

国际复材（301526）

证券研究报告
2026 年 05 月 22 日

国资背景玻纤龙三，LDK 电子布量产正当时

主业：国资背景玻纤行业龙三，下游需求驱动量价齐升

公司控股股东为云南云天化集团，实控人为云南省国资委，目前公司传统玻纤纱年产能超 100 万吨，玻纤布年产能达 2 亿米。公司历年粗纱/粗纱制品收入分别占 4-6 成/2-4 成附近，细纱/细纱制品占比较低，华南、华东营收占比高。22 年开始公司业绩开始下滑；24 年公司玻纤及制品/电子布销量分别为 109 万吨/2.13 亿米，量增难抵价跌，经营有亏损；25 年三季度以来，下游多个细分赛道出现量价齐升的局面。随着 AI 人工智能服务器建设市场兴起，全球范围内低介电、低膨胀玻纤电子布供应缺口增加，国内玻纤电子布生产企业纷纷加大投入，公司玻纤整体需求保持相对稳定的增长速率，价格延续筑底回升态势，整体盈利能力持续提升，26Q1 公司收入/归母净利润分别同比增长 18.5%/412.9%。

低介电电子布：低介电产品快马加鞭，高利润弹性可期

在 5G 通信、AI 服务器等高频高速场景需求激增的背景下，公司凭借自主研发的低介电玻璃纤维（LDK）技术实现关键突破，打破海外技术垄断。公司生产的 LDK 二代纱、布，在一代产品基础上实现介电性能双重突破，介电损耗降低约 20%。子公司成功开发的 LDK 坩埚及漏板技术，攻克纱线“零气泡”难题，单台产能有效提升，可实现低介电纱一代、二代弹性生产。公司同时拥有坩埚法和池窑法生产工艺，自主研发的 LDK 二代产品较一代介电损耗降低约 20%，石英布（Df：0.0002~0.0004）与 LOW CTE 纱、布（热膨胀系数约 3ppm/℃）等材料精准满足 5G 基站天线、高速电路板及 AI 服务器的高频性能与尺寸稳定性需求。公司产线来看：**23 年年底**，公司对高性能电子级玻璃纤维产品项目进行规划和募资，计划建成一条年产低介电细纱（LDK）955 吨或超细纱 1,260 吨的生产线。**25 年 5 月 27 日**，公司公告超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目安装工程招标，项目概况与建设规模为年产 260 吨特种玻璃纤维，计划 6 月 25 日开工，工期 100 天。

盈利预测与投资建议

公司是云南国资委旗下玻纤头部企业，自 2025 年三季度，随着玻纤行业需求及价格筑底回升，公司经营边际显著改善。公司在低介电电子布领域布局较早，当前具备可观产能，业绩或有望触底向上。我们预计公司 26-28 年归母净利润分别达 11.9/14.2/15.4 亿元，同比+337%/+19%/+9%。**首次覆盖给予“增持”评级。**

风险提示：公司传统玻纤业务需求不及预期，LDK 电子布产线建设进度不及预期，市场开拓不及预期，市场需求不及预期，产品价格上涨不及预期，原材料价格超预期上涨的风险，下游技术路径超预期迭代的风险，股价短期大幅波动的风险。

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,361.81	8,657.83	11,057.88	13,167.85	14,335.65
增长率(%)	2.87	17.60	27.72	19.08	8.87
EBITDA(百万元)	1,467.22	2,477.90	3,150.17	3,573.38	3,826.22
归属母公司净利润(百万元)	(353.92)	272.47	1,189.76	1,420.87	1,541.88
增长率(%)	(164.88)	(176.99)	336.65	19.43	8.52
EPS(元/股)	(0.09)	0.07	0.32	0.38	0.41
市盈率(P/E)	(189.76)	246.48	56.45	47.27	43.56
市净率(P/B)	8.44	8.14	7.09	6.18	5.41
市销率(P/S)	9.12	7.76	6.07	5.10	4.68
EV/EBITDA	15.07	14.42	24.08	20.68	18.87

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	17.81 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,770.88
流通 A 股股本(百万股)	1,404.39
A 股总市值(百万元)	70,515.42
流通 A 股市值(百万元)	26,262.15
每股净资产(元)	2.26
资产负债率(%)	60.66
一年内最高/最低(元)	20.58/3.48

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	
王丹	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525100001	
wangdana@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告



内容目录

1. 国际复材：玻纤行业龙三，下游需求驱动量价齐升.....	3
2. 低介电电子布：低介电产品快马加鞭，高利润弹性可期.....	7
3. 盈利预测与估值.....	8
4. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：国际复材历史沿革.....	3
图 2：公司股权结构（截止 2026.3.31）.....	3
图 3：公司 2018-2022 年分产品营收占比.....	4
图 4：公司分产品毛利占比.....	4
图 5：公司分地区营收占比.....	4
图 6：公司 2018 年-2026Q1 营业收入及同比增速.....	5
图 7：公司 2018 年-2026Q1 归母净利润及同比增速.....	5
图 8：公司 2018 年-2026Q1 毛利率和净利率.....	5
图 9：公司 2018 年-2025 年各项费用率.....	5
图 10：公司 2020 年-2025 年玻纤及制品产量及同比增速.....	6
图 11：公司 2020-2025 年玻纤及制品销量及同比增速.....	6
图 12：公司电子布产销量及同比增速（亿米，%）.....	6
图 13：国际复材 LDK 生产车间.....	7
图 14：国际复材低介电/低膨胀产线招投标公告.....	7
表 1：公司传统玻纤产线.....	5
表 2：公司分业务拆分预测.....	8

1. 国际复材：玻纤行业龙三，下游需求驱动量价齐升

重庆国际复合材料股份有限公司成立于 1991 年 8 月，位于大渡口区建桥工业园 B 区。国际复材深耕玻璃纤维领域 30 余年，通过技术引进、合作研发与自身实践探索，部分技术打破国外厂商垄断，填补了国内空白。1999 年公司被云天化收购，现由云天化集团有限责任公司主要控股，是云天化集团新材料产业的重要支柱。而后公司不断扩张，在重庆、珠海、常州以及海外的巴西、巴林等地均建有生产基地。2023 年公司通过深交所创业板 IPO 注册，持续推动产能智能化与产业链延伸。

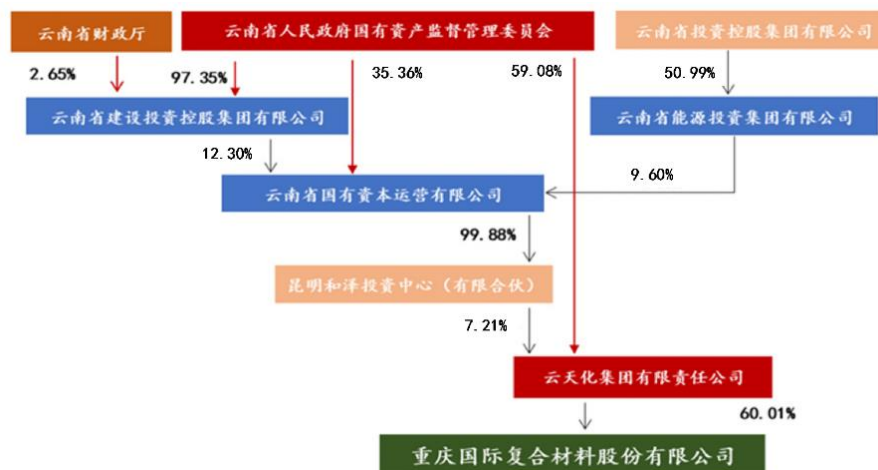
图 1：国际复材历史沿革



资料来源：公司官网、天风证券研究所

目前公司控股股东为云南云天化集团，实控人为云南省国资委。截止 26Q1 末，公司控股股东为云天化集团有限责任公司，持有公司 60% 的股份，实际控制人为云南省人民政府国有资产监督管理委员会，公司董事长是江凌先生。

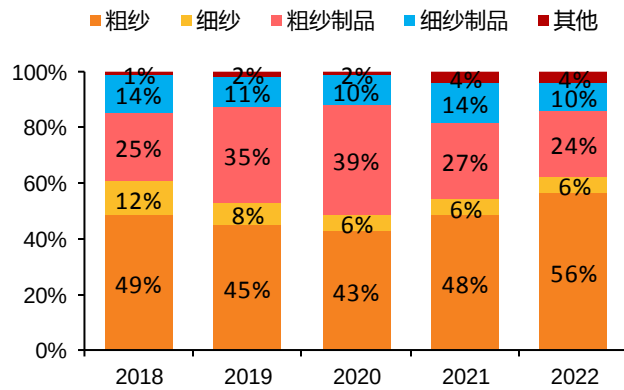
图 2：公司股权结构（截止 2026.3.31）



资料来源：Wind、天风证券研究所

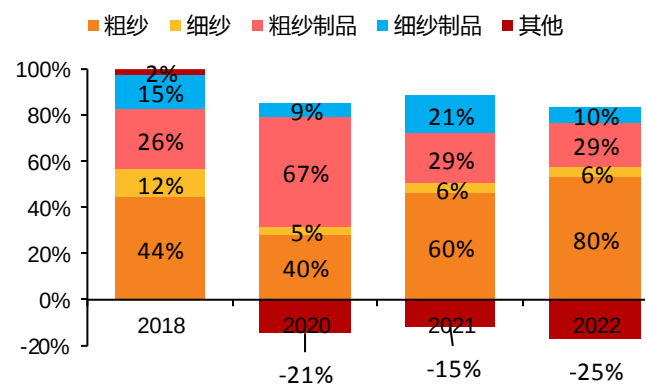
以 18-22 年来看，公司粗纱/粗纱制品收入分别占 4-6 成/2-4 成附近，细纱/细纱制品占比较低，华南、华东营收占比高。分品类看，公司粗纱/粗纱制品业绩贡献占比较大，收入端看分别占 4-6 成/2-4 成附近，细纱/细纱制品占比较低。22 年（公司 23-24 年未披露最新细分数据）公司粗纱/粗纱制品/细纱/细纱制品收入占比分别为 56%/24%/6%/10%，毛利占比分别为 80%/29%/6%/10%。分地区来看，仍以 18-22 年来看，公司国外业务占比约在 3-5 成，国内看华东地区为第一大市场，营收占比在 30%左右浮动，其次为华南市场，营收占比 10%-13%，两大区域合计贡献了公司近半数营收。

图 3：公司 2018-2022 年分产品营收占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

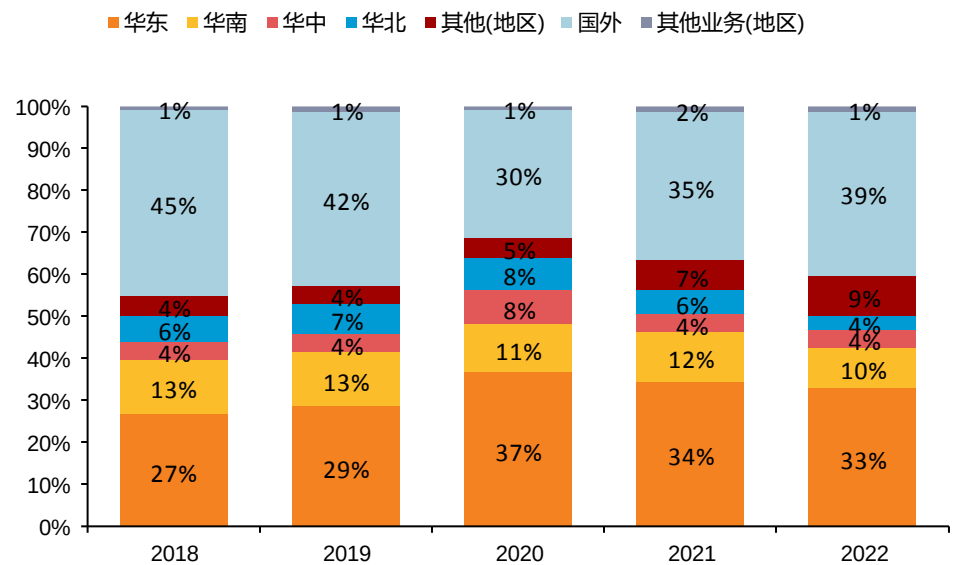
图 4：公司分产品毛利占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：2019 年未有分项数据披露，故不予列示

图 5：公司分地区营收占比

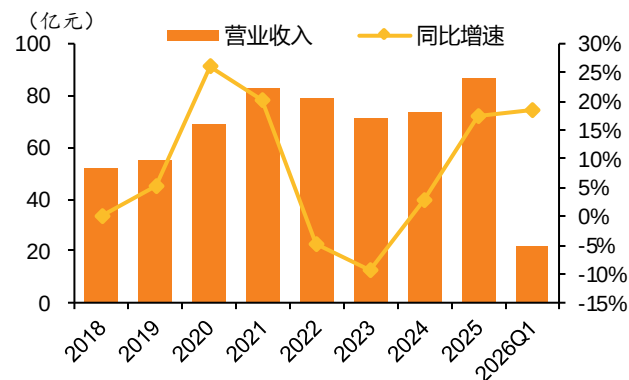


资料来源：Wind、天风证券研究所

22 年业绩开始下滑，25 年三季度起经营持续改善。24 年公司量增难抵价跌，受行业周期性调整影响，公司玻璃纤维及相关制品业务面临阶段性挑战，整体业绩较上年同期有所下滑，主要原因一是 2024 年产品价格持续下跌，毛利率同比下降 9.02 个百分点；二是受美元升值放缓、巴西雷亚尔贬值的影响，公司汇兑收益同比减少，以及固定资产减值同比增加。25 年三季度以来，多个细分赛道出现量价齐升的局面。随着 AI 人工智能服务器建设市场兴起，全球范围内低介电、低膨胀玻纤电子布供应缺口增加，国内玻纤电子布生产企业纷纷加大投入，公司玻纤整体需求保持相对稳定的增长速率，价格延续筑底回升态势，整体盈利能力持续提升，26Q1 公司收入/归母净利润分别同比增长 18.5%/412.9%。

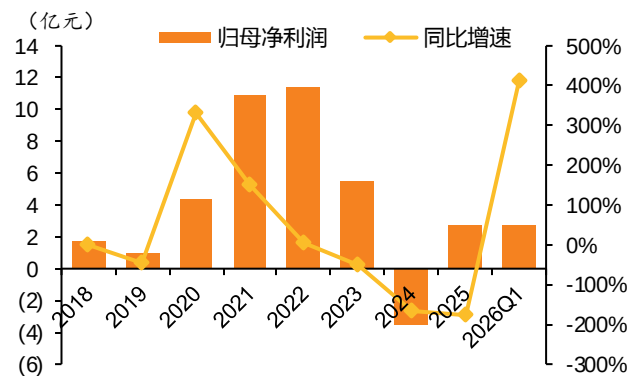
公司报告 | 首次覆盖报告

图 6：公司 2018 年-2026Q1 营业收入及同比增速



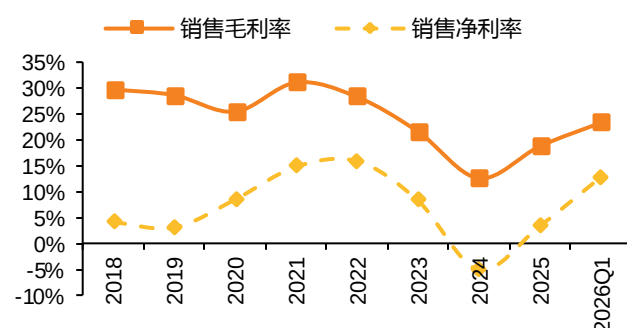
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：公司 2018 年-2026Q1 归母净利润及同比增速



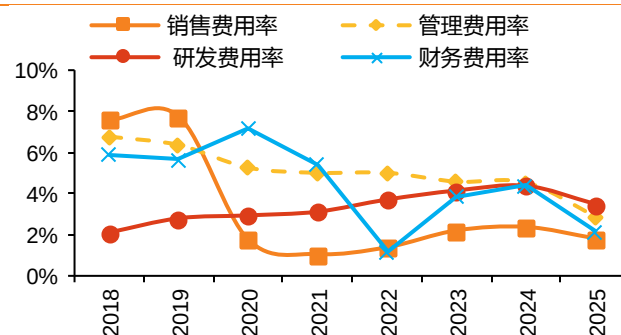
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 8：公司 2018 年-2026Q1 毛利率和净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：公司 2018 年-2025 年各项费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

玻纤及制品历年销量约在 110 万吨上下，电子布销量 2 亿米上下。公司传统玻纤产线主要分布在大渡口、长寿、庾家坳三地，总产能约 111.5 万吨。20-22 年公司产量约在 120 万吨上下，销量在 100-110 万吨附近，23 年玻璃纤维及制品行业整体需求不足，公司产量/销量同比分别下滑 25%/9%，24 年产销量有所回升，销量同比+16%达 109 万吨。电子布来看，公司近三年产销量在 2 亿米上下，24 年销量同比+28%达 2.13 亿米。

表 1：公司传统玻纤产线

生产线条数	总产能 (万吨/年)	基地	生产线	产能 (万吨/年)	在产产能 (万吨/年)	产品	状态	备注
15	111.5	大渡口	F01	2.5	100.5	高强纱	在产	实际产量1.2万吨
			F02	6		无碱粗纱 (TM2)	在产	2022.9.18日前后冷修，2023.3.30上午点火复产，产能5改6，4月烤窑，5月中下旬正式达产
			F03	6.5		无碱粗纱	冷修	2015年点火，2023.11.15冷修
			F05	10		无碱粗纱 (合股)	在产	冷修技改成10万吨的
			F06	7		无碱粗纱	在产	
		长寿	F04	3		电子纱	在产	
			F07	3.6		电子纱	在产	
			F08	12		无碱粗纱	在产	技改后1窑2线，分别8万吨 4万吨，4月初，8万吨产线点火
			F10	12		无碱粗纱	在产	2014年点火，2023年8月底冷修。2024.10下旬点火复产，12月基本实现正常投产
			F11	11		无碱粗纱 (TM+)	在产	
			F13	15		无碱粗纱	在产	2023年10月31日点火
			H04	0.4		高性能玻纤 (试验线)	在产	2020年3月18日点火
			F12	15		无碱粗纱 (合股)	在产	2022.6.29点火，7月20前后出窑头纱
		庾家坳	F09	4.5		无碱粗纱	冷修	2019年冷修，据了解，该线地皮已出售
			试验线	3		无碱粗纱	在产	

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

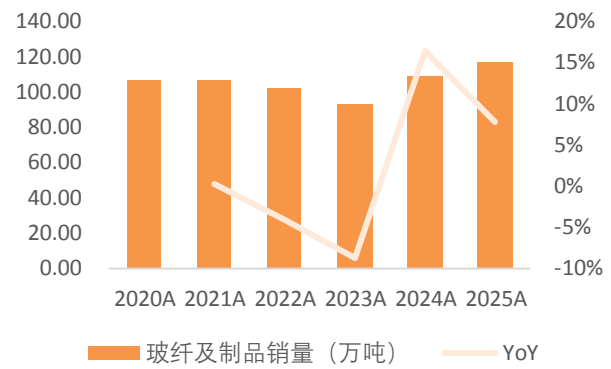
注：数据截止 2025 年 6 月底

图 10：公司 2020 年-2025 年玻纤及制品产量及同比增速



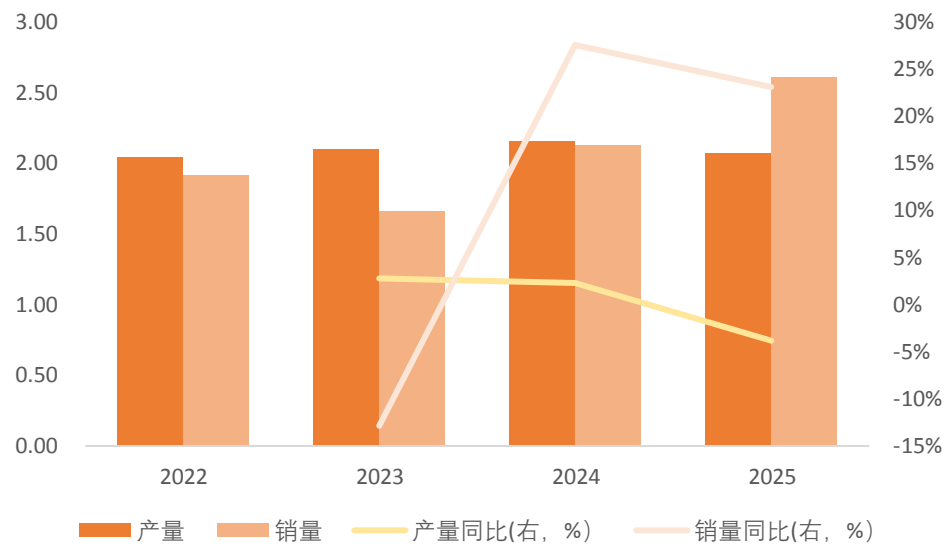
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 11：公司 2020-2025 年玻纤及制品销量及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：公司电子布产销量及同比增速（亿米，%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 低介电电子布：低介电产品快马加鞭，高利润弹性可期

公司在特种电子布领域研究研究颇早，2014 年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。在 5G 通信、AI 服务器等高频高速场景需求激增的背景下，公司凭借自主研发的低介电玻璃纤维（LDK）技术实现关键突破，打破海外技术垄断。公司的子公司生产的 LDK 二代纱、布，在一代产品基础上实现介电性能双重突破，介电损耗降低约 20%，成功开发的 LDK 坍塌及漏板技术，攻克纱线“零气泡”难题，单台产能有效提升，可实现低介电纱一代、二代弹性生产。公司同时拥有坍塌法和池窑法生产工艺，自主研发的 LDK 二代产品较一代介电损耗降低约 20%，石英布（Df: 0.0002~0.0004）与 LOW CTE 纱、布（热膨胀系数约 3ppm/C°）等材料精准满足 5G 基站天线、高速电路板及 AI 服务器的高频性能与尺寸稳定性需求。公司与生益科技签署低介电玻纤布战略合作协议，开启双方合作共进、互利共赢新的里程碑。

目前，云天化国际复材子公司重庆天寰材料科技有限公司（简称“重庆天寰”）成功开发的 LDK 坍塌及漏板技术，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。公司产线来看：

- 1) 23 年年底，国际复材三级子公司珠海珠玻对高性能电子级玻璃纤维产品项目进行规划和募资，计划建成一条年产低介电细纱（LDK）955 吨或超细纱 1,260 吨的生产线。
- 2) 25 年 5 月 27 日，公司公告超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目安装工程招标，项目概况与建设规模为年产 260 吨特种玻璃纤维，计划 6 月 25 日开工，工期 100 天。

图 13：国际复材 LDK 生产车间



资料来源：重庆国际复合材料有限公司公众号、天风证券研究所

图 14：国际复材低介电/低膨胀产线招投标公告

超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目快速接头竞争性谈判采购（第二次）	2025-06-16
超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目漏板附件等竞争性谈判采购	2025-06-16
超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目铜排及电极夹等竞争性谈判采购	2025-06-16
超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目干式变压器竞争性谈判采购	2025-06-16
超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目控制柜竞争性谈判采购	2025-06-09
超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目简易升降机竞争性谈判采购	2025-06-06
超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目热电偶竞争性谈判采购	2025-06-06
超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目快速接头竞争性谈判采购	2025-05-29
超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目浸润剂配置系统及安装竞争性谈判采购	2025-05-29
超低介电超低膨胀系数电子级玻璃纤维开发及产业化项目(H07-池窑法)建筑工程	2025-05-23

资料来源：国际复材官网、天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

我们预计公司 2026-2028 年收入分别为 110.6/131.7/143.4 亿元，同比增长 28%/19%/9%，综合毛利率分别达到 25%/25%/25%。核心假设：

考虑到下游 AI 算力基础设施持续扩张带动高端电子布需求高增，及公司未来特种电子布逐渐放量，我们预计公司主业玻纤及制品将迎来量价齐增的快速增长。预计 2026-2028 年，玻纤及制品收入将分别达到 108/129/141 亿元，同比增长 28%/19%/9%，毛利率达 24.5%/24.5%/24.5%。

表 2：公司分业务拆分预测

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
玻纤及制品	7109	8425	10814	12911	14066
YoY (%)	3.4%	18.5%	28.3%	19.4%	8.9%
毛利率 (%)	12.3%	18.3%	24.5%	24.5%	24.5%
其他	253	233	244	257	269
YoY (%)	-9.2%	-8.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	20.7%	34.3%	36.2%	38.0%	39.8%
营业总收入	7362	8658	11058	13168	14336
YoY (%)	2.9%	17.6%	27.7%	19.1%	8.9%
毛利率 (%)	12.6%	18.7%	24.8%	24.8%	24.8%

资料来源：Wind、公司公告等、天风证券研究所

公司是云南国资委旗下玻纤头部企业，自 2025 年三季度，随着玻纤行业需求及价格筑底回升，公司经营边际显著改善。公司在低介电电子布领域布局较早，当前具备可观产能，业绩或有望触底向上。我们预计公司 26-28 年归母净利润分别达 11.9/14.2/15.4 亿元，同比+337%/+19%/+9%。首次覆盖给予“增持”评级。

4. 风险提示

公司传统玻纤业务需求不及预期：下游建筑、汽车等传统领域需求易受宏观经济波动影响，若基建投资放缓或房地产复苏乏力，玻纤价格可能持续承压，企业盈利修复空间受限。

LDK 电子布产线建设进度不及预期：AI 服务器、5G 通信等领域对低介电电子布需求快速增长，但产线建设若因技术调试或供应链问题延迟，可能错失高端市场窗口期。竞争对手加速布局同类产品，技术迭代压力下，公司若无法快速量产，市场份额或被挤压。

市场开拓不及预期：若公司下游客户开拓不及预期，则新增订单将无法消化新增产能，进而影响公司盈利能力及业绩增长。

市场需求不及预期：公司玻璃纤维产品广泛应用于电子电器、风电光伏、建筑材料等领域。当前盈利预测隐含了 AI 算力基础设施持续扩张带动高端电子布需求高增、以及风电光伏装机维持较快增长的假设。若全球宏观经济下行导致终端消费和资本开支收缩，或 AI 算力建设节奏放缓、风电光伏新增装机不及规划，则公司主要产品订单量可能低于预期，收入和利润将面临下行压力。

产品价格上涨不及预期：2025 年以来玻璃纤维行业景气回升，产品价格经历了一轮明显上涨。盈利预测假设了产品价格维持在当前较高水平或温和上行。若行业内企业集中扩产导致供给过快释放，或下游需求增速放缓引发库存累积，产品价格可能出现阶段性回落，影响公司盈利水平。

原材料价格超预期上涨的风险：公司生产所需矿石、化工原料、电力、天然气等成本占比较高，价格波动直接影响盈利水平。若原材料价格大幅上涨且公司无法顺利通过提价向下游传导，则公司盈利能力将承压。

下游技术路径超预期迭代的的风险：若下游技术超预期迭代，则公司现有产品的市场空间和竞争壁垒可能面临削弱，对公司盈利构成不利影响。

股价短期大幅波动的风险：截至 5 月 18 日，公司股价年初至今累计涨幅 167.14%，短期股价累计涨幅较高，存在较大波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,286.14	1,370.23	884.63	1,053.43	1,146.85
应收票据及应收账款	2,164.05	2,581.06	2,947.88	3,123.96	3,247.44
预付账款	115.49	105.86	234.43	145.38	252.48
存货	1,924.46	1,894.38	2,496.67	2,566.79	2,704.37
其他	1,133.23	1,033.22	1,102.66	1,085.74	1,100.26
流动资产合计	7,623.38	6,984.75	7,666.26	7,975.30	8,451.41
长期股权投资	129.87	134.87	134.87	134.87	134.87
固定资产	12,230.78	12,858.87	12,722.63	12,536.39	12,300.15
在建工程	343.57	1,604.90	1,604.90	1,604.90	1,604.90
无形资产	399.61	388.41	372.39	356.38	340.37
其他	624.52	856.86	709.55	719.04	750.66
非流动资产合计	13,728.36	15,843.90	15,544.34	15,351.58	15,130.94
资产总计	21,351.74	22,828.65	23,210.60	23,326.88	23,582.35
短期借款	5,042.40	4,455.06	4,089.57	2,268.81	526.06
应付票据及应付账款	1,499.28	2,034.82	2,587.34	3,026.50	3,262.97
其他	2,081.57	2,609.84	2,449.53	2,424.01	2,532.15
流动负债合计	8,623.25	9,099.72	9,126.44	7,719.31	6,321.17
长期借款	3,228.78	3,783.19	3,000.00	3,000.00	3,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	562.64	710.94	565.40	613.00	629.78
非流动负债合计	3,791.42	4,494.14	3,565.40	3,613.00	3,629.78
负债合计	12,414.68	13,593.86	12,691.84	11,332.31	9,950.95
少数股东权益	982.18	985.65	1,052.84	1,133.09	1,220.18
股本	3,770.88	3,770.88	3,770.88	3,770.88	3,770.88
资本公积	2,051.94	2,051.83	2,051.83	2,051.83	2,051.83
留存收益	2,438.45	2,710.92	3,900.67	5,321.55	6,863.43
其他	(306.38)	(284.48)	(257.47)	(282.78)	(274.91)
股东权益合计	8,937.06	9,234.79	10,518.76	11,994.57	13,631.40
负债和股东权益总计	21,351.74	22,828.65	23,210.60	23,326.88	23,582.35

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(374.10)	287.86	1,189.76	1,420.87	1,541.88
折旧摊销	1,007.82	1,081.72	1,152.25	1,202.25	1,252.25
财务费用	344.59	223.81	165.45	145.25	128.95
投资损失	49.18	(5.34)	10.00	5.20	2.00
营运资金变动	502.65	(215.51)	(559.90)	337.20	(141.12)
其它	171.30	358.40	65.81	80.48	87.39
经营活动现金流	1,701.44	1,730.95	2,023.37	3,191.26	2,871.35
资本支出	1,483.21	2,810.85	1,145.54	952.41	983.21
长期投资	(63.42)	5.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,567.66)	(5,258.80)	(2,155.54)	(1,957.61)	(1,985.21)
投资活动现金流	(1,147.87)	(2,442.95)	(1,010.00)	(1,005.20)	(1,002.00)
债权融资	(1,519.33)	283.14	(1,525.98)	(1,991.95)	(1,783.80)
股权融资	(126.01)	21.79	27.01	(25.31)	7.87
其他	(732.66)	(154.38)	(0.00)	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(2,378.00)	150.56	(1,498.97)	(2,017.26)	(1,775.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,824.43)	(561.44)	(485.60)	168.80	93.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,361.81	8,657.83	11,057.88	13,167.85	14,335.65
营业成本	6,436.10	7,035.04	8,319.89	9,906.78	10,781.93
营业税金及附加	59.07	65.05	83.47	101.33	111.82
销售费用	175.25	157.70	165.87	200.15	222.20
管理费用	333.88	250.62	276.45	335.78	372.73
研发费用	322.36	302.34	342.79	414.79	458.74
财务费用	323.95	185.45	165.45	145.25	128.95
资产/信用减值损失	(192.88)	(307.00)	(160.61)	(182.78)	(198.15)
公允价值变动收益	(1.69)	(2.35)	(1.38)	0.23	0.31
投资净收益	(60.16)	(16.40)	(10.00)	(5.20)	(2.00)
其他	166.60	70.34	146.22	127.72	114.76
营业利润	(376.94)	406.22	1,678.18	2,003.74	2,174.19
营业外收入	6.83	17.16	17.16	17.16	17.16
营业外支出	8.94	41.80	19.40	19.40	19.40
利润总额	(379.04)	381.57	1,675.94	2,001.50	2,171.95
所得税	(4.95)	93.71	418.98	500.37	542.99
净利润	(374.10)	287.86	1,256.95	1,501.12	1,628.96
少数股东损益	(20.18)	15.39	67.20	80.25	87.08
归属于母公司净利润	(353.92)	272.47	1,189.76	1,420.87	1,541.88
每股收益（元）	(0.09)	0.07	0.32	0.38	0.41

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	2.87%	17.60%	27.72%	19.08%	8.87%
营业利润	-160.38%	-207.77%	313.12%	19.40%	8.51%
归属于母公司净利润	-164.88%	-176.99%	336.65%	19.43%	8.52%
获利能力					
毛利率	12.57%	18.74%	24.76%	24.77%	24.79%
净利率	-4.81%	3.15%	10.76%	10.79%	10.76%
ROE	-4.45%	3.30%	12.57%	13.08%	12.42%
ROIC	-0.33%	2.77%	7.86%	8.88%	9.82%
偿债能力					
资产负债率	58.14%	59.55%	54.68%	48.58%	42.20%
净负债率	87.04%	99.22%	78.79%	52.30%	33.19%
流动比率	0.88	0.77	0.84	1.03	1.34
速动比率	0.66	0.56	0.57	0.70	0.91
营运能力					
应收账款周转率	3.42	3.65	4.00	4.34	4.50
存货周转率	3.75	4.53	5.04	5.20	5.44
总资产周转率	0.33	0.39	0.48	0.57	0.61
每股指标（元）					
每股收益	-0.09	0.07	0.32	0.38	0.41
每股经营现金流	0.45	0.46	0.54	0.85	0.76
每股净资产	2.11	2.19	2.51	2.88	3.29
估值比率					
市盈率	-189.76	246.48	56.45	47.27	43.56
市净率	8.44	8.14	7.09	6.18	5.41
EV/EBITDA	15.07	14.42	24.08	20.68	18.87
EV/EBIT	47.34	25.49	37.96	31.16	28.05

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com