

瑞华技术（920099）

2024 年报&2025 年一季报点评：设备收入占比增加，催化剂收入受交付期影响有所下滑 增持（维持）

2025 年 05 月 01 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书：S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书：S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	394.47	555.17	715.32	890.35	1,069.34
同比（%）	21.01	40.74	28.85	24.47	20.10
归母净利润（百万元）	113.93	115.95	145.89	184.87	236.18
同比（%）	44.92	1.78	25.82	26.72	27.76
EPS-最新摊薄（元/股）	1.45	1.48	1.86	2.36	3.01
P/E（现价&最新摊薄）	22.40	22.01	17.49	13.80	10.80

投资要点

■ **设备收入显著增长，2024 全年业绩同比增长 1.78%。**公司发布 2024 年报与 2025 一季报，2024 与 25Q1 分别实现营收 5.55/1.02 亿元，同比+40.74%/+1.96%；归母净利润 1.16/0.16 亿元，同比+1.78%/+24.85%；扣非归母净利润 1.04/0.14 亿元，同比-5.25%/+9.96%。公司营收同比上升主要系公司注重产业链整合，加强与上游供应商及下游客户深度合作以及设备收入显著增长等所致，2024 年利润端增速低于营收端增速主要系公司高毛利率技术许可和服务收入下降，低毛利率的制造设备收入增长。2024 年公司销售毛利率同比减少 15.44pct 至 39.05%，销售净利率同比减少 7.99pct 至 20.89%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.74%/5.62%/0.06%/3.56%，同比+0.48/-1.76/-0.02/-1.89pct。

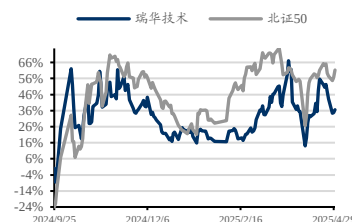
■ **设备收入占比超七成，为公司主要营收来源，催化剂收入受客户交付期影响有所下滑。**1) **设备：**营收同比+171.19%至 4.14 亿元，在总营收占比为 74.50%，毛利率同比+0.81pct 至 28.82%，公司设备收入显著增长主要系市场拓展顺利，签署了 24 个相关销售合同。2) **催化剂：**由于大部分客户项目建设还未建成投产，催化剂相关产品还未交付，该业务营收同比-45.4%至 0.48 亿元，在总营收占比-13.52pct 至 8.57%，毛利率同比-9.21pct 至 16.24%。3) **工艺包及其他技术服务：**营收同比-53.66%至 0.72 亿元，在总营收占比同比-26.31pct 至 12.91%，毛利率同比-1.58pct 至 95.40%。4) **技术许可：**实现营收 0.21 亿元，在总营收占比为 3.78%，毛利率为 100%。

■ **石油化工技术领先，募投项目完善产品矩阵。**1) **工艺包技术领先：**公司工艺包产品附加值高，近三年毛利率稳定在 95%以上。其中，乙苯/苯乙烯成套技术能耗及物耗行业领先，2021 年 20 万吨/年以上项目市占率 61.5%；环氧丙烷/苯乙烯联产成套技术实现对壳牌、利安德巴赛尔、雷普索尔等国际巨头的国产替代，2021 年市占率 46.2%；正丁烷制顺酐成套技术采用自研工艺，能耗与物耗低，产气量大，成功实现多个工业化装置运行。2) **催化剂自产：**募投自建 1.2 万吨催化剂生产基地，补足催化剂生产能力短板，现有已签署及意向订单需求量可观。3) **布局可降解塑料：**国内外限塑禁塑令的陆续颁布意味着传统塑料行业必将逐渐走向衰退，而作为其首选替代品的可降解塑料行业已步入高速发展阶段，未来前景广阔。公司募投 10 万吨/年可降解塑料项目，将主营业务向下游终端产品、新材料领域延伸，有望进一步打开公司成长空间。

■ **盈利预测与投资评级：**公司为石油化工工艺包“小巨人”，工艺包技术国内领先，业绩增长可期，调整 2025~2026 年归母净利润为 1.46/1.85 亿元（前值为 1.26/2.02 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 2.36 亿元，对应最新 PE 为 17.49/13.80/10.80x，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**1) 技术迭代不及预期；2) 宏观经济波动；3) 市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.55
一年最低/最高价	21.10/44.88
市净率(倍)	3.01
流通 A 股市值(百万元)	1,281.96
总市值(百万元)	2,551.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.80
资产负债率(%,LF)	39.87
总股本(百万股)	78.40
流通 A 股(百万股)	39.38

相关研究

《瑞华技术(920099)：2024 年三季报点评：顺酐设备贡献营收大幅增长，经营活动现金流显著改善》

2024-11-01

瑞华技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	943	1,383	1,646	1,946	营业总收入	555	715	890	1,069
货币资金及交易性金融资产	491	830	996	1,188	营业成本(含金融类)	338	437	541	649
经营性应收款项	178	161	218	277	税金及附加	4	4	6	7
存货	209	291	323	378	销售费用	4	5	7	7
合同资产	14	40	41	33	管理费用	31	46	57	67
其他流动资产	52	60	68	70	研发费用	20	36	45	53
非流动资产	384	504	519	525	财务费用	0	0	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	2	3	4
固定资产及使用权资产	61	116	152	158	投资净收益	2	1	1	2
在建工程	159	205	177	173	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	68	76	82	85	减值损失	(33)	(25)	(30)	(24)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	132	165	209	268
其他非流动资产	97	108	108	108	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,326	1,887	2,165	2,471	利润总额	132	165	210	268
流动负债	452	592	730	850	减:所得税	16	20	25	32
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	14	25	33	净利润	116	146	185	236
经营性应付款项	129	157	214	232	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	251	333	387	466	归属母公司净利润	116	146	185	236
其他流动负债	71	87	103	118	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.48	1.86	2.36	3.01
非流动负债	45	64	78	89	EBIT	130	165	210	269
长期借款	39	58	72	83	EBITDA	140	182	230	290
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.05	38.96	39.28	39.35
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	20.89	20.40	20.76	22.09
其他非流动负债	6	6	6	6	收入增长率(%)	40.74	28.85	24.47	20.10
负债合计	496	656	808	938	归母净利润增长率(%)	1.78	25.82	26.72	27.76
归属母公司股东权益	830	1,232	1,357	1,533					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	830	1,232	1,357	1,533					
负债和股东权益	1,326	1,887	2,165	2,471					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	183	188	236	261	每股净资产(元)	10.59	15.71	17.31	19.55
投资活动现金流	(189)	(137)	(33)	(25)	最新发行在外股份(百万股)	78	78	78	78
筹资活动现金流	233	288	(36)	(43)	ROIC(%)	16.54	13.43	13.45	15.27
现金净增加额	227	339	166	192	ROE-摊薄(%)	13.97	11.85	13.62	15.41
折旧和摊销	10	16	20	21	资产负债率(%)	37.42	34.74	37.32	37.97
资本开支	(191)	(125)	(34)	(27)	P/E (现价&最新股本摊薄)	22.01	17.49	13.80	10.80
营运资本变动	31	3	1	(20)	P/B (现价)	3.07	2.07	1.88	1.66

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>