东兴证券 DONGXING SECURITIES

北京利尔（002392.SZ）：耐材领先稳健发展，推进“传统+新兴”复合增长体系构建

2025 年 9 月 9 日

强烈推荐/首次

北京利尔 | 公司报告

北京利尔是耐火材料行业龙头公司，综合竞争力突出。首创整包模式，整包营业收入占比超过 80%。2024 年末国内市场占有率行业第一，净资产收益率行业领先。数字化智能制造和经营管理打造出高效管理效率，叠加产业链一体化和优质高粘性客户群打造出突出的综合竞争力。新管理层创新意识强，积极推进传统+新兴的复合增长模式。

稳健发展，盈利水平处行业领先水平。公司二十年来基本上保持盈利状态，从 2006 到 2024 年营业收入和归母净利润年复合增长率分别达 18.50%和 10.15%，净资产增长 30 倍左右。高周转率和净利润率的推动下，和行业中可比龙头公司相比，ROE 最高。这得益于公司高效的管理和运营效率、产业链一体化和整包模式下高质量粘性客户群。

数字智能化和技术加持打造高效生产经营管理效率。公司已形成包括办公自动化、企业资源计划、生产、仓储、控制和数字孪生等系统在内的全线 DCS 控制智能化绿色化耐火材料生产线管理系统，获得国家智能制造示范工厂称号。还有技术创新的加持，公司达到能耗、人工和费用等成本下降。和行业中可比龙头公司比较，耐火材料毛利率高，销售和管理费用率低。

产业链一体化全覆盖布局提升综合竞争优势。公司积极布局产业链一体化，提升抗风险能力，增加利润增长点，降低成本。形成了河南洛阳、辽宁海城和山东日照为主的三大原料和制品生产基地，实现了原料和生产的一体化全产业链优化布局。

整包模式下，头部高粘性客户群打造竞争力。公司和客户签订 1-5 年不等的整包服务合同，实现“产品价值”向“服务价值”延伸，提升客户的粘性和排他性。多年来积累公司客户超过 140 家，国内客户超过 110 家，客户粘性高。当前反内卷的环境下，公司的大型钢铁企业客户受益政策较大。同时，公司积极推动业务向海外发展。

传统业务领先稳定发展，积极推进新兴科技第二增长。与行业内其他龙头公司相比，公司吨成本低，人均创收和创利高，市场占有率逆势稳步提升。传统主业领先行业，稳健发展。新管理层积极创新，推进构建“传统产业+新兴科技”的复合增长体系。发展智能耐材；公司投资的 AI 芯片公司和硅碳负极公司，均属于行业中技术底蕴深厚，并逐步达产量产和将出效益的阶段。同时，公司在湿法冶金氧化镁上有突破。

盈利预测及投资评级：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.03、4.52 和 5.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.38 和 0.42 元。公司耐火材料传统业务综合竞争优势明显，抗风险能力强，逆势提升市占率。同时努力打造“传统产业+新兴科技”的复合增长体系，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：耐火材料行业环境低迷持续性超出预期，复合增长体系推进速度低于预期。

公司简介：

北京利尔高温材料股份有限公司的主营业务是工业用高温材料及冶金炉料辅料的研发设计、配置配套、生产制造、安装施工、使用维护与技术服务为一体的“全程在线服务”的整体承包业务，为行业龙头之一。

资料来源：公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

资料来源：公司公告、同花顺

发债及交叉持股介绍：

无

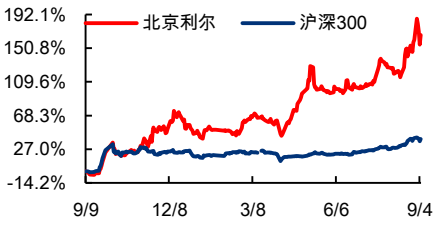
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（元）	8.83-2.96
总市值（亿元）	97.74
流通市值（亿元）	93.91
总股本/流通 A 股（万股）	119,049/119,049
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	3.41

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088 zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480512070003

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,648.68	6,326.60	6,972.52	7,901.73	8,831.08
增长率（%）	19.69	12.00	10.21	13.33	11.76
归母净利润（百万元）	389.92	318.59	402.76	452.41	504.76
增长率（%）	52.16	(18.29)	26.42	12.33	11.57
净资产收益率（%）	7.45	5.95	7.05	7.40	7.70
每股收益（元）	0.33	0.27	0.34	0.38	0.42
PE	20.79	25.45	20.13	17.92	16.06
PB	1.55	1.51	1.42	1.33	1.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 耐火材料主业，积极涉足新兴业务
1.1 基本情况
1.2 股权结构和管理层
1.3 耐火材料以整包为主要模式，积极参与新兴业务
2. 公司稳健发展，盈利水平处行业领先水平
2.1 经营稳健，2006 年以来基本上保持盈利状态
2.2 净资产收益率保持行业领先水平
3. 数字智能化和技术加持打造高效生产经营管理效率
4. 产业链一体化全覆盖布局提升综合竞争优势 1
5. 整包模式下，头部高粘性客户群打造竞争力 1
6. 传统业务领先稳定发展，积极推进复合增长体系 1
7. 盈利预测和投资评级 1
8. 风险提示 1
相关报告汇总 1

插图目录

图 1： 公司股权结构（2024 年底）
图 2： 北京利尔 2024 年分业务营业收入占比
图 3： 北京利尔 2024 年分业务毛利占比
图 4： 北京利尔扣非后归母净利润变化
图 5： 北京利尔营业收入和增速变化（右轴）
图 6： 北京利尔归母净利润和增速变化（右轴）
图 7： 北京利尔净资产变化
图 8： 钢铁耐材为主的上市公司扣非后 ROE（%）变化
图 9： 钢铁耐材为主的上市公司净利润率变化
图 10： 钢铁耐材为主的上市公司总资产周转率（次）变化
图 11： 钢铁耐材为主的上市公司资产负债率（%）变化
图 12： 钢铁耐材为主的上市公司销售费用率变化
图 13： 钢铁耐材为主的上市公司管理费用率变化
图 14： 钢铁耐材为主的上市公司固定资产周转率（次）变化
图 15： 钢铁耐材为主的上市公司存货周转率（次）变化
图 16： 公司机压制品全智能生产线系统
图 17： 公司智能制造系统 1
图 18： 钢铁耐材为主的上市公司技术人员占比变化 1
图 19： 钢铁耐材为主的上市公司耐材毛利率变化 1
图 20： 北京利尔原料、制品、销售和回收全国布局 1
图 21： 公司耐材全生命周期管理模式 1

图 22： 钢铁耐火材料上市公司吨成本比较 1
图 23： 钢铁耐火材料上市公司人均创收比较 1
图 24： 钢铁耐火材料上市公司人均创利比较 1
图 25： 北京利尔市场占有率逐步提升 1
图 26： 上海阵量产品研发和制造进展和规划 15
图 27： 上海阵量和产品行业地位 1
图 28： 洛阳联创锂能发展历程 1
图 29： 洛阳联创锂能发展规划 1

表格目录

表 1： 河南铝质材料生产基地绿色智能制造和传统生产比较 1
表 2： 公司产能和产线情况 1
表 3： 上海阵量团队成员情况 1
附表：公司盈利预测表 1

1. 耐火材料主业，积极涉足新兴业务

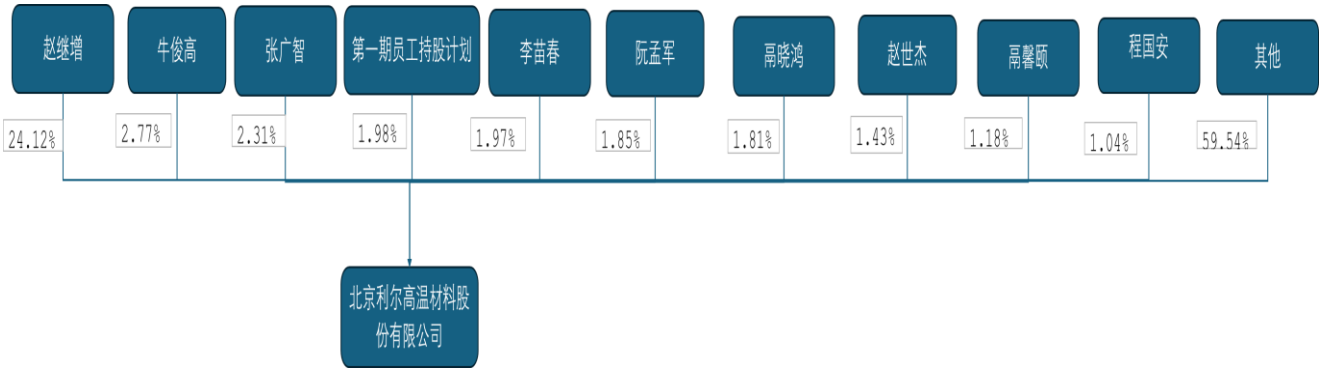
1.1 基本情况

北京利尔是耐火材料行业龙头公司，主要是业务是耐火材料的生产和服务，下游为钢铁、有色、石化、建材、环保等行业。公司是提供客户工业用高温材料研发设计、生产制造、安装施工和使用维护与技术服务等一站式综合性服务商。公司成立于 2000 年 11 月，2010 年 4 月在深交所上市，在国内首次提出“整包”模式（占比 80%以上），具备完善产业链，形成从原材料开采到制品，再到回收综合利用的全产业链模式，累了以国内头部钢企为主的高粘性客户群，并不断地通过研发、技术提升和数字化智能制造打造领先的市场综合竞争力。经过多年的沉淀，公司形成了成熟完善的经营管理机制，打造出高效的销售和管理模式。2024 年末市场占有率超过 3.86%；2025 年中公司耐火材料产能为 90 万吨；净资产收益率在行业处于领先水平。

1.2 股权结构和管理层

公司作为民营企业，实际控制人是赵继增和赵伟（父子）合计持股 24.8%。赵伟 2024 年 7 月出任公司董事长，管理层和非独立董事大部分都是 80 后，新管理层也大部分来自公司自己的培养,并实现新老更替。

图1：公司股权结构（2024 年底）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

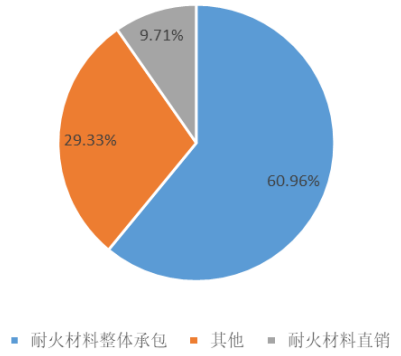
1.3 耐火材料以整包为主要模式，积极参与新兴业务

2024 年公司耐火材料整体承包的营业收入为 38.57 亿元，同比增长 3.77%，占比为 60.96%（占耐火材料营业收入比重为 86.27%）；耐火材料直销营业收入为 6.14 亿元，同比增长 20.37%，占比 9.71%。其他（以钼合金为主）营业收入为 18.56 亿元，同比增长 30.52%，占比 29.33%。

从毛利看，则 2024 年耐火材料整体承包业务为 7.43 亿元，同比下降 15.27%，占比 81.52%；耐火材料直销为 1.14 亿元，同比增长 2.51%，占比 12.55%；其他为 0.54 亿元，同比增长 11.20%，占比 5.94%。

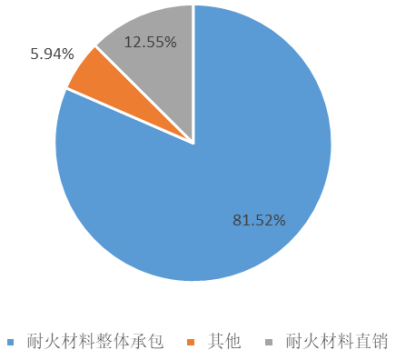
在传统主业稳健发展的同时，积极寻求新兴业务的发展。2024 年以来，公司和实际控制人以股权投资形式参与 AI 芯片和锂电池负极材料行业。2024 年 1 月公司与实际控制人赵继增分别出资投资洛阳联创锂能科技有限公司；2025 年 5 月公司和董事长赵伟分别投资上海阵量智能科技有限公司出资投资上海阵量，进一步显现出新管理层敢于尝试，敢于创新，进军新兴业务的较强意愿。

图2：北京利尔 2024 年分业务营业收入占比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图3：北京利尔 2024 年分业务毛利占比



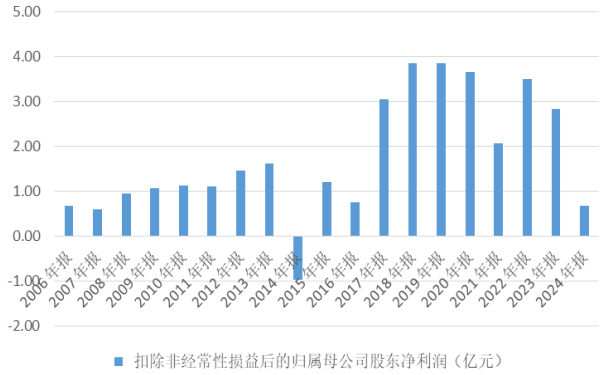
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2. 公司稳健发展，盈利水平处行业领先水平

2.1 经营稳健，2006 年以来基本上保持盈利状态

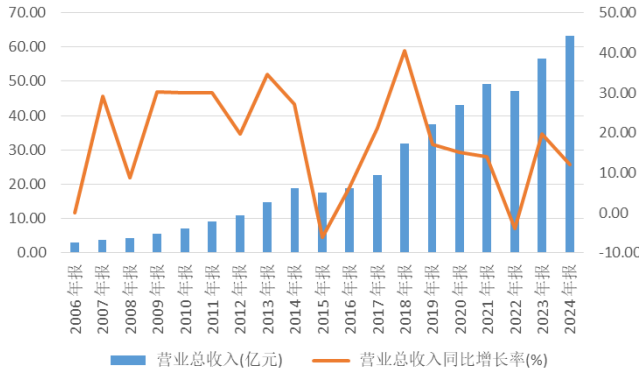
耐火材料行业属于大行业小公司，行业集中度水平较低，行业竞争激烈。同时，作为周期性行业还受到下游需求波动的影响。但是公司作为行业龙头企业，从 2006 年到 2025 年的近二十年的时间里，仅有 2015 年出现过亏损，其他年份均保持盈利的状态。

图4：北京利尔扣非后归母净利润变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

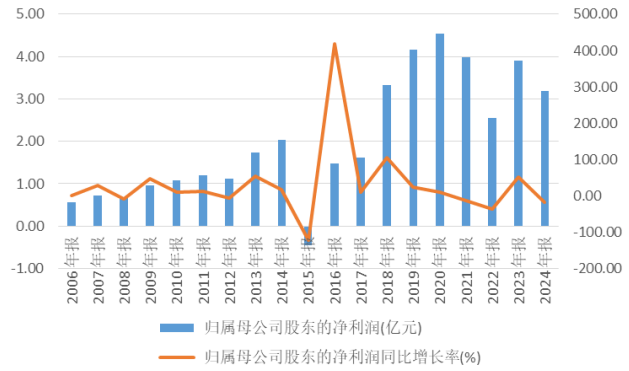
图5：北京利尔营业收入和增速变化（右轴）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

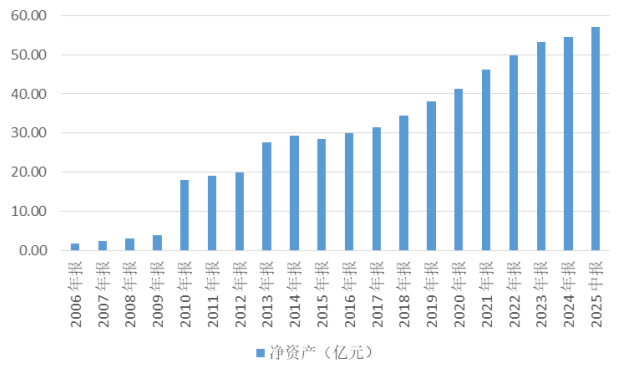
公司保持稳健持续发展，营业收入、净利润和净资产保持持续增长的态势。公司营业收入从 2006 年的 2.98 亿元，发展到 2024 年的 63.27 亿元，年复合增长率达到 18.50%。营业收入仅在 2015 年和 2022 年出现过下滑，其他年份保持持续增长的态势。归母净利润从 2006 年的 0.56 亿元，发展到 2024 年的 3.19 亿元，年复合增长率为 10.15%。公司净资产从 2006 年的 1.90 亿元增长到 2025 年二季度末的 57.06 亿元，增长了 30.03 倍。

图6：北京利尔归母净利润和增速变化（右轴）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图7：北京利尔净资产变化

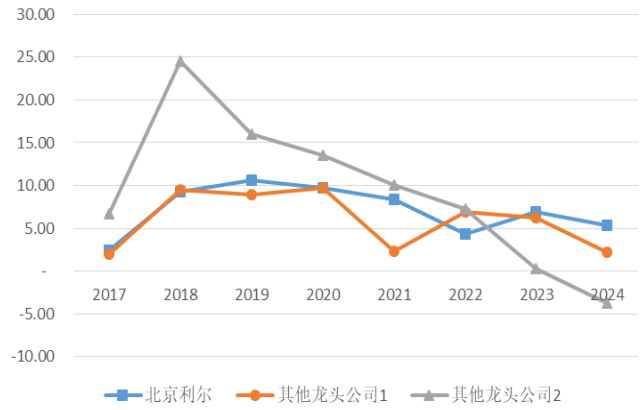


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2.2 净资产收益率保持行业领先水平

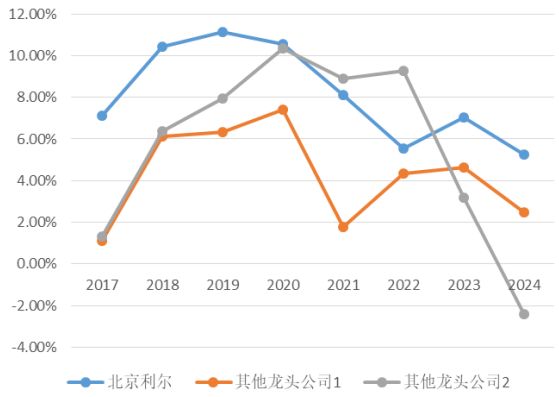
2023 年和 2024 年净资产收益率保持行业高水平，主要是净利润率和总资产周转率带动。2023 年和 2024 年公司扣非后 ROE 为 6.92%和 5.35%，处于以钢铁耐火材料为主的耐材上市公司的最高水平。这主要得益于公司净利润率水平的提升和总资产周转率的提升。

图8：钢铁耐材为主的上市公司扣非后 ROE（%）变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

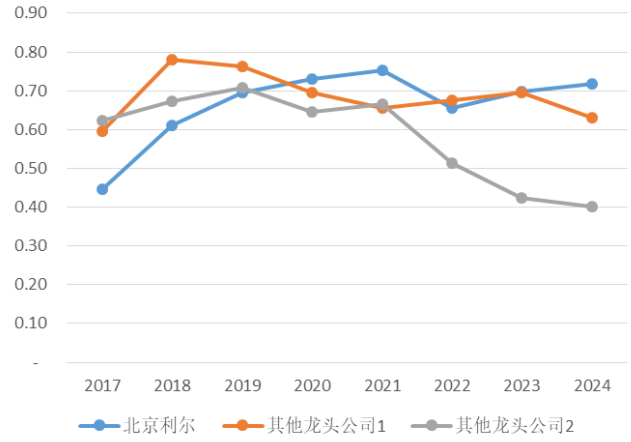
图9：钢铁耐材为主的上市公司净利润率变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

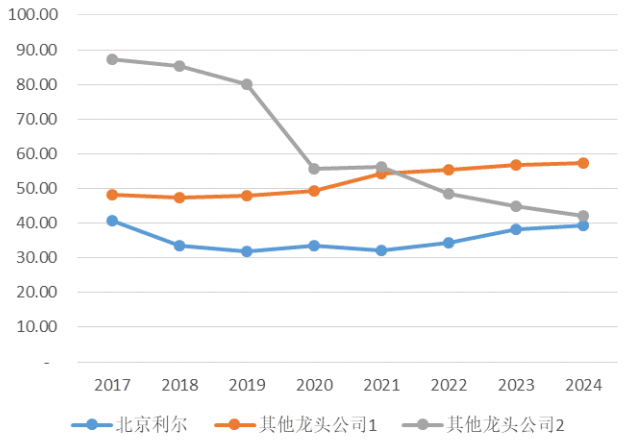
2023 年和 2024 年公司净利润率和总资产周转率水平处于行业最高水平。2023 年和 2024 年公司净利润率分别为 7.03%和 5.26%；总资产周转率分别为 0.70 和 0.72 次。虽然公司资产负债率水平不高，2023 年和 2024 年分别为 38.20%和 39.39%，但是在净利润率和总资产周转率的带动下，公司扣非后 ROE 水平处于行业领先地位。

图10：钢铁耐材为主的上市公司总资产周转率（次）变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

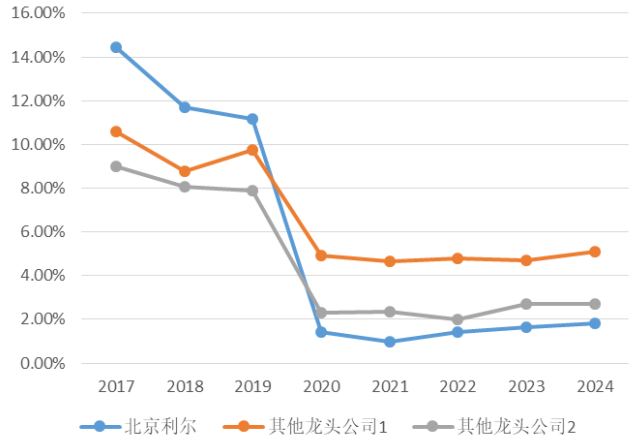
图11：钢铁耐材为主的上市公司资产负债率（%）变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

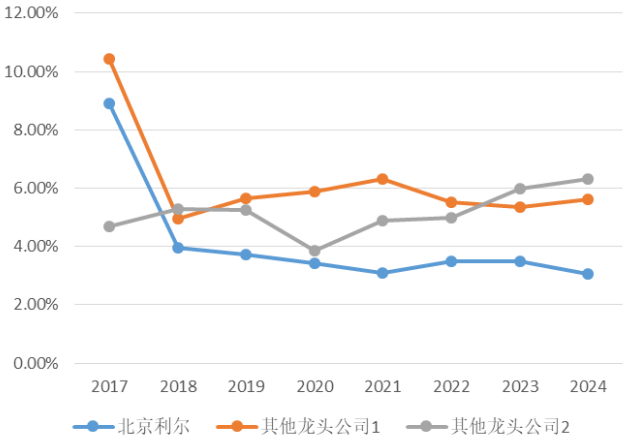
公司高效的经营管理下期间费用率较低提升净利润率水平。2024 年公司销售费用率仅为 1.81%，2020 年以来处于行业的最低水平。公司的管理费用率从 2018 年以来也是一直处于行业的最低水平，2024 年管理费用率 3.06%，较 2023 年降 0.44 个百分点，较行业中最高的上市公司低 3.26 个百分点，体现了公司高效的经营管理效率。

图12：钢铁耐材为主的上市公司销售费用率变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图13：钢铁耐材为主的上市公司管理费用率变化



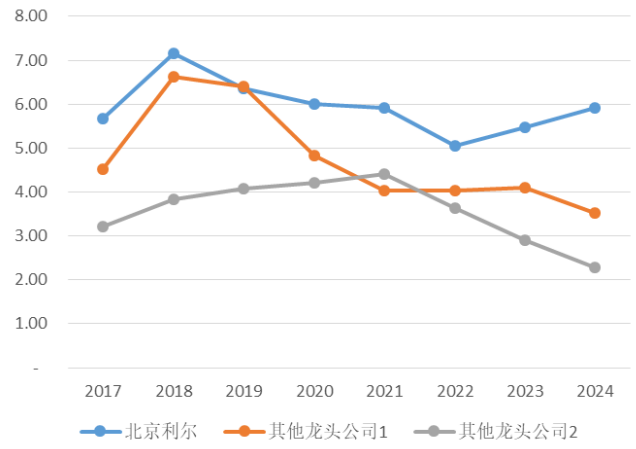
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

公司总资产周转率在行业上市公司中最高，也是公司高效经营管理的体现。2024 年总资产周转率为 0.72 次，较 2023 年提高 0.02 次，较行业中总资产周转率最低的公司高出 0.32 次。

其中，公司固定资产周转率 2020 年以来一直处于行业上市公司中的最高水平，2024 年公司固定资产周转率为 5.92 次，较最低的公司高出 3.64 次。

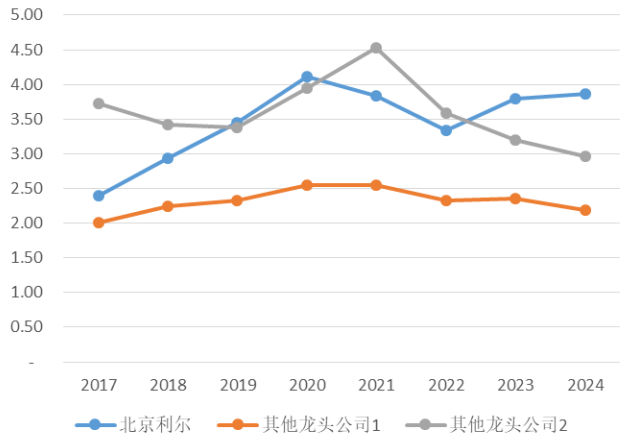
公司存货周转率 2023 年和 2024 年也是在行业上市公司中最高，分别为 3.79 次和 3.86 次。

图14：钢铁耐材为主的上市公司固定资产周转率（次）变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图15：钢铁耐材为主的上市公司存货周转率（次）变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 数字智能化和技术加持打造高效生产经营管理效率

公司工厂获得过国家工信部，国家发改委，财政部及国家市场监督管理总局共同颁布的国家智能制造示范工厂称号。公司通过生产线的改造，在机压制品、预制件/不定形和三大件制品等全产品上形成了全流程、自动化、智能化的生产线系统，实现了从原材料、配料、输送、混料、布料、成型、RGV 转运、高温智能窑炉、自动拆垛码垛、自动包装和成品立库的全自动化和系统控制。

2018 年河南洛阳利尔公司建成全国首条全线 DCS 控制智能化绿色化耐火材料生产线；2021 年山东日照利尔公司建成并投产一条年产 1 万吨的智能连铸功能耐火材料生产线；2022 年辽宁海城利尔公司建成并投产一条年产 25 万吨的智能机压生产线。当前公司已经形成全线 DCS 控制智能化绿色化耐火材料生产线系统。

图16：公司机压制品全智能生产线系统

资料来源：公司路演资料、东兴证券研究所

公司通过技术创新，达到能耗的下降，以河南河南铝质材料生产基地为例，绿色智能制造不仅降低能耗，降低吨生产能源材料成本，同时还能显著降低人工成本，大幅提高人均产能，提升产品质量。人均产能改善率高达 770%，人工数下降幅度为 61.2%。

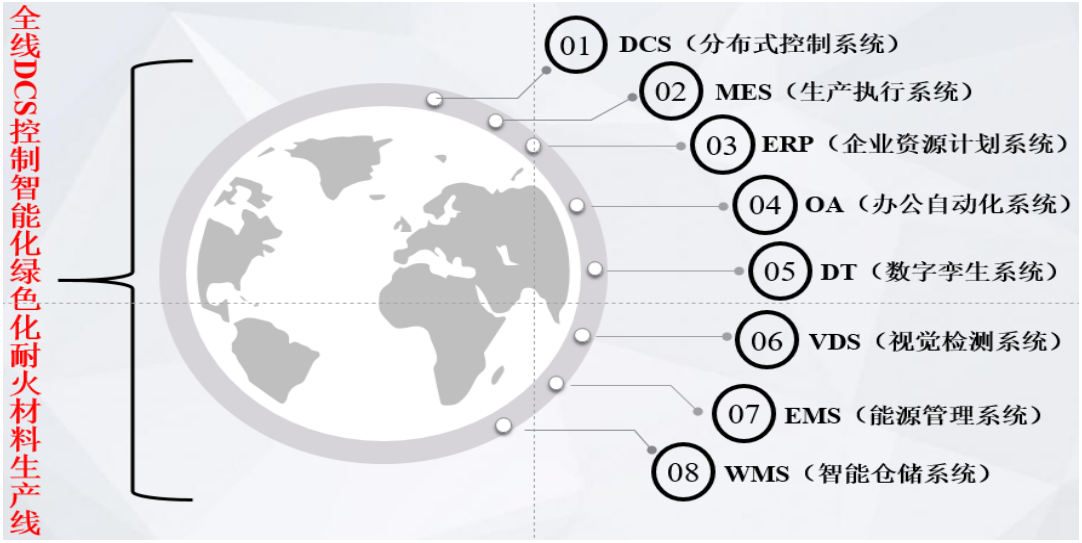
表1：河南铝质材料生产基地绿色智能制造和传统生产比较

项目	传统生产	智能化生产	改善率
人均产能	117t/a	909t/a	↑770%
机器换人	170 人	66 人	↓61.2%
质量提升	98.5%	99.7%	↑1.2%
节能降耗	240m3/t	83m3/t	↓65%

资料来源：公司路演资料、东兴证券研究所

公司的分布式控制系统、生产执行系统、企业资源计划系统、办公自动化系统、数字孪生系统、视觉检测系统、能源管理系统和智能仓库系统等形成公司经营管理的全流程智能系统的互联互通，使得生产经营管理更加高效。

图17：公司智能制造系统

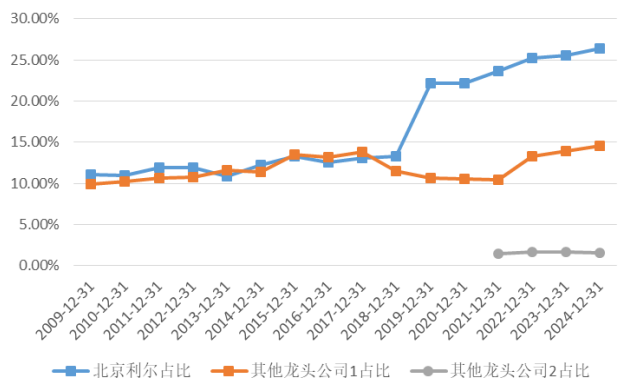


资料来源：公司路演资料、东兴证券研究所

同时,公司加大技术人员配置，针对服务项目把技术落实到生产和服务当中。针对客户的要求，在生产和服务中不断地运用技术，进行产品和服务的优化。从而达到提升产品和服务的质量的效果，同时也降低了产品和服务的成本，达到降本增效的目的，最终提升公司的行业综合竞争力。技术在客户项目中的应用是公司降低成本的重要驱动因素。2024 年公司技术人员为 531 名，占总员工的比例为 26.40%，处于行业上市公司的最高水平。

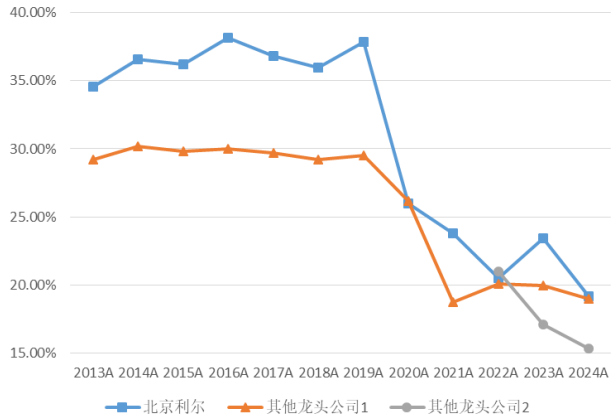
在智能化制造经营管理系统和技术服务的基础上，公司耐火材料毛利率水平处于行业上市公司中的最高水平，2024 年耐火材料毛利率为 19.19%,较上市的较低公司高出 3.87 个百分点。

图18：钢铁耐材为主的上市公司技术人员占比变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图19：钢铁耐材为主的上市公司耐材毛利率变化



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

在公司全线智能化生产经营管理系统的加持下和技术在生产服务项目中的应用，公司生产经营效率提升明显。所以，从公司的销售费用率和管理费用率可以看到：两个期间费用率在行业上市公司中处于最低水平。

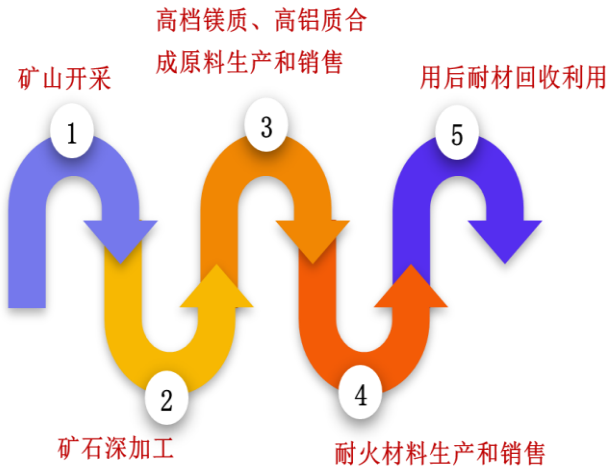
4. 产业链一体化全覆盖布局提升综合竞争优势

公司积极布局产业链一体化，提升公司抗风险能力，增加利润增长点，降低成本。在镁质耐火材料产业上形成了“矿山开采-矿石深加工（尾矿浮选利用）-耐火原料-耐火材料制品-用后耐火材料回收及综合利用”的耐材全生命周期管理模式。铝质耐火材料也完成了“耐火原料-耐火材料制品-用后耐火材料回收及综合利用”等耐火材料的全生命周期管理模式的布局。公司形成了河南洛阳、辽宁海城和山东日照为主的三大原料和制品生产基地，实现了原料和生产的一体化全产业链优化布局。

图20：北京利尔原料、制品、销售和回收全国布局

资料来源：公司路演资料，东兴证券研究所

图21：公司耐材全生命周期管理模式



资料来源：东兴证券研究所

公司河南高铝基地原料白刚玉年产量 13 万吨、高纯氧化铝微粉 1.5 万吨，不定性铝制产品 15 万吨，机压定型铝质产品 10 万吨，铝质预制件 5 万吨。辽宁镁质基地原料菱镁矿年产量 100 万吨,年产矿石 100 万吨，电熔镁砂年产量 10 万吨，重烧镁砂 16 万吨，精矿粉 60 万吨。不烧机压砖 35 万吨，烧成镁质砖 5 万吨，不定型镁质产品 10 万吨，镁质预制件 10 万吨。山东沿海基地连铸功能产品年产量 1 万吨，钼铁合金年产量 2 万吨。

表2：公司产能和产线情况

产地	原料/制品	名称	年产量
河南高铝基地	原料	白刚玉	13 万吨
		高纯氧化铝微粉	1.5 万吨
	制品	不定形铝制产品	15 万吨
		机压定型铝质产品	10 万吨
		铝质预制件	5 万吨
辽宁镁质基地	原料	菱镁矿	100 万吨
		电熔镁砂	10 万吨
		重烧镁砂	16 万吨
		精矿粉	60 万吨
	制品	不烧机压砖	35 万吨
		烧成镁质砖	5 万吨
		不定形镁质产品	10 万吨
		镁质预制件	10 万吨
山东沿海基地	制品	连铸功能产品	1 万吨
		钼铁合金	2 万吨

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

5. 整包模式下，头部高粘性客户群打造竞争力

公司首创“整体承包”模式，2024 年底耐材业务中整包模式收入占比超过 80%。公司和客户签订 1-5 年不等的供货服务合同，实现“产品价值”向“服务价值”延伸的战略。公司能够对产品使用环境和情况能够做出快速响应和最及时的调整，提升服务质量和效果，利用自身技术优势，针对性为客户提供“全程在线服务”。这样既能够降低服务成本，又能提升客户的粘性和排他性。

多年来积累公司客户超过 140 家，国内客户超过 110 家，客户粘性高。公司和 120 家头部钢企建立了业务合作关系，前 20 钢铁企业基本上都与公司是长期合作伙伴关系。形成了宝武集团、河北钢铁、首钢集团、鞍钢集团、柳钢集团、山钢集团、中信泰富、沙钢集团、日钢控股、福建三钢、建龙钢铁、河北敬业、中天钢铁等为主的客户群，以及国外的整体承包模式客户：越南台塑河静钢铁兴业责任有限公司、越南和发广义榕橘钢铁公司、马来西亚东钢集团有限公司等。公司获得中国宝武优秀供应链合作伙伴、首钢京唐钢包砌筑大包先进单位、河钢邯钢优秀供应商、建龙集团战略合作伙伴和优秀供应商、山钢日照优秀供应商、攀钢冶材战略伙伴、安阳钢铁战略合作伙伴、晋南钢铁五星承包合作单位、南京钢铁战略合作伙伴、日照钢铁优秀供应商、首钢迁安卓越合作伙伴、天津荣程战略合作伙伴、天津钢管战略合作伙伴等。

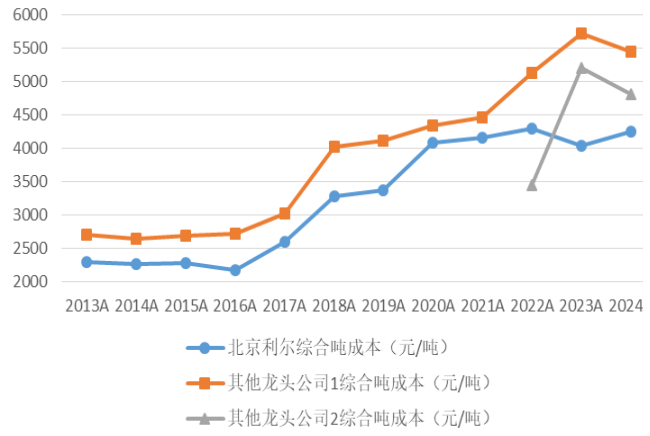
钢铁行业反内卷政策从超低排放为抓手和切入，如果后续反内卷政策像 2016 年到 2020 年那样压减产能，进行落后产能淘汰，这将有利于优质和龙头钢铁企业的长期发展。公司客户资源以大型钢企为主，在当前反内卷的环境下，大型钢铁企业受益行业的政策，公司客户受益政策较大。随着反内卷的政策的进一步推进，有利于公司提高市场占有率，带来公司间接受益。同时，公司也在积极拓展海外市场业务，加大海外布局，寻找国际大型钢铁企业的合作机会，提升公司的国际影响力。

6. 传统业务领先稳定发展，积极推进复合增长体系

公司作为耐火材料行业的龙头领先行业，业务一直保持稳健发展态势。公司通过不断提高智能化制造和经营管理水平、产业链全周期一体化建设布局，以及在研发和技术优势下利用整包模式培育高粘性优质客户群，保证自己的低成本优势，打造出自己领先的市场综合竞争力。

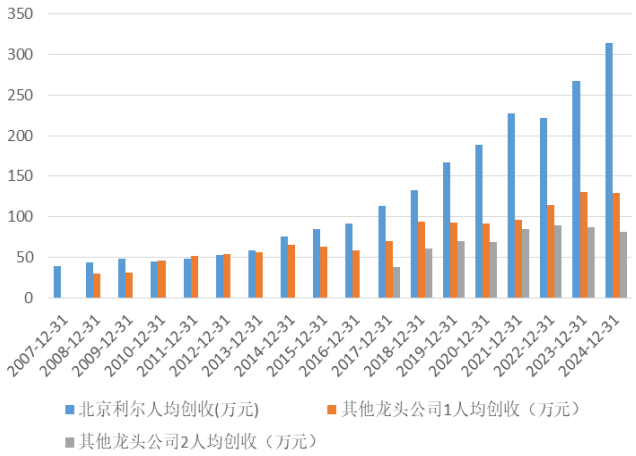
公司成本优势不断提升，2024 年吨成本降至 4241 元/吨，处于行业上市公司的最低水平。生产经营和管理效率不断地提升，从人均创收和创利来看：北京利尔一直以来处于耐火材料行业上市公司的最高水平。2024 年北京利尔人均创收为 314.6 万元，较 2023 年提升 46.97 万元，较较低的可比上市公司高出 232.87 万元。人均创利为 15.84 万元，比较低的可比上市公司高出 18.05 万元。

图22：钢铁耐火材料上市公司吨成本比较



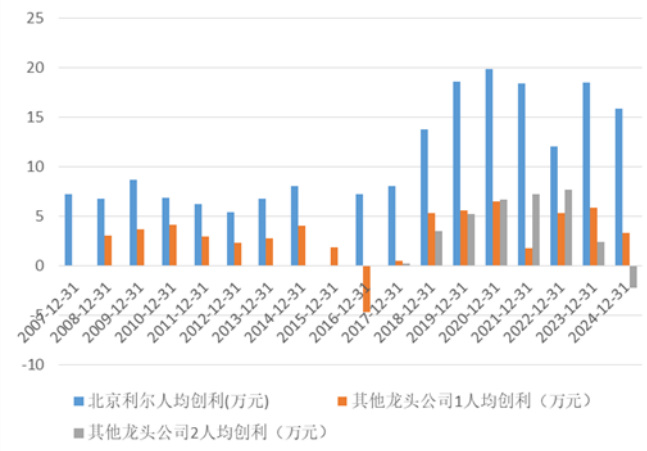
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图23：**钢铁耐火材料上市公司人均创收比较**



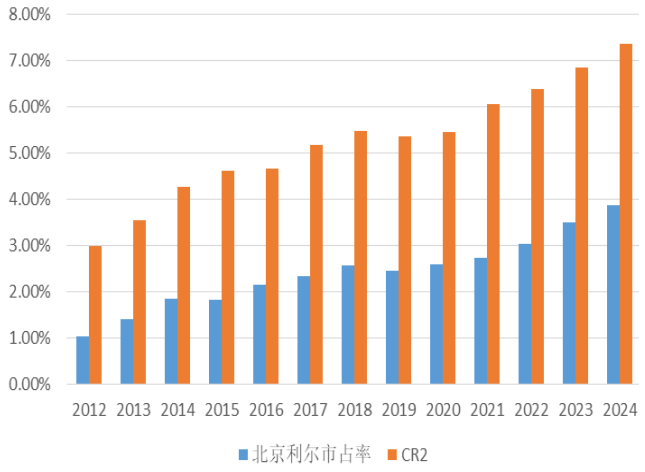
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图24：钢铁耐火材料上市公司人均创利比较



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图25：北京利尔市场占有率逐步提升



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

突出的市场综合竞争力不但能够提升公司在行业环境恶劣情况下的抗风险能力，并且能够助力公司逆势提升市场占有率水平。当前耐火材料行业景气度持续低迷，行业中公司竞争白热化加剧，但公司保持稳健发展，市场占有率反而逐步逆势提升。

2024 年保守计算，公司的市场占有率为 3.86%，较 2023 年提高 0.36 个百分点，较 2014 年提高了 2.03 个百分点。行业环境越是恶劣，公司的市占率提升的速度越快，当前行业持续处于历史低迷阶段，公司市场占有率提升处于较快阶段。

2024 年耐火材料 CR2 仅为 7.36%，较低的行业集中度水平，为公司耐火材料行业的发展预留了更大的发展空间。

年轻新高管创新和变革意愿，涉足新兴科技构建复合增长体系。2024 年 7 月公司完成董监高的换届，80 后等年轻一代接替公司发展谋划、管理和运营。新高管层年轻且有海外商业专业背景，并且很多高管是和公司一起成长起来的，管理经验丰富，创新和变革意愿强。对公司构建“传统产业+新兴科技”的复合增长体系积极推进，利用公司成熟高效的经营管理和投融资优势推进公司的新发展。

2025 年 4 月公司与董事长赵伟分别出资 2 亿元和 5000 万元增资上海阵量智能科技有限公司，合计持股比例 14.29%。上海阵量成立于 2020 年，是商汤科技联合三一集团、粤民投共同战略投资的国产 AI 芯片公司，核心团队来自于 AMD、百度、华为海思、阿里巴巴和商汤等龙头公司。

表3：上海阵量团队成员情况

职务	姓名	情况介绍
董事长	徐冰	商汤集团股份有限公司联合创始人、执行董事及董事会秘书。彼于 2015 年 12 月 15 日获委任为董事，并于 2021 年 8 月 23 日调任为执行董事。彼主要负责商汤集团股份有限公司的企业发展战略以及融资和战略投资整体管理。商汤集团股份有限公司成立前，自 2012 年 8 月起，徐冰先生为香港中

职务	姓名	情况介绍
		文大学多媒体实验室的博士候选人，重点研究深度学习及计算机视觉。彼于2012年11月获得香港中文大学的信息工程及数学双学士学位。于2017年，徐冰先生被评为《麻省理工科技评论》35岁以下科技创新者并于2019年名列福布斯亚洲30位30岁以下精英榜。
总经理	王勇	原AMD、百度昆仑芯核心架构师,主导昆仑芯二代架构，商汤科技芯片研发总监，主导PT200芯片获得国产AI芯片入场券。
联席CEO	王湛	百度创始员工，曾任百度副总裁，百度核心商业搜索产品凤巢系统总设计师，管理百度核心业务。

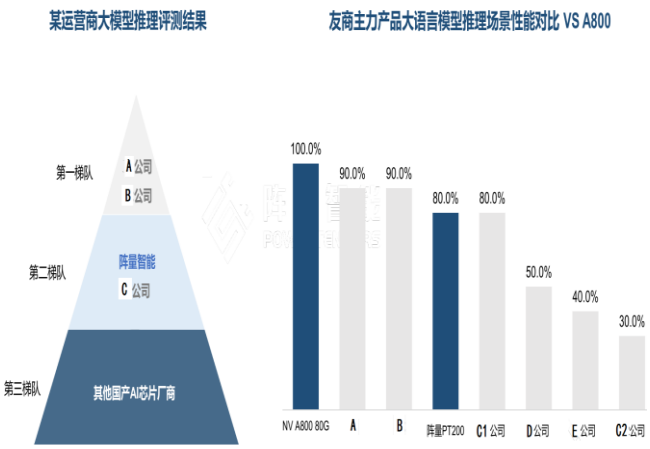
资料来源：同花顺，芯事情报局，雷递，东兴证券研究所

上海阵量研发制造用于人工智能推理训练的GPGPU，用于国产替代，其已成功量产两代AI芯片。

图26：上海阵量产品研发和制造进展和规划

资料来源：公司路演资料，东兴证券研究所

图27：上海阵量和产品行业地位



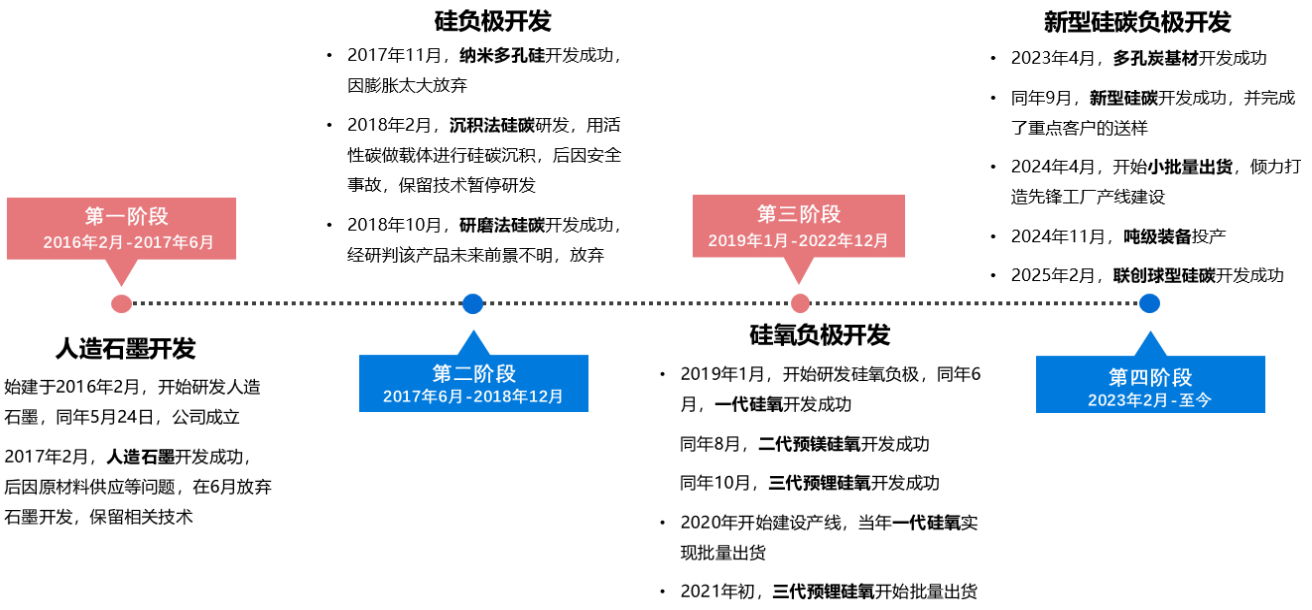
资料来源：公司路演资料，东兴证券研究所

为落实打造新业务增长点的战略，公司长期关注新能源材料行业发展，寻求具有行业领先性技术的投资机会。2024年1月公司和赵继增（原董事长）分别以1.5亿元和0.75亿元投资洛阳联创锂能科技有限公司，持股比例分别为10%和5%。

洛阳联创锂能科技有限公司成立于2016年2月，是国内研发、设计和制造一体化的硅负极材料的头部企业，是国内极少数掌握兼顾高首效、高容量、低残碱、耐产气、低硅晶于一体生产制造一体化的预锂硅氧负极龙头企业之一，是国内极少数掌握从树脂合成到新型硅碳一体化制造的高新技术企业之一。公司实际控制人陈志强为硕士生导师、研究员、钛行业专家、国防科技专家，享受国务院政府特殊津贴。公司核心团队来自军工研究所，具备10年以上的材料及设备开发经验，实现产品从材料、工艺到装备一体化的垂直开发。

洛阳联创锂能独创二次人造石墨低温沥青造粒技术；预锂硅氧生产装备全部自研，目前依然是国内单体产能最大(吨级)、效果最好、生产最稳定的装备；完成了多孔碳基材的碳化、活化等装备的自研和制造，以及流化床和回转炉量产装备的自研和制造；完成了行业首台吨级流化床硅碳沉积设备自研和制造。

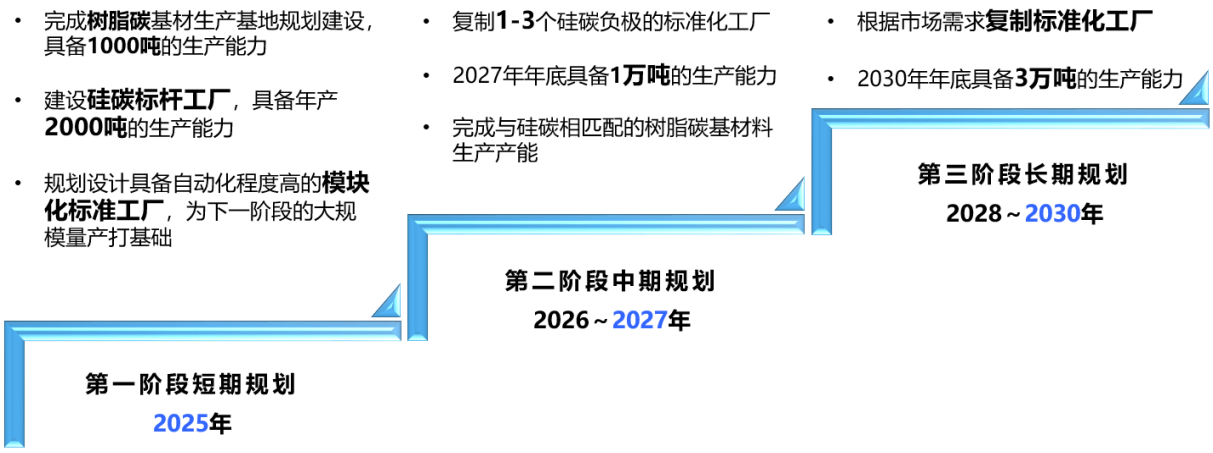
图28：洛阳联创锂能发展历程



资料来源：公司路演资料、东兴证券研究所

公司预锂硅氧材料已在数家头部电池厂量产出货，新型硅碳负极材料更是得到国内外头部电池厂的意向订单和定点开发，产品已经给大部分主流电池厂送样，并获得客户认可，并已开发出多款用于手机和车店的产品。

图29：洛阳联创锂能发展规划



资料来源：公司路演资料、东兴证券研究所

2024 年 11 月公司硅碳负极吨级装备投产，2025 年 2 月球型硅碳开发成功,预计 2025 年硅碳负极 2000 吨标杆工厂落地，并计划 2027 年达到万吨产能，2030 年达到 3 万吨产能。

同时，还积极开发智能耐火材料，通过植入传感器实现窑炉运行状态的实时监测等。公司也在积极拓展湿法冶金用沉淀剂活性氧化镁业务，产品已取得突破，可应用于沉钴沉镍及稀土行业，并且已经完成中试。2025年9月5日公司与上海尚汤智能科技有限公司、杭州曦望芯科智能科技有限公司签署《战略合作协议书》，计划共同研究和探索AI算力合作、工业制造与决策AI垂直模型的开发和应用，以及相关智能体开发和推广等方面的战略合作。公司努力把传统和科技相结合，通过研发、投资等不同的路径，去落地公司“传统产业+新兴科技”的复合增长体系的战略，实现传统赛道新突破和新赛道双轮驱动。

7. 盈利预测和投资评级

我们预计公司2025-2027年营业收入为69.73亿元、79.02亿元和88.31亿元，分别同比增长10.21%、13.33%和11.76%；归母净利润分别为4.03亿元、4.52亿元和5.05亿元，分别同比增长26.42%、12.33%和11.57%；对应EPS分别为0.34、0.38和0.42。看好公司在整包模式下，数字智能化制造和管理的提升、产业链一体化和高粘性的优质客户群保证了公司耐火材料传统业务综合竞争力优势明显，抗风险能力强，并能逆势提升市占率水平。同时，公司新管理层创新改革意愿强，努力打造“传统产业+新兴科技”的复合增长体系，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

8. 风险提示

耐火材料行业环境低迷持续性超出预期，复合增长体系推进速度低于预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	5630	6677	6928	7569	8597	**营业收入**	5649	6327	6973	7902	8831
货币资金	760	[illegible]	[illegible]	3285	3735	**营业成本**	4611	5415	5981	6782	7571
应收账款	3522	3347	2388	2706	3024	营业税金及附加	39	36	39	45	50
其他应收款	80	74	92	104	116	营业费用	92	115	113	128	143
预付款项	133	86	95	107	120	管理费用	198	193	174	198	221
存货	1272	1534	1540	1747	1950	财务费用	1	-5	4	-7	-10
其他流动资产	634	401	245	269	293	研发费用	206	246	254	288	322
非流动资产合计	1941	2080	2192	2051	1914	资产减值损失	-34	-21	-23	-26	-29
长期股权投资	86	220	470	471	472	公允价值变动收益	4	2	4	4	4
固定资产	1121	1063	1009	985	913	投资净收益	-5	-31	23	24	24
无形资产	533	518	446	375	304	加：其他收益	64	113	66	66	66
其他非流动资产	136	136	136	136	136	**营业利润**	451	377	462	519	580
资产总计	8617	9008	9761	10648	11576	营业外收入	1	1	6	6	6
流动负债合计	3227	3357	3774	4279	4777	营业外支出	1	4	2	2	2
短期借款	317	301	0	0	0	**利润总额**	450	374	466	523	584
应付账款	1079	1098	1426	1617	1805	所得税	53	42	52	59	65
预收款项	0	0	0	0	0	**净利润**	397	333	414	465	518
一年内到期的非流动负债	3	3	0	0	0	少数股东损益	7	14	11	12	13
非流动负债合计	3292	3548	3936	4413	4883	归属母公司净利润	390	319	403	452	505
长期借款	0	128	99	71	43	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	6518	6905	7709	8692	9660	**成长能力**					
少数股东权益	92	102	113	125	138	营业收入增长	19.69%	12.00%	10.21%	13.33%	11.76%
实收资本（或股本）	1190	1190	1190	1190	1190	营业利润增长	63.94%	-16.30%	22.43%	12.43%	11.66%
资本公积	1002	979	979	979	979	归属于母公司净利润增长	52.16%	-18.29%	26.42%	12.33%	11.57%
未分配利润	3041	3189	3543	3941	4385	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	5326	5460	5825	6235	6692	毛利率(%)	18.37	14.42	14.22	14.17	14.27
负债和所有者权益	8617	9008	9761	10648	11576	净利率(%)	7.03	5.26	5.93	5.88	5.87
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	4.52	3.54	4.13	4.25	4.36
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	7.45	5.95	7.05	7.40	7.70
经营活动现金流	-164	155	2393	565	617	**偿债能力**					
净利润	397	333	327	377	431	资产负债率(%)	38.20	39.39	40.32	41.44	42.19
折旧摊销	137	145	220	237	243	流动比率	2.07	2.06	2.01	2.01	2.02
财务费用	1	-5	4	-7	-10	速动比率	1.60	1.48	1.53	1.53	1.54
应收帐款减少	-795	175	959	-318	-318	**营运能力**					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.70	0.71	0.74	0.76
投资活动现金流	81	49	-319	-79	-89	应收账款周转率	1.60	1.89	2.92	2.92	2.92
公允价值变动收益	4	2	4	4	4	应付账款周转率	4.27	4.93	4.20	4.20	4.20
长期投资减少	-415	-24	316	-250	0	**每股指标（元）**					
投资收益	-5	-16	23	24	24	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.27	0.34	0.38	0.42
筹资活动现金流	126	127	-382	-76	-79	每股净现金流(最新摊薄)	0.04	0.28	1.42	0.34	0.38
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.47	4.59	4.89	5.24	5.62
长期借款增加	-3	128	-29	-28	-27	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	20.79	25.45	20.13	17.92	16.06
资本公积增加	0	-23	0	0	0	P/B	1.55	1.51	1.42	1.33	1.24
现金净增加额	44	334	1692	410	450	EV/EBITDA	7.04	10.65	8.72	7.54	6.49

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	新藏铁路等重大项目逐步落地拉动内需，保障经济行稳致远	2025-08-12
行业普通报告	雅江水电站开工释放新政策信号	2025-07-22
行业普通报告	新城市工作会议推动地产回归健康发展轨道和行业供需新平衡	2025-07-16
行业普通报告	反内卷政策落地加速构建水泥等行业供需新平衡	2025-07-07
行业深度报告	建筑建材行业：内需释放和供给优化下的新平衡—建筑建材行业 2025 年中期展望	2025-06-17
行业深度报告	建材行业：部分细分行业最差的情况存在改善迹象—2024 年和 2025 年一季报综述	2025-05-16
行业深度报告	建筑建材行业：内需释放下的新平衡—行业框架报告	2025-04-23
行业普通报告	建材行业：美国高关税促内需发力，政策逐步落地促行业估值修复—美国加征高关税点评	2025-04-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

16 余年研究经验，上下结合研究框架，涵盖建筑建材及非金属新材料等行业。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名；东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名；卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围；今日投资“天眼”2018 年唯一 3 年五星级分析师及 2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师、选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等；2019 年“金翼奖”第 1 名；2020 年 WIND 金牌分析师第 3 名、东方财富最佳行业分析师第 3 名；2021 年 wind 金牌分析师第 2 名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526