

鲁阳节能（002088）

证券研究报告

2024 年 05 月 06 日

产品扩张注入成长动能，新阶段发展值得期待

公司 23 年实现扣非归母净利润 5.2 亿元，同比下滑 4.92%

公司近期发布 23 年年报及 24 年一季报，23 年全年实现收入/归母净利润 35.2/4.9 亿元，同比-1.85%/-15.7%，扣非归母净利润 5.2 亿元，同比-4.92%，其中 23Q4 实现收入/归母净利润 11.4/1.0 亿元，同比+4.9%/-14%，扣非归母净利润 1.3 亿元，同比+45.7%。24 年一季度实现收入/归母净利润 7.0/0.82 亿元，同比-7.35%/-4.56%，扣非归母净利润 0.82 亿元，同比-15.88%。

陶瓷纤维产能继续扩张，新产品逐渐放量

公司 23 年实现陶瓷纤维制品收入 31.2 亿元，同比小幅增长 4.3%，主要受销量增长驱动，公司内蒙古项目第一期及第二期第一批产能于 23 年投产，产能合计增加 8 万吨，受益于船舶、新能源等新兴行业市场以及冶金、有色金属、电力行业等传统市场需求稳步增长，拉动公司陶纤制品销量同比增长 8.8%，23 年新行业开发签约同比增长 40%以上，因陶瓷纤维低端保温类产品市场竞争较为激烈，公司陶纤制品单价同比下滑 4.2%达 6082 元/吨。23 年宜兴高奇、上海奇耐并表，公司实现工业过滤制品/汽车衬垫产品收入 1.4/2.2 亿元，同比增长 47%/86%（由于 2022 年只追溯下半年的比较数据，同时由于相关生产线的调整，导致收入增幅较大），通过与控股股东合作的进一步强化，公司产品种类持续扩充，在环保、新能源等领域渗透率有望持续提升。

盈利能力基本稳定，现金流有所下滑

公司 23 年实现毛利率 31.04%，同比小幅下滑 1.79pct，其中陶瓷纤维毛利率 34.1%，同比-0.43pct，我们预计主要受价格下滑拖累，成本端主要原材料煤矸石、氧化铝以及石英砂等原材料采购价格较 2022 年相比略有下降，测算单位成本同比下降 3.6%，24Q1 毛利率 29%，环比提升 3.2pct。23 年整体费用率水平 14.8%，同比+0.3pct，费用控制仍相对稳定，最终实现归母净利率 14.0%，同比下滑 2.3pct。公司 23 年实现经营性现金流净流入 3.3 亿元，同比降低 49.05%，主要系收到货款减少及购买商品接受劳务支付的现金增加所致，计算付现比同比提升 8.9pct 达 76.3%。

看好奇耐-鲁阳新阶段发展前景，维持“买入”评级

公司 23 年分红率高达 82%，对应当前股息率 6.04%，价值属性仍然较强。我们认为公司作为我国陶纤行业引领者，规模/成本/产品均有明显优势，坚定扩产巩固市场份额/竞争优势，通过拓展工业过滤材料、汽车排放控制系统封装衬垫及锂电池陶瓷纤维纸领域，有望打开新的成长空间，我们仍然看好奇耐-鲁阳新阶段发展前景。考虑到传统领域需求不及预期，下调 24-25 年归母净利润预测至 6.0/7.1 亿元(前值 6.4/7.3 亿元)，新增 26 年归母净利润预测 8.4 亿元，参考可比公司，给予 24 年 15 倍 PE，目标价 17.80 元，维持“买入”评级。

风险提示：公司管理层变动风险、原材料成本涨幅超预期、需求低于预期、供需格局恶化风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,369.98	3,518.52	3,932.83	4,347.83	4,792.60
增长率(%)	6.52	4.41	11.78	10.55	10.23
EBITDA(百万元)	914.46	748.85	816.47	955.60	1,114.50
归属母公司净利润(百万元)	582.35	492.04	600.80	709.73	841.16
增长率(%)	9.02	(15.51)	22.11	18.13	18.52
EPS(元/股)	1.15	0.97	1.19	1.40	1.66
市盈率(P/E)	12.45	14.74	12.07	10.22	8.62
市净率(P/B)	2.52	2.58	2.43	2.27	2.10
市销率(P/S)	2.15	2.06	1.84	1.67	1.51
EV/EBITDA	11.74	8.70	8.07	6.87	5.84

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.32 元
目标价格	17.80 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	506.33
流通 A 股股本(百万股)	504.79
A 股总市值(百万元)	7,250.68
流通 A 股市值(百万元)	7,228.59
每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	23.51
一年内最高/最低(元)	19.88/11.87

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001	
wangtao@tfzq.com	
林晓龙	分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050002	
linxiaolong@tfzq.com	

股价走势



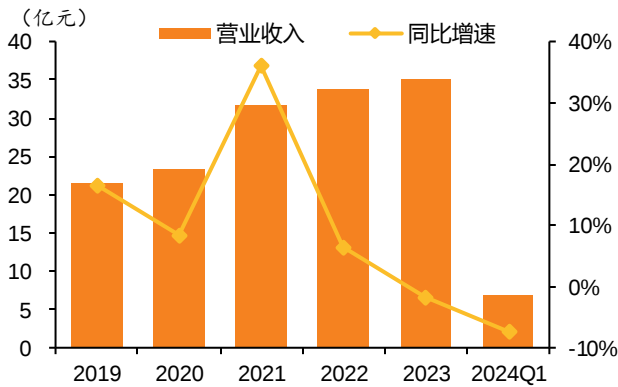
资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《鲁阳节能-公司点评:股权激励草案落地，彰显稳健经营信心》 2024-01-18
- 2 《鲁阳节能-半年报点评:Q2 盈利能力环比继续改善，整合奇耐上海，控股股东再注能》 2023-08-22
- 3 《鲁阳节能-公司点评:拟收购宜兴高奇，工业过滤材料业务贡献增长新动力》 2023-05-07

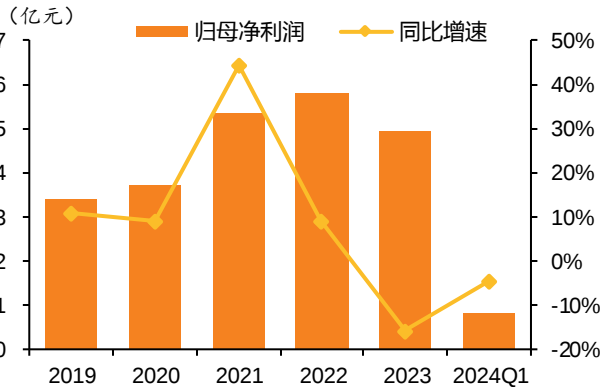
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019 年-2024Q1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019 年-2024Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23A	24E	25E	22A	23A	24E	25E
002080.SZ	中材科技	272.4	16.23	2.09	1.33	1.44	1.75	7.76	12.24	11.29	9.30
603601.SH	再升科技	33.8	3.31	0.15	0.04	0.14	0.18	22.32	88.50	23.64	18.39
002225.SZ	濮耐股份	39.1	3.87	0.23	0.25	0.29	0.34	16.83	15.48	13.34	11.38
600176.SH	中国巨石	499.2	12.47	1.65	0.76	0.66	0.86	7.55	16.40	18.76	14.55
平均值								13.61	33.16	16.76	13.40
002088.SZ	鲁阳节能	72.5	14.32	1.15	0.97	1.19	1.40	12.45	14.74	12.07	10.22

注：数据截至 20240506 收盘，除鲁阳节能为天风预测外，其余公司 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	931.44	615.12	786.57	869.57	958.52
应收票据及应收账款	1,460.37	1,612.28	1,712.94	1,842.38	1,943.51
预付账款	28.45	21.29	32.07	25.80	36.71
存货	270.14	298.53	311.45	350.04	364.47
其他	357.90	301.90	468.85	418.94	587.12
流动资产合计	3,048.30	2,849.12	3,311.87	3,506.73	3,890.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	623.32	735.49	757.09	786.81	821.04
在建工程	77.29	22.38	97.90	158.32	206.66
无形资产	119.75	129.78	119.71	109.63	99.56
其他	46.60	98.23	93.56	90.47	90.47
非流动资产合计	866.96	985.88	1,068.26	1,145.24	1,217.73
资产总计	3,915.26	3,835.00	4,380.13	4,651.97	5,108.05
短期借款	3.46	4.74	210.57	265.21	303.59
应付票据及应付账款	562.05	615.64	647.60	722.31	757.41
其他	242.82	240.04	504.29	434.68	565.89
流动负债合计	808.34	860.42	1,362.46	1,422.20	1,626.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.34	31.57	31.57	31.57	31.57
非流动负债合计	20.34	31.57	31.57	31.57	31.57
负债合计	1,034.77	1,028.46	1,394.03	1,453.77	1,658.46
少数股东权益	0.00	0.00	(0.68)	(1.49)	(2.45)
股本	506.33	506.33	506.33	506.33	506.33
资本公积	443.41	280.93	280.93	280.93	280.93
留存收益	1,931.79	2,020.07	2,200.31	2,413.22	2,665.57
其他	(1.04)	(0.79)	(0.79)	(0.79)	(0.79)
股东权益合计	2,880.49	2,806.54	2,986.09	3,198.20	3,449.59
负债和股东权益总计	3,915.26	3,835.00	4,380.13	4,651.97	5,108.05

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	582.35	490.17	600.80	709.73	841.16
折旧摊销	113.16	101.44	112.95	119.93	127.51
财务费用	(10.46)	(0.65)	12.62	22.05	25.26
投资损失	(25.57)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	306.02	(346.53)	(126.89)	(103.68)	(128.33)
其它	(350.53)	86.43	(2.28)	(2.70)	(3.20)
经营活动现金流	614.97	330.85	597.20	745.34	862.41
资本支出	82.69	155.03	200.00	200.00	200.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(132.63)	(184.18)	(400.00)	(400.00)	(400.00)
投资活动现金流	(49.94)	(29.15)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
债权融资	20.02	12.99	193.21	32.58	13.12
股权融资	(387.00)	(162.22)	(418.96)	(494.92)	(586.57)
其他	4.92	(549.02)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(362.06)	(698.25)	(225.76)	(462.34)	(573.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	202.97	(396.56)	171.45	83.00	88.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,369.98	3,518.52	3,932.83	4,347.83	4,792.60
营业成本	2,263.76	2,426.50	2,602.76	2,822.53	3,048.79
营业税金及附加	32.71	30.61	34.22	37.83	41.70
销售费用	180.14	240.25	267.36	294.27	322.93
管理费用	141.28	170.28	188.76	206.94	226.19
研发费用	125.70	120.87	135.10	149.36	164.64
财务费用	(16.85)	(6.20)	12.62	22.05	25.26
资产/信用减值损失	(41.11)	(16.91)	(13.88)	(13.77)	(13.64)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	25.57	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6.60	(2.23)	0.00	0.00	0.00
营业利润	652.18	555.34	678.12	801.08	949.45
营业外收入	8.93	3.45	3.45	3.45	3.45
营业外支出	2.22	3.37	3.37	3.37	3.37
利润总额	658.88	555.43	678.21	801.16	949.53
所得税	76.54	65.26	79.69	94.13	111.57
净利润	582.35	490.17	598.52	707.03	837.96
少数股东损益	0.00	(1.87)	(2.28)	(2.70)	(3.20)
归属于母公司净利润	582.35	492.04	600.80	709.73	841.16
每股收益（元）	1.15	0.97	1.19	1.40	1.66

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	6.52%	4.41%	11.78%	10.55%	10.23%
营业利润	10.80%	-14.85%	22.11%	18.13%	18.52%
归属于母公司净利润	9.02%	-15.51%	22.11%	18.13%	18.52%
获利能力					
毛利率	32.83%	31.04%	33.82%	35.08%	36.39%
净利率	17.28%	13.98%	15.28%	16.32%	17.55%
ROE	20.22%	17.53%	20.12%	22.18%	24.37%
ROIC	32.33%	25.40%	28.96%	31.26%	34.26%
偿债能力					
资产负债率	26.43%	26.82%	31.83%	31.25%	32.47%
净负债率	-32.15%	-21.49%	-19.05%	-18.67%	-18.77%
流动比率	3.00	2.86	2.43	2.47	2.39
速动比率	2.74	2.56	2.20	2.22	2.17
营运能力					
应收账款周转率	2.90	2.29	2.37	2.45	2.53
存货周转率	9.67	12.37	12.89	13.15	13.42
总资产周转率	0.87	0.91	0.96	0.96	0.98
每股指标（元）					
每股收益	1.15	0.97	1.19	1.40	1.66
每股经营现金流	1.21	0.65	1.18	1.47	1.70
每股净资产	5.69	5.54	5.90	6.32	6.82
估值比率					
市盈率	12.45	14.74	12.07	10.22	8.62
市净率	2.52	2.58	2.43	2.27	2.10
EV/EBITDA	11.74	8.70	8.07	6.87	5.84
EV/EBIT	13.39	10.02	9.36	7.85	6.60

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 A 栋 23 层 2301 房	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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com