

旗滨集团 (601636.SH)

优于大市

2024 年报及 2025 一季报点评：25Q1 毛利率环比改善，静待供需进一步修复

核心观点

收入利润承压，25Q1 资产处置收益贡献收益。2024 年公司实现营收 156.5 亿元，同比-0.2%，归母净利润 3.83 亿元，同比-78.2%，扣非归母净利润 2.89 亿元，同比-82.6%，基本 EPS 为 0.14 元/股，并拟 10 派 0.45 元（含税），分红回购 2.39 亿元，占归母净利 62.4%，业绩下滑主因浮法、光伏玻璃价格同比大幅下降，同时部分库存产品计提资产减值准备所致，2024 年计提存货减值 2.4 亿元，同比上年多计提 1.5 亿元。2025Q1 收入 34.8 亿元，同比-9.7%，归母净利润 4.7 亿元，同比+6.4%，扣非归母净利润-0.03 亿元，同比-100.7%，主因绍兴旗滨与浙江旗滨节能土地使用权等资产处置确认收益 4.5 亿元。

竣工拖累浮法量价承压，光伏玻璃量增价跌。2024 年实现浮法玻璃/光伏玻璃/节能玻璃/其他功能玻璃收入 68.6/57.5/24.3/3.0 亿元，同比-24.3%/+68.6%/-12.8%/+27.4%，其中销售浮法玻璃 1.07 亿重箱，同比-6.4%，光伏玻璃 4.35 亿平米，同比+124.0%，节能玻璃 3127 万平米，同比-20.2%。根据测算 1) 浮法玻璃箱收入/箱成本/箱成本 64.3 元（-15.3 元）、50.9 元（-7.0 元）和 13.4 元（+8.3 元）；2) 光伏玻璃单平价格/单平成本/单平毛利 13.2 元（-4.4 元）、12.0 元（-1.8 元）和 1.2 元（-2.6 元），浮法玻璃量价承压，但在业大部分亏损背景下，底部盈利优势持续，光伏玻璃产能释放贡献增长，但价格亦持续走低，25 年 3 月以来受益下游抢装带动，光伏玻璃价格触底提升带动 Q1 盈利改善。

25Q1 毛利率环比改善，费用率和负债率小幅走高。2024 年综合毛利率 15.5%，同比-9.5%，其中浮法玻璃/光伏玻璃/节能玻璃/其他功能玻璃毛利率 20.8%/9.0%/18.7%/-26.0%，同比-6.4pp/-12.5pp/-2.0pp/-34.8pp，2025Q1 毛利率 12.0%，同比-14.1pp/环比+6.5pp，Q1 盈利环比改善主要受益光伏玻璃价格提升拉动。2024 年期间费用率 12.2%，同比+1.0pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.1pp/-0.3pp/+1.1pp/+0.1pp，财务费用率提升主因光伏玻璃生产线陆续投入运营，费用化利息增加所致，2025Q1 期间费用率 12.6%，同比+0.6pp/环比+1.2pp。2024 年实现经营性净现金流 9.1 亿元，同比-40.9%，截至 2024 年末资产负债率 58.4%，受生产线建设和业务开拓借款增加影响，负债率呈现持续小幅走高趋势，但总体依旧可控。

风险提示：房地产竣工低于预期；供给增加超预期；成本上涨超预期

投资建议：底部盈利持续领先，静待供需进一步修复，维持“优于大市”

公司作为浮法玻璃龙头，底部成本优势显著，目前浮法盈利仍在筑底，光伏盈利环比明显修复，后续有望复制浮法优势，进一步贡献业绩弹性。目前行业景气仍处于底部，下调盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.47/0.55/0.63 元/股，对应 PE 11.6/9.8/8.6x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	15,683	15,649	16,442	18,377	20,190
(+/-%)	17.8%	-0.2%	5.1%	11.8%	9.9%
净利润(百万元)	1751	383	1249	1488	1692
(+/-%)	33.0%	-78.1%	226.4%	19.1%	13.7%
每股收益(元)	0.65	0.14	0.47	0.55	0.63
EBIT Margin	13.7%	4.4%	8.3%	8.1%	8.2%
净资产收益率 (ROE)	12.9%	2.9%	8.9%	10.1%	10.9%
市盈率 (PE)	8.3	37.9	11.6	9.8	8.6
EV/EBITDA	9.3	15.3	10.0	9.2	8.6
市净率 (PB)	1.07	1.09	1.04	0.99	0.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·玻璃玻纤

