

中国巨石(600176.SH)

投资评级：增持（维持）

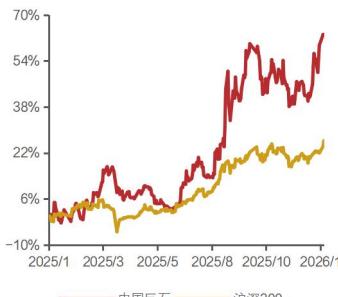
证券分析师

戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com

联系人

林高凡
lingaofan@huayuanstock.com
唐志伟
tangzhiwei@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年01月06日

收盘价 (元)	17.51
一年内最高 / 最低 (元)	17.87/10.70
总市值 (百万元)	70,094.92
流通市值 (百万元)	70,094.92
总股本 (百万股)	4,003.14
资产负债率 (%)	39.40
每股净资产 (元/股)	7.90

资料来源：聚源数据

——首次股权激励计划落地，看好公司中长期发展

投资要点：

- **事件：**2025年12月，公司发布2025年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票不超过3452.82万股，约占公告时总股本的0.86%。股票来源于公司二级市场回购，拟授予价格为每股10.19元，激励对象不超过618人，涵盖公司董事、高级管理人员、研发技术人员、核心骨干人员。
- **首次股权激励落地，看好公司中长期发展。**公司上市以来首次发布股权激励计划，激励对象覆盖全面，有望充分激发管理团队的积极性，提高经营效率。此外，参照公司股权激励解锁条件中的净利润增速一项，以2024年净利润为基数，2026-2028年净利润复合增长率分别不低于38.5%、27%、22%，经我们测算，2026-2028年对应净利润分别不低于48.51亿、51.80亿、56.03亿，按照2025年12月31日市值对应26-28年PE分别为14、13、12倍，充分彰显公司对未来业绩增长的信心。
- **行业景气度已触底有回升态势，巨石产品结构优势明显。**虽短期行业数据略显疲弱，但我们认为行业景气度已触底有回升态势。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，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。此外值得关注的是，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占比，充分展现龙头的差异化竞争优势。
- **入局高端电子布领域，有望带来戴维斯双击。**当前高端电子布领域受益于算力需求升级带来的供需缺口，整体呈现高景气行情。公司作为电子布产能最大企业，受覆铜板市场良好的需求叠加客户备货积极性增强的双重影响，实现量价双升。2025年中报后，公司正式宣布全面进入高端电子布领域，产品主要涵盖Low-DK、Low-CTE和Q布，我们认为，凭借其在玻纤行业的深厚底蕴，公司高端电子布潜在成长空间较大。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润为33.21、38.84、42.27亿元，对应EPS为0.83、0.97、1.06元，目前股价对应25-27年PE分别为21、18、17倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**高端电子布进度低于预期，GDP增速低于预期，市场竞争格局恶化

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)	23.02	28.67	21.11	18.05	16.58

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
流动资产总计	13,356	15,289	16,636	17,792
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
非流动资产合计	40,023	42,048	43,891	45,551
资产总计	53,378	57,336	60,526	63,343
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
流动负债合计	14,847	17,314	18,714	19,586
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
非流动负债合计	7,083	6,323	5,480	4,560
负债合计	21,930	23,637	24,194	24,146
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
股东权益合计	31,448	33,699	36,332	39,197
负债和股东权益合计	53,378	57,336	60,526	63,343

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
经营性现金净流量	2,032	5,905	6,666	7,261
投资性现金净流量	-977	-4,122	-4,122	-4,122
筹资性现金净流量	-1,059	-1,209	-2,195	-2,856
现金流量净额	-3	574	349	283

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,856	18,489	20,234	21,650
营业成本	11,888	12,503	13,420	14,338
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
营业利润	3,005	4,106	4,794	5,213
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
利润总额	3,003	4,054	4,742	5,161
所得税	474	619	724	788
净利润	2,529	3,436	4,018	4,373
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
成长能力				
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%
盈利能力				
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%
估值倍数				
P/E	28.67	21.11	18.05	16.58
P/S	4.42	3.79	3.46	3.24
P/B	2.33	2.18	2.02	1.87
股息率	1.37%	1.69%	1.98%	2.15%
EV/EBITDA	10	12	11	10

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）。