

建材行业2024年报2025一季报综述——

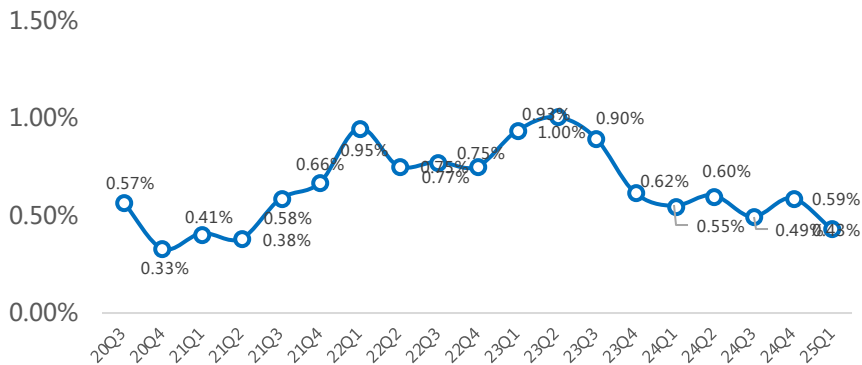
玻纤民爆业绩突出，水泥分红意识增强

国金建材建筑：李阳（执业S1130524120003）

- 25Q1建筑建材持仓小结：3月资金“高低切”，关键词是稳健、高股息、大市值。
- 水泥行业：涨价+降本修复利润，私企率先高分红意识提升；25Q2淡季价格预判回落，供给侧差查超产如期执行。
- 消费建材：行业找寻需求底部，部分公司确认经营拐点；资产负债表修复是慢变量，各企业节奏不同；降本控费主旋律，粗放式向高效率过渡。
- 玻纤行业：吨盈利同环比修复，今年看需求“一锤定音”；需求端重点关注风电纱，外需景气度干扰因素多、需持续跟踪；本轮供给压力期基本过去、同时冷修预期增强。
- 玻璃行业：磨底之年，核心继续观察供给端变化，而非基本面上修预期。
- 民爆行业：业绩靓丽，板块关注度提升，预期差减弱；新疆、西藏区域供需偏紧逻辑延续；行业收购整合速度加快。
- 投资建议：重视地产对内需的提振作用、基建链同样是拉动内需的重要举措，关注建筑涂料龙头和水泥龙头；掘金“西部大开发”的投资机遇，关注西藏重点工程、新疆煤化工，对外重点看好“一带一路”出海，关注非洲瓷砖龙头和玻纤龙头。
- 风险提示：原材料价格波动的风险、政策落地情况不及预期、市场竞争激烈的风险

1.1 持仓小结：3月资金“高低切”，稳健、高股息、大市值

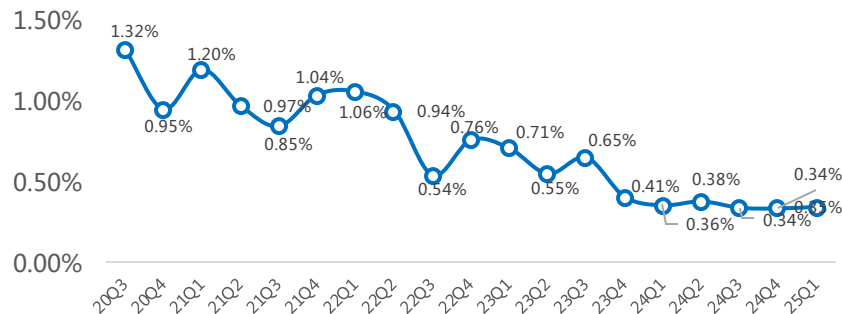
2020Q3-2025Q1：建筑板块基金持仓比例变化趋势



25Q1建材持仓前十大

名称	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股 (%)	持股总市值 (亿元)	25Q1基金建材板块持仓占比 (%)
海螺水泥	101	12666.85	-495.82	2.39	30.768	29.46%
三棵树	55	4589.42	586.49	8.71	23.594	22.59%
东方雨虹	33	7062.81	-15.57	3.66	9.641	9.23%
中国巨石	49	6579.25	-210.14	1.64	8.487	8.13%
北新建材	34	2298.63	-136.08	1.41	6.689	6.41%
华新水泥	26	3316.02	1000.18	1.60	4.603	4.41%
兔宝宝	28	2714.90	-2433.67	3.70	2.894	2.77%
科顺股份	4	5401.40	-1543.96	6.09	2.620	2.51%
中国建材	8	6680.51	-3584.21	1.80	2.472	2.37%
濮耐股份	7	4504.32	67.68	5.46	2.378	2.28%