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

证券分析师：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

S0980524010001

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.41 元
总市值/流通市值	14518/14518 百万元
52 周最高价/最低价	8.56/4.60 元
近 3 个月日均成交额	104.24 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《旗滨集团 (601636.SH) -2023 年报及 2024 一季报点评：浮法盈利有韧性，光伏玻璃规模效应逐步显现》——2024-04-30
- 《旗滨集团 (601636.SH) -2023 年三季报点评：盈利水平延续改善，光伏玻璃产能释放》——2023-10-18
- 《旗滨集团 (601636.SH) -2023 年中报点评：Q2 盈利水平改善明显，持续推进战略落地》——2023-08-30

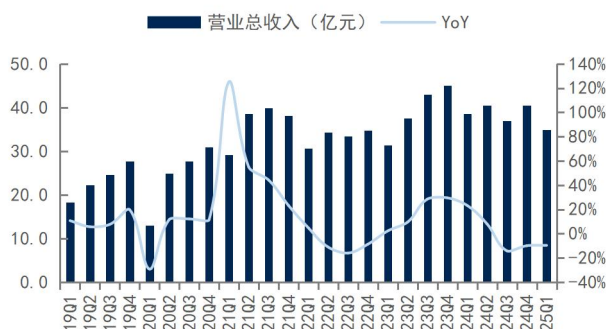
收入利润承压，25Q1 资产处置收益贡献收益。2024 年公司实现营收 156.5 亿元，同比-0.2%，归母净利润 3.83 亿元，同比-78.2%，扣非归母净利润 2.89 亿元，同比-82.6%，基本 EPS 为 0.14 元/股，并拟 10 派 0.45 元（含税），分红回购合计 2.39 亿元，占归母净利润 62.4%，符合此前业绩预告，业绩下滑主因浮法、光伏玻璃价格同比明显下降导致盈利承压，同时部分库存产品计提资产减值准备所致，2024 年计提存货减值 2.4 亿元，同比上年多计提 1.5 亿元。2025Q1 实现收入 34.8 亿元，同比-9.7%，归母净利润 4.7 亿元，同比+6.4%，扣非归母净利润-0.03 亿元，同比-100.7%，非经常性损益主因绍兴旗滨与浙江旗滨节能土地使用权等资产处置确认收益 4.5 亿元。

图1：旗滨集团营业收入及增速（单位：亿元、%）



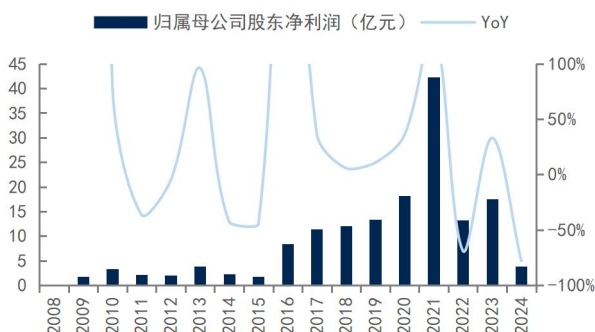
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：旗滨集团单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



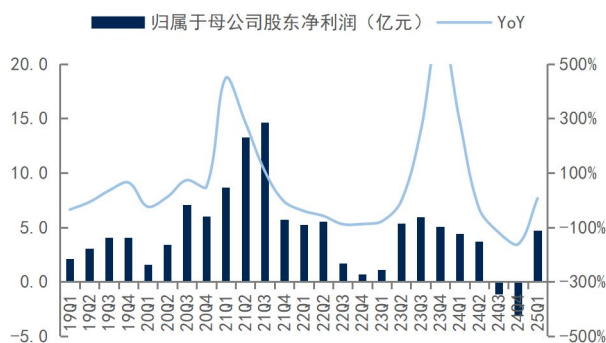
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：旗滨集团归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
(2016=+387.4%，2021=+133.4%)

图4：旗滨集团单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

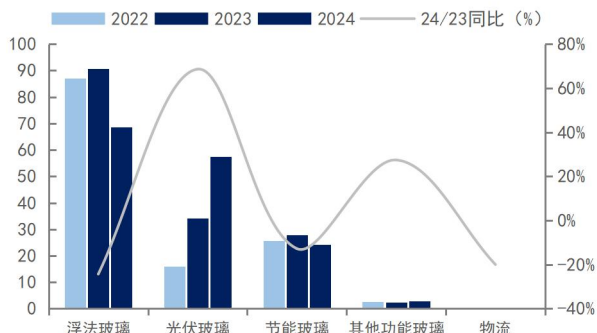


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

竣工拖累浮法量价承压，光伏玻璃量增价跌。2024 年实现浮法玻璃/光伏玻璃/节能玻璃/其他功能玻璃收入 68.6/57.5/24.3/3.0 亿元，同比-24.3%/+68.6%/-12.8%/+27.4%，其中销售浮法玻璃 1.07 亿重箱，同比-6.4%，光伏玻璃 4.35 亿平米，同比+124.0%，节能玻璃 3127 万平米，同比-20.2%。根据测算 1) 浮法玻璃箱收入/箱成本/箱毛利 64.3 元（-15.3 元）、50.9 元（-7.0 元）和 13.4 元（+8.3 元）；2) 光伏玻璃单平价格/单平成本/单平毛利 13.2 元（-4.4 元）、12.0 元（-1.8 元）和 1.2 元（-2.6 元），浮法玻璃量价承压，但在业大部分亏损背景下，底部盈利优势持续，光伏玻璃产能释放贡献增长，报告期云南昭通旗滨 1,200t/d、马来沙巴旗滨 1,200t/d 超白光伏玻璃生产线相继建成点火，

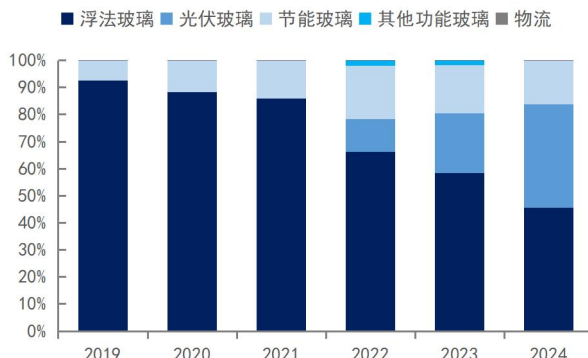
但价格亦持续走低，25 年 3 月以来受益下游抢装带动，光伏玻璃价格触底提升带动 Q1 盈利改善。

图5：旗滨集团分产品收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：旗滨集团分产品收入构成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：旗滨集团浮法玻璃原片销量及增速



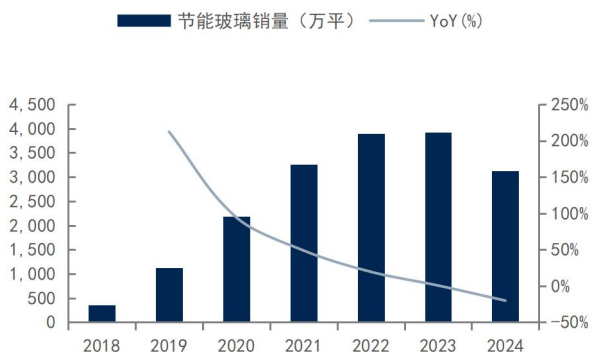
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：旗滨集团玻璃原片箱收入和箱成本



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：旗滨集团节能玻璃销量及增速



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

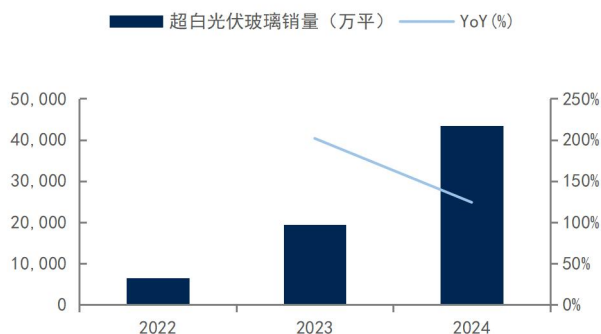
图10：旗滨集团节能玻璃单价和单位毛利



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

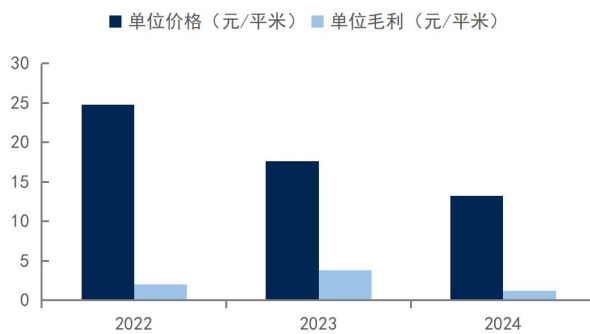
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：旗滨集团光伏玻璃销量及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

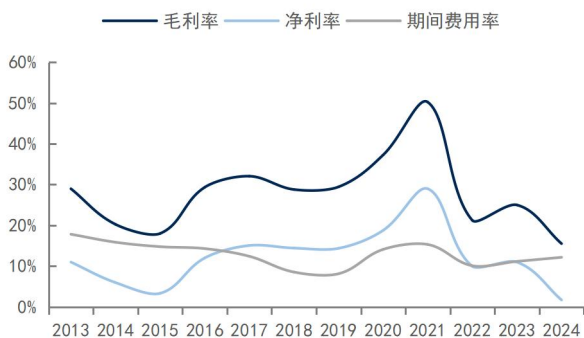
图12：旗滨集团光伏玻璃单价和单位毛利



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

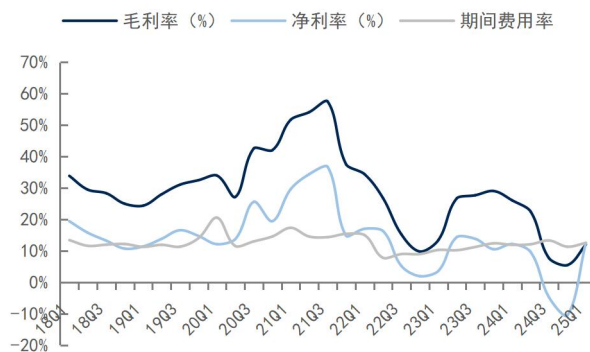
25Q1 毛利率环比改善，费用率和负债率小幅走高。2024 年综合毛利率 15.5%，同比-9.5%，其中浮法玻璃/光伏玻璃/节能玻璃/其他功能玻璃毛利率 20.8%/9.0%/18.7%/-26.0%，同比-6.4pp/-12.5pp/-2.0pp/-34.8pp，2025Q1 毛利率 12.0%，同比-14.1pp/环比+6.5pp，Q1 盈利环比改善主要受益光伏玻璃价格提升拉动。2024 年期间费用率 12.2%，同比+1.0pp，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.1pp/-0.3pp/+1.1pp/+0.1pp，财务费用率提升主因光伏玻璃生产线陆续投入运营，费用化利息增加所致，2025Q1 期间费用率 12.6%，同比+0.6pp/环比+1.2pp。2024 年实现经营性净现金流 9.1 亿元，同比-40.9%，受盈利下滑影响现金流同步承压，截至 2024 年末和 2025Q1 资产负债率分别为 58.4%和 59.0%，受生产线建设和业务开拓借款增加影响，负债率呈现持续小幅走高趋势，但总体依旧可控。

图13：旗滨集团综合毛利率、净利率和期间费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

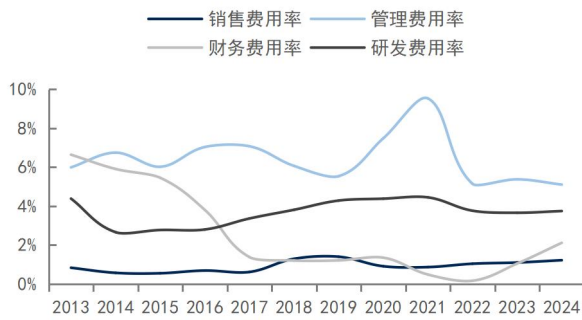
图14：旗滨集团单季度综合毛利率、净利率和期间费用率（%）



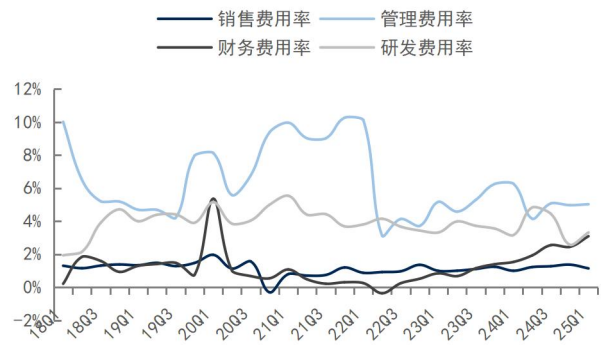
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15：旗滨集团期间费用率（%）

图16：旗滨集团单季度期间费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17：旗滨集团经营性现金流净额及增速（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
(2013=+4326.4%)

图18：旗滨集团单季度末资产负债率（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：底部盈利持续领先，静待供需进一步修复，维持“优于大市”评级。公司作为浮法玻璃龙头，底部成本优势显著，目前浮法盈利仍在筑底，光伏盈利环比明显修复，后续有望复制浮法优势，进一步贡献业绩弹性。目前行业景气仍处于底部，下调盈利预测，预计2025-2027年EPS为0.47/0.55/0.63元/股，对应PE 11.6/9.8/8.6x，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3692	3203	3000	3150	3308	营业收入	15683	15649	16442	18377	20190
应收款项	1702	2139	2359	2769	3194	营业成本	11763	13222	13400	14977	16455
存货净额	2013	2073	2079	2343	2607	营业税金及附加	180	171	179	200	220
其他流动资产	1647	1708	1761	1987	2172	销售费用	171	190	164	202	222
流动资产合计	9054	9154	9230	10281	11313	管理费用	842	798	744	821	894
固定资产	18196	21957	22035	22277	22416	研发费用	572	585	592	680	747
无形资产及其他	2112	2148	2062	1976	1890	财务费用	163	329	527	531	535
投资性房地产	2508	1324	1324	1324	1324	投资收益	4	12	0	0	0
长期股权投资	45	45	55	65	75	资产减值及公允价值变动	(153)	(256)	(100)	(50)	(50)
资产总计	31915	34628	34707	35923	37019	其他收入	(403)	(403)	(392)	(480)	(547)
短期借款及交易性金融负债	1276	3049	2925	3330	3286	营业利润	2012	292	936	1115	1268
应付款项	3345	3356	3105	3396	3816	营业外净收支	(40)	(31)	0	0	0
其他流动负债	2100	1926	2041	2183	2458	利润总额	1972	261	936	1115	1268
流动负债合计	6721	8332	8071	8909	9561	所得税费用	250	(3)	112	134	152
长期借款及应付债券	9378	11055	11055	11055	11055	少数股东损益	(29)	(119)	(426)	(507)	(577)
其他长期负债	883	848	862	851	852	归属于母公司净利润	1751	383	1249	1488	1692
长期负债合计	10261	11903	11916	11905	11907	现金流量表（百万元）					
负债合计	16982	20234	19987	20814	21467	净利润	1751	383	1249	1488	1692
少数股东权益	1383	1051	753	398	(5)	资产减值准备	88	125	38	7	3
股东权益	13549	13342	13967	14711	15557	折旧摊销	1224	1593	2105	2362	2546
负债和股东权益总计	31915	34628	34707	35923	37019	公允价值变动损失	153	256	100	50	50
关键财务与估值指标						财务费用	163	329	527	531	535
每股收益	0.65	0.14	0.47	0.55	0.63	营运资本变动	(370)	502	(100)	(472)	(175)
每股红利	0.33	0.45	0.23	0.28	0.32	其它	(102)	133	(336)	(362)	(406)
每股净资产	5.05	4.97	5.20	5.48	5.80	经营活动现金流	2744	2992	3056	3074	3710
ROIC	8%	2%	3%	3%	4%	资本开支	0	(5098)	(2500)	(2575)	(2652)
ROE	13%	3%	9%	10%	11%	其它投资现金流	0	(32)	0	0	0
毛利率	25%	16%	19%	19%	18%	投资活动现金流	3	(5129)	(2510)	(2585)	(2662)
EBIT Margin	14%	4%	8%	8%	8%	权益性融资	9	0	0	0	0
EBITDA Margin	22%	15%	21%	21%	21%	负债净变化	4395	1615	0	0	0
收入增长	18%	-0%	5%	12%	10%	支付股利、利息	(897)	(1215)	(624)	(744)	(846)
净利润增长率	33%	-78%	226%	19%	14%	其它融资现金流	(9386)	848	(124)	405	(44)
资产负债率	58%	61%	60%	59%	58%	融资活动现金流	(2382)	1649	(749)	(339)	(890)
股息率	6.2%	8.4%	4.3%	5.1%	5.8%	现金净变动	365	(489)	(203)	150	157
P/E	8.3	37.9	11.6	9.8	8.6	货币资金的期初余额	3326	3692	3203	3000	3150
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	货币资金的期末余额	3692	3203	3000	3150	3308
EV/EBITDA	9.3	15.3	10.0	9.2	8.6	企业自由现金流	0	(2310)	704	632	1173
						权益自由现金流	0	153	116	570	659

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032