

公司研究

浮法玻璃量增价减，光伏玻璃产销量大幅增长

——旗滨集团（601636.SH）跟踪点评报告

要点

事件：旗滨集团发布 2025 年半年报。25H1，公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 74/8.9/3.9 亿元，同比-7%/+10%/-49%。25Q2，公司实现收入/归母净利润/扣非净利润 39/4.2/3.9 亿元，同比-4%/+14%/+13%。

点评：

浮法玻璃业务：均价显著下滑，销量同比增长。25H1，公司浮法玻璃业务实现收入 28 亿元，同比-24%，销售各种优质浮法玻璃原片 5221 万重箱，同比增加 339 万重箱（同比+7%），由此推算浮法玻璃均价同比-29%；实现毛利润 5 亿元，毛利率 17.8%，同比-10.6pcts。25H1，国家继续出台稳楼市政策，积极支持地产项目及时竣工及交付，为市场注入稳定预期，房地产市场目前仍处于筑底阶段，但改善迹象已逐渐浮现，市场信心得到一定程度的修复。浮法玻璃在产产能在 15 万吨/日以上波动，全国平板玻璃产量 5.14 亿重量箱，虽然产能、产量同比有所收缩，但整体仍处于高位。供需失衡带来行业库存增加，深加工订单承压，叠加浮法玻璃行业刚性生产、高固定成本、低调节弹性的特征，导致浮法玻璃产品价格持续震荡下行，产品毛利率呈下降趋势。

光伏玻璃业务：产销量同比大幅增长，收入两位数增长。25H1，公司光伏玻璃业务实现收入 32 亿元，同比+11%，销售光伏玻璃加工片 26672 万平方米，产销量同比大幅增长。25H1，《分布式光伏发电开发建设管理办法》等政策推动的光伏抢装潮，带来光伏玻璃短期内需求增加及价格阶段性上涨，国内新增光伏装机量 212GW，同比+107%，随着抢装潮的消退，市场供过于求的局面加剧，光伏玻璃价格随之快速回落。短期内，行业面临供需失衡、价格竞争加剧等挑战。25H1，光伏超白压延玻璃累计产量 1284 万吨，同比-11%，光伏玻璃在产产能在 9.7 万吨/日以上波动，虽然产能、产量下降，但整体仍处于高位。

盈利预测、估值与评级：25H1，旗滨集团浮法玻璃业务量增价减、收入下降，光伏玻璃业务产销量同比大幅增长、收入同比两位数增长，最终收入及扣非净利润同比下滑，但 25Q2 利润同比改善。维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 10.0 亿元、8.0 亿元、10.6 亿元。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。

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	10	48	18	23	17
P/B	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-17

买入（维持）

当前价：6.78 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

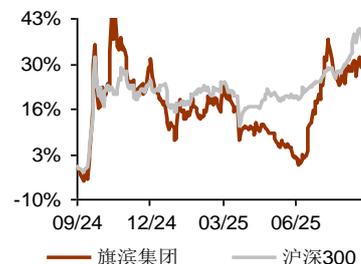
021-52523819

chenqf@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	26.84
总市值(亿元):	181.95
一年最低/最高(元):	4.56/7.70
近 3 月换手率:	109.19%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.24	18.41	1.88
绝对	7.11	35.86	45.40

资料来源：Wind

相关研报

25Q1 利润环比改善，盈利水平触底回升——旗滨集团（601636.SH）25H1 年报及 2025 年一季度点评（2025-05-03）

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）25H1 业绩预告点评（2025-01-21）

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	10	48	18	23	17
PB	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.3	12.4	12.9	10.7	9.1
股息率	4.9%	0.7%	2.2%	1.7%	2.3%

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 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP