

传统业务仍承压, TCO 放量信号显现

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年报及 2026 年一季报, 2025 年实现营业总收入 45.2 亿元, 同比-29.9%, 实现归母净利润-5.85 亿元, 同比转亏; 2026Q1 实现营业总收入 9.14 亿元, 同比-24.9%, 实现归母净利润-1.56 亿元, 同比转亏。
- **下游需求疲弱, 产品价格走弱。2025 年: 1) 分产品看:** 建筑玻璃、技术玻璃、光伏玻璃、Low-E 节能玻璃等、化工产品分别实现营收 11.0 亿元(-27.9%)、11.0 亿元(-24.5%)、4.5 亿元(-52.4%)、6.8 亿元(+8.2%)、18.3 亿元(-34.8%)。2) **量价拆分看,** 建筑玻璃、技术玻璃、光伏玻璃、Low-E 节能玻璃等、化工产品销量同比增速为-7.5%、+8.0%、-47.2%、+18.7%、-11.4%, 销售单价同比增速为-22.0%、-30.1%、-9.8%、-8.8%、-26.4%, 玻璃产业链降价压力较大, 对公司盈利能力产生较大冲击。3) **分区域看:** 国内、国外分别实现营收 31.3 亿元(-35.3%)、13.4 亿元(-13.7%), 马来西亚产能同样受到玻璃降价影响, 后续随着 TCO 面板玻璃产品出货, 营收和利润情况有望显著好转。
- **毛利率下滑, 盈利能力承压。2026Q1, 1) 毛利率:** 公司主要产品玻璃、纯碱销售价格同比下滑较多, 受此影响毛利率同比下滑 12.2 个百分点至 0.7%。2) **费用率:** 受营业总收入规模下降、规模效用弱化影响, 销售费用率同比增加 0.03 个百分点、研发费用率同比持平、管理费用率同比增加 2.8 个百分点; 受益负债成本下降, 财务费用率同比下降 0.14 个百分点。3) 综合影响, 销售净利率大幅下滑, 盈利能力显著承压。预计, 随着 TCO 玻璃放量, 公司产品结构优化将带动毛利率持续回升, 2027 年开始毛利率提升将尤为显著。
- **行业龙头韧性强, 静待 TCO 开启放量。** 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, TCO 玻璃长期成长空间广阔。1) **传统业务方面:** 公司为玻璃行业、纯碱行业龙头企业之一, 金晶玻璃、纯碱入选第一批“好品山东”品牌名单, 品牌力突出, 下游客户认可度高, 具备较强竞争优势。2) **TCO 玻璃研发销售方面:** 与钙钛矿太阳能技术领域头部企业合作, 成功实现在 2.1mm 超薄玻璃基片上制备出高性能钙钛矿用 TCO 产品的关键突破, 技术壁垒优势进一步增强; 保持钙钛矿用 TCO 事实标准, 持续扩大市场份额; 在线镀膜玻璃实现毛利率和销量双增长。3) **TCO 玻璃产能方面:** 淄博、滕州各 1500 万平米产能, 马来西亚产线停产待升级改造, 产能储备充足, 随着 TCO 玻璃放量, 尤其 2027 年开始将带动公司利润弹性显著释放。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2026-2028 年 EPS 分别为 0.08 元、0.28 元、0.55 元, 对应 PE 分别为 71 倍、20 倍、10 倍。公司作为玻璃行业头部企业, 经营韧性强; 钙钛矿光伏产业技术进步迅速, TCO 玻璃增长空间广阔, 看好公司长期成长性, 给予公司 2027 年 25 倍 PE, 对应目标价 7.00 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险; 贸易摩擦风险; 市场开拓或不及预期风险。

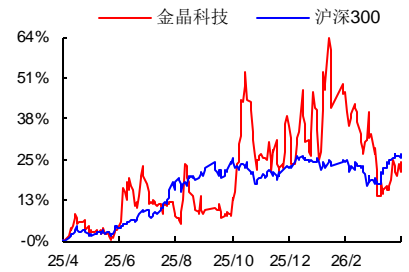
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	45.20	46.23	61.26	86.39
增长率	-29.94%	2.26%	32.52%	41.03%
归属母公司净利润(亿元)	-5.85	1.13	3.99	7.73
增长率	-1066.92%	119.36%	252.83%	93.49%
每股收益 EPS(元)	-0.41	0.08	0.28	0.55
净资产收益率 ROE	-11.69%	2.19%	7.19%	12.38%
PE	-14	71	20	10
PB	1.55	1.50	1.40	1.25

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.17
流通 A 股(亿股)	14.17
52 周内股价区间(元)	4.55-7.45
总市值(亿元)	80.50
总资产(亿元)	90.64
每股净资产(元)	3.68

相关研究

1. 金晶科技(600586): 建筑玻璃需求疲弱, TCO 玻璃未来可期 (2025-11-04)
2. 金晶科技(600586): 需求疲弱业绩承压, 静待 TCO 玻璃放量 (2025-08-27)
3. 金晶科技(600586): 业绩阶段承压, 静待 TCO 放量 (2025-05-08)

盈利预测

关键假设

假设 1：建筑玻璃需求疲弱，行业同质化严重，价格趋势较弱，同时，公司将调配产能向高附加值板块，预计 2026-2028 年建筑玻璃销量同比增速为-5%、-10%、-10%，销售单价同比增速-5%、10%、0%，毛利率为-10%、-5%、-5%。

假设 2：受玻璃行业价格低迷影响，预计 2026-2028 年技术玻璃销量同比增速为 0%、0%、0%，销售单价同比增速为-10.0%、10%、0%，毛利率为-1.5%、3.1%、3.1%。

假设 3：普通光伏玻璃板块同质化竞争严重，而薄膜光伏面板导电玻璃技术壁垒高，附加值高，随着马来西亚产线改造升级完成，预计将带动公司光伏玻璃结构显著优化，预计 2026-2028 年，光伏玻璃销量同比增速为-30%、0%、0%，销售单价同比增长 40%、5%、5%，毛利率为 23.0%、24.4%、24.4%。

假设 4：随着深加工玻璃稳步增长、TCO 玻璃放量，预计 2026-2028 年 Low-E 节能玻璃等销量同比增长 40%、110%、100%，销售单价同比增长 25%、0%、0%，毛利率为 35.3%、33.4%、30.0%。

假设 5：受下游需求疲弱影响，预计 2026-2028 年纯碱销量同比增长-10%、0%、0%，销售单价同比增长 0%、5%、5%，毛利率为 6.5%、8.3%、10.1%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	45.2	46.2	61.3	86.4
	yoy	-29.9%	2.3%	32.5%	41.0%
	营业成本	44.8	40.5	49.9	67.9
	毛利率	0.9%	12.4%	18.5%	21.4%
建筑玻璃	收入	11.0	9.9	9.8	8.8
	yoy	-27.9%	-9.8%	-1.0%	-10.0%
	销量(万重量箱)	1741.8	1654.7	1489.3	1340.3
	yoy	-7.5%	-5.0%	-10.0%	-10.0%
	吨价(元/重量箱)	63.1	59.9	65.9	65.9
	yoy	-22.0%	-5.0%	10.0%	0.0%
	成本(元/重量箱)	73.2	65.9	69.2	69.2
	yoy	-14.6%	-10.0%	5.0%	0.0%
毛利率	-16.1%	-10.0%	-5.0%	-5.0%	
技术玻璃	收入	10.9	9.8	10.8	10.8
	yoy	-24.5%	-10.0%	10.0%	0.0%
	销量(万重量箱)	1422.1	1422.1	1422.1	1422.1
	yoy	8.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	吨价(元/重量箱)	76.6	69.0	75.9	75.9
	yoy	-30.1%	-10.0%	10.0%	0.0%

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
	成本（元/重量箱）	82.4	70.0	73.5	73.5
	yoy	-16.3%	-15.0%	5.0%	0.0%
	毛利率	-7.5%	-1.5%	3.1%	3.1%
光伏玻璃	收入	4.5	4.4	4.6	4.9
	yoy	-52.4%	-2.0%	5.0%	5.0%
	销量（万平方米）	3056.1	2139.3	2139.3	2139.3
	yoy	-47.2%	-30.0%	0.0%	0.0%
	单价（元/平方米）	14.7	20.6	21.7	22.8
	yoy	-9.8%	40.0%	5.0%	5.0%
	成本（元/平方米）	13.8	15.9	16.4	17.2
	yoy	5.7%	15.0%	3.0%	5.0%
	毛利率	6.2%	23.0%	24.4%	24.4%
Low-E 节能玻璃等	收入	6.8	11.9	25.0	50.0
	yoy	8.2%	75.0%	110.0%	100.0%
	销量（万平方米）	1821.6	2550.2	5355.4	10710.9
	yoy	18.7%	40.0%	110.0%	100.0%
	单价（元/平方米）	37.4	46.7	46.7	46.7
	yoy	-8.8%	25.0%	0.0%	0.0%
	成本（元/平方米）	30.2	30.2	31.1	32.7
	yoy	-11.9%	0.0%	3.0%	5.0%
纯碱	收入	18.3	16.5	17.3	18.2
	yoy	-34.8%	-10.0%	5.0%	5.0%
	销量（万吨）	116.7	105.0	105.0	105.0
	yoy	-11.4%	-10.0%	0.0%	0.0%
	吨价（元/吨）	1569.4	1569.4	1647.9	1730.3
	yoy	-26.4%	0.0%	5.0%	5.0%
	成本（元/吨）	1496.9	1466.9	1510.9	1556.3
	yoy	-16.4%	-2.0%	3.0%	3.0%
抵消及其他业务	收入	-6.3	-6.3	-6.3	-6.3
	yoy	-29.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	-6.9	-6.9	-6.9	-6.9
	yoy	-30.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	-9.2%	-9.2%	-9.2%	-9.2%

数据来源：Wind, 西南证券

估值

金晶科技深耕玻璃产业链多年，此处选取玻璃行业头部企业的旗滨集团，同为玻璃企业且积极布局 TCO 玻璃的耀皮玻璃，以及同为钙钛矿薄膜光伏产业链标的捷佳伟创等三家可比公司，这三家公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 27 倍、21 倍、22 倍。

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，TCO 玻璃长期成长空间广阔。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，此外，淄博、滕州各 1500 万平米 TCO 玻璃产能，马来西亚产线也已停产待升级改造，产能充足，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，未来增长空间广阔。总的来看，公司经营具备较高安全边际，同时长期增长空间广阔，极具业绩弹性。尤其在 2027 年，随着下游对 TCO 玻璃需求显著放量，以及马来西亚产线高附加值产品放量，公司产品结构将得到显著优化，毛利率提升带动利润弹性释放，给予公司 2027 年 25 倍 PE，对应目标价 7.00 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E
600819.SH	耀皮玻璃	59	6.83	0.14	0.19	0.25	0.24	56	36	27	28
300724.SZ	捷佳伟创	325	93.24	7.52	4.26	4.68	3.79	12	22	20	25
601636.SH	旗滨集团	187	6.33	0.23	0.26	0.40	0.50	28	24	16	13
平均值								32	27	21	22
600586.SH	金晶科技	81	5.68	-0.41	0.08	0.28	0.55	-	71	20	10

数据来源：wind，西南证券整理

风险提示

- 1) 宏观经济波动风险：经济发展是企业生存的环境，宏观经济运行受到多种因素影响，具有较高的不确定性，一旦经济大幅下滑将影响企业成长节奏；
- 2) 贸易摩擦风险：公司海外业务开拓情况影响公司业绩弹性，当前国际贸易争端不断，若贸易摩擦冲突加剧，将影响公司海外营收情况；
- 3) 业务开拓进度或不及预期风险：TCO 玻璃布局属于长期战略，推进进程具有一定的不确定性，若业务开拓进度不及预期，将影响公司业绩弹性。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	45.20	46.23	61.26	86.39	净利润	-6.12	1.18	4.18	8.08
营业成本	44.78	40.49	49.92	67.88	折旧与摊销	5.37	3.02	3.27	3.55
营业税金及附加	0.70	0.65	0.88	1.25	财务费用	0.69	0.86	0.95	0.98
销售费用	0.42	0.32	0.43	0.60	资产减值损失	-0.94	-1.20	0.00	0.00
管理费用	4.36	3.24	3.68	5.18	经营营运资本变动	0.10	-0.06	0.68	1.23
财务费用	0.69	0.86	0.95	0.98	其他	3.89	1.26	0.72	1.32
资产减值损失	-0.94	-1.20	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2.99	5.06	9.80	15.17
投资收益	-0.32	-0.50	-0.50	-1.00	资本支出	2.72	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2.94	-0.60	-0.60	-1.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-0.22	-5.60	-5.60	-6.10
营业利润	-6.66	1.36	4.90	9.49	短期借款	-0.73	0.26	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.02	0.03	0.01	0.02	长期借款	-4.02	2.00	1.00	1.00
利润总额	-6.68	1.39	4.91	9.51	股权融资	-1.01	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.56	0.21	0.74	1.43	支付股利	-0.21	1.26	-0.29	-1.00
净利润	-6.12	1.18	4.18	8.08	其他	-0.71	-4.71	-0.71	-0.87
少数股东损益	-0.27	0.05	0.18	0.35	筹资活动现金流净额	-6.68	-1.19	0.00	-0.87
归属母公司股东净利润	-5.85	1.13	3.99	7.73	现金流量净额	-3.89	-1.73	4.20	8.20
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	11.87	10.14	14.34	22.54	成长能力				
应收和预付款项	2.86	2.66	3.50	4.84	销售收入增长率	-29.94%	2.26%	32.52%	41.03%
存货	7.34	5.94	7.42	10.29	营业利润增长率	-764.01%	120.45%	259.90%	93.58%
其他流动资产	1.45	0.63	0.83	1.17	净利润增长率	-1346.36%	119.36%	252.83%	93.49%
长期股权投资	1.87	1.87	1.87	1.87	EBITDA 增长率	-108.04%	973.49%	73.93%	53.73%
投资性房地产	0.09	0.09	0.09	0.09	获利能力				
固定资产和在建工程	53.08	55.66	58.09	60.33	毛利率	0.94%	12.41%	18.51%	21.43%
无形资产和开发支出	5.34	4.74	4.04	3.25	三费率	12.09%	9.57%	8.26%	7.84%
其他非流动资产	6.74	6.84	6.94	7.04	净利率	-13.53%	2.56%	6.82%	9.36%
资产总计	90.64	88.57	97.13	111.42	ROE	-11.69%	2.19%	7.19%	12.38%
短期借款	9.74	10.00	10.00	10.00	ROA	-6.75%	1.34%	4.30%	7.26%
应付和预收款项	14.81	13.15	16.43	22.26	ROIC	-9.18%	3.24%	8.19%	14.09%
长期借款	2.99	4.99	5.99	6.99	EBITDA/销售收入	-1.33%	11.35%	14.89%	16.24%
其他负债	10.77	6.47	6.61	6.88	营运能力				
负债合计	38.30	34.61	39.03	46.13	总资产周转率	0.46	0.52	0.66	0.83
股本	14.17	14.17	14.17	14.17	固定资产周转率	0.84	0.88	1.15	1.57
资本公积	16.91	16.91	16.91	16.91	应收账款周转率	13.18	17.20	22.80	23.40
留存收益	20.78	23.17	26.87	33.60	存货周转率	4.99	5.58	6.90	7.20
归属母公司股东权益	52.09	53.66	57.61	64.45	销售商品提供劳务收到现金营业收入	62.18%	—	—	—
少数股东权益	0.25	0.30	0.48	0.84	资本结构				
股东权益合计	52.33	53.96	58.09	65.29	资产负债率	42.26%	39.08%	40.19%	41.40%
负债和股东权益合计	90.64	88.57	97.13	111.42	带息债务/总负债	33.22%	43.31%	40.96%	36.83%
业绩和估值指标									
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	-0.60	5.25	9.12	14.03	流动比率	0.68	0.67	0.81	1.01
PE	-13.77	71.11	20.15	10.42	速动比率	0.47	0.47	0.58	0.75
PB	1.55	1.50	1.40	1.25	股利支付率	-3.58%	-111.46%	7.34%	12.90%
PS	1.78	1.74	1.31	0.93	每股指标				
EV/EBITDA	-137.15	15.86	8.76	5.18	每股收益	-0.41	0.08	0.28	0.55
股息率	0.26%	—	0.36%	1.24%	每股净资产	3.68	3.79	4.06	4.55
					每股经营现金	0.21	0.36	0.69	1.07
					每股股利	0.01	-0.09	0.02	0.07

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，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。

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

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

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

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
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn