华泰证券 HUATAI SECURITIES

21 年业绩重回增长，医药中间体放量

华泰研究 年报点评

2022 年 3 月 31 日 | 中国内地 化学制品

投资评级(维持)：	增持
目标价(人民币)：	32.30

研究员 庄汀洲
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
+86-10-56793939

研究员 王帅
SAC No. S0570520110001 bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868 021-28972099

联系人 姚雯蕙
SAC No. S0570122010032 yaowenyi@htsc.com

联系人 张雄
SAC No. S0570121100029 zhangxiong@htsc.com

21 年重回增长，维持“增持”评级

飞凯材料于 3 月 30 日发布年报，21 年实现营收 26.3 亿，同比增 40.9%，实现归母净利润 3.9 亿，同比增 67.9%，按照 5.29 亿股的总股本计算，对应 EPS 为 0.73 元，基本符合我们的预期（EPS 0.72 元）。Q4 实现营收 7.4 亿，同比增 42.5%，实现归母净利润 1.2 亿，同比增 92.0%。公司深耕屏显材料、半导体材料等国产替代重点领域，医药中间体快速放量，我们上调公司 2022-2023 年 EPS 预测分别至 1.01/1.09 元（前值 0.85/1.03 元），引入 24 年盈利预测为 1.17 元，结合可比公司估值（2022 年 Wind 一致预期平均 27 倍 PE），考虑公司医药中间体业务增速较快，给予公司 2022 年 32 倍 PE，对应目标价 32.30 元（前值 32.30 元，基于 22 年 38 倍 PE），维持“增持”评级。

屏显材料及光固化材料品类扩张，医药中间体放量

据公司公告，21 年公司屏显材料实现收入 13.0 亿元，同比增 42.3%，液晶材料及屏显用正性光刻胶销量快速增长，负性光刻胶实现量产，品类扩展加速；21 年半导体材料实现收入 5.5 亿元，同比增 35.2%，受下游需求旺盛及国产替代双重刺激，公司湿电子化学品、环氧塑封料等材料快速放量；紫外固化光纤涂料出货量恢复增长，21 年实现收入 5.0 亿元，同比增 24.9%。医药中间体领域，公司主要产品用于抗病毒药物、抗生素及心脑血管领域，21H2 销量大幅提升，相关板块收入 2.76 亿，同比增 93.9%。

22Q1 业绩同比延续高增态势，医药中间体快速放量

公司于同日公布 22Q1 业绩预告，预计实现归母净利润 1.2-1.4 亿元，同比增 106.7%-139.8%。根据公司公告，由于所处行业市场环境较好，公司主营产品销量有一定增加，其中医药中间体产品由于下游客户需求大幅增长，相关营业收入显著提高；屏幕显示板块老产品产能投放，新产品放量突破，板块收入增长迅速；半导体材料受下游需求增加带动维持较好增速。

可转债募投项目稳步推进，产品结构不断丰富

据公司公告，5000 吨/年 TFT-LCD 光刻胶项目已向客户稳定供货，5500 吨/年合成新材料项目和 100 吨/年高性能光电新材料提纯项目产能正稳步提升，集成电路封装材料基地项目部分产线已投产。同时，公司可转债募投 1 万吨/年紫外固化光纤涂覆材料扩建项目、120 吨/年 TFT-LCD 混合液晶显示材料项目、150 吨/年 TFT-LCD 合成液晶显示材料项目及 15 吨/年 OLED 终端显示材料升华提纯项目均在稳步推进。公司产品结构不断完善，未来医药中间体、半导体材料、显示材料及涂料多点开花，带动业绩持续增长。

风险提示：核心技术外泄风险，半导体材料收入增速低于预期风险，医药中间体收入波动风险。

经营预测指标与估值

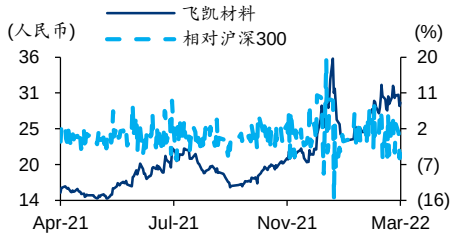
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	1,864	2,627	3,271	3,754	4,321
+/-%	23.17	40.94	24.51	14.75	15.11
归属母公司净利润 (人民币百万)	229.83	385.87	532.54	576.88	617.80
+/-%	(9.92)	67.89	38.01	8.33	7.09
EPS (人民币，最新摊薄)	0.43	0.73	1.01	1.09	1.17
ROE (%)	8.19	12.35	14.70	13.87	13.05
PE (倍)	66.69	39.72	28.78	26.57	24.81
PB (倍)	5.39	4.84	4.19	3.65	3.21
EV EBITDA (倍)	34.70	24.27	20.30	17.91	16.53

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	32.30
收盘价 (人民币 截至 3 月 30 日)	28.99
市值 (人民币百万)	15,326
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	656.81
52 周价格范围 (人民币)	14.26-35.79
BVPS (人民币)	5.98

股价走势图



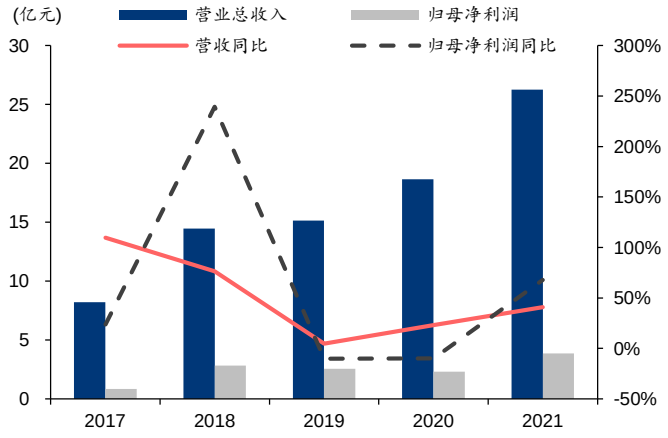
资料来源：Wind

图表1： 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价（元/股） 3 月 30 日	市值（亿元） 3 月 30 日	EPS（元） 2021E	2022E	2023E	P/E（x） 2021E	2022E	2023E
晶瑞电材	300655 CH	31.55	109	0.61	0.84	1.21	52	38	26
八亿时空	688181 CH	40.43	39	2.14	2.85	3.42	19	14	12
雅克科技	002409 CH	52.81	251	1.25	1.77	2.42	42	30	22
平均							38	27	20

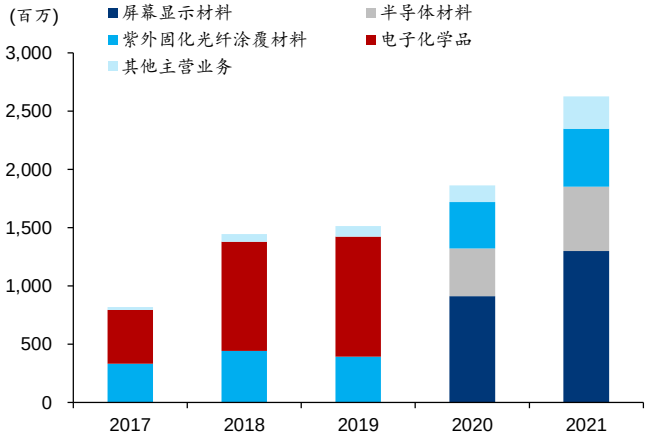
注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期，其中八亿时空 2021 年 EPS 采取业绩快报数据
资料来源：Wind，华泰研究

图表2： 飞凯材料业绩情况



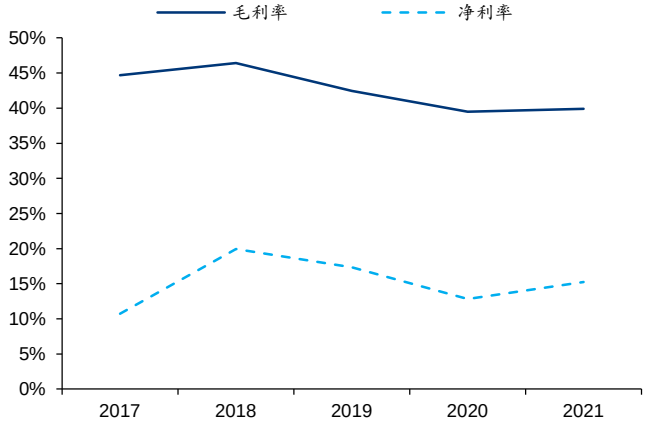
资料来源：Wind，华泰研究

图表3： 飞凯材料收入结构



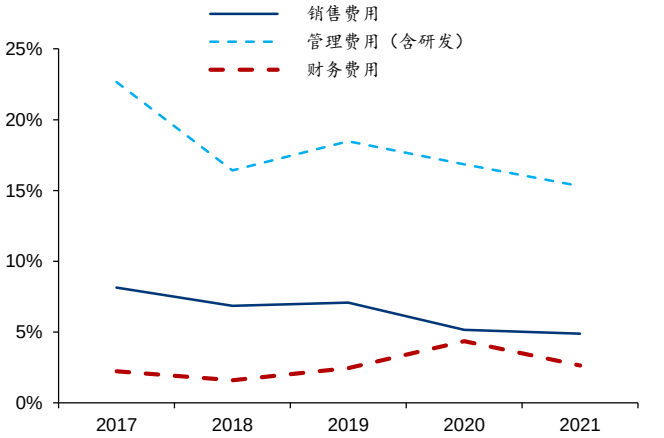
资料来源：Wind，华泰研究

图表4： 飞凯材料毛利率与净利率情况



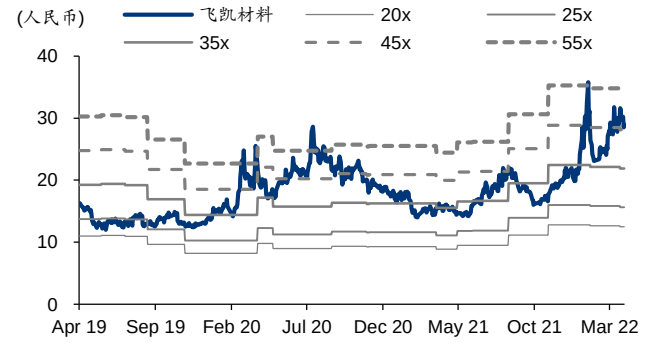
资料来源：Wind，华泰研究

图表5： 飞凯材料费用率情况



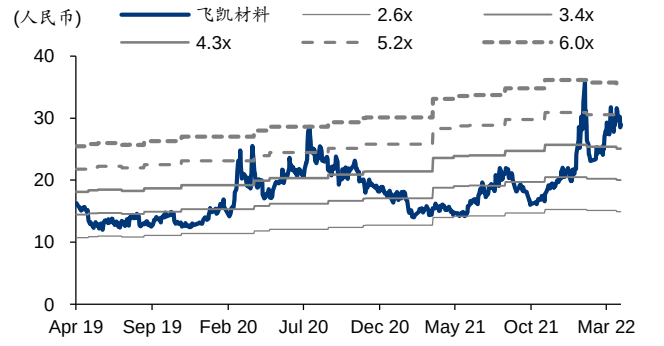
资料来源：Wind，华泰研究

图表6： 飞凯材料 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表7： 飞凯材料 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,868	2,997	3,053	3,503	4,048
现金	1,349	1,011	869.67	1,130	1,161
应收账款	603.17	818.52	1,078	1,098	1,407
其他应收账款	13.96	17.77	21.73	23.59	28.58
预付账款	30.87	61.42	53.50	78.37	73.42
存货	507.97	663.15	777.19	903.67	1,069
其他流动资产	362.97	424.98	253.49	268.47	310.20
非流动资产	2,672	2,864	3,266	3,455	3,676
长期投资	17.95	0.03	(5.58)	(17.35)	(26.04)
固定投资	923.78	1,184	1,712	2,003	2,277
无形资产	292.54	278.23	301.09	300.22	288.76
其他非流动资产	1,437	1,403	1,259	1,169	1,136
资产总计	5,539	5,861	6,319	6,958	7,724
流动负债	1,663	1,773	1,719	1,816	1,999
短期借款	762.96	725.29	725.29	725.29	725.29
应付账款	237.96	364.91	376.55	488.73	526.82
其他流动负债	661.73	682.46	617.45	601.98	746.51
非流动负债	957.57	840.93	834.96	819.19	803.43
长期借款	108.34	95.54	89.57	73.80	58.04
其他非流动负债	849.23	745.39	745.39	745.39	745.39
负债合计	2,620	2,614	2,554	2,635	2,802
少数股东权益	73.96	83.78	104.81	127.60	152.00
股本	515.86	516.10	528.68	528.68	528.68
资本公积	986.14	997.19	997.19	997.19	997.19
留存公积	1,169	1,521	2,019	2,559	3,137
归属母公司股东权益	2,845	3,164	3,660	4,195	4,770
负债和股东权益	5,539	5,861	6,319	6,958	7,724

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	170.84	255.12	373.14	637.03	465.04
净利润	239.18	400.96	553.57	599.67	642.20
折旧摊销	84.55	112.27	127.01	118.17	162.55
财务费用	81.02	69.26	50.57	46.97	43.81
投资损失	(0.23)	(77.20)	(78.57)	(78.57)	(78.57)
营运资金变动	(239.74)	(329.45)	(260.33)	(81.79)	(321.35)
其他经营现金	6.06	79.27	(19.12)	32.58	16.41
投资活动现金	(362.24)	(352.05)	(236.19)	(273.10)	(334.94)
资本支出	(263.59)	(265.97)	(523.48)	(361.41)	(419.70)
长期投资	(102.17)	(86.79)	5.61	11.77	8.69
其他投资现金	3.53	0.72	281.68	76.54	76.07
筹资活动现金	460.19	(361.71)	(278.06)	(103.38)	(99.80)
短期借款	(389.05)	(37.67)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(29.99)	(12.80)	(5.97)	(15.77)	(15.77)
普通股增加	(1.78)	0.24	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1.66)	11.05	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	882.67	(322.53)	(272.10)	(87.61)	(84.03)
现金净增加额	259.13	(462.46)	(141.11)	260.55	30.30

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,864	2,627	3,271	3,754	4,321
营业成本	1,128	1,578	1,941	2,266	2,659
营业税金及附加	18.06	23.35	29.44	33.78	38.89
营业费用	95.94	127.81	160.28	183.93	211.71
管理费用	177.39	209.41	261.69	300.29	345.66
财务费用	81.02	69.26	50.57	46.97	43.81
资产减值损失	(4.08)	(21.88)	(27.24)	(31.26)	(35.98)
公允价值变动收益	30.84	(16.34)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.23	77.20	78.57	78.57	78.57
营业利润	275.95	478.29	646.07	699.70	749.18
营业外收入	1.04	0.15	1.00	1.00	1.00
营业外支出	2.08	4.02	3.00	3.00	3.00
利润总额	274.91	474.41	644.07	697.70	747.18
所得税	35.72	73.45	90.49	98.03	104.98
净利润	239.18	400.96	553.57	599.67	642.20
少数股东损益	9.35	15.10	21.04	22.79	24.40
归属母公司净利润	229.83	385.87	532.54	576.88	617.80
EBITDA	455.76	656.09	793.18	884.69	957.60
EPS (人民币，基本)	0.43	0.73	1.01	1.09	1.17

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	23.17	40.94	24.51	14.75	15.11
营业利润	(9.75)	73.33	35.08	8.30	7.07
归属母公司净利润	(9.92)	67.89	38.01	8.33	7.09
获利能力 (%)					
毛利率	39.48	39.92	40.65	39.65	38.46
净利率	12.83	15.26	16.92	15.98	14.86
ROE	8.19	12.35	14.70	13.87	13.05
ROIC	9.41	12.23	13.46	13.54	12.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.30	44.59	40.42	37.88	36.28
净负债比率 (%)	19.58	22.12	17.75	9.10	7.10
流动比率	1.72	1.69	1.78	1.93	2.03
速动比率	1.36	1.25	1.26	1.36	1.43
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.46	0.54	0.57	0.59
应收账款周转率	3.49	3.70	3.45	3.45	3.45
应付账款周转率	5.88	5.24	5.24	5.24	5.24
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.73	1.01	1.09	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.48	0.71	1.20	0.88
每股净资产(最新摊薄)	5.38	5.98	6.92	7.93	9.02
估值比率					
PE (倍)	66.69	39.72	28.78	26.57	24.81
PB (倍)	5.39	4.84	4.19	3.65	3.21
EV EBITDA (倍)	34.70	24.27	20.30	17.91	16.53

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、王帅，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司