

中国巨石 (600176.SH) 周期底部叠加新兴需求, 玻纤龙头具备先发优势

2025年03月12日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

张绪成 (分析师)

刘天文 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

liutianwen@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

证书编号: S0790523110001

日期	2025/3/12
当前股价(元)	11.92
一年最高最低(元)	13.12/8.80
总市值(亿元)	477.17
流通市值(亿元)	477.17
总股本(亿股)	40.03
流通股本(亿股)	40.03
近3个月换手率(%)	38.33

● 中国巨石: 深耕玻纤行业, 打造玻纤全球龙头

中国巨石是全球最大的玻璃纤维生产商之一, 公司产品涵盖玻璃纤维制品、热塑性塑料用玻纤产品、高性能复合纤维等 11 种品类, 实现了从低端到高端的全品类覆盖。目前玻纤行业处于历史底部, 但是公司营业收入 2024 年已呈现触底企稳趋势, 随着玻纤价格企稳回升, 公司有望迎来新一轮增长期。预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 21.7 亿元、28.9 亿元、34.0 亿元, 当前股价对应 PE 为 22.0、16.5、14.1 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 传统行业拖累需求, 关注新兴需求增长及供给边际改善

玻纤作为一种性能优异的无机非金属材料, 广泛应用于建筑建材、交通运输、电子电器等领域。建筑建材方面, 受到地产市场低迷的影响, 国内建材需求整体偏弱。交通运输领域, 轨道交通和新能源汽车的发展为玻纤在交通运输领域的应用提供了新增量。电子电器领域, 消费电子国补政策叠加 AI 端侧发力, 带动了电子级玻纤需求的持续向好。此外, 风电和光伏行业的快速发展也为玻纤在能源环保领域的应用提供了广阔空间。总体来看, 尽管传统需求有所减弱, 但新兴需求的增长以及供给端的边际改善, 为玻纤行业的未来发展提供了有力支撑。

● 成本为王时代, 四大优势铸就中国巨石综合竞争力

在成本为王的时代背景下, 中国巨石凭借产能、成本、产品结构和全球化布局四大优势, 巩固了其在玻纤行业的综合竞争力。公司产能优势显著, 产销量在国内处于领先地位, 同时通过优化原材料采购和生产工艺, 显著降低了综合成本。在产品结构方面, 公司持续推进高端化转型, 提升高附加值产品的占比。此外, 公司全球化业务布局完善, 海外产能充足, 拥有多个海外生产基地和完善的销售网络, 国外业务收入占比高且盈利能力强。这些优势不仅提升了公司的市场竞争力, 还为其在全球市场的持续扩张奠定了坚实基础。

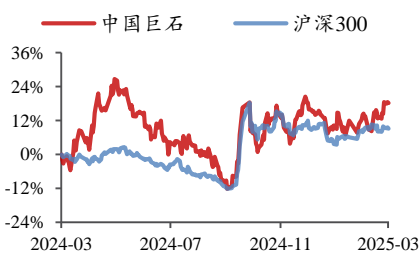
● **风险提示:** 下游需求不及预期; 价格上行不及预期; 供给增加的风险; 公司产能爬坡不及预期的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,192	14,876	11,795	13,765	15,146
YOY(%)	2.5	-26.3	-20.7	16.7	10.0
归母净利润(百万元)	6,610	3,044	2,173	2,894	3,396
YOY(%)	9.6	-53.9	-28.6	33.2	17.3
毛利率(%)	35.6	28.0	25.9	27.7	29.6
净利率(%)	33.8	21.2	19.0	21.7	23.2
ROE(%)	23.7	10.5	7.2	9.2	10.2
EPS(摊薄/元)	1.65	0.76	0.54	0.72	0.85
P/E(倍)	7.2	15.7	22.0	16.5	14.1
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

目 录

1、 中国巨石：深耕玻纤行业，打造玻纤全球龙头	4
1.1、 玻纤行业全球领先者，产品品类全覆盖	4
1.2、 营收已触底企稳，盈利能力受玻纤周期影响处于底部	6
2、 传统行业拖累需求，关注新兴需求增长及供给边际改善	8
2.1、 玻纤品类多样，上下游产业链联动性强	8
2.2、 玻纤下游需求广泛，传统需求减弱但新兴需求有望快速增长	9
2.2.1、 建筑建材：基建投资维持稳定增长，地产低迷拖累建材需求	10
2.2.2、 交通运输：铁路运输投资维持中速增长，新能源汽车发展提供新增量	11
2.2.3、 电子电器：消费电子国补叠加 AI 端侧发力，需求持续向好	12
2.2.4、 能源环保：风电光伏新增装机量依旧可观	13
2.3、 我国玻纤全球竞争力强，总体产能可控且价格和库存边际改善显著	13
2.3.1、 竞争格局：全球玻纤行业呈现寡头垄断格局，中国企业综合竞争优势更强	13
2.3.2、 国内供给：中国玻纤企业产能较充足，但产能增长整体可控	16
2.3.3、 国内价格与库存：价格阶段性上行后基本企稳，库存中高位但有边际改善	17
3、 成本为王时代，四大优势铸就中国巨石综合竞争力	18
3.1、 优势一：产能优势充足，产销量国内领先	18
3.2、 优势二：成本优势显著，综合盈利能力国内领先	19
3.3、 优势三：产品结构优势，高端化转型持续推进中	22
3.4、 优势四：全球化业务布局，国外产能充足且盈利能力较强	24
4、 盈利预测	25
5、 风险提示	27
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 公司深耕玻纤行业，持续扩张布局	4
图 2： 公司股权结构稳定（截至 2025 年 2 月 21 日）	6
图 3： 公司营收 2024Q1-Q3 已触底企稳（亿元）	6
图 4： 公司归母净利润处于底部（亿元）	6
图 5： 专注于玻纤产品，业务结构稳定	7
图 6： 盈利能力处于周期底部	7
图 7： 玻纤及制品毛利率受周期下行影响短期承压	7
图 8： 研发支出占比营业收入有所增强（亿元）	8
图 9： 期间费用率趋势性回落	8
图 10： 玻纤生产流程复杂	8
图 11： 玻纤产业链上下游联动性较强	9
图 12： 全球玻纤需求结构中建筑和交运占比较大	10
图 13： 中国玻纤需求结构中交运还有较大提升空间	10
图 14： 中国基建投资维持增长，但地产投资持续低迷	11
图 15： 房屋新开工、竣工和销售面积均有所下滑	11
图 16： 我国铁路运输投资处于增长状态	11
图 17： 我国城市轻轨路线持续增长（公里）	11

图 18: 我国汽车产销量稳步增长	12
图 19: 我国新能源汽车产销量依旧处于快速增长阶段.....	12
图 20: 2024Q4 中国智能手机出货环比增长显著.....	12
图 21: 我国 PC 和平板电脑出货数据较稳定.....	12
图 22: 我国风电装机量持续稳步增长	13
图 23: 我国光伏装机量持续稳步增长	13
图 24: 全球玻纤行业产能集中度 CR6 约为 70%.....	14
图 25: 中国玻纤行业产能集中度 CR3 约为 70%.....	14
图 26: 2020 年全球玻纤行业集中度较高, 中国企业产能优势显著.....	14
图 27: 2024 年中国玻璃纤维产量 738 万吨.....	15
图 28: 2022 年全球玻纤需求量约为 1200 万吨.....	15
图 29: 2024 年中国玻纤进口量为 10.78 万吨.....	15
图 30: 2024 年中国玻纤出口量为 211.88 万吨.....	15
图 31: 我国玻纤产能整体维持增长态势, 但增长趋势放缓.....	16
图 32: 玻纤价格在 2024Q2 迎来阶段性上涨后基本保持稳定.....	17
图 33: 2024 年 12 月我国玻纤月度库存边际改善.....	18
图 34: 公司玻纤产能优势明显 (万吨/年)	18
图 35: 公司玻纤及其制品产量国内领先 (万吨)	19
图 36: 公司玻纤及其制品销量国内领先 (万吨)	19
图 37: 中国巨石玻纤及其制品单位成本有优势 (元/吨)	20
图 38: 中国巨石产能利用率较高	21
图 39: 中国巨石玻纤及其制品毛利率较高.....	22
图 40: 公司 2024 年建筑领域占比下降至 20%, 产品向高端化发展	22
图 41: 中国巨石产品 E9 模量领先.....	24
图 42: 公司国外收入占比较高	25
图 43: 公司国外业务毛利率总体优于国内业务.....	25
表 1: 公司的产品布局 11 种品类.....	4
表 2: 玻纤品类多样	8
表 3: 玻璃纤维应用领域广泛	10
表 4: 2025 年商务部加大对消费电子补贴力度.....	12
表 5: 中国增强玻璃纤维池窑生产线综合优势更强.....	16
表 6: 2025-2026 年我国玻纤规划投产产能合计 40 万吨	16
表 7: 部分玻纤企业开始上调报价	17
表 8: 浙江叶腊石储量丰富	19
表 9: 2023 年中国巨石产线产能情况 (玻璃纤维纱: 万吨/年、电子布: 亿米/年)	21
表 10: 公司产品持续转型升级	22
表 11: 风电纱主要厂商产品型号介绍.....	23
表 12: 公司海外产能充足	24
表 13: 公司海外子公司和经销商布局完善.....	24
表 14: 公司主营业务分产品收入及利润拆分 (亿元)	25
表 15: 中国巨石 PE 低于可比公司平均水平	26
表 16: 中国巨石 PB 略高于可比公司平均水平.....	26

1、中国巨石：深耕玻纤行业，打造玻纤全球龙头

1.1、玻纤行业全球领先者，产品品类全覆盖

深耕玻纤行业，已成为国内及全球龙头。中国巨石前身最早可追溯到浙江桐乡一家叫“石门东风布厂”的作坊式集体企业，1993年正式成立桐乡巨石玻璃纤维股份有限公司，1994年年产8000吨碱性窑池拉丝生产线正式投产，并于1999年登陆上交所上市。经历了30余年的发展，公司已经发展为国内玻纤行业龙头企业，也是全球最大的玻璃纤维生产商之一。




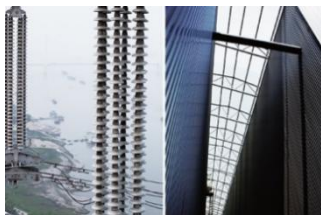
图1：公司深耕玻纤行业，持续扩张布局



资料来源：巨石在线公众号、开源证券研究所

玻纤产品品类丰富。公司布局的玻纤产品分为11种品类，分别为玻璃纤维制品、热塑性塑料用玻璃纤维产品、高性能复合纤维、连续型材用玻璃纤维产品、模压成型玻璃纤维产品、开模成型用玻璃纤维产品、管道成型用玻璃纤维产品、布毡用玻璃纤维产品、其他玻璃纤维产品、电子布产品和细纱产品，实现了从低端到高端以及各个应用方向的全品类覆盖。

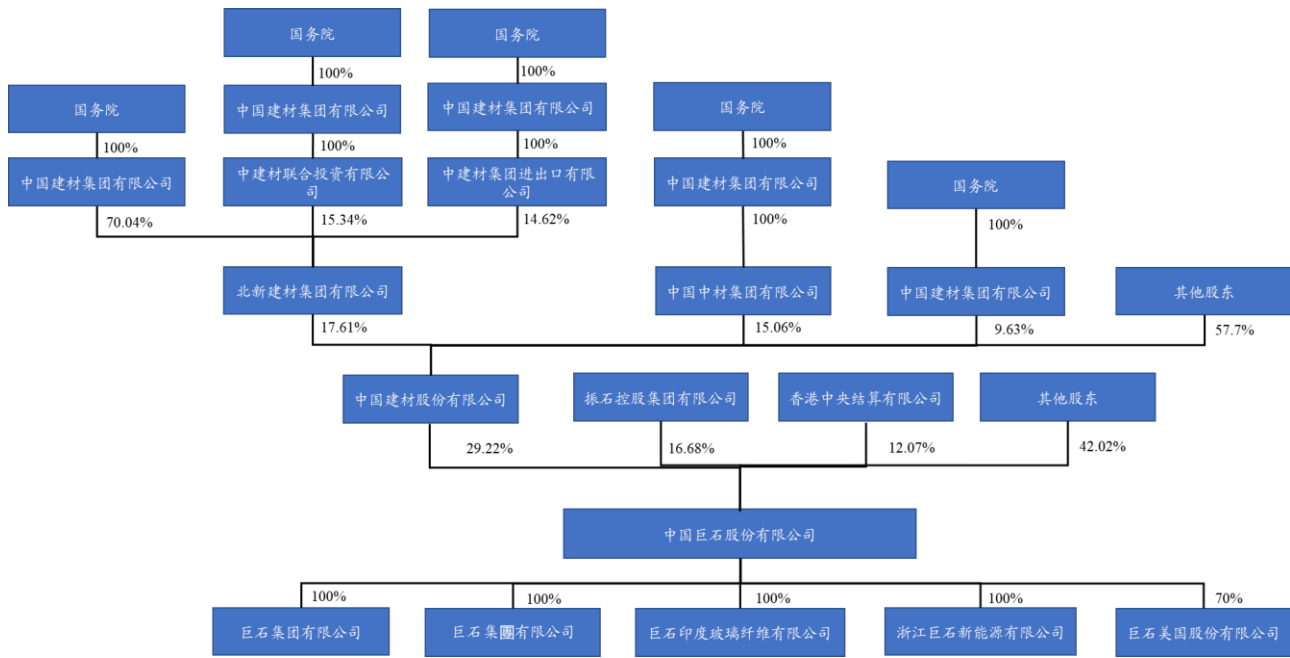
表1：公司的产品布局 11 种品类

产品	图片	产品	图片
玻璃纤维制品		热塑性塑料用玻璃纤维产品	
高性能复合纤维		连续型材用玻璃纤维产品	

产品	图片	产品	图片
模压成型玻璃纤维产品		开模成型用玻璃纤维产品	
管道成型用玻璃纤维产品		布毡用玻璃纤维产品	
其他玻璃纤维产品		电子布产品	
细纱产品			

资料来源：公司官网、开源证券研究所

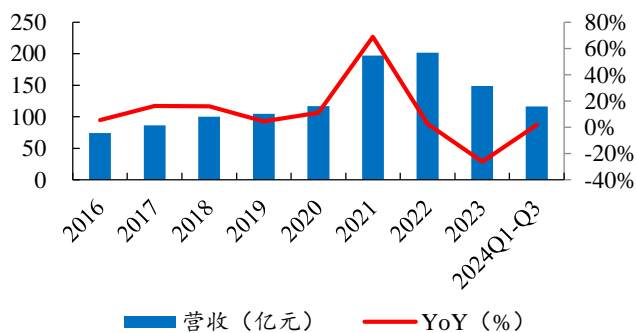
实控人为中国建材集团，为央企控股。截至 2025 年 2 月 21 日，公司前三大股东分别为中国建材股份有限公司、振石控股集团和香港中央结算，持股比列分别为 29.22%、16.68%和 12.07%，其中，中国建材集团有限公司为公司实际控制人，穿透来看，公司为国务院隶属下的央企控股。

图2：公司股权结构稳定（截至 2025 年 2 月 21 日）


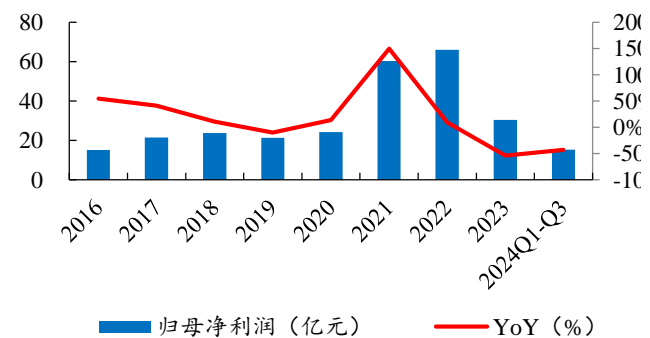
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、营收已触底企稳，盈利能力受玻纤周期影响处于底部

营收已呈现触底回升趋势。公司营收由 2016 年的 74.5 亿元上升至 2022 年的 201.9 亿元，CAGR 为 18.1%。2023 年开始，受到玻纤行业周期下行的影响，公司营业收入和归母净利润开始下滑。2024Q1-Q3，公司实现营业收入 116.3 亿元，同比+1.81%，实现触底回升；归母净利润 15.3 亿元，同比-42.7%，尚处底部区域。

图3：公司营收 2024Q1-Q3 已触底企稳（亿元）


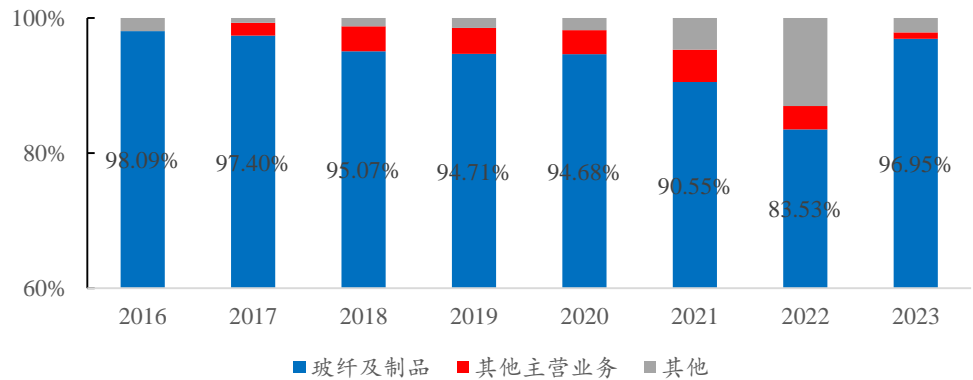
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司归母净利润处于底部（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

专注于玻纤产品，业务结构稳定。2016-2021 年，公司玻纤及制品营收占比始终在 90% 以上。2022 年公司玻纤及制品营收占比仅为 83.5%，是因为公司贵金属漏板加工技术工艺的提 升使得漏板中的铑含量逐渐降低，部分铑粉或铂铑合金出现闲置，公司在价格高位出售铑粉或铂铑合金取得其他收益。2023 年，公司玻纤及制品营收占比又恢复到 97.0% 的水平。

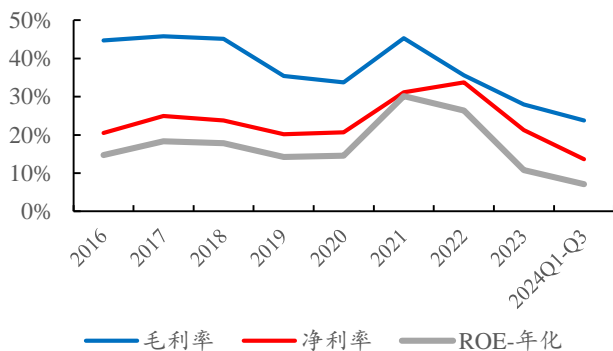
图5：专注于玻纤产品，业务结构稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力受周期下行影响处于底部。2024Q1-Q3 公司销售毛利率和销量净利率分别为 23.7%和 13.6%，相比于 2023 年的 28.0%和 21.2%，毛利率和净利率均有一定程度下滑。盈利能力下滑主要原因为玻纤价格的周期性下行，目前已基本处于底部区域。

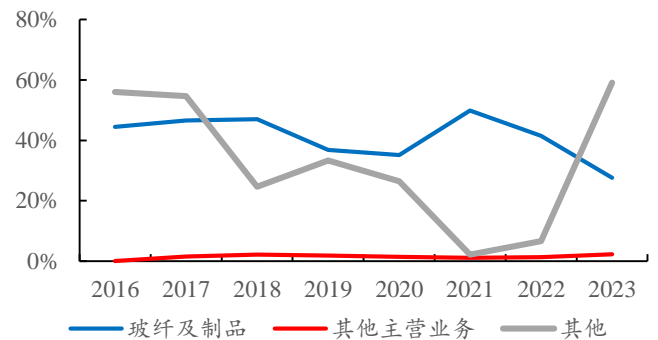
图6：盈利能力处于周期底部



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：此处 2024Q1-Q3 ROE 数据已经进行年化处理

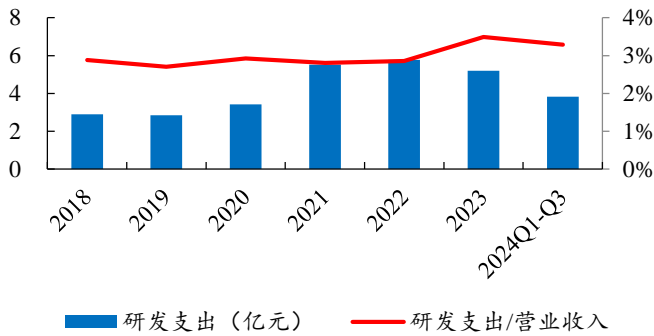
图7：玻纤及制品毛利率受周期下行影响短期承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

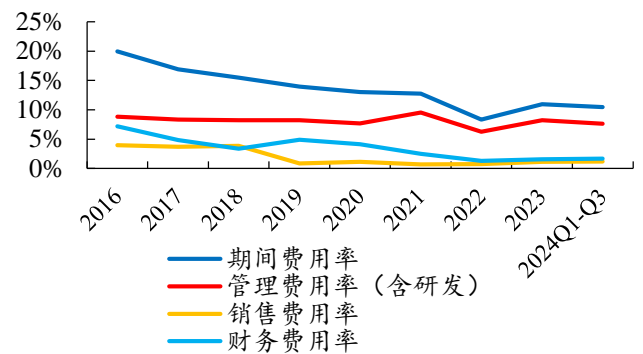
研发投入力度有所增强，整体期间费用率趋势性回落。2018-2023 年，公司研发费用/营业收入由 2.88%提升至 3.49%。2024Q1-Q3，公司研发支出 3.82 亿元，占营业收入比 3.29%，研发投入维持合理水平。公司期间费率趋势性回落，2018-2023 年，公司期间费用率为 15.5%降低至 10.9%。2024Q1-Q3 销售、管理（含研发）、财务费率分别为 1.19%、7.61%、1.68%，期间费用合计 10.5%，维持回落趋势。

图8: 研发支出占比营业收入有所增强 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 期间费用率趋势性回落



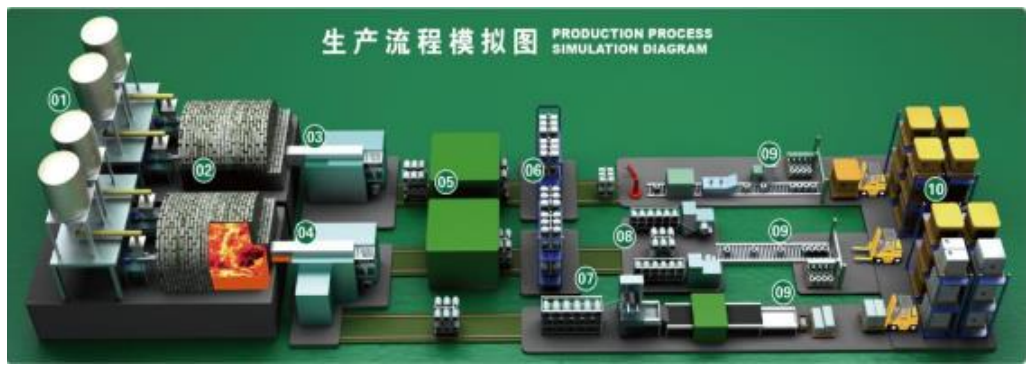
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、传统行业拖累需求，关注新兴需求增长及供给边际改善

2.1、玻纤品类多样，上下游产业链联动性强

玻纤用途广泛，是国家重点鼓励发展的新材料产业。玻纤是一种性能优异的无机非金属材料，种类繁多，优点是绝缘性好、耐热性强、抗腐蚀性好，机械强度高，其主要成分为二氧化硅、氧化铝、氧化钙、氧化硼、氧化镁、氧化钠等，其单丝的直径为几个微米到二十几个微米，相当于一根头发丝的1/20-1/5，每束纤维原丝都由数百根甚至上千根单丝组成。玻璃纤维通常用作复合材料中的增强材料、电绝缘材料和绝热保温材料，电路板等国民经济各个领域，是国家重点鼓励发展的新材料产业。

图10: 玻纤生产流程复杂



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

玻纤品类多样。根据玻璃中碱含量的多少，玻纤可分为无碱玻璃纤维、中碱玻璃纤维和高碱玻璃纤维，其中无碱玻璃纤维占据全行业95%以上的产量规模。按照单丝直径分类，玻纤可分为粗纤维、初级纤维、中级纤维、高级纤维和超细纤维。按照纤维外观分类，玻纤可分为连续纤维、定长纤维和玻璃棉。

表2: 玻纤品类多样

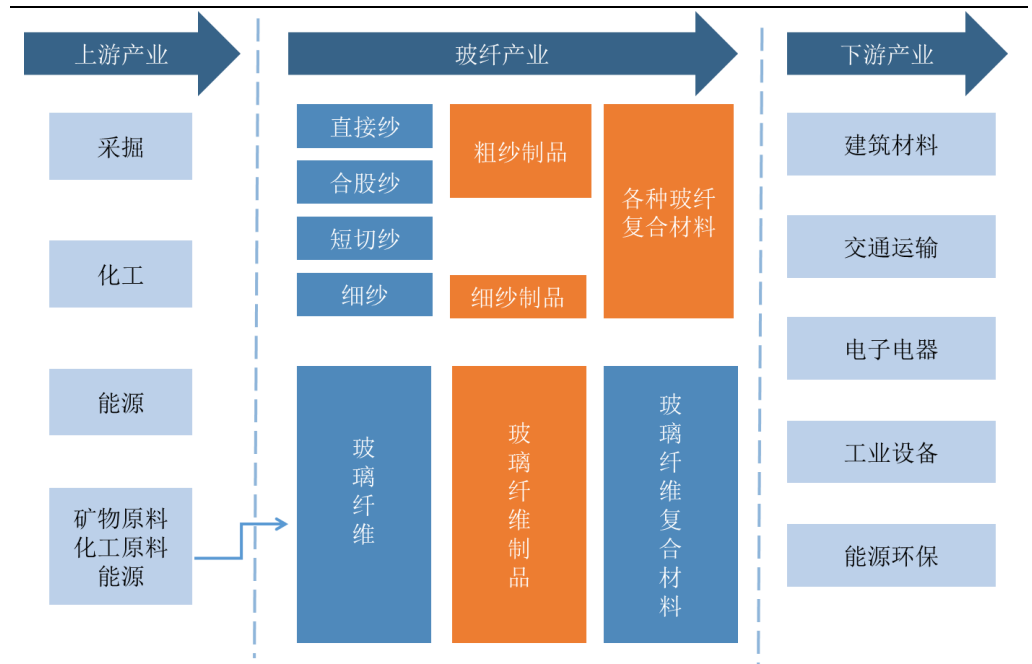
分类方法	种类	特点
按原材料	无碱纤维	也称“E玻璃”，其氧化物含量小于0.8%，是一种铝硼硅酸盐成分
	中碱纤维	氧化物含量为11.9%-16.4%，是一种钠钙硅酸盐成分，因其含碱量高，不能作电绝缘材料，但其化学稳定性和强度尚好

分类方法	种类	特点
按单丝直径	高碱纤维	其氧化物含量等于或大于 15% 的玻璃成分
	特种玻璃纤维	如硅铝钙镁系耐化学腐蚀玻璃纤维等
	粗纤维	单丝直径一般为 30 μm
	初级纤维	单丝直径大于 20 μm
	中级纤维	单丝直径 10 μm - 20 μm
	高级纤维	单丝直径 3 μm - 10 μm
	超细纤维	单丝直径小于 4 μm
按纤维外观	连续纤维	是无限延续的纤维，主要由漏板法控制而成，可用于制作线、布、带等制品
	定长纤维	长度在 300mm - 500mm，一般做成毛纱或者毡片使用，纤维在毡片中杂乱排列
	玻璃棉	纤维长度较短，一般在 150mm 以下，主要用作吸声、保温材料

资料来源：智研咨询、开源证券研究所

玻纤制品与上下游联动性较强。上游方面，玻纤上游主要对应原材料矿石如叶腊石、石英砂、石灰石、白云石、硼钙石、硼镁石等，化工产品如纯碱等，以及相应的能源等产业；玻纤中游主要为玻纤生产企业及复合材料加工企业；玻纤下游需求方主要为建筑建材、交通运输、电子电器等，需求多样，用途比较广泛且与国民经济息息相关。

图11：玻纤产业链上下游联动性较强



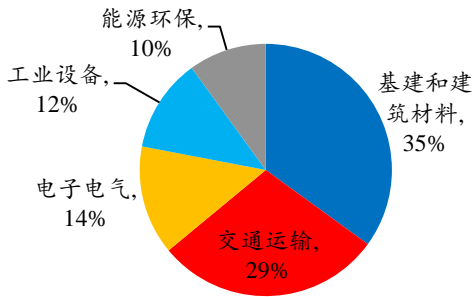
资料来源：国际复材招股说明书、开源证券研究所

2.2、玻纤下游需求广泛，传统需求减弱但新兴需求有望快速增长

基建+建材、交运和电子电气占比较重。就全球而言，玻纤主要应用领域集中在基建和建筑材料、交通运输、电子电气、工业设备、能源环保，占比分别为 35%、29%、14%、12%、10%。我国的玻纤应用结构占比与全球类似，也是主要集中在建筑材料、交通运输、电子电气、工业设备、风电等领域，占比分别为 34%、16%、

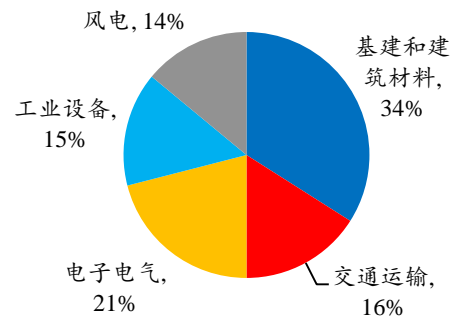
21%、15%、14%。相比全球需求结构而言，我国玻璃纤维在交通运输领域的应用比例还有较大提升空间。同时，随着风电、光伏行业进一步发展，未来能源环保领域的占比可能会持续提升。

图12：全球玻纤需求结构中建筑和交运占比较大



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图13：中国玻纤需求结构中交运还有较大提升空间



数据来源：公司公告、开源证券研究所

具体而言，玻纤广泛应用于风电叶片、汽车制造、轨道交通、电子通信、家用电器、工业管罐、建筑材料、航空航天等领域。

表3：玻璃纤维应用领域广泛

应用领域	特点
风电叶片	叶片是风力发电机中最基础和关键部件，对风力机组的发电效率、运行安全起着至关重要的作用。玻璃纤维具有良好的强度和抗疲劳性能，可以提高叶片的抗风能力，增加叶片寿命，减轻叶片重量
汽车制造	在汽车的前端模块、发动机罩、装饰部件、新能源汽车电池保护盒、复合材料板簧中被广泛运用，具有强度高、轻量化、模块化、低成本等特点
轨道交通	在高铁车头导流罩、蓄电池箱、车门、窗框、仪表框、玻璃纤维增强聚氨酯复合材料（FFU）枕木中被大量使用，具有耐磨、耐腐蚀、轻质高强的特点
电子通信	纤维直径在 9 微米及以下的电子玻璃纤维是制作覆铜板（CCL）和印制电路板（PCB）的关键材料，具有电绝缘性能好、防火阻燃、耐老化等特点；超细电子纤维及低介电玻璃纤维在 5G、物联网领域广泛应用，具有高频、低延时、低损耗等特点
家用电器	在冰箱、空调等制冷机器中的轴流风扇和贯流风扇，高转速洗衣机的内桶、波轮、皮带轮以及电饭煲底座和提手、电子微波炉炉制造中广泛使用，达到增加机械强度、提高耐热性的效果
工业管罐	用于制作运输石油、化工原料、天然气的工业管罐，具有耐腐蚀、耐高温、防爆的特点；用于城市管网非开挖修补，具有便捷、高效、低成本的优势
建筑材料	在建筑材料领域可作为各类轻质建筑、节能房屋、景观建筑、装饰材料、模块化建筑，以及智能卫浴、安全防护材料的结构体
航空航天	高强玻璃纤维做成的直接纱、短切纱、经编织物等产品用于制造飞机蒙皮、行李架等部件；低介电玻纤用于火箭、导弹、卫星的电磁通讯窗口及雷达罩

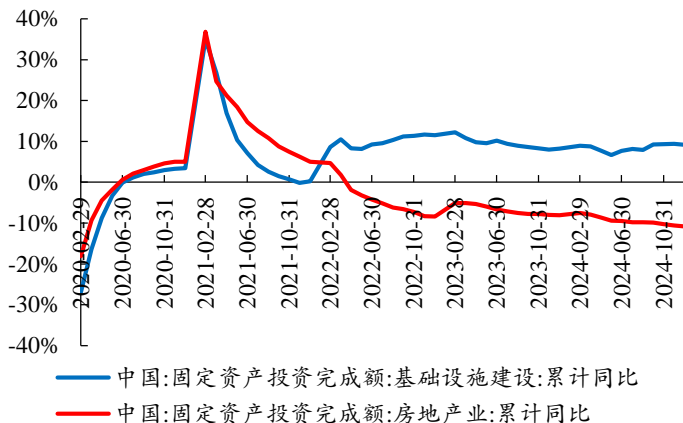
资料来源：国际复材招股说明书、开源证券研究所

2.2.1、建筑建材：基建投资维持稳定增长，地产低迷拖累建材需求

建材玻纤需求受地产下滑影响有所下滑。玻纤是建筑建材核心品类之一，在建筑材料领域可作为各类轻质建筑、节能房屋、景观建筑、装饰材料、模块化建筑，

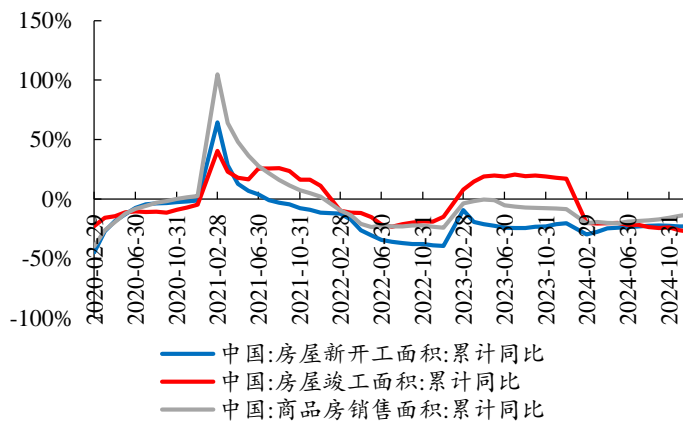
以及智能卫浴、安全防护材料的结构体。根据 Wind 数据，2024 年我国基建投资额同比+9.19%，略高于 2023 年增速+8.24%，维持较为稳定的增长。地产方面，受到整体需求不景气的影响，2024 年我国地产投资额同比-10.80%。同时，房屋新开工、竣工和销售面积 2024 年同比也处于下滑态势，这在一定程度上拖累了包括玻纤在内的建材需求。

图14：中国基建投资维持增长，但地产投资持续低迷



资料来源：Wind、开源证券研究所

图15：房屋新开工、竣工和销售面积均有所下滑

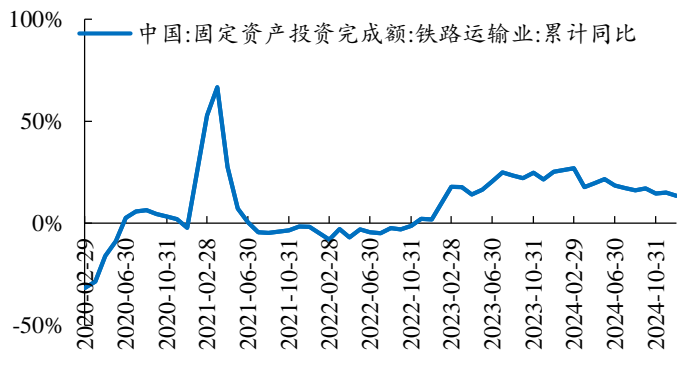


资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2.2、交通运输：铁路运输投资维持中速增长，新能源汽车发展提供新增量

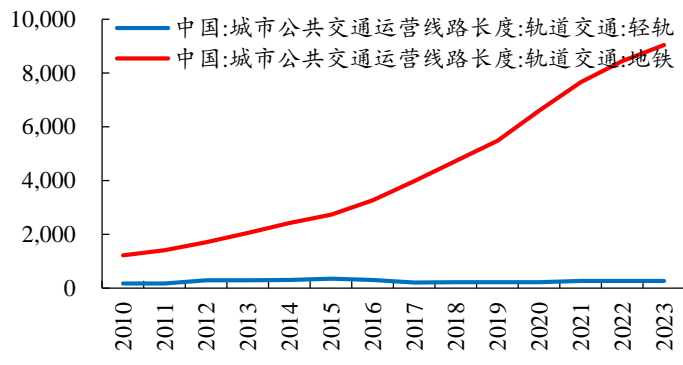
轨道交通方面，城市轻轨是增量来源。由于玻纤的耐磨、耐腐蚀、轻质高强的特点，在高铁车头导流罩、蓄电池箱、车门、窗框、仪表框、玻璃纤维增强聚氨酯复合材料 (FFU) 枕木中被大量使用。根据 Wind 数据，2024 年我国铁路运输投资额同比+13.50%，低于 2023 年增速+25.20%，还是维持中速增长态势。同时，城市轨道交通如地铁发展迅速，2023 年我国城市轻轨线路总里程为 9042.3 公里，同比+7.03%，2010-2023 年均增速 16.7%。

图16：我国铁路运输投资处于增长状态



资料来源：Wind、开源证券研究所

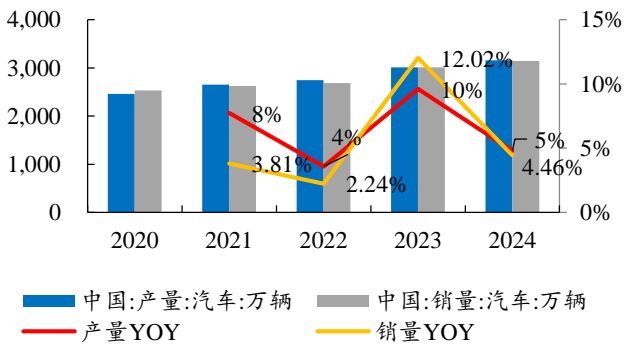
图17：我国城市轻轨路线持续增长（公里）



资料来源：Wind、开源证券研究所

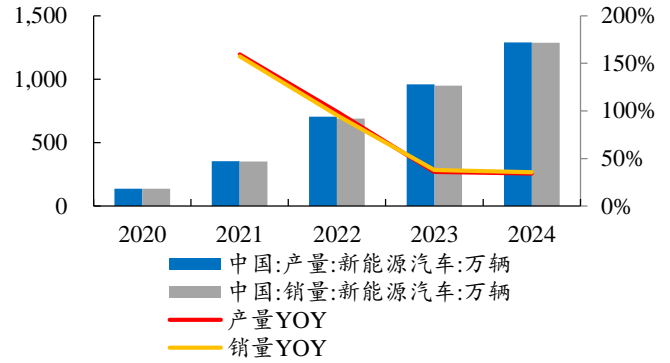
汽车方面，新能源汽车快速发展提供新增量。玻纤在汽车的前端模块、发动机罩、装饰部件、新能源汽车电池保护盒、复合材料板簧中被广泛运用，具有强度高、轻量化、模块化、低成本等特点。我国汽车行业维持稳步增长，但新能源汽车异军突起，渗透率持续提升，为玻纤应用带来新的增长点。

图18: 我国汽车产销量稳步增长



资料来源: Wind、开源证券研究所

图19: 我国新能源汽车产销量依旧处于快速增长阶段

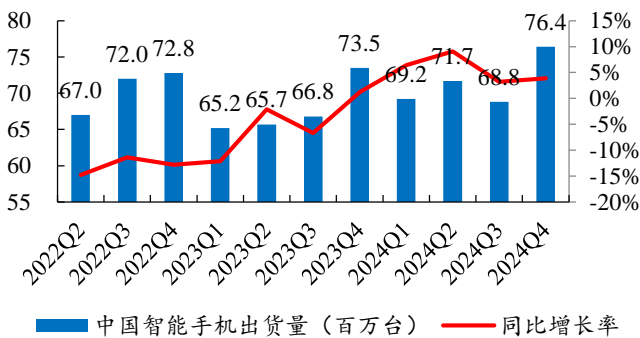


资料来源: Wind、开源证券研究所

2.2.3、电子电器：消费电子国补叠加 AI 端侧发力，需求持续向好

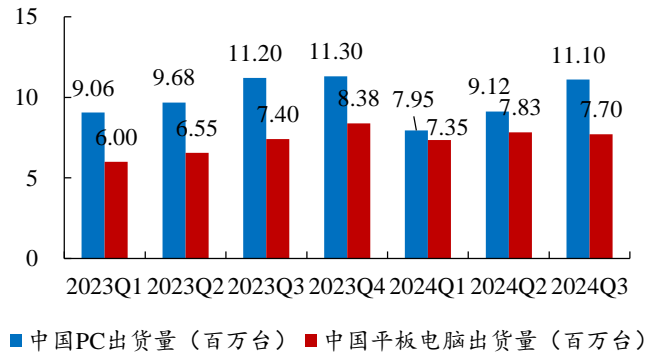
消费电子方面，国补刺激+AI 终端放量带动下游需求。纤维直径在 9 微米及以下的电子玻璃纤维是制作覆铜板（CCL）和印制电路板（PCB）的关键材料，具有电绝缘性能好、防火阻燃、耐老化等特点。根据 IDC 数据，2024Q4 我国智能手机出货达 76.4 百万台，同比+3.90%，环比+11.05%，手机行业复苏的趋势明显。同时，考虑到近期的消费电子国补和 AI 端侧放量的产业趋势，我们认为消费电子行业有望迎来一轮新的复苏，进而带动电子级玻纤的需求上行。

图20: 2024Q4 中国智能手机出货环比增长显著



资料来源: IDC、开源证券研究所

图21: 我国 PC 和平板电脑出货数据较稳定



资料来源: Canalis、开源证券研究所

表4: 2025 年商务部加大对消费电子补贴力度

时间	政策内容
2025 年 1 月 5 日	国家发展改革委、财政部印发《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，提出对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等 3 类数码产品，单件销售价格不超过 6000 元的，按产品销售价格的 15% 给予补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 500 元
2025 年 1 月 15 日	商务部会同有关部门印发《手机、平板、智能手表（手环）购新补贴实施方案》并对外公布
2025 年 1 月 20 日	全国各地开始陆续实施手机等数码产品购新补贴

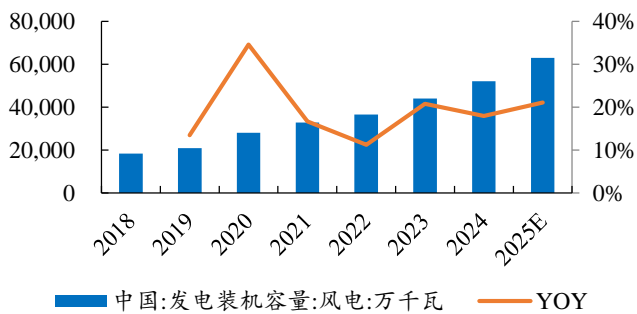
资料来源: 商务部官网、开源证券研究所

2.2.4、能源环保：风电光伏新增装机量依旧可观

风电方面，预计 2025 年新增装机依旧维持中速增长。玻纤主要是用做风电叶片中的增强材料。而叶片是风力发电机中最基础和关键部件，对风力机组的发电效率、运行安全起着至关重要的作用。玻纤具有良好的强度和抗疲劳性能，可以提高叶片的抗风能力，增加叶片寿命，减轻叶片重量。根据中国可再生能源学会风能专业委员会的数据，预计 2025 年我国风电新增装机量将达到 10500-11500 万千瓦，2025 年我国风电装机总量将达到 63068 万千瓦，同比+21.1%。

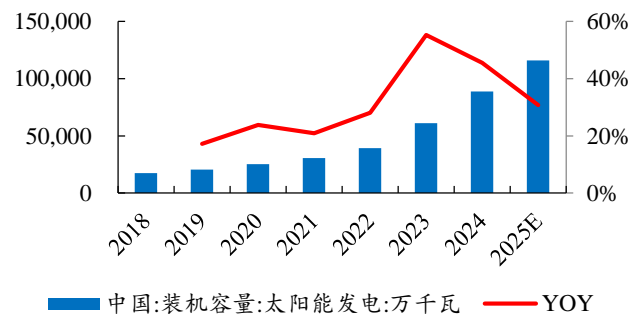
光伏方面，预计 2025 年新增装机依旧维持中速增长。由于玻璃纤维增强聚氨酯复合材料边框，拥有轻质高强、抗 PID (Potential Induced Degradation, 潜在电势诱导衰减)、耐老化、腐蚀和盐雾、耐高低温、高背压承载能力等性能，不仅可以延长光伏组件的使用寿命，也可为光伏组件制造商降本增效，正在逐步替代传统的金属边框材料。根据彭博财经的数据，预计 2025 年我国光伏新增装机量将达到 273GW，2025 年我国光伏装机总量将达到 1160GW，同比+30.8%。

图22：我国风电装机量持续稳步增长



数据来源：Wind、中国可再生能源学会风能专业委员会、开源证券研究所

图23：我国光伏装机量持续稳步增长



数据来源：Wind、国家能源局、彭博新能源财经、开源证券研究所

2.3、我国玻纤全球竞争力强，总体产能可控且价格和库存边际改善显著

2.3.1、竞争格局：全球玻纤行业呈现寡头垄断格局，中国企业综合竞争优势更强

全球及中国玻纤行业集中度高，寡头垄断格局基本成型。自 2000 年以来，中国玻纤一直处于高速发展阶段，生产规模不断扩大。目前，全球玻纤行业集中度已经达到较高的水平，寡头竞争格局基本成型。根据中国巨石 2023 年年报数据，中国巨石、泰山玻璃纤维有限公司、重庆国际复合材料股份有限公司、美国欧文斯科宁 (OC)、日本电气硝子公司 (NEG)、山东玻纤集团股份有限公司这六大玻纤生产企业的玻纤年产能合计占到全球玻纤总产能的 70%左右。同时，我国玻纤行业产能集中度更高，前三大玻纤生产企业的玻纤年产能合计占到国内玻纤产能的 70%左右。

图24：全球玻纤行业产能集中度 CR6 约为 70%

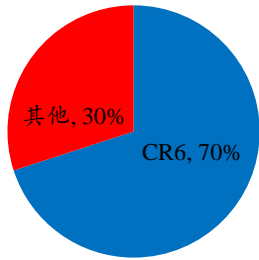
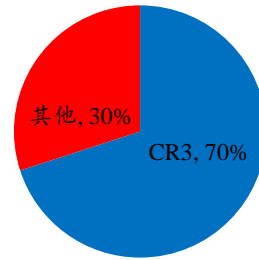


图25：中国玻纤行业产能集中度 CR3 约为 70%

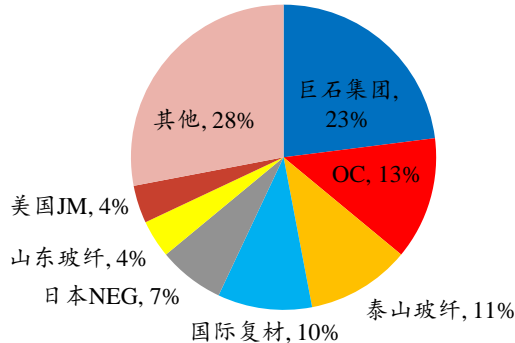


数据来源：公司公告、开源证券研究所

资料来源：公司公告、开源证券研究所

中国玻纤企业 VS 国外玻纤企业优势一：产能优势。根据国际复材招股说明书，援引 Wind、星智研究的统计数据，2020 年中国巨石、OC、泰山玻纤、国际复材、NEG、山东玻纤、JM 七家公司的玻璃纤维合计产能占全球产能的 72%，国内企业中国巨石、泰山玻纤、国际复材的玻璃纤维合计产能占全球产能的 44%，国内企业在产能方面已经完全超过国外企业。同时，考虑到国内企业近几年产能处于持续扩张阶段，根据中国玻璃纤维工业协会数据显示，截至 2024 年，国内玻璃纤维纱总产能规模已超过全球总产能的 70%，产能占比进一步提升，因此规模化供应的能力更强，单位成本优势也更加显著。

图26：2020 年全球玻纤行业集中度较高，中国企业产能优势显著



数据来源：国际复材招股说明书、开源证券研究所

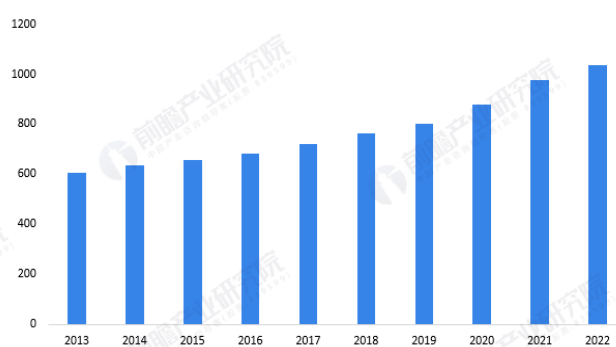
中国玻纤企业 VS 国外玻纤企业优势二：产销量优势。首先，从产量的角度来看，2024 年中国玻纤企业产量为 738 万吨。根据前瞻产业研究院援引中国玻璃纤维工业协会的数据，2022 年全球玻纤需求量约为 1200 万吨，考虑到 2024 年全球玻纤消耗量不及 2022 年，因此保守估计，2023 年中国玻纤供给已经超过了全球需求的 61%。其次，从进出口数据来看，2024 年中国玻纤进口量仅为 10.78 万吨，而出口达到了 211.9 万吨，进一步说明中国玻纤企业在全全球更强的市场竞争力。

图27：2024 年中国玻璃纤维产量 738 万吨



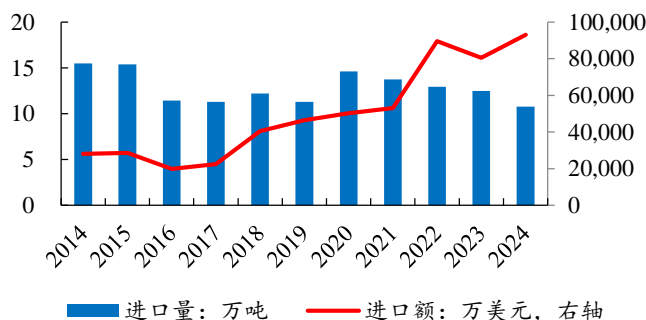
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图28：2022 年全球玻纤需求量约为 1200 万吨



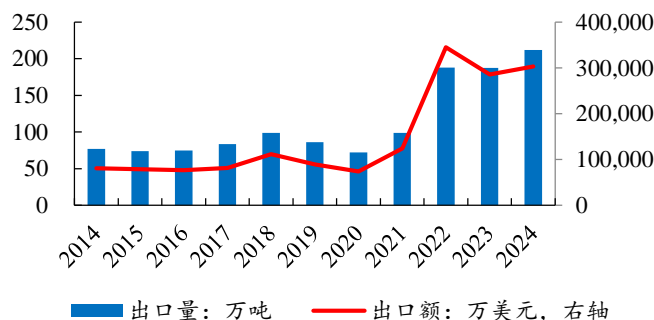
数据来源：中国玻璃纤维工业协会、前瞻产业研究院

图29：2024 年中国玻纤进口量为 10.78 万吨



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图30：2024 年中国玻纤出口量为 211.88 万吨



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

中国玻纤企业 VS 国外玻纤企业优势三：技术优势。首先，玻璃纤维行业是典型的高资本投入行业，以粗纱为例，根据国际复材招股说明书数据，每万吨玻璃纤维所需固定资产投资约为 1 亿元，而且单条产线生产能力越高，固定资产投资额的边际上涨效应越小。根据吴永坤等《中国玻纤技术发展回顾及展望》的数据，中国玻纤企业单条生产线产能通产为 10-15 万吨，欧美玻纤企业单条生产线产能通产为 6-8 万吨，因此可以推断，在其他条件相同的条件下，国内玻纤企业单位生产成本更低。同时，中国玻纤企业在熔化率、燃烧方式、自动化水平和人均劳动生产效率方面均较欧美企业有较大优势，因此可推断中国玻纤企业的技术优于国外企业，综合竞争力更强。

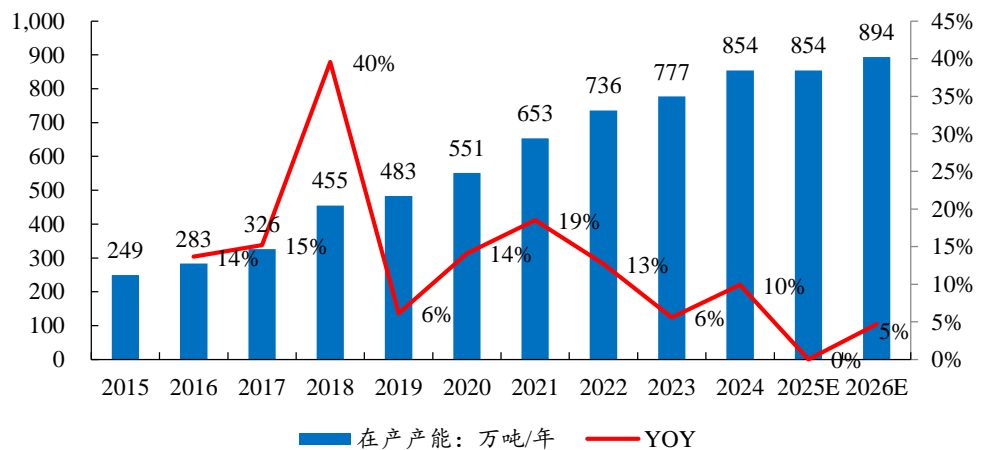
表5：中国增强玻璃纤维池窑生产线综合优势更强

项目	中国生产线	欧美生产线	对比情况	备注
单条生产线产能 / 万 t	10-15	6-8	高出 50%	-
熔化率 /h·m ²	3 - 3.5	2.5 - 3.4	更高	-
单块漏板产量 (4000 孔) /h·d ⁻¹	3.5	3.5	相同	-
能耗 /kcal·kg ⁻¹ 玻璃	960 - 1000	960 - 1000	相同	-
燃烧方式	纯氧立体燃烧 + 电助熔	纯氧燃烧 + 电助熔	更优化	-
自动化水平	全线自动化	全线自动化	自动化与智能化更好	国产化率 80%，投资低
人均劳动生产率 /h 产品·人 ⁻¹	250 - 300	250 - 280	用人少	-

资料来源：《中国玻纤技术发展回顾及展望》吴永坤等、开源证券研究所

2.3.2、国内供给：中国玻纤企业产能较充足，但产能增长整体可控

中国玻纤产能增长边际放缓，处于合理增长的水平。根据卓创资讯的统计数据，2024年中国玻纤总产能为854万吨，同比增长10%，而2015-2024年均增速为14.7%，说明整体产能增长有所放缓。新增产能方面，预计2025-2026年国内新增玻纤产能仅为40万吨，说明未来两年行业整体产能增长可控，不至于出现较大的产能闲置和过剩问题。

图31：我国玻纤产能整体维持增长态势，但增长趋势放缓


数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

表6：2025-2026年我国玻纤规划投产产能合计40万吨

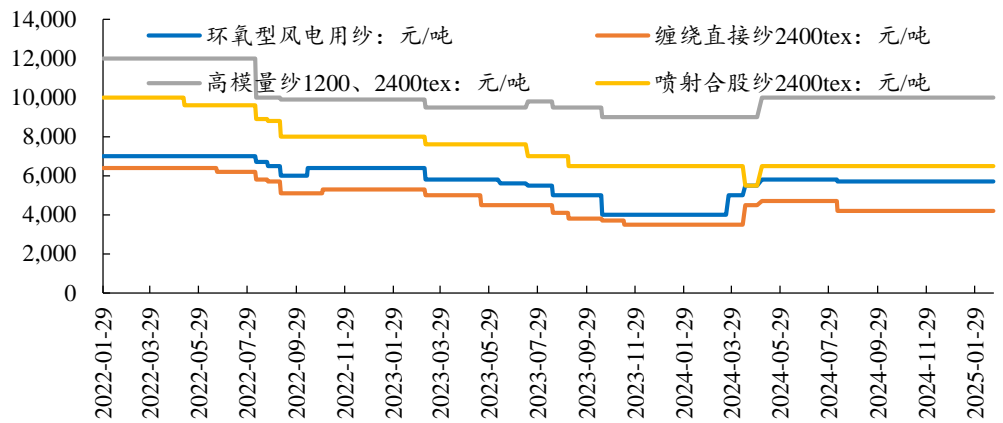
企业	工艺路线	预计投产时间	产能 (万吨/年)	所在省份
邢台金牛	池窑法	2025-06-30	15	河北省
泰山玻纤	池窑法	2025-06-30	15	山东省
中材金晶玻纤	池窑法	2026-06-30	4	山东省
江西大华	池窑法	2026-01-30	3	江西省
安徽丹凤	池窑法	2025-10-31	3	安徽省
总计	-	-	40	-

数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

2.3.3、国内价格与库存：价格阶段性上行后基本企稳，库存中高位但有边际改善

价格方面，2024Q2 国内玻纤价格见底之后开始回升并基本企稳。根据卓创咨询的数据，截至 2025.2.21，国内高模量纱 1200、2400tex、喷射合股纱 2400tex、环氧型风电用纱和缠绕直接纱 2400tex 的出厂均价分别为 10000 元/吨、6500 元/吨、5700 元/吨和 4200 元/吨，较前期 2024Q1 低点均有所回升，并且目前基本企稳。回顾国内 2024 年玻纤价格，2024Q1 为低点，后续随着中国巨石、山东玻纤等企业陆续发布提价公告之后，玻纤行业价格整体迎来了一轮上行。展望后续玻纤价格，目前中国巨石、山东玻纤已经发布提价公告，后续其他企业或有望陆续跟随发布提价公告。

图32：玻纤价格在 2024Q2 迎来阶段性上涨后基本保持稳定



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

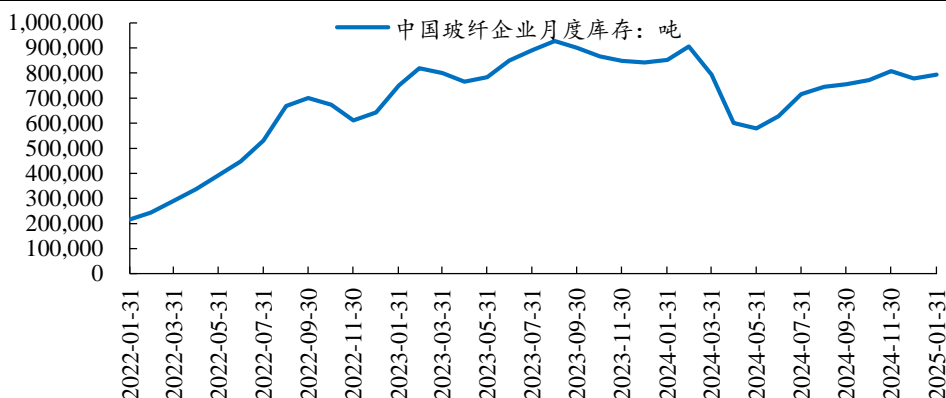
表7：部分玻纤企业开始上调报价

企业	具体内容
上轮玻纤涨价	中国巨石 自 2024 年 3 月 25 日起，公司直接纱涨价 200-400 元/吨，丝饼纱涨价 300-600 元/吨
本轮玻纤涨价	中国巨石 自 2024 年 11 月 27 日起，对公司全系列风电纱产品复价 15-20%，对热塑短切产品复价 10-15%，对短切毡产品复价 300 元/吨。（已签订合同仍按原合同约定执行，并根据条款约定友好协商）
	山东玻纤 公司于 2024 年 11 月 28 日发布《调价告知函》，为实现公司健康稳定可持续发展，对热塑短纤、热塑长纤复价 10%-15%，风电纱复价 15%-20%（已签订合同的仍按照原合同约定执行）

数据来源：中证网、Wind、开源证券研究所

库存方面：国内玻纤行业库存中高位，有望迎来新一轮下降。根据卓创咨询的数据，2024 年 12 月国内玻纤企业月度库存为 77.85 万吨，是自 2024 年 5 月以来首次月度库存环比改善。回顾国内上一轮库存去化，是自 2024 年 3 月开始至 2024 年 5 月结束。而且，本轮库存去化与玻纤企业发布涨价公告时间基本重合，因此属于涨价下游补库存带动玻纤企业去库存的逻辑。展望后续玻纤行业库存，我们认为，在玻纤需求逐步转暖的背景下，随着越来越多的玻纤企业宣布涨价，有望进一步带动下游客户合理补充库存的需求，玻纤行业库存有望迎来新一轮的去化。

图33：2024年12月我国玻纤月度库存边际改善



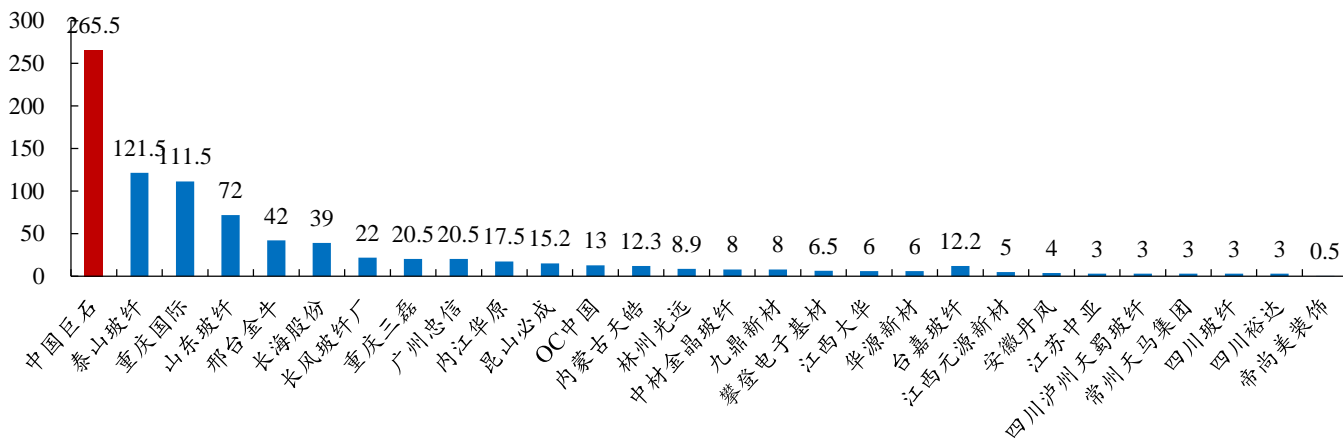
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

3、成本为王时代，四大优势铸就中国巨石综合竞争力

3.1、优势一：产能优势充足，产销量国内领先

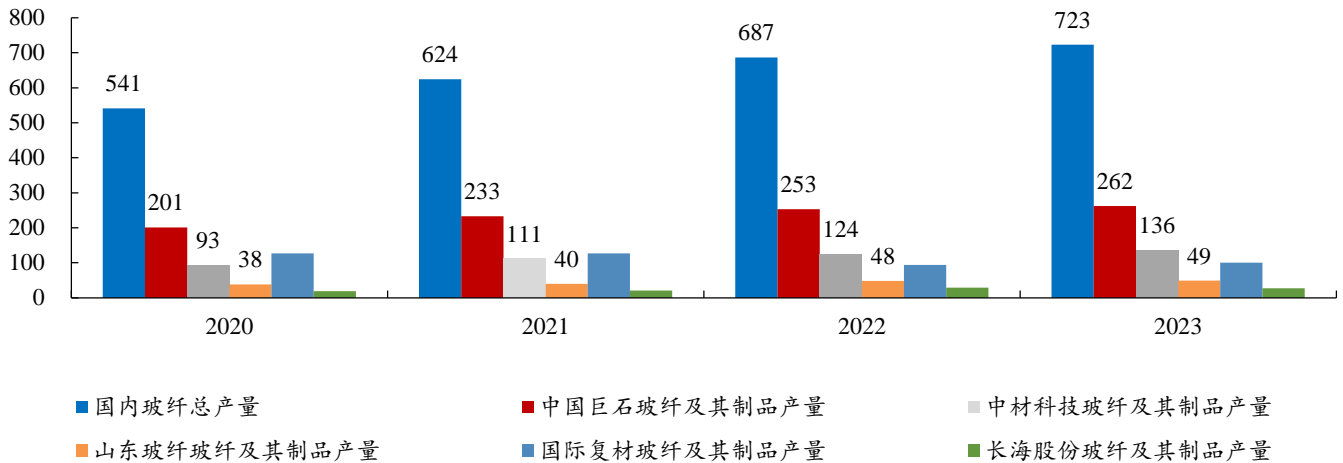
玻纤产能优势明显，产销量国内领先。据卓创资讯统计，截至2024年底，我国玻纤企业目前数量共约30家，产能合计约854万吨/年，其中公司产能265.5万吨/年，占比约31%，产能优势明显。产销量方面，公司2020-2023年产销量逐年稳定增长，2023年玻纤及其制品产销量分别为262.45万吨和248.14万吨，领先于国内其他公司。

图34：公司玻纤产能优势明显 (万吨/年)

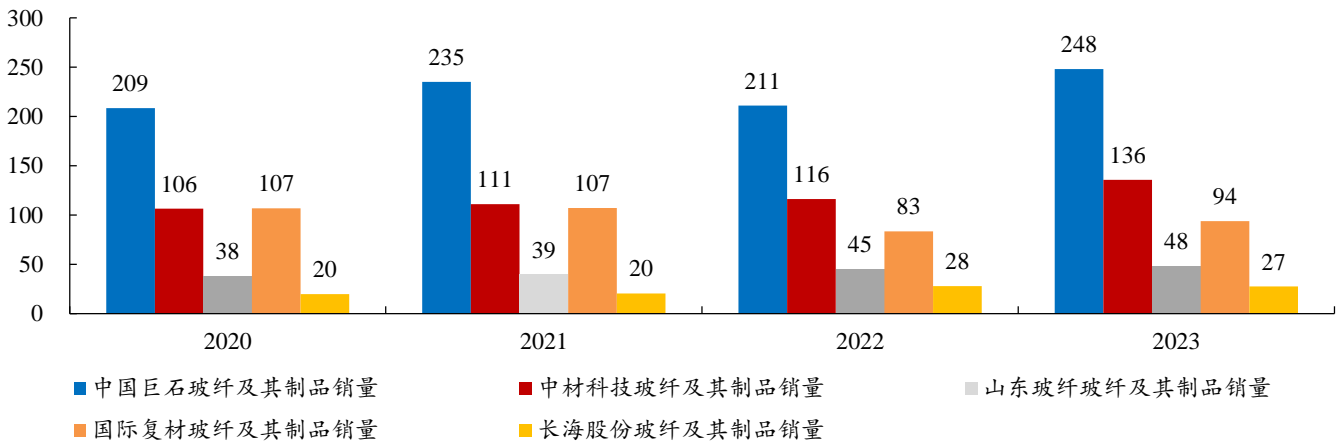


数据来源：卓创咨询、开源证券研究所

注：此处仅展示前28家产能

图35：公司玻纤及其制品产量国内领先（万吨）


数据来源：各公司年报、各公司信用评级报告、各公司跟踪评级报告、开源证券研究所

图36：公司玻纤及其制品销量国内领先（万吨）


数据来源：各公司年报、各公司信用评级报告、各公司跟踪评级报告、开源证券研究所

3.2、优势二：成本优势显著，综合盈利能力国内领先

主要生产基地叶腊石资源丰富。玻纤及其制品生产所需原材料主要为叶腊石、石灰石等矿石及天然气等燃料。我国叶腊石储量主要分布在福建和浙江两省，占据了全国储量的75%以上，江西、新疆、北京、内蒙古、黑龙江、安徽等地也有分布。公司主要生产基地位于浙江省桐乡市，邻近叶腊石资源产地，其次九江生产基地靠近浙江和福建，地处位置资源丰富。一方面，公司从生产基地周边矿山获取叶腊石，并通过与主要供应商签订长期采购协议，采购及运输成本较低，可以很大程度上满足公司叶腊石采购需求；另一方面，公司子公司桐乡磊石微粉有限公司拥有叶腊石微粉产能130万吨/年，在另一种程度上可以满足公司叶腊石采购需求。

表8：浙江叶腊石储量丰富

地区	矿区数 (个)	基础储量 (万吨)	储量 (万吨)	资源量 (万吨)	查明资源储量 (万吨)
全国	67	3411.71	950.89	6868.27	10279.98

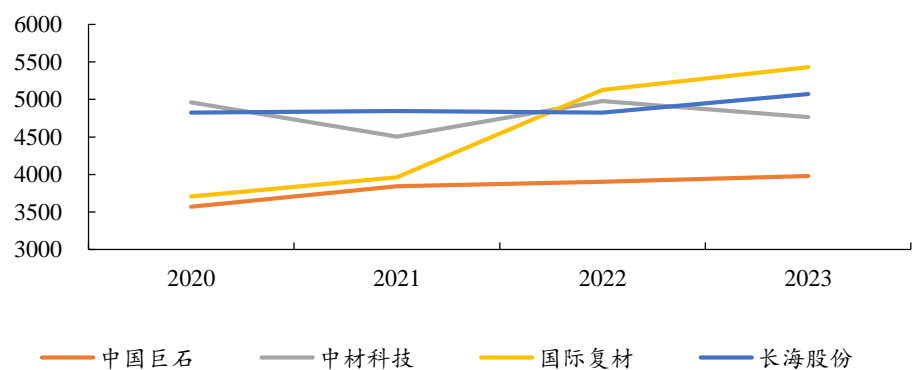
地区	矿区数 (个)	基础储量 (万吨)	储量 (万吨)	资源量 (万吨)	查明资源储量 (万吨)
浙江	30	880.17	192.37	3814.19	4694.36
福建	22	2210.72	585.16	1051.28	3262
江西	5	-19.9	—	1242.69	1242.69
新疆	3	39.8	35.8	219.39	259.19
北京	1	142.81	106.46	225.82	368.63
内蒙古	1	96.93	—	184.1	281.03
黑龙江	1	23.98	19.9	48.9	72.88
安徽	1	17.3	11.2	—	17.3
广东	1	—	—	40.5	40.5
广西	1	—	—	31.7	31.7
甘肃	1	—	—	9.7	9.7

资料来源：开源证券研究所数据来源：杜鹏《我国叶蜡石资源特征及其开发利用前景》、开源证券研究所

原材料采购保障能力强。公司对其他材料供应商具有较强的议价能力，并坚持“年度招标、公开招标”原则，通过竞争性谈判、多方比价和签订长期协议等方式降低采购成本。海外生产则主要使用当地原材料，并根据供需情况调整配比。能源方面，公司天然气主要依靠管道运输的西气和川气，同时从市场采购其他气源补充。总体而言，公司主要原燃料的采购保障程度较高。

单位成本较低。据各公司年报数据披露，2020-2023年玻纤及其制品单位成本大体呈现上升趋势。其中国际复材变化幅度最大，由3706元/吨上升至5429元/吨。相较于其他公司而言，中国巨石玻纤及其制品单位成本在各个年份均最低，且其成本上涨趋势较为缓慢，由3569元/吨上升至3980元/吨，说明中国巨石成本控制得当，具备成本优势。

图37：中国巨石玻纤及其制品单位成本有优势（元/吨）



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

具备规模优势，控本能力更强。截至2023年，公司共有19条在产玻璃纤维纱产线及4条电子布产线，对应产能分别为241.6万吨/年、9.6亿米/年，是世界上最大的玻纤生产商，产能优势明显。另外，由各公司产能利用率数据可知，中国巨石产能利用率从2020年逐年上升至2022年，即由92.15%上升至107.72%，2023年小幅度下降至102.68%。相较于另外两家可比公司而言，公司产能消化情况更佳，生产能力得到有效利用。综上，说明公司单位产品生产成本低优于可比公司，成本控制能力

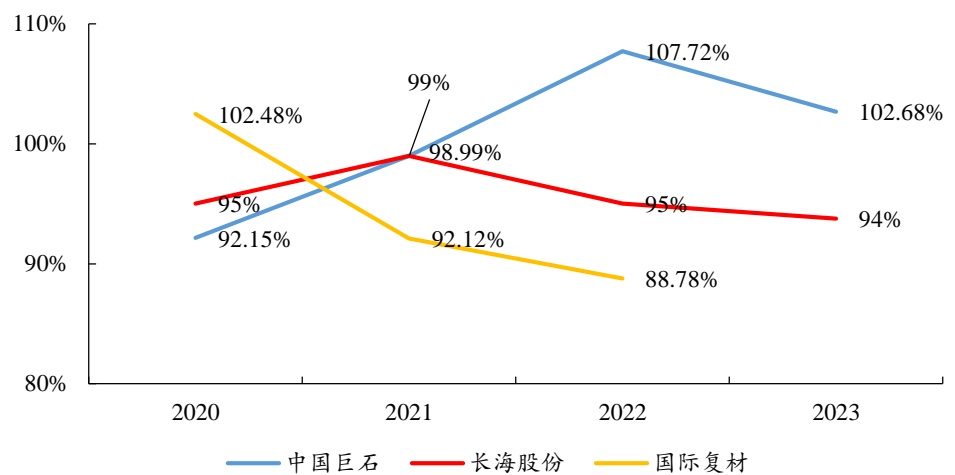
较强。

表9：2023年中国巨石产线产能情况（玻璃纤维纱：万吨/年、电子布：亿米/年）

生产基地	产品类型	截至2023年末生产线数量（条）	截至2023年末设计产能
桐乡基地	玻璃纤维纱	8	113
成都基地	玻璃纤维纱	3	40
九江基地	玻璃纤维纱	4	55
埃及基地	玻璃纤维纱	3	24
美国	玻璃纤维纱	1	9.6
合计	玻璃纤维纱	19	241.6
桐乡基地	电子布	4	9.6

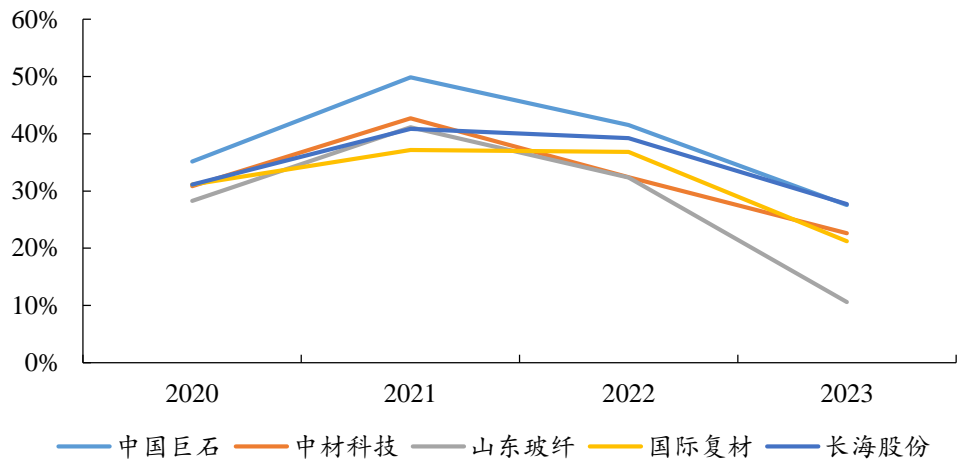
资料来源：公司跟踪评级报告、开源证券研究

图38：中国巨石产能利用率较高



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

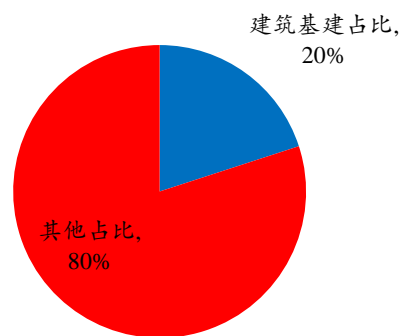
玻纤及其制品毛利率优于同行。由各公司数据可知，五家公司的毛利率在2021年均达到峰值后逐年下降，尤其是2022年和2023年下降明显。2023年所有公司毛利率较低，即使在行业整体下滑的情况下，中国巨石毛利率仍高于除长海股份外的另外三家企业，为27.57%。这说明中国巨石成本控制得当，盈利能力较强，且产品具备较强竞争力。

图39：中国巨石玻纤及其制品毛利率较高


数据来源：各公司年报、开源证券研究所

3.3、优势三：产品结构优势，高端化转型持续推进中

产品转型升级，高端产品比例不断上升。公司主要产品为无碱玻璃纤维及其制品，产品种类丰富，具体产品有无碱玻璃纤维无捻粗纱、短切原丝、连续毡、针织复合毡、短切毡、热塑纱、风电纱以及电子纱和电子布，产品应用领域非常广泛。根据公司公告，公司目前产品结构建筑基建占比约 20%，其他产品占比约 80%，公司产品结构正在转型升级。公司电子纱和电子布现有产能 27 万吨/年和 9.6 亿米/年，公司全资子公司巨石集团淮安有限公司拟投资建设年产 10 万吨电子级玻璃纤维零碳智能生产线项目，未来产能将进一步增加。

图40：公司 2024 年建筑领域占比下降至 20%，产品向高端化发展


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表10：公司产品持续转型升级

产品类型	具体介绍	应用领域
无碱玻璃纤维无捻粗纱	一种高性能增强材料，具有良好的集束性和成带性，适用于多种树脂增强系统，主要成分是铝硼硅酸盐，具有优异的化学稳定性、电绝缘性能和强度	交通运输（汽车配件的制造，如车身板、内饰件等）、航空航天（制造飞机和火箭的结构部件）、建筑领域（增强材料）、风能领域（风力涡轮机叶片）
短切原丝	将连续原丝切成一定长度的短丝，且这些切断后	汽车工业（汽车配件）、建筑行业（增强砂浆混凝土）、

产品类型	具体介绍	应用领域
	的原丝段之间没有进行任何形式的结合，具有良好的干态流动性和湿态分散性	电子电器（电子电器制品）等领域
连续毡	一种由连续纤维制成的无纺增强材料，主要用于复合材料的增强基材，具有良好的柔韧性、耐腐蚀性及透气性	复合材料的成型工艺，如不饱和聚酯、乙烯基、环氧树脂的 RTM 及真空成型工艺、以及风电叶片、汽车内饰、家居纺织等领域
针织复合毡	一种将不同类型的纤维或毡层通过针织工艺复合在一起形成的高性能复合材料，具有高强度和高模量、良好的柔韧性和抗冲击性能	汽车领域（汽车内饰材料）；建筑领域（地板隔音、屋顶防水、防潮等）；工业领域（各种树脂增强系统）
短切毡	一种通过将连续玻璃纤维原丝切割成一定长度后，无定向地均匀分布，并配以聚酯粉末或乳液粘结剂制成的玻璃纤维无纺增强材料	工业制品；汽车和船舶制造；制造建筑材料、桌椅家具等各种玻璃钢复合材料制品
热塑纱	一种将连续玻璃纤维与热塑性纤维复合而成的干态热塑性预浸料，具有产品冲击韧性好、易回收利用、成型工艺简单、玻纤含量高、力学性能优异等优点	汽车轻量化、电子电器、建筑材料
风电纱	一种专用于风力发电领域的电子级玻璃纤维纱，常由高强度纤维材料制成，具有优异的耐磨损、抗紫外线和耐候性能	风力发电机组的叶片、机舱罩和塔筒等部件的增强材料
电子纱	一种特殊的纤维原料，通常由合成纤维、金属丝和其他添加剂组成，单丝直径不超过 9 微米，具备优异的耐热性、耐化学性、电气及力学性能，根据单丝直径的不同，可分为粗纱、细纱、超细纱以及极细纱等类型	电子产品、通信设备
电子布	电子级玻璃纤维纱织造而成的高档产品，根据厚度可以分为厚型、薄型、超薄型和极薄型四种，具有绝缘、高强度、高耐热、高耐燃性、电气特性佳及尺寸安定性佳等优点	智能手机、消费级电子产品、服务器、汽车电子、国防军工、航空航天及其他高科技电子产品；覆铜板的基础材料

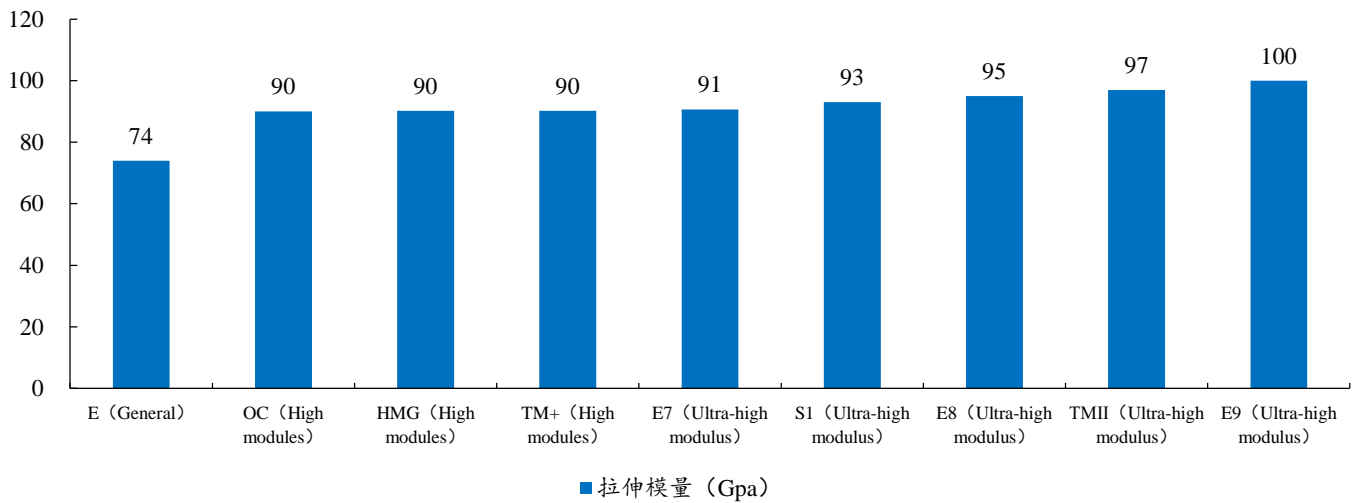
资料来源：公司公告、中国巨石跟踪评级报告、开源证券研究所

风电纱技术优于同行。公司自主研发的 E9 高强高模风电用玻纤纱，具备 100GPA 的模量，满足风电叶片大型化、轻量化的需求，显著提升了风电设备的性能与寿命。随着风电装机规模不断扩大，在风机大型化趋势下，叶片成本占比上升，作为叶片主要原材料的风电纱需求显著增长，公司风电纱产品目前占比约 20%，未来在需求的推动下，有望继续增加。

表11：风电纱主要厂商产品型号介绍

主要企业	第一代	第二代	第三代	第四代
中国巨石	E6	E7	E8	E9
国际复材	TM	TM+	TMII	—
泰山玻纤	TCR	HMG	S-1 HM	THM-1
OCV	WS2000	WS3000	WS4000	—

资料来源：李成良等《复合材料在大型风电叶片上的应用与发展》、开源证券研究所

图41：中国巨石产品 E9 模量领先


数据来源：李成良等《复合材料在大型风电叶片上的应用与发展》、开源证券研究所

3.4、优势四：全球化业务布局，国外产能充足且盈利能力较强

海外产能布局埃及和美国。根据公司公告的数据，公司目前拥有两个海外基地，分别是埃及和美国。公司埃及拥有四条无碱玻璃纤维纱，合计产能达 32 万吨。公司在美国拥有一条无碱玻璃纤维纱生产线，产能为 9.6 万吨。同时，公司拥有海外子公司 12 家，海外经销商一家。充足的产能、完善的子公司和销售渠道布局为公司海外业务扩展打下坚实基础。

表12：公司海外产能充足

生产基地	生产线	主要产品	设计产能：万吨	投产状态
埃及	无碱玻纤生产线一期	无碱玻璃纤维纱	8	投产
	无碱玻纤生产线二期	无碱玻璃纤维纱	8	投产
	无碱玻纤生产线三期	无碱玻璃纤维纱	4	投产
	无碱玻纤生产线四期	无碱玻璃纤维纱	12	投产
美国	一号生产线	无碱玻璃纤维纱	9.6	投产

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表13：公司海外子公司和经销商布局完善

海外子公司	海外独家经销商
巨石西班牙公司	
巨石集团南非华夏复合材料有限公司	
巨石集团香港有限公司	
巨石集团（香港）华夏复合材料有限公司	
巨石集团（巴西）华夏复合材料有限公司	德国汉姆公司
巨石意大利公司	
巨石印度有限公司	
巨石韩国公司	
巨石加拿大公司	

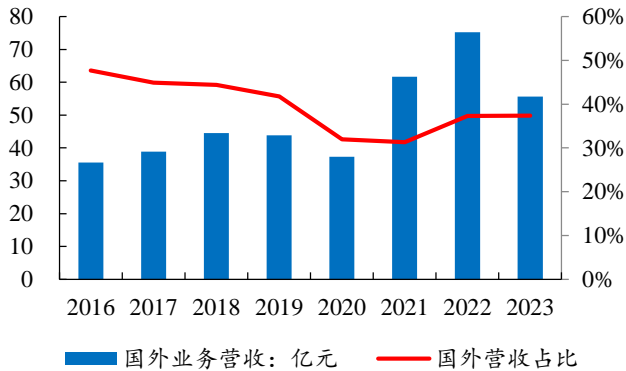
巨石法国公司

巨石美国公司

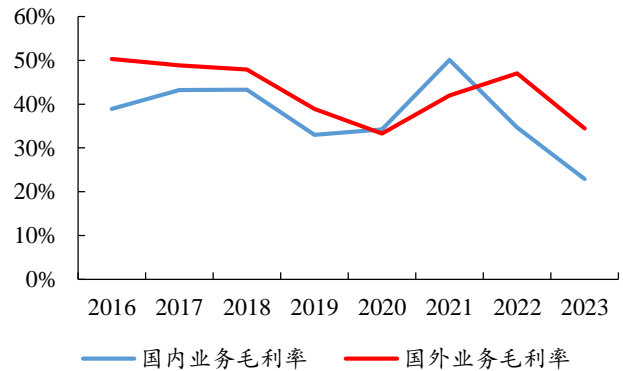
巨石日本公司

资料来源：公司官网、开源证券研究所

国外业务收入占比较高，综合盈利能力更强。公司 2023 年国外业务收入占比为 37.37%，较 2022 年环比微增，国外业务收入占比处于较高的水平。盈利能力方面，公司国外业务 2023 年毛利率为 34.46%，显著高于国内业务毛利率水平。

图42：公司国外收入占比较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：公司国外业务毛利率总体优于国内业务


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测

关键假设：

玻纤及制品：公司玻纤及制品主要分为两大类产品：粗纱和电子纱。粗纱方面，目前行业整体库存依旧处于中高位，但考虑到下游如风电、出口等需求较为强劲，我们预计 2024-2026 年公司粗纱销量还是将维持增长态势。电子纱方面，下游主要为消费电子、汽车、家电等行业，我们认为，随着消费电子国补的实行以及汽车降价补贴活动的带动，电子纱行业有望迎来量价齐升。我们预计 2024-2026 年公司玻纤及制品业务分别实现营业收入 155.4 亿元、182.0 亿元、200.6 亿元，营收增速分别为 +7.77%、+17.11%、+10.22%，对应毛利率分别为 26.2%、28.0%、29.9%。

二、其他主营业务：公司其他主营业务占整体收入比重较小，我们认为该板块或将维持较为稳定的增长。我们预计 2024-2026 年公司其他主营业务分别实现营业收入 1.41 亿元、1.45 亿元、1.50 亿元，营收增速分别为 +3.00%、+3.00%、+3.00%，对应毛利率分别为 2.24%、2.24%、2.24%。

表14：公司主营业务分产品收入及利润拆分（亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	144.23	155.43	182.03	200.64
YOY	-14.49%	7.77%	17.11%	10.22%
玻纤及制品				
成本	104.47	114.72	131.11	140.75
毛利	39.76	40.71	50.92	59.88
毛利率	27.57%	26.19%	27.97%	29.85%
其他主营业				
营业收入	1.37	1.41	1.45	1.50

务	YOY	5.94%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	1.34	1.38	1.42	1.46	
毛利	0.03	0.03	0.03	0.03	
毛利率	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

国内玻纤行业龙头企业，产品品类布局完善，成本优势行业领先。我们认为，当前玻纤行业已经来到了本轮周期的较低点，后续随着行业内各企业主动提价叠加下游需求复苏，玻纤行业有望迎来新一轮上行周期。PE 方面，我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 21.7 亿元、28.9 亿元、34.0 亿元，当前股价对应 PE 为 22.0、16.5、14.1 倍。我们选山东玻纤、中材科技、长海股份作为公司可比公司，行业平均 PE 分别为 21.5、41.2、18.4 倍，中国巨石 PE 低于可比公司平均水平。PB 方面，我们预计 2024-2026 年公司实现 BPS 7.42、7.77、8.21 元，当前股价对应 PB 为 1.6、1.5、1.6 倍。选取山东玻纤、中材科技、长海股份、国际复材作为公司可比公司，行业平均 PB 分别为 1.4、1.3、1.3 倍，公司 PB 略高于可比公司平均水平。考虑到公司产能规模全国领先，叠加新产能投放需要爬坡周期，因此 PB 高于可比平均水平具备有一定的合理性。首次覆盖给予“买入”评级。

表15：中国巨石 PE 低于可比公司平均水平

证券代码	证券简称	最新市值 (百万元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
605006.SH	山东玻纤	3977.3	105.3	-98.0	42.0	120.0	37.8	-40.6	94.7	33.1
002080.SZ	中材科技	24970.5	2224.3	930.7	1403.7	1778.3	11.2	26.8	17.8	14.0
300196.SZ	长海股份	4557.2	296.1	283.4	410.8	567.6	15.4	16.1	11.1	8.0
			平均值				21.5	21.5	41.2	18.4
600176.SH	中国巨石	47717.4	3044.4	2172.7	2893.6	3396.2	15.7	22.0	16.5	14.1

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：Wind 一致预期中国复材利润有负数的情况，因此市盈率估值法中未进行比较；山东玻纤 2024 年市盈率为负数，2024 年行业平均 PE 已经剔除该数据。股价为 2025 年 3 月 12 日收盘价，中国巨石盈利预测来自开源证券研究所，其余数据来自于 Wind 一致预期

表16：中国巨石 PB 略高于可比公司平均水平

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	每股净资产 (元)				PB			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
605006.SH	山东玻纤	6.51	4.39	4.20	4.22	4.37	1.5	1.6	1.5	1.5
002080.SZ	中材科技	14.88	11.06	11.30	11.85	12.54	1.3	1.3	1.3	1.2
300196.SZ	长海股份	11.15	10.68	11.46	12.29	13.44	1.0	1.0	0.9	0.8
301526.SZ	国际复材	3.47	2.27	2.18	2.19	2.24	1.5	1.6	1.6	1.5
			平均值				1.4	1.4	1.3	1.3
600176.SH	中国巨石	11.92	7.15	7.42	7.77	8.21	1.7	1.6	1.5	1.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：股价为 2025 年 3 月 12 日收盘价，中国巨石盈利预测来自开源证券研究所，其余数据来自于 Wind 一致预期

5、风险提示

下游需求不及预期。当前玻纤行业下游需求仍较为低迷，若复苏节奏较慢，下游需求回暖低于预期，玻纤企业的业绩增长也会受到影响。

价格上行不及预期。目前玻纤行业实行涨价去库存的策略，但是目前整体价格仍然低于行业前期正常水位时期的均价，后续各个企业希望继续将玻纤价格提升至行业合理水平。如若下游客户不接受价格上行进而导致涨价不及预期，会进一步影响到公司的利润释放。

供给增加的风险。玻纤行业目前整体供给处于较为充盈的水平，如若相关企业产能持续增长，或将造成供给过剩和价格下行，进而影响公司利润的释放。

公司产能爬坡不及预期的风险。公司后续有持续的产能扩张计划，虽然产能扩张增速有所放缓，但如若新增产能爬坡较慢，将导致公司折旧额增长进而影响利润释放。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11917	13388	15841	17449	14782
现金	2636	3126	10030	6008	7769
应收票据及应收账款	1875	2463	627	2265	981
其他应收款	1425	1412	837	1788	1101
预付账款	61	72	33	89	46
存货	4129	4533	2532	5518	3104
其他流动资产	1791	1782	1782	1782	1782
非流动资产	36717	38686	31648	33829	34691
长期投资	1419	1652	1968	2263	2557
固定资产	28903	31859	25392	27315	27998
无形资产	945	1065	1123	1158	1208
其他非流动资产	5450	4111	3163	3093	2927
资产总计	48634	52074	47489	51279	49473
流动负债	12767	14453	11441	14652	12190
短期借款	4360	6246	6246	6246	6246
应付票据及应付账款	3676	3381	1013	3932	1626
其他流动负债	4731	4825	4182	4473	4317
非流动负债	7069	7623	4915	4006	2808
长期借款	5809	6041	3333	2424	1225
其他非流动负债	1260	1582	1582	1582	1582
负债合计	19836	22076	16356	18658	14998
少数股东权益	1200	1356	1419	1514	1625
股本	4003	4003	4003	4003	4003
资本公积	3195	3195	3195	3195	3195
留存收益	20255	21214	22711	24709	27042
归属母公司股东权益	27598	28642	29714	31107	32850
负债和股东权益	48634	52074	47489	51279	49473

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4124	867	5178	1464	6569
净利润	6820	3157	2236	2988	3508
折旧摊销	1734	2060	1802	1909	2093
财务费用	266	232	226	101	68
投资损失	32	-209	-74	-62	-62
营运资金变动	-2322	-3644	1963	-2463	1973
其他经营现金流	-2406	-728	-975	-1009	-1010
投资活动现金流	-1247	98	6255	-3050	-1910
资本支出	5547	1460	-5553	3796	2661
长期投资	1120	-481	-317	-295	-294
其他投资现金流	3181	2039	1018	1041	1045
筹资活动现金流	-2467	-470	-4529	-2436	-2897
短期借款	426	1887	0	0	0
长期借款	287	232	-2708	-909	-1198
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3179	-2589	-1821	-1527	-1699
现金净增加额	403	496	6903	-4022	1762

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20192	14876	11795	13765	15146
营业成本	13004	10710	8736	9954	10661
营业税金及附加	170	222	118	142	165
营业费用	158	173	113	125	144
管理费用	685	703	579	681	681
研发费用	577	519	356	419	470
财务费用	266	232	226	101	68
资产减值损失	-35	-5	0	0	0
其他收益	276	322	15	207	205
公允价值变动收益	-19	14	10	44	48
投资净收益	-32	209	74	62	62
资产处置收益	2573	935	935	935	935
营业利润	8124	3776	2670	3561	4181
营业外收入	17	27	29	30	26
营业外支出	102	95	74	81	88
利润总额	8039	3708	2626	3509	4119
所得税	1219	550	390	521	612
净利润	6820	3157	2236	2988	3508
少数股东损益	210	113	63	94	112
归属母公司净利润	6610	3044	2173	2894	3396
EBITDA	10341	6451	4835	5723	6516
EPS(元)	1.65	0.76	0.54	0.72	0.85

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	2.5	-26.3	-20.7	16.7	10.0
营业利润(%)	11.1	-53.5	-29.3	33.4	17.4
归属于母公司净利润(%)	9.6	-53.9	-28.6	33.2	17.3
获利能力					
毛利率(%)	35.6	28.0	25.9	27.7	29.6
净利率(%)	33.8	21.2	19.0	21.7	23.2
ROE(%)	23.7	10.5	7.2	9.2	10.2
ROIC(%)	20.2	9.7	8.8	9.7	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8	42.4	34.4	36.4	30.3
净负债比率(%)	34.9	39.4	5.5	15.0	5.7
流动比率	0.9	0.9	1.4	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.6	1.1	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	12.1	9.7	11.2	11.7	11.2
应付账款周转率	5.2	3.8	4.9	4.8	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.65	0.76	0.54	0.72	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	0.22	1.29	0.37	1.64
每股净资产(最新摊薄)	6.89	7.15	7.42	7.77	8.21
估值比率					
P/E	7.2	15.7	22.0	16.5	14.1
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	5.7	9.4	10.5	9.5	7.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

28 / 30

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn