

公司研究

下游需求疲弱业绩承压，拟发 10 亿元可转债大幅扩建 OLED 材料产能

——瑞联新材（688550.SH）2022 年年度报告及 2023 年一季报点评

买入（维持）

当前价：46.45 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：周家诺

021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

联系人：胡星月

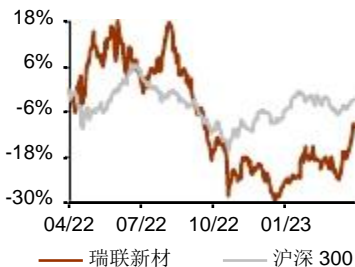
010-58452014

huxingyue@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.98
总市值(亿元)	45.71
一年最低/最高(元)	45.17/78.69
近 3 月换手率	138.08%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.69	-3.10	-53.06
绝对	-13.85	-7.12	-25.21

资料来源：Wind

相关研报

显示材料收入下降 22Q3 业绩承压，募资建设产业基地培育新动能——瑞联新材（688550.SH）2022 年三季报点评（2022-11-01）

要点

事件 1：公司发布 2022 年年报。报告期内，公司实现营收 14.80 亿元，同比下降 2.96%；实现归母净利润 2.47 亿元，同比增长 2.82%；实现扣非后归母净利润 2.25 亿元，同比增长 4.92%。22 年 Q4 公司实现营收 2.91 亿元，同比减少 25.72%，环比减少 0.08%；实现归母净利润 0.37 亿元，同比减少 47.69%，环比减少 22.19%。

事件 2：公司发布 2023 年一季报。报告期内，公司实现营收 2.74 亿元，同比减少 35.53%，环比减少 6.01%；实现归母净利润 0.14 亿元，同比减少 82.38%，环比减少 62.36%。

点评：

22 年业绩实现微增，受显示面板需求下滑影响 23 年 Q1 业绩短期承压。22 年公司主营业务显示材料板块总体业绩仍略有增长，显示材料销量为 255.76 吨，同比 -7.6%，共实现销售收入 12.5 亿元，同比+3.97%，毛利率为 36%，同比+6pct。受显示面板行业景气下行影响，公司显示材料下游需求下滑，但由于产业链整体的传递时滞性，该板块在 22 年上半年仍保持高速增长态势，下半年呈现下滑态势。OLED 业务方面，22 年其占总营收的比例接近 40%，占比同比提升了 8pct，除原有主力产品继续稳步增量供应外，千万级以上收入的产品数量大幅增长，同时新品数量仍保持较高增速，板块整体毛利有明显提升。与此同时，公司是目前国内唯一能够规模化量产全系列氙代发光材料（红绿蓝）的企业，22 年氙代发光材料销售额占 OLED 材料销售额的 27%。23 年 Q1 下游需求仍未恢复，虽然经营情况逐月改善，但公司同比营收仍下降了 35.53%，另外，公司持续加大研发投入力度，23 年 Q1 研发投入高达 0.28 亿元，同比增长 11.54%。

22 年医药 CDMO 板块收入虽有下滑，但公司坚持长期发展战略不动摇。22 年公司医药 CDMO 板块实现销售收入 1.82 亿元，同比-35.21%。22 年公司医药中间体共实现销量 36.91 吨，同比-42.86%，这主要由于下游客户选择优先消化库存而下调了公司主力产品的采购预期，新产品的采购需求也因此受到影响。另外，由于商务交流不便，公司医药市场开拓受限，加之部分医药管线对应终端药物的研发、临床或上市进度被迫暂停、延后。但是，医药业务一直以来是公司的长期重要的发展战略，公司持续从人才引进、研发投入等方面优化该板块的资源配置，不断丰富产品种类和结构，在产品管线层面，截至 2022 年底公司共有医药管线 140 个，相较于 2021 年底净增加 40 个，其中终端药物为创新药的项目 103 个，仿制药项目 32 个，未知 5 个。2022 年下半年，瑞联制药原料药项目一期车间已建成，已导入数个原料药产品进行试生产，瑞联制药已取得《药品生产许可证》，部分原料药产品的工艺验证已完成，正在进行稳定性考察，部分产品正在进行工艺验证，部分产品处于中试放大阶段。预计 2024 年将有部分产品通过 GMP 符合性检查。

电子化学品及其他新材料业绩稳增，高端光刻胶材料为重点布局方向。电子化学品及其他新材料方面，22 年公司实现销售收入 4500 万元，同比+6.99%，公司电子化学品及其他产品共实现销量 17.91 吨，同比-27.20%。近年来该板块新品数量和形成销售的产品数量均快速增加，为未来的业绩增长奠定了重要基础。公司围绕电子信息产业，以半导体光刻胶单体和显示用高端光刻胶为主要方向，主要面向日本和欧美市场，加大对电子化学品及其他新材料的研发投入和市场开拓，已开发出半导体光刻胶单体、PI 单体和 TFT 平坦层光刻胶等多款产品，发展潜力巨大。

拟发行 10 亿元可转债助力产能增长，公司业绩有望持续改善。22 年，公司各募投项目产能逐步释放，OLED 及其他功能材料生产项目部分车间陆续投入使用，资源无害化项目、瑞联制药原料药项目一期车间开始试运行，蒲城海泰新能源材料自动化生产项目已交付。在建产能方面，截至 22 年年底，蒲城海泰共有在建产能 1220.1 吨，预计不晚于 23 年三季度完工；瑞联制药共有在建产能 65.4 吨，一期预计于 23 年上半年完工。与此同时，23 年 3 月，公司发布 23 年可转债募投预案，拟募集资金总额不超过 10 亿元（含），扣除发行费用后的募集资金净额将投入 OLED 升华前材料及高端精细化学品产业基地项目和补充流动资金，前者的投资总额为 8 亿元，拟使用募集资金 8 亿元。随着新增产能的逐步放量，公司业绩有望持续向好。

盈利预测、估值和评级：22 年公司业绩实现微增，但下半年由于面板行业景气下行业绩有所下滑，全年业绩略低于此前预期。考虑到面板行业需求仍在逐步恢复的过程中，我们下调公司 23-24 年盈利预测，新增 25 年的盈利预测，预计公司 23-25 年的归母净利润分别为 2.56（下调 23.8%）/3.09（下调 24.8%）/3.80 亿元。我们看好公司在 OLED 材料领域的领先地位和医药领域的成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，医药中间体价格波动，项目建设进度不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,526	1,480	1,635	1,944	2,313
营业收入增长率	45.35%	-2.96%	10.45%	18.89%	18.97%
净利润（百万元）	240	247	256	309	380
净利润增长率	36.70%	2.82%	3.73%	20.94%	23.02%
EPS（元）	3.42	2.51	2.60	3.14	3.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.40%	8.34%	8.27%	9.43%	10.83%
P/E	14	19	18	15	12
P/B	1.1	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-21，2021 年年末公司总股本为 0.70 亿股，2022 年及以后公司总股本为 0.98 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,526	1,480	1,635	1,944	2,313
营业成本	987	907	977	1,148	1,348
折旧和摊销	81	104	168	193	218
税金及附加	14	13	15	17	21
销售费用	28	32	36	42	50
管理费用	165	177	195	232	276
研发费用	83	104	115	137	163
财务费用	-32	-22	31	39	50
投资收益	16	7	7	7	7
营业利润	272	276	286	345	423
利润总额	271	272	282	341	420
所得税	32	26	26	32	39
净利润	240	247	256	309	380
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	240	247	256	309	380
EPS(元)	3.42	2.51	2.60	3.14	3.87

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	179	194	446	382	525
净利润	240	247	256	309	380
折旧摊销	81	104	168	193	218
净营运资金增加	150	183	29	214	191
其他	-291	-340	-6	-334	-265
投资活动产生现金流	-1,104	170	-473	-518	-493
净资本支出	-406	-516	-500	-500	-500
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-698	686	27	-18	7
融资活动现金流	226	-465	-154	-132	42
股本变化	0	28	0	0	0
债务净变化	303	-293	-5	30	240
无息负债变化	440	-298	82	32	100
净现金流	-703	-98	-181	-268	74

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	35.3%	38.7%	40.2%	41.0%	41.7%
EBITDA 率	24.7%	25.5%	28.9%	29.5%	29.8%
EBIT 率	19.4%	18.5%	18.7%	19.6%	20.4%
税前净利润率	17.8%	18.4%	17.3%	17.6%	18.2%
归母净利润率	15.7%	16.7%	15.6%	15.9%	16.5%
ROA	6.3%	7.4%	7.2%	8.1%	8.7%
ROE (摊薄)	8.4%	8.3%	8.3%	9.4%	10.8%
经营性 ROIC	15.8%	11.1%	10.6%	11.0%	11.9%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	25%	12%	13%	14%	20%
流动比率	2.95	5.28	4.18	3.53	2.46
速动比率	2.41	3.58	2.64	1.91	1.31
归母权益/有息债务	9.42	295.40	618.63	93.46	12.76
有形资产/有息债务	12.46	327.63	699.43	106.84	15.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	3,831	3,340	3,555	3,804	4,376
货币资金	1,326	838	656	389	463
交易性金融资产	451	140	140	140	140
应收账款	307	247	273	324	386
应收票据	166	9	9	11	13
其他应收款 (合计)	1	1	1	1	1
存货	528	625	677	806	957
其他流动资产	39	66	66	66	66
流动资产合计	2,851	1,939	1,838	1,755	2,045
其他权益工具	0	25	25	25	25
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	627	1,022	1,282	1,523	1,744
在建工程	152	193	223	242	257
无形资产	32	42	38	34	30
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	79	47	47	47	47
非流动资产合计	979	1,401	1,717	2,050	2,331
总负债	976	385	462	524	864
短期借款	303	10	0	25	260
应付账款	247	201	231	263	314
应付票据	160	57	110	101	135
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	155	32	32	32	32
流动负债合计	966	367	440	496	831
长期借款	0	0	5	10	15
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	11	11	11	11
非流动负债合计	10	18	23	28	33
股东权益	2,855	2,956	3,093	3,280	3,512
股本	70	98	98	98	98
公积金	2,219	2,229	2,229	2,229	2,229
未分配利润	565	679	817	1,003	1,236
归属母公司权益	2,855	2,956	3,093	3,280	3,512
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	1.83%	2.18%	2.18%	2.18%	2.18%
管理费用率	10.80%	11.94%	11.94%	11.94%	11.94%
财务费用率	-2.12%	-1.51%	1.89%	2.02%	2.16%
研发费用率	5.46%	7.05%	7.05%	7.05%	7.05%
所得税率	12%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	1.70	1.20	1.24	1.51	1.85
每股经营现金流	2.55	1.97	4.54	3.88	5.33
每股净资产	40.67	30.04	31.43	33.33	35.69
每股销售收入	21.74	15.04	16.62	19.76	23.51

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	14	19	18	15	12
PB	1.1	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	5.6	10.3	8.7	7.7	6.8
股息率	3.7%	2.6%	2.7%	3.2%	4.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE