



买入 (首次)

所属行业: 化工/电子化学品
当前价格(元): 86.99

证券分析师

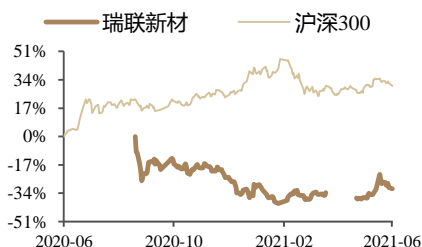
李骥

资格编号: S0120521020005

邮箱: lij3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.59	10.15	17.11
相对涨幅(%)	8.49	6.42	16.72

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

瑞联新材: 显示材料持续放量, 医药 CDMO 带来新机遇

投资要点

- **液晶材料、OLED 材料、医药 CDMO 三轮驱动。**瑞联新材是一家专注于研发、生产和销售专用有机新材料的高新技术企业, 主要产品直接应用于下游 OLED 终端材料、混合液晶、原料药的生产。如今公司形成了以液晶材料、OLED、医药 CDMO 为三主业支柱的业务格局, 产品结构丰富, 且板块间存在较好的协同性。其中, 医药中间体 2020 年毛利率高达 68%, 是公司未来十年发展的核心板块。
- **国内顶尖显示材料供应商, 受益显示材料持续放量。**公司单体液晶的制备技术已达到全球先进水平, 且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。**液晶材料:**公司产品最终应用于 TFT-LCD 显示面板的制造。TFT-LCD 面板具有工作电压小、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。大尺寸化趋势是促进液晶面板行业发展的主要动力, 预计 2023 年全球大尺寸面板的需求量将达到 2.41 亿平方米, 2018-2023 年的年复合增长率达到 3.6%。公司开发的各类单体液晶化合物超 900 种, 自主研发的合成路线超 1800 种。根据公司招股说明书, 公司 2019 年占据全球单体液晶 16% 市场份额, 处于绝对领先地位。**OLED 材料:**相比 TFT-LCD 面板, OLED 面板具有更轻、更薄, 可实现柔性显示和透明显示等优势, 渗透率不断提升, 预计于 2026 年达到 45%, 市场需求不断扩大。公司顺应市场需求, 积极研发第三代发光技术, 攻克行业技术难题。
- **医药 CDMO 市场广阔, “中间药+原料药” 双手抓。**医药市场总体规模的不断增长产生了新的外包服务需求, CMO/CDMO 市场潜力巨大。2021 年全球 CMO 市场规模预计将达到 1025 亿美元, 复合增长率约 13.03%; 中国 CMO 市场规模预计将增至 626 亿元, 复合增长率约 18.83%。中国 CMO/CDMO 行业较为分散, 为中小型企业留出充足空间, 公司未来可成后起之秀。除发展中间药外, 公司拟投资 4.2 亿元建设瑞联制药原料药项目, 努力建设“中间体+原料药”一体化 CMO/CDMO 平台型服务体系, 以拓展公司医药 CDMO 业务未来发展空间。
- **投资建议。**预计公司 2021-2023 年每股收益 3.43、4.58 和 5.84 元, 对应 PE 分别为 25、19 和 15 倍。参考行业可比公司平均估值, 考虑公司三主业均存在增长点, 业绩长期高增长有保证, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:**显示材料技术迭代更新风险; 医药中间体研发风险; 海外疫情影响产品出口。

股票数据

总股本(百万股):	70.18
流通 A 股(百万股):	17.02
52 周内股价区间(元):	75.76-127.19
总市值(百万元):	6,105.10
总资产(百万元):	3,080.65
每股净资产(元):	39.07

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	990	1,050	1,295	1,641	1,968
(+/-)YOY(%)	15.6%	6.0%	23.4%	26.7%	20.0%
净利润(百万元)	148	175	241	321	410
(+/-)YOY(%)	56.9%	18.1%	37.2%	33.5%	27.6%
全面摊薄 EPS(元)	2.12	2.50	3.43	4.58	5.84
毛利率(%)	39.7%	40.3%	42.7%	43.6%	44.0%
净资产收益率(%)	22.1%	6.5%	8.2%	9.9%	11.2%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 液晶材料、OLED、医药中间体三大主业共驱动	5
1.1. 历史沿革与主营业务	5
1.2. 业绩表现靓丽，盈利能力持续提升	8
1.3. 持续性研发高投入，产品性能优越	9
2. 显示材料：国内领先的龙头企业	10
2.1. 主流技术：TFT-LCD 与 OLED 面板	10
2.2. 单体液晶：TFT-LCD 面板大尺寸化趋势带来新需求	12
2.2.1. LCD 面板产业链	12
2.2.2. 大尺寸化成 LCD 行业主流趋势	12
2.2.3. 公司单体液晶技术全球领先	13
2.3. OLED 材料：市场空间广阔，深度绑定头部客户	14
2.3.1. OLED 材料是 OLED 产业链的重要环节	14
2.3.2. OLED 市场规模增大，下游厂商扩产布局	16
3. 医药中间体：CDMO 市场广阔，新业务放量可期	20
3.1. 顺应市场需求，CDMO 应运而生	20
3.2. 国内 CMO/CDMO 市场潜力巨大	20
3.3. 公司或成后起之秀	22
4. 盈利预测与投资建议	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司的主要产品及用途	6
图 3: 2013-2020 年公司三大主营业务收入占比情况	7
图 4: 2013-2019 年公司三大主营业务毛利率情况	7
图 5: 截至 2021 年 3 月, 瑞联新材股权结构	7
图 6: 2013-2021Q1 公司营收情况	8
图 7: 2013-2021Q1 公司归母净利润情况	8
图 8: 2013-2021Q1 公司毛利率与净利率	8
图 9: 2013-2021Q1 公司费用率	8
图 10: 2013-2020 年公司海内外收入情况	9
图 11: 2015-2020 年公司研发投入情况	9
图 12: 平板显示技术细分	10
图 13: 显示技术的发展进程	11
图 14: 显示面板市场规模	12
图 15: LCD 产业链	12
图 16: LCD 电视平均尺寸	13
图 17: 全球大尺寸面板的需求面积与产能预测	13
图 18: 2018 年全球液晶市场格局	14
图 19: OLED 材料产业链	15
图 20: OLED 面板结构	15
图 21: OLED 与 LCD 面板发光原理对比	16
图 22: 全球 AMOLED 面板营收情况	16
图 23: AMOLED 面板市场份额情况	16
图 24: AMOLED 在智能手机市场的渗透率	17
图 25: OLED 在各领域的出货量	17
图 26: 中国大陆 AMOLED 面板营收情况	18
图 27: CMO/CDM 行业产业链	20
图 28: 2001-2019 年全球在研药物数量	21
图 29: 2019 年早期临床项目数量	21
图 30: 2017-2021E 全球 CMO 市场规模复合增速达 13.03%	21
图 31: 2017-2021E 中国 CMO 市场规模复合增速达 18.83%	21
图 32: 2021 年全球 CDMO 企业梯度排名	22

图 33: 公司医药中间体收入构成 (亿元)	22
表 1: 公司主业在生产技术上的共通性	7
表 2: TFT-LCD 和 OLED 面板的性能差异.....	11
表 3: 公司单体液晶产品性能超国家标准.....	13
表 4: 公司单体液晶产品客户信息.....	14
表 5: 2017-2020 年公布的全球 OLED 产线投产或在建情况.....	17
表 6: 公司 OLED 材料客户.....	18
表 7: 公司医药中间体产品情况	23
表 8: 公司现有医药管线汇总.....	23
表 9: 公司主营业务拆分与盈利预测.....	24
表 10: 可比公司估值分析.....	25

1. 液晶材料、OLED、医药中间体三大主业共驱动

1.1. 历史沿革与主营业务

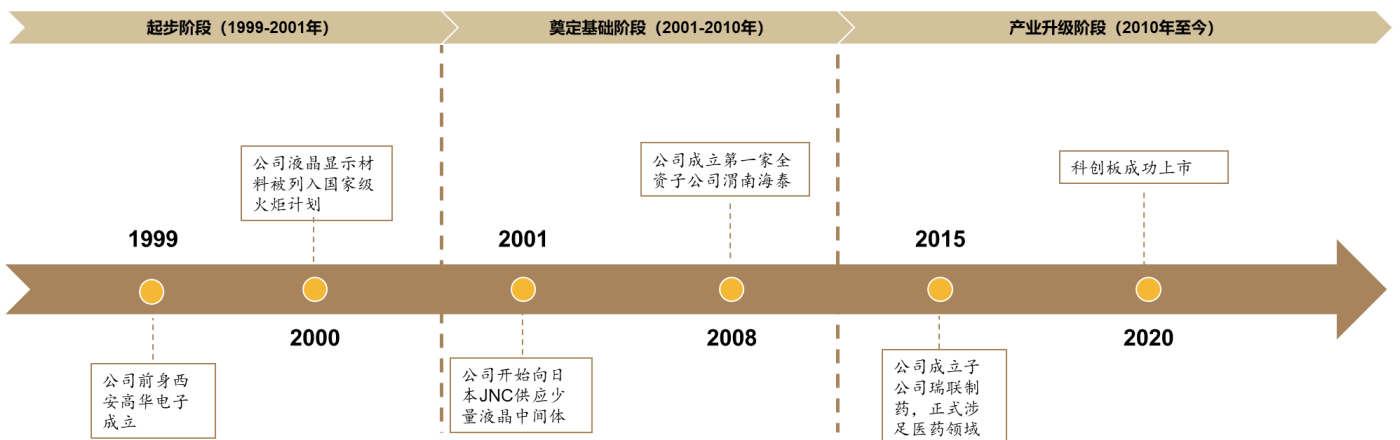
公司是一家专注于研发、生产和销售专用有机新材料的高新技术企业，主要产品包括单体液晶、OLED 材料、创新药中间体，直接应用于下游 OLED 终端材料、混合液晶、原料药的生产，产品的终端应用领域包括 OLED 显示、TFT-LCD 显示和医药制剂，已形成三大主业共同驱动的业务格局。公司的发展历程主要分为三个阶段：

(1) 起步阶段 (1999-2001 年)：公司 1999 年由西安近代化学研究所和西安高华电气实业有限公司联合出资成立。成立初期，公司主要生产和销售 TN 型液晶显示材料，为华南地区的一些液晶显示屏制造商提供产品和服务。在此阶段，公司确立了以显示材料为主业的生产经营思路，搭建了液晶材料的技术研发团队，并形成了规模化的生产能力。伴随着生产工艺的改进和产品销售渠道的开发，公司积累了最早的一批客户。

(2) 奠基阶段 (2001-2010 年)：1998 年 TFT-LCD 屏三代线投产后逐步实现大型化，相比 TN 屏优势明显，公司因此开始战略转型。放弃 TN 型显示材料的国内销售，逐步与国外优秀的混合液晶生产企业接触。2001 年，公司开始向日本 JNC 供应少量的液晶中间体，并在随后的合作中逐渐成为了 JNC 在中国单体液晶领域内的最主要供应商之一。

(3) 产业升级阶段 (2010-至今)：公司进入 OLED 材料领域，并从 2008 年开始，逐步将自身在显示领域积累的经验和技术延伸至医药中间体的 CDMO 领域。OLED 材料方面，公司积极开发 OLED 前端材料产品，与多家国外 OLED 终端材料企业建立合作，在 OLED 材料领域取得有效突破。医药中间体方面，公司成功研发某治疗非小细胞肺癌新药的医药中间体 PA0045，积极参与多个药物的医药中间体在研工作，预计未来将成为显示材料以外的公司另一重要利润来源。

图 1：公司发展历程



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

液晶材料、OLED 材料和医药中间体三大主业齐头并进。公司已形成液晶材

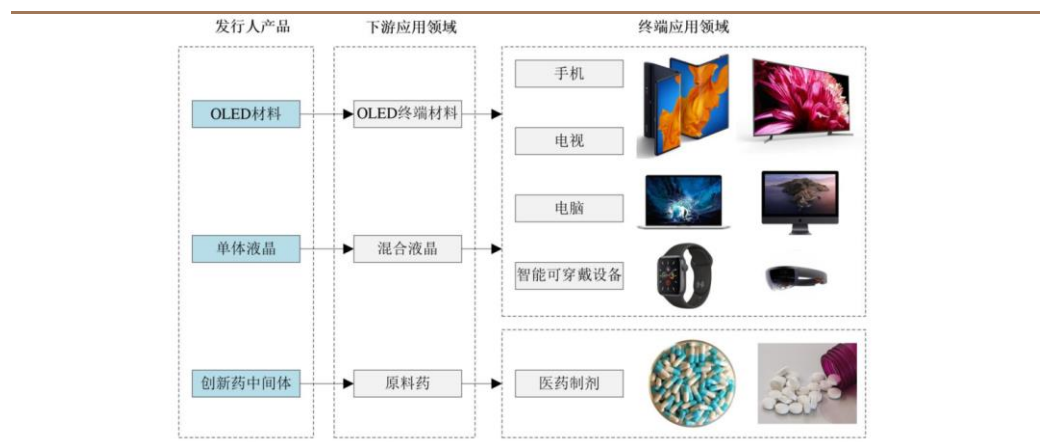
料、OLED 材料和医药中间体三大业务板块，2020 年收入占比分别为 45.7%、26.9%和 23.6%。

液晶材料方面，公司是国际领先的单体液晶研发、生产企业，根据公司招股说明书，2019 年单体液晶产品销量占全球市场比重约 16%，对外是占据全球混晶龙头企业 Merck 和 JNC（合计占全球 80%市场份额）的战略供应商；对内是八亿时空的第一大供应商。

OLED 材料方面，根据公司招股说明书，经过多年与全球领先 OLED 终端材料厂商的紧密合作，公司在全球 OLED 升华前材料的市场占有率达 14%，是 Idemitsu、Dupont、Merck、Doosan、Duksan 等 10 家全球主要 OLED 终端材料厂商（合计占全球约 70%市场份额）的战略供应商或核心供应商，并在其供应链体系中占据重要地位。

医药中间体方面，公司核心产品 PA0045 是治疗非小细胞肺癌新药的医药中间体，该药物已在海内外上市，2019 年实现销售收入 1.44 亿元，毛利贡献占比达 28.62%。此外，公司积极开发其他医药中间体产品，丰富产品结构，2020 年已新增 25 条管线。

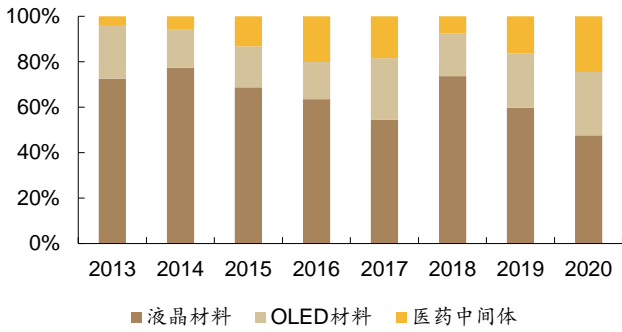
图 2：公司的主要产品及用途



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

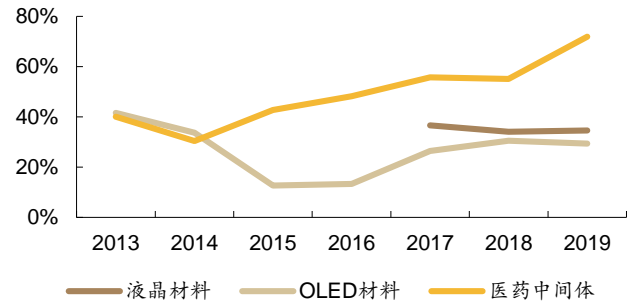
医药中间体毛利率维持高位，未来可成公司毛利重要来源。公司液晶材料技术成熟，毛利率稳定在 30%-40%之间，OLED 材料由于近年来公司技术提升以及产销量提高，规模效益逐渐提高，毛利率从 2015 年的 12.72%回升至 2019 年的 29.35%。医药中间体前期研发投入大，生产过程中人力、原材料投入小，性质特点决定其毛利率水平较高。由于出口退税率提高和规模化生产降低了单位生产成本，2019 年医药中间体毛利率上升至 71.96%。在医药中间体业务毛利率的拉动下，公司综合毛利率显著上升。

图 3：2013-2020 年公司三大主营业务收入占比情况



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 4：2013-2019 年公司三大主营业务毛利率情况



资料来源：公司年报，德邦研究所

公司医药中间体业务与 OLED 材料、单体液晶业务存在较好的协同性。医药中间体业务的下游客户是医药生产企业，与 OLED 材料和单体液晶的下游显示材料客户明显不同，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。

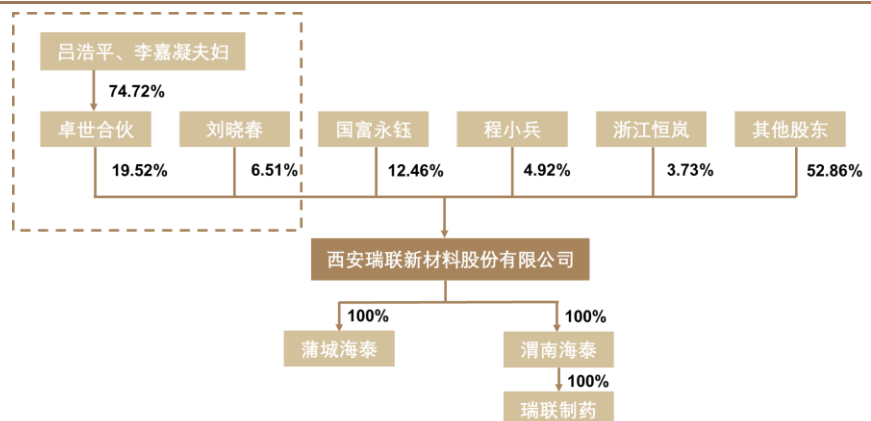
表 1：公司主业在生产技术上的共通性

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	√	√
	氢同位素取代反应技术	√	
化学合成工艺	新型催化偶联反应技术	√	√
	高效异构化反应技术	√	
	新型催化剂精准氧化技术	√	
	新型填料层析分离技术	√	√
纯化技术	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：公司招股说明书，德邦研究所

截至 2021 年 3 月，公司实际控制人为吕浩平、李佳凝夫妇和刘晓春，三人签署一致行动协议。吕浩平、李佳凝夫妇为卓世合伙实际控制人，通过卓世合伙控制公司 19.52% 的股权，刘晓春直接持有公司 6.51% 的股权，三人合计控制公司 26.03% 股权。

图 5：截至 2021 年 3 月，瑞联新材股权结构

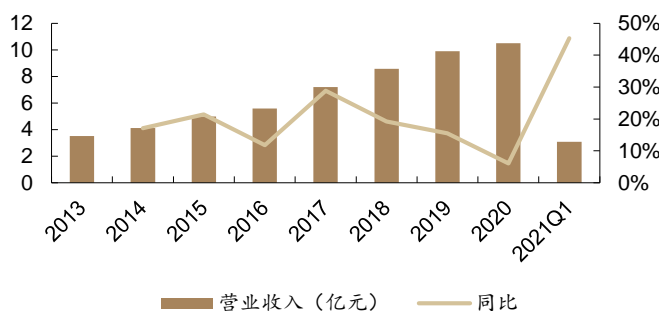


资料来源：公司公告，德邦研究所

1.2. 业绩表现靓丽，盈利能力持续提升

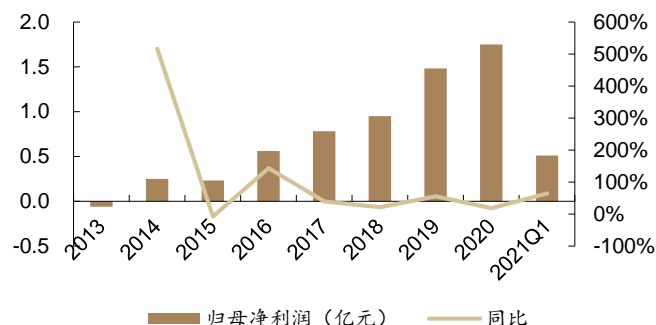
公司收入及利润高速增长。2013年以来，公司 OLED 材料和医药中间体业务先后开始放量，公司营业收入从 2013 年的 3.5 亿元快速增加至 2020 年的 10.5 亿元，年复合增长率达 14.7%；归母净利润从 2013 年的亏损 0.1 亿元快速增加至 2020 年的 1.8 亿元，年复合增长率高达 53.1%。2020 年受疫情影响，公司海外业务受阻，海外业务收入同比下降 14.8%，公司全年整体营收与归母净利润增长放缓，分别同比增长 6.0%和 18.2%。2021 年随着海内外疫情逐渐可控，公司海外业务持续拓展，业绩有望重展高速增长态势。

图 6：2013-2021Q1 公司营收情况



资料来源：公司年报，德邦研究所

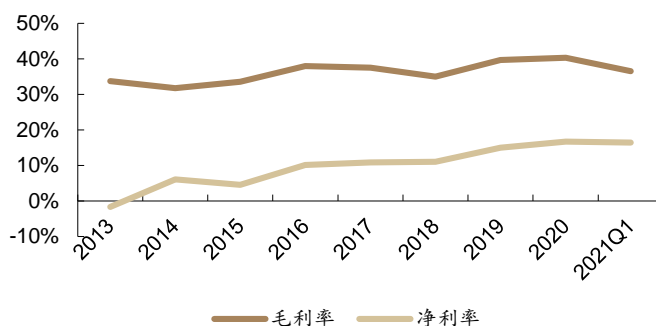
图 7：2013-2021Q1 公司归母净利润情况



资料来源：公司年报，德邦研究所

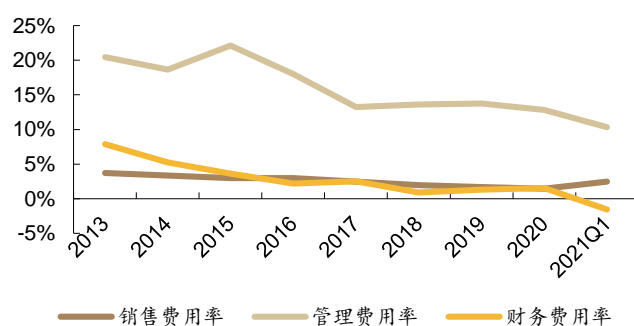
公司盈利能力逐步提升，期间费用率逐年下降。随着高毛利率的医药中间体业务经营规模不断扩大，公司毛利率由 2013 年的 33.8% 升至 2020 年的 40.3%，净利率也提升至 16.7%。公司管理费用率和财务费用率平稳波动，整体呈下降趋势。

图 8：2013-2021Q1 公司毛利率与净利率



资料来源：公司年报，德邦研究所

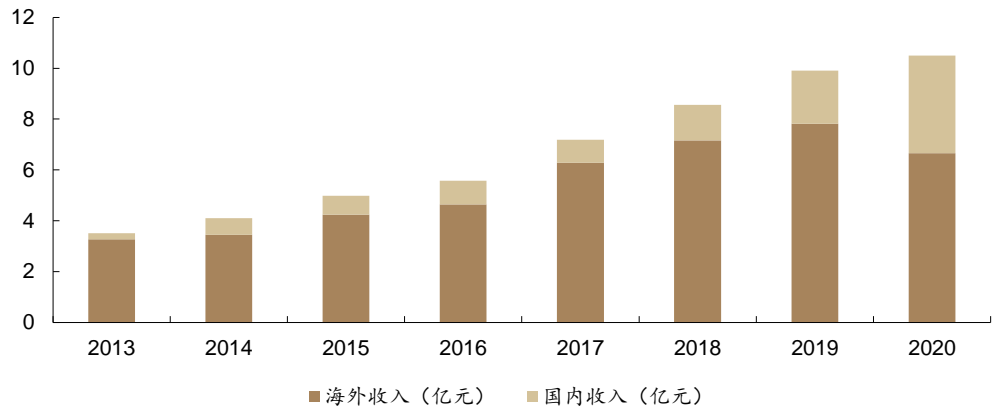
图 9：2013-2021Q1 公司费用率



资料来源：公司年报，德邦研究所

绑定国际巨头客户，境外收入占比高。境外收入是公司营收的重要构成，2020 年占总体营收的 63.4%。在显示材料领域，日本、韩国和欧美的国际精细化工巨头处于领先地位并占据主要市场份额，是公司的主要客户。在医药中间体领域，公司凭借 PA0045 切入国际医药巨头的供应体系，随着公司医药中间体产品类别扩充，切入产品增多，医药业务有望维持较高增速。

图 10: 2013-2020 公司海内外收入情况

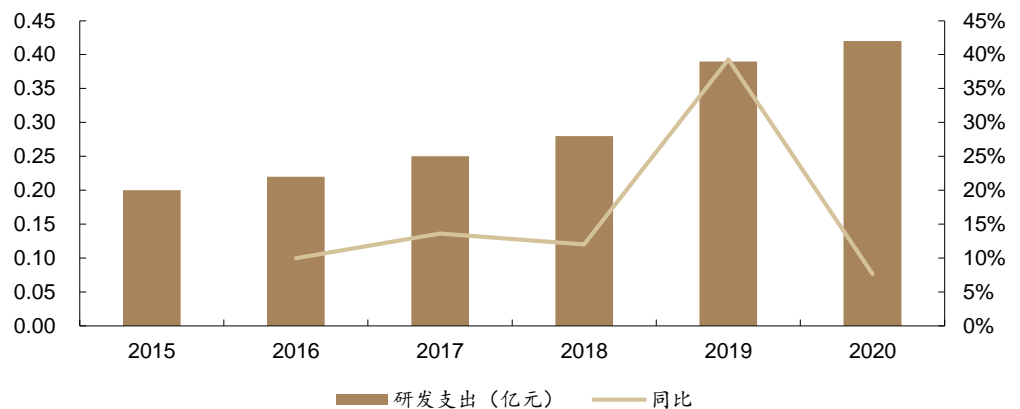


资料来源: 公司年报, 德邦研究所

1.3. 持续性研发高投入, 产品性能优越

持续高研发投入, 保持技术活力。产品研发和工艺改进是公司能保持技术优势的核心动力, 技术开发费用占营业收入比例始终维持在 3% 以上。截至 2020 年 12 月 31 日, 公司共有研发人员 195 人, 占总员工比例为 13.3%。目前, 公司正在攻关第三代 OLED 发光技术热活化延迟荧光材料、感光油墨系列电子化学品、癌症治疗用药中间体等技术难题。

图 11: 2015-2020 公司研发投入情况



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

2. 显示材料：国内领先的龙头企业

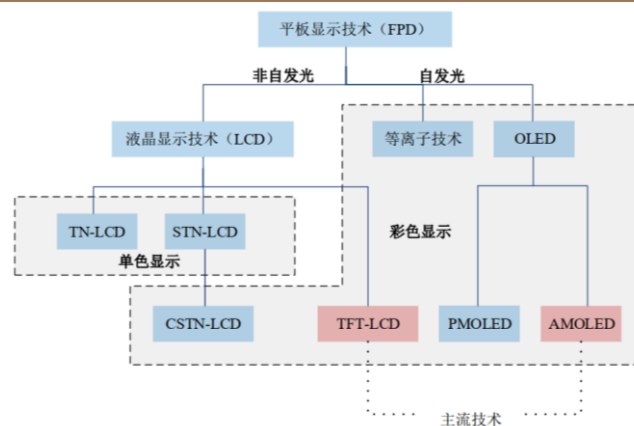
公司是国际领先的 OLED 材料、单体液晶材料等显示材料的研发、生产企业，单体液晶的制备技术已达到全球先进水平，且是国内极少数能实现 OLED 材料规模化生产的企业之一，拥有成熟的技术与丰富的经验。

2.1. 主流技术：TFT-LCD 与 OLED 面板

显示技术作为信息产业的重要组成部分，已在信息技术的发展过程中发挥了重要作用，大到电视机、笔记本，小到手机、平板，都离不开显示技术的支持。随着显示材料的发展，显示技术也从最初的阴极射线管显示技术（CRT）发展到平板显示技术（FPD），平板显示更是延伸出等离子显示（PDP）、液晶显示（LCD）、有机发光二极管显示（OLED）等技术路线，各种触摸显示屏、柔性显示屏在数码产品的应用上大放光彩。

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，后者应用于显示照明领域。

图 12：平板显示技术细分



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

从技术发展路径来看，显示技术的发展大致可分为四个阶段：

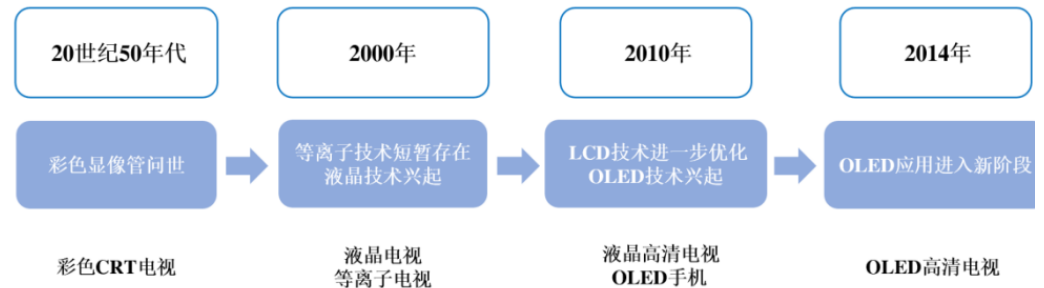
第一阶段：1897 年，世界上第一台 CRT 诞生，实现了电信号向光输出的转换。随着技术工艺完善，20 世纪 50 年代开始，随着 CRT 技术的产业化，黑白 CRT 电视和彩色 CRT 电视成为生活中最重要的显示设备；

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。目前液晶显示技术已是全球最主流的显示技术；

第三阶段：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。2008 年诺基亚推出了第一台应用 AMOLED 显示屏的手机，随后索尼、LG 推出小尺寸 OLED 电视；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。2014 年，LG 推出了全球首批 4KOLED 电视，并于 2015 年在国际消费电子产品展览会（CES）上推出了多款 OLED 电视产品；2019 年，LG 发布了全球首款 8K OLED 电视，OLED 的技术应用已进入新的阶段。

图 13：显示技术的发展进程



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

OLED 面板性能更佳。由于 OLED 面板构造相对简单，因此在重量、厚度上相对 TFT-LCD 面板更轻、更薄，且 OLED 的材料特性使得其可以实现柔性显示和透明显示。因此，在智能手机市场及一些新兴应用领域如可穿戴电子设备（VR 设备，智能手表等）上，OLED 面板正逐渐取代 TFT-LCD 面板成为设备制造商的新选择。虽然 OLED 有上述诸多优点，但目前还存在一些问题制约其在大尺寸面板上的推广应用：1) 价格较高。与同等规格的 TFT-LCD 面板相比，OLED 面板的价格还明显偏高，影响消费者选购，尤其是在电视等大尺寸设备上价格差异明显。2) 良品率低。受限于真空蒸镀技术等原因，OLED 面板的良品率较低，直接影响了其生产成本。且屏幕尺寸越大，真空蒸镀技术等制约性越强，良品率越低，导致 OLED 材料在电视等大尺寸屏幕上的应用仍未形成规模。

表 2：TFT-LCD 和 OLED 面板的性能差异

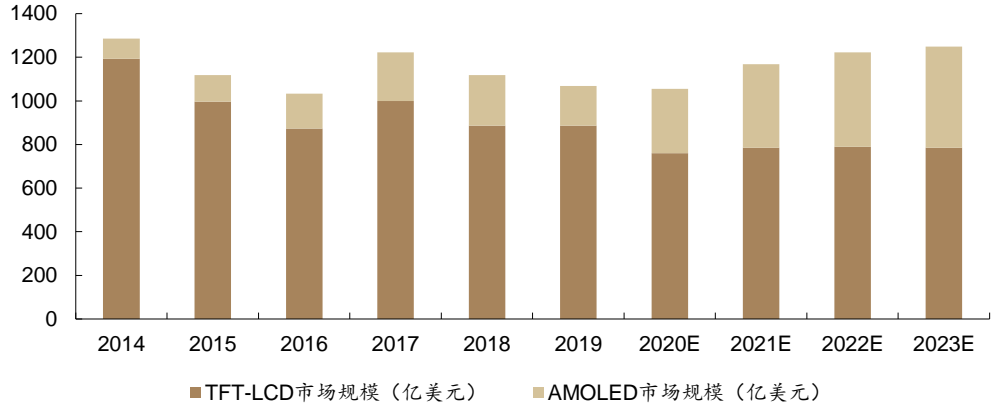
特性	TFT-LCD	OLED
柔性显示	不可能	可能
透明显示	可能	可能，更易实现
响应速度	1ms	20μs
视角	170	180
色彩饱和度	60%-90%	110%
工作温度	-20°C-70°C	-40°C-85°C
对比度	1500:1	200 万: 1
发光方式	被动发光（需背光）	固态自发光
厚薄	2.0mm	<1.5mm
耐撞击	承受能力差	承受能力强

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

两者将在竞争中长期共存。TFT-LCD 面板因其产能优势、成本优势、技术相对成熟、稳定性高等优势，仍有望在较长时间内占据显示面板市场的主要份额，尤其是电视面板等大尺寸面板市场。而 OLED 作为新型显示技术，发展迅速、潜力大，代表了新的应用方向，但受限于蒸镀技术、良品率爬坡等原因，短时间内 OLED 材料的市场仍将集中在中小尺寸屏幕产品。根据 IHS 的统计数据，2019 年

全球平板显示市场规模约为 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 14：显示面板市场规模



资料来源：IHS，德邦研究所

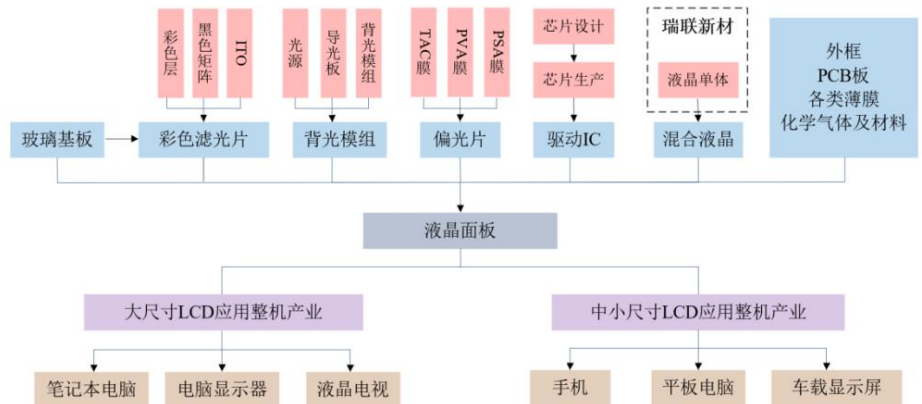
2.2. 单体液晶：TFT-LCD 面板大尺寸化趋势带来新需求

2.2.1. LCD 面板产业链

LCD 面板产业可以分为上游基础材料、中游面板制造以及下游终端产品三个部分。其中，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。

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 15：LCD 产业链



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

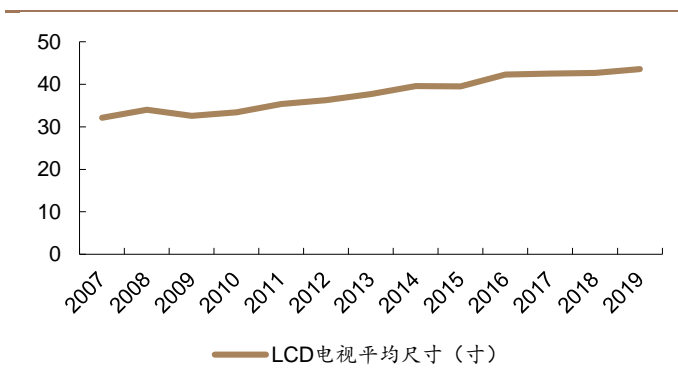
2.2.2. 大尺寸化成 LCD 行业主流趋势

LCD 面板优势明显，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**。经过多年的发展，TFT-LCD 面板具有工作电压小、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。

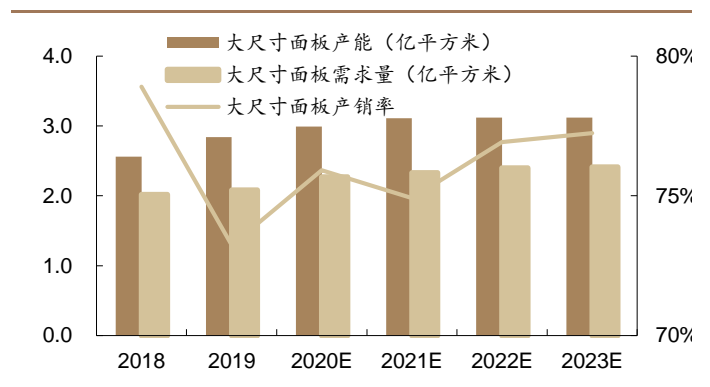
LCD 面板在大尺寸屏幕产品中处主导地位，大尺寸化趋势是促进液晶面板行业发展的主要动力。LCD 电视是 TFT-LCD 面板的第一大应用领域，在整个液晶面板的市场中占据超过 60%的面板需求，LCD 电视的出货量决定了液晶面板的需求走势。从 2009 年到 2019 年，LCD 电视的显示屏平均尺寸几乎每年增长约 1 英寸，2019 年 LCD 电视机的出货平均尺寸达到 43.5 英寸。据 IHS 预测，2023 年全球大尺寸面板的需求量将达到 2.41 亿平方米，2018-2023 年的年复合增长率达到 3.6%。

图 16: LCD 电视平均尺寸



资料来源: IHS, 德邦研究所

图 17: 全球大尺寸面板的需求面积与产能预测



资料来源: IHS, 德邦研究所

2.2.3. 公司单体液晶技术全球领先

公司产品性能优势显著，在全球液晶市场具有较高的知名度和影响力，开发的各类单体液晶化合物超过 900 种，自主研发的合成路线超过 1800 种。公司单体液晶产品的技术指标水平远超国家标准的要求水平，并能达到或超过国际与国内领先客户要求的标准，产品性能在市场上占有绝对优势。

表 3: 公司单体液晶产品性能超国家标准

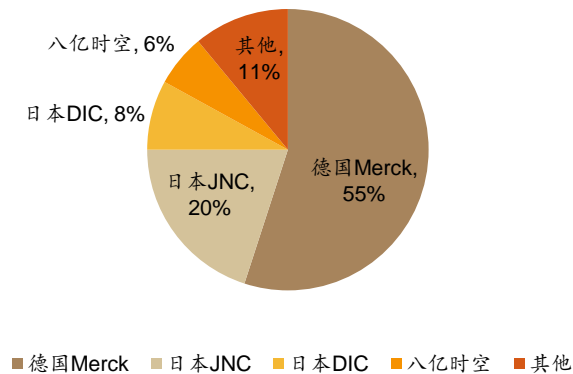
指标	单位	国家标准			客户要求		
		瑞联新材单晶	普通单晶	TFT 单晶	Merck	JNC	八亿时空
纯度 (气相或液相色谱)	%	>99.98	≥99.5	≥99.9	>99.9	>99.98	>99.95
最大杂质 (气相或液相色谱)	%	<0.01	≤0.5	≤0.1	<0.01	<0.01	<0.01
易挥发分 (气相色谱)	%	<0.01	≤0.2	≤0.2	<0.02	<0.01	<0.01
电阻率	Ω·m	≥2.29x10 ¹⁵	≥1.0x10 ¹⁰	≥1.0x10 ¹²	≥2.29x10 ¹⁵	>1.76x10 ¹⁵	≥1.14x10 ¹⁵
水分含量	mg/kg	<100	≤100	≤100	<140	<100	<200
金属离子含量	μg/kg	<100	-	≤100	-	-	≤100

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司 2019 年占据全球单体液晶 16% 市场份额。根据八亿时空招股说明书数据，2018 年全球市场混合液晶需求量为 757 吨，德国 MERCK、日本 JNC 和 DIC 合计达 80% 以上，其中德国 MERCK 约 55%，日本 JNC 约占 20%，日本 DIC 约占 8%，2018 年八亿时空混合液晶销量为 43.84 吨，市场占有率为 5.79%。单体

液晶市场主要被万润股份、瑞联新材，永太科技占据。根据公司招股说明书，瑞联新材 2019 年占据全球液晶单体 16% 市场份额，位居行业前列。

图 18：2018 年全球液晶市场格局



资料来源：八亿时空招股说明书，德邦研究所

公司是占据全球液晶市场约 75% 份额的龙头企业 Merck 和 JNC 的战略供应商，凭借与国际领先企业的合作经验及技术积累，公司与国内主要液晶厂商八亿时空、江苏和成、诚志永华均建立了长期稳定的合作关系，2018 年和 2019 年为八亿时空的第一大供应商，促进了液晶国产化的进程。

表 4：公司单体液晶产品客户信息

客户名称	认证周期	2019 年客户行业地位	合作性质
Merck	2 年	全球第一大液晶制造商	战略供应商
JNC	2 年	全球第二大液晶制造商	战略供应商
八亿时空	2 年	中国主要液晶制造商	战略供应商
江苏和成	2 年	中国主要液晶制造商	战略供应商
诚志永华	2 年	中国主要液晶制造商	战略供应商

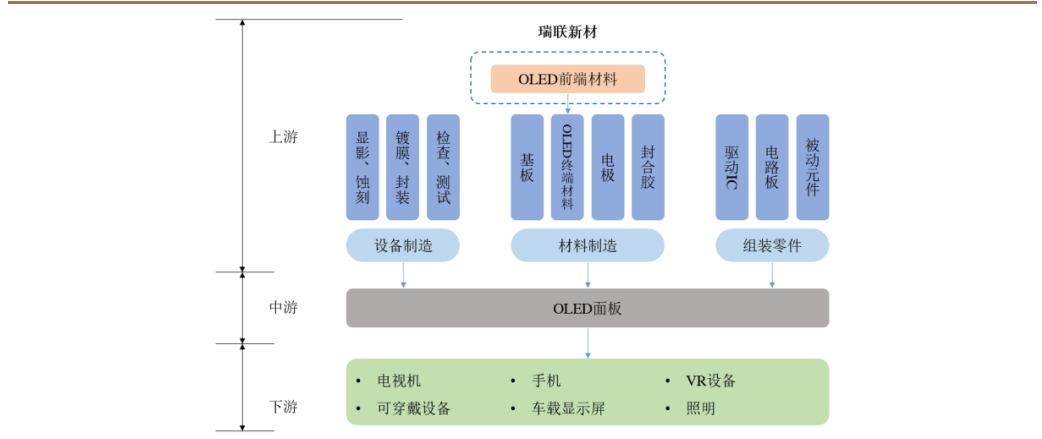
资料来源：公司公告，德邦研究所

2.3. OLED 材料：市场空间广阔，深度绑定头部客户

2.3.1. OLED 材料是 OLED 产业链的重要环节

产业上下游相互之间发挥各自竞争优势。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；下游是 OLED 的终端应用，包括手机、电视等显示领域，同时也可应用于照明。目前，OLED 产业链上下游分工明确，上下游企业在各自领域已建立了明确的比较优势，以公司为代表的 OLED 前端材料生产商在化学合成、纯化等方面具备优势，以 Idemitsu、Dupont、Merck、Duksan、Doosan 等为代表的 OLED 终端材料厂商专注于物理升华等方面。

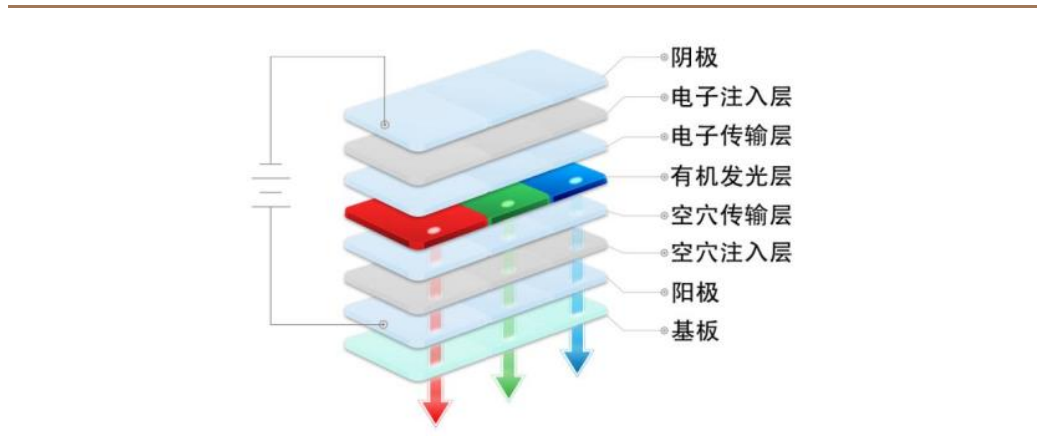
图 19: OLED 材料产业链



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

OLED 是以多种有机材料为基础制造的将电能直接转换成光能的有机发光器件。基本器件结构包括阳极 (Anode)、空穴注入层 (HIL)、空穴传输层 (HTL)、有机发光层 (EML)、电子传输层 (ETL)、电子注入层 (EIL)、阴极 (Cathode) 及基板。其中发光层 (EML) 作用是将电子转换成光源，其他有机物质层帮助电子/空穴顺畅流动。

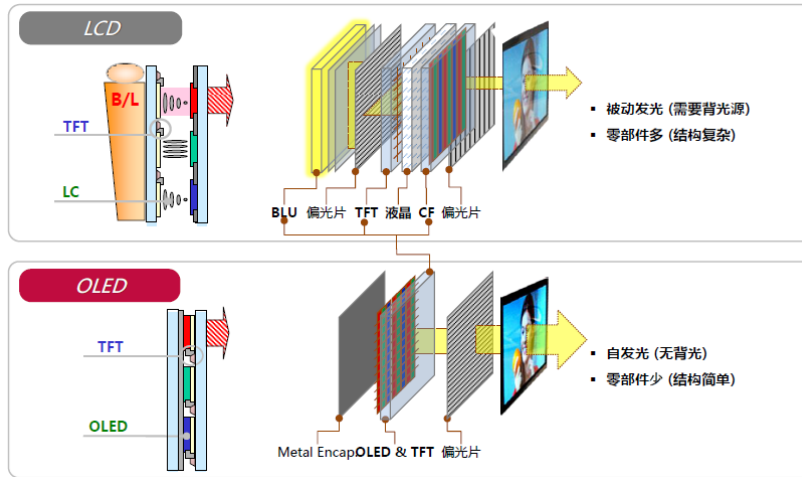
图 20: OLED 面板结构



资料来源：奥来德招股说明书，德邦研究所

由于 OLED 显示屏的结构与液晶显示屏不同，滤光片、偏光片、背光源和液晶被 OLED 终端材料层所取代，因此在整个面板制造中，OLED 材料成本占比远远大于液晶材料成本占比。OLED 材料成本占 OLED 面板材料成本的比重约为 13%-15% (根据调研数据)，而液晶材料成本占液晶面板材料成本的比重一般仅为 3%-5%。

图 21: OLED 与 LCD 面板发光原理对比

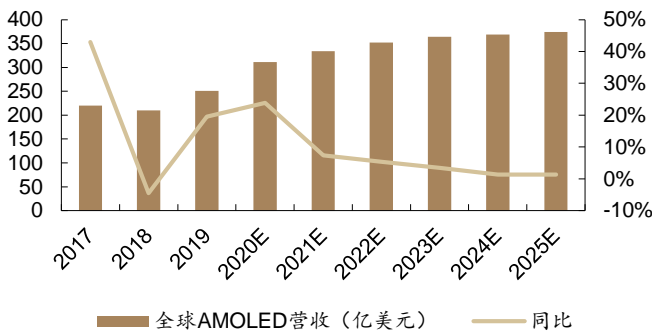


资料来源: 天极网, 德邦研究所

2.3.2. OLED 市场规模增大, 下游厂商扩产布局

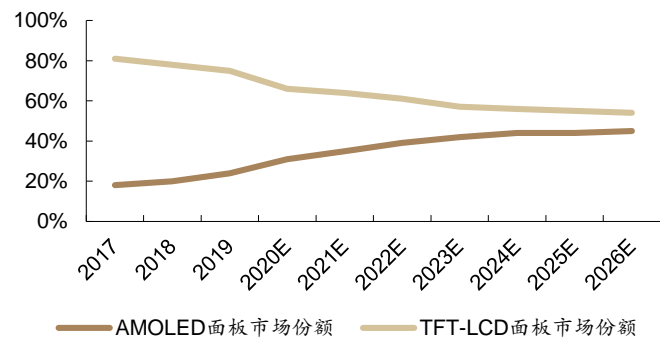
OLED 在面板市场份额占比正逐渐增长。由于具备面板构造相对简单, 在重量、厚度上相对 TFT-LCD 面板更轻、更薄, 可实现柔性显示和透明显示等优势, OLED 面板正逐渐取代 TFT-LCD 面板成为设备制造商的新选择。据 IHS 数据, 2019 年, 全球 AMOLED 面板营收达到 251 亿美元, 在新型显示器件产业总营收占比为 21.50%; AMOLED 全球平板显示市场规模占比从 2017 年的 18% 逐步上升至 2019 年的 24%, 并预计到 2026 年占比将达到 45%。

图 22: 全球 AMOLED 面板营收情况



资料来源: IHS, 德邦研究所

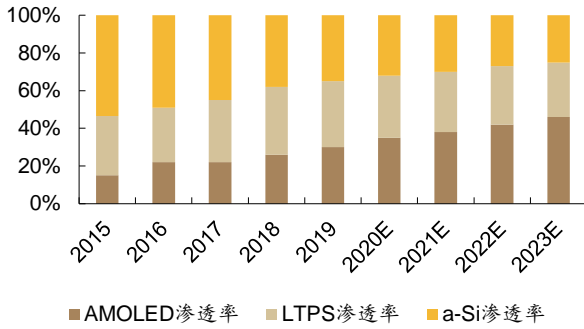
图 23: AMOLED 面板市场份额情况



资料来源: IHS, 德邦研究所

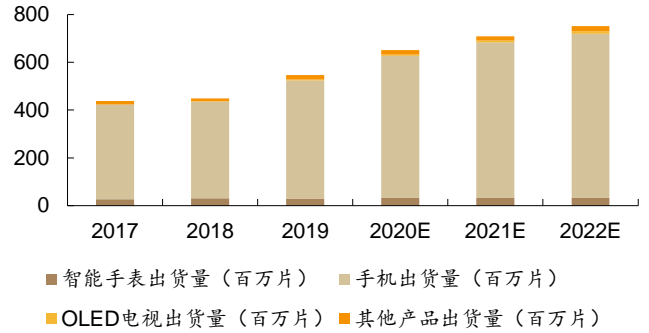
显示面板下游需求增长。随着以移动互联网、物联网、云计算、大数据等为代表的新一代信息通信技术的迅猛发展, 作为应用平台及终端的智能手机、平板电脑、可穿戴电子设备等消费类电子产品和智能家居产品的市场需求持续增长, 智能终端出货量不断攀升。显示器件作为上述智能终端设备的关键部件, 其市场需求也呈较快增长趋势。目前 TFT-LCD 与 AMOLED 是显示技术的主流技术, 根据群智咨询与 IHS 预测, 至 2023 年, 柔性 and 刚性 AMOLED 屏在智能手机市场的渗透率将会接近 50%; 在智能穿戴领域, 预计到 2022 年, AMOLED 由于对比度高、色彩鲜艳、可制备柔性、曲面等特点, 渗透率将迅速提升至 40% 以上。在电视领域, 预计到 2022 年, 全球 OLED 电视面板的规模将达到 1000 万台, 渗透率提升到 3%。

图 24: AMOLED 在智能手机市场的渗透率



资料来源: 群智咨询, 德邦研究所

图 25: OLED 在各领域的出货量



资料来源: IHS, 德邦研究所

国内外厂商加速布局 OLED 产线。2017-2020 年投产或在建的 OLED 产线以 6 代 AMOLED (柔性) 线为主。韩国企业在 OLED 方面技术纯熟、优势明显, 目前已经成功实现 8 代线、8.5 代线的量产, OLED 向更高世代发展是必然发展趋势。

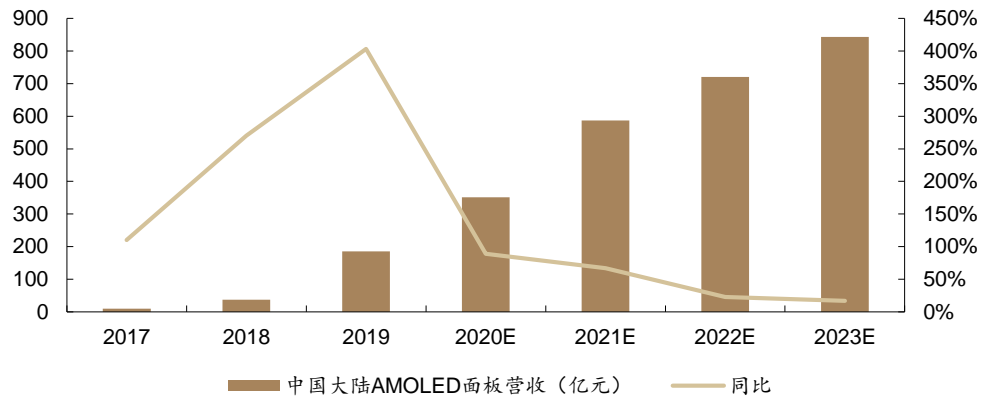
表 5: 2017-2020 年公布的全球 OLED 产线投产或在建情况

企业	地点	世代	月产能 (万片)	种类	投产时间	状态
三星	韩国	6	6	柔性	18 年 Q3	爬坡
LG	韩国	6	1.5	柔性	17 年 Q3	量产
	韩国	8	3.4	柔性	17 年 Q3	量产
	韩国	6	1.5	柔性	18 年 Q3	爬坡
	韩国	6	3	柔性	21 年 Q1	在建
	广州	8.5	6	刚性/柔性	20 年 Q1	爬坡
JOLED	日本	5.5	2	柔性	19 年 Q4	量产
夏普	日本	4.5	2.2	柔性	17 年 Q4	量产
友达	台湾	3.5	0.8	刚性	17 年 Q3	量产
京东方集团	成都	6	4.8	柔性	17 年 Q4	量产
	绵阳	6	4.8	柔性	19 年 Q4	爬坡
	重庆	6	4.8	柔性	20 年 Q4	在建
	福清	6	4.8	柔性	待定	计划
武汉华星	武汉	6	4.5	柔性	20 年 Q1	爬坡
天马集团	武汉	6	3.75	刚性/柔性	17 年 Q2	量产
	厦门	6	4.5	柔性	22 年 Q2	计划
维信诺集团	昆山	5.5	1.5	刚性	18 年 Q1	量产
	固安	6	3	刚性/柔性	18 年 Q2	量产
合肥维信诺	合肥	6	3	柔性	20 年 Q4	在建
和辉光电	上海	6	3	刚性/柔性	19 年 Q1	爬坡
柔宇	深圳	5.5	1.5	柔性	18 年 Q2	爬坡

资料来源: 奥来德招股说明书, 德邦研究所

我国 OLED 市场规模迎来高速增长期。随着多条 6 代 AMOLED 将在 2020 年进入量产, 届时我国 AMOLED 面板市场占有率将大幅提高, 从而带动产业规模快速增长。2019 年我国国内 AMOLED 面板营收为 186 亿元, 根据赛迪智库预测, 2020 年 OLED 产业规模将超过 350 亿元, 到 2023 年市场将达到 843 亿元, 2019-2023 年均复合增长率 (CAGR) 约为 46%。

图 26: 中国大陆 AMOLED 面板营收情况



资料来源: 赛迪智库, 德邦研究所

公司积极抓住市场机遇, 提高市占率。根据公司招股说明书, 公司已与 Dupont、Merck、Doosan、Idemitsu、Duksan 等占据全 OLED 终端材料市场份额约 70% 的国际头部企业建立合作关系, 达成作为战略供应商或核心供应商的商业合作, 进一步巩固公司市占率。

表 6: 公司 OLED 材料客户

客户名称	认证周期	2019 年客户行业地位	合作性质
Dupont	2 年	全球第二大红色 EML 材料供应商	战略供应商
Merck	2 年	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	2 年	全球第一大 HTL 材料供应商	战略供应商
SFC	2 年	全球第二大蓝色 EML 材料供应商	战略供应商
Heesung	2 年	全球第四大绿色 EML 材料供应商	战略供应商
LG Chem	2 年	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	3 年	全球第一大蓝色 EML 材料、第三大 ETL 材料供应商	核心供应商
Duksan	2 年	全球第一大红色 EML 材料	核心供应商
SDI	2 年	全球第二大绿色 EML 材料供应商	核心供应商
NSCM	认证中	全球第一大绿色 EML 材料供应商	已小范围送样

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司顺应市场需求, 积极研发第三代发光技术。发光层材料为 OLED 终端材料的核心部分。按照发光颜色的不同, 发光层材料可分为蓝光、红光和绿光材料。同时, 按照发光方式的不同, 又可将各色发光层材料区分为磷光材料和荧光材料。

荧光发光为第一代发光技术, 发光机制为非对称性的单线态激子旋转方式, 材料成本低, 但发光效率较差, 发光效率仅为 25%。磷光发光为第二代发光技术, 在单线态和三线态激子旋转方式下都可以实现发光, 理论发光效率可以达到 100%, 发光效率、发光效果均好于荧光材料。目前, 红光、绿光的磷光材料已规模化应用于各类 OLED 面板中, 但是蓝色磷光材料目前仍处于研发阶段。由于在初始亮度的 95% 的状态下蓝色磷光材料的使用寿命不超过 1000 小时, 因此使用寿命目前仍是制约其发展及应用的主要因素。

第三代发光技术热活化延迟荧光材料 (TADF) 在保证和磷光材料类似发光性能的基础上, 可以实现低成本、高效的 OLED 技术应用, 但目前仍处于研发初期阶段、未实现商业化应用。

公司 OLED 发光材料产品已覆盖荧光和磷光材料。其中, 公司研发并实现规

模化销售的某类新型蓝色荧光材料可有效解决蓝光材料使用寿命短的问题，大幅提升了终端材料的性能；且公司在红色、绿色磷光材料领域也已实现了规模化销售。此外，公司紧跟 OLED 发光材料的发展趋势，正积极开展第三代发光技术热活化延迟荧光材料（TADF）的相关研发工作。

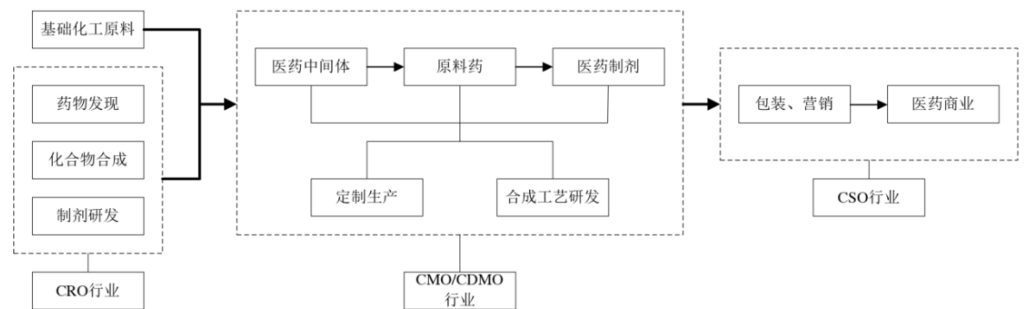
3. 医药中间体：CDMO 市场广阔，新业务放量可期

3.1. 顺应市场需求，CDMO 应运而生

医药 CMO 行业的基本业务模式为 CMO 企业接受下游制药企业的委托，为其药品生产涉及的医药中间体、原料药等的工艺研究、开发、过程优化、制备及规模化生产等提供专业化服务，过程涵盖临床前研发、临床试验、商业化生产等不同阶段。随着药企不断加强对成本控制和效率提升的要求，传统 CMO 企业单纯依靠药企提供的生产工艺及技术支持进行单一代工生产服务已经无法完全满足客户需求。药企希望 CMO 企业能够利用自身生产设施及技术积累承担更多工艺研发、改进的创新性服务职能，进一步帮助药企改进生产工艺、提高合成效率并最终降低制造成本。因此，工艺研发及产业化运用代表了未来医药制造行业的发展趋势，CDMO 企业应运而生。

CDMO 企业可为药企提供药品生产时所需要的工艺流程研发及优化、配方开发及试生产服务，并在上述研发、开发等服务的基础上进一步提供从公斤级到吨级的定制生产服务。CDMO 企业将自有工艺研发能力与规模生产能力深度结合，并可通过临床试生产、商业化生产的供应模式深度对接药企的研发、采购、生产等整个供应链体系，除产能输出外增加了附加值较高的技术输出，推动资本密集型的 CMO 行业向技术与资本复合密集型的 CDMO 行业全面升级。公司所从事的医药中间体 CMO/CDMO 业务为该产业链中的前端环节，产品尚未涉及原料药和成品制剂领域，无需取得药品 GMP 认证。

图 27：CMO/CDM 行业产业链

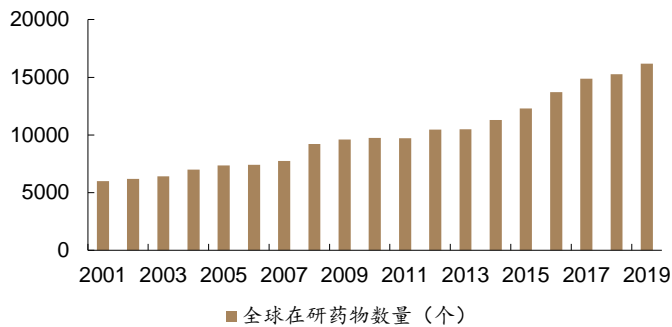


资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

3.2. 国内 CMO/CDMO 市场潜力巨大

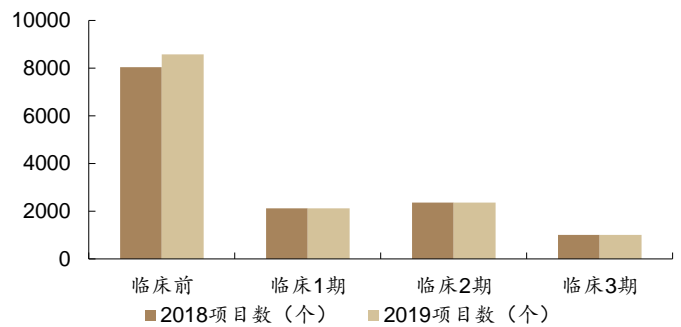
医药市场总体规模的不断增长产生了新的外包服务需求。随着全球人口总量不断增长、人口老龄化问题的日益凸显以及人们健康意识的不断增强，社会健康支出大幅提升，全球药品市场呈现持续增长的态势。根据 Frost & Sullivan 的统计数据，2018 全球医药市场规模约为 1.3 万亿美元，预计 2023 年市场规模将达到 1.7 万亿美元，复合增长率约为 5.9%。此外，Pharmaprojects 的数据显示，全球在研药物数量已从 2001 年的 5995 个平稳增加至 2019 年的 16181 个，在研药物数量的增加为 CMO/CDMO 提供了持续的发展动力。

图 28: 2001-2019 年全球在研药物数量



资料来源: Pharmaprojects, 德邦研究所

图 29: 2019 年早期临床项目数量

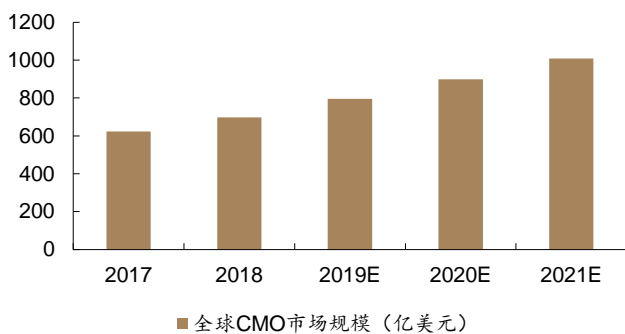


资料来源: Pharmaprojects, 德邦研究所

CMO/CDMO 成药企选择的大趋势。为了降低药品研发生产成本,通过专业化分工提高新药研发效率,多数跨国制药企业选择委托 CMO/CDMO 企业生产定制化的中间体、原料药等。2017 年全球医药 CMO 市场规模为 628 亿美元,至 2021 年,全球 CMO 市场规模预计将达到 1025 亿美元,复合增长率约为 13.03%。

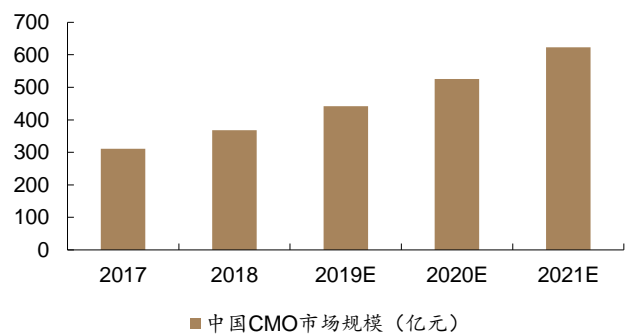
国内 CMO/CDMO 行业奋起直追。相较于国外较为成熟的 CMO 体系,我国的 CMO/CDMO 行业起步较晚。但凭借人才、基础设施和成本结构等方面的竞争优势,在国际大型药企的带动和中国鼓励新药研发政策的环境下,我国 CMO/CDMO 行业的规模日益增长。据 Business Insights 统计,2017 年中国 CMO 的市场规模约为 314 亿元,2021 年中国 CMO 市场规模预计将增至 626 亿元,复合增长率约 18.83%。

图 30: 2017-2021E 全球 CMO 市场规模复合增速达 13.03%



资料来源: Business Insights, 德邦研究所

图 31: 2017-2021E 中国 CMO 市场规模复合增速达 18.83%



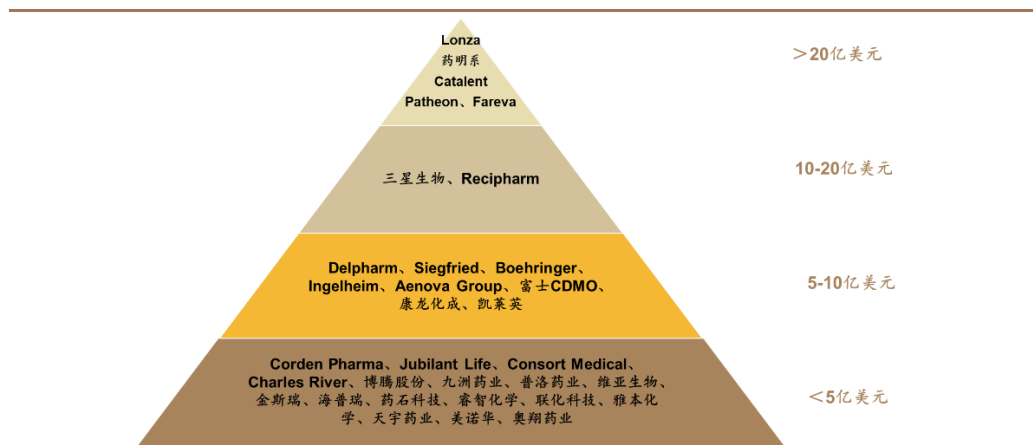
资料来源: Business Insights, 德邦研究所

欧美 CDMO 业务向亚太地区转移,中国受益明显。据 Market Monitor 统计,2011 年欧美 CDMO 业务占据全球市场份额的 77%,而在 2017 年市场份额下降为 70%,其中欧美下降的市场份额主要由亚太地区、拉丁美洲等地区承接,其中中国受益最为明显。据 Roots Analysis 预计,2028 年亚太地区 CDMO 市场份额将达到 34%,接近北美。未来中国承接欧美 CDMO 业务的趋势将进一步强化,其主要原因在于:1) 中国拥有强大的产业链供应能力和相对低成本的技术人才;2) 中国 CDMO 企业在项目管理能力及知识产权保护等软实力方面的提升,也将吸引更多药企将生产业务进行外包。

3.3. 公司或成后起之秀

化学药 CDMO 格局分散，公司上升空间充足。与生物药 CDMO 市场相比，化学药 CDMO 的市场格局相对分散，为具备成本优势的中国企业提供了一定的机会。整体来看，全球的化学药 CDMO 企业主要分为四个梯队：其中第一梯队（收入 20 亿美元以上）主要包括瑞士 Lonza、美国 Catalent、荷兰 Patheon、中国药明康德等企业，但即使是位于第一梯队的企业，全球市占率也不足 2%（根据公司财报整理）；第二梯队（收入 10-20 亿美元）包括韩国三星生物、瑞典 Recipharm；第三梯队（收入 5-10 亿美元）中包含了较多中国企业，国内企业包括凯莱英、康龙化成等；此外国内还有很多目前收入体量在 5 亿美元以下的企业，亦有充足发展空间。

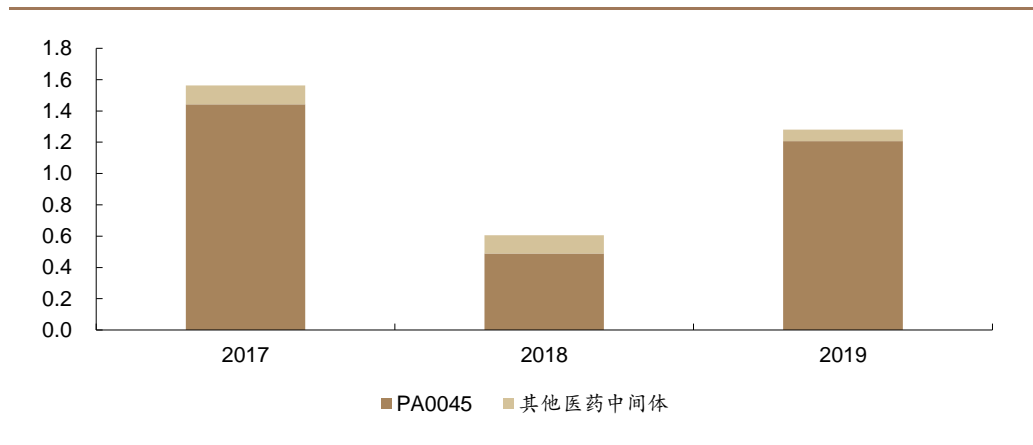
图 32：2021 年全球 CDMO 企业梯度排名



资料来源：药融圈，德邦研究所

PA0045 为公司医药中间体 CMO/CDMO 业务的旗舰产品，2019 年收入占比超 90%。该产品由公司自行负责合成路线设计和工艺开发，2014 年开发成功进入量产阶段，是公司首个医药中间体产品，也是公司该业务板块的旗舰产品。该产品专供日本知名医药企业 Chugai 用于生产某治疗非小细胞肺癌新药的目标化合物，2019 年实现销售收入 1.44 亿元。PA0045 是公司医药中间体 CMO/CDMO 业务的主要收入来源，2017-2019 年该产品收入在医药中间体收入中的占比分别为 94.29%、80.88%、92.30%，已成为公司主要毛利贡献来源之一。

图 33：公司医药中间体收入构成（亿元）



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

公司已形成“核心产品突出、梯度层次明晰”的医药中间体产品结构。除旗舰产品 PA0045 外，其他多个中间体产品也进入量产阶段，并已有对应终端客户与在手订单。预计 2021-2022 年，将会有 8 个新产品投入量产，公司将会迎来新一轮的放量。

表 7：公司医药中间体产品情况

产品代码	终端药物用途	中间体量产情况	截至 2020/5/31 在手订单	对应终端客户
PA0045	非小细胞肺癌	已量产	169.74 万美元	Chugai
PA5437	子宫肌瘤	已量产	52.28 万美元	Kissei Pharmaceutical Co., Ltd.
PA6764	非小细胞肺癌	已量产	59.90 万美元	Chugai
PA1725	抗生素	已量产	1,430.31 万元	浙江普洛得邦制药有限公司
PA6990	肺癌	已量产	-	AstraZeneca Pharmaceutical Co., Ltd.
PA0072	第二代三唑类抗真菌药物	预计 2021 年量产	-	江苏奥赛康药业有限公司等
PA0244	-	预计 2021 年量产	-	-
PA0152	-	预计 2021 年量产	-	-
PA5771	乳腺癌	预计 2021 年量产	6.19 万元	江苏奥赛康药业有限公司
PA1416	乳腺癌	预计 2022 年量产	-	江西青峰药业有限公司
PA6063	某精神类疾病	预计 2022 年量产	-	药源药物化学（上海）有限公司
PA1575	自闭症	预计 2022 年量产	-	Shiratori Pharmaceutical Co., Ltd.
PA0082	抗菌药	预计 2022 年量产	-	JUZEN CHEMICAL CORPORATION

资料来源：公司公告，德邦研究所

公司技术不断精进，CDMO 业务已初得成果。在产品管线层面，2020 年公司新增管线 25 个，其中终端药物为创新药的项目 16 个，仿制药项目 9 个。截至 2020 年末，公司现有医药管线合计 61 个。公司将继续加大研发投入，快速推进子公司瑞联制药 GMP 厂区建设，努力建设“中间体+原料药”一体化 CMO/CDMO 平台型服务体系。

表 8：公司现有医药管线汇总

进度	2019 年底	2020 年底	终端药物治疗领域
商业化	16	18	肺癌、细菌感染、胰腺炎、糖尿病等疾病
临床 III 期及临床后	5	12	子宫肌瘤、真菌感染、皮肤硬化症等疾病
临床 II 期	6	10	癌症、痛风、白血病、肿瘤等疾病
临床 I 期及临床前	9	21	肾病、乳腺癌、关节炎等疾病
合计	36	61	-

资料来源：公司年报，德邦研究所

公司加快原料药项目建设步伐。公司拟投资 4.2 亿元建设渭南瑞联制药有限公司原料药项目，以拓展公司医药 CDMO 业务未来发展空间，预计可在今年 7 月左右开启建设。该项目建设周期为 48 个月，分两期完成，第一期 18 个月，第二期 30 个月。医药 CDMO 业务是公司“π”战略的重要支柱、是公司未来 10 年发展的核心战略。该项目是公司医药纵深发展的重要环节，是公司打通和构建从中间体到 API、化学制剂的 CDMO 全产业链的关键。

4. 盈利预测与投资建议

1、液晶材料：大尺寸化已成液晶面板行业确定性趋势，公司液晶材料板块收入未来将稳步增长。预计公司 2021-2023 年液晶材料收入增速分别为 6%、9%、6%，毛利率稳定在 35%。

2、OLED 材料：OLED 面板凭借优异的性能，渗透率不断提升，公司多个 OLED 材料产品步入放量阶段，预计 2021-2023 年公司 OLED 材料收入增速分别为 34%、32%、32%；随着公司 OLED 材料研发步调推进，产品毛利率将小幅提升，预计 2021-2023 年分别为 32%、33%、33%。

3、医药中间体：公司致力于打破医药中间体 PA0045 独大的现状，积极开发多产品，多个医药中间体产品预计将于 2021-2023 年逐步进入量产阶段，预计公司医药中间体业务收入将大幅增长，2021-2023 年收入增速分别为 44%、52%、37%。随着高毛利医药中间体 PA0045 的占比降低，公司该板块毛利将略有下降，预计 2021-2023 年公司医药中间体业务毛利率分别为 65%、62%、60%。

4、其他主营业务：预计 2021-2023 年该业务收入保持 5%增长，毛利率与 2020 年一致，稳定在 45%。

基于以上假设，预计公司 2021-2023 年每股收益 3.43、4.58 和 5.84 元，对应 PE 分别为 25、19 和 15 倍。

表 9：公司主营业务拆分与盈利预测

产品	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
液晶材料	营业收入 (百万元)	480	511	558	593
	营业成本 (百万元)	312	332	363	386
	毛利 (百万元)	168	179	195	208
	毛利率	35%	35%	35%	35%
OLED 材料	营业收入 (百万元)	282	385	496	588
	营业成本 (百万元)	198	262	332	394
	毛利 (百万元)	85	123	164	194
	毛利率	30%	32%	33%	33%
医药中间体	营业收入 (百万元)	247	357	543	741
	营业成本 (百万元)	79	125	206	296
	毛利 (百万元)	168	232	336	444
	毛利率	68%	65%	62%	60%
其他	营业收入 (百万元)	40	42	44	46
	营业成本 (百万元)	22	23	24	25
	毛利 (百万元)	18	19	20	21
	毛利率	45%	45%	45%	45%
合计	营业收入 (百万元)	1050	1295	1641	1968
	营业成本 (百万元)	627	742	925	1101
	毛利 (百万元)	423	553	715	867
	毛利率	40%	43%	44%	44%

资料来源：公司公告，德邦研究所

我们采用了相对估值法。由于公司业务由显示材料和医药中间体共同组成，

尚未出现与公司业务结构有较强可比性的公司，参考公司招股说明书给出的可比公司选择建议，我们对液晶材料、OLED 材料、医药中间体三个板块，分别选择了万润股份与八亿时空、濮阳惠成、博瑞医药与联化科技作为可比公司，2021-2023 年平均 PE 分别为 37、27 和 20 倍。基于显示面板需求持续增长拉动上游显示材料放量；国内医药 CMO/CDMO 市场空间巨大，且尚未进行市场整合，中小型企业仍有机会，有望成为公司新的利润增长点。我们认为公司产品结构丰富，有望形成以医药中间体为核心、显示材料共同驱动的业务模式，进一步增强核心竞争力，未来持续高增长可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值分析

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)			
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
万润股份	16.23	147.55	6.87	8.59	10.47	21	17	14	
八亿时空	52.51	50.66	2.15	2.68	3.30	24	19	15	
濮阳惠成	22.52	66.28	2.30	2.85	3.68	29	23	18	
博瑞医药	43.82	179.66	2.56	3.89	5.65	70	46	32	
联化科技	28.04	258.88	6.56	8.69	11.33	39	30	23	
			平均				37	27	20
瑞联新材	86.99	61.05	2.41	3.21	4.10	25	19	15	

资料来源：Wind，德邦研究所 注：收盘价取自 2021 年 6 月 15 日；除瑞联新材外，其余均为 Wind 一致预期

5. 风险提示

显示材料技术迭代更新风险; 医药中间体研发风险; 海外疫情影响产品出口。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	2.50	3.43	4.58	5.84
每股净资产	38.35	41.78	46.36	52.21
每股经营现金流	2.73	5.42	4.56	5.88
每股股利	1.14	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	34.45	25.36	19.00	14.89
P/B	2.25	2.08	1.88	1.67
P/S	5.82	4.71	3.72	3.10
EV/EBITDA	16.05	13.42	10.36	7.93
股息率%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.3%	42.7%	43.6%	44.0%
净利润率	16.7%	18.6%	19.6%	20.8%
净资产收益率	6.5%	8.2%	9.9%	11.2%
资产回报率	6.0%	7.3%	8.7%	9.8%
投资回报率	7.0%	8.1%	9.5%	10.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	6.0%	23.4%	26.7%	20.0%
EBIT 增长率	13.3%	24.6%	29.0%	25.3%
净利润增长率	18.1%	37.2%	33.5%	27.6%
偿债能力指标				
资产负债率	8.0%	10.5%	11.6%	12.2%
流动比率	10.3	7.8	7.1	6.9
速动比率	8.9	6.7	6.0	5.7
现金比率	5.9	4.7	4.3	4.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	81.9	58.0	58.0	58.0
存货周转天数	175.9	180.0	180.0	180.0
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
固定资产周转率	2.3	2.9	3.8	4.6

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	175	241	321	410
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	92	63	63	63
非经营收益	27	3	3	2
营运资金变动	-102	74	-67	-62
经营活动现金流	192	381	320	413
资产	-139	-113	-113	-112
投资	-410	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-549	-113	-113	-112
债权募资	198	0	0	0
股权募资	1,844	0	0	0
其他	-496	0	0	0
融资活动现金流	1,546	0	0	0
现金净流量	1,180	267	207	300

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 15 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,050	1,295	1,641	1,968
营业成本	627	742	925	1,101
毛利率%	40.3%	42.7%	43.6%	44.0%
营业税金及附加	12	19	33	30
营业税金率%	1.2%	1.5%	2.0%	1.5%
营业费用	15	26	33	39
营业费用率%	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	133	168	213	256
管理费用率%	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%
研发费用	42	65	82	98
研发费用率%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EBIT	220	275	354	444
财务费用	16	-1	-1	-1
财务费用率%	1.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-12	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	208	280	372	474
营业外收支	-4	-3	-3	-2
利润总额	204	277	369	471
EBITDA	295	337	417	506
所得税	29	36	48	61
有效所得税率%	14.1%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	175	241	321	410

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,313	1,580	1,787	2,088
应收账款及应收票据	236	206	261	313
存货	302	366	456	543
其它流动资产	453	456	460	464
流动资产合计	2,303	2,608	2,964	3,407
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	462	450	437	424
在建工程	93	153	213	273
无形资产	31	31	31	31
非流动资产合计	621	669	716	764
资产总计	2,925	3,277	3,680	4,171
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	166	264	330	392
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	57	69	87	104
流动负债合计	223	334	416	496
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	10	10	10	10
非流动负债合计	10	10	10	10
负债总计	233	344	427	507
实收资本	70	70	70	70
普通股股东权益	2,692	2,933	3,254	3,664
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	2,925	3,277	3,680	4,171

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。