

中国瑞林（603257）

证券研究报告

2026 年 06 月 01 日

立足有色工程服务，延伸多元成长空间

立足有色、延伸多元。中国瑞林是一家专业的有色金属行业技术服务商。公司多年来聚焦有色金属全产业链，为境内外有色金属采矿、选矿、冶炼及加工领域客户提供涵盖设计咨询、总承包、装备集成、数智转型等全链条技术解决方案及全过程服务；同时积极拓展生态环境治理、市政基础设施等领域的创新解决方案。公司收入阶段性承压，利润端保持韧性。工程设计咨询与装备集成占比提升，业务结构持续优化。

行业分析：核心主业支撑需求，多元下游打开空间。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。工程设计咨询是工程建设前端的重要技术服务环节。从行业主体和总体规模看，工程勘察设计行业参与企业数量较多，行业整体体量较大。从收入和合同额变化看，工程勘察、工程设计及其他工程咨询业务均呈现增长趋势，工程建设前端技术服务需求保持较好韧性。公司装备集成业务涵盖专用设备研发制造与系统集成，产品主要包括有色冶金专用设备、自动控制系统及智能化应用等。有色冶炼及压延加工投资虽阶段性波动，但整体仍体现较强资本开支韧性。下游应用多元覆盖，有色金属支撑需求基本盘。

公司分析：设计咨询壁垒深厚，盈利修复凸显竞争优势。公司以工程设计为核心主业，长期深耕有色金属、市政、建筑等工程建设领域，形成了较为完整的项目服务能力。2025 年公司核心业务毛利率较 2024 年有所回暖。工程总承包业务收入阶段性下降，但由于其收入占比较低，对公司整体盈利影响较小。公司积极开拓境外市场，境外业务收入及占比持续提升。订单端来看，公司境外市场开拓取得积极进展。整体来看，公司境外业务已从单一项目承接逐步走向持续化、规模化拓展。从可比公司相关业务毛利率表现来看，中国瑞林两项核心业务盈利能力均处于较优水平。

盈利预测。我们看好公司以有色金属工程技术服务为核心，受益于资源安全、矿山开发、冶炼升级及绿色低碳改造等需求释放，持续巩固有色工程领域竞争优势；同时，公司积极向环保、市政工程等领域延伸，有望进一步拓宽业务应用场景。具体来看，2026 年可比公司 PE 平均值为 35x，剔除极值后平均值为 35x。其中，有色/冶金工程服务相关企业平均 PE 为 36x，有色/冶金装备相关企业平均 PE 为 49x，有色相关（有色/冶金装备、有色/冶金工程服务）企业平均 PE 为 43x，其他专业工程咨询企业平均 PE 为 25x。考虑到公司兼具有色工程技术服务、装备集成和工程咨询设计属性，同时核心业务毛利率修复、境外业务贡献提升，我们给予公司 2026 年 40xPE，对应目标价为 81.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：有色行业需求增长不及预期风险；境外业务拓展不及预期风险；项目执行及回款不及预期风险；毛利率修复不及预期风险；期间费用率提升及费用投入效果不及预期风险。

投资评级

行业	建筑装饰/工程咨询服务 II
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	61.52 元
目标价格	81.25 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	120.00
流通 A 股股本(百万股)	24.90
A 股总市值(百万元)	7,382.40
流通 A 股市值(百万元)	1,531.85
每股净资产(元)	21.39
资产负债率(%)	49.31
一年内最高/最低(元)	82.95/46.69

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,475.60	1,967.40	2,161.27	2,460.58	2,818.48
增长率(%)	(13.63)	(20.53)	9.85	13.85	14.55
EBITDA(百万元)	285.04	333.39	301.37	371.80	445.60
归属母公司净利润(百万元)	152.02	161.33	243.75	311.98	384.65
增长率(%)	2.62	6.13	51.09	27.99	23.30
EPS(元/股)	1.69	1.34	2.03	2.60	3.21
市盈率(P/E)	36.42	45.76	30.29	23.66	19.19
市净率(P/B)	2.94	2.94	2.68	2.40	2.14
市销率(P/S)	2.24	3.75	3.42	3.00	2.62
EV/EBITDA	12.86	13.74	17.12	11.09	9.37

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 立足有色、延伸多元.....	4
1.1. 股权结构较为分散，国资背景提供资源支撑	4
1.2. 业务结构持续优化，利润端保持韧性.....	4
2. 行业分析：核心主业支撑需求，多元下游打开空间.....	5
2.1. 聚焦工程咨询与装备制造，核心业务所处行业具备支撑	5
2.1.1. 工程设计咨询——行业规模仍大，专业化能力构筑竞争壁垒	5
2.1.2. 有色装备制造——投资扩张与设备更新驱动需求释放	6
2.2. 下游应用多元覆盖，有色金属支撑需求基本盘	7
2.2.1. 有色金属——行业景气与政策支撑共振，夯实公司核心需求基本盘	7
2.2.2. 环保——治理需求持续释放，资源化治理打开工程服务空间	9
2.2.3. 民用市政行业——市政民用需求韧性凸显	11
3. 公司分析：设计咨询壁垒深厚，盈利修复凸显竞争优势.....	11
3.1. 沉淀设计院底蕴，资质人才共筑竞争壁垒.....	11
3.2. 盈利能力边际修复，境外业务贡献增长支撑	12
3.2.1. 核心业务毛利率低位回暖.....	12
3.2.2. 境外业务收入突破显著	12
3.3. 核心业务毛利优势领先，同业对比占优	13
4. 盈利预测.....	14
5. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：公司股权穿透图	4
图 2：2021-2025 年公司营业收入情况	4
图 3：2021-2025 年公司归母净利润情况.....	4
图 4：2012-2025 年公司营业收入结构情况	5
图 5：2021-2025 年公司三大主业收入及增速情况（单位：百万元）	5
图 6：全国工程勘察设计企业结构	6
图 7：全国工程勘察设计企业数量及增速.....	6
图 8：全国工程勘察设计收入情况	6
图 9：全国工程勘察设计新签合同额情况.....	6
图 10：制造业有色金属冶炼及压延加工业固定资产投资累计同比.....	7
图 11：我国十种有色金属产量及同比增速	8
图 12：我国规上有色金属加工企业营业收入情况	8
图 13：我国规上有色金属加工企业利润总额情况	8
图 14：新兴领域拉动有色金属需求——光伏	9
图 15：新兴领域拉动有色金属需求——新能源汽车	9
图 16：我国工业固体废弃物综合利用量.....	10

图 17：我国城市及县城公共污水处理率情况.....	10
图 18：市政相关领域仍表现出较强结构韧性.....	11
图 19：公司核心业务毛利率情况（%）.....	12
图 20：部分装备制造企业冶金、矿山及相关装备业务毛利率对比.....	13
图 21：部分工程企业有色、冶金相关工程咨询及设计业务毛利率对比.....	13
表 1：公司盈利预测.....	14
表 2：可比公司估值情况.....	14

1. 立足有色、延伸多元

中国瑞林是一家专业的有色金属行业技术服务商。公司多年来聚焦有色金属全产业链，为境内外有色金属采矿、选矿、冶炼及加工领域客户提供涵盖设计咨询、总承包、装备集成、数智转型等全链条技术解决方案及全过程服务；同时积极拓展生态环境治理、市政基础设施等领域的创新解决方案。

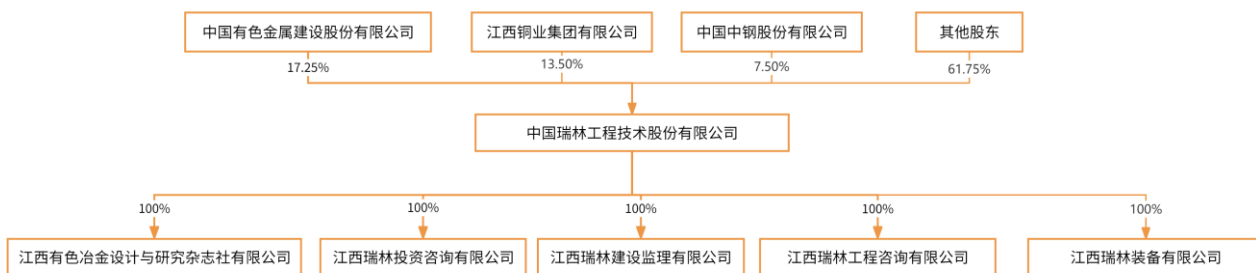
从工程建设的产业链角度看：公司业务以工程设计咨询为核心，延伸包括工程总承包（EPC）、装备集成、工程监理、项目管理、工程勘察、施工图审查、招标代理和造价咨询等环节。

从主要服务领域的角度看：公司业务涵盖有色金属采矿、选矿、冶炼、加工全产业链，同时还包括环保、市政及民用建筑等领域。

1.1. 股权结构较为分散，国资背景提供资源支撑

从股权结构看，中国瑞林无单一控股股东持股超过 30%，股权结构相对分散。其中，中国有色金属建设股份有限公司、江西铜业集团有限公司、中国中钢股份有限公司分别持股 17.25%、13.50%、7.50%，其他股东合计持股 61.75%。公司下设多家全资子公司，业务布局涵盖设计研究、技术咨询、建设监理、工程咨询及装备制造等环节，形成了围绕工程技术服务主业的配套业务体系。

图 1：公司股权穿透图

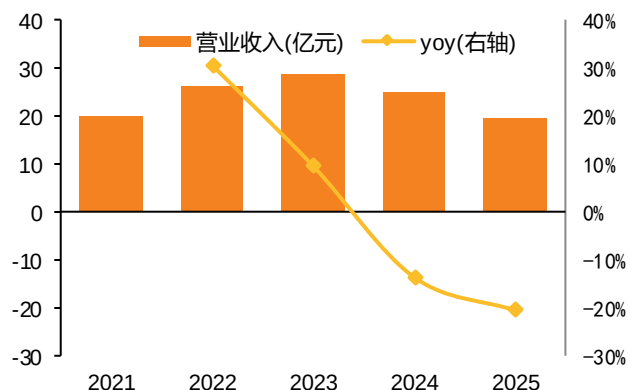


资料来源：Wind，天风证券研究所；截止 2026.04

1.2. 业务结构持续优化，利润端保持韧性

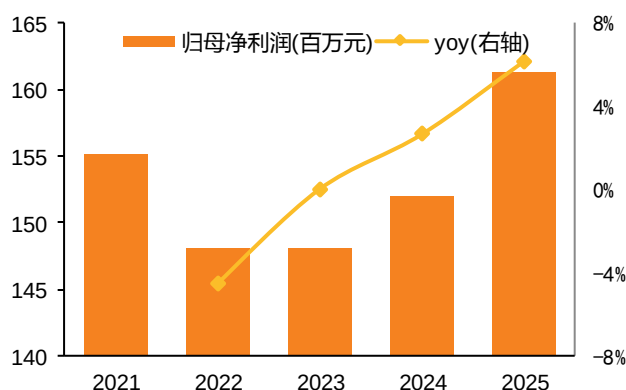
收入阶段性承压，利润端保持韧性。2021-2025 年，公司营业收入整体呈现先升后降趋势，2023 年收入达到阶段高点后，2024-2025 年受行业投资波动等因素影响有所回落，2025 年公司实现营业收入约 19.67 亿元，同比下降 20.53%。利润端来看，公司归母净利润整体波动较小，并在 2024 年以来持续修复，2025 年实现归母净利润约 1.61 亿元，同比增长 6.12%。在收入端连续承压的背景下，公司利润端仍保持增长。

图 2：2021-2025 年公司营业收入情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

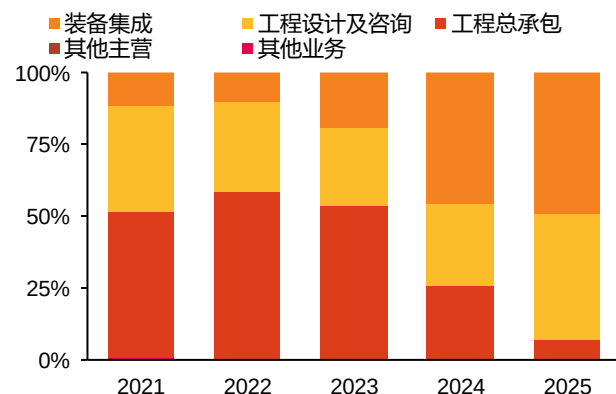
图 3：2021-2025 年公司归母净利润情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

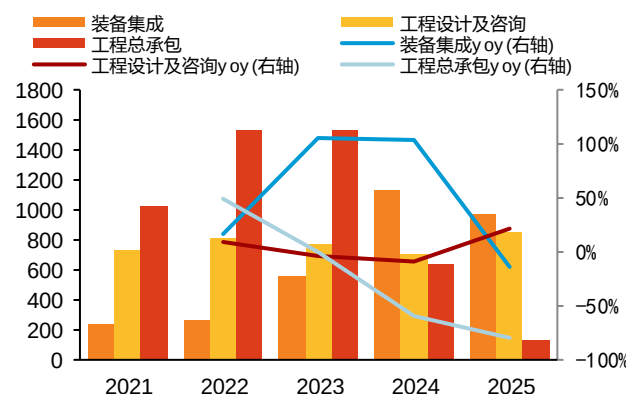
工程设计咨询与装备集成占比提升，业务结构持续优化。从收入结构看，公司近年来业务重心逐步向工程设计及咨询、装备集成等高技术属性业务倾斜，工程总承包收入占比明显下降。2021-2025 年，工程总承包业务收入占比由超过 50% 降至较低水平，而工程设计及咨询、装备集成业务占比持续提升，其中 2025 年装备集成业务已成为公司收入占比最高的板块。伴随公司业务结构由工程总承包向设计咨询等技术服务环节倾斜，公司收入规模虽阶段性承压，但利润端表现相对稳健，体现出业务结构优化对盈利质量的支撑。2025 年，公司实现营业收入 19.67 亿元，其中工程设计咨询业务 8.58 亿元，工程总承包业务 1.29 亿元，装备集成业务 9.74 亿元。

图 4：2012-2025 年公司营业收入结构情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2021-2025 公司三大主业收入及增速情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 行业分析：核心主业支撑需求，多元下游打开空间

2.1. 聚焦工程咨询与装备制造，核心业务所处行业具备支撑

从业务属性看，公司主要从事有色金属行业工程技术服务业务，结合公司业务内容及收入结构看，公司主要涉及两个行业：一是工程设计咨询行业；二是有色金属装备制造行业。

2.1.1. 工程设计咨询——行业规模仍大，专业化能力构筑竞争壁垒

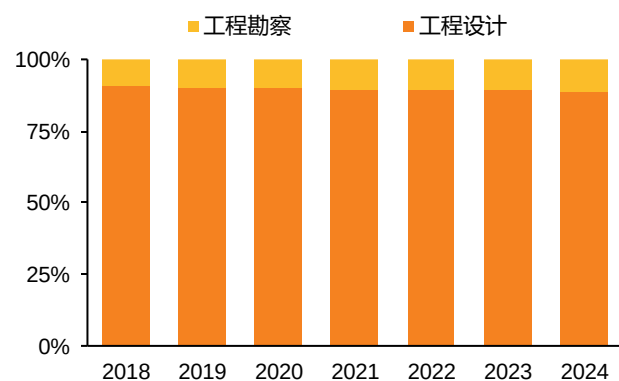
公司工程设计咨询业务包括工程设计、工程咨询和其他工程服务三类。

工程设计咨询是工程建设前端的重要技术服务环节。根据国家发改委《工程咨询行业管理办法》，工程咨询是综合运用多学科知识、工程实践经验、现代科学和管理方法，在投资建设项目决策与实施活动中，为投资者和政府部门提供阶段性或全过程咨询和管理的智力服务；其服务范围包括规划咨询、项目咨询、评估咨询和全过程工程咨询等，其中项目咨询涵盖项目建议书、可行性研究报告、项目申请报告、资金申请报告等内容。

同时，国务院《建设工程勘察设计管理条例》将建设工程设计定义为根据建设工程要求，对项目所需技术、经济、资源、环境等条件进行综合分析、论证，并编制建设工程设计文件的活动。因此，工程设计咨询位于工程建设产业链前端，主要围绕项目决策、设计文件编制及全过程咨询管理展开，具有较强的技术服务和智力密集属性。

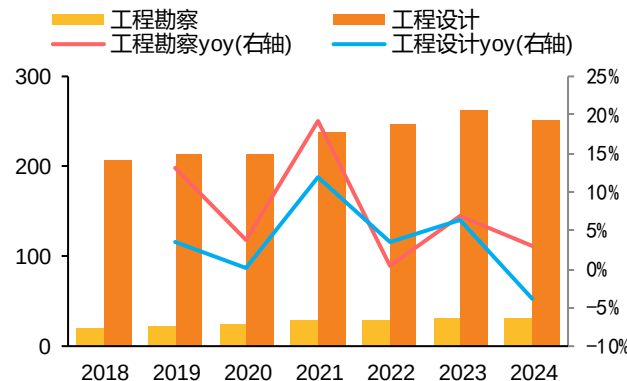
从行业主体和总体规模看，工程勘察设计行业参与企业数量较多，行业整体体量较大。根据历年《全国工程勘察设计统计公报》，2018-2024 年，参与统计的工程勘察设计企业数量整体由 2.32 万家提升至 2.84 万家，整体保持增长态势。与此同时，全国具有勘察设计资质的企业营业收入总计也从 2018 年的 51915.2 亿元升至 2022 年的 89148.3 亿元，涨幅超 70%。

图 6：全国工程勘察设计企业结构



资料来源：中国工程建设标准知识服务库等，天风证券研究所

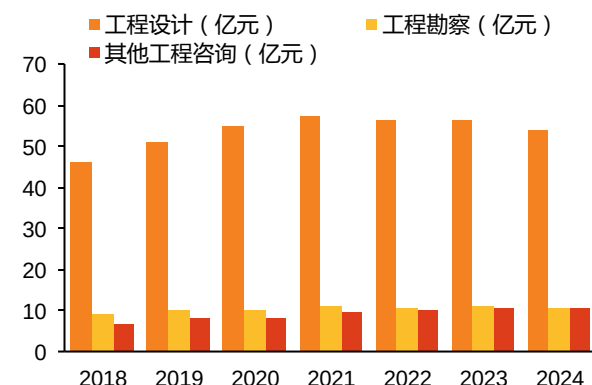
图 7：全国工程勘察设计企业数量及增速



资料来源：中国工程建设标准知识服务库等，天风证券研究所；单位：百家

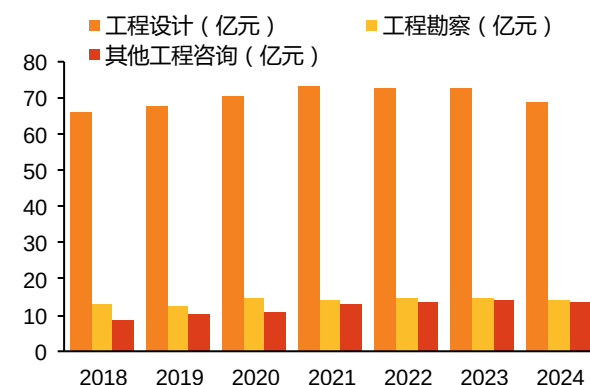
从收入和合同额变化看，工程勘察、工程设计及其他工程咨询业务均呈现增长趋势，工程建设前端技术服务需求保持较好韧性。2018-2024 年，三类业务收入及新签合同额整体提升，反映工程建设项目在勘察、设计、咨询管理等前端环节仍具备持续需求。对公司而言，公司工程设计及咨询业务所处细分行业近年来扩张较为稳定，为公司设计咨询业务稳定发展提供了较好的外部环境。

图 8：全国工程勘察设计收入情况



资料来源：中国工程建设标准知识服务库等，天风证券研究所

图 9：全国工程勘察设计新签合同额情况



资料来源：中国工程建设标准知识服务库等，天风证券研究所；单位：百家

专业化工程设计咨询具备一定技术与资质壁垒。从行业监管看，工程设计资质并非完全通用，而是按照综合资质、行业资质、专业资质和专项资质进行分类管理，企业取得相应资质后方可承接对应范围内的工程设计业务。从资质标准看，工程勘察设计行业对专业能力、人员储备有明确要求。以《工程勘察资质标准》为例，其明确了工程勘察相应类型、主要专业技术人员配备、技术装备配备及规模划分等内容，反映出工程勘察设计业务对企业专业技术人员储备、技术装备水平及项目承接能力均有一定要求。

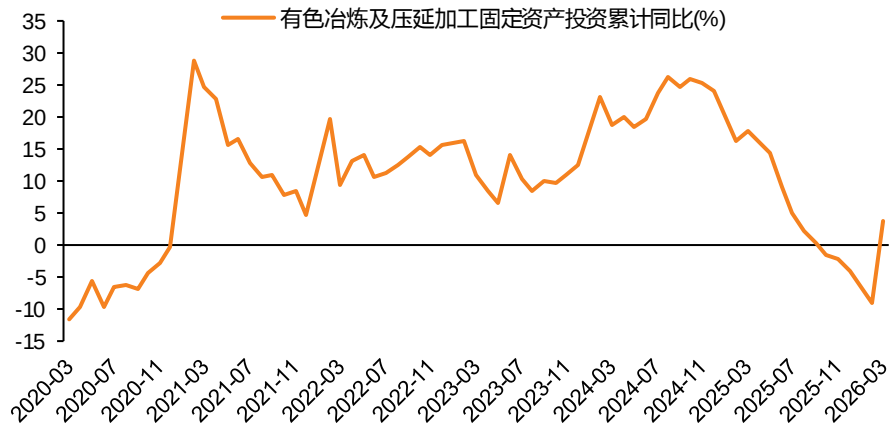
2.1.2. 有色装备制造——投资扩张与设备更新驱动需求释放

公司装备集成业务涵盖专用设备研发制造与系统集成，产品主要包括有色冶金专用设备、自动控制系统及智能化应用等。依托对有色金属采矿、选矿、冶炼及加工全产业链的深刻理解，公司面向境内外有色金属客户提供装备集成服务，业务场景覆盖有色金属冶炼加工项目建设、产线技改及智能化升级等环节。中国有色金属工业协会披露，2025 年，行业迎来需求扩容与升级双重机遇。全年有色金属工业固定资产投资同比增长 4.9%，高出全国工业投资 2.3 个百分点，其中矿采选业投资同比大涨 41.0%，直接拉动高效矿山采选成套装备

需求增加，带动核心生产装备迭代更新。

有色冶炼及压延加工投资虽阶段性波动，但整体仍体现较强资本开支韧性。2020 年以来，制造业有色金属冶炼及压延加工业固定资产投资累计同比多数时间处于正增长区间，2024 年一季度维持较高增速；2025 年以来，或受有色金属行业项目建设有序推进、扩能及新建项目科学合理布局等因素影响，累计同比增速有所回落，并在年末阶段短暂转负，但 2026 年初再次回到正增长区间。

图 10：制造业有色金属冶炼及压延加工业固定资产投资累计同比



资料来源：Wind，天风证券研究所；2020.03-2026.03

政策层面，行业稳增长、节能降碳及大规模设备更新等政策持续推进，有望带动有色装备需求结构升级。一方面，电解铝、铜铅锌冶炼等领域高效节能装备推广，有望推动存量产线设备更新与落后装备替换；另一方面，再生金属、精密加工、智能化装备等需求在产能优化、新能源及高端制造带动下持续释放。同时，海外新兴市场项目推进也为国产有色装备出口提供增量空间。

2.2. 下游应用多元覆盖，有色金属支撑需求基本盘

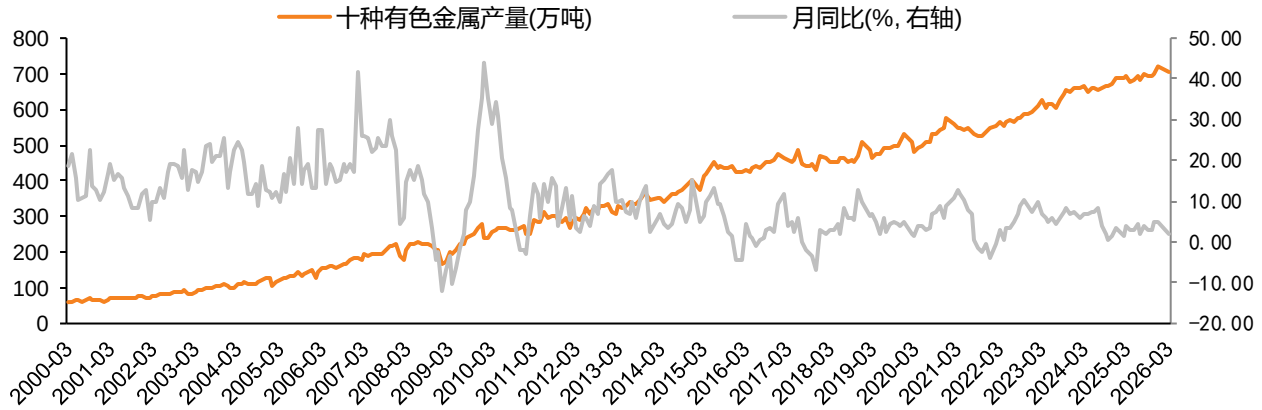
从主要服务领域看，公司业务覆盖有色金属采矿、选矿、冶炼及加工全产业链，同时延伸至生态环境治理、市政基础设施及民用建筑等领域。结合公司业务布局，我们将从**有色金属、环保以及市政及民用建筑**三个方向，对公司下游需求进行分析。

2.2.1. 有色金属——行业景气与政策支撑共振，夯实公司核心需求基本盘

有色金属行业是公司工程设计咨询与装备集成业务的核心下游。公司业务覆盖有色金属采矿、选矿、冶炼及加工全产业链，因此有色金属行业的生产景气、盈利能力、资本开支意愿及政策导向，或影响公司工程设计咨询、装备集成及相关工程技术服务需求。

产量增长，生产端仍在扩张。根据中国有色金属工业协会和财联社，2025 年我国有色金属主要产品产量再创新高，全球占比持续维持在 50%以上，占据全球第一大生产与消费国地位。2025 年有色金属企业工业增加值同比增长 6.9%，高于全国规上工业增加值增速 1.0 个百分点，产业发展韧性超市场预期。2025 年，十种有色金属产量首次突破 8000 万吨大关，达到 8175 万吨，同比+3.9%，“十四五”年均增速 5.0%。细分品种产量方面，国内精炼铜产量 1,472.0 万吨，同比+10.4%，全球占比达到 47%；原铝产量 4,501.6 万吨，同比+2.4%，全球占比超 60%；六种常用有色金属矿山金属量合计 619.0 万吨，同比+3.4%，各类核心品种生产保持平稳有序。

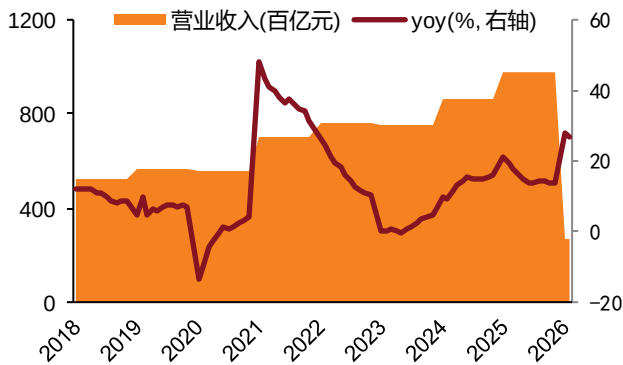
图 11：我国十种有色金属产量及同比增速



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所；2000.03-2026.03

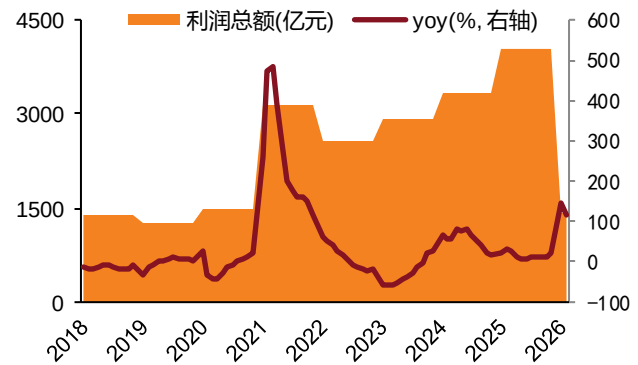
行业资产规模持续扩张，有色企业投资承载能力增强。根据经济日报、人民网，2025 年，我国规模以上有色金属工业企业 1.2 万余家，较 2020 年底增加 39.2%。2025 年，规模以上有色金属工业企业资产总额突破 6.6 万亿元，比 2024 年增长 8.2%。我们认为，企业数量增加和资产规模扩张，反映有色金属行业产业基础持续夯实，为后续产线建设、技术改造、设备更新及绿色低碳升级提供了较好的产业基础。

图 12：我国规上有色金属加工企业营业收入情况



资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所；2026 年仅统计前三个月

图 13：我国规上有色金属加工企业利润总额情况

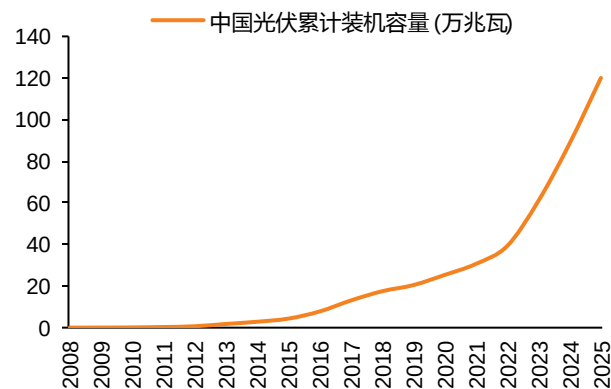


资料来源：Wind，国家统计局，天风证券研究所；2026 年仅统计前三个月

行业供需层面呈现结构性紧平衡格局。供给端来看，全球范围内有色金属矿山原生资源供应弹性不足，主流矿山矿石品位逐年下滑、开采综合成本持续攀升，叠加矿产主产国地缘政治波动、环保管控政策收紧，全球新增矿产产能释放进度普遍不及预期，国内有色金属原料对外依存度长期居高不下，冶炼环节原料供应压力阶段性显现。

需求端传统领域托底，新兴领域拉动。电力电网升级改造、城乡基建、家电交通等传统领域需求刚性释放，起到平稳托底作用，新能源汽车、光伏风电、储能电站、AI 算力数据中心等新兴产业快速扩张成为拉动有色金属消费增长的核心引擎。全年行业新增需求中超六成来自新能源及高端制造领域，铜、铝、锂、稀土等细分品种需求分化，基础工业金属景气度持续领跑，行业整体发展动能持续优化。

图 14：新兴领域拉动有色金属需求——光伏



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 15：新兴领域拉动有色金属需求——新能源汽车



资料来源：iFinD，天风证券研究所；2016.02-2026.03

政策明确绿色化、数字化与高端化方向，技改升级需求有望持续释放。稳增长方案明确中长期目标，《有色金属行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》（下称《工作方案》）提出到 2026 年，有色金属行业增加值年均增长目标为 5%左右，十种有色金属产量年均增长目标为 1.5%左右，再生金属产量力争突破 2000 万吨，并推动高端产品供给能力进一步增强，行业绿色低碳和数字化发展水平持续提升。

同时，资源保障和再生金属方向有望带来前端工程需求。《工作方案》围绕保资源、优供给、促转型、拓消费、强合作等方面提出举措，其中包括加强铜、铝、锂、镍、钴、锡等资源调查与勘探，支持低品位、共伴生、难选冶资源绿色高效采选冶技术及装备攻关，并强化废铜、废铝等废有色金属综合利用。对于公司而言，资源勘探、采选冶技术升级及再生金属综合利用等环节，有望推动行业技改与装备更新需求释放，并进一步带来工程设计咨询、工艺方案设计及装备集成等相关业务机会。

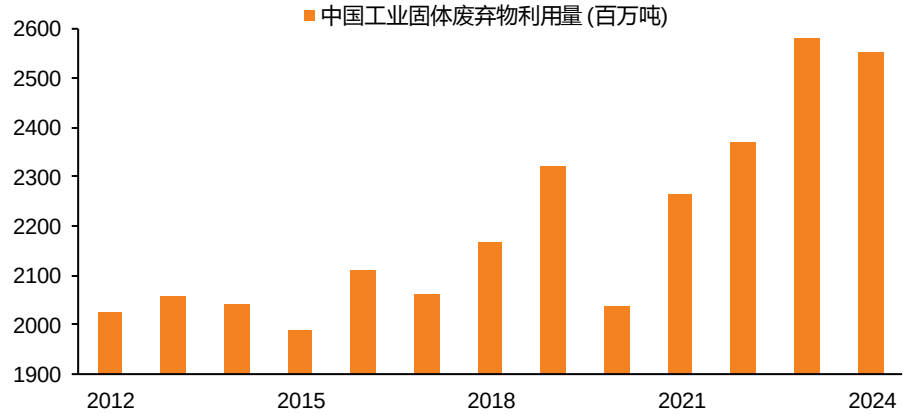
2.2.2. 环保——治理需求持续释放，资源化治理打开工程服务空间

环保行业是公司的重要外延应用领域。公司以有色金属相关业务为基础，充分发挥技术力量、工程经验和资源整合能力，向环保进行业务拓展。

- （1）固废资源化：无害化向资源化转型，打开项目空间。**根据国务院《固体废物综合治理行动计划》，固体废物综合治理将按照“减量化、资源化、无害化”的原则，构建源头减量、过程管控、末端利用和全链条无害化管理的固体废物综合治理体系。到 2030 年，大宗固体废弃物年综合利用量达到 45 亿吨，主要再生资源年循环利用量达到 5.1 亿吨，固体废物综合治理能力和水平显著提升。

从产业方向看，资源化利用是固废治理的重要增量方向。提升固体废物资源化利用水平，重点包括加强大宗固体废弃物综合利用、提升再生资源循环利用水平、加强再生材料应用推广等任务；同时，2024 年我国大宗固体废物综合利用率达 59%，对原生资源的替代率超过 50%，再生铜、再生铝国内原料供应占比分别达到 58.4% 和 84.4%，已成为工业生产的重要补给。

图 16：我国工业固体废物综合利用量

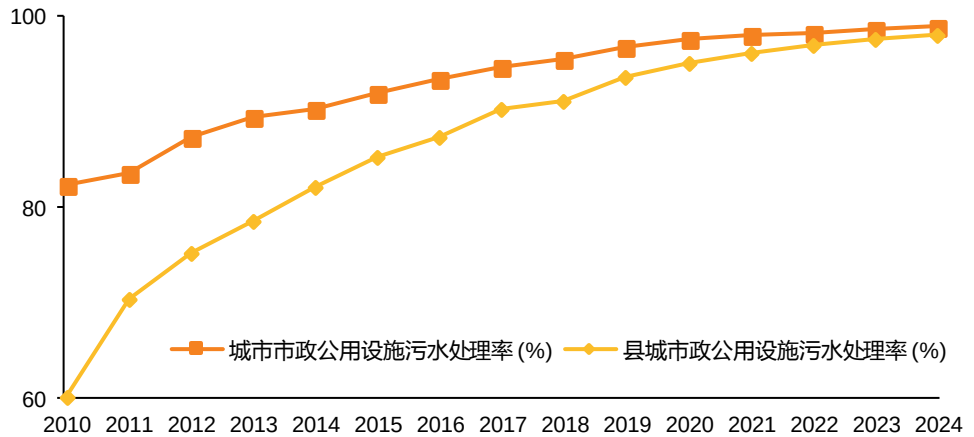


资料来源：CEIC，iFinD，天风证券研究所

- (2) **水污染治理：污水处理与再生水回用推动市政环保需求延续。**水污染治理领域，污水处理基础设施持续完善，公共污水处理能力不断提升。2010-2024 年，我国城市市政公用设施污水处理率由 82%左右提升至 98%以上；县城市政公用设施污水处理率由 60%左右提升至 98%。伴随污水处理率逐步提升，行业需求正从早期污水处理设施建设，进一步向管网全覆盖、厂网一体化、再生水回用及流域综合治理等方向延伸。同时，《美丽河湖保护与建设行动方案（2025—2027 年）》提出统筹水资源、水环境、水生态治理，并推动重要流域构建上下游贯通一体的生态环境治理体系，体现水污染治理由单点处理向系统治理、协同治理升级。

对公司而言，水污染治理项目与公司工程设计咨询、项目管理、工程监理及装备集成能力具备一定匹配度，有望为公司环保业务提供外延应用场景。

图 17：我国城市及县城公共污水处理率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

- (3) **大气与土壤：修复精细化推进，系统治理需求扩容。**大气治理方面，政策要求持续收紧，行业治理重点由单一末端治理向多污染物协同减排、重点行业深度治理和精细化管控延伸。国务院《空气质量持续改善行动计划》提出，要持续优化产业结构、能源结构和交通结构，强化多污染物协同减排。政策导向下，工业废气治理、在线监测、环保设备更新等需求有望持续释放，推动大气治理行业向精细化、系统化方向发展。

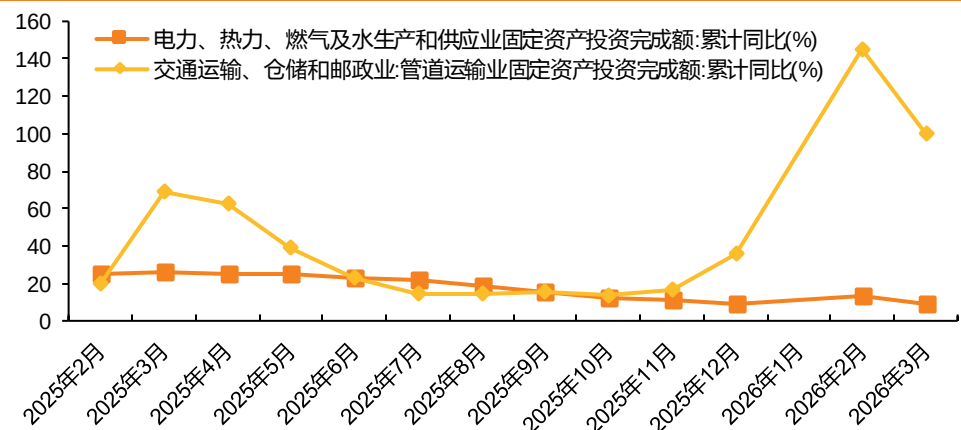
土壤修复方面，治理重心逐步由末端修复向源头防控、风险管控和系统治理前移。《土壤污染源头防控行动计划》提出，行业加速向绿色低碳、风险管控转型，市

场需求持续扩容。截至 2025 年底，全国累计实施 124 个土壤污染源头管控重大工程项目。市场场景从工业棕地修复，向农用地安全利用、矿山生态修复、地下水协同治理延伸，低成本原位修复、绿色生物修复逐步替代传统异位修复。随着土壤治理由末端修复向源头防控前移，相关工程技术服务需求有望逐步扩容。

2.2.3. 民用市政行业——市民民用需求韧性凸显

2025 年我国市民民用行业以城市更新为核心发展主线，在固定资产投资整体承压背景下，市政相关领域仍表现出较强结构韧性。2025 年全国固定资产投资（不含农户）同比下降 3.8%，其中基础设施投资同比下降 2.2%，但市政核心领域投资仍具支撑，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资同比增长 9.1%，管道运输业投资同比增长 36.0%。

图 18：市政相关领域仍表现出较强结构韧性



资料来源：iFinD，天风证券研究所

展望未来，民用市政行业有望聚焦民生保障、韧性安全、智能绿色三大方向。公司预计叠加中央财政分区域定额补助的城市更新支持政策，行业将向系统化、智慧化、可持续化方向深度转型。对于公司而言，民用市政领域的持续投入有望带动其在城市基础设施改造及民生工程等相关业务场景中的订单释放，成为公司下游应用的重要增长支撑。

3. 公司分析：设计咨询壁垒深厚，盈利修复凸显竞争优势

3.1. 沉淀设计院底蕴，资质人才共筑竞争壁垒

公司以工程咨询设计为核心主业，长期深耕有色金属、市政、建筑等工程建设领域，形成了较为完整的项目服务能力。公司由南昌有色冶金设计研究院通过改制，按照股权多元化现代企业制度由南昌有色冶金设计研究院管理技术骨干、中国有色金属建设股份有限公司、江西铜业集团、中国中钢股份有限公司共同出资组建的国际化工程公司。

中国瑞林全面承继了南昌有色冶金设计研究院资质、业务和人力、技术资源。公司拥有工程设计、工程咨询、工程勘察、工程监理等行业和专项（甲级及综合）资质共 19 项，具备包括勘察、咨询、设计、工程总承包、装备集成等项目全生命周期的业务能力。公司同时取得了质量、环境和职业健康安全管理体系认证，应用了工程项目管理信息系统、三维设计等与国际工程公司相适应的先进管理设计手段。并在深圳、杭州、宁波、重庆、福州、智利等地区和国家设有分公司。

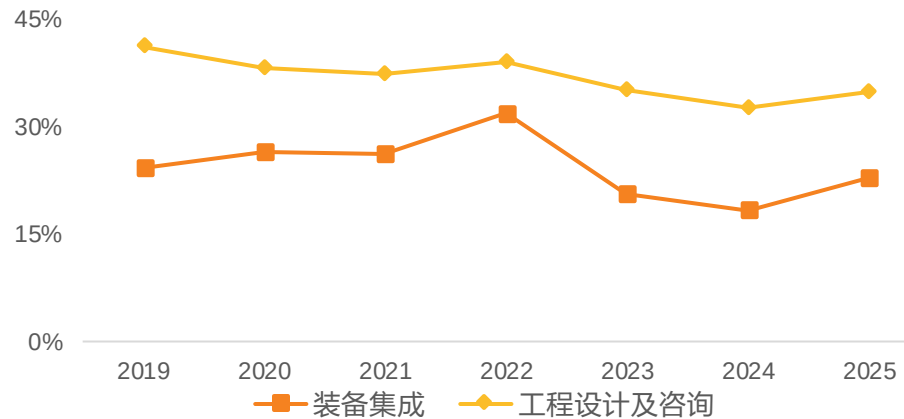
人才储备方面，公司拥有一支高素质的人才队伍和创新团队。截止 2025 年末，公司共有员工 2073 人，其中，专业技术人员超 1800 人，拥有中国工程院院士 1 名，全国设计大师 3 名，全国有色行业设计大师 11 名，享受政府特殊津贴专家 15 名，正高级工程师超过 200 名，副高级工程师超过 550 名，各类注册工程师超过 650 名。

3.2. 盈利能力边际修复，境外业务贡献增长支撑

3.2.1. 核心业务毛利率低位回暖

2025 年公司核心业务毛利率较 2024 年有所回暖。2025 年，公司装备集成业务实现收入 9.74 亿元，工程设计及咨询业务实现收入 8.58 亿元，两项业务合计贡献收入 18.32 亿元，占公司总收入比重超过九成，为公司收入及毛利的主要来源。从盈利能力看，装备集成业务毛利率由 2024 年的 18.23% 提升至 2025 年的 22.68%，工程设计及咨询业务毛利率由 2024 年的 32.57% 提升至 2025 年的 34.78%，两项核心业务毛利率均实现提升，带动公司综合毛利率由 2024 年的 18.30% 提升至 2025 年的 25.41%。

图 19：公司核心业务毛利率情况（%）



资料来源：iFinD，天风证券研究所

工程总承包业务收入阶段性下降，但由于其收入占比较低，对公司整体盈利影响较小。2025 年，公司工程总承包业务收入为 1.29 亿元，较 2024 年的 6.33 亿元明显下降，主要系前期业务陆续进入施工尾声或竣工验收阶段，且新增工程总承包业务订单当期收入贡献较少。虽然该业务 2025 年毛利率仍处于较低水平，短期对盈利端形成一定压力，但其收入占比已降至约 6.6%，较 2024 年明显降低，对公司综合毛利率的影响边际较弱。

3.2.2. 境外业务收入突破显著

公司积极开拓境外市场，境外业务收入及占比持续提升。2024 年公司境外营业收入为 10.16 亿元，2025 年为 10.14 亿元，收入规模基本持平；但在公司整体营业收入有所下降背景下，境外收入占比由 2024 年的约 41% 提升至 2025 年的约 52%，境外业务对公司收入结构的支撑作用进一步增强。从盈利能力看，2025 年公司境外业务毛利率为 39.39%，较 2024 年的 24.12% 明显提升，同时高于同期境内业务毛利率 10.67%。这表明公司境外项目盈利能力较强，对利润端形成了重要支撑，境外业务在收入和盈利层面的重要性进一步凸显。2025 年，公司位列中勘协全国勘察设计行业工程项目管理营业额第 39 位，境外工程项目管理营业额第 24 位，境外工程总承包营业额第 35 位。

订单端来看，公司境外市场开拓取得积极进展。2025 年公司新签销售合同额 33.8 亿元，其中境外销售合同额达 25.5 亿元，占总销售合同额 76%，同比增长 157%，成为全年订单增长的重要来源。公司成功签订了阿尔马雷克铜渣选厂 EPC、几内亚西芒杜铁矿技术与管理服务、洛钼 TFM 铜钴矿中区扩建项目、中铝西藏金龙铜矿年产 7200 万吨采选工程设计监理、土耳其 BOYABAT 铜矿选矿厂设计等项目，业务覆盖矿山、冶金、化工、环保、装备集成及智能化等多个领域，体现出公司在海外复杂工程项目中的技术服务和项目执行能力。整体来看，公司境外业务已从单一项目承接逐步走向持续化、规模化拓展。

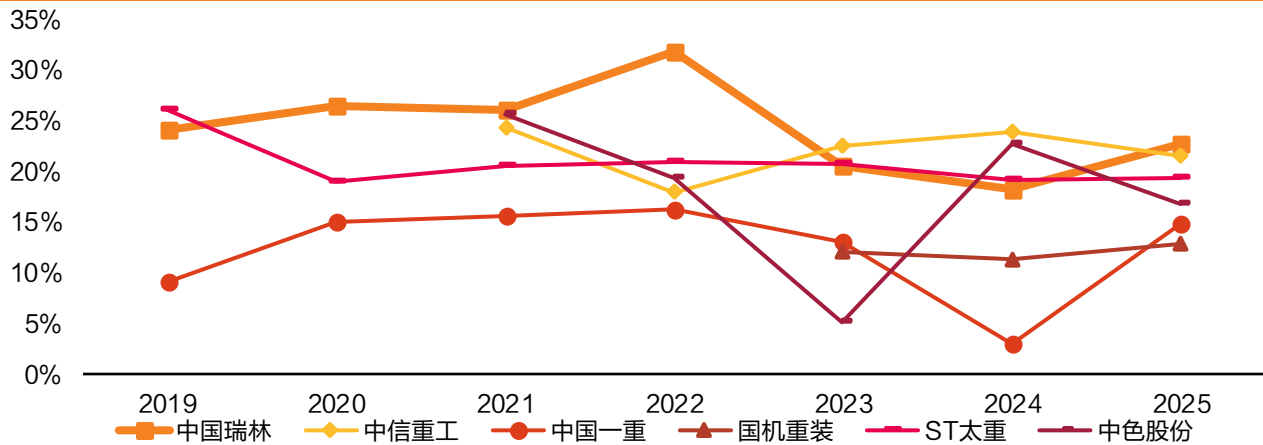
3.3. 核心业务毛利优势领先，同业对比占优

公司主要业务包括装备集成、工程设计与咨询等，其中装备集成和工程设计与咨询是公司最具代表性的两类业务。因此，我们结合公司业务结构，分别围绕“冶金、有色相关装备业务”和“有色、冶金及资源工程相关工程服务业务”两条主线选择可比公司。针对装备集成业务，选取收入拆分中包含装备集成、装备制造或相关装备业务，且业务应用场景与冶金、有色、矿山等领域存在关联的上市公司作为参考样本；针对工程设计与咨询业务，选取收入拆分或业务描述中涉及有色、冶金、矿山、资源工程相关工程咨询、工程承包或工程技术服务上市公司作为参考样本。

从可比公司相关业务毛利率表现来看，中国瑞林两项核心业务盈利能力均处于较优水平。装备集成业务方面，公司毛利率长期位于可比公司较高区间，具备一定比较优势。工程设计与咨询业务方面，公司毛利率同样保持在可比公司前列，2025 年毛利率修复幅度较为显著，验证公司在核心业务领域的盈利能力和竞争优势。

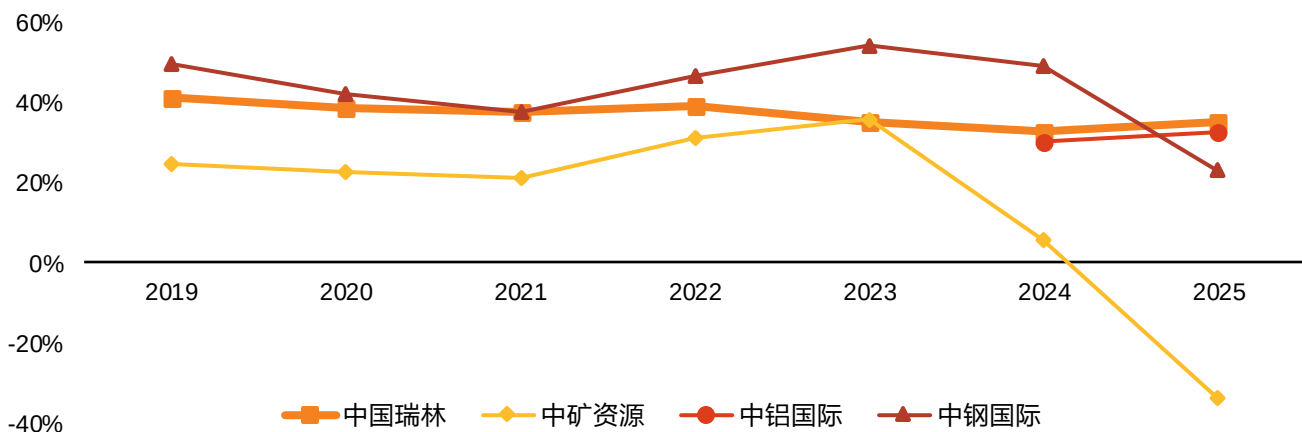
同时，有色金属工程技术服务对专业能力和项目经验要求较高。公司业务覆盖采矿、选矿、冶炼等产业链环节，能够在较多应用场景中参与市场竞争，相较于单一设备制造或单一环节服务企业，公司在技术方案、工程经验和资源整合方面具备一定协同优势。此外，公司以有色金属相关业务为基础，逐步向环保、市政等领域延伸，有助于拓宽业务应用场景。

图 20：部分装备制造企业冶金、矿山及相关装备业务毛利率对比



资料来源：iFinD，各公司年报，天风证券研究所

图 21：部分工程企业有色、冶金相关工程咨询及设计业务毛利率对比



资料来源：iFinD，各公司年报，天风证券研究所

4. 盈利预测

我们看好公司以有色金属工程技术服务为核心，受益于资源安全、矿山开发、冶炼升级及绿色低碳改造等需求释放，持续巩固有色工程领域竞争优势；同时，公司积极向环保、市政工程等领域延伸，有望进一步拓宽业务应用场景。随着境内外项目持续推进，工程设计咨询、工程总承包及装备集成业务协同发展，公司收入及盈利能力有望稳步修复。

表 1：公司盈利预测

		2024	2025	2026E	2027E	2028E
装备集成	营业收入(百万元)	1132.49	974.37	1003.60	1053.78	1127.55
	毛利(百万元)	206.49	221.01	235.85	247.64	264.97
工程设计及咨询	营业收入(百万元)	706.41	857.97	1046.72	1287.47	1557.83
	毛利(百万元)	230.07	298.44	371.59	457.05	553.03
工程总承包	营业收入(百万元)	633.31	129.02	103.22	109.41	120.35
	毛利(百万元)	16.84	-18.78	-5.16	3.28	4.81

资料来源：Wind，天风证券研究所

可比公司选取方面，考虑到中国瑞林业务同时具备有色/冶金工程服务、装备集成、工程咨询设计的属性，因此我们从业务模式、下游领域和估值可比性出发，选取相关上市公司作为整体估值参考。具体来看，有色/冶金工程服务相关企业包括中铝国际、中钢国际；有色/冶金装备相关企业包括国机重装、中信重工；其他专业工程咨询企业包括苏交科、华设集团、设计总院。

具体来看，2026 年可比公司 PE 平均值为 35x，剔除极值后平均值为 35x。其中，有色/冶金工程服务相关企业平均 PE 为 36x，有色/冶金装备相关企业平均 PE 为 49x，有色相关（有色/冶金装备、有色/冶金工程服务）企业平均 PE 为 43x，其他专业工程咨询企业平均 PE 为 25x。考虑到公司兼具有色工程技术服务、装备集成和工程咨询设计属性，同时核心业务毛利率修复、境外业务贡献提升，我们给予公司 2026 年 40xPE，对应目标价为 81.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

所属行业	股票代码	股票简称	当前股价	EPS (元)			PE (倍)		
				2025	2026E	2027E	2025	2026E	2027E
有色/冶金工程服务相关	601068.SH	中铝国际	5.53	0.09	0.09	0.10	64.14	58.83	53.69
	000928.SZ	中钢国际	5.91	0.34	0.44	0.48	17.47	13.53	12.44
	601399.SH	国机重装	3.84	0.06	0.09	0.10	59.76	43.99	38.48
有色/冶金装备相关	601608.SH	中信重工	5.56	0.08	0.10	0.13	67.82	54.24	43.00
	300284.SZ	苏交科	5.97	0.02	0.13	0.14	320.61	44.55	42.73
其他专业工程咨询	603018.SH	华设集团	7.03	0.40	0.43	0.48	17.53	16.51	14.66
	603357.SH	设计总院	6.91	0.65	0.52	0.55	10.59	13.17	12.53

资料来源：Wind，iFinD，天风证券研究所；注：EPS 均为 Wind 一致预期，2026-05-29。

5. 风险提示

有色行业需求增长不及预期风险。若下游有色金属采矿、选矿、冶炼及加工领域资本开支放缓，或矿山开发、冶炼技改等项目推进不及预期，可能影响公司工程设计咨询、工程总承包及装备集成业务订单获取。

境外业务拓展不及预期风险。公司境外业务占比较高，若海外项目获取、交付进度、结算回款或当地政策环境出现不利变化，可能对公司收入增长和盈利能力造成影响。

项目执行及回款不及预期风险。公司工程总承包及装备集成业务具有项目周期长、执行环节多、合同金额较大的特点，若项目实施进度、成本控制、验收结算或客户回款不及预期，

可能对公司现金流及利润释放形成压力。

毛利率修复不及预期风险。若市场竞争加剧、项目结构变化、人工及外协成本上升，或低毛利工程总承包项目占比提升，公司核心业务毛利率修复进度可能低于预期，进而影响整体盈利弹性。

期间费用率提升及费用投入效果不及预期风险：若公司为推进境外业务拓展、项目执行支持、研发投入及人员配置等持续增加销售、管理及研发费用，而相关投入未能有效转化为订单获取、项目落地或收入增长，或收入确认节奏与费用投入节奏存在阶段性错配，可能导致期间费用率维持较高水平，并对公司盈利能力及利润释放节奏造成一定影响。



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,637.81	2,311.63	2,008.99	3,042.88	2,999.75
应收票据及应收账款	1,221.92	1,265.62	1,375.93	1,397.43	1,421.05
预付账款	69.88	60.69	64.17	64.95	67.37
存货	1,223.33	869.14	888.95	1,290.83	1,234.92
其他	507.47	266.37	634.51	410.73	714.73
流动资产合计	4,660.41	4,773.46	4,972.55	6,206.82	6,437.82
长期股权投资	7.83	7.78	8.59	8.97	9.57
固定资产	188.60	174.80	178.50	180.94	182.13
在建工程	18.11	75.37	135.37	185.37	235.37
无形资产	56.68	54.24	55.52	56.46	57.04
其他	264.39	260.93	255.88	262.41	262.86
非流动资产合计	535.60	573.12	633.86	694.14	746.97
资产总计	5,196.01	5,346.58	5,606.41	6,900.96	7,184.79
短期借款	8.00	10.00	10.00	10.00	10.00
应付票据及应付账款	1,216.87	986.30	930.44	1,384.28	1,310.56
其他	1,961.41	1,703.93	1,760.12	2,288.22	2,252.69
流动负债合计	3,186.28	2,700.23	2,700.56	3,682.50	3,573.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	117.82	116.57	126.50	120.30	121.12
非流动负债合计	117.82	116.57	126.50	120.30	121.12
负债合计	3,304.10	2,816.80	2,827.06	3,802.80	3,694.36
少数股东权益	11.81	15.19	20.29	26.82	34.87
股本	90.00	120.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	1,044.98	1,550.49	1,550.49	1,550.49	1,550.49
留存收益	724.68	826.01	1,069.77	1,381.75	1,766.40
其他	20.43	18.08	18.80	19.11	18.66
股东权益合计	1,891.91	2,529.78	2,779.35	3,098.16	3,490.42
负债和股东权益总计	5,196.01	5,346.58	5,606.41	6,900.96	7,184.79

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	150.99	164.71	243.75	311.98	384.65
折旧摊销	20.73	26.46	27.02	28.62	30.22
财务费用	(0.30)	(6.19)	(19.18)	(21.58)	(22.54)
投资损失	2.14	0.05	(1.20)	(2.45)	(3.70)
营运资金变动	(123.36)	(4.28)	(484.19)	770.00	(381.66)
其它	122.26	24.31	5.10	6.53	8.05
经营活动现金流	172.46	205.05	(228.69)	1,093.11	15.03
资本支出	47.43	68.56	82.08	88.20	81.17
长期投资	1.67	(0.05)	0.81	0.38	0.60
其他	(80.92)	(270.34)	(175.69)	(170.13)	(162.07)
投资活动现金流	(31.82)	(201.82)	(92.80)	(81.55)	(80.30)
债权融资	19.88	20.82	18.13	22.03	22.59
股权融资	(53.06)	533.16	0.72	0.30	(0.44)
其他	(29.47)	(83.48)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(62.65)	470.49	18.85	22.33	22.15
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	77.98	473.72	(302.64)	1,033.89	(43.12)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,475.60	1,967.40	2,161.27	2,460.58	2,818.48
营业成本	2,022.63	1,467.41	1,559.11	1,752.49	1,995.38
营业税金及附加	11.06	11.96	11.09	12.86	15.44
销售费用	33.24	34.49	39.62	42.64	45.47
管理费用	133.00	143.20	159.04	178.60	201.20
研发费用	108.07	103.18	115.07	128.55	143.86
财务费用	(21.34)	(18.08)	(19.18)	(21.58)	(22.54)
资产/信用减值损失	(37.58)	(63.03)	(40.80)	(37.28)	(31.54)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.14)	(0.05)	1.20	2.45	3.70
其他	11.38	17.11	13.77	14.08	14.99
营业利润	160.58	179.27	270.70	346.28	426.82
营业外收入	0.04	0.20	0.14	0.13	0.16
营业外支出	0.55	0.66	0.68	0.63	0.66
利润总额	160.07	178.81	270.16	345.77	426.32
所得税	9.09	14.10	21.30	27.27	33.62
净利润	150.99	164.71	248.86	318.51	392.70
少数股东损益	(1.03)	3.38	5.10	6.53	8.05
归属于母公司净利润	152.02	161.33	243.75	311.98	384.65
每股收益（元）	1.69	1.34	2.03	2.60	3.21

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	-13.63%	-20.53%	9.85%	13.85%	14.55%
营业利润	-3.68%	11.64%	51.00%	27.92%	23.26%
归属于母公司净利润	2.62%	6.13%	51.09%	27.99%	23.30%
获利能力					
毛利率	18.30%	25.41%	27.86%	28.78%	29.20%
净利率	6.14%	8.20%	11.28%	12.68%	13.65%
ROE	8.09%	6.42%	8.83%	10.16%	11.13%
ROIC	-634.50%	1611.21%	-1127.91%	55.92%	-199.50%
偿债能力					
资产负债率	63.59%	52.68%	50.43%	55.11%	51.42%
净负债率	-85.54%	-90.50%	-71.52%	-97.52%	-85.32%
流动比率	1.46	1.77	1.84	1.69	1.80
速动比率	1.08	1.45	1.51	1.33	1.46
营运能力					
应收账款周转率	2.24	1.58	1.64	1.77	2.00
存货周转率	2.08	1.88	2.46	2.26	2.23
总资产周转率	0.47	0.37	0.39	0.39	0.40
每股指标（元）					
每股收益	1.69	1.34	2.03	2.60	3.21
每股经营现金流	1.92	1.71	-1.91	9.11	0.13
每股净资产	20.89	20.95	22.99	25.59	28.80
估值比率					
市盈率	36.42	45.76	30.29	23.66	19.19
市净率	2.94	2.94	2.68	2.40	2.14
EV/EBITDA	12.86	13.74	17.12	11.09	9.37
EV/EBIT	13.87	14.92	18.80	12.02	10.05

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com