仅供内部参考，请勿外传

国联民生证券 GUOLIAN MINSHENG SECURITIES

上峰材料（000672.SZ）动态报告

封装载板第二主业成长可期，股权投资进入收获期

2026 年 09 月 24 日

- **战略先行、治理优秀，公司转型路径清晰。**公司 2020 年起在水泥主业及上下游之外前瞻布局发展新动能，总体规划由“一主两翼”演进至“双轮驱动”，并在 2025 年发布的五年发展规划提出“三驾马车”愿景。将新质材料（半导体封装基板）排序首位，以做“快”为先、加大投入，建筑材料、股权投资分别定位为基石类业务与资本型业务，为新质材料发展壮大提供现金流与资源支撑。公司持续改善治理水平以强化战略执行力，2019 年起规划推进五期员工持股计划，已顺利实施三期，覆盖主要高管及骨干员工，有效捋顺股东、公司、员工间利益一致性。
- **股权投资聚焦半导体产业，20 年起深耕，26 年进入密集收获期。**公司 2020 年 4 月公告提出通过股权投资探索中长期转型方向，2020 年 9 月完成首次对外投资，截至 2026H1 末已投 29 个项目、投资成本 18.2 亿元，截至 9 月 22 日，对应资产账面价值超 101 亿元，较成本增值 458%，代表项目包括长鑫科技、盛合晶微、粤芯半导体、上海超硅等，2026H1 公司公允价值变动收益达 14.6 亿元，占同期利润总额比例 83.3%，公司股权投资业务进入收获期。公司在 2025 年发布的新五年规划中明确将适度加大股权投资力度，目标储备 30 亿元以上权益资产，推动权益投资与第二主业协同，打造稳定投资利润增长极。公司水泥等基础业务良好的现金流为股权投资提供了支撑，2023-2025 年公司经营活动净现金流均超 10 亿元，在覆盖主业资本开支与高分红外有力支撑了股权投资增量。
- **并购美琪电路布局半导体封装基板业务，第二主业成长前景可期。**封装基板增长动能优于 PCB 产业整体，2025 年全球封装基板产值 149 亿美元，Prismark 预计 2030 年将增至 296 亿美元，目前中国台湾、日本及韩国企业合计占据载板领域超 85%份额，载板国产替代需求迫切、趋势明确，本土厂商正从中低端向中高端跃迁。公司 2026 年 3 月通过收购及增资方式取得美琪电路 75%股权，美琪电路现有产能约 2 万平/月，其中江门工厂拥有先进载板 mSAP 及 SAP 工艺能力。公司正推动新增投入 6 亿元推进一期技改提产及二期新线扩产，同时股权投资积累的半导体产业链资源有望对美琪电路形成深度赋能，封装基板业务发展或提速。
- **转型卓有成效，第二主业前景优，维持“推荐”评级。**公司治理优秀、转型坚决、战略执行力强，股权投资业务进入回报期，在增厚业绩的同时补充现金流。公司推进美琪电路技改并规划扩产，封装基板业务发展或提速，考虑到长鑫科技上市，预计带来较大规模的投资收益，我们上调 2026 年盈利预测，预计 2026-2028 年收入分别 43/46/48 亿元，归母净利润分别为 31/7/8 亿元，当前股价对应 PE 分别为 5x/23x/20x，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨风险，市场竞争加剧风险，错峰停窑强度不及预期的风险，股权投资项目风险，第二曲线进展不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	4,692	4,290	4,596	4,824
增长率（%）	-13.9	-8.6	7.1	5.0
归属母公司股东净利润（百万元）	638	3,092	661	766
增长率（%）	1.6	384.9	-78.6	15.9
每股收益（元）	0.66	3.19	0.68	0.79
PE (X)	24	5	23	20
PB (X)	1.7	1.3	1.3	1.3

资料来源：Wind，国联民生证券研究所预测；（注：股价为 2026 年 9 月 23 日收盘价）

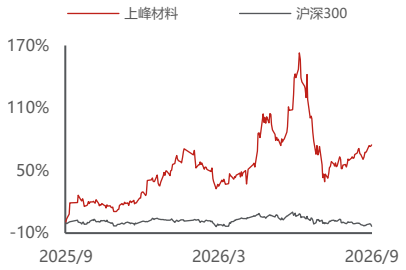
推荐 维持评级

当前价格： 15.56 元



分析师 武慧东
执业证书：S0590523080005
邮箱：wuhd@glms.com.cn
分析师 张润
执业证书：S0590526070004
邮箱：zhangrun@glms.com.cn

相对走势



相关研究

1. 上峰材料（000672.SZ）2026 年半年报点评：水泥主业有韧性，股权投资成果颇丰-2026/08/24
2. 上峰水泥（000672.SZ）深度报告：华东优质水泥龙头，高股息凸显中长期配置价值-2025/12/04

仅供内部参考，请勿外传

目录

1 治理优秀，投资进入收获期，奠定转型基础 3
1.1 战略先行，前瞻规划转型，同步推进多期员工持股 3
1.2 股权投资聚焦半导体产业等，26 年进入密集收获期 6
2 并购美琪布局封装基板，第二主业成长前景可期 10
2.1 公司并购美琪电路，布局半导体封装基板业务 10
2.2 封装基板进入门槛高，中国台湾、日、韩主导，国产替代为趋势 11
3 盈利预测与投资建议 17
3.1 盈利预测假设与业务拆分 17
3.2 估值分析及投资建议 19
4 风险提示 21
插图目录 23
表格目录 23

仅供内部参考，请勿外传

1 治理优秀，投资进入收获期，奠定转型基础

1.1 战略先行，前瞻规划转型，同步推进多期员工持股

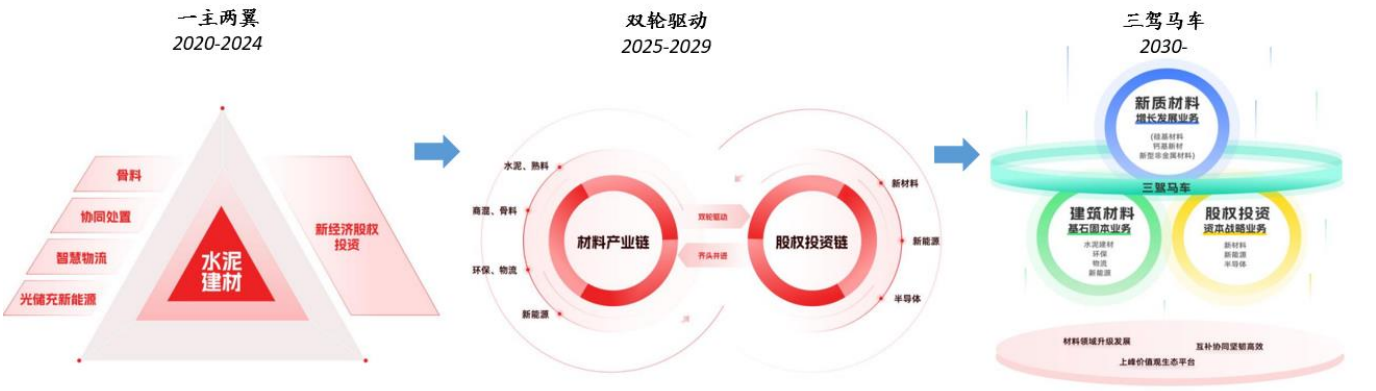
2020 年，公司开始在长期的水泥领域及上下游外考虑布局发展新动能，是公司发展历程中的转折年，总体规划：一主两翼—双轮驱动—三驾马车，具体来看：

（1）2020 年前，参考公司 2019 年修订的《稳中求进发展规划（2019-2021 年）》公告，公司的主要思路为立足水泥建材主业，致力于产业链优化延伸发展。

（2）2020-2024 规划：2020/04 公司公告《中期发展规划（2020-2024 年）》（*简称“20-24 规划”*），明确提出“产业发展上坚持以熟悉的建材领域为核心主业，以新经济财务投资为辅助业务，实现均衡发展，可持续发展”。与公司 20-24 规划同期披露的 2019 年年报亦明确公司要“成立专业投资机构部门，寻求面向未来的成长性项目进行投资”，以“争取新经济的投资发展机会”。2020 年年报公司明确投资为“一主两翼”中一翼，投资思路进一步细化，每年不超过 5 亿元额度，围绕半导体、低碳环保、高端制造等新经济产业优质标的进行布局。

（3）2025-2029 规划：2025/05 公司公告《强链增效双轮驱动 固本蕴新稳迎未来——上峰水泥五年发展规划（2025-2029 年）》（*简称“25-29 规划”*），明确提出现阶段公司将适度加大股权投资业务的投入积累，形成新的业务发展平台；目标形成建材材料产业链和股权投资业务链双轮驱动、齐头并进、互补平衡的业务格局。公司同时提出“通过五年左右的资源积累和努力，力争培育出支撑上峰第二成长曲线的新业务”，形成增长发展（*新质材料*）、基石固本（*建筑材料*）、资本战略（*股权投资*）业务的“三驾马车”协同协调、综合资源共享互补，保持稳固发展的总体格局。公司对新质材料寄予厚望，包括硅基/钙基/新型非金属材料等，其在三大业务中排序首位，建筑材料、股权投资为新质材料发展壮大提供坚实支撑。

图1：公司发展思路变化简图



资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

表1：上峰材料历年发展战略及经营计划等表述（2017-2025）

年份	公司发展战略	下一年经营计划、战略保障计划
2017	**围绕基础建材产业核心**，做好“大产业、双区域、新生态”布局。 1、把握供给侧改革背景，，发挥自身优势、优化产品结构，提升总体毛利率，且持续延伸产业链； 2、围绕产业供应链，适度多元化，实现产业的升级转型，积极稳妥实施项目并购和股权合作，进一步完善国内大产业布局； 3、国际化，加快推进吉尔吉斯和乌兹别克斯坦等海外项目建设。	1、基础管理方面，将以归零心态重整管理体系，借鉴行业标杆的管理模式，将管理模块重新标准化等； 2、生产经营方面，以进一步提升管理效率为改进目标，继续做好生产经营成本管控与预算控制等； 3、市场销售方面，按照公司市场布局，在沿长江经济带城市加大产品营销力度，因地制宜的开展市场布点和完善销售渠道等； 4、安全生产方面工作、环保方面工作、人力资源方面工作、党建及思想政治工作、企业文化与社会责任工作等。
2018	同上	1、战略发展上，重点优化资源配置和提升产业链竞争力，加快现有新项目建设和技改提升项目的实施，继续保持主业领先的竞争力，同时抓住机会继续发展，通过并购整合等进一步壮大总体规模实力； 2、经营上，推进节能降本提效工作、深化成本考核内容等； 3、基础管理人力资源方面，提高员工整体素质和专业技能水平等； 4、考察审计督察工作、制度建设工作、企业文化建设工作等。
2019	总体战略目标：立足建筑材料基础产业，……，实现高效、优质、可持续发展，成为令人信赖与尊重的建材产业集团。 中期发展规划：一方面高效利用资源，以“有什么做什么”为原则；另一方面积极寻求资源，以“缺什么找什么”为目标，争取和发现新产业、新资源，包括人才资源、机会资源等，逐步培育新业务的增长强大。提出了“根据稳妥原则，继续适时投资资本市场，主要是熟悉的行业企业。争取与拥有专业人才和资源条件强的基金机构合作，成立专业投资机构部门，寻求面向未来的成长性项目进行财务投资，长短结合，产业与金融结合，争取新经济的投资发展机会。	1、组织架构及流程制度调整。对集团化管理组织架构进行调整，明确总部、区域、基地三级管理框架，逐步完善。另外，为适应新业务发展战略，成立新业务部，针对公司新经济业务投资，与知名专业机构以各种形式合作，在严格风险控制情况下前期开展财务投资，适度开展证券投资业务，与主业业务独立分开运营。 2、人力资源与激励机制。在较快发展阶段，人力资源策略配套调整，灵活拓展“引人、用人、育人、留人”机制等。 3、生产技术保障方面工作、市场营销方面工作、采购供应保障方面工作、财务管理方面工作、项目建设推进方面工作、信息化与数字化支撑方面工作、绩效检查及监督审计方面工作、企业文化与党群建设方面工作、国际化开拓方面工作等。
2020	公司将继续按“一主两翼，三大区域，稳中求进，全面提升”为主轴，做好规划预算，优化资产结构，深耕基建产业链，适当平衡补充投资新经济，稳固专业竞争力，实现持续升级发展。两翼分别指：1、拓展基建产业链相关的骨料、环保、建材、物流等业务；2、投资翼，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和产业优势领域，以专业机构和行业领军研究部门的紧密合作为基础，近 4 年每年以不超过 5 亿元的额度，对半导体产业链、低碳环保、高端制造等新经济产业优质标的进行投资。	基本同上。
2021	基本同上。	基本同上。 投资项目建设落地方面，加强投资项目包括权益类项目流程管理，控制风险，加强沟通与投后管理。以开放的姿态与文化优化投资和发展模式等。
2022	基本同上。	基本同上。
2023	基本同上。	战略保障计划基本同上。 24 年经营计划方面： 1、主业投资端，继续围绕水泥及熟料产业链，重点对水泥及商混产业链匹配配套项目做好论证研究后投入建设等。 2、产业链延伸翼，继续重点拓展基建产业链相关的骨料、环保、光伏储能新能源、智慧物流等业务。 3、新经济股权投资翼，加强与专业机构和行业领军研究部门的紧密合作，适度开展半导体产业链、光储新能源、低碳环保等新经济产业优质标的的投资。 4、生产经营计划，全年生产经营计划保持稳中有增。

仅供内部参考，请勿外传

2024	**公司发布《五年发展规划(2025 年-2029 年)》**，明确了由“双轮驱动”向“三驾马车”演变的清晰路径。当前阶段将适度加大股权投资业务的投入积累，形成新的业务发展平台；同时坚持立足对现有主辅业产业链的效率竞争力提升，形成建材材料产业链与股权投资业务链双轮驱动、齐头并进、互补平衡的业务格局。 通过五年左右的资源积累和努力，力争培育出支撑上峰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组成的“三驾马车”协同协调、综合资源共享互补，保持稳固增长发展的总体格局。	2025 年，公司将按照新一轮的五年规划指引，在继续聚焦主业提质增效的同时，股权投资稳步深化，择机以产业与资本结合的方式，提升现有两大业务总体规模实力与竞争力、影响力，同时积累资源充分准备以着力培育推动转型新业务的成型与成长。
2025	按照五年规划目标稳步推进“三驾马车”协同发展。 **建筑材料基石业务**以做“优”为本，持续深耕，提质增效，保持领先竞争力，筑牢企业发展根基，在产业周期波动中择机提升总体实力，同时为新质业务发展提供稳固的现金流支持及精益制造高效管理的赋能。 **股权投资资本型业务**以做“稳”为主，在严控范围、严控风险、精挑细选的原则上控制总量，提升至 30 亿元左右权益资产目标规模，树立科创产业链投资品牌影响力，并为半导体材料业务供应链体系实现资源赋能。 **新质材料增长型业务**，公司将以做“快”为先，加大投入，丰富团队，提升技术能力与产业规模实力，推动半导体封装基板及相关材料业务向规模化、高端化方向快速迭代，并为股权投资业务提供更丰富的新项目储备。	坚持战略定力，强化主业挖潜，加快新质布局，严控经营风险，提升发展质效，推动公司从传统建材企业向高质量、低碳化、科技型产业集团稳步转型。 1、水泥建材主业。以预算引领、精益运营、极致降本为核心，……，为公司转型提供稳定现金流支撑。 2、投资业务板块。继续聚焦半导体材料核心赛道，适当比例投资未来新兴产业赛道。推动权益投资与第二主业协同，打造稳定投资利润增长极。 3、新质材料业务。以美琪电路的半导体封装基板业务为切入口，加大资金与资源投入，稳步构建专业化运营团队，快速提升半导体材料业务规模与综合实力，积累迭代工艺技术，逐步形成专业技术系统壁垒，强化产业链竞争优势，力争进入行业第一梯队，实现公司高质量持续增长与发展。

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

2019 年公司规划推进五期员工持股计划，已顺利实施三期，支撑公司战略规划高质量落地、捋顺股东/公司/员工间利益一致性。公司在酝酿发展战略调整的同时，持续思考改善公司治理、加强组织建设的工作。公司于 2019/04 公告《第一期员工持股计划（草案）》，明确该计划为公司系列员工持股计划的首期，拟择机推出五期员工持股计划，目的是通过长期持续的员工持股计划建立员工与全体股东的利益共享和风险共担机制，进一步提升企业法人治理水平，调动公司员工责任感、提升公司对人才吸引力，提高公司的凝聚力和竞争力，为公司发展战略高效落地提供保障，同时捋顺公司股东、公司、员工之间的利益一致性。此后，公司分别于 2021/09、2024/04 发布第二期、第三期员工持股计划草案，三期计划均顺利完成实施，覆盖公司主要高管及骨干员工等。截至 2026H1 末，第一期、第二期员工持股计划均已完成了出售，实现了良好的激励机制，第三期持股计划持有公司股份 1,108 万股，占公司总股本比例约 1.1%。

表2：公司第一期、第二期、第三期员工持股计划具体情况

	第一期员工持股计划	第二期员工持股计划	第三期员工持股计划
草案公告时间	2019/04/11	2021/09/29	2024/04/25
股票来源	公司回购股票	公司回购股票	公司回购股票
参与董监高及占比	俞锋董事长等 9 人，占持股计划比例 14.2%	俞锋董事长等 10 人，占持股计划比例 23.2%	俞锋董事长等 12 人，占持股计划比例 23.7%
参与员工人数	不超 340	不超 190	不超 230
购买股票价格	4.64 元/股，公司回购股票均价 50%	12.80 元/股，受让价格参考审议本员工持股计划董事会召开日前五年上市公司股票交易均价的 92.55%确定	3.67 元/股，草案公告前 20 个交易日公司股票交易均价每股 7.34 元的 50%
购买股票价格对应公司市值	37.8 亿元	104.1 亿元	34.5 亿元
上限持股数量、持股成本	720.6 万股、3,343 万元	576.6 万股、7,380 万元	1,333 万股、4,894 万元
过户至员工持股计划时间	2019/08/15	2022/04/25	2025/04/17
锁定期/存续期	12 个月/36 个月	12 个月/36 个月	12 个月/36 个月
最新状态	2022/07/22 出售完毕	2025/12/24 出售完毕	

资料来源：公司公告，国联民生证券研究所

1.2 股权投资聚焦半导体产业等，26 年进入密集收获期

2021 年以来，公司股权投资标的持续落地，半导体产业为核心方向。已投的 29 个项目投资成本 18.2 亿元，对应资产账面价值超 100 亿，代表项目包括长鑫科技、盛合晶微、粤芯半导体、上海超硅等。公司 2020/04 公告提出通过股权投资探索中长期转型方向，并于 2020 年 9 月完成首次对外投资，与专业投资机构兰璞创投合资设立私募投资基金合肥存鑫(*公司出资 2.5 亿元，持有约 83.1%份额*)，专项投资于单一标的晶合集成。此后，公司沿用上述模式围绕半导体、新能源等产业持续投资，代表项目包括长鑫科技（*不考虑通过中建材基金投资，公司于 2021/07 完成 2.0 亿元投资，截至 9 月 22 日对应市值约 58.9 亿元*）、盛合晶微（*公司于 2023/03 完成 1.5 亿元投资，截至 9 月 22 日对应市值约 16.0 亿元*）、粤芯半导体（*公司于 2021/03 起合计投资 2.34 亿元，已完成创业板 IPO 过会*）、上海超硅（*公司于 2022/08 完成 1.0 亿元，目前为上交所 IPO 受理状态*）等。此外，2021/07 公司出资 2.0 亿元参与中建材新材料产业基金首期(*规模 150 亿元*)，该基金围绕新材料产业有较多投资布局。经我们梳理，截至 2026H1 末，公司股权投资合计投资约 18.2 亿元，覆盖 29 个标的（*不完全梳理，不包括中建材新材料产业基金投入*），截至 9 月 22 日，部分已上市标的按股权价值重新计量后，资产的账面价值超 101 亿元，较投资成本增值达 458%，剔除已退出的晶合集成后，剩余投资金额 15.7 亿元，预计剩余股权投资资产的账面价值超 97 亿元，较投资成本增值达 519%。

仅供内部参考，请勿外传

图2：公司股权投资标的情况梳理

	投资标的	投资时间	亿元 投资金额	穿透后 持股比例	亿元 标的估值	亿元 投资价值	增幅	业务简述	企业动态
	半导体产业								
1	晶合集成	2020/09	2.50	0%	*n/a*	4.31	72%	显示驱动芯片制造	已上市，公司已退出
2	粤芯半导体	2021/01起	2.34	1.50%	750	11.22	380%	模拟芯片制造	创业板IPO已过会
3	昂瑞微	2021/05	0.17	0.14%	109	0.16	-6%	射频前端和SoC芯片	25/12科创板上市
4	全芯智造	2021/05	0.17	0.46%	*n/a*	0.17	*n/a*	芯片设计EDA软件	完成IPO辅导验收
5	芯耀辉	2021/05	0.39	0.67%	*n/a*	0.39	*n/a*	IP接口及EDA软件	完成IPO辅导验收
6	摩尔精英	2021/05	0.22	1.28%	*n/a*	0.22	*n/a*	芯片供应链服务和流片服务	*n/a*
7	至成微	2021/05	0.06	1.09%	*n/a*	0.06	*n/a*	WIFI芯片	*n/a*
8	长鑫科技	2021/07	2.00	0.15%	39,278	58.92	2846%	存储芯片制造	26/09科创板上市
9	瑞迪微	2022/03	0.21	1.60%	*n/a*	0.21	*n/a*	IGBT器件	*n/a*
10	先导电科	2022/08	1.00	0.68%	*n/a*	1.00	*n/a*	靶材和蒸发材料	*n/a*
11	上海超硅	2022/08	1.00	0.51%	331	1.70	70%	半导体硅片	上交所IPO受理
12	盛合晶微	2023/03	1.50	0.64%	2,512	15.99	966%	半导体先进封装	26/04科创板上市
13	芯颖科技	2023/03	0.21	1.24%	*n/a*	0.21	*n/a*	显示驱动芯片	*n/a*
14	阜时科技	2023/09	0.11	0.37%	*n/a*	0.11	*n/a*	激光雷达芯片	*n/a*
15	中天晶科	2024/02	0.32	*n/a*	*n/a*	0.32	*n/a*	碳化硅与氮化镓	*n/a*
16	轻蜓光电	2024/09	0.32	*12.30%*	*n/a*	0.32	*n/a*	半导体检测设备	*n/a*
17	方晶科技	2025/06	0.08	*2.39%*	*n/a*	0.08	*n/a*	MOSFET、IGBT功率芯片	*n/a*
18	新锐光掩模	2025/08	0.05	0.60%	*n/a*	0.05	*n/a*	半导体光掩膜	*n/a*
19	鑫丰科技	2025/10	0.50	4.62%	*n/a*	0.50	*n/a*	服务长鑫，封测	*n/a*
20	鑫华科技	2025/10	0.50	0.83%	132	1.10	120%	电子级多晶硅	上交所IPO受理
21	苏州威孚	2026H1		4.28%	*n/a*		*n/a*	半导体检测设备	*n/a*
22	汉京半导体	2026H1	1.43	7.88%	*n/a*	1.43	*n/a*	半导体石英制品等	*n/a*
23	以心医疗材料	2026H1		*n/a*	*n/a*		*n/a*	医疗器械企业	*n/a*
	新能源材料及其他等								
24	江苏中润光能	2022/11	0.50	0.63%	*n/a*	0.50	*n/a*	太阳能光伏电池片	港交所IPO受理
25	东营昆宇电源	2022/12	0.76	2.17%	*n/a*	0.76	*n/a*	锂电池储能系统	*n/a*
26	衡川新能源	2023/12	0.75	1.39%	*n/a*	0.75	*n/a*	锂电池隔膜	*n/a*
27	深圳金美新材	2023/12	0.53	1.76%	*n/a*	0.53	*n/a*	复合集流体	*n/a*
28	安徽壹能科技	2025/04	0.21	4.55%	*n/a*	0.21	*n/a*	热管理系统	*n/a*
29	浙江硕维轨道	2020/12	0.40	6.91%	*n/a*	0.40	*n/a*	轨道交通装备	*n/a*
	合计		**18.22**			**101.60**	458%		
	剔除已退出的晶合集成		**15.72**			**97.29**	519%		

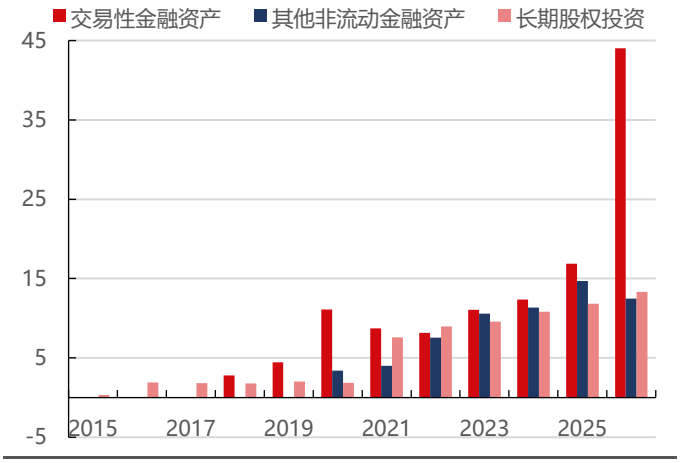
资料来源：iFind，公司公告，粤芯半导体公告，汉京半导体官网，苏州威孚公众号，以心医疗公众号，国联民生证券研究所（注：数据截至 9 月 22 日，该统计为不完全梳理，且不含通过中建材产业基金的投资）

上述投资业务在公司报表中主要通过以下科目体现，其中“其他非流动金融资产”是反映公司新经济股权投资余额的主要科目；“交易性金融资产”以二级市场股票投资和存量货币资金理财投资为主，新经济股权投资标的若上市亦调整至该科目；“长期股权投资”主要为公司参股优质建材主业和产业链延伸项目，同时部分股权投资业务计入该科目（*通过基金产品投资，但公司持有基金产品份额偏少*）。从对利润表的影响看，交易性金融资产（*不含衍生金融资产*）、其他非流动金融资产均采用公允价值计量，未处置的股权投资价值变动主要体现在“公允价值变动收益”科目；交易性金融资产在持有期间及处置取得的投资收益在“投资收益”科目反应（*该科目同时包括权益法核算的长期股权投资收益及其处置产生的投资收益、债券投资在持有期间取得的利息收入*）。

仅供内部参考，请勿外传

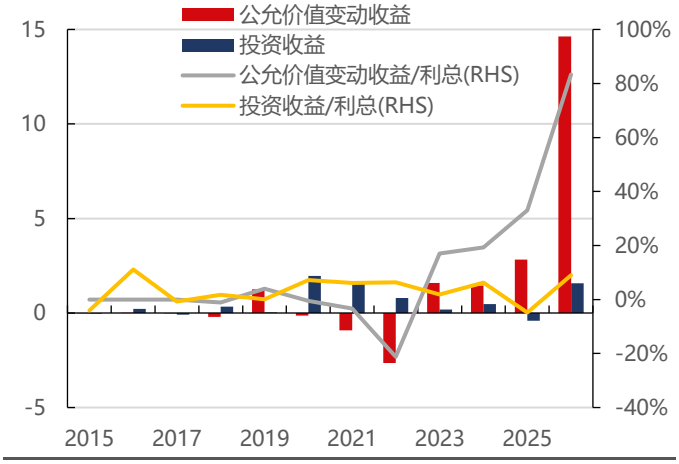
2020-2025 年，公司与对外股权投资关联的其他非流动金融资产、长期股权投资、交易性金融资产年均增加额分别为 2.4、1.6、2.1 亿元，对外股权投资对公司整体盈利产生了积极且持续的影响，2026H1 公允价值变动收益的大幅提升显示对外股权投资进入收获期。从资产端看，与公司对外投资节奏匹配、主要反映对外股权投资规模的其他非流动金融资产规模自 2020 年起持续增加，2025 年末及 2026H1 末规模分别为 14.7、12.5 亿元[1]，2020-2025 年年均增加额为 2.4 亿元（*期间部分项目因 IPO 等转出*）。长期股权投资围绕建材主业及上下游持续投资布局，亦包括部分对外股权投资，2025 年末及 2026H1 末规模分别为 11.8、13.3 亿元[2]，2020-2025 年年均增加额为 1.6 亿元。交易性金融资产 2025 年末规模为 16.9 亿元，2026H1 末大幅增至 44.0 亿元[3]，主要系盛合晶微 2026Q2 上市并转入该科目所致，2020-2025 年年均增加额为 2.1 亿元。从利润端看，对外股权投资对公司利润表亦产生持续、积极的影响，2020-2025 年公司公允价值变动累计收益、累计投资收益分别为 2.2、4.7 亿元（*年均合计约 1.1 亿元*），与同期公司利润总额比例分别为 2.4%、5.1%，值得注意，2026H1 公允价值变动收益达 14.6 亿元，占同期利润总额比例为 83.3%，显示公司对外股权投资进入收获期。

图3：公司交易性金融资产、其他非流动金融资产、长期股权投资规模变化（亿元）



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图4：公司公允价值变动收益、投资收益（亿元）及其与利润总额比例变化



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

[1] 26H1 末其他非流动金融资产较 25 年末下降主要因公司前期投资的盛合晶微 26Q2 于科创板完成 IPO，公司于 23 年对其投资 1.5 亿元。

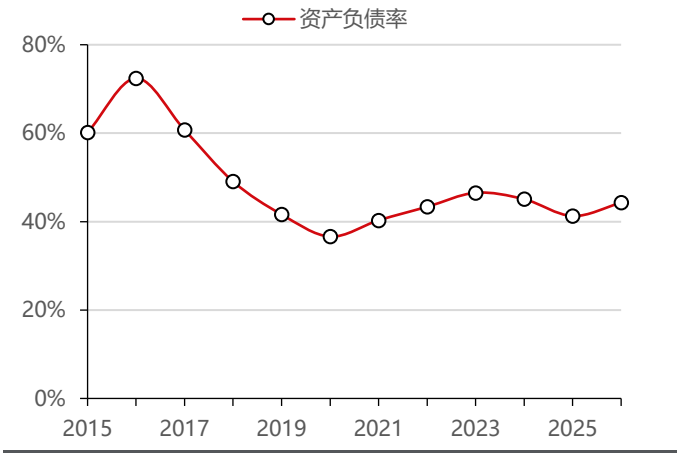
[2] 26H1 末长期股权投资包括苏州璞然创投 3.1 亿元、苏州芯程创投 1.4 亿元、上海君挚璞投资 3.8 亿元、苏州嵩至创投 0.08 亿元等；其中苏州璞然创投投资了广州粤芯；苏州芯程创投投资了昂瑞微、全芯智造、芯耀辉；上海君挚璞创投投资了长鑫科技；苏州嵩至创投投资了方晶科技。

[3] 26H1 末公司交易性金融资产包括境内外股票（海螺水泥、塔牌集团、天山股份、盛合晶微）及大额存单等，其中盛合晶微为报告期调入该科目（因报告期内完成科创板 IPO），其最初投资成本为 2.1 亿元，26H1 贡献公允价值变动收益 14.1 亿元，期末账面价值为 30.4 亿元。

仅供内部参考，请勿外传

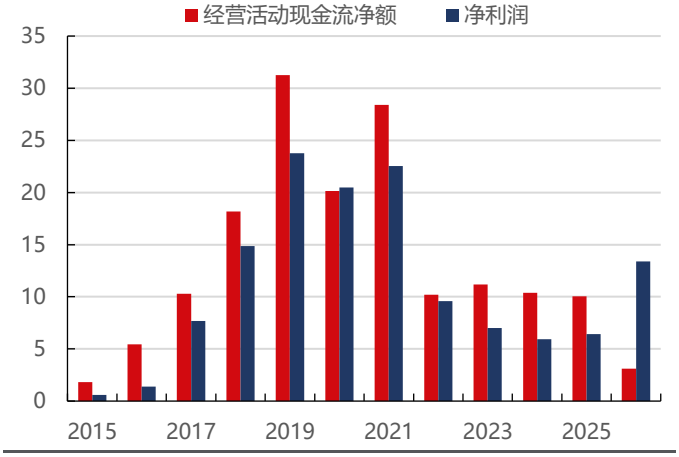
建材主业贡献稳定现金流，股权投资逐步进入收获期，为公司持续、稳健开展对外投资及高分红提供有力支撑，公司资产负债表保持稳健。公司 2023-2025 年经营活动净现金流额分别为 11.2、10.4、10.0 亿元，与同期净利润比例分别为 159%、176%、157%，在支撑建材主业资本开支以及保持相对高比例分红外（*2023-2025 年公司分红额分别为 3.8、6.0、4.6 亿元，分红比例分别为 51%、96%、72%*），公司良好的经营性现金流亦较好支撑了对外股权投资。公司资产负债表质量保持稳健，近年资产负债率总体维持在 40-50%水平，2025 年末及 2026H1 末的资产负债率分别为 41.3%、44.3%，同比分别为下降 3.8pct、-0.8pct。

图5：公司资产负债率变化



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

图6：公司经营活动净现金流及净利润变化（亿元）



资料来源：iFind，国联民生证券研究所

新阶段预计股权投资力度将适度加大，财务投资、项目并购两手抓，同时服务财务收益目标和公司第二成长曲线，服务公司总体发展战略。公司在 2025 年公告的上峰水泥五年发展规划（2025 年-2029 年）中明确提出，当前阶段将适度加大股权投资业务的投入积累，形成新的业务平台。从财务投资及项目并购两类业务入手，为新质主业壮大发展做好基础，储备 30 亿元以上的权益资产，并稳定贡献投资收益及现金流，在投资领域形成卓越的品牌声誉。同时在具体举措上，公司规划进一步充实专业化投资团队，在外部专家的合作下，适度加大投资力度，积累资本规模。股权投资业务的标的范围在财务收益维度考量的同时体现总战略目标意图，将第二成长曲线产业目标与投资资源紧密结合，互补协同成链，巧用资本工具，善于整合资源，稳步达成目标。

仅供内部参考，请勿外传

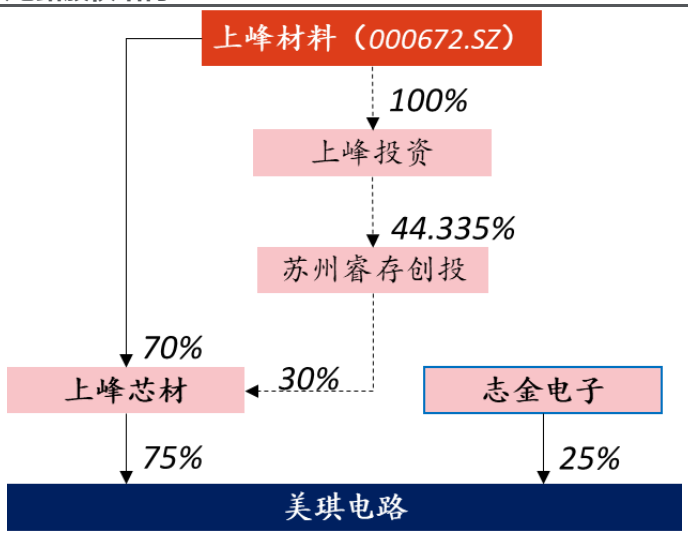
2 并购美琪布局封装基板，第二主业成长前景可期

2.1 公司并购美琪电路，布局半导体封装基板业务

公司控股美琪电路，布局半导体封装基板业务。2026/03 公司与深圳志金电子签署战略合作协议，公司拟通过股权收购及增资扩股其子公司美琪电路（江门）有限公司（*后文简称"美琪电路"*），凭借本次收购正式进入半导体封装基板业务，2026Q2 美琪电路已正式纳入公司合并报表。深圳志金电子成立于 2005 年，一直专注于高精密封装基板的开发生产和销售，2010 年投资惠州大亚湾工厂，先后导入 MEMS 基板/光电基板等，尤其是 Mini/Micro 光电类基板在细分市场有很重要影响力，2020 年公司新建江门工厂，切入先进载板 mSAP 及 SAP 工艺产线，进一步覆盖存储基板、射频基板及 FCBGA 等高精密载板市场。志金电子取得了包括 ISO9001、ISO14001、IATF16949 车规及 UL 等认证，并拥有多项相关封装基板的专利技术。公司并购的美琪电路是志金电子的江门基地生产线主体，同时承接了志金电子所有封装基板相关业务及无形资产/固定资产。

现有基地推进技改并规划扩产，上峰资源赋能，封装基板业务发展或提速。美琪电路目前产能约 2 万平/月，公司已开始新增投入 6 亿元对现有制造基地进行一期技改提产及二期新线扩产，以提升效能、良率及稼动率，后续会结合发展情况等考虑其他地区布局产能。同时，公司在积极补充技术与研发、制造与运营管理等多方面人员，目前公司和美琪电路的联动主要体现在供应链资源和项目的协同，展望未来，公司股权投资板块积累的半导体产业链资源有望深度参与美琪电路的扩产与发展，在客户资源/产业人脉等领域有望对其形成赋能，例如公司前期合作较多的兰璞创投及所投部分半导体企业是美琪电路的潜在客户。

图7：美琪电路股权结构



资料来源：Wind，公司公告，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

图8：志金电子主要产品介绍

深圳志金电子主要产品	
传统PCB	6L视频监控控制板、16L网络控制模组、26L服务器模组、30L服务器背板、4LWifi模组PCB、6LUSB存储模组、6L显卡PCB、4L电源PCB、6L电源PCB（交换器）。
HDI	18L/14L/12L HDI Anylayer PCB ELIC、8L HDI Anylayer Laser Via、4L 0.3mm HDI Blind Via、10L HDI Anylayer Stack Via、8L Hybrid Lamination HDI、4L HDI headphone PCB、8L HDI智能终端PCB。
Rigid-Flex	6L Medical Rigid Flex HDI PCB、智能穿戴/无人机/监控设备/汽车/军事机器人Rigid Flex。
IC封装基板	Mini LED 背光/显示PCB COB、存储SD基板、MicroSD基板、1010LED基板、LGA封装基板、UDP基板、摄像模组基板 等。

资料来源：志金电子官网 ，国联民生证券研究所

图9：志金电子封装基板业务能力及产品技术参数等

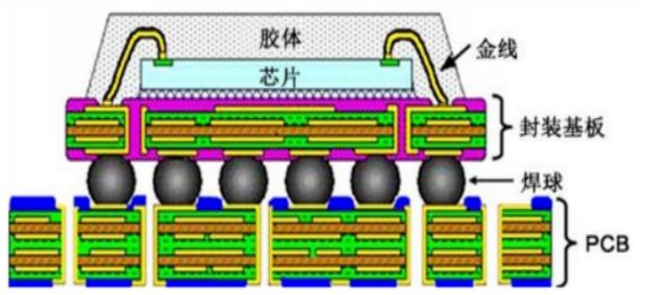
封装基板业务能力	
层数	1-4层
基板类型	CSP、FC-CSP、SIP、MCP、PBGA、GMC、MEMS
完成厚度	0.1mm-2L/ 0.2mm-4L
表面工艺	ENEPIG、Electro Ni/Au、Electro Ni/Ag/Au、Electro Ni/Ag、Electro Tin
线宽/距	35/35um (江门，15/15um)
Drill/Pad	75/175um-机械；60/130um-激光
特殊技术	POFV(VIPPO), Plane Hybrid, Partial Hybrid, Step/Section Gold Finger, Cavity, Back-drilling, Edge Plating, Special Feature POFV(VIPPO), Plane Hybrid, Partial Hybrid, Step/Section Gold Finger, Cavity, Back drilling, Edge Plating, Embedded Chip/Discrete Device, Embedded Plane Capacitor/Resistor, N+N Structure(Belly-Belly), Mechanical Blind Hole with Double-side Press-fit, Partial Heavy Copper, High Temp. Lamination without Prepreg, Copper/Silver Filled, Skip via (江门，mSAP, Coreless, ETS, NPT, HDI)

资料来源：志金电子官网 ，国联民生证券研究所

2.2 封装基板进入门槛高，中国台湾、日、韩主导，国产替代为趋势

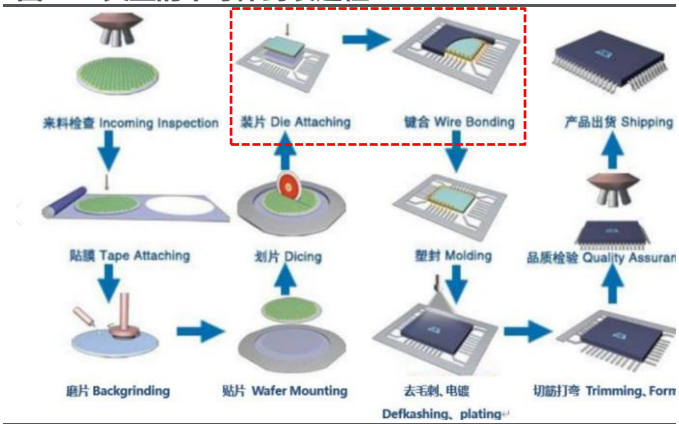
封装基板是连接芯片和 PCB 的桥梁，承上启下、功能不可或缺。封装基板（IC 载板）是在 PCB 板的相关技术基础上发展而来，用于建立 IC（芯片）和 PCB 之间的信号连接，同时还起到保护电路、固定线路并导散余热等作用，同时可达到增加引脚数量、减小封装梯级、改善电性能、实现多芯片模块化的目的。封装基板可认为是一种高端的特殊 PCB 板，具有高密度、高精度、小型化、薄型化的特点。

图10：IC 载板（封装基板）示意图



资料来源：深南电路招股说明书，国联民生证券研究所

图11：典型的半导体封装过程



资料来源：上海新阳公告，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

硬质基板是主流封装基板类别，包括 BT、ABF、MIS 基板。按照基材材料，可大致分为硬质基板（*刚性有机封装基板*）、柔性薄膜基板（*挠性封装基板*）和陶瓷基板三大类，其中硬质基板占据主流的市场空间，硬质基板主要有 BT、ABF、MIS 三种基材。BT 基板是高密度互联（*HDI*）、积层多层板和封装用基板的重要材料之一，不易热胀冷缩、尺寸稳定、材质硬、线路粗，主要用于手机 MEMS、存储、射频、LED 芯片等；ABF 基板硬度更高、厚度薄、绝缘性好，适用于细线路、高层数、多引脚、高信息传输的 IC 封装，主要应用于 CPU、GPU、Chiplet 等领域；MIS 基板线路更细、电性能更优、体积更小，多应用于功率、模拟 IC 及数字货币领域。从加工工艺上来讲，BT 载板通常使用 tenting 或 mSAP 工艺，其中 mSAP 可实现更精细线宽线距；ABF 载板通常使用 SAP 工艺。

表3： 不同封装基板介绍

分类标准	具体介绍
封装工艺	
引线（WB）键合封装基板	使用细金属线，金属线与芯片焊盘、基板焊盘紧密焊合，大量用于射频模块、存储芯片、微机电系统器件封装
倒装（FC）封装基板	采用焊球连接芯片与基板，利用加热熔融的焊球实现芯片与基板焊盘结合，已广泛用于 CPU、GPU 及 Chipset 等产品封装
应用领域	
存储芯片封装基板（eMMC）	用于智能手机的存储模块、固态硬盘等
微机电系统封装基板（MEMS）	用于智能手机、平板电脑穿戴式设备的传感器等
射频模块封装基板（RF）	用于智能手机等移动通信产品的射频模块
处理器芯片封装基板（WB-CSP/FC-CSP）	用于智能手机、平板电脑等的基带及应用处理器等
高速通信封装基板	用于数据宽带、电信通讯、FTTX、数据中心、安防监控和智能电网中的转换模块
按照基材材质	
刚性有机封装基板	一般工艺（单面/双面/多层板）和积层法的多层板，多用于 BGA 封装产品中，是主流基材材质。代表产品如刚性 CSP/PBGA/FC-PGA/FC-PBGA/Cavity PBGA
其中：BT 载板	*BT 基板是三菱瓦斯研发的一种树脂材料，拥有良好的耐热及电气性能，不易热胀冷缩、尺寸稳定，材质硬、线路粗，主要用于手机 MEMS、存储、射频、LED 芯片等。*
其中：ABF 载板	*ABF 是由日本味之素研发的一种增层薄膜材料，硬度更高、厚度薄、绝缘性好，适用于细线路、高层数、多引脚、高信息传输的 IC 封装，应用于高性能 CPU、GPU、Chiplet 等领域。*
其中：MIS 载板	*MIS 基板线路更细、电性能更优、体积更小，多应用于功率、模拟 IC 及数字货币领域*
挠性封装基板	以聚酰亚胺薄膜为基膜的基材，如 BGA/D2BGA/T 一 BGA/T 一 CSP/μCSP 等
陶瓷封装基板	包括氧化铝基板、氮化铝基板、低温共烧陶瓷多层基板。代表产品如 Ceramic-PGA/BGA/CSP。相较有机基材，无机系基材具有较低的热膨胀系数，以及较高的热导率，但是具有相对较高的介电常数，因此具有较高的可靠性，但是不适于高频率电路中使用

资料来源：深南电路招股说明书，电子发烧友网，未来半导体网，国联民生证券研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

表4：封装载板主要加工工艺介绍

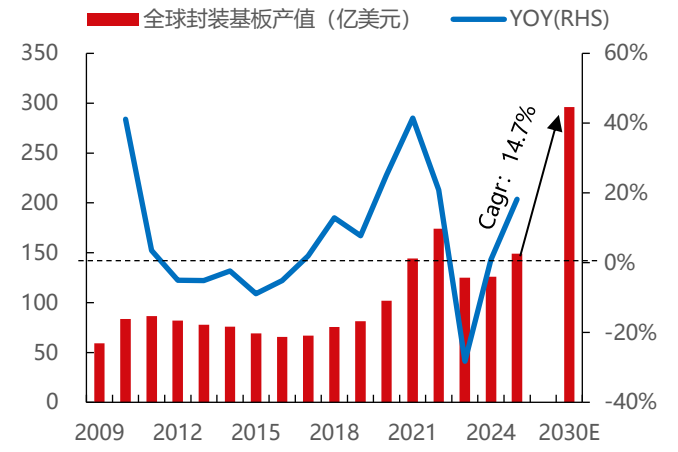
封装基板加工工艺	工艺介绍
减成法 tenting	在 CCL 上，通过光化学方法，网印图形转移或电镀图形抗蚀层，然后蚀刻掉非图形部分铜箔或采用机械方式去除不需要部分而制成印刷电路。 适用于线宽线距超 50um 的 PCB 或封装基板生产（线路侧面蚀刻问题）。部分 BT 载板使用该工艺。
半加成法 SAP	利用图形电镀增加精细线路的厚度，而未电镀加厚非线路区域在差分蚀刻过程则快速全部蚀刻，剩下部分保留下来形成电路。相较 tenting，SAP 适合制作精细线路，但线路导通效果与基材、沉铜效果关系较大。成本相对更高、制程相对更复杂。 通常用于 ABF 载板、线宽线距可至 12um。
改良半加成法 mSAP	在 CCL 上进行化学沉铜、并于其上制作抗蚀图形，再经由电镀工法将预作基板金属线路图形增厚，再经去除抗蚀图形后经过闪蚀去除多余化学沉铜，保留下来的部分即为精细电子电路。结合了 SAP、tenting 的优点，同时部分规避了两者缺点。 主要应用于 BT 载板、通常线宽线距可至 30um/30um。
无芯工艺 Coreless	一种特殊制造工艺。 移除了传统刚性芯板，完全由高密度积层，核心设计目的是实现电子产品的轻薄化、小型化。具备超薄、lowDk、lowDf 的特点。用于高端芯片、便携电子等对尺寸和性能要求较高的场景。
嵌入式线路工艺 ETS	一种特殊制造工艺。 是在无芯工艺基础上迭代优化而来，核心原理是通过可剥离载体实现线路的嵌入式成型。先在可剥离载体上精准制作线路图形，之后通过层压工艺将 PP 与载体线路紧密结合，使载体上线路完全嵌入 PP 介质层；完成分板后，通过蚀刻工艺去除载体底铜，形成符合要求的导电图形。 ETS 工艺细间距能力更强、无需侧边蚀刻、可实现更精细线路布局；同时薄型化能力突出，依托载体制程、可有效控制载板厚度。适配高端芯片的小型化、高密度的封装要求。是构建线宽线距<12um 的新方法

资料来源：博锐电路，纳米网，国联民生证券研究所整理

先进封装持续迭代，驱动载板产业增长动能优于 PCB 产业，预计 2030 年产值提升至 296 亿美元，2025-2030 年 Cagr 为 14.7%；中国大陆载板产业产值占全球比例目前较低、但在稳步提升。从产业发展看，先进封装景气度好于整体封装市场，作为其核心材料之一，封装基板发展速度好于 PCB 产业整体。从全球来看，2025 年全球封装基板产值约 149 亿美元，同比增长 18%，2018-2025 年 CAGR 为 10.2%（*vs PCB 产值同期 Cagr 为 4.7%*），封装基板占全球 PCB 产值的比例预计由 2018 年的 12.1%提升至 2025 年的 17.3%，呈稳步上行态势，Prismark 预计 2030 年全球载板产值将增至 296 亿美元。2025-2030 年 Cagr 预计为 14.7%，预计将延续较快增长态势。从全球格局看，中国大陆 PCB 产值已占全球 50%以上且仍在提升，但载板环节占比明显偏低，我们测算 2025 年中国大陆载板产值占全球比例为 25.3%（*含中国大陆外资企业产值贡献*），较 2018 年提升 12.7pct，近年稳步向上，但总体仍处于较低水平。目前全球载板市场份额主要集中于中国台湾、日本及韩国企业，据 TPCA 数据，2025 年三者合计占比超过 85%。

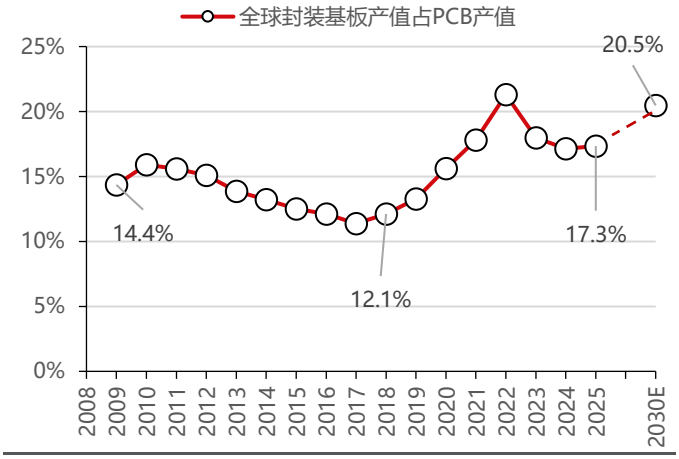
仅供内部参考，请勿外传

图12：全球封装基板产值近年变化及展望



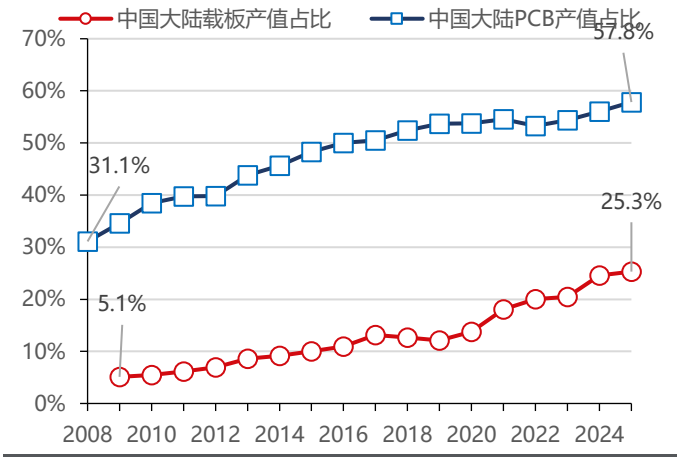
资料来源：wind，Prismark，臻鼎科技控股官网，四会富仕公告，深南电路公告，国联民生证券研究所

图13：全球封装基板产值占全球 PCB 产值变化



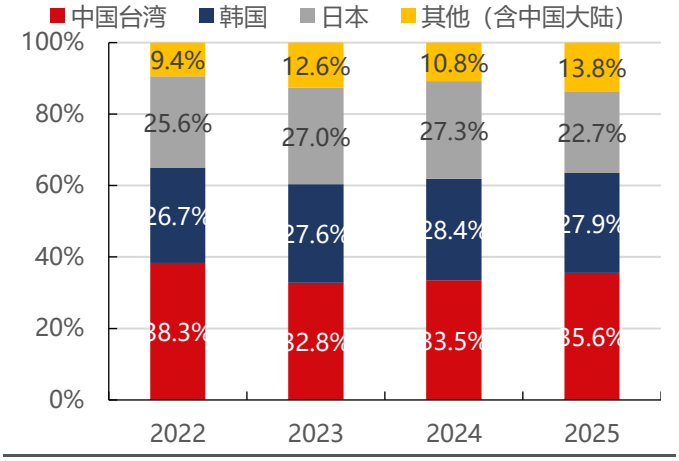
资料来源：wind，Prismark，臻鼎科技控股官网，四会富仕公告，深南电路公告，国联民生证券研究所

图14：中国及全球载板产值占 PCB 产值比例变化



资料来源：wind，Prismark，WECC，CPCA 印制电路信息，臻鼎科技控股官网，满坤科技公告，四会富仕公告，深南电路公告，胜宏科技公告，国联民生证券研究所

图15：载板产值区域分布（2022-2025 年）



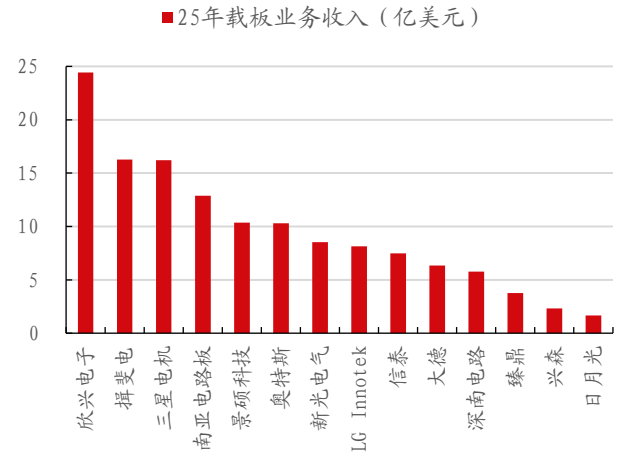
资料来源：深企投研究，TPCA，胜宏科技公告，钜亨网，佳浠电子，国联民生证券研究所

全球载板产业由中国台湾/日本/韩国主导，或有望复制 PCB 发展路径，国产持续替代或为产业趋势。全球载板产业集中在东亚地区，日本、韩国、中国台湾企业占据主要载板市场份额，我们测算 2025 年全球载板 CR3、CR10（*收入口径*）分别为 38.2%、81.2%，CR10 厂商中包括 3 家中国台湾企业（*欣兴电子、南亚电路板、景硕科技*）、2 家日本企业（*揖斐电、新光电气*）、4 家韩国企业（*三星电机、LG Innotek、大德电子、信泰电子*）、1 家欧洲企业（*AT&S*），高集中度背后体现的是载板工艺复杂度高、资本投入大、客户认证门槛高等多重壁垒。中国大陆载板产业起步相对较晚，高端市场仍由中国台湾以及日本、韩国企业主导，ABF 载板国产化率明显低于 BT 载板，本土厂商正从中低端向中高端梯队跃迁，产值占全球比

仅供内部参考，请勿外传

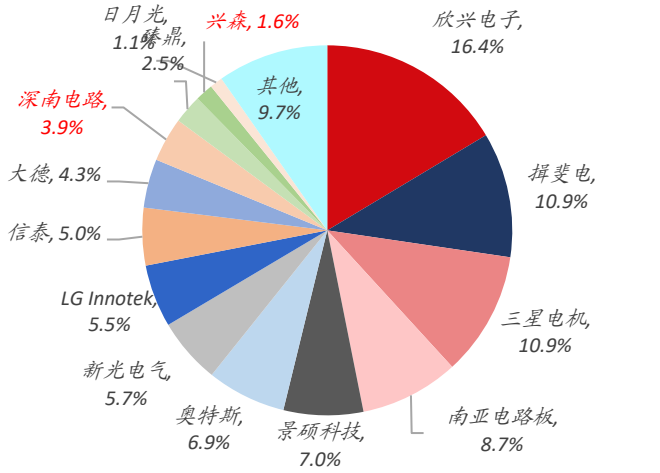
例稳步提升，但总体仍处于"卡脖子"阶段，国产替代需求迫切。本土代表企业包括深南电路（*002916.SZ*）、兴森科技（*002436.SZ*）等，在工艺、产品、材料等方面正逐步持续突破，载板产业或有望复制 PCB 产能持续向大陆转移、国产替代或为产业趋势。深南电路 2025 年封装载板业务收入 41.5 亿元，2015-2025 年收入 CAGR 为 24.0%，兴森科技 2025 年封装载板业务收入 16.7 亿元，2017-2025 年收入 CAGR 为 35.9%，两企业封装载板业务均显示了优于产业水平的增长动能。

图16：全球头部载板企业 25 年载板业务收入（亿美元）



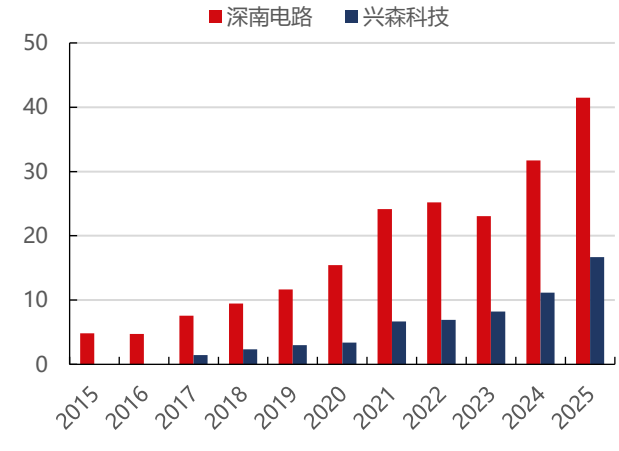
资料来源：Wind，各企业公告、法说会/业绩说明会资料，国联民生证券研究所（注：新光电气载板收入为 2024 年数据）

图17：25 年全球主要载板企业市场份额（按收入估算）



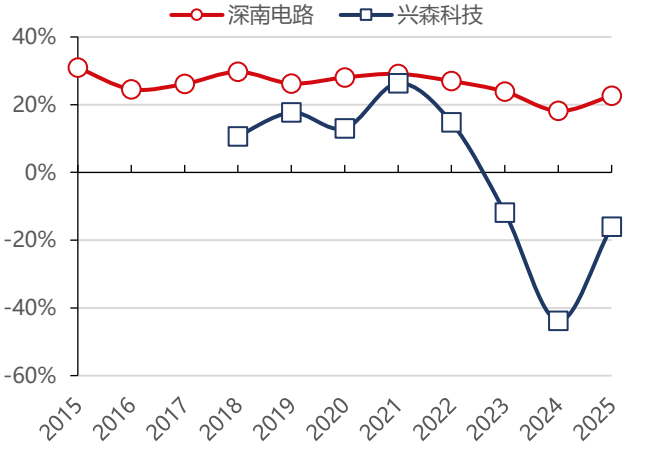
资料来源：Wind，Prismark，各企业公告、法说会/业绩说明会资料，国联民生证券研究所（注：新光电气载板收入为 2024 年数据）

图18：深南电路、兴森科技封装载板收入变化（亿元）



资料来源，Wind，iFind，国联民生证券研究所

图19：深南电路、兴森科技封装载板毛利率变化（%）



资料来源：Wind，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

表5：深南电路、兴森科技封装载板业务发展情况

	深南电路	兴森科技
载板业务概述	目前已形成具有自主知识产权的封装基板生产技术和工艺，建立了适应集成电路领域的运营体系，具备了包括 WB、FC 封装形式全覆盖的封装基板技术能力，覆盖了包括半导体垂直整合制造商、半导体设计商以及封测厂商等主要客户群，并与多家全球领先厂商建立了长期稳定的合作关系，在部分细分市场上拥有领先的竞争优势。	公司具备覆盖先进电子电路全类别产品的技术能力，工艺技术由传统的 Tenting 制程升级至 mSAP、ETS 等先进制程，线路精度从 30μm/30μm 提升至量产 13μm/13μm，研发水平达 7μm/10μm。 经过多年的发展，公司目前已积累众多国内外知名芯片企业客户、封装厂商客户，公司产品的质量已得到客户的验证和认可。
产品/客户情况	公司生产的封装基板产品覆盖种类广泛多样，包括模组类封装基板、存储类封装基板、应用处理器芯片封装基板等，主要应用于移动智能终端、服务器/存储等领域。 BT 类封装基板方面，公司存储类产品制造能力持续突破，推动客户高端 DRAM 产品项目的导入及量产，带动公司相关产品订单显著增长。处理器芯片类产品，FC-CSP 类工艺能力稳步提升，市场竞争力持续增强。RF 射频类产品，新客户新产品陆续导入，目标产品完成量产。 FC-BGA 类封装基板方面，产品线能力稳步提升，目前 22 层及以下产品已实现量产，24 层及以上产品的技术研发及打样工作按期推进。公司通过近年来持续的技术研发工作，已实现部分产品的技术能力突破，相关客户认证及产能建设工作取得进展。	公司 IC 封装基板业务包括含 CSP 封装基板、FCBGA 封装基板。 CSP 封装基板业务聚焦于存储、射频两大主力方向，并向汽车市场拓展，产品结构逐步向高附加值高单价的方向拓展，尤其是多层板和难度板，致力于通过优化产品结构增强盈利能力。公司 CSP 封装基板业务订单饱满、产能利用率逐季提升，整体收入实现较快增长，25 年已启动新一轮投资扩产。 FCBGA 封装基板项目已在技术能力、产能规模和产品良率层面做好充分的量产准备，整体良率持续改善提升，客户导入及样品交付工作按序推进中，样品订单数量同比实现大幅增长，且样品订单中高层数和大尺寸产品的比例在持续提升，为后续量产奠定坚实基础。26 年公司计划在全力拓展国内客户基础自上，持续攻坚海外客户，努力争取后续的审厂、打样和量产机会。

资料来源：深南电路公告，兴森科技公告，国联民生证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

1）水泥和熟料业务。行业仍处于磨底阶段，供给端有积极变化。参考水泥网数据，截至 2026 年上半年，全国已有 356 条超批复水泥熟料生产线补增产能 1.13 亿吨，退出产能 1.99 亿吨，账面净减少 0.86 亿吨，水泥行业产能治理持续推进，同时 9 月以来需求端有边际好转，基建端保持平稳增长，我们预计需求端的改善有望延续，假设 2026-2028 年公司水泥熟料销量分别为 1822、1876、1933 万吨，分别 yoy-5%、+3%、+3%，价格方面，随着成本核算规则落地、产能治理和错峰生产的推进，行业供需矛盾有望缓和，2027 年起供给出清下价格或有望小幅回升，假设 2026-2028 年公司水泥和熟料综合单吨售价分别为 200、210、215 元。成本端，2026 年动力煤价格高位，2027 年起或将进入周期回落阶段，叠加公司降本增效推进，盈利能力有望修复，假设 2026-2028 年综合单吨成本分别为 151.3、146.8、145.8 元，对应吨毛利分别为 48.7、63.2、69.2 元。

2）骨料业务。公司 2026 H1 骨料销量受错峰生产影响略降，下半年已开发新客户及新市场，预计全年销量略升，2027-2028 年保持企稳回升态势。价格在刚性成本约束下，大幅下跌空间有限，假设 2026-2028 年骨料吨价保持在 25 元，成本方面，随公司开采、运输环节优化小幅下降，假设 2026-2028 年单吨成本分别为 8.9、8.8、8.7 元。对应毛利率 64.4%、64.8%、65.2%，保持相对稳定。

3）商混业务。商混行业产能竞争激烈，盈利空间收窄，我们假设 2026-2028 年公司商混收入分别为 1.66、1.66、1.69 亿元，yoy-2%、持平、+2%，毛利率维持在 5.0%左右。

4）环保危废处置业务。公司水泥窑协同环保处置业务持续拓展，我们假设 2026-2028 年公司环保危废处置收入同比增速分别为+10%、+5%、+5%，毛利率均为 38.0%。

5）其他业务。我们预计 2026-2028 年公司其他业务收入维持在 0.5 亿元，毛利率维持在 52.0%。

6）投资收益。近两年公司参与的股权投资项目取得相对稳健的收益，长鑫科技（权益法核算）于 7 月上市，公司间接持有长鑫 9115 万股，投资收益可能在 Q3 确认，预计 26 年投资收益规模较为丰厚，目前公司仍有部分投资项目进入上市辅导、受理或审核通过阶段，我们认为未来股权投资项目收益具有一定持续性。假设 2026-2028 年投资收益分别为 20.2、1.5、1.5 亿元。

综上所述，我们预计 2026-2028 年公司营收分别为 42.9/46.0/48.2 亿元，分别 yoy-9%/+7%/+5%，毛利率分别为 27.2%/32.0%/33.7%。其中水泥和熟料收入分别为 36.4/39.4/41.6 亿元，分别 yoy-10%/+8%/+5%；骨料收入分别为 3.0/3.1/3.1 亿元，分别 yoy-1%/+1%/+1%；商混收入分别为 1.7/1.7/1.7 亿

仅供内部参考，请勿外传

元，分别 yoy-2%/持平/+2%。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 30.9/6.6/7.7 亿元，分别 yoy+385%/-79%/+16%（*2026 年业绩受盛合晶微上市产生的公允价值变动收益以及长鑫科技上市产生的投资收益影响较大，2027-2028 年预测未考虑其他投资标的上市等因素对利润的增厚，因此下滑较多*）。

表6：公司业绩拆分预测和主要假设

单位：百万元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,397	5,448	4,692	4,290	4,596	4,824
yoy	*-10%*	*-15%*	*-14%*	*-9%*	*7%*	*5%*
毛利率	27.7%	26.2%	28.9%	27.2%	32.0%	33.7%
水泥和熟料						
收入	5,339	4,764	4,051	3,643	3,940	4,155
yoy	*-10%*	*-11%*	*-15%*	*-10%*	*8%*	*5%*
毛利率	24.3%	23.8%	26.6%	24.4%	30.1%	32.2%
销量（万吨）	2,145	2,075	1,917	1,822	1,876	1,933
yoy	*11%*	*-3%*	*-8%*	*-5%*	*3%*	*3%*
单吨收入（元）	248.8	229.6	211.3	200.0	210.0	215.0
单吨成本（元）	188.4	175	155	151.3	146.8	145.8
单吨毛利（元）	60.4	54.6	56.3	48.7	63.2	69.2
骨料						
收入	493	321	307	304	307	310
yoy	*-32%*	*-35%*	*-4%*	*-1%*	*1%*	*1%*
毛利率	70.7%	66.1%	62.6%	64.4%	64.8%	65.2%
销量（万吨）	1,325	963	1,202	1,214	1,227	1,239
yoy	*-18%*	*-27%*	*25%*	*1%*	*1%*	*1%*
单吨收入（元）	37.2	33.3	25.5	25	25	25
单吨成本（元）	10.9	11.3	9.5	8.9	8.8	8.7
单吨毛利（元）	26.3	22	16	16.1	16.2	16.3
商混						
收入	166	185	169	166	166	169
yoy	*-19%*	*11%*	*-8%*	*-2%*	*0%*	*2%*
毛利率	14.0%	3.0%	7.7%	5.0%	5.0%	5.0%
环保危废处置						
收入	222	136	119	130	137	144
yoy	*6%*	*-39%*	*-13%*	*10%*	*5%*	*5%*
毛利率	56.1%	37.8%	38.2%	38.0%	38.0%	38.0%
其他业务						
收入	177	43	47	47	47	47
yoy	*378%*	*-76%*	*9%*	*0%*	*0%*	*0%*
毛利率	-10.0%	53.7%	56.5%	52.0%	52.0%	52.0%
投资及公允价值变动收益						
投资收益	18	48	-41	2,022	151	150
公允价值变动收益	159	146	283	1,463	0	0
归母净利润	744	627	638	3,092	661	766
yoy	*-22%*	*-16%*	*2%*	*385%*	*-79%*	*16%*
归母净利率	11.6%	11.5%	13.6%	72.1%	14.4%	15.9%

资料来源：wind，国联民生证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

销售费用率：我们预计随着公司收入规模重回增长，销售费用率将小幅下滑，2026-2028 年分别为 2.5%、2.4%、2.2%。

管理费用率：我们预计随着公司降本增效持续推进，以及规模效应对费用的摊薄，管理费用率保持稳中有降趋势，2026-2028 年分别为 10.0%、9.7%、9.5%。

研发费用率：考虑到公司第二曲线封装载板持续推进，预计整体研发费用率将保持一定强度，预计 2026-2028 年保持在 2.4%左右。

财务费用率：公司流动性充裕，财务费用率较低，预计 2026-2028 年财务费用率分别为 1.6%、1.5%、1.4%。

表7：公司期间费用率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	2.4%	2.6%	2.5%	2.4%	2.2%
管理费用率	9.5%	10.0%	10.0%	9.7%	9.5%
研发费用率	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
财务费用率	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.4%
期间费用率	15.9%	16.7%	16.5%	15.9%	15.5%

资料来源：Wind，国联民生证券研究所

3.2 估值分析及投资建议

上峰材料是华东优质水泥龙头，成本优势较明显，盈利能力位居行业前列。我们选取水泥行业的 7 家企业（分别为海螺水泥、天山股份、华新建材、塔牌集团、金隅冀东、万年青、宁夏建材）以及 2 家封装载板企业（深南电路、兴森科技）作为可比公司，2026-2028 年水泥行业可比公司 PE 均值（剔除天山股份、金隅冀东）分别为 33、21、16 倍，封装载板行业可比公司 PE 均值分别为 112、65、43 倍。我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 31、7、8 亿元，2026/9/23 股价对应 PE 分别为 5、23、20 倍，2027-2028 年的估值整体高于水泥同行，低于封装载板可比公司，我们认为公司 2027-2028 年估值高于水泥同行主要系公司并购美琪电路，从传统水泥主业正式切入半导体封装基板业务，打造第二成长曲线，在公司资源赋能下，美琪电路竞争力有望提升，整体估值溢价具备一定合理性。

目前水泥行业整体处于深度调整期，动力煤价格持续走强的背景下，水泥企业经营压力或将进一步加大，我们认为水泥企业减产稳价/提价的意愿或将明显提升，随着行业产能的持续治理，供需格局有望逐步改善，水泥价格和盈利有望逐步企稳回升。此外，公司股权投资业务进入回报期，有望增厚收入业绩，并补充现金流。更值得关注的是，公司布局 IC 封装基板产业，推进美琪电路技改并规划扩产，封装基板业务发展或提速，第二主业初具雏形、成长前景可期。公司战略先行、执行效果好，我们看好公司发展前景，维持“推荐”评级。

仅供内部参考，请勿外传

表8：可比公司 PE 数据对比

公司名称	市值	归母净利润（亿元）				归母净利润 YOY				PE（倍）		
	亿元	25	26E	27E	28E	25	26E	27E	28E	26E	27E	28E
海螺水泥	865	81	70	81	94	5%	-14%	16%	16%	12	11	9
华新建材	419	29	38	45	53	18%	32%	20%	17%	11	9	8
塔牌集团	84	6	6	7	8	18%	1%	8%	9%	13	12	11
万年青	33	0	0	1	1	120%	9%	85%	63%	105	57	35
宁夏建材	63	2	3	4	4	-25%	56%	30%	7%	22	17	16
天山股份	280	-73	-18	-1	11	续亏	续亏	续亏	转盈	-	-	25
金隅冀东	96	2	-4	1	6	转盈	转亏	转盈	393%	-	73	15
均值	-	-	-	-	-	-	-	-	-	**33**	**21**	**16**
深南电路	2,825	33	59	87	118	74%	79%	48%	36%	48	33	24
兴森科技	780	1	4	8	12	转盈	229%	82%	54%	176	97	63
均值	-	-	-	-	-	-	-	-	-	**112**	**65**	**43**
上峰材料	150	6	31	7	8	2%	385%	-79%	16%	5	23	20

资料来源：wind，国联民生证券研究所预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2026 年 9 月 23 日，水泥行业 PE 均值剔除天山股份与金隅冀东

仅供内部参考，请勿外传

4 风险提示

1）原材料价格上涨风险。煤炭是水泥生产主要原材料，如果煤炭价格上涨，对水泥盈利产生较大影响。

2）市场竞争加剧风险。如果水泥市场竞争加剧，价格战可能会更加激烈，水泥价格和盈利或将继续下行。

3）错峰停窑强度不及预期的风险。如果水泥行业错峰停窑强度不及预期，水泥价格和盈利或将延续历史底部区域的运行态势。

4）股权投资项目风险。如果股权项目所处的行业景气走弱，或项目融资、上市进展不及预期，公司取得的投资收益可能低于预期。

5）第二曲线进展不及预期风险。如果公司封装载板业务拓展进度低于预期，或行业需求走弱导致业务持续亏损，公司第二曲线拓展可能低于预期。

仅供内部参考，请勿外传

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**4,692**	**4,290**	**4,596**	**4,824**
营业总收入增长率	-13.9%	-8.6%	7.1%	5.0%
营业成本	3,337	3,125	3,127	3,198
毛利	**1,356**	**1,165**	**1,469**	**1,627**
毛利率	28.9%	27.2%	32.0%	33.7%
营业税金及附加	75	51	55	58
销售费用	124	107	108	106
管理费用	471	429	446	458
研发费用	112	103	110	116
财务费用	75	70	84	86
投资收益	-41	2,022	151	150
资产减值损失	0	-10	-11	-11
信用减值损失	-17	-13	-14	-15
公允价值变动损益	283	1,463	0	0
其他收益	85	76	84	87
资产处置收益	61	0	0	0
营业利润	**869**	**3,941**	**876**	**1,014**
营业外收支	-11	-9	-9	-9
利润总额	858	3,932	867	1,005
所得税	217	901	199	231
净利润	**642**	**3,031**	**668**	**774**
少数股东损益	4	-61	7	8
归属于母公司净利润	**638**	**3,092**	**661**	**766**
归母净利润率	13.6%	72.1%	14.4%	15.9%
归母净利润增长率	1.6%	384.9%	-78.6%	15.9%
EBIT	643	537	820	961
EBITDA	1,256	1,148	1,442	1,592
EBITDA 增长率	-6.1%	-8.6%	25.6%	10.5%
每股收益（元）	0.66	3.19	0.68	0.79

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	642	3,031	668	774
折旧和摊销	613	611	621	631
营运资金变动	-133	-123	-36	-17
经营活动现金流	**1,005**	**578**	**1,246**	**1,375**
资本开支	-101	-517	-439	-414
投资	-879	-1,300	0	0
投资活动现金流	**-211**	**-1,521**	**-429**	**-404**
股权募资	70	0	0	0
债务募资	-1,033	67	-250	-250
支付股利和利息	-712	-572	-1,193	-631
筹资活动现金流	**-1,149**	**643**	**-1,452**	**-891**
现金净流量	**-355**	**-299**	**-635**	**80**

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,745	1,446	811	891
应收账款及票据	490	424	463	483
存货	775	700	709	722
其他流动资产	2,240	4,868	4,897	4,906
流动资产合计	**5,249**	**7,438**	**6,879**	**7,002**
长期股权投资	1,183	3,195	3,336	3,476
固定资产	4,481	4,407	4,312	4,204
使用权资产	95	95	95	95
无形资产	2,386	2,388	2,319	2,219
在建工程	123	92	76	68
其他非流动资产	3,106	3,210	3,209	3,207
非流动资产合计	**11,376**	**13,388**	**13,347**	**13,270**
资产合计	**16,624**	**20,826**	**20,226**	**20,272**
短期借款	1,171	1,389	1,289	1,189
应付账款及票据	1,931	1,707	1,742	1,770
其他流动负债	1,656	1,390	1,370	1,343
流动负债合计	**4,758**	**4,486**	**4,400**	**4,301**
长期借款及应付债券	1,351	1,389	1,289	1,189
其他长期负债	751	2,639	2,639	2,639
非流动负债合计	**2,102**	**4,029**	**3,929**	**3,829**
负债合计	6,860	8,514	8,329	8,130
股本	969	969	969	969
少数股东权益	698	638	644	652
股东权益合计	**9,765**	**12,311**	**11,897**	**12,142**
负债和股东权益合计	**16,624**	**20,826**	**20,226**	**20,272**

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
回报率（%）				
总资产收益率 ROA	3.75	16.19	3.25	3.82
净资产收益率 ROE	7.03	26.49	5.87	6.67
偿债能力（%）				
付息债务率	20.55	16.71	15.97	14.70
资产负债率	41.26	40.88	41.18	40.10
经营效率				
应收账款周转天数	14.37	13.48	12.57	12.66
存货周转天数	86.84	84.93	81.09	80.55
应付账款周转天数	87.35	83.62	80.34	79.64
总资产周转率	0.27	0.23	0.22	0.24
估值分析（倍）				
P/E	24	5	23	20
P/S	3.2	3.5	3.3	3.1
P/B	1.7	1.3	1.3	1.3
EV/EBITDA	14	15	12	11
分红水平				
每股股利（元）	0.47	1.12	0.55	0.63
股利支付率（%）	71.77	35.00	80.00	80.00
股息收益率（%）	3.05	7.22	3.53	4.09

资料来源：公司公告、国联民生证券研究所预测

仅供内部参考，请勿外传

插图目录

图 1： 公司发展思路变化简图 3
图 2： 公司股权投资标的情况梳理 7
图 3： 公司交易性金融资产、其他非流动金融资产、长期股权投资规模变化（亿元） 8
图 4： 公司公允价值变动收益、投资收益（亿元）及其与利润总额比例变化 8
图 5： 公司资产负债率变化 9
图 6： 公司经营活动净现金流及净利润变化（亿元） 9
图 7： 美琪电路股权结构 10
图 8： 志金电子主要产品介绍 11
图 9： 志金电子封装基板业务能力及产品技术参数等 11
图 10： IC 载板（封装基板）示意图 11
图 11： 典型的半导体封装过程 11
图 12： 全球封装基板产值近年变化及展望 14
图 13： 全球封装基板产值占全球 PCB 产值变化 14
图 14： 中国及全球载板产值占 PCB 产值比例变化 14
图 15： 载板产值区域分布（2022-2025 年） 14
图 16： 全球头部载板企业 25 年载板业务收入（亿美元） 15
图 17： 25 年全球主要载板企业市场份额（按收入估算） 15
图 18： 深南电路、兴森科技封装载板收入变化（亿元） 15
图 19： 深南电路、兴森科技封装载板毛利率变化（%） 15

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1： 上峰材料历年发展战略及经营计划等表述（2017-2025） 4
表 2： 公司第一期、第二期、第三期员工持股计划具体情况 6
表 3： 不同封装基板介绍 12
表 4： 封装载板主要加工工艺介绍 13
表 5： 深南电路、兴森科技封装载板业务发展情况 16
表 6： 公司业绩拆分预测和主要假设 18
表 7： 公司期间费用率预测 19
表 8： 可比公司 PE 数据对比 20
公司财务报表数据预测汇总 22



仅供内部参考，请勿外传

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的利益。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；北交所以北证 50 指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%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 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作。国联民生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。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由国联证券国际金融有限公司在香港地区发行。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的发行与分销。

本报告仅供本公司授权之机构及个人使用，本公司不会因任何人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对任何人的操作建议或任何保证，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事；本公司自营部门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。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。提示客户及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，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、公开传播、篡改或引用，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

无锡 江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 8 楼

上海 上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 B 座 7 层

北京 北京市西城区丰盛胡同 20 号丰铭国际大厦 B 座 5F

深圳 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室