2020Q3-2025Q1：建材板块基金持仓比例变化趋势



25Q1建筑持仓前十大

名称	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股 (%)	持股总市值 (亿元)	25Q1基金建筑板块持仓占比 (%)
中国建筑	125	66308.60	-23070.21	1.60	34.88	26.59%
鸿路钢构	48	14451.32	-284.89	29.13	29.10	22.19%
中国中铁	24	17401.55	-2699.42	0.71	9.62	7.34%
四川路桥	49	9452.05	1093.39	1.41	7.50	5.72%
中国建筑国际	5	6689.80	-1035.23	1.27	6.21	4.74%
中国铁建	19	5244.91	-685.02	0.39	4.15	3.17%
隧道股份	23	6375.15	-1664.37	2.03	3.98	3.03%
中国化学	21	4811.86	-4255.10	0.79	3.46	2.64%
中国交建	18	3766.87	540.54	0.23	3.45	2.63%
中国电建	14	6716.04	-6248.43	0.51	3.22	2.45%

2.1 水泥：涨价+降本修复利润，私企率先高分红意识提升

- **水泥24年报及25一季报小结：**①海螺：24年单吨扣非净利约27元，水泥熟料自产品销量同-6%。②华新：24年单吨扣非净利（全口径）约为30元，水泥熟料销量同比-3%。③天山：24年单吨扣非净利（全口径）-10元，水泥熟料销量同比-15%。根据数字水泥，全国高标水泥均价398元/吨，同比+35元/吨，动力煤均价721元/吨，同比-181元/吨，行业企业盈利明显改善。
- **水泥24年报及25一季报亮点：**①利润诉求增强，25年初以来频繁提价，即使近期错峰执行减弱，我们认为只是维护过程中的“小插曲”，预计全年均价好于去年。②今年需求下降5-7%，下游基建好于其他子需求；③资本开支收缩；④海外拓展先收购后技改、不盲目新增的意识加强。
- **3-4月行业基本面：**近期水泥价格先涨后跌，2月底-3月底长三角水泥价格累计提涨3轮，累计70元，涨价主因错峰限产执行到位，以及天气晴好加成。4月中下旬，价格有所回调（如4.16水泥下调10元，4.28水泥熟料下调20元），主因错峰执行情况欠佳，截至4月28日，长三角熟料平仓价260-270元/吨。**今年错峰的力度、方式（按月错峰）比往年更佳，但执行有所反复、持续性受影响，我们认为，错峰生产是过渡期的解决办法，长期角度去过剩产能才是根本。但今年利润修复是趋势。**
- **Q2淡季价格预判回落，供给侧差查超产如期执行：**①当前时点预计龙头吨扣非净利30元，吨毛利超70元，近期错峰执行效果一般，叠加5月下旬陆续进入水泥淡季，需求端未有实质好转，预计连续降价。②全国存在减产（指产能）预期。
- **高股息意识提振，私企分红确定性领先：**①上峰水泥承诺分红不低于4亿元或归母的35%，24年超预期分红6亿元，测算股息率7%；②塔牌每股现金分红不低于0.45元，股息率5%；③假设海螺25年归母净利接近100e，按50%分红比例，股息率4%；④华新按照40%分红比例，预计25年24e（不考虑尼日利亚并表）归母净利，股息率4%。

证券简称	市值（亿元） 4/30	年初至今涨跌幅(%)	单季度营业收入（亿元）						单季度归母净利润（亿元）						全年归母净利润（亿元）				PE	
			24Q3	24Q4	25Q1	Q3同比	Q4同比	Q1同比	24Q3	24Q4	25Q1	Q3同比	Q4同比	Q1同比	2024	2025E	2026E	25同比	2025E	2026E
海螺水泥	1,295	1.3	226	229	191	-33	-46	-11	19	25	18	-15	42	21	77	100	110	30	13	12
华新水泥	263	-0.7	85	95	72	2	-1	1	4	13	2	-40	44	32	24	24	25	1	11	11
塔牌集团	90	2.0	10	13	9	-23	-5	-7	2	2	2	20	23	11	5	6	7	8	15	14
天山股份	349	-13.6	218	255	149	-19	-5	-9	-3	31	-15	-268	65	22	-6	19	23			-
上峰水泥	87	14.8	14	16	10	-15	7	5	2	2	1	38	410	448	6	8	9	22	11	10
冀东水泥	129	-9.6	73	67	39	-7	14	17	5	-7	-9	786	41	20	-10	9	12			11
苏博特	34	9.4	9	11	7	-0.3	7	18	0.3	0.2	0.2	-43	-9	15	1	2	2	66	22	17
西藏天路	96	8.2	9	11	3	-16	-15	11	0.01	-0.4	-1	104	85	-69	-1	1	3	-239	66	32

2.2.1 消费建材：行业找寻需求底部，部分公司确认经营拐点

- **国内竣工景气依然偏低，二手房景气较高，部分公司率先确认经营拐点。**竣工保持双位数下行，2024全年同比-27.7%，2025年1-2月同比-15.6%、1-3月同比-14.3%，年初以来二手房景气较高，农业、工业、市政等非房需求也给予一定支撑，消费建材公司体感的下行斜率最快阶段已过去，行业当前处于找寻需求底部的状态，仍在渠道调整阶段的公司收入依然承压。
- **少数Q1收入利润均实现增长的企业，或率先确认经营拐点，**①科达制造，建材出海领军企业，海外瓷砖提价贡献利润明显，非洲需求增长空间与力度兼备，公司核心竞争能力显著优于国内外同行，具备全球竞争力；②三棵树，涂料二手房强相关，C端尤其是三大新业态增长强劲，小B依靠非房对冲涉房类的下滑；③北新建材，石膏板基本盘稳固，防水涂料两翼均保持良好增长（涂料有并表贡献），海外高增。
- **关注业务转型公司进展，**凯伦股份收购佳智彩，切入显示面板及半导体检测设备领域，外延开拓新业务增长点；志特新材海外高增长，携手中科大实验室形成长期战略合作、切入AI4S驱动材料革命。

表：消费建材企业单季度营收、归母净利表现

证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅(%)	单季度营业收入（亿元）				单季度归母利润（亿元）				全年归母利润（亿元）				PE
			24Q4	25Q1	Q4同比	Q1同比	24Q4	25Q1	Q4同比	Q1同比	2024	2025E	2026E	25同比	2025E
科达制造	174	16.3	40	38	51	47	3	3	318	11	10	14.2	16.4	41	12
三棵树	255	13.7	30	21	-3	3	-1	1	79	123	3	9.0	12.5	171	28
北新建材	473	-7.6	55	62	2	5	5	8	-35	2	36	45.0	51.5	23	11
伟星新材	188	-6.6	25	9	-5	-10	3	1	-41	-26	10	10.5	11.7	10	18
兔宝宝	86	-13.1	27	13	-18	-14	1	1	-56	14	6	7.5	8.8	28	11
东方雨虹	267	-7.7	64	60	-15	-17	-12	2	-1,358	-45	1	14.5	20.4	1240	18
亚士创能	26	-4.7	3	1	-55	-65	-3	-1	-1,394	-13	-3	-	-	-	-
坚朗五金	80	-0.1	17	12	-23	-12	1	0	-68	11	1	2.0	3.0	122	40
科顺股份	52	-7.1	17	14	-1	-6	-1	0	80	-23	0	2.3	3.5	-	23
蒙娜丽莎	34	-23.4	11	7	-23	-16	0	-1	77	-715	1	2.1	2.6	68	16
东鹏控股	72	-6.2	18	10	-13	-2	0	0	-78	-164	3	3.7	4.4	13	19
奥普科技	40	-3.4	6	3	-8	-9	1	1	6	-2	3	3.1	3.3	4	13
凯伦股份	40	44.1	6	5	-21	-12	-5	0	-866	-16	-5	0.8	1.1	-	51

2.2.2 消费建材：资产负债表修复是慢变量，各企业节奏不同

- 借款整体变化不明显，有息负债的优化是一个慢变量，当前借款利率下降，部分企业仍有一定的资金需求，但从财务费用率来看，25Q1已经普遍下降、出现拐点。
- 经过2023-2024年的调整，大B工程业务收缩明显，新增收入中的应收风险下降，现阶段是过往应收风险+工抵房的集中处理阶段，各企业处理节奏不同，重点关注三棵树（前期减值力度大、剩余偏少）、东方雨虹、兔宝宝、中国联塑、坚朗五金的减值进展。

表：消费建材企业借款情况（24FY）

公司	2024年报		2023年报		2024年报		同比
	短期借款 (亿元)	长期借款 (亿元)	短期借款 (亿元)	长期借款 (亿元)	财务费用率(%)	财务费用率(%)	
伟星新材	0.10	0.00	0.01	0.00	-0.72	-1.12	0.40
坚朗五金	0.35	0.57	0.44	1.83	0.32	0.26	0.06
东方雨虹	46.12	9.23	49.99	17.09	0.60	0.39	0.21
科顺股份	13.78	4.87	15.16	3.18	1.10	1.04	0.07
凯伦股份	8.82	8.61	11.00	11.79	2.55	1.30	1.25
三棵树	23.13	12.85	13.10	14.61	1.33	1.40	-0.07
亚士创能	16.92	5.63	10.77	5.43	6.00	3.57	2.43
北新建材	3.03	0.30	3.78	8.70	0.29	0.38	-0.09
兔宝宝	0.61	0.00	0.60	0.00	-0.37	-0.17	-0.20
蒙娜丽莎	2.79	8.59	4.06	9.01	0.24	1.52	-1.28
东鹏控股	4.00	0.95	3.80	0.00	-0.53	-0.99	0.46
帝欧家居	8.94	0.69	7.99	2.75	5.33	4.17	1.15
公元股份	0.46	0.00	0.60	0.00	-0.54	-0.43	-0.11
王力安防	7.07	0.00	4.22	0.00	-0.01	0.00	-0.01
箭牌家居	2.50	9.53	2.99	11.51	0.53	0.06	0.47
瑞尔特	0.00	0.00	0.00	0.25	-0.97	-0.97	0.00
科达制造	10.18	39.83	5.72	33.99	1.10	2.62	-1.52

表：消费建材企业借款情况（25Q1）

公司	2025—季报		2024—季报		2025—季报		同比
	短期借款 (亿元)	长期借款 (亿元)	短期借款 (亿元)	长期借款 (亿元)	财务费用率(%)	财务费用率(%)	
伟星新材	0.10	0.00	0.01	0.00	-0.28	-1.56	1.29
坚朗五金	0.28	1.48	0.83	0.98	0.05	0.39	-0.34
东方雨虹	72.16	13.92	41.04	12.44	0.22	0.43	-0.21
科顺股份	17.11	2.01	14.08	6.00	0.88	1.57	-0.69
凯伦股份	8.06	8.49	11.46	9.90	2.72	2.95	-0.23
三棵树	20.58	16.26	19.41	14.08	1.45	1.74	-0.29
亚士创能	18.05	5.79	14.19	6.46	25.08	11.45	13.63
北新建材	2.38	1.18	6.37	4.20	0.19	0.25	-0.06
兔宝宝	0.48	0.00	0.21	0.00	-0.46	-0.44	-0.02
蒙娜丽莎	3.14	8.84	4.15	8.52	1.91	2.16	-0.25
东鹏控股	1.58	1.21	0.80	0.00	-0.74	-1.25	0.52
帝欧家居	10.58	0.73	7.76	2.66	7.14	6.38	0.77
公元股份	1.61	0.00	0.84	0.00	-0.92	-0.75	-0.17
王力安防	6.89	0.00	4.94	0.00	-0.16	-0.16	-0.01
箭牌家居	1.95	8.87	2.99	11.04	0.99	0.91	0.08
瑞尔特	0.00	0.00	0.00	0.25	-1.07	-0.82	-0.25
科达制造	12.81	44.29	2.93	35.76	5.07	-0.48	5.56

表：消费建材企业应收及现金流情况（24FY）

公司	2024年报		2023年报		2024年报		同比
	应收账款及票据占 营收比例	经营性现金流净额	收现比	应收账款占营收比例 (pct)	经营性现金流净额 绝对值同比(亿元)	经营性现金流增速	
伟星新材	0%	11.5	109%	-8.7	-2.3	-16%	
公元股份	18%	2.6	110%	3.0	-8.1	-76%	
东方雨虹	28%	34.6	105%	-3.0	13.5	64%	
科顺股份	60%	3.2	108%	7.5	1.2	65%	
凯伦股份	70%	-1.4	102%	-3.2	-3.3	-173%	
三棵树	27%	10.1	115%	-2.0	-4.0	-28%	
亚士创能	79%	-4.2	84%	20.8	-8.6	-196%	
北新建材	10%	51.3	100%	0.4	4.0	8%	
兔宝宝	8%	11.5	115%	-5.2	-7.6	-40%	
蒙娜丽莎	15%	8.1	115%	-0.2	-1.3	-14%	
东鹏控股	14%	8.6	124%	-0.4	-9.1	-51%	
帝欧家居	26%	1.3	114%	-9.5	-3.6	-73%	
坚朗五金	51%	3.9	105%	2.9	-1.1	-21%	
王力安防	44%	1.0	99%	5.3	-2.0	-67%	
森鹰窗业	52%	1.2	138%	6.9	-0.2	-16%	
箭牌家居	6%	5.1	108%	-0.2	-6.5	-56%	
瑞尔特	20%	2.7	93%	-0.9	-1.7	-38%	
科达制造	18%	5.6	96%	-0.5	-1.7	-24%	

表：消费建材企业应收及现金流情况（25Q1）

公司	2025—季报		2024—季报		2025—季报		同比
	应收账款及票据占 营收比例	经营性现金流净额	收现比	应收账款占营收比例 (pct)	经营性现金流净额 绝对值同比(亿元)	经营性现金流增速	
伟星新材	53%	0.8	133%	-3.6	2.6	148%	
公元股份	99%	5.1	183%	15.6	-3.5	-40%	
东方雨虹	148%	-8.1	93%	-11.6	10.8	57%	
科顺股份	304%	-3.8	105%	11.7	5.9	61%	
凯伦股份	351%	-0.1	131%	-27.9	2.5	95%	
三棵树	136%	1.1	132%	-18.3	3.7	142%	
亚士创能	1382%	-2.5	218%	820.9	0.2	8%	
北新建材	82%	-2.2	64%	-4.4	-2.0	-764%	
兔宝宝	55%	-8.4	91%	-20.5	0.5	5%	
蒙娜丽莎	97%	-1.1	115%	-16.3	-1.4	-58%	
东鹏控股	89%	-0.3	127%	-12.3	0.7	69%	
帝欧家居	145%	0.2	117%	-80.6	0.7	135%	
坚朗五金	260%	-4.4	112%	-2.1	1.7	29%	
王力安防	266%	-0.9	131%	1.4	0.4	34%	
森鹰窗业	406%	-0.1	223%	-62.2	0.3	159%	
箭牌家居	35%	-6.8	109%	-5.2	2.6	27%	
瑞尔特	86%	0.6	111%	0.7	0.2	62%	
科达制造	69%	0.9	89%	-1.1	-0.1	-12%	

2.2.3 消费建材：降本控费主旋律，粗放式向高效率过渡

- 2024年消费建材企业费用控制力度逐季度加强，全年受收入下滑影响，摊薄后销售费用率下降不明显；25Q1尽管多数企业收入规模仍在收缩，但销售费用率在企业主动压降下已见成效。
- 单个企业角度，东鹏控股、科达制造、三棵树、东方雨虹、凯伦股份、坚朗五金销售费用率明显下降，25Q1分别下降2.3、2.2、1.6、1.5、1.3、1.0pct。
- 科达制造收入高增带动规模效应显著并叠加内生降本，其他企业以内生降本控费为主。

表：消费建材企业销售费用率情况

主营	公司	21A	22A	23A	24H1	24A	25Q1	24同比	25Q1同比
防水	东方雨虹	6.94%	8.51%	9.07%	9.95%	10.25%	9.07%	1.18	-1.46
	科顺股份	6.09%	6.66%	7.91%	7.93%	9.07%	8.63%	1.16	-0.30
	凯伦股份	7.61%	7.90%	7.26%	7.32%	8.81%	6.26%	1.55	-1.29
涂料	三棵树	16.42%	15.26%	17.02%	15.84%	16.24%	19.99%	-0.79	-1.59
	亚士创能	14.05%	14.74%	11.35%	13.27%	12.31%	30.15%	0.97	5.33
瓷砖	蒙娜丽莎	9.19%	8.27%	6.41%	6.23%	6.40%	8.50%	-0.01	0.66
	东鹏控股	11.33%	13.62%	11.45%	11.67%	11.67%	13.87%	0.22	-2.25
	帝欧家居	10.48%	14.69%	10.56%	9.66%	10.98%	9.62%	0.42	-0.36
管材	伟星新材	9.35%	10.78%	13.03%	15.22%	15.13%	14.92%	2.09	-0.13
	公元股份	3.38%	4.35%	4.91%	5.47%	6.04%	6.77%	1.13	0.65
板材	北新建材	3.71%	3.81%	4.24%	4.48%	5.59%	5.97%	1.35	1.03
	兔宝宝	3.42%	3.68%	3.26%	3.88%	3.44%	5.07%	0.17	0.75
五金	坚朗五金	12.58%	16.69%	16.08%	17.06%	16.59%	19.03%	0.52	-0.96
	王力安防	10.97%	11.19%	11.52%	11.83%	12.11%	13.89%	0.59	1.14
智能卫浴	箭牌家居	9.54%	9.52%	7.88%	7.60%	8.04%	9.63%	0.16	2.47
	瑞尔特	5.06%	6.29%	10.88%	13.41%	11.88%	10.95%	1.00	-0.70
出海	科达制造	5.18%	4.95%	4.92%	5.49%	4.02%	4.01%	-0.90	-2.17

2.3 周期建材-玻纤：吨盈利同环比修复，今年看需求“一锤定音”



- **玻纤24年报 & 25年一季报小结：**①巨石：25Q1扣非归母净利7.44亿元、24Q4为6.32亿元，预计巨石吨净利继续呈现修复趋势。25Q1巨石单季度毛利率30.53%，较24Q1底部毛利率回升10.40pct，环比24Q4继续回升1.95pct，毛利率逐季修复；②长海：25Q1扣非归母净利0.87亿元、24Q4为0.63亿元，25Q1单季度毛利率22.59%、环比+1.54pct，预计吨净利环比呈现修复趋势；③国际复材/山东玻纤：24年以来首次单季度扣非归母净利实现盈利。玻纤上市公司盈利能力环比均实现改善，判断主因系25Q1高端品风电纱及热塑复价落地。
- **4月行业基本面：**Q1淡季不淡，行业3月即去库，巨石25Q1期末库存39.22亿元、环比24Q4减少6.7%，淡季去库、实现满产满销。玻纤外需敞口在建材中最大，4月受关税争端影响，下游（如家电/汽车）采购整体放缓，行业预计产销率环比略有下降、但库存趋势仍保持在平稳区间。**预计5-6月粗纱价格保持稳定。**
- **玻纤24年报 & 25年一季报亮点：**①需求端重点关注风电纱，上半年抢装趋势明确，外需景气度干扰因素多、需持续跟踪；②本轮供给压力期基本过去，全年未投产线预计仅有巨石桐乡3线12改20+九江剩下1条10万吨，同时冷修预期增强。

表：玻纤板块盈利表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅(%)	单季度营业收入（亿元）				单季度归母净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）				PE	
				24Q4	25Q1	Q4同比	Q1同比	24Q4	25Q1	Q4同比	Q1同比	2024	2025E	2026E	25同比	2025E	2026E
600176.SH	中国巨石	470	3.0	42.2	44.8	22%	32%	9.1	7.3	109%	109%	24.4	33.0	38.0	35%	14	12
002080.SZ	中材科技	231	5.3	71.7	55.1	-5%	24%	2.8	3.6	68%	68%	8.9	16.0	19.5	79%	14	12
300196.SZ	长海股份	46	3.9	7.6	7.6	23%	31%	0.7	0.8	62%	62%	2.7	4.0	4.8	46%	12	10
605006.SH	山东玻纤	37	-4.3	5.2	6.1	-4%	18%	0.1	0.1	110%	110%	(1.0)	0.6	1.0	扭亏为盈	61	37
301526.SZ	国际复材	138	-1.1	19.7	18.7	5%	22%	-2.0	0.5	177%	177%	(3.5)	2.6	4.3	扭亏为盈	53	32
603601.SH	再升科技	36	3.9	3.8	3.2	-3%	-5%	0.0	0.3	4%	4%	0.9	1.3	1.7	38%	29	21

2.4.1 周期建材-玻璃：磨底之年

- **4月行业基本面+龙头时点盈利**：①浮法：根据卓创资讯数据，25Q1全国浮法玻璃均价为1371元/吨，同比-32%、环比基本持平；②光伏：随着3月行业涨价，光伏玻璃龙头福莱特单季度归母净利从24H2连续2个季度亏损（24Q3-Q4业绩分别为-2.03、-2.89亿元）重回账面赚钱（25Q1业绩为1.06亿元），预计行业25Q1盈利环比均有明显修复。
- **玻璃板块24年报&24一季报亮点，核心继续观察供给端变化，而非基本面上修预期**：①光伏：24H2全行业亏损现金流，行业合计冷修产线34条、冷修产能达2.19万吨，测算边际退出比例（已考虑堵窑口产能）在26.3%。随着3月行业涨价，4月底行业日熔量回到9.75万吨（24年底为9.25万吨）；②浮法：25年1-4月行业共冷修11条产线，处于正常节奏，2022-2024年分别冷修41、25、45条。截至4月底，全国浮法玻璃在产日熔量共15.81万吨，较24年末减少0.1万吨。

表：玻璃板块盈利表现

代码	证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅(%)	单季度营业收入（亿元）				单季度归母净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）				PE	
				24Q4	25Q1	Q4同比	Q1同比	24Q4	25Q1	Q4同比	Q1同比	2024	2025E	2026E	25同比	2024E	2025E
601636.SH	旗滨集团	145	-3.6	40.5	34.8	-10%	-10%	-3.2	4.7	亏损	6%	3.8	10.0	11.0	161%	15	13
000012.SZ	南玻A	146	-10.2	36.2	30.7	-23%	-22%	-5.2	0.2	亏损	-95%	2.7	-	-	-	/	/
600586.SH	金晶科技	65	-19.0	13.9	12.2	-36%	-31%	-2.4	0.1	亏损	-95%	0.6	-	-	-	/	/
601865.SH	福莱特	352	-23.7	40.8	40.8	-28%	-29%	-2.9	1.1	亏损	-86%	10.1	8.6	11.0	-15%	41	32
600660.SH	福耀玻璃	1,517	-6.9	109.4	99.1	17%	12%	20.2	20.3	34%	46%	75.0	89.0	104.0	19%	17	15
600529.SH	山东药玻	147	-13.9	13.0	12.4	-1%	-2%	2.2	2.2	38%	1%	9.4	10.5	11.7	11%	14	13
301188.SZ	力诺药包	40	15.5	2.5	2.8	-2%	3%	0.0	0.4	-136%	63%	0.7	1.5	2.2	127%	27	18

来源：wind，国金证券研究所

注：除旗滨集团外，其他归母净利润为wind一致预期，国金证券研究所

2.4.2 周期建材-民爆：业绩靓丽，板块关注度提升，预期差减弱

- **民爆24年报&25一季报小结**：业绩靓丽①头部企业宏大、易普力业绩均在20%+增速。【广东宏大】25Q1归母净利0.94亿元、同比+24%，剔除雪峰报表后仍实现双位数增速，【易普力】25Q1归母净利1.65亿元、同比+23%，【江南化工】25Q1归母净利1.46亿元、同比+1%，②西部（新疆、西藏等）区域供需偏紧逻辑继续演绎，西藏区域【高争民爆】25Q1归母净利同比+94%，新疆区域【雪峰科技】受化工业务拖累、业绩同比下滑幅度较大，其中硝酸铵业务Q1继续实现两位数增速，民爆产能利用率偏高、增量需期待宏大产能注入；③区域型民爆超预期的标的有，【凯龙股份】25Q1归母净利同比+34%，【壶化股份】25Q1归母净利同比+70%。
- **1-4月行业基本面**：新疆、西藏区域供需偏紧逻辑延续，25Q1新疆区域民爆产量同比+16%、西藏民爆产量同比+16%。头部企业25Q1毛利率同比稍有回落，例如【易普力】25Q1毛利率20.39%，同比-0.89pct，【广东宏大】25Q1毛利率16.77%，同比-0.49pct。
- **亮点**：①3月民爆行业收购事件再添2起（易普力+凯龙），头部企业十四五到十五五均有百万吨产能规划，关注【广东宏大】【易普力】【江南化工】，新疆区域内收购落地关注【雪峰科技】；②军工业务关注度提升，包括【广东宏大】【国泰集团】；③西藏重点工程、新疆煤化工Q2可能存在催化。

表：民爆板块盈利表现

证券简称	市值（亿元）	年初至今涨跌幅(%)	单季度营业收入（亿元）				单季度归母净利润（亿元）				全年归母净利润（亿元）				PE	
			24Q4	25Q1	Q4同比	Q1同比	24Q4	25Q1	Q4同比	Q1同比	2024	2025E	2026E	25同比	2025E	2026E
广东宏大	232	15.4	43.8	36.5	19%	66%	2.5	0.9	13%	24%	9.0	12.3	14.5	37%	19	16
雪峰科技	104	11.6	15.4	11.2	-6%	-5%	0.7	0.7	-43%	-48%	6.7	7.1	9.0	6%	15	12
易普力	151	2.4	22.4	20.1	5%	13%	1.9	1.7	18%	23%	7.1	8.4	9.7	18%	18	15
凯龙股份	40	-1.8	11.2	7.6	5%	13%	0.4	0.4	540%	34%	1.5	2.0	2.7	35%	20	15
高争民爆	78	12.5	5.2	3.0	31%	17%	0.4	0.2	154%	94%	1.5	2.2	2.7	48%	36	29
壶化股份	53	17.6	3.2	2.2	-9%	25%	0.4	0.2	-28%	70%	1.4	3.3	4.5	136%	16	12
江南化工	142	-1.3	27.8	20.1	15%	2%	1.4	1.5	93%	1%	8.9	10.7	12.0	20%	13	12
国泰集团	78	-3.1	6.5	4.8	-11%	-1%	-0.4	0.4	-147%	-8%	1.8	3.0	4.0	66%	26	19

来源：wind，国金证券研究所

注：除广东宏大外，其他归母净利为wind一致预期，国金证券研究所

- 原材料价格波动的风险。随着国际大宗商品价格的波动率提高，可能影响产业链的材料价格。
- 政策落地情况不及预期。政策出台到落地需要时间，并且政策效果也有一定观察期。
- 市场竞争激烈的风险。因行业需求过去几年保持疲软，因此供给出清节奏不快的子行业，可能会继续出现恶性竞价情况。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



会议路演