

公司研究

国产替代加速叠加需求提升，2021Q1 业绩大幅增长

——晶瑞股份（300655.SZ）2021 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2021 年一季报，公司 2021Q1 实现营收 4.03 亿元，同比增长 135.06%；实现归母净利润 2303 万元，同比增长 441.19%；实现扣非后归母净利润 2092 万元，同比增长 2766.53%。

受益国产替代加速及下游需求提升，公司 2021Q1 业绩大幅提高。2020 年以来，在新冠疫情以及中美贸易摩擦持续升级的影响下，国内光刻胶、湿电子化学品等上游材料均加快了国产替代进程。公司作为新能源及半导体产业的上游原材料提供商，充分受益行业发展机遇，同时随着 2021 年以来全球疫情影响修复，整体经济环境复苏，公司光刻胶、超净高纯试剂以及锂电池材料等各类销售订单均实现量价齐升，营业收入和归母净利润实现同比大幅增长，公司 2021Q1 营业收入和扣非后归母净利润均达到历史单季新高。

光刻胶与湿电子化学品并行，推动高端电子化学品国产化。为突破高端半导体光刻胶技术壁垒，公司 2020 年购入 ASML1900Gi 型光刻机设备，用于研发 90-28nm 芯片制程的 ArF 光刻胶。该设备已于 2021 年 1 月 19 日搬入公司光刻胶研发实验室，截至目前该光刻机设备仍处于设备及相关软件调试过程中。湿电子化学品方面，公司年产 9 万吨超大规模集成电路用半导体级高纯硫酸技改项目（一期）已于 2020 年 11 月落成，增加电子级硫酸产能 3 万吨。此外，公司还分别于四川眉山、湖北潜江和安徽马鞍山等地建设有光电显示、微电子半导体相关新材料项目。

锂电材料打破技术垄断，业务空间持续拓展。2020 年公司研发的 CMCLi 粘结剂生产线顺利落成，实现千吨级规模量产，打破了国外企业对于高端锂电粘结剂的技术垄断。此外公司在丙烯酸粘结剂和耐高温粘结剂方面的研发进程和客户导入进程也在持续推动，耐高温粘结剂已进入中试阶段。客户方面，公司与行业主流公司江苏天奈、欣旺达等建立了长期稳定合作关系，2020 年收购了载元派尔森后一举进入三星环新供应体系。随着新产品的持续开发和下游客户认证的顺利进行，公司锂电材料业务成长空间正在持续拓宽。

盈利预测、估值与评级：受益于国产替代加速进行，下游需求的持续回升，2021Q1 公司各类销售订单量价齐升。随着未来建设项目的陆续投产，公司成长空间将持续扩增。我们上调了公司 2021-2023 年的盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 1.12（上调 16.7%）/1.60（上调 35.6%）/2.16（上调 45.9%）亿元，仍维持“增持”评级。

风险提示：募投项目建设不及预期，产品研发不及预期，下游需求不及预期。

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）	756	1,022	1,319	1,637	1,957
营业收入增长率	-6.80%	35.28%	29.06%	24.04%	19.58%
净利润（百万元）	31	77	112	160	216
净利润增长率	-37.64%	145.72%	45.84%	42.22%	35.16%
EPS（元）	0.21	0.41	0.59	0.85	1.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.53%	5.85%	7.87%	10.29%	12.57%
P/E	175	89	61	43	32
P/B	9.7	5.2	4.8	4.4	4.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-23，2019 年年末总股本为 1.514 亿股，2020 年增发及转债转股后年末总股本为 1.8870 亿股，2021 年以来转债转股及回购后公司目前总股本为 1.8874 亿股

增持（维持）

当前价：36.17 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005
010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005
010-57378026

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.89
总市值(亿元)	68.25
一年最低/最高(元)	25.98/51.80
近 3 月换手率	161.43%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.95	25.58	-12.61
绝对	3.88	18.74	21.73

资料来源：Wind

相关研报

半导体与新能源双轮驱动，共促公司未来成长——晶瑞股份（300655.SZ）2020 年年报点评（2021-03-23）

ArF 光刻机到位，公司深化高端光刻胶研发——晶瑞股份（300655.SZ）公司购买光刻机设备进展情况公告点评（2021-01-20）

业绩符合预期，关注公司电子化学品成长性——晶瑞股份（300655.SZ）2020 年半年报点评（2020-08-28）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	756	1,022	1,319	1,637	1,957
营业成本	550	800	1,001	1,209	1,419
折旧和摊销	51	68	79	91	105
税金及附加	4	6	8	10	12
销售费用	59	35	46	57	68
管理费用	57	70	98	121	145
研发费用	31	34	54	67	80
财务费用	21	19	15	7	11
投资收益	1	2	2	2	2
营业利润	46	94	143	199	267
利润总额	46	94	143	199	266
所得税	7	11	24	33	44
净利润	38	82	119	166	223
少数股东损益	7	5	7	7	7
归属母公司净利润	31	77	112	160	216
EPS(元)	0.21	0.41	0.59	0.85	1.14

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	102	64	62	179	349
净利润	31	77	112	160	216
折旧摊销	51	68	79	91	105
净营运资金增加	-27	182	176	158	66
其他	46	-264	-304	-229	-39
投资活动产生现金流	-88	-358	-184	-273	-298
净资本支出	-78	-217	-200	-250	-300
长期投资变化	20	55	0	0	0
其他资产变化	-30	-195	16	-23	2
融资活动现金流	107	337	158	173	29
股本变化	0	37	0	0	0
债务净变化	135	-68	173	215	90
无息负债变化	-58	89	66	64	64
净现金流	121	42	36	79	80

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.3%	21.7%	24.1%	26.1%	27.5%
EBITDA 率	16.8%	16.0%	16.6%	18.3%	19.5%
EBIT 率	10.0%	9.3%	10.6%	12.7%	14.1%
税前净利润率	6.0%	9.2%	10.8%	12.2%	13.6%
归母净利润率	4.1%	7.5%	8.5%	9.8%	11.0%
ROA	2.9%	3.9%	4.9%	5.8%	7.0%
ROE (摊薄)	5.5%	5.9%	7.9%	10.3%	12.6%
经营性 ROIC	6.2%	5.0%	5.8%	7.5%	8.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	33%	38%	43%	43%
流动比率	1.96	2.14	1.73	1.48	1.43
速动比率	1.66	1.93	1.42	1.22	1.16
归母权益/有息债务	1.25	3.43	2.57	2.01	1.99
有形资产/有息债务	2.68	4.82	3.81	3.21	3.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,301	2,083	2,441	2,851	3,178
货币资金	219	294	330	409	489
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	237	307	380	471	470
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2	8	4	5	6
存货	105	93	200	242	284
其他流动资产	115	211	218	226	234
流动资产合计	682	927	1,137	1,360	1,490
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	20	55	55	55	55
固定资产	360	481	524	578	647
在建工程	52	250	266	304	360
无形资产	56	104	151	198	243
商誉	24	110	110	110	110
其他非流动资产	62	120	120	120	120
非流动资产合计	620	1,157	1,303	1,492	1,688
总负债	677	697	936	1,215	1,370
短期借款	133	159	238	433	494
应付账款	152	184	250	302	355
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	1	0	3	3	4
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	348	433	659	918	1,043
长期借款	152	146	166	186	216
应付债券	144	51	51	51	51
其他非流动负债	30	57	57	57	57
非流动负债合计	329	265	277	297	327
股东权益	625	1,386	1,505	1,636	1,808
股本	151	189	189	189	189
公积金	231	904	915	931	953
未分配利润	143	201	302	410	554
归属母公司权益	566	1,314	1,426	1,550	1,716
少数股东权益	59	72	79	86	92

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	7.82%	3.44%	3.50%	3.50%	3.50%
管理费用率	7.58%	6.82%	7.40%	7.40%	7.40%
财务费用率	2.81%	1.88%	1.12%	0.41%	0.57%
研发费用率	4.10%	3.31%	4.10%	4.10%	4.10%
所得税率	16%	12%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.19	0.26	0.35
每股经营现金流	0.68	0.34	0.33	0.95	1.85
每股净资产	3.74	6.96	7.56	8.22	9.09
每股销售收入	4.99	5.42	6.99	8.67	10.37

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	175	89	61	43	32
PB	9.7	5.2	4.8	4.4	4.0
EV/EBITDA	47.3	44.5	34.2	25.7	20.4
股息率	0.0%	0.0%	0.5%	0.7%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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