



# 中材科技事件点评

买入（维持评级）

公司点评  
证券研究报告

## 期权激励方案发布，看好“大满贯”

## AI 业绩环比提高

### 股权激励简评

2026 年 1 月 4 日，公司公告 2025 年股票期权激励计划草案，拟授予股票期权总量不超过 1540 万股（占激励公告前股本总额的 0.92%），首次授予激励对象不超过 358 人（占 2024 年末公司员工人数的 1.79%），股票期权行权价格为 36.65 元。

### 经营分析

**(1) 激励目标：**2025 年股票期权激励计划解除限售的业绩考核目标为，以 2024 年的扣非归母净利润为基数，2026/2027/2028 年扣非归母净利润 CAGR 分别不低于 107%/73%/62.5%，测算对应中材科技 2026/2027/2028 年扣非归母净利润分别为 16.4/19.9/26.7 亿元，此外激励计划考核要求 2026/2027/2028 年 ROE 分别不低于 8%/8.3%/9.4%。考虑到 25Q1-Q3 中材科技扣非归母净利润已达 12.0 亿元，我们认为本次激励目标实现概率较高。

**(2) 定增保障特种玻纤项目资金，公司是特种玻纤“大满贯”，扩产加速、继续提升市占率，期待定增事项落地：**①25H1 特种纤维布实现销售 895 万米，产品覆盖低介电一代、低介电二代、低膨胀布及超低损耗低介电布全品类产品，均完成国内外头部客户的认证及批量供货。②低膨胀布打破国外垄断局面，成为国内唯一、全球第二家能够规模化生产低膨胀布产品的供应商。③超低损耗低介电布率先完成行业头部 CCL 厂商客户认证，实现市场导入及产业化供应。若扩产推进顺利，公司有望先行渗透核心终端供应链，以市占提升带动盈利上行。

### 盈利预测、估值与评级

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.02、26.08、30.60 亿元，现价对应动态 PE 分别为 30x、23x、20x，维持“买入”评级。

### 风险提示

特种玻纤业务不及预期；玻纤供需格局不及预期；风电叶片盈利能力修复不及预期；锂膜业务盈利能力继续下滑的风险。

### 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

联系人：罗逸然

luoyiran@gjzq.com.cn

市价（人民币）：36.34 元

### 相关报告：

- 1.《中材科技公司点评：特种玻纤加速扩产，传统玻纤底部明确》，2025.10.22
- 2.《中材科技公司点评：“大满贯”选手定增募投特种玻纤项目》，2025.9.30
- 3.《中材科技公司点评：业绩高于快报中值，继续推荐 AI 电子布“大...”，2025.8.22



### 公司基本情况（人民币）

| 项目             | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 25,889  | 23,984  | 30,073  | 30,821 | 33,654 |
| 营业收入增长率        | 17.10%  | -7.36%  | 25.39%  | 2.49%  | 9.19%  |
| 归母净利润(百万元)     | 2,224   | 892     | 2,002   | 2,608  | 3,060  |
| 归母净利润增长率       | -36.65% | -59.90% | 124.48% | 30.27% | 17.34% |
| 摊薄每股收益(元)      | 1.325   | 0.531   | 1.193   | 1.554  | 1.824  |
| 每股经营性现金流净额     | 2.87    | 2.15    | 1.39    | 3.48   | 3.55   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 11.98%  | 4.82%   | 10.19%  | 12.30% | 13.28% |
| P/E            | 12.01   | 24.61   | 30.46   | 23.38  | 19.93  |
| P/B            | 1.44    | 1.19    | 3.10    | 2.88   | 2.65   |

来源：公司年报、国金证券研究所



## 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       | 22,109  | 25,889  | 23,984  | 30,073  | 30,821  | 33,654  |
| 增长率          |         | 17.1%   | -7.4%   | 25.4%   | 2.5%    | 9.2%    |
| 主营业务成本       | -16,463 | -19,508 | -19,901 | -23,347 | -23,053 | -24,929 |
| %销售收入        | 74.5%   | 75.4%   | 83.0%   | 77.6%   | 74.8%   | 74.1%   |
| 毛利           | 5,646   | 6,381   | 4,083   | 6,726   | 7,768   | 8,725   |
| %销售收入        | 25.5%   | 24.6%   | 17.0%   | 22.4%   | 25.2%   | 25.9%   |
| 营业税金及附加      | -196    | -218    | -232    | -316    | -308    | -337    |
| %销售收入        | 0.9%    | 0.8%    | 1.0%    | 1.1%    | 1.0%    | 1.0%    |
| 销售费用         | -297    | -494    | -246    | -361    | -370    | -404    |
| %销售收入        | 1.3%    | 1.9%    | 1.0%    | 1.2%    | 1.2%    | 1.2%    |
| 管理费用         | -1,001  | -1,302  | -1,374  | -1,774  | -1,818  | -1,952  |
| %销售收入        | 4.5%    | 5.0%    | 5.7%    | 5.9%    | 5.9%    | 5.8%    |
| 研发费用         | -1,057  | -1,299  | -1,271  | -1,534  | -1,572  | -1,716  |
| %销售收入        | 4.8%    | 5.0%    | 5.3%    | 5.1%    | 5.1%    | 5.1%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 3,095   | 3,067   | 959     | 2,742   | 3,700   | 4,316   |
| %销售收入        | 14.0%   | 11.8%   | 4.0%    | 9.1%    | 12.0%   | 12.8%   |
| 财务费用         | -387    | -352    | -377    | -448    | -479    | -477    |
| %销售收入        | 1.7%    | 1.4%    | 1.6%    | 1.5%    | 1.6%    | 1.4%    |
| 资产减值损失       | -138    | -245    | -132    | -49     | 2       | -4      |
| 公允价值变动收益     | 23      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益         | 120     | -13     | 78      | -10     | 0       | 0       |
| %税前利润        | 2.9%    | n.a     | 6.4%    | n.a     | 0.0%    | 0.0%    |
| 营业利润         | 4,060   | 2,981   | 1,160   | 2,736   | 3,524   | 4,137   |
| 营业利润率        | 18.4%   | 11.5%   | 4.8%    | 9.1%    | 11.4%   | 12.3%   |
| 营业外收支        | 6       | 56      | 61      | 10      | 10      | 10      |
| 税前利润         | 4,066   | 3,038   | 1,221   | 2,746   | 3,534   | 4,147   |
| 利润率          | 18.4%   | 11.7%   | 5.1%    | 9.1%    | 11.5%   | 12.3%   |
| 所得税          | -335    | -322    | -97     | -275    | -353    | -415    |
| 所得税率         | 8.2%    | 10.6%   | 7.9%    | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   |
| 净利润          | 3,731   | 2,716   | 1,124   | 2,472   | 3,180   | 3,732   |
| 少数股东损益       | 220     | 492     | 232     | 470     | 572     | 672     |
| 归属于母公司的净利润   | 3,511   | 2,224   | 892     | 2,002   | 2,608   | 3,060   |
| 净利率          | 15.9%   | 8.6%    | 3.7%    | 6.7%    | 8.5%    | 9.1%    |

### 现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 3,731  | 2,716  | 1,124  | 2,472  | 3,180  | 3,732  |
| 少数股东损益   | 220    | 492    | 232    | 470    | 572    | 672    |
| 非现金支出    | 1,710  | 2,058  | 2,304  | 1,950  | 1,963  | 2,121  |
| 非经营收益    | -863   | 398    | 283    | 913    | 479    | 477    |
| 营运资金变动   | -1,419 | -352   | -112   | -2,997 | 210    | -370   |
| 经营活动现金净流 | 3,160  | 4,820  | 3,600  | 2,338  | 5,832  | 5,959  |
| 资本开支     | -3,723 | -7,636 | -4,545 | -3,453 | -3,525 | -2,025 |
| 投资       | 11     | 119    | 10     | 0      | 0      | 0      |
| 其他       | 51     | 7      | 29     | -10    | 0      | 0      |
| 投资活动现金净流 | -3,662 | -7,511 | -4,506 | -3,463 | -3,525 | -2,025 |
| 股权募资     | 5,008  | 241    | 53     | -45    | 0      | 0      |
| 债权募资     | 894    | 2,513  | 1,949  | 2,363  | -995   | -1,993 |
| 其他       | -2,317 | -2,446 | -1,761 | -1,288 | -1,533 | -1,712 |
| 筹资活动现金净流 | 3,585  | 307    | 241    | 1,031  | -2,528 | -3,705 |
| 现金净流量    | 3,115  | -2,364 | -649   | -95    | -221   | 229    |

### 资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 5,783  | 3,542  | 2,743  | 2,572  | 2,297  | 2,488  |
| 应收款项     | 9,929  | 12,588 | 11,868 | 15,128 | 14,575 | 15,914 |
| 存货       | 3,178  | 3,905  | 3,585  | 4,813  | 4,627  | 5,004  |
| 其他流动资产   | 552    | 1,247  | 1,685  | 662    | 667    | 739    |
| 流动资产     | 19,442 | 21,283 | 19,880 | 23,174 | 22,166 | 24,145 |
| %总资产     | 41.5%  | 37.5%  | 33.2%  | 36.2%  | 34.3%  | 36.3%  |
| 长期投资     | 711    | 854    | 1,133  | 1,133  | 1,133  | 1,133  |
| 固定资产     | 23,864 | 31,043 | 35,128 | 36,860 | 38,423 | 38,328 |
| %总资产     | 50.9%  | 54.6%  | 58.7%  | 57.5%  | 59.4%  | 57.6%  |
| 无形资产     | 1,974  | 2,692  | 2,651  | 2,639  | 2,662  | 2,689  |
| 非流动资产    | 27,447 | 35,525 | 39,984 | 40,913 | 42,484 | 42,404 |
| %总资产     | 58.5%  | 62.5%  | 66.8%  | 63.8%  | 65.7%  | 63.7%  |
| 资产总计     | 46,889 | 56,808 | 59,865 | 64,087 | 64,650 | 66,549 |
| 短期借款     | 2,591  | 5,418  | 5,083  | 7,247  | 6,251  | 4,258  |
| 应付款项     | 9,335  | 12,064 | 12,975 | 14,023 | 13,315 | 14,404 |
| 其他流动负债   | 1,350  | 1,630  | 2,433  | 1,776  | 1,952  | 2,254  |
| 流动负债     | 13,277 | 19,111 | 20,491 | 23,046 | 21,519 | 20,916 |
| 长期贷款     | 5,404  | 8,322  | 9,787  | 11,387 | 11,387 | 11,387 |
| 其他长期负债   | 5,663  | 2,876  | 2,850  | 1,317  | 1,270  | 1,264  |
| 负债       | 24,343 | 30,310 | 33,128 | 35,751 | 34,176 | 33,567 |
| 普通股股东权益  | 17,274 | 18,564 | 18,513 | 19,643 | 21,208 | 23,044 |
| 其中：股本    | 1,678  | 1,678  | 1,678  | 1,678  | 1,678  | 1,678  |
| 未分配利润    | 9,823  | 10,590 | 10,546 | 11,747 | 13,312 | 15,148 |
| 少数股东权益   | 5,271  | 7,934  | 8,224  | 8,694  | 9,266  | 9,938  |
| 负债股东权益合计 | 46,889 | 56,808 | 59,865 | 64,087 | 64,650 | 66,549 |

### 比率分析

|             | 2022    | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|-------------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 每股指标        |         |         |         |         |        |        |
| 每股收益        | 2.092   | 1.325   | 0.531   | 1.193   | 1.554  | 1.824  |
| 每股净资产       | 10.294  | 11.062  | 11.032  | 11.705  | 12.638 | 13.732 |
| 每股经营现金净流    | 1.883   | 2.872   | 2.145   | 1.393   | 3.475  | 3.551  |
| 每股股利        | 0.660   | 0.560   | 0.000   | 0.477   | 0.622  | 0.729  |
| 回报率         |         |         |         |         |        |        |
| 净资产收益率      | 20.33%  | 11.98%  | 4.82%   | 10.19%  | 12.30% | 13.28% |
| 总资产收益率      | 7.49%   | 3.92%   | 1.49%   | 3.12%   | 4.03%  | 4.60%  |
| 投入资本收益率     | 8.26%   | 6.65%   | 2.07%   | 5.17%   | 6.81%  | 7.86%  |
| 增长率         |         |         |         |         |        |        |
| 主营业务收入增长率   | 8.94%   | 17.10%  | -7.36%  | 25.39%  | 2.49%  | 9.19%  |
| EBIT 增长率    | -15.03% | -0.90%  | -68.73% | 185.83% | 34.94% | 16.66% |
| 净利润增长率      | 4.08%   | -36.65% | -59.90% | 124.48% | 30.27% | 17.34% |
| 总资产增长率      | 24.62%  | 21.15%  | 5.38%   | 7.05%   | 0.88%  | 2.94%  |
| 资产管理能力      |         |         |         |         |        |        |
| 应收账款周转天数    | 78.4    | 93.6    | 111.9   | 112.0   | 102.0  | 102.0  |
| 存货周转天数      | 60.2    | 66.3    | 68.7    | 76.0    | 74.0   | 74.0   |
| 应付账款周转天数    | 103.2   | 99.6    | 125.4   | 122.0   | 110.0  | 110.0  |
| 固定资产周转天数    | 330.1   | 352.3   | 372.4   | 269.5   | 269.6  | 245.9  |
| 偿债能力        |         |         |         |         |        |        |
| 净负债/股东权益    | 26.20%  | 41.58%  | 48.35%  | 59.51%  | 52.97% | 42.32% |
| EBIT 利息保障倍数 | 8.0     | 8.7     | 2.5     | 6.1     | 7.7    | 9.1    |
| 资产负债率       | 51.92%  | 53.35%  | 55.34%  | 55.78%  | 52.86% | 50.44% |

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 | 0    | 4    | 7    | 13   | 41   |
| 增持 | 0    | 0    | 1    | 1    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.13 | 1.07 | 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。

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<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>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<br>18 楼 1806 |



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究