

# 建筑材料行业2026年投资策略

## 重点关注电子布板块，重视第二增长曲线

西南证券研究院  
建筑材料团队  
2026年2月

# 核心观点

- **行业观点**：传统建材在新建地产需求收缩放缓、存量更新需求逐渐释放等因素交织影响下，有望触底回升，消费建材受益显著；受益于算力需求爆发，特种玻纤电子布板块景气度较高，看好技术优势突出、具备产能储备的公司；受益于基建发力，看好基建相关板块投资机会；部分积极转型并具备优质第二增长曲线的公司值得重点关注。
- **消费建材**：2025年，全国固定资产投资(不含农户)48.5万亿元，同比下降3.8%；全国房地产开发投资8.28万亿元，同比下降17.2%；其中，房屋新开工面积同比下降20.4%至5.88亿平方米，仅为2019年最高值的25.87%，新建房地产市场对需求的拖累已充分反应。房地产行业进入存量市场，截至2023年中国城镇住宅存量约为335.5亿平方米，城镇住房套数约3.74亿套，存量房翻新改造需求增长空间广阔。伴随商品房需求刺激政策陆续推出，“止跌回稳”、“保交楼”等举措有望对商品房竣工和销售情况有所托底；存量市场下二次装修需求持续释放；下游需求由B端转向C端过程中部分品牌力、渠道力竞争优势突出的企业市占率将持续提升，重点推荐兔宝宝（002043）、北新建材（000786），关注科顺股份（300737）、三棵树（603737）。
- **玻璃纤维**：玻纤下游应用领域持续拓宽，行业产品结构不断优化，电子玻纤布等特种布需求旺盛，行业盈利水平将持续改善。受益于算力需求爆发，低介电电子布等特种玻纤布供给紧张，行业整体价格水平上行，头部企业将尽享行业红利。优选具有产品和产能储备、技术优势突出、下游认可度高的标的，重点推荐国际复材（301526）、重点关注中国巨石（600176）在特种玻纤布领域的突破。
- **基建需求**：十五五预计建设改造地下管网超70万公里，新增投资需求突破5万亿元；“里子”工程持续推进，城市燃气、供水、污水、排水、供热等地下管网的升级改造需求广阔，推荐长距输水管道竞争优势突出的东宏股份（603856）。
- **具备第二增长曲线**：金晶科技（600586）TCO玻璃业务有望受益于下游钙钛矿光伏组件行业量产显著放量，未来增长空间广阔；濮耐股份（002225）高活氧化镁业务受益于下游湿法冶金技术路径替代，需求空间广阔，业绩将随产能释放陆续兑现。重点推荐金晶科技、濮耐股份等第二业绩增长曲线增量显著的标的。
- **风险提示**：经济大幅下滑风险；市场开拓或不及预期；政策效果或不及预期。

# 目 录

---

**2025年行业回顾**

**需求：稳房市强信心，需求有望筑底**

**水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷**

**玻纤：重视算力板块需求，电子布增长空间广阔**

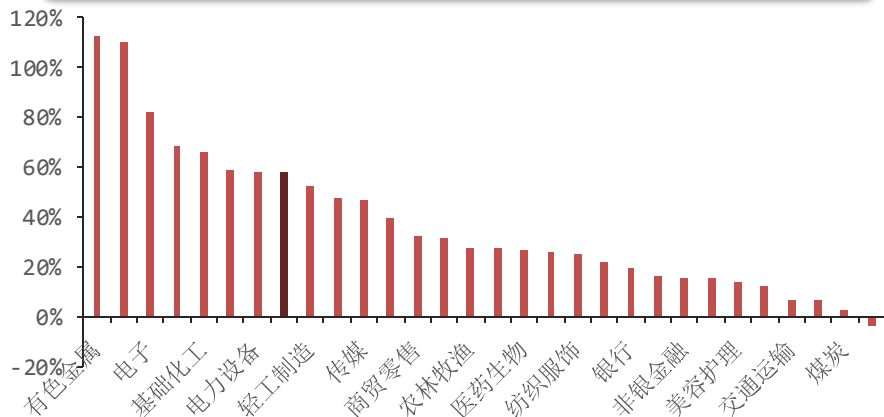
**玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化**

**消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的**

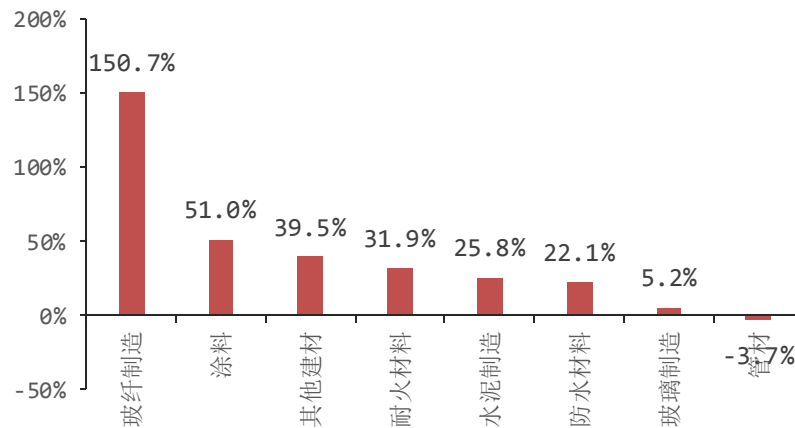
**重点推荐投资标的**

# 行情回顾：建筑材料涨幅靠前，各子板块表现较为分化

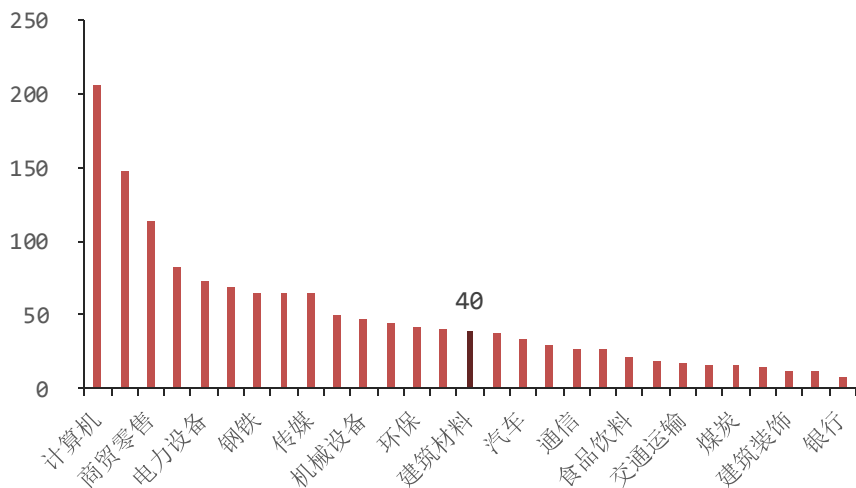
## 2025年建筑材料涨幅靠前



## 2025建筑材料各子板块涨跌幅



## 整体估值40倍，较年初估值显著提升



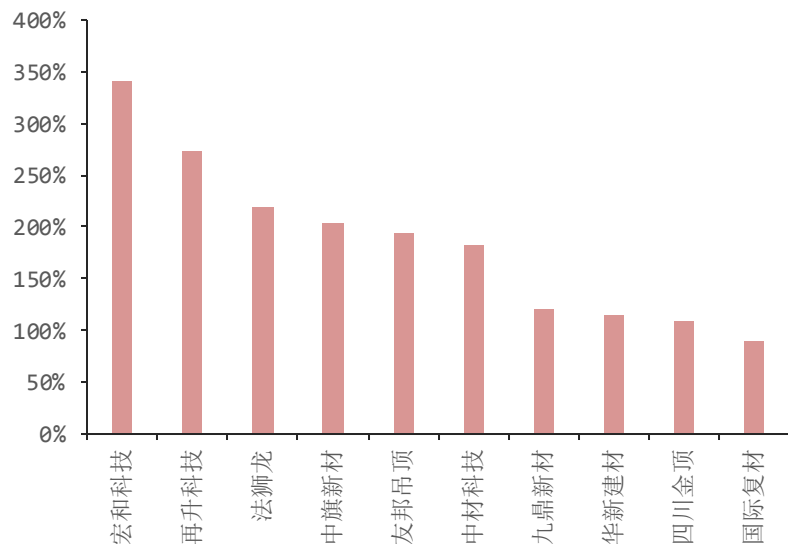
## 申万建材指数相对沪深300走势



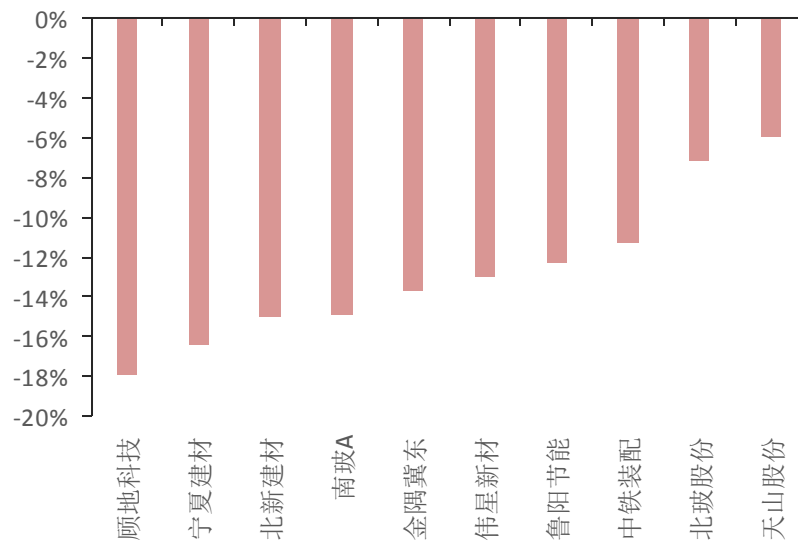
# 2025建筑材料行业回顾：强预期有反弹，弱现实有分化

- 从涨幅榜上看，受益于电子布需求旺盛、供给偏紧，叠加玻纤行业提价成效显著，宏和科技、中材科技、国际复材、九鼎新材等涨幅居前；受益于市场情绪较好，部分具有热点概念，属于题材的标的涨幅较大。
- 在宏观经济和房地产行业阶段性调整背景下，建筑材料需求较为低迷，尤其和新建商品房竣工端相关性较高的子行业，量价均持续走弱，拖累相关企业盈利水平持续下滑，股价表现不断走弱。

## 建筑材料板块涨幅前十名



## 建筑材料板块跌幅前十名



# 目录

---

◆ 2025年行业回顾

◆ **需求：稳房市强信心，需求有望筑底**

◆ **水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷**

◆ **玻纤：重视算力板块需求，电子布增长空间广阔**

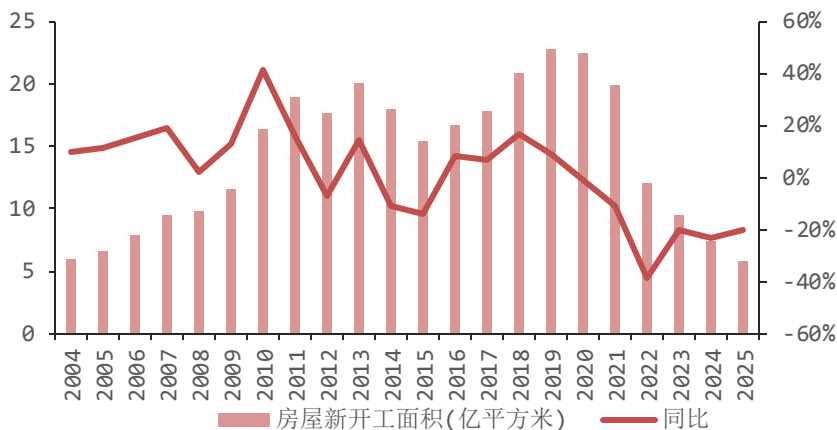
◆ **玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化**

