

信义山证汇通天下

证券研究报告

膜材料

瑞华泰 (688323.SH)

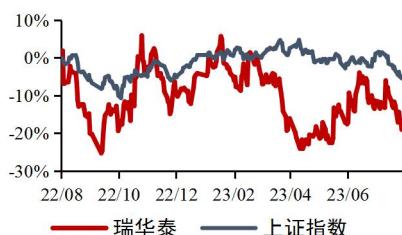
买入-B(下调)

消费电子市场恢复较慢拖累业绩，但修复态势稳定向好

2023年8月28日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月28日

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价（元）: | 21.32 |
| 年内最高/最低（元）: | 28.80/19.54 |
| 流通A股/总股本(亿): | 0.98/1.80 |
| 流通A股市值（亿）: | 20.84 |
| 总市值（亿）: | 38.38 |

基础数据：2023年6月30日

| | |
|-----------|-------|
| 基本每股收益: | -0.04 |
| 摊薄每股收益: | -0.04 |
| 每股净资产(元): | 5.62 |
| 净资产收益率: | -0.78 |

资料来源：最闻

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yezhongzheng@sxzq.com

研究助理：

冯瑞

邮箱：fengrui@sxzq.com

事件描述

➤ 公司发布2023年中报，2023H1公司实现营业收入1.22亿元，同比减少24.75%；实现归母净利润-793.27万元，同比减少129.32%；实现扣非归母净利润-1077.39万元，同比减少143.87%；基本每股收益为-0.04元，同比减少-126.67%。

事件点评

➤ 2023H1公司营收较去年同期明显下滑，主要系下游消费电子市场恢复较慢所致，但Q2营收相比Q1显著改善。2023H1公司实现营业收入1.22亿元，同比减少24.75%，主要是因为全球电子消费市场收窄尚未恢复，下游客户仍处于去库存调整期。分产品来看：电子PI薄膜实现销售收入0.57亿元，较去年同期减少10.08%；热控PI薄膜实现销售收入0.32亿元，较去年同期减少55.29%；电工PI薄膜实现销售收入0.30亿元，较去年同期增长29.50%。二季度开始公司下游客户接单量逐步恢复正常，2023Q2公司实现营收0.77亿元，环比增长72.92%。

➤ 2023H1公司归母净利润较去年同期显著下滑，主要系产品结构变化以及销售价格下降所致，但Q2归母净利润相比Q1也有所改善。2023H1公司实现归母净利润-793.27万元，同比减少129.32%，主要是因为产品结构变化以及销售价格下降导致毛利率下降，并且报告期内的研发投入增加以及发行可转债导致的财务费用增加均对归母净利润产生了一定压力。但整体看来修复态势稳步向好，2023Q2公司实现归母净利润-32.88万元，较Q1的-760.38万元有明显收窄。

➤ 2023H1公司募投项目稳步推进，各项在研项目进展顺利。①募投项目：嘉兴瑞华泰1600吨募投项目的各项建设进度按计划实施，目前厂房建设工程已基本完成，4条主生产线和各工厂系统安装工作已完成，并进行了设备调试，开始投料进行产品调试，后续将加快生产线的工艺稳定性和各公辅系统运行验证，推动产线连续批量试生产，另外2条主生产线也正在安装中。②在研项目：光学级中试产线处于装备与工艺优化阶段，同时将加大对光电应用的系列产品开发；与下游应用单位共同进行技术攻关的COF用PI薄膜已完成多次评价；两项PI浆料已完成实验室工作及评价，同时完成中试产线设计；TPI柔性基材已完成小样的评价及认证工作，产品将在嘉兴新产线实现量产。

投资建议

➤ 预计公司2023-2025年分别实现营收4.03、6.29、8.51亿元（原值为



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



5.50、8.03、10.63亿元),同比增长33.6%、56.2%、35.2%;分别实现净利润0.30、0.96、1.46亿元(原值为0.82、1.43、2.21亿元),同比变动-23.3%、221.8%、51.7%;对应EPS分别为0.17、0.53、0.81元(原值为0.46、0.79、1.23元),以8月28日收盘价21.32元计算,对应PE分别为128.7X、40.0X、26.4X,考虑到新产能投放节奏略慢于预期以及下游消费电子市场恢复仍有较大的不确定性,故将公司评级调整为“买入-B”。

风险提示

- 业务规模、产品技术与国际知名企业存在较大差距的风险; PMDA 和 ODA 等原材料采购价格波动风险; 募投项目实施后新增产能难以消化的风险; 新产品拓展导致产品结构变化的风险; 新产能投放节奏不及预期的风险; 消费电子市场恢复不及预期的风险。

财务数据与估值:

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 319 | 302 | 403 | 629 | 851 |
| YoY(%) | -9.0 | -5.4 | 33.6 | 56.2 | 35.2 |
| 净利润(百万元) | 56 | 39 | 30 | 96 | 146 |
| YoY(%) | -4.2 | -30.6 | -23.3 | 221.8 | 51.7 |
| 毛利率(%) | 44.9 | 38.3 | 35.8 | 40.6 | 41.5 |
| EPS(摊薄/元) | 0.31 | 0.22 | 0.17 | 0.53 | 0.81 |
| ROE(%) | 6.4 | 3.8 | 2.8 | 8.5 | 11.5 |
| P/E(倍) | 68.5 | 98.7 | 128.7 | 40.0 | 26.4 |
| P/B(倍) | 4.4 | 4.2 | 4.1 | 3.8 | 3.4 |
| 净利率(%) | 17.6 | 12.9 | 7.4 | 15.2 | 17.1 |

资料来源: 最闻, 山西证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 410 | 483 | 570 | 765 | 1294 | 营业收入 | 319 | 302 | 403 | 629 | 851 |
| 现金 | 203 | 271 | 289 | 321 | 780 | 营业成本 | 176 | 186 | 259 | 374 | 497 |
| 应收票据及应收账款 | 121 | 115 | 162 | 295 | 325 | 营业税金及附加 | 3 | 4 | 5 | 8 | 10 |
| 预付账款 | 6 | 5 | 8 | 14 | 15 | 营业费用 | 6 | 6 | 10 | 14 | 19 |
| 存货 | 51 | 69 | 85 | 110 | 148 | 管理费用 | 40 | 38 | 49 | 76 | 100 |
| 其他流动资产 | 29 | 23 | 27 | 25 | 26 | 研发费用 | 27 | 27 | 40 | 50 | 68 |
| 非流动资产 | 1337 | 1834 | 2019 | 2089 | 1983 | 财务费用 | 9 | 12 | 17 | 16 | 16 |
| 长期投资 | 8 | 17 | 26 | 35 | 44 | 资产减值损失 | -1 | 1 | -1 | -1 | -0 |
| 固定资产 | 467 | 445 | 1121 | 1461 | 1558 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 86 | 84 | 94 | 107 | 115 | 投资净收益 | -1 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 其他非流动资产 | 776 | 1288 | 778 | 486 | 266 | 营业利润 | 62 | 39 | 30 | 99 | 149 |
| 资产总计 | 1746 | 2317 | 2588 | 2854 | 3276 | 营业外收入 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 流动负债 | 282 | 210 | 355 | 398 | 498 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 105 | 35 | 35 | 35 | 35 | 利润总额 | 62 | 40 | 31 | 99 | 149 |
| 应付票据及应付账款 | 121 | 120 | 204 | 236 | 317 | 所得税 | 6 | 2 | 1 | 3 | 4 |
| 其他流动负债 | 57 | 55 | 116 | 127 | 147 | 税后利润 | 56 | 39 | 30 | 96 | 146 |
| 非流动负债 | 582 | 1075 | 1184 | 1323 | 1513 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 563 | 1056 | 1165 | 1304 | 1494 | 归属母公司净利润 | 56 | 39 | 30 | 96 | 146 |
| 其他非流动负债 | 19 | 20 | 19 | 19 | 19 | EBITDA | 144 | 141 | 135 | 260 | 341 |
| 负债合计 | 865 | 1285 | 1539 | 1722 | 2011 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 股本 | 180 | 180 | 180 | 180 | 180 | | | | | | |
| 资本公积 | 543 | 543 | 543 | 543 | 543 | | | | | | |
| 留存收益 | 159 | 185 | 207 | 274 | 378 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 882 | 1032 | 1049 | 1133 | 1265 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 1746 | 2317 | 2588 | 2854 | 3276 | | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | | | | | | | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | | | | | |
| 经营活动现金流 | 78 | 90 | 140 | 113 | 342 | | | | | | |
| 净利润 | 56 | 39 | 30 | 96 | 146 | | | | | | |
| 折旧摊销 | 55 | 54 | 77 | 131 | 163 | | | | | | |
| 财务费用 | 9 | 12 | 17 | 16 | 16 | | | | | | |
| 投资损失 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 营运资金变动 | -48 | -20 | 17 | -130 | 17 | | | | | | |
| 其他经营现金流 | 5 | 5 | -1 | 0 | 0 | | | | | | |
| 投资活动现金流 | -426 | -507 | -262 | -201 | -57 | | | | | | |
| 筹资活动现金流 | 482 | 499 | 140 | 121 | 174 | | | | | | |
| 每股指标(元) | | | | | | | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.31 | 0.22 | 0.17 | 0.53 | 0.81 | P/E | 68.5 | 98.7 | 128.7 | 40.0 | 26.4 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.44 | 0.50 | 0.78 | 0.63 | 1.90 | P/B | 4.4 | 4.2 | 4.1 | 3.8 | 3.4 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.90 | 5.05 | 5.14 | 5.60 | 6.34 | EV/EBITDA | 29.8 | 33.0 | 35.5 | 18.9 | 13.7 |

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%--15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

