

消费电子景气下行影响利润，不改长期国产替代潜力

瑞华泰 (688323.SH)

事件

2022年三季报: Q3 单季实现营收 6127 万元，同比-25.71%；实现归母净利润 831 万元，同比-33.58%，环比-43.74%；实现扣非净利润 247 万元，同比-78.78%。

前三季度公司合计实现营收 2.23 亿元，同比-7.33%；实现归母净利润 3537 万元，同比-20.19%。

简评

下游行业景气下行是业绩环比下行的主要原因

三季度公司营收、利润和利润率均有不同程度下滑。公司三季报对此的解释主要包括：（1）“下半年电子和通讯终端消费市场低迷，公司适度控制经营风险保持良好现金流，同时为嘉兴新建产能投产准备，加快在新能源等新应用领域的系列新产品上线出样、评估，影响三季度营业收入下降，特别对热控 PI 薄膜影响较大，年初至报告期末热控 PI 薄膜收入同比下降 23.54%，本报告期热控 PI 薄膜收入同比下降 31.06%；”（2）“2021 年四季度以来主要化学品原材料及电力单价上涨使营业成本上升，导致毛利率有所下降。”

我们认为下游消费电子的景气下行确实是公司业绩波动的主要原因。公司热控 PI、电子 PI 薄膜业务占到公司整体营收的比例超过 80%，而这两部分业务的终端下游应用都以消费电子为主。而据 Canalys，2022Q3 全国智能手机出货量同比下滑约 11%。因此公司也会不可避免地受到下游需求景气下行的冲击。

PI 膜材料性能优异，市场前景良好、国产替代趋势不变

1、PI 材料技术难度高、前期投资大，整体国产率仍不足 10%，尚有充分渗透率提升空间：PI 薄膜，即聚酰亚胺薄膜，是一种高性能高分子材料，誉为“黄金薄膜”，PI 薄膜行业也属于国家战略性新兴产业。PI 薄膜的主要性能包括高导热（前驱体 PI 薄膜）、耐高低温、绝缘等级高、耐辐照、耐折叠等。按产品类型可主要分为热控 PI、电子 PI、电工 PI 等，广泛应用于柔性线路板、消费电子、轨道交通、5G 通信、柔性显示、航天航空等领域。PI 行业进入壁垒很高，具体包括（1）技术难度高：PI 膜由 ODA、PMDA 等单体生产，其生产过程中，工艺、配方、设备三方面均存在较高壁垒。（2）固定资产投资规模大，如公司每百吨级 PI 膜产线投资近亿元。

维持

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 执证编号:S1440521100005

邓天泽

dengtianze@csc.com.cn

SAC 执证编号:S1440522080003

发布日期：2022 年 11 月 03 日

当前股价：23.19 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	9.80/10.68	-18.66/-12.75	-11.56/2.93
12 月最高/最低价 (元)			39.66/18.56
总股本 (万股)			18,000.00
流通 A 股 (万股)			9,548.39
总市值 (亿元)			41.74
流通市值 (亿元)			22.14
近 3 月日均成交量 (万)			112.25
主要股东			
航科新世纪科技发展(深圳)有限公司			23.38%

股价表现



相关研究报告

2022-08-31 【中信建投化学制品】瑞华泰(688323): 经营平稳,募投项目及在研项目持续推进

由于 PI 薄膜的高壁垒，多年来国内 PI 薄膜市场基本为杜邦、钟渊化学、SKPI 等美国、日韩企业等所垄断。大陆本土 PI 薄膜企业的份额始终不高，目前行业国产化率仅不到 10%。

2、主流品牌纷纷推出折叠屏手机，柔性显示有望成为 PI 材料潜在关键增长点

近年来，主流手机品牌纷纷推出折叠屏方案，如华为在 mate X2 后又发布 P50 Pocket，三星继 2019 年发布 Galaxy Fold 后，也相继发布多款折叠屏机型。折叠屏的屏幕盖板等柔性显示结构部件，要求使用（1）高透光率（2）耐弯折性能（3）无色透明的材料。满足对应需求的材料仅有 CPI（即无色透明 PI）、UTG 等极少数材料。CPI 是非常高端的 PI 薄膜材料，其生产难度、价格、利润率在所有 PI 薄膜种类中也属于天花板级别。未来如折叠屏推广、带动 CPI 材料需求放量。具备 CPI 量产能力的企业有望迎来极佳发展机遇。

3、新应用领域层出不穷，其他增量市场同样可观

PI 因为其各方面的优异性能，除电工、电子、热控等领域传统应用外，近年来也在不断扩展新的应用方向。除上述提及的折叠屏材料外，也包括（1）新能源汽车对电子 PI 的需求比传统燃油车更加丰富，如 FPC 正在部分替代线缆，而 FPC 有相当一部分成本来自 PI；另外的应用场景包括高电压平台、驱动电机；（2）热控 PI 在新能源汽车、5G 终端等方面的应用；（3）CPI 除柔性显示外，在窗膜、光波导电路的光伏太阳能电池潜在应用。

筭路蓝缕，公司为 PI 国产化先驱，发展潜力可观

公司成立于 2004 年，致力于 PI 薄膜的研产销。经过多年发展，公司 PI 薄膜量产产品从无到有、逐步成长，截至 2021 年末 PI 薄膜产能已达到 1050 吨规模，且产品涵盖热控 PI、电子 PI、电工 PI 薄膜，无论从产能规模、涉及品类上均明显与国内其他企业。且目前借上市公司平台获取更便捷的融资渠道，可支撑后续持续扩大的资本开支。长期看，公司有望引领国内 PI 材料国产化，并涉足 PI 薄膜层出不穷的新应用领域，发展潜力可观。另一方面，公司在 CPI 材料方面也拥有相当的技术储备。据招股说明书，公司无色 PI 薄膜产品荣获 2014 年中国国际新材料产业博览会金奖；柔性显示用 CPI 薄膜为样品销售。根据公司在投资者问答平台上的回复，CPI 量产线正在设备安装阶段。未来华为等品牌折叠屏手机放量有望带来折叠屏材料需求大量提升，公司如能实现 CPI 材料的产业化，有望取得收入、利润体量上的突破性增长。

盈利预测和投资建议

预计 22、23、24 年归母净利分别为 0.46、0.77、1.18 亿元，分别对应 92X、54X、35X PE。维持“买入”评级。

风险提示

- 1、技术扩散或技术迭代的风险：PI 膜材料行业为典型的技术驱动型行业，公司产品性能、产销量在国内企业中较为领先。但也有可能发生生产技术扩散到其他企业，使得公司的相对竞争优势被削弱；或伴随下游消费电子、新能源汽车、工控系统等领域产品、技术的更新换代，使得公司的产品和技术不再适应新的市场需求。
- 2、高端产品认证和规模量产不及预期的风险：公司在 CPI 膜、航空航天领域用 PI 膜等高端 PI 膜方面有较深技术积累，但仍然存在相关产品通过下游关键客户的认证不及预期的风险，或规模化量产线良品率无法达到标准的风险。
- 3、原材料价格波动风险：公司主要采购的单体，与原油价格相关性较强。当原油价格剧烈上涨时，可能推动公司原材料涨价，进而对公司产品销售产生负面影响。

表 1: 预测和比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	350	319	300	417	669
主营收入增长率	50.7	-9.0	-6.0	39.1	60.6
净利润（百万元）	59	56	46	77	118
净利润增长率	70.8	-4.2	-18.8	70.0	52.3
ROE	9.6	6.4	4.9	7.8	10.6
EPS（元）	0.43	0.31	0.25	0.43	0.65
PE	53.5	74.5	91.7	53.9	35.4
PB	5.2	4.7	4.6	4.2	3.8

数据来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

卢昊：中信建投证券化工及能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 5 年行业研究经验。

邓天泽：复旦大学物理学学士、人民大学金融学硕士，2019 年 7 月加入中信建投化工组。主要覆盖煤化工、纯碱、有机硅行业及部分新材料上市公司。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
弱于大市		相对跌幅 10% 以上	

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话: (8610) 8513-0588
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务
 中心 B 座 22 层
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk

