

# 显示材料持续放量，医药材料开辟新市场

## ——瑞联新材（688550）首次覆盖报告

### 增持（首次）

日期：2020年10月26日

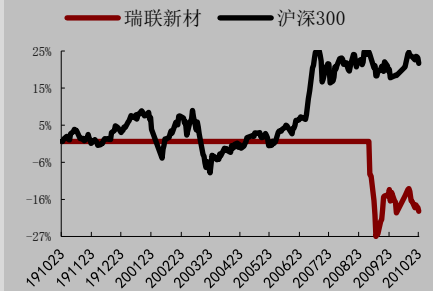
#### 投资要点：

- “三架马车”齐头并进，营业收入增速较快：公司创立以来，依托自主研发、生产和销售能力，形成了以单体液晶材料、OLED材料和医药中间体材料为主的业务发展模式。依托公司领域内纯熟的技术和丰富的经验，主营业务发展迅速。2019年报告期内，公司液晶材料营收为5.70亿元，OLED材料营收为2.29亿元，医药中间体营收1.56亿元，合计贡献了公司90%以上的营业收入，共同拉动了公司业绩的稳步增长。
- OLED前端材料、单体液晶研发和生产知名企业，受疫情与5G生态影响，国内显示材料市场前景广阔：公司是国内生产OLED前端材料的知名企业，长期合作伙伴包括Idemitsu、Dupont、Merck等多家全球领先OLED终端材料厂商，公司产品已实现对发光层材料、通用层材料的全覆盖。同时，单体液晶的制备技术已达到全球先进水平。2015-2019年度，公司主要市场布局海外，营收占比达到80%以上。今年受疫情影响，国内市场有望进一步扩张。同时，随着5G技术、生态的应用与建立，满足高清化需求的TFT-LCD大尺寸面板、便携复合功能性的OLED材料需求有望继续加速上升，折叠手机、智能手表、VR设备等智能5G应用场景也有望拉动柔性OLED需求的不断增长，显示材料市场发展潜力无限。
- 医药材料与显示材料技术互通，业务协同下CMO/CDMO业务优势明显，市场发展未来可期：公司凭借显示材料积累的化学合成、纯化、痕量分析及量产体系等方面技术，成功运用至医药中间体领域，拓展了医药CMO/CDMO业务。公司主要产品为治疗非小细胞肺癌新药中间体PAOO45。此外，用于生产治疗子宫肌瘤药物的医药中间体已进入临床三期，预期将为公司进一步扩充医药中间体市场。随着在研产品对应终端制剂研发阶段的推进，医药中间体未来市场可期。

#### 基础数据

|            |                             |
|------------|-----------------------------|
| 行业         | 化工                          |
| 公司网址       |                             |
| 大股东/持股     | 北京卓世恒立投资基金管理中心（有限合伙）/19.52% |
| 实际控制人/持股   |                             |
| 总股本（百万股）   | 70.18                       |
| 流通A股（百万股）  | 16.28                       |
| 收盘价（元）     | 102.23                      |
| 总市值（亿元）    | 71.75                       |
| 流通A股市值（亿元） | 16.64                       |

#### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020年10月23日

#### 相关研究

分析师：黄侃  
 执业证书编号：S0270520070001  
 号：  
 电话：18818400628  
 邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

|          | 2019   | 2020E | 2021E  | 2022E  |
|----------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 9.90   | 10.49 | 12.62  | 14.38  |
| 增长比率(%)  | 15.60% | 5.96% | 20.28% | 13.98% |
| 净利润(亿元)  | 1.48   | 1.61  | 2.31   | 2.72   |
| 增长比率(%)  | 56.87% | 9.95% | 43.76% | 17.69% |
| 每股收益(元)  | 2.12   | 2.29  | 3.29   | 3.87   |
| 市盈率(倍)   | 50.03  | 46.24 | 32.16  | 27.33  |

数据来源：万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**基于公司在行业内的地位、各产业链布局和对未来行业景气度判断，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 10.49/12.62/14.38 亿元，EPS 分别为 2.29/3.29/3.87，对应的 P/E 分别为 46.25/32.16/27.33。首次覆盖，给与“增持”评级。
- **风险因素：**全球第二波疫情反弹势头明显，公司国际业务恐受影响；医药中间体单一产品占比过高；上游原材料价格波动。

万联证券

## 目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1、公司简介                            | 5  |
| 1.1 公司背景及股权结构                     | 5  |
| 1.2 公司主营业务概述                      | 5  |
| 1.3 公司财务状况分析                      | 7  |
| 2、显示材料经验丰富，引领国内显示行业发展             | 9  |
| 2.1 显示材料概况                        | 9  |
| 2.2 单体液晶技术全球领先，下游产品需求较高           | 10 |
| 2.2.2 液晶材料行业概况及发展趋势               | 11 |
| 2.2.3 竞争地位及主要客户                   | 13 |
| 2.3 OLED 技术逐步渗透，AMOLED 显示面板表现突出   | 14 |
| 2.3.1 OLED 优势明显，小尺寸平板显示逐步渗透       | 14 |
| 2.3.2 OLED 产业链                    | 15 |
| 2.3.3 OLED 行业概况及发展趋势              | 16 |
| 2.3.4 竞争地位及主要客户                   | 17 |
| 3、进军医药中间体，新业务未来可期                 | 18 |
| 3.1 医药中间体产业链                      | 18 |
| 3.2 医药中间体行业概况及发展趋势                | 19 |
| 3.3 竞争地位及主要客户                     | 20 |
| 3.4 技术相同，业务协同                     | 20 |
| 4、公司市场估值分析                        | 21 |
| 5、盈利预测及假设                         | 21 |
| 6、风险提示                            | 23 |
| 图表 1：公司股权结构                       | 5  |
| 图表 2：公司业务框架                       | 6  |
| 图表 3：历年公司主营产品构成（百万元）              | 6  |
| 图表 4：2019 年公司营收占比                 | 6  |
| 图表 5：公司分地区营收规模（亿元）                | 7  |
| 图表 6：公司营业收入及其增速（亿元）               | 8  |
| 图表 7：公司归母公司股东净利润及其增速（亿元）          | 8  |
| 图表 8：公司销售费用率和管理费用率                | 8  |
| 图表 9：公司销售毛利率及净利率变化                | 8  |
| 图表 10：公司研发团队情况                    | 9  |
| 图表 11：公司研发费用及其占收入占比               | 9  |
| 图表 12：平板显示技术细分                    | 9  |
| 图表 13：显示技术的发展进程                   | 10 |
| 图表 14：LCD 产业链                     | 11 |
| 图表 15：LCD 电视平均尺寸历年的变化情况           | 11 |
| 图表 16：公司研发团队情况                    | 12 |
| 图表 17：公司研发费用及其占收入占比               | 12 |
| 图表 18：TFT-LCD 面板全球产能占比            | 12 |
| 图表 19：全球 60 寸以上电视面板出货量（单位：百万片）    | 12 |
| 图表 20：智能手机 TFT-LCD 面板市场占有率        | 13 |
| 图表 21：2020 年 4 月全球 LCD 面板出货面积分布情况 | 13 |

|  |    |
|--|----|
| 图表 22: 液晶材料主要客户 .....                          | 13 |
| 图表 23: 液晶材料主要竞争对手 .....                        | 14 |
| 图表 24: TFT-LCD 与 AMOLED 区别 .....               | 14 |
| 图表 25: OLED 行业产业链情况 .....                      | 15 |
| 图表 26: OLED 面板结构 .....                         | 15 |
| 图表 27: 2019 年 AMOLED 终端应用情况 .....              | 16 |
| 图表 28: 2017-2022 年 AMOLED 出货量(单位:百万片) .....    | 16 |
| 图表 29: 中国 OLED 产值规模(单位:亿美元) .....              | 16 |
| 图表 30: 中国 OLED 材料市场规模预测(单位:亿元) .....           | 16 |
| 图表 31: 2015-2023 年 AMOLED 智能手机市场渗透率 .....      | 17 |
| 图表 32: 2017-2025 年 AMOLED 面板营收预测(单位:亿美元) ..... | 17 |
| 图表 33: 全球 OLED 手机面板产能(百万平方米) .....             | 17 |
| 图表 34: 全球 OLED 电视面板产能 .....                    | 17 |
| 图表 35: OLED 材料主要客户 .....                       | 17 |
| 图表 36: OLED 材料主要竞争对手 .....                     | 18 |
| 图表 37: CMO/CDMO 产业链 .....                      | 18 |
| 图表 38: 2011—2019 年中国 CMO 占全球市场份额变化 .....       | 19 |
| 图表 39: 国内 CMO 企业市场份额 .....                     | 19 |
| 图表 40: 全球 CMO 市场规模(亿美元) .....                  | 20 |
| 图表 41: 中国 CMO 市场规模(亿元) .....                   | 20 |
| 图表 42: 医药中间体产品主要客户 .....                       | 20 |
| 图表 43: 医药中间体产品主要竞争对手 .....                     | 20 |
| 图表 44: 医药中间体产品与液晶显示材料技术对比 .....                | 21 |
| 图表 45: 可比公司估值情况 .....                          | 21 |
| 图表 46: 公司未来 3 年营收预测 .....                      | 22 |

## 1、公司简介

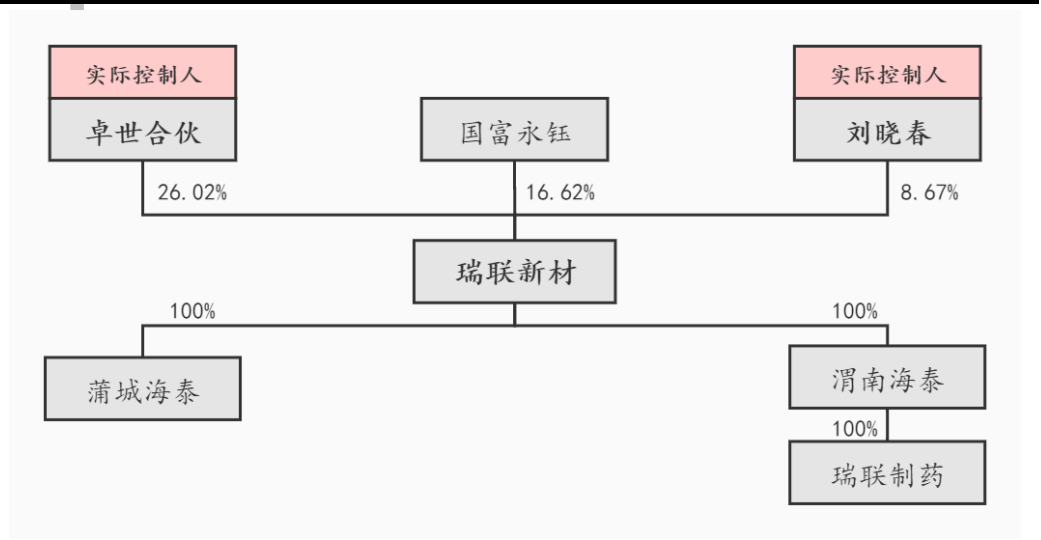
### 1.1 公司背景及股权结构

瑞联新材前身是西安高华近代电子材料有限公司，由西安高华电气实业有限公司、西安近代化学研究于1999年4月设立。2015年8月公司顺利完成股份制改造，并于2020年9月在上海证券交易所科创板上市（股票代码：688550）。

公司是一家研发、生产和销售有机新材料的高新技术企业，其产品线集中于信息材料产业与医药中间体产业，主要产品包括OLED材料、单体液晶、创新药中间体电子化学品等，广泛应用于OLED显示领域、TFT-LCD显示领域和医药制剂领域。其中。信息材料产业领域，公司是国内极少数能实现OLED材料规模化生产的企业之一，是国际领先的单体液晶的研发、生产企业；在医药中间体领域，公司凭借其丰富的技术经验，成功将业务拓展至医药CMO/CDMO领域，构建成“核心产品突出、梯度层次明晰”的医药中间体产品结构。

瑞联新材的第一大股东为卓世合伙，实际控制人为吕浩平、李佳凝夫妇和刘晓春。卓世合伙控制瑞联新材26.02%的股权，刘晓春直接持有发行人8.67%的股权，三人合计控制公司34.69%的股权。根据公司发布的招股说明书，瑞联新材拥有渭南海泰和蒲城海泰两家全资子公司及瑞联制药一家全资孙公司。渭南海泰与蒲城海泰是瑞联新材的全资控股子公司，主要生产显示材料、医药中间体等有机新材料；瑞联制药是渭南海泰的全资控股子公司，目前处于在建状态，未实际经营。

图表1：公司股权结构



资料来源：公司年报、万联证券研究所

### 1.2 公司主营业务概述

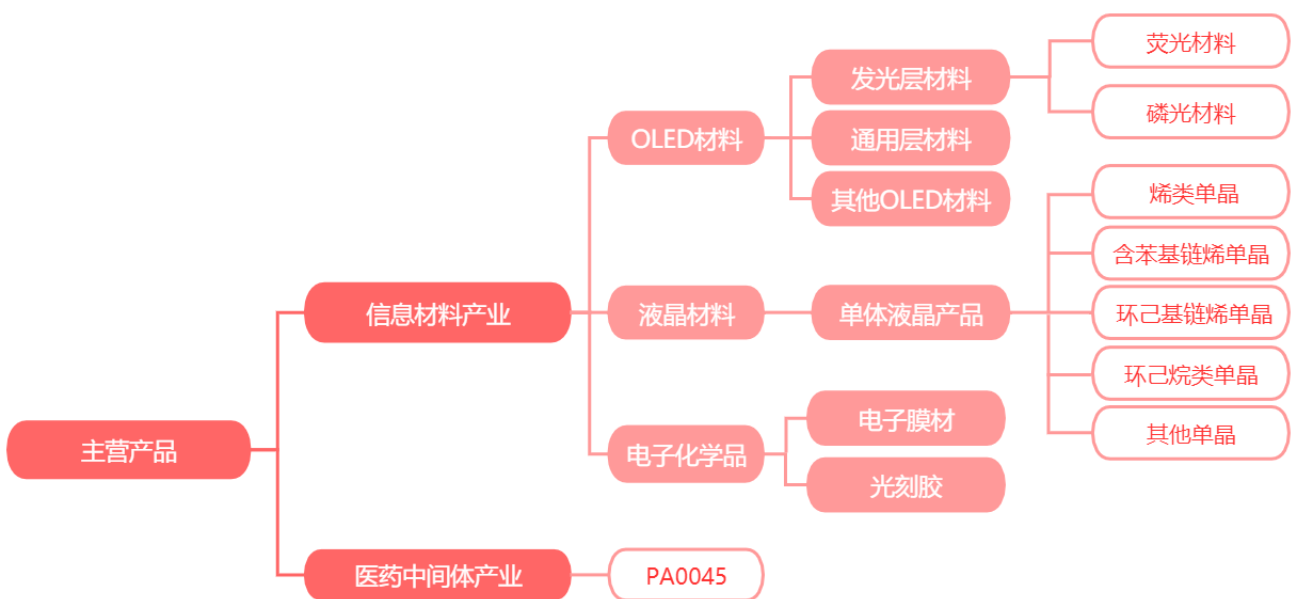
公司主要从事信息材料产业、医药中间体产业的研发、生产和销售，公司所属行业为“化学原料和化学制品制造业”。其中，单体液晶材料、OLED材料属于信息材料产业，医药中间体产业主要为用于治疗非小细胞肺癌新药的医药中间体产品PA0045。

**信息材料产业：**公司是国内信息材料产业的领导者之一，主要产品包括OLED材料和液晶材料两大类。公司是国内生产OLED前端材料的知名企业，其长期合作伙伴包括

Idemitsu、Dupont、Merck等多家全球领先OLED终端材料厂商，公司产品已实现对发光层材料、通用层材料的全覆盖。作为国内OLED材料领域的领导企业，公司还参与制定了OLED行业的国家标准，并先后承担了多项OLED相关重大科研项目。此外，公司是单液晶研发、生产的国际知名企业，单液晶的制备技术已达到全球先进水平。公司在电子化学产品领域也颇有建树，公司生产的电子化学品主要包括用于生产电子膜材和光刻胶的各类中间体材料。经过20多年的经验积累，公司充分发挥了合成的优势和定制的能力，在电子化学品和高性能材料领域发展迅速，产品远销韩国、日本等国家的知名企业。

**医药中间体产业：**公司凭借成熟的化学合成、纯化、痕量分析及量产体系等方面的技术经验，将技术应用成功延伸至医药中间体领域，拓展了医药CMO/CDMO业务。公司研发及规模化生产的某治疗非小细胞肺癌新药的医药中间体PA0045，已在日本、美国、欧洲等地注册上市，并于2018年在中国上市并进入医保目录。同时，公司的另一条产品线“一种用于治疗子宫肌瘤药物的医药中间体”的研发进程已进入临床三期，目前，该在研药品中间体的订单金额已超过400万美元。

图表2：公司业务框架

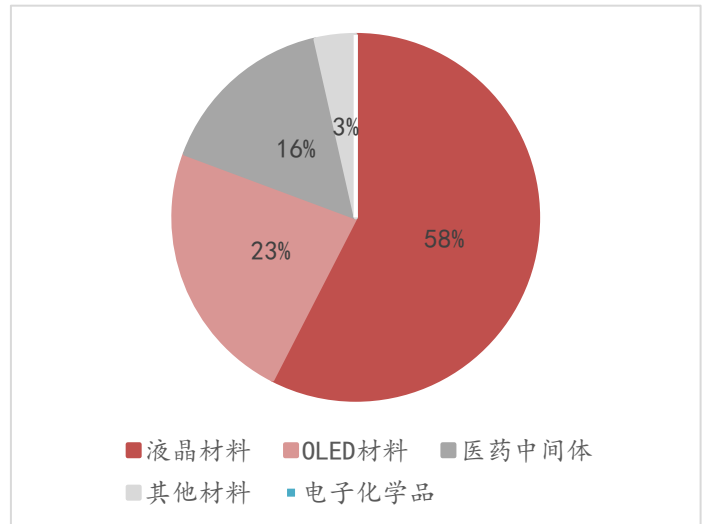
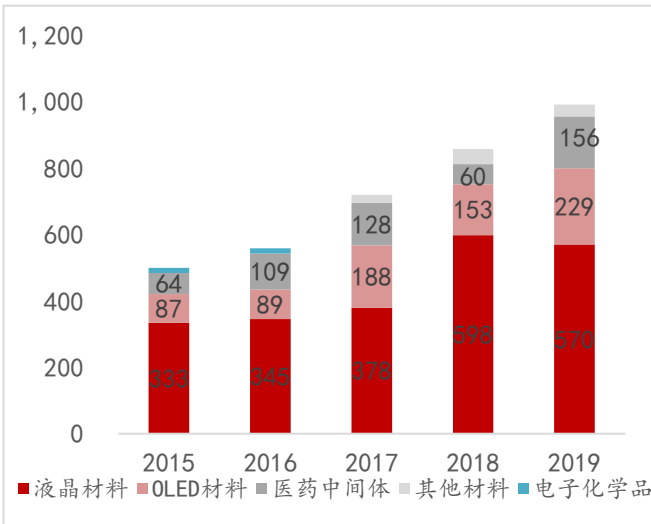


资料来源：公司公告、万联证券研究所

“三驾马车”迅速发展，液晶材料趋于稳定，OLED材料与医药中间体动力强劲，营收占比逐年稳步提升，整体营收增长迅速，盈利能力较强。液晶和OLED材料是公司信息材料产品覆盖目前主流的两类显示材料，2017年至2019年，两者合计占主营业务收入比例达到80%。据公司招股说明书披露，2017-2019年度公司营业收入分别达到7.19亿、8.57亿和9.90亿，整体增长较快。随着OLED下游应用需求的增长，公司OLED材料的营收占比也在逐年提高。其中，液晶材料的2019营收为5.70亿元，占比57.56%；OLED材料营收为2.29亿元，占比23.13%；医药中间体营收1.56亿元，占比15.78%，液晶材料、OLED材料和医药中间体共计贡献了90%以上的主营业务收入。

图表3：历年公司主营产品构成（百万元）

图表4：2019年公司营收占比

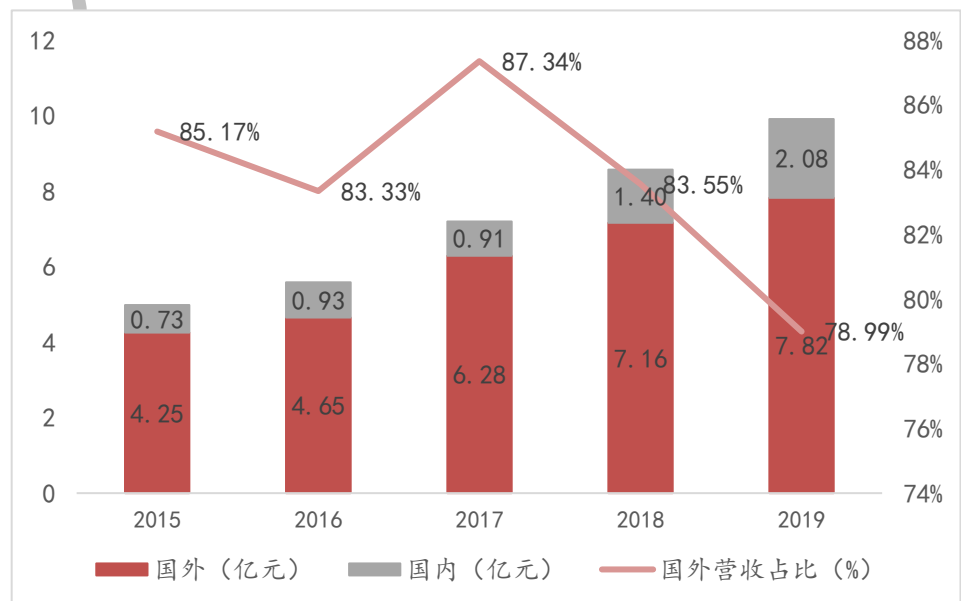


资料来源: WIND、万联证券研究所

资料来源: WIND、万联证券研究所

**主要市场布局海外, 国内市场逐步发力。**公司主要营业收入来自海外市场, 2015年至2018年, 海外地区营业收入分别达到4.25亿元、4.65亿元、6.28亿元与7.16亿元, 均超过总收入的80%以上, 并以较为稳定的速度逐年增长, 受国际贸易环境与疫情影响, 2019年及以后期间国外市场营收增速有所放缓。与海外相比, 公司国内市场营收规模仅为0.73、0.93、0.91、1.40与2.08亿元, 但近年来国内市场份额年增速较快, 占比逐年提高, 随着2020年国内外疫情影响的逐步扩大, 预计国内市场份额将进一步增加。

图表5: 公司分地区营收规模 (亿元)



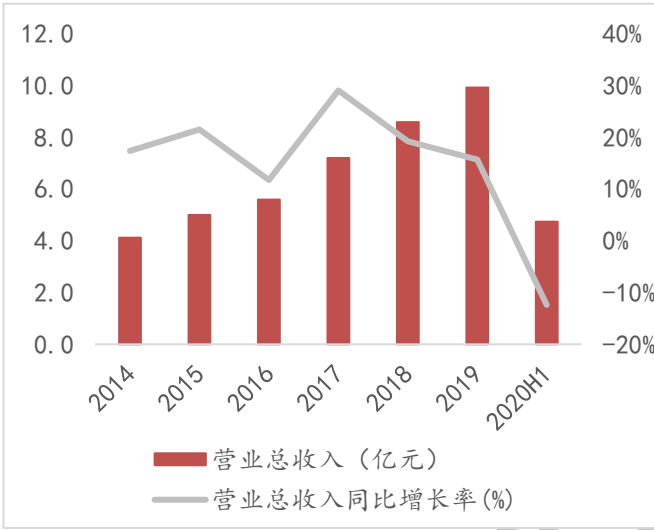
资料来源: WIND、万联证券研究所

### 1.3 公司财务状况分析

**公司经营状况良好, 营业收入持续增长, 疫情影响有限。**2017-2019年度, 公司营业收入同比增长达到29.0%、19.1%和15.60%, 增速较快。其中, 2019年公司营业收入达到9.90亿元, 实现归母净利润1.48亿元, 同比增长56.87%。2020H1公司实现营业收入

4.73亿元，受疫情影响小幅同比下降12.40%，归属母公司股东的净利润为0.82亿元，同比下跌4.18%，由于公司80%的营业收入来源于国外，受疫情影响，上半年收入有所下滑，但公司日常订单或重大合同正常履行，公司2020年上半年业绩符合预期。

图表6：公司营业收入及其增速（亿元）



图表7：公司归母公司股东净利润及其增速（亿元）

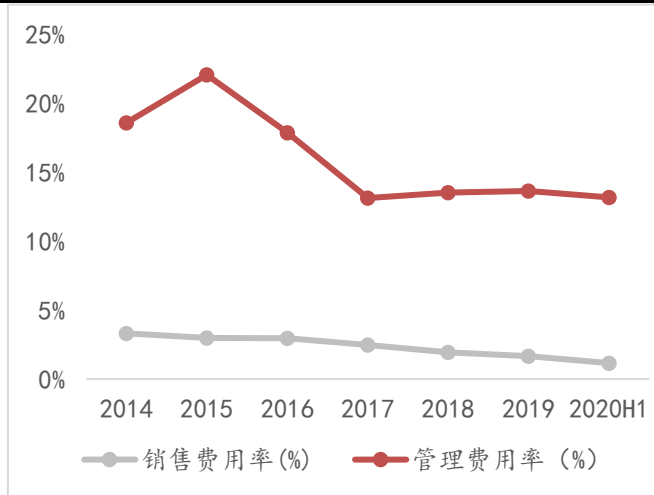


资料来源：WIND、万联证券研究所

资料来源：WIND、万联证券研究所

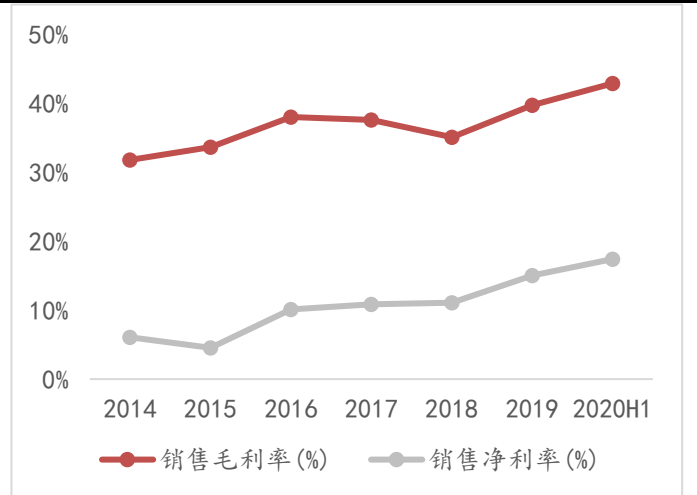
公司盈利能力稳步提升，期间费用率逐年降低，成本管控能力较好。报告期内，公司各板块收益良好，盈利能力不断上升，销售毛利率和净利率呈现逐年稳步上升趋势。且公司在费用方面管控良好，销售费用率和管理费用率均稳中有降。2020H1公司销售费用率仅为1.16%，处于较低水平，管理费用率逐年下降，2019降至13.16%，毛利率和净利率分别为42.82%和17.38%。

图表8：公司销售费用率和管理费用率



资料来源：WIND、万联证券研究所

图表9：公司销售毛利率及净利率变化

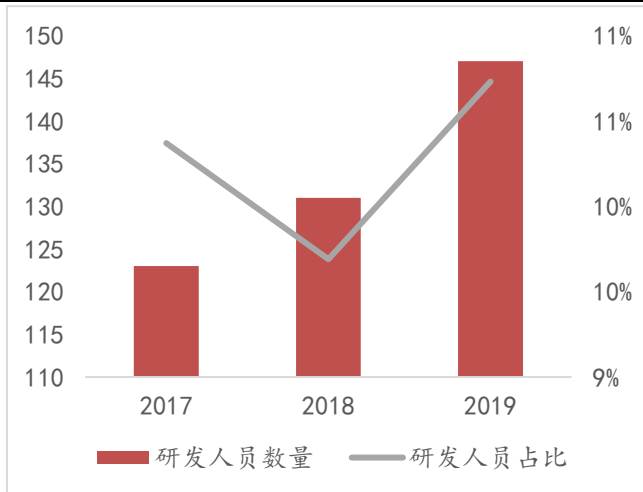


资料来源：WIND、万联证券研究所

公司始终坚持核心技术的自主研发与生产流程的持续优化。公司自成立以来，始终坚持以研发创新为导向，专注于专用有机新材料的研发及生产，设置了OLED研发部、液晶研发部、医药研发部等六大研发部门，目前共拥有与化学合成、纯化、痕量分析及量产体系相关的核心技术10余项。公司共承担了3项国家级、2项省级科研项目，核心

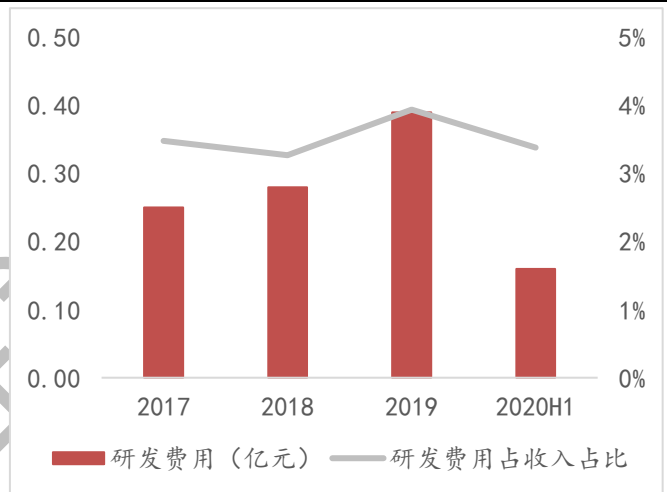
人员在国内外核心期刊发表了超50篇论文，科研实力雄厚。截至2019年末，公司研发人员共计147人，占员工总数的10.73%，其中核心技术人员10名。此外，公司持续提高投资力度以提升专业技术能力以及科研团队能力，2017-2019年内研发投入分别达到3.50%、3.27%和3.93%，2019年，公司研发费用投入为3890.17万元，研发费用占营业收入比例为3.93%。

图表 10：公司研发团队情况



资料来源：WIND、万联证券研究所

图表 11：公司研发费用及其占收入占比



资料来源：WIND、万联证券研究所

## 2、显示材料经验丰富，引领国内显示行业发展

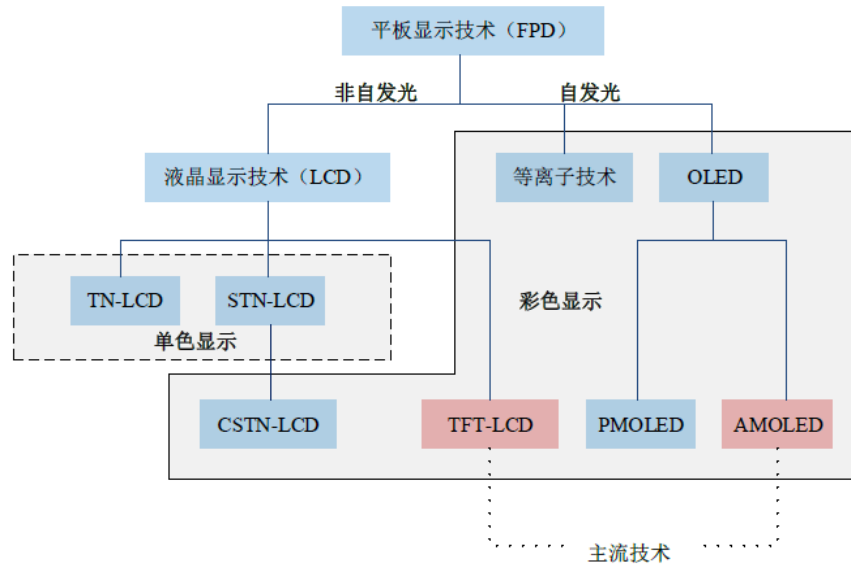
公司是国际领先的OLED材料、单体液晶材料等显示材料的研发、生产企业，单体液晶的制备技术已达到全球先进水平，OLED材料在国内属于领先地位，是国内极少数能实现OLED材料规模化生产的企业之一，拥有成熟的技术与丰富的经验。

### 2.1 显示材料概况

作为信息产业的重要一环，显示技术在其发展过程中发挥了重要作用，并广泛应用于电视、笔记本电脑、平板电脑、手机等电子产品。显示技术从20世纪50年代的阴极射线管显示技术（CRT）发展到二十世纪初的平板显示技术（FPD），平板显示技术又分支出离子显示（PDP）、液晶显示（LCD）、有机发光二极管显示（OLED）等技术路线。相比于阴极显像管技术，平板显示具有节能环保、低辐射、重量轻、厚度薄、体积小等优点。

目前，平板显示技术的主流产品为薄膜晶体管液晶显示（TFT-LCD）面板和OLED面板，前者主要应用于笔记本电脑、显示器以及电视等领域，后者应用与显示照明领域。根据HIS统计数据显示，2019年，全球FPD市场规模约为1078亿美元，其中TFT-LCD面板市场规模约为820亿美元，占比约76%，OLED面板市场规模约为252亿美元，占比约23%。

图表12：平板显示技术细分



资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

从技术发展路径来看，显示技术的发展大致可以分为四个阶段：

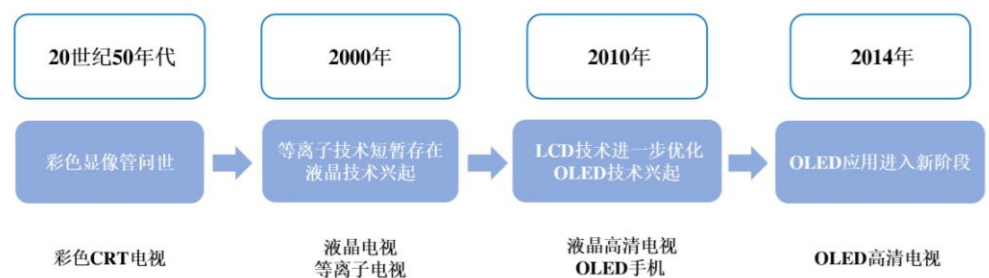
第一个阶段：自1897年第一台CRT诞生后，20世纪50年代开始，随着CRT技术的产业化，黑白CRT电视和彩色CRT电视成为生活中最重要的显示设备；

第二个阶段：20世纪90年代，等离子技术、液晶技术并行。2000年后，随着液晶技术的完善，其在显示效果、成本等诸多方面均显著超越等离子技术，等离子显示逐步退出市场；

第三个阶段：随着材料技术的发展，OLED技术出现并实现产业化。2006年之前，OLED面板多为PMOLED面板，主要针对小尺寸显示器件。2010年，三星大举推进AMOLED技术，并在其高端手机中广泛使用AMOLED面板，OLED的商业化进程得到了实质性进展。

第四个阶段：随着 OLED技术的逐渐进步，OLED的技术应用在电视等大屏幕产品上也逐渐开始体现，OLED的技术应用已进入新的阶段。

图表13：显示技术的发展进程



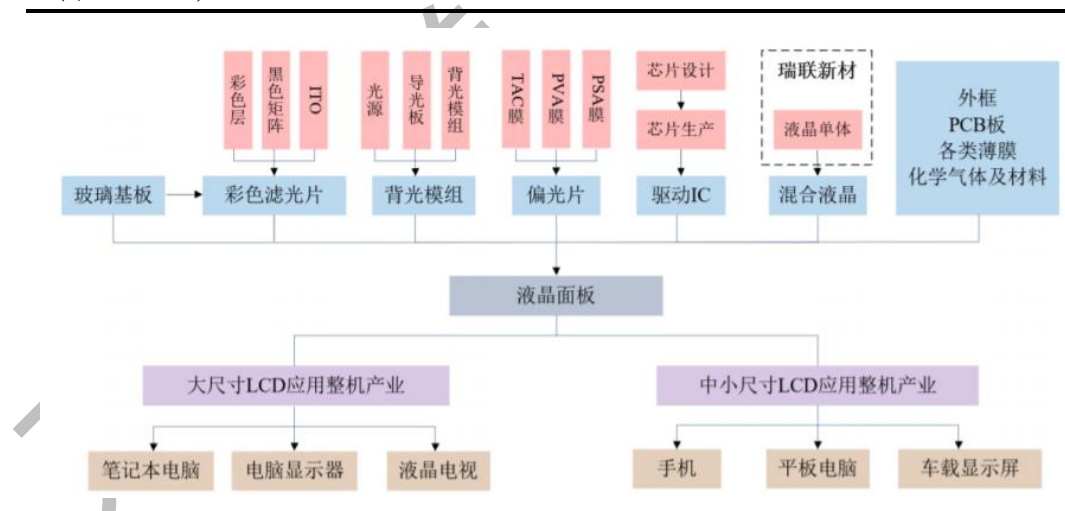
资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

## 2.2 单体液晶技术全球领先，下游产品需求较高

LCD产业链可以分为上游基础材料、中游面板制造与下游终端产品三个部分。上游基础材料包括：玻璃基板、彩色滤光片、偏光片、液晶材料、驱动 IC、背光模组；中游面板制造包括：列阵 (Array)、成盒 (Cell)、模组 (Module)；下游终端产品包括：液晶电视、笔记本、智能手机、车载电视、MP3和其他消费类电子，其中液晶材料是生产LCD产品的核心材料。

公司属于液晶材料产业链上游的液晶前端材料生产商，产品包括烯类单晶、含苯基链稀单晶等单体液晶，产品最终应用于TFT-LCD显示面板的制造，其单体液晶的研发、生产技术处在国际领先地位，在全球单体液晶市场上具备较高的知名度与影响力。

图表14: LCD产业链



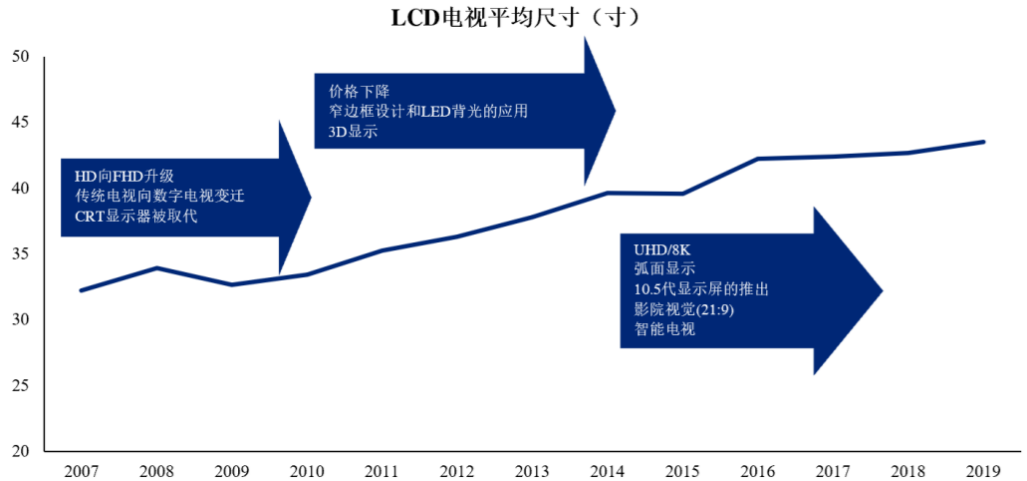
资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

### 2.2.2 液晶材料行业概况及发展趋势

LCD优势明显，是平板显示领域主流产品。作为液晶面板的核心组成部分，液晶材料的合成具有技术壁垒高、技术更新快、产品竞争激烈、市场前景广阔等特点。TFT-LCD面板是LCD产业的主流产品之一。TFT-LCD面板经过多年的发展，具有工作电压小、功耗小、分辨率高等优点，已经成为平板显示领域的主流产品，广泛应用于液晶电视、液晶显示器、手机、平板电脑等电子器件。

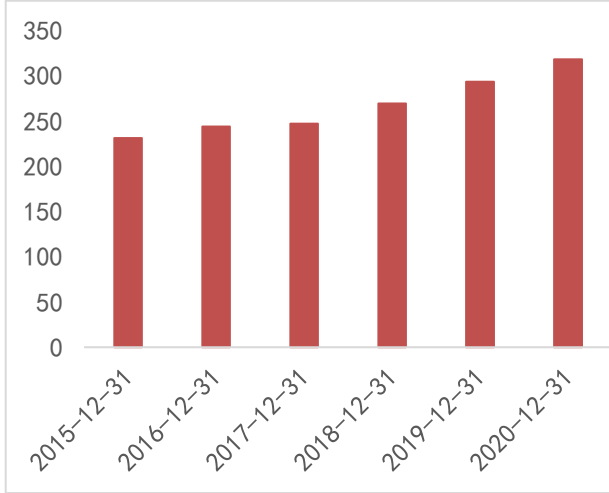
LCD在大尺寸屏幕产品中处主导地位，大尺寸化趋势是促进液晶面板行业发展的主要动力。TFT-LCD面板的第一大终端应用产品是LCD电视，其面板需求量占据60%以上的液晶面板市场。LCD电视大尺寸化趋势直接推动了TFT-LCD显示面板出货面积的增长。据HIS统计，2014年TFT-LCD显示面板的出货面积为1.66亿平方米，2019年增至2.23亿平方米，年均复合增长率约6.07%。此外，5G技术同样为液晶面板行业的发展提供动力。随着5G技术的不断成熟与推广，TFT-LCD面板的大尺寸化趋势能够更好地满足用户高清化需求，2019年至2023年，TFT-LCD面板的出货面积预计将从2.23亿平方米增至2.49亿平方米，增幅约12.20%。

图表15: LCD 电视平均尺寸历年的变化情况



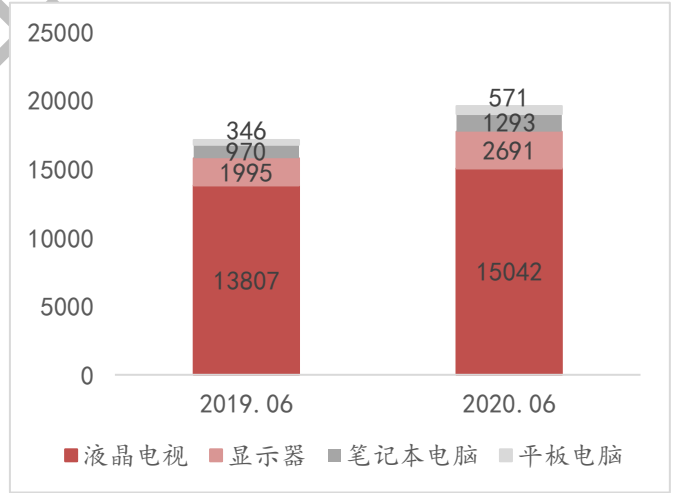
资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

图表 16：公司研发团队情况



资料来源：WIND、万联证券研究所

图表 17：公司研发费用及其占收入占比

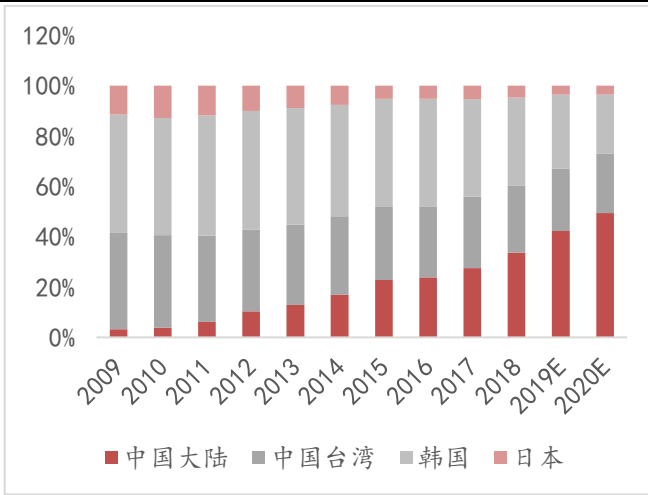


资料来源：WIND、万联证券研究所

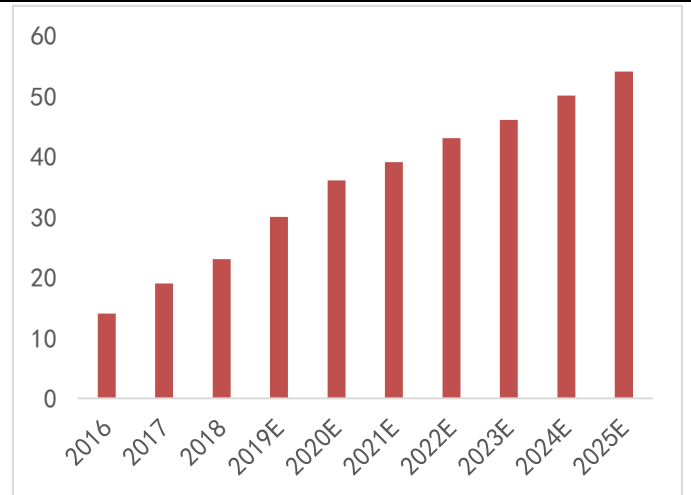
**5G技术相关应用为液晶面板行业发展提供新动力。**2019年3月，工信部等发布《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，提出“探索5G应用于超高清视频传输，实现超高清视频业务与5G的协同发展”。TFT-LCD面板的大尺寸化趋势能更好的顺应高清化应用的相关需求，从而带动TFT-LCD面板需求的不断增长。

图表 18：TFT-LCD 面板全球产能占比

图表 19：全球 60 寸以上电视面板出货量（单位：百万片）



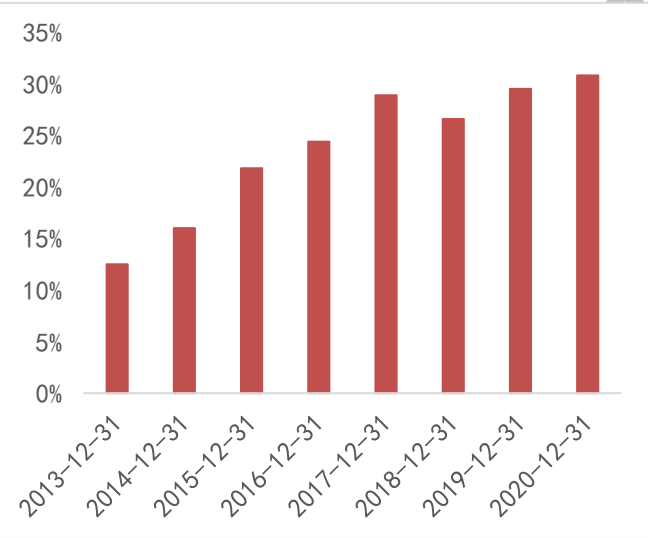
资料来源: WIND、万联证券研究所



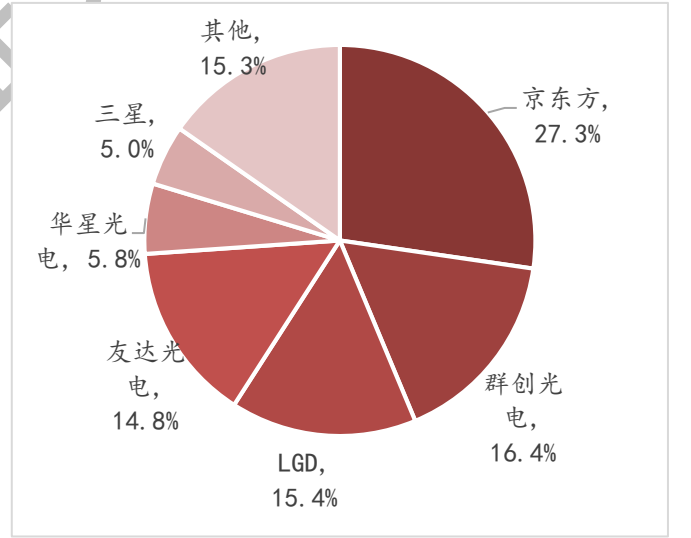
资料来源: WIND、万联证券研究所

图表 20: 智能手机 TFT-LCD 面板市场占有率

图表 21: 2020 年 4 月全球 LCD 面板出货面积分布情况



资料来源: iFind、万联证券研究所



资料来源: Omdia、万联证券研究所

**液晶面板行业的增长将带动上游液晶材料市场规模的增长。**液晶材料是液晶面板的核心上游材料之一，TFT-LCD面板出货面积的不断增长必将带动上游TFT混合液晶材料市场需求的增长。而公司的单体液晶产品处于TFT混合液晶的上游，数种单体液晶通过物理混配过程后产出混合液晶。因此，单体液晶的市场变化趋势与混晶的趋势基本保持一致。按照每平方米面板使用约3.5克液晶材料测算，预计2019年全球TFT混合液晶市场规模约为779吨。

### 2.2.3 竞争地位及主要客户

公司是国际领先的单体液晶的研发、生产企业。公司在2019年的全球单体液晶市场占有率约为16%，是占有全球混晶80%市场的Merck与JNC的战略供应商，并且与八亿时空等国内主要下游混晶企业建立了长期合作伙伴关系。该领域主要竞争对手包括万润股份、康鹏科技和八亿时空。

图表22: 液晶材料主要客户

| 客户名称  | 2018年客户行业地位 | 合作性质  |
|-------|-------------|-------|
| Merck | 全球第一大混晶制造商  | 战略供应商 |
| JNC   | 全球第二大混晶制造商  | 战略供应商 |
| 八亿时空  | 中国主要混晶制造商   | 战略供应商 |
| 江苏和成  | 中国主要混晶制造商   | 战略供应商 |
| 诚志永华  | 中国主要混晶制造商   | 战略供应商 |

资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

图表 23：液晶材料主要竞争对手

| 公司名称 | 公司业务简介   |
|------|--|
| 万润股份 | 从事信息材料产业、环保产业和大健康产业产品等，液晶材料包括 TFT 液晶单体材料、中间体材料 |
| 康鹏科技 | 显示材料、新能源电池材料及电子化学品、功能性材料及其他特殊化学品               |
| 八亿时空 | 液晶显示材料，高性能 TFT 等多种混合液晶材料、单体液晶材料等。              |

资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

## 2.3 OLED技术逐步渗透，AMOLED显示面板表现突出

### 2.3.1 OLED优势明显，小尺寸平板显示逐步渗透

OLED技术作为新型显示技术，在小尺寸平板显示中广泛应用。据HIS统计，2019年，手机和电视OLED面板的出货面积分别为465.08万平方米、319.82万平方米；2010年后，随着OLED生产工艺的升级，OLED产品逐渐应用在手机、智能手表中。AMOLED是OLED技术的主流产品，其主要终端应用场景包括手机、智能电视、智能手表等产品的屏幕。与TFT-LCD技术相比，AMOLED显示技术采用自发光技术，具有对比度高、超薄、视角广、反应速度快、驱动电压低、使用温度范围广等优点。根据面板是否可柔性显示，分为刚性AMOLED与柔性AMOLED，由于柔性AMOLED面板可实现曲面、可弯折的效果，技术优势尤为突出，是目前主流显示技术中市场发展最快、应用前景最好的技术之一。特别是2019年三星和华为先后发布折叠屏手机，预示着OLED显示产业进入“真柔性”时代。

图表24：TFT-LCD与AMOLED区别

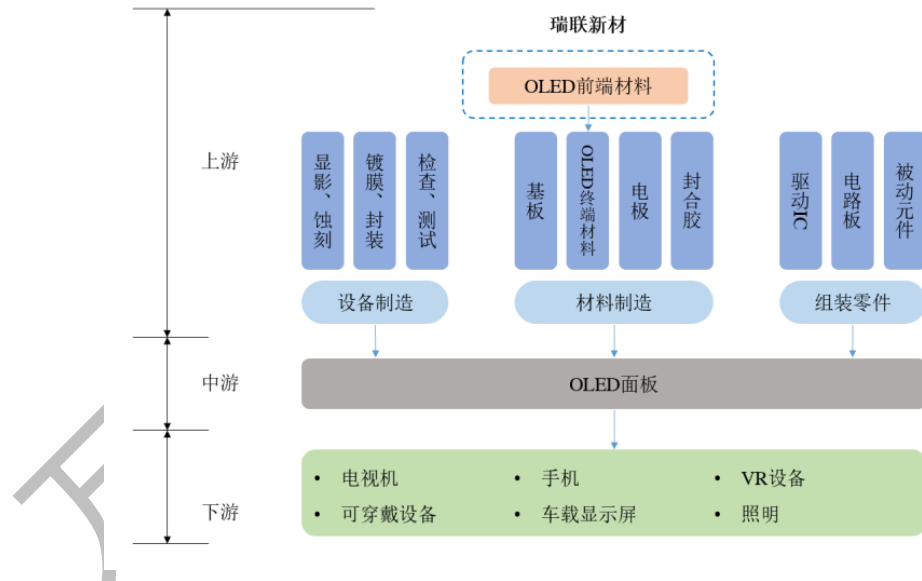
| 特性    | TFT-LCD | AMOLED   |
|-------|---------|----------|
| 柔性显示  | 不可能     | 可能       |
| 透明显示  | 可能      | 可能，且更易实现 |
| 响应速度  | 1ms     | 20 μs    |
| 视角    | 170     | 180      |
| 色彩饱和度 | 60%-90% | 110%     |
| 工作温度  | -20~70℃ | -40~85℃  |
| 对比度   | 1500: 1 | 200万: 1  |
| 发光方式  | 被动发光    | 固态自发光    |
| 厚薄    | 2.0mm   | <1.5mm   |
| 耐撞击性  | 承受能力较差  | 承受能力强    |

资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

### 2.3.2 OLED产业链

OLED行业上游主要包括：设备制程（显影、蚀刻、镀膜、封装等）、材料制造（OLED终端材料、基板、电极等）和组装零件（驱动IC、电路板和被动元件）；中游是OLED面板的组装；下游OLED终端应用包括手机、电视等显示领域，同时也可应用于照明。

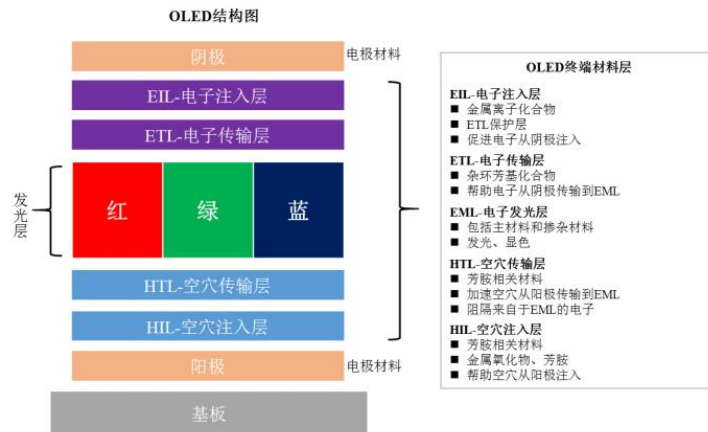
图表25：OLED行业产业链情况



资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

OLED材料按照在元器件中的位置可大致划分为电极材料、基板材料和终端材料三大类。其中OLED终端材料层主要分为发光层（EML）及通用层，通用层又包括电子注入层（EIL）、电子传输层（ETL）、空穴传输层（HTL）、空穴注入层（HIL）等。

图表26：OLED面板结构

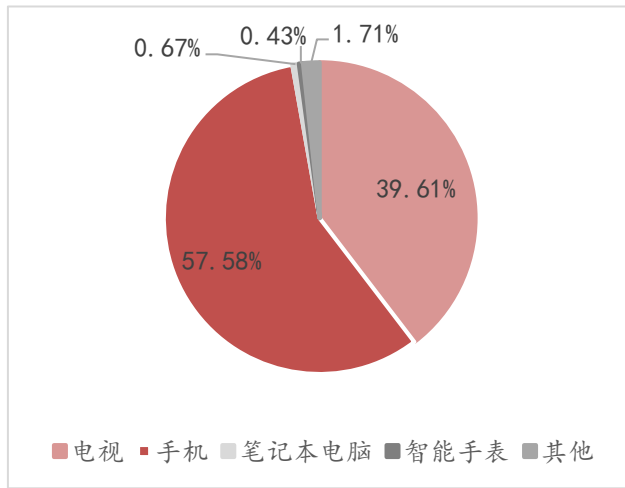


资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

### 2.3.3 OLED行业概况及发展趋势

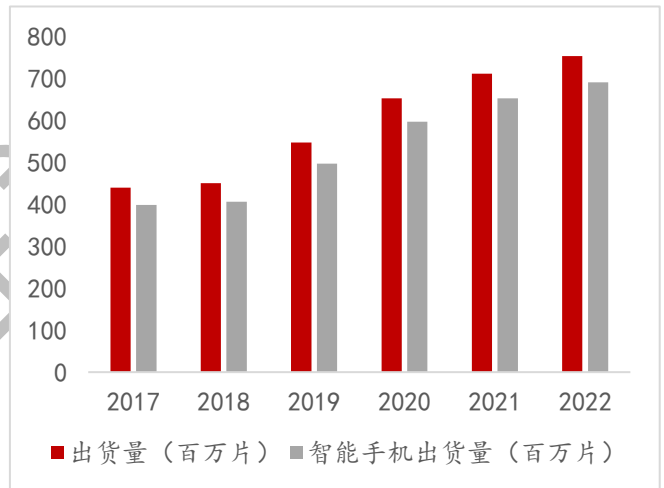
商业化趋势加速，出货面积逐年增加。近年，OLED显示的商业化应用趋势开始逐步体现，市场规模不断扩大，出货量由2017年的3.97亿片增长至2019年的4.96亿片，复合增长率达到39.65%。目前，AMOLED显示面板的主要终端应用领域仍然为手机和电视产品，2019年手机和电视OLED面板的出货面积分别为465.08万平方米、319.82万平方米，终端应用市场占比分别为57.58%和39.61%。

图表 27：2019 年 AMOLED 终端应用情况



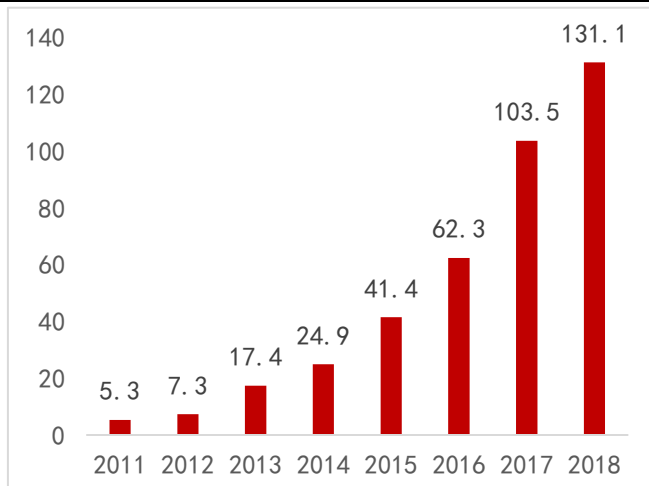
资料来源：奥来德招股说明书、万联证券研究所

图表 28：2017-2022 年 AMOLED 出货量(单位:百万片)



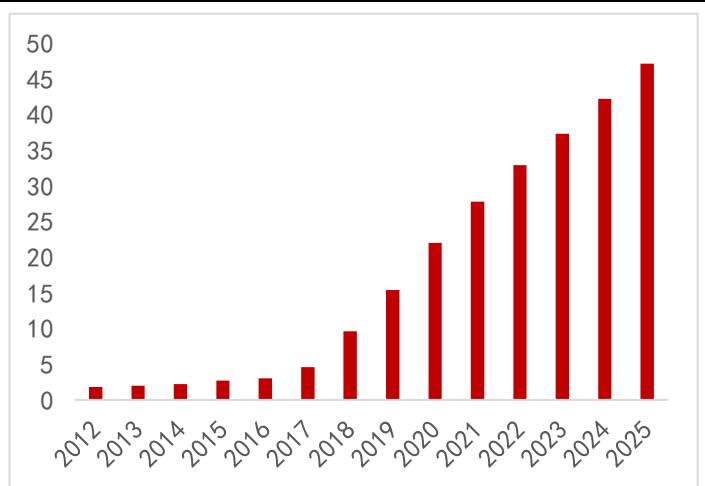
资料来源：奥来德招股说明书、万联证券研究所

图表 29：中国 OLED 产值规模 (单位: 亿美元)



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

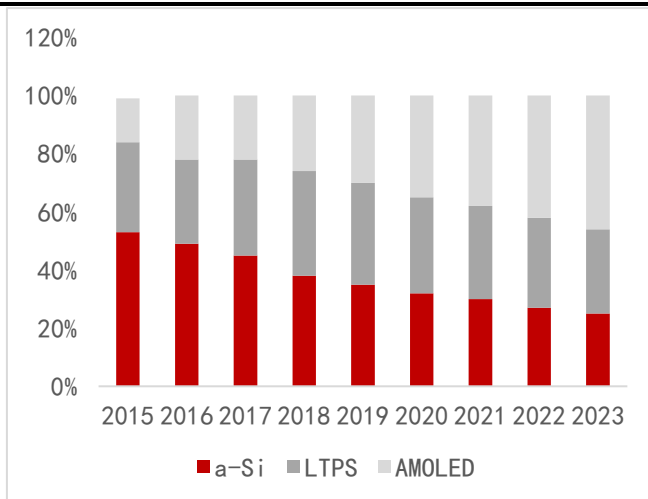
图表 30：中国 OLED 材料市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

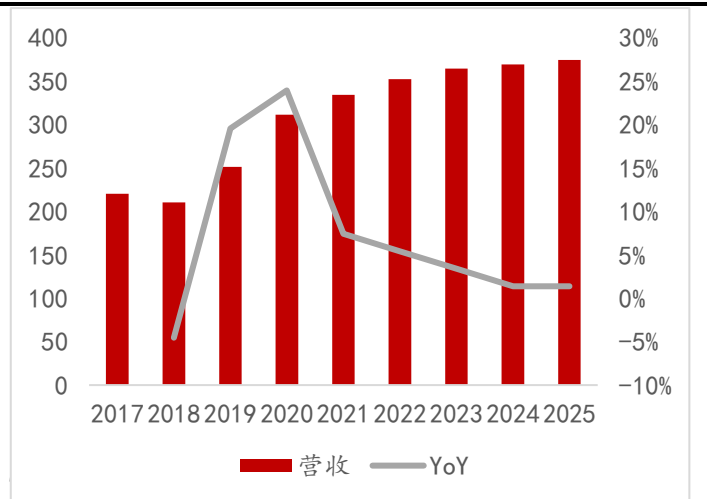
**5G技术推动OLED市场持续增长。**2019年度华为和三星发布的柔性OLED折叠手机受到了消费者的广泛关注，折叠手机、智能手表、VR设备等智能5G应用场景由于其便携性、复合功能性，有望逐步实现手机、平板等多种产品的功能整合，拉动柔性OLED的需求增长。根据IHS的预计，2023年AMOLED显示面板在智能手表领域的市场规模将达到约12.3亿美元，新兴市场的需求增长将带动AMOLED显示面板市场规模的持续增长。2019年至2023年，AMOLED显示面板的出货面积预计将从807.62万平方米增至1731.05万平方米，复合增长率达到21%。

图表 31: 2015-2023 年 AMOLED 智能手机市场渗透率



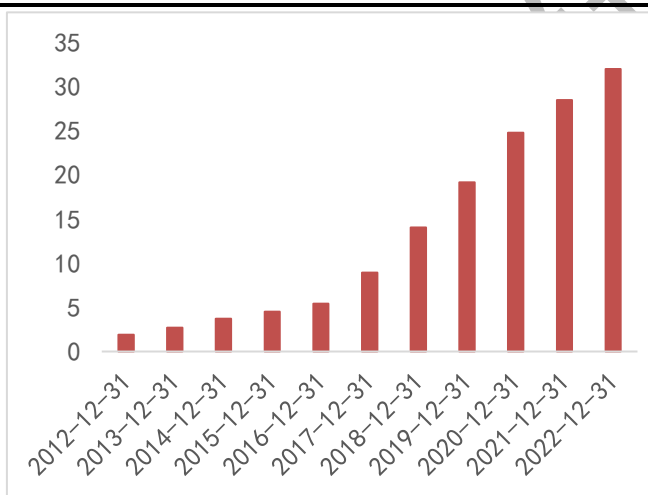
资料来源: 奥来德招股说明书, 万联证券研究所

图表 32: 2017-2025 年 AMOLED 面板营收预测(单位:亿美元)



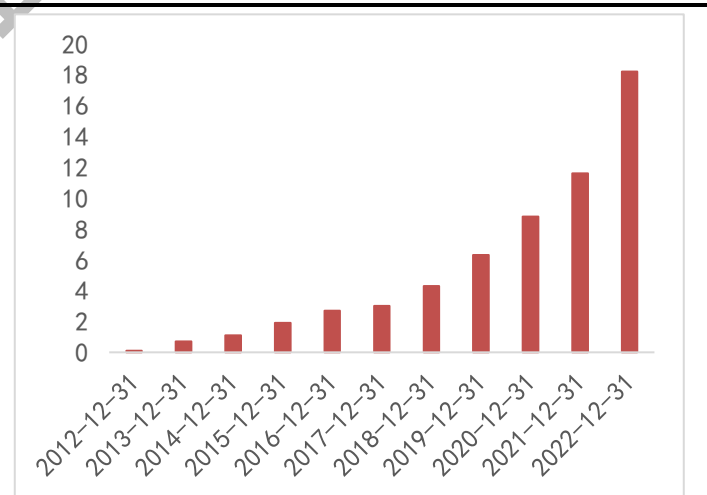
资料来源: 奥来德招股说明书, 万联证券研究所

图表 33: 全球 OLED 手机面板产能 (百万平米)



资料来源: 奥来德招股说明书, 万联证券研究所

图表 34: 全球 OLED 电视面板产能 (百万平米)



资料来源: 奥来德招股说明书, 万联证券研究所

### 2.3.4 竞争地位及主要客户

瑞联新材作为国内主要的OLED前端材料生产商,在化学合成、纯化等技术层面具有竞争优势。OLED材料的产品种类多、技术更新快,对合成路线、产品纯度、杂质分析的技术要求高,公司是国内极少数能够实现OLED材料规模化生产的企业之一。2019年,公司在全球OLED升华前材料的市场占有率为14%,与全球多家OLED终端材料厂商保持良好的供应关系,客户的全球市场占有率约为70%。基于在OLED材料领域的技术经验,公司参与了OLED行业的国家标准之一《有机发光二极管显示器用有机小分子发光材料纯度测定-高效液相色谱法》的编制。OLED材料主要竞争对手包括强力新材、濮阳惠成、万润股份、UDC和烟台显华化工。

图表 35: OLED 材料主要客户

| 客户名称     | 2018年客户行业地位                  | 合作性质   |
|----------|------------------------------|--------|
| Dupont   | 全球第二大红色 EML 材料供应商            | 战略供应商  |
| Merck    | 全球第二大 HTL 材料供应商、第三大绿色 EML 材料 | 战略供应商  |
| Doosan   | 全球第一大 HTL 材料供应商              | 战略供应商  |
| SFC      | 全球第二大蓝色 EML 材料供应商            | 战略供应商  |
| Heesung  | 全球第四大绿色 EML 材料供应商            | 战略供应商  |
| LG Chem  | 全球第三大红色 EML 材料、第一大 ETL 材料供应商 | 战略供应商  |
| Idemitsu | 全球第一大蓝色 EML 材料、第二大 ETL 材料供应商 | 核心供应商  |
| Duksan   | 全球第一大红色 EML 材料、第三大 HTL 材料供应商 | 核心供应商  |
| SDI      | 全球第一大绿色 EML 材料供应商            | 核心供应商  |
| NSCM     | 全球第二大绿色 EML 材料供应商            | 已小规模送样 |

资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

图表 36：OLED 材料主要竞争对手

| 公司名称   | 公司业务简介                                |
|--------|---------------------------------------|
| 强力新材   | 电子材料领域各类光刻胶等，业务包括 OLED 有机材料、OLED 封装材料 |
| 濮阳惠成   | 顺酐酸酐衍生物、OLED 功能中间体等                   |
| 万润股份   | OLED 材料                               |
| UDC    | OLED 终端材料、OLED 专利授权许可证                |
| 烟台显华化工 | OLED 材料和 OLED 终端材料                    |

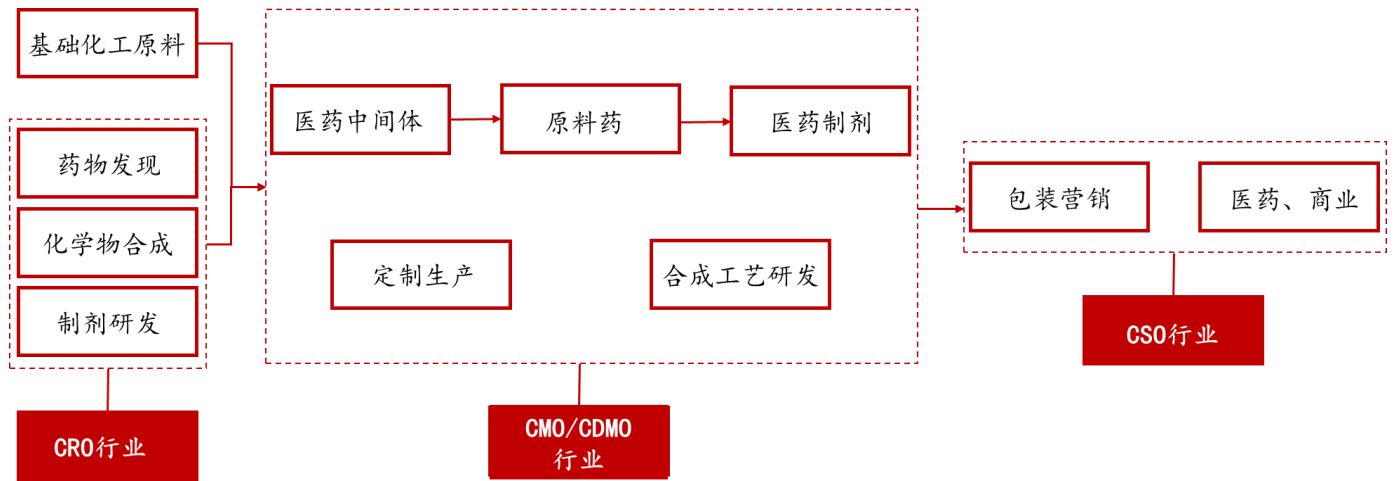
资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

### 3、进军医药中间体，新业务未来可期

#### 3.1 医药中间体产业链

技术纯熟，CMO/CDMO业务优势明显。CMO/CDMO 行业的上游企业为CRO企业与精细化工行业，下游企业为是产生生产外包服务需求的医药制造企业。公司依托于 OLED与液晶材料等核心领域积累的化学合成、纯化、痕量分析及量产体系等技术经验，在CMO的基础上，通过自身设施和技术更多的承担工艺研发与创新性服务，为药企提供药品生产时的工艺流程研发及优化、配方开发及试生产服务以及吨级定制生产服务，推动CMO向CDMO行业的全面升级。

图表 37：CMO/CDMO 产业链

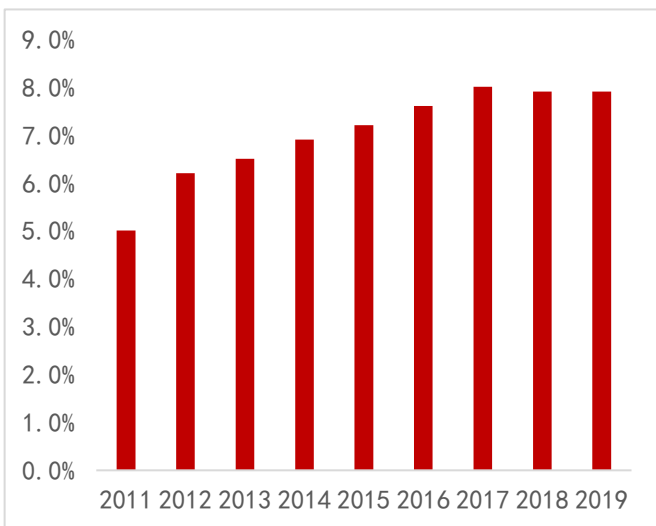


资料来源：公司官网、万联证券研究所

### 3.2 医药中间体行业概况及发展趋势

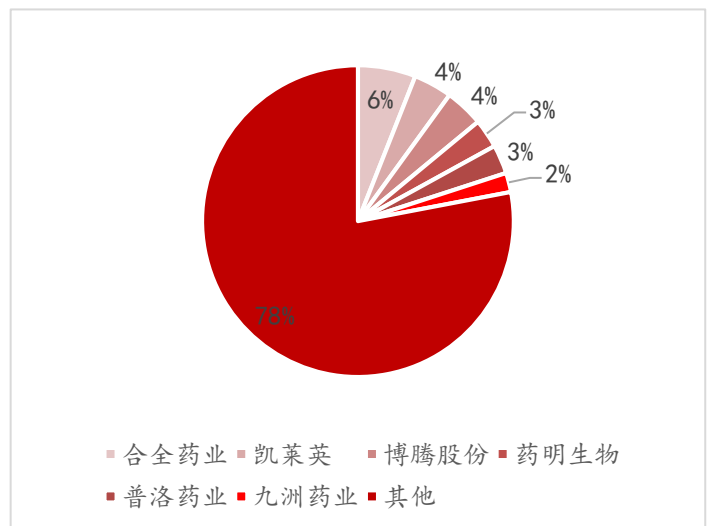
药品外包市场转移，行业集中度低，中国等新兴市场前景可期。虽然欧美等国家CMO企业发展时间长、成熟度高，但由于自身医药市场的增速逐渐放缓、研发成本和环保成本较高等特点，行业增速开始逐渐放缓。以中国和印度为代表的新兴市场国家正成为全球最具活力的医药市场领域。据中国医药创新促进会统计，2019年，中国将在全球CMO市场中占据7.9%的份额。同时，国内CMO行业集中度较低，行业TOP5企业市场份额仅占据整个国内CMO市场的20%，竞争充分、机会较多，发展前景广阔。

图表 38：2011—2019 年中国 CMO 占全球市场份额变化



资料来源：中国医药创新促进会、万联证券研究所

图表 39：国内 CMO 企业市场份额

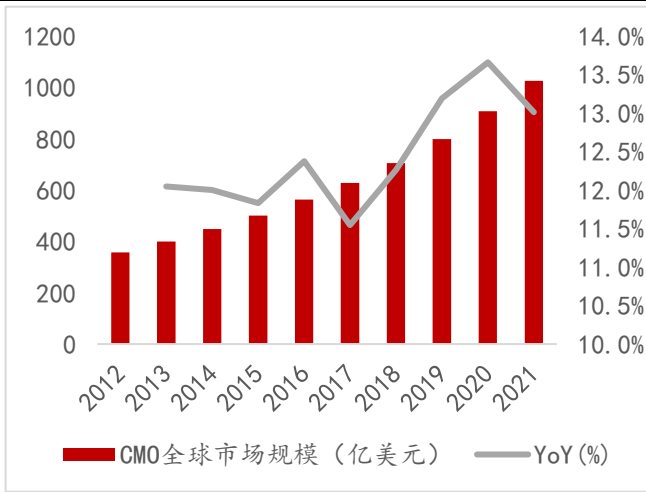


资料来源：中国医药创新促进会、万联证券研究所

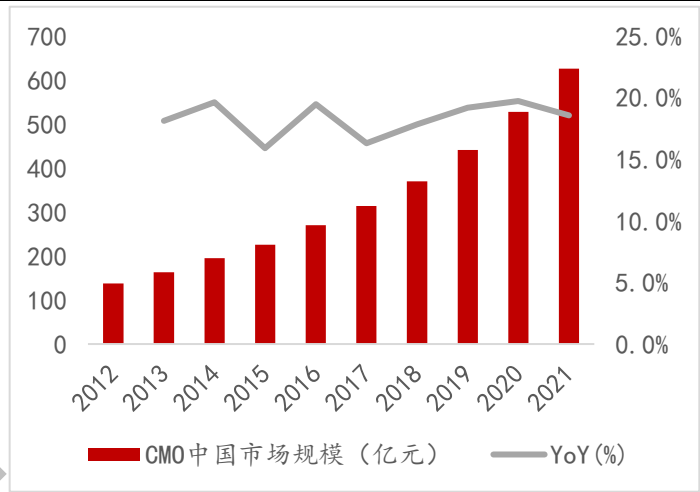
药品市场规模突破千亿，CMO/CDMO业务未来空间广阔。随着全球人口总量不断增加以及老龄化问题的日益凸显，全球药品市场将呈现持续增长态势，需求的快速增长以及对于成本控制的要求将推动CMO/CDMO业务的快速发展。据Frost & Sullivan统计，2018年全球医药市场规模达到12707亿美元，并于2025年市场规模达到16924亿美元，复合增长率约为5.90%。进一步的，据Business Insights相关数据显示，2017年全球CMO市场规模为628亿美元，并于2021年达到1025亿美元；其中，2017年中国市场

规模约为314亿元，预计2021年将达到626亿元，复合增长率约为18.83%。

图表 40：全球 CMO 市场规模（亿美元）



图表 41：中国 CMO 市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan、万联证券研究所

资料来源：中国医药创新促进会、万联证券研究所

### 3.3 竞争地位及主要客户

业务收入主要来自于抗癌新药。PAOO45是公司CMO/CDMO业务的主要产品，是某治疗非小细胞肺癌新药的医药中间体，该肺癌治疗药物已在日本、美国、欧洲等地注册上市，并于2018年在中国上市并进入医保目录。此外，另一种受托研发合成路线工艺、用于生产治疗子宫肌瘤药物的医药中间体相关研发已进入临床三期，该医药中间体已进入放量阶段。预计未来随着在研产品对应终端制剂研发阶段的推进，医药中间体将随之进入放量阶段，成为公司除显示材料以外的重要利润来源。

图表 42：医药中间体产品主要客户

| 客户名称   | 2018 年客户行业地位              | 合作性质  |
|--------|---------------------------|-------|
| Chugai | 日本制药企业，全球制药龙头企业罗氏制药的控股子公司 | 战略供应商 |

资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

图表 43：医药中间体产品主要竞争对手

| 公司名称 | 公司业务简介                                |
|------|---------------------------------------|
| 博瑞医药 | 化学制药全产业链产品和技术平台型企业，产品包括医药中间体、原料药和制剂产品 |
| 凯莱英  | (CDMO) 解决方案提供商                        |

资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

### 3.4 技术相同，业务协同

医药中间体产品、OLED材料与单液晶等显示材料产品主要技术存在共通，业务协同效应较好。CMO/CDMO行业上游企业为CRO与精细化工企业，下游企业为医药制造企业。公司同时生产显示材料和医药中间体产品，一方面丰富了产品结构，可以

平滑因下游客户的行业景气度波动或主要客户自身经营情况变化而导致的业绩变动风险；另一方面，因生产设备和技术的较高共通性，可以更加合理地进行生产排单规划，提高生产设备使用效率，以降低生产成本。

图表 44：医药中间体产品与液晶显示材料技术对比

| 用途     | 核心技术           | 显示材料 | 医药中间体 |
|--------|----------------|------|-------|
| 合成方案设计 | 有机化合物合成方案设计技术  | √    | √     |
| 化学合成工艺 | 氢同位素取代反应技术     | √    |       |
|        | 新型催化偶联反应技术     | √    | √     |
|        | 高效异构化反应技术      | √    |       |
|        | 新型催化剂精准氢化技术    | √    |       |
| 纯化技术   | 新型填料层析分离技术     | √    | √     |
|        | 卤素杂质分离与纯化技术    | √    |       |
|        | 手性异构体杂质控制与纯化技术 |      | √     |
|        | 金属离子控制与纯化技术    | √    | √     |
| 痕量分析   | 痕量杂质的分析与分离技术   | √    | √     |
|        | 液晶高聚物痕量分析技术    | √    |       |
| 量产体系   | 高效工业化生产技术      | √    | √     |

资料来源：瑞联新材招股说明书，万联证券研究所

#### 4、公司市场估值分析

我们在A股中选取了分别涉及显示材料和医药中间体两个板块共6个标的。可以发现，显示材料板块公司PE（TTM）均值PE为52.81，医药中间体板块公司PE（TTM）均值为134.47，而目前瑞联新材PE（TTM）为50.32，处于两板块均值以下，说明公司市场估值还有增长空间。

图表 45：可比公司估值情况

| 所属板块        | 股票代码             | 股票名称        | 总市值<br>(亿元)  | 2019EPS     | PE<br>(TTM)   |
|-------------|------------------|-------------|--------------|-------------|---------------|
| 显示材料板块      | 002643.SZ        | 万润股份        | 158.46       | 0.56        | 32.18         |
|             | 688181.SH        | 八亿时空        | 62.61        | 1.52        | 45.62         |
|             | 300429.SZ        | 强力新材        | 98.36        | 0.29        | 68.72         |
|             | 688378.SZ        | 奥来德         | 51.18        | 0.76        | 64.70         |
|             |                  | <b>均值</b>   |              |             | <b>52.81</b>  |
| 医药中间体<br>板块 | 688166.SH        | 博瑞医药        | 232.39       | 0.30        | 162.00        |
|             | 002821.SZ        | 凯莱英         | 684.53       | 1.38        | 106.93        |
|             |                  | <b>均值</b>   |              |             | <b>134.47</b> |
|             | <b>002643.SZ</b> | <b>瑞联新材</b> | <b>72.90</b> | <b>1.56</b> | <b>50.32</b>  |

资料来源：WIND，万联证券研究所

#### 5、盈利预测及假设

我们对公司2020-2022年主营业务收入假设如下

**液晶材料：**考虑到现阶段液晶面板的部分市场可能被OLED面板所取代，液晶面板增速有所下滑，液晶材料的市场需求增速也将随之放缓，另结合公司招股说明书中披露的公司液晶材料单价走势呈下滑趋势。我们预计2020-2022年公司液晶材料部分营收增速为-6.69%/6.26%/1.86%。

**OLED材料：**近年OLED面板市场规模快速扩充，上游OLED材料市场也随之快速增长。公司作为国内OLED前端材料主要企业之一，客户资源稳定，且公司OLED材料产能在持续扩充，因此我们认为未来三年公司OLED材料收入将保持快速增长。但2020年受疫情影响，增速可能有所下滑。预计公司2020-2022年OLED材料部分增速将分别为9.92%/23.15%/24.31%。

**医药中间体：**考虑到公司已成功开发出PA0045，以及用于子宫肌瘤药品的医药中间体产品即将投放市场，将为公司带来新的收入增长点，我们认为公司医药中间体板块近三年将保持较高增速。预计2020-2022年公司医药中间体部分增速分别为41.34%/41.69%/39.60%。

图表 46：公司未来 3 年营收预测

| (单位：亿)         | 2019    | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 货币类型           | CNY     |        |        |        |
| <b>液晶材料</b>    |         |        |        |        |
| 营业收入           | 5.70    | 5.30   | 5.64   | 5.74   |
| 营收增速           | -4.64%  | -6.96% | 6.26%  | 1.86%  |
| 毛利率(%)         | 34.65%  | 29.45% | 31.95% | 30.36% |
| 毛利             | 1.97    | 1.56   | 1.80   | 1.74   |
| <b>OLED 材料</b> |         |        |        |        |
| 营业收入           | 2.29    | 2.52   | 3.10   | 3.85   |
| 营收增速           | 49.61%  | 9.92%  | 23.15% | 24.31% |
| 毛利率(%)         | 29.35%  | 26.42% | 27.74% | 28.57% |
| 毛利             | 0.67    | 0.66   | 0.86   | 1.10   |
| <b>医药中间体</b>   |         |        |        |        |
| 营业收入           | 1.56    | 2.30   | 3.50   | 4.42   |
| 营收增速           | 158.39% | 47.52% | 52.27% | 26.13% |
| 毛利率(%)         | 71.96%  | 68.36% | 67.34% | 68.45% |
| 毛利             | 1.12    | 1.57   | 2.36   | 3.03   |
| <b>其他材料</b>    |         |        |        |        |
| 营业收入           | 0.35    | 0.37   | 0.38   | 0.37   |
| 营收增速           | -29.39% | 5.71%  | 2.70%  | -2.63% |
| 毛利率(%)         | 44.77%  | 41.34% | 41.69% | 39.60% |
| 毛利             | 0.16    | 0.15   | 0.16   | 0.15   |
| <b>总计</b>      |         |        |        |        |
| 营业收入           | 9.9     | 10.49  | 12.62  | 14.38  |
| 同比增长           | 8.55%   | 5.98%  | 20.28% | 13.98% |

|      |        |       |        |        |
|------|--------|-------|--------|--------|
| 毛利   | 3.92   | 3.95  | 5.18   | 6.02   |
| 同比增长 | 16.76% | 0.84% | 31.00% | 16.16% |

资料来源：WIND、万联证券研究所

基于公司在行业内的地位、各产业链布局和对未来行业景气度判断,预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 10.49/12.62/14.38 亿元, EPS 分别为 2.29/3.29/3.87, 对应的 P/E 分别为 46.25/32.16/27.33。首次覆盖, 给与“增持”评级。

## 6、风险提示

- 1. 全球第二波疫情反弹势头明显, 公司国际业务恐受影响:** 公司海外营业收入占比八成上下, 公司主要收入来自于日本、韩国、德国等国家。目前全球疫情呈现反弹趋势, 公司 2020 年下半年海外营收很可能受影响。
- 2. 医药中间体单一产品占比过高:** 公司医药中间体 CMO/CDMO 业务的收入主要来源于 PA0045, 2019 年其营收占比高达 90%以上。若未来下游终端药物需求下滑或出现替代性较强的竞争性产品, 则公司将面临医药中间体 CMO/CDMO 业务下滑的风险。
- 3. 上游原材料价格波动:** 公司生产使用的主要原材料包括基础化工原料和各类定制初级中间体。在疫情与国内环保政策收紧的双重影响下, 公司采购的部分原材料价格呈现上升趋势, 若未来原材料价格普遍大幅上涨, 则公司将面临利润空间被压缩风险。

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元        |       |       |       |       | 单位: 百万元         |       |       |       |       |
| 至12月31日        | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 至12月31日         | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| <b>流动资产</b>    | 663   | 830   | 1,056 | 1,278 | <b>营业收入</b>     | 990   | 1,049 | 1,262 | 1,438 |
| 货币资金           | 155   | 276   | 421   | 568   | 营业成本            | 597   | 654   | 744   | 837   |
| 应收票据及应收账款      | 155   | 159   | 193   | 220   | 营业税金及附加         | 8     | 9     | 10    | 12    |
| 其他应收款          | 0     | 1     | 1     | 1     | 销售费用            | 16    | 20    | 23    | 27    |
| 预付账款           | 8     | 13    | 14    | 15    | 管理费用            | 135   | 142   | 171   | 196   |
| 存货             | 319   | 342   | 390   | 440   | 研发费用            | 39    | 38    | 46    | 54    |
| 其他流动资产         | 27    | 40    | 37    | 35    | 财务费用            | 13    | 11    | 13    | 13    |
| <b>非流动资产</b>   | 576   | 697   | 787   | 880   | 资产减值损失          | -18   | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 479   | 594   | 688   | 783   | 投资净收益           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 在建工程           | 42    | 37    | 23    | 8     | 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 31    | 41    | 52    | 65    | <b>营业利润</b>     | 172   | 184   | 264   | 311   |
| 其他长期资产         | 24    | 24    | 24    | 24    | 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 1,239 | 1,527 | 1,844 | 2,158 | 营业外支出           | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>流动负债</b>    | 559   | 687   | 772   | 815   | <b>利润总额</b>     | 171   | 184   | 264   | 311   |
| 短期借款           | 223   | 303   | 347   | 352   | 所得税             | 23    | 23    | 33    | 40    |
| 应付票据及应付账款      | 195   | 235   | 269   | 297   | <b>净利润</b>      | 148   | 161   | 231   | 272   |
| 预收账款           | 4     | 4     | 5     | 5     | 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债         | 137   | 144   | 151   | 160   | <b>归属母公司净利润</b> | 148   | 161   | 231   | 272   |
| <b>非流动负债</b>   | 8     | 8     | 8     | 8     | EBITDA          | 264   | 281   | 344   | 395   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 2.12  | 2.29  | 3.29  | 3.87  |
| 应付债券           | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |       |       |       |       |
| 其他非流动负债        | 8     | 8     | 8     | 8     | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 567   | 694   | 780   | 822   | <b>至12月31日</b>  | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 股本             | 53    | 53    | 53    | 53    | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 资本公积           | 355   | 355   | 355   | 355   | 营业收入            | 15.6% | 6.0%  | 20.3% | 14.0% |
| 留存收益           | 265   | 426   | 657   | 928   | 营业利润            | 61.0% | 6.6%  | 43.7% | 17.9% |
| 归属母公司股东权益      | 672   | 833   | 1,064 | 1,336 | 归属于母公司净利润       | 56.9% | 8.2%  | 43.8% | 17.7% |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 1,239 | 1,527 | 1,844 | 2,158 | 毛利率             | 39.7% | 37.7% | 41.0% | 41.8% |
|                |       |       |       |       | 净利率             | 15.0% | 15.3% | 18.3% | 18.9% |
|                |       |       |       |       | ROE             | 22.1% | 19.3% | 21.7% | 20.3% |
|                |       |       |       |       | ROIC            | 17.2% | 13.4% | 15.6% | 15.4% |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       | 资产负债率           | 45.7% | 45.5% | 42.3% | 38.1% |
|                |       |       |       |       | 净负债比率           | 23.0% | 13.6% | 1.1%  | -9.7% |
|                |       |       |       |       | 流动比率            | 1.19  | 1.21  | 1.37  | 1.57  |
|                |       |       |       |       | 速动比率            | 0.60  | 0.69  | 0.85  | 1.01  |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.80  | 0.69  | 0.68  | 0.67  |
|                |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 6.40  | 6.61  | 6.55  | 6.54  |
|                |       |       |       |       | 存货周转率           | 1.87  | 1.91  | 1.91  | 1.90  |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       | 每股收益            | 2.12  | 2.29  | 3.29  | 3.87  |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流         | 2.06  | 3.82  | 4.03  | 4.73  |
|                |       |       |       |       | 每股净资产           | 9.58  | 11.87 | 15.16 | 19.03 |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       | P/E             | 50.03 | 46.24 | 32.16 | 27.33 |
|                |       |       |       |       | P/B             | 11.05 | 8.92  | 6.98  | 5.56  |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 0.58  | 20.23 | 16.22 | 13.76 |

资料来源: 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场