

瑞联新材 (688550.SH) 2022 年盈利能力稳步提升, 2023Q1 业绩承压

2023 年 04 月 23 日

——公司信息更新报告
投资评级: 买入 (维持)
金益腾 (分析师)
徐正凤 (联系人)
蒋跨越 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

xuzhengfeng@kysec.cn

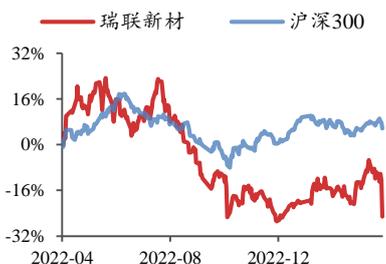
jiangkuayue@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790122070041

证书编号: S0790122010041

日期	2023/4/21
当前股价(元)	46.45
一年最高最低(元)	111.79/45.17
总市值(亿元)	45.71
流通市值(亿元)	33.83
总股本(亿股)	0.98
流通股本(亿股)	0.73
近 3 个月换手率(%)	186.56

股价走势图


数据来源: 聚源

相关研究报告

《盈利能力持续提升, 拟发 10 亿可转债助力扩产——公司信息更新报告》
-2022.10.28

《业绩符合预期, 项目逐步落地带来充足成长动力——公司信息更新报告》
-2022.8.16

● 2022 年业绩符合预期, 2023Q1 业绩承压, 维持“买入”评级

2022 年, 公司实现营收 14.80 亿元, 同比-2.96%; 归母净利润 2.47 亿元, 同比+2.82%; 扣非净利润 2.25 亿元, 同比+4.92%; 对应 Q4 实现营收 2.91 亿元, 同比-25.7%、环比-0.1%; 归母净利润 0.37 亿元, 同比-47.7%、环比-22.2%; 扣非净利润 0.27 亿元, 同比-56.7%、环比-39.7%, 全年收入同比略降而盈利同比微增, 主要是通过工艺优化、节约挖潜等方式降本增效。2023Q1, 公司实现营收 2.74 亿元, 同比-35.5%、环比-6.0%; 归母净利润 0.14 亿元, 同比-82.4%、环比-62.4%; 扣非净利润 0.11 亿元, 同比-86.0%、环比-60.7%, 下游需求恢复不及预期导致 Q1 经营承压。基于下游需求复苏情况等, 我们下调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 2.52 (-0.97)、3.16 (-1.09)、3.92 亿元, 对应 EPS 为 2.56 (-1.00)、3.22 (-1.11)、3.99 元/股, 当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 18.1、14.4、11.6 倍。我们看好公司依托持续的研发创新能力、优质客户结构, 深耕显示材料、医药 CDMO、光刻胶等电子化学品行业, 未来成长动力充足, 维持“买入”评级。

● 工艺优化、OLED 材料营收占比提升等助力 2022 年盈利能力提升

2022 年, 公司销售毛利率 38.72%、销售净利率 16.65%, 同比分别+3.39/+0.93pcts, 盈利能力提升主要受益于: (1) 研发创新: 公司不断增加研发投入, 鼓励员工技术创新, 通过工艺优化、节约挖潜等方式降低成本, 提高生产效率; (2) 产品结构调整: 2022 年, OLED 材料收入占比提升至近 40%, OLED 板块新品和千万级以上产品销售增多, 板块整体毛利有明显提升; (3) 外汇波动。分业务看, 2022 年, 显示材料、医药中间体分别实现营收 12.5/1.8 亿元, 同比分别+3.97%/-35.21%, 毛利率分别为 35.77%/59.12%, 同比分别+6.01/-2.28pcts, 销量分别为 255.76/36.91 吨, 同比分别-7.61%/-42.86%。此外, 电子化学品及其他新材料板块实现销售收入 4,500 万元, 同比增长 6.99%, 公司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, 发展潜力较大。

● **风险提示:** 下游需求复苏不及预期、客户订单下滑、汇率波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,526	1,480	1,674	2,029	2,476
YOY(%)	45.3	-3.0	13.1	21.2	22.0
归母净利润(百万元)	240	247	252	316	392
YOY(%)	36.7	2.8	2.3	25.5	24.0
毛利率(%)	35.3	38.7	37.9	39.5	40.9
净利率(%)	15.7	16.7	15.1	15.6	15.8
ROE(%)	8.4	8.3	8.2	10.0	11.9
EPS(摊薄/元)	2.44	2.51	2.56	3.22	3.99
P/E(倍)	19.1	18.5	18.1	14.4	11.6
P/B(倍)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022 年盈利能力稳步提升，2023Q1 业绩承压.....	3
2、 OLED 材料业务表现亮眼，医药中间体有望触底反弹.....	3
3、 盈利预测与投资建议.....	4
4、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

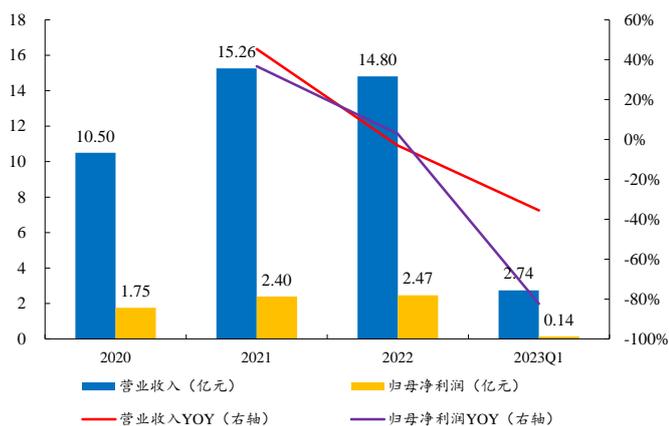
图 1： 2023Q1，公司经营业绩同比下滑，有所承压.....	3
图 2： 2022 年，公司盈利能力稳步提升.....	3
表 1： 截至 2022 年底，公司共有医药管线 140 个，相较于 2021 年底净增加 40 个.....	4

1、2022 年盈利能力稳步提升，2023Q1 业绩承压

2022 年，公司实现营收 14.80 亿元，同比-2.96%；归母净利润 2.47 亿元，同比+2.82%；扣非净利润 2.25 亿元，同比+4.92%；对应 Q4 实现营收 2.91 亿元，同比-25.7%、环比-0.1%；归母净利润 0.37 亿元，同比-47.7%、环比-22.2%；扣非净利润 0.27 亿元，同比-56.7%、环比-39.7%。2022 年，公司销售毛利率 38.72%、销售净利率 16.65%，同比分别+3.39/+0.93pcts，全年收入同比略降而盈利同比微增，盈利能力提升主要受益于：（1）研发创新：公司不断增加研发投入，鼓励员工技术创新，通过工艺优化、节约挖潜等方式降低成本，提高生产效率；（2）产品结构调整：2022 年，OLED 材料收入占比提升至近 40%，OLED 板块新品和千万级以上产品销售增多，板块整体毛利有明显提升；（3）外汇波动：公司外销收入均采用美元计价和结算，2022 年公司外销收入有所增长，同时人民币对美元贬值，间接利好毛利率。

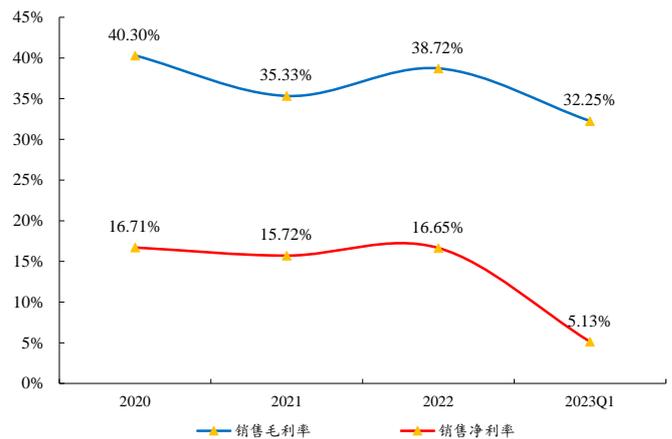
2023Q1，公司实现营收 2.74 亿元，同比-35.5%、环比-6.0%；归母净利润 0.14 亿元，同比-82.4%、环比-62.4%；扣非净利润 0.11 亿元，同比-86.0%、环比-60.7%，2023Q1 显示材料下游需求回暖不及预期，公司经营情况逐月改善，但营收规模和经营业绩同比有较大幅度下滑。

图1：2023Q1，公司经营业绩同比下滑，有所承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022 年，公司盈利能力稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、OLED 材料业务表现亮眼，医药中间体有望触底反弹

OLED 材料业务表现亮眼。2022 年，公司显示材料板块实现销售收入 12.5 亿元，同比增长 3.97%，占公司营收总额的比重为 84.43%，毛利率为 35.77%，同比+6.01pcts。由于产业链整体的传递时滞性，公司显示材料业务在 2022 年上半年仍保持高速增长态势，下半年大幅下滑；同时显示面板行业景气度的下行对液晶业务的影响大于 OLED 业务，2022 年，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；同时，得益于高效的研发响应速度和优质的客户服务，公司 OLED 板块新品数量仍保持较高增速。

医药管线稳步扩张，医药中间体业务有望触底反弹。2022 年，公司医药 CDMO 板块实现销售收入 1.82 亿元，同比下降 35.21%，占公司营业收入的比重为 12.32%，

毛利率为 59.12%，同比-2.28pcts，主要客户销售策略的调整和部分医药产品的采购计划推迟导致公司 2022 年医药业务未达预期。根据 2022 年报，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。2023 年，计划向国家药品监督管理局提交 2-4 个项目进行注册申报，新项目的中试放大和工艺验证也将同步推进，预计 2024 年将有一部分产品通过 GMP 符合性检查。我们认为，公司坚定将医药 CDMO 作为业务长期发展的重心，从医药中间体延伸至 API、制剂的 CDMO 全产业链是公司医药业务的发展目标，公司医药中间体业务经营有望触底反弹。

表1：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

进度	2022 年底	2021 年底	终端药物治疗领域
商业化	47	32	肺癌、心血管疾病、细菌感染、胰腺炎、糖尿病、胶质瘤、哮喘等疾病
临床 III 期及临床后	27	22	糖尿病、肝癌、抗病毒、子宫肌瘤、抗菌药等疾病
临床 II 期	16	12	癌症、苯丙酮尿症 (PKU)、痛风、白血病、肿瘤、实体瘤等疾病
临床 I 期及临床前	47	33	肿瘤、胃病、肾病、乳腺癌、关节炎、多发性骨髓瘤等疾病
未知	3	1	未知
合计	140	100	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：1、新增管线数量已剔除因终端药物项目终止而无效的 5 条 2022 年之前已有管线。2、未知系指部分终端药物的商业化进度、名称、治疗领域等相关信息公司无法获悉。）

光刻胶等材料布局前瞻，发展前景广阔。基于与全球客户长期合作积累的合成纯化经验、金属离子的分析检测和去除能力、中试量产优势以及在日本市场的良好口碑，公司从 2015 年开始研发半导体光刻胶单体和膜材料中间体等光刻胶材料，以高端光刻胶材料为重点方向，主要面向日本和欧美市场，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，其中膜材料中间体主要为显示面板用光学膜材料，光刻胶材料包括显示用光刻胶和半导体光刻胶单体，半导体光刻胶单体以 ArF 光刻胶单体、KrF 光刻胶单体和 EUV 光刻胶单体为主；显示用光刻胶主要为 TFT 平坦层光刻胶，具体应用于液晶面板的 TFT 基板的平坦化保护层中。目前公司光刻胶产品的销售收入整体规模较小，但公司研发的光刻胶材料附加值高，随着未来公司相关产品的测试通过及规模化量产，未来发展前景广阔。

3、盈利预测与投资建议

基于下游需求复苏情况等因素，我们下调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 2.52 (-0.97)、3.16 (-1.09)、3.92 亿元，对应 EPS 为 2.56 (-1.00)、3.22 (-1.11)、3.99 元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 18.1、14.4、11.6 倍。我们看好公司依托持续的研发创新能力、优质客户结构，深耕显示材

料、医药 CDMO、光刻胶等电子化学品行业，未来成长动力充足，维持“买入”评级。

4、风险提示

下游需求复苏不及预期、客户订单下滑、汇率波动等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2851	1939	2310	2375	3066
现金	1326	838	810	852	1040
应收票据及应收账款	473	256	568	430	788
其他应收款	1	1	1	1	1
预付账款	20	9	23	16	32
存货	528	625	696	864	994
其他流动资产	504	211	211	211	211
非流动资产	979	1401	1410	1528	1728
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	627	1022	1064	1188	1380
无形资产	32	42	43	44	46
其他非流动资产	320	338	303	295	302
资产总计	3831	3340	3720	3903	4794
流动负债	966	367	613	717	1467
短期借款	303	10	10	221	692
应付票据及应付账款	407	258	504	396	676
其他流动负债	256	99	99	99	99
非流动负债	10	18	18	18	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	18	18	18	18
负债合计	976	385	630	735	1485
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	70	98	177	177	177
资本公积	2184	2180	2101	2101	2101
留存收益	600	728	860	1023	1227
归属母公司股东权益	2855	2956	3090	3168	3309
负债和股东权益	3831	3340	3720	3903	4794

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	179	194	205	332	361
净利润	240	247	252	316	392
折旧摊销	81	104	122	146	181
财务费用	-32	-22	-7	13	24
投资损失	-16	-7	-8	-10	-8
营运资金变动	-125	-149	-153	-130	-224
其他经营现金流	32	21	-2	-2	-3
投资活动现金流	-1104	170	-122	-251	-369
资本支出	406	517	9	118	200
长期投资	-749	660	0	0	0
其他投资现金流	-1447	1348	-112	-133	-169
筹资活动现金流	226	-465	-111	-251	-275
短期借款	303	-293	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	28	79	0	0
资本公积增加	3	-4	-79	0	0
其他筹资现金流	-80	-196	-111	-251	-275
现金净增加额	-703	-98	-28	-169	-282

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1526	1480	1674	2029	2476
营业成本	987	907	1040	1228	1462
营业税金及附加	14	13	17	19	23
营业费用	28	32	50	61	74
管理费用	165	177	197	235	301
研发费用	83	104	131	159	194
财务费用	-32	-22	-7	13	24
资产减值损失	-33	-16	-8	-10	-12
其他收益	14	10	15	13	13
公允价值变动收益	1	4	2	2	3
投资净收益	16	7	8	10	8
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	272	276	278	349	433
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	4	0	0	0
利润总额	271	272	278	349	433
所得税	32	26	26	33	41
净利润	240	247	252	316	392
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	240	247	252	316	392
EBITDA	331	352	376	477	613
EPS(元)	2.44	2.51	2.56	3.22	3.99

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	45.3	-3.0	13.1	21.2	22.0
营业利润(%)	30.7	1.2	1.0	25.5	24.0
归属于母公司净利润(%)	36.7	2.8	2.3	25.5	24.0
获利能力					
毛利率(%)	35.3	38.7	37.9	39.5	40.9
净利率(%)	15.7	16.7	15.1	15.6	15.8
ROE(%)	8.4	8.3	8.2	10.0	11.9
ROIC(%)	7.0	7.5	7.4	8.8	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	25.5	11.5	16.9	18.8	31.0
净负债比率(%)	-35.5	-27.6	-25.5	-19.6	-10.2
流动比率	3.0	5.3	3.8	3.3	2.1
速动比率	2.3	3.4	2.5	2.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	3.4	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.44	2.51	2.56	3.22	3.99
每股经营现金流(最新摊薄)	1.82	1.97	2.08	3.38	3.67
每股净资产(最新摊薄)	29.01	30.04	31.40	32.19	33.63
估值比率					
P/E	19.1	18.5	18.1	14.4	11.6
P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	20.4	20.7	19.4	15.6	12.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn