

平台交付迎兑现拐点，主业回暖驱动成长

瑞纳智能(301129)

资本货物/工业

301129 CH

Runa Smart Equipment

Rating: OUTPERFORM

Target Price: Rmb35.63

Lin Yang

lin.yang@htisec.com

Liang Song

l.song@htisec.com

本报告导读：

公司作为智慧热力领域的领先企业，平台化+AI 算法能力构建领先，随着 EMC 模式放量、EPC 项目加速交付、碳化硅业务初步落地，公司成长逻辑有望持续强化。

投资要点：

- **投资建议：维持“优于大市”评级。**预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.62/1.92/2.23 亿元，EPS 分别为 1.19/1.41/1.64 元，公司主营业务结构清晰，盈利能力突出，根据 PE 与 PS 估值最终给予公司 2025 年 30 倍 PE 估值，对应合理市值为 48.49 亿人民币，对应目标价 35.63 元/股。
- **公司深耕智慧热力与能源管理赛道，EPC/EMC 业务双轮驱动加速落地。**公司依托自主研发的能源物联网技术体系，持续拓展智慧供热与节能改造业务。EPC 模式已在多个区域复制落地，代表项目包括山东、陕西、新疆等地热力站系统改造及新建，兼具能效提升与智能运维特色；EMC 模式以合同能源管理为核心，推动 AI 低碳智慧供热项目与用能收益共享机制落地，已实现超亿元级别项目签约。随着政策支持与市场教育深化，公司在“投建营一体化”能力上不断夯实，工程交付与商业化转化能力持续提升。
- **平台化能力积淀深厚，全场景产品矩阵构筑竞争护城河。**公司打造涵盖计量、能效分析、热网监控、智能平衡等模块的完整智慧热力解决方案，产品体系覆盖智能热控终端、运维系统、能源中台等多个维度，在智慧热力、清洁能源、低碳节能等场景广泛部署，已服务数十家热力企业与政府机构。典型项目中，公司可提供从节能诊断、方案设计、智能装备交付到系统集成与平台运维的全流程闭环服务，平台化能力构筑长期壁垒。
- **前瞻布局碳化硅业务，打开新一轮成长空间。**公司旗下碳化硅业务涵盖晶体材料、设备研制与下游加工，已完成核心设备投产并具备批量出货能力，产品定位于第三代半导体材料国产替代与新能源场景拓展。凭借已投产的晶体长晶炉、热压键合炉、碳化硅粉体合成等装备，公司实现对晶体制备、封装与应用的全流程覆盖。随着下游在新能源汽车、光伏逆变器、轨交等领域需求持续释放，公司碳化硅板块有望成为未来业绩增长的重要支撑点。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，新兴业务发展不及预期的风险。

财务摘要(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	432	428	678	811	931
(+/-)%	-33.3%	-0.8%	58.4%	19.5%	14.9%
净利润(归母)	67	77	162	192	223
(+/-)%	-66.6%	14.3%	110.6%	18.8%	16.1%
每股净收益(元)	0.49	0.56	1.19	1.41	1.64
净资产收益率(%)	4.0%	4.4%	8.7%	9.7%	10.4%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	51.92	45.44	21.57	18.16	15.64

资料来源：Wind, HTI

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	91	196	218	202	312	营业总收入	432	428	678	811	931
交易性金融资产	357	315	315	315	315	营业成本	191	173	270	323	370
应收账款及票据	522	560	717	928	1,052	税金及附加	5	5	7	9	10
存货	130	104	153	198	220	销售费用	44	41	54	72	81
其他流动资产	509	364	383	394	390	管理费用	63	69	98	121	139
流动资产合计	1,609	1,539	1,787	2,037	2,289	研发费用	69	74	104	131	150
长期投资	0	0	0	0	0	EBIT	67	61	179	212	246
固定资产	276	374	358	340	319	其他收益	33	16	36	42	46
在建工程	18	12	9	6	4	公允价值变动收益	1	7	0	0	0
无形资产及商誉	42	41	40	39	37	投资收益	22	17	29	35	40
其他非流动资产	92	87	83	81	81	财务费用	-1	2	1	1	1
非流动资产合计	428	514	490	466	443	减值损失	-35	-20	-31	-20	-20
总资产	2,037	2,053	2,277	2,503	2,731	资产处置损益	0	0	0	0	0
短期借款	98	40	40	40	40	营业利润	83	84	178	211	245
应付账款及票据	181	189	247	318	370	营业外收支	-10	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	6	4	4	4	4	所得税	6	7	17	19	22
其他流动负债	86	81	135	156	176	净利润	67	77	162	192	223
流动负债合计	371	315	426	518	590	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	67	77	162	192	223
应付债券	0	0	0	0	0	主要财务比率					
租赁负债	5	2	2	2	2	ROE(摊薄,%)	4.0%	4.4%	8.7%	9.7%	10.4%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	ROA(%)	3.3%	3.8%	7.5%	8.0%	8.5%
非流动负债合计	5	2	2	2	2	ROIC(%)	3.5%	3.1%	8.6%	9.5%	10.2%
总负债	376	316	428	520	592	销售毛利率(%)	55.7%	59.7%	60.2%	60.2%	60.2%
实收资本(或股本)	134	136	136	136	136	EBIT Margin(%)	15.5%	14.4%	26.4%	26.1%	26.4%
其他归母股东权益	1,528	1,600	1,713	1,848	2,003	销售净利率(%)	15.6%	17.9%	23.8%	23.7%	23.9%
归属母公司股东权益	1,662	1,737	1,849	1,984	2,139	资产负债率(%)	18.4%	15.4%	18.8%	20.8%	21.7%
少数股东权益	0	0	0	0	0	存货周转率(次)	1.5	1.5	2.1	1.8	1.8
股东权益合计	1,662	1,737	1,849	1,984	2,139	应收账款周转率(次)	0.8	0.8	1.1	1.0	1.0
总负债及总权益	2,037	2,053	2,277	2,503	2,731	总资产周转率(次)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
现金流量表(百万元)						净利润现金含量	-1.1	0.4	0.3	0.1	0.6
经营活动现金流	-71	29	43	10	139	资本支出/收入	28.2%	16.6%	0.4%	0.2%	0.0%
投资活动现金流	-240	101	30	33	40	EV/EBITDA	43.18	39.04	16.08	14.04	11.94
筹资活动现金流	34	-27	-50	-60	-69	P/E(现价&最新股本摊薄)	51.92	45.44	21.57	18.16	15.64
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0	P/B(现价)	2.10	2.01	1.89	1.76	1.63
现金净增加额	-277	104	23	-17	110	P/S(现价)	8.08	8.15	5.14	4.30	3.74
折旧与摊销	16	31	27	26	24	EPS-最新股本摊薄(元)	0.49	0.56	1.19	1.41	1.64
营运资本变动	-162	-72	-145	-195	-90	DPS-最新股本摊薄(元)	0.15	0.17	0.36	0.43	0.49
资本性支出	-121	-71	-2	-2	0	股息率(现价,%)	0.6%	0.7%	1.4%	1.7%	1.9%

资料来源: Wind, HTI

目录

1. 盈利预测及投资建议	4
1.1. 收入和盈利预测	4
1.2. 估值分析	5
2. 战略演进清晰，平台化与智能化能力逐步构建	6
2.1. 从系统交付走向平台运营的能力逐步演进	6
2.2. 订单波动影响显著，短期业绩承压下行	7
2.3. 实控人长期稳定掌舵，治理体系成熟高效	10
3. 商业化路径逐步清晰，智慧供热落地走向深水区	11
3.1. 政策支持明确，热管理进入高速发展期	11
3.2. 城市热力系统整体解决方案，构建端到端闭环能力	13
3.2.1. 全栈数字孪生平台：打造热网智能管控核心引擎力	13
3.2.2. 城市低碳智慧供热平台和数据中台	15
3.2.3. 全场景智能硬件产品	17
3.3. 多元商业模式并行，助力城市智慧供热高质量落地	18
3.3.1. EPC 模式：工程交付能力成熟，集中供热项目落地	18
3.3.2. EMC 模式：探索热力运营新路径，打造可持续商业闭环	19
3.4. 战略性业务探索：加快半导体材料布局，培育未来增长动能	19
4. 风险提示	20

1. 盈利预测及投资建议

1.1. 收入和盈利预测

1) 供热节能系统工程：作为公司的核心业务支柱，供热节能系统工程在 2024 年实现营业收入 1.26 亿元。该业务凭借公司在供热系统设计、采购、施工一体化（EPC）的深厚经验与标准化交付能力，持续为城市供热系统提供高效节能的整体解决方案。展望未来，受国家“十四五”规划中对城市基础设施更新改造和“双碳”目标下节能降碳的强烈政策驱动，以及公司 EPC 模式在全国多区域成功复制推广，大型智慧供热项目加速落地，预计该业务将迎来强劲的业绩兑现拐点。我们预计 2025-2027 年，供热节能系统工程业务的营收将分别实现 100%、30%、20% 的同比增长，营收额分别为 2.52 亿元、3.27 亿元、3.92 亿元。同时，考虑到公司在项目管理和技术集成方面的核心竞争力，其毛利率有望保持稳定，预计 2025-2027 年将维持在 59% 的高位，体现了该业务的健康盈利能力。

2) 智能化模块换热机组：该业务是公司在智能硬件产品体系中的关键组成部分，聚焦于为城市供热系统提供高效、智能、模块化的热能交换解决方案。2024 年，智能化模块换热机组业务录得营收 0.76 亿元。瑞纳智能依托自主研发的能源物联网技术体系，构建了包括智能热泵系统、AI 控制器、边缘计算设备及温控终端等在内的全场景智能硬件产品矩阵，赋能城市热网的自动化与智能化升级。随着供热行业向精细化管理和按需供热转型，以及用户对舒适性、节能性要求的提升，公司智能化机组的市场渗透率将持续提升。预计 2025-2027 年，智能化模块换热机组业务营收增速分别为 30%、20%、15%，营收额分别为 0.98 亿元、1.18 亿元、1.36 亿元。我们认为利率将持续保持 55% 的较高水平，反映其在产品技术、智能算法及软硬件结合方面的核心价值。

3) 软件业务：软件业务作为公司面向智慧终端的高毛利核心板块，于 2024 年首次单独核算，营业收入达 0.17 亿元，同比增长达 1094.75%。该业务以“软件+平台”双驱赋能传统硬件体系，构建以 AI 控件、数据中台、边缘决策模型为支撑的数字化调控系统，广泛应用于智慧热力平台、城市热网调度、能源终端设备管理等场景。依托既有项目中积累的场景式服务经验，公司已形成较强的定制化、组件化软件交付能力，并通过 SaaS 化部署进一步提升客户复购率与运维效率。展望 2025 年，在业务统计口径调整完成、客户需求释放与项目陆续交付的共同带动下，软件业务高增态势有望延续，预计 2025-2027 年收入将分别达到 1.02/1.23/1.41 亿元，同比增长 500%、20%、15%，继续保持领先于其他板块的增长节奏。考虑到该业务场景粘性强、复购率高、标准化程度高，毛利率水平将长期维持在 85% 左右，体现出良好的盈利质量和平台放量潜力。

4) 其他业务：这一板块体现了公司在业务多元化和前瞻性战略布局上的努力，包含了公司在多个领域的拓展，具体包括变频柜、供热节能产品销售、超声波热量表、超声波水表、电动调节阀、智能控制柜等配套产品，以及在新兴技术领域的探索，特别是已初步落地的碳化硅半导体业务。2024 年该业务实现营收 0.45 亿元。上述产品作为智慧热力生态系统中的重要组成部分和延伸，为客户提供了更全面、更精细的解决方案，进一步丰富了公司的产品线和市场覆盖。同时，碳化硅作为第三代半导体材料，在新能源、高效电能转换等领域具有广阔的应用前景。公司已完成材料端布局并初步建立设备能力，有望凭借其技术积累和市场洞察力，为公司打开新的成长曲线。尽管目前体量尚小，但其战略意义重大。我们预计 2025-2027 年，其他主营业务营收增速维持在 8%，营收额分别为 2.26 亿元、2.43 亿元、2.62 亿元。预计 2025-2027 年毛利率将稳定在 60% 的水平。

表1: 公司收入拆分表 (百万元)

		2024	2025E	2026E	2027E
供热节能系统工程	营收	125.77	251.54	327.00	392.40
	同比(%)	-20%	100%	30%	20%
	毛利率(%)	59%	59%	59%	59%
智能化模块换热机组	营收	75.76	98.49	118.19	135.92
	同比(%)	-30%	30%	20%	15%
	毛利率(%)	55%	55%	55%	55%
软件	营收	17.02	102.12	122.55	140.93
	同比(%)	1094.75%	500.00%	20.00%	15.00%
	毛利率(%)	85.52%	86.00%	85.00%	85.00%
其他业务	营收	209.43	225.83	242.77	261.76
	同比(%)	26%	8%	8%	8%
	毛利率(%)	49%	33%	30%	28%
总营收		427.98	677.98	810.50	931.01
同比(%)		-1%	58%	20%	15%
毛利率(%)		60%	60%	60%	60%

数据来源: Wind, HTI

最终我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 6.78/8.11/9.31 亿元, 归母净利润分别为 1.62/1.92/2.23 亿元, EPS 分别为 1.19/1.41/1.64 元。

1.2. 估值分析

我们采用 PE 和 PS 两种估值方法, 对公司进行估值。

1) PE 估值法

考虑到公司以智慧供热为核心, 兼具“平台+终端”双轮驱动特征, 业务横跨供热节能系统工程、智能化模块换热机组等。我们选取汇中股份与申菱环境作为瑞纳智能的可比公司: 其中, 汇中股份的主要产品为超声波热量表、流量计等, 业务聚焦于热量计量与数据采集, 具备一定的技术与市场先发优势, 是瑞纳智能在能源计量领域的重要竞争对手; 申菱环境则深耕温控系统和工业空调, 在供热系统智能调控与节能降耗解决方案方面具备系统化能力, 与公司在智能供热终端和节能系统优化方向具备可比性。

预计 2025-2027 年瑞纳智能归母净利润分别为 1.62 / 1.92 / 2.23 亿元。公司作为国内领先的热量计量与温控系统解决方案提供商, 长期聚焦供热节能系统工程与智能换热机组等高毛利硬件环节, 具备集研发、设计、生产及系统集成于一体的综合交付能力。当前, 公司正积极推进碳化硅业务发展, 打通从单晶衬底、外延片到装备制造的关键环节, 延展产业链深度, 并以自主可控为导向强化底层技术积累。近年来, 公司围绕“工程端+智能终端”双轮驱动战略持续落地, 在传统能源计量主业稳定增长的同时, 智能化改造和结构升级带来新增长曲线, 盈利质量持续改善, 2025 年起毛利率有望保持在 55% 以上。参考可比公司 2025 年平均估值水平约为 38.34 倍 PE, 考虑瑞纳智能核心主业盈利能力突出、成长逻辑清晰, 我们给予公司 2025 年 30 倍 PE, 对应合理市值为 48.49 亿元。

表2: 可比公司毛利率对照表(%)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025Q1
瑞纳智能	56.43	55.07	54.77	55.66	59.69	74.3
汇中股份	53.57	55.2	49.94	51.56	50.01	47.6
申菱环境	30.5	27.71	27.77	27.64	23.8	21.99

数据来源: Wind

表3: 可比公司 PE 估值表(表中数据更新于 2025/7/27)

可比公司	收盘价 (元)	总市值(亿 元)	EPS(元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
汇中股份	13.13	26.42	0.36	0.44	0.53	36.44	29.52	24.81
申菱环境	40.60	108.02	1.01	1.29	1.60	40.23	31.58	25.36
平均						38.34	30.55	25.08

数据来源: Wind, HTI(公司盈利预测为 Wind 一致预期。)

2) PS 估值法

我们仍选取汇中股份、申菱环境两家作为可比公司。

预计 2025–2027 年瑞纳智能的收入分别为 6.78 亿元/8.11 亿元/9.31 亿元，可比公司 2025 平均 4.39 倍 PS。公司作为国内能源计量与热力系统优化解决方案提供商，持续在供热节能系统工程、智能温控终端等领域积累工程交付能力，并积极切入碳化硅功率器件环节，培育未来成长极。公司战略聚焦“智能+节能”双轮驱动，主营业务结构清晰，盈利能力突出，2025–2027 年毛利率维持在 60%，充分受益于下游节能设备国产替代与地方财政补贴催化下的行业放量，具备一定估值溢价空间。综合考虑公司技术积累、业务稳定性与成长潜力，给予公司 2025 年 7.5 倍 PS，对应合理估值为 50.85 亿元人民币。

表4: 可比公司 PS 估值表(表中数据更新于 2025/7/27)

可比公司	收盘价 (元)	总市值(亿 元)	营收(亿元)			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
汇中股份	13.13	26.42	4.36	4.86	5.55	6.06	5.44	4.76
申菱环境	40.60	108.02	39.80	50.42	61.60	2.71	2.14	1.75
平均						4.39	3.79	3.26

数据来源: Wind, HTI(公司盈利预测为 Wind 一致预期。)

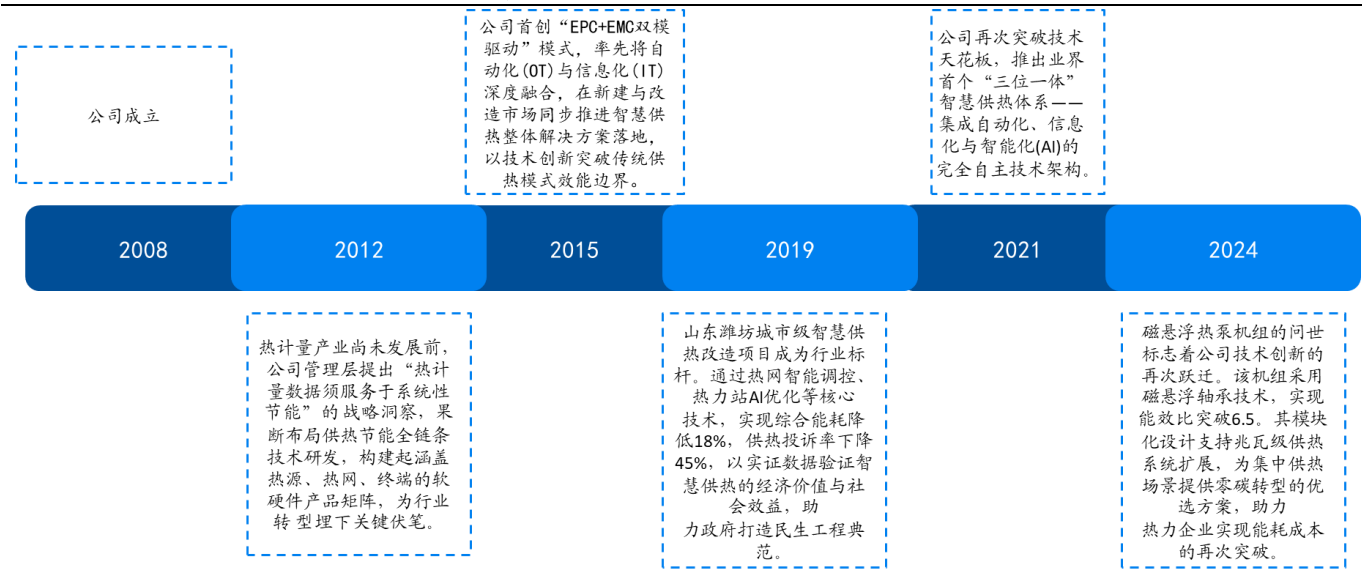
综合以上估值方法，按照谨慎取低原则，我们认为公司合理估值为 48.49 亿元人民币，对应目标价为 35.63 元。

2. 战略演进清晰，平台化与智能化能力逐步构建

2.1. 从系统交付走向平台运营的能力逐步演进

系统集成能力夯实智能供热底座，平台化演进趋势明确。公司成立于 2008 年，起步于热计量设备的研发与产业化。2012 年，管理层在行业尚处初期阶段即前瞻性提出“热计量数据须服务于系统性节能”的战略洞察，着手构建覆盖热源、热网、终端的软硬件产品矩阵，夯实系统解决能力。2015 年，公司创新性地提出“EPC+EMC 双模驱动”模式，实现自动化(OT)与信息化(IT)的深度融合，带动智慧供热整体解决方案在改造市场同步落地。2019 年，潍坊市城市级智慧供热改造项目成为行业标杆，凭借 AI 优化调控等核心技术，公司助力客户实现综合能耗下降 18%、投诉率下降 45%。2021 年，公司再次突破“天花板”，推出业内首个“三位一体”智慧供热体系，集自动化、信息化与 AI 智能化于一体，核心技术架构实现完全自主化。2024 年，公司磁悬浮热泵机组问世，能效突破 6.5，模块化设计适配集中供热的多场景扩展，为零碳转型提供优选方案。

图1：聚焦系统集成能力，公司发展迈向平台化与智能化阶段



数据来源：公司招股说明书，2024 年公司年报，HTI

公司已构建起覆盖“交付+运营”全链条的智慧供热业务体系，形成以整体解决方案、节能改造、系统升级与平台运维为核心的多元化布局。其中，低碳智慧供热整体解决方案作为公司系统集成能力的集中体现，依托 STORM AI 平台、RUNA 中台、热网建模系统与智能调控算法，为城市热力公司、园区能源管理单位等提供一体化建设与服务；合同能源管理（EMC）服务面向预算有限客户，通过改造设计、节能数据平台与效益分账系统，实现“以节能换投资”的合作机制，典型应用于老旧热力站项目及集团型客户；系统能效工程服务（EPC）则聚焦客户的改造类需求，以总包模式完成诊断、升级与系统调试联动，广泛服务于区域热力系统改造；此外，智慧运维与平台化服务围绕系统交付后的平台托管、远程调度及策略优化等场景展开，服务对象涵盖已完成系统交付并签订平台使用协议的客户，支撑公司形成可持续运营的服务闭环。

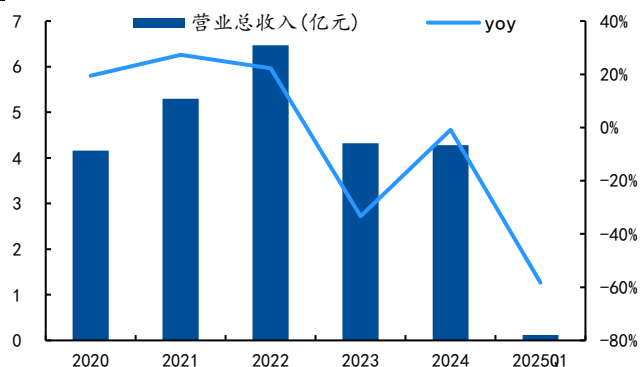
表5：公司智慧供热业务围绕系统交付与平台运营形成四大服务模块

业务模块	核心产品/服务	应用场景
低碳智慧供热整体解决方案	STORM AI 平台、RUNA 中台、热网建模系统、智能调控算法	城市热力公司、园区能源管理、一体化供热工程
合同能源管理服务 EMC	EMC 改造方案设计、施工服务、节能数据平台、效益分账系统	老旧热力站改造项目、集团客户合同能源合作
系统能效工程服务 EPC	EPC 总包服务、诊断评估、设备升级、系统调试与联动	区域热力公司系统升级、节能改造示范工程
智慧运维与平台化服务	平台托管服务、远程调度、策略更新、年度订阅服务	系统交付后维保期、签订平台使用合同的客户

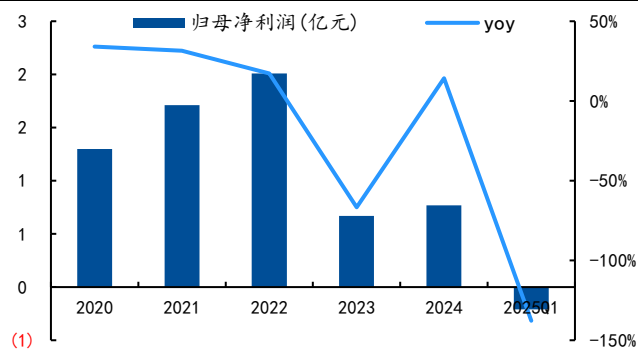
数据来源：公司 2024 年报，HTI

2.2. 订单波动影响显著，短期业绩承压下行

2024 年以来公司整体业绩承压，营收与利润同比双双下滑。2024 年公司实现营业收入 4.28 亿元，较上年同期下降 0.83%，同比基本持平；归母净利润为 0.77 亿元，同比增长 14.26%，虽实现回升但幅度有限。进入 2025 年一季度，公司营业收入为 0.12 亿元，同比下降 58.32%；归母净利润为-0.21 亿元，同比由盈转亏。短期来看，业绩下滑主要系订单所致，对收入确认影响显著。

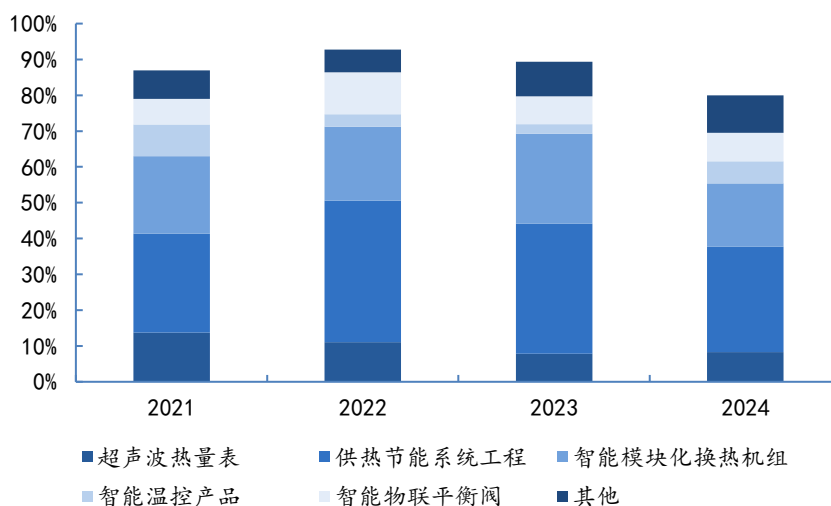
图2: 营收波动放大, 2025Q1 同比下滑 58.32%


数据来源: Wind, HTI

图3: 归母净利短期承压, 盈利能力阶段性收缩


数据来源: Wind, HTI

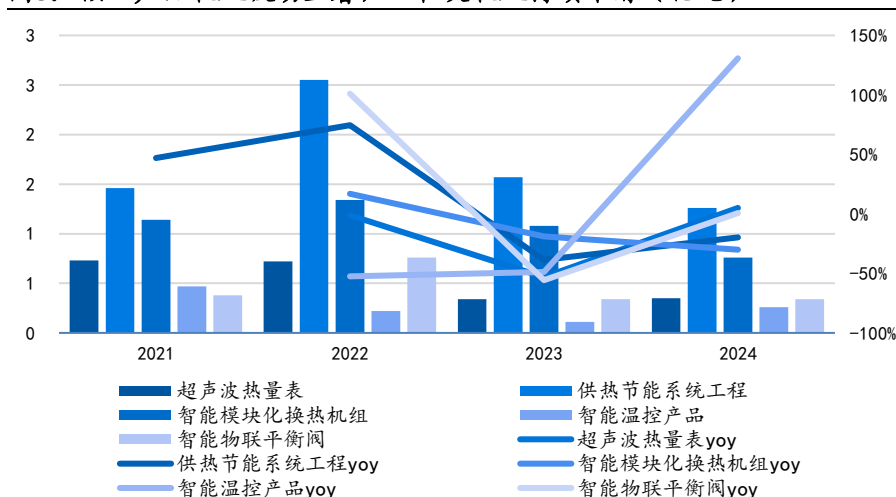
智能终端收入结构稳中向优, “工程+智能终端”双轮驱动逐步成型。2021–2024 年, 公司超声波热量表、供热节能系统工程、智能模块化换热机组、智能温控产品及智能物联平衡阀为主要构成, 占比合计超过总收入七成。2024 年, 公司“智能模块化换热机组+供热节能系统工程”仍为最主要收入来源; 同时, 超声波热量表、智能温控产品占比提升, 贡献稳定。整体来看, 公司产品结构逐步向“工程+智能终端”双轮驱动演进, 结构弹性有所增强。

图4: 智能终端产品收入结构持续优化, 细分赛道发展均衡


数据来源: Choice, HTI

2021–2024 年, 公司主要产品收入结构呈现出显著分化趋势。其中, 供热节能系统工程收入连续三年下滑, 2024 年降至 12,576.81 万元, 较 2022 年高点下降近一半, 拖累整体收入表现; 智能模块化换热机组收入在 2023 年冲高后亦有所回落。相对而言, 智能温控产品、超声波热量表、智能物联平衡阀等细分产品维持稳定, 2024 年均实现小幅增长。收入结构显示, 公司正逐步从以工程项目为主的重资产交付模式, 向产品化、标准化、平台化方向转型。

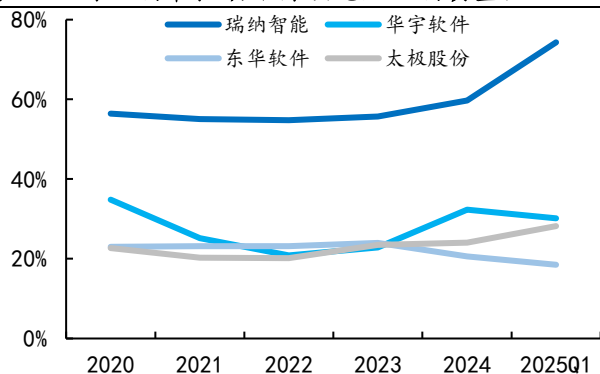
图5: 核心产品收入波动显著, 工程类收入持续下滑 (亿元)



数据来源: Chioce, HTI

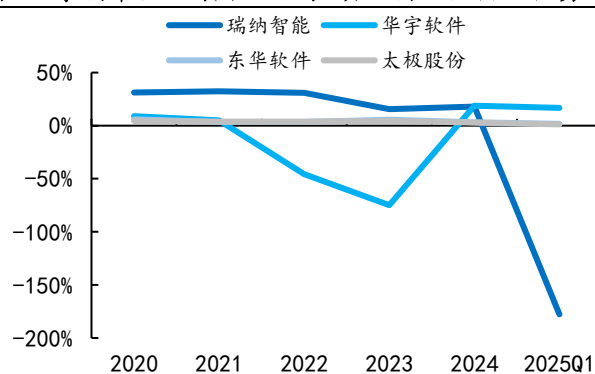
公司盈利能力总体稳健, 毛利率保持高位, 净利率仅在 2025Q1 阶段性承压。2020–2024 年间, 公司毛利率始终维持在 55% 以上, 2024 年达 59.69%, 较可比公司平均高出约 30pct, 展现出其产品结构、解决方案整合能力及技术附加值上的显著优势。2025Q1 毛利率进一步升至 74.3%, 虽有季节性波动因素影响, 但仍体现出公司成本控制与方案溢价能力的持续强化。净利率方面, 2020–2024 年公司净利率稳居行业前列, 2021 年达 32.34%, 远超同行均值。虽 2023 年因整体收入下滑出现短暂回落至 15.56%, 2024 年已逐步回升至 17.93%。2025Q1 净利率为 -177.73%, 主要系订单阶段性减少及收入基数下滑带来利润暂时性承压, 预计不改全年盈利改善趋势。综合来看, 公司具备稳定的毛利率“护城河”, 净利波动受短期因素扰动, 盈利能力基础扎实、韧性较强。

图6: 公司毛利率长期保持领先, 盈利质量优



数据来源: Wind, HTI

图7: 净利率仅短期承压, 长期盈利韧性仍具优势

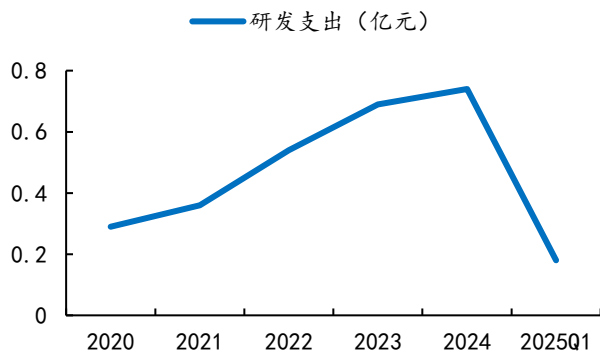


数据来源: Wind, HTI

公司研发投入稳步增长, 行业领先地位初现。2024 年, 公司研发费用率达 17.37%, 在同行可比公司中排名前列, 体现出公司在关键技术领域持续投入的战略定力。受 AI 算力平台与智慧供热系统集成研发需求驱动, 公司研发支出自 2020 年起逐年递增, 2024 年公司研发投入 0.74 亿元, 稳中有升, 支撑其核心平台化产品持续优化与竞争力构筑, 显示其在自主技术布局与产品迭代方面具备更强的研发韧性。

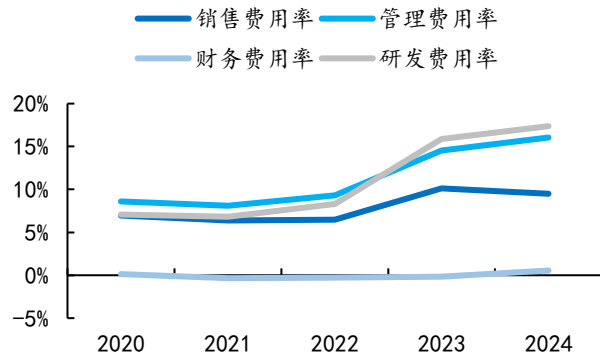
期间费用结构承压抬升, 短期利润空间收缩。随着业务拓展与市场结构调整, 公司期间费用显著增长, 2024 年销售费用率、管理费用率分别为 9.51% 和 16.05%, 同比提升近 5 个百分点, 主要系公司加大市场投放与人员投入, 短期内拉低整体利润表现。综合判断, 公司费用端短期承压, 但其在技术平台建设期的战略投入具备阶段性合理性。

图8: 研发投入保持稳定增长



数据来源: Choice, HTI

图9: 费用端逐年走高, 短期承压明显

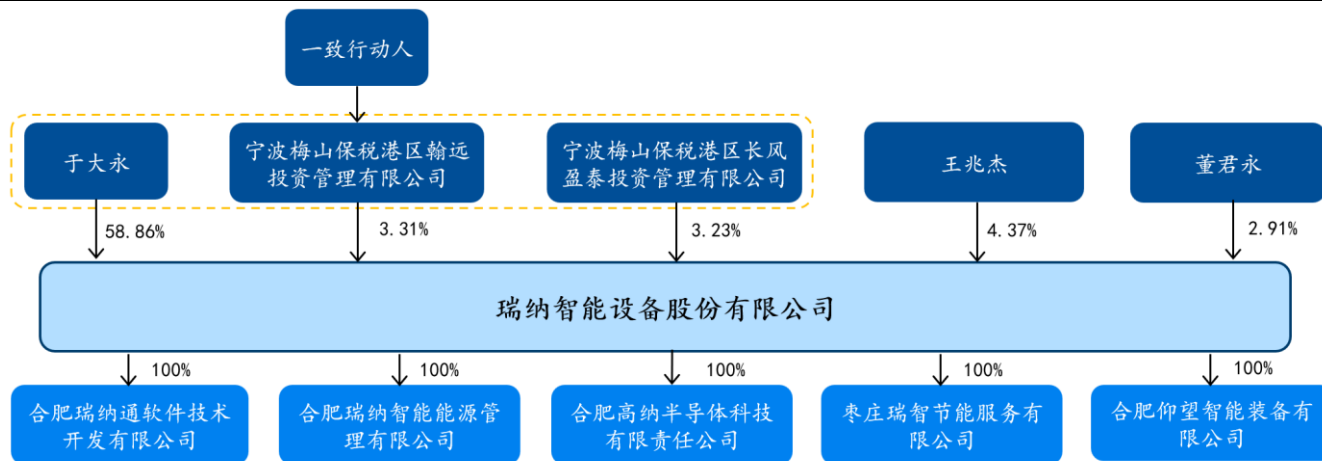


数据来源: Choice, HTI

2.3. 实控人长期稳定掌舵, 治理体系成熟高效

管理层结构稳定, 实控人深耕行业二十余年具备极强战略执行力。截至 2025 年一季度公司实际控制人为董事长兼总经理于大永先生, 其通过直接持股及通过宁波梅山保税港区的两家投资合伙企业间接持股, 合计控制公司 65.4% 股份, 控股地位稳固, 对公司发展方向拥有高度掌控权。于大永先生具备丰富的产业运营与企业治理经验, 早年涉足国际贸易领域, 后于安徽主导创办合肥瑞纳表计有限公司, 并带领公司在智慧供热、节能改造、智能装备等多个细分市场实现从 0 到 1 的跨越式成长, 现任瑞纳智能设备股份有限公司董事长兼总经理。同时, 于先生担任旗下多家子公司与参控股企业的董事、经理或财务负责人, 覆盖软件平台、能源管理、智能硬件多个板块, 展现出强大的资源整合与战略统筹能力。其长期稳定主导公司经营, 有效保障公司在产业周期波动中依然保持战略连续性与组织凝聚力。

图10: 实控人持股稳定, 股权结构清晰可控 (截至 2025Q1)



数据来源: Wind, HTI

实施回购注销, 治理规范性与发展信心同步体现。2025 年 5 月, 公司审议通过回购注销 165,000 股限制性股票, 注销对象为 2024 年激励计划中因离职、身故等原因未达条件的激励人员。我们认为尽管此次注销属于常规激励计划调整范畴, 但依然反映出公司在股权激励执行、资本结构管理方面的规范治理能力与纪律性。与此同时, 持续执行股权激励计划并同步清退无效授予份额, 体现出公司在推进中长期发展战略过程中的稳健节奏和对未来业务价值的内在信心。尤其在业绩短期承压、行业需求调整的背景下, 仍坚持对关键岗位和核心人员实施差异化激励, 侧面印证公司对自身技术壁垒、客户粘性 & 平台价值的长期看好。

3. 商业化路径逐步清晰，智慧供热落地走向深水区

3.1. 政策支持明确，热管理进入高速发展期

中央政策导向明确，热管理行业迈入系统化升级发展阶段。2022 年以来，中央层面密集出台涉及清洁供热、节能建筑、能源数字化等方向的政策文件，系统性推动城市热管理向绿色化、智能化演进。《“十四五”现代能源体系规划》《关于推进能源数字化转型的实施意见》《推进大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》等政策从热源端替代、输配环节优化到终端能效控制提出一体化要求，强调提升智慧热网运行效率与清洁供能比例。特别是 2024 年国务院办公厅出台的《加快推进设备更新和消费品以旧换新行动方案》明确提出推动建筑和供热系统改造升级，构成对热管理行业的强力牵引。中央政策顶层设计已从多维角度完成对热管理系统“源—网—端”全链条的战略部署，为企业开展系统集成与智慧化运维提供方向性指引。

表6: “从顶层到体系”——中央政策体系为热管理行业定调提速升级

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2022 年 1 月	国家发改委、国家能源局	《“十四五”现代能源体系规划》	能源系统效率大幅提高，能源低碳转型成效显著
2023 年 3 月	国家能源局	关于加快推进能源数字化智能化发展的若干意见	加快火电、水电等传统电源数字化设计建造和智能化升级，推进智能分散控制系统发展和应用，助力燃煤机组节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”，促进抽水蓄能和新型储能充分发挥灵活调节作用。
2023 年 10 月	国家发改委等部门	关于促进炼油行业绿色创新高质量发展的指导意见	引导炼油过程降碳。积极引导清洁能源、绿电替代，推进现有燃煤自备电厂（锅炉）清洁能源替代，鼓励企业积极探索研究太阳能供热在炼油过程中的应用，鼓励企业因地制宜优先采用公用电、集中供热、天然气、新能源分布式发电和源网荷储一体化等方式逐步降低煤炭消费比例，提升可再生能源消纳水平，提高系统运行效率和电源开发综合效益。
2023 年 11 月	国务院	空气质量持续改善行动计划	各地要结合产业集群特点，因地制宜建设集中供热中心、集中喷涂中心、有机溶剂集中回收处置中心、活性炭集中再生中心。
2024 年 2 月	工业和信息化部等七部门	关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见	推动区域产业绿色协同提升，重点发展钢化联产、炼化一体化、林浆纸一体化、以化固碳等产业耦合模式，以及冶金和建材等行业协同处置生活垃圾、向城镇居民供热等产城融合模式，鼓励有条件的地区加强资源耦合和循环利用，加快建设“无废企业”“无废园区”“无废城市”。
2024 年 3 月	国务院	推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	有序推进供热计量改造，持续推进供热设施设备更新改造。以外墙保温、门窗、供热装置等为重点，推进存量建筑节能改造。
2024 年 3 月	国务院办公厅	加快推动建筑领域节能降碳工作方案	推进供热计量和按供热量收费。各地区要结合实际制定供热分户计量改造方案，明确量化目标任务和改造时限，逐步推动具备条件的居住建筑和公共建筑按用热量计量收费，户内不具备供热计量改造价值和条件的既有居住建筑可实行按楼栋计量。北方采暖地区新竣工建筑应达到供热计量要求。加快实行基本热价和计量热价相结合的两部制热价，合理确定基本热价比例和终端供热价格。加强对热量表、燃气表、电表等计量器具的监督检查。
2024 年 7 月	国务院	深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划	实施城市生命线安全工程。加强地下综合管廊建设和老旧管线改造升级。加快城市燃气管道等老化更新改造，推动完善城市燃气、供热等发展规划及年度计划，深入开展城市管道和设施普查，有序改造材质落后、使用年限较长、不符合标准的城市燃气、供排水、供热等老化管道和设施，加快消除安全隐患，同步加强物联感知设施部署和联网监测。
2024 年 10 月	中国人民银行等四部门	关于发挥绿色金融作用 服务美丽中国建设的意见	支持绿色低碳发展。加大对清洁能源的支持力度，重点支持北方地区冬季清洁取暖、远距离供热示范工程、充换电基础设施建设、零排放货运车队发展。
2024 年 10 月	国家发展改革委等部门	关于大力实施可再生能源替代行动的指导意见	推动建立可再生能源与传统能源协同互补、梯级综合利用的供热体系。
2024 年 12 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见	强化燃气泄漏智能化监控，严格落实管道安全监管巡查责任，切实提高燃气、供热安全管理水平。
2024 年 12 月	国务院办公厅	关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见	根据《意见》，供热（含供热计量改造、长距离供热管道）被纳入地方政府专项债券可用作项目资本金的行业。提高专项债券用作项目资本金的比例，以省份为单位，可用作项目资本金的专项债券规模上限 由该省份用于项目建设专项债券规模的 25%提高至 30%。
2025 年 4 月	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、住房城乡建设部、交通运输部、国家能源局	推动热泵行业高质量发展行动方案	经过各方共同努力，力争到 2030 年，热泵生产制造和技术研发能力不断增强，重点热泵品能效水平提升 20%以上，大功率高温热泵、高效压缩机、新型制冷剂等技术取得突破，热泵建筑应用面积和 热泵机组装机容量持续增长，热泵产业高质量发展水平显著提升，国际竞争优势不断扩大

数据来源：中央政府网，观研报告网，公司 2024 年报，HTI

地方政策落地提速，热管理改造正向规模化、标准化深化推进。在中央政策牵引下，地方政府因地制宜制定热管理专项行动方案，推动区域供热体系向“节能提效+智能管控+绿色低碳”升级。2023—2024 年间，山东、河南、辽宁、上海、广东等地陆续发布 30 余项城市级政策，围绕热力系统智能化改造、老旧小区热源置换、热网节能降耗、计量收费改革等提出具体指标与路径要求。如宁夏提出推进“百日攻坚”、北京聚焦楼宇热源集成优化、天津与浙江明确网损率与改造覆盖比例，推动热管理从“散点工程”走向“成体系治理”。多地还结合新型城镇化、绿色建筑配套建设，将热力系统改造纳入公共基础设施更新计划。整体来看，地方政策在执行层面逐步具备规模化、绩效导向与标准输出特征，成为企业布局智慧热网与节能平台的重要落脚点。

表7：“从试点到推广”——地方政策加快落地，推动热管理迈向系统改造

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2023 年 3 月	山西省	美丽山西建设规划纲要（2023-2035 年）	实施煤电清洁低碳发展行动，分类推进落后机组淘汰关停，有序布局先进煤电机组，推进煤电机组节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”，实现“烧煤同样能拥有蓝天白云”。
2023 年 7 月	河南省	河南省推动生态环境质量稳定向好三年行动计划（2023—2025 年）	优化煤电项目布局。关停规模小、煤耗高、服役时间长、排放强度大的燃煤机组，等容量替代建设支撑性煤电项目，2024 年年底前关停整合 30 万千瓦以上热电联产机组供热合理半径范围内的落后燃煤小热电机组（含自备电厂），稳妥有序淘汰供热管网覆盖范围内的燃煤锅炉和散煤。
2023 年 7 月	宁夏回族自治区	扩大有效投资百日攻坚工作方案	以城市更新为发力点，围绕危旧房屋、老旧小区、城中村、低效或者闲置用地、老旧街区、历史文化街区，接续谋划储备一批老旧小区改造、棚户区改造、城市集中供热、“四类管网”更新改造、城市排水防涝工程、海绵城市建设、应急能力提升工程等城市有机更新项目，有序推进实施。
2023 年 9 月	河北省	关于实施城市更新行动的指导意见	到 2025 年，城市公共供水管网漏损率控制在 9%以内，供热管网热损失率控制在 18%以内。
2023 年 9 月	北京市	北京市促进未来产业创新发展实施方案	加强先进氢能技术、材料和装备研发，攻关氢能制备、储存、运输、加注、氢燃料电池电堆及系统集成核心技术。推动质子交换膜电解制氢、固体氧化物燃料电池、液态固态储氢、氢氨燃气轮机等一批前瞻性技术突破，实现氢能交通、工业、发电、供热等多领域全场景示范推广应用。
2023 年 5 月	辽宁省	关于在辽宁全面振兴新突破三年行动中进一步保障和改善民生的实施意见	增强城市安全韧性。加快推动城市燃气、供热、供水、排水等老旧管网更新改造，有效提升地下基础设施安全水平、保障能力和管理效率。逐步实施系统化全域海绵城市建设，有效解决汛期城市积水内涝等问题。深化城市供热体制改革，加快实施“拆小并大”，整合转供热企业，不断提高供热质量和服务水平，保障人民群众温暖过冬。
2023 年 12 月	辽宁省	辽宁省“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划	结合北方地区冬季清洁取暖工作，持续推进建筑用户侧能效提升改造、供热管网保温及智能调控改造。结合城镇老旧小区改造，开展建筑节能改造，形成与小区公共环境整治、适老设施改造、基础设施和建筑使用功能提升改造统筹推进的节能、低碳、宜居综合改造模式。
2024 年 4 月	广东省	广东省推动大规模设备更新和消费品以旧换新的实施方案	推动能源领域设备更新和技术改造。持续推进存量煤电机组节煤降耗改造、供热改造、灵活性改造，支持配置碳捕集利用设备。
2024 年 5 月	云南省	推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案	推动市政基础设施设备更新。围绕住宅电梯更新和加装、供水、燃气、污水处理、环卫、建筑施工设备、建筑消防、建筑节能改造、液化石油天然气充装站标准化更新建设、城市生命线工程、局部地区供热等 11 个方面，争取到 2027 年对技术落后、不满足相关规范标准、节能环保不达标的设施设备完成更新改造。
2024 年 5 月	安徽省	安徽省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案	实施自来水厂内及居民小区二次供水（加压调蓄）设施设备、燃煤锅炉及换热器等供热设备更新改造。
2024 年 5 月	浙江省	浙江省空气质量持续改善行动计划	各地要优化供热规划，支持统调火电、核电承担集中供热功能，推动淘汰供热范围内燃煤锅炉和燃煤热电机组。鼓励 65 蒸吨/小时以下燃煤锅炉实施清洁能源替代，立即淘汰 35 蒸吨/小时以下燃煤锅炉。充分发挥 30 万千瓦及以上热电联产电厂的供热能力，对其供热半径 30 公里范围内的燃煤锅炉和落后燃煤小热电机组（含自备电厂）进行关停或整合。
2024 年 8 月	上海市	上海市加快推进绿色低碳转型行动方案（2024—2027 年）	推进煤电节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”，灵活性改造和升级替代机组调峰深度达到 70%以上。
2024 年 4 月	天津市	天津市推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案	加快市政基础设施领域设备更新。加快推进城镇生活污水垃圾处理设施设备补短板、强弱项，持续实施燃气、排水、供水、供热等老化管道更新改造，分批次推进自来水厂及加压调蓄供水设施设备升级改造。有序推进供热计量改造，持续推进供热设施设备更新改造。
2024 年 9 月	天津市	天津市加力支持消费品以旧换新工作实施方案	结合提升居民供热质量和服务水平需要，制定居民室内老旧供暖设施及外窗更新工作方案，明确补贴范围、补贴标准、操作流程和工作要求等并组织实施。

数据来源：观研报告网，HTI

3.2. 城市热力系统整体解决方案，构建端到端闭环能力

公司打造了覆盖城市供热全流程的系统性解决方案，实现从设备感知到 AI 决策的端到端闭环能力。公司以推动中国城镇集中供热领域低碳智慧核心科技创新与发展，实现行业“安全、智慧、可持续”发展为己任，依托多年供热行业一线实践经验和认知积累，拥有自动化（OT）+信息化（IT）+智能化（AI）完全自主核心技术的 STORM AI 一站式低碳智慧供热整体解决方案。通过供热系统核心产品、设备的智能化研究与应用、供热大数据体系构建和智慧化平台服务，实施整体供热系统“三化”改造，优化区域性用能，达到“三零”的目标，为行业提供智慧供热设备和一站式整体解决方案，努力成为中国智慧供热领域卓越价值的创造者。

图11：城市热力系统实现“感-边-数-智-云”五层协同，构建从底层感知到顶层智能的系统解决方案



数据来源：公司官网

3.2.1. 全栈数字孪生平台：打造热网智能管控核心引擎力

RUNA-AI 赋能城市热力智能升级，构建自主可控的智慧平台。公司依托 STORMAI 数字孪生平台，实现城市热网运行的可视、可控、可预测、可自优化，打造具备自感知、自学习、自决策能力的低碳智慧供热系统。通过融合热力知识图谱与 DeepSeek 大模型，RUNA-AI 智能体具备分析、推理与预测能力，覆盖生产调度、客户服务、收费管理等核心环节，助力行业从“经验驱动”迈向“数据驱动”。

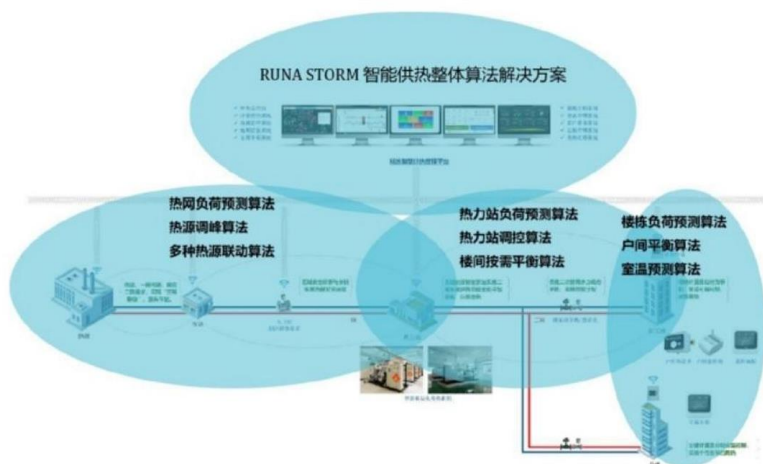
图12: RUNA-AI 热力智能体系统: 构建全链条的热力生产运营智能中枢



数据来源: 公司 2024 年报

公司以 STORM AI 为核心, 构建了城市供热“源网站楼户”全链条智能协同体系, 推动供热系统从粗放运行迈向精细化、智能化演进。STORM AI 通过深度学习与强化学习算法, 贯穿供热系统的预测、调度、控制与维护全过程: 在源头端, 基于深度模型负荷预测与非线性规划, 实现热源功率与锅炉效率的智能优化; 在管网与热力站层面, 结合 LSTM 模型与水力仿真实现精准调度与平衡控制, 提升系统稳定性与运行效率; 在终端侧, 通过室温预测、户均热平衡等算法, 实现了居民供热的公平性与响应灵活性; 同时, 公司建立了多层级用户画像与数据挖掘机制, 推动城市级热力系统从“被动响应”向“主动优化”转变。整体方案不仅提高供热效率和能耗表现, 更代表了智慧热力行业从单点智能向系统智能的关键跃迁。

图13: RUNA STORM 热力系统智能并控解决方案: 实现多维预测与协同优化调度



数据来源: 公司 2024 年报

数字孪生平台构建全域智慧供热系统，实现多维度管网精细化管理。 RUNA 数字孪生平台依托于互联网+、大数据、人工智能、BIM、GIS 与三维建模技术，打造了城市热网的综合运营管理体系，具备全域感知、动态可视、虚实互动等功能模块。平台在数据层面集成了管网水力、热负荷、服务事件、投诉预警等多维数据源，结合 AI 智能算法开展热负荷预测与水力仿真计算，实现了供热系统流量与热源的优化匹配，提升能效。平台基于 AI 算法实现智慧诊断与仿真控制，提升系统韧性与调控效率。平台集成热力站、楼宇及用户侧模型，通过 LSTM 深度时序网络、决策树回归、强化学习等算法实现热源功率优化、设备智能调度与户端温控平衡，在保障供热稳定的同时，降低了系统运行与维护成本。结合三维建模仿真与 Digital Twin 技术，平台可精准模拟热网运行状态，实现真实数据与仿真系统持续比对与预测校验，提升事故响应速度与健康管理能力，构建多层级、可交互、可视化的一体化热网调度体系。

图14：RUNA 热网仿真平台：实现多维可视与热力场景预测的智慧监控界面



数据来源：公司 2024 年报

3.2.2. 城市低碳智慧供热平台和数据中台

智慧供热平台通过数字中台与多维数据融合，赋能调度智能化、用户服务数字化，是推动城市热力系统低碳转型的核心支撑。 智慧供热平台是面向热力企业生产调度与经营管理各项业务，利用互联网、微服务、大数据、人工智能等技术，打造的一款智能监测、智能调度、智能分析、智能运营的新一代软件产品。该平台由数据中台与 AI 算法平台 2 大智能引擎驱动，结合供热业务构建了热网监控、全网平衡、AI 全网运行调度、智能客服、收费管理、公众服务等 15 个智慧应用。平台通过融合行业专家经验，利用负荷预测、源网协同、室温预测等数十种智能算法，助力热力企业实现“源-网-站-楼-户”全链条智能化升级，使得供热系统运行更加精细化、系统化、智能化，运行效率得到进一步提升。

全链条数字化助力供热系统智能化、精细化运营。 在生产端，平台通过多热源调度与系统感知，提升了热源配置效率与可靠性；在传输端，通过管网预控制与优化配置，保障系统稳定与负荷均衡；在消费端，强化用户侧感知与响应机制，实现分布式调节与精准计费，提升供热匹配度与节能水平。在收费与客服管理上，平台支持多元化缴费渠道与在线服务，增强用户体验与服务满意度；在运维管理上，系统依托预测算法提升调度效率与应急处置能力，打造数字化、自动化、低碳化的一体化供热系统，构建热力企业高质量发展的数字基础设施。

图15: 客户服务数据中台: 实现供热服务数字化与精细化运营



数据来源: 公司 2024 年报

数据资产体系建设成为推动智慧热网落地的重要基础。公司依托统一的数据中台架构，围绕数据汇聚、计算、存储、开发与治理五大能力模块，打通“源、网、站、户”全流程数据链条，实现高效采集、多源融合、分布式存储与智能计算，形成稳定可靠的数据底座。通过 API 工具包与统一开发平台，加快应用场景落地效率，并借助资产化路径推进原始数据产品化、服务化、价值化。最终，公司将数据能力转化为生产优化与管理提效的核心支撑，持续为企业战略决策与运营管理提供实用性数据价值。

图16: 城市生命线智慧供热监管平台: 实现从感知到治理的闭环闭环



数据来源: 公司 2024 年报

构建城市生命线监管平台，推动供热监管从分散走向集约、从事后走向实时、从人管走向智管。公司基于“互联网+”与数字孪生架构打造智慧供热监管中枢，围绕“源-网-站-楼-户”全链条打通数据、管理与决策，推动城市级、集团级供热监管平台从传统“线性响应”向“横向打通、纵向联动”跃升。平台可融合接入各级热力企业系统及热网数据，支撑政府与集团统一指挥、实时监管、能耗评价、资产管理与决策辅助，形成一体化、智能化、高韧性的热力治理格局，成为“钢性城市”建设的核心技术底座。

图17： 城市级热力数据融合平台：打造“钢性城市”智慧调度底座



数据来源：公司 2024 年报

3.2.3. 全场景智能硬件产品

公司围绕热管理业务场景构建了以 AI 算法和边缘计算为核心的“硬件—平台—系统”闭环体系，形成了高效感知、智能控制与集约运维的一体化解决方案。公司自主研发的智能热泵系统、AI 控制器、边缘计算设备及温控终端，构建起多源融合的供热数据采集网络，并通过统一的平台实现“源—网—站—楼—户”的多维度智能调控与负荷预测，支持分布式部署、系统级优化与全链路闭环控制。在硬件层面，公司推出了多种型号的智慧热泵机组、智慧换热模块与智慧终端装置，适用于不同区域、不同场景的智能供热需求。在系统平台层面，依托 STORM AI 控制器，公司实现了 AI 建模、负荷学习、远程调试、全域分析的能力，推动数字孪生、数字热网和系统运行最优化落地。

表8： 核心智能硬件矩阵构成“源-网-站-楼-户”全域感知闭环体系

产品类别	搭载技术/算法	核心功能	应用场景
AI 热泵机组	AI 负荷预测+调控算法	高效调峰、低温启停、智能切换	北方极寒区域供热、旧区改造
温控终端	边缘计算+LSTM+算法模型	室温预测、热量智能分配、节能管理	楼宇户端、校园园区
STORM AI 控制器	边缘 AI 计算+IoT 通讯	实时数据处理、策略闭环优化	控制中枢、数据中台
热力站智慧平台	强化学习+BIM+GIS 融合	管网模拟、水力调节、风险研判	区域级集中供热

数据来源：公司 2024 年报，HTI

3.3. 多元商业模式并行，助力城市智慧供热高质量落地

公司坚持 EPC 和 EMC 双轮驱动的发展战略，业务模式持续优化并获市场广泛认可。通过深化区域市场布局，公司进一步巩固了在重点区域的市场主导地位，同时积极拓展新兴市场，实现业务版图的战略性扩张。依托商业模式创新、技术突破和服务升级，公司构建了多元化的业务增长极，为可持续发展提供了强劲动力。

3.3.1. EPC 模式：工程交付能力成熟，集中供热项目落地

EPC 模式深化落地，构筑供热能效系统服务核心能力。自 2015 年起率先在行业内推行 EPC（设计-采购-施工一体化）能效工程服务模式，依托在自动化（OT）与信息化（IT）融合领域的深厚技术积淀，形成从系统诊断、方案设计、产品成套、工程施工到智慧运维的闭环能力。公司通过标准化、模块化、可复制的 EPC 服务，精准对接客户多样化节能降耗与系统升级需求，有效解决供热行业“难改、难管、难优”的传统痛点，为存量改造与增量新建市场提供一体化能效解决方案，持续释放建设与运维的协同价值。

项目典型性强，覆盖环节广，系统成效持续兑现目前公司已披露 8 个代表性 EPC 项目，涵盖站房新建、热网改造、智慧平台搭建等多类应用场景。例如，山东某热力公司项目中，公司为其提供了包含模块化换热机组、超声波热量表、智能控制柜、智能物联网终端、全网平衡系统在内的成套设备与系统平台，帮助客户大幅提升能源利用效率与系统可视化水平，实现“转亏为盈”。陕西某项目则聚焦于循环水系统升级，完成从诊断、施工到平台部署的全过程节能改造，进一步拓展了公司在边远区域与工业供热场景的应用边界。另如中电三十八所项目则体现了公司在高标准设计施工与客户定制化交付能力方面的领先优势。

图18：EPC 典型项目加速落地，覆盖多元场景助力业务规模复制



数据来源：公司官网

3.3.2. EMC 模式：探索热力运营新路径，打造可持续商业闭环

在“双碳”战略驱动下，合同能源管理（EMC）正逐步成为热力系统节能改造的重要合作模式。瑞纳智能紧抓政策窗口期，持续以“硬件+算法+平台+服务”整体解决方案切入城市供热节能市场，通过 EMC 模式实现 AI 智慧热网解决方案的快速落地与稳定回报。公司自 2018 年起在枣庄市开展 EMC 示范项目，已完成一期、二期共 173 个换热站的系统改造及投运，整体覆盖热力系统自动化升级、节能阀组、水处理及温控系统等多个环节，获得客户高质量验收。截至 2023 年，枣庄项目累计节能收益达 12,908.44 万元，瑞纳获得收益合计 7,812.64 万元，年均分成收益超 1,300 万元，充分验证了公司解决方案的技术含金量与经济可行性。2024 年，公司进一步拓展 EMC 版图，签署枣庄薛城区 AI 智慧供热合同能源管理项目，总投资额 2.06 亿元，收益分配周期 10 个采暖季，预计带来稳定现金流；同期中标费县 AI 低碳智慧供热 EMC 项目，中标金额达 1.07 亿元，持续强化公司在智慧供热节能改造领域的示范引领作用。此外，瑞纳智能在 EMC 模式下的盈利来源不仅局限于节能分成，还覆盖项目设计、设备供货、AI 平台部署及运维服务等多个环节，具备良好的多元化收入结构与毛利水平。我们认为在当前供热行业 Capex 收缩背景下，EMC 模式有效降低下游客户改造门槛，有望成为公司实现“项目滚动复制”的重要抓手。

3.4. 战略性业务探索：加快半导体材料布局，培育未来增长动能

公司正积极拓展碳化硅半导体业务，已完成材料端布局并初步建立设备能力，面向晶片制备环节逐步推进。碳化硅（SiC）作为第三代半导体核心材料，具备高禁带宽度、高击穿电场、耐高温、高频高效等特性，正成为新能源汽车、5G 通信、光伏储能、工业电源等领域的关键支撑材料。行业层面，SiC 下游需求端维持高景气，供需缺口扩大，带动国产替代加速，根据瑞纳智能 2023 年报援引 Yole 预计 2027 年全球碳化硅器件市场规模将达 62.97 亿美元，2021-2027 年 CAGR 达 30%。

瑞纳智能以“材料+设备+应用”一体化路径切入，逐步构建技术与产业协同壁垒。公司目前已完成 8 英寸碳化硅抛底片工艺路线开发，搭建电阻式双温区长晶炉、热压键合炉等设备，具备晶体合成、晶片贴合与压制能力，已实现多台设备试产及验证。研发方面，公司自建中心持续聚焦晶体生长、缺陷控制与晶圆良率提升等核心技术瓶颈，已具备自主研制并量产晶体材料的能力。盈利模式上，公司聚焦抛底片及设备外销，结合定制化解决方案满足高端客户需求。

图19：碳化硅研发进入节奏较快，有望打开公司新增长源

①材料研发

I、碳化硅衬底研发

面向 8 英寸碳化硅衬底的长晶技术做了方向调整并优化研发的工艺路线，完成新设备（电阻式双温区长晶炉）的调试并投入使用。

II、碳化硅粉料合成

碳化硅粉料已获得权威第三方检测证明已完全符合相关标准和工艺需求，目前已批次投入使用。

②设备研发

I、电阻式双温区长晶炉

完成 2 台电阻式双温区长晶炉的组装调试，并稳定投产运行中。设备借鉴目前行业主流工艺长晶路线。

II、籽晶热压键合炉

完成 1 台籽晶热压键合炉的组装和调试，该设备主要用于籽晶片与石墨纸、石墨托的热压粘接，目前已投产运行，经实际验证，设备大幅提升了整体热压粘接成型后的良率。

III、籽晶镀膜软压设备

用于籽晶热压前的预压，将镀膜后的籽晶片结合石墨件置于软压设备中，通过弹性材料的均匀挤压，保证籽晶片和涂胶后的石墨件贴合完整。

数据来源：公司 2024 年报

4. 风险提示

1) 市场竞争加剧的风险

智慧供热行业市场格局较为分散，瑞纳智能虽具有一定优势，但仍面临激烈竞争，随着行业发展前景逐渐向好，越来越多的企业进入该领域，既有传统供热设备厂商凭借既有客户资源和生产制造能力分食市场，也有区域性集成商利用本地优势参与竞争，可能对公司经营产生不利影响。

2) 新兴业务发展不及预期的风险

瑞纳智能积极布局新兴业务，如 SiC 业务等，碳化硅衬底片生产工艺复杂，良率提升存在技术瓶颈，若公司不能紧跟技术前沿，突破自身技术难题，产品无法达到市场要求的性能和质量标准，将难以在市场中立足。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Investment Advice: Maintain 'Outperform' rating. Forecast net profit attributable to shareholders for 2025-2027 is 162.00/192.00/223.00 million RMB, with EPS of 1.19/1.41/1.64 RMB. The company's main business structure is clear with outstanding profitability. Based on PE and PS valuation, a 2025 PE of 30x is given, corresponding to a reasonable market capitalization of 4.85 billion RMB and a target price of 35.63 RMB per share.

The company focuses on smart heating and energy management, accelerating EPC/EMC business implementation. Leveraging self-developed energy IoT technology, it expands smart heating and energy-saving projects. EPC model is replicated in regions like Shandong, Shaanxi, and Xinjiang, featuring energy efficiency and smart operations. EMC model centers on contract energy management, promoting AI low-carbon heating projects and energy revenue sharing, with projects exceeding 100 million RMB signed. With policy support and market education, the company's 'investment-construction-operation integration' capability strengthens, enhancing project delivery and commercialization.

The company builds a comprehensive smart heating solution with modules like metering, energy efficiency analysis, and smart balance, covering smart heating, clean energy, and low-carbon energy-saving scenarios, serving dozens of heating enterprises and government agencies. In typical projects, it offers a full-cycle service from energy-saving diagnosis to system integration and platform operation, creating long-term barriers.

Preview of silicon carbide business opens new growth space. The silicon carbide sector covers crystal materials, equipment manufacturing, and downstream processing, with core equipment in production and mass shipment capability. Products target third-generation semiconductor material localization and new energy scenarios. With equipment like crystal growth furnaces and silicon carbide powder synthesis, the company covers the entire process from crystal preparation to application. As demand in NEV, PV inverters, and rail transit continues, the silicon carbide sector is expected to support future performance growth.

Risk Warning: Risk of intensified market competition and weaker than expected development of emerging businesses.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，杨林，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Lin Yang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，宋亮，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Liang Song, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and/or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX，韩国 - KOSPI，台湾 - TAIEX，印度 - Nifty100，美国 - SP500；其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan - TOPIX, Korea - KOSPI, Taiwan - TAIEX, India - Nifty100, US - SP500; for all other China-concept stocks - MSCI China.

	截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.6%	7.2%	0.2%	92.2%	7.5%	0.3%
投资银行客户*	2.9%	4.1%	0.0%	3.3%	3.5%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX，韩国 - KOSPI，台湾 - TAIEX，印度 - Nifty100；其他所有中国概念股 - MSCI China。

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.6%	7.2%	0.2%	92.2%	7.5%	0.3%
IB clients*	2.9%	4.1%	0.0%	3.3%	3.5%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan - TOPIX, Korea - KOSPI, Taiwan - TAIEX, India - Nifty100; for all other China-concept stocks - MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券 (601211.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌集团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIUKK. The HSIPL, HTIRL or HTIUKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 ("FIEL") 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称"ASIC"）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE")（统称为「印度交易所」）研究报告。

（条款链接：<https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>）

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

Runa Smart Equipment - 301129 CH



- 1. 21 May 2023 OUTPERFORM at 73.35 target 121.20.
- 1.8-for-1 split implemented on 5 Jul 2023