



旗滨集团 (601636.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

光伏玻璃，迎头赶上

光伏玻璃：行业新军迎头赶上，静待供给侧积极变化

后发进入、扩产态度坚决，目前产能规模仅次于信义光能、福莱特。目前公司在产光伏8条压延产线，合计产能9600T/D，市占率约10.4%。随着公司光伏玻璃产线逐步投产，毛利率已接近原先双龙头水平，明显领先其他企业。2023年因费用前置原因、单平净利较福莱特仍有1元左右差距。同质化行业中的成本控制能力是旗滨一直以来的核心竞争力：①后发进入，单线窑炉规模领先，②提前布局上游超白砂矿，③海外建厂掌握“先手”权。

2024年5-11月光伏玻璃价格处于单边下行状态，全行业均处于亏损面的情况下，供给端出现多点积极变化，我们测算过剩产能边际退出比例达26%。库存拐点已现，2024年12月底行业库存167.42万吨、较10月底下降17.3%，2024年12月-2025年2月内价格无松动（3.2mm镀膜光伏玻璃价格为19.25元/平方米），2025年3月新单2.0mm镀膜玻璃报价重心上调2元/平方米。股价催化剂角度，关注光伏行业供给端其他政策。

浮法玻璃：后来者居上，成本控制优势显著

后来者居上，2013年收购浙玻进军浮法玻璃第一梯队。截至2024年末，公司浮法玻璃在产产能达16100T/D。2023年产量市占率约11.4%。公司盈利能力、成本控制能力领先行业，成本优势拆解，①自有硅砂矿体现上下游一体化前瞻布局，②燃料配比经济性体现成本管控能力，③优越的地理位置创造良好运输条件。浮法业务2025年展望：竣工需求预期偏弱，重点观测行业供给端出清节奏，2024年全年浮法玻璃行业共冷修45条产线、共3.39万T/D，2014-2015年浮法行业冷修产线数量分别为38、43条，冷修产能分别为2.20、2.44万T/D，继续观测行业供给端出清节奏。

盈利预测、估值和评级

公司24Q3单季度毛利率处于上市以来的最低点，仅为7.69%，重视周期反转的弹性。我们看好公司①光伏玻璃新军，成本迎头赶上，库存拐点已现，期待价格拐点+行业供给端政策，②浮法成本控制优势显著，25年核心观测行业供给出清节奏，③毛利率处于历史底部区间，重视周期反转的弹性。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.71、9.02和12.47亿元，现价对应动态PE分别为42x、17x、13x，给以2026年16.7倍估值，目标价7.77元（对应2025年业绩23X），首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

竣工需求不及预期；光伏组件排产不及预期；光伏行业供给端政策不及预期；电子+药玻业务盈利继续承压；原燃料价格波动。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：赵铭 (执业 S1130524120004)

zhaoming@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：5.83 元

目标价 (人民币)：7.77 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	13,313	15,683	15,964	16,743	18,866
营业收入增长率	-8.65%	17.80%	1.80%	4.88%	12.68%
归母净利润(百万元)	1,317	1,751	371	902	1,247
归母净利润增长率	-68.90%	32.97%	-78.79%	142.91%	38.21%
摊薄每股收益(元)	0.491	0.652	0.138	0.336	0.465
每股经营性现金流净额	0.21	0.58	-0.04	0.52	0.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.45%	12.92%	2.71%	6.32%	8.30%
P/E	23.21	10.48	42.13	17.35	12.55
P/B	2.43	1.35	1.14	1.10	1.04

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 光伏玻璃：行业新军迎头赶上，静待供给侧积极变化.....	4
1.1 后发进入，规模第三.....	4
1.2 成本控制能力是核心竞争力，毛利率已接近原先双龙头水平.....	4
1.3 光伏业务 2025 年展望：库存拐点已现、期待价格拐点.....	7
1.4 关注光伏行业供给端的积极变化.....	9
2 浮法玻璃：后来者居上，成本控制优势显著.....	9
2.1 行业底部逆势扩张，收购浙玻跻身浮法玻璃第一梯队.....	9
2.2 成本控制能力领先，自有硅砂矿+燃料配比优势明显.....	11
2.3 浮法业务 2025 年展望：竣工需求偏弱，重点观测行业供给端出清节奏.....	12
3 光伏浮法周期反转蓄力，电子玻璃+药玻储备成长.....	13
3.1 电子玻璃+药玻，培育成长.....	13
3.2 重视光伏浮法的周期反转力.....	14
4 盈利预测与投资建议.....	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 投资建议及估值.....	16
5 风险提示.....	17

图表目录

图表 1：旗滨集团光伏玻璃产线统计.....	4
图表 2：旗滨集团光伏玻璃产线统计.....	4
图表 3：各公司光伏玻璃业务毛利率比较.....	5
图表 4：2023 年旗滨和福莱特光伏玻璃单平净/毛利比较.....	5
图表 5：2024 年光伏玻璃行业 CR6 单线窑炉规模.....	5
图表 6：福莱特取得自有砂矿后石英砂采购价格下降约 100 元/吨.....	6
图表 7：2023-24H1 福莱特越南基地净利率远高于本土安徽基地.....	6
图表 8：光伏玻璃价格及 yoy.....	7
图表 9：2024 年以来光伏玻璃价格走势图.....	7
图表 10：2024 年光伏玻璃冷修生产线.....	8
图表 11：光伏玻璃行业库存.....	9
图表 12：旗滨集团浮法玻璃产线统计.....	10
图表 13：旗滨集团浮法玻璃产能变动.....	11
图表 14：浮法玻璃业务收入体量对比（单位：亿元）.....	11



图表 15: 浮法玻璃业务收入增速对比	11
图表 16: 浮法玻璃业务毛利率对比	11
图表 17: 浮法玻璃业务单重箱成本对比 (单位: 元)	11
图表 18: 旗滨集团国内产线燃料配比	12
图表 19: 我国房屋新开工面积累计同比	12
图表 20: 我国房屋竣工面积累计同比	12
图表 21: 全国浮法玻璃行业库存	13
图表 22: 全国浮法玻璃均价	13
图表 23: 2012 年以来浮法玻璃行业冷修产线数量及产能	13
图表 24: 公司电子玻璃产能统计	14
图表 25: 旗滨电子经营数据	14
图表 26: 公司药玻产能统计	14
图表 27: 旗滨药玻经营数据	14
图表 28: 公司上市以来单季度毛利率复盘	15
图表 29: 公司盈利预测拆分	16
图表 30: 可比公司估值比较 (市盈率法)	17



1 光伏玻璃：行业新军迎头赶上，静待供给侧积极变化

1.1 后发进入，规模第三

目前公司在产光伏玻璃窑炉共9座，其中8条压延产线、1条浮法产线（湖南郴州1000T/D、供应背板），仅统计压延产线，合计产能9600T/D，其中湖南郴州1条、福建漳州2条、浙江宁海2条、云南1条、马来西亚2条在产。

图表1：旗滨集团光伏玻璃产线统计

基地	产线	在产产能 (T/D)	产线状况	最近点火时间
湖南郴州	2线(压延)	1200	在产	2022.4
福建漳州	1线(压延)	1200	在产	2023.1
	2线(压延)	1200	在产	2023.7
浙江宁海	1线(压延)	1200	在产	2023.6
	2线(压延)	1200	在产	2023.9
云南	1线(压延)	1200	在产	2024.5
马来西亚	1线(压延)	1200	在产	2023年9-10月
	2线(压延)	1200	在产	2024H1
合计在产产能		9600		

来源：卓创资讯，国金证券研究所

后发进入、扩产态度坚决，目前产能规模仅次于信义光能、福莱特。公司首条光伏压延线湖南郴州1200T/D于2022年4月投产，行业盈利能力承压的背景下，2023-2024年公司分别扩产5、2条产线。截至2024年底，公司在产产能达9600T/D，光伏玻璃行业双龙头信义光能、福莱特在产产能分别为20700、18000T/D（来源：卓创资讯）。以在产产能数据测算（2024年末行业在产产能92490T/D），公司市占率约10.4%。

1.2 成本控制能力是核心竞争力，毛利率已接近原先双龙头水平

2023年起公司财报开始披露光伏玻璃业务营收、产销量等数据：

- 2023年公司光伏玻璃营收34.11亿元，净利润2.38亿元，单平净利约1.23元；
- 24H1光伏玻璃营收29.01亿元，净利润2.22亿元，单平净利约1.20元。

图表2：旗滨集团光伏玻璃产线统计

光伏业务数据	2022	2023	24H1
旗滨光伏营收(亿元)	15.93	34.12	29.01
旗滨光伏净利润(亿元)	0.41	2.38	2.22
旗滨光伏毛利率	8.08%	21.55%	21.24%
旗滨光伏销量(亿平)	0.64	1.94	1.85
旗滨光伏单平售价(元)	24.76	17.58	15.68
旗滨光伏单平毛利(元)	2.00	3.79	3.33
旗滨光伏单平净利(元)	0.64	1.23	1.20

来源：公司公告，国金证券研究所

注：光伏玻璃业务收入及毛利率采用报表数据，净利润采用子公司旗滨光伏数据。报表光伏玻璃业务收入与子公司旗滨光伏的收入略有出入，但差异不大，例如2023年报表光伏玻璃业务收入34.12亿元，而子公司旗滨光伏收入34.58亿元

公司光伏玻璃产线逐步投产，毛利率已接近原先双龙头水平，明显领先其他企业。2023年因费用前置、单平净利较福莱特仍有1元左右差距：

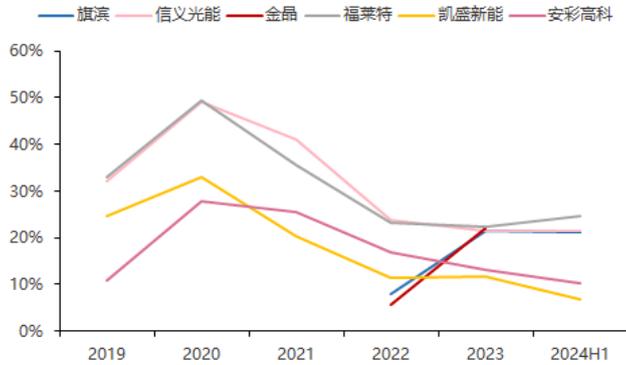
- 2023年公司光伏玻璃毛利率为21.55%、领先凯盛新能、安彩高科8-10pct，同期信义光能、福莱特毛利率分别为21.39%、22.45%；24H1公司光伏玻璃毛利率为21.24%、领先凯盛新能、安彩高科10-15pct，同期信义光能、福莱特毛利率分别为21.49%、



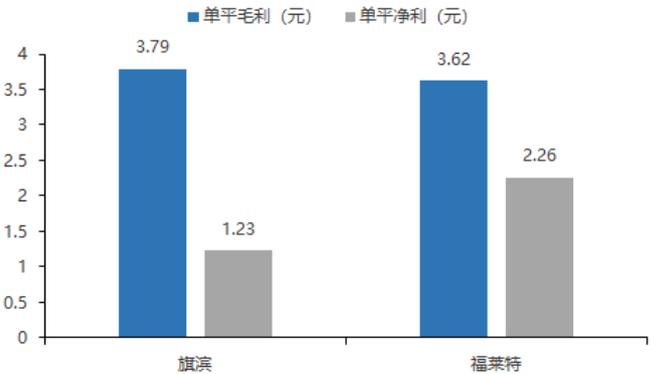
24.70%;

- 2023 年公司单平毛利甚至高于福莱特，但单平净利仍有 1 元左右的差距（旗滨单平净利 1.23 元、福莱特 2.26 元），我们判断主因 2023 年公司光伏玻璃产线是逐步投产的状态，估计各基地人员招聘提前储备，因此费用前置。

图表3：各公司光伏玻璃业务毛利率比较



图表4：2023 年旗滨和福莱特光伏玻璃单平净/毛利比较



来源：wind，国金证券研究所

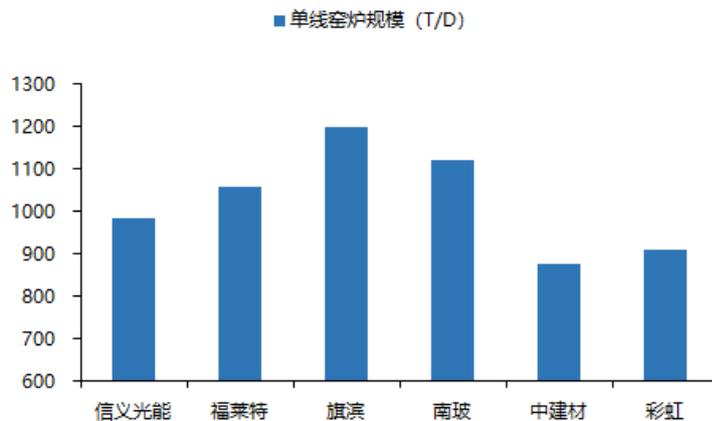
来源：wind，国金证券研究所

类比浮法玻璃，产品同质性比较高的情况下，成本控制是企业核心竞争力。总结公司在浮法玻璃领域的低成本经验以及光伏玻璃成本控制核心因素，我们认为，当前公司毛利率已接近原先双龙头水平并非偶然，**成本控制能力一直是旗滨的优势：**

(1) 后者单线窑炉大、天然成本更低。大型窑炉可以实现原材料和燃料单耗下降、以及折旧摊销费用减少，复盘光伏玻璃行业历史，2020 年起信义、福莱特投产产线基本为 1000-1200T/D 大型窑炉，2020 年前多为 650T/D 及以下的小窑炉，拉开与同行之前的成本差距。但单线窑炉达到 1200T/D 后，规模持续扩大的阻力大，虽然听证会出现了更大单线窑炉报会（例如福莱特 2024 年 1 月江苏连云港听证会项目，拟建设 4 条各 1600T/D 产线）、但行业内目前尚未出现大于 1200T/D 的产线投产。

随着其他光伏玻璃企业大型窑炉产线投产，以及中小型窑炉冷修技改，单线窑炉规模差距将缩小。我们统计行业 CR6 的单线窑炉规模，信义光能、福莱特因各有几条 2020 年前投产的小窑炉还未冷修，因此单线窑炉规模并未体现出明显优势，而旗滨窑炉单线规模达 1200T/D，高于信义光能、福莱特。

图表5：2024 年光伏玻璃行业 CR6 单线窑炉规模

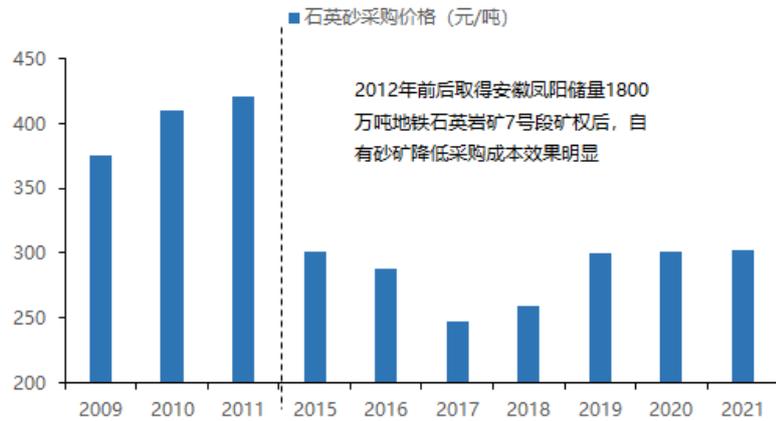


来源：卓创资讯，国金证券研究所

(2) 光伏玻璃原材料低成本路径与浮法有相通性，硅砂自给率高是公司浮法玻璃业务核心成本优势之一，而光伏玻璃对超白石英砂要求更高、战略资源属性更强，光伏玻璃为提高透光率降低铁含量，要求石英砂中 Fe₂O₃ 含量不超过 0.01±0.001%，仅为普通硅砂的 1/5。参考福莱特，其 2012 年前后取得安徽凤阳储量 1800 万吨地铁石英岩矿 7 号段矿权后，自有砂矿降低采购成本效果明显，采购价格较之前下降约 100 元/吨。



图表6: 福莱特取得自有砂矿后石英砂采购价格下降约 100 元/吨



来源: 福莱特公司公告, 国金证券研究所

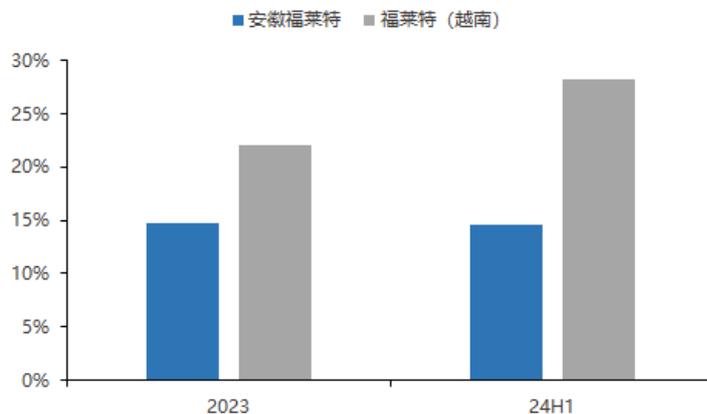
旗滨深谙上游砂矿资源的重要性, 提前布局超白砂矿, 同步研究海砂加工超白砂等新技术:

- 2021 年 4 月, 公司于湖南资兴建设年产 57.6 万吨的超白石英砂生产基地;
- 2022 年 3 月, 公司于马来西亚沙巴州建设年产 120 万吨超白石英砂矿产线 (总投资 8.5 亿);
- 2022 年 4 月, 公司于云南昭通投资 10.8 亿元建设光伏玻璃配套石英砂生产基地。

(3) 海外建厂掌握“先手”权。我们认为, 海外光伏玻璃建厂 3 大核心优势:

- 光伏组件头部企业均在东南亚有产能布局, 主因系可以避免直接出口部分国家 (美国/印度等) 的关税/“双反”税, 当然, 东南亚布局不排除也会受到各国关税政策影响。光伏玻璃企业贴近组件厂布局, 可以提高客户粘性+降低运费;
- 海外光伏玻璃供需格局更好, 目前我们统计国内企业在海外合计布局 7400T/D 光伏玻璃产能 (旗滨 2400T/D、福莱特 2000T/D、信义光能 1900T/D、金晶 1100T/D), 绝大多数二三线企业还不具备海外建厂能力。即使组件厂在东南亚布局仍受到贸易制裁影响, 但因海外光伏玻璃供需格局更优, 福莱特等企业海外基地盈利能力明显好于国内;
- 国内光伏玻璃投产需经过听证会等审核手续, 海外建厂不受以上政策因素干扰, 能否投产更多取决于企业自身。

图表7: 2023-24H1 福莱特越南基地净利率远高于本土安徽基地



来源: 福莱特公司公告, 国金证券研究所

公司海外产能占比高, 截至 24H1, 公司海外光伏玻璃产能合计 2400T/D (马来西亚沙巴光伏 2 条各 1200T/D 产线), 同时已启动沙巴光伏三线 1200T/D 生产线建设。



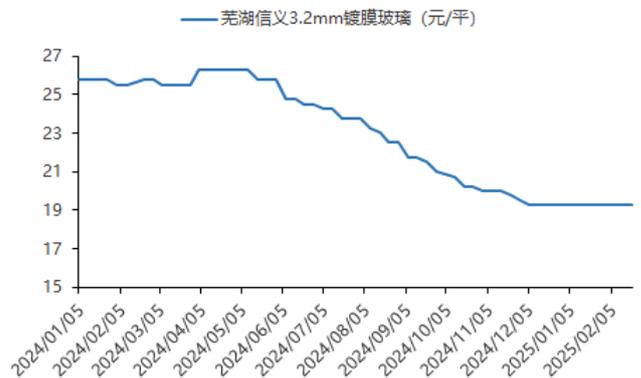
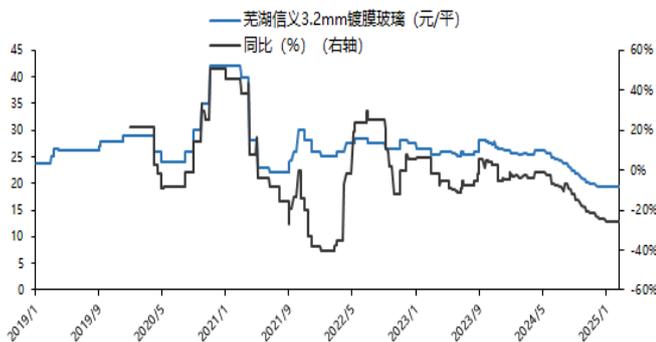
1.3 光伏业务 2025 年展望：库存拐点已现、期待价格拐点

光伏玻璃为连续生产工艺，无法类似水泥即开即停。复盘 2024 年全年光伏玻璃价格：

- 3 月中旬起，产业链对于光伏玻璃涨价预期渐浓，4 月初逐步落地，主因系需求端 1-2 月淡季后、组件排产 3 月环比明显回暖，同时短期内光伏玻璃供应端变动不大，备货预期下行业库存持续下降；
- 受供需两端同时压制，5-11 月光伏玻璃价格几乎处于单边下行状态，截至 12 月末，3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 19.25 元/平方米，较 4 月初高点的 26.25 元/平方米下跌 26.7%。本轮降价体现 2 个特点，①降幅大，2024 年在前期无大涨的基础上，价格单边下行，头部企业报表 Q3 单季度陷入亏损。②出现月中多次降价，一般光伏玻璃订单价格调整基本发生在每月月初(即上个月玻璃与下游组件厂议价，价格调整在本月初体现)，但 2024 年 6-9 月均出现月中多次降价的现象，表明产业链对供需、价格预期悲观；
- 随着供给端产能陆续出清，12 月起价格平稳，月初 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格降至 19.25 元/平方米后，2024 年 12 月-2025 年 2 月内价格无松动；
- 根据 SMM 数据，2 月底国内光伏玻璃企业开始报价 3 月新单价格，2.0mm 镀膜玻璃报价重心上调 2 元/平方米，当前组件企业暂未签订成交。

图表8：光伏玻璃价格及 yoy

图表9：2024 年以来光伏玻璃价格走势



来源：卓创资讯，国金证券研究所

来源：卓创资讯，国金证券研究所

2024 年 9 月初光伏玻璃龙头企业牵头、十大光伏玻璃企业开会约定封炉减产 30%，主因系光伏玻璃价格逐月走低。7-8 月起行业冷修明显加速，24H2 行业合计冷修产线 34 条、冷修产能达 21930 吨，此外 7-9 月行业堵窑口减产日熔量约 8177 吨，我们测算边际退出比例在 26.3%左右（测算过程为 24H2 冷修 2.19 万吨+7-9 月堵窑口 0.82 万吨，合计边际退出 3.01 万吨，2024 年 6 月底行业在产产能 11.47 万吨）。

行业供给端出现多点重要变化：

- 截至 2024 年末，全国光伏玻璃在产日熔量合计 92490 吨/日（考虑到部分装置堵窑口限产、实际产能更低），已低于 2023 年末行业在产日熔量（98530 吨/日）。不同于浮法玻璃，光伏玻璃是需求有增速的行业；
- 小窑炉关停比例高，24H2 行业合计冷修产线 34 条，其中，≤650T/D 的窑炉冷修 21 条、冷修产能达 8730 吨，预计主因系小窑炉单位能耗、单位成本偏高，同时建设周期较早，以上小窑炉产能后续复产的可能性存疑；
- 光伏玻璃窑炉正常点火后需 8 年左右时间运行才会冷修，但本轮下行周期出现多条运行时间不久的大窑炉冷修，24H2 行业>650T/D 的窑炉冷修 13 条，二三线企业出现多条提前冷修现象，如重庆武骏 900T/D 运行 1 年 9 个月后冷修、和友重庆 900T/D 运行 8 个月后冷修、山西日盛达 1000T/D 运行 5 个月后冷修、唐山飞远 1000T/D 运行 6 个月后冷修、广西德金 1200T/D 运行 6 个月后冷修、湖北亿钧 2 条各 1200T/D 运行 2-3 年后冷修；
- 头部企业为调配行业供需，主动冷修部分产能，如福莱特冷修 3 条、信义冷修 2 条。



图表10: 2024年光伏玻璃冷修生产线

序号	生产线	地址	日熔量(吨)	时间
1	信义光能控股有限公司(安徽)五期第1条一窑四线	安徽	1000	2024.1.1
2	信义光能控股有限公司(安徽)五期第2条一窑四线	安徽	1000	2024.1.1
3	中建材(宜兴)新能源有限公司一窑两线	江苏	250	2024.1.16
4	吴江南玻玻璃有限公司一窑五线	江苏	650	2024.1.27
5	中建材(宜兴)新能源有限公司一窑两线	江苏	280	2024.2
6	江西赣悦光伏玻璃有限公司一窑两线	江西	250	2024.2.29
7	中国建材桐城新能源材料有限公司一窑两线	安徽	320	2024.3.6
8	安徽盛世新能源材料科技有限公司一窑四线	安徽	650	2024.7.3
9	信义光能控股有限公司(安徽)一窑四线	安徽	500	2024.7.8
10	信义光能控股有限公司(安徽)一窑四线	安徽	600	2024.7.9
11	信义光能控股有限公司(安徽)一窑四线	安徽	500	2024.7.10
12	中建材(合肥)新能源有限公司一窑五线	安徽	650	2024.7.12
13	索拉特特种玻璃(江苏)股份有限公司一窑两线	江苏	300	2024.7.25
14	安徽燕龙基新能源科技有限公司一窑四线	安徽	650	2024.7.26
15	江苏南通泰德光电玻璃科技有限公司一窑一线	江苏	150	2024.7.30
16	江苏南通泰德光电玻璃科技有限公司一窑一线	江苏	200	2024.7.30
17	湖北联德光伏玻璃有限公司一窑一线	湖北	150	2024.7.28
18	福莱特玻璃集团股份公司(浙江)一窑四线	浙江	600	2024.7.31
19	福莱特玻璃集团股份公司(安徽)一窑四线	安徽	1000	2024.7.31
20	河北唐山金信太阳能玻璃有限公司一窑四线	河北	650	2024.8.2
21	彩虹(合肥)光伏有限公司一窑四线	安徽	800	2024.8.6
22	福莱特玻璃集团股份公司(安徽)一窑四线	安徽	1000	2024.8.13
23	山东巨野弘盛光伏材料有限公司一窑两线	山东	300	2024.8.22
24	河南济源华美新材料有限公司一窑两线	河南	250	2024.8.26
25	凤阳硅谷智能有限公司一窑五线	安徽	650	2024.9.25
26	中建材(合肥)新能源有限公司一窑五线	安徽	650	2024.10.15
27	重庆武骏光能股份有限公司一窑四线	重庆	900	2024.10.20
28	和友重庆光能有限公司一窑四线	重庆	900	2024.10.28
29	山西日盛达太阳能科技有限公司一窑四线	山西	1000	2024.11.4
30	安徽盛世新能源材料科技有限公司一窑两线	安徽	320	2024.11.6
31	唐山飞远科技有限公司一窑五线	河南	1000	2024.11.1
32	广西德金新材料科技有限公司一窑六线	广西	1200	2024.11.1
33	河南裕华高白玻璃有限公司一窑一线	河南	150	2024.11.8
34	湖北远舟光伏玻璃科技有限公司一窑一线	湖北	160	2024.11.8
35	索拉特特种玻璃(安徽)股份有限公司一窑两线	安徽	350	2024.11.23
36	福莱特玻璃集团股份公司(安徽)一窑四线	安徽	1000	2024.11.25
37	信义光能控股有限公司(安徽)一窑四线	安徽	1000	2024.11.25
38	信义光能控股有限公司(安徽)一窑四线	安徽	1000	2024.11.27
39	湖北亿钧耀能新材股份公司一窑六线(一期第一座)	湖北	1200	2024.12.28
40	湖北亿钧耀能新材股份公司一窑六线(一期第二座)	湖北	1200	2024.12.28

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所



供给低位，库存拐点已现，期待价格拐点。根据卓创资讯数据，2024年11-12月行业库存连续2个月下降，截至12月底，行业库存167.42万吨、较10月底下降17.3%。一般1-2月春节前后为传统组件排产淡季，2025年1月行业库存167.07万吨、环比基本持平，淡季并未垒库。春节后下游组件厂补库备货需求启动，有望继续拉动光伏玻璃行业去库，期待价格拐点。

图表11：光伏玻璃行业库存



来源：卓创资讯，国金证券研究所

1.4 关注光伏行业供给端的积极变化

催化剂角度，继续关注光伏行业供给端变化，例如2024年7月工信部发布《光伏制造行业规范条件（2024年本）》，提出对多晶硅、硅棒、硅片、电池片和组件现有与改建项目的综合电耗与还原电耗要求，期待后续能耗政策继续落地，供给端政策有望加速光伏行业高耗能产能出清。

在光伏玻璃行业头部企业24Q3单季度报表陷入亏损的情况下，公司增厚光伏玻璃业务股权，体现公司在行业底部对光伏玻璃业务发展的信心。

- 公司原先100%持股旗滨光能，2023年11月，为促进光伏玻璃业务加快发展，进一步整合发展资源，增强公司和项目经营团队的发展信心，公司通过股权转让方式将旗滨光能15.50%股权转让给17家员工跟投平台、转让对价为5.64亿元，将旗滨光能13.75%股权转让给实控人俞其兵先生控制的宁海旗滨科源、转让对价为5亿元，转让后公司持股旗滨光能70.75%。按照5亿元转让13.75%持股比例测算，对应旗滨光能转让对价为36.37亿元。①PB对价，截至2023年5月末，旗滨光能净资产34.43亿元，对应转让PB对价约1.06X；②PE对价，2023年旗滨光能净利润2.38亿元，对应转让PE对价约15.3X。
- 2025年1月，为优化光伏玻璃产业布局定位，提高旗滨光能生产经营和战略决策效率，公司更新发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案），拟通过发行股份方式以10亿元购买控股子公司旗滨光能28.78%的股权，收购完成后公司将全资控股子公司旗滨光能。按照10亿元收购28.78%持股比例测算，对应旗滨光能转让对价为34.75亿元。①PB对价，截至2024年10月末，旗滨光能净资产37.05亿元，对应转让PB对价约0.94X；②PE对价，2023年旗滨光能净利润2.38亿元（2024年1-10月旗滨光能净利润-1.01亿元），对应转让PE对价约14.6X。

2 浮法玻璃：后来者居上，成本控制优势显著

2.1 行业底部逆势扩张，收购浙玻跻身浮法玻璃第一梯队

截至2024年末，公司浮法玻璃总产能17400T/D（包含马来西亚2条各600T/D产线），剔除2条冷修产线，目前在产产能16100T/D。

产能规模行业内仅次于信义玻璃，以产量数据测算（2023年公司浮法产量1.10亿重箱，行业总产量9.69亿重箱），公司市占率约11.4%。



图表12: 旗滨集团浮法玻璃产线统计

序号	所在区域/国家	生产线名称	燃料系统	设计产能 (T/D)	状态
1	浙江	绍兴搬迁线	管道天然气	1200	在产
2		长兴一线	管道天然气	800	在产
3		长兴二线	石油焦	600	在产
4		长兴三线	石油焦	600	在产
5		长兴四线	石油焦	600	在产
6		平湖一线	石油焦	600	在产
7		平湖二线	石油焦	600	在产
8	湖南	醴陵一线	石油焦、重油	800	在产
9		醴陵二线	石油焦、重油	600	在产
10		醴陵三线	石油焦、重油	500	冷修
11		醴陵四线	石油焦、重油	600	在产
12		醴陵五线	管道天然气	600	在产
13		郴州一线	管道天然气	1000	在产
14	福建	漳州一线	管道天然气	900	在产
15		漳州二线	重油	600	在产
16		漳州三线	重油	600	在产
17		漳州四线	重油	800	在产
18		漳州五线	重油	600	在产
19		漳州六线	重油	800	在产
20		漳州七线	重油	600	在产
21		漳州八线	重油	800	冷修
22	广东	河源一线	重油	800	在产
23		河源二线	重油	600	在产
24	马来西亚	马来西亚一线	-	600	在产
25		马来西亚二线	-	600	在产
目前总产能 (T/D)				17400	
目前国内总产能 (T/D)				16200	
目前在产产能 (T/D)				16100	

来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

后来居上、底部扩张, 收购浙玻进军浮法玻璃第一梯队。上市前2010年公司产能规模排名全国第10, 上市后产能扩张进入快车道, 2011-2013年新增产能分别达1400、2200、1200T/D。2013年公司成功收购浙玻, 将其更名为绍兴旗滨, 收购后公司产能规模跃居全国前二。2017-2019年以来公司浮法玻璃产能整体稳定。



图表13: 旗滨集团浮法玻璃产能变动



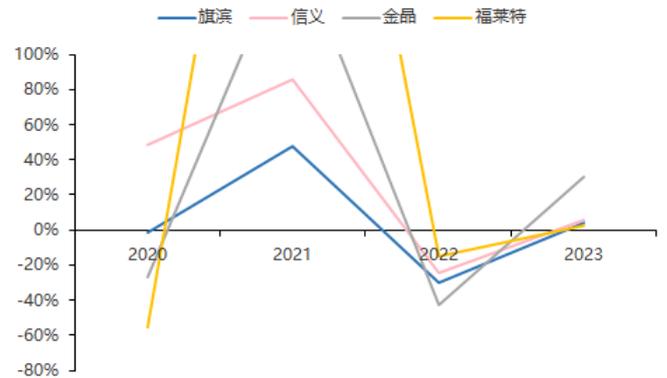
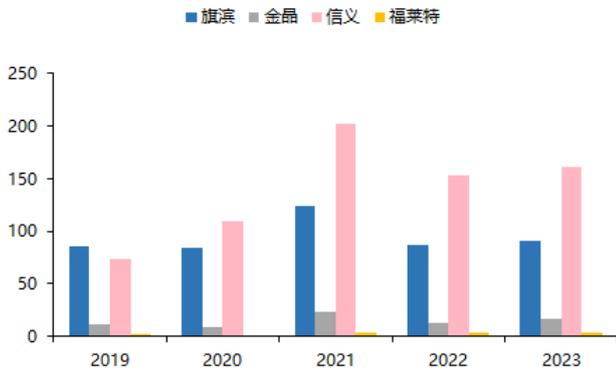
来源: 公司公司, 卓创资讯, 国金证券研究所

2.2 成本控制能力领先, 自有硅砂矿+燃料配比优势明显

公司盈利能力、成本控制能力领先行业。动态视角, 浮法双龙头盈利能力优势明显, 2019-2021 年公司浮法玻璃毛利率均略低于信义 1-2pct, 2023 年公司毛利率高于信义 0.7pct, 双龙头盈利能力基本相当。2022-2023 年公司浮法玻璃毛利率高于金晶 30pct 上下, 考虑到浮法偏标品, 价格差距主要体现在区域差异上、同区域价格偏差不大, 因此我们判断公司盈利优势主要来源于其成本控制能力。

图表14: 浮法玻璃业务收入体量对比 (单位: 亿元)

图表15: 浮法玻璃业务收入增速对比

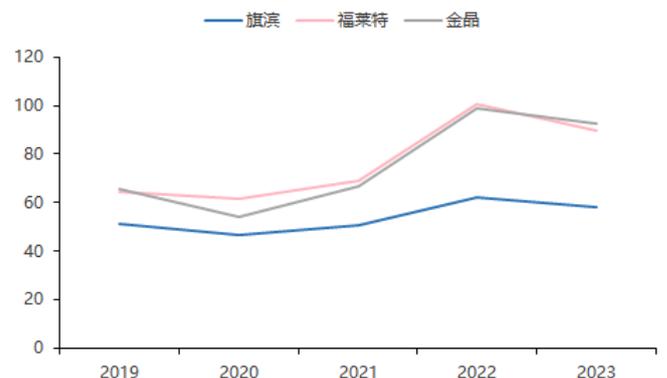
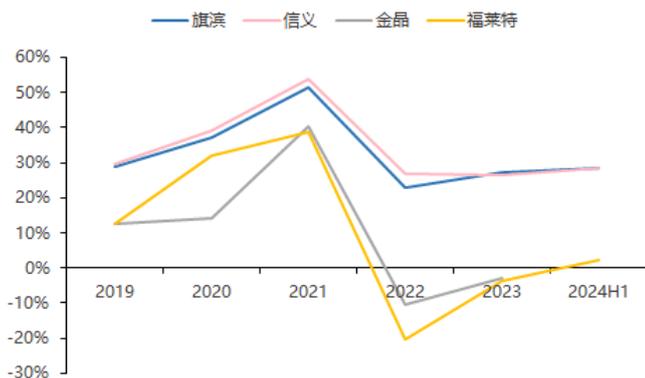


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表16: 浮法玻璃业务毛利率对比

图表17: 浮法玻璃业务单重箱成本对比 (单位: 元)



来源: wind, 国金证券研究所

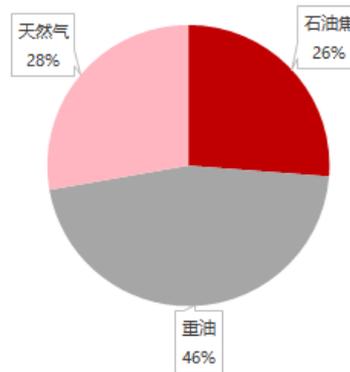
来源: wind, 国金证券研究所



成本优势拆解，自有硅砂矿体现上下游一体化前瞻布局，燃料配比经济性体现成本管控能力：

- 自有硅砂矿储量丰富，硅砂矿是浮法玻璃生产企业的战略性资源，公司福建漳州、广东河源及湖南醴陵的砂矿出产优质浮法玻璃用硅砂。普通砂供应浮法玻璃的自给率在 70%以上；
- 燃料配比更具经济性，我国浮法玻璃产线的燃料种类包括天然气、发生炉煤气、石油焦粉和重油，①天然气为清洁能源，但由于我国能源结构特点以及天然气的来源与价格高等原因，玻璃企业利用天然气受限，②炉煤气为气体燃料，特点是热值低、毒性大，③石油焦粉是原油副产物，价格相对低廉。公司使用混合燃料，根据卓创资讯数据，目前公司国内产线燃料配比为石油焦 46%、重油 26%、天然气 28%，较完全采用天然气生产的玻璃企业具备经济性；
- 优越的地理位置创造良好运输条件，降低运费开支。本部株洲为南方地区最大的铁路货运枢纽，漳州东山县拥有与生产线配套的 3 个共计 40000 吨级海港码头，均具备海运运输条件、配套港口设施条件，年设计吞吐量可达 230 万吨。公司凭借港口优势可使大宗原材料和燃料通过水运购进，玻璃产品亦可通过海运到达我国的长三角区域和珠三角区域。

图表 18：旗滨集团国内产线燃料配比



来源：卓创资讯，国金证券研究所

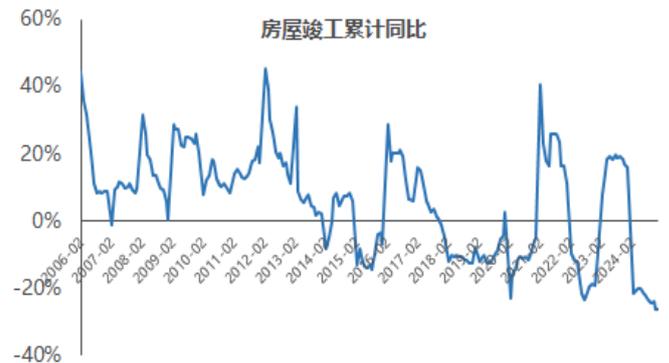
2.3 浮法业务 2025 年展望：竣工需求偏弱，重点观测行业供给端出清节奏

玻璃下游需求主要是地产、汽车和出口，其中地产竣工对玻璃需求影响最大，地产新开工继续下行，新房竣工转负，玻璃需求预期偏弱。2024 年全年房地产新开工/销售/竣工面积同比增速分别为-22.5%/-12.8%/-26.1%，竣工面积同比由 2023A 的正增 17.0%转为负。一般投资数据领先新开工 6 个月，新开工领先竣工 1-2 年，新开工前期数据偏弱（2022-2023 年地产新开工面积同比分别下滑 39.4%、20.4%），据此预计 1-2 年内竣工需求或较弱。

图表 19：我国房屋新开工面积累计同比



图表 20：我国房屋竣工面积累计同比



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所



2024 年全年浮法价格呈现单边下行趋势，10 月以来有所反弹。根据卓创资讯数据，截至 2024 年末，全国浮法玻璃均价为 1401 元/吨（截至 2025 年 2 月 6 日，均价为 1395 元/吨），较 2023 年末下调 30.5%，其中 10 月之前基本呈现单边下行趋势，最低点价格跌至 1177 元/吨（9 月 27 日），10 月以来浮法价格有所反弹、11 月至今价格维持在 1400 元/吨上下，我们预计与国家财政/地产刺激政策等因素有关。

2024 年全年浮法玻璃行业共冷修 45 条产线、共 3.39 万 T/D（2022-2023 年分别冷修 41、25 条），其中 9-12 月分别冷修 9、8、3、3 条，冷修明显加速。截至 2024 年末，全国浮法玻璃在产日熔量共 15.91 万吨，较 2023 年末减少 1.40 万吨。上轮地产竣工周期低点，2014-2015 年浮法行业冷修产线数量分别为 38、43 条，冷修产能分别为 2.20、2.44 万 T/D，继续观测行业供给端出清节奏。

图表21：全国浮法玻璃行业库存

图表22：全国浮法玻璃均价

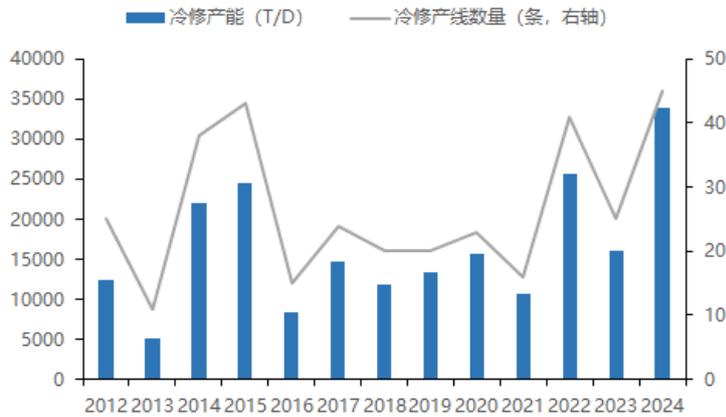


来源：卓创资讯，国金证券研究所



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表23：2012 年以来浮法玻璃行业冷修产线数量及产能



来源：卓创资讯，玻璃信息网，国金证券研究所

3 光伏浮法周期反转蓄力，电子玻璃+药玻储备成长

3.1 电子玻璃+药玻，培育成长

(1) 电子玻璃：目前公司在产电子玻璃产线共 4 条、合计产能 345T/D。2023-2024 年以来行业陷入价格战局面，2023 年公司电子玻璃业务营收 2.56 亿元，净利润-4326 万元；2024 年 1-5 月电子玻璃业务营收 0.80 亿元，净利润-2408 万元。


图表24: 公司电子玻璃产能统计

电子玻璃基地	生产项目	日熔量 (T/D)	总投资额	建设情况
湖南醴陵	高性能电子玻璃生产线	65	3.72	于 2020 年 4 月进入商业化运营
	高性能电子玻璃生产线 (二期)	65	4.95	于 2023 年 1 月已进入商业化运营
浙江绍兴	2 条高性能电子玻璃生产线	215 (65+150)	7.8	2023 年底前已投产
在产总产能		345		
四川泸州	2 条高性能电子玻璃生产线	215 (65+150)	9.7	实际建设情况需要视市场情况而定
在建产能		215		

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表25: 旗滨电子经营数据

	2020	2021	2022	2023	2024 年 1-5 月
湖南电子营收 (万元)	8,513.35	15,357.96	27699.51	25572.02	8048.32
湖南电子净利润 (万元)	-294.09	-1,914.97	5501.77	-4325.59	-2408.17

来源: 公司公告, 国金证券研究所

(2) 药玻: 目前公司在产电子玻璃产线共 2 条、合计产能 65T/D。2023 年实现营收 3856 万元, 净利润-8414 万元; 2024 年 1-5 月药玻业务营收 1860 万元, 净利润-1305 万元。

图表26: 公司药玻产能统计

电子玻璃基地	生产项目	日熔量 (T/D)	总投资额	建设情况
湖南郴州	中性硼硅药用玻璃素管	25	1.55	2021 年 10 月项目已进入商业化运营
	中性硼硅药用玻璃素管 (二期)	40	2.33	2021 年 11 月项目公告, 2022 年 11 月开始点火试产
在产总产能		65		
四川泸州	中性硼硅药用玻璃素管 1 线	50	7.8	实际建设情况需要视市场情况而定
	中性硼硅药用玻璃素管 2 线	50		
在建产能		100		

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表27: 旗滨药玻经营数据

	2020	2021	2022	2023	2024 年 1-5 月
福建药玻营收 (万元)	41.56	414.42	3471.49	3856.02	1859.97
福建药玻净利润 (万元)	-194.36	-2582.9	-3472.47	-8413.5	-1304.97

来源: 公司公告, 国金证券研究所

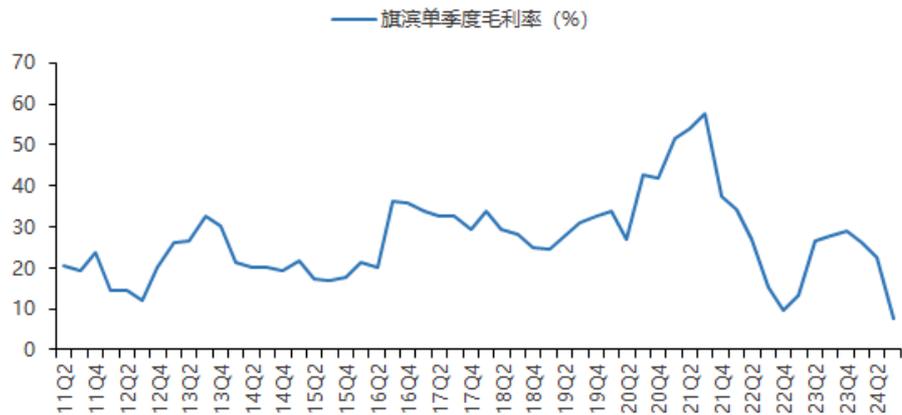
3.2 重视光伏浮法的周期反转力

前文已详细分析, ①浮法玻璃价格: 24Q1-Q3 呈现单边下行趋势, ②光伏玻璃价格: 在前期无大涨的基础上、价格同样单边下行, 头部企业报表 Q3 单季度陷入亏损, ③电子+药玻: 行业均处于价格战, 公司两项业务均未实现盈利。因此旗滨集团 24Q3 单季度毛利率处于上市以来的最低点, 仅为 7.69%。

周期底部时, 切勿忽视周期反转带来股价/业绩层面的巨大弹性, 我们认为 2025 年最有可能率先走出底部的是光伏玻璃, 供给端出现多点积极变化, 库存拐点已现, 期待价格拐点+行业供给端政策。



图表28：公司上市以来单季度毛利率复盘



来源：wind，国金证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

浮法玻璃：2022-2023 年公司浮法销量分别为 1.14、1.08 亿重箱，单价分别为 76.4、83.9 元/重箱。考虑到浮法玻璃价格在 24Q1-Q3 呈现单边下行趋势，同时旗滨采取动态冷修策略、产销量整体略有减少，因此我们预计 2024 年公司浮法销量 1.04 亿重箱，单价 67.8 元/重箱。考虑到近 1-2 年竣工需求预期偏弱，我们认为浮法价格可能仍属于探底阶段，预计 2025-2026 年浮法销量均为 1.02 亿重箱，单价分别为 63.1、61.1 元/重箱，因此 2024-2026 年公司浮法玻璃业务收入分别为 70.51、64.54、62.28 亿元，同比增速分别为 -22%、-8%、-3%。预计 2024-2026 年公司浮法玻璃业务毛利率分别为 14.5%、16.3%、14.3%，2025 年在浮法单价下降的基础上，我们预测毛利率或有所回升，主因系 2024 年纯碱价格跌幅同样较大，成本端下降进行对冲。

光伏玻璃：2022-2023 年公司光伏销量分别为 0.64、1.94 亿平，单价分别为 24.8、17.6 元/平。考虑到 2024 年 5-11 月光伏玻璃价格几乎处于单边下行状态，因此我们预计 2024 年公司光伏单价 13.3 元/平，行业盈利能力承压的背景下，2023-2024 年公司分别扩产 5、2 条产线，因此销量仍有明显增长，预计 2024 年光伏销量 4.2 亿平。光伏玻璃供给端出现多点积极变化，库存拐点已现，期待价格拐点+行业供给端政策，因此我们认为光伏价格可能率先走出底部，预计 2025-2026 年光伏销量分别为 5.3、6.6 亿平，单价分别为 12.8、13.5 元/平（2024 年光伏玻璃价格由高位一路下跌，24H1 基数仍然较高），得到 2024-2026 年公司光伏玻璃业务收入分别为 55.86、67.77、89.27 亿元，同比增速分别为 64%、21%、32%。预计 2024-2026 年公司光伏玻璃业务毛利率分别为 13.0%、17.3%、22.7%，2024 年光伏玻璃盈利探底后，随着行业供需关系改善、价格企稳乃至向上，叠加纯碱价格跌幅较大，光伏玻璃盈利能力有望逐步回升。

建筑玻璃：相较浮法玻璃业务，公司建筑玻璃市占率偏低、仍有一定提升空间，考虑到地产竣工预期偏弱，我们预计 2024-2026 年公司建筑玻璃业务收入分别为 29.20、30.66、31.10 亿元，同比增速分别为 5%、5%、5%，保持个位数增长。我们预计 2024-2026 年公司高速建筑玻璃业务毛利率保持在 18.0%，较之前年份小幅承压。

电子玻璃：行业处于价格战，盈利相对承压，我们预计 2024-2026 年公司电子玻璃业务收入分别为 2.35、2.70、3.11 亿元。

药用玻璃：行业处于价格战，盈利相对承压，我们预计 2024-2026 年公司药用玻璃业务收入分别为 0.42、0.46、0.51 亿元。

费用率：①我们预计 2024-2026 年公司销售费用率保持在 1.1%，公司整体销售费用率偏低；②我们预计 2024-2026 年公司管理费用率分别为 5.3%、5.1%、5.1%，2022-2023 年公司管理费用率基本平稳，收入规模效应带动 2025-2026 年管理费用率略有下降；③我们预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 4.0%、3.9%、3.9%，预计研发费用率或随着收入规模效应而略有下降。

此外，2025 年 1 月公司已发布 2024 年业绩预告，预计 2024 年公司实现归母净利润 3.3-4.1 亿元，取中值为 3.7 亿元。



图表29：公司盈利预测拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
浮法玻璃					
收入 (亿元)	87.14	90.66	70.51	64.54	62.28
YoY		4%	-22%	-8%	-3%
销量 (亿重箱)	1.14	1.08	1.04	1.02	1.02
单价 (元/重箱)	76.4	83.9	67.8	63.3	61.1
毛利率	22.98%	27.20%	14.50%	16.27%	14.26%
光伏玻璃					
收入 (亿元)	15.93	34.11	55.86	67.77	89.27
YoY		114%	64%	21%	32%
销量 (亿平)	0.64	1.94	4.20	5.30	6.60
单价 (元/平)	24.8	17.6	13.3	12.8	13.5
毛利率	8.08%	21.53%	13.00%	17.30%	22.73%
建筑玻璃					
收入 (亿元)	25.71	27.81	29.20	30.66	32.20
YoY		8%	5%	5%	5%
毛利率	21.22%	20.73%	18.00%	18.00%	18.00%
电子玻璃					
收入 (亿元)	2.77	2.56	2.35	2.70	3.11
药用玻璃					
收入 (亿元)	0.35	0.39	0.42	0.46	0.51
费用率					
销售费用率	1.03%	1.09%	1.10%	1.10%	1.10%
管理费用率	5.14%	5.37%	5.25%	5.05%	5.05%
研发费用率	3.75%	3.65%	4.00%	3.85%	3.85%
整体					
收入 (亿元)	133.13	156.83	159.64	167.43	188.66
YoY		18%	2%	5%	13%
毛利率	21.22%	24.99%	14.86%	17.26%	19.21%

来源：wind，国金证券研究所

根据以上假设，我们预计2024-2026年公司整体营收分别为159.64、167.43、188.66亿元，同比增速分别为2%、5%、13%，2024-2026年归母净利润分别为3.71、9.02和12.47亿元，同比增速分别为-79%、143%、38%。

4.2 投资建议及估值

同行业可比上市公司包括福莱特（光伏玻璃龙头企业）、金晶科技（主营业务为浮法玻璃、光伏玻璃、纯碱等）、亚玛顿（主营业务为光伏玻璃）。可比公司股价对应2024-2026年平均PE分别为36x、46x、16x，公司目前股价对应2024-2026年PE在42x、17x、12x，估值水平低于可比公司。

投资建议：我们看好公司①光伏玻璃新军，成本迎头赶上，关注行业供给侧积极变化，库存拐点已现，期待价格拐点+行业供给端政策，②浮法玻璃成本控制优势显著，25年核心观测行业供给出清节奏，③毛利率处于历史底部区间，重视周期反转的弹性。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.71、9.02和12.47亿元，现价对应动态PE分别为42x、17x、13x，给以2026年16.7倍估值，目标价7.77元（对应2025年业绩23X），首次覆盖，给予公司“买入”评级。


图表30：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601865.SH	福莱特	21.73	0.42	1.05	1.44	52	21	15
600586.SH	金晶科技	5.63	0.28	0.36	0.44	20	16	13
002623.SZ	亚玛顿	15.19	-0.07	0.15	0.74	/	101	21
平均值						36	46	16
601636.SH	旗滨集团	5.83	0.14	0.34	0.46	42	17	13

来源：Wind，国金证券研究所

注：股价基准日为 2025 年 2 月 28 日收盘价；福莱特、金晶科技采用国金预测数据，亚玛顿采用 wind 一致预期（180 天）

5 风险提示

竣工需求不及预期：2024 年全年房地产新开工/销售/竣工面积同比增速分别为-22.5%/-12.8%/-26.1%，竣工面积同比由 2023A 的正增 17.0%转为负。一般投资数据领先新开工 6 个月，新开工领先竣工 1-2 年，新开工前期数据偏弱（2022-2023 年地产新开工面积同比分别下滑 39.4%、20.4%），据此预计 1-2 年内竣工需求或较弱。但如果竣工需求超预期走弱，同时浮法玻璃行业冷修不及预期，可能导致浮法玻璃价格大幅下跌、公司浮法业务盈利承压。

光伏组件排产不及预期：光伏玻璃供给低位，2024 年 11-12 月行业库存连续 2 个月下降，春节后下游组件厂补库备货需求启动，有望继续拉动光伏玻璃行业去库。但如果节后光伏组件排产不及预期，可能导致光伏玻璃行业继续垒库。

光伏行业供给端政策不及预期：催化剂角度，光伏行业供给端政策可能成为调节行业供需的关键因素，但如果光伏行业供给端政策不及预期，可能导致行业供需失衡。

电子+药玻业务盈利继续承压：2023-2024 年以来电子+药玻行业均陷入价格战局面，2023 年公司电子玻璃业务净利润-4326 万元、2024 年 1-5 月净利润-2408 万元，2023 年公司药玻业务净利润-8414 万元、2024 年 1-5 月净利润-1305 万元。如果电子+药玻行业价格战迹象未见缓解，可能导致公司电子+药玻业务盈利继续承压，对整体业绩造成拖累。

原燃料价格波动：公司主要原材料、燃料包括纯碱、燃料、石英砂等，如果以上原材料原材料、燃料价格发生大幅波动，同时公司浮法/光伏玻璃价格无法成功向下游传导，可能导致公司毛利率承压。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	14,573	13,313	15,683	15,964	16,743	18,866
增长率		-8.6%	17.8%	1.8%	4.9%	12.7%
主营业务成本	-7,252	-10,488	-11,763	-13,592	-13,853	-15,242
%销售收入	49.8%	78.8%	75.0%	85.1%	82.7%	80.8%
毛利	7,321	2,825	3,920	2,372	2,890	3,624
%销售收入	50.2%	21.2%	25.0%	14.9%	17.3%	19.2%
营业税金及附加	-177	-136	-180	-168	-167	-189
%销售收入	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%
销售费用	-125	-137	-171	-176	-184	-208
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-1,388	-684	-842	-838	-846	-953
%销售收入	9.5%	5.1%	5.4%	5.3%	5.1%	5.1%
研发费用	-647	-500	-572	-639	-645	-726
%销售收入	4.4%	3.8%	3.6%	4.0%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	4,985	1,368	2,155	552	1,049	1,549
%销售收入	34.2%	10.3%	13.7%	3.5%	6.3%	8.2%
财务费用	-69	-21	-163	-272	-274	-274
%销售收入	0.5%	0.2%	1.0%	1.7%	1.6%	1.5%
资产减值损失	-102	-66	-171	-86	1	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	7	4	4	4	4
%税前利润	0.1%	0.5%	0.2%	1.1%	0.4%	0.3%
营业利润	4,914	1,421	2,012	379	1,031	1,432
营业利润率	33.7%	10.7%	12.8%	2.4%	6.2%	7.6%
营业外收支	-2	15	-40	0	0	0
税前利润	4,912	1,435	1,972	379	1,031	1,432
利润率	33.7%	10.8%	12.6%	2.4%	6.2%	7.6%
所得税	-690	-111	-250	-48	-124	-180
所得税率	14.1%	7.7%	12.7%	12.6%	12.0%	12.6%
净利润	4,221	1,324	1,722	331	907	1,252
少数股东损益	-12	7	-29	-40	5	5
归属于母公司的净利润	4,234	1,317	1,751	371	902	1,247
净利率	29.1%	9.9%	11.2%	2.3%	5.4%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	4,221	1,324	1,722	331	907	1,252
少数股东损益	-12	7	-29	-40	5	5
非现金支出	1,122	1,167	1,449	193	103	110
非经营收益	52	78	293	440	280	280
营运资金变动	-322	-2,001	-1,921	-1,078	112	6
经营活动现金净流	5,073	568	1,543	-114	1,402	1,648
资本开支	-1,430	-3,749	-5,309	-2,475	-1,435	-2,635
投资	-10	-12	-2	0	0	0
其他	-521	876	-78	4	4	4
投资活动现金净流	-1,961	-2,885	-5,389	-2,471	-1,431	-2,631
股权募资	111	222	0	-49	0	0
债权募资	-465	3,378	4,310	2,147	-514	1,938
其他	761	-2,479	-99	-434	-645	-783
筹资活动现金净流	407	1,121	4,211	1,665	-1,160	1,155
现金净流量	3,517	-1,172	374	-920	-1,188	171

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,434	3,326	3,692	2,765	1,572	1,740
应收款项	329	1,354	1,932	2,111	2,205	2,456
存货	1,966	1,959	2,013	2,744	2,723	2,996
其他流动资产	1,870	1,082	1,417	1,557	1,557	1,578
流动资产	8,599	7,721	9,054	9,177	8,057	8,769
%总资产	41.0%	31.6%	28.4%	27.0%	23.6%	23.4%
长期投资	41	48	45	45	45	45
固定资产	9,837	12,779	18,196	22,196	23,496	25,996
%总资产	47.0%	52.3%	57.0%	65.3%	68.7%	69.4%
无形资产	1,515	1,962	2,315	2,403	2,444	2,486
非流动资产	12,349	16,713	22,861	24,809	26,142	28,676
%总资产	59.0%	68.4%	71.6%	73.0%	76.4%	76.6%
资产总计	20,948	24,434	31,915	33,987	34,199	37,446
短期借款	587	1,389	1,276	3,485	3,486	4,909
应付款项	2,577	3,400	4,559	4,832	4,866	5,337
其他流动负债	1,365	976	887	678	824	910
流动负债	4,529	5,764	6,721	8,995	9,177	11,156
长期贷款	1,026	3,668	8,063	8,063	8,063	8,063
其他长期负债	1,889	2,077	2,199	1,863	1,346	1,861
负债	7,444	11,509	16,982	18,920	18,586	21,080
普通股股东权益	13,346	12,598	13,549	13,723	14,264	15,012
其中：股本	2,686	2,683	2,684	2,684	2,684	2,684
未分配利润	7,333	6,232	7,182	7,405	7,946	8,694
少数股东权益	158	327	1,383	1,343	1,348	1,353
负债股东权益合计	20,948	24,434	31,915	33,987	34,199	37,446

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.576	0.491	0.652	0.138	0.336	0.465
每股净资产	4.968	4.695	5.049	5.114	5.316	5.594
每股经营现金净流	1.889	0.212	0.575	-0.043	0.523	0.614
每股股利	0.800	0.250	0.330	0.055	0.134	0.186
回报率						
净资产收益率	31.72%	10.45%	12.92%	2.71%	6.32%	8.30%
总资产收益率	20.21%	5.39%	5.49%	1.09%	2.64%	3.33%
投入资本收益率	25.97%	6.49%	7.28%	1.73%	3.24%	4.42%
增长率						
主营业务收入增长率	51.12%	-8.65%	17.80%	1.80%	4.88%	12.68%
EBIT 增长率	123.31%	-72.55%	57.49%	-74.39%	89.99%	47.73%
净利润增长率	133.38%	-68.90%	32.97%	-78.79%	142.91%	38.21%
总资产增长率	46.48%	16.64%	30.62%	6.49%	0.62%	9.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.9	14.4	25.0	40.0	38.0	37.0
存货周转天数	74.8	68.3	61.6	76.0	74.0	74.0
应付账款周转天数	63.7	59.0	73.6	84.0	82.5	82.0
固定资产周转天数	210.7	273.5	278.9	411.2	420.4	421.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.13%	23.10%	46.62%	67.02%	72.33%	76.67%
EBIT 利息保障倍数	71.9	65.9	13.2	2.0	3.8	5.7
资产负债率	35.53%	47.10%	53.21%	55.67%	54.35%	56.29%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	5	11	36
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究