

建筑建材行业2025年中期投资策略

重视供给端积极变化，重点关注玻纤行业

西南证券研究院
建筑建材团队
2025年7月

核心观点

- **行业观点**：需求端有望在宽松的宏观政策刺激下企稳回暖，供给端主动而为更值得关注。水泥行业积极实施行业自律和错峰生产等反内卷举措，叠加超产限制、碳排放指标收紧等举措，供给端去化加快；玻纤行业需求持续向好，热塑/风电类玻纤产品分别提价10%-15%/15%-20%，提价成效显著，业绩端持续显现。房地产行业进入存量市场，截至2023年中国城镇住宅存量约为335.5亿平方米，城镇住房套数约3.74亿套，存量房翻新改造需求增长空间广阔；在消费建材下游主要客户由B端转向C端过程中，部分品牌力、渠道力突出的标的值得重点关注。
- **需求端**：房地产成交价格企稳回升迹象逐渐显现，统计数据显示，2025年6月70个大中城市新建商品住宅成交价格环比上涨城市数为14个，上涨城市环比5月增加1个，同比2024年6月增加10个，投资者购房置业信心逐渐回暖；房屋成交面积降幅逐渐收窄，在宽松的宏观经济政策逐渐兑现过程中，需求端有望企稳回升。
- **水泥、混凝土**：基建景气度延续、城市更新需求增加、供给端去化积极支撑价格，行业盈利水平稳健。供给端在行业自律错峰生产、产能置换、碳排放收紧、反内卷等措施不断落地实施背景下，供需再平衡有望托底水泥价格稳健上行。此外，预测2025年占据水泥熟料成本最大比例的煤炭价格将保持相对低位，水泥熟料成本将进一步降低，2025年水泥、混凝土行业盈利水平有望持续修复，重点关注西部建设(002302)、四方新材(605122)。
- **玻璃纤维**：玻纤下游应用领域持续拓宽，部分应用领域渗透率持续提升，玻纤消费量扩容趋势长期向好。供给结构性过剩，风电纱、电子纱、热固产品等需求较好，尤其是低介电电子布供给紧张，行业整体价格水平上行，支撑行业盈利水平修复。优选产品结构优异、成本优势突出、综合竞争力强的标的，推荐中国巨石（600176），关注国际复材（301526）；以及重点推荐在玻纤细分领域表现优异的再升科技(603601)。
- **消费建材**：商品房需求刺激政策陆续推出，“止跌回稳”、“保交楼”等举措有望对商品房竣工和销售情况有所托底；存量市场下二次装修需求持续释放；下游需求由B端转向C端过程中部分品牌力、渠道力竞争优势突出的企业市占率将持续提升，推荐兔宝宝（002043）、北新建材(000786)，关注科顺股份（300737）、三棵树(603737)。
- **风险提示**：经济大幅下滑风险；市场开拓或不及预期；政策效果或不及预期。

目 录

◆ 2025年上半年行业回顾

◆ 需求：稳房市强信心，需求有望筑底

◆ 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

◆ 玻纤：需求结构向好，提价成效显现

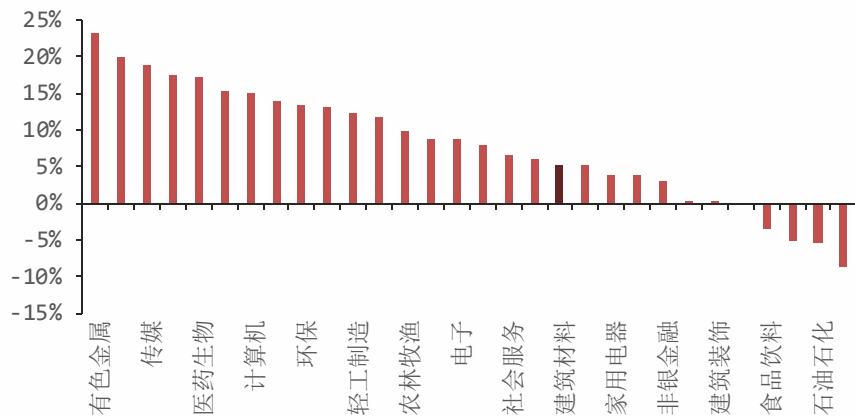
◆ 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

◆ 消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的

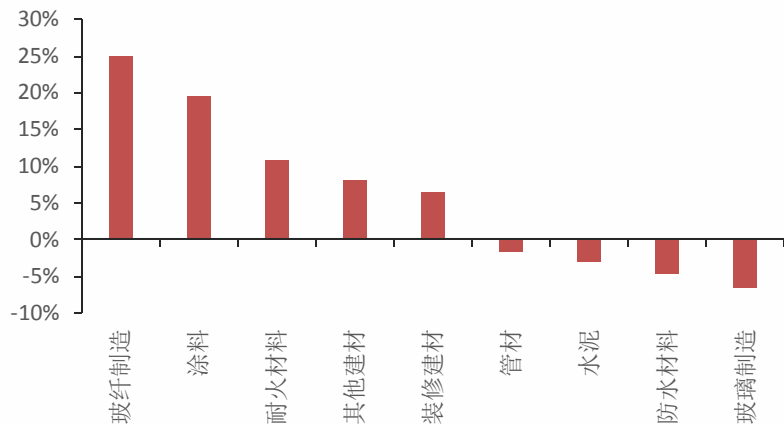
◆ 重点推荐及重点关注标的

行情回顾：建筑材料涨幅靠后，各子板块表现较为分化

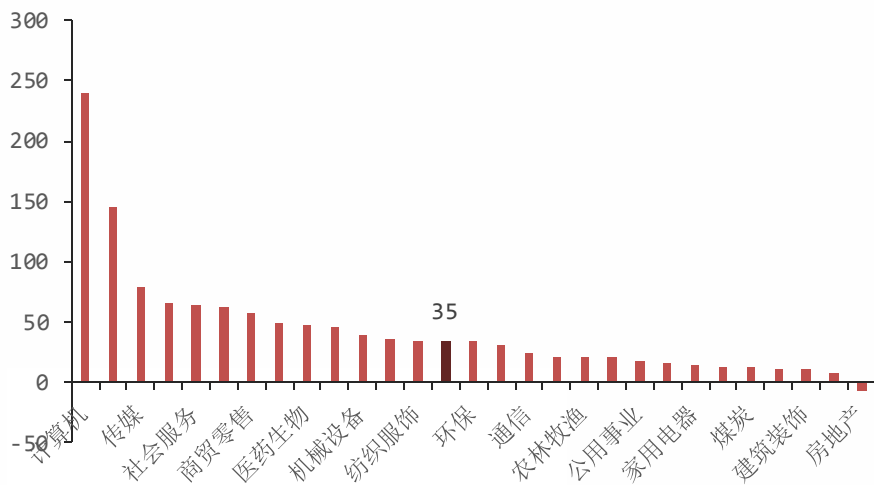
2025H1年建筑材料涨幅靠后



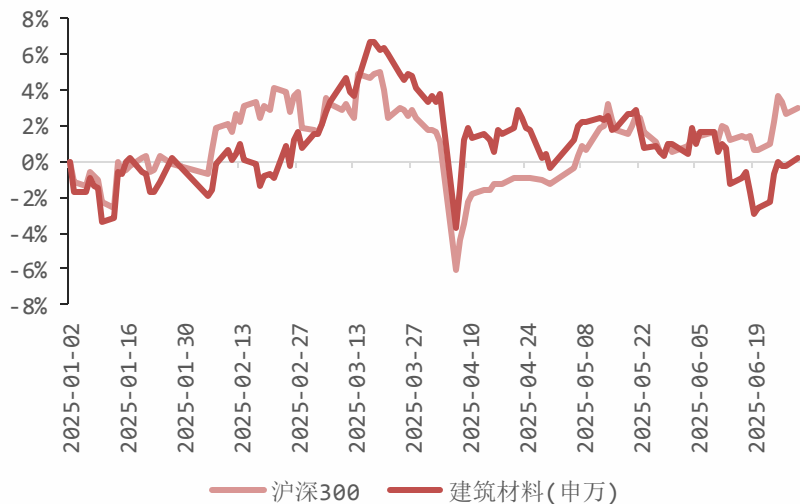
2025H1建筑材料各子板块涨跌幅



整体估值35倍，较年初估值略有提升



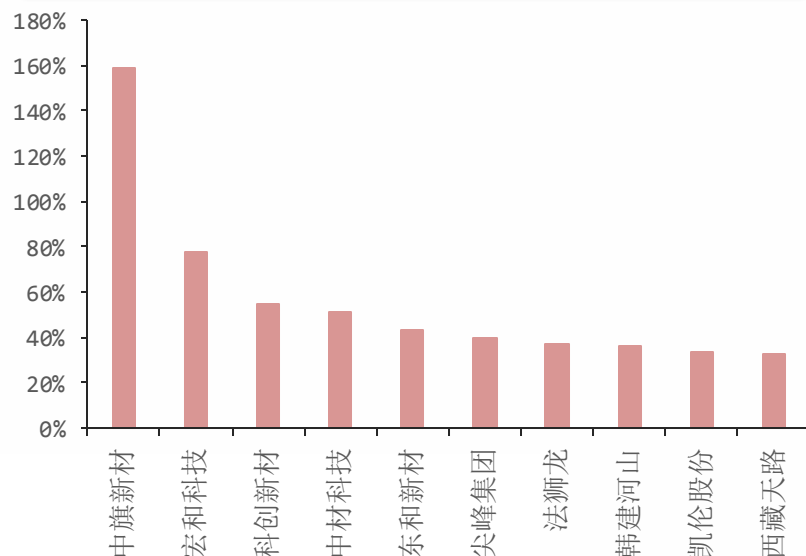
申万建材指数相对沪深300走势



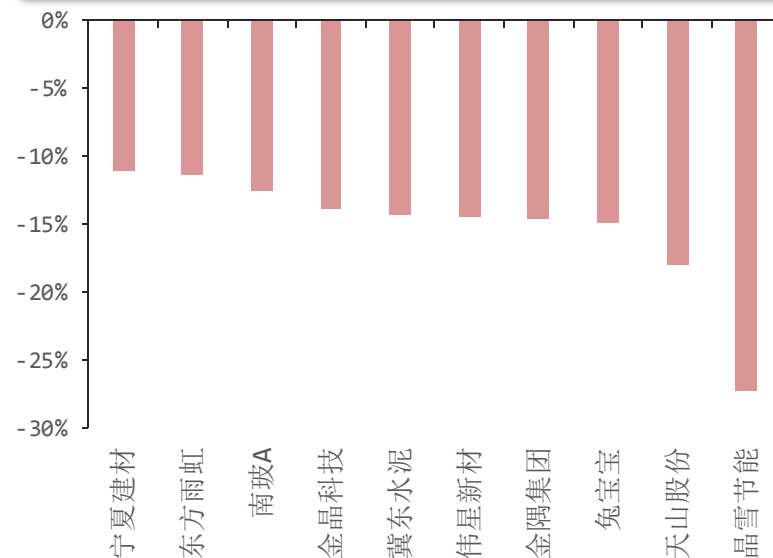
2025H1建筑材料行业回顾：强预期有反弹，弱现实有分化

- 从涨幅榜上看，受益于重组概念，部分标的成交活跃，股价波动较大；受益于电子布需求旺盛、供给偏紧，叠加玻纤行业提价成效显现，宏和科技、中材科技涨幅居前；受益于政策预期向好，部分产品结构优异或具备区位优势的建筑标的表现突出。
- 在宏观经济和房地产行业阶段性调整背景下，建筑材料需求较为低迷，尤其和新建商品房竣工端相关性较高的子行业，量价均持续走弱，拖累相关企业盈利水平持续下滑，股价表现不断走弱。

建筑材料板块涨幅前十名



建筑材料板块跌幅前十名



目 录

◆ 2025年上半年行业回顾

◆ **需求：稳房市强信心，需求有望筑底**

◆ **水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷**

◆ **玻纤：需求结构向好，提价成效显现**

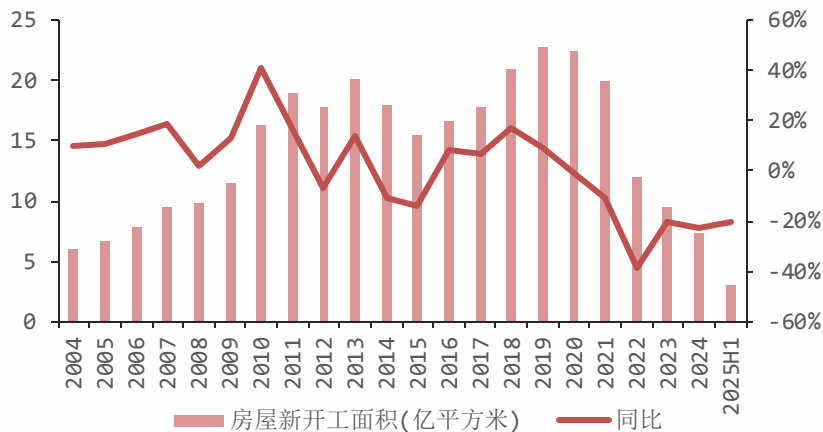
◆ **玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化**

◆ **消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的**

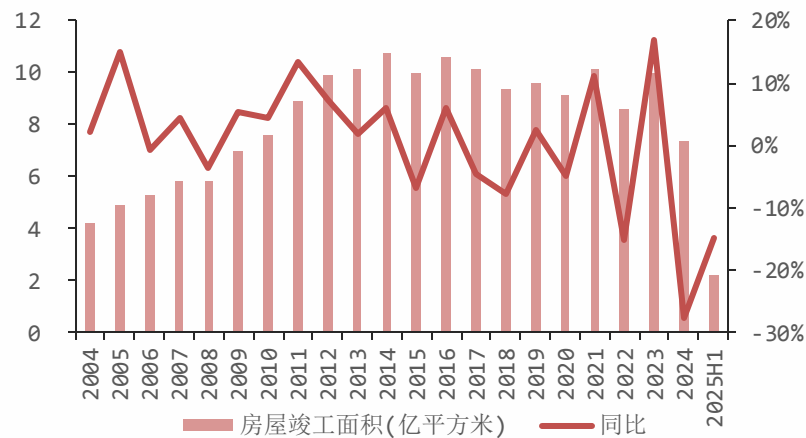
◆ **重点推荐及重点关注标的**

下游需求：稳房市强信心，需求有望筑底

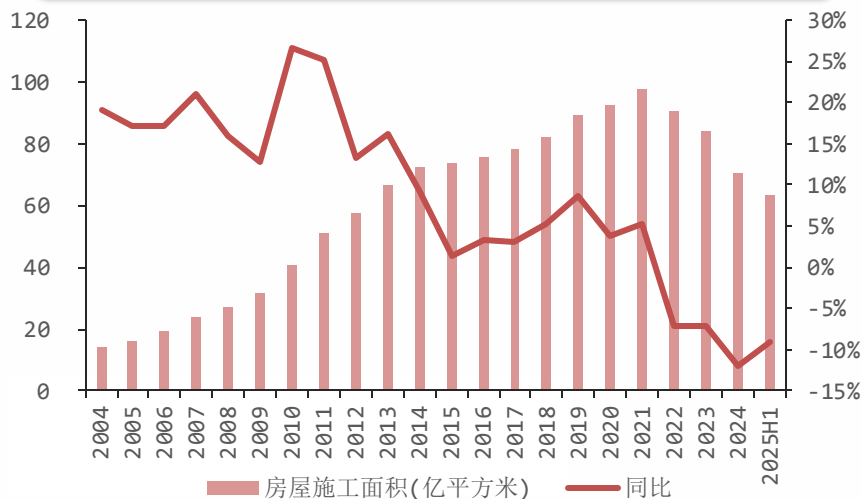
新开工面积降幅收窄



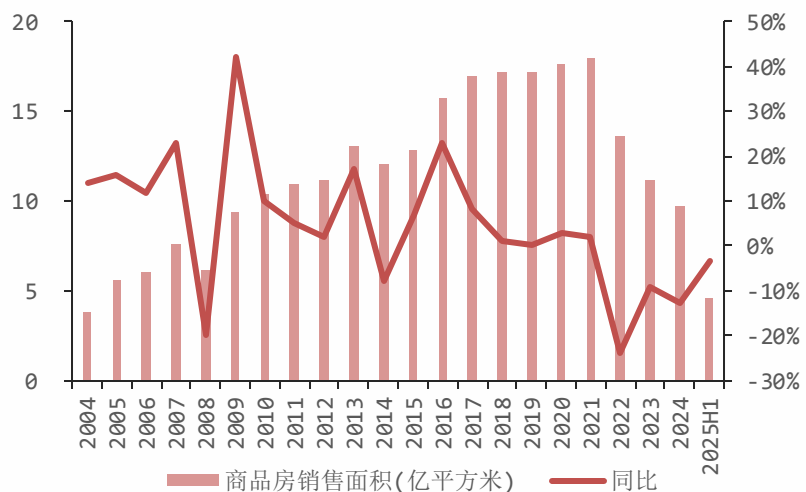
房屋竣工面积降幅收窄



房屋施工面积降幅收窄

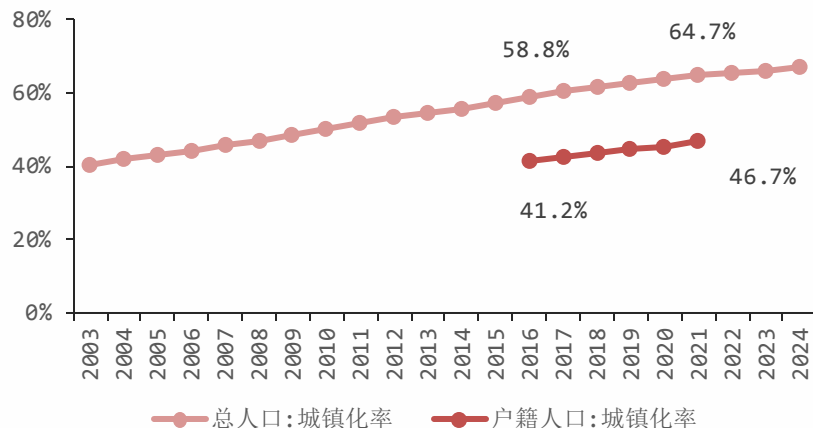


房屋累积销售面积降幅逐渐收窄

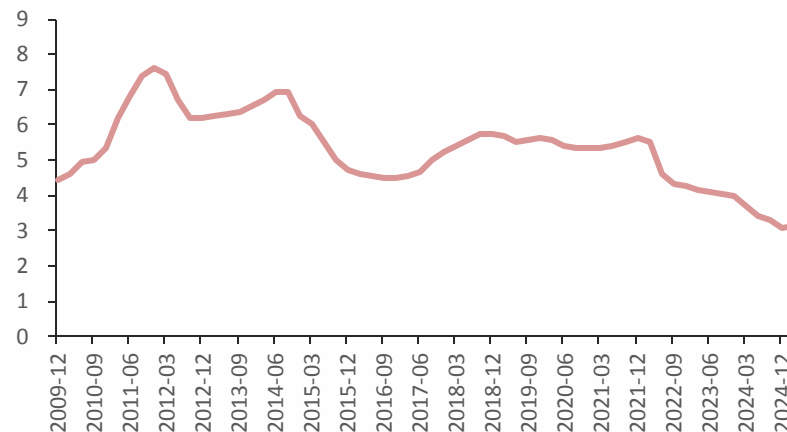


下游需求：稳房市强信心，需求有望筑底

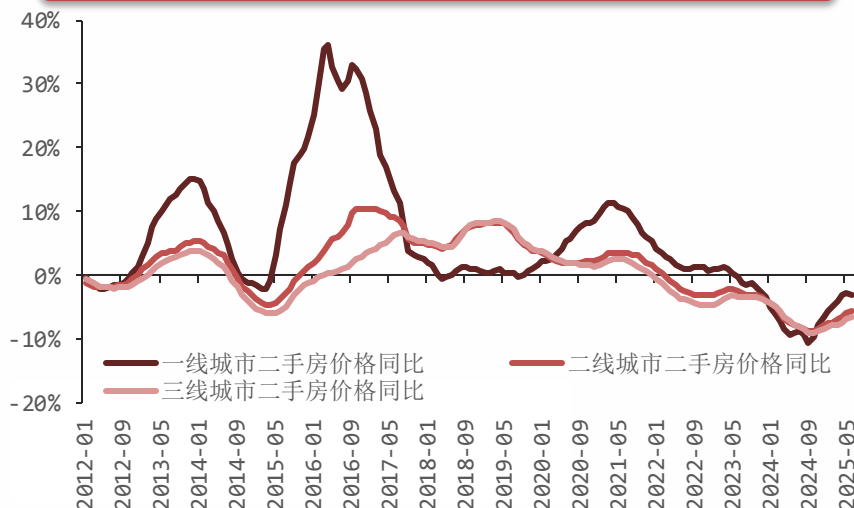
城镇化率仍具提升空间



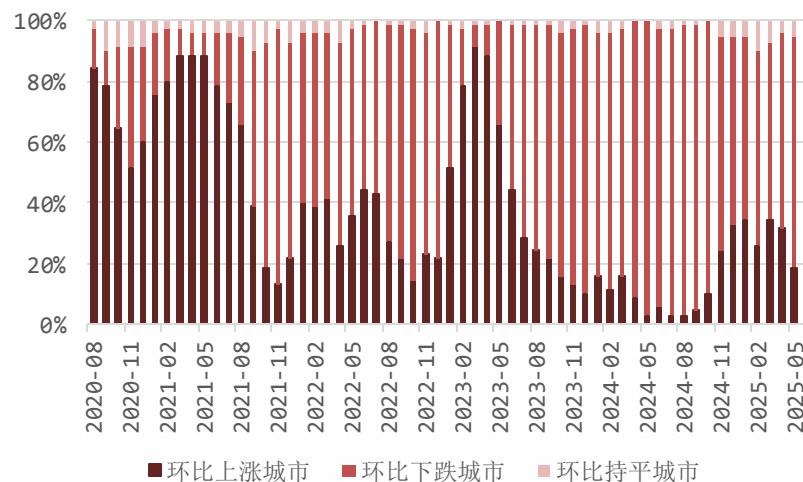
个人住房贷款加权平均利率(%)



二手房价格同比降幅收窄



70大中城市新建房屋价格上涨城市同比增加



www.swsc.com.cn

数据来源：国家统计局，西南证券整理

目 录

◆ 2025年上半年行业回顾

◆ 需求：稳房市强信心，需求有望筑底

◆ 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

◆ 玻纤：需求结构向好，提价成效显现

◆ 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

◆ 消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的

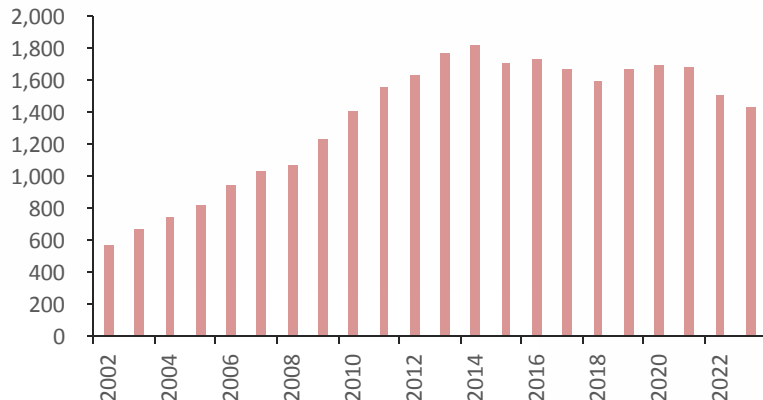
◆ 重点推荐及重点关注标的

水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

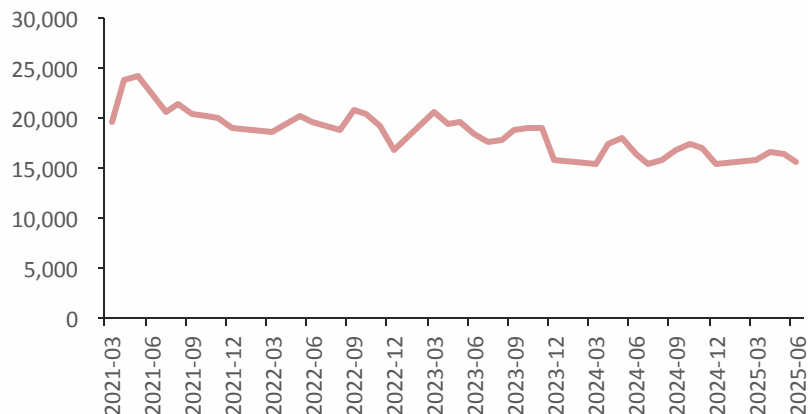
□ 产量：地产基建拖累需求疲弱，水泥产量规模持续收缩

- ◆ **消费量**：2024年国内城镇化率已达到67%，随着城镇化水平达到高位，且城镇化进程有所放缓，国内水泥消费量见顶回落。2023年人均水泥消费量为1432公斤/人，相较2014年高点下降21.2%。
- **地产端**：2025年1-6月，房地产开发投资完成额为4.7万亿元，同比下滑11.2%；房屋施工面积为63.3亿平方米，同比下滑9.1%；新开工面积3.0亿平方米，同比下滑20.0%，地产投资下滑对水泥需求拖累明显。
- **基建端**：2025年1-6月固定资产投资完成额为12.0万亿元，同比增长8.9%，基础设施建设对水泥需求量有所托底。
- ◆ **生产量**：在行业错峰生产有效控制产量及反内卷背景下，上半年水泥月生产量平稳保持在1.5-1.6亿吨/月。未来需关注超产控制与碳配额控制下的供给侧出清情况。

中国人均水泥消费量(公斤/人)



中国单月水泥产量(万吨)

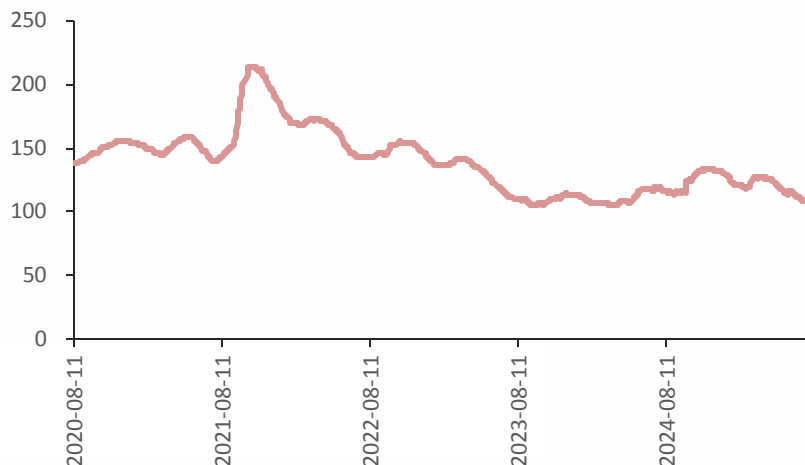


水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

□ 价格：行业自律积极提价，盈利能力持续恢复

- ◆ **平均价格**：2022年以来，受地产拖累影响，水泥需求疲弱，价格见顶回落。2024年三季度，在行业自律错峰生产有效控制供给、并积极提价等因素驱动下，水泥价格触底回升，2025年一季度水泥行业业绩端显著恢复。
- ◆ **政策利好**：2025年7月，中央财经委员会第六次会议首次将“依法依规治理企业低价无序竞争”和“推动落后产能有序退出”，有望加快落后产能出清。
- **价格趋势**：严格的产能置换、超产限制、碳排放、反内卷等政策趋紧，水泥行业供给端产能去化有望加快；叠加叠加城市更新、老旧小区改造深入推进，有望再需求端托底，供需预期改善有望对价格形成较好支撑。

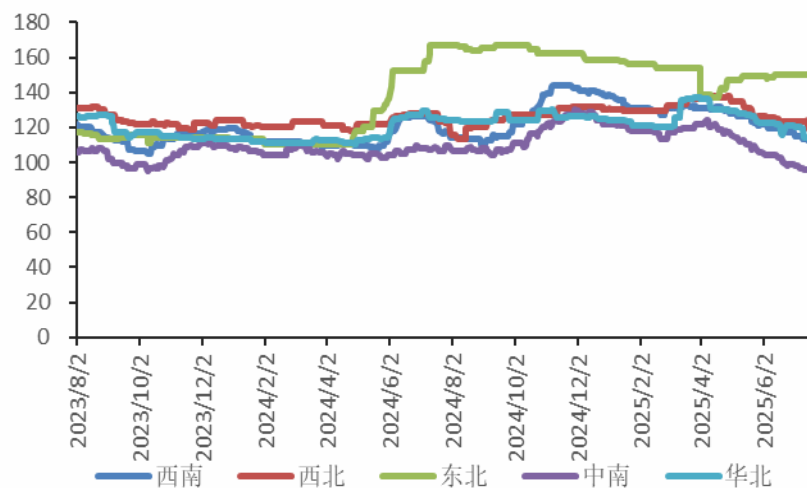
中国水泥价格指数



www.swsc.com.cn

数据来源：WIND，西南证券整理

各区域价格指数



目 录

◆ 2025年上半年行业回顾

◆ 需求：稳房市强信心，需求有望筑底

◆ 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

◆ 玻纤：需求结构向好，提价成效显现

◆ 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

◆ 消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的

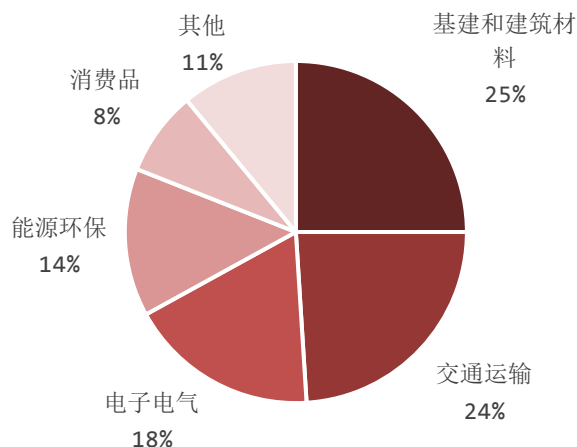
◆ 重点推荐及重点关注标的

玻纤：兼具周期与成长属性，应用领域持续拓宽

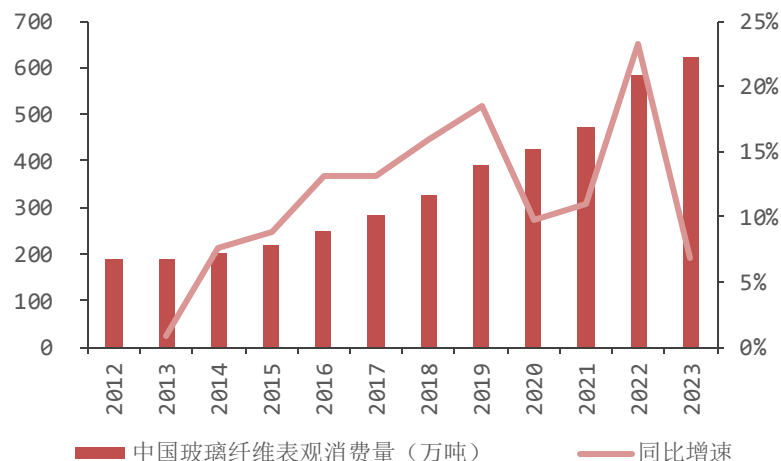
□ 应用领域广泛，兼具周期与成长

- ◆ **传统行业需求稳健**：玻纤下游五大应用领域中，基建和建筑材料需求占比最高，当前受地产下行压力对玻纤需求产生一定压制。在宽松的政策预期背景下，基建投资有望保持稳健增长，稳房市、保交楼、保交付等政策支持下对建筑材料需求有效托底，基建和建筑材料对玻纤的需求有望保持稳健。
- ◆ **新兴行业保持增长**：随着下游轨道交通、5G通信及新能源领域的迅速发展，近十多年来我国玻璃纤维的表观消费量持续增长，从2012年的187万吨提升至2023年的624万吨，年复合增长率达11.56%。
- ◆ **应用领域持续拓展**：玻纤在汽车轻量化改造、光伏边框等多领域持续拓展应用，下游需求空间持续拓张。
- ◆ **需求量有望保持增长**：在双碳目标推动下，风电、光伏、新能源汽车、电子电器、新型建材等领域长期向好态势不变，有望带动玻纤需求量持续扩容。

2024年全球玻纤下游五大领域占比



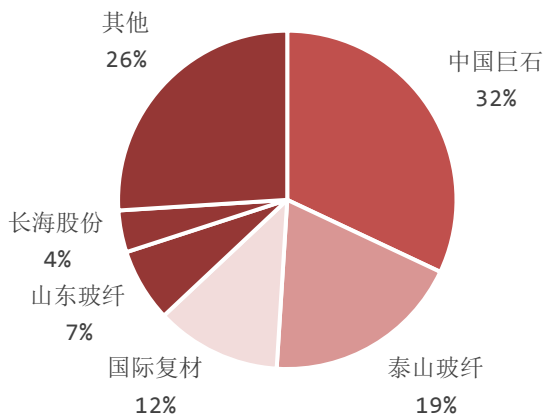
2012-2023年中国玻璃纤维表观消费量及增速



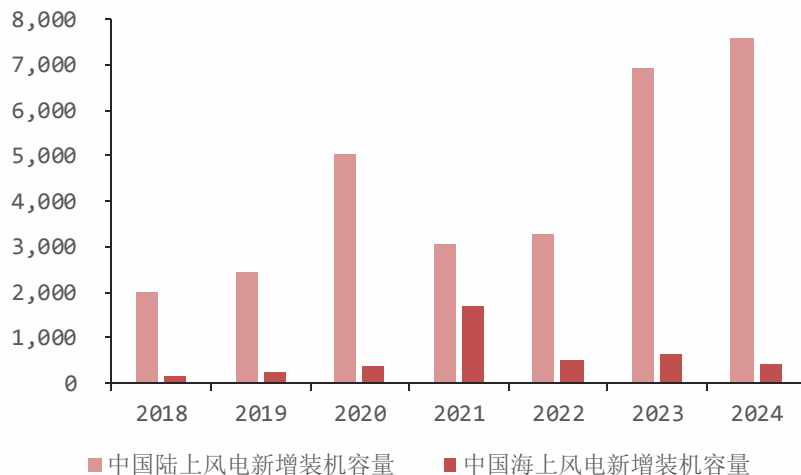
玻纤：供给端主动变革，走出底部价格区间

- **供给端主动变革**：2023年以来，巨石集团、泰山玻纤、重庆国际、山东玻纤、冀中新材、长海股份和四川威玻七大玻纤集团累计关停15条大型玻纤池窑拉丝生产线，累计关停总产能达到101.1万吨。随着各大玻纤池窑企业产能结构持续优化，行业整体供需形势也在逐步改善，部分企业近期已逐步实现销大于产，库存持续下降。
- **需求端结构向好**：伴随着风电纱需求向好、新能源汽车等持续拉动热固纱需求、5G和人工智能持续拉动电子纱需求，风电纱、热固纱、电子纱等需求持续向好，对价格有显著支持和拉动。
- **行业竞争格局稳定**：玻纤行业具有资金投入多、技术壁垒高的特点，因此全球玻纤行业具有高集中度，已形成较为明显的寡头竞争格局。我国三大玻纤生产企业的玻纤年产能合计占到国内玻纤产能的63%左右。
- **价格趋势向好**：伴随着2024年的挺价和提价，以及2025年上半年需求向好，玻纤行业价格体系整体呈上行趋势，行业盈利水平显著恢复。

中国玻纤行业产能竞争格局



中国风电新增装机情况(万千瓦)



目 录

◆ 2025年上半年行业回顾

◆ 需求：稳房市强信心，需求有望筑底

◆ 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

◆ 玻纤：需求结构向好，提价成效显现

◆ 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

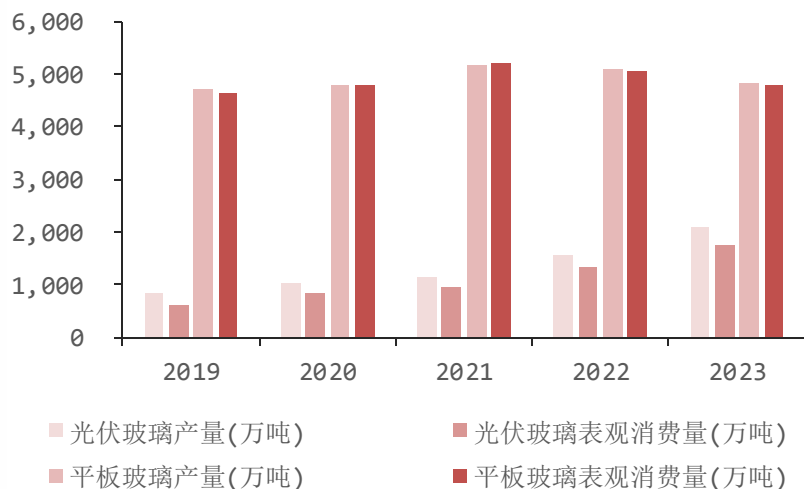
◆ 消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的

◆ 重点推荐及重点关注标的

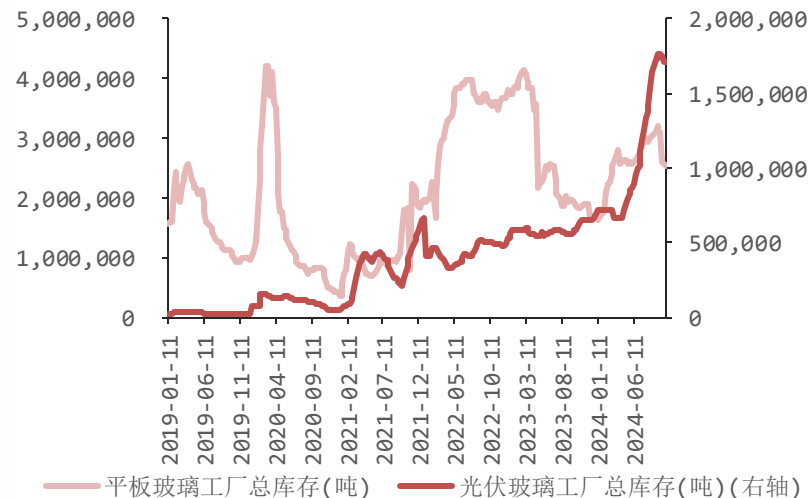
玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

- **玻璃需求结构**：2021年以来，主要受地产竣工面积持续下滑拖累，平板玻璃消费量持续下滑；受光伏行业高速增长带动，光伏玻璃需求持续扩张。2023年，光伏玻璃表观消费量同比增长30.5%，平板玻璃表观消费量同比下降5.1%。
- **玻璃产能扩张**：2021年在保交楼政策带动下，竣工面积阶段性增加，叠加光伏行业处于爆发期，光伏玻璃需求量剧增，且光伏玻璃库存处于低位，玻璃销售价格处于高位，刺激了新增产能显著扩张，部分玻璃产能转为光伏玻璃。2023年，光伏玻璃产量同比增长34.6%，产量增速高于需求量增速。
- **玻璃库存高企**：竣工面积下滑趋势延续，光伏行业高基数下增速放缓，新产能显著释放，导致玻璃库存持续攀升。2024年年初以来，光伏玻璃库存水平持续攀升，截至2024年10月，平板玻璃工厂总库存约252万吨，光伏玻璃工厂总库存约170万吨，库存水平均处于高位。

玻璃主要下游需求量



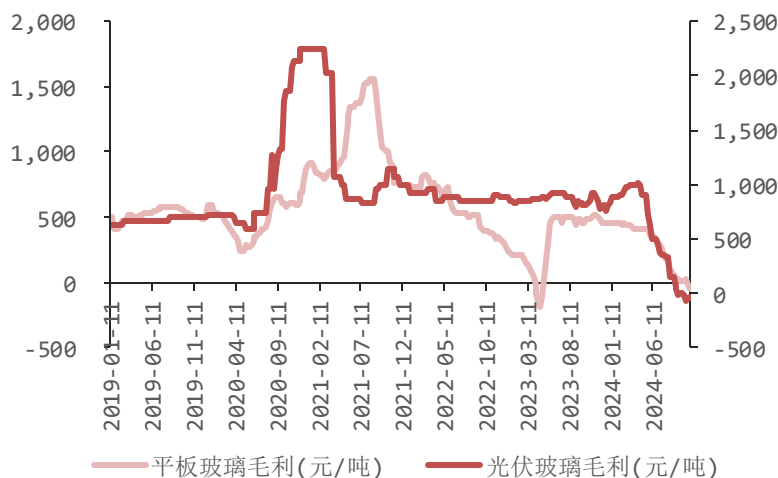
玻璃库存情况



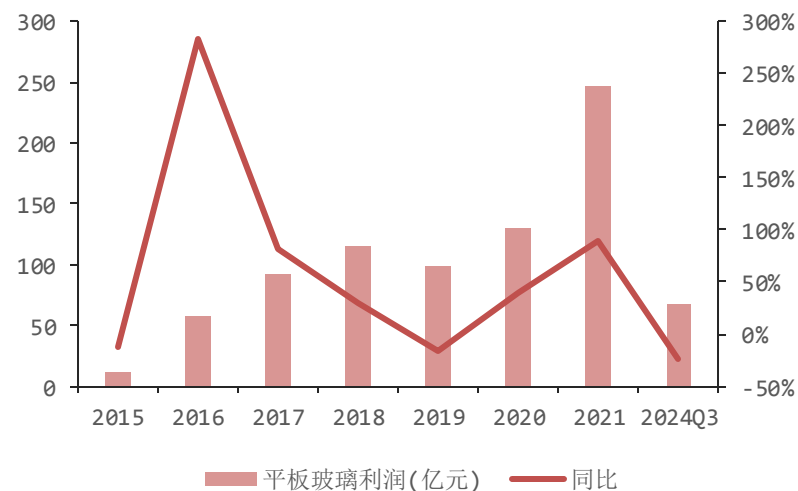
玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

- **玻璃成本水平**：2022年以来，平板玻璃和光伏玻璃成本水平基本平稳，光伏玻璃成本在2500元/吨上下，平板玻璃成本在3000-3500元/吨上下。
- **玻璃毛利水平**：2021年，受地产竣工端阶段性回暖和光伏行业高增，玻璃行业盈利水平处于高位。2022年，受地产需求疲软，供给端出清节奏较慢，平板玻璃库存处于高位、毛利水平持续下滑；光伏玻璃受益需求保持高增，光伏玻璃毛利水平保持基本平稳。2023年下半年以来，产能过剩问题逐渐显现，库存开始攀升，2024年年初以来，供需矛盾日趋突出，平板玻璃和光伏玻璃毛利水平均持续下滑。
- **供给端变化**：玻璃行业总消费量仍处于高位，虽成本端稳中有降，但销售价格水平处于近年历史低位，行业盈利水平较底。当前需重点关注供给端产线冷修计划情况，如果行业供给端较多产线停产冷修，供需达到再平衡，销售价格企稳回升，相关企业业绩有望显著恢复。

玻璃盈利水平情况



平板玻璃行业利润情况



目 录

◆ 2025年上半年行业回顾

◆ 需求：稳房市强信心，需求有望筑底

◆ 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

◆ 玻纤：需求结构向好，提价成效显现

◆ 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

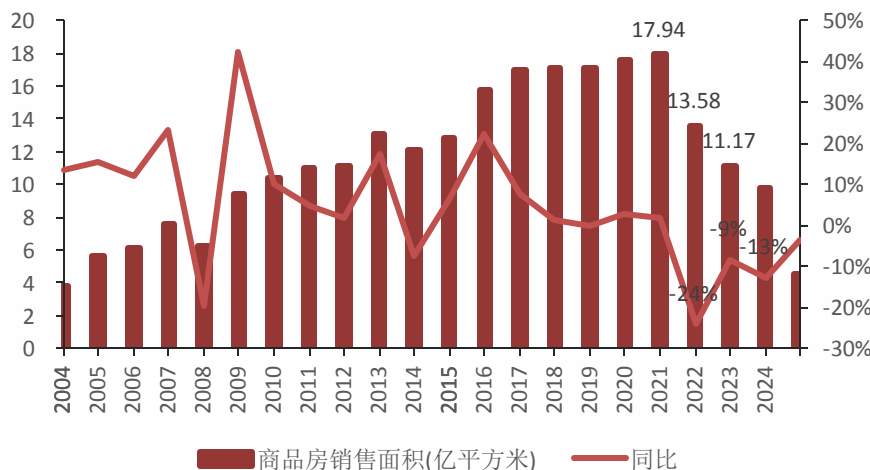
◆ 消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的

◆ 重点推荐及重点关注标的

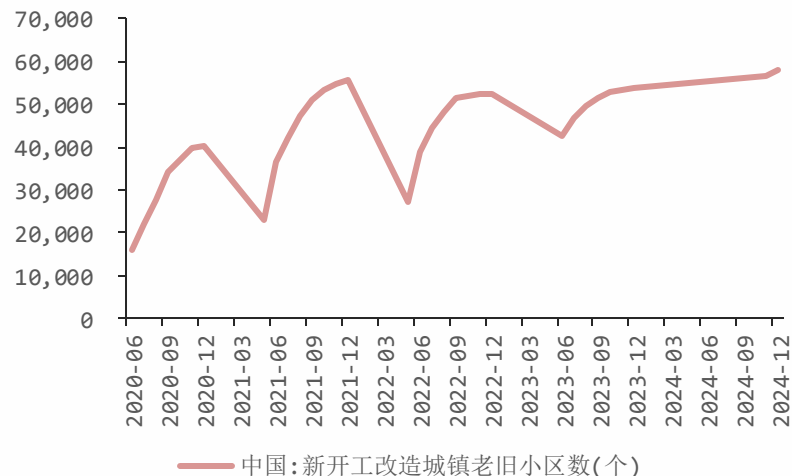
消费建材：下游需求阶段承压，政策利好静待拐点

- ❑ **保交楼保交付有效托底**：2021年以来，商品房销售面积持续下降，2024年5-9月份降幅持续收窄。2021年，商品房销售面积达17.9亿平方米，其中住宅销售面积为15.7亿平方米，均为历史最高值。2022年以来，商品房销售面积持续下降，2024年销售面积仅为2021年历史高位的54%。
- ❑ 商品房需求刺激政策陆续推出，“止跌回稳”、“保交楼”等举措有望对商品房竣工和销售情况有所托底。
- ❑ **城市更新不断贡献增量**：2024年7月，国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》，提出推进城镇老旧小区改造等5项任务和支撑城市更新的政策措施。2024年全国计划新开工改造城镇老旧小区5.4万个，1-8月份已开工4.2万个，城市更新进程加快。此外，房屋养老金制度的建立已提上日程，可为房屋体检、房屋维修、房屋保险提供资金保障，将有力推进城镇老旧小区改造进程。
- ❑ 7月14日至15日，中央城市工作会议在北京举行，再次提到了城市更新、老旧小区改造等里子工程，对需求有所拉动，需求结构发生变化。

2004年以来商品房销售情况



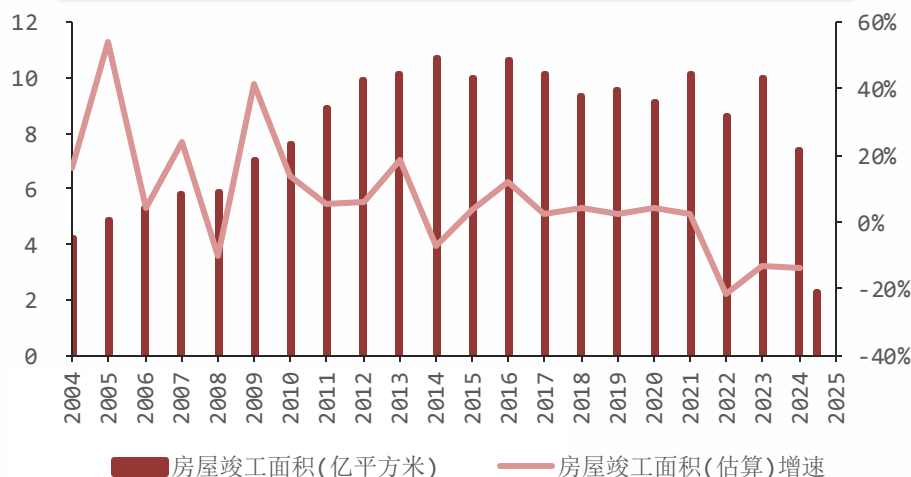
2020年6月以来全国新开工改造城镇老旧小区



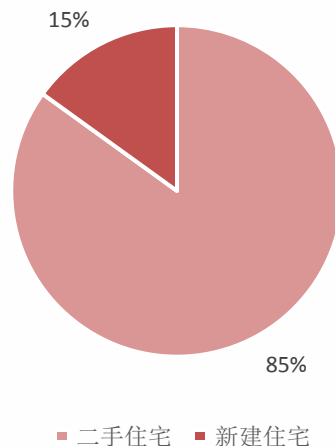
消费建材：下游需求阶段承压，政策利好静待拐点

- ◆ **二次装修需求有望复苏。**我国住宅竣工面积在2009年首次超过5亿 m^2 ，其后大部分年份维持在7-8亿 m^2 的高位水平。按照住宅装修使用年限，二次装修一般在一次装修后的10-15年。按此周期推算，2025年的二次装修需求主要来自10-15年新竣工商品房，未来几年二次装修基数将持续扩大。随着宽松的宏观经济政策不断落地，刺激消费利好政策陆续出台，二次装修需求有望持续释放，不断拉动消费建材需求。
- ◆ **收储、保障性住房、货币化安置进一步扩大内需：**
 - 2024年7月中央政治局会议再次提出要积极支持收购存量商品房用作保障性住房。
 - 2024年1-9月份，住建部已经建设筹集保障性住房148万套（间），到年底可以让450万新市民、青年人住进保障性住房。
 - 2025年通过货币化安置等方式，将新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。

2004年以来商品房竣工情况



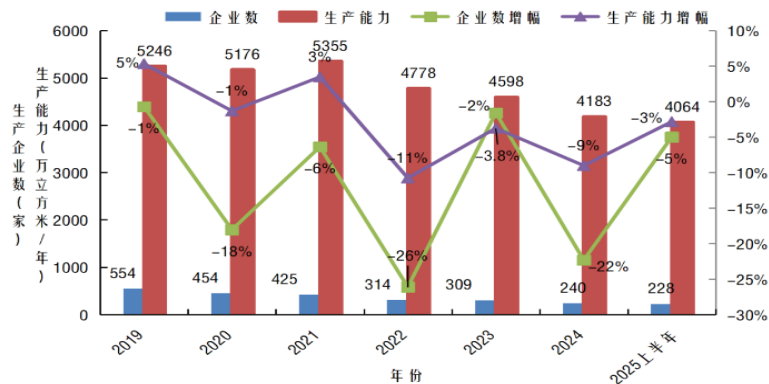
2024年美国住宅交易结构



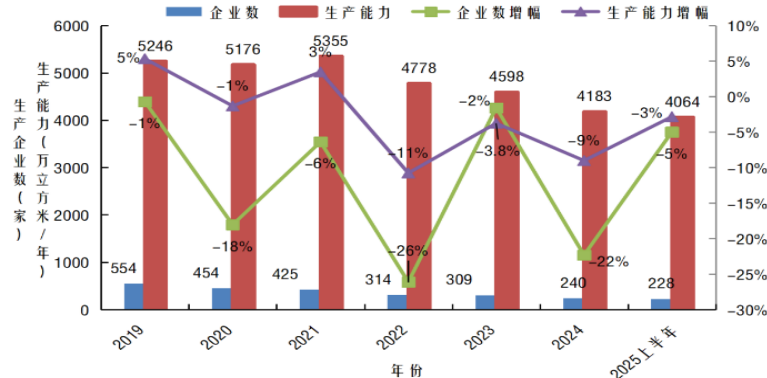
板材：行业集中度持续提升，重视存量房装修需求

□ **2010-2020年高速发展**：人造板根据成型方式分为胶合板、刨花板、纤维板、其他人造板四大类别，其延伸产品和深度加工产品种类众多，广泛应用于建筑装饰、家具生产、地板、产品包装等多个领域。

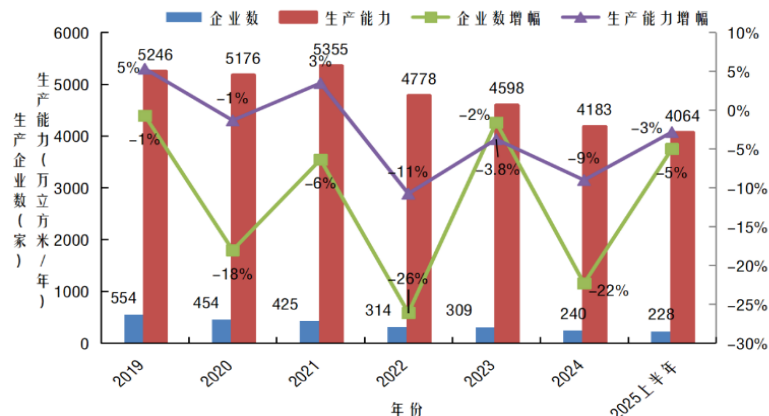
纤维板生产情况



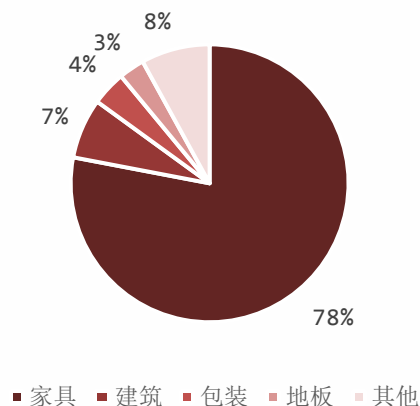
胶合板生产情况



刨花板生产情况



2022年刨花板下游市场需求结构



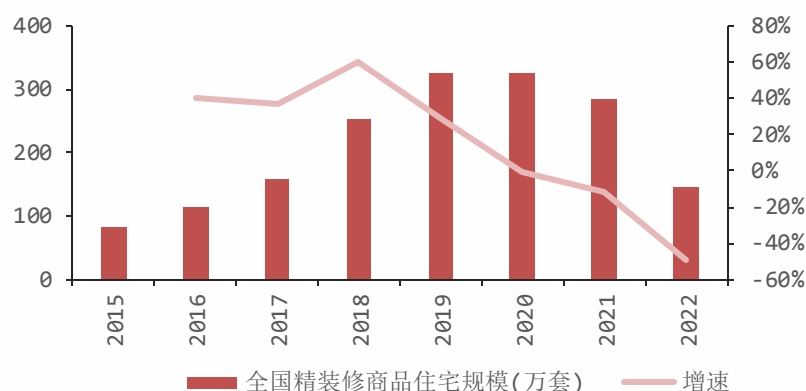
板材：行业集中度持续提升，重视存量房装修需求

□ 受新房成交下滑影响短期承压；存量房更新需求将持续释放；存量竞争致价格下滑，需求复苏将通过价格回暖放大企业业绩弹性。

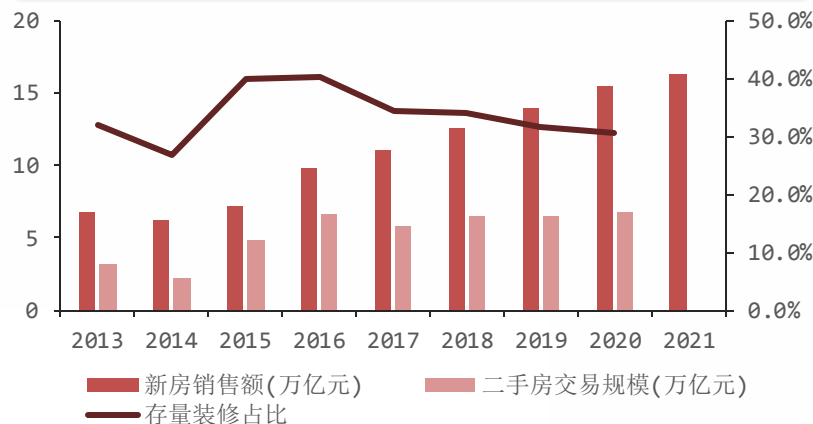
人造板产量情况



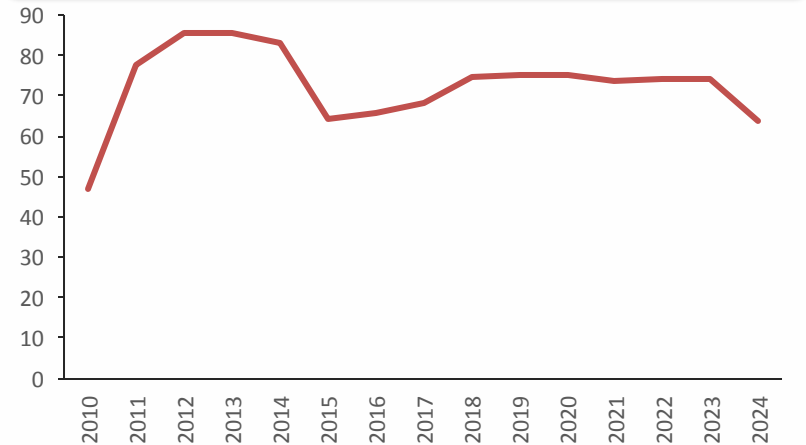
全国精装修商品住宅规模及增速



中国商品住宅销售额及二手房占比



胶合板(9厘)平均价格(元/张)



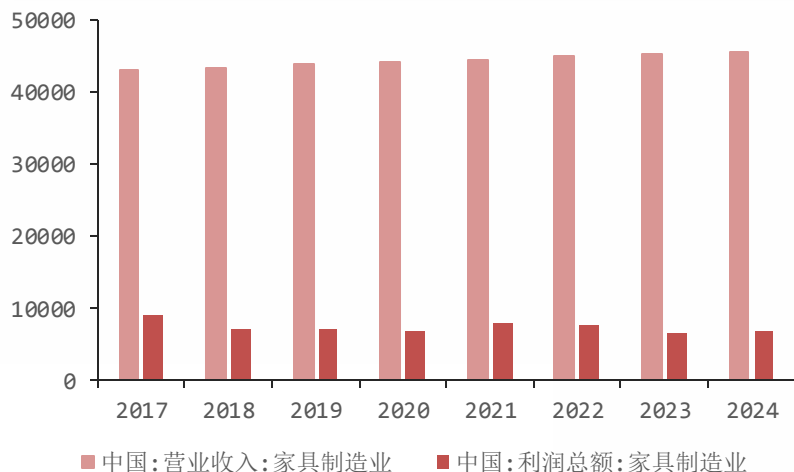
板材：行业集中度持续提升，重视存量房装修需求

□ 大行业小企业，集中度提升空间阔

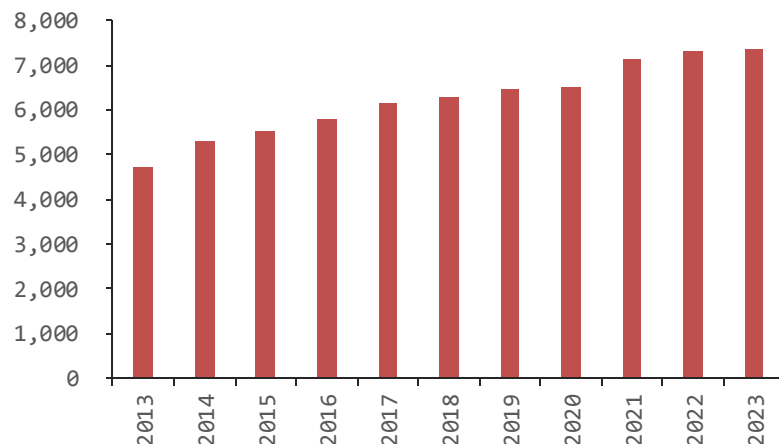
- 2013年以来，受益行业盈利水平较好，家具制造业企业单位数量持续增加，2021年以来企业数量扩张速度显著收缩。2020年以来，全球实体经济持续承压，叠加国内房地产转入存量市场，使家具制造业规模以上工业企业利润持续下滑。
- 我国装饰材料及家具生产企业众多，行业集中度较低。未来随着装饰材料及家具行业不断发展，行业集中度将逐步提高，优势品牌具备研发、品牌、渠道优势，将占据主导地位。

□ **全屋定制渗透率持续提高**：全屋定制家居通过统一的风格设计、空间布局、功能选择、材料选定为客户提供一整套空间配置的解决方案。相比于定制家居，全屋定制家居更强调一站式解决家庭装饰的所有问题，使家居消费更加便捷。品牌企业在产品、成本、营销等方面具备优势，消费者在消费时也更倾向于选择具备一定知名度的品牌产品，优质资源将向少数大企业、大品牌集中，行业品牌集中度越来越高。

家具制造业营收和利润情况(亿元)



2013年以来家具制造业企业单位数(个)

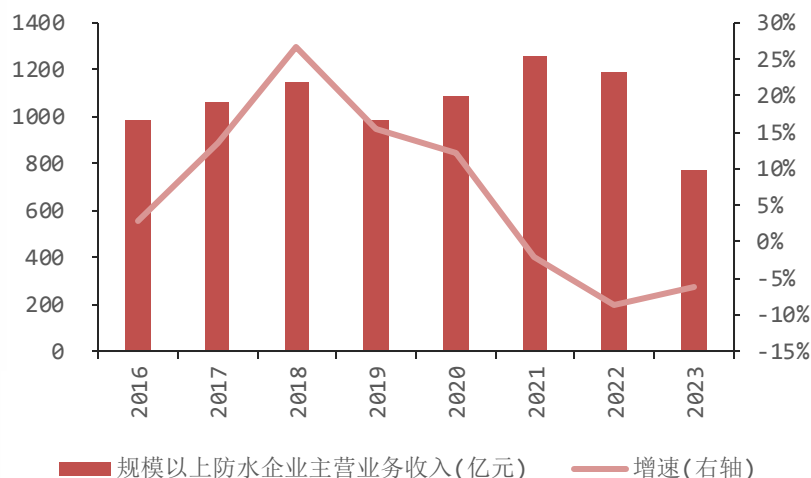


防水：大行业小企业，集中度提升空间阔

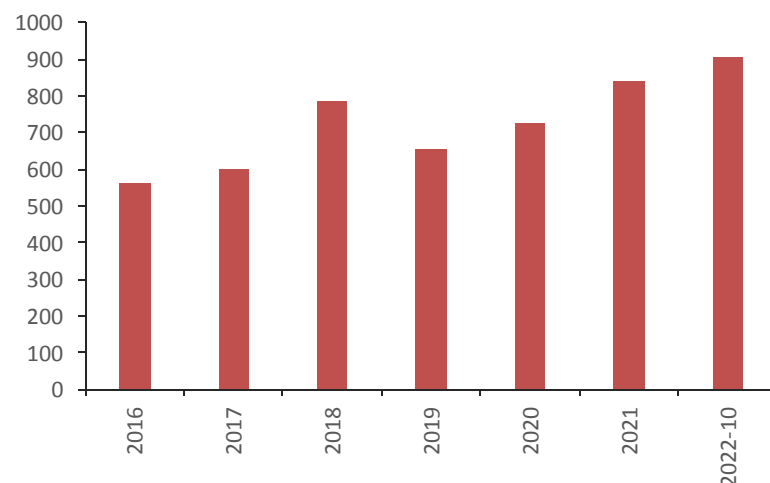
□ 大行业小企业，集中度提升空间阔

- 2021年以来，受下游房地产行业竣工量减少影响，防水材料销量和价格均有所走低，防水行业规模以上企业营收总额持续下滑，2023年规模以上企业营收同比下滑6.1%(可比口径)。防水行业绝大多数企业规模较小，“大行业，小企业”特征显著，截至2022年10月，我国规模以上防水企业数量共906家。
- 2023年4月，住建部发布的《建筑与市政工程防水通用规范》正式实施，包含明确和提升工程防水设计工作年限、提高防水材料耐久性要求等内容，行业规范提高了行业准入门槛，行业内部整合并购将有所加快，市场份额将持续向行业头部集中。
- 房屋养老金制度的建立已提上日程，可为房屋体检、房屋维修、房屋保险提供资金保障，将有力推进城镇老旧小区改造进程。漏水作为老旧小区较为典型的共性问题，更新改造将极大带动防水材料需求增加。

2016年规模以上防水企业营收情况



规模以上防水企业数量（家）



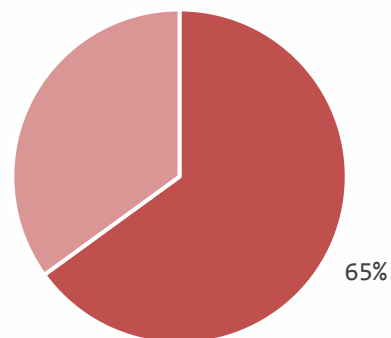
石膏板：市场规模平稳增长，二次装修需求显著

□ 市场规模稳步增长，可渗透空间依然广阔

- 2005年以来，在有关建筑节能、发展环境友好型产品等一系列产业政策推动了国内石膏板行业的持续发展。我国石膏板市场平稳增长，但相对于成熟的美国、欧洲等市场，甚至是世界平均水平，仍存在较大的差距。
- 在我国现阶段，商业和公共建筑装饰装修领域为石膏板主要消费市场（占比约65%），石膏板在住宅领域应用还处于推广发展阶段（占比约35%）。我国石膏板约70%集中于吊顶领域，于隔墙领域应用尚少，而参照美国、日本等发达国家，石膏板有约80%应用于墙体建设。随着国家绿色发展战略贯彻实施和装配化产业发展，我国石膏板在隔墙领域应用将有广阔提升空间。

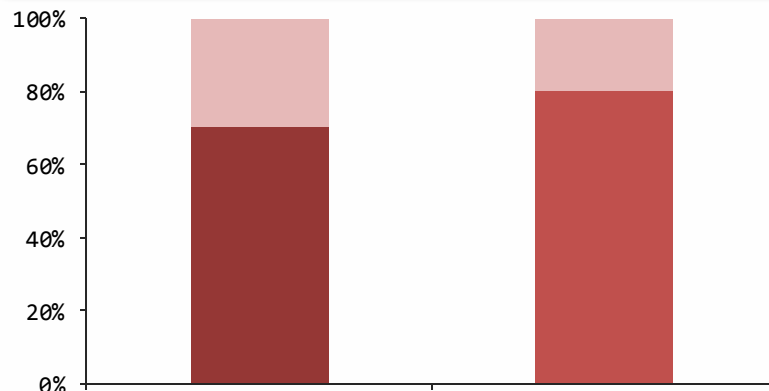
- **二次装修增量需求广阔**：随着我国经济持续发展、新型城镇化战略的推进、节能环保意识的加强及居民消费习惯的改变，既有建筑改造翻新、二次装修过程中对石膏板的使用比例将不断提高。

国内石膏板住宅领域渗透率仍待提高



■ 商业和公共建筑装饰 ■ 住宅

国内外石膏板主要用途差距较大



■ 吊顶 ■ 墙体 ■ 其他

目 录

◆ 2025年上半年行业回顾

◆ 需求：稳房市强信心，需求有望筑底

◆ 水泥：基建、城市更新托底，供给端反内卷

◆ 玻纤：需求结构向好，提价成效显现

◆ 玻璃：下游需求疲弱，关注供给端变化

◆ 消费建材：存量需求持续释放，关注具备C端优势标的

◆ 重点推荐及重点关注标的

兔宝宝（002043）：行业龙头优势突出，渠道发力持续向好

□ 投资逻辑

1、深耕板材行业多年，综合竞争优势突出。公司深耕装饰建材行业多年，品牌力、产品力竞争优势突出、渠道力强劲，综合竞争力不断增强，经营势能持续提升。

2、品牌产品渠道持续发力，行业龙头低位不断夯实。1) 公司聚焦高端品牌建设，始终坚持“兔宝宝，让家更好”的使命，具有巨大的市场声誉和卓越的品牌竞争优势。2) 兔宝宝板材的环保健康性能优势突出，在环保品质、产品设计、加工工艺方面极具竞争力，产品力突出。3) 公司装饰材料门店共5522家，其中乡镇店2152家，易装门店959家，经销商体系合作家具厂客户达2万多家，渠道运作更加精细化。

3、渠道发力成效显著，C端竞争优势突出。公司正大力推进渠道下沉，持续拓展家具厂、家装公司、工装公司等小B业务渠道，渠道力持续增强。综合来看，兔宝宝在品牌、产品、渠道等方面综合竞争优势突出，经营势能强劲。

□ 业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为0.89元、1.05元、1.18元，“买入”评级。

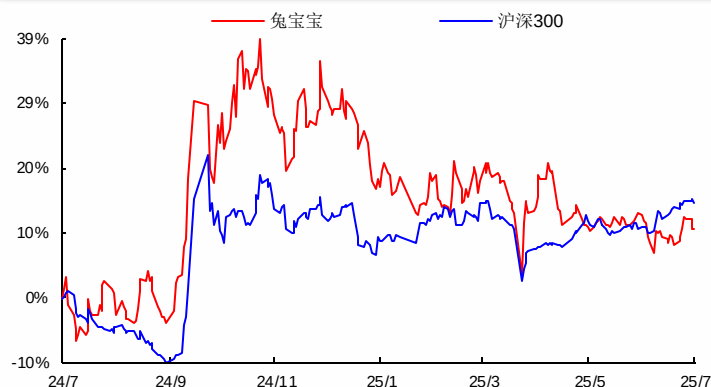
□ 风险提示

经济大幅下滑风险；下游复苏或不及预期。

业绩预测与估值指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	91.89	100.19	107.65	114.45
营业收入增长率	1.39%	9.03%	7.44%	6.33%
归母净利润（亿元）	5.85	7.39	8.74	9.78
归母净利润增长率	-15.11%	26.26%	18.28%	11.88%
EPS（元）	0.70	0.89	1.05	1.18
P/E	14	11	9	8

股价表现



北新建材（000786）：两翼延续高增，拓展工业涂料

□ 投资逻辑

1、一体两翼多元布局，综合经营势能强劲。公司持续巩固石膏板业务，推进高端化产品布局，发力县乡、家装、零售等增量市场；加速拓展防水业务，聚焦修缮、旧改、家装零售领域，强化渠道建设；加快推进涂料业务，夯实航空航天领域优势地位，聚焦风电叶片、工业防腐、高端装备机械细分市场，应用领域持续扩宽。

2、主业基本盘坚实，营收增长源持续拓宽。1）公司持续深耕石膏板业务，积极开拓防水、涂料两翼，不断拓展营收增长源，大力推进全球产能布局，综合竞争优势突出，经营势能强劲。2）以“内生”增长聚焦核心赛道，并购驱动外延业务增长，完成嘉宝莉重组，实现涂料业务产能布局由华北地区扩展至全国；重组大桥油漆，进一步丰富工业涂料产品体系。

3、政策持续落地，静待拐点向上。城市更新、老旧小区改造政策陆续落地，需求端有效托底。此外，公司坚持“一体两翼，全球布局”战略，内生外延拓规模，持续推进全国化布局，总体经营势能强劲。

□ 业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为2.63元、3.11元、3.62元，“买入”评级。

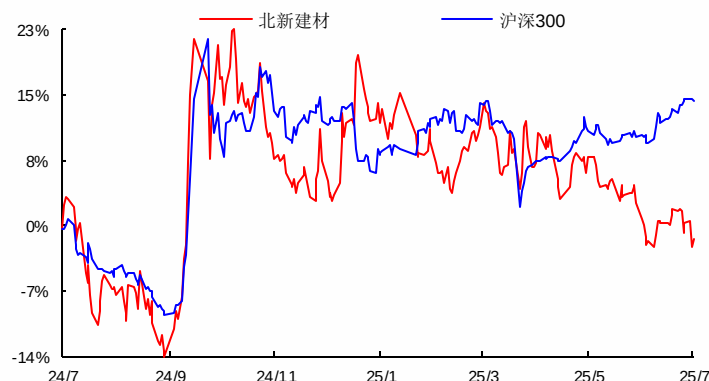
□ 风险提示

房地产市场复苏节奏或不及预期；市场开拓或不及预期。

业绩预测与估值指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	258.21	293.62	327.13	356.59
营业收入增长率	15.14%	13.71%	11.41%	9.01%
归母净利润（亿元）	36.47	44.46	52.59	61.23
归母净利润增长率	3.49%	21.90%	18.30%	16.41%
EPS（元）	2.16	2.63	3.11	3.62
P/E	12	10	9	7

股价表现



中国巨石（600176）：多轮提价成效显现，量价齐升业绩高增

投资逻辑

1、充分发挥龙头优势，持续扩宽营收渠道。1) 产品结构方面：公司在热固粗纱、热塑增强、电子基布、风电纱等多个领域实现全球第一，龙头地位坚实。2) 下游客户方面：持续加大研发投入，致力于为海上风电、光伏边框、汽车电池盒、氢气储罐等领域提供高性能产品解决方案，下游应用领域持续拓宽。

2、产品结构优异，综合优势突出。1) 公司作为玻纤行业领军企业，在多个产品细分领域均位居全球首位，极具规模与成本优势，并持续推动产品高端化转型。2) 公司高度注重创新研发，在超大型池窑、高性能玻璃配方、浸润剂配方等关键技术和成套装备上拥有100%自主核心知识产权。3) 销售价格方面：2024年以来，公司实施了多轮提价，玻纤产品价格逐步走出周期底部，同比明显提升。

3、重视供给端积极变化，风电等需求拉动显著。当前玻纤销售价格提升显著，销售价格有望不断回升，随着下游行业需求复苏，公司作为行业龙头受益显著。

业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为0.66元、0.83元、0.97元，“买入”评级。

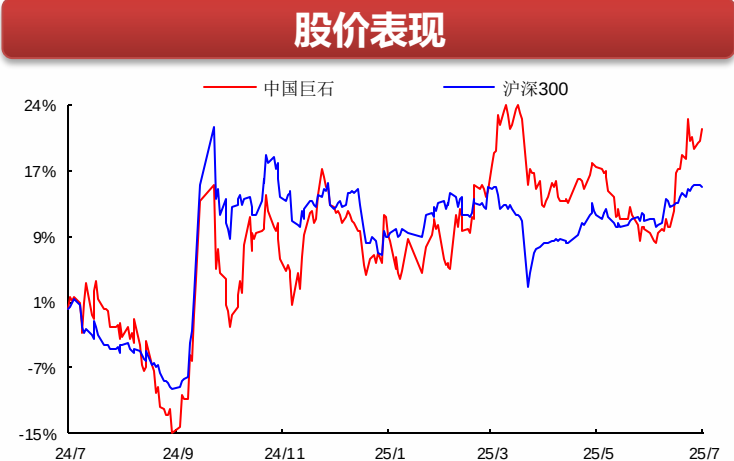
风险提示

经济大幅下滑风险；行业提价不及预期风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	158.56	181.04	203.06	223.63
营业收入增长率	6.59%	14.18%	12.16%	10.13%
归母净利润（亿元）	24.45	26.51	33.09	38.67
归母净利润增长率	-19.70%	8.44%	24.80%	16.87%
EPS（元）	0.61	0.66	0.83	0.97
P/E	19	17	14	12

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理

金晶科技（600586）：业绩阶段性承压，静待TCO放量

□ 投资逻辑

1、经营韧性较强，TCO机遇优质。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。

2、技术优势突出，成长空间广阔。滕州二线 TCO 产品成功试产并实现量产，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；此外，当前马来西亚背板玻璃产品已导入下游客户供应体系，TCO玻璃技术已得到验证，开启放量在即，未来增长空间广阔。

3、一体化布局优势显著，静待TCO持续放量。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，经营韧性较强，TCO玻璃长期成长空间广阔。

□ 业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为0.22元、0.33元、0.41元，“买入”评级。

□ 风险提示

经济大幅下滑风险；TCO玻璃放量不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	64.52	65.44	72.22	82.22
营业收入增长率	-19.04%	1.42%	10.36%	13.84%
归母净利润（亿元）	0.60	3.09	4.66	5.86
归母净利润增长率	-86.90%	410.29%	51.09%	25.63%
EPS（元）	0.04	0.22	0.33	0.41
P/E	121	22	15	12

股价表现



濮耐股份（002225）：耐材龙头优势突出，氧化镁放量在即

□ 投资逻辑

1、耐材龙头优势突出，氧化镁放量在即。1)公司作为耐火材料行业龙头，产品体系完善，技术优势突出，综合竞争力强劲，在整包模式占比持续提高、行业环保政策趋紧等背景下，市场份额将持续向行业头部集中，公司市占率有望持续提升。2)新材料事业部重点拓展湿法冶金提镍提钴的高效沉淀剂市场，研发团队依托资源优势重点攻关，解决了一系列技术难题，通过了客户端严格的中试应用检验。

2、已入围供应名单，成长空间广阔。2024年下半年相关产品已成功入围多家客户的合格供应商，获得了包括格林美在内的多家湿法冶金客户的认可，目前已实现批量供货。

3、传统业务稳健，新业务空间广阔。公司传统业务耐火材料较为稳健，新业务高效沉淀剂市场开拓顺利空间广阔，兼具安全边际与业绩弹性。

□ 业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为0.23元、0.36元、0.52元，“买入”评级。

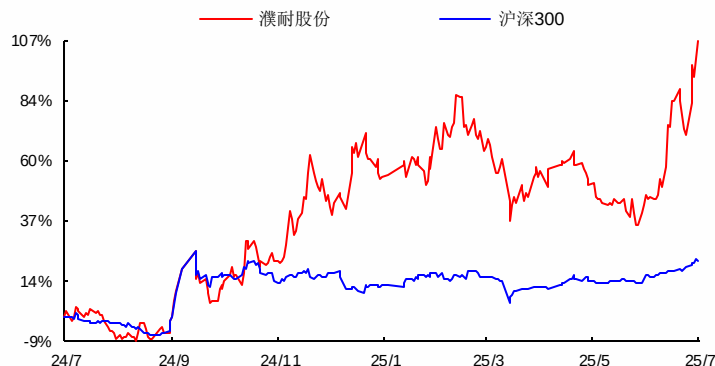
□ 风险提示

经济大幅下滑风险；业务拓展进度不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	51.92	58.09	63.59	70.41
营业收入增长率	-5.13%	11.89%	9.47%	10.73%
归母净利润（亿元）	1.35	2.29	3.63	5.23
归母净利润增长率	-45.48%	69.81%	58.06%	44.19%
EPS（元）	0.13	0.23	0.36	0.52
P/E	45	25	16	11

股价表现



再升科技（603601）：经营势能稳健，增长动力多源

投资逻辑

1、长期聚焦干净空气，战略布局无尘空调。1)公司持续深耕玻纤行业，是“高效空气过滤纸”、“玻璃微纤维”两项制造业单项冠军，在核电站用无硅无铝水过滤材料、核级高效空气滤纸、耐高温液压油过滤纸等领域实现了国产突破，技术竞争优势突出。2) 推动超细玻璃纤维、PTFE膜材料等核心技术的迭代进步，巩固在高效空气过滤、航空、新能源汽车等高端供应链中的核心地位，增长动力多源。3) 战略聚焦无尘空调，伴随消费者生活品质诉求不断提高，无尘空调渗透率将持续提升；公司持续推进品牌培育、不断发力渠道建设，未来增长空间广阔。

2、能耗标准提升，业务持续扩张。2026年6月1日期，国内冰箱将执行新的能耗标准，对公司保温材料的需求将产生显著拉动。此外，公司产品正持续向新能源电池保温材料渗透，随着应用领域的扩张，未来增长空间广阔。

3、经营战略清晰，较具成长空间。公司战略聚焦无尘空调，持续深耕“干净空气材料”、“高效节能材料”、“无尘空调产品”三大品类，增长动力多源，长期成长空间广阔。

业绩预测与投资建议

预计2025/2026/2027年EPS分别为0.10元、0.14元、0.17元，“买入”评级。

风险提示

经济大幅下滑风险；业务拓展进度不及预期风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	14.76	16.78	19.28	22.12
营业收入增长率	-10.87%	13.69%	14.92%	14.75%
归母净利润（亿元）	0.91	1.04	1.47	1.74
归母净利润增长率	137.99%	15.07%	40.50%	18.79%
EPS（元）	0.09	0.10	0.14	0.17
P/E	45	41	29	24



三棵树（603737）：渠道建设卓有成效，盈利能力持续改善

投资逻辑

1、品牌渠道双轮驱动，经营势能稳健。1)产品端：公司作为我国涂料领域龙头，深耕涂料核心业务，实现防水、基辅材、胶黏剂等多元化业务发展，产品矩阵完善。2)品牌端：积极利用央视、国潮、顶级体育赛事开展品牌宣传，已成为行业稀缺“国漆”品牌，国民认可度高。3)渠道端：在零售领域，推进零售高端化转型，加大对重涂翻新、美丽乡村等潜力市场布局，开拓电商新零售模式，零售业务占比持续提高；在工程领域，持续提高发展质量，严控地产风险，聚焦央国企、城建城投、工业厂房等新赛道，加大小B业务比重，强化现金流量保障。

2、利好政策持续落地，静待业绩拐点向上。公司产品、品牌、渠道等综合竞争优势突出，市场占有率持续提升，销量保持稳健增长随着房地产市场“止跌回稳”、城市更新、老旧小区改造等相关利好政策陆续出台，下游需求将持续改善，助力销售单价逐渐企稳回升，公司业绩有望拐点向上。

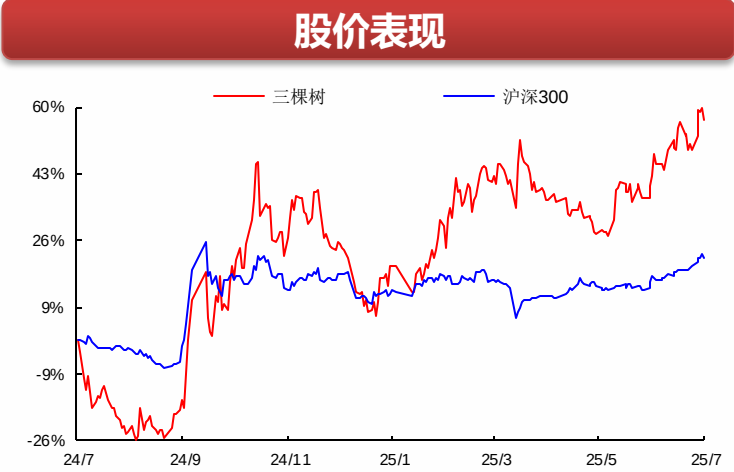
业绩预测

预计2025/2026/2027年EPS分别为1.43元、1.61元、2.00元。

风险提示

经济大幅下滑风险；市场开拓或不及预期；政策效果或不及预期。

业绩预测与估值指标				
指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	121.05	136.52	155.80	177.88
营业收入增长率	-2.97%	12.78%	14.12%	14.17%
归母净利润（亿元）	3.32	7.55	8.49	10.54
归母净利润增长率	91.27%	127.35%	12.46%	24.19%
EPS（元）	0.63	1.43	1.61	2.00
P/E	58	26	23	18



国际复材（301526）：多轮提价成效显现，期待拐点持续向上

投资逻辑

- 1、不断强化核心竞争力，持续拓展营收来源。**公司深耕玻纤行业多年，高端产品竞争优势突出，产能持续优化提升，主动作为开拓新需求，综合竞争力不断增强。
- 2、高端产品极具优势，竞争力持续提升。**1)公司长期聚焦玻纤主业，具有一系列全球竞争优势的产品，部分打破国外厂商垄断，填补国内空白，尤其是细纱产品在下游半导体等领域综合竞争力突出，下游客户稳定。2)近期公司推出8.5万吨电子级玻璃纤维生产线设备更新提质增效项目，不断提升细纱产品市场竞争力。3)公司在风电、LDK等细分领域竞争优势突出，产品结构不断改善，有效提高整体平均单价。
- 3、产品价格止跌回升，创新突破未来可期。**玻纤行业产品销售价格止跌回升，趋势向好；技术积淀深厚，创新突破强化产品竞争力；产线升级实现提质增效，公司经营势能有望持续拐点向上。

业绩预测

预计2025/2026/2027年EPS分别为0.06元、0.11元、0.19元。

风险提示

经济大幅下滑风险；下游复苏或不及预期；地缘政治风险。

业绩预测与估值指标				
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	73.62	84.76	95.90	106.56
营业收入增长率	2.87%	15.14%	13.14%	11.12%
归母净利润（亿元）	-3.54	2.15	4.27	7.18
归母净利润增长率	-164.88%	160.82%	98.31%	68.10%
EPS（元）	-0.09	0.06	0.11	0.19
P/E	-40	61	33	19

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理

西部建设（002302）：毛利率持续承压，营收降幅收窄

□ 投资逻辑

1、不断强化核心竞争力，市场占有率持续提升。公司深耕混凝土行业多年，为混凝土行业头部，综合竞争优势突出，市场占有率不断提升，行业利好政策持续加码，业绩拐点向上可期。

2、平台优势突出，经营势能稳健。1) 公司是中国建筑集团旗下预拌混凝土业务唯一发展平台，长期以来始终聚焦混凝土主业，区域布局上深耕西部、布局全国、积极开拓海外，成长空间广阔。2) 大股东中国建筑集团各子公司业务领域涉及广泛，区域覆盖海内外，为公司提供了优质的发展平台和资源支持。3) 当前房地产行业“止跌回稳”相关利好政策持续加码、基建投资项目陆续推出、借助一带一路等积极推进产能出海等多项利好加持下，下游需求有望逐渐复苏，公司作为行业头部，将显著受益市场份额集中度提升和行业景气度回升红利。

3、行业地位坚实，静待下游复苏。公司综合竞争优势突出，市场占有率持续提升，销量保持稳健增长；下游需求复苏在即，销售单价有望逐渐企稳回升，公司在手订单充足，业绩有望拐点向上。

□ 业绩预测

预计2025/2026/2027年EPS分别为0.13元、0.19元、0.30元。

□ 风险提示

经济大幅下滑风险；市场开拓或不及预期；政策效果或不及预期。

业绩预测与估值指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	203.47	210.76	218.31	225.07
营业收入增长率	-11.01%	3.58%	3.58%	3.09%
归母净利润（亿元）	-2.63	1.60	2.43	3.73
归母净利润增长率	-140.71%	160.77%	52.04%	53.59%
EPS（元）	-0.21	0.13	0.19	0.30
P/E	-	45	31	19

股价表现



重点公司估值表

代码	公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				投资评级
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
002043	兔宝宝	9.80	0.70	0.89	1.05	1.18	14	11	9	8	买入
000786	北新建材	26.48	2.16	2.63	3.11	3.62	12	10	9	7	买入
600176	中国巨石	11.40	0.61	0.66	0.83	0.97	19	17	14	12	买入
600586	金晶科技	4.83	0.04	0.22	0.33	0.41	121	22	15	12	买入
002225	濮耐股份	5.80	0.13	0.23	0.36	0.52	45	25	16	11	买入
603601	再升科技	4.06	0.09	0.10	0.14	0.17	45	41	29	24	买入
603737	三棵树	36.85	0.63	1.43	1.61	2.00	58	26	23	18	-
301526	国际复材	3.64	-0.09	0.06	0.11	0.19	-	61	33	19	-
002302	西部建设	5.80	-0.21	0.13	0.19	0.30	-28	45	31	19	-

数据来源：Wind，西南证券（截止2025/6/30）



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

西南证券投资评级说明

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

分析师承诺

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。

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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

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	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、上海销售主管	18621310081	jsf@swsc.com.cn	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售岗	15905851569	jyj@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyf@swsc.com.cn	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn				
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	销售岗	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	林哲睿	销售岗	15602268757	lzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	yangju@swsc.com.cn				