

旗滨集团 (601636.SH)

盈利底部+高端布局，周期与成长共振

核心观点：

- **浮法玻璃：周期磨底，行业盈利拐点将至，头部弹性显著。**需求侧，竣工下滑的影响逐渐减弱，叠加好房子政策驱动玻璃产品升级，玻璃用量显著增长，长期来看需求较稳定。供给侧，行业现金流普遍吃紧，11月冷修加速，叠加环保限制趋严，2026年或将大面积冷修，盈利拐点将至。公司作为头部企业，成本始终处于第一梯队，业绩弹性显著。
- **光伏玻璃：行业寻找供需平衡中，业务重心由量向质切换。**2026年光伏玻璃行业寻找平衡中，反内卷持续进行的背景下，供给或将持续优化，预计盈利中枢将同比修复，头部企业弹性更优。光伏玻璃业务2022年开始放量，目前盈利能力位于行业前列，公司成本优势明显，在窑炉规模、产能利用率、超白石英砂资源、运输成本以及燃料采购方面都具有显著优势，叠加公司海外布局节奏领先，阿尔法持续兑现。
- **特种玻璃：电子药用玻璃为潜在期权。**2025年公司依托电子玻璃业务积累的技术经验，计划向芯片封装玻璃业务扩张。高端特种玻璃空间大、技术壁垒高、盈利能力强，公司高端化战略坚定，持续投入高额研发费用，叠加公司优秀的团队和治理结构，电子（芯片封装）和药用玻璃业务发展可期。
- **盈利预测与投资建议。**周期视角，浮法玻璃和光伏玻璃行业2025年盈利见底，供给优化在即，2026年盈利中枢或将提升，公司作为玻璃头部企业，产能和成本均处于行业前列，业绩弹性显著。同时2025年为高端化元年，公司坚定推进特种玻璃（芯片封装/药用玻璃）研发，其技术门槛高，竞争格局好，盈利能力强。我们预计25-27年EPS为0.39/0.51/0.70元/股，随着玻璃景气回暖PB水平会逐渐回归均值，给予25年2.2x PB，对应合理价值10.78元/股，给予买入评级。
- **风险提示。**需求增速不及预期风险，原材料成本上涨过快风险，行业新投产产能超预期风险，市场竞争风险。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15683	15649	16730	20295	21220
增长率（%）	17.8%	-0.2%	6.9%	21.3%	4.6%
EBITDA（百万元）	3655	2574	3236	5035	5933
归母净利润（百万元）	1754	385	1165	1514	2062
增长率（%）	33.2%	-78.0%	202.1%	30.0%	36.1%
EPS（元/股）	0.65	0.14	0.39	0.51	0.70
市盈率（x）	10.5	39.1	15.1	11.6	8.5
ROE（%）	12.9%	2.9%	8.0%	9.5%	11.4%
EV/EBITDA（x）	6.7	9.3	8.3	5.2	4.0

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

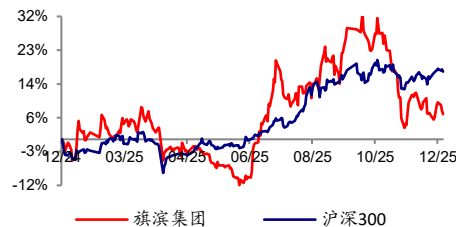
买入

当前价格	5.93元
合理价值	10.78元
前次评级	买入
报告日期	2025-12-31

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2959/2959
总市值/流通市值（百万元）	17545/17545
一年内最高/最低（元）	7.40/4.94
30日日均成交量/成交额（百万）	42/257
近3个月/6个月涨跌幅（%）	-17.41/18.36

相对市场表现



分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004

SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

分析师：

张乾



SAC 执证号：S0260522080003



021-38003687



gzzhangqian@gf.com.cn

请注意，张乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

旗滨集团 (601636.SH) : 回购 2025-10-10

股份用于激励，浮法光伏玻璃

双主业都有积极变化

联系人：

李陶然 15308212715

litaoran@gf.com.cn

目录索引

一、旗滨集团：正走向高端化的玻璃头部企业.....	5
（一）玻璃行业头部企业，2025 年高端电子玻璃业务开启新征程.....	5
二、浮法玻璃：周期磨底，行业盈利拐点将至，头部企业弹性显著.....	9
（一）需求：地产短期压力仍在，但竣工拖累有望边际减弱，且绿色建筑带动单位用量提升.....	9
（二）供给：行业现金流吃紧，叠加环保限制趋严，供给冷修加速.....	13
（三）盈利：2026 年行业盈利拐点可期，公司作为头部企业弹性更大.....	16
三、光伏玻璃：行业寻找供需平衡中，业务重心由量向质切换.....	19
（一）2026 年光伏玻璃寻找平衡，行业盈利或将修复.....	19
（二）2026 年行业盈利中枢有望提高，公司阿尔法逐渐兑现.....	21
（三）光伏玻璃出海大势所趋，公司布局节奏领先.....	23
四、特种玻璃：电子、药用玻璃的新增长极正在孵化.....	25
（一）高端玻璃研发持续推进，芯片封装玻璃领域未来可期.....	25
（二）公司优秀的团队、治理结构以及逐年加大的技术研发力度，具备产品高端化的基础.....	29
五、盈利预测与投资建议.....	31
六、风险提示.....	33

图表索引

图 1: 国内浮法玻璃在产产能市占率 (2025 年 11 月)	5
图 2: 光伏玻璃在产产能市占率 (2025 年 11 月)	5
图 3: 分业务收入占比	6
图 4: 分业务毛利占比	6
图 5: 旗滨集团年度营业收入和同比增速	6
图 6: 旗滨集团年度归母净利润和同比增速	6
图 7: 旗滨集团季度营业收入和同比增速	7
图 8: 旗滨集团季度归母净利润和同比增速	7
图 9: 旗滨集团发展历程	8
图 10: 旗滨集团股权结构 (截至 2025 年 9 月 30 日)	9
图 11: 房地产竣工面积 (亿平)	10
图 12: 全国汽车产量与同比增速	10
图 13: 中国 Low-E 玻璃市场规模	13
图 14: 浮法玻璃行情复盘	14
图 15: 浮法玻璃行业 CR6 约 49% (25 年 11 月)	15
图 16: 玻璃在产产能窑龄结构 (年) (25 年 11 月)	15
图 17: 全国浮法玻璃均价 (元/吨)	17
图 18: 浮法玻璃税后毛利 (管道气, 元/吨)	17
图 19: 浮法玻璃企业毛利率水平	17
图 20: 旗滨集团浮法玻璃单重箱净利估算	18
图 21: 国内太阳能新增设备容量	19
图 22: 全球光伏组件产量	19
图 23: 2025 年光伏玻璃产能变动	20
图 24: 光伏玻璃在产产能	20
图 25: 2.0mm 镀膜出厂均价 (元/平方米)	22
图 26: 光伏玻璃厂家库存天数和在产产能	22
图 27: 光伏玻璃行业毛利	23
图 28: 旗滨集团光伏玻璃单位净利估算 (元/平方米)	23
图 29: 旗滨集团光伏玻璃区域布局优势	23
图 30: 光伏玻璃海外产能占比情况 (吨/日, %)	24
图 31: “旗鲨” HS6 玻璃	26
图 32: “旗鲨” 新纪元 NE1 微晶玻璃	26
图 33: 半导体玻璃基板市场规模 (亿美元)	27
图 34: 封装级玻璃基板产业链	27
图 35: 浮法玻璃企业研发费用率 (%)	31
图 36: 浮法玻璃企业在手现金 (亿元)	31
表 1: 基于最新国家政策的核心玻璃性能要求与升级方向	11
表 2: 各省节能建筑政策梳理	12
表 3: 玻璃行业供给侧政策	16

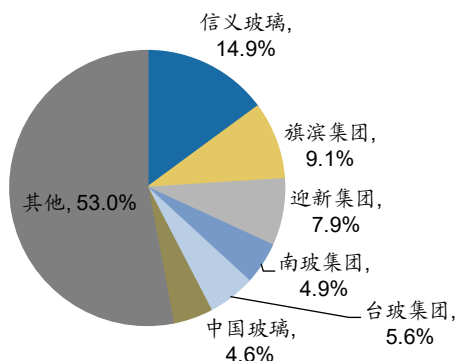
表 4: 光伏玻璃供需平衡表.....	20
表 5: 国内光伏玻璃企业出海情况.....	24
表 6: 旗滨电子玻璃产品矩阵.....	25
表 7: 不同玻璃原片比较.....	29
表 8: 公司股权激励计划（包括事业合伙人持股计划和员工持股计划）.....	30
表 9: 旗滨集团盈利预测.....	32

一、旗滨集团：正走向高端化的玻璃头部企业

（一）玻璃行业头部企业，2025 年高端电子玻璃业务开启新征程

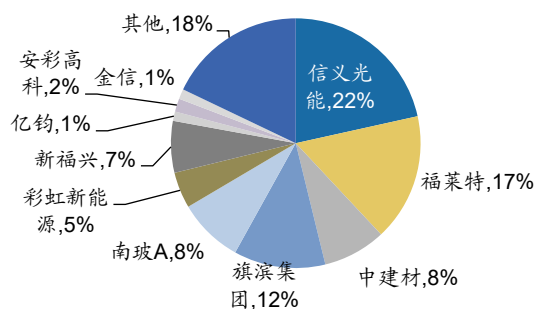
旗滨集团（601636.SH）是玻璃行业头部企业，浮法玻璃方面，截至目前总产能16600T/D，在产产能15500T/D，国内在产产能市占率9%，行业第二，仅次于信义玻璃。光伏玻璃方面，总产能/在产产能为11800T/D，全球在产产能市占率为12%，行业第三，仅次于信义光能和福莱特。

图1：国内浮法玻璃在产产能市占率（2025年11月）



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

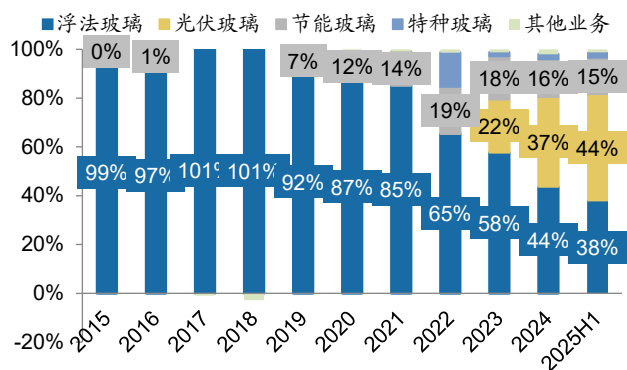
图2：光伏玻璃在产产能市占率（2025年11月）



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

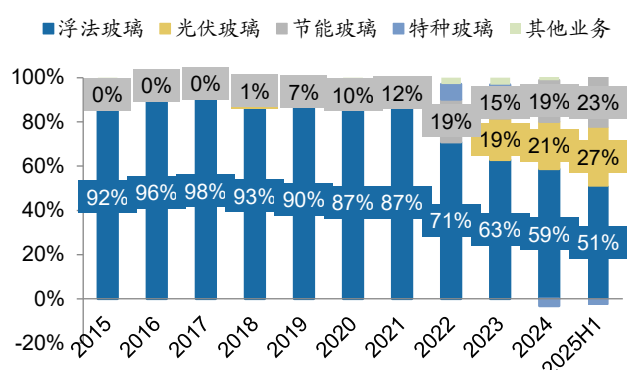
分业务来看，公司双主业分别为浮法玻璃和光伏玻璃，节能建筑玻璃贡献稳定利润，特种玻璃业务仍在持续孵化。根据公司财报，2024年公司浮法玻璃业务收入68.6亿元，收入占比44%，毛利占比59%；光伏玻璃业务收入57.5亿元，占比37%，毛利占比21%。节能玻璃业务收入24.3亿元，占比16%，毛利占比19%。特种玻璃业务收入占比2%，毛利亏损。

图3: 分业务收入占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

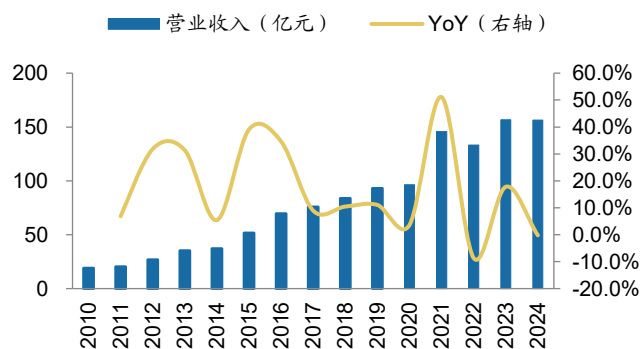
图4: 分业务毛利占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

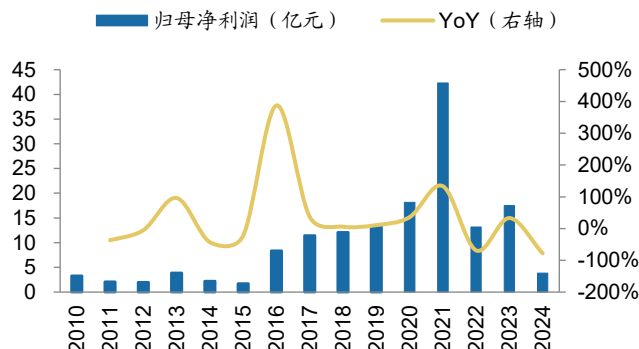
过去10年公司收入稳定增长, 利润受行业周期性波动影响明显。根据公司财报, 2024年公司实现营业收入156亿元, 过去10年复合增速为15.5%, 除2022年高基数导致收入下滑以外, 每年均保持稳定增长。利润方面, 2021年达到最高点, 受益于浮法玻璃超级周期, 全年归母净利润达到42.34亿元, 2022-2023年归母净利润分别为13.17/17.51亿元, 2024年浮法玻璃和光伏玻璃进入下行周期, 公司归母净利润下滑到3.8亿元, 同比-78%。25Q1-Q3公司实现营业收入118亿元, 同比+1.6%, 归母净利润9.2亿元, 同比+51%。整体来看公司2025年盈利相对于2024年下半年有所恢复, 公司有望逐步走出周期底部。

图5: 旗滨集团年度营业收入和同比增速



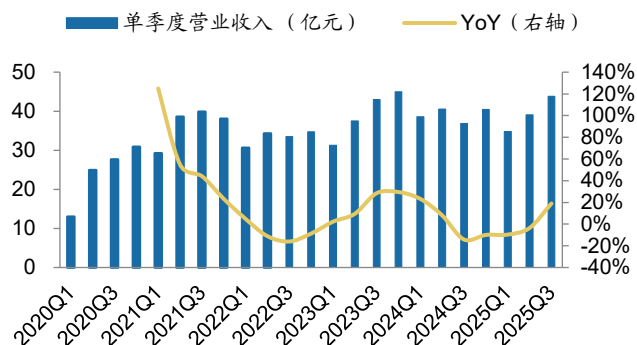
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 旗滨集团年度归母净利润和同比增速



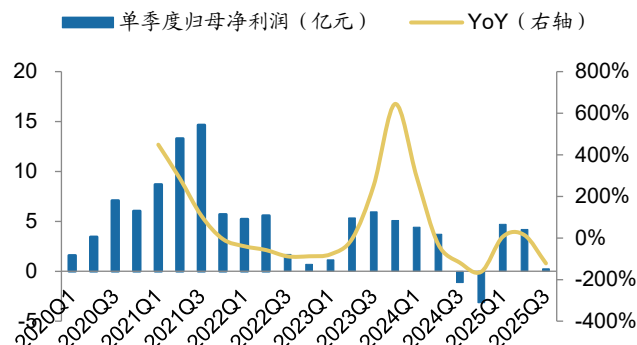
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7：旗滨集团季度营业收入和同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8：旗滨集团季度归母净利润和同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司发展历经五个阶段（分别是初创阶段（1988-2010）、产能快速扩张阶段（2011-2015）、内部优化阶段（2016-2018）、重启扩张升级阶段（2019-2024）以及产品高端化阶段（2025至今）），达到目前玻璃行业头部地位。

根据公司财报，公司成立于1988年，2005年通过整体并购新光明玻璃正式进军玻璃行业，经过两次增资扩股和三次股权转让增加了公司的资本实力，加快公司规模扩张，2010年公司正式变更为股份有限公司，2011年在上海证券交易所上市，上市以后更加积极扩张浮法玻璃原片产能，成长为当时我国浮法玻璃原片规模最大的头部企业。截至目前浮法玻璃拥有8个原片生产基地，26条优质浮法玻璃生产线，总产能达到16600吨/日，截至2025年10月，公司在产产能市占率9%，国内第二。

2016年公司进入内部优化阶段，同时向玻璃深加工业务拓展。根据公司财报，公司从外部引入大量产业人才，创始人卸任董事长，将管理任务全权交给职业经理人管理团队。同时公司开始往下游延伸产业链（布局工程玻璃），工程玻璃业务2019年开始逐步放量，收入占比从2018年的2%提升到2022年的19%，之后稳定在15%-20%水平，2024年收入为24亿元，目前形成三大节能玻璃基地，分别位于广东河源、浙江绍兴、马来西亚森美兰州。

2019年公司实施一体两翼战略规划，开始布局光伏玻璃以及高端差异化产品（高性能电子玻璃和药用玻璃），从做大到做强，巩固护城河。2022年特种玻璃业务开始放量，（1）**电子玻璃方面**，根据公司财报，截至目前，电子玻璃共建成2个基地，分别位于湖南醴陵以及浙江绍兴，湖南醴陵拥有3条电子玻璃产线，其中2条高铝电子玻璃产线以及一条微晶玻璃中试线，浙江绍兴有两条产线，电子玻璃拥有5条产线共348T/D；（2）**药用玻璃方面**，根据公司财报，公司在湖南郴州有两条产线，共65T/D；（3）**光伏玻璃方面**，根据公司财报，2023年开始光伏玻璃产能迅速扩张，截至目前光伏玻璃共9条产线、在产产能11800吨/天，全国第三，在产产能市占率12%，预计2026年上半年能够达到13000吨/天，中长期规划2万吨/天，公司收入占比从2023年的22%提升到2025H1的44%。

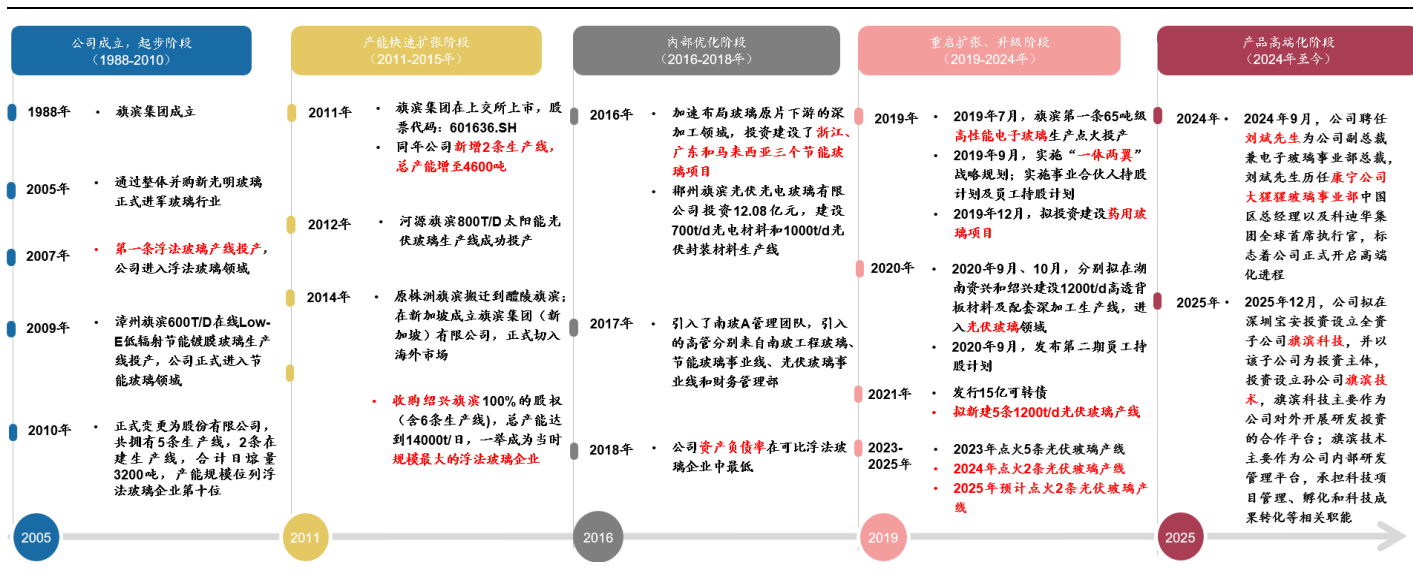
2025年公司持续推进新一轮的发展战略规划，全面落实技术突破创“新”与产业升级增“质”共同塑造新质生产力，稳健经营，稳步发展，开创高质量发展新局面。主要包括积极推进董事会治理创新、推进精益化管理与数字化转型、强化核心技术攻坚

能力以及加快海外布局等方面。

从具体措施来看，（1）2025年8月，公司发布关于董事会战略及可持续发展委员会更名及实施细则修订的公告，战略委员会在原有职责基础上，新增科技创新规划相关管理职权，并强化可持续发展工作的统筹力度，为高端化玻璃业务奠定基础。

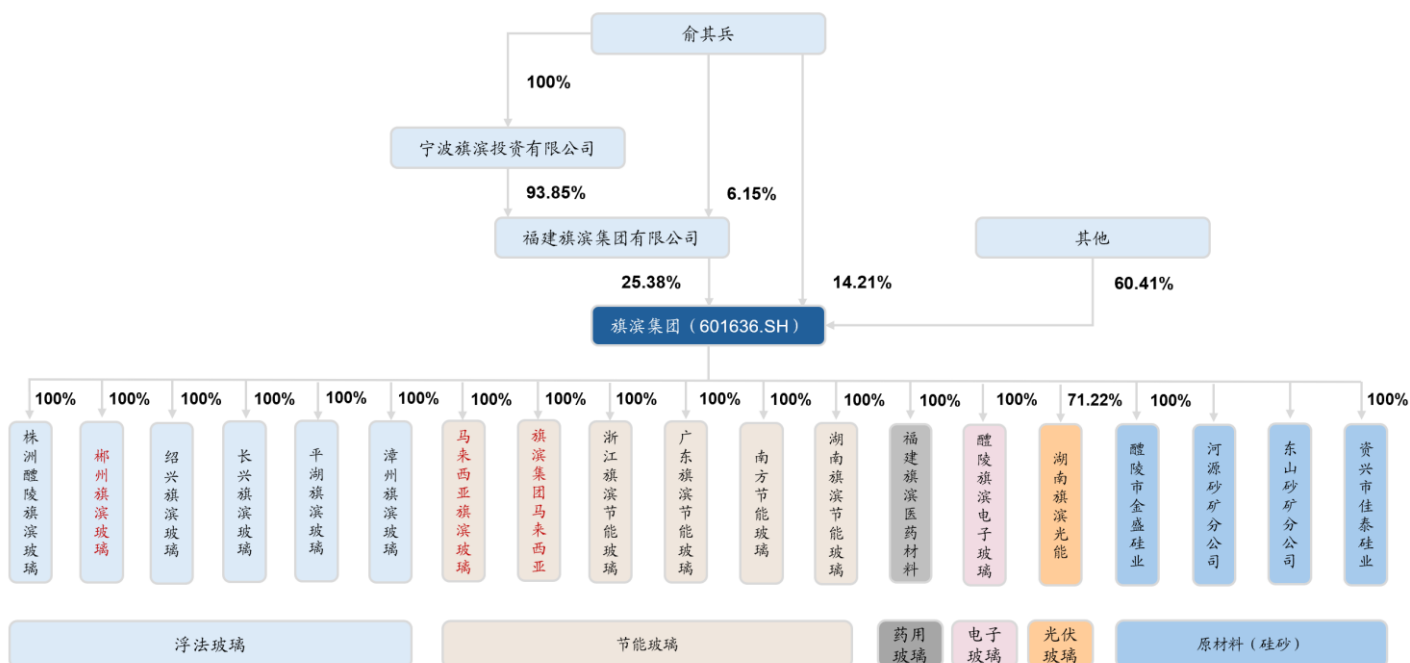
（2）2025年12月，公司发布设立全资子公司及孙公司公告，为加快推进大研发体系落地见效，公司拟在深圳宝安投资设立全资子公司旗滨科技，并以该子公司为投资主体，投资设立孙公司旗滨技术，此次子公司及孙公司设立目的在于理顺公司研发业务链条，优化研发体系和业务程序，促进新业务孵化，外部投资兼并、团队引进等工作高效开展。其中旗滨科技主要作为公司对外开展研发投资的合作平台；旗滨技术主要作为公司内部研发管理平台，承担科技项目管理、孵化和科技成果转化等相关职能。旗滨科技和旗滨技术的成立标志着公司向高端玻璃研发迈出重要一步。

图9：旗滨集团发展历程



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10: 旗滨集团股权结构 (截至2025年9月30日)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、浮法玻璃: 周期磨底, 行业盈利拐点将至, 头部企业弹性显著

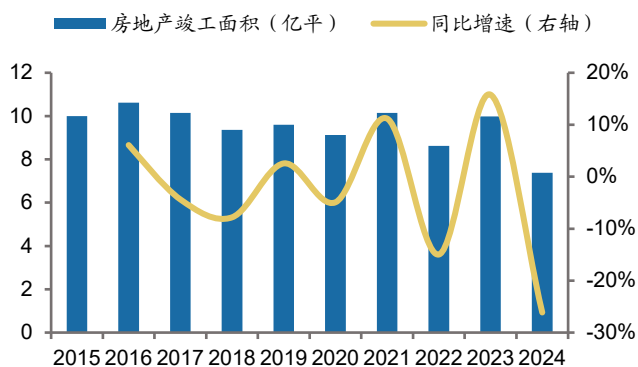
我们认为浮法玻璃行业短期长期兼具投资机会, 短期在于中小企业现金亏损及环保趋严带来供给优化, 长期投资机会在于随着地产周期逐步企稳、竣工的负Beta有望逐步消化, 汽车、电子电器用玻璃稳定增长带来行业的供需错配。同时公司成本始终处于第一梯队, 在行业成本差距持续扩大的背景下, 盈利中枢有望持续提升。

(一) 需求: 地产短期压力仍在, 但竣工拖累有望边际减弱, 且绿色建筑带动单位用量提升

1. 竣工端拖累仍在, 但占比下降, 汽车电子电器用玻璃需求保持稳定增长

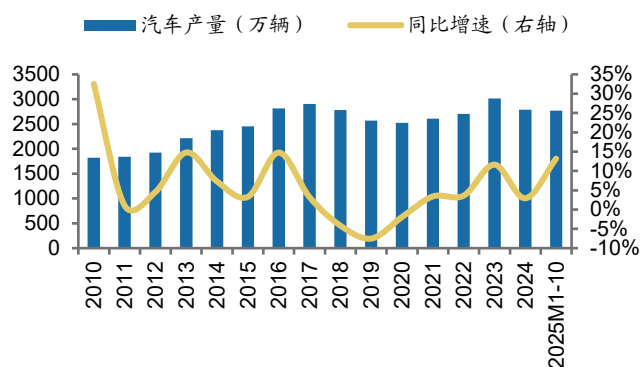
据卓创资讯, 2024年浮法玻璃下游需求结构中, 建筑/汽车/电子电器/光伏分别占比80.8%/9.2%/8.7%/1.3%。据国家统计局, 2025年1-11月浮法玻璃产量同比-3.6%, 从下游两大需求来看: 建筑需求以新房需求为主导, 根据国家统计局, 2025年1-11月地产竣工面积累计同比-18.0%, 预计2025-2026年地产竣工面积继续双位数下滑。存量翻新会带来玻璃更新需求, 近几年二手房销售增长带来玻璃翻新需求占比提升, 新房的玻璃需求占比下降使得竣工下滑的影响逐渐减少。

图11: 房地产竣工面积 (亿平)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图12: 全国汽车产量与同比增速



数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

2. 绿色建筑评价标准升级, 推动玻璃品质与用量全面提升

建筑节能规范设定传热系数等性能底线, 传统玻璃已无法满足要求。《建筑节能与可再生能源利用通用规范》于2022年4月1日起实施, 其对外窗传热系数(K值)的要求相比2016年标准大幅提升。对于寒冷地区超过3层的居住建筑, 当窗墙面积比大于0.3时, 外窗传热系数K值要求不高于1.5~2.0 W/(m²·K); 对于严寒地区甲类公共建筑, 高窗墙比下的K值需达到1.1~1.3 W/(m²·K); 对外窗的传热系数和太阳得热系数(SHGC)作出了精细的限定, 在夏热冬冷地区, 居住建筑东、西向外窗的太阳得热系数被严格限制在夏季不大于0.25~0.40。此等严苛指标使得传统的单层玻璃或普通双层中空玻璃无法达标, 必须采用三玻两腔Low-E中空玻璃、真空复合玻璃等高性能产品, 推动了中高透型Low-E玻璃或可调节遮阳中空玻璃的广泛应用, 玻璃产品的结构趋向复杂, 单窗的玻璃原片使用面积和重量显著增加。

新版绿色建筑评价标准将高性能玻璃应用与星级认证直接挂钩, 创造了高端增量市场。《绿色建筑评价标准》2024年修订版, 将绿色建筑等级与围护结构热工性能、室内环境品质等指标深度绑定。新标准明确, 优化围护结构热工性能可比国家强制性标准再提升5%-15%以获得最高15分。此外, 该标准强化了对外窗隔声性能的要求, 并鼓励采用绿色建材: 若应用比例不低于70%可获满分12分。中国质量认证中心的节能玻璃认证体系将传热系数U值分为五级, 级别越高要求越严格。这为高性能的三玻两腔中空玻璃、夹胶中空玻璃等产品在高星级绿色建筑中提供了明确的溢价空间 and 市场需求, 引导市场主动选择U值更低、结构更复杂的高性能玻璃产品。

绿色建材下乡与产业高质量发展政策, 将高性能玻璃市场从城市扩展到乡村。《绿色建材产业高质量发展实施方案》将“深化绿色建材下乡”作为重点任务, 推动从单一产品下乡向“系统解决方案供应商”下乡转变。结合现代宜居农房建设和农房节能改造, 性价比高、符合农村需求的中空玻璃窗、Low-E玻璃等产品将获得新的市场增长点。

表1: 基于最新国家政策的核心玻璃性能要求与升级方向

性能维度	核心要求	政策依据	实际影响
节能与碳排放	传热系数(K值): 按气候区、建筑类型、窗墙比严格限定, 要求极低(如严寒地区可 <1.2)	2021《建筑节能与可再生能源利用通用规范》GB 55015、2024《绿色建筑评价标准》GB/T 50378	淘汰单层/普通中空玻璃, 需使用双银/三银 Low-E 中空玻璃(实现极低K值与可控 SHGC) 或者三玻两腔(双中空)玻璃
	太阳得热系数(SHGC): 按朝向和气候区差异化控制		
	建筑碳排放强度: 新建建筑比 2016 年标准平均降低 40%		
健康舒适	空气声隔声性能: 住宅外窗需满足计权隔声量要求(如 $\geq 35\text{dB}$)	2024《绿色建筑评价标准》GB/T 50378、《民用建筑隔声设计规范》GB 50118	推动使用中空+夹胶复合玻璃、惰性气体(氩气/氪气)中空玻璃、光玻璃、遮阳型 Low-E 玻璃等
	防结露: 围护结构内表面不得结露		
	采光与防眩光: 主要功能房间需满足采光时数要求		
绿色建材发展	提升新建建筑与既有建筑改造中使用绿色建材, 特别是节能玻璃等的比例	2022《建材行业碳达峰实施方案》、《绿色产品评价建筑玻璃》GB/T 35604、2023.12《绿色建材产业高质量发展实施方案》	引导市场优先选择获得绿色建材产品认证的节能玻璃、积极推动绿色建材下乡

数据来源: 国家工信部, 住建部, 广发证券发展研究中心

各省根据自身气候特点, 制定了严于或细于国标的地方绿色建筑标准。例如山东省《居住建筑节能设计标准》将外窗K值限制定为 ≤ 1.5 ; 上海市超低能耗建筑标准要求外窗K值 ≤ 1.8 ; 江苏省则强制性要求外窗K值低于1.9。这些标准使得开发商和建设单位在采购门窗时必须指定符合该K值的高性能中空或Low-E玻璃产品, 提高了单位面积的玻璃使用量。

绿色建筑评级推动高性能节能玻璃需求持续提升。 多省政策明确要求政府投资项目或不同星级绿色建筑必须使用一定比例的绿色建材。四川省方案规定, 一至五星级绿色建筑的绿色建材应用比例应分别不低于10%、20%和30%。北京市的绿色建材政府采购需求标准, 直接对中空玻璃的水分渗透指数($I \leq 0.20$)、可见光透射比($\geq 40.0\%$)等做出规定。广州市要求自2025年2月起, 政府投资民用建筑的绿色建材应用比例不低于20%。广西省明确要求建筑玻璃企业延伸发展Low-E系列玻璃、低导热性能复合铝合金型材、被动房系统门窗等高性能新型节能门窗和幕墙产品。这些为通过认证的节能玻璃企业提供了规模化、持续性的订单保障。尤其是政府投资项目的示范效应, 将快速带动商业和住宅项目跟进, 从而在整体新建和改造市场中, 系统性提升绿色节能玻璃的渗透率和绝对使用量。各省份制定的具体设计标准、政府采购目录和绿色建材应用比例要求, 将国家层面的性能导向转化为可执行、可考核的市场需求, 为玻璃创造了稳定的增量市场。

表2: 各省节能建筑政策梳理

省份	政策&时间	要求
广西	2021年底《广西建材产业转型升级方案》	明确要求建筑玻璃企业延伸发展Low-E系列玻璃、低导热性能复合铝合金型材、被动房系统门窗等高性能新型节能门窗和幕墙产品。同时,规划提出通过实施技改工程,到2023年使全区平板玻璃和光伏压延玻璃的能效水平达到国家《玻璃和硅石单位产品能源消耗限额》的能效一级标准。
四川	2024.11《四川省加快推动建筑领域节能降碳工作实施方案》	要求扩大政府采购支持绿色建材的城市范围,并规定政府投资项目和以国有资金投资为主的项目应优先采用绿色建材。同时,方案明确了绿色建筑中绿色建材的最低应用比例,要求一星级、二星级和三星级绿色建筑的绿色建材应用比例应分别不低于10%、20%和30%。
山东	2022.11《居住建筑节能设计标准》、2025《公共建筑节能设计标准》	新修订的《居住建筑节能设计标准》将设计节能率提升至83%,并明确规定外窗的传热系数(K值)不应高于1.5 W/(m ² ·K)。同时,新发布的《公共建筑节能设计标准》将节能率提升至78%。
上海	2022《上海市城乡建设领域碳达峰实施方案》、《超低能耗建筑设计标准(公共建筑)》(DG/TJ08-2466-2025)、《超低能耗建筑设计标准(居住建筑)》(DG/TJ08-2467-2025)	规定新建民用建筑到2025年需全面执行建筑能耗和碳排放限额设计标准,建筑能效在现行基础上提升30%。同时,要求到2030年新建民用建筑全面推广绿色建材,并优先选用获得认证的产品。在具体性能指标上,《居住建筑节能设计标准》要求外窗传热系数(K值)≤1.8 W/(m ² ·K),并引入单位面积碳排放强度限额,要求控制在35kgCO ₂ /(m ² ·年)以下。
江苏	2024《江苏省推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》、2021《江苏省居住建筑节能环境和节能设计标准》	在既有建筑改造方面,规划要求到2027年完成公共机构既有建筑节能改造面积1000万平方米以上,更新改造内容包含外墙保温系统及外门窗系统。同时,依据《居住建筑标准化外窗系统应用技术规程》,对外窗的传热系数(K值)提出强制性要求,规定其值应低于1.9 W/(m ² ·K),并对水密性能、抗风压性能等设定了相应的技术指标
浙江	2023.12《浙江省建材行业碳达峰实施方案》	方案要求加快绿色建材推广,指导推进湖州作为国家首批试点城市,加快政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升试点工作,并明确要求提升节能玻璃、新型保温材料等在新建建筑与既有建筑改造中的应用比例。
北京	《绿色建筑和绿色建材政府采购需求标准(2025年版)》	对绿色建材中的建筑玻璃提出明确的性能要求,规定中空玻璃的水分渗透指数I≤0.20,且可见光透射比≥40.0%、室外可见光反射比<20.0%。同时,要求外窗进场后必须对气密性、传热系数等关键性能进行抽样复试,合格后方可安装。
广东	2025《广州市住房和城乡建设局关于在民用建筑工程推广应用绿色建材的通知》、广东省城镇住宅品质提升设计图册(2025)	广州市要求自2025年2月1日起,政府投资的民用建筑工程应使用绿色建材,应用比例不低于20%,且绿色建材需通过产品认证或满足国家《绿色建筑和绿色建材政府采购需求标准(2025年版)》。在外窗性能上,明确要求采用低辐射(Low-E)玻璃或中空玻璃,且传热系数(U值)应低于2.0 W/(m ² ·K),并需采用隔热型材与具备良好密封性能。同时,省级住宅设计标准中亦提出,为提升隔声性能,外窗应增强密闭性,并建议采用高气密性的三玻两腔或夹胶玻璃等配置。
湖北	2025.9《绿色建材产业提升三年行动方案(2025—2027年)》、《湖北省建筑节能产品、技术和新型墙体材料推广应用目录》(第六批)	要求推进平板玻璃向光电玻璃转型,重点发展轻质高透光伏玻璃、TCO玻璃、微晶玻璃等前沿产品。同时,发布的建筑节能推广目录中,明确推荐采用具有优良隔热性能的中空玻璃窗及断桥铝门窗等节能产品
河南	2025《河南省建材产业提质升级行动计划》	引导平板玻璃行业向精深加工方向转型,重点发展光伏玻璃、光热玻璃、低辐射镀膜玻璃、真空玻璃及门窗幕墙配套产品,并以洛阳、安阳、焦作等地为核心打造“原片—深加工—终端应用”产业生态圈。
安徽	2025《安徽省建材产业优化升级方案(2025-2027年)》	省级规划明确要求重点发展超薄、高强、镀膜、高透光率等高性能玻璃,并重点开发智能调光玻璃、多功能复合化汽车玻璃等产品。在需求端,合肥、芜湖、滁州、铜陵、蚌埠、淮南6市已被纳入国家政府采购支持绿色建材试点,强制要求政府投资项目采购符合国家《绿色建筑和绿色建材政府采购需求标准》的绿色建材,并已落地31个试点项目
福建	2023.7《福建省工业领域碳达峰实施方案》	将玻璃等产品的碳排放指标纳入绿色建材标准体系,并加快推进绿色建材产品认证。同时,明确要求推广节能玻璃、高性能门窗等绿色低碳产品,并推动在城乡建设中优先选用获得绿色建材认证标识的产品。

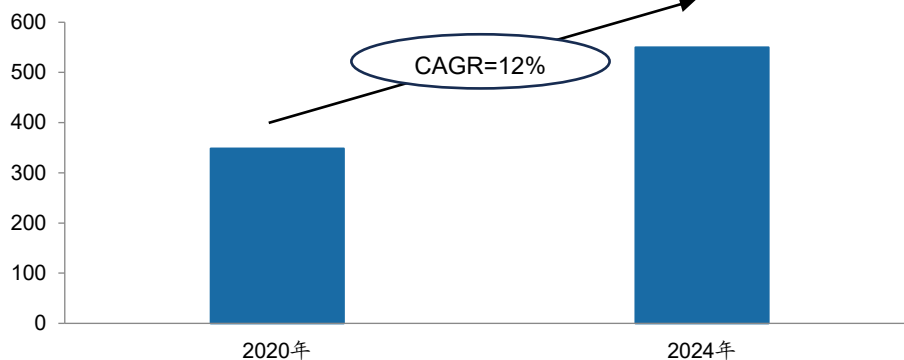
资料来源:各省工信部、住建厅,广发证券发展研究中心

Low-E玻璃又名低辐射玻璃,是在玻璃表面镀上多层金属或其他化合物组成的膜系产品。其镀膜层具有对可见光高透过及对中远红外线高反射的特性,使其与普通玻璃及传统的建筑用镀膜玻璃相比,具有优异的隔热效果和良好的透光性。一般为双层玻璃,以中空玻璃形式存在。除在线镀膜Low-E玻璃为单层以外,具有优良性能的离线Low-E玻璃均采用双层的中空玻璃形式,Low-E膜一般在外玻内侧,中空玻璃腔内为干燥气体,能够避免Low-E膜变色或腐蚀。部分对于隔音以及隔热性能要求更高的建筑会采用三玻两腔的Low-E玻璃,玻璃用量从普通Low-E的双层变为三层,进一步提升建筑玻璃的单位用量。

庞大存量市场的改造需求是渗透率提升的第二引擎。除了新建市场的强制应用,既

有建筑节能改造是完成远期目标的关键。江苏省等地的政策已明确将外门窗系统更新纳入大规模建筑节能改造计划。将海量既有建筑的普通窗户更换为符合新标准的高性能玻璃，构成了一个规模巨大且持续多年的增量市场，是推动玻璃用量与产值增长的长期动力。根据智研咨询，2020年中国Low-E玻璃市场规模达到348.4亿元，到了2024年行业规模扩大至550.24亿元，年复合增长率为12.1%。

图13: 中国Low-E玻璃市场规模



数据来源：智研咨询，广发证券发展研究中心

(二) 供给：行业现金流吃紧，叠加环保限制趋严，供给冷修加速

1. 供给侧复盘：本轮下行已持续5个季度，行业现金流普遍吃紧，2026年或将大面积冷修

2020年以来，浮法玻璃共经历了三个阶段，第一阶段盈利颇丰，头部企业ROE均超过30%，第二阶段整体略亏损，第三阶段全面亏损，目前行业处于现金流吃紧状态。

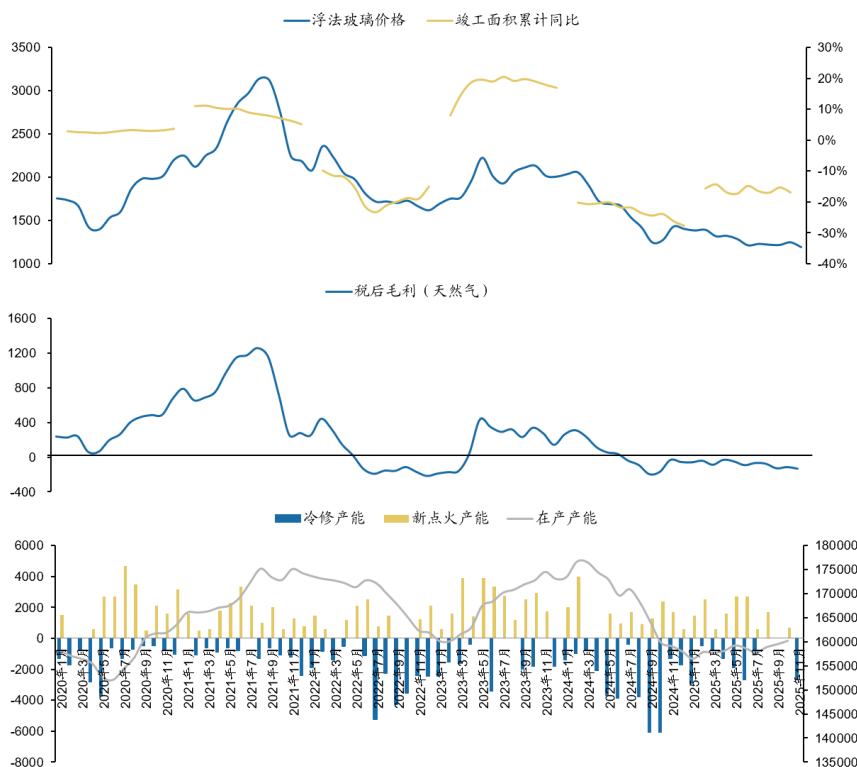
第一阶段——整体盈利（2020.5-2023.10）。2020年5月-2021年1月，疫情刚开始下游停工，玻璃运输受阻，库存累计到历史高位，疫情结束行业全面复工引发阶段性供需错配，浮法玻璃均价由5月1401元/吨上升至2021年1月的2250元/吨。2021年2月竣工周期开启，价格持续上升至8月的3140元/吨，后因供给持续恢复以及2022年竣工增速放缓，价格持续下降至2022年5月的1980元/吨，天然气产线普遍开始亏损，行业开始加速冷修，此阶段行业盈利颇丰，2021年浮法玻璃头部企业信义玻璃和旗滨集团净利润分别为116亿元以及42亿元，ROE(摊薄)分别为33.4%和31.7%。

第二阶段——整体盈亏平衡（2023.3-2024.11）：2023年保交楼拉动竣工，叠加前期供给收缩，出现阶段性行情，但盈利中枢远低于上一轮周期，2024年年初开始行业进入下行周期，下半年开始普遍亏损，价格持续下滑至2024年11月，根据卓创资讯，此阶段行业平均毛利为127元/吨，若加上费用则整体略亏损。

第三阶段——全面亏损（2024.11-2025.11）：2024年5月后行业加速冷修，冷修一

直持续到2024年10月，产能从5月的17.3万T/D下降到11月的15.9万T/D，11月份价格有所回暖，浮法玻璃均价从10月的1278元/吨跳涨到11月的1433元/吨，之后由于竣工端持续低迷，同时产能未出现明显优化，浮法玻璃均价继续阴跌，截至2025年12月12日，价格已跌至历史最低点（1150元/吨），此阶段行业毛利未实现盈利，虽然2024年11月价格有所反弹，但仍未达到成本线，2025年亏损逐渐加深。

图14: 浮法玻璃行情复盘



数据来源: wind, 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

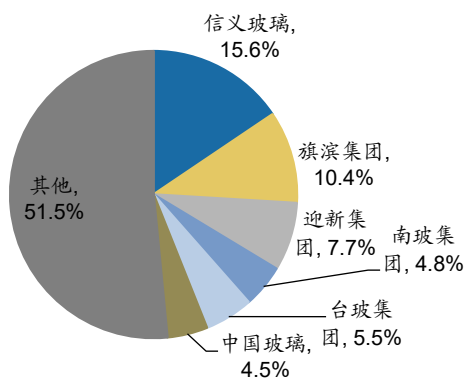
行业现金流普遍吃紧，部分企业因现金流压力停产。目前行业处于盈利历史最差的阶段，根据卓创资讯，2024年9月浮法玻璃行业毛利最低达到-267元/吨，集中冷修后有所好转，2024年11月毛利达到盈亏平衡，之后供给保持稳定，未出现明显下降，在需求持续下行背景下，2025年行业毛利亏损持续扩大，截止2025年12月19日，行业毛利亏损达到151元/吨。目前行业现金流已经不容乐观，已经出现冷修加速的信号：2025年11月开始冷修了9条产线，共6600T/D（今年春节后到10月总共才冷修8310T/D），12月以及明年1月仍有部分产线计划冷修。目前湖北亿钧等民营企业已经因现金流吃紧开始关停产线，浮法玻璃共3条产线关闭1条，光伏玻璃共6条产线关闭5条。

下半年经过两轮震荡，玻璃小厂悲观情绪蔓延，短期可期待供给侧集中冷修。虽然去年下半年开始天然气产线毛利陷入亏损，但2025年在产产能较2024年底仍有增长，我们认为原因有三：一是产线若停产则难以复产。根据2024年玻璃产能置换政策，连续停产三年及以上的平板玻璃生产线产能不能用于产能置换，因此大多数产线面对行业下行选择硬抗。二是玻璃产线启停成本高（单线冷修成本在5000万元以上），

重新开启产线的现金流压力较大；三是小企业普遍对2025下半年玻璃反内卷政策抱有乐观期望（包括6月底的反内卷以及9月工信部发布的建材稳增长政策），在经历两轮推涨失败后，玻璃行业普遍对未来价格较悲观，希望卖产能指标的小企业数量明显增加，目前冷修已有加速迹象，2026年或将迎来更大面积冷修。

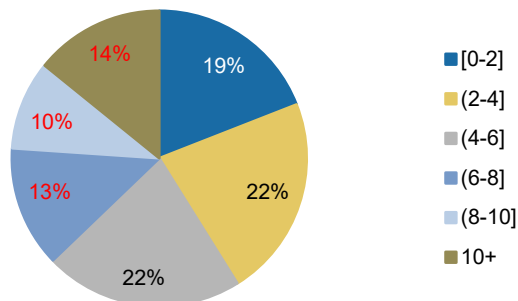
浮法玻璃出清空间较大，老窑炉和长尾企业占比较高。从窑龄来看，当前老窑炉占比较高，根据卓创资讯，目前浮法玻璃行业运行10年以上的老旧产线占比仍达15%。从小企业比例来看，行业CR6（前六大企业市占率）约为49%，长尾企业（尤其是中小型产线）仍占据较大市场份额。未来若环保政策执行力度加强，或行业亏损进一步加剧，这部分产能或加速出清，从而改善行业供需格局。

图15: 浮法玻璃行业CR6约49%（25年11月）



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

图16: 玻璃在产产能窑龄结构（年）（25年11月）



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

2. 政策展望：供给侧未来将依托环保限制逐步收紧，盈利中枢或将持续提升

从政策导向来看，未来浮法玻璃行业的供给侧改革或围绕环保政策（排污许可证核发）和能效标杆管理两大抓手展开，政策执行力度与节奏将成为影响行业产能出清速度的关键变量。

（1）排污许可证或从单一检测或转向全流程评估，倒逼环保技改。生态环境部于2025年7月24日发布的新版《玻璃工业大气污染物排放标准》（征求意见稿），新环保标准所规定的可行技术，可覆盖全国95%以上的玻璃企业，为地方生态环境部门核发排污许可证提供支撑，污染许可证的评估或从单一的污染物检测环节转变为更全面的产线评估+污染物检测的方式。

（2）环保政策要求燃料系统升级和能效水平提升。2025年4月份一份关于沙河地区玻璃生产线清洁燃气切改计划方案中提到，要求在2025年10月底前，全面完成沙河市9条玻璃燃煤生产线的清洁燃气切改工作，实现煤气发生炉清零，确保玻璃产业环保升级，推动区域空气质量持续改善。截至11月13日，目前沙河市已有四条浮法玻璃产线停产（共2650t/d，约占全国在产产能的1.7%），过去市场普遍怀疑玻璃行业供给侧优化的实际执行情况，此次沙河地区玻璃产线停产象征意义更强，未来环保政策的实际效果或可期待。

2024年湖北省发布《湖北省玻璃行业大气环境综合整治实施方案》，提出2025年底重点企业完成一轮清洁生产审核，加快推进清洁能源替代，2026年底前石油焦/煤制气为燃料的平板玻璃企业需要基本完成天然气、电等清洁能源替代。同时该文件也对能耗水平提出要求，在2025年底前，湖北省玻璃行业能效标杆水平以上产能比例达到20%，能效基准水平以下产能全部清零，清洁燃料和能效的要求或可扩展到全国作为有效的政策抓手。

表3: 玻璃行业供给侧政策

日期	发布机构	政策名称	政策内容
2014年7月	工信部	《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》	对平板玻璃行业新（改、扩）建项目，实施产能等量或减量置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目产能的1.25倍予以核定，其他地区实施等量置换。支持跨地区产能置换。
2017年8月	环境保护部	《固定污染源排污许可分类管理名录（2017年版）》	平板玻璃制造被纳入2017年首批核发排污许可证的15个重点行业之一，要求企业在2017年底前完成许可证申领，否则按无证排污处罚；同时明确要求企业需安装在线监测设备、规范排放口设置，并执行更严格的自行监测和台账记录制度；排放需符合《平板玻璃工业大气污染物排放标准》，重点管控二氧化硫、氮氧化物、颗粒物及重金属的排放。
2017年11月	河北生态环境厅	《关于依法依规做好重点行业排污许可证核发工作的紧急通知》	明确要求各级排污许可证核发部门依据法规发放排污许可证，不符合发证条件的企业（如未完成环保验收、未履行环评程序等）立即停产。
2018年1月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃项目。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案。位于环境敏感区的平板玻璃建设项目，产能置换比例分别至少为1.5:1和1.25:1；位于非环境敏感区的平板玻璃建设项目，产能置换比例分别至少为1.25:1和1:1。
2021年7月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	水泥熟料产能置换比例提高：大气污染防治重点区域水泥项目由原办法的1.5:1调整至2:1，非大气污染防治重点区域由原办法的1.25:1调整至1.5:1，西藏地区的水泥熟料建设项目不再执行1:1置换。平板玻璃产能置换比例维持不变。光伏压延玻璃项目可不制定产能置换方案，但要建立产能风险预警机制，过程要求更高，间接设置了一定新增门槛。
2024年6月	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024年本）》	能效水平达不到基准值要求的平板玻璃生产线产能不能用于产能置换；由“连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线产能不能用于产能置换”修改为“连续两年每年产量不足年产能30%的水泥熟料生产线产能、连续停产三年及以上的平板玻璃生产线产能不能用于产能置换”。
2025年7月	生态环境部	关于公开征求《玻璃工业大气污染防治可行技术指南（征求意见稿）》等2项国家生态环境标准意见的通知	相对于2018年版本：1）扩大了标准适用范围。18年版本只适用于平板玻璃制造，新标准将范围拓展到玻璃制品制造和玻璃纤维制造。2）环保标准提升。新标准中颗粒物、硫化物、氮氧化物限值降低，新增氨和VOCs（有机污染物）等相关排放指标的限制；同时完善了无组织排放控制技术，物料储存、运输、转移等环节的排放控制要求趋严。3）新标准增加了污染治理的技术规范，部分治理技术（如二氧化硫湿法技术及氮氧化物治理技术）添加了明确的技术规范。

资料来源：政府网，工信部，河北省生态环境厅，生态环境部，广发证券发展研究中心

（三）盈利：2026年行业盈利拐点可期，公司作为头部企业弹性更大

目前浮法玻璃盈利底部徘徊，2026年下半年盈利中枢有望好转。预计2026年浮法玻璃需求继续小幅下滑，供给端2026年上半年有望进行集中冷修，现金流吃紧的小企业或将冷修部分产线，若行业供给缩减将带来下半年盈利中枢提升；若需求回暖，叠加玻璃供给的提前出清，阶段性供需错配，盈利有拐点改善的机会。

图17: 全国浮法玻璃均价 (元/吨)

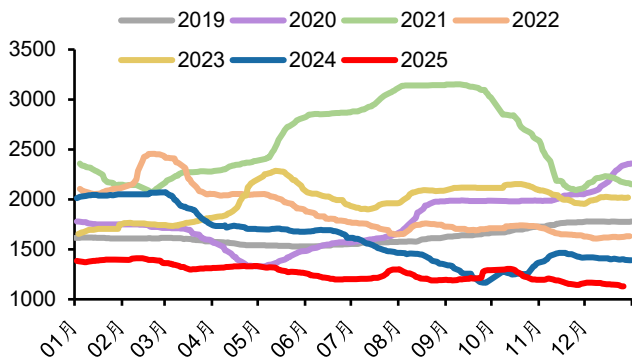
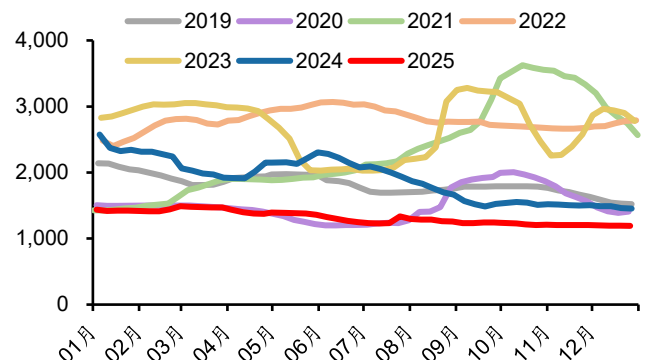


图18: 浮法玻璃税后毛利 (管道气, 元/吨)

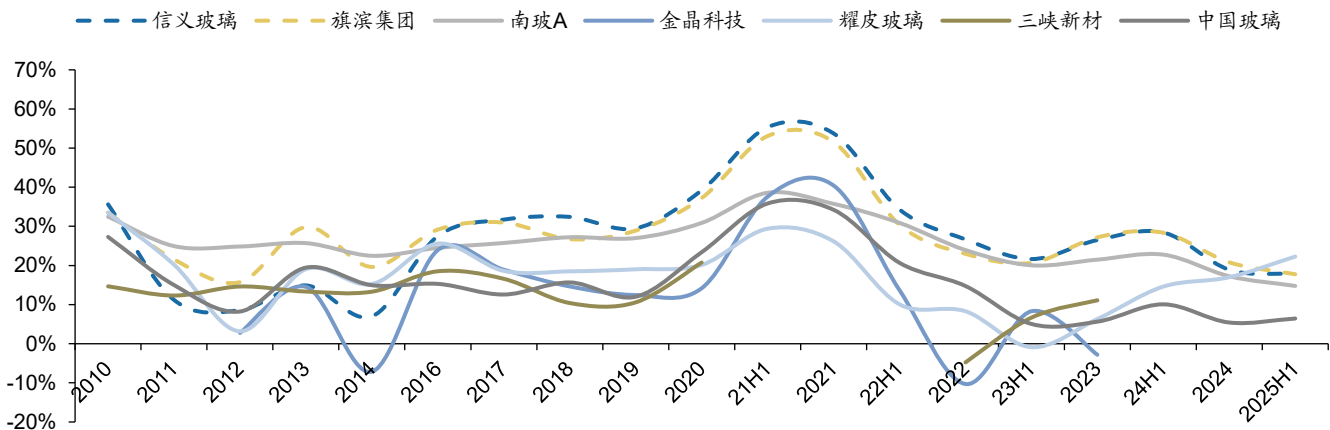


数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

浮法玻璃行业成本曲线陡峭, 公司始终处于第一梯队。在2017年之前, 由于环保监管相对宽松, 中小企业在环保投入上无明显劣势, 行业毛利率差距维持在5%以内。但2017年环保整治加速后, 头部企业如公司和信义玻璃通过规模化生产、清洁能源替代(如天然气应用)和管理水平优化, 逐步建立成本护城河, 公司毛利率较二线企业拉开10-20pct的差距。这一分化趋势在2020年后进一步强化, 尤其在当前行业低谷期, 头部企业凭借成本优势底部仍能维持盈利, 而中小企业的生存压力显著加剧。

图19: 浮法玻璃企业毛利率水平



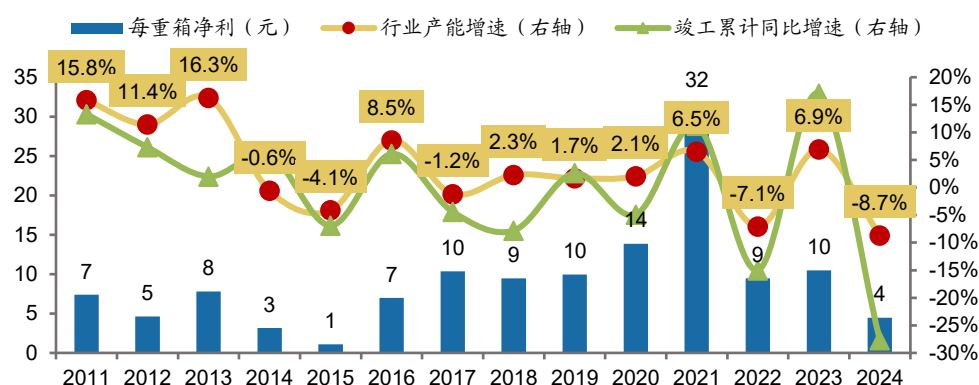
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

公司浮法玻璃成本优势明显, 行业底部仍能维持盈利。根据卓创资讯, 在2015年以及2022年行业普遍亏损的前提下, 公司仍然保持盈利, 根据我们估算, 上一轮周期底部(2023年)单箱净利仍有约9元, 2024年地产竣工端彻底进入下行周期后, 全年仍有4元/箱盈利; 进入2025年后, 前三季度单箱盈利仍有2.7元/平。其背后是公司具备成本领先的核心竞争力, 成本领先具体体现在良好的布局与物流优势、原材料

规模化采购、持续的技术优化、产业链一体化（砂矿、深加工节能玻璃）、优秀的运营管理等综合能力。展望未来，在供给逐渐出清背景下，硬抗亏损持续生产的小企业数量将会逐渐减少，供需优化下，未来两年行业价格中枢将逐渐向小企业的成本线收敛，头部企业的盈利中枢将逐渐提高，有望回到上轮周期的底部（9-10元/箱）以上。

头部企业微利下，供给侧出清所带来的业绩弹性较大。目前行业头部企业浮法玻璃业务均处于微利阶段，供给端短期冷修以及环保政策推动长期的盈利中枢提升将显著带动公司利润增长，头部企业的弹性更加明显。

图20：旗滨集团浮法玻璃单重箱净利估算



数据来源：卓创资讯，公司财报，广发证券发展研究中心

注：我们采用单重箱净利=单重箱毛利-单重箱收入*（整体毛利率-净利率）的方式进行估算

三、光伏玻璃：行业寻找供需平衡中，业务重心由量向质切换

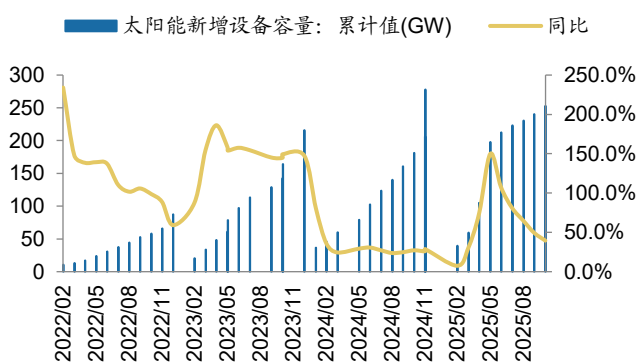
（一）2026 年光伏玻璃寻找平衡，行业盈利或将修复

1.需求端：2025年下半年显著放缓，预计2026年整体延续下滑趋势

国内光伏新增装机2025年5月开始下滑，2026年或将延续下滑趋势：根据国家能源局，2025年1-10月国内累计新增光伏装机252.87GW，同比增长39.5%，虽然全年同比增速较高，但是下半年增速显著放缓，主要系5月发布的136号文增加电站的收益模型的不确定性，光伏装机积极性受到显著影响，分布式新增光伏装机规模或将放缓。2025年1-5月国内累计新增光伏装机197.85GW，同比+150%，而2025年5-10月共新增55.02GW，平均每个月新增11GW左右，抢装后新增装机显著下滑。海外方面，美国通过《大而美法案》，将光伏项目的投资税收抵免（ITC）和生产税收抵免（PTC）提前7年终止，原定适用于2032年的补贴政策将于2025年底失效，欧洲光伏装机则保持稳定增长。综合来看，预计2026年或将延续2025年下半年的下滑趋势，全球装机增速或将有10%左右下滑。

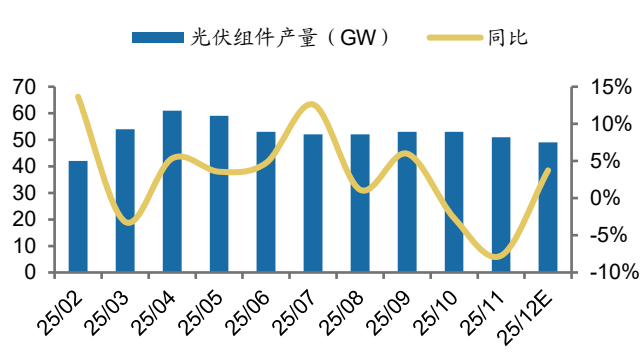
光伏组件方面，受到出口退税政策变动影响，11月后才出现下滑。据infolink数据，3-5月份下游组件排产旺盛，分别为54/61/59GW，4/5月份分别环比-3.2%/+5.4%；531抢装后，6月排产大幅下滑至53GW，7月初市场有光伏组件出口退税将从9%下调至0%的消息，引发光伏组件增产于窗口期前集中出口，因此6-10月光伏组件排产无明显下滑，稳定在52-53GW水平，11月组件排产有一定下滑，预计11月组件产量为51GW，同比-7.7%。展望2026年，大趋势或与下游光伏新增装机一致，出现不同程度的下滑。

图21：国内太阳能新增设备容量



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图22：全球光伏组件产量



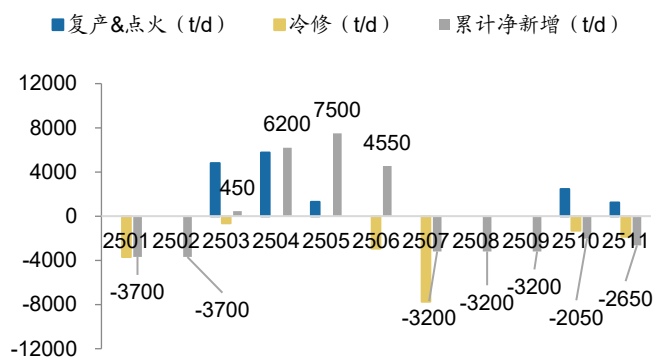
数据来源：Infolink，广发证券发展研究中心

2.供给端：供给收缩或将是2026年主旋律

2025年3月受到涨价影响供给小幅恢复，6月反内卷后行业自律减产，产能下降迅速。据卓创资讯，2025年光伏玻璃新点火产能1.09万吨/天、复产产能0.215万吨/天，基本都集中在3-5月，6-9月后没有新增产能，10月新点火1200T/D；冷修产能1.64万T/D（1-3月冷修0.44万T/D，6-7月冷修1.07万T/D，10-11月冷修0.315万T/D）。从在产产能来看，2025年1月初光伏玻璃在产产能9.25万吨/天，5月底升至约10万吨/天，1-5月累计净新增产能0.75万吨/天；6月反内卷以来持续下滑，2025年10月底降至8.85万吨/天，5-10月累计减少1.1万T/D。

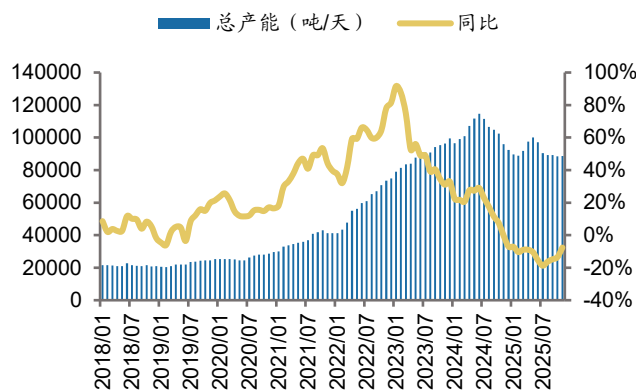
供给收缩&集中度提升或将是2026年主旋律。展望2026年，光伏玻璃企业普遍对于明年光伏装机需求比较谨慎，部分小企业在9月提价以后重启冷修，10-11月共冷修约3150T/D（亿均1200和1300T/D，以及唐山金信650T/D），安彩高科12月发布公告拟对900T/D产线进行升级改造，需求下滑背景下2026年供给或将延续收缩态势，头部企业集中度或将持续提升。

图23：2025年光伏玻璃产能变动



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

图24：光伏玻璃在产产能



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

2026年光伏玻璃供需宽平衡，供给优化下，若排产恢复有望带来盈利改善。需求端，结合CPIA和IEA光伏装机预测，预计2025-2026年组件产量分别为600、550GW，测算得2025-2026年光伏玻璃日熔量需求约10.15、9.36万吨。供给端，截至2025年11月底国内光伏玻璃在产产能8.86万吨/天，同比-7.6%，下半年净减少1.88万吨/天，海外产能当前约1.1万T/D，政策约束、亏损压力和企业自律下，预计2026年新增产能投放会更加谨慎。供需比角度，综合测算2025-2026年光伏玻璃供需比分别为1.01、1.06，行业供需格局维持宽松平衡，过剩程度仍然属于产业链内较好的环节。

表4：光伏玻璃供需平衡表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
全球光伏新增装机 GW	106	115	130	170	230	390	530	600	550
YoY				31%	35%	70%	36%	13%	-8%
容配比	1.09	1.20	1.26	1.30	1.51	1.57	1.37	1.20	1.20

全球光伏组件产量预测 (GW)	115	138	164	221	347	612	726	720	660
每 GW 组件对应单面玻璃需求 (万平方米)	521	521	511	490	483	460	456	455	455
晶硅组件占比 (%)	96.80%	95.60%	95.60%	95.60%	95.60%	95.60%	95.60%	95.60%	95.60%
薄膜组件占比 (%)	3.20%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%	4.40%
双玻组件渗透率 (%)		13%	25%	35%	40%	67%	70%	75%	80%
1.6mm 占比		0%	0%	0%	1%	1%	5%	6%	8%
2.0mm 占比					40%	65%	65%	69%	72%
3.2mm 占比		99%	99%	99%	58%	32%	29%	25%	20%
3.2mm 单玻需求量 (万平方米)		62,695	63,550	72,336	100,639	99,016	107,062	92,794	70,694
3.2mm 单玻需求量 (万吨)		502	508	579	805	792	856	742	566
2.0mm 双玻需求量 (万平方米)		18,549	40,085	71,878	129,685	352,114	412,045	432,583	413,775
2.0mm 双玻需求量 (万吨)		93	200	359	648	1,761	2,060	2,163	2,069
1.6mm 单玻需求量 (万平方米)					1,605	7,729	30,108	37,616	45,975
1.6mm 单玻需求量 (万吨)					6	31	120	150	184
光伏玻璃需求量测算值 (万吨/年)		594	709	938	1,460	2,584	3,037	3,056	2,818
YOY			19%	32%	56%	77%	18%	1%	-8%
供需平衡下玻璃日销量 (万吨/天)		2.10	2.50	3.31	5.15	9.12	10.09	10.15	9.36
历史实际加权产能 (万吨/天)		2.28	2.65	3.73	5.96	9.47	11.28	10.30	9.96
供需比		1.09	1.06	1.13	1.16	1.04	1.12	1.01	1.06

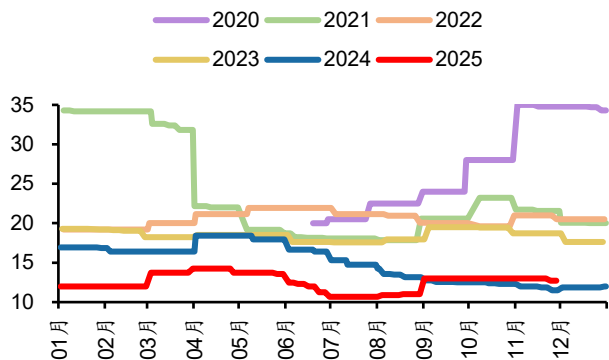
资料来源: CPIA, 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

(二) 2026 年行业盈利中枢有望提高, 公司阿尔法逐渐兑现

在光伏玻璃供需宽平衡前提下, 2026年反内卷的持续进行或将托底行业盈利中枢。在12月政治局会议以及中央经济工作会议中, 均强调了反内卷的重要性, 光伏玻璃行业反内卷成效显著, 2025年行业经历两次全行业现金亏损, 下半年行业自律初见成效。2026年光伏玻璃供需宽平衡假设下, 行业难以出现全行业现金亏损的情况, 2026年盈利中枢或将上移。

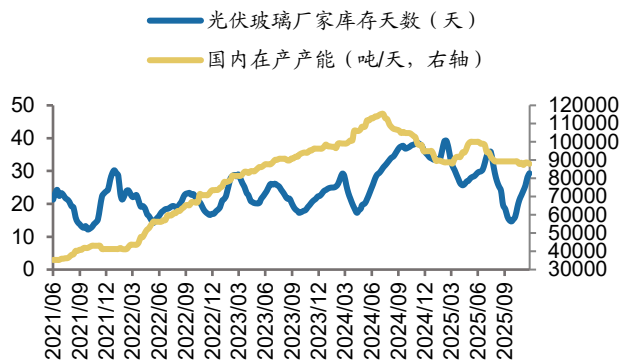
行业逐渐走出底部, 头部企业弹性更优。自2022年公司光伏玻璃窑炉集中投产以来, 公司成本持续追赶头部企业。2023年开始头部企业光伏玻璃业务毛利率与腰部企业之间的毛利率差距始终维持在10%-20%, 优势较为明显, 在行业逐渐走出底部的过程中, 头部企业的业绩弹性更优。

图25: 2.0mm镀膜出厂均价 (元/平方米)



数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图26: 光伏玻璃厂家库存天数和在产产能



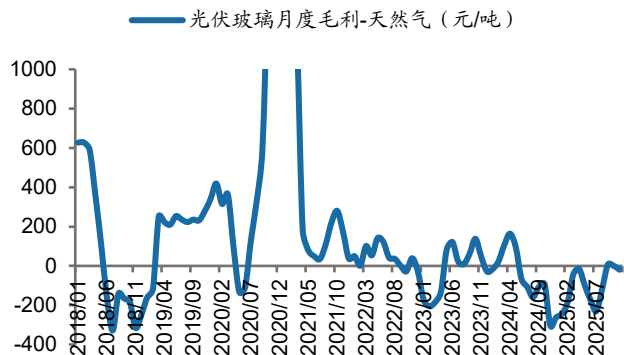
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

公司的成本优势主要来源于以下几个方面：**窑炉规模方面**，公司在2022年以后快速释放产能，平均窑炉规模更大，从总产能口径来看，旗滨集团除一条1000T/D的光伏浮法产线外，其余均是1200T/D的大型窑炉，整体平均日熔量为1175T/D，大幅领先于信义光能、福莱特等头部企业。**产能利用率方面**，公司具有后发优势，所有产线均在产，冷修所带来的额外成本降到最低。**超白石英砂方面**，公司在早期布局超白石英砂，自供比例较高，除浙江基地外所有基地均配套有超白砂矿，未来港口完成建设后可浙江基地从马来西亚运输超白砂，有望达到100%自供。**运输成本方面**，公司在漳州基地拥有5000吨级、3000吨级、30000吨级的三个海运码头，同时在浙江绍兴和湖州都拥有码头经营许可，运输成本较优；**天然气采购方面**，公司天然气燃料为直供，天然气采购价格有较大优势；**纯碱采购方面**，光伏玻璃企业的纯碱可以于浮法玻璃一同采购，公司浮法玻璃业务为行业前列，产能位居行业第二，采购的规模优势更加明显。

动态角度来看，产能爬坡后成本将进一步降低。成品率和能耗方面，旗滨集团平均窑炉规模行业领先，在2023-2024年集中投产的背景下，由于产能爬坡和前置费用等原因，2024年部分基地的利润率较低，在产能爬坡完成后，其产品能耗和成品率水平均达到一线企业水平。原材料方面，旗滨集团自供石英砂比例仍在提高，浙江基地码头建设完成后有望达到100%。财务费用方面，由于旗滨集团原先拟分拆子公司旗滨光能分拆上市，故资产负债率较高，终止分拆后公司正持续降低资产负债率以优化财务费用。

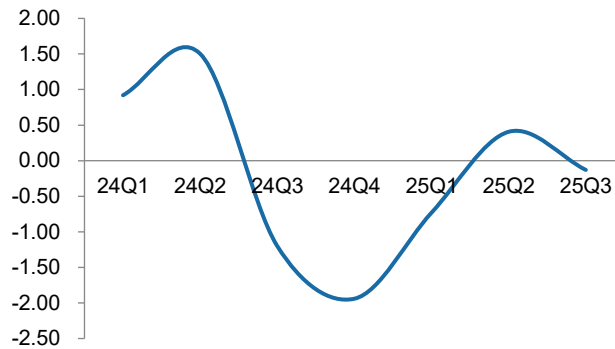
公司阿尔法逐渐兑现，成本优化速度快于行业。根据卓创资讯，2025年前三季度2.0mm光伏玻璃行业平均毛利相比2024年下降0.31元/平，公司2025年前三季度单位净利比2024年高出0.03元/平，公司成本优化速度显著快于行业。

图27: 光伏玻璃行业毛利



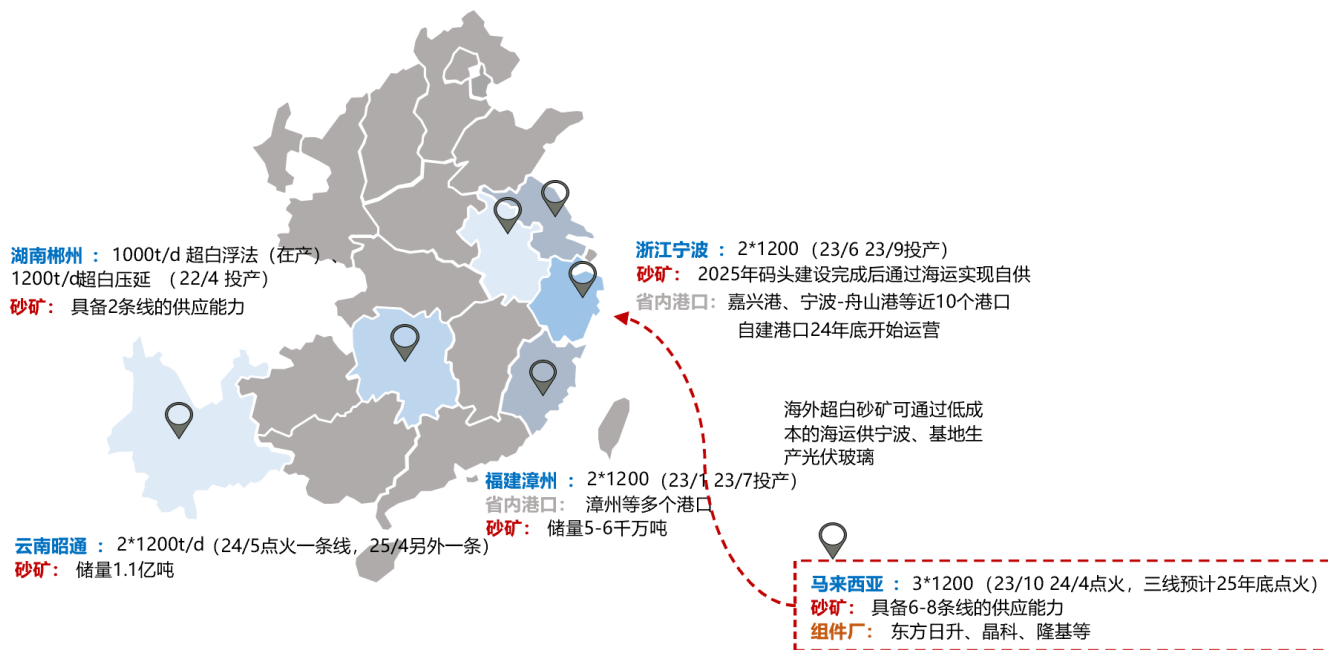
数据来源: 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

图28: 旗滨集团光伏玻璃单位净利估算 (元/平方米)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图29: 旗滨集团光伏玻璃区域布局优势



数据来源: 公司项目投资公告, 卓创资讯, 广发证券发展研究中心

(三) 光伏玻璃出海大势所趋, 公司布局节奏领先

海外市场供需格局好、盈利水平高, 头部企业布局较早。随着国内光伏玻璃产能迅速投放, 行业盈利中枢持续下滑, 海外光伏玻璃售价更高, 运输费用以及关税方面更有优势, 盈利能力显著高于国内。头部光伏玻璃企业积极布局海外光伏玻璃基地, 信义光能、福莱特以及旗滨集团的海外基地分别于2016年、2020年以及2023年点火。

随着国内格局恶化, 光伏玻璃出海是大势所趋。根据中国建材信息网, 2024年11月

28日，中国玻璃埃及新能源玻璃项目在中埃·泰达苏伊士经贸合作区举行开工奠基仪式，总投资22.3亿元，规划先后建设一条浮法玻璃生产线和一条超白压延光伏玻璃（800T/D）生产线，产品应用覆盖建筑、汽车、家装家电及新能源领域，产品辐射北非、中东及欧盟等国际市场。2025年6月，亚玛顿发布公告称，公司已完成了阿联酋全资子公司的相关工商注册登记手续，拟投资建设年产50万吨光伏玻璃生产线项目(包含一座1600t/d玻璃窑炉及配套深加工生产线)，计划总投资额24,023万美元。2025年9月，南玻通过了《关于投资新建埃及光伏玻璃生产线的议案》，规划建设一条1400T/D一窑五线光伏压延玻璃及配套四条钢化镀膜加工生产线，在项目取得政府相关审批后启动建设，预计建设周期为三年，项目规划总投资约人民币17.55亿元。

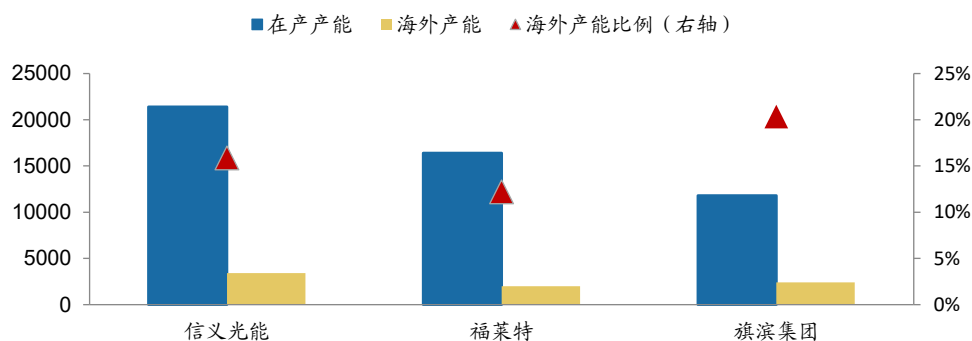
公司提前布局海外基地，海外产能占比较高。作为第一批出海的企业，旗滨集团在马来西亚积极布局光伏玻璃生产基地，目前海外产能占比20%，领先于信义光能的16%以及福莱特的12%。2025年底最后一条马来西亚基地产线（1200T/D）将点火，届时海外产能比例将达到28%。

表5: 国内光伏玻璃企业出海情况

公司	时间	国家	详细信息
福莱特	2026年	印尼	2座1600T/D在建，预计2026年点火
	2020年	越南	2座1000T/D在产，1座1600T/D在建，预计2026年点火
信义光能	预计2026年	印尼	2座1450T/D窑炉在建，预计2026年点火
	2016年	马来西亚	共4条线，1座900T/D目前处于冷修状态，剩下3条共3400T/D在产
旗滨集团	2023年	马来西亚	已点火2座1200T/D窑炉(分别在2023年10月和2025年1月点火)，剩下一条1200T/D或将于2025年底点火
中国玻璃	预计2026-2027年	埃及	1座800T/D在建，于2024年11月开工，预计2026-2027年点火
亚玛顿	预计2027年	阿联酋	1座1600T/D在建，目前ODI已审批通过，尚未开始动工
南玻A	预计2028年	埃及	1座1400T/D在建，目前处于筹建阶段

资料来源：各公司项目投资公告，卓创资讯，广发证券发展研究中心

图30: 光伏玻璃海外产能占比情况（吨/日，%）



数据来源：卓创资讯，广发证券发展研究中心

四、特种玻璃：电子、药用玻璃的新增长极正在孵化

（一）高端玻璃研发持续推进，芯片封装玻璃领域未来可期

参考2019年我们的外发报告：《旗滨集团：浮法玻璃龙头，加速步入发展新阶段》，AGC、福耀等优秀玻璃公司的战略方向均是高端产品带来第二曲线。公司并不例外，在2019年启动“一体两翼”做大做强的六年期战略，开始布局电子玻璃和药用玻璃业务，目前高端附加值玻璃领域的开拓是战略重心之一。

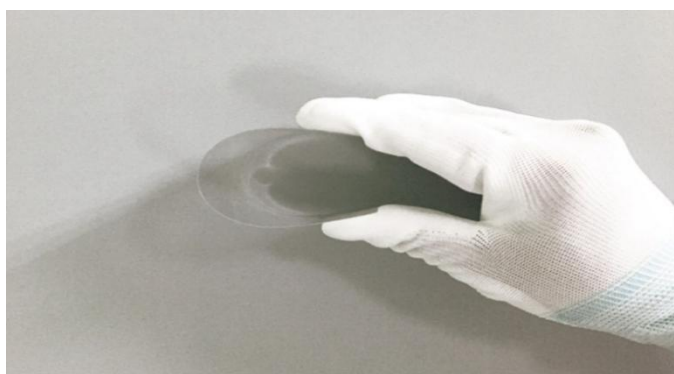
1. 电子玻璃：业务版图由盖板/贴片扩展到芯片封装

表6：旗滨电子玻璃产品矩阵

电子玻璃产品	旗鲨 HS3	旗鲨 HS6	NE1 微晶玻璃	旗鲨 HS7i	旗鲨新纪元 GC1 微晶玻璃
简介	旗滨推出的第一款专门应用于手机、平板、车载、工控保护盖板等可化学强化的超白高铝硅玻璃	可进行二次化学强化增强的高强锂铝硅玻璃，抗摔、抗弯曲、抗划伤、抗冲击性能好。	一款纳米级透明微晶玻璃，具有超高的断裂韧性、抗冲击强度、耐划伤等	抗跌落、抗刮擦等核心性能将更上一层楼，引领行业	同时具备高强、高透、超薄、耐划伤、抗跌等优异性能
性能	1. 优异的光学性能: 可见光透过率>91.5% 2. 良好的抗划伤性能: 铅笔硬度>9H, 维氏硬度>650kgf/mm ² 3. 超高的机械强度: 落球强度大于 0.3J, 4点弯曲高于 650MPa 4. 出色的化学强化性能: CS700-950MPa. DOL 35-50 μm	1. 3D 成型能力: 热弯温度低至 600°C 2. 高抗摔性能: 180#砂纸跌落高度>160cm 3. 高抗弯曲强度: 4PB 均值>700Mpa 4. 化学强化性能: CS>850Mpa, DOL>100 μm	1. 透光率 (550nm, %) >91 2. 雾度 (%) <0.15。 3. 维氏硬度 (HV) >700 4. 整机跌落高度(M) 条件: 200g 配重、80 目碳化硅砂纸>1.6		

数据来源：CINNO、国际（上海）显示技术及应用创新展、广发证券发展研究中心

图31: “旗鲨” HS6玻璃



数据来源: 国际(上海)显示技术及应用创新展, 广发证券发展研究中心

图32: “旗鲨”新纪元NE1微晶玻璃



数据来源: 国际(上海)显示技术及应用创新展, 广发证券发展研究中心

公司电子玻璃业务计划向更高盈利水平的芯片封装玻璃扩张。

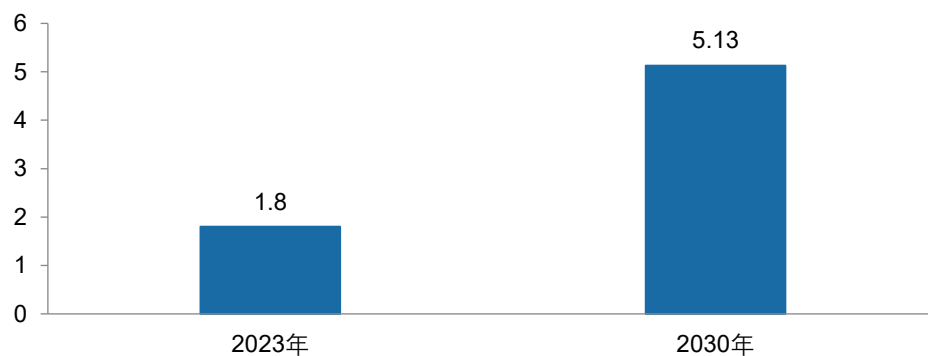
在人工智能时代, 封装领域的技术发展遭遇瓶颈, 玻璃半导体基板作为能够解决该领域难题的关键材料正备受瞩目。根据玻璃线路板产业联盟(GCPA), 三星电子、台积电、英特尔、AMD 等全球主要半导体厂商, 均在探讨将玻璃材料应用于封装基板, 以此提升芯片集成密度。这款被誉为“游戏规则改变者”的玻璃半导体基板, 其核心目标是助力 AI 芯片实现效能跃升。

目前多数半导体玻璃基板制造企业已着手加速布局量产体系。在韩国, SKC(旗下子公司 Absolics)、三星电机、LG Innotek 均已入局, 全力推进半导体玻璃基板的商业化进程。不过, 各家企业的业务发展进度存在差异, 其中 SKC 的技术与布局处于领先地位, 三星电机与 LG Innotek 则紧随其后, 正加紧缩小差距。

半导体玻璃基板最快2026年或将量产。最快明年韩国企业研发的半导体玻璃基板就将开启“早期量产”。目前, SKC 与三星电机已向客户交付样品, 并同步开展相关测试工作。两家企业均制定明确规划: 计划于 2026-2027 年建成量产体系, 2027-2028 年全面进入产能爬坡阶段。

2030年半导体玻璃基板市场规模约为5.13亿美元。根据QYResearch, 2030年半导体玻璃基板市场规模预计将达到5.13亿美元, 而2023年市场规模约1.8亿美元, 复合增速为15.7%。

图 33: 半导体玻璃基板市场规模 (亿美元)



数据来源: QYResearch, 广发证券发展研究中心

玻璃基板产业链第一步需要玻璃企业生产出特种玻璃原片, 第二步需使用玻璃通孔 (TGV) 实现玻璃基板的垂直互连, 第三步使用电镀将金属 (主流为铜) 沉积入 TGV 结构, 实现垂直导电, 通常需经过种子层制备、金属填充以及表面平整化三步。第四步薄膜溅镀在真空环境中通过等离子体轰击靶材, 使材料原子均匀沉积于玻璃基板表面, 形成种子层、阻挡层等关键薄膜。

图 34: 封装级玻璃基板产业链



数据来源: 艾邦半导体网, 广发证券发展研究中心

特种玻璃原片质量是目前制约国内玻璃基板量产的重要因素。根据特种玻璃原片根据深芯盟产业研究部微信公众号, 目前国内在玻璃基板 TGV 生产设备与工艺方面已掌握了核心技术, 特别是在 TGV 技术的应用上, 已经具备了大规模生产的能力。飞秒激光设备 (如大族数控和帝尔激光的飞秒 TGV 设备) 已成功导入量产, 并为规模化生产奠定了基础。但在半导体级特种玻璃原片方面, 仍依赖于康宁、肖特、AGC 等国外头部玻璃制造商。玻璃基板质量缺陷会扰乱飞秒激光诱导蚀刻的参数设置, 直接影响 TGV 工艺的稳定性。

微晶玻璃或将作为半导体玻璃基板的原料。当前, 电子玻璃正向微晶玻璃材质发展,

因其具有低介电常数、低热膨胀系数、高强度和少缺陷，提供更好的电气性能、热稳定性和机械可靠性。在飞秒激光诱导刻蚀过程中，超快脉冲飞秒激光大大减少了激光散射对光斑边缘玻璃的热应力影响。在玻璃强度成为主要因素的情况下，微晶玻璃在飞秒激光诱导刻蚀过程中能够更好地保持通孔边缘的强度，减少微裂纹的扩展，在整体上保持 TGV 玻璃基板的结构完整性。

公司在微晶玻璃研发领域拥有丰富经验。相对于电子玻璃以及普通的建筑玻璃，微晶玻璃纯度更高，平整度以及电化学性能要求更高，对应的原料配方以及产线深加工能力要求更高。根据CINNO官方微信公众号介绍，公司研发的连续式“特种压延成型”技术，已攻克了厚度0.9mm以内超薄电子微晶玻璃成型的技术壁垒，其首款微晶玻璃产品“旗鲨新纪元GC1”同时具备高强、高透、超薄、耐划伤、抗跌等优异性能，产能供应充足，为半导体级特种玻璃原片的研发奠定坚实基础。

2.药用玻璃：中性硼硅拉管与卡式瓶的结构升级

公司药用玻璃聚焦中性硼硅玻璃素管的拉管业务，并服务于后续的制瓶企业。中性硼硅5.0玻璃是一种高性能的药用玻璃材料，具有优异的化学稳定性和热稳定性，广泛应用于医药包装领域。国外医药行业已广泛采用符合国际标准的中性硼硅玻璃作为药用包装材料。近年来，随着我国国民生活品质提升、保健意识增强，以及“健康中国 2030”战略及一致性评价、关联审批制度的推进，中国药用包装的质量和安全性要求不断提高，加之国家产业政策引导，采用符合国际标准的中性硼硅药用玻璃已是社会发展的必然趋势，高质量药用玻璃材料的需求不断增加。从国外药用玻璃行业的发展轨迹来看，高质量的中性硼硅玻璃未来将逐步替代低硼硅玻璃和钠钙玻璃，成为国内药用包装的首选材料。

公司仍保持持续投入，2025年新产品博安特系列药用玻璃发布。公司目前拥有两条药用玻璃产线，总产能65T/D，目前在产产能为40T/D，公司第一条产线于2021年点火，4年来持续保持对于药用玻璃业务的投入，2025年公司携最新产品博安特 Boentr®系列药用玻璃产品亮相第二十四届中国生物制品大会（CBioPC2025），该产品具有出色的耐化学性、耐温性和耐压性等性能，可保护最敏感药物的稳定性和药效，外径6.0-40.0mm不同规格呈现，产品拥有核心知识产权，主要应用于西林瓶、安瓿、卡式瓶、预灌封等医药包装，公司产品目前已在高端卡式瓶产品上完成送样并通过客户验证，盈利拐点正逐步接近。

表7: 不同玻璃原片比较

维度	半导体玻璃基板	高铝电子盖板玻璃	普通钠钙玻璃
典型体系/成分	氧化硼、氧化铝、熔融石英、无碱/低碱	高铝的铝硅酸盐、较高碱含量	Na ₂ O-CaO-SiO ₂ 系统
主要应用场景	用于 AI/HPC、5G、光电等封装基板	手机/平板/可穿戴的盖板玻璃、部分车载/工控显示盖板	建筑窗、瓶罐、普通器皿、部分低端光学件
热膨胀系数 CTE	CTE 比钠钙低，利于翘曲控制和应力匹配	一般中等 CTE，略低于钠钙、明显高于熔融石英；设计重点不是匹配 Si，而是兼顾机械强度和耐冲击	CTE 较高
电性能 (Dk、损耗、体电阻率)	低介电常数、低损耗、高电阻率，是使它做高频/高速封装的主要原因之一	介电性能中等，足够做显示盖板，但设计重点在机械强度和表面强化而非超低损耗	介电常数较高，损耗和离子导电性较高，不利于高速信号完整性
平坦度 / 尺寸稳定性	超高平整度、低翘曲、大尺寸，是玻璃基板被看好做 HPC/AI 封装的重要原因	有不错的平整度，厚度多在 0.4-1 mm，更多关注抗摔	浮法玻璃平整度达不到纳米级封装要求；温度变化时尺寸变化大
机械强度 & 强化方式	本体强度可通过压缩应力层等方式优化；但设计重点往往是足够支撑并且不翘曲，不追求“极限抗摔”	依靠化学强化做出深压应力层，表面压应力很大，所以抗摔、抗划、弯曲性能远高于普通玻璃	抗弯强度一般，可做钢化提升，但更多是建筑安全需求

资料来源：《Glass Substrates for Advanced Packaging, Aric Shorey, Scott Pollard》，广发证券发展研究中心

（二）公司优秀的团队、治理结构以及逐年加大的技术研发力度，具备产品高端化的基础

公司具备产品高端化的基础，来源于以下几方面：一是优秀且经验丰富的团队以及良好的治理结构；二是逐年加大的技术研发；若芯片封装玻璃成功放量将会显著提升公司盈利能力。

1.优秀的团队和治理结构奠定产品高端化研发基础

公司持续引进经验丰富的管理团队。2016年以来，公司引入一大批业务经验丰富的管理团队，同时实际控制人俞其兵先生于2016年4月份辞任公司董事长，管理上向职业经理人制度转变。高端玻璃方面，2024年，公司任命刘斌先生作为电子玻璃业务负责人，刘斌先生历任恩智浦半导体全球大客户销售总监；康宁公司大猩猩玻璃事业部大客户销售总监、北中国区销售总监、中国区销售总监、中国区总经理；科迪华集团全球首席执行官等职位，在电子玻璃领域工作和管理多年。

公司引入职业经理人，给予其丰厚的股权激励。激励对象涵盖董事、高级管理人员、核心技术人员、业务骨干等；此外还实行业务合伙人计划、员工持股计划，这些灵活机制都是公司决心向职业经理人制度转变的体现。通过建立员工、股东利益共享机制，管理层及员工利益和公司深度绑定，推动核心管理层由“经理人”向“合伙人”转变，为公司中长期发展保驾护航。

表8: 公司股权激励计划 (包括事业合伙人持股计划和员工持股计划)

事业合伙人持股计划, 以 0 对价获取公司实控人俞其兵先生无偿赠与的股份							
激励项目	激励数量 (占总股本)	授予价格	股票来源	锁定期	激励对象	业绩考核目标	状态
事业合伙人持股计划 (第一批)	5880 万股(2.19%)	0	公司实控人俞其兵先生无偿赠与的股份, 不超过 1 亿股	不低于 48 个月	两批总人数不超过 100 人, 首批为 23 人, 公司部分董事、高级管理人员、下属企业总经理及公司职能部门总经理级别人员、其他核心管理层人员	以 2016-2018 年营业收入平均值为基数, 2021 年和 2024 年的营业收入复合增长率均不低于 10%, 且净资产收益率均不低于同行业对标企业 80 分位值水平	2022/12/1 完成过户
事业合伙人持股计划 (第二批)	不超过 4120 万股 (1.53%)	0		不低于 12 个月			2024 年行业下行, 公司营收未达成目标, 25Q2 冲回管理费用

2019-2024 年计划滚动实施 6 期员工持股计划, 总规模预计 12500 万股							
激励项目	激励数量 (占总股本)	授予价格	股票来源	锁定期	激励对象	公司层面的业绩考核目标	状态
第一期 (2019 年员工持股计划)	685 万股 (0.2549%)	1.90 元/股	公司回购的股份	12 个月	389 人	以 2016-2018 年营业收入平均值为基数, 2019 年营业收入复合增长率均不低于 10%, 且净资产收益率不低于同行业对标企业 80 分位值水平	2021/2/18 出售完毕
第二期 (2020 年员工持股计划)	2375 万股 (0.8842%)	3.78 元/股	公司回购的股份	12 个月	494 人	以 2016-2018 年营业收入平均值为基数, 2020 年营业收入复合增长率均不低于 10%, 且净资产收益率不低于同行业对标企业 80 分位值水平	2022/2/10 出售完毕
第三期 (2021 年员工持股计划)	2722 万股 (1.013%)	8.49 元/股	公司回购的股份	12 个月	606 人	以 2016-2018 年营业收入平均值为基数, 2021 年营业收入复合增长率均不低于 10%, 且净资产收益率不低于同行业对标企业 80 分位值水平	2022/12/9 出售完毕
第四期 (2022 年员工持股计划)	2492 万股 (1.013%)	5.18 元/股	公司回购的股份	12 个月	712 人	以 2016-2018 年营业收入平均值为基数, 2022 年营业收入复合增长率均不低于 10%, 且净资产收益率不低于同行业对标企业 80 分位值水平	2025/7/11 出售完毕
第五期 (2023 年员工持股计划)	2856 万股 (1.0641%)	4.12 元/股	公司回购的股份	12 个月	805 人	以 2016-2018 年营业收入平均值为基数, 2023 年营业收入复合增长率均不低于 10%, 且净资产收益率不低于同行业对标企业 80 分位值水平	

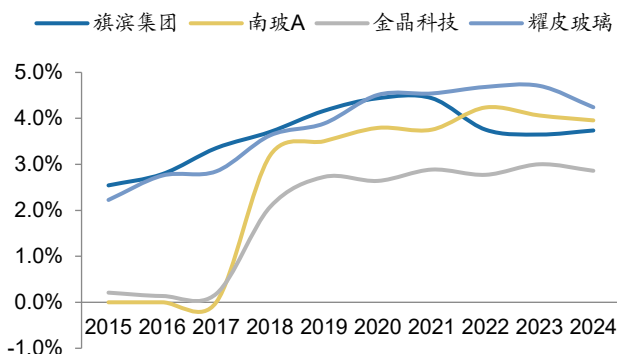
资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

2.持续高额的研发投入彰显公司产品高端化的坚定信心

公司从2016年开始加快产业升级, 开始向玻璃深加工产业链和高端差异化产品延伸, 同时货币资金充足, 浮法玻璃业务作为现金奶牛支持公司持续进行研发投入。业务拓展需要持续加大产品研发投入; 2016年以来, 公司研发支出/营业收入的比例从2016年的2.8%上升至2021年的4.4%, 超越福耀和南玻等优质公司, 2022-2024年由于公司光伏玻璃业务放量, 收入迎来高速增长, 研发费用有所摊薄。截止2025年9月30日, 公司在手现金38.3亿元, 公司作为浮法玻璃头部企业, 在周期底部仍能维

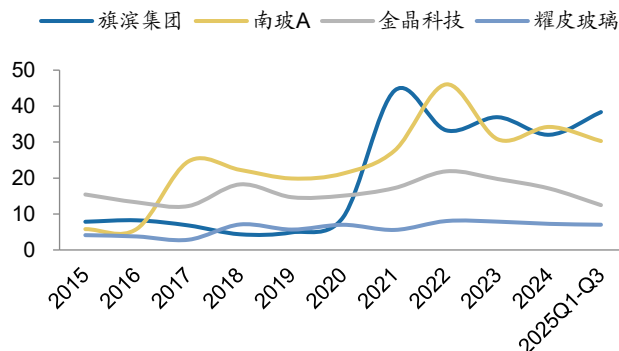
持盈利，浮法玻璃业务能够作为现金奶牛持续供血高端玻璃的研发投入。

图35: 浮法玻璃企业研发费用率 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图36: 浮法玻璃企业在手现金 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

旗滨高端特种玻璃的竞争优势在于工艺控制、质量管理、规模化生产等底层能力表现卓越。(1) 玻璃基板方面, 公司依托高铝电子玻璃与微晶玻璃的长期技术积累, 掌握连续式特种压延成型、超薄高平整度控制和高纯配方体系, 能够满足芯片封装玻璃基板对低热膨胀、高尺寸稳定性、低介电损耗和高可靠性的核心要求, 并具备从电子玻璃向半导体玻璃基板升级的清晰技术路径。(2) 药用玻璃方面, 公司持续投入中性硼硅药用玻璃研发与产能建设, 产品在耐化学性、耐热冲击和一致性方面达到国际标准, 顺应国内医药包装向高安全性、高稳定性升级的长期趋势。两类业务虽面向不同下游, 但在高纯原材料保障、熔制与成型工艺控制、质量一致性管理及规模化制造能力等底层能力上高度共通, 叠加公司强大的研发体系与产业化能力, 使公司在高端特种玻璃领域形成难以复制的综合竞争优势, 并为未来从传统浮法玻璃头部企业向高端功能玻璃平台型企业升级奠定基础。

五、盈利预测与投资建议

盈利预测关键假设:

(1) **浮法玻璃:** 浮法玻璃行业供需格局暂时过剩, 中短期内, 保交楼措施深入、三大工程、老旧小区改造、城市更新等增量需求有望提供一定支撑, 目前供给侧部分产线处于亏损状态, 冷修节奏有望加速。根据卓创资讯, 截至2025年11月, 公司浮法玻璃总产能16600T/D, 预计未来产能维持稳定。如上分析2026年起浮法玻璃供需有望改善, 景气环比修复。我们预计2025-2027年浮法玻璃业务收入分别为64.68、71.76、74.52亿元, 2026-2027年浮法玻璃均价稳步提升, 预计2025-2027年毛利率分别为16%、19%、25%。

(2) **光伏玻璃:** 2023年行业供给需求均维持高增速, 整体格局较好, 价格维持在合理水平。2024年下半年光伏装机增速放缓, 格局开始恶化, 价格达到周期底部; 2025年上半年磨底, 下半年反内卷后价格有显著好转, 预计2025-2027年伴随供给优化, 盈利中枢有显著好转, 根据卓创资讯, 截至目前公司光伏玻璃总产能11800T/D,

马来西亚沙巴三线1200T/D在建，未来两年产能或将稳定在13000T/D。我们预计2025-2027年光伏玻璃业务收入分别为74.41、100.85、105.89亿元，2026-2027年光伏玻璃均价稳步提升，公司成本持续优化，预计2025-2027年毛利率分别为11%、19%、20%。

(3) 节能玻璃: 节能建筑玻璃因其降耗、节能、环保的产品特点，随着建筑理念不断升级、环保理念持续深化，建筑能耗要求趋严，节能玻璃业务毛利率有望维持在合理水平。我们预计2025-2027年节能玻璃业务收入分别为24.48、25.21、25.97亿元，节能玻璃业务2025-2027年盈利水平保持稳定，预计2025-2027年毛利率分别为21%、21%、21%。

(4) 其他功能玻璃: 随着公司电子玻璃和药用玻璃业务打入重点客户的供应链，公司销售规模扩大，公司盈利能力将显著提高，我们预计公司2025Q4能够实现盈亏平衡（全年微亏），2026年随着规模扩大以及芯片封装玻璃等新兴业务持续推进，盈利能力回到行业平均水平。我们预计2025-2027年其他功能玻璃业务收入分别为3.20、3.78、4.47亿元，特种玻璃业务2026-2027年盈利水平稳步提升，2027年达到行业平均水平，预计2025-2027年毛利率分别为4%、18%、20%。

表9: 旗滨集团盈利预测

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
优质浮法玻璃	收入 (万元)	906,641	686,126	646,844	717,599	745,232
	成本 (万元)	660,060	543,442	541,998	578,363	556,300
	毛利率	27%	21%	16%	19%	25%
超白光伏玻璃	收入 (万元)	341,160	575,319	774,076	1,008,450	1,058,873
	成本 (万元)	267,652	523,497	692,243	814,230	847,098
	毛利率	22%	9%	11%	19%	20%
绿色建筑节能玻璃	收入 (万元)	278,137	242,648	244,764	252,107	259,670
	成本 (万元)	220,492	197,226	195,453	199,164	205,139
	毛利率	21%	19%	21%	21%	21%
其他功能玻璃	收入 (万元)	23,720	30,180	31,962	37,817	44,730
	成本 (万元)	21,634	38,028	30,668	31,125	35,932
	毛利率	9%	-26%	4%	18%	20%
公司	收入 (万元)	1,568,274	1,564,922	1,672,955	2,029,468	2,121,999
	成本 (万元)	1,176,305	1,322,246	1,443,099	1,632,883	1,654,469
	毛利率	25%	16%	14%	20%	22%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

传统主业方面，两块玻璃2025年盈利见底，2026年供给或将持续优化，公司作为玻璃头部企业，位于成本曲线最左侧，业绩弹性明显。（1）浮法玻璃方面：2025年行业均处于周期底部，同业公司对行业前景较悲观，11月后供给侧冷修加速，2026年将是供给侧集中优化的一年，盈利中枢持续提升。公司作为浮法玻璃头部企业，产能仅次于信义玻璃，成本始终位于第一梯队，业绩弹性较高；（2）光伏玻璃方面：2026年行业整体寻找平衡中，反内卷后供给端持续优化，盈利中枢有望提高。公司

作为新进入者，在产能扩张节奏稳定后，成本迅速追赶头部企业（信义光能、福莱特），与行业二三线企业成本拉开差距。公司窑炉的后发优势明显，大窑炉比例位于行业第一梯队，同时兼具规模优势。未来随着公司管理和财务水平优化以及产能规模扩大，费用有望进一步降低。

特种玻璃业务为业绩潜在期权。2025年作为公司产品高端化元年，公司坚定推进高端特种玻璃（芯片封装玻璃、药用玻璃）研发，特种玻璃技术门槛高，竞争格局好，盈利能力强，公司有优秀的团队和治理结构，同时工艺控制、质量管理、规模化生产等底层能力卓越，传统业务持续供血下，若成功跑通则将显著提升公司盈利水平。

总而言之，公司处于浮法玻璃周期磨底、光伏玻璃由量向“质”切换以及高端玻璃业务孵化的关键转型期，目前两块玻璃业务均在左侧，随着供给逐渐出清，公司业绩和估值有望双重修复。

我们预计25-27年EPS为0.39/ 0.51/ 0.70元/股，考虑到玻璃行业周期属性，25Q4浮法玻璃供给侧已经出现显著优化，行业景气开始回升，2026年有望进入新一轮上行周期，我们认为PB估值水平会逐渐回归均值，上轮周期（19Q1-24Q4）PB估值中枢约2.4x，参考历史相似周期估值，给予25年2.2x PB，对应合理价值10.78元/股，维持“买入”评级。

六、风险提示

需求增速不及预期的风险。若光伏装机增速放缓可能会加剧行业竞争，对公司产品价格产生一定影响。

原材料成本上涨过快风险。原材料和燃料价格波动会给公司成本端带来压力，对公司的盈利水平产生一定影响。

行业新投产能超预期风险，市场竞争风险。若行业内产能大幅扩张，或其他原因引致市场竞争加剧，将影响行业景气度及公司盈利能力。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	9054	9154	10027	11381	13386
货币资金	3692	3203	3433	3881	5717
应收及预付	1870	2298	2768	3340	3484
存货	2013	2073	2205	2449	2436
其他	1479	1580	1621	1710	1749
非流动资产总额	22861	25474	26477	27421	28021
长期股权投资	45	45	45	45	45
固定资产	11985	18562	20353	21493	22203
在建工程	6211	3394	2571	2160	1954
使用权资产	173	191	191	191	191
无形资产	2112	2148	2183	2219	2254
其他	2334	1133	1133	1313	1373
资产总额	31915	34628	36503	38802	41407
流动负债总额	6721	8332	9027	9437	9992
短期借款	353	955	1550	1395	1256
应付及预收	3438	3474	3533	3872	4020
其他	2930	3903	3943	4170	4716
非流动负债总额	10261	11903	11903	11903	11403
长期借款	8063	9678	9678	9678	9178
应付债券	1316	1377	1377	1377	1377
其他	883	848	848	848	848
负债总额	16982	20234	20929	21340	21394
股本	2684	2684	2684	2684	2684
其他	10866	10659	11823	13341	15451
归母权益合计	13549	13342	14507	16025	18134
少数股东权益	1383	1051	1067	1438	1878
负债和股东权益	31915	34628	36503	38802	41407

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15683	15649	16730	20295	21220
营业成本	11763	13222	14431	16329	16545
营业税金及附加	180	171	193	203	212
销售费用	171	190	193	217	227
管理费用	842	798	438	428	448
研发费用	572	585	538	593	598
财务费用	163	329	446	469	417
资产信用减值损失	-171	-299	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	12	16	10	11
营业利润	2015	295	1240	2238	2963
营业外收支	-40	-31	-6	-20	-20
利润总额	1975	264	1234	2218	2943
所得税费用	250	-3	54	333	442
合并净利润	1725	267	1180	1885	2502
少数股东损益	-29	-119	16	371	440
归母净利润	1754	385	1165	1514	2062
EPS (元/股)	0.65	0.14	0.39	0.51	0.70

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	1543	912	2734	4294	5497
合并净利润	1725	267	1180	1885	2502
折旧摊销	1299	1666	2100	2338	2563
营运资金变动	-1945	-1587	-543	-477	-94
其他	0	0	2	2	-116
投资活动现金流净额	-5389	-3122	-2403	-3273	-3151
资本性开支	-5309	-2841	-3103	-3103	-3103
投资	-2	0	0	0	0
其他	-78	-280	700	-170	-49
融资活动现金流净额	4211	1731	49	-573	-510
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	4310	3398	595	-19	-21
股利分配与偿付利息	-897	-1215	-547	-558	-538
其他	798	-452	0	4	48
现金净增加额	374	-507	380	448	1835
期初现金余额	3186	3560	3053	3433	3881
期末现金余额	3560	3053	3433	3881	5717

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	17.80%	-0.21%	6.90%	21.31%	4.56%
营业利润增长	41.8%	-85.4%	320.3%	80.5%	32.4%
归母净利润增长	33.2%	-78.0%	202.1%	30.0%	36.1%
获利能力					
毛利率	25.0%	15.5%	13.7%	19.5%	22.0%
净利率	11.0%	1.7%	7.1%	9.3%	11.8%
ROE	12.9%	2.9%	8.0%	9.5%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	53.2%	58.4%	57.3%	55.0%	51.7%
有息负债率	30.5%	34.7%	34.5%	32.1%	28.5%
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3
利息保障倍数	10.1	2.5	2.1	4.8	6.3
营运能力					
应收账款周转率	14.6	9.4	6.9	6.9	6.9
存货周转率	5.8	6.4	6.5	6.7	6.8
应付账款周转率	4.0	4.4	4.8	5.1	5.1
每股指标					
每股收益	0.65	0.14	0.39	0.51	0.70
每股净资产	5.05	4.97	4.90	5.42	6.13
每股经营现金流	0.58	0.34	0.92	1.45	1.86
估值比率					
PE	10.5	39.1	15.1	11.6	8.5
PB	1.4	1.1	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.7	9.3	8.3	5.2	4.0

广发建材行业研究小组

谢 璐：首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

张 乾：资深分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

李 陶 然：研究员，北京大学金融硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。