

内需之重下稳中求进

——建筑建材行业 2026 年策略

2025 年 12 月 3 日

看好/维持

建筑建材

行业报告

分析师

赵军胜 电话：010-66554088 邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480512070003

投资摘要：

2025 年基建、制造业投资增速下降和地产投资继续大幅下滑导致固投负增拖累建筑建材行业需求。2025 年地方政府“化债”稳定，再融资专项债发行保持高增；地方专项债增量发行前高后低，基建托底经济任务提前完成，政府更注重有效投资，基础设施投资（不含电力）同比增速转负，预计 2026 年会适时发力。设备更新改造政策延续下，2025 年制造业累计投资同比增速逐月持续回落。中国作为制造业大国，内外需拉动了相关细分行业固定资产投资较好增长，像金属制品、机械和设备修理业等保持两位数高增。到 2025 年 10 月房地产固定资产投资同比下滑已持续四十个月，且跌幅持续扩大。2025 年房地产的土地购置额、新开工、施工和竣工面积同比仍处于较大的下滑当中，但新开工、施工和竣工面积下滑幅度已有收窄；房地产累计销售面积同比下滑幅度较 2024 年收窄，待售面积有所下降。2025 年房地产拖累固定资产投资出现 30 多年来少见的下滑，继续拖累建筑建材行业需求，但对建筑建材行业需求的拖累幅度在变小。在施工面积下滑改善和待售房地产面积逐月去化的情况下，2025 年房地产对 GDP 拉动转正。

房地产的负向循环影响还在继续，扩大内需仍是 2026 年政策重要方向。我们 2022 年 11 月在业内首次提出并在后续历年年度报告中不断阐述房地产负向循环影响经济总需求收缩的观点和机制。2025 年地产负向循环带来的经济总需求收缩还在继续，但动力已有减弱。从房地产价格指数看，2025 年虽然下降，但降幅较 2024 年有所减弱。按照价格指数计算，新建商品房价格指数从 2021 年 9 月高点到 2025 年 10 月下降幅度为 11.77%；二手房价格指数从 2021 年 8 月高点到 2025 年 10 月下降幅度为 20.31%。从房地产上市公司板块看，2025 年较 2024 年营收降幅收窄，利润降幅依然扩大。从建材上市公司板块看，2025 年较 2024 年营收降幅收窄，利润增幅提升。从建筑上市公司板块看，2025 年较 2024 年营收降幅扩大，利润降幅收窄。从政府的收入情况看，2025 年土地收入降幅收窄明显，一般收入同比转正。从消费情况看，2025 年政府促销费政策效果明显。同 2024 年相比，居民人均支出增速虽然有所下降，但社会消费品零售总额增速提升。从社融和信贷情况看，2025 年较 2024 年增长主要是政府发债带动，社融剔除政府债券后社融较 2023 年下滑幅度仍然很大，2025 年居民中长期贷款仍处于大幅下滑状态。从 PPI 和 CPI 水平看，总体还处于收缩的状态。房地产行业的负向循环不能够回归到良性发展轨道，经济需求释放的自驱力还会继续受到抑制，房地产行业对于经济总需求带来的收缩还会继续。所以，扩张内外需对冲地产负面的影响，推动房地产回归长期健康发展轨道还将是 2026 年政策的重要方向。

着眼需求政策导向，发掘内需驱动力。“稳楼市”防风险，释放住房需求。着眼构建地产发展新模式，保障和改善性双轨道发展，建设好房子，推动高质量发展。着眼城市更新和存量相关需求，着眼房地产回归长期健康发展轨道系列政策带来的需求预期改善。基建着眼“两重”项目和现代化基础设施体系构建。着眼专项债和超长期国债促进“两重项目”、民生项目和高效率项目落地，着眼新基建、国际运输新通道、新能源基建等骨干通道，水网和应急两用项目。着眼制造业技术更新改造补贴，发展先进产业集群和国内布局，数智化转型，提升国际化水平。着眼加大补贴和增强消费能力，扩大服务消费和商品消费升级，打造新消费，拓展入境消费，清理不合理消费限制政策，推动优质高效数智化服务业等发展。

投资策略：着眼反内卷、海外发展和新需求受益较大公司。反内卷政策下建材行业上市公司盈利底部有改善，细分行业盈利水平底部波动，“反内卷”加速供给优化带动行业改善持续。水泥、减水剂、塑管、玻璃、涂料和玻纤等细分行业中的龙头公司盈利水平已经在底部出现同比的改善。反内卷作为中央在 2025 年再次强调的重要行业政策，2026 年将继续推动行业供给端的加速优化，推动行业产品价格稳定、恢复和上涨。发现提质升级和“走出去”带来的新机遇。在中国经济从粗放式走向高质量发展的阶段，中国相关传统产业的国际化发展也是获得协同发展优势的重要路径。中国传统产业国际竞争优势明显，海外需求空间广，和中国发展协同效应大。建筑企业走出去，在海外发展的态势也在不断地向好。我们看好产品和服务能够走出去、企业能够走出去的优秀上市公司在国际新赛道的广阔发展新空间。发掘新需求释放带来的新材料机会，随着中国科

技自立自强的水平提升、新技术的产业化落地以及产业体系成熟和完善，新的需求正在得到释放和涌现，带动相关产业链的新材料需求保持较好的发展态势。2026 年我们要着眼新需求的释放，进一步发掘新需求释放带来的新材料的机遇。

风险提示：房地产政策效果不及预期、财政政策力度和效果低于预期、反内卷政策力度和效果低于预期、新需求释放情况低于预期、国际贸易保护发展超出预期和外部政策变化超出预期。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E		
北京利尔	0.33	0.27	0.34	0.38	24.00	29.33	23.29	20.84	1.63	强烈推荐
北新建材	2.09	2.16	1.93	2.12	12.13	11.72	13.11	11.94	1.61	强烈推荐
伟星新材	0.82	0.90	0.53	0.61	12.46	11.36	19.28	16.75	3.47	强烈推荐
山东药玻	1.03	1.17	1.12	1.33	19.54	17.21	17.97	15.14	1.64	强烈推荐
美畅股份	3.07	3.31	0.35	0.5	4.93	4.57	43.26	30.28	1.61	强烈推荐
海螺水泥	2.96	1.97	1.77	1.96	7.72	11.60	12.91	11.66	0.64	强烈推荐
中国巨石	1.65	0.76	0.85	1	9.03	19.61	17.54	14.91	1.93	强烈推荐
中国交建	1.09	1.39	1.39	1.47	7.82	6.13	6.13	5.80	0.47	强烈推荐
中国化学	0.89	0.89	1.03	1.12	8.37	8.37	7.23	6.65	0.69	-
中国电建	0.68	0.68	0.7	0.74	7.95	7.96	7.76	7.34	0.65	-
东方雨虹	0.85	0.91	0.49	0.73	14.73	13.76	25.55	17.15	1.44	-
宏和科技	0.06	-0.07	0.19	0.26	535.50	-459.00	169.11	123.58	17.81	-
中材科技	2.09	1.33	1.15	1.53	15.53	24.52	28.26	21.24	2.78	-

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（未评级数据参考 iFinD 行业一致预期）

目 录

1. 回顾：2025 年基建、制造业投资增速下降和地产投资继续大幅下滑导致固投负增拖累行业需求	6
1.1 地方政府“化债”稳定，基建 2025 年任务完成 2026 年会适时发力	6
1.2 设备更新改造政策延续下制造业固投增速有回落，部分细分行业投资增长较好	7
1.3 受购地影响 2025 年地产固投下滑幅度加大，新开工、施工、竣工和销售面积等数据降幅有收窄	8
1.4 2025 年地产拖累固投罕见下滑和建筑建材需求，但对经济实物量形成正拉动	10
2. 地产的负向循环影响还在继续，扩大内需仍是 2026 年政策重要方向	11
2.1 地产负向循环带来的经济总需求收缩还在继续，但动力已有减弱	11
2.2 提振内需，推动地产回归自我健康发展轨道是 2026 年政策重要方向	16
3. 着眼需求政策导向，发掘内需驱动力	16
4. 着眼反内卷、海外发展和新需求受益较大公司	18
4.1 细分行业盈利水平底部波动，“反内卷”加速供给优化带动行业改善持续	18
4.2 发现提质升级和“走出去”带来的新机遇	22
4.3 发掘新需求释放带来的新材料机会	24
5. 风险提示	28
相关报告汇总	29

插图目录

图 1： 地方政府再融资专项债累计发行额和增速	6
图 2： 地方政府专项债累计新发行额度和增速	6
图 3： 全国地方政府专项债限额	7
图 4： 基础设施建设投资累计增速	7
图 5： 中国制造业固定资产投资增速	7
图 6： 固投增速较高的制造分行业投资增速（%）	7
图 7： 房地产行业累计固定资产投资增速	8
图 8： 房地产行业影响经济的负向循环	8
图 9： 房地产土地购置费用和增速（右轴）	9
图 10： 房地产行业新开工面积和增速（右轴）	9
图 11： 房地产施工面积和增速（右轴）	9
图 12： 房地产行业竣工面积和增速（右轴）	9
图 13： 全国房地产销售面积和增速	10
图 14： 全国房地产待售面积和变化	10
图 15： 全国固定资产投资和增速	10
图 16： 全国水泥产量和增速	10
图 17： 全国水泥价格指数	11
图 18： 房地产对 GDP 拉动（%）	11
图 19： 2022 年首次提出房地产负向循环的机制框架	12
图 20： 房地产上市公司板块营业收入和归母净利润同比变化	12

图 21: 房地产上市公司板块合同负债和同比变化	12
图 22: 大中城市二手房价格指数	13
图 23: 大中城市新建商品房价格指数	13
图 24: 建材板块上市公司营业收入和归母净利润同比变化	13
图 25: 建筑板块上市公司营业收入和归母净利润同比变化	13
图 26: 政府土地累计收入和同比变化	14
图 27: 政府一般公共收入和同比变化	14
图 28: 城镇和农村居民人均消费支出变化	14
图 29: 社会消费品零售总额和变化	14
图 30: 累计社会融资额和变化	15
图 31: 剔除政府债券后累计社会融资额和变化	15
图 32: 银行贷款累计增量和同比增速	15
图 33: 居民中长期贷款和增速	15
图 34: PPI 变化	16
图 35: CPI 变化	16
图 36: 扩大内需发力方向	17
图 37: 建材上市公司板块利润率变化 (%)	18
图 38: 建筑上市公司板块利润率变化 (%)	18
图 39: 海螺水泥单季度净利率变化	19
图 40: 垒知集团单季度净利率变化	19
图 41: 中国联塑净利率率变化	19
图 42: 东方雨虹单季度毛利率变化	19
图 43: 伟星新材毛利率水平变化	19
图 44: 濮耐股份毛利率水平变化	19
图 45: 北新建材净利率水平变化	20
图 46: 三棵树毛利率水平变化	20
图 47: 旗滨集团净利率水平变化	20
图 48: 中国巨石毛利率水平变化	20
图 49: 中国出口季度累计额和同比变化	22
图 50: 中国季度累计出口额全球占比	22
图 51: 中国对美欧日韩和其他国家出口占比变化	23
图 52: 一带一路贸易额指数	23
图 53: 中国海外累计新签工程合同额和变化	23
图 54: 一带一路共建国家新签合同额和变化	23
图 55: 中国新能源汽车累计产量和变化	24
图 56: 中国集成电路板累计产量和变化	24
图 57: 中国风电累计装机容量和变化	24
图 58: 中国光伏累计装机容量和变化	24
图 59: 三家企业 2400tex 玻纤价格变化	25
图 60: 全国浮法玻璃市场均价变化	25

图 61： 宏和科技营业收入和同比变化	25
图 62： 宏和科技扣非后归母净利润和同比变化.....	25
图 63： 菲利华营业收入和同比变化	26
图 64： 菲利华扣非后归母净利润和同比变化	26
图 65： 中材科技营业收入和同比变化	26
图 66： 中材科技扣非后归母净利润和同比变化.....	26
图 67： 国际复材营业收入和同比变化	27
图 68： 国际复材扣非后归母净利润和同比变化.....	27
图 69： 宏和科技电子布销量和同比变化	27
图 70： 宏和科技电子布价格变化	27

表格目录

表 1： 行业产能优化和反内卷相关政策	21
---------------------------	----

2025 年是释放内需的一年，是应对内外部风险的一年，是优化产业体系和发展新质生产力的一年。面对美国“贸易战”的冲击和国内需求收缩的影响，在积极财政和适度宽松的货币政策下，政府通过补贴等政策拉动内需，重点发力“两重两新”方向，通过对高科技、绿色、普惠、养老和数字等重点领域加大金融支持来实现经济的转型升级，财政和金融发力更加注重民生、效率和安全，来对冲房地产行业下行带来的内需收缩，通过“反内卷”实现落后产能的淘汰，实现经济的高质量发展。2025 年前三季度实际 GDP 累计增速为 5.20%，保持了经济稳定的增长，预计 2025 年将成功完成年初制定的 GDP 增长 5% 左右的目标。2025 年的情况符合我们 2024 年 12 月 27 日发布的报告《建筑建材行业 2025 年投资展望：内需之重下行稳致远》中的观点。

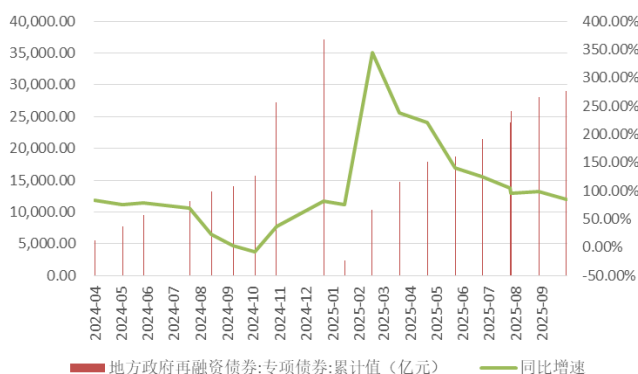
2026 年是继续扩大内外需的一年，是继续推进反内卷的一年，是推动经济走出“通缩”的一年。是建设和加强现代化产业体系和发展新质生产力的一年，是“十五五规划”的开局之年。是继续优化生产关系，提升资源配置效率，统筹新旧动能、增量和存量，推动房地产和经济继续回归良性健康发展的一年。在积极财政和适度宽松货币政策下，通过政府定向发力提升生产力，完善和破除市场经济自我运行机制中的问题，提高投资和生产效率，注重民生根本，保证传统需求，激发新需求，提升中国综合实力和抗风险能力。总之，2026 年大的总体环境较 2025 年的改善是可以预期的。我们继续着眼反内卷、海外发展和新需求新材料，着眼传统公司由供给端优化、海外突破和转型带来的龙头和优秀企业的机遇期，着眼新需求释放带来的新材料公司的发展，着眼经济发展的稳中求进。

1. 回顾：2025 年基建、制造业投资增速下降和地产投资继续大幅下滑导致固投负增拖累行业需求

1.1 地方政府“化债”稳定，基建 2025 年任务完成 2026 年会适时发力

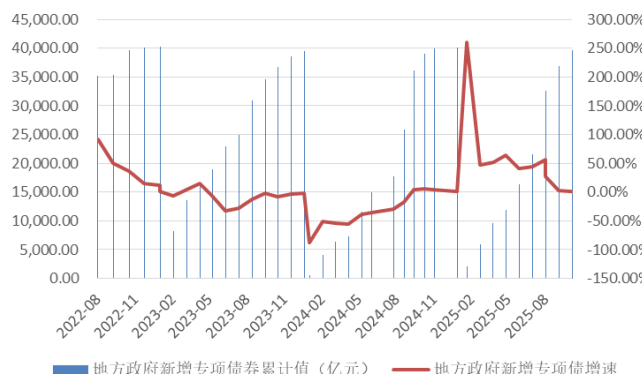
2025 年地方政府再融资专项债发行保持稳定高增。2025 年 1-10 月地方政府再融资专项债累计发行额度 2.90 万亿元，同比提升 84.44%。从 2025 年年初以来，地方政府再融资专项债发行保持高速增长的态势，虽然增速有逐月回落但仍保持了很高的增速，地方政府债务的化解问题始终是政府工作的重要内容。

图1：地方政府再融资专项债累计发行额和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：地方政府专项债累计新发行额度和增速



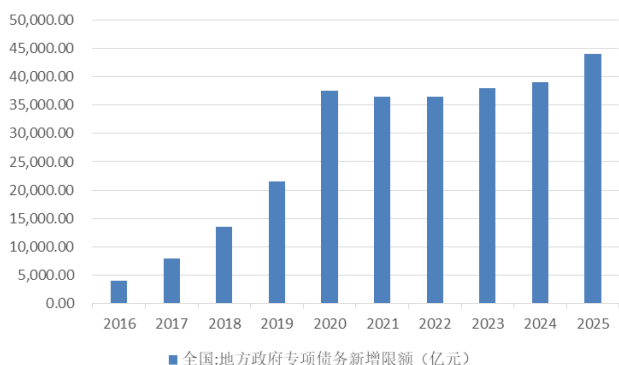
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2025 年地方专项债增量发行前高后低，托底经济任务完成。2025 年 1-10 月份地方政府新增专项债累计发行额度为 3.97 万亿元，同比增长 1.56%，占 2025 年 4.4 万亿限额的 90.23%，同比增速从 1 月初的 260.56% 回落到 10 月份个位百分数。同时，2025 年下半年，雅下水电站和新藏铁路等重大项目的开工建设接力地方

政府专项债发行项目。2025 年超长期国债拟发行 1.3 万亿，其中 8000 亿用于更大力度支持“两重”项目建设，5000 亿用于加力扩围实施“两新”政策（2000 亿用于支持工业企业技术更新改造，3000 亿用于家电和汽车等消费品补贴），政府多方面拉动内需。

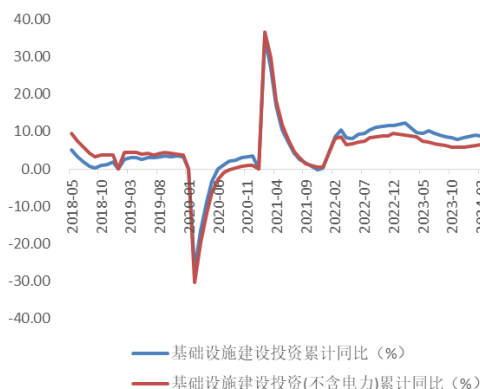
基础设施投资（不含电力）增速转负，体现政府更注重有效投资。2025 年 1-10 月基础设施累计投资同比增速为 1.51%，增速逐月持续下滑；基础设施投资累计额（不含电力）同比增速为-0.1%，出现微幅的回落。

图3：全国地方政府专项债限额



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：基础设施建设投资累计增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

在 2025 年内外需共同的发力下，基建基本完成了托底任务，同比增速逐月出现回落，甚至负增，这体现出政府对基建投资更加注重项目的质量和投资的有效性。但也看出基建仍然是托底需求和经济的有效工具。所以，2026 年基础设施投资还将会根据经济总需求变化的态势，适时发力。

1.2 设备更新改造政策延续下制造业固投增速有回落，部分细分行业投资增长较好

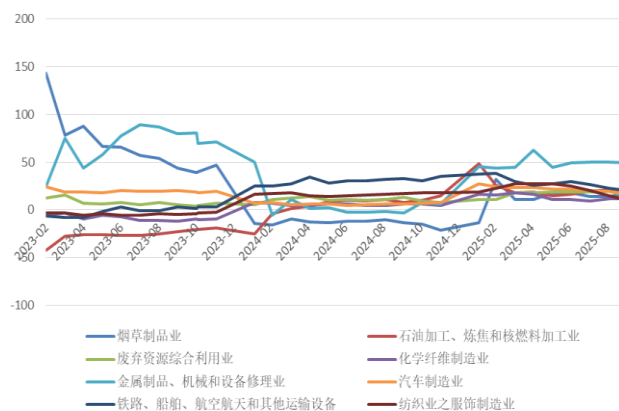
2025 年制造业累计投资同比增速逐月持续回落。2025 年 1-10 月制造业固定资产累计投资增速为 2.7%，较上月回落 1.3 个百分点，从年初的 9%开始持续回落。2024 年 3 月国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，从财政、金融和税收等方向对设备更新改造进行支持。2025 年作为政策的延续，在 2024 年基数的情况下，在工业产品价格低迷的情况下，制造业累计投资同比增速逐月回落。

图5：中国制造业固定资产投资增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：固投增速较高的制造分行业投资增速 (%)



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

但从制造业细分行业看，一些细分行业固定资产投资保持了较好的增速。这其中包括：1.烟草制品业、2.石油加工、炼焦和核燃料加工业、3.废弃资源综合利用业、4.化学纤维制造业、5.金属制品、机械和设备修理业、6.汽车制造业、7.纺织服装服饰制造、8.铁路、船舶、航空航天和其他运输设备等八个细分制造行业，这些细分行业 2025 年 1-10 月固定资产投资同比保持两位数的增长，分别为 17.5%、21.2%、14.6%、11.3%、49.2%、17.5%、10%和 20.1%。

1.3 受购地影响 2025 年地产固投下滑幅度加大，新开工、施工、竣工和销售面积等数据降幅有收窄

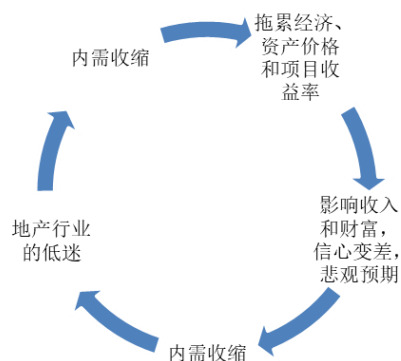
到 2025 年 10 月房地产固定资产投资同比下滑已持续四十个月，且跌幅持续扩大。从 2022 年 4 月房地产固定资产投资同比开始下滑后，在过去三年多的时间里持续下滑，并且下滑的幅度还不断地扩大。2025 年 1-10 月房地产固定资产累计投资额为 7.36 万亿，同比下滑 14.70%，较上月扩大 0.8 个百分点。2025 年以来房地产固定资产投资增速下滑幅度逐月扩大。我们在 2022 年 11 月 29 日发布的《2023 年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航》中首次提出的地产无收敛的负向循环观点，这几年的地产行业投资持续大幅下滑和我们提出的地产无收敛负向循环有关。

图7：房地产行业累计固定资产投资增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图8：房地产行业影响经济的负向循环

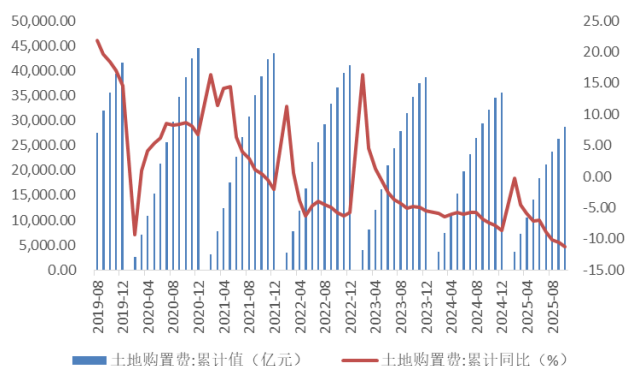


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2025 年房地产的土地购置额、新开工、施工和竣工面积同比仍处于较大的下滑当中，但新开工、施工和竣工面积下滑幅度已有收窄。2025 年 1-10 月房地产土地购置费用累计为 2.87 万亿，同比下滑 11.30%，较 1-9 月扩大 0.7 个百分点，2025 年以来同比下滑幅度持续扩大。从 2022 年 4 月以来，土地购置费用已经连续下滑四十个月。

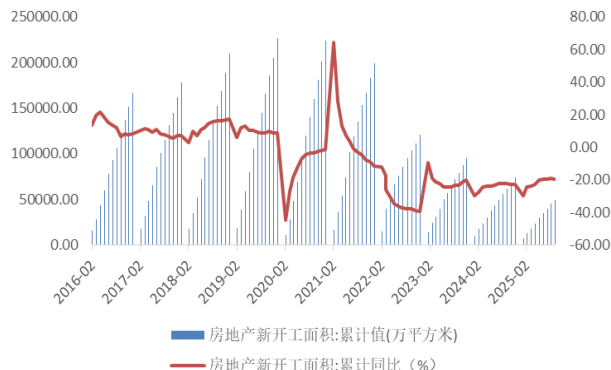
房地产累计新开工面积 2025 年 1-10 月为 4.91 亿平方米，同比下降 19.80%，2025 年新开工面积的同比下滑幅度较 2024 年有所收窄。截止到 2025 年 10 月，房地产新开工面积已经连续四十八个月连续大幅度下滑，从 2021 年单月 1 亿多到 2 亿多平方米的量回落到 10 月份约 3662 万平方米的水平。

图9：房地产土地购置费用和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图10：房地产行业新开工面积和增速（右轴）

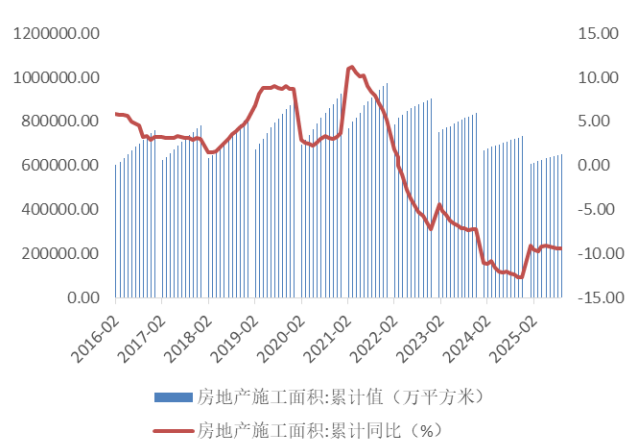


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

房地产累计施工面积 2025 年 1-10 月为 65.29 亿平方米，同比下滑 9.40%，下滑幅度和上月持平。2025 年施工面积同比下滑幅度保持在 9-10%之间，较 2024 年收窄。单月增加的施工面积从 2020 年的 2 亿多甚至 3 亿平方米的水平回落到 10 月份 4359 万平方米的水平。

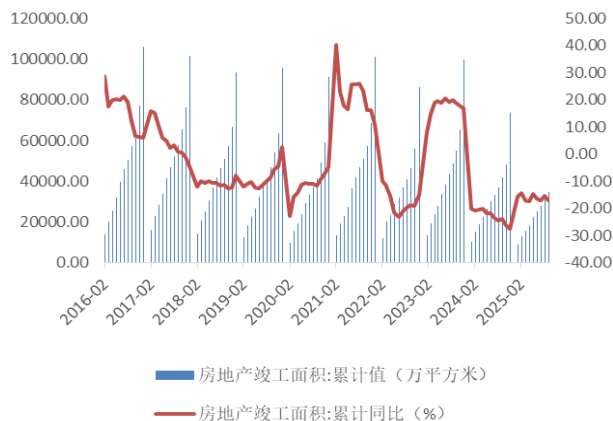
房地产累计竣工面积 2025 年 1-10 月为 3.49 亿平方米，同比下降 16.90%，下滑幅度较上月扩大 1.6 个百分点，但 2025 年同比下滑幅度保持在 18%以内，较 2024 年 20%以上的下滑已有收窄。当月竣工面积从以前的 1 亿平方米左右的水平，回落到 10 月份的 3732 万平方米。

图11：房地产施工面积和增速（右轴）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：房地产行业竣工面积和增速（右轴）

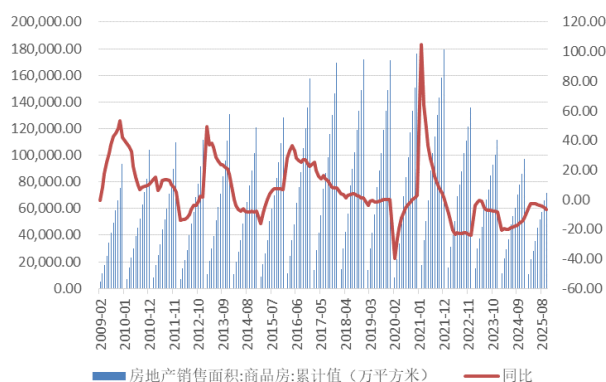


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2025 年房地产销售面积同比下滑幅度较 2024 年收窄，待售面积有下降。稳楼市是 2025 年政策的重要目标。随着各地因城施策和购房利率的下调，房地产销售面积同比下滑幅度在 2025 年收窄，新房销售综合价格下滑幅度有所收窄。政策正在推动房地产向新平衡发展。

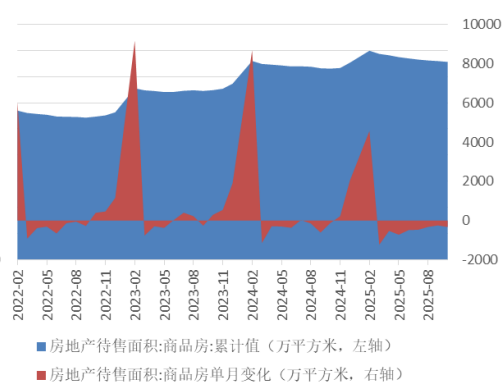
2025 年 1-10 月全国房地产累计销售面积为 7.20 亿平方米，同比下降 6.80%。2025 年房地产累计销售面积下滑幅度保持在 7%以下，较 2024 年两位数的下滑幅度有所收窄。并且 2025 年房地产待售面积也逐月下降，由年初的 7.99 万平方米下降至 10 月份的 7.56 万平方米。

图13：全国房地产销售面积和增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：全国房地产待售面积和变化

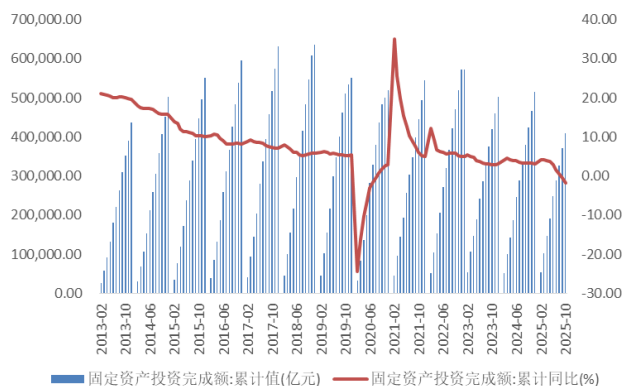


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.4 2025 年地产拖累固投罕见下滑和建筑建材需求，但对经济实物量形成正拉动

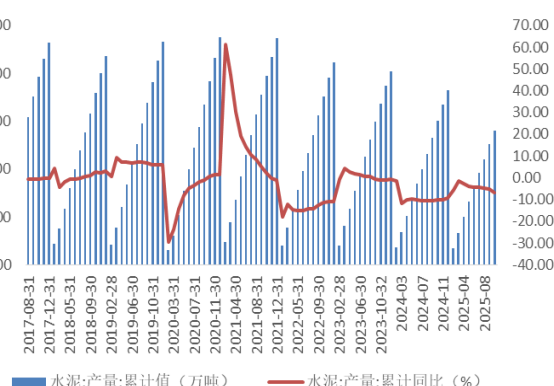
房地产继续拖累固定资产投资出现 30 多年来罕见的下滑和建筑建材行业需求。在制造业固定资产投资和基础设施固定资产投资增速回落，特别是房地产固定资产投资大幅下滑的拖累下，全国固定资产累计投资额也同比出现下滑。2025 年 1-10 月全国固定资产累计投资额为 40.89 万亿元，同比下降 1.7%，较上月回落 1.2 个百分点。固定资产投资出现了近三十多年来除了疫情期间外的第二次下滑。

图15：全国固定资产投资和增速



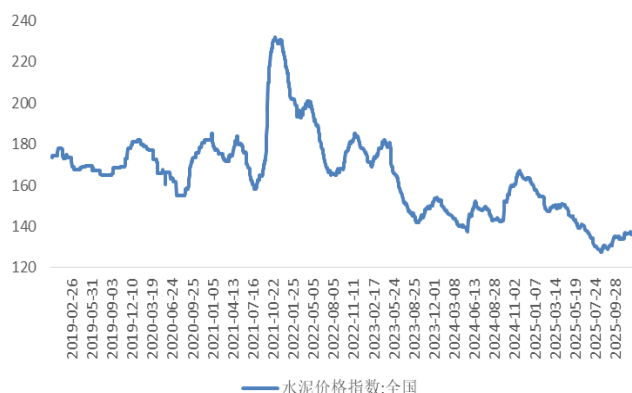
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：全国水泥产量和增速

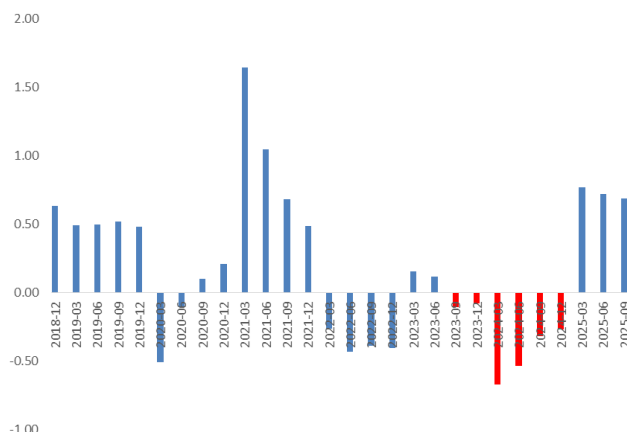


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

由于房地产的新开工、施工和竣工面积同比下滑幅度收窄，地产对于建筑建材行业需求的拖累幅度也在变小。比如水泥：2025 年 1-10 月全国累计产量为 14.00 亿吨，同比下降 6.70%，降幅较 2024 年收窄。全国水泥价格指数 2025 年 11 月 17 日为 136.63 点，较去年同期下降 28.62 点，同比下降 17.32%，水泥行业价格压力仍然较大。但随着“反内卷”政策的推进，全国水泥价格指数从 2025 年 8 月中旬以来开始逐步有所回升，从 8 月 12 日的 127.46 到 11 月 24 日累计回升 9.17 点，但总体还处于低位水平。所以，当前建材行业面临的问题是：虽然需求同比降幅度收窄，但需求仍在下滑，从而导致价格疲弱。

图17：全国水泥价格指数


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：房地产对 GDP 拉动 (%)


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

在施工面积下滑改善和待售房地产面积逐月去化的情况下,2025 年房地产对 GDP 拉动转正。地产产业链长,影响广,在负向循环的驱动下容易产生风险,但在 2025 年房地产对经济的拉动转正。也就是说房地产当前主要是价格问题,是价格因素导致的总需求收缩。但单从实物量上看,房地产本身对 GDP 的拉动已经转正,这也是国家持续地在供给端和需求端出台政策的效果显现。2025 年前三季度房地产对于 GDP 拉动 0.69 个百分点,但前三季度房地产对 GDP 拉动幅度较上半年收窄 0.03 个百分点,拉动有变弱的迹象。

2. 地产的负向循环影响还在继续, 扩大内需仍是 2026 年政策重要方向

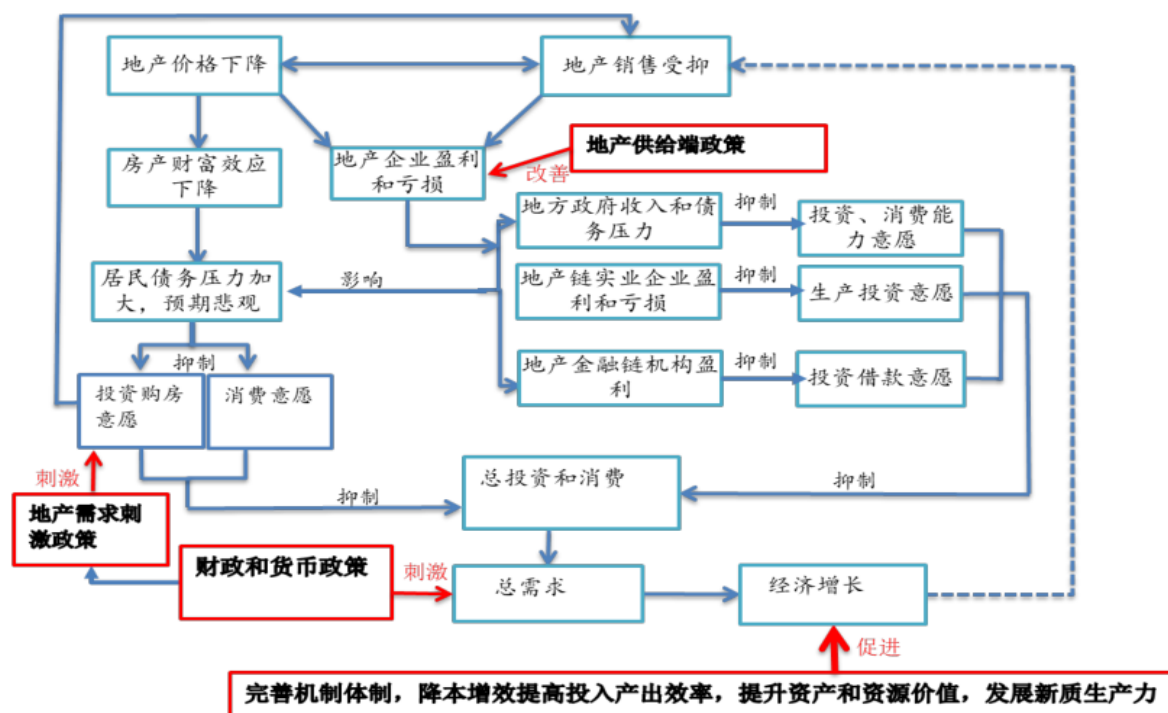
2.1 地产负向循环带来的经济总需求收缩还在继续, 但动力已有减弱

我们在 2022 年 11 月发布的年度报告《2023 年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航》中提出了地产行业的负向反馈循环。并在 2023 年 11 月 23 日发布的年度报告《2024 年建筑建材行业展望（宏观篇）：内需之重下的新平衡》、2024 年 7 月 29 日发布的《建筑建材行业 2024 年半年度宏观展望：内需之重下静待新平衡》中做了进一步详细的阐述。我们在 2024 年 11 月 27 日发布的年度报告《建筑建材行业 2025 年投资展望：内需之重下行稳致远》中提出 2025 年地产的负向循环还会继续拖累中国经济的发展,拖累 2025 年建筑建材行业的需求。

从实际的数据看,房地产带来的总需求收缩是很大的,这里面除了房地产行业本身的影响,还影响到相关产业链行业,影响到居民收入、收入预期以及投资和消费,影响到地方政府的债务、投资和消费,以及影响到金融行业。

房地产的影响是以前所没有的,这使得政策调控的难度加大。房地产防风险和地方政府债务问题成为政府防风险的主要工作方向。一直以来政府政策持续综合发力,来对冲地产对于经济的影响。同时,政策对价格因素的影响也在逐步显现中。

图19：2022 年首次提出房地产负向循环的机制框架



资料来源：东兴证券研究

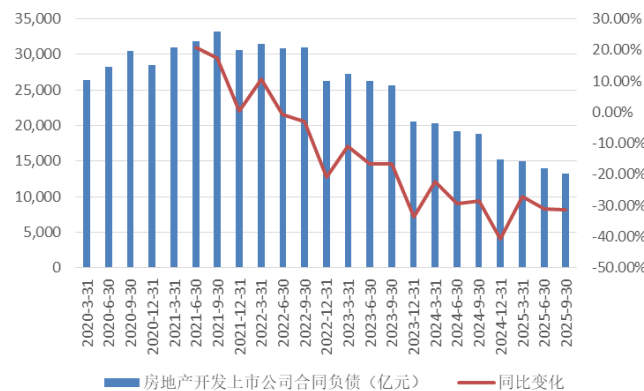
房地产的负面循环影响还在继续，但动力有减弱。从房地产上市公司板块的情况看营收降幅收窄，利润降幅较 2024 年依然扩大。2025 年前三季度营业收入同比下滑 11.29%，较上半年收窄 1.07 个百分点，较去年同期收窄 11.82 个百分点；归母净利润同比下滑 176.6%，较上半年收窄 47.08 个百分点，较去年同期扩大 22.42 个百分点。

图20：房地产上市公司板块营业收入和归母净利润同比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图21：房地产上市公司板块合同负债和同比变化



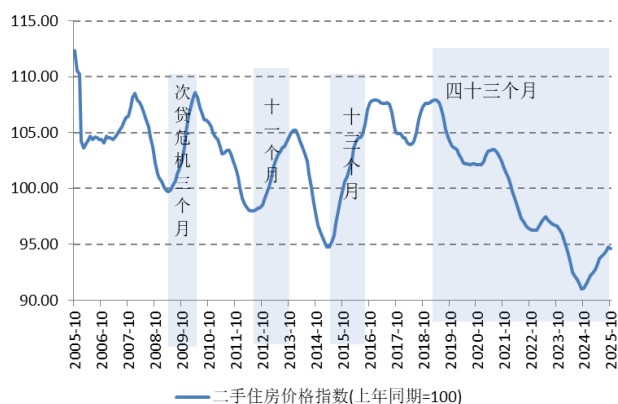
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

2025 年三季度末房地产上市公司板块合同负债为 1.32 万亿元，同比下降 31.35%，较上半年扩大 0.25 个百分点，较去年同期扩大 2.88 个百分点。

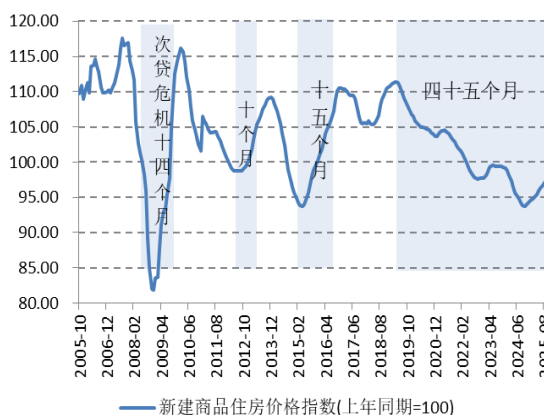
从房地产价格指数看，2025 年降幅较 2024 年有所减弱。2025 年 10 月大中城市新建商品房价格指数（上年同期=100）为 97.40，二手房价格指数为 94.60，还持续低于 100，处于下滑当中。但是从下滑幅度看，新建商品房价格指数从 2024 年 11 月以来已开始改善；二手住房价格指数从 2024 年 10 月开始出现同比的改善。

图22：大中城市二手房价格指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图23：大中城市新建商品房价格指数

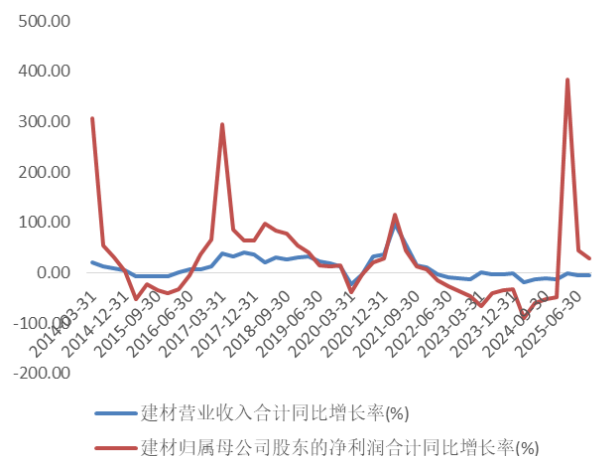


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

按照价格指数计算，新建商品住房价格指数从 2021 年 9 月的持续下降以来，到 2025 年 10 月下降幅度为 11.77%；二手房价格指数从 2021 年 8 月持续下降以来，到 2025 年 10 月下降幅度为 20.31%。

图24：建材板块上市公司营业收入和归母净利润同比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图25：建筑板块上市公司营业收入和归母净利润同比变化



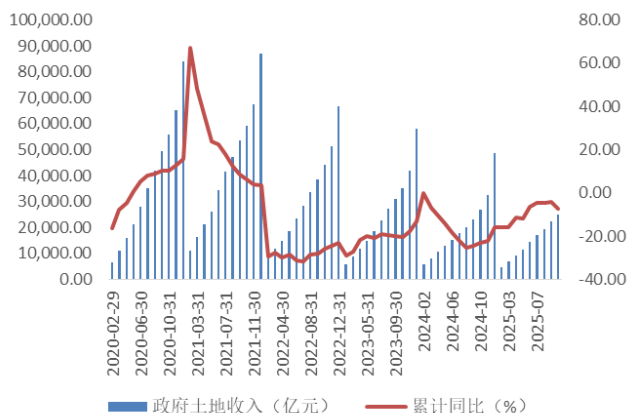
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

从建材上市公司板块看，较 2024 年营收降幅收窄，利润增幅提升。2025 年前三季度营业收入同比下降 5.46%，较上半年扩大 0.54 个百分点，较去年同期收窄 6.20 个百分点；归母净利润同比增长 28.64%，较上半年减少 14.95 个百分点，较去年同比提高 80.45 个百分点。

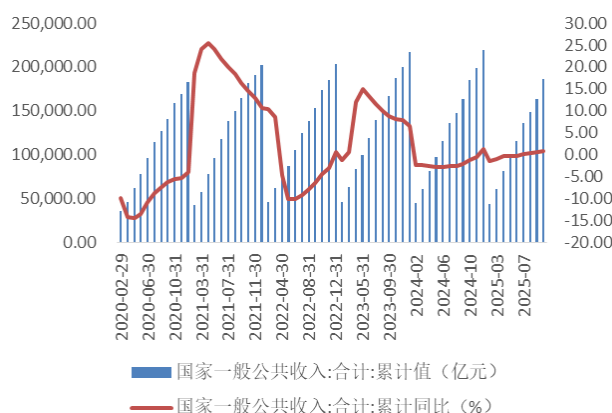
从建筑上市公司板块看,较2024年营收降幅扩大,利润降幅收窄。2025年前三季度营业收入同比下降5.52%,较上半年收窄0.42个百分点,较去年同期扩大0.80个百分点;归母净利润同比下降10.07%,较上半年扩大3.48个百分点,较去年同比收窄6.20个百分点。

图26: 政府土地累计收入和同比变化



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图27: 政府一般公共收入和同比变化



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

资料来源: iFinD

从政府的收入情况看,土地收入降幅收窄明显,一般收入同比转正。2025年1-10月地方政府土地使用权转让累计收入为2.50万亿,同比下降7.4%,较1-9月降幅扩大3.2个百分点,但较去年同期收窄15.5个百分点;国家一般公共收入累计为18.65万亿,同比增长0.8%,增幅较上月提高0.3个百分点,较去年同期提高2.1个百分点,下半年开始实现了同比转正。

从消费情况看,政府促销费政策效果明显。2025年前三季度,城镇居民人均消费支出为2.65万元,同比增长3.8%,增幅较上半年下降0.8个百分点,较去年同期下降1.2个百分点;农村居民人均消费支出为1.46万元,同比增长5.5%,增幅较上半年下降0.3个百分点,较去年同期下降1个百分点。不管是城镇还是农村,居民人均消费支出增速在2025年较2024年均出现下降。2025年1-10月社会消费品零售总额为41.22万亿元,同比增长4.28%,增速较1-9月下降0.22个百分点,较去年同期提高0.78个百分点,政府促销费政策取得明显效果。

图28: 城镇和农村居民人均消费支出变化

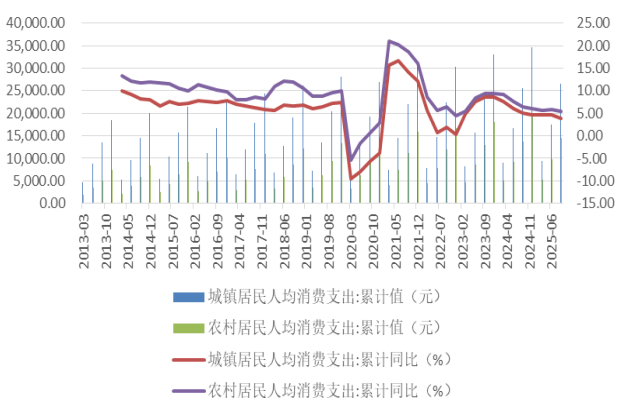
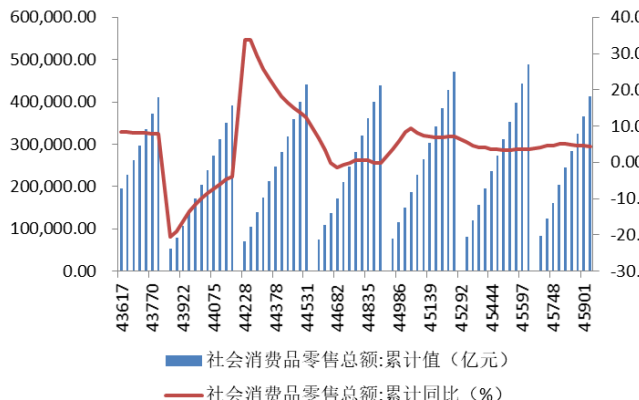


图29: 社会消费品零售总额和变化



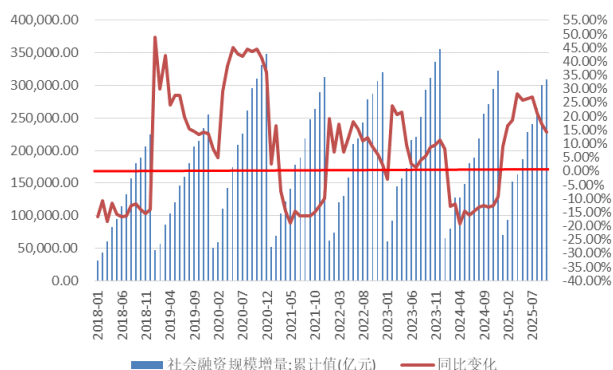
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

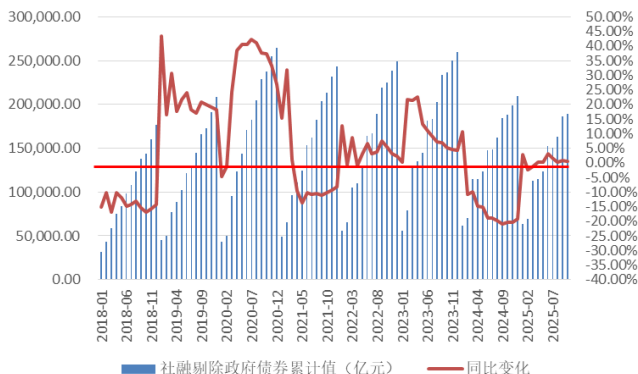
从社融和信贷情况看，2025 年较 2024 年增长主要是政府发债带动，但 2025 年总体社融较 2023 年比下滑幅度仍大。2025 年 1-10 月社会融资规模累计为 30.90 万亿元，同比增长 14.13%；剔除政府债券发行额，社会融资规模减为 18.96 万亿元，同比微增 0.58%。总体社会融资的改善，主要是和政府发债积极扩内需有关，也和去年同期下降幅度较大有关。

图30：累计社会融资额和变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图31：剔除政府债券后累计社会融资额和变化



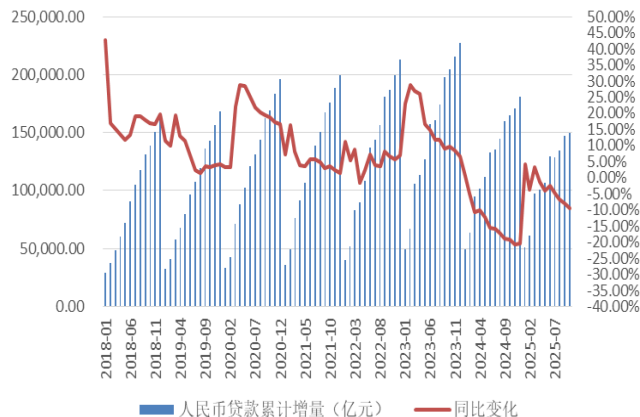
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

但如果和 2023 年相比，2025 年 1-10 月社会融资情况较 2023 年同期仍处于下降的状态（较 2023 年同期降 0.93%），特别是剔除政府债券融资的额度后，仍处大幅下降（较 2023 年同期降 19.92%）的状态。

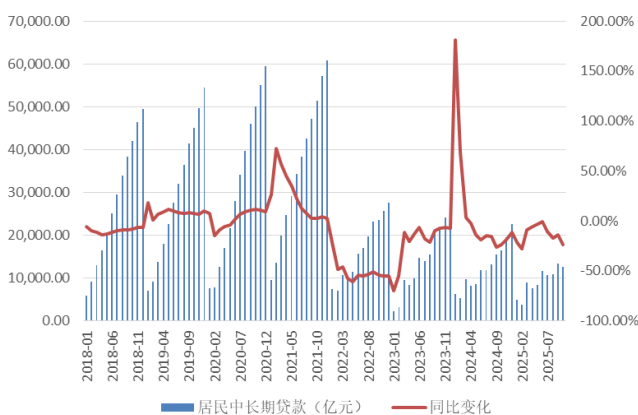
2025 年 1-10 月人民币贷款累计增加为 14.97 万亿元，同比下降 9.38%，较 1-9 月增速扩大 1.45 个百分点，较去年同期收窄 9.97 个百分点，其中居民中长期贷款为 1.26 万亿，同比下降 23.64%，较 1-9 月扩大 10 个百分点，较去年同期收窄 0.35 个百分点。企业等通过银行贷款的意愿不高，特别是居民购房贷款购房意愿依然很低迷。

图32：银行贷款累计增量和同比增速



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图33：居民中长期贷款和增速

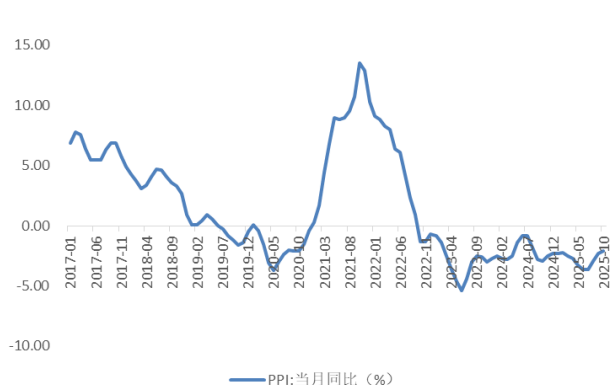


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

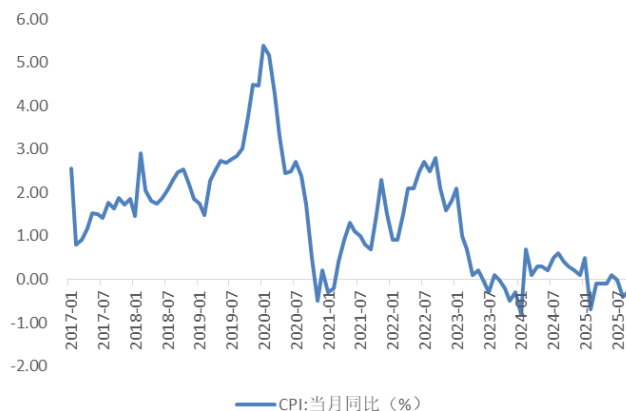
从 PPI 和 CPI 价格水平看，总体还处于收缩的状态。2025 年 10 月中国 PPI 为 -2.10%，较上月提高 0.2 个百分点，较去年同期提高 0.8 个百分点，已连续三十七个月出现负增长；CPI 为 0.2%，较上月提高 0.5 个百分点，较去年同期下降 0.1 个百分点，实现正增长，连续三十二个月在 0 附近波动。

图34：PPI 变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图35：CPI 变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

通过对数据的回顾可以看到：2025 年房地产行业的负向循环还在继续，对内需负面影响还在继续。但是也可以看到：在政府积极财政政策和适度宽松货币政策下，推动内外需不断释放，对冲房地产的负面影响，房地产负面影响的动力也显现出逐步减弱的迹象。

2.2 提振内需，推动地产回归自我健康发展轨道是 2026 年政策重要方向

房地产行业的负向循环不能够回归到良性发展轨道，经济需求释放的自我驱动力还会继续受到抑制，其对于总需求的负面影响还会持续，房地产行业对于经济总需求带来的收缩还会继续。所以，扩张内外需对冲地产负面的影响，推动房地产回归长期健康发展轨道还将是政策的重要方向。

2025 年 10 月 23 日中共中央二十届四中全会通过“十五五规划”，在加强重点领域国家安全能力建设章节中明确提出“统筹推进房地产、地方政府债务、中小金融机构等风险有序化解，严防系统性风险”。

同时，在“十五五规划”期间必须遵循的原则中明确提出“做强国内大循环，畅通国内国际双循环，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革”的原则。在“十五五规划”的主要目标中，提出要实现“居民消费率明显提高，内需拉动经济增长主动力作用持续增强”的目标。在“十五五规划”建设强大国内市场，加快构建新发展格局章节中，提出“坚持扩大内需这个战略基点，坚持惠民生和促销费、投资于物和投资于人紧密结合”。在提升宏观经济治理效能的部分提出“发挥好产业、价格、就业、消费、投资、贸易、区域、环保、监管等政策作用，促进形成更多由内需主导、消费拉动、内生增长的经济增长模式。”所以，可以看到：提振内需，推动房地产回归自我健康发展轨道是“十五五”开局之年的 2026 年的重要政策重心和任务。

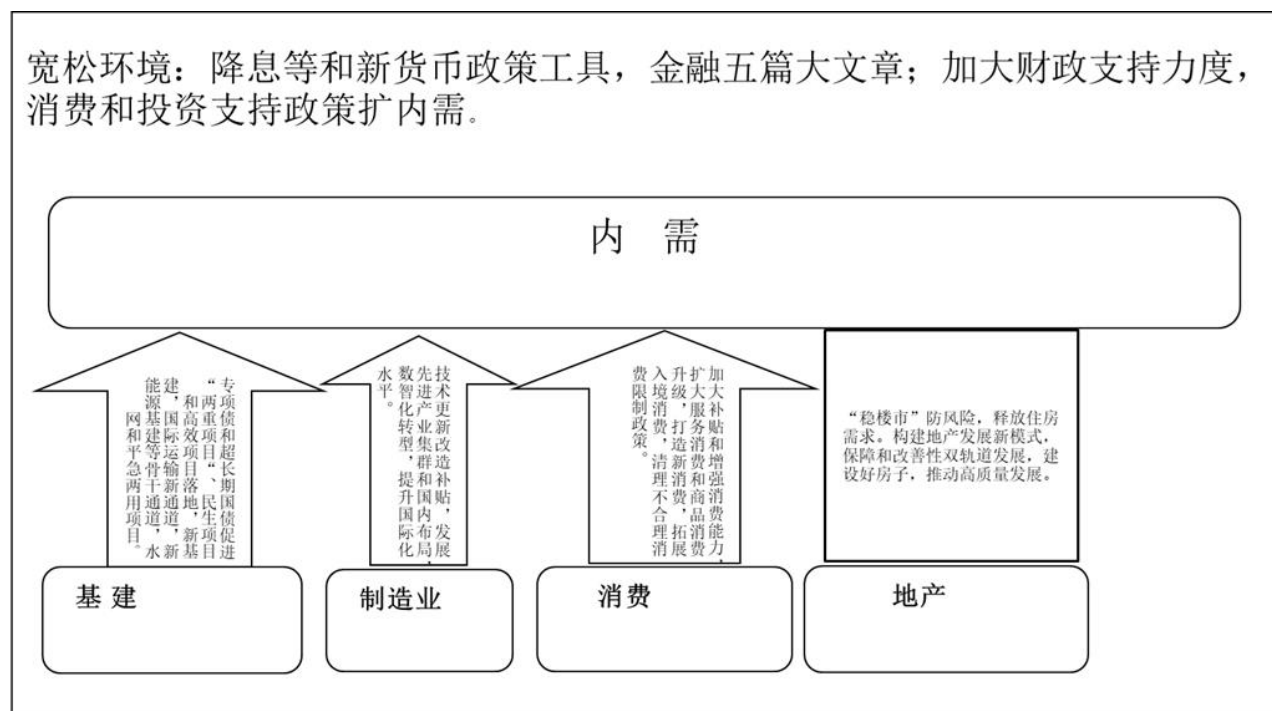
3. 着眼需求政策导向，发掘内需驱动力

房地产着眼城市更新和存量相关需求。2025 年 7 月中央城市工作会议提出以“推动城市高质量发展为主题，以坚持城市内涵式发展为主线，以推进城市更新为重要抓手”，在存量提质增效上发力，以实现现代化人民城市的目标。除了“发展组团式、网络化的现代化城市群和都市圈，分类推进以县城为重要载体的城镇化建

设，继续推进农业转移人口市民化”，还提出“着力建设舒适便利的宜居城市，加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造”，“推进城市基础设施生命线安全工程建设，加快老旧管线改造升级”，“高质量开展城市更新”，“着力建设绿色低碳的美丽城市”等。这些工作重心都将大大提升城市的硬件环境、居住宜居性和舒适性，大大提升城市的品质和质量，改变城市建设粗放式发展模式。这些均有利于房地产行业回归长期健康发展轨道，释放增量内需，有利于推动建筑建材行业需求的探底回稳。

基建着眼“两重”项目和现代化基础设施体系构建。“十五五规划”在扩大有效投资段落中提出“提高民生类政府投资比重，高质量推进国家重大战略实施和重点领域安全能力项目建设”，提出“加强谋划论证，实施一批重大标志性工程项目”。在构建现代化基础设施体系的段落中，除了要超前建设新基建外，还提出了“完善现代化综合交通运输体系”，“强化薄弱地区覆盖和通达保障”，提出要健全国际运输通道体系，提出“优化能源骨干通道布局，加力建设新型能源基础设施”，提出“加快建设现代化水网”，提出“推进城市平急两用公共基础设施建设”。这些项目的实施落地将会释放内需增量，带来相关建筑建材需求的增量释放。

图36：扩大内需发力方向



资料来源：东兴证券研究所

着眼房地产回归长期健康发展轨道系列政策带来的需求预期改善。房地产风险化解是十五五的重要防风险方向，推进房地产风险的有序化解是一个系统的工程，根据我们的房地产负向循环带来经济收缩的框架机制中可以看到，不管是直接的房地产相关政策，还是间接的经济稳增长政策，还是新质生产力发展的相关政策，都是对房地产风险的化解。我们也可以看到在相关政策的推进下，中国经济保持了稳定的发展态势。虽然房地产的负向循环还在继续，但动力已有所减弱，中国房地产行业回归健康发展轨道是确定的，房地产作为“住”的重要方面是民生根本，中国不允许房地产发生风险，中国房地产也不会发生风险。

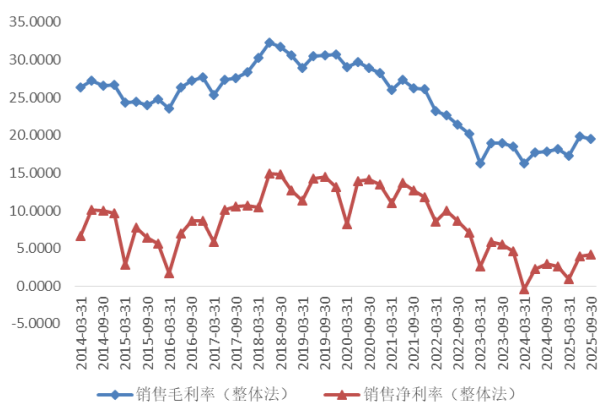
“十五五规划”中还明确提出“推动房地产高质量发展”，提出“加快构建房地产发展新模式”提出“优化保障性住房供给，满足城镇工薪群体和各类困难家庭基本住房需求。因城施策增加改善性住房供给”。提出“建设安全舒适绿色智慧的“好房子”，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动”。在积极财政政策和货币政策下，这些政策方向都内涵丰富，有着很大的实施空间和潜力，将会带动房地产行业回归长期健康发展轨道。有利于建筑建材行业需求预期的改善。

4. 着眼反内卷、海外发展和新需求受益较大公司

反内卷政策下建材行业上市公司盈利底部有改善。面对地产负向循环带来的需求拖累，2022 年一季度建材上市公司板块营业收入和归母净利润已经开始出现同比的下滑，到 2024 年末这种双下滑还在持续。但在反内卷和升级改造政策下，建材上市公司板块 2025 年的归母净利润同比出现转正，主要是上游能源和材料价格的下降带来盈利水平同比的改善所致。也就是说上市公司板块建材企业在持续三年的营收和利润双下滑后，正在逐步调整优化，较 2024 年实现了归母净利润的增长。但是 2025 年的净利润率水平仍低于 2023 年的同期水平，2025 年前三季度建材上市公司板块综合毛利率为 19.54%，同比提高 1.66 个百分点，净利润率为 4.15%，同比提高 1.21 个百分点，但仍低于 2023 年同期 1.41 个百分点。

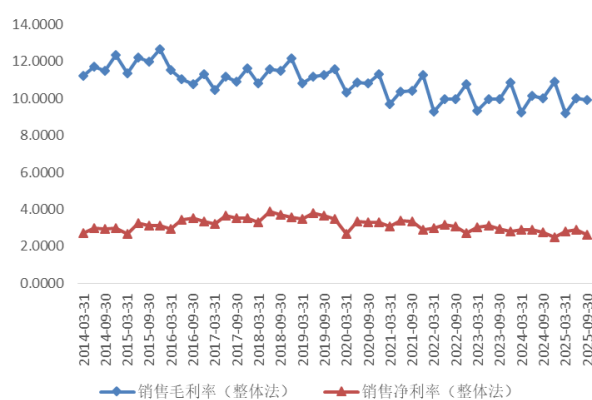
建筑上市公司板块则在毛利率和净利润率同比依然下降的情况下，营业收入和归母净利润也依然处于同比下滑的态势。2025 年前三季度综合毛利率为 9.91%，同比下降 0.09 个百分点，净利润率为 2.61%，同比下降 0.14 个百分点。

图37：建材上市公司板块利润率变化（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图38：建筑上市公司板块利润率变化（%）



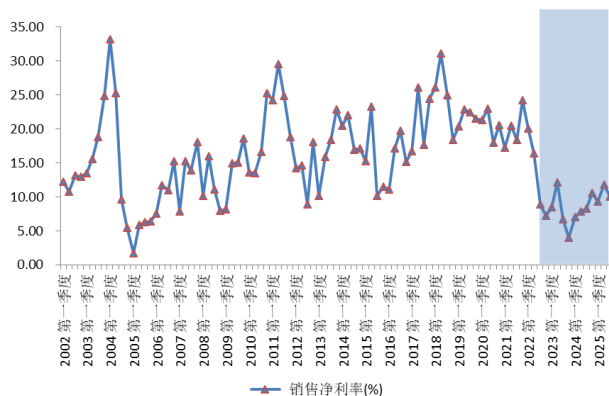
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4.1 细分行业盈利水平底部波动，“反内卷”加速供给优化带动行业改善持续

建筑建材行业这几年在地产持续下行的过程当中，需求疲弱，行业竞争激烈，优胜劣汰加剧。上市公司作为行业中相对优秀的公司，在这几年时间里盈利水平一直在行业历史低位波动。行业中其他的中小企业的境况更是非常艰难，甚至被市场淘汰。随着建筑材料行业景气度持续在历史低位波动，行业优胜劣汰加剧，供给端也在得到不断地优化，行业上下游的新平衡也在重新建立。

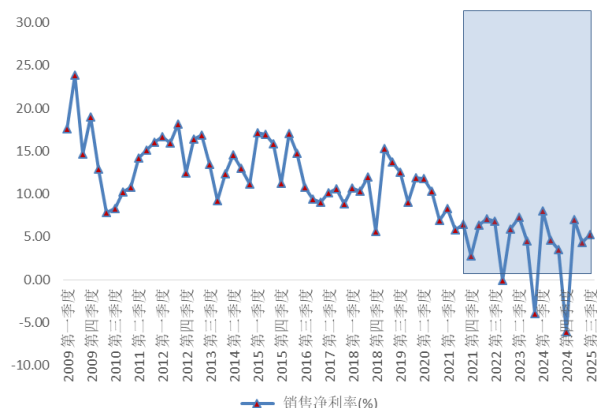
水泥龙头海螺水泥 2025 年第三季度净利率水平为 10.06%，同比提高 1.82 个百分点。减水剂龙头垒知集团净利润率 2025 年第三季度为 5.23%，同比提高 1.73 个百分点。

图39：海螺水泥单季度净利率变化



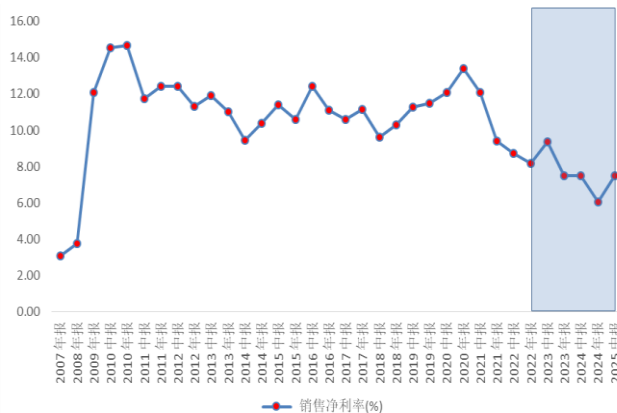
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图40：垒知集团单季度净利率变化



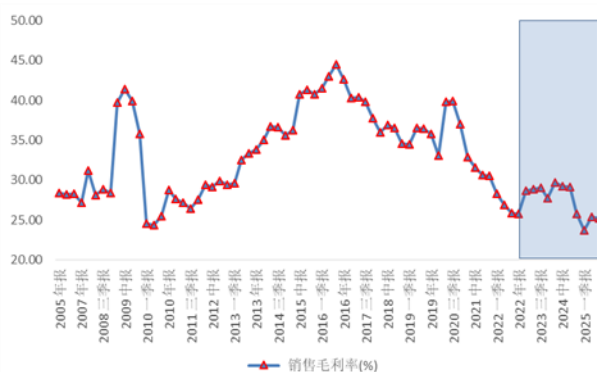
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图41：中国联塑净利润率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图42：东方雨虹单季度毛利率变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图43：伟星新材毛利率水平变化

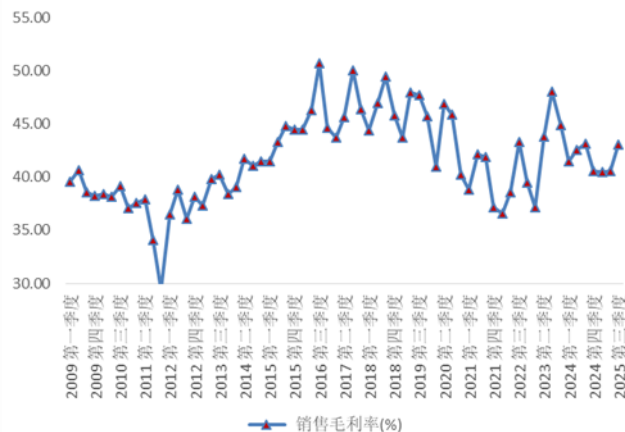
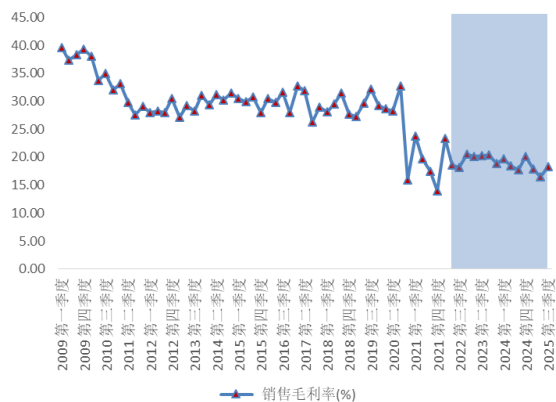


图44：濮耐股份毛利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

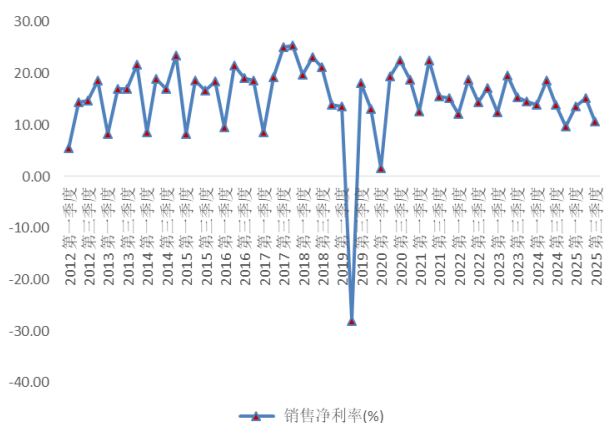
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

塑管龙头中国联塑 2025 年上半年销售净利润率为 7.5%，同比持平。**防水材料龙头**东方雨虹在 2025 年第三季度毛利率和净利润率分别为 25.19%和 3.54%，同比下降 3.94 和 1.99 个百分点。

消费管材龙头伟星新材 2025 年第三季度单季度毛利润水平为 43.04%，同比下降 0.07 个百分点。**耐火材料龙头**濮耐股份 2025 年第三季度毛利率水平为 18.35%，同比下降 0.62 个百分点。

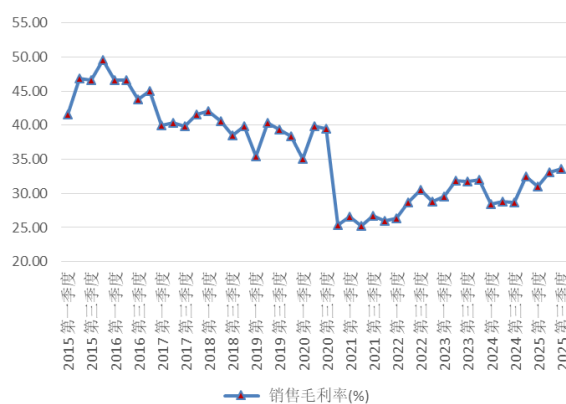
石膏板龙头北新建材 2025 年第三季度单季度净利润率水平为 10.73%，同比下降 3.22 个百分点，2025 年开始由亏转盈。**国产涂料龙头**三棵树 2025 年第三季度毛利率和净利润率水平分别为 33.57%和 8.28%，同比提高 4.89 和 2.43 个百分点。

图45：北新建材净利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

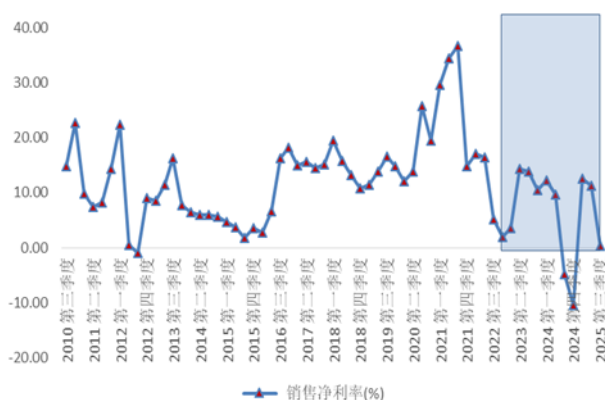
图46：三棵树毛利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

浮法玻璃龙头旗滨集团 2025 年第三季度单季度净利润率水平为 0.39%，同比提高 5.13 个百分点，2025 年开始由亏转盈。**玻璃纤维龙头**中国巨石 2025 年第三季度毛利率和净利润率水平分别为 32.82%和 19.08%，同比提高 4.64 和 3.70 个百分点。

图47：旗滨集团净利率水平变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

可以看到前周期的一些细分行业中的龙头公司盈利水平已经在底部出现微幅的改善比如水泥、减水剂和塑管，较 2024 年有一定程度的提升。后周期细分行业中龙头公司，一些也出现同比的改善，比如玻璃、涂料和玻璃纤维等。

虽然需求依然低迷和变弱，但供给端经过市场和政策三年来的优化后，和需求弱化正在达成新的平衡。这符合我们 2025 年 6 月 26 日发布《建筑建材行业 2025 年中期展望：内需释放和供给优化下的新平衡》中的观点。特别是随着反内卷政策的进一步推进，将加速产业链新平衡的建立。

2024 年 7 月中共中央政治局会议上首次提出“防止内卷式恶性竞争”，12 月中央经济工作会议进一步强调“综合整治内卷式竞争”。2025 年 7 月 1 日中央财经第六次会议上再次强调“纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”。“十五五规划”也在坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点的段落中明确提出“综合整治内卷式竞争”。

表1：行业产能优化和反内卷相关政策

时间	相关政策和意见	内容	发布单位
2024-07-30	中央政治局会议	强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能推出渠道。	中共中央政治局
2024-09-30	全国碳排放权交易市场覆盖水泥、钢铁、电解铝行业工作方案（征求意见稿）	2024 年水泥作为首个管控年度，2025 年完成首次履约工作。2027 年深化完善。	中国人民共和 国生态环境部
2024-10-17	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》	等量或减量原则置换，新建线能效需达到能效标杆水平。连续两年产量不足年产能 30%的产线不可用于置换。前三年水泥熟料平均产能利用率低于 50%的省新建熟料产线，原则上不得从省外置换产能。在大气污染防治重点区域和非大气污染防治重点区域熟料产能置换比例不低于 2:1 和 1.5:1 平板玻璃不低于 1.25:1 和 1:1。产能置换方案自公告之日起两年内，项目建设企业应完成备案和环评等手续，三年内建完点火投产，否则失效。对已经完成产能置换方案公告的，在《实施办法》实施前未开工建设的项目，应于 2026 年 12 月底前完成点火投产；未完成的，2027 年 1 月 1 日后产能置换方案失效。	工业和信息化 部
2024-12-11	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。	中共中央
2025-7-1	中央财经第六次会议	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。	中共中央

2025-7-1	关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作意见	切实推动水泥行业熟料生产性备案产能与实际产能的统一工作，逐条逐项核查自身熟料生产线的备案产能与实际产能差异情况，尽快按《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》补齐产能差额并备案。	中国水泥协会
2025-9-24	《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》	严格控制水泥玻璃产能，包括严禁从非大气污染防治重点区域向重点区域转移产能以及要 2025 年底前要对超出项目备案产能制定置换方案，从质量、环保、能耗和安全等标准淘汰落后产能。对企业进行分级管理，引导资源要素向优势企业集聚。	工业和信息化部等六部门

资料来源：国家市场监督管理总局，国家发展改革委，工业和信息化部，生态环境部，东兴证券研究所

反内卷作为中央在 2025 年重要的行业政策，更是宏观经济调控的重要政策。建材行业本来在 2022 年四季度以来的历史低迷环境中优胜劣汰加剧，推动供需新平衡的构建。2026 年叠加中央的“反内卷”政策，有利于行业供给端的加速优化，推动行业产品价格稳定、恢复和上涨，进一步加快和稳固行业供需新平衡。这些将带动反内卷落地较好的行业的景气度恢复和提升。

4.2 发现提质升级和“走出去”带来的新机遇

在地产产业链受房地产持续低迷影响的环境下，在中国经济从粗放式走向高质量发展的阶段，中国相关传统产业的国际化发展是获得协同发展优势的重要路径。“十五五规划”优化提升传统产业段落中提出“推动重点产业提质升级，巩固提升矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业分工中的地位和竞争力。”也就是说中国传统产业不要在国内市场自己“内卷式”竞争，而要放眼全球市场，不断地拓展国际市场，在全球产业分工中要保持领先和优势地位。

中国传统产业国际竞争优势明显。 中国之所以能够成为全球制造业大国和强国，和中国的传统产业的优势地位密不可分。中国产品和服务的物美价廉使得中国成为全球最大的制造业中心，保持中国传统产业的优势地位和全球市场拓展是中国“十五五规划”的重要内容。2025 年前三季度中国出口额为 2.78 万亿美元，同比增长 6.11%。2025 年上半年中国出口的全球占比为 14.23%，保持相对稳定的比例。在美国“关税战”的影响下，虽然一季度中国出口全球占比降至 14% 以下，但三季度得到恢复，这得益于中国传统产业的国际竞争优势。

图49：中国出口季度累计额和同比变化

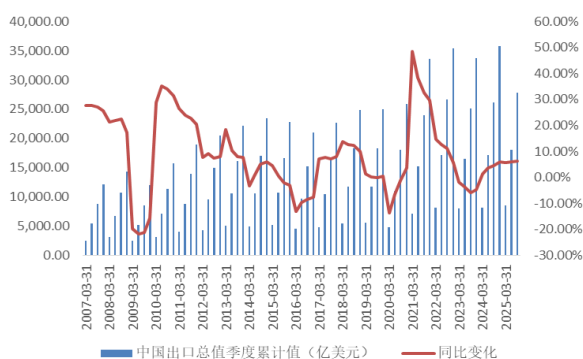
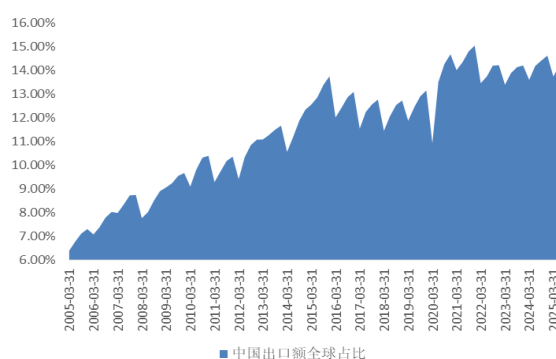


图50：中国季度累计出口额全球占比

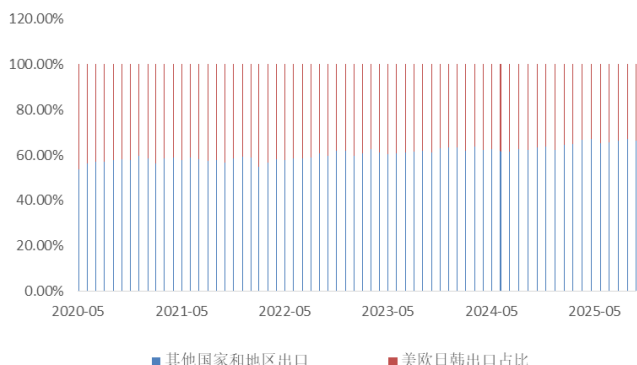


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

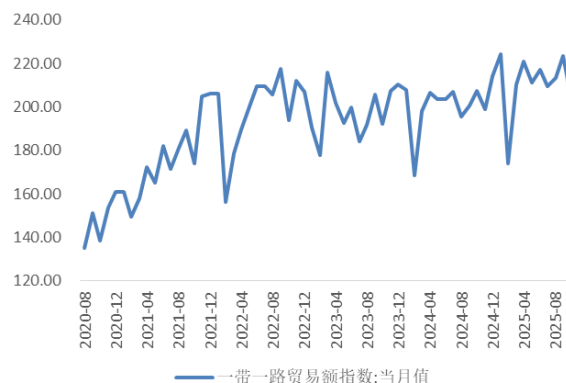
海外需求空间广，和中国发展协同效应大。中国已成为世界的中国，中国企业已经成为全球需要的企业，中国企业走出去不仅是国内经济转型的要求，也是全球经济发展的要求，是一带一路等各国经济发展的需求，也是应对美国“关税战”的需要。“十五五规划”的高质量共建“一带一路”段落中明确提出要“深化基础设施“硬联通”、规则标准“软联通”、同共建国家人民“心联通”，完善立体互联互通网络布局，统筹推进重大标志性工程和“小而美”民生项目建设。提升中欧（亚）班列发展水平。加快西部陆海新通道建设。”

图51：中国对美欧日韩和其他国家出口占比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图52：一带一路贸易额指数



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2025 年 1-10 月中国对美国出口占比为 11.44%，较 2024 年和 2025 年一季度的 12.8-15.5%区间的占比明显下降；而对非欧美日韩国家出口的占比提升，达到 66.40%，较 2024 年的 62%左右的占比明显提升。2025 年 10 月一带一路贸易额指数为 204.40，从 2020 年末以来，大部分时间保持在 200 以上。

建筑企业走出去，在海外发展的态势也在不断地向好。以对外工程项目为例，2025 年 1-10 月对外工程项目签约额为 2107 亿美元，同比提高 18.60%。其中，一带一路共建国家新签工程额为 1863 亿美元，同比增长 23.5%，占比 88.43%。一带一路共建国家正处于基础设施建设的高速发展阶段，中国建筑企业走出去实现战略对接，既符合共建国家和人民的利益，也能够为国内传统企业的发展拓展出广阔的新赛道。

图53：中国海外累计新签工程合同额和变化

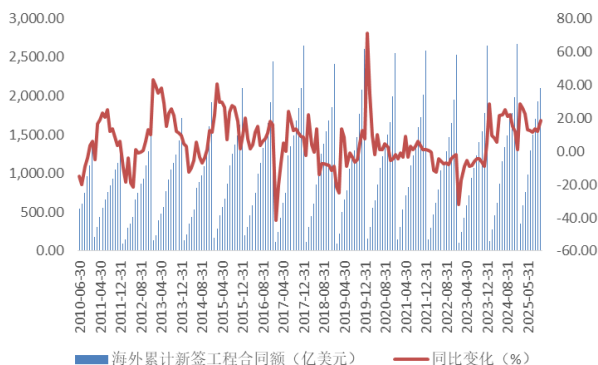
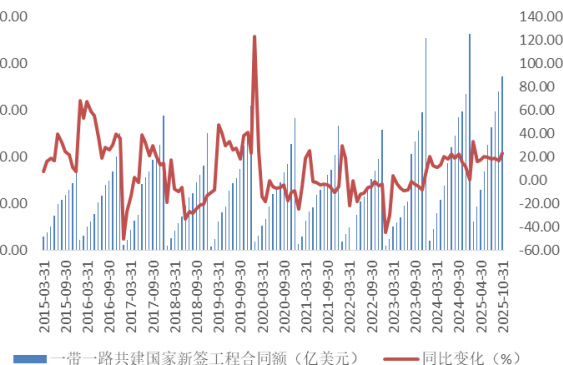


图54：一带一路共建国家新签合同额和变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

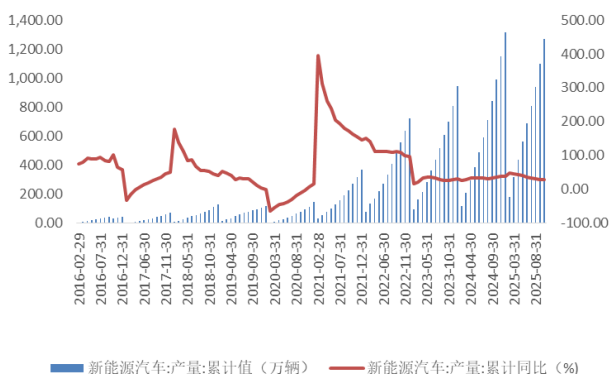
我们看好产品和服务能够走出去、企业能够走出去的优秀上市公司在国际新赛道的广阔发展新空间。

4.3 发掘新需求释放带来的新材料机会

“十五五规划”培育壮大新兴产业和未来产业段落中，提出“实施产业创新工程，一体推进创新设施建设、技术研究开发、产品迭代升级，加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展”。随着中国科技自立自强的水平提升、新技术的产业化落地以及产业体系成熟和完善，新的需求正在得到释放和涌现，带动相关产业链的新材料需求保持较好的发展态势。

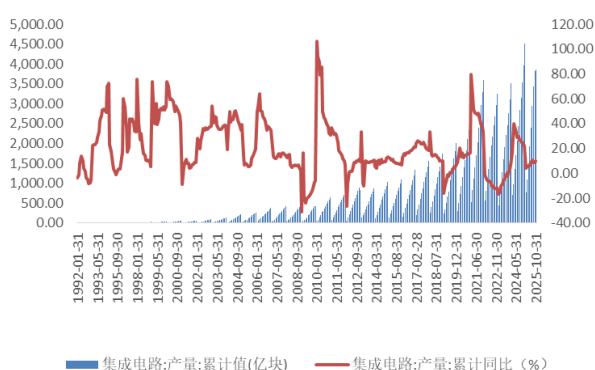
从新能源汽车产业链看，2025 年 1-10 月新能源汽车产量为 1267.2 万辆，同比增长 28.10%。从集成电路产业链看，2025 年 1-10 月集成电路板产量为 3866 亿块，同比增长 10.20%。

图55：中国新能源汽车累计产量和变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图56：中国集成电路板累计产量和变化



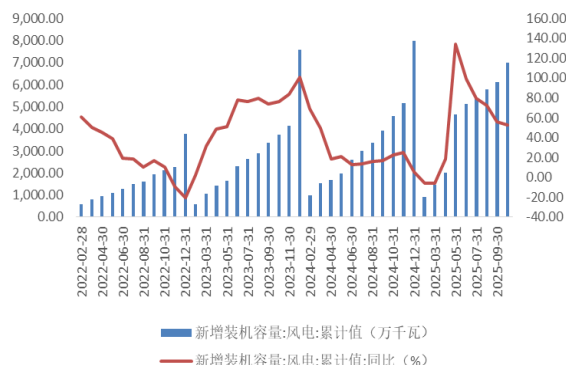
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

从风电产业链看，2025 年 1-10 月新增风电装机容量为 7001 万千瓦，同比增长 52.86%。从光伏产业链看，2025 年 1-10 月新增光伏装机容量为 2.53 亿千瓦，同比增长 39.48%。

在房地产行业负向循环还在继续的情况下，这些中国新产业正在快速发展并得到壮大，符合我们前期报告中发展新质生产力促进经济增长，推动地产回归长期健康发展轨道的观点。

图57：中国风电累计装机容量和变化

图58：中国光伏累计装机容量和变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



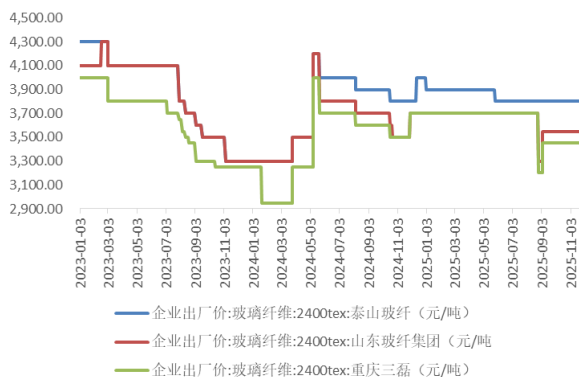
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

随着高科技和新需求产业相关的新材料需求较好地释放，也部分对冲了房地产行业持续下滑带来的需求下降，甚至推动一些相关行业进入新平衡，比如玻璃纤维等。玻璃纤维作为一种新型材料，地产相关需求前期影响较大，导致玻璃纤维的价格持续下降，但随着企业产品结构的调整，以及风电、新能源汽车和电子等相关新需求的释放，玻璃纤维价格在房地产持续下滑的过程中，反而保持稳定的状态。

从泰山玻纤、山东玻纤和重庆三磊 2400tex 玻璃纤维的平均价格看，从 2024 年一季度的价格底部开始微幅提价以来，价格基本上保持在 3500 元/吨以上波动。玻璃纤维新需求的释放基本上对冲了房地产行业相关需求下行带来的拖累，而同样供给比较刚性，但以房地产相关需求为主要需求的浮法玻璃价格则持续下跌。

所以，我们要着眼在经济转型过程中，高质量发展带来的高科技等产业化落地释放的新需求，看好新需求释放带来的新材料相关机会。

图59：三家企业 2400tex 玻纤价格变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图60：全国浮法玻璃市场均价变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

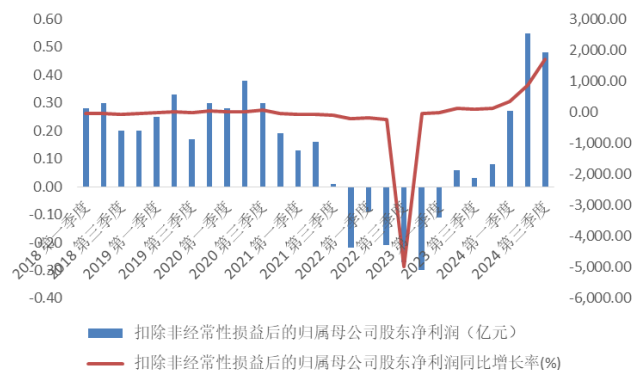
我们可以看到电子布的国内龙头公司宏和科技 2024 年第二季度以来营业收入和扣非后归母净利润保持高增长态势。

图61：宏和科技营业收入和同比变化

图62：宏和科技扣非后归母净利润和同比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

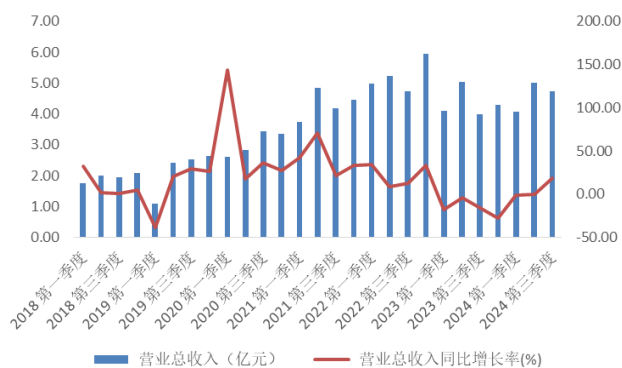


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

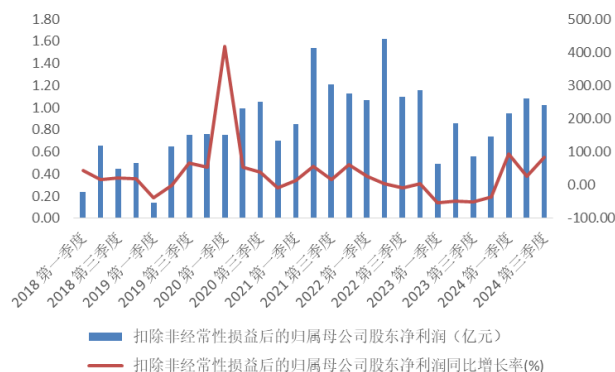
积极发展石英玻璃制品和材料的菲利华 2025 年前三个季度扣非后归母净利润保持高增长。

图63：菲利华营业收入和同比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图64：菲利华扣非后归母净利润和同比变化



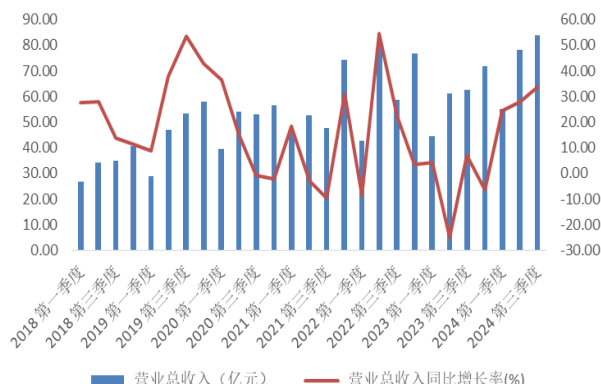
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD

风电叶片和玻纤龙头中材科技和玻纤龙头公司之一的国际复材 2025 年以来营业收入和扣非后归母净利润均保持高增长。

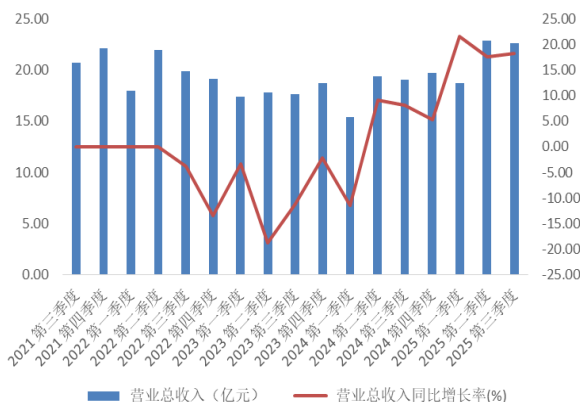
图65：中材科技营业收入和同比变化

图66：中材科技扣非后归母净利润和同比变化

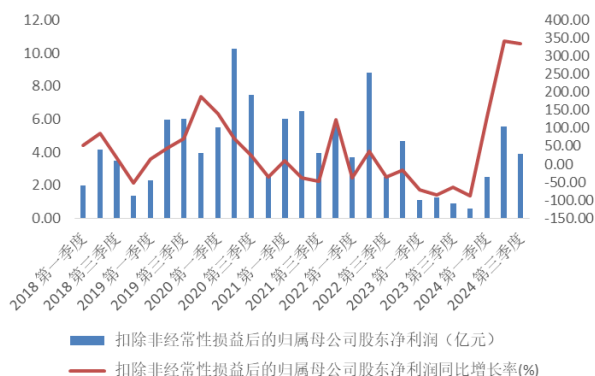


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图67：国际复材营业收入和同比变化

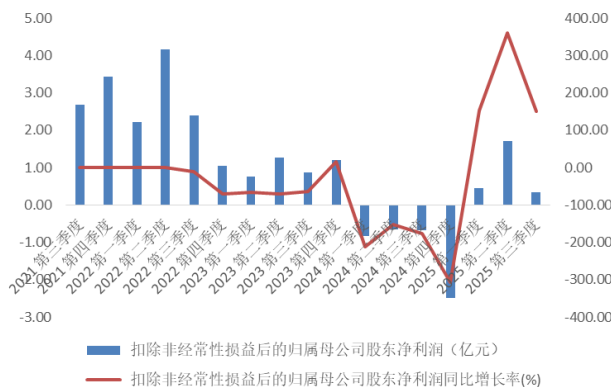


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图68：国际复材扣非后归母净利润和同比变化

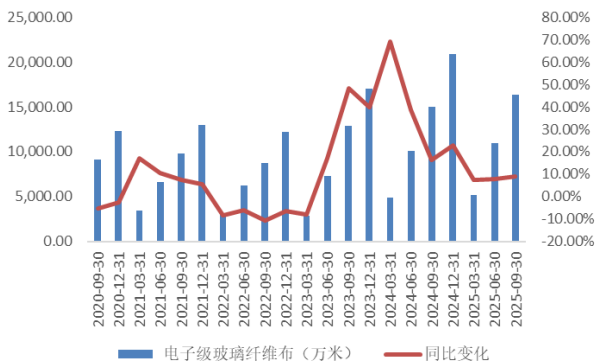


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图70：宏和科技电子布价格变化

这些公司之所以在总体工业品价格持续向下的情况下，反而逆势增长，主要就是得益于电子 AI 产业、风电和新能源汽车等新兴行业带来的新需求释放，特别是他们相关高端电子布和电子纱等产品（包括低介电等）出现了量价齐升的态势。

图69：宏和科技电子布销量和同比变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

2025 年 9 月 24 日工信部等六部门发布的《建材行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》中提出要提升有效供给能力。壮大先进无机非金属材料产业，包括发展先进玻璃、人工晶体、高性能纤维及复合材料等，加强对先进陶瓷材料、超硬材料等产品技术攻关。支持地方开展功能性金刚石、高性能电池材料和先进晶体材料等中试平台建设，择优培育一批平台。培育一批像石墨、萤石、菱镁矿等关键矿种的特色产业集聚区和具有全球影响力和生态主导力的企业。

新方案不但再次强调了绿色建材的推广，还专门增加了加强高端材料供需对接的内容，提出要推进金刚石复合片在石油开采等领域，复合材料等在光伏、汽车车身等领域应用。推动先进陶瓷、低介电玻璃纤维制品和柔性玻璃等在新型显示、集成电路等领域的推广应用，促进无铅压电陶瓷、高性能驰豫铁电材料、闪烁晶体等在高端医疗装备中的验证和应用，以及推广“石墨烯+”等。

2026 年我们要着眼新需求的释放，进一步发掘新需求释放带来的新材料的机遇。

5. 风险提示

房地产政策效果不及预期、财政政策力度和效果低于预期、反内卷政策力度和效果低于预期、新需求释放情况低于预期、国际贸易保护发展超出预期和外部政策变化超出预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	人民至上，走出去和练内功的新机遇—中央第十五个五年规划点评	2025-10-29
行业普通报告	新行业稳增长工作方案着眼新需求，聚焦供给端优化	2025-09-29
行业普通报告	新藏铁路等重大项目逐步落地拉动内需，保障经济行稳致远	2025-08-12
行业普通报告	雅江水电站开工释放新政策信号	2025-07-22
行业普通报告	新城市工作会议推动地产回归健康发展轨道和行业供需新平衡	2025-07-16
行业普通报告	反内卷政策落地加速构建水泥等行业供需新平衡	2025-07-07
行业深度报告	建筑建材行业：内需释放和供给优化下的新平衡—建筑建材行业 2025 年中期展望	2025-06-17
行业深度报告	建材行业：部分细分行业最差的情况存在改善迹象—2024 年和 2025 年一季报综述	2025-05-16
行业深度报告	建筑建材行业：内需释放下的新平衡—行业框架报告	2025-04-23
行业普通报告	建材行业：美国高关税促内需发力，政策逐步落地促行业估值修复—美国加征高关税点评	2025-04-08
公司普通报告	北新建材（000786.SZ）：优化夯实发展基础	2025-10-29
公司普通报告	伟星新材（002372.SZ）：“现金牛”业绩下滑收窄，运营有提升	2025-10-28
公司普通报告	中国巨石（600176.SH）：行业平衡下，量价共促盈利水平同比持续改善	2025-10-24
公司普通报告	北京利尔（002392.SZ）：行业低迷期主业和投资驱动业绩增长	2025-10-20
公司深度报告	北京利尔（002392.SZ）：耐材领先稳健发展，推进“传统+新兴”复合增长体系构建	2025-09-09
公司普通报告	中国巨石（600176.SH）：新需求增量推动盈利底部持续改善	2025-08-28
公司普通报告	海螺水泥（600585.SH）：盈利水平提升推动利润高增长	2025-08-28
公司普通报告	北新建材（000786.SZ）：两翼逆势增长，蓄力孕育新变化	2025-08-19
公司普通报告	伟星新材（002372.SZ）：稳健经营，现金流改善突出	2025-08-14
公司普通报告	海螺水泥（600585.SH）：行业持续低迷，内生外延和海外拓展新空间	2025-05-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

17 余年研究经验，上下结合研究框架，涵盖建筑建材及非金属新材料等行业。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名；东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名；卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围；今日投资“天眼”2018 年唯一 3 年五星级分析师及 2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师、选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等；2019 年“金翼奖”第 1 名；2020 年 WIND 金牌分析师第 3 名、东方财富最佳行业分析师第 3 名；2021 年 wind 金牌分析师第 2 名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526