

行业研究

五个维度看玻璃：从供需研究到企业竞争优势分析

——浮法玻璃&光伏玻璃行业研究框架

要点

玻璃简介：玻璃主流生产工艺分为浮法工艺和压延工艺。浮法工艺具有产品表面平整、质量优越和劳动生产率高等优势；压延玻璃表面不平滑、具有特殊花型，可增加光线的透过率，多用于光伏、装饰等特种玻璃。其中，浮法为玻璃制造方式的主流，产量占比达 80%-90%。玻璃行业上游为硅砂、纯碱等无机矿物原料，中游为平板与深加工玻璃，下游延伸至建筑、光伏、汽车与电子等领域。

玻璃供给端研究：玻璃行业具有重资产属性，浮法/光伏玻璃龙头企业固定资产和在建工程之和占营业总收入比例约为 60%/40%，在建材行业各子领域中占比居前列。玻璃生产线设计寿命一般在 8-10 年，产线点火生产后必须保持连续生产，存在供给刚性。“重资产+连续生产”的特征，导致玻璃行业产能变化呈现“跳变性”。政策方面，2024 年新版《水泥玻璃行业产能置换实施办法》确立了行业总量控制的制度基础：全国范围内严禁备案新增平板玻璃产能，重点区域实行“零新增”；确需新建或改建的项目必须执行等量或减量置换；新建产线须达到标杆线，能效低于基准线的存量产能不得用于置换。周期规律方面，玻璃供给端在周期中的角色变化：上行周期属于自变量，下行周期属于因变量。

玻璃需求端研究：浮法玻璃需求主要来自房屋建筑和汽车，其中房建需求是主导因素。房地产新开工面积领先决定中期需求，根据其增速走势，我们判断未来两三年浮法玻璃需求仍将收缩，但降幅会收窄。光伏玻璃需求由“光伏装机量+双玻渗透率”双因素驱动，预计到 2030 年，全球及中国光伏新增装机规模仍将持续增长，双玻占比小幅提升。

成本结构&企业盈利能力分析：玻璃成本结构以原料与能源为主，占总成本 80% 以上。浮法玻璃呈“原料敏感型”，利润随纯碱价格波动；光伏玻璃为“能源敏感型”，利润对燃料价格和电价更敏感。2015-2024 年，浮法玻璃行业上市公司毛利率头尾差距由 14pcts 扩大至 20pcts，龙头企业的盈利能力优势进一步扩大，行业分化加深，或由于龙头集中度提升和头部企业成本管控能力增强所致；光伏玻璃行业上市公司毛利率头尾差距由 22pcts 小幅收窄至 20pcts，没有明显变化，与浮法玻璃行业存在明显差别，或由于在技术稳定的行业中龙头更容易积累优势，相比于浮法玻璃，光伏玻璃行业技术迭代速度更快。

竞争优势分析：规模优势与产业链一体化是头部企业保持低成本优势的核心因素。2015-2024 年，浮法玻璃行业第一梯队的企业信义玻璃和旗滨集团，以及光伏玻璃行业第一梯队的企业信义光能和福莱特，收入规模仍然保持绝对领先优势，和其他企业的收入规模差距进一步拉开。头部企业凭借全国化产能布局与原料基地协同，在纯碱、天然气等原燃料采购上形成议价优势，使其吨成本显著低于中小厂。龙头公司通过向产业链上游延伸来提高原材料自供比例，降低生产成本，强化自身竞争优势。以旗滨集团为例，2019 年公司硅砂自供比例为 48%，2024 年已提升至 70%。在硅砂价格趋势性上涨背景下，龙头企业加大自供比例有利于保持成本优势，增厚盈利能力。

投资建议：浮法玻璃行业：龙头集中度提升趋势不可逆，预计未来龙头竞争优势将进一步固化。建议关注信义玻璃、旗滨集团。光伏玻璃行业：预计行业周期底部将出清一批中小企业，龙头集中度有望明显提升，未来发展轨迹或类似于浮法玻璃，龙头企业优势或将更加明显。建议关注信义光能、福莱特。

风险分析：房屋玻璃需求超预期下滑、光伏新增装机规模增速低于预期、玻璃价格下跌风险、原燃料价格上涨、企业存货跌价损失风险、应收账款坏账计提风险。

非金属材料
买入（维持）

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

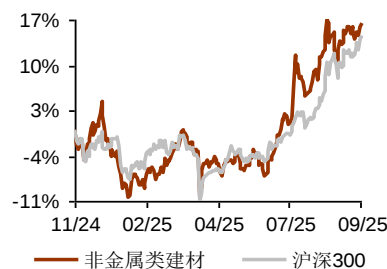
分析师：陈奇凡

执业证书编号：S0930523050002

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

投资聚焦

创新之处

本报告将浮法玻璃与光伏玻璃并行研究，通过“周期产业—成长产业”的双曲线框架揭示两者结构性分化的底层逻辑。我们认为：①浮法玻璃在下行周期阶段产品价格波动不再由供给主导，而是由需求斜率与成本曲线共同决定；②光伏玻璃作为成长性子行业，首次进入“成长—出清—再均衡”的新阶段。报告采用“供需角色演化+盈利弹性解构”的研究方法，系统构建了玻璃行业从周期到结构成长的跨阶段分析框架。

股价上涨的催化因素

浮法玻璃方面，未来两大催化来自于：1) 房地产竣工修复带来的需求回暖；2) 头部企业通过冷修与产线淘汰实现供给出清，行业利润率触底回升。光伏玻璃方面，催化因素在于光伏新增装机持续超预期、双玻组件渗透率稳步提升，以及龙头降本提效带来的盈利修复。若 2025-2026 年光伏新增装机超预期增长、双玻占比超预期提升，龙头盈利与估值或迎共振上修。成本端纯碱、天然气价格下行也将放大盈利弹性。

投资观点

我们认为，玻璃行业正处于结构性再平衡的拐点：浮法板块经历下行出清后，集中度提升、周期底部或已出现；光伏板块则从高增速转入理性扩张期，行业竞争趋于规范。预计 2025-2026 年行业周期底部阶段，中小企业将加速出清，龙头企业竞争优势将持续巩固，行业集中度将以更快的速度提升。浮法玻璃板块：重点关注具备规模与一体化优势的信义玻璃、旗滨集团。光伏玻璃板块：建议关注在成本控制与市场份额上具优势的信义光能、福莱特。

目录

1、玻璃行业常识介绍.....	6
2、供给与生产特征	9
2.1、玻璃生产的特性	9
2.2、玻璃供给端政策研究	10
2.3、玻璃供给端研究	12
3、需求端：浮法看地产，光伏看装机.....	15
3.1、浮法玻璃需求研究	15
3.2、光伏玻璃需求研究	17
4、成本结构&企业盈利能力分析	20
4.1、成本结构：浮法玻璃&光伏玻璃.....	20
4.2、企业盈利能力对比分析.....	21
5、竞争优势分析.....	24
5.1、规模优势	24
5.2、产业链一体化优势	26
6、重点公司：信义玻璃	28
6.1、玻璃龙头全球布局，股权集中治理稳定	28
6.2、产品涉及浮法玻璃、汽车玻璃、建筑玻璃领域	28
6.3、主业收入跟随周期下行，盈利持续承压	30
6.4、盈利预测	31
7、重点公司：南玻 A.....	34
7.1、玻璃龙头涉足多领域业务，控股股东持股集中	34
7.2、光伏玻璃、工程玻璃领域领先企业	34
7.3、主营业务收入先升后降，盈利跟随周期承压.....	36
7.4、盈利预测	38
8、投资建议.....	41
9、风险分析.....	41

图目录

图 1：浮法玻璃生产工艺示意图.....	6
图 2：压延玻璃生产工艺示意图.....	7
图 3：超白浮法/普通浮法光伏玻璃生产工艺流程图	8
图 4：超白压花光伏玻璃生产工艺流程图	8
图 5：2022-2024 年，建材企业固定资产占总资产比例.....	9
图 6：2022-2024 年，建材企业（固定资产+在建工程）/总资产.....	9
图 7：浮法玻璃行业产能利用率.....	12
图 8：光伏玻璃行业产能利用率.....	12
图 9：浮法玻璃日熔量，24Q2 至今总体单边下行	13
图 10：光伏玻璃日熔量，24Q2 见顶回落	14
图 11：房地产销售面积增速 VS 房地产新开工面积增速 VS 房地产竣工面积增速	15
图 12：房地产竣工面积及同比增速 VS 平板玻璃产量及同比增速，走势基本同步	16
图 13：房地产新开工面积增速（ttm）VS 房地产竣工面积增速（ttm）	16
图 14：2015-2024 年光伏新增装机容量处于成长期	17
图 15：2020-2024 年光伏玻璃产量持续高速增长.....	17
图 16：2016-2024 年，双玻组件市占率显著提升.....	17
图 17：2025-2030 年，全球光伏新增装机规模预测（单位：GW）	18
图 18：2025-2030 年，中国光伏新增装机规模预测（单位：GW）	18
图 19：2025-2030 年单/双面组件市场占比变化趋势预测.....	19
图 20：浮法玻璃龙头旗滨集团 2019 年原燃料成本结构	20
图 21：浮法玻璃龙头旗滨集团 2017-2019 年原燃料成本结构.....	20
图 22：光伏玻璃龙头福莱特 2021 年原燃料成本结构.....	20
图 23：光伏玻璃龙头福莱特 2019-2021 年原燃料成本结构	20
图 24：浮法玻璃企业 2015-2024 年毛利率走势.....	21
图 25：浮法玻璃企业吨毛利（元/吨）	22
图 26：光伏玻璃企业 2015-2024 年毛利率对比.....	23
图 27：光伏玻璃企业单平米毛利（元/平方米）	23
图 28：浮法玻璃企业 2015-2024 年收入规模变化趋势（亿元）	24
图 29：浮法玻璃企业销量规模（万吨）	25
图 30：光伏玻璃企业 2015-2024 年收入规模变化趋势（亿元）	25
图 31：光伏玻璃企业销量规模（亿平米）	26
图 32：2019-2024 年，旗滨集团硅砂自供比例显著提升	27
图 33：2019-2024 年，硅砂价格趋势性上涨	27
图 34：信义玻璃股权结构图（截至 2025H1 末）	28
图 35：浮法玻璃产品介绍（信义玻璃）	29
图 36：汽车玻璃产品介绍（信义玻璃）	29
图 37：建筑玻璃产品介绍（信义玻璃）	29
图 38：建筑玻璃工程案例（信义玻璃）	30
图 39：2020-2025H1，信义玻璃营业总收入及同比增速.....	30

图 40: 2020-2025H1, 信义玻璃净利润及同比增速	30
图 41: 2020-2025H1, 信义玻璃收入结构 (亿元)	31
图 42: 2020-2025H1, 信义玻璃收入结构百分比	31
图 43: 南玻 A 股权结构图 (截至 25Q3)	34
图 44: 南玻 A 工程玻璃产品案例展示	35
图 45: 南玻 A 工程玻璃产品案例展示 (北京大兴机场)	35
图 46: 南玻 A 超白浮法玻璃玻璃产品案例展示 (苹果总部大楼)	36
图 47: 2020-2025 年前三季度, 南玻 A 营业总收入及同比增速	36
图 48: 2020-2025 年前三季度, 南玻 A 归母净利润及同比增速	36
图 49: 2020-2025H1, 南玻 A 收入结构 (亿元)	37
图 50: 2020-2025H1, 南玻 A 收入结构百分比	37
图 51: 2020-2025 年前三季度, 南玻 A 毛利率、净利率	37
图 52: 2020-2025 年前三季度, 南玻 A 期间费用率	37
图 53: 2020-2025H1, 南玻 A 各主营业务毛利率	37

表目录

表 1: 平板玻璃生产工艺及特点介绍	6
表 2: 浮法玻璃和压延玻璃产业链对比	7
表 3: 玻璃新建产能政策	10
表 4: 玻璃产能置换政策	11
表 5: 玻璃冷修复产政策	11
表 6: 玻璃能耗双控政策	11
表 7: 玻璃碳排放政策	12
表 8: 玻璃供给端在周期中的角色变化与研究框架	13
表 9: 平板玻璃下游应用领域简介	15
表 10: 玻璃原燃料每重量箱消耗量&每吨消耗量	21
表 11: 浮法玻璃企业 2015-2024 年毛利率及特征分析	22
表 12: 光伏玻璃企业 2015-2024 年毛利率及特征分析	23
表 13: 浮法玻璃企业 2015-2024 年收入规模变化及特征分析 (亿元)	24
表 14: 光伏玻璃企业 2015-2024 年收入规模变化及特征分析 (亿元)	25
表 15: 信义玻璃分业务收入预测	32
表 16: 信义玻璃可比公司估值比较	32
表 17: 信义玻璃盈利预测与估值简表	33
表 18: 南玻分业务收入预测	39
表 19: 南玻 A 可比公司估值比较	39
表 20: 南玻 A 盈利预测与估值简表	40

1、玻璃行业常识介绍

玻璃工艺介绍

玻璃是非晶无机非金属材料，广泛应用于建筑物，用来隔风透光，属于混合物。目前玻璃主流生产工艺分为浮法工艺和压延工艺，浮法工艺具有产品表面平整、质量优越和劳动生产率高优势；压延玻璃表面不平滑、具有特殊花型，可增加光线的透过率。玻璃行业产业链上游为主要原料及少量辅助原料制成的，主要包括多种无机矿物石英砂、石灰石、长石、纯碱等；中游主要分为平板玻璃和深加工玻璃；下游为应用领域，主要包括光伏、房地产、汽车制造、电子制造等。

从生产工艺上看，平板玻璃工艺主要分为浮法、压延法、溢流下拉法、引上法等。其中，浮法为玻璃制造方式的主流，占比可达 80%-90%。此外引上法因其产品质量不高，现在基本被淘汰。

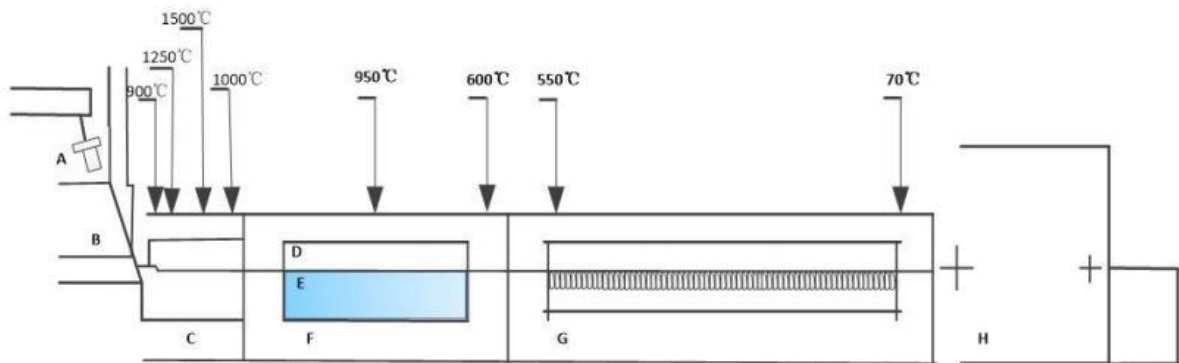
表 1：平板玻璃生产工艺及特点介绍

工艺	成型方法	工艺特点
浮法 (80-90%)	玻璃在通入保护气体 (N ₂ 、H ₂) 的锡槽中完成成型。熔融玻璃从窑池中连续流入并漂浮在密度更大的熔融锡液上，靠重力与表面张力作用形成平整玻璃带，经铺平、退火、切割后得到平板浮法玻璃。	工艺成熟、规模化生产，产品均匀性好，表面光滑、平整度高、光学性能优异；为当前主流工艺。
压延法	分为单辊和双辊法。玻璃液流经压延辊压制成型，形成压花或平板结构后退火。双辊法为上下对辊，一根光辊一根压花辊。	具备透光不透明的特征，适用于光伏玻璃、装饰玻璃等特种产品。
溢流下拉法 (Overflow Down-Draw)	熔化玻璃液由供料部进入 U 型溢流槽，两侧自然溢流下滑，经退火后制得高平整度玻璃。	无接触成型，表面质量优异，主要用于电子玻璃（液晶显示屏基板、盖板等）。
引上法 (Up-Draw)	将玻璃液注入成型机，通过机械装置向上引出成型。	成型容易控制，但产品质量较低，已被淘汰。

资料来源：卓创资讯、新潮期货研究所，光大证券研究所整理

浮法玻璃生产工艺主要包括配合料制备、炉窑熔化、锡槽成型、退火窑退火和冷端成品库等工段。

图 1：浮法玻璃生产工艺示意图



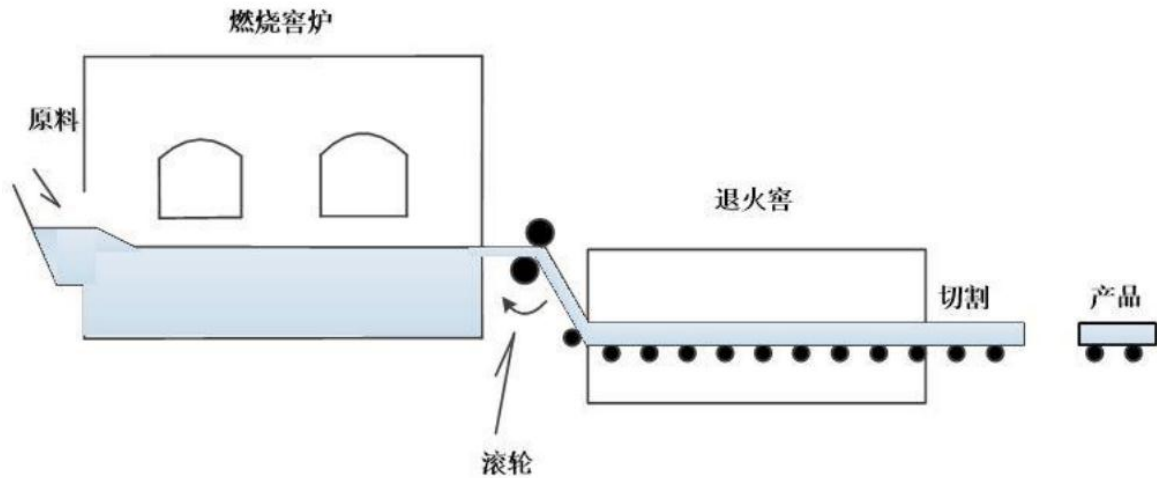
注：A、B 原料及碎玻璃混合，C 熔炉，D 保护气体，E、F 锡液及锡槽，G 退火窑，H 成品库及自动控制台

资料来源：《玻璃制造业废气治理工程技术规范（征求意见稿）》

压延玻璃是采用压延方法制造的一种平板玻璃，制造工艺分为单辊法和双辊法。单辊法是将玻璃液浇注到压延成型台上，台面可以用铸铁或铸钢制成，台面或轧辊刻有花纹，轧辊在玻璃液面碾压，制成的压花玻璃再送入退火窑。双辊法生产压花玻璃又分为半连续压延和连续压延两种工艺，玻璃液通过水冷的一对轧辊，

随辊子转动向前拉引至退火窑，一般下辊表面有凹凸花纹，上辊是抛光辊，从而制成单面有图案的压花玻璃。

图 2：压延玻璃生产工艺示意图



资料来源：《玻璃制造业废气治理工程技术规范（征求意见稿）》

超白浮法玻璃部分替代光伏压延玻璃

在生产工艺上，光伏组件通常采用压延法制成的超白压延玻璃作为封板，超白压延玻璃在透光率上远优于普通平板玻璃和当前技术领先的超白浮法玻璃，但是在机械性能上存在劣势，在光伏玻璃超薄化的趋势下，组件对于玻璃抗冲击性等性能提出更高的要求，随着浮法超白玻璃技术的革新，未来或将与超白压延玻璃分庭抗礼。

超白压延玻璃可以通过压制花纹减少反射率，提高透光率，普通浮法玻璃含铁量较高难以满足透光率要求，6mm 的厚度下，普通浮法玻璃的透光率仅有 80%。但是在抗冲击性方面，浮法玻璃要更胜一筹，根据《双玻组件用背板玻璃材料的性能分析》文中数据显示，相同厚度下 1.6mm 厚度的玻璃，浮法玻璃抗弯强度优于压延玻璃；2.5mm 的厚度下，压延玻璃要好于浮法玻璃；2mm 的厚度下，二者抗弯性能趋近一致。同时采用超白压延玻璃作为面板，将压延玻璃作为背板得到的组件发电功率整体要高于将浮法玻璃作为背板得到的发电功率。

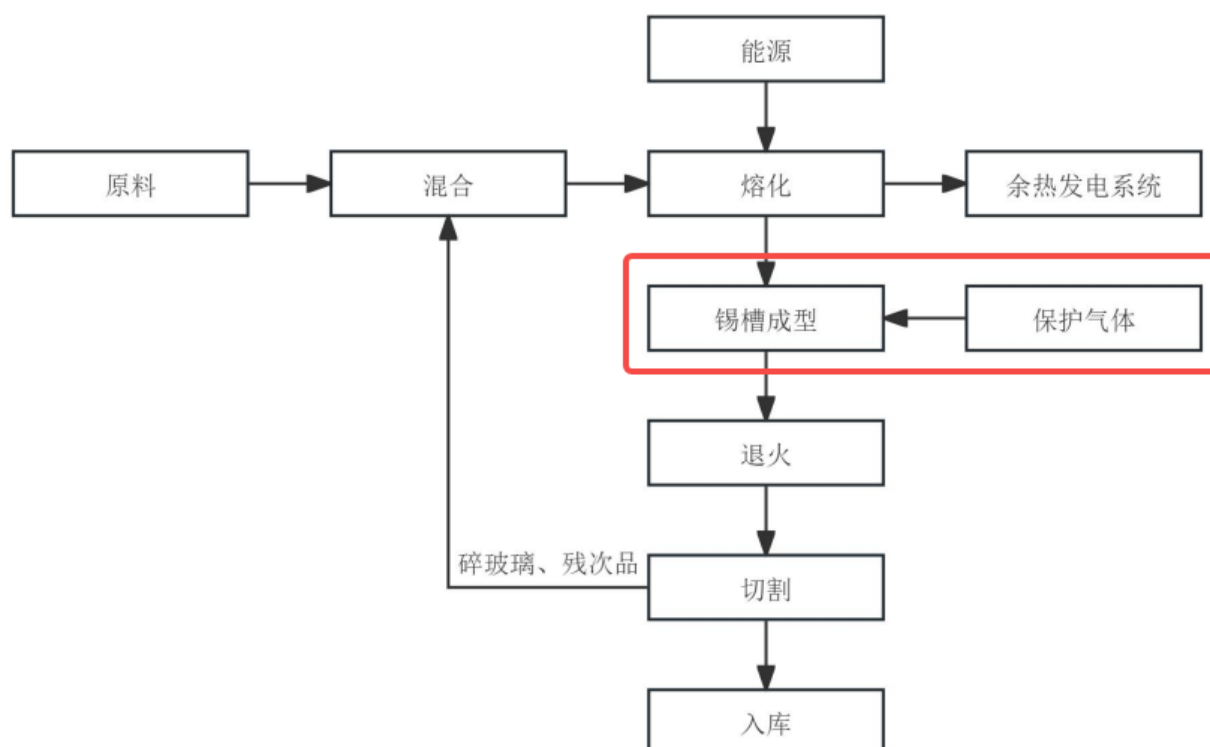
在双玻减薄的趋势下，浮法玻璃优势将逐渐凸显，由于浮法玻璃单位生产成本更低，在确保透光率的前提下，浮法玻璃的经济效益或将更好。目前一些企业已采用超白浮法玻璃作为光伏组件背板，在保持浮法玻璃各项优势的基础上，通过镀膜技术提高了超白浮法的透光率，除了用在背板外，也在积极进行超白浮法玻璃应用于光伏组件面板的尝试。

表 2：浮法玻璃和压延玻璃产业链对比

平板玻璃种类	1，原料与能源使用	2，前处理	3，成型工艺	4，原片	5，深加工环节	6，下游
浮法玻璃	纯碱、石英砂、石灰石、芒硝、白云石、其他原材料	破碎→称量→混合→熔化；	浮法工艺	浮法玻璃原片	中空玻璃、钢化玻璃、夹层玻璃、镀膜玻璃；切割、磨边打孔	建筑玻璃、汽车玻璃、家电玻璃、电子玻璃、 光伏玻璃
压延玻璃	能源：电和燃料（天然气、重油、煤气等）		压延工艺	压延玻璃原片	钢化、镀膜；切割、磨边打孔	光伏玻璃

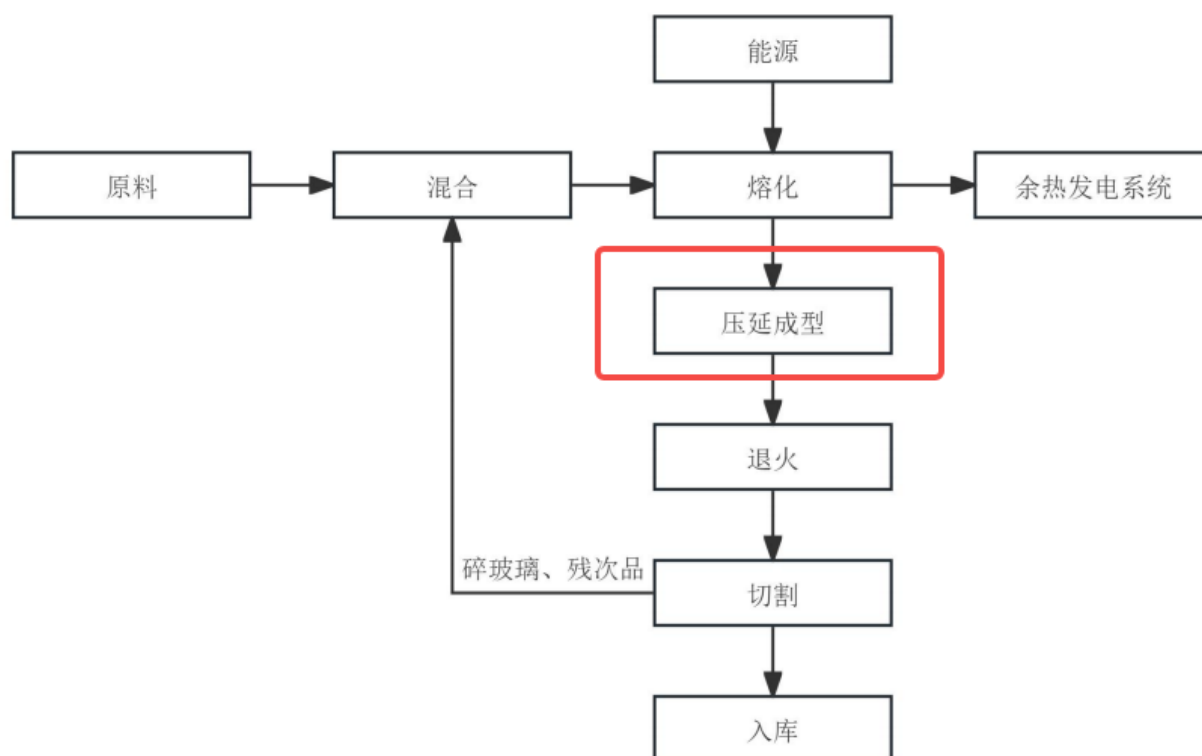
资料来源：中国期货业协会，光大证券研究所整理

图 3：超白浮法/普通浮法光伏玻璃生产工艺流程图



资料来源：《温室气体产品碳足迹量化方法及要求光伏玻璃产品》国家标准（征求意见稿）

图 4：超白压花光伏玻璃生产工艺流程图



资料来源：《温室气体产品碳足迹量化方法及要求光伏玻璃产品》国家标准（征求意见稿）

2、供给与生产特征

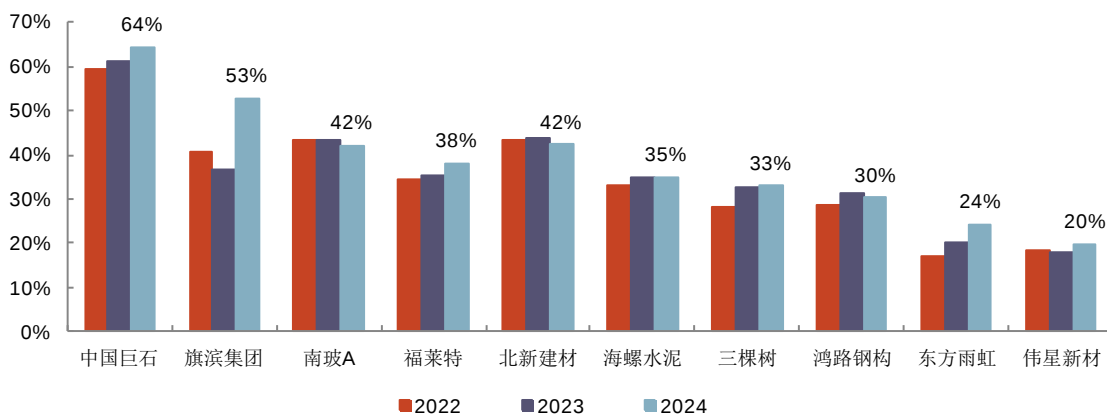
2.1、玻璃生产的特性

特性 1：重资产

玻璃行业属于资金密集型的行业，生产线建设、运营、冷修和环保维护都需要较高的资金投入。

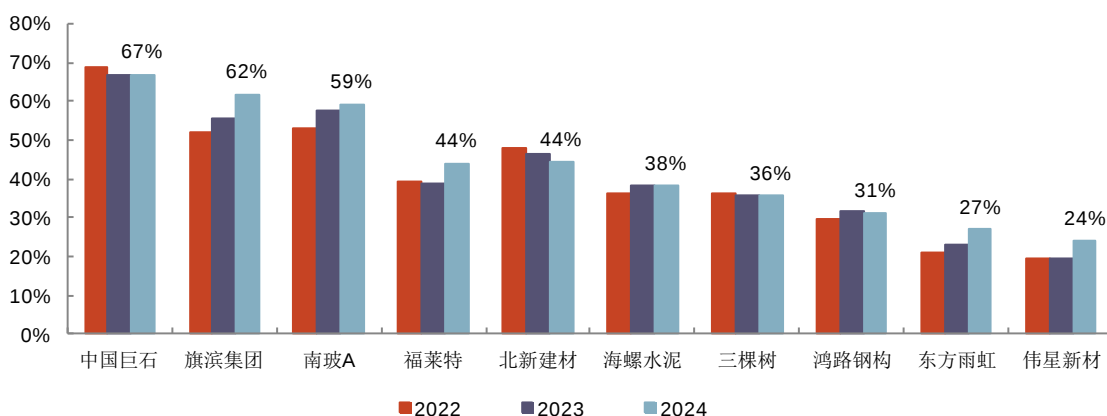
我们梳理了 2022-2024 年建材行业各细分领域龙头公司的固定资产占总资产比例，以及固定资产和在建工程之和占总资产比例，可以看到不论是浮法玻璃行业还是光伏玻璃行业，其固定资产占比在建材品类里都是偏高的，仅低于玻纤行业，和石膏板行业比例相近，高于其他细分行业。两者中，浮法玻璃高于光伏玻璃。

图 5：2022-2024 年，建材企业固定资产占总资产比例



资料来源：wind，光大证券研究所整理，注：中国巨石代表玻纤子行业，旗滨集团和南玻 A 代表浮法玻璃子行业，福莱特代表光伏玻璃子行业，北新建材代表石膏板子行业，海螺水泥代表水泥子行业，三棵树代表涂料子行业，鸿路钢构代表钢结构子行业，东方雨虹代表防水材料子行业，伟星新材代表管道子行业

图 6：2022-2024 年，建材企业（固定资产+在建工程）/总资产



资料来源：wind，光大证券研究所整理，注：中国巨石代表玻纤子行业，旗滨集团和南玻 A 代表浮法玻璃子行业，福莱特代表光伏玻璃子行业，北新建材代表石膏板子行业，海螺水泥代表水泥子行业，三棵树代表涂料子行业，鸿路钢构代表钢结构子行业，东方雨虹代表防水材料子行业，伟星新材代表管道子行业

特性 2：连续生产

玻璃生产工艺具有较强的连续性和特殊性。玻璃熔窑作为高温热工设施，因此其构筑材料和日常运行工艺参数的客观要求，决定了玻璃熔窑一旦启运后停产即报废的特殊性。

由于玻璃的生产主要在高温窑炉中进行，窑炉温度在 1000 度以上，因此窑炉点火生产后必须保持连续生产，造成玻璃在一段时间内存在供给刚性。一条完整的平板玻璃生产线设计寿命一般在 8-10 年，运行超过设计寿命的生产线需要冷修。

玻璃窑炉的冷修及复产难度较大，时间较长并且成本较高。按照行业习惯，玻璃厂每条产线在点火生产后约 6-8 年时需要进行放水冷修，旧窑炉通常需耗时 6 个月以上，生产时长达到 10-12 年时，则需要关停老旧产线，且新建产线需要耗时 10 个月左右甚至更久；因此生产线一旦冷修意味着短期内难以回归，对局部市场供给会产生一定影响。若多条生产线冷修则会引发市场供给缺口，从而引发玻璃价格大幅波动。随着行业壁垒的不断提升以及新增产能的增速放缓，2016 年以来，玻璃实际供给主要受到生产线冷修和修复的影响。

玻璃行业重资产属性与连续生产特征相结合，带来供给刚性与冷修周期，生产线建设与大修需高额资本开支，周期长，关停代价高，供给侧难以短期收缩或扩张。

由此可以得出对玻璃行业供给端的三条推论：

短期供给刚性：熔窑连续运行，中途关停代价极高（停炉=近似报废），生产者不会为短期需求波动随意停窑。

供给调整的“跳变性”：能调整的多是检修/冷修窗口（集中期）与新线点火，不是按日按周的线性调节。

周期放大器：当供需关系出现方向性变化时，价格变化往往会有一定持续性，直至供需再平衡。钢铁、玻璃、玻纤等连续生产型产业普遍如此。

2.2、玻璃供给端政策研究

当前阶段，平板玻璃行业的供给端运行在多重政策约束之下，形成“新增严禁、置换刚性、能效门槛、碳与环保双控”的叠加体系。2024 年新版《水泥玻璃行业产能置换实施办法》确立了行业总量控制的制度基础：全国范围内严禁备案新增平板玻璃产能，重点区域实行“零新增”；确需新建或改建的项目必须执行等量或减量置换。与此同时，《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》将能效要求前置为准入条件，新建产线须达到标杆线（>800t/d8kg 标煤/重量箱），能效低于基准线的存量产能不得用于置换。

表 3：玻璃新建产能政策

序号	政策要点	政策内容摘要	政策出处
1	严禁新增产能	明确严禁备案新增平板玻璃产能。确需新建或改建项目的，必须制定并执行产能置换方案，实行等量或减量置换。	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，工业和信息化部，2024 年
2	小规模项目例外	规定新建熔窑能力不超过 150 吨/天的工业用平板玻璃项目，可不制定产能置换方案。	同上
3	重点区域零新增	明确国家大气污染防治重点区域严禁新增水泥熟料和平板玻璃产能。	同上
4	能效与环保准入门槛	要求新建生产线达到《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》中玻璃行业标杆水平，且环保绩效等级达到 A 级。	同上
5	能效标杆与基准值	平板玻璃生产能力大于 800 吨/天的标杆值为 8kg 标煤/重量箱、基准值为 12；生产能力 500-800 吨/天的标杆值为 9.5、基准值为 13.5。	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》，国家发展改革委、工业和信息化部，2023 年
6	统计与换算口径	浮法熔窑换算系数为 100 吨/天≈60 万重量箱/年。	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2021 年版）》，工业和信息化部，2021 年
7	政策逻辑与影响	形成“严禁新增+重点区域零增+高能效准入”的叠加约束体系，确立玻璃行业供给侧总量控制的政策框架。	综合整理自以上政策文件

资料来源：工业和信息化部《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2021 年版）》，国家发展改革委、工业和信息化部《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》，工业和信息化部《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，光大证券研究所整理

在执行层面，产能置换方案须由省级工信部门公示不少于十个工作日，跨省置换需召开听证会，并设有“两年办结手续、三年点火投产”的时限约束。投产前必须完成旧线拆除及相关许可证注销，防止“虚拆虚退”。

表 4：玻璃产能置换政策

序号	政策要点	政策内容摘要	政策出处
1	置换比例	平板玻璃项目置换比例：重点区域不低于 1.25:1，非重点区域不低于 1:1。同一法人同一厂区可按 1:1 置换。	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，工业和信息化部，2024 年
2	光伏压延玻璃政策	鼓励光伏压延玻璃项目通过产能置换建设，且通过置换形成的产能可再次置换；未开展置换形成的产能不得作为置换来源。	同上
3	置换资格限制	不得用于置换的产能包括：淘汰类、已享退出奖补、不在省级合规清单、能效不达基准线、存在查封等法律障碍的产能。	同上
4	置换流程	产能置换方案由企业制定，报省级工信厅审核并公示≥10 个工作日；跨省置换需召开听证会。	同上
5	时限管理	自公告之日起，两年内完成备案及环评手续，三年内完成项目建设并点火投产，逾期置换方案自动失效。	同上
6	拆除与许可要求	新线投产前须拆除旧线主体设备，并注销或变更生产许可证及排污许可证。	同上
7	产能换算口径	年产能按 300 天计算；浮法熔窑换算标准：100 吨/天≈60 万重量箱/年。	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2021 年版）》，工业和信息化部，2021 年
8	政策逻辑与影响	形成“比例分层+资格审查+公示听证+时限约束”的制度闭环。	综合整理自以上政策文件

资料来源：工业和信息化部《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2021 年版）》，工业和信息化部《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，光大证券研究所整理

冷修复产环节遵循“是否扩产、是否增能耗”的判定逻辑，不扩产的维修可免置换，扩产则需重新节能审查。

表 5：玻璃冷修复产政策

序号	政策要点	政策内容摘要	政策出处
1	政策适用范围	依托现有熔窑实施减排降碳、节能降耗、资源高效利用等不扩大产能的技术改造项目，可不制定置换方案。	《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，工业和信息化部，2024 年
2	产能延用期限	因不可抗力停产超过两年的平板玻璃产能，可在 2025 年底前用于置换，2026 年起失效。	同上
3	政策逻辑与影响	“扩产必审查、复产须达标”，构成冷修与复产的监管逻辑。	综合整理自以上政策文件

资料来源：生态环境部、国家市场监督管理总局《玻璃工业大气污染物排放标准（GB26453-2022）》，国家发展改革委《固定资产投资项目节能审查办法》，工业和信息化部《水泥玻璃行业产能置换实施办法（2024 年本）》，光大证券研究所整理

能耗与排放管理进一步升级。《建材行业碳达峰实施方案（2022 年）》明确到 2030 年前建材行业实现碳达峰，推广富氧燃烧、电熔炉、余热利用等低碳技术；《玻璃工业大气污染物排放标准（GB26453-2022）》则对颗粒物、SO₂、NO_x、氟化物等主要污染物提出更严格限值，并新增无组织和厂界浓度控制要求。上述制度共同塑造了玻璃行业“高门槛、强监管、低碳化”的供给格局，使未来产能调整更多依赖置换与节能改造，而非新增扩张。

表 6：玻璃能耗双控政策

序号	政策要点	政策内容摘要	政策出处
1	双控机制	建立能源消费强度与总量双控制度，实施目标分解与“红黄灯”预警机制。	《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，国家发展改革委，2021 年
2	节能审查制度	新建、改建项目须进行节能审查，新增能耗必须等量或减量替代。	同上
3	能效标杆线	新建项目须达到能效标杆水平（>800 吨/天：8kg 标煤/重量箱；500-800 吨/天：9.5）。	《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》，国家发展改革委、工业和信息化部，2023 年
4	能效基准线	低于基准水平（>800 吨/天：12；500-800 吨/天：13.5）的产能不得作为置换来源。	同上
5	能源结构调整	鼓励提高平板玻璃、玻璃纤维等行业的天然气和电能比例，减少燃煤。	《建材行业碳达峰实施方案》，工业和信息化部等，2022 年
6	政策逻辑与影响	能耗“双控”以行政约束控制能耗量，能效提升与能源替代形成行业减碳路径。	综合整理自以上政策文件

资料来源：国家发展改革委《完善能源消费强度和总量双控制度方案》（2021 年），工业和信息化部等《建材行业碳达峰实施方案》（2022 年），国家发展改革委《固定资产投资项目节能审查办法》（2023 年），国家发展改革委、工业和信息化部《工业重点领域能效标杆水平和基准水平（2023 年版）》，光大证券研究所整理

表 7：玻璃碳排放政策

序号	政策要点	政策内容摘要	政策出处
1	行业碳达峰目标	明确建材行业到 2030 年前实现碳达峰，推动节能降碳改造和清洁能源替代。	《建材行业碳达峰实施方案》，工业和信息化部等，2022 年
2	绿色低碳生产线	到 2030 年改造建设 1000 条绿色低碳生产线，重点行业包括水泥、石灰、玻璃、陶瓷等。	同上
3	有组织排放限值	新建项目自 2023 年 1 月起执行：颗粒物 $\leq 30\text{mg}/\text{m}^3$ 、 $\text{SO}_2 \leq 200$ 、 $\text{NO}_x \leq 400$ （玻璃制品制造 500）。	《玻璃工业大气污染物排放标准（GB26453-2022）》，生态环境部、国家市场监督管理总局，2022 年
4	无组织排放控制	厂区内颗粒物 $\leq 3\text{mg}/\text{m}^3$ 、 $\text{NMHC} \leq 5$ （1h 平均）。	同上
5	技术路径导向	研发大型玻璃熔窑大功率“火-电”复合熔化，以及全氧、富氧、电熔等工业窑炉节能降耗技术。	《建材行业碳达峰实施方案》，工业和信息化部等，2022 年
6	政策逻辑与影响	“能耗准入+碳约束+排放限值”三重约束叠加，构建全生命周期环境监管体系。	综合整理自以上政策文件

资料来源：工业和信息化部等《建材行业碳达峰实施方案》（2022 年），生态环境部、国家市场监督管理总局《玻璃工业大气污染物排放标准（GB26453-2022）》，光大证券研究所整理

2.3、玻璃供给端研究

政策约束下，玻璃行业总产能只减不增

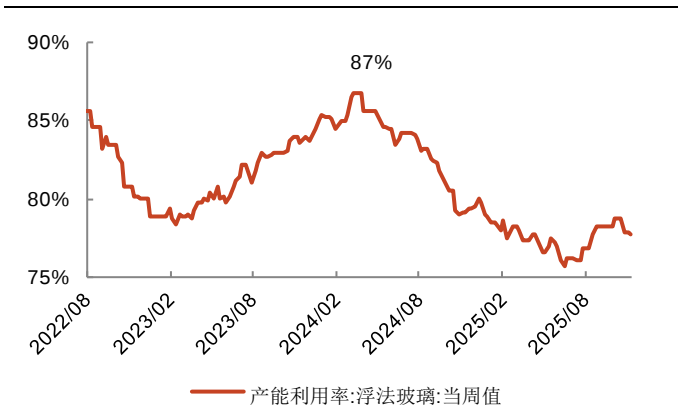
从供给侧研究的角度来看，浮法玻璃行业的产能变化具有显著的周期性与结构性特征。浮法生产线具备连续生产属性与固定冷修周期两种特征，这种“周期性停产—复产”机制，使得玻璃行业的供给端对需求变化的响应存在一定时滞性。在分析行业供给变动时，应重点跟踪三个变量：新点火产能、冷修停产产能、复产产能。

由于政策限制，国内玻璃行业总产能只减不增，未来新点火只会来自于置换的产线；由于政策要求连续停产时间不超过两年，目前已停产的产能理论上会有一部分退出市场，如能耗不达标且无升级改造意愿的企业。但由于产能利用率偏低，停产产线数量较多，因此未来在产产线及总产量理论上仍有向上空间，产能过剩会成为未来较长一段时间的常态。

截至 2024 年年底，全国浮法玻璃生产线共计 288 条，在产 225 条，日熔量共计 15.8 万吨，较 2023 年年底减少 1.5 万吨；截至 2024 年年底，全国光伏玻璃在产产线共计 434 条，日熔量合计 9.2 万吨/日（部分装置限产，实际产能偏低），较 2023 年年底减少 0.7 万吨。

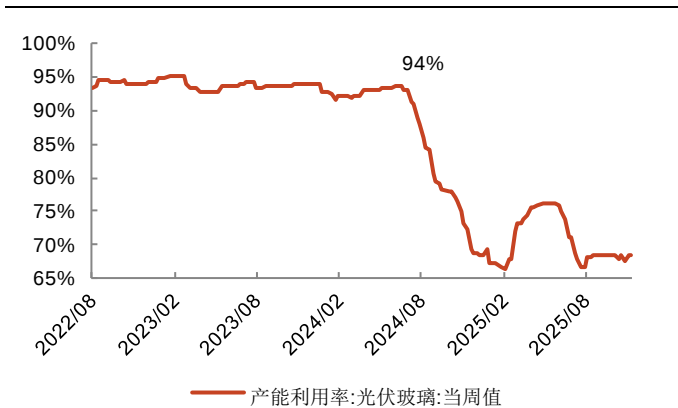
截至 2025 年 11 月 27 日，全国浮法玻璃生产线共计 283 条，在产 218 条，日熔量超 15 万吨，当前行业产能利用率接近 78%。

图 7：浮法玻璃行业产能利用率



资料来源：ifind，光大证券研究所，截至 2025.11.28

图 8：光伏玻璃行业产能利用率



资料来源：ifind，光大证券研究所，截至 2025.11.28

玻璃供给端在周期中的角色变化：上行周期自变量，下行周期因变量

自 2021 年以来，随着房地产施工与竣工面积持续下滑，玻璃需求进入结构性收缩通道，行业逻辑发生了根本转变。政策层面严控新增产能、停产两年以上自动退出，使得供给端失去了主动扩张的能力。在这一阶段，供给不再是价格的决定力量，而是价格、盈利与现金流变化的结果——从自变量转变为因变量。

过去几年间，供给的所有波动几乎都可以用盈利变化来解释：价格下行、利润受压时，高成本产线被动冷修或退出；价格回升、利润恢复时，部分产线再度复产。供给的调整节奏完全受制于盈利周期，成为被动出清的函数。此时，研究的重点应放在需求斜率与成本曲线，前者决定供需过剩的程度，后者决定谁能活下来。

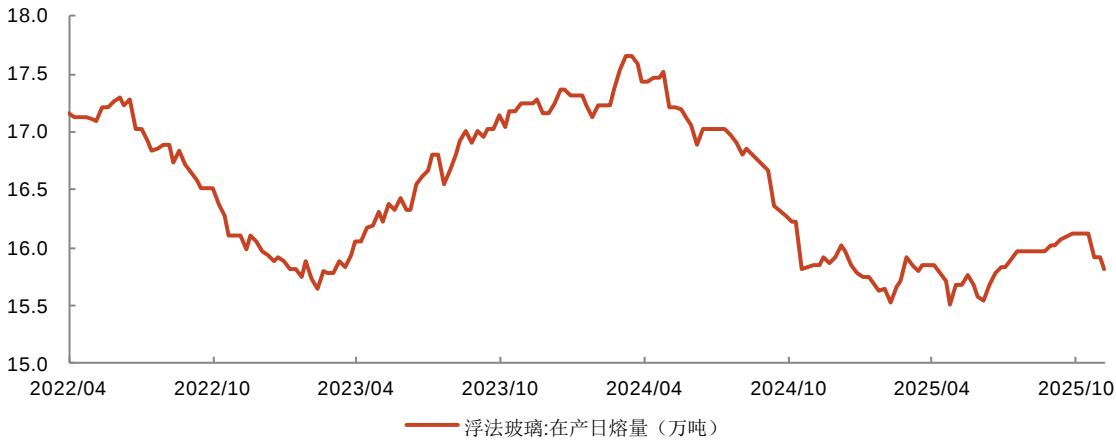
只有当需求企稳并出现拐点，供给端研究才重新具有前瞻意义。那时，分析的重心将转向复产节奏、区域弹性与政策边际——哪些产线最先复产、哪些区域供给恢复最快、政策是否放松对新增产能的限制。换言之，供给的重要性随周期而变：在行业下行期，它是被动变量；在行业上行期，它重新成为主导变量。

表 8：玻璃供给端在周期中的角色变化与研究框架

周期阶段	需求趋势	政策环境	供给角色定位	研究重点与方法
上升期（2016-2020）	下游景气度上升，玻璃总需求持续增长	新建产能可审批，置换制度尚宽松	自变量（主动扩张）	① 研究产能投放节奏与区域分布； ② 识别供需缺口与价格弹性； ③ 模拟高景气下的盈利弹性。
下行期（2021-2025）	下游需求持续收缩，玻璃需求总量回落	新增严格受限、停产≥2 年即退出	因变量（被动收缩）	① 分析需求斜率与库存去化节奏； ② 跟踪冷修、复产、永久退出比例； ③ 比较成本曲线与现金流承压能力。
企稳/复苏期（未来）	需求触底回升、结构性修复	政策边际可能松动、置换审批加快	重新成为自变量（主动修复）	① 跟踪复产节奏与在产率提升； ② 分析区域供给弹性与结构性紧张环节； ③ 监测政策放松信号与新增置换节奏。

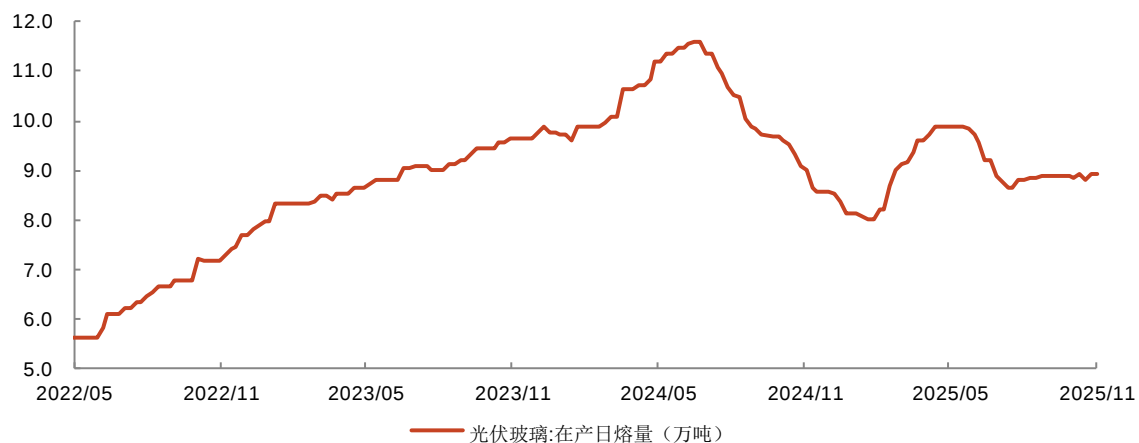
资料来源：光大证券研究所整理

图 9：浮法玻璃日熔量，24Q2 至今总体单边下行



资料来源：ifind，光大证券研究所，数据截至 2025.11.21

图 10：光伏玻璃日熔量，24Q2 见顶回落



资料来源：ifind，光大证券研究所，数据截至 2025.11.21

3、需求端：浮法看地产，光伏看装机

平板玻璃具有透光、透明、保温、隔声，耐磨、耐气候变化等特点，用途广泛，主要应用于建筑、家居、电子、汽车等领域。近年来随着新能源等新兴行业快速发展，平板玻璃应用领域也拓展到了光伏行业。其中，建筑是平板玻璃第一大应用领域，占比约七成左右；其次是汽车，占比约 15%左右。

表 9：平板玻璃下游应用领域简介

下游应用领域	应用场景简介
建筑	平板玻璃是建筑中窗户、门以及幕墙等装饰材料的主要组成部分，也应用于商铺、顶棚和天花板等。
家居	平板玻璃用于家具的装饰元素，如玻璃桌面、衣柜门、淋浴房门等。
电子	平板玻璃可用于电子设备，如智能手机、平板电脑、电视和电脑屏幕等，作为屏幕保护层，能有效防止划伤和损坏。
汽车	平板玻璃用于制造汽车的风挡玻璃、侧窗和后视镜等部分，其安全性和抗冲击性能对驾驶安全至关重要。
光伏	平板玻璃在光伏领域的应用主要集中在组件封装用光伏玻璃，通过采用平板玻璃提升光伏组件透光率和结构强度，是光伏封装的重要材料。

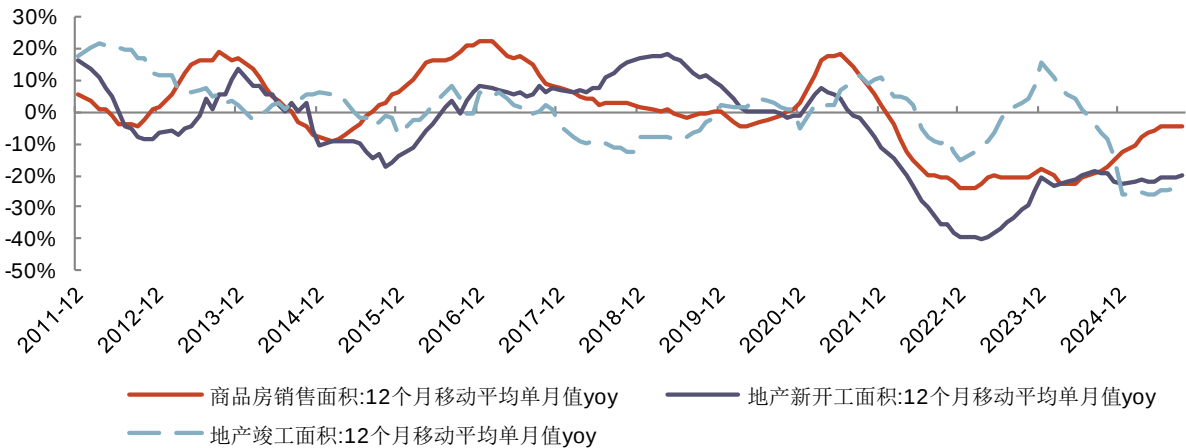
资料来源：光大证券研究所整理

3.1、浮法玻璃需求研究

浮法玻璃需求的核心变量：房地产新开工及施工

建筑玻璃需求与房地产行业高度相关，由于建筑玻璃主要加工为门窗、幕墙及家具等，应用于房地产建筑工程后期及装修装饰过程中，房地产行业投资领先增长，通常将房地产新开工及施工面积作为判断建筑玻璃未来一定时期内需求的先行指标，即期需求释放主要取决于开复工向竣工的传导，通常以竣工面积反映。由于房地产销售面积是房地产新开工的前瞻指标，在跟踪研究时也会关注销售面积增速的变化。房地产销售面积增速领先于新开工面积，又领先于竣工面积。

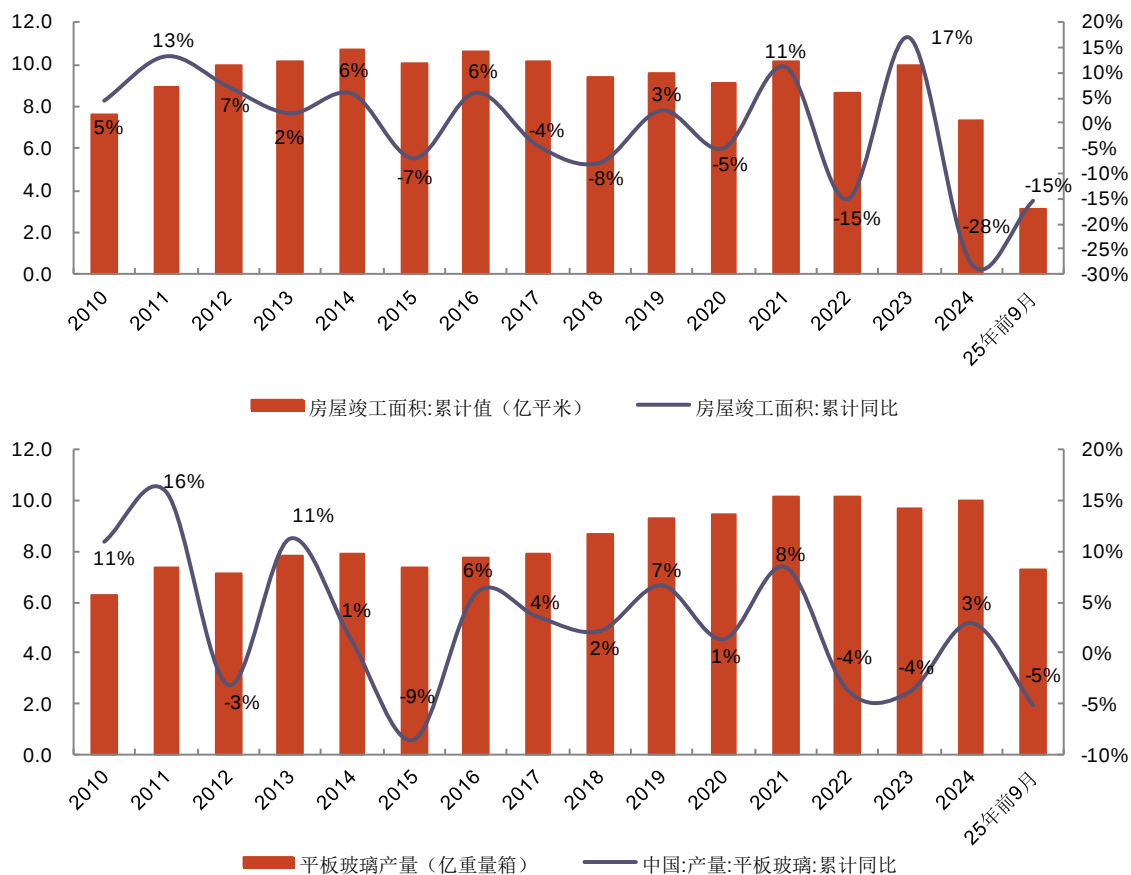
图 11：房地产销售面积增速 VS 房地产新开工面积增速 VS 房地产竣工面积增速



资料来源：ifind，光大证券研究所整理，数据截至 2025.09

2021 年之前，平板玻璃产量增速走势和竣工面积增速走势基本一致，2021 年后出现不同步，但两者走势基本趋同。22 年房屋竣工面积同比-15%，显著低于玻璃产量增速-4%，或由于 2022 年受疫情影响，大量项目施工受阻、验收延迟，结转到 2023 年集中竣工，由此形成“挤压式反弹”，23 年竣工面积同比+17%，显著高于玻璃产量增速-4%。此外，光伏玻璃产量持续高增长使得 2024-2025 年前 9 月平板玻璃产量同比增速均明显高于房屋竣工面积同比增速。

图 12：房地产竣工面积及同比增速 VS 平板玻璃产量及同比增速，走势基本同步

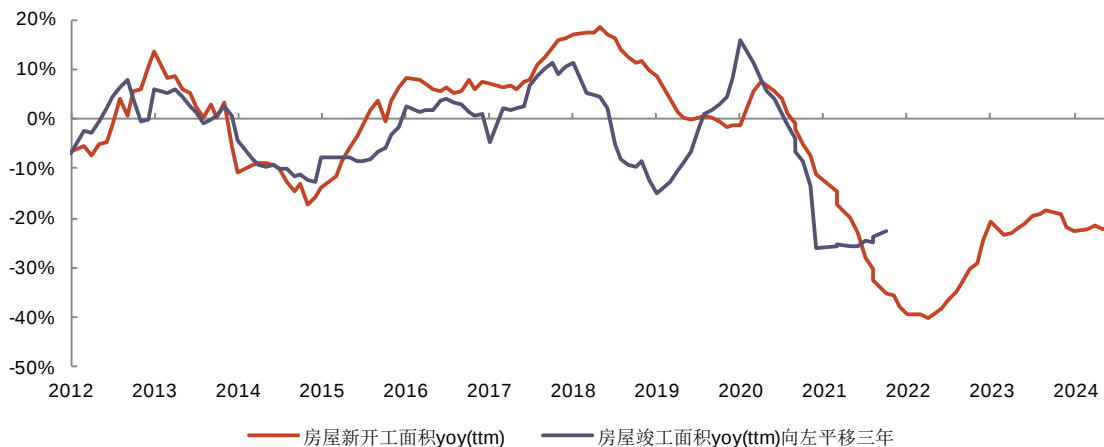


资料来源: ifind, 光大证券研究所

需求展望：房地产竣工或继续负增长，未来 2-3 年浮法玻璃需求仍将承压

将房屋竣工面积 TTM 增速与平移三年后的房屋新开工面积 TTM 增速进行对比，可验证两者走势正相关。房屋新开工面积 TTM 增速在 2022 年总体呈现下行趋势，23Q2-23Q4 回升，基于数据推演，判断房屋竣工面积 TTM 增速在 26Q1 前后有望触底回升、降幅收窄。参考新开工和竣工 yoy(ttm) 走势，预计未来 2-3 年竣工端仍有较大下行压力，玻璃需求侧将持续承压。

图 13：房地产新开工面积增速 (ttm) VS 房地产竣工面积增速 (ttm)



资料来源: ifind, 光大证券研究所, 数据截至 2025.09

供需格局展望：供需关系将进一步恶化，价格上涨受压制

如前文所述，截至 2025 年 11 月 27 日，全国浮法玻璃生产线共计 283 条，在产 218 条，日熔量超 15 万吨，当前行业产能利用率接近 78%。较 24 年初的高点 89% 有明显下滑，产能过剩进一步加剧。在需求下滑背景下，供需关系将进一步下滑，产能利用率或还有下降空间，浮法玻璃价格难有大的上涨空间。

3.2、光伏玻璃需求研究

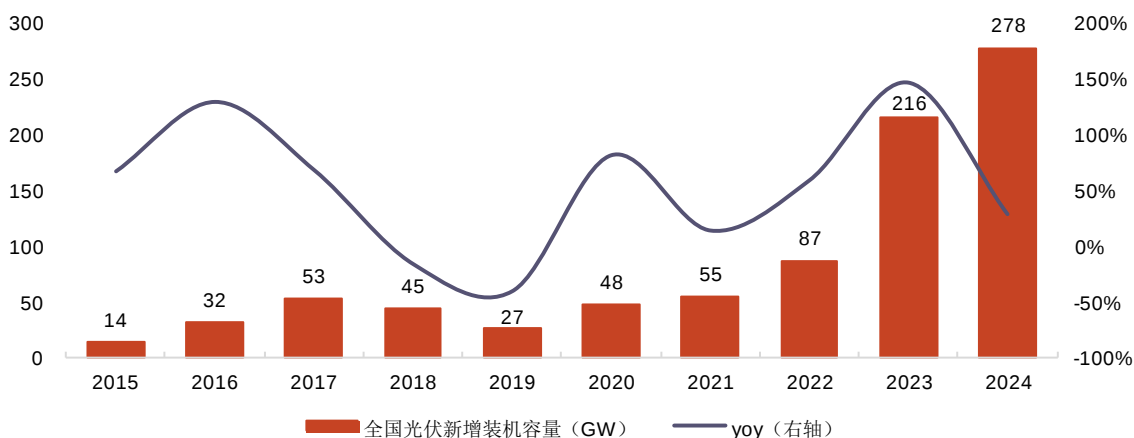
光伏玻璃需求的核心变量：光伏新增装机容量、双玻渗透率

光伏玻璃的需求增长主要由两个变量驱动：其一是光伏新增装机规模，装机规模扩大意味着对组件用玻璃的总需求基数提升。其二是“双玻组件”渗透率的结构提升。双玻结构意味着每瓦组件所需玻璃面积更大，从而带来结构性需求增量。

光伏玻璃的需求一般视光伏组件的装机量（需求量）而定，而光伏组件的需求受到宏观经济、产业政策、下游市场需求变动等多方面因素的影响。双玻组件使用双面电池，将传统背板替换为光伏玻璃。双玻组件具有生命周期长、抗腐蚀性能好、防火等级高、易清洗、发电功率更高等优势，再加上轻薄型光伏玻璃工艺技术的成熟解决了双玻组件“重量重”“成本高”等方面的问题，使得双玻组件逐渐成为主流电池组件产品，提高了光伏玻璃需求量。

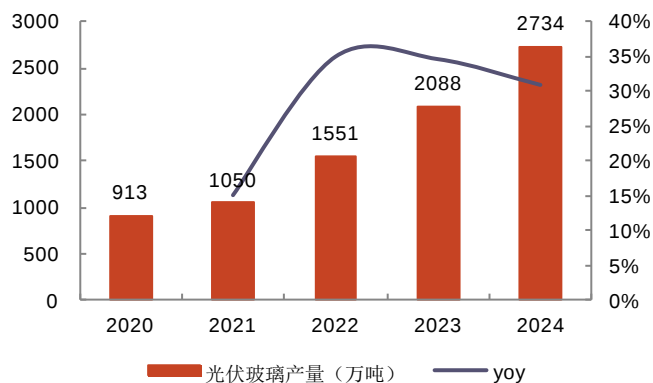
综合来看，新增装机量决定总量基数，双玻渗透率提升则带来单位用量提升，两者共同构成影响光伏玻璃需求的核心变量。

图 14：2015-2024 年光伏新增装机容量处于成长期



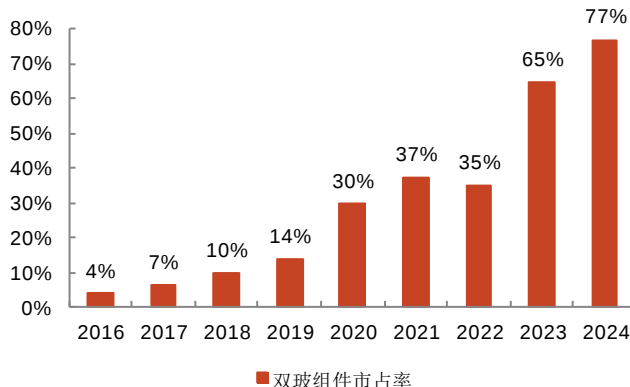
资料来源：ifind，光大证券研究所

图 15：2020-2024 年光伏玻璃产量持续高速增长



资料来源：旗滨集团、福莱特公开资料，光大证券研究所

图 16：2016-2024 年，双玻组件市占率显著提升



资料来源：旗滨集团、福莱特公开资料，光大证券研究所

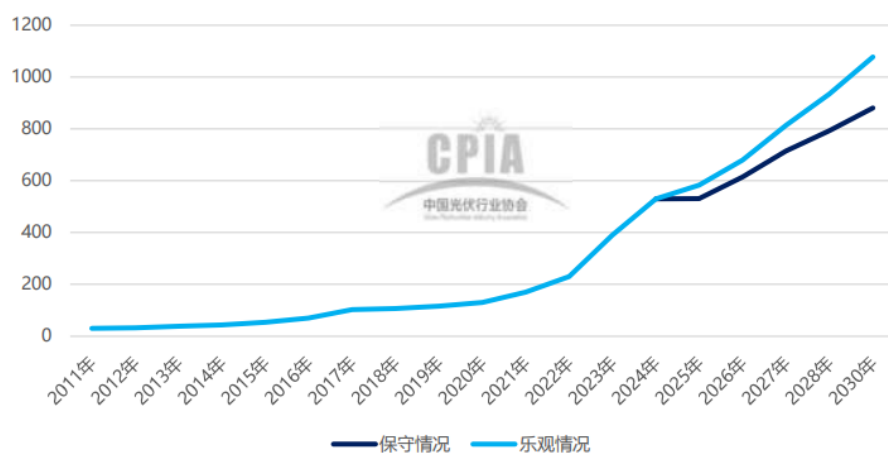
展望：全球及中国光伏新增装机规模仍将持续增长，双玻市占率预计小幅提升

根据国际能源署（IEA）在《2024 年可再生能源分析与展望》中预测，到 2030 年，光伏新增装机容量在各种电源形式中占比将达到 70%。整体而言，全球光伏市场仍有增长空间。2024 年全球光伏新增装机约 530GW。未来在光伏发电成本持续下降和新兴市场需求增长等有利因素的推动下，全球光伏新增装机仍将持续增长，乐观假设下，2030 年全球光伏新增装机规模将超过 1000GW。

2024 年，我国国内光伏新增装机 278GW，同比+28%。乐观假设下，2030 年，我国光伏新增装机规模将超过 300GW。

2025 年 7 月，中国光伏行业协会召开“光伏行业 2025 年上半年发展回顾与下半年形势展望研讨会”。中国光伏行业协会名誉理事长王勃华在产业发展情况介绍中，上调 2025 年光伏新增装机预期。其中，全球光伏新增装机预测由 531—583GW 上调至 570—630GW；中国光伏新增装机预测由 215-255GW 上调至 270—300GW。

图 17：2025-2030 年，全球光伏新增装机规模预测（单位：GW）



资料来源：《2023-2024 年中国光伏产业发展路线图》（中国光伏行业协会）

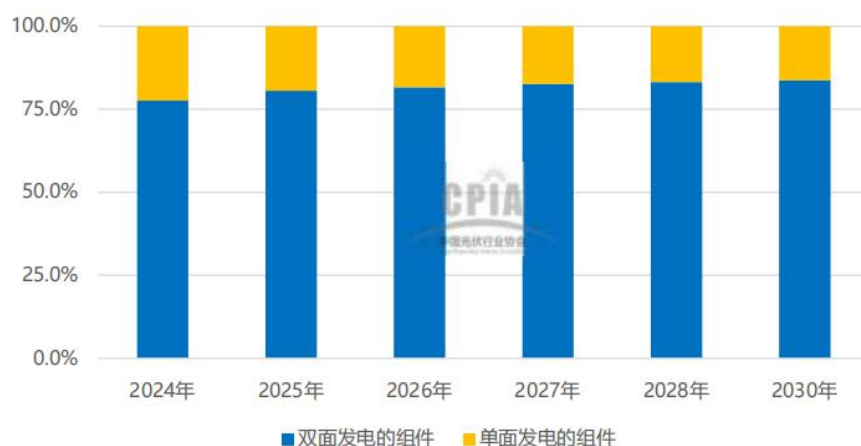
图 18：2025-2030 年，中国光伏新增装机规模预测（单位：GW）



资料来源：《2023-2024 年中国光伏产业发展路线图》（中国光伏行业协会）

2024 年，随着下游应用端对双面发电组件发电增益的认可，双面组件市场占比提升至 77%，远超单面组件，成为市场主流。受市场需求因素的影响，未来双面组件市场占有率将进一步增长，但提升速度将明显放缓。

图 19：2025-2030 年单/双面组件市场占比变化趋势预测



资料来源：《2023-2024 年中国光伏产业发展路线图》（中国光伏行业协会）

供需格局展望：需求上涨或难以抵消供给过剩，价格或继续低迷

截至 2025 年 11 月 14 日，光伏玻璃日熔量为 8.9 万吨，相较于 2024 年 7 月的高点 11.6 万吨已下滑 23%，最新产能利用率仅 68%。根据光伏行业协会对光伏新增装机容量的预测，乐观假设下，2030 年国内新增装机或达到 360GW 左右，较 2025 年预计装机量（270-300GW）增长 20%-30%，这一增长幅度仍然难以改变产能过剩的局面。全产业链产能过剩背景下，光伏玻璃企业或将在成本线附近继续承压。

4、成本结构&企业盈利能力分析

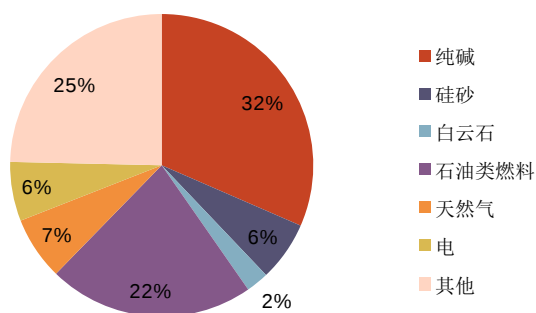
4.1、成本结构：浮法玻璃&光伏玻璃

从行业整体看，玻璃生产成本主要由原材料与能源两大部分构成，合计约占总生产成本的80%以上。其中，纯碱与硅砂是最核心的原料成本项，重油、天然气及电力则构成能源成本的主体。

浮法玻璃（旗滨）：2017-2019年中，纯碱为最大成本项，原材料（纯碱、硅砂、白云石）成本占比合计高于能源（石油类燃料+天然气+电力）成本占比，体现“原材料主导型”特征；因此其利润弹性更受纯碱价格波动影响。

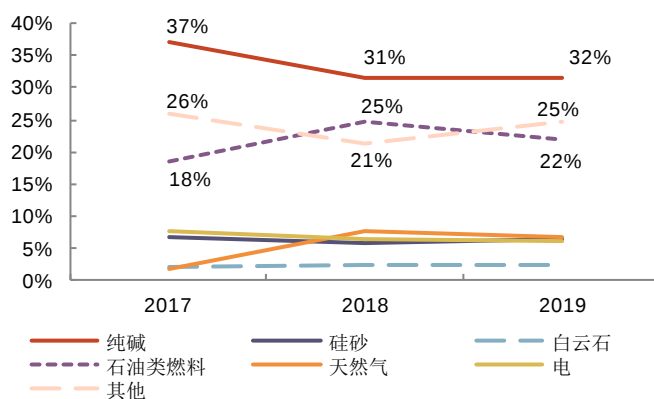
光伏玻璃（福莱特）：2019-2021年中，能源（石油类燃料+天然气+电力）成本占比高于原材料（纯碱、硅砂、白云石）成本占比，呈现“能源敏感型”结构；其利润弹性对石油类燃料、天然气、电力等能源价格更敏感。

图 20：浮法玻璃龙头旗滨集团 2019 年原燃料成本结构



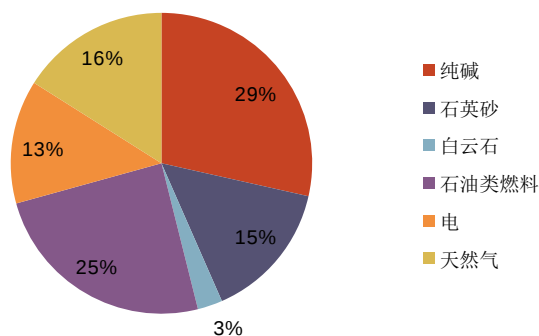
资料来源：旗滨集团可转债募集说明书，光大证券研究所，注：统计口径为采购金额占比

图 21：浮法玻璃龙头旗滨集团 2017-2019 年原燃料成本结构



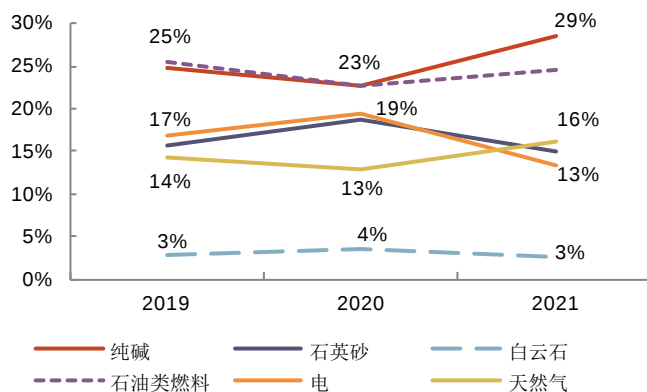
资料来源：旗滨集团可转债募集说明书，光大证券研究所，注：统计口径为采购金额占比

图 22：光伏玻璃龙头福莱特 2021 年原燃料成本结构



资料来源：福莱特可转债募集说明书，光大证券研究所，注：统计口径为采购金额占比

图 23：光伏玻璃龙头福莱特 2019-2021 年原燃料成本结构



资料来源：福莱特可转债募集说明书，光大证券研究所，注：统计口径为采购金额占比

表 10：玻璃原燃料每重量箱消耗量&每吨消耗量

原燃料	每重量箱玻璃（50kg）原燃料用量	每吨玻璃原燃料用量
石英砂	33.55kg	671kg
石灰石	2.96kg	59kg
白云石	8.57kg	171kg
纯碱	11.39kg	228kg
天然气（基准线）	9.05m³	181m³
天然气（标杆线）	6.00m³	120m³
石油焦（基准线）	8.40kg	168kg
石油焦（标杆线）	5.60kg	112kg

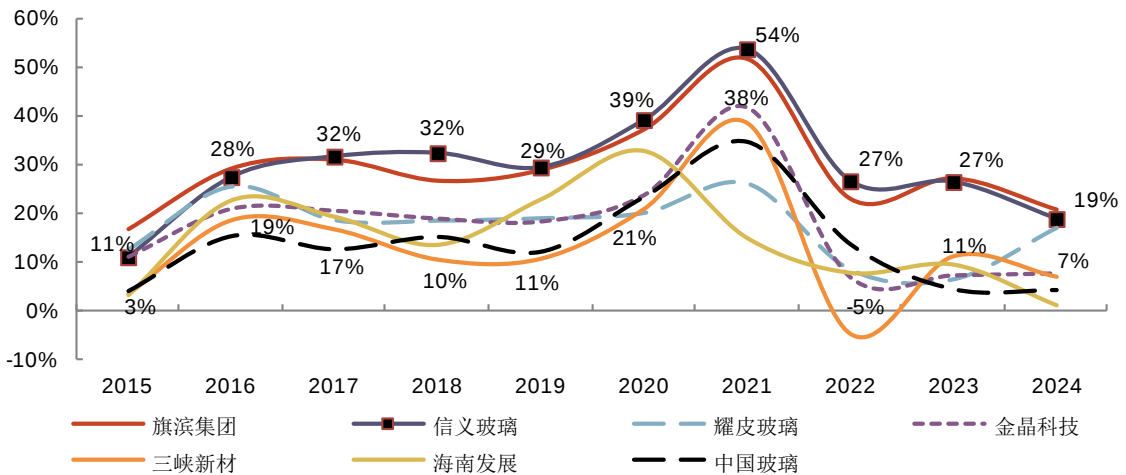
资料来源：玻璃期货投教材料（郑商所），光大证券研究所整理

4.2、企业盈利能力对比分析

浮法玻璃企业盈利能力对比分析

- 1，在浮法玻璃板块中，2015-2024 年盈利能力第一梯队的企业为**旗滨集团**与**信义玻璃**，毛利率区间分别约为 **17%-52%**和 **11%-54%**。
- 2，头部企业与其他样本企业最低毛利率差距波动于 **14-39pcts**。
- 3，2014-2021 年，毛利率差距持续扩大，在 2021 年达到峰值 **39pcts**，之后几年持续收缩；说明在景气度上升周期时，龙头的竞争优势会更大程度地兑现为盈利能力，在下行周期时，该差距会缩小。该现象或由于龙头公司往往有规模效应，需求旺盛时将摊薄固定成本，需求萎缩时，该效应弱化，单位固定成本反而上升。
- 4，对比十年前，企业毛利率头尾差距由 **14pcts** 扩大至 **20pcts**，**龙头企业的盈利能力优势总体呈现扩大趋势**，行业分化进一步加深，或由于龙头集中度提升和成本控制能力增强所致。

图 24：浮法玻璃企业 2015-2024 年毛利率走势



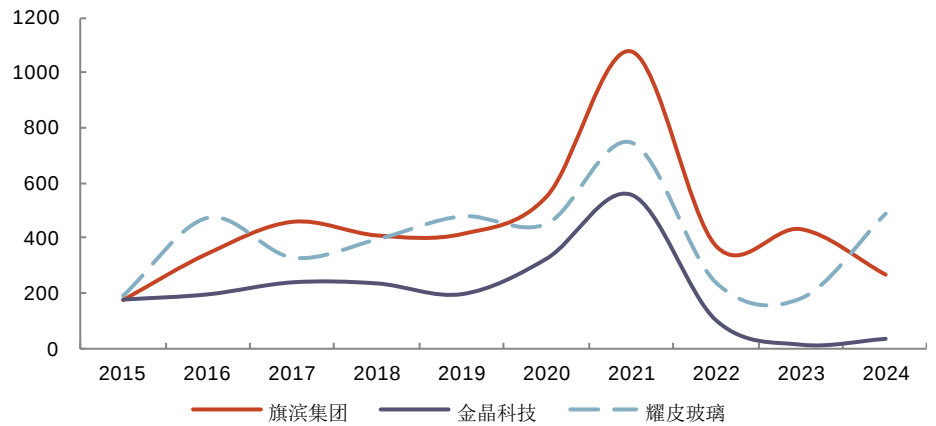
资料来源：wind，光大证券研究所，注：上述数据为各企业浮法玻璃业务的毛利率，图中数据标签分别为信义玻璃和三峡新材的毛利率数据

表 11：浮法玻璃企业 2015-2024 年毛利率及特征分析

企业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
旗滨集团	17%	29%	31%	27%	29%	37%	52%	23%	27%	21%
信义玻璃	11%	28%	32%	32%	29%	39%	54%	27%	27%	19%
耀皮玻璃	13%	26%	19%	19%	19%	20%	26%	8%	6%	17%
金晶科技	11%	21%	20%	19%	18%	24%	42%	7%	7%	8%
三峡新材	3%	19%	17%	10%	11%	21%	38%	-5%	11%	7%
海南发展	3%	23%	19%	14%	23%	33%	15%	8%	9%	1%
中国玻璃	4%	15%	13%	15%	12%	23%	35%	14%	4%	4%
最大值	17%	29%	32%	32%	29%	39%	54%	27%	27%	21%
最小值	3%	15%	13%	10%	11%	20%	15%	-5%	4%	1%
最大值-最小值	14%	14%	19%	22%	19%	19%	39%	31%	23%	20%

资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 25：浮法玻璃企业吨毛利（元/吨）

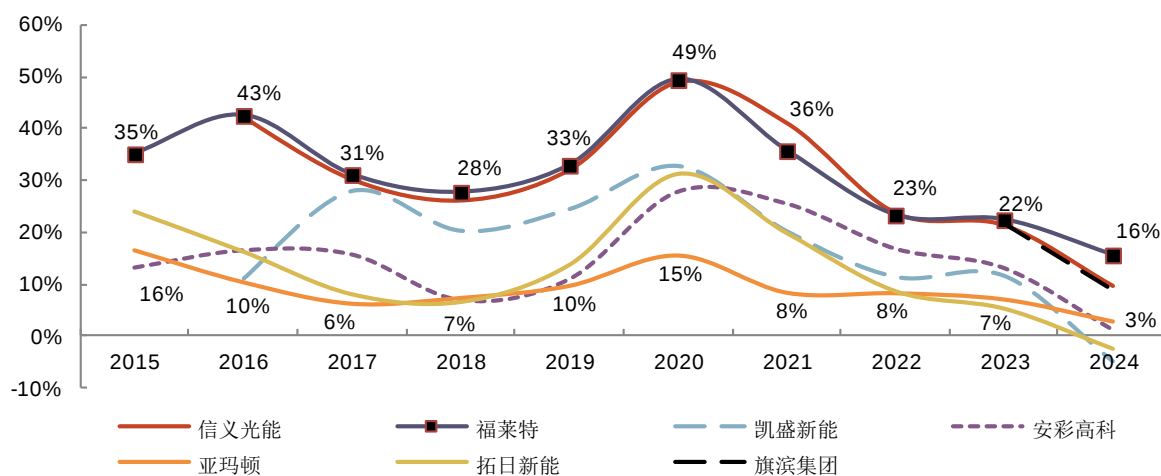


资料来源：wind，各家企业年报，光大证券研究所整理

光伏玻璃企业盈利能力对比分析

- 1，在光伏玻璃板块中，2015-2024 年盈利能力第一梯队的企业为信义光能与福莱特，毛利率区间分别约为 10%-49%和 16%-49%。两家企业长期保持行业领先地位，盈利能力总体接近，2024 年福莱特毛利率更高。
- 2，2015-2024 年，头部企业与其他样本企业之间的毛利率差距波动区间为 16-34pcts。
- 3，2018-2021 年期间，毛利率差距持续扩大并在 2020-2021 年达到峰值 33-34pcts；此后伴随着光伏玻璃产品价格下行，盈利能力差距有所收敛。
- 4，对比十年前，企业毛利率头尾差距由 22pcts 小幅收窄至 20pcts，没有明显变化，这一点与浮法玻璃行业有明显区别。在技术稳定的行业中龙头更容易积累优势，相比于浮法玻璃，光伏玻璃行业技术迭代速度更快。
- 5，2024 年，各家企业毛利率均低于十年前。或由于光伏玻璃行业在 2020 年之前属于成长型行业，毛利率起点较高；2021 年光伏玻璃价格见顶下行，至今还没走完第一个完整周期，产能严重过剩导致各家企业盈利能力均滑落至低位，行业大洗牌还没结束。

图 26：光伏玻璃企业 2015-2024 年毛利率对比



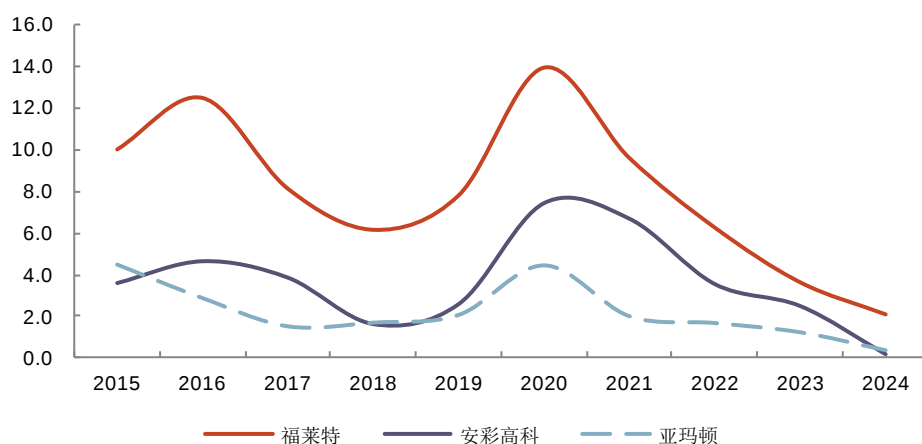
资料来源：wind，光大证券研究所，注：上述数据为各企业光伏玻璃业务的毛利率，图中数据标签分别为福莱特和亚玛顿的毛利率数据

表 12：光伏玻璃企业 2015-2024 年毛利率及特征分析

企业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
信义光能	-	42%	30%	26%	32%	49%	41%	24%	21%	10%
福莱特	35%	43%	31%	28%	33%	49%	36%	23%	22%	16%
凯盛新能	-	11%	28%	20%	25%	33%	20%	12%	12%	-5%
安彩高科	13%	17%	16%	7%	11%	28%	25%	17%	13%	1%
亚玛顿	16%	10%	6%	7%	10%	15%	8%	8%	7%	3%
拓日新能	24%	16%	8%	7%	14%	31%	20%	9%	5%	-3%
旗滨集团	-	-	-	-	-	-	-	-	22%	9%
最大值	35%	43%	31%	28%	33%	49%	41%	24%	22%	16%
最小值	13%	10%	6%	7%	10%	15%	8%	8%	5%	-5%
最大值-最小值	22%	32%	25%	21%	23%	34%	33%	16%	17%	20%

资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 27：光伏玻璃企业单平米毛利（元/平方米）



资料来源：wind，各家企业年报，光大证券研究所整理

5、竞争优势分析

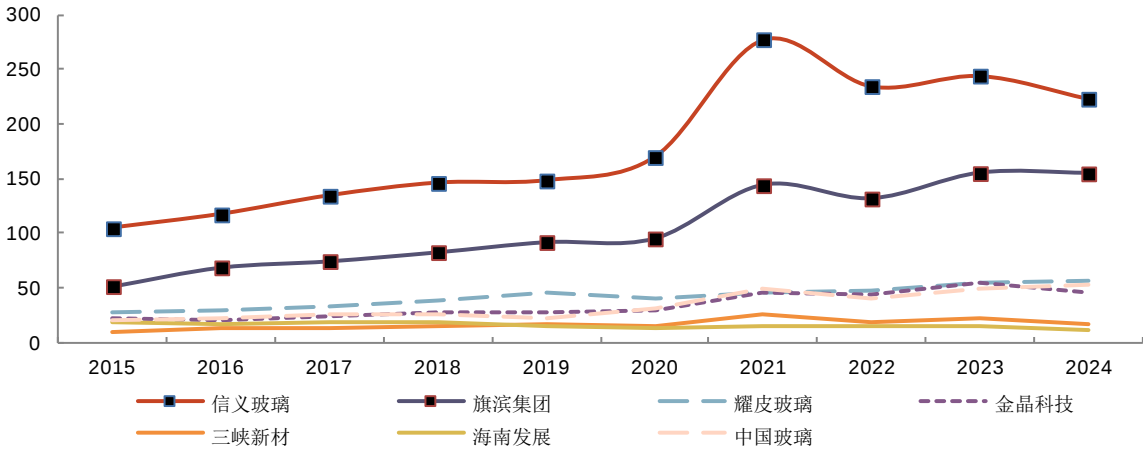
5.1、规模优势

浮法玻璃企业收入规模变化对比分析

2015-2024 年，浮法玻璃行业上市公司收入规模及格局变化呈现以下特征：

- 1，上市公司规模普遍增长：除海南发展外，所有样本企业收入规模均有增长，第一梯队企业增速超过 100%，甚至达到 200%左右（旗滨集团），其他企业增速大多数在 100%上下。
- 2，强者恒强：第一梯队的信义玻璃和旗滨集团仍然保持着绝对领先优势，和其他企业的收入规模差距进一步拉开。

图 28：浮法玻璃企业 2015-2024 年收入规模变化趋势（亿元）



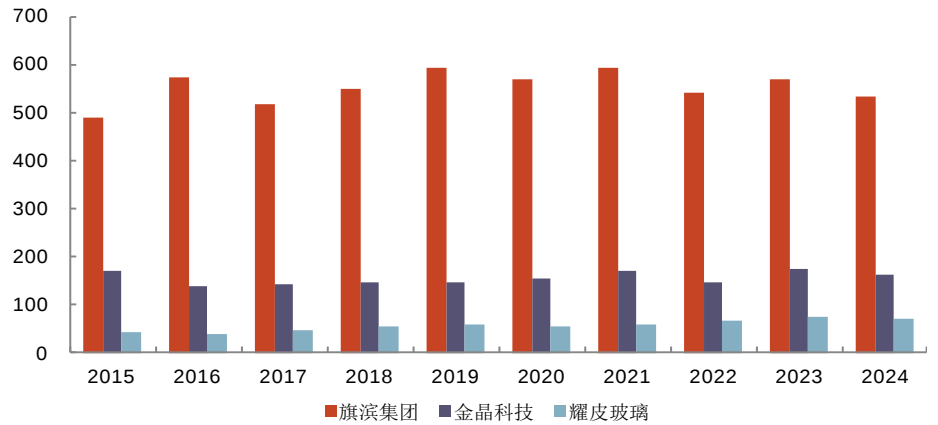
资料来源：wind，光大证券研究所，注：图中收入数据仅为各公司浮法玻璃收入，包括浮法原片、深加工玻璃、超白浮法玻璃

表 13：浮法玻璃企业 2015-2024 年收入规模变化及特征分析（亿元）

企业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	十年累计涨幅
信义玻璃	105	117	134	146	148	170	278	235	244	223	114%
旗滨集团	51	69	74	83	92	95	144	132	155	155	201%
耀皮玻璃	27	29	32	38	45	40	46	47	55	56	104%
金晶科技	23	21	24	28	27	29	46	43	54	45	98%
三峡新材	10	13	13	14	17	15	26	18	22	17	76%
海南发展	18	17	18	19	14	13	14	15	15	11	-37%
中国玻璃	20	21	26	26	22	30	48	40	50	54	173%
最大值	105	117	134	146	148	170	278	235	244	223	201%
最小值	10	13	13	14	14	13	14	15	15	11	-37%
最大值-最小值	95	105	121	132	134	157	264	219	229	212	-
最大值/最小值	1077%	930%	1018%	1036%	1059%	1316%	1998%	1525%	1608%	1993%	-

资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 29：浮法玻璃企业销量规模（万吨）



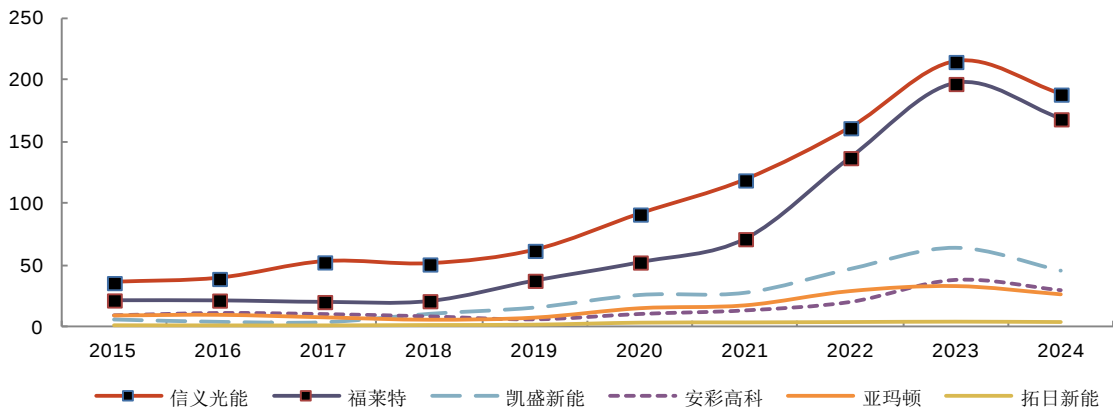
资料来源：wind，各家企业年报，光大证券研究所整理

光伏玻璃企业收入规模变化对比分析

2015-2024 年，浮法玻璃行业上市公司收入规模及格局变化呈现以下特征：

- 1，上市公司规模普遍增长：所有样本企业收入规模均有增长，且增速均超过 100%。第一梯队的两家企业增速普遍快于其他大部分企业（除凯盛新能外）。
- 2，强者恒强：第一梯队的信义光能和福莱特仍然保持着绝对领先优势，和其他企业的收入规模差距进一步拉开。

图 30：光伏玻璃企业 2015-2024 年收入规模变化趋势（亿元）



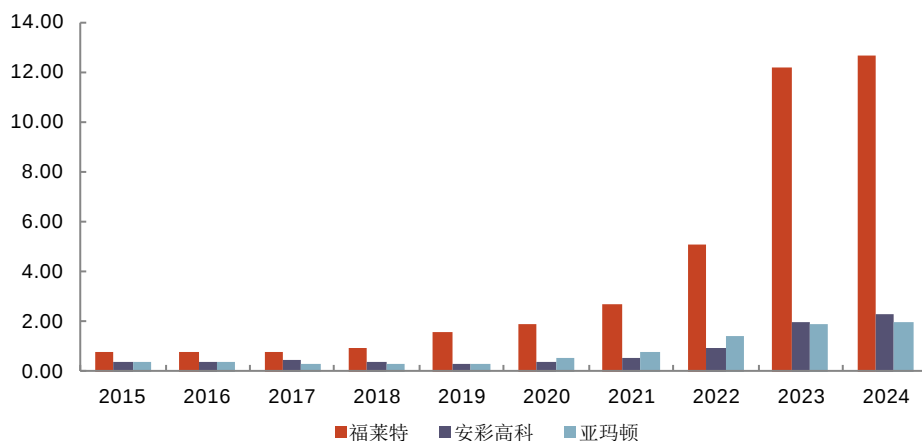
资料来源：wind，光大证券研究所，注：图中收入数据仅为各公司光伏玻璃收入，包括浮法原片、深加工玻璃、超白浮法玻璃的收入

表 14：光伏玻璃企业 2015-2024 年收入规模变化及特征分析（亿元）

企业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	十年累计涨幅
信义光能	36	39	52	51	62	91	119	161	215	188	428%
福莱特	22	22	20	21	38	52	71	137	197	168	679%
凯盛新能	6	4	4	10	15	26	27	47	64	45	695%
安彩高科	9	11	10	8	6	10	13	20	38	30	223%
亚玛顿	9	10	8	6	8	15	17	29	33	26	182%
拓日新能	2	1	1	2	2	4	4	4	4	4	173%
最大值	36	39	52	51	62	91	119	161	215	188	695%
最小值	2	1	1	2	2	4	4	4	4	4	173%
最大值-最小值	34	38	51	49	60	88	115	157	210	184	-
最大值/最小值	2377%	2786%	3743%	2984%	3086%	2531%	3124%	3927%	4878%	4590%	-

资料来源：光大证券研究所整理

图 31：光伏玻璃企业销量规模（亿平米）



资料来源：wind，各家企业年报，光大证券研究所整理

规模优势对盈利能力的助力

在浮法玻璃与光伏玻璃两大板块中，规模优势是盈利能力分化的核心来源之一。对浮法玻璃而言，生产具有高固定成本与连续作业特性，产线越大、稼动率越高，单位成本摊薄效应越明显。头部企业如信义玻璃、旗滨集团凭借全国化产能布局与原料基地协同，在纯碱、天然气等原燃料采购上形成议价优势，使其吨成本显著低于中小厂。与此同时，规模化带来物流与销售网络的优化，使企业能在需求波动时保持更高开工率与市占率，从而实现更高的抗风险能力。

对于光伏玻璃而言，规模效应更具战略意义。双玻组件渗透率提升推动龙头企业持续扩产，形成设备利用率与能耗效率的“双重杠杆”。规模化不仅降低单位能耗、折旧与人工成本，也提高新产品研发和客户议价能力。总体来看，规模优势既是成本优势的基础，也是技术、客户和资金壁垒的放大器，决定了企业在周期波动中的盈利下限与长期竞争力。

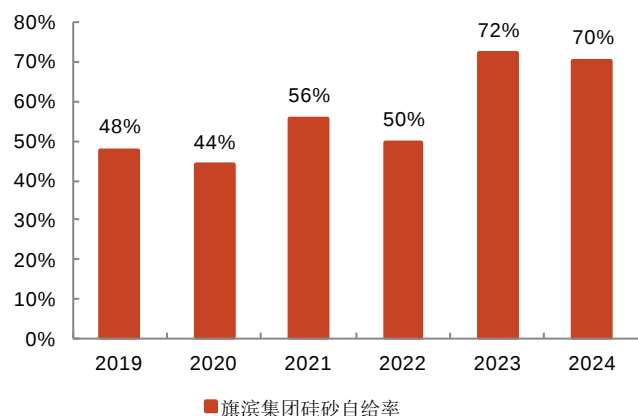
以旗滨集团为例，该公司光伏玻璃生产线产能于 2024 年集中释放，由于光伏玻璃窑炉均使用天然气作为燃料，故公司天然气需求量大幅增长，公司与国内主要天然气供应商达成长期战略协议，通过将管道天然气纳入集中采购，公司进一步拓宽了集采品类，可发挥批量采购价格谈判优势。公司对纯碱、重油和石油焦等原燃料价格走势进行研究分析，在价格低谷时适当进行战略采购，以降低采购价格风险。

5.2、产业链一体化优势

硅砂、纯碱、重油、石油焦和天然气为玻璃生产主要原燃料。龙头公司通过向产业链上游延伸来提高原材料自供比例，降低生产成本，强化自身竞争优势。以旗滨集团为例，近年来，该公司持续扩充硅砂资源储备，截至 2025 年 3 月末旗滨集团已投产的硅砂基地共计 7 个，分别位于国内漳州、河源、郴州、醴陵和昭通等市，以及马来西亚森美兰州和沙巴州，其中郴州、昭通和马来西亚沙巴基地所产硅砂为光伏玻璃生产所需超白砂；上述基地硅砂保有储量合计超过 2 亿吨，资源储备丰富。

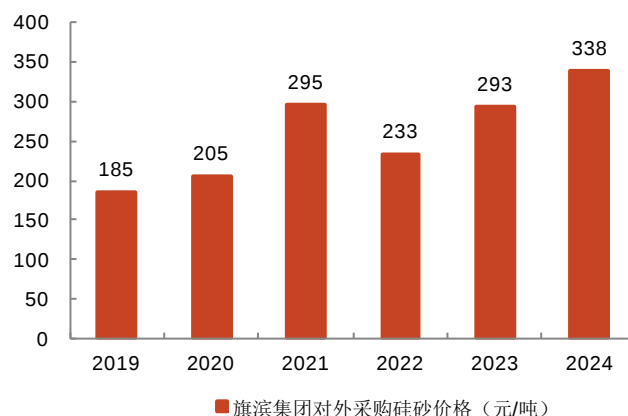
该公司硅砂自供比例亦逐年提升，2019 年该比例为 48%，2024 年该比例已提升至 70%。在硅砂价格趋势性上涨背景下，龙头企业加大自供比例有利于保持成本优势，增厚盈利能力。

图 32：2019-2024 年，旗滨集团硅砂自供比例显著提升



资料来源：旗滨集团 2022-2025 年债券跟踪评级报告，光大证券研究所

图 33：2019-2024 年，硅砂价格趋势性上涨



资料来源：旗滨集团 2022-2024 年债券跟踪评级报告，光大证券研究所

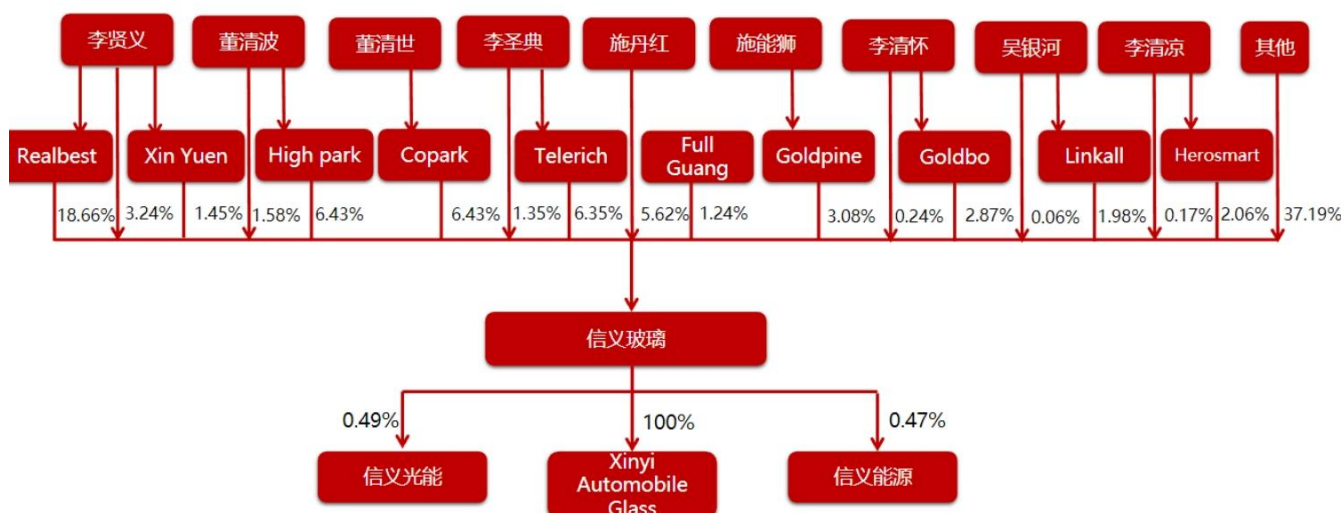
6、重点公司：信义玻璃

6.1、玻璃龙头全球布局，股权集中治理稳定

信义玻璃控股有限公司创建于 1988 年，2005 年 2 月在香港联交所主板上市，是全球领先的综合玻璃制造商，致力于生产优质浮法玻璃、汽车玻璃、节能建筑玻璃等产品。经过三十七年的发展，信义玻璃在中国经济发展最活跃的珠三角、长三角、环渤海经济区、成渝经济区、滇中经济圈、北部湾经济区建立了十三大国内生产基地，并积极推动业务全球化和全球战略布局，在马来西亚马六甲和印度尼西亚建立了大型海外生产基地。

截至 25H1 末，公司控股股东为 RealbestInvestmentLimited，持股数量为 8.13 亿股，占公司总股本的 18.66%，公司实际控制人为李贤义。

图 34：信义玻璃股权结构图（截至 2025H1 末）



资料来源：ifind，光大证券研究所

6.2、产品涉及浮法玻璃、汽车玻璃、建筑玻璃领域

信义玻璃当前年产能超过千万吨，在全球浮法玻璃在产产能中占比约 12%。公司配套 37 座浮法熔窑，日熔化量超过 3 万吨。公司在生产环节采用集中控制与数字化管理方式，以保持超白、超薄及着色玻璃（包括绿、茶、蓝、灰等）等多品类产品的稳定生产，产品厚度覆盖 1.6-25 毫米，最大板幅可达 3.3 米 × 13 米。相关产品主要用于建筑、汽车、家电、电子等领域。

在镀膜玻璃方面，公司配置 24 条智能化镀膜生产线，年产能超过 2 亿平方米，可生产单银、双银、三银、无银、减反及家电镀膜等类型产品。不同镀膜结构对应于光学性能调节、隐私需求及建筑节能性能等多样化应用场景。

图 35：浮法玻璃产品介绍（信义玻璃）



资料来源：信义玻璃官网，光大证券研究所

信义玻璃在全球汽车玻璃替换市场中占有约 25% 份额，并为部分新能源汽车车型提供配套产品，业务覆盖 160 余个国家和地区。公司可供应超过 6 万种型号，产品包括前挡风玻璃、HUD 抬头显示玻璃、隔热类玻璃（如 SOLACO）、热反射类玻璃（如 Solar-X）、ADAS 相关功能玻璃、智能玻璃、大尺寸夹层天幕及钨丝加热玻璃等，适用于轿车、SUV、卡车、客车及工程机械等不同车型。公司汽车玻璃产品通过中国 3C、美国 DOT、欧洲 ECE、日本 JIS 等认证体系。

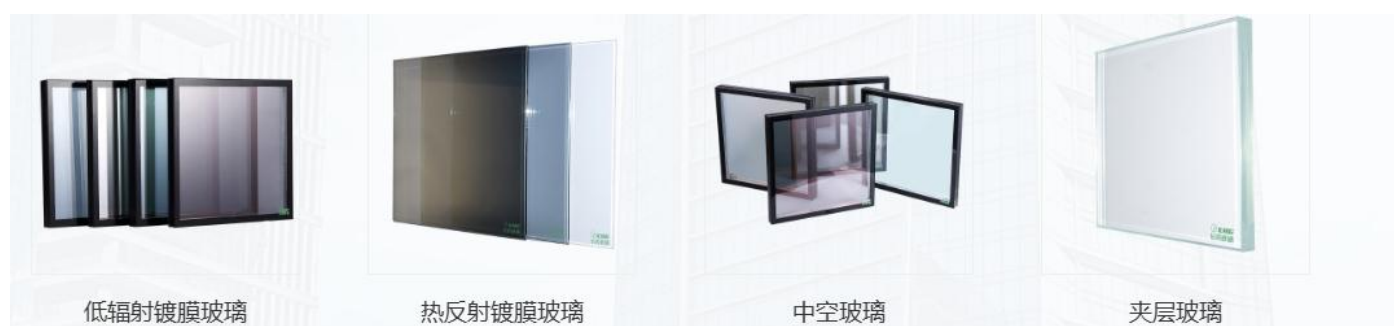
图 36：汽车玻璃产品介绍（信义玻璃）



资料来源：信义玻璃官网，光大证券研究所

信义玻璃是中国主要的节能建筑玻璃生产企业之一，在全球 Low-E 玻璃市场中占有约 25% 的份额。公司配置 24 条镀膜生产线（均为进口装备），年产能超过 2 亿平方米，产品包括三银与双银 Low-E 镀膜玻璃、热反射镀膜玻璃，以及钢化、中空、夹层、彩釉等多类型建筑用玻璃。相关产品应用于多类公共建筑和商业建筑项目，包括上海世博会中国馆、新加坡生物谷、海南海口塔、阿里巴巴华中总部、悉尼皇冠酒店、马来西亚四季酒店及新加坡双景坊等。公司建筑玻璃在安全性、膜系结构设计、节能性能和幕墙系统适配方面形成系列化产品，可实现隔热、隔音、防爆等功能。依托深加工能力，公司可提供弯钢、超长、超宽、超厚等定制化玻璃规格，用于满足大型建筑幕墙对尺寸、结构与性能的要求。

图 37：建筑玻璃产品介绍（信义玻璃）



资料来源：信义玻璃官网，光大证券研究所

图 38：建筑玻璃工程案例（信义玻璃）

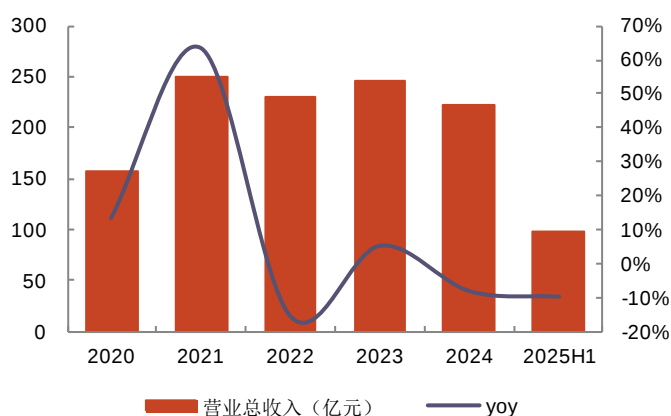


资料来源：信义玻璃官网，光大证券研究所

6.3、 主业收入跟随周期下行，盈利持续承压

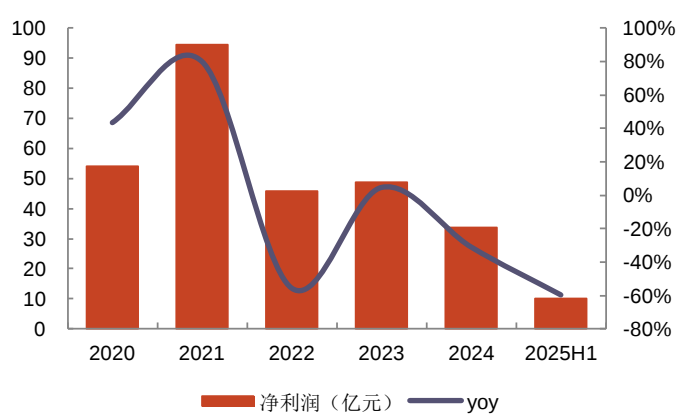
2020-2025H1，公司营收及归母净利润经历了先升后降，主要由于主营业务周期波动所致。2021 年，浮法玻璃需求强劲，得益于房地产行业的高竣工率。此后，浮法玻璃行业需求逐渐疲软。2023 年，房地产行业竣工的物业项目及窗户安装工程逐步提升带动需求回升。2024 年，浮法玻璃需求经历缓行，主要是由于房地产行业减缓物业项目竣工及安装窗户所致。另一方面，为实现碳中和政策，新增浮法玻璃产能审批受到限制，供应端受限。浮法玻璃业务与房地产竣工情况高度相关，公司收入波动趋势与市场的整体波动趋势基本保持一致。

图 39：2020-2025H1，信义玻璃营业总收入及同比增速



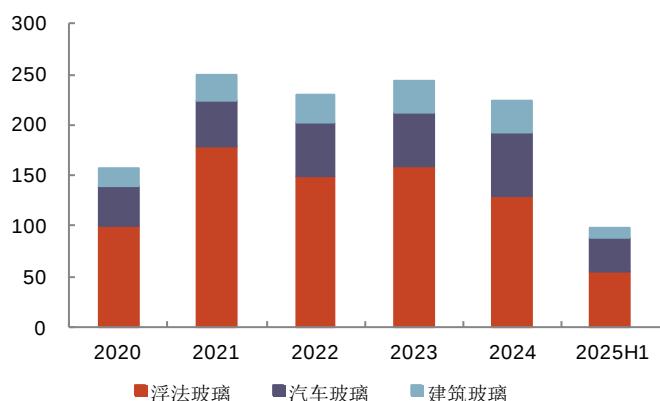
资料来源：ifind，光大证券研究所

图 40：2020-2025H1，信义玻璃净利润及同比增速



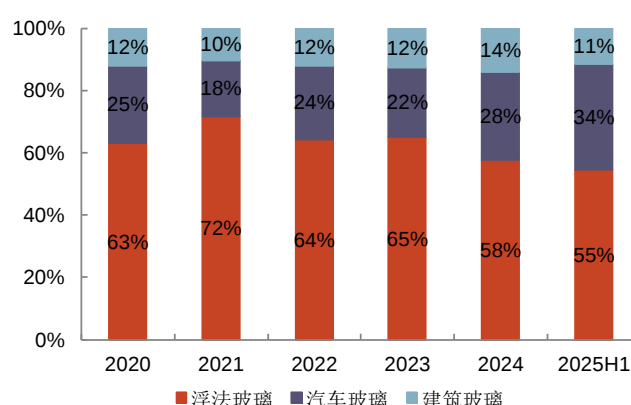
资料来源：ifind，光大证券研究所

图 41：2020-2025H1，信义玻璃收入结构（亿元）



资料来源：ifind，光大证券研究所

图 42：2020-2025H1，信义玻璃收入结构百分比



资料来源：ifind，光大证券研究所

6.4、盈利预测

关键假设

我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 215.1/218.8/227.3 亿元，同比 -4%/+2%/+4%；综合毛利率分别为 28.5%/29.6%/30.5%。

浮法玻璃业务

我们预计公司 2025-2027 年浮法玻璃业务收入分别为 116.2/113.9/116.1 亿元，同比 -10%/-2%/2%。假设依据：25H1 公司浮法玻璃业务收入同比 -16%，主要由于玻璃价格同比下滑所致，基于我们对 25H2 玻璃价格在底部徘徊的判断，25H2 玻璃价格同比降幅将会收窄。由于 2025 年玻璃价格已行至底部，判断 26-27 年玻璃价格同比下滑幅度将会进一步收敛，需求下滑幅度亦会出现收敛。考虑到行业底部会有产能出清，更有利于龙头集中度提升，判断公司凭借自身竞争优势将领先于行业率先实现收入恢复正增长。

我们预计公司该业务 2025-2027 年毛利率分别为 12.6%/12.6%/12.6%，25 年玻璃价格同比下滑，判断 25 年毛利率较 24 年将会下降，随着玻璃价格已行至底部，预计 26-27 年毛利率整体企稳。

汽车玻璃业务

我们预计公司 2025-2027 年汽车玻璃业务收入分别为 69.4/76.3/82.8 亿元，同比 +10%/+10%/+9%。假设汽车行业整体保持稳定增长，汽车玻璃高附加值产品占比提升。

我们预计公司该业务 2025-2027 年毛利率分别为 54.1%/54.9%/55.6%，将持续稳步改善趋势。

建筑玻璃业务

我们预计公司 2025-2027 年建筑玻璃业务收入分别为 29.5/28.6/28.4 亿元，同比 -5%/-3%/-1%。由于 2025 年玻璃价格已行至底部，判断 26-27 年玻璃价格同比下滑幅度将会收窄，需求下滑幅度亦会收窄。

我们预计公司该业务 2025-2027 年毛利率分别为 31.1%/30.6%/30.5%，下滑幅度逐渐收窄。

费用率假设：

25H1 公司销售/管理费用率分别为 6.73%/11.27%。我们预计 2025-2027 年公司销售费用率分别为 6.15%/5.53%/5.37%；管理费用率分别为 11.06%/9.95%/9.65%。我们预计 25H2 公司收入规模高于 25H1，因而在公司费用投放节奏不变的情况下，25 年全年费用率将较 25H1 有所下滑。预测 2026-2027 年收入正增长，因此假设公司费用率逐年小幅下降，受益于公司收入增长带来的摊薄效应。

表 15：信义玻璃分业务收入预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合计					
营业收入（亿元）	243.56	223	215.1	218.8	227.3
yoy	4%	-8%	-4%	2%	4%
毛利率	32.1%	30.1%	28.5%	29.6%	30.5%
浮法玻璃业务					
收入（亿元）	158.76	129.1	116.2	113.9	116.1
yoy	5%	-19%	-10%	-2%	2%
毛利率	26.5%	18.9%	12.6%	12.6%	12.6%
汽车玻璃业务					
收入（亿元）	54.36	63.1	69.4	76.3	82.8
yoy	-2%	16%	10%	10%	9%
毛利率	47.9%	52.3%	54.1%	54.9%	55.6%
建筑玻璃业务					
收入（亿元）	30.4	31.1	29.5	28.6	28.4
yoy	9%	2%	-5%	-3%	-1%
毛利率	33.4%	31.8%	31.1%	30.6%	30.5%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

相对估值

我们选取玻璃龙头旗滨集团、耀皮玻璃、福耀玻璃（H）作为可比公司。截至 2025 年 12 月 5 日，可比公司 2025-2027 年的 PE 估值平均值为 27x/24x/19x，高于信义玻璃估值水平，或主要由于：1）可比公司 2024-2027 年归母净利润 CAGR 高于信义玻璃，因此获得了市场更高的估值定价；2）信义玻璃在港股上市，流动性有折价。

表 16：信义玻璃可比公司估值比较

公司名称	收盘价（元）	归母净利润（亿元）				PE (X)				CAGR 24-27E	PEG 25E	总市值（亿元）
		24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
旗滨集团	6.24	3.83	10.45	9.91	13.40	45	17	18	13	51.9%	0.32	174
耀皮玻璃	8.04	1.16	1.57	1.87	2.50	65	48	40	30	29.1%	1.65	75
福耀玻璃（H）	61.91	74.98	95.91	109.67	126.79	22	17	15	13	19.1%	0.88	1616
平均						44	27	24	19	33.4%	0.95	
信义玻璃	8.03	33.72	23.93	30.25	34.26	11	15	12	10	0.5%	27.95	355

资料来源：wind，光大证券研究所，旗滨集团、耀皮玻璃、福耀玻璃 2025-2027 年盈利预测来自 wind 一致预期，信义玻璃盈利预测来自于光大证券研究所，股价时间为 2025.12.5，表格中信义玻璃、福耀玻璃（H）股价及总市值均已换算为人民币，计算汇率为 0.9111

投资建议

信义玻璃是浮法玻璃领域的龙头企业，我们看好公司在该领域的竞争优势及份额提升，同时看好公司盈利触底修复。根据上述关键假设，我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 23.9/30.3/34.3 亿元，对应 PE 倍数分别为 15x/12x/10x。

考虑到玻璃价格已行至周期底部，进一步下滑空间有限，且有小幅反弹迹象；企业盈利已出现边际改善，因此我们对公司进行覆盖。但考虑到玻璃行业景气度仍处于周期底部，未出现趋势性反转，因此首次覆盖给予“增持”评级。

表 17：信义玻璃盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	26,799	22,324	21,508	21,880	22,728
营业收入增长率	4.09%	-16.70%	-3.66%	1.73%	3.87%
归母净利润（百万元）	5,379	3,372	2,393	3,025.10	3,426
归母净利润增长率	4.57%	-37.31%	-29.04%	26.43%	13.24%
EPS（元）	1.27	0.77	0.54	0.68	0.77
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.05%	9.84%	6.58%	7.72%	8.09%
P/E	6	10	15	12	10
P/B	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-12-05，港币兑人民币汇率为 0.9111，注：2023-2024 年信义玻璃总股本分别为 42.23 亿股、43.57 亿股，2025-2027 年信义玻璃总股本分别为 44.24 亿股

风险提示：玻璃价格超预期下滑风险；玻璃需求超预期下滑风险；原燃料价格波动风险；应收账款坏账计提风险；存货跌价损失风险。

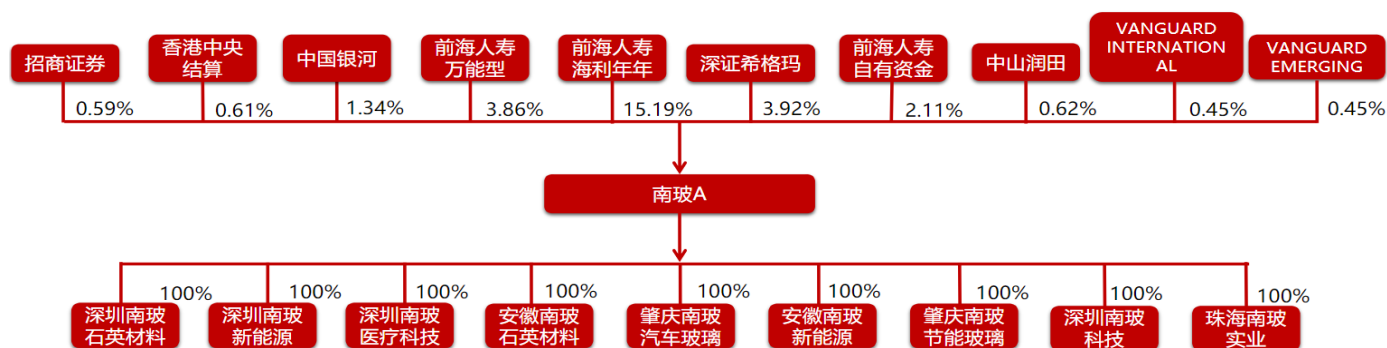
7、重点公司：南玻 A

7.1、玻璃龙头涉足多领域业务，控股股东持股集中

中国南玻集团股份有限公司（简称“南玻 A”）是一家致力于研发、生产和销售高性能玻璃及新材料产品的高新技术企业。南玻 A 的产品广泛应用于建筑、汽车、电子显示、光伏发电等多个领域，并在国内外市场享有盛誉。

截至 2025Q3，公司的控股股东为前海人寿保险股份有限公司，其通过“海利年年”保险产品持有公司 4.66 亿股，占总股本的 15.19%。公司实际控制人为前海人寿的母公司宝能集团，其通过多只保险产品和自有资金合计持有南玻 A 超过 20% 的股份。

图 43：南玻 A 股权结构图（截至 25Q3）



资料来源：ifind，南玻 A 公司公告，光大证券研究所

7.2、光伏玻璃、工程玻璃领域领先企业

“南玻”是国内节能玻璃领先品牌和太阳能光伏产品及显示器件著名品牌，主营业务包括研发、生产制造和销售优质浮法玻璃、工程玻璃、光伏玻璃、超薄电子玻璃和显示器件等新材料和信息显示产品，以及硅材料、光伏电池和组件等可再生能源产品，提供光伏电站项目开发、建设、运维一站式服务等。公司在四川江油、广东清远、安徽凤阳、广西北海拥有石英砂原料加工生产基地，为公司玻璃生产提供原材料保障。

光伏玻璃业务：

南玻集团自 2005 年进入光伏玻璃制造行业，是国内较早从事该领域生产制造的企业之一，公司自主研发并已形成从光伏玻璃原片生产到深加工处理的全闭环生产能力，产品涵盖 1.6-4mm 多种厚度深加工产品。南玻集团在窑炉、压延、深加工等关键装备与技术方面积累了深厚基础，产品质量在行业中享有较高的口碑，是全球组件龙头企业的重要合作供应商。

截至 2025 年 6 月，公司在东莞、吴江、凤阳、咸宁、北海共拥有 9 座光伏压延玻璃原片生产窑炉及配套深加工生产线，其中广西北海二窑及配套加工线处于试生产阶段。投产后将进一步夯实规模优势。

工程玻璃业务：

南玻集团是国内最大的高端建筑节能玻璃供应商之一，公司工程玻璃集研发设计、技术咨询、生产制造、营销服务为一体，注重产品品质、客户服务和持续研发，在国内外市场均具有较强的竞争力。公司拥有国际先进的玻璃深加工设备和

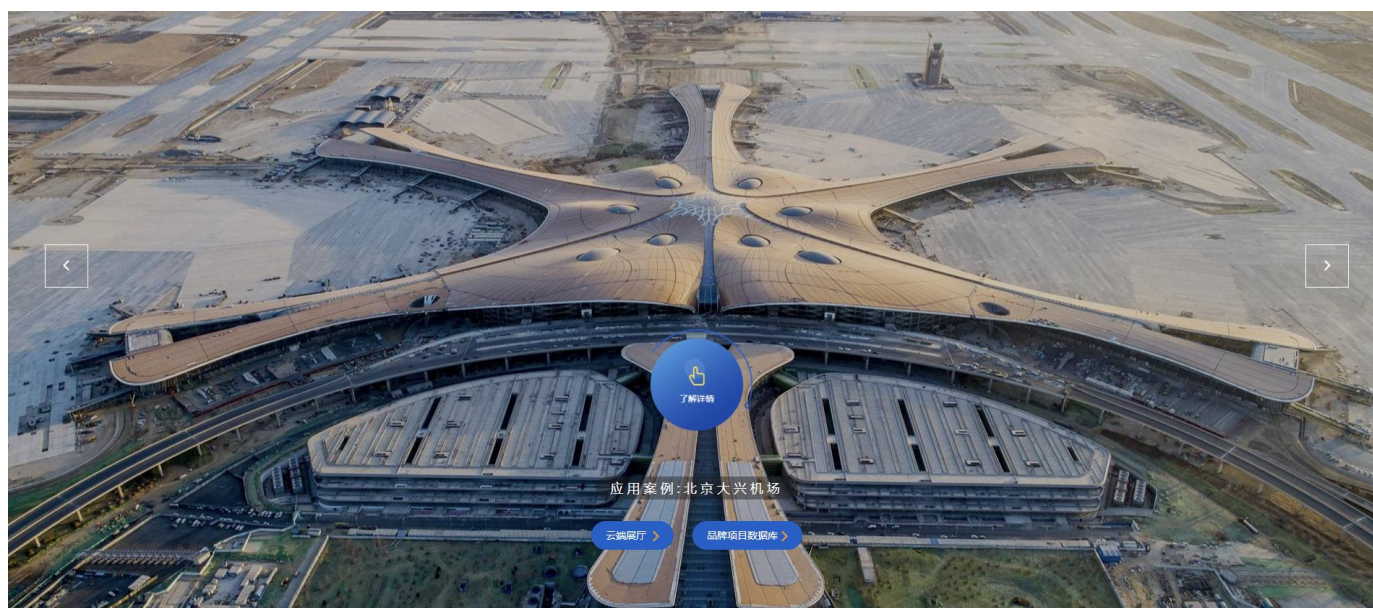
检测仪器，产品涵盖了工程和建筑玻璃的全部种类。目前，南玻集团拥有天津、东莞、咸宁、吴江、成都、肇庆、西安七大建筑节能玻璃深加工基地，全国范围内基地布局日趋完善。

图 44：南玻 A 工程玻璃产品案例展示



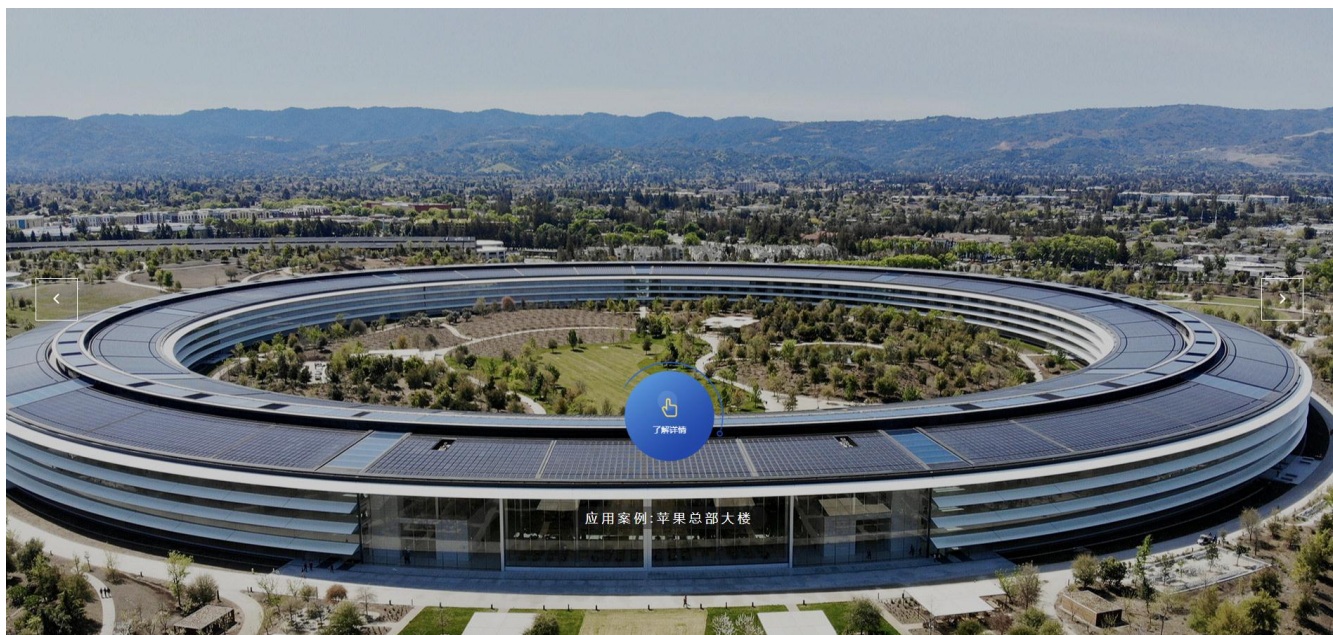
资料来源：南玻 A 官网，光大证券研究所

图 45：南玻 A 工程玻璃产品案例展示（北京大兴机场）



资料来源：南玻 A 官网，光大证券研究所

图 46：南玻 A 超白浮法玻璃玻璃产品案例展示（苹果总部大楼）



资料来源：南玻 A 官网，光大证券研究所

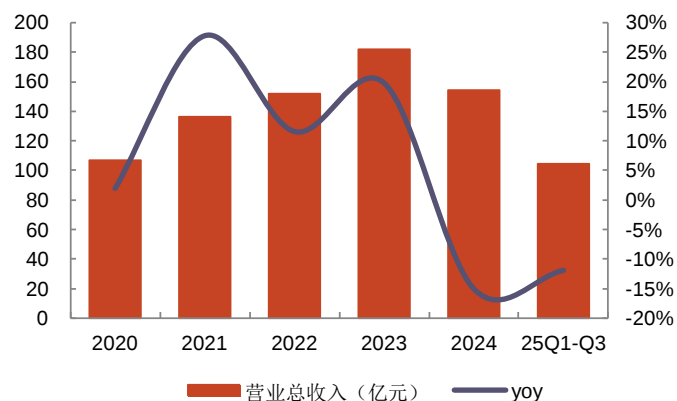
7.3、 主营业务收入先升后降，盈利跟随周期承压

2020-2025Q3，公司营收及归母净利润呈现先升后降的趋势，主要受玻璃产品业务（浮法玻璃、工程玻璃和光伏玻璃）的市场需求波动影响。

浮法玻璃业务方面，浮法玻璃行业经历了从供需紧张到逐步调整的过程。2021-2024 年，随着房地产行业进入深度调整期，浮法玻璃市场需求明显回落，行业进入下行周期。工程玻璃业务方面，公司建筑节能玻璃业务主要得益于国家“双碳”政策的推动以及建筑节能标准的提升，市场对高性能节能玻璃的需求增长，一定程度对冲了建筑玻璃整体市场需求下滑。

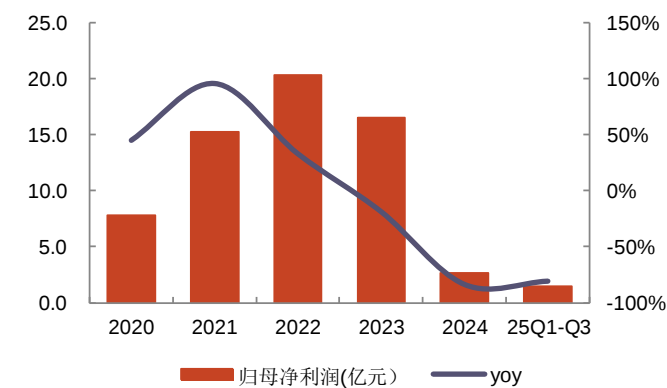
光伏玻璃业务方面，受益于全球光伏装机需求的快速增长，公司光伏玻璃业务收入大幅提升。2024 年，光伏市场供需错配问题突出，叠加国际贸易壁垒以及供应链风险等因素，导致产业链价格大幅下滑，行业正处于周期性调整阶段。

图 47：2020-2025 年前三季度，南玻 A 营业总收入及同比增速



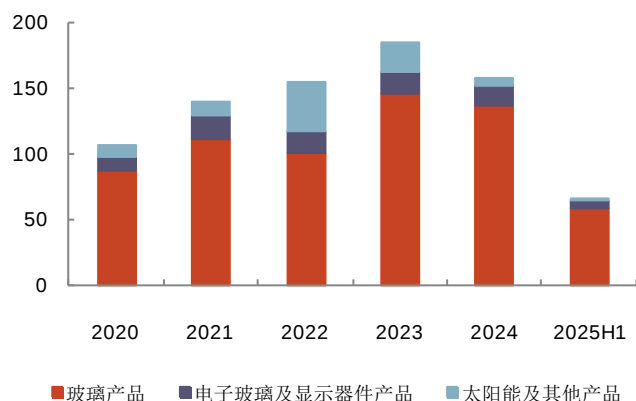
资料来源：ifind，光大证券研究所

图 48：2020-2025 年前三季度，南玻 A 归母净利润及同比增速



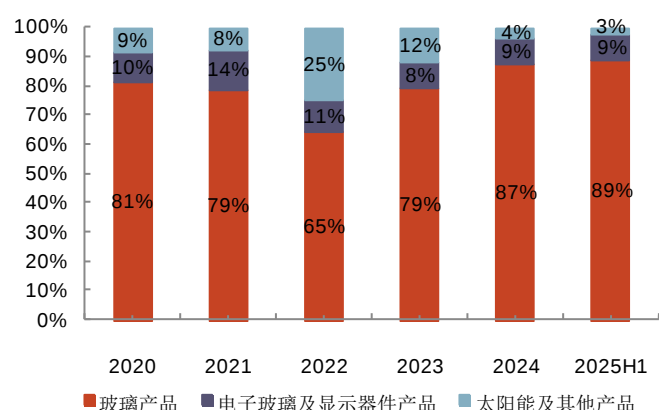
资料来源：ifind，光大证券研究所

图 49：2020-2025H1，南玻 A 收入结构（亿元）



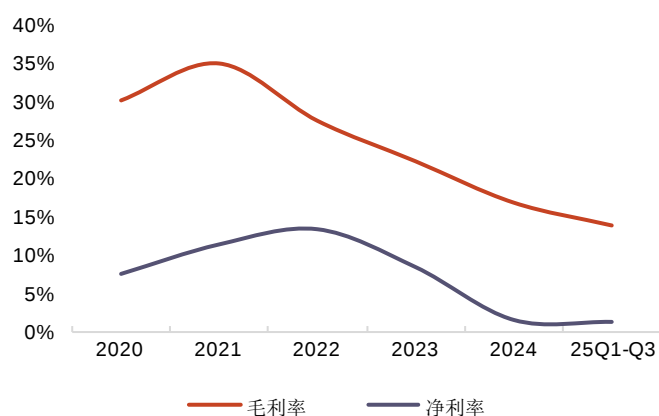
资料来源：ifind，光大证券研究所

图 50：2020-2025H1，南玻 A 收入结构百分比



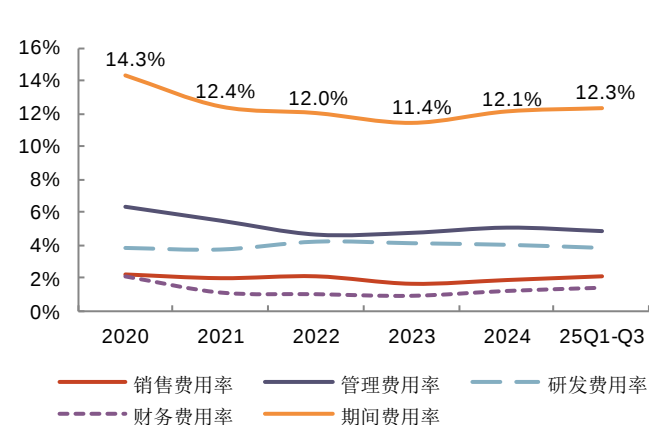
资料来源：ifind，光大证券研究所

图 51：2020-2025 年前三季度，南玻 A 毛利率、净利率



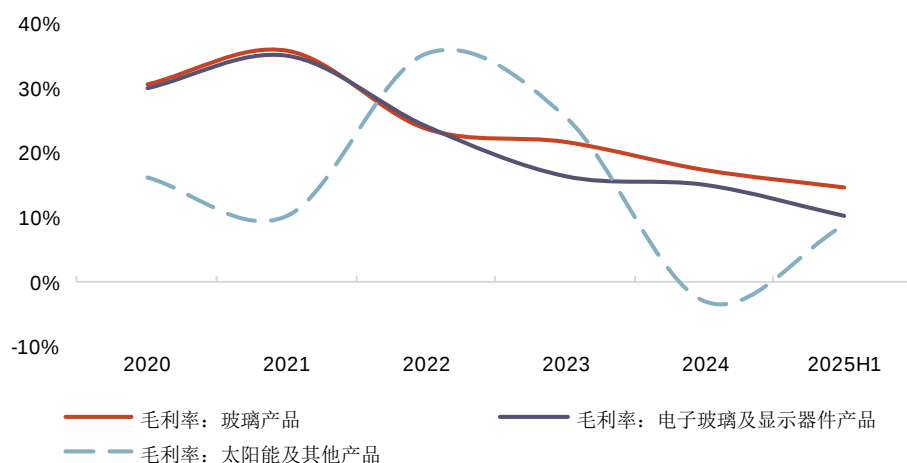
资料来源：ifind，光大证券研究所

图 52：2020-2025 年前三季度，南玻 A 期间费用率



资料来源：ifind，光大证券研究所

图 53：2020-2025H1，南玻 A 各主营业务毛利率



资料来源：ifind，光大证券研究所

7.4、盈利预测

关键假设

我们预测 2025-2027 年公司营业总收入分别为 142/145/152 亿元，同比 -8%/+2%/+5%，毛利率分别为 14.2%/15.1%/15.1%。

玻璃产业：

我们预测 2025-2027 年公司玻璃产业收入分别为 133/137/144 亿元，同比 -4%/+3%/+6%。我们假设 2025-2027 年玻璃产业产品均价个位数下滑，且降幅逐渐收窄，但销量仍保持增长，假设在 2026 年玻璃业务收入增速转正。

我们预测公司 2025-2027 年玻璃产业毛利率分别为 14.4%/15.3%/15.3%。公司 25H1 玻璃产业毛利率为 14.8%，考虑到 25H1 光伏玻璃价格先涨后跌，预计 25H2 玻璃业务毛利率低于 25H1，假设 25 年毛利率较 25H1 小幅下降，26-27 年价格或小幅触底回升，毛利率较 25 年进一步小幅修复。

电子玻璃及显示器件产业：

我们预测 2025-2027 年公司电子及显示器玻璃产业收入为 11.3/10.7/10.9 亿元，同比 -20%/-5%/+2%。公司 24 年/25H1 该业务收入增速分别为 -10%/-20%，我们假设 2025 年该业务收入增速与 25H1 增速一致，随着电子产业需求逐渐回暖，假设 2026 年该业务收入降幅收窄，2027 年小幅正增长。

我们预测公司 2025-2027 年电子及显示器玻璃产业毛利率分别为 10.4%/10.4%/10.4%。公司 24 年/25H1 电子及显示器玻璃产业毛利率为 15.1%/10.4%，假设 2025 年全年毛利率与 25H1 一致，考虑到该业务毛利率已经达到较低水平，进一步下降空间有限，假设 26-27 年保持该毛利率。

太阳能及其他产业：

我们预测 2025-2027 年公司太阳能产业收入为 3.0/2.4/2.1 亿元，同比 -50%/-20%/-10%。公司 24 年/25H1 该业务收入增速分别为 -74%/-52%，我们假设 2025 年该业务收入增速与 25H1 增速基本一致，随着光伏产业链价格触底，假设 2026-2027 年该业务收入降幅收窄。

我们预测公司 2025-2027 年太阳能产业毛利率均为 9.0%。公司 24 年/25H1 太阳能产业毛利率为 -2.9%/9.0%，假设 2025 年全年毛利率与 25H1 一致；考虑到该业务毛利率已经达到较低水平，进一步下降空间有限，假设 26-27 年保持该毛利率。

费用率假设：

2024 年公司销售/管理/研发费用率分别为 1.87%/5.12%/3.96%。我们预测 2025-2027 年公司销售费用率分别为 1.97%/1.91%/1.85%，管理费用率分别为 5.37%/5.21%/5.06%，研发费用率分别为 4.08%/3.95%/3.83%。我们预计 2025 年公司收入下滑，因此假设费用率同比提升，2026-2027 年收入恢复增长，因此假设公司费用率逐年小幅下降，受益于公司收入增长带来的摊薄效应。

表 18：南玻分业务收入预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合计					
营业收入（亿元）	182	155	142	145	152
yoy	20%	-15%	-8%	2%	5%
毛利率	22.3%	16.9%	14.2%	15.1%	15.1%
玻璃产业					
收入（亿元）	147	138	133	137	144
yoy	46%	-6%	-4%	3%	6%
毛利率	21.9%	17.5%	14.4%	15.3%	15.3%
电子玻璃及显示器件产业					
收入（亿元）	15.7	14.1	11.3	10.7	10.9
yoy	-4%	-10%	-20%	-5%	2%
毛利率	16.5%	15.1%	10.4%	10.4%	10.4%
太阳能及其他产业					
收入（亿元）	22.5	5.9	3.0	2.4	2.1
yoy	-42%	-74%	-50%	-20%	-10%
毛利率	25.8%	-2.9%	9.0%	9.0%	9.0%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

相对估值

我们选取玻璃龙头旗滨集团、耀皮玻璃、福耀玻璃作为可比公司。截至 2025 年 12 月 5 日，可比公司 2025-2027 年的 PE 估值平均值为 27x/24x/19x，低于南玻 A 估值水平，或主要由于南玻 A 在 2024 年归母净利润下滑较快（同比-84%），处于盈利底部，在行业未出现明显复苏前，我们对公司盈利预测相对谨慎，假设 25 年归母净利润小幅下滑，26-27 年归母净利润缓慢增长，较 2022 年周期顶部利润均有较大幅度下滑（2022 年归母净利润 20.4 亿元），因此 25-27 年 PE 估值偏高。结合 PB（LF）估值来看，南玻 A 明显低于可比公司，综合来看，其估值并没有被高估。

表 19：南玻 A 可比公司估值比较

公司名称	收盘价(元)	归母净利润（亿元）				PE (X)				CAGR 24-27E	PEG 25E	PB (LF)	总市值 (亿元)
		24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E				
旗滨集团	6.24	3.83	10.45	9.91	13.40	45	17	18	13	52%	0.32	1.25	174
耀皮玻璃	8.04	1.16	1.57	1.87	2.50	65	48	40	30	29%	1.65	2.12	75
福耀玻璃 (A 股)	63.95	74.98	95.91	109.67	126.79	22	17	15	13	19%	0.91	4.71	1669
平均						44	27	24	19	33%	0.96	2.69	
南玻 A	4.73	2.67	2.39	3.57	3.94	54	61	41	37	14%	4.37	1.10	145

资料来源：wind，光大证券研究所，旗滨集团、耀皮玻璃、福耀玻璃 2025-2027 年盈利预测来自 wind 一致预期，南玻 A 盈利预测来自于光大证券研究所，股价时间为 2025.12.5

投资建议

南玻 A 是浮法玻璃及光伏玻璃领域的龙头企业，我们看好公司在该领域的竞争优势及份额提升，同时看好公司盈利触底修复。根据上述关键假设，我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 2.39/3.57/3.94 亿元，EPS 分别为 0.08/0.12/0.13 元，对应 PE 倍数分别为 61x/41x/37x。

考虑到玻璃价格已行至周期底部，进一步下滑空间有限，且有小幅反弹迹象；企业盈利已出现边际改善，因此我们对公司进行覆盖。但考虑到玻璃行业景气度仍处于周期底部，未出现趋势性反转，因此首次覆盖给予“增持”评级。

表 20：南玻 A 盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	18,195	15,455	14,244	14,484	15,195
营业收入增长率	19.71%	-15.06%	-7.84%	1.68%	4.91%
归母净利润（百万元）	1,656	267	239	357	394
归母净利润增长率	-18.73%	-83.89%	-10.27%	49.05%	10.52%
EPS（元）	0.54	0.09	0.08	0.12	0.13
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.78%	1.97%	1.77%	2.60%	2.85%
P/E	9	54	61	41	37
P/B	1.03	1.07	1.07	1.06	1.05

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-12-05

风险提示：玻璃价格超预期下滑风险；玻璃需求超预期下滑风险；原燃料价格波动风险；应收账款坏账计提风险；存货跌价损失风险。

8、投资建议

浮法玻璃行业：龙头集中度提升趋势不可逆，预计未来龙头竞争优势将进一步固化。建议关注信义玻璃、旗滨集团。

光伏玻璃行业：行业需求第一次见顶回落，目前仍处于盈利底部水平，多数企业仍在亏损线挣扎，预计行业周期底部将出清一批中小企业，龙头集中度有望明显提升，未来发展轨迹或类似于浮法玻璃，从成长到周期，行业集中度将进一步提升，未来龙头企业优势或将更加明显。建议关注信义光能、福莱特。

9、风险分析

浮法玻璃需求超预期下滑

房地产新开工及施工面积若超预期下滑，浮法玻璃需求将进一步承压。

光伏新增装机规模增速低于预期

光伏新增装机规模增速若显著低于预期，光伏玻璃行业供给过剩情况将进一步加剧，企业盈利修复将进一步推迟。

原燃料价格上涨

若原燃料价格出现上涨，且玻璃产品价格涨幅无法覆盖成本上涨，企业盈利能力将被削弱。

应收账款坏账计提风险

若下游房地产企业或建筑工程企业资金状况进一步恶化，玻璃企业应收账款存在坏账计提风险，进而影响企业盈利水平。

企业存货跌价损失风险

若玻璃价格进一步下滑，企业玻璃产品存货存在跌价损失风险，进而影响企业盈利水平。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6thFloor,9AppoldStreet,London,UnitedKingdom,EC2A2AP