

## 建筑材料

2025年10月23日

## 中国巨石 (600176)

——盈利延续修复，复价成果进一步夯实

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

## 投资要点：

- **中国巨石发布 2025 年三季报。**前三季度公司实现营收 139.0 亿元，同比增长 19.5%，归母净利润 25.7 亿元，同比增长 67.5%；扣非归母净利 26.1 亿元，yoy+125.9%。单三季度，公司实现营收 47.95 亿元，yoy+23.2%，qoq+3.56%；归母净利润 8.81 亿元，yoy+54.1%，qoq-7.9%；扣非归母净利润 9.1 亿元，yoy+72.57%，qoq-4.8%。公司业绩符合预期。
- **玻纤行业 25Q3 价格环比下降，公司降幅或小于行业。**根据卓创资讯，缠绕直接纱 2400TEX 2025 年三季度均价 3800.6 元/吨，环比下降 127.5 元/吨，同比下降 85 元/吨。我们预计中国巨石凭借产品结构优势跑出相对优势，环比单吨利润降幅小于行业。公司业绩同比仍然维持高增长，2024 年以来的复价果实进一步得到夯实。
- **三季度末行业反内卷改善盈利，预计 25Q4 有进一步提价机会。**9 月 5 日，玻纤行业协会联合巨石集团、泰山玻纤、国际复材等多家单位联合发布《关于玻纤及制品行业反对“内卷式”竞争 共同维护公平有序竞争环境的倡议书》。随后，山东玻纤等多家企业陆续宣布对直接纱、采光板专用纱、短切毡等相关产品价格上浮 5-10%。此轮提价缩小了玻纤行业内头部企业与中小企业的产品价格差，也为头部企业进一步提价打开了空间，我们预计 Q4 或有进一步提价机会。
- **技改稳步推进，成本优势进一步巩固。**公司桐乡基地 18 万吨无碱池窑拉丝产线寿命到期，公司拟投入 9.5 亿总投资对该产线进行技改扩产，预计项目周期 1 年，技改完成后产能规模预计由 18 万吨提升到 20 万吨，预计项目投资收益率 15.51%。公司继续通过技改扩产巩固规模和成本优势，维持领先地位。
- **特种布加速布局，看好公司实现突破。**PCB 高景气带动玻璃纤维特种布供不应求，中国巨石作为粗纱和 7628 布的头部企业，有望在特种布领域实现后发超车。公司在近两年加速了对特种布的布局，今年已持续向下游送样。预计公司采用池窑法技术路线推进特种布研发生产。相较于当前主流的坩埚法，池窑法生产规模更大、单位成本更低，但技术难度更大，资本开支更高；而坩埚法成本高、能耗高、规模小，但良品率更好控制。行业普遍扩产背景下，池窑法的成本和规模优势或更突出。公司此前粗纱与电子布的池窑与织布的技术积累，有望在特种布领域实现复利效果。
- **投资分析意见：**公司三季报业绩维持同比改善趋势，复价果实进一步夯实。我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司分别时间归母净利润 33.5、38.6、44.2 亿元，对应当前估值 19、16、14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业产能投放节奏超预期，特种布突破进展不及预期，外贸扰动因素扩大。

## 财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	15,856	13,904	18,178	19,517	21,144
同比增长率 (%)	6.6	19.5	14.6	7.4	8.3
归母净利润 (百万元)	2,445	2,568	3,349	3,856	4,423
同比增长率 (%)	-19.7	67.5	37.0	15.1	14.7
每股收益 (元/股)	0.61	0.64	0.84	0.96	1.10
毛利率 (%)	25.0	32.4	29.8	31.7	34.1
ROE (%)	8.1	8.1	10.0	10.7	11.2
市盈率	25		19	16	14

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

**市场数据：** 2025年10月22日

收盘价 (元)	15.50
一年内最高/最低 (元)	17.58/10.46
市净率	2.0
股息率% (分红/股价)	2.65
流通 A 股市值 (百万元)	62,049
上证指数/深证成指	3,913.76/12,996.61

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2025年09月30日

每股净资产 (元)	7.90
资产负债率%	39.40
总股本/流通 A 股 (百万)	4,003/4,003
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

任杰 A0230522070003  
renjie@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com  
郝子禹 A0230524060003  
haozy2@swsresearch.com

## 研究支持

郝子禹 A0230524060003  
haozy2@swsresearch.com

## 联系人

郝子禹  
(8621)23297818x  
haozy2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	14,876	15,856	18,178	19,517	21,144
其中：营业收入	14,876	15,856	18,178	19,517	21,144
减：营业成本	10,710	11,888	12,764	13,338	13,925
减：税金及附加	222	229	262	281	305
主营业务利润	3,944	3,739	5,152	5,898	6,914
减：销售费用	173	199	212	223	231
减：管理费用	703	344	646	712	772
减：研发费用	519	528	549	610	667
减：财务费用	232	218	185	128	254
经营性利润	2,317	2,450	3,560	4,225	4,990
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-17	21	-33	-10	-12
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-5	-25	0	0	0
加：投资收益及其他	531	297	400	361	340
营业利润	3,776	3,005	4,027	4,677	5,369
加：营业外净收入	-68	-2	0	-13	-20
利润总额	3,708	3,003	4,027	4,664	5,349
减：所得税	550	474	574	689	789
净利润	3,157	2,529	3,453	3,975	4,560
少数股东损益	113	85	104	119	137
归属于母公司所有者的净利润	3,044	2,445	3,349	3,856	4,423

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 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，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。