

建筑材料

证券研究报告

2025年05月05日

建材行业财报总结：24年深蹲筑底，25Q1曙光已现

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520120003

baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521010001

wangtao@tfzq.com

林晓龙

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523050002

linxiaolong@tfzq.com

建材行业 24 年经营持续承压，25Q1 曙光已现

我们跟踪的建材行业上市公司总计营收同比下降 15% 达 5920 亿元，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现 1260/1621/1485/1556 亿元，同比降幅均在 15% 上下。2024 年归母净利润同比下降 46% 达 223 亿元，所有子板块均有下降，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现 31/84/65/41 亿元，Q2 利润表现最优，且自 Q2 开始同比降幅逐季收窄。2025 年 Q1 来看，全行业营收同比-6% 达 1188 亿元，归母净利润同比+7% 达 34 亿元，实现自 21Q3 以来（近 14 个季度）的首次正增长。

子板块：24 年全部子行业利润下滑，25Q1 水泥、玻纤利润显著增长

1) **水泥**：24 年合计实现收入 2711 亿元，Yoy-22.9%，实现归母净利润 100 亿元，Yoy-34.4%。25Q1 合计实现收入 500 亿元，Yoy-7.4%，实现归母净利润-2.5 亿元，同比减亏。24 年受地产投资下行、基建端公路以及市政投资下降等影响，水泥需求延续去年下滑态势，供需矛盾持续加剧，水泥价格重心继续下移。25 年 1-3 月水泥产量 3.31 亿吨，同比下滑 1.4%，我们认为 25 年在地产尚未回稳、基建拖动有限背景下，水泥需求或仍将继续下降，但行业“反内卷”意识持续增强，加之当前开端较好，预计水泥均价有回升，行业利润有望修复。我们继续看好 25 年国内水泥企业利润向上弹性，推荐**华新水泥、上峰水泥、海螺水泥、华润建材科技**，成长性方向，推荐非洲出海龙头**西部水泥**。

2) **玻纤**：24 年实现收入 482 亿元，Yoy-2.8%，实现归母净利润 36.6 亿元，Yoy-35.7%。25Q1 实现收入 122 亿元，Yoy+25.8%，实现归母净利润 12.6 亿元，Yoy+123.6%。24 年我国玻璃纤维维纱总产量 756 万吨，同比增长 4.6%，连续两年低速增长。24 年有 9 条玻璃纤维池窑生产线实施关停或冷修停产，同期有 10 条玻璃纤维池窑新建或冷修项目建成投产。25 年粗纱新点火/复产生产线或将有所减少，电子纱相对稳定。25 年头部企业产品结构、产能布局等优势或进一步凸显，关注差异化竞争下的结构性机会（低介电/低膨胀等），推荐**中材科技、中国巨石**，建议关注**宏和科技**。

3) **消费建材**：24 年总计实现收入 1410 亿元，Yoy-5.3%，实现归母净利润 60.8 亿元，Yoy-44.8%。25Q1 实现收入 285 亿元，Yoy-2.8%，实现归母净利润 15.1 亿元，Yoy-13.4%。**(1) 石膏板**：24 年收入/归母净利润同比+15%/+3%，25Q1 收入/归母净利润同比+5%/+2%，预计龙头市场份额或继续夯实；**(2) 防水**：24 年收入/归母净利润同比-14%/转亏，25Q1 收入/归母净利润同比-15%/-41%。龙头雨虹进一步整合零售板块；**(3) 涂料**：24 年收入/归母净利润同比-9%/-99%，25Q1 收入/归母净利润同比-5%/扭亏。龙头三棵树未来零售端仍具备较强增长动能；**(4) 瓷砖**：24 年收入/归母净利润同比-19%/-63%，25Q1 收入/归母净利润同比-9%/增亏。瓷砖行业需求整体偏弱，龙头蒙娜丽莎渠道结构仍在持续优化。**(5) 管材**：24 年收入/归母净利润同比-9%/-39%，25Q1 收入/归母净利润同比-10%/-42%，价格持续下行。我们认为随着资金状况的改善以及客户结构的调整，现金流已开始好转，C 端品种已体现出强韧性，随着地产新建的触底，扩渠道/扩品类所带来的增长会进一步显现，推荐**三棵树、北新建材、伟星新材、兔宝宝**等。

4) **玻璃**：24 年光伏玻璃收入 Yoy-17.6% 达 261.7 亿元，归母净利润 Yoy-91.7% 达 2.7 亿元。24 年光伏玻璃需求增长不及供给冲击，Q4 价格创新低，预计 2025 年光伏玻璃市场价格窄幅震荡。24 年浮法玻璃实现收入 Yoy-8.1% 达 464.1 亿元，归母净利润 Yoy-72.6% 达 11.1 亿元。24 年浮法玻璃表观需求同比微幅下降，复产和新点火的产线数量仍高于冷修产线，25 年尚无法给到玻璃产业链很高的利润弹性，但不排除阶段性行情。推荐**旗滨集团**等。

风险提示：下游基建、地产需求不及预期，原材料、煤炭涨价超预期，产能投放超预期等。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:建材板块 Q1 持仓环比略升，关注雅下水电站、高端电子布等机会》 2025-04-27
- 《建筑材料-行业研究周报:水泥行情震荡，关注内需预期趋强下投资链&消费链 & 科技转型受益标的》 2025-04-20
- 《建筑材料-行业研究周报:水泥、玻纤发布 Q1 业绩预增，关注内需景气方向》 2025-04-13

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2025-04-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600801.SH	华新水泥	12.01	买入	1.16	1.51	1.71	1.96	10.35	7.95	7.02	6.13
000672.SZ	上峰水泥	8.78	买入	0.65	0.82	0.95	1.04	13.51	10.71	9.24	8.44
600585.SH	海螺水泥	24.08	买入	1.45	1.92	2.19	2.36	16.61	12.54	11.00	10.20
02233.HK	西部水泥	1.56	买入	0.12	0.31	0.46	0.64	13.00	5.03	3.39	2.44
01313.HK	华润建材科技	1.64	买入	0.03	0.18	0.20	0.22	54.67	9.11	8.20	7.45
002080.SZ	中材科技	13.77	买入	0.53	0.96	1.21	1.54	25.98	14.34	11.38	8.94
600176.SH	中国巨石	11.73	买入	0.61	0.75	0.88	0.97	19.23	15.64	13.33	12.09
603737.SH	三棵树	48.43	买入	0.63	1.54	1.78	1.93	76.87	31.45	27.21	25.09
000786.SZ	北新建材	28.02	买入	2.16	2.70	3.09	3.46	12.97	10.38	9.07	8.10
002372.SZ	伟星新材	11.80	买入	0.60	0.64	0.70	0.76	19.67	18.44	16.86	15.53
002043.SZ	兔宝宝	10.32	买入	0.70	0.90	1.05	1.21	14.74	11.47	9.83	8.53
002271.SZ	东方雨虹	11.17	买入	0.04	0.66	0.91	1.08	279.25	16.92	12.27	10.34
601636.SH	旗滨集团	5.41	买入	0.14	0.28	0.31	0.57	38.64	19.32	17.45	9.49

资料来源：wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS，除西部水泥、华润建材科技来自Wind一致预测外，其余盈利预测均来自于天风建材团队预测

内容目录

1. 建材行业 24 年经营承压，25Q1 曙光已现	6
1.1. 建材行业：24 年需求弱势运行，25Q1 利润正增长	6
1.2. 建材子板块：24 年业绩普遍下滑，25Q1 玻纤/水泥/耐材利润正增	9
2. 主要子板块业绩分析	10
2.1. 水泥：24 年需求仍弱势运行，25Q1 毛利率同比显著提升	10
2.1. 玻纤：24Q3 以来业绩逐渐修复，25Q1 利润翻倍增长	13
2.2. 消费建材：石膏板仍一枝独秀，涂料边际好转	17
2.3. 玻璃：盈利高位回落，成本压力已有所缓解	20
2.3.1. 光伏玻璃：24H2 净利率转负，25Q1 利润转亏	20
2.3.2. 浮法玻璃：24 年需求仍下行，价格持续承压	23
3. 投资建议	26
4. 风险提示	27

图表目录

图 1：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业营收及增速	6
图 2：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业归母净利润及增速	6
图 3：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业期间费用率	6
图 4：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业盈利能力	6
图 5：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业信用减值损失	7
图 6：2024Q1-2025Q1 建材各板块信用减值损失	7
图 7：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业收现比（%）	7
图 8：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业经营性现金流/归母净利润	7
图 9：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业负债情况	8
图 10：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业资产周转情况	8
图 11：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业 ROE	8
图 12：2021-2025 年一季度建材行业 ROE	8
图 13：2024 年建材各板块收入同比增速	9
图 14：2025 年一季度建材各板块收入同比增速	9
图 15：2024 年建材各板块归母净利润增速	9
图 16：2025 年一季度建材各板块归母净利润增速	9
图 17：2021Q1-2025Q1 单季度水泥营收及归母净利润增速	10
图 18：2021Q1-2025Q1 水泥一季度单季营收及归母净利润增速	10
图 19：2021Q1-2025Q1 单季度水泥行业毛利率及净利率	10
图 20：2021Q1-2025Q1 水泥行业一季度单季毛利率及净利率	10
图 21：2021Q1-2025Q1 单季度水泥行业营运能力	10
图 22：2021Q1-2025Q1 水泥行业一季度单季营运能力	10
图 23：2021Q1-2025Q1 单季度水泥行业 ROE	11
图 24：2021-2025 年一季度水泥行业 ROE	11

图 25: 分年度全国水泥发货率.....	11
图 26: 分年度全国水泥磨机开工率.....	11
图 27: 分年度全国重点城市水泥价格.....	12
图 28: 分年度全国水泥库容比.....	12
图 29: 2021Q1-2025Q1 单季度玻纤行业营收及归母净利润增速.....	13
图 30: 2021Q1-2025Q1 玻纤行业一季度营收及归母净利润增速.....	13
图 31: 2021Q1-2025Q1 单季度玻纤行业毛利率及净利率.....	13
图 32: 2021Q1-2025Q1 玻纤行业一季度单季毛利率及净利率.....	13
图 33: 2021Q1-2025Q1 单季度玻纤行业营运能力.....	13
图 34: 2021Q1-2025Q1 玻纤行业一季度单季营运能力.....	13
图 35: 2021Q1-2025Q1 单季度玻纤行业 ROE.....	14
图 36: 2021-2025 年一季度玻纤行业 ROE.....	14
图 37: 2400tex 缠绕直接纱价格.....	14
图 38: 电子布价格.....	14
图 39: 2021Q1-2025Q1 单季度消费建材营收及归母净利润增速.....	17
图 40: 2021Q1-2025Q1 消费建材一季度营收及归母净利润增速.....	17
图 41: 2021Q1-2025Q1 单季度消费建材行业毛利率及净利率.....	17
图 42: 2021Q1-2025Q1 消费建材行业一季度单季毛利率及净利率.....	17
图 43: 2021Q1-2025Q1 单季度消费建材行业营运能力.....	17
图 44: 2021Q1-2025Q1 消费建材行业一季度单季营运能力.....	17
图 45: 2021Q1-2025Q1 单季度消费建材行业 ROE.....	18
图 46: 2021-2025 年一季度消费建材行业 ROE.....	18
图 47: 2024 年消费建材部分细分行业收入增速.....	18
图 48: 2024 年消费建材部分细分行业净利润增速.....	18
图 49: 2025Q1 消费建材部分细分行业收入增速.....	19
图 50: 2025Q1 消费建材部分细分行业净利润增速.....	19
图 51: 2021Q1-2025Q1 单季度光伏玻璃营收及归母净利润增速.....	20
图 52: 2021Q1-2025Q1 光伏玻璃一季度营收及归母净利润增速.....	20
图 53: 2021Q1-2025Q1 单季度光伏玻璃行业毛利率及净利率.....	20
图 54: 2021Q1-2025Q1 光伏玻璃行业一季度单季毛利率及净利率.....	20
图 55: 2021Q1-2025Q1 单季度光伏玻璃行业营运能力.....	20
图 56: 2021Q1-2025Q1 光伏玻璃行业一季度单季营运能力.....	20
图 57: 2021Q1-2025Q1 单季度光伏玻璃行业 ROE.....	21
图 58: 2021-2025 年一季度光伏玻璃行业 ROE.....	21
图 59: 21 年至今光伏玻璃均价.....	21
图 60: 2021Q1-2024Q4 分季度光伏新增装机.....	21
图 61: 2021Q1-2025Q1 单季度浮法玻璃营收及归母净利润增速.....	23
图 62: 2021Q1-2025Q1 浮法玻璃一季度营收及归母净利润增速.....	23
图 63: 2021Q1-2025Q1 单季度浮法玻璃行业毛利率及净利率.....	24
图 64: 2021Q1-2025Q1 浮法玻璃行业一季度单季毛利率及净利率.....	24
图 65: 2021Q1-2025Q1 单季度浮法玻璃行业营运能力.....	24

