

建材行业2025年报2026一季报综述

——玻纤业绩估值双升，消费建材报表持续修复

国金建材新材料团队

李阳（执业S1130524120003）

赵铭（执业S1130524120004）

陈伟豪（执业S1130524120006）

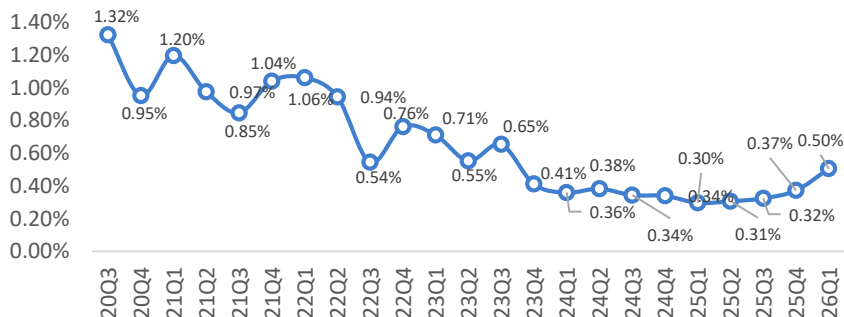
联系人：谭宸

- 26Q1建材建筑持仓小结：电子布/洁净室成为Q1加仓重点，关键词是AI。
- 玻纤行业：AI高景气+AI挤占驱动电子布业绩，板块基本面强劲。
- 消费建材行业：龙头重回增长，盈利拐点确认，资产负债表和现金流的修复从量变到质变。
- 玻璃行业：浮法、光伏磨底之年，玻璃基板成为潜在新动力。
- 水泥行业：国内景气继续承压，出海景气持续上行。

- 投资建议：
 - ✓ 玻纤新材料方向，我们看好AI电子布/AI铜箔/先进封装设备等高景气度、国产替代正在加速的子板块，有望持续观察到业绩同环比增长；
 - ✓ 出海方向，非洲瓷砖/快消/水泥龙头经营延续靓丽表现，新兴市场机会突出；
 - ✓ 消费建材方向，个股逻辑优先，关注 α 强劲、重回增长的龙头公司，重视过去几年竞争格局改善明显的行业例如防水、涂料、板材等；
 - ✓ 周期建材方向，玻璃、水泥是磨底之年，继续关注供给侧出清。
- 风险提示：原材料价格波动的风险、政策落地情况不及预期、市场竞争激烈的风险。

1.1 持仓小结：电子布/洁净室成为Q1加仓重点

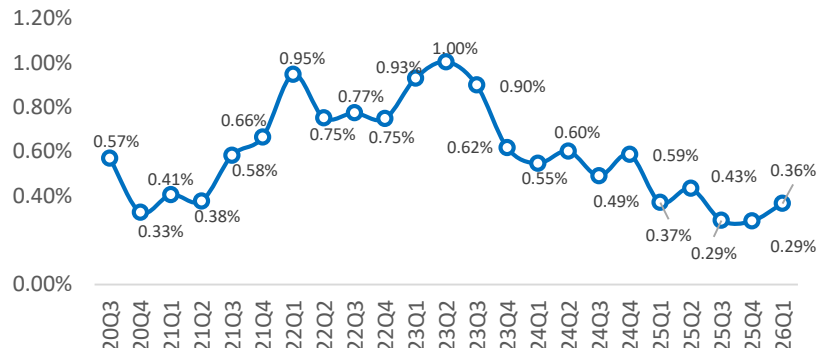
2020Q3-2026Q1：建材板块基金持仓比例变化趋势



26Q1建材板块持仓前十大标的

名称	持有基金数	季报持仓变动 (万股)	25Q1基金建材板块持仓占比 (%)
东方雨虹	84	25	19.00%
中国巨石	155	76	16.05%
海螺水泥	82	30	12.35%
三棵树	61	-11	11.03%
中材科技	72	11	10.99%
北新建材	61	3	6.64%
华新建材	32	-44	3.92%
宏和科技	34	1559	3.90%
兔宝宝	47	16	3.36%
西部水泥	5	13	1.77%

2020Q3-2026Q1：建筑板块基金持仓比例变化趋势



26Q1建筑板块持仓前十大标的

名称	持有基金数	季报持仓变动 (万股)	25Q1基金建筑板块持仓占比 (%)
中国建筑	116	39	27.65%
亚翔集成	45	82	13.43%
鸿路钢构	22	-12	9.86%
安徽建工	39	1710	5.57%
中国建筑国际	14	59	5.15%
中国化学	33	31	3.81%
中国中铁	30	25	3.16%
中国电建	21	-5	2.84%
东南网架	5	1518	2.72%
四川路桥	51	-17	2.70%

