仅供内部参考，请勿外传

国内低介电布龙头，AI 放量开启成长新阶段

国际复材（301526.SZ）首次覆盖报告

证券研究报告

2026 年 08 月 30 日

公司评级	增持
股票代码	301526.SZ
前次评级	--
评级变动	首次
当前价格	30.2

近一年股价走势



分析师

张欣劼 S0800524120009

zhang_xinjie@research.xbmail.com.cn

李旋坤 S0800526040011

lixuankun@xbmail.com.cn

朱思敏 S0800526040007

zhusimin@xbmail.com.cn

陈默婧 S0800526080007

chenmojing@research.xbmail.com.cn

相关研究

核心结论

全球玻纤产能第三，深耕多年技术底蕴深厚。公司成立于 1991 年，2023 年于深交所上市，控股股东为云天化集团，持股比例达 60%，实控人为云南省国资委。目前全球拥有 7 个生产基地、17 条玻纤池窑生产线，玻纤年产能超 120 万吨，规模位居全球前三，玻纤纱布全产业链一体化配套，在风电叶片、工程塑料、电子电器等领域产品具备全球竞争优势，部分产品成功打破国外垄断。25 年降本增效成果显现，收入、利润均显著修复。

特种电子布技术壁垒突出，受益于 AI 及高性能计算发展需求高增。公司全资子公司珠海珠玻最早从日本引进全套电子玻纤产线设备，是国内电子布产业早期奠基者；现已掌握坩埚法与池窑法双工艺生产能力，是国内少数具备第二代低介电布稳定批量供货能力的厂商。24、25 年实现电子布销量同比+27.6%、+23.1%，产销比分别为 98.7%、126.3%。下游 AI 及高性能计算发展促进 PCB 增长、进一步拉动电子布需求，预计 2030 年全球特种电子布市场规模达 6.23 亿美元，25-30 年 CAGR 高达 30.4%。

普通电子布产能挤压推动价格上涨。受企业转产特种布挤占产能，叠加厚布转薄布的行业趋势，普通电子布价格呈现显著上涨趋势，截至 2026/8/20，全国 7628 电子布均价为 10.1 元/米，同比+143.4%，年初以来均价同比+57.9%。我们认为未来受制于织布机产能瓶颈及电子纱约束，中短期普通电子布供需缺口较难缓解，景气度有望延续。

风电纱国内市占率第三，期待粗纱周期修复向上。公司通过全资控股宏发新材实现风电纱的产业链垂直整合，已成为全球最主要风电纱及织物供应商之一，市占率超过 25%，其中高模、超高模产品产量居全球领先地位。粗纱价格趋稳运行，截至 2026/8/20，我国 2400tex 缠绕直接纱均价为 3680 元/吨，周环比持平，年同比+7.9%。我们认为未来随着下游各领域需求好转、短期新增产能有限及部分转产电子纱，供需格局有望维持紧平衡。

投资建议：公司为玻纤行业龙三，产业链完整，低介电布为代表的产品技术壁垒较高，未来有望充分受益于 AI 服务器高频 PCB 带来的需求红利，通过下游周期性+成长性实现长期增长；此外，公司持续推进降本控费，盈利能力已显著修复。我们预测公司 2026-2028 年实现归母净利润 16.0/24.8/31.3 亿元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：行业周期与市场竞争风险；原料及贵金属价格波动风险；境外经营及地缘政治风险；下游需求不及预期风险；数据陈旧风险。

核心数据

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	7,362	8,658	10,879	13,117	15,116
增长率	2.9%	17.6%	25.7%	20.6%	15.2%
归母净利润（百万元）	(354)	272	1,600	2,476	3,132
增长率	-164.9%	177.0%	487.3%	54.7%	26.5%
每股收益（EPS）	(0.09)	0.07	0.42	0.66	0.83
市盈率（P/E）	(321.8)	418.0	71.2	46.0	36.4
市净率（P/B）	14.3	13.8	12.0	9.9	8.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

索引

内容目录

投资要点 5
关键假设 5
区别于市场的观点 5
股价上涨催化剂 5
估值与目标价 6
国际复材核心指标概览 7
一、 全球玻纤产能第三，深耕多年技术底蕴深厚 8
1.1 公司概况：深耕玻纤与电子布，稳居行业第一梯队 8
1.2 股权结构：国资控股股东主导，集中稳定 9
1.3 主营业务：产品矩阵丰富，下游应用领域广泛 9
1.4 经营情况：收入与利润显著修复 11
二、 电子布：受益于 AI 及高性能计算发展需求高增 13
2.1 公司电子布历史沉淀深厚，产品梯队完整、技术壁垒突出 13
2.2 特种电子布：单台服务器用量提高&AI 应用拓展，特种布有望持续高景气 16
2.2.1 低介电/石英布：AI 需求高增推动低介电布进入高增长周期 18
2.2.2 T 布：芯片封装渗透&高端手机放量，T 布成长前景可期 21
2.3 普通电子布：供给端产能挤压推动价格上涨 23
三、 粗纱：风电纱国内市占率第三，期待周期修复向上 26
3.1 产能规模居前，高端风电纱技术打造壁垒 26
3.2 粗纱价格偏稳运行，期待周期底部向上修复 27
四、 盈利预测和估值 29
五、 风险提示 31

图表目录

图 1：国际复材核心指标概览图 7
图 2：公司发展历程 8
图 3：全国玻纤行业产能格局（截至 2026 年 6 月） 8
图 4：公司股权结构（截至 2026H1） 9
图 5：公司营业收入分产品占比 11
图 6：公司玻纤纱、玻纤布毛利率水平对比 11
图 7：公司营业收入分地区占比 11
图 8：公司境内、境外业务毛利率水平对比 11
图 9：公司营业收入及同比增速情况 12

仅供内部参考，请勿外传

图 10：公司归母净利润及同比增速情况 12
图 11：规模以上玻纤企业主营收入、利润总额及同比增长情况 12
图 12：公司玻纤及制品销量及同比增速情况 12
图 13：公司毛利率、期间费用率、净利率水平 12
图 14：公司销售、管理、研发、财务费用率水平 12
图 15：公司电子布销量及同比增速情况 14
图 16：公司电子布产销量及产销比 14
图 17：电子纱/布产业链流程图 14
图 18：电子纱/布产业链产品图 14
图 19：全球 PCB 市场规模及同比增速 16
图 20：全球 PCB 下游应用领域占比 16
图 21：全球电子布市场规模及同比增速 16
图 22：全球电子布中普通、特种电子布市场规模占比 16
图 23：全球特种电子布市场规模及同比增速 18
图 24：全球特种电子布低 Dk/Df 布、T 布、石英布市场规模占比 18
图 25：2025 年全球低介电布下游应用领域 18
图 26：松下电工 MEGTRON 系列高频高速覆铜板的性能分级图 18
图 27：全球高速覆铜板市场规模及同比增速 19
图 28：全球低介电布和石英布市场规模（亿美元）及同比增速 19
图 29：2025 年全球低介电布市场竞争格局 20
图 30：2025 年全球高速 CCL 市场竞争格局 20
图 31：全球 T 布市场规模及同比增速 21
图 32：全球 AI 算力芯片市场规模及同比增速 22
图 33：全球 AI 服务器及数据中心用封装载板市场规模及同比增速 22
图 34：2025 年全球 T 布竞争格局 23
图 35：日东纺特种布技术演进路线图 23
图 36：全国 7628 电子布价格情况 24
图 37：分年份全国 7628 电子布价格情况（元/米） 24
图 38：全国 G75 电子纱价格情况 24
图 39：分年份全国 G75 电子纱价格情况（元/吨） 24
图 40：全球普通电子布市场规模及同比增速 25
图 41：全球普通电子布市场规模按不同厚度占比 25
图 42：预计 2025-2029 年全球消费电子市场规模 CAGR 为 4.4% 25
图 43：汽车电子占整车制造成本比重不断提升 25
图 44：预计 2026-2030 年全球工业控制市场规模 CAGR 为 5.0% 25
图 45：2025 年全球玻纤的下游应用领域占比 26
图 46：全国粗纱产能格局（截至 2026 年 6 月） 26
图 47：2025 年全国风电纱竞争格局 27

仅供内部参考，请勿外传

图 48：我国新增风电装机容量及同比增速 27
图 49：分年度 2400tex 缠绕直接纱均价（元/吨） 28
图 50：玻纤粗纱及制品市场价格（元/吨） 28
图 51：国内玻纤产量及同比增速 28
图 52：国内玻纤及制品表观消费量及同比增速 28

表 1：公司具体产品介绍 10
表 2：公司电子纱/布的发展历程 13
表 3：电子布类型及具体介绍 15
表 4：全球 PCB 下游不同应用领域市场规模的复合增长率情况 16
表 5：不同高阶 PCB 对电子布性能要求 17
表 6：低介电布相较传统 E 布具备良好的低介电、低损耗性能 18
表 7：服务器迭代对 PCB 层数、性能的要求 20
表 8：2025 年以来国内主要玻纤厂商低介电布扩产项目一览表 20
表 9：公司不同产品类型介绍 27
表 10：国内粗纱在建及拟建产能情况（截至 2026 年 6 月） 28
表 11：公司 2026-2028 年主要业务收入及毛利率拆分预测 29
表 12：可比公司最新 wind 一致预期及 PE 估值（截至 2026/8/28 收盘价） 30

仅供内部参考，请勿外传

投资要点

关键假设

公司主营产品为玻纤纱及制品，我们通过拆分量价利来进行关键假设：

1）公司精准卡位 AI 服务器产业链中的关键材料——高端电子布，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，未来有望凭借技术壁垒、产能规模及先发优势等，充分受益于 AI 服务器高频 PCB 带来的需求红利；此外，粗纱方面，公司具备玻纤纱布全产业链能力，在风电纱和热塑材料等传统优势领域地位稳固，未来有望受益于周期+成长广泛下游领域带来的需求增长。基于此，我们预测 2026-2028 年公司玻璃纤维纱及其制品的销量每年均保持 10%的增速。

2）公司坚持差异化、高端化的产品竞争策略，在电子纱及布、风电叶片高模玻纤等产品细分领域具备很强竞争优势；此外，伴随着 AI 需求带来的特种电子布供不应求及普通电子布因产能挤压带来的被动涨价，我们认为中短期整体电子布价格仍将呈现上涨趋势。基于此，我们预测 2026 年-2028 年公司玻璃纤维纱及其制品的价格分别同比增长 15%/10%/5%；成本端来看，参考往年水平较为稳定，假设单吨成本维持在 5500 元。

综上，我们预测公司 2026-2028 年实现营业收入 108.8/131.2/151.2 亿元，毛利率为 30.2%/36.5%/39.4%，实现归母净利润 16.0/24.8/31.3 亿元。

区别于市场的观点

市场普遍将国际复材视为跟随行业复苏的玻纤周期标的，把业绩弹性归因于行业普涨、AI 低介电电子布线性放量，并以总产能、单位成本对标其他行业龙头。我们认为：

1）公司增长不靠大规模新建池窑扩总产能，核心是存量池窑技改完成产品结构置换，进行内部的产品高端化升级，有利于平抑周期带来的经营波动。

2）低介电电子布受坩埚/池窑工艺、下游客户认证约束，出货并非迅速大规模放量；公司同时具备坩埚法+池窑法两套低介电生产路线，坩埚法爬坡快但单厂规模有限，池窑法代表大规模量产能力，爬坡、客户认证周期更长。短期出货增量主要来自坩埚产能，池窑产线的大规模贡献存在时间差；同时下游覆铜板认证周期约束，出货节奏不是线性爆发，而是分批次逐步兑现，不能简单参照普通电子布涨价逻辑推演低介电布盈利。

3）相较于追求通用纱成本优势，公司更多聚焦高模风电纱、热塑粗纱、低介电电子布等高壁垒细分赛道赚取产品溢价，属于周期底色之上叠加细分成长期权，不宜简单套用传统周期股或纯 AI 成长股的单一估值框架。



股价上涨催化剂

1）低介电等特种电子布量价上行；

2）下游风电招标与装机超预期；

3）玻纤行业供给约束强化，新增有效产能不及预期，高端产品供需格局进一步收紧；

4）出口环境改善，海外基地运营优化、订单持续放量，海外盈利释放；

5）公司池窑法低介电产线顺利爬坡，获得更多下游头部厂商批量认证，出货规模抬升；

仅供内部参考，请勿外传

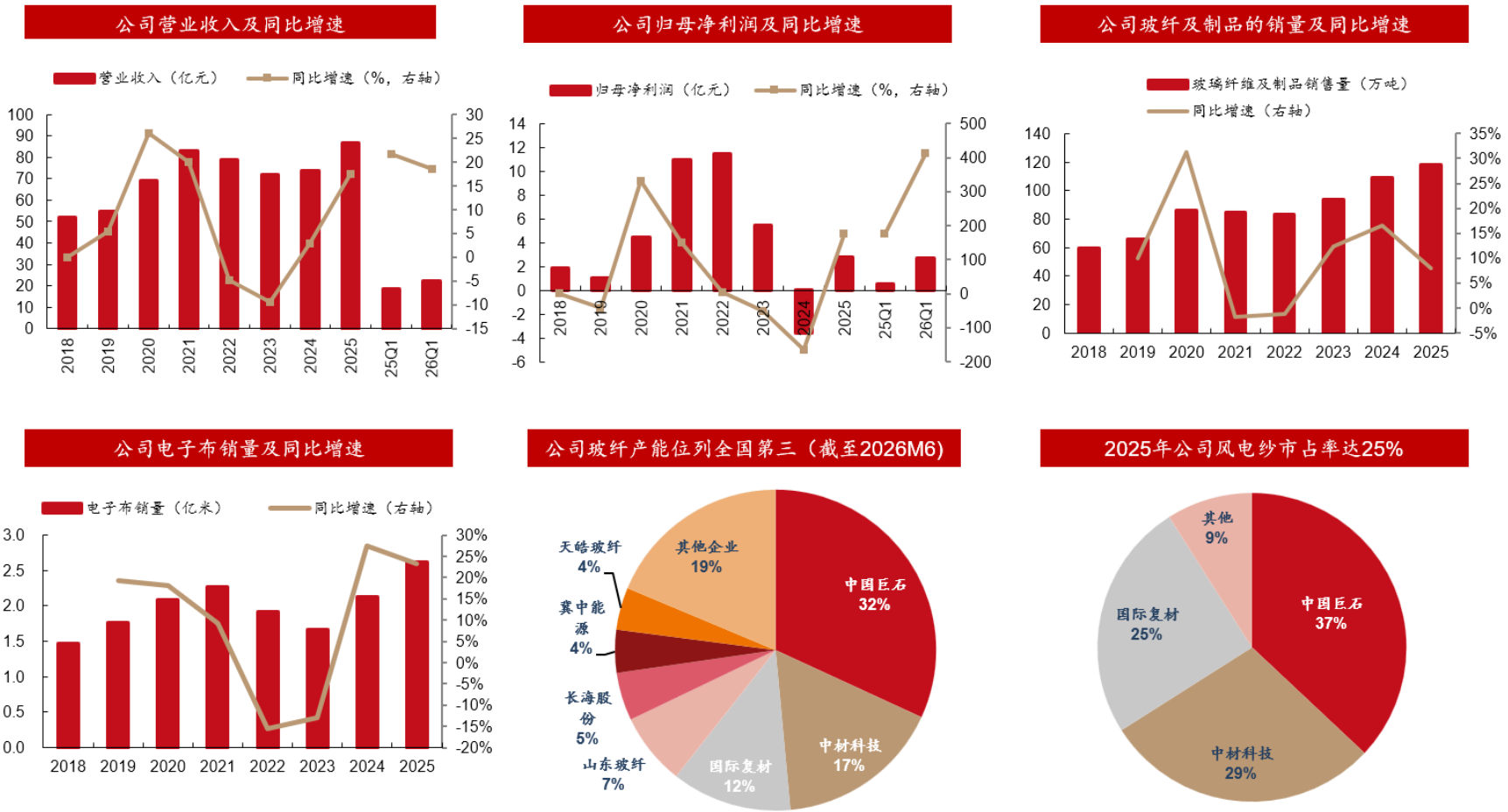
6）公司产品结构进一步优化，由普通粗纱切换至高模风电纱、热塑粗纱等高附加值品种，整体毛利率持续抬升。

估值与目标价

我们选取与公司业务相近的国内玻纤龙头上市公司中国巨石、中材科技、山东玻纤（25 年玻纤及制品的收入占比分别 97%、26%、84%），以及电子布龙头企业宏和科技（25 年电子布收入占比 96%）这四家企业作为可比公司，截至 2026/8/28 收盘价，可比公司 2026-2028 年 Wind 一致预期 PE 均值分别为 67、42、28 倍。我们预测公司 2026-2028 年实现实现归母净利润 16.0、24.8、31.3 亿元，对应 PE 估值分别为 71、46、36 倍。公司玻纤产能位列全国第三，具备玻纤纱、布全产业链能力，在风电纱和热塑材料等传统优势领域地位稳固，在低介电布等新兴领域技术布局较早、技术壁垒较高，我们认为公司有望充分受益于 AI 服务器高频 PCB 带来的需求红利，通过下游应用领域周期性+成长性实现长期增长；此外，公司持续推进降本控费，盈利能力已显著修复。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

国际复材核心指标概览

图 1：国际复材核心指标概览图



资料来源：wind，国际复材 2025 年报、2023 年报、招股说明书、招股说明书（申报稿），卓创资讯，华经产业研究院，西部证券研发中心

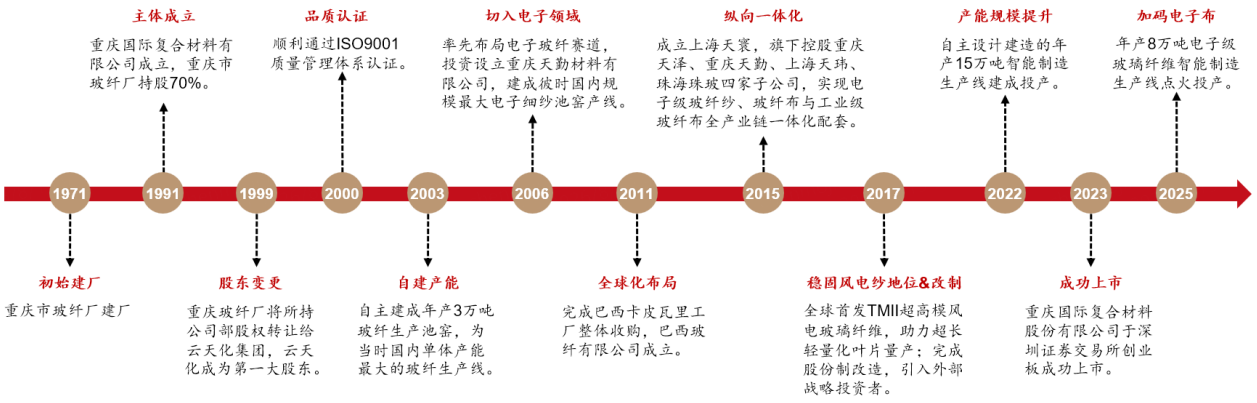
仅供内部参考，请勿外传

一、全球玻纤产能第三，深耕多年技术底蕴深厚

1.1 公司概况：深耕玻纤与电子布，稳居行业第一梯队

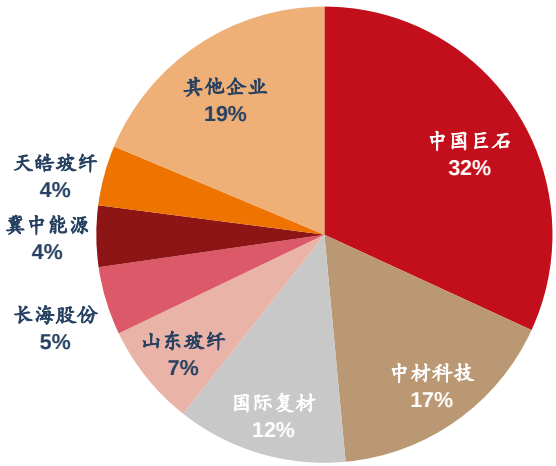
玻纤产能位列全球第三，玻纤纱布全产业链一体化配套。国际复材是一家以研发、生产、销售玻璃纤维及复合材料为核心业务的高新技术企业。1991 年公司前身重庆国际复合材料有限公司成立；2003 年自主建成年产 3 万吨玻纤生产池窑，为当时国内单体产能最大的玻纤生产线；2006 年投资设立重庆天勤，建成彼时国内规模最大电子细纱池窑产线；2011 年完成巴西卡皮瓦里工厂整体收购，成立巴西玻纤有限公司，较早开始全球化布局；2015 年成立上海天寰，旗下控股重庆天泽、重庆天勤、上海天玮、珠海珠玻四家子公司，实现电子级玻纤纱、玻纤布与工业级玻纤布全产业链一体化配套；2023 年公司于深交所创业板成功上市。经过 30 余年发展，目前公司全球拥有 7 个生产基地、17 条玻纤池窑生产线，玻纤年产能超 120 万吨，产能规模位居全球前三，在风电叶片、工程塑料、电子电器和电力绝缘等领域培育出了一系列具有全球竞争优势的产品，部分产品成功打破国外垄断，填补国内空白。

图 2：公司发展历程



资料来源：国际复材官网，长寿发布公众号，西部证券研发中心

图 3：全国玻纤行业产能格局（截至 2026 年 6 月）



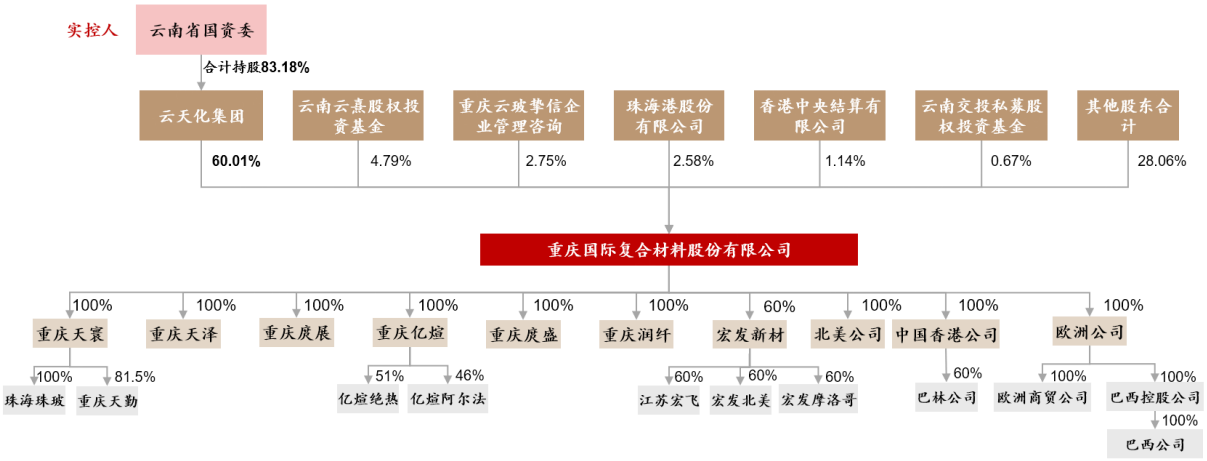
资料来源：卓创资讯，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

1.2 股权结构：国资控股股东主导，集中稳定

公司控股股东为云天化集团、实控人为云南省国资委，股权集中性突出。截至 2026H1，公司第一大股东为云天化集团，持股比例达 60.01%，实控人为云南省国资委；第二、三、四大股东分别为云南云熹股权投资基金合伙企业、重庆云玻挚信企业管理咨询合伙企业、珠海港股份有限公司，持股比例为 4.79%、2.75%、2.58%；前十大股东其余以公募、社保、北向、个人投资者为主，未有其他大型产业资本，控股股东股权远超其余股东，控制权稳固。公司持股及参股多家子公司，国内核心主体通过重庆天寰、重庆天泽、重庆庚盛等多家全资子公司，形成玻纤粗纱、细纱、电子布及矿石原料供应的全产业链延伸，且逐步向下游风电复材制品板块纵向延伸（宏发新材）；海外通过设立北美、中国香港、欧洲公司等平台控股巴林公司、巴西公司等进行全球化扩张。

图 4：公司股权结构（截至 2026H1）



资料来源：wind，国际复材 2026 半年报、招股说明书，西部证券研发中心

1.3 主营业务：产品矩阵丰富，下游应用领域广泛

公司玻纤及其制品产品丰富，下游应用领域多元化，周期与成长共振。公司主营产品为玻璃纤维及其制品，根据产品形态和生产工艺的不同主要可分为粗纱、细纱、粗纱制品、细纱制品四大类，下游广泛应用于风电叶片、汽车与轨道交通、建筑材料、工业管罐、电力绝缘、电子电器、航空航天等领域。以下是公司产品的具体竞争优势：

1）风电叶片领域：已成为全球最主要的风电纱及织物供应商之一，市场占有率超过 25%，其中高模、超高模产品产量居全球领先地位；高模拉挤片材已在 90 米以上风电叶片上得到应用；公司与科思创聚合物联合研发的聚氨酯风电专用纱及织物，已率先在全聚氨酯风电叶片中使用，引领了未来风电叶片发展的趋势。

2）工程塑料领域：长期服务于杜邦、巴斯夫、金发科技等行业领头企业，通过强强合作陆续开发一系列具有独特竞争优势的高性能短切纤维、热塑长纤、异形玻纤、高模及低介电等功能化异形玻纤产品，普遍应用于汽车零部件、电子等诸多领域，特别是航空飞行器结构部件、高端电子等一些有着特殊要求的高端领域。

3）电子领域：成功开发低气泡细纱、纤维直径可达 3.7μm 的超细纱及织物等优势产品，解决了高端 PCB 源头关键材料长期依赖进口的问题，助推国内多层电路板的快速发展。公司自主研发、拥有独立知识产权的 **5G 用低介电玻璃纤维已实现批量生产**，并在 5G 高

仅供内部参考，请勿外传

端通讯设备等产品上得到应用。

4）热固性复合材料应用领域：成功开发出高端绝缘玻璃纤维产品，具有良好的耐高压击穿稳定性，应用于特高压绝缘子制造；开发的细直径、适合高速拉挤工艺的光缆加强芯用玻璃纤维产品，为光缆加强芯更低成本制造提供了解决方案。

5）热塑性复合材料应用领域：全新开发的热塑性尼龙边框，成为全球首个获得 TÜV（莱茵）认证、可用于大型组件的热塑性边框。

表 1：公司具体产品介绍

产品分类	产品名称	产品介绍	主要用途
玻璃纤维			
粗纱	直接纱	主要是由漏板直接拉制而成。根据浸润剂匹配的树脂不同，分为热固性直接纱和热塑性直接纱。	主要应用于纤维缠绕、拉挤、编织成型、 LFT 、片材、双螺杆及模压工艺等。终端产品有风电叶片、工业管罐、各类型材等领域。
	合股纱	主要是由多束玻纤合股而成，分为硬质合股纱和软质合股纱。	主要应用于喷射、SMC、缠绕、拉挤及预浸料工艺。终端产品有智能卫浴、游艇、汽车内饰、超高压输变电绝缘棒、运动器材等领域。
	短切纱	主要是由特制的浸润剂拉制原丝经由短切而成，公司产品分为热塑短切纱、BMC 用短切纱和水拉丝。	主要应用于汽车、电子电器、航空航天等领域。主要应用于覆铜板、膜材料、网格布、银幕布、过滤材料、体育器材、窗纱等领域。
细纱	细纱	根据不同的加工方式和纱线形态，产品分为初捻细纱、并捻细纱、膨体细纱及直接细纱。	主要应用于覆铜板、膜材料、网格布、银幕布、过滤材料、体育器材、窗纱等领域。
玻璃纤维制品			
粗纱制品	多轴向织物	是一种新型的、先进的织物类型，其结构是由通过特殊的经编组织（例如编链或经平组织）将经向、纬向和斜向纱线缝编形成，织物中的铺层丝束能够保持无屈曲的平直状态。	主要应用于生产风电叶片、航空航天、管道等领域。
	方格布	连续玻璃纤维经过机织的方式织造而成的机织物。如果纱线是单股无捻粗纱，即直接纱，则此类机织物称为无捻粗纱布，俗称方格布。	主要应用于体育器材、医疗器械、汽车部件等领域。
	毡	是由连续原丝或短切原丝不定向地通过化学粘结剂或机械作用结合在一起制成的薄片状制品。公司毡类产品分为短切毡、湿法毡和针刺毡。	主要应用于各种板材、采光板、船体、浴缸、冷却塔、防腐材料、车辆、拉挤型材管道、贮罐、保温隔热材料、汽车尾气过滤材料等领域。
细纱制品	细纱布	连续玻璃纤维经过机织的方式织造而成的机织物。如果纱线是细纱，则称为细纱布。细纱布根据用途不同，又分为电子布和工业布。	主要应用于电子电器、航空器材、保温隔热等领域。

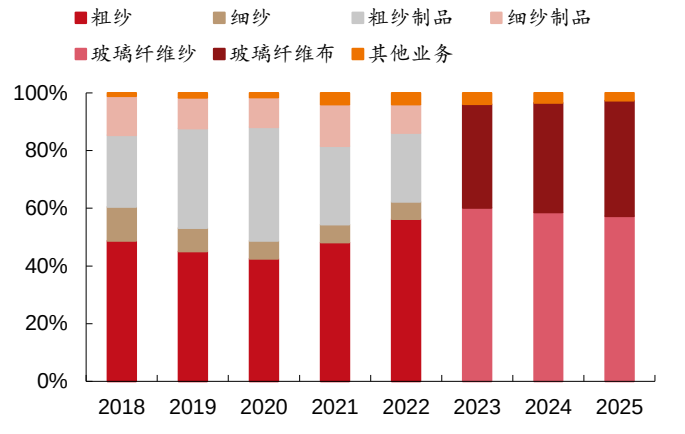
资料来源：国际复材 2025 年报，西部证券研发中心

具体从营收结构来看，分产品来看，2025 年公司玻纤纱、玻纤布业务分别实现收入 49.6、34.7 亿元，分别同比增长 14.9%、24.1%，分别占比 57.3%、40.1%；玻纤纱、玻纤布毛利率分别为 17.5%、19.5%，同比+7.3、+4.0pct。公司整体收入仍以玻纤纱为主，但近年来玻纤布占比呈现上升趋势，从 2022 年的 33.7%上升至 2025 年的 40.1%，且玻纤布毛利率高于玻纤纱，产品结构优化推动整体盈利水平上升。分地区来看，公司在巴林、巴西拥有玻璃纤维生产基地，在摩洛哥拥有风电多轴向织物生产基地，在美国、欧洲等国家或地区拥有销售子公司；2025 年公司境内、境外业务分别实现收入 63.1、23.5 亿元，同比+31.6%、-8.6%，分别占比 72.9%、27.1%；境内、境外毛利率分别为 19.0%、18.1%，同比+9.9、-1.1pct；虽然近年来境外收入、毛利率水平有所下滑，但仍为公司重要收入来

仅供内部参考，请勿外传

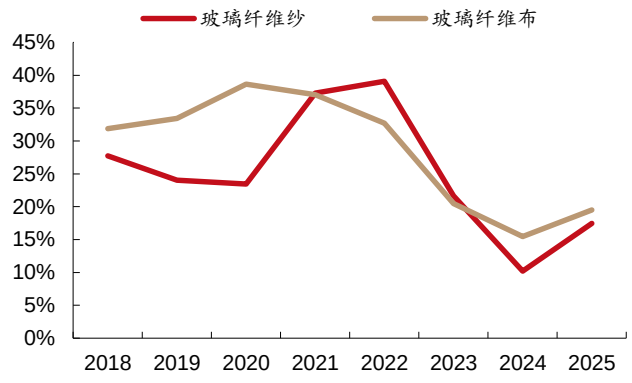
源。

图 5：公司营业收入分产品占比



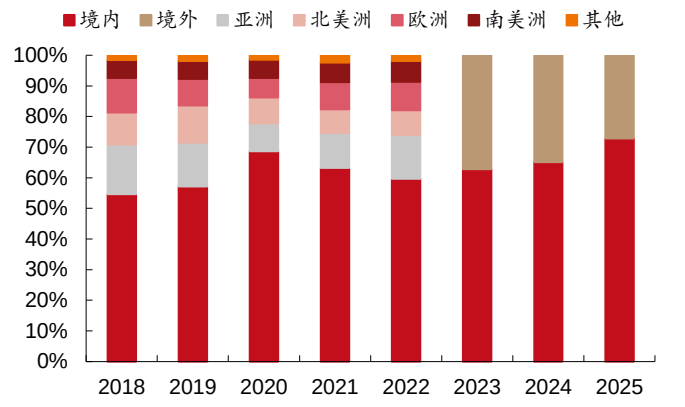
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 6：公司玻纤纱、玻纤布毛利率水平对比



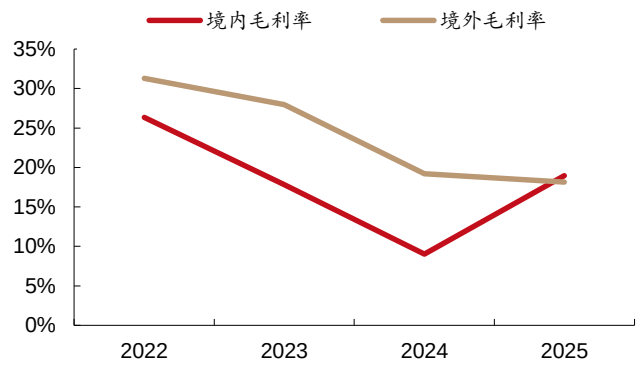
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 7：公司营业收入分地区占比



资料来源：wind，国际复材招股说明书、首次公开发行股票并在创业板上市申请文件审核问询函的回复，西部证券研发中心

图 8：公司境内、境外业务毛利率水平对比



资料来源：wind，国际复材 2023 年报，西部证券研发中心

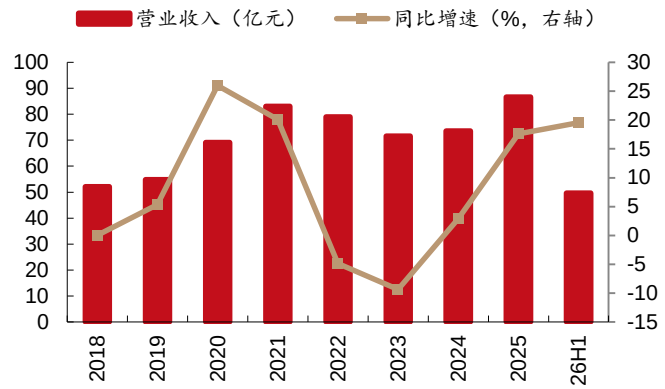
1.4 经营情况：收入与利润显著修复

行业供需形势好转，公司产品结构优化+降本控费见成效，利润迎来拐点。近年来看，2023、2024 年受制于前期行业产能过度扩张及下游细分房地产等市场需求下行带来的供需失衡问题，行业整体收入、利润均呈现下行趋势，公司盈利承压，2023、2024 年归母净利润分别同比下降 52.3%、164.9%，但玻纤及制品销量保持正增长（23、24 年同比+12.4%、+16.5%），彰显市场份额稳定性；2025 年随着国内电子、风电及新能源汽车等玻纤规模化应用市场陆续回暖，光伏新能源、安全防护等新兴市场稳步增长带动，市场供需形势持续好转。公司通过产品结构优化、开拓高端市场及成本费用管控，实现营业收入、归母净利润 85.6、2.7 亿元，同比增长 17.6%、177.0%，毛利率/期间费用率/净利率同比+6.2/-5.3/+8.4pct 至 18.7%/10.4%/3.3%，降本增效成果显现，收入、利润端均显著修复。

2026 年上半年经营业绩向上势头延续。26H1 公司分别实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 49.6/6.4/5.8 亿元，分别同比+19.5%/+176.6%/+168.8%；毛利率/期间费用率/净利率分别为 27.6%/11.3%/13.3%，分别同比+10.2/+2.3/+6.6pct。

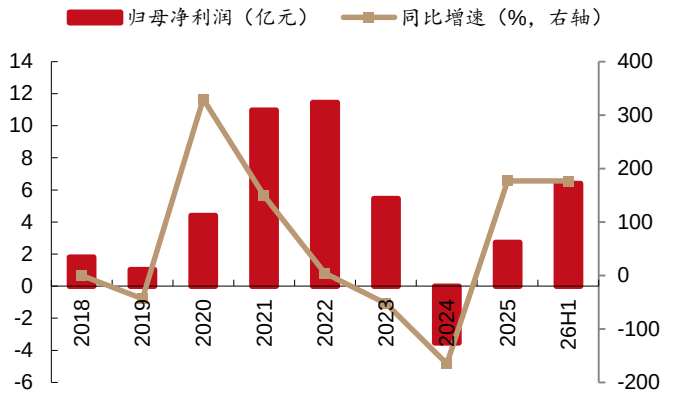
仅供内部参考，请勿外传

图 9：公司营业收入及同比增速情况



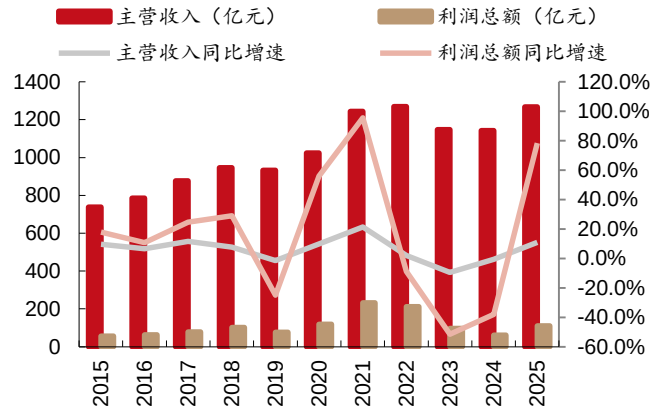
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 10：公司归母净利润及同比增速情况



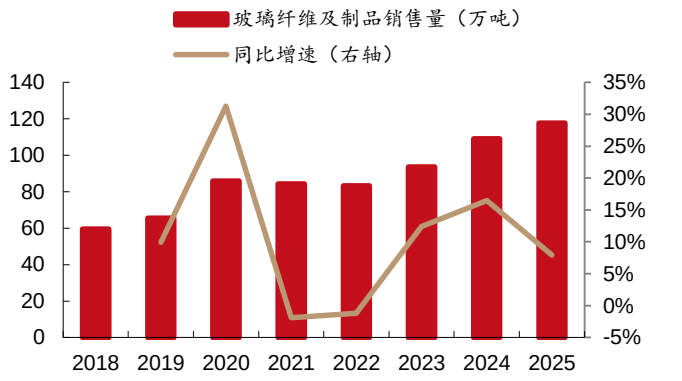
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 11：规模以上玻纤企业主营收入、利润总额及同比增长情况



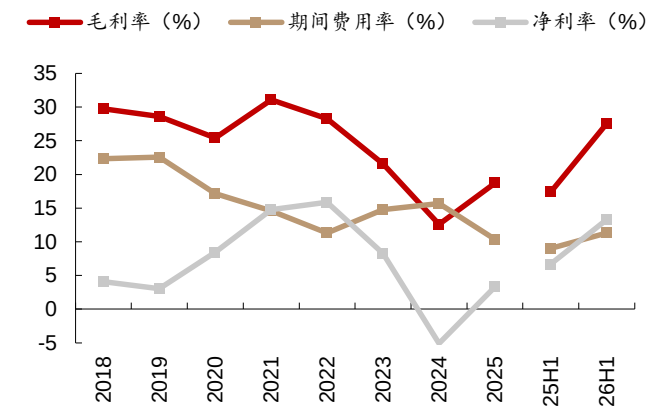
资料来源：中国玻璃纤维工业协会，西部证券研发中心

图 12：公司玻纤及制品销量及同比增速情况



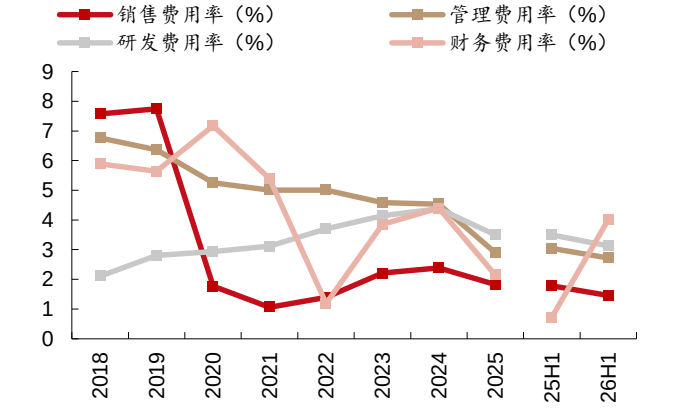
资料来源：国际复材 2025 年报、2023 年报、招股说明书、招股说明书（申报稿），西部证券研发中心

图 13：公司毛利率、期间费用率、净利率水平



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 14：公司销售、管理、研发、财务费用率水平



资料来源：wind，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

二、电子布：受益于AI及高性能计算发展需求高增

2.1 公司电子布历史沉淀深厚，产品梯队完整、技术壁垒突出

电子纱/布为下游 CCL、PCB 的关键原材料，公司技术深厚、产品完整，剑指国产替代。电子纱为单丝直径 9 微米及以下的玻璃纤维，电子纱再进一步织造成为电子布，电子布具有高强度、高耐热性、耐化性佳、耐燃性佳、电气特性佳及尺寸安定性佳等优点，是影响 CCL 和 PCB 性能的关键原材料；随着全球 AI 基础设施建设进入快速增长阶段，从 AI 服务器集群、智算中心到边缘 AI 点的规模化部署，正通过“算力需求激增—硬件架构升级—印制电路板（PCB）性能迭代”的传导链条，迅速拉动下游高频高速印制电路板的结构性需求。公司电子纱/电子布技术沉淀深厚，早在 1990 年全资子公司珠海珠玻前身就从日本引进先进的全套技术设备建成投产电子玻纤产线，是国内电子布产业早期奠基者；2015 年成立天寰材料，下设重庆天泽、重庆天勤、上海天玮、珠海珠玻四家子公司，实现电子玻纤纱、玻纤布和工业级玻纤一体化布局。目前公司已掌握坩埚法与池窑法双工艺生产能力，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；自主研发的 LDK 二代产品较一代介电损耗降低约 20%，石英纤维布与 LOWCTE 纱、布等材料精准满足 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。低介电玻纤已批量应用于 5G 高端通信设备，并加速布局 6G、人工智能及物联网等前沿领域。从经营数据来看，2024 年来公司电子布业务持续修复，2024、2025 年分别实现电子布销量 2.1、2.6 亿米，同比增长 27.6%、23.1%，产销比分别为 98.7%、126.3%，供不应求趋势凸显，侧面验证行业景气度上行及公司产品认可度较高。

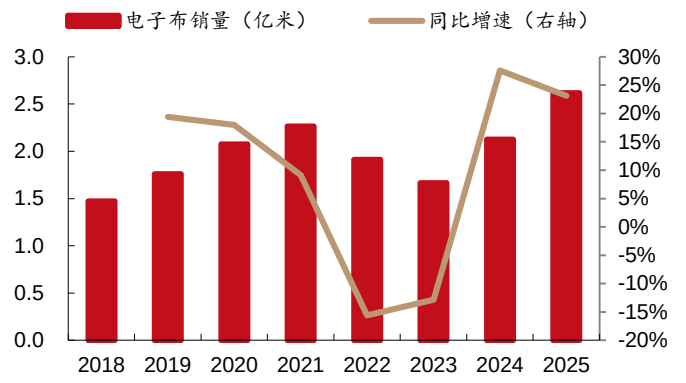
表 2：公司电子纱/布的发展历程

阶段	具体事件
国外引进技术阶段	1990 年：珠海经济特区玻璃纤维企业有限公司从日本引进的全套技术软件及专业化生产设备的电子玻纤池窑生产线建成投产，开创我国电子级玻璃纤维布生产先河，是中国玻璃纤维电子布生产与研发基地。 2002 年：珠海珠玻由珠海经济特区玻璃纤维企业有限公司改制成立。
规模化投产阶段	2006-2008 年：投资设立重庆天勤，建成当时国内规模最大的电子细纱池窑产线，“年产 30,000 吨电子细纱池窑生产线”、“7600 万米电子级玻璃纤维织物生产线”相继竣工投产。
玻纤一体化阶段	2015 年：上海天寰材料科技有限公司成立，下设重庆天泽、重庆天勤、上海天玮、珠海珠玻四家子公司，实现电子级玻璃纤维纱、玻纤布和工业级玻纤一体化布局。
高端化升级阶段	2020 年：珠海珠玻投资 5 亿元建设高性能电子级玻璃纤维产品（高频高速 5G 及 6G 电子产品项目）。 2023 年：规划募资建设高性能电子级玻璃纤维产品改造升级技术改造项目，拟建成年产低介电细纱（LDK）955 吨或超细纱 1,260 吨的生产线。 2025-2026 年：公司年产 8 万吨电子级玻璃纤维智能制造生产线点火投产，可为 5G/6G 通信、半导体封装等领域提供关键基础材料保障。公司自主研发的 LDK 二代产品、石英布与 LOW CTE 纱布等材料精准满足 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；低介电玻纤已批量应用于 5G 高端通信设备。

资料来源：玻纤情报网，政协珠海市委员会官网，国际复材官网、招股说明书、募集资金具体运用情况公告、投资者关系活动记录表（2025 年 3 月 28 日），珠海经开发布，长寿发布公众号，西部证券研发中心

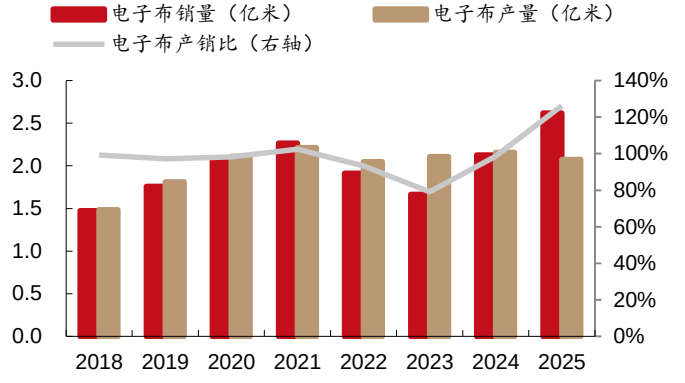
仅供内部参考，请勿外传

图 15：公司电子布销量及同比增速情况



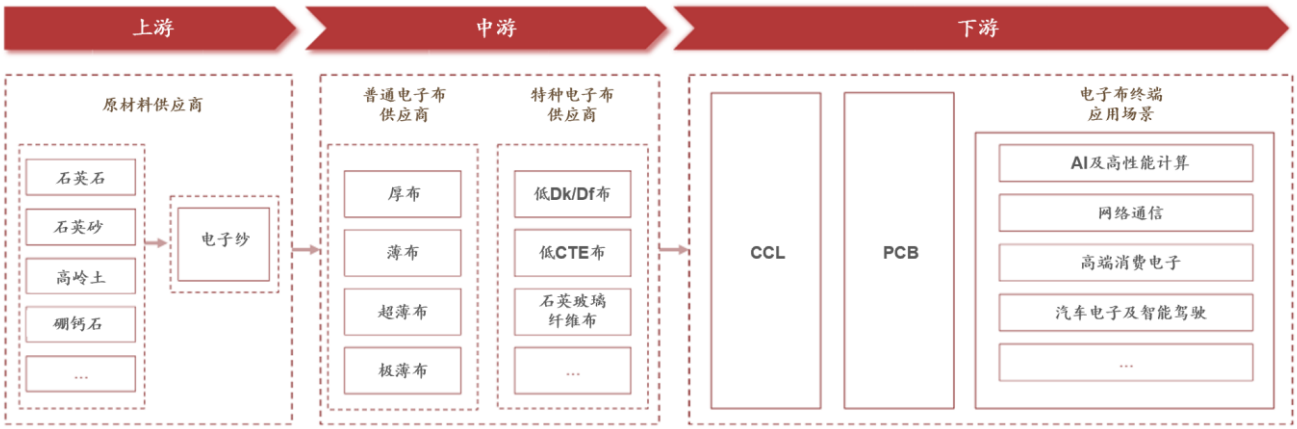
资料来源：国际复材 2025 年报、2023 年报、招股说明书、招股说明书（申报稿），西部证券研发中心

图 16：公司电子布产销量及产销比



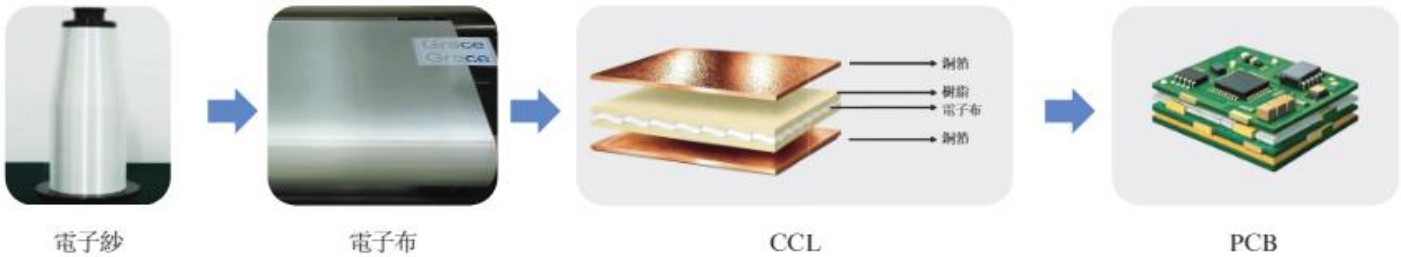
资料来源：国际复材 2025 年报、2023 年报、招股说明书、招股说明书（申报稿），西部证券研发中心

图 17：电子纱/布产业链流程图



资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，沙利文研究，西部证券研发中心

图 18：电子纱/布产业链产品图



资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，西部证券研发中心

电子布可分为普通电子布和特种电子布，根据不同性能特征下游应用领域广泛。电子布作为生产覆铜板及印制电路板的基础原材料，广泛应用于 AI 及高性能计算、高端消费电子、汽车电子及智能驾驶、网络通信等各个应用领域。根据玻璃类型划分，电子布可分为普通电子布和特种电子布。普通电子布是印制电路板的基础材料，其介电常数（Dk）和介电损

仅供内部参考，请勿外传

耗相对较高，难以满足超高速、高频传输的要求，主要包括厚布、薄布、超薄布和极薄布。特种电子布指为满足人工智能与高性能计算、网络通信、先进 IC 封装基板等高端应用需求，在常规电子布基础上通过玻纤材料、纱线结构与织造工艺等定制化设计，实现低介电损耗、低热膨胀、高均匀性及高可靠性等关键性能提升的功能型电子布，主要包括低 Dk/Df 布、低 CTE 布及石英玻璃纤维布，常被使用于 AI 服务器、数据中心、高端通信基站等应用场景。

表 3：电子布类型及具体介绍

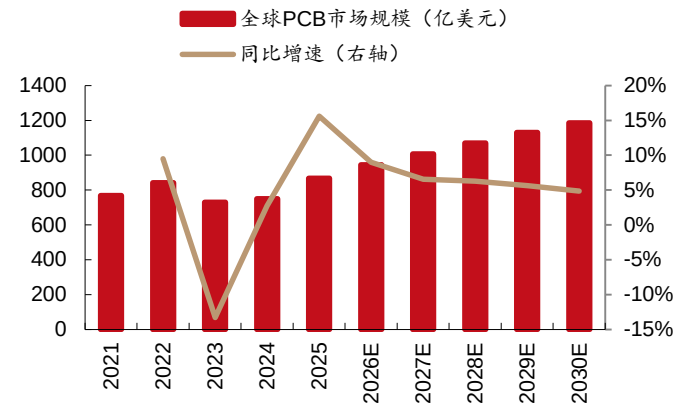
	普通电子布				特种电子布		
	厚布	薄布	超薄布	极薄布	低 Dk/Df 布	低膨胀系数布	石英玻璃纤维布
玻璃纤维类型	电子玻璃厚纱	电子玻璃薄纱	电子玻璃超细纱	电子玻璃极细纱	低 Dk/Df 纱	低 CTE 纱	高纯石英纤维（SiO_2≥99.95%）
特性	厚度大于 100μm	厚度为 36μm~100μm	厚度通常在 28μm~35μm，轻薄且平整	厚度小于 28μm，极高的尺寸稳定性	低 Dk/低 Df，减少信号传输损耗与延迟，介电损耗可低至 0.0015~0.003	低 CTE，良好的尺寸稳定性，热膨胀系数（CTE）可低至 2.80-3.50×10^{-6}/℃	损耗系数低至 0.0005~0.0007
技术壁垒	均匀性控制较难	织造稳定性低、易断裂	拉丝工艺难度大，织造精度要求高	张力控制及织造精度要求高	拉丝工艺难度大，树脂结合要求高	玻纤制备复杂度高，张力控制难度高	织造工艺难度大，表面处理技术要求高，产能十分受限
应用的 PCB 类型	单层/双层 PCB	多层 PCB 板	高阶 HDI PCB 板、高多层 PCB 板	先进 IC 封装基板、高阶 HDI PCB 板、高多层 PCB 板	高多层 PCB 板、高阶 HDI PCB 板	先进 IC 封装基板	高多层 PCB 板、高阶 HDI PCB 板
应用场景	通用家电、汽车电子	汽车电子、消费电子、网络通信	高端消费电子产品等	高端消费电子产品等	AI 及高性能计算及高端通信	AI 及高性能计算、高端消费电子及智能驾驶	AI 及高性能计算及高端通信

资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，西部证券研发中心

AI 及高性能计算驱动 PCB 行业持续增长，带动电子布总体需求上升。据沙利文研究，2025 年全球 PCB 市场规模 867 亿美元（21-25 年 CAGR 为+3.0%），同比+15.6%，按照应用场景划分，AI 及高性能计算、网络通信、消费电子、汽车电子及智能驾驶、其他市场规模分别为 95、109、405、107、151 亿美元，21-25 年 CAGR 分别为+37%、+4%、-2%、+9%、+5%；2025 年市场规模占比分别为 11%、13%、47%、12%、17%，较 2021 年分别+7、+1、-11、+2、+1pct。随着全球云计算、AI 算力等高速发展，服务器、数据中心等云基础设施的需求有望持续扩大，AI 及高性能计算成为 PCB 行业持续增长的核心驱动力；预计 2030 年全球 PCB 市场规模达 1185 亿美元（25-30 年 CAGR 为+6.4%）；其中 AI 及高性能计算领域规模约 249 亿美元，25-30 年 CAGR 为+21.1%。PCB 下游结构变化、市场规模提升拉动电子布需求上升。2025 年全球电子布市场规模 29 亿美元（21-25 年 CAGR 为+8.3%），同比+9.0%，其中普通布、特种布市场规模分别为 23、6 亿美元，占比分别为 79%、21%，21-25 年 CAGR 分别为+5.0%、+28.4%。根据沙利文研究预测，2030 年全球电子布市场规模有望达 60 亿美元（25-30 年 CAGR 为+15.4%）；其中普通布、特种布规模分别为 37、24 亿美元，市场规模占比分别为 61%、39%，25-30 年 CAGR 分别达+9.6%、+30.4%。

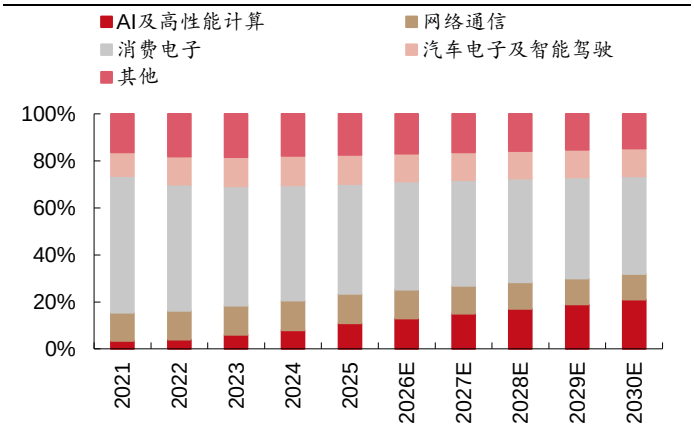
仅供内部参考，请勿外传

图 19：全球 PCB 市场规模及同比增速



资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，沙利文研究，西部证券研发中心

图 20：全球 PCB 下游应用领域占比



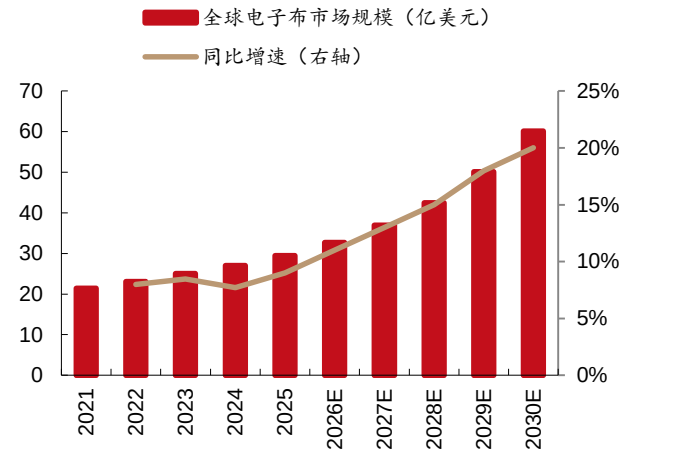
资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，沙利文研究，西部证券研发中心

表 4：全球 PCB 下游不同应用领域市场规模的复合增长率情况

应用领域	2021-2025 年复合年增长率	2025-2030E 复合年增长率
总计	3.0%	6.4%
AI 及高性能计算	37.1%	21.1%
网络通信	4.4%	3.6%
消费电子	-2.5%	4.0%
汽车电子及智能驾驶	8.5%	5.6%
其他	4.7%	2.9%

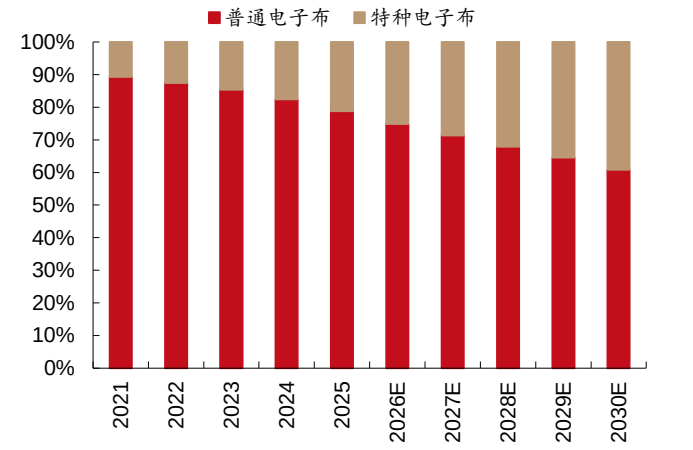
资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，沙利文研究，西部证券研发中心

图 21：全球电子布市场规模及同比增速



资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，沙利文研究，西部证券研发中心

图 22：全球电子布中普通、特种电子布市场规模占比



资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，沙利文研究，西部证券研发中心

2.2 特种电子布：单台服务器用量提高&AI应用拓展，特种布有望持续高景气

AI 算力硬件迭代催生 PCB 高性能要求，拉动关键原材料特种布需求增长。随着下游 AI 服务器、数据中心交换机、光模块、5G/6G 通讯设备等尖端电子信息终端对高频高速覆铜

仅供内部参考，请勿外传

板及 PCB 的需求日益旺盛，传统电子布的技术指标已难以满足严苛要求；PCB 面临高频高速、低信号损耗、高稳定性等更加严苛的要求，催化电子布产业结构升级，推动低介电布（LowDK 布）、T 布（LowCTE 布）、石英布等特种布持续高景气。伴随 AI 算力硬件迭代，单台 AI 服务器用 PCB 及电子布的价值量远高于传统服务器，据沙利文研究预测，2030 年全球 AI 服务器出货量有望达 680 万台，25-30 年 CAGR 为+22%；我们认为随着服务器出货量提升+单台电子布用量提高，特种布需求有望持续高增，2025 年全球特种电子布市场规模为 6.2 亿美元，同比+31.2%，21-25 年 CAGR 为 28.4%，据沙利文研究，预计 2030 年全球特种电子布市场规模达 23.5 亿美元，25-30 年 CAGR 高达 30.4%。

中期来看，预计 T 布和低介电布延续高增，关注石英布技术验证进展。不同种类的特种布在关键性能指标、材料配方、生产工艺难点、应用场景、竞争格局等方面均存在明显差异。2025 年低介电布、T 布、石英布的市场规模分别为 4.8、1.3、0.2 亿美元，分别占比 77%、21%、2%。低介电布和 T 布产业已实现技术验证，进入规模化导入阶段，近年延续快速增长态势。石英布尚未进入完全商业化量产阶段，市场规模相对较小。随着 AI 算力需求高增，特种布有望在 AI 应用领域加速渗透，中期来看，我们预计 T 布有望延续高增；石英布作为低介电布三代产品，若实现产业化，或将替代高端应用场景的低介电布，考虑终端需求高增以及高速高频下 PCB 层数增加，预计低介电布有望持续快速增长。根据沙利文研究，预计 2030 年低介电布、T 布、石英布市场规模分别为 11.6、9.4、2.5 亿美元，2025-2030 年 CAGR 分别为+19%、+49%、+75%，占比分别为 50%、40%、11%。

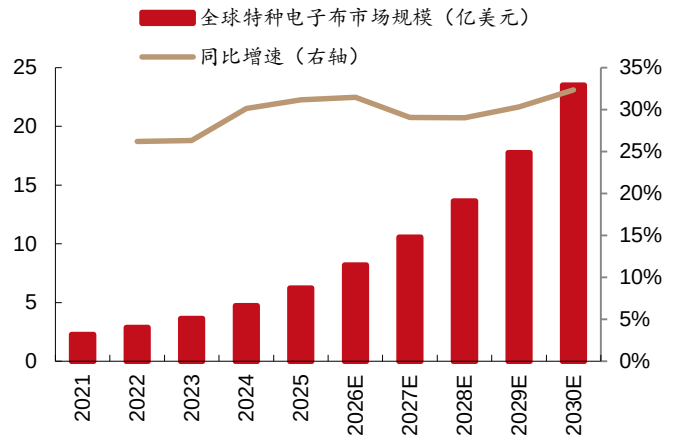
表 5：不同高阶 PCB 对电子布性能要求

PCB 类型	具体专业化要求及适配的电子布
高多层 PCB	以薄布、低 Dk/Df 布以及石英玻璃纤维布为主。极薄布的尺寸优势使高多层 PCB 能够在保证机械强度的情况下传输信号。低 Dk/Df 布的低介电损耗特性可显著提升高多层 PCB 的系统稳定性并降低能耗，提高信号传输效率。石英玻璃纤维布凭借极低介电系数和优异的介电稳定性，满足超高速、高频信号传输需求，也是高多层 PCB 的重要材料选择。
高阶 HDI PCB	高阶 HDI PCB 以高密度互连和精细线路为特征，对电子布厚度均匀性与表面平整度要求高，通常采用极薄布、超薄布、低 Dk/Df 布或石英玻璃纤维布。低 Dk/Df 布的低介电损耗特性可有效降低高速信号传输中的衰减与延迟，而极薄布及超薄布支持更多层数，并提供更多功能，是高阶 HDI PCB 不可或缺的基础材料。
先进 IC 封装基板	IC 封装基板是先进 IC 封装的核心载体，对尺寸稳定性、热可靠性和信号完整性要求严苛，依赖于极薄布、低 CTE 布。极薄布凭借其极薄性质与尺寸稳定性，成为先进 IC 封装基板的核心材料。低 CTE 布可将 CTE 降至合理水平，缓解热循环下的翘曲风险。

资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，西部证券研发中心

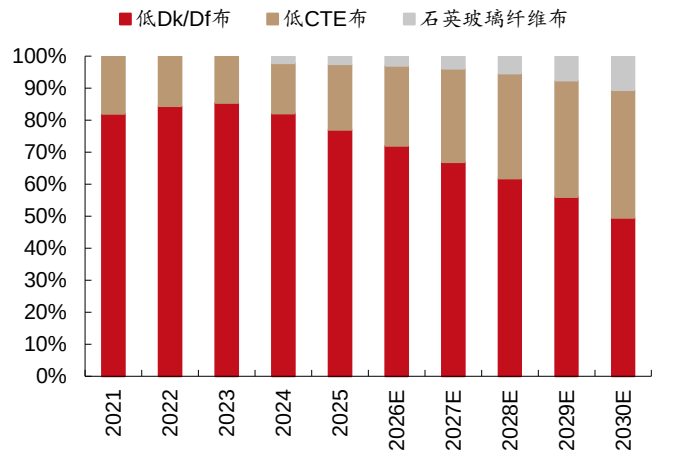
仅供内部参考，请勿外传

图 23：全球特种电子布市场规模及同比增速



资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，沙利文研究，西部证券研发中心

图 24：全球特种电子布低 Dk/Df 布、T 布、石英布市场规模占比



资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，沙利文研究，西部证券研发中心

2.2.1 低介电/石英布：AI需求高增推动低介电布进入高增长周期

低介电布技术迭代至第三代，目前二代布是主流材料方向。低介电布全称低介电常数/介电损耗电子布，介电常数（Dk）越低，说明材料存储电能的能力越低，信号在介质中的传输速度越快、效果越好；介质损耗因子（Df）越低，说明信号完整性越好，信号损耗越小。目前低介电布技术已迭代至第三代：1）第一代低介电布，由第一代低介电纱织造，介电损耗约 0.3%；2）第二代低介电布，由第二代低介电纱织造，介电损耗约 0.2%；3）第三代石英布，由高纯度石英纤维制成，介电损耗可降低至 0.02%，热膨胀系数更接近硅片。石英布在原材料、生产工艺、设备等方面与一代、二代布差异较大，因此单独列示分析，不列入低介电布。目前低介电二代布是主流材料方向，石英布具备极低介电损耗与优异电气性能，仍处于前期技术验证阶段，仅在部分高端场景中实现试点应用，尚未实现产业化。

低介电布加速导入高频高速 PCB，AI 服务器和交换机是主流应用场景。低介电布是制造覆铜板（CCL）的核心增强材料，可有效降低信号传输过程中的损耗与延迟，提升信号完整性，正逐步成为高频高速 PCB 的重要材料方向。2024 年英伟达推出 GB200 超级芯片搭载的服务器由“普通 HDI+铜连接”迭代为“高层高阶 HDI 与 M7/M8 级低介电材料深度融合”新方案，随后谷歌 TPU V7、亚马逊 AWS Trainium3 等 ASIC 架构的 AI 服务器也陆续导入采用低介电布的高层 HDI 覆铜板。从终端应用场景来看，低介电布主要用于 AI 服务器和交换机、800G/1.6T 光模板、5G 射频、车载 ADAS 雷达基材，2025 年全球应用占比分别为 72%、16%、8%、4%。

表 6：低介电布相较传统 E 布具备良好的低介电、低损耗性能

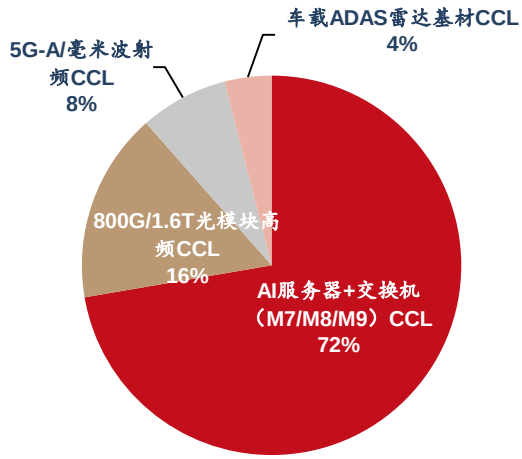
参数	低介电玻璃纤维产品	传统 E 玻璃纤维产品
介电常数（10GHz）Dk	4.2-4.7	6.0-7.0
介电损耗（10GHz）Df	0.0018-0.0028	0.006-0.007

资料来源：光远新材招股说明书（申报稿），西部证券研发中心

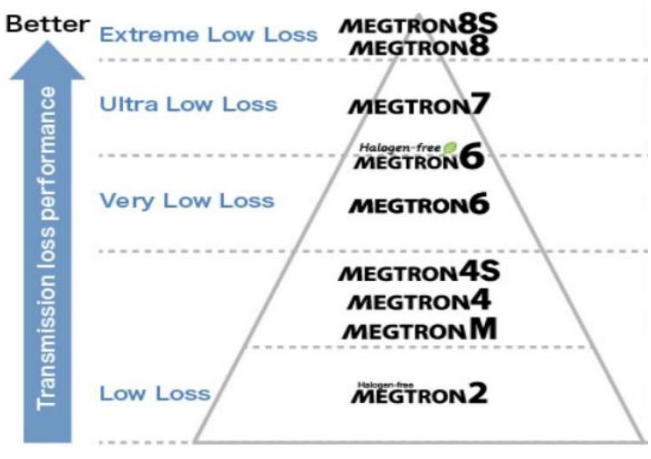
图 25：2025 年全球低介电布下游应用领域

图 26：松下电工 MEGTRON 系列高频高速覆铜板的性能分级图

仅供内部参考，请勿外传



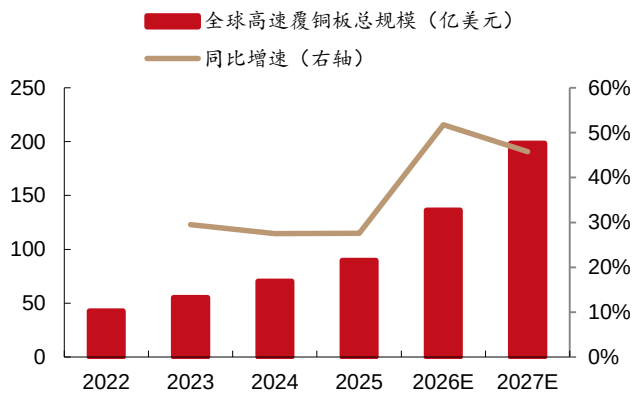
资料来源：光远新材招股说明书（申报稿），西部证券研发中心



资料来源：光远新材招股说明书（申报稿），西部证券研发中心

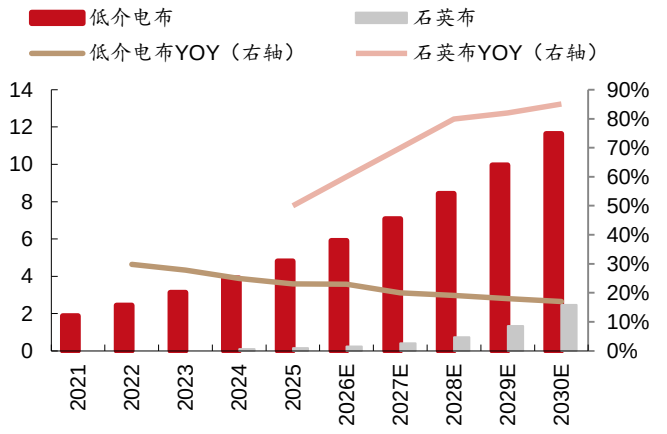
AI 需求高增&单台用量增加，低介电布进入高增长周期。低介电一代、二代、石英布应用于不同覆铜板等级的终端产品，因终端产品对性能要求不同，预计未来有望长期共存：高良率、大规模生产的低介电一代布主要应用于消费电子、汽车电子等场景；低介电二代、石英布生产成本较高，性能更优，主要应用于高端 AI 服务器、800G/1.6T 光模块等场景。AI 服务器对布线密度和信号传输能力的要求日益提高，驱动 PCB 层数由 14-24 层增加至 20-30 层，同时带动 CCL 从 Very Low Loss 材料升级至 Ultra Low Loss 材料。受益于 AI 算力高增、单台 AI 服务器 PCB 用量提升以及 PCB 层数增加，高速 CCL 及低介电布进入高增长周期。据 Prismark，2025 年全球高速覆铜板总规模为 89.8 亿美元，同比+27.6%，预计 2027 年达 198.5 亿美元，25-27 年 CAGR 达 48.7%；据沙利文研究，2025 年全球低介电布市场规模 4.8 亿美元，同比 23.1%，预计 2030 年市场规模达 11.6 亿美元，25-30 年 CAGR 达+19.4%。石英布早期用于卫星通信、航天工程等对性能要求较高的特定场景，介电性能、热膨胀系数等核心指标明显优于低介电布，可适配 M9 及以上等级的覆铜板，卡位超高频、超高速终端应用场景。石英布生产壁垒以及成本较高，目前仍处于前期技术验证阶段，市场规模较小，据沙利文研究，2025 年为 0.2 亿美元，预测 2030 年达 2.5 亿美元，25-30 年 CAGR 为+75.1%。

图 27：全球高速覆铜板市场规模及同比增速



资料来源：光远新材招股说明书（申报稿），Prismark，西部证券研发中心

图 28：全球低介电布和石英布市场规模（亿美元）及同比增速



资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，沙利文研究，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

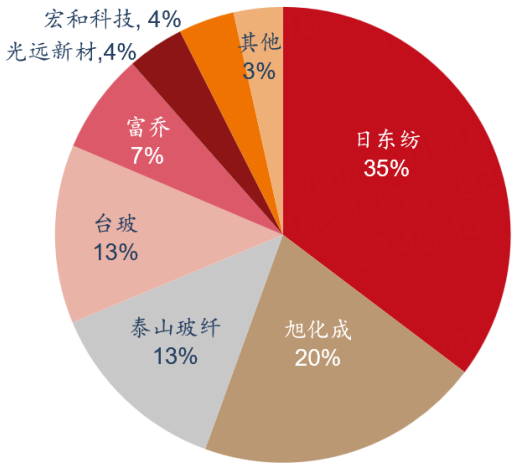
表 7：服务器迭代对 PCB 层数、性能的要求

项目	传统服务器	NVIDIA H100 HGX	NVIDIA GB200 NVL72
发布年份	2022 年以前	2022 年 3 月	2024 年 3 月
GPU 数量	1 至 4	8	72
核心架构	传统架构	OAM+UBB 模块化设计	机柜级设计，Comput Tray+ Switch Tray
核心 PCB 单机用量	（主板、电源背板、硬盘背板、CPU、网卡、内存、Riser 卡）*1	1、OAM（GPU 加速模块）*8 2、UBB（通用基板）*1 3、CPU 母板*1	1、ComputeTray（计算托盘）*18 2、SwitchTray（交换托盘）*9
PCB 结构	12-16 层以 M5-M6 等级为主覆铜板	OAM、UBB：M6-M7 等级 20 层以上覆铜板	ComputeTray、Switch Tray：采用 M7-M8 等级材料的 5-6 阶 HDI 板，20-28 层覆铜板

资料来源：光远新材招股说明书（申报稿），西部证券研发中心

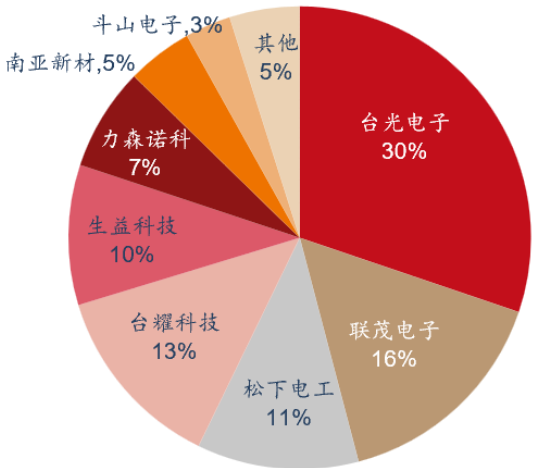
国内厂商研发突破&加速扩产，有望重塑低介电布竞争格局。相较于普通布，低介电布行业具有较高的生产技术和客户验证壁垒，竞争格局高度集中：1）生产技术壁垒较高，日本企业掌握高硅、高铝、低碱的特种玻璃配方以及拉丝、织造、表面处理等设备及生产工艺的专利，工艺细节高度依赖经验积累，良率爬坡时间较长，商业化复制难度较大；2）客户验证壁垒较高，下游高频高速 PCB 早年长期被中国台湾、日本、韩国企业垄断，这些企业倾向于选择长期合作的境外供应商（比如日东纺、旭化成、台玻等），在供应链稳定的情况下，中国大陆厂商需满足严格的产品质量标准和繁琐漫长的认证流程，难以进入下游核心供应商体系。目前全球低介电布市场由日企主导，2025 年全球前两大供应商分别为日东纺、旭化成，市占率分别为 35%、20%。近年 AI 算力高增推动低介电布供需缺口持续扩大，国内厂商加速破局，泰山玻纤、光远新材、宏和科技等相继取得研发突破并实现稳定供应，2025 年市占率分别为 13%、4%、4%。国内厂商扩产节奏较快，有望重塑低介电布竞争格局。从高端产品来看，国际复材、宏和科技等是国内少有的可实现第二代低介电布稳定批量供货的厂商。

图 29：2025 年全球低介电布市场竞争格局



资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，日东纺官网，旭化成官网，泰山玻纤官网，台玻官网，富乔工业官网，光远新材招股说明书（申报稿），西部证券研发中心

图 30：2025 年全球高速 CCL 市场竞争格局



资料来源：光远新材招股说明书（申报稿），西部证券研发中心

表 8：2025 年以来国内主要玻纤厂商低介电布扩产项目一览表

序号	公司	地区	公告时间	电子布产能（亿米）	总投资（亿元）	产品

仅供内部参考，请勿外传

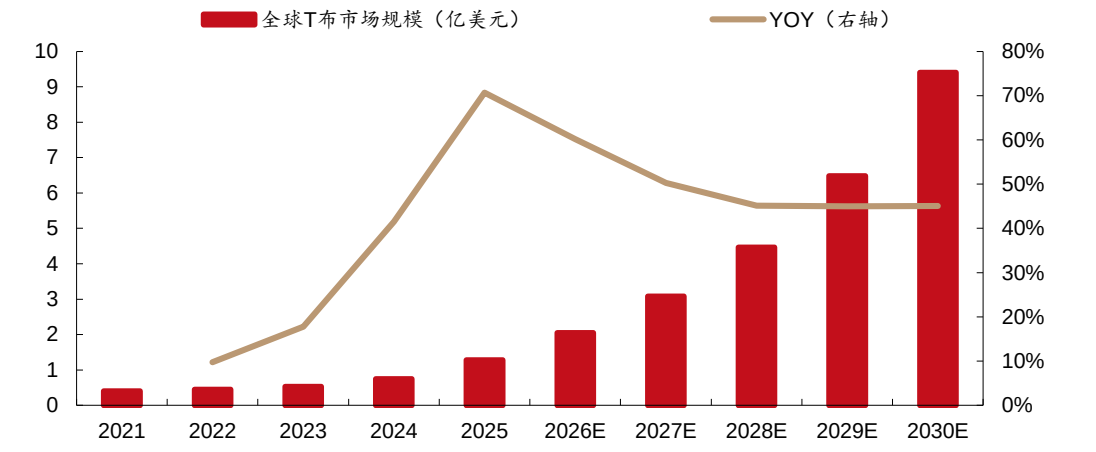
1	宏和科技	湖北黄石	2026/4	1.50	80	高端电子布
2	国际复材	重庆	2025/12	0.36	17	高频高速电子布
3	中材科技	山东济宁	2025/8	0.35	18	低介电布，4 座池窑
4	中材科技	山东泰安	2025/8	0.24	18	超低损耗低介电布
5	光远新材	河南林州	2026 年	0.51	7	低介电低膨胀布
6	光远新材	河南林州	2026 年	0.40	1	技改项目，高性能低介电布

资料来源：宏和科技《港交所上市申请版本全文档案》，国际复材公告《关于建设年产 3600 万米高频高速电子纤维布项目的公告》，中材科技公告《投资项目（特种纤维布）公告》、《投资项目（超低损耗低介电纤维布）公告》，光远新材《招股说明书（申报稿）》，林州人民政府官网，钛媒体，复材模压行业视点，西部证券研发中心

2.2.2 T布：芯片封装渗透&高端手机放量，T布成长前景可期

AI 算力芯片封装和高端智能手机是 T 布需求高增的核心驱动力。T 布全称为低热膨胀系数电子布（LOW-CTE 电子布），热膨胀系数（CTE）是指材料在温度变化时尺寸变化的比率，CTE 越大，说明材料受热时尺寸变化越明显。相较于普通布，T 布的 CTE 降幅达 35%以上，可有效降低载板翘曲与应力失配的风险，显著提升载板的结构稳定性和长期可靠性。目前 T 布主要应用于 AI 服务器、高端消费电子等终端领域，AI 算力芯片封装和高端智能手机是 T 布需求高增的核心驱动力。未来 T 布应用场景有望持续拓宽，智能驾驶领域的车载芯片、通信设备中的高频通信模组、储能设备中锂电池的封装环节及电池模组结构件、航空航天领域的核心部件等场景对材料热稳定性、结构可靠性的要求较严苛，T 布凭借优异性能有望逐步向多元化场景导入，打开多维成长空间。根据沙利文，2025 年全球 T 布市场规模 1.3 亿美元，2020-2025 年 CAGR 为+33%；预计 2030 年市场规模达 9.4 亿美元，2025-2030 年 CAGR 为+49%。

图 31：全球 T 布市场规模及同比增速



资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，沙利文研究，西部证券研发中心

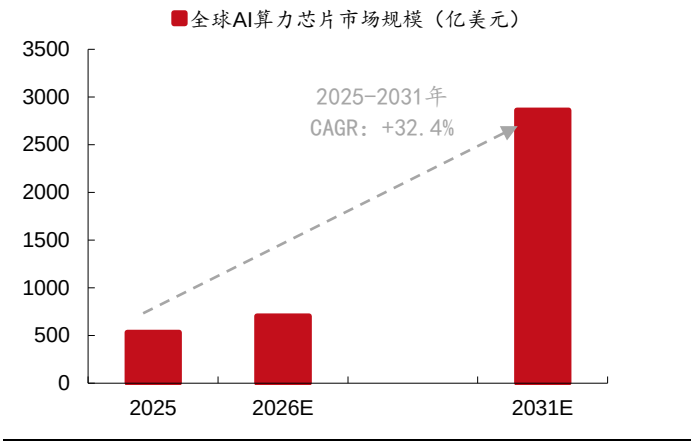
算力高景气&单颗芯片需求增加，AI 用 T 布成长前景可期。在 AI 服务器领域，T 布主要用于制造 GPU、ASIC、CPU 等高性能计算芯片的 ABF 封装载板。我们认为 AI 用 T 布需求有望持续高增，主要源于两方面：1）***算力产业链高景气，多厂商导入 T 布方案***，受益于算力需求加速放量，AI 算力芯片持续高增，据 Mordor Intelligence 预测，2026 年全球市场规模预计达 703 亿美元，同比+21%，2031 年市场规模预计达 2859 亿美元，2025-2031 年 CAGR 为+32%。英伟达率先在 AI 芯片封装方案中采用 T 布，博通、Marvell、谷歌、微软、AMD 等全球科技巨头陆续将 T 布纳入 AI 芯片及相关硬件解决方案；此外，华为昇

仅供内部参考，请勿外传

腾 910B、寒武纪思元 590、壁仞 BR100 等主流国产 AI 芯片已实现先进封装技术的量产落地，有望进一步拉动封装载板及 T 布需求。2）***单颗芯片对应的 T 布需求增加***，在 AI 芯片大型化、多晶粒及高层数封装的发展趋势下，ABF 载板的面积和层数同步增加，进一步带动 T 布需求持续增长。

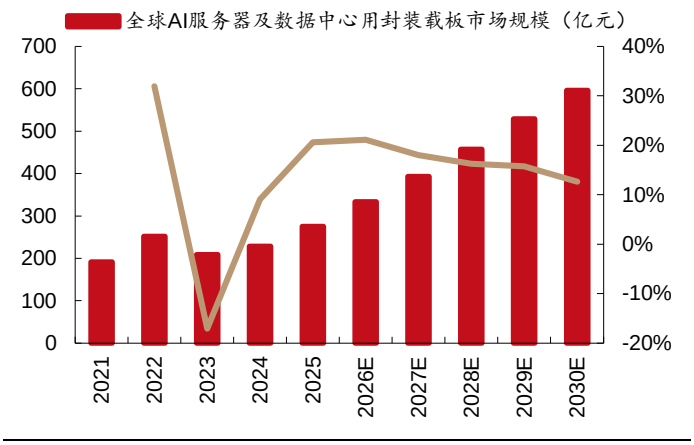
高端机型放量&渗透率提升，手机用 T 布有望延续快速增长态势。2025 年发布的 iPhone17 采用 INFOPOP 先进封装工艺，晶圆直接再布线后连接到主板，区别于传统手机厂单芯片封装再连接 PCB 的方式，首次采用 T 布，以实现逻辑芯片和内存的更紧密集成，通过缩短信号路径长度提高数据传输速率。在主板架构方面，iPhone17 引入“正面 5G 射频模组+背面主芯片”的双面设计，主板采用十层基板结构，这种设计使主板面积较单晶圆显著增大，驱动 T 布需求增加。我们认为随着高端机型放量以及 T 布在高端手机渗透率提升，手机用 T 布有望延续快速增长态势。

图 32：全球 AI 算力芯片市场规模及同比增速



资料来源：Mordor Intelligence，西部证券研发中心

图 33：全球 AI 服务器及数据中心用封装载板市场规模及同比增速

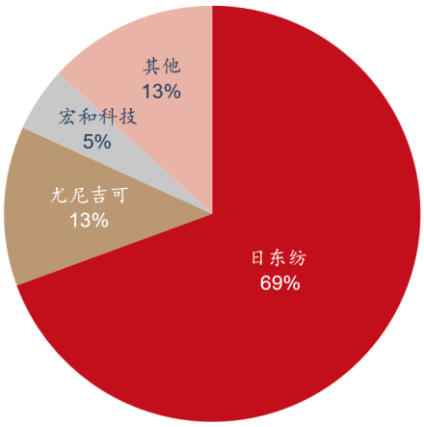


资料来源：群策科技港交所上市申请版本全文档案，西部证券研发中心

T 布竞争格局高度集中，日东纺占据主导地位。T 布市场进入壁垒较高，全球竞争格局高度集中，主要由日本厂商主导。根据 2025 年 T 布收入口径，全球前两大厂商分别为日东纺、尤尼吉可，均为日本上市公司，T 布收入分别为 6.2、1.1 亿元，市占率分别为 69.4%、12.4%。日东纺成立于 1923 年，是全球特种布龙头，1969 年开始生产 PCB 用电子布；1984 年成功研发 T 布，早期主要作为复合材料开发；1998 年成功研发低介电布，主要用于超级计算机、数据中心的交换机和路由器、天线封装式 5G 智能手机。日东纺先发优势显著，构筑“技术代差+规模优势”的双重壁垒，深度绑定核心客户，同时坚持研发创新，推进产品迭代，目前积极开展下一代低介电纱 NEZ 以及低介电低膨胀纱 Vlex 的研发工作。

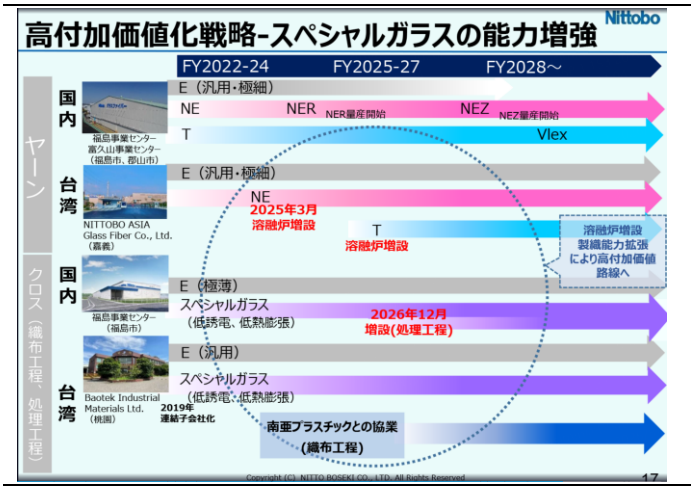
仅供内部参考，请勿外传

图 34：2025 年全球 T 布竞争格局



资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，日东纺官网，尤尼吉可官网，西部证券研发中心

图 35：日东纺特种布技术演进路线图



资料来源：日东纺官网，西部证券研发中心

2.3 普通电子布：供给端产能挤压推动价格上涨

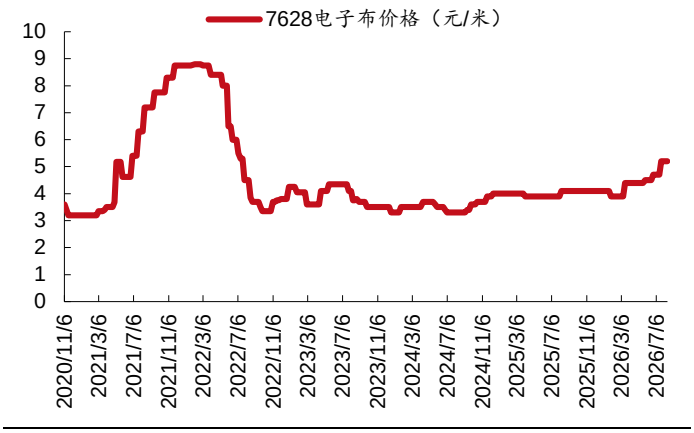
普通电子布涨价趋势预计延续，织布机+电子纱两大约束制造供需缺口。以粗纱、细纱、超细纱和极细纱为原料织造而成的普通电子布分别称为厚布、薄布、超薄布和极薄布；电子布越薄意味着生产技术难度更高、产品重量越轻、信号传输速度越快、附加值更高，因此越薄的 E 玻纤电子布通常更高端。受 AI 产业趋势下企业转产特种布挤占普通电子布产能，叠加厚布转薄布的行业趋势，普通电子布价格呈现显著上涨趋势。自 25 年四季度以来，销售价格持续上升，业内普遍执行一月一调的涨价模式；据卓创资讯，截至 2026/8/20，全国 7628 电子布均价为 10.1 元/米，较去年同期上涨 143.4%，年初以来均价同比上涨 57.9%，价格大幅上涨验证行业供需缺口较大、景气度较强。现阶段来看，8 月初价格提涨幅度明显，但中下游接受程度尚可；标布及国标 G75 供应量不足下，国内部分地区个别产线转产，局部仿纱及仿布供应量小幅增加，但基于下游应用领域不同，中高端产品及国标产品供需紧俏格局暂难得到有效缓解，下游 CCL 厂订单逐月增加，供应量增速仍较慢。未来来看，我们认为短期普通电子布供需缺口较难缓解，主要原因在于：

1）织布机产能瓶颈约束：薄布与超薄布、厚布均使用织布机生产，但生产效率存在较大差异：厚布加工精度要求较低、难度较小，生产效率更高；而薄布、超薄布所用细纱加工精度高、工艺更复杂，生产速度更慢，机台效率相对较低。在需求拉动下，行业优先生产超薄布，占用大量机台产能；同时主流织布机供应商仅有丰田一家，产能本身存在瓶颈。全球主力供应商日本丰田月产能订单已排满；国产织布机只有少量应用于中低端电子布产品，尚未被国内主流电子布厂商使用，且高端织机国产替代需要 2 年以上，难以快速补位。

2）电子纱约束：电子纱是电子布生产核心原材料，占电子布生产成本 50%–75%，据卓创资讯，截至 2026/8/20，全国 G75 电子纱均价为 20125 元/吨，较去年同期上涨 124.2%、年初以来均价同比上涨 49.0%，现阶段 G75 电子纱存在供应量不足情况。我们认为未来电子纱或成为电子布的供给约束，一是投放存在门槛与滞后性，电子纱前期投产金额较大、扩产周期较长，池窑建设周期一般在一年以上，中短期供给弹性不足；二是产品结构从厚布向薄布、超薄布的转变过程中，由于纱布型号的对应关系，可能带来阶段结构性错配带来的供给不足；三是产线高端化升级后，由于技术相对原有产线成熟度较为不足，良率可能有所降低，电子纱损耗量或有所增加。

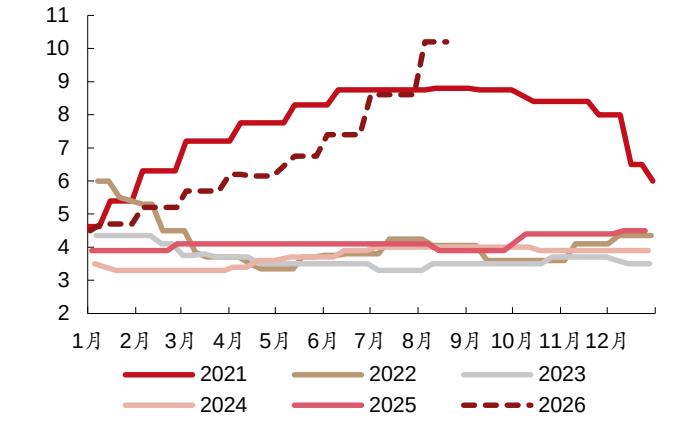
仅供内部参考，请勿外传

图 36：全国 7628 电子布价格情况



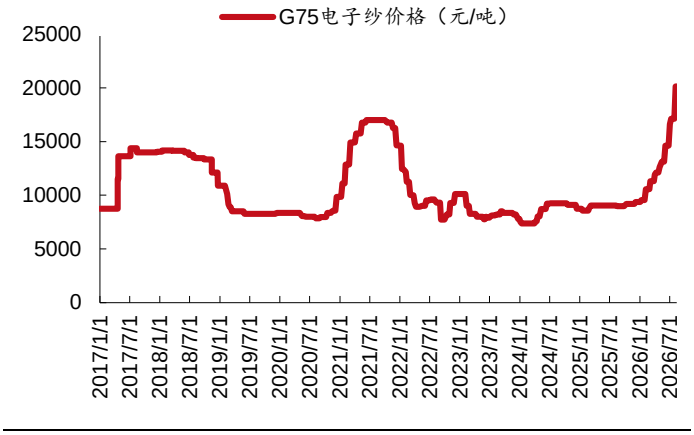
资料来源：卓创资讯，西部证券研发中心

图 37：分年份全国 7628 电子布价格情况（元/米）



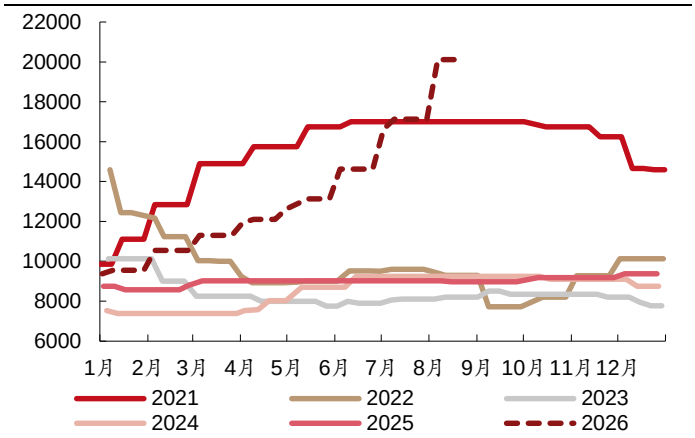
资料来源：卓创资讯，西部证券研发中心

图 38：全国 G75 电子纱价格情况



资料来源：卓创资讯，西部证券研发中心

图 39：分年份全国 G75 电子纱价格情况（元/吨）

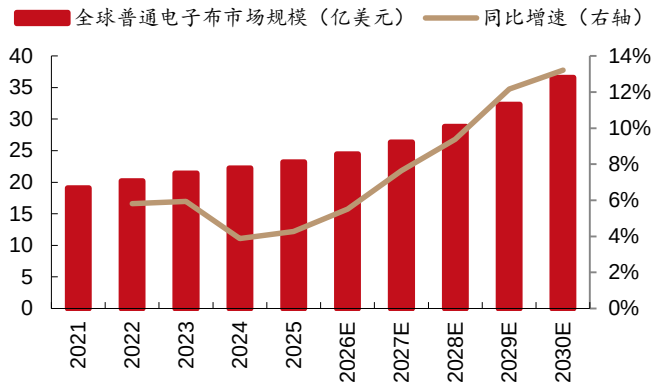


资料来源：卓创资讯，西部证券研发中心

下游应用领域广泛带来普通电子布需求稳增长，产品高端化大势所趋。随着终端电子设备与内部电子组件越来越“轻、薄、短、小”，普通电子布也不断从厚到薄进行升级，应用场景随之从常规覆铜板、基础多层电路板等通用场景，逐步覆盖到消费电子内层板、HDI 高密度互连板等，终端应用领域包括消费电子、通信设施、汽车电子、服务器、工业控制、航空航天等。据沙利文研究，全球普通电子布市场从 2021 年的 19.1 亿美元增长至 2025 年的 23.2 亿美元，21-25 年 CAGR 为 5.0%；根据电子布的厚度划分，2025 年全球厚布、薄布、超薄布与极薄布的市场规模分别达 12.1、8.2、2.0、0.9 亿美元，其中超薄布与极薄布占比分别达 8.8%、3.9%；预计 2030 年全球普通电子布市场规模将增长至 36.6 亿美元，25-30 年 CAGR 为 9.6%；到 2030 年超薄布与极薄布的市场规模分别为 4.0、2.8 亿美元，占比分别达 11.0%、7.7%，25-30 年 CAGR 分别为 14.6%、25.3%。

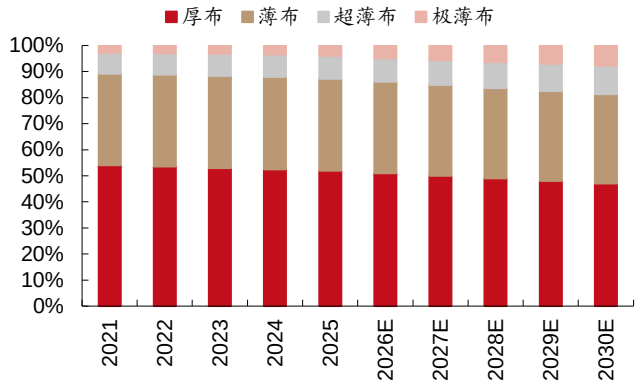
仅供内部参考，请勿外传

图 40：全球普通电子布市场规模及同比增速



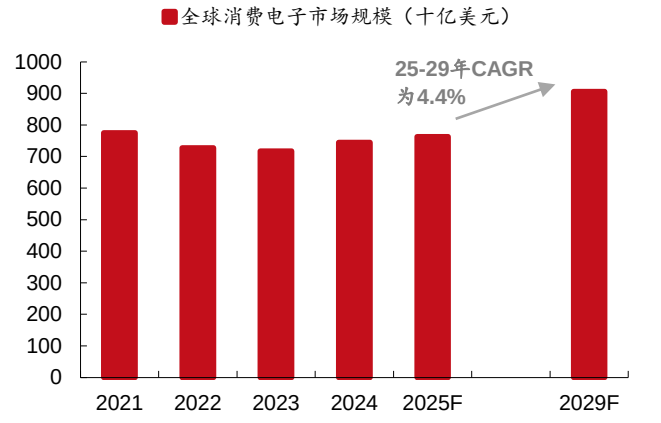
资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，西部证券研发中心

图 41：全球普通电子布市场规模按不同厚度占比



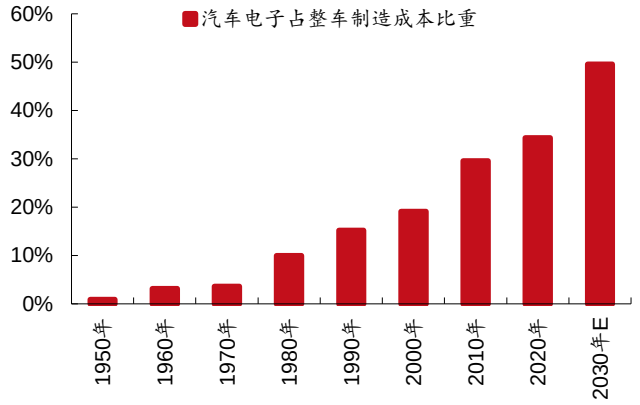
资料来源：宏和科技港交所上市申请版本全文档案，西部证券研发中心

图 42：预计 2025-2029 年全球消费电子市场规模 CAGR 为 4.4%



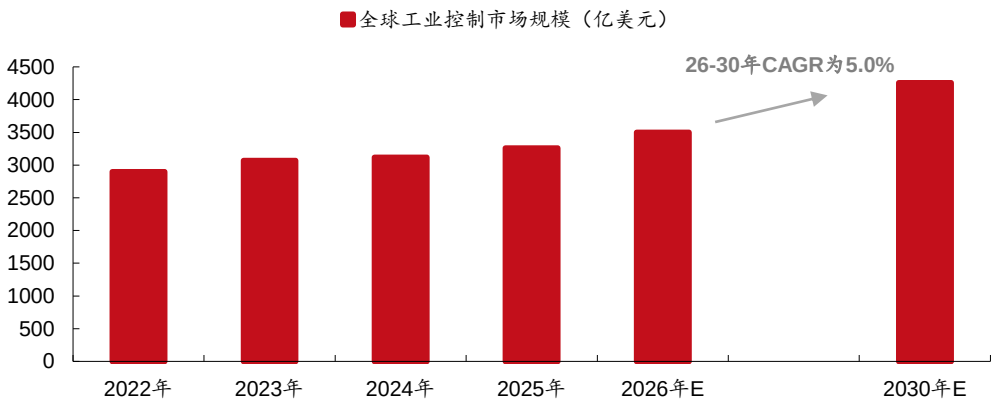
资料来源：光远新材招股说明书（申报稿），Prismark，西部证券研发中心

图 43：汽车电子占整车制造成本比重不断提升



资料来源：光远新材招股说明书（申报稿），西部证券研发中心

图 44：预计 2026-2030 年全球工业控制市场规模 CAGR 为 5.0%



资料来源：光远新材招股说明书（申报稿），Prismark，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

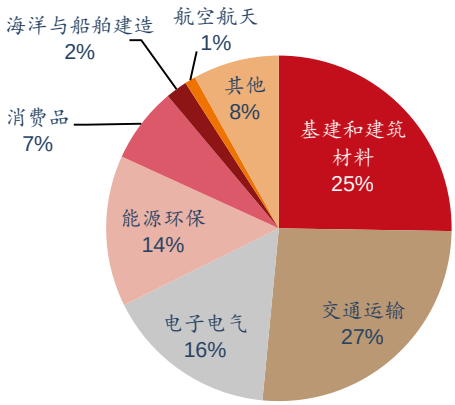
三、粗纱：风电纱国内市占率第三，期待周期修复向上

3.1 产能规模居前，高端风电纱技术打造壁垒

粗纱产能规模位列行业第三，超高模风电玻纤引领行业技术升级。玻璃纤维粗纱通常用作复合材料中的增强材料、电绝缘材料、绝热保温材料等国民经济各个领域，最终用于基建和建筑材料、交通运输、电子电气、能源环保、消费品等众多领域。我国玻纤行业高度集中，主要几家企业占据市场主导地位，形成明显寡头竞争格局，截至 2026 年 6 月，中国巨石、中材科技、国际复材三家主要企业粗纱年产能合计占国内总产能的 60%以上，其中国际复材粗纱产能达 105 万吨/年，市场份额位居全国第三。在产品方面，公司在异形玻纤、风电叶片高模玻纤、聚氨酯风电叶片专用纱及织物、无硼无氟环保型 ECT 玻纤、汽车轻量化零部件用热塑性玻纤等细分领域具备很强竞争力；其中在风电叶片领域，公司已成为全球最主要风电纱及织物供应商之一，市占率超过 25%，其中高模、超高模产品产量居全球领先地位。

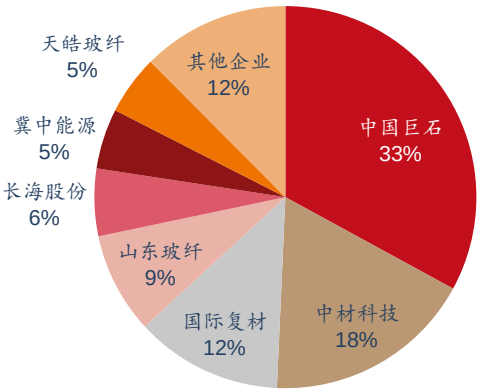
公司实现风电领域玻纤纱布一体化，风电扩容推动玻纤需求增长。2013 年公司完成对宏发新材 60%股权的收购，实现风电玻纤纱布一体化；2026 年 3 月公告收购宏发新材剩余 40%股权；我们认为全资控股后可进一步实现风电纱的产业链垂直整合，减少内部交易、统一经营决策与战略规划，持续布局风电玻纤的高附加值深加工环节。风电装机容量上涨带动风电纱行业需求增加，2025 年全国风电新增装机容量 119GW，同比增长 50.4%，22-25 年 CAGR 达 47.8%；此外，风机叶片大型化大势所趋，叶轮直径增长、叶片尺寸增大可增大扫风面积、捕获更多风能，提升发电效率，同时对风电纱的性能要求提高，也使得每单位装机容量对风电纱的用量增加，2025 年全球风电纱需求超 110 万吨，年增速达 25%以上。海上风机叶片长度已突破 100-120 米，单支百米叶片玻纤用量达 120-150 吨，高模量 E-CR 玻纤占比超 60%。2025 年公司自主研发的 100GPa 超高模风电玻纤，可支撑风电叶片突破 110 米，引领行业技术升级，我们认为公司作为国内风电纱行业龙头，可凭借技术先进、产业链完整及客户认证壁垒等，有望优先受益于未来风电行业发展带来的需求上行。

图 45：2025 年全球玻纤的下游应用领域占比



资料来源：中国巨石 2025 年报，西部证券研发中心

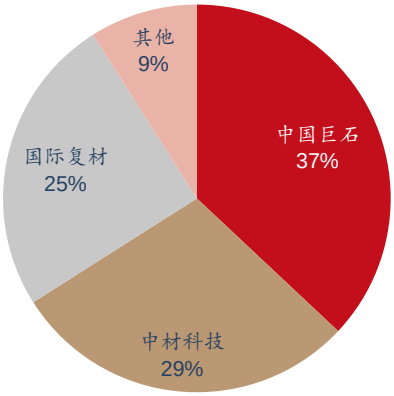
图 46：全国粗纱产能格局（截至 2026 年 6 月）



资料来源：卓创资讯，西部证券研发中心

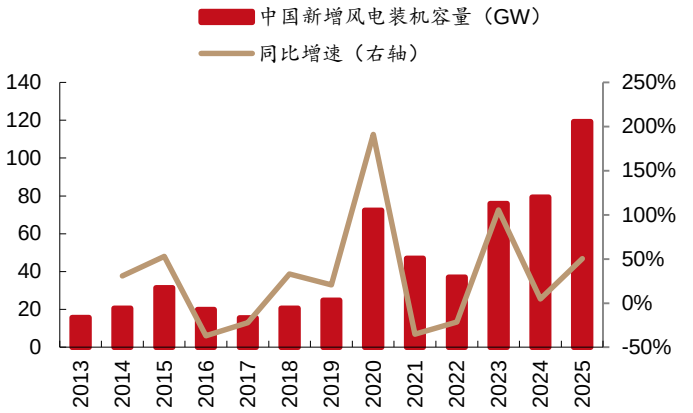
仅供内部参考，请勿外传

图 47：2025 年全国风电纱竞争格局



资料来源：华经产业研究院，西部证券研发中心

图 48：我国新增风电装机容量及同比增速



资料来源：wind，西部证券研发中心

表 9：公司不同产品类型介绍

产品名称	产品介绍	主要用途
耐腐蚀玻璃纤维（ECR 玻纤）	ECR 玻纤是一种耐腐蚀性能优异的玻璃纤维，专门应用于耐腐蚀性要求苛刻的领域。其耐酸、耐碱、耐盐、耐高温和耐气候性能都大幅优于传统的 E 玻纤。	耐酸管罐、供水管道（尤其是盐碱地区的）、污水管道、耐酸电气绝缘棒、玻璃钢烟囱内筒等。
高性能通用型玻璃纤维（ECT 玻纤）	ECT 玻纤是一种高性能通用型无碱玻璃纤维，具有耐腐蚀性优异、机械性能和电绝缘性能好、颜色浅以及性价比高的特点，可广泛用于各种工业用途。	风电行业、城市污水管道、CNG 气瓶、电力绝缘行业、抽油杆、海水处理设备、盐碱地用输油管、轨道交通、高档轿车内饰，耐高温水箱、消音器填充料等绝大多数复合材料领域。
高强高模玻璃纤维（TM 系列玻纤）	TM 系列玻纤是一种高强高模玻璃纤维，具有更高的弹性模量和拉伸强度，抗冲击性能好，化学稳定性和耐高温性能优异，广泛应用于大型风机叶片、航空、航天、国防军工等对复合材料性能要求比较苛刻的领域。	大型风机叶片主梁、大型型材（大跨度梁结构、人行天桥）、军用防弹板、高压管道、体育休闲用品、游艇主龙骨部位等。
高强 S 级玻璃纤维（HT 玻纤）	HT 玻纤是一种高强 S 级玻璃纤维，其力学性能是所有玻纤材料中最优的。HT 玻纤的拉伸强度和弹性模量相比 E 玻纤高出 30%以上，密度比 E 玻纤低 5-10%，介电性能比 E 玻纤低 25%，制作的结构部件重量更轻，耐疲劳性能更好。	航空、航天、兵器、舰船、导弹发动机壳体、宇航飞机内衬、枪托、发射炮筒、防弹装甲、直升机桨叶、飞机内饰及结构部件、耐温材料、光缆芯等。
低介电常数玻璃纤维（HL-Glass）	HL-Glass 是 CPIC 于 2014 年研发的一种低介电常数玻璃纤维。其具有介电常数 Dk 低、介电损耗因子 Df 低两大特性，广泛应用于电磁透波领域和高频电子电路领域。	移动电话、车辆信息与通讯系统、电子不停车收费系统（ETC）、雷达罩（包括飞行器、舰船、地面及车载雷达）、军用天线（如指挥车、装甲车）护套、基站天线罩。

资料来源：国际复材 2025 年度可持续发展报告，西部证券研发中心

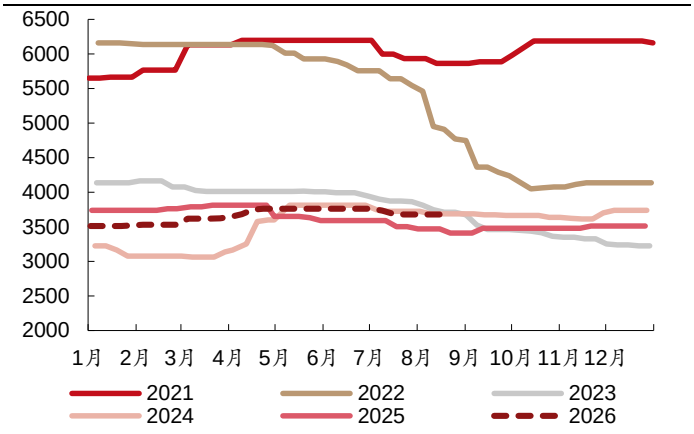
3.2 粗纱价格偏稳运行，期待周期底部向上修复

粗纱价格趋稳运行，供需格局有望维持紧平衡。供给方面，自 2023 年起行业积极启动产能调控工作，历经两年半时间迎来价格稳定及恢复期；但前期实施产能调控而积压的待释放产能，在市场形势好转情况下正快速释放，2025 年国内玻纤总产量达 843 万吨，同比增长 11.5%，结束前两年低速增长趋势，出现两位数增长；短期粗纱在建产能规模仍较高。

仅供内部参考，请勿外传

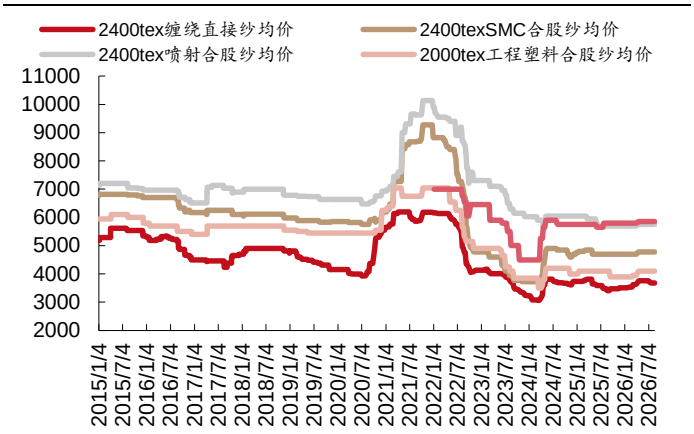
需求方面，虽然外贸出口平淡、国内房地产细分市场需求低迷，但玻纤下游应用领域广泛且大部分规模化市场具备长期成长性，风电、电子及新能源汽车等传统市场持续回暖，光伏新能源、安全防护、绿色建筑等新兴市场稳步增长，2025 年国内玻纤及制品表观消费总量达到 658.5 万吨，同比增长 16.7%。据 Mordor Intelligence 预测，全球玻纤市场规模将从 2025 年的 844 万吨增长到 2026 年的 879 万吨，26-31 年 CAGR 为 4.12%，其中亚太地区占 2025 年销量的 49.81%，将以 4.57%的 CAGR 继续成为增长最快地区。价格方面，截至 2026/8/20，本周 2400tex 缠绕直接纱均价为 3680 元/吨，周环比持平，年同比+7.9%，年初以来均价同比-0.2%。当前粗纱价格稳定为主，因部分粗纱产线仍有少量改产细纱产品，产能略减；但短期需求支撑偏弱，整体呈现供需紧平衡局面。

图 49：分年度 2400tex 缠绕直接纱均价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，西部证券研发中心

图 50：玻纤粗纱及制品市场价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，西部证券研发中心

图 51：国内玻纤产量及同比增速



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，西部证券研发中心

图 52：国内玻纤及制品表观消费量及同比增速



资料来源：中国玻璃纤维工业协会，西部证券研发中心

表 10：国内粗纱在建及拟建产能情况（截至 2026 年 6 月）

大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能（万吨）	产品结构
华中	江西	江西大华玻纤集团有限公司	江西	1 线	3	中碱纱技改无碱
华北	河北	邢台金牛	邢台	6 线	15	无碱玻纤粗纱
华东	江苏	长海股份	常州	5 线	15	无碱粗纱
华东	山东	山东玻纤集团股份有限公司	沂水	8 线	15	ECER 玻纤

仅供内部参考，请勿外传

华东	江苏	中国巨石	淮安	4 线	10	高性能无碱粗纱
华东	江苏	中国巨石	淮安	5 线	10	高性能无碱粗纱
协合新能源集团有限公司（中国风电集团）				1 线	10	ECR 玻纤
西北	内蒙古	内蒙古天皓玻纤有限责任公司	呼和浩特	三期	12*2	无碱粗纱
西南	重庆	东方希望	丰都工业园区	一期	15*2	ECR 高性能玻纤纱
西南	重庆	东方希望	丰都工业园区	二期	20*2	ECR 高性能玻纤纱
西南	重庆	东方希望	丰都工业园区	四期	20	ECR 高性能玻纤纱
西南	重庆	东方希望	永川工业园		100	无碱粗纱及制品
西南	重庆	重庆三磊	黔江区	3 线	15	无碱粗纱
华中	江西	江西元源新材料有限公司	上犹	2	15	混合窑
西南	四川	巨石成都	成都	4 线	20	无碱粗纱

资料来源：卓创资讯，西部证券研发中心

四、盈利预测和估值

4.1 关键假设及盈利预测

公司主营产品为玻纤纱及制品，我们通过拆分量价利来进行关键假设：

1）公司精准卡位 AI 服务器产业链中的关键材料——高端电子布，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，未来有望凭借技术壁垒、产能规模及先发优势等，充分受益于 AI 服务器高频 PCB 带来的需求红利；此外，粗纱方面，公司具备玻纤纱布全产业链能力，在风电纱和热塑材料等传统优势领域地位稳固，未来有望受益于周期+成长广泛下游领域带来的需求增长。基于此，我们预测 2026-2028 年公司玻璃纤维纱及其制品的销量每年均保持 10%的增速。

2）公司坚持差异化、高端化的产品竞争策略，在电子纱及布、风电叶片高模玻纤等产品细分领域具备很强竞争优势；此外，伴随着 AI 需求带来的特种电子布供不应求及普通电子布因产能挤压带来的被动涨价，我们认为中短期整体电子布价格仍将呈现上涨趋势。基于此，我们预测 2026 年-2028 年公司玻璃纤维纱及其制品的价格分别同比增长 15%/10%/5%；成本端来看，参考往年水平较为稳定，假设单吨成本维持在 5500 元。

综上，我们预测公司 2026-2028 年实现营业收入 108.8/131.2/151.2 亿元，毛利率为 30.2%/36.5%/39.4%，实现归母净利润 16.0/24.8/31.3 亿元。

表 11：公司 2026-2028 年主要业务收入及毛利率拆分预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
合计					
营业收入（亿元）	73.6	86.6	108.8	131.2	151.2
yoy	2.9%	17.6%	25.7%	20.6%	15.2%
营业成本（亿元）	64.4	70.4	75.9	83.3	91.5
毛利率	12.6%	18.7%	30.2%	36.5%	39.4%
玻璃纤维纱及其制品					
营业收入（亿元）	71.1	84.3	106.6	129.0	148.9
yoy	3.4%	18.5%	26.5%	21.0%	15.5%
营业成本（亿元）	62.4	68.8	74.4	81.9	90.1

仅供内部参考，请勿外传

毛利率	12.3%	18.3%	30.1%	36.5%	39.5%
销售量（万吨）	113	123	135	149	164
yoy	16.9%	8.5%	**10%**	**10%**	**10%**
单吨价格（元）	6269	6847	7874	8661	9094
yoy	-11.6%	9.2%	**15%**	**10%**	**5%**
单吨成本（元）	5499	5593	**5500**	**5500**	**5500**
单吨毛利（元）	770	1254	2374	3161	3594
其他业务					
营业收入（亿元）	2.5	2.3	2.2	2.2	2.2
yoy	-9.2%	-8.0%	**-5%**	**0%**	**0%**
营业成本（亿元）	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5
毛利率	20.7%	34.3%	**34.3%**	**34.3%**	**34.3%**

资料来源：wind，国际复材 2025 年报、2023 年报、招股说明书、招股说明书（申报稿），西部证券研发中心。注：标红加粗数字为假设数值；玻璃纤维纱及其制品销量包含电子布单位折合为万吨的销量。

4.2 相对估值

我们选取与公司业务相近的国内玻纤龙头上市公司中国巨石、中材科技、山东玻纤（25 年玻纤及制品的收入占比分别 97%、26%、84%），以及电子布龙头企业宏和科技（25 年电子布收入占比 96%）这四家企业作为可比公司，截至 2026/8/28 收盘价，可比公司 2026-2028 年 Wind 一致预期 PE 均值分别为 67、42、28 倍。我们预测公司 2026-2028 年实现实现归母净利润 16.0、24.8、31.3 亿元，对应 PE 估值分别为 71、46、36 倍。公司玻纤产能位列全国第三，具备玻纤纱、布全产业链能力，在风电纱和热塑材料等传统优势领域地位稳固，在低介电布等新兴领域技术布局较早、技术壁垒较高，我们认为公司有望充分受益于 AI 服务器高频 PCB 带来的需求红利，通过下游应用领域周期性+成长性实现长期增长；此外，公司持续推进降本控费，盈利能力已显著修复。首次覆盖，我们给予“增持”评级。

表 12：可比公司最新 wind 一致预期及 PE 估值（截至 2026/8/28 收盘价）

股票代码	公司简称	总市值（亿元）	当前每股价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）		
				2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600176.SH	中国巨石	1729.4	43.2	1.78	2.57	2.91	24.3	16.8	14.9
002080.SZ	中材科技	879.5	52.4	1.77	2.41	3.10	29.5	21.8	16.9
603256.SH	宏和科技	1258.9	139.2	1.01	1.88	3.59	137.2	74.1	38.7
605006.SH	山东玻纤	101.6	15.5	0.20	0.28	0.38	77.6	55.7	41.2
	平均值						**67.2**	**42.1**	**27.9**
301526.SZ	国际复材	1138.8	30.2	0.42	0.66	0.83	71.2	46.0	36.4

资料来源：wind，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

五、风险提示

1）行业周期与市场竞争风险：玻纤行业周期性特征明显，行业盈利改善吸引资本进入，可能引发新一轮产能扩张，导致中长期供需失衡，产品溢价存在收缩风险，对公司经营稳定性造成不利影响。

2）原料及贵金属价格波动风险：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；铂、铑等贵金属为玻纤生产关键设备，价格剧烈波动将直接增加新建、技改、维修及使用损耗成本，对公司毛利率和经营业绩构成一定压力。

3）境外经营及地缘政治风险：公司在巴林、巴西拥有玻纤生产基地，在摩洛哥拥有风电多轴向织物生产基地，在美国、欧洲等国家或地区拥有销售子公司；如果境外所在国家及地区发生经济环境变动、政局动荡动乱等事件，可能会对海外业务开展产生不良影响。

4）下游需求不及预期风险：若 AI 服务器、通信硬件需求不及预期，下游覆铜板客户认证进度放缓，项目产能爬坡不及预期，将出现产能闲置、收益不达预期；若下游传统建筑复合材料、风电、汽车轻量化需求释放不及预期，公司销量存在波动风险。

5）数据陈旧风险：正文部分行业及公司数据由于信息披露问题仅更新至 2024 年，若近期相关数据存在大幅变化，可能会对本文结论产生一定影响，存在部分数据较为陈旧的风险。

仅供内部参考，请勿外传

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2,286	1,370	2,629	3,614	5,971
应收款项	2,311	2,720	3,174	3,438	3,614
存货净额	1,924	1,894	2,342	2,436	2,655
其他流动资产	1,102	1,000	1,123	1,075	1,066
流动资产合计	**7,623**	**6,985**	**9,267**	**10,564**	**13,306**
固定资产及在建工程	12,574	14,464	14,602	14,617	14,768
长期股权投资	130	135	153	139	142
无形资产	400	388	425	480	502
其他非流动资产	625	857	709	717	748
非流动资产合计	**13,728**	**15,844**	**15,889**	**15,954**	**16,159**
资产总计	**21,352**	**22,829**	**25,157**	**26,518**	**29,466**
短期借款	5,042	4,455	5,742	4,728	4,623
应付款项	3,579	4,639	4,443	4,636	5,065
其他流动负债	2	6	3	4	4
流动负债合计	**8,623**	**9,100**	**10,188**	**9,367**	**9,693**
长期借款及应付债券	3,229	3,983	3,867	3,878	3,909
其他长期负债	563	511	482	519	504
长期负债合计	**3,791**	**4,494**	**4,349**	**4,396**	**4,413**
负债合计	**12,415**	**13,594**	**14,536**	**13,763**	**14,106**
股本	3,771	3,771	3,771	3,771	3,771
股东权益	8,937	9,235	10,620	12,754	15,360
负债和股东权益总计	**21,352**	**22,829**	**25,157**	**26,518**	**29,466**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(374)	288	1,706	2,624	3,322
折旧摊销	1,011	1,086	1,130	1,229	1,326
利息费用	324	185	246	284	342
其他	740	171	(911)	(97)	(45)
经营活动现金流	**1,701**	**1,731**	**2,172**	**4,039**	**4,945**
资本支出	(1,464)	(2,451)	(1,299)	(1,292)	(1,492)
其他	316	8	(121)	52	(22)
投资活动现金流	**(1,148)**	**(2,443)**	**(1,420)**	**(1,240)**	**(1,514)**
债务融资	(1,519)	285	827	(1,323)	(359)
权益融资	(1)	(76)	(321)	(490)	(716)
其它	(857)	(59)	(100)	(100)	(100)
筹资活动现金流	**(2,378)**	**151**	**406**	**(1,914)**	**(1,175)**
汇率变动	(2)	12	13	8	11
现金净增加额	**(1,826)**	**(549)**	**1,171**	**893**	**2,267**

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**7,362**	**8,658**	**10,879**	**13,117**	**15,116**
营业成本	6,436	7,035	7,590	8,334	9,153
营业税金及附加	59	65	81	97	112
销售费用	175	158	196	236	272
管理费用	656	553	674	826	967
财务费用	324	185	246	284	342
其他费用/（-收入）	88	255	75	240	346
营业利润	**(377)**	**406**	**2,016**	**3,099**	**3,924**
营业外净收支	(2)	(25)	(9)	(12)	(15)
利润总额	**(379)**	**382**	**2,007**	**3,087**	**3,908**
所得税费用	(5)	94	301	463	586
净利润	**(374)**	**288**	**1,706**	**2,624**	**3,322**
少数股东损益	(20)	15	106	148	190
归属于母公司净利润	**(354)**	**272**	**1,600**	**2,476**	**3,132**

财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
ROE	-4.3%	3.4%	18.0%	23.5%	24.6%
毛利率	12.6%	18.7%	30.2%	36.5%	39.4%
营业利润率	-5.1%	4.7%	18.5%	23.6%	26.0%
销售净利率	-5.1%	3.3%	15.7%	20.0%	22.0%
成长能力					
营业收入增长率	2.9%	17.6%	25.7%	20.6%	15.2%
营业利润增长率	-160.4%	207.8%	396.4%	53.7%	26.6%
归母净利润增长率	-164.9%	177.0%	487.3%	54.7%	26.5%
偿债能力					
资产负债率	58.1%	59.5%	57.8%	51.9%	47.9%
流动比	0.88	0.77	0.91	1.13	1.37
速动比	0.66	0.56	0.68	0.87	1.10

每股指标与估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标					
EPS	(0.09)	0.07	0.42	0.66	0.83
BVPS	2.11	2.19	2.53	3.05	3.69
估值					
P/E	(321.8)	418.0	71.2	46.0	36.4
P/B	14.3	13.8	12.0	9.9	8.2
P/S	15.5	13.2	10.5	8.7	7.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

仅供内部参考，请勿外传

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

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，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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。