



玻纤头部企业，技术底蕴深厚

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 受益于行业产能调控、结构优化，需求端稳步扩张，供需结构显著改善，产品价格稳步提升，行业盈利水平显著改善。行业市场份额集中度持续提升，当前国内前三合计市占率超 60%；头部企业综合竞争优势突出，有望持续受益市场集中度提升红利。2) 国际复材在技术、产品、渠道等方面综合优势突出，技术积淀深厚、研发能力突出，产品矩阵丰富、结构优异、全球销售体系完善，经营势能强劲。3) 公司有序推进老旧产线改造，智能化、规模化不断提升，成本端不断改善。此外，持续推进降本增效，费用率得到有效管控，业绩弹性十足。
- **行业改善趋势延续，盈利水平显著恢复。**1) 供需结构方面，行业产能调控卓有成效，2023-2024 年冷修关停产能约 100 万吨左右，有效缓解供给过剩压力；需求端受益风电、新能源、电子等板块需求旺盛，2025 上半年显著拉动需求高增，供需结构显著改善。2) 价格方面，经过 2024 年以来多轮挺价、提价，产品价格稳步恢复，有力支撑行业盈利水平改善。2025 年上半年，规模以上玻纤及制品企业主营业务收入同比增长 13.5%，工业利润同比增长 142.5%，行业盈利水平显著改善。
- **经营势能强劲，业绩弹性十足。**公司为玻纤行业头部企业，技术积淀深厚、产品矩阵丰富、营销网络遍布全球，市场竞争力稳步提升。**技术方面**，公司不断取得突破，在超高模风电纱、LDK 电子纱等细分领域处于行业领先地位，技术优势突出；**产品方面**，风电、热塑、热固、电子等板块产品类别聚焦、矩阵丰富，聚焦中高档产品，结构优异；**销售端**，全球销售体系完整，持续开拓市场，增长空间不断拓宽。整体看，公司综合竞争优势突出。
- **未来增长路径：技术优势强化经营势能，持续挖掘长期增长动能。**公司高度重视技术创新和研发，在多个领域处于行业领先地位。1) 风电叶片领域，市场占有率超过 25%，其中高模、超高模产品产量居全球领先地位；2) 电子纱领域，成功开发低气泡、低膨胀、低介电超细纱及织物等优势产品，解决高端 PCB 源头关键材料长期依赖进口的难题，下游行业头部客户认可度高，公司扩产能力强。3) 热固领域，公司高端绝缘纱、高模量光缆阻水纤维用纱、全缠绕水处理膜壳用纱等多类产品性能优异，市场份额居行业领先地位。得益于公司突出的技术研发优势，与 LM、杜邦、台光、生益科技等行业龙头企业建立了稳定的合作关系，技术优势强化增长动能，长期成长能力突出。
- **盈利预测与投资建议。**公司综合竞争优势突出，销量保持稳健增长；LDK 电子纱等优势产品成长空间阔，产品结构持续改善，成本端不断改善，业绩弹性十足。给予公司 2026 年 30 倍估值，对应目标价 7.20 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济大幅下滑风险；下游需求或不及预期风险；地缘政治风险。

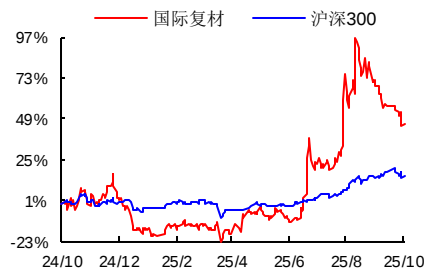
指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	73.62	88.67	102.19	116.72
增长率	2.87%	20.45%	15.24%	14.22%
归属母公司净利润（亿元）	-3.54	4.93	9.01	12.93
增长率	-164.88%	239.26%	82.75%	43.58%
每股收益 EPS（元）	-0.09	0.13	0.24	0.34
净资产收益率 ROE	-4.19%	5.47%	9.15%	11.77%
PE	-62	44	24	17
PB	2.74	2.56	2.33	2.08

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：笱文钊
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)	14.04
52 周内股价区间(元)	3.1-7.87
总市值(亿元)	220.22
总资产(亿元)	210.80
每股净资产(元)	2.18

相关研究

- 国际复材(301526): 盈利能力恢复显著，LDK 增长空间广阔 (2025-08-27)
- 国际复材(301526): 多轮提价成效显现，期待拐点持续向上 (2025-04-30)
- 国际复材(301526): 多轮提价行业企稳，短期承压静待拐点 (2025-03-28)
- 国际复材(301526): 业绩阶段承压，产能提质升级 (2024-10-27)

投资要件

关键假设

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 2025-2027 年,玻璃纤维及制品销量同比增长 10.0%、8.0%、8.0%。

2) 随着低介电、低膨胀等高端电子布等高端产品占比逐渐提升,产品结构持续向好,平均销售单价不断提升,预计 2025-2027 年,玻璃纤维及制品销售单价同比增长 10.0%、7.0%、6.0%。

3) 公司有序推进老旧产线更新改造,规模化和智能化水平将持续提升,产品销售毛利率将不断提升。

4) 公司全面实施预算管理,严格成本费用控制,管理和销售效率将持续改善,叠加营收规模不断扩大,规模效应下整体费用率有望边际递减。

我们区别于市场的观点

市场认为:1) 公司规模在国内处于行业第三,在头部几家企业中综合竞争优势相对较弱;2) 公司毛利率水平相对偏低,净利率也较低,盈利能力较弱。

我们的观点:1) 公司规模上小于另外两家,是因为上市之前融资渠道相对较少,错过了优质发展机遇,规模上被竞争对手赶超;但在技术层面,公司积淀深厚,竞争力始终处于行业领先地位,尤其在风电纱、低介电等板块技术竞争优势突出。2) 公司上市之后,融资渠道多元优质,可有序推进产能新建和老旧产能置换,不断优化产能结构、提高产线智能化水平、降低生产成本,持续提高产品销售毛利率。3) 公司全面实施预算管理,严格成本费用控制,管理和销售效率将持续改善,叠加营收规模不断扩大,规模效应下整体费用率有望边际递减,盈利能力提升空间广阔。此外,随着人工智能和算力的高速发展,对低介电、低膨胀等高附加值产品需求显著增加,公司在此领域具备较强竞争优势,未来有望为公司贡献显著业绩增量。

股价上涨的催化因素

1) 玻纤行业价格体系稳步上行;2) 低介电相关产品需求不断扩张。

估值和目标价格

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 88.67 亿元(+20.45%)、102.19 亿元(+15.24%)和 116.72 亿元(+14.22%),归母净利润分别为 4.93 亿元(+239.26%)、9.01 亿元(+82.75%)和 12.93 亿元(+43.58%),EPS 分别为 0.13、0.24 和 0.34 元,对应 PE 分别为 44、24 和 17 倍。总的来看,未来 3 年是公司产品结构不断优化,成本端持续改善,毛利率水平不断提升的重要阶段,伴随着毛利率提升叠加费用率递减,业绩弹性将持续释放。公司是兼具稳健性和成长性的优质标的,给予 2026 年 30 倍 PE,对应目标价 7.20 元,给予“买入”评级。

投资风险

1) 经济大幅下滑风险;2) 下游需求或不及预期风险;3) 地缘政治风险。

目 录

1 公司概况	1
1.1 深耕玻纤，布局全球	1
1.2 行业回升趋势延续，经营业绩拐点向上	2
2 行业分析	4
2.1 性能优异应用广泛，行业回升趋势延续	4
2.2 兼具“周期”与“成长”，长期增长趋势向好	6
2.3 产能结构调整，价格拐点向上	12
3 公司分析	16
3.1 产品矩阵丰富，市场布局全面	16
3.2 技术底蕴深厚，创新能力突出	18
3.3 海外布局优势突出，显著增强综合竞争力	24
3.4 持续推进降本增效，积极构筑成本优势	25
4 财务分析	28
5 盈利预测与估值	30
5.1 盈利预测	30
5.2 相对估值	30
5.3 绝对估值	31
6 风险提示	32

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 2018 以来公司产品结构 (亿元)	2
图 4: 2018 年以来公司营收区域分布 (亿元)	2
图 5: 2018 年以来公司营收情况	3
图 6: 2018 年以来公司归母净利润情况	3
图 7: 2018 年以来公司毛利率和净利率情况	3
图 8: 2018 年以来公司期间费用率情况	3
图 9: 2024 年各类型玻璃纤维产量占比	5
图 10: 2024 年各类型玻璃纤维及复材产品销量增速	5
图 11: 玻纤行业上下游产业链示意图	5
图 12: 2024 年全球玻纤下游应用分布	5
图 13: 2011-2024 年玻璃纤维行业产量及增速	6
图 14: 近年部分玻纤产品价格趋势 (左:元/吨, 右:元/米)	6
图 15: 2011-2025H1 年玻璃纤维行业营收增速	6
图 16: 2011-2025H1 年玻璃纤维行业利润增速	6
图 17: 2011-2024 年中国建筑业总产值及累计同比	7
图 18: 2011-2024 年中国房屋施工面积及累计同比	7
图 19: 2009-2023 年我国轨道交通投资建设情况	7
图 20: 玻璃纤维在轨道交通领域的应用	7
图 21: 2020-2028E 全球家电市场规模 (万亿美元) 及增速	8
图 22: 我国电冰箱、洗衣机、空调产量 (万台) 及增速	8
图 23: 2015-2023 年我国新开工水利建设项目数	8
图 24: 2007-2024 水利建设投资规模	8
图 25: 2001-2024 年全球风电新增装机容量	9
图 26: 2008-2025 年中国风电新增装机容量	9
图 27: 全球新能源汽车销量及预测 (万辆)	9
图 28: 汽车轻量化改造主要零部件	9
图 29: 2008-2024 年全球及中国 PCB 产值及增速	10
图 30: 2015-2023 全球及中国智能手机出货量 (百万部) 及增速	10
图 31: 2014-2024 年中国光伏发电新增容量及增速	11
图 32: 玻璃纤维应用于光伏组件边框	11
图 33: 2011-2024 年中国玻纤及制品出口量及增速变化	11
图 34: 2024 年五大类产品出口量占比	11
图 35: 全球玻纤企业产能结构	12
图 36: 中国玻纤企业产能结构	12
图 37: 2011-2024 年中国玻璃纤维产量及增速	13
图 38: 2023 年全球玻璃纤维产量占比	13
图 39: 2012-2023 年中国玻璃纤维表观消费量及增速	14

图 40: 2012-2023 中国玻璃纤维产销率.....	14
图 41: 2024 年中国玻璃纤维各产品产量及表观消费量.....	14
图 42: 2011 年以来中国进口玻纤情况.....	14
图 43: 2024H1 和 2025H1 头部企业毛利率情况.....	15
图 44: 2024H1 和 2025H1 头部企业净利率情况.....	15
图 45: 2020-2024 年公司产品结构.....	17
图 46: 2020-2024 年公司主营业务毛利结构 (亿元)	17
图 47: 公司研发费用投入及研发费用率.....	19
图 48: 国际复材申请专利情况 (不包含子公司) (个)	19
图 49: 风电纱布局历程.....	19
图 50: 全球风电织物市场份额分布.....	20
图 51: 拉挤工艺流程.....	21
图 52: 宏发新材、重庆风渡营收及占比情况 (亿元)	21
图 53: 2024 年全国各类覆铜板的产量情况 (万平方米)	22
图 54: 覆铜板切面构造图.....	22
图 55: 电子布销量 (亿米)	23
图 56: 重庆天勤和珠海珠玻营收及占比情况 (亿元)	23
图 57: 2024 年乘用车复材项目荣获科技进步奖.....	24
图 58: 首款通过 TÜV 莱茵认证.....	24
图 59: 公司海外公司布局情况.....	24
图 60: 公司海外营收及占比情况.....	25
图 61: 头部玻纤企业海外营收、毛利总额占比情况.....	25
图 62: 2024 年公司玻璃纤维及制品成本构成.....	25
图 63: 2020-2023H1 公司玻纤产品单位成本.....	25
图 64: 2020-2023H1 公司主要矿物原料采购价格.....	26
图 65: 2022-2023 公司叶蜡石采购价格与竞争对手对比.....	26
图 66: 2020-2023H1 公司主要能源采购价格.....	26
图 67: 2020-2023 公司天然气采购价格与竞争对手对比.....	26
图 68: 2024 年头部玻纤企业毛利率情况.....	28
图 69: 2024 年国际复材营业成本构成.....	28
图 70: 2024 年头部玻纤企业期间费用率水平.....	28
图 71: 公司负债情况 (亿元)	28
图 72: 2024 年头部玻纤企业销售净利率水平.....	29
图 73: 2018 年以来公司销售毛利率和销售净利率情况.....	29
图 74: 公司收现情况 (亿元)	29
图 75: 公司应收账款情况 (亿元)	29

表 目 录

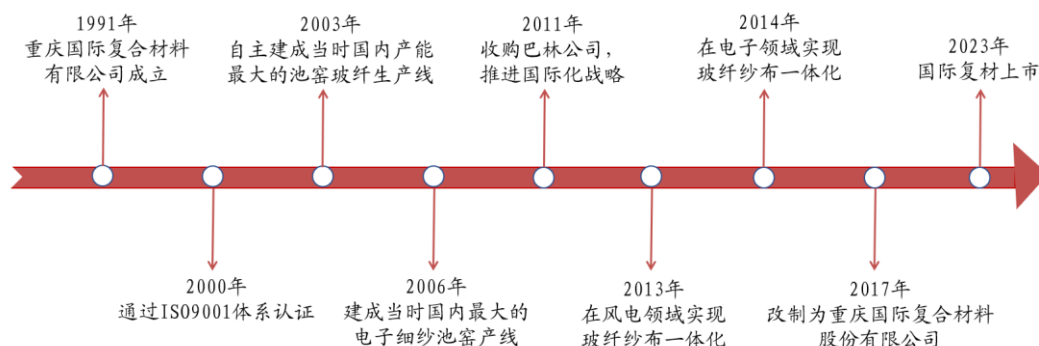
表 1: 玻璃纤维复合材料应用案例及应用效果.....	4
表 2: 玻璃纤维性能优势.....	10
表 3: 全球玻璃纤维 2025 至 2027 年间需求量预测 (万吨)	12
表 4: 2023 年以来七大玻纤企业产能调控情况.....	13
表 5: 2024 年以来玻纤行业调价情况	14
表 6: 公司主要产品及用途	16
表 7: 公司知名终端应用客户	17
表 8: 公司产能布局.....	18
表 9: 公司销售子公司和仓储布局	18
表 10: 公司部分技术进步相关事件	18
表 11: 叶片用玻璃纤维的主要型号	20
表 12: LDK 产品应用场景和应用价值	21
表 13: 我国覆铜板表观消费量 (万平方米)	22
表 14: 2024 年公司生产线冷修技改及数智化建设情况	27
表 15: 入选重庆市智能工厂名单	27
表 16: 分业务收入及毛利率	30
表 17: 可比公司估值	31
附表: 财务预测与估值	33

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，公司已在国内多个国家和地区建有生产基地，玻纤纱年产能突破 120 万吨，电子布年产能达 2 亿米，是国内第三大玻纤企业，综合竞争优势突出。

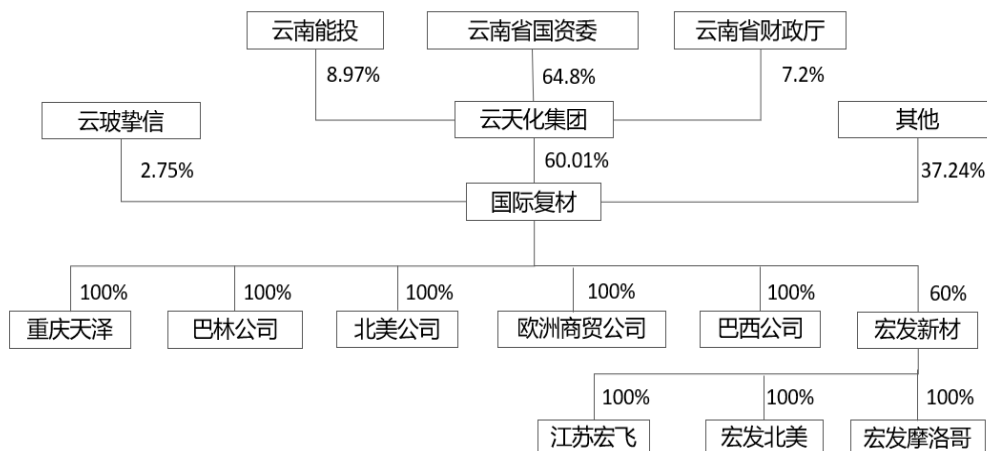
图 1：公司发展历程



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。云波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



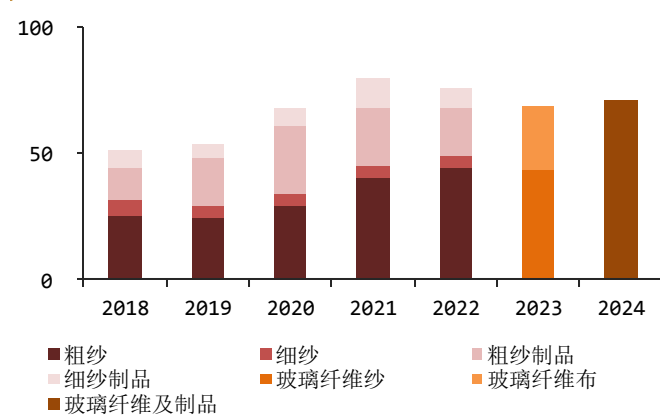
数据来源：数据截至 2025 年 6 月 30 日，公司公告，西南证券整理

1.2 行业回升趋势延续，经营业绩拐点向上

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壁垒高，是公司极具竞争力的产品，下游主要应用于覆铜板、膜材料、过滤材料等领域。

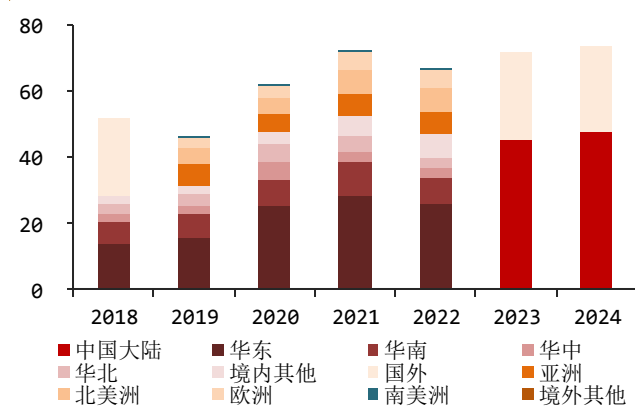
分销售区域来看，公司在国内的销售重心偏向于华东与华南两大制造业活跃区域，2022年两大核心销售区域营收占比为 42.5%。同时，公司积极构建并完善其生产基地、海外销售子公司及仓储设施的全球网络，强化亚洲本土竞争力的同时，将业务范围辐射至美洲与欧洲，境外客户稳定，成长空间不断拓宽，2024 年海外营收占比为 34.9%。

图 3：2018 年以来公司产品结构（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2018 年以来公司营收区域分布（亿元）

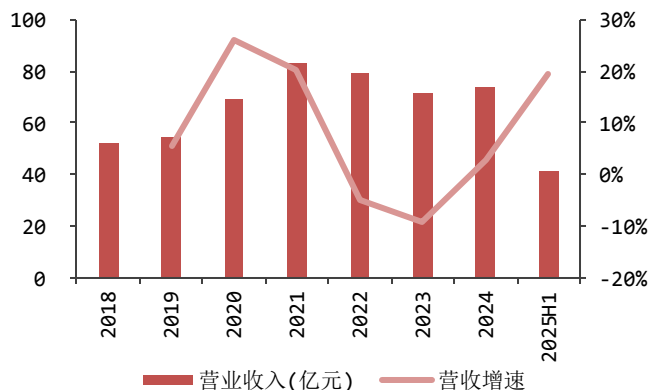


数据来源：公司公告，西南证券整理

经营业绩显著改善：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，2019-2022 年，营业收入复合增速为 11.0%，归母净利润复合增速为 58.8%。2023-2024 年，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，叠加行业新建产能陆续投产，产品销售单价走低，行业盈利水平有所下滑，公司业绩承压显著。

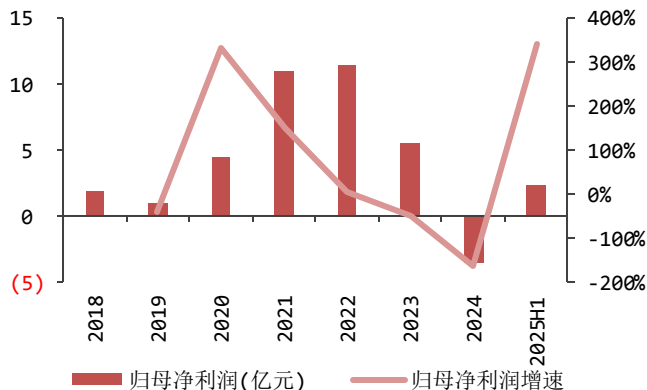
2024 年以来，经过行业产能调控，供给端的扩张速度得到了有效控制；叠加多轮挺价、提价举措，行业逐渐走出内卷式恶性竞争的漩涡，行业开始触底企稳。2025 年以来，在风电、热塑等板块需求向好拉动下，产品价格恢复显著，有力支撑行业盈利水平的恢复。2025 年上半年，公司实现营业收入 41.5 亿元，同比增长 19.3%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 341.6%，盈利能力得到显著修复。

图 5：2018 年以来公司营收情况



数据来源：Wind，西南证券整理

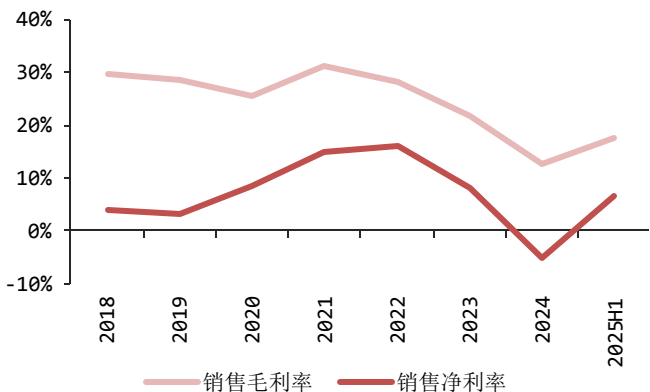
图 6：2018 年以来公司归母净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

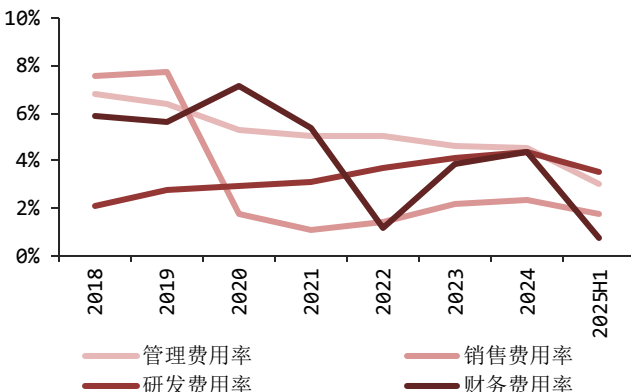
盈利能力恢复，研发投入持续。受行业周期性波动冲击，2022-2024 年毛利率及净利率持续下滑，盈利水平阶段性承压，2025H1 恢复显著。2022-2024 年，行业存量竞争加剧，产品价格持续走低，受此影响公司毛利率下降 15.7 个百分点；受行业竞争加剧影响，销售费用率增加 1.0 个百分点；面对行业竞争，公司紧跟市场需求，积极开拓新的应用领域，研发投入不断加大，研发费用率增加 0.7 个百分点；综合影响，销售净利率下降 21.0 个百分点，盈利能力承压显著。当前供给端结构优化，需求端持续向好，玻纤价格止跌回升，公司盈利能力得到显著修复，2025H1 毛利率恢复至 17.4%，净利率恢复至 6.7%。

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 年以来公司期间费用率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业分析

兼具“周期”与“成长”，集中度有望持续提升。玻璃纤维凭借其卓越的产品特性，在多个领域实现了深度渗透。从传统的建筑建材、工业设备等周期性行业，到新兴的汽车轻量化、5G 通信、风电及光伏产业，玻纤行业展现了“周期”与“成长”的双重属性。当前，行业供需失衡问题有效缓解，盈利能力持续修复，在复价热潮推动下，产品价格止跌回升，随着玻纤行业主动调控产能、优化结构，供过于求问题得到缓解。同时，玻纤行业呈现出寡头垄断竞争格局，风电、电子等细分赛道竞争壁垒增强，对企业的研发、技术、产品等综合能力要求越来越高，行业领军企业竞争优势将进一步凸显，市场集中度有望持续提升。

2.1 性能优异应用广泛，行业回升趋势延续

2.1.1 玻纤性能优异，应用场景丰富

玻纤性能优异：玻璃纤维与其他材料复合后可实现性能互补，具备更加优异的使用性能。玻璃纤维复合材料，通常是将玻璃纤维与树脂、塑料等基体材料，经过特定工艺融合而成，可实现玻璃纤维轻质高强的特性与基体材料良好的加工性、耐腐蚀性、绝缘性等优点完美汇聚一身。玻纤复合材料制备工艺丰富多样，像模压成型、注塑成型和挤出成型等都是常见的工艺，并依据产品的形状、尺寸和性能要求，能够将玻璃纤维和基体材料精确复合，制造出拥有特定性能和结构的制品。

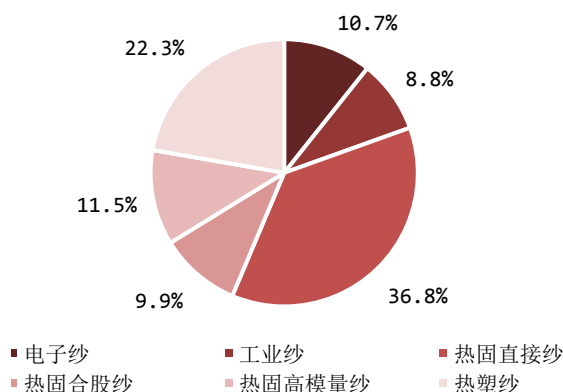
表 1：玻璃纤维复合材料应用案例及应用效果

应用领域	具体案例	应用效果
航空航天	空中客车公司在 A330、A340 和 A380 系列飞机的机翼前缘制造中，大量采用了玻璃纤维增强聚苯硫醚热塑性复合材料。	机翼前缘的重量相较于传统材料 减轻了约 25% ，燃油消耗 降低了约 6%~8% 。
汽车制造	广泛用于制造车身、底盘、发动机罩等部件，吉利博越在车身制造中引入了玻璃纤维复合材料。	车重 减轻了约 20%
建筑工程	在一些老旧建筑的抗震加固项目中，使用玻璃纤维复合材料对混凝土结构进行增强处理。	建筑的承载能力大幅提升， 抗震性能提高了约 10%~50% 。
风电领域	光放应用于制造风力发电机叶片、机舱罩、轮毂等部件。	重量 减轻了约 30% ，发电效率 提高了约 10%

数据来源：玻璃纤维协会公众号，西南证券整理

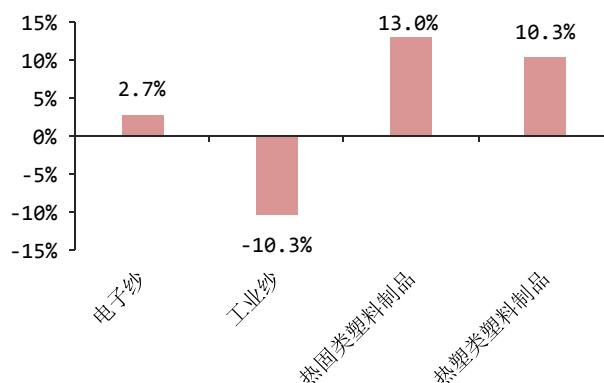
复材产品多样：根据玻璃纤维用途和复材产品特性等多维度分类，可分为电子纱、工业纱以及热固纱(直接纱、合股纱、高模量纱)、热塑纱等。电子纱受益人工智能和算力需求爆发，高端覆铜板对优异性能电子布需求高增，未来增长空间广阔；工业纱受地产、基建市场需求低迷拖累，下滑明显；安全防护用玻璃纤维毡布制品外贸出口需求快速增长，国内市场也在逐步升温；在风电、汽车、家电等主要市场需求稳步增长的带动下，各类玻纤增强塑料制品产量仍保持较快增速，2024 年我国玻纤增强塑料制品总产量约为 750 万吨，同比增长 11.6%。

图 9：2024 年各类型玻璃纤维产量占比



数据来源：国际复材公司公告，西南证券整理

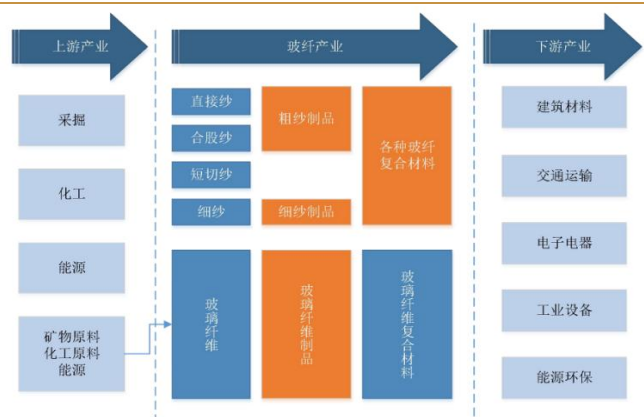
图 10：2024 年各类型玻璃纤维及复材产品销量增速



数据来源：国际复材公司公告，西南证券整理

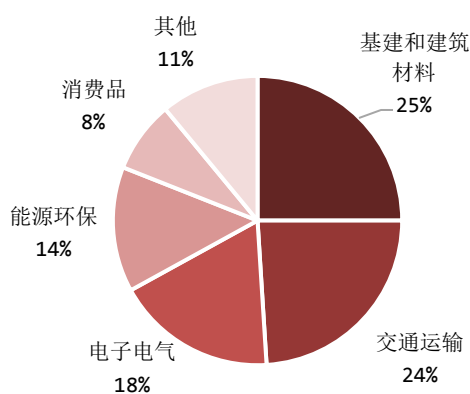
应用场景丰富：玻璃纤维及玻璃纤维制品属于新材料领域中的无机非金属材料，是我国新材料发展的重点领域之一。玻璃纤维是以叶腊石、高岭土、石灰石等矿石为原料，经高温熔制、拉丝、烘干、络纱等工艺制造而成，其单丝直径为几微米到二十几微米，相当于一根头发丝的 1/20-1/5。凭借其机械强度高、绝缘性好、耐腐蚀性好、轻质高强等特点，玻璃纤维被广泛应用于风电叶片、汽车制造、轨道交通、电子通信、家用电器、建筑材料、工业管罐、航空航天等领域。

图 11：玻纤行业上下游产业链示意图



数据来源：国际复材招股说明书，西南证券整理

图 12：2024 年全球玻纤下游应用分布

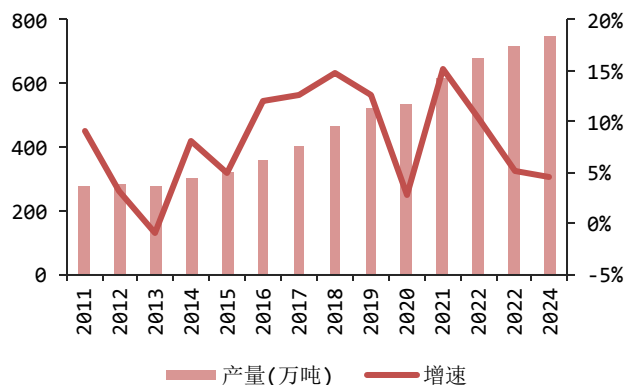


数据来源：玻璃纤维协会微信公众号，西南证券整理

2.1.2 供需格局改善，盈利能力恢复

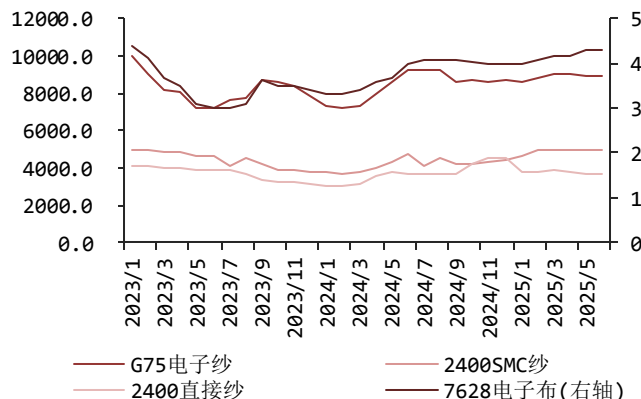
供需格局改善，销售价格回升。2024 年我国玻璃纤维纱总产量达到 756 万吨，同比增长 4.6%；池窑纱总产量达到 726 万吨，同比增长 5.7%。2025 年 1-6 月份玻璃纤维纱产量同比增速约为 4.9%，延续自 2023 年以来的低速增长态势，为持续改善市场供需形势提供坚实基础。经过 2024 年的产能调控，行业供给端结构调整，以及多轮挺价、提价，叠加 2025 年上半年风电、新能源汽车、家电等板块需求向好拉动显著，玻纤价格持续回升，有力支撑行业盈利水平恢复。

图 13：2011-2024 年玻璃纤维行业产量及增速



数据来源：玻璃纤维协会官网，西南证券整理

图 14：近年部分玻纤产品价格趋势（左：元/吨，右：元/米）



数据来源：玻璃纤维协会官网，西南证券整理

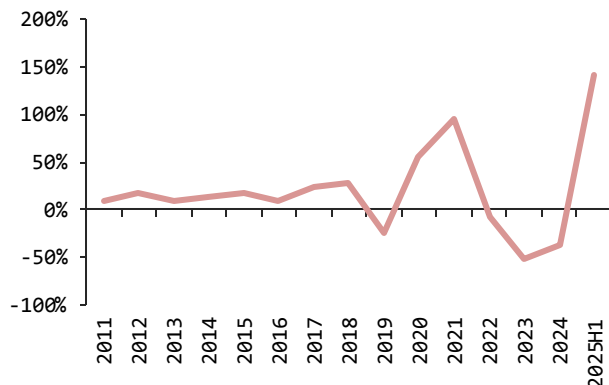
量价齐升拐点向上，盈利水平显著改善。2019-2022 年，宏观经济环境优异，地产、风电等多行业需求持续增长，行业盈利水平优异，供需两端扩张显著。2023-2024 年，随着宏观经济承压，风电等行业增速放缓，地产等传统行业面临较大下行压力，需求端较为疲软，叠加前期新建产能陆续投产，供给端开始过剩，玻纤价格下行，行业盈利水平受到较大冲击。2025 年上半年，玻纤价格持续回升，有力支撑行业盈利水平改善。

图 15：2011-2025H1 年玻璃纤维行业营收增速



数据来源：中国玻璃纤维工业协会，西南证券整理

图 16：2011-2025H1 年玻璃纤维行业利润增速



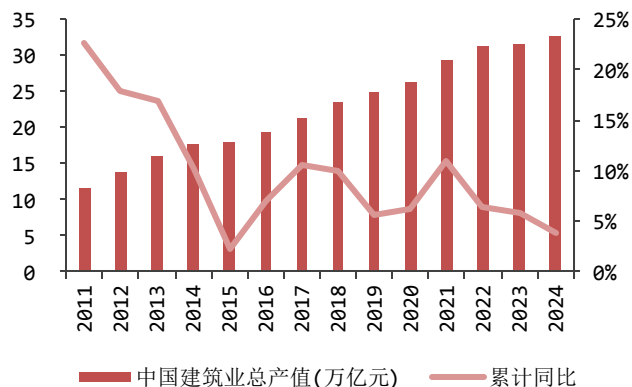
数据来源：中国玻璃纤维工业协会，西南证券整理

2.2 兼具“周期”与“成长”，长期增长趋势向好

2.2.1 扎根传统领域，稳固增长基石

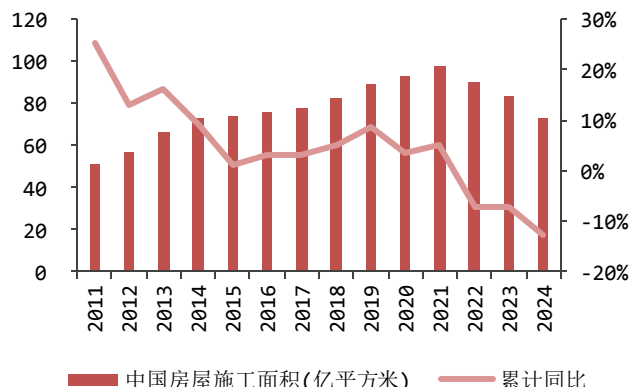
地产政策利好，建筑有望回暖。玻璃纤维因其卓越的隔热、耐火性能及高强度特性，在建筑领域的应用日益广泛，特别是在建筑承载结构（如混凝土梁、柱）的加固、建筑物内外墙体的保温、防水、抗裂处理以及节能建筑门窗等方面渗透率持续提升。从 2011 年至 2024 年，我国建筑业总产值实现了显著增长，由 11.64 万亿元增长至 32.65 万亿元，年复合增长率 8.25%。随着当前房地产市场“止跌回稳”、“保交楼”等相关利好政策陆续出台，城市更新、老旧小区改造等政策持续落地，建筑行业有望逐步回暖，减轻对玻纤需求的拖累。

图 17：2011-2024 年中国建筑业总产值及累计同比



数据来源：国家统计局，西南证券整理

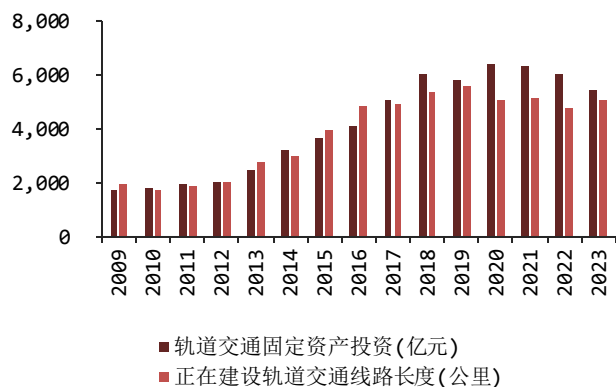
图 18：2011-2024 年中国房屋施工面积及累计同比



数据来源：国家统计局，西南证券整理

轨交设备繁荣，市场强劲拉动。在轨道交通领域，玻璃纤维应用广泛，涵盖了应急疏散平台、电缆架、隔音屏障等基础设施，同时也被用于高铁列车的车头、车门及座椅等核心结构件。当前，我国正处在轨道交通建设的繁荣期，是世界上最大的轨道交通市场。自 2009 年至 2023 年，我国轨道交通装备市场经历了显著提升，市场规模从 1737.6 亿元跃升至 5448.1 亿元，年复合增长率为 8.5%。截至 2023 年底，在建轨道交通线路长度达 5061.3 公里，当前基建发力明显，新年的五年规划里轨交产业有望再上一个台阶。

图 19：2009-2023 年我国轨道交通投资建设情况



数据来源：WIND，西南证券整理

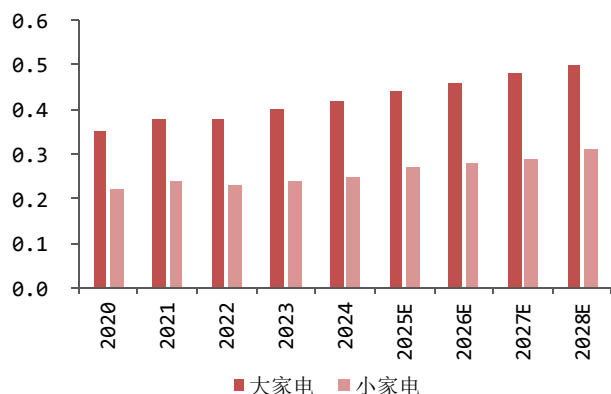
图 20：玻璃纤维在轨道交通领域的应用



数据来源：国际复材招股说明书，西南证券整理

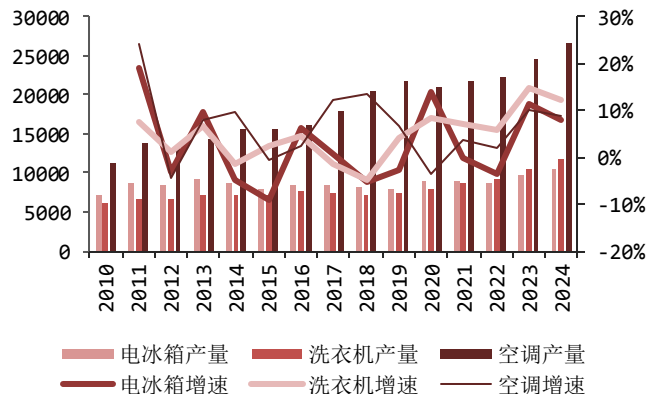
家电稳健增长，玻纤应用广泛。在家用电器行业，玻纤凭借其高强度和优异的耐热性能，在冰箱、空调等制冷设备风扇组件，洗衣机内筒与波轮以及电饭煲、微波炉底座等关键部件广泛应用。全球家电市场规模庞大，据 Statista 预测，至 2028 年家电市场规模将达到 8100 亿美元左右，呈现稳健的增长态势。国内市场，2024 年我国电冰箱、洗衣机、空调的生产量分别实现了 7.9%、12.2%、8.6% 的同比增长，玻纤材料在家电制造领域增长空间广阔。

图 21：2020-2028E 全球家电市场规模（万亿美元）及增速



数据来源：Statista，西南证券整理

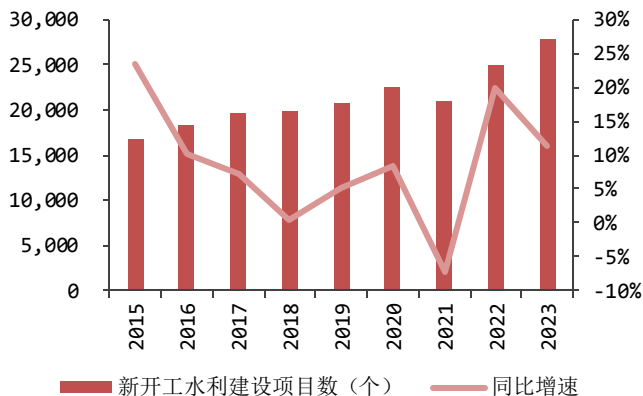
图 22：我国电冰箱、洗衣机、空调产量（万台）及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

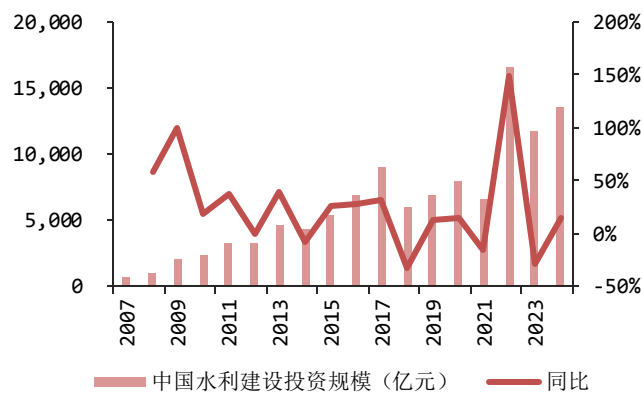
玻纤管罐应用广，水利建设潜力大。玻纤复合材料管罐凭借其轻质高强、耐腐蚀性强、材料无毒、力学性能好、安装维护方便等优点，在市政建设、水利工程、化学工业、油气运输等多个领域广泛应用，尤其在水利行业中，应用潜力尤为巨大。根据水利部统计，近年来我国水利建设项目新开工数量稳步上扬，2015 年至 2023 年复合增长率达 6.62%。2023 年水利建设新增投资规模达到 11995 亿元，同比增速 10.1%，实现历史新高。随着水利部不断深化水利改革举措，通过增发国债、超长期特别国债及地方政府专项债等多种方式筹集资金，未来水利工程建设领域的发展势头预计将持续增强。

图 23：2015-2023 年我国新开工水利建设项目数



数据来源：Wind，水利部发展研究中心，西南证券整理

图 24：2007-2024 水利建设投资规模

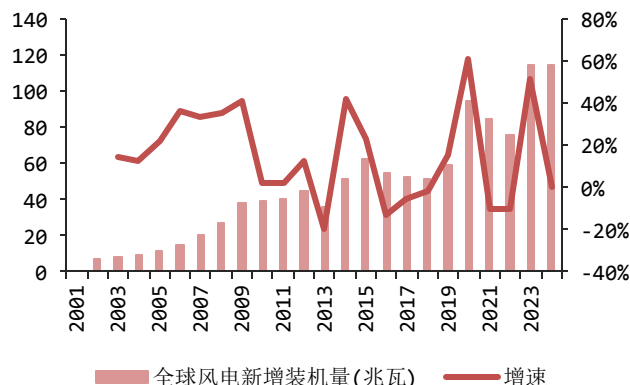


数据来源：Wind，西南证券整理

2.2.2 助力新兴领域，成长空间广阔

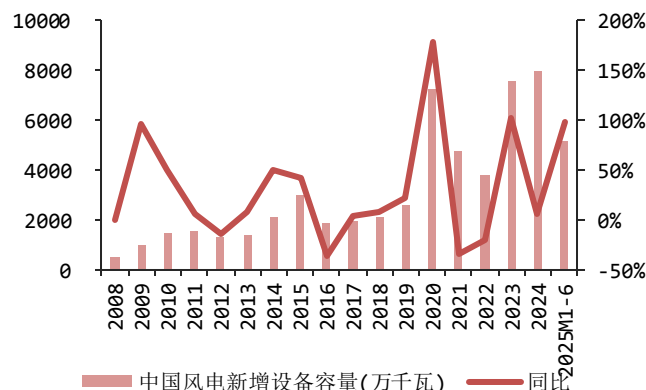
风电持续扩容，玻纤需求广阔。在风电叶片制造领域，玻璃纤维复合材料能够增强叶片承载恶劣环境和随机负荷的能力，且成本相对较低，因此得到广泛应用。截至 2024 年末全球风电累计装机量达到 1136GW，预计 2030 年全球累计风电装机量将达到 2118GW，2025-2030 年全球新增风电装机容量复合增长率为 10.94%，平均每年新增风电装机量 163.7GW，仍将保持相对较高的发展速度。根据明阳智能招股说明书披露，单位 GW 风电装机所需玻纤用量在 1 万吨左右，结合当前风电装机增长预测，增长空间广阔。

图 25：2001-2024 年全球风电新增装机容量



数据来源：Statista，西南证券整理

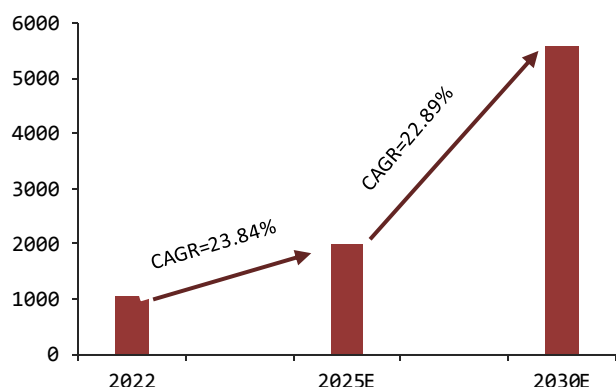
图 26：2008-2025 年中国风电新增装机容量



数据来源：WIND，西南证券整理

汽车行业稳增长，轻量化趋势显著。汽车轻量化是指在保证汽车的强度和安全性能的基础上尽可能降低整车质量，从而提高汽车的动力性。根据《节能与新能源汽车技术路线图（2.0 版）》，至 2025 年、2030 年、2035 年，燃油乘用车整车轻量化系数分别降低 10%、18%、25%，纯电动乘用车则分别降低 15%、25%、35%。汽车轻量化趋势持续加强，玻纤增强复合材料因性能优异，被广泛应用于汽车多部件中。2024 年我国汽车销量将达到 3143.6 万辆，同比增长 4.5%，新能源汽车销量首破 1000 万辆，销量占比超 40%。

图 27：全球新能源汽车销量及预测（万辆）



数据来源：中国汽车工业协会，西南证券整理

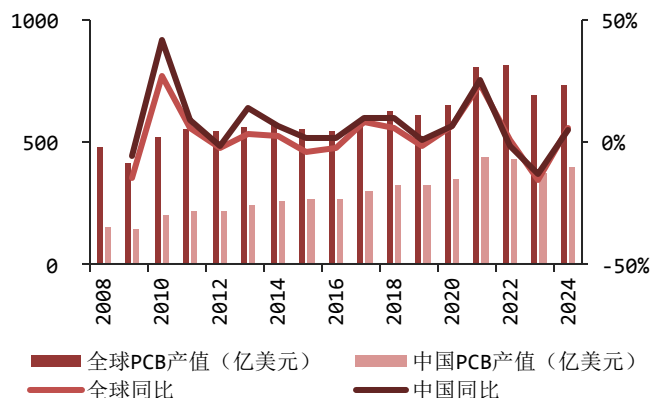
图 28：汽车轻量化改造主要零部件



数据来源：国际复材招股说明书，西南证券整理

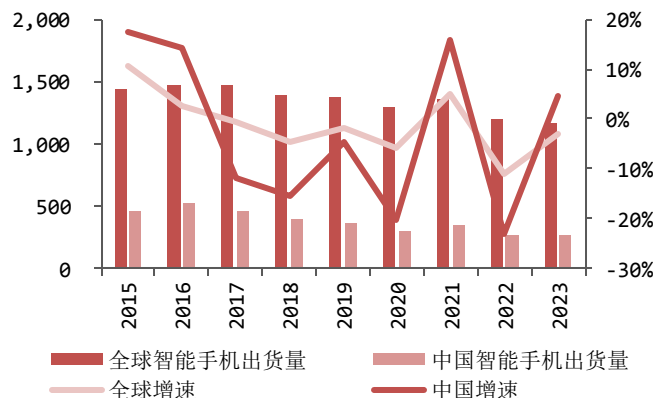
电子通信复苏，玻纤需求扩张。在电子通信领域中，玻纤是制造覆铜板以及多种电子产品部件的关键成分。近期，受 5G、人工智能、新能源汽车智能化、算力需求扩容等需求拉动，高端 PCB 需求高增，带动低介电、低膨胀等性能优异电子布需求的显著增加。作为 PCB 的核心基础材料，覆铜板占据了 PCB 原材料成本的 30% 至 70% 不等。而在覆铜板的成本构成中，玻璃纤维布的比例达 20% 左右。随着人工智能高速发展，对算力的需求和要求越来越高，高端覆铜板的需求必然持续扩容，未来高端电子布需求将呈现井喷态势。

图 29：2008-2024 年全球及中国 PCB 产值及增速



数据来源：证券市场周刊，西南证券整理

图 30：2015-2023 全球及中国智能手机出货量（百万部）及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

光伏迅猛发展，玻纤边框前景阔。光伏设备长期暴露于户外强辐射、高温、大风等恶劣环境，其对边框组件材料性能的要求愈加严格。复材边框作为光伏组件的辅材，过去通常由高能耗的铝合金制成，随着光伏组件走向沙漠、海洋等应用场景，金属材质的弊端开始凸显——易腐蚀、易老化、易变形，新材料就成了替代对象。玻璃纤维增强复合材料拥有轻质高强、抗 PID（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，也可光伏组件制造商降本增效。

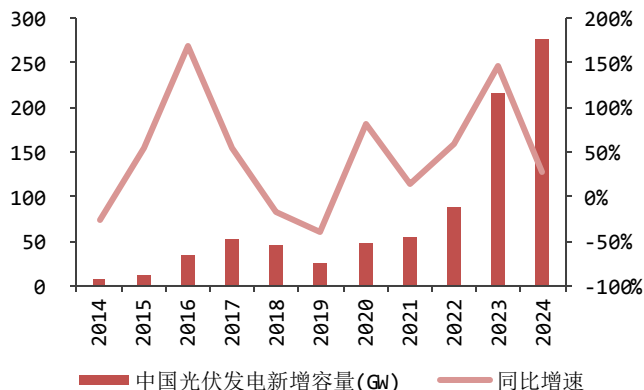
表 2：玻璃纤维性能优势

优点	优点详解
轻质高强	密度远低于金属，强度却毫不示弱，能让各种产品在减轻重量的同时，保持坚固耐用。
极耐腐蚀	在潮湿、盐雾等恶劣环境中也能保持性能稳定，大大延长了产品的使用寿命。
设计灵活	通过改变纤维排列、含量以及基体材料的种类，就可以定制优化性能，满足不同场景的需求。
加工性好	能轻松加工成各种形状尺寸的产品，而且材料损耗小、生产效率高，可降低生产成本。

数据来源：西南证券整理

根据中国光伏行业协会数据统计，2024 年中国光伏新增装机 277.6GW，同比增长 28.5%，装机规模持续增长。玻纤复合材料，作为光伏铝合金边框的重要替代产品，将显著受益于光伏边行业的扩容。以 2024 年新增装机量为基数，积极预估下，若复合材料边框渗透率达到 40% 左右，市场规模可达到 145 亿元，对应玻璃纤维/聚氨酯需求约 90/23 万吨。未来使用玻璃纤维增强复合材料的边框将有望成为光伏边框领域主流产品，玻纤在光伏领域使用量将持续扩大。

图 31：2014-2024 年中国光伏发电新增容量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 32：玻璃纤维应用于光伏组件边框

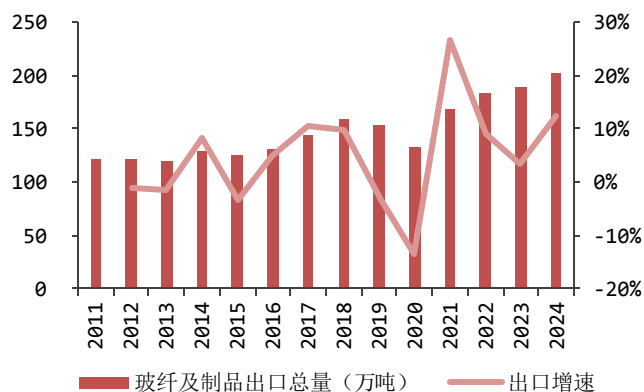


数据来源：国际复材招股说明书，西南证券整理

2.2.3 出口小幅增长，玻纤需求稳健

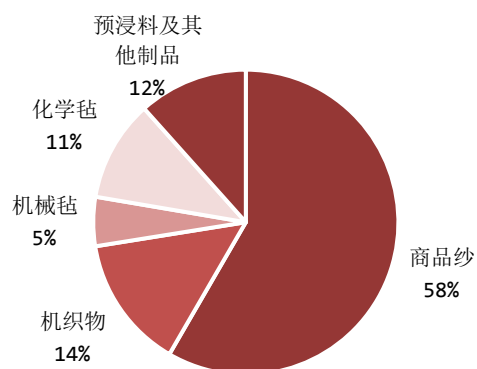
出口小幅增长，国际竞争力强。凭借卓越的技术工艺与显著的规模效应，我国部分高性能玻纤产品在国际市场上具有较强竞争力。从数量来看，2024 年我国玻璃纤维及制品出口总量首度突破 200 万吨，达到 202.2 万吨，同比增长 12.5%，持续稳固增长态势。出口金额 27.9 亿美元，同比增长 4.9%。此外，我国玻纤企业所属海外生产基地 2024 年共实现玻璃纤维纱总产量 66.4 万吨，同比增长 8.5%。随着国内生产厂商持续打破技术壁垒，不断加大研发投入，技术优势持续加强，叠加国内应用场景丰富，生产规模效应突出，综合竞争优势显著，国际市场竞争能力将持续增强。

图 33：2011-2024 年中国玻纤及制品出口量及增速变化



数据来源：中国玻璃纤维工业协会，西南证券整理

图 34：2024 年五大类产品出口量占比



数据来源：中国玻璃纤维工业协会，西南证券整理

玻纤需求稳步增长，预计未来三年增速均将位于 5% 以上。基于我国玻璃纤维下游五大应用领域的需求分布与占比情况，综合考量建筑业总产值、汽车销量、PCB、风电新增装机等核心应用场景，我们预计 2025 年至 2027 年间，全球玻璃纤维需求量将分别达到 1156 万吨、1235 万吨、1333 万吨，同比增速依次为 5.1%、6.8%、7.9%，玻纤下游需求增长稳健，其中建筑材料与交通运输业需求将维持低速增长，而工业设备、电子领域、风电行业需求增长显著。

表 3：全球玻璃纤维 2025 至 2027 年间需求量预测（万吨）

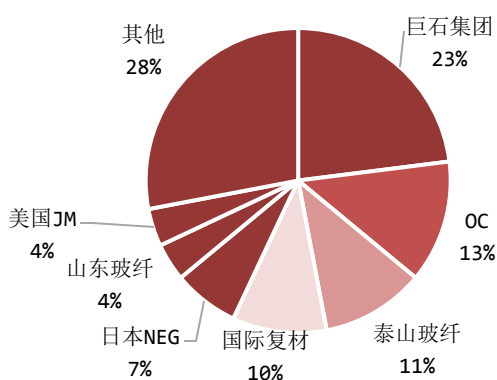
玻纤应用领域及产量占比	2024A	2025E	2026E	2027E
基建和建筑材料（25%）	275.0	206.3	175.3	166.5
YOY		-25.0%	-15.0%	-5.0%
交通运输（24%）	264.0	330.0	396.0	475.2
YOY		25%	20%	20%
电子电气（18%）	198.0	207.9	218.3	229.2
YOY		5%	5%	5%
能源环保（14%）	154.0	200.2	230.2	241.7
YOY		30%	15%	5%
消费品（8%）	88.0	90.6	94.3	99.0
YOY		3%	4%	5%
其他（11%）	121.0	121.0	121.0	121.0
YOY		0%	0%	0%
合计	1100	1156	1235	1333
YOY	4.6%	5.1%	6.8%	7.9%

数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 产能结构调整，价格拐点向上

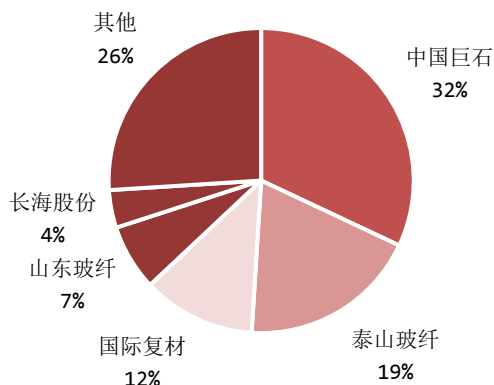
寡头垄断显著，竞争格局稳定。玻纤行业具有资金投入多、技术壁垒高的特点，因此全球玻纤行业具有高集中度，已形成较为明显的寡头竞争格局。国际复材、中国巨石、印度多元化工业控股集团(原 OC)、泰山玻纤、日本电气硝子公司（NEG）、山东玻纤、美国佳斯迈威（JM）这七大玻纤生产企业的玻纤年产能合计占到全球玻纤总产能的 70%以上，我国三大玻纤生产企业的玻纤年产能合计占到国内玻纤产能的 63%左右。

图 35：全球玻纤企业产能结构



数据来源：国际复材招股说明书，西南证券整理

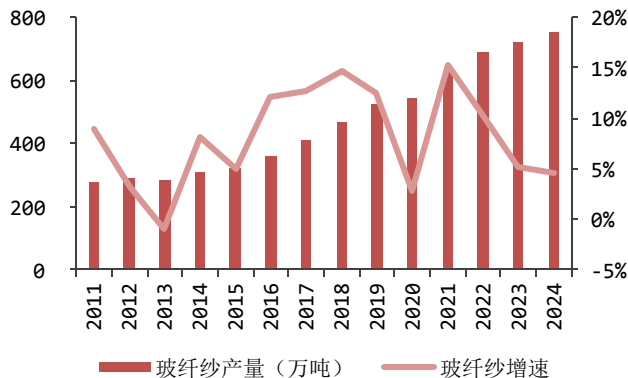
图 36：中国玻纤企业产能结构



数据来源：国际复材招股说明书，西南证券整理

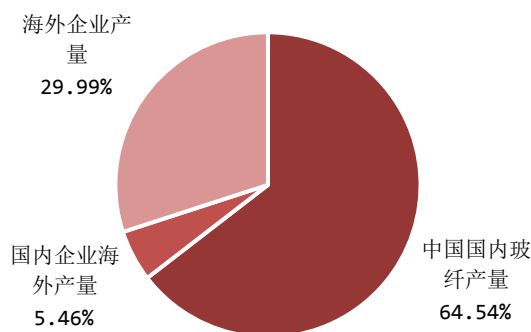
全球玻纤第一大国，供需均扩张显著。近年来，随着玻纤应用领域的持续扩宽及下游市场需求的提升，玻纤行业产量实现了显著增长。从 2011 至 2024 年，我国玻纤纱总产量以 8.0% 的年复合增长率迅速扩张，至 2024 年玻纤纱总产量已达 756 万吨，同比增长 4.6%。2023 年，中国玻纤总产量（含海外）全球占比超 70%，为玻纤生产、使用及出口第一大国。

图 37：2011-2024 年中国玻璃纤维产量及增速



数据来源：中国玻璃纤维工业协会，西南证券整理

图 38：2023 年全球玻璃纤维产量占比



数据来源：玻纤情报网、山东玻纤年报，西南证券整理

行业产能调控，新增供给放缓。面对 2022 年以来外部投资热度持续攀升和下游市场深度调整，中国玻璃纤维行业在经历了阶段性的激烈竞争后，正逐步摆脱“内卷式”不良竞争的困境。行业内企业主动采取措施调控产能，包括推迟新建生产线投产、缩减投产规模、关停到期冷修产线等。据中国玻璃纤维工业协会统计，2023 年以来，巨石集团、泰山玻纤、国际复材等七大玻纤集团累计关停 15 条大型玻纤池窑拉丝生产线，关停总产能达到 101.1 万吨，玻纤新增供给增速放缓。2025 年上半年，我国新增万吨及以上玻纤池窑产线 5 条，新增池窑产能规模约 50 万吨，同期有 10 条池窑产线处于冷修停产状态，休产产能规模约为 51 万吨，总产能规模保持平稳。

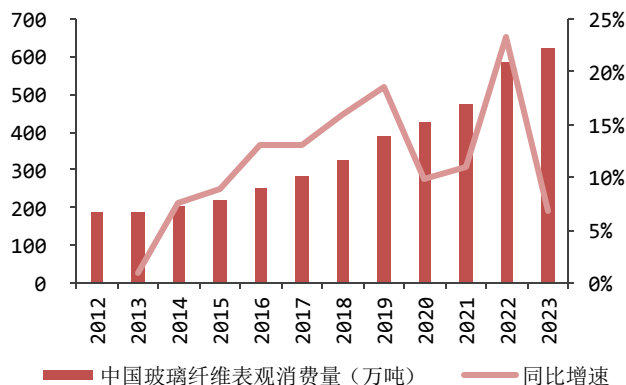
表 4：2023 年以来七大玻纤企业产能调控情况

公司名称	产能调控情况
中国巨石	2023 年以来已累计关停 24 万吨池窑产能，并计划于 2024 年底前再关停 15 万吨生产线进行冷修。此外，巨石九江、巨石淮安生产线均采取了延迟投产措施，并对后续规划建设项目进行修正。
泰山玻纤	2023 年以来已累计完成两条线 11 万吨生产线的关停冷修。此外，公司计划 2025 年启动满庄生产基地冷修行动，对三条线近 20 万吨生产线进行停产冷修。
国际复材	2023 年已正式启动新一轮生产线轮修工作，并已累计完成三条线 23 万吨产能的停产冷修。此外，公司计划 2025 年继续启动 4 万吨细纱池窑等项目停产冷修工作。
山东玻纤	公司已于 2024 年 3 月关停两条合计 6 万吨生产线。此外，公司计划 2024 年底继续关停老一线、老七线两条生产线。预计 2024 年合计退出总产能将达到 19 万吨。
冀中新材	公司分别于 2023 年 12 月和 2024 年 5 月各关停一条老旧生产线，合计关停产能达到 10 万吨。
长海股份	公司已于 2024 年初和 2024 年 10 月先后关停两条池窑生产线，累计关停产能近 12 万吨。
四川威玻	公司已于 2024 年 3 月启动对威远基地七线的停产冷修，并一直延迟投产。

数据来源：中国玻璃纤维工业协会，西南证券整理

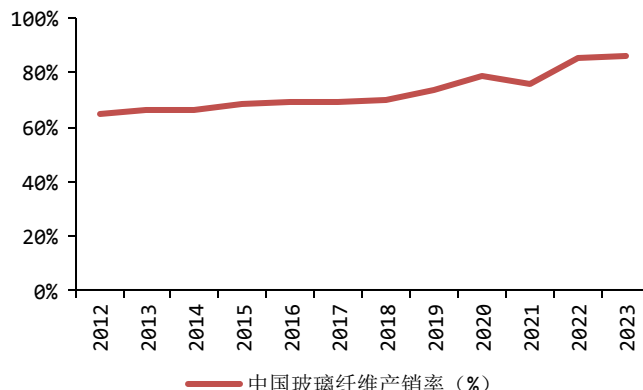
产销率稳步提升，供过于求或将缓解。随着下游轨道交通、5G 通信及新能源领域的迅速发展，近十多年来我国玻璃纤维的表观消费量持续增长，从 2012 年的 187 万吨提升至 2023 年的 624 万吨，年复合增长率达 11.56%。尽管从整体市场供需情况来看，当前我国玻纤行业仍面临着一定程度供过于求的问题，但近年来玻纤行业产销率呈现稳步增长态势，随着应用场景的持续拓宽、需求的稳步增长，产能过剩问题将逐步缓解。2023 年，我国玻纤行业产销率达到 86.31%，与 2022 年相比，实现了 1.4 个百分点的提升，国内市场需求正在逐步改善，供需结构问题将得到逐步缓解。

图 39：2012-2023 年中国玻璃纤维表观消费量及增速



数据来源：中国玻璃纤维工业协会，西南证券整理

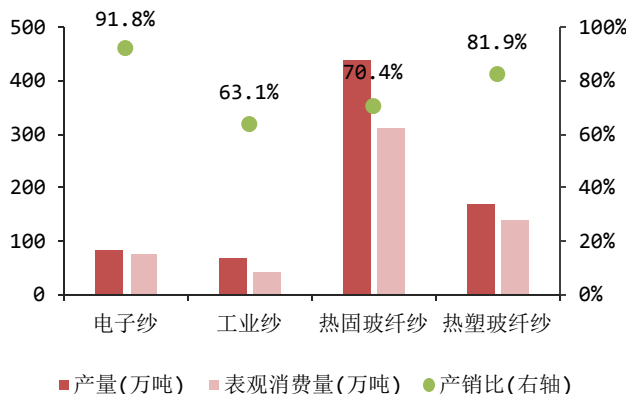
图 40：2012-2023 中国玻璃纤维产销率



数据来源：中国玻璃纤维工业协会，西南证券整理

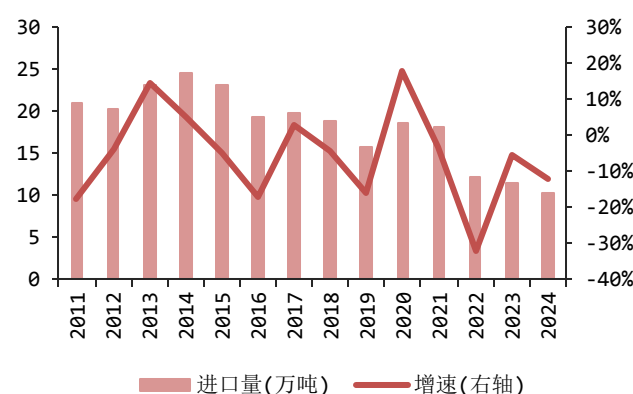
优化产能结构，供需结构向好。受益于国内玻纤行业研发、生产等技术持续进步、规模优势凸显，不断对进口纱实现替代，产能结构不断优化。2025 年上半年以来，随着风电、高端 PCB、汽车等行业对需求的拉动，行业产能结构显著优化。长期看，在行业需求持续扩容以及产能结构不断优化背景下，供给端的过剩产能将被逐渐消化、落后产能将被有序去化。

图 41：2024 年中国玻璃纤维各产品产量及表观消费量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：2011 年以来中国进口玻纤情况



数据来源：中国玻璃纤维工业协会，西南证券整理

行业多轮复价，景气度显著恢复。在经历了较长一段时间的低价竞争后，高质量发展暂时成为行业共识。2024 年以来，玻纤行业分别于 3 月、4 月、5 月、6 月、11 月及 2025 年 2 月进行了 6 轮复价，复价产品也从普通直接纱延伸至电子纱及薄布、短切毡、风电纱等中高端产品，有效遏制产品价格跌势，底部信号基本明确，短期产品价格全线走高。随着行业供需结构向好，预计行业景气度或将持续修复。

表 5：2024 年以来玻纤行业调价情况

	调价时间	公司名称	具体内容
第一轮	3 月 25 日	中国巨石	直接纱复价 200-400 元/吨；丝饼纱复价 300-600 元/吨
	3 月 25 日	山东玻纤	直接纱复价 300-400 元/吨；合股纱复价 300-500 元/吨
	3 月 25 日	长海股份	玻纤产品复价 300-500 元/吨
	3 月 25 日	泰山玻纤	直接纱复价 200-400 元/吨；合股纱复价 300-500 元/吨
	3 月 25 日	三磊玻纤	直接纱复价 200-400 元/吨；丝饼纱复价 300-600 元/吨

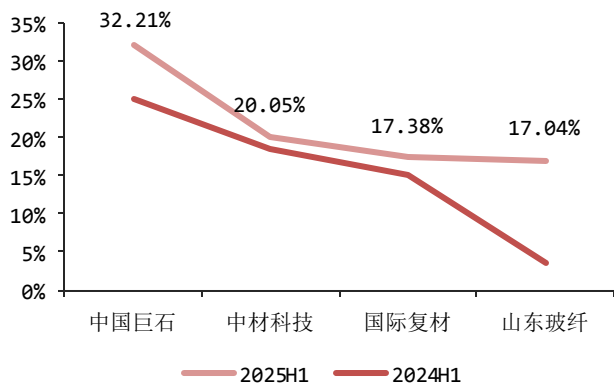
	调价时间	公司名称	具体内容
第二轮	4月13日	中国巨石	G75 电子纱复价 400-600 元/吨; 7628 电子布复价 0.2-0.3 元/米; 其他品类细纱薄布产品参考调整
	4月14日	泰山玻纤	G75 电子纱复价 600 元/吨; 7628 电子布复价 0.2-0.3 元/米; 其他细纱、薄布及工业布参考调整
	4月15日	四川玻纤	电子玻纤纱复价 600 元/吨; 电子玻纤布复价 0.2-0.3 元/米
	4月15日	光远新材	G75 电子纱复价 600 元/吨; 7628 电子布复价 0.2-0.3 元/米; 其他细纱、薄布及工业布参考调整
第三轮	5月17日	中国巨石	短切毡复价 300-600 元/吨
	5月17日	长海股份	短切毡复价 300-400 元/吨
第四轮	6月2日	中国巨石	风电纱、短切丝复价 10%
	6月3日	泰山玻纤	风电纱、短切纱复价 10%
	6月4日	国际复材	风电纱、短切纱复价 10%
第五轮	11月27日	中国巨石	全系列风电纱复价 15-20%; 热塑短切复价 10-15%; 短切毡复价 300 元/吨
	11月28日	泰山玻纤	热塑用短纤复价 10-15%; 风电用纱复价 15-20%
	11月28日	国际复材	热塑短切纱复价 10-15%; 风电纱复价 15-20%
	11月28日	山东玻纤	热塑短纤复价 10-15%; 热塑长纤复价 10-15%; 风电纱复价 15-20%
	11月28日	长海股份	短切毡复价 300 元/吨; 其他玻纤类产品复价 300-400 元/吨
第六轮	2月24日	泰山玻纤	细纱系列产品销售价格上调 800 元/吨, 电子布系列产品销售价格上调 0.3 元/米。
	2月24日	华源新材	7628 布及相关各类电子布产品价格上调 0.3 元/米。

数据来源: 中国玻璃纤维, 西南证券整理

价格止跌回升, 盈利能力修复。过去两年, 我国玻纤行业处于供需失衡状态, 产品价格持续承压下行, 导致行业盈利能力显著承压。2024 年, 我国规模以上玻璃纤维及制品制造企业主营业务收入为 1142 亿元, 同比下降 0.5%, 利润总额为 61 亿元, 同比下降 38.0%。进入 2024 年年底, 玻纤主流产品价格复价热潮下止跌企稳, 随着落后产能的逐步退出及冷修产能的增加, 供需失衡的情况开始逐渐好转。

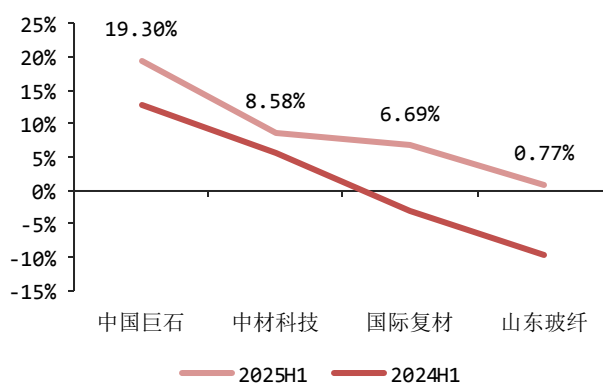
2025 年年初以来, 受前期供给端持续开展产能调控、产品结构不断调整, 叠加需求端电子、电器、风电等部分细分市场快速增长, 全行业整体市场供需形势出现显著好转, 玻璃纤维及制品价格持续回升。受此价格回升推动, 2025 年 1-6 月规模以上玻璃纤维及制品企业主营业务收入同比增长 13.5%, 工业利润总额同比增长 142.5%, 行业盈利能力得到显著修复。企业端, 销售毛利率和销售净利率均有不同程度改善。

图 43: 2024H1 和 2025H1 头部企业毛利率情况



数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

图 44: 2024H1 和 2025H1 头部企业净利率情况



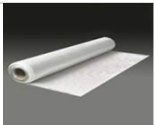
数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

3 公司分析

3.1 产品矩阵丰富，市场布局全面

产品矩阵丰富，应用领域广泛。公司产品矩阵丰富，是行业中量产玻璃纤维品种及规格最多的公司之一。公司主营产品均为无碱玻璃纤维，主要包括玻璃纤维及玻璃纤维制品两大类。按照产品形态和生产工艺的不同，玻璃纤维可分为粗纱（单丝直径 9 微米以上）和细纱（单丝直径 9 微米及以下），玻璃纤维制品可分为粗纱制品和细纱制品。

表 6：公司主要产品及用途

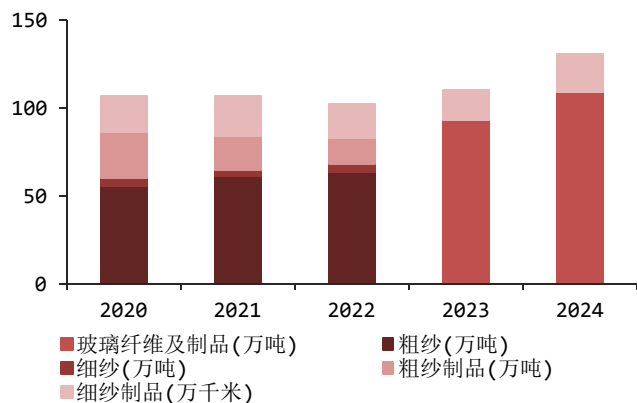
产品分类	产品名称	外形图	产品介绍	主要用途
玻璃纤维				
粗纱	直接纱		主要由漏板直接拉制而成，可分为热固性直接纱和热塑性直接纱	主要应用于纤维缠绕、拉挤、编织成型、LFT、片材、双螺杆及模压工艺等。终端产品有风电叶片、工业管罐等领域。
	合股纱		主要由多束玻纤合股而成，分为硬质合股纱和软质合股纱。	主要应用于喷射、SMC、缠绕、拉挤及预浸料工艺。终端产品有智能卫浴、游艇、汽车内饰、运动器材等领域。
	短切纱		主要由特制的浸润剂拉制原丝经由短切而成，分为热塑短切纱、BMC 用短切纱和水拉丝。	主要应用于汽车、电子电器、航空航天等领域。
细纱			根据不同的加工方式和纱线形态，产品分为初捻细纱、并捻细纱、膨体细纱及直接细纱。	主要应用于覆铜板、膜材料、网格布、银幕布、过滤材料、体育器材、窗纱等领域。
玻璃纤维制品				
粗纱制品	多轴向织物		一种新型的、先进的织物类型，织物中的铺层丝束能够保持无屈曲的平直状态。	主要应用于生产风电叶片、航空航天、管道等领域。
	方格布		连续玻璃纤维经过机织的方式织造而成的机织物。如果纱线是直接纱，则此类机织物称为无捻粗纱布，俗称方格布。	主要应用于体育器材、医疗器械、汽车部件等领域。
	毡		连续原丝或短切原丝不定向地通过化学粘结剂或机械作用结合在一起制成的薄片状制品，分为短切毡、湿法毡和针刺毡。	主要应用于各种板材、采光板、船体、浴缸、冷却塔、防腐材料、车辆、拉挤型材管道、贮罐、保温隔热材料、汽车尾气过滤材料等领域。
细纱制品	细纱布		连续玻璃纤维经过机织的方式织造而成的机织物。如果纱线是细纱，则此类机织物称为细纱布，分为电子布和工业布。	主要应用于电子电器、航空器材、保温隔热等领域。

数据来源：公司公告，西南证券整理

粗纱为核心业绩源，细纱成长空间阔。公司粗纱及制品为公司的主要盈利来源，2022 年，粗纱及粗纱制品销售毛利占比主营业务总毛利的 87.3%。粗纱及制品主要下游应用为风电叶片，公司高模量玻纤在风电应用领域市占率约 30%左右，市场竞争力极强。细纱及制品，成长空间广阔。公司 LDK 电子纱在低介电、低膨胀等方面性能优异，相关产品技术已经通

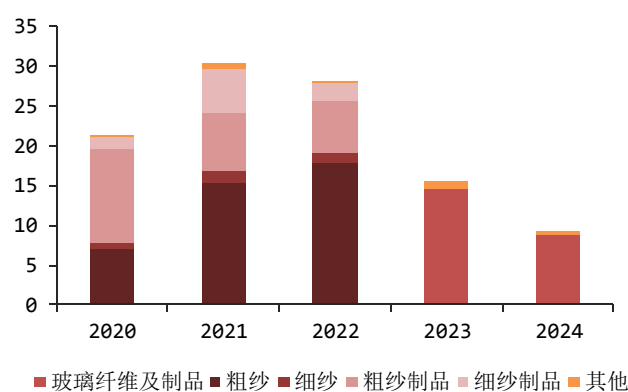
过下游应用验证,技术处于行业前列。在人工智能、5G 等高速发展背景下,高端覆铜板需求量不断扩大,对高性能电子布的需求进入爆发期,未来细纱及制品增长空间广阔,将成为公司重要的业绩增长源。

图 45: 2020-2024 年公司产品结构



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 46: 2020-2024 公司主营业务毛利结构 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

产品力支撑品牌力, 市场影响力极强。公司产品结构丰富、产品品质优异, 依托持续自主研发和创新, 产品竞争力始终处于行业头部, 叠加快速的市场响应能力, 公司在下游行业中积累了一批优质、稳定的客户群体。公司下游客户大多是在各自行业中知名且拥有一定市场份额的企业, 包括部分行业领军企业, 这些丰富、稳定的优质客户资源是公司持续发展的重要保证。

表 7: 公司知名终端应用客户

产业类型	公司产品主要应用领域	知名终端应用客户
粗纱	玻纤经编织物	OC、航天长征睿特科技、德国萨泰克斯 (Saertex)、法国舒马赫 (Chomarat)
	汽车及家用电器结构件	BASF、杜邦、沙特基础工业公司 (SABIC)、荷兰皇家帝斯曼 (DSM)、瑞士艾曼斯 (EMS)、比利时索尔维 (Solvay)、LG 化学 (LGChemLtd)、金发科技
	工业管罐、绝缘材料、环保材料、智能卫浴	未来管道公司 (FuturePipe Industries)、沙特阿曼提、陕西泰普瑞电工技术、上海科勒、上海唯赛勃环保科技、西安高强绝缘电气、神马实业
细纱	电子布、环保材料	德宏电子、重庆再升科技、Isorca, Inc
粗纱制品	风电叶片	LM、TPI、SGRE、Vestas、德国恩德 (Nordex)、株洲时代、中材科技风电叶片、天顺风能、艾郎科技、中科宇能科技、明阳智慧能源
细纱制品	电子	生益科技、日本住友电木株式会社 (Sumitomo Bakelite)、日本松下电工株式会社 (NAIS)、台光电子材料、台耀科技、腾辉电子

数据来源: 国际复材招股说明书, 西南证券整理

优化产能布局, 贴近市场需求。公司秉持“紧贴客户, 就近布局”策略, 在重庆、珠海、湖南、巴林、巴西、摩洛哥等地设立生产基地, 根据不同区域市场与政策特点, 分别布局玻纤原丝或制品产能, 覆盖亚太、美洲、欧洲及中东等多个重点市场。这一全球网络有效降低了运营成本, 增强了对客户需求的快速响应能力, 提升了供应链效率和市场竞争力。

表 8：公司产能布局

产业类型	布局位置	主要辐射区域
玻纤原丝生产基地	重庆	国内、亚太地区
	巴西	美洲
	巴林	北美、欧洲、中东、印度
细纱制品生产基地	重庆	华东地区、亚太地区
	珠海	华南地区
粗纱制品生产基地	常州市	全球
	湘潭市	湖南省
	海门市	华东
	美国	美国、墨西哥
	摩洛哥	欧洲

数据来源：国际复材招股说明书，西南证券整理

构建全球销售体系，及时响应市场需求。公司建立了以直销为主、经销为辅的销售渠道。通过生产、销售、技术服务等方面的合理布局，公司玻纤产品产业布局覆盖全球主要玻纤应用市场，能够及时获取行业前沿信息，加快产品升级迭代并快速响应下游客户的市场需求。公司在全球有多个仓储中心，并在美国、欧洲设立销售型子公司，不断根据客户的分布特点完善生产基地、海外销售子公司、仓库的全球布局。

表 9：公司销售子公司和仓储布局

产业类型	布局位置	主要辐射区域
海外销售子公司	荷兰	欧洲
	美国	美国、加拿大
仓库	江苏太仓、江苏常州、江苏张家港、上海	华东地区
	东莞	华东
	美国(13个)	美国、加拿大
	摩洛哥(5个)	欧洲

数据来源：国际复材招股说明书，西南证券整理

3.2 技术底蕴深厚，创新能力突出

从引进到引领，技术底蕴深厚。1986 年，公司从日本日东纺引进了当时国际先进的直接熔融法生产线和成套工艺技术，奠定了技术基础。经过多年发展，公司通过技术引进、合作研发与自身实践创新等模式，在大型玻纤池窑设计与建造、铂铑合金弥散强化、漏板设计与制造、专有浸润剂配方等关键核心技术上不断取得突破，最终掌握玻纤生产所需的全套工艺技术，并在部分关键领域实现了技术赶超。当前，公司纱布一体化布局体系完善，在风电和电子细分应用领域综合竞争优势突出，在细分行业属于核心引领者。

表 10：公司部分技术进步相关事件

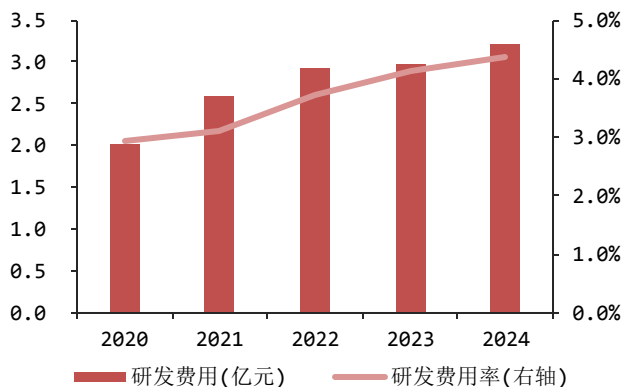
时间	内容
1999	公司自行设计的“年产 7,500 吨无碱玻璃纤维生产线”竣工投产，为当时国内第二大玻纤生产线。
2001	公司在国内率先开发出高性能工程塑料短切纱，实现了该产品的进口替代。

时间	内容
2003	公司自行设计的“年产 30,000 吨玻璃纤维池窑生产线”竣工投产，为当时国内产能最大的池窑玻纤生产线。
2004	建成了当时全球产能最大的 ECR 玻纤生产线，填补了国内 ECR 玻纤生产的空白。
2012	公司率先在国内实现了异形玻璃纤维的批量生产，打破国外的技术垄断，填补了国内空白。
2014	公司成为国内首家实现高性能低介电常数玻璃纤维产品规模化生产的玻纤企业。
2017	公司推出了超高模玻纤 TMII，并配套开发专用的浸润剂配方，巩固了公司在风电领域的领先地位。
2018	公司与 OC 合资共建智能制造示范生产线，设计年产能达到 11 万吨，是目前全球产能最高的高模玻纤生产线。

数据来源：公司公告，西南证券整理

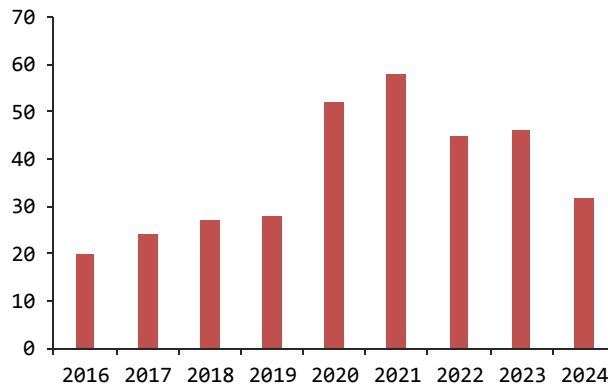
重视研发创新，技术优势突出。公司高度重视关键核心技术的研发创新，持续加大科研投入，取得了多项技术突破。经过 30 多年的不断发展，公司在风电叶片、工程塑料、电子电器和电力绝缘等领域不断取得突破，开发出了一系列具有全球竞争优势的产品，部分产品成功打破国外厂商垄断，填补了国内空白。

图 47：公司研发费用投入及研发费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：国际复材申请专利情况（不包含子公司）（个）



数据来源：国家知识产权局官网，西南证券整理

在风电领域：公司已成为全球最主要的风电纱及织物供应商之一，全球风电市场占有率在 30% 左右，其中高模、超高模产品产量居全球领先地位；高模拉挤片材已在 90 米以上风电叶片上得到应用，所研发的聚氨酯风电专用纱及织物，率先在全聚氨酯风电叶片中使用，引领了未来风电叶片发展的趋势。

图 49：风电纱布局历程

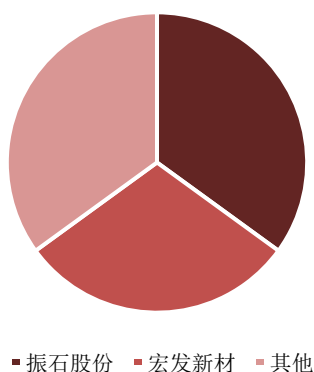


数据来源：公司官网，西南证券整理

玻纤复合材料在风电叶片的制造成本中占比较高，风电叶片中原材料占生产成本比例超过 75%，增强纤维和树脂基体占原材料成本比例分别为 21%和 33%，其中风电增强纤维以玻璃纤维为主。公司在玻纤研发制造、浸润剂开发研究、拉挤板材研发生产、风电叶片热塑性可回收研发等全链条具备深厚技术储备，各环节技术优势均非常突出，综合竞争优势显著。

- **玻纤研发方面：**先后推出了 ECT 玻璃、高模 TM 玻璃、改进高模 TM+玻璃纤维、超高模 TMII 玻璃纤维等系列产品，以满足不同阶段发展需求，技术底蕴深厚，研发实力突出。控股子公司宏发新材是全球领先的高性能纤维经编增强复合材料企业，在美国、摩洛哥建有海外研发生产基地，产品广泛应用于风电叶片、轨道交通、航空航天等行业，在全球风电经编材料市场的占有率达 30%左右，各类经编材料年产能 50 万吨。
- **浸润剂开发方面：**成功开发环氧类风电纱、不饱和聚酯类风电纱、聚氨酯树脂风电纱、乙烯基树脂风电纱等产品。国际复材成功研发的全球首支全聚氨酯树脂风机叶片，满足风电行业对新一代更长、更强韧叶片的需求。此外，聚氨酯树脂叶片玻纤含量高、树脂使用量少、固化快等优点可显著降低下游客户成本，该解决方案巩固了公司在风电市场的领先地位。

图 50：全球风电织物市场份额分布



数据来源：振石股份招股说明书，西南证券整理

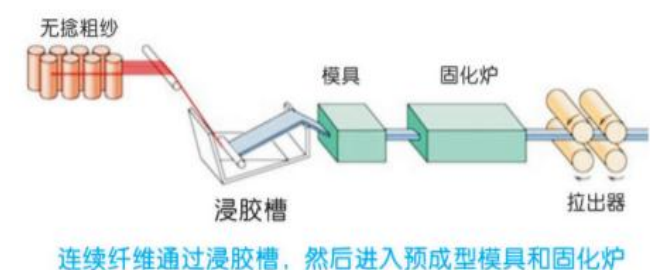
表 11：叶片用玻璃纤维的主要型号

	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	TMIII
泰山玻纤	TCR	HMG	S-1 HM	THM-1
OC	WS2000	WS3000	WS4000	—

数据来源：各公司公告，西南证券整理

- **拉挤板材：**率先开发出高性能拉挤片材，并应用于 90 米以上的大型风电叶片，为大叶片减重降本提供可行方案。参股子公司重庆风渡依托于公司在异形玻纤、风电叶片高模玻纤、聚氨酯树脂风电叶片专用纱及织物等产品细分领域的较强竞争优势，是公司玻纤下游产业链延伸战略的重要组成部分。
- **风电叶片回收：**公司成功研制了用于百米级热塑性可回收叶片高性能专用玻璃纤维产品，赋能风电叶片材料走向热塑性可回收材料体系。该热塑性产品的设计开发及成功应用，将热塑性复合材料的性能推进到了一个新的高度，无论是静态性能、疲劳性能都达到了风电叶片的设计要求。

图 51：拉挤工艺流程



数据来源：公司官网，西南证券整理

在电子领域：通过收购珠海珠玻和重庆天勤，已于 2014 年实现电子玻纤纱布一体化；在高端电子应用领域，公司是国内首家实现高性能低介电常数玻璃纤维产品规模化生产的玻纤企业；公司研发生产的 LDK 产品可以凭借其性能优势，在 5G-A 基站建设、AI 服务器、车联网与自动驾驶、工业互联网与物联网等场景中展现出不可替代的价值。

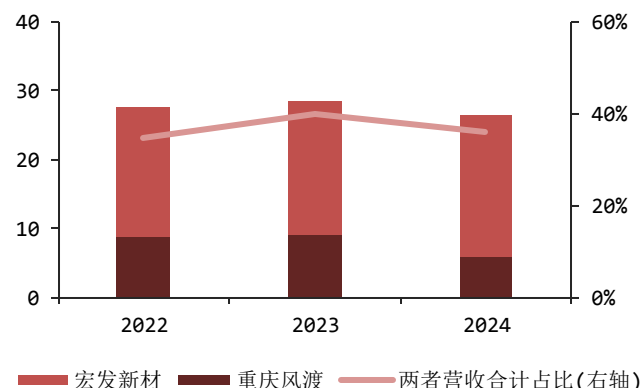
表 12：LDK 产品应用场景和应用价值

应用场景	技术需求	LDK 玻纤布的作用	实现价值
5G-A 基站建设	支持毫米波频段	作为天线基板材料，降低信号传输损耗	提升基站覆盖范围与传输效率
	大规模天线阵列集成	减少高频信号失真与串扰	保障超多通道信号同步稳定性
	万兆级高速数据传输	用作高频高速电路板基材	维持 5G-A 网络超高吞吐量下的信号完整性
车联网与自动驾驶	毫秒级低时延通信	车载通信模块电路板核心增强材料	实现车辆-路侧单元实时数据交互
	厘米级高精度定位	传感器控制电路板关键材料	保障激光雷达/毫米波雷达信号传输精度
	复杂环境可靠性 (高温/振动/电磁干扰)	提供稳定的低介电、低损耗特性	确保极端工况下自动驾驶决策系统安全性
千行百业智能化升级	工业互联网高可靠连接	工厂 PLC 控制板、边缘网关基材	支撑智能制造毫秒级指令响应
	远程医疗实时交互	医疗影像设备高速传输板材料	保障 4K/8K 手术影像

数据来源：公司官方微信公众号，西南证券整理

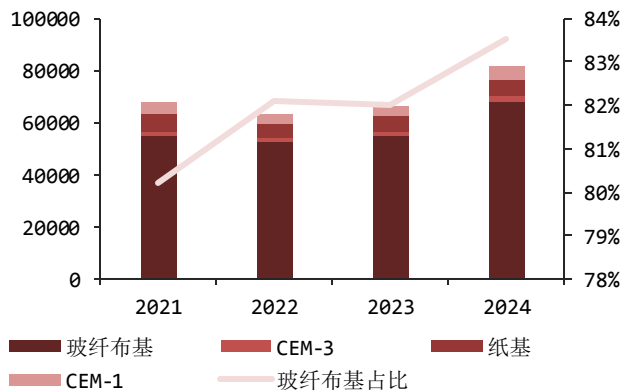
覆铜板为电子布主要应用领域：2020 年我国约 94% 的电子纱需求来源于覆铜板领域，另外有少量的电气设备等行业的需求。高端覆铜板是目前移动通信领域 5G-A 基站建设的核心原材料之一，是无人驾驶毫米波雷达、高精度卫星导航等技术升级所需的重要新兴材料，是通信装备、航天军工等产业急需的关键基础材料。LDK 玻纤布可以作为基站天线基板材料，可有效减少信号传输损耗，提升覆盖范围与传输效率；同时，其在高频高速电路板中的应用，可以保障 5G-A 网络万兆级速率的稳定传播。

图 52：宏发新材、重庆风渡营收及占比情况（亿元）



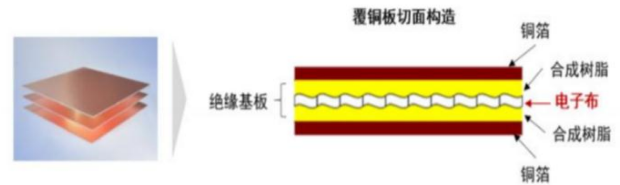
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 53：2024 年全国各类覆铜板的产量情况（万平方米）



数据来源：各公司公告，西南证券整理

图 54：覆铜板切面构造图



数据来源：光远新材招股说明书，西南证券整理

高性能电子布需求越来越多：电子布的直接下游行业为覆铜板行业，与铜箔、树脂同为生产覆铜板的三大主材。随着下游产品性能的持续提高，市场对高端覆铜板的需求越来越多，对产品品质的要求越来越高。作为关键原材料，对电子布的性能也提出了更高的要求，尤其是在低介电、低膨胀、低气泡等方面的技术要求严格。

- **高端电子布需求空间大：**AI 推动 PCB 及其相关产业链升级换代，高端需求日益增长。随着全球通用人工智能技术加速演进，人工智能训练和推理需求持续扩大，对 AI 服务器和高速网络系统的旺盛需求推动对大尺寸、高速多层 PCB 的需求，其高负载工作环境也对 PCB 的规格、品质提出了更高的要求。2024 年我国覆铜板行业电子玻纤布总计需求量约为 35 亿米 / 年，2025 年度需求量预计有所增长为 37 亿米 / 年。中国大陆覆铜板约占全球的 73.3%，且占比持续提高。

表 13：我国覆铜板表观消费量（万平方米）

	销售量	出口量	进口量	表观需求量
2024	93655	4893	2034	90796
2023	75525	4405	1674	72794
增速	24.4%	11.1%	21.5	24.7%

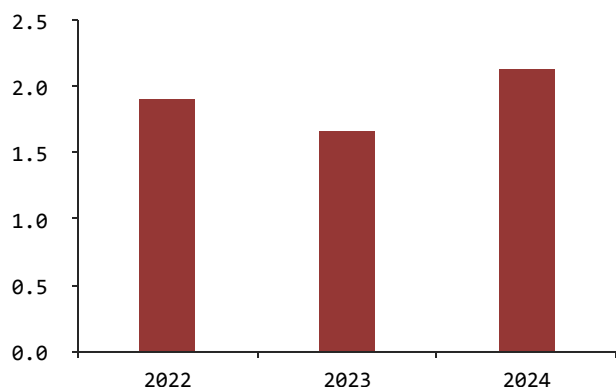
数据来源：中国电子材料行业协会，西南证券整理

- **高端电子纱技术壁垒高：**随着 5G-Advanced（5G-A）技术的全面铺开，人工智能井喷式发展，高端覆铜板对基础材料的要求越来越高。在 5G 通信领域，LDK 玻纤布可用于基站天线、高频高速电路板等核心部件，满足 5G 信号传输的低延迟、高可靠要求；在 AI 服务器领域，LDK 产品应用于高速计算模块、数据传输接口等关键部位，保障 AI 服务器的高效运行。

- **低介电常数(DK)：**衡量材料在电场中储存和释放电能能力的指标。“低 DK”（ $Dk < 4.5$ ）能显著降低信号传输延迟、减小串扰和功耗损耗，提升高频高速信号传输的完整性与稳定性。
- **低热膨胀系数(CTE)：**衡量材料随温度变化的膨胀/收缩程度。“低 CTE”（接近硅芯片的 $2-3\text{ppm}/^\circ\text{C}$ ）能极大缓解芯片与基板间因温度循环产生的应力，避免焊点开裂、翘曲失效，提升封装可靠性。

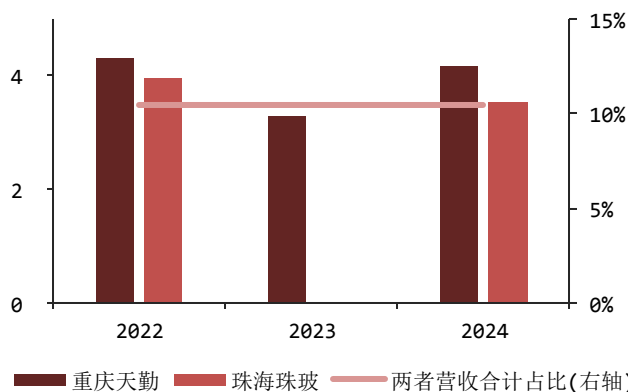
- **低介电损耗(Df):** Df 是衡量介电材料能量耗损大小的指标, Df 越低, 则信号在介质中传送的完整性越好。
 - **电子纱角色:** 作为覆铜板 (CCL) 和封装基板的核心增强材料, 其 Dk 与 CTE 直接决定最终基板性能。
- **公司 LDK 电子纱技术领先:** 作为国内低介电材料的领军企业, 公司成功突破玻纤企业在高端通信材料领域的技术壁垒, 研发生产的 LDK 二代产品相较一代, 介电损耗进一步降低 20%, 能够更好地适配 5G-A、6G 及未来卫星通信的高频需求。
- **产品可满足高端算力需求:** 公司生产的石英布产品介电损耗 (Df) 可低至 0.0002-0.0004, 且具有出色的耐热性和良好的化学稳定性, 可在 200-300℃ 的高温环境下长期稳定使用, 契合日益发展的 5G、AI、自动驾驶及物联网等对高频高速材料的需求。此外, 公司生产的 LOW CTE 纱、布, 其热膨胀系数在约 3ppm/°C 左右, 精准满足高阶封装基板对尺寸稳定性的严格要求。
- **具备高效生产、供应能力:** 公司成功开发的 LDK 坩埚及漏板技术, 攻克了纱线“零气泡”难题, 单台产能大幅提升, 拉丝台位从最初的个位数扩增至数十台, 且可实现低介电纱一代、二代的弹性生产。在知识产权领域, 公司已成功申报多项相关实用新型专利和发明专利, 涵盖工艺优化、检测装置创新等核心环节。在 LDK 玻纤布生产过程中, 针对设备适配问题, 技术团队自主研发导纱装置并优化生产工艺程序, 实现不良纱线自动拦截与张力精准控制, 提升纬纱飞行稳定性与检测效率, 使公司 LDK 玻纤布产品品质更加稳定

图 55: 电子布销量 (亿米)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 56: 重庆天勤和珠海珠玻营收及占比情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理(注: 珠海珠玻 2023 年营收数据缺失, 营收占比为估算值)

在工程塑料领域: 公司长期与杜邦、巴斯夫、金发科技等行业龙头企业深度合作, 通过强强合作, 陆续开发一系列具有独特竞争优势的高性能短切纤维、热塑长纤、异形玻纤、高模及低介电等功能化异形玻纤产品, 普遍应用于汽车零部件、电子等诸多领域, 特别是航空飞行器结构部件、高端电子等一些有着特殊要求的高端领域。

长玻纤增强热塑性复合材料具有轻质、高强度、耐腐蚀、易维护、易回收等优势，在汽车轻量化领域尤具广阔应用前景。公司所研制的高性能长玻纤增强复合材料、集成设计了长玻纤增强复合材料大型一体式复杂结构件，在长安、赛力斯等多家国内自主品牌车企、多款畅销型乘用车型上获得了大规模产业化应用。

在复合材料应用领域：公司成功开发出高端绝缘玻璃纤维产品，具有良好的耐高压击穿稳定性，应用于特高压绝缘子制造；在热塑性复合材料应用领域，2024 年 11 月，国际复材获得尼龙基树脂商用材料认证证书以及光伏用复合材料边框证书，是全球光伏领域首款通过 TÜV 莱茵认证的尼龙基热塑复合材料。

图 57：2024 年乘用车复材项目荣获科技进步奖



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 58：首款通过 TÜV 莱茵认证

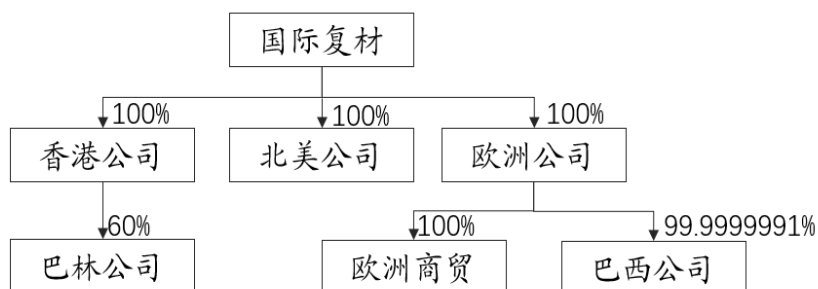


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 海外布局优势突出，显著增强综合竞争力

海外积淀深厚，管理效能提高。2011 年，公司完成整体收购巴西卡皮瓦里工厂，成立巴西玻璃纤维有限公司，主要服务于南美洲市场，标志着公司开启全球化布局。2014 年收购巴林阿巴桑玻璃纤维有限公司 60% 的股份，生产基地拓展至中东，更好的覆盖欧洲、中东、印度市场，海外覆盖能力进一步增强。除了在巴林、巴西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、欧洲等国家或地区拥有销售子公司，全球布局体系完善。

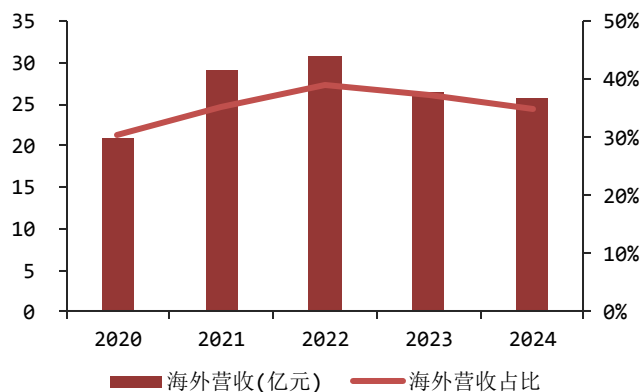
图 59：公司海外公司布局情况



数据来源：公司官网，西南证券整理

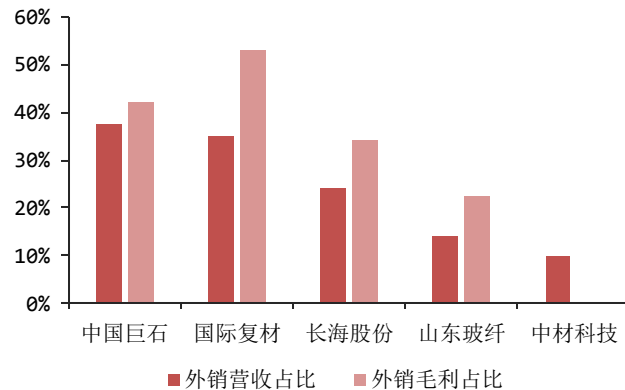
海外占比较高，重要盈利来源。2024 年，因巴林产线冷修，海外营收占比略低于中国巨石。公司海外毛利占比稳居第一，是公司核心盈利来源。长期以来，公司始终聚焦技术研发和产品品质提升，高端产品在海外市场极具竞争优势，海外销售产品结构较为优质，外销毛利总额已占据公司整体毛利的一半，是公司重要的盈利来源。高端电子布产品，得到了日、韩等国及台湾省头部客户高度认可，产品品质相较国外头部企业基本一致甚至更优，未来海外增长空间将会持续拓宽。

图 60：公司海外营收及占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 61：头部玻纤企业海外营收、毛利总额占比情况

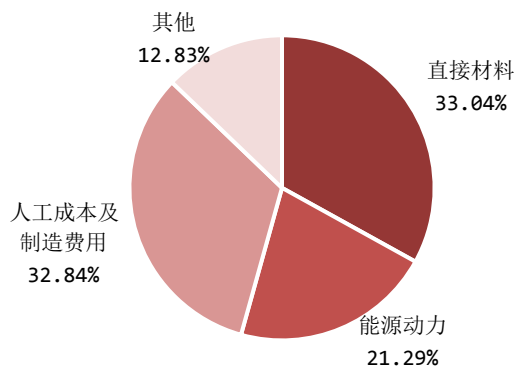


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 持续推进降本增效，积极构筑成本优势

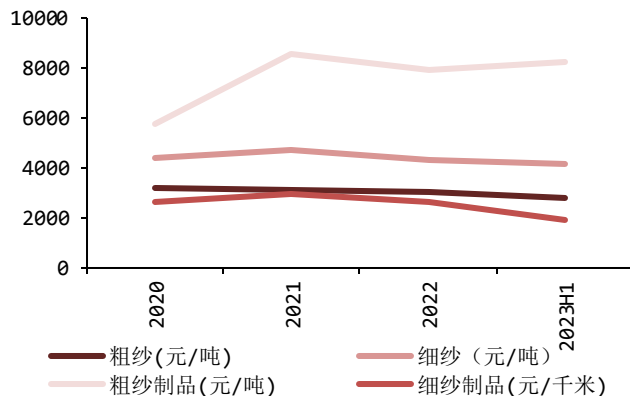
强化降本增效，单位成本下降。玻璃纤维生产成本主要由原材料、能源、人工成本、固定资产折旧等部分组成，分析公司 2024 玻纤生产成本构成，直接材料占比约 33%，天然气、电力等能源动力占比约 21%，人工及制造费用占比约 33%。公司通过技术研发、产线更新等举措，不断提高生产效率，持续推进成本优化，产品成本显著下降。2020-2023H1，公司粗纱产品单位成本由 3156 元/吨下降至 2788 元/吨，降幅 11.7%；细纱产品单位成本由 4417 元/吨下降至 4140 元/吨，降幅 6.3%；细纱制品单位成本由 2658 元/千米下降至 1934 元/千米，降幅 27.2%，成本端得到显著优化。

图 62：2024 年公司玻璃纤维及制品成本构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 63：2020-2023H1 公司玻纤产品单位成本



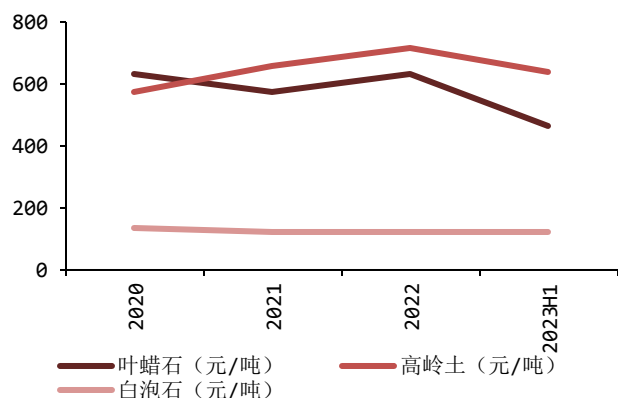
数据来源：国际复材招股说明书，西南证券整理

白泡石代替叶蜡石，原材料供应稳定。玻纤产品原材料包括矿物原料和化工原料，矿物原料主要为白泡石、叶蜡石、高岭土、石灰石等，化工原料则用于制备浸润剂。在矿物原料上，公司依托重庆地域优势，采用价格低廉的白泡石代替叶蜡石，实现矿物原料本地化，有效拉动成本降低。

公司积极进行上游整合，2024 年初子公司重庆度盛获得首宗石灰石矿权，为公司矿物原料供应奠定坚实基础。远嘉中国是国内颇具规模的叶蜡石、高混料、高岭土生产企业，其在原料生产、加工领域具备雄厚的资源和技术优势，公司持有远嘉中国 20% 的股权，从而通过持股方式进一步保障公司的原料供应及生产的连续性。

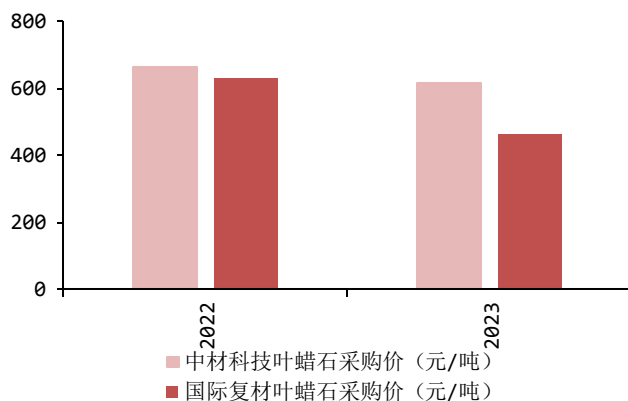
在化工原料上，公司为国内浸润剂研发先行者，已在 1993 年实现浸润剂国产化，近年来自产化比例持续上升，有效代替国外进口。2024 年，通过使用自产原料/国产原料，浸润剂水剂成本降低达 1100 元/吨以上，降低幅度达 26%，成本端持续优化。

图 64：2020-2023H1 公司主要矿物原料采购价格



数据来源：国际复材招股说明书，西南证券整理

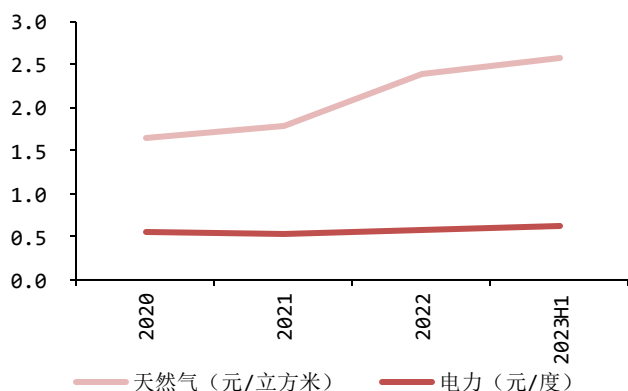
图 65：2022-2023 公司叶蜡石采购价格与竞争对手对比



数据来源：各公司公告，西南证券整理

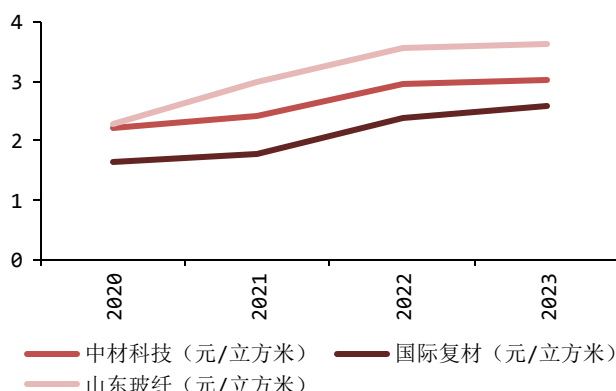
天然气采购价格较低，能源成本具备优势。玻纤生产所需能源主要为电力与天然气。分析历史数据可知，近年来，公司电力采购成本较为稳定，价格基本维持在 0.6 元/度的水平。2022 年起，由于国际政治环境的波动，天然气采购价格有所上升，对公司能源成本造成一定压力。尽管如此，与同行业公司中材科技与山东玻纤相比，公司天然气采购价格仍明显偏低，具有一定的竞争优势。

图 66：2020-2023H1 公司主要能源采购价格



数据来源：国际复材招股说明书，西南证券整理

图 67：2020-2023 公司天然气采购价格与竞争对手对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

加速老旧产线技改，推进智能化建设。公司积极优化生产设备，对多条老旧产线进行冷修技改，2024 年已实施对两条老旧产线的冷修改造计划，其中一条于 2024 年 6 月顺利点火复产，有效提升生产效率，强化管控水平。同时，公司以冷修技改及新建产线为契机，推动玻纤生产线数字化及智能化改造升级。近年来，公司已完成 F12 智能制造生产线、智能微粉园标杆规划建设，顺利通过重庆市“5G+工业互联网”创新示范工厂项目评审验收，新能源高模玻璃纤维智能制造项目获评 2023 年重庆市创新示范工厂，产品制造成本显著降低，市场综合竞争力进一步提升。

表 14：2024 年公司生产线冷修技改及数智化建设情况

项目	项目进度	项目成效
巴西 F01B 线年产 6.0 万吨 ECT 生产线冷修改造项目	2024 年 6 月已成功复产点火	复产的 F01B 线集成了多项先进的配合料、池窑和漏板节能技术，显著提高了生产线的自动化水平和生产效率。
F10B 年产 11 万吨玻璃纤维智能制造冷修技改项目	冷修技改中, 预计 2025 年 3 月达预定可使用状态	项目建成后, 该生产线制造工艺和技术水平达到业内领先, 生产效率、产品品质将得到大幅提升
电子级玻璃纤维生产线设备更新及数智化提质增效项目	项目建设期限为 2025 年 1 月-2025 年 12 月	本项目将有效弥补现有产线产能规模化不高、设备陈旧、工艺技术落后短板, 提高细纱产品市场竞争力

数据来源：公司公告，西南证券整理

多工厂获评智能制造，智能化强化竞争力。公司有序推动产线换新升级，不断提高产线智能化水平，优化生产流程，提升生产效率和产品质量，不断提升企业的核心竞争力。2025 年，在重庆组织评定的重庆市基础级、先进级智能工厂名单中，入选 1 个先进级智能工厂、5 个基础级智能工厂。入选的智能工厂必须在生产自动化、管理信息化、运营智能化等方面达到较高水平，公司 6 个产线入选彰显出公司智能生产水平。当前，公司仍有过半数产线有待进行智能化升级，随着公司整体智能化水平的提升，公司综合成本有望进一步下降，可显著强化盈利水平和市场竞争力。

表 15：入选重庆市智能工厂名单

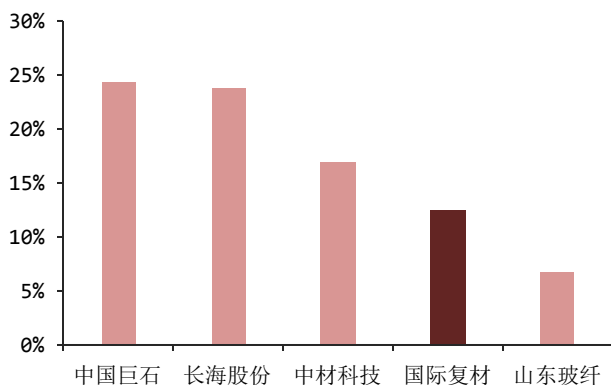
获奖级别	项目成效
先进级	玻璃纤维研发制造先进级智能工厂
基础级	高性能环保型玻璃纤维拉丝成型(F13)基础级智能工厂
基础级	超薄电子级玻纤布生产基础级智能工厂
基础级	F03 高性能玻璃纤维成型基础级智能工厂
基础级	热塑用短切纱成品(F08B)基础级智能工厂
基础级	高模玻璃纤维制造(F02C)基础级智能工厂

数据来源：公司官方微信公众号，西南证券整理

4 财务分析

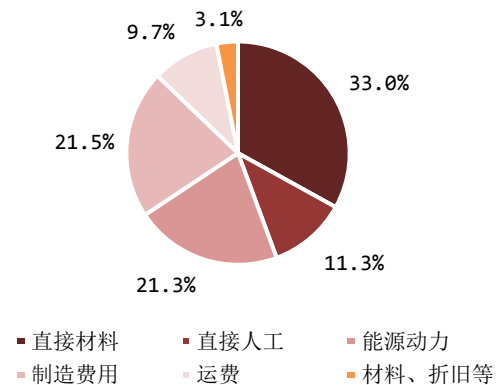
毛利率相对较低，较具提升优化空间。因公司地处西南，无论出口还是国内销售，运输成本相比于沿海企业均处于劣势。公司将与履约成本相关的运输费用分类至营业成本核算，2024 年运输费用占营业成本的 9.71%，剔除运输成本影响后与头部企业的毛利率差距显著缩小。此外，因规模及产线建造、冷修技改节奏差异，部分产线相对较为陈旧，与新建智能化窑炉相比生产成本相对较高。随着公司持续推进产线冷修技改，以及在原材料端进行降本，毛利率水平提升空间广阔。

图 68：2024 年头部玻纤企业毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 69：2024 年国际复材营业成本构成

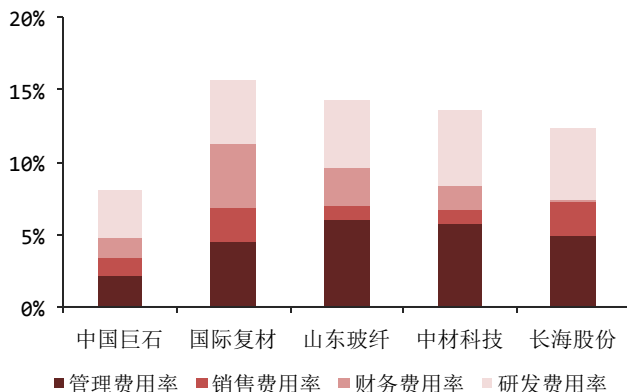


数据来源：Wind，西南证券整理

期间费用较高，有望逐渐下降。具体拆分行业头部费用结构可知，公司在财务费用率方面具备较大劣势。2022 年以来，公司短期负债和长期负债合计在 80 亿元左右，利息支出在 3.0-3.5 亿元左右，利息支出较大程度侵蚀利润规模。随着公司成功上市，资本市场低成本融资途径多样，叠加全市场金融资本成本的下降，有望不断降低利息支出规模。

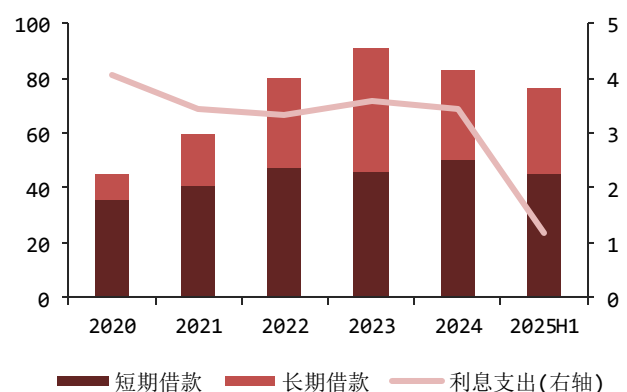
此外，公司综合运用票据结算、银行借款等多种融资手段，优化融资结构的方法，保持融资持续性与灵活性之间的平衡。同时，公司持续推动负债规模的下降，随着行业持续向好，盈利能力不断好转，有息负债规模有望稳步减少。

图 70：2024 年头部玻纤企业期间费用率水平



数据来源：Wind，西南证券整理

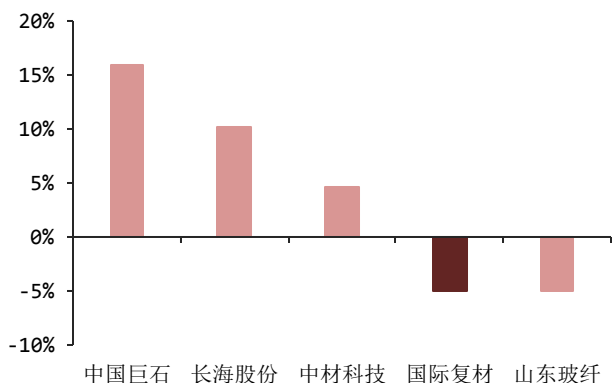
图 71：公司负债情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

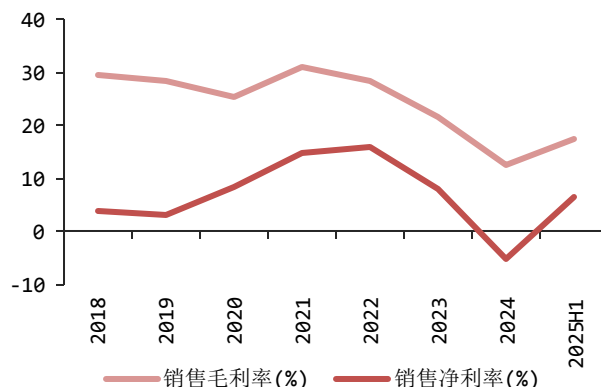
净利率有望触底，极具恢复弹性。2023 年以来，受制于下游需求疲软，以及产能阶段性过剩，价格承压显著，拖累公司毛利率大幅下滑。经过行业反内卷、持续挺价和提价，叠加 2025H1 需求向好，行业盈利水平持续回升，公司风电纱、电子纱等产品销售情况良好，量价均有显著增长，带动公司毛利率和净利率拐点向上。

图 72：2024 年头部玻纤企业销售净利率水平



数据来源：Wind，西南证券整理

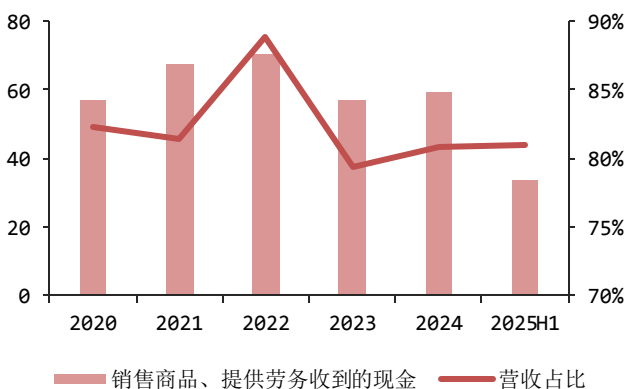
图 73：2018 年以来公司销售毛利率和销售净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

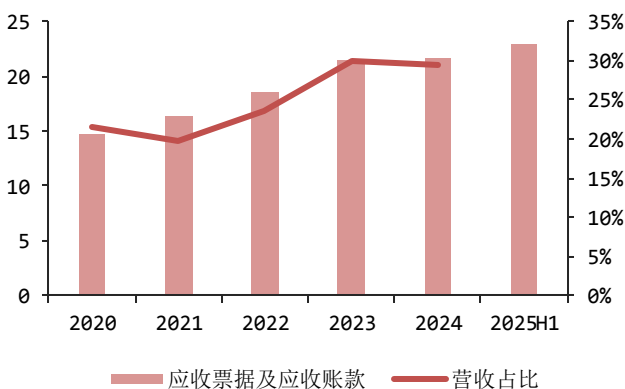
收现能力较强，账期相对较短。公司收现能力整体较强，销售商品、提供劳务收到的现金占总营收的比例保持在 80%-85% 左右。公司应收账款的账期平均在一个季度以内，公司应收票据及应收账款占公司总营收的比例在 25% 左右。随着产品销售价格持续回升，销售毛利率不断改善，将带动公司经营现金流持续改善。

图 74：公司收现情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 75：公司应收账款情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 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 2025-2027 年, 玻璃纤维及制品销量同比增长 10.0%、8.0%、8.0%。

假设 2: 随着低介电、低膨胀等高端电子布等高端产品占比逐渐提升, 产品结构持续向好, 平均销售单价不断提升, 预计 2025-2027 年, 玻璃纤维及制品销售单价同比增长 10.0%、7.0%、6.0%。

基于以上假设, 我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表:

表 16: 分业务收入及毛利率

单位: 亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	74	89	102	117
	yoy	2.9%	20.5%	15.2%	14.2%
	营业成本	64	73	80	88
	毛利率	12.6%	18.0%	21.7%	24.6%
玻璃纤维及制品	收入	71.1	86.0	99.4	113.8
	yoy	3.4%	21.0%	15.6%	14.5%
	销量 (万吨)	113.3	124.6	134.6	145.4
	yoy	16.9%	10.0%	8.0%	8.0%
	单价 (元/吨)	6274	6902	7385	7828
	yoy	-11.6%	10.0%	7.0%	6.0%
	吨成本 (元/吨)	5503	5668	5782	5897
	yoy	-1.5%	3.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	12.3%	17.9%	21.7%	24.7%
其他业务	收入	2.5	2.7	2.8	2.9
	yoy	-9.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	2.0	2.1	2.2	2.3
	毛利率	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%

数据来源: Wind, 西南证券

5.2 相对估值

公司是玻璃纤维及制品行业头部企业, 在风电、电子、热塑等细分领域具备较强综合竞争能力, 在低介电、低膨胀等高端电子布领域尤其强劲研发和生产能力, 下游客户认可度高。此处选取玻纤行业头部和电子布织物头部企业中国巨石、中材科技、宏和科技作为可比公司, 这三家公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 71 倍、50 倍、37 倍。

公司作为玻璃纤维及制品行业头部企业，技术积淀深厚，成本端持续优化，盈利能力不断增强。公司研发创新方面不断取得突破，在超高模风电纱、LDK 电子纱等细分领域处于行业领先地位，技术优势突出，产品结构持续优化，业绩增长点不断拓展。公司有序推动老旧池窑焕新改造，智能化、规模化效应持续提升，成本端不断改善。总的来看，未来 3 年是公司产品结构不断优化，成本端持续改善，毛利率水平不断提升的重要阶段，伴随着毛利率提升叠加费用率递减，业绩弹性将持续释放。公司是兼具稳健性和成长性的优质标的，给予 2026 年 30 倍 PE，对应目标价 7.20 元，给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
600176.SH	中国巨石	15.27	0.61	0.85	1.00	1.15	25	18	15	13
002080.SZ	中材科技	29.25	0.53	1.12	1.46	1.80	55	26	20	16
603256.SH	宏和科技	31.69	0.03	0.19	0.28	0.39	1056	168	114	81
平均值							379	71	50	37
301526.SZ	国际复材	5.78	-0.09	0.13	0.24	0.34	-	44	24	17

数据来源：Wind，西南证券整理

5.3 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 2.0%；
- 2) 无杠杆 β 系数为 1.35；
- 3) 税率：保持 25% 稳定税率。

表 18：绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	10%
永续期增长率	2.0%
无风险利率 R_f	1.77%
市场组合报酬率 R_m	10.0%
有效税率 T_x	25%
β 系数	1.35
债务资本成本 K_d	2.0%
债务资本比重 W_d	40.0%
股权资本成本 K_e	11.88%
WACC	8.33%

数据来源：西南证券

表 19: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (亿元)
核心企业价值	345.65
净债务价值	(70.87)
股票价值	274.78
每股价值	7.29

数据来源: 西南证券

6 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) 下游需求或不及预期风险: 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)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	73.62	88.67	102.19	116.72	净利润	-3.74	5.21	9.52	13.67
营业成本	64.36	72.75	80.04	88.05	折旧与摊销	10.08	9.85	10.39	10.80
营业税金及附加	0.59	0.68	0.78	0.90	财务费用	3.24	2.79	2.93	3.00
销售费用	1.75	1.77	2.04	2.33	资产减值损失	-1.93	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	6.56	7.54	8.18	9.34	经营营运资本变动	-0.13	1.81	-5.74	-5.20
财务费用	3.24	2.79	2.93	3.00	其他	9.49	0.56	1.10	1.02
资产减值损失	-1.93	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	17.01	18.22	16.21	21.29
投资收益	-0.60	1.00	1.00	1.00	资本支出	-5.20	-12.00	-8.00	-4.00
公允价值变动损益	-0.02	0.00	0.00	0.00	其他	-6.28	1.12	1.48	1.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11.48	-10.88	-6.52	-2.52
营业利润	-3.77	6.14	11.22	16.10	短期借款	4.82	-5.42	-5.00	-2.00
其他非经营损益	-0.02	-0.01	-0.02	-0.02	长期借款	-13.10	30.00	28.00	26.00
利润总额	-3.79	6.13	11.20	16.08	股权融资	-0.01	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.05	0.92	1.68	2.41	支付股利	-1.13	0.00	-0.74	-1.35
净利润	-3.74	5.21	9.52	13.67	其他	-14.36	-0.29	-3.88	-2.74
少数股东损益	-0.20	0.28	0.51	0.74	筹资活动现金流净额	-23.78	24.29	18.38	19.91
归属母公司股东净利润	-3.54	4.93	9.01	12.93	现金流量净额	-18.26	31.63	28.07	38.67
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	22.86	54.49	82.56	121.24	成长能力				
应收和预付款项	23.11	28.67	33.27	38.22	销售收入增长率	2.87%	20.45%	15.24%	14.22%
存货	19.24	23.85	26.23	28.60	营业利润增长率	-160.38%	262.96%	82.62%	43.50%
其他流动资产	11.02	2.30	2.62	2.96	净利润增长率	-163.18%	239.26%	82.75%	43.58%
长期股权投资	1.30	1.30	1.30	1.30	EBITDA 增长率	-47.73%	96.75%	30.66%	21.80%
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	125.73	128.82	127.57	122.00	毛利率	12.57%	17.95%	21.68%	24.56%
无形资产和开发支出	4.49	3.62	2.56	1.40	三费率	15.70%	13.65%	12.87%	12.57%
其他非流动资产	5.69	5.49	4.93	4.38	净利率	-5.08%	5.88%	9.32%	11.71%
资产总计	213.52	248.62	281.12	320.17	ROE	-4.19%	5.47%	9.15%	11.77%
短期借款	50.42	45.00	40.00	38.00	ROA	-1.75%	2.10%	3.39%	4.27%
应付和预收款项	16.75	19.65	21.25	23.60	ROIC	-0.32%	4.49%	6.97%	9.28%
长期借款	32.29	62.29	90.29	116.29	EBITDA/销售收入	12.97%	21.19%	24.02%	25.61%
其他负债	24.68	26.43	25.58	26.16	营运能力				
负债合计	124.15	153.37	177.12	204.05	总资产周转率	0.33	0.38	0.39	0.39
股本	37.71	37.71	37.71	37.71	固定资产周转率	0.63	0.73	0.85	0.99
资本公积	20.52	20.52	20.52	20.52	应收账款周转率	3.12	3.37	3.30	3.29
留存收益	24.38	29.31	37.58	49.16	存货周转率	3.10	3.23	3.11	3.12
归属母公司股东权益	79.55	85.14	93.38	104.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.83%	—	—	—
少数股东权益	9.82	10.10	10.62	11.35	资本结构				
股东权益合计	89.37	95.24	104.00	116.11	资产负债率	58.14%	61.69%	63.01%	63.73%
负债和股东权益合计	213.52	248.62	281.12	320.17	带息债务/总负债	66.62%	69.95%	73.56%	75.61%
					流动比率	0.88	1.28	1.78	2.33
					速动比率	0.66	1.00	1.46	1.98
					股利支付率	-31.96%	0.00%	8.21%	10.45%
					每股指标				
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股收益	-0.09	0.13	0.24	0.34
EBITDA	9.55	18.79	24.54	29.90	每股净资产	2.11	2.26	2.48	2.78
PE	-61.58	44.22	24.20	16.85	每股经营现金	0.45	0.48	0.43	0.56
PB	2.74	2.56	2.33	2.08	每股股利	0.03	0.00	0.02	0.04
PS	2.96	2.46	2.13	1.87					
EV/EBITDA	30.41	15.18	11.40	8.90					
股息率	0.52%	0.00%	0.34%	0.62%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

西南证券研究院

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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn