

2025 年 12 月 16 日

投资评级：看好（维持）

证券分析师

戴铭余

SAC: S1350524060003

daimingyu@huayuanstock.com

王彬鹏

SAC: S1350524090001

wangbinpeng@huayuanstock.com

邴悦轩

SAC: S1350524080001

liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮

tangzhiwei@huayuanstock.com

林高凡

lingaofan@huayuanstock.com

板块表现：



传统建材仍在寻底，电子布正异军突起

——建材行业 2025 年三季度报综述

投资要点：

- **综述：行业压力仍存，但整体盈利企稳。**建筑材料板块 2025 年前三季度全年营收同比-4.39%，毛利率同比+1.61pct，费用率同比-0.31pct，归母净利率同比+1.08pct，对应归母净利润同比+20.56%，扣非归母净利润同比+28.95%，其中 2025Q3 营收同比-0.95%，毛利率同比+0.84pct，费用率同比-0.76pct，归母净利率同比+1.04pct，对应归母净利润同比+23.36%，扣非归母净利润同比+25.27%。分板块来看，2025 年第三季度受益于电子布需求提升，玻璃纤维表现亮眼，营收和利润同比均实现高增，光伏玻璃在低基数下也实现了同比增长，而水泥和消费建材板块压力仍存，但细分板块中部分公司或已提前确认经营拐点。
- **消费建材：行业由单边下行走向结构分化，赛道及龙头 α 开始显现。**地产行业自 2021H2 进入下行周期，截至 2025 年 10 月商品房累计销售面积较 2021 年 10 月下降 50%，累计新开工面积较 2021 年 10 月下降 71%，累计竣工面积较 2021 年 10 月下降 39%，行业已经历深度调整。当前行业处于从政策底向市场底传导的关键阶段，随着 2025 年稳地产相关政策加速落地，后续新房销售、开工、竣工等核心指标也有望逐渐开启寻底，行业 β 压力主导业绩下行压力的阶段正逐步过去，赛道以及企业的 α 机会或将开始显现。此外，值得注意的是行业下游需求结构同样经历了系统性变化，二手房市场以及农业/工业/市政等非房需求占比不断上行，部分完成下游渠道结构调整的消费建材企业正通过自身经营的努力，尝试对冲行业下行造成的压力。
- **水泥：需求下滑明显，景气仍在低位。**2025 年前三季度，全国水泥市场整体量价齐跌，盈利能力继续承压。受下游地产投资缩减和基建项目放缓的影响，水泥需求明显下滑，前三季度全国累计水泥产量为 12.59 亿吨，同比下降 5.2%。水泥价格年初受错峰生产支撑，价格小幅回升，但由于需求下滑严重，原有错峰生产等供给调控措施仍难以有效应对，全国多地普遍存在错峰执行不及预期的问题，价格从 4 月开始逐步走弱。9 月份开始“反内卷”背景下价格逐步企稳回升，但受制于需求价格上涨幅度较为有限。成本端煤炭价格下跌缓解了水泥价格下跌带来的盈利压力。整体看行业盈利在去年低基数下同比提升，但景气度仍在低位。
- **玻璃：浮法承压光伏回暖，行业分化筑底。**1) 浮法玻璃：受下游地产竣工下行影响，浮法玻璃需求明显下滑，前三季度全国累计浮法玻璃产量为 7.29 亿重量箱，同比下降 5.2%。浮法玻璃价格整体走弱，行业整体面临亏损。2) 光伏玻璃：上半年供给端在产能的逐步回落叠加光伏 430 和 531 新政引起的阶段性抢装，盈利小幅上升，但随着抢装结束终端需求支撑不足，价格松动回落。下半年，“反内卷”方向确立，7 月行业开始自律性减产，同时 9 月份开始下游组件逐步补货，行业供需边际改善，光伏玻璃价格在 9 月明显上涨。
- **玻璃纤维：粗纱需求呈现结构化，高端电子布异军突起。**2025 年前三季度看，玻纤行业需求依旧呈现结构化，受益于 AI 服务器迭代升级、高频通信技术革新带动高频高速 PCB 需求，特种玻纤布需求呈现加速上行，驱动风电、热塑和电子类产品价格陆续实现不同幅度的上涨。但传统应用市场受宏观经济压力、中美贸易摩擦及房地产相关行业低迷影响，有效需求不足，传统产品价格面临下行压力。值得注意的是，随着 9 月初行业发布反内卷倡议，产品结构性复价陆续落地，预计后续盈利能力将逐步修复。
- **碳纤维：市场供应保持充裕，新兴需求仍然有限，传统需求出现分化。**从供应端来看，截至今年 9 月碳纤维行业整体产能充裕，头部企业多维持满负荷生产，2025 年前三季度碳纤维总产量为 6.25 万吨，同比增长 47.24%，市场整体开工率处于中等偏上水平，9 月平均开工率为 61.63%，较年初增长 11.25pct；从需求端来看，新兴领域需求有所增长，低空经济、军工需求表现亮眼，但整体需求量仍然有限，汽车轻量化等需求释放有所减缓，而传统领域表现分化，风电需求保持平稳，体育休闲整体需求疲软。
- **投资分析意见。**投资策略主线上，我们维持 2025 年是上市公司拐点，2026 年是行业拐点的判断，认为全年上市公司正先于行业寻底，回调依然是赚“认知差”的机会。投资方向上，我们建议关注：1) 消费建材：三棵树、兔宝宝、北新建材、东方雨虹；2) 水泥：海螺水泥、华新建材、上峰水泥；3) 景气赛道：环球新材国际、中国核建；4) 一带一路：上海港湾、海鸥股份。
- **风险提示：经济恢复不及预期，化债力度不及预期，房地产政策不及预期**

内容目录

1. 综述：行业压力仍存，整体盈利企稳	5
2. 消费建材：行业逐步探底，结构分化开始显现	5
3. 水泥：需求下滑明显，景气继续承压	9
4. 玻璃：浮法承压光伏回暖，行业分化筑底	12
5. 玻璃纤维：粗纱需求呈现结构化，高端电子布异军突起	16
6. 碳纤维：市场供应充裕，需求结构分化	19
7. 风险提示	22

图表目录

图表 1: 2025 年前三季度建材板块财务指标	5
图表 2: 2025Q3 建材板块财务指标	5
图表 3: 房屋市场指标累计同比 (%)	6
图表 4: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)	6
图表 5: 15 城二手房成交面积 (万平方米)	6
图表 6: 2025 年前三季度主要消费建材公司财务指标 (% , 亿元)	7
图表 7: 2025Q3 主要消费建材公司财务指标 (% , 亿元)	7
图表 8: 主要消费建材公司单季度营收同比	8
图表 9: 主要消费建材公司单季度毛利率	8
图表 10: 主要消费建材公司单季度费用率	8
图表 11: 主要消费建材公司现金流情况	9
图表 12: 全国水泥累计产量 (万吨)	10
图表 13: 全国水泥价格 (元/吨)	10
图表 14: 动力煤价格 (元/吨)	10
图表 15: 水泥煤炭价差 (元/吨)	10
图表 16: 2025 年前三季度主要水泥公司财务指标 (% , 亿元)	10
图表 17: 2025Q3 主要水泥公司财务指标 (% , 亿元)	11
图表 18: 主要水泥公司单季度营收同比	11
图表 19: 主要水泥公司单季度毛利率	12
图表 20: 主要水泥公司单季度费用率	12
图表 21: 主要水泥公司现金流情况	12
图表 22: 全国浮法玻璃累计产量 (万重量箱)	13
图表 23: 全国 5mm 浮法玻璃价格 (元/吨)	13
图表 24: 全国重点 8 省浮法玻璃库存 (万重量箱)	13
图表 25: 浮法玻璃价格差 (元/吨)	13
图表 26: 光伏玻璃产能情况 (吨/天)	14
图表 27: 光伏玻璃 3.2mm 镀膜均价 (元/平方米)	14
图表 28: 2025 年前三季度主要玻璃公司财务指标	14
图表 29: 2025Q3 主要玻璃公司财务指标 (亿元)	14

图表 30: 主要玻璃公司单季度营收同比	15
图表 31: 主要玻璃公司单季度毛利率	15
图表 32: 主要玻璃公司单季度费用率	15
图表 33: 主要玻璃公司现金流情况	16
图表 34: 无碱玻璃纤维纱均价 (元/吨)	17
图表 35: 电子纱均价 (元/吨)	17
图表 36: 玻纤库存 (万吨)	17
图表 37: 2025 年前三季度主要玻璃纤维公司财务指标 (% , 亿元)	17
图表 38: 2025Q3 主要玻璃纤维公司财务指标 (% , 亿元)	17
图表 39: 主要玻璃纤维公司单季度营收同比	18
图表 40: 主要玻璃纤维公司单季度毛利率	18
图表 41: 主要玻璃纤维公司单季度费用率	18
图表 42: 主要玻璃纤维公司现金流情况	19
图表 43: 碳纤维价格 (元/千克)	19
图表 44: 碳纤维-丙烯腈价差 (元/千克)	19
图表 45: PAN 基 T300 碳纤维盈利 (元/千克)	20
图表 46: 碳纤维企业周平均开工率 (%)	20
图表 47: 2025 年前三季度主要碳纤维公司财务指标	20
图表 48: 2025Q3 主要碳纤维公司财务指标	20
图表 49: 主要碳纤维公司单季度营收同比	21
图表 50: 主要碳纤维公司单季度毛利率	21
图表 51: 主要碳纤维公司单季度费用率	21
图表 52: 主要碳纤维公司现金流情况	22

1. 综述：行业压力仍存，整体盈利企稳

行业压力仍存，但整体盈利企稳。建筑材料板块 2025 年前三季度全年营收同比-4.39%，毛利率同比+1.61pct，费用率同比-0.31pct，归母净利率同比+1.08pct，对应归母净利润同比+20.56%，扣非归母净利润同比+28.95%，其中 2025Q3 营收同比-0.95%，毛利率同比+0.84pct，费用率同比-0.76pct，归母净利率同比+1.04pct，对应归母净利润同比+23.36%，扣非归母净利润同比+25.27%。分板块来看，2025 年第三季度受益于电子布需求提升，玻璃纤维表现亮眼，营收和利润同比均实现高增，光伏玻璃在低基数下也实现了同比增长，而水泥和消费建材板块压力仍存，但细分板块中部分公司或已提前确认经营拐点。

图表 1：2025 年前三季度建材板块财务指标

板块	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
水泥	-7.63%	22.61%	4.60	14.25%	0.18	4.94%	3.18	158.74%	244.62%
浮法玻璃	-9.94%	12.07%	-6.76	10.91%	-0.79	3.10%	-3.15	-55.35%	-91.30%
光伏玻璃	-20.78%	7.80%	-5.39	8.65%	0.77	-1.96%	-5.81	-140.33%	-157.66%
玻璃纤维	23.54%	23.51%	4.23	10.97%	-2.78	9.90%	4.38	121.37%	223.53%
消费建材	-6.46%	23.61%	-0.83	16.06%	-0.01	5.02%	-1.40	-26.88%	-25.95%
碳纤维	33.01%	22.14%	-4.54	11.03%	-2.37	8.92%	-3.48	-4.35%	6.32%
总计 (剔除碳纤维)	-5.15%	21.57%	1.73	13.86%	-0.24	5.14%	1.15	22.12%	30.44%
总计	-4.39%	21.59%	1.61	13.79%	-0.31	5.24%	1.08	20.56%	28.95%

资料来源：Wind，华源证券研究所。

注：水泥板块包含冀东水泥、上峰水泥、万年青、天山股份、塔牌集团、青松建化、海螺水泥、华新建材、福建水泥，其他板块组成为申万分类对应成分股

图表 2：2025Q3 建材板块财务指标

板块	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
水泥	-9.24%	22.05%	1.51	13.91%	-0.18	5.61%	1.08	12.43%	11.61%
浮法玻璃	4.87%	10.38%	-0.63	11.79%	-0.80	-0.78%	-0.37	-99.03%	-70.47%
光伏玻璃	10.67%	9.30%	7.86	8.45%	-2.02	0.62%	9.17	108.10%	102.19%
玻璃纤维	28.33%	22.96%	2.76	11.24%	-2.62	8.74%	3.41	110.50%	140.08%
消费建材	-3.14%	23.10%	-0.89	15.85%	-0.28	5.12%	-0.65	-13.99%	-24.09%
碳纤维	31.43%	22.26%	-5.33	10.86%	-1.76	8.83%	-3.88	-8.72%	-2.63%
总计 (剔除碳纤维)	-1.66%	21.01%	0.96	13.69%	-0.72	5.18%	1.12	25.56%	27.39%
总计	-0.95%	21.04%	0.84	13.61%	-0.76	5.28%	1.04	23.36%	25.27%

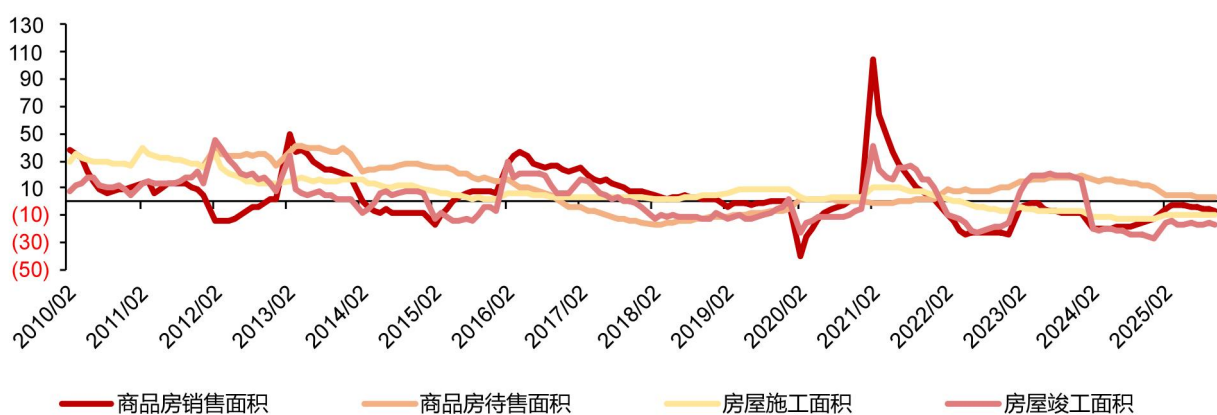
资料来源：Wind，华源证券研究所。

注：水泥板块包含冀东水泥、上峰水泥、万年青、天山股份、塔牌集团、青松建化、海螺水泥、华新建材、福建水泥，其他板块组成为申万分类对应成分股

2. 消费建材：行业逐步探底，结构分化开始显现

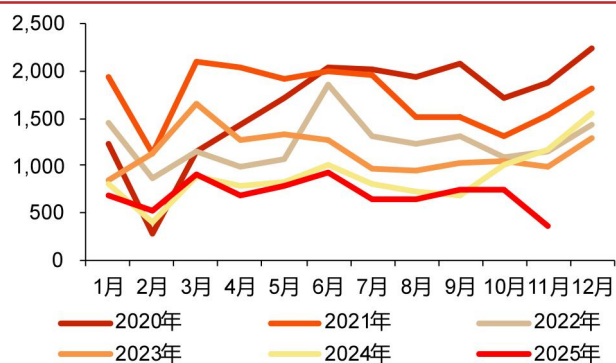
行业由单边下行走向结构分化，赛道及龙头 α 开始显现。地产行业自 2021H2 进入下行周期，截至 2025 年 10 月商品房累计销售面积较 2021 年 10 月下降 50%，累计新开工面积较 2021 年 10 月下降 71%，累计竣工面积较 2021 年 10 月下降 39%，行业已经历深度调整。当前行业处于从政策底向市场底传导的关键阶段，随着 2025 年稳地产相关政策加速落地，后续新房销售、开工、竣工等核心指标也有望逐渐开启寻底，行业 β 压力主导业绩下行压力的阶段正逐步过去，赛道以及企业的 α 机会或将开始显现。此外，值得注意的是行业下游需求结构同样经历了系统性变化，二手房市场以及农业/工业/市政等非房需求占比不断上行，部分完成下游渠道结构调整的消费建材企业正通过自身经营的努力，尝试对冲行业下行造成的压力。

图表 3：房屋市场指标累计同比（%）



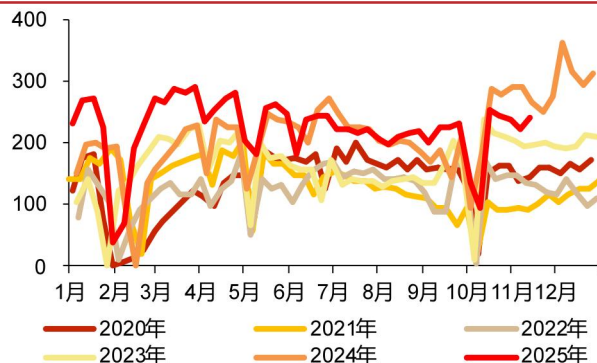
资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

图表 4：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：15 城二手房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，华源证券研究所

消费建材板块 2025 年前三季度全年营收同比-6.46%，毛利率同比-0.83pct，费用率同比-0.01pct，归母净利率同比-1.40pct，对应归母净利润同比-26.88%，扣非归母净利润同比-25.95%，其中 2025Q3 收入同比-3.14%，毛利率同比-0.89pct，费用率同比-0.28pct，归母净利率同比-0.65pct，对应归母净利润同比-13.99%，扣非归母净利润同比-24.09%。

图表 6：2025 年前三季度主要消费建材公司财务指标（%，亿元）

主要板块	公司	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
塑料管材	伟星新材	-10.76%	41.47%	-1.02	24.03%	1.53	16.03%	-0.51	-13.52%	-19.94%
	公元股份	-7.55%	17.70%	-1.75	17.23%	1.42	1.03%	-2.07	-69.36%	-103.76%
	雄塑科技	-8.54%	12.78%	3.40	14.15%	0.90	-3.05%	3.14	减亏 0.26	减亏 0.27
建筑防水	东方雨虹	-5.06%	25.19%	-3.94	16.61%	-1.96	3.93%	-1.96	-36.61%	-29.99%
	科顺股份	-8.43%	24.33%	1.29	18.92%	0.96	0.43%	-2.03	-84.08%	-1623.37%
	凯伦股份	0.36%	23.02%	-0.51	18.48%	-4.68	1.45%	3.23	182.15%	117.79%
涂料	三棵树	2.69%	32.81%	4.16	22.67%	-1.35	7.92%	3.43	81.22%	126.37%
	亚士创能	-76.97%	0.08%	-23.07	72.53%	46.93	-78.41%	-77.33	-1574.20%	-813.77%
板材	兔宝宝	-2.25%	17.60%	0.29	6.58%	0.01	9.96%	2.50	30.44%	-22.04%
五金	坚朗五金	-12.50%	30.28%	-1.02	26.74%	-0.64	0.39%	-0.28	-49.61%	-301.04%
石膏板	北新建材	-2.25%	29.53%	-1.12	14.27%	0.86	12.99%	-2.45	-17.77%	-17.52%
消费建材板块		-6.46%	23.61%	-0.83	16.06%	-0.01	5.02%	-1.40	-26.88%	-25.95%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 7：2025Q3 主要消费建材公司财务指标（%，亿元）

主要板块	公司	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
塑料管材	伟星新材	-9.83%	43.04%	-0.07	22.48%	2.77	20.83%	0.96	-5.48%	-18.54%
	公元股份	-7.14%	17.46%	-1.89	17.47%	0.13	0.01%	-1.38	-99.30%	-175.18%
	雄塑科技	-16.50%	11.22%	-0.61	15.60%	3.20	-6.32%	-1.99	-21.95%	-10.54%
建筑防水	东方雨虹	8.51%	24.80%	-4.12	15.73%	-2.75	3.49%	-1.67	-26.58%	-0.27%
	科顺股份	-10.93%	23.56%	1.38	20.79%	1.49	-1.81%	-3.75	-183.10%	-16.79%
	凯伦股份	13.32%	23.48%	-1.90	19.05%	-5.38	0.09%	6.84	101.50%	减亏 0.32
涂料	三棵树	5.62%	33.57%	4.89	21.04%	-0.89	8.61%	2.69	53.64%	60.11%
	亚士创能	-81.23%	-2.73%	-25.93	59.43%	40.06	-93.63%	-93.71	-22510.51%	-4440.56%
板材	兔宝宝	5.03%	16.70%	-0.37	5.60%	-0.37	13.46%	4.14	51.67%	-50.61%
五金	坚朗五金	-9.31%	30.12%	-1.24	24.66%	-1.64	3.05%	1.40	67.98%	126.59%
石膏板	北新建材	-6.20%	27.79%	-2.28	16.20%	1.54	10.35%	-3.41	-29.47%	-29.79%
消费建材板块		-3.14%	23.10%	-0.89	15.85%	-0.28	5.12%	-0.65	-13.99%	-24.09%

资料来源：Wind，华源证券研究所

从营收看，整体环比回升，赛道及龙头α开始显现。2025Q3，消费建材行业下游依然承压，多数企业营收同比继续下滑，但环比来看，已有部分企业出现降幅收窄甚至环比提升，其中三棵树和兔宝宝凭借赛道及战略优势逆势实现增长。三棵树通过渠道变革（美丽乡村、马上住等零售新业态）和新品类（艺术漆）实现增长；兔宝宝则通过优化产品结构（推广颗粒板等高性价比产品）和大力发展高毛利配套辅材（如封边条等）推动增长，所以虽然行业整体仍面临需求收缩与价格竞争压力，但部分龙头企业已通过战略调整开始逐步对冲β下行压力，地产后增长时代赛道及龙头α正逐步显现。

图表 8：主要消费建材公司单季度营收同比

板块	公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
塑料管材	伟星新材	-5.24%	-5.26%	-10.20%	-12.17%	-9.83%
	公元股份	-13.89%	-5.98%	-5.60%	-9.16%	-7.14%
	雄塑科技	-15.48%	-15.28%	-3.01%	-5.52%	-16.50%
建筑防水	东方雨虹	-23.84%	-14.81%	-16.71%	-5.64%	8.51%
	科顺股份	-12.56%	-0.64%	-6.06%	-8.10%	-10.93%
	凯伦股份	-23.54%	-21.06%	-11.83%	-1.41%	13.32%
涂料	三棵树	-7.87%	-3.45%	3.12%	-0.24%	5.62%
	亚士创能	-24.39%	-54.58%	-64.81%	-77.88%	-81.23%
板材	兔宝宝	3.56%	-18.21%	-14.30%	-2.55%	5.03%
五金	坚朗五金	-22.46%	-23.33%	-11.70%	-16.02%	-9.31%
石膏板	北新建材	19.82%	1.50%	5.09%	-4.46%	-6.20%

资料来源：Wind，华源证券研究所

从毛利率看，行业整体依然承压，但赛道格局与策略调整开始主导盈利分化。2025Q3，消费建材板块毛利率呈现整体同环比下降趋势。值得注意的是，建筑涂料等部分品类显示出价格战缓和迹象，其中三棵树毛利率逆势回升明显，主要得益于上游原材料价格下行；而伟星新材通过坚持高品质和高服务的产品策略，推动零售端产品复价，实现了毛利率的环比显著提升。我们认为在行业整体承压的背景下，赛道竞争格局与企业主动变革正成为影响盈利能力核心变量。

图表 9：主要消费建材公司单季度毛利率

板块	公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 同比 (Pct)	25Q3 环比 (Pct)
塑料管材	伟星新材	43.11%	40.56%	40.45%	40.53%	43.04%	-0.07	2.51
	公元股份	19.35%	18.44%	15.51%	19.38%	17.46%	-1.89	-1.92
	雄塑科技	11.84%	11.25%	11.74%	15.00%	11.22%	-0.61	-3.78
建筑防水	东方雨虹	28.92%	14.43%	23.73%	26.71%	24.80%	-4.12	-1.91
	科顺股份	22.19%	17.92%	24.43%	24.87%	23.56%	1.38	-1.31
	凯伦股份	25.38%	8.10%	20.28%	24.44%	23.48%	-1.90	-0.96
涂料	三棵树	28.68%	32.50%	31.05%	33.10%	33.57%	4.89	0.47
	亚士创能	23.20%	-1.39%	-5.84%	5.96%	-2.73%	-25.93	-8.69
板材	兔宝宝	17.07%	19.95%	20.86%	16.87%	16.70%	-0.37	-0.17
五金	坚朗五金	31.37%	32.63%	30.55%	30.24%	30.12%	-1.24	-0.11
石膏板	北新建材	30.07%	26.98%	28.94%	31.55%	27.79%	-2.28	-3.76

资料来源：Wind，华源证券研究所

从费用率看，企业管控趋严，但仍不足以对冲毛利率压力。2025Q3，在消费建材行业需求下行压力下，多数企业通过强化费用管控推动板块整体费用率同比下降，但北新建材因收入规模下滑带来的摊薄效应减弱，导致费用率同环比提升。从结果看，行业整体费用率的小幅优化未能对冲毛利率下行压力，C 端建材（如家装涂料、辅材）因需求结构优势及高附加值属性，表现仍优于受地产链拖累的 B 端建材。

图表 10：主要消费建材公司单季度费用率

板块	公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 同比 (Pct)	25Q3 环比 (Pct)
----	----	------	------	------	------	------	---------------	---------------

塑料管材	伟星新材	19.71%	21.66%	25.46%	24.63%	22.48%	2.77	-2.16
	公元股份	17.34%	15.18%	18.54%	16.12%	17.47%	0.13	1.35
	雄塑科技	12.40%	21.21%	13.55%	13.44%	15.60%	3.20	2.17
建筑防水	东方雨虹	18.48%	21.80%	17.02%	17.09%	15.73%	-2.75	-1.36
	科顺股份	19.30%	24.11%	18.32%	17.87%	20.79%	1.49	2.92
	凯伦股份	24.43%	25.17%	20.56%	16.50%	19.05%	-5.38	2.55
涂料	三棵树	21.93%	30.96%	31.46%	19.17%	21.04%	-0.89	1.87
	亚士创能	19.37%	60.32%	102.24%	64.03%	59.43%	40.06	-4.60
板材	兔宝宝	5.97%	4.65%	9.91%	5.89%	5.60%	-0.37	-0.30
五金	坚朗五金	26.30%	25.29%	31.15%	25.36%	24.66%	-1.64	-0.70
石膏板	北新建材	14.66%	17.79%	13.69%	13.11%	16.20%	1.54	3.10

资料来源：Wind，华源证券研究所

从现金流看，企业管理逐步加强，但减值仍在持续。2025 年前三季度主要消费建材公司加强现金流管理，部分公司主动缩短账期，改善现金流情况，具体来看，收现比为 98%，同比增长 1pct，净现比为 71%，同比增长 35pct，板块信用减值仍在持续，计提信用减值损失 14.55 亿元。

图表 11：主要消费建材公司现金流情况

板块	公司	收现比				净现比				信用减值损失（亿元）			
		25H1	同比 (pct)	25Q1-3	同比 (pct)	25H1	同比 (pct)	25Q1-3	同比 (pct)	25H1	变动	25Q1-3	变动
塑料管材	伟星新材	119%	6	115%	5	214%	129	176%	47	-0.07	-0.13	-0.06	-0.17
	公元股份	120%	-1	115%	2	243%	-52	254%	162	-0.05	-0.08	-0.07	-0.15
	雄塑科技	99%	4	103%	6	-	-	-	-	0.05	0.00	0.05	-0.12
建筑防水	东方雨虹	95%	1	99%	0	-72%	70	53%	92	4.30	0.64	7.20	0.87
	科顺股份	97%	4	104%	5	-1310%	292	-6856%	-5597	1.38	0.12	2.01	0.68
	凯伦股份	100%	14	94%	9	118%	4059	-	-	0.07	-0.16	0.23	-0.53
涂料	三棵树	107%	7	110%	6	81%	101	149%	-77	0.87	-0.70	1.45	-0.48
	亚士创能	139%	51	132%	43	-	-	-	-	0.42	0.76	0.98	1.10
板材	兔宝宝	96%	-4	96%	-4	40%	-72	74%	-11	0.78	0.13	0.94	0.07
五金	坚朗五金	102%	11	101%	8	-	-	-558%	-578	0.77	-0.06	1.13	-0.07
石膏板	北新建材	77%	-8	83%	-3	49%	-42	58%	-27	0.70	0.61	0.69	0.60
合计		95%	0	98%	1	22%	37	71%	35	9.23	1.11	14.55	1.78

资料来源：Wind，华源证券研究所。

注：为便于表示，表中计提信用减值损失为正

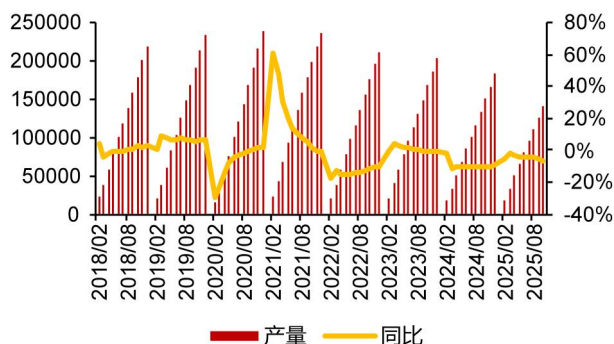
3. 水泥：需求下滑明显，景气继续承压

前三季度需求下滑明显，景气继续承压。2025 年前三季度，全国水泥市场整体量价齐跌，盈利能力继续承压。受下游地产投资缩减和基建项目放缓的影响，水泥需求明显下滑，前三季度全国累计水泥产量为 12.59 亿吨，同比下降 5.2%。水泥价格年初受错峰生产支撑，价格小幅回升，但由于需求下滑严重，原有错峰生产等供给调控措施仍难以有效应对，全国多地普遍存在错峰执行不及预期的问题，价格从 4 月开始逐步走弱。9 月份开始在“反内卷”背景下价格逐步企稳回升，但受制于需求价格上涨幅度较为有限。成本端煤炭价格下跌缓解了

水泥价格下跌带来的盈利压力。整体看行业盈利在去年低基数下同比提升，但景气度仍在低位。

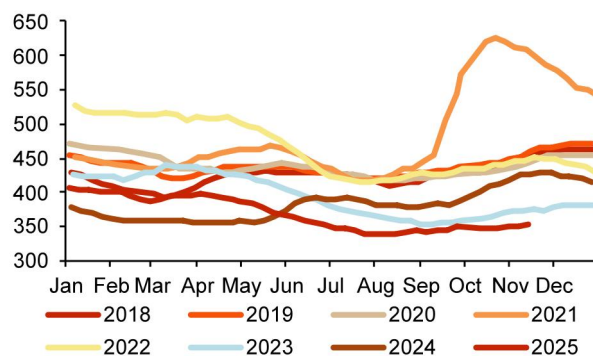
水泥板块 2025 年前三季度营收同比-7.63%，毛利率同比+4.60pct，费用率同比+0.18pct，归母净利率同比+3.18pct，对应归母净利润同比+158.74%，扣非归母净利润同比+244.62%，其中 2025Q3 收入同比-9.24%，毛利率同比+1.51pct，费用率同比-0.18pct，归母净利率同比+1.08pct，对应归母净利润同比+12.43%，扣非归母净利润同比+11.61%。

图表 12：全国水泥累计产量（万吨）



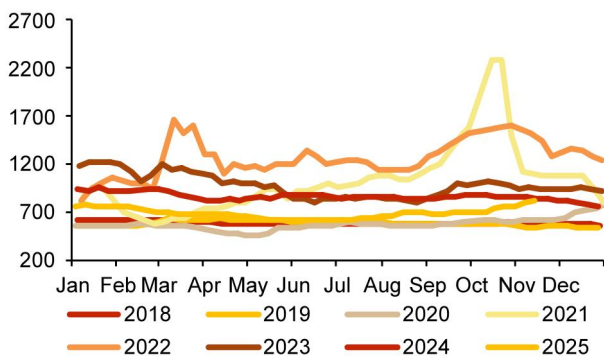
资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

图表 13：全国水泥价格（元/吨）



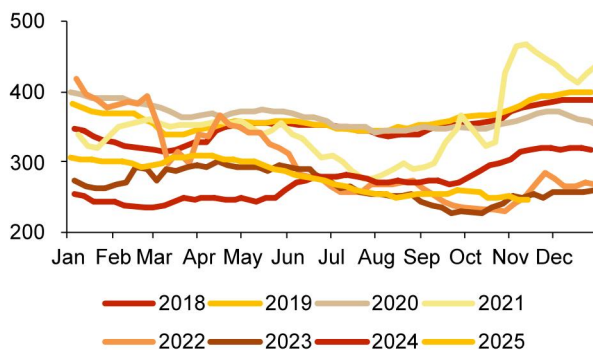
资料来源：数字水泥网，华源证券研究所

图表 14：动力煤价格（元/吨）



资料来源：数字水泥网，百川盈孚，华源证券研究所

图表 15：水泥煤炭价差（元/吨）



资料来源：数字水泥网，百川盈孚，华源证券研究所

图表 16：2025 年前三季度主要水泥公司财务指标（%，亿元）

区域	公司	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
华东	海螺水泥	-10.06%	24.30%	4.76	10.66%	0.73	10.29%	2.66	21.28%	21.69%
	万年青	-17.18%	15.67%	1.04	14.66%	1.64	0.22%	0.05	7.27%	-30.76%
	上峰水泥	-5.69%	29.86%	3.15	16.17%	-1.21	14.67%	4.07	30.56%	35.34%
	天山股份	-10.61%	18.18%	4.81	17.22%	-0.28	-2.15%	3.95	减亏 25.67	减亏 25.42

华中	华新建材	1.27%	29.50%	5.47	13.38%	-0.31	8.00%	3.40	76.01%	82.03%
华北	冀东水泥	0.10%	21.06%	2.94	19.32%	-0.10	0.22%	1.82	113.60%	减亏 3.9
华南	塔牌集团	-0.49%	24.06%	0.95	10.07%	-0.57	20.16%	7.15	54.23%	26.82%
水泥板块		-7.63%	22.61%	4.60	14.25%	0.18	4.94%	3.18	158.74%	244.62%

资料来源：Wind，华源证券研究所。

注：水泥板块包含冀东水泥、上峰水泥、万年青、天山股份、塔牌集团、青松建化、海螺水泥、华新建材、福建水泥。

图表 17：2025Q3 主要水泥公司财务指标（%，亿元）

区域	公司	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
华东	海螺水泥	-11.42%	22.44%	1.66	10.60%	-0.13	9.68%	1.39	3.41%	2.65%
	万年青	-21.93%	13.25%	-2.87	17.33%	4.02	-2.98%	-3.36	-708.62%	-589.13%
	上峰水泥	-6.82%	26.53%	-2.35	14.50%	-0.79	21.20%	4.78	20.34%	37.90%
	天山股份	-12.88%	17.51%	0.51	16.44%	-0.33	-1.36%	0.17	减亏 0.75	-14.47%
华中	华新建材	5.95%	30.53%	5.79	12.66%	-1.68	10.02%	5.21	120.73%	125.96%
华北	冀东水泥	-7.13%	22.18%	-2.64	18.37%	1.11	2.85%	-4.10	-61.92%	-63.10%
华南	塔牌集团	-9.89%	23.57%	2.46	11.42%	0.29	17.72%	1.49	-1.62%	12.09%
水泥板块		-9.24%	22.05%	1.51	13.91%	-0.18	5.61%	1.08	12.43%	11.61%

资料来源：Wind，华源证券研究所。

注：水泥板块包含冀东水泥、上峰水泥、万年青、天山股份、塔牌集团、青松建化、海螺水泥、华新建材、福建水泥。

从营收看，量价齐跌，营收同比下滑。2025Q3 受下游地产投资缩减和基建项目放缓的影响，国内水泥下游需求持续走弱，全国累计水泥产量同比下降 6.8%。由于供需矛盾的加重使得市场竞争加剧，价格持续走弱，P.O42.5 散装水泥均价同比下跌 41 元/吨(同比-10.59%)。2025Q3 水泥板块营收同比下滑 9.24%。个股看除去华新建材由于海外水泥业务高景气对冲了国内下滑，营收同比上升以外，其余水泥公司营收均明显下滑。

图表 18：主要水泥公司单季度营收同比

板块	公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
华东	海螺水泥	-32.89%	-45.53%	-10.67%	-8.24%	-11.42%
	万年青	-23.91%	-12.08%	-16.63%	-12.54%	-21.93%
	上峰水泥	-14.71%	7.44%	4.64%	-10.94%	-6.82%
	天山股份	-19.24%	-5.40%	-8.64%	-9.94%	-12.90%
华中	华新建材	1.78%	-0.98%	1.10%	-2.94%	5.95%
华北	冀东水泥	-6.63%	14.24%	16.82%	-0.27%	-7.13%
华南	塔牌集团	-23.39%	-5.01%	-7.42%	15.64%	-9.89%

资料来源：Wind，华源证券研究所

从毛利率看，成本端煤炭价格下行明显，但由于水泥价格弱势，盈利能力同比提升不明显。2025Q3 水泥成本端煤炭价格下行，但是由于水泥价格的弱势下行，行业盈利能力同比仅小幅提升。2025Q3 水泥板块毛利率 22.05%，同比上升 1.51 个百分点。个股看，2025Q3 华新建材由于海外水泥业务高景气使得整体毛利率同比提升明显，另外海螺水泥、天山股份、塔牌集团毛利率同比小幅提升。

图表 19：主要水泥公司单季度毛利率

板块	公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 同比 (pct)	25Q3 环比 (pct)
华东	海螺水泥	20.78%	28.15%	22.88%	27.19%	22.44%	1.66	-4.74
	万年青	16.12%	22.94%	17.48%	16.33%	13.25%	-2.87	-3.08
	上峰水泥	28.88%	24.89%	27.41%	34.96%	26.53%	-2.35	-8.44
	天山股份	16.99%	24.79%	13.70%	21.98%	17.51%	0.51	-4.47
华中	华新建材	24.74%	26.41%	26.11%	31.19%	30.53%	5.79	-0.66
华北	冀东水泥	24.82%	18.04%	8.46%	26.36%	22.18%	-2.64	-4.18
华南	塔牌集团	21.11%	20.04%	20.92%	26.96%	23.57%	2.46	-3.39

资料来源：Wind，华源证券研究所

从费用率看，费用管控方面取得较优成效，行业营收规模下滑背景下期间费用率同比小幅下降。2025Q3 水泥板块期间费用率 13.91%，同比下降 0.18 个百分点。考虑到行业营收规模下降，费用率反而小幅下滑，证明各公司在行业下行期在费用管控方面取得较优成效。

图表 20：主要水泥公司单季度费用率

板块	公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 同比 (pct)	25Q3 环比 (pct)
华东	海螺水泥	10.73%	11.72%	11.22%	10.24%	10.60%	-0.13	0.36
	万年青	13.31%	15.75%	14.67%	12.07%	17.33%	4.02	5.26
	上峰水泥	15.29%	12.46%	20.15%	14.97%	14.50%	-0.79	-0.47
	天山股份	16.78%	11.52%	21.71%	14.73%	16.44%	-0.33	1.72
华中	华新建材	14.34%	9.70%	16.47%	11.62%	12.66%	-1.68	1.04
华北	冀东水泥	17.25%	19.30%	30.81%	14.43%	18.37%	1.11	3.94
华南	塔牌集团	11.12%	11.06%	10.19%	8.95%	11.42%	0.29	2.46

资料来源：Wind，华源证券研究所

从现金流看，2025Q1-3 现金流情况有所恶化。2025 年前三季度水泥板块收现比 101%，同比下滑 1pct，信用减值损失 3.77 亿元。

图表 21：主要水泥公司现金流情况

板块	公司	收现比				净现比				信用减值损失（亿元）			
		25H1	同比 (pct)	25Q1-3	同比 (pct)	25H1	同比 (pct)	25Q1-3	同比 (pct)	25H1	变动	25Q1-3	变动
华东	海螺水泥	117%	-7	115%	-3	189%	-15	173%	-24	0.05	-0.14	0.07	-0.12
	万年青	118%	7	114%	6	-	-	2432%	625	0.05	0.00	-0.11	-0.20
	上峰水泥	100%	3	96%	-3	184%	-100	137%	-58	1.21	1.19	1.21	1.19
	天山股份	88%	-2	92%	1	-	-	-	-	2.32	0.83	2.32	0.88
华中	华新建材	86%	-3	88%	-1	116%	-53	129%	-85	0.26	-0.05	0.29	-0.07
华北	冀东水泥	96%	4	95%	2	-	-	-	-	0.18	0.01	-0.01	0.14
华南	塔牌集团	108%	1	110%	-1	31%	17	44%	-8	0.00	0.00	0.00	-0.01
	合计	101%	-3	101%	-1	258%	-7369	254%	-393	4.08	1.85	3.77	1.82

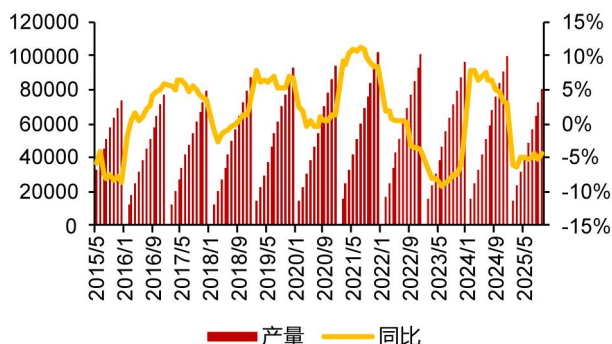
资料来源：Wind，华源证券研究所。注：为便于表示，表中计提信用减值损失为正

4. 玻璃：浮法承压光伏回暖，行业分化筑底

前三季度浮法玻璃需求明显下滑，行业整体面临亏损。受下游地产竣工下行影响，浮法玻璃需求明显下滑，前三季度全国累计浮法玻璃产量为 7.29 亿重量箱，同比下降 5.2%。浮法玻璃价格整体走弱，行业整体面临亏损。

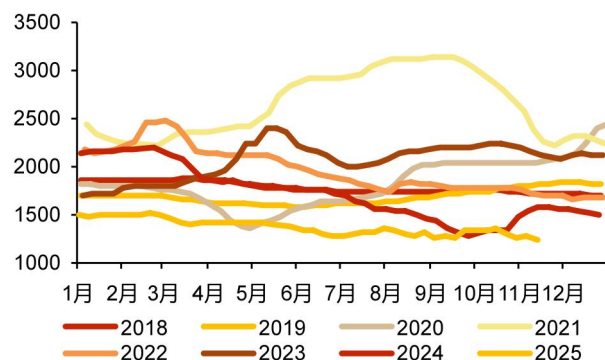
浮法玻璃板块 2025 年前三季度营收同比-9.94%，毛利率同比-6.76pct，费用率同比-0.79pct，归母净利率同比-3.15pct，对应归母净利润同比-55.35%，扣非归母净利润同比-91.30%，其中 2025Q3 收入同比+4.87%，毛利率同比-0.63pct，费用率同比-0.80pct，归母净利率同比-0.37pct，对应归母净利润同比-99.03%，扣非归母净利润同比-70.47%。

图表 22：全国浮法玻璃累计产量（万重量箱）



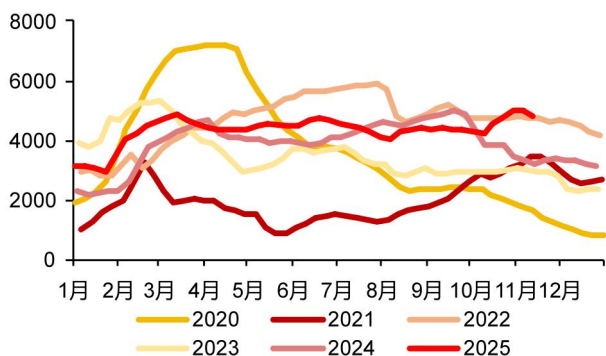
资料来源：Wind，国家统计局，华源证券研究所

图表 23：全国 5mm 浮法玻璃价格（元/吨）



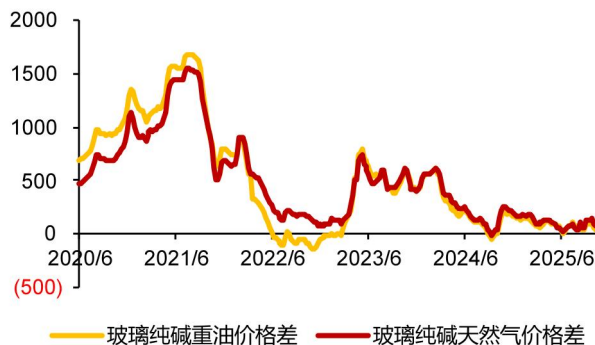
资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 24：全国重点 8 省浮法玻璃库存（万重量箱）



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 25：浮法玻璃价格差（元/吨）

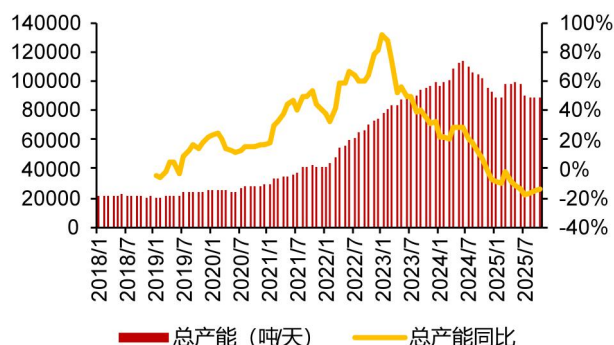


资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

前三季度光伏玻璃整体承压，9 月开始边际修复。上半年供给端在产产能的逐步回落叠加光伏 430 和 531 新政引起的阶段性抢装，盈利小幅上升，但随着抢装结束终端需求支撑不足，价格松动回落。下半年，“反内卷”方向确立，7 月行业开始自律性减产，同时 9 月份开始下游组件逐步补货，行业供需边际改善，光伏玻璃价格在 9 月明显上涨。

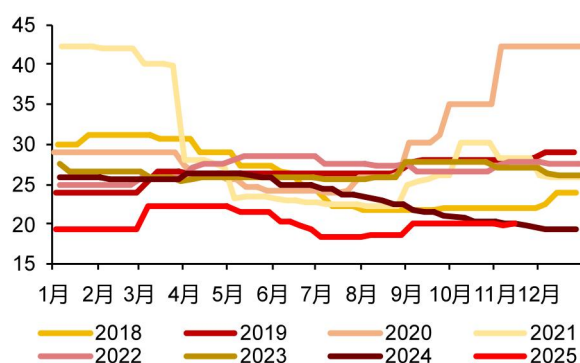
光伏玻璃板块 2025 年前三季度营收同比-20.78%，毛利率同比-5.39pct，费用率同比+0.77pct，归母净利率同比-5.81pct，对应归母净利润同比-140.33%，扣非归母净利润同比-157.66%，其中 2025Q3 收入同比+10.67%，毛利率同比+7.86pct，费用率同比-2.02pct，归母净利率同比+9.17pct，对应归母净利润同比+108.10%，扣非归母净利润同比+102.19%。

图表 26：光伏玻璃产能情况（吨/天）



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 27：光伏玻璃 3.2mm 镀膜均价（元/平方米）



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 28：2025 年前三季度主要玻璃公司财务指标

公司	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
南玻 A	-11.94%	13.88%	-5.20	12.25%	0.03	1.44%	-5.20	-80.88%	-92.75%
金晶科技	-31.63%	5.72%	-12.14	13.27%	4.46	-7.79%	-13.66	-190.80%	-204.31%
旗滨集团	1.55%	12.33%	-6.68	9.03%	-3.40	7.77%	1.74	30.90%	-38.13%
浮法玻璃	-9.94%	12.07%	-6.76	10.91%	-0.79	3.10%	-3.15	-55.35%	-91.30%
福莱特	-14.66%	15.08%	-3.94	7.41%	-0.19	5.12%	-3.76	-50.79%	-49.72%
亚玛顿	-35.42%	6.44%	1.54	10.44%	4.48	-3.77%	-2.68	-123.67%	-98.13%
凯盛新能	-27.55%	-13.49%	-15.47	11.34%	1.91	-22.28%	-15.58	-141.12%	-140.05%
安彩高科	-29.03%	-5.01%	-11.45	10.90%	2.11	-14.56%	-11.96	-297.65%	-228.70%
光伏玻璃	-20.78%	7.80%	-5.39	8.65%	0.77	-1.96%	-5.81	-140.33%	-157.66%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 29：2025Q3 主要玻璃公司财务指标（亿元）

公司	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
南玻 A	4.86%	12.82%	-0.81	11.16%	-1.74	1.93%	0.51	42.23%	3.87%
金晶科技	-29.45%	-0.39%	-13.04	16.12%	6.10	-16.25%	-17.72	-881.99%	-881.50%
旗滨集团	18.94%	10.81%	3.12	11.31%	-2.01	0.56%	3.60	122.01%	减亏 1.36
浮法玻璃	4.87%	10.38%	-0.63	11.79%	-0.80	-0.78%	-0.37	-99.03%	-70.47%
福莱特	20.95%	16.75%	10.78	6.91%	-3.66	7.96%	13.16	285.47%	269.34%
亚玛顿	-28.52%	4.43%	4.03	11.64%	5.42	-8.79%	-3.02	-8.87%	-16.87%
凯盛新能	40.15%	-10.76%	8.04	11.37%	-2.55	-14.68%	12.21	减亏 0.45	减亏 0.13
安彩高科	-25.02%	-8.49%	-7.31	12.32%	1.76	-19.90%	-9.37	-41.77%	-39.41%
光伏玻璃	10.67%	9.30%	7.86	8.45%	-2.02	0.62%	9.17	108.10%	102.19%

资料来源：Wind，华源证券研究所

从收入看，浮法玻璃行业量价依然承压，板块企业受益于光伏玻璃业务营收小幅增长；光伏玻璃边际修复明显，板块营收增长明显。1）浮法玻璃：7 月浮法玻璃价格受期货带动上涨；随着 8 月期货价格走低，下游需求加速下滑，浮法厂库存快速增加，现货的价格走低；进入 9 月传统旺季，浮法价格在厂家集中挺价下小幅上涨，但由于需求较弱，涨价并不明显。

2025Q3，全国浮法玻璃产量同比下降 3.94%；均价同比下跌 198 元/吨（同比-13.21%）。但由于板块中头部企业拥有的光伏玻璃业务受益于行业的边际修复，2025 年 Q3 浮法玻璃板块营收同比+4.87%。2）光伏玻璃：随着“反内卷”方向的确立，8 月行业开始自律性减产，同时 9 月份开始下游组件逐步补货，行业供需边际改善，光伏玻璃价格在 9 月明显上涨。以 3.2mm 镀膜为例，均价从 6 月底的 19.27 元/平方米上涨至 9 月底的 20 元/平方米。2025 年 Q3 光伏玻璃板块营收同比+10.67%。

图表 30：主要玻璃公司单季度营收同比

公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
南玻 A	-26.18%	-23.25%	-22.25%	-17.35%	4.86%
金晶科技	-27.66%	-35.78%	-31.40%	-33.71%	-29.45%
旗滨集团	-14.21%	-9.99%	-9.68%	-3.59%	18.94%
福莱特	-37.03%	-27.67%	-28.76%	-26.41%	20.95%
亚玛顿	-31.11%	-52.11%	-36.80%	-39.56%	-28.52%
凯盛新能	-63.33%	-51.73%	-37.98%	-49.28%	40.15%
安彩高科	-33.60%	-23.70%	-22.68%	-39.15%	-25.02%

资料来源：Wind，华源证券研究所

从毛利率看，成本端纯碱均价下跌背景下浮法玻璃板块毛利率仅小幅下滑，光伏板块毛利率提升明显。1）浮法玻璃：2025Q3 虽然浮法玻璃价格均价同比下降，但由于成本端纯碱均价同比下跌 491 元/吨（同比-26.76%），浮法玻璃板块毛利率 10.38%，同比仅下降 0.63pct。2）光伏玻璃：2025Q3 光伏玻璃板块毛利率 9.30%，同比提升 7.86pct。

图表 31：主要玻璃公司单季度毛利率

公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 同比 (pct)	25Q3 环比 (pct)
南玻 A	13.62%	9.65%	13.34%	15.58%	12.82%	-0.81	-2.77
金晶科技	12.64%	-1.28%	12.89%	3.86%	-0.39%	-13.04	-4.25
旗滨集团	7.69%	5.48%	12.02%	14.31%	10.81%	3.12	-3.49
福莱特	5.97%	2.88%	11.72%	16.65%	16.75%	10.78	0.11
亚玛顿	0.40%	2.33%	7.23%	7.50%	4.43%	4.03	-3.08
凯盛新能	-18.80%	-30.36%	-13.44%	-17.05%	-10.76%	8.04	6.29
安彩高科	-1.18%	-11.78%	-4.32%	-2.56%	-8.49%	-7.31	-5.92

资料来源：Wind，华源证券研究所

从费用率看，板块营收规模增长叠加费用管控优化，期间费用率下降。1）浮法玻璃：2025Q3 浮法玻璃板块期间费用率 11.79%，同比下降 0.8 个百分点。2）光伏玻璃：2025Q3 光伏玻璃板块期间费用率 8.45%，同比下降 2.02 个百分点。

图表 32：主要玻璃公司单季度费用率

公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 同比 (pct)	25Q3 环比 (pct)
----	------	------	------	------	------	------------------	------------------

南玻 A	12.90%	11.86%	13.24%	12.62%	11.16%	-1.74	-1.46
金晶科技	10.02%	10.35%	11.29%	12.74%	16.12%	6.10	3.38
旗滨集团	13.32%	11.34%	12.55%	3.35%	11.31%	-2.01	7.96
福莱特	10.57%	6.92%	7.89%	7.52%	6.91%	-3.66	-0.61
亚玛顿	6.22%	13.79%	8.54%	11.34%	11.64%	5.42	0.30
凯盛新能	13.92%	11.55%	9.46%	13.46%	11.37%	-2.55	-2.09
安彩高科	10.56%	11.02%	8.51%	12.83%	12.32%	1.76	-0.51

资料来源：Wind，华源证券研究所

从现金流看，2025Q1-3 现金流情况保持平稳。2025 年前三季度玻璃板块收现比 78%，同比保持不变，信用减值损失 0.99 亿元。

图表 33：主要玻璃公司现金流情况

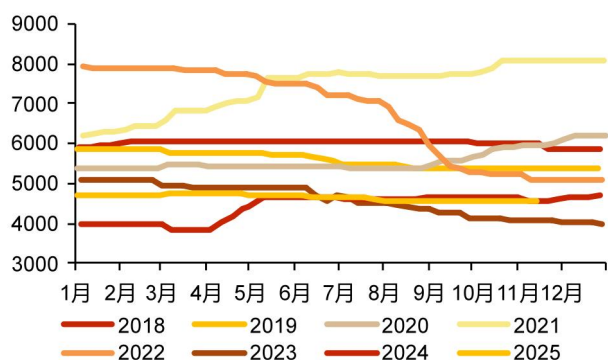
公司	收现比				净现比				信用减值损失（亿元）			
	25H1	同比 (pct)	25Q1-3	同比 (pct)	25H1	同比 (pct)	25Q1-3	同比 (pct)	25H1	变动	25Q1-3	变动
南玻 A	100%	-5	101%	-5	596%	459	598%	423	0.01	0.08	-0.05	0.04
金晶科技	61%	6	64%	8	-	-	-	-	0.00	-0.02	-0.01	-0.03
旗滨集团	77%	10	77%	9	37%	43	119%	76	0.29	0.15	0.18	-0.08
福莱特	72%	11	66%	1	527%	410	348%	116	-0.13	-0.15	0.00	0.07
亚玛顿	107%	11	84%	-7	-	-	-	-	0.01	0.01	0.02	0.03
凯盛新能	57%	-19	59%	-27	-	-	-	-	0.46	0.42	0.89	0.88
安彩高科	70%	-17	75%	-11	-	-	-	-	-0.10	0.02	-0.03	0.09
合计	79%	3	78%	0	465%	367	1216%	1028	0.54	0.52	0.99	0.99

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：为便于表示，表中计提信用减值损失为正

5. 玻璃纤维：粗纱需求呈现结构化，高端电子布异军突起

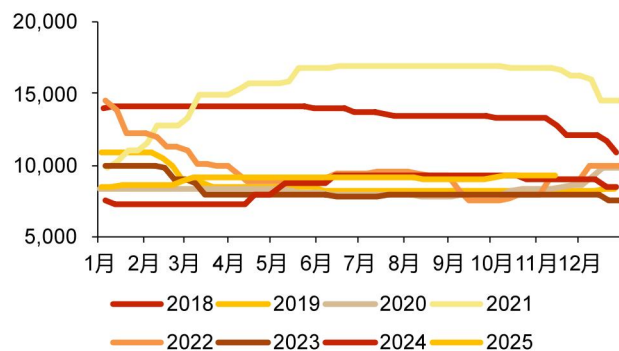
2025 年 1-9 月玻纤行业国内需求呈现结构化，高端电子布异军突起。2025 年前三季度看，玻纤行业需求依旧呈现结构化，受益于 AI 服务器迭代升级、高频通信技术革新带动高频高速 PCB 需求，特种玻纤布需求呈现加速上行，驱动风电、热塑和电子类产品价格陆续实现不同幅度的上涨。但传统应用市场受宏观经济压力、中美贸易摩擦及房地产相关行业低迷影响，有效需求不足，传统产品价格面临下行压力。值得注意的是，随着 9 月初行业发布反内卷倡议，产品结构性价价陆续落地，预计后续盈利能力将逐步修复。

图表 34：无碱玻璃纤维纱均价（元/吨）



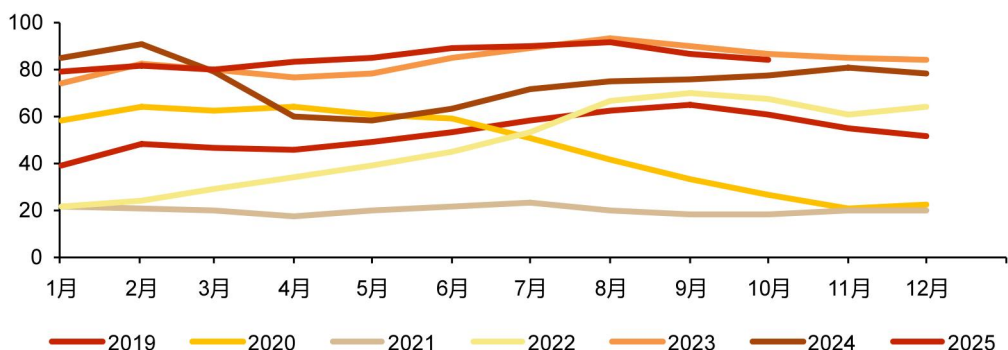
资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 35：电子纱均价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

图表 36：玻纤库存（万吨）



资料来源：卓创资讯，华源证券研究所

玻璃纤维板块 2025 年前三季度营收同比+23.54%，毛利率同比+4.23pct，费用率同比-2.78pct，归母净利率同比+4.38pct，对应归母净利润同比+121.37%，扣非归母净利润同比+223.53%，其中 2025Q3 收入同比+28.33%，毛利率同比+2.76pct，费用率同比-2.62pct，归母净利率同比+3.41pct，对应归母净利润同比+110.50%，扣非归母净利润同比+140.08%。

图表 37：2025 年前三季度主要玻璃纤维公司财务指标（%，亿元）

公司	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
中国巨石	19.53%	32.42%	8.69	9.00%	-1.47	18.47%	5.29	67.51%	125.91%
中材科技	29.09%	19.68%	1.86	11.40%	-2.81	6.82%	3.20	143.24%	269.72%
国际复材	19.01%	17.67%	2.93	10.41%	-7.16	4.26%	7.17	273.53%	214.27%
山东玻纤	19.26%	15.03%	8.70	13.78%	-1.00	-0.01%	7.43	减亏 1.1	减亏 1.09
长海股份	24.02%	23.69%	0.30	11.22%	-1.73	10.91%	0.27	27.16%	45.54%
宏和科技	37.76%	32.62%	16.17	14.88%	-1.96	16.28%	15.03	1696.45%	5339.23%
玻璃纤维板块	23.54%	23.51%	4.23	10.97%	-2.78	9.90%	4.38	121.37%	223.53%

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 38：2025Q3 主要玻璃纤维公司财务指标（%，亿元）

公司	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
----	------	-----	---------------	-----	---------------	-------	---------------	--------	----------

中国巨石	23.17%	32.82%	4.64	9.08%	-1.85	18.37%	3.68	54.06%	72.57%
中材科技	33.47%	19.07%	2.27	11.32%	-2.90	5.75%	3.46	234.84%	333.91%
国际复材	18.30%	18.22%	4.08	12.92%	-2.85	1.84%	5.06	167.66%	150.10%
山东玻纤	36.57%	11.51%	-0.95	12.99%	-3.26	-1.39%	1.44	减亏 0.04	-5.01%
长海股份	33.13%	22.27%	-2.18	10.42%	-2.80	9.27%	-2.58	4.18%	33.18%
宏和科技	43.10%	34.92%	15.93	16.30%	-1.26	17.03%	13.75	644.41%	1718.32%
玻璃纤维板块	28.33%	22.96%	2.76	11.24%	-2.62	8.74%	3.41	110.50%	140.08%

资料来源：Wind，华源证券研究所

从营收看，受益于量增，2025Q3 玻纤板块收入增速有所提速。从单三季度来看，公司收入增速环比有所提速，虽粗纱价格有所承压，但销量增长强劲，粗纱产品在 9 月份市场进入旺季后，产销率较好，此外电子布受益于 AI 需求提升持续维持高景气。

图表 39：主要玻璃纤维公司单季度营收同比

公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
中国巨石	8.27%	22.41%	32.42%	6.28%	23.17%
中材科技	5.69%	-5.37%	24.26%	28.09%	33.47%
国际复材	8.12%	5.29%	21.68%	17.60%	18.30%
山东玻纤	-4.61%	-4.36%	18.06%	4.15%	36.57%
长海股份	-0.25%	22.66%	31.35%	7.75%	33.13%
宏和科技	1.20%	31.34%	29.52%	39.77%	43.10%

资料来源：Wind，华源证券研究所

从毛利率看，受制于粗纱产品均价下滑环比有所承压。2025 年 7、8 月受淡季影响，粗纱产品均价环比略有下降，因此 2025Q3 毛利率环比略有下降，但随着 9 月初行业发布反内卷倡议，产品结构性复价陆续落地，预计后续盈利能力将逐步修复。2025Q3，电子布受益于 AI 需求高景气，依旧维持良好价格态势，因此作为全部业务均为电子布的宏和科技毛利率环比有所上升。

图表 40：主要玻璃纤维公司单季度毛利率

公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 同比 (pct)	25Q3 环比 (pct)
中国巨石	28.18%	28.58%	30.53%	33.84%	32.82%	4.64	-1.02
中材科技	16.80%	15.17%	18.54%	21.12%	19.07%	2.27	-2.05
国际复材	14.14%	6.66%	14.90%	19.40%	18.22%	4.08	-1.18
山东玻纤	12.46%	13.19%	16.82%	17.30%	11.51%	-0.95	-5.79
长海股份	24.45%	21.05%	22.59%	26.77%	22.27%	-2.18	-4.50
宏和科技	18.99%	19.99%	28.06%	34.02%	34.92%	15.93	0.89

资料来源：Wind，华源证券研究所

从费用率看，收入规模效应使得期间费用率改善明显。2025Q3 收入表现亮眼，整体费用率同比有所下降，2025Q3 期间费用率为 11.24%，费用率同比-2.62pct。

图表 41：主要玻璃纤维公司单季度费用率

公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 同比 (pct)	25Q3 环比 (pct)
----	------	------	------	------	------	---------------	---------------

中国巨石	10.93%	1.65%	9.29%	8.65%	9.08%	-1.85	0.43
中材科技	14.22%	12.25%	12.17%	10.95%	11.32%	-2.90	0.37
国际复材	15.77%	10.59%	11.13%	7.33%	12.92%	-2.85	5.59
山东玻纤	16.26%	13.13%	12.59%	16.16%	12.99%	-3.26	-3.16
长海股份	13.22%	10.90%	10.47%	13.09%	10.42%	-2.80	-2.67
宏和科技	17.56%	18.33%	14.89%	13.47%	16.30%	-1.26	2.83

资料来源：Wind，华源证券研究所

从现金流看，玻纤板块收现比边际有所承压，减值情况表现依旧良好。2025 年前三季度玻纤行业收现比为 82%，同比下滑 9pct，净现比为 141%，同比下滑 43pct，信用减值损失为 1 亿元。

图表 42：主要玻璃纤维公司现金流情况

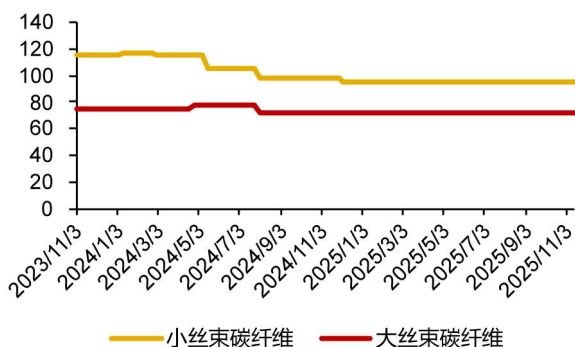
公司	收现比				净现比				信用减值损失（亿元）			
	25H1	同比 (pct)	25Q1-3	同比 (pct)	25H1	同比 (pct)	25Q1-3	同比 (pct)	25H1	变动	25Q1-3	变动
中国巨石	79%	14	77%	3	82%	59	80%	12	-0.01	-0.04	0.05	0.01
中材科技	89%	-13	91%	-11	174%	177	208%	-41	0.00	0.03	0.44	0.40
国际复材	81%	5	74%	-30	-	-	-	-	0.07	0.06	0.35	0.37
山东玻纤	46%	-16	47%	-19	-	-	-	-	0.06	0.06	0.14	0.12
长海股份	78%	-3	82%	2	38%	148	81%	5	-0.04	-0.05	0.01	0.00
宏和科技	71%	-18	74%	-15	110%	-3231	126%	-1021	0.01	0.00	0.01	0.00
合计	82%	-1	82%	-9	127%	76	141%	-43	0.10	0.07	1.00	0.90

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：为便于表示，表中计提信用减值损失为正

6. 碳纤维：市场供应充裕，需求结构分化

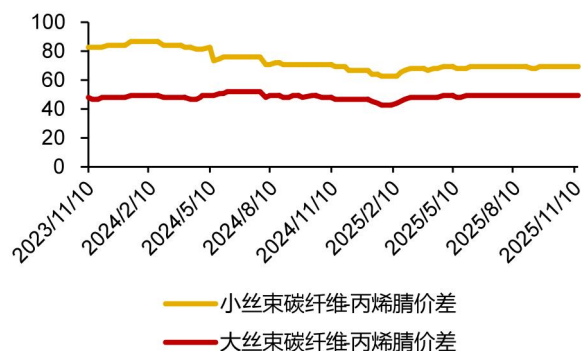
市场供应保持充裕，新兴需求仍然有限，传统需求出现分化。从供应端来看，截至今年 9 月碳纤维行业整体产能充裕，头部企业多维持满负荷生产，2025 年前三季度碳纤维总产量为 6.25 万吨，同比增长 47.24%，市场整体开工率处于中等偏上水平，9 月平均开工率为 61.63%，较年初增长 11.25pct；从需求端来看，新兴领域需求有所增长，低空经济、军工需求表现亮眼，但整体需求量仍然有限，汽车轻量化等需求释放有所减缓，而传统领域表现分化，风电需求仍保持平稳，体育休闲整体需求疲软。

图表 43：碳纤维价格（元/千克）



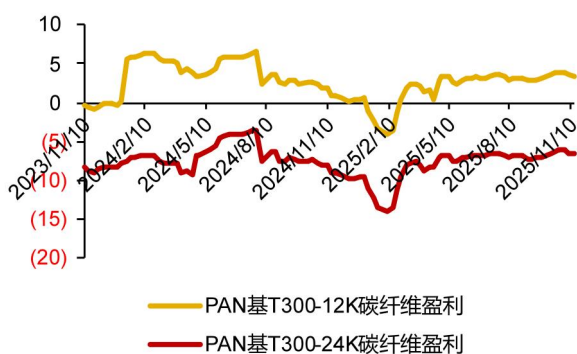
资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

图表 44：碳纤维-丙烯腈价差（元/千克）



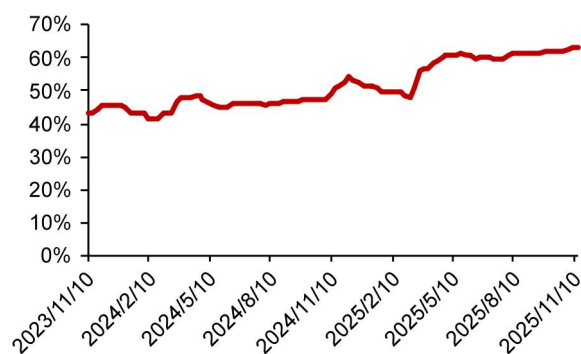
资料来源：百川盈孚，华源证券研究所

图表 45: PAN 基 T300 碳纤维盈利 (元/千克)



资料来源: 百川盈孚, 华源证券研究所

图表 46: 碳纤维企业周平均开工率 (%)



资料来源: 百川盈孚, 华源证券研究所

碳纤维板块 2025 年前三季度营收同比+33.01%，毛利率同比-4.54pct，费用率同比-2.37pct，归母净利率同比-3.48pct，对应归母净利润同比-4.35%，扣非归母净利润同比+6.32%，其中 2025Q3 收入同比+31.43%，毛利率同比-5.33pct，费用率同比-1.76pct，归母净利率同比-3.88pct，对应归母净利润同比-8.72%，扣非归母净利润同比-2.63%。

图表 47: 2025 年前三季度主要碳纤维公司财务指标

公司	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
中复神鹰	37.39%	17.82%	-1.44	15.05%	-9.86	4.09%	4.84	854.72%	165.88%
吉林碳谷	63.98%	17.08%	-0.08	8.37%	-2.96	6.93%	-0.11	61.39%	143.97%
光威复材	4.40%	41.18%	-5.58	14.77%	4.03	20.89%	-11.44	-32.55%	-32.22%
中简科技	28.46%	63.90%	2.59	15.05%	-0.99	42.38%	-1.02	25.45%	28.93%
吉林化纤	43.62%	10.94%	-0.05	8.23%	-0.03	0.81%	-0.01	-47.41%	-47.25%
碳纤维	33.01%	22.14%	-4.54	11.03%	-2.37	8.92%	-3.48	-4.35%	6.32%

资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 48: 2025Q3 主要碳纤维公司财务指标

公司	营收同比	毛利率	同比变动 (pct)	费用率	同比变动 (pct)	归母净利率	同比变动 (pct)	归母净利同比	扣非归母净利同比
中复神鹰	59.23%	21.58%	10.00	13.21%	-12.48	8.29%	16.91	253.11%	184.13%
吉林碳谷	76.45%	19.22%	3.13	7.91%	-4.28	7.70%	4.50	324.21%	450.80%
光威复材	5.24%	39.17%	-10.88	13.34%	5.31	18.52%	-14.54	-41.05%	-43.45%
中简科技	-8.85%	63.99%	1.87	21.80%	14.62	37.02%	-15.33	-35.55%	-35.39%
吉林化纤	35.35%	9.32%	-0.07	8.18%	-0.05	0.76%	-0.01	-51.69%	-58.95%
碳纤维	31.43%	22.26%	-5.33	10.86%	-1.76	8.83%	-3.88	-8.72%	-2.63%

资料来源: Wind, 华源证券研究所

从营收看，行业整体营收高增。2025Q3，主要碳纤维企业营收已出现明显改善，在去年低基数的前提下营收同比高增。其中具备上下游协同、销售碳纤维下游产品（风电碳梁等）的吉林碳谷和在风电业务发力且专注于碳纤维业务的中复神鹰营收分别同比增长 76.45%和

59.23%，而产品结构和应用领域更偏向于高端化（航天航空等）的中简科技营收自 2024 年第二季度开始率先改善，因此去年基数较高，使得今年第三季度同比小幅下滑 8.85%。

图表 49：主要碳纤维公司单季度营收同比

公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
中复神鹰	-30.09%	-32.57%	-10.40%	83.15%	59.23%
吉林碳谷	-16.81%	21.86%	19.77%	100.43%	76.45%
光威复材	42.63%	-28.96%	10.50%	-1.40%	5.24%
中简科技	187.44%	75.85%	62.89%	55.96%	-8.85%
吉林化纤	-1.02%	10.67%	32.39%	65.48%	35.35%

资料来源：Wind，华源证券研究所

从毛利率看，产品结构变化和丙烯腈价格上行影响毛利率表现。中复神鹰和吉林化纤 2025Q3 毛利率分别环比-2.96pct 和-2.08pct，其中中复神鹰毛利率下滑主要系公司产品结构变化导致，其高毛利的航空航天领域产品交付节奏放缓，而风电等低毛利产品阶段性需求增加使得整体毛利率环比下行；与中复神鹰类似，吉林化纤毛利率下滑主要系其正经历碳纤维领域转型导致产品结构变化，叠加整体成本上行所致（2025 第三季度小丝束碳纤维-丙烯腈价差同比下滑 5.84%，大丝束碳纤维-丙烯腈价差同比下滑 2.04%）。

图表 50：主要碳纤维公司单季度毛利率

公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 同比 (pct)	25Q3 环比 (pct)
中复神鹰	11.57%	1.46%	3.38%	24.54%	21.58%	10.00	-2.96
吉林碳谷	16.09%	14.04%	14.92%	16.45%	19.22%	3.13	2.76
光威复材	50.04%	41.34%	47.50%	38.03%	39.17%	-10.88	1.13
中简科技	62.12%	66.57%	67.23%	60.27%	63.99%	1.87	3.72
吉林化纤	16.37%	7.58%	12.24%	11.40%	9.32%	-7.06	-2.08

资料来源：Wind，华源证券研究所

从费用率看，降本增效成为主流。2025Q3 碳纤维行业费用率整体下降，但中简科技费用率同环比大幅度上行，我们判断主要系公司对于 ZT9 等更高端产品的投入导致研发费用率大幅上行所致，2025Q3 中简科技研发费用率为 17.21%，同比+13.44pct，环比+6.13pct。

图表 51：主要碳纤维公司单季度费用率

公司	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q3 同比 (pct)	25Q3 环比 (pct)
中复神鹰	25.69%	31.90%	19.61%	13.71%	13.21%	-12.48	-0.50
吉林碳谷	12.19%	13.75%	8.94%	8.43%	7.91%	-4.28	-0.51
光威复材	8.03%	21.96%	15.99%	15.44%	13.34%	5.31	-2.10
中简科技	7.18%	14.54%	8.50%	15.42%	21.80%	14.62	6.38
吉林化纤	12.78%	8.29%	9.17%	7.49%	8.18%	-4.60	0.70

资料来源：Wind，华源证券研究所

从现金流看，碳纤维公司积极优化经营质量，降低收款风险。2025 年前三季度收现比为 71%，同比下滑 11pct，净现比为 48%，同比增长 40pct，计提信用减值损失 0.52 亿元。

图表 52：主要碳纤维公司现金流情况

公司	收现比				净现比				信用减值损失（亿元）			
	25H1	同比 (pct)	25Q1-3	同比 (pct)	25H1	同比 (pct)	25Q1-3	同比 (pct)	25H1	变动	25Q1-3	变动
中复神鹰	83%	-17	78%	-22	626%	526	-	-	0.02	0.03	0.02	0.04
吉林碳谷	76%	-1	68%	1	-224%	-47	-260%	265	0.11	0.10	0.26	0.21
光威复材	100%	-16	74%	-19	116%	11	71%	53	0.10	0.12	0.29	0.07
中简科技	146%	54	100%	42	220%	87	123%	78	-0.06	-0.07	0.00	-0.02
吉林化纤	61%	-3	64%	-16	264%	194	342%	234	0.11	0.05	-0.06	-0.17
合计	80%	-6	71%	-11	124%	49	48%	40	0.27	0.23	0.52	0.13

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：为便于表示，表中计提信用减值损失为正

7. 风险提示

- (1) **经济恢复不及预期**：逆周期调节背景下，经济有望企稳回升，但仍存在不确定性。
- (2) **化债力度不及预期**：化债有望推动地产产业链重回正常轨道，但具体落地力度仍有不确定性。
- (3) **房地产政策不及预期**：地产政策边际宽松，但整体复苏程度仍然较弱，地产需求仍有不确定性。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。