

分析师: 顾敏豪
登记编码: S0730512100001
gumh00@ccnew.com 021-50586308
研究助理: 石临源
登记编码: S0730123020007
shily@ccnew.com 0371-86537085

营收小幅增长, 活性氧化镁业务不断推进

——濮耐股份(002225)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

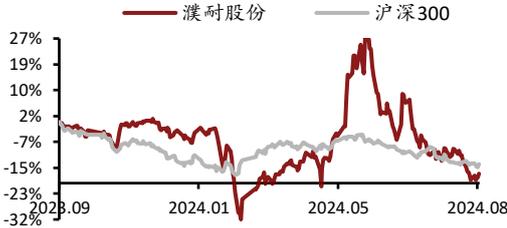
市场数据(2024-08-30)

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元) | 3.20 |
| 一年内最高/最低(元) | 4.99/2.67 |
| 沪深 300 指数 | 3,321.43 |
| 市净率(倍) | 0.96 |
| 流通市值(亿元) | 26.42 |

基础数据(2024-06-30)

| | |
|--------------|----------------------|
| 每股净资产(元) | 3.33 |
| 每股经营现金流(元) | 0.24 |
| 毛利率(%) | 19.07 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 3.90 |
| 资产负债率(%) | 56.68 |
| 总股本/流通股(万股) | 101,037.89/82,550.49 |
| B股/H股(万股) | 0.00/0.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《濮耐股份(002225)中报点评: 公司营收表现稳健, 持续布局海外业务》 2023-08-25

《濮耐股份(002225)公司点评报告: 22 年业绩利润双增长, 海外成绩亮眼》 2023-05-09

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 09 月 02 日

事件: 公司公布 2024 年半年度报告, 上半年公司实现营业收入 26.98 亿元, 同比增长 2.54%。实现归属母公司股东的净利润 1.33 亿元, 同比下滑 8.16%, 扣非后的归母净利润 0.98 亿元, 同比下滑 27.37%, 基本每股收益 0.13 元。

投资要点:

● **营收小幅增长, 收入表现稳健。** 2024 年上半年公司实现营业收入 26.98 亿元, 同比小幅增长 2.54%。分产品来看, 功能性/定型/不定形耐火材料/其他类分别实现营业收入 6.25/10.42/5.34/4.97 亿元, 同比 6.96%/-6.95%/1.5%/24%; 分事业部来看, 钢铁/环保材料/原材料事业部分别实现营业收入 23.19/1.85/4.03 亿元, 同比 -0.79%/-22.32%/79.12%。根据国家统计局数据, 2024 年上半年全国粗钢产量 5.31 亿吨, 同比小幅下滑 1.1%, 全国水泥产量 8.5 亿吨, 同比下降 10%。根据中商产业研究院数据, 钢铁、水泥是耐火材料的主要应用领域, 市场规模占比为 65%和 10%。行业下游需求不振, 耐材显著承压。钢铁事业部调整客户结构并积极降本增效, 营收小幅下滑, 整体表现稳健。原材料事业部一方面围绕传统耐材原料, 以增收降本为重点拓展产品应用, 并协同钢铁事业部加大海外市场开拓。另一方面积极推进活性氧化镁项目, 取得多个实验订单, 收入取得明显增长。

● **盈利能力承压, 经营性现金流回升。** 在行业产能过剩, 需求不振, 上下游产业的供给侧结构性改革影响下, 耐火材料行业同业竞争加剧, 同时刚玉、镁砂类原材料价格上涨, 海外运费上涨共同对公司盈利能力造成一定影响。2024 年上半年公司综合毛利率为 19.07%, 较去年同期减少 1.15pct。公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.31%/8.71%/0.56%/3.57%, 较去年同期分别-0.09/+0.71/+1.03/+0.62pct。销售、管理、财务费用率合计 13.58%, 较去年同期增加 1.66pct, 综合费用率的增加主要受汇兑收益减少、研发投入增加所致。公司实现归属母公司股东的净利润 1.33 亿元, 同比下滑 8.16%, 扣非后的归母净利润 0.98 亿元, 同比下滑 27.37%。同时由于回款增加且加强费用控制, 公司 2024 上半年经营性现金流净额为 2.41 亿元, 同比增加 88.4%。未来随着公司降本增效和智能化升级的不断推进, 公司盈利能力有望企稳。

● **依托优质镁原料基地, 积极开拓湿法冶金活性氧化镁业务。** 今年以来, 辽宁省积极推进菱镁行业供给侧结构性改革, 调控菱镁矿产能, 推动菱镁矿价格上涨。公司在西藏、青海、新疆分别建立镁质原料基地, 可有效保障公司所需优质镁砂等原料的供应, 控制生产成本。

公司的西藏卡玛多菱镁矿是世界范围内已知的陆生菱镁矿中仅存的一座高品位大型隐晶质菱镁矿，主矿含量高，杂质少。依托卡玛多菱镁矿，公司开拓湿法冶金用高活性氧化镁业务。目前湿法沉钴已有 4 家客户评估，2 家进入商务谈判中试订单阶段。湿法沉镍方面，已有一家外资企业完成中试，进入规模化批量供应的商务谈判。

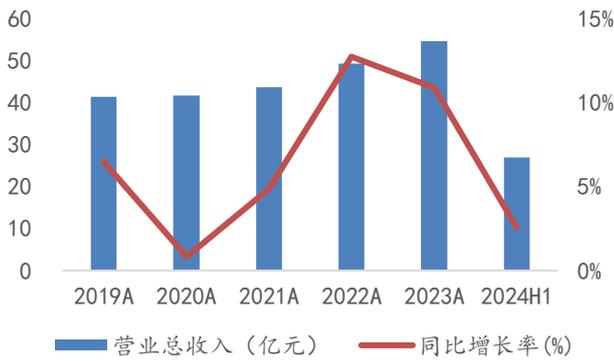
- **海外市场韧性较强，期待后续逐步放量。** 目前公司塞尔维亚和美国工厂已经投产，镁碳砖设计产能为 3 万吨/年（一期）和 2 万吨/年。尽管部分航线海运费上涨、部分国家钢铁产量需求出现下降，公司海外仍实现销售收入 7.26 亿元，同比小幅增长 0.16%，表现出较强韧性。同时受益于美国对部分来自中国的耐材制品 260% 的反倾销税所带来的定价红利，随着美国销售持续放量，有望提升公司盈利能力。
- **盈利能力与投资建议：** 考虑到原材料价格上涨和下游需求偏弱，我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入为 56.10/58.51/61.43 亿元，净利润为 2.37/2.66/2.81 亿元，对应的 EPS 为 0.23/0.26/0.28 元，对应的 PE 为 13.62/12.13/11.46 倍。考虑到公司耐材主业表现稳健，活性氧化镁等新项目的不断推进和海外市场未来逐步放量，我们维持“增持”评级。

风险提示： 钢铁行业景气度继续下降，上游原材料价格大幅波动，公司订单销售不及预期，行业竞争加剧，地缘政治不确定性影响公司产品出口。

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 4,936 | 5,473 | 5,610 | 5,851 | 6,143 |
| 增长比率（%） | 12.75 | 10.88 | 2.51 | 4.29 | 5.00 |
| 净利润（百万元） | 230 | 248 | 237 | 266 | 281 |
| 增长比率（%） | 174.18 | 7.87 | -4.44 | 12.23 | 5.85 |
| 每股收益(元) | 0.23 | 0.25 | 0.23 | 0.26 | 0.28 |
| 市盈率(倍) | 14.04 | 13.01 | 13.62 | 12.13 | 11.46 |

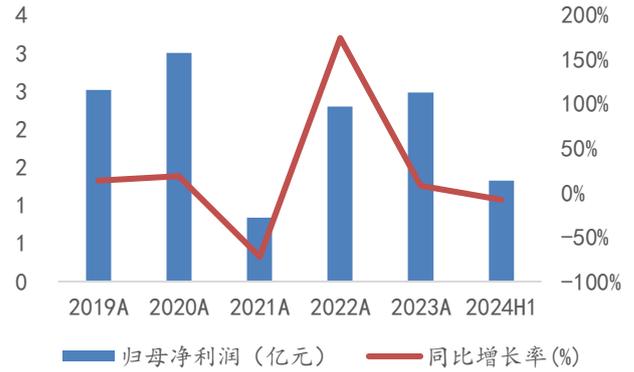
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1: 公司 2019-2024H1 营业总收入和同比增长率



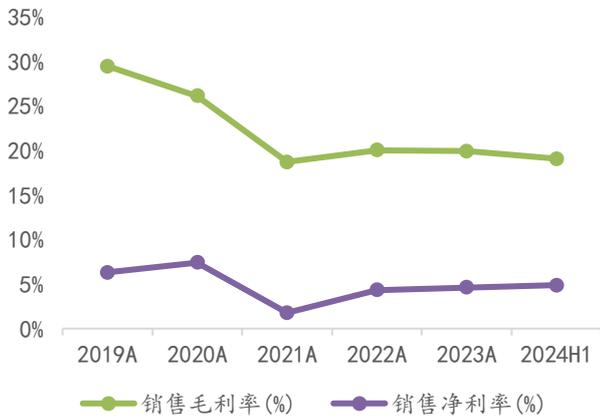
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 2: 公司 2019-2024H1 归母净利润和同比增长率



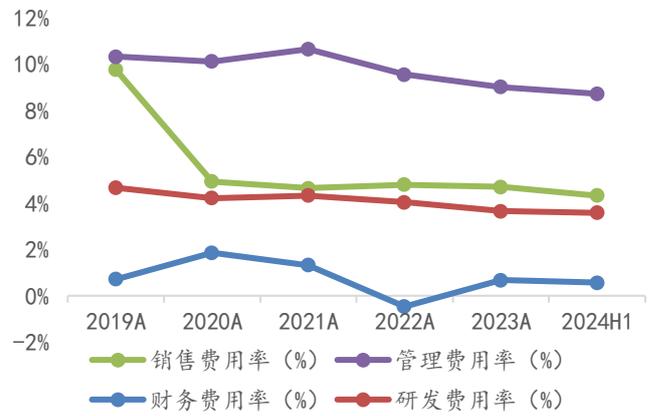
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 3: 公司 2019-2024H1 销售毛利率和净利率



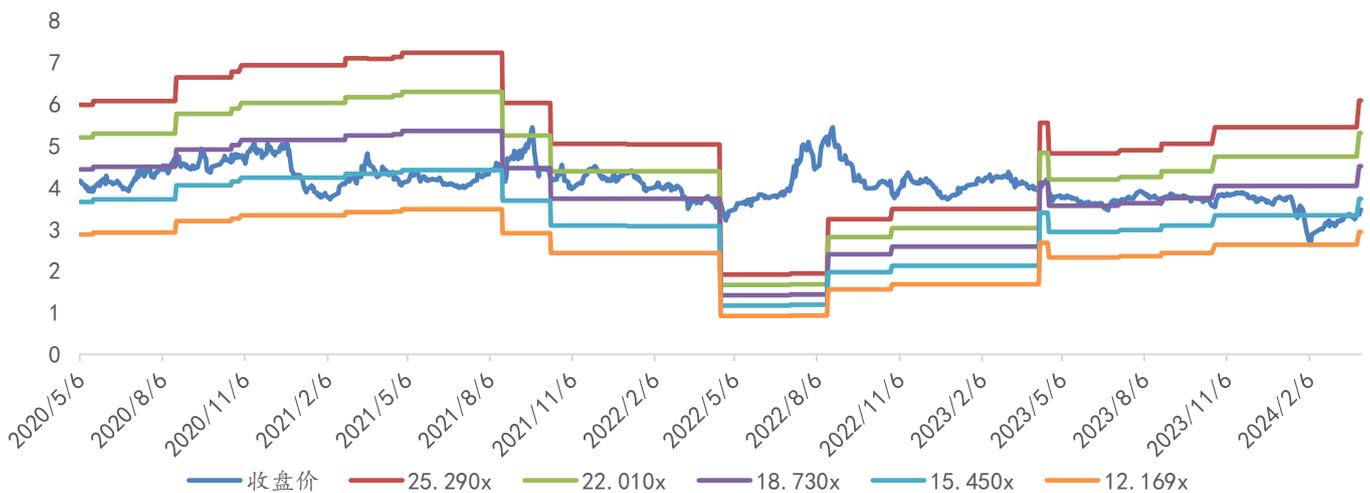
资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 4: 公司 2019-2024H1 各项费用率



资料来源: Wind, 中原证券研究所

图 5: 公司 2020-2024 PE/PB-Band



资料来源: Wind, 中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 5,104 | 5,302 | 5,828 | 6,020 | 6,280 |
| 现金 | 474 | 620 | 805 | 806 | 834 |
| 应收票据及应收账款 | 2,115 | 2,081 | 2,234 | 2,324 | 2,425 |
| 其他应收款 | 55 | 62 | 64 | 67 | 70 |
| 预付账款 | 146 | 84 | 121 | 123 | 124 |
| 存货 | 1,797 | 1,928 | 2,033 | 2,116 | 2,218 |
| 其他流动资产 | 517 | 527 | 570 | 585 | 609 |
| 非流动资产 | 2,421 | 2,918 | 2,962 | 3,014 | 3,064 |
| 长期投资 | 4 | 6 | 6 | 7 | 8 |
| 固定资产 | 1,279 | 1,392 | 1,436 | 1,494 | 1,541 |
| 无形资产 | 241 | 245 | 209 | 174 | 146 |
| 其他非流动资产 | 897 | 1,275 | 1,310 | 1,338 | 1,369 |
| 资产总计 | 7,526 | 8,220 | 8,790 | 9,034 | 9,345 |
| 流动负债 | 2,844 | 3,054 | 3,323 | 3,355 | 3,467 |
| 短期借款 | 245 | 306 | 257 | 219 | 194 |
| 应付票据及应付账款 | 2,132 | 2,227 | 2,447 | 2,506 | 2,631 |
| 其他流动负债 | 468 | 522 | 620 | 629 | 642 |
| 非流动负债 | 1,331 | 1,621 | 1,635 | 1,645 | 1,645 |
| 长期借款 | 666 | 934 | 944 | 954 | 954 |
| 其他非流动负债 | 665 | 687 | 691 | 691 | 691 |
| 负债合计 | 4,175 | 4,675 | 4,958 | 5,000 | 5,112 |
| 少数股东权益 | 138 | 133 | 128 | 123 | 119 |
| 股本 | 1,010 | 1,010 | 1,010 | 1,010 | 1,010 |
| 资本公积 | 826 | 826 | 826 | 826 | 826 |
| 留存收益 | 1,342 | 1,529 | 1,834 | 2,042 | 2,244 |
| 归属母公司股东权益 | 3,213 | 3,411 | 3,704 | 3,912 | 4,114 |
| 负债和股东权益 | 7,526 | 8,220 | 8,790 | 9,034 | 9,345 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | -261 | 384 | 293 | 286 | 333 |
| 净利润 | 215 | 253 | 231 | 261 | 277 |
| 折旧摊销 | 132 | 147 | 122 | 130 | 139 |
| 财务费用 | 63 | 62 | 28 | 24 | 21 |
| 投资损失 | -10 | -9 | -7 | -10 | -8 |
| 营运资金变动 | -719 | -118 | -80 | -123 | -95 |
| 其他经营现金流 | 59 | 48 | -1 | 4 | 0 |
| 投资活动现金流 | -1 | -473 | -157 | -176 | -181 |
| 资本支出 | -140 | -132 | -162 | -185 | -188 |
| 长期投资 | 134 | -43 | -1 | -1 | -1 |
| 其他投资现金流 | 5 | -297 | 6 | 10 | 8 |
| 筹资活动现金流 | 153 | 330 | -85 | -125 | -125 |
| 短期借款 | -200 | 61 | -49 | -37 | -25 |
| 长期借款 | 469 | 268 | 10 | 10 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -115 | 1 | -47 | -98 | -100 |
| 现金净增加额 | -101 | 246 | 55 | -16 | 28 |

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 4,936 | 5,473 | 5,610 | 5,851 | 6,143 |
| 营业成本 | 3,946 | 4,382 | 4,549 | 4,743 | 4,980 |
| 营业税金及附加 | 30 | 38 | 37 | 39 | 41 |
| 营业费用 | 236 | 257 | 264 | 276 | 289 |
| 管理费用 | 272 | 293 | 312 | 321 | 337 |
| 研发费用 | 199 | 200 | 218 | 224 | 235 |
| 财务费用 | -23 | 37 | 16 | 8 | 5 |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 18 | 40 | 32 | 36 | 35 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 10 | 9 | 7 | 10 | 8 |
| 资产处置收益 | -4 | 0 | -3 | -4 | 0 |
| 营业利润 | 245 | 268 | 251 | 282 | 299 |
| 营业外收入 | 5 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 9 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 240 | 267 | 251 | 282 | 299 |
| 所得税 | 25 | 14 | 20 | 21 | 22 |
| 净利润 | 215 | 253 | 231 | 261 | 277 |
| 少数股东损益 | -15 | 5 | -6 | -5 | -4 |
| 归属母公司净利润 | 230 | 248 | 237 | 266 | 281 |
| EBITDA | 347 | 443 | 388 | 420 | 443 |
| EPS (元) | 0.23 | 0.25 | 0.23 | 0.26 | 0.28 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 12.75 | 10.88 | 2.51 | 4.29 | 5.00 |
| 营业利润 (%) | 166.87 | 9.45 | -6.26 | 12.52 | 5.99 |
| 归属母公司净利润 (%) | 174.18 | 7.87 | -4.44 | 12.23 | 5.85 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 20.06 | 19.93 | 18.92 | 18.94 | 18.94 |
| 净利率 (%) | 4.65 | 4.53 | 4.22 | 4.54 | 4.58 |
| ROE (%) | 7.15 | 7.26 | 6.39 | 6.79 | 6.84 |
| ROIC (%) | 3.91 | 5.04 | 4.18 | 4.44 | 4.53 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 55.47 | 56.88 | 56.41 | 55.34 | 54.70 |
| 净负债比率 (%) | 124.59 | 131.90 | 129.40 | 123.92 | 120.76 |
| 流动比率 | 1.79 | 1.74 | 1.75 | 1.79 | 1.81 |
| 速动比率 | 1.04 | 1.01 | 1.04 | 1.06 | 1.07 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.70 | 0.66 | 0.66 | 0.67 |
| 应收账款周转率 | 3.06 | 3.01 | 2.95 | 2.95 | 2.96 |
| 应付账款周转率 | 3.40 | 3.46 | 3.29 | 3.32 | 3.33 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.23 | 0.25 | 0.23 | 0.26 | 0.28 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | -0.26 | 0.38 | 0.29 | 0.28 | 0.33 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 3.18 | 3.38 | 3.67 | 3.87 | 4.07 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 14.04 | 13.01 | 13.62 | 12.13 | 11.46 |
| P/B | 1.00 | 0.94 | 0.87 | 0.82 | 0.78 |
| EV/EBITDA | 14.35 | 11.77 | 11.47 | 10.54 | 9.88 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅-10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；
谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10% 至 5%；
减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15% 至-10%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。