公司研究

活性氧化镁需求确定性提升，国内耐材受益钢铁行业“反内卷”

——濮耐股份（002225.SZ）与格林美签署战略协议之补充协议公告点评

要点

事件：公司公告与格林美于近日签署了《战略合作框架协议之补充协议》，预计 2028 年 12 月 31 日之前格林美向公司采购红土镍矿冶炼用低成本核心沉淀剂产品总量 50 万吨。

推测活性氧化镁供应节奏为：25/26/27/28 年分别 5/15/15/15 万吨。

根据格林美公司公告，格林美已在印尼建成总量达 15 万金吨镍/年（其中格林美控股产能为 11 万金吨镍/年，参股产能为 4 万金吨镍/年）的镍资源产品（MHP）高技术冶炼产能与年产 5 万吨高镍三元前驱体材料产能。此前濮耐与格林美已于 2025 年 1 月 14 日签署《战略合作框架协议》，双方合作开发高效沉淀剂且濮耐优先保供格林美。本次双方达成补充协议，未来 3 年活性氧化镁供应量确定性大幅提升，我们推测活性氧化镁供应节奏为：25/26/27/28 年分别 5/15/15/15 万吨。

活性氧化镁可降低湿法提镍冶炼成本 10%-15%。

根据格林美公司公告，濮耐的活性氧化镁产品能降低格林美印尼镍资源项目冶炼成本 10%-15%，从而大幅提升其印尼镍资源项目的盈利能力和全球竞争力；同时再次证明濮耐活性氧化镁产品在湿法提镍领域的竞争力，在当前镍价持续下行背景下，湿法提镍企业对降本诉求显著增强，后续或有其他潜在客户意向合作。

公司耐材主业受益钢铁行业“反内卷”。

近年来下游主要客户钢铁行业降本减产，公司国内耐材业务结算价格及回款持续承压。7 月 1 日中央财经委员会第六次会议强调依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出；钢铁行业“反内卷”背景下，伴随钢铁客户盈利改善，公司耐材主业有望逐步修复。

盈利预测、估值与评级：与格林美签署战略协议之补充协议提升了活性氧化镁产品需求确定性，我们看好活性氧化镁业务放量以及海外美国工厂弹性，维持 25-27 年归母净利预测为 3.05/5.47/7.59 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：活性氧化镁发货不及预期、原材料价格波动、钢铁产量超预期下滑、汇率风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,473	5,192	5,759	6,377	6,943
营业收入增长率	10.88%	-5.13%	10.92%	10.74%	8.88%
归母净利润（百万元）	248	135	305	547	759
归母净利润增长率	7.87%	-45.48%	125.48%	79.69%	38.77%
EPS（元）	0.25	0.13	0.30	0.54	0.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.26%	3.97%	8.33%	13.30%	16.12%
P/E	28	52	23	13	9
P/B	2.1	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-07-25

增持（维持）

当前价：6.98 元

作者

分析师：孙伟风
执业证书编号：S0930516110003
021-52523822
sunwf@ebscn.com

分析师：鲁俊
执业证书编号：S0930525070002
021-52523835
lujun1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.10
总市值(亿元):	70.53
一年最低/最高(元):	3.05/7.06
近 3 月换手率:	172.51%

股价相对走势

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	37.56	27.49	81.72
绝对	42.15	36.63	102.78

资料来源：Wind

相关研报

活性氧化镁需求节奏扰动，Q2 业绩略有承压——濮耐股份（002225.SZ）2025 年中报业绩预告及沉淀剂项目投产公告点评（2025-07-15）

开局良好，活性氧化镁放量——濮耐股份（002225.SZ）2025 年一季报点评（2025-05-01）

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**5,473**	**5,192**	**5,759**	**6,377**	**6,943**
营业成本	4,382	4,206	4,516	4,803	5,110
折旧和摊销	145	164	188	195	202
税金及附加	38	35	39	45	49
销售费用	257	264	288	312	333
管理费用	293	292	318	346	335
研发费用	200	257	259	284	306
财务费用	37	64	32	26	21
投资收益	9	13	7	7	7
营业利润	**268**	**118**	**340**	**613**	**851**
利润总额	**267**	**122**	**340**	**613**	**851**
所得税	14	-7	37	67	94
净利润	**253**	**129**	**303**	**545**	**757**
少数股东损益	5	-6	-2	-2	-2
归属母公司净利润	**248**	**135**	**305**	**547**	**759**
EPS(元)	**0.25**	**0.13**	**0.30**	**0.54**	**0.75**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**384**	**431**	**467**	**556**	**791**
净利润	248	135	305	547	759
折旧摊销	145	164	188	195	202
净营运资金增加	50	133	241	378	515
其他	-59	0	-266	-564	-685
投资活动产生现金流	**-473**	**-229**	**-135**	**-144**	**-144**
净资本支出	-132	-101	-150	-150	-150
长期投资变化	6	6	0	0	0
其他资产变化	-346	-134	15	7	7
融资活动现金流	**330**	**-477**	**-207**	**-236**	**-314**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	453	-35	-125	-119	-129
无息负债变化	47	101	142	165	181
净现金流	**246**	**-269**	**126**	**177**	**334**

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	**8,220**	**8,265**	**8,534**	**9,035**	**9,681**
货币资金	620	335	461	638	972
交易性金融资产	0	7	7	7	7
应收账款	1,865	1,921	2,152	2,411	2,656
应收票据	216	329	365	404	440
其他应收款（合计）	62	58	64	71	77
存货	1,928	1,916	2,053	2,188	2,328
其他流动资产	390	427	351	268	191
流动资产合计	**5,302**	**5,285**	**5,600**	**6,143**	**6,839**
其他权益工具	97	101	101	101	101
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	1,392	1,556	1,477	1,388	1,291
在建工程	386	265	251	241	233
无形资产	245	244	289	332	375
商誉	239	239	239	239	239
其他非流动资产	440	428	428	428	428
非流动资产合计	**2,918**	**2,980**	**2,934**	**2,892**	**2,842**
总负债	**4,675**	**4,742**	**4,759**	**4,806**	**4,858**
短期借款	306	629	504	386	257
应付账款	1,364	1,369	1,470	1,564	1,664
应付票据	864	946	1,015	1,080	1,149
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	104	101	101	101	101
流动负债合计	**3,054**	**3,640**	**3,663**	**3,709**	**3,761**
长期借款	934	387	387	387	387
应付债券	630	646	646	646	646
其他非流动负债	51	64	64	64	64
非流动负债合计	**1,621**	**1,102**	**1,097**	**1,097**	**1,097**
股东权益	**3,545**	**3,523**	**3,775**	**4,229**	**4,823**
股本	1,010	1,010	1,010	1,010	1,010
公积金	1,038	1,081	1,112	1,166	1,242
未分配利润	1,317	1,339	1,562	1,964	2,484
归属母公司权益	3,411	3,403	3,657	4,114	4,710
少数股东权益	133	119	117	115	113

主要指标

盈利能力（%）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	19.9%	19.0%	21.6%	24.7%	26.4%
EBITDA 率	8.9%	6.8%	10.2%	13.1%	15.5%
EBIT 率	6.3%	3.6%	6.9%	10.1%	12.6%
税前净利润率	4.9%	2.4%	5.9%	9.6%	12.3%
归母净利润率	4.5%	2.6%	5.3%	8.6%	10.9%
ROA	3.1%	1.6%	3.5%	6.0%	7.8%
ROE（摊薄）	7.3%	4.0%	8.3%	13.3%	16.1%
经营性 ROIC	6.3%	3.7%	6.4%	9.8%	12.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	57%	57%	56%	53%	50%
流动比率	1.74	1.45	1.53	1.66	1.82
速动比率	1.10	0.93	0.97	1.07	1.20
归母权益/有息债务	1.69	1.72	1.97	2.37	2.93
有形资产/有息债务	3.79	3.87	4.25	4.80	5.56

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.69%	5.09%	4.99%	4.89%	4.79%
管理费用率	5.35%	5.63%	5.53%	5.43%	4.83%
财务费用率	0.67%	1.24%	0.55%	0.41%	0.31%
研发费用率	3.65%	4.94%	4.50%	4.45%	4.40%
所得税率	5%	-6%	11%	11%	11%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.07	0.05	0.09	0.16	0.22
每股经营现金流	0.38	0.43	0.46	0.55	0.78
每股净资产	3.38	3.37	3.62	4.07	4.66
每股销售收入	5.42	5.14	5.70	6.31	6.87

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	28	52	23	13	9
PB	2.1	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	18.7	26.6	15.6	10.7	8.2
股息率	1.0%	0.7%	1.3%	2.3%	3.2%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP