

公司研究

玻璃深加工领域龙头，设备及产品双轮驱动

——北玻股份（002613.SZ）投资价值分析报告

要点

“玻璃深加工设备及产品”双业务的一体化产业布局。公司设备产品主要有玻璃钢化设备、风机设备、镀膜玻璃设备等，玻璃深加工产品主要为高端幕墙玻璃。公司两项业务形成持续良性互动循环、相辅相成，塑造出产品、技术、合作等优势。2023年，公司实现营业收入16.55亿元，其中设备业务收入占比为55.47%，深加工玻璃产品业务收入占比为42.54%。受益于产品销售结构改善，高附加值产品收入占比提升，公司盈利能力提升显著。目前，海外市场拓展已成为公司业绩增长的核心动力之一，2023年海外收入为5.69亿元，收入占比达到34.38%。2024年公司完成定增募资5亿，主要用于设备及高端幕墙玻璃的生产基地建设。

设备业务：玻璃钢化设备业务稳固，新产品提升发展空间。玻璃钢化是玻璃深加工的基础工艺之一，玻璃钢化设备市场前景广阔，本土企业在全球具备较强竞争力。1994年公司研制出第一台“水平辊道式玻璃平弯钢化电炉机组”，填补了国内空白。目前，玻璃钢化设备为公司支柱产业之一，技术优势显著。光伏玻璃为公司钢化设备下游的核心市场之一，近年来海外市场拓展成效显著。公司风机产品采用创新的三元流技术方案，性能显著优于传统风机产品，替代空间广阔，2023年实现收入1.12亿。公司自主研发国内首台商用低辐射镀膜玻璃设备，在国内同类厂商中处于领先地位，未来有望在光伏钙钛矿电池领域取得重点突破。

高端幕墙玻璃业务：技术全球领先，已成为公司第二增长曲线。全球幕墙市场规模达千亿美金，我国已成为最大市场，其中玻璃幕墙为应用最广的建筑幕墙。公司幕墙玻璃产品，定位高端市场，实行差异化战略，已发展成为全球知名品牌。公司技术全球领先，产品在多个方面都实现了行业内的最优极限指标，例如提供北京泰康大厦的单片玻璃50.85平方米，获得了世界吉尼斯记录认证。公司高端幕墙玻璃产品已应用于众多世界级地标性高端建筑，例如国家体育场鸟巢、国家大剧院、上海中心、卡塔尔卢塞尔塔、阿布扎比国际机场、美国苹果总部等。2020年至2023年，子公司天津北玻在超大规格节能结构玻璃和弯钢化玻璃细分市场，连续四年国内市场占有率排名第一，全球市场占有率排名前三。目前，高端幕墙玻璃业务已成为公司第二增长曲线，未来发展空间广阔。

盈利预测、估值与评级：我们预测公司2024-2026年营收分别16.92、18.15和20.34亿元，归母净利润分别为1.04、1.22、1.44亿元。北玻股份为玻璃深加工领域龙头，目前实现了“玻璃深加工设备及产品”双业务的一体化产业布局，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观环境波动风险；贸易政策及汇率的风险；市场竞争加剧风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,496	1,655	1,692	1,815	2,034
营业收入增长率	-11.94%	10.62%	2.23%	7.29%	12.03%
归母净利润（百万元）	36	83	104	122	144
归母净利润增长率	-35.29%	132.68%	25.22%	17.94%	18.10%
EPS（元）	0.04	0.09	0.09	0.11	0.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.18%	4.83%	4.60%	5.31%	6.12%
P/E	104	45	42	36	30
P/B	2.3	2.2	1.9	1.9	1.8

注：公司22-23年股本为9.37亿股，24-26年股本预测均为11.01亿股
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-01-22

增持（首次）

当前价：3.95元

作者

分析师：贺根

执业证书编号：S0930518040002

021-52523863

hegen@ebscn.com

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.01
总市值(亿元):	43.47
一年最低/最高(元):	2.75/4.70
近3月换手率:	116.90%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.00	6.77	-21.12
绝对	-2.47	2.33	-3.64

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1、专用设备业务：2023 年专用设备业务收入为 9.18 亿元，其中玻璃钢化设备收入 7.28 亿元，风机设备收入 1.12 亿元，镀膜玻璃设备收入 0.58 亿元，玻璃仓储及自动化连线收入 0.14 亿元，预处理设备收入 0.06 亿元。2024 年上半年专用设备业务收入 4.67 亿元，同比下滑 9.40%；其中，镀膜玻璃设备收入为 0，2023 年同期收入为 0.54 亿元，主要原因为设备体量较大、生产制造周期较长，进而导致交付周期延长。由于交付问题，上半年公司专用设备业务的增速出现下滑，我们预期下半年交付问题有望得到缓解，我们预测 2024 年全年该业务收入有望与上一年度持平，增速同比为 0%。在海外市场开拓、新产品推广的两大助力下，我们预测 2025-2026 年该项业务收入同比增速均为 5%。2023 年以来，公司专用设备业务毛利率处于上行趋势，主要原因为销售结构的改善，单价较高的高端型玻璃钢化设备和可应用于光伏玻璃领域的连续式玻璃钢化设备销售占比不断提升。我们预测 2024-2026 年该项业务毛利率分别为 26.00%、26.50%、27.00%。

2、非金属材料业务：公司非金属材料的收入以深加工玻璃为主，其中高端幕墙玻璃为公司的核心产品，2023 年公司深加工玻璃收入为 7.04 亿元。2024 年上半年该业务收入 3.41 亿元，同比下滑 6.26%，但客户拓展方面取得突出表现。2024 年，公司持续开展与沙特地区如未来之城项目方对接，争取实现产品在海外规模市场应用；国内市场方面，高端豪宅玻璃销售部门实现多省市经销代理机构联合合作，市场拓展进一步完善。我们预测 2024 年该项业务收入同比增速为 5%；在海外客户进一步拓展及国内市场切入高端豪宅领域的两大因素助力下，我们预测 2025-2026 年增速分别提升至 10%、20%。毛利率方面，高附加值订单陆续交货，高端幕墙玻璃产品单位价格提升明显，我们预测该业务毛利率有望保持上行趋势，2024-2026 年分别为 28.00%、28.50%、29.00%。

我们区别于市场的观点

市场观点认为，公司处于相对成熟的产业，未来成长性较弱。我们与市场观点不同，认为公司玻璃深加工业务中的高端幕墙玻璃产品，技术全球领先，已发展成为全球知名品牌，未来发展可期。另外，公司设备业务推出新产品：风机产品采用了创新的三元流技术方案，在节能减排方面优势显著；镀膜设备则前瞻布局，卡位薄膜电池光伏钙钛矿产业趋势。两项新产品都有望为公司打开未来成长空间。

股价上涨的催化因素

- 1、公司装备及高端幕墙玻璃业务新签订单不断落地；
- 2、未来公司季度业绩不断落地，同比高速增长。

估值与目标价

我们预测公司 2024-2026 年营收分别 16.92、18.15 和 20.34 亿元，归母净利润分别为 1.04、1.22、1.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.09、0.11、0.13 元。北玻股份为玻璃深加工领域龙头，目前实现了“玻璃深加工设备及产品”双业务的一体化产业布局。公司估值具备提升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

目 录

1、北玻股份：玻璃深加工设备及产品双轮驱动	5
1.1 “玻璃深加工设备及产品”双业务的一体化产业布局	5
1.2 公司经营稳健，盈利能力提升显著	7
2、设备业务：玻璃钢化设备业务稳固，新产品提升发展空间	10
2.1 玻璃钢化设备：公司支柱产业之一，技术优势显著	10
2.2 风机设备：采用创新的三元流技术方案，市场空间广阔	13
2.3 镀膜设备：未来有望在薄膜电池领域取得重点突破	14
3、高端幕墙玻璃业务：技术全球领先，已成为公司第二增长曲线	16
3.1 全球幕墙市场千亿规模，中国制造业优势突出	16
3.2 公司业务定位高端市场，已发展成为全球知名品牌	17
4、盈利预测与投资评级	20
4.1 关键假设与盈利预测	20
4.2 估值分析与投资评级	21
5、风险提示	24

图目录

图 1: 公司玻璃深加工业务的布局	5
图 2: 公司发展历程	6
图 3: 公司股权结构情况 (截至 2024 年 11 月 11 日)	6
图 4: 2023 年公司分种类营收构成	7
图 5: 2023 年公司分产品营收构成	7
图 6: 2019-2024 年前三季度公司营业总收入及同比增速	7
图 7: 2019-2024 年前三季度公司归母净利润及同比增速	7
图 8: 2019-2024 年前三季度公司毛利率及净利率	8
图 9: 2019-2024H1 公司分业务毛利率 (%)	8
图 10: 2019-2024H1 公司海外收入占比	8
图 11: 2019-2024 年前三季度公司研发费用及占比	9
图 12: 玻璃深加工及其设备制造行业的产业链	10
图 13: 公司玻璃钢化设备领先的行业技术	12
图 14: 公司下游主要合作厂商	12
图 15: 2019-2024Q1 中国风机行业市场规模 (亿元)	13
图 16: 2024-2030 年中国风机行业市场规模预测 (亿元)	13
图 17: 公司三元流技术方案的风机产品	13
图 18: 公司真空镀膜设备产品	14
图 19: 钙钛矿光伏 VS 晶硅光伏: 发展历程与效率	15
图 20: 全球建筑幕墙市场规模 (亿美元)	16
图 21: 中国建筑幕墙市场规模 (亿元)	16
图 22: 公司国内外经典高端幕墙玻璃项目	18

表目录

表 1: 深加工玻璃的分类	10
表 2: 全球玻璃钢化设备市场的主要竞争者	11
表 3: 公司玻璃钢化设备产品系列介绍	11
表 4: 我国建筑幕墙产量情况 (万 m ²)	16
表 5: 我国各类幕墙占比	16
表 6: 我国幕墙产业发展历程	17
表 7: 公司高端幕墙玻璃与同行竞争对比	18
表 8: 北玻股份分项业务预测 (单位: 亿元)	20
表 9: 可比公司盈利预测与估值 (收盘价为 2025 年 1 月 22 日收盘价)	21
表 10: 绝对估值核心假设表	22
表 11: 现金流折现及估值表	22
表 12: 敏感性分析表 (元)	22
表 13: 估值结果汇总 (元)	23

1、北玻股份：玻璃深加工设备及产品双轮驱动

1.1 “玻璃深加工设备及产品”双业务的一体化产业布局

深耕玻璃深加工设备及产品领域。公司产品按照大类划分为玻璃深加工设备及深加工玻璃产品，目前实现了双业务领域的一体化产业布局。公司已形成洛阳、上海、天津三大基地。公司具有研发、设计、制造和销售为一体的完整产业链，下游覆盖全球超过 110 多个国家和地区。

1、玻璃深加工设备业务：产品主要有玻璃钢化设备、风机设备、镀膜玻璃设备、玻璃仓储及自动化连线等，公司为国内首家玻璃钢化设备研发制造企业。

2、玻璃深加工产品：核心产品为高端幕墙玻璃。公司依托自身的玻璃深加工设备，打造出工艺精良的建筑玻璃，让建筑外形更多样化，目前已在全球范围取得一定品牌影响力。

双业务相辅相成，协同发展。公司玻璃深加工设备与高端幕墙玻璃形成持续良性互动循环、相辅相成，塑造出产品、技术、合作等优势。公司玻璃深加工设备制造出高质量的超级玻璃，高端玻璃的需求反过来推动设备技术的不断提升。

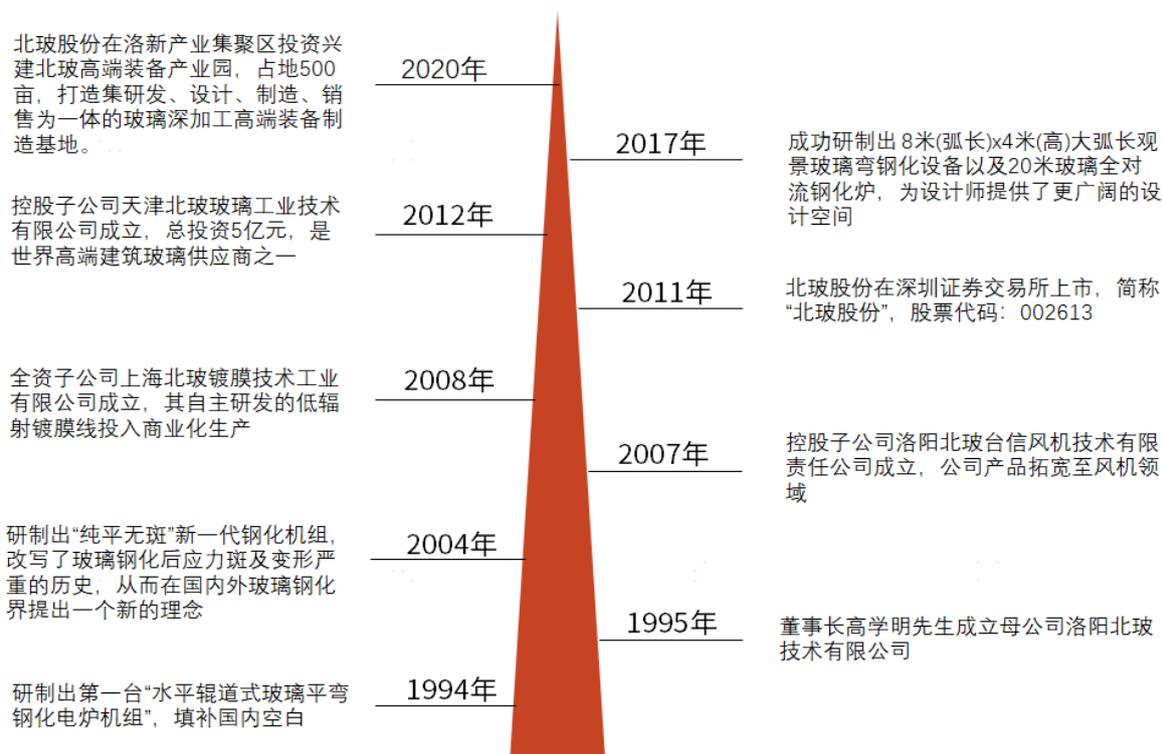
图 1：公司玻璃深加工业务的布局



资料来源：公司路演展示 PPT，光大证券研究所整理

公司发展历程：1994 年，公司研制出第一台“水平辊道式玻璃平弯钢化电炉机组”，填补国内空白。1995 年，董事长高学明先生成立母公司洛阳北玻技术有限公司。2004 年，公司研制出“纯平无斑”新一代钢化机组，改写了钢化后应力斑及变形严重的历史，从而在国内外钢化玻璃界提出一个新的理念。2007 年，控股子公司洛阳北玻台信风机技术有限责任公司成立，公司产品拓宽至风机领域。2011 年，北玻股份在深圳证券交易所上市。2012 年，控股子公司天津北玻玻璃工业技术有限公司成立，总投资 5 亿元，成为世界高端建筑玻璃供应商之一。2020 年，北玻股份在洛新产业集聚区投资兴建北玻高端装备产业园，占地 500 亩，打造集研发、设计、制造、销售为一体的玻璃深加工高端装备制造基地。

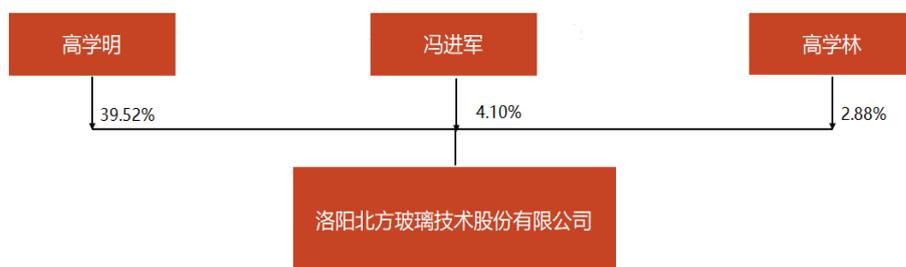
图 2: 公司发展历程



资料来源：公司官方网站，光大证券研究所

股权结构十分稳定，董事长为公司实控人。公司董事长高学明为公司实际控制人，直接持有公司股份 39.52%。高学明、冯进军、高学林为一致行动人，三人合计持有公司股份 46.50%。

图 3: 公司股权结构情况 (截至 2024 年 11 月 11 日)



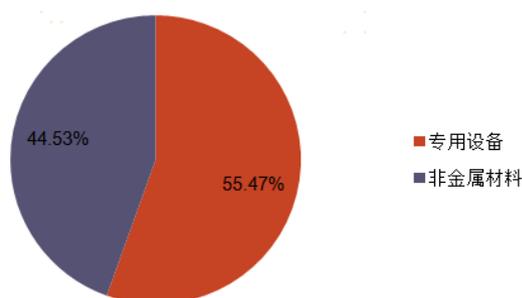
资料来源：wind，光大证券研究所

2024 年公司完成定增募资 5 亿加码主业。2024 年 11 月，公司发布向特定对象发行股票的发行情况报告，发行股票总数量为 1.63 亿股，发行价格为 3.06 元/股，实际募集资金总额为 5 亿元。此次募集资金将用于智能钢化装备及节能风机生产基地建设、高端幕墙玻璃生产基地建设及研发中心建设等项目。

1.2 公司经营稳健，盈利能力提升显著

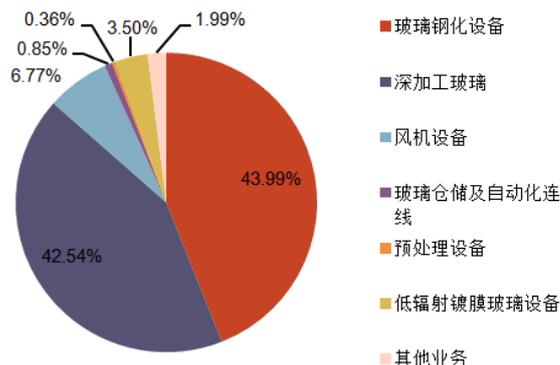
公司设备收入占比略超玻璃产品。2023年，公司实现营业收入16.55亿元，其中专用设备收入9.18亿元，占比55.47%；非金属材料收入（主要为深加工玻璃产品）收入7.37亿元，占比44.53%。专用设备类别中，玻璃钢化设备收入7.28亿元，风机设备收入1.12亿元，镀膜玻璃设备收入0.58亿元，玻璃仓储及自动化连线收入0.14亿元，占公司总收入的比重分别为43.99%、6.77%、3.50%、0.85%。非金属材料的收入以深加工玻璃为主，2023年公司深加工玻璃收入为7.04亿元，占公司总收入比重的42.54%。

图 4：2023 年公司分种类营收构成



资料来源：wind，光大证券研究所

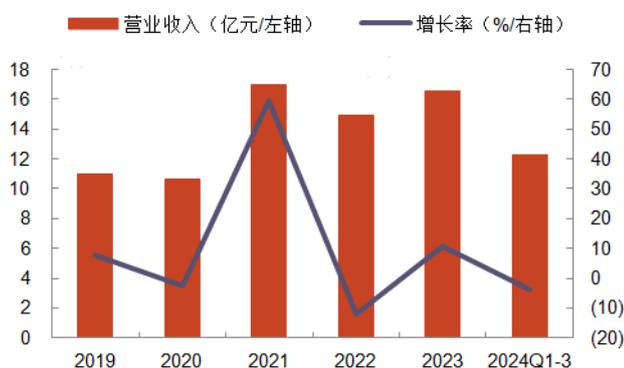
图 5：2023 年公司分产品营收构成



资料来源：wind，光大证券研究所

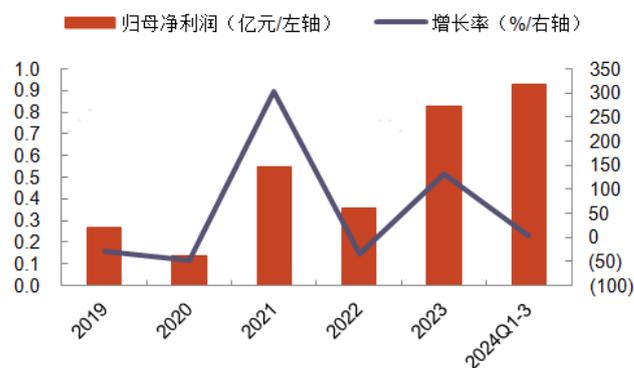
近年来公司收入出现波动，净利润呈现上升趋势。2021年公司营业收入为16.99亿元，同比大幅增长59.48%；归母净利润为0.55亿元，同比增长302.76%。2021年设备及玻璃业务均表现出色，设备业务受到光伏产业发展推动，高端幕墙玻璃则承接了北京城市图书馆项目、香港太古2B塔楼及裙楼项目等多个知名项目。2022年，公司受到疫情等外部因素影响，业绩出现了下滑。2023年疫情等外部环境因素影响减弱，设备产品销售结构变化，幕墙玻璃多个知名高附加值订单贡献较大，从而推动公司净利润增长幅度远超收入增幅。2024年公司发展平稳，前三季度实现收入12.26亿元，同比下降3.65%；归母净利润为0.93亿元，同比增长3.21%。

图 6：2019-2024 年前三季度公司营业总收入及同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所

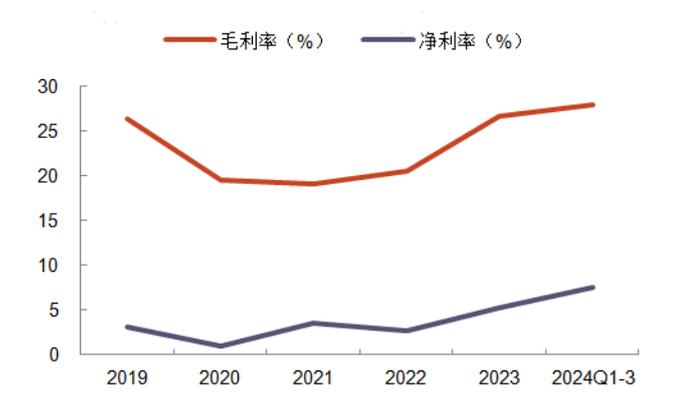
图 7：2019-2024 年前三季度公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，光大证券研究所

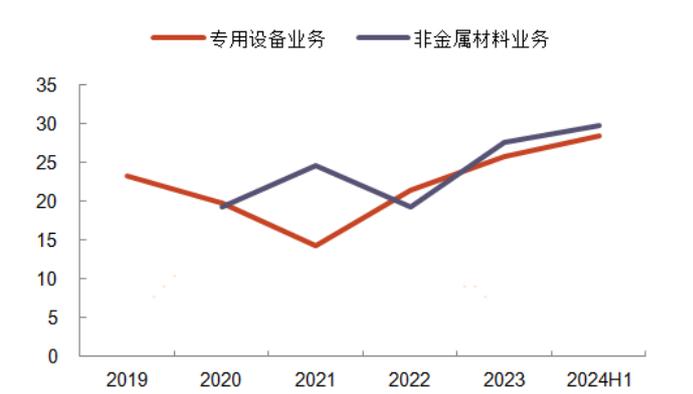
受益于产品销售结构改善,公司盈利能力提升显著。受疫情等外部环境因素影响,2020年至2022年公司毛利率有所波动;2023年至2024年上半年,公司产品销售结构改善,毛利率整体水平回升较为明显。玻璃深加工设备方面,单价较高的高端型玻璃钢化设备和可应用于光伏玻璃领域的连续式玻璃钢化设备销售占比提升,带动设备板块盈利水平明显回升;深加工玻璃产品方面,高附加值订单陆续交货,高端幕墙玻璃产品单位价格提升明显,带动玻璃产品盈利能力的提升。2024年上半年,公司整体毛利率达到29.03%,其中设备业务的毛利率为28.51%,深加工玻璃业务的毛利率为29.75%。2024年前三季度,公司整体毛利率为27.97%,净利润率为7.59%,均好于2023年。

图 8: 2019-2024 年前三季度公司毛利率及净利率



资料来源: wind, 光大证券研究所

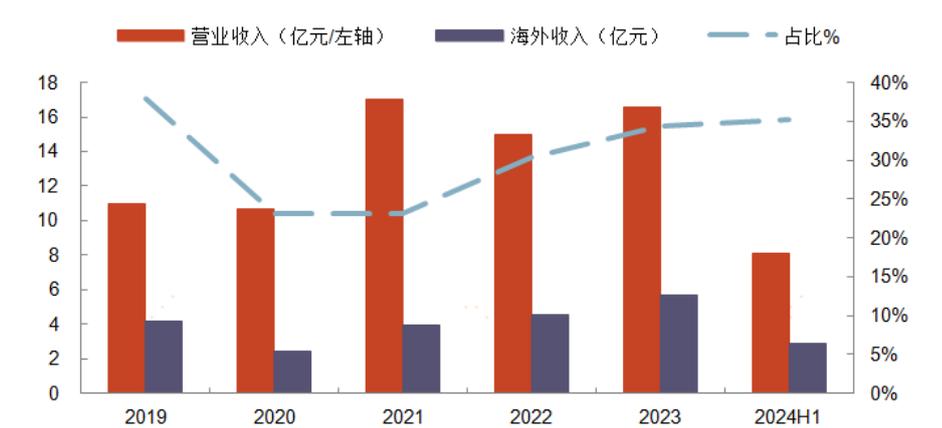
图 9: 2019-2024H1 公司分业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 光大证券研究所

海外市场拓展已成为公司业绩增长的核心动力之一。受疫情等外部因素影响,2020年公司海外收入由上一年度的4.16亿元下降至2.46亿元。2021年起,公司海外收入重回上行趋势,2023年海外收入为5.69亿元,收入占比达到34.38%。

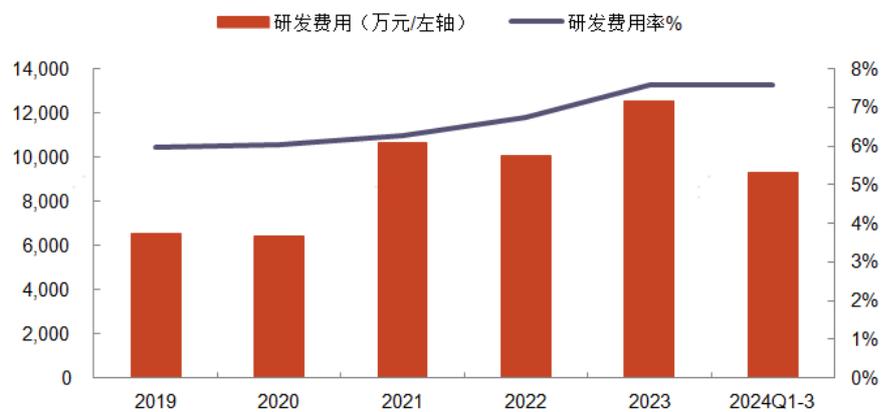
图 10: 2019-2024H1 公司海外收入占比



资料来源: wind, 光大证券研究所

技术为本,公司持续加大研发投入。公司十分注重研发创新,研发费用由2019年的0.65亿元提升至2023年的1.25亿元,研发费用率由5.98%提升至7.57%。2024年前三季度研发费用率基本持平为7.58%。

图 11: 2019-2024 年前三季度公司研发费用及占比



资料来源: wind, 光大证券研究所

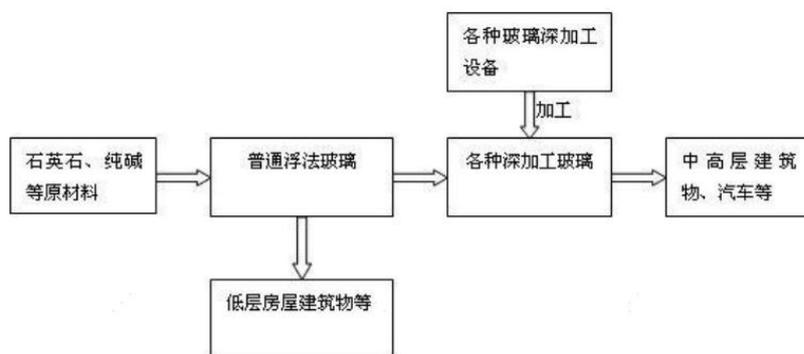
2、设备业务：玻璃钢化设备业务稳固，新产品提升发展空间

2.1 玻璃钢化设备：公司支柱产业之一，技术优势显著

1) 玻璃钢化设备市场前景广阔，本土企业在全球具备较强竞争力

玻璃深加工技术的应用范围非常广泛。玻璃深加工一般指对玻璃原片进行再加工，使其具有新结构、新形态和新功能，主要工艺包括钢化、中空、夹层、低辐射镀膜或丝网印彩釉等。深加工玻璃下游主要包括建筑、光伏、汽车、家居等领域。随着经济的发展，社会对玻璃的安全、节能、舒适、环保、太阳能利用等功能需求越来越多样化，有力地促进了玻璃深加工技术的不断发展。

图 12：玻璃深加工及其设备制造行业的产业链



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

钢化玻璃是玻璃深加工的基础工艺之一。深加工玻璃即玻璃二次制品，即利用一次成型的平板玻璃为基本原料，根据使用要求，采用不同的加工工艺制成的具有特定功能的玻璃产品。根据加工工艺不同，主要可分为钢化玻璃、夹层玻璃、中空玻璃和镀膜玻璃等。钢化玻璃是一种预应力玻璃，其特点是在玻璃表面形成压应力层，提高玻璃的机械强度和耐热冲击强度，增强玻璃自身抗风压性、寒暑性、冲击性等，具有安全性高、强度高、热稳定性等优点。

表 1：深加工玻璃的分类

分类	简要介绍	特点
钢化玻璃	普通平板玻璃经过热处理工艺再加工处理而成的一种预应力玻璃	强度大、不易破碎
中空玻璃	采用胶接法将两块玻璃保持一定的间隔，间隔中是干燥的空气，一般需要钢化工艺处理	隔音
夹层玻璃	由两片普通平板玻璃夹了一层或多层有机聚合物中间膜，永久粘合为一体的复合玻璃产品，一般需要钢化工艺处理	破碎不易飞溅
镀膜玻璃	在玻璃表面镀制一层或多层金属、合金或金属化合物薄膜，改变光学性能，一般需要钢化工艺处理	热反射、低辐射

资料来源：耀星投研，光大证券研究所

玻璃配置升级带动玻璃钢化设备市场规模的提升。随着建筑理念及消费结构的升级，工业建筑、家装等领域使用的玻璃配置不断提升，叠加光伏产业的快速发展，钢化玻璃产品渗透率不断提升，驱动了钢化玻璃使用量的快速增长。根据 Impactful Insights 相关统计数据，2021 年全球钢化玻璃市场规模达 483 亿美元，2022 年至 2027 年将以 6.2% 的复合增长率保持增长，预计到 2027 年全球钢化玻璃市场规模将达 673 亿美元，市场空间广阔。钢化玻璃市场规模的不断增长将直接带动玻璃钢化设备的需求。

国内玻璃钢化设备领域，北玻股份率先实现进口替代。20世纪70年代开始，我国通过引进国外设备和技术，加快了钢化玻璃行业的发展步伐，但是相关设备一直被外资所垄断。1994年，北玻股份研制出第一台“水平辊道式玻璃平弯钢化电炉机组”，填补了国内空白。目前，玻璃深加工设备行业市场化程度较高，国内领先企业在国际竞争中亦具有较强竞争优势，占据了较高的市场份额。

表 2：全球玻璃钢化设备市场的主要竞争者

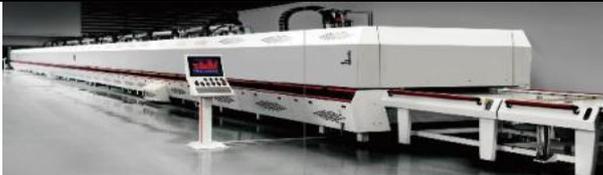
公司名称	简介
Glaston OYJ ABP	主营建筑、太阳能、家电和汽车玻璃深加工设备的研发、生产和销售，主要产品包括水平钢化炉、对流式钢化炉、连续式钢化炉等。
LISEC	主要产品包括玻璃切割和分栋系统、单个组线和整套中空或夹层玻璃生产线，以及玻璃边部处理机和玻璃钢化设备等。
洛阳兰迪玻璃机器股份有限公司	主营玻璃深加工设备及真空玻璃的研发、生产和销售，主要产品包括玻璃钢化设备、真空玻璃等。
杭州精工机械有限公司	主营玻璃钢化设备的研发、生产和销售，主要产品有方阵式中红外强制对流流体双室炉、平弯一体式玻璃钢化炉、连续式薄板玻璃钢化炉等。

资料来源：普华有策，光大证券研究所

2) 公司玻璃钢化设备技术优势显著，海外市场拓展成效显著

公司为玻璃钢化设备领域的龙头。北玻股份是国内唯一一家生产经营玻璃钢化设备的A股上市公司，玻璃钢化设备为公司的支柱产业之一。自董事长高学明先生研发填补国内空白的第一台水平辊道式玻璃平弯钢化电机组开始，公司不断挑战深加工玻璃技术的极限，通过技术研发创新、产品更新迭代升级、加强节能智能性能、深化节能降耗等举措，玻璃钢化设备市场占有率名列前茅，连续多年产销量稳居行业世界前列。

表 3：公司玻璃钢化设备产品系列介绍

产品系列	图片展示	产品介绍
顶级 T 系列		公司钢化机组年产量连续多年稳居行业前列，多次突破钢化玻璃加工尺寸极限，如 8 (弧长) * 4 米弯钢化机组、24*3.3 米平钢化机组，多次实现行业首创革命性技术研发应用，如纯平无斑、智能温控。
高端 A 系列		
标准 B 系列		
连续钢化设备		连续式玻璃钢化设备，可用于光伏玻璃的生产加工，其产能、能耗、产品品质、设备稳定性具有明显优势。公司连续多年为国内外的知名大型光伏玻璃生产企业如信义、福莱特提供连续式玻璃钢化设备。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

技术创新是公司的核心竞争力。公司积累了一定的技术研发创新优势以及核心技术掌握力。公司自身建有河南省玻璃加工装备工程技术研究中心、河南省玻璃深加工智能装备及产品工程研究中心、河南省企业技术中心、河南省三元流风机工程技术研究中心、天津市建筑玻璃结构功能优化技术企业重点实验室、上海市松江区企业技术中心，具备完善的产品研究、开发和创新体系。截至 2024 年 6

月 30 日，公司累计取得专利授权 423 项，其中发明专利 101 项、实用新型专利 315 项、外观设计专利 7 项；软件著作权保护 28 项。

图 13：公司玻璃钢化设备领先的行业技术

超级对称加热技术 ✓ 极致细密对称布置的温度控制点，使得炉内温度控制更加精准	纯平无斑钢化技术 ✓ 基本消除了普通钢化玻璃难以消除的风斑和白雾变形现象，保持玻璃平整无变形
出炉温度智能控制 ✓ 钢化加热控制的革命，实现精准控制出炉玻璃的温度，提高玻璃品质、成品率和产能，降低能耗	无间隙对流技术 ✓ 对流风管加密纵向斜向布置，使玻璃的加热更均匀、快速，成品玻璃光学、应力效果俱佳
通道式硬轴弯钢技术 ✓ 上下辊道曲线排布形成通道，玻璃成形时不受多余外力，可做出吻合度超高的弯钢化玻璃	正反弯软轴弯钢技术 ✓ 软轴输送，弯钢直边长度不受设备宽度限制；可在正弯软轴弯钢基础上加选反弯软轴弯钢，满足不同成形需求

资料来源：公司路演展示 PPT，光大证券研究所

光伏玻璃为公司下游的核心市场之一。公司自主研发的连续钢化玻璃生产设备用于光伏玻璃产品生产加工过程，能够较好地满足光伏玻璃生产企业对于高效、稳定、节能的要求，目前已与信义光能、福莱特集团、圣戈班、福耀集团、VITRO 等诸多知名玻璃生产企业建立了良好的合作关系。随着光伏产业快速发展、光伏装机量的不断提升，双玻组件渗透率的提高，以及光伏玻璃大型化、轻薄化发展缩短了玻璃钢化设备的换代周期，光伏玻璃及其生产设备的市场需求预计将保持良好增长，市场发展前景广阔。

图 14：公司下游主要合作厂商



资料来源：公司路演展示 PPT，光大证券研究所

海外市场拓展成效显著。公司积极开拓海外市场，玻璃钢化设备产品海外市场拓展力度及经营规模进一步扩大。2023 年，公司玻璃钢化设备产品出口实现收入 2.92 亿元，同比增加 6.28%。公司用于光伏玻璃加工过程的连续式玻璃钢化设备，也在海外市场获得认可，实现批量销售，2023 年实现 45 条生产设备交付。

2.2 风机设备：采用创新的三元流技术方案，市场空间广阔

风机是国际范围内常见的传统通用产品，也是能源消耗及碳排放的重要环节。风机，作为一种机械装置，其核心功能在于压缩并输送气体，实现将原动机的机械能高效转化为气体的动能或压力能。作为一种关键的机械设备，其核心功能在于压缩与输送气体，实现原动机机械能向气体能量的高效转换。依据其工作原理的不同，风机大致可划分为透平式与容积式两大类。

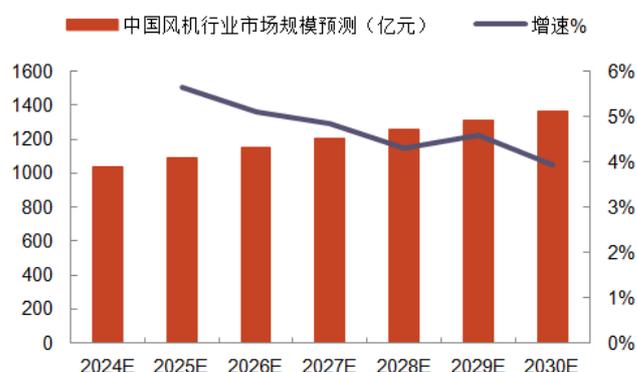
我国风机行业市场规模达千亿。风机制造业广泛服务于多个应用行业，包括暖通空调设备制造、空气净化设备制造、家电制造、医疗器械设备制造、信息设备制造、汽车零部件制造以及工业生产设备制造等领域。在全球能源结构向更加清洁、可持续方向转型的大背景下，风机作为关键流体机械设备的重要性日益凸显。根据智研瞻统计及预测，2019年中国风机行业市场规模799.72亿元，2023年中国风机行业市场规模增长至1001.86亿元；未来市场规模有望保持平稳增长，2030年中国风机行业市场规模有望达到1365.65亿元。

图 15：2019-2024Q1 中国风机行业市场规模（亿元）



资料来源：智研瞻，光大证券研究所

图 16：2024-2030 年中国风机行业市场规模预测（亿元）



资料来源：智研瞻预测，光大证券研究所

公司创新推出三元流技术方案的风机。公司将航空发动机中三元流叶轮设计方法应用于民用通风机，推出自己的风机产品。风机常规的直叶片是二元流的，三元流的叶片就是在单曲的基础上，在一个三维曲面扭转之后，使得空气流动更加的顺畅，效率更高，更节能，噪音更小，体积更小，损耗也得到降低。

图 17：公司三元流技术方案的风机产品



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司三元流风机产品性能显著优于传统风机产品。公司三元流风机产品入选《国家工业和信息化领域节能技术装备目录》，具备国家标准一级能效，在锅炉风机改造应用领域可实现 10%-15%的节能效果，新一代三元流通风机效率最高可达 92%，能耗水平均处于行业前列，可更好地满足当前行业节能、降本的需求。

公司风机产品应用领域广阔，前景可期。公司风机产品可与公司玻璃钢化设备配套使用，也被单独应用于冶金窑炉、涂装、造纸等行业专用风机，玻璃窑炉、耐火材料、水泥窑炉、电厂等行业鼓引风机、非标风机，以及动车组高铁、道路清扫车等领域风机。在国家大力支持设备更新、绿色节能的大背景下，公司风机产品市场前景可期。

2.3 镀膜设备：未来有望在薄膜电池领域取得重点突破

公司自主研制国内首台商用低辐射镀膜玻璃设备，在国内同类厂商处于领先地位。公司真空镀膜设备主要用于生产低辐射镀膜（Low-E）节能玻璃，具有优异的保温隔热、透光、阻断紫外线透过等效果，节能特性显著。公司真空镀膜设备采用真空磁控溅射沉积技术，在玻璃表面沉积一系列介质和金属薄膜，可用于加工各种 Low-E 玻璃、AR 膜、阳光控制玻璃、镜面膜、半透膜、炫彩膜等。产品可广泛用于建筑物的门窗、幕墙、汽车玻璃、高端卫浴、家电等。2023 年，公司真空镀膜设备业务实现收入 5763.04 万元，同比增加 70.96%。

图 18：公司真空镀膜设备产品



资料来源：公司公告，光大证券研究所

前瞻布局，卡位薄膜电池光伏钙钛矿产业趋势。公司目前已完成真空镀膜设备整线产品的研发、制造、销售，布局开展超宽版面真空镀膜生产线、薄膜电池领域磁控溅射技术应用等项目技术的研发实验。目前光伏电池技术中应用最为广泛的是第一代晶硅电池，而钙钛矿光伏电池则凭借优异的光电转换效率，在第三代太阳能电池中脱颖而出。钙钛矿光伏电池的实验室光电转换效率在 10 年间快速追赶晶硅光伏电池，从 2009 年的 3.8%提高至 2021 年的 25.7%，而这一进程晶硅光伏电池花费了四五十年。

图 19: 钙钛矿光伏 VS 晶硅光伏: 发展历程与效率

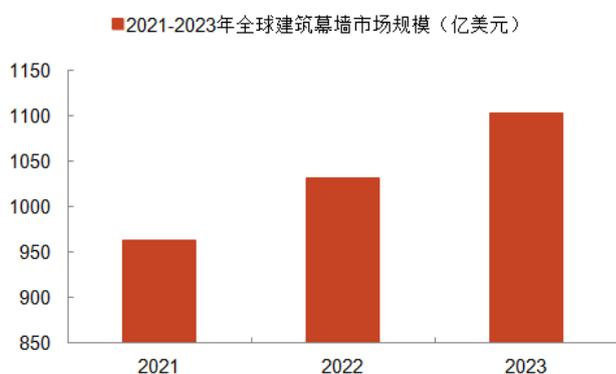


3、高端幕墙玻璃业务：技术全球领先，已成为公司第二增长曲线

3.1 全球幕墙市场千亿规模，中国制造业优势突出

全球幕墙市场规模达千亿美金，我国已成为最大市场。全球建筑幕墙的应用始于19世纪末，1851年英国伦敦为工业博览会建造的“水晶宫”是最早出现的初级建筑幕墙。到20世纪50年代，随着建筑技术的发展，玻璃幕墙开始大规模用于建筑外围护结构，宣告建筑幕墙时代的到来。根据Arizton信息，2023年全球建筑幕墙市场规模为1103.50亿美元。我国建筑幕墙工业从1978年开始起步，经过多年的发展，至21世纪初我国已成为世界第一幕墙生产大国和使用大国。根据中国建筑装饰协会幕墙工程分会发布的数据，2023年中国(包含港澳台地区)建筑幕墙市场规模为5416.76亿元。

图 20：全球建筑幕墙市场规模（亿美元）



资料来源：Arizton，前瞻产业研究院，光大证券研究所

图 21：中国建筑幕墙市场规模（亿元）



资料来源：中国建筑装饰协会幕墙工程分会，前瞻产业研究院，光大证券研究所

玻璃幕墙为应用最广的建筑幕墙。玻璃幕墙，即面板材料是玻璃的建筑幕墙。我国2021年建筑幕墙产量为23554万 m^2 ，其中玻璃幕墙9851万 m^2 、石材幕墙4321万 m^2 、金属幕墙5182万 m^2 和其他幕墙4200万 m^2 ，分别占当年总产量的41.8%、18.3%、22.0%和17.8%。

表 4：我国建筑幕墙产量情况（万 m^2 ）

品种	2005年	2010年	2015年	2020年	2021年
玻璃幕墙	1632	3088	6319	9257	9851
石材幕墙	1364	2134	3214	3873	4321
金属幕墙	1327	2239	3165	4815	5182
其他幕墙	976	839	1481	3788	4200
合计	5299	8300	14179	21733	23554

资料来源：《我国玻璃幕墙现状及发展趋势》-刘志海，光大证券研究所

表 5：我国各类幕墙占比

品种	2005年	2010年	2015年	2020年	2021年
玻璃幕墙	30.8%	37.2%	44.6%	42.6%	41.8%
石材幕墙	25.7%	25.7%	22.7%	17.8%	18.3%
金属幕墙	25.0%	27.0%	22.3%	22.2%	22.0%
其他幕墙	18.4%	10.1%	10.5%	17.4%	17.8%

资料来源：《我国玻璃幕墙现状及发展趋势》-刘志海，光大证券研究所

经过多年发展,我国玻璃幕墙企业在全球已具备显著竞争力。尽管我国起步较晚,但发展迅猛。从发展历程上看,我国幕墙产业大致经历了模仿、自我成长和自我完善提高三个阶段。自 2010 年起,我国玻璃幕墙企业的创新能力大为增强,其产品不仅在国内得到广泛应用,并且走出了国门,迈向了世界。我国出口的高端幕墙玻璃应用在莫斯科联邦大厦、冰岛大剧院、迪拜哈利法塔等全球知名建筑上。

表 6: 我国幕墙产业发展历程

时间	阶段	介绍
1983 — 1994 年	模仿阶段	该阶段国内幕墙的平均年产量约 200 万 m ² , 主要是框架式幕墙, 其中又以构件式明框玻璃幕墙居多, 主要是引进和模仿国外技术, 这一阶段国内没有行业规范和标准, 技术质量水平较低。
1995 — 2010 年	自我成长阶段	该阶段玻璃幕墙年均产量约 800 万 m ² , 除明框玻璃幕墙, 又发展了隐框玻璃幕墙、单元吊挂式玻璃幕墙。在这个阶段, 借鉴国外技术标准和规范, 编制并实施了国内行业技术标准和规范, 幕墙技术水平和质量水平有了一定的提高, 其中单元吊挂式玻璃幕墙逐渐被社会接受, 而在 1998 年又出现点式玻璃幕墙。玻璃幕墙的安全问题, 开始引发重视。上海、广州和北京分别于 1996 年、1999 年和 2000 年出台了有关“建筑物使用安全玻璃”的法规。2001 年后, 国家政府立法, 如 3C 认证制度以及 2003 年国家发改委等联合出台的《建筑安全玻璃管理规定》。
2010 年至今	自我完善提高阶段	该阶段我国玻璃幕墙企业的创新能力大为增强, 其产品不仅在我国建筑幕墙中得到广泛应用, 且走出了国门, 迈向了世界。如迪拜哈利法塔, 塔高 828 m 是世界第一高楼, 其幕墙分别由香港远东、上海力进、陕西恒远三家公司承包, 还有莫斯科的联邦大厦、冰岛大剧院等, “中国制造”标签的超高玻璃幕墙建筑遍及国内外。超大玻璃幕墙、真空玻璃幕墙以及彩釉玻璃幕墙相继产生。

资料来源:《我国玻璃幕墙现状及发展趋势》-刘志海, 光大证券研究所

绿色环保、节能减排成为建筑幕墙行业的新主题。近年来, 我国相继出台发布了《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》、《建筑节能与可再生能源利用通用规范》、《加快推动建筑领域节能降碳工作方案》、《绿色低碳转型产业指导目录(2024 年版)》、《绿色建材产业高质量发展实施方案》, 提出大力发展装配式建筑, 聚焦提升新建建筑节能降碳水平、推进既有建筑改造升级。节能、减排、低碳、安全、便利和可循环成为建材行业未来发展重点, 明确我国绿色建材 2024—2026 年营业收入年均增长 10%以上的发展目标。

3.2 公司业务定位高端市场, 已发展成为全球知名品牌

公司幕墙玻璃产品, 定位高端市场, 实行差异化战略。公司深加工玻璃产品主要包括钢化玻璃、中空玻璃、夹层玻璃、低辐射镀膜 (Low-E) 玻璃、丝网印、彩釉、数码打印等相关工艺复合而成的多工艺高端玻璃产品, 产品具有高精度、高品质、高新颖度、美观、安全、超大、异形、节能、隔音、保温等特性, 满足市场上高端建筑对玻璃美观及性能的特殊要求。

公司是超级玻璃的创造者, 超级玻璃在加工尺寸、规格、形状, 性能以及钢化玻璃天生缺陷的解决能力等方面都实现了行业内的最优极限指标。公司高端幕墙玻璃产品, 不断打破行业记录, 产品中的平板玻璃尺寸从 3.6m 到 24m; 弯钢弧长尺寸从 1.2m 到 8m; 最小半径达到 175mm, 在突破尺寸的同时, 还具备绿色节能、精益品质、创新应用等性能。其中, 公司项目案例北京泰康大厦的单片玻璃 50.85 平方米, 获得了世界吉尼斯记录认证。

公司高端幕墙玻璃产品已应用于众多世界级地标性高端建筑, 例如:北京大兴国际机场、国家速滑馆、国家体育场鸟巢、国家会议中心、国家大剧院、上海中心、迪拜世博会主题馆、卡塔尔卢塞尔塔、阿布扎比国际机场、联合国全球地理信息管理德清论坛会址、美国甲骨文总部、惠灵顿会议中心等, 还成为多家华为销售旗舰店、著名美国高科技电子产品公司总部及销售旗舰店的主要建筑玻璃供应商之一。

图 22: 公司国内外经典高端幕墙玻璃项目



资料来源：公司路演展示 PPT，光大证券研究所

公司在高端幕墙玻璃市场上领先优势突出。2020 年至 2023 年，子公司天津北玻在超大规格节能结构玻璃和弯钢化玻璃细分市场，连续四年国内市场占有率排名第一，全球市场占有率排名前三。在行业内，公司在产线、技术壁垒、定制化程度、价格等方面，具备竞争优势。

表 7: 公司高端幕墙玻璃与同行竞争对比

项目	同行业公司	北玻股份
玻璃产线	自有窑炉，具备浮法平板玻璃产线	不具备浮法平板玻璃产线，原材料采购主要根据客户需求进行采购；降低自产浮法平板玻璃带来的价格波动风险，减少低效产线投资运营
技术壁垒	主要在玻璃窑炉、压延、深加工等装备与技术方面	具备特异形、超大规格、多功能、多工艺高端玻璃产品技术，在超大规格、异形、高精度等技术难度高的高端幕墙玻璃细分领域差异化竞争优势明显
定制化程度	以标准化产品为主，产量大	定制化程度高，满足客户对于高精度、美观、安全、节能、超大、异形等定制化需求
产品价格	主要根据玻璃市场价格确定，玻璃产品售价每平方米几十到几百元不等，价格敏感度较高	高端幕墙玻璃技术难度大、产品附加值较高，高端幕墙玻璃产品平均单价约 1,000 元/平方米，客户对于价格的敏感度相对较低

资料来源：公司路演展示 PPT，光大证券研究所

公司高端幕墙玻璃已发展成为全球知名品牌。公司产品受到全球众多知名优秀建筑设计师青睐，并与 Foster + Partners 建筑事务所、SOM 建筑设计事务所、KPF 建筑师事务所、中国建筑设计研究院、北京市建筑设计研究院、中国建筑科学研究院、华东建筑设计研究院、上海建筑设计研究院、同济大学建筑设计研究院等国内外多家知名建筑设计公司开展深入合作，在行业内具有良好的口碑。

2024 年公司高端幕墙玻璃业务取得进一步发展。2024 年上半年，公司深加工玻璃产品业务板块完成营业收入 3.23 亿元，占整体收入比重为 40.02%。公司继续加大国外市场的拓展，持续开展与沙特地区如未来之城项目方对接。2024 年上半年公司产品实现应用于腾讯总部、上海前滩太古里华为旗舰店、上海大歌剧院、香港西九龙总站、杭州钱江世纪城、安吉“两山”科技城等标志性建筑物上。

4、盈利预测与投资评级

4.1 关键假设与盈利预测

北玻股份收入主要由专用设备、非金属材料两大业务构成。两项业务未来的收入及毛利率情况预测如下：

表 8：北玻股份分项业务预测（单位：亿元）

年份	2022	2023	2024E	2025E	2026E
专用设备业务					
收入	8.96	9.18	9.18	9.64	10.12
增速(%)	-1.54	2.46	0.00	5.00	5.00
成本	7.05	6.82	6.79	7.08	7.39
毛利	1.92	2.37	2.39	2.55	2.73
毛利率(%)	21.37	25.76	26.00	26.50	27.00
非金属材料业务					
收入	6.00	7.37	7.74	8.51	10.21
增速(%)	-23.95	22.83	5.00	10.00	20.00
成本	4.84	5.33	5.57	6.09	7.25
毛利	1.16	2.04	2.17	2.43	2.96
毛利率(%)	19.35	27.64	28.00	28.50	29.00
公司总收入					
收入	14.96	16.55	16.92	18.15	20.34
增速(%)	-11.94	10.62	2.23	7.29	12.03
成本	11.89	12.15	12.36	13.17	14.64
毛利	3.08	4.41	4.55	4.98	5.69
毛利率(%)	20.59	26.65	26.91	27.44	28.00

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

1、专用设备业务：2023 年专用设备业务收入为 9.18 亿元，其中玻璃钢化设备收入 7.28 亿元，风机设备收入 1.12 亿元，镀膜玻璃设备收入 0.58 亿元，玻璃仓储及自动化连线收入 0.14 亿元，预处理设备收入 0.06 亿元。玻璃钢化设备为公司支柱产业之一，全球龙头地位稳固，2024 年海外市场拓展取得进一步成效；风机设备、镀膜玻璃设备具备差异化的竞争优势，未来发展可期。2024 年上半年专用设备业务收入 4.67 亿元，同比下滑 9.40%；其中，镀膜玻璃设备收入为 0，2023 年同期收入为 0.54 亿元，主要原因为设备体量较大、生产制造周期较长，进而导致交付周期延长。由于交付问题，上半年公司专用设备业务的增速出现下滑，我们预期下半年交付问题有望得到缓解，我们预测 2024 年全年该业务收入有望与上一年度持平，增速同比为 0%。在海外市场开拓、新产品推广的两大助力下，我们预测 2025-2026 年该项业务收入同比增速均为 5%。2023 年以来，公司专用设备业务毛利率处于上行趋势，主要原因为销售结构的改善，单价较高的高端型玻璃钢化设备和可应用于光伏玻璃领域的连续式玻璃钢化设备销售占比不断提升。我们预测 2024-2026 年该项业务毛利率分别为 26.00%、26.50%、27.00%。

2、非金属材料业务：公司非金属材料的收入以深加工玻璃为主，其中高端幕墙玻璃为公司的核心产品，2023 年公司深加工玻璃收入为 7.04 亿元。公司高端幕墙玻璃业务，在深耕国内市场的同时，积极开拓海外市场，已成为公司的第二成长曲线。2024 年上半年该业务收入 3.41 亿元，同比下滑 6.26%，但客户拓展方

面取得突出表现。2024年，公司持续开展与沙特地区如未来之城项目方对接，争取实现产品在海外规模市场应用；国内市场方面，高端豪宅玻璃销售部门实现多省市经销代理机构联合合作，市场拓展进一步完善。我们预测2024年该项业务收入同比增速为5%；在海外客户进一步拓展及国内市场切入高端豪宅领域的两大因素助力下，我们预测2025-2026年增速分别提升至10%、20%。毛利率方面，高附加值订单陆续交货，高端幕墙玻璃产品单位价格提升明显，我们预测该业务毛利率有望保持上行趋势，2024-2026年分别为28.00%、28.50%、29.00%。

期间费用率假设

公司销售费用率、管理费用率及研发费用率2023年分别为5.95%、6.27%、7.57%，2024年前三季度分别为5.06%、6.57%、7.58%。我们对于三项费用率2024-2026年假设如下：

- 1、销售费用率：**公司玻璃深加工设备与高端幕墙玻璃形成持续良性互动循环、相辅相成，协同发展，海外市场拓展步入收获期，我们预期销售费用率保持平稳。我们假设2024-2026年公司销售费用率维持在5.95%的水平。
- 2、管理费用率：**我们假设2024-2026年公司管理费用率维持在2023年6.27%的水平。
- 3、研发费用率：**伴随公司各项研发项目逐步结转，以及营收规模提升对于研发费用的摊薄，我们假设2024-2026年公司研发费用率分别为7.50%、7.40%、7.30%。

综上，我们预测公司2024-2026年营收分别16.92、18.15和20.34亿元，归母净利润分别为1.04、1.22、1.44亿元，对应EPS分别为0.09、0.11、0.13元。

4.2 估值分析与投资评级

相对估值：公司是唯一一家生产经营玻璃钢化设备的A股上市公司，在细分行业内没有完全可比的公司。公司所属行业为专用设备，我们从专用设备行业里面选取两家公司——凯格精机（从事于专用设备下的锡膏印刷设备）、国机通用（聚焦于流体机械），在经营模式、技术领先性等方面与公司类似。凯格精机为锡膏印刷设备领域的龙头，布局点胶与封装设备为第二增长曲线，发展脉络与北玻股份相似。国机通用在流体机械技术方面领先，公司专用设备中的风机产品也属于流体机械的范畴。针对公司第二增长曲线的非金属材料业务，我们选取了一家非金属材料业务的可比公司——瑞泰科技，从事于非金属材料行业下的耐火材料，其业务分为玻璃行业用、水泥行业用、钢铁行业用耐火材料三大业务板块。截至2025年1月22日，根据Wind一致预期，三家可比公司的2025年平均PE为37倍，公司2025年PE估值为36倍。我们认为公司业务具有稀缺性，高端幕墙玻璃业务在市场上领先优势突出，已发展成为全球知名品牌，估值具备提升空间。

表9：可比公司盈利预测与估值（收盘价为2025年1月22日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）				PE（X）			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
301338.SZ	凯格精机	31.82	33.86	0.49	0.62	0.83	1.09	65	51	38	29
600444.SH	国机通用	15.12	22.14	0.27	0.28	0.34	0.39	56	54	44	39
002066.SZ	瑞泰科技	10.76	24.86	0.32	0.27	0.39	0.43	34	40	28	25
	平均值							52	48	37	31
002613.SZ	北玻股份	3.95	43.47	0.09	0.09	0.11	0.13	45	42	36	30

资料来源：Wind，凯格精机、国机通用、瑞泰科技EPS为wind一致预期（其中，瑞泰科技2024年EPS为快报数据），北玻股份EPS为光大证券研究所预测

绝对估值：北玻股份钢化玻璃设备龙头地位稳固，新产品打开成长空间，高端幕墙玻璃已经成为公司的第二增长曲线，因此我们假设公司长期增长率为 1%；我们假设未来税收政策较稳定，公司税率维持 12.00%。我们采用 WIND 行业类-WIND 工业-WIND 资本货物-WIND 机械-WIND 工业机械的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似，进而得到公司有杠杆情形下的 β 约为 0.92。

表 10：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β (levered)	0.92
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.15%
税率	12.00%
Kd	0.00%
Ve (百万元)	3387.48
Vd (百万元)	0.00
目标资本结构	0.00%
WACC	7.15%

资料来源：光大证券研究所预测

表 11：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	(389.45)	-7.00%
第二阶段	2277.36	40.93%
第三阶段 (终值)	3676.15	66.07%
企业价值 AEV	5564.07	100.00%
加：非经营性净资产价值	298.72	5.37%
减：少数股东权益 (市值)	68.50	-1.23%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	5794.28	104.14%
股本 (百万股)	1100.57	
每股价值 (元)	5.26	
PE (隐含, 2025E)	47.46	
PE (动态, 2025E)	35.61	

资料来源：光大证券研究所预测

表 12：敏感性分析表 (元)

WACC/长期增长率	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%
6.65%	5.52	5.68	5.85	6.04	6.25
6.90%	5.25	5.39	5.55	5.71	5.90
7.15%	5.00	5.13	5.26	5.41	5.58
7.40%	4.77	4.88	5.01	5.14	5.29
7.65%	4.55	4.66	4.77	4.89	5.02

资料来源：光大证券研究所预测

表 13: 估值结果汇总 (元)

估值方法	估值结果	估 值 区 间	敏感度分析区间
FCFF	5.26	4.55-6.25	贴现率±0.5%，长期增长率±0.5%

资料来源：光大证券研究所预测

根据绝对估值结果，公司的合理估值水平为 4.55-6.25 元/股（在贴现率±0.5%，长期增长率±0.5%的敏感度分析区间内）。

投资评级：我们预测公司 2024-2026 年营收分别 16.92、18.15 和 20.34 亿元，归母净利润分别为 1.04、1.22、1.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.09、0.11、0.13 元，当前股价对应 PE 分别为 42x、36x、30x。北玻股份为玻璃深加工领域龙头，目前实现了“玻璃深加工设备及产品”双业务的一体化产业布局。设备业务方面，玻璃钢化设备业务稳固，新产品提升发展空间。高端幕墙玻璃业务的技术全球领先，已成为公司第二增长曲线。公司估值具备提升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

1、宏观环境波动风险

当前国内外的宏观环境存在一定的风险,如果出现宏观经济持续承压的情形,会影响公司产品的市场需求,导致市场竞争加剧,公司经营将面临宏观经济周期波动带来的风险。

2、贸易政策及汇率的风险

公司对外出口产品主要为玻璃深加工设备及产品,当前国际贸易争端的发展存在一定的不确定性,可能会导致相关国家贸易政策发生变化。若相关国家的国际贸易政策发生变化,可能会对公司的经营产生一定不利影响,从而影响公司的经营业绩。

3、市场竞争加剧风险

随着公司业务不断发展,不排除新进入者参与、加剧现有竞争,存在公司在具体项目或局部市场上竞争力下降、相应业务订单达不到预期的风险。

4、应收账款减值风险

公司应收账款在增长,若宏观经济波动或下游行业竞争加剧,存在应收账款减值风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,496	1,655	1,692	1,815	2,034
营业成本	1,189	1,215	1,237	1,317	1,464
折旧和摊销	61	66	70	77	85
税金及附加	14	18	17	18	20
销售费用	73	98	101	108	121
管理费用	101	104	106	114	128
研发费用	101	125	127	134	148
财务费用	-13	-5	-16	-18	-16
投资收益	1	1	1	1	1
营业利润	39	96	120	142	167
利润总额	40	98	124	146	171
所得税	1	10	15	17	20
净利润	40	88	110	128	150
少数股东损益	4	5	6	6	6
归属母公司净利润	36	83	104	122	144
EPS(元)	0.04	0.09	0.09	0.11	0.13

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	12	118	215	123	104
净利润	36	83	104	122	144
折旧摊销	61	66	70	77	85
净营运资金增加	106	-31	-13	90	163
其他	-190	1	54	-167	-287
投资活动产生现金流	-15	-4	-201	-202	-202
净资本支出	-142	-104	-202	-202	-202
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	127	100	1	1	1
融资活动现金流	-1	-9	455	-58	-73
股本变化	0	0	163	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	-240	161	-40	17	29
净现金流	4	108	469	-136	-171

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	20.6%	26.6%	26.9%	27.4%	28.0%
EBITDA 率	5.9%	10.3%	10.3%	11.1%	11.6%
EBIT 率	1.8%	6.3%	6.2%	6.8%	7.5%
税前净利润率	2.7%	5.9%	7.4%	8.0%	8.4%
归母净利润率	2.4%	5.0%	6.1%	6.7%	7.1%
ROA	1.7%	3.5%	3.6%	4.1%	4.7%
ROE (摊薄)	2.2%	4.8%	4.6%	5.3%	6.1%
经营性 ROIC	1.9%	6.7%	6.0%	6.3%	6.7%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	28%	31%	25%	25%	25%
流动比率	2.64	2.32	2.97	2.82	2.67
速动比率	1.82	1.73	2.35	2.17	1.98
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	2,295	2,536	3,045	3,114	3,204
货币资金	394	534	1,003	867	696
交易性金融资产	203	132	132	132	132
应收账款	250	298	241	259	290
应收票据	53	104	102	109	122
其他应收款 (合计)	3	5	3	4	4
存货	467	432	431	460	513
其他流动资产	84	127	134	159	203
流动资产合计	1,505	1,692	2,068	2,012	1,985
其他权益工具	5	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	335	368	484	597	703
在建工程	162	186	196	201	205
无形资产	203	197	183	169	157
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	46	55	55	55	55
非流动资产合计	790	844	977	1,101	1,219
总负债	635	795	755	772	801
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	164	208	210	224	249
应付票据	42	158	161	171	190
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	38	10	10	10	10
流动负债合计	570	730	697	714	743
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	55	56	56	56	56
非流动负债合计	64	65	58	58	58
股东权益	1,661	1,741	2,289	2,342	2,403
股本	937	937	1,101	1,101	1,101
公积金	348	360	707	719	734
未分配利润	342	413	445	479	520
归属母公司权益	1,627	1,710	2,253	2,299	2,354
少数股东权益	33	31	37	43	49

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	4.90%	5.95%	5.95%	5.95%	5.95%
管理费用率	6.74%	6.27%	6.27%	6.27%	6.27%
财务费用率	-0.85%	-0.29%	-0.92%	-1.00%	-0.76%
研发费用率	6.74%	7.57%	7.50%	7.40%	7.30%
所得税率	2%	10%	12%	12%	12%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.00	0.07	0.07	0.08	0.09
每股经营现金流	0.01	0.13	0.20	0.11	0.09
每股净资产	1.74	1.82	2.05	2.09	2.14
每股销售收入	1.60	1.77	1.54	1.65	1.85

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	104	45	42	36	30
PB	2.3	2.2	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	39.8	20.4	20.9	19.0	17.1
股息率	0.0%	1.6%	1.7%	2.0%	2.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大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，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP