

AI新材料+出海，基本面迎头向上

——建材2025半年报业绩综述

分析师：李阳

执业证书编号：S1130524120003

分析师：赵铭

执业证书编号：S1130524120004

分析师：陈伟豪

执业证书编号：S1130524120006

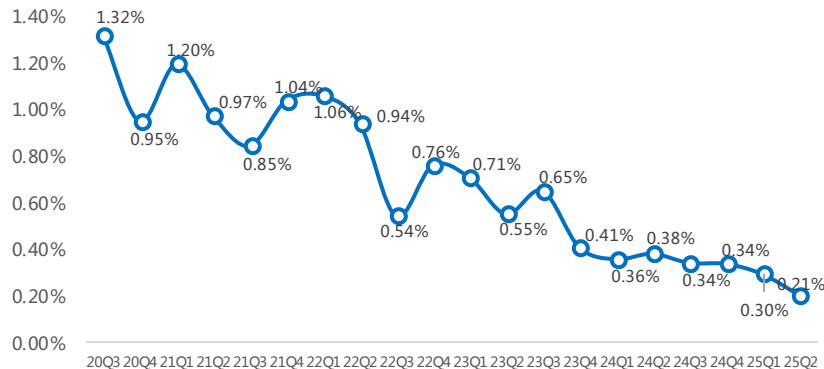
2025/9/1

- 25Q2建筑建材持仓小结：传统板块承压，AI材料+出海+转型表现突出。
- 水泥行业：涨价+降本修复利润，出海表现靓丽，供给侧查超产继续推进。
- 消费建材：景气依然在底部，但Q2龙头拐点频现；资产负债表修复是慢变量，各企业节奏不同；降本控费主旋律，粗放式向高效率过渡。
- 玻纤行业：AI高景气催化特种玻纤需求，传统玻纤毛利率环比继续改善。
- 玻璃行业：磨底之年，继续观测供给端变化。

- 投资建议：一方面，看好AI PCB上游新材料的空间，龙头企业技术壁垒高、产品迭代升级快，有望保持先发优势；另一方面，继续看好“一带一路”出海，关注非洲瓷砖龙头、水泥龙头、玻纤龙头，以及关注内需大环境下、依托内生竞争力逐步走出增长趋势的涂料龙头，和“反内卷”带动水泥、光伏玻璃、锂电隔膜等多行业盈利趋势改善。
- 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：传统板块承压，AI材料+出海+转型表现突出

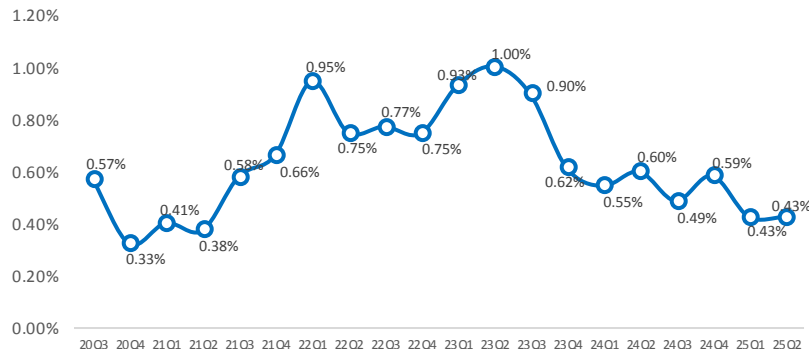
2020Q3-2025Q2：建材板块基金持仓比例变化趋势



25Q2建材持仓前十大

名称	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股 (%)	持股总市值 (亿元)	25Q1基金建材板块 持仓占比 (%)
603737.SH	三棵树	47	5745.48	1156.06	10.90	21.17
600585.SH	海螺水泥	79	8763.10	-3658.14	1.65	18.81
002080.SZ	中材科技	86	9055.11	7821.77	5.40	17.66
600176.SH	中国巨石	29	6269.40	-309.85	1.57	7.15
000786.SZ	北新建材	23	2605.81	312.17	1.60	6.90
002271.SZ	东方雨虹	24	5423.77	-1639.04	2.83	5.82
600499.SH	科达制造	24	2652.33	1856.47	1.38	2.60
002225.SZ	濮耐股份	4	4725.88	221.56	5.73	2.34
600801.SH	华新水泥	8	1855.26	-1460.77	0.89	2.20
3323.HK	中国建材	7	6216.91	-463.60	1.67	2.13

2020Q3-2025Q2：建筑板块基金持仓比例变化趋势



25Q2建筑持仓前十大

名称	持有基金数	持股总量 (万股)	季报持仓变动 (万股)	持股占流通股 (%)	持股总市值 (亿元)	25Q1基金建筑板块 持仓占比 (%)
601668.SH	中国建筑	181	73119.92	6838.51	1.77	42.19
002541.SZ	鸿路钢构	40	11875.63	-1753.06	23.93	19.88
600039.SH	四川路桥	64	14101.13	4649.07	2.10	13.96
3311.HK	中国建筑国际	7	7583.80	894.00	1.44	8.19
601390.SH	中国中铁	25	11867.74	-5533.81	0.48	6.66
601117.SH	中国化学	28	7083.38	2271.52	1.17	5.43
600820.SH	隧道股份	19	7906.33	2216.11	2.51	4.82
0390.HK	中国中铁	7	9674.00	92.90	0.39	3.32
601186.SH	中国铁建	23	4047.99	-1196.92	0.30	3.24
601669.SH	中国电建	14	5488.85	-1227.19	0.42	2.67

2.1 水泥：涨价+降本修复利润，出海表现靓丽

- **水泥2025中报小结**：①海螺：2025H1水泥熟料自产品销量同比-0.35%（全国整体下降4.3%），单吨扣费归母净利（全口径）33元（同比+8元）。②华新：25H1水泥熟料销量同比-2.63%，单吨扣非净利（全口径）约为39元（同比+15元）。③天山：25H1水泥熟料销量同比-14.6%，单吨扣非净利（全口径）约亏12元（去年同期约亏35元、同比改善）。全国水泥1-6月产量同比下滑4.3%，需求仍在下行通道。
- **水泥2025中报亮点**：①受益价格同比提升+煤价同比下降，水泥吨净利改善明显。②海外拓展积极；③分红意识提升（海螺首次中期分红）。
- **7-8月行业基本面**：水泥需求持续疲软，今年7月全国水泥产量同比-5.6%，截止8月底全国高标均价344元/t，同比-35元，全国平均出货率29.17%，环比-9.17pct，库容比为63.63%，同比-2.7pct。**今年错峰的力度、方式（按月错峰）比往年更佳，但执行有所反复、持续性受影响，我们认为，错峰生产是过渡期的解决办法，长期角度去过剩产能才是根本。随着“查超产”的逐步落地，行业利润修复是趋势。**
- **出海表现靓丽**：①截止25H1，华新已在12个国家设有海外基地，运营水泥粉磨能力合计2470万吨/年，并在8月底落地交割尼日利亚资产；②海螺水泥25H1新增180万吨海外熟料产能，并购西巴布亚海螺后有效提升印尼市场竞争力，以及柬埔寨金边5000t/d产线建成运营；③西部水泥25H1水泥熟料销量同比+23.6%。

表：水泥板块盈利预测及估值

证券简称	市值（亿元）8/29	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	25Q2	Q1同比	Q2同比	25Q1	25Q2	Q1同比	Q2同比	2024	2025E	2026E	25同比	2024E	2025E
海螺水泥	1,290	5.8	190.5	222.4	-11%	-8%	18.1	25.6	21%	40%	77.0	97.1	108.1	26%	13	12
华新水泥	327	35.3	71.6	88.8	1%	-3%	2.3	8.7	32%	57%	24.2	28.1		16%	12	9
塔牌集团	106	23.1	9.2	11.4	-7%	16%	1.7	2.7	11%	249%	5.4	6.5	6.9	21%	16	16
天山股份	464	15.4	149.5	210.3	-9%	-10%	-14.9	5.7	22%	138%	(6.0)	18.3	23.2	扭亏为盈	25	20
上峰水泥	87	26.0	9.5	13.2	5%	-11%	0.8	1.7	448%	7%	6.3	7.5	8.4	19%	12	10
冀东水泥	132	-3.1	39.0	78.6	17%	0%	-8.7	7.2	20%	153%	(9.9)	7.0	10.2	扭亏为盈	19	13
苏博特	47	49.3	6.8	9.9	18%	1%	0.2	0.4	15%	21%	1.0	1.6	2.2	71%	29	22
西藏天路	193	124.3	3.4	10.7	11%	23%	-1.2	0.1	-69%	96%	(1.0)	1.4	3.0	扭亏为盈	133	64

2.2.1 消费建材：景气依然在底部，Q2龙头拐点频现

- **国内竣工景气依然偏低，开工降幅收窄，当前或又行至政策博弈阶段。**竣工保持双位数下行，2024全年同比-27.7%，2025年1-7月同比-16.5%，相较1-6月降幅环比扩大1.7pct，开工2024年全年同比-23.0%，2025年1-7月同比-19.4%，相较1-6月降幅环比收窄0.6pct。年初以来二手房景气较高，农业、工业、市政等非房需求也给予一定支撑，且消费建材公司自身结构调整后，对于地产新建需求的敞口大幅收窄，头部公司体感的下行斜率最快阶段已过去，行业当前处于找寻需求底部的状态，或又行至政策博弈阶段，例如8月25日上海发布楼市新政，包括调减住房限购、优化住房公积金、优化个人住房信贷以及完善个人住房房产税等政策。
- **Q2看到更多企业业绩出现拐点**，①科达制造，建材出海领军企业，海外瓷砖提价贡献利润明显，非洲需求增长空间与力度兼备，公司核心竞争能力显著优于国内外同行，具备全球竞争力；②三棵树，涂料二手房强相关，C端尤其是三大新业态增长强劲，美丽乡村、马上住、艺术漆维持高增长，小B依靠非房对冲涉房类的下滑；③兔宝宝、东鹏控股等零售为主的企业，需求更稳定，依靠渠道扩张Q2实现增长，凯伦股份收购并表后高增。
- **关注业务转型公司进展**，凯伦股份收购佳智彩，切入显示面板及半导体检测设备领域，外延开拓新业务增长点；志特新材海外高增长，携手中科大实验室形成长期战略合作、切入AI4S驱动材料革命；今年6月深圳东创拟收购震安科技控股股东华创三鑫100%股权；帝欧家居6月实际控制人变更为朱江、刘进、陈伟、吴志雄，8月拟变更公司名称为“帝欧水华”并拟投资5亿元设立全资子公司拓展生成式人工智能领域的相关业务。

表：消费建材企业单季度营收、归母净利润表现

证券简称	市值 (亿元)	年初至今 涨幅(%)	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	25Q2	Q1同比	Q2同比	25Q1	25Q2	Q1同比	Q2同比	2024	2025E	2026E	25同比	2025E	2026E
科达制造	227	54.4	38	44	47	51	3	4	11	178	10	15.4	18.1	53	15	13
三棵树	359	61.0	21	37	3	0	1	3	123	103	3	9.0	12.5	171	40	29
北新建材	451	-9.2	62	73	5	-4	8	11	2	-22	36	41.4	44.5	14	11	10
伟星新材	172	-11.0	9	12	-10	-12	1	2	-26	-16	10	9.3	10.4	-2	18	16
兔宝宝	89	-6.4	13	24	-14	-3	1	2	14	7	6	7.2	8.5	23	12	11
东方雨虹	281	4.7	60	76	-17	-6	2	4	-45	-38	1	13.8	18.7	1176	20	15
亚士创能	25	-9.8	1	2	-65	-78	-1	-1	-13	-258	-3	-	-	-	-	-
坚朗五金	79	-1.6	12	15	-12	-16	0	0	11	-80	1	1.8	2.6	99	44	30
科顺股份	57	8.2	14	18	-6	-8	0	0	-23	-84	0	2.1	3.4	381	27	17
蒙娜丽莎	54	25.0	7	12	-16	-19	-1	1	-715	-27	1	1.9	2.4	50	29	23
东鹏控股	83	13.1	10	19	-2	-7	0	2	-164	12	3	4.0	4.6	21	21	18
奥普科技	49	22.5	3	5	-9	-1	1	1	-2	15	3	3.1	3.3	4	16	15
凯伦股份	40	42.3	5	7	-12	-1	0	0	-16	18,106	-5	0.8	1.1	-115	48	36

来源：wind，国金证券研究所

注：除三棵树、科达制造、北新建材采取国金外发报告预测外，其余来自wind一致预期

2.2.2 消费建材：资产负债表修复是慢变量，各企业节奏不同

- 借款整体变化不明显，有息负债的优化是一个慢变量，当前借款利率下降，部分企业仍有一定的资金需求，但从财务费用率来看，25Q1已经普遍下降、出现拐点，Q2维持该趋势。经过2023-2024年的调整，**大B工程业务收缩明显**，新增收入中的应收风险下降，现阶段是过往应收风险+工抵房的集中处理阶段，各企业处理节奏不同，重点关注三棵树（前期减值力度大、剩余偏少）、兔宝宝、东方雨虹、中国联塑、坚朗五金的减值进展。

表：消费建材企业借款情况（25H1）

公司	2025中报		2024中报		2025中报	2024中报	同比
	短期借款	长期借款	短期借款	长期借款	财务费用率(%)	财务费用率(%)	
	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	财务费用率(%)	财务费用率(%)	
伟星新材	0.10	0.00	0.00	0.00	-0.40	-1.04	0.64
坚朗五金	0.33	1.46	1.57	0.95	0.06	0.40	-0.34
东方雨虹	59.39	12.26	51.46	12.98	0.69	0.72	-0.03
科顺股份	33.88	1.56	20.50	4.99	0.83	1.52	-0.69
凯伦股份	8.09	10.60	13.43	8.97	2.28	2.79	-0.50
三棵树	20.47	14.00	22.52	14.07	1.04	1.43	-0.38
亚士创能	18.40	5.90	14.08	5.99	18.08	5.79	12.29
北新建材	0.50	0.46	4.28	5.20	0.18	0.31	-0.13
兔宝宝	0.05	0.00	0.31	0.00	-0.38	-0.50	0.12
蒙娜丽莎	3.32	7.07	3.65	8.07	1.31	1.78	-0.47
东鹏控股	1.68	1.72	0.80	0.50	-0.38	-0.83	0.45
帝欧家居	9.28	0.99	8.46	1.71	6.10	5.22	0.89
公元股份	2.56	0.00	1.75	0.00	-0.37	-0.90	0.53
王力安防	6.43	0.00	6.32	0.00	0.00	0.16	-0.16
箭牌家居	2.94	8.68	2.50	10.38	0.74	0.64	0.10
瑞尔特	0.00	0.00	0.00	0.25	-0.81	-0.97	0.16
科达制造	15.86	40.74	5.13	33.84	2.95	2.66	0.30

表：消费建材企业借款情况（25Q1）

公司	2025—季报		2024—季报		2025—季报	2024—季报	同比
	短期借款	长期借款	短期借款	长期借款	财务费用率(%)	财务费用率(%)	
	(亿元)	(亿元)	(亿元)	(亿元)	财务费用率(%)	财务费用率(%)	
伟星新材	0.10	0.00	0.01	0.00	-0.28	-1.56	1.29
坚朗五金	0.28	1.48	0.83	0.98	0.05	0.39	-0.34
东方雨虹	72.16	13.92	41.04	12.44	0.22	0.43	-0.21
科顺股份	17.11	2.01	14.08	6.00	0.88	1.57	-0.69
凯伦股份	8.06	8.49	11.46	9.90	2.72	2.95	-0.23
三棵树	20.58	16.26	19.41	14.08	1.45	1.74	-0.29
亚士创能	18.05	5.79	14.19	6.46	25.08	11.45	13.63
北新建材	2.38	1.18	6.37	4.20	0.19	0.25	-0.06
兔宝宝	0.48	0.00	0.21	0.00	-0.46	-0.44	-0.02
蒙娜丽莎	3.14	8.84	4.15	8.52	1.91	2.16	-0.25
东鹏控股	1.58	1.21	0.80	0.00	-0.74	-1.25	0.52
帝欧家居	10.58	0.73	7.76	2.66	7.14	6.38	0.77
公元股份	1.61	0.00	0.84	0.00	-0.92	-0.75	-0.17
王力安防	6.89	0.00	4.94	0.00	-0.16	-0.16	-0.01
箭牌家居	1.95	8.87	2.99	11.04	0.99	0.91	0.08
瑞尔特	0.00	0.00	0.00	0.25	-1.07	-0.82	-0.25
科达制造	12.81	44.29	2.93	35.76	5.07	-0.48	5.56

表：消费建材企业应收及现金流情况（25H1）

公司	2025中报		2024中报		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	应收账款占营收比例	经营性现金流净额	收现比
	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(亿元)	(%)
伟星新材	22%	5.8	119%	-3.7	2.9	99%
公元股份	42%	1.1	120%	3.0	-2.8	-72%
东方雨虹	72%	-4.0	95%	-11.8	9.3	70%
科顺股份	136%	-5.6	97%	-0.6	8.7	61%
凯伦股份	153%	0.5	100%	-25.2	3.6	116%
三棵树	62%	3.5	107%	-11.6	3.9	941%
亚士创能	496%	-2.0	139%	330.8	0.2	10%
北新建材	46%	9.6	77%	4.2	-10.8	-53%
兔宝宝	18%	1.1	96%	-7.1	-1.7	-61%
蒙娜丽莎	34%	0.9	108%	-9.9	-2.8	-76%
东鹏控股	32%	4.4	121%	-2.8	2.1	93%
帝欧家居	56%	1.0	110%	-30.1	0.9	1439%
坚朗五金	119%	-2.0	102%	-3.6	-0.1	-8%
王力安防	100%	-0.6	112%	-2.0	0.7	55%
森鹰窗业	102%	0.4	126%	-46.9	-0.2	-34%
箭牌家居	15%	-5.2	108%	2.0	0.7	12%
瑞尔特	42%	0.9	101%	2.7	0.1	9%
科达制造	36%	6.6	90%	0.6	4.0	156%

表：消费建材企业应收及现金流情况（25Q1）

公司	2025—季报		2024—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	应收账款占营收比例	经营性现金流净额	收现比
	(%)	(亿元)	(%)	(%)	(亿元)	(%)
伟星新材	53%	0.8	133%	-3.6	2.6	148%
公元股份	99%	5.1	183%	15.6	-3.5	-40%
东方雨虹	148%	-8.1	93%	-11.6	10.8	57%
科顺股份	304%	-3.8	105%	11.7	5.9	61%
凯伦股份	351%	-0.1	131%	-27.9	2.5	95%
三棵树	136%	1.1	132%	-18.3	3.7	142%
亚士创能	1382%	-2.5	218%	820.9	0.2	8%
北新建材	82%	-2.2	64%	-4.4	-2.0	-764%
兔宝宝	55%	-8.4	91%	-20.5	0.5	5%
蒙娜丽莎	97%	-1.1	115%	-16.3	-1.4	-508%
东鹏控股	89%	-0.3	127%	-12.3	0.7	69%
帝欧家居	145%	0.2	117%	-80.6	0.7	135%
坚朗五金	260%	-4.4	112%	-2.1	1.7	29%
王力安防	266%	-0.9	131%	1.4	0.4	34%
森鹰窗业	406%	0.1	223%	-62.2	0.3	159%
箭牌家居	35%	-6.8	109%	-5.2	2.6	27%
瑞尔特	86%	0.6	111%	0.7	0.2	62%
科达制造	69%	0.9	89%	-1.1	-0.1	-12%

2.2.3 消费建材：供给端变化成为重要线索，部分行业自发涨价

- 反内卷氛围下，供给端出清较明显的板块，年内已经出现自发涨价的现象。建筑涂料Q1涨价，防水6-7月集体涨价，石膏板3月涨价后，8月受原料护面纸价格等波动影响下再度涨价。部分行业竞争格局在需求下行期也出现了大幅改善，未来供给端的变化是更重要的线索。此外，随着通过渠道和产品结构上的优化，部分消费建材公司已出现毛利率的拐点。25H1三棵树、科达制造、箭牌家居、王力安防、科顺股份、兔宝宝毛利率分别同比提升3.7、3.7、2.4、1.6、1.2、0.8pct。

