

濮耐股份 (002225.SZ)

信用减值短期影响业绩，活性氧化镁有望步入加速增长长期

事件：濮耐股份发布 2025 中报。公司 2025 上半年实现收入 27.94 亿元，同比增长 3.57%，归母净利润 6890 万元，同比下滑 48.26%，上半年政府补助等非经常性损益共计 1499 万元，去年同期为 544 万元，同比来看今年上半年非经常性损益减少主要系政府补助及应收款项冲回等项目减少，扣非后归母净利润 5392 万元，同比下滑 44.85%。单 Q2 公司收入 14.54 亿元，同比增长 3.93%，归母净利润 1403 万元，同比下滑 79.34%，扣非后归母净利润 840 万元，同比下滑 80.71%。上半年利润降幅较大原因一是国内耐材业务受下游钢铁需求低迷及同业竞争加剧影响，价格持续筑底，二是信用减值损失同比增加 3733 万元，其中今年 Q2 东欧个别钢厂破产导致计提全额减值 1866 万元，另外公司对非洲湿法冶金客户运输及回款周期较长，导致应收款增加较多。

海外耐材及活性氧化镁销售增长持续性。2025H1 分业务板块来看：1) 国内钢铁事业部收入 16.16 亿元 (占比 57.8%)，同比微增 1.45%，推测主要靠订单量增长来对冲价格侧的下行。2) 海外钢铁事业部收入 7.69 亿元 (占比 27.5%)，同比增长 6.41%，海外耐材销售业务有序开展，其中美国工厂或贡献较为显著。3) 环保耐材事业部收入 1.3 亿元 (占比 4.7%)，同比下降 11.14%，推测主要系国内建材等非钢行业新增项目及对应耐材销量继续缩减。4) 新材料事业部上半年收入 2.79 亿元 (占比 10%)，同比增长 18.25%，大部分收入贡献来自高活性氧化镁正式开启批量供货。

利润率走低主要受国内耐材降价影响，后续有望随海外两大业务占比提升而稳步回升。2025H1 公司综合毛利率 17.22%，同比减少 1.85pct，其中 Q1-Q2 毛利率分别为 17.95% 和 16.55%，分别同比减少 1.75pct、1.93pct。同比来看，毛利率有所下降主要系国内耐材价格同比继续下行；环比来看，Q2 较 Q1 毛利率略有下降推测主要受销售结构变化影响。费用率方面，公司上半年期间费用率 12.8%，同比减少 0.78pct，其中销售费用率同比增加 0.13pct，管理和研发费用率分别同比减少 0.07pct 和 0.13pct，财务费用率由去年同期的 0.56% 转为 -0.15%，主要系本期汇兑收益 3271 万元，同比增加 1778 万元 (大部分来自 Q1 汇兑收益)；单 Q2 公司期间费用率 13.65%，同比增加 0.59pct，其中销售/研发/财务费用率分别同比增加 0.05pct、0.47pct、0.22pct，管理费用率同比减少 0.15pct。对应上半年公司销售净利率 2.49%，同比减少 2.37pct，其中 Q1-Q2 销售净利率分别为 4.16%、0.95%，分别同比减少 0.73pct、3.87pct；上半年扣非销售净利率 1.93%，同比减少 1.69pct，其中 Q1-Q2 扣非销售净利率分别为 3.4%、0.58%，分别同比减少 0.77pct、2.53pct。

盈利预测与投资建议：濮耐股份是国内耐火材料龙头企业之一，短期来看，国内耐材主业或触底；海外耐材依托美国和塞尔维亚两大工厂业务稳中向好；第二成长曲线活性氧化镁正式启动，利润弹性可观，近期公司与格林美签署战略合作补充协议，约定到 2028 年底格林美意向订单量合计 50 万吨，进一步保障公司出货，考虑公司产能按计划顺利投放，近几年活性氧化镁有望呈现高增走势。考虑去年下半年以来国内钢铁行业形势严峻，对主业经营产生一定扰动，叠加部分海外业务减值计提，我们下调濮耐股份盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.3 亿元、4.2 亿元、5.9 亿元，对应 PE 分别为 34X、19X、13X，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；活性氧化镁产能投放不及预期风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,473	5,192	5,537	6,091	6,535
增长率 yoy (%)	10.9	-5.1	6.6	10.0	7.3
归母净利润 (百万元)	248	135	232	417	593
增长率 yoy (%)	7.9	-45.5	71.9	79.8	42.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.22	0.12	0.20	0.37	0.52
净资产收益率 (%)	7.3	4.0	6.9	9.7	13.3
P/E (倍)	32.1	58.8	34.2	19.0	13.4
P/B (倍)	2.3	2.3	2.3	1.9	1.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 22 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	装修建材
前次评级	买入
08 月 22 日收盘价 (元)	7.01
总市值 (百万元)	7,946.39
总股本 (百万股)	1,133.58
其中自由流通股 (%)	83.67
30 日日均成交量 (百万股)	60.76

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)：主业触底，活性氧化镁开启批量交付》 2025-04-19
- 《濮耐股份 (002225.SZ)：主业持续探底，新拓业务放量可期》 2024-10-31
- 《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

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5302	5285	7257	8197	9276
现金	620	335	1932	2580	3304
应收票据及应收账款	2081	2250	2239	2410	2636
其他应收款	62	58	62	68	73
预付账款	84	138	132	128	146
存货	1928	1916	1997	2107	2200
其他流动资产	527	588	895	904	916
非流动资产	2918	2980	2589	2538	2469
长期投资	6	6	7	8	9
固定资产	1392	1556	1584	1586	1568
无形资产	245	244	249	250	252
其他非流动资产	1275	1175	750	695	640
资产总计	8220	8265	9847	10735	11744
流动负债	3054	3640	4933	5417	6068
短期借款	306	629	949	1299	1799
应付票据及应付账款	2227	2315	2364	2492	2622
其他流动负债	522	696	1620	1626	1646
非流动负债	1621	1102	1400	853	953
长期借款	934	387	687	787	887
其他非流动负债	687	715	713	66	66
负债合计	4675	4742	6333	6270	7021
少数股东权益	133	119	127	183	268
股本	1010	1010	1010	1304	1304
资本公积	826	826	826	1304	1304
留存收益	1529	1594	1560	1682	1856
归属母公司股东权益	3411	3403	3388	4281	4456
负债和股东权益	8220	8265	9847	10735	11744

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	384	431	489	570	765
净利润	253	129	239	474	677
折旧摊销	147	166	192	212	233
财务费用	62	63	63	54	69
投资损失	-9	-13	-14	-10	-8
营运资金变动	-118	96	-33	-188	-223
其他经营现金流	48	-10	41	27	16
投资活动现金流	-473	-229	-98	-151	-156
资本支出	-132	-101	-114	-159	-162
长期投资	-43	-4	2	-2	-2
其他投资现金流	-297	-125	14	10	8
筹资活动现金流	330	-477	1305	229	116
短期借款	61	324	320	350	500
长期借款	268	-547	300	100	100
普通股增加	0	0	0	294	0
资本公积增加	0	0	0	478	0
其他筹资现金流	1	-254	685	-993	-484
现金净增加额	246	-269	1701	648	724

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5473	5192	5537	6091	6535
营业成本	4382	4206	4435	4697	4874
营业税金及附加	38	35	33	40	42
营业费用	257	264	255	274	288
管理费用	293	292	282	305	320
研发费用	200	257	244	262	274
财务费用	37	64	48	25	31
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
其他收益	40	49	44	30	20
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	9	13	14	10	8
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	268	118	245	499	715
营业外收入	5	13	13	10	8
营业外支出	6	8	6	7	6
利润总额	267	122	252	502	717
所得税	14	-7	13	28	39
净利润	253	129	239	474	677
少数股东损益	5	-6	7	57	85
归属母公司净利润	248	135	232	417	593
EBITDA	443	335	492	740	981
EPS (元/股)	0.22	0.12	0.20	0.37	0.52

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	10.9	-5.1	6.6	10.0	7.3
营业利润(%)	9.4	-56.1	108.7	103.3	43.3
归属母公司净利润(%)	7.9	-45.5	71.9	79.8	42.0
获利能力					
毛利率(%)	19.9	19.0	19.9	22.9	25.4
净利率(%)	4.5	2.6	4.2	6.9	9.1
ROE(%)	7.3	4.0	6.9	9.7	13.3
ROIC(%)	5.0	3.3	4.1	6.4	8.2
偿债能力					
资产负债率(%)	56.9	57.4	64.3	58.4	59.8
净负债比率(%)	39.4	46.7	44.5	16.1	12.6
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.0	2.7	2.9	3.0	3.0
应付账款周转率	3.5	3.1	3.2	3.3	3.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.12	0.20	0.37	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.38	0.43	0.50	0.67
每股净资产(最新摊薄)	3.01	3.00	2.99	3.78	3.93
估值比率					
P/E	32.1	58.8	34.2	19.0	13.4
P/B	2.3	2.3	2.3	1.9	1.8
EV/EBITDA	11.8	19.9	19.3	11.7	8.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月22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
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		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