


公司评级 **增持（维持）**
报告日期 2025 年 04 月 26 日

基础数据

04 月 25 日收盘价（元）	5.56
总市值（亿元）	149.20
总股本（亿股）	26.84

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证建材】旗滨集团 2024 年中报点评：玻璃价格走弱，静待行业出清-2024.08.31

【兴证建材】旗滨集团 2023 年年报&2024 年一季报点评：浮法玻璃毛利率提升，光伏玻璃规模放量-2024.04.29

分析师：季贤东

S0190522100003

jixiandong@xyzq.com.cn

旗滨集团(601636.SH)

双主业底部回暖，估值盈利弹性较大

投资要点：

- **旗滨集团发布 2024 年年报及 2025 年一季报：**公司 2024 年实现营业收入 156.49 亿元，同比减少 0.21%；实现归母净利润 3.83 亿元，同比减少 78.15%；实现扣非后归母净利润 2.89 亿元，同比减少 82.63%。其中，Q4 实现营业收入 40.49 亿元，同比减少 9.99%；实现归母净利润-3.17 亿元，同比减少 8.24 亿元；实现扣非后归母净利润-3.34 亿元，同比减少 8.60 亿元。**2025 年 Q1** 实现营业收入 34.84 亿元，同比减少 9.68%；实现归母净利润 4.70 亿元，同比增加 6.38%，主要系非流动性资产处置所致；实现扣非后归母净利润-0.03 亿元，同比减少 4.19 亿元。

- **2024 年全年营业收入下降。**分产品来看，2024 年公司优质浮法玻璃、节能建筑玻璃、超白光伏玻璃、其他功能玻璃以及物流业务分别实现营业收入 68.61 亿元、24.26 亿元、57.53 亿元、3.02 亿元、0.12 亿元，较上年分别同比变动-24.32%、-12.76%、+68.64%、+27.23%、-19.77%。

2024 年房地产周期下行，市场需求不足，同时供应端产能居高，全国平板玻璃产量 10.93 亿重量箱，同比增长 3.07%，光伏超白压延玻璃累计产量 0.29 亿吨，同比增长 14.64%，市场面临供需失衡的现状，虽然公司光伏玻璃业务产能释放，产销量增长导致营收增长，但盈利承压，旗滨光能 2024 年净利润-2.71 亿元。

- **海内外产销情况来看，**2024 年公司生产浮法玻璃原片 1.09 亿重箱，同比减少 154 万重箱；销售浮法玻璃原片 1.07 亿重箱，同比减少 726 万重箱；生产光伏玻璃加工片 4.57 亿平方米，同比增加 2.58 亿平方米；销售光伏玻璃加工片 4.35 亿平方米，同比增加 2.41 亿平方米。公司在维持浮法玻璃产线的同时，积极推进光伏玻璃产销量，产销同比大幅度增加。同时公司拥有 24 条优质浮法玻璃生产线（1.66 万吨/日）、9 条光伏玻璃生产线（1.06 万吨/日）以及若干条其余玻璃产线，生产能力丰厚。

国内市场方面，公司浮法玻璃产能规模位居行业第二位，光伏玻璃、节能玻璃产能规模位居行业第三位，其余玻璃产线位居前列。2024 年绍兴旗滨搬迁超白浮法生产线（1200 吨/日）进入商业化运营，云南昭通旗滨 1 条（1200 吨/日）超白光伏玻璃生产线建成点火；**海外市场方面，**公司积极布局东南亚市场，在马来西亚森美兰州、沙巴州配套建设有普通硅砂矿或超白硅砂矿、超白硅砂加工厂，同时马来沙巴旗滨 1 条（1200 吨/日）超白光伏玻璃生产线建成点火。

- **期间费用率同比提升。**公司 2024 年期间费用 19.02 亿元，同比上升 1.54 亿元，占收入端比重为 12.15%，同比上升 1.01pct。细分来看，销售费用率为 1.21%，同比上升 0.12pct；管理费用率为 5.10%，同比下降 0.27pct；研发费用率为 3.74%，同比上升 0.09pct；财务费用率为 2.11%，同比上升 1.07pct。公司 2025Q1 期间费用 4.37 亿元，占收入端比重为 12.55%，同比上升 0.62pct。
- **公司 2024 年实现综合毛利率 15.51%，同比下降 9.49pct，**主要系公司两大核心玻璃业务价格承压所致；实现净利率 1.69%，同比下降 9.29pct；公司 2025 年 Q1 实现综合毛利率 12.02%，同比下降 14.07pct；实现净利率 12.57%，同比上升 0.39pct。

1）分季度来看，Q1、Q2、Q3、Q4 毛利率分别为 26.09%/22.56%/7.69%/5.48%，同比分别变动+12.68pct/-4.14pct/-20.01pct/-23.56pct。毛利率下滑幅度较大，主要系玻璃价格逐季下滑所致。

2) 分业务来看, 2024 年玻璃生产及加工和物流业作为主营业务的销售毛利率为 15.13%, 30.70%, 同比变动-9.38pct, -3.07pct; 优质浮法玻璃、节能建筑玻璃、超白光伏玻璃、其他功能玻璃的毛利率分别为 20.80%、18.72%、9.01%、-26.00%, 分别同比变动-6.40pct、-2.01pct、-12.54pct、-34.80pct。供需失衡导致浮法玻璃、节能玻璃价格大幅下跌; 其中, 光伏装机量增长放缓导致光伏玻璃价格大幅下跌。

3) 分地区来看, 华南地区/华东地区/华中地区/华北地区/西南地区/西北地区的毛利率分别 21.29%/15.08%/13.18%/13.21%/14.42%/17.76%, 同比分别变动-9.69 pct /-9.34 pct /-10.07 pct /-9.90pct/-11.28pct/-5.97pct。

- **2025Q1 经营性现金流同比上升。**公司 2024 年经营性现金流净额为 9.12 亿元, 同比少流入 6.31 亿元, 减少 40.91%。从公司财报来看, 受行业积压和需求下降的影响, Q3 之后公司净利润转为负值, Q4 净利润达到全年最低点。25 年 Q1 经营性现金流净额为 0.17 亿元, 同比多流入 3.34 亿元; 每股经营性现金流净额为 0.01 元, 同比多流出 0.12 元。主要系大宗原材料价格下降, 采购支付现金减少, 以及上年同期部分公司步入商业化运营初期营运资金占用增加使得上年同期现金流相应减少所致。

1) 分季度来看, Q1、Q2、Q3、Q4 经营性现金流净额分别为-3.17/2.65/3.50/6.13 亿元, 同比分别变动-2.18/-1.85/-1.83/-0.45 亿元。

2) 从收、付现比来看, 2024 年收、付现比分别为 76.6%、80.3%, 同比分别变动-2.7pct、-6.4pct; 公司 2025Q1 收、付现比分别为 72.0%、75.5%, 同比分别变动+9.3pct、-13.3pct。

- **盈利预测:** 预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 8.66 亿元/9.57 亿元/12.51 亿元, 4 月 25 日收盘价对应 PE 分别为 17.2 倍/15.6 倍/11.9 倍。浮法玻璃方面, 看好 25 年上半年需求改善+供给端冷修, 公司成本优势较大; 光伏玻璃对标福莱特, 旗滨产能为福莱特一半, 有降本空间, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险、行业竞争加剧、房地产行业波动风险、投资不及预期风险、原材料价格上涨。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	15649	15897	16541	17635
同比增长	-0.2%	1.6%	4.1%	6.6%
归母净利润 (百万元)	383	866	957	1251
同比增长	-78.1%	126.4%	10.5%	30.7%
毛利率	15.5%	14.8%	17.2%	18.0%
ROE	2.9%	6.2%	6.6%	8.1%
每股收益 (元)	0.14	0.32	0.36	0.47
市盈率	39.0	17.2	15.6	11.9

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9154	9693	11544	12967
货币资金	3203	3951	5714	6975
交易性金融资产	32	32	32	32
应收票据及应收账款	2082	1877	2065	2141
预付款项	216	240	233	251
存货	2073	2222	2197	2344
其他	1549	1373	1304	1225
非流动资产	25474	25602	24350	23836
长期股权投资	45	55	65	75
固定资产	18562	19543	19063	19130
在建工程	3394	2411	1723	1227
无形资产	2148	2065	1983	1900
商誉	3	3	3	3
其他	1321	1525	1514	1501
资产总计	34628	35295	35894	36803
流动负债	8332	8562	8677	8956
短期借款	955	955	955	955
应付票据及应付账款	3356	3199	3387	3493
其他	4020	4408	4336	4508
非流动负债	11903	11906	11911	11916
长期借款	9678	9678	9678	9678
其他	2225	2229	2234	2239
负债合计	20234	20469	20589	20873
股本	2684	2684	2684	2684
未分配利润	6615	7078	7592	8265
少数股东权益	1051	888	709	473
股东权益合计	14393	14826	15305	15930
负债及权益合计	34628	35295	35894	36803

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	383	866	957	1251
折旧和摊销	1666	2151	2317	2559
营运资金的变动	-1595	128	-78	18
经营活动产生现金流量	912	3043	3522	4093
资本支出	-2841	-1579	-1056	-2036
长期投资	0	-10	-10	-10
投资活动产生现金流量	-3122	-1762	-1056	-2036
债权融资	3398	139	5	5
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	1731	-531	-703	-795
现金净变动	-507	748	1763	1262

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15649	15897	16541	17635
营业成本	13222	13550	13699	14454
税金及附加	171	178	183	196
销售费用	190	191	200	212
管理费用	798	832	854	917
研发费用	585	587	615	653
财务费用	329	339	330	296
投资收益	12	8	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-42	-15	-5	0
资产减值损失	-257	-160	-100	-100
营业利润	292	746	797	1059
营业外收支	-31	-1	-1	-1
利润总额	261	745	796	1058
所得税	-3	43	18	42
净利润	264	702	778	1016
少数股东损益	-119	-164	-179	-235
归属母公司净利润	383	866	957	1251
EPS(元)	0.14	0.32	0.36	0.47

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-0.2%	1.6%	4.1%	6.6%
营业利润增长率	-85.5%	155.3%	6.8%	32.9%
归母净利润增长率	-78.1%	126.4%	10.5%	30.7%
盈利能力				
毛利率	15.5%	14.8%	17.2%	18.0%
归母净利率	2.4%	5.4%	5.8%	7.1%
ROE	2.9%	6.2%	6.6%	8.1%
偿债能力				
资产负债率	58.4%	58.0%	57.4%	56.7%
流动比率	1.10	1.13	1.33	1.45
速动比率	0.68	0.72	0.94	1.06
营运能力				
资产周转率	47.0%	45.5%	46.5%	48.5%
每股资料(元)				
每股收益	0.14	0.32	0.36	0.47
每股经营现金	0.34	1.13	1.31	1.53
估值比率(倍)				
PE	39.0	17.2	15.6	11.9
PB	1.1	1.1	1.0	1.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn