

2022年09月22日

瑞晨环保 (301273.SZ)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 下周一（9月26日）有一家创业板上市公司“瑞晨环保”询价。
- ◆ **瑞晨环保 (301273)**：公司的主营产品为高效节能离心风机、高效节能离心水泵等节能类产品；面对钢铁、水泥等高耗能行业客户，公司通过一系列定制化服务，为客户实现节能降耗的预定目标，提高客户生产经营过程中的经济效益。公司2019-2021年分别实现营业收入1.97亿元/2.98亿元/4.08亿元，YOY依次为36.35%/51.65%/36.62%，三年营业收入的年复合增速为41.37%；实现归母净利润0.36亿元/0.68亿元/0.83亿元，YOY依次为14.28%/92.47%/20.87%，三年归母净利润的年复合增速为38.53%。最新报告期，2022H1公司实现营业收入1.79亿元，同比增长20.46%；实现归母净利润0.31亿元，同比下降3.28%。根据初步预测，公司2022年1-9月预计实现归母净利润4,550.00万元至5,250.00万元，较上年同期变动-4.77%至9.88%。
- ② **投资亮点**：1、公司的风机及水泵产品以“高效节能”为卖点，打造差异化竞争优势；在国家提倡节能、减排、降耗的政策驱动以及企业降本增效的利益驱动下，公司有望显著受益。公司结合高效气力模型、水力模型等多项核心技术，设计及生产出高效节能离心风机、高效节能离心水泵等多款节能产品，集中服务于钢铁、水泥等高耗能行业。公司产品的运行效率较原产品通常能获得较为显著的提升，同时节电率能达到10%-30%左右，有利于客户的经济效益的提升和燃煤过程中CO2排放量的减少。当前来看，化工行业及钢铁行业保有大量风机、水泵设备，每年因寿命到期或节能降耗等因素都存在更换需求，公司作为节能设备的领军企业，其节能改造产品及服务有着广阔的市场空间。2、公司注重客户服务，以定制化的思路进行市场切入，成功进入多家大中型集团企业供应链；目前，公司在手订单保持稳定增长，毛利率也维持在相对较高水平。为达到设备较好的运行效率和节能效果，公司制定了一整套定制化的技术方案，包括实地评估、方案设计沟通、模型及产品的设计、生产制造到最终的产品交付；从过往已完成的项目验收结果来看，公司生产的风机和水泵运行效率一般能在80%以上、达到国外先进水平。凭借突出的定制化服务和优异的节能效果，公司近年来业务稳步扩张，在节能设备制造行业建立了较好的品牌声誉和丰富的客户资源。近年来，公司在手订单保持稳定增长，2019-2021年报告期期末在手订单金额分别为2.27亿元、3.61亿元以及3.85亿元；同时毛利率也维持在相对较高水平。
- ③ **同行业上市公司对比**：选取金通灵、京源环保以及中密控股为瑞晨环保的上市可比公司。根据上述可比公司来看，2021年同业平均收入规模为11.03亿元、可比PE-TTM（剔除负值/算数平均）为25.75X、销售毛利率为36.64%；公司的营收规模处于同业的中下位区间，毛利率则高于同业平均水平。
- ◆ **风险提示**：已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

股价 -

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	53.73
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.93	-3.35	-5.61
绝对收益	-9.64	-17.8	-26.82

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	196.7	298.4	407.6
同比增长(%)	36.35	51.65	36.62
营业利润(百万元)	41.3	78.6	91.0
同比增长(%)	16.57	90.23	15.80
净利润(百万元)	35.6	68.4	82.7
同比增长(%)	14.28	92.47	20.87
每股收益(元)	0.68	1.27	1.54

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、瑞晨环保	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	6
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	7

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	7
表 2: 同行业上市公司指标对比	7

一、瑞晨环保

公司专注于高效节能设备的研发、设计、生产和销售，主营产品为高效节能离心风机、高效节能离心水泵等节能类产品，集中应用于工业企业等客户的生产环节。面对钢铁、水泥等高耗能行业客户，公司通过测试评估、方案设计沟通、模型及产品的设计、生产销售定制化的设备，最终实现节能降耗的预定目标，提高客户的经济效益。

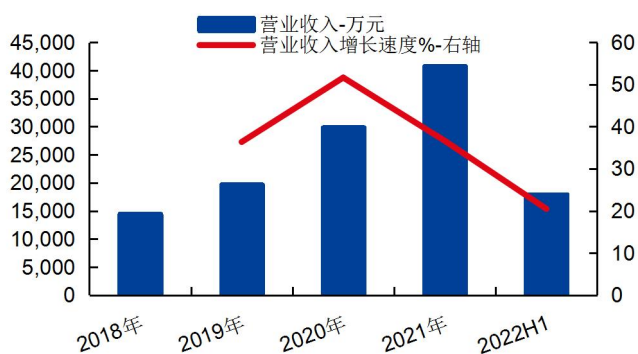
经过多年发展，公司通过大量项目实践积累了丰富的技术经验，截至报告期末，已取得发明专利 7 项，实用新型专利 66 项。同时，随着业务稳步扩张，公司的业务范围已经覆盖到全国大部分地区，积累了包括中国建材股份有限公司（下属南方水泥有限公司、西南水泥有限公司等公司）、华新水泥股份有限公司、华润水泥投资有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司、江苏沙钢集团淮钢特钢股份有限公司及拜耳材料科技（中国）有限公司等优质的客户资源。

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 1.97 亿元/2.98 亿元/4.08 亿元，YOY 依次为 36.35%/51.65%/36.62%，三年营业收入的年复合增速为 41.37%；实现归母净利润 0.36 亿元/0.68 亿元/0.83 亿元，YOY 依次为 14.28%/92.47%/20.87%，三年归母净利润的年复合增速为 38.53%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 1.79 亿元，同比增长 20.46%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比下降 3.28%。

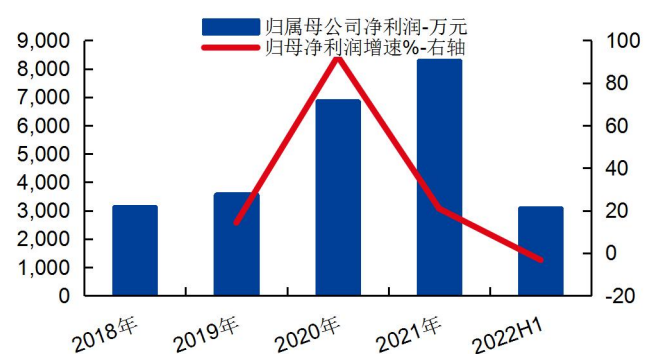
2021 年，公司主营业务收入按业务类型可分为两大板块，分别为买断业务（3.68 亿元，91.49%）、合同能源管理业务（0.34 亿元，8.51%）。报告期间，公司始终以买断业务为核心业务和首要收入来源，销售收入占比维持在 80%以上；而买断业务又以风机产品为主、风机产品占据总营收的 70%-85%左右。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



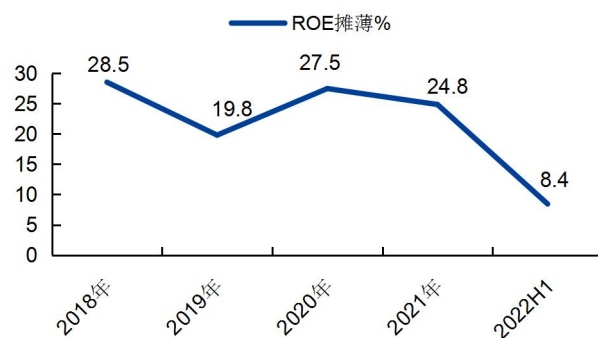
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司的主营产品不同，因此行业的分类亦不相同；公司的高效节能离心风机归属于风机行业、水泵产品归属于泵行业。

1、风机行业

风机是一种用于压缩和输送气体的机械，是把原动机的机械能量转变为气体能量的一种机械。公司目前的产品为离心通风机；离心通风机一般是指风机中气体出口全压值低于 15KPa 的一类离心风机。离心风机的工作原理是，当电动机转动时，随着风机叶轮转动产生的离心力，将流体（空气）从叶轮中甩出并在管道中不断流动，从而形成通风；广泛应用于钢铁、水泥、石化、食品、气力输送、污水处理等各工业部门。

自 2000 年以来，风机市场需求不断增加，促使风机行业不断发展，风机企业的技术水平、规模进一步有所发展。根据 Persistence 市场调查机构（PMR）调查数据，全球通风设备市场在 2017 年达到 249.18 亿美元，到 2025 年，预计达到近 400 亿美元，复合年增长率（CAGR）为 6.09%，通风设备的工业应用在市场产值中的占比将超过 70%，达到近 300 亿美元。国内方面，根据智研咨询报告《2020 年中国通用机械行业发展概况》，2018 年风机产业主营业务收入为 744.92 亿元，2019 年风机产业实现主营业务收入 799.72 亿元，同比增长 7.36%。由此可见国内风机市场至少存在 700-1,000 亿元的市场空间，未来随着下游行业对风机需求的增大，市场空间将逐渐扩大。同时，根据通用机械协会对会员企业统计数据，离心通风机在当年风机市场总营收的占比为 27.02%。因此离心通风机市场规模约为 216 亿元（799.72*27.02%）。

离心风机应用较为广泛、需求差异大、行业竞争呈现多极化。高端离心风机市场主要为进口产品，对节能性、安全性要求高、技术含量高、附加值高。目前，国外品牌如英国豪顿集团（Howden Group Ltd）、日本株式会社荏原制作所、德国锐志集团等凭借领先的技术和良好的口碑在国内市场处于优势地位。

2、泵行业

我国现代泵产业起源于十九世纪末二十世纪初，应矿业开发排水和海运船舶用泵之需，出现了兼营修造水泵的单位。五十年代，国家开始工业化建设，工业发展对水泵的需求越来越多，诞

生了一批专营水泵制造的企业，初步奠定了我国水泵工业的制造基础。经过多年的发展积累，国内泵生产和技术水平大幅提高，形成了完整的研发、生产和销售体系。根据智研咨询报告显示，2019年水泵行业实现营业收入1,686.68亿元，实现利润总额140.21亿元，市场规模较大。

竞争格局方面，根据公开披露资料显示，国内水泵行业的主要销售企业为国内、外水泵传统企业，如株式会社荏原制作所(Ebara)、上海东方泵业(集团)有限公司、格兰富集团(Grundfos)、南方泵业股份有限公司等。该等企业在国内主要销售离心泵，销售额均超过30亿元。总体而言，离心泵行业竞争较为充分，参与者较多。

根据QYResearch《2021-2027全球与中国离心泵市场现状及未来发展趋势》报告，2020年全球离心泵市场规模为2,016亿元左右，中国是全球最大的离心泵市场，占有60%的市场份额。根据美国麦克文公司和欧洲工业预测机构EIF的分析，工业用泵的占比最大约占60%。可以得知，中国国内的工业离心泵市场规模大致在725亿元左右(2016*60%*60%)，市场空间较大。公司以高效节能离心泵为主要产品，专注于细分产品领域，且报告期内以风机产品作为主要发展方向，因此，公司在离心泵行业的整体市场占有率不到1%。

(三) 公司亮点

1、公司的风机及水泵产品以“高效节能”为卖点，打造差异化竞争优势；在国家提倡节能、减排、降耗的政策驱动以及企业降本增效的利益驱动下，公司有望显著受益。传统风机、水泵等设备能耗高、效率低、经济效益较差，据《中国通用机械工业年鉴(2019)》统计，通用机械中水泵和风机的年耗电量占全国用电量的1/3，占全国工业用电量的40%-50%。在国家提倡节能降耗的政策驱动以及企业节能增效的驱动下，生产企业进行装备升级和工艺升级，对风机、水泵等设备提出了节能改造的需求。在此背景下，公司结合高效气力模型、水力模型等多项核心技术，设计及生产出高效节能离心风机、高效节能离心水泵等多款节能产品，集中服务于钢铁、水泥等高耗能行业。替换客户生产线中的原有设备后，若技改前后流量、压力等关键参数不变，公司产品的运行效率较原产品通常能获得较为显著的提升，同时节电率能达到10%-30%左右，有利于客户的经济效益的提升和燃煤过程中CO₂排放量的减少。当前来看，化工行业及钢铁行业保有大量风机、水泵设备，每年因寿命到期或节能降耗等因素都存在更换需求，公司作为节能设备的领军企业，其节能改造产品及服务有着广阔的市场空间。

2、公司注重客户服务，以定制化的思路进行市场切入，成功进入多家大中型集团企业供应链；目前，公司在手订单保持稳定增长，毛利率也维持在相对较高水平。为达到设备较好的运行效率和节能效果，公司制定了一整套定制化的技术方案，包括实地评估、方案设计沟通、模型及产品设计、生产制造到最终的产品交付；从过往已完成的项目验收结果来看，公司生产的风机和水泵运行效率一般能在80%以上、达到国外先进水平。凭借突出的定制化服务和优异的节能效果，公司近年来业务稳步扩张，在节能设备制造行业建立了较好的品牌声誉和丰富的客户资源；先后与中国建材股份有限公司、华新水泥股份有限公司、华润水泥投资有限公司、中国宝武钢铁集团有限公司、江苏沙钢集团淮钢特钢股份有限公司及拜耳材料科技(中国)有限公司等多个大中型集团企业形成稳定的合作关系，并进一步丰富公司的项目实践经验。近年来，公司在手订单保持稳定增长，2019-2021年报告期末在手订单金额分别为2.27亿元、3.61亿元以及3.85亿元；同时，销售毛利率也维持在相对较高水平，经营状况较为良好。

（四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目和补充流动资金。

1、**高效节能风机产业化建设项目**：本项目充分利用公司现有的生产技术，购置先进生产设备，并引进专业技术人员。项目建设期计划为 2 年，本项目总投资 29,897.01 万元。在项目建成后，计划年产 1,200 台高效节能风机（含 600 台大型风机、600 台小型风机），以满足市场需求。

表 1：公司 IPO 募投资项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	高效节能风机产业化建设项目	29,897.01	29,897.01	2 年
2	补充流动资金	15,000.00	15,000.00	-
	合计	44,897.01	44,897.01	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 4.08 亿元，同比增长 36.62%；实现归属于母公司净利润 0.83 亿元，同比增长 20.87%。根据初步预测，公司预计 2022 年 1-9 月实现营业收入为 26,000.00 万元至 30,000.00 万元，同比增长 5.22%至 21.41%；归属于母公司股东的净利润为 4,550.00 万元至 5,250.00 万元，同比下降 4.77%至同比增长 9.88%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 4,150.00 万元至 4,850.00 万元，同比增长 1.66%至 18.80%。

公司的主营产品为高效节能离心风机，集中应用于化工及钢铁行业；目前 A 股上市公司中，不存在与公司主营业务完全相同的上市公司，因此从所属行业、业务模式、下游客户等方面考虑，选取金通灵、京源环保以及中密控股为瑞晨环保的上市可比公司。根据上述可比公司来看，2021 年同业平均收入规模为 11.03 亿元、可比 PE-TTM（剔除负值/算数平均）为 25.75X、销售毛利率为 36.64%；相较而言，公司的营收规模处于同业的中下位区间，毛利率则高于同业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年 收入(亿 元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
300091.SZ	金通灵	59.42	-348.67	17.55	22.20%	0.20	-66.13%	18.84%	0.61%
688096.SH	京源环保	13.28	24.77	4.22	19.99%	0.56	-9.39%	39.26%	7.10%
300470.SZ	中密控股	80.17	26.73	11.32	22.43%	2.87	36.27%	51.83%	12.74%
301273.SZ	瑞晨环保	/	/	4.08	36.62%	0.83	20.87%	46.09%	24.84%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

技术更新不及时的风险，人才流失及核心技术泄密的风险，市场开拓风险，下游客户所处行业波动的风险，公司业务经营中外协加工比例较高的风险，原材料价格波动的风险，劳动力成本

上升的风险，新型冠状病毒肺炎疫情对公司经营造成不利影响的风险，应收账款金额较大的回收风险，存货余额较大的风险，公司资产被抵押带来的持续经营能力风险，实际控制人不当控制的风险，业务规模扩大可能引致的管理风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn