

2024年10月24日

证券研究报告·2024年三季度点评

国际复材(301526) 建筑材料

当前价: 4.02元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

业绩阶段承压，产能提质升级

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年三季度报,前三季度公司实现营业总收入53.9亿元,同比+2.0%,实现归母净利润-1.6亿元,同比-137.5%;2024年单三季度实现营业收入19.1亿元,同比+8.1%,实现归母净利润-0.6亿元,同比-156.1%,业绩阶段性承压。
- 不断强化核心竞争力,持续拓展营收来源。** 1) **产品结构方面:** 公司充分发挥自身在电子级玻璃纤维领域的技术优势,以及在风电叶片、电子电器、电力绝缘等领域的产品竞争优势,升级改造细纱产线,持续优化产品结构,不断夯实营收基本盘。2) **在下游客户方面:** 积极拓展应用领域,持续培育拓展复合材料应用场景,加大力度推进光伏边框、节能门窗、风电布板等产业布局;同时,区域上积极开拓海外客户,不断拓展市场覆盖面,持续开拓新的营收增长源。
- 毛利率下滑,盈利能力承压。** 24年前三季度: **毛利率:** 受下游总体需求疲弱,叠加行业产能扩张,供需阶段失调,产品价格同比走低,毛利率同比下滑6.7个百分点至14.1%。**销售费用率:** 存量竞争下,公司加大下游客户开拓力度,销售费用率略增0.5个百分点至2.7%。**管理费用率:** 因折旧与摊销、咨询中介费用增加,管理费用率同比增加0.7个百分点至4.9%。**财务费用率:** 因短期借款增加,财务费用率同比增加1.1个百分点至4.5%。**研发费用率:** 公司持续开拓玻纤产品的下游应用领域,不断优化产品结构强化核心竞争力,研发投入继续加大,研发费用率同比增加1.1个百分点至5.5%。综上影响,公司综合费用率同比增加3.5个百分点,销售净利率同比下滑11.7个百分点至-2.9%,盈利能力承压。
- 高端产品极具优势,竞争力持续提升。** 公司深耕玻纤行业多年,高端产品竞争优势突出,产能持续优化提升,主动作为开拓新需求,综合竞争力不断增强: 1) 公司长期聚焦玻纤主业,具有一系列全球竞争优势的产品,部分打破国外厂商垄断,填补国内空白,尤其是细纱产品在下游半导体等领域综合竞争力突出,下游客户稳定。2) 近期公司推出8.5万吨电子级玻璃纤维生产线设备更新提质增效项目,不断提升细纱产品市场竞争力;此外,公司也在陆续更新优化老旧生产线,不断强化产品技术优势,综合竞争力持续增强。3) 面对行业下游需求疲弱,公司积极开拓玻纤新的应用领域,持续拓展国内外下游客户。当前玻纤产品价格止跌企稳,伴随玻纤应用领域的持续拓展和下游需求的逐渐复苏,公司业绩有望拐点向上。
- 盈利预测:** 公司综合竞争优势突出,销量保持稳健增长;玻纤销售单价止跌企稳,下游需求复苏在即,公司业绩有望拐点向上。我们预计2024-2026年营收复合增速为7.9%。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险;下游复苏或不及预期;地缘政治风险。

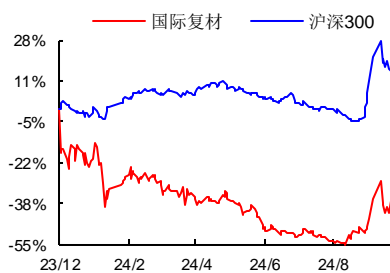
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	71.56	72.91	80.23	89.92
增长率	-9.35%	1.89%	10.03%	12.08%
归属母公司净利润(亿元)	5.46	-1.96	-0.26	2.01
增长率	-52.33%	-136.01%	86.70%	868.48%
每股收益EPS(元)	0.14	-0.05	-0.01	0.05
净资产收益率ROE	6.19%	-2.31%	-0.31%	2.30%
PE	28	-77	-580	76
PB	1.77	1.84	1.84	1.79

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 笪文钊
执业证号: S1250524060002
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	37.71
流通A股(亿股)	5.83
52周内股价区间(元)	2.95-6.62
总市值(亿元)	151.59
总资产(亿元)	216.39
每股净资产(元)	2.17

相关研究

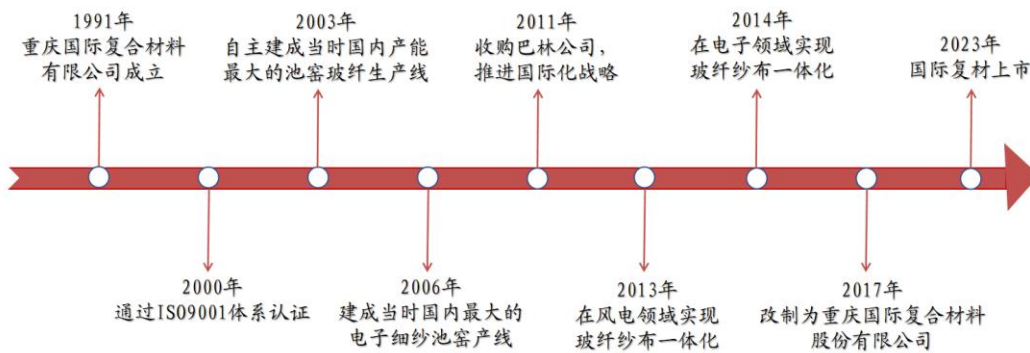
请务必阅读正文后的重要声明部分

1 公司概况

1.1 深耕玻纤，布局全球

深耕玻纤多年，竞争优势显著。国际复材成立于 1991 年，是一家致力于研发、生产、销售玻璃纤维及复合材料的高新技术企业。公司重视玻纤核心技术的积累与创新，已掌握池窑设计、节能燃烧、玻璃配方与纤维成型、铂金材料改性与漏板设计加工、浸润剂关键原料与表面处理等玻纤生产全流程工艺技术。目前，公司已在国内外多个国家和地区建有生产基地，玻纤纱年产能突破 120 万吨，玻纤布年产能达 2 亿米，是国内第三大玻纤企业，行业竞争优势地位明显。

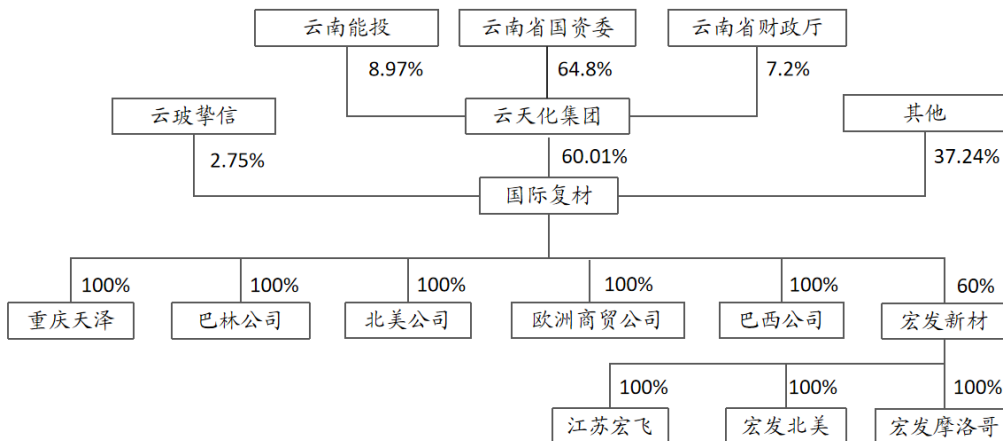
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

国有控股，全球化布局。公司控股股东为云天化集团，持股比例为 60.01%，实际控制人为云南省国资委，股权结构稳定。云玻挚信系公司核心员工持股平台，持股比例为 2.75%，激励充分，动力十足。同时，公司控股参股多家企业，在巴林、巴西等地拥有玻璃纤维生产基地，在摩洛哥拥有风电多轴向织物生产基地，在美国、欧洲等地拥有销售子公司，“全球化”产销布局优势显著。

图 2：公司股权结构

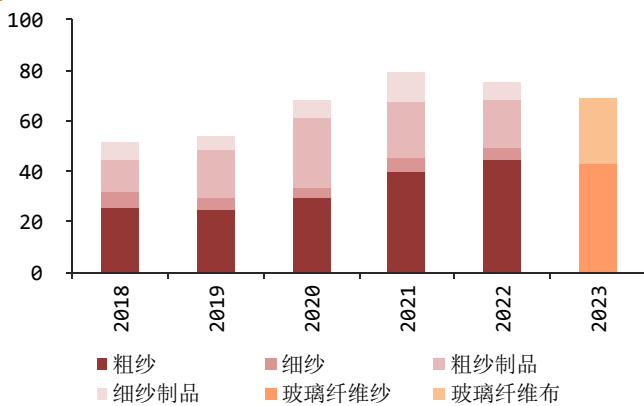


数据来源：数据截至 2024 年三季度末，公司公告，西南证券整理

1.2 业绩阶段性承压，期待行业拐点向上

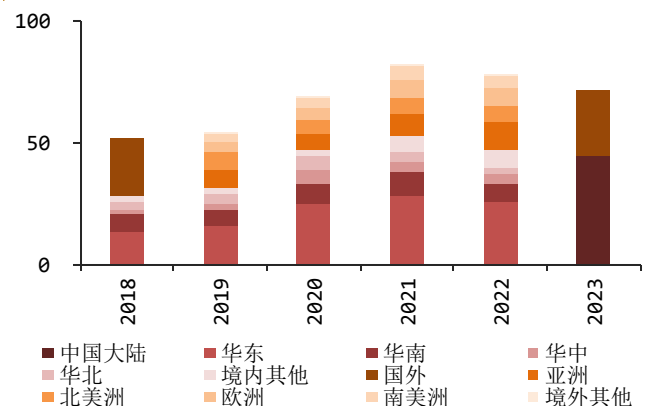
产品应用领域广泛，下游客户持续拓宽。公司的主要产品包括玻璃纤维及玻璃纤维制品，应用领域广泛；销售区域覆盖国内外，市场空间持续扩大。分产品看，粗纱及粗纱制品是主要营收来源，下游主要应用于风电叶片、管材、建筑材料等；细纱及细纱制品技术难度高，是公司较具竞争力的产品，下游主要应用于覆铜板、膜材料、过滤材料等领域。分销售区域来看，公司在国内的销售重心偏向于华东与华南两大制造业活跃区域，2022 年两大核心销售区域营收占比为 42.5%。同时，公司积极构建并完善其生产基地、海外销售子公司及仓储设施的全球网络，强化亚洲本土竞争力的同时，将业务范围辐射至美洲与欧洲，境外客户稳定，成长空间不断拓宽，2023 年海外营收占比为 37.17%。

图 3：2018 年以来公司产品结构 (亿元)



数据来源：Wind, 西南证券整理

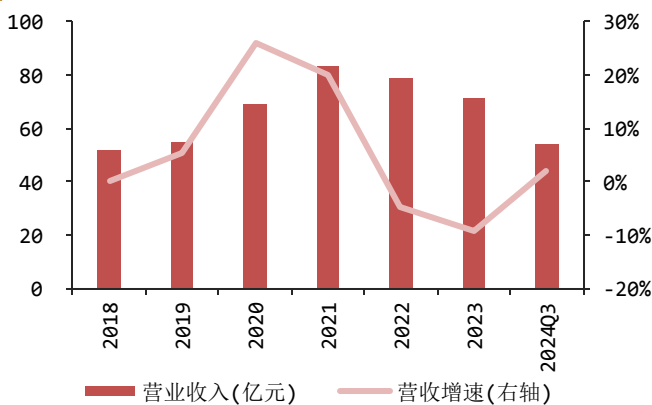
图 4：2018 年以来公司营收区域分布 (亿元)



数据来源：Wind, 西南证券整理

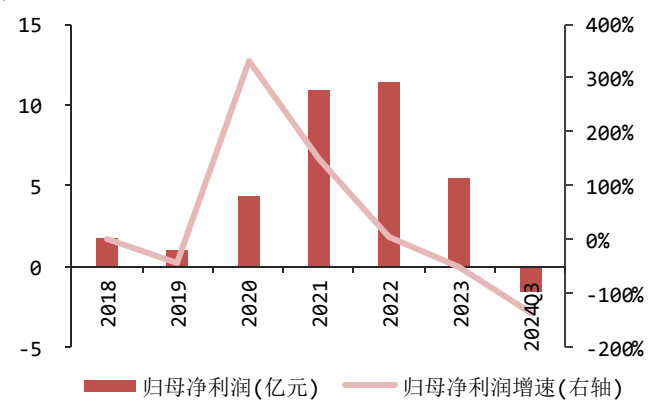
经营业绩承压：自 2017 年国际复材完成股份制改造以来，公司经营业绩得到显著提升，2018-2021 年，营业收入复合增速为 16.8%，归母净利润复合增速为 82.3%。2021 年以来，风电行业步入调整阶段，受风电补贴退坡和原材料成本上升双重影响，新增风电装机速度有所放缓，产品销售单价走低。2024 年前三季度，受下游需求疲软，销售单价虽止跌企稳，但同比下降较多，业绩端仍显著承压，归母净利润同比下滑 137.5%。公司持续强化运营管控，积极发挥全球化产销协同优势，不断开拓新能源汽车、节能门窗、光伏边框等玻纤材料新应用领域，持续拓展营收增长源，期待公司业绩拐点向上。

图 5：2018 年以来公司营收情况



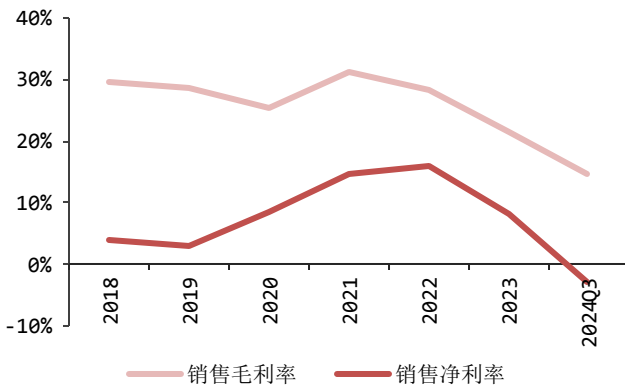
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：2018 年以来公司归母净利润情况

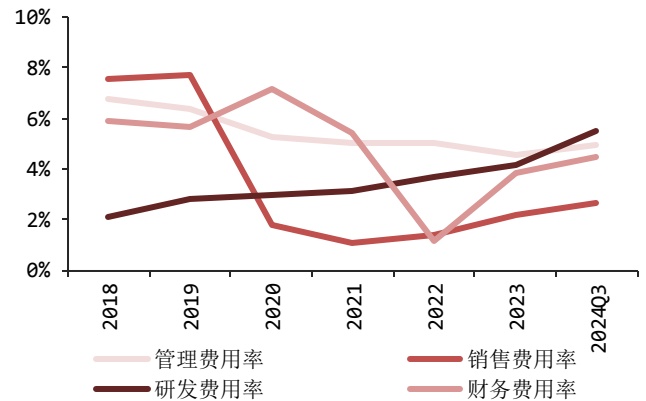


数据来源：Wind, 西南证券整理

盈利能力承压，研发投入持续。受行业周期性波动冲击，国际复材近两年毛利率及净利率持续下滑，盈利水平阶段性承压。2021-2023年间，行业存量竞争加剧，产品价格持续走低，受此影响毛利率下降 9.5 个百分点；受行业竞争加剧影响，销售费用率增加 1.2 个百分点；面对行业竞争，公司紧跟市场需求，积极开拓新的应用领域，研发投入不断加大，研发费用率增加 1.0 个百分点；综合影响，销售净利率下降 6.5 个百分点，盈利能力承压。当前玻纤价格止跌企稳，下游应用领域持续拓展，需求有望逐渐复苏，伴随行业供需改善，价格回升，公司能力能力将得到持续修复。

图 7：2018 年以来公司毛利率和净利率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2018 年以来公司费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着公司加大研发力度，持续拓展玻纤下游应有领域，充分发挥综合竞争优势，持续提升市场占有率，预计 2024-2026 年，玻璃纤维及制品销量同比增长 6.0%、6.0%、6.0%。

假设 2：随着玻纤下游应用更加广泛，供需持续向好，预计 2024-2026 年，玻璃纤维及制品销售单价同比增长-4.0%、4.0%、6.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	72	73	80	90
	yoy	-9.3%	1.9%	10.0%	12.1%
	营业成本	56	62	66	71
	毛利率	21.6%	15.3%	17.6%	21.4%
玻璃纤维及制品	收入	68.8	70.0	77.2	86.7
	yoy	-9.3%	1.8%	10.2%	12.4%
	销量 (万吨)	97.0	102.8	108.9	115.5
	yoy	10.8%	6.0%	6.0%	6.0%
	单价 (元/吨)	7094	6810	7083	7507

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
	yoy	-18.1%	-4.0%	4.0%	6.0%
	成本（元/吨）	5589	5813	5871	5930
	yoy	2.2%	4.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	21.2%	14.6%	17.1%	21.0%
其他业务	收入	2.8	2.9	3.1	3.2
	yoy	-11.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	1.9	2.0	2.1	2.2
	毛利率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%

数据来源：Wind, 西南证券

3 风险提示

- 1) **经济大幅下滑风险**：经济发展是企业生存的环境，宏观经济运行受到多种因素影响，具有较高的不确定性，一旦经济大幅下滑将影响企业成长节奏；
- 2) **下游复苏或不及预期**：尽管当前下游地产等相关领域的利好政策陆续出台，而政策效果具有较大不确定性，会导致下游需求复苏节奏具有一定的不确定性；
- 3) **地缘政治风险**：地缘政治影响企业海外产能经营情况，贸易战、关税等国际贸易争端具有较大不确定性。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	71.56	72.91	80.23	89.92	净利润	5.92	-2.13	-0.28	2.18
营业成本	56.12	61.76	66.08	70.70	折旧与摊销	9.27	8.90	9.56	10.03
营业税金及附加	0.51	0.52	0.58	0.64	财务费用	2.75	4.42	5.47	6.31
销售费用	1.58	2.19	2.01	1.80	资产减值损失	-1.06	-0.71	-0.88	-0.80
管理费用	6.25	8.02	8.02	8.99	经营营运资本变动	-13.55	12.04	-5.09	-2.96
财务费用	2.75	4.42	5.47	6.31	其他	2.16	-0.73	0.16	0.00
资产减值损失	-1.06	-0.71	-0.88	-0.80	经营活动现金流净额	5.49	21.78	8.94	14.76
投资收益	0.86	0.59	0.75	0.76	资本支出	-13.35	-12.00	-8.00	-4.00
公允价值变动损益	0.06	0.00	0.00	0.00	其他	-2.54	1.01	0.73	1.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-15.89	-10.99	-7.27	-2.95
营业利润	6.24	-2.69	-0.30	3.02	短期借款	-1.52	-5.61	-2.00	-2.00
其他非经营损益	-0.01	-0.16	-0.08	-0.12	长期借款	12.70	40.00	35.00	30.00
利润总额	6.24	-2.84	-0.38	2.91	股权融资	16.97	0.00	0.00	0.00
所得税	0.32	-0.71	-0.09	0.73	支付股利	-1.36	-0.77	0.33	0.03
净利润	5.92	-2.13	-0.28	2.18	其他	-1.95	-7.43	-4.05	-6.89
少数股东损益	0.47	-0.17	-0.02	0.17	筹资活动现金流净额	24.83	26.19	29.28	21.14
归属母公司股东净利润	5.46	-1.96	-0.26	2.01	现金流量净额	14.70	36.98	30.95	32.95
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	42.29	79.28	110.23	143.18	成长能力				
应收和预付款项	23.62	23.19	26.27	29.33	销售收入增长率	-9.35%	1.89%	10.03%	12.08%
存货	20.06	19.68	22.08	23.66	营业利润增长率	-57.95%	-143.04%	88.97%	1120.50%
其他流动资产	12.72	5.22	5.45	5.75	净利润增长率	-52.72%	-136.01%	86.70%	868.48%
长期股权投资	1.93	1.93	1.93	1.93	EBITDA 增长率	-25.44%	-41.79%	38.60%	31.40%
投资性房地产	0.08	0.08	0.08	0.08	获利能力				
固定资产和在建工程	120.59	124.46	123.87	118.90	毛利率	21.59%	15.30%	17.63%	21.37%
无形资产和开发支出	2.78	2.08	1.19	0.21	三费率	14.79%	20.06%	19.32%	19.02%
其他非流动资产	6.22	5.72	5.66	5.29	净利率	8.27%	-2.92%	-0.35%	2.42%
资产总计	230.30	261.66	296.77	328.34	ROE	6.19%	-2.31%	-0.31%	2.30%
短期借款	45.61	40.00	38.00	36.00	ROA	2.57%	-0.81%	-0.10%	0.66%
应付和预收款项	16.71	20.05	20.52	22.45	ROIC	5.70%	0.82%	2.47%	4.43%
长期借款	45.38	85.38	120.38	150.38	EBITDA/销售收入	25.52%	14.58%	18.37%	21.54%
其他负债	27.00	23.98	25.43	24.81	营运能力				
负债合计	134.70	169.41	204.34	233.64	总资产周转率	0.33	0.30	0.29	0.29
股本	37.71	37.71	37.71	37.71	固定资产周转率	0.67	0.65	0.71	0.79
资本公积	20.53	20.53	20.53	20.53	应收账款周转率	3.27	3.21	3.41	3.41
留存收益	29.05	26.32	26.39	28.43	存货周转率	2.88	3.01	3.11	3.04
归属母公司股东权益	85.48	82.29	82.50	84.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.36%	—	—	—
少数股东权益	10.12	9.96	9.93	10.10	资本结构				
股东权益合计	95.60	92.24	92.43	94.70	资产负债率	58.49%	64.75%	68.85%	71.16%
负债和股东权益合计	230.30	261.66	296.77	328.34	带息债务/总负债	67.55%	74.01%	77.51%	79.77%
					流动比率	1.16	1.60	2.06	2.56
					速动比率	0.92	1.35	1.78	2.26
					股利支付率	24.93%	-39.23%	127.47%	-1.66%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	18.27	10.63	14.74	19.36	每股收益	0.14	-0.05	-0.01	0.05
PE	27.79	-77.17	-580.25	75.51	每股净资产	2.27	2.18	2.19	2.24
PB	1.77	1.84	1.84	1.79	每股经营现金	0.15	0.58	0.24	0.39
PS	2.12	2.08	1.89	1.69	每股股利	0.04	0.02	-0.01	0.00
EV/EBITDA	11.68	19.61	14.38	10.67					
股息率	0.90%	0.51%	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
