



● 风险提示：

价格波动风险；项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5192	5774	6519	7252
增长率(%)	-5.13	11.21	12.90	11.24
EBITDA（百万元）	335.33	558.83	782.96	1120.48
归属母公司净利润（百万元）	135.06	320.61	535.09	874.43
增长率(%)	-45.48	137.39	66.90	63.42
EPS(元/股)	0.13	0.32	0.53	0.87
市盈率(P/E)	41.75	17.59	10.54	6.45
市净率(P/B)	1.66	1.56	1.43	1.25
EV/EBITDA	19.89	13.32	9.81	6.46

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 耐火材料行业龙头

公司是耐火材料行业头部企业，拥有从自有矿山开采到产品研发、生产、销售、服务等全产业链布局，为客户提供一揽子耐火材料系统解决方案。目前公司经过多年积累，已经建立起优质的全球化客户网络与渠道，除在国内有 37 个办事处外，还在美国、韩国、印度等国家设有 9 个分子公司及办事处。

截至 2024 年底，公司钢铁事业部所辖各生产基地耐火材料制品的设计产能为 71.179 万吨，原材料事业部所辖各生产基地原料产品的年设计产能为 47 万吨，环保耐材事业部所辖各生产基地耐火材料制品的设计产能为 27 万吨。

图表1：公司主要产品

产品板块	产品类别	主要用途
功能性耐火材料	滑板水口类	连铸用功能耐火材料，主要用于控制钢水流量、导流钢液、净化钢液。
	三大件类	钢铁连铸用功能耐火材料，起到控制流量、保温、防氧化、防飞溅、导流钢液、均匀钢液的成分和温度的作用。
	座砖类	主要配合透气砖、水口砖等产品使用，以达到保护透气砖、水口砖的目的。
	透气砖类	主要用于通过该产品向钢水容器内喷吹气体，以达到搅拌钢液促使钢液温度和成分更加均匀的目的。
定型耐火材料	钢包砖类	用于盛装、转运高温钢水的普通钢包、炉外精炼钢包等各种钢包容器的工作层，与高温钢水、熔渣直接接触，需要承受高温钢水的机械磨损以及高温液态熔渣的化学侵蚀。
	碱性制品类	主要用于水泥回转窑和 RH 炉炉衬。
不定形耐火材料	散料类	用于各种工业窑炉、钢包和中间包工作衬、出铁沟等部位。
	冲击板及挡渣板类	中间包内设置的各种功能件，主要用于保护包底，促使各种夹杂物上浮，稳定中间包内流场。
	电炉顶类	电弧炉冶炼时上方加盖的炉盖。
其他类	其他产品	和各类主产品配合使用。

资料来源：2024 年年报，中邮证券研究所

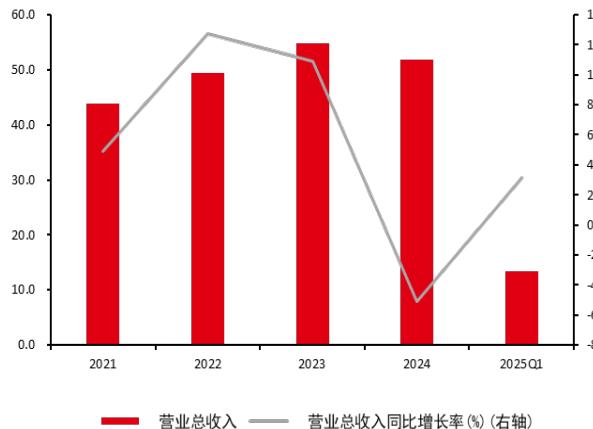
2024 年公司实现营业收入 51.92 亿元，同比-5.13%；实现归母净利润/扣非归母净利润 1.35/0.76 亿元，同比-45.48%/-63.29%。

2025 年 Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 13.40/0.55/0.46 亿元，同比增长 3.17%/-15.91%/-16.05%。

业绩下滑主要由于：

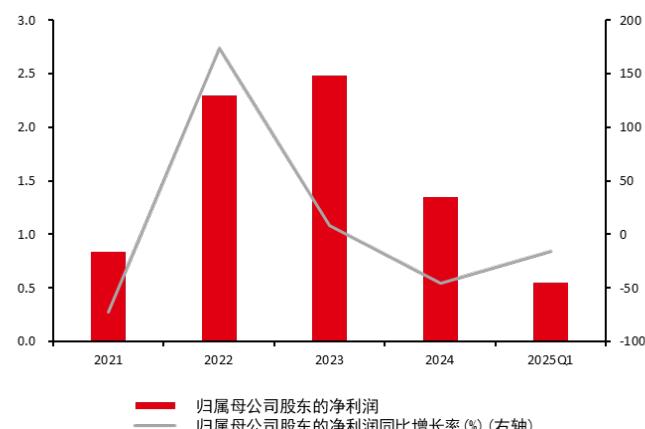
- (1) 受国内下游行业需求低迷、行业竞争愈发激烈和海外局势更加复杂及部分海运费大幅上涨的影响，业务开展规模及销售价格下降。
- (2) 受国际政治经济环境影响，外币汇率波动，报告期汇兑损失增加，财务费用增加。

图表2：公司营业收入变化（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表3：公司归母净利润变化（亿元）



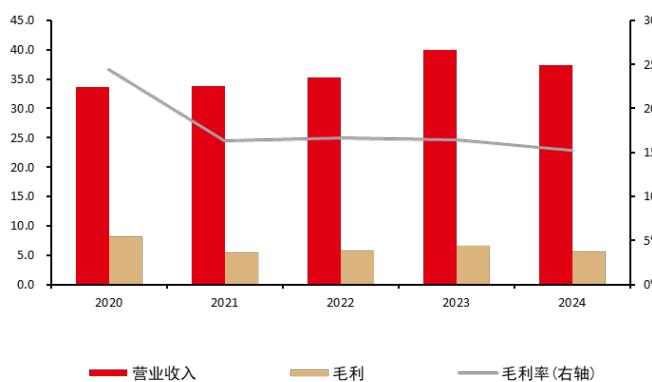
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 海外布局初见成效，或受益俄乌重建

海外盈利能力稳定，利润贡献逐步提升。分地区看，2024年公司国外营收/毛利达到14.55/4.17亿元，同比-1.24%/-3.56%，占比分别为28%/42.32%，较2023年提升1.11/2.66pct。

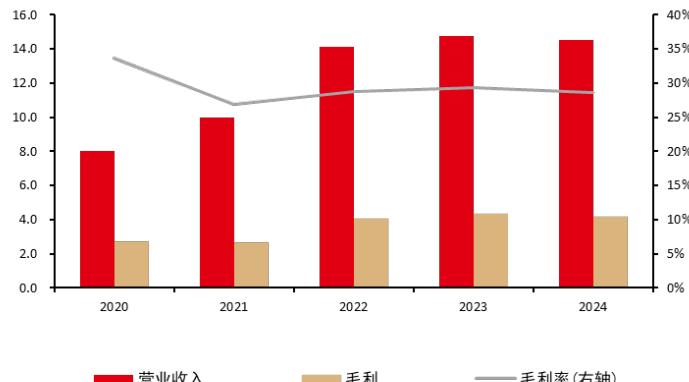
从毛利率看，2024年国外地区毛利率为28.67%，显著高于国内15.21%的毛利率水平。

图表4：公司国内营收及利润贡献（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：公司国外营收及利润贡献（亿元）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

美国工厂顺利爬产，塞尔维亚工厂或受益俄乌重建。公司在美国及塞尔维亚均建有工厂，目前已投产运行，其中：

美国工厂设计年产2万吨镁碳砖产能，2024年销售收入同比增长72%，产品获得美国客户的一致好评，订单不断增加。

塞尔维亚工厂一期设计镁碳砖产能3万吨，不定形产品产能1万吨，2024年市场开拓和销售情况已步入正轨。

随着美国和塞尔维亚工厂实现良好运转，公司在美国市场渗透率预计将持续提升，塞尔维亚工厂或将受益俄乌冲突缓解后的重建工程。

3 高活性氧化镁市场广阔，有望成为新增长点

活性氧化镁较传统沉淀剂具备比较优势。活性氧化镁是一种湿法冶金沉淀剂，目前主要应用于湿法提钴和湿法提镍两个方向。相比于传统氢氧化钠沉淀剂，具有五大优势：一是镍钴渣的品位，有一定提升；二是镍钴渣过滤后的含水率有大幅度下降，相应可以降低运输成本或烘干成本；三是镍钴渣的过滤效率有显著提高；四是尾水处理，简单、高效且成本低，易循环利用；五是成本可大幅降低。

潜在市场空间广阔。从市场空间看，总体上活性氧化镁消耗量与最终提炼出的金属钴或金属镍的重量是1:1的关系，近年来由于新能源金属受到高度重视，其产量不断增长，使得活性氧化镁在湿法冶金市场需求大幅提升。2023年全球钴矿产量达23万金属吨，同比增长16.4%；全球镍矿产量达356.6万金属吨，同比增长9.1%。

公司原材料事业部（现新材料事业部）自2024年起重点拓展湿法冶金提镍提钴的高效沉淀剂市场，24H2已成功入围多家客户的合格供应商，获得了包括格林美在内的多家湿法冶金客户的认可，目前已实现高效沉淀剂产品的批量供货。

公司目前拥有高效沉淀剂产能为5万吨/年，年产6万吨/年产线预计近期即将投产，远期考虑卡玛多菱镁矿证载年开采量100万吨，对应的氧化镁理论产量可达45万吨。

依托西藏卡玛多菱镁矿，资源壁垒强大。公司生产的活性氧化镁原料来自西藏卡玛多菱镁矿（自有矿山），卡玛多菱镁矿较于国内其它菱镁矿更适用于生产湿法冶金用氧化镁，一是从微观结构上看，晶体结构属于微晶（10微米以内），这种微晶结构相对于粗晶结构而言，从煅烧动力学和热力学上，能够获得更高、更均匀稳定的活性，适用于湿法冶金市场；二是西藏微晶菱镁矿具有高纯、低硅、低铁、无氯等特点，所生产的氧化镁具有同样的特点，在湿法冶金过程中，不会导致其产品中引入硅、铁、氯等杂质。

4 风险提示

价格波动风险；项目进度不及预期风险；下游需求不及预期风险；模型假设与实际不符；政策超预期风险等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表									
营业收入	5192	5774	6519	7252	营业收入	-5.1%	11.2%	12.9%	11.2%
营业成本	4206	4573	5011	5326	营业利润	-56.1%	143.1%	68.0%	64.1%
税金及附加	35	39	44	48	归属于母公司净利润	-45.5%	137.4%	66.9%	63.4%
销售费用	264	294	332	369	毛利率	19.0%	20.8%	23.1%	26.6%
管理费用	292	325	367	408	净利率	2.6%	5.6%	8.2%	12.1%
研发费用	257	285	322	358	ROE	4.0%	8.9%	13.5%	19.4%
财务费用	64	33	33	33	ROIC	3.3%	5.6%	8.6%	12.7%
资产减值损失	-1	5	5	5	偿债能力				
营业利润	118	286	480	788	资产负债率	57.4%	58.8%	58.1%	56.0%
营业外收入	13	13	13	13	流动比率	1.45	1.40	1.41	1.48
营业外支出	8	8	8	8	营运能力				
利润总额	122	291	485	793	应收账款周转率	2.74	2.86	2.90	2.89
所得税	-7	-16	-27	-45	存货周转率	2.19	2.28	2.29	2.25
净利润	129	307	512	837	总资产周转率	0.63	0.67	0.70	0.73
归母净利润	135	321	535	874	每股指标(元)				
每股收益(元)	0.13	0.32	0.53	0.87	每股收益	0.13	0.32	0.53	0.87
资产负债表									
货币资金	335	532	294	736	每股净资产	3.37	3.58	3.91	4.45
交易性金融资产	7	7	7	7	估值比率				
应收票据及应收账款	2250	2486	2793	2635	PE	41.75	17.59	10.54	6.45
预付款项	138	150	164	174	PB	1.66	1.56	1.43	1.25
存货	1916	2088	2292	2441	现金流量表				
流动资产合计	5285	5894	6337	6934	净利润	129	307	512	837
固定资产	1556	1636	1689	1714	折旧和摊销	166	235	265	294
在建工程	265	357	448	537	营运资本变动	96	-196	-420	32
无形资产	244	243	241	240	其他	40	12	23	22
非流动资产合计	2980	3156	3297	3409	经营活动现金流净额	431	358	381	1185
资产总计	8265	9050	9634	10343	资本开支	-101	-401	-401	-401
短期借款	629	629	629	629	其他	-128	23	16	18
应付票据及应付账款	2315	2517	2758	2931	投资活动现金流净额	-229	-378	-385	-383
其他流动负债	696	1078	1109	1134	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	3640	4224	4496	4694	债务融资	-305	356	0	0
其他	1102	1102	1102	1102	其他	-172	-142	-233	-360
非流动负债合计	1102	1102	1102	1102	筹资活动现金流净额	-477	214	-233	-360
负债合计	4742	5326	5598	5796	现金及现金等价物净增加额	-269	197	-238	442
股本	1010	1010	1010	1010					
资本公积金	826	826	826	826					
未分配利润	1339	1494	1749	2165					
少数股东权益	119	106	83	46					
其他	229	288	369	500					
所有者权益合计	3523	3724	4036	4547					
负债和所有者权益总计	8265	9050	9634	10343					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048