

量价齐升弹性十足，激励充分经营强劲

投资要点

- **事件:** 公司发布2025年报及2026年一季报。2025年实现营业总收入188.81亿元,同比+19.08%;实现归母净利润32.85亿元,同比+34.38%;2026Q1实现营业总收入52.82亿元,同比+17.93%;实现归母净利润12.67亿元,同比+73.48%。
- **国内需求向好,公司量价齐升。**1、量价角度看,公司玻璃纤维及制品实现销售183.45亿元,同比+18.51%,其中,实现粗纱及制品销量320.26万吨,同比+5.87%,电子布销量10.62亿米,同比+21.37%,量价齐升趋势延续,产品结构优化显著。2、分区域看,国内实现营收123.94亿元,同比+28.89%,国外实现营收61.35亿元,同比+3.52%,国内需求高增,对量价提升带动强劲。
- **毛利率持续改善,综合费用率下降。**2025年:1、受益价格持续提升,产品结构不断优化,公司毛利率同比提升8.09个百分点至33.12%。2、受益于规模效应及降本增效,销售费用率同比降0.14个百分点至1.12%;受职工薪酬大幅提升影响,管理费用率同比增1.77个百分点至3.93%;研发费用率同比降0.25个百分点至3.08%;受汇兑损益影响,财务费用率同比增0.30个百分点至1.67%。3、综合费用率增加1.68个百分点,销售净利率同比提升2.14个百分点至18.09%。
- **综合优势突出,经营势能强劲。**公司规模优势突出,成本优势显著,技术较具竞争力,产品结构持续优化,综合竞争力不断增强。1、公司作为玻纤行业领军企业,在多个产品细分领域均位居全球首位,极具规模与成本优势,产能规模全球第一,实现并保持了“热固粗纱、热塑增强、电子基布”三个“世界第一”。2、公司高度注重创新研发,在超大型池窑、高性能玻璃配方、浸润剂配方等关键技术和成套装备上拥有100%自主核心知识产权;目前公司E9玻纤产品已达到全行业顶尖水平,技术壁垒持续强化,技术竞争优势突出。3、当前玻纤销售价格持续向好,风电、新能源、电子等下游需求较好,有力支撑销售价格不断提升,尤其在电子布领域,公司产能产量规模优势突出,电子布提价可贡献较大业绩弹性。此外,公司于2025年1月发布了股权激励方案,激励充分,经营势能强劲。
- **盈利预测与投资建议。**预计2026-2028年EPS分别为1.52元、1.68元、1.85元,对应PE分别为22倍、20倍、18倍。需求旺盛,价格向好,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,行业提价不及预期风险。

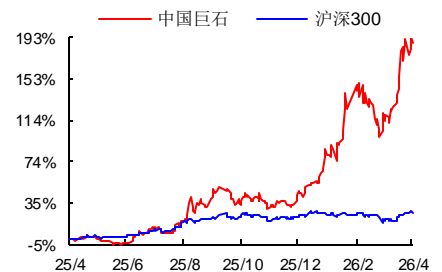
| 指标/年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 188.81 | 233.66 | 252.52 | 272.92 |
| 增长率 | 19.08% | 23.75% | 8.07% | 8.08% |
| 归属母公司净利润(亿元) | 32.85 | 60.65 | 67.07 | 74.21 |
| 增长率 | 34.38% | 84.60% | 10.59% | 10.65% |
| 每股收益EPS(元) | 0.82 | 1.52 | 1.68 | 1.85 |
| 净资产收益率ROE | 10.49% | 16.77% | 16.58% | 16.46% |
| PE | 40 | 22 | 20 | 18 |
| PB | 4.25 | 3.68 | 3.29 | 2.96 |

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) | 40.03 |
| 流通A股(亿股) | 40.03 |
| 52周内股价区间(元) | 11.01-33.52 |
| 总市值(亿元) | 1,321.04 |
| 总资产(亿元) | 546.27 |
| 每股净资产(元) | 7.77 |

相关研究

1. 中国巨石(600176):量价齐升业绩高增, 积极回购彰显信心 (2025-10-23)
2. 中国巨石(600176):改善趋势延续, 分红回报股东 (2025-09-02)

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：随着玻纤下游应用更加广泛，需求持续向好，产品结构显著优化，预计 2026-2028 年，玻璃纤维及制品销售单价同比增长 13.0%、3.0%、3.0%。

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 | 189 | 234 | 253 | 273 |
| | yoy | 19.1% | 23.8% | 8.1% | 8.1% |
| | 营业成本 | 126 | 140 | 152 | 164 |
| | 毛利率 | 33.1% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 玻纤及制品 | 收入 | 183 | 228 | 247 | 267 |
| | yoy | 18.5% | 24.3% | 8.2% | 8.2% |
| | 销量（万吨） | 341 | 375 | 394 | 414 |
| | yoy | 6.6% | 10.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 吨价（元/吨） | 5376 | 6075 | 6257 | 6444 |
| | yoy | 11.1% | 13.0% | 3.0% | 3.0% |
| | 吨成本（万元/吨） | 3644 | 3680 | 3791 | 3905 |
| | yoy | -0.4% | 1.0% | 3.0% | 3.0% |
| 其他业务 | 毛利率 | 32.2% | 39.4% | 39.4% | 39.4% |
| | 收入 | 5.4 | 5.6 | 5.9 | 6.2 |
| | yoy | 18.2% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 成本 | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.2 |
| | 毛利率 | 64.1% | 64.1% | 64.1% | 64.1% |

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 | 188.81 | 233.66 | 252.52 | 272.92 | 净利润 | 34.15 | 63.05 | 69.72 | 77.14 |
| 营业成本 | 126.28 | 140.18 | 151.54 | 163.82 | 折旧与摊销 | 24.82 | 22.59 | 23.32 | 23.91 |
| 营业税金及附加 | 2.47 | 3.16 | 3.38 | 3.67 | 财务费用 | 3.16 | 1.86 | -0.31 | -2.21 |
| 销售费用 | 2.11 | 2.34 | 2.53 | 2.73 | 资产减值损失 | -0.43 | -0.23 | -0.33 | -0.28 |
| 管理费用 | 13.25 | 11.68 | 12.63 | 13.65 | 经营营运资本变动 | 0.13 | 8.77 | 1.14 | -2.05 |
| 财务费用 | 3.16 | 1.86 | -0.31 | -2.21 | 其他 | -19.83 | 0.61 | -0.40 | -0.50 |
| 资产减值损失 | -0.43 | -0.23 | -0.33 | -0.28 | 经营活动现金流净额 | 42.01 | 96.65 | 93.14 | 96.01 |
| 投资收益 | 0.30 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 资本支出 | -5.91 | -10.00 | -10.00 | -10.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.13 | 0.15 | 0.14 | 0.15 | 其他 | -2.48 | 2.57 | -2.66 | -1.51 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -8.39 | -7.43 | -12.66 | -11.51 |
| 营业利润 | 43.76 | 75.32 | 83.73 | 92.18 | 短期借款 | -7.08 | -4.27 | -15.00 | -10.00 |
| 其他非经营损益 | -2.26 | -1.15 | -1.70 | -1.42 | 长期借款 | 4.14 | -5.00 | -5.00 | -5.00 |
| 利润总额 | 41.50 | 74.17 | 82.03 | 90.76 | 股权融资 | 0.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 7.34 | 11.13 | 12.30 | 13.61 | 支付股利 | -16.41 | -13.09 | -25.06 | -28.97 |
| 净利润 | 34.15 | 63.05 | 69.72 | 77.14 | 其他 | -11.03 | 8.75 | 1.43 | 7.70 |
| 少数股东损益 | 1.30 | 2.40 | 2.65 | 2.93 | 筹资活动现金流净额 | -29.99 | -13.61 | -43.62 | -36.27 |
| 归属母公司股东净利润 | 32.85 | 60.65 | 67.07 | 74.21 | 现金流量净额 | 3.49 | 75.61 | 36.85 | 48.23 |
| | | | | | | | | | |
| 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 | 34.73 | 110.33 | 147.19 | 195.42 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 33.78 | 41.86 | 45.64 | 49.87 | 销售收入增长率 | 19.08% | 23.75% | 8.07% | 8.08% |
| 存货 | 35.55 | 42.83 | 45.09 | 49.24 | 营业利润增长率 | 45.60% | 72.12% | 11.17% | 10.10% |
| 其他流动资产 | 34.09 | 8.10 | 8.76 | 9.46 | 净利润增长率 | 35.02% | 84.60% | 10.59% | 10.65% |
| 长期股权投资 | 17.19 | 17.69 | 18.19 | 18.69 | EBITDA 增长率 | 31.20% | 39.08% | 6.99% | 6.70% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 362.97 | 352.11 | 340.70 | 328.80 | 毛利率 | 33.12% | 40.01% | 39.99% | 39.97% |
| 无形资产和开发支出 | 16.27 | 14.55 | 12.64 | 10.63 | 三费率 | 9.81% | 6.80% | 5.88% | 5.19% |
| 其他非流动资产 | 11.69 | 13.96 | 16.76 | 18.42 | 净利率 | 18.09% | 26.98% | 27.61% | 28.27% |
| 资产总计 | 546.27 | 601.44 | 634.97 | 680.52 | ROE | 10.49% | 16.77% | 16.58% | 16.46% |
| 短期借款 | 44.27 | 40.00 | 25.00 | 15.00 | ROA | 6.25% | 10.48% | 10.98% | 11.34% |
| 应付和预收款项 | 40.48 | 46.04 | 49.45 | 53.63 | ROIC | 9.84% | 17.09% | 19.45% | 21.89% |
| 长期借款 | 44.00 | 39.00 | 34.00 | 29.00 | EBITDA/销售收入 | 37.99% | 42.70% | 42.27% | 41.73% |
| 其他负债 | 92.02 | 100.52 | 105.95 | 114.31 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 220.77 | 225.56 | 214.40 | 211.94 | 总资产周转率 | 0.35 | 0.41 | 0.41 | 0.41 |
| 股本 | 40.03 | 40.03 | 40.03 | 40.03 | 固定资产周转率 | 0.55 | 0.68 | 0.76 | 0.84 |
| 资本公积 | 32.34 | 32.34 | 32.34 | 32.34 | 应收账款周转率 | 5.92 | 6.25 | 5.81 | 5.78 |
| 留存收益 | 242.02 | 289.58 | 331.59 | 376.83 | 存货周转率 | 3.22 | 3.54 | 3.42 | 3.44 |
| 归属母公司股东权益 | 310.95 | 358.92 | 400.96 | 446.04 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 82.02% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 14.56 | 16.95 | 19.61 | 22.54 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 325.50 | 375.88 | 420.56 | 468.58 | 资产负债率 | 40.41% | 37.50% | 33.77% | 31.14% |
| 负债和股东权益合计 | 546.27 | 601.44 | 634.97 | 680.52 | 带息债务/总负债 | 49.04% | 43.89% | 36.84% | 30.19% |
| | | | | | 流动比率 | 1.05 | 1.48 | 1.94 | 2.42 |
| | | | | | 速动比率 | 0.78 | 1.17 | 1.59 | 2.03 |
| | | | | | 股利支付率 | 49.96% | 21.58% | 37.36% | 39.04% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| EBITDA | 71.74 | 99.77 | 106.74 | 113.89 | 每股收益 | 0.82 | 1.52 | 1.68 | 1.85 |
| PE | 40.21 | 21.78 | 19.70 | 17.80 | 每股净资产 | 7.77 | 8.97 | 10.02 | 11.14 |
| PB | 4.25 | 3.68 | 3.29 | 2.96 | 每股经营现金 | 1.05 | 2.41 | 2.33 | 2.40 |
| PS | 7.00 | 5.65 | 5.23 | 4.84 | 每股股利 | 0.41 | 0.33 | 0.63 | 0.72 |
| EV/EBITDA | 19.43 | 13.15 | 11.71 | 10.42 | | | | | |
| 股息率 | 1.24% | 0.99% | 1.90% | 2.19% | | | | | |

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。

本报告及附录版权为西南证券所
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 | wyfy@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 |
