



中国巨石 (600176.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

走出周期底部，迎新需求周期

全球玻纤龙头，走出周期底部，毛利率逐季修复

当前中国巨石具备粗纱总产能合计 289 万吨、在产产能合计 259 万吨，电子纱 27 万吨，全球市占率达 25%、国内市占率 40%。国内共有 4 个生产基地，海外共有埃及+美国 2 个生产基地，2024 年公司海外收入 59.3 亿元、占比达 37.4%。

24Q1 巨石毛利率仅高于 2008 年次贷金融危机时期，部分玻纤二三线公司单季度处于亏损现金流状态，24Q4 巨石单季度毛利率 28.58%，较 24Q1 底部毛利率回升 8.45pct，毛利率逐季修复，玻纤行业走出周期底部。

需求结构性回暖、供给压力测试尾声

玻纤行业需求，①风电纱：内需景气方向，2024 年全国风电设备公开招标量 164.1GW、同比+90%，预计 2025 年我国风电新增装机达到 115GW，对应增速 31%。头部玻纤厂风电纱产品结构占比提升，其他领域用普通直接纱产能被挤占，粗纱实际供给降低，②电子布：中游制造环节稀缺的供给新增偏少品种，巨石在 7628 电子布环节领先优势更为明显，2 月末涨价函落地较为充分，③出口：俄乌可能带来的新建需求，及欧洲基建、新能源资本开支再启，玻纤外需敞口相对其他建材品种更为突出。

玻纤行业供给端，25Q2 是最后的压力测试期，25H2 新增产能预计将下降，随着国内需求逐步筑底回升，中低端玻纤价格或迎来向上弹性。25Q1 行业库存表现好于预期，期待后续各产品价格弹性。

成本管控+产品结构，核心竞争力继续增强

巨石毛利率领先同行，主因系①成本优势，包括整体规模优势、单线窑炉规模优势、叶腊石自给优势、浸润剂自给优势，②产品结构优势，高端产品（主要为风电、热塑、电子等）占比超 85%，下行期中毛利率受影响程度偏小，风电纱 E 系列产品持续迭代，③基地布局优势，应对“双反”，目前埃及基地盈利能力已超过国内。

盈利预测、估值和评级

我们看好公司①全球玻纤龙头，走出周期底部，毛利率逐季修复，②玻纤需求结构性回暖，供给压力测试期步入尾声，期待价格向上信号，③成本管控典范，产品结构+基地布局构筑核心竞争力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 35.31、42.10 和 45.90 亿元，现价对应动态 PE 分别为 15x、12x、11x，给以 2025 年 17 倍估值，目标价 14.98 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行波动风险；风电需求不及预期；行业产能投放超预期；原材料价格大幅波动。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyang10@gjzq.com.cn

分析师：赵铭 (执业 S1130524120004)

zhaoming@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.85 元

目标价 (人民币)：14.98 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,876	15,856	18,865	21,125	22,904
营业收入增长率	-26.33%	6.59%	18.98%	11.98%	8.42%
归母净利润(百万元)	3,044	2,445	3,531	4,210	4,590
归母净利润增长率	-53.94%	-19.70%	44.41%	19.25%	9.01%
摊薄每股收益(元)	0.761	0.611	0.882	1.052	1.146
每股经营性现金流净额	0.22	0.51	0.88	1.52	1.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.63%	8.14%	10.99%	12.15%	12.27%
P/E	12.93	18.65	14.41	12.08	11.09
P/B	1.37	1.52	1.58	1.47	1.36

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 全球玻纤龙头，走出周期底部.....	4
2 需求结构性回暖、供给压力测试尾声.....	6
2.1 需求：风电纱迎量价齐升，潜在弹性方向关注电子+出口.....	6
2.2 供给：压力测试步入尾声，25H2 新增产能预计将下降.....	9
2.3 一季度库存表现好于预期，期待后续价格弹性.....	10
3 成本管控+产品结构，核心竞争力继续增强.....	10
4 盈利预测与投资建议.....	12
4.1 盈利预测.....	12
4.2 投资建议及估值.....	14
风险提示.....	14

图表目录

图表 1： 中国巨石粗纱产线统计.....	4
图表 2： 玻纤及制品业务收入体量对比（单位：亿元）.....	5
图表 3： 玻纤及制品业务收入增速对比.....	5
图表 4： 玻纤上市公司产能规模比较.....	5
图表 5： 玻纤及制品业务毛利率对比.....	5
图表 6： 2012 年以来粗纱价格.....	5
图表 7： 2021 年以来粗纱行业库存.....	5
图表 8： 2024 年以来粗纱价格走势.....	6
图表 9： 中国巨石单季度毛利率.....	6
图表 10： 2024 年全国风电设备公开招标量 164.1GW、同比+90%.....	7
图表 11： 全国新增风电设备装机量及 yoy.....	7
图表 12： 7628 电子布价格.....	7
图表 13： 电子纱在产产能统计.....	8
图表 14： 中国巨石电子纱/电子布产线统计.....	8
图表 15： 2024 年中国玻璃纤维纱及制品出口统计.....	8
图表 16： 2021-2025 年粗纱行业新增产能统计.....	10
图表 17： 玻纤上市公司产能规模（单位：万吨）统计.....	11
图表 18： 玻纤上市公司单线窑炉规模（单位：万吨）统计.....	11
图表 19： 公司 E 系列高模量产品（主要用于风电领域）性能陆续迭代.....	11
图表 20： 2020-2024 年埃及基地收入及净利润.....	12



图表 21: 埃及基地与公司整体净利率比较	12
图表 22: 2020-2024 年美国基地收入及净利润	12
图表 23: 公司盈利预测拆分	13
图表 24: 可比公司估值比较 (市盈率法)	14



1 全球玻纤龙头，走出周期底部

截至 2025 年 2 月底，当前中国巨石具备粗纱总产能合计 289 万吨、在产产能合计 259 万吨，电子纱 27 万吨，根据公司官网数据，全球市占率达 25%、国内市占率 40%。国内共有浙江桐乡、江西九江、四川成都以及江苏淮安 4 个生产基地，海外共有埃及+美国 2 个生产基地，2024 年公司海外收入 59.3 亿元、占比达 37.4%。

2025 年产能主要增量来自：①九江智能制造 2 线 20 万吨，目前 2 月已点火 1 条 10 万吨，②桐乡 3 线 12 万吨于 1 月放水冷修，后期计划技改扩产至 20 万吨。

图表1：中国巨石粗纱产线统计

基地	产线	总产能（万吨/年）	在产产能（万吨/年）	产线状况	最近点火时间	最近冷修时间
浙江桐乡	1 线	6	0	冷修		2021 年 9 月
	2 线	12	0	冷修		2022 年 9 月
	3 线	12	0	冷修		2025 年 1 月
	4 线	18	18	在产	2016 年 1 月点火	
	5 线	18	18	在产	2016 年点火	
	6 线	3.5	3.5	在产	2015 年 6 月点火	
	智能生产 1 线	15	15	在产	2018 年 8 月点火	
	智能生产 2 线	15	15	在产	2020 年 6 月点火	
	智能生产 3 线	15	15	在产	2021 年 6 月点火	
	智能生产 4 线	15	15	在产	2021 年 9 月点火	
江西九江	1 线	10	10	在产	2018 年 2 月冷修、2018 年 5 月复产	
	2 线	12	12	在产	2018 年 3 月冷修、2018 年 5 月复产	
	3 线	12	12	在产	2018 年 2 月点火	
	智能制造 1 线	20	20	在产	2023 年 5 月点火	
四川成都	1 线	13	13	在产	2020 年 7 月点火	
	2 线	12	12	在产	2020 年 9 月点火	
	4 线	15	15	在产	2022 年 5 月点火	
江苏淮安	1 线	10	10	在产	2024 年 5 月点火	
	2 线	10	10	在产	2024 年 9 月点火	
埃及	1 线	12	12	在产	2022 年末冷修，2024 年中点火	
	2 线	8	8	在产	2016 年 6 月点火	
	3 线	4	4	在产	2017 年 9 月点火	
	4 线	12	12	在产	2022 年 12 月复产	
美国	1 线	9.6	9.6	在产	2019 年 5 月点火	
合计		289.1	259.1			

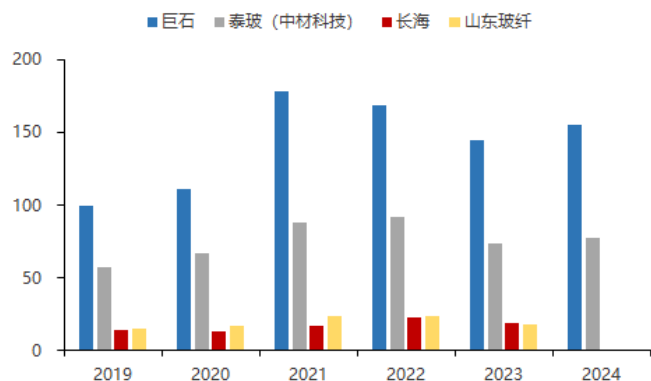
来源：卓创资讯，国金证券研究所

全球玻纤行业已经形成较为稳定的寡头竞争格局，中国巨石、泰山玻纤、国际复材、美国 OC、日本 NEG、山东玻纤六大玻纤生产企业年产能合计占全球玻纤总产能的 70%，其中我国玻纤 CR3（中国巨石、泰山玻纤、国际复材）产能占比 70%。

产能及收入规模角度，我们统计目前公司在产产能 259 万吨，超过泰山玻纤+国际复材在产产能总和，2024 年公司玻纤及制品业务收入达 154.8 亿元，约为行业第二名收入的两倍。盈利能力方面，2024 年公司玻纤及制品业务毛利率达 24.34%，领先行业第二名 6.67pct。

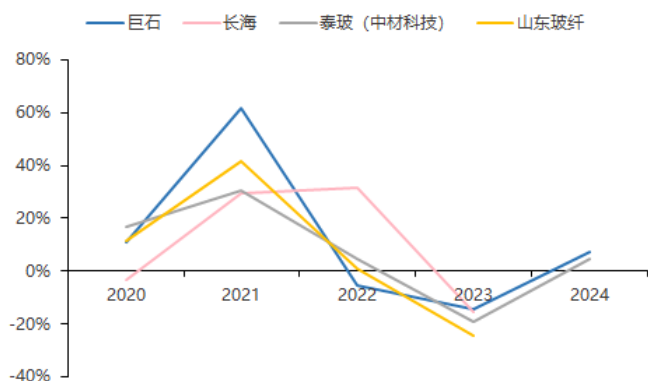


图表2：玻纤及制品业务收入体量对比（单位：亿元）



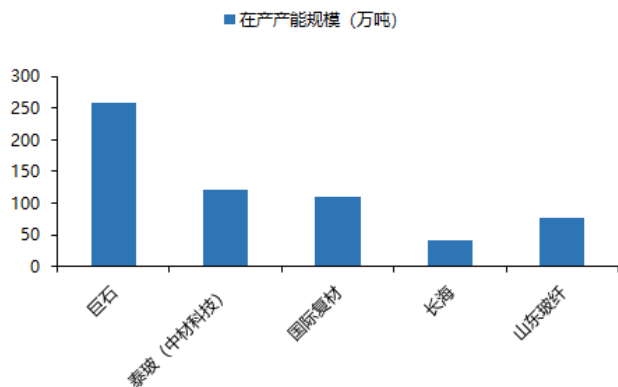
来源：wind，国金证券研究所

图表3：玻纤及制品业务收入增速对比



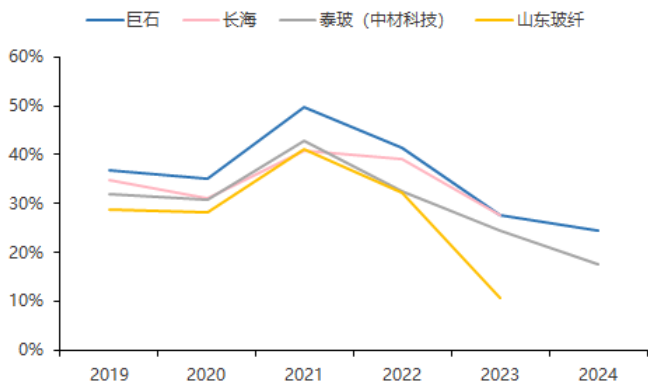
来源：wind，国金证券研究所

图表4：玻纤上市公司产能规模比较



来源：卓创资讯，国金证券研究所

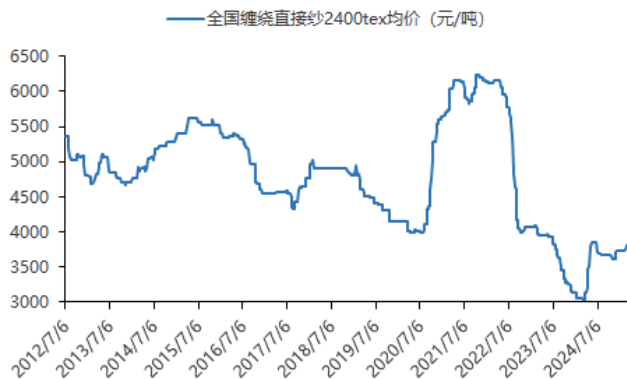
图表5：玻纤及制品业务毛利率对比



来源：wind，国金证券研究所

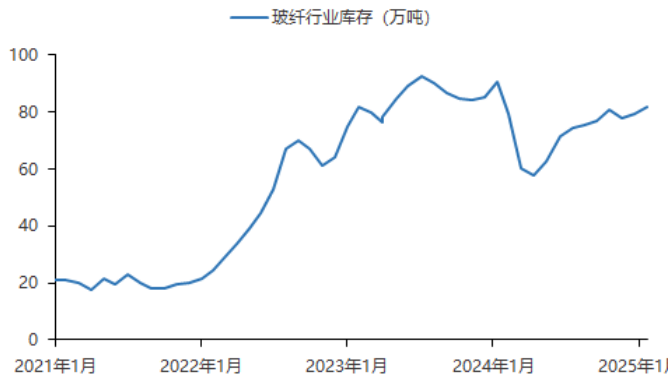
近期玻纤粗纱价格低点在 2024 年 Q1，随后龙头调整策略、引领行业复价，我们认为此举是巨石在行业定价权的体现。复盘过程来看，2024 年 3 月下旬玻纤龙头巨石宣布复价，直接纱复价 200-400 元/吨、合股纱复价 300-600 元/吨，复价主因系前期二三线企业大面积处于亏现金流状态，但产能出清节奏仍然较慢，因此基于行业供给端特性，头部企业审时调整价格策略。复价前全国缠绕直接纱 2400tex 最低点价格仅 3033 元/吨，经过 4-5 月两轮复价，24H2 价格稳定在 3600-3700 元/吨左右。

图表6：2012 年以来粗纱价格



来源：卓创资讯，国金证券研究所

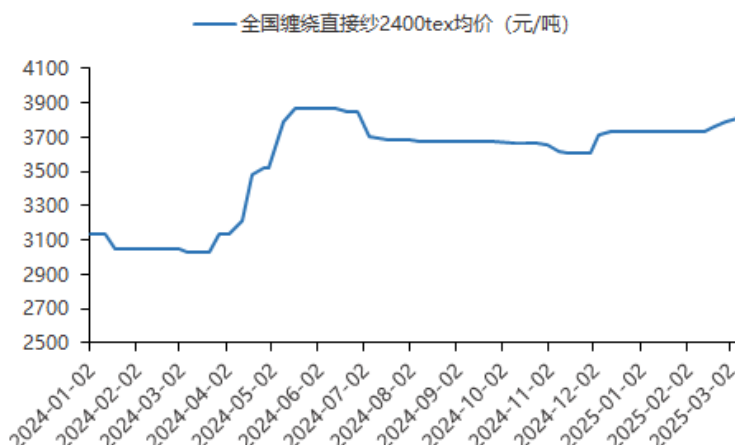
图表7：2021 年以来粗纱行业库存



来源：卓创资讯，国金证券研究所



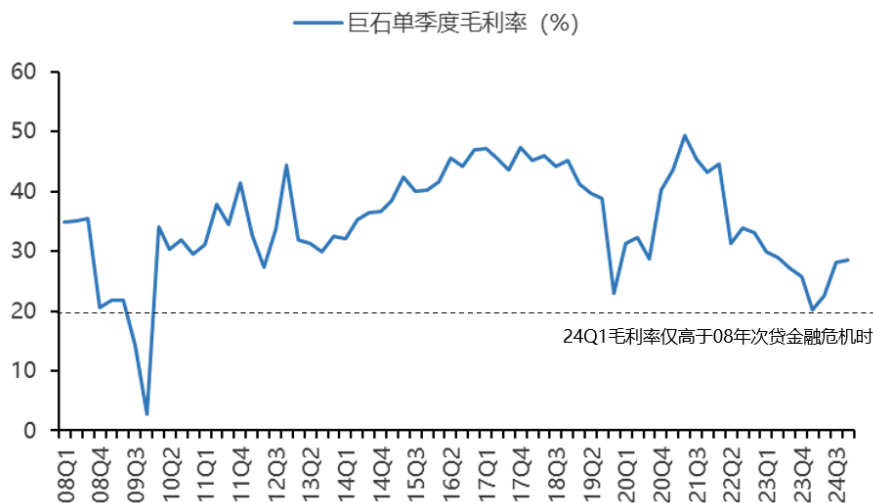
图表8：2024 年以来粗纱价格走势



来源：卓创资讯，国金证券研究所

复盘巨石历史毛利率，前期（23Q3-24Q1）行业价格竞争趋势惨烈，24Q1 巨石毛利率仅高于 2008 年次贷金融危机时，23Q3-24Q1 部分玻纤二三线公司单季度扣非利润均为负值、甚至处于亏损现金流状态。24Q4 巨石单季度毛利率 28.58%，同比+2.77pct、环比 24Q3+0.40pct，较 24Q1 底部毛利率回升 8.45pct，龙头粗纱盈利能力环比继续回升，我们认为玻纤行业已走出周期底部。

图表9：中国巨石单季度毛利率



来源：wind，国金证券研究所

2 需求结构性回暖、供给压力测试尾声

2.1 需求：风电纱迎量价齐升，潜在弹性方向关注电子+出口

（1）风电纱：内需景气方向，2025 年有望迎来量价齐升

招标量指引高需求，2025 年风电需求高景气。根据金风科技业绩演示材料，2024 年全国风电设备公开招标量 164.1GW、同比+90%。2022-2023 年全国风电设备公开招标量分别为 98.5、86.3W，而对应全国新增风电设备装机量分别为 37.6、75.7GW，前期招标量未充分传导至新增装机量，主因系新能源消纳等问题。2025 年为“十四五”规划最后一年，有望复刻 2015、2020 年“抢装潮”。2024 年我国风电新增并网装机容量约 88GW，我们预计 2025 年我国风电新增装机达到 115GW，对应增速 31%。

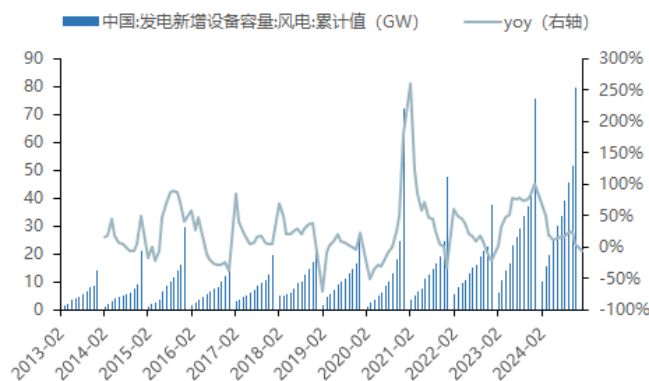
➤ 风电纱长协产品提价，贡献今年增量业绩：2024 年 11 月中国巨石等玻纤企业发布复价函，对公司全系列风电纱产品复价 15-20%。风电纱定价机制大部分为长协、全年锁价，即 2024 年 4-5 月行业粗纱复价过程中，风电纱价格并未跟随调整，2025 年起涨价落地后、风电纱吨净利有望迎来修复。



- 风电纱如何拉动整体玻纤涨价（例如 2014-2015 年、2020H2）：风电纱产品包含环氧型直接纱+高模量风电纱，风电景气度高时，头部玻纤厂风电纱产品结构占比提升，其中普通直接纱可转换风电用环氧型直接纱，池窑厂只需将不饱和树脂换成环氧树脂，更换周期短，因此其他领域用普通直接纱产能被挤占，粗纱实际供给降低。

图表10：2024 年全国风电设备公开招标量 164.1GW、同比+90%

图表11：全国新增风电设备装机量及 yoy



来源：金风科技官网，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

（2）电子布：中游制造环节稀缺的供给新增偏少品种

22Q2-24Q1 电子布行业长期大面积亏损，上一轮电子布阶段性峰值 8.75 元/米出现在 2021 年 6-9 月，较 2020 年 6 月低点（3.2 元/米）上涨 173%，主因系公共卫生事件阶段性趋缓后国内外需求共振。随后开启降价周期，21Q4 起电子布大幅降价，22Q2 起（除 22Q4）电子布价格基本在 3.3-4 元/米波动，主因系 2021-2022 年扩产多，2021 年投产巨石桐乡 6 万吨电子纱+泰玻邹城基地年产能 6 万吨细纱，2022 年投产巨石桐乡 10 万吨电子纱+清远建滔年产能 6 万吨电子纱，行业除巨石外出现较大面积亏损。

近 2-3 年供给新增偏少，行业格局优于粗纱。电子纱/布市场化程度高，壁垒较粗纱更高、参与方少，2023 年行业无新增、无停产，2024 年行业无新增、有冷修/冷修复产产能（泰玻邹城 5 万吨 2024 年 1 月冷修、11 月复产改成 8 万吨，四川玻纤 3 万吨 3 月冷修、11 月复产），行业净新增 3 万吨产能，2023 年我国玻纤电子纱总产量 80.9 万吨，边际增量仅占 3.7%，整体冲击偏小。

图表12：7628 电子布价格



来源：卓创资讯，国金证券研究所

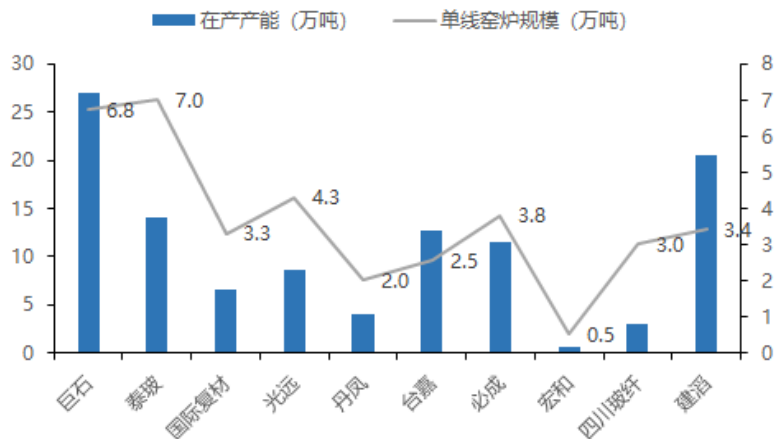
7628 电子布环节巨石领先优势更为明显，充分掌握行业定价权。我们统计巨石电子纱在产产能 27 万吨，市占率约 24.8%，除泰玻外，巨石电子纱单线窑炉规模明显大于其他企业，除技术壁垒外，判断主因系：

- 相较粗纱、更资本密集，电子纱单位资本开支是粗纱的 3 倍，以巨石淮安基地为例，每万吨电子纱投资额对应 3.61 亿元、每万吨粗纱对应 1.17 亿元；
- 相较粗纱、单线电子纱对行业供给冲击更大，例如巨石 2024 年 12 月公告拟投产 10



万吨电子纱（1 年建设周期），10 万吨对应 2024 年行业 80.9 万吨产量、边际增量达 12.4%，投产企业需谨慎思考自身投产后、产能是否可以充分消化。对比粗纱，以近期投产的泰玻山西 1 线 15 万吨为例，2024 年我国玻纤纱总产量 756 万吨、边际增量仅为 1.9%。

图表13：电子纱在产产能统计



来源：卓创资讯，国金证券研究所

2 月 24 日起巨石、泰玻等电子布主流企业发布调价函，上调 7628 价格 0.3 元/米，涨价主因系：①24Q4 以来下游需求较为旺盛，消费电子市场逐步回暖，同时 AI、5G 及新能源汽车、自动驾驶等带来行业新增需求，②供给新增偏少，22H1 以来行业长期陷入经营压力，供给端存在推涨动力。

巨石电子纱在产产能 27 万吨，2024 年电子布销量 8.75 亿米。根据卓创资讯数据，截至 3 月 21 日，行业 7628 电子布均价为 4.28 元/米，较 2 月上调 0.2 元/米，2 月末调价函落地较为充分。假设 0.3 元/米涨幅最终充分落地、同时成本端保持不变，即巨石电子布单位净利增厚 0.3 元/米（含税，报表口径需剔除 13% 增值税），以 8.75 亿米为基数，有望增厚巨石 2.32 亿元归母净利（考虑 13% 增值税）。

图表14：中国巨石电子纱/电子布产线统计

基地	产线	总产能 (万吨/年)	在产产能 (万吨/年)	产线状况	最近点火时间	最近冷修时间
桐乡	智能生产线	6	6	在产	2018 年 12 月点火	
	智能生产线	6	6	在产	2021 年 3 月点火	
	智能生产线	10	10	在产	2022 年 6 月点火	
攀登	1 线	1.5	0	停产		2022 年 7 月放水冷修
	2 线	5	5	在产	2022 年 7 月放水冷修，2023 年底点火复产	
合计		28.5	27			

来源：卓创资讯，国金证券研究所

（3）出口：欧洲基建+新能源资本开支再启，玻纤外需敞口较大

根据卓创资讯数据，2024 年全年我国玻璃纤维纱及制品出口量为 212.0 万吨（与协会数据略有偏差），同比+13.1%，出口金额 30.32 亿美元，同比+6.2%。

图表15：2024 年中国玻璃纤维纱及制品出口统计



日期	出口数量 (万吨)	与去年同期比 (%)	出口金额 (亿美元)	与去年同期比 (%)
2024 年 1 月	18.31	17.51	2.66	6.15
2024 年 2 月	14.74	3.83	1.99	-6.20
2024 年 3 月	19.50	14.87	2.73	-2.96
2024 年 4 月	17.61	11.22	2.56	-1.99
2024 年 5 月	20.12	23.19	2.75	12.95
2024 年 6 月	19.40	15.3	2.64	6.26
2024 年 7 月	19.71	21.4	2.62	9.70
2024 年 8 月	17.83	12.37	2.52	9.32
2024 年 9 月	14.66	-0.35	2.16	-2.40
2024 年 10 月	16.99	18.76	2.49	17.75
2024 年 11 月	16.64	8.86	2.57	12.90
2024 年 12 月	16.45	7.49	2.63	10.59

来源：卓创资讯，国金证券研究所

玻纤具备全球定价属性，类资源品。根据中国玻纤行业协会数据，2024 年玻纤及制品直接出口产量 202 万吨，在国内 756 万吨总产量中占比 26.7%（但 756 万吨总产量为玻纤纱口径，且真实占比跟随家电、汽车等终端产品出口的部分难以量化）。按照国内产量 756 万吨、全球 1200 万吨的大数口径测算，国内终端需求占比为 47%（测算方法为【国内产量-出口+进口】/全球产量），外需敞口超 50%，玻纤行业早已经历国产替代、并形成中国是全球一供的格局，因此外需与内需同样重要。

欧洲基础设施资本开支+新能源有望重启，玻纤外需敞口较大，欧洲重建有望成为后续玻纤出口的潜在增量：

- 欧盟委员会主席冯德莱恩 3 月 4 日提出了一项大规模一揽子计划——“重新武装欧洲”，融资计划 8000 亿欧元；
- 3 月 15 日，德国公布一项涉及数千亿欧元的财政方案草案，提出放宽联邦政府债务上限、设立特别基金，以推动基础设施建设、气候保护和国防开支等关键领域发展，其中 1000 亿欧元将注入现有的气候与转型基金，用于支持能源转型和气候保护。

2.2 供给：压力测试步入尾声，25H2 新增产能预计将下降

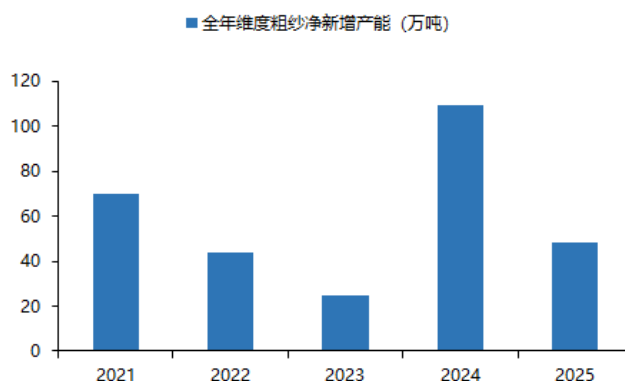
玻纤供给端：25Q2 是最后的压力测试期，25H2 可见新增产能预计将下降，随着国内需求逐步筑底回升，中低端玻纤价格或迎来向上弹性。

前文已述，23Q3-24Q1 玻纤行业价格竞争激烈，部分玻纤二三线公司单季度扣非利润均为负值、甚至处于亏损现金流状态，因此我们测算 2023 年净新增产能仅 25 万吨。随着 2024 年 4-5 月行业复价逐步落地，24Q3 起，因展望 24Q4-25H1 仍有新产能投产，叠加需求淡季，市场普遍担心中低端粗纱价格有回调压力：

- 2024 年 9 月以来净新增 54.5 万吨，分别为新投产线长海第一条 15 万吨（对应冷修 2 号线 8.5 万吨）、金牛 15 万吨（对应冷修 2 号线 4 万吨），以及冷修复产线长海天马 3 改 8、国际复材 F10 线 10 改 12、山玻 6 改 17；
- 预计产能集中投放将延续到 25H1，我们测算 25H1 净新增 48 万吨，已投产产线为泰山太原 15 万吨（可能对应冷修 F01 线 10 万吨），待投产产能包括巨石九江 20 万吨（目前已点火其中的 10 万吨，对应冷修桐乡 3 线 12 万吨）、内蒙古天皓 15 万吨，冷修复产线包括桐乡 3 线 12 改 20+山东玻纤沂水 8 改 8（1 月冷修，因此全年角度实际无新增产能）。
- 展望 25H2，目前头部上市公司在建粗纱产能可能都要等到 2026 年才释放供给，下半年可能仅新进入者东方希望的 1 线点火、且实际投产时间节奏存在较大不确定性。



图表16：2021-2025 年粗纱行业新增产能统计



来源：卓创资讯，国金证券研究所测算

注：此处净新增产能为年内是否有投产/冷修/冷修复产的概念，并未根据其供给时间节点测算对年内供给冲击

2.3 一季度库存表现好于预期，期待后续价格弹性

实际粗纱表现略好于市场预期，24Q4-25Q1 行业产能投放仍存一定压力的背景下，2024 年 12 月及 2025 年春节期间（玻纤为刚性供给，春节期间供给连续生产、但下游需求无法启动），行业在需求淡季库存并未垒库，根据卓创资讯数据，2025 年 2 月末行业库存 81.7 万吨，较 2024 年 11 月上升 1.0 万吨、对应垒库幅度仅 1.3%。中低端产品价格平稳，截至 3 月 20 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价维持 3600-3800 元/吨不等，全国企业报价均价在 3833 元/吨。

3 成本管控+产品结构，核心竞争力继续增强

参考图表 5，除长海制品占比高外，巨石毛利率领先同行，例如 2024 年公司玻纤及制品业务毛利率领先行业产能规模第二名泰山玻纤 6.67pct，2023 年玻纤及制品业务毛利率领先山东玻纤 17pct。盈利能力明显优于同行，判断主因系①成本优势，②产品结构优势，③基地布局优势等。

（1）成本优势拆解

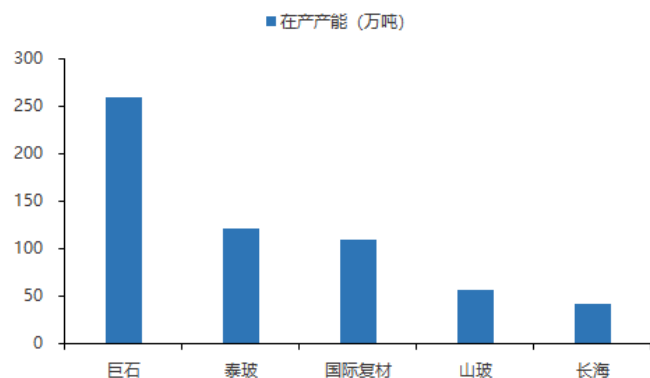
参考国际复材 2022 年数据，玻纤营业成本中直接材料、能源动力、制造费用和直接人工的占比分别为 36%、23%、25%、11%，其中直接材料主要为叶腊石、浸润剂等，能源动力主要为天然气、电。

巨石成本优势主要体现在：

- 整体规模优势，巨石在产产能达 259 万吨，超过行业第二名（泰玻）+第三名（国际复材）综合，具备原材料采购规模优势；
- 单位窑炉规模优势，巨石单线产能持续迭代，例如 2017 年起桐乡基地智能制造拉开大幕，创新应用大池窑技术、智能制造技术、绿色制造技术，产线规模大带来原材料、燃料单耗低优势；
- 叶腊石自给优势，根据《中国叶腊石矿床分布、成因特征及找矿前景》（作者：蒋徽辉等）数据，浙江、福建叶腊石资源储量占我国整体储量比重分别为 62%、22%，公司四大基地中的浙江桐乡、江西九江、江苏淮安均离浙江较近。同时公司在 2013 年收购位于桐乡的磊石微粉 100%股权，保证采购价格及供应链安全。
- 浸润剂自给优势，在玻纤成形过程中，浸润剂能确保玻纤拉丝顺畅，对玻璃原丝起润滑保护和粘结集束的作用，浸润剂对玻纤性能起重要影响。公司大研发体系是集聚玻璃配方、浸润剂配方和自制化工原料优势于一体，在浸润剂自给方面具备优势。

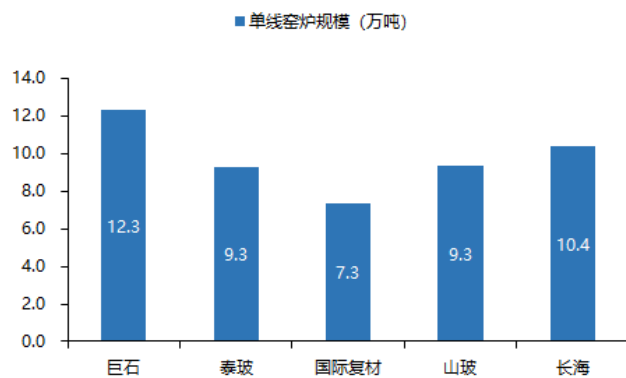


图表17：玻纤上市公司产能规模（单位：万吨）统计



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表18：玻纤上市公司单线窑炉规模（单位：万吨）统计



来源：卓创资讯，国金证券研究所

(2) 产品结构优势拆解

前文所述，23Q3-24Q1 部分玻纤二三线公司单季度扣非利润均为负值、甚至处于亏损现金流状态，24Q1 巨石毛利率随仅高于 08 年次贷金融危机时、但仍然保持在 20.13%，行业底部保持较强盈利韧性。除成本优势外，公司由于产品结构优势、高端产品（主要为风电、热塑、电子等）占比超过 85%，在价格调整中毛利率受影响程度偏小。

以风电纱为例，高端产品持续迭代，引领行业发展：

- E6 玻纤进军风电市场，更长风轮叶片要求更高力学性能和抗疲劳性的玻纤，2008 年公司成功研制 E6 配方，2009 年自主研发的 E6 高性能玻纤正式推向市场。E6 玻纤提高产品强度及耐腐蚀性能，拉伸强度、拉伸模量较传统 E 玻纤分别提高 15%、10%，成功进入大功率风力叶片制造、耐腐蚀性管道、高压绝缘、高压管道等高端领域；
- E7、E8、E9 引领世界，2014 年公司 E7 高性能玻纤实现量产，E7 通过当时 5MW 及以上、风电叶片全部认证。2016 年推出 E8 高模量玻纤，主要应用于高端复材领域，除继续提升力学性能和抗疲劳性外，还能保持优异的电绝缘性能。2021 年 E9 超高模量玻纤实现池窑化量产，模量超过 100Gpa，成为全球玻纤行业模量最高配方。

图表19：公司 E 系列高模量产品（主要用于风电领域）性能持续迭代

	普通 E	E6	E7	E8	E9
拉伸模量 (GPa)	73-75	81-83	89-91	95-98	100-103
拉伸强度 (MPa)	1900-2000	2500-2700	2800-3000	3100-3500	3100-3500
软化点温度 (°C)	838	898	921	930	970
膨胀系数 (10-6K ⁻¹)	6.1	6.0	5.5	5.2	4.9

来源：中国巨石官网，国金证券研究所

(3) 基地布局优势拆解

前文已述，玻纤具备全球定价属性，测算玻纤整体外需敞口超 50%。2009 年欧盟对我国玻纤发起“双反”调查，最终落地结果为自 2014 年 12 月起、巨石中国基地出口欧盟产品被征收 24.8% 的双反关税。应对“突变”，公司加快“走出去”步伐。

- 2011 年公司发布公告，在埃及苏伊士经贸合作区投资建设年产 8 万吨无碱玻纤池窑拉丝生产线。反倾销调查的国家和地区，需求可由埃及公司直接供应，大幅降低反倾销对公司的不利影响，2013 年 11 月埃及一线点火试运行；
- 埃及一线投产后，埃及巨石二期、三期分别于 2016、2017 年投产，四期于 2022 年投产，美国生产线于 2019 年投产。尽管自 2020 年 6 月起，巨石埃及生产基地出口欧盟的玻纤纱产品被征收 13.1% 的反补贴税，但双反税率仍低于中国直接出口。

目前巨石埃及合计产能 36 万吨，巨石美国 9.6 万吨：

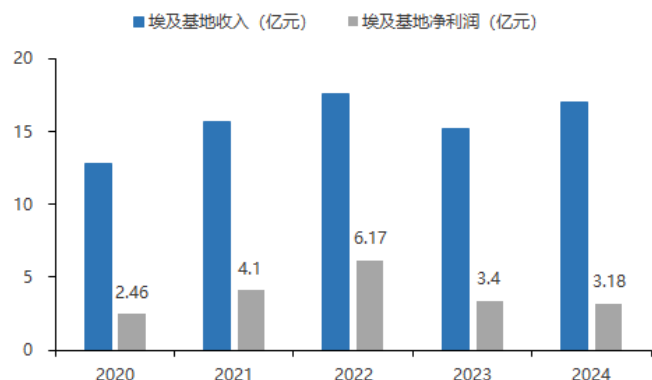
随着埃及基地产线逐步投产，埃及基地盈利能力已超过国内。2024 年巨石埃及基地收入 17.02 亿元，收入占比达 10.7%，净利润 3.18 亿元，净利率达 18.7%、超过公司整体净利



率 16.0%;

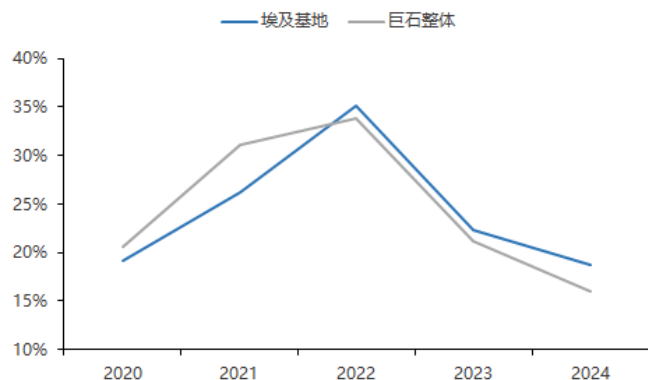
美国基地处于盈亏平衡线附近。上轮周期高点（2021-2022 年）巨石美国基地实现盈利，2024 年巨石美国基地收入 7.88 亿元，收入占比达 5.0%，净利润-0.28 亿元。

图表20：2020-2024 年埃及基地收入及净利润



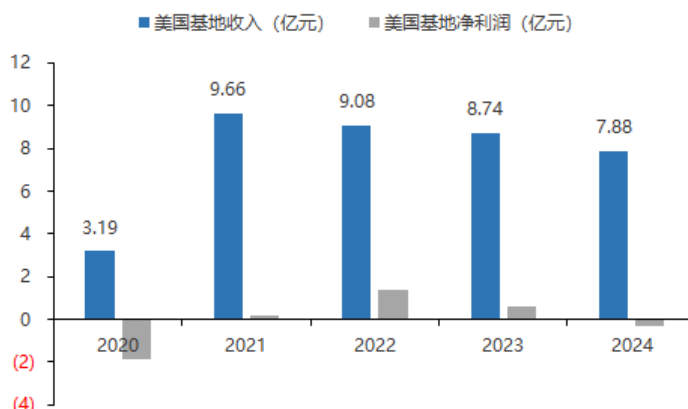
来源：公司公告，国金证券研究所

图表21：埃及基地与公司整体净利率比较



来源：公司公告，国金证券研究所

图表22：2020-2024 年美国基地收入及净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

玻纤及制品：

(1) 粗纱及制品，2023-2024 年公司粗纱及制品销量分别为 248、303 万吨，单价我们预计分别为 4715、4147 元/吨。考虑到中高端产品风电纱+热塑 2025 年均将继续复价，此外 25H2 可见新增产能预计将下降，随着国内需求逐步筑底回升，中低端玻纤价格或迎来向上弹性，玻纤价格整体趋势判断向上，我们预计 2025-2027 年玻纤及制品单价分别为 4520、4560、4560 元/吨。销量角度，预计维持中个位数增速，2025-2027 年玻纤及制品销量分别为 320、335、357 万吨。

(2) 电子布：2023-2024 年公司电子布销量分别为 8.36、8.75 亿米，单价我们参考卓创资讯数据，预计分别为 3.26、3.35 元/米。2025 年 2 月 24 日起巨石、泰玻等电子布主流企业发布调价函，上调 7628 价格 0.3 元/米，调价函落地较为充分。此外电子布 2023-2024 年供给新增偏少，我们认为后续或仍有上涨的空间，因此我们预计 2025-2027 年电子布单价分别为 3.80、3.89、3.89 元/米。销量角度，巨石 2025 年 1 月公告淮安基地扩产 10 万吨（约对应 3-4 亿米电子布增量），建设期 1 年，因此 2026-2027 年公司电子布销量仍有明显增量，我们预计 2025-2027 年电子布销量分别为 10、12、13.5 亿米。



注：粗纱及制品/电子布销量为披露值，粗纱及制品/电子布单价及收入为预计值，其中电子布单价测算依据为卓创资讯全年报价/1.13（考虑增值税），电子布板块收入为电子布销量（披露值）*电子布单价（预计值），粗纱及制品单价测算依据为【玻纤及制品整体收入-电子布销量（披露值）*电子布单价（预计值）】/粗纱及制品销量（披露值）

（3）玻纤及制品业务整体：综合粗纱及制品+电子布，我们预计 2025-2027 年公司玻纤及制品收入分别为 182.63、199.49、215.16 亿元，同比增速分别为 18%、9%、8%。预计 2025-2027 年公司玻纤及制品业务毛利率分别为 31.4%、33.2%、33.7%，假设成本相对稳定，随着玻纤逐步复价，毛利率有望逐步提升。

电力：随着淮安基地一期 2 条各 10 万吨粗纱投产，同步配套的 233MW 风力发电项目全面并网。远期公司发电规模有望达到 18.5 亿度（淮安基地粗纱一期 233MW 对应发电 5 亿度，淮安基地电子布 500MW 对应发电 13.5 亿度），我们假设公司 2025-2027 年发电量分别为 5、15、18.5 亿度，淮安含税电价假设稳定在 0.65 元/度，对应 2025-2027 年公司电力收入分别为 2.88、8.63、10.64 亿元。2024 年公司发电业务毛利率达 71.9%，我们假设 2025-2027 年发电业务毛利率稳定在 50%。

费用率：①我们预计 2025-2027 年公司销售费用率均为 1.25%，公司整体销售费用率偏低；②2023-2024 年公司管理费用率分别为 4.72%、2.17%，2024 年管理费用偏低，主因系前期超额利润分享方案（2021-2023 年）冲回 3 亿元，我们预计 2025-2027 年公司管理费用率均为 4%；③2023-2024 年公司研发费用分别为 3.49%、3.33%，我们预计 2025-2027 年公司研发费用率保持在 3.40%。

图表23：公司盈利预测拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
玻纤及制品					
收入（亿元）	144.23	154.80	180.39	196.47	212.76
YoY		7%	17%	9%	8%
毛利率	27.57%	24.34%	29.98%	31.19%	31.82%
其中：粗纱及制品					
收入（亿元）	117.00	125.45	144.64	152.76	162.69
销量（万吨）	248	303	320	335	357
单价（元/吨）	4715	4147	4520	4560	4560
其中：电子布					
收入（亿元）	27.23	29.35	37.99	46.73	52.57
销量（亿米）	8.36	8.75	10	12	13.5
单价（元/米）	3.26	3.35	3.80	3.89	3.89
电力					
收入（亿元）		0.62	2.88	8.63	10.64
销量（亿度）			5	15	18.5
毛利率		71.90%	50.00%	50.00%	50.00%
费用率					
销售费用率	1.16%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
管理费用率	4.72%	2.17%	4.00%	4.00%	4.00%
研发费用率	3.49%	3.33%	3.40%	3.40%	3.40%
整体					
收入（亿元）	148.76	158.56	188.65	211.25	229.04
YoY		7%	19%	12%	8%
毛利率	28.00%	25.03%	31.44%	33.21%	33.65%

来源：wind，国金证券研究所

根据以上假设，我们预计 2025-2027 年公司整体营收分别为 188.65、211.25、229.04 亿元，同比增速分别为 19%、12%、8%，2025-2027 年归母净利润分别为 35.31、42.10 和 45.90



亿元，同比增速分别为 44%、19%、9%。

公司已披露 2024 年年报，2024 年全年实现营收 158.56 亿元，同比+6.59%，实现归母净利润 24.45 亿元，同比-19.7%，扣非归母净利润 17.88 亿元，同比-5.78%。

4.2 投资建议及估值

同行业可比上市公司包括中材科技（国内玻纤产能规模第二大的企业，其他业务包括风电叶片、隔膜）、长海股份（国内玻纤产能规模第五大的企业，制品业务占比高、盈利能力较优）、万华化学（主营业务为 MDI，下游需求和宏观经济关联度较高，与巨石同属顺周期板块）、三一重工（主营业务为挖机，下游需求和宏观经济关联度较高，与巨石同属顺周期板块）。可比公司股价对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 22x、14x、11x，公司目前股价对应 2024-2026 年 PE 在 21x、15x、12x，估值水平和可比公司基本相当。

投资建议：我们看好公司①全球玻纤龙头，周期底部明确，毛利率逐季修复，②玻纤需求结构性回暖，供给压力测试期步入尾声，期待价格向上信号，③成本管控典范，产品结构+基地布局构筑核心竞争力。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 35.31、42.10 和 45.90 亿元，现价对应动态 PE 分别为 15x、12x、11x，给以 2025 年 17 倍估值，目标价 14.98 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表24：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE		
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002080.SZ	中材科技	15.19	2.09	1.33	0.53	0.93	1.20	29	16	13
300196.SZ	长海股份	11.27	1.89	0.71	0.69	1.00	1.39	16	11	8
600309.SH	万华化学	66.59	5.17	5.36	4.45	6.05	6.59	15	11	10
600031.SH	三一重工	19.36	0.51	0.53	0.72	1.01	1.32	27	19	15
平均值								22	14	11
600176.SH	中国巨石	12.85	1.65	0.76	0.61	0.88	1.05	21	15	12

来源：Wind，国金证券研究所

注：股价基准日为 2025 年 4 月 2 日收盘价；中材科技、万华化学、三一重工采用国金预测数据，长海股份采用 wind 一致预期（180 天）；中国巨石、中材科技、万华化学已披露 2024 年数据

风险提示

宏观经济下行波动风险：我们认为玻纤需求结构性回温、供给压力测试期步入尾声，随着国内需求逐步筑底回升，中低端玻纤价格或迎来向上弹性。但除了风电等高端需求外，玻纤大部分下游需求增速与宏观经济挂钩，若宏观经济持续下行，行业需求或不及预期。

风电需求不及预期：我们认为需求端风电纱是内需最确定方向，2025 年迎接量价齐升，如果风电需求景气，头部玻纤厂风电纱产品结构占比提升，其他领域用普通直接纱产能被挤占，粗纱实际供给降低，可能拉动粗纱整体供需偏紧。但如果风电需求不及预期，可能导致风电纱涨价落地幅度/节奏不及预期，以及风电纱出货不及预期。

行业产能投放超预期：我们测算供给端 25Q2 是最后的压力测试期，25H2 可见新增产能预计将下降，但若行业产能投放超预期，例如新进入者内蒙古天皓、东方希望扩产节奏偏快，可能导致供需格局将受到影响。

原材料价格大幅波动：参考国际复材 2022 年数据，玻纤营业成本中直接材料、能源动力、制造费用和直接人工的占比分别为 36%、23%、25%、11%，其中直接材料主要为叶腊石、浸润剂等，能源能力主要为天然气、电。如果受地缘摩擦等因素影响，可能导致天然气、电价上涨，若原材料价格持续高位运行，公司盈利能力或受较大影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	20,192	14,876	15,856	18,865	21,125	22,904
增长率		-26.3%	6.6%	19.0%	12.0%	8.4%
主营业务成本	-13,004	-10,710	-11,888	-12,934	-14,109	-15,197
%销售收入	64.4%	72.0%	75.0%	68.6%	66.8%	66.4%
毛利	7,188	4,166	3,968	5,931	7,017	7,707
%销售收入	35.6%	28.0%	25.0%	31.4%	33.2%	33.6%
营业税金及附加	-170	-222	-229	-268	-300	-325
%销售收入	0.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-158	-173	-199	-236	-264	-286
%销售收入	0.8%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-685	-703	-344	-755	-845	-916
%销售收入	3.4%	4.7%	2.2%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-577	-519	-528	-641	-718	-779
%销售收入	2.9%	3.5%	3.3%	3.4%	3.4%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	5,598	2,549	2,669	4,031	4,889	5,401
%销售收入	27.7%	17.1%	16.8%	21.4%	23.1%	23.6%
财务费用	-266	-232	-218	-212	-246	-246
%销售收入	1.3%	1.6%	1.4%	1.1%	1.2%	1.1%
资产减值损失	-6	-22	-4	-44	-8	-2
公允价值变动收益	-19	14	-13	0	0	0
投资收益	-32	209	45	20	20	20
%税前利润	n.a	5.6%	1.5%	0.5%	0.4%	0.4%
营业利润	8,124	3,776	3,005	4,321	5,155	5,622
营业利润率	40.2%	25.4%	19.0%	22.9%	24.4%	24.5%
营业外收支	-85	-68	-2	10	10	10
税前利润	8,039	3,708	3,003	4,331	5,165	5,632
利润率	39.8%	24.9%	18.9%	23.0%	24.4%	24.6%
所得税	-1,219	-550	-474	-680	-811	-884
所得税率	15.2%	14.8%	15.8%	15.7%	15.7%	15.7%
净利润	6,820	3,157	2,529	3,651	4,354	4,748
少数股东损益	210	113	85	120	144	159
归属于母公司的净利润	6,610	3,044	2,445	3,531	4,210	4,590
净利率	32.7%	20.5%	15.4%	18.7%	19.9%	20.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	6,820	3,157	2,529	3,651	4,354	4,748
少数股东损益	210	113	85	120	144	159
非现金支出	1,740	2,093	2,259	2,398	2,510	2,649
非经营收益	-2,114	-738	136	-328	-23	27
营运资金变动	-2,322	-3,644	-2,892	-2,193	-770	-382
经营活动现金净流	4,124	867	2,032	3,528	6,072	7,042
资本开支	-2,301	83	-998	-2,078	-2,276	-1,826
投资	1,132	-473	14	0	0	0
其他	-78	488	7	20	20	20
投资活动现金净流	-1,247	98	-977	-2,058	-2,256	-1,806
股权募资	10	60	0	-45	0	0
债权募资	-1,462	-258	824	255	-1,246	-2,829
其他	-1,015	-272	-1,883	-1,638	-1,941	-2,093
筹资活动现金净流	-2,467	-470	-1,059	-1,427	-3,187	-4,922
现金净流量	403	496	-3	43	629	315

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,636	3,126	3,123	3,159	3,782	4,093
应收款项	4,858	5,283	4,747	5,282	6,012	6,504
存货	4,129	4,533	4,203	4,333	5,169	5,396
其他流动资产	294	445	1,282	100	100	112
流动资产	11,917	13,388	13,356	12,874	15,064	16,105
%总资产	24.5%	25.7%	25.0%	24.3%	27.2%	28.9%
长期投资	1,424	1,657	2,092	2,092	2,092	2,092
固定资产	33,417	34,945	35,751	36,422	36,349	35,634
%总资产	68.7%	67.1%	67.0%	68.6%	65.7%	63.9%
无形资产	1,418	1,537	1,543	1,655	1,765	1,871
非流动资产	36,717	38,686	40,023	40,207	40,242	39,631
%总资产	75.5%	74.3%	75.0%	75.7%	72.8%	71.1%
资产总计	48,634	52,074	53,378	53,082	55,305	55,736
短期借款	6,190	7,949	7,409	7,462	6,216	3,387
应付款项	3,957	3,700	3,099	3,693	4,208	4,409
其他流动负债	2,621	2,803	4,338	1,678	1,968	2,119
流动负债	12,767	14,453	14,847	12,833	12,392	9,915
长期贷款	4,309	5,241	3,985	5,585	5,585	5,585
其他长期负债	2,760	2,382	3,098	1,021	1,016	1,012
负债	19,836	22,076	21,930	19,439	18,993	16,512
普通股股东权益	27,598	28,642	30,041	32,114	34,641	37,394
其中：股本	4,003	4,003	4,003	4,003	4,003	4,003
未分配利润	19,176	19,959	21,240	23,358	25,884	28,638
少数股东权益	1,200	1,356	1,407	1,528	1,671	1,830
负债股东权益合计	48,634	52,074	53,378	53,082	55,305	55,736

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.651	0.761	0.611	0.882	1.052	1.146
每股净资产	6.894	7.155	7.504	8.022	8.653	9.341
每股经营现金净流	1.030	0.217	0.508	0.881	1.517	1.759
每股股利	0.521	0.275	0.000	0.353	0.421	0.459
回报率						
净资产收益率	23.95%	10.63%	8.14%	10.99%	12.15%	12.27%
总资产收益率	13.59%	5.85%	4.58%	6.65%	7.61%	8.23%
投入资本收益率	11.48%	4.87%	5.05%	7.13%	8.39%	9.25%
增长率						
主营业务收入增长率	2.46%	-26.33%	6.59%	18.98%	11.98%	8.42%
EBIT 增长率	-17.03%	-54.46%	4.69%	51.04%	21.29%	10.46%
净利润增长率	9.65%	-53.94%	-19.70%	44.41%	19.25%	9.01%
总资产增长率	10.96%	7.07%	2.50%	-0.56%	4.19%	0.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	30.2	37.6	37.9	35.3	36.9	36.7
存货周转天数	88.8	147.6	134.1	123.5	135.1	130.9
应付账款周转天数	70.4	96.0	84.0	83.5	87.8	85.1
固定资产周转天数	522.5	781.7	789.0	656.8	585.3	528.4
偿债能力						
净负债/股东权益	32.50%	36.20%	29.48%	32.36%	24.84%	14.99%
EBIT 利息保障倍数	21.1	11.0	12.3	19.0	19.9	22.0
资产负债率	40.79%	42.39%	41.08%	36.62%	34.34%	29.63%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	24	31	34	88
增持	0	6	6	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.16	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究