

瑞华泰(688323.SH)2022年报点评： 业绩短期承压，国产替代带来重要发展机遇

评级：买入(维持)

李永磊(证券分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
瑞华泰	2.8%	11.4%	-3.2%
沪深300	-1.9%	0.1%	-6.6%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	302	544	890	1141
增长率(%)	-5	80	63	28
归母净利润 (百万元)	39	81	156	235
增长率(%)	-31	108	94	51
摊薄每股收益 (元)	0.22	0.45	0.87	1.31
ROE(%)	4	7	12	16
P/E	108.09	59.92	30.95	20.56
P/B	4.15	4.35	3.81	3.22
P/S	14.19	8.88	5.44	4.24
EV/EBITDA	47.49	25.08	17.48	12.85

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——瑞华泰 (688323) 点评报告: Q3业绩承压, 嘉兴项目及CPI打开成长空间 (买入)*基础化工*李永磊, 董伯骏》——2022-11-01

《瑞华泰 (688323.SH) 2022年中报点评: Q2毛利率环比改善, CPI与嘉兴项目打开成长空间 (买入)*基础化工*董伯骏, 李永磊》——2022-08-31

《——瑞华泰 (688323) 事件点评: CPI产线开始调试, 嘉兴项目持续推进 (买入)*化工*李永磊, 董伯骏》——2022-05-01

《CPI薄膜开始调试, 嘉兴项目打开成长空间 (买入)*化工*董伯骏, 李永磊》——2022-03-30

《瑞华泰: 国内PI膜龙头, 透明PI膜突破在即 (买入)*化工*董伯骏, 李永磊》——2021-12-28

事件：2023年3月17日，瑞华泰发布2022年度报告：2022年实现营业收入3.02亿元，同比下降5.36%；实现归母净利润0.39亿元，同比下降30.64%；实现扣非归母净利润0.29亿元，同比下降42.68%；销售毛利率38.33%，同比降低6.55pct，销售净利率12.88%，同比降低4.70pct；经营活动现金流为0.9亿元，同比增长14.59%。

其中2022Q4，公司实现营业收入0.78亿元，同比增长0.74%，环比增长27.76%；实现归母净利润为0.04亿元，同比下降70.13%，环比下降57.84%；销售毛利率30.51%，同比减少12.61个百分点，环比减少8.09pct；销售净利率4.48%，同比减少10.62pct，环比减少9.09pct。

点评：

消费电子需求低迷，2022年业绩承压

2022年，公司实现营业收入3.02亿元，同比下降5.36%；实现归母净利润0.39亿元，同比下降30.64%。公司业绩下滑主要原因系：（1）消费电子市场智能手机应用需求低迷，热控PI薄膜需求下降。2022年公司高性能PI薄膜销量757.33吨，同比下降7.49%，库存量143.92吨，同比增加28.84%。（2）主要原材料价格、电力单价出现不同程度的上涨，导致公司营业成本上升。2022年公司主要原材料PMDA、ODA价格分别上涨8.63%、3.72%，电价同比上涨18.69%。2022年公司热控PI薄膜实现营收1.34亿元，同比下降19.70%，毛利率28.16%，同比减少10.33pct。公司结合市场情况，适时加大电工及电子PI薄膜市场开拓。电子PI薄膜实现营收1.16亿元，同比增长7.39%，毛利率46.41%，同比减少4.14pct；电工PI薄膜实现营收0.44亿元，同比增长14.45%，毛利率45.99%，同比减少9.97pct；其他PI薄膜及加工实现营收0.07亿元，同比增长62.96%，毛利率47.52%，同比减少3.70pct，主要是公司持续加大新产品新应用的市场拓展，培育新的增长点。2022年公司实现国内营收2.93亿元，同比下降4.17%；实现国外营收0.08亿元，同比下降32.31%，受国际形势日趋复杂影响，部分国外客户的订单减少。

嘉兴项目开始调试，CPI专用线进入工艺优化阶段

公司嘉兴1600吨募投项目的各项建设进度按计划实施，目前厂房建设工程已基本完成，4条主生产线和各工厂系统主体安装工作基本完成，各单项工程进入检查阶段，110KV变电站已通电，各公辅设施和生产线于报告期末开始进入单机调试阶段，另外2条主生产线正在安装中，项目预计将于2023年9月建成投产。公司自主掌握CPI薄膜制备的核心技术，产品的光学性能和力学性能优异，可折叠次数超过20万次，关键性能通过国内终端品牌厂商的评测，已实现样品销售，用于终端品牌厂商及其配套供应商的产品测试；公司光学级CPI专用生产线正处于工艺优化提升阶段，优化完成后可实现CPI薄膜产品在折叠屏手机等柔性显示电子产品领域的应用，有望填补该领域的国内空白。

PI薄膜性能优异，新兴领域应用前景广阔

PI薄膜具有优良的力学性能、介电性能、化学稳定性以及很高的耐辐照、耐腐蚀、耐高低温性能，是目前世界上性能最好的超级工程高分子材料之一。未来高速通讯与智能化柔性电子基材应用领域、柔性显示应用领域、集成电路封装应用领域、清洁能源关键材料应用领域等四大领域新型领域，高性能PI薄膜发展前景广阔。在高速通讯与智能化柔性电子基材应用领域，公司将聚焦基于高频高速传输线路基材、多规格厚度柔性线路基材、高导热高导通基材、薄膜传感基材、柔性功能应用的新产品研发和新市场拓展。在新型显示领域，公司将加快开展系列化CPI光学级产品开发，积极与产业应用端合作，发展柔性OLED盖板模组、OLED基板CPI浆料、显示器封装PI浆料等产品。在集成电路封装应用领域，公司将推动COF用PI薄膜、半导体胶带PI基材、半导体制程PI耗材等国产化产品进入市场。在清洁能源领域，公司计划建立清洁能源关键材料实验室，聚焦新能源汽车电池PI材料应用、新能源汽车动力电机PI材料应用、风能发电机PI应用和薄膜光电PI材料应用的产品系列研究。

国产化趋势增强，公司迎来重要发展机遇

长期以来，高性能PI薄膜由美国杜邦、日本钟渊化学、日本宇部兴产和韩国PIAM等国外厂商垄断，其占据超过全球80%以上的市场份额，我国高性能PI薄膜严重依赖进口。公司具备PI薄膜配方设计研发能力、非标专用设备的自主设计能力、全工序的控制系统集成能力，打破依赖进口产线导致的技术拓展壁垒。2022年公司获得国家专精特新“小巨人”企业认定，新获得发明专利4项，主要集中于柔性光电领域的透明PI薄膜和超高模量高透光率PI。在核心技术自主化、关键材料国产化的背景下，依托自主核心技术、自主知识产权、产能竞争规模等优势，公司将迎来重要发展机遇。

盈利预测和投资评级：由于公司嘉兴项目投产时间略有延后，我们调整本次盈利预测，预计公司2023/2024/2025年归母净利润分别为0.81、1.56、2.35亿元，EPS为0.45、0.87、1.31元/股，对应PE为60、31、21倍。公司是国内PI薄膜龙头企业，嘉兴项目即将投产，成长空间广阔，维持“买入”评级。

风险提示：产品性能不及预期的风险，技术扩散的风险，业务规模、产品技术与国际知名企业存在较大差距的风险，产品结构变化的风险，募投项目实施后新增产能难以消化的风险，客户结构变动风险，技术创新和产品开发落后于市场需求的风险，原材料采购价格波动风险。

图表：盈利预测

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	302	544	890	1141
增长率(%)	-5	80	63	28
归母净利润（百万元）	39	81	156	235
增长率(%)	-31	108	94	51
摊薄每股收益（元）	0.22	0.45	0.87	1.31
ROE(%)	4	7	12	16
P/E	108.09	59.92	30.95	20.56
P/B	4.15	4.35	3.81	3.22
P/S	14.19	8.88	5.44	4.24
EV/EBITDA	47.49	25.08	17.48	12.85

资料来源：wind，国海证券研究所

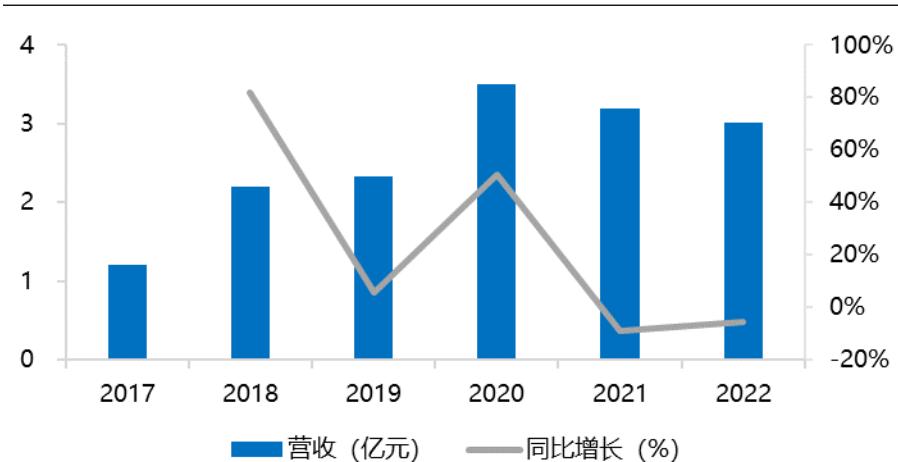
图表：公司业务数据

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
高性能PI薄膜产量 (吨)		531.26	532.50	640.83	882.56	789.55	
高性能PI薄膜销量 (吨)		458.43	526.67	718.60	818.63	757.33	
热控PI薄膜	营收 (万元)	5,571.21	12,241.84	11,632.08	16,235.93	16,730.40	13,434.66
	毛利润 (万元)	2,233.65	4,480.05	4,134.69	6,871.13	6,439.59	3,783.49
	毛利率 (%)	40.09%	36.60%	35.55%	42.32%	38.49%	28.16%
电子PI薄膜	营收 (万元)	4,708.30	7,258.24	7,259.07	7,233.53	10,806.00	11,604.74
	毛利润 (万元)	1,589.21	3,000.41	2,560.05	3,472.37	5,462.00	5,385.26
	毛利率 (%)	33.75%	41.34%	35.27%	48.00%	50.55%	46.41%
电工PI薄膜	营收 (万元)	1,549.25	2,232.61	3,934.13	3,492.12	3,822.45	4,374.62
	毛利润 (万元)	364.64	938.87	2156.57	1935.55	2139.37	2012.07
	毛利率 (%)	23.54%	42.05%	54.82%	55.43%	55.97%	45.99%
其他薄膜类	营收 (万元)	258.48	279.93	334.76	293.15	436.69	710.43
	毛利润 (万元)	73.99	111.29	152.30	139.63	223.66	337.59
	毛利率 (%)	28.63%	39.76%	45.50%	47.63%	51.22%	47.52%
其他	营收 (万元)	19.41		74.16	7761.43	86.05	46.71
	毛利润 (万元)	14.90		74.07	672.98	44.03	46.46
	毛利率 (%)	76.76%		99.88%	8.67%	51.17%	99.46%
营业收入 (万元)	12106.65	22012.63	23234.20	35016.16	31881.58	30171.16	
营业成本 (万元)	7830.26	13482.00	14156.51	21924.50	17572.93	18606.29	
毛利率	35.32%	38.75%	39.07%	37.39%	44.88%	38.33%	
毛利润 (万元)	4276.39	8530.63	9077.69	13091.66	14308.65	11564.87	
净利率	8.14%	16.64%	14.47%	16.62%	17.58%	12.88%	
净利润 (万元)	984.97	3661.86	3361.29	5820.02	5605.04	3887.41	

