

2026年建材行业年度策略： 玻纤粗纱和电子布景气有望共振

证券分析师：黄诗涛

执业证书编号：

S0600521120004

联系邮箱：

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师：石峰源

执业证书编号：

S0600521120001

联系邮箱：

shify@dwzq.com.cn

2025年12月12日

- **2025年行情回顾：建材板块小幅跑输全部A股。**2025年1月1日-12月5日，SW建筑材料板块涨跌幅为19.62%，相对万得全A指数的超额收益为-4.85%。子板块中涨幅排名依次为玻纤（+71.39%）、水泥（+15.44%）、装修建材（+9.27%）、玻璃制造（+2.36%）。
- **宏观展望：总量政策有望适时加力，实物需求支撑有望增强。**12月政治局会议强调明年经济工作要坚持“稳中求进、提质增效”的总基调，“实施更加积极有为的宏观政策，持续扩大内需、优化供给”，将“内需主导，建设强大国内市场”放在首位，总量政策或将适度加力。预计2026年基建投资维持平稳，地产前端降幅有望收窄，实物需求降幅有望收窄。
- **玻纤：传统与新兴领域景气有望共振。**（1）2025年一季度以来行业之中前期推迟点火的生产线陆续投产，较强内需支撑下新增产能逐步消化，供给冲击最大的阶段已经过去。行业盈利仍处历史低位，资本开支持续放缓，中期新增产能有限。我们测算2026年粗纱/电子纱有效产能有望达到759.2万吨/107.7万吨，分别同比增加6.9%/7.3%。（2025年全年有效产能测算值同比分别增加14.8%/6.7%）（2）2026年下游风电、热塑需求有一定韧性，外贸需求或有改善，考虑到传统领域渗透率的提升以及光伏边框等新应用的发展，我们判断2026年玻纤需求增速或有回落但保持平稳增长。测算2026年行业粗纱库存有望稳中下降，推动行业景气低位继续复苏，风电、热塑以及新兴特种电子布结构性领域盈利继续向好。其中我们认为风电、热塑产品的盈利改善有望好于普通粗纱产品，电子纱高端继续放量，结构性紧缺仍会延续。（3）中高端需求的结构性景气以及新兴应用的兴起有利于龙头提升壁垒，盈利稳定性也将增强，同时贡献新的增长点，龙头估值有望提升。推荐中国巨石，建议关注中材科技、长海股份、宏和科技、国际复材等。
- **玻璃：供给加速出清，有望提供2026年价格弹性。**2025年：盈利支撑下冷修节奏放缓，供需僵持、行业小幅累库。（1）当前行业亏损面扩大，将推动高窑龄、亏损幅度较大的生产线加速停产/冷修。除了少数原材料、燃料均占优势的企业，国内主要生产普通白玻的玻璃产线整体处于不同程度的亏损状态。我们判断春节前仍是终端需求走弱、社会库存消化的压力期，难以支撑价格的持续反弹，在产产能在行业大面积亏损的压力下延续收缩。（2）供给收缩的幅度提供2026年上半年玻璃价格反弹的弹性。基于玻璃终端需求下行的压力以及厂商、社会库存均处中高水平，且行业亏损状况短期难以改善，我们认为2026年上半年浮法玻璃在产日熔量有望下降至14.74万t/d以下，2026年春节复工后随着需求季节性上升，我们认为厂商库存有望显著下降，有望推动价格反弹至行业整体盈亏平衡线。（3）中长期来看，反内卷政策导向有望约束行业无序竞争，避免极端价格的出现，提升行业盈利中枢，龙头持续享受成本优势下的超额利润，外延布局有望形成新增长点。当前龙头玻璃企业估值处于历史低位，浮法玻璃盈利反弹、光伏玻璃景气修复以及新产品布局有望推动估值修复，推荐旗滨集团，建议关注南玻A、金晶科技等。

- **水泥：行业自律延续提供盈利底部支撑，关注产业政策和需求变化。**（1）行业供给侧主动调节的力度和持续性有望维持。产能置换加速落后/僵尸产能退出，中期熟料产能利用率有望提升，尤其是退出产能较多的西北、西南区域。我们测算截至2025年12月3日已公示的产能置换方案涉及退出产能10952万吨，涉及净产能指标减少4049万吨，相当于2024年末全国熟料设计产能的6.8%/2.5%。（2）我们判断2026年在龙头引领下供给自律共识强化，行业错峰力度不断增强，提供盈利底部支撑，但需求不稳的背景下，行业供需需要频繁再平衡，制约行业盈利弹性。若实物需求企稳改善，水泥旺季价格弹性可观。我们认为2026年行业盈利环比2025年下半年有望呈现震荡中改善的态势，部分基建重点项目需求增量较大的省份（如新疆、西藏）景气有望明显领先全国整体水平。（3）反内卷政策引导行业有序竞争和落后低效产能退出，行业中长期盈利基础有望巩固。板块市净率估值处于历史底部，产业政策落地有望推动盈利稳步修复、估值回升。龙头企业综合竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，海外发展中国家地区布局有望持续贡献盈利增量，推荐华新建材（国内盈利平稳，非洲、中亚市场高景气，海外进入兑现期）、海螺水泥（全国龙头）、上峰水泥（最低分红承诺、新经济产业投资贡献增量）、金隅冀东（东北区域整合），建议关注天山股份、塔牌集团（最低分红承诺）等。
- **装修建材：整体承压，但点状机会呈现。**在竣工下行的过去两年，企业的预期和资产负债表都受到了较大的冲击。行业也走过了恐慌性价格竞争到理性复价的过程。除了中小企业被动出清带来的市场占有率提升，龙头企业也在积极寻找新的增长点和竞争优势，从商品房到非商品房，从新房到二手房和存量更新，拓展新的产品，或者从卖产品到卖方案，从局部空间到全屋场景。而出海也成为了大家共同的选项，自己布局或者并购的方式都有。2026年，整体行业需求仍旧承压，我们认为收入可能还会有小个位数的下降，但毛利率的提升会推动利润呈现小个位数的增长。整体而言，我们更看好零售赛道的表现，积极关注那些率先找到新增长点的企业，建议关注三棵树，推荐箭牌家居、东方雨虹。
- **风险提示：**总量政策加力不及预期的风险，基建、地产实物需求不及预期的风险，行业竞合态势超预期恶化的风险，房价进一步下跌的风险。

2025年行情复盘

宏观展望：总量政策有望适时加力，实物需求支撑有望增强

玻纤：传统与新兴领域景气有望共振

- 供给冲击逐步消化，中期产能新增放缓
- 外需有望迎来改善，2026年需求有望平稳增长
- 行业景气稳步复苏，特种电子布等结构性高景气延续
- 投资建议

玻璃：供给加速出清，有望提供2026年价格弹性

- 盈利波动下供给出清反复，2025年供需矛盾加剧，重回大面积亏损
- 中短期供给收缩有持续性，旺季价格酝酿弹性
- 投资建议

水泥：行业自律延续提供盈利底部支撑，关注产业政策和需求变化

- 低盈利下龙头供给自律共识强化
- 中期供给侧自律提供盈利底部支撑，需求决定旺季价格弹性
- 中长期政策引导行业有序竞争和落后低效产能退出，巩固盈利基础
- 投资建议

装修建材：整体承压，点状机会呈现

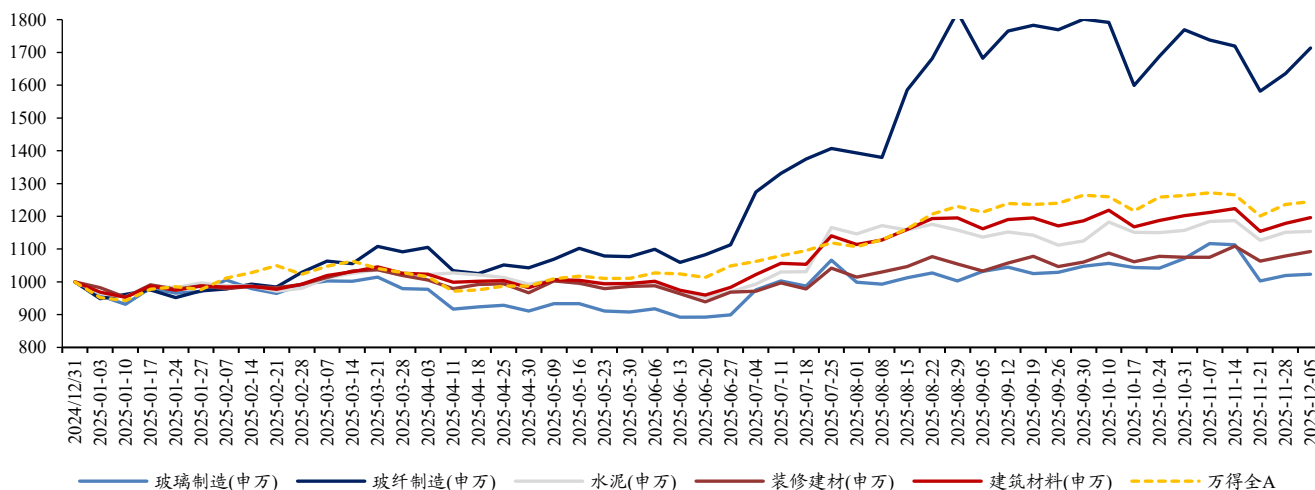
风险提示

1、2025年行情复盘

1、2025年行情复盘

- **2025年行情回顾：建材板块小幅跑输全部A股。**2025年1月1日-12月5日，SW建筑材料板块涨跌幅为19.62%，相对万得全A指数的超额收益为-4.85%。子板块中涨幅排名依次为玻纤（+71.39%）、水泥（+15.44%）、装修建材（+9.27%）、玻璃制造（+2.36%）。
- **具体行情可划分为以下几个区间：**
 - **1月-3月：**建材板块整体略跑输全部A股，玻纤子板块有超额收益（风电、热塑需求高景气驱动龙头盈利预期上修）。
 - **4月：**建材板块整体小幅跑赢A股（关税战导致外需担忧），水泥子板块有超额收益（内需预期提振、上半年供给自律执行良好+需求企稳导致水泥涨价超预期）。
 - **5-6月：**建材板块整体跑输A股（关税战形势缓和，外需担忧降低，内需走弱且刺激政策预期减弱）。
 - **7-8月：**建材板块整体跑赢A股（7月上旬反内卷政策预期、7月下旬-8月上旬西部重大基建项目集中落地提振板块预期），其中玻纤板块超额收益显著（PCB上游特种电子玻纤布的需求爆发和供给紧缺预期）。
 - **9月-11月：**建材板块整体收益率与全部A股相当。

图1：SW建筑材料板块及子板块2025年走势（以1000为2025/1/1基数）



■ 2025年个股涨跌幅回顾:

- 个股表现分化较大，子板块个股收益率方差较大，个股差异>板块差异。
- 个股涨跌幅表现与其业绩表现关联度较高，涨幅靠前的标的整体业绩增速好于行业平均。
- 建材板块主要上市公司中年初至今涨幅前五的标的依次为：中材科技（+158.29%，受益于特种电子玻纤布）、华新建材（98.15%，受益于海外水泥）、科达制造（+63.45%，受益于海外建材）、三棵树（+56.29%，受益于涂料）、上峰水泥（+53.99%，受益于多元投资）。

表1：建材板块主要上市公司年初至今涨跌幅排名

股票代码	股票简称	细分板块	年初至今涨跌幅 (2025/12/5)	2025年前三季度扣非后归母净利润 增速
002080. SZ	中材科技	玻纤	158. 29%	269. 7%
600801. SH	华新建材	水泥	98. 15%	82. 0%
600499. SH	科达制造	装修建材	63. 45%	67. 0%
603737. SH	三棵树	装修建材	56. 29%	126. 4%
000672. SZ	上峰水泥	水泥	53. 99%	35. 3%
002398. SZ	垒知集团	装修建材	52. 57%	0. 3%
603725. SH	天安新材	装修建材	45. 99%	31. 1%
300715. SZ	凯伦股份	装修建材	44. 88%	117. 8%
600176. SH	中国巨石	玻纤	42. 05%	125. 9%
603221. SH	爱丽家居	装修建材	34. 80%	-80. 2%
002918. SZ	蒙娜丽莎	装修建材	33. 19%	-44. 8%
300196. SZ	长海股份	玻纤	28. 56%	45. 5%
002043. SZ	兔宝宝	装修建材	19. 73%	-22. 0%
002271. SZ	东方雨虹	装修建材	19. 71%	-30. 0%
603385. SH	惠达卫浴	装修建材	14. 63%	-205. 3%
601636. SH	旗滨集团	玻璃	12. 11%	-38. 1%
300737. SZ	科顺股份	装修建材	9. 90%	-1623. 4%
003012. SZ	东鹏控股	装修建材	8. 89%	9. 0%
603378. SH	亚士创能	装修建材	8. 88%	-813. 8%
001322. SZ	箭牌家居	装修建材	5. 67%	923. 2%
000877. SZ	天山股份	水泥	1. 24%	61. 9%
600585. SH	海螺水泥	水泥	0. 04%	21. 7%
002302. SZ	西部建设	水泥	-0. 71%	-1025. 0%
002791. SZ	坚朗五金	装修建材	-1. 12%	-301. 0%
000012. SZ	南玻A	玻璃	-9. 17%	-92. 8%
000401. SZ	金隅冀东	水泥	-10. 97%	79. 5%
002372. SZ	伟星新材	装修建材	-12. 61%	-19. 9%
000786. SZ	北新建材	装修建材	-14. 65%	-17. 5%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

2、宏观展望：总量政策有望适时加力，实物需求支撑有望增强

2、宏观展望：总量政策有望适时加力，实物需求支撑有望增强

■ **2025年下半年以来基建地产投资回落，实物需求承压。**（1）1-10月全国固定资产投资同比下降1.7%，其中基建投资、地产投资分别下降0.1%、下降14.7%，分别较2025年上半年增速放缓4.7pct、降幅扩大3.5pct。（2）1-10月全国水泥产量、建筑装潢材料零售额同比下降6.7%、增长0.5%，较2025年上半年分别降幅扩大2.4pct、增速收窄2.1pct，反映财政前置发力后实物需求接续支撑不足。（3）从结构上来看，地方投资关联度较高的公共设施管理业、道路运输业同比分别下降4.4%/4.3%，对基建投资整体表现有所拖累。

■ **2025年四季度增量政策逐步发力，12月政治局会议强化“内需”主导。**

（1）7月政治局会议延续了4月政治局会议提出的“四稳”表述，“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”仍然是重要目标，稳增长政策仍有潜在加力空间。其中财政政策方面，会议指出“加快政府债券发行使用，提高资金使用效率，扩内需政策聚焦提振消费、扩大有效投资，产业政策方面强调治理无序竞争，推进重点行业产能治理”。我们认为稳内需叠加反内卷，有望促进实物需求企稳，景气底部的细分行业景气修复。

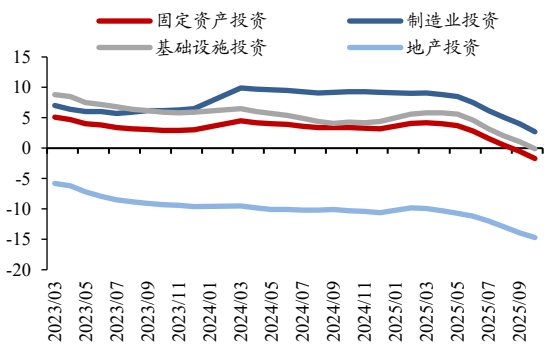
（2）**四季度新增2000亿元专项债额度+5000亿元新型政策性金融工具投放，增量政策加快落地。**10月发改委新闻发布会介绍近期地方政府债务结存限额中安排了5000亿元，用于补充地方政府综合财力和扩大有效投资，其中新增2000亿元专项债券额度，专门用于支持部分省份投资建设。此外5000亿元新型政策性金融工具资金全部投放完毕，共支持2300多个项目，项目总投资约7万亿元，重点投向数字经济、人工智能、消费基础设施，以及交通、能源、地下管网建设改造等城市更新领域。资金支持落地有望支撑基建投资企稳回升，拉动实物需求改善。此外财政部将继续提前下达2026年新增地方政府债务限额，支持重点项目2026年一季度建设资金需求。

（3）**十五五总体规划继续强调内需的重要性，我们认为投资将更加聚焦“两重”、民生领域和新型基础设施方向。**重点任务中更加突出现代产业体系、对外开放、社会民生等方面，在现代产业体系中提出构建现代化基础设施体系，在强大国内市场方面中提出坚持扩大内需这个战略基点，特别指出坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性，要大力提振消费，扩大有效投资。

（4）**12月政治局会议强调明年经济工作要坚持“稳中求进、提质增效”的总基调，“实施更加积极有为的宏观政策，持续扩大内需、优化供给”，将“内需主导，建设强大国内市场”放在首位，总量政策或将适度加力。**

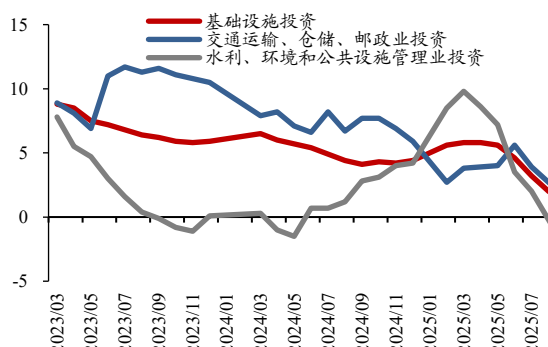
2、宏观展望：总量政策有望适时加力，实物需求支撑有望增强

图2：全国固定资产投资分项表现（累计同比，%）



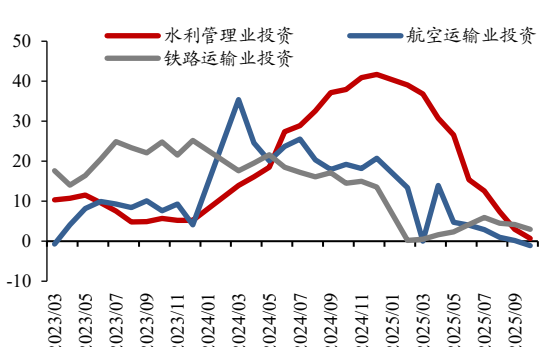
数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图3：基建投资及交通、水利市政大类增速表现（累计同比，%）



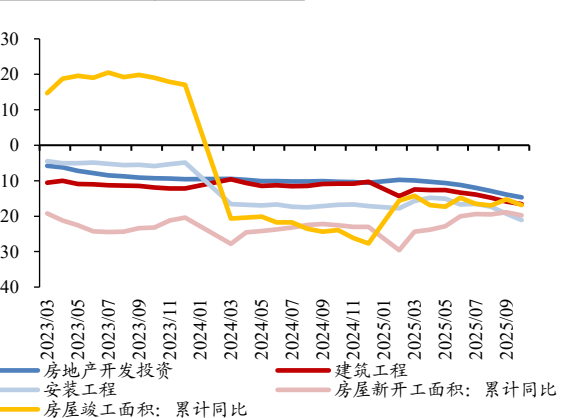
数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图4：2025年水利、航空、铁路投资增速回落（累计同比，%）



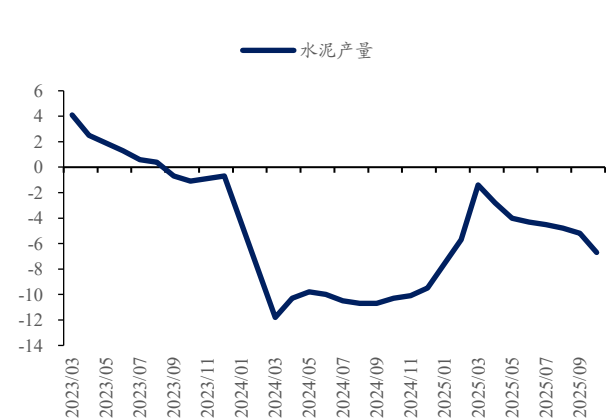
数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图5：地产投资持续低迷，安装工程环节降幅扩大（累计同比，%）



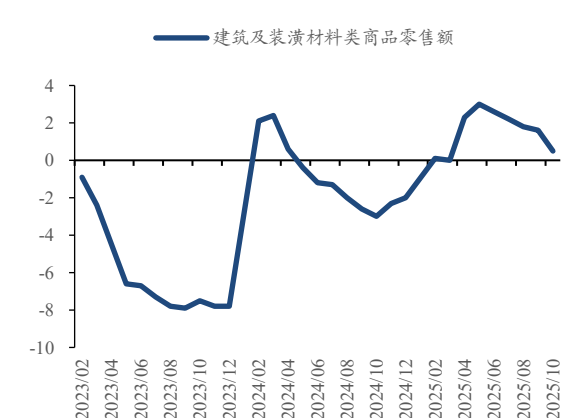
数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图6：2025年全国水泥产量表现前高后低（累计同比增速，%）



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图7：建筑装潢材料零售额表现一定韧性（累计同比增速，%）



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

2、宏观展望：总量政策有望适时加力，实物需求支撑有望增强

■ 财政支出仍处放缓趋势，地产高频数据偏弱，但建筑PMI边际改善。

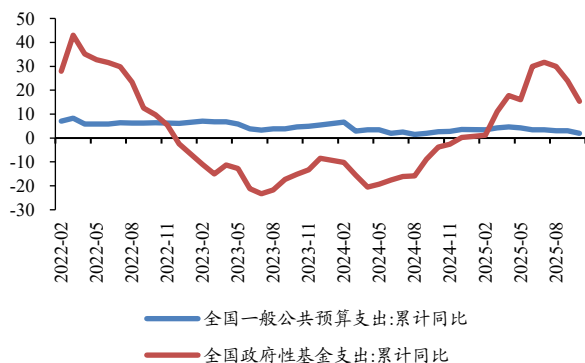
（1）1-10月，全国一般公共预算支出225825亿元，同比增长2%，较1-9月放缓1.1pct，其中1-10月基建相关分项如节能环保、城乡社区、农林水、交通运输支出分别同比+7.0%/-7.3%/-11.7%/+0.2%，较1-9月分别-1.8pct/-1.5pct/-2.7pct/-1.6pct，反映基建相关支出强度下降。（2）11月建筑业商务活动指数为49.6%，比上月上升0.5pct，建筑业景气水平有所改善。从市场预期看，新订单指数、业务活动预期指数分别为46.1%、57.9%，分别比上月上升0.2、1.9pct，反映前期增量政策落地后新订单情况有所改善，建筑业企业对行业景气预期回暖。

■ 预计2026年基建投资维持平稳，地产前端降幅有望收窄，实物需求降幅有望收窄。

基建投资：根据东吴证券宏观团队的预测：（1）2026年狭义赤字率同比持平（维持4%，全国狭义赤字规模预计将达到5.94万亿元，同比增长约2765亿元），广义赤字率小幅下降（9.8%，同比下降0.4pct），财政支出的总量增速将放缓。（2）但结构中实物支出占比提升，预计2026年能够直接贡献实物工作量的财政及城投支出有望实现41.62万亿元，同比增长2.1%。（3）随着专项债用作项目资本金比例上限提升至30%以及支持项目范围扩容，乘数效应有望进一步提升。

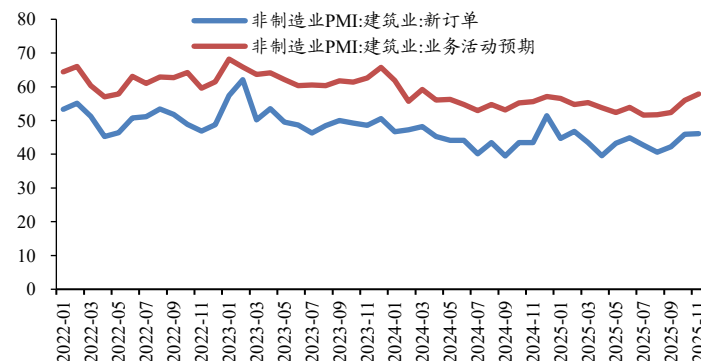
地产投资：政策将聚焦高质量发展及房地产发展新模式，需求端政策有望加力，考虑住房需求已处底部区域，前端降幅有望收窄。

图8：2025年下半年政府性基金支出增速明显收窄（%）



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图9：建筑业PMI中新订单和业务活动预期分项企稳回升（%）



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

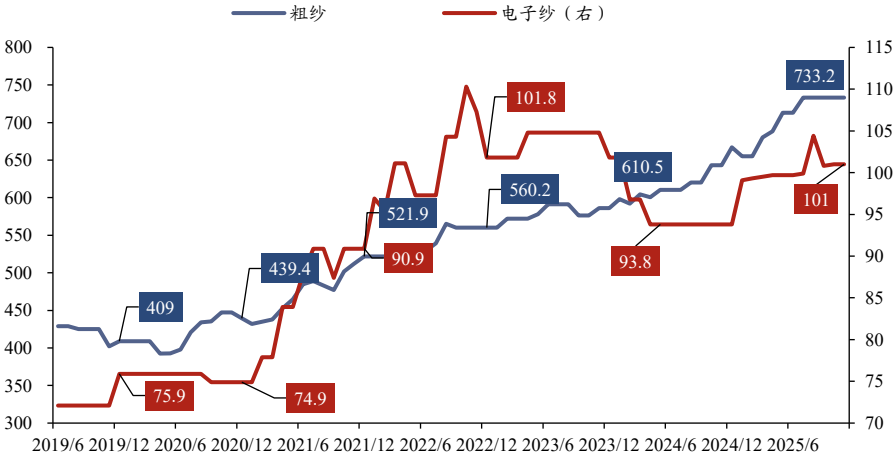
3、玻纤：传统与新兴领域景气有望共振

3.1、玻纤：供给冲击逐步消化，中期产能新增放缓

供给端：2025年一季度以来行业之中前期推迟点火的生产线陆续投产，较强内需支撑下新增产能逐步消化，供给冲击最大的阶段已经过去。

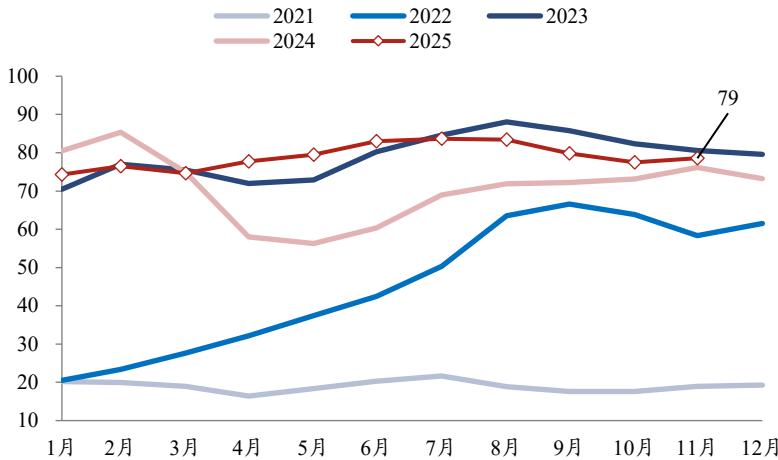
- 截至2025年11月末，国内在产粗纱/电子布在产产能分别为733万吨/101万吨，较2024年12月末的在产产能分别增长10%/7%，进入Q3以来随着前期推迟点火的产线集中投产期告一段落，供给冲击最大的阶段已经过去。
- 8月以来行业库存开始有所去化，反映新增产能逐步得到消化，得益于下游在风电、热塑需求支撑下较强的需求表现以及行业价格企稳。

图11：国内玻纤在产粗纱、电子布产能（万吨/年）



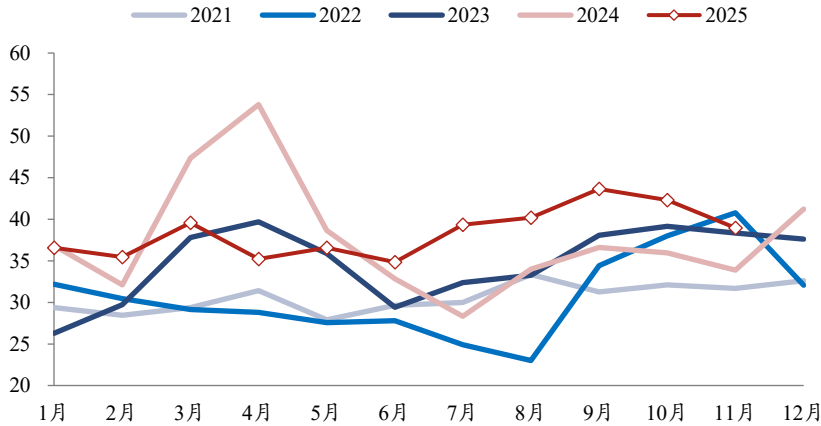
数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

图10：卓创统计的全国样本企业原纱库存（万吨）



数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

图12：我们测算的单月玻纤表观消费量数据（万吨）

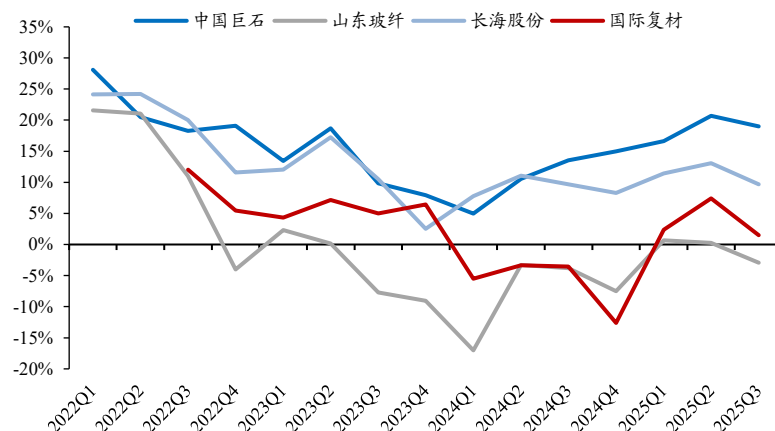


数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所测算

3.1、玻纤：供给冲击逐步消化，中期产能新增放缓

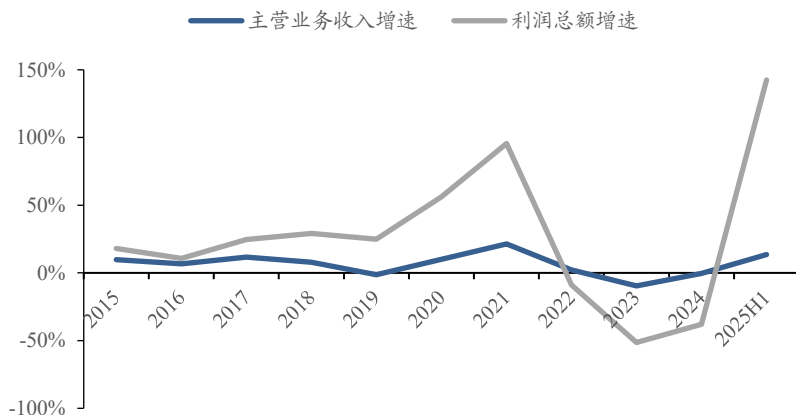
- **供给端：行业盈利仍处历史低位，资本开支持续放缓，中期新增产能有限。**
- **资本开支意愿弱：**2023、2024年玻纤行业效益大幅下滑，2025年上半年虽然有所改善，但玻纤上市公司单季度净利率仍处低位，二三线企业继续规划新产能的意愿明显减弱。
- **盈利和现金流支撑减弱：**行业盈利能力和现金流的下滑导致行业资本开支自2024年下半年以来明显走低。
- 我们认为中期行业产能投放有望保持低位。

图13：玻纤企业单季扣非后销售净利率反映行业盈利仍处低位



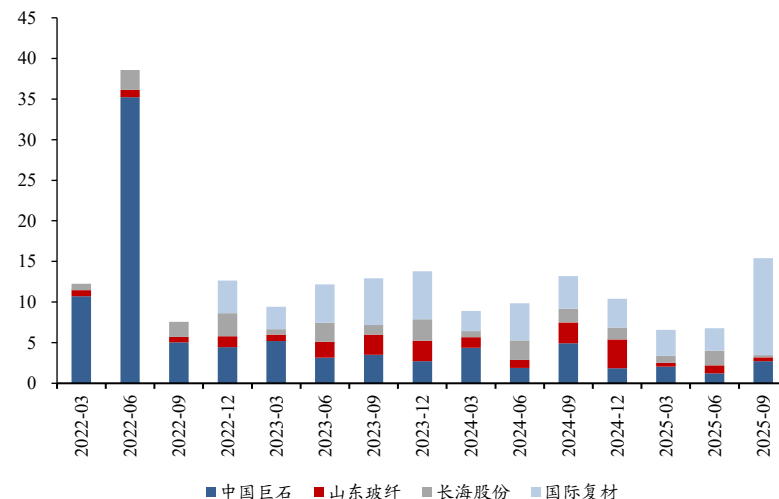
数据来源：中国玻璃纤维工业协会、东吴证券研究所

图14：玻纤行业规模以上企业收入及利润增速



数据来源：中国玻璃纤维工业协会、东吴证券研究所

图15：玻纤主要上市公司单季资本开支处于低位 (亿元)



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3.1、玻纤：供给冲击逐步消化，中期产能新增放缓

- 供给端：我们测算2026年粗纱有效产能增速将比2025年明显放缓，电子纱有效产能延续平稳增长。
- 考虑新建点火/复产点火和冷修产线的时间点，我们测算2026年全年粗纱/电子纱有效产能为759.2万吨/107.7万吨，分别同比2025年全年的测算值增加6.9%/7.3%。（粗纱/电子纱2025年全年有效产能测算值较2024年全年的有效产能增速分别为14.8%/6.7%）

表2：2026年国内玻纤粗纱和主要电子纱产能变动预测

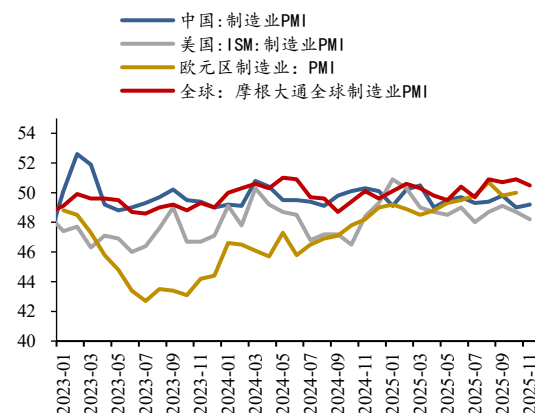
大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能（万吨）	产品	我们预计的点火/冷修时间
新建点火							
西北	内蒙古	内蒙古天皓玻纤	呼和浩特	二期	15	无碱粗纱	2026Q1
西南	重庆	东方希望	丰都工业园区	一期	15	无碱粗纱	2026Q3
西南	重庆	国际复材	长寿	电子智能线	8.5	电子纱	2026Q1
华东	江苏	中国巨石	淮安	电子级玻璃纤维零碳智能生产线	10	电子纱	2026Q3
合计							
粗纱					30		
电子纱					19		
复产点火							
华东	浙江	中国巨石	桐乡	四线	20	无碱粗纱	2026Q3
有望冷修							
华东	山东	泰山玻纤	泰安	一线	10	无碱粗纱	2026Q1
西南	重庆	国际复材	长寿	F04	3	电子纱	2026Q1
西南	重庆	国际复材	长寿	F07	3.6	电子纱	2026Q1
合计							
粗纱					10		
电子纱					7		

数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所测算

3.2、玻纤：外需有望迎来改善，2026年需求有望平稳增长

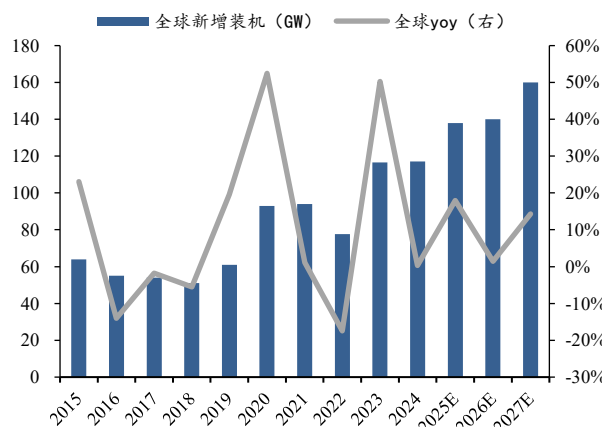
- 考虑到传统领域渗透率的提升以及光伏边框等新应用的发展，我们判断2026年玻纤需求增速或有回落但保持平稳增长。
- 风电需求中长期有望保持稳定增长，2026年有望保持平稳。（1）2025年10月的《风能北京宣言2.0》明确提出“十五五”期间我国风电年新增装机不低于120GW（其中海上风电不低于15GW）目标。（2）金风科技统计的2025年前三季度国内风电招标量为102.1GW（海风招标量5.0GW）仍然保持高位，有望支撑2026年制造端需求。（3）国内陆风招标价格回升，有利于上游价格传导。（4）全球风电装机有望保持持续增长，GWEC在《全球风能报告2025》预测2026年全球装机有望达到140GW，较2025年有小幅增长。
- 2026年热塑类需求有一定韧性。（1）根据标普全球汽车2025年11月的预测，2026年全球轻型车产量有望持平或小幅增长，其中国内有望保持小幅增长。（2）家电方面2026年面临高基数压力。
- 外贸需求有望改善。根据海关总署的数据，2025年1-10月玻璃纤维及其制品出口量同比下滑3.3%至172.90万吨，主要受到关税风险反复的影响，随着中美经贸战阶段性缓和以及美联储继续降息的预期，2026年外贸需求有望改善。摩根大通发布的全球制造业PMI指数8月以来保持在扩张区间。

图17：海外制造业PMI较2023-2024年有所回升



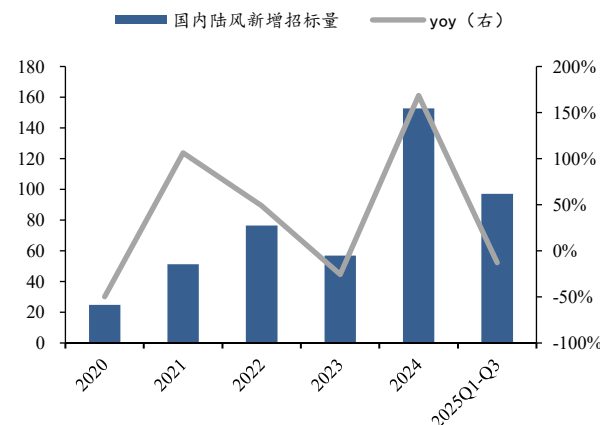
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图18：GWEC预测的全球风电装机量



数据来源：GWEC、东吴证券研究所

图19：国内陆风招标情况（GW）



数据来源：金风科技、东吴证券研究所

3.3、玻纤：行业景气稳步复苏，特种电子布等结构性高景气延续

- 我们测算2026年行业粗纱库存有望稳中下降，推动行业景气低位继续复苏，风电、热塑以及新兴特种电子布结构性领域盈利继续向好。
- 当前行业供需平衡已修复，但库存水平仍高，中性/乐观/悲观情景下测算行业库存有望-0.09/-0.42/+0.25个月，有望推动粗纱产品价格继续回升。考虑到龙头企业在2026年供给增量中仍有一定占比，中性、悲观的需求情景下龙头企业或进一步控制产能投放，实际供给增加或小于测算值。
- 分产品来看：
- （1）粗纱：我们认为风电、热塑产品的盈利改善有望好于普通粗纱产品，主要得益于二者供给格局的集中以及新增供给的冲击较小，此前龙头企业已经针对风电、热塑产品发出复价函。
- （2）电子纱方面：高端继续放量，结构性紧缺仍会延续。根据电子纱有效产能的增长，我们判断以G75/7628布为代表的主流产品有望保持供需平衡，2026年价格有望环比2025年Q4维持高位（2026年均价同比2025年上涨）。传统中高端品类中，D/E及直径更细的极细、超细纱线受产能挤出影响有望延续紧平衡，价格中枢有望继续上行；Low Dk及Low CTE产品等新兴高端产品将延续结构升级态势，Low Dk-2有望延续供需紧平衡，Low CTE等供给紧缺或驱动进一步涨价。

图20：玻纤粗纱供需平衡表测算

年份	粗纱 年有效供给 (万吨)	电子纱 供给 (万吨)	样本企业 原纱库存 (万吨)	样本企业 原纱库存 变动 (万吨)	样本企业原纱 产能 (万吨)	库存变化		粗纱 表观消费量 (万吨)	yoy %
						(月)	(万吨)		
2021	473.8	85.7	19.3	-2.2	381	-0.07	-2.9	476.7	5.0%
2022	540.7	101.2	61.5	42.2	462.2	1.10	49.2	491.5	3.1%
2023	579.5	104.1	79.6	18.1	450.8	0.48	22.1	557.3	13.4%
2024	618.3	95.2	73.2	-6.4	448.9	-0.17	-8.4	626.7	12.4%
2025E	710.0	100.4	78.6	5.3	447.4	0.14	8.5	701.5	11.9%
2026E	759.2	107.7							
2026E	759.2	107.7				0.25	15.7	悲观： 743.5	6%
	759.2	107.7				-0.09	-5.4	中性： 764.6	9%
	759.2	107.7				-0.42	-26.4	乐观： 785.6	12%

数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所测算

3.4、玻纤：投资建议

- 粗纱中期供给冲击最大的阶段已经过去，资本开支已经大幅收缩，下游需求有韧性，随着前期新增产能得到消化，供需平衡改善，我们测算2026年行业粗纱库存有望稳中下降，推动行业景气低位继续复苏，风电、热塑以及新兴特种电子布结构性领域盈利继续向好，中高端品类继续享有超额利润。
- 中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长。
- 中高端需求的结构性景气以及新兴应用的兴起有利于龙头提升壁垒，盈利稳定性也将增强，同时贡献新的增长点，龙头估值有望提升。
- 推荐中国巨石，建议关注中材科技、长海股份、宏和科技、国际复材等。

表3：玻纤板块标的盈利预测与估值表（以12月9日收盘价测算）

代码	简称	市值	市净率	归母净利润（亿元）				市盈率			
		（亿元）	（MRQ）	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
600176.SH	中国巨石	627.29	1.98	24.45	35.09	43.01	49.75	25.7	17.9	14.6	12.6
002080.SZ	中材科技	593.38	3.02	8.92	19.36	25.64	31.94	66.5	30.7	23.1	18.6
300196.SZ	长海股份	56.69	1.22	2.75	3.77	4.97	6.16	20.6	15.0	11.4	9.2

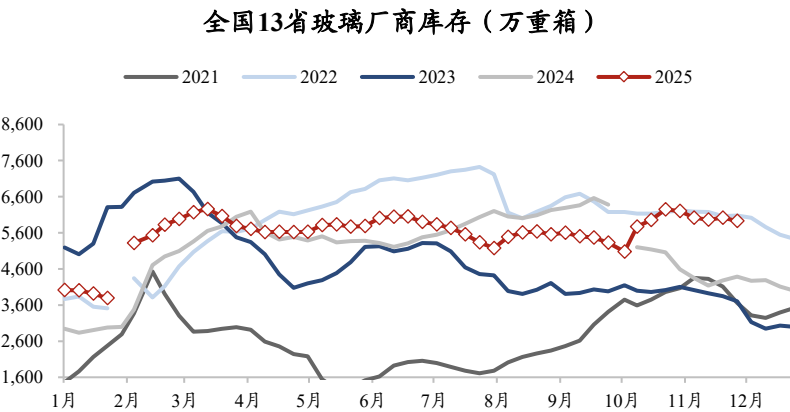
数据来源：Wind、东吴证券研究所。备注：中国巨石盈利预测来自于东吴证券，中材科技、长海股份盈利预测来自于Wind一致预期（2025/12/9）。

4、玻璃：供给加速出清，有望提供2026年价格弹性

4.1、玻璃：盈利波动下供给出清反复，2025年供需矛盾加剧，重回大面积亏损

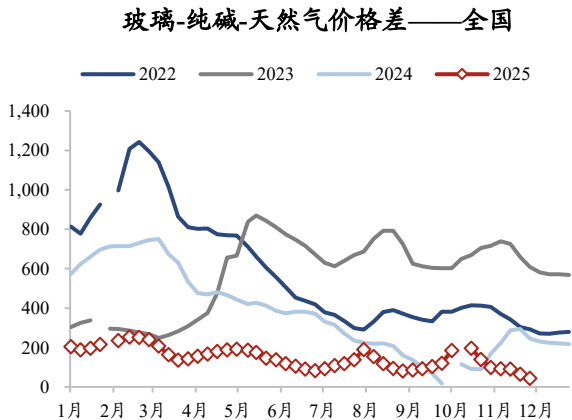
- 2025年：盈利支撑下冷修节奏放缓，供需僵持、行业小幅累库。
- （1）供给：原材料、能源成本下跌支撑行业盈利，冷修节奏放缓，行业供给处僵持状态，在产生产线产能在160000t/d左右波动，直至11月开始明显缩减。
- （2）需求：终端深加工订单受地产竣工影响表现偏弱，需求悲观预期下社会库存波动幅度缩小。
- （3）库存：供需弱平衡下厂商库存中枢上移，当前在中高区间波动。年中投机性库存尚未得到充分消化，社会库存整体也处于中高区间。

图21：2025年玻璃厂商库存的中枢较2024年末的低位有望上移，处于中高区间



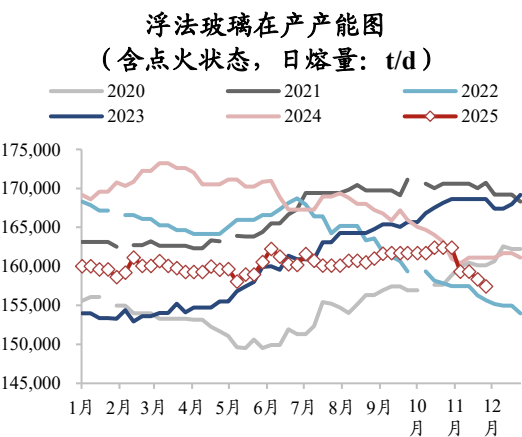
数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

图22：2025年玻璃盈利状况进一步恶化（燃料为天然气的生产线价差，单位：元/吨）



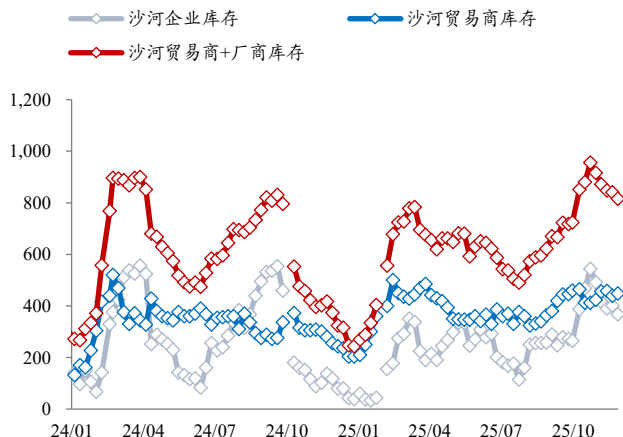
数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所测算

图23：2025年Q1-Q3供给呈现僵持状态，但11月开始明显缩减



数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

图24：当前沙河贸易商库存处于中高区间（单位：万重箱）



数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

4.2、玻璃：中短期供给收缩有持续性，旺季价格酝酿弹性

- 当前行业亏损面扩大，将推动高窑龄、亏损幅度较大的生产线加速停产/冷修。
- 按照当前主流市场1088-1280元/吨的普通白玻主流价格以及我们对典型玻璃企业成本的测算：
- 利润角度：除了少数原材料、燃料均占优势的企业，国内主要市场的生产普通白玻的玻璃产线整体处于不同程度的亏损状态。
- 现金流角度：除华东地区外，生产普通白玻的天然气生产线现金流整体压力较大；华中地区生产普通白玻的石油焦生产线现金流也开始承压（特别是在近期石油焦价格上涨之后）。
- 基于利润和现金流的测算，我们认为普通白玻的在产产能将进一步缩减，尤其在春节前后的窗口期有望看到相对集中的停产；在当前普通白玻价格下，已经停产的玻璃生产线暂不具备集中复产的条件。

表4：当前典型玻璃企业完全成本及现金成本（元/吨）

		外购硅砂	自供硅砂
完全成本	燃煤生产线	1130	1089
	天然气生产线（高气价）	1474	1432
	天然气生产线（低气价）	1306	1265
	石油焦生产线	1711	1619
现金成本	燃煤生产线	1475	1383
	天然气生产线（高气价）	1689	1597
	天然气生产线（低气价）	1480	1388
	石油焦生产线	1561	1469

表5：根据典型玻璃企业成本和当前主流市场价格测算行业利润分布（元/吨）

元/吨	华北	华东	华中	华南
区域普通白玻价格	1088	1280	1110	1112
外购硅砂产线单位税前利润				
燃煤生产线	-42	150	-20	-18
天然气生产线（高气价）	-386	-193	-363	-361
天然气生产线（低气价）	-219	-26	-196	-194
石油焦生产线	-113	79	-91	-89
自给硅砂产线单位税前利润				
燃煤生产线	-1	192	22	24
天然气生产线（高气价）	-344	-152	-322	-320
天然气生产线（低气价）	-177	15	-155	-153
石油焦生产线	-72	121	-49	-48
备注：（红色字体表示亏损，浅红色背景表示现金流为负）				

4.2、玻璃：中短期供给收缩有持续性，旺季价格酝酿弹性

- 近期浮法玻璃生产线集中停产虽然阶段性缓解了供需矛盾，但需求悲观预期叠加中游库存压力尚难以推动价格持续反弹，我们判断春节前浮法玻璃供给的收缩仍将延续，且春节前后或出现集中的停产。
- 2025年11月以来，在产浮法玻璃产线停产冷修节奏明显加快，浮法玻璃在产日熔量从2025年10月高点的16.17万t/d下降4%至12月5日的15.52万t/d，阶段性缓解了供需矛盾。此外部分生产线转产差异化的超白、颜色玻璃，也减轻了普通白玻的供给压力。
- 根据我们对供需平衡的测算，目前全国15.52万t/d日熔量的在产产能下，供需处于弱平衡状态。但一方面当前贸易商库存偏高有待消化，尤其是期现商库存对现货形成压力；另一方面，临近春节终端需求趋弱，加工厂合意库存水平下降。因此我们判断春节前仍是终端需求走弱、社会库存消化的压力期，难以支撑价格的持续反弹，在产产能将在盈利压力下延续收缩的态势。
- 从季节性需求/市场规律来看，春节前后将是供给侧重要的观察窗口期，或再次出现集中的停产/冷修。

表6：2025年11月以来共有9条浮法玻璃生产线集中冷修停产

区域	省份	产线名称	工艺名称	装置名称	检修类型	产能	单位	停产前在产规格型号	冷修/停产时间
华中	湖北省	三峡浮法四线	浮法工艺	浮法玻璃装置	停产	1000	吨/天	白玻	2025-11-30
华中	湖南省	醴陵旗滨浮法二线	浮法工艺	浮法玻璃装置	冷修	600	吨/天	福特蓝	2025-11-30
华中	湖北省	亿钧浮法一线	浮法工艺	浮法玻璃装置	停产	600	吨/天	白玻	2025-11-29
华中	湖北省	亿钧浮法二线	浮法工艺	浮法玻璃装置	停产	900	吨/天	白玻	2025-11-25
东北	辽宁省	本溪玉晶浮法四线	浮法工艺	浮法玻璃装置	冷修	850	吨/天	白玻	2025-11-18
华北	河北省	河北鑫利浮法四线	浮法工艺	浮法玻璃装置	停产	800	吨/天	白玻	2025-11-05
华北	河北省	河北正大浮法一线	浮法工艺	浮法玻璃装置	停产	500	吨/天	白玻	2025-11-05
华北	河北省	河北安全浮法三线	浮法工艺	浮法玻璃装置	停产	550	吨/天	白玻	2025-11-05
华北	河北省	德金浮法二线	浮法工艺	浮法玻璃装置	停产	800	吨/天	白玻	2025-11-02

4.2、玻璃：中短期供给收缩有持续性，旺季价格酝酿弹性

- 我们预计2026年浮法玻璃终端需求仍然承压，降幅预计基本与2025年持平（假设表观消费量同比-5.6%）。
 - 2023年、2024年全国房屋新开工面积分别同比下降20%、23%，降幅趋于稳定，且较2022年收窄。我们预计2026年房屋竣工面积降幅与2025年相比也将基本稳定。
- 根据对供给和表观需求的测算，2026年供需平衡有以下三种基准情形。
 - （1）情形1：假设2026年平均在产日熔量同比-10.0%（对应14.30万t/d），此时供给存在一定缺口，我们测算全年厂商库存有望缩减11.2天至13.2天，回到低位。
 - （2）情形2：假设2026年平均在产日熔量同比-7.2%（对应14.74万t/d），我们测算行业供需平衡，年末厂商库存会维持中高水平。
 - （3）情形3：假设2026年平均在产日熔量同比-1.8%（对应15.61万t/d），此时行业供给与2025年表需水平匹配，但考虑2026年终端需求下行压力，全年厂商库存天数将继续增加20.3天至高位水平。
- 基于厂商、社会库存均处中高水平，且当前行业亏损状况短期难以好转，我们认为2026年上半年浮法玻璃在产日熔量有望下降至14.74万t/d以下（低于情形2的水平），行业供需平衡将得到扭转。
- 考虑2026年春节复工后社会库存将得到一定程度消化，以及上半年需求季节性上升，我们认为厂商库存有望显著下降，有望推动价格反弹至行业整体盈亏平衡线。
- 若春节前后在产产能停产冷修规模超预期，或上半年终端需求降幅小于预期，盈利反弹的空间和持续性有望更优。

表7：浮法玻璃供需平衡表测算

玻璃供需平衡表/年	全国平均在产日 熔量	yoy	全国供给	全国当年表观 消费量测算	yoy	年末库存天数 测算	全年库存天数 变动测算
	(t/d)		(万重箱)	(万重箱)		(天)	(天)
2023	160568		105493	108366		12.3	(11.6)
2024	167146	4.1%	109815	108566	0.2%	17.3	5.0
2025E	158851	-5.0%	104365	102525	-5.6%	24.5	7.2
2026E（情形1）	142966	-10.0%	93929	96820	-5.6%	13.2	(11.2)
2026E（情形2）	147367	-7.2%	96820	96820	-5.6%	24.5	0.0
2026E（情形3）	156050	-1.8%	102525	96820	-5.6%	44.8	20.3

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所测算

4.3、玻璃：投资建议

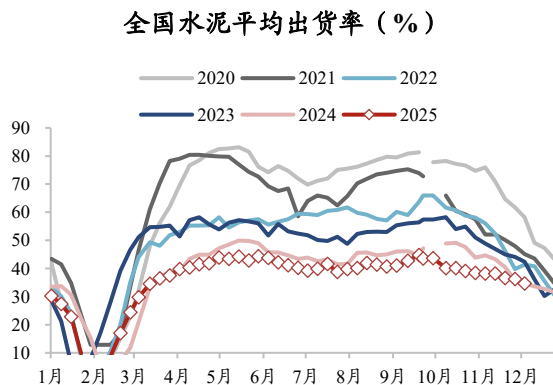
- 我们判断**2026年春节前浮法玻璃供给的收缩仍将延续，且春节前后或出现集中的停产。**
 - 春节前仍是终端需求走弱、社会库存消化的压力期，难以支撑价格的持续反弹，在产产能在行业大面积亏损的压力下延续收缩。
- 我们认为供给收缩的幅度提供**2026年上半年玻璃价格反弹的弹性。**
 - 基于玻璃终端需求下行的压力，根据前文的测算，我们预计在2026年平均在产日熔量同比-7.2%（对应14.74万t/d）的假设下，行业将重回供需平衡，若降幅达到10%，厂商库存有望回到低位。
 - 考虑厂商、社会库存均处中高水平，且行业亏损状况短期难以改善，根据前文的测算，我们认为2026年上半年浮法玻璃在产日熔量有望下降至14.74万t/d以下，2026年春节复工后随着需求季节性上升，我们认为厂商库存有望显著下降，有望推动价格反弹至行业整体盈亏平衡线。
- 中长期来看，反内卷政策导向有望约束行业无序竞争，避免极端价格的出现，提升行业盈利中枢，龙头持续享受成本优势下的超额利润，外延布局有望形成新增长点。
 - 产能置换政策的修订有利于进一步把控长期供给总量和行业格局的优化，也有利于加速僵尸产能的淘汰。
 - 反内卷政策导向有望约束行业无序竞争，强化供给侧的把控，避免短期供需矛盾恶化导致极端低价的出现，有望提升行业中长期盈利中枢。
 - 龙头企业享有资源、产线、物流布局的先发优势和原燃料采购的规模优势，成本优势稳固，有望持续享受超额利润。
 - 龙头企业积极开拓高端新产品新应用，有望形成新增长点：（1）旗滨集团：布局显示玻璃基板与芯片封装玻璃，积极推动研发测试；（2）金晶科技：在淄博和滕州分别布局一条TCO玻璃产线，产品已经在极电光能、协鑫光电、纤纳光电等国内钙钛矿电池龙头企业实现应用，占据了国内该领域绝大部分的市场份额。
- 当前龙头玻璃企业估值处于历史低位，浮法玻璃盈利反弹、光伏玻璃景气修复以及新产品布局有望推动估值修复，推荐旗滨集团，建议关注南玻A、金晶科技等。

5、水泥：行业自律延续提供盈利底部支撑，
关注产业政策和需求变化

5.1、水泥：低盈利下龙头供给自律共识强化

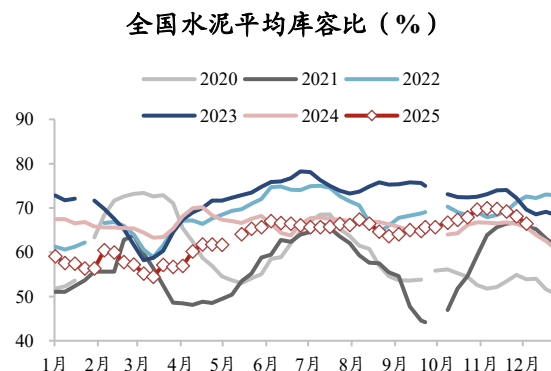
- 2024年上半年行业首度出现全行业亏损，2024年下半年以来行业供给自律共识形成并强化。需求不稳的背景下，供给自律加快了供需再平衡速度，托底效果显著，但旺季价格弹性仍受需求制约。
- **2024Q2：**2024年1-5月份全国规模以上水泥行业亏损约34亿元，企业亏损面超过55%，上半年全国水泥全行业亏损额约10亿，为近年来首次。效益大幅下滑背景下，企业强化供给调控匹配需求、主动稳价的意愿明显增强，但需求下行幅度超预期影响供给侧收缩的效果，尽管错峰生产力度有所加强，淡季不足以逆转整体供需失衡的局面，部分地区水泥价格因此出现了频繁调整。
- **2024Q3：**（1）2024年7月，中共中央政治局会议首次提出“防止内卷式恶性竞争”。（2）供给侧自律措施优化：行业龙头央企引领下，行业企业积极开展行业自律和加强错峰生产执行力度，西南等部分区域价格开始反弹，但长三角、珠三角区域价格仍反复。
- **2024Q4-2025Q2：**企业价格提升和盈利改善的诉求更为强烈，配合旺季水泥需求季节性修复，全国水泥整体价格在24Q4、25上半年显著反弹。
- **2025Q3-2025Q4：**需求承压超预期，虽借助旺季提涨，但价格落地反复，低位弱修复。

图25：全国水泥出货率在旺季出现明显下降



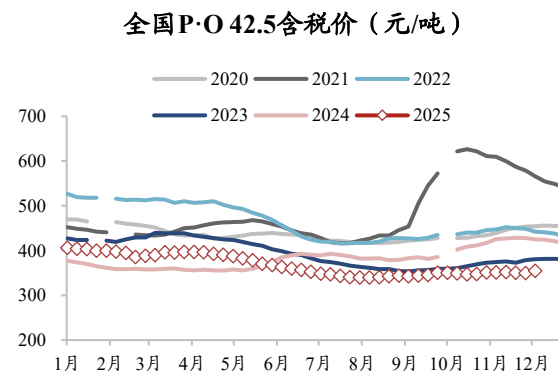
数据来源：数字水泥网、东吴证券研究所

图26：随着错峰加强，全国水泥库存较2023年高位回落



数据来源：数字水泥网、东吴证券研究所

图27：全国水泥价格在2024年下半年和2025年上半年反弹



数据来源：数字水泥网、东吴证券研究所

5.2、水泥：中期供给侧自律提供盈利底部支撑，需求决定旺季价格弹性

■ 反内卷政策导向下，行业供给侧自律强度有望延续，提供盈利底部支撑。

（1）行业供给侧主动调节的力度和持续性有望维持。我们认为行业效益仍处低位的背景下，区域错峰计划时长将继续延长，龙头企业稳价意愿也将维持。

➤ 2025Q2以来需求超预期下行导致供需平衡打破，部分区域供需矛盾加剧，行业盈利回落至低位，主导企业进一步强化供给控制的意愿增强。

（2）产能置换加速落后/僵尸产能退出，中期熟料产能利用率有望提升，尤其是退出产能较多的西北、西南区域。我们测算截至2025年12月3日已公示的产能置换方案涉及退出产能10952万吨，涉及净产能指标减少4049万吨，相当于2024年末全国熟料设计产能的6.8%/2.5%。

➤ 《建材行业稳增长工作方案（2025-2026年）》提出要严格产能调控，水泥企业要在2025年底前对超出项目备案的产能制定产能置换方案。

➤ 根据数字水泥网的统计，截至2025年12月3日，已公示的产能置换方案涉及退出产能10952万吨，涉及净产能指标减少4049万吨，占2024年末全国熟料设计产能的6.8%/2.5%。

■ 结论：

➤ 水泥行业盈利仍处历史低位，龙头引领下供给自律共识强化，行业错峰力度不断增强，提供盈利底部支撑，但需求不稳的背景下，行业供需需要频繁再平衡，制约行业盈利弹性。若实物需求企稳改善，水泥旺季价格弹性可观。

➤ 基于2026年实物需求降幅收窄的判断，我们认为2026年行业盈利环比2025年下半年有望呈现震荡中改善的态势，部分基建重点项目需求增量较大的省份（如新疆、西藏）景气有望明显领先全国整体水平。

5.2、水泥：中期供给侧自律提供盈利底部支撑，需求决定旺季价格弹性

表8：截至12月3日已公示的产能置换方案退出设计产能规模测算

省区	置换补增指标对应年设计产能 (万吨)	退出指标对应年设计产 能 (万吨)	年设计产能净增减 (万吨)	2024年末设计产能 (万吨)	退出指标对应年设计产 能/各省设计产能	设计产能净增减/各省设 计产能
贵州	962	1735	-773	7860	22.1%	-9.8%
湖南	509	738	-229	7227	10.2%	-3.2%
重庆	530	732	-202	5313	13.8%	-3.8%
安徽	548	690	-143	12613	5.5%	-1.1%
河南	387	666	-279	8460	7.9%	-3.3%
浙江	341	653	-311	4272	15.3%	-7.3%
四川	390	585	-195	9969	5.9%	-2.0%
广东	350	570	-220	12190	4.7%	-1.8%
辽宁	368	570	-202	5033	11.3%	-4.0%
新疆	260	429	-169	6747	6.4%	-2.5%
内蒙	288	414	-126	5172	8.0%	-2.4%
云南	275	398	-123	8778	4.5%	-1.4%
山东	188	375	-188	9300	4.0%	-2.0%
江苏	183	345	-162	5253	6.6%	-3.1%
江西	208	345	-137	5866	5.9%	-2.3%
甘肃	197	285	-88	3836	7.4%	-2.3%
福建	183	261	-79	5010	5.2%	-1.6%
广西	98	165	-68	9600	1.7%	-0.7%
吉林	80	158	-78	2844	5.5%	-2.7%
宁夏	89	137	-48	2544	5.4%	-1.9%
海南	110	135	-25	1260	10.7%	-2.0%
河北	68	135	-68	9539	1.4%	-0.7%
山西	79	133	-54	5655	2.3%	-1.0%
北京	60	120	-60	315	38.1%	-19.0%
青海	90	105	-15	1500	7.0%	-1.0%
湖北	65	75	-10	5782	1.3%	-0.2%
总计	6903	10952	-4049	161937	6.8%	-2.5%
长三角	1072	1688	-616	22138	7.6%	-2.8%
两广	447	735	-288	21790	3.4%	-1.3%
京津冀	128	255	-128	9854	2.6%	-1.3%

数据来源：数字水泥网、各省市工信部门网站、东吴证券研究所测算

5.3、水泥：中长期政策引导行业有序竞争和落后低效产能退出，巩固盈利基础

■ 反内卷政策引导行业有序竞争和落后低效产能退出，行业中长期盈利基础有望巩固。

产业政策抓手突出产能严格管控和行业自律/规范竞争。（1）产能管控方面，除了水泥企业针对超出备案的产能指标实施产能置换推动僵尸产能退出以外，在水泥纳入全国碳市场并逐步运行的背景下，行业有望探索建立低碳转型基金以市场化方式加快低效产能退出。（2）行业自律/规范竞争方面，除了行业协会和龙头企业引领强化错峰生产外，在发改委、市场监管总局加强对“内卷式”竞争治理的背景下，水泥企业低价竞争追求相对份额的行为有望得到约束。

表9：2025年下半年以来产业反内卷、稳增长等政策、文件持续出台

时间	事件	内容
2025年7月1日	中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”、“稳增长”高质量发展工作的意见》	意见提出：切实推动水泥行业熟料生产线备案产能与实际产能的统一工作；积极支持政府有关部门、中国水泥协会组织开展的相关核查调研工作，及时填报相关材料；尽快按《实施办法》补齐产能差额并完善备案、环评、能评等相关手续，依法依规按备案日产能和年产能组织生产。
2025年7月24日	国家发展改革委、市场监管总局对《中华人民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》公开征求意见	征求意见稿进一步明确不正当价格行为认定标准等，完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争。
2025年9月8日	中国建筑材料联合会发布关于公示《水泥行业熟料产量监测核算技术要求》协会标准（征求意见稿）并征集意见的通知	熟料产量监测协会标准的制定标志着行业产能治理的工作持续推进，政策和标准继续完善有助于后期超产治理的严格化执行。标准旨在统一行业熟料生产量的在线监测及核算的计算方法与核查流程，为相关政府部门开展水泥熟料产量监测提供依据。
2025年9月24日	六部门联合印发《建材行业稳增长工作方案（2025—2026年）》	文件在工作举措中提出强化行业管理，促进优胜劣汰。一是严格产能管控，水泥企业要在2025年底前对超出项目备案的产能制定产能置换方案，促进实际产能与备案产能统一；依法依规淘汰水泥、平板玻璃落后产能；鼓励骨干企业联合社会资本，探索设立绿色低碳转型基金，以市场化运作方式加快低效产能退出。
2025年10月16日	原材料工业司组织召开水泥行业稳增长工作座谈会	一是强调严格落实水泥产能置换、规范水泥产能等政策，二是强调行业自律和规范竞争，组织水泥行业错峰生产，做好各地区平均成本调研，防范低于成本价倾销等不正当竞争行为。

数据来源：水泥协会、发改委、工信部、东吴证券研究所

- 基于2026年实物需求降幅收窄的判断，我们认为2026年行业盈利环比2025年下半年有望呈现震荡中改善的态势，部分基建重点项目需求增量较大的省份（如新疆、西藏）景气有望明显领先全国整体水平。若实物需求企稳改善，水泥旺季价格弹性可观。
- 板块市净率估值处于历史底部，产业政策落地有望推动盈利稳步修复、估值回升。行业景气低位为进一步的整合带来机遇。产能管控政策、治理恶性竞争政策有望逐步落实，有望推动僵尸产能退出，改善产能严重过剩区域的供给矛盾。水泥行业纳入全国碳市场，碳排放对供给的约束趋严有望加速过剩产能出清和行业整合。
- 龙头企业综合竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，估值有望迎来修复，海外发展中国家地区布局有望持续贡献盈利增量，推荐**华新建材**（国内盈利平稳，非洲、中亚市场高景气，海外进入兑现期）、**海螺水泥**（全国龙头）、**上峰水泥**（最低分红承诺、新经济产业投资贡献增量）、**金隅冀东**（东北区域整合）、**天山股份**、**塔牌集团**（最低分红承诺）等。

表10：水泥板块标的盈利预测与估值表（以12月9日收盘价测算）

代码	简称	市值	市净率	归母净利润（亿元）				市盈率			
		（亿元）	（MRQ）	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
600801.SH	华新建材	468.81	1.48	24.16	30.6	37.04	41.12	19.4	15.3	12.7	11.4
600585.SH	海螺水泥	1169.03	0.61	76.96	94.59	111.79	126.24	15.2	12.4	10.5	9.3
000672.SZ	上峰水泥	104.60	1.18	6.27	7.09	8.31	9.51	16.7	14.8	12.6	11.0
002233.SZ	塔牌集团	111.24	0.93	5.38	7.04	7.25	7.79	15.8	15.8	15.3	14.3

数据来源：Wind、东吴证券研究所。备注：塔牌集团盈利预测来自于Wind一致预期（2025/12/9），其余来自东吴证券。

表11：水泥板块标的分红测算表（以12月9日收盘价测算）

代码	简称	市值	市净率	分红率预测				股息率			
		（亿元）	（MRQ）	2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
600801.SH	华新建材	468.81	1.48	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%	2.0%	2.6%	3.1%	3.5%
600585.SH	海螺水泥	1169.03	0.61	48.7%	48.7%	48.7%	48.7%	3.2%	3.9%	4.7%	5.3%
000672.SZ	上峰水泥	104.60	1.18	95.7%	56.4%	48.1%	42.1%	5.7%	3.8%	3.8%	3.8%
002233.SZ	塔牌集团	111.24	0.93	98.2%	76.2%	74.0%	68.9%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%

数据来源：Wind、东吴证券研究所。备注：塔牌集团盈利预测来自于Wind一致预期（2025/12/9），其余来自东吴证券。

5.4、水泥：投资建议

■ 华新建材：第二曲线进入业绩释放期，海外业务加速壮大

- 公司是国内水泥龙头企业之一，熟料、水泥产能位居行业前五。截至2025年中报，公司具备水泥产能1.26亿吨/年（含联营企业产能）、商品混凝土48,404方/小时（含委托加工产能）、骨料3.0亿吨/年、综合环保墙材6.6亿块/年、砂浆189万吨/年、超高性能混凝土40万吨/年及废弃物处置1,824万吨/年（含已获环评批复但尚未投产项目）的总体产能。
- 海外水泥产能扩张和产业链延伸布局均位居行业第一梯队，第二曲线进入业绩释放期。公司2024年境外营收同比增长46.5%至80.43亿元，公司2024年境外地区、骨料、混凝土贡献毛利占毛利总额的比重分别为32%/32%/12%，骨料、混凝土占比同比+5pct/-1pct。2025年上半年非水泥业务EBITDA占比达44%，境外分部营收、净利润占比分别达到28%/42%，骨料、混凝土的收入占比分别达到17%/22%。
- 国际化布局行业领先，重点布局非洲、中亚市场，收购豪瑞尼日利亚资产加速壮大。截至2025年中报，公司海外运营水泥粉磨产能已达2,470万吨/年，另还有在建熟料产能合计约155万吨/年（马拉维2000吨/日水泥熟料生产线、莫桑比克栋多3000吨/日水泥熟料生产线等在建项目）。公司于2025年8月29日完成关联方豪瑞尼日利亚水泥标的资产83.81%股权的交割，一次性大幅扩充公司海外水泥产能，标的公司产能相当于公司2024年海外水泥产能的47%，交易完成后公司海外水泥粉磨产能合计将超过3300万吨/年。
- 投资建议：海外领先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着海外并购技改投产持续推进，产能规模持续壮大，国内水泥行业反内卷强化，公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力，支撑中长期发展动能。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为30.6/37.0/41.1亿元，维持“增持”评级。
- 个股风险提示：国内水泥需求超预期下行的风险；非水泥+海外业务扩张不及预期的风险；市场竞争加剧的风险。

6、装修建材：整体承压，点状机会呈现

6、装修建材：整体承压，点状机会呈现

- 在竣工下行的过去两年，企业的预期和资产负债表都受到了较大的冲击。行业也走过了恐慌性价格竞争到理性复价的过程。除了中小企业被动出清带来的市场占有率提升，龙头企业也在积极寻找新的增长点和竞争优势，从商品房到非商品房，从新房到二手房和存量更新，拓展新的产品，或者从卖产品到卖方案，从局部空间到全屋场景。而出海也成为了大家共同的选项，自己布局或者并购的方式都有，但占比仍旧较小。
- 三棵树，通过“马上住”社区店的产品+服务模式拓展城市存量更新市场。
- 箭牌家居，提升品牌势能，打造卫浴空间解决方案，套系化提高客单价。
- 东方雨虹，砂粉业务再造雨虹，海外自营并购快速推进亚洲、美洲。
- 坚朗五金，打造“酒店”、“厂房”等一站式解决方案，自营拓展全球100多个国家地区。
- 伟星新材，打造“舒适家”家庭管道系统解决方案，并购进入东南亚。
- 北新建材，并购拓展防水、涂料两翼产品线，自建产线布局亚非欧地区。
- 2026年，整体行业需求仍旧承压，我们认为收入同比可能还会有小个位数的下降，但毛利率的提升会推动利润呈现小个位数的增长。整体而言，我们更看好零售赛道的表现，而那些率先找到新增长点的企业，收入同比增速有望提升至两位数以上。我们建议关注三棵树，推荐箭牌家居、东方雨虹。

表12：装修建材板块标的过去4个季度的收入增速和毛利率

证券简称	单季度.营业收入同比增长率(%)				单季度.销售毛利率(%)			
	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
三棵树	-3.45	3.12	-0.24	5.62	32.50	31.05	33.10	33.57
箭牌家居	-2.89	-7.46	-8.51	-6.26	22.76	29.02	29.73	26.86
东方雨虹	-14.81	-16.71	-5.64	8.51	14.43	23.73	26.71	24.80
坚朗五金	-23.33	-11.70	-16.02	-9.31	32.63	30.55	30.24	30.12
伟星新材	-5.26	-10.20	-12.17	-9.83	40.56	40.45	40.53	43.04
北新建材	1.50	5.09	-4.46	-6.20	26.98	28.94	31.55	27.79

数据来源：Wind、东吴证券研究所

■ 总量政策加力不及预期的风险

化债落地有望解决地方经济发展堵点问题，有助于地方政府投资企稳改善，中央财政加杠杆将扩大中央投资，若总量政策力度不及预期，基建链条景气面临下行压力。

■ 基建、地产实物需求不及预期的风险；

水泥需求主要源于下游基建、地产行业，若基建实物需求落地不及预期、地产投资加速下滑，将加剧水泥供需矛盾。

■ 行业竞合态势超预期恶化的风险。

行业竞合态势恶化将导致行业供给无法有效出清、产品价格加速下跌。

■ 房价进一步下跌的风险。

房价下跌抑制消费，加大工抵房抵押物的减值。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>