

濮耐股份 (002225.SZ)

主业持续探底，新拓业务放量可期

事件：濮耐股份发布 2024 三季报。公司前三季度实现营收 40.03 亿元，同比略降 1.19%，实现归母净利润 1.23 亿元，同比下滑 40.81%，扣非后归母净利润 7707 万元，同比下滑 60.32%。单季度来看，Q3 公司收入 13.05 亿元，同比下降 8.11%，本季度亏损 1027 万元，去年同期为+6265 万元，剔除非经常性损益后亏损 2069 万元，去年同期为+5964 万元。

国内主业出现量价齐跌，海外增量部分对冲国内颓势。Q3 公司收入同环比分别下降 8.11%、6.72%，且自 2022 年以来首次出现季度亏损，其业绩主要受下游钢铁行业拖累。单 Q3 国内钢铁行业减产 8.5%，由于炼钢用耐材属耗材（1 吨粗钢需要 15kg 左右耐材），对应 Q3 公司整包销售结算量有所下滑；同时钢企效益恶化后对上游相应提出降价要求，导致本季度耐材结算价格降幅较大。短期来看国内耐材及下游钢铁行业低迷状况或持续，濮耐股份重点发力出海业务，美国及塞尔维亚两大工厂生产逐渐步入正轨，考虑海外业务盈利表现显著好于国内，海外收入规模扩大有望部分或全部对冲国内利润端的下滑。

国内盈利受原料涨价及终端压价影响，海外盈利受汇兑阶段性波动影响。单 Q3 公司综合毛利率 17.73%，同环比分别减少 2.67pct、0.75pct，毛利率下行主要受原材料涨价影响，叠加终端价格传导不顺畅，耐火材料成本构成中原材料占比超 7 成，近期氧化铝类原料价格大幅上涨，镁质耐火原料涨价也在持续，而 Q3 下游客户提出降价，加重公司成本负担。费用率方面，Q3 公司期间费用率 19.04%，同环比分别增加 4.26pct、5.98pct，其中财务费用率同环比分别增加 1.73pct、3.07pct，增幅最为显著，主要系本季度汇兑损失 2787 万元。

第二成长曲线酝酿较大业绩弹性。濮耐股份收购的西藏矿山属于稀缺性较强的高品位隐晶质菱铁矿，其加工产品活性氧化镁可用作湿法提钴/镍的沉淀剂，当前已对接多家下游客户，进展包括小试、中试、订单批量谈判等多个阶段。由于活性氧化镁用于非耐行业的毛利率远高于耐材行业，且理论上西藏矿山 100 万吨的年开采量可加工超 40 万吨活性氧化镁，供应量较大，该项业务后续有望成为公司最大的利润增长点。

盈利预测与投资建议：濮耐股份是国内耐火材料龙头企业，具备国内耐材市场份额持续提升、海外耐材市场贡献逐步显现、第二成长曲线放量在即三大看点。考虑 Q3 以来市场环境严峻，我们下调濮耐股份盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.5 亿、2.9 亿、5.1 亿，对应 PE 分别为 27X、14X、8X，持续重点推荐，维持“买入”评级。

风险提示：钢铁产量大幅下行风险；海外业务拓展不及预期风险；原料价格大幅波动风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4,936	5,473	5,133	5,701	6,393
增长率 yoy (%)	12.7	10.9	-6.2	11.1	12.1
归母净利润（百万元）	230	248	145	292	511
增长率 yoy (%)	174.2	7.9	-41.3	100.8	75.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.23	0.25	0.14	0.29	0.51
净资产收益率 (%)	7.1	7.3	4.2	6.8	11.0
P/E（倍）	17.2	16.0	27.2	13.6	7.7
P/B（倍）	1.2	1.2	1.1	0.9	0.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	装修建材
前次评级	买入
10 月 30 日收盘价（元）	3.92
总市值（百万元）	3,960.69
总股本（百万股）	1,010.38
其中自由流通股（%）	81.70
30 日日均成交量（百万股）	27.03

股价走势



作者

分析师 沈猛

执业证书编号：S0680522050001

邮箱：shenmeng@gszq.com

分析师 陈冠宇

执业证书编号：S0680522120005

邮箱：chengguanyu@gszq.com

相关研究

- 《濮耐股份 (002225.SZ)：国内耐材量增价减，海外耐材增势不改，湿法冶金放量在即》 2024-08-21
- 《濮耐股份 (002225.SZ)：耐材主业规模稳中有升，矿山酝酿后续利润弹性》 2024-04-12

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5104	5302	5527	5724	6124
现金	474	620	965	737	637
应收票据及应收账款	2115	2081	2020	2221	2465
其他应收款	55	62	53	58	66
预付账款	146	84	111	118	123
存货	1797	1928	1870	2029	2201
其他流动资产	517	527	508	561	633
非流动资产	2421	2918	3079	3187	3299
长期投资	4	6	5	5	5
固定资产	1279	1392	1565	1716	1851
无形资产	241	245	248	239	236
其他非流动资产	897	1275	1260	1227	1206
资产总计	7526	8220	8605	8912	9422
流动负债	2844	3054	3484	3692	3962
短期借款	245	306	406	456	506
应付票据及应付账款	2132	2227	2250	2404	2610
其他流动负债	468	522	829	832	846
非流动负债	1331	1621	1533	805	695
长期借款	666	934	834	734	634
其他非流动负债	665	687	699	72	61
负债合计	4175	4675	5017	4497	4656
少数股东权益	138	133	130	125	118
股本	1010	1010	1010	1158	1158
资本公积	826	826	827	1306	1306
留存收益	1342	1529	1637	1842	2200
归属母公司股东权益	3213	3411	3458	4290	4648
负债和股东权益	7526	8220	8605	8912	9422

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-261	384	484	173	393
净利润	215	253	142	287	504
折旧摊销	132	147	136	146	160
财务费用	63	62	22	18	15
投资损失	-10	-9	-10	-10	-10
营运资金变动	-719	-118	170	-290	-295
其他经营现金流	59	48	25	23	19
投资活动现金流	-1	-473	-286	-245	-263
资本支出	-140	-132	-297	-256	-274
长期投资	134	-43	-10	1	1
其他投资现金流	5	-297	21	10	10
筹资活动现金流	153	330	142	-156	-229
短期借款	-200	61	100	50	50
长期借款	469	268	-100	-100	-100
普通股增加	0	0	0	147	0
资本公积增加	0	0	1	479	0
其他筹资现金流	-115	1	140	-733	-179
现金净增加额	-101	246	345	-228	-100

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4936	5473	5133	5701	6393
营业成本	3946	4382	4183	4550	4941
营业税金及附加	30	38	31	37	43
营业费用	236	257	252	262	275
管理费用	272	293	287	308	332
研发费用	199	200	210	228	249
财务费用	-23	37	44	40	38
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	-1
其他收益	18	40	46	46	38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	10	9	10	10	10
资产处置收益	-4	0	0	0	0
营业利润	245	268	152	310	545
营业外收入	5	5	6	6	6
营业外支出	9	6	6	7	9
利润总额	240	267	153	309	542
所得税	25	14	11	22	38
净利润	215	253	142	287	504
少数股东损益	-15	5	-4	-5	-7
归属母公司净利润	230	248	145	292	511
EBITDA	347	443	333	495	740
EPS (元/股)	0.23	0.25	0.14	0.29	0.51

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	12.7	10.9	-6.2	11.1	12.1
营业利润(%)	166.9	9.4	-43.3	104.0	76.1
归属母公司净利润(%)	174.2	7.9	-41.3	100.8	75.0
获利能力					
毛利率(%)	20.1	19.9	18.5	20.2	22.7
净利率(%)	4.7	4.5	2.8	5.1	8.0
ROE(%)	7.1	7.3	4.2	6.8	11.0
ROIC(%)	3.9	5.0	3.1	5.4	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	55.5	56.9	58.3	50.5	49.4
净负债比率(%)	32.5	39.4	36.7	19.7	19.0
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
速动比率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.1	3.0	2.8	3.1	3.1
应付账款周转率	3.4	3.5	3.2	3.4	3.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.25	0.14	0.29	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.26	0.38	0.48	0.17	0.39
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.38	3.42	4.25	4.60
估值比率					
P/E	17.2	16.0	27.2	13.6	7.7
P/B	1.2	1.2	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA	14.3	11.8	15.9	9.7	6.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com