

“反内卷”下拐点渐显，关注出海及转型机遇

——建材行业26年投资策略

建筑材料行业投资评级：强大于市|维持

赵洋

中邮证券研究所 建材团队

中邮证券

发布时间：2025-11-26

- **需求端仍承压，供给出清显著价格触底：**1) 需求端受到地产下行、基建资金到位率低等因素，行业仍呈现逐步下行态势；2) 供给端，经历多年近期低迷，如防水、涂料等细分领域中小产能已大量出清，龙头对于盈利诉求增强，价格在25年基本见底。
- **内需静待“反内卷”，执行力度是关键：**政策逐步出台，尤其在水泥领域通过限制超产、能耗管控等手段，推动产能收缩、价格回升，玻璃则更加依赖市场化自然出清。
- **建材出海打开成长空间：**以华新建材、科达制造为代表的，凭借供应链、管理等综合优势，国内企业在非洲等海外区域迅速扩张市场份额，成长业绩的新驱动点。
- **建材板块表现：**25年（截至11月23日）申万建筑材料指数上涨15.41%，同期沪深300上涨13.18%，排名所有行业第11名，其中玻纤及水泥板块整体表现更优。
- **投资建议：**关注1) 国内内需白马龙头，北新建材、东方雨虹、伟星新材等。2) 出海成长标的，科达制造、华新建材。
- **风险提示：**地产需求超预期下行风险，反内卷效果不达预期风险、海外经营不确定性风险。

—

建材板块行情回顾

行情复盘：年度上涨15.41%，玻纤与水泥板块表现靠前

- ✓ 截止25年11月23日，申万建筑材料指数上涨15.41%，同期沪深300上涨13.18%，排名所有行业第11名。
- ✓ 细分板块来看，玻纤制造、水泥制品表现明显优于其他细分板块，两板块25H1盈利均有明显同比改善，此外玻纤行业中细分电子布受益于AI发展，估值与盈利预期大幅上修。管材与玻璃制造板块表现靠后，主要受到竣工需求下降导致盈利持续下滑的影响。

图表1：建筑材料子行业年度表现情况

	成分个数	总市值(亿元)	权重	近一年涨跌幅
水泥制造	14	3,009.47	30.72%	4.89%
玻纤制造	8	1,762.02	19.14%	65.63%
其他建材	17	1,199.14	16.86%	4.10%
玻璃制造	7	610.87	8.05%	-1.99%
防水材料	3	405.38	7.74%	
耐火材料	6	337.92	5.45%	23.27%
管材	7	376.51	4.71%	-11.70%
水泥制品	7	290.68	4.01%	34.07%
涂料	2	357.11	3.31%	

资料来源：中邮证券研究所，wind

图表2：建筑材料板块核心公司涨跌幅情况

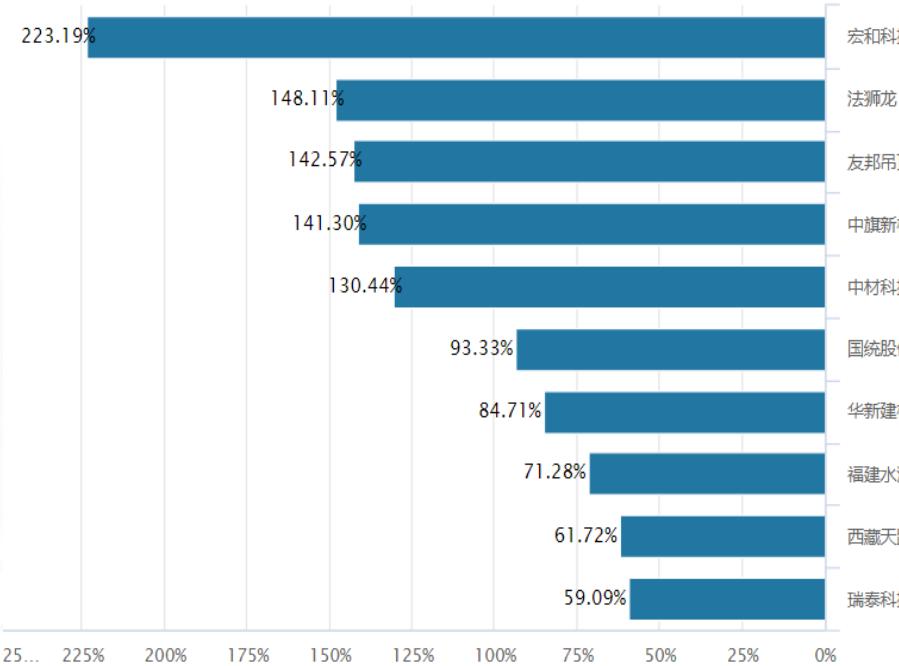
代码	简称	年初至今
801710.SI	建筑材料(申万)	15.41%
603737.SH	三棵树	48.90%
000786.SZ	北新建材	-14.03%
600585.SH	海螺水泥	0.96%
002043.SZ	兔宝宝	21.78%
002271.SZ	东方雨虹	14.37%
002372.SZ	伟星新材	-11.95%
002233.SZ	塔牌集团	15.95%
000012.SZ	南玻A	-10.51%
600801.SH	华新建材	85.93%
002088.SZ	鲁阳节能	-1.95%
600176.SH	中国巨石	34.17%
601636.SH	旗滨集团	5.47%
002080.SZ	中材科技	140.48%

资料来源：中邮证券研究所，wind

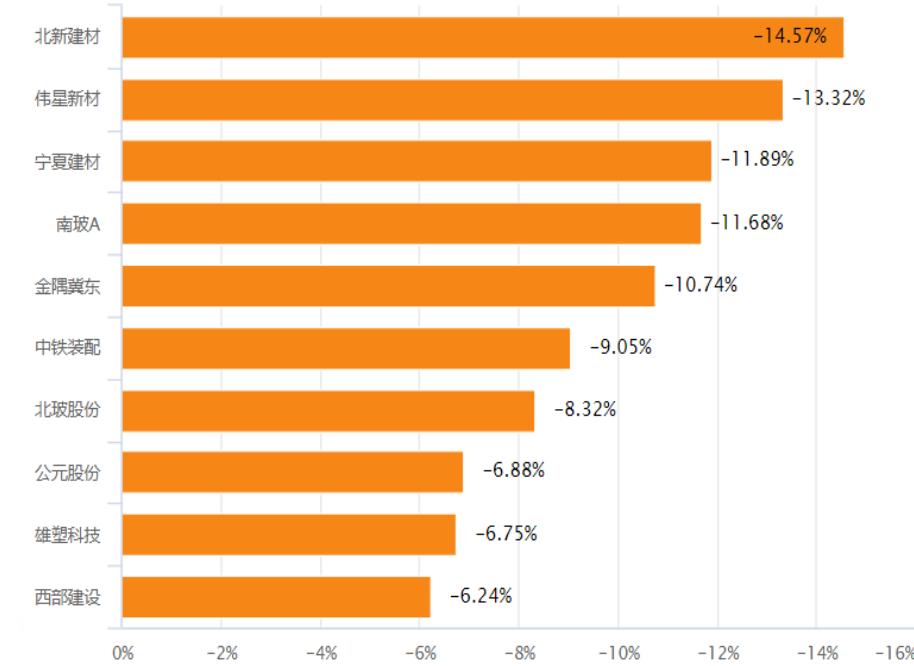
行情复盘：个股中电子布与转型标的股价表现优异

- 从行业涨跌幅榜单可以看出，宏和股份、法狮龙等股票表现最优，与AI相关的电子布、以及转型标的股价表现靠前，而前期业绩表现韧性的细分行业龙头，如石膏板、管材等细分龙头25年受到竣工走弱影响，股价表现靠后。

图表3：25年板块涨幅前十股票



图表4：25年板块跌幅前十股票



资料来源：中邮证券研究所，wind

行情复盘：行业基本面触底，盈利有所改善

- ✓ 收入下行趋势收窄，利润开始修复：建筑材料板块整体25年收入仍然延续下行趋势，但下行幅度已较于前几年收窄明显；利润端25年触底反弹，其中水泥、玻纤行业在24年低基数下改善显著。

图表5：建筑材料板块收入增速



资料来源：中邮证券研究所，wind

图表6：建筑材料板块净利润增速

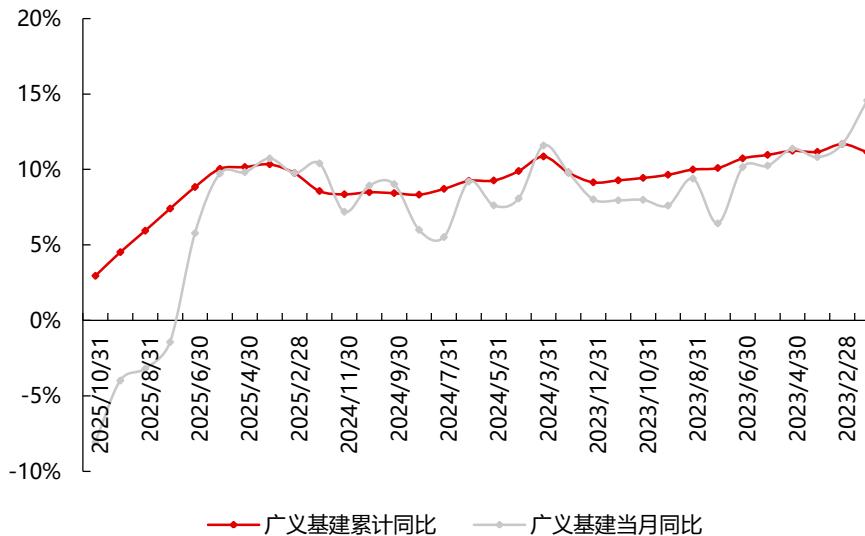


资料来源：中邮证券研究所，wind

行情复盘：基建、地产持续承压，行业需求下行

- ✓ 25年前10月基建投资累计同比为3.0%，基建投资狭义累计增速为-0.1%，其中交通运输、仓储和邮政业前10月累计同比增速为0.1%，水利、环境和公共设施管理业累计同比为-4.1%。由于地方财政压力，资金到位率较低导致基建实际工作量承压。
- ✓ 25年前10月地产新开工面积累计下降19.8%，竣工面积累计下降16.9%，住宅销售面积累计下降7.0%，地产仍处在下行周期，对建筑材料基本面影响持续。

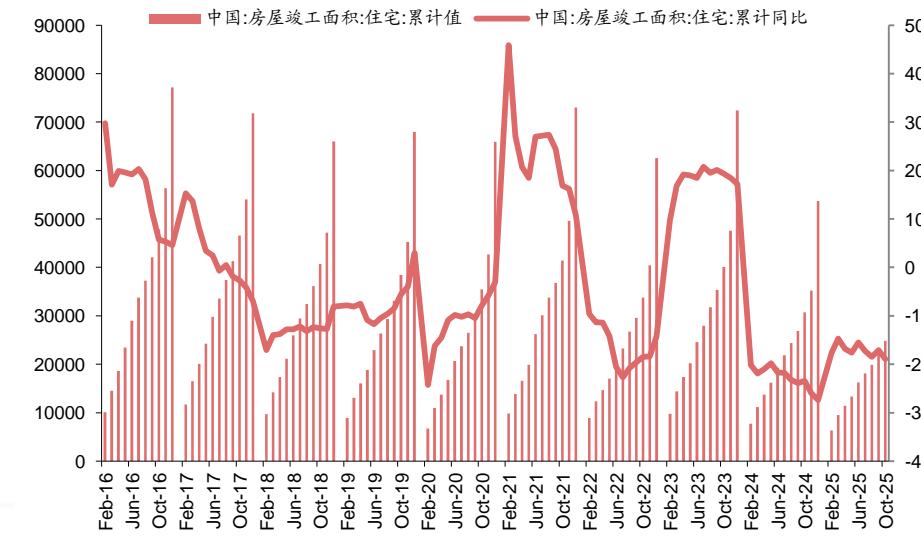
图表7：广义基建增速情况



资料来源：中邮证券研究所，wind

请参阅附注免责声明

图表8：商品房竣工面积逐年下滑



资料来源：中邮证券研究所，wind

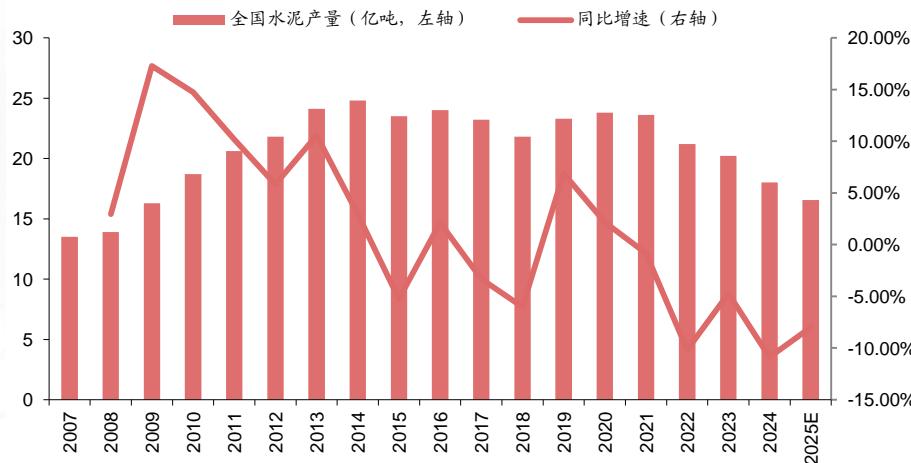
二

水泥：反内卷限制超产，出海打开成长空间

水泥：25年景气仍承压，长期需求缓慢下行

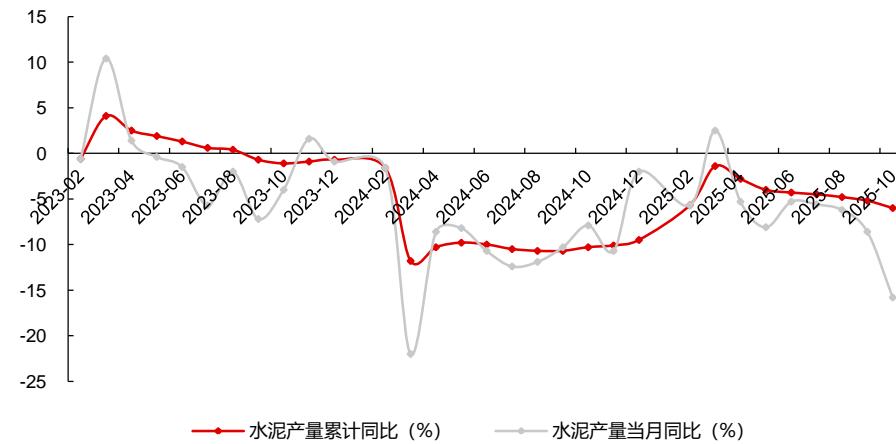
- ✓ 水泥需求长期下行，较于峰值下滑30%：由于无库存属性，水泥行业产量约等于销量，24年全国产量18.1亿吨，同比减少9.8%，25年预计仍延续高个位数产量下滑，相较于历史峰值14年的24.8亿吨，目前相比峰值已下滑接近30%。
- ✓ 短期房建&基建需求仍承压：25年水泥需求持续承压，一方面房建需求仍低迷，另一方面受制于财政资金、天气等因素，基建需求整体偏弱。

图表9：全国水泥年度产量情况



资料来源：中邮证券研究所，wind

图表10：水泥月度产量情况



资料来源：中邮证券研究所，wind

水泥：反内卷核心是限制超产，核心看执行力度



- ✓ **供需矛盾明显：**据数字水泥网统计，截至2024年底，全国新型干法水泥熟料线1543条（含小型特种水泥窑），年熟料设计产能18.1亿吨，产能利用率约53%，产能过剩矛盾明显。
- ✓ **水泥行业玩家难以市场化出清：**行业玩家普遍具备充沛的现金储备、以及低债务压力；水泥行业虽经历下行周期，但全行业持续性大幅亏损仍未发生，故而依赖市场化出清短期效果有限。
- ✓ **水泥协会“反内卷”核心——限制超产：**25年供给侧政策频发，国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》，工信部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》要求：1) 要求企业补齐备案产能和实际产能的差额指标，对超产产能部分的管控有望带来实际产能出清；2) 25年底，水泥、陶瓷能耗标杆水平以上产能占比达到30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，核心看政策的执行力度。
- ✓ **若执行到位，水泥行业产能利用率有望提升：**供需矛盾长期存在，行业需求持续性下行，供给端通过限制超产逐步去化产能。我们判断目前熟料的产能利用率50%左右，按照规划产能利用率有望提高到70%左右。

海螺水泥：成本优势领先，看好盈利弹性释放

- ✓ **成本优势领先，规模行业领先：**作为水泥行业全国性龙头企业，凭借规模、资源、区位布局、管理等优势，成本优势持续显著。截至25年中报，公司拥有熟料产能2.76亿吨，水泥产能4.07亿吨，骨料产能1.67亿吨，在运行商品混凝土产能5715万立方米，在运行新能源发电装机容量845兆瓦。
- ✓ **看好成本端优势带来的盈利弹性：**水泥行业盈利水平仍处于周期底部水平，需求端，由于基建及房建需求走弱，长周期预计仍将维持需求稳中略降趋势。供给端，行业持续加强反内卷，25年7月水泥协会发布响应反内卷政策文件，在政策限制超产背景下，行业有望继续加强供给协同，实现盈利稳步回升。

图表11：海螺水泥盈利预测

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	910	908	925	947
增长率(%)	-35.51	-0.27	1.88	2.43
EBITDA（亿元）	171.63	251.72	298.30	314.74
归属母公司净利润（亿元）	76.96	88.08	99.18	102.42
增长率(%)	-26.19	14.45	12.60	3.26
EPS(元/股)	1.45	1.66	1.87	1.93

资料来源：中邮证券研究所

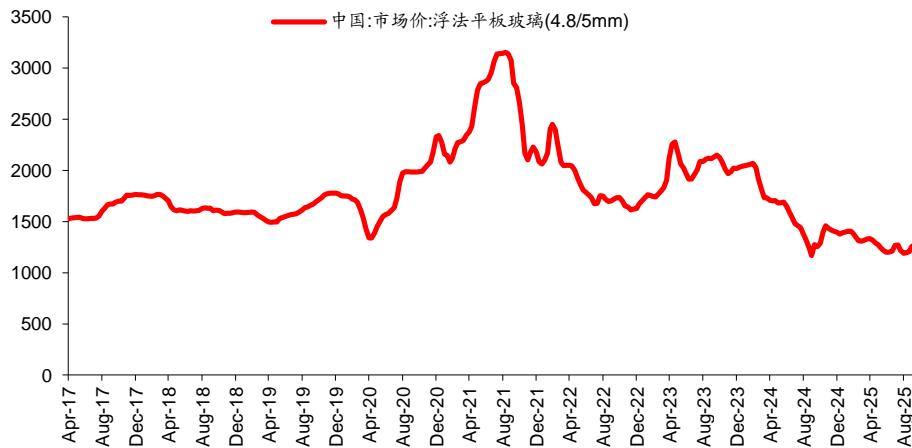
三

玻璃：等待需求触底，市场化出清是核心

玻璃：竣工下行压制需求，需求有望26年触底

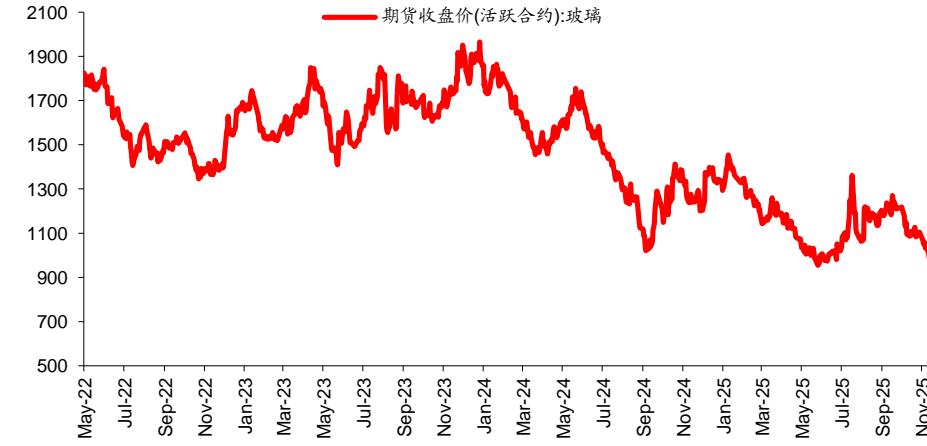
- ✓ 玻璃的需求以地产为主，趋势上玻璃的需求与地产竣工需求高度吻合，故而竣工下滑导致23-25年玻璃行业需求持续性下行。
- ✓ 25年初以来浮法玻璃价格持续单边下跌，下游深加工订单持续下滑，全行业处于亏损状态，预计竣工趋势在26年后下跌幅度将明显收窄，预计有望在26年触底。

图表12：浮法玻璃价格走势（元/吨）



资料来源：中邮证券研究所，wind

图表13：玻璃期货价格走势

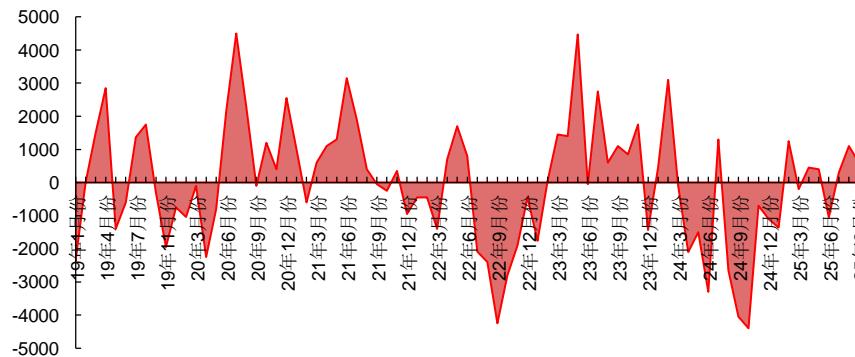


资料来源：中邮证券研究所，wind

玻璃：产能去化低于预期，市场化手段是核心

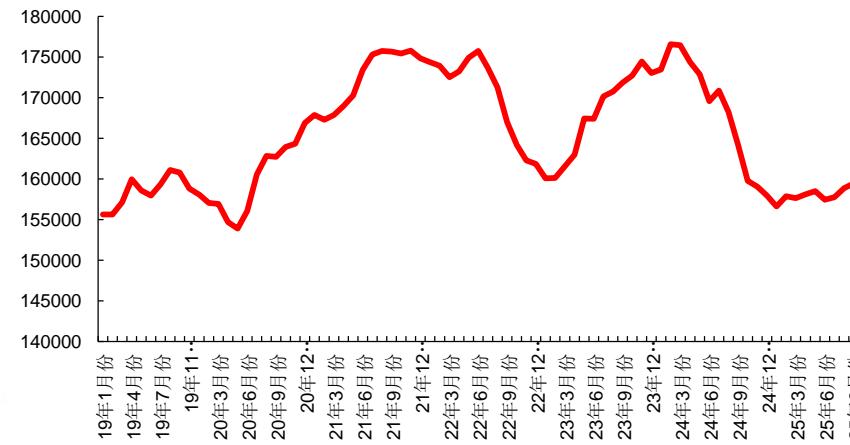
- ✓ 玻璃行业严禁新增产能，更多在于存量产能的变动，对于冷修复产：1) 窑龄时间；2) 行业盈利状况，从短期情况来看，盈利状况对供给影响更大。由于玻璃行业普遍均达到环保要求，“反内卷”下主要依靠市场自发去产能。
- ✓ 25年市场预期行业新增产能将明显下滑，但由于原材料及能源成本下跌，实际行业亏损较于24年有所收窄，导致实际冷修产能低于预期。

图表14：玻璃产能月度变化情况（吨）



资料来源：中邮证券研究所，卓创资讯

图表15：玻璃在产产能情况（吨/天）



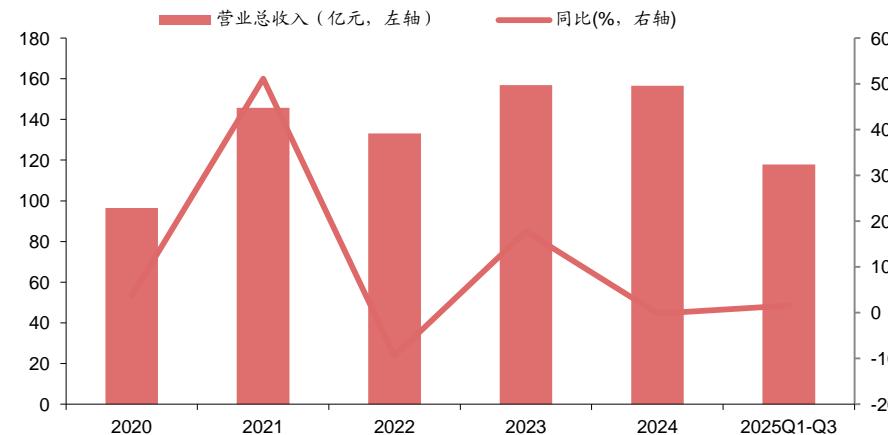
资料来源：中邮证券研究所，卓创资讯

旗滨集团：浮法&光伏有望触底反弹，公司盈利弹性可期

中邮证券
CHINA POST SECURITIES

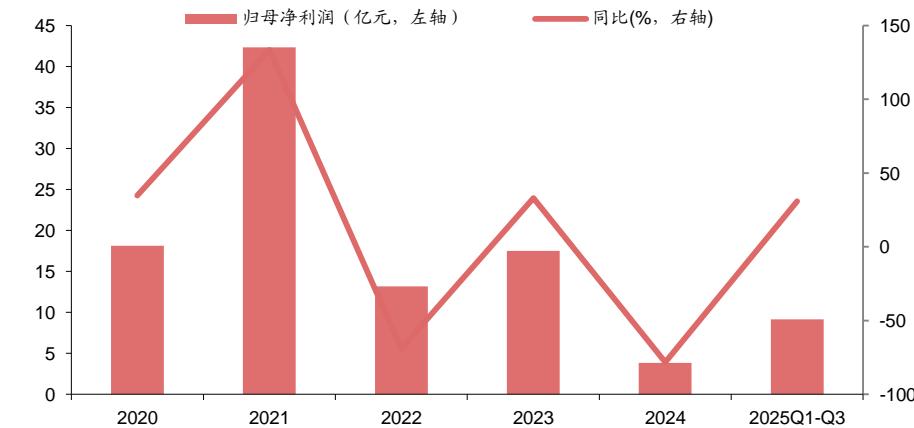
- ✓ 行业触底，浮法&光伏26年有望盈利回升：浮法玻璃与光伏玻璃目前均处于行业亏损状态，在“反内卷”背景下，行业有望触底价格回升，公司作为浮法及光伏玻璃龙头，公司有望显著受益行业复苏。
- ✓ 光伏玻璃盈利持续改善：截至25年中公司在产光伏玻璃产能11800T/D，此外当前在建1条1200t产线，投产后达到13000T/D，公司光伏玻璃大吨位产线占比高、石英砂自给及天然气直供，以及浮法生产管控经验，使得公司具备成本领先行业的基础。随着产能爬坡公司光伏玻璃盈利能力有望持续提升。

图表16：公司近年收入情况



资料来源：中邮证券研究所，wind

图表17：公司近年净利润情况



资料来源：中邮证券研究所，wind

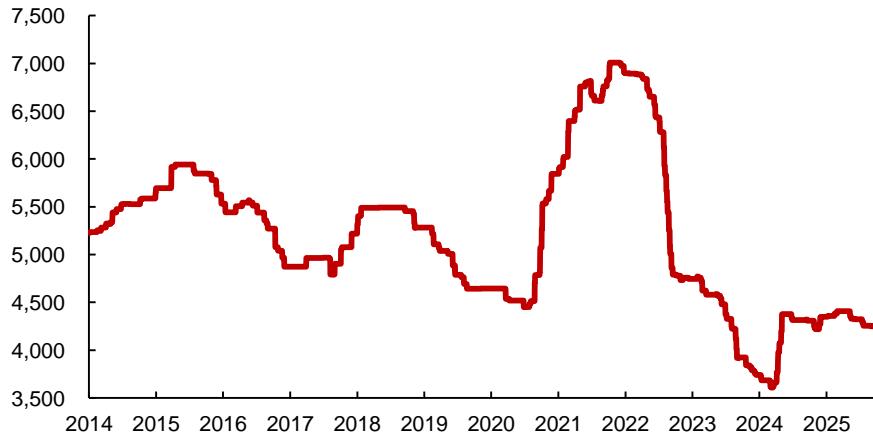
四

玻纤：26年供需紧平衡，AI拉动特种玻纤需求

玻纤：景气度结构分化，风电热塑盈利较好

- ✓ 25年玻纤行业整体处于价格修复通道，结构性分化较为明显：景气度较高的风电、热塑领域盈利表现较好，传统领域粗砂仍处于价格底部区域；此外，在AI趋势的催化下，行业电子纱需求明显提振，电子纱价格持续上涨。
- ✓ 9月份行业协会共同倡议“反内卷”，中小企业复价明显，10月30日大厂跟进，价格进一步提涨；我们判断26年仍将延续分化趋势，高景气的风电、热塑、电子领域盈利较好，中低端的粗砂缓慢修复盈利。

图表18：无碱玻纤价格走势（元/吨）



图表19：玻纤行业库存情况

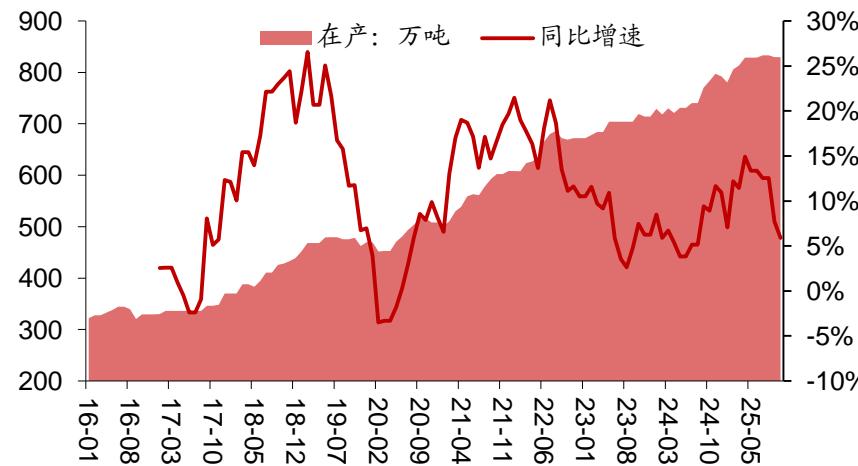


资料来源：中邮证券研究所，卓创资讯

玻纤：26年供需紧平衡，特种玻纤受算力持续拉动

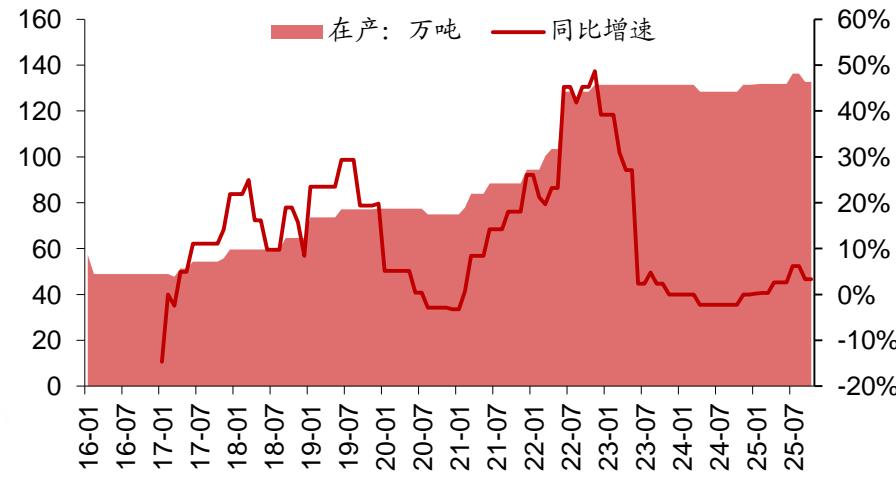
- ✓ 26年有望维持供需紧平衡状态：25年玻纤行业整体呈现供需平衡状态，25H1行业产能释放较多，进入下半年新增产能较少，我们预计26年行业将新增产能50-60万吨，冷修产能预计约在40万吨，整体净新增产能较少，行业有望维持目前供需紧平衡状态。
- ✓ 特种玻纤需求受算力等持续拉动：细分领域中，低介电（Low-DK）电子布、低膨胀（Low CTE）纤维布由于受到AI算力需求拉动，行业需求呈现爆发性增长，高端产品景气带动整体电子纱价格上涨。

图表20：玻纤在产产能情况 (万吨)



资料来源：中邮证券研究所，卓创资讯

图表21：电子纱在产产能情况



资料来源：中邮证券研究所，卓创资讯

中国巨石：产品结构最优，成本优势显著



- ✓ **产品结构行业最优，盈利弹性大：**公司高端产品结构占比高，风电、热塑、电子砂等高景气品种市占率行业领先。此轮复价风电热塑等行业产品显著价格上涨高于传统粗砂类产品。
- ✓ **成本优势显著：**公司作为玻纤行业第一大龙头，综合成本优势显著，我们判断较于二三线企业有500-800元/吨的成本优势。
- ✓ **发布回购方案，彰显未来增长信心：**9月公司公告，拟以不超过人民币22元/股的价格回购公司股票，预计回购数量在4000万股公司股份，预计回购金额不超过8.8亿元，作为公司实施股权激励的股票来源。

图表22：中国巨石盈利预测

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	159	186	211	232
增长率(%)	6.59	17.26	13.50	10.04
EBITDA(亿元)	51.72	45.17	51.33	57.38
归属母公司净利润(亿元)	24.45	34.55	39.73	44.81
增长率(%)	-19.70	41.30	15.00	12.79
EPS(元/股)	0.61	0.86	0.99	1.12

资料来源：中邮证券研究所

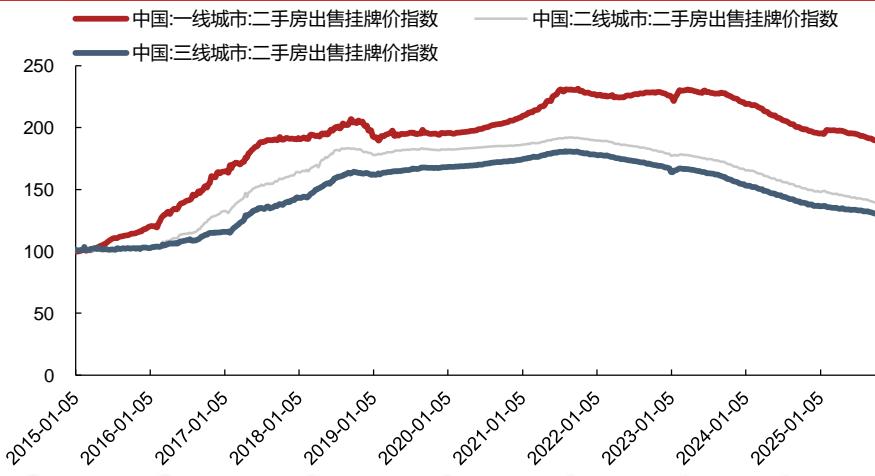
五

消费建材：存量时代来临，把握渠道变革

消费建材：地产存量时代来临，关注渠道变革新机遇

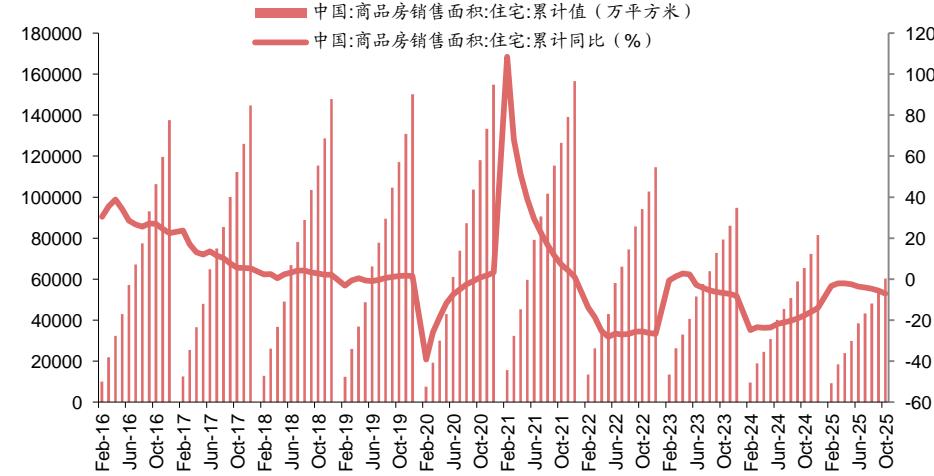
- ✓ 地产目前已进入存量房时代：自住房翻新、以及二手房重装成为需求主导逻辑，在高能级城市二手房与重装需求占比更高，从而导致家装公司流量入口地位持续提升。
- ✓ 从地产新房角度，25年新房销售目前仍向下探底，预计在26年有望销售企稳，从而扭转对于需求的悲观预期。

图表23：二手房价格指数走势



资料来源：中邮证券研究所，wind

图表24：地产住宅销售面积持续下行

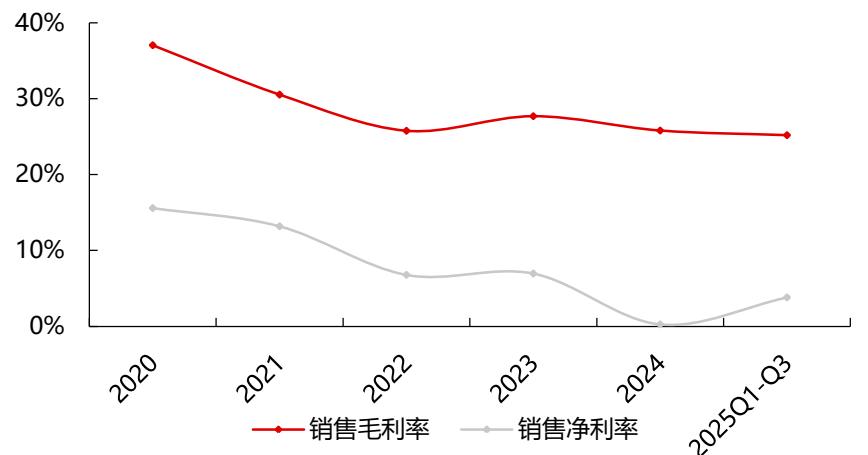


资料来源：中邮证券研究所，wind

消费建材：提价诉求强烈，盈利有望回暖

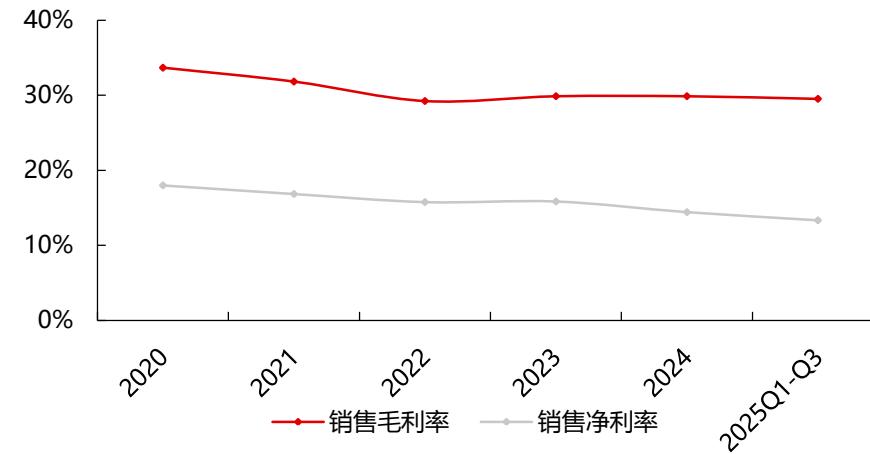
- ✓ 跨品类竞争加剧价格战，龙头份额持续提升：近年各细分品类龙头相互渗透，进行跨品类扩张，从而导致了价格战的加剧，从竞争格局来看，跨品类导致的竞争加剧带来的龙头企业的份额进一步提升，在此过程中大量中小企业出清退出市场。
- ✓ 行业价格触底反弹，盈利有望回暖：25年来看，价格经历多年竞争目前已无向下空间，此次借助“反内卷”政策，行业对提价及盈利改善诉求强烈，今年以来防水、涂料、石膏板等多品类持续发布提价函，行业盈利有望走出底部区间。

图表25：东方雨虹盈利能力情况



资料来源：中邮证券研究所，wind

图表26：北新建材盈利能力情况



资料来源：中邮证券研究所，wind

兔宝宝：渠道&产品扩张效果显现，稳健成长持续



- ✓ **渠道&产品扩张卓有成效：**公司作为人造板龙头，近年持续加强渠道&品类扩张，渠道上公司持续开拓家具厂渠道、推进下沉市场布局，品类上公司增加颗粒板产品，在行业整体需求偏弱背景下，实现收入端的稳定增长。2024年报，公司装饰材料门店共5522家，其中乡镇店2152家，易装定制门店959家。
- ✓ 青岛裕丰汉唐25年上半年实现收入0.53亿元，同比减少60.45%，经营策略以控规模、降风险、谋转型为主基调，有效减少对公司的盈利拖累。此外公司分红率较高、现金流稳定，是消费建材板块中的稳健成长品种。

图表27：兔宝宝盈利预测

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	9189	9714	10259	10771
增长率(%)	1.39	5.72	5.61	4.99
EBITDA（百万元）	949.05	1176.38	1092.44	1160.41
归属母公司净利润（百万元）	585.25	855.33	798.23	853.80
增长率(%)	-15.11	46.15	-6.67	6.96
EPS(元/股)	0.71	1.03	0.96	1.03

资料来源：中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

三棵树：零售新业态推进顺利，盈利能力改善显著



- ✓ 零售新业态推进顺利，盈利能力改善显著：一方面受益于涂料行业重装需求的释放，另一方面公司积极把握存量房带来的渠道变革机遇，快速推进零售新业态（马上住、美丽乡村、艺术漆）效果显著，其新渠道盈利能力高于B端传统零售业务，带来盈利能力的提升。公司前期减值风险逐步出清，费用率管控效果显现，25年盈利能力大幅改善，预计26年有望延续25年快速增长态势。
- ✓ 涂料行业C端竞争格局相对稳固：龙头企业均已形成较强自身竞争优势，三棵树有望在涂料赛道中持续保持份额提升与盈利增强。

图表28：三棵树盈利预测

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12105	12559	13255	14166
增长率(%)	-2.97	3.75	5.55	6.87
EBITDA（百万元）	962.85	1571.23	1757.43	1862.12
归属母公司净利润（百万元）	331.94	922.10	1099.98	1203.30
增长率(%)	91.27	177.79	19.29	9.39
EPS(元/股)	0.45	1.25	1.49	1.63

资料来源：中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

东方雨虹：经营拐点已现，市占率持续提升



- ✓ 经营拐点出现，盈利能力触底，中期维度看好公司成长：从中期维度来看，我们认为公司经营拐点已出现，在近年来行业供给剧烈出清背景下，后续供需有望实现逐步平衡，公司自身通过份额提升+业务出海实现超出行业增长。盈利能力方面，公司主要产品价格已触底，我们判断后续有望价格温和复苏，从而带来盈利能力的提升。
- ✓ 防水行业经历前期剧烈价格战，行业供给已有大量玩家退出，考虑到供需关系的改善以及龙头企业对盈利诉求，我们判断行业价格有望逐步回暖。

图表29：东方雨虹盈利预测

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	28056	26566	27179	29569
增长率(%)	-14.52	2.31	8.79	
EBITDA（百万元）	2284.95	2769.70	3645.04	4455.65
归属母公司净利润（百万元）	108.17	1067.21	1689.01	2933.45
增长率(%)	-95.24	886.58	58.26	73.68
EPS(元/股)	0.05	0.45	0.71	1.23

资料来源：中邮证券研究所

北新建材：石膏板有望触底回升，扩品类推动持续增长



- ✓ **扩品类+出海推动持续成长：**公司在石膏板行业市占率达70%，通过持续推进“一体两翼、全球布局”战略，石膏板领域市占率持续提升，涂料、防水等新品类持续增长。
- ✓ **石膏板价格有望触底回升：**石膏板需求相较于其他建材品类相对韧性，25年行业整体需求跟随竣工有所下滑，同时供给端外资玩家有新增产能增加，导致产品价格承压，考虑到需求与竞争格局相对稳定，我们判断26年行业价格有望触底回升。

图表30：北新建材盈利预测

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	258	264	278	315
增长率(%)	15.14	2.34	5.31	13.04
EBITDA（亿元）	51.17	48.00	52.80	58.04
归属母公司净利润（亿元）	36.47	32.25	36.87	41.98
增长率(%)	3.49	-11.57	14.34	13.86
EPS(元/股)	2.14	1.90	2.17	2.47

资料来源：中邮证券研究所

伟星新材：优质零售龙头承压，后续有望盈利估值双修复

中邮证券
CHINA POST SECURITIES

- ✓ **坚持三高定位，同心圆持续推进：**在地产下行、行业竞争加剧背景下，公司坚持“三高定位”，加快产品迭代和服务创新，聚力零售业务价值重塑，核心竞争力进一步提升。此外，公司推进“同心圆”业务拓展与“伟星全屋水生态”落地，防水业务稳健增长，净水业务加速优化，市场渗透率逐步提升。
- ✓ **伟星作为国内PPR零售管材头部玩家，凭借自身优秀的产品、持续的品牌建设，在零售端已形成中高端品牌形象，公司持续稳健经营、保持高分红，我们判断在行业企稳后，公司有望估值与盈利的明显修复。**

图表31：伟星新材盈利预测

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6267	5725	6091	6849
增长率(%)	-1.75	-8.64	6.38	13.00
EBITDA（百万元）	1326.84	1201.93	1357.07	1620.01
归属母公司净利润（百万元）	952.67	848.44	983.97	1211.26
增长率(%)	-33.49	-10.94	15.97	23.10
EPS(元/股)	0.60	0.53	0.62	0.76

资料来源：中邮证券研究所

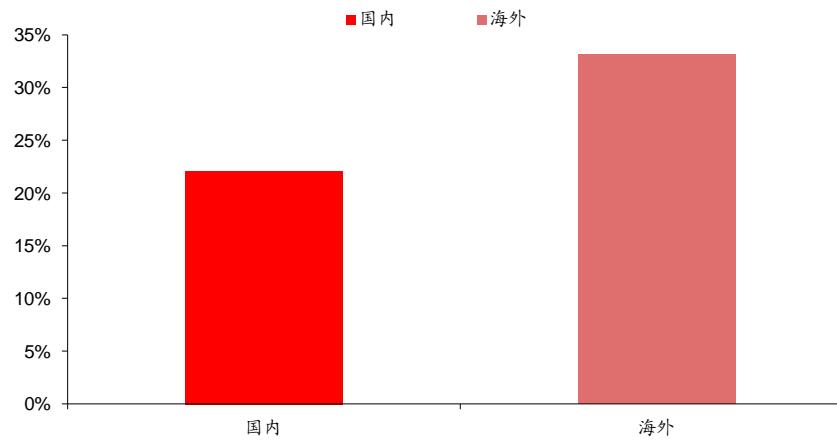
六

建材出海：打开成长空间，海外竞争力提升

建材出海：出海打开成长空间，盈利优于国内市场

- ✓ 对于大部分建材品类企业，国内已进入存量市场竞争时代，海外则市场宽广且盈利丰厚 海外竞争激烈程度远小于国内，利润率显著高于国内；2) 与国内地产的需求压制相反，许多海外区域正经历城镇化、人口增长阶段，需求保持快速增长态势；3) 国内产品、供应链、渠道等打法在新兴市场竞争优势明显。
- ✓ 从25年前三季度业绩来看，海外占比高的企业增速明显好于内需占比高企业。建议关注非洲瓷砖龙头科达制造、水泥龙头华新建材。

图表32：24年华新海外毛利率显著高于国内



资料来源：中邮证券研究所，wind

请参阅附注免责声明

图表33：25年前三季度海外企业业绩较优

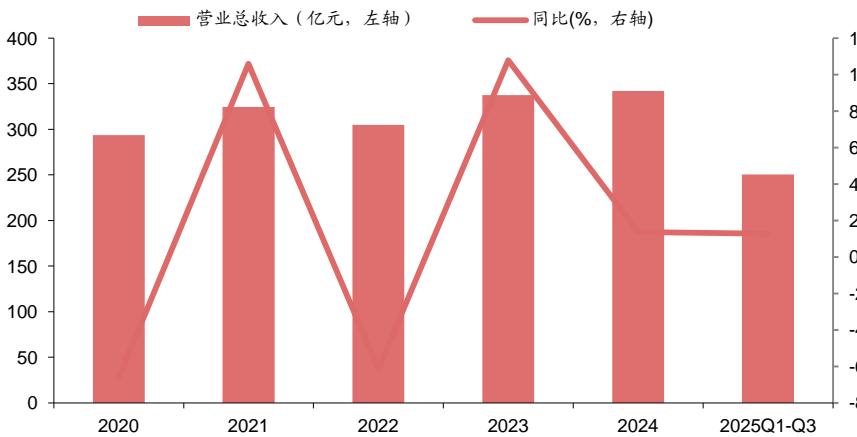
	25Q1-Q3收入增速	25Q1-Q3净利润增速
海外占比较高企业业绩优异		
华新建材	1.27%	76.01%
科达制造	47.19%	63.49%
内需占比高企业业绩承压		
东方雨虹	-5.06%	-36.61%
北新建材	-2.25%	-17.77%
伟星新材	-10.76%	-13.52%
东鹏控股	-3.90%	13.09%

资料来源：中邮证券研究所，wind

华新建材：海外水泥布局领先，海外竞争力持续提升

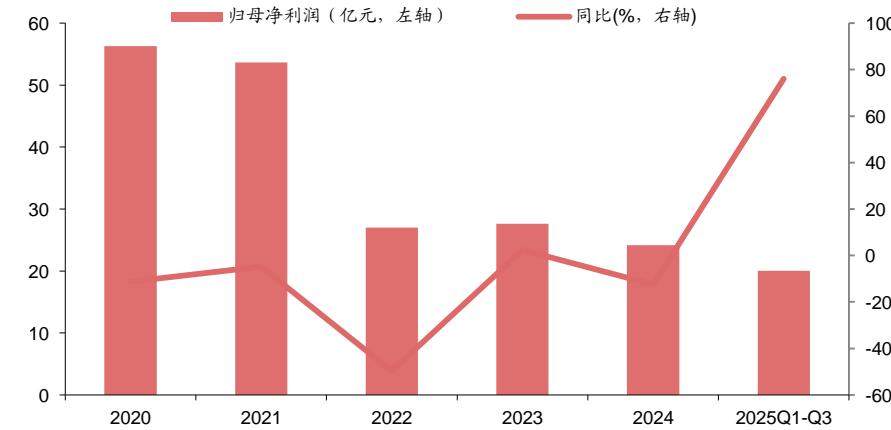
- ✓ 海外水泥布局领先，贡献盈利增量：公司凭借优秀的管理能力、外资股东背景等优势前瞻性布局海外水泥产能，2025年上半年公司海外收入44.3亿元，占比27.6%，毛利率37.3%，毛利16.5亿元，占比35.6%，海外水泥业务已经成为公司主要盈利增量。
- ✓ 截至上半年末，公司已在12个海外国家建有生产基地，海外运营水泥粉磨产能达2470万吨/年，尼日利亚完成并表后水泥产能或已达3530万吨，在建熟料产能合计约155万吨/年，海外竞争力进一步夯实。

图表34：公司近年收入情况



资料来源：中邮证券研究所，wind

图表35：公司近年净利润情况

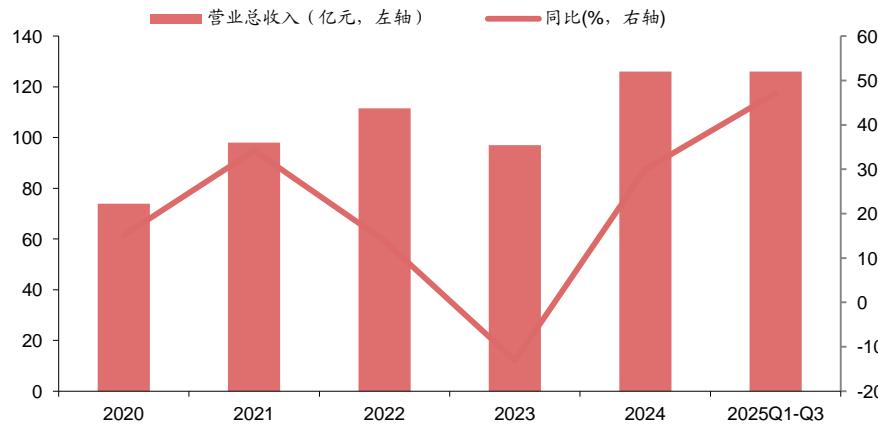


资料来源：中邮证券研究所，wind

科达制造：非洲陶瓷龙头，高盈利持续兑现

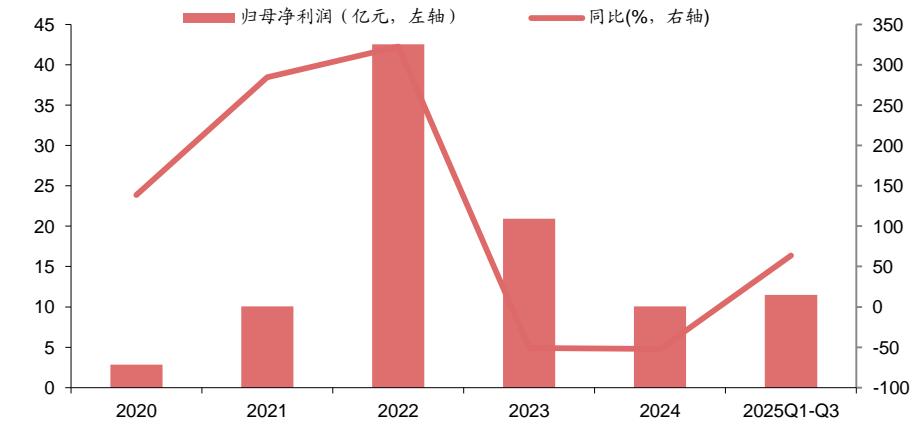
- ✓ 非洲陶瓷龙头，品类扩张至玻璃洁具：公司在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚、喀麦隆、科特迪瓦7国拥有11个生产基地，运营21条建筑陶瓷产线、2条玻璃产线及2条洁具产线。2025年上半年，公司建筑陶瓷产量约0.98亿平方米，浮法玻璃产量超过17万吨。
- ✓ 非洲瓷砖自24年以来价格持续提升，净利率大幅高于国内瓷砖企业，公司凭借渠道及产品优势，在区域和份额上持续扩张。同时，25年以来公司显著受益于碳酸锂价格回升。

图表36：公司近年收入情况



资料来源：中邮证券研究所，wind

图表37：公司近年净利润情况



资料来源：中邮证券研究所，wind

七

风险提示

风险提示

- ✓ **地产需求超预期下滑风险：**25年地产销售、竣工、新开工等指标均持续下行，若地产持续销售下行，或对行业需求总量产生持续影响。
- ✓ **反内卷效果不达预期：**能否显著出清产能取决于政策执行力度，目前行业不达环保要求的中小产能较少，需要有较强力度的产能限制政策。
- ✓ **出海经营不确定风险：**出海的国家区域可能存在汇率、政策等多因素变化而带来的风险。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师: 赵洋

SAC编号: S1340524050002

邮箱: 574077036@qq.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

免责声明



公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金管理，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投资、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
可转债 评级	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