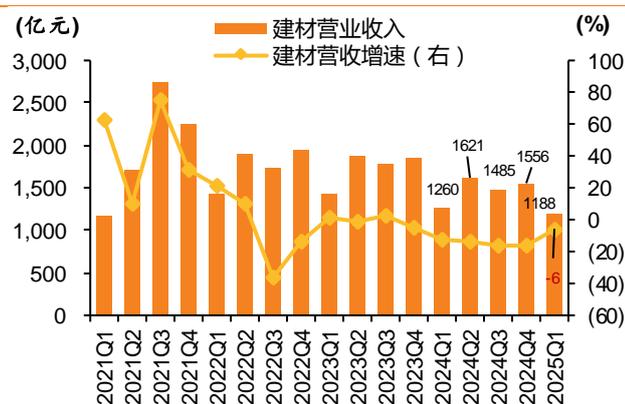
图 66: 2021Q1-2025Q1 浮法玻璃行业一季度单季营运能力	24
图 67: 2021Q1-2025Q1 单季度浮法玻璃行业 ROE	24
图 68: 2021-2025 年一季度浮法玻璃行业 ROE	24
图 69: 分年度全国平板玻璃价格	25
图 70: 分年度全国平板玻璃库存	25
图 71: 浮法玻璃日熔量	25
图 72: 重碱价格	25
表 1: 24 年和 25 年玻纤新点火产线情况	15
表 2: 24 年和 25 年玻纤新冷修/停产产线情况	15
表 3: 当前在建 (25 年可能点火) 光伏玻璃产线	22
表 4: 重点公司盈利预测	27

1. 建材行业 24 年经营承压，25Q1 曙光已现

1.1. 建材行业：24 年需求弱势运行，25Q1 利润正增长

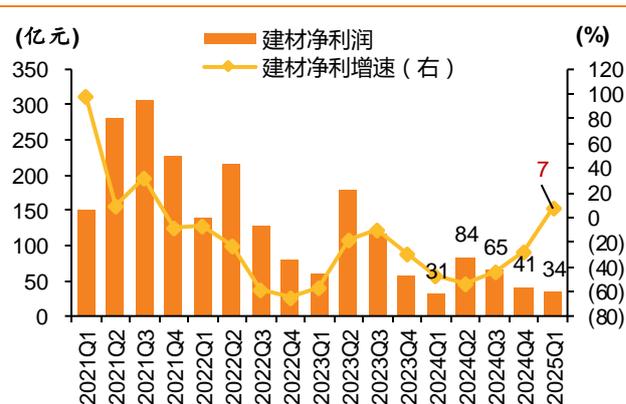
2024 年建材底部或已压实，25Q1 利润端实现 14 个季度以来首次正增。2024 年我们跟踪的建材行业上市公司总计营收同比下降 15% 达 5920 亿元，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现 1260/1621/1485/1556 亿元，同比降幅均在 15% 上下。2024 年归母净利润同比下降 46% 达 223 亿元，所有子板块均有下降，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现 31/84/65/41 亿元，Q2 利润表现最优，且自 Q2 开始同比降幅逐季收窄。2025 年 Q1 来看，全行业营收同比-6% 达 1188 亿元，归母净利润同比+7% 达 34 亿元，实现自 21Q3 以来（近 14 个季度）的首次正增长。

图 1：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业营收及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业归母净利润及增速

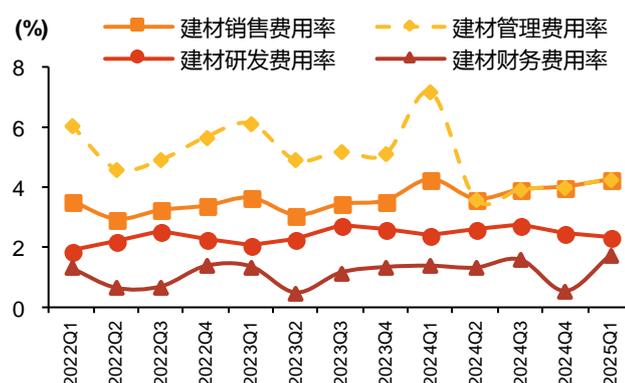


资料来源：Wind、天风证券研究所

24 年行业费用率小幅增长，25Q1 费用率增幅缩小。2024 年行业期间费用率 14.1%，同比增加 1.9pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.5/+1.1/+0.1/+0.1pct。2025Q1 行业期间费用率 15.8%，同比增加 0.5pct，销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.01/+0.3/-0.1/+0.3pct。

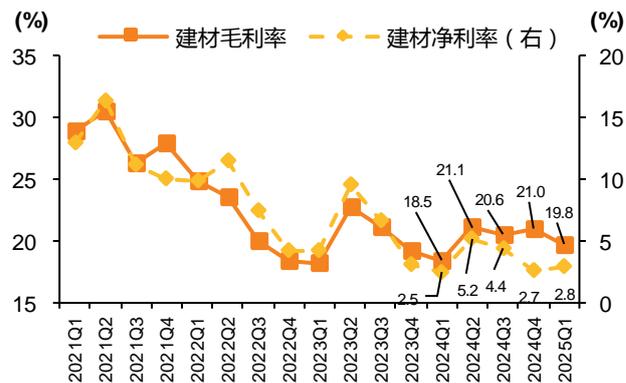
24 年盈利水平继续下滑，25Q1 开启扭转。2024 年行业整体毛利率 20.4%，同比微降 0.1pct。分季度来看，24Q1-Q4 单季度毛利率分别为 18.5%/21.1%/20.6%/21.0%，同比分别+0.3/-1.7/-0.5/+1.8pct，25Q1 毛利率同比提升 1.3pct 达 19.8%。24 年整体归母净利率 3.8%，同比下滑 2.2pct，24Q1-Q4 分别为 2.5%/5.2%/4.4%/2.7%，同比分别-1.7/-4.3/-2.2/-0.4pct，25Q1 净利率同比提升 0.3pct 达 2.8%。

图 3：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业期间费用率



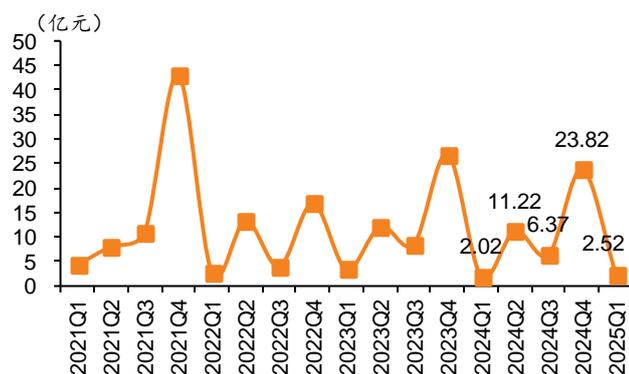
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业盈利能力



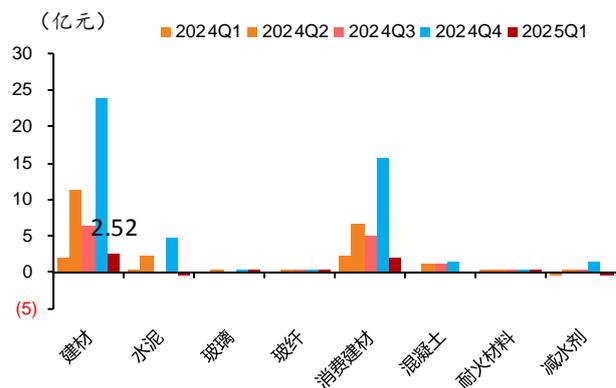
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业信用减值损失



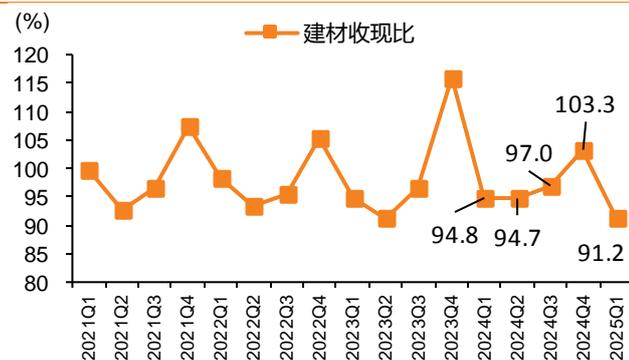
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 6：2024Q1-2025Q1 建材各板块信用减值损失



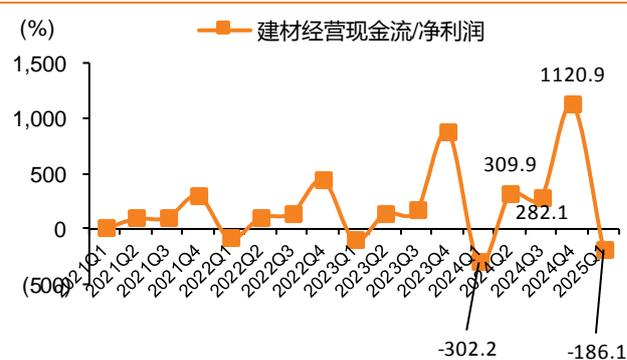
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业收现比 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

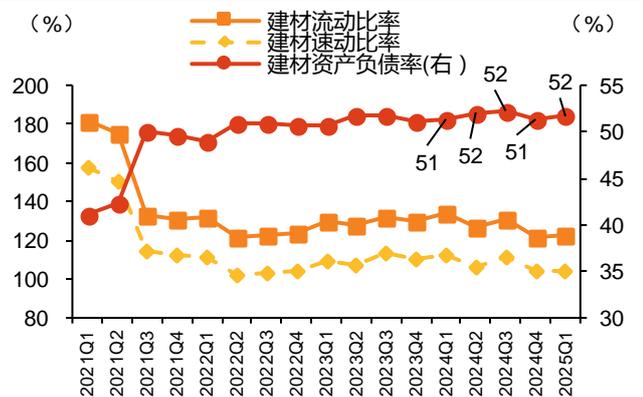
图 8：2021Q1-2025Q1 单季度建材行业经营性现金流/归母净利润



资料来源：Wind、天风证券研究所

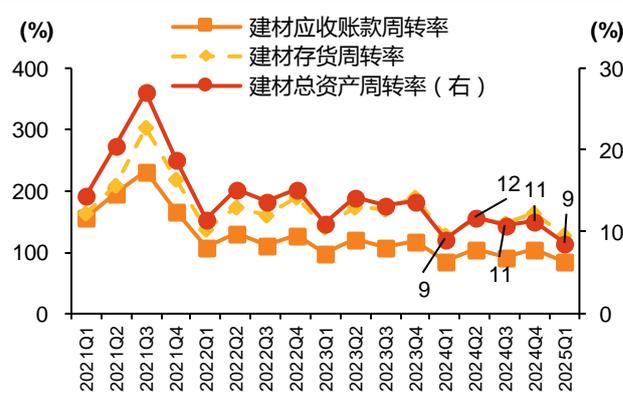
24 年行业负债率小幅上升,短期偿债能力环比略有改善。2024 年底行业流动比率为 121.6%,较 23 年末下降 8.0pct, 2025Q1 行业流动比率为 122.7%, 较 24 年末提升 1.1pct, 短期偿债能力环比略有改善。2024 年底行业资产负债率为 51.3%, 同比小幅提升 0.2pct, 2025Q1 行业资产负债率 51.7%, 较 24 年末环比提升 0.3pct。

图 9: 2021Q1-2025Q1 单季度建材行业负债情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

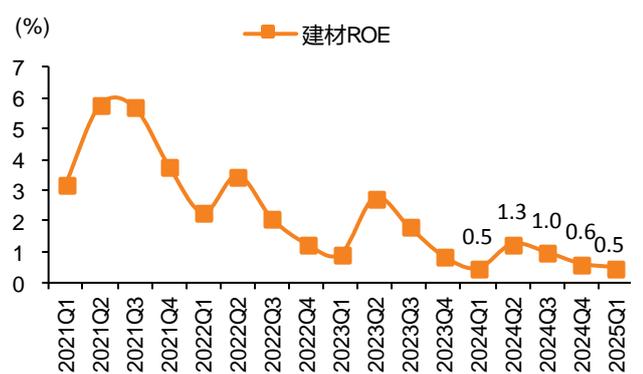
图 10: 2021Q1-2025Q1 单季度建材行业资产周转情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

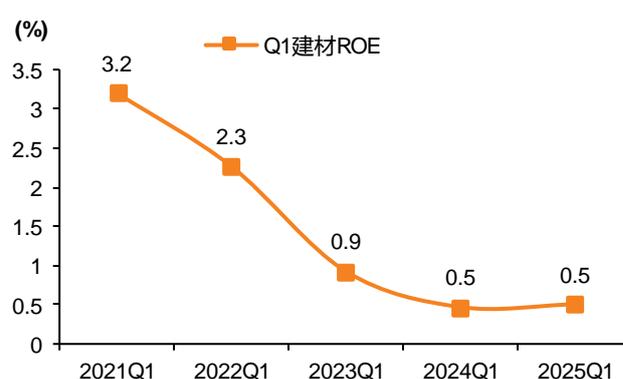
2024 年行业 ROE 持续下降,25Q1 同比提升。2024 年建材行业 ROE 为 3.3%,同比-3.0pct, 25Q1ROE 为 0.5%, 同比+0.03pct, 自 21 年来首次开启向上趋势。由于一季度一般是行业淡季, 资产周转率、盈利情况均低于正常水平, 我们预计 Q2 起 ROE 将进一步恢复。

图 11: 2021Q1-2025Q1 单季度建材行业 ROE



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 12: 2021-2025 年一季度建材行业 ROE

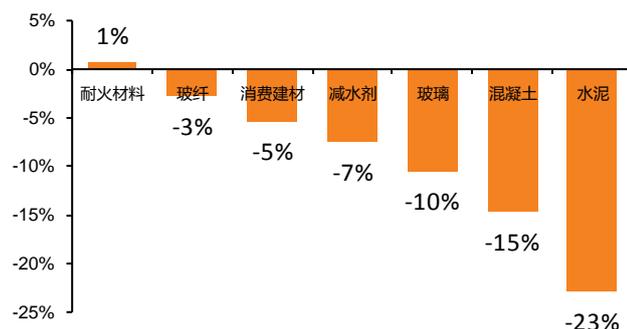


资料来源: Wind、天风证券研究所

1.2. 建材子板块：24 年业绩普遍下滑，25Q1 玻纤/水泥/耐材利润正增

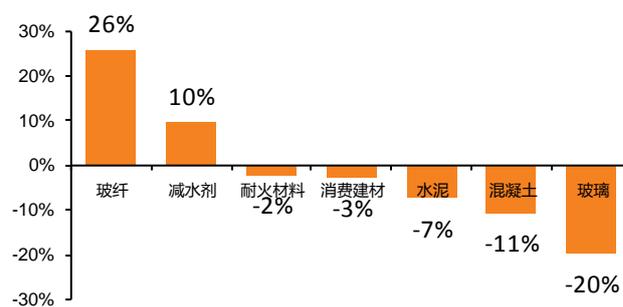
24 年除耐材外均负增长，25Q1 玻纤/减水剂实现两位数增长。收入端来看，2024 年除耐火材料同比微增 1%外，其余子行业收入均同比下降，玻纤/消费建材/减水剂/玻璃/混凝土/水泥收入同比分别-3%/-5%/-7%/-10%/-15%/-23%。25Q1 来看，玻纤/减水剂表现较好，收入同比分别 +26%/+10%，耐火材料/消费建材/水泥/混凝土/玻璃同比分别-2%/-3%/-7%/-11%/-20%。

图 13：2024 年建材各板块收入同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

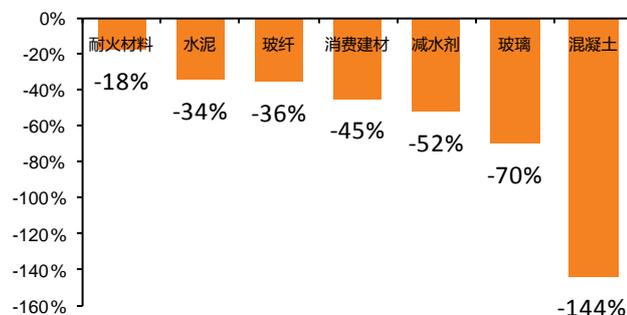
图 14：2025 年一季度建材各板块收入同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

24 年全部子板块归母净利润负增长，25Q1 玻纤/水泥/耐材同比正增。利润端来看，2024 年建材全部子行业均为负增长，耐火材料/水泥/玻纤/消费建材/减水剂/玻璃归母净利润同比分别-18%/-34%/-36%/-45%/-52%/-70%，混凝土同比增亏。25Q1 玻纤/耐火材料正增长，归母净利润同比分别+124%/+2%，水泥板块同比减亏，消费建材/减水剂/玻璃利润同比分别-13%/-16%/-58%，混凝土板块同比减亏。

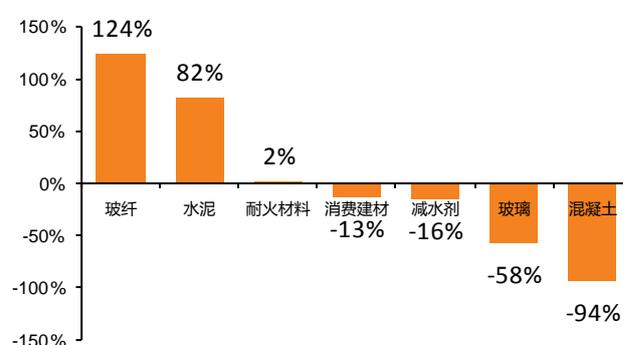
图 15：2024 年建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：混凝土板块同比增亏

图 16：2025 年一季度建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

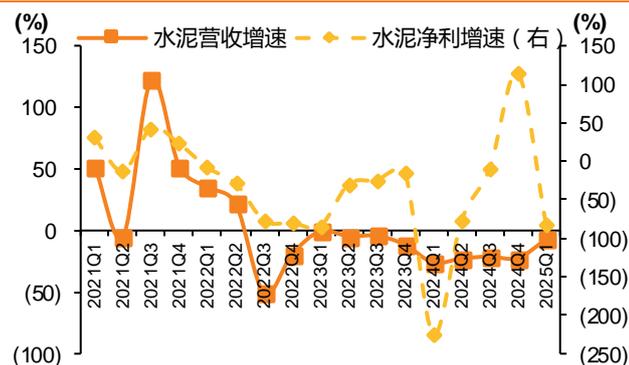
注：混凝土板块同比增亏，水泥板块同比减亏

2. 主要子板块业绩分析

2.1. 水泥：24 年需求仍弱势运行，25Q1 毛利率同比显著提升

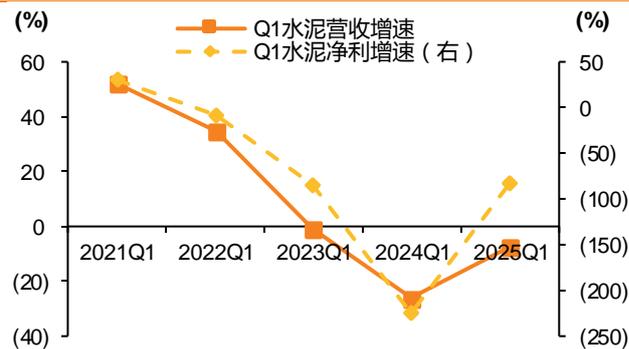
我们跟踪的 11 家水泥公司(冀东水泥、上峰水泥、万年青、天山股份、塔牌集团、青松建化、宁夏建材、海螺水泥、西藏天路、华新水泥、福建水泥)，2024 年合计实现收入 2711 亿元，Yoy-22.9%，实现归母净利润 100 亿元，Yoy-34.4%；2025Q1 合计实现收入 500 亿元，Yoy-7.4%，实现归母净利润-2.5 亿元，同比减亏。24 年水泥行业 ROE 为 2.7%，同比下滑 1.4pct，25 年一季度 ROE 同比+0.3pct 达 -0.1%。

图 17：2021Q1-2025Q1 单季度水泥营收及归母净利润增速



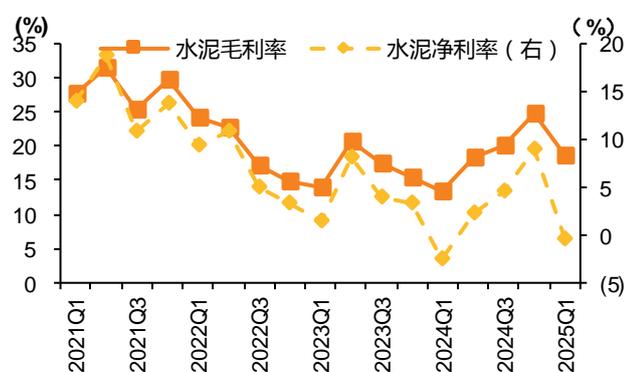
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 18：2021Q1-2025Q1 水泥一季度单季营收及归母净利润增速



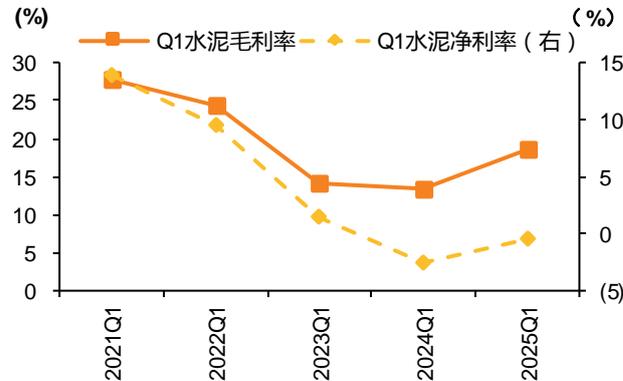
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：2021Q1-2025Q1 单季度水泥行业毛利率及净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

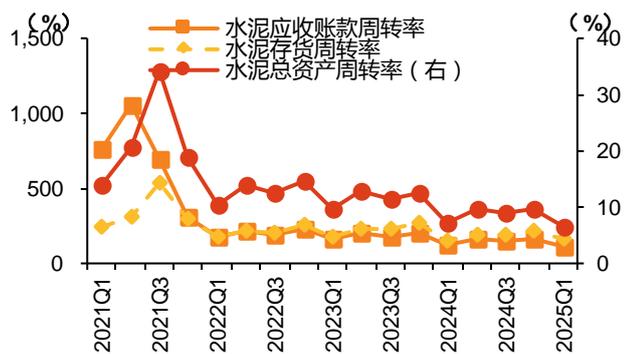
图 20：2021Q1-2025Q1 水泥行业一季度单季毛利率及净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

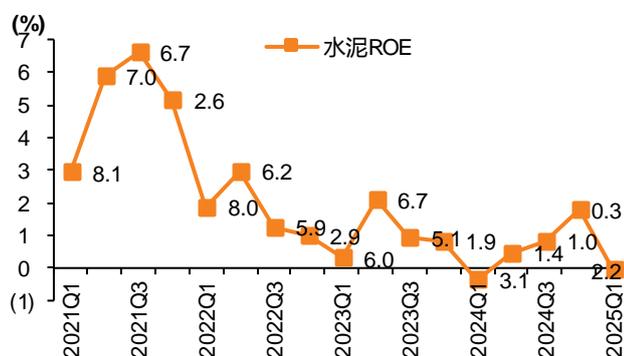
图 21：2021Q1-2025Q1 单季度水泥行业营运能力

图 22：2021Q1-2025Q1 水泥行业一季度单季营运能力



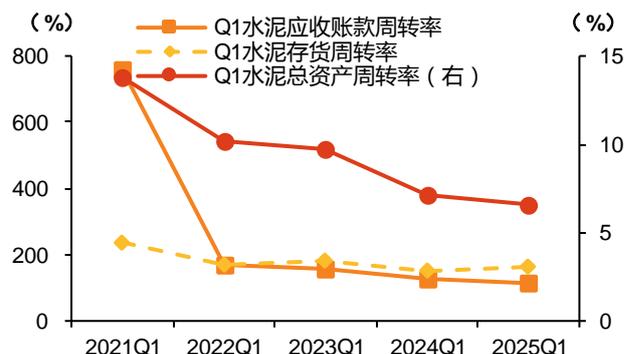
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 23: 2021Q1-2025Q1 单季度水泥行业 ROE



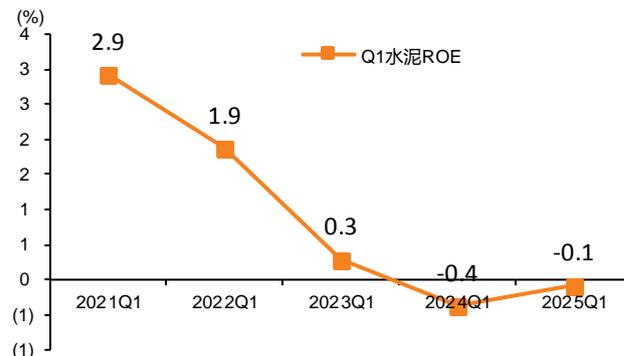
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 25: 分年度全国水泥发货率



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 24: 2021-2025 年一季度水泥行业 ROE

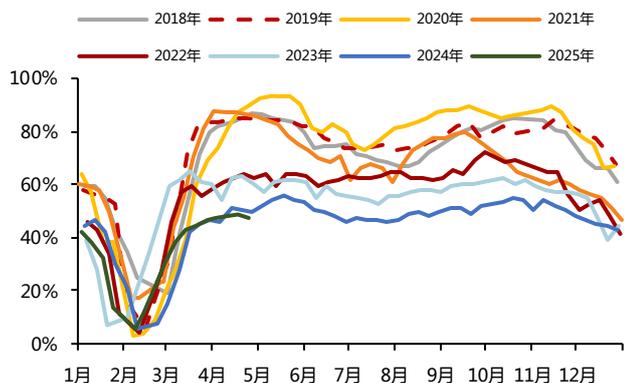


资料来源: Wind、天风证券研究所

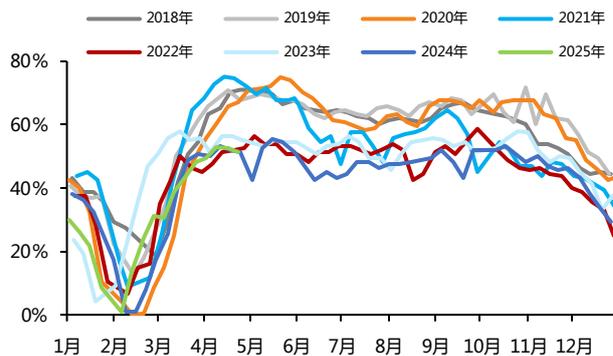
图 26: 分年度全国水泥磨机开工率

2024 年受地产投资下行、基建端公路以及市政投资下降等影响，水泥需求延续去年下滑态势，供需矛盾持续加剧，水泥价格重心继续下移。一季度下游复工情况较差，价格一路走低。进入二季度后旺季不旺，但行业自救意识增强，加大自律和错峰力度，水泥价格企稳反弹。三季度淡季更淡，市场再次转弱。四季度错峰力度有增不减，水泥价格延续涨势。水泥产量创下 2010 年以来新低，量价齐跌下行业利润大幅下滑。展望 2025 年，我们认为，在地产尚未回稳、基建拖动有限背景下，水泥需求或仍将继续下降，但行业“反内卷”意识持续增强，加之当前开端较好，预计水泥均价有回升，行业利润有望修复。

25 年 1-3 月水泥产量 3.31 亿吨，同比下滑 1.4%，其中 3 月单月水泥产量 1.58 亿吨，同比提升 2.5%。需求来看，1-3 月水泥出货率均值 31%，同比下滑 1pct。四月底降雨天气减少，国内水泥市场需求略有提升，全国重点地区水泥企业出货率为 49.5%，环比提升约 2 个百分点。价格方面，由于市场需求表现偏弱，以及部分地区企业增加销量心态加重，导致价格持续回落。考虑到核心地区企业仍在积极沟通错峰生产事宜，预计后期价格将呈弱势震荡态势。

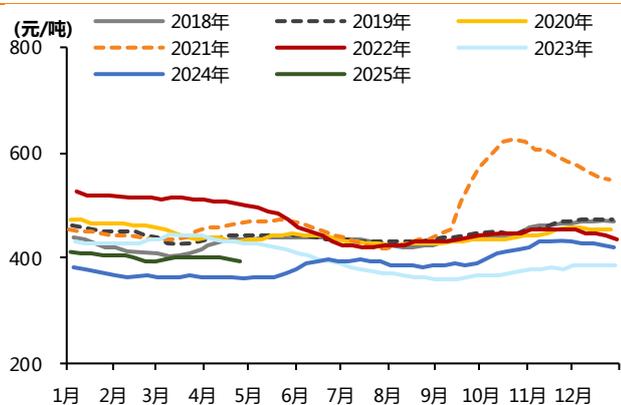


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所



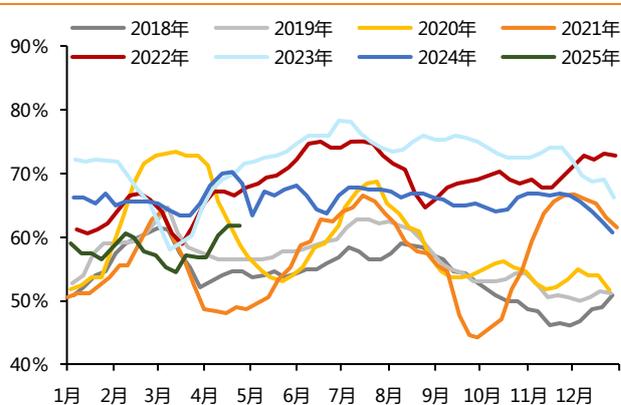
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 27：分年度全国重点城市水泥价格



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 28：分年度全国水泥库存比

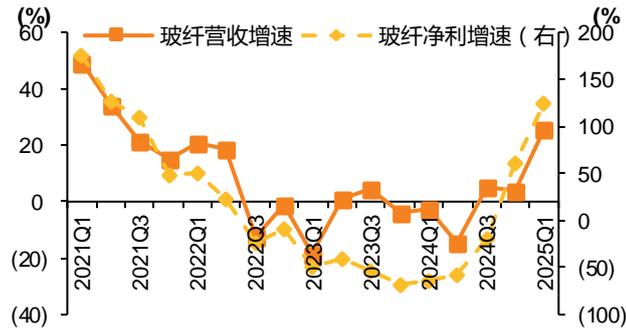


资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

2.1. 玻纤：24Q3 以来业绩逐渐修复，25Q1 利润翻倍增长

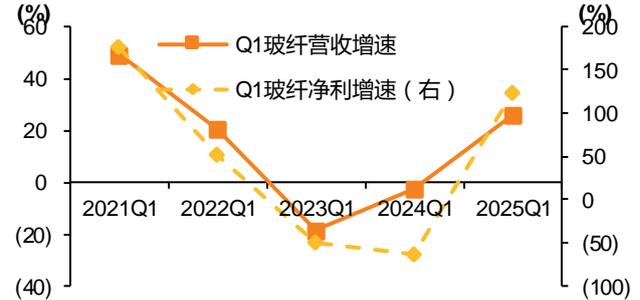
我们跟踪的 7 家玻纤行业公司（中国巨石、中材科技、正威新材、长海股份、再升科技、山东玻纤、宏和科技），2024 年实现收入 482 亿元，Yoy-2.8%，实现归母净利润 36.6 亿元，Yoy-35.7%。2025Q1 实现收入 122 亿元，Yoy+25.8%，实现归母净利润 12.6 亿元，Yoy+123.6%。2024 年玻纤行业 ROE 同比-3.7pct 至 6.1%，25 年一季度 ROE 同比+1.1pct 达 2.1%。

图 29：2021Q1-2025Q1 单季度玻纤行业营收及归母净利润增速



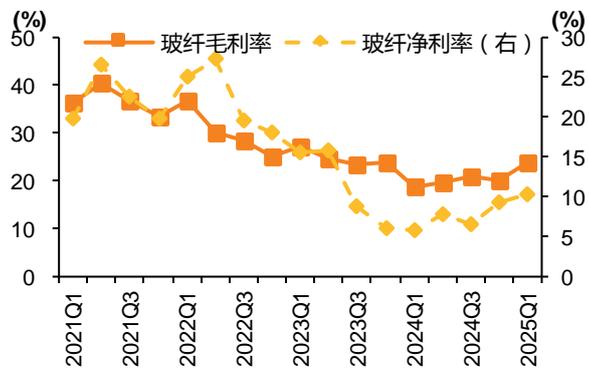
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 30：2021Q1-2025Q1 玻纤行业一季度营收及归母净利润增速



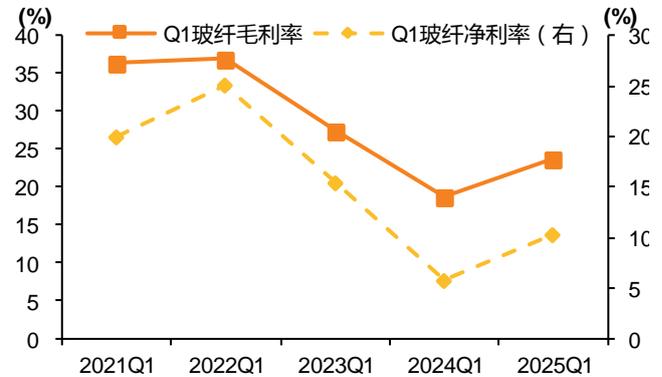
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 31：2021Q1-2025Q1 单季度玻纤行业毛利率及净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

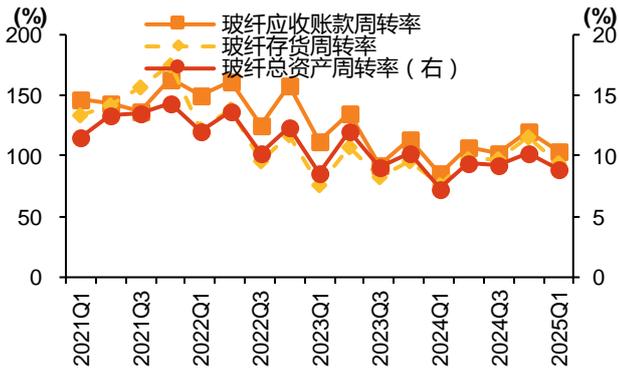
图 32：2021Q1-2025Q1 玻纤行业一季度单季毛利率及净利率



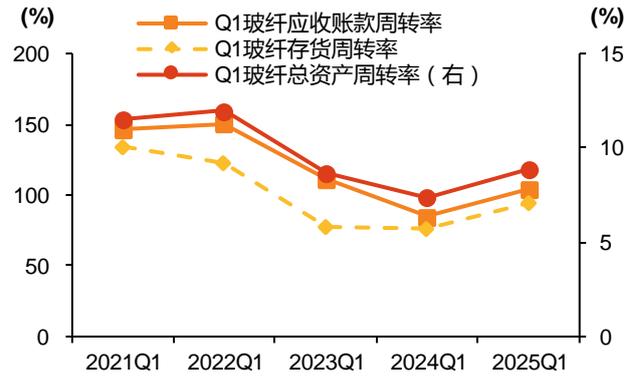
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 33：2021Q1-2025Q1 单季度玻纤行业营运能力

图 34：2021Q1-2025Q1 玻纤行业一季度单季营运能力

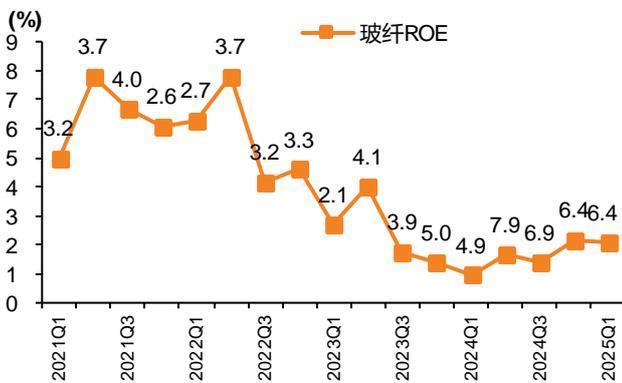


资料来源: Wind、天风证券研究所



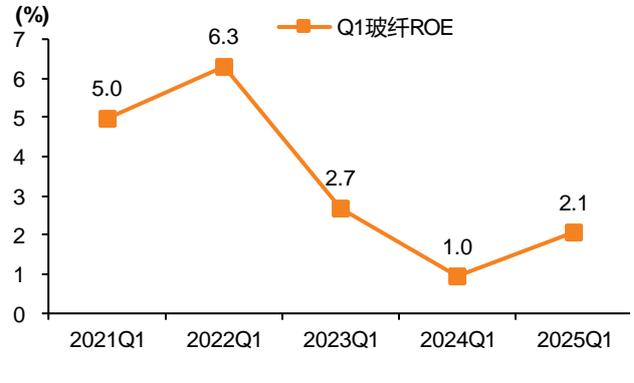
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 35: 2021Q1-2025Q1 单季度玻纤行业 ROE



资料来源: Wind、天风证券研究所

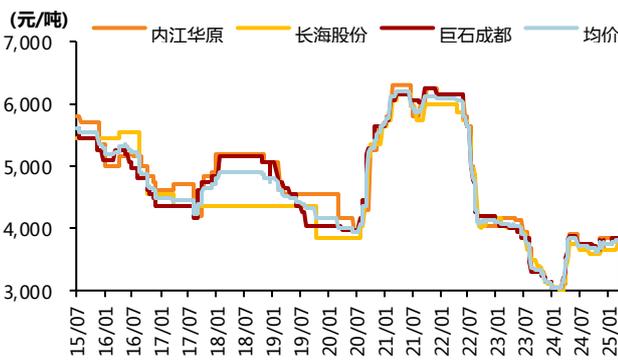
图 36: 2021-2025 年一季度玻纤行业 ROE



资料来源: Wind、天风证券研究所

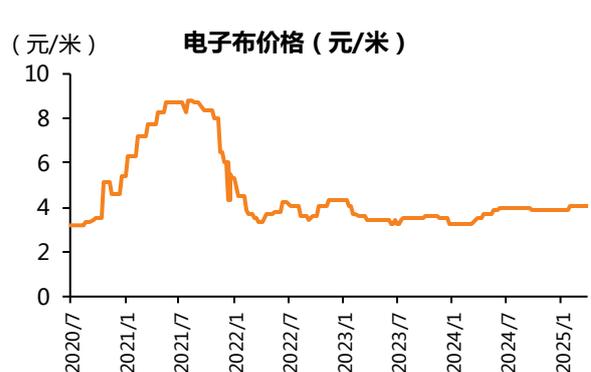
24 年至今传统市场需求稳定, 新兴市场逐步成长。2024 年我国玻璃纤维纱总产量 756 万吨, 同比增长 4.6%, 连续两年低速增长。行业正从“内卷式”恶性竞争中走出, 24 年有 9 条玻璃纤维池窑生产线实施关停或冷修停产, 同期有 10 条玻璃纤维池窑新建或冷修项目建成投产。全行业深度实施产能调控和产品结构优化, 行业整体在产产能规模保持温和增长的同时, 单位产品综合能耗、碳足迹水平等整体持续下降, 主流产品种类也日趋多元化。截止到 2024 年 12 月底, 国内玻璃纤维池窑在产总产能约为 735 万吨。出口来看, 24 年全年, 我国玻璃纤维及制品累计出口量为 202.23 万吨, 同比上升 12.56%, 25Q1 玻纤及制品累计出口 51.1 万吨, 同比-3%。

图 37: 2400tex 缠绕直接纱价格



资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

图 38: 电子布价格



资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

24年粗纱新点火/复产生产线较多，25年或有所减少，电子纱相对稳定。粗纱方面，我们统计24年粗纱新点火/冷修复产产线共10条，产能合计117万吨，同比增长121%，其中下半年新增表观产能76.4万吨，同时行业共4条生产线开启冷修，合计产能20万吨，按实际投产时点计算，24年实际产能供给冲击约40.6万吨，相较23年有所减弱。25年来看，我们预计新投产产能相较24年或有所下降。电子纱方面，24年行业共3条电子纱产线复产，没有新建生产线，合计产能14.8万吨，同时有2条生产线于当年冷修，合计产能8万吨，25年预计有一条新建生产线存点火预期，产能8.5万吨，电子纱供给冲击相对较低。

表 1：24年和25年玻纤新点火产线情况

企业	产线	年产能(万吨)	产品	点火日期	当年产能冲击(万吨)	次年产能冲击(万吨)
2024年						
山东玻纤	沂水6线	3.00	超高模	24年1月16日点火	2.50	0.50
山东玻纤	沂水7线	15.00	高模量玻纤	24年1月16日点火	12.50	2.50
邢台金牛	5线	15.00	无碱玻纤粗纱	24年9月20日点火	2.50	12.50
长海股份	4线	15.00	合股纱	24年8月底点火	5.00	10.00
中国巨石	淮安1线	10.00	高性能无碱粗纱	24年5月点火	5.00	5.00
中国巨石	淮安2线	10.00	高性能无碱粗纱	24年7月26日点火	2.50	7.50
内蒙古天皓玻纤	呼和浩特1线	12.00	ECR玻纤	24年3月26日点火	7.00	5.00
重庆国际	F10	12.00	无碱粗纱	2024年10月31日点火复产	0.00	12.00
长海股份	1线	8.00	无碱粗纱(高模)	2024年10月29日点火复产	0.00	8.00
山东玻纤	沂水4线	17.00	ECER玻纤	2024年11月24日点火复产	0.00	15.58
小计		117.00			37.00	78.6
2025年						
中国巨石	九江5线(一窑两线)	10.00	无碱粗纱	25年2月7日点火	7.50	2.50
泰山玻纤	山西1线	15.00	无碱粗纱	25年2月15日点火	11.25	3.75
山东玻纤	格赛博1线	8.00	无碱粗纱(热塑)	2025年3月15日点火	5.33	2.67
内蒙古天皓玻纤	呼和浩特2线	15.00	无碱粗纱(缠绕+合股)	25年4月点火	10.00	5.00
中国巨石	九江5线(一窑两线)	10.00	无碱粗纱	预计25年点火		
泰山玻纤	山西2线	15.00	无碱粗纱	25Q1已动工，初步计划25年年底点火		
邢台金牛	邢台6线	15.00	无碱粗纱	筹建，25年或存点火可能		
小计		88.00			34.08	13.92

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

表 2：24年和25年玻纤新冷修/停产产线情况

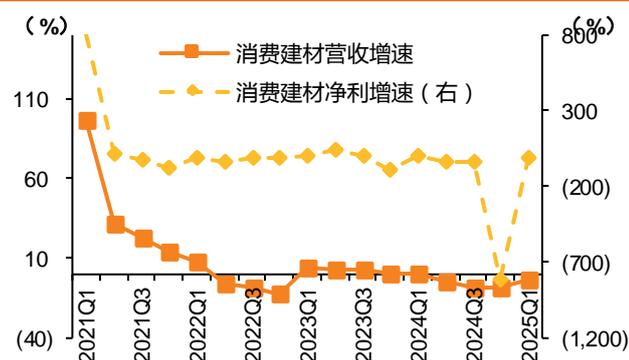
企业	产线	年产能 (万吨)	产品	冷修/停产日期	当年产能冲击 (万吨)	次年产能冲击 (万吨)
2024 年						
山东玻纤	沂水 4 线	6.00	无碱粗纱	24 年 2 月冷修	-5.50	-0.50
长海股份	常州 1 线	3.00	无碱粗纱	23 年年底冷修	-3.00	0.00
邢台金牛	老厂 2 线	4.00	无碱粗纱	24 年 4 月 7 日冷修	-3.00	-1.00
长海股份	常州 2 线	7.00	无碱粗纱	24 年 10 月 12 日冷修	-1.75	-5.25
山东玻纤	沂水 1 线	5.00	无碱粗纱	24 年 12 月 10 日冷修	-0.42	-4.58
小计		25.00			-13.67	-11.33
2025 年						
中国巨石	桐乡 3 线	12.00	无碱粗纱	25 年 1 月 3 日冷修	-12.00	0.00
山东玻纤	格赛博 1 线	8.00	无碱粗纱	24 年年底	-8.00	0.00
小计		20.00			-20.00	0.00

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2.2. 消费建材：石膏板仍一枝独秀，涂料边际好转

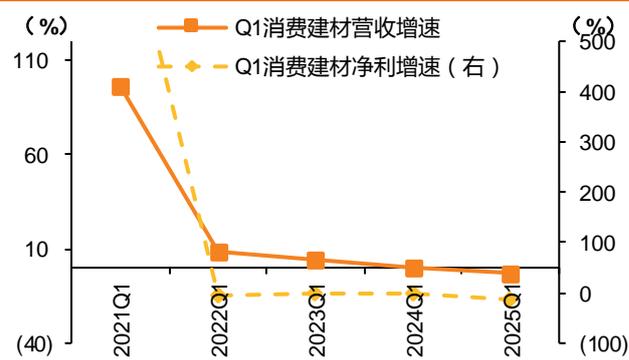
我们跟踪的 19 家消费建材上市公司（北新建材、凯伦股份、东方雨虹、科顺股份、三棵树、亚士创能、惠达卫浴、帝欧家居、东鹏控股、科达制造、蒙娜丽莎、伟星新材、公元股份、东宏股份、雄塑科技、兔宝宝、华利股份、友邦吊顶、坚朗五金）2024 年总计实现收入 1410 亿元，Yoy-5.3%，实现归母净利润 60.8 亿元，Yoy-44.8%。2025Q1 实现收入 285 亿元，Yoy-2.8%，实现归母净利润 15.1 亿元，Yoy-13.4%。2024 年消费建材行业 ROE 同比-4.3pct 至 5.2%，25 年一季度 ROE 同比-0.15pct 达 1.3%。

图 39：2021Q1-2025Q1 单季度消费建材营收及归母净利润增速



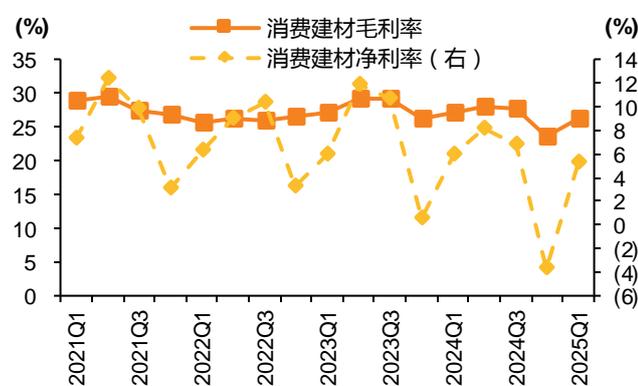
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：2021Q1-2025Q1 消费建材一季度营收及归母净利润增速



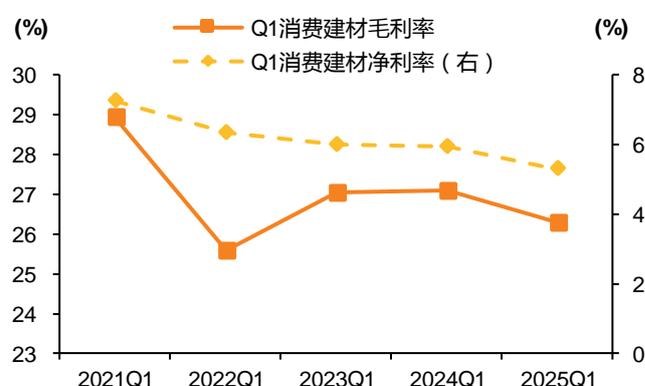
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：2021Q1-2025Q1 单季度消费建材行业毛利率及净利率



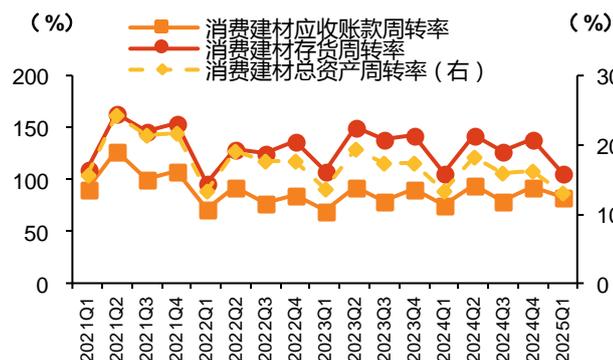
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：2021Q1-2025Q1 消费建材行业一季度单季毛利率及净利率



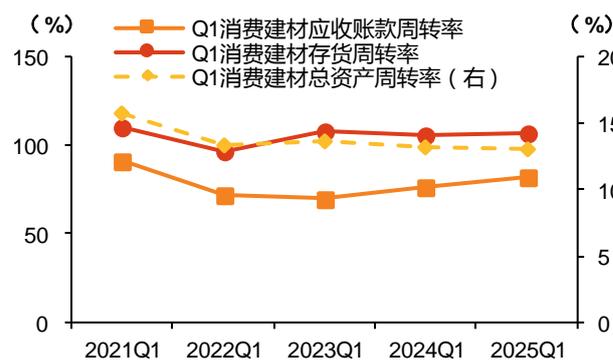
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：2021Q1-2025Q1 单季度消费建材行业营运能力



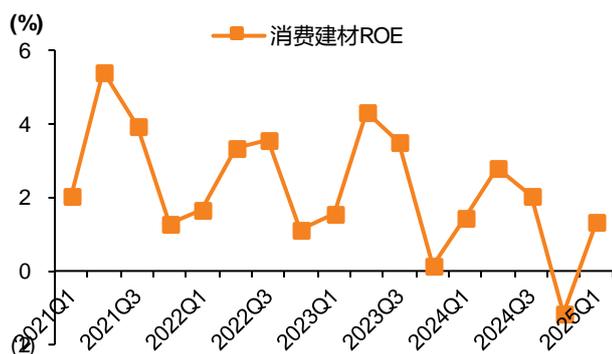
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：2021Q1-2025Q1 消费建材行业一季度单季营运能力



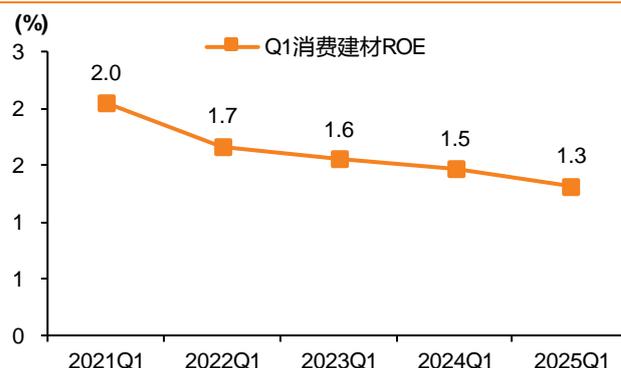
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：2021Q1-2025Q1 单季度消费建材行业 ROE



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：2021-2025 年一季度消费建材行业 ROE



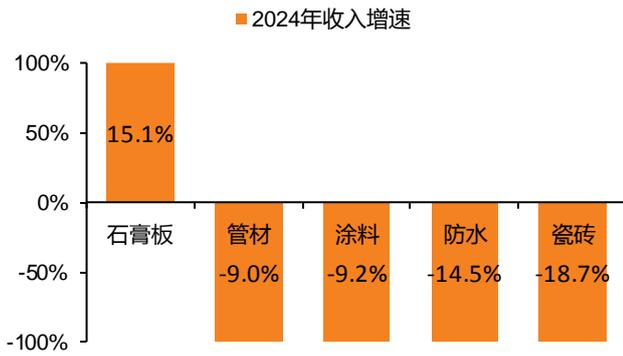
资料来源：Wind，天风证券研究所

我们对消费建材行业进一步细分，选择五个代表性行业进行分析：石膏板（北新建材）、防水（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）、涂料（三棵树、亚士创能）、瓷砖&卫浴（蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居、科达制造、惠达卫浴）、管材（公元股份、伟星新材、雄塑科技、东宏股份）。

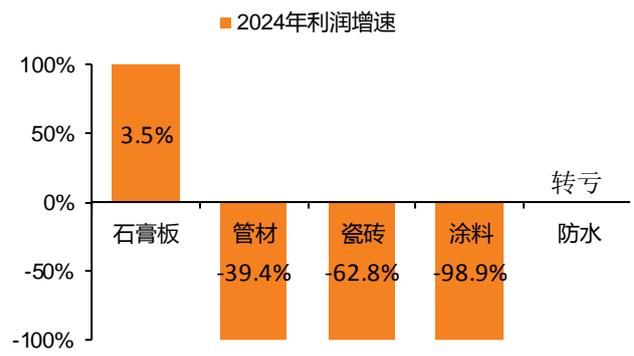
- 石膏板**：石膏板板块 24 年收入/归母净利润同比+15%/+3%，25Q1 收入/归母净利润同比+5%/+2%，我们测算北新建材销量 21.71 亿平，同比基本持平，测算单平价格约 6.04 元，同比下降 5%，但受益于成本有所下降，测算单平毛利 2.32 元，同比仅下降 0.12 元，我们预计公司市场份额或继续夯实。
- 防水**：防水板块 24 年收入/归母净利润同比-14%/转亏，25Q1 收入/归母净利润同比-15%/-41%。龙头雨虹进一步整合零售板块，将“雨虹到家服务”与民建集团“安心服务”进行整合，提升零售服务能力，24 年零售、工渠、直销分别实现收入 102、134、43 亿，同比+9.92%、+6.74%、-58.75%。
- 涂料**：涂料板块 24 年收入/归母净利润同比-9%/-99%，25Q1 收入/归母净利润同比-5%/扭亏。龙头三棵树 24 年家装墙面漆/工程墙面漆收入 29.67/40.84 亿元，同比分别+12.75%/-12.65%，销量分别达 48.95/115.93 万吨，同比分别+12.65%/-2.17%，预计美丽乡村/马上住/艺术漆三大业态增势较强，未来零售端仍具备较强增长动能。
- 瓷砖**：瓷砖板块 24 年收入/归母净利润同比-19%/-63%，25Q1 收入/归母净利润同比-9%/增亏。瓷砖行业需求整体偏弱，龙头蒙娜丽莎渠道结构仍在持续优化，工程业务规模压降后应收账款减值风险有望进一步收窄，盈利能力及现金流仍有改善空间。
- 管材**：管材板块 24 年收入/归母净利润同比-9%/-39%，25Q1 收入/归母净利润同比-10%/-42%。25Q1 全国管材原材料 PVC、HDPE、PPR 均价分别为 5331、8514、8367 元/吨，同比分别-9%、-0.7%、-5.07%；进入二季度以来，PVC、HDPE、PPR 价格同比分别-12.8%、-2.19%、-5.67%。

图 47：2024 年消费建材部分细分行业收入增速

图 48：2024 年消费建材部分细分行业净利润增速

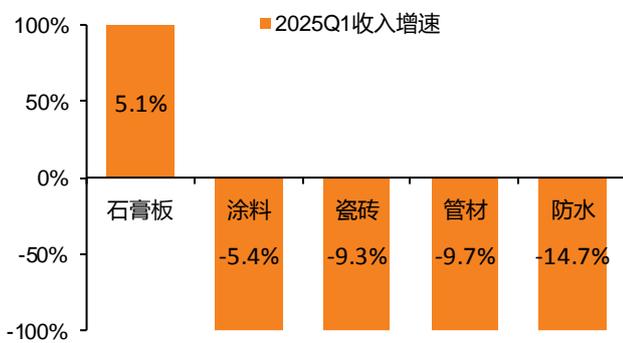


资料来源：Wind，天风证券研究所



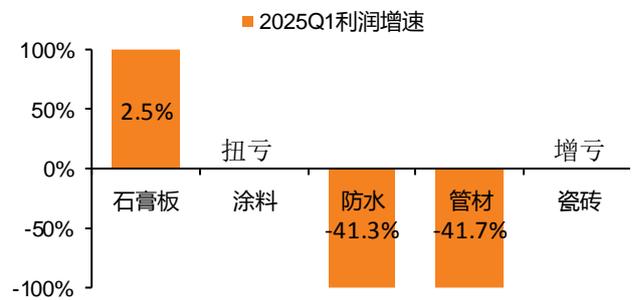
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：2025Q1 消费建材部分细分行业收入增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：2025Q1 消费建材部分细分行业净利润增速



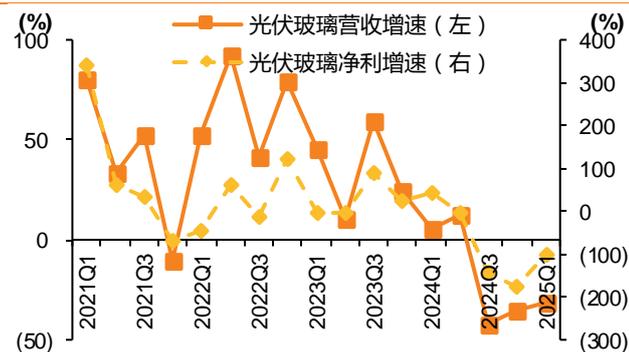
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 玻璃：盈利高位回落，成本压力已有所缓解

2.3.1. 光伏玻璃：24H2 净利率转负，25Q1 利润转亏

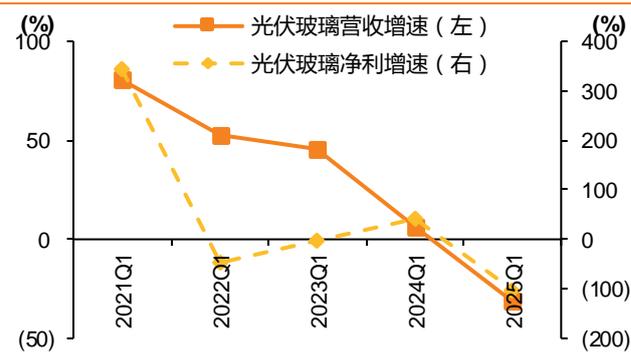
我们跟踪的 3 家光伏玻璃行业上市公司（福莱特、凯盛新能、亚玛顿），2024 年总计实现收入 261.7 亿元，Yoy-17.6%，实现归母净利润 2.7 亿元，Yoy-91.7%；2025Q1 实现收入 55.3 亿元，Yoy-31.3%，实现归母净利润-0.1 亿元，同比转亏。24 年光伏玻璃行业 ROE 同比下降 11.6pct 至 0.9%，25Q1 同比-2.6pct 至-0.05%。

图 51：2021Q1-2025Q1 单季度光伏玻璃营收及归母净利润增速



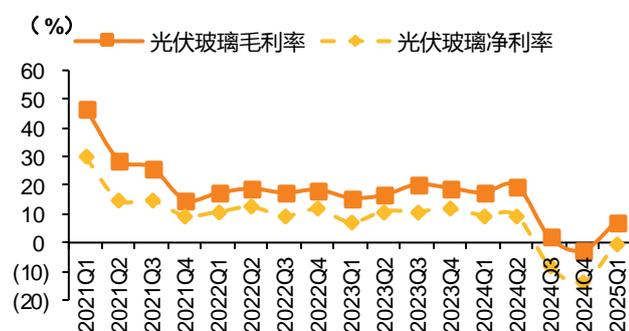
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 52：2021Q1-2025Q1 光伏玻璃一季度营收及归母净利润增速



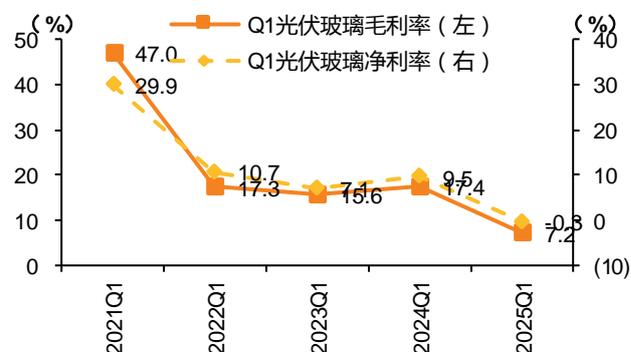
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 53：2021Q1-2025Q1 单季度光伏玻璃行业毛利率及净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 54：2021Q1-2025Q1 光伏玻璃行业一季度单季毛利率及净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 55：2021Q1-2025Q1 单季度光伏玻璃行业营运能力

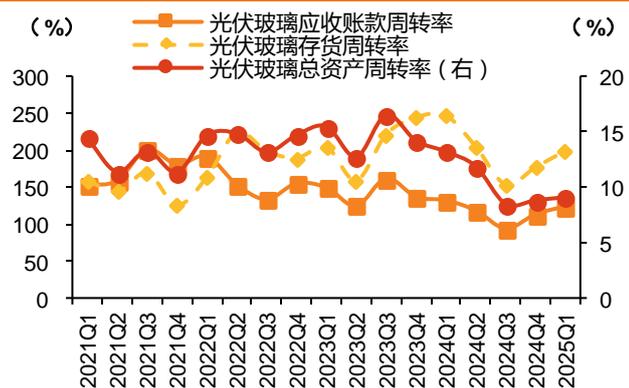
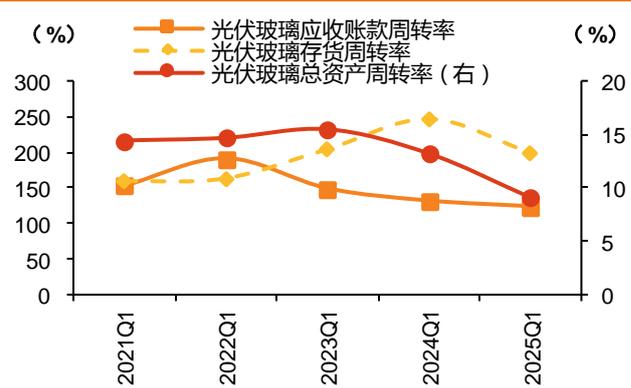


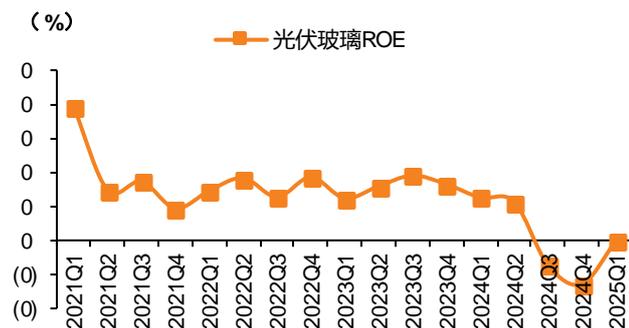
图 56：2021Q1-2025Q1 光伏玻璃行业一季度单季营运能力



资料来源：Wind、天风证券研究所

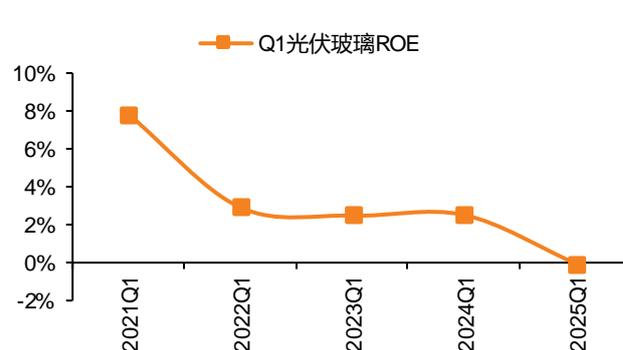
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 57：2021Q1-2025Q1 单季度光伏玻璃行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

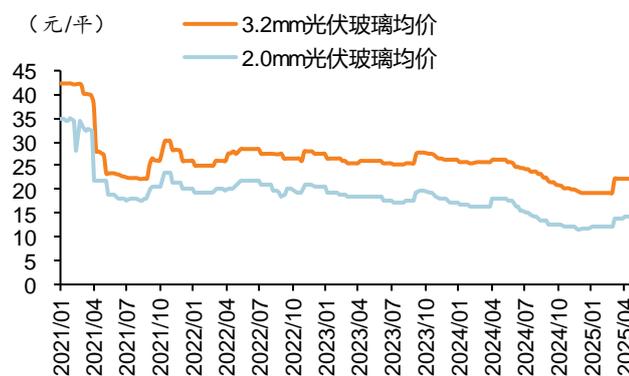
图 58：2021-2025 年一季度光伏玻璃行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

需求增长不及供给冲击，24Q4 光伏玻璃价格创新低。近五年中国光伏玻璃市场供需格局演变，由供不应求转为供过于求。随着新产能快速补入，供应呈现连续增加趋势。虽需求亦有增长，但增幅有限。年内组件厂家排产低于预期，加之玻璃厂家库存较高，价格呈现连续下降趋势，2024 年四季度光伏玻璃价格创历史新低。从季度来看，一季度初期国内地面电站项目尚未启动，海外订单量零星，价格呈现下降趋势。2-3 月份组件厂家排产偏低，库存持续增加，价格低位运行。一季度 2.0mm 镀膜玻璃均价为 16.46 元/平方米。节后随着需求缓慢好转，组件厂家排产提升，加之预期良好，价格上涨。而鉴于在产产能偏高，加之部分项目推进进度一般，随之库存转为增长趋势，5 月起，价格进入下行通道。二季度 2.0mm 镀膜玻璃均价为 17.50 元/平方米，为年内价格高点。三季度来看，随着前期点火产线陆续达产，供应量持续增加。而需求不及预期，厂家库存连续增加，部分压力明显。个别企业积极让利出货，成交重心继续松动。三季度 2.0mm 镀膜玻璃均价为 13.63 元/平方米。进入四季度，终端电站项目抢装不明显。组件厂家按需采购为主，加之组件价格亦呈现下降趋势，增加厂家压价心理。较高库存下，Q4 价格承压连续下滑，降至年底低点。

图 59：21 年至今光伏玻璃均价



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 60：2021Q1-2024Q4 分季度光伏新增装机



资料来源：wind，天风证券研究所

预计 2025 年光伏玻璃市场价格窄幅震荡。当前行业仍有较多在建产线，预计上半年价格持续低位运行，下半年或有小幅上涨空间。2026-2027 年，新产能补入节奏明显放缓，较

低利润下，部分在建产线进度放缓，筹建产线暂时搁置，供应增量有限。其中在产产能部分来看，鉴于长期低利润，甚至亏损，部分企业抗风险能力一般，产能陆续退出。从终端环节来看，近年来随着技术更新，组件功率持续提升，单位面积玻璃需求量减少。综合来看，需求虽放量有限，但整体仍呈现逐渐增加趋势。未来价格走势来看，供应充足背景下，预计价格难以出现持续性明显上涨，但随着供需关系缓慢修复，价格或有望逐步缓慢上涨。

表 3：当前在建（25 年可能点火）光伏玻璃产线

集团公司	企业名称	窑炉（座）	日熔量（吨/日）	预计点火时间	目前状态
信义	安徽信义光伏玻璃有限公司	一窑四线	2*1000	2025 年	2022 年上半年动工，计划 2023 年下半年起陆续点火。
	信义光伏(曲靖)有限公司	一窑四线	2*1200	2025 年	2021 年 12 月 13 日，信义与麒麟区签订合作协议，信义多晶硅、光伏组件盖板、优质浮法玻璃生产项目落户曲靖。2022 年 10 月左右硅料部分动工。筹办阶段。2025 年一季度报公示项目暂停。
福莱特	安徽福莱特玻璃集团股份有限公司	一窑六线	2*1200	2025 年	四期项目已动工，原计划 2023 年三季度后陆续点火，延期至 2024 年。第二座窑炉 2024 年 5 月 30 日点火。其他 2*1200 计划二三季度投产，延期。
	福莱特(南通)光伏玻璃有限公司	一窑六线	4*1200	2025 年	一期包含四座日熔量为 1200 吨的原片生产线及配套加工生产线，一期项目预计点火时间为 2023 年，于 2022 年 11 月 17 日动工，延期至 2024 年。目前工程前段。
中建材	中建材(洛阳)新能源有限公司	一窑六线	1200	2025 年	一期 2*1200t/d 已动工，计划 2024 年 4 月和 9 月投产。第一个窑炉 2024 年 4 月 30 日投产。第二个窑炉 9 月底可具备点火条件。二期工程为 4*1200t/d，目前二期尚未动工。
	凯盛(漳州)新能源有限公司	一窑五线	1200	2025 年 12 月	建设中，预计 2025 年投产
	凯盛(自贡)新能源有限公司	一窑六线	2*1200	2025 年 11 月份	2024 年动工，项目建设中。
南玻集团	广西南玻新能源材料科技有限公司	一窑五线	2*1200	2025 年 -2026 年	二期 2*1200t/d 计划 2026 年 3 月投产，目前筹建状态。
唐山飞远	河北唐山飞远科技有限公司	一窑五线	1000	2025 年	2020 年备案，目前在建，投产时间待定。
旗滨	宁波旗滨光伏光电股份有限公司	一窑五线	2*1200	2025 年	项目建设过程中，目前进度一般。点火时间预计在 2025 年上半年。
	马来西亚旗滨	一窑五线	2*1200	2025 年	公司拟建 3 条 1200t/d 生产线，第二条产线计划 2024 年下半年投产。其他建设中。
海螺	凤阳海螺光伏科技有限公司	一窑五线	1200	2025 年	建设中，原计划 2024 年 11 月底投产，延期。
九洲	安徽九洲工业有限公司	一窑五线	3*1200	2025 年 -2026 年	规划合计 4*1200t/d，分两期进行。2022. 11. 28 点火第一条，第二条计划 2024 年 3 月投产，延期，其余两条暂未有实际进度。
长利	广西长利玻璃有限公司	一窑六线	1250	2025 年	2021 年 3 月 30 日项目开工，分三期建设。一期 2 条 1250t/d 盖板薄玻璃生产线和配套深加工线。一期第二条 2024 年动工，预计 2025 年投产。

亿钧	湖北荆州耀能新材料有限公司	一窑五线	2*1300	2025年	三期项目规划 1200*4, 2023 年四季度动工, 两条计划 2024 年 6 月投产, 另外两条计划 2025 年投产。2024 年 6 月窑炉封碇。
		一窑五线	1300	2025年-2026年	
合盛	新疆中部合盛硅业有限公司	一窑五线	1000	2025年	一期 2022 年 6 月开工, 目前第二条 1000t/d 产线接近工程尾端。手续齐全。
		一窑六线	2*1200	2025年-2026年	
弘诺	湖北弘诺玻璃科技有限公司	一窑五线	1100	2025年	2022 年 3 月 22 日项目开工, 建设两条日熔化 1100 吨生产线并配套建设深加工生产线 10 条。第一个窑炉 2024 年 4 月 20 日投产。
德金	广西德金新材料科技有限公司	一窑六线	3*1200	2025年	公示期 2022 年 5 月 17 日-5 月 30 日 (一期) 一期在建, 二期拟建。本项目石英砂为企业自产。建设周期 3 年。一线 2022 年 4 月建设, 于 2024 年 5 月 16 日点火仪式, 2025 年 4 月 8 日点火; 二线 2022 年 4 月开工, 投产时间待定; 3 线及 4 线 2024 年 6 月开工, 计划 2025 年投产。
东方希望	合浦东方希望光伏玻璃有限公司	一窑六线	2*1250	2025年5月	一期 2 条, 已动工, 计划 2023 年 12 月点火, 本项配套自建硅砂基地, 配套光伏玻璃生产
永太	贵州黔玻永太新材料有限公司	一窑六线	2*1800	2025年-2026年	第一条 2023 年 12 月 23 日点火 (二期), 一期为浮法玻璃产能。三期为 2 座 1800 吨/日窑炉, 2024 年 7 月 10 日开工仪式。
国华	国华金泰 (山东) 新材料科技有限公司	一窑五线	3*1200	2025年-2026年	2021 年 12 月 20 日, 签约, 该项目包括 4 条日熔化量 1200t/d 的光伏玻璃原片生产线, 20 条年产 16400 万平太阳能超高压延玻璃深加工生产线, 分两期建设。一期项目 2023 年 2 月动工, 计划分别于 2024 年 9 月和 12 月投产。第一条产线 2024 年 7 月 1 日投产。手续齐全。
赣悦	江西赣悦光伏玻璃有限公司	一窑五线	1200	2025年-2026年	宽线一分三工艺、窄线一分二, 主要生产 2.0mm, 可也生产 1.6mm 薄板, 满足 210 和 182 组件所需宽度, 良品率 86% 以上。计划 2024 年点 1 条 (2023 年 2 月公示)。项目规划 4*1200 吨/日, 还有 3 座是筹建状态。

资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

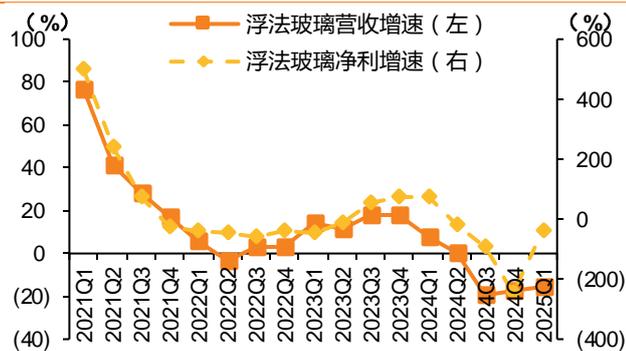
注: 截至 4 月底最新情况

2.3.2. 浮法玻璃: 24 年需求仍下行, 价格持续承压

我们跟踪的 7 家浮法玻璃行业上市公司 (金晶科技、耀皮玻璃、旗滨集团、南玻 A、北玻股份、秀强股份、凯盛科技), 2024 年总计实现收入 464.1 亿元, Yoy-8.1%, 实现归母净利润 11.1 亿元, Yoy-72.6%; 2025Q1 实现收入 98.6 亿元, Yoy-15.8%, 实现归母净利润 6.4 亿元, Yoy-39.7%。24 年浮法玻璃行业 ROE 同比下降 7.5pct 至 2.7%, 25Q1 同比 -1.0pct 至 1.6%。

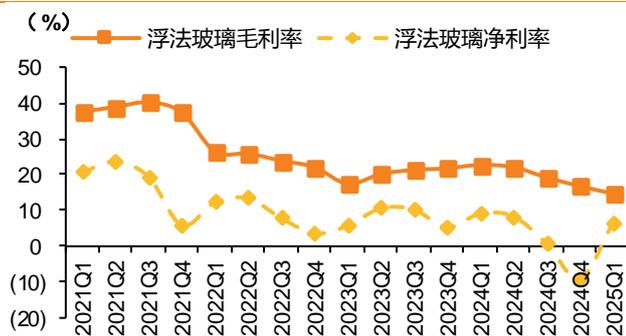
图 61: 2021Q1-2025Q1 单季度浮法玻璃营收及归母净利润增速

图 62: 2021Q1-2025Q1 浮法玻璃一季度营收及归母净利润增速



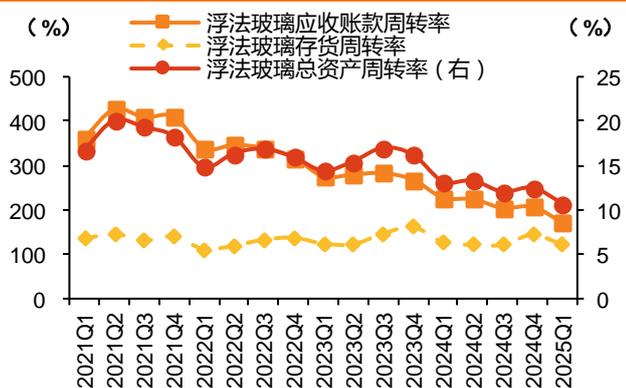
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 63: 2021Q1-2025Q1 单季度浮法玻璃行业毛利率及净利率



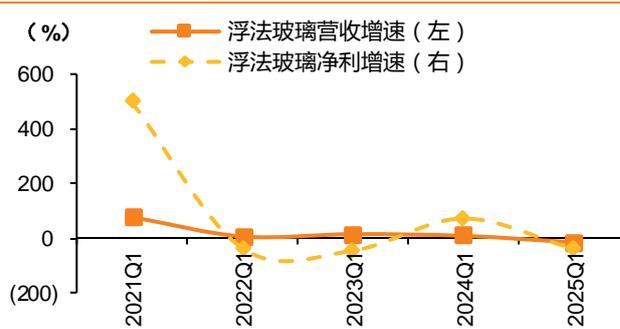
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 65: 2021Q1-2025Q1 单季度浮法玻璃行业营运能力



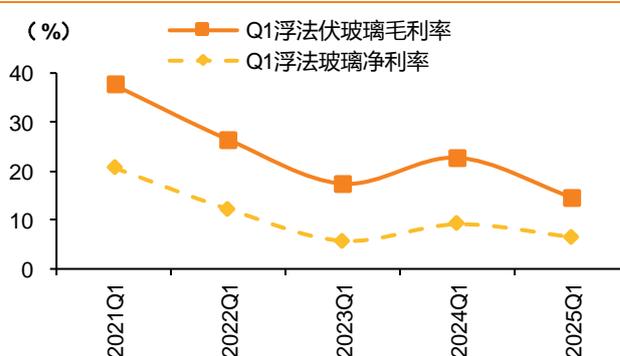
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 67: 2021Q1-2025Q1 单季度浮法玻璃行业 ROE



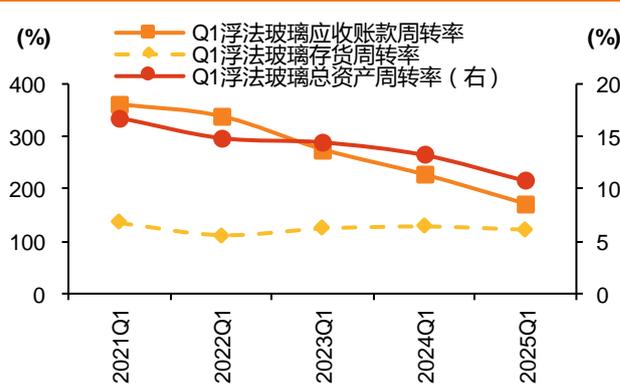
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 64: 2021Q1-2025Q1 浮法玻璃行业一季度单季毛利率及净利率



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 66: 2021Q1-2025Q1 浮法玻璃行业一季度单季营运能力

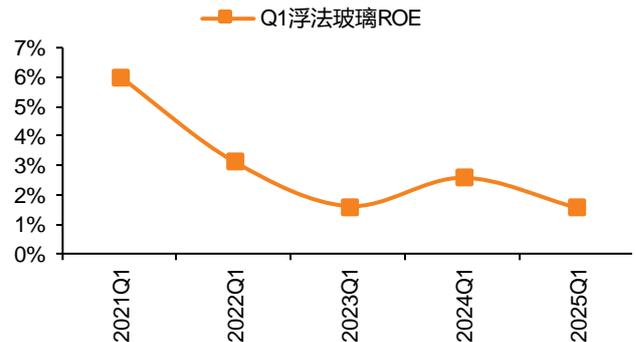


资料来源: Wind、天风证券研究所

图 68: 2021-2025 年一季度浮法玻璃行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

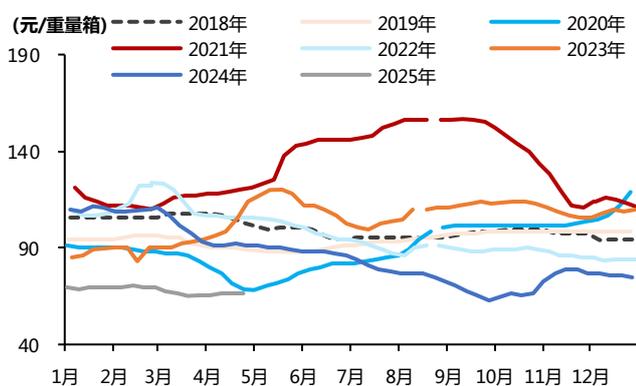


资料来源：Wind、天风证券研究所

2024 年浮法玻璃表观需求同比微幅下降。需求方面，2024 年 3 月终端复工进度较慢，虽然下游玻璃深加工厂玻璃原片库存不高，但由于订单不好，下游补库意愿较弱。1—3 月需求同比弱，叠加高日熔，上游库存持续累积至高位；4 月需求环比走强，中下游均有补库，上游库存去化，但仍不算低；5 月表观需求同比增速将近 20%，原因在于 2023 年需求基数较低；6—7 月为传统需求淡季，持续时间较长；8—9 月旺季不旺；10 月刺激政策持续出台，宏观氛围良好，同时下游也开始补库，玻璃表观需求大幅上行；11—12 月，需求同比较大幅度下行，主要是因为 2023 年年底在保交楼赶工支持下，玻璃需求基数很高。

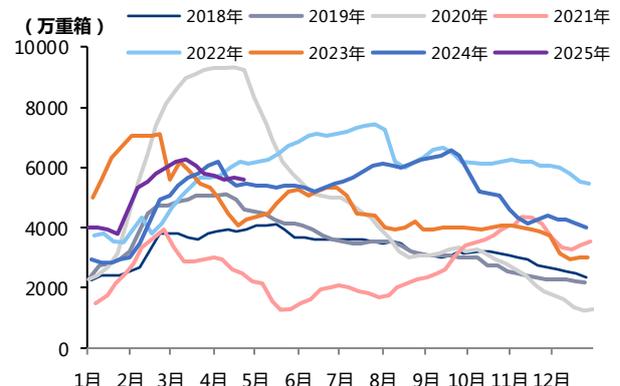
供给端看，复产和新点火的产线数量仍高于冷修产线。供应方面，2024 年 1-3 月，虽然玻璃生产利润水平有所下降，但整体仍为正，因此复产和新点火的产线数量仍高于冷修产线，日熔量增加至 17.6 万吨的高位。自 2024 年 4 月开始，冷修开始增多，日熔量逐步下降至 16.0 万吨以下。主要是因为浮法玻璃生产利润恶化，亏损幅度已经来到 2022 年的水平，且部分产线运行时间较长，到了可以冷修的时段。截至 2024 年 12 月底，玻璃日熔量回落到 16 万吨附近，较年初的 17.3 万吨下滑 1.3 万吨。24 年浮法玻璃平均日熔量 16.86 万吨。展望 2025 年，中玻网预计浮法玻璃日熔量维持在 15.5 万~16 万吨，总体或不会出现大幅趋势性波动，预计 2025 年玻璃总产量在 5770 万吨附近，较 2024 年下滑 6.4%。**整个供需层面看，2025 年尚无法给到玻璃产业链很高的利润弹性，但不排除在一些中下游补库时有阶段性的行情。**

图 69：分年度全国平板玻璃价格



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 70：分年度全国平板玻璃库存



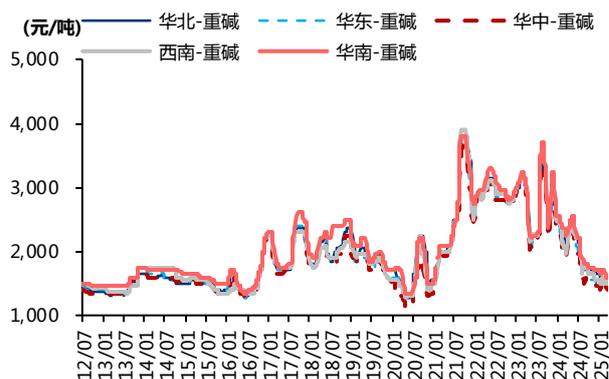
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 71：浮法玻璃日熔量

图 72：重碱价格



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

3. 投资建议

1) 水泥：我们认为 25 年受益于基建实物工作量的推进以及地产新建端的筑底，需求降幅有望收窄，而供给侧将逐渐发力，短期来看，错峰生产仍是调节供需平衡最有效的手段，25 年随着限制超产政策的逐步趋严，倒闭企业通过补足超产指标等方式退出中小产能，行业有望开始实现真正意义上的产能出清，而 2027 年开始将进入碳交易深化完善阶段，行业产能优化效果有望进一步显现。10 月份华东长三角地区开始大幅提价，并逐渐传到至华中、华南等地，四季度利润有望开始走出底部，同时也为 25 年开年价格奠定良好基础，在供给端政策驱动及企业利润诉求增长下自我约束力加强的双重推动下，我们继续看好 25 年国内水泥企业利润向上弹性，推荐华新水泥、上峰水泥、海螺水泥、华润建材科技，成长性方向，推荐非洲出海龙头西部水泥。

2) 玻纤：25 年在国内宏观经济增长拉动下，需求增长前景仍较好，其中风电、光伏是主要增长点，汽车、电子等领域进一步恢复，出口端可能面临关税提升压力，相对利好在海外布局的龙头企业。供给端来看，我们预计 24 年行业新点火/冷修复产能合计 117 万吨，同比增长 121%，25 年新点火压力有望开始下降，但考虑到 24 年产能投放时间主要集中在下半年，因此 25 年上半年供给端短期或仍然面临一定冲击，但进入下半年后或开始逐渐减弱，同时随着冷修需求的增加，亦有望对冲部分新增产能的压力。24 年玻纤价格经历两轮集中复价，底部已基本夯实，25 年头部企业产品结构、产能布局等优势或进一步凸显，关注差异化竞争下的结构性机会（低介电/低膨胀等），推荐中材科技、中国巨石，建议关注宏和科技。

3) 消费建材：9 月底以来我国地产政策力度加大，地产基本面出现边际修复，11 月单月销售面积同比有望实现正增长，新建端基本面或逐步迎来筑底企稳，而二手房销售累计实现正增长，占比提升至 65%，预计中长期仍有 15-25%提升空间，存量需求的拉动效果将愈发显著。对比美国经验，地产销售自 11 年下半年开启上行周期，此后持续增长近十年，CAGR 约 7%，而头部消费建材公司凭借自身现金流赋能及加杠杆优势，通过横向及纵向扩张迎来新一轮增长，如宣伟 09-23 年利润 CAGR 达 13%，实现超额利润。对标国内企业，我们认为随着资金状况的改善以及客户结构的调整，现金流已开始好转，业绩端 C 端品种已体现出强韧性，在 β 下行期收入仍然实现同比增长，而随着地产新建的触底，扩渠道/扩品类所带来的增长会进一步显现。推荐三棵树、北新建材、伟星新材、兔宝宝等。

4) 玻璃：我们预计未来竣工端仍然存在下行压力，但存量改造、深加工渗透率提升对玻璃需求提供一定支撑，供给端来看，当前行业潜在冷修产能占比约 28%，当前盈利环境有助于加快玻璃企业冷修节奏，未来供需有望实现动态平衡。受价格下行影响，当前行业平均利润或已处亏损状态，25 年成本端纯碱价格或仍有下降预期，我们预计盈利进一步下行

空间较为有限，关注阶段性价格反弹机会，同时浮法玻璃企业的多元化布局有望实现新的盈利增长点。推荐**旗滨集团、金晶科技**等。

表 4：重点公司盈利预测

股票代码	名称	收盘价	EPS (元/股)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600801.SH	华新水泥	12.01	1.16	1.51	1.71	1.96	10.35	7.95	7.02	6.13
000672.SZ	上峰水泥	8.78	0.65	0.82	0.95	1.04	13.51	10.71	9.24	8.44
600585.SH	海螺水泥	24.08	1.45	1.92	2.19	2.36	16.61	12.54	11	10.2
02233.HK	西部水泥	1.56	0.12	0.31	0.46	0.64	13.00	5.03	3.39	2.44
01313.HK	华润建材科技	1.64	0.03	0.18	0.20	0.22	54.67	9.11	8.20	7.45
002080.SZ	中材科技	13.77	0.53	0.96	1.21	1.54	25.98	14.34	11.38	8.94
600176.SH	中国巨石	11.73	0.61	0.75	0.88	0.97	19.23	15.64	13.33	12.09
603737.SH	三棵树	48.43	0.63	1.54	1.78	1.93	76.87	31.45	27.21	25.09
000786.SZ	北新建材	28.02	2.16	2.7	3.09	3.46	12.97	10.38	9.07	8.1
002372.SZ	伟星新材	11.8	0.6	0.64	0.7	0.76	19.67	18.44	16.86	15.53
002043.SZ	兔宝宝	10.32	0.7	0.9	1.05	1.21	14.74	11.47	9.83	8.53
002271.SZ	东方雨虹	11.17	0.04	0.66	0.91	1.08	279.25	16.92	12.27	10.34
601636.SH	旗滨集团	5.41	0.14	0.28	0.31	0.57	38.64	19.32	17.45	9.49

资料来源：wind，天风证券研究所

注：收盘价为 2025 年 4 月 30 日，盈利预测均来自 Wind 一致预测

4. 风险提示

下游基建、地产需求不及预期：水泥、玻璃价格的变动主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，但若后续因政策传导时间过长等原因导致基建、地产实物工作量落地不及预期，可能导致水泥和玻璃需求及价格不及预期。

原材料、煤炭涨价超预期：部分建材子行业中化工类原材料、煤炭成本占比较高，23 年原燃料价格下降带来较大盈利空间，若后期原材料及煤炭价格上涨，或使得公司毛利率再次承压。

产能投放超预期：部分子行业如玻纤、玻璃仍有产能扩张，若未来产能投放较多，可能导致行业供给过剩，使得价格大幅下滑。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com