表：消费建材企业毛利率情况

主营	公司	21A	22A	23A	24Q1	24H1	24A	25Q1	25H1	25H1同比
防水	东方雨虹	30.5%	25.8%	27.7%	29.7%	29.2%	25.8%	23.7%	25.4%	-3.8%
	科顺股份	28.5%	21.2%	21.2%	23.8%	23.4%	21.8%	24.4%	24.7%	1.2%
	凯伦股份	30.3%	19.5%	22.0%	21.7%	22.6%	19.8%	20.3%	22.8%	0.1%
涂料	三棵树	26.0%	28.9%	31.5%	28.4%	28.6%	29.6%	31.0%	32.3%	3.7%
	亚士创能	24.0%	32.4%	30.5%	19.8%	23.1%	19.2%	-5.8%	1.4%	-21.7%
瓷砖	蒙娜丽莎	29.1%	23.6%	29.5%	26.5%	26.8%	27.3%	21.5%	25.0%	-1.9%
	东鹏控股	29.6%	29.7%	32.0%	26.5%	30.6%	29.7%	23.5%	30.3%	-0.3%
	帝欧家居	26.1%	17.6%	23.0%	22.7%	22.3%	19.7%	20.9%	21.7%	-0.6%
管材	伟星新材	39.8%	39.8%	44.3%	41.5%	42.1%	41.7%	40.5%	40.5%	-1.6%
	公元股份	18.8%	18.3%	22.2%	18.3%	19.5%	19.2%	15.5%	17.8%	-1.7%
板材	北新建材	31.8%	29.2%	29.9%	28.6%	30.9%	29.9%	28.9%	30.3%	-0.6%
	兔宝宝	17.7%	18.2%	18.4%	17.9%	17.5%	18.1%	20.9%	18.3%	0.8%
五金	坚朗五金	35.2%	30.2%	32.3%	30.4%	31.3%	31.7%	30.5%	30.4%	-0.9%
	王力安防	24.5%	24.5%	26.7%	23.1%	25.3%	26.6%	27.5%	26.9%	1.6%
智能卫浴	箭牌家居	30.1%	32.8%	28.3%	24.4%	27.0%	25.2%	29.0%	29.5%	2.4%
	瑞尔特	22.6%	24.8%	29.5%	30.2%	29.0%	27.3%	24.7%	26.0%	-3.1%
出海	科达制造	26.0%	29.4%	29.2%	26.8%	25.6%	26.0%	29.7%	29.3%	3.7%

2.2.4 消费建材：降本控费逐步见效，粗放式向高效率过渡

- **消费建材企业费用控制力度逐步见效**，除了部分企业收入大幅下滑（亚士创能等）导致的摊薄后销售费用率下降不明显，多数企业在收入规模仍在收缩（主动调结构+被动需求弱），但销售费用率在企业主动压降下已见成效。
- 单个企业角度，科达制造、瑞尔特、凯伦股份、帝欧家居、东鹏控股、东方雨虹、三棵树等销售费用率明显下降，25H1分别下降2.0、1.9、1.5、1.3、1.1、0.9、0.9pct。科达制造收入高增带动规模效应显著并叠加内生降本，其他企业以内生降本控费为主。

表：消费建材企业销售费用率情况

主营	公司	21A	22A	23A	24H1	24A	25Q1	25H1	24同比	25H1同比
防水	东方雨虹	6.94%	8.51%	9.07%	9.95%	10.25%	9.07%	9.04%	1.18	-0.91
	科顺股份	6.09%	6.66%	7.91%	7.93%	9.07%	8.63%	8.23%	1.16	0.30
	凯伦股份	7.61%	7.90%	7.26%	7.32%	8.81%	6.26%	5.79%	1.55	-1.53
涂料	三棵树	16.42%	15.26%	17.02%	15.84%	16.24%	19.99%	14.97%	-0.79	-0.86
	亚士创能	14.05%	14.74%	11.35%	13.27%	12.31%	30.15%	22.88%	0.97	9.61
瓷砖	蒙娜丽莎	9.19%	8.27%	6.41%	6.23%	6.40%	8.50%	5.85%	-0.01	-0.38
	东鹏控股	11.33%	13.62%	11.45%	11.67%	11.67%	13.87%	10.58%	0.22	-1.09
	帝欧家居	10.48%	14.69%	10.56%	9.66%	10.98%	9.62%	8.33%	0.42	-1.33
管材	伟星新材	9.35%	10.78%	13.03%	15.22%	15.13%	14.92%	15.05%	2.09	-0.18
	公元股份	3.38%	4.35%	4.91%	5.47%	6.04%	6.77%	6.30%	1.13	0.83
板材	北新建材	3.71%	3.81%	4.24%	4.48%	5.59%	5.97%	5.16%	1.35	0.68
	兔宝宝	3.42%	3.68%	3.26%	3.88%	3.44%	5.07%	4.06%	0.17	0.18
五金	坚朗五金	12.58%	16.69%	16.08%	17.06%	16.59%	19.03%	17.00%	0.52	-0.07
	王力安防	10.97%	11.19%	11.52%	11.83%	12.11%	13.89%	12.14%	0.59	0.31
智能卫浴	箭牌家居	9.54%	9.52%	7.88%	7.60%	8.04%	9.63%	8.72%	0.16	1.12
	瑞尔特	5.06%	6.29%	10.88%	13.41%	11.88%	10.95%	11.54%	1.00	-1.86
出海	科达制造	5.18%	4.95%	4.92%	5.49%	4.02%	4.01%	3.45%	-0.90	-2.04

2.3 周期建材-玻纤：AI高景气催化特种玻纤需求，传统玻纤毛利率环比继续改善

- **玻纤25半年报小结，受益高端品（风电纱）复价及景气度，主流企业毛利率均呈现环比修复趋势：**①巨石：25H1粗纱销量158万吨，同比+4%，电子布销量4.85亿米，同比+6%。25Q2单季度毛利率33.84%，较24Q1底部毛利率回升13.71pct，环比25Q1继续回升3.31pct，毛利率逐季修复；②中材科技：25H1玻纤及制品销售67.2万吨、同比-1%，推算吨净利832元（同比+594元，为含特种玻纤的全口径吨净利，传统玻纤估计低于该值）；③长海：25Q2归母净利润0.92亿元、25Q1为0.63亿元，25Q2单季度毛利率26.77%、环比+4.18pct，预计吨净利环比呈现修复趋势；④国际复材：25Q2归母净利润1.79亿元、25Q1为0.53亿元，25Q2单季度毛利率19.40%、环比+4.50pct，预计吨净利环比呈现修复趋势。
- **玻纤25半年报亮点，重点在特种玻纤业务进展/布局，AI催化特种玻纤高景气：**①中材科技：25H1特种纤维布实现销售895万米，产品覆盖低介电一代、低介电二代、低膨胀布及超低损耗低介电布全品类产品。低膨胀布打破国外垄断局面，成为国内唯一、全球第二家能够规模化生产低膨胀布产品的供应商。超低损耗低介电布（Q布）率先完成行业头部CCL厂商客户认证，实现市场导入及产业化供应。②巨石：特种电子布系列产品开发正在积极有序推进中，下游相关认证也在加快推进。③国际复材：相继推出低介电电子产品LDK 一代、二代；④宏和：25H1高性能低介电布、低热膨胀系数电子已开始批量生产并交付，附加值较好。
- **其他潜在亮点：**①传统E布（7628）下游CCL已开始提价，例如建韬等，主因系CCL主要原材料为铜箔、树脂、电子布，因铜价上涨、CCL厂商同步增加上游原材料备货，或有望带动电子布补库，关注Q4传统7628电子布提价。②全球关税影响，可能导致海外玻纤存在通胀预期，关注有海外基地布局的玻纤企业。

表：玻纤板块盈利预测及估值

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	25Q2	Q1同比	Q2同比	25Q1	25Q2	Q1同比	Q2同比	2024	2025E	2026E	25同比	2025E	2026E
600176.SH	中国巨石	625	39.8	44.8	46.3	32%	6%	7.3	9.6	109%	57%	24.4	35.3	42.1	44%	18	15
002080.SZ	中材科技	608	180.7	55.1	78.3	24%	28%	3.6	6.4	68%	155%	8.9	20.0	26.1	124%	30	23
300196.SZ	长海股份	69	56.7	7.6	6.9	31%	8%	0.8	0.9	62%	28%	2.7	4.0	5.2	45%	17	13
301526.SZ	国际复材	293	110.0	18.7	22.8	22%	18%	0.5	1.8	扭亏为盈	扭亏为盈	(3.5)	4.6	7.3	扭亏为盈	64	40
603256.SH	宏和科技	372	406.5	2.5	3.0	30%	40%	0.3	0.6	扭亏为盈	扭亏为盈	0.2	1.3	1.8	457%	293	208
605006.SH	山东玻纤	51	33.7	6.1	5.2	18%	4%	0.1	0.0	扭亏为盈	扭亏为盈	(1.0)	0.6	1.3	扭亏为盈	84	40
603601.SH	再升科技	61	77.9	3.2	3.3	-5%	-19%	0.3	0.3	4%	-39%	0.9	1.1	1.5	26%	53	40

来源：wind，国金证券研究所

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

2.4 周期建材-玻璃：磨底之年，继续观测供给端变化

- **旗滨集团25半年报小结**：①浮法业务，25H1浮法玻璃销售5221万重箱、同比+7%，实现营收28.04亿元。推算浮法玻璃单重箱价格53.71元（同比-22.31元），吨毛利9.54元（同比-12.03元）；②光伏业务，25H1光伏玻璃销售2.67亿平、同比+25%，实现营收32.23亿元，子公司旗滨光伏净利润-0.39亿元。推算光伏玻璃单平价格12.08元（同比-1.53元），单平毛利0.98元（同比-1.91元），单平净利-0.15元（同比-1.19元）。
- **玻璃板块25季报亮点，核心继续观察供给端变化，而非基本面上修预期**：①光伏：25年1-8月行业合计新点火产线8条、新点火产能达0.98万吨，冷修产线14条、冷修产能达1.18万吨，测算边际退出产能0.2万吨。6-7月全行业亏损，叠加反内卷预期，行业冷修明显加速。8月份2.0mm镀膜玻璃新单价已报涨至13元/平，日熔量共8.93万吨；②浮法：25H1行业共冷修17-8月冷修2条产线），处于正常节奏、冷修暂未加速，2022-2024年分别冷修41、25、46条。截至8月底，8月份全国浮法玻璃月度均价1228.95元/吨，全国浮法玻璃在产日熔量共15.89万吨，较24年末基本持平。

表：玻璃板块盈利预测及估值

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	25Q2	Q1同比	Q2同比	25Q1	25Q2	Q1同比	Q2同比	2024	2025E	2026E	25同比	2025E	2026E
601636.SH	旗滨集团	170	14.1	34.8	39.1	-10%	-4%	4.7	4.2	6%	14%	3.8	9.0	12.5	136%	19	14
000012.SZ	南玻A	146	-8.8	30.7	34.1	-22%	-17%	0.2	0.6	-95%	-86%	2.7	2.9	4.5	9%	50	32
600586.SH	金晶科技	69	-13.2	12.2	11.8	-31%	-34%	0.1	-1.0	-95%	亏损	0.6	2.3	4.5	275%	30	15
601865.SH	福莱特	416	-9.8	40.8	36.6	-29%	-26%	1.1	1.5	-86%	-79%	10.1	10.7	18.5	6%	39	22
600660.SH	福耀玻璃	1,714	8.6	99.1	115.4	12%	21%	20.3	27.7	46%	31%	75.0	94.6	108.1	26%	18	16
600529.SH	山东药玻	148	-12.4	12.4	11.3	-2%	-14%	2.2	1.5	1%	-42%	9.4	9.6	10.7	2%	15	14
301188.SZ	力诺药包	46	27.8	2.8	2.2	3%	-24%	0.4	0.0	63%	-98%	0.7	1.3	1.7	95%	35	27

来源：wind，国金证券研究所

- 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。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。
- 海外市场竞争加剧的风险。

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