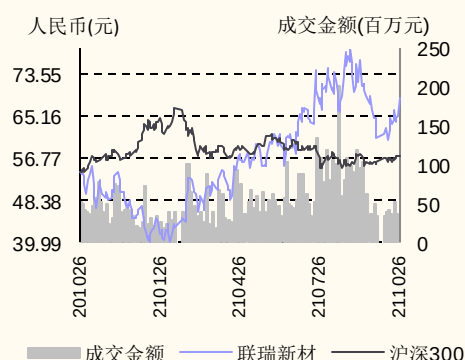


联瑞新材 (688300.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 68.91 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.86
已上市流通 A 股(亿股)	0.53
总市值(亿元)	59.24
年内股价最高最低(元)	79.98/40.62
沪深 300 指数	4963
上证指数	3598


相关报告

- 1.《高成长证明高端已发力，扩产持续加码未来-联瑞新材点评》，2021.8.17
- 2.《真实盈利提升，扩产+产品结构升级助力成长-联瑞新材 20 年报&...》，2021.4.21

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003
dengxiaolu@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004
liuyanxue@gjzq.com.cn

扣非环比+22%，高精尖国产替代新军成长可期
公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	315	404	633	855	1,115
营业收入增长率	13.37%	28.20%	56.60%	35.00%	30.50%
归母净利润(百万元)	75	111	172	237	317
归母净利润增长率	27.98%	48.49%	54.64%	38.09%	33.97%
摊薄每股收益(元)	0.869	1.290	1.995	2.755	3.691
每股经营性现金流净额	0.92	0.96	1.65	0.52	0.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.34%	11.51%	15.70%	16.49%	20.33%
P/E	52.31	36.30	34.54	25.01	18.67
P/B	4.36	4.18	5.42	4.12	3.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月26日公司公告 21Q1-Q3 实现营收 4.6 亿元 (同比+63%)，归母净利润 1.3 亿元 (同比+82%)，其中扣非归母净利润 1.2 亿元 (同比+88%)；毛利率和净利率分别达到 44.3% (同比+0.7pct) 和 28.3% (同比+2.9pct)。21Q3 实现营收 1.7 亿元 (同比+54%，环比+11%)，归母净利润 0.5 亿元 (同比+77%，环比+17%)，其中扣非归母净利润 0.5 亿元 (同比+87%，环比+22%)；21Q3 毛利率和净利率分别达到 45.9% (同比+0.9pct，环比+0.9pct) 和 30.0% (同比+3.9pct，环比+1.6pct)。

经营分析

- **高精尖材料国产替代新军，产品升级已经逐渐体现。**公司高增长主要来自于球硅产品在 EMC/CCL 的拓展和球铝产品的推广，其中公司球硅产品在 EMC 行业替代日系厂商进展顺利，该逻辑在今年已经有所体现，作为高精尖材料国产替代主力新军，成长可期。除此之外，公司在三星、住友、松下、台塑、ISOLA、TACONIC 等新的 CCL 客户和莱尔德、瓦克、派克、三星、KCC、住友、松下、飞荣达等球铝客户的拓展顺利，高端球硅和球铝产品有望能够加快释放，产品优化升级逻辑也有望加快兑现。
- **多条产线有望陆续释放，产品结构升级提升盈利性。**公司未来成长主要来自两个方面：1) 扩产量增，公司未来即将开出的产能包括熔硅 10000 吨 (20Q4 已经试运行，今年已经开始爬坡上量，预计至年底完全达产)、子公司球铝 8000 吨 (今年已经部分投产)、液态浆料 1500 吨 (预计明年下半年投产) 以及 15000 吨球形粉体 (现已在做产线设计，当前正加快投产)，产能扩充将为公司成长奠定基础；2) 产品结构升级，公司以硅微粉为主体产品，未来不仅要更多提升高级的球形硅微粉比例，还要拓展球形氧化铝、液态浆料、空气微球等需求成长快、附加值高的产品，产品结构调整有望抬升公司平均单价和盈利能力。

投资建议

- 我们预计公司 21~23 年归母净利润为 1.72 亿元、2.37 亿元、3.17 亿元，对应估值为 35X/25X/19X，继续给予“买入”评级。

风险提示

- 需求不及预期；扩产进度不及预期；限售股解禁。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	278	315	404	633	855	1,115
增长率		13.4%	28.2%	56.6%	35.0%	30.5%
主营业务成本	-159	-169	-231	-363	-474	-602
%销售收入	57.1%	53.7%	57.2%	57.3%	55.5%	54.0%
毛利	119	146	173	270	380	513
%销售收入	42.9%	46.3%	42.8%	42.7%	44.5%	46.0%
营业税金及附加	-3	-3	-4	-6	-9	-11
%销售收入	1.2%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-20	-22	-7	-9	-13	-17
%销售收入	7.1%	7.0%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-18	-25	-30	-41	-56	-74
%销售收入	6.5%	7.9%	7.4%	6.5%	6.5%	6.6%
研发费用	-11	-13	-20	-32	-43	-56
%销售收入	3.8%	4.1%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	68	83	113	182	261	356
%销售收入	24.3%	26.3%	27.9%	28.7%	30.5%	31.9%
财务费用	-2	0	0	-1	-4	-15
%销售收入	0.7%	0.1%	-0.1%	0.2%	0.4%	1.3%
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	15	15	13	22
%税前利润	0.0%	0.9%	11.6%	7.8%	4.6%	6.0%
营业利润	68	85	124	195	269	363
营业利润率	24.4%	27.0%	30.7%	30.8%	31.5%	32.5%
营业外收支	0	2	4	2	3	2
税前利润	68	87	128	197	272	365
利润率	24.4%	27.5%	31.8%	31.1%	31.9%	32.7%
所得税	-10	-12	-17	-26	-35	-47
所得税率	14.0%	14.0%	13.6%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	58	75	111	172	237	317
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	58	75	111	172	237	317
净利率	21.0%	23.7%	27.4%	27.1%	27.7%	28.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	58	75	111	172	237	317
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	10	12	16	28	41	56
非经营收益	4	1	-5	-27	-13	-10
营运资金变动	-17	-8	-40	-30	-63	-80
经营活动现金净流	55	79	83	142	202	283
资本开支	-25	-60	-124	-163	-228	-208
投资	0	-160	-202	-100	-124	-181
其他	0	1	13	15	13	22
投资活动现金净流	-25	-220	-313	-247	-339	-367
股权募资	81	532	0	0	300	0
债权募资	-29	-3	-25	27	39	299
其他	-25	-38	-43	-44	-196	-207
筹资活动现金净流	27	491	-68	-17	143	92
现金净流量	57	351	-298	-122	7	8

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	87	448	144	23	29	38
应收款项	121	170	233	332	375	446
存货	59	46	54	89	116	147
其他流动资产	5	163	365	403	556	748
流动资产	273	826	797	846	1,076	1,379
%总资产	65.9%	80.7%	73.0%	66.2%	63.4%	64.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	131	185	229	422	612	767
%总资产	31.6%	18.1%	20.9%	33.0%	36.1%	35.6%
无形资产	10	10	10	10	10	10
非流动资产	141	197	296	432	622	777
%总资产	34.1%	19.3%	27.0%	33.8%	36.6%	36.0%
资产总计	414	1,024	1,093	1,278	1,698	2,156
短期借款	3	16	0	26	64	363
应付款项	38	64	71	108	136	158
其他流动负债	12	12	19	24	32	44
流动负债	52	92	90	158	233	565
长期贷款	25	9	0	0	0	0
其他长期负债	17	26	38	28	29	30
负债	94	128	129	186	262	595
普通股股东权益	320	896	964	1,092	1,436	1,561
其中：股本	64	86	86	86	386	386
未分配利润	115	167	224	352	396	521
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	414	1,024	1,093	1,278	1,698	2,156

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.905	0.869	1.290	1.995	2.755	3.691
每股净资产	4.956	10.424	11.212	12.707	16.707	18.153
每股经营现金净流	0.858	0.924	0.965	1.653	0.524	0.734
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	18.27%	8.34%	11.51%	15.70%	16.49%	20.33%
总资产收益率	14.11%	7.30%	10.15%	13.42%	13.95%	14.72%
投入资本收益率	16.66%	7.73%	9.98%	14.13%	15.11%	16.09%
增长率						
主营业务收入增长率	31.83%	13.37%	28.20%	56.60%	35.00%	30.50%
EBIT增长率	52.14%	22.66%	35.84%	61.22%	43.47%	36.49%
净利润增长率	38.15%	27.98%	48.49%	54.64%	38.09%	33.97%
总资产增长率	36.50%	147.44%	6.72%	16.99%	32.85%	26.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.8	95.7	97.7	98.0	99.0	100.0
存货周转天数	120.7	112.8	79.0	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	51.7	75.4	74.0	75.0	70.0	60.0
固定资产周转天数	155.3	157.7	184.5	171.8	174.3	164.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.57%	-47.17%	-16.22%	-0.78%	1.60%	20.06%
EBIT利息保障倍数	32.5	488.1	-302.6	178.1	70.2	24.2
资产负债率	22.77%	12.46%	11.77%	14.53%	15.41%	27.60%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	6	9
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-21	买入	61.86	93.00 ~ 93.00
2	2020-02-28	买入	59.03	93.00
3	2020-04-29	买入	47.12	74.00
4	2020-08-27	买入	55.91	74.00
5	2020-10-23	买入	52.39	74.00 ~ 74.00
6	2021-04-21	买入	55.87	N/A
7	2021-08-17	买入	70.22	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402