

业绩阶段性承压，静待TCO放量

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年度报告和2025年一季报，2024年公司实现营业总收入64.5亿元，同比-19.0%，实现归母净利润0.6亿元，同比-86.9%；2025年第一季度实现营业总收入12.2亿元，同比-31.4%，实现归母净利润0.09亿元，同比-95.0%，业绩阶段性承压。
- 下游需求疲弱，产品价格走弱。2024年:** 1) 分产品看: 技术玻璃、建筑玻璃、镀膜类和深加工及节能玻璃、光伏玻璃、化工产品分别实现营收14.4亿元(-23.8%)、15.2亿元(-10.6%)、6.3亿元(-12.1%)、9.5亿元(-11.8%)、28.1亿元(-28.3%)，销量同比增速为-16.7%、-0.7%、-22.9%、-1.1%、-4.6%，受下游需求疲弱，除镀膜类和深加工及节能玻璃外，各产品销售单价均不同程度下滑。2) 分区域看: 国内、国外分别实现营收48.4亿元(-21.2%)、15.5亿元(-3.4%)，国外销售毛利率为20.0%，远高于国内的10.9%，公司出口产品技术附加值较高，产品结构优异，随着TCO玻璃持续放量并外销，国外将成为公司重要盈利增长源。
- 毛利率下降，费用率稳定。2024年:** 1) 毛利率: 在下游需求疲软销售价格走低背景下，公司产业链一体化布局优势凸显，玻璃产品毛利率同比略增0.45个百分点，纯碱毛利率同比下滑9.6个百分点，整体毛利率同比下滑4.5个百分点。2) 费用率: 公司持续推进降本增效，销售费用、管理费用、利息费用绝对额均有所下降，受营收规模下降影响，销售费用率同比增加0.05个百分点、管理费用率同比增加0.2个百分点、财务费用率同比增加0.1个百分点，综合费用率同比增加0.3个百分点。3) 综上影响，销售净利率同比下降5.1个百分点至0.76%，盈利能力阶段性承压。
- 一体化布局优势显著，静待TCO持续放量。** 公司深耕玻璃产业链多年，品牌积淀深厚，技术竞争优势突出，产业链一体化布局完善，TCO玻璃长期成长空间广阔。1) 公司超白玻璃技术优势明显、品牌力突出，在高档玻璃领域综合竞争力较强；2) 纯碱产能居行业头部，下游客户稳定，与玻璃业务一体化布局优势突出；3) TCO导电镀膜玻璃不断取得突破，先发优势明显，在光伏玻璃领域具有优质发展机遇，此外，滕州二线TCO产品成功试产并实现首批量产，奠定了产品批量持续供应能力的基础，多项技术指标取得新突破，未来增长空间广阔。
- 盈利预测:** 预计2025-2027年EPS分别为0.22元、0.33元、0.41元，对应PE分别为21倍、14倍、11倍。公司一体化布局优势突出，TCO玻璃成长空间广阔，看好公司长期成长性，给予公司2025年25倍估值，对应目标价5.50元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动风险；贸易摩擦风险；业务开拓进度或不及预期。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	64.52	65.44	72.22	82.22
增长率	-19.04%	1.42%	10.36%	13.84%
归属母公司净利润(亿元)	0.60	3.09	4.66	5.86
增长率	-86.90%	410.29%	51.09%	25.63%
每股收益EPS(元)	0.04	0.22	0.33	0.41
净资产收益率ROE	0.84%	4.12%	5.91%	7.01%
PE	107	21	14	11
PB	1.12	1.07	1.00	0.93

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 晁文钊
执业证号: S1250524060002
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

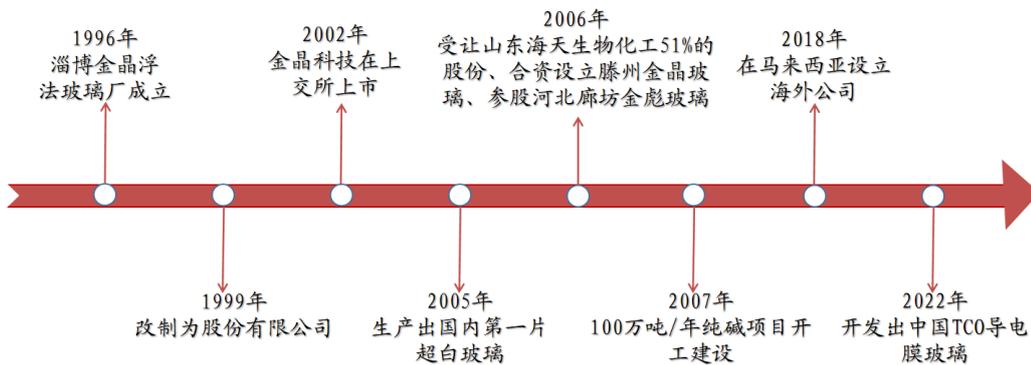
总股本(亿股)	14.29
流通A股(亿股)	14.29
52周内股价区间(元)	4.55-6.71
总市值(亿元)	65.01
总资产(亿元)	105.16
每股净资产(元)	4.08

相关研究

1 公司概况：传统玻璃领导者，积极转型新材料

金晶科技以玻璃、纯碱及其延伸产品的开发、生产、加工、经营为主业，并积极拓展太阳能新材料、建筑节能新材料等领域的工业品新材料，是国家高新技术企业、中国新材料基地骨干企业。公司在 2005 年生产出中国超白玻璃，填补了国内空白，成为中国超白玻璃标准的制定者，且始终是国内超白玻璃细分领域的引领者。2022 年公司开发出中国 TCO 导电膜玻璃，打破了中国太阳能薄膜电池行业发展的卡脖子问题，成为全球薄膜电池组件头部企业的战略合作商。

图 1：金晶科技发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.1 深耕玻璃行业多年，持续研发未来可期

第一阶段（1996年-2002年）：技术底蕴较为深厚，积极改制成功上市。公司所在地山东博山是中国玻璃的发源地，中国第一个玻璃公司——博山玻璃公司于 1904 年在此成立，金晶承续了中国平板玻璃工业上百年的工业文明。公司前身淄博金晶浮法玻璃厂成立于 1996 年，1998 年即成为国家科技部认定的 66 家重点高新技术企业之一，1999 年被山东省科委认定的高新技术企业之一。1999 年经山东玻璃总公司等 5 家企业发起改制为股份有限公司，并在 2002 年于上交所上市。

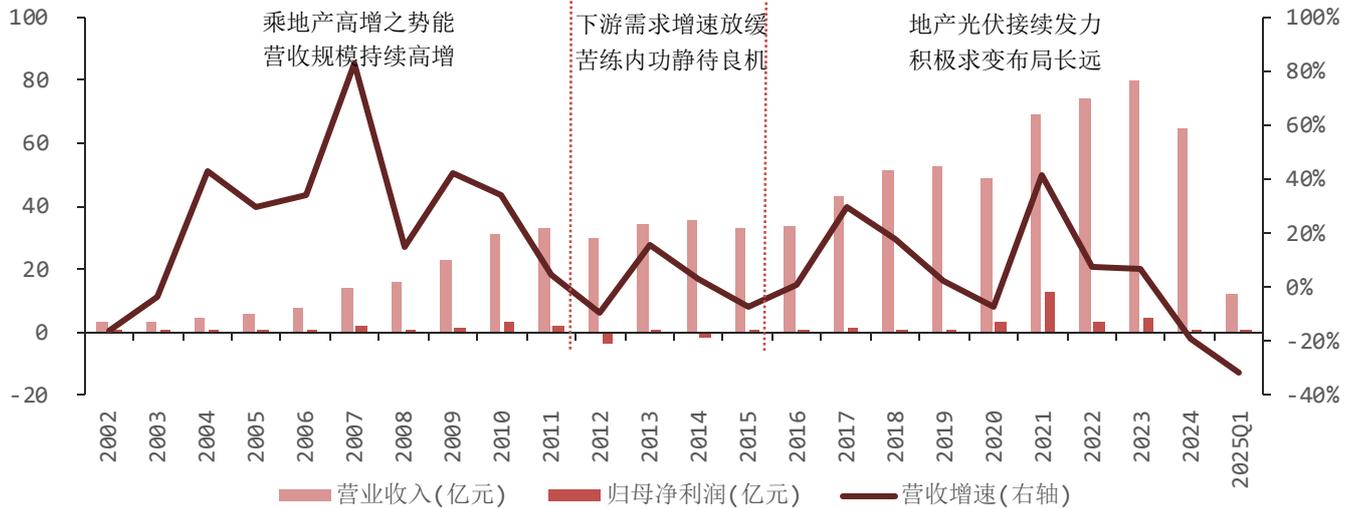
第二阶段（2002年-2011年）：乘地产高增之风，营收规模持续高增。2002-2011 年房屋新开工面积复合增速为 18.1%，带动下游玻璃等行业持续高增。公司顺势而为外延并购实现产能扩张和上下游一体布局，实现了营收规模的显著高增，2002-2011 年公司营收规模复合增速为 23.9%。此外，2005 年生产出国内第一片超白玻璃，并成功中标奥运工程“鸟巢”、“水立方”，并广泛应用于国家大剧院、迪拜塔、上海世博会等大型高档建筑，产品竞争力突出。

第三阶段（2012年-2015年）：下游需求增速放缓，苦练内功静待良机。2012-2015 年房屋新开工面积保持平稳，而玻璃行业产能持续扩张，供给开始逐渐过剩。公司积极应对行业变革，加大功能玻璃板块布局，不断优化产品结构，强化核心竞争力。在此期间，公司 Low-E 玻璃、太阳能玻璃持续取得突破，为公司奠定了坚实技术基础。

第四阶段（2016年-2024年）：地产光伏接续发力，积极求变布局长远。2016-2020 年，受益供给侧改革成效逐渐显现，以及地产新开工延续高增，为公司创造了良好成长环境。2020

年以来，光伏行业爆发式增长带动了光伏玻璃的显著高增，玻璃价格维持高位，公司盈利能力保持强劲。优异的经营环境并未改变公司积极求变意识和长期主义战略，2018 年布局海外产能建设，2022 年 TCO 导电膜玻璃取得突破，为公司保持强劲综合竞争力和长远发展奠定了坚实基础。

图 2：金晶科技发展历程

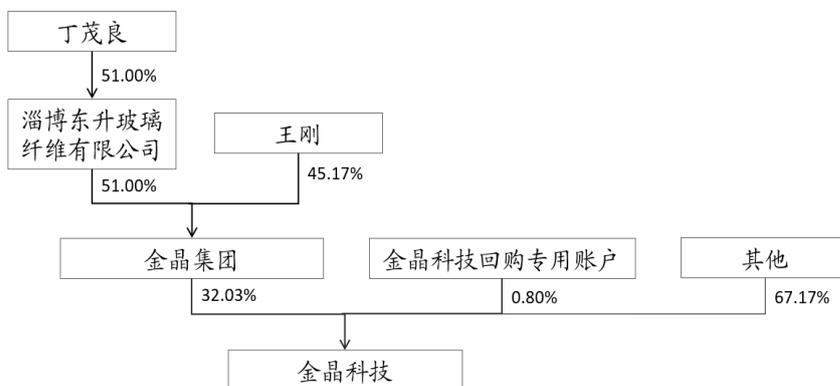


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 股权结构稳定，新能源新机遇

股权结构稳定，激励持续优化。公司实际控制人为丁茂良先生，其通过直接和间接的方式合计持股 8.33%，丁茂良先生不参与公司实际经营。王刚先生为公司董事长，通过直接和间接的方式合计持股 14.47%。2022 年 4 月起公司进行了股份回购，回购的股份拟用于员工持股计划或股权激励。2022 年 8 月 26 日，公司完成回购，回购股份占公司总股本的 0.80%。员工持股计划或股权激励的实施将有利于健全长效激励机制和利益共享机制，充分调动公司员工的积极性，提升企业凝聚力和核心竞争力。

图 3：金晶科技股权结构

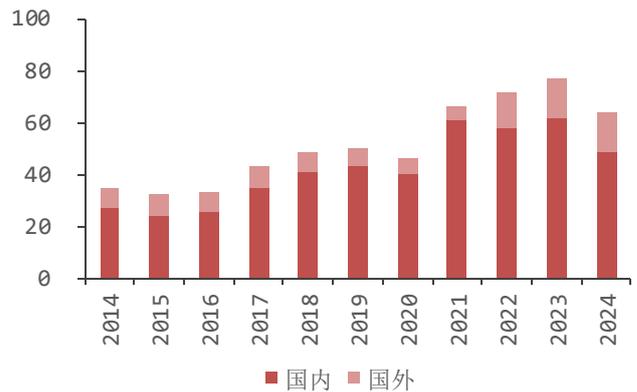


数据来源：公司公告，西南证券整理

上下游一体布局，国内外多方拓展。从主营业务结构看，2024 年玻璃、纯碱业务分别占公司总营收的 71%、29%，两大业务均是重要的营收来源。纯碱是玻璃的上游原材料，公司上下游一体化布局有利于强化玻璃业务的成本优势，同时增强公司的综合抗风险能力。从区域分布上看，国外营收已构成公司的重要增长源，海外产能布局有利于公司开拓国际化客户，积极拓展营收增长源。

图 4：公司主营业务分行业收入结构（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

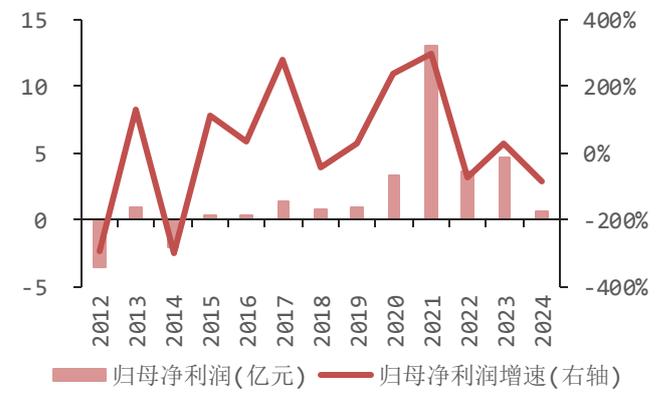
图 5：公司主营业务分区域收入结构（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

抗风险能力突出，兼具业绩弹性。2015 年以来，供给侧改革阶段性改善了行业竞争环境，同时受益房屋竣工面积再次延续增长，行业盈利情况较好。2020 年以来，受光伏行业对玻璃需求的爆发式增长，玻璃及上游纯碱等行业盈利能力显著增强。金晶科技同时布局玻璃和纯碱两大板块，上下游一体化布局优势突出，展现出了十足的业绩弹性。玻璃业务方面，公司超白玻璃技术优势明显、品牌力突出，在高档玻璃领域综合竞争力较强；TCO 导电膜玻璃不断取得突破，先发优势明显，在光伏玻璃领域具有优质发展机遇。纯碱业务方面，公司产能居行业头部，下游客户稳定，与玻璃业务一体化布局优势突出。此外，公司积极布局海外产能建设，不断开拓国际市场，国外市场已成为公司重要的增长源。2024 公司营收端同比下降 19.0%，归母净利润同比下滑 86.9%，考虑到房屋竣工面积下滑、产能过剩价格走低等行业负面因素影响，以及公司 TCO 玻璃放量在即，公司综合抗风险能力突出，且长期成长性优异。

图 6：公司 2012 年以来营收及增速情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2012 年以来归母净利润及增速情况


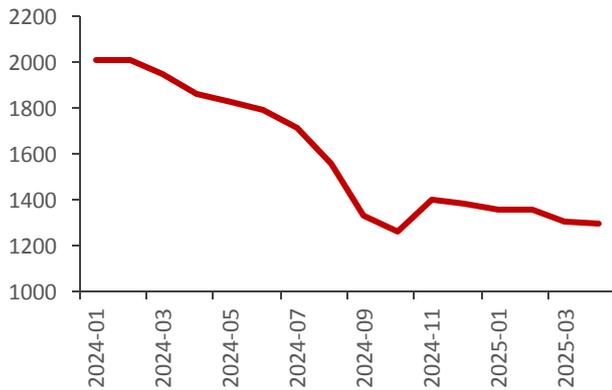
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 传统业务有望触底，新兴业务放量可期

2.1 下游有望触底回稳，一体化布局优势突出

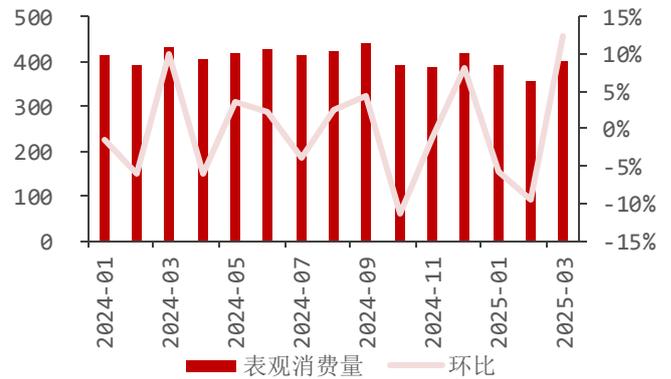
价格不断探底，需求依旧强势。2024 年，平板玻璃平均价格约 1600 元/吨，同比下降 18.8%。受宏观政策和季节性因素影响，10 月价格有所回升，但幅度有限，市场表现疲软。尽管价格有所下滑，但受益于政府对绿色建筑和节能环保政策的持续推动，节能玻璃产品的市场需求依然强劲。2024 年，平板玻璃市场表观消费量 4965.5 万吨，同比上涨 3.8%。

图 8：2024 年以来中国平板玻璃价格趋势（元/吨）



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

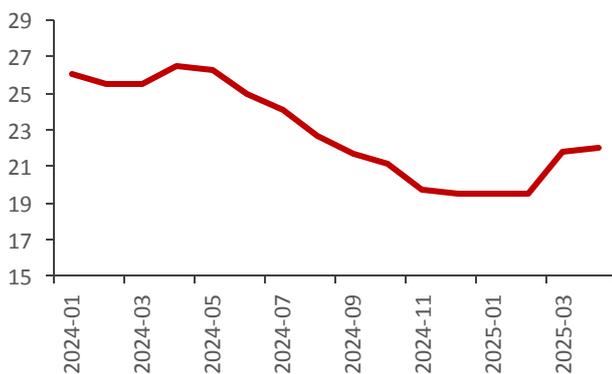
图 9：2024 年以来平板玻璃表观消费量（万吨）



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

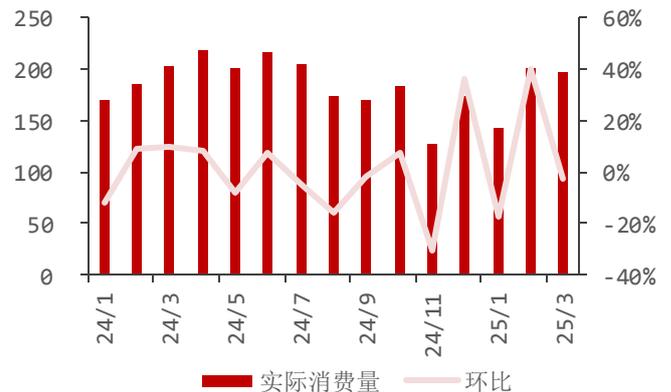
光伏产业长期向好，销售价格触底回升。截至 2025 年 4 月，光伏玻璃平均价格 22 元/m²，同比下降 17%。受宏观经济影响，光伏玻璃价格整体趋弱，年初至 4 月间整体偏稳或略涨，后续跟随产业链价格下移，下半年呈现全行业亏损格局。尽管价格有所下滑，但受益于政府对节能环保政策的持续推动，光伏玻璃产品的市场需求依然强劲。2024 年，光伏玻璃实际消费量 2223.8 万吨，同比上涨 29.3%。

图 10：2024 年以来中国光伏玻璃价格趋势（元/吨）



数据来源：百川盈孚，西南证券整理

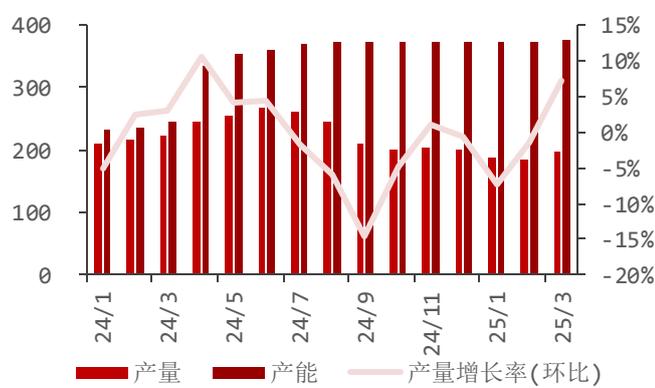
图 11：2024 年以来光伏玻璃实际消费量（万吨）



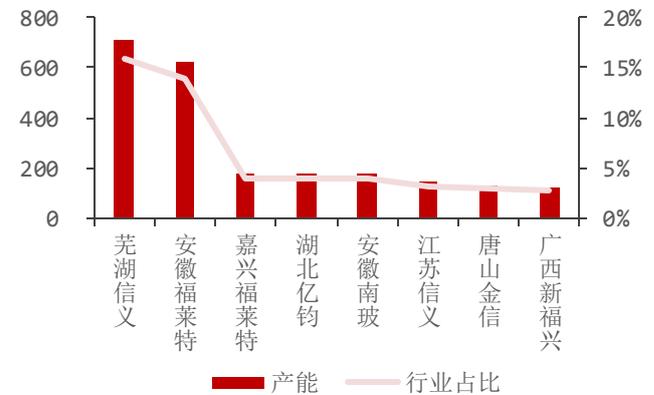
数据来源：百川盈孚，西南证券整理

产能持续增长,规模优势明显。2024 年,光伏玻璃产量为 2733.6 万吨,同比增长 30.9%;光伏玻璃产能为 3988.8 万吨,受宏观政策和市场因素影响,4 月产能环比上涨 38.8%,市场表现强势。产量的增长主要得益于两方面因素:一方面,随着光伏行业的快速发展,光伏电站建设规模不断扩大,对光伏玻璃的需求持续增加;另一方面,受益于技术进步和生产效率的提升,光伏玻璃企业的产能得以快速释放。

2024 年,光伏玻璃产能数据显示 CR8 为 49.9%,市场集中度进一步提高。随着 2024 年光伏玻璃窑炉的较大规模冷修,中小窑炉占比显著降低,600 吨及以下窑炉日容量合计已降至 0.5 万吨/天附近,1000 吨及以上窑炉增至 7.8 万吨/天,且随着后期窑炉继续停小点大,大吨位窑炉占比仍将持续提升。在利润较低的市场环境下,光伏玻璃市场中规模和成本效益具有明显的竞争优势。

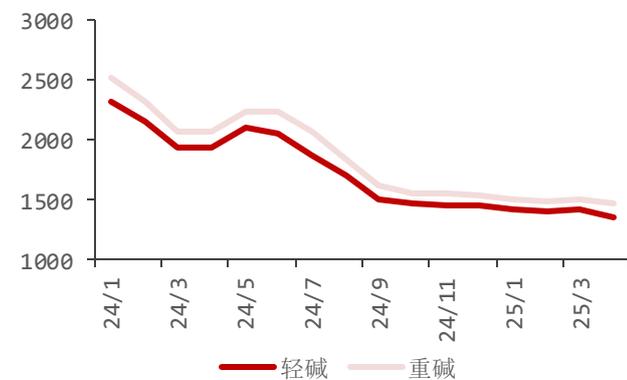
图 12: 2024 年以来中国光伏玻璃生产对比 (万吨)


数据来源: 百川盈孚, 西南证券整理

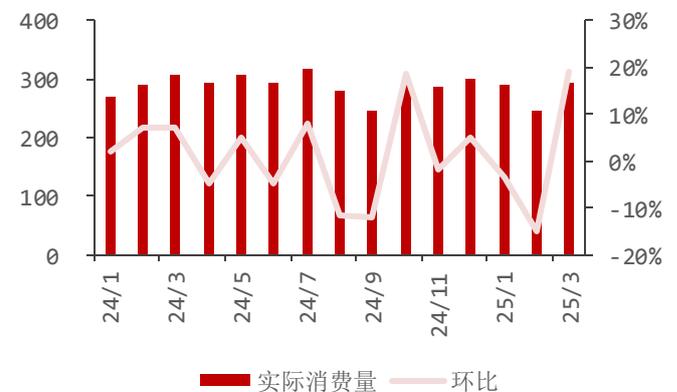
图 13: 2024 年中国主要企业光伏玻璃产量 (万吨) 及占比


数据来源: 百川盈孚, 西南证券整理

纯碱供需失衡,双碱价格回落。截至 2025 年 4 月,轻碱市场均价 1342 元/吨,同比下降 30.4%;重碱市场均价 1462 元/吨,同比下降 28.5%。2023 年纯碱行业产能全面达产,随着 2024 年新产能的加入,市场供应量大增。然而,下游浮法玻璃和光伏玻璃产量增速放缓,导致纯碱行业的供需失衡,2024 年纯碱市场价格整体呈下降趋势。尽管价格有所下滑,但受益于下游产量的稳步增加,2024 年,纯碱的实际消费量 3486.7 万吨,同比上涨 20.2%。

图 14: 2024 年以来中国纯碱价格趋势 (元/吨)


数据来源: 百川盈孚, 西南证券整理

图 15: 2024 年以来纯碱实际消费量 (万吨)


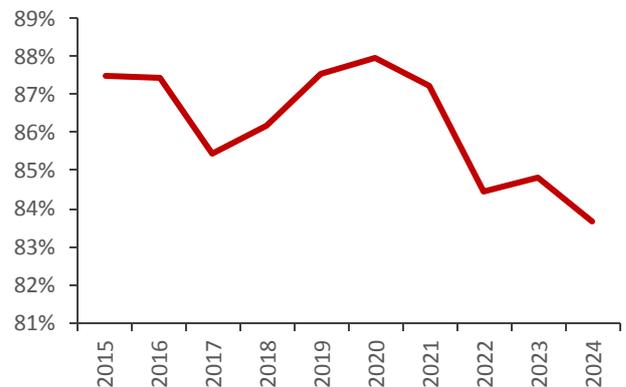
数据来源: 百川盈孚, 西南证券整理

销售面积降幅收窄，政策加码静待拐点。2021 年以来，商品房销售面积持续下降，2024 年降幅持续收窄。2021 年，商品房销售面积达 17.9 亿平方米，其中住宅销售面积为 15.7 亿平方米，均为历史最高值。2022 年以来，商品房销售面积持续下降，2024 年销售面积仅为 2021 年历史高位的 54.3%。房屋销售面积下降对玻璃的需求存在一定压制，对行业盈利水平具有较大影响。

近期，商品房需求刺激政策陆续推出，“止跌回稳”、“保交楼”等举措有望对商品房竣工和销售情况有所托底，老旧小区改造、城市更新有望新增存量改造需求。2024 年，商品房销售面积为 9.7 亿平方米，同比下降 12.9%，较 2023 年销售面积 13.9% 的降幅进一步收窄，收窄趋势延续，政策持续加码下房地产行业对玻璃、纯碱产业链的需求有望企稳回升。

图 16：近十年中国商品房销售面积（亿平方米）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：近十年中国商品房住宅销售面积占比


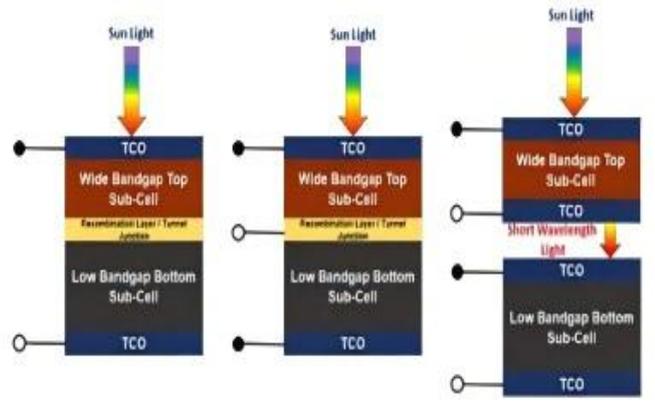
数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 新兴业务空间广阔，静待 TCO 玻璃持续放量

攻克技术难题，推动光伏革新。钙钛矿太阳能电池因其高效率、产业链更加绿色环保等优势，被视为未来光伏技术的新星。TCO 玻璃作为钙钛矿电池的前电极、窗口材料和支撑材料，主要功能为：让太阳光进入吸收层，实现光电转换；利用其导电性作为前电极，收集电池电流；为电池多层膜材料结构提供物理上的机械支撑。

2022 年 5 月，金晶集团生产的 TCO 导电玻璃成功上市，打破了国外技术的长期垄断。据山东省科技厅官方公众号显示，满产状态下，金晶集团使用其制成的钙钛矿玻璃电池产生的绿电，预计可节约标准煤约 360 万吨，减少二氧化碳排放 1070 万吨，为国家“3060”“双碳”目标的战略落地提供了有力支持。

图 18：钙钛矿太阳能电池基本结构示意图



数据来源：《钙钛矿太阳能电池研究进展》，西南证券整理

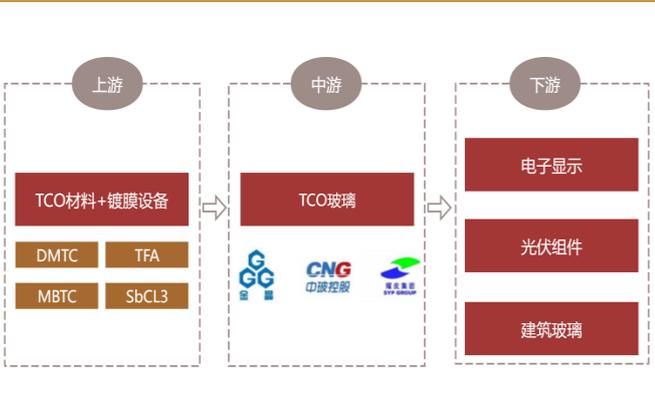
图 19：青海光伏电站兆瓦级钙钛矿组件光伏示范项目



数据来源：山东科技厅，西南证券整理

TCO 技术突破再突破，产业链迎来百亿产值。据山东省科技厅官方公众号报道，2024 年，金晶 TCO 玻璃应用于 1000×2000mm 钙钛矿电池组件，光电转换效率达 19%，使用金晶 TCO 生产的 1.71m² 钙钛矿 4T 叠层组件稳态效率达 26.4%，多次刷新行业纪录。目前，公司 TCO 玻璃已在极电光能、协鑫光电、纤纳光电等钙钛矿电池龙头企业应用，储备产能 4500 万平/年，累计销售收入超 1 亿元。预计“十四五”末，金晶 TCO 玻璃产值将超 10 亿元，储备产能达 6000 万平/年，带动产业链近百亿元产值。

图 20：TCO 玻璃产业链



数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

图 21：世界顶尖科学家论坛永久会址 BIPV 发电组件项目



数据来源：山东科技厅，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

假设 1: 公司技术竞争优势突出, 随着行业集中度持续提升, 预计 2025-2027 年技术玻璃销量同比增速为 -13.0%、0%、5.0%, 销售单价同比增长 0%、2.0%、3.0%, 毛利率为 10.2%、10.2%、10.2%;

假设 2: 随着商品房销售触底回升、老旧小区改造及城市更新的持续推进, 预计 2025-2027 年建筑玻璃销量同比增速为 0%、3.0%、5.0%, 销售单价同比增速为 -5.0%、3.0%、5.0%, 毛利率为 -6.0%、-4.0%、0%。

假设 3: 随着绿色建筑标准持续提高, 预计 2025-2027 年, 镀膜类、深加工及节能玻璃销量同比增长 0%、5.0%、5.0%, 销售单价同比增长 5.0%、5.0%、5.0%, 毛利率为 18.7%、19.5%、19.5%。

假设 4: 随着光伏产业链盈利能力持续修复, 下游需求持续扩张, TCO 玻璃逐渐放量, 预计 2025-2027 年光伏玻璃销量同比增长 10.0%、20.0%、25.0%, 销售单价同比增长 3.0%、5.0%、5.0%, 毛利率为 20.8%、21.5%、21.5%。

假设 5: 随着建筑玻璃和光伏玻璃需求的触底回升, 预计 2025-2027 年纯碱销量同比增长 5.0%、5.0%、5.0%, 销售单价同比增长 5.0%、5.0%、5.0%, 毛利率为 16.1%、16.9%、16.9%。

基于以上假设, 我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	64.5	65.4	72.2	82.2
	yoy	-19.0%	1.4%	10.4%	13.8%
	营业成本	55.7	55.6	60.4	67.9
	毛利率	13.7%	15.0%	16.4%	17.4%
技术玻璃	收入	14.4	12.6	12.8	13.9
	yoy	-23.8%	-13.0%	2.0%	8.2%
	销量 (万重量箱)	1316.3	1145.1	1145.1	1202.4
	yoy	-16.7%	-13.0%	0.0%	5.0%
	吨价 (元/重量箱)	109.7	109.7	111.9	115.2
	yoy	-8.5%	0.0%	2.0%	3.0%
	成本 (元/重量箱)	98.5	98.5	100.4	103.4
	yoy	-14.6%	0.0%	2.0%	3.0%
建筑玻璃	收入	15.2	14.5	15.3	16.9
	yoy	-10.6%	-5.0%	6.1%	10.3%
	销量 (万重量箱)	1883.4	1883.4	1939.9	2036.9
	yoy	-0.6%	0.0%	3.0%	5.0%
	吨价 (元/重量箱)	80.9	76.8	79.1	83.1

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
	yoy	-10.0%	-5.0%	3.0%	5.0%
	成本 (元/重量箱)	85.7	81.4	82.3	83.1
	yoy	-7.2%	-5.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	-6.0%	-6.0%	-4.0%	0.0%
镀膜类、深加工 及节能玻璃	收入	6.3	6.6	7.3	8.0
	yoy	-12.1%	5.0%	10.3%	10.3%
	销量 (PCS)	1535.2	1535.2	1611.9	1692.5
	yoy	-22.9%	0.0%	5.0%	5.0%
	吨价 (元/PCS)	41.0	43.0	45.2	47.4
	yoy	14.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本 (元/PCS)	34.3	35.0	36.4	38.2
	yoy	16.1%	2.0%	4.0%	5.0%
光伏玻璃	毛利率	16.3%	18.7%	19.5%	19.5%
	收入	9.5	10.7	13.5	17.7
	yoy	-11.8%	13.3%	26.0%	31.3%
	销量 (万平方米)	5788.7	6367.6	7641.1	9551.4
	yoy	-1.1%	10.0%	20.0%	25.0%
	吨价 (元/平方米)	16.3	16.8	17.7	18.6
	yoy	-10.8%	3.0%	5.0%	5.0%
	成本 (元/平方米)	13.1	13.3	13.9	14.6
纯碱	yoy	-8.5%	2.0%	4.0%	5.0%
	毛利率	20.0%	20.8%	21.5%	21.5%
	收入	28.1	31.0	34.1	37.6
	yoy	-28.2%	10.3%	10.3%	10.3%
	销量 (万平方米)	131.6	138.2	145.1	152.4
	yoy	-4.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	吨价 (元/平方米)	2133.6	2240.2	2352.3	2469.9
	yoy	-24.8%	5.0%	5.0%	5.0%
抵消及其他业务	成本 (元/平方米)	1790.8	1880.4	1955.6	2053.4
	yoy	-15.2%	5.0%	4.0%	5.0%
	毛利率	16.1%	16.1%	16.9%	16.9%
	收入	-9.0	-9.9	-10.9	-12.0
	yoy	-32.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	-9.9	-10.8	-11.9	-13.1
	yoy	-29.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	-9.8%	-9.8%	-9.8%	-9.8%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 65.44 亿元(+1.42%)、72.22 亿元(+10.36%)和 82.22 亿元(+13.84%), 归母净利润分别为 3.09 亿元(+410.29%)、4.66 亿元(+51.09%)和 5.86 亿元(+25.63%), EPS 分别为 0.22、0.33 和 0.41 元, 对应 PE 分别为 21、14 和 11 倍。

3.2 估值

金晶科技深耕玻璃产业链多年，此处选取玻璃产业链的南玻 A、北玻股份、旗滨集团等三家可比公司，这三家公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 24 倍、19 倍、12 倍。

公司深耕玻璃产业链多年，品牌积淀深厚，技术竞争优势突出，产业链一体化布局完善，TCO 玻璃长期成长空间广阔。1) 公司超白玻璃技术优势明显、品牌力突出，在高档玻璃领域综合竞争力较强；2) 纯碱产能居行业头部，下游客户稳定，与玻璃业务一体化布局优势突出；3) TCO 导电镀膜玻璃不断取得突破，先发优势明显，在光伏玻璃领域具有优质发展机遇，此外，滕州二线 TCO 产品成功试产并实现首批量产，奠定了产品批量持续供应能力的基础，多项技术指标取得新突破，未来增长空间广阔。总的来看，公司经营具备较高安全边际，同时长期增长空间广阔，极具业绩弹性，给予公司 2025 年 25 倍 PE，对应目标价 5.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
000012.SZ	南玻 A	111	4.74	0.09	0.23	0.34	0.41	53	21	14	12
002613.SZ	北玻股份	41	3.73	0.06	0.11	0.13	-	59	34	29	-
601636.SH	旗滨集团	145	5.41	0.14	0.32	0.37	0.49	38	17	15	11
平均值								50	24	19	12
600586.SH	金晶科技	65	4.55	0.04	0.22	0.33	0.41	107	21	14	11

数据来源：wind，西南证券整理

4 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险：经济发展是企业生存的环境，宏观经济运行受到多种因素影响，具有较高的不确定性，一旦经济大幅下滑将影响企业成长节奏；
- 2) 贸易摩擦风险：公司海外业务开拓情况影响公司业绩弹性，当前国际贸易争端不断，若贸易摩擦冲突加剧，将影响公司海外营收情况；
- 3) 业务开拓进度或不及预期：TCO 玻璃布局属于长期战略，推进进程具有一定的不确定性，若业务开拓进度不及预期，将影响公司业绩弹性；

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	64.52	65.44	72.22	82.22	净利润	0.49	2.50	3.78	4.75
营业成本	55.65	55.62	60.37	67.90	折旧与摊销	5.56	5.55	5.68	5.81
营业税金及附加	0.84	0.79	0.90	1.02	财务费用	0.92	0.84	0.86	0.86
销售费用	0.41	0.33	0.36	0.41	资产减值损失	-0.64	-0.50	-0.80	-1.00
管理费用	4.57	4.58	5.06	5.76	经营营运资本变动	-3.77	2.87	0.80	0.71
财务费用	0.92	0.84	0.86	0.86	其他	3.69	0.61	1.42	2.14
资产减值损失	-0.64	-0.50	-0.80	-1.00	经营活动现金流净额	6.25	11.88	11.74	13.27
投资收益	-0.80	-0.50	-0.50	-1.00	资本支出	2.31	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	其他	-6.23	-0.60	-0.60	-1.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3.92	-1.60	-1.60	-2.10
营业利润	1.00	3.27	4.98	6.27	短期借款	-1.78	-0.46	0.00	0.00
其他非经营损益	0.08	0.07	0.07	0.07	长期借款	-2.39	2.00	1.00	1.00
利润总额	1.08	3.34	5.04	6.34	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.59	0.83	1.26	1.58	支付股利	-1.42	-0.14	-0.60	-1.08
净利润	0.49	2.50	3.78	4.75	其他	3.97	-1.48	-0.84	-0.75
少数股东损益	-0.11	-0.58	-0.88	-1.10	筹资活动现金流净额	-1.62	-0.09	-0.44	-0.83
归属母公司股东净利润	0.60	3.09	4.66	5.86	现金流量净额	0.73	10.19	9.70	10.34
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	17.08	27.27	36.97	47.31	成长能力				
应收和预付款项	3.54	3.54	3.91	4.36	销售收入增长率	-19.04%	1.42%	10.36%	13.84%
存货	9.26	8.49	9.21	10.40	营业利润增长率	-82.22%	226.17%	52.08%	25.97%
其他流动资产	4.09	0.66	0.73	0.83	净利润增长率	-89.52%	410.29%	51.09%	25.63%
长期股权投资	2.25	2.25	2.25	2.25	EBITDA 增长率	-36.56%	29.33%	19.09%	12.38%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	55.58	51.89	48.15	44.38	毛利率	13.74%	15.00%	16.40%	17.41%
无形资产和开发支出	5.79	4.94	3.99	2.95	三费率	9.14%	8.79%	8.69%	8.54%
其他非流动资产	6.47	6.57	6.67	6.77	净利率	0.76%	3.83%	5.24%	5.78%
资产总计	104.06	105.61	111.89	119.26	ROE	0.84%	4.12%	5.91%	7.01%
短期借款	10.46	10.00	10.00	10.00	ROA	0.47%	2.37%	3.38%	3.99%
应付和预收款项	19.96	19.33	21.33	23.81	ROIC	1.40%	5.26%	8.29%	11.13%
长期借款	7.01	9.01	10.01	11.01	EBITDA/销售收入	11.58%	14.77%	15.94%	15.74%
其他负债	7.86	6.49	6.56	6.67	营运能力				
负债合计	45.30	44.83	47.91	51.50	总资产周转率	0.59	0.62	0.66	0.71
股本	14.29	14.29	14.29	14.29	固定资产周转率	1.16	1.23	1.47	1.81
资本公积	17.81	17.81	17.81	17.81	应收账款周转率	16.31	18.52	20.99	21.29
留存收益	26.83	29.78	33.85	38.62	存货周转率	5.90	5.91	6.51	6.62
归属母公司股东权益	58.25	60.84	64.93	69.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.28%	—	—	—
少数股东权益	0.51	-0.07	-0.95	-2.05	资本结构				
股东权益合计	58.76	60.77	63.98	67.76	资产负债率	43.53%	42.45%	42.82%	43.18%
负债和股东权益合计	104.06	105.61	111.89	119.26	带息债务/总负债	38.58%	42.41%	41.77%	40.80%
					流动比率	0.90	1.14	1.36	1.58
					速动比率	0.66	0.90	1.12	1.32
					股利支付率	234.36%	4.58%	12.79%	18.45%
业绩和估值指标									
	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	7.47	9.67	11.51	12.94	每股指标				
PE	107.50	21.07	13.94	11.10	每股收益	0.04	0.22	0.33	0.41
PB	1.12	1.07	1.00	0.93	每股净资产	4.08	4.26	4.54	4.89
PS	1.01	0.99	0.90	0.79	每股经营现金	0.44	0.83	0.82	0.93
EV/EBITDA	8.59	5.71	4.03	2.86	每股股利	0.10	0.01	0.04	0.08
股息率	2.18%	0.22%	0.92%	1.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn