

旗滨集团（601636）

2025 年三季报点评：景气持续筑底，关注供给侧变化

增持（维持）

2025 年 10 月 31 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书：S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	15,683	15,649	15,757	18,242	21,400
同比（%）	17.80	(0.21)	0.69	15.77	17.32
归母净利润（百万元）	1,750.88	382.59	1,061.53	1,224.48	1,753.50
同比（%）	32.98	(78.15)	177.46	15.35	43.20
EPS-最新摊薄（元/股）	0.65	0.14	0.40	0.46	0.65
P/E（现价&最新摊薄）	11.05	50.57	18.23	15.80	11.03

投资要点

- **事件：**公司披露 2025 年三季报，前三季度分别实现营业总收入、归母净利润 117.80 亿元、9.15 亿元，同比分别+1.6%、+30.9%。
- **浮法、光伏玻璃价格底部震荡，Q3 盈利继续筑底。**（1）Q3 浮法玻璃虽然在下游补库下出现底部反弹，但在供需弱平衡及高库存压制下价格较快回落，Q3 价格中枢较 Q2 略有下移。光伏玻璃受需求走弱导致阶段性供给过剩加剧，Q2 以来价格明显下跌，虽然 8 月以来得益于减产落地逐步反弹，但 Q3 均价较 Q2 有所下行。（2）浮法、光伏玻璃价格底部震荡拖累下，公司 Q3 营收同比+18.9%，环比 Q2+12.2%，预计得益于光伏玻璃产销继续放量，Q3 单季毛利率为 10.8%，同比/环比分别+3.1pct/-3.5pct，环比下降预计主要是光伏玻璃单位盈利下行所致。（2）公司 Q3 单季期间费用率同比-2.0pct 至 11.3%，主要因为管理费用率和研发费用率分别同比-0.9pct/-0.9pct 至 4.2%/3.5%，得益于期间费用总额的较好控制以及收入端增长的摊薄。（3）公司 Q3 销售净利率为 0.4%，同比+5.1pct，环比 Q2-10.8pct，预计浮法玻璃微利，而光伏玻璃出现小幅亏损，但亏损幅度好于去年同期。
- **经营性现金流改善明显，资本开支继续收缩。**（1）公司 Q3 经营活动产生的现金流量净额为 7.41 亿元，同比+111.6%，一是因为上年同期公司光伏玻璃新增产能的铺底营运资金占用较多，今年逐渐进入平稳运营阶段，二是因为公司通过销售收款票据直接用于支付固定资产项目建设的金额较上年同期有所下降。（2）Q3 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 4.48 亿元，同比-31.2%，反映公司资本开支节奏继续延续放缓的态势。（3）公司三季度末存货余额 23.27 亿元，对应存货周转天数 57.5 天，较中报减少 7.1 天，说明整体库存较高点得到一定消化。（4）公司三季度末资产负债率为 58.4%，环比增加 0.2pct。
- **弱需求下供需平衡尚难有效扭转，但反内卷有望加速底部确立，僵持状态中或孕育盈利弹性。**盈利持续低位运行背景下，虽然浮法、光伏玻璃供给逐渐被动冷修减产，但在浮法、光伏玻璃需求弱势表现下，仍不足以充分扭转行业供需平衡，但短期在反内卷导向下，我们认为盈利底部已经加速确立。但我们认为产能已经进入存量时代，随着景气底部时间拉长，产能实质性出清将提速，若需求趋稳，盈利弹性可观。
- **盈利预测与投资评级：**公司多元产业布局成型，浮法、光伏压延玻璃成本、国际化布局综合竞争优势强化，享有超额利润。盈利底部徘徊下行业供给出清或加速，孕育价格弹性，随着行业进一步洗牌，龙头企业有望持续提升份额，估值有望率先修复。基于浮法、光伏玻璃盈利筑底，中长期产能出清有望提速，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润为 10.6/12.2/17.5 亿元（前值为 6.0/7.6/11.3 亿元），对应市盈率 18/16/11 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**地产竣工下行超预期、光伏玻璃竞争格局恶化、新业务开拓不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.21
一年最低/最高价	4.93/7.55
市净率(倍)	1.42
流通 A 股市值(百万元)	19,348.60
总市值(百万元)	19,348.60

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.08
资产负债率(%，LF)	58.44
总股本(百万股)	2,683.58
流通 A 股(百万股)	2,683.58

相关研究

《旗滨集团(601636)：2024 年年报、2025 年一季报点评：Q1 毛利率改善，静待供需平衡进一步修复》

2025-04-28

《旗滨集团(601636)：2024 年三季报点评：浮法、光伏玻璃景气承压，静待供给进一步出清》

2024-10-30

旗滨集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,154	10,201	13,512	17,638	营业总收入	15,649	15,757	18,242	21,400
货币资金及交易性金融资产	3,235	4,138	6,769	9,932	营业成本(含金融类)	13,222	13,508	14,785	16,942
经营性应收款项	2,578	2,730	3,248	3,923	税金及附加	171	172	199	233
存货	2,073	2,064	2,218	2,494	销售费用	190	203	216	315
合同资产	0	0	0	0	管理费用	798	418	775	942
其他流动资产	1,268	1,269	1,278	1,289	研发费用	585	536	629	738
非流动资产	25,474	25,460	23,578	21,594	财务费用	329	386	401	428
长期股权投资	45	49	55	63	加:其他收益	224	225	261	306
固定资产及使用权资产	18,754	19,511	18,889	17,554	投资净收益	12	4	6	8
在建工程	3,394	2,447	1,233	626	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,148	2,072	1,996	1,920	减值损失	(299)	(74)	(86)	(100)
商誉	3	3	3	3	资产处置收益	1	540	1	1
长期待摊费用	224	258	283	308	营业利润	292	1,230	1,417	2,017
其他非流动资产	905	1,120	1,120	1,120	营业外净收支	(31)	(35)	(38)	(42)
资产总计	34,628	35,661	37,091	39,232	利润总额	261	1,196	1,379	1,975
流动负债	8,332	8,577	9,100	9,964	减:所得税	(3)	152	175	250
短期借款及一年内到期的非流动负债	3,049	3,185	3,185	3,185	净利润	264	1,044	1,204	1,724
经营性应付款项	3,356	3,429	3,753	4,301	减:少数股东损益	(119)	(18)	(20)	(29)
合同负债	117	118	137	161	归属母公司净利润	383	1,062	1,224	1,754
其他流动负债	1,809	1,844	2,024	2,318	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.14	0.40	0.46	0.65
非流动负债	11,903	11,903	11,903	11,903	EBIT	628	1,582	1,780	2,403
长期借款	9,678	9,678	9,678	9,678	EBITDA	2,294	3,902	4,266	4,995
应付债券	1,377	1,377	1,377	1,377	毛利率(%)	15.51	14.27	18.95	20.83
租赁负债	14	14	14	14	归母净利率(%)	2.44	6.74	6.71	8.19
其他非流动负债	834	835	835	835	收入增长率(%)	(0.21)	0.69	15.77	17.32
负债合计	20,234	20,480	21,003	21,868	归母净利润增长率(%)	(78.15)	177.46	15.35	43.20
归属母公司股东权益	13,342	14,147	15,074	16,380					
少数股东权益	1,051	1,034	1,013	984					
所有者权益合计	14,393	15,181	16,088	17,364					
负债和股东权益	34,628	35,661	37,091	39,232					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	912	3,271	4,064	4,767	每股净资产(元)	4.88	5.18	5.52	6.01
投资活动现金流	(3,122)	(1,764)	(635)	(641)	最新发行在外股份(百万股)	2,684	2,684	2,684	2,684
筹资活动现金流	1,731	(602)	(798)	(964)	ROIC(%)	2.35	4.77	5.20	6.77
现金净增加额	(507)	903	2,631	3,163	ROE-摊薄(%)	2.87	7.50	8.12	10.71
折旧和摊销	1,666	2,321	2,485	2,592	资产负债率(%)	58.43	57.43	56.63	55.74
资本开支	(2,841)	(1,495)	(555)	(561)	P/E(现价&最新股本摊薄)	50.57	18.23	15.80	11.03
营运资本变动	(1,595)	(34)	(158)	(98)	P/B(现价)	1.48	1.39	1.31	1.20

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>