

公司研究

耐材主业承压，拖累经营表现

——濮耐股份（002225.SZ）2025 年三季报点评

要点

事件：濮耐股份发布 25 年三季报，25Q1-3 年实现营收/归母净利/扣非归母净利 41.8/0.9/0.7 亿元，同比+4.3%/-22.8%/-4.6%。经营性净现金流 2.8 亿元，同比-23.6%。单 Q3 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 13.8/0.3/0.2 亿元，同比+5.9%/转盈/转盈。

毛利率下行，费用率收缩，盈利能力降低。

25Q1-3 公司毛利率 17.6%，同比-1.0pcts，毛利率下行主要系需求疲软、客户降低结算价；期间费用率为 13.9%，同比-1.5pcts；销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.5%/5.0%/0.6%/3.8%，同比-0.2/-0.3/-0.9/-0.1pcts，财务费用率下降主要系外币汇率波动下汇兑收益增加，以及可转换债券转股导致利息费用减少所致。此外信用减值损失-0.6 亿元。最终销售净利率为 2.3%，同比-0.7pcts。

单 Q3 毛利率 18.4%，同比+0.6pcts，期间费用率为 16.1%，同比-3.0pcts；销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.6%/4.8%/2.0%/4.6%，同比-0.9/-0.7/-1.3/-0.1pcts，此外 Q3 信用减值损失-0.1 亿元。最终 Q3 销售净利率为 1.8%，同比+2.8pcts。

应收账款上行，现金流同比转弱。

公司 Q3 末应收账款账面净值 23.5 亿元，同比+20.1%，主要系客户回款放缓；单 Q3 经营性净现金流 0.4 亿元，同比-67.7%，主因客户回款相对乏力。

盈利预测、估值与评级：25Q3 公司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，看好活性氧化镁业务放量以及海外美国工厂弹性，而考虑到短期氧化镁放量节奏扰动和耐材主业客户回款放缓影响，我们下调 25-27 年归母净利润预测至 1.44/4.19/6.28 亿元（较上次-53%/-23%/-17%），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	5,531	6,173	6,639
营业收入增长率	10.88%	-5.13%	6.52%	11.61%	7.55%
归母净利润（百万元）	248	135	144	419	628
归母净利润增长率	7.87%	-45.48%	6.39%	191.94%	49.61%
EPS（元）	0.25	0.13	0.12	0.36	0.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.26%	3.97%	4.11%	10.83%	14.34%
P/E	24	44	47	16	11
P/B	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-10-27，23/24/25 年及以后股本为 10.1/10.1/11.6 亿股

增持（维持）

当前价：5.85 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：鲁俊

执业证书编号：S0930525070002

021-52523835

lujun1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.59
总市值(亿元):	67.82
一年最低/最高(元):	3.73/7.71
近 3 月换手率:	242.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.69	-27.36	29.96
绝对	1.39	-13.33	48.92

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-07-27）

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）

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	5,531	6,173	6,639
营业成本	4,382	4,206	4,509	4,791	5,024
折旧和摊销	145	164	188	195	202
税金及附加	38	35	37	43	46
销售费用	257	264	265	290	305
管理费用	293	292	289	316	301
研发费用	200	257	221	244	259
财务费用	37	64	35	37	37
投资收益	9	13	7	7	7
营业利润	268	118	157	464	695
利润总额	267	122	157	464	695
所得税	14	-7	16	46	70
净利润	253	129	142	417	626
少数股东损益	5	-6	-2	-2	-2
归属母公司净利润	248	135	144	419	628
EPS(元)	0.25	0.13	0.12	0.36	0.54

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	384	431	288	368	666
净利润	248	135	144	419	628
折旧摊销	145	164	188	195	202
净营运资金增加	50	133	245	447	501
其他	-59	0	-289	-694	-665
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	-46	-49	-211
股本变化	0	0	149	0	0
债务净变化	453	-35	40	30	-48
无息负债变化	47	101	137	162	137
净现金流	246	-269	107	175	312

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	19.9%	19.0%	18.5%	22.4%	24.3%
EBITDA 率	8.9%	6.8%	8.2%	12.0%	14.6%
EBIT 率	6.3%	3.6%	4.8%	8.8%	11.5%
税前净利润率	4.9%	2.4%	2.8%	7.5%	10.5%
归母净利润率	4.5%	2.6%	2.6%	6.8%	9.5%
ROA	3.1%	1.6%	1.7%	4.6%	6.5%
ROE (摊薄)	7.3%	4.0%	4.1%	10.8%	14.3%
经营性 ROIC	6.3%	3.7%	4.3%	8.2%	10.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	57%	57%	58%	56%	54%
流动比率	1.74	1.45	1.46	1.55	1.67
速动比率	1.10	0.93	0.93	1.00	1.11
归母权益/有息债务	1.69	1.72	1.73	1.89	2.19
有形资产/有息债务	3.79	3.87	3.90	4.10	4.47

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	8,220	8,265	8,532	9,100	9,689
货币资金	620	335	442	617	929
交易性金融资产	0	7	7	7	7
应收账款	1,865	1,921	2,112	2,358	2,536
应收票据	216	329	350	391	421
其他应收款 (合计)	62	58	62	69	74
存货	1,928	1,916	2,050	2,182	2,288
其他流动资产	390	427	427	427	427
流动资产合计	5,302	5,285	5,599	6,208	6,847
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	4,919	5,111	5,200
短期借款	306	629	669	699	651
应付账款	1,364	1,369	1,468	1,560	1,635
应付票据	864	946	1,014	1,077	1,130
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	3,822	4,014	4,103
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	3,614	3,989	4,489
股本	1,010	1,010	1,159	1,159	1,159
公积金	1,038	1,081	947	989	1,051
未分配利润	1,317	1,339	1,418	1,753	2,192
归属母公司权益	3,411	3,403	3,496	3,873	4,376
少数股东权益	133	119	117	115	113

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.69%	5.09%	4.79%	4.69%	4.59%
管理费用率	5.35%	5.63%	5.23%	5.13%	4.53%
财务费用率	0.67%	1.24%	0.64%	0.60%	0.56%
研发费用率	3.65%	4.94%	4.00%	3.95%	3.90%
所得税率	5%	-6%	10%	10%	10%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.07	0.05	0.04	0.11	0.16
每股经营现金流	0.38	0.43	0.25	0.32	0.57
每股净资产	3.38	3.37	3.02	3.34	3.77
每股销售收入	5.42	5.14	4.77	5.32	5.73

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	24	44	47	16	11
PB	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5
EV/EBITDA	16.4	23.4	19.9	12.3	9.3
股息率	1.2%	0.9%	0.6%	1.8%	2.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
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的具体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所载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

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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