

瑞晨环保（301273）2022年报&amp;2023年一季报点评

## 成本上行影响业绩，23Q1 毛利率拐点已现

### 事项:

- ❖ 2022 年全年公司实现营业收入 4.39 亿元，同比增长 7.60%。实现归属于上市公司股东的净利润 5034.95 万元，同比下降 39.14%。2023 年第一季度公司实现营业收入约 3110 万元，同比增加 72.73%；归属于上市公司股东的净利润亏损约 325 万元。

### 评论:

- ❖ **毛利率承压拖累业绩，23Q1 迎来改善。**2022 年公司业绩低于原有预期，我们认为原因如下：**1）**宏观经济下行压力较大，整体市场复杂，叠加疫情影响，公司存在无法正常进入钢铁、水泥等下游客户开展业务和验收，22 年 Q4 归母净利润下滑 86%；**2）**钢材、外协加工、单位人工、安装价格上涨和偏远地区项目增多对公司毛利率形成一定拖累（同比 21 年下滑 8.94pct 至 37.15%）。2023Q1 公司通过精细化管理生产成本、减少非必要的低毛利率安装环节、加强市场开拓，实现成本传导等措施控制成本再叠加防疫政策优化和钢材价格下降等外部因素，毛利率回升至 40.5% 盈利能力改善明显。
- ❖ **市场开拓顺利，23Q1 新签订单翻倍。**2022 年公司在水泥、钢铁行业的市场开拓均进展顺利：**1）**建材板块节能风机改造细分市场份额超过 60%，国内主要水泥集团均为公司客户，新建水泥窑线突破超过 8 家，其中整线中标 5 家，共 6 条线，新建线新增订单超 1 亿元；**2）**全年签约钢铁厂超 20 家，新进钢铁厂 6 家。已经进行了项目接洽、技术方案交流、有合作意向的钢厂超过 50 家；在钢铁行业全年新增订单同比增长一倍。在 2022 年的良好基础上，2023 年一季度公司的新签订单已实现翻倍增长。
- ❖ **高研发投入初见成效，静待热能板块订单放量。**2022 年公司的研发费用率继续维持高位（7.54%），实现了由提供从单一产品解决方案到多产品组合的综合解决方案。2022 年公司热能产品实现规模销售，新增订单超过 4000 万元，其中换热器全年新增订单 3600 万元，低氮高速燃烧器在宝武集团梅山钢铁试用，运行效果超预期。除此之外，公司磁悬浮高速风机永磁电机的研发亦进展顺利，未来有望成为公司提供新的业务增长点。
- ❖ **投资建议：维持“强推”评级，2023 年目标价 45 元。**由于公司的收入确认周期较长，原材料价格上涨的不利因素尚未完全出清，我们下调了公司 2023、2024 年的盈利预测，并新增了 2025 年的盈利预测，预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 1.07 亿元（前值为 1.37 亿元）、1.52 亿元（前值为 1.84 亿元）和 2.08 亿元，对应 PE 25/18/13 倍。参考同行业可比公司估值，考虑到公司未来两年的高增速和国产离心风机改造龙头地位，理应享有一定的估值溢价，我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 45 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**市场竞争激烈、外协加工比例过高风险、下游客户所在行业波动风险、应收账款绝对值较高风险、相关政策推进不及预期风险。

### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	439	649	876	1,151
同比增速(%)	7.6%	47.9%	35.0%	31.4%
归母净利润(百万)	50	107	152	208
同比增速(%)	-39.1%	113.3%	41.4%	37.1%
每股盈利(元)	0.70	1.50	2.12	2.91
市盈率(倍)	53	25	18	13
市净率(倍)	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

## 强推（维持）

目标价：45 元

当前价：37.29 元

### 华创证券研究所

证券分析师：庞天一

电话：010-63214656

邮箱：pangtianyi@hcyjs.com

执业编号：S0360518070002

### 公司基本数据

总股本(万股)	7,164.18
已上市流通股(万股)	1,791.04
总市值(亿元)	26.72
流通市值(亿元)	6.68
资产负债率(%)	22.98
每股净资产(元)	13.76
12 个月内最高/最低价	49.75/32.02

### 市场表现对比图(近 12 个月)



### 相关研究报告

《瑞晨环保（301273）深度研究报告：高效节能离心风机龙头，产品、行业双维度扩张未来可期》  
2022-12-30

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	474	378	327	358
应收票据	0	3	5	7
应收账款	209	249	332	451
预付账款	14	22	23	31
存货	109	215	299	361
合同资产	44	46	77	100
其他流动资产	180	289	354	396
流动资产合计	1,029	1,202	1,417	1,704
其他长期投资	11	16	22	29
长期股权投资	13	13	13	13
固定资产	88	104	103	102
在建工程	23	31	51	72
无形资产	64	71	79	88
其他非流动资产	44	45	46	47
非流动资产合计	243	280	314	351
<b>资产合计</b>	<b>1,272</b>	<b>1,482</b>	<b>1,730</b>	<b>2,054</b>
短期借款	47	57	66	76
应付票据	0	0	0	0
应付账款	58	92	115	143
预收款项	0	0	0	0
合同负债	57	84	113	148
其他应付款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	68	100	135	177
流动负债合计	230	333	429	545
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	53	53	53	53
非流动负债合计	53	53	53	53
<b>负债合计</b>	<b>283</b>	<b>386</b>	<b>482</b>	<b>598</b>
归属母公司所有者权益	989	1,096	1,248	1,456
少数股东权益	0	0	0	0
<b>所有者权益合计</b>	<b>989</b>	<b>1,096</b>	<b>1,248</b>	<b>1,456</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,272</b>	<b>1,482</b>	<b>1,730</b>	<b>2,054</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>-48</b>	<b>-3</b>	<b>82</b>
现金收益	73	132	181	238
存货影响	43	-106	-84	-63
经营性应收影响	-73	-50	-84	-128
经营性应付影响	12	34	23	29
其他影响	-45	-58	-39	6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-134</b>	<b>-55</b>	<b>-55</b>	<b>-58</b>
资本支出	-34	-53	-54	-57
股权投资	-8	0	0	0
其他长期资产变化	-92	-1	-1	-1
<b>融资活动现金流</b>	<b>557</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
借款增加	-36	9	9	9
股利及利息支付	-3	-2	-3	-3
股东融资	628	628	628	628
其他影响	-31	-628	-627	-627

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>439</b>	<b>649</b>	<b>876</b>	<b>1,151</b>
营业成本	276	370	492	636
税金及附加	3	5	7	9
销售费用	35	52	70	92
管理费用	34	50	67	88
研发费用	33	49	66	87
财务费用	2	2	2	2
信用减值损失	-6	-6	-6	-6
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	-2	-2	-2	-2
其他收益	7	7	7	7
<b>营业利润</b>	<b>54</b>	<b>120</b>	<b>170</b>	<b>235</b>
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>58</b>	<b>123</b>	<b>174</b>	<b>238</b>
所得税	7	15	22	30
<b>净利润</b>	<b>50</b>	<b>107</b>	<b>152</b>	<b>208</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>50</b>	<b>107</b>	<b>152</b>	<b>208</b>
NOPLAT	52	109	154	210
EPS(摊薄) (元)	0.70	1.50	2.12	2.91

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	7.6%	47.9%	35.0%	31.4%
EBIT 增长率	-38.2%	108.7%	41.0%	36.6%
归母净利润增长率	-39.1%	113.3%	41.4%	37.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	37.2%	42.9%	43.9%	44.7%
净利率	11.5%	16.6%	17.3%	18.1%
ROE	5.1%	9.8%	12.2%	14.3%
ROIC	6.1%	11.8%	14.5%	16.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.2%	26.0%	27.9%	29.1%
债务权益比	10.1%	10.0%	9.5%	8.8%
流动比率	4.5	3.6	3.3	3.1
速动比率	4.0	3.0	2.6	2.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
应收账款周转天数	141	127	119	122
应付账款周转天数	68	73	76	73
存货周转天数	170	157	188	187
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.70	1.50	2.12	2.91
每股经营现金流	0.13	-0.67	-0.04	1.14
每股净资产	13.81	15.31	17.42	20.33
<b>估值比率</b>				
P/E	53	25	18	13
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	34	18	13	10

## 环保与公用事业组团队介绍

**组长、首席分析师：庞天一**

吉林大学工学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

**研究员：霍鹏浩**

阿姆斯特丹大学量化金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

**研究员：刘汉轩**

英国帝国理工学院理学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522