

股票投资评级

增持 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	65.31
总股本/流通股本(亿股)	1.20 / 0.25
总市值/流通市值(亿元)	78 / 16
52周内最高/最低价	99.90 / 46.89
资产负债率(%)	63.6%
市盈率	38.64
第一大股东	中国有色金属建设股份有限公司

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
分析师: 魏欣  
SAC 登记编号: S1340524070001  
Email: weixin@cnpsec.com

中国瑞林(603257)

有色行业工程设计知名企业，参股江钨基金

● 投资要点

**工程技术服务起家，专注有色金属工程领域。**公司前身为 1957 年成立的南昌有色冶金设计研究院，2025 年 4 月登陆 A 股主板，目前处于无控股股东与实际控制人状态。公司以工程设计咨询为核心，业务覆盖工程总承包、装备集成等全链条，主要为境内外有色金属采矿、选矿、冶炼、加工产业链客户提供包括工程设计咨询、工程总承包、装备集成等在内的工程技术服务，同时公司业务还延伸到环保、市政等领域。

**国际知名工程设计企业。**公司核心业务包括工程设计咨询、装备集成业务，拥有多项国际国内专利与科技奖项，永久阴极铜电解、旋浮冶炼等技术具备自主知识产权，服务刚果金卡莫阿·卡库拉、印度 Adani 集团等海内外大型铜冶炼项目。根据美国《工程新闻记录》(ENR) 发布的 2024 年度“国际工程设计公司 225 强”榜单，中国瑞林排名第 136 位。

**盈利结构改善。**营收方面，公司依靠在工程技术服务领域的专业能力，2020-2023 年收入稳步增长，2024 年公司主动调整工程总承包业务承接方式，由承接整厂总承包业务调整为承接毛利率较高、技术专业性强子项的总承包，虽然分部收入下滑但盈利能力稳定，同时工程设计咨询和装备集成业务订单逐年增长，2025 年前三季度实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 18.87%，盈利结构改善。

**装备集成和工程设计及咨询业务盈利稳定。**分业务看，公司主营业务为装备集成和工程设计及咨询业务，其中装备集成业务受益于海外大型装备项目竣工验收带动，2024 年营收增速达 103.16%，毛利增速达 79.99%。2025 年 H1 装备集成和工程设计及咨询业务毛利率分别为 25.51%/27.12%，毛利贡献分别为 1.3/0.9 亿元，是公司两大支柱业务。

**参股江钨基金，打造新增长极。**公司在钨、钽铌矿设计开发领域具备深厚积累，获得 26 项钨、钽铌矿高效选矿技术专利，曾参与行洛坑钨矿、大湖塘钨矿设计开发。公司立足自身主营业务，加强海内外优质矿产资源布局，2025 年 10 月 16 日公告拟出资 3000 万元参与设立江钨矿业基金。江钨矿业基金主要拟从事矿业资产投资，投资领域聚焦钨、稀土、钽铌、钼、锡等稀有金属项目，基金总规模暂定为 20 亿元。参与江钨矿业基金有利于公司开展后续矿产资源开发的工程设计、装备集成业务，同时为公司进军有色金属资源开发领域积累经验，打造新增长极。

**投资建议：**考虑到公司工程技术服务和装备集成业务受益于有色行业整体投资支出增加，预计公司 2025/2026/2027 年实现营业收

入 24.66/29.10/32.53 亿元，分别同比变化-0.38%/17.99%/11.78%；归母净利润分别为 1.86/2.17/2.41 亿元，分别同比增长 22.67%/16.34%/11.23%，对应 EPS 分别为 1.55/1.81/2.01 元。

以 2026 年 3 月 16 日收盘价为基准，2025-2027 年对应 PE 分别为 40.67/34.96/31.43 倍。给予公司“增持”评级。

● **风险提示：**

价格波动风险，项目进度不及预期风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	2476	2466	2910	3253
增长率 (%)	-13.63	-0.38	17.99	11.78
EBITDA (百万元)	154.60	223.99	260.33	288.07
归属母公司净利润 (百万元)	152.02	186.48	216.95	241.31
增长率 (%)	2.62	22.67	16.34	11.23
EPS (元/股)	1.27	1.55	1.81	2.01
市盈率 (P/E)	49.89	40.67	34.96	31.43
市净率 (P/B)	4.03	3.00	2.85	2.70
EV/EBITDA	-10.45	23.94	21.36	17.71

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1 工程技术服务起家，专注有色金属工程领域

中国瑞林是一家专业工程技术公司，主要为境内外有色金属采矿、选矿、冶炼、加工产业链客户提供包括工程设计咨询、工程总承包、装备集成等在内的工程技术服务，同时公司业务还延伸到环保、市政等领域。

公司前身最早是成立于 1957 年的“南昌有色冶金设计研究院”，先后隶属于原国家冶金工业部和中国有色金属工业总公司，是国家有色行业 8 家部属甲级设计单位之一。在计划经济时期，公司主要承担国家基本建设项目的工程设计和国际先进技术的引进消化任务。

2007 年南昌院进行改制，将从事的勘察、设计、咨询工程承包和监理等业务全部转入瑞林有限公司，最终中色股份持股 23%，中钢集团持股 10%，江西省国资委持股 18%，南昌院技术骨干持有 49%。

2014 年江西省国资委将持有股份划转江铜集团。

2018 年 3 月 19 日，瑞林有限召开董事会，同意公司整体变更设立股份公司。

2025 年 4 月公司于 A 股主板上市，公司前三大股东中色股份、江铜集团和中钢股份分别持有公司 23%、18%和 10%的股权，单一股东持股比例均未超过 30%，前三大股东各自提名董事人数均低于董事会人数的二分之一，不存在单一股东通过实际支配公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任或足以对股东大会的决议产生重大影响的情形，且公司主要股东之间无关联关系、一致行动关系。公司处于无控股股东和实际控制人状态。

### 1.1 立足工程设计主业

公司业务以工程设计咨询为核心，延伸包括工程总承包（EPC）、装备集成、工程监理、项目管理、工程勘察、施工图审查、招标代理和造价咨询等环节。

通过六十多年持续的技术积累、市场开拓和管理提升，公司已成为国内外有色金属领域具有突出的技术优势、竞争优势和品牌影响力的工程技术服务企业，尤其在铜冶炼项目的设计方面，处于行业先进水平。根据美国《工程新闻记录》（ENR）发布的 2024 年度“国际工程设计公司 225 强”榜单，中国瑞林排名第 136 位。2024 年度“全球最大 250 家国际承包商”榜单中，中国瑞林排名第 210 位。

公司工程设计咨询业务包括工程设计、工程咨询和其他工程服务三类。

工程设计是指受客户委托，依据合同约定对建设项目所需的技术、经济、资源和环境等条件进行综合分析、论证，编制建设项目工程设计文件。通常包含初步设计（基本设计）和施工图设计（详细设计）。

工程咨询业务是指受客户委托，依据合同约定，运用科学技术、经济管理、法律等多方面知识，为经济建设和工程项目的决策、实施和管理提供智力服务。通常包含规划咨询、项目建议书、项目可行性研究、项目申请报告、资金申请报告、项目后评价等。

其他工程服务业务主要包含工程监理、项目管理、工程勘察、施工图审查、招标代理和造价咨询等。

代表性项目包括刚果金卡莫阿·卡库拉 50 万吨/年铜冶炼项目、印度 Adani 集团 KCL50 万吨/年新建铜冶炼厂项目、塞尔维亚波尔铜业冶炼厂扩建项目、湖北大冶阳新弘盛 40 万吨/年高纯阴极铜洁净生产项目等。

**图表1：公司工程设计咨询业务的代表性项目**

序号	项目名称	项目建成时间(年)	项目概述	项目图
1	刚果金卡莫阿·卡库拉 50 万吨/年铜冶炼项目	在建	本项目为处理卡莫阿·卡库拉 I 期、II 期和 III 期选矿厂生产的铜精矿，建成后将成为非洲最大的铜冶炼厂和全球规模最大的“一步炼铜”冶炼厂。中国瑞林工作范围包括全厂设计，采购管理和施工管理	
2	印度 Adani 集团 KCL50 万吨/年新建铜冶炼厂项目	在建	项目采用了具有中国自主知识产权的“旋浮冶炼”技术，建成后将成为印度规模最大的铜冶炼厂和全球最大的单系列矿铜冶炼厂。中国瑞林承担了工程设计和部分关键设备的供货	
3	湖北大冶阳新弘盛 40 万吨/年高纯阴极铜洁净生产项目	2023	项目采用了“旋浮冶金”技术，是中国目前最新在建大型铜冶炼厂之一，采用了多项先进技术节能减排。工作范围包含工程设计和部分关键设备供货	
4	塞尔维亚波尔铜业冶炼厂扩建项目	2023	项目为“一带一路”在塞尔维亚示范性项目。该项目将年产 7 万吨阴极铜冶炼厂改造、扩建至 20 万吨，项目采用了多项先进技术，全面达标欧盟环保标准，实现碳减排 4 吨/年	

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

公司装备集成业务包含专用设备研发制造和系统集成，产品主要包括有色冶金专用设备、自动控制系统、智能化应用等。专用设备研发制造是指根据客户的用途需要，自主研发、设计、采购和制造、组装，最终在项目现场完成安装（或指导安装）和调试的过程。

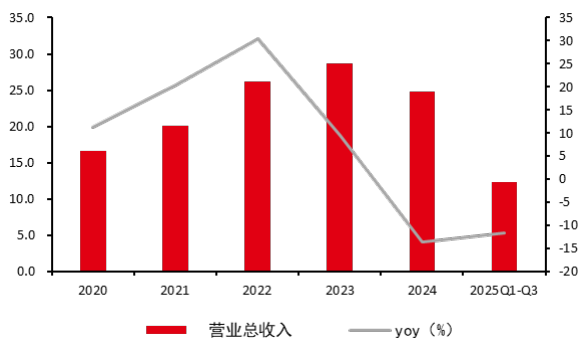
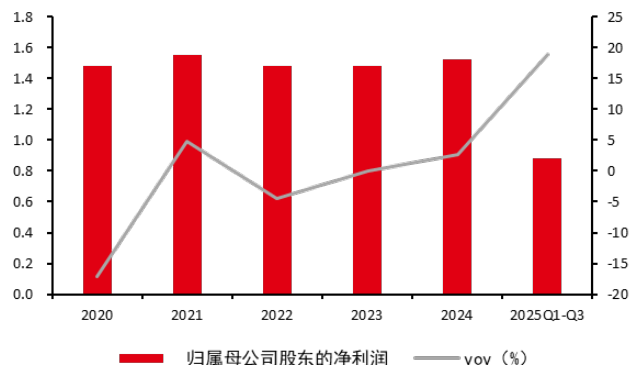
系统集成是指针对业主需求，将多个厂商、多协议和多种体系结构的子系统或设备，通过网络及相关软硬件设备，将功能和信息等集成到相互关联的、统一和协调的满足用户需求的系统之中，实现的关键在于解决系统之间的互联和互操作性。

**图表2：公司装备集成业务的代表性产品和技术**

序号	产品名称	产品表述	产品案例图
1	永久阴极铜电解成套装备	永久阴极铜电解成套装备获中国有色金属工业科学技术奖一等奖、江西省科技进步二等奖。阴极剥片装置专利获中国专利优秀奖、获中国有色金属工业科学技术奖一等奖（发明）；永久阴极剥片机组获国家科学技术部批准的《国家重点新产品证书》和《江西省重点新产品证书》。相关技术获得欧洲、美国、日本、加拿大等国际专利	
2	始极片法铜电解机组	获中国有色金属工业科学技术奖一等奖，江西省科技进步一等奖	
3	智能电解设备	首创提高电解效率的极板空槽时间最小化技术，打破了国内外电解装备平面布置各工序独立运行的格局。相关成果获国家科学技术进步二等奖	
4	NGL 炉冶炼废杂铜成套工艺及装备	列入由工信部等四部委征集的《国家工业资源综合利用先进适用工艺技术设备目录（2021年版）》。相关专利获中国专利优秀奖；相关成果获中国有色金属工业科学技术一等奖及江西省科技进步一等奖	

资料来源：公司招股说明书，中邮证券研究所

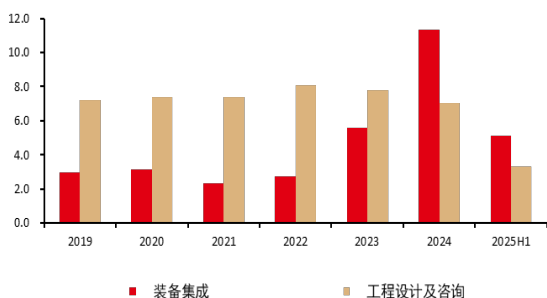
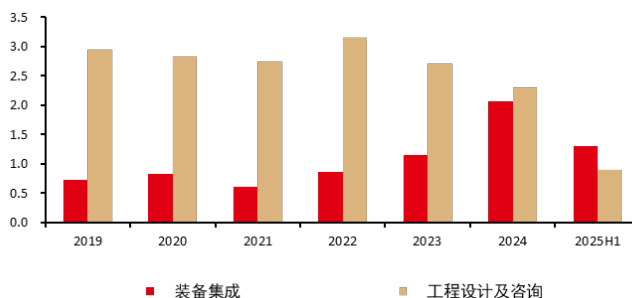
**盈利结构改善。**营收方面，公司依靠在工程技术服务领域的专业能力，2020-2023 年收入稳步增长，2024 年公司主动调整工程总承包业务承接方式，由承接整厂总承包业务调整为承接毛利率较高、技术专业较强的子项总承包，虽然分部收入下滑但盈利能力稳定，同时工程设计咨询和装备集成业务订单逐年增长，2025 年前三季度实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 18.87%，盈利结构改善。

**图表3：公司营业收入变化（亿元）**

**图表4：公司归母净利润变化（亿元）**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**装备集成和工程设计及咨询业务盈利稳定。**分业务看，公司主营业务为装备集成和工程设计及咨询业务，其中装备集成业务受益于海外大型装备项目竣工验收带动，2024 年营收增速达 103.16%，毛利增速达 79.99%。2025 年 H1 装备集成和工程设计及咨询业务毛利率分别为 25.51%/27.12%，毛利贡献分别为 1.3/0.9 亿元，是公司两大支柱业务。

**图表5：公司主营业务收入变化（亿元）**

**图表6：公司主营业务毛利变化（亿元）**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 1.2 进军有色金属资源开发领域

公司在钨、钽铌矿设计开发领域具备深厚积累，获得 26 项钨、钽铌矿高效选矿技术专利，曾参与行洛坑钨矿、大湖塘钨矿设计开发。

福建宁化行洛坑钨矿是全球具有代表性的低品位、难选的细脉型含钼黑白钨对半共生超大型世界级钨矿床，主体工程于 2007 年 11 月顺利竣工投产，是目前国内最大的单一规模达 5000t/d 以重选工艺为主的钨选厂。项目采用中国瑞林黑白钨矿精细化分选技术，大大降低了生产成本，企业经济效益显著。此外公司是大湖塘钨矿的设计单位，大湖塘钨矿项目建成达产后，将实现年销售收入 100 亿元、年利税 10 亿元以上，提供直接就业岗位近 2000 个。

公司立足自身主营业务，加强海内外优质矿产资源布局，2025 年 10 月 16 日公告拟出资 3000 万元参与设立江钨矿业基金。

江钨矿业基金主要拟从事矿业资产投资，投资领域聚焦钨、稀土、钽铌、钼、锡等稀有金属项目，基金总规模暂定为 20 亿元，由江钨基金作为基金的管理人和执行事务合伙人，其中农银投资拟出资占基金规模的 30%-50%、交银投资拟出资基金规模的 20%、国控集团拟出资 5000 万元人民币、中国瑞林拟出资 3000 万元人民币，江钨控股集团（或其指定所属单位）拟出资剩余部分。

参与江钨矿业基金有利于公司开展后续矿产资源开发的工程设计、装备集成业务，同时为公司进军有色金属资源开发领域积累经验，打造新增长极。

### 1.3 风险提示

价格波动风险，项目进度不及预期风险等

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2476	2466	2910	3253	营业收入	-13.6%	-0.4%	18.0%	11.8%
营业成本	2023	1985	2345	2623	营业利润	-3.7%	29.9%	16.3%	11.2%
税金及附加	11	11	13	15	归属于母公司净利润	2.6%	22.7%	16.3%	11.2%
销售费用	33	33	39	44	<b>获利能力</b>				
管理费用	133	132	156	175	毛利率	18.3%	19.5%	19.4%	19.4%
研发费用	108	108	127	142	净利率	6.1%	7.6%	7.5%	7.4%
财务费用	-21	0	0	0	ROE	8.1%	7.4%	8.2%	8.6%
资产减值损失	9	0	0	0	ROIC	6.5%	7.3%	8.1%	8.5%
<b>营业利润</b>	<b>161</b>	<b>209</b>	<b>243</b>	<b>270</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	63.6%	56.1%	58.7%	60.0%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	1.46	1.66	1.60	1.57
<b>利润总额</b>	<b>160</b>	<b>209</b>	<b>243</b>	<b>270</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	9	21	24	27	应收账款周转率	2.24	2.03	2.20	2.14
<b>净利润</b>	<b>151</b>	<b>188</b>	<b>218</b>	<b>243</b>	存货周转率	1.70	1.64	1.79	1.75
归母净利润	152	186	217	241	总资产周转率	0.47	0.45	0.47	0.48
每股收益(元)	1.27	1.55	1.81	2.01	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.27	1.55	1.81	2.01
货币资金	1638	2243	2046	2503	每股净资产	15.67	21.06	22.15	23.37
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1222	1217	1436	1605	PE	49.89	40.67	34.96	31.43
预付款项	70	69	81	91	PB	4.03	3.00	2.85	2.70
存货	1223	1200	1418	1586	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>4660</b>	<b>5235</b>	<b>5910</b>	<b>6473</b>	净利润	151	188	218	243
固定资产	189	204	217	227	折旧和摊销	24	15	18	18
在建工程	18	18	17	17	营运资本变动	-31	-4	-319	319
无形资产	57	58	58	59	其他	29	-11	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>536</b>	<b>553</b>	<b>564</b>	<b>574</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>172</b>	<b>188</b>	<b>-82</b>	<b>581</b>
<b>资产总计</b>	<b>5196</b>	<b>5788</b>	<b>6474</b>	<b>7048</b>	资本开支	-29	-29	-29	-29
短期借款	8	8	8	8	其他	-3	7	0	0
应付票据及应付账款	1217	1194	1411	1578	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-32</b>	<b>-22</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>
其他流动负债	1961	1949	2285	2545	股权融资	0	532	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>3186</b>	<b>3151</b>	<b>3704</b>	<b>4130</b>	债务融资	0	-19	0	0
其他	118	97	97	97	其他	-63	-76	-86	-95
<b>非流动负债合计</b>	<b>118</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>97</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-63</b>	<b>438</b>	<b>-86</b>	<b>-95</b>
<b>负债合计</b>	<b>3304</b>	<b>3248</b>	<b>3801</b>	<b>4227</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>78</b>	<b>606</b>	<b>-197</b>	<b>457</b>
股本	90	120	120	120					
资本公积金	1045	1547	1547	1547					
未分配利润	668	754	853	963					
少数股东权益	12	13	14	16					
其他	77	105	138	174					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1892</b>	<b>2540</b>	<b>2673</b>	<b>2820</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>5196</b>	<b>5788</b>	<b>6474</b>	<b>7048</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投融资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048