◆ **消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的**

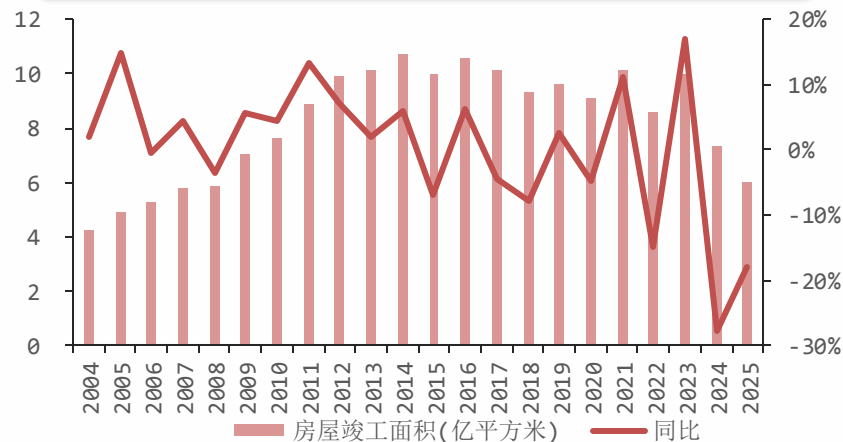
◆ **重点推荐投资标的**

# 下游需求：稳房市强信心，需求有望筑底

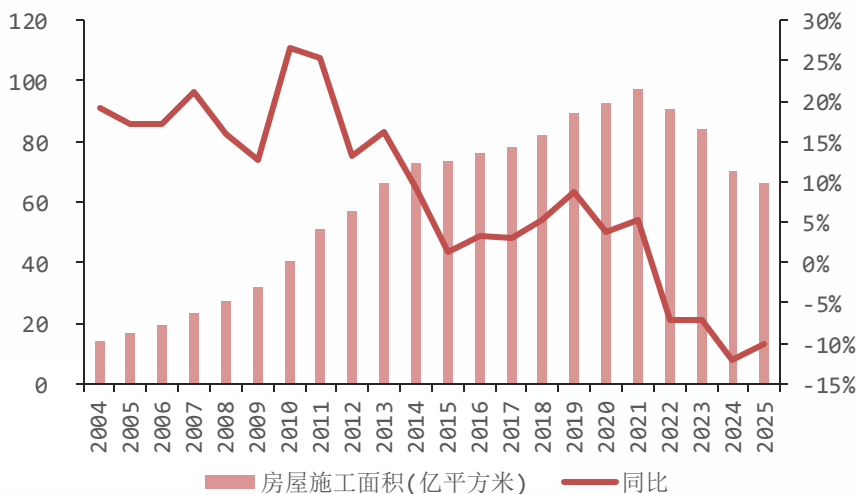
## 新开工面积降幅收窄



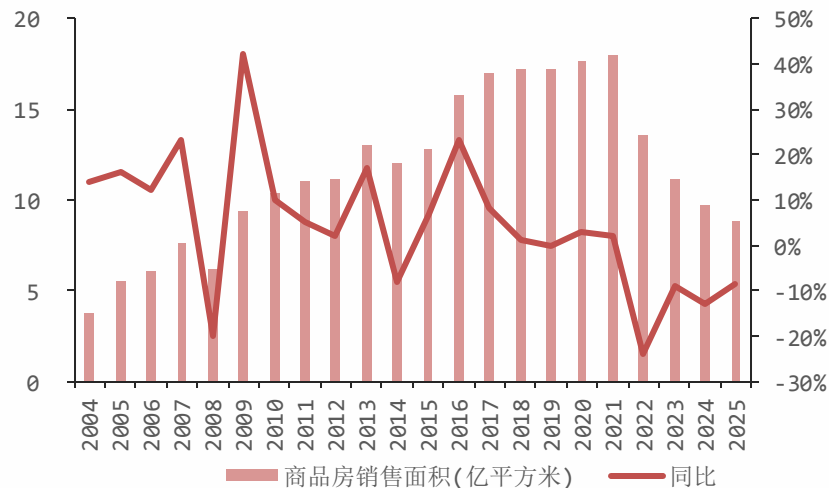
## 房屋竣工面积降幅收窄



## 房屋施工面积降幅收窄



## 房屋累积销售面积降幅逐渐收窄

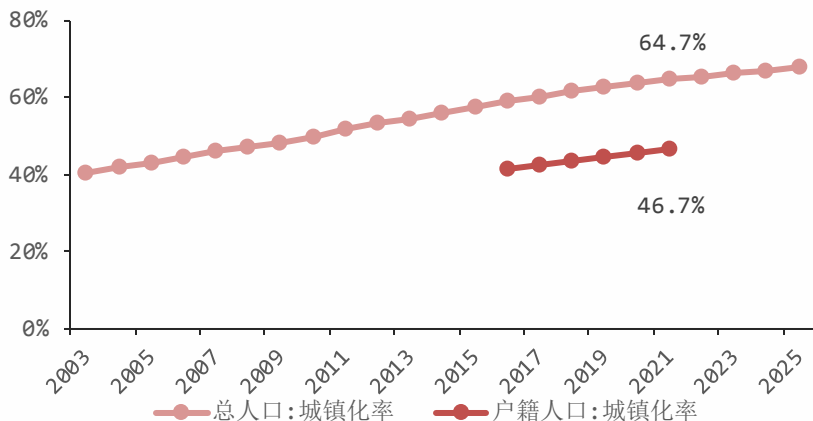


www.swsc.com.cn

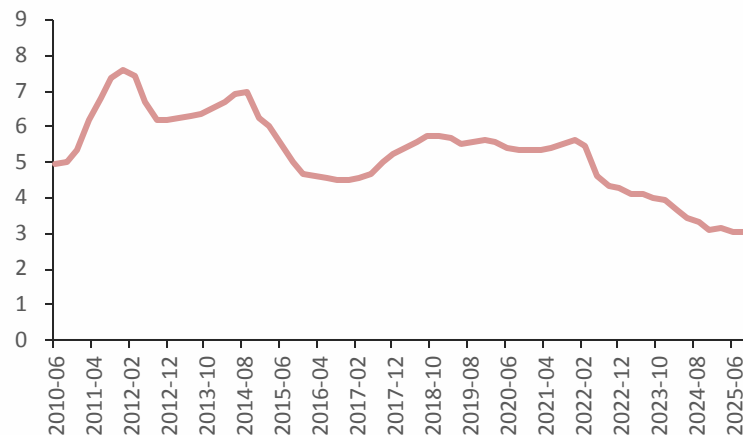
数据来源：国家统计局，西南证券整理

# 下游需求：稳房市强信心，需求有望筑底

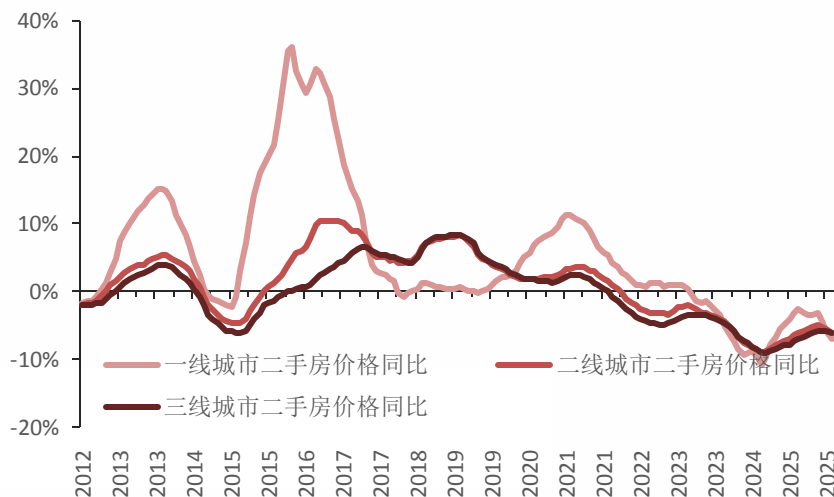
## 城镇化率仍具提升空间



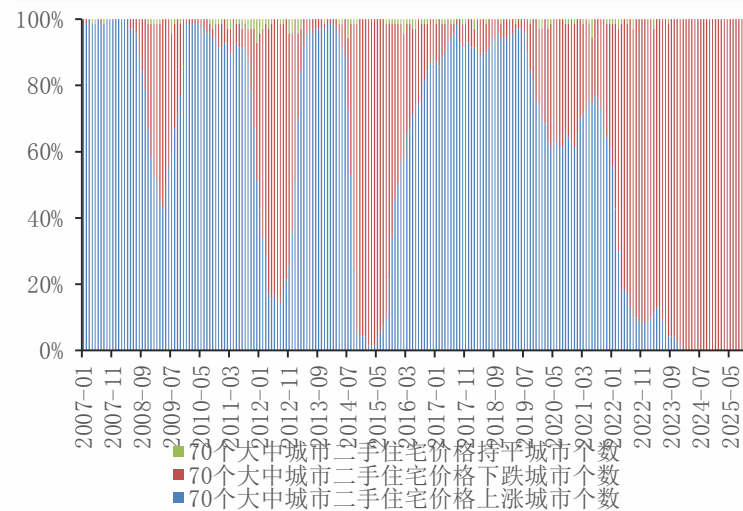
## 个人住房贷款加权平均利率(%)



## 二手房价格仍有所承压



## 70大中城市新建房屋价格整体仍有所承压



www.swsc.com.cn

数据来源：国家统计局，西南证券整理

# 目 录

---

◆ 2025年行业回顾

◆ 需求：稳房市强信心，需求有望筑底

◆ 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

◆ 玻纤：重视算力板块需求，电子布增长空间广阔

◆ 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

◆ 消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的

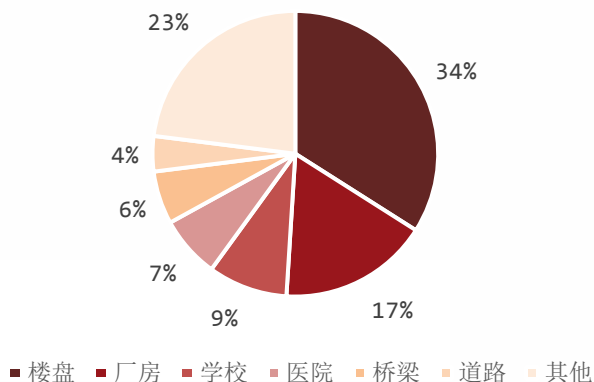
◆ 重点推荐投资标的

# 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

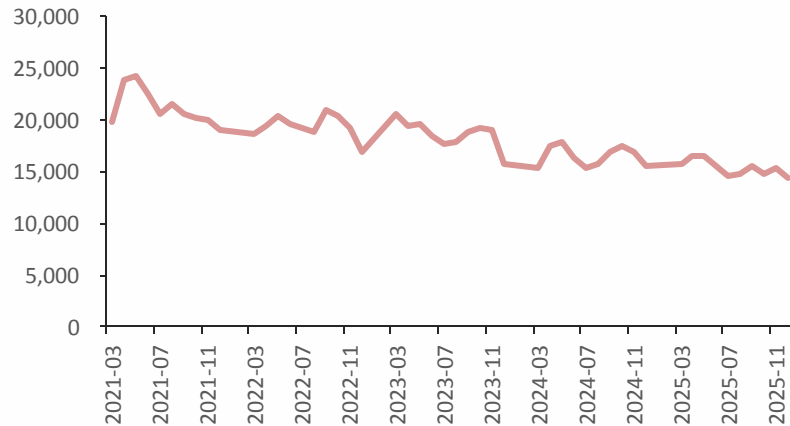
□ 产量：地产基建拖累需求疲弱，水泥产量规模持续收缩

- ◆ 消费量：2025年国内城镇化率已达到68%，随着城镇化水平达到高位，且城镇化进程有所放缓，国内水泥消费量见顶回落。
- ◆ 地产端：2025年，全国房地产开发投资8.28万亿，同比下降17.2%；其中，房屋新开工面积同比下降20.4%至5.88亿平方米，仅为2019年最高值的25.87%；房屋施工面积同比下降10%至66.0亿平方米，地产投资下滑对水泥需求拖累明显。
- 基建端：2025年，全国固定资产投资(不含农户)为48.5万亿元，同比下降3.8%，基建拖累相对较小。
- ◆ 生产量：在行业错峰生产有效控制产量及反内卷背景下，2025年水泥生产量为16.93亿吨，同比下降6.9%。未来需关注超产控制与碳配额控制下的供给侧出清情况。

