

瑞联新材 (688550.SH) OLED 材料+CDMO 双支柱发展, 2021 年医药管线力争破百

2021 年 04 月 12 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

金益腾 (分析师)

吉金 (分析师)

张晓锋 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

jjjin@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

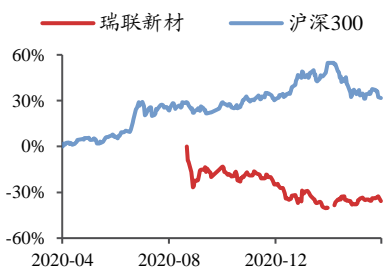
证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790521020002

证书编号: S0790120080059

日期	2021/4/12
当前股价(元)	81.81
一年最高最低(元)	148.00/75.33
总市值(亿元)	57.42
流通市值(亿元)	13.93
总股本(亿股)	0.70
流通股本(亿股)	0.17
近 3 个月换手率(%)	118.6

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q4 业绩表现靓丽, OLED 材料、CDMO 大幅增长》
-2021.2.25

《公司信息更新报告-Q3 业绩符合预期, 设立日本子公司发展医药业务》
-2020.10.26

《公司首次覆盖报告-全球显示材料主力供应商, 医药中间体 CDMO 新军》
-2020.9.22

● **汇兑损益拉低增速, 看好公司核心技术在 CDMO 的延伸, 维持“买入”评级**
公司发布 2020 年年报, 实现营业收入 10.5 亿元, 同比增长 6%, 归母净利润 1.75 亿元, 同比增长 18.15%。考虑汇兑损失的影响, 我们下调 2021、2022 年盈利预测, 新增 2023 年盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 2.33 (-0.16)、3.09 (-0.12)、3.75 亿元, 对应 EPS 分别为 3.32 (-0.22)、4.40 (-0.17)、5.34 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 24.6、18.6、15.3 倍。我们看好公司受益于 OLED 高景气, 并进一步拓展核心技术在医药 CDMO 的延伸应用, 维持“买入”评级。

● **OLED 材料收入增长不及液晶减少, 医药中间体毛利率下滑 3.76pct**

2020 年公司显示材料、医药中间体、电子化学品及其他产品的营业收入分别为 7.62、2.47、0.4 亿元, 分别同比-4.61%、+58.38%、+14.31%, 毛利率分别为 31.02%、68.20%、44.65%, 较 2019 年分别减少 2.11、3.76、0.12 个百分点, 整体毛利率上升 0.63 个百分点至 40.3%。显示材料收入下滑主要系韩国面板商退出 LCD 市场、海外液晶客户采购策略调整以及新冠疫情等因素导致液晶板块收入减少 16% 至 4.8 亿元; 相反, 由于 OLED 小尺寸屏渗透率提高, LGD 广州 8.5 代线投产带动氙代材料放量, 公司 OLED 材料业务增长 23% 至 2.82 亿元。医药业务毛利率下滑主要系产品结构变化以及部分产品售价下调。电子化学品业务, 一个配套用于 OLED 显示面板上的某种膜材料的上游中间体产品实现销售约 2500 余万元。

● **医药中间体新老产品持续放量, 管线数量大幅提升 69%**

受益 Chugai 艾乐替尼终端销售额保持增长, 公司医药中间体大单品 PA0045 销量同比增长 25% 至 32 吨。2020 年公司增加了三个销售额过千万的新产品, 其中用于治疗子宫肌瘤的创新药的中间体 PA5437 实现销售 3100 余万元。公司产品管线不断丰富, 截至 2020 年末, 公司现有医药管线合计 61 个, 较 2019 年新增 25 个, 其中终端药物为创新药的项目 16 个, 仿制药项目 9 个。根据公司经营计划, 将继续加大对欧美日优秀药企的拓展, 2021 年底力争将产品管线扩增到 100+。

● **风险提示:** 医药中间体研发风险, 显示技术升级切换, 公司控制权稳定风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	990	1,050	1,337	1,641	1,859
YOY(%)	15.6	6.0	27.4	22.7	13.3
归母净利润(百万元)	148	175	233	309	375
YOY(%)	56.9	18.1	33.0	32.3	21.5
毛利率(%)	39.7	40.3	38.5	39.0	39.1
净利率(%)	15.0	16.7	17.5	18.8	20.2
ROE(%)	22.1	6.5	8.2	10.0	11.1
EPS(摊薄/元)	2.12	2.50	3.32	4.40	5.34
P/E(倍)	38.7	32.7	24.6	18.6	15.3
P/B(倍)	8.5	2.1	2.0	1.9	1.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	663	2303	2494	2562	2909
现金	155	1313	1267	1274	1466
应收票据及应收账款	155	236	261	349	342
其他应收款	0	1	1	1	1
预付账款	8	12	13	18	17
存货	319	302	512	480	642
其他流动资产	27	440	440	440	440
非流动资产	576	621	742	865	932
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	479	462	584	710	784
无形资产	31	31	30	29	28
其他非流动资产	66	128	127	127	120
资产总计	1239	2925	3236	3427	3841
流动负债	559	223	373	332	452
短期借款	223	0	0	0	0
应付票据及应付账款	195	166	307	270	382
其他流动负债	141	57	66	62	70
非流动负债	8	10	18	22	20
长期借款	0	0	7	11	10
其他非流动负债	8	10	10	10	10
负债合计	567	233	391	354	472
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	53	70	70	70	70
资本公积	355	2181	2181	2181	2181
留存收益	265	440	567	735	939
归属母公司股东权益	672	2692	2845	3074	3369
负债和股东权益	1239	2925	3236	3427	3841

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	144	192	220	283	408
净利润	148	175	233	309	375
折旧摊销	70	74	61	82	102
财务费用	13	16	15	-5	-33
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-104	-105	-89	-103	-36
其他经营现金流	17	31	0	0	0
投资活动现金流	-78	-549	-181	-206	-168
资本支出	80	140	120	124	66
长期投资	0	-410	0	0	0
其他投资现金流	2	-819	-61	-82	-102
筹资活动现金流	-94	1546	-86	-70	-48
短期借款	-10	-223	0	0	0
长期借款	-86	0	7	4	-2
普通股增加	0	18	0	0	0
资本公积增加	0	1826	0	0	0
其他筹资现金流	1	-75	-93	-74	-46
现金净增加额	-25	1180	-46	8	192

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	990	1050	1337	1641	1859
营业成本	597	627	822	1001	1133
营业税金及附加	8	12	13	18	19
营业费用	16	15	19	24	27
管理费用	135	133	169	208	235
研发费用	39	42	54	66	75
财务费用	13	16	15	-5	-33
资产减值损失	-18	-12	-16	-20	-22
其他收益	10	20	10	10	10
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	172	208	270	358	435
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	4	0	0	0
利润总额	171	204	270	358	435
所得税	23	29	37	50	60
净利润	148	175	233	309	375
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	148	175	233	309	375
EBITDA	250	239	293	402	496
EPS(元)	2.12	2.50	3.32	4.40	5.34

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	15.6	6.0	27.4	22.7	13.3
营业利润(%)	61.0	20.7	29.8	32.6	21.4
归属于母公司净利润(%)	56.9	18.1	33.0	32.3	21.5
获利能力					
毛利率(%)	39.7	40.3	38.5	39.0	39.1
净利率(%)	15.0	16.7	17.5	18.8	20.2
ROE(%)	22.1	6.5	8.2	10.0	11.1
ROIC(%)	15.8	5.2	7.0	8.9	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	45.7	8.0	12.1	10.3	12.3
净负债比率(%)	24.1	-48.4	-43.8	-40.6	-42.8
流动比率	1.2	10.3	6.7	7.7	6.4
速动比率	0.6	8.8	5.2	6.1	4.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	6.9	5.4	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	2.7	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.12	2.50	3.32	4.40	5.34
每股经营现金流(最新摊薄)	2.06	2.73	3.14	4.03	5.82
每股净资产(最新摊薄)	9.58	38.35	40.54	43.80	48.00
估值比率					
P/E	38.7	32.7	24.6	18.6	15.3
P/B	8.5	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	23.6	16.8	14.0	10.1	7.8

数据来源：贝格数据、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，属于机密材料，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16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