沿海地区收购、改造小水泥厂为水泥研磨站，既能利用安徽当地优质石灰石矿山，又能凭借长江水运实现熟料低成本输送。2025 年上半年公司吨成本仅为 154.46 元（同期海螺水泥吨成本为 173.55 元），处于行业领先水平。

(2) “区域+产业链”布局双延伸：公司稳步向西部、南部延伸，多区域布局有助于降低公司单一市场依赖。公司 2014 年切入骨料业务，骨料往往价格以成本为底线，市场竞争弱于水泥，有助于缓解需求下行对公司整体业绩的冲击；公司同时利用水泥窑协同处置危废、固废，年处置能力约 86.8 万吨，该业务是符合国家产业政策创新型环保业务。

前瞻布局半导体投资

战略层面，公司 2020 年提出“一主两翼”规划，在夯实水泥建材主业的同时，逐步布局半导体、新能源、新材料产业链优质标的，2025 年战略升级，目标五年左右培育出支撑公司第二成长曲线的新质材料业务。截至 2025 年 12 月 15 日，公司累计投资项目 28 个，合计投入资金超过 19 亿元。

新经济产业投资动能强劲。公司通过设立基金与专业机构共同出资，目前整体收益可观，收益主要通过投资收益体现（1-3Q25 投资收益 1.2 亿元）。目前部分项目正加快推进上市进程，今年投资壹能科技、方晶科技、新锐光掩模、鑫华半导体和鑫丰科技。公司现金状况良好，现金维持在较高水平，为持续投资提供坚实保障。

盈利预测、估值和评级

考虑到公司成本优势突出、区域及产业链布局合理，并正逐步切入景气度较高的半导体等新经济领域，经营质量与中长期成长性具备优势，我们预计公司 2025 - 2027 年归母净利润分别为 7.4、8.1、9.4 亿元，同比增长 18.1%、9.5%、15.6%，当前股价对应 PE 为 14.6、13.3、11.5 倍，参考可比公司估值，给予 2026 年 16.1 倍 PE，对应目标价 13.48 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

需求持续低迷风险；市场竞争加剧风险；政策执行不及预期风险；原材料价格波动风险；股权投资业务不及预期风险；权益市场低迷风险。

建筑建材组

分析师：李阳（执业 S1130524120003）

liyang10@gjzq.com.cn

联系人：罗逸然

luoyiran@gjzq.com.cn

市价（人民币）：11.00 元

目标价（人民币）：13.48 元



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,397	5,448	4,916	5,100	5,292
营业收入增长率	-10.34%	-14.83%	-9.78%	3.75%	3.77%
归母净利润(百万元)	744	627	741	812	938
归母净利润增长率	-21.56%	-15.70%	18.14%	9.48%	15.64%
摊薄每股收益(元)	0.768	0.647	0.765	0.837	0.968
每股经营性现金流净额	1.15	1.07	0.87	1.52	1.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.42%	7.01%	7.80%	8.18%	9.00%
P/E	10.50	11.82	14.56	13.29	11.50
P/B	0.88	0.83	1.14	1.09	1.03

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 公司简介：立足水泥，前瞻布局半导体投资	4
1.1 多元发展的优质水泥企业	4
1.2 实控人为俞锋，持股计划绑定管理层利益	6
1.3 利润表现呈现周期股特征，新经济股权投资回报丰厚	7
2 水泥主业需求低迷，关注产能出清节奏	9
3 先发优势持续体现，多元布局开辟新增长	12
3.1 长三角 T 型战略打造成本优势	12
3.2 “区域+产业链”布局双延伸	14
3.3 新经济产业投资动能强劲	16
3.4 高分红重视股东回报	18
4 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测	18
4.2 可比公司估值	20
5 风险提示	20

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：公司熟料产能在 2023 年及以后基本平稳	5
图表 3：公司近年来控制熟料直接外售比例	5
图表 4：公司熟料生产线一览（熟料日产能按产能置换后计算）	5
图表 5：公司积极响应政策做产能置换、补充	5
图表 6：公司新经济产业投资优质项目	6
图表 7：公司股权结构呈现民营实控、国资参股的特征	7
图表 8：公司三期员工持股计划对比	7
图表 9：公司营收在 2021 年阶段性见顶	8
图表 10：公司 2019-2021 年归母净利是高峰期	8
图表 11：公司营业收入区域分布	8
图表 12：公司营业收入产品结构	8
图表 13：公司历年投资收益情况	9
图表 14：全国历年水泥产量	9
图表 15：全国历年高标水泥均价（元/吨）	9
图表 16：全国固定资产投资（不含农户）完成额	9



图表 17: 全国商品房销售面积	9
图表 18: 全国房屋新开工面积	10
图表 19: 全国房屋竣工面积	10
图表 20: 全国房屋施工面积	10
图表 21: 全国房地产开发企业到位资金	10
图表 22: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比	10
图表 23: 细分领域固定资产投资完成额累计同比	10
图表 24: 全国农村公路总里程	11
图表 25: 全国农村公路完成建设投资	11
图表 26: 水泥查超产、产能置换相关政策	11
图表 27: 全国各省份产能置换进展	12
图表 28: 上峰水泥熟料产能分布	13
图表 29: 海螺水泥熟料产能分布	13
图表 30: 公司单位煤耗/电耗情况	13
图表 31: 各企业历年吨成本(元)	14
图表 32: 各企业历年吨毛利(元)	14
图表 33: 各企业历年吨折旧与摊销(元)	14
图表 34: 各企业历年吨销售费用(元)	14
图表 35: 各企业历年吨管理费用(元)	14
图表 36: 公司营业收入区域分布	15
图表 37: 公司毛利区域分布	15
图表 38: 分区域水泥产量累计同比	15
图表 39: 分区域高标水泥价格	15
图表 40: 骨料、环保业务历年营收情况	16
图表 41: 公司战略示意图	16
图表 42: 公司新经济产业投资情况	17
图表 43: 各公司净现金/市值比	18
图表 44: 公司历年广义净现金情况	18
图表 45: 公司历年分红情况	18
图表 46: 公司主营业务收入拆分	19
图表 47: 可比公司估值表	20



1 公司简介：立足水泥，前瞻布局半导体投资

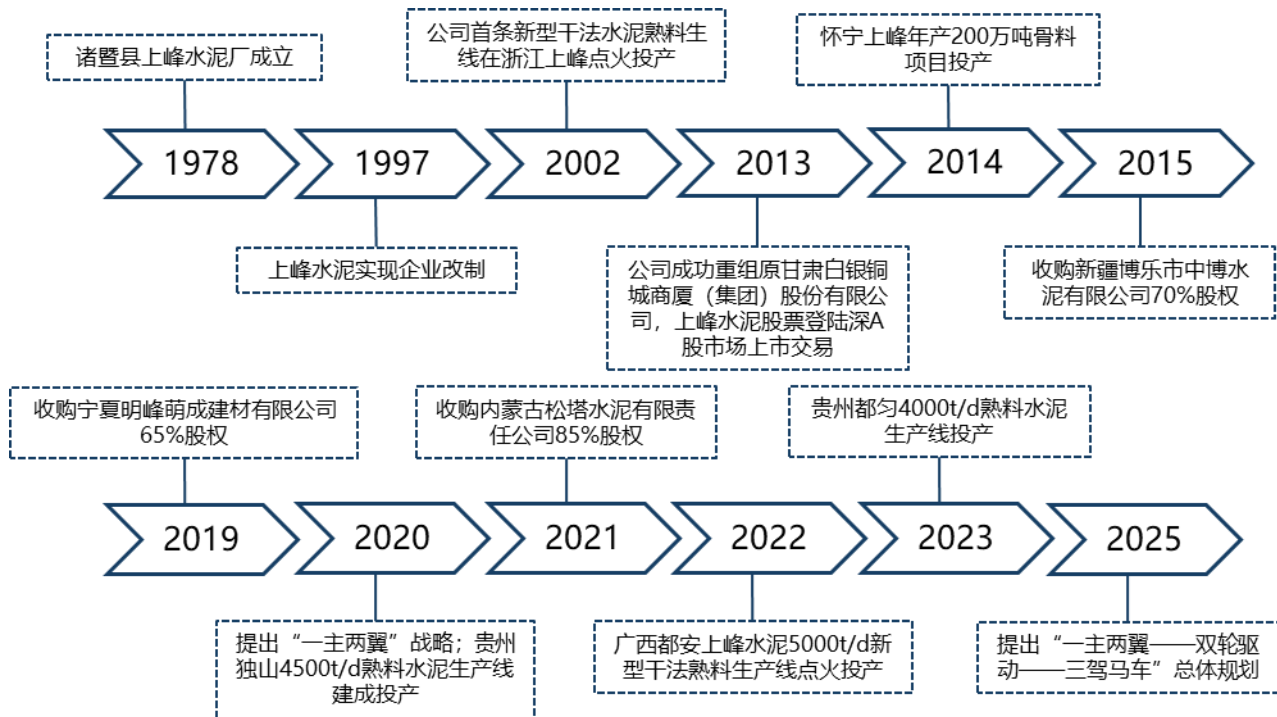
1.1 多元发展的优质水泥企业

水泥主业立足华东核心市场，延伸拓展西北、西南。公司前身上峰水泥厂成立于1978年，2013年4月通过重组“*ST铜城”在深交所借壳上市，总部浙江杭州。公司主营熟料、水泥、骨料的生产制造和销售，以华东市场为核心，逐渐延伸布局西北（新疆+内蒙古+宁夏）、西南（广西+贵州）。截至2025H1，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12条（下半年产能置换和转出有所调整）。

- 2002年8月投产首条新型干法水泥熟料生产线；
- 2014年10月怀宁上峰年产200万吨骨料项目投产，正式进入骨料业务；
- 2015年收购博乐市中博水泥进入新疆；
- 2019年收购宁夏明峰萌成建材65%股权；
- 2020年贵州独山4500t/d新型干法熟料生产线正式投产；
- 2021年收购内蒙松塔水泥85%股权；
- 2022年广西都安上峰5000t/d熟料线点火；
- 2023年贵州都匀4000t/d熟料水泥生产线投产；
- 2025年转出吉尔吉斯斯坦项目，退出宁夏上峰萌生建材1条2500t/d熟料生产线，补充宁夏上峰、安徽铜陵上峰、怀宁上峰共6条熟料生产线5125t/d熟料产能。

公司2020年提出“一主两翼”战略，确定围绕水泥建材+骨料环保+投资3条发展主线，2025年升级为“一主两翼——双轮驱动——三驾马车”总体规划，力求主业基石产业链、新经济股权投资链、第二成长曲线业务链三个板块协同发展，打开成长空间。

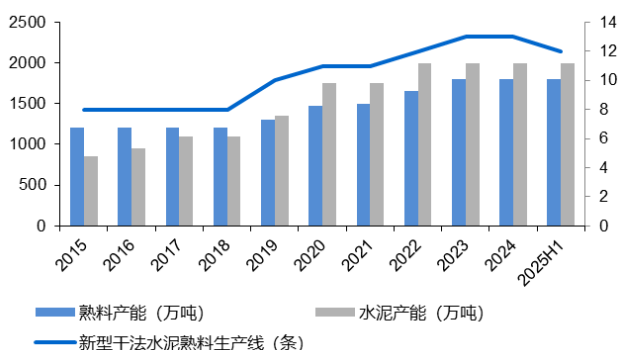
图表1：公司发展历程



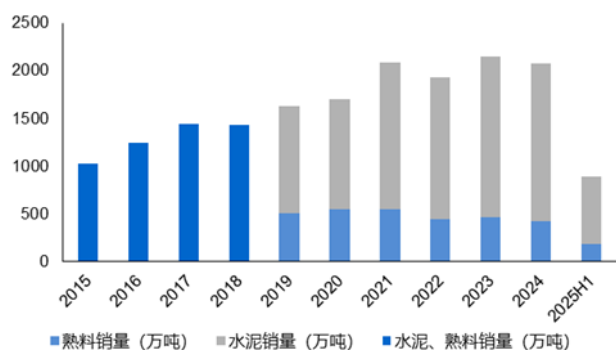
来源：公司官网，公司公告，水泥网等，国金证券研究所



图表2：公司熟料产能在 2023 年及以后基本平稳



图表3：公司近年来控制熟料直接外售比例



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司熟料生产线一览（熟料日产能按产能置换后计算）

序号	区域	地址	企业名称	权益占比	熟料日产能 (t/d)	投产时间
1	华东	安徽铜陵	铜陵上峰水泥股份有限公司 1#	100%	5500	2005 年
2	华东	安徽铜陵	铜陵上峰水泥股份有限公司 2#	100%	5500	2005 年
3	华东	安徽铜陵	铜陵上峰水泥股份有限公司 3#	100%	5750	2005 年
4	华东	安徽怀宁	怀宁上峰水泥有限公司 1#	100%	5250	2010 年
5	华东	安徽怀宁	怀宁上峰水泥有限公司 2#	100%	5625	2010 年
6	华东	浙江诸暨	浙江上峰建材有限公司	100%	2500	2002 年
7	西北	宁夏盐池	宁夏上峰萌生建材有限公司	65%	5500	2017 年
8	西北	新疆博州	博乐市上峰水泥有限公司	90%	4500	2013 年
9	西北	内蒙阿拉善左旗	内蒙古松塔水泥有限责任公司	100%	2500	2016 年
10	西南	贵州独山	贵州独山上峰水泥有限公司	80%	4500	2020 年
11	西南	贵州都匀	都匀上峰西南水泥有限公司	50%	4000	2023 年
12	西南	广西都安	都安上峰水泥有限公司	70%	5000	2022 年

来源：公司公告，上峰水泥信用评级报告，国金证券研究所

图表5：公司积极响应政策做产能置换、补充

序号	日期	置换 转入 区域	主体企业名称	原设计产 能 (t/d)	置换补增产能 (t/d)	补充后产 能规模 (t/d)	提供指标企 业名称	退出指标规模 (t/d)	指 标 转 出 区 域	置 换 比 例	备 注
1	2025 年 7 月	安徽	铜陵上峰水泥 有限公司 1#	5000	500	5500	梅州市梅雁 旋窑水泥有 限公司	1000	广 东	2:1	外 购
2	2025 年 7 月	安徽	铜陵上峰水泥 有限公司 2#	5000	500	5500	梅州市梅雁 旋窑水泥有 限公司	1000	广 东	2:1	外 购
3	2025 年 9 月	宁夏	宁夏上峰萌生 建材有限公司	4500	1000	5500	宁夏上峰萌 生建材有限 公司	1000	宁 夏	1:1	内 部



4	2025 年 9 月	安徽	怀宁上峰水泥 有限公司 1#	4500	750	5250	宁夏上峰萌 生建材有限公司	1500	宁 夏	2:1	内 部
5	2025 年 9 月				625		重庆天助水 泥（集团） 有限公司	1250	重 庆	2:1	外 购
	2025 年	安徽	怀宁上峰水泥 有限公司 2#	4500		5625	1#				
6	2025 年 11 月				500		普定明达水 泥有限公司	1000	贵 州	2:1	外 购
7	2025 年 11 月	安徽	铜陵上峰水泥 有限公司 3#	4500	1250	5750	宁夏胜金水 泥有限公司	2500	宁 夏	2:1	外 购

来源：水泥网，国金证券研究所

产业链延伸至骨料+环保在水泥行业较为常见，上峰在废石、危废方面有一定特殊性。①截至 2024 年末，公司子公司安徽上峰杰夏环保有限公司和宁夏上峰萌生环保科技有限公司水泥窑协同处置危固废和危废填埋场等项目已建成投产，考虑怀宁上峰新建 15 万吨/年协同处置环保项目在内，每年可环保协同处置各类危固废约 86.8 万吨。②2014 年开始布局骨料，截至 2024 年末公司骨料年总产能已达约 1800 万吨。

新经济产业投资体现出公司独立于水泥之外的能力。公司投资聚焦半导体、新能源、新材料产业链优质标的，截至 2025 年 12 月 15 日已投资 28 个标的，累计投资额超 19 亿元。

图表6：公司新经济产业投资优质项目



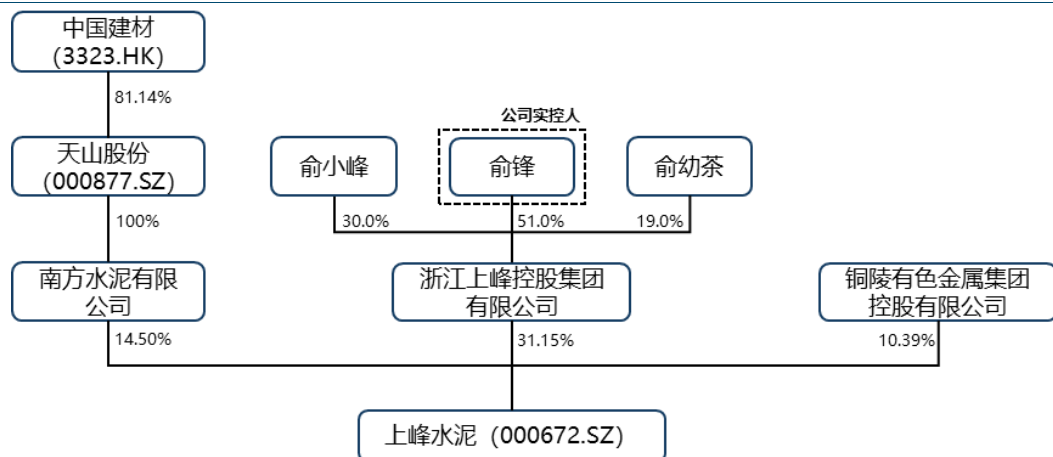
来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 实控人为俞锋，持股计划绑定管理层利益

第一大股东为浙江上峰控股集团有限公司，实际控制人为俞锋。截至 2025 年三季度末，公司前 3 大股东分别为浙江上峰控股集团（持股比例 31.15%）、南方水泥（14.50%）和铜陵有色金属集团控股（10.39%）。南方水泥是天山股份（000877.SZ）全资子公司，天山股份第一大股东为中国建材（3323.HK），持股比例 81.14%；铜陵有色金属集团由安徽省国资委控股。公司实际控制人为俞锋，其通过持有浙江上峰控股集团有限公司 51% 股权间接持有公司 15.89% 股份，其中浙江上峰股东俞小峰系俞锋之妹，俞幼茶系俞锋之母。截至目前，公司董事会中仅董事刘宗虎先生、独立董事李琛女士拥有天山系背景，天山系对公司日常经营活动直接参与度有限。



图表7：公司股权结构呈现民营实控、国资参股的特征



来源：公司公告，国金证券研究所

公司已推出多期员工持股计划，2019年5月、2021年10月提出第一、二期，2024年5月第三期计划公告拟向不超过230人（其中董监高不超过12人）以受让价格3.67元/认购股数合计不超过1333.4221万股，占当前总股本的1.376%。

图表8：公司三期员工持股计划对比

时间	事件	具体内容	授予价格	持股数量	占总股份比例	锁定期
2019年5月	第一期员工持股计划	参加认购的员工总人数不超过340人，持股计划总额预计不超过3343.49万元	4.64元/股	不超过720.58万股	不超过0.89%	12个月
2021年10月	第二期员工持股计划	参加认购的员工总人数不超过190人，持股计划总额预计不超过7379.91万元	12.80元/股	不超过576.56万股	不超过0.71%	12个月
2024年5月	第三期员工持股计划	参加认购的员工总人数不超过230人，持股计划总额预计不超过4893.66万元	3.67元/股	不超过1333.42万股	不超过1.38%	12个月

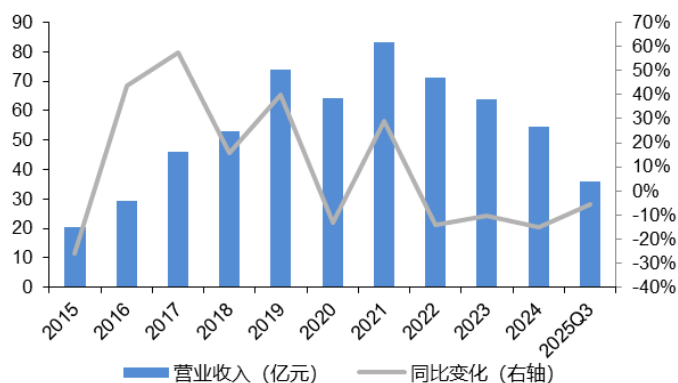
来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 利润表现呈现周期股特征，新经济股权投资回报丰厚

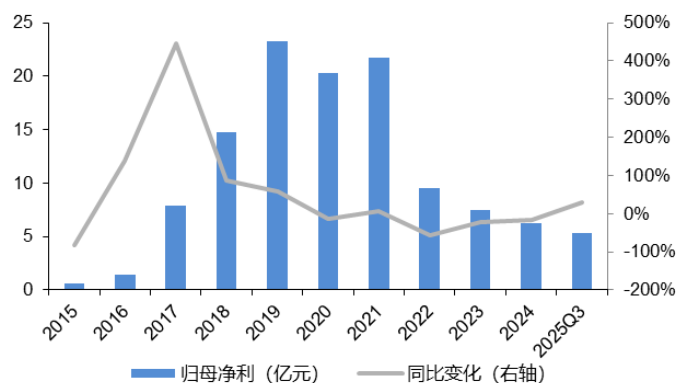
公司收入利润表现呈现周期股特征，2022年以来国内水泥量价齐跌让主业逐年承压，2024下半年价格修复，2025年水泥主业压力前低后高。此外，骨料和股权投资带来结构性支撑。2022-24年公司实现营收71.35、63.97、54.48亿元，分别同比-14.19%、-10.34%、-14.83%，归母净利9.49、7.44、6.27亿元，分别同比-56.40%、-21.56%、-15.70%。2025年Q1-Q3实现营收35.98亿元，同比下滑5.69%，实现归母净利5.28亿元、扣非后4.95亿元、同比+35.34%。



图表9：公司营收在 2021 年阶段性见顶



图表10：公司 2019-2021 年归母净利是高峰期



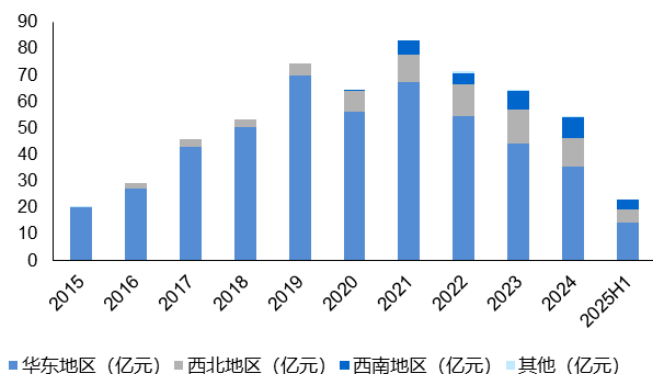
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

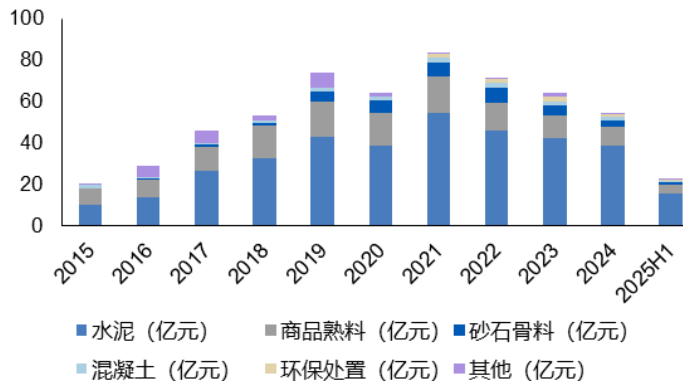
水泥行业上升期曾加快跨区域布局。2025 上半年公司华东区域实现营收 14.33 亿元、占比 63.04% (2019 年 93.85%)，西北地区营收 5.06 亿元、占比 22.29%，西南地区营收 3.33 亿元、占比 14.67%。

从产品结构上看，公司以水泥销售为主，熟料销售为辅，同时依托各熟料基地自备的石灰石矿山资源适度配套骨料、商品混凝土等相关建材产品。公司 2025 上半年公司水泥、商品熟料分别实现 15.87、3.81 亿元，占比为 69.85%、16.78%，砂石骨料实现收入 1.41 亿元，占比 6.20%，混凝土和环保处置实现收入 0.63、0.51 亿元，占比 2.76%、2.25%。

图表11：公司营业收入区域分布



图表12：公司营业收入产品结构



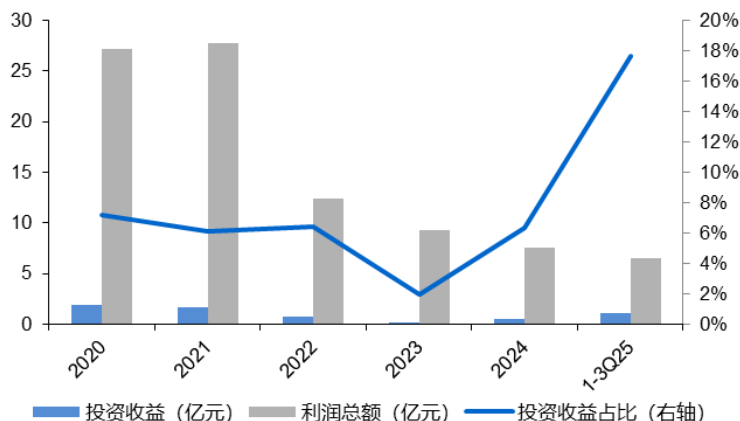
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

新经济股权投资回报丰厚。投资业务作为“一主两翼”战略重要一翼，其资产主要计入“长期股权投资”和“其他非流动金融资产”(晶合集成因上市成功曾计入“交易性金融资产”)，取得收益主要通过“投资收益”科目核算，2020-2025Q3 公司累计实现投资收益 6.26 亿元，同期公司累计利润总额 90.76 亿元，投资收益占比 6.90%；2025 年前三季度公司利润总额为 6.52 亿元，投资收益为 1.15 亿元，对利润贡献 17.64%。



图表13: 公司历年投资收益情况

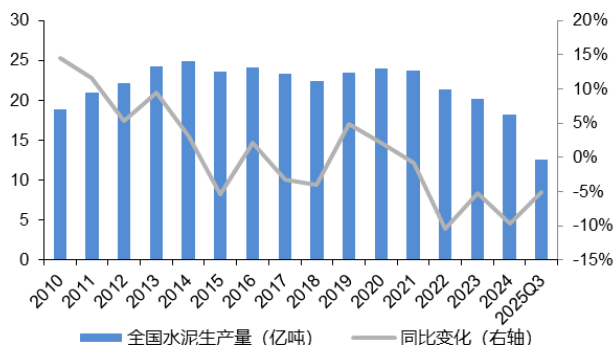


来源: wind, 国金证券研究所

2 水泥主业需求低迷, 关注产能出清节奏

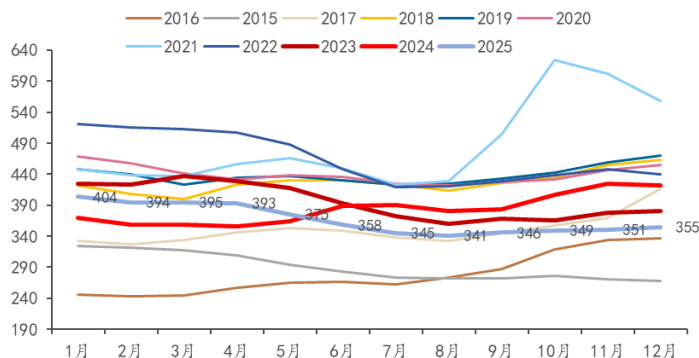
2024 年全国水泥年度产量仅为 18.25 亿吨, 同比下降 9.6%。2025 年前三季度全国水泥累计产量 12.59 亿吨, 同比下降 5.1%。需求疲软, 叠加“错峰生产执行不到位”, 2025 年水泥价格呈现先高后低走势, “前高”是受益 2024 年下半年水泥复价, 全国高标水泥均价 2024 年末达 421 元/吨, “后低”则因竞价激烈、持续下滑, 2025 年 11 月均价仅为 351 元/吨, 同比下降 74 元/吨。

图表14: 全国历年水泥产量



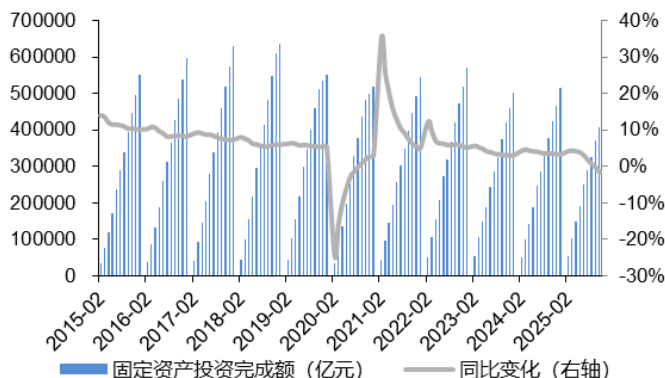
来源: wind, 国金证券研究所

图表15: 全国历年高标水泥均价 (元/吨)

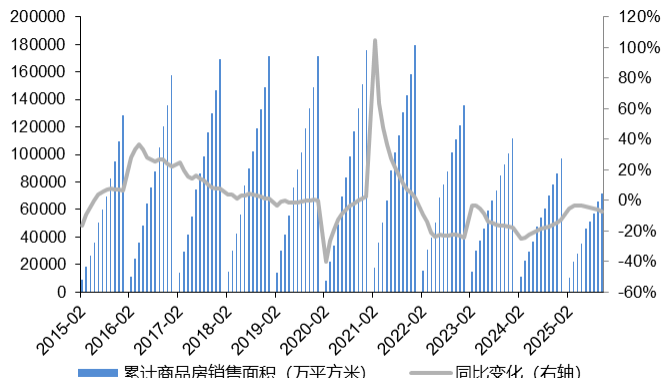


来源: 水泥网, 国金证券研究所

图表16: 全国固定资产投资(不含农户)完成额



图表17: 全国商品房销售面积

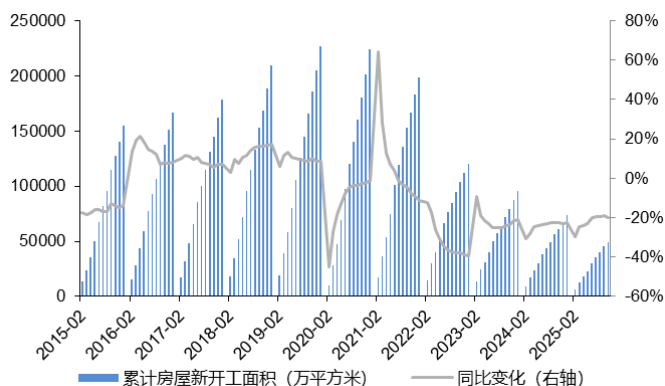




来源: wind, 国金证券研究所

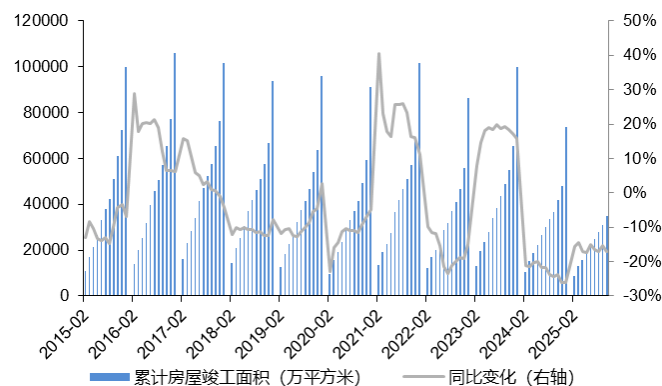
来源: wind, 国金证券研究所

图表18: 全国房屋新开工面积



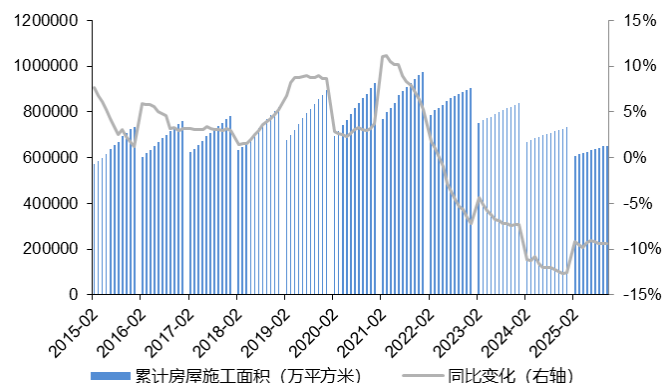
来源: wind, 国金证券研究所

图表19: 全国房屋竣工面积



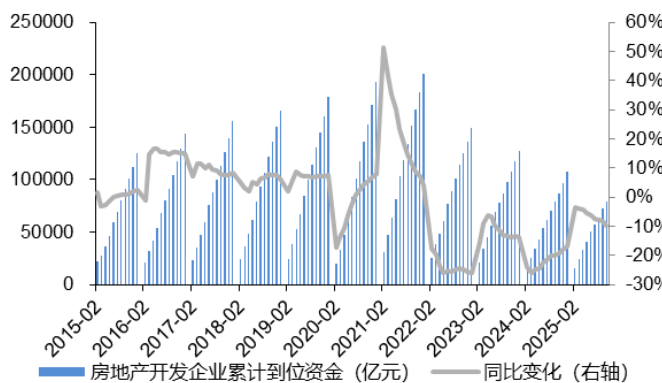
来源: wind, 国金证券研究所

图表20: 全国房屋施工面积



来源: wind, 国金证券研究所

图表21: 全国房地产开发企业到位资金



来源: wind, 国金证券研究所

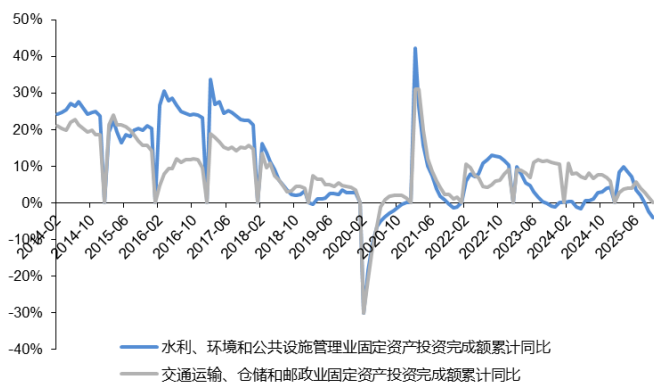
基础设施投资增速持续放缓。截至 2025 年 10 月,基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)同比下降 0.1%,自 2021 年起首次转为负增长。

图表22: 基础设施建设投资(不含电力)累计同比



来源: wind, 国金证券研究所

图表23: 细分领域固定资产投资完成额累计同比



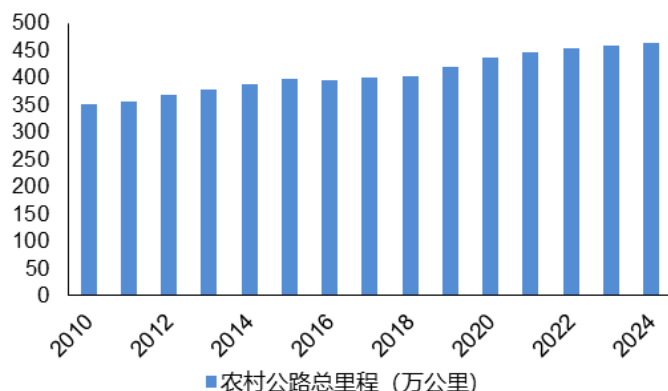
来源: wind, 国金证券研究所

相关政策托底水泥需求。2025 年 9 月《农村公路条例》正式施行,旨在推动农村公路高质量发展。截至 2024 年底,我国农村公路总里程达 464.4 万公里,自 2006 年起保持 2.4% 复合增长率,占全国公路总里程近 85%;按技术等级看,等级公路占比达 97.3%,仍有部



分存在升级为等级公路的需求。此外,《2024 年交通运输行业发展统计公报》显示,农村公路建设投资连续 8 年保持在 4000 亿元以上,全年新建农村公路里程达 16.41 万公里;交通运输部今年 4 月 24 日举行例行新闻发布会提出,全年计划新建农村公路 10 万公里,新增通三级及以上等级公路乡镇 250 个。假设新建 1 公里农村公路需要 210 吨水泥(路面混凝土最小单位水泥用量大约 300kg/立方米,非冻土乡村道路路面宽度 3.5 米、厚度 20cm,据此推算 1km 路面所用混凝土为 700 立方米,对应水泥用量 210 吨),按新建总公里数 10 万公里测算,预计拉动水泥年需求 2000 万吨以上。

图表24: 全国农村公路总里程



图表25: 全国农村公路完成建设投资



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

查超产、产能置换等政策有望推动供给端边际改善。2024 年 5 月,国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》,提出到 2025 年底,全国水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右;2024 年 10 月,工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法(2024 年本)》,旨在加严水泥置换要求,明确水泥熟料低效运行产能不能用于置换等,推动备案产能与实际产能统一;2024 年 10 月,工信部印发《关于进一步规范水泥行业产能管理》,作为内部文件下发,要求熟料水泥生产线实际年产量不得超过备案年产能(年产能=备案日产能×生产天数)等;2025 年 9 月,工信部等六部门联合印发《建材行业稳增长工作方案(2025—2026 年)》,提出水泥企业要在 2025 年底前对超产产能制定产能置换方案,促进实际产能与备案产能统一。

图表26: 水泥查超产、产能置换相关政策

时间	具体事件	主要内容
2024 年 5 月	国务院印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》	加强建材行业产能产量调控,严格落实水泥产能置换。加强建材行业产量监测预警,推动水泥错峰生产常态化。鼓励尾矿、废石、废渣、工业副产石膏等综合利用。到 2025 年底,全国水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右。
2024 年 10 月	工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法(2024 年本)》	明确水泥熟料低效运行产能不能用于置换、用于新建项目置换的水泥熟料产能不能拆分转让等。取消以水泥回转窑窑径和玻璃日熔化量为依据核定产能的规定,推动备案产能与实际产能统一。明确对位于国家大气污染防治重点区域或前三年水泥熟料平均产能利用率低于 50%的省份新建水泥熟料生产线,原则上不得从省外置换产能等。明确能效达不到基准水平要求的产能不能用于置换等。
2024 年 10 月	工信部印发《关于进一步规范水泥行业产能管理》	作为内部文件下发,要求熟料水泥生产线实际年产量不得超过备案年产能(年产能=备案日产能×生产天数)等。
2025 年 9 月	工信部等六部门联合印发《建材行业稳增长工作方案(2025—2026 年)》	严禁新增水泥熟料产能,新建改建项目须制定产能置换方案。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。

来源: 国务院, 工信部, 国金证券研究所

产能置换稳步推进,区域出清分化明显。截至 2024 年底,全国新型干法水泥熟料线 1543 条(含小型特种水泥窑),年熟料设计产能 18.1 亿吨(按年 310 天计算),预计实际年产能近 22 亿吨,产能利用率约 53%,超产比例约 22%,考虑到产能置换比例多为 1.5:1、2:1 等,若政策严格执行,设计年产能、实际年产能将降至 18.1 亿吨以下,届时产能利用率



将大幅提高至 64%以上。

截至 2025 年 10 月 15 日，我国累计补充产能 3496.9 万吨，退出 5582 万吨，净减 2085.1 万吨；分区域看，黑龙江、安徽、湖北为补产能最多的三个省，分别补充设计产能 195.0、182.1、155.0 万吨，贵州、河南、山东、四川产能退出明显，分别减少设计产能 780.2、244.9、221.7、201.7 万吨。安徽、湖北等区域水泥企业集聚、石灰石资源禀赋优越，是海螺水泥、华新水泥等行业龙头的总部所在地，在产能置换过程中，龙头企业倾向于优先稳固其核心区域熟料产能布局，因此上述地区补充产能较多；其他区域如贵州近年来面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，水泥需求下跌，多数产能指标补给省外。

图表27：全国各省份产能置换进展

省份	补产能(万吨)				退产能(万吨)			设计产能变化(万吨)
	补产能	来自省外	来自省内	置换比例	退出	补给省外	补给省内	
安徽	662.6	488.3	480.5	1.5	480.5	0.0	480.5	182.1
福建	204.6	62.0	232.5	1.4	232.5	0.0	232.5	-27.9
广东	245.4	139.5	263.5	1.6	356.5	93.0	263.5	-111.1
广西	31.0	0.0	31.0	1.0	31.0	0.0	31.0	0.0
贵州	191.1	31.0	248.0	1.5	971.3	723.3	248.0	-780.2
海南	51.6	0.0	77.5	1.5	77.5	0.0	77.5	-25.9
河北	31.0	0.0	62.0	2.0	62.0	0.0	62.0	-31.0
河南	204.6	0.0	310.0	1.5	449.5	139.5	310.0	-244.9
黑龙江	195.0	390.0	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0	195.0
湖北	155.0	310.0	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0	155.0
湖南	31.0	62.0	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0	31.0
吉林	59.4	15.5	77.5	1.6	77.5	0.0	77.5	-18.1
宁夏	99.2	103.3	63.6	1.7	63.6	0.0	63.6	35.7
山东	119.4	0.0	201.5	1.7	341.0	139.5	201.5	-221.7
四川	402.8	0.0	604.5	1.5	604.5	0.0	604.5	-201.7
新疆	255.2	0.0	390.6	1.5	390.6	0.0	390.6	-135.4
云南	144.6	0.0	217.0	1.5	217.0	0.0	217.0	-72.4
浙江	232.5	93.0	356.5	1.9	387.5	31.0	356.5	-155.0
重庆	129.1	0.0	193.8	1.5	232.5	38.8	193.8	-103.4
辽宁	51.7	0.0	77.5	1.5	201.5	124.0	77.5	-149.8
江苏	0.0	0.0	0.0	0.0	139.5	139.5	0.0	-139.5
北京	0.0	0.0	0.0	0.0	124.0	124.0	0.0	-124.0
内蒙古	0.0	0.0	0.0	0.0	124.0	124.0	0.0	-124.0
山西	0.0	0.0	0.0	0.0	18.0	18.0	0.0	-18.0
合计	3496.9	1694.6	3887.4	1.6	5582.0	1694.6	3887.4	-2085.1

来源：水泥网，国金证券研究所，截至 2025 年 10 月 15 日

3 先发优势持续体现，多元布局开辟新增长

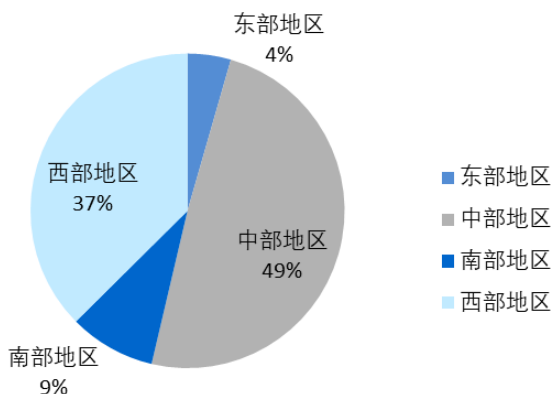
3.1 长三角 T 型战略打造成本优势

公司有“小海螺”之称，主因区域产能布局、经营战略与海螺水泥类似，二者在中部地区（安徽、江西及湖南等）熟料产能占比均约 50%，充分利用 T 型战略优势。T 型战略在上世纪末提出，打造“熟料基地——长江航运物流——粉磨站”布局模式。具体而言，上峰水泥在安徽铜陵、安庆地区拥有自主开采权的优质石灰石矿山，开采条件便利，石灰石品质好，平均 CaO 含量在 50%以上，有效开采储量超 4 亿吨，为各生产基地水泥熟料的长期稳定供应提供坚实保障。其次，水泥属于低附加值产品，单位价格较低，运费在终端客户售价中占比大，对运输成本敏感，借助长江航道运输有助于拓展产品运输半径、增加价格

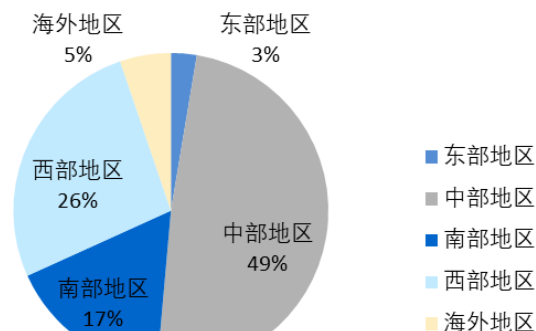


竞争力；目前全国公路运输成本 0.2-0.4 元/吨公里，铁路运输成本 0.15 元/吨公里，水路运输成本 0.07-0.1 元/吨公里。

图表28：上峰水泥熟料产能分布



图表29：海螺水泥熟料产能分布



来源：公司公告，上峰水泥信用评级报告，水泥网等，国金证券研究所

来源：海螺水泥信用评级报告，国金证券研究所

公司持续推进降本增效。公司生产成本受煤炭、电力价格和原材料采购成本影响较大，在煤炭采购方面，公司已建立长期稳定的供应渠道，并持续优化采购管理模式，通过拓展渠道、减少中间环节以及实行集中采购、统一议价等方式，提升规模效应、降低煤炭采购成本；电力主要由属地供电局供应，公司正通过余热发电及光伏发电逐渐降低电力成本，目前各熟料生产线均配备了余热发电系统，2024 年年余热发电能力约 86MW，光伏发电装机容量 23.59MW，当年累计利用余热发电 4.73 亿度，光伏发电 1870 万度；2022 年公司熟料综合电耗 53.10 度/吨，水泥粉磨综合电耗 29.75 度/吨，到 2024 年分别降至 51.54 度/吨、27.81 度/吨，2023-24 年受益光伏发电累计减少外购电支出 1880 万元。

图表30：公司单位煤耗/电耗情况

类别	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
熟料平均标准煤耗 (kg/t)	107.69	105.79	102.57	98.58
熟料平均综合电耗 (kW·h/t)	—	53.10	52.37	51.54
水泥粉磨电耗 (kW·h/t)	—	29.75	28.62	27.81

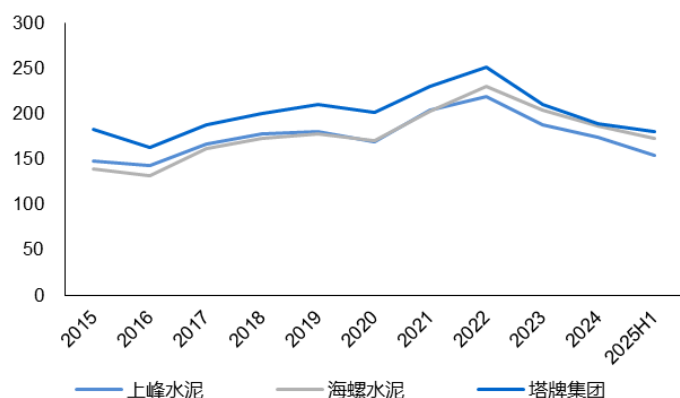
来源：公司公告，国金证券研究所

成本费用控制成效显著，盈利能力保持行业领先。我们选取海螺水泥、塔牌集团作为可比公司。从历史数据看，公司吨成本自 2020 年起持续处于样本公司低位，2025 年上半年公司吨成本为 154.46 元，显著低于海螺水泥 173.55 元和塔牌水泥 181.25 元的水平。2025 年上半年公司吨毛利为 66.56 元，略低于海螺水泥的 69.77 元，显著高于塔牌集团（55.05 元）。

2025 上半年公司吨折旧与摊销逆势出现下降拐点，仅为 26.80 元，同期海螺水泥（34.14 元）、塔牌集团（34.96 元）较 2024 年均有所上升。费用方面，公司吨销售费用 6.78 元在样本公司中较低，接近塔牌水泥 6.16 元的水平，显著低于海螺水泥（12.97 元）；公司吨管理费用为 28.07 元，较海螺水泥（23.53 元）和塔牌集团（18.74 元）仍有进一步优化空间。

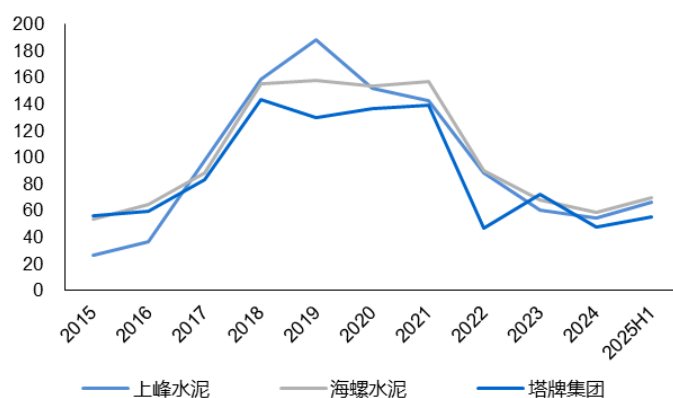


图表31：各企业历年吨成本（元）



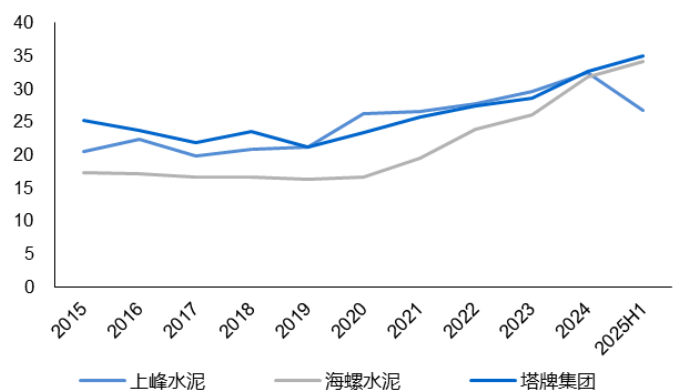
来源：wind，国金证券研究所

图表32：各企业历年吨毛利（元）



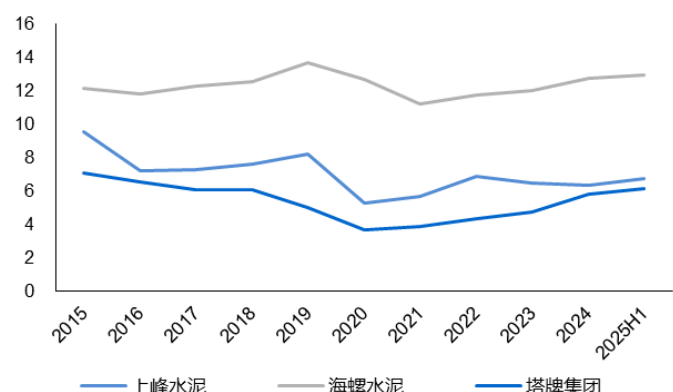
来源：wind，国金证券研究所

图表33：各企业历年吨折旧与摊销（元）



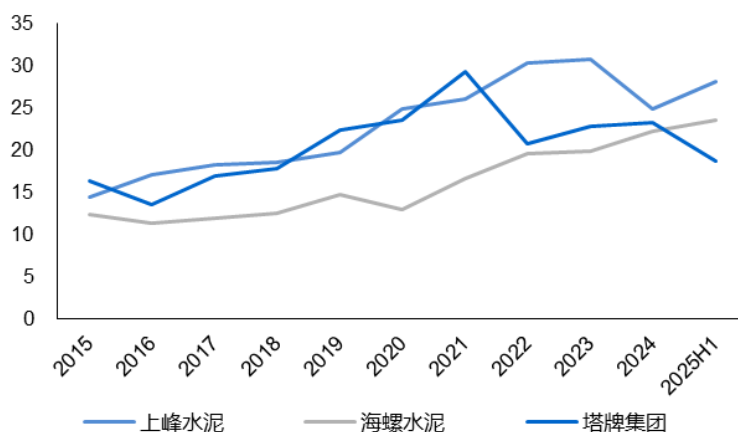
来源：wind，国金证券研究所

图表34：各企业历年吨销售费用（元）



来源：wind，国金证券研究所

图表35：各企业历年吨管理费用（元）



来源：wind，国金证券研究所

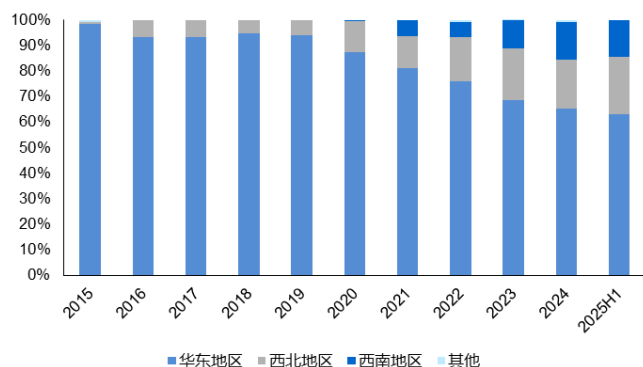
3.2 “区域+产业链”布局双延伸

公司以华东区域为核心，稳步向西部、南部延伸。西北区域方面，2015 年公司收购博乐市中博水泥 70%股权（2019 年增持至 90%），2019 年收购宁夏明峰萌成建材 65%股权，2021 年再收购内蒙古松塔水泥 85%股权，逐步完善在西北地区的产能布局。西南方面（公司把广西划为西南），公司近年来以新建熟料生产线为主推进扩张：2020 年贵州独山 4500t/d

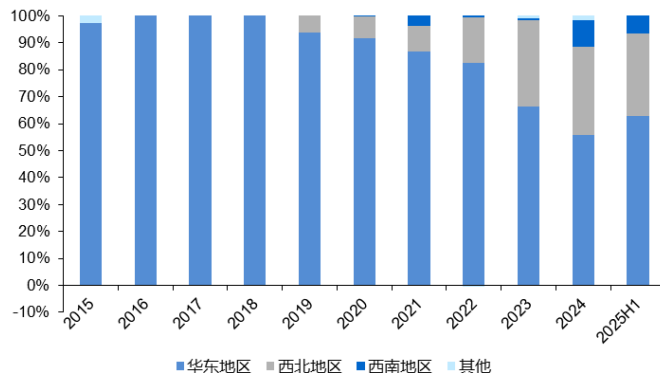


新型干法熟料生产线投产，2022 年广西都安上峰 5000t/d 熟料线点火，2023 年贵州都匀 4000t/d 熟料水泥生产线建成投产，公司在西南区域的产能和市场覆盖持续提升。2015 年公司华东地区营业收入占比 98.46%，毛利占比 97.27%，2025 年上半年公司华东地区营业收入、毛利占比缩减至 63.04%、62.75%，西北地区营业收入、毛利占比 22.29%、30.56%，西南地区营业收入、毛利占比 14.67%、6.70%。

图表36：公司营业收入区域分布



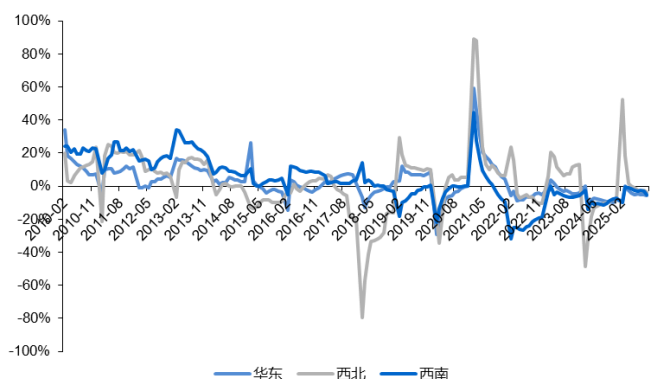
图表37：公司毛利区域分布



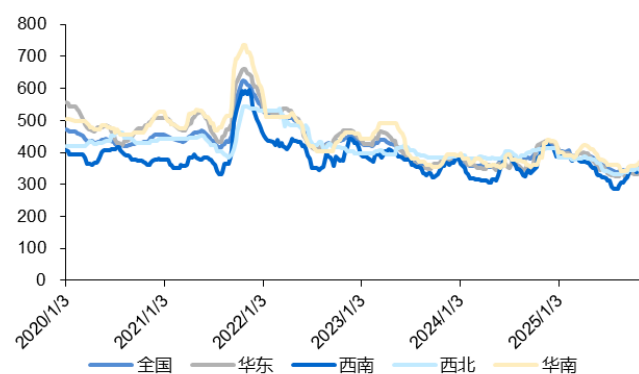
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表38：分区域水泥产量累计同比



图表39：分区域高标水泥价格



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

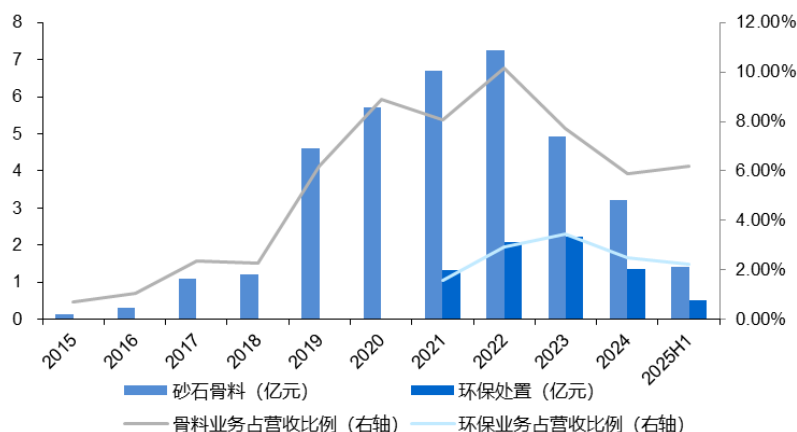
“骨料+环保处置”多业务协同发展。截至 2024 年末，公司拥有骨料产能 1800 万吨，未来骨料目标年总产能 4000 万吨。公司 2014 年切入骨料业务，2019 年起发展明显加速，2023 年受下游需求走弱影响，骨料业务收入阶段性回落。2025 年上半年骨料业务实现收入 1.41 亿元，占营业收入 6.20%，得益于骨料行业整体毛利率较高，同期毛利率为 64.30%，显著高于水泥、熟料约 30%水平，当期对公司毛利贡献比例达 12.53%。

骨料是以机械破碎、筛分为主的冷加工行业，无水泥熟料生产所需的高温煅烧窑，核心设备为破碎机，启停灵活，同时产品易于保存、库存周期长（水泥保质期约 3 个月），价格底线通常受成本约束，企业更常通过减产而非亏本销售来应对需求波动。因此，尽管骨料与水泥在需求端受宏观周期影响相近，但骨料价格竞争不如水泥激烈，在一定程度上可削弱需求下行对公司整体业绩的冲击。

利用水泥窑协同处置危废、固废是符合国家产业政策的创新型环保业务，也是公司产业链延伸的重要方向之一。2025 前三季度共处置各类危废、垃圾等共计 25.90 万吨，同比增长 5.51 万吨，实现营业收入 0.82 亿元。截至 2024 年末，公司在安徽、宁夏建成水泥窑综合协同处置及危废填埋基地，在多条生产线配套水泥窑协同处置系统，年处置能力约 86.8 万吨，怀宁上峰新增 15 万吨/年协同处置项目亦将投产。



图表40：骨料、环保业务历年营收情况



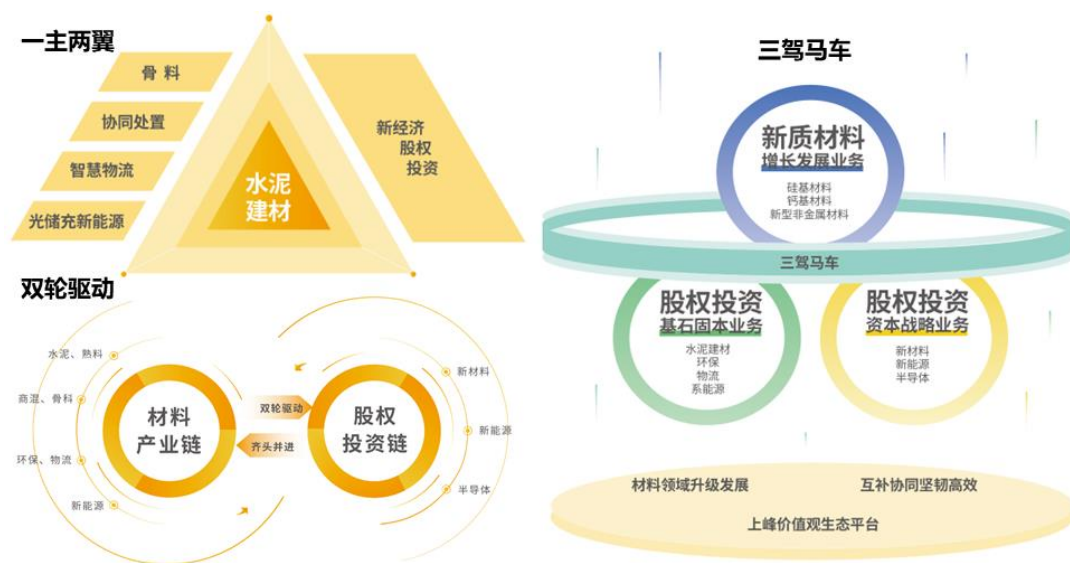
来源：wind，国金证券研究所

3.3 新经济产业投资动能强劲

股权投资贡献持续收益，第二曲线逐步成型。2020 年公司提出“一主两翼”战略，聚焦国家重点支持的“卡脖子”核心技术和优势产业，计划以每年不超过 5 亿元的额度审慎布局半导体产业链、低碳环保、高端制造等优质标的，致力于对冲主业周期波动、实现资产合理配置。2025 年 4 月，公司发布《五年发展规划（2025 - 2029 年）》，将战略升级为“一主两翼—双轮驱动—三驾马车”。规划拟通过约五年的股权投资产业链培育与资源积累，锁定新质产业方向，培育支撑公司第二成长曲线的新业务，形成“新质材料增长型业务、建筑材料基石类业务、股权投资资本型业务”协同发展的“三驾马车”格局。

投资标的上，公司首笔投资为 2020 年 9 月参投合肥晶合集成，项目三年后成功上市，公司此后分步减持退出，累计实现净收益 1.66 亿元；投资模式上，公司倾向与专业机构合作，如与专注半导体与集成电路领域的兰璞创投深度合作：2021 年 6 月共同发起设立芯程创投私募基金，最近在 2025 年 10 月携手投资鑫丰科技。截至 2025 年 12 月 15 日，公司已投资 28 个标的，累计投资额超 19 亿元，昂瑞微启动科创板 IPO 发行，上海超硅、盛合晶微申报科创板上市获受理，中润光能申报港股上市获受理，长鑫科技、广州粤芯、鑫华半导体 IPO 辅导验收，全芯智造、芯耀辉已进入上市辅导阶段，相关项目有望在未来逐步兑现投资收益。

图表41：公司战略示意图



来源：公司公告，国金证券研究所


图表42：公司新经济产业投资情况

序号	投资标的	投资时间	投资规模（万元）	主要业务	当前进度	最新估值（亿元）
1	合肥晶合	2020.9	25000	显示驱动芯片制造	已减持退出	725（2025.12.17）
2	硕维轨道	2020.12	4000	轨道交通智能制造	实施回购中	-
3	广州粤芯	2021.1 2022.2	20000 2800	模拟芯片制造	完成辅导 完成辅导	160（2025年）
4	昂瑞微	2021.5	1668	射频前端和SOC芯片	科创板上市	201（2025.12.17）
5	全芯智造	2021.5	1668	芯片设计EDA软件	辅导备案	42（2025年）
6	芯耀辉	2021.5	3892	IP接口及EDA软件	辅导备案	67（2023年）
7	摩尔精英	2021.5	2224	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	20000	存储芯片制造	完成辅导	1400（2025年）
10	中建材基金	2021.7	20000	新材料	-	-
11	中润光能	2022.8	5000	太阳能光伏电池片	港交所上市申请	230（2024年）
12	先导电科	2022.8	10000	靶材和蒸发材料	衢州发展拟并购	120（2025年）
13	上海超硅	2022.8	10000	半导体硅片	申报科创板已受理	200（2025年）
14	昆宇电源	2022.8	7600	锂电池储能系统	股改完成	38（2025年）
15	数智研究院	2022.12	2500	数智化软件与系统	-	-
16	瑞迪微	2022.3	2130	IGBT器件	-	-
17	盛合晶微	2023.3	15000	半导体先进封装	申报科创板已受理	140（2025年）
18	芯颖科技	2023.4	2130	显示驱动芯片	-	-
19	衡川新能源	2023.6	7450	锂电池隔膜	-	-
20	阜时科技	2023.9	1065	激光雷达芯片	-	-
21	金美新材	2023.12	5320	复合集流体	-	-
22	中电化合物	2024.2	3195	碳化硅与氮化镓	-	34（2023年）
23	轻蜓光电	2024.9	3192	半导体检测设备	-	-
24	壹能科技	2025.1	2128	热管理系统	-	-
25	方晶科技	2025.6	800	半导体功率器件	-	-
26	新锐光掩模	2025.8	5000	半导体掩模版	-	-
27	鑫华半导体	2025.10	5000	半导体产业用电子级多晶硅生产企业	完成辅导	-
28	鑫丰科技	2025.10	5000	封装测试一体化服务商	-	-
合计			194318（万元）		-	

来源：wind、公司公告，公司官网，公司官方公众号等，国金证券研究所

公司现金流状况良好，为持续投资提供保障。我们将“净现金”定义为：“货币资金+交易性金融资产+长期股权投资+其他权益工具投资+其他非流动金融资产-带息负债”，并以海螺水泥、塔牌集团、华新建材、金隅冀东、天山股份作为可比公司。历年数据来看，各公司净现金分化明显：海螺水泥、塔牌集团长期维持较高净现金水平。上峰自2018年起净现金转正并持续为正，2020-2023年净现金/市值比基本稳定在约0.12-0.36区间，整体现金较为充足。

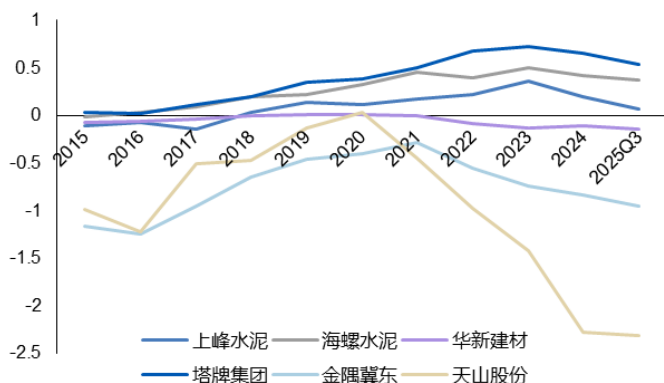
截至2025年三季度末，公司净现金为6.56亿元，对应净现金/市值约0.06，虽低于海螺水泥、塔牌集团当前的净现金占比，但在同业中仍处于相对稳健水平。公司2025年净现金/市值比明显回落，主因净现金在2024年由2023年的28.5亿元降至14.0亿元，当年公司利用闲置资金新增6亿元委托贷款（计入其他流动资产），并购买期限超过一年的银行大额存单本息7.52亿元（计入其他非流动资产），从而在账面上压缩了净现金规模。

如果将“广义净现金”界定为“净现金+其他流动资产+其他非流动资产”，则公司2023、2024年广义净现金分别为33.4亿元、30.6亿元，整体波动有限且维持在较高水平；截至2025年三季度末，公司广义净现金为24.1亿元，主因2025年5月派发6.0亿元现金红

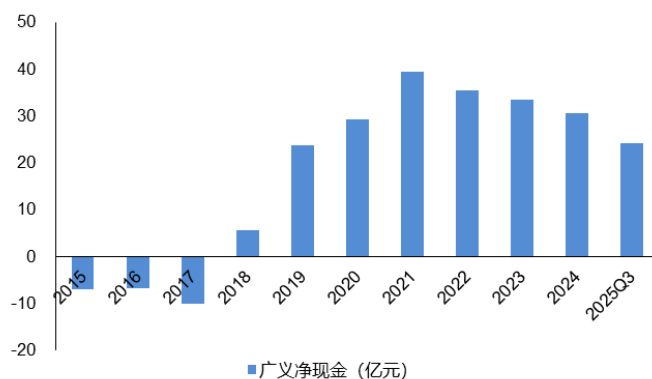


利，整体现金状况仍然稳健。

图表43：各公司净现金/市值比



图表44：公司历年广义净现金情况



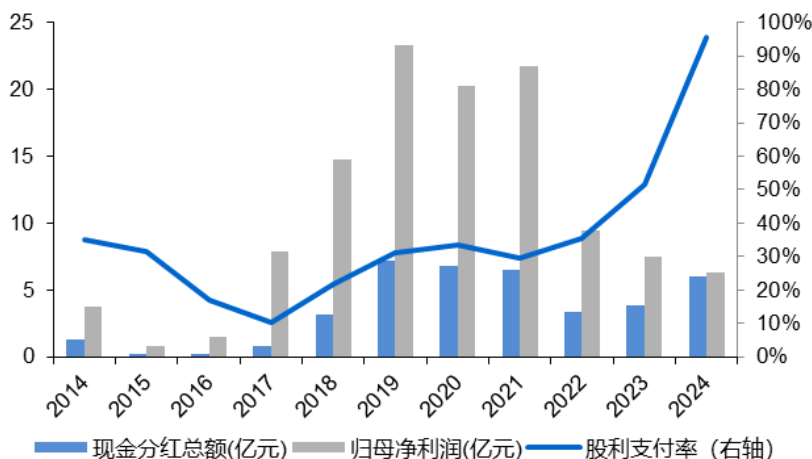
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

3.4 高分红重视股东回报

公司历年分红慷慨，确立最低分红比例。公司上市后于 2014 年首次分红，2014-2024 年公司累计实现归母净利 117.1 亿元，累计分红 39.5 亿元，平均股利支付率约 33.7%；2024 年公司实现归母净利 6.27 亿元，分红 6.01 亿元，股利支付率（95.7%）创新高。2025 年 3 月 31 日，公司发布《股东分红回报规划（2024 年-2026 年）》，宣布 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（若净利润不足将从未分配利润中分配补足）；按当前市值估算，其年度现金分红额对应股息率底线约 4%。

图表45：公司历年分红情况



来源：wind，国金证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

水泥熟料业务：2025 年前三季度全国水泥产量 12.59 亿吨，同比下降 5.1%。从需求端看，房地产市场仍在底部深度调整期，全国房屋新开工面积同比下降 18.9%，房地产开发企业到位资金同比下降 8.4%；基础设施投资增速继续走弱，截至 2025 年 10 月，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降 0.1%，自 2021 年以来首次转负。供给端方面，查超产、严控置换指标等政策正稳步推进，龙头企业带头加强自律，预计在需求持续疲软背景下，供给侧有望出现边际改善，带动价格与毛利率回升。我们预计公司 2025-2027 年水泥业务收入同比-11%、+4%、+4%，毛利率为 28%、29%、30%；熟料业务收入同比-13%、+4%、+4%，毛利率为 28%、29%、30%。

砂石骨料业务：骨料与水泥在需求端受宏观周期影响相近，目前公司骨料销量增量主要来



自西北区域，区域分散布局在一定程度上有利于对冲传统市场走弱影响，但整体仍呈现“量增价压”格局，预计骨料业务将继续承压。我们预计公司骨料业务 2025 - 2027 年收入同比增速分别为-24%、-19%、-19%，对应毛利率为 62%、60%、58%。

费用率预测：公司采取“T 型战略”，成本管控“降本增效”有成效，预计 2025 - 2027 年管理费用率、销售费用率分别为 9.3%、9.1%、9.0%和 2.2%、2.2%、2.2%；公司大力推进新经济股权投资业务，投资活动增多，预计 2025 - 2027 年财务费用上升至 2.4%、2.8%、2.8%。

图表46：公司主营业务收入拆分

产品	项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
水泥	平均售价（元/吨）	307.8	252.0	232.4	220.8	229.7	238.8
	增长率（YOY）	-13.2%	-18.1%	-7.8%	-5.0%	4.0%	4.0%
	销售数量（万吨）	1,487.4	1,678.2	1,653.6	1,554.4	1,554.4	1,554.4
	增长率（YOY）	-3.0%	12.8%	-1.5%	-6.0%	0.0%	0.0%
	销售收入（百万元）	4,577.6	4,229.3	3,843.9	3,432.6	3,569.9	3,712.7
	增长率（YOY）	-15.8%	-7.6%	-9.1%	-10.7%	4.0%	4.0%
	毛利率	27.6%	25.4%	24.2%	28.0%	29.0%	30.0%
	毛利（百万元）	1,263.4	1,073.4	931.4	961.1	1,035.3	1,113.8
	增长率（YOY）	-42.8%	-15.0%	-13.2%	3.2%	7.7%	7.6%
商品熟料	平均售价（元/吨）	309.9	237.5	218.5	201.0	209.1	217.4
	增长率（YOY）	-4.1%	-23.4%	-8.0%	-8.0%	4.0%	4.0%
	销售数量（万吨）	445.5	467.3	421.0	399.9	399.9	399.9
	增长率（YOY）	-18.7%	4.9%	-9.9%	-5.0%	0.0%	0.0%
	销售收入（百万元）	1,380.7	1,109.6	919.8	803.9	836.0	869.5
	增长率（YOY）	-22.0%	-19.6%	-17.1%	-12.6%	4.0%	4.0%
	毛利率	32.9%	20.1%	22.0%	28.0%	29.0%	30.0%
	毛利（百万元）	453.7	223.1	202.1	225.1	242.5	260.8
	增长率（YOY）	-39.9%	-50.8%	-9.4%	11.4%	7.7%	7.6%
砂石骨料	平均售价（元/吨）	45.0	37.2	33.3	26.7	25.6	24.6
	增长率（YOY）	-10.3%	-17.3%	-10.4%	-20.0%	-4.0%	-4.0%
	销售数量（万吨）	1,611.9	1,324.8	963.4	1,156.0	1,190.7	1,226.4
	增长率（YOY）	20.7%	-17.8%	-27.3%	20.0%	3.0%	3.0%
	销售收入（百万元）	724.9	492.8	321.1	308.3	304.8	301.4
	增长率（YOY）	8.4%	-32.0%	-34.8%	-4.0%	-1.1%	-1.1%
	毛利率	78.7%	70.7%	66.2%	62.0%	60.0%	58.0%
	毛利（百万元）	570.7	348.5	212.4	191.1	182.9	174.8
	增长率（YOY）	6.8%	-38.9%	-39.1%	-10.0%	-4.3%	-4.4%
营业收入	销售收入（百万元）	7,135.0	6,397.1	5,448.3	4,915.5	5,100.1	5,292.4
	增长率（YOY）	-14.2%	-10.3%	-14.8%	-9.8%	3.8%	3.8%
	毛利率	33.6%	27.7%	26.2%	29.8%	30.5%	31.1%
	毛利（百万元）	2,399.1	1,775.0	1,425.6	1,466.3	1,554.1	1,647.6
	增长率（YOY）	-33.8%	-26.0%	-19.7%	2.9%	6.0%	6.0%

来源：wind，国金证券研究所

投资业务：截至 2025 年 12 月 15 日，公司已投资 28 个标的，累计投资额超 19 亿元，昂瑞微启动科创板 IPO 发行，上海超硅、盛合晶微申报科创板上市获受理，中润光能申报港股上市获受理，长鑫科技、广州粤芯、鑫华半导体 IPO 辅导验收，全芯智造、芯耀辉已进入上市辅导阶段。我们判断未来公司投资收益或进入加速兑现阶段，2025 年前三季度



公司已实现投资收益 1.2 亿元，预计 2025-2027 年公司每年实现投资收益 1.5、2.0、2.5 亿元。

4.2 可比公司估值

我们选取申万行业分类中同属“建筑材料—水泥—水泥制造”的海螺水泥、塔牌集团、华新建材、金隅冀东及天山股份作为可比公司。可比公司 2025 - 2027 年平均 PE 分别为 21.2 倍、16.1 倍、13.9 倍，显著高于公司对应的 14.6 倍、13.3 倍、11.5 倍。考虑到公司成本优势突出、区域及产业链布局合理，并正逐步进入景气度较高的半导体等新经济领域，经营质量与中长期成长性具备优势，我们预计公司 2025 - 2027 年归母净利润分别为 7.4、8.1、9.4 亿元，同比增长 18.1%、9.5%、15.6%，给予 2026 年 16.1 倍 PE，对应目标价 13.48 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表47：可比公司估值表

代码	公司名称	市值（亿元）	归母净利润				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600585.SH	海螺水泥	1,159.33	76.96	92.59	104.32	114.45	16.37	12.68	11.26	10.26
002233.SZ	塔牌集团	113.98	5.38	7.05	7.28	7.75	17.00	16.16	15.66	14.70
600801.SH	华新建材	433.72	24.16	29.45	35.63	39.41	10.41	16.78	13.87	12.54
000401.SZ	金隅冀东	118.02	-9.91	3.79	6.13	7.98	-14.03	31.12	19.26	14.79
000877.SZ	天山股份	386.10	-5.98	13.26	18.89	22.62	-67.26	29.13	20.44	17.07
平均值							-7.50	21.17	16.10	13.87
000672.SZ	上峰水泥	104.4	6.27	7.41	8.12	9.38	11.82	14.56	13.29	11.50

来源：wind，国金证券研究所，盈利预测来自 wind 一致预期，截至 2025 年 12 月 12 日

5 风险提示

- 1) 需求持续低迷风险。水泥下游主要为地产和基建，目前房地产市场深度调整，基建投资增速下降，水泥量价修复进程可能不及预期，影响公司盈利能力。
- 2) 市场竞争加剧风险。行业产能过剩背景下，若区域价格竞争加剧，水泥价格可能再度回落，对公司业绩造成不利影响。
- 3) 政策执行不及预期风险。若查超产、产能置换等政策推进力度不及预期，错峰生产执行不力，行业供给压力或持续高企，拉低行业利润水平。
- 4) 原材料价格波动风险。若煤炭等原材料价格出现剧烈波动，而公司成本传导不畅，将对毛利率产生不利影响。
- 5) 股权投资业务不及预期风险。公司聚焦半导体等新经济领域进行股权投资，若被投资企业经营不力，可能导致项目上市延后、估值下调等，从而影响公司的投资收益。
- 6) 权益市场低迷风险。权益市场低迷可能使公司投资标的发行价低于预期，影响公司投资收益。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	7,135	6,397	5,448	4,916	5,100	5,292
增长率		-10.3%	-14.8%	-9.8%	3.8%	3.8%
主营业务成本	-4,736	-4,622	-4,023	-3,449	-3,546	-3,645
%销售收入	66.4%	72.3%	73.8%	70.2%	69.5%	68.9%
毛利	2,399	1,775	1,426	1,466	1,554	1,648
%销售收入	33.6%	27.7%	26.2%	29.8%	30.5%	31.1%
营业税金及附加	-88	-75	-68	-64	-66	-68
%销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用	-134	-140	-131	-106	-110	-114
%销售收入	1.9%	2.2%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-585	-659	-517	-459	-476	-494
%销售收入	8.2%	10.3%	9.5%	9.3%	9.3%	9.3%
研发费用	-203	-148	-126	-106	-110	-114
%销售收入	2.8%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	1,390	754	583	732	792	857
%销售收入	19.5%	11.8%	10.7%	14.9%	15.5%	16.2%
财务费用	-23	-19	-92	-104	-111	-108
%销售收入	0.3%	0.3%	1.7%	2.1%	2.2%	2.0%
资产减值损失	-9	-67	-24	0	0	0
公允价值变动收益	-264	159	146	50	100	150
投资收益	80	18	48	150	200	250
%税前利润	6.4%	1.9%	6.3%	15.3%	18.5%	20.1%
营业利润	1,258	943	766	993	1,088	1,256
营业利润率	17.6%	14.7%	14.1%	20.2%	21.3%	23.7%
营业外收支	-14	-11	-9	-9	-9	-9
税前利润	1,243	932	756	983	1,079	1,247
利润率	17.4%	14.6%	13.9%	20.0%	21.2%	23.6%
所得税	-284	-231	-164	-222	-243	-281
所得税率	22.8%	24.8%	21.7%	22.6%	22.6%	22.6%
净利润	959	701	592	761	835	965
少数股东损益	10	-43	-35	20	24	27
归属于母公司的净利润	949	744	627	741	812	938
净利率	13.3%	11.6%	11.5%	15.1%	15.9%	17.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	959	701	592	761	835	965
少数股东损益	10	-43	-35	20	24	27
非现金支出	545	704	698	608	638	686
非经营收益	198	-64	-99	-162	-140	-242
营运资金变动	-683	-225	-151	-363	137	45
经营活动现金净流	1,020	1,117	1,039	844	1,471	1,455
资本开支	-1,108	-915	-245	-334	-531	-681
投资	-777	-418	-733	-318	-358	-398
其他	122	526	-497	150	200	250
投资活动现金净流	-1,764	-807	-1,475	-502	-689	-829
股权募资	62	23	1	151	0	0
债权募资	414	1,499	721	173	-151	53
其他	-518	-1,620	-1,173	-483	-540	-587
筹资活动现金净流	-42	-98	-451	-159	-692	-534
现金净流量	-786	212	-886	183	91	92

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,896	4,038	2,672	2,851	2,938	3,026
应收款项	645	717	678	701	662	687
存货	1,359	1,061	835	898	874	899
其他流动资产	1,692	1,418	2,040	2,143	2,295	2,472
流动资产	6,592	7,235	6,224	6,593	6,769	7,083
%总资产	40.6%	40.4%	35.4%	36.6%	36.8%	37.2%
长期投资	1,812	2,167	2,365	2,607	2,915	3,288
固定资产	5,030	5,256	4,902	4,616	4,498	4,434
%总资产	31.0%	29.3%	27.9%	25.6%	24.5%	23.3%
无形资产	2,068	2,716	2,778	2,734	2,740	2,796
非流动资产	9,645	10,690	11,354	11,419	11,616	11,979
%总资产	59.4%	59.6%	64.6%	63.4%	63.2%	62.8%
资产总计	16,236	17,925	17,578	18,011	18,385	19,063
短期借款	2,057	1,710	2,540	3,061	2,910	2,962
应付款项	3,003	3,023	2,332	1,960	1,996	2,032
其他流动负债	654	523	443	521	554	607
流动负债	5,714	5,257	5,315	5,542	5,460	5,601
长期贷款	858	2,358	1,936	1,936	1,936	1,936
其他长期负债	466	723	671	305	312	320
负债	7,038	8,337	7,923	7,783	7,709	7,858
普通股股东权益	8,414	8,840	8,949	9,502	9,926	10,428
其中：股本	975	969	969	969	969	969
未分配利润	8,140	8,549	8,794	9,196	9,620	10,122
少数股东权益	785	748	706	726	750	777
负债股东权益合计	16,236	17,925	17,578	18,011	18,385	19,063

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.973	0.768	0.647	0.765	0.837	0.968
每股净资产	8.628	9.119	9.231	9.802	10.239	10.757
每股经营现金净流	1.046	1.152	1.072	0.870	1.517	1.501
每股股利	0.350	0.400	0.630	0.350	0.400	0.450
回报率						
净资产收益率	11.28%	8.42%	7.01%	7.80%	8.18%	9.00%
总资产收益率	5.84%	4.15%	3.57%	4.12%	4.41%	4.92%
投入资本收益率	8.77%	4.10%	3.19%	3.69%	3.91%	4.08%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.19%	-10.34%	-14.83%	-9.78%	3.75%	3.77%
EBIT 增长率	-47.87%	-45.75%	-22.63%	25.54%	8.22%	8.18%
净利润增长率	-56.40%	-21.56%	-15.70%	18.14%	9.48%	15.64%
总资产增长率	7.34%	10.40%	-1.94%	2.47%	2.07%	3.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.0	13.6	14.7	15.0	14.0	14.0
存货周转天数	91.7	95.5	86.0	95.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	69.0	78.6	85.9	88.0	86.0	84.0
固定资产周转天数	219.6	294.7	320.3	332.3	310.4	293.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.66%	-11.21%	5.89%	7.68%	3.72%	1.67%
EBIT 利息保障倍数	59.3	38.8	6.4	7.1	7.2	8.0
资产负债率	43.35%	46.51%	45.07%	43.21%	41.93%	41.22%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	4	13	17	30
增持	0	2	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.24	1.19	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究