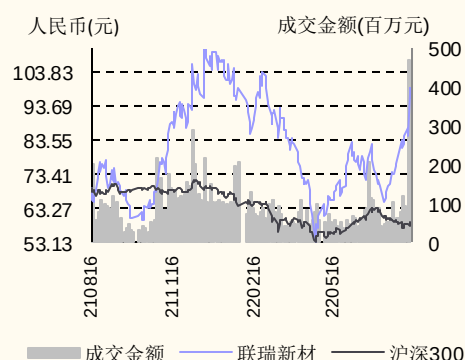


联瑞新材 (688300.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 96.07 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)	82.59
年内股价最高最低(元)	113.77/54.45
沪深 300 指数	4191
上证指数	3277


相关报告

- 1.《荣获单项冠军，步步为营成长路径清晰-联瑞新材公告点评》，2021.12.30
- 2.《扣非环比+22%，高精尖国产替代新军成长可期-联瑞新材 21 年...》，2021.10.26
- 3.《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

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

盈利修复已见曙光，强阿尔法成长可期
公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	404	625	801	1,093	1,494
营业收入增长率	28.20%	54.55%	28.15%	36.53%	36.73%
归母净利润(百万元)	111	173	209	320	454
归母净利润增长率	48.49%	55.85%	21.14%	52.85%	41.71%
摊薄每股收益(元)	1.290	2.011	2.436	3.723	5.276
每股经营性现金流净额	1.04	1.78	2.12	3.04	4.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.51%	15.81%	17.17%	22.68%	26.94%
P/E	36.30	55.14	39.44	25.80	18.21
P/B	4.18	8.72	6.77	5.85	4.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8 月 14 日，公司发布 2022 年半年报业绩快报，公告显示 22H1 营收 3.51 亿元(YoY+21.32%)，归母净利 9223 万元(YoY+16.54%)，扣非后 8646 万元(YoY+19.82%)；22Q2 营收 1.73 亿元(YoY+15.76%，QoQ-2.39%)，归母净利 4954 万元(YoY+16.70%，QoQ+16.05%)，扣非后 4550 万元(YoY+19.03%，QoQ+11.09%)。22H1 归母净利率达到 26.30%(YoY-1.08pct)，22Q2 归母净利率达到 28.60%(YoY+4.54pct，QoQ+0.23pct)。

经营分析

- **盈利短期受制于天然气，修复曙光已现。**公司营收超过一半的业务是相对偏高端的球形粉体材料（包括球硅和球铝），该材料需要用到天然气作为主要能源，而今年上半年天然气价格持续上涨，公司盈利承压。针对这一问题，公司通过长协等方式积极应对，所以在疫情影响较大的二季度，公司的利润率反而环比提升，可以想见原材料盈利修复已现曙光，后续盈利释放可期。
- **强阿尔法保证新产能效率，继续看好第一成长曲线球硅国产替代。**公司硅微粉主要应用于覆铜板和环氧塑封料，从下游跟踪的角度来看，这两条产业链今年上半年景气度处于承压状态，上游材料理应也承压，但拆解公司的营收我们发现，公司 22H1 营收同比增加 0.62 亿元，该值大于年初上量的新增产能半年预期产值 0.5 亿元，这就意味着公司新开出的产能在景气度不佳的状态下仍然实现了预期贡献，可见公司对需求和产能匹配的把握能力和订单保证能力较强，我们看好强阿尔法能力下 2~3 倍的国产替代机会。
- **第二成长曲线球铝打开空间，厚积薄发迎接成长。**公司球铝产品主要用于新能源车导热散热，单价较球硅高 80%~100%，毛利率较球硅高 10pct，是公司高端化布局的重要单品。我们预计该市场空间至 2025 年将达到 50 亿元，公司目前全球市占率仅不到 2%，但作为进攻性强的新晋厂商，公司目前已经在海内外知名客户中实现批量供应，有实力成为市场的主要玩家，我们看好公司未来在优质客户中放量实现成长。

投资建议

- 我们预计公司 22~24 年实现归母净利润 2.1/3.2/4.6 亿元（较上期预测值更低，原因是此次预测更充分考虑了天然气价格对公司业绩的负面影响），对应 PE 为 39/26/18 倍，继续给予“买入”评级。

风险提示

- 需求不及预期；上游原材料价格上涨；产能利用率不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	315	404	625	801	1,093	1,494
增长率		28.2%	54.6%	28.1%	36.5%	36.7%
主营业务成本	-169	-231	-359	-465	-597	-778
%销售收入	53.7%	57.2%	57.5%	58.1%	54.6%	52.1%
毛利	146	173	265	336	496	716
%销售收入	46.3%	42.8%	42.5%	41.9%	45.4%	47.9%
营业税金及附加	-3	-4	-6	-8	-11	-15
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-22	-7	-8	-11	-15	-20
%销售收入	7.0%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-25	-30	-38	-48	-66	-90
%销售收入	7.9%	7.4%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-13	-20	-35	-40	-55	-75
%销售收入	4.1%	4.9%	5.6%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	83	113	177	229	350	517
%销售收入	26.3%	27.9%	28.4%	28.6%	32.1%	34.6%
财务费用	0	0	-1	3	2	-4
%销售收入	0.1%	-0.1%	0.1%	-0.4%	-0.2%	0.3%
资产减值损失	-1	-7	0	-3	2	-3
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	1	15	12	10	13	9
%税前利润	0.9%	11.6%	6.0%	4.2%	3.5%	1.7%
营业利润	85	124	197	239	367	519
营业利润率	27.0%	30.7%	31.6%	29.9%	33.6%	34.8%
营业外收支	2	4	0	1	1	2
税前利润	87	128	197	241	368	521
利润率	27.5%	31.8%	31.6%	30.1%	33.7%	34.9%
所得税	-12	-17	-25	-31	-48	-68
所得税率	14.0%	13.6%	12.4%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	75	111	173	209	320	454
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	75	111	173	209	320	454
净利率	23.7%	27.4%	27.7%	26.2%	29.3%	30.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	75	111	173	209	320	454
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	23	23	44	56	75
非经营收益	1	-5	-9	-24	-12	-4
营运资金变动	-8	-40	-33	-48	-103	-154
经营活动现金净流	81	90	153	182	261	370
资本开支	-60	-124	-208	-259	-227	-244
投资	-160	-202	67	225	-23	-11
其他	1	13	15	10	13	9
投资活动现金净流	-220	-313	-126	-24	-237	-246
股权募资	532	0	0	0	0	0
债权募资	-3	-25	0	5	52	109
其他	-38	-43	-43	-84	-130	-189
筹资活动现金净流	491	-68	-43	-79	-78	-79
现金净流量	352	-291	-16	79	-54	45

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	448	144	125	204	150	195
应收款项	170	233	311	348	466	637
存货	46	54	76	86	105	124
其他流动资产	163	365	310	102	137	171
流动资产	826	797	822	740	859	1,127
%总资产	80.7%	73.0%	63.0%	51.4%	49.7%	51.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	185	229	398	604	755	920
%总资产	18.1%	20.9%	30.5%	42.0%	43.7%	42.4%
无形资产	10	10	53	95	114	124
非流动资产	197	296	483	699	870	1,044
%总资产	19.3%	27.0%	37.0%	48.6%	50.3%	48.1%
资产总计	1,024	1,093	1,305	1,440	1,729	2,171
短期借款	16	0	0	10	12	83
应付款项	64	71	102	127	164	213
其他流动负债	13	19	28	23	32	43
流动负债	92	90	131	160	207	340
长期贷款	9	0	0	0	55	98
其他长期负债	26	38	80	60	55	50
负债	128	129	211	220	317	488
普通股股东权益	896	964	1,094	1,219	1,411	1,684
其中：股本	86	86	86	86	86	86
未分配利润	167	224	346	471	663	935
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,024	1,093	1,305	1,440	1,729	2,171

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.869	1.290	2.011	2.436	3.723	5.276
每股净资产	10.424	11.212	12.721	14.183	16.417	19.583
每股经营现金净流	0.937	1.043	1.785	2.117	3.036	4.308
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.974	1.489	2.111
回报率						
净资产收益率	8.34%	11.51%	15.81%	17.17%	22.68%	26.94%
总资产收益率	7.30%	10.15%	13.25%	14.55%	18.52%	20.89%
投入资本收益率	7.73%	9.98%	14.01%	16.19%	20.62%	24.12%
增长率						
主营业务收入增长率	13.37%	28.20%	54.55%	28.15%	36.53%	36.73%
EBIT增长率	22.66%	35.84%	57.42%	28.97%	53.19%	47.50%
净利润增长率	27.98%	48.49%	55.85%	21.14%	52.85%	41.71%
总资产增长率	147.44%	6.72%	19.43%	10.33%	20.08%	25.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.7	97.7	85.9	88.0	85.0	85.0
存货周转天数	112.8	79.0	66.3	70.0	65.0	60.0
应付账款周转天数	75.4	74.0	63.8	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	157.7	184.5	208.5	226.4	197.5	168.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-47.17%	-16.22%	-32.03%	-15.96%	-7.55%	-2.86%
EBIT利息保障倍数	488.1	-302.6	262.1	-67.7	-201.7	137.5
资产负债率	12.46%	11.77%	16.18%	15.31%	18.36%	22.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	2	2	18
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	0.00	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	2020-08-27	买入	55.91	74.00
2	2020-10-23	买入	52.39	74.00 ~ 74.00
3	2021-04-21	买入	55.87	N/A
4	2021-08-17	买入	70.22	N/A
5	2021-10-26	买入	65.30	N/A
6	2021-12-30	买入	105.60	N/A

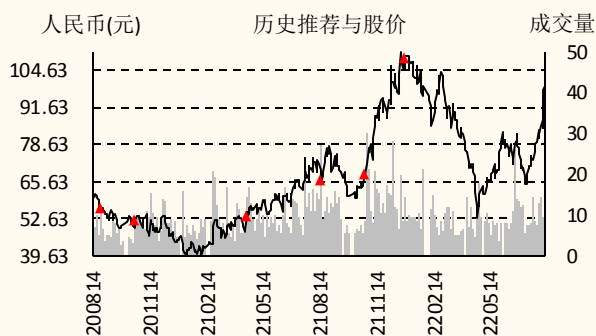
来源：国金证券研究所

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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