

23Q1 业绩企稳回升，高效节能风机水泵优势突出

核心观点：

- **事件：**瑞晨环保发布22年报和23年一季报，公司22年实现营业收入4.39亿元，同比增长7.6%；实现归母净利润5035万元，同比下降39.1%。23Q1实现营业收入3110万元，同比增长72.7%；实现归母净利润-325万元，同比增长70.1%。此外，公司公告了2022年度利润分配方案，每10股派发现金红利1.50元（含税）。
- **需求提升带动收入增长，23Q1 业绩企稳回升。**22年公司综合毛利率为37.15%，同比减少8.94pct；净利率为11.48%，同比减少10.46pct，期间费用率为23.73%，同比增加1.04pct。由于经济下行压力加大，去年下半年客户招标进度整体推迟、项目现场延迟，公司经营活动受到较大压力。
公司一季度各项业绩指标均有好转。随着2022年下半年生产的产品逐渐验收、合同能源管理项目收入的增加以及推行精细化成本管控的效果逐渐显现，公司23Q1综合毛利率已企稳回升，达到40.50%，较2022年度上升了3.35pct。
- **业务经验丰富，水泥钢铁行业节能改造优势显著。**22年公司风机业务实现收入3.75亿元，同比增长7.6%，水泵业务实现收入1560万元，同比下降21.7%。公司已累计完成高效节能离心风机制约3200台，高效节能离心水泵超过1900台，积累了丰富的模型数量以及项目经验。
公司在建材板块节能风机改造细分市场份额超过60%，22年公司新建水泥窑线突破超过8家，其中整线中标5家6条产线，新增订单超过1亿元，综合熟料电费下降1kwh/t，节能效果显著。在钢铁行业，全年签约钢铁厂超20家，新进钢铁厂6家，有合作意向的钢厂超过50家，新增订单同比增长一倍，合同能源管理占比有显著提升。公司结合高效节能泵和高效永磁电机，综合节电率超40%，大幅降低客户用电成本。
- **积极开拓新应用领域，培育新利润增长点。**除了水泥、钢铁外，公司也在积极布局氧化铝、电解铝、垃圾发电、有色、化工等新的领域，扩大公司主营业务规模，完善公司产品战略布局，培育新的利润增长点，增强公司核心竞争力及持续盈利能力。报告期内，公司与中铝集团达成合作，包铝超净排放配套风机试点成功，拓展新的解决方案应用；化工行业新增客户2家，为高效节能风机应用到更宽更广的应用领域打开新的思路。
- **布局节能燃烧类产品，热能板块初步实现规模销售。**2022年公司热能产品实现规模销售，收入达955万元，换热器全年新增订单超过4000万元，低氮高速燃烧器在宝武集团梅山钢铁试用，运行效果超预期。公司研发的高温高效板式空气预热器成功拓展了国内最大的钢铁企业宝武集团相关业务，以独家采购方式进行市场营销。公司未来规划从单体热能技术设备提供商，转变为工业热能系统解决方案供应商，推动热能板块持续增长。

瑞晨环保 (301273.SZ)

推荐 首次评级

分析师

陶贻功

电话：010-80927673

邮箱：taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030001

严明

电话：010-80927667

邮箱：yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520070002

研究助理

梁悠南

电话：010-80927656

邮箱：liangyounan_yj@chinastock.com.cn

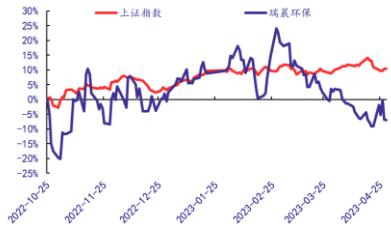
市场数据

2023-04-28

A股收盘价/元	37.29
A股区间最高价/元	51.20
A股区间最低价/元	31.30
上证指数	3,323.27
市盈率 PE(TTM)	46.09
总股本/万股	7,164.18
流通A股/万股	1,791.04
限售A股/万股	5,373.13
流通A股市值/亿元	6.68

相对上证指数表现

2023-04-28



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

投资建议：预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.98/1.33/1.70 亿元，对应 EPS 分别为 1.36/1.86/2.38 元/股，对应 PE 分别为 27x/20x/16x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：风机水泵节能改造需求不及预期的风险；原材料价格上涨的风险；行业竞争加剧的风险。

附录：

1. 盈利预测

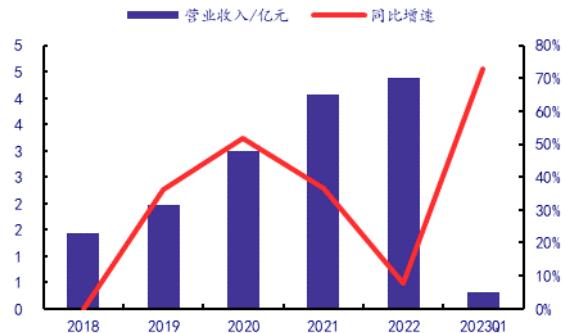
表 1. 瑞晨环保盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	438.64	611.50	803.27	976.07
收入增长率	7.60%	39.41%	31.36%	21.51%
归母净利润（百万元）	50.35	97.73	133.21	170.24
利润增速	-39.14%	94.09%	36.31%	27.79%
毛利率	37.15%	39.28%	40.37%	41.43%
摊薄 EPS（元）	0.70	1.36	1.86	2.38
PE	53.06	27.34	20.05	15.69

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

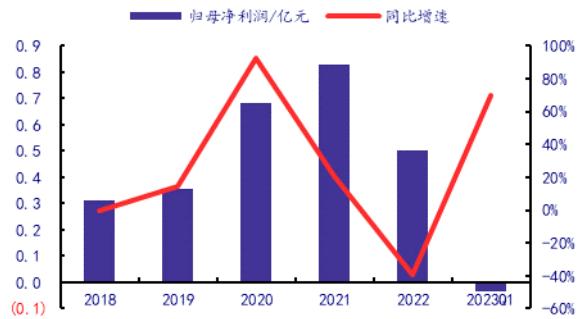
2. 公司经营情况

图 1：2018-2023Q1 瑞晨环保营业收入/亿元



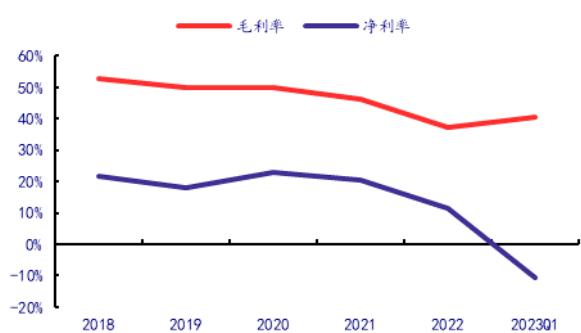
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 2：2018-2023Q1 瑞晨环保归母净利润/万元



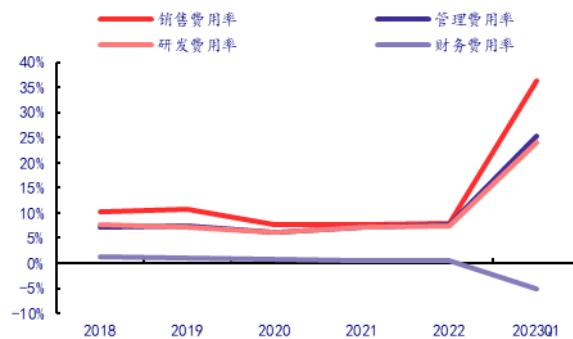
资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 3：2018–2023Q1 瑞晨环保毛利率与净利率



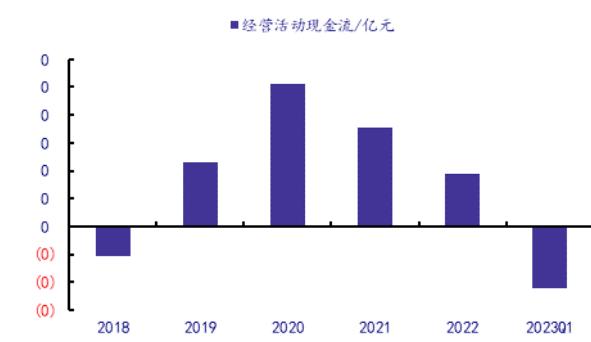
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 4：2018–2023Q1 瑞晨环保费用率情况



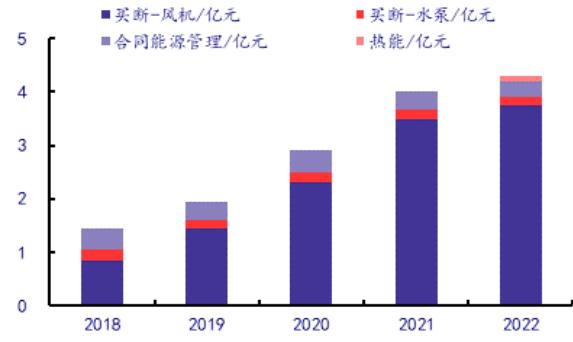
资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 5：2018–2023Q1 瑞晨环保经营活动现金流/亿元



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

图 6：2020–2022 瑞晨环保分业务收入/亿元



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

表 2. 2021–2023Q1 瑞晨环保分季度营收和净利润情况

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
营业收入/亿元	0.16	1.49	2.47	4.08	0.18	1.79	3.00	4.39	0.31
营业收入同比增长率	--	--	42.26%	36.62%	9.19%	20.46%	21.23%	7.60%	72.73%
归母净利润/亿元	-0.1	0.32	0.48	0.83	-0.11	0.31	0.46	0.5	-0.03
归母净利润同比增长率	--	--	23.08%	20.87%	-11.76%	-3.28%	-4.74%	-39.14%	70.06%

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

公司财务预测表 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1028.66	1177.11	1337.16	1528.68	营业收入	438.64	611.50	803.27	976.07
现金	473.93	421.70	417.46	443.35	营业成本	275.68	371.28	478.96	571.73
应收账款	209.15	206.17	352.05	335.34	营业税金及附加	3.29	4.63	6.02	7.35
其它应收款	6.30	9.96	11.87	14.57	营业费用	35.13	48.06	63.37	77.10
预付账款	13.80	16.52	21.78	26.25	管理费用	33.73	44.50	59.48	72.32
存货	108.58	241.25	210.04	328.67	财务费用	2.14	-3.41	-3.12	-3.40
其他	216.89	281.51	323.96	380.50	资产减值损失	-1.41	0.00	0.00	0.00
非流动资产	243.39	250.91	261.15	275.88	公允价值变动收益	1.11	0.00	0.00	0.00
长期投资	12.54	12.54	12.54	12.54	投资净收益	-1.65	0.00	0.00	0.00
固定资产	88.00	96.30	106.27	119.98	营业利润	54.36	111.87	152.35	194.77
无形资产	64.05	66.80	69.54	72.29	营业外收入	3.29	0.00	0.00	0.00
其他	78.80	75.27	72.80	71.07	营业外支出	0.05	0.00	0.00	0.00
资产总计	1272.05	1428.02	1598.31	1804.56	利润总额	57.60	111.87	152.35	194.77
流动负债	230.25	288.50	325.58	361.59	所得税	7.25	14.15	19.14	24.53
短期借款	47.45	41.26	32.07	19.41	净利润	50.35	97.73	133.21	170.24
应付账款	58.03	83.38	98.42	118.85	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	124.77	163.86	195.10	223.33	归属母公司净利润	50.35	97.73	133.21	170.24
非流动负债	52.72	52.72	52.72	52.72	EBITDA	83.03	112.94	153.99	196.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.70	1.36	1.86	2.38
其他	52.72	52.72	52.72	52.72					
负债合计	282.97	341.22	378.30	414.31	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	7.60%	39.41%	31.36%	21.51%
归属母公司股东权益	989.08	1086.80	1220.01	1390.25	营业利润	-40.28%	105.81%	36.18%	27.84%
负债和股东权益	1272.05	1428.02	1598.31	1804.56	归属母公司净利润	-39.14%	94.09%	36.31%	27.79%
					毛利率	37.15%	39.28%	40.37%	41.43%
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	11.48%	15.98%	16.58%	17.44%
经营活动现金流	9.50	-32.71	21.05	59.32	ROE	5.09%	8.99%	10.92%	12.25%
净利润	50.35	97.73	133.21	170.24	ROIC	4.88%	8.34%	10.36%	11.80%
折旧摊销	24.77	4.48	4.76	5.28	资产负债率	22.25%	23.89%	23.67%	22.96%
财务费用	3.20	1.33	1.10	0.77	净负债比率	28.61%	31.40%	31.01%	29.80%
投资损失	1.65	0.00	0.00	0.00	流动比率	4.47	4.08	4.11	4.23
营运资金变动	-74.68	-136.25	-118.02	-116.97	速动比率	3.73	2.97	3.15	2.98
其它	4.20	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.34	0.43	0.50	0.54
投资活动现金流	-133.51	-12.00	-15.00	-20.00	应收账款周转率	2.10	2.97	2.28	2.91
资本支出	-25.42	-12.00	-15.00	-20.00	应付帐款周转率	7.56	7.33	8.16	8.21
长期投资	-9.20	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.70	1.36	1.86	2.38
其他	-98.89	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.13	-0.46	0.29	0.83
筹资活动现金流	557.15	-7.52	-10.29	-13.43	每股净资产	13.81	15.17	17.03	19.41
短期借款	-35.97	-6.19	-9.19	-12.66	P/E	53.06	27.34	20.05	15.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.70	2.46	2.19	1.92
其他	593.12	-1.33	-1.10	-0.77	EV/EBITDA	30.40	20.36	14.90	11.47
现金净增加额	433.13	-52.23	-4.24	25.89	P/S	6.09	4.37	3.33	2.74

数据来源: iFind, 银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn