


公司评级 **增持（维持）**

报告日期 2026 年 04 月 30 日

基础数据

04 月 29 日收盘价（元）	6.51
总市值（亿元）	192.61
总股本（亿股）	29.59

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证建材】旗滨集团 2025Q3 点评：浮法底部向上，关注反内卷推动供给出清-2025.11.03

【兴证建材】旗滨集团 2025 中报点评：Q2 盈利韧性凸显，光伏玻璃持续扩张-2025.09.05

分析师：季贤东

 S0190522100003
 jixiandong@xyzq.com.cn

分析师：陈宣屹

 S0190525030003
 chenxuanyi@xyzq.com.cn

旗滨集团(601636.SH)
盈利水平筑底，关注供需格局重塑
投资要点：

- **旗滨集团发布 2025 年报及 2026 年一季报：**公司 2025 年实现营业收入 157.37 亿元，同比增长 0.56%；实现归母净利润 6.19 亿元，同比增长 61.81%，归母净利润大幅增长主要系确认绍兴子公司资产处置收益，增加净利润 4.42 亿元；扣非归母净利润为 1.03 亿元，同比减少 64.30%。其中，Q4 实现营业收入 39.57 亿元，同比减少 2.27%；实现归母净利润-2.96 亿元，同比增长 6.45%。公司 2026 年 Q1 实现营业收入 35.68 亿元，同比增长 2.41%；实现归母净利润 0.13 亿元，同比减少 97.21%，利润端大幅下滑，主要系上年同期全资子公司搬迁出售资产事项确认收益 4.42 亿元，形成较高基数所致；实现扣非后归母净利润-0.54 亿元，同比大幅下降，主要系浮法玻璃市场价格较上年同期下降，毛利率下行，对扣非利润形成压制。
- **全年营业收入增长。**分产品来看，2025 年公司以玻璃生产及加工主业为核心，优质浮法玻璃、节能建筑玻璃、超白光伏玻璃、其他功能玻璃、物流收入分别实现营业收入 58.99 亿元、22.92 亿元、69.63 亿元、4.05 亿元、0.05 亿元，较上年分别同比变动-14.03%、-5.55%、+21.03%、+34.27%、-56.26%。
 - 1) 玻璃收入端结构分化主要系浮法玻璃、节能建筑玻璃受房地产行业调整影响，市场需求偏弱、产品价格下行，对盈利能力形成一定影响；浮法玻璃单箱收入 52.67 元/重箱，同比-11.6 元/重箱，单箱毛利 8 元/重箱，同比-5.37 元/重箱。
 - 2) 超白光伏玻璃与其他功能玻璃保持增长，当前光伏玻璃业务已成为公司第一大收入来源，营收逆势高增主要系云南昭通、马来西亚沙巴等新生产线投产后产能释放，销量大幅增加，对冲了周期下行导致的价格、收入下降影响所致。
- **海内外产销情况来看，**2025 年公司优质浮法玻璃、节能建筑玻璃、超白光伏玻璃销量分别为 11200 万重箱/3827 万平米/56795 万平米，同比增长 4.91%/22.38%/30.65%。25 年期末，公司拥有 24 条优质浮法玻璃生产线，产能 16600 吨/日；11 条光伏玻璃生产线，产能 13000 吨/日；4 条高性能电子玻璃生产线，产能 345 吨/日；11 条镀膜节能玻璃生产线，年产能 5280 万平方米；33 条中空玻璃生产线，年产能 910 万平方米；光伏玻璃产量 60506.10 万平方米，产能利用率 97%，产销率 93.87%。国内市场方面，公司浮法玻璃产能规模位居行业第二位，光伏玻璃、节能玻璃产能规模位居行业第三位，电子玻璃产能规模位居行业前列。作为国内建筑玻璃原片、深加工玻璃、光伏光电玻璃、高性能电子玻璃等领域的龙头企业之一，通过“以需定销、以销定产”模式和差异化、定制化、专业化服务体系快速响应市场需求。海外市场方面，生产基地分布于马来西亚森美兰州及沙巴州，马来沙巴旗滨 1 条超白光伏玻璃生产线建成点火。公司实现海外主营业务收入 33.75 亿元，同比增长 85.30%，其中光伏玻璃境外销售收入 23.78 亿元，市场拓展加速。
- **期间费用率同比下降。**公司 2025 年期间费用 15.69 亿元，同比下降 3.33 亿元，占收入端比重为 9.97%，同比下降 2.18pct。细分来看，销售费用率为 1.20%，同比下降 0.01pct；管理费用率为 2.62%，同比下降 2.47pct，主要系事业合伙人持股计划未能达成长期计划设定目标，冲减前期确认的费用所致；研发费用率为 3.68%，同比下降 0.06pct；财务费用率为 2.46%，同比上升 0.36pct。
- **公司 2025 年实现综合毛利率 13.11%，同比下降 2.39pct，主要系玻璃行业周期下行、市场需求承压所致；实现净利率 3.94%，同比上升 2.25pct。公司 2026 年一季度实现**

综合毛利率 12.18%，同比上升 0.16pct；实现净利率 0.91%，同比下降 11.66pct，主要系上年同期资产处置收益高基数，且 26 年 Q1 浮法玻璃价格下降、毛利率下行所致。

1) 分季度来看，Q1、Q2、Q3、Q4 毛利率分别为 12.02%/14.31%/10.81%/15.45%，同比分别变动-14.07pct/-8.25pct/+3.12pct/+9.97pct。

2) 分业务来看，优质浮法玻璃、节能建筑玻璃、超白光伏玻璃、其他功能玻璃、物流收入毛利率分别为 15.18%、16.30%、10.17%、4.09%、38.78%，分别同比变动-5.61pct、-2.42pct、+1.16pct、+30.09pct、+8.08pct。其中光伏玻璃在产能过剩与主动减产进行行业秩序自律规范的博弈中寻求供需新平衡呈现触底趋稳，叠加公司马来沙巴旗滨 1 条超白光伏玻璃生产线建成点火，海外产能布局步伐加快，毛利率逆势提升。

3) 分地区来看，华南/华东/华中/华北/西南/西北/海外毛利率分别为 15.08%/12.27%/11.21%/12.03%/11.95%/15.03%/13.38%，同比分别变动-6.21pct/-2.81pct/-1.97pct/-1.18pct/-2.47pct/-2.73pct/+4.01pct。海外毛利率同比提升，主要受益于海外生产基地规模效应及高价订单增加影响。

- 公司 2025 年资产+信用减值损失为 3.70 亿元，同比增长 0.72 亿元，占收入端比重为 2.35%，同比上升 0.45pct。减值主要来自对药用玻璃和高性能电子玻璃生产线的计提。

- 现金流方面，公司 2025 年经营性现金流净额为 17.63 亿元，同比多流入 8.52 亿元。主要一是上年同期公司多条光伏产线集中投产，原材料备货、项目周转等营运资金需求较大；二是公司持续深化运营管理，不断强化供应链统筹协调与资源配置效率，同时加强应收账款全周期管控，加快货款回笼，提升整体回款质量与资金周转效率；三是公司优化经营性负债结构，稳步提升资金使用效益。多重因素共同作用，推动经营活动现金流实现持续改善。

1) 分季度来看，Q1、Q2、Q3、Q4 经营性现金流净额分别为 0.17/3.04/7.41/7.02 亿元，同比分别变动+3.34/+0.38/+3.91/+0.88 亿元。

2) 从收、付现比来看，2025 年收、付现比分别为 88.1%、82.6%，同比分别变动+11.5pct、+2.3pct。

- 盈利预测：预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 7.04 亿元/10.74 亿元/14.56 亿元，4 月 29 日收盘价对应 PE 分别为 27.4 倍/17.9 倍/13.2 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：宏观经济波动风险、行业竞争加剧、房地产行业波动风险、投资不及预期风险，煤炭价格波动风险。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	15737	17783	19177	20476
同比增长	0.6%	13.0%	7.8%	6.8%
归母净利润（百万元）	619	704	1074	1456
同比增长	61.8%	13.7%	52.7%	35.5%
毛利率	13.1%	14.6%	15.9%	16.9%
ROE	4.2%	4.6%	6.8%	8.8%
每股收益（元）	0.21	0.24	0.36	0.49
市盈率	31.1	27.4	17.9	13.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9279	12062	13067	14432
货币资金	2855	5279	6183	7156
交易性金融资产	221	221	221	221
应收票据及应收账款	2154	2236	2345	2540
预付款项	308	258	280	292
存货	2510	2743	2689	2837
其他	1230	1323	1349	1385
非流动资产	24959	23913	23581	23024
长期股权投资	46	56	66	76
固定资产	18691	18394	18645	18512
在建工程	2476	1788	1292	954
无形资产	2107	2023	1940	1856
商誉	3	3	3	3
其他	1635	1649	1636	1622
资产总计	34238	35975	36648	37455
流动负债	8225	9687	10038	10408
短期借款	1478	1478	1478	1478
应付票据及应付账款	3257	3756	3899	4161
其他	3490	4453	4661	4770
非流动负债	10096	10127	10132	10137
长期借款	9254	9254	9254	9254
其他	841	872	877	882
负债合计	18320	19814	20169	20545
股本	2959	2959	2959	2959
未分配利润	7050	7272	7631	8117
少数股东权益	1040	909	707	434
股东权益合计	15918	16161	16479	16910
负债及权益合计	34238	35975	36648	37455

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	619	704	1074	1456
折旧和摊销	1938	2134	2377	2602
营运资金的变动	-936	1353	249	-21
经营活动产生现金流量	1763	4407	3857	4122
资本支出	-1660	-1056	-2036	-2036
长期投资	0	-10	-10	-10
投资活动产生现金流量	-1885	-1065	-2035	-2034
债权融资	419	-249	5	5
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-232	-906	-918	-1115
现金净变动	-360	2424	904	973

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	15737	17783	19177	20476
营业成本	13673	15193	16132	17022
税金及附加	190	196	213	227
销售费用	189	214	231	247
管理费用	413	889	959	1024
研发费用	579	640	740	786
财务费用	388	317	266	244
投资收益	4	11	11	12
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-22	-5	0	0
资产减值损失	-349	0	0	0
营业利润	653	586	910	1222
营业外收支	-32	-1	-1	-1
利润总额	621	585	909	1221
所得税	1	13	36	38
净利润	620	572	872	1183
少数股东损益	1	-132	-202	-273
归属母公司净利润	619	704	1074	1456
EPS(元)	0.21	0.24	0.36	0.49

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	0.6%	13.0%	7.8%	6.8%
营业利润增长率	123.4%	-10.2%	55.1%	34.3%
归母净利润增长率	61.8%	13.7%	52.7%	35.5%
盈利能力				
毛利率	13.1%	14.6%	15.9%	16.9%
归母净利率	3.9%	4.0%	5.6%	7.1%
ROE	4.2%	4.6%	6.8%	8.8%
偿债能力				
资产负债率	53.5%	55.1%	55.0%	54.9%
流动比率	1.13	1.25	1.30	1.39
速动比率	0.67	0.84	0.91	0.99
营运能力				
资产周转率	45.7%	50.7%	52.8%	55.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.21	0.24	0.36	0.49
每股经营现金	0.60	1.49	1.30	1.39
估值比率(倍)				
PE	31.1	27.4	17.9	13.2
PB	1.3	1.3	1.2	1.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn