

基础化工

2025 年 10 月 31 日

瑞华技术 (920099)

——25Q3 业绩符合预期，设备及催化剂首装确收，拟投建 20 万吨高端工程塑料产业化项目

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 30 日

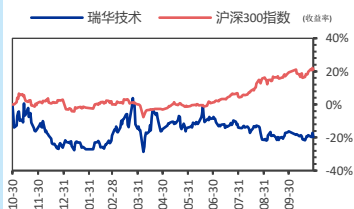
收盘价 (元)	30.55
一年内最高/最低 (元)	42.58/26.10
市净率	2.7
股息率% (分红/股价)	2.29
流通 A 股市值 (百万元)	1,202
上证指数/深证成指	3,986.90/13,532.13

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	11.13
资产负债率%	37.59
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) 点评：业绩符合预期，25Q3 设备/催化剂交付确定性高》
2025/08/28

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com
郑菁华 A0230525060001
zhengjh@swsresearch.com

研究支持

郑菁华 A0230525060001
zhengjh@swsresearch.com

联系人

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



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年三季报，业绩符合预期。2025 年前三季度，公司实现营收 4.13 亿元，同比+48.2%，归母净利润 5670 万元，同比-26.9%，扣非归母净利润 4812 万元，同比-36.4%；**2025Q3 单季**，公司实现营收 2.43 亿元，同比+187.3%，环比+256.5%，归母净利润 3207 万元，同比+82.1%，环比+291.2%，扣非归母净利润 2900 万元，同比+76.3%，环比+500.2%。
- **盈利能力指标：**2025 年前三季度，公司实现毛利率 30.3%，同比-15.9pcts，实现净利率 13.7%，同比-14.1pcts，销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.7%、6.6%、3.7%、0.01%，分别同比+0.4、-0.4、-1.1、-0.5pcts；**2025Q3 单季**，公司实现毛利率 28.6%，同比-9.2pcts，环比-9.9pcts，实现净利率 13.2%，同比-7.6pcts，环比+1.2pcts，销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.4%、4.6%、2.1%、0.1%，分别同比-0.1、-3.5、-1.6、-0.6pcts，分别环比-1.6、-9.1、-6.9、-0.2pcts。
- **收入端：**25Q3 PO 设备确认和 PO 催化剂首次装填，收入同环比大幅增长。2025Q3，公司营收实现同环比大幅增长，主要原因为当季公司确认 PO 设备大部分收入、PO 催化剂首次装填，而 2024Q3、2025Q2 主要为顺酐设备持续交付和 PO 催化剂日常补加。
- **盈利端：**收入结构影响毛利率，暂未确认工艺包致同比较低。2025Q1-3，公司毛利率同比下降 15.9pcts，主要原因为公司今年尚未确认高毛利率的工艺包收入，仅有工艺服务合同收入，收入体量及毛利率水平均远低于工艺包。2025Q3，公司毛利率出现波动，主要原因为毛利率较低的催化剂收入占比增加所致，因公司三大业务毛利率差别较大，单季度收入结构的变化会导致毛利率出现较大变动。
- **短期展望：**当前，化工行业投资意愿有所放缓，导致公司各项业务确认节奏慢于预期，但均在积极接洽，工艺包确收节奏快，设备也已基本生产完成，Q4 若项目推进顺利将较快实现收入。
- **长期展望：**工艺包方面，公司积极在国内外推广工艺包，同时不断完善工艺和专利布局，为客户提供多种选择，进一步扩大客户群体；设备方面，公司目前仍有 2 套海外苯乙烯设备、3 套国内 PO 设备尚未交付，未来随着行业投资意愿回暖，均有确定性较强的收入预期；催化剂方面，公司自产产线建成，明年开始交付的催化剂将实现自产，有效提高产品毛利率，随着 PO 项目的陆续开工以及外拓新客户，催化剂产能将逐步爬坡；产业化产品方面，公司全资子公司瑞纶新材料拟投资约 6.24 亿元，建设年产 20 万吨 PS、SAN、ASA、MS 生产项目，将公司具有研发突破的技术产业化落地，进一步丰富公司产品矩阵，充分发挥公司技术优势。
- **投资分析意见：**维持“增持”评级。公司掌握多项具有稀缺性的石化技术，积极推进技术出海，多个项目设备、催化剂持续推进中，同时着手布局产业化产品，我们看好长期业绩持续增长。但是当前化工行业投资意愿有所放缓，公司下游业主方节奏有所变化，我们根据最新情况进行调整，考虑到催化剂产线早期折旧较多下调其毛利率，分别下调、维持、下调 2025-2027E 收入，为 6.46、6.67、7.18 亿元（原值分别为 6.51、6.67、7.34 亿元），分别维持、下调、下调 2025-2027E 利润，为 1.24、1.28、1.56 亿元（原值分别为 1.24、2.04、2.29 亿元），对应当前 PE 分别为 19、19、15 倍。可比公司航天工程、锡装股份、中触媒 2026E 平均 PE 为 24X，考虑公司业绩周期性给予折价，保守估值为 21X，目标市值为 26.23 亿元，仍有 9.5% 的上涨空间，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	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	555	413	646	667	718
同比增长率 (%)	40.7	48.2	16.4	3.1	7.7
归母净利润 (百万元)	116	57	124	128	156
同比增长率 (%)	1.8	-26.9	7.0	2.9	22.0
每股收益 (元/股)	1.80	0.72	1.58	1.63	1.98
毛利率 (%)	39.0	30.3	37.0	35.5	37.0
ROE (%)	14.0	6.5	13.2	12.1	13.1
市盈率	21		19	19	15

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	394	555	646	667	718
其中：营业收入	394	555	646	667	718
减：营业成本	180	338	407	430	452
减：税金及附加	1	4	4	4	5
主营业务利润	213	213	235	233	261
减：销售费用	1	4	5	5	5
减：管理费用	29	31	43	44	47
减：研发费用	21	20	24	24	26
减：财务费用	0	0	-1	-1	-3
经营性利润	162	158	164	161	186
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-39	-32	-28	-19	-12
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	141	145	177
加：营业外净收入	2	0	0	0	0
利润总额	121	132	141	145	177
减：所得税	7	16	17	17	21
净利润	114	116	124	128	156
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	128	156

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@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.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，可以向我们的销售员索取。

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。