

2025 年 05 月 24 日

投资评级：增持（首次）

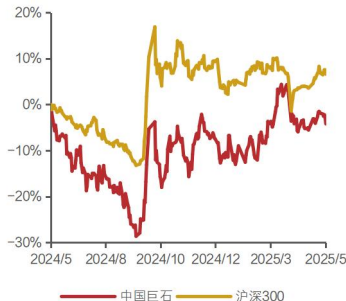
## 证券分析师

戴铭余  
SAC: S1350524060003  
daimingyu@huayuanstock.com  
王彬鹏  
SAC: S1350524090001  
wangbinpeng@huayuanstock.com  
朱芸  
SAC: S1350524070001  
zhuyun@huayuanstock.com  
聊悦轩  
SAC: S1350524080001  
liyexuan@huayuanstock.com

## 联系人

林高凡  
lingaofan@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 05 月 23 日

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价（元）      | 11.66      |
| 一年内最高/最低（元） | 13.25/8.80 |
| 总市值（百万元）    | 46,676.57  |
| 流通市值（百万元）   | 46,676.57  |
| 总股本（百万股）    | 4,003.14   |
| 资产负债率（%）    | 40.17      |
| 每股净资产（元/股）  | 7.69       |

资料来源：聚源数据

## 中国巨石(600176.SH)

——全球玻纤领军者，逆境中酝酿成长

## 投资要点：

- **全球玻纤领军企业，周期成长典范。**公司背靠中国建材集团，是全世界玻纤行业规模最大、品种规格最齐全的专业制造商之一，截至 2024 年底，公司在全球拥有六大生产基地，在产玻纤纱年产能近 300 万吨。复盘历史，公司可谓混合所有制典范，长期营收和利润规模稳步向上，2014-2024 年营收复合增速达 9.72%，归母净利润复合增速达 17.81%，保持稳健增长。公司市值从上市至 2024 年底从 12 亿元增长到 455.96 亿元，涨幅超过 36 倍，在建材板块中名列前茅。
- **降本增效构建护城河，盈利水平引领行业。**玻纤作为新型替代性材料，性价比是发展和角逐的核心，而公司通过多年深耕将“规模效应+资源禀赋+技术性能”优势转化成了强者恒强的成本优势，逐渐蜕变为全球玻纤的领军者。2018-2024 年中国巨石的玻纤及其制品综合生产成本的均值 3835 元/吨，相比可比公司的均值 4511 元/吨，成本优势明显。具体而言，（1）**产能和产线规模优势：**公司产能规模全球最大，一方面，规模化生产带来原材料采购优势，显著降低单位生产成本与产线切换成本；另一方面，更大的池窑和产线带来规模效应，有效降低能源消耗，提升人均产能。（2）**原材料和能源禀赋优势：**公司主要生产基地位于浙江省桐乡市，地处原材料叶蜡石产地，采购成本低于行业水平。（3）**技术优势：**公司通过漏板加工及回收技术、自主研发配方和浸润剂进一步降低成本；通过不断精进漏板加工及回收技术，降低钙粉损耗与用量；通过自主研发配方，降低每吨配料成本，以 2008 年巨石自主研发的 E6 玻璃配方为例，使原来一吨的配料成本从 1300 元降到 500 元；通过实现浸润剂的国产化突破，降低原料成本。
- **巨石高端产品占比不断提升，风电纱和电子纱优势明显。**近年来，玻纤行业需求呈现结构性分化，其中风电和电子领域表现尤为突出，巨石依靠自身优势，不断提升这两大领域的产品占比，充分展现龙头的差异化竞争优势。具体而言，（1）**风电纱产品性能突出，深度绑定客户：**公司不断研发新产品，通过引领行业风电纱产品性能迭代深度绑定下游客户，近几年获得高速发展。今年系风电行业“十四五”规划的收官之年，市场普遍担忧后续风电纱需求增速存在边际放缓可能，但我们认为，巨石通过拓宽客户群体和技术迭代，仍有望继续在风电领域彰显业绩韧性。（2）**引领电子布产能扩张，营收贡献不断提升：**近年来，公司在电子纱和电子布产能的扩张可谓引领行业，逐渐建立的规模优势亦带来了成本优势，对存量玩家构成了“挤出效应”。往后看，巨石正持续研发低介电电子布技术，往高端化进军。当前受益于 AI 对电子布低介电的要求，高端电子布需求缺口明显，我们判断未来巨石有望将其在传统厚布领域的竞争优势拓展至高端电子布领域。
- **预计供需格局有望边际好转，行业中长期发展逻辑仍在。****需求：**玻纤下游应用广泛，兼具“周期”和“成长”。预计 2025 年国内下游风电、电车领域、PCB 领域需求延续较好表现，但海外需求或受对等关税影响呈现波动，测算 2025 年国内玻纤的表现消费量较 2024 年增加 48 万吨，同比增长 6.21%。**供给：**预计 2025 年全年大概率新点火投产的产能为 80.6 万吨，不考虑新增冷修及复产产能，预计全年净新增产能 46 万吨，占 2024 年底在产产能的 5.88%。综合看，虽短期行业数据略显疲弱，但供需关系有望边际好转。拉长维度看，目前玻纤投产高峰已过，行业供给端增速或将有所放缓，而在外部环境不确定性加大背景下，内循环的优先级或将提升，玻纤作为顺周期品种，需求有望前置复苏，此外，考虑当前玻纤行业渗透率提升的大趋势仍在，中长期发展逻辑依然值得期待。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33.21/38.84/42.27 亿元，同比增速分别为 36%/17%/9%，当前股价对应的 PE 分别为 14/12/11 倍。我们选取中材科技/长海股份/山东玻纤为可比公司，计算平均 PE 为 30/17/14 倍，鉴于公司是全球玻纤领军企业，成长性显著，成本优势助力穿越周期，我们看好公司长期发展，**首次覆盖，给予“增持”评级。**
- **风险提示：**行业在建产能投产进度快于预期，下游需求增速不及预期，天然气、电力等能源成本大幅上涨

## 盈利预测与估值（人民币）

|            | 2023    | 2024    | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 14,876  | 15,856  | 18,489 | 20,234 | 21,650 |
| 同比增长率（%）   | -26.33% | 6.59%   | 16.61% | 9.44%  | 7.00%  |
| 归母净利润（百万元） | 3,044   | 2,445   | 3,321  | 3,884  | 4,227  |
| 同比增长率（%）   | -53.94% | -19.70% | 35.84% | 16.95% | 8.84%  |
| 每股收益（元/股）  | 0.76    | 0.61    | 0.83   | 0.97   | 1.06   |
| ROE（%）     | 10.63%  | 8.14%   | 10.32% | 11.20% | 11.30% |
| 市盈率（P/E）   | 15.33   | 19.09   | 14.05  | 12.02  | 11.04  |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表（百万元）**

| 会计年度             | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 3,123         | 3,698         | 4,047         | 4,330         |
| 应收票据及账款          | 4,454         | 5,193         | 5,683         | 6,081         |
| 预付账款             | 103           | 120           | 131           | 140           |
| 其他应收款            | 293           | 342           | 374           | 400           |
| 存货               | 4,203         | 4,561         | 4,895         | 5,230         |
| 其他流动资产           | 1,180         | 1,375         | 1,505         | 1,611         |
| <b>流动资产总计</b>    | <b>13,356</b> | <b>15,289</b> | <b>16,636</b> | <b>17,792</b> |
| 长期股权投资           | 1,536         | 1,584         | 1,633         | 1,682         |
| 固定资产             | 34,316        | 36,388        | 38,281        | 39,995        |
| 在建工程             | 1,475         | 1,327         | 1,180         | 1,032         |
| 无形资产             | 1,070         | 1,072         | 1,121         | 1,166         |
| 长期待摊费用           | 2             | 2             | 2             | 2             |
| 其他非流动资产          | 1,623         | 1,673         | 1,673         | 1,673         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>40,023</b> | <b>42,048</b> | <b>43,891</b> | <b>45,551</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>53,378</b> | <b>57,336</b> | <b>60,526</b> | <b>63,343</b> |
| 短期借款             | 5,135         | 6,434         | 7,014         | 7,084         |
| 应付票据及账款          | 2,862         | 3,156         | 3,388         | 3,620         |
| 其他流动负债           | 6,850         | 7,724         | 8,312         | 8,882         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>14,847</b> | <b>17,314</b> | <b>18,714</b> | <b>19,586</b> |
| 长期借款             | 5,011         | 4,251         | 3,409         | 2,488         |
| 其他非流动负债          | 2,072         | 2,072         | 2,072         | 2,072         |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>7,083</b>  | <b>6,323</b>  | <b>5,480</b>  | <b>4,560</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>21,930</b> | <b>23,637</b> | <b>24,194</b> | <b>24,146</b> |
| 股本               | 4,003         | 4,003         | 4,003         | 4,003         |
| 资本公积             | 3,196         | 3,196         | 3,196         | 3,196         |
| 留存收益             | 22,842        | 24,979        | 27,477        | 30,197        |
| 归属母公司权益          | 30,041        | 32,177        | 34,676        | 37,396        |
| 少数股东权益           | 1,407         | 1,522         | 1,656         | 1,802         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>31,448</b> | <b>33,699</b> | <b>36,332</b> | <b>39,197</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>53,378</b> | <b>57,336</b> | <b>60,526</b> | <b>63,343</b> |

**现金流量表（百万元）**

| 会计年度            | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 税后经营利润          | 2,529         | 3,177         | 3,759         | 4,114         |
| 折旧与摊销           | 2,255         | 2,124         | 2,306         | 2,489         |
| 财务费用            | 218           | 564           | 547           | 498           |
| 投资损失            | -45           | -74           | -74           | -74           |
| 营运资金变动          | -2,892        | -191          | -178          | -72           |
| 其他经营现金流         | -33           | 305           | 305           | 305           |
| <b>经营性现金净流量</b> | <b>2,032</b>  | <b>5,905</b>  | <b>6,666</b>  | <b>7,261</b>  |
| <b>投资性现金净流量</b> | <b>-977</b>   | <b>-4,122</b> | <b>-4,122</b> | <b>-4,122</b> |
| <b>筹资性现金净流量</b> | <b>-1,059</b> | <b>-1,209</b> | <b>-2,195</b> | <b>-2,856</b> |
| <b>现金流量净额</b>   | <b>-3</b>     | <b>574</b>    | <b>349</b>    | <b>283</b>    |

**利润表（百万元）**

| 会计年度        | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b> | <b>15,856</b> | <b>18,489</b> | <b>20,234</b> | <b>21,650</b> |
| <b>营业成本</b> | <b>11,888</b> | <b>12,503</b> | <b>13,420</b> | <b>14,338</b> |
| 税金及附加       | 229           | 233           | 255           | 272           |
| 销售费用        | 199           | 197           | 215           | 230           |
| 管理费用        | 344           | 634           | 694           | 742           |
| 研发费用        | 528           | 597           | 653           | 699           |
| 财务费用        | 218           | 564           | 547           | 498           |
| 资产减值损失      | -25           | -22           | -24           | -26           |
| 信用减值损失      | 21            | 10            | 10            | 11            |
| 其他经营损益      | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益        | 45            | 74            | 74            | 74            |
| 公允价值变动损益    | -13           | 0             | 0             | 0             |
| 资产处置收益      | 275           | 0             | 0             | 0             |
| 其他收益        | 252           | 283           | 283           | 283           |
| <b>营业利润</b> | <b>3,005</b>  | <b>4,106</b>  | <b>4,794</b>  | <b>5,213</b>  |
| 营业外收入       | 15            | 20            | 20            | 20            |
| 营业外支出       | 17            | 71            | 71            | 71            |
| 其他非经营损益     | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>利润总额</b> | <b>3,003</b>  | <b>4,054</b>  | <b>4,742</b>  | <b>5,161</b>  |
| 所得税         | 474           | 619           | 724           | 788           |
| <b>净利润</b>  | <b>2,529</b>  | <b>3,436</b>  | <b>4,018</b>  | <b>4,373</b>  |
| 少数股东损益      | 85            | 115           | 134           | 146           |
| 归属母公司股东净利润  | 2,445         | 3,321         | 3,884         | 4,227         |
| EPS(元)      | 0.61          | 0.83          | 0.97          | 1.06          |

**主要财务比率**

| 会计年度        | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|-------------|---------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b> |         |         |        |        |
| 营收增长率       | 6.59%   | 16.61%  | 9.44%  | 7.00%  |
| 营业利润增长率     | -20.40% | 36.63%  | 16.74% | 8.74%  |
| 归母净利润增长率    | -19.70% | 35.84%  | 16.95% | 8.84%  |
| 经营现金流增长率    | 134.35% | 190.57% | 12.89% | 8.92%  |
| <b>盈利能力</b> |         |         |        |        |
| 毛利率         | 25.03%  | 32.37%  | 33.67% | 33.77% |
| 净利率         | 15.95%  | 18.58%  | 19.86% | 20.20% |
| ROE         | 8.14%   | 10.32%  | 11.20% | 11.30% |
| ROA         | 4.58%   | 5.79%   | 6.42%  | 6.67%  |
| ROIC        | 5.12%   | 9.53%   | 10.21% | 10.37% |
| <b>估值倍数</b> |         |         |        |        |
| P/E         | 19.09   | 14.05   | 12.02  | 11.04  |
| P/S         | 2.94    | 2.52    | 2.31   | 2.16   |
| P/B         | 1.55    | 1.45    | 1.35   | 1.25   |
| 股息率         | 2.06%   | 2.54%   | 2.97%  | 3.23%  |
| EV/EBITDA   | 10      | 9       | 8      | 7      |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。