

旗滨集团 (601636)

2024 年年报、2025 年一季报点评: Q1 毛利率改善, 静待供需平衡进一步修复

增持 (维持)

2025 年 04 月 28 日

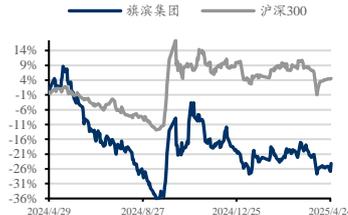
证券分析师 黄诗涛
执业证书: S0600521120004
huangshitao@dwzq.com.cn
证券分析师 石峰源
执业证书: S0600521120001
shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	15,683	15,649	16,278	18,563	21,507
同比 (%)	17.80	(0.21)	4.02	14.04	15.86
归母净利润 (百万元)	1,750.88	382.59	603.91	757.84	1,129.91
同比 (%)	32.98	(78.15)	57.85	25.49	49.10
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.65	0.14	0.23	0.28	0.42
P/E (现价&最新摊薄)	8.52	39.00	24.71	19.69	13.20

投资要点

- **公司披露 2024 年年报和 2025 年一季报**, 2024 年实现营业收入 156.49 亿元, 同比-0.2%, 实现归母净利润/扣非后归母净利润 3.83/2.89 亿元, 同比-78.1%/-82.6%。2025Q1 实现营业收入 34.84 亿元, 同比-9.7%, 实现归母净利润/扣非后归母净利润 4.70/-0.03 亿元, 同比+6.4%/-100.7%。
- **浮法玻璃、光伏玻璃盈利持续承压, 2025Q1 毛利率有所改善。** (1) **浮法玻璃**: 我们测算公司 2024 年浮法原片销量同比-6%, 对应单箱毛利 13.4 元, 同比-8.3 元, 主要因地产业竣工端需求下滑加剧行业供需矛盾, 2024 年年内浮法玻璃下跌至底部后低位震荡。(2) **光伏玻璃**: 2024 年销售光伏玻璃加工片 4.35 亿平, 同比+124%, 实现收入 57.53 亿元, 同比+68.6%, 单平毛利 1.2 元, 同比-2.6 元, 虽然随着公司产能爬坡, 单位成本得到压缩, 但光伏玻璃行业产能过剩矛盾加剧导致均价出现明显下跌。(3) 2024Q4/2025Q1 单季毛利率为 5.5%/12.0%, 分别同比-23.6pct/-14.1pct, 预计是浮法玻璃、光伏玻璃单位毛利同比均显著下滑所致, 但随着光伏玻璃价格企稳反弹, 2025Q1 毛利率环比回升 6.5pct。
- **财务费用增加致期间费用率小幅上升, 资产减值计提影响利润。** (1) 公司 2024 年期间费用率为 12.2%, 同比增加 1.0pct, 因财务费用同比增加 1.66 亿元, 主要是光伏生产线投入运营, 借款和费用化的利息支出增加所致。(2) 2025Q1 单季期间费用率同比+0.6pct 至 12.6%, 主要因财务费用率同比增加 1.6pct, 管理费用率延续压缩的趋势。(3) 2024 年资产减值损失 2.57 亿元, 主要因计提存货跌价准备 2.38 亿元。2025Q1 确认资产处置收益 5.29 亿元, 主要因绍兴老厂区搬迁相关资产处置所致。
- **2025Q1 现金流改善, 资本开支节奏显著放缓。** (1) 公司 2024 年经营活动现金流量净额 9.12 亿元, 同比-6.31 亿元, 主要是盈利下滑所致, 2025Q1 经营活动现金流量净额 0.17 亿元, 同比+3.34 亿元, 主要得益于大宗原材料价格下降、采购支付的现金减少, 以及上年同期生产线商业化运营初期营运资本增加导致基数较低。(2) 2024Q4、2025Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 3.90 亿元、5.76 亿元, 分别同比-77.2%/-51.1%, 反映资本开支节奏明显放缓。(2) 2025 年一季报资产负债率为 59.0%, 同比上升 4.5pct。
- **盈利预测与投资评级**: 公司多元产业布局成型, 浮法、光伏压延玻璃成本、国际化布局综合竞争优势强化, 享有超额利润。当前产能过剩矛盾下浮法、光伏玻璃盈利承压, 但盈利底部位置行业供给出清有望持续, 行业有望进一步洗牌, 龙头企业有望持续提升份额, 估值有望率先修复。基于浮法、光伏玻璃供给过剩矛盾尚未充分化解, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.0/7.6/11.3 亿元 (2025、2026 年预测前值为 6.5/11.2 亿元), 对应市盈率 25/20/13 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示**: 地产竣工下行超预期、光伏玻璃竞争格局恶化、新业务开拓不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.56
一年最低/最高价	4.60/8.56
市净率(倍)	1.10
流通 A 股市值(百万元)	14,920.36
总市值(百万元)	14,920.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.06
资产负债率(% LF)	59.00
总股本(百万股)	2,683.52
流通 A 股(百万股)	2,683.52

相关研究

《旗滨集团(601636): 2024 年三季报点评: 浮法、光伏玻璃景气承压, 静待供给进一步出清》

2024-10-30

《旗滨集团(601636): 2024 年中报点评: 浮法玻璃景气回落, 光伏玻璃形成新增长极》

2024-09-02

旗滨集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,154	10,170	13,193	16,892	营业总收入	15,649	16,278	18,563	21,507
货币资金及交易性金融资产	3,235	3,903	6,266	9,042	营业成本(含金融类)	13,222	14,214	15,563	17,708
经营性应收款项	2,578	2,825	3,314	3,954	税金及附加	171	178	202	235
存货	2,073	2,172	2,334	2,607	销售费用	190	203	216	315
合同资产	0	0	0	0	管理费用	798	700	826	979
其他流动资产	1,268	1,271	1,279	1,290	研发费用	585	570	640	742
非流动资产	25,474	25,460	23,578	21,594	财务费用	329	399	408	430
长期股权投资	45	49	55	63	加:其他收益	224	233	265	307
固定资产及使用权资产	18,754	19,511	18,889	17,554	投资净收益	12	4	6	8
在建工程	3,394	2,447	1,233	626	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,148	2,072	1,996	1,920	减值损失	(299)	(76)	(87)	(101)
商誉	3	3	3	3	资产处置收益	1	540	1	1
长期待摊费用	224	258	283	308	营业利润	292	715	892	1,314
其他非流动资产	905	1,120	1,120	1,120	营业外净收支	(31)	(35)	(38)	(42)
资产总计	34,628	35,630	36,771	38,486	利润总额	261	680	854	1,273
流动负债	8,332	8,850	9,396	10,252	减:所得税	(3)	86	108	161
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,049	3,185	3,185	3,185	净利润	264	594	745	1,111
经营性应付款项	3,356	3,608	3,950	4,495	减:少数股东损益	(119)	(10)	(13)	(19)
合同负债	117	122	139	161	归属母公司净利润	383	604	758	1,130
其他流动负债	1,809	1,934	2,121	2,410	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.14	0.23	0.28	0.42
非流动负债	11,903	11,903	11,903	11,903	EBIT	628	1,079	1,262	1,703
长期借款	9,678	9,678	9,678	9,678	EBITDA	2,294	3,400	3,747	4,295
应付债券	1,377	1,377	1,377	1,377	毛利率(%)	15.51	12.68	16.16	17.66
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	2.44	3.71	4.08	5.25
其他非流动负债	834	835	835	835	收入增长率(%)	(0.21)	4.02	14.04	15.86
负债合计	20,234	20,753	21,300	22,156	归母净利润增长率(%)	(78.15)	57.85	25.49	49.10
归属母公司股东权益	13,342	13,835	14,443	15,321					
少数股东权益	1,051	1,041	1,029	1,010					
所有者权益合计	14,393	14,876	15,472	16,330					
负债和股东权益	34,628	35,630	36,771	38,486					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	912	2,893	3,651	4,186	每股净资产(元)	4.88	5.06	5.29	5.62
投资活动现金流	(3,122)	(1,764)	(635)	(641)	最新发行在外股份(百万股)	2,684	2,684	2,684	2,684
筹资活动现金流	1,731	(459)	(652)	(769)	ROIC(%)	2.35	3.27	3.74	4.93
现金净增加额	(507)	668	2,363	2,776	ROE-摊薄(%)	2.87	4.37	5.25	7.38
折旧和摊销	1,666	2,321	2,485	2,592	资产负债率(%)	58.43	58.25	57.92	57.57
资本开支	(2,841)	(1,495)	(555)	(561)	P/E (现价&最新股本摊薄)	39.00	24.71	19.69	13.20
营运资本变动	(1,595)	35	(114)	(67)	P/B (现价)	1.14	1.10	1.05	0.99

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>