

2026年04月08日

## 证券分析师

赵昊  
SAC: S1350524110004  
zhaohao@huayuanstock.com

## 联系人

胡文瀚  
huwenhan@huayuanstock.com

## 瑞尔竞达(920191.BJ)

——高炉耐火材料领军者，碳捕集装备或打开第二成长曲线

## 投资要点：

- **瑞尔竞达本次发行价格 7.71 元/股，发行市盈率 14.76X，申购日为 2026 年 4 月 9 日。**本次发行数量为 4435 万股，发行后总股本为 17740 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 25%，老股占可流通股本比例为 0%。本次发行战略配售发行数量为 443.5 万股，占本次发行数量的 10.00%。有 3 家战略投资者参与公司的战略配售。公司本次发行募集资金在扣除发行费用后的净额，拟投资于**冶金过程碳捕集新工艺与节能长寿新材料智能化装备基地暨研发中心建设项目及复合金属相炮泥生产线技改扩建项目**。
- **深耕高炉耐火材料领域，构建全产业链技术服务方案。**公司作为一家专业为高炉炼铁系统提供长寿技术方案及关键耐火材料的高新技术企业，主要从事炼铁高炉高效、长寿、节能、绿色、环保等技术与所需耐火材料的研发、生产和销售。公司现已形成囊括技术、产品及服务的产业链条，产品已广泛应用于宝武集团、首钢集团、鞍钢集团、河钢集团、沙钢集团、安丰钢铁等国内知名钢铁企业，另外公司产品还出口至俄罗斯、韩国、越南、土耳其等多个国家或地区。截至 2026 年 3 月 30 日，公司及子公司已取得专利 60 项，其中发明专利 16 项、实用新型专利 44 项。2025 年公司实现营业收入 4.78 亿元 (yoy+0.30%)，实现归母净利润为 9264 万元 (yoy+9.19%)。
- **我国耐火材料产量保持稳定，2024 年出口贸易总额同比增长 54.39%。**根据中国耐火材料行业协会，2020-2024，国内耐火材料产量虽略有下降，但整体较为稳定。截至 2024 年末，我国耐火材料制品产量为 2,207.11 万吨。我国耐火材料出口量较大，2024 年耐火原料及制品出口贸易总额为 45.54 亿美元，相比 2023 年增幅达 54.39%。全球耐火材料企业中，奥地利奥镁集团 (RHI Magnesita)、比利时维苏威 (VESUVIUS)、法国益瑞石 (IMERYS) 等公司较为领先，且国外市场集中度相对较高；我国耐火材料行业市场集中度则较低，国内企业在规模、技术水平、产品结构等方面与国际先进水平仍存在较大差距。
- **申购建议：建议关注。**公司长期致力于现代炼铁高炉系统在高效、长寿、节能、绿色等方面的技术研发，立足于耐火材料行业，向客户提供高炉系统关键部位的技术设计方案及其所需关键耐火材料，在各类主营产品细分领域均具有独特技术优势。经过多年技术沉淀及客户积累，公司研发创新能力、结构设计能力、生产工艺水平、快速响应客户需求能力不断提升，在炼铁高炉系统用耐火材料解决方案细分市场具有较高品牌知名度和综合竞争力。**可比公司 PE TTM 中值为 56.5X，建议关注。**
- **风险提示：国家形势或国际关系紧张风险、应收账款发生坏账风险、毛利率下降风险**

## 内容目录

1. 发行情况 .....	4
1.1. 发行信息:发行价格 7.71 元/股, 发行市盈率 14.76X .....	4
1.2. 募投: 布局碳捕集智能化装备基地, 有望全面提升研发实力与核心竞争力 .....	5
2. 深耕高炉耐火材料领域, 构建全产业链技术服务方案 .....	6
2.1. 业务: 2025 年高炉功能性消耗材料营收 2.65 亿元, 占总营收 56.99% .....	7
2.2. 模式: 2025 年前五大客户销售额占比 34.61%, 敬业集团下属子公司为第一大客户 .....	8
2.3. 财务: 2025 年公司营业收入 4.78 亿元、归母净利润 9264 万元 .....	9
3. 行业: 我国耐火材料产量保持稳定, 2024 年出口贸易总额同比增长 54.39% .....	10
3.1. 上游: 我国矿石资源储量丰富, 耐火原材料供应商数量众多 .....	11
3.2. 下游: 钢铁行业应用占比最高, 我国生铁年产量维持稳健 .....	11
3.3. 同业: 主要包括中钢洛耐、濮耐股份等 .....	12
4. 申购建议: 专注于现代炼铁高炉耐火材料, 建议关注 .....	13
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1: 瑞尔竞达本次发行价格 7.71 元/股 .....	4
图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 443.5 万股 .....	4
图表 3: 公司募投项目拟总投资达 3.73 亿元 .....	5
图表 4: 顺之科技系公司控股股东, 实际控制人为徐瑞图、徐潇晗父女二人 (截至 2026 年 3 月 30 日) .....	6
图表 5: 公司的主要产品包括高炉功能性消耗材料等 .....	7
图表 6: 2025 年高炉功能性消耗材料营收达 2.65 亿元 (单位: 万元) .....	7
图表 7: 2025 年高炉功能性消耗材料的毛利率为 36.39% .....	7
图表 8: 2023-2025 年俄罗斯北方钢铁、冀南钢铁等为公司前五大客户 .....	8
图表 9: 公司 2022-2025 年归母净利润 CAGR 为 15.67% .....	9
图表 10: 耐火材料上下游产业链 .....	10
图表 11: 2024 年我国耐火材料制品产量为 2,207.11 万吨 .....	11
图表 12: 2024 年我国耐火原料及制品出口贸易总额为 45.54 亿美元 (yoy+54.39%) (单位: 亿美元) .....	11
图表 13: 基于历史数据, 钢铁行业是我国耐火材料的最大消耗领域, 约总量的 65% ..	12
图表 14: 2019-2024 我国生铁年产量连续六年均超过 8 亿吨 .....	12
图表 15: 公司主要同行业公司包括中钢洛耐、濮耐股份等 .....	12
图表 16: 可比公司 PE TTM 中值为 56.5X (数据截至 2026.4.7) .....	13

## 1. 发行情况

### 1.1. 发行信息: 发行价格 7.71 元/股, 发行市盈率 14.76X

瑞尔竞达本次发行价格 7.71 元/股, 发行市盈率 14.76X, 申购日为 2026 年 4 月 9 日。本次发行数量为 4435 万股, 发行后总股本为 17740 万股, 本次发行数量占发行后总股本的 25%。经我们测算, 公司发行后预计可流通股本比例为 25%, 老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1: 瑞尔竞达本次发行价格 7.71 元/股

基本信息	股票代码	920191.BJ	所属国民经济行业	耐火陶瓷制品及其他耐火材料制造
	股票简称	瑞尔竞达	发行代码	920191
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	7.71
	募集金额(万元)	34,194	主承销商	开源证券股份有限公司
日期与申购限制	初始发行股份数量(万股)	4,435	占发行后总股本比例	25.00%
	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	0.00%
	路演日	2026-04-08	申购日	2026-04-09
	申购款退回日	2026-04-13	网上最高申购量(万股)	199.57
基本面信息	2025 年总营收(亿元)	4.78	2025 年归母净利润(万元)	9,263.68
	2025 年毛利率	38.89%	2025 年加权 ROE%	14.61%
	2025 年营收增速	0.30%	2025 年归母净利润增速	9.19%
股本信息	发行前总股本(万股)	13,304.54	发行前限售股(万股)	13,304.54
	发行后预计可流通比例	25.00%	老股占可流通股本比例	0.00%
价格信息	发行 PE(LYR)(倍)	14.76	发行后 2025 EPS(元)	0.52

资料来源: Wind、公司公告、华源证券研究所

注: 除发行后预计可流通比例, 其余均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 443.5 万股, 占本次发行数量的 10.00%。有 3 家战略投资者参与公司的战略配售。

图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 443.5 万股

序号	战略投资者名称	拟认购股数 (股)	获配股票限售期限
1	华泰瑞尔竞达家园 1 号北交所员工持股集合资产管理计划	3,242,542	12 个月
2	明光久天高新投资集团有限公司	778,210	12 个月
3	深圳开源证券投资有限公司	414,248	12 个月
	合计	4,435,000	-

资料来源: 公司公告、华源证券研究所

## 1.2. 募投：布局碳捕集智能化装备基地，有望全面提升研发实力与核心竞争力

公司本次发行募集资金在扣除发行费用后的净额，拟投资于冶金过程碳捕集新工艺与节能长寿新材料智能化装备基地暨研发中心建设项目及复合金属相炮泥生产线技改扩建项目。

图表 3：公司募投项目拟总投资达 3.73 亿元

序号	募投项目名称	子项目名称	项目总投资/ 万元	募集资金投资额 /万元
1	冶金过程碳捕集新工艺与节能长寿新材料智能化装备基地暨研发中心建设项目	冶金过程碳捕集新工艺与节能长寿新材料智能化装备基地建设项目	29,350.42	26,052.71
2		冶金过程碳捕集工艺与节能长寿材料研发中心建设项目	5,205.40	4,846.34
3		复合金属相炮泥生产线技改扩建项目	2,720.12	2,599.05
		合计	37,275.94	33,498.10

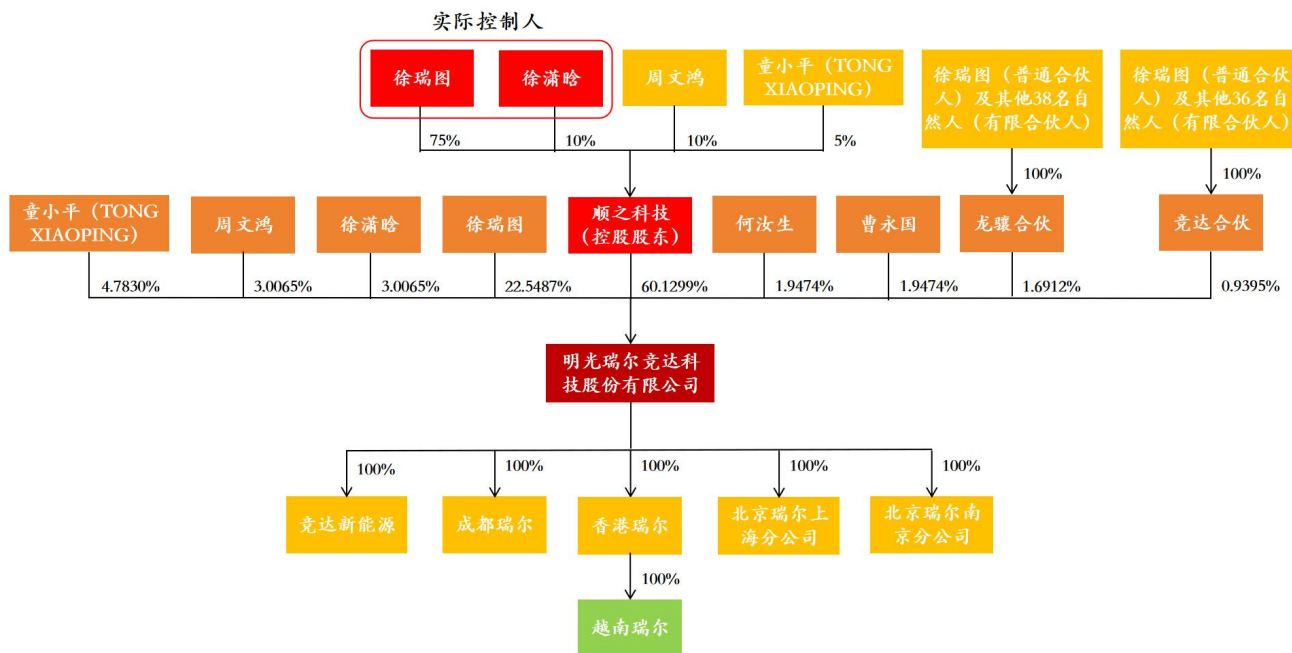
资料来源：瑞尔竞达招股说明书、华源证券研究所

## 2. 深耕高炉耐火材料领域，构建全产业链技术服务方案

公司作为一家专业为高炉炼铁系统提供长寿技术方案及关键耐火材料的高新技术企业，主要从事炼铁高炉高效、长寿、节能、绿色、环保等技术与所需耐火材料的研发、生产和销售。公司经过多年的经营发展，现已形成囊括技术、产品及服务的产业链条，积累了丰富的技术优势和产品经验，从高炉冶炼与工艺装备技术支持，到关键耐火材料的研发、设计、生产，能够为下游客户提供质量稳定的产品和优质的服务。公司产品已广泛应用于宝武集团、首钢集团、鞍钢集团、河钢集团、沙钢集团、安丰钢铁等国内知名钢铁企业，另外公司产品还出口至俄罗斯、韩国、越南、土耳其等多个国家或地区。截至 2026 年 3 月 30 日，公司及子公司已取得专利 60 项，其中发明专利 16 项、实用新型专利 44 项。

截至 2026 年 3 月 30 日，顺之科技系公司控股股东，直接持有公司 60.1299% 股权，为公司持股比例超过 50% 的单一股东，其所享有的表决权足以对股东大会的决议产生重大影响。公司实际控制人为徐瑞图、徐潇晗父女二人，徐瑞图、徐潇晗分别直接持有公司 22.5487%、3.0065% 的股份，通过顺之科技、龙骧合伙、竞达合伙间接控制公司 62.7606% 的表决权，徐瑞图、徐潇晗直接、间接合计控制公司 88.3158% 的表决权；另外，徐瑞图担任公司董事长职务，在公司经营决策中具有重要作用，徐潇晗担任公司副董事长、董事会秘书、副总经理（分管采购）职务，参与公司生产经营和决策。

图表 4：顺之科技系公司控股股东，实际控制人为徐瑞图、徐潇晗父女二人（截至 2026 年 3 月 30 日）



资料来源：瑞尔竞达招股说明书、华源证券研究所

## 2.1. 业务：2025 年高炉功能性消耗材料营收 2.65 亿元，占总营收 56.99%

公司主要产品包括：高炉功能性消耗材料（即：炼铁高炉用炮泥）、高炉本体内衬（即：陶瓷杯和风口组合砖）、智慧主沟（即：具有温度检测功能的渣铁主沟预制永久衬）、热风炉非金属炉箄子及支柱、其他不定形耐火制品（包括浇注料、捣打料、喷涂料、耐火泥浆）等。公司主营产品属于耐火材料范畴，对应《战略性新兴产业分类（2018）》《工业战略性新兴产业分类目录（2023）》重点产品目录中“3.4 先进无机非金属材料”大类下的“3.4.5.6 新型耐火材料制造”，属于新材料领域，主要服务于钢铁高温工业领域。公司主营产品作为炼铁高炉的关键内衬结构材料和炼铁生产过程的高温消耗性材料，构成高炉炼铁系统的重要基础和支撑材料，对钢铁工业炼铁高炉的长寿、高效、优质、低耗和节能减排具有十分重要的作用。

图表 5：公司的主要产品包括高炉功能性消耗材料等

序号	细分产品类别	应用环节	占主营收入比例
1	高炉功能性消耗材料(即：炼铁高炉用炮泥)	高炉本体(出铁口)	50%左右
2	高炉本体内衬(即：陶瓷杯和风口组合砖)	高炉本体(内衬)	35%左右
3	智慧主沟(即：具有温度检测功能的渣铁主沟预制永久衬)	渣铁主沟	2%左右
4	热风炉非金属炉箄子及支柱	热风炉	1%左右
5	其他不定形耐火制品(包括：浇注料、捣打料、喷涂料、耐火泥浆等)	高炉本体、渣铁主沟	13%左右

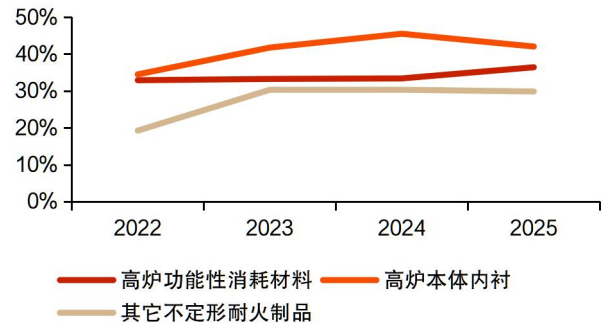
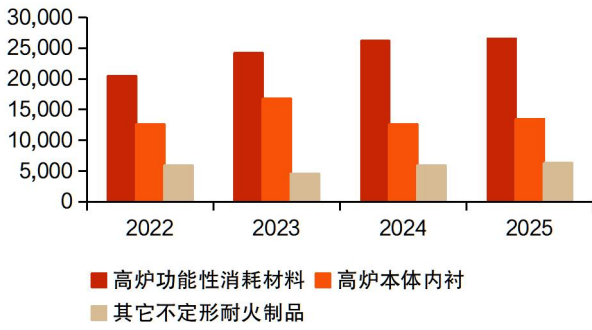
资料来源：瑞尔竞达招股说明书、华源证券研究所

**收入情况：**2022 - 2025 年，公司主营业务收入主要来自高炉功能性消耗材料、高炉本体内衬和其它不定形耐火制品。2022 - 2025 年，公司高炉功能性消耗材料收入分别为 20,425.70 万元、24,170.50 万元、26,134.09 万元和 26,510.43 万元，占主营业务收入比例分别为 50.90%、53.13%、57.67%和 56.99%；公司高炉本体内衬收入分别为 12,586.42 万元、16,733.51 万元、12,572.38 万元和 13,469.88 万元，占主营业务收入比例分别为 31.36%、36.78%、27.74%和 28.96%；其它不定形耐火制品收入分别为 5,870.40 万元、4,590.34 万元、5,893.48 万元和 6,285.17 万元，占主营业务收入比例分别为 14.63%、10.09%、13.01%和 13.51%。其他业务收入规模较小，对整体收入贡献有限。

**毛利率情况：**2022 - 2025 年，公司主营业务毛利率分别为 32.06%、36.06%、36.76%和 37.26%。分产品来看，高炉功能性消耗材料毛利率分别为 32.88%、33.23%、33.37%、和 36.39%，相对较为稳定；高炉本体内衬产品毛利率分别为 34.47%、41.72%、45.47%和 42.01%，受不同客户、不同项目、上游原材料价格波动等因素影响，毛利率存在一定波动；其它不定形耐火制品毛利率分别为 19.22%、30.29%、30.30%和 29.83%，其收入占主营业务收入比例较低，毛利率相比其他主要产品亦相对较低。

图表 6：2025 年高炉功能性消耗材料营收达 2.65 亿元(单位：万元)

图表 7：2025 年高炉功能性消耗材料的毛利率为 36.39%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

资料来源：iFinD、华源证券研究所

## 2.2. 模式：2025年前五大客户销售额占比34.61%，敬业集团下属子公司为第一大客户

公司产品销售采取“直销为主、贸易销售为辅”的模式，其中：直销模式的客户均为终端用户，根据公司与客户结算方式的不同，该模式又可以细分为产品直接销售模式（按合同金额或公司产品重量进行结算）、吨铁结算模式（以客户自身出铁量作为结算依据）两种；贸易模式系公司通过贸易商向终端客户销售产品，公司与贸易商以公司产品重量进行结算。2023-2025年，公司向前五大客户销售收入占营业收入比例分别为47.22%、42.65%和34.61%，公司不存在向单个客户的销售比例超过当期销售总额的50%或严重依赖于少数客户的情况。

图表 8：2023-2025 年俄罗斯北方钢铁、冀南钢铁等为公司前五大客户

年度	序号	客户名称	销售金额/万元	占营业收入比例/%
2025	1	敬业集团下属子公司	4,326.89	9.06%
	2	冀南钢铁及其同一控制下其他主体单位	4,117.32	8.62%
	3	河钢集团下属子公司	2,803.31	5.87%
	4	俄罗斯北方钢铁	2,664.76	5.58%
	5	瑞泰马钢新材料科技有限公司	2,620.16	5.49%
		合计	16,532.45	34.61%
2024	1	俄罗斯北方钢铁	8,372.90	17.58%
	2	冀南钢铁及其同一控制下其他主体单位	3,619.83	7.60%
	3	中国宝武集团下属子公司	2,971.24	6.24%
	4	江苏沙钢集团下属子公司	2,847.32	5.98%
	5	瑞泰马钢新材料科技有限公司	2,500.99	5.25%
		合计	20,312.29	42.65%
2023	1	俄罗斯北方钢铁	9,476.06	20.28%
	2	迁安市九江线材有限责任公司及其下属子公司	3,676.92	7.87%
	3	中国宝武集团下属子公司	3,653.99	7.82%
	4	冀南钢铁及其同一控制下其他主体单位	2,934.33	6.28%
	5	江苏沙钢集团下属子公司（注）	2,326.13	4.98%
		合计	22,067.42	47.22%

资料来源：瑞尔竞达招股说明书、华源证券研究所

## 2.3. 财务：2025 年公司营业收入 4.78 亿元、归母净利润 9264 万元

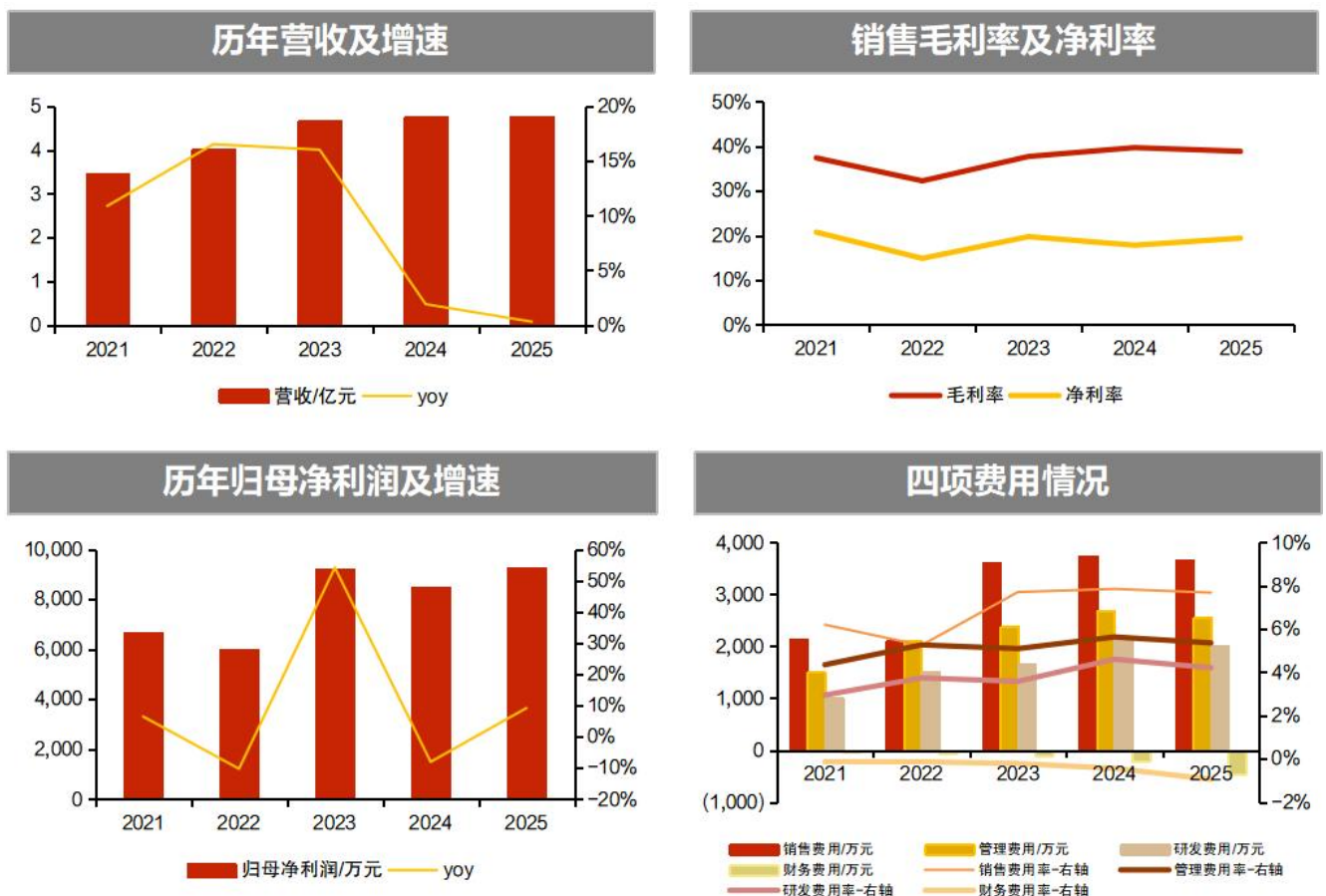
**营收方面**，公司整体呈稳步增长趋势。2021-2024 年，公司营业收入分别为 3.46 亿元、4.03 亿元、4.67 亿元和 4.76 亿元，同比分别增长 10.89%、16.54%、16.04%和 1.90%。2025 年，公司实现营业收入 4.78 亿元，同比增加 0.30%。

**利润方面**，2021 - 2024 年，公司归母净利润由 2021 年的 6,669.27 万元波动至 2024 年的 8,484.37 万元。2025 年，公司实现归母净利润 9264 万元，同比增加 9.19%。

**盈利能力方面**，2021 - 2025 年，公司销售毛利率分别为 37.42%、32.26%、37.74%、39.72%和 38.89%。

**成本管控方面**，2022 - 2025 年，公司期间费用总额分别为 5,681.39 万元、7,553.83 万元、8,405.01 万元、7,786.22 万元，占当期营业收入的比例分别为 14.11%、16.16%、17.65%、16.30%。2022-2024 年，随着公司业务规模扩张和营业收入增加，期间费用同步有所增长。

图表 9：公司 2022-2025 年归母净利润 CAGR 为 15.67%



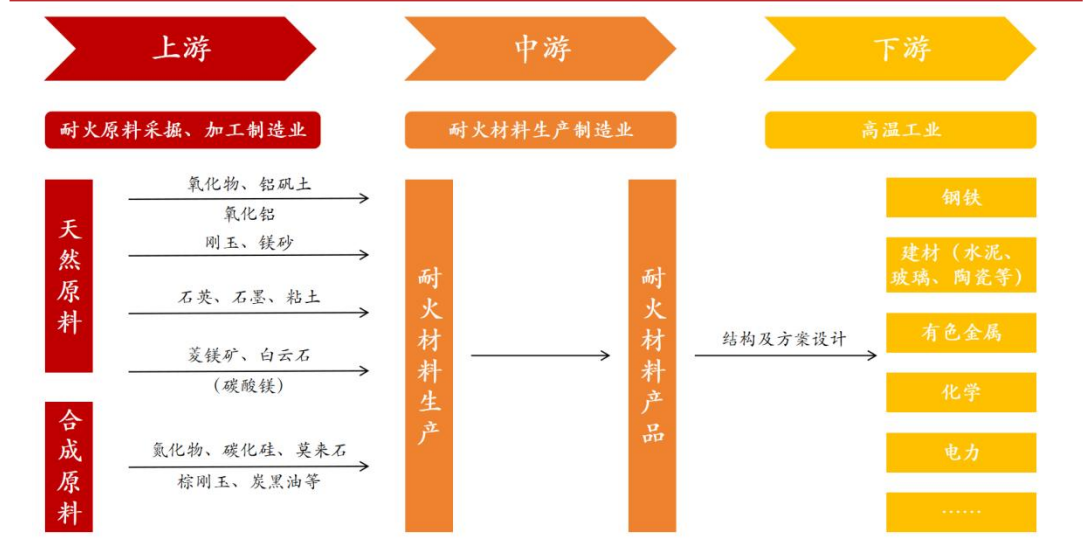
资料来源：iFinD、华源证券研究所

### 3. 行业：我国耐火材料产量保持稳定，2024 年出口贸易总额同比增长 54.39%

据公司招股书信息，耐火材料一般指耐火度在 1580°C 以上，能够承受相应物理化学变化和机械作用的无机非金属材料，是以天然矿石（如耐火粘土、硅石、高铝矾土、菱镁石、锆英砂等）或某些工业原料（如工业氧化铝、氧化锆等）以及人工合成原料（如碳化硅、合成莫来石、合成堇青石、合成尖晶石等）加工制造的产品。耐火材料广泛应用于钢铁、有色金属、玻璃、水泥、陶瓷、石化、机械、轻工、电力、军工等国民经济的各个领域，属于高温工业窑炉和设施的基础材料，在高温工业生产发展中起着不可替代的关键作用，其中钢铁行业是耐火材料下游应用占比最大的消费领域。

耐火材料上游主要为耐火原料采掘、加工制造业，主要包括铝矾土、刚玉、石英、菱镁矿、白云石等天然矿物原料开采、冶炼以及氮化物、碳化硅、莫来石、棕刚玉、树脂等耐火原料的合成。耐火材料下游主要为高温工业，具体包括钢铁、建材（水泥、玻璃、陶瓷等）、有色金属、化学、电力、军工等领域。耐火材料主要用作高温装备的内衬结构材料、耐高温元件和消耗材料，支撑高温工业的顺利运行，是所有高温工业新工艺和新技术实施的重要基础和支撑材料，对高温工业产品质量提升与品种开发、高效生产、节能减排具有重要作用。

图表 10：耐火材料上下游产业链

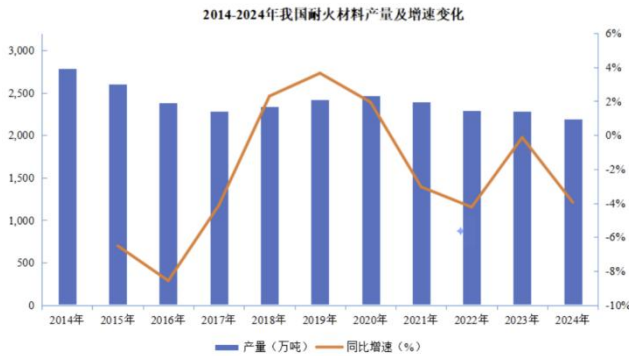


资料来源：瑞尔竞达招股说明书、华源证券研究所

根据中国耐火材料行业协会，近年来我国耐火材料产量总体保持稳定。2014-2017 年呈小幅下降趋势，2017 年达到近年来最低值，产量下降的原因包括：下游产业产能严重过剩，处于去产能的关键期，整体需求量有所下降；产业调整和保护政策限制或取缔了大量落后或环保不达标的小型耐火材料企业，耐火材料技术革新和质量提升使得产品寿命延长。2018-2020 年，受行业政策持续利好影响及钢铁等下游产业发展的带动，国内耐火材料产量逐渐回升。2020-2024 年，国内耐火材料产量虽略有下降，但整体较为稳定。截至 2024 年末，我国耐火材料制品产量为 2,207.11 万吨。

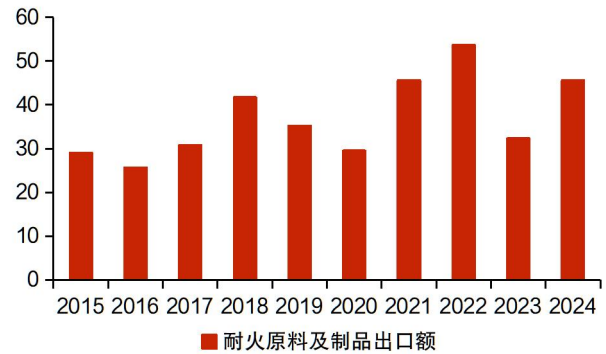
从进出口情况来看，我国耐火材料出口量较大。根据中国海关，2024年耐火原料及制品出口贸易总额为45.54亿美元，相比2023年增幅54.39%。

图表 11：2024 年我国耐火材料制品产量为 2,207.11 万吨



资料来源：中国耐火材料行业协会、瑞尔竞达招股说明书、华源证券研究所

图表 12：2024 年我国耐火原料及制品出口贸易总额为 45.54 亿美元 (yoy+54.39%) (单位：亿美元)



资料来源：中国海关、瑞尔竞达招股说明书、华源证券研究所

### 3.1. 上游：我国矿石资源储量丰富，耐火原材料供应商数量众多

作为耐火材料上游市场参与者，耐火原材料供应商数量众多。公司生产过程中主要天然原料为氧化铝，主要合成原料为棕刚玉、碳化硅、氮化硅铁等，其中：氧化铝主要由铝矾土加工而成，棕刚玉的主要制备原料也是铝矾土，据公司招股书数据，我国铝土矿约占世界资源总量的3.5%；碳化硅以石英、石墨和焦炭为原料制备而来，我国石英矿资源储量丰富，仅安徽省凤阳县就探明石英矿资源量50亿吨；氮化硅铁通常以硅铁合金或单质硅为原料合成，2023年我国硅铁产量达556万吨。我国铝土矿、石英砂和石墨等矿石资源储量丰富，其他合成原料所需材料供应充足，为耐火原材料供应商提供了充分的原料保障，有利于耐火材料行业的持续发展。

### 3.2. 下游：钢铁行业应用占比最高，我国生铁年产量维持稳健

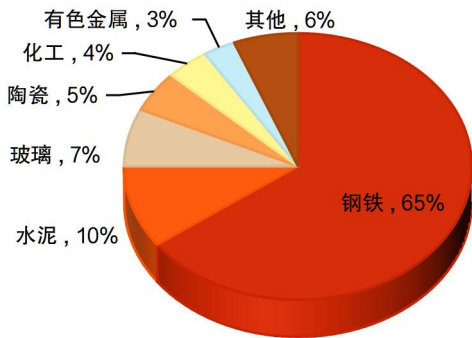
耐火材料产业链下游主要涉及钢铁、建材（水泥、玻璃、陶瓷等）、有色金属、化学、电力、环保、军工等领域。根据中国耐火材料行业协会，从我国耐火材料需求结构看，基于历史数据，钢铁行业是耐火材料的最大消耗领域，占总量的65%左右，水泥、玻璃、陶瓷、化工、有色金属领域的耐火材料占比分别为10%、7%、5%、4%和3%左右。公司产品下游应用领域主要为钢铁行业。

耐火材料行业与其下游行业是一种互为依存、相互促进的关系。高温工业的技术升级，推动着耐火材料行业技术的发展与更新，同时，耐火材料的性能与品质在高温工业的发展中也发挥着关键作用。钢铁行业作为耐火材料的主要应用领域，其发展景气程度直接决定了耐火材料产品的需求：一方面，若下游行业前景较好，产能不断扩大，新建生产线或将大规模

使用耐火材料，耐火材料需求量也随之增加；另一方面，若下游行业整体产量提升，其生产过程中耗用的耐火材料数量或将有所增加，耐火材料需求也会随之增加。

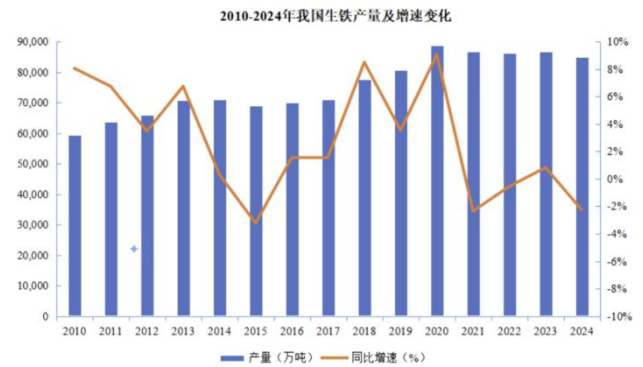
目前我国经济进入转型阶段，钢铁行业供给侧结构性改革也全面推进，钢铁行业供给侧改革的主要目的是控制钢铁行业新增产能，淘汰在环保、能耗等方面未达标的产能，而非单纯的限制钢铁产量和需求量。根据国家统计局，2010-2024年，国内生铁年产量平均为75,776万吨；2019-2024年，国内生铁年产量连续六年均超过8亿吨。经济的平稳增长为钢铁行业的发展提供了可靠保障，钢铁行业的稳定发展又保障了耐火材料行业的稳定需求。

图表 13：基于历史数据，钢铁行业是我国耐火材料的最大消耗领域，约总量的 65%



资料来源：中国耐火材料行业协会、瑞尔竞达招股说明书、华源证券研究所

图表 14：2019-2024 我国生铁年产量连续六年均超过 8 亿吨



资料来源：国家统计局、瑞尔竞达招股说明书、华源证券研究所

### 3.3. 同业：主要包括中钢洛耐、濮耐股份等

全球耐火材料企业中，奥地利奥镁集团 (RHI Magnesita)、比利时维苏威 (VESUVIUS)、法国益瑞石 (IMERYS) 等公司较为领先，且国外市场集中度相对较高。据公司招股书数据，2019 年奥镁集团、维苏威、益瑞石分别以 228.4 亿元、156.5 亿元、154.4 亿元位列全球营收前三名，且奥镁集团和维苏威在欧洲的市场占有率超过 60%；日本黑崎播磨株式会社 (KROSAKI) 和日本品川 (SHINAGAWA) 株式会社在日本的市场占有率则达到 50%。相比之下，我国耐火材料行业市场集中度则较低，企业呈现小而多的特点，国内企业在规模、技术水平、产品结构等方面与国际先进水平仍存在较大差距，亟需培育具有较强综合实力的大型耐材企业。

从耐火材料这一行业大类出发，选择与公司在行业分类、客户类型、销售模式等方面存在相类似的上市企业作为参考对象，并结合财务数据可获得性，最终选择中钢洛耐 (688119.SH)、濮耐股份 (002225.SZ)、北京利尔 (002392.SZ)、瑞泰科技 (002066.SZ) 作为同行业公司进行对比分析。

图表 15：公司主要同行业公司包括中钢洛耐、濮耐股份等

公司名称	行业分类	下游客户类型	销售模式
中钢洛耐	非金属矿物制品业 (C30)	钢铁、有色、建材等类型企业	产品直接销售、吨钢结算、工程服务、外购产品直接销售
濮耐股份	非金属矿物制品业 (C30)	钢铁、水泥、玻璃等类型企业	直接销售、整体承包
北京利尔	非金属矿物制品业 (C30)	钢铁、有色、建材等类型企业	直接销售、整体承包

瑞泰科技	非金属矿物制品业 (C30)	钢铁、水泥、玻璃等类型企业	直接销售、总包销售、窑炉砌筑
瑞尔竞达	非金属矿物制品业 (C30)	主要为钢铁企业	直销 (又可以分为产品直接销售模式、吨铁结算模式)、贸易销售

资料来源：瑞尔竞达招股说明书、华源证券研究所

## 4. 申购建议：专注于现代炼铁高炉耐火材料，建议关注

公司长期致力于现代炼铁高炉系统在高效、长寿、节能、绿色等方面的技术研发，立足于耐火材料行业，向客户提供高炉系统关键部位的技术设计方案及其所需关键耐火材料，在各类主营产品细分领域均具有独特技术优势。经过多年技术沉淀及客户积累，公司研发创新能力、结构设计能力、生产工艺水平、快速响应客户需求能力不断提升，在炼铁高炉系统用耐火材料解决方案细分市场具有较高品牌知名度和综合竞争力。可比公司 PE TTM 中值为 56.5X，**建议关注**。

图表 16：可比公司 PE TTM 中值为 56.5X (数据截至 2026.4.7)

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元	2024 年毛利率	2024 年净利率	2024 年研发费用率
中钢洛耐	688119.SH	55.69	-37.19	21.88	-5,909.69	15.27%	-2.41%	5.78%
濮耐股份	002225.SZ	60.51	56.54	51.92	13,505.64	18.99%	2.49%	4.94%
北京利尔	002392.SZ	82.14	23.03	63.27	31,859.01	14.42%	5.26%	3.89%
瑞泰科技	002066.SZ	46.98	259.20	43.52	5,702.36	14.75%	2.77%	3.66%
	均值	61.33	112.93					
	中值	58.10	56.54					
瑞尔竞达	920191.BJ	-	-	4.76	8,484.37	39.72%	17.82%	4.60%

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：PE 中值及均值计算不考虑负值

## 5. 风险提示

**国家形势或国际关系紧张风险：**2022-2025 年，公司营业收入中境外销售金额分别为 8,725.00 万元、13,175.81 万元、13,217.89 万元和 6,836.81 万元，占营业收入的比例分别为 21.66%、28.19%、27.75%和 14.31%。公司产品境外销售区域主要包括俄罗斯、土耳其、韩国、越南等地区。公司境外销售业务受到我国与出口目的地之间国际关系、外贸政策，以及出口目的地自身经济状况、政治环境和供求关系等多方面因素的影响。如果国际关系、地区局势出现紧张，或将对公司境外销售业绩产生一定不利影响。

**应收账款发生坏账风险：**2022-2025 年，公司应收账款账面价值分别为 15,588.65 万元、21,079.87 万元、23,898.66 万元和 23,233.82 万元，占流动资产的比例分别为 26.52%、32.14%、35.22%和 28.78%。随着公司经营规模的不断扩大，应收账款规模可能还会进一步增加，应收账款管理难度也将随之增加。虽然公司应收账款账龄主要在 1 年以内，并且已按企业会计准则和相关会计政策合理计提了坏账准备，但如果下游客户的经营状况发生重大不利变化，可能导致应收账款不能按期收回或无法收回，或将会对公司经营业绩、现金流量、资金周转等正常的生产经营运转产生不利影响。

**毛利率下降风险：**2022-2025 年，公司主营业务毛利率分别为 32.06%、36.06%、36.76%和 37.26%，存在一定范围内的波动。公司主营业务毛利率受原材料价格波动、产品价格及结构变化、下游客户需求等多重因素共同影响。若未来市场竞争加剧或下游客户需求下降导致产品销售价格有所下降，或原材料价格出现较大波动，“降本增效”举措不能有效对冲价格下行的不利影响，则公司主营业务毛利率可能面临下降的风险。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。