

公司研究

耐材主业承压，关注活性氧化镁放量

——濮耐股份（002225.SZ）2025 年年报点评

要点

事件：公司发布 25 年报，25 年实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 54.9/0.9/0.7 亿元，同比+5.7%/-35.9%/-5.8%。单 Q4 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 13.1/-0.1/-0.02 亿元，同比+10.2%/-168.1%/亏损扩大。此外公司拟每股派发 0.05 元（含税），对应公告日（4 月 23 日）股息率 0.9%。

下游需求疲软，海外驱动增长。25 年公司钢铁/环保材料/新材料事业部实现营收 48.3/4.2/7.2 亿，同比+9.0%/+9.8%/-12.2%。其中，钢铁事业部通过调整客户结构和发力高纯氧化镁市场实现收入增长；新材料事业部实现高效沉淀剂销量 4.12 万吨，在非洲和印尼多家湿法冶金客户实现批量供货。分地区看，国内/海外实现收入 37.6/17.3 亿，同比+0.6%/+18.9%。分销售模式看，整体承包/单独销售实现收入 26.7/28.2 亿元，同比+5.2%/+6.2%。

毛利率下行，费用率收缩，信用减值拖累业绩。25 年公司毛利率 17.6%，同比-1.4pcts，毛利率下行主要系下游需求低迷、行业竞争加剧，产品售价承压；期间费用率为 15.2%，同比-1.7pcts；销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.0%/5.3%/0.9%/4.1%，同比-0.1/-0.3/-0.4/-0.9pcts，销售及管理费用率下行主要系收入摊薄效应及降本提效。加上信用减值损失 0.4 亿元，最终销售净利率为 1.6%，同比-0.9pcts。

单 Q4 毛利率 17.7%，同比-2.5pcts，期间费用率为 19.3%，同比-2.8pcts；销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.4%/6.3%/1.8%/4.8%，同比持平/-0.6%/+1.3/-3.5pcts，研发费率下行推测系财务确认节奏所致。加上 Q4 信用减值冲回 0.2 亿元，最终 Q4 销售净利率为-0.6%，同比-1.6pcts。

盈利预测、估值与评级：考虑到国内耐材主业承压以及活性氧化镁订单节奏扰动，下调 26/27 年归母净利润预测为 2.61/3.62 亿（较上次-38%/-42%），新增 28 年归母净利润预测为 5.01 亿，维持“增持”评级。

风险提示：活性氧化镁销量不及预期、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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	5,192	5,488	5,792	6,037	6,344
营业收入增长率	-5.13%	5.69%	5.54%	4.24%	5.08%
归母净利润（百万元）	135	87	261	362	501
归母净利润增长率	-45.48%	-35.89%	200.91%	38.88%	38.52%
EPS（元）	0.13	0.07	0.22	0.31	0.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.97%	2.10%	6.03%	7.86%	10.03%
P/E	43	77	26	18	13
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-23

增持（维持）

当前价：5.74 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsec.com

分析师：鲁俊

执业证书编号：S0930525070002

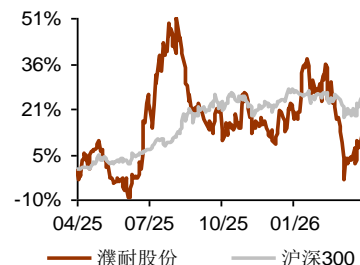
021-52523835

lujun1@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	11.59
总市值(亿元)	66.54
一年最低/最高(元)	4.51/7.71
近 3 月换手率	167.68%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.79	-17.65	-16.05
绝对	9.75	-15.96	10.43

资料来源：Wind

相关研报

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（2025-10-28）

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）与格林美签署战略合作协议之补充协议公告点评（2025-07-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,192	5,488	5,792	6,037	6,344
营业成本	4,206	4,521	4,661	4,802	4,973
折旧和摊销	164	167	153	157	161
税金及附加	35	36	38	42	44
销售费用	264	272	281	287	295
管理费用	292	290	306	313	291
研发费用	257	223	232	238	247
财务费用	64	48	31	12	6
投资收益	13	14	7	7	7
营业利润	118	101	284	391	538
利润总额	122	89	272	379	526
所得税	-7	2	14	19	26
净利润	129	87	259	360	499
少数股东损益	-6	0	-2	-2	-2
归属母公司净利润	135	87	261	362	501
EPS(元)	0.13	0.07	0.22	0.31	0.43

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	431	277	938	455	628
净利润	135	87	261	362	501
折旧摊销	164	167	153	157	161
净营运资金增加	133	610	-322	204	312
其他	0	-586	846	-268	-346
投资活动产生现金流	-229	-81	-93	-104	-104
净资本支出	-101	-101	-110	-110	-110
长期投资变化	6	7	0	0	0
其他资产变化	-134	13	17	7	7
融资活动现金流	-477	-99	-850	-211	-240
股本变化	0	149	0	0	0
债务净变化	-35	-308	-760	-122	-127
无息负债变化	101	385	10	88	107
净现金流	-269	100	-5	140	284

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	19.0%	17.6%	19.5%	20.5%	21.6%
EBITDA 率	6.8%	6.5%	8.1%	9.1%	11.0%
EBIT 率	3.6%	3.5%	5.4%	6.5%	8.5%
税前净利润率	2.4%	1.6%	4.7%	6.3%	8.3%
归母净利润率	2.6%	1.6%	4.5%	6.0%	7.9%
ROA	1.6%	1.0%	3.0%	4.1%	5.5%
ROE (摊薄)	4.0%	2.1%	6.0%	7.9%	10.0%
经营性 ROIC	3.7%	3.3%	5.7%	6.9%	9.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	57%	53%	48%	46%	44%
流动比率	1.45	1.34	1.47	1.56	1.67
速动比率	0.93	0.95	0.99	1.06	1.15
归母权益/有息债务	1.72	2.46	4.74	5.83	7.53
有形资产/有息债务	3.87	5.01	8.59	10.22	12.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	8,265	9,047	8,498	8,746	9,117
货币资金	335	468	463	604	888
交易性金融资产	7	0	0	0	0
应收账款	1,921	2,133	2,009	2,044	2,042
应收票据	329	1,004	1,059	1,104	1,160
其他应收款 (合计)	58	69	73	76	80
存货	1,916	1,864	1,922	1,987	2,058
其他流动资产	427	248	248	248	248
流动资产合计	5,285	6,391	5,898	6,190	6,609
其他权益工具	101	118	118	118	118
长期股权投资	6	7	7	7	7
固定资产	1,556	1,673	1,598	1,523	1,448
在建工程	265	137	155	169	179
无形资产	244	293	297	301	305
商誉	239	239	239	239	239
其他非流动资产	428	45	45	45	45
非流动资产合计	2,980	2,655	2,600	2,556	2,508
总负债	4,742	4,820	4,070	4,036	4,016
短期借款	629	1,277	517	395	268
应付账款	1,369	1,426	1,470	1,515	1,569
应付票据	946	1,017	1,048	1,080	1,119
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	101	335	335	335	335
流动负债合计	3,640	4,756	4,010	3,976	3,956
长期借款	387	0	0	0	0
应付债券	646	0	0	0	0
其他非流动负债	64	60	60	60	60
非流动负债合计	1,102	63	60	60	60
股东权益	3,523	4,227	4,428	4,710	5,101
股本	1,010	1,159	1,159	1,159	1,159
公积金	1,081	1,670	1,696	1,732	1,782
未分配利润	1,339	1,342	1,519	1,767	2,110
归属母公司权益	3,403	4,116	4,319	4,603	4,996
少数股东权益	119	111	109	107	105

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	5.09%	4.95%	4.85%	4.75%	4.65%
管理费用率	5.63%	5.29%	5.29%	5.19%	4.59%
财务费用率	1.24%	0.87%	0.54%	0.19%	0.09%
研发费用率	4.94%	4.06%	4.00%	3.95%	3.90%
所得税率	-6%	3%	5%	5%	5%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.05	0.05	0.07	0.09	0.13
每股经营现金流	0.43	0.24	0.81	0.39	0.54
每股净资产	3.37	3.55	3.73	3.97	4.31
每股销售收入	5.14	4.73	5.00	5.21	5.47

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	43	77	26	18	13
PB	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	23.0	23.8	16.6	14.0	10.8
股息率	0.9%	0.9%	1.2%	1.6%	2.3%

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的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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