

**持有**
**海外销售支撑业绩，静待行业底部回暖**
**信义光能 (0968.HK)**

2026-03-04 星期三

**【投资要点】**

目标价: **3.60 港元**  
 现价: **3.11 港元**  
 预计升幅: **16%**

**重要数据**

日期	2026-3-3
收盘价(港元)	3.11
总股本(亿股)	91.47
总市值(亿港元)	284
净资产(亿元)	349
总资产(亿元)	569
52周高低(港元)	4.10/2.19
每股净资产(元)	3.26

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

信义玻璃控股有限公司 (23.82%)  
 李贤义及关连人士 (9.99%)

**相关报告**

首次报告-20200618  
 更新报告-  
 20200804/20201221/20210308  
 更新报告-20210817/1222  
 更新报告-20220310/0805/1130  
 更新报告-20230516/20240311/0806  
 更新报告-20250107/0612/0804

**研究部**

姓名: 杨义琼  
 SFC: AXU943  
 电话: 0755-21516065  
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

**➤ 2025 年全年盈利 8.45 亿元，剔除减值后约 22 亿元，派息稳定**

2025 年全年公司收益 208.61 亿元，同比下跌 4.8%；归属股东净利润 8.45 亿元，同比下降 16.2%，主要受多晶硅生产设施及闲置太阳能玻璃生产线的减值拨备影响，剔除减值因素后全年纯利约 22 亿元。每股基本盈利 9.29 分，全年股息合计约 5 港仙（中期股息 4.2 港仙+末期股息 0.8 港仙），股息率约 49.1%，派息水平保持稳定。

**➤ 光伏玻璃海外销售快速增长，毛利率回升**

2025 年公司太阳能玻璃业务收入 178.3 亿元，同比下跌 5.3%，占总收入 85.5%，平均售价下跌拖累收入；海外销售收入同比增长 36%，占太阳能玻璃分部收益 33.5%（2024 年为 23.3%），主要受美国及印度市场推动，海外生产的光伏玻璃因贸易壁垒和本地供应有限存在价格溢价；2025 年公司太阳能玻璃业务毛利率提升至 14.1%（2024 年为 9.7%），主要受益于原材料成本下降、技术进步提升产出率及成本管控加强。

**➤ 国内产能优化调整，积极扩充海外产能**

基于 2026 年国内光伏玻璃价格持续承压，行业产能出清尚需时日，公司国内冷修产线分两类处置：小规模无竞争力窑炉进行减值或改造为研发线，具备竞争力的窑炉可根据市场情况重启；截至 20260227，公司在产太阳能玻璃产能日融化量为 22,600 吨，其中海外产能 4,600 吨，包括马来西亚 3,400 吨以及印尼 2026 年 1 月首条投产的生产线 1,200 吨，第二条生产线计划 2026Q2（5 月中旬至 6 月底）投产，预期 2026 年底公司总产能约 23,800 吨，其中海外产能 5,800 吨，占比提升至 24%；此外，印尼二期规划已启动，总容量约 2,300 吨；因此，随着公司海外产能逐步投产及销售溢价，有望支撑整体业绩持续增长。

**➤ 给予“持有”评级，提升目标价至 3.60 港元/股**

我们提升公司目标价至 3.60 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 14 倍和 11.5 倍 PE，目标价较现价有 16% 的涨幅空间，给予“持有”评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	21,921	20,861	20,804	22,050	23,370
变动(%)	-9.3%	-4.8%	-0.3%	6.0%	6.0%
归属股东净利润	1,008	845	2,068	2,511	2,693
变动(%)	-73.8%	-16.2%	144.9%	21.4%	7.2%
基本每股盈利(分)	11.27	9.29	22.78	27.67	29.66
市盈率@3.11 港元(倍)	24.4	29.7	12.1	10.0	9.3
每股股息(分)	10.00	5.00	9.69	11.76	12.87
股息现价比率(%)	3.6%	1.8%	3.5%	4.3%	4.7%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【報告正文】

### ➤ 2025 年全年盈利 8.45 億元，剔除減值後約 22 億元，派息穩定

2025 年全年公司收益 208.61 億元，同比下跌 4.8%；歸屬股東淨利潤 8.45 億元，同比下降 16.2%，主要受多晶硅生產設施及閒置太陽能玻璃生產線的減值撥備影響，剔除減值因素後全年純利約 22 億元。每股基本盈利 9.29 分，全年股息合計約 5 港仙（中期股息 4.2 港仙+末期股息 0.8 港仙），股息率約 49.1%，派息水平保持穩定。

### ➤ 光伏玻璃海外銷售快速增長，毛利率回升

2025 年公司太陽能玻璃業務收入 178.3 億元，同比下跌 5.3%，佔總收入 85.5%，平均售價下跌拖累收入；海外銷售收入同比增長 36%，佔太陽能玻璃分部收益 33.5%（2024 年為 23.3%），主要受美國及印度市場推動，海外生產的光伏玻璃因貿易壁壘和本地供應有限存在價格溢價；

2025 年公司太陽能玻璃業務毛利率提升至 14.1%（2024 年為 9.7%），主要受益於原材料成本下降、技術進步提升產出率及成本管控加強。

### ➤ 國內產能優化調整，積極擴充海外產能

基於 2026 年國內光伏玻璃價格持續承壓，行業產能出清尚需時日，公司國內冷修產線分兩類處置：小規模無競爭力窯爐進行減值或改造為研發線，具備競爭力的窯爐可根據市場情況重啟；

截至 20260227，公司在產太陽能玻璃產能日熔化量為 22,600 噸，其中海外產能 4,600 噸，包括馬來西亞 3,400 噸以及印尼 2026 年 1 月首條投產的生產線 1,200 噸，第二條生產線計劃 2026Q2（5 月中旬至 6 月底）投產，預期 2026 年底公司總產能約 23,800 噸，其中海外產能 5,800 噸，佔比提升至 24%；此外，印尼二期規劃已啟動，總容量約 2,300 噸；

因此，隨著公司海外產能逐步投產及銷售溢價，有望支撐整體業績持續增長。

### ➤ 給予"持有"評級，提升目標價至 3.60 港元/股

我們提升公司目標價至 3.60 港元/股，分別對應 2026 年和 2027 年 14 倍和 11.5 倍 PE，目標價較現價有 16% 的漲幅空間，給予“持有”評級。

**表 1：行业估值比较 (20260303)**

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2024A	2025A/E	2026E	2027E	2024A	2025A/E	2026E	2027E
A股	601865.SH	福莱特	CNY	16.13	345	37.5	45.4	24.2	16.4	1.7	1.3	1.2	1.1
	002623.SZ	亚玛顿	CNY	25.34	50	-39.8	-	-	-	1.8	1.8	1.8	1.8
	000012.SZ	南玻A	CNY	4.83	111	55.6	41.1	18.7	12.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>平均</b>						<b>17.8</b>	<b>43.2</b>	<b>21.5</b>	<b>14.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>
H股	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	9.94	391	21.4	25.6	13.7	9.8	1.0	0.9	0.9	0.8
	3868.HK	信义能源	HKD	1.27	108	12.7	9.7	9.7	9.6	0.7	0.7	0.7	0.7
	0438.HK	彩虹新能源	HKD	1.92	3	-0.8	-	-	-	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>平均</b>						<b>11.1</b>	<b>17.6</b>	<b>11.7</b>	<b>9.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>
	0968.HK	信义光能	HKD	3.11	284	24.4	29.7	12.1	10.0	0.9	0.9	0.8	0.8

资料来源: Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)预测及整理

### 【风险提示】

1. 光伏装机需求、组件企业排产不及预期
2. 原材料及燃料成本上涨
3. 光伏玻璃价格下跌超出预期
4. 产能出清不及预期

**【财务报表摘要】**
**财务报表摘要**
**损益表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>收入</b>	21,921	20,861	20,804	22,050	23,370
经营成本	(18,055)	(16,400)	(16,643)	(17,199)	(18,228)
销售费用	(127)	(112)	(113)	(114)	(115)
行政费用	(1,019)	(999)	(1,009)	(1,019)	(1,029)
财务开支	(432)	(340)	(346)	(353)	(360)
其他收入	274	314	317	321	324
其他亏损净额	(258)	132	133	134	136
<b>税前盈利</b>	1,935	1,152	3,160	3,837	4,114
所得税	(526)	(492)	(727)	(883)	(946)
少数股东应占利润	401	(185)	365	443	475
<b>归属股东净利润</b>	1,008	845	2,068	2,511	2,693
折旧及摊销	2,025	2,066	1,871	1,908	1,946
<b>EBITDA</b>	195	(777)	1,431	2,076	2,320
<b>增长</b>					
总收入 (%)	-9%	-5%	0%	6%	6%
EBITDA (%)	-95%	-498%	-284%	45%	12%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	822	4,986	4,262	3,587	3,431
应收账款	11,588	10,648	10,861	11,079	11,300
存货	2856	1735	1770	1805	1841
其他流动资产	2,297	2,864	2,764	2,819	2,875
<b>流动资产</b>	17,563	20,234	19,657	19,290	19,447
固定资产	36,168	32,769	35,473	38,068	40,242
其他固定资产	3,202	3,914	3,992	4,072	4,154
<b>非流动资产</b>	39,370	36,683	39,466	42,140	44,395
<b>总资产</b>	56,932	56,916	59,123	61,430	63,842
<b>流动负债</b>	15,344	13,252	13,517	13,787	14,063
应付帐款	7,132	5,819	5,935	6,054	6,175
短期银行贷款	6,143	5,196	5,300	5,406	5,514
其他短期负债	2,068	2,237	2,282	2,328	2,374
<b>非流动负债</b>	7,181	8,728	9,164	9,623	10,104
长期银行贷款	5,497	6,972	7,321	7,687	8,071
其他负债	1,684	1,756	1,843	1,936	2,032
<b>总负债</b>	22,525	21,980	22,681	23,410	24,167
少数股东权益	5,356	5,105	5,156	5,207	5,259
<b>股东权益</b>	29,052	29,832	31,286	32,813	34,417
每股账面值(元)	3.25	3.26	3.42	3.59	3.76
营运资金	2,219	6,982	6,140	5,503	5,384

**财务分析**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	1%	-4%	7%	9%	10%
净利率 (%)	5%	4%	10%	11%	12%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	5%	5%	4%
实际税率 (%)	27%	43%	23%	23%	23%
股息支付率 (%)	47%	81%	49%	49%	49%
库存周转	47	47	47	47	47
应付账款天数	-	-	-	-	-
应收账款天数	-	-	-	-	-
ROE (%)	3%	3%	7%	8%	8%
ROA (%)	2%	1%	4%	4%	4%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
收入/总资产	0.39	0.37	0.35	0.36	0.37
总资产/股本	1.96	1.91	1.89	1.87	1.85
收入对利息倍数	(50.7)	(61.4)	(60.0)	(62.4)	(64.8)

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>EBITDA</b>	195	(777)	1,431	2,076	2,320
融资成本	(477)	(340)	(346)	(353)	(360)
营运资金变化	(150)	4,763	(841)	(637)	(119)
所得税	(951)	(1,818)	(829)	(1,012)	(1,419)
<b>营运现金流</b>	1,235	5,114	2,141	2,683	3,898
资本开支	(4,602)	(4,142)	(4,349)	(4,132)	(3,925)
其他投资活动	833	850	867	884	902
<b>投资活动现金流</b>	(3,769)	(3,292)	(3,482)	(3,248)	(3,023)
负债变化	2,252	2,297	898	635	371
股本变化	6,278	0	0	0	1
股息	(1,724)	(862)	(1,207)	(1,689)	(2,365)
其他融资活动	(6,033)	898	916	934	952
<b>融资活动现金流</b>	773	2,333	607	(121)	(1,041)
<b>现金变化</b>	(1,761)	4,154	(734)	(685)	(167)
期初持有现金	2,572	822	4,986	4,262	3,587
汇率变动	10	10	10	10	10
期末持有现金	822	4,986	4,262	3,587	3,431

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>