

戈碧迦 (920438.BJ)

优于大市

切入先进封装材料，赛道跃迁打开第二曲线

核心观点

公司 2025 年全年营收降幅收窄，新业务客户验证突破有望驱动业绩拐点。 公司 2025 全年实现营业收入 5.52 亿元，同比微降 2.59%；归母净利润 2958.48 万元，同比下降 57.89%。营收降幅较前三季度略有收窄，利润端仍承压主要系特种功能玻璃新客户尚处导入期，叠加股权激励费用摊销及政府补助减少等因素影响。随着半导体玻璃载板材料通过多家顶级厂商验证并获订单，2026 年下半年起有望持续贡献增量收入，业绩拐点渐行渐近。

公司聚焦“光学玻璃+半导体新材料”，产业结构加速升维。 公司成立于 2002 年，长期深耕光学玻璃与特种功能玻璃领域，是国内少数能够规模化生产光学玻璃的“隐形冠军”企业。2025 年公司战略重心加速向半导体玻璃载板、玻璃基板及特种玻纤三条高价值赛道转移，从传统玻璃材料商向高端半导体供应链跃迁。

技术同源迁移，玻璃载板与基板验证取得重大突破。 公司凭借在光学玻璃领域积累的配方研发、精密成型、镀膜工艺，切入半导体玻璃材料赛道。公司累计获得玻璃载板订单 1.26 亿元，玻璃基板产品已成功开发并已向多家知名半导体厂商送样，公司作为产业链上游，享受行业放量红利。

布局熠铎科技，打通玻璃载板量产路径。 公司以 1000 万元股权投资国内唯一键合玻璃载板量产商熠铎科技，熠铎一期产线已于 2025 年 7 月正式投产。公司作为其上游核心玻璃原材料供应商，有望在载板业务放量时率先受益。

积极布局特种玻纤领域，第二增长曲线正式启动。 2025 年 12 月，公司拟投资 10 不超过亿元实施特种电子玻纤制造项目，全部达产后日产能 10.8 吨。随着 AI 服务器与 5G 基站需求的快速增长，特种纤维国产化空间广阔，有望成为公司未来业绩的重要增量来源。

风险提示： 半导体玻璃基板量产进度不及预期；客户集中度风险及订单波动；国际巨头竞争加剧；新产能爬坡期毛利率承压。

投资建议： 戈碧迦传统光学玻璃业务基本盘稳定，特种玻璃业务中微晶玻璃复苏向好，深度布局并切入半导体材料领域，玻璃载板业务业绩兑现，玻璃基板验证进展顺利。考虑未来公司特种玻璃业务“多点开花”，玻璃载板和基板放量后公司业绩增量显著，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 0.76/1.37/1.94 亿元，同比+156.3%/+80.7%/+41.4%；EPS 分别为 0.52/0.95/1.34 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	566	552	884	1,258	1,614
(+/-%)	-30.0%	-2.6%	60.2%	42.4%	28.3%
归母净利润(百万元)	70	30	76	137	194
(+/-%)	-32.6%	-57.9%	156.3%	80.7%	41.4%
每股收益(元)	0.50	0.20	0.52	0.95	1.34
EBIT Margin	12.5%	5.1%	11.1%	13.9%	15.0%
净资产收益率 (ROE)	7.5%	3.1%	7.4%	12.3%	15.5%
市盈率 (PE)	144.7	351.9	137.3	76.0	53.7
EV/EBITDA	96.0	148.6	61.1	41.4	32.1
市净率 (PB)	10.79	10.78	10.22	9.34	8.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

北交所·北交所 II

证券分析师：李聪

证券分析师：石昆仑

licong3@guosen.com.cn
S0980525080006

shikunlun@guosen.com.cn
S0980526020002

证券分析师：曹翰民
0755-81981873

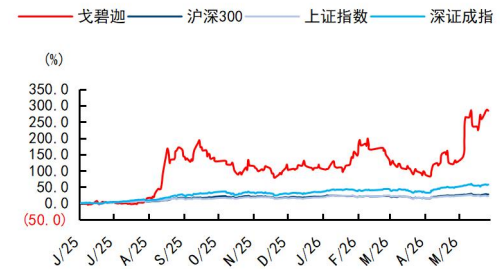
联系人：殷浚喆
0755-22940868

caohanmin@guosen.com.cn
S0980524100001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	73.90 元
总市值/流通市值	10751/10301 百万元
52 周最高价/最低价	81.00/18.26 元
近 3 个月日均成交额	351.87 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

目录

公司概况	3
公司沿革及经营概况	3
财务分析	6
2026 年一季度：业绩拐点确立，特种玻璃驱动高增长	6
2025 年：营收端略有波动，利润端阶段性调整	7
同行业对比	10
光学玻璃基本盘稳固，车载与 AR 贡献增量	12
特种玻璃优势卡位，细分赛道多点开花	13
微晶玻璃：纳米微晶核心突破，多场景应用打开空间	13
玻璃载板与基板：技术同源切入先进封装，客户验证取得突破	14
特种玻纤：前瞻布局低介电/低膨胀产品，AI 算力赋能增量市场	17
盈利预测	22
投资建议	24
风险提示	25
盈利预测的风险	25
经营风险	25
财务风险	25
技术风险	25
政策风险	25
财务预测与估值	26

公司概况

公司沿革及经营概况

湖北戈碧迦光电科技股份有限公司（简称“戈碧迦”）专业从事光学玻璃及特种功能玻璃研发、制造和销售，是国家级专精特新“小巨人”企业。公司成立于2009年，总部位于湖北省宜昌市秭归县经济开发区。公司自成立以来，专注于光学玻璃的配方、熔炼、检测等技术的研发，掌握了主要光学玻璃的产线设计和制造技术、窑炉定制及工业化生产技术，并在光学玻璃配方研制、设备及产线定制、批量生产及工艺创新等方面积累了一系列的技术成果及工艺经验。

公司经过十余年发展，逐步完成“水晶玻璃—光学玻璃—特种玻璃”的转型升级历程。公司成立初期主要从事水晶工艺玻璃的生产，深耕民用消费品领域，积累了扎实的熔制与成型工艺基础。基于技术沉淀和积累，公司逐步转向技术门槛更高的光学玻璃领域，成功切入安防监控、汽车制造、光学仪器等行业，实现了从基础工艺向精密光电材料的关键跨越。2021年起公司进军微晶玻璃领域，并逐步布局半导体玻璃载板和基板、防辐射玻璃、电子玻纤等多个领域。

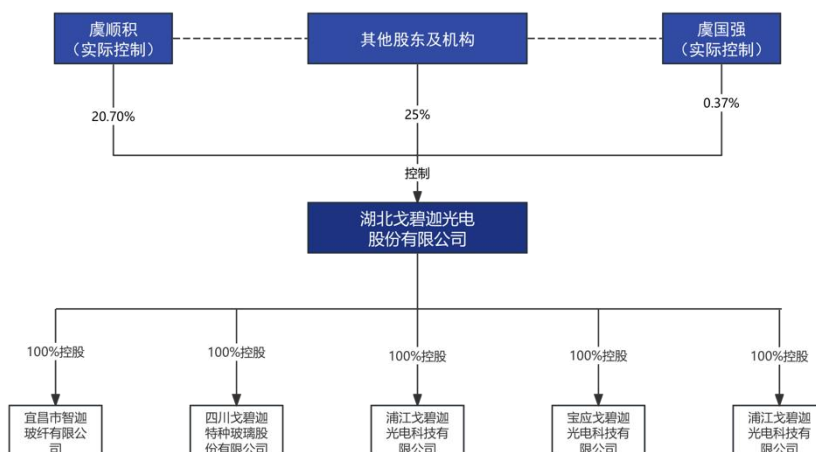
图1：戈碧迦发展历程



资料来源：百度百科，公司年报，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司实际控制人为虞顺积、虞国强父子，两人通过直接和间接持股方式对公司形成控制。截至2026年4月10日，虞顺积直接持有公司约20.70%的股份，为公司第一大股东。秭归县财政局通过全资控股秭归紫昕集团有限责任公司间接持有9.96%的股份，为公司第二大股东。秭归桐碧迦企业管理咨询中心（有限合伙）作为公司的股权激励平台，持有6.10%的股份，为公司的第三大股东。从股东性质来看，公司股权结构中自然人持股与地方国有资本、产业资本并存，实际控制人虞氏父子的控股地位稳固，保障了公司经营战略的持续性和稳定性。

图2：公司股权架构图



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

公司高管团队以创始人虞国强为核心，具备丰富的行业经验和稳定的管理架构。虞国强先生为公司创始人之一，现任公司董事长兼总经理。近年来，公司关键管理职位逐步完善，公司高管团队以虞国强为核心，结构稳定，体现了民营控股企业的高效管理特点。

表1：戈碧迦主要董事及管理层情况

姓名	职务	个人履历
虞国强	董事长、董事	男，1974年7月出生。1993年6月毕业于浙江省金华市浦江县虞宅中学，高中学历。1993年6月至1996年7月，在浦江县浦阳中怡夹珠厂从事水晶加工零售；1996年7月至1998年3月，成立中山中意灯饰经营部，从事灯饰组装和水晶贸易；1998年3月至2001年7月，在郑州、北京、武汉从事水晶灯饰贸易；2001年7月至今，历任公司总经理、董事长。现任公司董事长、法定代表人。2025年7月起，新任公司董事长。
华凯	总经理、董事、销售负责人	男，1980年9月出生，中共党员。2003年6月毕业于南京工业大学工商管理专业，本科学历。2003年7月至2010年2月，就职于杭州中意光学玻璃有限公司，历任业务主管、门市经理、人事部部长等职务；2010年2月至今，历任公司人事部部长、行政部部长、副总经理、销售负责人；2021年4月被提名为公司第四届董事会董事人选，2024年7月10日至今任公司总经理、董事。
李亮	董事、副总经理	男，1990年12月出生。2016年5月加入公司，历任公司技术助理、部长助理、生产部部长。2018年6月22日，经公司2018年第三次临时股东会选举为公司监事，任期三年。2021年5月14日，经公司2020年年度股东会审议通过，担任公司监事，任期三年。2022年3月25日，经公司2022年第二次临时股东会审议通过，担任公司董事；2024年7月至今，担任公司董事、副总经理。
李金蓉	财务负责人	1974年2月出生，中国国籍，无境外永久居留权。2010年10月-2018年6月就职于湖北戈碧迦光电科技股份有限公司，从事财务主管工作；2018年8月-2021年6月就职于湖北俏巴人休闲食品有限公司，任公司财务负责人；2021年7月，就职湖北戈碧迦光电科技股份有限公司，任经营管理部部长。本次董事会聘任其为公司财务负责人，2021年12月15日，经公司第四届董事会第四次会议审议通过，聘任为公司财务负责人，任期自董事会审议通过之日起至第四届董事会任期届满止。

童宏杰





董事、董事会秘书

男，1986年7月出生，研究生学历。2009年8月至2011年9月，在立信会计师事务所（特殊普通合伙）担任审计员；2011年9月至2014年10月，在德勤会计师事务所（特殊普通合伙）担任高级审计员；2014年11月至2025年7月，在中信建投证券股份有限公司担任投行委高级副总裁。2025年7月29日，经公司第五届董事会第十次会议聘任为董事会秘书；2025年8月14日，经公司2025年第四次临时股东会选举为非独立董事。

资料来源：Wind, iFinD, 投资界, 国信证券经济研究所整理

公司主营业务高度聚焦于光学玻璃及特种功能玻璃的研发、制造和销售，形成了全面的产品谱系。公司产品主要分为光学玻璃和特种功能玻璃，光学玻璃是公司的传统核心业务，目前产品已形成冕牌玻璃、火石玻璃、镧系玻璃、磷酸盐玻璃等产品系列，手握100余种牌号型号。此外，公司还生产汽车LED前照灯及相关配件、眼镜片毛坯、工艺玻璃、水晶玻璃及压型件等产品，产品线覆盖从原材料到深加工制品的多个层级。


表2：戈碧迦各类光学玻璃材料的特点及应用情况


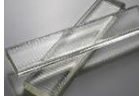
产品类别	产品特点	应用产品	产品及下游应用图例
冕牌玻璃	折射率低、阿贝数较高，物理与化学性质高度均匀，从紫外到可见波段具有较高透过率	主要用于光学成像系统的凸透镜、棱镜、反射镜及高端工艺品。	
火石玻璃	具有高折射率和低阿贝数的特性，在光学成像中火石与冕牌玻璃组合可有效消除色差	主要用于光学成像系统的凹透镜、棱镜等。	
镧系玻璃	具有高折射率、高阿贝数的特性，能有效简化光学成像系统，扩大视角，使产品轻量化、小型化。	主要用于小型化、高成像质量的凹凸透镜、棱镜等。	
磷酸盐玻璃	有特殊的光学常数，可以很好的消除球面光学元件的色差	主要应用于高精密度、高分辨率的光学仪器系统。	

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

特种功能玻璃是公司近年来重点发展的新兴业务板块，技术壁垒高，增长潜力显著。公司以光学玻璃积累的技术为基础，结合市场需求成功开发出纳米微晶玻璃、防辐射玻璃、耐高温高压玻璃等多款特种功能玻璃产品。其中，纳米微晶玻璃主要应用于抗跌耐摔高强度手机盖板领域；防辐射玻璃主要应用于强辐射环境防护（如医疗及核工业）；耐高温高压玻璃主要应用于石油勘探、航空航天、天文探索等特殊环境。公司特种电子玻纤产品（低介电玻纤、低膨胀玻纤、高模量玻纤等）主要用于AI服务器、5G/6G通信、自动驾驶、军工/航天等应用领域。此外，公司还可根据客户对玻璃材料性能的不同需求（如介电损耗、介电常数、热膨胀系数等）提供定制化产品。

表3：戈碧迦各类特种玻璃材料的特点及应用情况

产品类别	产品特点	应用产品	产品及下游应用图例
纳米微晶玻璃	纳米微晶玻璃是一种含有高强度纳米晶体的材料、具有机械强度及硬度高、化学及热稳定性好、电学性能优良、抗跌耐摔等特点。	可用于制作智能手机盖板和电子触屏盖板等电子领域，也可用于义齿、牙齿贴面、骨骼修复等。	

防辐射玻璃	防辐射玻璃是指对 X 射线、γ 射线等放射性具有较大吸收屏蔽能力的特种功能玻璃	主要应用于医疗、核工业领域的防辐射器具和观察窗口等。	
耐高温高压玻璃	具有软化点高、抗化学侵蚀性好、抗热冲击性强、强度高特性的特种功能玻璃	主要用于制作高温高压环境下的玻璃视镜及爆破片，应用于石油勘探、钢铁冶金、海洋工程等领域	

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所整理

财务分析

2026 年一季度：业绩拐点确立，特种玻璃驱动高增长

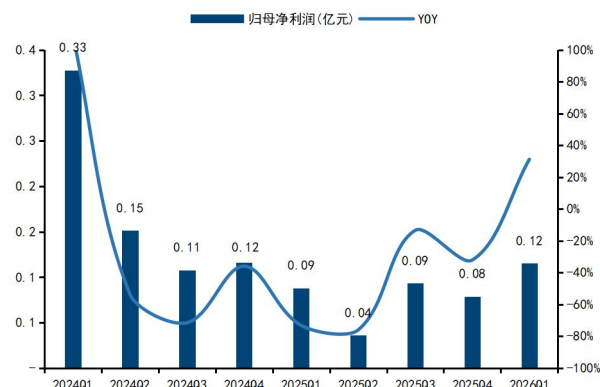
营收利润双增，扣非净利增长超 20%。2026 年 Q1 公司实现营业收入 1.51 亿元，同比增长 21.39%；归母净利润 1151.87 万元，同比增长 31.16%；扣非归母净利润 1115.05 万元，同比增长 21.15%。利润总额同比增长 54.45%，主要系特种功能玻璃销售收入增加带动毛利率提升，同时营业利润同比增长 42.77%。公司一季度业绩增长动能明显，盈利能力持续改善，基本面拐点进一步确认。

图3：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

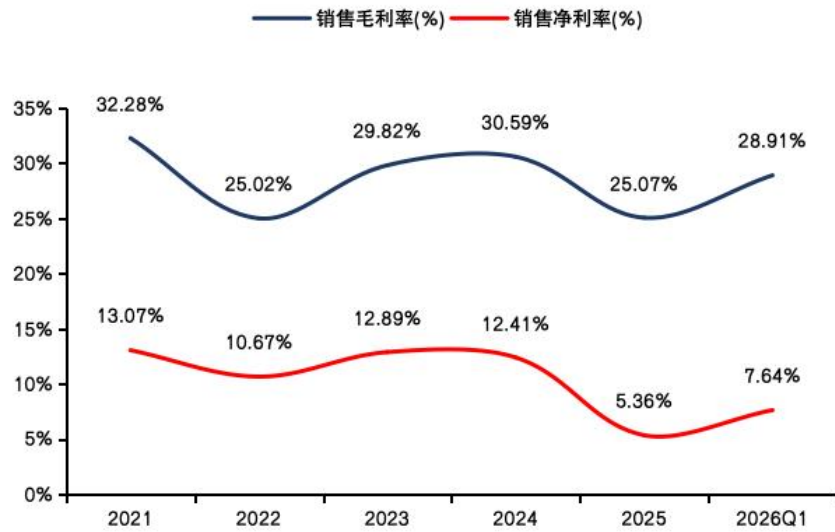


资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

2026 年 Q1 经营活动现金流量净额为-1592.29 万元，上年同期为 1264.13 万元，同比净流出扩大。主要原因一是部分大客户根据合同信用期尚未到结算节点，应收账款较年初增加 3545 万元，销售回款与收入增长不同步；二是为锁定原材料价格进行策略性备货，存货较年初增加 1326 万元，采购现金流出增加。上述因素导致经营现金净流量暂时为负，但公司期末货币资金仍达 1.54 亿元，且银行授信充足，流动性风险可控。

毛利率稳步提升。2026 年 Q1 公司毛利率为 28.91%，同比提升 0.89 个百分点，主要受益于特种功能玻璃产品结构优化及规模效应。

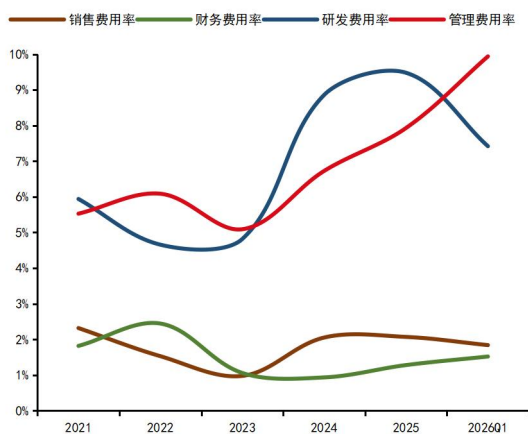
图5：公司毛利率、净利率情况（%）



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

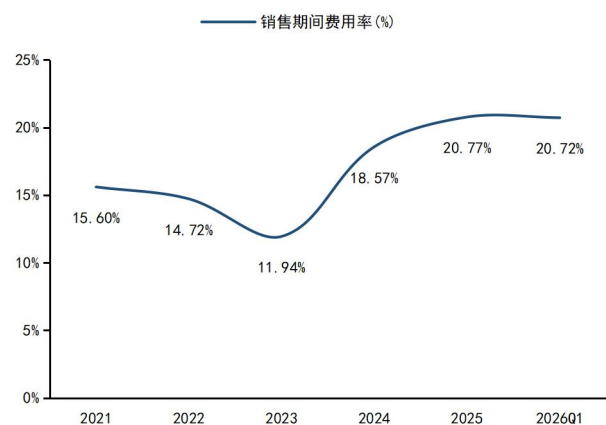
期间费用率受股份支付影响有所上升。当期期间费用率为 20.72%，同比微增 0.45 个百分点。销售费用同比基本持平；管理费用率由 7.06% 升至 9.94%，主要系本期股份支付金额较上期显著增加（股权激励计划首次授予及预留授予）；研发费用率由去年同期 9.68% 降至 7.42%；财务费用率由 1.31% 升至 1.52%，主要系银行借款总量增加。剔除股份支付影响后，公司实际经营费用率稳中有降，整体费用管控仍属合理。

图6：公司近年费用端情况



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

图7：公司近年期间费用率情况



资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

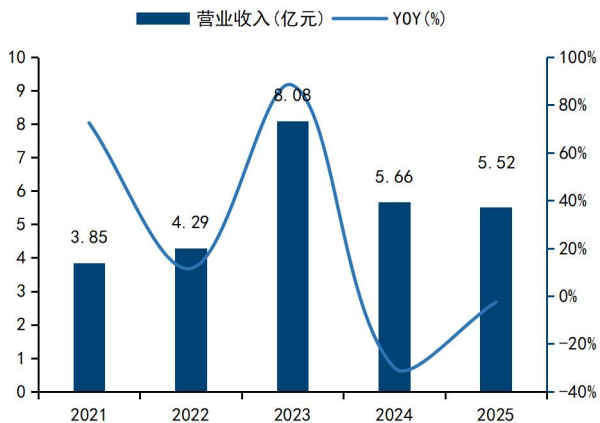
2025 年：营收端略有波动，利润端阶段性调整

收入端

2025 年公司营业收入小幅下降，利润端短暂承压。全年实现营业收入 5.52 亿元，

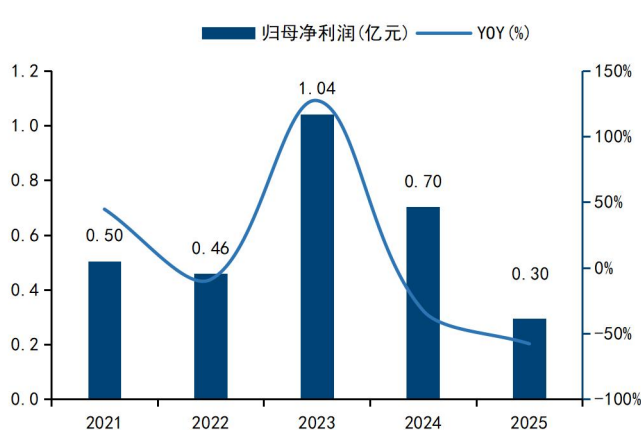
同比下降 2.59%; 归母净利润 2958.48 万元, 同比下降 57.89%; 综合毛利率 25.07%, 同比下滑 5.52 个百分点。主要系特种功能玻璃新客户尚处导入期, 高毛利产品出货量不及预期, 叠加股权激励费用摊销及政府补助减少等因素影响。

图8: 公司近 5 年营业收入情况及 YOY (亿元, %)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司近 5 年归母净利润情况及 YOY (亿元, %)



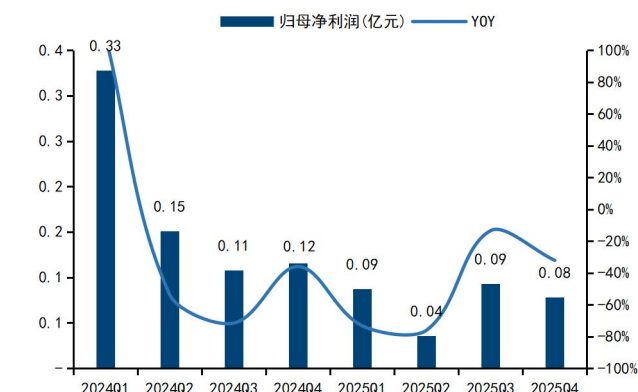
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

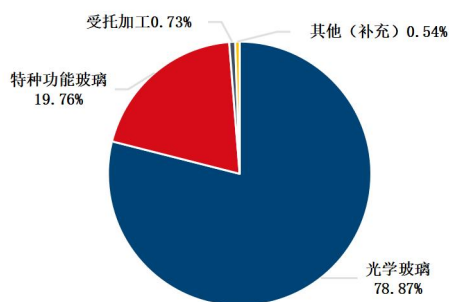


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

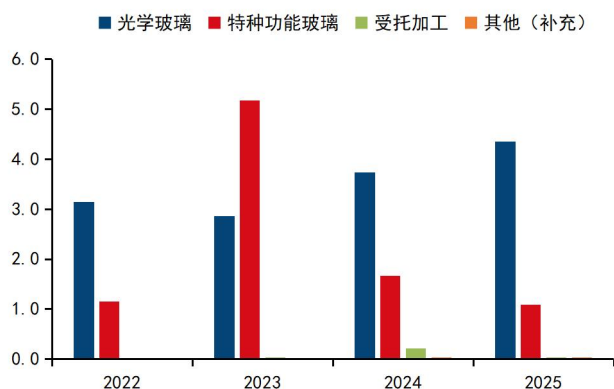
从收入结构来看, 光学玻璃仍为公司的主要收入来源, 特种功能玻璃的占比有望持续提升。2025 年公司光学玻璃产品实现营收 4.35 亿元, 同比增长 16.31%。特种功能玻璃收入同比下降 34.73%, 主要系原有重要客户重庆鑫景订单到期后未延续, 新客户尚处导入期, 增量订单未能弥补缺口。尽管 2025 年公司整体业绩承压, 但光学玻璃业务仍保持了稳健的增长势头, 特种功能玻璃业务受出货量不及预期影响较大, 未来随着技术成熟和市场拓展, 有望成为公司新的增长引擎。

图12: 公司 2025 年营收占比构成

图13: 营业收入构成 (单位: 亿元)



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

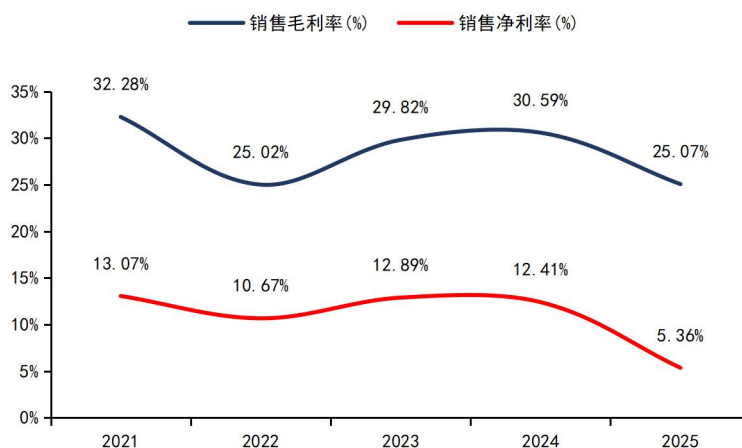


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

盈利端

2025 年公司毛利率与净利率较上年同期下降。全年毛利率 25.07%，同比下降 5.52 个百分点；净利率 5.36%，同比下降 7.05 个百分点。主要受特种玻璃出货量不及预期、高毛利特种功能玻璃销售占比持续走低影响。

图14: 公司毛利率、净利率情况 (%)

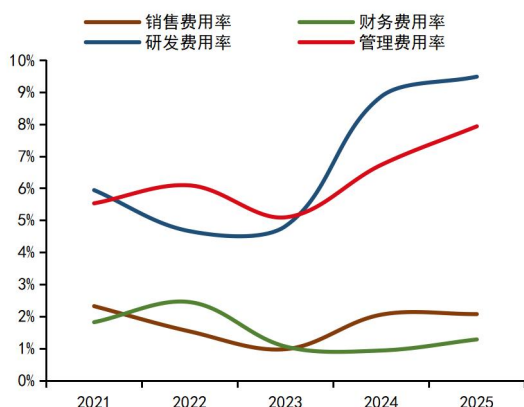


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

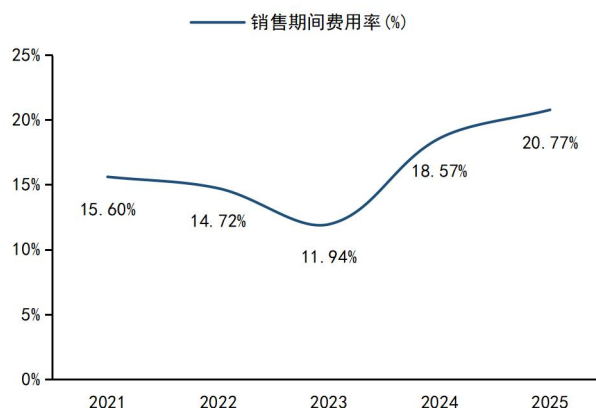
2025 年公司期间费用率有所上升。全年期间费用率 20.77%，同比上升 2.20 个百分点。其中，各项费用率均较上年小幅提升。销售费用、管理费用与研发费用主要系收入规模下降及研发、管理投入保持刚性所致。财务费用同比上期增长 34.22%，主要原因系银行长期借款增加。

图15: 公司近年费用端情况

图16: 公司近 5 年期间费用率情况



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理



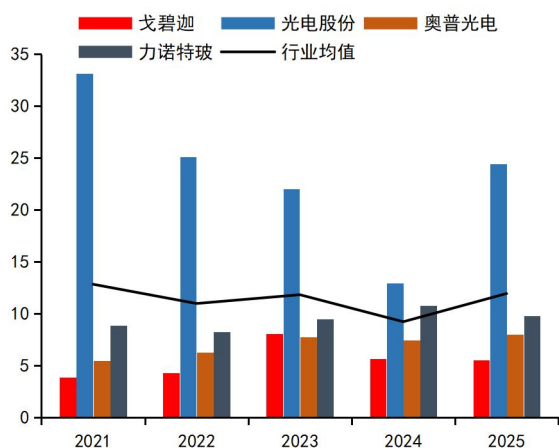
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

同行业对比

戈碧迦主要从事光学玻璃及特种功能玻璃的研发、制造与销售。选取主营业务具有直接可比性的光电股份（600184.SH，子公司新华光从事光学玻璃制造）、奥普光电（002338.SZ，拥有光学材料业务）、力诺特玻（301188.SZ，特种玻璃）作为可比公司。

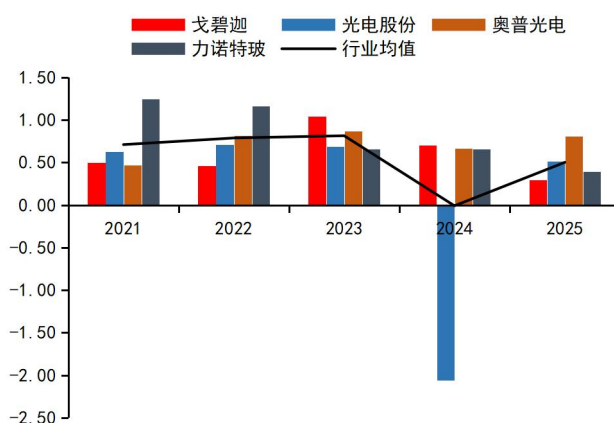
戈碧迦营收规模在可比公司中相对较小，但展现出稳健的发展潜力。2025年，戈碧迦实现营业收入5.54亿元，同比保持平稳；归母净利润0.30亿元。可比公司中，光电股份营收24.41亿元、归母0.51亿元；奥普光电营收8.00亿元、归母0.81亿元；力诺特玻营收9.81亿元、归母0.40亿元。行业整体增速分化。戈碧迦虽营收体量相对较小，但近年来特种功能玻璃业务持续放量，产品结构不断向高附加值方向优化，为后续收入增长与利润释放奠定了坚实基础。

图17：可对比企业营业收入情况（亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图18：可对比企业归母净利润情况（亿元）

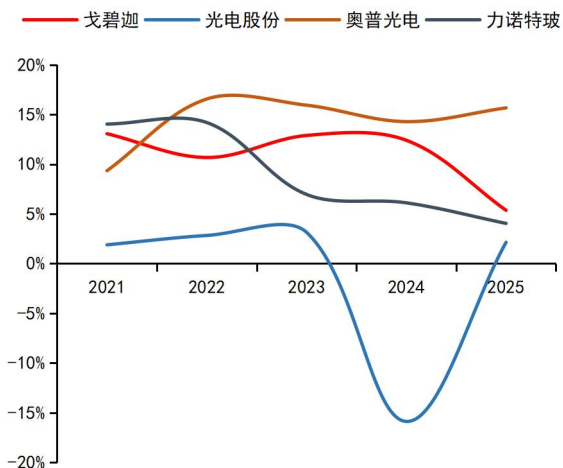


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

戈碧迦毛利率在可比公司中居中游水平，净利率短期承压但改善空间可期。2025年，公司毛利率约为25.07%，处于行业中上水平，体现特种玻璃产品的溢价能力。

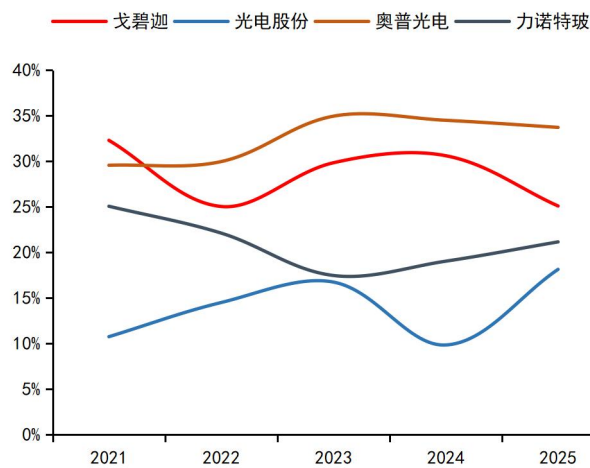
净利率 5.36%略有承压，主要受特种功能玻璃放量期研发投入及股份支付等因素影响。伴随新业务规模效应释放，费用率或将逐步优化，有望推动净利率稳步提升。

图19: 可对比企业净利率情况



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整

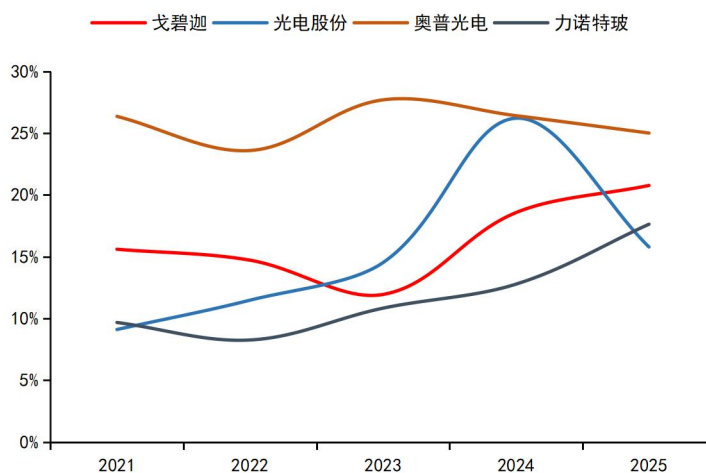
图20: 可对比企业毛利率情况



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整

戈碧迦期间费用率处于行业中等偏上水平，费用管控具备优化空间。2025 年，公司期间费用率为 20.77%，低于奥普光电（25.01%），高于光电股份（15.79%）和力诺特玻（17.63%）。相较于可比公司，公司费用率尚未达到最优水平，但随着新业务规模效应逐步显现及股权激励费用影响减弱，期间费用率有望稳步回落，驱动净利率改善。

图21: 2020~2025 年可对比企业期间费用率情况 (%)



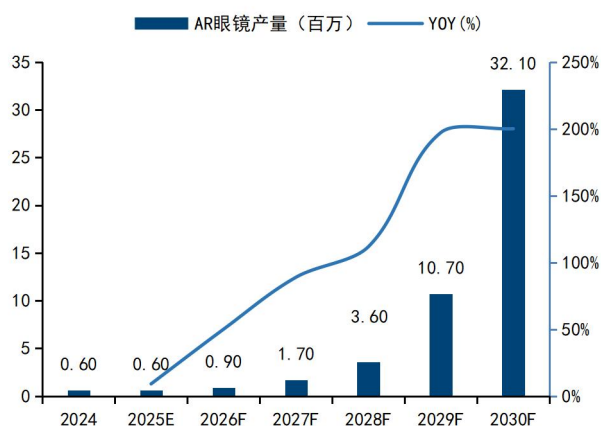
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整

光学玻璃基本盘稳固，车载与 AR 贡献增量

光学玻璃是一种能改变光的传播方向，并能改变紫外、可见或红外光的相对光谱分布的玻璃。主要可用于制造光学仪器中的透镜、棱镜、反射镜及窗口等。由光学玻璃构成的部件是光学仪器中的关键性元件。

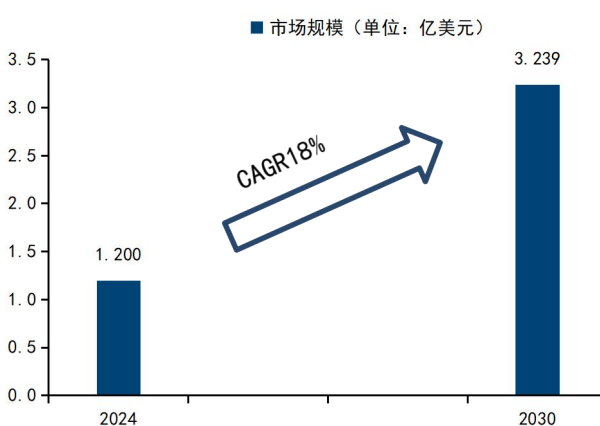
车载及 AR/VR 多重驱动下，光学玻璃行业市场规模呈现稳健增长态势。AR 眼镜的光学成像系统大量使用高折射率光学玻璃作为光波导基板，单台设备对高折射率玻璃晶圆的用量远超传统光学产品。TrendForce 预测，全球 AR 眼镜出货量将从 2025 年的 60 万台提升至 2030 年的 3210 万台。QYResearch 测算，AR 用高折射率玻璃晶圆市场规模将从 2024 年的 1.2 亿美元增至 2030 年的 3.239 亿美元，CAGR 达 18.0%。

图22: AR 眼镜出货量预估 (单位: 百万)



资料来源: TrendForce, 国信证券经济研究所整理

图23: AR 高折射率玻璃晶圆市场



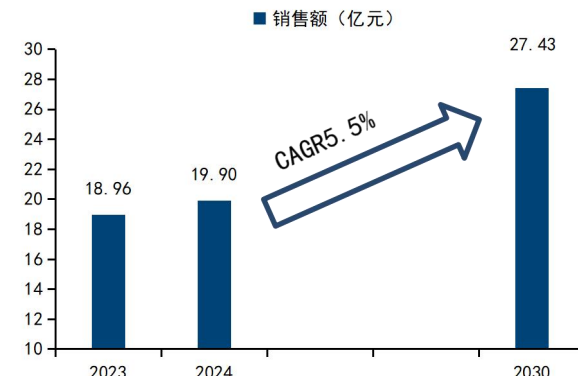
资料来源: QYResearch, 国信证券经济研究所整理

据中商情报网的相关数据，光学玻璃隶属于光学材料板块，在光学材料细分市场中占比近 70%，近年来保持稳步上升的趋势；根据 QYResearch 的统计及预测，2023 年全球光学玻璃的市场销售额达 18.96 亿美元，预计 2030 年将达到 27.43 亿美元。

图24: 国内光学材料市场规模趋势图



图25: 国际光学玻璃市场预测



资料来源：中商情报网，国信证券经济研究所整理

资料来源：QYResearch，国信证券经济研究所整理

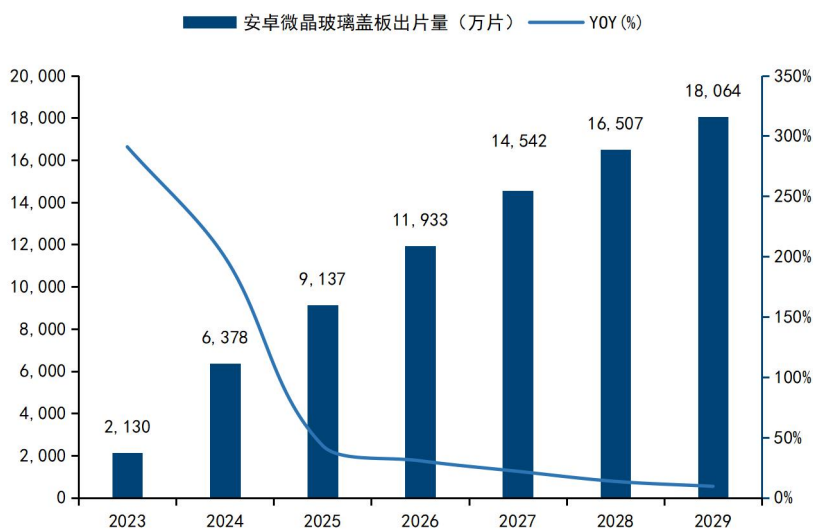
2025 年公司主要在产能扩张、海外市场与高端产品线三个维度持续加码光学玻璃业务。产能方面，2025 年 2 月公司宣布新增固定资产投资 1.5 亿元，用于新增 4 条生产线，其中车用光学玻璃产线重点扩产。海外市场方面，2025 年上半年公司先后参加德国慕尼黑光学技术展、日本横滨光电展，9 月携产品亮相深圳第 26 届光博会，12 月正式入驻日本 Metoree 线上平台，全面拓展亚太市场。高端产品线方面，公司年内先后获磁光玻璃、红外滤光蓝玻璃、双截止高透玻璃等核心专利授权。这一系列产能、市场、产品和客户端的深度布局，为光学玻璃业务筑起了更坚实的壁垒。

特种玻璃优势卡位，细分赛道多点开花

微晶玻璃：纳米微晶核心突破，多场景应用打开空间

纳米微晶玻璃已成为 5G 时代手机盖板玻璃的主流升级方向。自 iPhone12 于 2020 年首次搭载康宁超瓷晶面板后，华为、小米、荣耀与 OPPO 等主流安卓品牌相继跟进，推出了各自的纳米微晶玻璃盖板。结合 Omdia 的预测数据，2024 年安卓品牌微晶玻璃盖板出货量达 6378 万片，2025 年预计将进一步增长至 9137 万片。

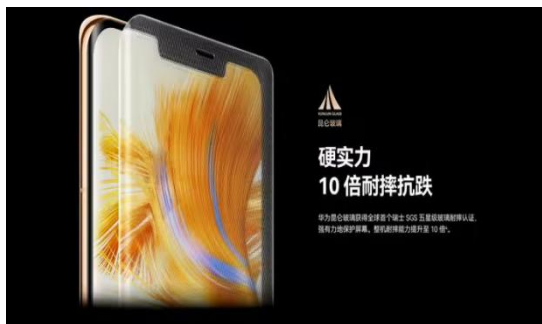
图26: 安卓微晶玻璃盖板出货量



资料来源：Omdia，国信证券经济研究所整理

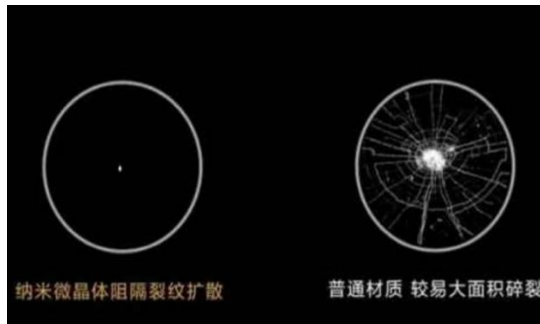
传统玻璃性能弊端与新兴业务需求共同推动微晶玻璃市场规模扩展。一方面，传统高铝硅玻璃因分子间作用力小、结构呈非晶态，在手机跌落时易碎裂；而纳米微晶玻璃通过在玻璃基体内析出大量纳米级微小晶体，当受到外力冲击时，微晶体可以阻断裂纹的扩散，使面板不易破损。另一方面，纳米微晶玻璃的应用正从手机盖板向更多智能终端场景延伸，包含可穿戴设备、AR/VR 设备、车载触控屏与智能家居面板等领域。

图27: 华为发布耐摔昆仑玻璃



资料来源: 华为发布会, 国信证券经济研究所整理

图28: 微晶玻璃与传统玻璃对比



资料来源: 华为发布会, 国信证券经济研究所整理

着眼行业竞争格局, 美国康宁与德国肖特仍在全球市场中占据重要地位。康宁2020年率先推出“超瓷晶”微晶玻璃盖板, 首发应用于 iPhone12; 肖特在特种玻璃和微晶玻璃领域拥有超 140 年技术积累。国内市场而言, 成都光明是全球光在微晶玻璃领域已突破高强度透明微晶玻璃组成设计关键技术。湖北新华光, 已成功攻克超低膨胀微晶玻璃基板全链条生产工艺。戈碧迦依托自身在玻璃熔炼领域多年积累的技术纵深, 加速产品迭代与新客户开拓, 构筑起独特的竞争壁垒。

表4: 戈碧迦与国内公司的对比

公司	配料	熔炼	成型	退火
戈碧迦	人工配料为主, 针对不同炉型配备高精度电子秤, 采用 V 型/P 型/螺旋式混料, 每台窑炉配备质量检定方法	全电熔冷顶炉、电气混合窑炉、全铂连熔窑炉三种炉型齐全	浇注、压延、拍压、滴料成型技术齐全	箱式退火技术、隧道窑退火技术
成都光明	选用高纯度原材料, 玻璃颜色浅、透过率好	电气混合窑炉+全铂连熔窑炉, 窑炉设计经验丰富	浇注成型、槽沉成型, 可生产板料、异形料	箱式退火技术、隧道窑退火技术
湖北新华光	自动化配料, 称量精准, 效率高	电气混合窑炉+全铂连熔窑炉为主	浇注成型、一次滴料成型, 可生产板料、异形料	箱式退火技术

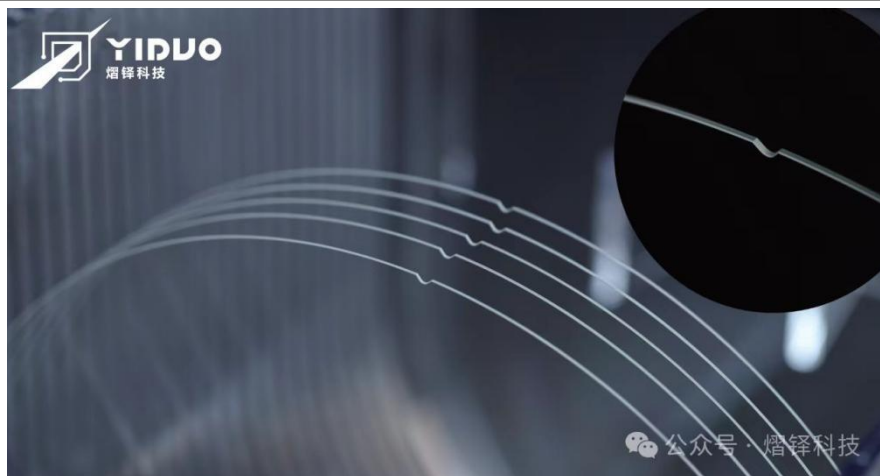
资料来源: 2023 年戈碧迦一轮问询函, 国信证券经济研究所整理

公司微晶玻璃业务在 2025 年产能建设、新客户订单及技术储备上均有实质性推进。产能端, “特种高清成像光学玻璃材料扩产项目”截至 2025 年 8 月 31 日投入进度已达 92.92%。订单端, 2025 年下半年部分手机终端开始采用公司产品方案, 现已确认千万级别销售收入。专利端, 2025 年, 公司申请的“具有高信耐性的微晶玻璃、化学强化微晶玻璃及玻璃制备方法”专利正式公布, 通过优化玻璃相与晶相的组分配比, 显著提升材料的耐候性、机械性能与光学性能。

玻璃载板与基板: 技术同源切入先进封装, 客户验证取得突破

玻璃载板是减薄制程的关键支撑体。玻璃载板是半导体制程中的临时性承载工具, 主要用于晶圆减薄、芯片转移、重布线层制造等工序。在先进封装 (2.5D/3D 堆叠、HBM 高带宽存储等) 中, 晶圆需减薄至 50-100 μm 甚至更薄, 因此须借助高强度、高平整度的玻璃载板来防止晶圆破裂和变形。

图29: 玻璃载板例图



资料来源：熠铎科技公众号，国信证券经济研究所整理

玻璃基板是先进封装的“芯片底座”。玻璃基板是半导体先进封装中替代传统有机ABF基板的新永久性基底材料。其核心制造技术为TGV（Through Glass Via，玻璃通孔），通过激光诱导刻蚀在玻璃上打出微孔，再经金属化形成导电通路，实现芯片间的高密度三维互联。玻璃基板被英特尔、三星、台积电、英伟达等巨头视为下一代封装材料，核心驱动力来自AI算力芯片对更大封装尺寸、更高密度互联、更低信号损耗的迫切需求。矩形玻璃面板可将芯片面积利用率较圆形硅中介层提升50%以上，是解决下一代AI芯片封装瓶颈的最具潜力方案。

表5: 玻璃载板与玻璃基板核心差异对比

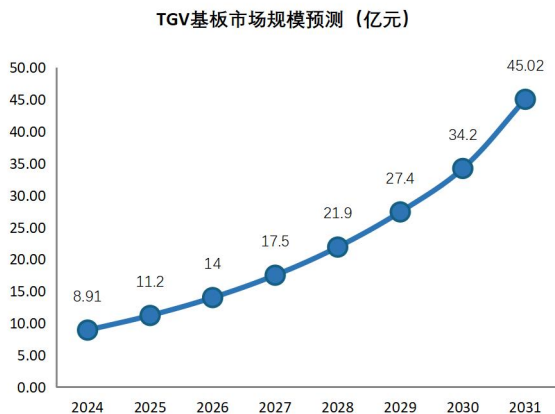
维度	玻璃载板 (Glass Carrier)	玻璃基板 (Glass Substrate)
定义	临时承载晶圆的支撑体，加工后剥离	最终留在封装结构中的永久性基底材料
功能	支撑超薄晶圆减薄、转移、加工过程	替代有机ABF基板，承载多芯片互联
核心工艺	临时键合和解键合	TGV（玻璃通孔）、RDL重布线层
产业阶段	国内已有小批量量产（熠铎科技）	2026-2028年量产导入期，仍处技术爬坡
应用场景	高带宽内存（HBM）和先进封装技术（如COWOS）	硅光模块、射频芯片与AI芯片
全球市场规模预测	2030年达310亿美元	2034年达108.5亿美元（CAGR 4.26%）

资料来源：Yole, The Insight Partners, 国信证券经济研究所整理

先进封装拉动玻璃基板需求，先进封装市场规模预计2030年达800亿美元。根据Yole Development数据，2024年全球先进封装市场规模约450亿美元，预计2030年将达到800亿美元，CAGR约9.4%。其中，以2.5D/3D封装及CoWoS技术为代表的高端先进封装增速最快，AI算力芯片需求是最核心驱动力。根据恒州诚思数据，2024年全球半导体封装用TGV基板（含载板）市场规模约8.91亿元，预计到2031年将增长至45.02亿元，2025-2031年CAGR高达25.5%。短期来看，

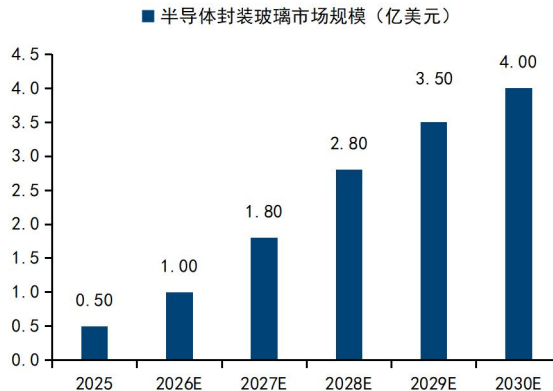
HBM 存储、功率器件及 2.5D 先进封装是核心应用场景。

图30: TGV 基板市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: 恒州诚思, 国信证券经济研究所整理

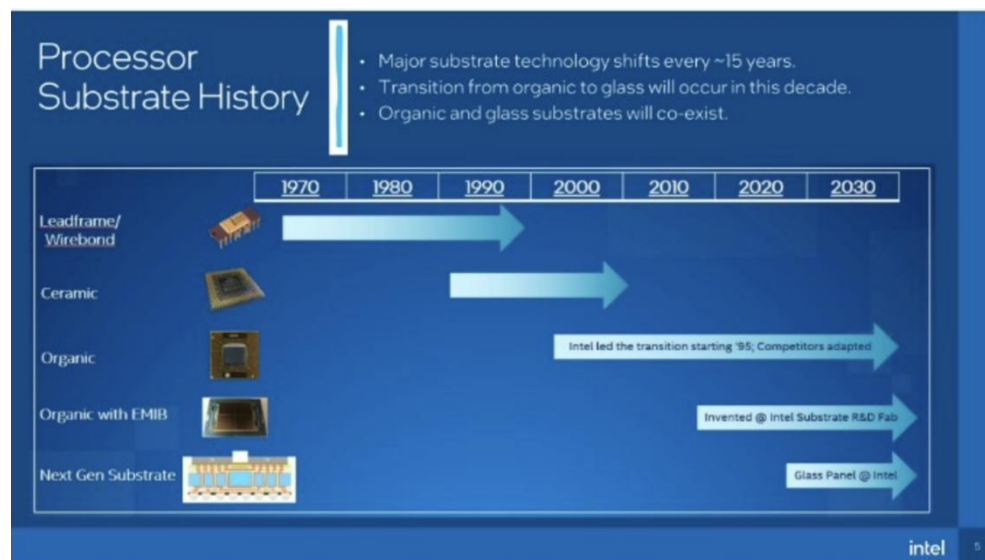
图31: 全球半导体封装玻璃基板市场规模预测



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

英特尔领跑玻璃基板产业化进程, 逐步完善玻璃基板布局。2023年9月, 英特尔率先宣布玻璃基板先进封装计划, 承诺2030年前全面采用, 成为全球产业启动信号枪。2025-2026年: 台积电在台湾建设FOPLP试点线, 预计2027年小规模试生产; SKC在美国工厂推出全球首个9层玻璃基产品。2026-2028年: 预计全球主要封装厂陆续进入量产, 玻璃基板开始对硅中介层和高端ABF载板形成实质替代。

图32: 英特尔封装基板发展路线



资料来源: 英特尔, 国信证券经济研究所整理

公司通过技术同源迁移, 切入半导体先进封装赛道。公司在光学玻璃领域深耕多年积累的配方研发、精密成型、镀膜等核心能力, 与玻璃载板/基板所需的技术高度重叠。公司具备从配料、熔炼、成型、退火到检验包装的完整生产工艺, 掌握

光学玻璃二次压型及超薄玻璃精密成型技术，已取得 ISO9001、IATF16949 等多项质量体系认证，为半导体玻璃材料的量产交付奠定了坚实基础。

图33: 半导体领域用载板、基板玻璃牌号



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图34: 全球半导体封装玻璃基板市场规模预测



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

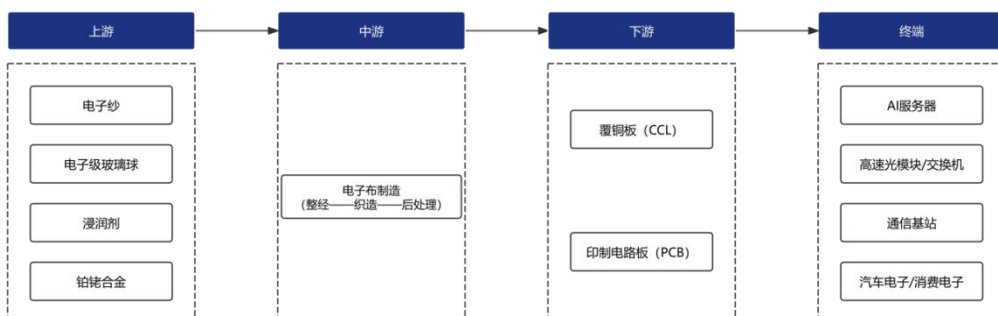
客户验证突破显著，玻璃载板开始量产，基板陆续送样。根据公司公告，公司累计获得玻璃载板订单 1.265 亿元（其中 2025 年需交付 1600 万元）；玻璃基板产品已成功开发并已向多家知名半导体厂商送样。

公司通过投资熠铎科技，旨在拓展半导体材料领域的业务布局。公司以 1000 万元投资熠铎科技——目前国内唯一键合玻璃载板生产和服务商，一期产线已于 2025 年 7 月投产。通过以上游材料供应商角色切入载板供应链，公司有望在载板规模化放量时率先受益，进一步强化在半导体玻璃材料领域的先发优势。

特种玻纤：前瞻布局低介电/低膨胀产品，AI 算力赋能增量市场

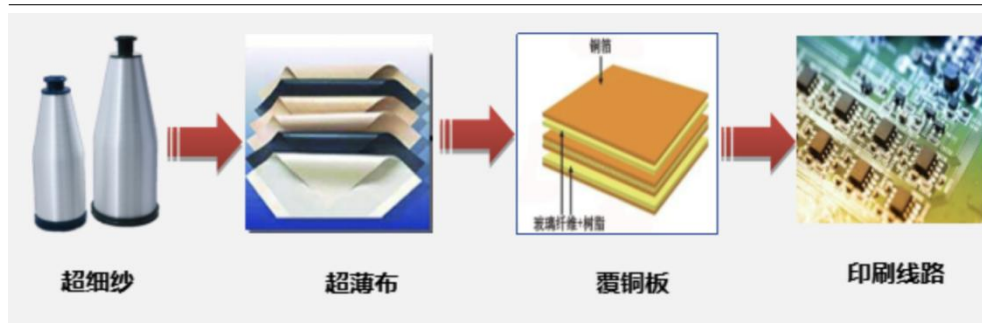
特种玻璃纤维是一种针对特定需求开发、用于高端领域的玻璃纤维。与常规的无碱玻璃纤维（E 级为主）和中碱玻璃纤维相比，通过特殊配方设计，在强度、模量、介电常数等特定性能方面具有显著优势的玻璃纤维品种。常见品种包括 S 级高强玻纤、E-CR 耐化学玻纤，低介电常数玻璃纤维、低膨胀系数玻纤、高模量玻璃纤维等。

图35: 电子布行业产业链



资料来源：普华有策，国信证券经济研究所整理

图36: 电子布生产流程



资料来源：中国建材集团有限公司，国信证券经济研究所整理

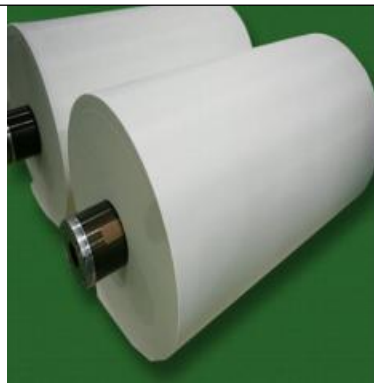
与传统的 E-glass 电子玻纤相比，低介电常数（Low Dk）玻纤的介电常数降低 30—32%，介电损耗降低 57%，密度降低 11%。作为印刷电路板（PCB）的核心基体材料，低介电玻纤能有效减少信号传输过程中的损耗，进而提升 5G 基站、AI 服务器、数据中心交换机等高频电子设备的性能。低膨胀系数（Low CTE）玻纤则具有优异的热稳定性，可以有效解决芯片堆叠的散热与封装稳定性行业痛点，为先进芯片封装载板的关键材料。

图37: 超细电子玻璃纤维




资料来源：中国建材集团有限公司，国信证券经济研究所整理

图38: 超薄电子布



资料来源：中国建材集团有限公司，国信证券经济研究所整理

表6: 特种玻璃纤维的应用场景及作用

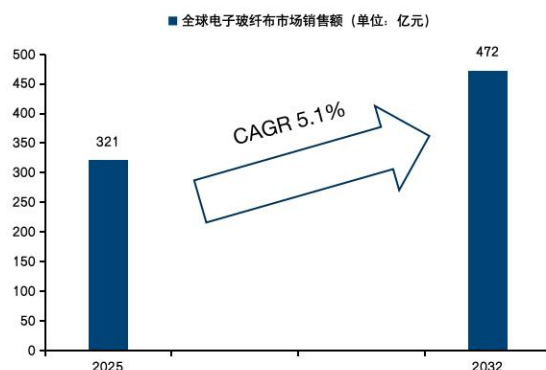
应用领域	核心应用场景	作用	图例
新能源 & 高端制造	用于风力涡轮机叶片，制作高强度、轻质复合材料	助力材料轻量化，提升材料强度	

交通运输	用于汽车部件；用于制造轻质高强度飞机部件	助力车辆及航天器的轻量化、提升燃油效率、提升安全性	
建筑工程	应用于钢筋混凝土和绝缘解决方案	增强建筑产品多功能性与使用性能	
电子电气	印刷电路板、设备外壳等	隔热与绝缘防护	
通信 & 算力	5G 通信领域应用于基站天线、高频高速电路板；AI 服务器领域应用于高速计算模块、数据传输接口	提升设备运行效率	

资料来源：桐乡新闻网、新浪财经、圣戈班、泰山玻纤官方网站等，国信证券经济研究所整理

AI 算力需求驱动电子玻纤布市场加速向高端化升级，供需缺口持续扩大。据 QYResearch 统计，2025 年全球电子玻纤布市场销售额达到了 321 亿元，预计 2032 年将达到 472 亿元，年复合增长率为 5.7%。据中国玻璃纤维工业协会统计，中国电子用玻璃纤维毡布制品表观消费量约为 81.9 万吨，同比增长 10.1%。随着 AI 人工智能服务器建设市场兴起，全球范围内低介电，低膨胀玻纤电子布供应缺口巨大，国内玻纤电子布生产企业纷纷加大投入。部分企业甚至逐步减少无碱玻纤电子纱及电子布产能规模，进而将更多精力和设备资源转向低介电，低膨胀等高端玻纤电子纱及电子布的研发与生产。

图39：全球电子玻纤布市场销售额（单位：亿元）

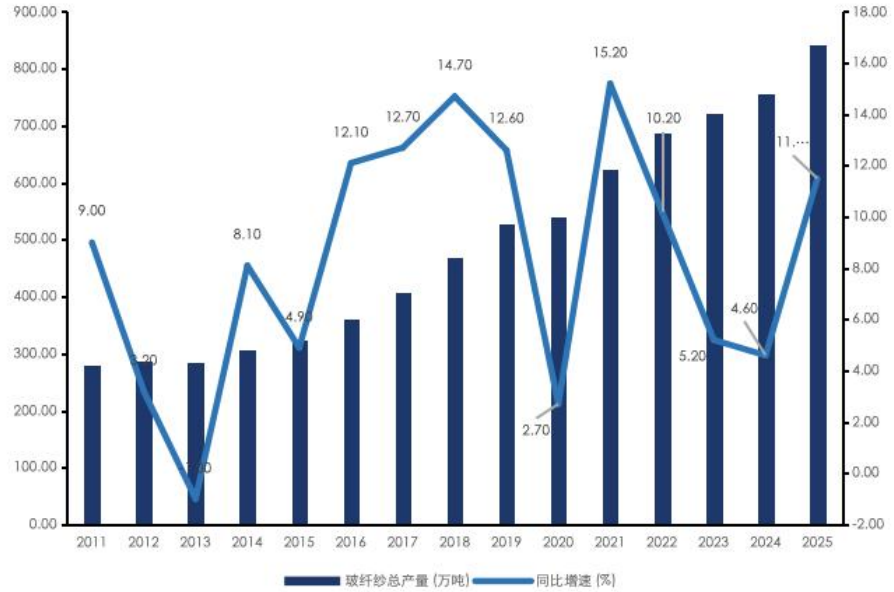


资料来源：QYResearch，国信证券经济研究所整理

我国玻璃纤维市场持续向好，高性能玻纤及制品成为行业利润主要增长点。经中

国玻璃纤维工业协会统计，2025 年我国玻璃纤维纱总产量达 843 万吨，同比增长 11.5%，结束此前连续两年低速增长，恢复较强增长势头。中国玻纤全行业积极开展产品结构优化调整，2025 年热塑纱产量同比增长 9.5%，电子纱同比增长 9.6%，高模纱同比增长高达 65.1%，低介电，低膨胀，高硅氧等高性能玻纤及制品市场应用快速升温，与此同时热固直接纱产量同比下降 9.8%，中碱纱同比下降 18.2%，行业高端化发展趋势明显。

图40: 近年中国玻璃纤维纱产量及变化趋势图



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，国信证券经济研究所整理

市场竞争方面，中低端产品同质化竞争激烈，高端领域寡头垄断。全球生产集中于日本、中国台湾和中国大陆，三足鼎立。日本企业主导高附加值市场，中国台湾企业聚焦中高端，中国大陆头部企业如中国巨石、中材科技、宏和科技等加速追赶，在部分高端细分领域已实现突破。目前全球超薄、极薄等高端电子布仍以日东纺、旭化成、台玻集团等日台厂商为主导。

表7: 行业内竞争对比

企业名称	产能及布局
日东纺	在 AI 芯片所需的 Low CTE 玻纤布领域，日东纺占据全球 90%以上市场份额。在 AI 服务器所需的低介电常数 (Low DK) 玻纤布领域，日东纺市占率约 80%。用于 800G 交换机的更先进的 NER 玻纤布领域，日东纺市占率达 100%。但由于技术壁垒、资本风险与行业替代风险因素，日东纺扩产极为保守，2027 年下半年才有新增产能释放，未来两年供应紧张将是常态。
台玻集团	在 2025 年底至 2026 年成功开发出低介电损耗玻纤布，成为继日系和美系厂商后全球第三家掌握该技术的企业。其 T-Glass 同类产品已通过下游覆铜板制造商测试，目前尚需 AMD 等终端客户的进一步认证。台玻集团部分产品已正式进入英伟达供应链并被主流 CCL 厂商采用，预计 2026 年其高端产品市场份额将突破 30%。

中国巨石	全球电子玻纤市场占有率达 23%；淮安基地年产 10 万吨电子玻纤纱及 3.9 亿米电子布生产线已于 2026 年 3 月 18 日点火，产能规模占全球 9%，为全球最大电子级玻纤生产线，其中薄布、超薄布等高端品种占比 30%；新产能将分批释放以保持市场供需平衡。
中材科技（子公司泰山玻纤）	特种纤维布全品类布局成型，已建成 5 条低介电、低膨胀特种纤维生产线；销售特种纤维布覆盖低介电一代/二代、低膨胀及超低损耗低介电纤维布全品类，均已完成头部客户认证及批量供货；技术端实现从配方到终端全链路自主研发，低膨胀纤维布为国内唯一、全球第二家规模化供应商，超低损耗低介电布率先完成头部覆铜板客户认证并产业化供应。2025 年特种电子布产能 2600 万米，预计 2026 年扩至 3500 万米/年。
宏和科技	全球高端电子级玻璃纤维布供应商，主营极薄、超薄及低介电、低热膨胀系数等特种电子布，并实现电子纱、布一体化生产。2025 年高性能电子布产能 50-60 万米/月，一代 50%，二代 25%，Low-CTE25%，年底达到 80-100 万米/月。拟定增 9.9 亿元扩产 1254 吨高性能纱线，降本增效。
国际复材	紧跟高端电子产品需求，相继推出低介电电子产品 LDK 一代、二代，为客户提供高品质产品，引领行业技术发展。2024 年高端电子布产量占比首次超过 30%，约为 6500 万米。

资料来源：智研咨询、中国企业电子协会、财富中文网等，国信证券经济研究所整理

公司积极布局特种电子玻纤制造领域，旨在抓住 AI 算力需求带来的高端电子布市场机遇。2025 年 12 月，戈碧迦正式公告拟实施特种电子玻纤制造项目，该项目预计投资总额不超过 10 亿元，计划建设 6 条特种电子玻纤生产线，建成后日产能可达约 10.8 吨。2026 年 3 月 10 日，戈碧迦公告拟出资 1 亿元设立全资子公司宜昌市智迦玻纤有限公司，以新公司为主体建设特种电子玻纤制造项目。同时，戈碧迦 2025 年半年报显示，公司在低介电常数玻璃纤维产品研发上取得较大的进展。目前，公司已推出 GPL 系列低介电，低损耗，低膨胀的玻璃纤维，主要应用于 5G/6G 通信，AI 服务器，AI 眼镜及 AIPC 等领域。

图41：戈碧迦生产的电子细砂



资料来源：戈碧迦官网，国信证券经济研究所整理

图42：戈碧迦生产的电子玻纤布



资料来源：戈碧迦官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

1、光学玻璃产品

营业收入：公司传统主业，业务增速平稳。假设公司 2026-2028 年光学玻璃产品业务营收为 5.0/5.75/6.62 亿元。

毛利率：主营业务相对成熟，毛利率相对稳定。由此我们假设公司 2026-2028 年光学玻璃毛利率分别为 25.20%/26.78%/26.13%。

2、特种玻璃

营业收入：玻璃载板作为半导体制程中的重要承载工具，需求增量较大，公司即将规模化供货玻璃载板享受放量红利。先进封装领域爆发，公司玻璃基板业务正在推进阶段，逐步实现产业化。假设公司 2026-2028 年特种玻璃产品营收分别为 3.80/6.79/9.48 亿元。

毛利率：公司特种玻璃业务处于成长期，毛利随着放量进行逐渐提升，假设公司 2026-2028 年特种玻璃业务毛利率为 29.21%/29.46%/30.80%。

3、其它

营业收入：非核心业务，主要包括废料销售，预计未来该部分业务占比仍较少。因此，假设公司 2026-2028 年其它业务营收分别为 0.04 亿元。

毛利率：参考往年该业务毛利率为 95%以上，且营收占比极低，简化计算假设公司 2026-2028 年受托加工业务毛利率为 100%。

综上所述，我们预计 2026-2028 年公司实现营收 8.84/12.58/16.14 亿元，同比 +60.2%/+42.4%/+28.3%；毛利率分别为 27.26%/28.46%/29.06%。

表1：公司业务拆分

	2025	2026E	2027E	2028E	
光学玻璃	营业收入（亿元）	4.35	5.00	5.75	6.62
	营业成本（亿元）	3.33	3.74	4.21	4.89
	毛利润（亿元）	1.02	1.26	1.54	1.73
	毛利率（%）	23.45%	25.20%	26.78%	26.13%
特种玻璃	营业收入（亿元）	1.09	3.80	6.79	9.48
	营业成本（亿元）	0.79	2.69	4.79	6.56
	毛利润（亿元）	0.30	1.11	2.00	2.92
	毛利率（%）	27.52%	29.21%	29.46%	30.80%
其它	营业收入（亿元）	0.03	0.04	0.04	0.04
	营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
	毛利润（亿元）	0.03	0.04	0.04	0.04
	毛利率（%）	95.18%	100.00%	100.00%	100.00%
合计	营业收入（亿元）	5.52	8.84	12.58	16.14
	营业成本（亿元）	4.13	6.43	9.00	11.45
	毛利润（亿元）	1.38	2.41	3.58	4.69

毛利率 (%)	25.07%	27.26%	28.46%	29.06%
----------------	--------	--------	--------	--------

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理与预测

费用率: 参考公司往年费用率变化趋势, 合理假设公司 2026-2028 年销售费用率为 1.50%/1.50%/1.50%; 管理费用率为 6.50%/5.50%/5.50%; 研发费用率为 7.50%/7.00%/6.50%。

表2: 公司盈利预测假设条件

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	-2.59%	60.19%	42.41%	28.29%
营业成本/营业收入	74.93%	72.73%	71.54%	70.94%
管理费用率	7.82%	6.50%	5.50%	5.50%
研发费用率	9.48%	7.50%	7.00%	6.50%
销售费用率	2.07%	1.50%	1.50%	1.50%
营业税及附加/营业收入	0.47%	0.45%	0.45%	0.45%
所得税税率	-6.20%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	72.72%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

2026-2028 年业绩预测

公司光学玻璃产品营业收入稳步提升, 产品毛利率相对稳定。公司特种玻璃业务处于发展成长期, 对公司营业收入和净利润的贡献占比逐年增长。

按照上述假设条件, 我们假设公司 2026-2028 年归母净利润为 0.76/1.37/1.94 亿元, 同比+156.3%/+80.7%/+41.4%; EPS 分别为 0.52/0.95/1.34 元。

表3: 公司 2026-2028 年业绩预测

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (亿元)	5.52	8.84	12.58	16.14
营业成本 (亿元)	4.13	6.43	9.00	11.45
销售费用 (亿元)	0.11	0.13	0.19	0.24
管理费用 (亿元)	0.44	0.59	0.71	0.90
研发费用 (亿元)	0.52	0.66	0.88	1.05
财务费用 (亿元)	0.07	0.11	0.15	0.16
营业利润 (亿元)	0.29	0.89	1.61	2.28
利润总额 (亿元)	0.28	0.89	1.61	2.28
归母净利润 (亿元)	0.30	0.76	1.37	1.94
EPS (元)	0.2	0.52	0.95	1.34
ROE	3.06%	7.44%	12.29%	15.50%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理与预测

投资建议

戈碧迦传统光学玻璃业务基本盘稳定，特种玻璃业务中微晶玻璃复苏向好，深度布局并切入半导体材料领域，玻璃载板业务业绩兑现，玻璃基板验证进展顺利。考虑未来公司特种玻璃业务“多点开花”，玻璃载板和基板放量后公司业绩增量显著，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 0.76/1.37/1.94 亿元，同比 +156.3%/+80.7%/+41.4%；EPS 分别为 0.52/0.95/1.34，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年收入+60.2%/+42.4%/+28.3%，可能存在对公司订单落地偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利率分别为27.26%/28.46%/29.06%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

新业务拓展不及预期的风险：目前公司微晶玻璃领域仍处于市场拓展关键时期。若新业务拓展进度不及预期，可能对公司未来业绩增长产生不利影响；

新产品的研发不及预期风险：玻璃基板目整体产业链还不成熟，还未到规模量产阶段，仍需根据客户要求定制和研发新产品，可能存在产品研发进度不及预期的风险；

财务风险

应收账款风险：公司应收账款规模较大，若宏观经济形势及行业发展前景发生重大不利变化或个别客户经营状况发生困难，则公司存在因应收账款难以收回而产生坏账的风险；

存货跌价风险：公司存货规模较大，若因研发计划变更、产品性能不符预期等情况，将造成公司存货跌价损失增加，对公司的盈利能力产生不利影响；

技术风险

技术突破不及预期：公司所处行业属于高科技行业，在未来提升研发技术能力的竞争中，如果公司不能准确把握行业技术的发展趋势，在技术开发方向决策上发生失误；或研发项目未能顺利推进，未能及时将新技术运用于产品开发和升级，出现技术突破不及预期的风险，公司将无法持续保持产品的竞争力，从而对公司的经营产生重大不利影响。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将缺乏对技术人才的吸引力，可能导致现有核心技术人员流失，这将对公司的生产经营造成重大不利影响。

政策风险

公司产品一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	188	125	150	150	150	营业收入	566	552	884	1258	1614
应收款项	191	229	194	241	265	营业成本	393	413	643	900	1145
存货净额	244	279	309	399	457	营业税金及附加	2	3	4	6	7
其他流动资产	49	55	22	31	24	销售费用	12	11	13	19	24
流动资产合计	727	758	745	892	967	管理费用	38	44	59	71	90
固定资产	611	754	951	1053	1163	研发费用	50	52	66	88	105
无形资产及其他	17	16	16	15	14	财务费用	5	7	11	15	16
投资性房地产	38	47	47	47	47	投资收益	1	1	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(5)	(2)	0	0	0
资产总计	1393	1575	1759	2008	2192	其他收入	(34)	(44)	(66)	(88)	(105)
短期借款及交易性金融负债	115	36	164	227	203	营业利润	78	29	89	161	228
应付款项	135	158	185	244	286	营业外净收支	(3)	(1)	0	0	0
其他流动负债	33	101	76	108	139	利润总额	75	28	89	161	228
流动负债合计	283	295	426	579	627	所得税费用	5	(2)	13	24	34
长期借款及应付债券	88	230	230	230	230	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	79	84	84	84	84	归属于母公司净利润	70	30	76	137	194
长期负债合计	167	314	314	314	314	现金流量表 (百万元)					
负债合计	450	609	740	893	941	净利润	70	30	76	137	194
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	(3)	0	0	0
股东权益	942	966	1019	1115	1251	折旧摊销	40	46	84	99	112
负债和股东权益总计	1393	1575	1759	2008	2192	公允价值变动损失	5	2	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	5	7	11	15	16
每股收益	0.50	0.20	0.52	0.95	1.34	营运资本变动	(85)	5	40	(57)	(2)
每股红利	0.14	0.15	0.16	0.28	0.40	其它	(1)	3	(0)	(0)	(0)
每股净资产	6.67	6.68	7.05	7.71	8.65	经营活动现金流	30	83	200	179	304
ROIC	6.53%	2.05%	6%	10%	12%	资本开支	0	(184)	(281)	(201)	(221)
ROE	7.45%	3.06%	7%	12%	15%	其它投资现金流	(45)	(15)	0	0	0
毛利率	31%	25%	27%	28%	29%	投资活动现金流	(45)	(200)	(281)	(201)	(221)
EBIT Margin	13%	5%	11%	14%	15%	权益性融资	0	35	0	0	0
EBITDA Margin	20%	13%	21%	22%	22%	负债净变化	57	142	0	0	0
收入增长	-30%	-3%	60%	42%	28%	支付股利、利息	(19)	(22)	(23)	(41)	(58)
净利润增长率	-33%	-58%	156%	81%	41%	其它融资现金流	38	(222)	128	63	(25)
资产负债率	32%	39%	42%	44%	43%	融资活动现金流	112	54	106	22	(83)
股息率	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.6%	现金净变动	97	(63)	25	0	0
P/E	144.7	351.9	137.3	76.0	53.7	货币资金的期初余额	92	188	125	150	150
P/B	10.8	10.8	10.2	9.3	8.3	货币资金的期末余额	188	125	150	150	150
EV/EBITDA	96.0	148.6	61.1	41.4	32.1	企业自由现金流	0	(103)	(73)	(11)	95
						权益自由现金流	0	(183)	46	39	56

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032