

基础化工

2025 年 04 月 30 日

瑞华技术 (920099)

——部分催化剂延期至 25Q1 交付，大额回款冲回损失

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 30 日

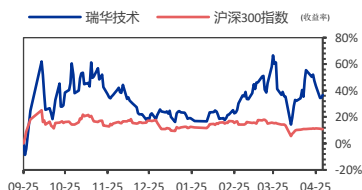
收盘价 (元)	32.55
一年内最高/最低 (元)	44.88/21.10
市净率	3.0
股息率 (分红/股价)	1.54
流通 A 股市值 (百万元)	1,282
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	10.80
资产负债率%	39.87
总股本/流通 A 股 (百万)	78/39
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《瑞华技术 (920099) 深度：国内 PO/SM 技术稀缺标的，“三位一体”业务逻辑下业绩确定性强》 2024/12/16

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

研究支持

郑菁华 A0230123060001
zhengjh@swsresearch.com

联系人

郑菁华
(8621)23297818×
zhengjh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件 1：公司发布 2024 年年报，业绩略不及预期。**2024 年，公司实现营收 5.55 亿元，同比+40.7%，归母净利润 1.16 亿元，同比+1.8%，扣非归母净利润 1.04 亿元，同比-5.3%。**2024Q4 单季**，公司实现营收 2.76 亿元，同比+47.7%，环比+227.3%，归母净利润 3836 万元，同比+4.7%，环比+117.9%，扣非归母净利润 2861 万元，同比-18.7%，环比+73.9%。**公司发布 2024 年度权益分派预案**，向全体股东以每 10 股派发现金红利 2 元（含税），共计派发现金股利 1568 万元。
- **事件 2：公司发布 2025 年一季报，业绩略超预期。**2025Q1，公司实现营收 1.02 亿元，同比+2.0%，环比-63.1%，归母净利润 1643 万元，同比+24.9%，环比-57.2%，扣非归母净利润 1429 万元，同比+10.0%，环比-50.0%。
- **收入端：24 年部分催化剂延期交付。**2024 年，公司营收略低于上市时提交的《盈利预测审核报告》，主要原因为催化剂订单部分延期至 2025Q1 交付，其他业务均符合预期。分业务看，1) 2024 年公司收入重心在**专利设备**，涉及 24 个销售合同，主要为顺酐及环氧丙烷设备，实现营收 4.14 亿元，占营收比从 2023 年的 38.7%增加至 74.5%；2) **工艺包及其他技术服务**实现营收 9270 万元，同比减少 6201 万元，占营收比从 2023 年的 39.2%下滑至 16.7%，其中包含了 3 个海外苯乙烯类项目和 1 个 POSM 项目，同比减少主要原因为海外项目规模相对较小，高价值量的 POSM 项目同比减少 1 个；3) **催化剂**实现营收 4758 万元，同比减少 3957 万元，占营收比从 2023 年的 22.1%下滑至 8.6%，主要原因为部分订单延期交付以及未新增投产客户。
- **盈利端：高毛利工艺包占比下降，费用相对刚性。**2024 年，公司实现毛利率 39.0%，同比-15.4pcts，主要原因为收入结构变化，高毛利的工艺包收入占比减少，分产品看，设备/工艺包/催化剂毛利率分别为 28.8%/96.4%/16.2%。公司业务特点为单笔项目金额大，且三大业务价格、毛利率差异大，因此收入、毛利率受收入结构不同影响，波动较大，但费用波动相对较小，从而导致净利率降幅窄于毛利率，2024 年净利率为 20.9%，同比-8.0pcts，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.7%/5.6%/3.6%/0.1%，分别同比+0.5/-1.8/-1.9/-0.02pcts。
- **2025Q1：交付延期催化剂订单，收到大额回款冲回损失。**公司业绩具有一定季节性，Q4 确认较多设备收入，Q1 新交付项目较少。执行上年未完项目，Q2-3 新项目落地，因此 **Q1 属于淡季**。2025Q1，公司业绩略超预期，主要原因为执行 24 年延期的催化剂订单导致收入略超预期；当季公司财务费用为-47 万元，主要原因为存款增加导致利息收入增加；信用减值损失同、环比分别减少 20、2385 万元，主要原因为收到大额回款冲回损失。
- **2025 年展望：工艺包出海，设备挑大梁，催化剂募投落地逐步自产。**工艺包，公司今年重点拓展海外苯乙烯市场；设备仍为业绩重心，24 年交付的 4 套工艺包对应的设备预计陆续交付；**催化剂**产能预计 2025 年 6 月底投产，随着下游 POSM 项目陆续开工，需求有望逐步放大，且自产产能带动毛利率提升。
- **投资分析意见：维持“增持”评级。**根据公司 2024 年各业务的价格和毛利率，我们上调了海外苯乙烯工艺包的价格和毛利率，考虑到国际局势的不确定性减少了 25 年工艺包交付数量；根据工艺包交付预期，调整部分设备确认时点；催化剂 25 年增加了延期交付的收入确认，26 年新增投产项目带来的催化剂需求，综合来看，我们维持 2025E 归母预测、上调 2026E 归母预测，预计 2025-2026E 归母净利润分别为 1.24/2.04 亿元（前值分别为 1.24/1.85 亿元），新增 2027E 归母净利润为 2.29 亿元，对应当前 PE 分别为 21/12/11 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**合同执行不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险；新工艺包推出不及预期风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	555	102	651	667	734
同比增长率 (%)	40.7	2.0	17.3	2.4	10.1
归母净利润 (百万元)	116	16	124	204	229
同比增长率 (%)	1.8	24.9	6.7	65.2	12.0
每股收益 (元/股)	1.80	0.21	1.58	2.61	2.92
毛利率 (%)	39.0	28.9	32.4	49.5	47.0
ROE (%)	14.0	1.9	13.2	18.1	17.2
市盈率	22		21	12	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	394	555	651	667	734
其中: 营业收入	394	555	651	667	734
减: 营业成本	180	338	440	337	389
减: 税金及附加	1	4	4	4	5
主营业务利润	213	213	207	326	340
减: 销售费用	1	4	5	5	5
减: 管理费用	29	31	37	37	41
减: 研发费用	21	20	23	24	26
减: 财务费用	0	0	-1	-1	-3
经营性利润	162	158	143	261	271
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-39	-32	-7	-33	-15
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-7	-1	0	0	0
加: 投资收益及其他	3	6	4	4	4
营业利润	119	132	140	232	260
加: 营业外净收入	2	0	0	0	0
利润总额	121	132	140	232	260
减: 所得税	7	16	17	28	31
净利润	114	116	124	204	229
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	114	116	124	204	229

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。