

重返增长

——建材&新材料2025年三季报业绩综述

分析师: 李阳

执业证书编号: S1130524120003

分析师: 赵铭

执业证书编号: S1130524120004

分析师: 陈伟豪

执业证书编号: S1130524120006

联系人: 谭宸

联系人: 罗逸然

2025/11/1

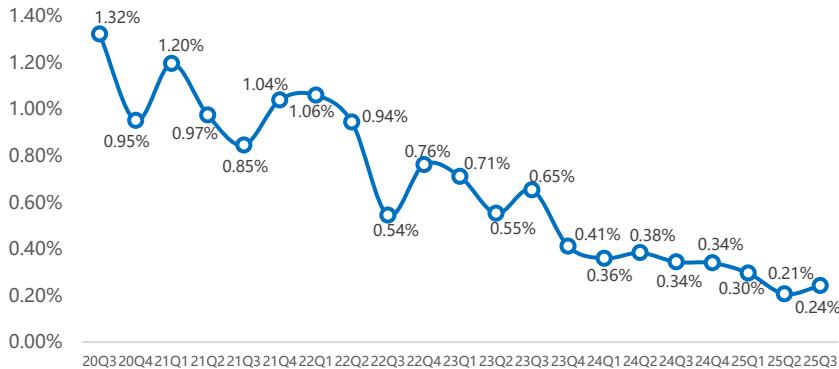
- **板块持仓小结：**AI新材料+出海高景气，底部龙头和转型企业获青睐。
- **水泥：**Q3行业仍处于周期底部震荡阶段，供给端“查超产”正在推进。①国内供需双弱，②破局重点看业务结构化+区域多元化（出海+中西部）。
- **消费建材：**Q3行业利润端有积极表现、不同企业挖掘不同需求的特征更突出。①零售&出海表现更佳，头部公司利润拐点先出现；②毛利率修复来自价格竞争趋向温和+渠道结构调整；③费用率下降来自内生降本；④重视现金流成为行业共识，大B应收风险处理步入尾声。
- **周期建材-玻纤：**Q3行业处于周期向上阶段。①AI开启新产品生命周期，AI电子布景气加速；②传统领域有望受益需求触底回升，看好传统电子布+粗纱价格走势。
- **周期建材-玻璃：**Q3行业仍处于周期底部震荡阶段。①浮法玻璃关注冷修；②光伏玻璃关注政策。
- **低估值+高股息：**加大分红，建筑建材板块具备吸引力。
- **投资建议：**本次三季报充分展现不同企业、不同选择，在地产基建“老需求”收缩背景下，重返增长的公司生命力突出，发掘布局新需求，并在报表端继续呈现，例如出海“一带一路”、下沉农村市场、服务二手房、AI新领域等。2015-2021年的地产超长需求大周期，前期高杠杆负债加速了当前的行业集中，优秀企业家和管理层逐渐证明穿越周期的能力，虽然短期缺少“同一个β”的驱动，但我们坚定看好“建材新阶段”商业模式的百花齐放，重点推荐出海、AI新材料、玻纤、消费建材、光伏玻璃、西部地区的投资机会。

1.1

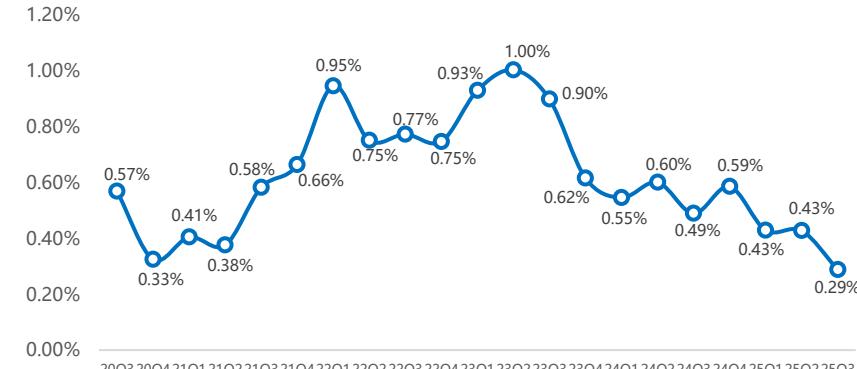
持仓小结：AI新材料+出海高景气，底部龙头和转型企业获青睐

国金证券
SINOLINK SECURITIES

2020Q3-2025Q3：建材板块基金持仓比例变化趋势



2020Q3-2025Q3：建筑板块基金持仓比例变化趋势



2025Q3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)	25Q3基金建材板块持仓占比(%)
中材科技	80	6766.35	-2300.76	4.03	23.02	17.24%
三棵树	41	4418.60	-1326.88	5.99	21.16	15.84%
海螺水泥	64	8884.79	132.09	1.68	20.63	15.45%
东方雨虹	40	11666.30	6242.54	6.09	14.36	10.75%
中国巨石	52	6707.29	437.89	1.68	11.63	8.71%
宏和科技	13	2039.00	1725.72	2.32	7.11	5.32%
华新水泥	26	2867.96	1012.70	1.38	5.31	3.97%
北新建材	11	1910.09	-697.12	1.17	4.52	3.38%
旗滨集团	18	5713.17	4923.36	2.13	4.10	3.07%
西部水泥	8	13495.80	13055.00	2.47	4.05	3.04%

2025Q3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)	25Q3基金建筑板块持仓占比(%)
中国建筑	133	70669.51	-2440.74	1.71	38.51	33.05%
鸿路钢构	26	8479.01	-3388.02	17.09	16.23	13.93%
四川路桥	20	9060.10	-5069.87	1.35	7.33	6.29%
中国中铁	31	10147.53	-1707.83	0.41	5.59	4.80%
中国建筑国际	4	5743.40	-1840.40	1.09	5.20	4.46%
中国电建	20	8510.23	3021.38	0.65	4.75	4.07%
汇绿生态	14	2565.54	1223.19	4.46	4.52	3.87%
华图山鼎	5	492.23	197.91	2.50	3.56	3.06%
中国交建	18	3862.97	997.44	0.24	3.38	2.90%
中国中冶	16	8420.27	5014.36	0.41	3.24	2.78%

1.2

持仓小结：AI新材料、出海高景气，

底部龙头和转型企业获青睐

国金证券
SINOLINK SECURITIES

2025Q3：建筑材料基金增仓前十大标的

代码	名称	25Q2基金持仓占比	25Q3基金持仓占比	季度持仓变动(万股)	25Q2基金持股市值(亿元)	25Q3基金持股市值(亿元)	25Q3基金增减仓(亿元)
002271.SZ	东方雨虹	5.95%	10.75%	6242.54	5.82	14.36	8.54
603256.SH	宏和科技	0.48%	5.32%	1725.72	0.46	7.11	6.65
002080.SZ	中材科技	18.09%	17.24%	-2300.76	17.68	23.02	5.34
600176.SH	中国巨石	7.31%	8.71%	437.89	7.15	11.63	4.48
2233.HK	西部水泥	0.06%	3.04%	13055.00	0.06	4.05	3.99
601636.SH	旗滨集团	0.40%	3.07%	4923.36	0.40	4.10	3.71
600801.SH	华新水泥	2.25%	3.97%	1012.70	2.20	5.31	3.11
600585.SH	海螺水泥	19.23%	15.45%	132.09	18.79	20.63	1.84
002225.SZ	璞耐股份	2.39%	2.47%	873.33	2.34	3.30	0.96
6655.HK	华新水泥	0.02%	0.68%	608.66	0.02	0.91	0.89

2025Q3：建筑材料基金减仓前十大标的

代码	名称	25Q2基金持仓占比	25Q3基金持仓占比	季度持仓变动(万股)	25Q2基金持股市值(亿元)	25Q3基金持股市值(亿元)	25Q3基金增减仓(亿元)
000786.SZ	北新建材	0.07	0.03	-697.12	6.90	4.52	-2.38
3323.HK	中国建材	0.02	0.00	-5,578.41	2.16	0.38	-1.79
0868.HK	信义玻璃	0.01	0.00	-1,134.90	1.24	0.55	-0.69
001212.SZ	中旗新材	0.01	0.00	-119.68	0.55	0.04	-0.51
300196.SZ	长海股份	0.00	0.00	0.00	0.23	0.00	-0.23
2128.HK	中国联塑	0.00	0.00	0.00	0.19	0.00	-0.19
002791.SZ	坚朗五金	0.00	0.00	0.00	0.18	0.00	-0.18
000401.SZ	金隅冀东	0.00	0.00	-258.44	0.17	0.06	-0.11
600668.SH	尖峰集团	0.00	0.00	0.00	0.08	0.00	-0.08
600425.SH	青松建化	0.00	0.00	0.00	0.06	0.00	-0.06

2025Q3：建筑材料基金增仓前十大标的

代码	名称	25Q2基金持仓占比	25Q3基金持仓占比	季度持仓变动(万股)	25Q2基金持股市值(亿元)	25Q3基金持股市值(亿元)	25Q3基金增减仓(亿元)
001267.SZ	汇绿生态	0.95%	3.87%	1,223.19	1.26	4.52	3.26
601618.SH	中国中冶	0.77%	2.78%	5014.36	1.01	3.24	2.23
601669.SH	中国电建	2.02%	4.07%	3,021.38	2.67	4.75	2.08
601886.SH	江河集团	0.35%	2.05%	2530.6099	0.46	2.39	1.93
300492.SZ	华图山鼎	1.51%	3.06%	197.91	2.00	3.56	1.57
605598.SH	上海港湾	0.00%	1.30%	602.8574	0.00	1.51	1.51
601800.SH	中国交建	1.92%	2.90%	997.44	2.55	3.38	0.83
605289.SH	罗曼股份	0.00%	0.56%	88.91	0.00	0.65	0.65
600496.SH	精工钢构	0.05%	0.34%	879.76	0.07	0.40	0.33
2386.HK	中石化炼化工程	1.87%	2.37%	-71.75	2.48	2.76	0.28

2025Q3：建筑装饰基金减仓前十大标的

代码	名称	25Q2基金持仓占比	25Q3基金持仓占比	季度持仓变动(万股)	25Q2基金持股市值(亿元)	25Q3基金持股市值(亿元)	25Q3基金增减仓(亿元)
600039.SH	四川路桥	10.56%	6.29%	-5069.8695	13.99	7.33	-6.66
600820.SH	隧道股份	3.64%	0.93%	-6216.6056	4.82	1.08	-3.74
601668.SH	中国建筑	31.85%	33.05%	-2440.7377	42.18	38.51	-3.67
002541.SZ	鸿路钢构	15.00%	13.93%	-3388.0177	19.87	16.23	-3.64
3311.HK	中国建筑国际	6.18%	4.46%	-1840.4	8.19	5.20	-2.99
601117.SH	中国化学	4.10%	2.53%	-3114.9839	5.43	2.95	-2.48
000032.SZ	深桑达A	1.22%	0.04%	-775.24	1.61	0.05	-1.56
002061.SZ	浙江交科	0.97%	0.00%	-3226.976	1.28	0.00	-1.28
601390.SH	中国中铁	5.02%	4.80%	-1707.8302	6.65	5.59	-1.06
300384.SZ	三联虹普	0.52%	0.00%	0	0.69	0.00	-0.69

2.1 水泥：国内供需双弱，破局重点看业务结构化+区域多元化



- 水泥2025年三季报小结：**价格和销量承压，全国水泥1-9月产量12.59亿吨，同比下滑5.2%，其中，7-9月合计同比下滑6.6%，需求仍在下行通道。而供给工具效果不佳，除已知的成本优势区别，企业发展路径已出现分化，业务结构化和区域多元化，构成形成新的核心竞争力，各企业报表区分明显。三季度报表特征可总结为①受益煤价同比下降；②出海行为分化；③分红未见加码；④转型意识强化（华新水泥更名华新建材，上峰水泥聚焦半导体投资，海螺水泥拓展消费建材等）。
- 水泥2025三季报企业表现分化：**整体单季度收入呈现同比下降（例如海螺、天山、塔牌、亚泥、冀东、上峰单季度收入分别同降11.4%、12.9%、9.9%、13.6%、7.1%、6.8%），受益煤炭成本回落，单季毛利率同比略有改善，但水泥Q3价格弱于Q2、单季度毛利率环比趋弱，例如主要水泥企业中，除上峰、冀东、万年青外均实现单季毛利率同比提高，以及仅西藏天路、青松建化实现毛利率环比提高（西部区域价格变动不同）。财务费用率角度，天山、亚泰压力较大，海螺和塔牌此项为负、压力最小。
- 预计水泥行业四季度同比压力突出：**截止10月底全国高标均价348元/t，同比-63元，全国平均出货率45.1%，同比-9.2pct，库容比为67.9%，同比+1.7pct。去年四季度价格抬升明显，但今年提价效果不佳，因此预计25Q4国内业绩同比压力较大。
- 出海表现靓丽：**①截止25Q3，华新已在14个国家设有海外基地，8月底落地交割尼日利亚资产，海外运营水泥粉磨能力超3500万吨/年；②海螺水泥25H1新增180万吨海外熟料产能，并购西巴布亚海螺后有效提升印尼市场竞争力，以及柬埔寨金边5000t/d产线建成运营；③2025年7月，西部水泥莫桑比克Dugongo计划投资约3500万美元在安夸贝地区投资建设第三座水泥工厂。

表：水泥板块盈利预测及估值

证券简称	市值(亿元) 10/31	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	
			25Q2	25Q3	Q2同比	Q3同比	25Q2	25Q3	Q2同比	Q3同比	2024	2025E	2026E	25同比	2025E	2026E
海螺水泥	1,217	-0.7%	222.4	200.1	-8%	-11%	25.6	19.4	40%	3%	77.0	94.7	105.6	23%	13	12
华新水泥	406	82.0%	88.9	89.9	-3%	6%	8.7	9.0	57%	121%	24.2	29.0	34.5	20%	15	13
塔牌集团	101	12.0%	11.4	8.6	16%	-10%	2.7	1.5	249%	-2%	5.4	7.1	7.3	31%	14	14
天山股份	424	10.3%	210.3	189.6	-10%	-13%	5.7	-2.6	-138%	-23%	(6.0)	13.3	18.9	扭亏为盈	32	23
上峰水泥	106	49.7%	13.2	13.3	-11%	-7%	1.7	2.8	7%	20%	6.3	7.4	8.4	18%	15	13
冀东水泥	128	-5.7%	78.6	68.1	0%	-7%	7.2	1.9	146%	-62%	(9.9)	4.2	7.1	扭亏为盈	30	18
苏博特	44	41.1%	9.9	9.0	1%	-1%	0.4	0.3	21%	22%	1.0	1.6	2.1	68%	27	21
西藏天路	158	97.2%	10.7	10.0	23%	16%	0.1	1.3	96%	9862%	(1.0)	1.5	3.1	扭亏为盈	118	56

2.2.1 消费建材：零售&出海表现更佳，头部公司利润拐点先出现



- 需求端未见回暖，竣工和开工均保持双位数下行，关注优先走出周期底部的龙头。2025年新房各项主要数据的下滑幅度预计收窄，二手房和非房需求继续辅助支持。全国房屋竣工面积2024年同比-27.7%，2025年1-9月同比-15.3%，开工面积2024年同比-23.0%，2025年1-9月同比-18.9%，销售面积2024年同比-12.9%，2025年1-9月同比-5.5%。消费建材自我“突围”，通过业务结构调整，降低新建房屋需求敞口，预计头部公司下行斜率最快阶段已过去，有望优于行业走出周期底部。
- 收入端看，出海及内需零售企业的稳定性持续优于B类模式。①科达制造，非洲瓷砖和玻璃保持高景气；②三棵树，C端尤其是三大新业态增长强劲，美丽乡村、马上住、艺术漆维持高增长；③兔宝宝、东鹏、悍高等零售（或小B）为主的企业，依靠渠道扩张实现增长。③东方雨虹Q3恢复正增长。
- 利润拐点先于需求拐点出现，25Q3多数公司实现利润同比修复。①出海角度，科达制造作为消费建材出海领军企业，非洲需求增长空间与力度兼备，年初以来保持强劲增长势头。②内需地产链角度，大部分公司在Q3也迎来更明确利润拐点，三棵树、兔宝宝、悍高集团、坚朗五金、蒙娜丽莎、东鹏控股、凯伦股份单季度利润同比大幅增长，伟星新材、东方雨虹等公司利润降幅逐步收窄。低基数下，我们判断25Q4利润修复延续（预期之外的计提除外）。

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			
			25Q1	25Q2	25Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比	25Q1	25Q2	25Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比	2024	2025E	2026E	25同比	2025E	2026E
科达制造	251	71.3	38	44	44	47	51	44	3	4	4	11	178	63	10	15.7	18.1	56	16	14
三棵树	325	46.0	21	37	36	3	0	6	1	3	3	123	103	54	3	10.0	14.0	201	33	23
北新建材	404	-19.1	62	73	63	5	-4	-6	8	11	7	2	-22	-29	36	35.9	41.7	-2	11	10
伟星新材	164	-13.9	9	12	13	-10	-12	-10	1	2	3	-26	-16	-5	10	8.9	10.0	-7	18	16
兔宝宝	105	12.6	13	24	27	-14	-3	5	1	2	4	14	7	52	6	8.0	9.0	37	13	12
悍高集团	241	-24.7	6	8	10	27	19	27	1	1	2	40	31	42	5	7.0	9.2	31	35	26
东方雨虹	308	14.8	60	76	70	-17	-6	9	2	4	2	-45	-38	-27	1	12.1	17.7	1016	26	17
亚士创能	39	40.3	1	2	1	-65	-78	-81	-1	-1	-1	-13	-258	-22,511	-3	-	-	-	-	-
坚朗五金	80	0.7	12	15	15	-12	-16	-9	0	0	0	11	-80	68	1	1.3	2.0	39	64	40
科顺股份	55	5.9	14	18	15	-6	-8	-11	0	0	0	-23	-84	-183	0	1.2	2.7	163	48	20
蒙娜丽莎	63	48.8	7	12	11	-16	-19	-14	-1	1	1	-715	-27	49	1	1.4	2.0	10	46	32
东鹏控股	82	11.9	10	19	16	-2	-7	-1	0	2	1	-164	12	33	3	4.2	5.0	28	20	16
奥普科技	43	11.6	3	5	4	-9	-1	0.4	1	1	1	-2	15	-19	3	3.0	3.2	0	15	14
凯伦股份	48	69.5	5	7	7	-12	-1	13	0	0	0	-16	18,106	101	-5	0.9	1.2	-117	52	40

来源：wind，国金证券研究所

注：除三棵树、科达制造、兔宝宝采取国金外发报告预测外，其余来自wind一致预期

2.2.2

消费建材：毛利率修复来自价格竞争趋向温和+渠道结构调整



- 反内卷氛围下，出清程度较大的板块开始自发涨价，其他品类价格竞争也趋向温和。部分行业竞争格局在需求下行期出现优化，需求端暂未见到回暖的情况下，供给端变化更为重要。建筑涂料25Q1涨价，防水6-7月集体涨价，石膏板3月、10月发布提价函。其余品类例如瓷砖、板材等，Q3同样观察到价格竞争趋缓。
- **渠道和产品结构挑战，同样助力Q3毛利率。** 25Q1-Q3三棵树、悍高集团、箭牌家居、科达制造、王力安防、科顺股份、马可波罗、帝欧家居、兔宝宝毛利率分别同比提升4.2、2.3、2.1、1.7、1.4、1.3、1.2、0.4、0.3pct。

表：消费建材企业毛利率情况

主营	公司	21A	22A	23A	24Q1	24H1	24Q3	24A	25Q1	25H1	25Q3	25Q3同比
防水	东方雨虹	30.5%	25.8%	27.7%	29.7%	29.2%	29.1%	25.8%	23.7%	25.4%	25.2%	-3.9%
	科顺股份	28.5%	21.2%	21.2%	23.8%	23.4%	23.0%	21.8%	24.4%	24.7%	24.3%	1.3%
	凯伦股份	30.3%	19.5%	22.0%	21.7%	22.6%	23.5%	19.8%	20.3%	22.8%	23.0%	-0.5%
涂料	三棵树	26.0%	28.9%	31.5%	28.4%	28.6%	28.7%	29.6%	31.0%	32.3%	32.8%	4.2%
	亚士创能	24.0%	32.4%	30.5%	19.8%	23.1%	23.2%	19.2%	-5.8%	1.4%	0.1%	-23.1%
瓷砖	蒙娜丽莎	29.1%	23.6%	29.5%	26.5%	26.8%	27.6%	27.3%	21.5%	25.0%	27.1%	-0.5%
	东鹏控股	29.6%	29.7%	32.0%	26.5%	30.6%	31.2%	29.7%	23.5%	30.3%	31.1%	-0.1%
	马可波罗	43.1%	35.1%	36.0%	-	36.3%	38.0%	38.5%	-	38.4%	39.1%	1.2%
	帝欧家居	26.1%	17.6%	23.0%	22.7%	22.3%	21.4%	19.7%	20.9%	21.7%	21.9%	0.4%
管材	伟星新材	39.8%	39.8%	44.3%	41.5%	42.1%	42.5%	41.7%	40.5%	40.5%	41.5%	-1.0%
	公元股份	18.8%	18.3%	22.2%	18.3%	19.5%	19.4%	19.2%	15.5%	17.8%	17.7%	-1.7%
板材	北新建材	31.8%	29.2%	29.9%	28.6%	30.9%	30.7%	29.9%	28.9%	30.3%	29.5%	-1.1%
	兔宝宝	17.7%	18.2%	18.4%	17.9%	17.5%	17.3%	18.1%	20.9%	18.3%	17.6%	0.3%
五金	坚朗五金	35.2%	30.2%	32.3%	30.4%	31.3%	31.3%	31.7%	30.5%	30.4%	30.3%	-1.0%
	悍高集团	31.1%	31.7%	34.4%	34.8%	34.7%	35.5%	35.8%	35.1%	37.3%	37.8%	2.3%
	王力安防	24.5%	24.5%	26.7%	23.1%	25.3%	25.7%	26.6%	27.5%	26.9%	27.1%	1.4%
智能卫浴	箭牌家居	30.1%	32.8%	28.3%	24.4%	27.0%	26.4%	25.2%	29.0%	29.5%	28.5%	2.1%
	瑞尔特	22.6%	24.8%	29.5%	30.2%	29.0%	28.5%	27.3%	24.7%	26.0%	26.1%	-2.4%
出海	科达制造	26.0%	29.4%	29.2%	26.8%	25.6%	26.9%	26.0%	29.7%	29.3%	28.6%	1.7%

2.2.3

消费建材：费用率下降来自内生降本



- **消费建材企业费用控制力度持续加大。**大多数公司Q2-Q3起费用率开始同比下降，且环比来看，Q3费用率改善幅度比Q2进一步加大。一是渠道扩张在当前阶段放缓；二是收入端降幅收窄后，费率降低更为明显（过去几年各企业降本增效持续进行，但收入下滑幅度更大，导致费用率降低不明显）。
- **单个企业角度，**东方雨虹、科达制造、帝欧家居、凯伦股份、东鹏控股、瑞尔特、三棵树等销售费用率明显下降，25Q1-3分别下降1.7、1.7、1.6、1.5、0.9、0.9pct。

表：消费建材企业销售费用率情况

主营	公司	21A	22A	23A	24H1	24A	25Q1	25H1	25Q3	24同比	25H1同比	25Q3同比
防水	东方雨虹	6.94%	8.51%	9.07%	9.95%	10.25%	9.07%	9.04%	8.59%	1.18	-0.91	-1.71
	科顺股份	6.09%	6.66%	7.91%	7.93%	9.07%	8.63%	8.23%	8.73%	1.16	0.30	0.43
	凯伦股份	7.61%	7.90%	7.26%	7.32%	8.81%	6.26%	5.79%	5.88%	1.55	-1.53	-1.50
涂料	三棵树	16.42%	15.26%	17.02%	15.84%	16.24%	19.99%	14.97%	14.24%	-0.79	-0.86	-0.85
	亚士创能	14.05%	14.74%	11.35%	13.27%	12.31%	30.15%	22.88%	21.07%	0.97	9.61	9.97
瓷砖	蒙娜丽莎	9.19%	8.27%	6.41%	6.23%	6.40%	8.50%	5.85%	5.64%	-0.01	-0.38	-0.54
	东鹏控股	11.33%	13.62%	11.45%	11.67%	11.67%	13.87%	10.58%	10.70%	0.22	-1.09	-0.92
	马可波罗	5.00%	4.72%	4.90%	5.27%	5.64%	-	4.86%	4.96%	-	-0.41	-0.51
	帝欧家居	10.48%	14.69%	10.56%	9.66%	10.98%	9.62%	8.33%	8.48%	0.42	-1.33	-1.62
管材	伟星新材	9.35%	10.78%	13.03%	15.22%	15.13%	14.92%	15.05%	14.85%	2.09	-0.18	0.15
	公元股份	3.38%	4.35%	4.91%	5.47%	6.04%	6.77%	6.30%	6.42%	1.13	0.83	0.59
板材	北新建材	3.71%	3.81%	4.24%	4.48%	5.59%	5.97%	5.16%	5.57%	1.35	0.68	0.61
	兔宝宝	3.42%	3.68%	3.26%	3.88%	3.44%	5.07%	4.06%	3.73%	0.17	0.18	0.03
五金	坚朗五金	12.58%	16.69%	16.08%	17.06%	16.59%	19.03%	17.00%	16.12%	0.52	-0.07	-0.66
	悍高集团	8.84%	9.28%	9.32%	8.41%	7.53%	7.42%	7.74%	7.30%	-1.40	-0.67	-0.53
	王力安防	10.97%	11.19%	11.52%	11.83%	12.11%	13.89%	12.14%	11.55%	0.59	0.31	-0.73
智能卫浴	箭牌家居	9.54%	9.52%	7.88%	7.60%	8.04%	9.63%	8.72%	8.78%	0.16	1.12	1.40
	瑞尔特	5.06%	6.29%	10.88%	13.41%	11.88%	10.95%	11.54%	12.04%	1.00	-1.86	-0.88
出海	科达制造	5.18%	4.95%	4.92%	5.49%	4.02%	4.01%	3.45%	3.51%	-0.90	-2.04	-1.68

2.2.4

消费建材：重视现金流成为行业共识，大B应收风险处理步入尾声



- **多重因素驱动经营性现金流进入改善通道。**利润端的回暖趋势明确，渠道向更具现金流优势的模式倾斜，同时存量应收（包含工抵房）的现金转化效率提升，为行业的持续健康发展提供财务支撑。
- **大B工程业务收缩明显。**新增收入中的应收风险下降，现在是过往应收风险+工抵房的集中处理的阶段，各企业处理节奏不同，我们判断整体步入尾声。

表：消费建材企业应收及现金流情况（25Q3）

公司	2024三季报			2025三季报			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	应收账款及票据占营收比例	经营性现金流净额	收现比	应收占营收比例(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	15.51%	8.12	110.71%	15%	9.5	115%	-1.0	1.4	17%
公元股份	25.59%	1.40	112.72%	26%	1.1	115%	0.7	-0.3	-18%
东方雨虹	52.73%	-4.92	99.86%	45%	4.2	99%	-7.6	9.1	185%
科顺股份	92.48%	-15.04	98.27%	87%	-8.2	104%	-5.7	6.8	45%
凯伦股份	121.02%	-5.14	84.71%	97%	0.6	94%	-24.5	5.7	111%
三棵树	46.92%	9.16	104.43%	37%	10.9	110%	-10.2	1.7	19%
亚士创能	105.78%	-2.21	88.54%	300%	-1.0	132%	194.1	1.2	56%
北新建材	31.01%	27.06	86.25%	33%	15.4	83%	1.6	-11.7	-43%
兔宝宝	14.57%	4.20	99.92%	9%	4.7	96%	-5.1	0.5	13%
蒙娜丽莎	26.24%	5.15	111.70%	18%	3.7	110%	-8.1	-1.5	-29%
东鹏控股	21.17%	4.89	122.94%	20%	6.5	121%	-1.0	1.6	33%
马可波罗	0.00%	10.76	109.54%	23%	15.2	112%	22.8	4.4	41%
帝欧家居	50.40%	1.16	118.06%	34%	1.7	111%	-15.9	0.5	47%
坚朗五金	80.89%	0.11	93.56%	75%	-0.4	101%	-5.7	-0.5	-523%
悍高集团	0.00%	4.71	110.18%	6%	7.9	112%	6.0	3.2	68%
王力安防	66.52%	-1.65	103.85%	64%	0.1	110%	-2.9	1.8	108%
森鹰窗业	82.32%	0.78	144.89%	52%	0.8	117%	-30.2	0.0	-2%
箭牌家居	9.45%	-4.99	105.15%	9%	-5.6	111%	-0.7	-0.6	-12%
瑞尔特	23.11%	1.24	93.17%	26%	1.4	101%	2.5	0.1	10%
科达制造	22.83%	0.24	100.01%	25%	15.6	94%	2.5	15.4	6531%

表：消费建材企业借款情况（25Q3）

公司	2025三季报		2024三季报		2023三季报		2022三季报		同比(pct)
	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	0.00	0.00	0.10	0.00	-0.28	-1.11	0.82	0.82	
坚朗五金	0.32	1.31	1.49	1.07	0.28	0.28	0.00	0.00	
东方雨虹	61.54	9.74	66.24	14.45	0.58	0.69	-0.10	-0.10	
科顺股份	32.41	1.51	23.88	5.42	0.84	1.36	-0.52	-0.52	
凯伦股份	9.11	10.66	14.65	9.35	2.05	2.81	-0.76	-0.76	
三棵树	21.03	13.50	21.08	13.01	1.00	1.37	-0.36	-0.36	
亚士创能	17.74	6.15	14.38	5.87	17.82	4.79	13.04	13.04	
北新建材	0.83	0.51	3.28	5.17	0.13	0.31	-0.18	-0.18	
兔宝宝	0.00	0.00	0.31	0.00	-0.34	-0.44	0.10	0.10	
蒙娜丽莎	3.82	6.67	3.15	9.41	1.17	1.66	-0.49	-0.49	
东鹏控股	2.98	1.72	2.80	1.00	-0.28	-0.64	0.36	0.36	
马可波罗	4.56	5.57	-	-	-0.12	-0.40	0.28	0.28	
帝欧家居	8.63	1.11	9.38	1.61	5.78	5.35	0.43	0.43	
公元股份	1.69	0.00	1.52	0.00	-0.21	-0.55	0.34	0.34	
悍高集团	5.81	0.00	0.00	0.00	-0.21	-0.40	0.19	0.19	
王力安防	7.26	0.00	7.28	0.00	-0.10	0.08	-0.19	-0.19	
箭牌家居	3.36	8.66	2.50	10.21	0.73	0.72	0.01	0.01	
瑞尔特	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.42	-0.40	-0.02	-0.02	
科达制造	15.22	41.49	6.99	45.43	1.48	4.03	-2.55	-2.55	

2.3

周期建材-玻纤：AI电子布景气加速，同步看好传统电子布+粗纱价格



- 玻纤2025年三季报小结：主流企业Q3毛利率环比小幅向下，估计吨净利环比略有波动，主因中低端产品9月前略有降价。** ①巨石：25Q3扣非归母净利9.11亿元（25Q2为9.57E），同比+73%。Q3巨石单季度毛利率32.82%，同比+4.64pct、环比-1.02pct；②长海：25Q3扣非归母净利0.84亿元（25Q2为0.92E），同比+4%。Q3长海单季度毛利率22.27%，同比-2.18pct、环比-4.50pct；③国际复材：25Q3扣非归母净利0.42亿元（25Q2为1.79E），同比扭亏。Q3国际复材单季度毛利率18.22%，同比+4.08pct、环比-1.18pct；④山玻：25Q3扣非归母净利-0.09亿元（25Q2为打平），Q3单季度毛利率11.51%，同比-0.95pct、环比-5.79pct。
- AI电子布景气加速，高阶产品（二代布/CTE布/Q布）不断迭代，龙头企业资本开支增加：**以中材科技为例，9月底拟定增募资不超过44.8亿元，用于①年产3500万米低介电纤维布（一代布/二代布/CTE）项目，②年产2400万米超低损耗低介电纤维布（Q布）项目等方向。
- 传统粗纱+E布（7628）去库趋势确立，看好价格走强：**①10月初7628电子布价格如期复价，根据卓创资讯数据，林州光远7628电子布由4.1-4.2元/米上调至4.4-4.5元/米。综合考虑下游AI低介电导致供给收缩、铜周期、PCB景气度等因素，我们认为巨石26年最确定的量价齐升方向为7628电子布。②根据卓创资讯数据，25Q3期末行业粗纱库存为86.5万吨，环比25Q2末减少2.3万吨，其中9月单月去库4.7万吨、去库降幅达5.1%，行业重回降库趋势。10月末巨石发布复价函，复价情况如下：1) 风电、热塑短切复价5-10%，2) 合股、普通纱复价100-200元，3) 海外客户因关税、运费等更为复杂，后续也会进行合理复价。考虑到长协产品特别是风电“十五五”景气度向上，我们预计本次复价重心将放在长协风电+热塑产品。

表：玻纤板块盈利预测及估值

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)				单季度归母利润(亿元)				全年归母利润(亿元)				PE	
				25Q1	25Q2	Q1同比	Q2同比	25Q1	25Q2	Q1同比	Q2同比	2024	2025E	2026E	25同比	2025E	2026E
600176.SH	中国巨石	657	48.5	46.3	48.0	6%	23%	9.6	8.8	57%	54%	24.4	35.3	42.1	44%	19	16
002080.SZ	中材科技	581	168.4	78.3	83.7	28%	33%	6.4	4.8	155%	235%	8.9	20.0	26.1	124%	29	22
300196.SZ	长海股份	60	39.2	6.9	9.0	8%	33%	0.9	0.8	28%	4%	2.7	3.9	5.1	41%	16	12
301526.SZ	国际复材	238	70.8	22.8	22.6	18%	18%	1.8	0.4	扭亏为盈	扭亏为盈	-3.5	4.9	9.0	扭亏为盈	48	26
603256.SH	宏和科技	311	324.0	3.0	3.0	40%	43%	0.6	0.5	扭亏为盈	644%	0.2	1.7	2.5	654%	181	125
605006.SH	山东玻纤	48	25.3	5.2	6.4	4%	37%	0.0	-0.1	扭亏为盈	为负值	-1.0	/	/	/	/	/
603601.SH	再升科技	49	42.6	3.3	3.3	-19%	-5%	0.3	0.2	-39%	42%	0.9	1.1	1.5	26%	43	32

来源：wind，国金证券研究所

注：除中国巨石、中材科技外，其他归母净利为wind一致预期，国金证券研究所

- **旗滨集团2025三季报总结：光伏玻璃产能释放带动收入增长，浮法玻璃静待冷修加快信号。** 25Q1-Q3实现营收/归母净利117.8/9.2亿元，分别同比+1.6%/+30.9%。25Q3实现营收/归母净利润43.9/0.2亿元，同比+18.9%/+1.4亿元；25Q3毛利率10.8%，同/环比+3.1/-3.5pct。①收入同比增长主要由于光伏玻璃销量同比增长；②毛利率环比下滑主要受浮法玻璃价格下跌影响。
- **玻璃板块2025三季报亮点：周期底部龙头企业更具韧性，继续观察供给端变化，光伏玻璃拐点或先于浮法出现：**光伏玻璃需求优于浮法。25Q3浮法环比跌价对利润拖累，但玻璃价格已处于历史底部区间，一线玻璃企业依托成本优势及其他业务贡献维持盈亏平衡，行业整体亏损或较为严重，关注冷修是否加速。
- ①**光伏玻璃：**2025年1-10月合计新点火产线8条、新点火产能0.98万吨，冷修产线14条、冷修产能1.18万吨，测算边际暂退产能0.2万吨。6-7月全行业亏损，叠加反内卷预期，冷修明显加速、价格回暖，但Q3后无新增冷修。10月底2.0mm镀膜玻璃新单价格12.5-13元/平，环比下降1.92%，日熔量共8.85wt。
- ②**浮法玻璃：**25Q3冷修2条产线，较Q2冷修暂有放缓，2022-24年分别冷修41、25、46条，2025年1-10月冷修20条产线。10月全国浮法玻璃月度均价1262.36元/吨，环比上涨3.41%，同比下跌1.20%。截至10月底，全国浮法玻璃在产日熔量共16.02万吨，较2024年末基本持平。

表：玻璃板块盈利预测及估值

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	
			25Q1	25Q2	25Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比	25Q1	25Q2	25Q3	Q1同比	Q2同比	Q3同比	2024	2025E	2026E	25同比	2025E	2026E
旗滨集团	190.5	-21.0%	34.8	39.1	43.9	-9.7%	-3.6%	18.9%	4.7	4.2	0.2	6.4%	13.8%	122.0%	3.8	10.3	9.5	170%	18	20
南玻A	111.7	13.7%	30.7	34.1	39.4	-22.3%	-17.4%	4.9%	0.2	0.6	0.8	-95.1%	-85.6%	42.2%	2.7	2.9	4.5	9%	65	42
金晶科技	74.4	7.9%	12.2	11.8	10.7	-31.4%	-33.7%	-29.4%	0.1	-1.0	-1.7	-95.0%	-200.5%	-882.0%	0.6	-0.7	3.3	-210%	-287	57
福莱特	401.1	4.5%	40.8	36.6	47.3	-28.8%	-26.4%	20.9%	1.1	1.5	3.8	-86.0%	-79.0%	285.5%	10.1	7.3	14.5	-28%	26	13
福耀玻璃	1,735.9	-9.9%	99.1	115.4	118.5	12.2%	21.4%	18.9%	20.3	27.7	22.6	46.3%	31.5%	14.1%	75.0	95.8	109.4	28%	2	2
山东药玻	138.7	23.3%	12.4	11.3	10.3	-2.0%	-14.2%	-17.1%	2.2	1.5	1.7	1.3%	-42.0%	-30.2%	9.4	8.5	9.6	-9%	22	20
力诺药包	41.0	-14.8%	2.8	2.2	2.2	3.4%	-24.2%	-17.7%	0.4	0.0	0.1	63.4%	-98.3%	-48.3%	0.7	1.1	1.7	73%	167	114

来源：wind，国金证券研究所（注：信义玻璃为港股上市，不单独披露三季报；2025-2026年盈利预测来自wind一致预期）

2.5

低估值+高股息：加大分红，建筑建材板块具备吸引力



- 近年来，传统行业趋势性提高分红比例、吸引资金配置。建筑建材对比A股主要的高股息板块（例如银行、公用&煤炭、交运等），已经具备一定吸引力，例如兔宝宝、上峰水泥、塔牌集团、伟星新材、四川路桥、隧道股份、中材国际等。
- 建筑建材板块，三类企业分红较为突出：一是主业现金流和经营稳健，二是央企国企市值管理需要尤其是建筑板块，三是大股东资金用途。上述三类企业中，一类、二类企业分红比例的持续性更受认可。在分析高股息个股时，除分红绝对值外，ROE、估值、现金流、稳健经营等都构成筛选角度。

表：建筑建材股息率表现

企业名称	股息率	2024股息率		2024现金分红比例		2025预期股息率	
		wind导出	2024年利润、2024年分红比例	2024	2024年分红比例	2024	2025
重点股	TTM						
兔宝宝	4.8%		5.1%		84.2%		6.4%
塔牌集团	5.2%		5.9%		98.2%		6.1%
四川路桥	4.5%		5.7%		50.0%		6.1%
伟星新材	5.8%		4.8%		99.0%		5.4%
中材国际	4.7%		4.7%		39.8%		5.4%
上峰水泥	5.6%		8.2%		95.7%		5.2%
隧道股份	4.5%		4.5%		35.4%		5.1%
中国建筑	4.8%		4.5%		24.3%		5.0%
中钢国际	4.6%		4.7%		51.4%		4.5%
麦加芯彩	3.5%		4.6%		82.4%		3.9%
中国交建	1.8%		2.9%		21.0%		3.9%
中国铁建	3.7%		3.3%		18.3%		3.9%
海螺水泥	4.0%		3.0%		48.7%		3.8%
北新建材	3.6%		2.9%		40.1%		3.7%
华新水泥	3.7%		3.8%		39.6%		2.8%
共创草坪	1.9%		3.1%		50.3%		2.4%
科达制造	1.5%		2.6%		36.9%		2.2%
青松建化	2.2%		2.6%		45.4%		2.1%
中国巨石	2.5%		2.1%		39.3%		2.1%
南玻A	1.4%		1.3%		79.3%		2.1%
旗滨集团	0.6%		0.8%		31.3%		1.7%
中材科技	0.6%		1.7%		42.3%		1.4%

表：建筑建材股息率表现vs银行、公用等板块已具备一定吸引力

建筑建材		PB (LF)	股息率 (wind-ttm)	2024年现金分红比例	2019年分红比例	对比板块		PB (LF)	股息率 (wind-ttm)	2024年现金分红比例	2019年分红比例
建筑	中国建筑	0.47	4.8%	24.3%	18.5%	银行	工商银行	0.73	3.9%	30.0%	30.0%
	四川路桥	1.67	4.5%	50.0%	15.2%		交通银行	0.56	4.2%	30.1%	30.3%
	隧道股份	0.67	4.5%	35.4%	30.9%		陕西煤业	2.33	5.1%	58.4%	30.0%
	中材国际	1.13	4.7%	39.8%	32.9%		中国神华	2.03	7.5%	76.5%	57.9%
	中钢国际	1.09	4.6%	51.4%	30.6%		长江电力	3.11	2.6%	71.0%	69.4%
建材	兔宝宝	0.65	4.8%	84.2%	47.4%	交运	大秦铁路	0.70	3.8%	57.3%	52.2%
	伟星新材	1.23	5.8%	99.0%	80.0%		中谷物流	2.35	10.7%	90.4%	0.0%
	东方雨虹	0.84	14.5%	3393.9%	22.8%		江中药业	3.90	5.6%	96.3%	34.0%
	海螺水泥	0.73	4.0%	48.7%	31.6%	医药	云南白药	2.54	6.0%	90.1%	91.6%
	上峰水泥	0.56	5.6%	95.7%	31.0%		中信特钢	1.82	4.8%	49.9%	55.1%
	塔牌集团	2.33	5.2%	98.2%	58.0%	汽车	宇通客车	5.34	4.7%	80.7%	114.1%

备注：1) 四川路桥：根据公告，2024-2026年以现金方式分配的利润不低于当年归母净利润的60%，表格中我们对2025年预期股息率的计算方式作单独调整。2) 上峰水泥：2024-2026年现金分红比例不低于当年归母净利润的35%，每年现金分红金额原则上不低于4亿元，表格中我们对2025年预期股息率按下限4亿与2024年分红比例*2025年利润的均值作单独调整。3) 塔牌集团：2024-2026年现金分红金额不低于当年归母净利润的70%，且每股现金分红金额原则上不低于0.45元，表格中我们对2025年预期股息率按照每股现金分红金额0.45元与2024年分红比例*2025年利润的均值作单独调整。4) 中材国际：根据公司公告，2024-2026年以现金方式分配的利润分别不低于当年实现的可供分配利润的44%、48.4%、53.2%。我们假设盈余公积提取比例10%，则对应可分配利润为2025年归母净利润的90%，按48.4%的分红比例进行调整。

风险提示



- 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。
- 海外市场竞争加剧的风险、汇率波动的风险。



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认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