2.1

玻纤：AI高景气+AI挤占驱动电子布业绩，板块基本面强劲



- **玻纤25年报&26年一季报小结，电子布标的业绩同环比高增：**①中国巨石：26Q1归母净利12.67亿元、同比+73%，业绩超预期，主因系电子布涨价在报表端体现+粗纱价格环比提高。②中材科技，26Q1归母净利5.07亿元、同比+40%，业绩整体好于预期，主因系粗纱价格同环比提高、电子布涨价在报表端体现+特种纤维布销量同比增长+锂电隔膜销量同比增长、价格回暖。③宏和科技，26Q1归母净利1.4亿元、同比+354%，单季度毛利率55.65%，同比+27.59pct、环比+12.18pct。④国际复材，26Q1归母净利2.7亿元、同比+413%，单季度毛利率23.29%，同比+8.39pct、环比+1.49pct。⑤长海股份：26Q1归母净利0.81亿元、同比-1%，单季度毛利率25.78%，同比+3.19pct、环比+3.37pct。
- **玻纤25年报&26年一季报亮点：**①受织布机紧张和下游CCL价格持续上行的影响，电子布价格上涨频次、幅度均超预期，25Q4以来7628电子布报价涨幅51%（4月时点价格为6.28元/米，25Q3期末仅为4.15元/米），电子布涨价在26Q1报表已充分体现。②粗纱销量淡季不淡，受益于二三线企业在春节后的中低端产品复价、粗纱价格环比有小幅提高，对报表同样有正向贡献。

表：玻纤板块盈利表现

代码	证券简称	市值 (亿元)	年初至今涨跌幅 (%)	单季度营业收入 (亿元)				单季度归母净利润 (亿元)				全年归母净利润 (亿元)				PE	
				25Q4	26Q1	Q4同比	Q1同比	25Q4	26Q1	Q4同比	Q1同比	2025	2026E	2027E	26同比	2026E	2027E
600176.SH	中国巨石	1,381	101.8	49.8	52.8	18%	18%	7.2	12.7	-21%	73%	32.9	68.4	82.4	108%	20	17
002080.SZ	中材科技	926	51.8	84.9	68.5	18%	24%	3.4	5.1	19%	40%	18.2	28.7	36.8	58%	32	25
603256.SH	宏和科技	1,077	223.6	3.2	4.4	48%	80%	0.6	1.4	319%	354%	2.0	4.9	8.5	143%	220	126
301526.SZ	国际复材	606	129.7	22.4	22.1	14%	19%	0.0	2.7	100%	413%	2.7	16.7	23.1	514%	36	26
300196.SZ	长海股份	80	34.3	7.8	7.3	3%	-4%	0.7	0.8	-5%	-1%	3.3	4.3	5.3	32%	19	15
605006.SH	山东玻纤	70	60.1	7.1	8.4	37%	39%	-0.1	0.1	利润为负	15%	(0.1)	1.3	1.8	同比扭亏	54	38
603601.SH	再升科技	181	27.1	2.9	3.0	-24%	-7%	-0.3	0.1	利润为负	-57%	0.6	1.2	1.6	118%	148	116

来源：wind，国金证券研究所

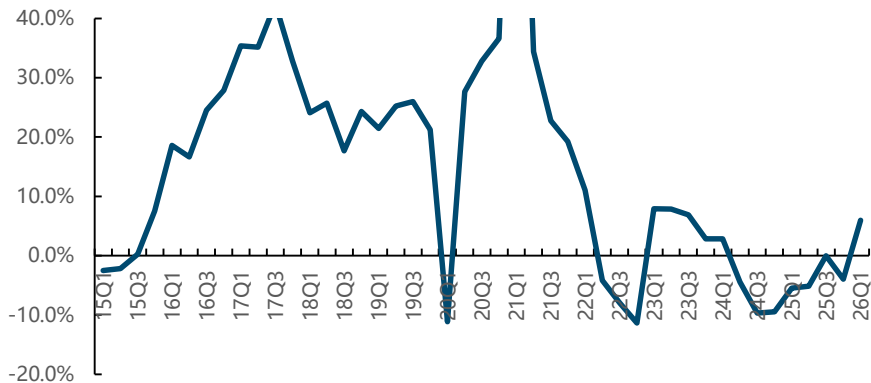
注：除中国巨石、中材科技外，其他归母净利为wind一致预期，国金证券研究所

2.2.1 消费建材：龙头重回增长，盈利拐点确认

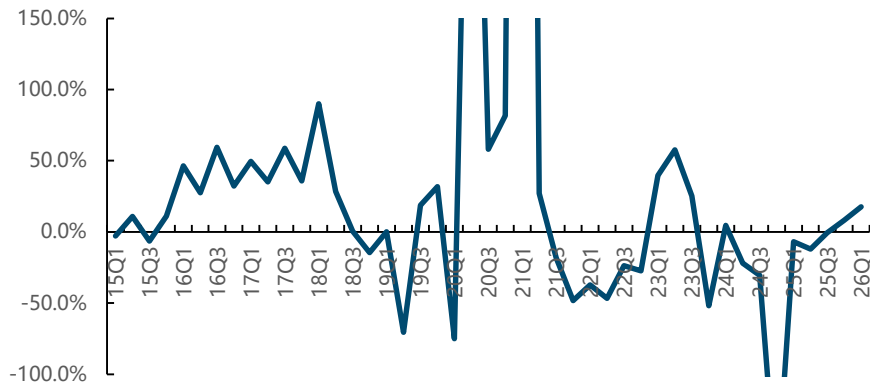
- **消费建材龙头重回增长，竞争格局改善推动盈利明显修复。**2025年消费建材龙头公司（成分股见下表）收入同比-3.8%，其中Q1-Q4分别同比-5.5%/-5.2%/-0.01%/-4.0%，26Q1同比+6.0%，内需新建市场承压，但存量阶段逐步到来，二手房景气较高，农业、工业、市政等非房需求也给予一定支撑，龙头公司在地产 β 之外通过存量翻新、县乡市场下沉等路径挖掘独立增长点，26Q1已重回增长。2025年消费建材龙头公司归母净利润同比-6.8%，其中Q1-Q4分别同比-6.8%/-12.1%/-0.6%/+26Q1同比+17.5%，**25Q3见到盈利拐点以来，连续3个季度实现利润修复，供给格局改善、价格竞争趋缓，推动毛利率修复，内生降本推动费用率下降。**从杠杆去化的阶段看，2021年以来持续拖累各公司报表利润的应收账款/商誉减值已进入处理尾声，存量坏账风险不再是资产负债表和利润表的关键影响因素。

图：消费建材龙头公司单季度收入增速和归母净利润增速

消费建材龙头公司单季度收入同比增速



消费建材龙头公司单季度归母净利润同比增速



2.2.1 消费建材：龙头重回增长，盈利拐点确认

- **消费建材龙头重回增长，竞争格局改善推动盈利明显修复。**2025年消费建材龙头公司（成分股见下表）收入同比-3.8%，其中Q1-Q4分别同比-5.5%/-5.2%/-0.01%/-4.0%，26Q1同比+6.0%，内需新建市场承压，但存量阶段逐步到来，二手房景气较高，农业、工业、市政等非房需求也给予一定支撑，龙头公司在地产 β 之外通过存量翻新、县乡市场下沉等路径挖掘独立增长点，26Q1已重回增长。2025年消费建材龙头公司归母净利润同比-6.8%，其中Q1-Q4分别同比-6.8%/-12.1%/-0.6%/+8.2%，26Q1同比+17.5%，**25Q3见到盈利拐点以来，连续3个季度实现利润修复，供给格局改善、价格竞争趋缓，推动毛利率修复，内生降本推动费用率下降。**从杠杆去化的阶段看，2021年以来持续拖累各公司报表利润的应收账款/商誉减值已进入处理尾声，存量坏账风险不再是资产负债表和利润表的关键影响因素。

表：消费建材龙头公司单季度营收、归母净利表现

证券简称	市值 (亿元)	年初至今涨跌幅(%)	单季度营业收入 (亿元)				单季度归母净利润 (亿元)				全年归母净利润 (亿元)				PE
			25Q4	26Q1	Q4同比	Q1同比	25Q4	26Q1	Q4同比	Q1同比	2025	2026E	2027E	26同比	2026E
三棵树	315	-7.8	31	24	6	14	0	1	140	1	8	13.0	17.0	68	24
东方雨虹	357	10.1	70	72	10	21	-7	4	40	109	1	18.3	24.9	1516	20
科顺股份	76	23.8	13	15	-21	4	-6	1	-512	57	-5	3.2	4.4	-160	24
凯伦股份	52	32.2	6	5	4	12	0	0	99	119	0	1.1	1.7	428	48
北新建材	442	3.9	54	62	-2	-1	3	8	-36	-5	29	35.0	39.5	20	13
兔宝宝	123	2.9	26	17	-6	33	1	1	-29	46	7	11.5	13.0	64	11
伟星新材	176	6.1	20	8	-19	-9	2	1	-39	5	7	8.2	9.1	11	22
悍高集团	228	-1.5	11	7	30	13	2	1	21	11	7	9.4	12.1	34	24
坚朗五金	65	-13.4	12	11	-28	-9	-1	0	-305	-19	-1	1.5	2.4	-250	43
王力安防	58	21.6	9	5	-12	9	0	0	-88	21	1	-	-	-	-
蒙娜丽莎	44	-23.8	9	6	-11	-8	0	0	-80	69	1	1.4	1.7	168	32
东鹏控股	68	-10.2	16	8	-13	-19	0	0	-85	-64	4	4.7	5.5	35	14
马可波罗	223	-18.0	15	10	-17	-19	1	2	-22	-19	12	-	-	-	-
箭牌家居	70	-18.9	20	10	-13	-7	0	-1	-62	12	0	1.8	2.9	296	38
志特新材	94	103.9	9	7	31	22	0	0	218	56	2	2.7	3.3	66	35

2.2.2 消费建材：毛利率开始进入修复通道

- 价格竞争趋向温和，涨价、渠道和产品结构调整助力毛利率改善。**过去5年的需求下行期，消费建材各板块竞争格局发生明显优化，虽然需求端暂未见回暖，但下行斜率已趋稳，这个阶段供给端的变化更为重要。反内卷成为催化剂，2025年建筑涂料、防水、石膏板等品类已开始自发涨价，其他没有涨价的品类也观察到价格竞争趋缓。当前美伊冲突促使原油相关原材料成本上涨，2026年初以来各品类频发涨价函（尤其是防水、涂料、石膏板等）。既2025年大部分公司毛利率同比改善后，26Q1各公司维持改善趋势，凯伦股份、东方雨虹、蒙娜丽莎、科顺股份、悍高集团、伟星新材、箭牌家居、北新建材分别提升8.1、3.3、3.3、3.1、1.1、1.0、0.8、0.6pct，能否通过持续涨价完成原材料成本的传导是Q2及2026全年毛利率假设的核心观察点。

表：消费建材龙头公司毛利率情况

板块	证券简称	21A	22A	23A	24A	25Q1	25H1	25Q3	25A	25A同比	26Q1	26Q1同比
涂料	三棵树	26.0%	28.9%	31.5%	29.6%	31.0%	32.3%	32.8%	33.8%	4.2%	30.8%	-0.2%
防水	东方雨虹	30.5%	25.8%	27.7%	25.8%	23.7%	25.4%	25.2%	24.8%	-1.0%	27.0%	3.3%
	科顺股份	28.5%	21.2%	21.2%	21.8%	24.4%	24.7%	24.3%	24.2%	2.4%	27.5%	3.1%
	凯伦股份	30.3%	19.5%	22.0%	19.8%	20.3%	22.8%	23.0%	21.6%	1.7%	28.3%	8.1%
板材	北新建材	31.8%	29.2%	29.9%	29.9%	28.9%	30.3%	29.5%	28.8%	-1.1%	29.6%	0.6%
	兔宝宝	17.7%	18.2%	18.4%	18.1%	20.9%	18.3%	17.6%	17.5%	-0.6%	16.2%	-4.7%
管材	伟星新材	39.8%	39.8%	44.3%	41.7%	40.5%	40.5%	41.5%	41.0%	-0.7%	41.4%	1.0%
五金	悍高集团	31.1%	31.7%	34.4%	35.8%	35.1%	37.3%	37.8%	37.2%	1.4%	36.2%	1.1%
	坚朗五金	35.2%	30.2%	32.3%	31.7%	30.5%	30.4%	30.3%	30.4%	-1.3%	29.8%	-0.8%
	王力安防	24.5%	24.5%	26.7%	26.6%	27.5%	26.9%	27.1%	27.2%	0.6%	25.1%	-2.3%
瓷砖 卫浴	蒙娜丽莎	29.1%	23.6%	29.5%	27.3%	21.5%	25.0%	27.1%	27.3%	-0.1%	24.8%	3.3%
	东鹏控股	29.6%	29.7%	32.0%	29.7%	23.5%	30.3%	31.1%	30.0%	0.3%	23.1%	-0.4%
	马可波罗	43.1%	35.1%	36.0%	38.5%	35.3%	38.4%	39.1%	39.1%	0.6%	34.0%	-1.3%
	箭牌家居	30.1%	32.8%	28.3%	25.2%	29.0%	29.5%	28.5%	26.0%	0.8%	29.9%	0.8%
铝模板	志特新材	32.5%	30.9%	21.5%	25.4%	28.1%	28.7%	28.7%	27.3%	1.9%	25.5%	-2.6%

2.2.3 消费建材：费用率显著下降，持续降本控费

- **收入重回增长后，降本控费带来的费用率下降明显。**过去几年各企业降本增效持续进行，但收入下滑幅度更大，导致费用率降低不明显。随着2025年各企业逐步恢复增长，降本控费带来的费用率下降开始显现，26Q1费用率改善幅度进一步扩大。人效角度来看，部分企业依然偏低，还有较大提升空间。单个企业角度，三棵树、蒙娜丽莎、王力安防、坚朗五金、兔宝宝、箭牌家居、凯伦股份、东方雨虹26Q1分别下降2.5、2.0、1.8、1.2、0.8、0.4、0.3、0.1pct。

表：消费建材企业期间费用率情况

板块	证券简称	21A	22A	23A	24A	25Q1	25H1	25Q3	25A	25A同比	26Q1	26Q1同比
涂料	三棵树	16.4%	15.3%	17.0%	16.2%	20.0%	15.0%	14.2%	16.1%	-0.2%	17.5%	-2.5%
防水	东方雨虹	6.9%	8.5%	9.1%	10.3%	9.1%	9.0%	8.6%	8.6%	-1.7%	9.0%	-0.1%
	科顺股份	6.1%	6.7%	7.9%	9.1%	8.6%	8.2%	8.7%	9.0%	-0.1%	8.8%	0.1%
	凯伦股份	7.6%	7.9%	7.3%	8.8%	6.3%	5.8%	5.9%	5.4%	-3.4%	5.9%	-0.3%
板材	北新建材	3.7%	3.8%	4.2%	5.6%	6.0%	5.2%	5.6%	6.3%	0.7%	6.3%	0.3%
	兔宝宝	3.4%	3.7%	3.3%	3.4%	5.1%	4.1%	3.7%	3.7%	0.3%	4.2%	-0.8%
管材	伟星新材	9.4%	10.8%	13.0%	15.1%	14.9%	15.0%	14.9%	15.2%	0.1%	16.2%	1.3%
五金	悍高集团	8.8%	9.3%	9.3%	7.5%	7.4%	7.7%	7.3%	7.2%	-0.3%	8.7%	1.3%
	坚朗五金	12.6%	16.7%	16.1%	16.6%	19.0%	17.0%	16.1%	16.3%	-0.3%	17.8%	-1.2%
	王力安防	11.0%	11.2%	11.5%	12.1%	13.9%	12.1%	11.6%	11.7%	-0.4%	12.1%	-1.8%
瓷砖卫浴	蒙娜丽莎	9.2%	8.3%	6.4%	6.4%	8.5%	5.9%	5.6%	5.7%	-0.7%	6.5%	-2.0%
	东鹏控股	11.3%	13.6%	11.5%	11.7%	13.9%	10.6%	10.7%	11.3%	-0.4%	15.0%	1.2%
	马可波罗	5.0%	4.7%	4.9%	5.6%	6.2%	4.9%	5.0%	5.8%	0.2%	6.6%	0.4%
	箭牌家居	9.5%	9.5%	7.9%	8.0%	9.6%	8.7%	8.8%	8.7%	0.6%	9.2%	-0.4%
铝模板	志特新材	7.0%	6.6%	7.4%	6.1%	6.7%	6.3%	6.2%	6.1%	0.0%	6.8%	0.1%

2.2.4 消费建材：资产负债表和现金流的修复，从量变到质变

- 经过2023-2025年的调整，**大B工程业务收缩明显**，新增收入中的应收风险明显下降，**小B+C的现金流明显转好**，当前是过往应收风险+工抵房的收尾处理阶段，资产负债表的修复从量变到质变，减值风险已不再是利润的关键拖累项。

表：消费建材企业借款情况 (25FY)

公司	2025年报		2024年报		2025年报 财务费用率(%)	2024年报 财务费用率(%)	同比 (pct)
	短期借款 (亿元)	长期借款 (亿元)	短期借款 (亿元)	长期借款 (亿元)			
三棵树	16.04	13.37	23.13	12.85	0.93	1.33	-0.40
东方雨虹	47.37	7.71	46.12	9.23	0.64	0.60	0.04
科顺股份	14.88	1.22	13.78	4.87	1.25	1.10	0.14
凯伦股份	9.31	10.13	8.82	8.61	2.04	2.55	-0.50
北新建材	4.30	1.07	3.03	0.30	0.11	0.29	-0.17
兔宝宝	0.18	0.00	0.61	0.00	-0.30	-0.37	0.07
伟星新材	0.01	0.00	0.10	0.00	-0.19	-0.72	0.53
悍高集团	3.51	0.00	1.00	0.00	-0.22	-0.43	0.21
坚朗五金	0.33	0.63	0.35	0.57	0.36	0.32	0.04
王力安防	6.66	0.02	7.07	0.00	-0.05	-0.01	-0.04
蒙娜丽莎	1.82	5.93	2.79	8.59	1.17	0.24	0.93
东鹏控股	3.36	1.65	4.00	0.95	-0.23	-0.53	0.31
马可波罗	3.45	1.27	4.75	5.26	-0.13	-0.62	0.48
箭牌家居	2.37	9.96	2.50	9.53	0.64	0.53	0.11
志特新材	11.04	4.95	10.21	4.67	2.16	3.58	-1.42

表：消费建材企业应收及现金流情况 (25FY)

公司	2025年报			同比		
	应收账款及票据 占营收比例	经营性现金流 净额	收现比	应收占营收比例 (pct)	经营性现金流净额绝对值 同比(亿元)	经营性现金流增速
三棵树	4%	18.7	112%	-0.3	8.6	85%
东方雨虹	4%	35.5	96%	0.3	1.0	3%
科顺股份	130%	3.2	117%	-19.2	0.0	1%
凯伦股份	170%	2.7	99%	-5.1	4.1	290%
北新建材	7%	42.0	98%	-1.4	-9.3	-18%
兔宝宝	37%	8.6	108%	-2.5	-2.9	-25%
伟星新材	30%	11.8	112%	1.3	0.3	3%
悍高集团	73%	10.4	111%	-3.8	3.7	54%
坚朗五金	13%	2.6	115%	-4.8	-1.3	-33%
王力安防	21%	2.3	105%	-7.1	1.3	135%
蒙娜丽莎	23%	5.9	111%	-1.1	-2.2	-27%
东鹏控股	12%	8.7	124%	-8.9	0.2	2%
马可波罗	52%	21.0	112%	1.2	2.9	16%
箭牌家居	21%	0.3	108%	4.7	-4.8	-94%
志特新材	10%	0.4	92%	-6.9	0.1	21%

表：消费建材企业借款情况 (26Q1)

公司	2026一季报		2025一季报		2026一季报 财务费用率(%)	2025一季报 财务费用率(%)	同比 (pct)
	短期借款 (亿元)	长期借款 (亿元)	短期借款 (亿元)	长期借款 (亿元)			
三棵树	18.61	8.99	20.58	16.26	1.05	1.45	-0.40
东方雨虹	55.35	10.32	72.16	13.92	0.74	0.22	0.52
科顺股份	13.14	5.50	17.11	2.01	1.82	0.88	0.94
凯伦股份	9.97	10.54	8.06	8.49	2.66	2.72	-0.06
北新建材	4.18	1.26	2.38	1.18	0.10	0.19	-0.09
兔宝宝	0.13	0.00	0.48	0.00	-0.23	-0.46	0.23
伟星新材	0.00	0.00	0.10	0.00	-0.17	-0.28	0.10
悍高集团	1.80	0.00	2.57	0.00	0.06	-0.30	0.36
坚朗五金	0.34	0.62	0.28	1.48	0.95	0.05	0.90
王力安防	5.33	0.02	6.89	0.00	-0.46	-0.16	-0.29
蒙娜丽莎	3.32	4.96	3.14	8.84	0.69	1.91	-1.22
东鹏控股	2.05	1.65	1.58	1.21	-0.20	-0.74	0.54
马可波罗	1.29	1.24	0.00	0.00	0.48	-0.30	0.78
箭牌家居	4.67	9.64	1.95	8.87	1.48	0.99	0.48
志特新材	12.32	5.35	10.50	4.12	3.92	3.97	-0.06

表：消费建材企业应收及现金流情况 (26Q1)

公司	2026一季报			同比		
	应收账款及票据 占营收比例	经营性现金流 净额	收现比	应收占营收比例 (pct)	经营性现金流净额绝对值 同比(亿元)	经营性现金流增速
三棵树	20%	0.9	124%	-7.0	-0.2	-17%
东方雨虹	16%	-9.4	86%	-1.3	-1.3	-16%
科顺股份	606%	-0.6	105%	-212.7	3.3	86%
凯伦股份	811%	0.3	112%	-121.9	0.4	336%
北新建材	27%	-6.1	65%	-5.5	-3.8	-173%
兔宝宝	172%	-5.6	113%	-79.1	2.7	33%
伟星新材	176%	1.2	145%	-8.5	0.4	45%
悍高集团	725%	-0.8	118%	-93.1	-0.9	-1253%
坚朗五金	64%	-2.7	113%	-29.3	1.7	38%
王力安防	124%	0.7	122%	-63.9	1.5	177%
蒙娜丽莎	139%	-0.2	100%	-9.8	0.9	83%
东鹏控股	91%	-1.4	128%	-37.2	-1.1	-369%
马可波罗	311%	-1.6	102%	22.7	-2.3	-349%
箭牌家居	135%	-4.4	114%	24.8	2.4	36%
志特新材	38%	0.8	131%	-36.3	-0.3	-30%

2.3 玻璃：浮法、光伏磨底之年，玻璃基板成为潜在新动力

- 玻璃25年报&26年一季报小结：**年内虽有反内卷带来的短期价格修复，但回归基本面后价格仍承压，导致25年及26Q1玻璃业绩普遍承压。①浮法玻璃：根据卓创资讯数据，26Q1全国浮法玻璃均价为1157元/吨，同比-16%、环比-3%；②光伏玻璃：Q1价格持续下探，光伏玻璃龙头福莱特单季度归母净利从25H2连续2个季度盈利修复（25Q3-Q4业绩分别为3.76、3.43亿元）回落至盈亏平衡线附近（26Q1业绩为0.38亿元，同比-64.06%、环比-88.88%），预计行业26Q1盈利环比均有明显承压。
- 玻璃板块25年报&26一季报亮点：**浮法冷修有所加速，截至4月30日，行业在产日熔为14.5万吨，同比-8.2%。同时，龙头企业通过差异化产品对冲价格下滑带来的影响，例如信义玻璃在25H2浮法均价环比下滑8.9%的情况下、维持毛利率稳定。
- 玻璃行业新动力：**玻璃基板性能优异，有望拓展先进封装、CPO及6G射频等应用领域。TGV技术替代TSV材料端的增量主要在上游原片以及加工辅材。原片端，区别于传统建筑玻璃，主要以无碱硼硅玻璃为主，因为半导体封装玻璃基板要求热膨胀系数接近硅且保持较好的低介电损耗。全球供应集中于美国、日本，主要供应方为康宁、旭硝子、电气硝子及肖特等，国内例如凯盛、旗滨等具备自研原片潜力。

表：玻璃板块收入利润梳理

代码	证券简称	市值 (亿元)	年初至今涨跌幅(%)	单季度营业收入 (亿元)				单季度归母净利润 (亿元)				全年归母净利润 (亿元)				PE	
				25Q1	26Q1	Q4同比 (%)	Q1同比 (%)	25Q1	26Q1	Q4同比	Q1同比 (%)	2025	2026E	2027E	26同比	2026E	2027E
601636.SH	旗滨集团	193	6.7	34.8	35.7	-2.3	2.4	4.7	0.1	6.4	-97.2	6.2	7.7	11.7	25%	25	16
000012.SZ	南玻A	124	-9.0	30.7	29.9	-8.9	-2.6	0.2	-1.0	95.2	亏损	1.3	-	-	/	/	/
600586.SH	金晶科技	81	4.1	12.2	9.1	-23.8	-24.9	0.1	-1.6	-33.3	亏损	(5.8)	1.7	5.2	扭亏为盈	48	15
601865.SH	福莱特	323	-13.7	40.8	36.7	-23.9	-9.9	1.1	0.4	218.7	-64.1	9.8	11.0	18.9	13%	29	17
600660.SH	福耀玻璃	1,550	-9.1	99.1	104.1	14.1	5.1	20.3	17.1	11.4	-15.7	93.1	105.6	122.6	13%	15	13
600529.SH	山东药玻	125	-6.5	11.7	12.2	-9.6	4.1	2.2	2.0	-33.9	-10.0	6.9	-	-	/	/	/
301188.SZ	力诺药包	0	0.0	2.8	3.2	4.2	16.0	0.4	0.4	-154.8	1.2	0.4	-	-	/	/	/

2.4

水泥：国内业绩继续承压，出海景气持续呈现，股息意识提升



- **水泥24年报及25一季报小结：**①海螺：25年单吨净利约37元，同比+4元/吨，水泥熟料自产品销量同比持平。②华新：25年单吨净利约为60元，水泥熟料销量同比+2%。进入一季后，水泥企业盈利持续下滑，海螺26Q1归母净利润同比-18.98%，6家水泥上市企业陷入亏损。
- **水泥25年报及26一季报亮点：**①出海水泥景气度较高，以华新为例，2025年国内/海外销量分别为4165/2030万吨，分别同比-5%/+25%；吨售价分别为227.7/581.3元每吨，分别同比-7.3%/+18.4%，海外业务（包含水泥、骨料、混凝土等）实现净利润同比增长超50%。②上峰水泥成本管控能力较强，水泥/熟料/骨料业务毛利率分别为25.7%/30.4%、62.6%，分别同比+1.5/+8.5/-3.6pct。尽管水泥需求承压，但公司依托较好的成本管控能力以及煤炭价格下降来实现毛利率逆势增长。
- **3-4月行业基本面：**3月全国单月水泥产量1.23亿吨，同比下降21%，去年同期为增长2.5%。1-3月份全国水泥市场平均成交价格为343元/吨，较去年同期显著回落54元/吨，跌幅达14%。4月水泥市场需求整体偏弱，库存多处于中高位，跨区域低价冲击以及阶段性雨水天气影响，仍是多地价格下行的主要原因；而价格推涨区域主要依靠错峰生产和行业自律以修复亏损，实际落实幅度需进一步观察。
- **Q2淡季价格预判继续回落：**①5月下旬陆续进入水泥淡季，需求端没有实质好转，企业库存预计继续处于高位，加之部分地区在错峰政策执行上存在差异，预计价格延续承压。②“查超产”效果偏中长期。
- **股息意识提升：**①海螺水泥，根据wind一致预期，2026年预计归母净利润87e，按55%现金分红比例，测算股息率4.3%；②上峰水泥，承诺分红不低于4.5亿元或归母的35%，测算股息率3.5%；③塔牌集团，每股现金分红不低于0.45元，测算股息率5%；④华新建材，按照40%分红比例，预计2026年36e归母净利润，测算股息率3.2%、港股股息率4.8%。

表：水泥板块收入利润梳理

证券简称	市值 (亿元) 4/30	年初至今涨跌幅 (%)	单季度营业收入 (亿元)						单季度归母净利润 (亿元)						全年归母净利润 (亿元)				PE	
			25Q3	25Q4	26Q1	Q3同比 (%)	Q4同比 (%)	Q1同比 (%)	25Q3	25Q4	26Q1	Q3同比 (%)	Q4同比 (%)	Q1同比 (%)	2025	2026E	2027E	26同比 (%)	2026E	2027E
海螺水泥	1,120	-2.7	200.1	212.3	170.7	-11	-7	-10	19.4	18.1	14.7	3	-28	-19	81.1	87.0	98.5	7	13	11
华新建材	447	-8.2	89.9	103.2	89.1	6	9	24	9.0	8.5	6.3	121	-34	169	28.5	36.4	39.7	28	12	11
塔牌集团	112	6.0	8.6	11.9	8.3	-10	-12	-10	1.5	0.5	1.5	-2	-70	-11	6.3	7.1	7.5	12	14	13
天山股份	333	-11.8	189.6	195.6	123.3	-13	-23	-17	(1.4)	(62.3)	(14.9)	59	-306	0	(72.9)	5.1	12.1	/	65	27
上峰水泥	128	1.5	13.3	10.9	7.2	-7	-33	-24	2.8	1.1	0.3	20	-51	-60	6.4	11.1	11.7	74	12	11
金隅冀东	123	4.8	68.1	59.3	30.1	-7	-12	-23	1.9	1.8	(9.9)	-62	126	-14	2.2	3.3	5.7	53	34	20

来源：wind，国金证券研究所

注：华新建材，上峰水泥来自国金证券预测，其余来自Wind一致预期。

- 原材料价格波动的风险。随着国际大宗商品价格的波动率提高，可能影响产业链的材料价格。
- 政策落地情况不及预期。内需政策出台到落地需要时间，并且政策效果也有一定观察期。
- 市场竞争激烈的风险。因行业需求过去几年保持疲软，因此供给出清节奏不快的子行业，可能会继续出现恶性竞价情况。

特别声明

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



会议路演