

## 公司研究

## 降价保销量，成本压降显著

## ——旗滨集团（601636.SH）2025 年年报及 2026 年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：6.83 元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：鲁俊

执业证书编号：S0930525070002

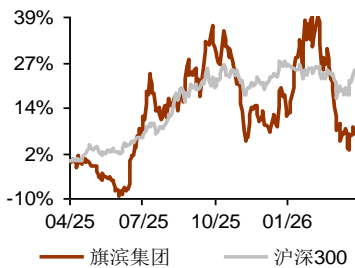
021-52523835

lujun1@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	29.59
总市值(亿元):	202.08
一年最低/最高(元):	4.89/7.70
近3月换手率:	123.63%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.54	-4.93	0.39
绝对	16.75	-3.80	26.55

资料来源：Wind

## 相关研报

浮法玻璃量增价减，光伏玻璃产销大幅增长——旗滨集团（601636.SH）跟踪点评报告（2025-09-18）

## 要点

**事件：**旗滨集团发布 25 年年报和 26 年一季报,25 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 157.4/6.2/1.0 亿元，同比 0.6%/61.8%/-64.3%。26Q1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 35.7/0.1/-0.5 亿元，同比+2.4%/-97.2%/亏损扩大。

**浮法玻璃业务：25 年降价保销量，盈利能力下滑受价格下跌影响。**

2025 年，公司浮法玻璃业务实现收入 59 亿元，同比-14.0%，其中产品均价为 53 元/重箱，同比-18%（同比下滑 12 元/重箱）；销量方面，公司浮法玻璃业务实现销量 1.12 亿重箱，同比+4.91%。

成本方面，2025 年公司浮法玻璃单位成本为 45 元/重箱，同比-12%（同比下滑 6.2 元/重箱），主要受益于直接材料和人工成本成本下降；成本结构中，直接材料/直接人工/制造费用分别同比-6.1/-0.5/+0.3 元/重箱。盈利能力方面，2025 年浮法玻璃业务单箱毛利约 8 元/重箱，同比-5.4 元/重箱，主要受价格下降影响；毛利率约 15.2%，同比-5.6pcts。

截至 2025 年 12 月 31 日，公司浮法玻璃产能为 16600 吨/日，产能规模位于行业第二位，规模优势有效降低了单位生产和采购成本。全国浮法玻璃生产线共计 265 条（剔除部分僵尸及搬迁产线），在产 212 条，日熔量共计 151,405 吨。2025 年全国平板玻璃产量 9.76 亿重量箱，同比下降 3.0%。

**建筑节能玻璃业务：25 年降价保销量，单位毛利同比略降。**

2025 年，公司节能建筑玻璃业务实现收入 22.9 亿元，同比-6%；其中销量为 3827 万平米，同比+22%，均价为 60 元/平米，同比-17.7 元/平米；单位毛利为 9.8 元/平米，同比-4.8 元/平米；毛利率约 16.3%，同比-2.4pcts。

截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有 11 条镀膜节能玻璃生产线（年产能 5280 万平方米），产能规模位居行业第三位，33 条中空玻璃生产线（年产能 910 万平方米）。

**光伏玻璃业务：售价下滑，但盈利能力得益于成本控制有所回升。**

2025 年，公司超白光伏玻璃业务实现收入 70 亿元，同比+21%；其中销量为 5.7 亿平米，同比+31%，均价为 12.3 元/平米，同比-1.0 元/平米；单位成本为 10.3 元/平米，同比-1.7 元/平米，其中直接材料/直接人工/制造费用同比-1.3/+0.05/-0.5 元/平米；单位毛利为 1.9 元/平米，同比+0.7 元/平米；毛利率 15.8%，同比+6.8pcts。

截至 2025 年 12 月 31 日，公司光伏玻璃产能为 13000 吨/日，产能规模已位于行业前三。

**电子及药用玻璃业务：材料成本压降，实现扭亏为盈。**

2025 年，其他功能玻璃为公司带来收入 4.1 亿元，同比+34%。得益于直接材料成本有所降低，其他功能玻璃 2025 年为公司带来毛利 0.2 亿，同比+1 亿元，实现扭亏为盈。截至 2025 年 12 月 31 日，公司拥有 4 条高性能电子玻璃生产线（345 吨/日）。

**盈利预测、估值与评级：**26Q1，因为浮法玻璃价格下跌，扣非净利润有所下滑。根据我们对公司业务最新的销量及价格预测，我们调整公司 2026-2027 年归母净利润预测分别至 6.3 亿元（下调 21.4%）、10.4 亿元（下调 2.1%），新增 2028 年归母净利润预测 13.4 亿元。展望 2026 年，浮法玻璃及光伏玻璃价格或有小幅上升可能，考虑到前期公司股价已充分回调，我们对公司维持“买入”评级。

**风险提示：**国内外宏观经济环境或产业政策波动带来的风险、竞争加剧导致产品价格下降的风险、地缘局势变化带来原燃料价格上涨风险、环保成本增加的风险、外汇及利率风险。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	15,649	15,737	15,742	16,420	17,145
营业收入增长率	-0.21%	0.56%	0.03%	4.30%	4.42%
归母净利润（百万元）	383	619	632	1,038	1,338
归母净利润增长率	-78.15%	61.81%	2.03%	64.40%	28.90%
EPS（元）	0.14	0.21	0.21	0.35	0.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.87%	4.16%	4.16%	6.53%	8.02%
P/E	48	33	32	19	15
P/B	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-27

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	15,649	15,737	15,742	16,420	17,145
营业成本	13,222	13,673	13,512	13,788	14,228
折旧和摊销	1,593	1,864	1,667	1,724	1,779
税金及附加	171	190	190	198	207
销售费用	190	189	183	185	188
管理费用	798	413	400	405	410
研发费用	585	579	562	569	576
财务费用	329	388	377	344	305
投资收益	12	4	7	6	7
营业利润	292	653	668	1,079	1,383
利润总额	261	621	633	1,040	1,341
所得税	-3	1	1	1	1
净利润	264	620	633	1,039	1,340
少数股东损益	-119	1	1	1	1
归属母公司净利润	383	619	632	1,038	1,338
EPS(元)	0.14	0.21	0.21	0.35	0.45

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	912	1,763	2,499	2,885	3,167
净利润	383	619	632	1,038	1,338
折旧摊销	1,593	1,864	1,667	1,724	1,779
净营运资金增加	715	1,236	141	359	404
其他	-1,778	-1,955	59	-236	-355
投资活动产生现金流	-3,122	-1,885	-1,073	-1,063	-1,063
净资本支出	-2,841	-1,660	-1,070	-1,070	-1,070
长期投资变化	45	46	0	0	0
其他资产变化	-326	-271	-3	6	7
融资活动现金流	1,731	-232	-1,425	-1,699	-1,783
股本变化	0	275	0	0	0
债务净变化	3,450	-970	-723	-1,056	-969
无息负债变化	-198	-944	-53	207	259
净现金流	-507	-360	1	123	321

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	15.5%	13.1%	14.2%	16.0%	17.0%
EBITDA 率	18.1%	20.0%	17.7%	19.7%	20.8%
EBIT 率	7.6%	7.8%	7.1%	9.2%	10.4%
税前净利润率	1.7%	3.9%	4.0%	6.3%	7.8%
归母净利润率	2.4%	3.9%	4.0%	6.3%	7.8%
ROA	0.8%	1.8%	1.9%	3.1%	4.0%
ROE (摊薄)	2.9%	4.2%	4.2%	6.5%	8.0%
经营性 ROIC	4.2%	4.3%	4.0%	5.4%	6.5%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	58%	54%	52%	50%	47%
流动比率	1.10	1.13	1.19	1.33	1.51
速动比率	0.85	0.82	0.88	1.00	1.15
归母权益/有息债务	0.95	1.13	1.22	1.40	1.61
有形资产/有息债务	2.25	2.38	2.48	2.70	2.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	34,628	34,238	33,769	33,627	33,711
货币资金	3,203	2,855	2,856	2,979	3,301
交易性金融资产	32	221	221	221	221
应收账款	1,957	1,974	2,172	2,492	2,862
应收票据	126	180	180	188	196
其他应收款 (合计)	56	73	73	76	80
存货	2,073	2,510	2,464	2,502	2,570
其他流动资产	1,492	1,157	1,157	1,191	1,227
流动资产合计	9,154	9,279	9,429	9,961	10,778
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	45	46	44	42	39
固定资产	18,298	18,688	18,009	17,257	16,437
在建工程	3,162	2,328	2,271	2,228	2,196
无形资产	2,148	2,107	2,134	2,160	2,186
商誉	3	3	3	3	3
其他非流动资产	428	601	601	601	601
非流动资产合计	25,474	24,959	24,340	23,666	22,933
总负债	20,234	18,320	17,544	16,694	15,985
短期借款	955	1,478	1,178	545	0
应付账款	2,997	2,616	2,585	2,638	2,722
应付票据	360	641	634	647	667
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	18	42	42	76	112
流动负债合计	8,332	8,225	7,934	7,474	7,152
长期借款	9,678	9,254	8,831	8,408	7,984
应付债券	1,377	0	0	0	0
其他非流动负债	607	596	596	630	666
非流动负债合计	11,903	10,096	9,610	9,220	8,833
股东权益	14,393	15,918	16,225	16,932	17,726
股本	2,684	2,959	2,959	2,959	2,959
公积金	3,924	5,122	5,185	5,257	5,257
未分配利润	6,615	7,050	7,293	7,927	8,720
归属母公司权益	13,342	14,877	15,184	15,890	16,683
少数股东权益	1,051	1,040	1,041	1,042	1,044

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	1.21%	1.20%	1.16%	1.13%	1.09%
管理费用率	5.10%	2.62%	2.54%	2.47%	2.39%
财务费用率	2.11%	2.46%	2.39%	2.10%	1.78%
研发费用率	3.74%	3.68%	3.57%	3.46%	3.36%
所得税率	-1%	0%	0%	0%	0%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.05	0.11	0.11	0.18	0.24
每股经营现金流	0.34	0.60	0.84	0.98	1.07
每股净资产	4.97	5.03	5.13	5.37	5.64
每股销售收入	5.83	5.32	5.32	5.55	5.79

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	48	33	32	19	15
PB	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	12.3	11.4	12.3	10.3	9.0
股息率	0.7%	1.6%	1.6%	2.7%	3.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