

旗滨集团 (601636.SH)

浮法玻璃逐步筑底，光伏玻璃关注产能出清

事件：公司发布 2025 年报及 2026 年一季报。公司 2025 年收入 157.4 亿元，YOY+0.6%，归母净利润 6.2 亿元，YOY+61.8%，扣非净利润 1.0 亿元，YOY-64.3%，其中 25Q4 收入 39.6 亿元，YOY-2.3%，归母净利润亏损 3.0 亿元，扣非净利润亏损 2.8 亿元，2025 年非经常性损益主要系绍兴厂区搬迁，公司出售老厂区土地、建筑物和部分设备等，增加净利润 4.4 亿元，扣非净利润下滑主要系计提资产及信用减值损失 3.7 亿元，影响归母净利润约 3.1 亿元。2026Q1 收入 35.7 亿元，YOY+2.4%，归母净利润 0.1 亿元，YOY-97.2%，扣非净利润-0.5 亿元。

浮法玻璃逐步筑底，光伏玻璃关注产能出清。1) 浮法玻璃：2025 年收入 58.99 亿元，YOY-14.03%，销量 1.12 亿重箱，YOY+4.91%，单价 52.7 元/重箱，YOY-18.1%，毛利率 15.18%，同比-5.62pct，单位毛利 8 元/重箱，YOY-40.2%，公司毛利率降至 2009 年以来最低值，但供给端已出现积极变化，据卓创资讯数据显示，行业日熔量大幅收缩，已降至近 10 年低位，逐步开始筑底；**2) 光伏玻璃：**2025 年收入 69.63 亿元，YOY+21.03%，销量 5.68 亿平，YOY+30.65%，单平价格 12.3 元，YOY-7.4%，毛利率 10.17%，同比+1.16pct，单位毛利 1.25 元/平，YOY+4.6%，子公司旗滨光能净利润 3116 万元，单位净利 0.05 元/平。光伏玻璃行业深度亏损，公司业绩逆势增长，一方面系 2025 年公司云南昭通、马来沙巴光伏玻璃产线点火，目前共有 11 条产线，日熔 13000 吨/日，规模效应释放，另一方面系公司加大境外销售占比，2025 年境外收入 23.8 亿元，YOY+181.4%，毛利率 14.41%，同比+3.15pct，较境内高出 6.44pct，后续关注行业产能出清进度；

3) 节能玻璃：2025 年收入 22.92 亿元，YOY-5.55%，销量 3827 万平，YOY+22.38%，单价 59.9 元/平，YOY-22.8%，毛利率 16.30%，同比-2.42pct，公司主动抢抓细分市场机遇、优化产品结构与市场布局，实现销量稳步增长；**4) 其他功能玻璃：**2025 年收入 4.05 亿元，YOY+34.27%，毛利率 4.09%，同比+30.09pct。

毛利率略有下滑，减值拖累整体业绩。公司 2025 年毛利率 13.1%，同比-2.4pct，2026Q1 毛利率 12.2%，同比+0.2pct，浮法玻璃景气承压对毛利率有一定拖累；费用率方面，2025 年期间费用率 10.0%，同比-2.2pct，2026Q1 期间费用率 13.6%，同比+1.0pct，2025 年费用率下降主要系事业合伙人持股计划长期目标考核未能达成，冲减前期确认费用；净利率方面，2025 年整体净利率 3.9%，同比+2.3pct，扣非净利率 0.7%，同比-1.2pct，2026Q1 整体净利率 0.9%，同比-11.7pct，扣非净利率-1.5%，同比-1.4pct，2025 年扣非净利率下滑主要受毛利率下滑及减值增加影响，2026Q1 则受主业盈利偏弱影响，进而拖累整体扣非表现。

资产负债率优化，现金流大幅改善。截至 2025 年末，公司短期借款 14.8 亿元，现金及现金等价物余额 26.9 亿元，资产负债率 53.5%，同比下降 5.5pct。2025 年经营性现金流净额 17.6 亿元，同比增长 93.4%，主要系上年光伏产线集中投产致基数较低，以及公司资金周转效率显著提升所致，2026Q1 经营性现金流净额-1.4 亿元，主要系大宗原材料战略备货所致。2025 年资本开支 19.9 亿元，同比下降 36.4%，资本开支预算已逐年下降，未来负债率有望持续优化。

投资建议：公司浮法玻璃成本优势突出，光伏玻璃业绩逆势增长，但考虑到浮法玻璃仍在磨底阶段，光伏玻璃行业供需仍需时间改善，我们调整公司盈利预测，2026-2028 年归母净利润分别为 6.8 亿元、10.6 亿元、14.9 亿元，对应 PE 分别为 26X、17X 和 12X，维持“增持”评级。

风险提示：竣工需求大幅下滑风险，光伏玻璃需求大幅下滑风险，原材料、燃料价格持续快速上涨风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	15,649	15,737	16,543	18,955	19,750
增长率 yoy (%)	-0.2	0.6	5.1	14.6	4.2
归母净利润 (百万元)	383	619	676	1,060	1,492
增长率 yoy (%)	-78.1	61.8	9.2	56.8	40.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.13	0.21	0.23	0.36	0.50
净资产收益率 (%)	2.9	4.2	4.4	6.7	9.0
P/E (倍)	46.6	28.8	26.4	16.8	12.0
P/B (倍)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 23 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	玻璃纤维
前次评级	增持
04 月 23 日收盘价 (元)	6.03
总市值 (百万元)	17,840.68
总股本 (百万股)	2,958.65
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	53.57

股价走势



作者

分析师 沈猛

执业证书编号：S0680522050001

邮箱：shenmeng@gszq.com

分析师 张润

执业证书编号：S0680524110002

邮箱：zhangrun@gszq.com

相关研究

- 《旗滨集团 (601636.SH)：浮法玻璃磨底，光伏成本优化，关注供给侧变化》 2025-11-01
- 《旗滨集团 (601636.SH)：浮法玻璃周期底部，光伏玻璃α逐步凸显》 2025-08-28
- 《旗滨集团 (601636.SH)：浮法底部，光伏成本持续下降》 2025-04-26

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9154	9279	11019	11468	12229
现金	3203	2855	4630	4446	5132
应收票据及应收账款	2082	2154	2184	2459	2504
其他应收款	56	73	71	84	86
预付账款	216	308	289	332	336
存货	2073	2510	2430	2707	2715
其他流动资产	1524	1378	1415	1441	1455
非流动资产	25474	24959	24752	24073	23079
长期投资	45	46	46	46	46
固定资产	18562	18691	19538	19410	18641
无形资产	2148	2107	2126	2140	2149
其他非流动资产	4718	4114	3042	2477	2244
资产总计	34628	34238	35771	35541	35308
流动负债	8332	8225	8801	9002	8977
短期借款	955	1478	1778	1578	1378
应付票据及应付账款	3356	3257	3443	3793	3889
其他流动负债	4020	3490	3581	3632	3710
非流动负债	11903	10096	10622	9622	8622
长期借款	9678	9254	9754	8754	7754
其他非流动负债	2225	841	867	867	867
负债合计	20234	18320	19422	18624	17598
少数股东权益	1051	1040	1099	1138	1184
股本	2684	2959	2959	2959	2959
资本公积	2645	3777	3777	3777	3777
留存收益	7895	8394	8720	9250	9995
归属母公司股东权益	13342	14877	15250	15780	16526
负债和股东权益	34628	34238	35771	35541	35308

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	912	1763	3456	3429	4171
净利润	264	620	735	1099	1538
折旧摊销	1666	1938	2300	2449	2564
财务费用	369	407	334	328	292
投资损失	-12	-4	-7	-9	-7
营运资金变动	-1595	-936	465	-332	0
其他经营现金流	220	-262	-372	-107	-215
投资活动现金流	-3122	-1885	-1617	-1554	-1248
资本支出	-2841	-1660	-1614	-1563	-1255
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-280	-225	-3	9	7
筹资活动现金流	1731	-232	-51	-2058	-2238
短期借款	602	523	300	-200	-200
长期借款	1615	-423	500	-1000	-1000
普通股增加	0	275	0	0	0
资本公积增加	173	1133	0	0	0
其他筹资现金流	-660	-1739	-851	-858	-1038
现金净增加额	-507	-360	1775	-184	686

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	15649	15737	16543	18955	19750
营业成本	13222	13673	14143	15693	16053
营业税金及附加	171	190	190	218	231
营业费用	190	189	199	227	237
管理费用	798	413	827	948	987
研发费用	585	579	596	682	711
财务费用	329	388	403	443	441
资产减值损失	-257	-349	-80	-80	-80
其他收益	224	189	216	249	251
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	4	7	9	7
资产处置收益	1	525	530	280	388
营业利润	292	653	799	1141	1596
营业外收入	17	11	16	14	14
营业外支出	48	43	50	47	47
利润总额	261	621	764	1108	1563
所得税	-3	1	29	10	25
净利润	264	620	735	1099	1538
少数股东损益	-119	1	59	38	46
归属母公司净利润	383	619	676	1060	1492
EBITDA	2294	2707	3468	4000	4568
EPS (元/股)	0.13	0.21	0.23	0.36	0.50

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	-0.2	0.6	5.1	14.6	4.2
营业利润(%)	-85.5	123.4	22.4	42.9	39.9
归属母公司净利润(%)	-78.1	61.8	9.2	56.8	40.7
获利能力					
毛利率(%)	15.5	13.1	14.5	17.2	18.7
净利率(%)	2.4	3.9	4.1	5.6	7.6
ROE(%)	2.9	4.2	4.4	6.7	9.0
ROIC(%)	2.2	2.6	3.7	5.2	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	58.4	53.5	54.3	52.4	49.8
净负债比率(%)	75.8	64.7	55.4	47.6	34.8
流动比率	1.1	1.1	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	9.4	8.0	8.3	8.9	8.7
应付账款周转率	4.5	4.9	5.2	5.2	5.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.21	0.23	0.36	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.60	1.17	1.16	1.41
每股净资产(最新摊薄)	4.51	5.03	5.15	5.33	5.59
估值比率					
P/E	46.6	28.8	26.4	16.8	12.0
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	11.3	10.3	7.8	6.5	5.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎泰大厦
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com