

2021 年 4 月 14 日

公司研究

OLED 板块助力业绩提升，医药 CDMO 有望打开公司新成长空间

——瑞联新材（688550.SH）2020 年年报点评

要点

事件：4 月 12 日，公司发布 2020 年年度报告，报告期内实现营收 10.50 亿元，同比增加 6%，实现归母净利润 1.75 亿元，同比增加 18.15%。其中公司 Q4 单季实现营收 3.22 亿元，单季归母净利润 0.52 亿元。

点评：公司业绩变动主要受益于下游终端 OLED 面板在智能手机渗透率的提升，以及 LG Display 广州 8.5 代 OLED 面板生产线开始规模化量产带来的贡献。此外，2020 年公司医药 CDMO 业务表现优异，收入增幅较大。

OLED 应用渗透率快速提升，未来发展空间广阔：公司是国内生产 OLED 前端材料的知名企业，也是国内为数不多的能实现 OLED 材料规模化生产的企业之一。近几年来，OLED 在智能手机、可穿戴设备的应用渗透率正快速提升，下游 OLED 面板市场规模不断扩大会拉动上游 OLED 材料市场的发展，OLED 行业未来增长的空间非常广阔。据 Omdia 最新报告预测，2021 年全球 OLED 面板市场规模有望达到 380 亿美元，增幅为 28.25%；2021 年 OLED 终端材料市场需求总量有望达到 110.3 吨，增幅约 25%；其中，发光层材料规模约 22.92 吨，对应市场销售额约 5.65 亿美金；通用层材料规模约 87.38 吨，对应市场销售额约 10.83 亿美金。未来，随着 OLED 技术渗透率不断上升，以及应用领域和场景扩展，公司在 OLED 材料领域市占率有望进一步提升。

横向延伸技术至医药中间体领域，持续看好公司未来成长：凭借在显示材料领域积累的丰富经验，公司将技术应用延伸至医药中间体领域，成功开拓了医药 CMO/CDMO 新业务。公司 2020 年 CDMO 业务销售收入较 2019 年增幅达 58%，毛利率高达 68.2%，主要受益于用于治疗非小细胞肺癌的终端药销售量继续保持增长以及用于治疗子宫肌瘤的创新药的中间体产品销售放量。根据 Business Insights 的统计，2017 年中国 CMO 的市场规模约为 314 亿元，2021 年中国 CMO 市场规模预计将增至 626 亿元，复合增长率约 18.83%，整个 CMO/CDMO 行业前景非常广阔，未来 5-10 年，医药 CDMO 业务有望成为公司第一大营收和盈利来源。

盈利预测、估值与评级：考虑公司 OLED 材料和医药 CDMO 业务表现优异，发展前景广阔，我们上调公司 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年净利润分别为 2.38（上调 6.8%）/3.12（上调 11.6%）/4.10 亿元，折合 EPS3.39/4.44/5.84 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，医药中间体研发失败风险，技术迭代风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	990	1,050	1,290	1,623	1,958
营业收入增长率	15.60%	6.00%	22.88%	25.86%	20.62%
净利润（百万元）	148	175	238	312	410
净利润增长率	56.87%	18.15%	35.72%	30.92%	31.47%
EPS（元）	2.82	2.50	3.39	4.44	5.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.08%	6.52%	8.35%	10.21%	12.34%
P/E	29	32	24	18	14
P/B	6.3	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-13，注：2019 年末，公司总股本为 5263 万股；2020 年末，公司总股本为 7018 万股。

买入（维持）

当前价：80.83 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005
010-58452014

wuyul@ebcn.com

分析师：赵乃迪

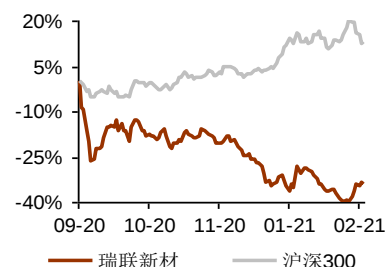
执业证书编号：S0930517050005
010-57378026

zhaond@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	0.70
总市值(亿元):	56.73
一年最低/最高(元):	75.33/148.00
近 3 月换手率:	27.40%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.22	3.17	-68.06
绝对	2.32	-8.27	-36.45

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	990	1,050	1,290	1,623	1,958
营业成本	597	627	776	951	1,114
折旧和摊销	69	74	92	99	107
税金及附加	8	12	15	19	23
销售费用	16	15	19	23	28
管理费用	135	133	163	206	248
研发费用	39	42	52	65	79
财务费用	13	16	16	18	18
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	172	208	281	367	481
利润总额	171	204	277	363	477
所得税	23	29	39	51	67
净利润	148	175	238	312	410
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	148	175	238	312	410
EPS(元)	2.82	2.50	3.39	4.44	5.84

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	144	192	240	308	416
净利润	148	175	238	312	410
折旧摊销	69	74	92	99	107
净营运资金增加	105	110	153	187	186
其他	-179	-168	-243	-290	-287
投资活动产生现金流	-78	-549	-162	-175	-150
净资本支出	-79	-139	-150	-150	-150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	1	-410	-12	-25	0
融资活动现金流	-94	1,546	-88	-118	-152
股本变化	0	18	0	0	0
债务净变化	-57	-309	5	5	5
无息负债变化	-48	-24	50	65	60
净现金流	-25	1,180	-10	15	114

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	39.7%	40.3%	39.9%	41.4%	43.1%
EBITDA 率	29.5%	31.2%	29.6%	30.1%	31.2%
EBIT 率	22.4%	24.1%	22.5%	24.0%	25.7%
税前净利润率	17.3%	19.4%	21.5%	22.3%	24.4%
归母净利润率	15.0%	16.7%	18.5%	19.2%	20.9%
ROA	12.0%	6.0%	7.6%	9.1%	10.9%
ROE (摊薄)	22.1%	6.5%	8.4%	10.2%	12.3%
经营性 ROIC	18.8%	18.5%	17.8%	20.5%	23.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	46%	8%	9%	11%	11%
流动比率	1.19	10.34	9.04	7.95	7.53
速动比率	0.62	8.99	7.66	6.57	6.15
归母权益/有息债务	2.17	-	569.97	305.30	221.37
有形资产/有息债务	3.84	-	618.97	337.09	247.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,239	2,925	3,138	3,412	3,745
货币资金	155	1,313	1,302	1,318	1,432
交易性金融资产	0	411	411	411	411
应收帐款	155	236	303	381	460
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	0	1	1	1	1
存货	319	302	374	458	537
其他流动资产	27	29	41	57	73
流动资产合计	663	2,303	2,447	2,644	2,934
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	479	462	506	543	572
在建工程	35	80	83	85	86
无形资产	31	31	28	25	23
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	4	20	32	32	32
非流动资产合计	576	621	692	767	810
总负债	567	233	288	359	424
短期借款	223	0	0	0	0
应付账款	95	126	156	191	224
应付票据	100	40	50	61	71
预收账款	4	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	1	2	3
流动负债合计	559	223	271	333	390
长期借款	0	0	5	10	15
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	10	13	16	19
非流动负债合计	8	10	18	26	34
股东权益	672	2,692	2,850	3,053	3,321
股本	53	70	70	70	70
公积金	381	2,215	2,216	2,216	2,216
未分配利润	239	406	563	766	1,034
归属母公司权益	672	2,692	2,850	3,053	3,321
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.66%	1.44%	1.44%	1.44%	1.44%
管理费用率	13.62%	12.67%	12.67%	12.67%	12.67%
财务费用率	1.30%	1.51%	1.22%	1.09%	0.92%
研发费用率	3.93%	4.03%	4.03%	4.03%	4.03%
所得税率	13%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	1.14	1.55	2.03	2.66
每股经营现金流	2.74	2.73	3.42	4.39	5.93
每股净资产	12.77	38.35	40.61	43.50	47.31
每股销售收入	18.81	14.96	18.38	23.13	27.90

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	29	32	24	18	14
PB	6.3	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	15.8	12.7	11.1	8.7	6.9
股息率	0.0%	1.4%	1.9%	2.5%	3.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE