

持有
浮法差异化显优势，汽车玻璃毛利保持高位
信义玻璃 (0868.HK)

2026-3-5 星期四

【投资要点】

目标价: **12.50 港元**
 现价: **10.95 港元**
 预计升幅: **14%**

重要数据

日期	2026-3-4
收盘价(港元)	10.95
总股本(亿股)	44.24
总市值(亿港元)	484
净资产(亿元)	369
总资产(亿元)	476
52周高低(港元)	12.35/6.2
每股净资产(元)	8.32

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

李贤义及关连人士 (25.21%)
 董清世 (12.45%)
 董清波及关连人士 (8.08%)
 李圣典及关连人士 (7.64%)

相关报告

深度报告-20210705/0806
 更新报告 20211230/20220304
 更新报告-20220804
 更新报告-20230103/0321
 更新报告-20230630/0802
 更新报告-20240311/0807
 更新报告-20250307/0807

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 27.29 亿元，同比下降 19%，派息率 49.8%

2025 年全年公司收益 208.29 亿元，同比下跌 6.7%；归属股东净利润 27.29 亿元，同比下降 19%，主要受浮法玻璃价格下跌、建筑玻璃销量下滑以及多晶硅相应金融资产减值影响，剔除减值因素后业绩展现出较强韧性，优于市场预期。每股基本盈利 62.31 分，建议末期股息每股 21.5 港仙，全年股息合计约 34 港仙（中期股息 12.5 港仙+末期股息 21.5 港仙），派息比率约 49.8%，派息水平保持稳定。

➤ 汽车玻璃表现突出，毛利率保持高位

2025 年汽车玻璃业务收入 68.61 亿元，同比增长 8.8%，毛利率提升 1.8 个百分点至 54.1%，主要得益于国内汽车制造商新订单增加、后市场积极营销，以及原材料成本下降。2026 年公司将研发及销售更多高增值玻璃产品且适用于新车型及现有车型，并大幅提升海外生产基地的产能，预期增长趋势持续。

➤ 浮法玻璃差异化显优势，行业冷修加速，供需格局改善可期

2025 年浮法玻璃收入 115.14 亿元，同比下降 10.8%，毛利率 18%，在行业均价同比下降 20% 的情况下，公司通过差异化产品占比提升、降本增效以及海外基地布局，盈利韧性显著高于行业平均水平。截至 2025 年底，浮法行业在产日熔量降至 14.7 万吨/日，环比下降 8.1%，但 2026 年节后行业库存有所累积，近期库存天数超过 30 天，需求疲弱价格承压导致行业大多数企业亏现金情形下，有望加速产能出清，浮法供需格局改善可期。

➤ 现金及财务状况大幅改善

2025 年底银行及现金结余 29.18 亿元，同比增长 70.7%；净负债率 5.1%，同比下降 11.2 个百分点，主要得益于经营现金流偿还贷款、资本开支大幅减少。

➤ 维持“持有”评级，提升目标价至 12.5 港元/股

我们提升公司目标价至 12.5 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 16 倍和 14.3 倍 PE，目标价较现价有 14% 的涨幅空间，维持“持有”评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	22,324	20,829	21,861	22,384	23,152
变动(%)	-8.1%	-6.7%	5.0%	2.4%	3.4%
归属股东净利润	3,369	2,729	3,448	3,868	4,139
变动(%)	-31.0%	-19.0%	26.3%	12.2%	7.0%
基本每股盈利(分)	79.2	62.3	77.9	87.4	93.6
市盈率@10.95 港元(倍)	12.2	15.6	12.4	11.1	10.4
每股股息(分)	41.0	34.0	38.9	43.7	46.7
股息现价比率(%)	4.23%	3.51%	4.01%	4.50%	4.82%

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 27.29 億元，同比下降 19%，派息率 49.8%

2025 年全年公司收益 208.29 億元，同比下跌 6.7%；歸屬股東淨利潤 27.29 億元，同比下降 19%，主要受浮法玻璃價格下跌、建築玻璃銷量下滑以及多晶硅相應金融資產減值影響，剔除減值因素後業績展現出較強韌性，優於市場預期。每股基本盈利 62.31 分，建議末期股息每股 21.5 港仙，全年股息合計約 34 港仙（中期股息 12.5 港仙+末期股息 21.5 港仙），派息比率約 49.8%，派息水平保持穩定。

➤ 汽車玻璃表現突出，毛利率保持高位

2025 年汽車玻璃業務收入 68.61 億元，同比增長 8.8%，毛利率提升 1.8 個百分點至 54.1%，主要得益於國內汽車製造商新訂單增加、後市場積極營銷，以及原材料成本下降。2026 年我們將研發及銷售更多高增值玻璃產品且適用於新車型及現有車型，並大幅提升海外生產基地的產能，預期增長趨勢持續。

➤ 浮法玻璃差異化顯優勢，行業冷修加速，供需格局改善可期

2025 年浮法玻璃收入 115.14 億元，同比下降 10.8%，毛利率 18%，在行業均價同比下降 20% 的情況下，公司通過差異化產品占比提升、降本增效以及海外基地布局，盈利韌性顯著高於行業平均水平。

截至 2025 年底，浮法行業在產日熔量降至 14.7 萬噸/日，環比下降 8.1%，但 2026 年節後行業庫存有所累積，近期庫存天數超過 30 天，需求疲弱價格承壓導致行業大多數企業虧現金情形下，有望加速產能出清，浮法供需格局改善可期。

➤ 現金及財務狀況大幅改善

2025 年底銀行及現金結餘 29.18 億元，同比增長 70.7%；淨負債率 5.1%，同比下降 11.2 個百分點，主要得益於經營現金流償還貸款、資本開支大幅減少。

➤ 維持“持有”評級，提升目標價至 12.5 港元/股

我們提升公司目標價至 12.5 港元/股，分別對應 2025 年和 2026 年 16 倍和 14.3 倍 PE，目標價較現價有 14% 的漲幅空間，維持“持有”評級。

表 1：行业估值比较 (20260304)

代码	简称	货币	股价	市值 (亿元人民币)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
3606.HK	福耀玻璃	CNY	60.75	1,698	19.6	14.9	12.8	11.3	4.1	3.5	3.1	2.8
6865.HK	福莱特玻璃	CNY	9.73	376	21.0	23.9	13.1	9.3	0.9	0.9	0.9	0.8
平均					20.3	19.4	13.0	10.3	2.5	2.2	2.0	1.8
000012.SZ	南玻A	HKD	4.78	110	55.0	40.6	18.5	12.0	1.1	1.1	1.1	1.1
601636.SH	旗滨集团	HKD	6.81	201	52.7	19.2	20.4	15.0	1.5	1.4	1.4	1.3
600586.SH	金晶科技	HKD	6.19	88	145.1	-43.9	27.1	18.0	1.6	1.6	1.5	1.4
600660.SH	福耀玻璃	HKD	58.78	1,504	20.5	16.0	13.9	12.0	4.3	3.7	3.2	2.8
平均					68.3	8.0	20.0	14.3	2.1	2.0	1.8	1.6
0868.HK	信义玻璃	HKD	10.95	484	12.2	15.6	12.4	11.1	1.2	1.2	1.1	1.1

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. 产线冷修不及预期
2. 原料价格、能源成本大幅上涨
3. 玻璃需求低于预期
4. 海外产能扩张不及预期

【财务报表摘要】
财务报表摘要

损益表						财务分析					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日											
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	22,324	20,829	21,861	22,384	23,152	盈利能力					
营业成本	(15,594)	(14,347)	(14,865)	(15,221)	(15,744)	毛利率 (%)	30%	31%	32%	32%	32%
毛利	6,730	6,482	6,995	7,163	7,409	EBITDA 利率 (%)	9%	1%	5%	5%	5%
其他收入	835	362	250	500	700	净利率 (%)	15%	13%	16%	17%	18%
销售费用	(1,056)	(1,182)	(1,180)	(1,142)	(1,181)	营运表现					
行政费用及其他营业费用	(2,244)	(2,221)	(2,440)	(2,498)	(2,584)	SG&A/收入 (%)	10%	11%	11%	11%	11%
经营利润	4,186	2,852	3,625	4,023	4,344	实际税率 (%)	21%	6%	15%	15%	15%
财务收入	47	35	41	50	60	股息支付率 (%)	49%	50%	50%	50%	50%
财务费用	(181)	(123)	(88)	(98)	(109)	库存周转	84	90	85	85	85
应占联营公司损益	197	141	500	600	601	应付账款天数	-	-	-	-	-
税前盈利	4,248	2,905	4,078	4,575	4,896	应收账款天数	28	34	30	30	30
所得税	(876)	(168)	(621)	(697)	(746)	ROE (%)	10%	7%	10%	10%	10%
少数股东应占利润	3	8	9	10	11	ROA (%)	7%	6%	8%	8%	8%
归属股东净利润	3,369	2,729	3,448	3,868	4,139	财务状况					
折旧及摊销	2,378	2,716	3,086	3,491	3,936	总资产负债率 (%)	28%	23%	20%	21%	21%
EBITDA	2,051	312	1,081	1,182	1,069	净负债/股本	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
						收入/总资产	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
增长						总资产/股本	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
总收入 (%)	-8%	-7%	5%	2%	3%	收入对利息倍数	123.3	169.9	247.5	228.5	212.2
净利润 (%)	-31%	-19%	26%	12%	7%						

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	1,456	2,626	2,169	2,478	3,165
应收账款	6,638	3,209	3,241	3,274	3,306
存货	3,492	3,543	3,422	3,504	3,624
其他流动资产	205	2,534	1,367	708	122
流动资产	11,791	11,913	10,200	9,964	10,218
固定资产	18,911	18,124	19,695	22,050	24,589
其他固定资产	17,376	17,587	15,734	16,232	16,288
非流动资产	36,287	35,711	35,429	38,282	40,877
总资产	48,078	47,624	45,628	48,246	51,095
流动负债	11,125	8,770	7,343	7,996	8,762
应付账款	4,653	4,489	2,016	2,064	2,135
短期银行贷款	5,431	3,499	4,024	4,628	5,322
其他短期负债	1,041	782	1,303	1,304	1,305
非流动负债	2,576	1,996	1,983	1,971	1,959
长期银行贷款	1,882	1,305	1,279	1,253	1,228
其他负债	694	691	704	717	731
总负债	13,701	10,766	9,326	9,966	10,721
少数股东权益	92	49	52	54	57
股东权益	34,285	36,809	36,251	38,226	40,318
每股账面值(元)	8.14	8.33	8.21	8.65	9.13
营运资金	666	3,143	2,857	1,968	1,456

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
EBITDA	2,051	312	1,081	1,182	1,069
融资成本	181	123	88	98	109
营运资金变化	229	754	122	386	347
所得税	(828)	(168)	(621)	(697)	(746)
营运现金流	5,590	6,353	5,829	6,742	7,226
资本开支	(4,705)	(4,752)	(4,847)	(4,944)	(5,043)
其他投资活动	782	575	627	680	735
投资活动现金流	(3,923)	(4,177)	(4,220)	(4,264)	(4,308)
负债变化	(162)	104	(599)	(539)	(485)
股本变化	12	6	0	0	0
股息	2,433	1,635	1,359	1,722	1,931
其他融资活动	(4,323)	(2,781)	(2,825)	(3,366)	(3,691)
融资活动现金流	(2,040)	(1,036)	(2,065)	(2,183)	(2,245)
现金变化	(373)	1,141	(456)	295	673
期初持有现金	1,815	1,456	2,611	2,169	2,478
汇率变动	14	14	14	14	14
期末持有现金	1,456	2,611	2,169	2,478	3,165

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>