

提价趋势显著，业绩弹性十足

投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年度报告, 2025 年实现营业总收入 86.58 亿元, 同比 +17.60%, 实现归母净利润 2.72 亿元, 同比 +176.99%; 2025 单 Q4 实现营业总收入 22.45 亿元, 同比 +13.76%, 归母净利润同比减亏 1.97 亿元, 基本实现盈亏平衡。
- **量价齐升延续, 国内需求高增。1、产品销量方面:** 2025 年实现玻璃纤维及制品销量 117.7 万吨, 同比 +7.9%; 电子布销量 2.6 亿米, 同比 +23.1%, 公司产品销量保持高增, 销售价格恢复显著, 量价齐升趋势延续。**2、销售区域方面:** 国内实现营收 63.1 亿元, 同比 +31.6%, 国外实现营收 23.5 亿元, 同比 -8.6%, 国外营收下降, 主要系上半年巴西产线停产冷修及汇兑损失影响所致。**3、分销模式看:** 直销实现营收 80.2 亿元, 同比 +20.3%; 经销实现营收 6.4 亿元, 同比 -8.0, 直销占比显著提升。
- **盈利能力恢复显著, 计提减值较为充分。1、平均售价提升趋势延续, 公司毛利率同比增加 6.17 个百分点至 18.74%。2、受益于持续推进降本增效, 叠加规模效应, 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比下降 0.56、1.64、0.89、2.26 个百分点, 综合费用率同比下降 5.34 个百分点, 销售净利率同比增加 8.41 个百分点至 3.32%, 盈利能力改善显著。3、2025 单 Q4, 计提资产减值损失 2.59 亿元, 同比增加计提 1.12 亿元, 对当期利润释放有一定影响, 计提较为充分, 有利于未来利润弹性释放。**
- **LDK 需求空间阔, 创新突破未来可期。** 玻纤行业产品销售价格保持稳健, 趋势向好; 技术积淀深厚, 创新突破强化产品竞争力; 产线升级实现提质增效, 公司经营势能有望持续拐点向上。1、行业方面, 家电、风电、汽车等玻璃纤维传统大宗消费市场均保持稳中有增的态势, 叠加供给端积极调控, 玻纤销售价格回升趋势延续。2、技术创新引领方面, 公司聚焦全球玻纤市场应用场景拓展, 精准配置研发资源, 推动高模、高强、低介电、低膨胀等产品落地; 紧跟算力需求高增和高端电子产品应用需求, 相继推出低介电电子布 LDK 一代、二代、低膨胀等高端特种布, 应用于 5G 建设的低介电玻璃纤维已实现批量生产, 未来放量空间广阔。3、产能提质升级降本方面, 8.5 万吨电子级玻璃纤维生产线设备更新提质增效项目成功点火投产, 年产 3600 万米高频高速电子布项目稳步推进, 不断提高生产效率、强化产品技术优势、有效降低平均成本, 综合竞争力持续增强, 可有力支撑公司业绩弹性释放。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2026-2028 年 EPS 分别为 0.44 元、0.61 元、0.74 元, 对应 PE 分别为 32 倍、23 倍、19 倍。公司产品结构持续向好, 风电、LDK 电子布等相关产品竞争优势突出, 看好公司业绩弹性, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险; 市场开拓或不及预期风险。

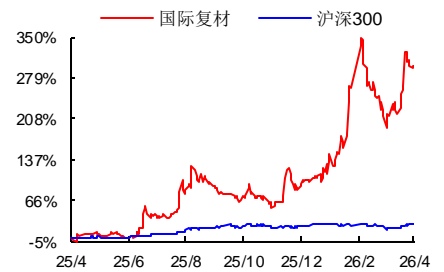
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	86.58	111.80	126.58	139.42
增长率	17.60%	29.13%	13.22%	10.14%
归属母公司净利润(亿元)	2.72	16.74	23.07	28.00
增长率	176.99%	514.55%	37.77%	21.36%
每股收益EPS(元)	0.07	0.44	0.61	0.74
净资产收益率 ROE	3.12%	16.04%	18.48%	18.71%
PE	194	32	23	19
PB	6.40	5.30	4.40	3.65

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 晁文钊
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)	3.32-15.76
总市值(亿元)	527.55
总资产(亿元)	217.80
每股净资产(元)	2.18

相关研究

- 国际复材(301526): 量价趋势稳健, 静待 LDK 放量 (2025-10-31)
- 国际复材(301526): 玻纤头部企业, 技术底蕴深厚 (2025-10-24)
- 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)

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 2026-2028 年，玻璃纤维及制品销量同比增长 10.0%、5.0%、5.0%。

假设 2：随着电子布涨价，低介电、低膨胀等电子布放量，公司产品结构将显著改善，预计 2026-2028 年，玻璃纤维及制品销售单价同比增长 18.0%、8.0%、5.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	87	112	127	139
	yoy	17.6%	29.1%	13.2%	10.1%
	营业成本	70	80	85	91
	毛利率	18.7%	28.8%	32.7%	34.6%
玻璃纤维及制品	收入	84.3	109.4	124.0	136.7
	yoy	18.5%	29.8%	13.4%	10.3%
	销量（万吨）	117.7	129.5	135.9	142.7
	yoy	7.9%	10.0%	5.0%	5.0%
	吨价（元/吨）	7158	8447	9122	9578
	yoy	9.8%	18.0%	8.0%	5.0%
	吨成本（万元/吨）	5848	6023	6143	6266
	yoy	2.3%	3.0%	2.0%	2.0%
毛利率	18.3%	28.7%	32.7%	34.6%	
其他业务	收入	2.3	2.4	2.6	2.7
	yoy	-7.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	1.5	1.6	1.7	1.8
	毛利率	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	86.58	111.80	126.58	139.42	净利润	2.88	17.69	24.37	29.58
营业成本	70.35	79.58	85.20	91.21	折旧与摊销	10.82	10.63	11.39	11.90
营业税金及附加	0.65	0.85	0.97	1.06	财务费用	1.85	2.48	2.40	2.09
销售费用	1.58	2.01	2.28	2.51	资产减值损失	-3.07	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	5.53	8.94	9.87	10.60	经营营运资本变动	2.04	-7.19	-3.87	-5.28
财务费用	1.85	2.48	2.40	2.09	其他	2.79	1.37	1.14	0.96
资产减值损失	-3.07	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	17.31	22.99	33.43	37.25
投资收益	-0.16	1.00	1.00	1.00	资本支出	-20.73	-12.00	-8.00	-4.00
公允价值变动损益	-0.02	0.00	0.00	0.00	其他	-3.70	0.61	0.32	-0.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-24.43	-11.39	-7.68	-4.18
营业利润	4.06	20.93	28.86	34.95	短期借款	-5.87	0.45	-5.00	-2.00
其他非经营损益	-0.25	-0.12	-0.19	-0.15	长期借款	5.54	30.00	28.00	26.00
利润总额	3.82	20.81	28.67	34.80	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.94	3.12	4.30	5.22	支付股利	-227.45	0.00	-2.51	-3.46
净利润	2.88	17.69	24.37	29.58	其他	229.29	-4.72	-1.40	-2.64
少数股东损益	0.15	0.95	1.30	1.58	筹资活动现金流净额	1.51	25.73	19.09	17.90
归属母公司股东净利润	2.72	16.74	23.07	28.00	现金流量净额	-5.49	37.33	44.85	50.96
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	13.70	51.03	95.88	146.84	成长能力				
应收和预付款项	27.20	35.70	40.79	45.23	销售收入增长率	17.60%	29.13%	13.22%	10.14%
存货	18.94	23.85	24.88	26.60	营业利润增长率	207.77%	415.21%	37.90%	21.09%
其他流动资产	10.00	3.83	4.34	4.78	净利润增长率	176.95%	514.55%	37.77%	21.36%
长期股权投资	1.35	1.35	1.35	1.35	EBITDA 增长率	75.26%	103.46%	25.26%	14.75%
投资性房地产	0.06	0.06	0.06	0.06	获利能力				
固定资产和在建工程	144.63	146.94	144.69	138.03	毛利率	18.74%	28.82%	32.69%	34.58%
无形资产和开发支出	4.38	3.50	2.43	1.27	三费率	10.35%	12.02%	11.50%	10.90%
其他非流动资产	8.02	8.34	8.94	10.06	净利率	3.32%	15.82%	19.25%	21.22%
资产总计	228.29	274.61	323.37	374.22	ROE	3.12%	16.04%	18.48%	18.71%
短期借款	44.55	45.00	40.00	38.00	ROA	1.26%	6.44%	7.54%	7.90%
应付和预收款项	22.27	23.03	25.88	27.09	ROIC	2.54%	10.51%	13.58%	16.07%
长期借款	37.83	67.83	95.83	121.83	EBITDA/销售收入	19.33%	30.45%	33.69%	35.10%
其他负债	31.29	28.44	29.74	29.18	营运能力				
负债合计	135.94	164.30	191.45	216.10	总资产周转率	0.39	0.44	0.42	0.40
股本	37.71	37.71	37.71	37.71	固定资产周转率	0.69	0.86	0.95	1.06
资本公积	20.52	20.52	20.52	20.52	应收账款周转率	3.33	3.47	3.27	3.23
留存收益	27.11	43.85	64.41	88.95	存货周转率	3.47	3.56	3.37	3.41
归属母公司股东权益	82.49	99.51	119.81	144.43	销售商品提供劳务收到现金营业收入	75.37%	—	—	—
少数股东权益	9.86	10.80	12.11	13.69	资本结构				
股东权益合计	92.35	110.31	131.92	158.11	资产负债率	59.55%	59.83%	59.21%	57.75%
负债和股东权益合计	228.29	274.61	323.37	374.22	带息债务/总负债	60.60%	68.67%	70.95%	73.96%
					流动比率	0.77	1.28	1.87	2.56
					速动比率	0.56	1.01	1.59	2.26
					股利支付率	8347.68%	0.00%	10.89%	12.36%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	16.73	34.05	42.65	48.94	每股收益	0.07	0.44	0.61	0.74
PE	193.62	31.51	22.87	18.84	每股净资产	2.19	2.64	3.18	3.83
PB	6.40	5.30	4.40	3.65	每股经营现金	0.46	0.61	0.89	0.99
PS	6.09	4.72	4.17	3.78	每股股利	6.03	0.00	0.07	0.09
EV/EBITDA	36.55	17.68	13.61	11.28					
股息率	43.11%	0.00%	0.48%	0.66%					

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

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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
