

汽玻延续增长，静待浮法供需再平衡

华泰研究

2025 年 5 月 10 日 | 中国香港

更新报告

玻璃

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

9.60

研究员

SAC No. S0570517080007
SFC No. BPW811

方晏荷

fangyanhe@htsc.com
+(86) 755 2266 0892

研究员

SAC No. S0570524110002

王玺杰

wangxijie@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570522030002
SFC No. BSH293

黄颖

huangying018854@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570525040003

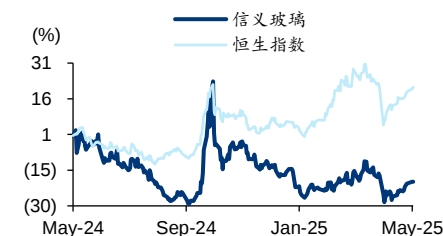
樊星辰

fanxingchen@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价 (港币)	9.60
收盘价 (港币 截至 5 月 9 日)	7.47
市值 (港币百万)	32,548
6 个月平均日成交额 (港币百万)	101.40
52 周价格范围 (港币)	6.38-11.62
BVPS (人民币)	7.87

股价走势图



资料来源: S&P

公司公布 24 年业绩: 24 年收入/归母净利 223.2/33.7 亿元, 同比 -8.1%/-31.0%, 24 年归母净利略低于业绩预告上沿 (34.0 亿元), 主要系 24H2 浮法玻璃价格明显下滑, 我们认为当前浮法玻璃处于周期底部, 后续建议等待大规模冷修后供需再平衡, 但公司作为行业龙头具备规模和成本优势, 维持“买入”。

浮法玻璃收入及毛利率同比承压, 汽车玻璃收入及占比延续增长

24 年公司浮法玻璃/汽车玻璃/建筑玻璃实现收入 129.1/63.0/31.1 亿元, 同比 -18.5%/+16.4%/+2.4%; 毛利率为 18.9%/52.3%/31.8%, 同比 -7.7/+4.7/-1.7pct, 浮法玻璃量价齐跌导致收入及毛利率均有所下滑, 而汽车玻璃收入及毛利率同比明显增长。分区域看, 24 年公司国外收入 70.8 亿元, 同比+6.0%, 占比同比+4.2pct 至 31.7%, 主要因汽车玻璃海外销售增长, 预计随着汽车玻璃销售占比提升, 公司海外收入占比有望进一步提升。

低利率债务置换降低财务费用率, 经营性净现金流维持较好水平

24 年公司销售/管理/财务费用率 5.3%/10.1%/0.6%, 同比 +1.0/+1.7/-0.5pct, 其中财务费用率下降主要系公司将大部分港币贷款置换为利率较低的人民币贷款。24 年公司经营性净现金流 55.9 亿元, 同比 +23.3%, 主要得益于公司出色的营运资金管理, 行业底部公司维持较为良好的现金流, 良好的财务状况有助于更好地度过周期底部。

25 年 1-3 月地产销售/竣工面积同比降幅收窄, 期待供给端进一步收缩

据国家统计局, 25 年 1-3 月地产销售/竣工面积同比-3.0%/-14.3%, 较 1-2 月增速+2.1/+1.3pct, 需求端降幅有所收窄。据卓创资讯, 截至 5 月 8 日国内浮法玻璃均价 70 元/重箱, 同比-22%; 重点企业库存 5817 万重箱, 同比+6%; 在产日熔量 15.7 万吨/天, 同比-10.2%, 当前产能已处于 2020 年以来较低水平, 但相比 2020 年 5 月低点仍高 2.4%, 若后续行业产能继续冷修收缩, 供需再平衡后浮法玻璃价格有望企稳。

盈利预测与估值

考虑浮法玻璃价格处于底部而供需再平衡仍需时间, 我们下调公司浮法玻璃销售均价假设, 预计公司 25-27 年 EPS 为 0.72/0.83/0.93 元 (前值 1.14/1.27/-港币, 汇率按 1 港币=0.9 人民币换算对应 25/26 年下调 29%/26%)。考虑当前浮法玻璃行业承压, 但公司仍具备规模和成本优势, 给予公司 25 年 12 倍 PE, 与 2021 年以来均值一致, 目标价 9.60 港币 (前值 11.57 港币, 基于 24 年 10xPE), 维持“买入”评级。

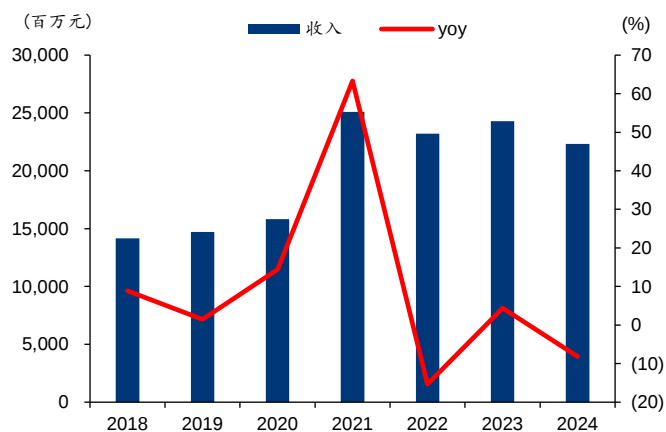
风险提示: 房地产政策严于预期, 产能退出慢于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (人民币百万)	24,294	22,324	21,684	21,856	23,007
+/-%	4.35	(8.11)	(2.86)	0.79	5.27
归属母公司净利润 (人民币百万)	4,883	3,369	3,121	3,613	4,039
+/-%	4.64	(31.00)	(7.40)	15.80	11.80
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.16	0.77	0.72	0.83	0.93
ROE (%)	15.13	10.08	8.92	9.89	10.55
PE (倍)	6.46	9.66	10.43	9.01	8.06
PB (倍)	0.97	0.95	0.91	0.87	0.83
EV EBITDA (倍)	4.92	6.32	6.05	5.37	4.85

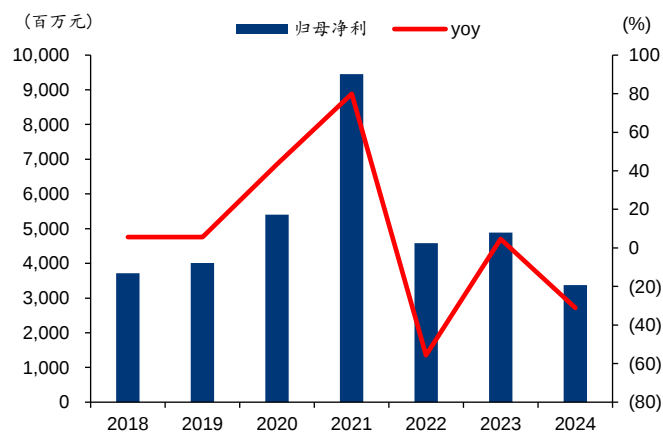
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：2018-2024 年公司收入及增速



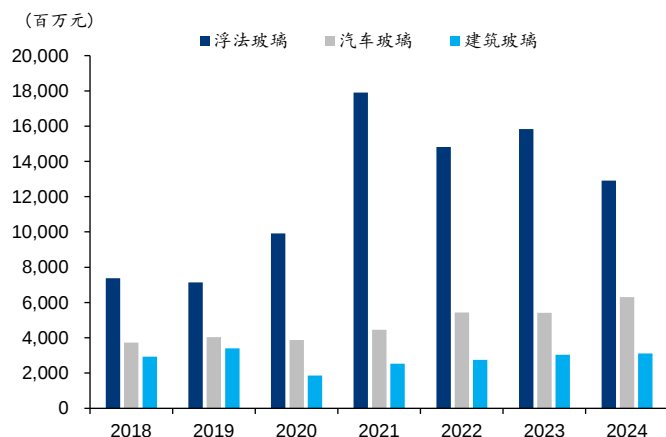
注：2024 年起公司报表披露货币改为人民币，历史数据根据历史汇率换算
 资料来源：公司公告、华泰研究

图表2：2018-2024 年公司归母净利润及增速



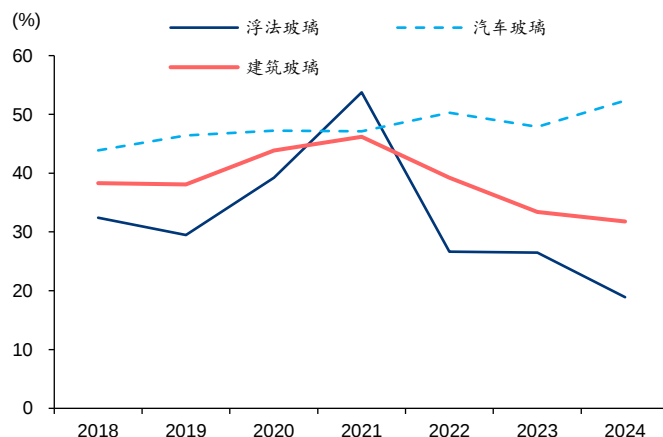
注：2024 年起公司报表披露货币改为人民币，历史数据根据历史汇率换算
 资料来源：公司公告、华泰研究

图表3：2018-2024 年公司分业务收入



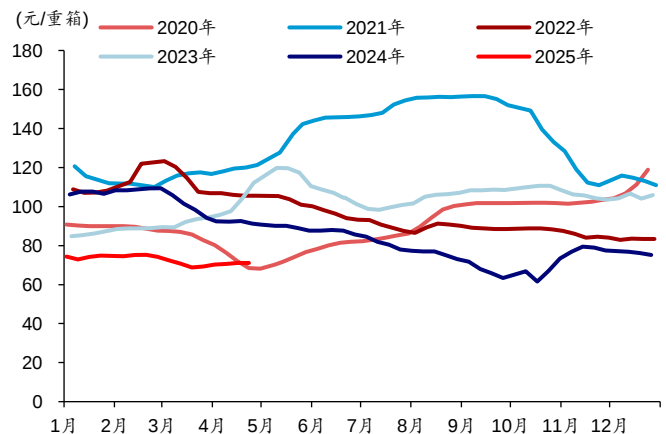
资料来源：公司公告、华泰研究

图表4：2018-2024 年公司分业务毛利率



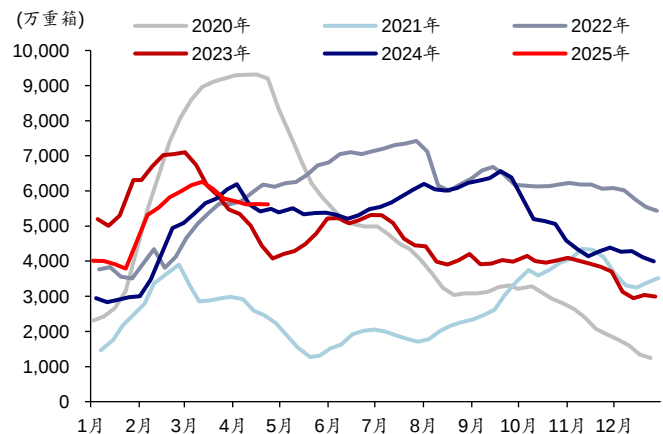
资料来源：公司公告、华泰研究

图表5：分年度 5mm 白玻价格走势



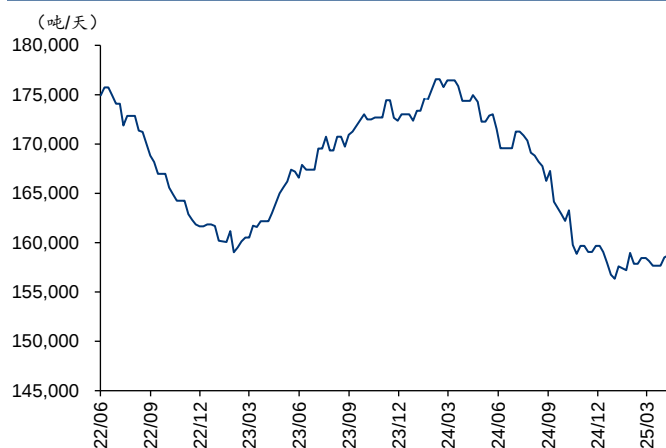
资料来源：公司公告、华泰研究

图表6：分年度重点省份玻璃库存



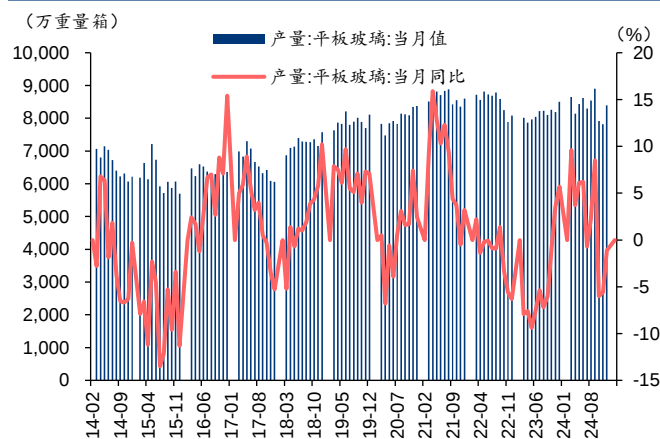
资料来源：公司公告、华泰研究

图表7：浮法玻璃日熔量



资料来源：公司公告、华泰研究

图表8：全国玻璃当月产量及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

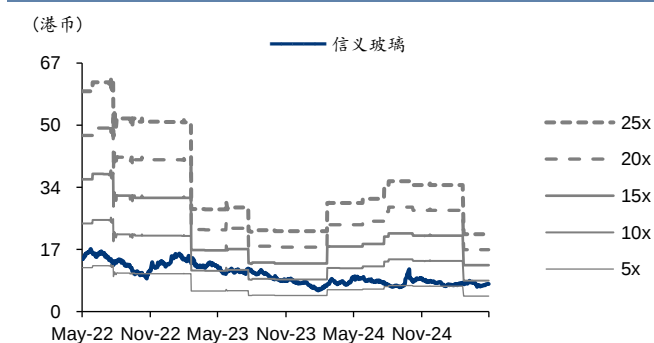
图表9：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度(pct)/%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入（百万元）	22583	23379	-	21684	21856	23007	-3.98%	-6.51%	-
浮法玻璃单价（元/吨）	1744	1744	-	1560	1497	1527	-10.55%	-14.16%	-
毛利率（%）	30.0%	30.0%	-	29.0%	30.0%	31.0%	-1.00pct	0.00pct	-
归母净利润（百万元）	4403	4909	-	3121	3613	4039	-29.11%	-26.40%	-
净利润率（%）	19.5%	21.0%	-	14.4%	16.5%	17.6%	-5.10pct	-4.47pct	-

注：考虑浮法玻璃价格承压，我们下调公司浮法玻璃单价假设，同步下调公司收入及归母净利润假设；由于公司2024年将披露货币改为人民币，因此将预测收入及归母净利润均改为以人民币为单位，而历史预测则以港币为单位，因此原预测按汇率按1港币=0.9人民币换算

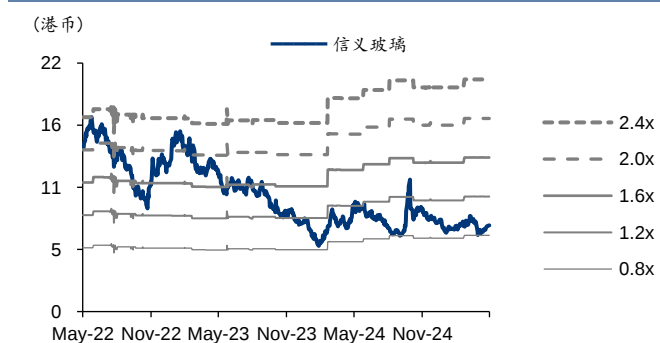
资料来源：华泰研究预测

图表10：信义玻璃 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表11：信义玻璃 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,294	22,324	21,684	21,856	23,007
销售成本	(16,476)	(15,594)	(15,426)	(15,259)	(15,796)
毛利润	7,817	6,730	6,258	6,598	7,211
销售及分销成本	(1,056)	(1,186)	(1,152)	(1,161)	(1,223)
管理费用	(2,051)	(2,244)	(2,180)	(2,197)	(2,313)
其他收入/支出	565.00	835.00	700.00	700.00	700.00
财务成本净额	(279.00)	(134.00)	(91.00)	(109.00)	(122.00)
应占联营公司利润及亏损	912.26	196.87	415.02	676.80	771.01
税前利润	5,775	4,248	3,871	4,427	4,946
税费开支	(879.67)	(876.12)	(747.31)	(810.97)	(902.80)
少数股东损益	12.38	2.74	2.54	2.93	3.28
归母净利润	4,883	3,369	3,121	3,613	4,039
折旧和摊销	(1,370)	(1,450)	(2,084)	(2,291)	(2,499)
EBITDA	7,424	5,832	6,046	6,827	7,567
EPS (人民币, 基本)	1.16	0.77	0.72	0.83	0.93

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	3,471	3,492	3,250	3,214	3,328
应收账款和票据	6,624	6,638	5,913	5,960	6,274
现金及现金等价物	1,815	1,456	2,731	3,142	3,638
其他流动资产	497.39	205.07	205.07	205.07	205.07
总流动资产	12,407	11,791	12,098	12,522	13,444
固定资产	16,603	18,911	20,454	21,786	22,908
无形资产	1,129	1,141	1,141	1,141	1,141
其他长期资产	16,177	16,235	16,329	16,687	17,142
总长期资产	33,909	36,287	37,924	39,614	41,191
总资产	46,316	48,078	50,022	52,136	54,636
应付账款	5,548	5,688	5,199	5,153	5,299
短期借款	4,789	5,431	5,931	5,931	5,931
其他负债	7.19	6.34	6.34	6.34	6.34
总流动负债	10,344	11,125	11,136	11,091	11,236
长期债务	2,662	1,882	2,382	2,882	3,382
其他长期债务	615.82	694.07	694.07	694.07	694.07
总长期负债	3,278	2,576	3,076	3,576	4,076
股本	396.22	408.38	408.38	408.38	408.38
储备/其他项目	32,194	33,876	35,307	36,963	38,814
股东权益	32,590	34,285	35,715	37,371	39,222
少数股东权益	104.75	92.36	94.89	97.83	101.11
总权益	32,695	34,377	35,810	37,469	39,324

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	6.46	9.66	10.43	9.01	8.06
PB	0.97	0.95	0.91	0.87	0.83
EV EBITDA	4.92	6.32	6.05	5.37	4.85
股息率 (%)	9.04	6.04	5.60	6.48	7.25
自由现金流收益率 (%)	7.41	0.28	7.32	7.91	9.31

资料来源：公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	7,424	5,832	6,046	6,827	7,567
融资成本	279.00	134.00	91.00	109.00	122.00
营运资本变动	(1,173)	229.00	478.00	(57.00)	(282.00)
税费	(879.67)	(876.12)	(747.31)	(810.97)	(902.80)
其他	(1,174)	271.11	(506.22)	(785.10)	(893.89)
经营活动现金流	4,476	5,590	5,361	5,283	5,610
CAPEX	(3,093)	(5,073)	(3,550)	(3,550)	(3,550)
其他投资活动	3,187	1,150	245.00	245.00	245.00
投资活动现金流	94.00	(3,923)	(3,305)	(3,305)	(3,305)
债务增加量	(4,914)	(162.00)	1,000	500.00	500.00
权益增加量	153.00	16.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(836.00)	(1,886)	(1,781)	(2,066)	(2,310)
其他融资活动现金流	(22.00)	(8.00)	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	(5,620)	(2,040)	(781.00)	(1,566)	(1,810)
现金变动	(1,050)	(373.00)	1,275	411.00	496.00
年初现金	2,846	1,815	1,456	2,731	3,142
汇率波动影响	18.00	14.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	1,815	1,456	2,731	3,142	3,638

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	4.35	(8.11)	(2.86)	0.79	5.27
毛利润	5.00	(14.00)	(7.00)	5.00	9.00
营业利润	12.00	(19.00)	(15.00)	9.00	11.00
净利润	4.64	(31.00)	(7.40)	15.80	11.80
EPS	(8.14)	(33.13)	(7.36)	15.76	11.79
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.00	30.00	29.00	30.00	31.00
EBITDA	30.56	26.12	27.88	31.24	32.89
净利润率	20.10	15.09	14.39	16.53	17.56
ROE	15.13	10.08	8.92	9.89	10.55
ROA	9.91	7.14	6.36	7.07	7.57
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	17.29	17.08	15.63	15.17	14.47
流动比率	1.20	1.06	1.09	1.13	1.20
速动比率	0.86	0.75	0.79	0.84	0.90

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.49	0.47	0.44	0.43	0.43
应收账款周转天数	82.92	106.93	104.18	97.78	95.71
应付账款周转天数	127.12	129.69	127.03	122.12	119.10
存货周转天数	84.86	80.38	78.67	76.25	74.55
现金转换周期	40.65	57.62	55.82	51.91	51.15

每股指标 (人民币)

EPS	1.16	0.77	0.72	0.83	0.93
每股净资产	7.72	7.87	8.20	8.58	9.00

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、王玺杰、黄颖、樊星辰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、王玺杰、黄颖、樊星辰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司