

# 濮耐股份 (002225)

## 24 年经营承压，看好 25 年湿法+美国工厂业绩释放

### 24 年钢铁行业下滑致业绩承压，看好公司 25 年业绩逐步释放

24 年公司实现营收 51.92 亿元，同比-5.13%，归母净利润 1.35 亿元，同比-45.48%，扣非归母净利润为 0.76 亿元，同比-63.29%。其中，24Q4 单季实现营收 11.89 亿元，同比-16.36%，归母、扣非归母净利润为 0.12、-0.01 亿元，同比分别-69.65%、-110.52%。当前美国工厂订单正加速导入，对等关税落地后，美国耐材具有涨价预期，叠加公司在湿法冶金领域的开拓已取得一定成效，25 年业绩或将进入兑现期，我们预计公司 25-27 年归母净利润 3/4.2/5.7 亿元（25-26 年前值为 2.5/3.1 亿元），维持“增持”评级。

### 24 年主要耐材产品收入、毛利率同比下滑

分产品类型来看，24 年公司功能性/定型/不定形/其他耐火材料分别实现收入 13.6/18.7/10.7/8.9 亿，同比分别+8.5%/-10.4%/-3.4%/-13%，功能性/定型/不定形/其他耐火材料毛利率分别同比-1/-2.2/-2.6/+0.2pct，24 年公司主要耐材产品收入、毛利率下滑主要因耐材下游尤其是钢铁行业降本减产，行业竞争激烈。

### 盈利能力下滑，经营性现金流同比增加

24 年公司综合毛利率为 18.99%，同比-0.94pct，期间费用率为 16.9%，同比+2.54pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.09%、5.63%、4.94%、1.24%，同比分别变动+0.4、+0.28、+1.29、+0.57pct，其中汇兑损失 487 万元（上年同期为汇兑收益 2168 万元）致本期财务费用同比增长 75.94%。资产+信用减值损失 1680 万，同比少计提 3076 万。综合影响下公司 24 年净利率为 2.49%，同比-2.13pct。CFO 净额约为 4.31 亿元，同比增加 0.48 亿元。

### 美国工厂规避对等关税影响，湿法冶金产品贡献利润弹性

24 年公司在海外市场的收入较去年基本持平仍处高位，在“一带一路”沿线国家实现销售收入 10.63 亿元，其中，美国子公司净利润-2041 万元、塞尔维亚净利润-1613 万元，当前国际贸易摩擦持续升级，但镁砂原料属于对等关税豁免商品，不受对等关税影响，随着美国和塞尔维亚工厂步入正轨有望持续保障公司海外业务的正常开展，进一步提升公司的国际竞争力。24 年公司原材料事业部营收 8.17 亿元，同比增长 40.30%，其中湿法冶金提镍提钴的高效沉淀剂市场取得重大突破，已成功入围多家客户的合格供应商。25 年 1 月，公司公告与格林美签署了《战略合作框架协议》，将为格林美沉镍提供高效沉淀剂产品并保障供应，以实现双方战略利益的最大化。根据公司已有和规划中的产能，假设活性氧化镁 25 年能供给 7-8 万吨，则预计将给公司带来净利润 1-1.6 亿元，业绩有望进入快速释放期。

**风险提示：**钢铁行业大幅下行；原材料价格、汇率波动风险；公司产能推进不及预期；订单不及预期。

| 财务数据和估值       | 2023     | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 5,472.92 | 5,191.96 | 6,006.75 | 6,814.92 | 7,705.43 |
| 增长率(%)        | 10.88    | (5.13)   | 15.69    | 13.45    | 13.07    |
| EBITDA(百万元)   | 656.20   | 570.83   | 559.86   | 704.71   | 890.24   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 247.70   | 135.06   | 298.96   | 417.56   | 571.73   |
| 增长率(%)        | 7.87     | (45.48)  | 121.36   | 39.67    | 36.92    |
| EPS(元/股)      | 0.25     | 0.13     | 0.30     | 0.41     | 0.57     |
| 市盈率(P/E)      | 20.36    | 37.33    | 16.87    | 12.07    | 8.82     |
| 市净率(P/B)      | 1.48     | 1.48     | 1.37     | 1.26     | 1.15     |
| 市销率(P/S)      | 0.92     | 0.97     | 0.84     | 0.74     | 0.65     |
| EV/EBITDA     | 7.16     | 10.70    | 10.32    | 8.62     | 6.19     |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 证券研究报告

2025 年 04 月 19 日

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 建筑材料/装修建材 |
| 6 个月评级 | 增持（维持评级）  |
| 当前价格   | 4.99 元    |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| A 股总股本(百万股)   | 1,010.43  |
| 流通 A 股股本(百万股) | 825.56    |
| A 股总市值(百万元)   | 5,042.05  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,119.53  |
| 每股净资产(元)      | 3.32      |
| 资产负债率(%)      | 57.38     |
| 一年内最高/最低(元)   | 6.45/3.07 |

### 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  
wangtaoa@tfzq.com

蹇青青 联系人  
jianqingqing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《濮耐股份-公司点评:战略牵手格林美，深入印尼湿法提镍大市场》 2025-01-14
- 《濮耐股份-首次覆盖报告:耐材国际化战略先行者，产业链延伸打开增量空间》 2024-11-11

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金             | 619.58          | 335.17          | 540.61          | 613.34          | 693.49          |
| 应收票据及应收账款        | 2,081.05        | 2,249.73        | 2,155.22        | 2,690.95        | 2,446.00        |
| 预付账款             | 83.86           | 137.71          | 44.58           | 158.65          | 62.85           |
| 存货               | 1,928.08        | 1,915.86        | 2,172.24        | 2,408.05        | 2,567.19        |
| 其他               | 451.72          | 492.50          | 611.50          | 667.76          | 678.49          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5,164.29</b> | <b>5,130.97</b> | <b>5,524.14</b> | <b>6,538.76</b> | <b>6,448.02</b> |
| 长期股权投资           | 5.62            | 5.96            | 5.96            | 5.96            | 5.96            |
| 固定资产             | 1,392.25        | 1,555.78        | 1,578.57        | 1,613.36        | 1,644.01        |
| 在建工程             | 386.19          | 264.57          | 274.68          | 287.02          | 301.92          |
| 无形资产             | 245.31          | 243.92          | 246.67          | 251.03          | 255.62          |
| 其他               | 888.92          | 910.11          | 898.89          | 912.59          | 946.69          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,918.29</b> | <b>2,980.34</b> | <b>3,004.76</b> | <b>3,069.97</b> | <b>3,154.20</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>8,219.86</b> | <b>8,264.85</b> | <b>8,528.90</b> | <b>9,608.73</b> | <b>9,602.22</b> |
| 短期借款             | 305.53          | 629.20          | 915.36          | 1,246.22        | 1,009.81        |
| 应付票据及应付账款        | 2,227.16        | 2,315.12        | 2,429.76        | 2,817.85        | 2,804.85        |
| 其他               | 476.69          | 661.55          | 514.03          | 510.67          | 536.87          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3,009.37</b> | <b>3,605.87</b> | <b>3,859.15</b> | <b>4,574.74</b> | <b>4,351.53</b> |
| 长期借款             | 933.80          | 387.00          | 167.00          | 209.48          | 0.00            |
| 应付债券             | 630.21          | 645.57          | 636.73          | 649.19          | 652.77          |
| 其他               | 57.00           | 69.71           | 58.00           | 59.00           | 60.00           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>1,621.01</b> | <b>1,102.29</b> | <b>861.73</b>   | <b>917.67</b>   | <b>712.77</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>4,675.32</b> | <b>4,742.18</b> | <b>4,720.88</b> | <b>5,492.42</b> | <b>5,064.30</b> |
| 少数股东权益           | 133.44          | 119.34          | 123.74          | 129.87          | 138.27          |
| 股本               | 1,010.37        | 1,010.42        | 1,010.43        | 1,010.43        | 1,010.43        |
| 资本公积             | 825.56          | 825.64          | 825.64          | 825.64          | 825.64          |
| 留存收益             | 1,528.82        | 1,594.30        | 1,809.55        | 2,110.20        | 2,521.84        |
| 其他               | 46.35           | (27.04)         | 38.66           | 40.17           | 41.73           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>3,544.54</b> | <b>3,522.66</b> | <b>3,808.02</b> | <b>4,116.31</b> | <b>4,537.92</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>8,219.86</b> | <b>8,264.85</b> | <b>8,528.90</b> | <b>9,608.73</b> | <b>9,602.22</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 252.83          | 129.34          | 298.96          | 417.56          | 571.73          |
| 折旧摊销           | 145.83          | 165.47          | 189.24          | 200.63          | 212.31          |
| 财务费用           | 62.32           | 62.92           | 39.82           | 45.59           | 53.65           |
| 投资损失           | (8.52)          | (12.77)         | (13.00)         | (14.00)         | (15.00)         |
| 营运资金变动         | (493.49)        | 56.04           | 123.91          | (552.86)        | 166.99          |
| 其它             | 424.57          | 30.06           | 5.80            | 8.52            | 11.67           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>383.54</b>   | <b>431.06</b>   | <b>644.72</b>   | <b>105.44</b>   | <b>1,001.34</b> |
| 资本支出           | 302.27          | 191.80          | 236.60          | 251.13          | 261.44          |
| 长期投资           | 1.45            | 0.34            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (776.44)        | (421.58)        | (455.88)        | (496.26)        | (514.88)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(472.73)</b> | <b>(229.45)</b> | <b>(219.28)</b> | <b>(245.13)</b> | <b>(253.44)</b> |
| 债权融资           | 416.49          | (98.93)         | (200.30)        | 330.22          | (505.96)        |
| 股权融资           | (58.70)         | (73.27)         | (19.70)         | (117.79)        | (161.79)        |
| 其他             | (27.68)         | (304.97)        | (0.00)          | (0.00)          | (0.00)          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>330.11</b>   | <b>(477.17)</b> | <b>(220.00)</b> | <b>212.42</b>   | <b>(667.76)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>240.92</b>   | <b>(275.56)</b> | <b>205.44</b>   | <b>72.74</b>    | <b>80.15</b>    |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2023            | 2024            | 2025E           | 2026E           | 2027E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>5,472.92</b> | <b>5,191.96</b> | <b>6,006.75</b> | <b>6,814.92</b> | <b>7,705.43</b> |
| 营业成本             | 4,382.42        | 4,206.25        | 4,825.30        | 5,459.95        | 6,133.86        |
| 营业税金及附加          | 38.43           | 34.72           | 37.24           | 40.89           | 46.23           |
| 销售费用             | 256.65          | 264.48          | 270.30          | 279.41          | 292.81          |
| 管理费用             | 292.86          | 292.12          | 300.34          | 313.49          | 331.33          |
| 研发费用             | 199.58          | 256.52          | 216.24          | 231.71          | 238.87          |
| 财务费用             | 36.55           | 64.30           | 39.82           | 45.59           | 53.65           |
| 资产/信用减值损失        | (47.56)         | (16.80)         | (15.60)         | (15.60)         | (15.60)         |
| 公允价值变动收益         | 0.01            | (0.83)          | (0.30)          | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 8.52            | 12.77           | 13.00           | 14.00           | 15.00           |
| 其他               | 37.70           | (39.16)         | 0.00            | (0.00)          | (0.00)          |
| <b>营业利润</b>      | <b>267.76</b>   | <b>117.59</b>   | <b>314.60</b>   | <b>442.29</b>   | <b>608.08</b>   |
| 营业外收入            | 5.38            | 12.62           | 13.00           | 13.00           | 13.00           |
| 营业外支出            | 6.08            | 7.75            | 6.50            | 6.80            | 7.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>267.06</b>   | <b>122.46</b>   | <b>321.10</b>   | <b>448.49</b>   | <b>614.08</b>   |
| 所得税              | 14.23           | (6.89)          | 16.04           | 22.41           | 30.68           |
| <b>净利润</b>       | <b>252.83</b>   | <b>129.34</b>   | <b>305.06</b>   | <b>426.08</b>   | <b>583.40</b>   |
| 少数股东损益           | 5.13            | (5.71)          | 6.10            | 8.52            | 11.67           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>247.70</b>   | <b>135.06</b>   | <b>298.96</b>   | <b>417.56</b>   | <b>571.73</b>   |
| 每股收益（元）          | 0.25            | 0.13            | 0.30            | 0.41            | 0.57            |

| 主要财务比率         | 2023   | 2024    | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 营业收入           | 10.88% | -5.13%  | 15.69%  | 13.45% | 13.07% |
| 营业利润           | 9.45%  | -56.08% | 167.54% | 40.59% | 37.48% |
| 归属于母公司净利润      | 7.87%  | -45.48% | 121.36% | 39.67% | 36.92% |
| <b>获利能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 毛利率            | 19.93% | 18.99%  | 19.67%  | 19.88% | 20.40% |
| 净利率            | 4.53%  | 2.60%   | 4.98%   | 6.13%  | 7.42%  |
| ROE            | 7.26%  | 3.97%   | 8.11%   | 10.47% | 12.99% |
| ROIC           | 6.98%  | 4.48%   | 7.50%   | 10.49% | 12.53% |
| <b>偿债能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 资产负债率          | 56.88% | 57.38%  | 55.35%  | 57.16% | 52.74% |
| 净负债率           | 39.35% | 46.68%  | 33.57%  | 38.42% | 23.12% |
| 流动比率           | 1.74   | 1.45    | 1.43    | 1.43   | 1.48   |
| 速动比率           | 1.10   | 0.93    | 0.87    | 0.90   | 0.89   |
| <b>营运能力</b>    |        |         |         |        |        |
| 应收账款周转率        | 2.61   | 2.40    | 2.73    | 2.81   | 3.00   |
| 存货周转率          | 2.94   | 2.70    | 2.94    | 2.98   | 3.10   |
| 总资产周转率         | 0.70   | 0.63    | 0.72    | 0.75   | 0.80   |
| <b>每股指标（元）</b> |        |         |         |        |        |
| 每股收益           | 0.25   | 0.13    | 0.30    | 0.41   | 0.57   |
| 每股经营现金流        | 0.38   | 0.43    | 0.64    | 0.10   | 0.99   |
| 每股净资产          | 3.38   | 3.37    | 3.65    | 3.95   | 4.35   |
| <b>估值比率</b>    |        |         |         |        |        |
| 市盈率            | 20.36  | 37.33   | 16.87   | 12.07  | 8.82   |
| 市净率            | 1.48   | 1.48    | 1.37    | 1.26   | 1.15   |
| EV/EBITDA      | 7.16   | 10.70   | 10.32   | 8.62   | 6.19   |
| EV/EBIT        | 9.18   | 15.00   | 15.59   | 12.05  | 8.13   |

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