

联瑞新材 (688300.SH) 2022Q1 产品调整对冲成本压力，毛利率环比提升

2022 年 04 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

刘翔（分析师）

林承瑜（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

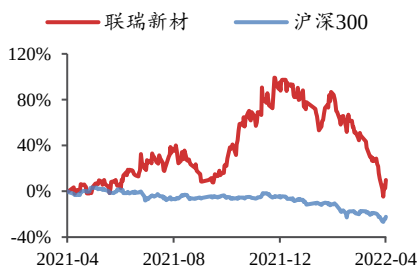
linchengyu@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790521090001

日期	2022/4/29
当前股价(元)	61.70
一年最高最低(元)	115.98/51.66
总市值(亿元)	53.05
流通市值(亿元)	32.88
总股本(亿股)	0.86
流通股本(亿股)	0.53
近 3 个月换手率(%)	85.28

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-硅微粉产品进阶，电子粉体开启多元应用》-2022.4.2
《公司首次覆盖报告-小而美的硅微粉龙头，迈向电子材料的广阔天空》-2022.2.23

● 2022Q1 产品调整对冲成本压力，毛利率环比提升，维持“买入”评级

公司发布 2022Q1 季报，实现营业收入 1.77 亿元，YoY+27.3%/QoQ+4.7%，归母净利润 0.43 亿元，YoY+16.4%/QoQ-2.3%。我们维持 2022-2024 年盈利预测，预计公司归母净利润为 2.4/3.2/3.9 亿元，YoY+38.9%/31.4%/24.2%，当前股价对应 PE 为 22.1/16.8/13.5 倍，公司是内资厂商中的硅微粉龙头，对标海外厂商在细分领域形成寡头垄断的格局，仍有提升的空间，且公司利用无机粉体的球化工艺拓展氧化铝等产品，维持“买入”评级。

● 球形硅微粉与球形氧化铝出货量增长，产品高阶化进程提速

公司 2022Q1 实现毛利率 39.0%，YoY-2.7 pct/QoQ+1.5 pct，由于 2022Q1 天然气价格仍处于高位，而根据 2021 年年报披露，燃料动力成本占球形硅微粉业务 48.7%，导致公司毛利率同比受到压制，环比 2021Q4，公司积极调整产品结构。公司球形硅微粉产品仍在国产替代期，能够对冲行业下游覆铜板及电子封装景气度下降的风险，2022Q1 公司存货周转天数为 60.4 天，相较于 2021 年的 65.4 天缩短。考虑到公司球形硅微粉在覆铜板领域已供应 Ultra low loss (M6) 等级产品，存储芯片封装领域 Low α 亚微米和微米级球形硅微粉已经通过海内外客户验证并小批量出货，平均单价有望实现稳中有升。2022Q1 研发中心建设项目转固，在建工程金额由 2021Q4 的 0.42 亿元下降至 2022Q1 的 0.26 亿元。

● 布局电子粉体填充材料，横向拓展电子封装及新能源应用

公司处于电子硅微粉的利基市场，细分产品持续迭代，有序布局硅基、铝基氧化物粉体填料，横向拓展多种陶瓷粉体填料，实行“生产一代、研发一代、储备一代”的经营策略。2021 年公司开发 low α 项目及直通式蜂窝陶瓷载体球形硅微粉产品应用项目；高填充低粘度防沉降有机灌封胶应用球形氧化铝产品进入工程化阶段，开发先进芯片封装用电子级亚微米球形硅微粉，有望在高端领域站稳脚跟。

● **风险提示：**球形硅微粉扩产不及预期、球形氧化铝客户导入不及预期、下游覆铜板及环氧塑封料需求下滑。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	404	625	860	1,087	1,314
YOY(%)	28.2	54.6	37.7	26.3	20.9
归母净利润(百万元)	111	173	240	315	392
YOY(%)	48.5	55.9	38.9	31.4	24.2
毛利率(%)	42.8	42.5	45.1	46.2	46.6
净利率(%)	27.4	27.7	27.9	29.0	29.8
ROE(%)	11.5	15.8	18.7	20.3	20.6
EPS(摊薄/元)	1.29	2.01	2.79	3.67	4.56
P/E(倍)	47.8	30.7	22.1	16.8	13.5
P/B(倍)	5.5	4.9	4.1	3.4	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	797	822	1051	1163	1428
现金	144	125	241	310	462
应收票据及应收账款	127	184	244	297	357
其他应收款	0	0	1	1	1
预付账款	1	0	5	2	6
存货	54	76	125	119	168
其他流动资产	470	435	435	435	435
非流动资产	296	483	588	686	780
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	204	357	449	533	612
无形资产	10	53	60	68	78
其他非流动资产	81	73	80	85	91
资产总计	1093	1305	1639	1849	2209
流动负债	90	131	269	204	214
短期借款	0	0	113	15	0
应付票据及应付账款	71	101	125	154	181
其他流动负债	19	30	31	34	34
非流动负债	38	80	88	91	91
长期借款	0	0	8	11	11
其他非流动负债	38	80	80	80	80
负债合计	129	211	357	295	305
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	86	86	86	86	86
资本公积	620	620	620	620	620
留存收益	259	389	536	730	971
归属母公司股东权益	964	1094	1282	1554	1903
负债和股东权益	1093	1305	1639	1849	2209

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	90	153	173	334	341
净利润	111	173	240	315	392
折旧摊销	16	23	31	40	49
财务费用	-0	1	7	7	2
投资损失	-15	-12	-15	-15	-15
营运资金变动	-40	-33	-90	-13	-87
其他经营现金流	18	2	-0	-0	-0
投资活动现金流	-313	-126	-121	-122	-129
资本支出	124	208	105	97	94
长期投资	-202	67	0	0	0
其他投资现金流	-391	149	-16	-25	-34
筹资活动现金流	-68	-43	-49	-45	-44
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-9	0	8	3	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-59	-43	-57	-48	-44
现金净增加额	-291	-16	3	166	168

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	404	625	860	1087	1314
营业成本	231	359	473	585	702
营业税金及附加	4	6	7	8	9
营业费用	7	8	12	15	18
管理费用	30	38	53	66	79
研发费用	20	35	48	58	67
财务费用	-0	1	7	7	2
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	3	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	15	12	15	15	15
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	124	197	276	363	452
营业外收入	6	0	2	3	3
营业外支出	2	0	0	1	1
利润总额	128	197	278	365	454
所得税	17	25	38	50	62
净利润	111	173	240	315	392
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	111	173	240	315	392
EBITDA	140	217	307	401	492
EPS(元)	1.29	2.01	2.79	3.67	4.56

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	28.2	54.6	37.7	26.3	20.9
营业利润(%)	45.5	59.2	40.1	31.4	24.4
归属于母公司净利润(%)	48.5	55.9	38.9	31.4	24.2
获利能力					
毛利率(%)	42.8	42.5	45.1	46.2	46.6
净利率(%)	27.4	27.7	27.9	29.0	29.8
ROE(%)	11.5	15.8	18.7	20.3	20.6
ROIC(%)	10.8	14.6	16.2	18.9	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	11.8	16.2	21.8	16.0	13.8
净负债比率(%)	-12.2	-5.4	-4.1	-13.8	-20.0
流动比率	8.8	6.3	3.9	5.7	6.7
速动比率	3.1	4.1	2.6	4.1	4.9
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.6	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	3.4	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.29	2.01	2.79	3.67	4.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	1.78	2.02	3.89	3.96
每股净资产(最新摊薄)	11.21	12.72	14.91	18.08	22.14
估值比率					
P/E	47.8	30.7	22.1	16.8	13.5
P/B	5.5	4.9	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	36.9	23.2	16.4	12.1	9.5

数据来源：聚源、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的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	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	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