

濮耐股份 (002225)

证券研究报告
2025年08月18日

Q2 业绩继续承压, 看好下半年主业修复+湿法业务放量

Q2 业绩继续承压, 湿法业务放量在即, 继续维持“增持”评级

公司发布 25 年半年报, 上半年公司实现营收 27.94 亿元, 同比+3.57%, 归母净利润 0.69 亿元, 同比-48.26%, 扣非归母净利润为 0.54 亿元, 同比-44.85%。其中, 25Q2 单季度实现营收 14.54 亿元, 同比+3.93%, 归母、扣非归母净利润为 0.14、0.08 亿元, 同比分别-79.34%、-80.71%。耐材下游钢铁行业反内卷持续深入, 美国工厂收入大幅增长, 公司耐材主业有望迎来修复, 此外, 公司高效沉淀剂放量, 业绩有望迎来加速释放期, 维持公司 25-27 年归母净利润 3/4.2/5.7 亿元预期, 维持“增持”评级。

国内耐材下游需求疲软、竞争激烈致主业进一步下滑

分产品类型来看, 2025 年上半年公司功能性/定型/不定形耐火材料以及其他类业务分别实现收入 6.27/10.72/5.44/5.51 亿元, 同比分别+0.25%/+2.93%/+1.90%/+10.85%。功能性/定型/不定形耐火材料以及其他类业务毛利率分别为 28.20%/13.08%/16.98%/13.01%, 同比分别变动-2.44/-2.29/-2.72/+1.43pct。公司主要耐材产品因国内下游行业需求疲软、竞争激烈, 导致整体承包业务结算价格较去年同期进一步下降, 导致国内业务板块毛利率水平有所降低。

耐材业务继续承压, 叠加信用减值损失影响本期盈利能力下滑

25H1 公司综合毛利率为 17.22%, 同比-1.85pct。期间费用率 12.80%, 同比-0.78pct, 其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.44%、5.07%、3.44%、-0.15%, 同比分别变动+0.12、-0.06、-0.13、-0.7pct, 其中汇兑收益 3271 万元 (上年同期为 1493 万元) 致本期财务费用同比减少 127.25%。信用减值损失 0.52 亿元, 同比多计提 0.37 亿元, 主要系东欧个别客户因破产等原因, 公司 Q2 对海外几家客户应收账款进行了 100%减值的个别认定, 此外非洲湿法客户运输时间、回款周期较长, 导致应收款项增加较多, 计提了相应的信用减值准备。综合影响下公司 25 年上半年净利率为 2.49%, 同比-2.36pct, CFO 净额约为 2.4 亿元, 同比减少 0.01 亿元。

主业反转预期增加, 美国工厂+湿法逐步释放利润弹性

耐材主业方面, 随着钢铁行业反内卷政策逐步深入, 钢铁客户盈利有望迎来改善, 耐材行业激烈的低价竞争局面有望逐步缓解, 公司国内耐材主业盈利预期有望持续修复。同时, 公司海外经营稳中求进, 上半年美国市场营收同比大幅增长, 公司主业业绩稳定性有望进一步增强。湿法业务端, 7 月 25 日晚, 公司公告与格林美签署《战略合作框架协议之补充协议》, 预计 28 年底前格林美向公司采购沉淀剂产品 50 万吨, 公司当前已经具备 11 万吨/年的产能, 上半年已为包括格林美在内的多家湿法客户批量供货, 后续还将进行生产线升级改造继续提高产能, 为未来业务放量提供支撑。

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; 测算具有主观性。

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)	0.22	0.12	0.26	0.37	0.50
市盈率(P/E)	34.92	64.04	28.93	20.71	15.13
市净率(P/B)	2.54	2.54	2.27	2.10	1.91
市销率(P/S)	1.58	1.67	1.44	1.27	1.12
EV/EBITDA	7.16	10.70	16.54	13.56	10.40

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	增持 (维持评级)
当前价格	7.63 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,133.58
流通 A 股股本(百万股)	948.52
A 股总市值(百万元)	8,649.21
流通 A 股市值(百万元)	7,237.18
每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	58.75
一年内最高/最低(元)	7.71/3.07

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110520120003
baorongfu@tfzq.com	
蹇青青	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110525060006
jianqingqing@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110521010001
wangtaoa@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:新业务放量+主业反转, 持续重点推荐》 2025-07-26
- 《濮耐股份-季报点评:Q1 仍处相对底部区间,期待湿法+美国工厂释放利润弹性》 2025-04-30
- 《濮耐股份-年报点评报告:24 年经营承压, 看好 25 年湿法+美国工厂业绩释放》 2025-04-19

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	619.58	335.17	540.61	613.34	693.49	营业收入	5,472.92	5,191.96	6,006.75	6,814.92	7,705.43
应收票据及应收账款	2,081.05	2,249.73	2,155.22	2,690.95	2,702.85	营业成本	4,382.42	4,206.25	4,825.30	5,459.95	6,133.86
预付账款	83.86	137.71	44.58	158.65	62.85	营业税金及附加	38.43	34.72	37.24	40.89	46.23
存货	1,928.08	1,915.86	2,172.24	2,408.05	2,567.19	销售费用	256.65	264.48	270.30	279.41	292.81
其他	451.72	492.50	611.50	667.76	678.49	管理费用	292.86	292.12	300.34	313.49	331.33
流动资产合计	5,164.29	5,130.97	5,524.14	6,538.76	6,704.87	研发费用	199.58	256.52	216.24	231.71	238.87
长期股权投资	5.62	5.96	5.96	5.96	5.96	财务费用	36.55	64.30	39.82	45.59	53.65
固定资产	1,392.25	1,555.78	1,578.57	1,613.36	1,644.01	资产/信用减值损失	(47.56)	(16.80)	(15.60)	(15.60)	(15.60)
在建工程	386.19	264.57	274.68	287.02	301.92	公允价值变动收益	0.01	(0.83)	(0.30)	0.00	0.00
无形资产	245.31	243.92	246.67	251.03	255.62	投资净收益	8.52	12.77	13.00	14.00	15.00
其他	888.92	910.11	898.89	912.59	946.69	其他	37.70	(39.16)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,918.29	2,980.34	3,004.76	3,069.97	3,154.20	营业利润	267.76	117.59	314.60	442.29	608.08
资产总计	8,219.86	8,264.85	8,528.90	9,608.73	9,859.07	营业外收入	5.38	12.62	13.00	13.00	13.00
短期借款	305.53	629.20	792.21	1,123.07	1,042.51	营业外支出	6.08	7.75	6.50	6.80	7.00
应付票据及应付账款	2,227.16	2,315.12	2,429.76	2,817.85	2,804.85	利润总额	267.06	122.46	321.10	448.49	614.08
其他	476.69	661.55	514.03	510.67	536.87	所得税	14.23	(6.89)	16.04	22.41	30.68
流动负债合计	3,009.37	3,605.87	3,736.00	4,451.59	4,384.23	净利润	252.83	129.34	305.06	426.08	583.40
长期借款	933.80	387.00	167.00	209.48	101.00	少数股东损益	5.13	(5.71)	6.10	8.52	11.67
应付债券	630.21	645.57	636.73	649.19	652.77	归属于母公司净利润	247.70	135.06	298.96	417.56	571.73
其他	57.00	69.71	58.00	59.00	60.00	每股收益(元)	0.22	0.12	0.26	0.37	0.50
非流动负债合计	1,621.01	1,102.29	861.73	917.67	813.77						
负债合计	4,675.32	4,742.18	4,597.73	5,369.27	5,198.00	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	133.44	119.34	123.74	129.87	138.27	成长能力					
股本	1,010.37	1,010.42	1,133.58	1,133.58	1,133.58	营业收入	10.88%	-5.13%	15.69%	13.45%	13.07%
资本公积	825.56	825.64	825.64	825.64	825.64	营业利润	9.45%	-56.08%	167.54%	40.59%	37.48%
留存收益	1,528.82	1,594.30	1,809.55	2,110.20	2,521.84	归属于母公司净利润	7.87%	-45.48%	121.36%	39.67%	36.92%
其他	46.35	(27.04)	38.66	40.17	41.73	获利能力					
股东权益合计	3,544.54	3,522.66	3,931.17	4,239.46	4,661.07	毛利率	19.93%	18.99%	19.67%	19.88%	20.40%
负债和股东权益总计	8,219.86	8,264.85	8,528.90	9,608.73	9,859.07	净利率	4.53%	2.60%	4.98%	6.13%	7.42%
						ROE	7.26%	3.97%	7.85%	10.16%	12.64%
						ROIC	6.98%	4.48%	7.50%	10.49%	12.53%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	56.88%	57.38%	53.91%	55.88%	52.72%
净利润	252.83	129.34	298.96	417.56	571.73	净负债率	39.35%	46.68%	29.39%	34.40%	25.38%
折旧摊销	145.83	165.47	189.24	200.63	212.31	流动比率	1.74	1.45	1.48	1.47	1.53
财务费用	62.32	62.92	39.82	45.59	53.65	速动比率	1.10	0.93	0.90	0.93	0.94
投资损失	(8.52)	(12.77)	(13.00)	(14.00)	(15.00)	营运能力					
营运资金变动	(493.49)	56.04	123.91	(552.86)	(89.86)	应收账款周转率	2.61	2.40	2.73	2.81	2.86
其它	424.57	30.06	5.80	8.52	11.67	存货周转率	2.94	2.70	2.94	2.98	3.10
经营活动现金流	383.54	431.06	644.72	105.44	744.50	总资产周转率	0.70	0.63	0.72	0.75	0.79
资本支出	302.27	191.80	236.60	251.13	261.44	每股指标(元)					
长期投资	1.45	0.34	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.22	0.12	0.26	0.37	0.50
其他	(776.44)	(421.58)	(455.88)	(496.26)	(514.88)	每股经营现金流	0.34	0.38	0.57	0.09	0.66
投资活动现金流	(472.73)	(229.45)	(219.28)	(245.13)	(253.44)	每股净资产	3.01	3.00	3.36	3.63	3.99
债权融资	416.49	(98.93)	(323.45)	330.22	(249.12)	估值比率					
股权融资	(58.70)	(123.13)	103.45	(117.79)	(161.79)	市盈率	34.92	64.04	28.93	20.71	15.13
其他	(27.68)	(255.11)	0.00	0.00	0.00	市净率	2.54	2.54	2.27	2.10	1.91
筹资活动现金流	330.11	(477.17)	(220.00)	212.42	(410.91)	EV/EBITDA	7.16	10.70	16.54	13.56	10.40
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	9.18	15.00	24.99	18.96	13.65
现金净增加额	240.92	(275.56)	205.44	72.74	80.15						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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