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

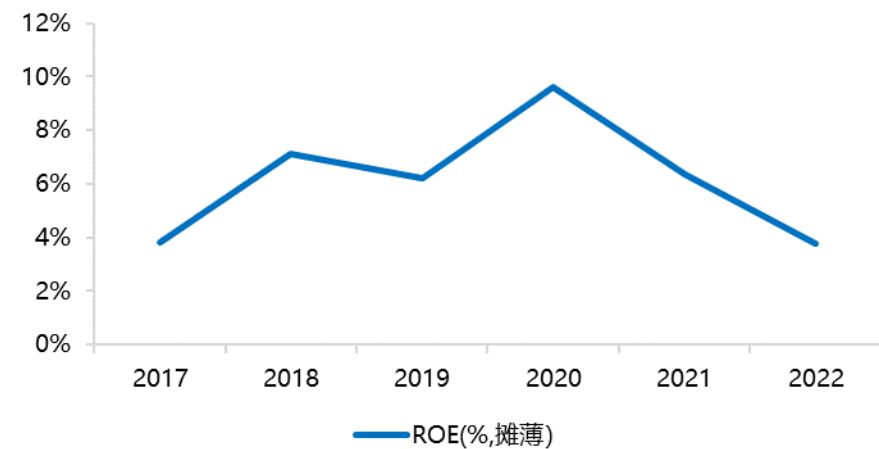
2022年营收同比下降5.36%，归母净利润下降30.64%

图表：2022年营收同比下降5.36%



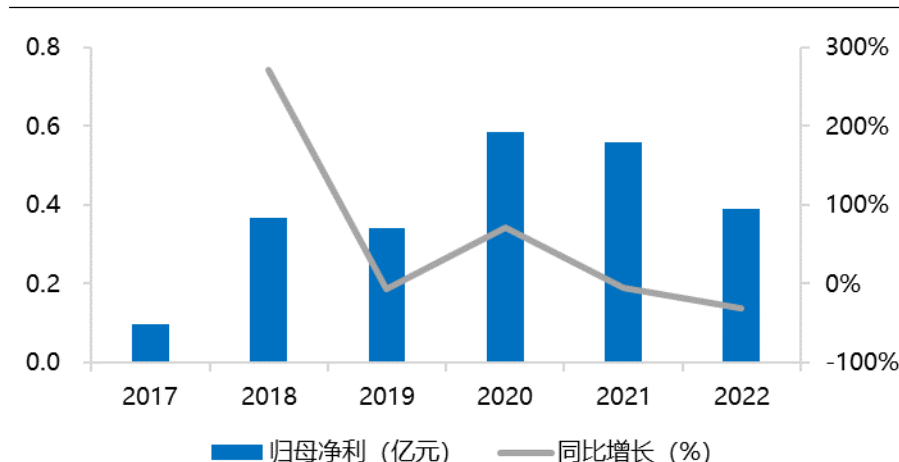
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司净资产收益率情况



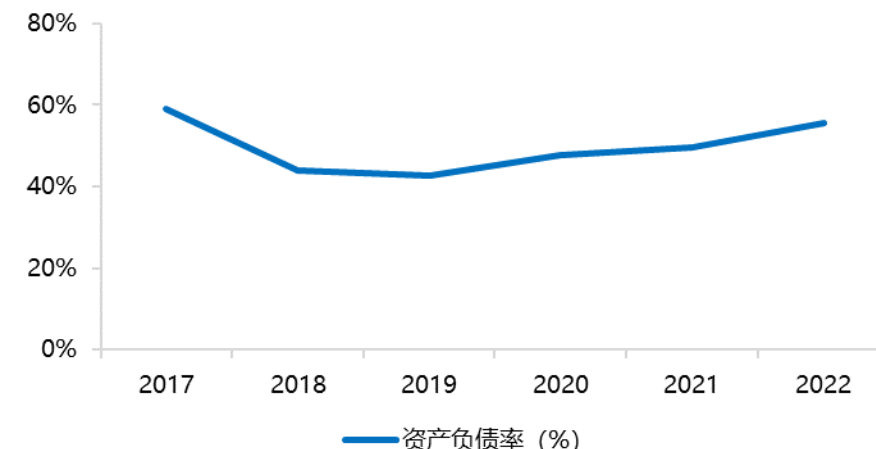
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年归母净利润下降30.64%



资料来源：wind，国海证券研究所

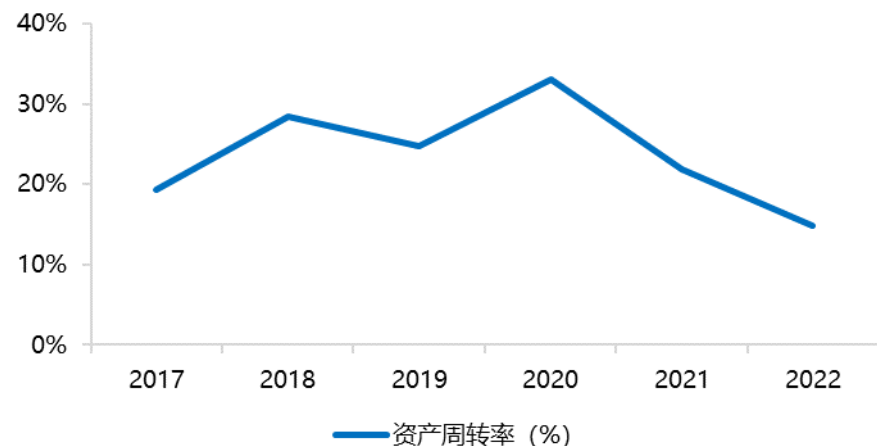
图表：2022年资产负债率上升



资料来源：wind，国海证券研究所

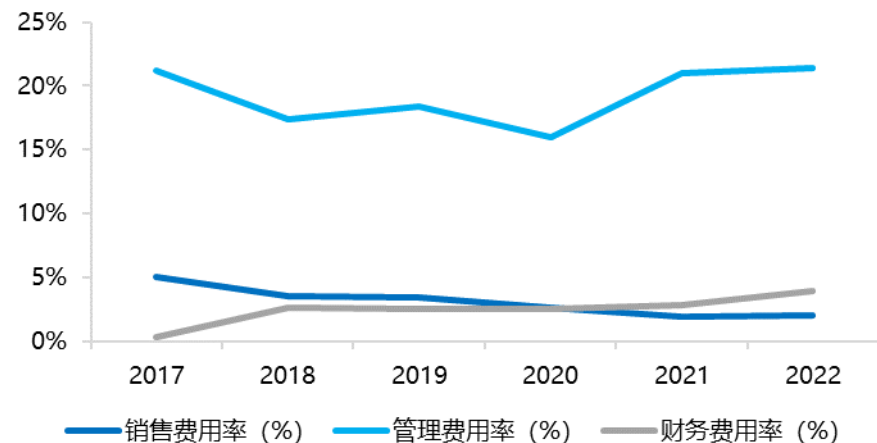
2022年经营现金流为0.9亿元

图表：2022年资产周转率为14.85%



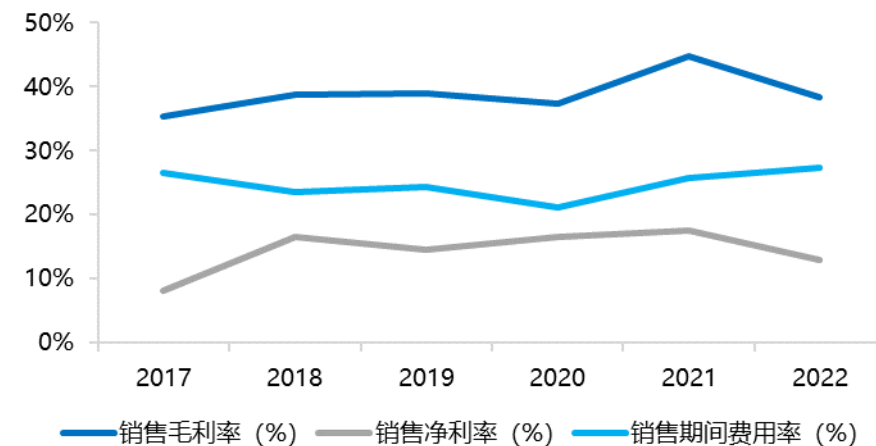
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年费用率增加



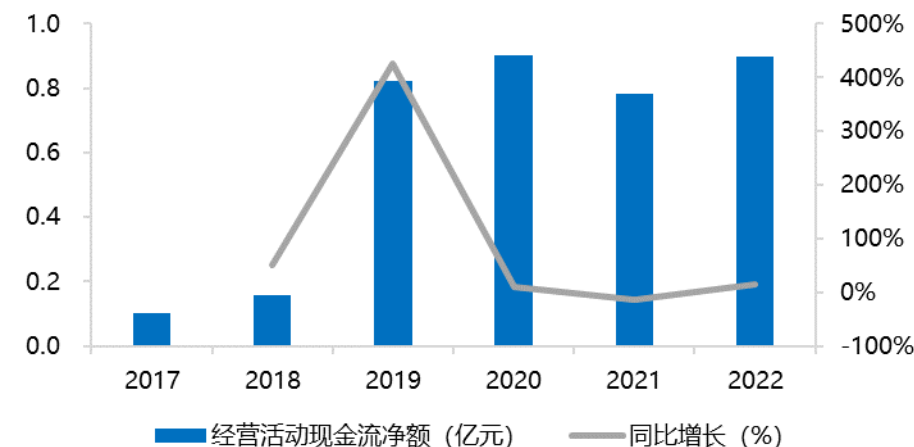
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年毛利率和净利率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

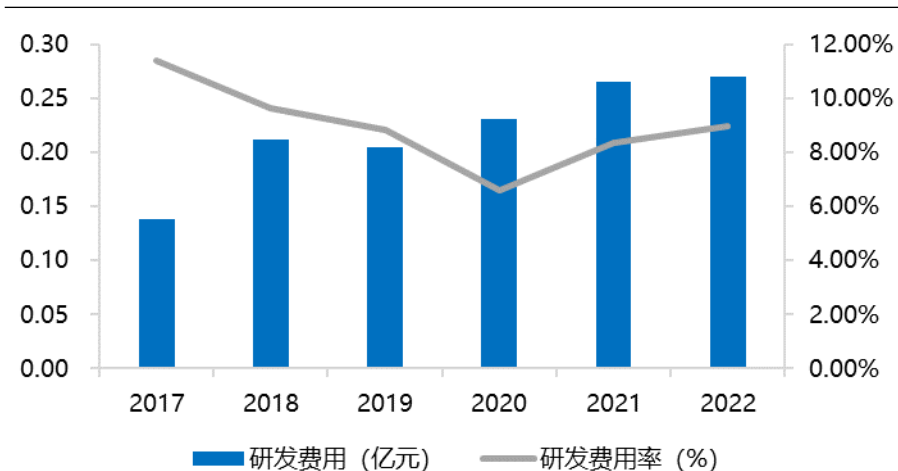
图表：公司经营活动现金流情况



资料来源：wind，国海证券研究所

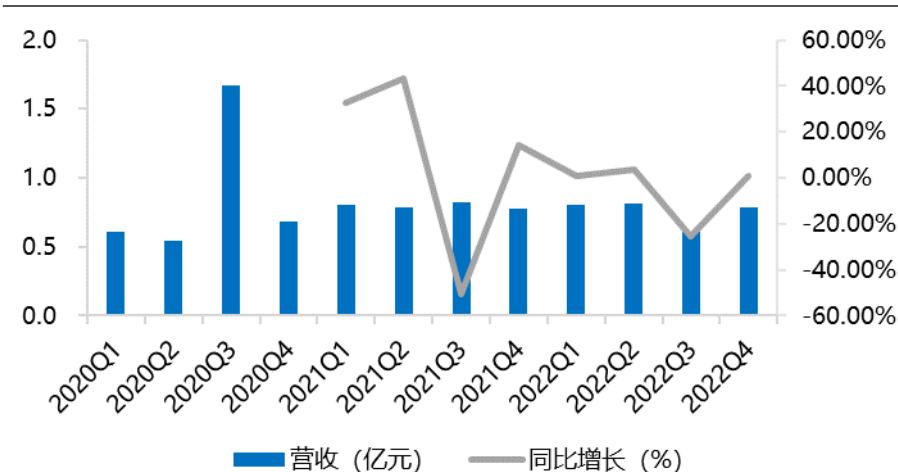
2022Q4营收同增0.74%，归母净利润同降70.13%

图表：2022年研发费用达0.27亿元



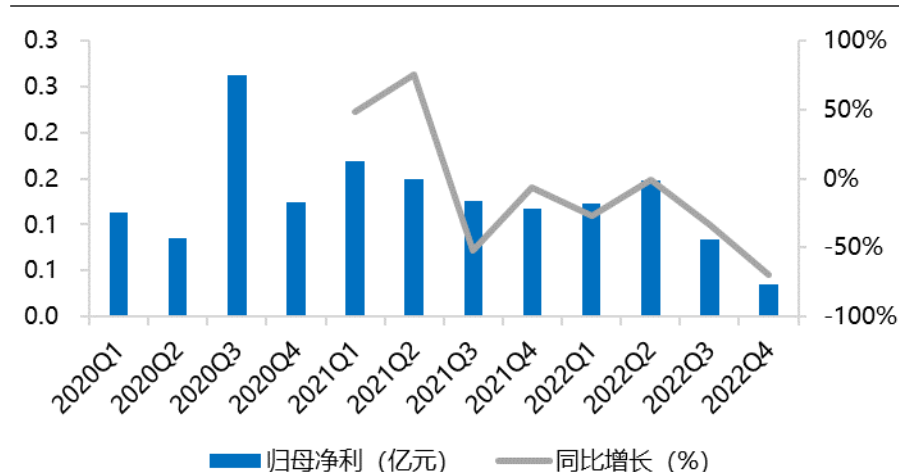
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q4营收同增0.74%



资料来源：wind，国海证券研究所

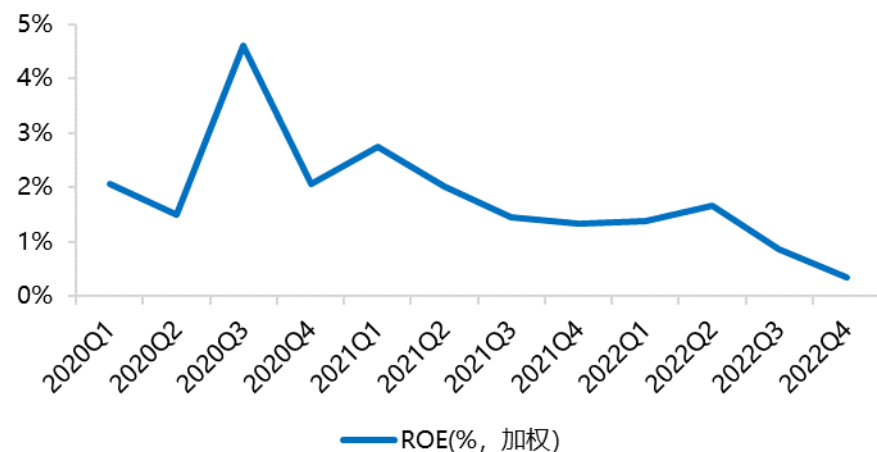
图表：2022Q4归母净利润同降70.13%



资料来源：wind，国海证券研究所

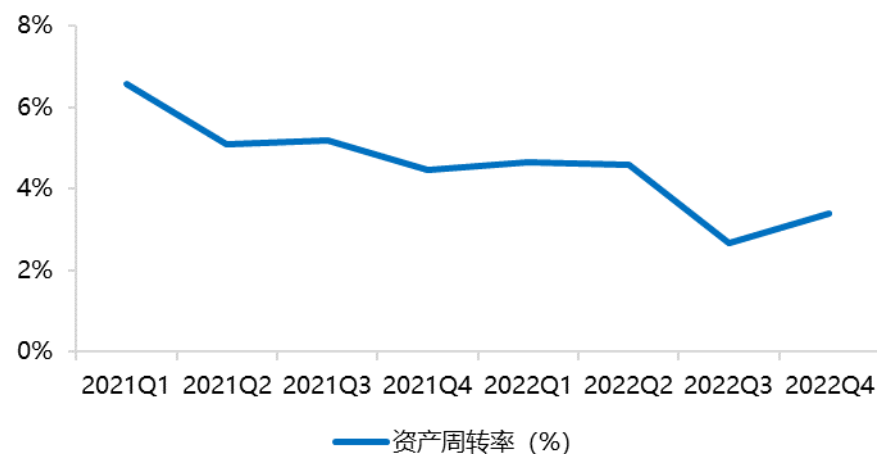
2022Q4毛利率下滑

图表：季度净资产收益率



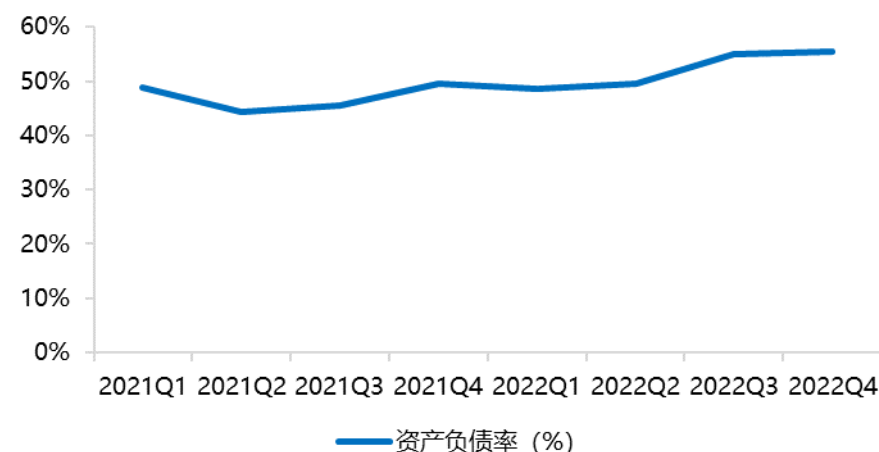
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



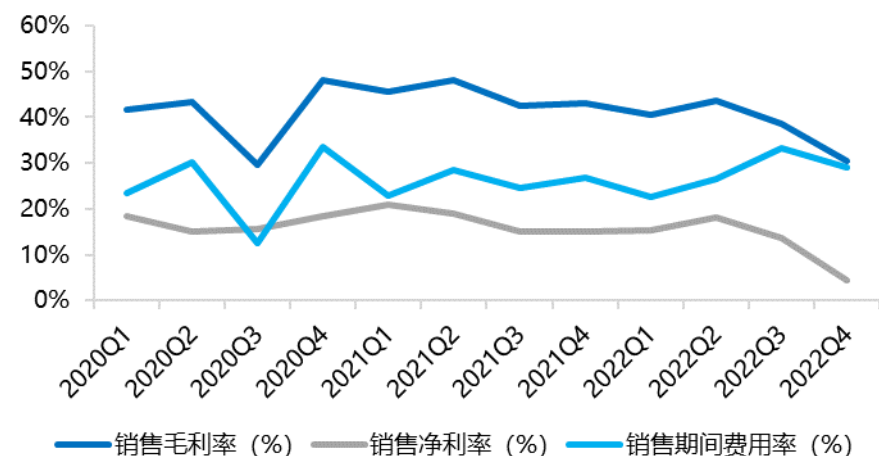
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

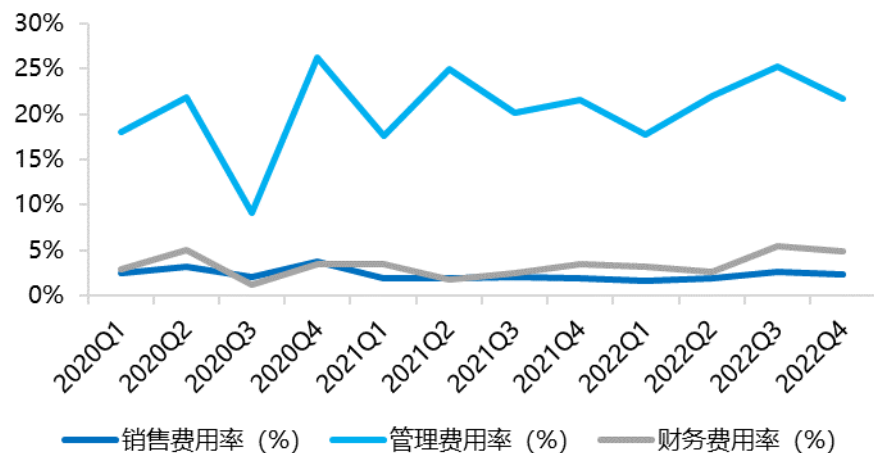
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

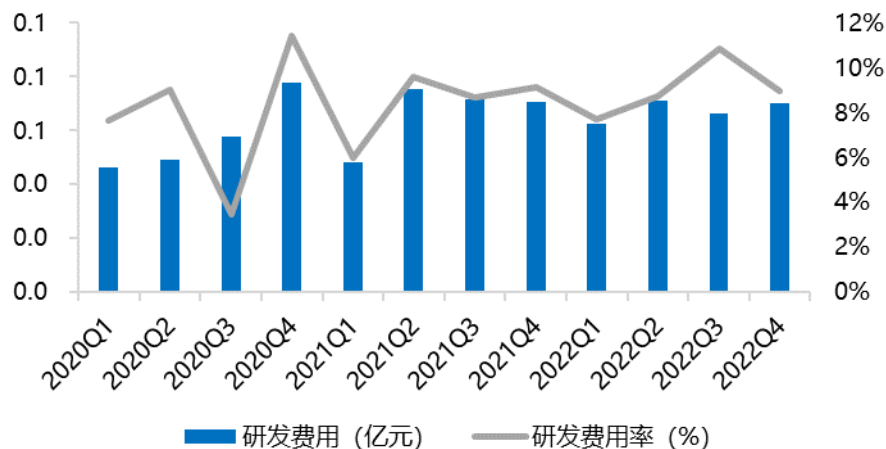
2022Q4期间费用率环比下降

图表：2022Q4期间费用率环比下降



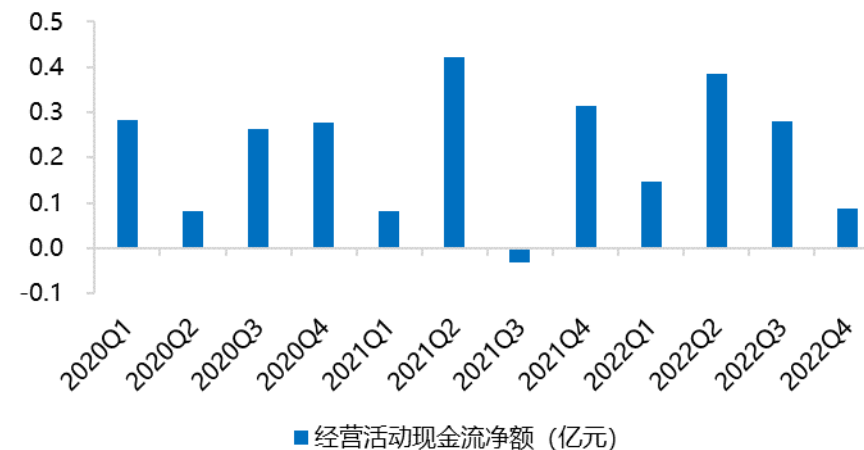
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



资料来源：wind，国海证券研究所

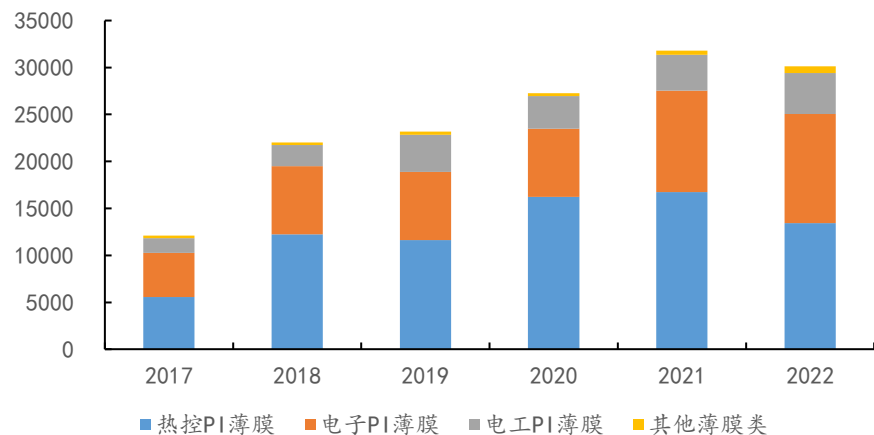
图表：2022Q4经营活动现金流增长



资料来源：wind，国海证券研究所

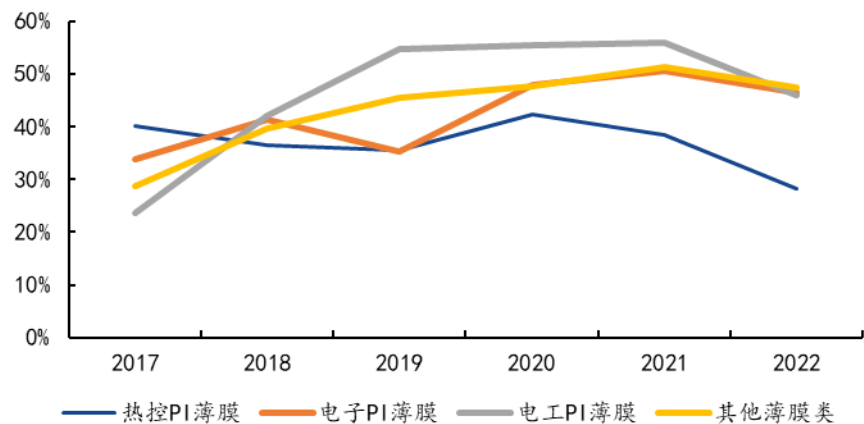
2022年公司主要产品营收情况

图表：公司主要产品收入情况（万元）



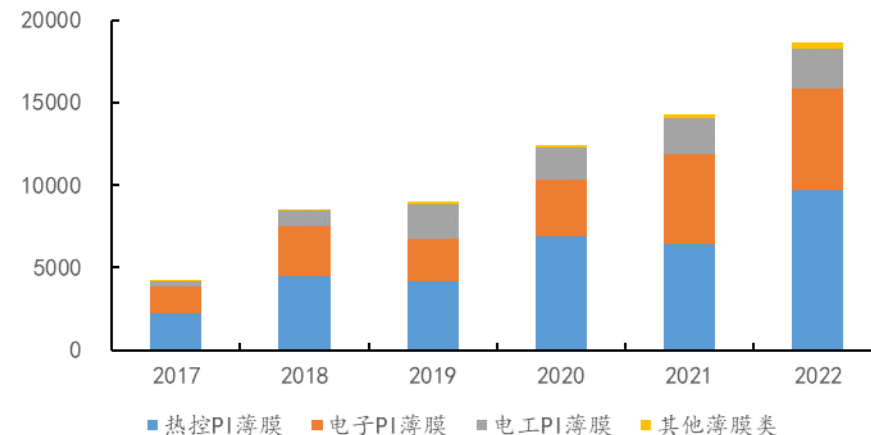
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



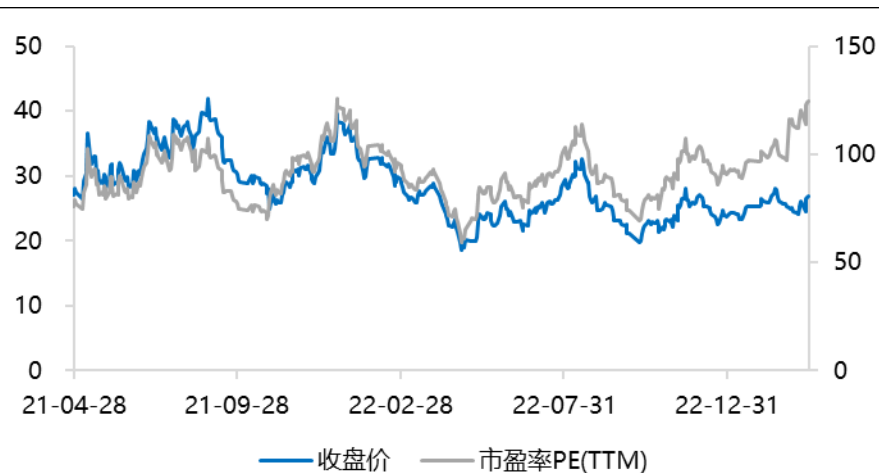
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利情况（万元）



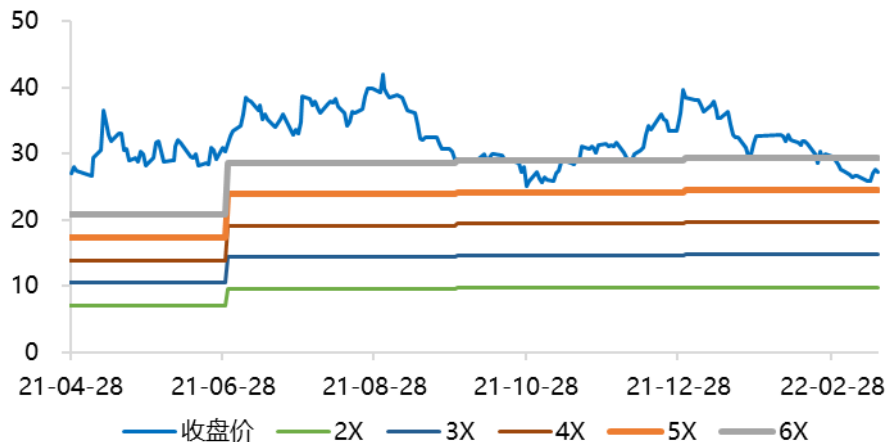
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：收盘价及PE（TTM）



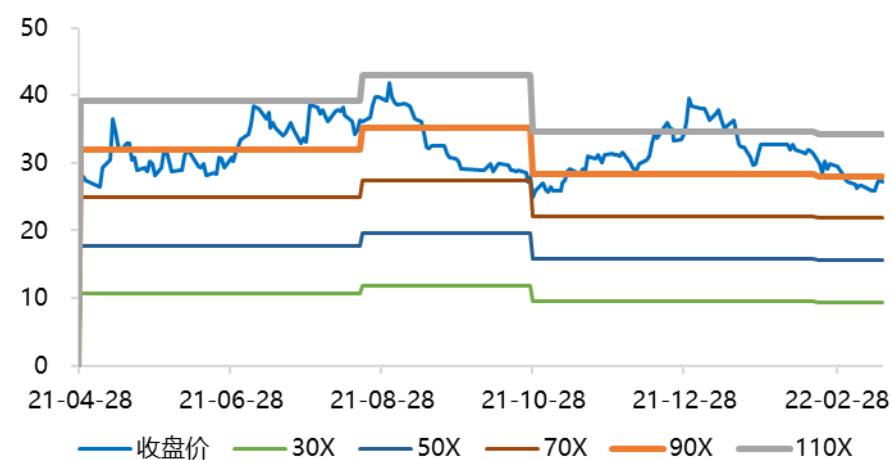
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

瑞华泰盈利预测表

证券代码： 688323

股价： 26.86

投资评级： 买入(维持)

日期： 20230317

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)					每股指标与估值				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	271	242	279	440	营业收入	302	544	890	1141	每股指标				
应收款项	115	207	338	433	营业成本	186	325	513	631	每股指标				
存货净额	69	108	180	215	营业税金及附加	4	7	12	15	EPS	0.22	0.45	0.87	1.31
其他流动资产	28	46	75	93	销售费用	6	11	18	23	BVPS	5.73	6.18	7.05	8.35
流动资产合计	483	602	872	1181	管理费用	38	65	102	120	估值				
固定资产	445	1172	1460	1569	财务费用	12	14	14	13	P/E	108.1	59.9	31.0	20.6
在建工程	1236	548	273	163	其他费用/(-收入)	27	49	80	103	P/B	4.1	4.3	3.8	3.2
无形资产及其他	135	159	175	195	营业利润	39	84	169	260	P/S	14.2	8.9	5.4	4.2
长期股权投资	17	24	32	40	营业外净收支	1	1	1	1	财务指标				
资产总计	2317	2505	2813	3148	利润总额	40	85	170	261	2022A	2023E	2024E	2025E	
短期借款	35	25	25	25	所得税费用	2	4	14	26	盈利能力				
应付款项	120	216	336	416	净利润	39	81	156	235	ROE	4%	7%	12%	16%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	毛利率	38%	40%	42%	45%
其他流动负债	55	76	109	128	归属于母公司净利润	39	81	156	235	期间费率	18%	17%	15%	14%
流动负债合计	210	318	470	569	现金流量表 (百万元)					销售净利率	13%	15%	18%	21%
长期借款及应付债券	1056	1056	1056	1056	经营活动现金流	90	205	248	378	成长能力				
其他长期负债	20	20	20	20	净利润	39	81	156	235	收入增长率	-5%	80%	63%	28%
长期负债合计	1075	1075	1075	1075	少数股东权益	0	0	0	0	利润增长率	-31%	108%	94%	51%
负债合计	1285	1393	1545	1644	折旧摊销	56	139	158	176	营运能力				
股本	180	180	180	180	公允价值变动	0	0	0	0	总资产周转率	0.13	0.22	0.32	0.36
股东权益	1032	1112	1268	1504	营运资金变动	-20	-30	-81	-49	应收账款周转率	4.24	4.30	4.27	4.28
负债和股东权益总计	2317	2505	2813	3148	投资活动现金流	-507	-208	-194	-201	存货周转率	4.37	5.06	4.94	5.30
					资本支出	-498	-191	-176	-183	偿债能力				
					长期投资	-10	-7	-8	-8	资产负债率	55%	56%	55%	52%
					其他	0	-10	-10	-10	流动比	2.30	1.90	1.86	2.08
					筹资活动现金流	499	-26	-16	-16	速动比	1.95	1.52	1.44	1.66
					债务融资	539	-10	0	0					
					权益融资	0	0	0	0					
					其它	-40	-16	-16	-16					
					现金净增加额	82	-29	37	160					

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 化工研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597