

公司研究

25Q1 利润环比改善，盈利水平触底回升

——旗滨集团（601636.SH）2024 年年报及 2025 年一季报点评

买入（维持）

当前价：5.41 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：陈奇凡

执业证书编号：S0930523050002

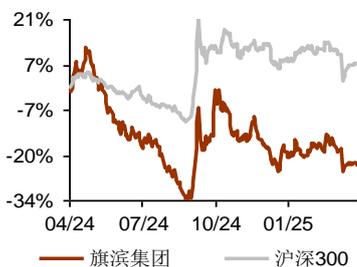
021-52523819

chenqf@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.84
总市值(亿元)	145.18
一年最低/最高(元)	4.60/8.12
近3月换手率	40.63%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.31	-3.43	-32.46
绝对	-6.24	-4.08	-29.37

资料来源：Wind

相关研报

景气度下行导致业绩下滑，玻璃价格已触底反弹——旗滨集团（601636.SH）2024 年业绩预告点评（2025-01-21）

要点

事件 1: 旗滨集团发布 2024 年年报，24 年公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 156/3.8/2.9 亿元，同比-0.2%/-78%/-83%。24Q4，公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 40/-3.2/-3.3 亿元，同比-10%/-162%/-164%。公司拟现金分红 1.2 亿元，分红率 31%；加上以现金方式回购股份计入现金分红的金额，合计分红 2.4 亿元，对应分红率 62%。2025 年争取实现营业收入 170 亿元（同比+9%）。

事件 2: 旗滨集团发布 2025 年一季报。25Q1，公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 35/4.7/-0.03 亿元，同比-10%/+6%/-101%。

点评：

浮法玻璃业务：24 年量价两端均有下滑，盈利能力下滑受价格下跌影响。

2024 年，公司浮法玻璃业务实现收入 69 亿元，同比-24%，其中产品均价为 64 元/重箱，同比-19%（同比下滑 15 元/重箱）；销量方面，公司浮法玻璃业务实现销量 1.07 亿重箱，同比-6%。

成本方面，2024 年公司浮法玻璃单位成本为 51 元/重箱，同比-12%（同比下滑 7 元/重箱），主要受益于直接材料成本下降；成本结构中，直接材料/直接人工/制造费用分别同比-7.8/+0.6/+0.2 元/重箱。盈利能力方面，2024 年浮法玻璃业务单箱毛利约 13 元/重箱，同比-8.3 元/重箱，主要受价格下降影响；毛利率约 20.8%，同比-6.4pcts。

截至 2024 年 12 月 31 日，公司浮法玻璃产能为 16600 吨/日，产能规模位于行业第二位，规模优势有效降低了单位生产成本，构筑了明显的低成本竞争力。截至 2024 年 12 月末，全国浮法玻璃生产线共计 287 条（剔除部分僵尸及搬迁产线），在产 225 条，日熔量为 15.8 万吨。2024 年，全国平板玻璃产量 10.93 亿重量箱，同比+3%。

建筑节能玻璃业务：均价同比增长，单位毛利同比略降。

2024 年，公司节能建筑玻璃业务实现收入 24 亿元，同比-13%；其中销量为 3127 万平方米，同比-20%，均价为 78 元/平米，同比+7 元/平米；单位毛利为 14.5 元/平米，同比-0.1 元/平米；毛利率约 18.7%，同比-2pcts。

截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有 11 条镀膜节能玻璃生产线（年产能 5280 万平方米），产能规模位居行业第三位，33 条中空玻璃生产线（年产能 910 万平方米）。

光伏玻璃业务：销量同比+124%，盈利能力下滑受价格下降拖累。

2024 年，公司超白光伏玻璃业务实现收入 58 亿元，同比+69%；其中销量为 4.3 亿平米，同比+124%，均价为 13.2 元/平米，同比-4.3 元/平米；单位成本为 12.0 元/平米，同比-1.7 元/平米，其中直接材料/直接人工/制造费用同比-1.6/-0.1/-0.1 元/平米；单位毛利为 1.2 元/平米，同比-2.6 元/平米；毛利率 9.0%，同比-12.5pcts。

截至 2024 年 12 月 31 日，公司光伏玻璃产能为 13000 吨/日。2024 年，公司光伏玻璃云南昭通、马来西亚沙巴生产线相继建成进入商业化运营，光伏玻璃产品产销量同比大幅增长。作为光伏玻璃行业的新进入者，公司产能建设积极稳步推进，目前产能规模已位于行业前三。

电子及药用玻璃业务：竞争加剧，亏损幅度扩大。

2024 年，电子玻璃行业产能过剩导致市场竞争加剧，产品价格持续走低，毛利率大幅下滑。同时因产品价格下降等原因计提减值准备增加影响，公司电子玻璃业务亏损加大。药用玻璃方面，随着国内行业产能的扩张，中性硼硅玻璃素管产品价格持续下降，毛利率大幅下降，同时因产品价格下降计提存货减值准备影响，公司药用玻璃业务亏损加大。

截至 2024 年 12 月 31 日，公司拥有 4 条高性能电子玻璃生产线（345 吨/日）、2 条中性硼硅药用玻璃生产线（65 吨/日）。

盈利预测、估值与评级：2024 年，旗滨集团浮法玻璃业务量价两端均有下滑，主要由于下游需求萎缩导致玻璃价格持续下行；光伏玻璃业务方面，由于行业产能过剩，光伏玻璃市场价格同比大幅下行，导致该板块业务盈利能力显著下滑。25Q1，公司单季度扣非净利润环比已有改善，主要受益于浮法玻璃、光伏玻璃价格环比小幅回升。根据我们对公司业务最新的销量及价格预测，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润预测分别至 10.0 亿元（上调 1303%）、8.0 亿元（上调 225%），新增 2027 年归母净利润预测 10.6 亿元。展望 2025 年，浮法玻璃及光伏玻璃价格或有小幅上升可能，考虑到前期公司股价已充分回调，我们对公司维持“买入”评级。

风险提示：国内外宏观经济环境或产业政策波动带来的风险、竞争加剧导致产品价格下降的风险、原燃料价格上涨风险、环保成本增加的风险、外汇及利率风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15,683	15,649	15,925	16,594	17,316
营业收入增长率	17.80%	-0.21%	1.76%	4.20%	4.35%
归母净利润（百万元）	1,751	383	996	803	1,061
归母净利润增长率	32.97%	-78.15%	160.27%	-19.38%	32.11%
EPS（元）	0.65	0.14	0.37	0.30	0.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.92%	2.87%	7.00%	5.49%	6.90%
P/E	8	38	15	18	14
P/B	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,683	15,649	15,925	16,594	17,316
营业成本	11,763	13,222	13,513	13,821	14,187
折旧和摊销	1,224	1,593	1,585	1,652	1,716
税金及附加	180	171	174	181	189
销售费用	171	190	187	189	192
管理费用	842	798	787	796	805
研发费用	572	585	577	584	591
财务费用	163	329	367	402	443
投资收益	4	12	6	7	7
营业利润	2,012	292	1,032	808	1,099
利润总额	1,972	261	998	770	1,057
所得税	250	-3	127	98	134
净利润	1,722	264	871	672	923
少数股东损益	-29	-119	-125	-131	-137
归属母公司净利润	1,751	383	996	803	1,061
EPS(元)	0.65	0.14	0.37	0.30	0.40

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,543	912	2,736	2,608	2,937
净利润	1,751	383	996	803	1,061
折旧摊销	1,224	1,593	1,585	1,652	1,716
净营运资金增加	382	714	150	263	303
其他	-1,814	-1,777	5	-110	-143
投资活动产生现金流	-5,389	-3,122	-830	-1,066	-1,065
净资本支出	-5,309	-2,841	-1,073	-1,073	-1,073
长期投资变化	45	45	0	0	0
其他资产变化	-125	-326	243	7	7
融资活动现金流	4,211	1,731	187	848	901
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	4,342	3,450	660	1,615	1,615
无息负债变化	1,132	-198	189	302	339
净现金流	374	-507	2,093	2,391	2,773

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.0%	15.5%	15.1%	16.7%	18.1%
EBITDA 率	24.3%	18.0%	16.0%	17.8%	19.5%
EBIT 率	16.1%	7.5%	6.0%	7.9%	9.5%
税前净利润率	12.6%	1.7%	6.3%	4.6%	6.1%
归母净利润率	11.2%	2.4%	6.3%	4.8%	6.1%
ROA	5.4%	0.8%	2.4%	1.7%	2.3%
ROE (摊薄)	12.9%	2.9%	7.0%	5.5%	6.9%
经营性 ROIC	8.7%	4.2%	3.0%	4.2%	5.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	53%	58%	58%	60%	61%
流动比率	1.35	1.10	1.52	1.83	2.16
速动比率	1.05	0.85	1.25	1.56	1.89
归母权益/有息债务	1.27	0.95	0.96	0.89	0.85
有形资产/有息债务	2.74	2.25	2.26	2.17	2.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	31,915	34,628	36,228	38,419	40,989
货币资金	3,692	3,203	5,296	7,687	10,460
交易性金融资产	0	32	32	32	32
应收账款	1,356	1,957	2,190	2,510	2,882
应收票据	290	126	128	133	139
其他应收款 (合计)	56	56	57	60	62
存货	2,013	2,073	2,101	2,129	2,166
其他流动资产	1,423	1,492	1,506	1,539	1,576
流动资产合计	9,054	9,154	11,531	14,316	17,547
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	45	45	43	41	39
固定资产	11,773	18,298	17,916	17,398	16,765
在建工程	5,970	3,162	2,897	2,698	2,548
无形资产	2,112	2,148	2,177	2,205	2,233
商誉	3	3	3	3	3
其他非流动资产	1,710	428	442	442	442
非流动资产合计	22,861	25,474	24,698	24,103	23,442
总负债	16,982	20,234	21,084	23,001	24,955
短期借款	353	955	0	0	0
应付账款	2,906	2,997	3,063	3,132	3,215
应付票据	439	360	368	376	386
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	11	18	32	65	102
流动负债合计	6,721	8,332	7,566	7,835	8,138
长期借款	8,063	9,678	11,293	12,908	14,523
应付债券	1,316	1,377	1,377	1,377	1,377
其他非流动负债	597	607	621	654	690
非流动负债合计	10,261	11,903	13,518	15,167	16,818
股东权益	14,933	14,393	15,144	15,418	16,033
股本	2,684	2,684	2,684	2,684	2,684
公积金	3,678	3,924	3,986	3,986	3,986
未分配利润	7,182	6,615	7,428	7,832	8,586
归属母公司权益	13,549	13,342	14,217	14,622	15,375
少数股东权益	1,383	1,051	927	796	659

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	1.09%	1.21%	1.18%	1.14%	1.11%
管理费用率	5.37%	5.10%	4.94%	4.80%	4.65%
财务费用率	1.04%	2.11%	2.30%	2.42%	2.56%
研发费用率	3.65%	3.74%	3.63%	3.52%	3.41%
所得税率	13%	-1%	13%	13%	13%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.33	0.05	0.15	0.11	0.16
每股经营现金流	0.58	0.34	1.02	0.97	1.09
每股净资产	5.05	4.97	5.30	5.45	5.73
每股销售收入	5.84	5.83	5.93	6.18	6.45

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	8	38	15	18	14
PB	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.3	11.1	11.4	9.5	8.0
股息率	6.1%	0.8%	2.7%	2.1%	2.9%

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