

瑞华技术 (920099)

化工工艺包技术国内领先，募投前瞻布局可降解塑料新业务

投资评级 (暂无)

2024年09月18日

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	325.99	394.47	620.34	715.32	890.35
同比 (%)	129.29	21.01	57.26	15.31	24.47
归母净利润 (百万元)	78.62	113.93	117.82	126.21	202.15
同比 (%)	114.95	44.92	3.42	7.12	60.17
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.31	1.90	1.96	2.10	3.37
P/E (现价&最新摊薄)	14.50	10.01	9.68	9.03	5.64

证券分析师 朱洁羽
 执业证书: S0600520090004
 zhujiayu@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 钱尧天
 执业证书: S0600122120031
 qianyt@dwzq.com.cn
研究助理 武阿兰
 执业证书: S0600124070018
 wual@dwzq.com.cn
研究助理 薛路熹
 执业证书: S0600123070027
 xuelx@dwzq.com.cn

投资要点

- 石油化工工艺包“小巨人”，工艺包技术国内领先。**瑞华技术成立于2007年，是国内拥有大产能乙苯/苯乙烯装置设计能力的专业技术服务商，布局化工专业技术工艺包、化工设备及催化剂三大业务板块，自主研发的乙苯/苯乙烯成套技术、环氧丙烷/苯乙烯联产成套技术、正丁烷制顺酐成套技术等均成功实现工业化应用。公司主要业务模式为项目制，项目规模与产品交付周期差异导致短期业绩波动较大，2019-2023年公司营收由1.90亿元增长至3.94亿元，年均复合增速20.07%；归母净利润由0.68亿元增长至1.14亿元，年均复合增速13.97%。2024H1公司合同负债和预收款增加，总体上归母净利润和营收体量呈增长态势。
- 基本有机行业需求增长，环保政策下行业格局优化。**1) 苯乙烯为苯最大用量衍生物，广泛用于建筑保温、汽车制造、家用电器、玩具制造、纺织、造纸、制鞋、包装等领域，2023年国内苯乙烯产能为2087万吨。伴随2024-2028年大型炼化企业陆续投产，国内苯乙烯市场供需缺口逐步缩小。2) 环氧丙烷是重要的基本有机化工合成原料，用于生产聚醚、丙二醇等，下游涵盖汽车、建筑、食品、烟草、医药及化妆品等行业，2019-2023年需求量年均复合增长率10.37%，在鼓励节能降耗、绿色发展的政策主基调下，国内市场对PO/SM工艺的需求量将稳步增长。3) 顺酐下游产品BDO是可降解塑料材料PBAT、PBS的重要原料，禁塑令推动下可降解塑料产能在未来几年陆续释放，将直接拉动BDO需求，届时顺酐需求空间有望持续扩大。
- 募投项目完善产品矩阵，前瞻布局可降解塑料。**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，在国内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：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.18/1.26/2.02亿元，对应发行价的PE估值为9.68/9.03/5.64倍，新股上市暂无投资评级。
- 风险提示：**1) 经营业绩波动的风险。2) 合同执行不及预期的风险。3) 下游行业产能过剩风险。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	0.00
一年最低/最高价	-/-
市净率(倍)	0.00
流通A股市值(百万元)	0.00
总市值(百万元)	0.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.35
资产负债率(%,LF)	54.88
总股本(百万股)	60.00
流通A股(百万股)	0.00

相关研究

内容目录

1. 瑞华技术：石油化工工艺包技术专精特新“小巨人”	4
1.1. 石油化工技术提供商，工艺包技术国内领先.....	4
1.2. 聚焦技术型产品制造与服务应用，布局工艺包、设备与催化剂三类业务.....	6
1.3. 盈利受工艺包项目影响较大，整体业绩呈波动增长态势.....	7
2. 基本有机行业需求增长，环保政策下行业格局优化	8
2.1. 化工工艺包及其配套产品：石油化工产业链中游环节，品类繁多	8
2.2. 有机化工品需求稳步增长，环保导向引领可降解塑料市场扩大	9
2.3. 化工设备进口替代进程加快，催化剂仍被国外大型企业垄断	12
3. 募投项目完善产品矩阵，前瞻布局可降解塑料业务	14
3.1. 工艺包业务带来较高毛利，募投项目完善公司产品矩阵	14
3.2. 注重技术持续创新，募投前瞻拓展可降解塑料新业务	16
3.3. 拥有优质客户群体，同步布局海外打开成长空间	17
4. 盈利预测与投资建议	18
5. 风险提示	20

图表目录

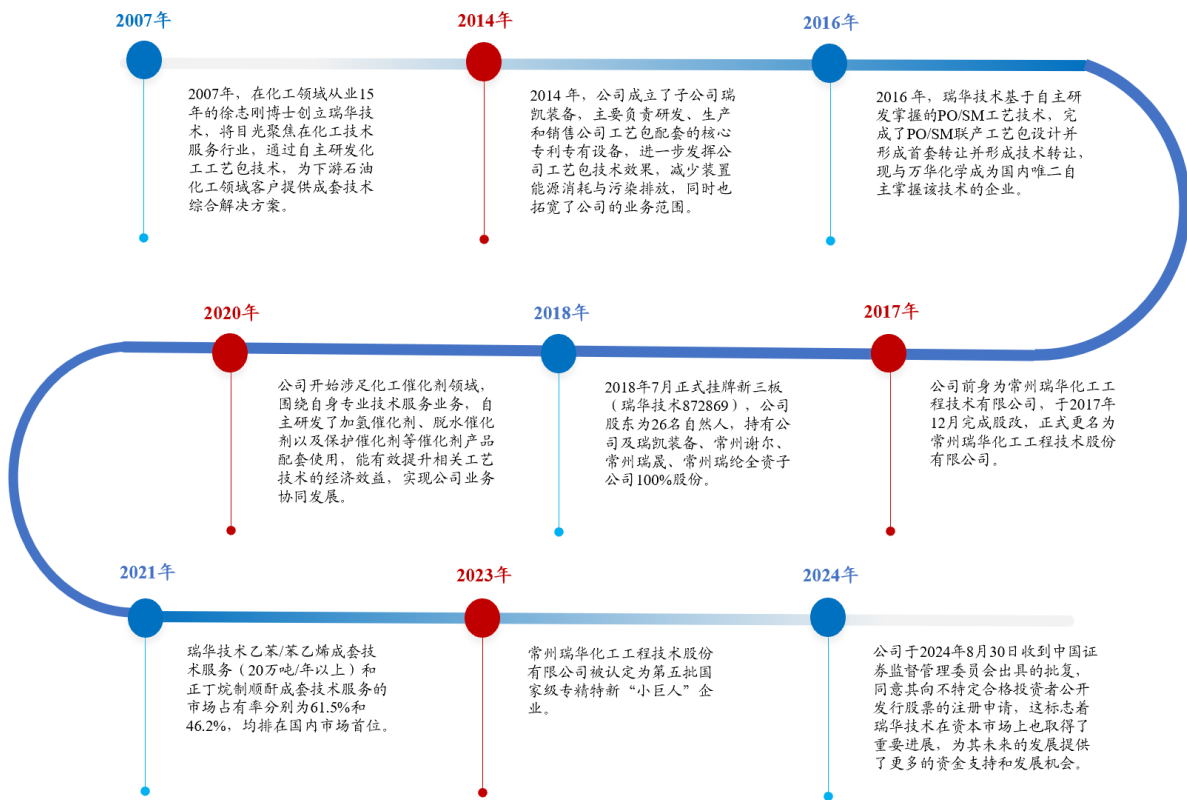
图 1:	瑞华技术发展历程.....	4
图 2:	瑞华技术股权结构图（截至 2024 年 9 月 6 日，公司招股书发布日）.....	5
图 3:	公司三大主营业务及应用领域简介.....	6
图 4:	2019-2023 年公司营业收入及同比增速.....	7
图 5:	2019-2023 年公司归母净利润及同比增速.....	7
图 6:	2019-2023 年公司各类业务营业收入占比.....	7
图 7:	2019-2023 年公司各项业务毛利率.....	7
图 8:	2019-2023 年公司毛利及毛利率情况.....	8
图 9:	2019-2023 年公司期间费用率情况.....	8
图 10:	石油化工产业链.....	9
图 11:	2019-2023 中国石化行业规模以上企业营业收入.....	9
图 12:	2019-2023 中国石化行业规模以上企业营业利润.....	9
图 13:	苯乙烯产业链简介.....	10
图 14:	中国苯乙烯供需格局预测（单位：万吨）.....	10
图 15:	2012-2023 年全球苯乙烯产能情况（单位：万吨）.....	10
图 16:	环氧丙烷产业链简介.....	11
图 17:	2019-2028 中国环氧丙烷供需格局预测（单位：万吨）.....	11
图 18:	顺酐主要下游产品.....	12
图 19:	2018-2023 年我国顺酐出口金额.....	12
图 20:	2020-2026 年预计全球生物可降解塑料产能.....	12
图 21:	2011-2022 年中国炼油化工生产专用设备产量.....	13
图 22:	2015-2020 年中国炼油化工专用设备进出口贸易总额及贸易顺（逆）差变化趋势.....	13
图 23:	2017-2022 年中国石油催化剂市场规模.....	13
图 24:	2019-2021 年全球催化剂市场规模.....	13
图 25:	公司现有产品矩阵及优势.....	14
图 26:	2021 年公司部分核心产品市场占有率.....	15
图 27:	应用公司工艺包的产品产能（截至 23 年 3 月末）.....	15
图 28:	公司募投项目“12000 吨/年催化剂项目”已签署及意向订单情况.....	16
图 29:	公司分业务盈利预测.....	19
图 30:	可比公司估值（截至 2024 年 9 月 12 日）.....	20
表 1:	公司管理层行业经验丰富.....	5
表 2:	PO/SM 联产成套技术服务主要相关企业技术来源情况.....	15
表 3:	公司核心技术.....	16
表 4:	可降解塑料相关政策.....	17
表 5:	瑞华技术部分客户简介.....	17

1. 瑞华技术：石油化工工艺包技术专精特新“小巨人”

1.1. 石油化工技术提供商，工艺包技术国内领先

专注石油化工技术研发，工艺包技术国内领先。瑞华技术成立于 2007 年，是一家致力于为化工企业提供基于化工工艺包技术的成套技术综合解决方案的国内领先石油化工技术提供商，核心业务涵盖基础研究试验、工艺路线和催化剂开发、技术许可、技术服务、化工设备设计与制造以及新材料技术开发及制备。公司为国家高新技术企业、江苏省研发型企业（2022 年常州市唯一一家）、创新驱动先进单位、江苏省民营科技企业，其自主研发的乙苯/苯乙烯成套技术、环氧丙烷/苯乙烯联产成套技术、正丁烷制顺酐成套技术、聚苯乙烯成套技术等工艺技术均成功实现工业化应用，在低能耗、低物耗及装置运行稳定性方面位居国内领先地位。2023 年，公司被认定为专精特新小巨人企业。

图1：瑞华技术发展历程

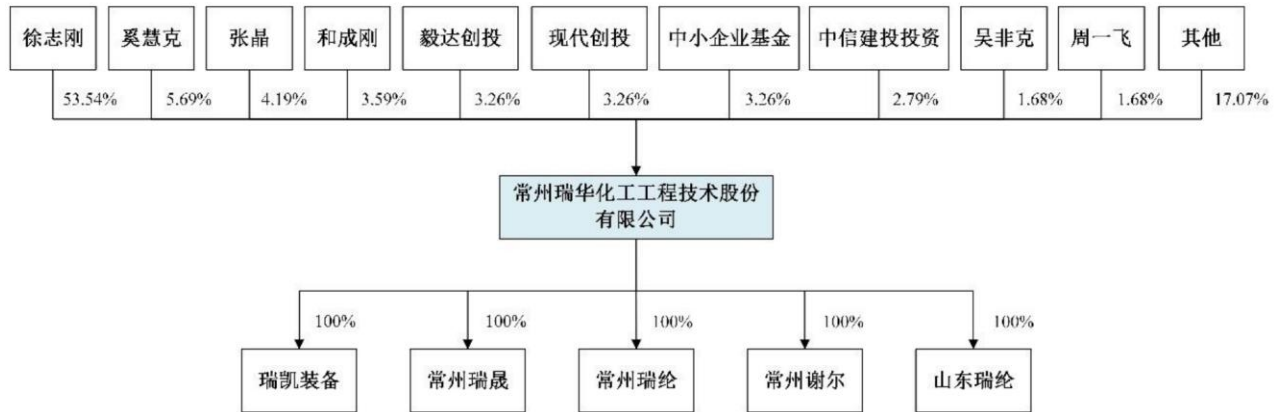


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为集中，子公司间业务协同效应显著。截至 2024 年 9 月 6 日（公司招股书发布日），公司董事长徐志刚先生直接持有公司 53.54% 的股份，实际控制公司的经营管理，为公司控股股东与实际控制人，与其他公司股东无一致行动人关系。公司全资控股瑞凯装备、常州瑞晟、常州瑞纶、常州谢尔和山东瑞纶五家子公司，其中瑞凯装备成立于 2014 年，主要针对瑞华技术开发的工艺包所涉及的关键核心专利专有设备进行研发，并根据客户需求进行配套生产与销售；常州谢尔成立于 2018 年，主要从事与瑞

华技术工艺包所配套的催化剂的销售工作；其他子公司目前暂无实际经营，未来将从事化工技术研发、生产、销售相关业务，具备较好的业务协调效应。

图2：瑞华技术股权结构图（截至 2024 年 9 月 6 日，公司招股书发布日）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

管理层行业经验丰富，积极关注人才内部培养。公司董事长徐志刚先生拥有近三十年从业经历，具备充足的实践经验与长远的行业眼光，公司其他高管亦从业多年，行业经验较为丰富。公司深耕石油化工领域多年，拥有一批专业能力过硬、行业经验丰富的业务团队和管理团队。公司人才结构合理，依托各大高校以及科研院所，形成老中青相结合、专业能力相匹配的人才梯队。在引进外部优秀人才的同时，公司亦注重内部年轻人才的培养，不断完善内部培训学习体系，注重开展同行业沟通交流，打造一流的化工专业服务团队，实现员工和公司的共同成长，在同行业当中，公司具有自身独特的团队及人才优势。

表1：公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
徐志刚	董事长	毕业于华东理工大学无机化工专业，获学士、硕士学位，后毕业于华东理工大学化学工程专业，获博士学位。曾任华东理工大学工艺与装备教研组讲师、华东理工大学工艺研究所副教授、副所长、上海苏超化工科技有限公司执行董事、瑞华有限公司董事长、总经理、山东联成化学工业有限公司董事、东明中信国安瑞华新材料有限公司副董事长。现任瑞华技术董事长、瑞凯装备董事长、总经理、山东瑞纶执行董事。
吴非可	董事、总经理	毕业于长江大学环境工程专业，获学士学位，后毕业于常州大学化学工程专业，获硕士学位。曾任瑞华有限公司工艺工程师、瑞华技术副总经理。现任瑞华技术董事、总经理。
张晶	董事、副总经理	毕业于吉林化工学院有机化工专业，获学士学位。曾任吉化有机合成厂副处长、常州东昊化工有限公司副总经理、总工程师、常州新阳科技集团有限公司（曾用名常州新日化学有限公司）副总经理、总工程师、瑞华有限公司副总经理。2014年2月至今，历任瑞凯装备执行董事、总经理、董事等职务；2017年12月至今，任瑞华技术董事、副总经理。

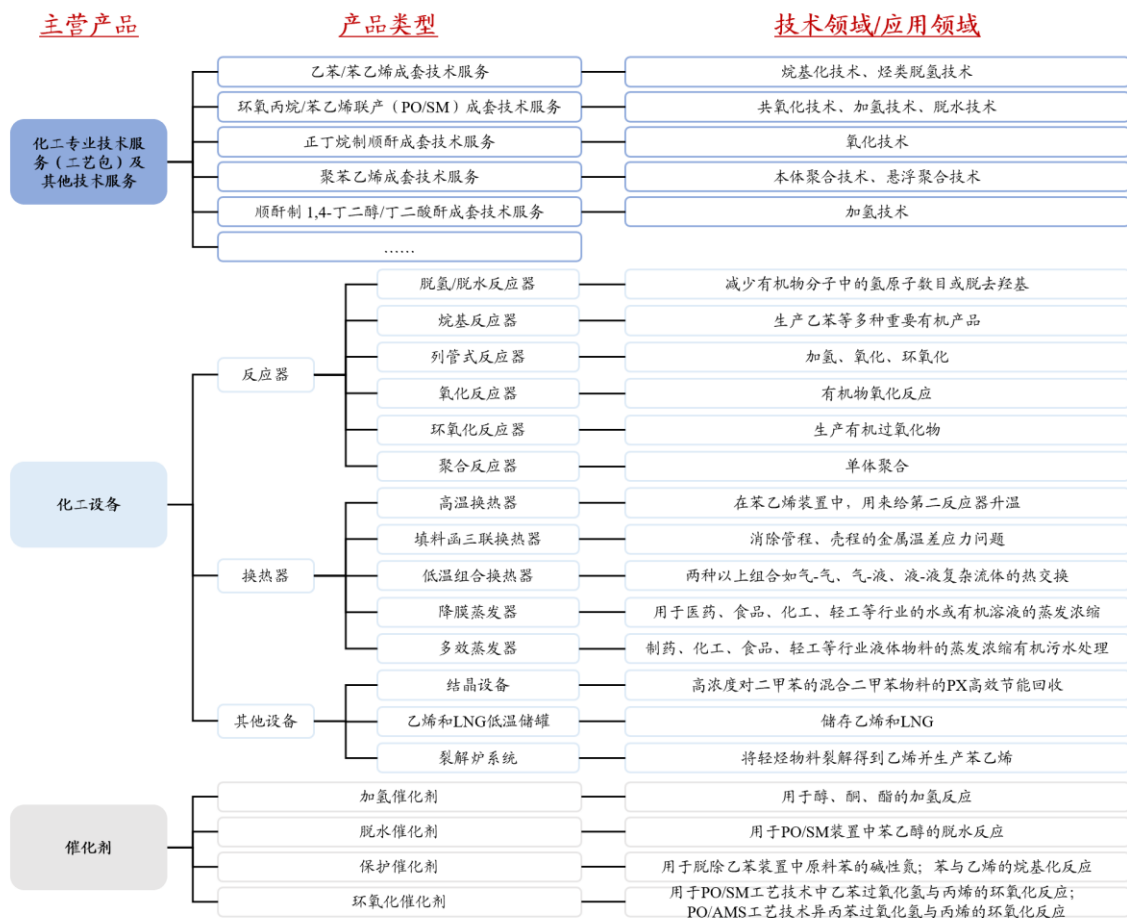
谈登来	董事、副总经理	研究生学历，油气储运工程专业，高级工程师。曾任胜利油田胜利石油工程建设有限责任公司技术员、常州瑞华化工工程技术股份有限公司设备工程师、商务经理、常州瑞华化工工程技术股份有限公司副总经理、董事会秘书。现任常州瑞凯化工装备有限公司工程师、常州瑞凯化工装备有限公司董事、常州瑞华化工工程技术股份有限公司副总经理。
陆芝茵	董事、财务负责人	毕业于厦门大学财会专业，大专学历。曾任常州飞天齿轮有限公司财务会计、常州华鹰集团有限公司兰陵五化交商场材料会计、常州金太阳至尊家电有限公司财务主管、常州中大彩色文印有限公司主办会计、瑞华有限公司财务经理。2017年12月至今，任瑞华技术董事、财务总监。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.2. 聚焦技术型产品制造与服务应用，布局工艺包、设备与催化剂三类业务

公司聚焦技术型产品制造与服务应用，布局工艺包、设备与催化剂三类业务。公司致力于为下游化工企业服务，形成了化工专业技术服务（工艺包）及其他技术服务、化工设备以及催化剂三大业务板块。在成套技术服务方面，公司已获得化工工艺包、化工设备和催化剂相关专利 60 余项，并成为中国拥有大产能乙苯/苯乙烯装置设计能力的专业技术服务商之一，技术与质量均具备领先优势。公司生产的化工设备与催化剂下属分支类型丰富，涵盖众多石油化工领域的产品与服务，满足下游客户多元化需求。

图3：公司三大主营业务及应用领域简介

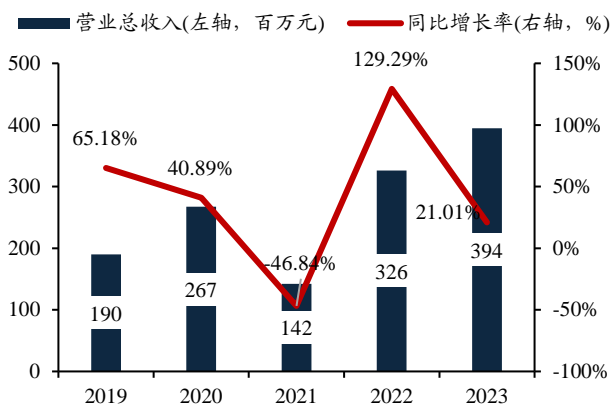


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 盈利受工艺包项目影响较大，整体业绩呈波动增长态势

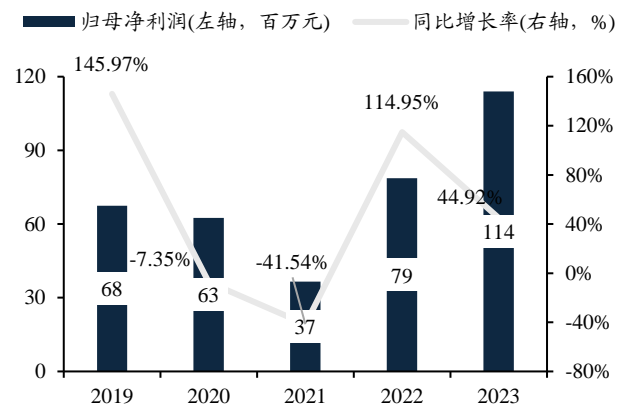
营收与归母净利润呈增长态势，业绩短期波动性较大。2019-2023年，公司实现营业收入1.90/2.67/1.42/3.26/3.94亿元，年均复合增速达20.07%；实现归母净利润0.68/0.63/0.37/0.79/1.14亿元，年均复合增速达13.97%。2024H1公司实现营业收入1.94亿元，同比下降6.21%；实现归母净利润0.60亿元，同比下降33.81%，主要系公司根据客户装置换装催化剂的需求，陆续向客户交付催化剂，催化剂毛利率出现下降。项目规模差异与不同产品交付周期差异容易影响公司短期业绩稳定性，而公司合同负债和预收款增加，总体上归母净利润和营收体量呈增长态势。

图4：2019-2023年公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

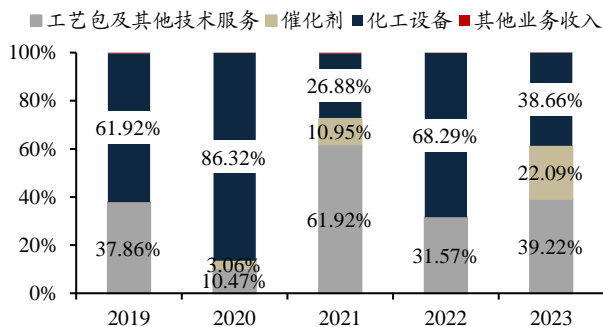
图5：2019-2023年公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

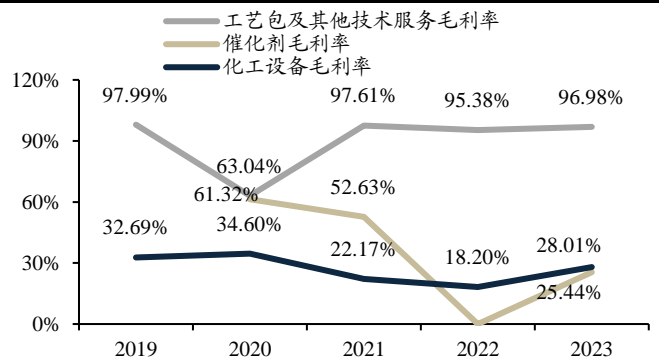
工艺包和化工设备营收占比较高，近三年工艺包毛利率维持在95%以上。公司工艺包及其他技术服务收入不断增长，营业收入由2020年的0.28亿元上涨至2023年1.55亿元，年均复合增长率高达76.78%。化工设备业务收入受疫情影响，设备生产与交付周期变长，部分2021年订单在2022年确认交货，营收结构与收入出现短期波动。整体来看，工艺包和化工设备的营收占比较高，催化剂的占比相对较小。从毛利率看，由于低人工成本和前期研发费用摊销，工艺包毛利率维持在95%以上，对毛利贡献较大，而化工设备与催化剂毛利率相对较低，约为20%-30%。

图6：2019-2023年公司各类业务营业收入占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

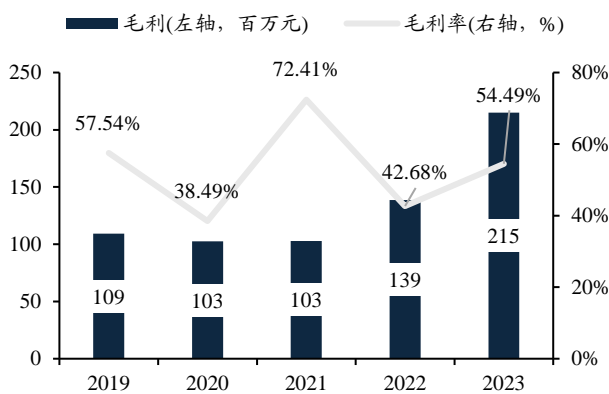
图7：2019-2023年公司各项业务毛利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

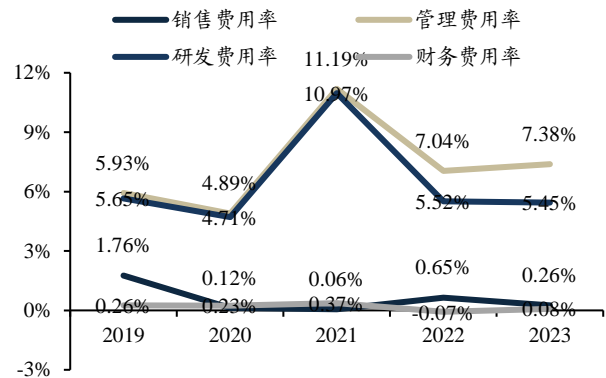
工艺包业绩波动对毛利影响较大,项目制业务模式下销售费率较低。2019-2023年,公司毛利率水平在35%-75%间波动,主要系工艺包业务为项目制,且毛利率基本稳定在95%以上,其营收占比变化对公司毛利率影响较大。公司销售费用率与财务费用率维持在1%以内,年变化幅度较小。其中,销售费用率较低主要系公司业务类型为专业性和技术性较强的项目制,主要依据行业内的口碑、技术交流、客户间推荐等方式与客户取得联系,并不依赖销售人员的业务推广。2023年,管理费用率同比增加0.34pct至7.38%,主要系开拓市场相关费用和职工薪酬增加。公司为保持核心竞争力,持续加大研发投入规模,研发费用率稳定在5%-6%之间,2024H1研发费用为993.94万元,较上年同期上升16.13%,主要系公司加大研发投入,使得直接投入及资产折旧增加。

图8: 2019-2023年公司毛利及毛利率情况



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

图9: 2019-2023年公司期间费用率情况



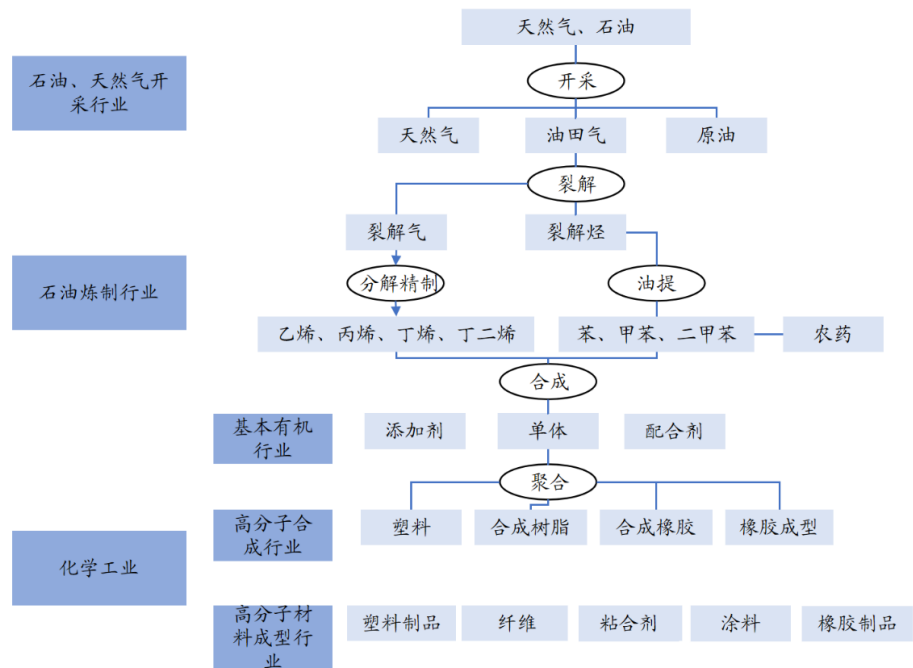
数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

2. 基本有机行业需求增长, 环保政策下行业格局优化

2.1. 化工工艺包及其配套产品: 石油化工产业链中游环节, 品类繁多

化工工艺包、化工设备、催化剂位于石油化工产业链中游环节, 产品品类繁多。化工工艺包作为化工项目的核心, 是化工项目建设的源头, 客户依据工艺包进行整个项目的工程设计、设备采购、建设规划, 主要包括苯乙烯工艺包、环氧丙烷工艺包、正丁烷制顺酐工艺包等。与工艺包配套的专用设备包括芳烃脱氢、芳烃烷基化、可发性聚苯乙烯、异丁烷正构化、丁烷法顺酐、甲醇制丙烯、加氢、乙烯储运等关键设备, 配套的催化剂包括加氢催化剂、脱水催化剂、保护催化剂以及环氧化催化剂等。

图10: 石油化工产业链

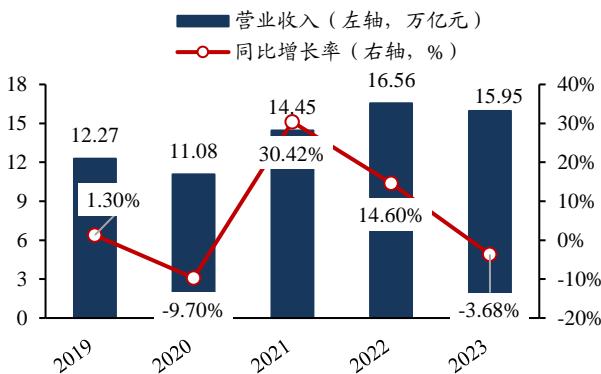


数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

2.2. 有机化工品需求稳步增长, 环保导向引领可降解塑料市场扩大

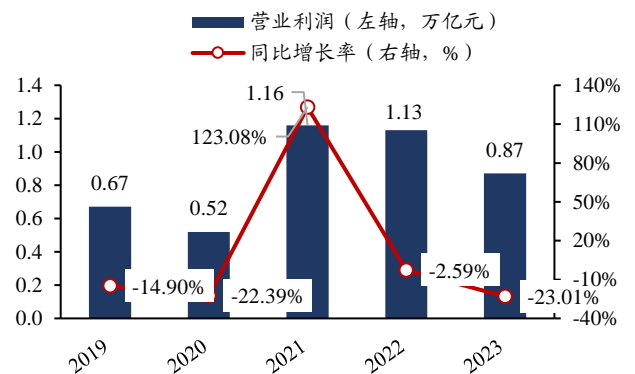
石油化工行业整体受价格影响, 行业内部结构优化。石油化工产业是我国国民经济的重要支柱产业, 经济总量大, 产业关联度高, 与经济发展、人民生活和国防军工密切相关。2022年石油化工行业效益基本保持稳定, 盈利能力有小幅下降, 营业收入和利润分别实现16.56万亿元和1.13万亿元, 行业整体运行形势稳中有进。2023年, 受原油、天然气及大多数化工产品价格下降影响, 我国石油化工行业实现营业收入和利润总额分别为15.95万亿元和0.87万亿元, 相较于2022年均有一定下滑。随着我国环保政策的陆续出台, 未来落后产能淘汰, 行业内部结构优化, 将有利于石化行业健康发展。

图11: 2019-2023 中国石化行业规模以上企业营业收入



数据来源: 中国石油和化学工业联合会, 公司招股书, 东吴证券研究所

图12: 2019-2023 中国石化行业规模以上企业营业利润



数据来源: 中国石油和化学工业联合会, 公司招股书, 东吴证券研究所

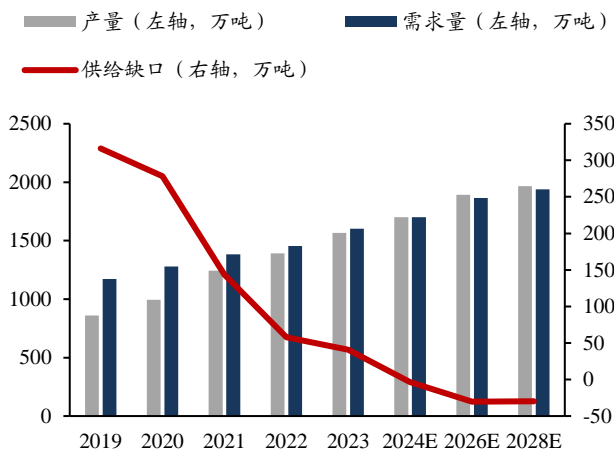
苯乙烯：国内产能迅速扩张，市场供需缺口逐步缩小。苯乙烯是一种重要的基本有机化工原料，为苯最大用量衍生物，上承石油和煤两大基础能源，下接合成树脂和合成橡胶两大产业，广泛用于建筑保温、汽车制造、家用电器、玩具制造、纺织、造纸、制鞋、包装等领域，还可作为医药、农药、染料和选矿剂中间体，具有多样化的用途。2023年，国内苯乙烯产能达到2,086.50万吨，产量为1,563.94万吨。受产能不断提高的影响，国内苯乙烯进口量从2019年的324.32万吨减少至2023年的79.05万吨，进口依存度相应降低。2024-2028年大型炼化企业将陆续投产，带动苯乙烯产能迅速扩张，预计未来五年中国苯乙烯将从净进口转向出口，进入国际市场，加剧全球苯乙烯市场的竞争格局，产能和产量逐渐进入供应过剩后的优胜劣汰，淘汰落后产能。

图13：苯乙烯产业链简介



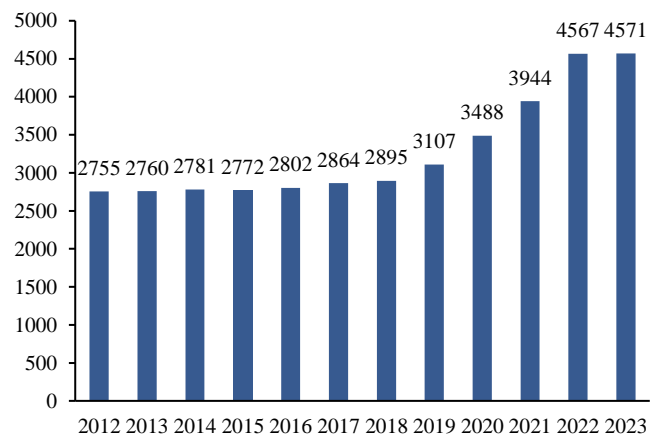
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图14：中国苯乙烯供需格局预测（单位：万吨）



数据来源：公司招股书，卓创资讯，东吴证券研究所

图15：2012-2023年全球苯乙烯产能情况（单位：万吨）

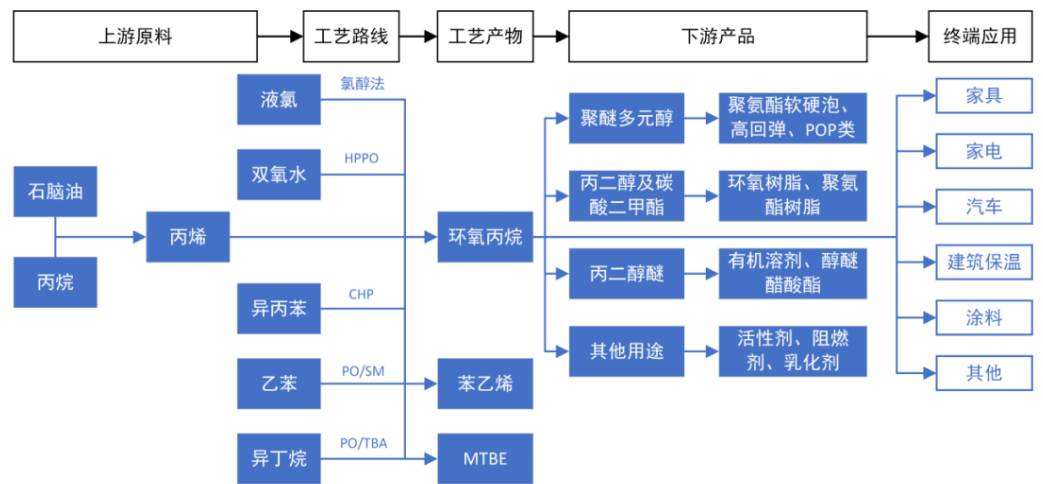


数据来源：观研天下，东吴证券研究所

环氧丙烷：市场处于供需紧平衡状态，将受益于绿色发展政策驱动。环氧丙烷是重要的基本有机化工合成原料，主要用于生产聚醚、丙二醇等，是第四代洗涤剂非离子表面活性剂、油田破乳剂、农药乳化剂等的主要原料，环氧丙烷衍生物广泛用于汽车、建

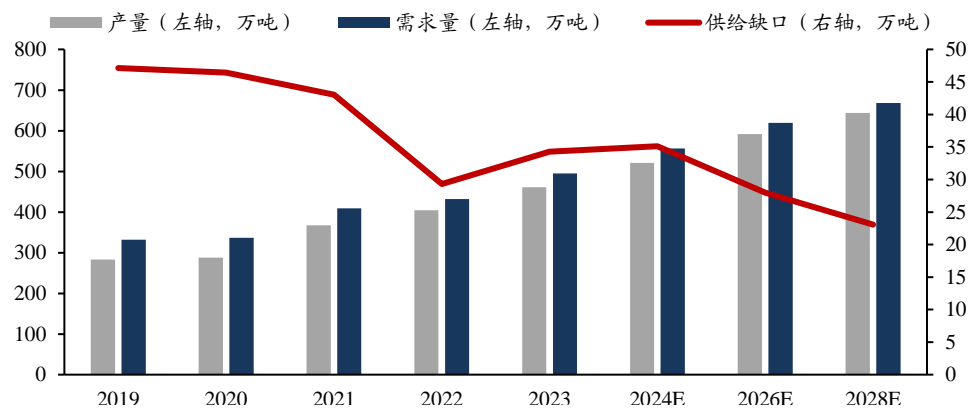
筑、食品、烟草、医药及化妆品等行业。2023年，国内环氧丙烷产能、产量和需求量分别达到610.00、458.76和492.90万吨。整体来看，2019-2023年期间产量及需求量年均复合增长率分别为12.64%和10.37%，环氧丙烷仍处于供需紧平衡状态。展望未来，政策驱动改造落后产能、鼓励新兴绿色环保技术将是主基调，现有政策已禁止新建氯醇法工艺制备环氧丙烷的装置，存量氯醇法工艺装备将面临技术改造。同时，PO/SM等绿色环保、经济效益好且国内早期尚未掌握的技术，将在鼓励“补短板”、技术进步、节能降耗、绿色发展的政策主基调下成为新的行业增长点，预计未来我国对PO/SM工艺的需求量将进一步加大。

图16：环氧丙烷产业链简介



数据来源：公司招股书，亚化咨询，东吴证券研究所

图17：2019-2028中国环氧丙烷供需格局预测（单位：万吨）

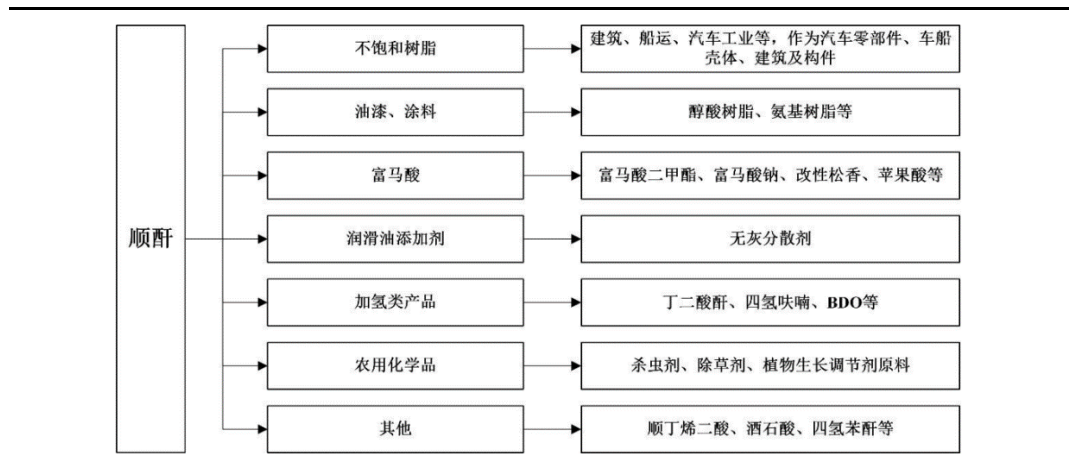


数据来源：公司招股书，卓创资讯，东吴证券研究所

顺酐：出口金额大幅增长后回落，下游可降解塑料市场扩大。顺酐（MA）是一种重要的有机化工原料和精细化工产品，应用领域涵盖农药、医药、涂料、油墨、润滑油添加剂、造纸化学品、纺织品整理剂、食品添加剂以及表面活性剂等领域。此外，以顺

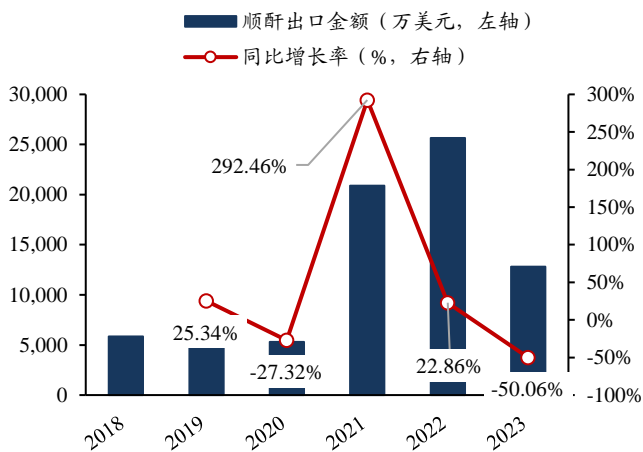
酞为原料的下游产品（如 1,4-丁二醇、 γ -丁内酯、四氢呋喃、马来酸和富马酸等）均属国内市场稀缺化工产品，开发利用前景广泛。2019-2022 年，我国顺酞出口金额总体呈增长趋势，2021 年同比增长高达 292.46%。2023 年度受外需萎缩等不利因素冲击，出口金额降至 12,811.29 万美元，同比下降 50.06%。顺酞下游产品 BDO 是可降解塑料材料 PBAT、PBS 的重要原料，禁塑令推动下可降解塑料的产能在未来几年陆续释放，将直接拉动 BDO 的需求，届时顺酞需求空间也将进一步扩大。根据中科院理化技术研究所工程塑料国家工程研究中心的预测数据，在 2022 年底国家限塑令禁止的约 200 万吨产品中，PBAT/PBS 的需求量达 100 万吨以上，限塑令最终涉及产品将超过 800 万吨/年，预计生物降解塑料的需求量将突破 500 万吨。

图18: 顺酞主要下游产品



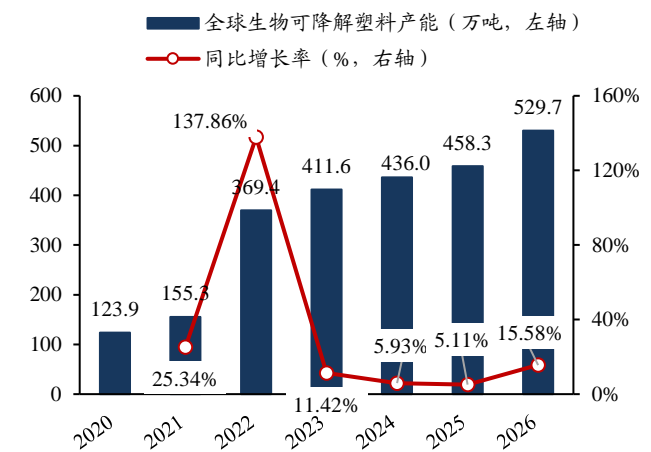
数据来源：公司招股书，芯化和云，东吴证券研究所

图19: 2018-2023 年我国顺酞出口金额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20: 2020-2026 年预计全球生物可降解塑料产能



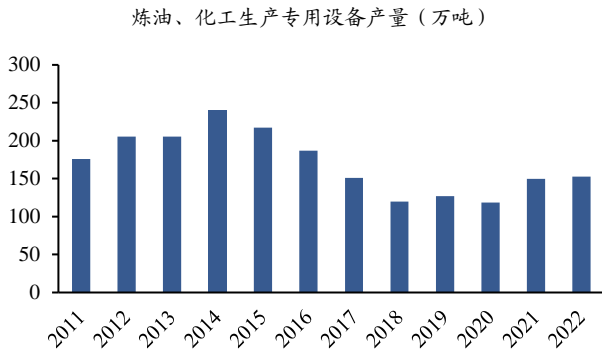
数据来源：欧洲生物塑料协会，东吴证券研究所

2.3. 化工设备进口替代进程加快，催化剂仍被国外大型企业垄断

中国化工设备总体产量回暖，进口依赖度呈下降趋势。据国家统计局数据显示，2022 年中国炼油化工专用设备产量为 152.69 万吨，整体回暖。据华经产业研究院统计，目前全球炼油化工专用设备行业主要集中于亚洲、欧洲和北美，2020 年占全球市场份额超过

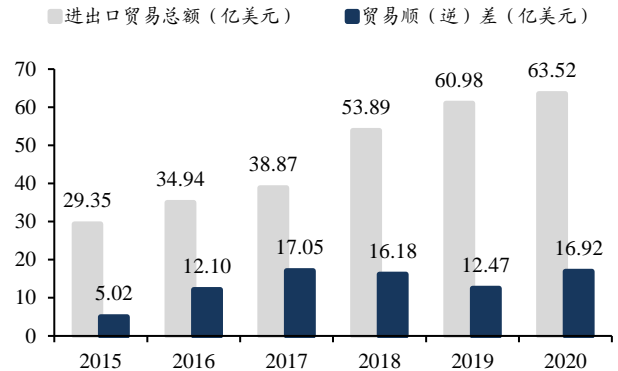
90%，其中发达国家的炼油化工专用设备行业发展较早，技术水平相对先进，典型代表企业为美国 ABB 鲁玛斯公司、绍尔集团、德国鲁奇集团和日本制钢所株式会社等。2020 年我国炼油化工专用设备进出口贸易总额为 63.52 亿美元，贸易顺差为 16.92 亿美元，随着进口依赖度的下降以及国产认可度的提高，国内炼油化工专用设备制造行业将得到进一步的发展。

图21: 2011-2022 年中国炼油化工生产专用设备产量



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

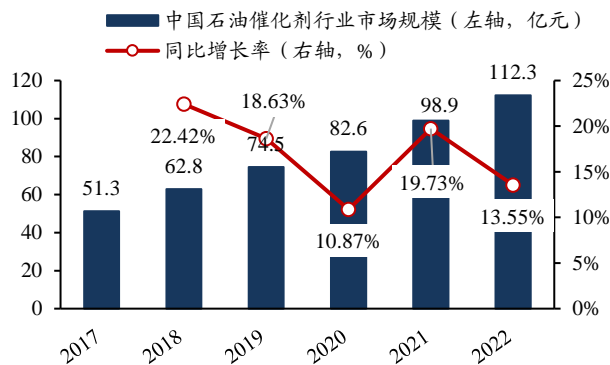
图22: 2015-2020 年中国炼油化工专用设备进出口贸易总额及贸易顺(逆)差变化趋势



数据来源: 智研咨询, 思瀚研究院, 东吴证券研究所

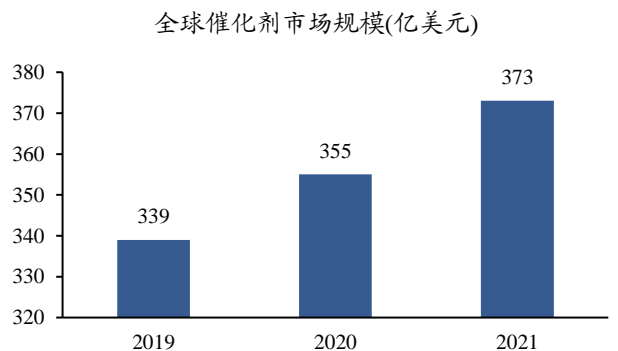
中国石油化工催化剂市场规模稳步提升, 国外催化剂巨头占据市场主导。催化剂作为重化工行业, 随着 2020 年我国供给侧改革的进一步深化, 据前瞻产业研究院估算, 2020 年产能达到 51 万吨, 化工催化剂的消费量在 42 万吨以上, 同比增速约 2%。全球而言, 亚太地区在 2023 年占据了全球化工催化剂市场 34.5% 的份额, 这一领先地位归因于亚太地区国家快速的经济增长和工业化。然而现阶段国内大部分的催化剂企业主要服务于中小型石化企业, 研发能力不足, 产品相对低端, 诸如中石油、中石化等具有优势技术的企业生产出的催化剂则主要供应内部生产, 对外出售较少。国外大型化工催化剂企业已经凭借技术工艺上的研发优势以及长期经营带来的资金、渠道优势, 在行业内形成寡头垄断。

图23: 2017-2022 年中国石化催化剂市场规模



数据来源: 智研瞻, 东吴证券研究所

图24: 2019-2021 年全球催化剂市场规模



数据来源: Allied market research, 东吴证券研究所

3. 募投项目完善产品矩阵，前瞻布局可降解塑料业务

3.1. 工艺包业务带来较高毛利，募投项目完善公司产品矩阵

公司围绕化工工艺包技术，持续丰富产品矩阵，业务协同效应显著。瑞华技术以提供化工工艺包技术为业务核心，同时配套生产和销售化工设备以及催化剂产品，持续丰富自身产品矩阵，巩固行业优势地位。1) **化工工艺包**：自主研发形成乙苯/苯乙烯成套技术、环氧丙烷/苯乙烯联产成套技术、正丁烷制顺酐成套技术、聚苯乙烯成套技术等多套化工工艺包，在低能耗、低物耗及装置运行稳定性方面位居国内领先地位。2) **化工设备**：设立全资子公司瑞凯装备作为制造主体，设备具有较高的物料转化率和较好的产物选择性，同时充分回收利用反应热能，有效地节能降耗，在降低物料及产物的热裂解率等方面效果显著；设备“三废”排放量低，具有明显的经济效益和环保效益。3) **催化剂**：围绕自身工艺包技术布局加氢催化剂、脱水催化剂、保护催化剂和环氧化催化剂四大体系，具有较高活性，能在不同的反应条件下保持产物高选择性，副产物生成量少，还具有使用寿命长、节能环保的特点，可保证工艺完整性、实施效果和生产效率。

图25：公司现有产品矩阵及优势



数据来源：公司招股书，芯化和云，东吴证券研究所

工艺包技术稀缺优势显著，毛利率稳定在 95%以上，市占率国内领先。公司乙苯/苯乙烯成套技术成熟稳定，能耗、物耗处于行业领先水平；环氧丙烷/苯乙烯联产成套技术实现了对荷兰壳牌、利安德巴赛尔、雷普索尔等国际巨头的国产替代，是公司核心竞争优势的体现；正丁烷制顺酐成套技术采用具有独立知识产权的“丁烷氧化+溶剂吸收”工艺，不仅能耗、物耗低，且产气量大，在国内已有许多成功的工业化装置运行。公司工艺包专业性与技术含量较高，2021-2023 年毛利率分别为 97.54%/95.56%/96.98%。根据第三方咨询机构北京中经视野信息咨询有限公司统计，2021 年度公司乙苯/苯乙烯成

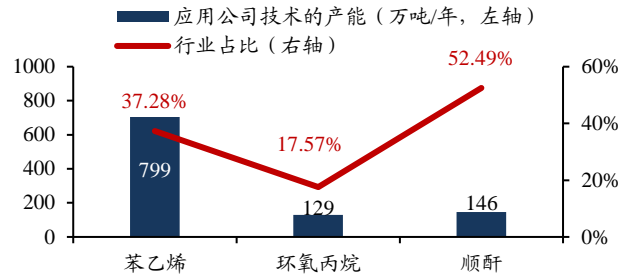
套技术服务（20万吨/年以上）和正丁烷制顺酐成套技术服务的市场占有率分别为61.5%和46.2%，均排在国内市场首位。

图26: 2021 公司部分核心产品市场占有率

工艺技术	序号	技术来源方	装置套数	市场占有率
乙苯/苯乙烯成套技术服务（20万吨/年以上）	1	瑞华技术	16	61.5%
	2	Badger	7	26.9%
	3	Lummus	2	7.7%
	4	中石化上海石油化工研究院	1	3.9%
		小计	26	100.0%
正丁烷制顺酐成套技术服务	1	瑞华技术	12	46.2%
	2	Conser	6	23.1%
	3	Huntsman	4	15.4%
	4	天津渤化工程有限公司	4	15.4%
		小计	26	100.0%

数据来源：公司第一轮问询回复公告，东吴证券研究所

图27: 应用公司工艺包的产品产能（截至23年3月末）



数据来源：公司第一轮问询回复公告，东吴证券研究所

表2: PO/SM 联产成套技术服务主要相关企业技术来源情况

序号	公司名称	技术来源
1	天津渤化化工发展有限公司	Repsol
2	万华化学集团股份有限公司	万华化学
3	宁波镇海炼化利安德巴赛尔新材料有限公司	Lyondell
4	中化泉州石化有限公司	Repsol
5	中海壳牌石油化工有限公司	Shell
6	中信国安化工有限公司	瑞华技术
7	浙江石油化工有限公司	瑞华技术
8	振华石油化工有限公司	瑞华技术
9	福建海泉化学有限公司	瑞华技术
10	中国石油天然气股份有限公司广西石化分公司	瑞华技术

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

募投拓展业务链条，补足公司催化剂生产能力短板，完善“工艺包、设备、催化剂”完善的产品矩阵。公司现阶段尚未开展催化剂的自主生产，由于催化剂业务发展时间较短，体量相对较小，委外加工可灵活快速面对客户需求，但随着需求增加，委外加工的形式逐渐无法满足当下需求。由此，募投项目“12000吨/年催化剂项目”自建催化剂生产基地，可以补足公司的催化剂生产能力短板，构建“工艺包、设备、催化剂”完善的产品矩阵，为客户提供综合解决方案。该募投项目的实施有利于提高公司催化剂的生产效率，缩短生产周期，扩大生产规模，从而提高公司催化剂的市场占有率，进而支撑公司工艺包、设备业务的进一步拓展，三种业务互为犄角、相辅相成，增强公司核心竞争力。本次募投项目催化剂产品已签署及意向订单需求量可观，为产品需求提供市场保障。

图28: 公司募投项目“12000吨/年催化剂项目”已签署及意向订单情况

催化剂类别	募投计划产能	订单接洽情况
铜基催化剂	5,000吨/年	浙石化、中信国安 PO/SM 项目: 订单量共 140 吨; 东明石化 PO/SM 项目: 订单量约 47 吨。此外, 振华石化、福建海泉、广西石化已与公司签署 PO/SM 工艺包合同, 预计未来将使用公司的催化剂
三氧化二铝催化剂	2,000吨/年	东明中信国安瑞华 PO/SM 项目: α-苯乙醇脱水催化剂初次需求 40 吨; 浙石化 PO/SM 项目: α-苯乙醇脱水催化剂初次需求 65 吨; 浙石化苯乙烯项目: α-苯乙醇脱水催化剂需求 120 吨; 东明石化 PO/SM 项目: 对 α-苯乙醇脱水催化剂初次需求 104 吨
分子筛催化剂	5,000吨/年	/

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

3.2. 注重技术持续创新, 募投前瞻拓展可降解塑料新业务

公司注重持续创新, 通过技术创新丰富自身专业技术储备, 驱动硬实力不断提升。截至 2023 年, 公司拥有专利 60 项, 较去年增加 16 项, 其中发明专利 36 项, 较去年增加 13 项。此外, 公司与华东理工大学、北京化工大学常州先进材料研究院等高校和科研院所建立了产学研合作关系, 旨在持续优化公司业务技术内核, 并同步在技术外沿层面寻求突破该项目能够增强公司产品差异化竞争力, 促进公司的可持续发展。

表3: 公司核心技术

序号	技术分类	技术名称
1	化工专业技术服务	乙苯/苯乙烯生产技术
2	化工专业技术服务	环氧丙烷/苯乙烯联产技术
3	化工专业技术服务	顺酐生产技术
4	化工专业技术服务	聚苯乙烯成套技术
5	化工专业技术服务	丁二酸酐生产技术
6	化工专业技术服务	1, 4-丁二醇 (BDO) 生产技术
7	化工专业技术服务	可完全生物降解聚丁二酸丁二醇酯 (PBS) 生产技术
8	化工专业技术服务	甲基苯乙烯大规模生产技术
9	化工专业技术服务	对二甲苯结晶工艺技术
10	化工专业技术服务	己二醇 (HDO) 生产技术
11	化工专业技术服务	低温乙烯冷储及冷量回收技术
12	化工设备	乙苯/苯乙烯关键设备制造
13	化工设备	环氧丙烷/苯乙烯联产技术关键设备制造
14	化工设备	顺酐生产技术关键设备制造
15	化工设备	环氧丙烷/苯乙烯废水三效蒸发器的设计和研制
16	化工设备	对二甲苯结晶工艺关键设备制造
17	催化剂	(苯乙酮/己二酸二甲酯) 加氢催化剂生产技术
18	催化剂	(苯乙醇/乙醇/叔丁醇脱水) 脱水催化剂生产技术
19	催化剂	(Hβ 分子筛) 保护催化剂生产技术

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

公司已有可降解塑料相关技术储备，募投项目前瞻布局可降解塑料。公司作为专业的化工工艺包技术提供商，已经掌握了从正丁烷到顺酐再到丁二酸酐、BDO 最终到 PBS、PBAT、PBT 的全流程工艺技术路线，具有较强的技术优势和成本优势，公司判断可降解塑料未来需求的增长，该技术路线具有很高的经济价值和社会价值，遂拟通过自主投资实现工业化生产，规划了募投项目“10 万吨/年可降解塑料项目”，将公司的主营业务向下游终端产品、新材料领域延伸，进一步丰富公司的产品矩阵。此外，国内外限塑禁塑令的陆续颁布与实施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。PBS、PBAT 作为典型的可完全生物降解聚合物材料，力学性能优异，耐热性能好，是国内外在生物降解塑料研发方面的重点，因而用途广泛，市场需求旺盛。

表4: 可降解塑料相关政策

序号	年份	政策名称	主要内容
1	2007	《关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知》	禁止生产、销售和使用厚度小于 0.025 毫米的超薄塑料购物袋，并在所有超市、商场、集贸市场等商品零售场所实行塑料购物袋有偿使用制度。
2	2020	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	提出到 2020 年、2022 年和 2025 年的阶段性目标，包括禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，推广替代产品，规范塑料废弃物的回收利用，以及加强塑料垃圾的专项清理。
3	2020	《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》	强调属地管理责任，要求各地出台具体实施方案，明确任务和责任，确保完成塑料污染治理的阶段性目标任务。
4	2021	《“十四五”塑料污染治理行动方案》	2025 年的具体目标包括塑料污染治理机制的有效运行、塑料制品全链条治理的显著成效，以及白色污染的有效遏制。方案还提出了推动塑料生产和使用源头减量、规范回收利用、提升塑料垃圾末端安全处置水平等主要任务。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.3. 拥有优质客户群体，同步布局海外打开成长空间

公司拥有优质客户群体，积极布局海外市场。依托于技术领先、质量过硬的产品和服务，公司逐步开拓并形成了石油化工领域各类大中型优质企业为主的客户群体，并与其保持长期稳定的合作关系。公司技术及产品成功服务于中石油、中信国安、浙石化等众多大型国有及民营石油化工企业，并与霍尼韦尔 UOP、科莱恩、瑞士 Sulzer、中国寰球等上下游国内外知名专利商、设计院建立良好的合作关系。在海外市场方面，由于其对于新装置的需求较大以及国际环境限制，俄罗斯和中东市场相对欧美市场更具发展潜力。公司放眼国际市场，已在俄罗斯、伊朗等国家开展了乙苯/苯乙烯技术服务业务，未来将持续拓展国外市场，打开业绩成长空间。

表5: 瑞华技术部分客户简介

公司名称	简介
中信国安集团有限公司	涉及多个业务领域的大型企业集团，包括信息产业、资源开发、葡萄酒、文化、房地产和养老业务等。集团在国内外市场都有业务布局。
中国石油天然气集团有限公司	中国最大的石油和天然气公司，业务涵盖石油、天然气的勘探与生产、炼油与化工、管道运输、销售等领域。

浙江石油化工有限公司	主要业务包括石油炼化，生产多种石化产品，如国 VI 汽柴油、航煤、对二甲苯(PX)、高端聚烯烃、聚碳酸酯等，其 4000 万吨/年炼化一体化项目是中国（浙江）自由贸易试验区的重要依托工程。
振华石油控股有限公司	业务包括油气资源并购、油气勘探开发、国际石油贸易、石油贸易、期货业务、船运业务、天然气业务、仓储业务和石油炼化等。在国内外拥有多个分支机构，形成了国际化的营销和信息网络。
中国石化集团洛阳石油化工工程公司	中国石油化工集团公司下属的一家大型炼油化工企业，其百万吨乙烯项目是中国石化集团公司和河南省、洛阳市共同推动的重点项目。
安徽嘉奎新材料科技有限公司	一家专注于苯乙烯上下游产业链的精细化工企业，其投资的年产 35 万吨苯乙烯项目是淮南煤化工园区产业链上的关键一环。
山东东明石化集团有限公司	一家集原油加工、石油化工、煤炭化工、氯碱化工、热电、物流运输、建筑安装、进出口贸易为一体的大型企业集团。东明石化在石油化工行业中具有重要地位，其产品覆盖多个省份，并在国内外市场有广泛的业务布局。

数据来源：公司招股书，各公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为化工设备、工艺包及其他技术服务、催化剂和其他业务。

1) 化工设备：该业务与工艺包业务协同发展，公司以下游客户需求为导向，结合项目现场实际条件、工艺包技术参数等指标，为客户提供定制化设备制造服务，公司产出设备具有较高的物料转化率、较好的产物选择性、较优的节能降耗效果，显著受益于工艺包业务客户的协同建设需求。考虑到公司 2023 年签订的顺酐项目化工设备订单较多，带来了较高的收入基数，后续订单体量相对于 2023 年而言有所下降，由此，我们预计 2024~2026 年公司化工设备业务实现营收 4.16/3.01/3.59 亿元，毛利率分别为 27.83%/26.10%/28.45%。

2) 工艺包及其他技术服务：公司在该领域拥有较强的竞争实力，是中国拥有大产能乙苯/苯乙烯装置设计能力的技术服务商之一，目前公司拥有数套先进成熟的化工工艺包技术，在低能耗、低物耗及装置运行稳定性方面国内领先，已积累二十余家大型项目业绩，拥有丰富的行业经验。公司持续拓展国内外市场，未来订单需求较为可观，工艺包业务体量有望稳步增长。考虑到公司化工工艺包业务为项目制的非标品，不同项目带来的收入体量差异较大，2023 年公司完成了价值较高的工艺包项目订单，带来了较高的收入基数，后续订单体量相对于 2023 年而言有所下降，由此，我们预计 2024~2026 年公司工艺包及其他技术业务实现营收 0.97/0.72/0.93 亿元，毛利率分别为 92.12%/92.34%/93.45%。

3) 催化剂：公司催化剂产品具有较高活性，可以保证工艺完整性、实施效果和生产效率。募投 12000 吨/年催化剂项目完成后，能够补足公司的催化剂生产能力短板，进一步构建“工艺包、设备、催化剂”完善的产品矩阵，提升公司综合竞争实力。目前公司催化剂产品拥有较为充足的已签署及意向订单，收入增长的不确定性较高。2024 上半年，公司根据客户装置开车前首次装填催化剂需求，集中交付大量催化剂，但受生产能力限制，部分催化剂直接外采销售，催化剂毛利率由 2023 年底的 25.44% 下降至 2024H1 的 8.05%。伴随 2024 年底催化剂自建基地项目的投产，公司催化剂生产短板得到不足、产品结构得到优化，该业务毛利率有望稳步回升。由此，我们预计 2024~2026 年公司催化剂业务实现营收 1.07/3.41/4.37 亿元，毛利率分别为 6.29%/23.99%/24.88%。

图29：公司分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	142.18	325.99	394.47	620.34	715.32	890.35
营收增速/%	-46.84%	129.29%	21.01%	57.26%	15.31%	24.47%
毛利率/%	72.41%	42.68%	54.49%	34.27%	31.84%	33.55%
其中：设备销售						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	38.22	222.61	152.51	416.37	300.72	359.17
营收增速/%	-83.44%	482.45%	-31.49%	173.02%	-27.78%	19.44%
毛利率/%	22.17%	18.20%	28.01%	27.83%	26.10%	28.45%
其中：技术服务						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	88.04	102.91	154.71	96.90	72.39	92.86
营收增速/%	214.34%	16.89%	50.34%	-37.37%	-25.29%	28.28%
毛利率/%	97.61%	95.38%	96.98%	92.12%	92.34%	93.45%
其中：催化剂销售						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	15.57	-	87.15	106.70	340.56	436.98
营收增速/%	90.32%	-	-	22.43%	219.18%	28.31%
毛利率/%	52.63%	-	25.44%	6.29%	23.99%	24.88%
其中：其他						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	0.35	0.47	0.10	0.37	1.65	1.34
营收增速/%	-9.43%	124.71%	-79.27%	282.49%	342.03%	-18.82%
毛利率/%	99.67%	100.00%	6.68%	72.28%	74.12%	100.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上收入拆分，我们预计公司2024~2026分别实现营业收入6.20/7.15/8.90亿元，同比增速为57.26%/15.31%/24.47%；实现归母净利润1.18/1.26/2.02亿元，同比增速为3.42%/7.12%/60.17%；毛利率水平分别为34.27%/31.84%/33.55%。

可比公司：目前国内已上市公司中不存在与瑞华技术业务类型完全一致的标的，参考公司招股说明书，我们分别选取涉及技术服务提供、化工设备和催化剂研产销的三类可比公司如下。

1) 技术服务提供：航天工程、云鼎科技。其中，航天工程以航天粉煤加压气化技术为核心，专业从事煤气化技术及关键设备的研发、工程设计、技术服务、设备成套供应及工程总承包；云鼎科技为矿山、化工、电力新能源等能源行业客户提供集系统研发、设计、实施、运营、维护于一体信息化、数字化、智能化综合解决方案。

2) 化工设备：锡装股份。锡装股份从事金属压力容器的研发、设计、制造、销售及相关技术服务，产品应用于炼油及石油化工、基础化工、核电及太阳能发电、高技术船舶及海洋工程等领域。

3) 催化剂：中触媒、建龙微纳、鼎际得。其中，中触媒产品为特种分子筛及催化剂、非分子筛催化剂、催化应用工艺及化工技术服务，应用领域包括环境保护、能源化工等多个行业。建龙微纳从事相关分子筛吸附剂和催化剂的研发、生产、销售及技术服务，服务医疗保健、清洁能源、工业气体、环境治理及能源化工等领域。鼎际得是国内少数同时具备高分子材料高效能催化剂和化学助剂产品的专业提供商，客

户覆盖中石油、中石化、中海油、中国中化等大型国企或上市公司。

盈利预测与投资建议：化工技术与服务竞争优势突出，已占据多个细分市场国内领先地位，业务协同有效带动化工设备和催化剂的销售，未来增长可期。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.18/1.26/2.02亿元，对应发行价的PE估值分别为9.68/9.03/5.64倍。可比公司估值如下表，新股报告暂无投资评级。

图30：可比公司估值（截至2024年9月12日）

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			市盈率(P/B)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603698.SH	航天工程	13.05	5.36	69.95	-	-	-	-	-	-
000409.SZ	云鼎科技	7.21	6.76	48.76	1.02	1.51	2.05	47.81	32.37	23.75
001332.SZ	锡装股份	27.28	1.08	29.46	-	-	-	-	-	-
688267.SH	中触媒	16.81	1.76	29.62	1.81	2.35	3.00	16.33	12.58	9.87
688357.SH	建龙微纳	19.55	1.00	19.56	1.75	2.24	3.02	11.16	8.75	6.48
603255.SH	鼎际得	25.37	1.36	34.38	0.18	4.54	6.98	191.02	7.57	4.93
平均值								66.58	15.32	11.26
代码	公司	发行价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			对应发行价的市盈率(P/B)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
920099.BJ	瑞华技术	19.00	0.60	11.40	1.18	1.26	2.02	9.68	9.03	5.64

数据来源：可比公司盈利预测来自wind一致预期，瑞华技术盈利预测来自东吴证券研究所

5. 风险提示

1) 经营业绩波动的风险。公司主要服务/产品为化工工艺包、化工设备和催化剂，三类业务的合同规模及毛利率存在较大差异，尤其是工艺包的技术含量较高，毛利率较高，当年有无较大金额的工艺包交付对当年净利润的影响较大，但各个业务的发展情况与对外开拓情况及下游客户项目建设规划密切相关。受此影响，公司在未来一段时间内仍将面临经营业绩波动的风险。

2) 合同执行不及预期的风险。在项目实际执行过程中，可能存在客户因行业市场需求、发展战略调整、经营业绩表现等多种原因导致项目实施滞后，甚至项目中止/终止的情况，公司存在一定合同执行不及预期的风险。

3) 下游行业产能过剩风险。公司下游苯乙烯、环氧丙烷、顺酐等行业新建产能逐步释放，但需求增速放缓，低于产品产量增速，供需缺口缩小。如果未来公司下游行业产能释放速度高于需求增速的现象未能改善，届时下游结构性产能过剩风险将传导至化工技术服务行业和化工设备制造行业，降低下游客户对工艺包、设备和催化剂的需求，进而影响公司未来的盈利能力。

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	629	1,340	1,442	1,799	营业总收入	394	620	715	890
货币资金及交易性金融资产	245	646	711	868	营业成本(含金融类)	180	408	488	592
经营性应收款项	107	218	229	292	税金及附加	1	2	3	3
存货	182	337	384	518	销售费用	1	2	2	2
合同资产	52	95	72	67	管理费用	29	47	51	46
其他流动资产	43	44	48	55	研发费用	21	39	42	40
非流动资产	197	256	279	297	财务费用	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	2	2	4
固定资产及使用权资产	54	60	67	74	投资净收益	1	2	3	4
在建工程	20	29	36	41	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	64	82	91	98	减值损失	(46)	0	0	0
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	119	126	135	217
其他非流动资产	60	84	84	84	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	826	1,596	1,721	2,096	利润总额	121	126	135	217
流动负债	369	709	708	880	减:所得税	7	8	9	14
短期借款及一年内到期的非流动负债	68	69	69	69	净利润	114	118	126	202
经营性应付款项	59	214	162	234	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	190	325	381	456	归属母公司净利润	114	118	126	202
其他流动负债	52	101	96	121	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.90	1.96	2.10	3.37
非流动负债	17	17	17	17	EBIT	121	126	135	217
长期借款	10	10	10	10	EBITDA	130	133	144	228
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	54.49	34.27	31.84	33.55
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	28.88	18.99	17.64	22.70
其他非流动负债	7	7	7	7	收入增长率(%)	21.01	57.26	15.31	24.47
负债合计	386	726	724	897	归母净利润增长率(%)	44.92	3.42	7.12	60.17
归属母公司股东权益	441	871	997	1,199					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	441	871	997	1,199					
负债和股东权益	826	1,596	1,721	2,096					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	101	156	94	182	每股净资产(元)	7.34	14.51	16.61	19.98
投资活动现金流	(42)	(67)	(29)	(25)	最新发行在外股份(百万股)	60	60	60	60
筹资活动现金流	(83)	313	0	0	ROIC(%)	22.88	16.06	12.47	17.18
现金净增加额	(24)	402	65	157	ROE-摊薄(%)	25.86	13.53	12.66	16.86
折旧和摊销	9	7	9	11	资产负债率(%)	46.68	45.46	42.09	42.80
资本开支	(44)	(41)	(32)	(29)	P/E (现价&最新股本摊薄)	10.01	9.68	9.03	5.64
营运资本变动	(61)	34	(38)	(27)	P/B (现价)	2.59	1.31	1.14	0.95

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>