



买入（维持）

所属行业：化工

当前价格(元)：46.57

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(%)	-13.62	-10.30	-5.98
相对涨幅(%)	-14.03	-9.94	-2.33

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《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》，2023.4.18
- 《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）：一季度业绩承压，静待需求复苏

投资要点

- 事件：**4 月 21 日，公司发布 2023 年一季度报告。2023 年一季度公司实现营业收入 2.74 亿元，同比下降 35.53%；实现归母净利润 0.14 亿元，同比下降 82.38%；实现扣非归母净利润 0.11 亿元，同比下降 86.03%。
- 收入、利润同比下滑，盈利能力短期承压。**2023 年一季度公司营业收入、归母净利润分别同比下滑 35.53%、82.38%，我们认为营收与利润的下滑主要是受春节因素、面板产业链景气度低位等因素影响。公司 2022 年营业收入中 84.43% 来源于显示材料板块，由于面板产业链景气度仍处于从底部回暖的过程中，公司 2023 年一季度业绩有所承压。2023 年一季度公司毛利率、净利率分别为 32.25%、5.13%，分别较 2022 年一季度同比下滑 5.59pct、13.65pct，分别较 2022 年四季度环比下滑 8.60pct、7.68pct。
- OLED 材料有望保持稳健增长。**2022 年显示面板行业景气度下行的背景下，公司 OLED 业务的营收仍有明显增加，OLED 业务在公司整体的营收占比接近 40%。除原有主力产品继续稳步增量供应外，公司 OLED 板块千万级以上收入的产品数量大幅增长，OLED 板块新品数量也保持较高增速。随着显示面板产业链逐渐回暖、景气度提升，2023 年公司 OLED 材料板块有望保持稳健增长。
- 医药 CDMO 板块产品管线储备足，2023 年有望触底反弹。**由于下游客户销售策略调整优先消化库存、下调采购预期，2022 年公司医药 CDMO 板块营收下降 35.21% 至 1.82 亿元。公司目前产品管线储备足，截至 2022 年底公司共有医药管线 140 个，相较于 2021 年年底净增加 40 个。其中进展至商业化的产品管线共 47 个，相较于 2021 年年底增加 15 个；进展至临床 III 期及临床后的产品管线共 27 个，相较于 2021 年年底增加 5 个。医药板块作为公司重要发展战略，公司不断在人才引进、研发投入方面优化配置，丰富的产品管线储备有望助力公司未来增长。
- 电子化学品板块发展潜力巨大。**电子化学品目前在公司营收中占比相对较小，2022 年该板块营业收入 4500 万元，占总营收的比例为 3.04%。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，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，未来发展潜力巨大。
- 投资建议：**随着消费电子终端需求回暖、面板厂完成去库，显示材料需求有望逐渐回暖。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 16.32、12.80、10.59 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		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	98.40		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	72.83	营业收入(百万元)	1,526	1,480	1,802	2,214	2,654
52 周内股价区间(元):	45.41-108.79	(+/-)YOY(%)	45.3%	-3.0%	21.7%	22.9%	19.9%
总市值(百万元):	4,582.43	净利润(百万元)	240	247	281	358	433
总资产(百万元):	3,283.20	(+/-)YOY(%)	36.7%	2.8%	13.9%	27.5%	20.9%
每股净资产(元):	30.27	全面摊薄 EPS(元)	3.42	2.52	2.85	3.64	4.40
资料来源: 公司公告		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	16.32	12.80	10.59
P/B	1.55	1.47	1.36	1.25
P/S	3.10	2.54	2.07	1.73
EV/EBITDA	10.79	5.78	4.58	3.60
股息率%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
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 28 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

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； 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。	类 别	评 级	说 明
	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。
	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范围包括证券投资咨询业务。