## 2025年混凝土产量主要流向占比



## 中国单月水泥产量(万吨)



# 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

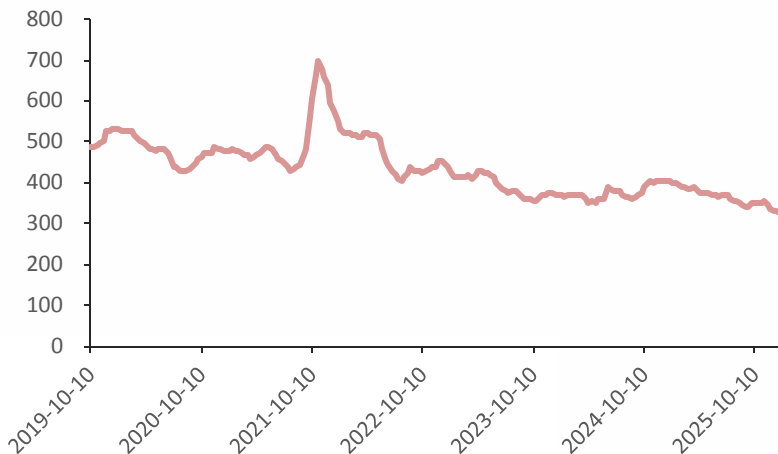
## □ 价格：行业自律积极提价，盈利能力持续恢复

◆ **平均价格**：2022年以来，受地产拖累影响，水泥需求疲弱，价格见顶回落。2024年三季度，在行业自律错峰生产有效控制供给、并积极提价等因素驱动下，水泥价格有所回升。2025年以来，受地产端需求疲软，价格持续承压。

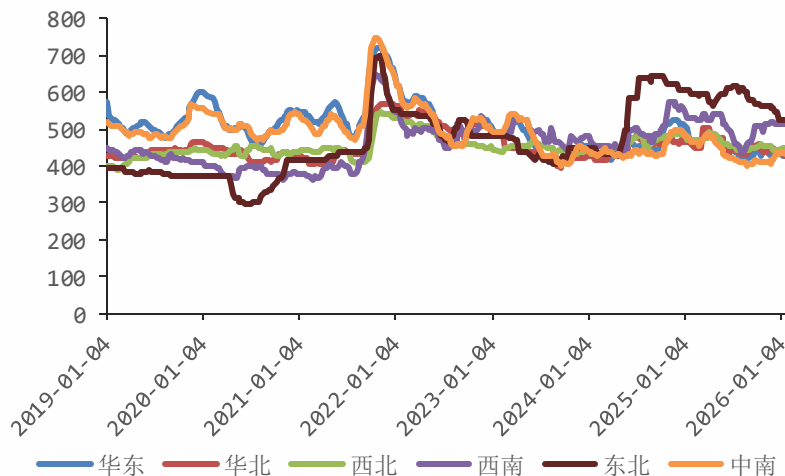
◆ **政策利好**：2025年7月，中央财经委员会第六次会议强调“依法依规治理企业低价无序竞争”和“推动落后产能有序退出”，并通过碳配额等有望加快落后产能出清。

● **价格趋势**：严格的产能置换、超产限制、碳排放、反内卷等政策趋紧，水泥行业供给端产能去化有望加快；叠加叠加城市更新、老旧小区改造深入推进，有望再需求端托底，供需预期改善有望对价格形成较好支撑。

### 国内普通水泥(P.O 42.5,袋装)市场价(元/吨)



### 各区域水泥(42.5级,散装)平均价格情况(元/吨)



www.swsc.com.cn

数据来源：WIND，西南证券整理

# 目 录

---

◆ 2025年行业回顾

◆ 需求：稳房市强信心，需求有望筑底

◆ 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

◆ 玻纤：重视算力板块需求，电子布增长空间广阔

◆ 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

◆ 消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的

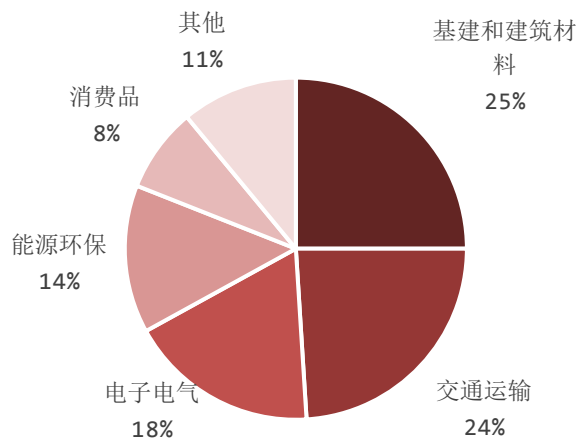
◆ 重点推荐投资标的

# 玻纤：兼具周期与成长属性，应用领域持续拓宽

## □ 应用领域广泛，兼具周期与成长

- ◆ **传统行业需求稳健**：玻纤下游五大应用领域中，基建和建筑材料需求占比最高，当前受地产下行压力对玻纤需求产生一定压制。在宽松的政策预期背景下，基建投资有望保持稳健增长，稳房市、保交楼、保交付等政策支持下对建筑材料需求有效托底，基建和建筑材料对玻纤的需求有望保持稳健。
- ◆ **新兴行业保持增长**：随着下游轨道交通、5G通信及新能源领域的迅速发展，近十多年来我国玻璃纤维的表观消费量持续增长，从2012年的187万吨提升至2023年的624万吨，年复合增长率达11.56%。
- ◆ **重视算力板块需求**：随着5G-Advanced（5G-A）技术的全面铺开，人工智能井喷式发展，高端覆铜板对基础材料的要求越来越高。在5G通信领域，LDK玻纤布可用于基站天线、高频高速电路板等核心部件，满足5G信号传输的低延迟、高可靠要求；在AI服务器领域，LDK产品应用于高速计算模块、数据传输接口等关键部位，保障AI服务器的高效运行。

### 2024年全球玻纤下游五大领域占比



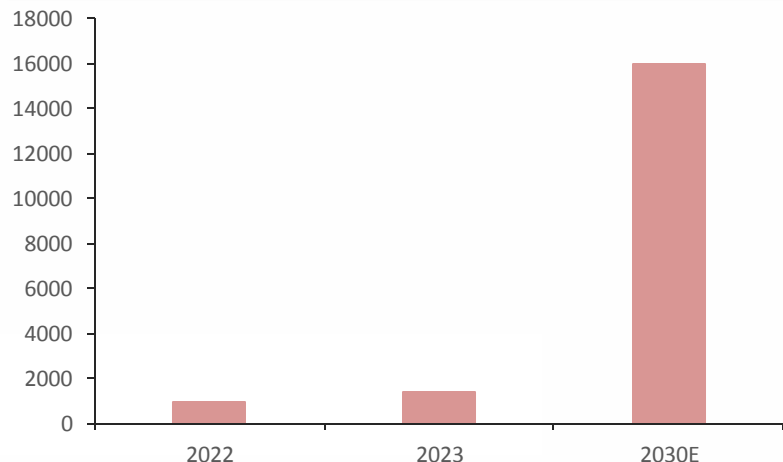
### 2012-2023年中国玻璃纤维表观消费量及增速



# 玻纤：重视算力板块需求，电子布增长空间广阔

- **人工智能高速发展**：自2022年ChatGPT问世以来，大规模模型的训练与推理对计算资源提出了前所未有的高要求，针对AI训练推理、科学计算、边缘处理的专用芯片和领域特定架构将日益成为主流，推动数据中心服务器向CPU+GPU+DPU/IPU+AI加速器的深度异构融合架构演进。
- **算力需求结构变化显著**：需求结构从通用计算向高性能计算转变。大语言模型训练、自动驾驶、生物医药研发等成为算力消耗主力，传统通用计算占比显著下降。
- **算力基建性能要求提高**：服务器层面，为解决内存瓶颈和散热挑战，存算一体或近存计算的探索将深化，而单机柜功率密度持续攀升向一百千瓦甚至更高发展的趋势，对服务器所需电子布基材在低介电常数(Dk)、低热膨胀系数(CTE)、低介电损耗(Df)等方面的性能提出了更高的要求。
- **算力需求增长空间阔**：当前，全球算力产业正处于高速增长阶段。据中国信通院测算，2023年全球算力总规模已达1397EFLOPS，同比增长54%，到2030年，全球算力有望超过16ZFlops。

## 全球算力规模及预测 (EFLOPS)



## 2024-2025年美国AI领域重要投资事件

投资领域	被投主体	投资方	投资金额
AI基础设施	Stargate	OpenAI、软银 (SoftBank) 和甲骨文 (Oracle)	5000亿美元
	10GW英伟达AI算力系统	英伟达、OpenAI	1000亿美元
	CoreLeave	OpenAI等	119亿美元
AI大模型	OpenAI	微软、软银等	290亿美元
	Anthropic	亚马逊、谷歌、Lightspeed等	60亿美元
	Reflection AI	英伟达等	20亿美元
AI编程与开发工具	Cognition (Devin)	多家VC	40亿美元
AI应用	Perplexity (AI搜索)	多家VC	数亿美元
	OpenEvidence (AI医疗)	多家VC	数亿美元

www.swsc.com.cn

数据来源：《全球重点区域算力竞争态势分析报告》，西南证券整理

# 目 录

---

◆ 2025年行业回顾

◆ 需求：稳房市强信心，需求有望筑底

◆ 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

◆ 玻纤：重视算力板块需求，电子布增长空间广阔

◆ 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

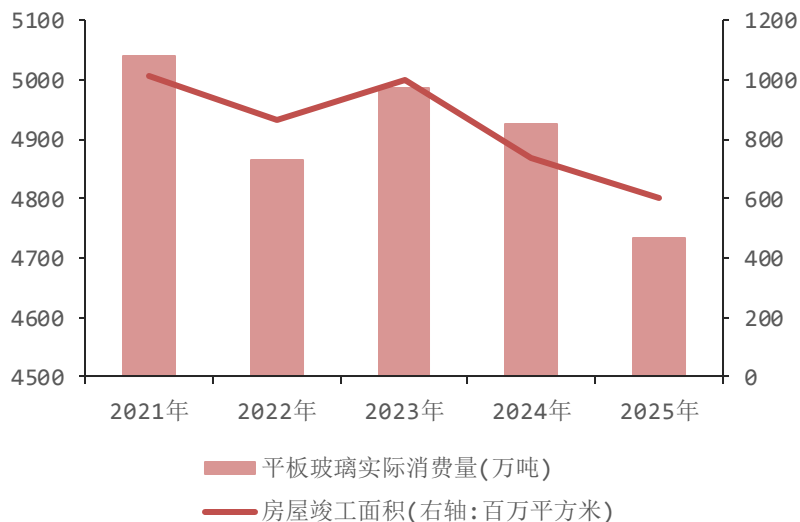
◆ 消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的

◆ 重点推荐投资标的

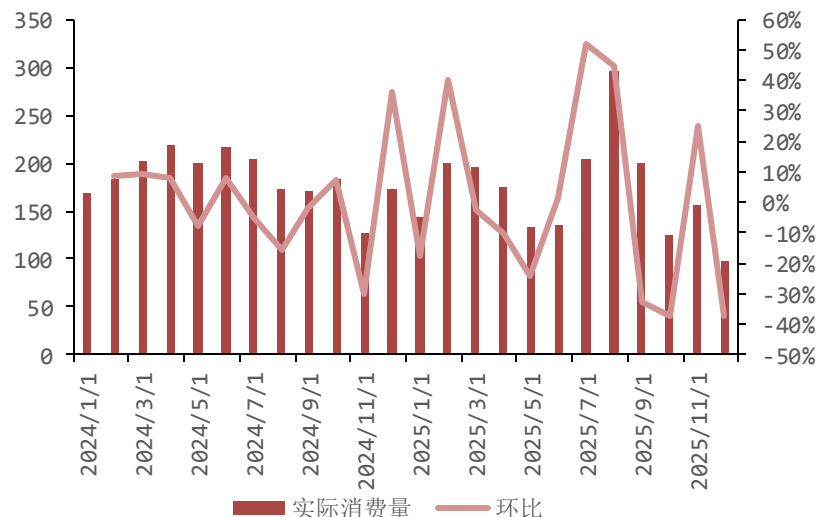
# 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

- **玻璃需求结构**：2023年以来，主要受地产竣工面积持续下滑拖累，平板玻璃消费量持续下滑，是拖累玻璃消费核心因素；受光伏行业延续增长支撑，光伏玻璃需求持续扩张，但受产能释放影响，价格持续承压。
- **玻璃产能扩张**：2021年在保交楼政策带动下，竣工面积阶段性增加，叠加光伏行业处于爆发期，光伏玻璃需求量剧增，且光伏玻璃库存处于低位，玻璃销售价格处于高位，刺激了新增产能显著扩张，部分玻璃产能转为光伏玻璃。2023-2025年，中国太阳能电池产量增速分别为54.0%、15.7%、7.6%增长速度下滑显著，供需格局恶化。
- **玻璃库存高企**：竣工面积下滑趋势延续，光伏行业高基数下增速放缓，导致玻璃库存处于高位。截至2025年12月11日，全国浮法玻璃样本企业总库存5822.7万重量箱，环比-121.6万重量箱，环比-2.05%，同比+22.26%。折库存天数26.3天。

## 平板玻璃消费与房屋竣工情况

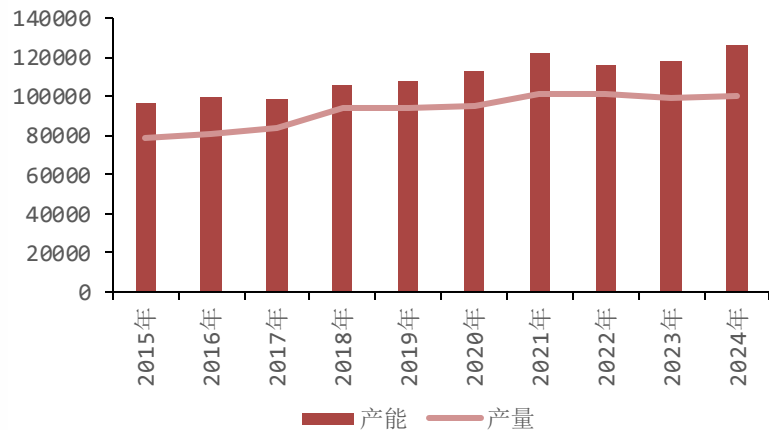


## 2024年以来光伏玻璃实际消费量(万吨)

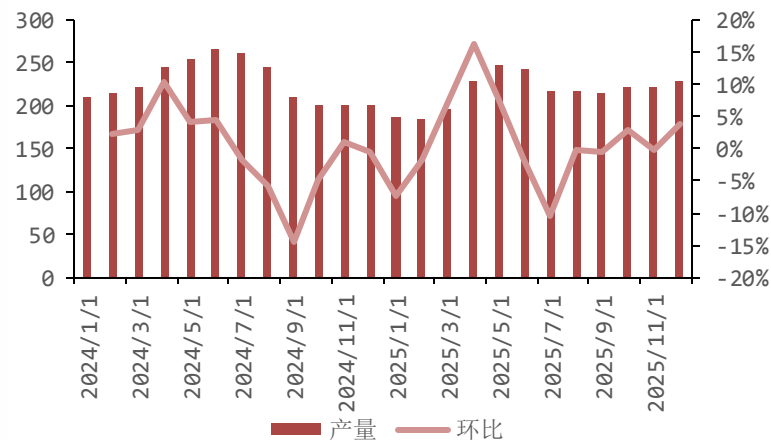


# 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

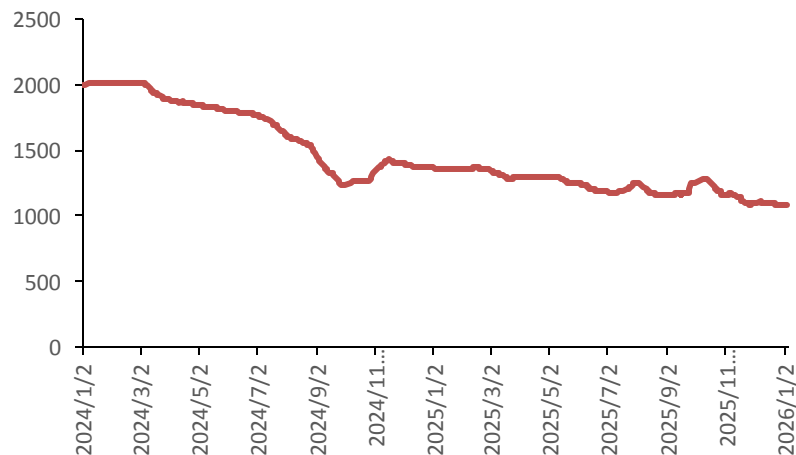
## 平板玻璃产能和产量情况（万重量箱）



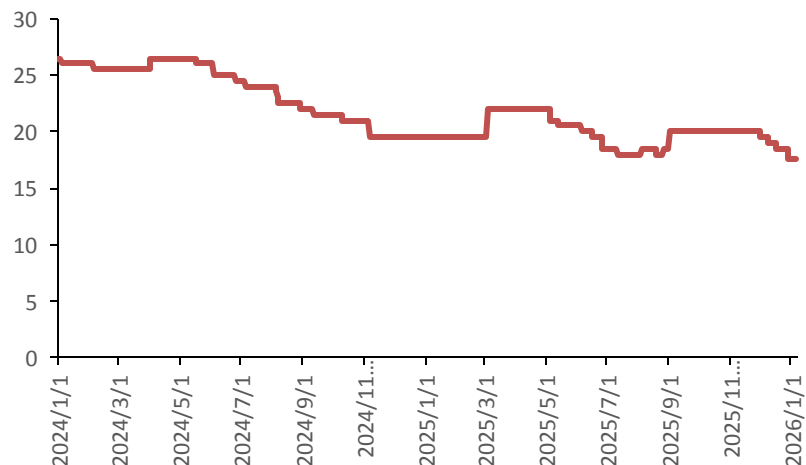
## 中国光伏玻璃生产情况（万吨）



## 2024年以来平板玻璃价格趋势（元/吨）



## 2024年以来光伏玻璃价格趋势（元/平方米）



# 目 录

---

◆ 2025年行业回顾

◆ 需求：稳房市强信心，需求有望筑底

◆ 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

◆ 玻纤：重视算力板块需求，电子布增长空间广阔

◆ 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

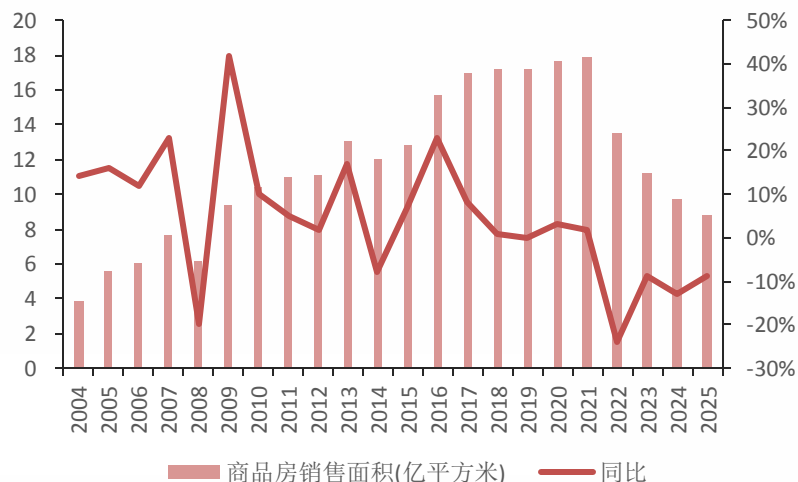
◆ 消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的

◆ 重点推荐投资标的

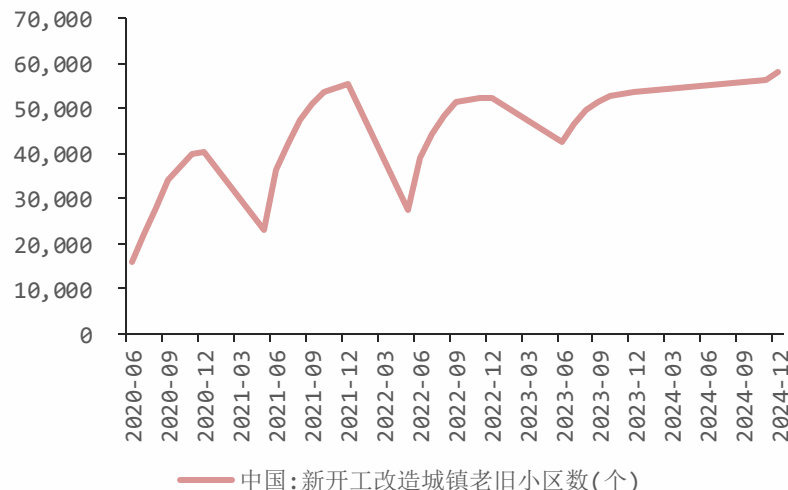
# 消费建材：下游需求阶段承压，政策利好静待拐点

- **保交楼保交付有效托底**：2021年以来，商品房销售面积持续下降，2025年降幅收窄。2021年，商品房销售面积达17.9亿平方米，其中住宅销售面积为15.7亿平方米，均为历史最高值。2022年以来，商品房销售面积持续下降，2025年销售面积仅为2021年历史高位的49%。
- 商品房需求刺激政策陆续推出，“止跌回稳”、“保交楼”等举措有望对商品房竣工和销售情况有所托底。
- **城市更新不断贡献增量**：2024年7月，国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》，提出推进城镇老旧小区改造等5项任务和支撑城市更新的政策措施。2024年全国计划新开工改造城镇老旧小区5.4万个，1-8月份已开工4.2万个，城市更新进程加快。此外，房屋养老金制度的建立已提上日程，可为房屋体检、房屋维修、房屋保险提供资金保障，将有力推进城镇老旧小区改造进程。
- 2025年7月14日至15日，中央城市工作会议在北京举行，再次提到了城市更新、老旧小区改造等里子工程，对需求有所拉动，需求结构发生变化。

## 2004年以来商品房销售情况



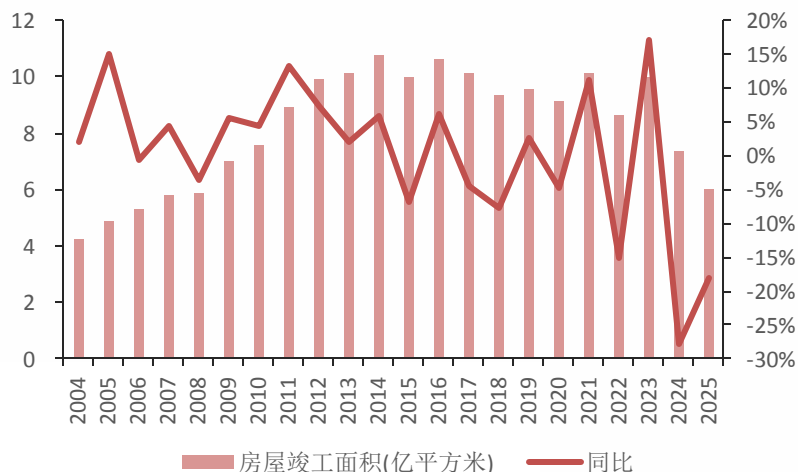
## 2020年6月以来全国新开工改造城镇老旧小区



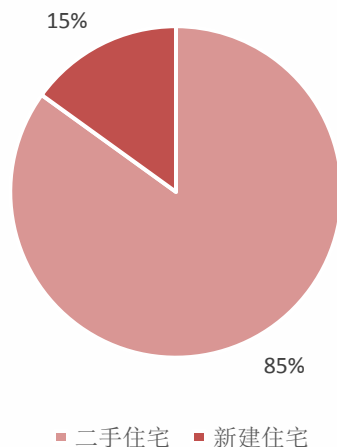
# 消费建材：下游需求阶段承压，政策利好静待拐点

- ◆ **二次装修需求有望复苏。**我国住宅竣工面积在2009年首次超过5亿 $m^2$ ，其后大部分年份维持在7-8亿 $m^2$ 的高位水平。按照住宅装修使用年限，二次装修一般在一次装修后的10-15年。按此周期推算，2025年的二次装修需求主要来自10-15年新竣工商品房，未来几年二次装修基数将持续扩大。随着宽松的宏观经济政策不断落地，刺激消费利好政策陆续出台，二次装修需求有望持续释放，不断拉动消费建材需求。
- ◆ **收储、保障性住房、货币化安置进一步扩大内需：**
  - 2024年7月中央政治局会议再次提出要积极支持收购存量商品房用作保障性住房。
  - 2024年1-9月份，住建部已经建设筹集保障性住房148万套（间），到年底可以让450万新市民、青年人住进保障性住房。
  - 2025年通过货币化安置等方式，将新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。

## 2004年以来商品房竣工情况



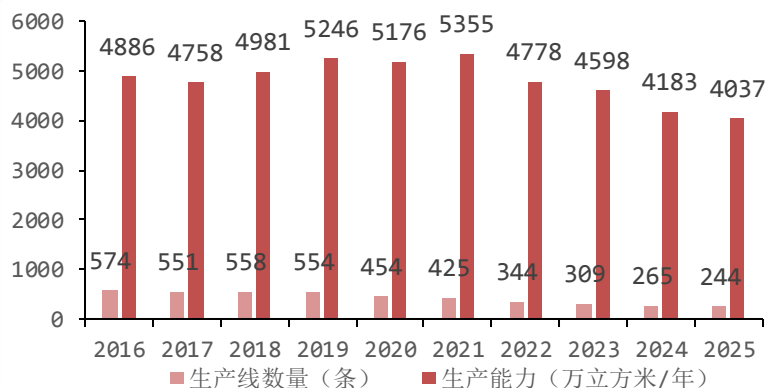
## 2024年美国住宅交易结构



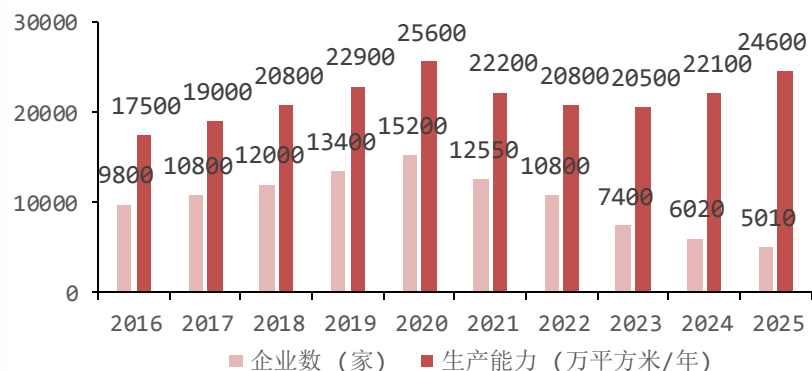
# 板材：行业集中度持续提升，重视存量房装修需求

□ **2010-2020年高速发展**：人造板根据成型方式分为胶合板、刨花板、纤维板、其他人造板四大类别，其延伸产品和深度加工产品种类繁多，广泛应用于建筑装饰、家具生产、地板、产品包装等多个领域。

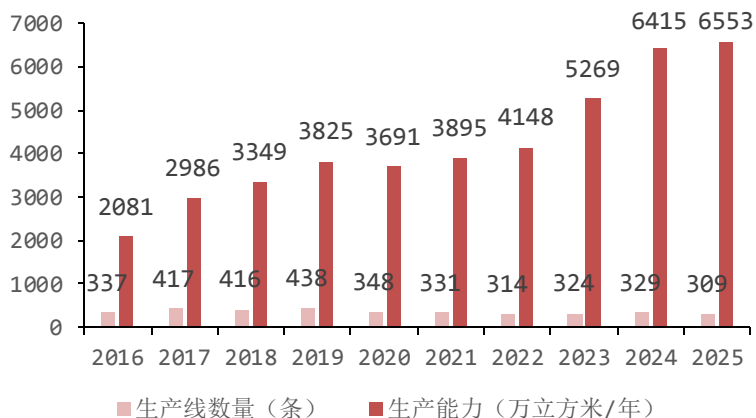
## 纤维板生产情况



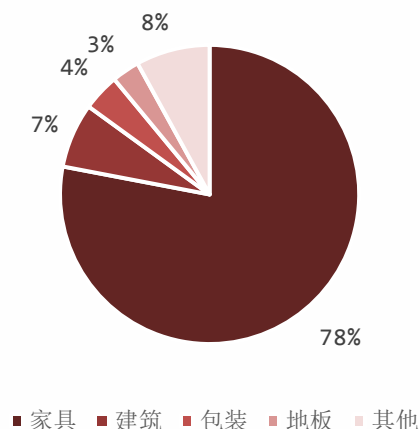
## 胶合板生产情况



## 刨花板生产情况



## 2022年刨花板下游市场需求结构



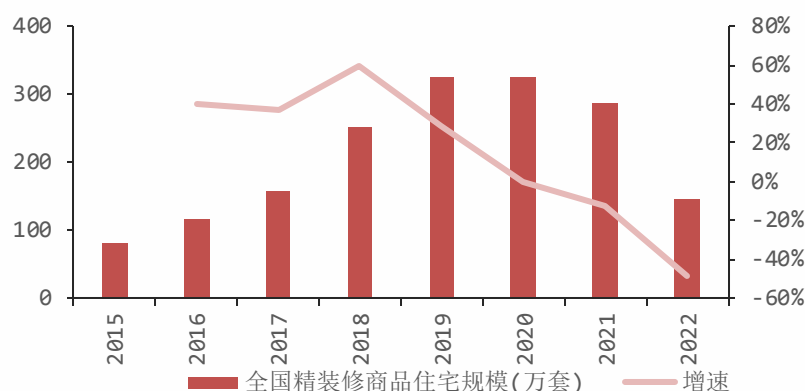
# 板材：行业集中度持续提升，重视存量房装修需求

□ 受新房成交下滑影响短期承压；存量房更新需求将持续释放；存量竞争致价格下滑，需求复苏将通过价格回暖放大企业业绩弹性。

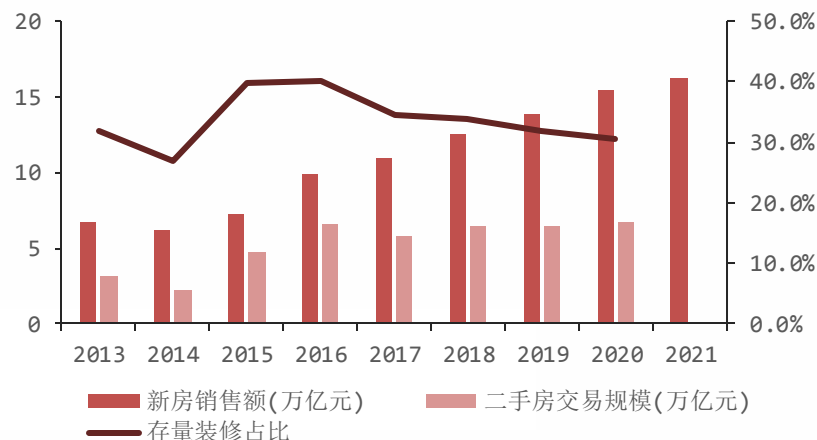
## 人造板产量情况



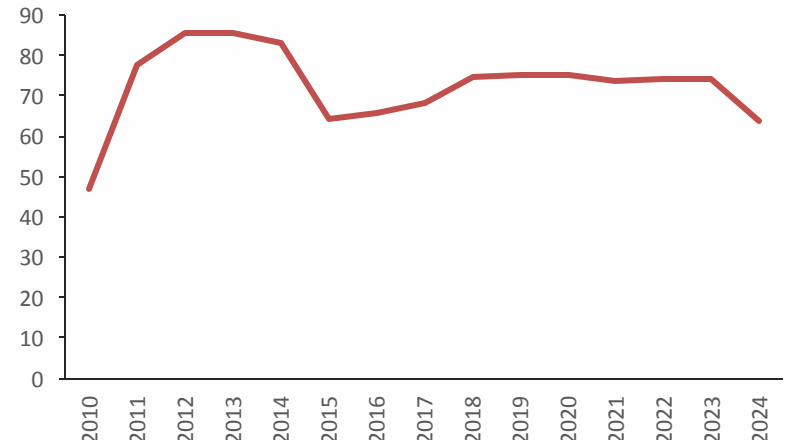
## 全国精装修商品住宅规模及增速



## 中国商品住宅销售额及二手房占比



## 胶合板(9厘)平均价格(元/张)



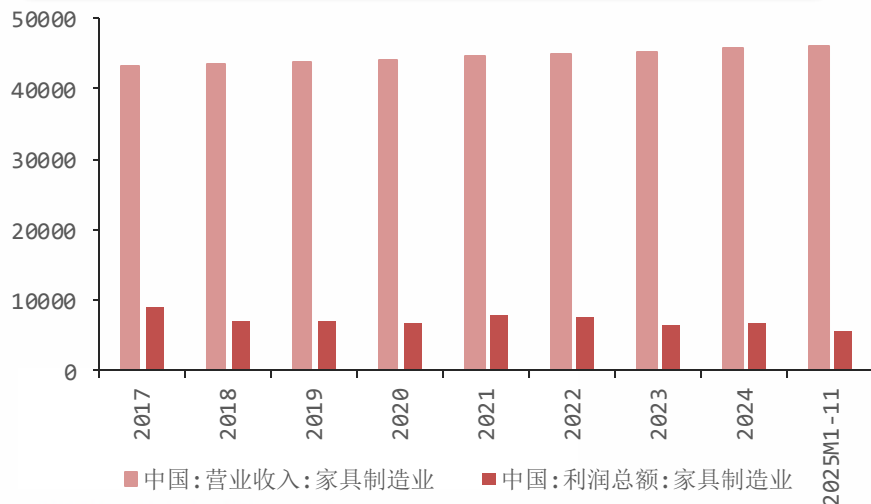
# 板材：行业集中度持续提升，重视存量房装修需求

## □ 大行业小企业，集中度提升空间阔

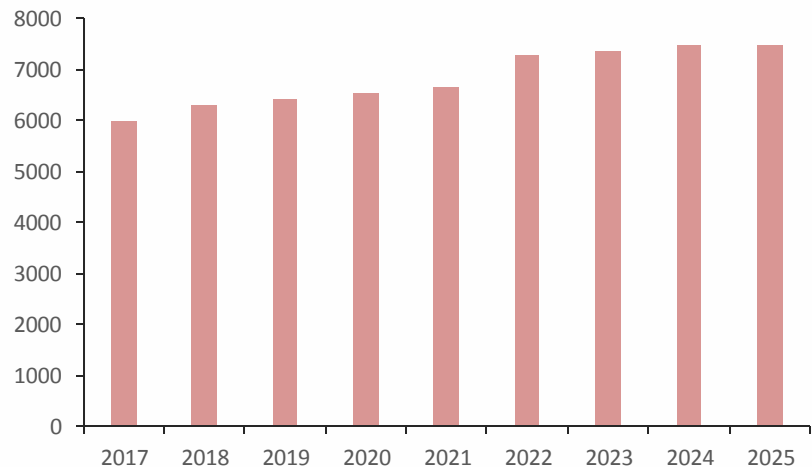
- 2013年以来，受益于行业盈利水平较好，家具制造业企业单位数量持续增加，2021年以来企业数量扩张速度显著收缩。2020年以来，全球实体经济持续承压，叠加国内房地产转入存量市场，使家具制造业规模以上工业企业利润持续下滑。
- 我国装饰材料及家具生产企业众多，行业集中度较低。未来随着装饰材料及家具行业不断发展，行业集中度将逐步提高，优势品牌具备研发、品牌、渠道优势，将占据主导地位。

□ **全屋定制渗透率持续提高**：全屋定制家居通过统一的风格设计、空间布局、功能选择、材料选定为客户提供一整套空间配置的解决方案。相比于定制家居，全屋定制家居更强调一站式解决家庭装饰的所有问题，使家居消费更加便捷。品牌企业在产品、成本、营销等方面具备优势，消费者在消费时也更倾向于选择具备一定知名度的品牌产品，优质资源将向少数大企业、大品牌集中，行业品牌集中度越来越高。

### 家具制造业营收和利润情况（亿元）



### 2017年以来家具制造业企业单位数（个）

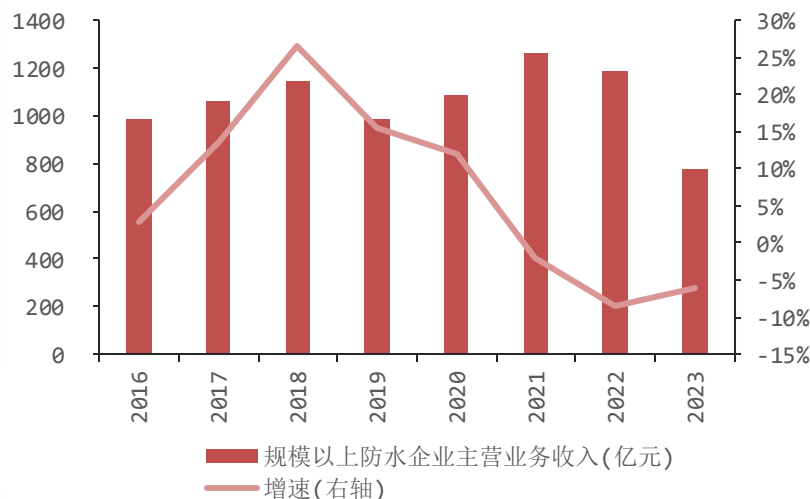


# 防水：大行业小企业，集中度提升空间阔。

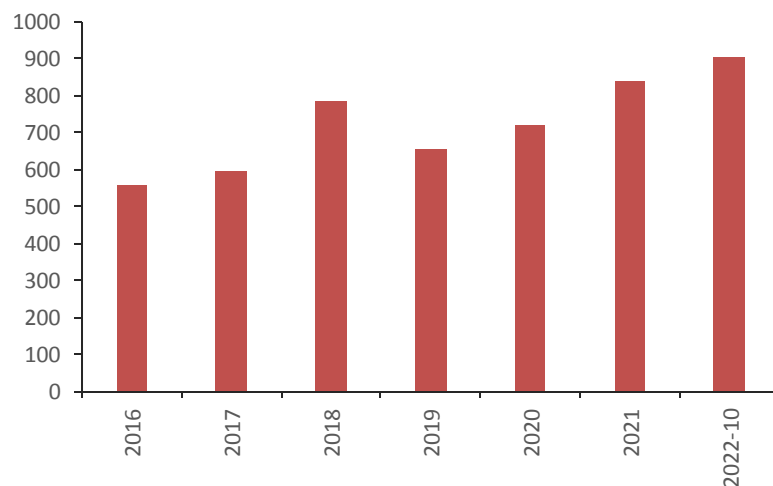
## □ 大行业小企业，集中度提升空间阔

- 2021年以来，受下游房地产行业竣工量减少影响，防水材料销量和价格均有所走低，防水行业规模以上企业营收总额持续下滑，2023年规模以上企业营收同比下滑6.1%(可比口径)。防水行业绝大多数企业规模较小，“大行业，小企业”特征显著，截至2022年10月，我国规模以上防水企业数量共906家。
- 2023年4月，住建部发布的《建筑与市政工程防水通用规范》正式实施，包含明确和提升工程防水设计工作年限、提高防水材料耐久性要求等内容，行业规范提高了行业准入门槛，行业内部整合并购将有所加快，市场份额将持续向行业头部集中。
- 房屋养老金制度的建立已提上日程，可为房屋体检、房屋维修、房屋保险提供资金保障，将有力推进城镇老旧小区改造进程。漏水作为老旧小区较为典型的共性问题，更新改造将极大带动防水材料需求增加。

### 2016年规模以上防水企业营收情况



### 规模以上防水企业数量 (家)



[www.swsc.com.cn](http://www.swsc.com.cn)

数据来源：WIND，科顺股份公司公告，西南证券整理

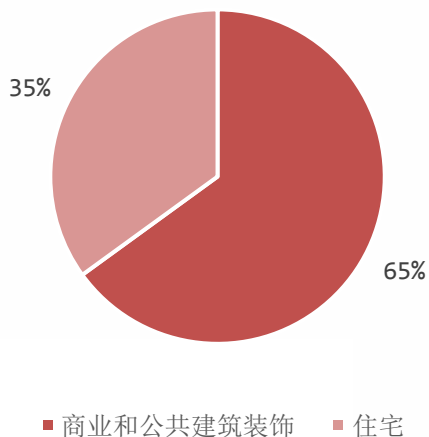
# 石膏板：市场规模平稳增长，二次装修需求显著

## □ 市场规模稳步增长，可渗透空间依然广阔

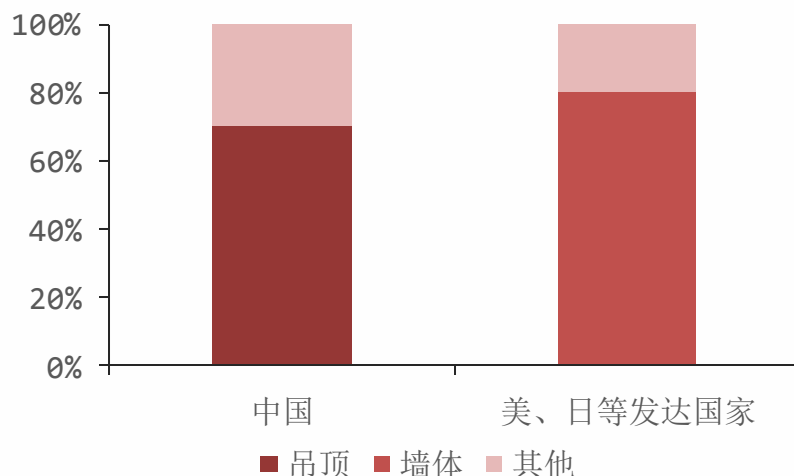
- 2005年以来，在有关建筑节能、发展环境友好型产品等一系列产业政策推动了国内石膏板行业的持续发展。我国石膏板市场平稳增长，但相对于成熟的美国、欧洲等市场，甚至是世界平均水平，仍存在较大的差距。
- 在我国现阶段，商业和公共建筑装饰装修领域为石膏板主要消费市场（占比约65%），石膏板在住宅领域应用还处于推广发展阶段（占比约35%）。我国石膏板约70%集中于吊顶领域，于隔墙领域应用尚少，而参照美国、日本等发达国家，石膏板有约80%应用于墙体建设。随着国家绿色发展战略贯彻实施和装配化产业发展，我国石膏板在隔墙领域应用将有广阔提升空间。

- **二次装修增量需求广阔**：随着我国经济持续发展、新型城镇化战略的推进、节能环保意识的加强及居民消费习惯的改变，既有建筑改造翻新、二次装修过程中对石膏板的使用比例将不断提高。

## 国内石膏板住宅领域渗透率仍待提高



## 国内外石膏板主要用途差距较大



# 目 录

---

◆ 2025年行业回顾

◆ 需求：稳房市强信心，需求有望筑底

◆ 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

◆ 玻纤：重视算力板块需求，电子布增长空间广阔

◆ 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

◆ 消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的

◆ **重点推荐投资标的**

# 兔宝宝（002043）：行业龙头优势突出，渠道发力持续向好

## □ 投资逻辑

**1、深耕板材行业多年，综合竞争优势突出。**公司深耕装饰建材行业多年，品牌力、产品力竞争优势突出、渠道力强劲，综合竞争力不断增强，经营势能持续提升。

**2、品牌产品渠道持续发力，行业龙头地位不断夯实。**1) 公司聚焦高端品牌建设，始终坚持“兔宝宝，让家更好”的使命，具有巨大的市场声誉和卓越的品牌竞争优势。2) 兔宝宝板材的环保健康性能优势突出，在环保品质、产品设计、加工工艺方面极具竞争力，产品力突出。3) 深入推进一二级经销商渠道扁平化和独立渠道招商换商工作，渠道体系更加完善，不断强化渠道力。

**3、渠道发力成效显著，C端竞争优势突出。**公司正大力推进渠道下沉，持续拓展家具厂、家装公司、工装公司等小B业务渠道，渠道力持续增强。综合来看，兔宝宝在品牌、产品、渠道等方面综合竞争优势突出，经营势能强劲。

## 业绩预测与投资建议

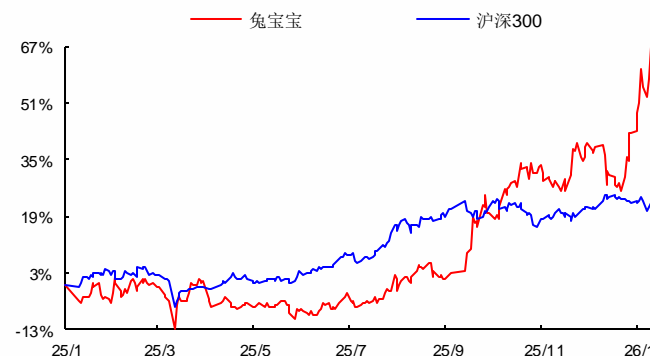
预计2025/2026/2027年EPS分别为0.93元、1.08元、1.17元，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

经济大幅下滑风险；下游复苏或不及预期。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	91.89	94.16	99.57	104.98
营业收入增长率	1.39%	2.47%	5.75%	5.43%
归母净利润（亿元）	5.85	7.69	8.93	9.74
归母净利润增长率	-15.11%	31.37%	16.13%	9.10%
EPS（元）	0.71	0.93	1.08	1.17
P/E	20	16	14	12

## 股价表现



# 北新建材（000786）：两翼延续高增，拓展工业涂料

## □ 投资逻辑

**1、一体两翼多元布局，综合经营势能强劲。**公司持续巩固石膏板业务，推进高端化产品布局，发力县乡、家装、零售等增量市场；加速拓展防水业务，聚焦修缮、旧改、家装零售领域，强化渠道建设；加快推进涂料业务，夯实航空航天领域优势地位，聚焦风电叶片、工业防腐、高端装备机械细分市场，应用领域持续扩宽。

**2、主业基本盘坚实，营收增长源持续拓宽。**1) 公司持续深耕石膏板业务，积极开拓防水、涂料两翼，不断拓展营收增长源，大力推进全球产能布局，综合竞争优势突出，经营势能强劲。2) 以“内生”增长聚焦核心赛道，并购驱动外延业务增长，完成嘉宝莉重组，实现涂料业务产能布局由华北地区扩展至全国；重组大桥油漆，进一步丰富工业涂料产品体系；在安徽省安庆市投资建设年产2万吨工业涂料生产基地，支撑业务发展。

**3、政策持续落地，静待拐点向上。**城市更新、老旧小区改造政策陆续落地，需求端有效托底。此外，公司坚持“一体两翼，全球布局”战略，内生外延拓规模，持续推进全国化布局，总体经营势能强劲。

## 业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为2.36元、2.63元、3.04元，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

房地产市场复苏节奏或不及预期；市场开拓或不及预期。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	258.21	270.12	293.75	319.67
营业收入增长率	15.14%	4.61%	8.75%	8.82%
归母净利润（亿元）	36.47	40.08	44.74	51.61
归母净利润增长率	3.49%	9.90%	11.63%	15.35%
EPS（元）	2.14	2.36	2.63	3.04
P/E	12	11	9	8

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

## 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 中国巨石（600176）：电子布景气度较高，量价齐升业绩高增

## □ 投资逻辑

**1、充分发挥龙头优势，持续扩宽营收渠道。** 1) 产品结构方面：公司在热固粗纱、热塑增强、电子基布、风电纱等多个领域实现全球第一，龙头地位坚实。2) 下游客户方面：持续加大研发投入，致力于为海上风电、光伏边框、汽车电池盒、氢气储罐等领域提供高性能产品解决方案，下游应用领域持续拓宽。

**2、产品结构优异，综合优势突出。** 1) 公司作为玻纤行业领军企业，在多个产品细分领域均位居全球首位，极具规模与成本优势，并持续推动产品高端化转型。2) 公司高度注重创新研发，在超大型池窑、高性能玻璃配方、浸润剂配方等关键技术和成套装备上拥有100%自主核心知识产权。3) 公司在电子布产能方面居行业头部，受益于算力需求爆发，电子布量价齐升，公司业绩将显著受益。

**3、重视电子布板块突破，产品结构改善空间阔。** 公司持续推进特种玻纤的研发，随着技术端不断取得突破，公司作为行业龙头受益显著。

## 业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为0.86元、0.99元、1.11元，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

经济大幅下滑风险；行业提价不及预期风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	158.56	189.56	210.62	229.78
营业收入增长率	6.59%	19.55%	11.11%	9.10%
归母净利润（亿元）	24.45	34.58	39.61	44.30
归母净利润增长率	-19.70%	41.43%	14.56%	11.83%
EPS（元）	0.61	0.86	0.99	1.11
P/E	28	19	17	16



# 金晶科技（600586）：业绩阶段性承压，静待TCO放量

## □ 投资逻辑

**1、经营韧性较强，TCO机遇优质。** 1) 公司超白玻璃技术优势明显、品牌力突出，在高档玻璃领域综合竞争力较强；2) 纯碱产能居行业头部，下游客户稳定，与玻璃业务一体化布局优势突出；3) TCO导电镀膜玻璃不断取得突破，先发优势明显，在光伏玻璃领域具有优质发展机遇。

**2、技术优势突出，成长空间广阔。** 滕州二线 TCO 产品成功试产并实现量产，奠定了产品批量持续供应能力的基础，多项技术指标取得新突破；此外，当前马来西亚背板玻璃产品已导入下游客户供应体系，TCO玻璃技术已得到验证，开启放量在即，未来增长空间广阔。

**3、一体化布局优势显著，静待TCO持续放量。** 公司深耕玻璃产业链多年，品牌积淀深厚，技术竞争优势突出，产业链一体化布局完善，经营韧性较强，TCO玻璃长期成长空间广阔。

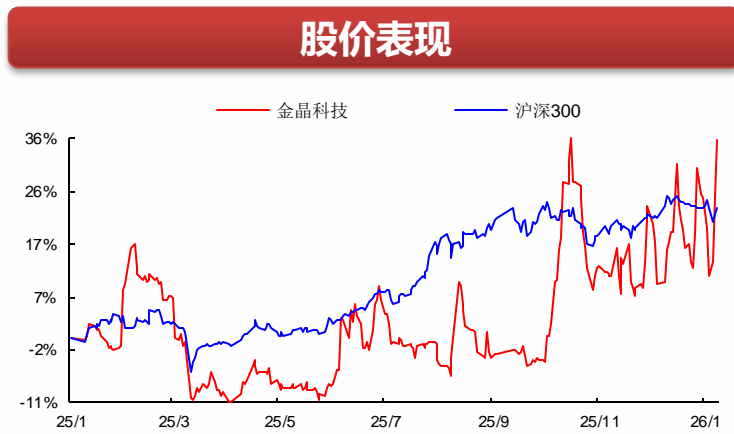
## 业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为-0.23元、0.28元、0.34元，“买入”评级。

## □ 风险提示

经济大幅下滑风险；TCO玻璃放量不及预期风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	64.52	50.22	62.56	69.43
营业收入增长率	-19.04%	-22.17%	24.58%	10.99%
归母净利润（亿元）	0.60	-3.22	4.01	4.88
归母净利润增长率	-86.90%	-632.64%	224.46%	21.68%
EPS（元）	0.04	-0.23	0.28	0.34
P/E	132	-	20	16



# 濮耐股份（002225）：耐材龙头优势突出，氧化镁放量在即

## □ 投资逻辑

**1、耐材龙头优势突出，氧化镁放量在即。** 1) 公司作为耐火材料行业龙头，产品体系完善，技术优势突出，综合竞争力强劲，在整包模式占比持续提高、行业环保政策趋紧等背景下，市场份额将持续向行业头部集中，公司市占率有望持续提升。2) 新材料事业部重点拓展湿法冶金提镍提钴的高效沉淀剂市场，研发团队依托资源优势重点攻关，解决了一系列技术难题，通过了客户端严格的中试应用检验。

**2、已入围供应名单，成长空间广阔。** 相关产品已成功入围多家客户的合格供应商，获得了包括格林美在内的多家湿法冶金客户的认可，且与格林美签到了50万吨的供货协议，目前已实现批量供货。

**3、传统业务稳健，新业务空间广阔。** 公司传统业务耐火材料较为稳健，新业务高效沉淀剂市场开拓顺利空间广阔，兼具安全边际与业绩弹性。

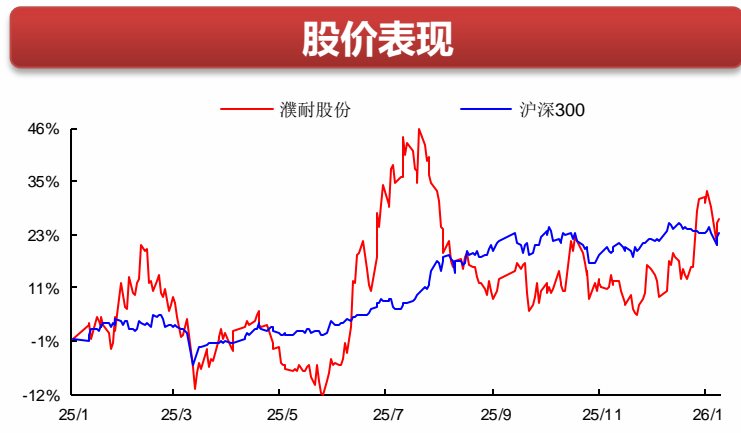
## 业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为0.13元、0.40元、0.68元，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

经济大幅下滑风险；业务拓展进度不及预期风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	51.92	55.95	64.83	74.32
营业收入增长率	-5.13%	7.77%	15.86%	14.63%
归母净利润（亿元）	1.35	1.47	4.66	7.83
归母净利润增长率	-45.48%	9.12%	215.93%	68.22%
EPS（元）	0.12	0.13	0.40	0.68
P/E	49	45	14	8



# 再升科技（603601）：经营势能稳健，增长动力多源

## □ 投资逻辑

**1、长期聚焦干净空气，战略布局无尘空调。**1) 公司持续深耕玻纤行业，是“高效空气过滤纸”、“玻璃微纤维”两项制造业单项冠军，在核电站用无硅无铝水过滤材料、核级高效空气滤纸、耐高温液压油过滤纸等领域实现了国产突破，技术竞争优势突出。2) 推动超细玻璃纤维、PTFE膜材料等核心技术的迭代进步，巩固在高效空气过滤、航空、新能源汽车等高端供应链中的核心地位，增长动力多源。3) 战略聚焦无尘空调，伴随消费者生活品质诉求不断提高，无尘空调渗透率将持续提升；公司持续推进品牌培育、不断发力渠道建设，未来增长空间广阔。

**2、能耗标准提升，业务持续扩张。**2026年6月1日期，国内冰箱将执行新的能耗标准，对公司保温材料的需求将产生显著拉动。此外，公司产品正持续向新能源电池保温材料渗透，随着应用领域的扩张，未来增长空间广阔。

**3、经营战略清晰，较具成长空间。**公司战略聚焦无尘空调，持续深耕“干净空气材料”、“高效节能材料”、“无尘空调产品”三大品类，增长动力多源，长期成长空间广阔。

## 业绩预测与投资建议

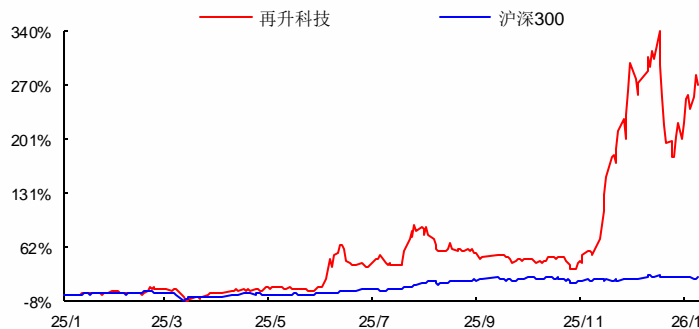
预计2025/2026/2027年EPS分别为0.09元、0.13元、0.16元，维持“买入”评级。

## □ 风险提示

经济大幅下滑风险；业务拓展进度不及预期风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	14.76	13.77	16.09	19.02
营业收入增长率	-10.87%	-6.68%	16.81%	18.24%
归母净利润（亿元）	0.91	0.97	1.31	1.68
归母净利润增长率	137.99%	6.48%	35.63%	28.20%
EPS（元）	0.09	0.09	0.13	0.16
P/E	157	147	109	85

## 股价表现



# 国际复材（301526）：特种玻纤布长期向好，产品、技术优势突出

## □ 投资逻辑

1、**不断强化核心竞争力，持续拓展营收来源。**公司深耕玻纤行业多年，高端产品竞争优势突出，产能持续优化提升，主动作为开拓新需求，综合竞争力不断增强。

2、**高端产品极具优势，竞争力持续提升。**1) 公司长期聚焦玻纤主业，具有一系列全球竞争优势的产品，部分打破国外厂商垄断，填补国内空白，尤其是细纱产品在下游半导体等领域综合竞争力突出，下游客户稳定。2) 公司聚焦全球玻纤市场应用场景拓展，精准配置研发资源，推动高模、高强、低介电、低膨胀等产品落地；紧跟算力需求高增和高端电子产品应用需求，相继推出低介电电子布、低膨胀电子布等，未来放量空间广阔。

3、**产品结构持续向好，创新突破未来可期。**特种玻纤布趋势长期向好；技术积淀深厚，创新突破强化产品竞争力；产线升级实现提质增效，公司经营势能有望持续拐点向上。

## 业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为0.12元、0.24元、0.34元，“买入”评级。

## □ 风险提示

经济大幅下滑风险；下游复苏或不及预期；地缘政治风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	73.62	88.67	102.19	116.72
营业收入增长率	2.87%	20.45%	15.24%	14.22%
归母净利润（亿元）	-3.54	4.52	9.00	12.93
归母净利润增长率	-164.88%	227.80%	98.99%	43.62%
EPS（元）	-0.09	0.12	0.24	0.34
P/E	-	58	29	20

## 股价表现



# 东宏股份（603856）：“双线”战略驱动强劲，智慧管网全链布局

## □ 投资逻辑

**1、政策向好，空间广阔。**城市更新、地下管网改造等里子工程重视程度越来越高，相关利好政策陆续出台，仅地下管网建设改造一项，“十五五”期间预计超70万公里，新增投资超5万亿元。

**2、科技赋能智慧管道，业绩增长弹性十足。**公司深耕工程管道多年，聚焦“国家大型长输管线和城市生命线”双线发展战略和“一主多翼+一新”业务布局，成长空间持续拓宽：1) 在竞争优势方面，公司从专用料研制、管道结构设计、产品生产研发、管道连接、物流配送、管道安装到售后服务为一体的全产业链优势；具备南水北调、引汉济渭等多个国家级重点工程项目经验。2) 在长期战略布局方面，公司秉承“让智能管道改变人类生活”的企业使命，以管道智能终端为核心，重点布局管道新材料、管道机器人、氢能管道、海洋管道等核心技术领域。

**3、长期战略清晰，成长力突出。**公司致力于打造高科技、高市值、国际化的东宏品牌，战略规划清晰，长期成长能力突出。

## 业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为0.72元、0.87元、1.08元，“买入”评级。

## □ 风险提示

经济大幅下滑风险；市场开拓或不及预期；政策效果或不及预期。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	24.90	22.10	26.58	32.06
营业收入增长率	-13.08%	-11.22%	20.27%	20.59%
归母净利润（亿元）	1.69	2.02	2.46	3.03
归母净利润增长率	5.03%	19.20%	22.16%	23.10%
EPS（元）	0.60	0.72	0.87	1.08
P/E	21	17	14	12



# 三棵树 ( 603737 ) : 渠道建设卓有成效, 盈利能力持续改善

## □ 投资逻辑

**1、品牌渠道双轮驱动, 经营势能稳健。** 1) 产品端: 公司作为我国涂料领域龙头, 深耕涂料核心业务, 实现防水、基辅材、胶黏剂等多元化业务发展, 产品矩阵完善。2) 品牌端: 积极利用央视、国潮、顶级体育赛事开展品牌宣传, 已成为行业稀缺“国漆”品牌, 国民认可度高。3) 渠道端: 在零售领域, 推进零售高端化转型, 加大对重涂翻新、美丽乡村等潜力市场布局, 开拓电商新零售模式, 零售业务占比持续提高; 在工程领域, 持续提高发展质量, 严控地产风险, 聚焦央国企、城建城投、工业厂房等新赛道, 加大小B业务比重, 强化现金流量保障。

**2、利好政策持续落地, 静待业绩拐点向上。** 公司产品、品牌、渠道等综合竞争优势突出, 市场占有率持续提升, 销量保持稳健增长随着房地产市场“止跌回稳”、城市更新、老旧小区改造等相关利好政策陆续出台, 下游需求将持续改善, 助力销售单价逐渐企稳回升, 公司业绩有望拐点向上。

## 业绩预测

预计2025/2026/2027年EPS分别为1.27元、1.42元、1.71元。

## □ 风险提示

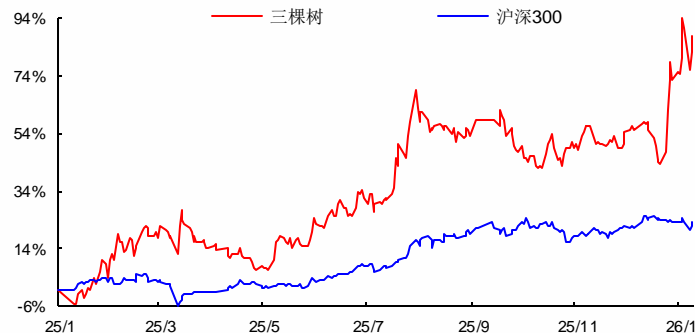
经济大幅下滑风险; 市场开拓或不及预期; 政策效果或不及预期。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	121.05	131.04	144.17	160.47
营业收入增长率	-2.97%	8.25%	10.02%	11.31%
归母净利润 (亿元)	3.32	9.38	10.51	12.59
归母净利润增长率	91.27%	182.70%	12.00%	19.82%
EPS (元)	0.45	1.27	1.42	1.71
P/E	58	26	23	18

www.swsc.com.cn

数据来源: Wind, 西南证券

## 股价表现



数据来源: Wind, 西南证券整理

# 西部建设（002302）：毛利率持续承压，营收降幅收窄

## □ 投资逻辑

**1、不断强化核心竞争力，市场占有率持续提升。**公司深耕混凝土行业多年，为混凝土行业头部，综合竞争优势突出，市场占有率不断提升，行业利好政策持续加码，业绩拐点向上可期。

**2、平台优势突出，经营势能稳健。**1) 公司是中国建筑集团旗下预拌混凝土业务唯一发展平台，长期以来始终聚焦混凝土主业，区域布局上深耕西部、布局全国、积极开拓海外，成长空间广阔。2) 大股东中国建筑集团各子公司业务领域涉及广泛，区域覆盖海内外，为公司提供了优质的发展平台和资源支持。3) 当前房地产行业“止跌回稳”相关利好政策持续加码、基建投资项目陆续推出、借助一带一路等积极推进产能出海等多项利好加持下，下游需求有望逐渐复苏，公司作为行业头部，将显著受益于市场份额集中度提升和行业景气度回升红利。

**3、行业地位坚实，静待下游复苏。**公司综合竞争优势突出，市场占有率持续提升，销量保持稳健增长；下游需求复苏在即，销售单价有望逐渐企稳回升，公司在手订单充足，业绩有望拐点向上。

## 业绩预测

预计2025/2026/2027年EPS分别为-0.11元、0.14元、0.27元。

## □ 风险提示

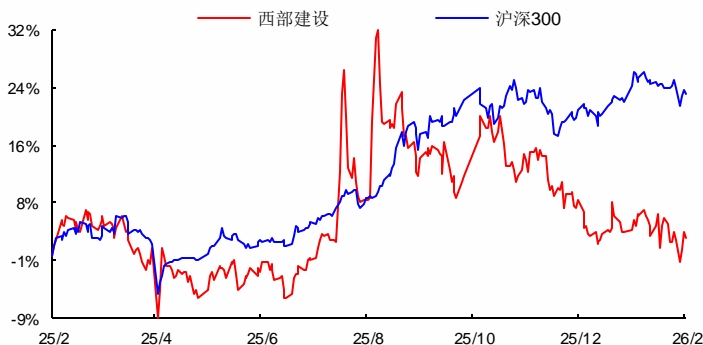
经济大幅下滑风险；市场开拓或不及预期；政策效果或不及预期。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	203.47	191.76	203.33	213.62
营业收入增长率	-11.01%	-5.76%	6.04%	5.06%
归母净利润（亿元）	-2.63	-1.41	1.71	3.44
归母净利润增长率	-140.71%	46.32%	221.48%	100.83%
EPS（元）	-0.21	-0.11	0.14	0.27
P/E	-	-	45	22

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

## 股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

# 重点公司估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				投资评级
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
002043	兔宝宝	14.41	0.71	0.93	1.08	1.17	20	16	14	12	买入
000786	北新建材	24.97	2.14	2.36	2.63	3.04	12	11	9	8	买入
600176	中国巨石	17.10	0.61	0.86	0.99	1.11	28	19	17	16	买入
600586	金晶科技	5.63	0.04	-0.23	0.28	0.34	132	-	20	16	买入
002225	濮耐股份	5.70	0.12	0.13	0.4	0.68	49	45	14	8	买入
603601	再升科技	12.47	0.09	0.09	0.13	0.16	157	147	109	85	买入
603737	三棵树	46.27	0.45	1.27	1.42	1.71	58	26	23	18	-
301526	国际复材	7.00	-0.09	0.12	0.24	0.34	-	58	29	20	买入
002302	西部建设	6.12	-0.21	-0.11	0.14	0.27	-	-	45	22	-
603856	东宏股份	12.47	0.6	0.72	0.87	1.08	21	17	14	12	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2025/12/31）



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：笪文钊  
执业证号：S1250524060002  
电话：023-63786049  
邮箱：dwzyf@swsc.com.cn

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业 评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究院

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部 经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	张方毅	销售岗	15821376156	zfyi@swsc.com.cn				
	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn				
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	txl@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn