

分析师: 顾敏豪  
登记编码: S0730512100001  
gumh00@ccnew.com 021-50586308

## 22 年业绩利润双增长, 海外成绩亮眼

——濮耐股份(002225)2022 年报及 2023 年一季报点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

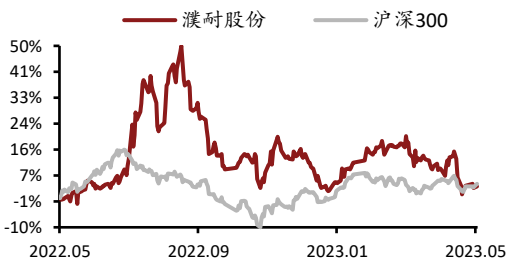
#### 市场数据(2023-05-08)

收盘价(元)	3.90
一年内最高/最低(元)	5.63/3.73
沪深 300 指数	4,062.66
市净率(倍)	1.23
流通市值(亿元)	32.19

#### 基础数据(2023-03-31)

每股净资产(元)	3.18
每股经营现金流(元)	0.08
毛利率(%)	20.10
净资产收益率_摊薄(%)	1.35
资产负债率(%)	58.27
总股本/流通股(万股)	101,036.85/82,549.45
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

#### 相关报告

联系人: 马崧琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

#### 投资要点:

- **2022 年海外收入成绩亮眼, 带动全年业绩提升。**2022 年公司实现营业收入 49.36 亿元, 同比增长 12.75%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.30 亿元, 同比增长 174.18%, 扣非后的净利润 2.15 亿元, 同比增长 205.38%, 基本每股收益 0.23 元。2022 年公司海外营业收入达 14.13 亿元, 同比增长 41%。2022 年公司净利润大幅增长的主要原因: 一是公司营业规模扩大, 尤其是海外销售收入规模大幅增长, 带来利润增加; 二是美元兑人民币汇率波动上升, 汇兑收益增加 7859.56 万元。
- **2022 年定型不定型耐材收入毛利率齐升。**公司钢铁事业部实现营业收入 43.31 亿元, 同比增长 12.19%。其中功能性耐火材料/定型耐火材料/不定型耐火材料分别实现收入 11.42/20.18/11.16 亿元, 同比 -2.65%/+12.58%/11.20%; 公司环保材料事业部实现营业收入 5.06 亿元, 同比增长 16.27%; 原材料事业部实现营业收入 4.8 亿元, 同比下降 21.63%。2022 年公司整体毛利率为 20.06%, 同比增长 1.32%。分产品看, 功能性耐火材料/定型耐火材料/不定型耐火材料毛利率分别为 30.94%/17.03%/20.13%, 同比 -0.57%/+4.31%/+2.77pct。公司通过对原材料实施集中化采购控制成本、采取包括工艺调整与设备改造等多种节能措施降低能源消耗, 进一步拓展了盈利渠道, 提升了耐火材料产品的毛利率。
- **2023 年 Q1 公司营收同环比上行。**2023Q1 公司实现营业收入 12.18 亿元, 同比增长 6.99%, 环比增长 0.8%。实现归属于上市公司股东的净利润 0.44 亿元, 同比下滑 -41.28%, 扣非后的净利润 0.40 亿元, 同比下滑 -37.55%, 基本每股收益 0.04 元。2023Q1 净利润同比大幅度下滑主要系某重点整体承包项目因结算周期影响, 项目收益有两个月不能体现在本报告期。同时一季度汇兑收益较 2022 年同期有所减少。不考虑上述因素, 一季度业绩与 2022 年同期相当。
- **公司大力开抓住海外局势变化机遇, 大力开拓海外市场。**公司继续大力推进在美国和塞尔维亚子公司建设进度, 目前美国子公司已于 2022 年 10 月 13 日正式投产, 设计年产镁碳砖 2 万吨, 美国生产基地的建设能够解决美国针对中国镁碳砖产品征收的反倾销税的问题, 使公司产品在美国市场更具有竞争力。公司 2021 年收购塞尔维亚子公司(即濮耐贝尔格莱德)后会尽快在欧洲地区释放产能, 塞尔维亚子公司设计年产镁碳砖 3 万吨、散料 1 万吨, 预计 2023 年 6 月份投产。公司美国工厂和塞尔维亚工厂的正式投产和即将投

产为公司未来稳固和开拓欧洲和美洲市场奠定了坚实的基础。

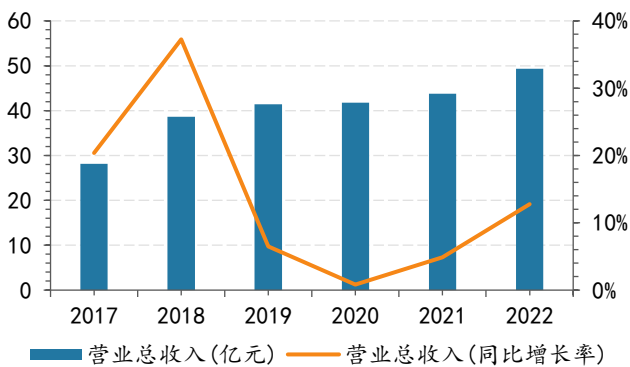
- **国内金属镁示范项目积极推进。**公司在西藏和新疆菱镁矿储量高达9200万吨，具备资源优势；同时公司看好金属镁项目的发展前景，目前正积极推进示范线的建设和投产，22年上半年已顺利完成中试阶段。公司依托自有菱镁矿资源优势，通过石油催化用氧化镁、湿法冶金用氧化镁等相关产品和技术突破，为公司营收开拓第二曲线。
- **建立濮耐上海研发中心，积极布局氢能等新兴战略产业。**2022年12月9日，公司上海研发中心项目开工，上海研发中心总投资2.58亿元，预计于2024年建成。上海研发中心项目的建成将助推公司全球化发展，夯实研发与创新体系，开发更多高新技术产品，提升产品竞争力。公司积极布局氢能等清洁能源产业，2023年3月16日，公司拟出资3000万元追加投资上海攀业氢能能源科技股份有限公司股份。本次认购成功后，公司通过直接和间接两种方式共持有攀业氢能6.47%股份。随着攀业氢能在濮阳项目落地以及技术上的交流不断深入，将对公司探索降低耐火材料产品碳排放路径起到积极作用。
- **耐材行业从河南省“两高”行业摘帽，助推公司发展。**2023年1月，河南省印发《关于修订“两高”项目管理的通知》，耐火材料、耐火材料及原材料刚玉被清出高污染、高排放行业。产业政策对耐火材料的明确支持，有利于公司进一步扩大生产规模，提升装备水平。
- **盈利能力与投资建议：**公司海外业务发展迅速，布局完整，有望借助海外业务增长扩大市场份额。随着保交楼政策推进、基建专项债落地，地产和基建有望回暖，从而传导至上游，进一步支撑耐材行业的景气度恢复，预计公司盈利能力会进一步改善。我们预计公司23-25年营收为57.62/66.60/76.12亿元，23-25年归母净利润为2.56/2.92/3.27亿元，对应的EPS为0.25/0.29/0.32元，对应PE为15.40/13.48/12.06倍，首次覆盖给予“增持”投资评级。

**风险提示：**钢铁行业景气度不及预期；上游原材料价格大幅波动；公司订单销售不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,378	4,936	5,762	6,660	7,612
增长比率(%)	4.88	12.75	16.73	15.60	14.29
净利润(百万元)	84	230	256	292	327
增长比率(%)	-72.10	174.18	11.39	14.27	11.75
每股收益(元)	0.08	0.23	0.25	0.29	0.32
市盈率(倍)	47.05	17.16	15.40	13.48	12.06

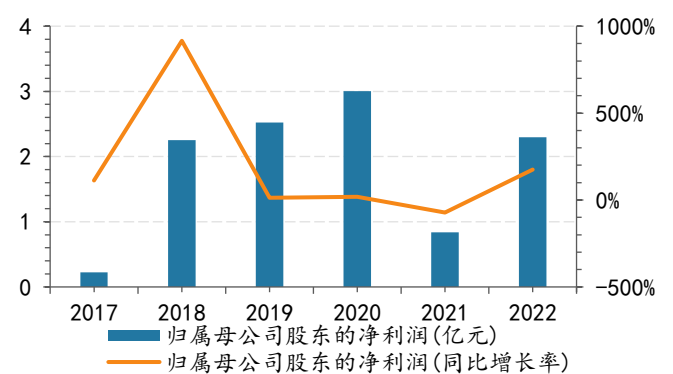
资料来源：中原证券

图 1：公司 2017-2022 年营业总收入和增长率



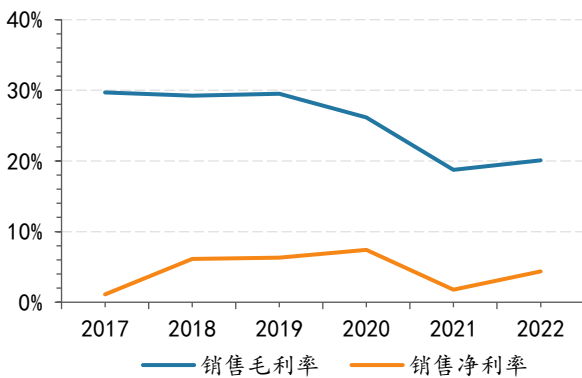
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司 2017-2022 年归母净利润和增长率



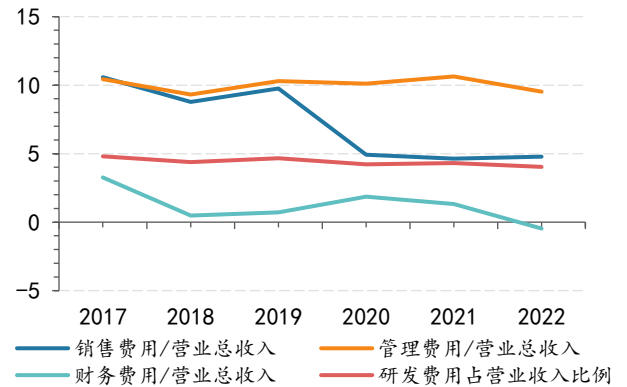
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司 2017-2022 年销售毛利率和销售净利率



资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司 2017-2022 年各项费用率



资料来源：Wind，中原证券

## 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,650</b>	<b>5,104</b>	<b>5,521</b>	<b>6,006</b>	<b>6,463</b>
现金	555	474	578	526	550
应收票据及应收账款	1,715	2,115	2,174	2,318	2,546
其他应收款	54	55	73	79	91
预付账款	99	146	142	166	190
存货	1,604	1,797	1,934	2,367	2,563
其他流动资产	623	517	619	550	522
<b>非流动资产</b>	<b>2,420</b>	<b>2,421</b>	<b>2,589</b>	<b>2,730</b>	<b>2,861</b>
长期投资	3	4	5	5	5
固定资产	1,164	1,279	1,421	1,528	1,627
无形资产	351	241	251	261	281
其他非流动资产	903	897	912	935	948
<b>资产总计</b>	<b>7,070</b>	<b>7,526</b>	<b>8,110</b>	<b>8,736</b>	<b>9,324</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,987</b>	<b>2,844</b>	<b>3,149</b>	<b>3,469</b>	<b>3,713</b>
短期借款	445	245	295	270	285
应付票据及应付账款	2,215	2,132	2,346	2,639	2,802
其他流动负债	327	468	509	561	627
<b>非流动负债</b>	<b>844</b>	<b>1,331</b>	<b>1,343</b>	<b>1,351</b>	<b>1,363</b>
长期借款	197	666	676	686	697
其他非流动负债	646	665	667	665	666
<b>负债合计</b>	<b>3,830</b>	<b>4,175</b>	<b>4,492</b>	<b>4,820</b>	<b>5,076</b>
少数股东权益	207	138	128	112	95
股本	1,010	1,010	1,010	1,010	1,010
资本公积	825	826	826	826	826
留存收益	1,163	1,342	1,618	1,932	2,282
归属母公司股东权益	3,032	3,213	3,490	3,804	4,153
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,070</b>	<b>7,526</b>	<b>8,110</b>	<b>8,736</b>	<b>9,324</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-190</b>	<b>-261</b>	<b>340</b>	<b>90</b>	<b>148</b>
净利润	78	215	247	276	309
折旧摊销	123	132	127	132	137
财务费用	46	63	27	28	28
投资损失	-1	-10	-5	-7	-10
营运资金变动	-428	-719	-58	-342	-320
其他经营现金流	-7	59	2	3	4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-275</b>	<b>-1</b>	<b>-292</b>	<b>-268</b>	<b>-262</b>
资本支出	-255	-140	-295	-276	-271
长期投资	-22	134	-1	0	0
其他投资现金流	2	5	5	7	10
<b>筹资活动现金流</b>	<b>532</b>	<b>153</b>	<b>35</b>	<b>-45</b>	<b>-1</b>
短期借款	-75	-200	50	-25	15
长期借款	19	469	10	10	10
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	588	-115	-25	-30	-27
<b>现金净增加额</b>	<b>69</b>	<b>-101</b>	<b>90</b>	<b>-217</b>	<b>-109</b>

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>4,378</b>	<b>4,936</b>	<b>5,762</b>	<b>6,660</b>	<b>7,612</b>
营业成本	3,557	3,946	4,605	5,340	6,121
营业税金及附加	30	30	40	44	50
营业费用	203	236	276	315	363
管理费用	276	272	340	393	439
研发费用	189	199	241	278	315
财务费用	58	-23	17	17	20
资产减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	24	18	32	32	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	10	5	7	10
资产处置收益	0	-4	-2	-3	-4
<b>营业利润</b>	<b>92</b>	<b>245</b>	<b>277</b>	<b>309</b>	<b>347</b>
营业外收入	5	5	0	0	0
营业外支出	9	9	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>88</b>	<b>240</b>	<b>277</b>	<b>309</b>	<b>347</b>
所得税	10	25	30	34	37
<b>净利润</b>	<b>78</b>	<b>215</b>	<b>247</b>	<b>276</b>	<b>309</b>
少数股东损益	-6	-15	-9	-17	-17
<b>归属母公司净利润</b>	<b>84</b>	<b>230</b>	<b>256</b>	<b>292</b>	<b>327</b>
EBITDA	271	347	418	454	497
EPS (元)	0.08	0.23	0.25	0.29	0.32

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	4.88	12.75	16.73	15.60	14.29
营业利润 (%)	-73.91	166.87	13.23	11.63	12.17
归属母公司净利润 (%)	-72.10	174.18	11.39	14.27	11.75
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	18.74	20.06	20.08	19.82	19.59
净利率 (%)	1.91	4.65	4.44	4.39	4.29
ROE (%)	2.76	7.15	7.33	7.68	7.86
ROIC (%)	2.92	3.91	4.95	5.19	5.47
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	54.18	55.47	55.39	55.18	54.44
净负债比率 (%)	118.24	124.59	124.15	123.11	119.49
流动比率	1.56	1.79	1.75	1.73	1.74
速动比率	0.88	1.04	1.03	0.93	0.93
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.66	0.68	0.74	0.79	0.84
应收账款周转率	3.09	3.06	3.19	3.60	3.79
应付账款周转率	3.12	3.40	4.00	4.24	4.50
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.08	0.23	0.25	0.29	0.32
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.19	-0.26	0.34	0.09	0.15
每股净资产 (最新摊薄)	3.00	3.18	3.45	3.76	4.11
<b>估值比率</b>					
P/E	47.05	17.16	15.40	13.48	12.06
P/B	1.30	1.23	1.13	1.04	0.95
EV/EBITDA	19.37	14.35	11.91	11.40	10.63

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 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。