

## 主业筑基，新质扬帆，高分红彰显发展底气

## —— 上峰水泥深度报告

2025 年 12 月 30 日

## 核心观点

- 夯实建材主业，新质增长蓄势待发。**公司总部位于浙江杭州，前身为 1978 年成立的诸暨县上峰水泥厂，公司经过企业改制、股份制改革及规模化扩张等，在 2013 年通过重组借壳上市深交所。公司主营业务为水泥、混凝土等，以华东市场为核心，布局长江经济带，并逐渐向西北、南部区域，以及“一带一路”沿线国家和地区发展延伸；近年公司积极投身股权投资，探索半导体、芯片、大数据、高端制造等新质产业，以培育第二增长曲线。自上市以来，公司累计分红比例达 33.6%，高分红回馈投资者。
- 反内卷加速水泥供给优化，盈利有望边际修复。**水泥产能加速出清，龙头企业积极带头补产能，截至 2025 年 12 月 16 日，全国已有 240 余条熟料线完成产能补充，实现净产能缩减超 4000 万吨。随着“反内卷”政策的进一步深化，预计 26 年“去产能”效果将逐步显现，行业供需格局有望持续优化。当前水泥价格处于底部，具备改善空间，将刺激水泥企业提价意愿，预计 26 年水泥价格存改善预期，行业盈利有望实现边际修复。
- 低拿矿成本筑盈利壁垒，骨料毛利率领跑行业。**受下游市场总需求持续缩减影响，近年骨料表现疲软，但 2025 年以来公司骨料业务区域布局优势显现，在西北宁夏市场需求支撑下，骨料销量实现大幅回升。公司骨料业务毛利率显著高于同业，低拿矿成本构筑公司骨料盈利护城河，叠加公司西北市场骨料需求拉动，预计后续骨料业务有望成为公司业绩重要支撑。
- 五年深耕结硕果，新经济投资迎来收获期。**公司新经济投资业务持续聚焦半导体、新能源、新材料等科技创新领域，截至 2025 年 12 月底，公司已累计投资 28 个优质项目，总投资额超过 19 亿元。2025-2029 年公司五年规划建议提到，股权投资目标储备 30 亿元以上权益资产，为公司贡献稳定的投资收益及现金流。凭借公司五年积累的新经济股权投资经验，叠加半导体、新能源等赛道深度契合国家产业政策导向，行业前景向好，预计公司新经济股权投资风险可控，看好其长期发展空间。
- 投资建议：**公司是华东区域水泥优质企业，在品牌、技术、区域布局、成本控制等方面均具有明显优势，后续公司将通过建材材料产业链与股权投资业务链双轮驱动，实现业务稳健增长。预计公司 2025-2027 年实现营业收入 50.35/51.72/52.89 亿元，同比分别-7.6%/+2.7%/+2.3%；预计实现归母净利润 7.16/8.10/9.24 亿元，同比分别+14.1%/13.1%/14.1%；预计每股收益为 0.74/0.84/0.95 元，对应 PE 为 16/14/12 倍。基于公司良好的发展预期，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**原燃材料价格大幅波动的风险；市场需求不及预期的风险；政策推进不及预期的风险；股权投资项目风险。

## 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,448	5,035	5,172	5,289
收入增长率%	-14.83	-7.58	2.72	2.26

## 上峰水泥（股票代码：000672）

推荐 维持评级

## 分析师

贾亚萌

☎：010-80927680

✉：jiayameng\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523060001

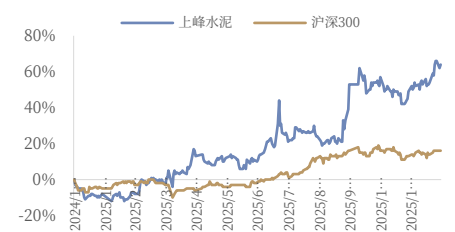
## 市场数据

2025 年 12 月 30 日

股票代码	000672
A 股收盘价(元)	11.81
上证指数	3,965.12
总股本(万股)	96,940
实际流通 A 股(万股)	96,940
流通 A 股市值(亿元)	114

## 相对沪深 300 表现图

2025 年 12 月 30 日



资料来源：中国银河证券研究院

## 相关研究

归母净利润(百万元)	627	716	810	924
利润增长率%	-15.70	14.13	13.09	14.11
毛利率%	26.16	29.91	31.44	33.68
摊薄 EPS(元)	0.65	0.74	0.84	0.95
PE	18.25	15.99	14.14	12.39

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

## Catalog

一、 上峰水泥：夯实建材主业，新质增长蓄势待发 .....	4
（一） 公司概况： 从建材龙头到“产业+资本”复合型企业的进阶 .....	4
（二） 经营情况： 25 年企业盈利迎来修复，经营性现金流稳健 .....	6
（三） 高分红比例将延续，彰显企业发展信心 .....	8
二、 水泥：反内卷加速供给优化，盈利有望边际修复 .....	9
三、 骨料：低拿矿成本筑盈利壁垒，毛利率领跑行业 .....	14
四、 新经济投资：五年深耕结硕果，投资迎来收获期 .....	15
五、 盈利预测与估值 .....	17
（一） 盈利预测 .....	17
（二） P/E 相对估值 .....	18
（三） P/B 相对估值 .....	18
六、 风险提示 .....	20

## 一、上峰水泥：夯实建材主业，新质增长蓄势待发

### （一）公司概况：从建材龙头到“产业+资本”复合型企业的进阶

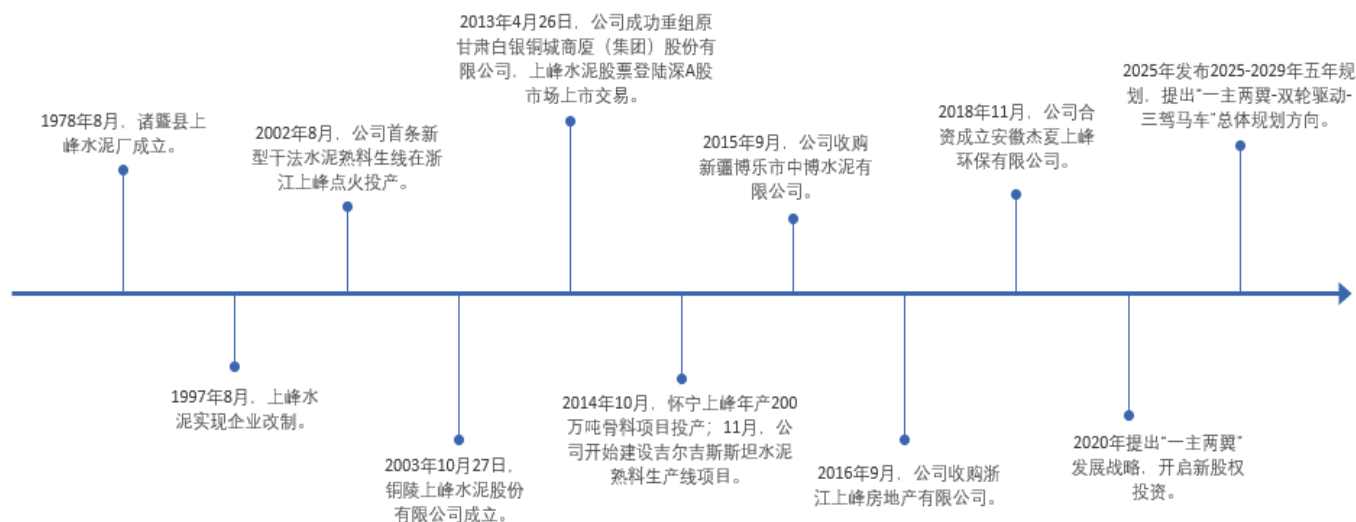
**立足建材主业，布局新质产业。**上峰水泥总部位于浙江杭州，前身为 1978 年成立的诸暨县上峰水泥厂，公司经过企业改制、股份制改革及规模化扩张等，在 2013 年 4 月，通过重组原甘肃白银铜城商厦（集团）股份有限公司借壳上市，正式登陆深交所。公司主营业务为水泥、混凝土等产品的生产与销售，近年公司坚持多元化与产业链协同发展，目前已将业务延伸至骨料、环保处置、智慧物流、光储等建材产业链业务，此外，公司积极投身股权投资，探索半导体、芯片、大数据、高端制造等新质产业，以培育第二增长曲线。

**水泥主业：**以华东市场为核心，依托长江水运便捷的物流通道和稳定优质的石灰石资源，布局长江经济带，并逐渐向西北、南部区域，以及“一带一路”沿线国家和地区发展延伸。目前公司主业已初步形成了规模宏大的建筑材料基地群，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 50 多家子公司；截至 2024 年底，公司水泥熟料年总产能约 1800 万吨，水泥年总产能约 2000 万吨，商品混凝土年总产能约 60 万方，骨料年总产能约 1800 万吨。根据水泥网数据，2024 年公司全国水泥熟料产能排名第 13 位，公司水泥熟料主业规模优势较强。

**建材产业链延伸业务：**为响应国家“双碳”战略，公司大力推动水泥窑协同的环保处置业务，并布局光伏发展、储能等新能源技术提升公司水泥产业能源利用。截至 2024 年底，公司年余热发电能约 86MW，光伏发电装机容量 23.59MW，储能装机 4MWh。

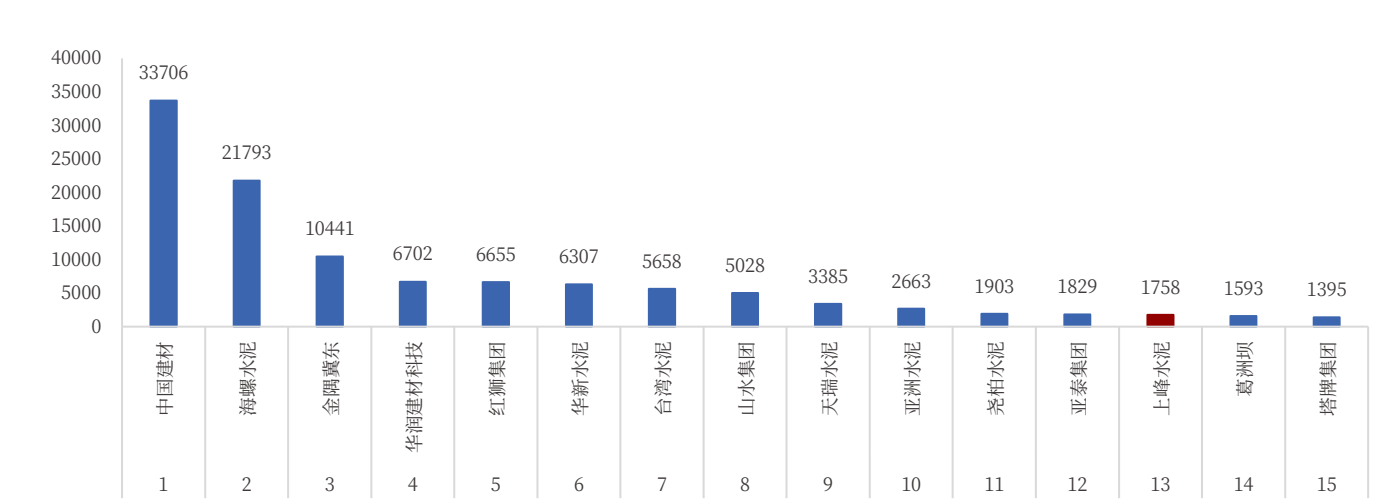
**新经济股权投资业务：**公司主要围绕国家重点支持倡导的解决“卡脖子”问题的核心技术创新领域，以及发挥产业优势领域精耕细作的优质企业股权作为标的，目前公司参股的多家半导体企业取得关键性进展。

图1：公司发展历程图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图2：2024 年全国水泥熟料产能 TOP15（万吨）



资料来源：水泥网，中国银河证券研究院

“一主两翼-双轮驱动-三驾马车”战略引领，新五年规划聚焦新质增长。2025 年 4 月，公司发布 2025-2029 年五年发展规划，确立“一主两翼-双轮驱动-三驾马车”总体规划发展战略。在“一主两翼”业务结构的基础上，适度加大股权投资业务投入积累，形成新的业务发展平台，同时对现有主辅业产业链效率竞争力提升，形成建材材料产业链与股权投资业务链“双轮驱动”；目标在 2029 年培育出支撑上峰第二成长曲线的新业务，实现“三驾马车”（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）协同互补、稳固增长的总格局。此外，公司给出具体量化目标：到 2029 年，熟料年产能达 2000 万吨，水泥年产能达 3000 万吨，骨料年产能达 4000 万吨，商混年产能 500 万方，协同处置业务年总产能 100 万吨，光伏发电等绿电资源达 200MW，储能电站 100MWh，并储备 30 亿元以上权益资产等。

图3：2025-2029 年公司五年发展规划



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

表1：上峰水泥 2025-2029 年五年规划目标产能及增幅

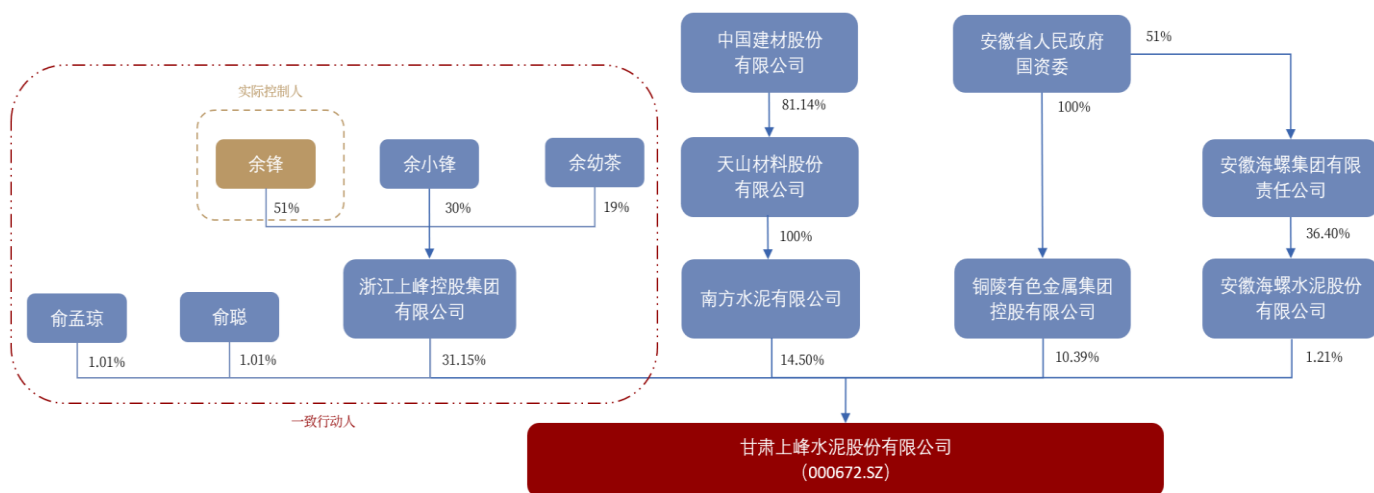
品类	单位	2024 年产能	五年规划产能目标（到 2029 年）	增幅
熟料	万吨/年	1800	2000	11%
水泥	万吨/年	2000	3000	50%
商品混凝土	万方/年	60	500	733%

骨料	万吨/年	1800	4000	122%
环保协同处置	万吨/年	86.8	100	15%
光伏发电装机	MW	23.59	200	748%
储能装机	MWh	4	100	2400%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**股权结构彰显管理优势，混合所有制助力公司稳健成长。**截至 2025 年三季度，俞锋为公司董事长、总裁，其通过控股浙江上峰控股集团有限公司间接持有上峰水泥 31.15% 的股份，成为公司第一大股东及实际控制人，此外，浙江上峰控股集团有限公司与俞孟琼、俞聪为一致行动人关系，因此，实际控制人及一致行动人合计持股比例为 33.17%。公司第二大股东是南方水泥，持股比例 14.5%；第三大股东是铜陵有色金属集团，持股比例 10.39%；此外，海螺水泥持有公司 1.21% 的股份，上述三家股东均为央企背景。上峰水泥依托混合所有制股权架构，既具备民企灵活高效的市场应变能力，又可依托央企股东雄厚的资金实力与产业资源优势，实现资源互补、协同发展，混合所有制有望助力公司稳健成长。

图4：公司股权结构图

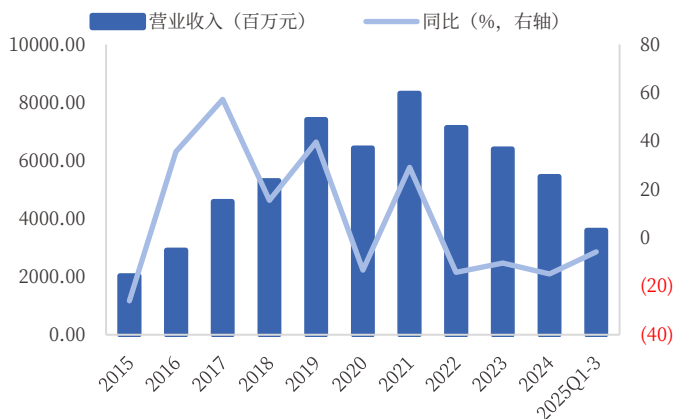


资料来源：Wind，公司 2025 年半年报，中国银河证券研究院

## （二）经营情况：25 年企业盈利迎来修复，经营性现金流稳健

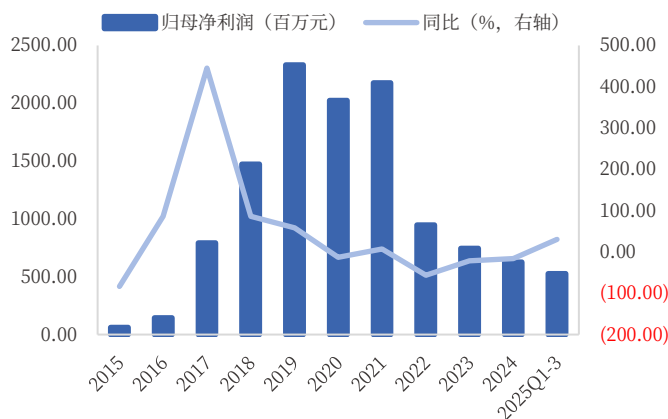
**下游需求疲软致公司业绩承压，25 年前三季度受煤价下降影响，公司盈利修复。**自 2021 年地产风险爆发之后，国内房地产市场持续走弱，基建投资难以补足地产下行需求缺口，全国水泥需求逐年减少，行业供需矛盾加剧，水泥价格疲软运行。公司水泥主业量价齐跌致业绩持续承压，2024 年公司实现营业收入 54.48 亿元，同比下降 14.83%；实现归母净利润 6.27 亿元，同比下降 15.70%。2025 年前三季度，受益于煤价下降，公司盈利水平稳健修复，公司实现营业收入 35.98 亿元，同比下降 5.69%，降幅收窄；实现归母净利润 5.28 亿元，同比增长 30.56%。

图5：上峰水泥营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

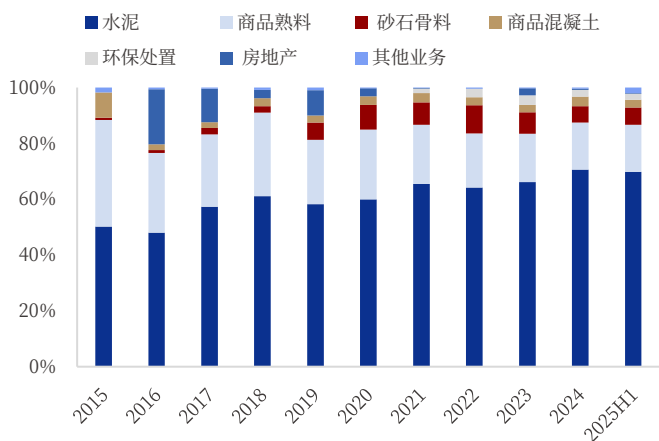
图6：上峰水泥归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

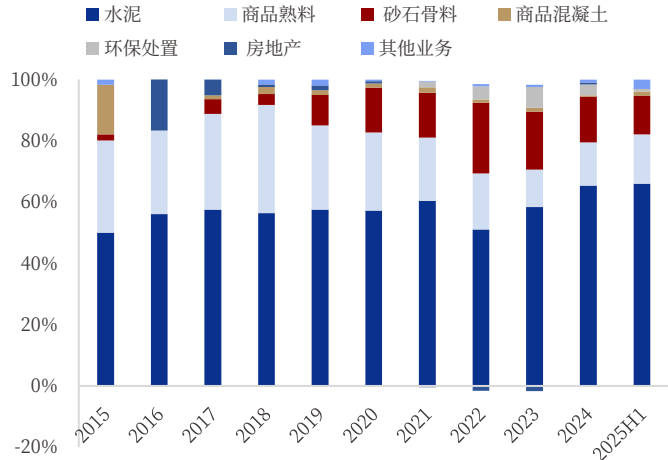
**主业水泥熟料是公司业绩核心支撑，骨料业务利润表现亮眼。**分业务来看，虽近年公司主业水泥熟料销量承压，但其仍是公司第一大主营业务。2025年上半年，公司水泥熟料营收占比达87%，是公司收入核心支撑，水泥熟料主业对公司收入影响较大；公司骨料、商混、环保处置业务营收占比分别为6%、3%、2%。从各业务毛利情况来看，2025年上半年，公司水泥熟料、骨料、商混、环保处置业务毛利占比分别为82%、16%、13%、2%，骨料业务利润表现突出，其利润贡献与收入占比大幅错配，以6%的营业收入贡献了13%的毛利。

图7：上峰水泥各业务营业收入占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：上峰水泥各业务毛利占比

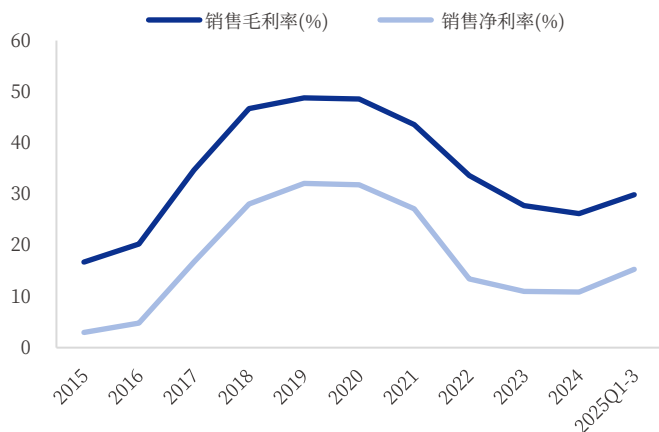


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**25年盈利迎来修复窗口，规模效应减弱致期间费用率持续上升。**从盈利表现来看，近年国内水泥“价格战”激烈，严重影响公司盈利情况，毛利率及净利率大幅下滑、持续筑底，2024年公司实现销售毛利率26.16%，同比减少1.58pct，较2019年高点大幅回落22.63pct；实现销售净利率10.87%，同比减少0.10pct，较2019年高点下滑21.22pct，公司盈利严重受损。2025年随着水泥行业“反内卷”推进叠加煤炭价格回落，公司盈利水平迎来修复窗口，前三季度公司实现销售毛利率/销售净利率分别为29.86%/15.31%，同比分别+3.15pct/+5.42pct。从费用管理情况来看，近年公司期间费用率呈增长态势，主要原因系收入规模收缩致费用摊薄减少，规模效应减弱所致。

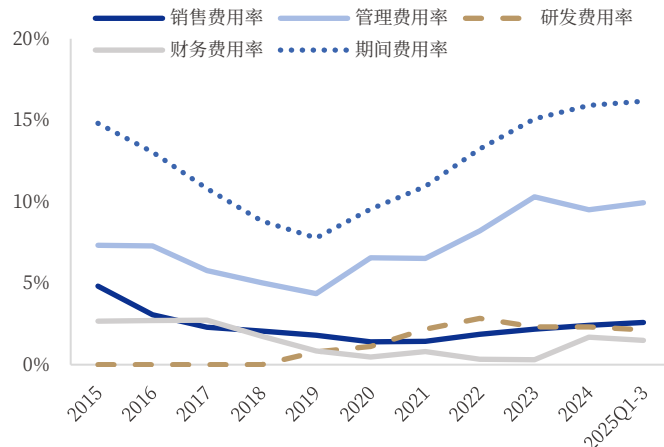


图9：上峰水泥销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

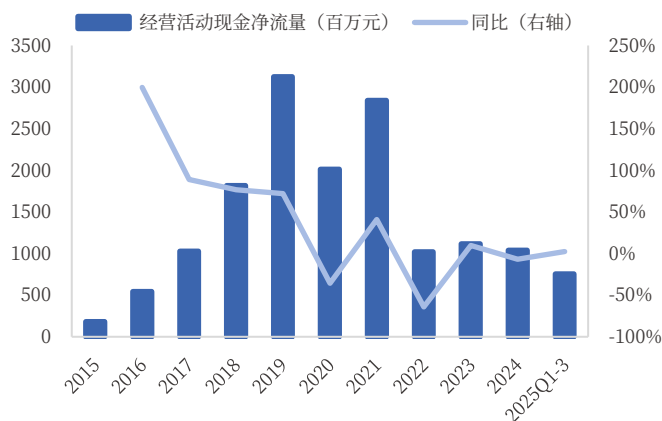
图10：上峰水泥期间费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

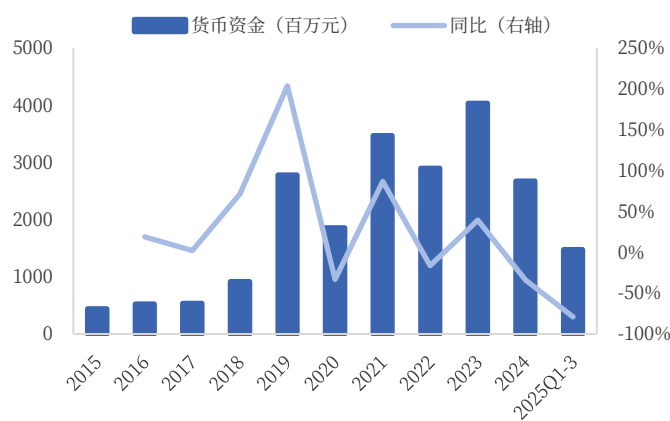
**公司经营性现金流稳健，充实资金储备支撑业务拓展。**2021年房地产风险爆发后，公司业务受下游需求影响走弱，2022年公司经营性现金流量净额出现大幅缩减，但随后几年保持平稳运行态势，近年整体维持在10亿元左右水平，2025年前三季度，公司经营性净现金流量为7.55亿元，同比增长2.34%，公司经营性现金流保持健康稳定运行状态，资金周转顺畅，公司运营质量较好。此外，公司具有雄厚资金实力，近年因主业收入下降、新经济股投资开支增加等因素影响，公司货币资金规模减少，但整体资金实力仍较为雄厚，截至2025年第三季度，公司货币资金14.75亿元，同比减少79.06%；流动资产56.42亿元，同比减少19.90%。充裕的资金储备为公司后续骨料等业务开拓，及新经济股权投资推进提供了坚实的资金保障。

图11：上峰水泥经营性现金净流量及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：上峰水泥货币资金及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### （三）高分红比例将延续，彰显企业发展信心

**公司坚持以高分红积极回馈投资者，分红力度与稳定性彰显长期发展信心。**自上市以来，公司累计分红比例达33.6%，保持较高水平，充分体现公司对股东回报的重视；近两年公司分红比例逐年提升，2024年公司合计派发现金红利6.01亿元，分红比例高达95.73%，公司高分红回馈投资者。此外，公司近12个月股息率为5.32%，高于同行业其他水泥企业。后续来看，2025年4月，公司发布2024-2026年股东分红回报规划，明确每年现金分红比例原则上不低于35%，每年现金分红金额原则上不低于4亿元，持续稳定的分红规划充分彰显公司未来发展信心。

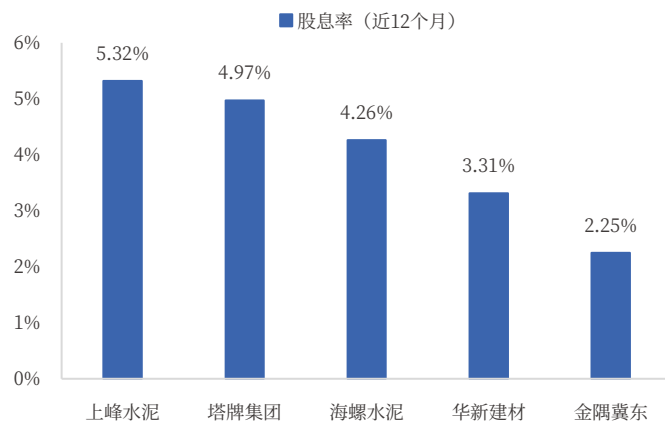


图13：上峰水泥年度现金分红总额及股利支付率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：上峰水泥及可比上市公司近12个月股息率

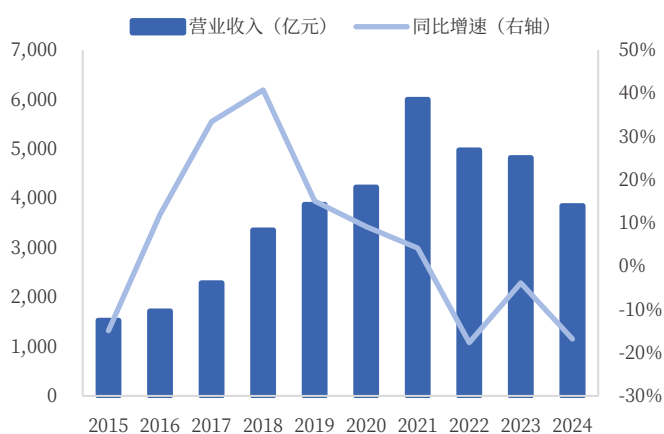


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、水泥：反内卷加速供给优化，盈利有望边际修复

下游市场疲软拖累行业利润，国内水泥亟需重塑竞争秩序。自2021年我国房地产行业风险爆发之后，地产下行严重拖累水泥市场，水泥需求大幅减少，尽管国家加大基建投资力度，但基建投资难以补足地产下行造成的需求缺口，我国水泥市场供需矛盾问题凸显，企业为保住市场份额采取以价换量策略，行业低价恶性竞争现象频发，量价齐跌对行业业绩形成重创，2024年SW水泥制造行业实现营业收入3850.11亿元，较2021年下降35.84%；实现归母净利润95.59亿元，不足2021年行业盈利规模的五分之一。在此严峻形势下，水泥行业亟需重塑市场竞争秩序，推动行业良好健康发展。

图15：SW水泥制造板块营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：SW水泥制造板块归母净利润及同比增速

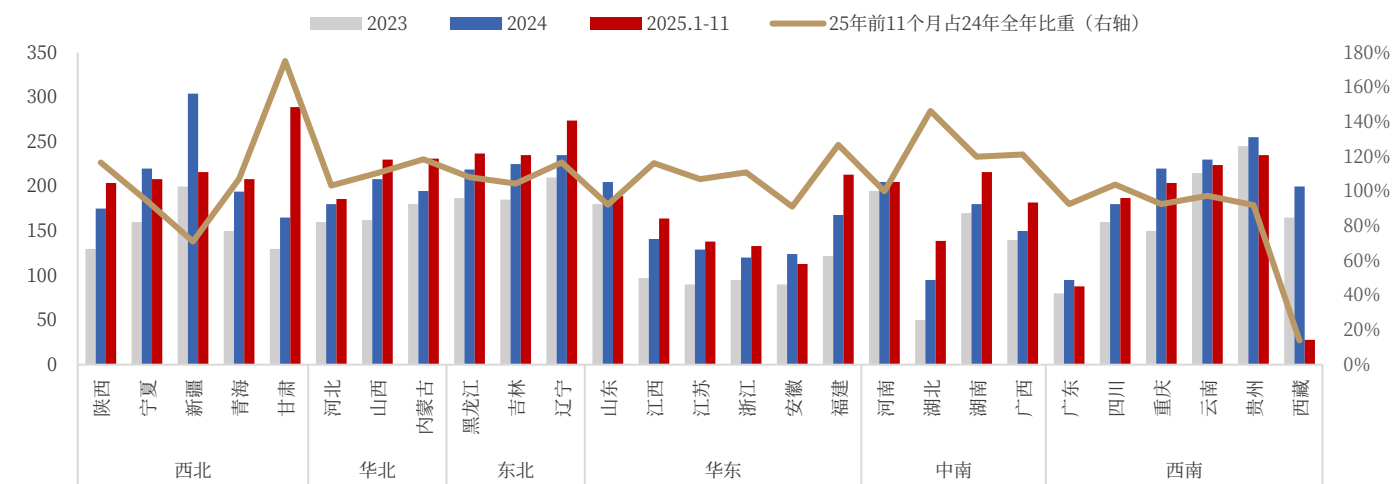


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

错峰生产效果逐步减弱，“去产能”是破解当前我国水泥行业困局的根本路径。2024年7月，中共中央政治局会议首次提出“反内卷”，提到要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。政策发布后，盈利压力较大的水泥行业迅速响应，积极落实推进相关工作，2024年水泥企业恢复协同共识，通过错峰停窑调控水泥熟料短期供给量，维持行业动态平衡，水泥价格同比逐步改善；2025年，企业协同延续，1-11月各省累计错峰停窑天数占24年全年的106%，停窑天数及力度超往年同期，

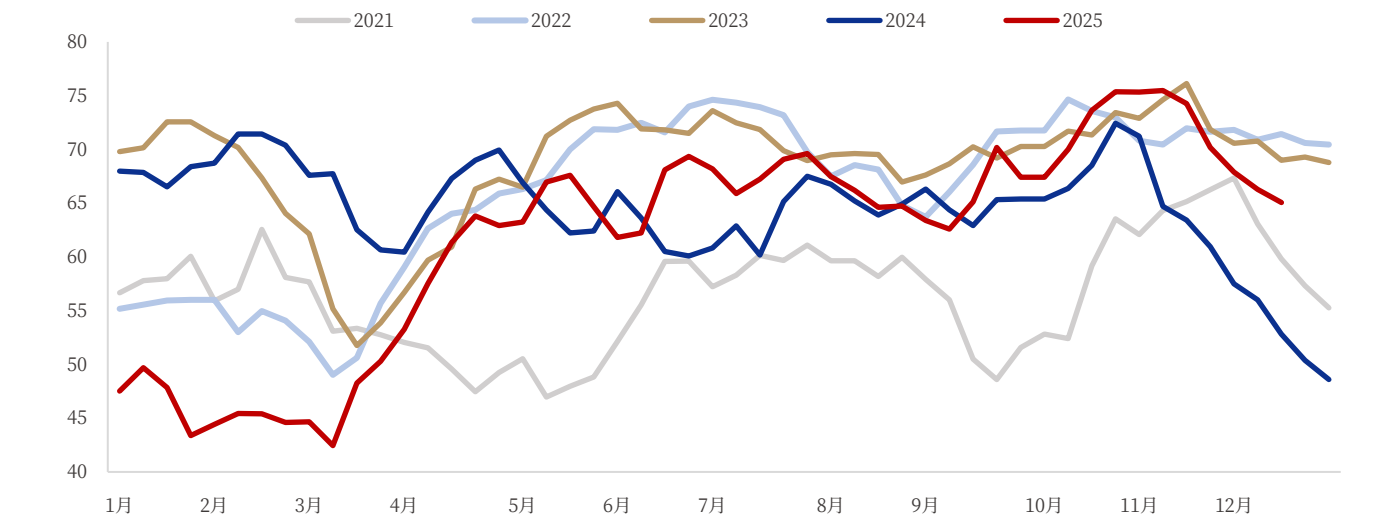
但因市场需求同比降幅过大以及部分企业错峰执行不到位影响，错峰停窑对水泥短期供需调控效果逐步失效，行业熟料库存压力增加，截至 2025 年 12 月 18 日，全国水泥熟料周度库容率为 65.06%，较去年同期增加 14.67pct，处于历史高位水平。在此背景下，国家政策层面从中长期角度积极引导行业推动落实“反内卷”工作，加快水泥行业产能优化，“去产能”是破解当前水泥行业供需失衡困境的关键。

图17：历年各省份错峰停窑天数（天）及 25 年 1-11 月错峰天数占比情况



资料来源：卓创资讯，水泥网，中国银河证券研究院

图18：我国水泥熟料周度库容率分年曲线（%）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

**政策持续发力“查超产”，水泥“反内卷”进入系统性推进阶段。**根据 2025 年 9 月中国建筑材料联合会发布的《水泥行业熟料产量监测核算技术要求-编制说明》统计的数据，截至 2024 年底，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 23 亿吨，超产比例高达约 40%，水泥行业超产问题突出，严重影响行业供需平衡。为加快推动行业供需格局优化，水泥供给调控政策持续发力，2024 年 11 月，工信部发布了新版产能置换实施办法，新规对置换产能的认定标准更加严格，行业供给调控力度提升；2025 年 6 月，市场监管总局发布《水泥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 12 月 31 日前完成产能整改及申报工作；随后 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》，以及 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）》，均再次重申水泥企业

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等。在政策约束下，我国水泥行业供给侧优化稳步推进，产能出清加快，行业供给有望实现实质性缩减。

表2：水泥玻璃行业产能置换实施办法 2024 年本与 2021 年版内容对比

《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》2021 年版
1.不能用于产能置换：2013 年以来连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃产能，或 2024 年以来连续两年每年运转天数不足 90 天的水泥熟料产能；未开展产能置换的光伏压延玻璃产能或不超过 150 吨/天的工业用平板玻璃产能等。 2.用于新建项目置换的水泥熟料产能不能拆分转让，用于改建或补齐已建成项目的水泥熟料产能拆分转让不能超过两个项目。 3.因不可抗力原因被地方政府要求停产超过两年的平板玻璃生产线，其产能于 2025 年 12 月底前可用于置换，2026 年 1 月 1 日后将不能用于置换。 4. 水泥熟料产能置换比例：1) 位于国家大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域产能置换建设项目置换比例分别不低于 2:1 和 1.5:1。 2) 使用国家产业结构调整目录限制类和用于跨省置换的水泥熟料产能置换比例不低于 2:1。3) 同一法人同一厂区内产能置换比例为 1:1。4) 西藏自治区区内产能置换比例为 1:1。 5.平板玻璃产能置换比例：1) 位于国家大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域平板玻璃产能置换比例分别不低于 1.25:1 和 1:1。2) 同一法人同一厂区内产能置换比例为 1:1。3) 鼓励光伏压延玻璃项目通过产能置换予以建设等。	1.不能用于产能置换：2013 年以来，连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线产能；光伏压延玻璃产能等。 2.用于置换的水泥熟料、平板玻璃生产线产能拆分转让不能超过两个项目。 3. 产能置换比例：1) 位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于 2:1 和 1.25:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于 1.5:1 和 1:1。2) 使用国家产业结构调整目录限制类水泥熟料生产线作为置换指标和跨省置换水泥熟料指标，产能置换比例不低于 2:1。

资料来源：工信部官网，中国银河证券研究院

**水泥企业“补产能”加速，行业供需格局有望优化。**自 2024 年产能置换新规发布后，水泥行业供给侧改革全面提速，特别是 2025 年下半年在政策加码影响下，企业补产能项目明显增多，中国建材、海螺水泥等水泥龙头企业积极带头补齐产能指标，根据水泥网数据，截至 2025 年 12 月 16 日，全国已有 240 余条熟料线完成产能补充，合计退出产能 1.34 亿吨，补充产能 8720 余万吨，实现净产能缩减超 4000 万吨。本轮产能置换既能实现全国水泥熟料总产能的实质性收缩，又能推动区域产能结构优化升级，从中长期角度缓解水泥行业供给过剩压力。后续来看，随着“反内卷”政策的继续深化，水泥产能出清仍有较大推进空间，预计 2026 年水泥“去产能”效果将逐步显现，行业供需格局有望持续优化。

**碳市场进一步驱动行业低效产能出清。**绿色化去产能是水泥行业供给调控的创新路径，通过强化环保与碳排放约束，加速推动行业低效落后产能退出市场。2025 年 3 月，生态环境部发布了《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》，水泥行业正式纳入全国碳交易市场，并要求 2025 年底前水泥行业需完成首次履约工作。水泥行业纳入碳交易市场，是通过市场化定价机制，将企业“降碳”从成本负担转变成经济收益。2026 年随着水泥行业碳交易履约机制的常态化执行，碳排放成本将成为衡量水泥企业竞争力的关键指标之一，中小产能及低效产能将面临碳成本攀升的压力，加速其退出市场；而具备低碳技术优势的龙头企业，可通过碳配额交易获得额外收益，进一步巩固行业地位。

**绿电环保赋能主业，成本优势凸显竞争壁垒。**水泥窑协同处置、光伏发电等业务是上峰水泥产业链延伸与升级的核心布局方向，随着未来公司对环保、新能源业务的持续深耕，相关业务不仅能够提升水泥主业能源利用效率，降低煤炭消耗与二氧化碳排放量，大幅提高公司绿色化生产水平；更能进一步拉开与同业可比公司的水泥生产成本差距，从而持续巩固公司的市场竞争优势。

潜在新增产能显著收缩，水泥行业从“规模扩张型竞争”转向“质量效益型竞争”。除存量低效产能加速出清外，在国内水泥市场供需矛盾凸显、环保能效考评门槛持续抬升的双重约束下，行业新增熟料产能投放力度大幅缩减，供给侧优化进程进一步提速。根据水泥网数据，2025年以来已有 27 条熟料生产线宣布不再建设，涉及合计产能 4095.1 万吨。企业主动收紧新增产能规划，本质是行业竞争逻辑从“规模扩张”向“质量效益”转型的体现，不仅有效遏制了供给端无序扩张的态势，更推动行业资源向具备成本优势、低碳技术与区域定价权的龙头企业集中，助力国内水泥市场尽快实现供需平稳运行。

表3：2025 年以来不在建设的新增熟料生产线

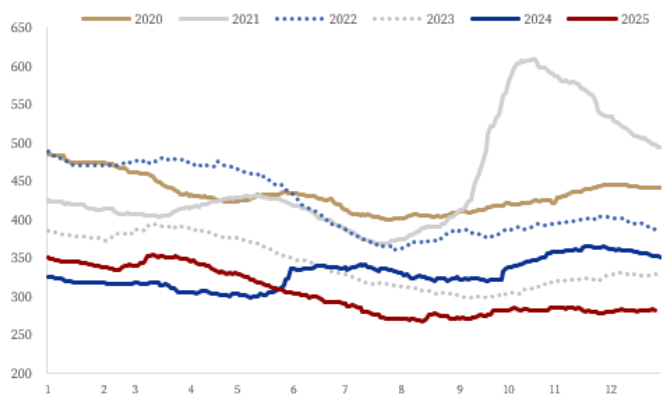
企业名称	设计产能 (t/d)	熟料产能 (万吨 / 年)
河南省同力水泥有限公司	4500	139.5
台泥（怀化）水泥有限公司	5000	155
浙江上峰科环建材有限公司	4500	139.5
枞阳海螺水泥股份有限公司	5500	170.5
淮南舜岳水泥有限责任公司	4500	139.5
南江海螺水泥有限公司	5000	155
天瑞水泥集团有限公司	6000	186
华润水泥（鹤庆）有限公司	4000	124
曲靖市宣威宇恒水泥有限公司	6000	186
邢台金隅咏宁水泥有限公司	4000	124
云南华新东骏水泥有限公司	4000	124
建德南方水泥有限公司	4000	124
云南宜良西南水泥有限公司	5000	155
福建省永安万年水泥有限公司	7000	217
红河州紫燕水泥有限责任公司	4000	124
云南典集水泥有限公司	5000	155
福建水泥股份有限公司	4500	139.5
华润水泥（龙岩曹溪）有限公司	4500	139.5
福建春驰集团新丰水泥有限公司	5500	170.5
宁夏同心赛马新材料有限公司	4000	124
綦江西南水泥有限公司	5000	155
宁远红狮水泥有限公司	5600	173.6
崇左南方水泥有限公司	5000	155
忻州山水环保科技有限公司	4500	139.5
江山南方水泥有限公司	6000	186
宁夏胜金水泥有限公司	5000	155
福建省泉州美岭水泥有限公司	4500	139.5
合计		4095.1

资料来源：水泥网，中国银河证券研究院

备注：熟料产能按照 310 天计算

**水泥价格筑底，供需优化有望驱动水泥盈利边际修复。**2025 年国内水泥市场持续受需求疲软拖累，水泥价格承压下行，行业盈利呈现“上半年修复、下半年承压”的分化态势。自 5 月底起，水泥价格同比由正转负，震荡走低后逐步筑底，根据卓创资讯数据，截至 2025 年 12 月 23 日，全国普通硅酸盐水泥 P.O42.5 散装价格为 282.11 元/吨，同比下降 20.72%，当前水泥价格低于往年同期水平，处于历史地位区间。盈利端来看，受益于今年煤炭价格回落影响，上半年水泥行业盈利修复，但随着下半年煤炭价格边际回升，水泥价格涨幅不及煤价涨幅，行业盈利边际下滑，2025 年 Q3 单季水泥行业实现销售毛利率 17.48%，同比+0.81pct。展望 2026 年，随着行业供给端调控政策落地见效，水泥供需矛盾有望逐步缓和，叠加当前水泥价格处于底部，具备改善空间，将刺激水泥企业提价意愿，预计 26 年水泥价格存改善预期，行业盈利有望实现边际修复。

图19：全国 P.O42.5 普通硅酸盐水泥散装价格分年曲线（元/吨）



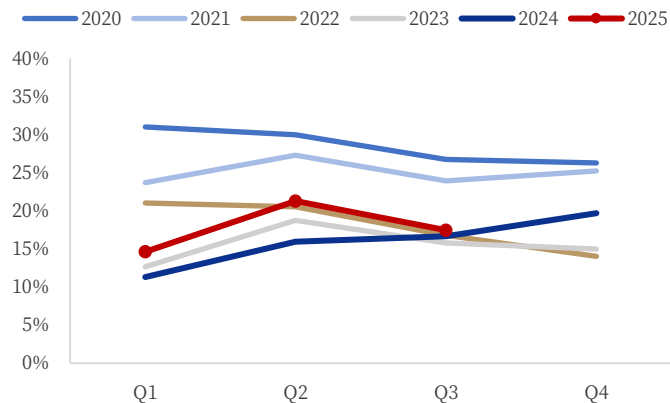
资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图21：秦皇岛港山西产动力末煤 Q5500 平仓价（元/吨）



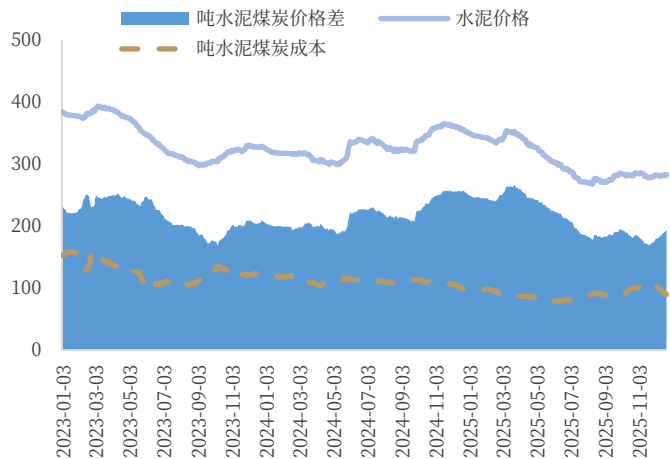
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：单季度 SW 水泥行业销售毛利率分年曲线



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22：吨水泥煤炭价格差走势情况（元/吨）

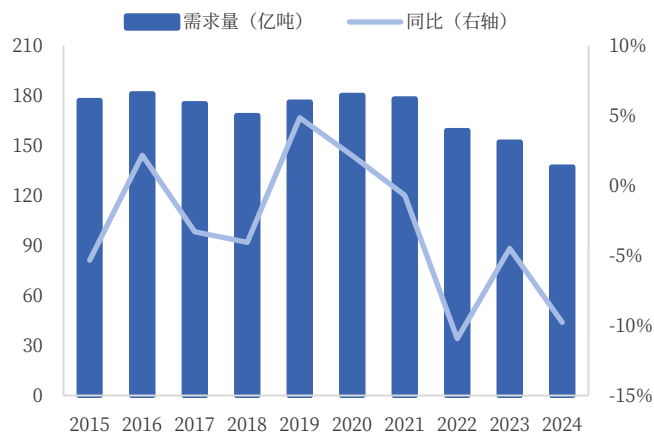


资料来源：Wind，卓创资讯，中国银河证券研究院

### 三、骨料：低拿矿成本筑盈利壁垒，毛利率领跑行业

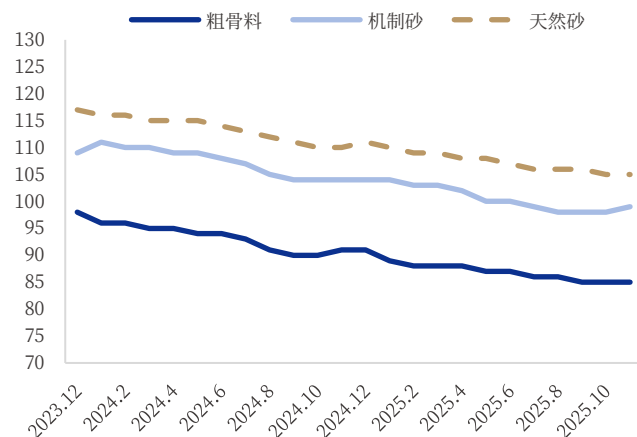
**骨料总需求持续缩减，价格承压。**骨料是混凝土中起骨架或填充作用的粒状松散材料，是混凝土中体积占比最大的组成材料。骨料需求与基础设施建设、房屋建设等有密切关系，近年因下游市场疲软运行，国内砂石骨料总需求量持续减少，根据砂石骨料网数据，2024 年全国砂石骨料需求量为 137 亿吨，同比减少 9.77%；骨料行业供需矛盾问题加剧，骨料价格承压，截至 2025 年 11 月，全国粗骨料/机制砂/天然砂均价分别为 85/99/105 元/吨，同比分别-6.59%/-4.81%/-4.55%。

图23：全国砂石需求量（亿吨）及同比增速



资料来源：砂石骨料网，中国银河证券研究院

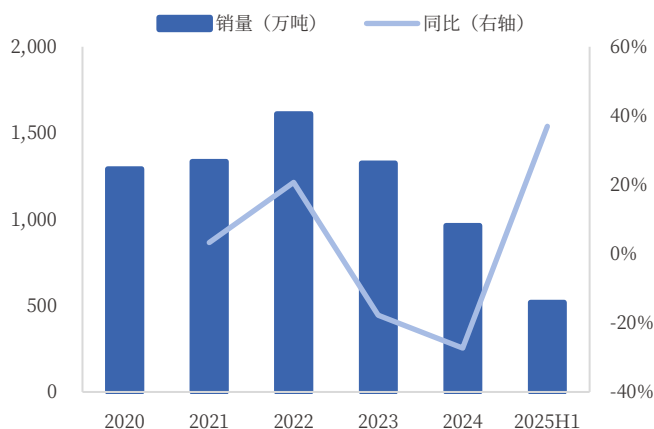
图24：不同品种砂石全国均价（元/吨）



资料来源：砂石骨料网，中国银河证券研究院

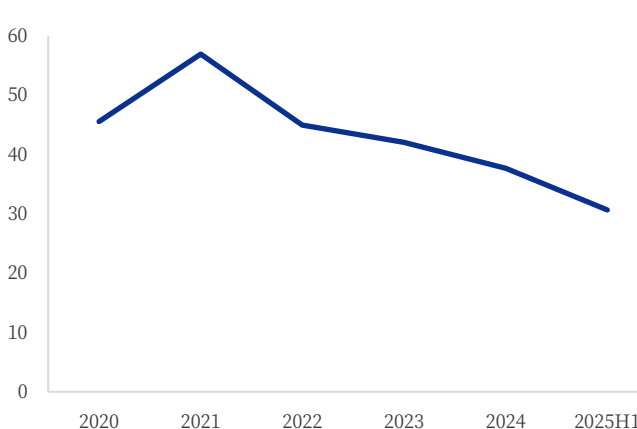
**公司骨料量价表现与行业趋势基本一致，25 年区域布局优势显现，西北宁夏市场成为拉动骨料销量回升的主要动力。**受下游整体需求缩减影响，2023-2024 年公司骨料销量连续承压，同比分别下降 17.81%、27.81%；2025 年在西北宁夏市场需求支撑下，公司骨料销量实现大幅回升，上半年骨料销量达 519.06 万吨，同比增长 36.96%。价格方面，近年公司骨料售价持续走低，2024 年骨料销售均价下降至 37.67 元/吨，同比下降 10.39%；2025 年价格继续走弱，上半年骨料售价为 30.65 元/吨，同比下降 33.93%。

图25：上峰水泥骨料销量及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图26：上峰水泥骨料售价（元/吨）

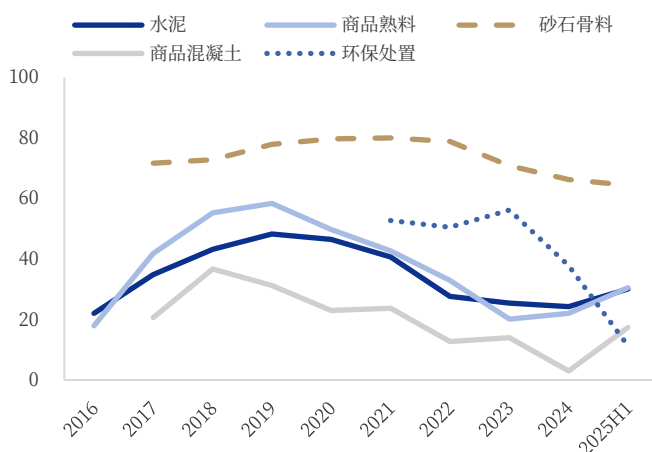


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院



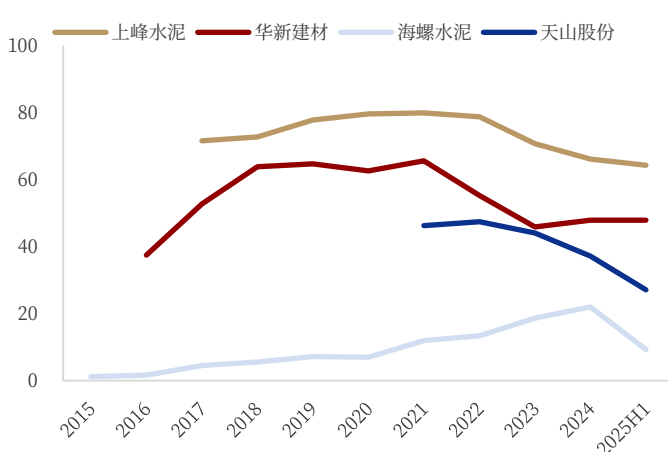
**低成本筑盈利壁垒，公司骨料毛利率领跑行业。**从盈利水平来看，因售价承压，公司骨料业务毛利率小幅下滑，但仍显著高于公司其他产品毛利率水平，2025 年上半年，公司骨料业务毛利率达 64.30%，分别较水泥（30.03%）/熟料（30.47%）/混凝土（17.30%）/环保处置（11.31%）业务高出 34.27pct/33.83pct/47.00pct/52.99pct，成为支撑公司盈利的核心业务板块。对比同业来看，上峰水泥骨料业务盈利水平在行业内领先，毛利率显著高于华新建材、天山股份、海螺水泥。骨料毛利率水平主要取决于企业获取矿山资源成本，因上峰水泥拿矿时间早，享有低成本优势，构筑起坚固的盈利护城河。后续来看，在需求继续走弱、骨料价格继续筑底的预期下，预计公司骨料毛利率延续下滑态势，但凭借低成本资源优势，相较同业的盈利领先性仍将维持；此外，叠加公司西北市场骨料需求增长拉动，预计后续骨料业务有望成为公司业绩重要支撑。

图27：上峰水泥骨料及其他业务毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图28：国内头部水泥企业骨料业务毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 四、新经济投资：五年深耕结硕果，投资迎来收获期

2020 年公司提出“一体两翼”发展战略，经过近五年发展，公司新经济投资业务亮点纷呈，价值提升及效益体现对冲主业下滑，有利托底公司利润效益、以提升公司综合影响力，并为后续公司转型升级持续发展奠定了基础。公司新经济股权投资业务持续聚焦半导体、新能源、新材料等科技创新领域，截至 2025 年 12 月底，公司已累计投资 28 个优质项目，总投资额超过 19 亿元。

2025 年至今，公司股权投资业务加速布局，新增 5 个股权投资项目，其中 4 个聚焦半导体产业链。此外，公司股权投资业务进入密集收获期，参股的多家半导体企业在近期取得关键性上市进展：截至 2015 年 12 月 30 日，昂瑞微已在科创板上市，广州粤芯申请创业板获受理，上海超硅及盛和晶微申请科创板获受理，鑫华半导体、长鑫科技、芯耀辉完成上市辅导等，预示着未来 1-2 年公司股权投资项目收益有望集中兑现，新股权投资业务对公司业绩的支撑作用将持续显现。

公司 2025-2029 年五年规划建议提到，股权投资将从财务投资及项目并购两大类业务入手，目标储备 30 亿元以上权益资产，为公司贡献稳定的投资收益及现金流。凭借公司五年积累的新经济股权投资经验，叠加半导体、新能源等赛道深度契合国家产业政策导向，行业前景向好，预计公司新经济股权投资风险可控，看好其长期发展空间。



表4：上峰水泥股权投资业务情况

序号	投资标的	投资时间	投资规模（万元）	主要业务	当前进度
1	合肥晶合	2020.9	25,000	显示驱动芯片制造	已减特退出
2	硕维轨道	2020.12	4,000	轨道交通智能制造	已签署回购协议
3	广州粤芯	2021.1	20,000	模拟芯片制造	申请创业板受理
	广州粤芯	2022.2	2,800	模拟芯片制造	申请创业板受理
4	昂瑞微	2021.5	1,668	射频前端和 SOC 芯片	2025 年 12 月 16 日在科创板上市
5	全芯智造	2021.5	1,668	芯片设计 EDA 软件	-
6	芯耀辉	2021.5	3,892	IP 接口及 EDA 软件	完成辅导
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	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	衢州发展拟收购
13	上海超硅	2022.8	10,000	半导体硅片	申请科创板受理
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	申请科创板受理
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	2025.6	800	半导体分立器件、集成电路芯片及功率半导体产品	-
26	新锐光掩模	2025.8	5,000	半导体光掩模研	-
27	鑫华半导体	2025.10	5,000	半导体产业用电子级多晶硅	完成辅导
28	鑫丰科技	2025.10	5,000	IC/MCP/SiP 综合封装解决方案及封测代工服务	-
合计			194,318	-	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 五、盈利预测与估值

### （一）盈利预测

我们认为在公司建材产业链与股权投资链双轮驱动背景下，公司水泥主业竞争优势有望在行业加速出清阶段进一步凸显；骨料业务规模有望继续扩大，高毛利优势有望带动公司盈利中枢上移；新股权投资在投资规模扩大的同时，将逐渐进入收获期，对公司业绩有较强支撑预期。看好公司相关板块业务发展前景。

表5：上峰水泥业务拆分

产品	指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
水泥	营业收入（百万元）	4,229.3	3,843.9	3,596.5	3,655.9	3,688.0
	yoy	-7.6%	-9.1%	-6.4%	1.7%	0.9%
	毛利率	25.4%	24.2%	28.5%	30.2%	33.0%
商品熟料	营业收入（百万元）	1,109.6	919.8	806.3	810.9	833.8
	yoy	-19.6%	-17.1%	-12.3%	0.6%	2.8%
	毛利率	20.1%	22.0%	28.8%	30.0%	31.0%
砂石骨料	营业收入（百万元）	492.8	321.1	287.4	321.5	359.7
	yoy	-32.0%	-34.8%	-10.5%	11.9%	11.9%
	毛利率	70.7%	66.2%	62.6%	59.0%	57.2%
商品混凝土	营业收入（百万元）	166.2	184.9	190.4	194.2	196.2
	yoy	-19.5%	11.2%	3.0%	2.0%	1.0%
	毛利率	14.0%	3.0%	15.0%	15.0%	15.0%
环保处置	营业收入（百万元）	221.8	136.0	95.2	95.2	99.9
	yoy	6.5%	-38.7%	-30.0%	0.0%	5.0%
	毛利率	56.1%	37.8%	12.0%	12.0%	12.0%
其他业务	营业收入（百万元）	16.7	22.6	52.0	88.4	106.0
	yoy	-32.6%	35.0%	130.0%	70.0%	20.0%
	毛利率	80.5%	60.9%	55.0%	55.0%	55.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

上峰水泥是华东区域水泥优质企业，在品牌、技术、区域布局、成本控制等方面均具有明显优势，后续公司将通过建材材料产业链与股权投资业务链双轮驱动，实现业务稳健增长。预计公司2025-2027年实现营业收入50.35/51.72/52.89亿元，同比分别-7.6%/+2.7%/+2.3%；预计实现归母净利润7.16/8.10/9.24亿元，同比分别+14.1%/13.1%/14.1%；预计每股收益为0.74/0.84/0.95元，对应PE为16/14/12倍。基于公司良好的发展预期，维持“推荐”评级。

表6：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5,448	5,035	5,172	5,289
收入增速	-14.8%	-7.6%	2.7%	2.3%
归母净利润（百万元）	627	716	810	924
利润增速	-15.7%	14.1%	13.1%	14.1%
毛利率	26.2%	29.9%	31.4%	33.7%
摊薄 EPS(元)	0.65	0.74	0.84	0.95
PE	18.25	15.99	14.14	12.39

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）P/E 相对估值

结合公司基本业务情况，我们选取华新建材、海螺水泥、天山股份、塔牌集团、金隅冀东共 5 家国内水泥企业作为可比公司，2025-2027 年可比公司 PE 平均值分别为 24/16/14 倍。考虑到上峰水泥骨料业务毛利率显著高于可比公司，以及新经济股权投资业务与高成长、高景气赛道关联度高，且目前进入收获期，对公司业绩有助力，我们认为上峰水泥合理 PE 水平为 17 倍，当前公司估值水平偏低，股价对应估值仍有提升空间。

表7：华新建材与可比公司估值

股票代码	股票名称	股价	EPS（元）					PE			
		2025.12.30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600801.SH	华新建材	24.44	1.16	1.45	1.75	1.97	21.07	16.83	14.00	12.39	
600585.SH	海螺水泥	21.84	1.46	1.74	1.97	2.16	14.96	12.55	11.10	10.11	
000877.SZ	天山股份	5.34	-0.07	0.15	0.25	0.31	-	34.97	21.37	17.42	
002233.SZ	塔牌集团	9.05	0.46	0.59	0.61	0.65	19.67	15.32	14.88	13.85	
000401.SZ	金隅冀东	4.39	-0.37	0.12	0.22	0.32	-	37.98	19.62	13.77	
	平均值						-	23.53	16.19	13.51	
000672.SZ	上峰水泥	11.81	0.66	0.74	0.84	0.95	17.84	15.99	14.14	12.39	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## （三）P/B 相对估值

结合公司基本业务情况，我们选取华新建材、海螺水泥、天山股份、塔牌集团、金隅冀东共 5 家国内水泥企业作为可比公司，2025-2027 年可比公司 PB 平均值分别为 0.79/0.76/0.73 倍，上峰水泥 PB 较华新建材相比仍有提升空间；考虑到公司资产质量较优，且近年新经济股权投资规模不断扩大，公司资产结构逐步向“重资产+轻资产”切换，公司估值提升支撑明确，我们认为上峰水泥合理 PB 为 1.46-1.57 倍 PB。

表8：华新建材与可比公司估值

股票代码	股票名称	股价	每股净资产（元）					PB			
		2025.12.30	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
600801.SH	华新建材	24.44	14.57	15.56	16.72	18.00	1.68	1.57	1.46	1.36	
600585.SH	海螺水泥	21.84	35.47	36.65	37.71	38.92	0.62	0.60	0.58	0.56	
000877.SZ	天山股份	5.34	11.63	11.79	11.99	12.25	0.46	0.45	0.45	0.44	
002233.SZ	塔牌集团	9.05	10.03	10.12	10.24	10.36	0.90	0.89	0.88	0.87	
000401.SZ	金隅冀东	4.39	10.30	10.46	10.65	10.91	0.43	0.42	0.41	0.40	
	平均值						0.82	0.79	0.76	0.73	
000672.SZ	上峰水泥	11.81	9.23	9.36	9.56	9.89	1.28	1.26	1.24	1.19	

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 六、风险提示

---

### 1. 原燃材料价格大幅波动的风险：

水泥产品生产需要石灰石、煤炭等原燃材料，其价格波动将直接影响水泥吨毛利，如未来原燃材料价格波动幅度超过预期水平，将影响水泥单位利润，进而对企业业绩造成影响。

### 2. 市场需求不及预期的风险：

水泥及其产业链产品需求与基建、房地产等关联度较大，如后续下游市场恢复不及预期，将影响公司产品销售，进而影响公司业绩业绩。

### 3. 政策推进不及预期的风险：

水泥“反内卷”推进需要政策支持，如后续支持力度减弱，水泥供需格局缓和预期将减弱，进而影响水泥价格及公司盈利修复；基建、房地产投资依赖相关政策推动，如政策进度弱于预期，将影响公司业绩释放。

### 4. 股权投资项目风险：

如公司投资的新经济项目后续景气度下降，或将影响项目投资收益，为公司贡献的业绩增量将低于预期。

## 图表目录

图 1: 公司发展历程图.....	4
图 2: 2024 年全国水泥熟料产能 TOP15.....	5
图 3: 2025-2029 年公司五年发展规划 .....	5
图 4: 公司股权结构图.....	6
图 5: 上峰水泥营业收入及同比增速 .....	7
图 6: 上峰水泥归母净利润及同比增速 .....	7
图 7: 上峰水泥各业务营业收入占比 .....	7
图 8: 上峰水泥各业务毛利占比 .....	7
图 9: 上峰水泥销售毛利率及销售净利率 .....	8
图 10: 上峰水泥期间费用率.....	8
图 11: 上峰水泥经营性现金净流量及同比增速 .....	8
图 12: 上峰水泥货币资金及同比增速 .....	8
图 13: 上峰水泥年度现金分红总额及股利支付率 .....	9
图 14: 上峰水泥及可比上市公司近 12 个月股息率 .....	9
图 15: SW 水泥制造板块营业收入及同比增速.....	9
图 16: SW 水泥制造板块归母净利润及同比增速.....	9
图 17: 历年各省份错峰停窑天数（天）及 25 年 1-11 月错峰天数占比情况 .....	10
图 18: 我国水泥熟料周度库容率分年曲线（%） .....	10
图 19: 全国 P.O42.5 普通硅酸盐水泥散装价格分年曲线（元/吨） .....	13
图 20: 单季度 SW 水泥行业销售毛利率分年曲线.....	13
图 21: 秦皇岛港山西产动力末煤 Q5500 平仓价（元/吨） .....	13
图 22: 吨水泥煤炭价格差走势情况（元/吨） .....	13
图 23: 全国砂石需求量（亿吨）及同比增速 .....	14
图 24: 不同品种砂石全国均价（元/吨） .....	14
图 25: 上峰水泥骨料销量及同比增速 .....	14
图 26: 上峰水泥骨料售价（元/吨） .....	14
图 27: 上峰水泥骨料及其他业务毛利率情况（%） .....	15
图 28: 国内头部水泥企业骨料业务毛利率情况（%） .....	15
表 1: 上峰水泥 2025-2029 年五年规划目标产能及增幅 .....	5
表 2: 水泥玻璃行业产能置换实施办法 2024 年本与 2021 年版内容对比.....	11
表 3: 2025 年以来不在建设的新增熟料生产线 .....	12

表 4： 上峰水泥股权投资业务情况 .....	16
表 5： 上峰水泥业务拆分 .....	17
表 6： 主要财务指标预测 .....	18
表 7： 华新建材与可比公司估值 .....	18
表 8： 华新建材与可比公司估值 .....	19



## 附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,224	6,351	6,951	7,626
现金	2,672	2,811	3,229	3,752
应收账款	209	186	201	206
其它应收款	74	70	72	73
预付账款	73	71	71	70
存货	835	725	734	726
其他	2,361	2,489	2,644	2,798
非流动资产	11,354	11,000	10,596	10,161
长期投资	2,217	2,287	2,337	2,387
固定资产	4,782	4,378	3,962	3,535
无形资产	2,610	2,623	2,615	2,588
其他	1,745	1,712	1,681	1,650
资产总计	17,578	17,351	17,547	17,787
流动负债	5,315	5,015	5,035	5,022
短期借款	1,566	1,566	1,566	1,566
应付账款	863	755	758	750
其他	2,886	2,694	2,711	2,706
非流动负债	2,608	2,602	2,622	2,610
长期借款	1,936	1,936	1,936	1,936
其他	671	665	685	674
负债总计	7,923	7,617	7,657	7,633
少数股东权益	706	666	620	568
归属母公司股东权益	8,949	9,069	9,270	9,587
负债和股东权益	17,578	17,351	17,547	17,787

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,039	1,220	1,459	1,588
净利润	592	676	764	872
折旧摊销	674	724	754	784
财务费用	118	145	145	145
投资损失	-48	-45	-52	-58
营运资金变动	-145	-117	-21	-19
其他	-151	-161	-131	-136
投资活动现金流	-1,475	-334	-308	-301
资本支出	-245	-454	-454	-454
长期投资	-733	-70	-50	-50
其他	-497	190	197	203
筹资活动现金流	-451	-747	-733	-763
短期借款	597	0	0	0
长期借款	-421	0	0	0
其他	-626	-747	-733	-763
现金净增加额	-886	139	418	523

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,448	5,035	5,172	5,289
营业成本	4,023	3,529	3,546	3,508
税金及附加	68	63	65	66
销售费用	131	121	129	138
管理费用	517	478	497	513
研发费用	126	116	119	122
财务费用	92	110	108	103
资产减值损失	-13	-10	-5	-5
公允价值变动收益	146	145	145	145
投资收益及其他	141	134	153	161
营业利润	766	887	1,001	1,142
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	11	11	11	11
利润总额	756	877	992	1,132
所得税	164	202	228	260
净利润	592	676	764	872
少数股东损益	-35	-41	-46	-52
归属母公司净利润	627	716	810	924
EBITDA	1,522	1,711	1,854	2,019
EPS（元）	0.65	0.74	0.84	0.95

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	-14.8%	-7.6%	2.7%	2.3%
营业利润增长率	-18.8%	15.8%	13.0%	14.0%
归母净利润增长率	-15.7%	14.1%	13.1%	14.1%
毛利率	26.2%	29.9%	31.4%	33.7%
净利率	10.9%	13.4%	14.8%	16.5%
ROE	7.0%	7.9%	8.7%	9.6%
ROIC	4.7%	5.3%	5.9%	6.5%
资产负债率	45.1%	43.9%	43.6%	42.9%
净资产负债率	82.1%	78.2%	77.4%	75.2%
流动比率	1.17	1.27	1.38	1.52
速动比率	0.86	0.96	1.08	1.21
总资产周转率	0.31	0.29	0.30	0.30
应收账款周转率	24.80	25.49	26.73	26.00
应付账款周转率	4.25	4.36	4.69	4.65
每股收益	0.65	0.74	0.84	0.95
每股经营现金流	1.07	1.26	1.51	1.64
每股净资产	9.23	9.36	9.56	9.89
P/E	18.25	15.99	14.14	12.39
P/B	1.28	1.26	1.24	1.19
EV/EBITDA	8.72	7.67	6.85	6.03
PS	2.10	2.27	2.21	2.16

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**贾亚萌，建材行业分析师。**澳大利亚悉尼大学商科硕士、学士，2021 年加入中国银河证券研究院，从事建材行业研究工作。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10% 以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		