



买入（维持）

所属行业：化工
当前价格(元)：54.04

证券分析师

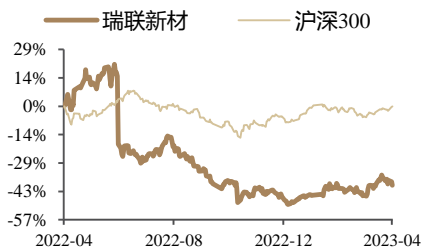
李骥

资格编号：S0120521020005

邮箱：lij3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.95	2.80	8.82
相对涨幅(%)	3.82	-0.36	8.22

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《瑞联新材(688550.SH)：显示材料持续放量，医药CDMO带来新机遇》，2021.06.15

瑞联新材(688550.SH)：显示材料、医药板块短期承压，需求回暖下看好长期成长性

投资要点

- 事件：**4月17日，公司发布2022年年度报告。2022年公司实现营业收入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%。
- 面板产业链景气度下行，公司显示材料板块增速放缓。**2022年，公司显示材料板块实现营业收入12.50亿元，同比增长3.97%，该板块在公司总营收中占比84.43%。2022年上半年公司显示材料板块维持高增长态势，液晶材料、OLED材料分别增长39.67%、48.11%。进入下半年，由于全球通胀、经济低迷等因素影响终端消费电子需求疲软，导致面板价格下跌、面板库存积压，面板厂主动管控产能、消化库存。随着产业链传导，2022年下半年公司显示材料业务出现大幅下滑。分产品看，显示面板行业景气度下行对液晶材料影响大于OLED材料，OLED材料营收仍有增长。除原有主力产品继续稳定贡献业绩外，公司OLED板块千万级以上收入的产品数量大幅增长。此外，凭借公司研发响应优势及客户服务优势，公司OLED板块新品数量亦快速增长。
- 医药CDMO板块承压，电子化学品及其他新材料板块维持增长。**公司医药CDMO板块2022年实现营业收入1.82亿元，同比下降35.21%，该板块在公司总营收中占比12.32%。公司主力产品下游客户调整销售策略，2022年以消化库存为主，下调对公司采购预期，导致公司医药板块主力产品营收下滑明显。同时公司部分医药管线对应的终端药品研发、临床或上市进展放缓，公司对应产品放量节奏延后。公司电子化学品及其他新材料板块2022年实现营业收入0.45亿元，同比增长6.99%，该板块在公司总营收中占比3.04%。公司目前主要产品包括半导体光刻胶单体、TFT平坦层光刻胶、膜材料中间体和聚酰亚胺单体等。该类产品具有认证壁垒高、验证周期长的特点。目前电子化学品业务在公司营收中占比较低，但客户数量、新品数量、形成销售的产品数量均在快速增长。
- 随着下游需求逐渐回暖，公司长期成长性凸显。**公司是化学合成平台型公司，业务布局医药、显示材料、电子化学品等多个高增速赛道，公司长期成长性足。显示材料板块，2023年以来海内外经济回暖、需求恢复，面板产业链景气度有望触底回升，带动显示材料板块重回高增速态势，OLED面板渗透率提升亦将助力公司OLED材料保持高增速。医药CDMO领域，公司坚持“中间体+原料药”战略，原料药车间已开始试生产，未来将赋予公司增长新动能。电子化学品及其他新材料板块，公司形成销售的产品数量在快速增长，将成为公司稳定的利润增长点。
- 投资建议：**随着消费电子终端需求回暖、面板厂完成去库，电子材料需求逐渐回暖。同时公司在医药、电子材料领域的布局有望助力公司实现较高成长性。我们预计2023-2025年公司每股收益分别为2.85元、3.64元、4.40元，对应PE分别为18.94、14.86、12.29倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期，项目建设进度不及预期，产品价格波动风险。

股票数据

总股本(百万股):	98.40
流通 A 股(百万股):	72.83
52 周内股价区间(元):	45.41-108.79
总市值(百万元):	5,317.47
总资产(百万元):	3,340.46
每股净资产(元):	30.04

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,526	1,480	1,802	2,214	2,654
(+/-)YOY(%)	45.3%	-3.0%	21.7%	22.9%	19.9%
净利润(百万元)	240	247	281	358	433
(+/-)YOY(%)	36.7%	2.8%	13.9%	27.5%	20.9%
全面摊薄 EPS(元)	3.42	2.52	2.85	3.64	4.40
毛利率(%)	35.3%	38.7%	38.8%	39.4%	39.6%
净资产收益率(%)	8.4%	8.3%	9.0%	10.7%	11.8%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.52	2.85	3.64	4.40
每股净资产	30.04	31.68	34.12	37.31
每股经营现金流	1.97	5.67	6.44	8.05
每股股利	1.20	1.20	1.20	1.20
价值评估(倍)				
P/E	18.50	18.94	14.86	12.29
P/B	1.55	1.71	1.58	1.45
P/S	3.59	2.95	2.40	2.00
EV/EBITDA	10.79	6.92	5.48	4.34
股息率%	2.6%	2.2%	2.2%	2.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	38.7%	38.8%	39.4%	39.6%
净利润率	16.7%	15.6%	16.2%	16.3%
净资产收益率	8.3%	9.0%	10.7%	11.8%
资产回报率	7.4%	7.5%	8.6%	9.4%
投资回报率	7.5%	8.0%	9.5%	10.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-3.0%	21.7%	22.9%	19.9%
EBIT 增长率	8.9%	20.8%	30.0%	21.6%
净利润增长率	2.8%	13.9%	27.5%	20.9%
偿债能力指标				
资产负债率	11.5%	16.5%	19.2%	20.0%
流动比率	5.3	3.8	3.4	3.5
速动比率	3.5	2.7	2.3	2.4
现金比率	2.3	1.6	1.3	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	60.9	68.6	66.8	66.4
存货周转天数	251.4	220.1	226.4	228.4
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
固定资产周转率	1.4	1.8	2.1	2.7

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	247	281	358	433
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	119	355	434	523
非经营收益	-22	-3	-1	-1
营运资金变动	-150	-75	-157	-162
经营活动现金流	194	558	633	792
资产	-516	-394	-481	-466
投资	660	-40	-30	-30
其他	25	9	11	13
投资活动现金流	170	-425	-501	-484
债权募资	-307	106	82	26
股权募资	12	0	0	0
其他	-171	-121	-125	-127
融资活动现金流	-465	-15	-43	-101
现金净流量	-98	118	90	208

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,480	1,802	2,214	2,654
营业成本	907	1,104	1,342	1,603
毛利率%	38.7%	38.8%	39.4%	39.6%
营业税金及附加	13	18	21	25
营业税金率%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
营业费用	32	45	53	63
营业费用率%	2.2%	2.5%	2.4%	2.4%
管理费用	177	220	270	323
管理费用率%	11.9%	12.2%	12.2%	12.2%
研发费用	104	138	167	200
研发费用率%	7.1%	7.6%	7.5%	7.5%
EBIT	244	295	383	466
财务费用	-22	-24	-24	-26
财务费用率%	-1.5%	-1.4%	-1.1%	-1.0%
资产减值损失	-16	-2	-2	-2
投资收益	7	9	11	13
营业利润	276	322	410	495
营业外收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	272	319	407	492
EBITDA	348	647	815	987
所得税	26	38	49	59
有效所得税率%	9.4%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	247	281	358	433

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	838	956	1,045	1,253
应收账款及应收票据	256	409	493	573
存货	625	664	830	1,001
其它流动资产	221	268	301	334
流动资产合计	1,939	2,297	2,670	3,161
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,022	1,023	1,042	966
在建工程	226	253	271	280
无形资产	42	51	61	71
非流动资产合计	1,401	1,439	1,486	1,428
资产总计	3,340	3,736	4,156	4,589
短期借款	10	116	198	224
应付票据及应付账款	258	358	437	510
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	99	127	146	166
流动负债合计	367	601	781	900
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	18	18	18	18
非流动负债合计	18	18	18	18
负债总计	385	618	799	918
实收资本	98	98	98	98
普通股股东权益	2,956	3,118	3,357	3,671
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	3,340	3,736	4,156	4,589

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。