

瑞联新材 (688550)

证券研究报告

2023年10月11日

景气环比改善，度过至暗时刻

事件：瑞联新材公布 2023 年半年度报告，上半年实现营业收入 6.16 亿元，同比-31.3%，实现归母净利润 5829 万元，同比-63.8%；其中 Q2 单季度实现营业收入 3.42 亿元，同比-27.6%，环比+24.9%，实现归母净利润 4423 万元，同比-45.6%，环比+214.6%。

景气收入利润环比改善，盈利能力有所恢复

瑞联新材 2023 上半年实现营业收入 6.16 亿元，同比-31.3%，环比 22H2 增长 5.6%，销售毛利率为 32.6%，同比 22H1 减少 4.6PCT，销售净利率 9.5%，同比 22H1 减少 8.5PCT，行业景气下行导致收入、毛利率同比均出现明显下行，但相较 22 年下半年，收入端已出现恢复端倪，环比收入实现正增长。**按照季度来看：**2023 年 Q1/Q2 分别实现营业收入 2.74/3.42 亿元，同比 22Q1/Q2 分别-35.5%/-27.6%，Q2 收入环比止跌反弹，环比 Q1 增长 24.9%；净利润来看 23 年 Q1/Q2 归母净利润分别为 0.14/0.44 亿元，同比 22Q1/Q2 分别-82.4%/-45.6%，而 Q2 环比 Q1 实现大幅改善，环比+214.6%。盈利能力来看：23 年 Q1/Q2 毛利率分别为 32.2%/32.9%，创近两年新低，而销售净利率分别为 5.1%/12.9%，Q1 单季度净利率快速下行后，Q2 有所恢复，但仍处于较低位置，盈利能力的下滑拖累公司利润下滑明显。

显示材料环比回升，医药同比增长，景气实现改善性恢复

公司显示材料板块实现收入 5.11 亿元，占公司营收 83%，同比 22H1 -36.7%，环比 22H2 +15.3%，行业景气略有回升；医药板块实现收入 7682 万元，同比 22H1 +13.9%，环比 22H2 -33.1%，医药 CDMO 已在 22 年上半年迎来近两年最差景气状态，但相较于 22 年下半年仍有一定幅度下滑：

显示材料板块：上半年公司显示材料业务呈现出以下特点：（1）由于 2022 年上半年下游需求旺盛，公司显示材料业务超预期大幅增长，经历了 2022 年下半年下游需求断崖式下跌之后，2023 年上半年需求恢复缓慢，行情持续冷淡，虽然显示材料业务逐季改善，但与去年同期相比整体收入仍有显著下降。（2）在显示行业缓慢恢复周期中，公司 OLED 业务的恢复程度大于液晶业务。（3）得益于高效的研发响应速度和优质的客户服务，公司 OLED 板块新品数量仍保持较高增速。**医药 CDMO 板块：**①医药板块主力产品的终端新工艺药品逐步放量，客户加大了该终端药配套医药中间体的采购，该配套产品收入超千万；②部分医药中间体逐步量产供货并实现销售收入小幅提升。**电子化学品板块：**2023 年上半年，公司电子化学品及其他新材料板块实现销售收入 2,827 万元，占公司营业总额的比重为 5%，较 2022 年上半年增加 514 万元，同比增长 22%。

盈利预测：医药及显示材料景气下行，我们下调 2023-2025 年归母净利润预期至 1.61/2.39/2.67 亿元(前值 2.33/2.76/3.32 亿元)，维持“买入”评级

风险提示：消费电子景气持续下行；医药客户订单减少；安全、环保风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,525.58	1,480.38	1,397.76	1,982.84	2,385.48
增长率(%)	45.35	(2.96)	(5.58)	41.86	20.31
EBITDA(百万元)	462.60	482.71	304.00	415.11	452.29
归属母公司净利润(百万元)	239.78	246.54	160.97	239.10	267.17
增长率(%)	36.70	2.82	(34.71)	48.53	11.74
EPS(元/股)	1.74	1.79	1.17	1.74	1.94
市盈率(P/E)	18.44	17.93	27.46	18.49	16.55
市净率(P/B)	1.55	1.50	1.41	1.36	1.31
市销率(P/S)	2.90	2.99	3.16	2.23	1.85
EV/EBITDA	11.53	7.25	10.47	9.09	7.02

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子化学品 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.15 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	137.51
流通 A 股股本(百万股)	101.72
A 股总市值(百万元)	4,420.98
流通 A 股市值(百万元)	3,270.17
每股净资产(元)	21.11
资产负债率(%)	13.37
一年内最高/最低(元)	59.80/29.51

作者

郭建奇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110002
guojianqi@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《瑞联新材-年报点评报告:难抵御行业景气下行，23 年有望冬去春来》 2023-05-06
- 《瑞联新材-半年报点评:显示材料逆势高增，医药领域厚积薄发》 2022-08-20
- 《瑞联新材-首次覆盖报告:化学合成平台型公司，显示、医药、新材料多点布局》 2022-04-28

1. 景气 Q2 环比改善性恢复，多板块展现景气恢复特征

瑞联新材公布 2023 年半年度报告，上半年实现营业收入 6.16 亿元，同比-31.3%，实现归母净利润 5829 万元，同比-63.8%；其中 Q2 单季度实现营业收入 3.42 亿元，同比-27.6%，环比+24.9%，实现归母净利润 4423 万元，同比-45.6%，环比+214.6%。

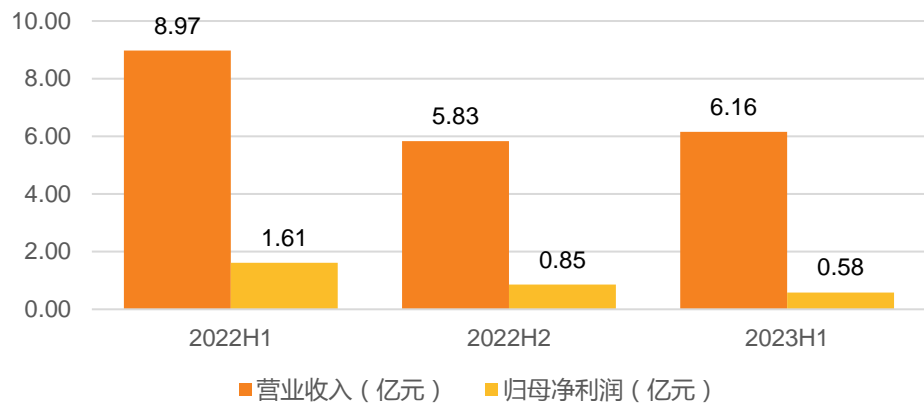
1.1. Q2 收入利润环比改善，盈利能力有所恢复

瑞联新材 2023 上半年实现营业收入 6.16 亿元，同比-31.3%，环比 22H2 增长 5.6%，销售毛利率为 32.6%，同比 22H1 减少 4.6PCT，销售净利率 9.5%，同比 22H1 减少 8.5PCT，行业景气下行导致收入、毛利率同比均出现明显下行，但相较 22 年下半年，收入端已出现恢复端倪，环比收入实现正增长。

按照季度来看：2023 年 Q1/Q2 分别实现营业收入 2.74/3.42 亿元，同比 22Q1/Q2 分别 -35.5%/-27.6%，Q2 收入环比止跌反弹，环比 Q1 增长 24.9%；净利润来看 23 年 Q1/Q2 归母净利润分别为 0.14/0.44 亿元，同比 22Q1/Q2 分别 -82.4%/-45.6%，而 Q2 环比 Q1 实现大幅改善，环比+214.6%。

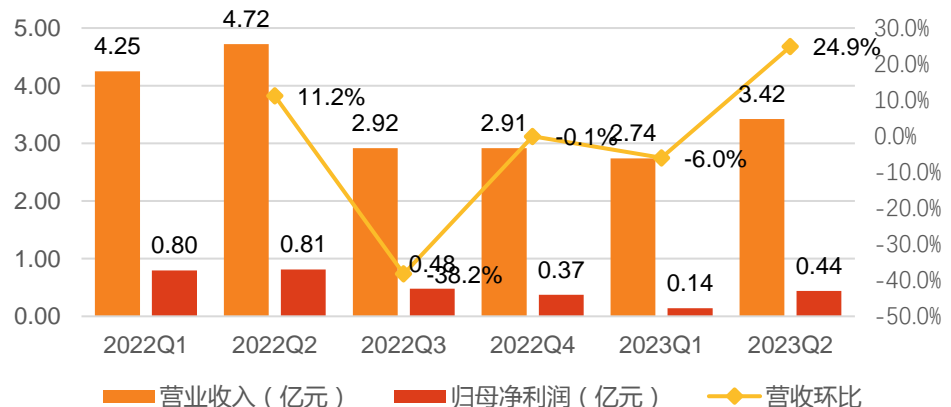
季度盈利能力来看：23 年 Q1/Q2 毛利率分别为 32.2%/32.9%，创近两年新低，而销售净利率分别为 5.1%/12.9%，Q1 单季度净利率快速下行后，Q2 有所恢复，但仍处于较低位置，盈利能力的下滑拖累公司利润下滑明显。

图 1：瑞联新材半年度收入、归母净利润情况



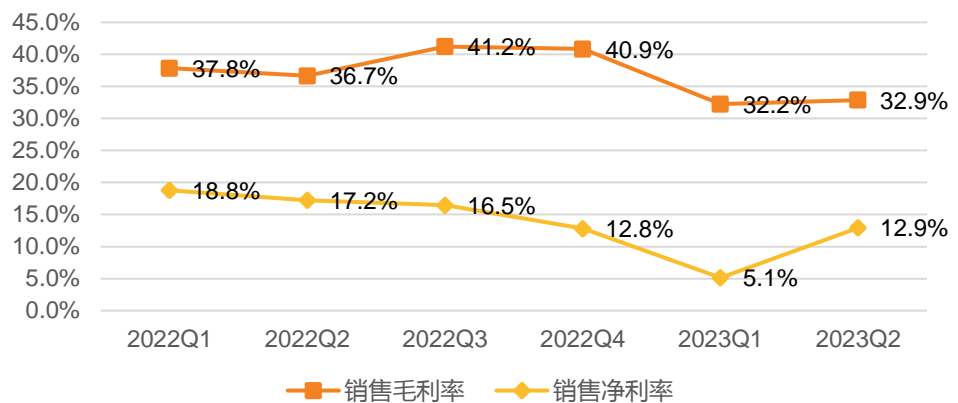
资料来源：Wind，瑞联新材定期报告，天风证券研究所

图 2：瑞联新材季度收入和利润情况



资料来源：Wind，瑞联新材定期报告，天风证券研究所

图 3：瑞联新材季度毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，瑞联新材定期报告，天风证券研究所

1.2. 显示材料环比回升，医药同比增长，景气实现改善性恢复

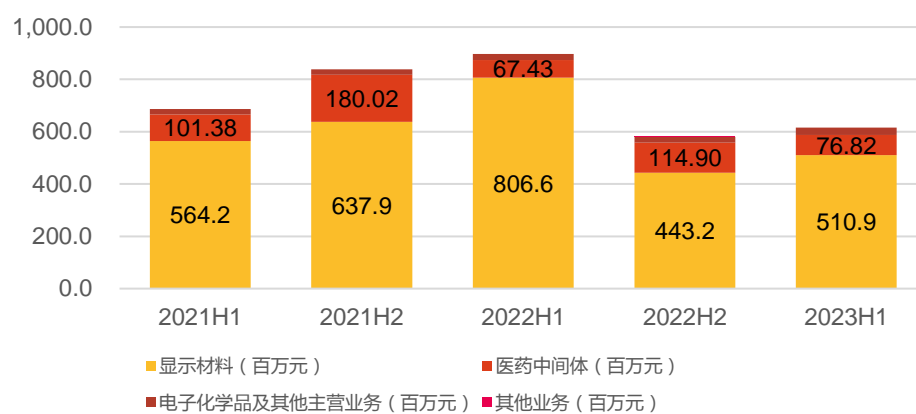
公司显示材料板块实现收入 5.11 亿元，占公司营收 83%，同比 22H1 -36.7%，环比 22H2 +15.3%，行业景气环比略有回升；医药板块实现收入 7682 万元，同比 22H1 +13.9%，环比 22H2 -33.1%，医药 CDMO 已在 22 年上半年迎来近两年最差景气状态，但相较于 22 年下半年仍有一定幅度下滑，具体情况如下：

显示材料板块：2023 年上半年，公司显示材料板块实现销售收入 51,093 万元，占公司营收总额的比重为 83%，同比 2022 年上半年减少 29,571 万元，降幅为 37%。上半年公司显示材料业务呈现出以下特点：（1）由于 2022 年上半年下游需求旺盛，公司显示材料业务超预期大幅增长，经历了 2022 年下半年下游需求断崖式下跌之后，2023 年上半年需求恢复缓慢，行情持续冷淡，虽然显示材料业务逐季改善，但与去年同期相比整体收入仍有显著下降。（2）在显示行业缓慢恢复周期中，公司 OLED 业务的恢复程度大于液晶业务。（3）得益于高效的研发响应速度和优质的客户服务，公司 OLED 板块新品数量仍保持较高增速。

医药 CDMO 板块：2023 年上半年，公司医药 CDMO 板块实现销售收入 7,682 万元，占公司营业收入的比重为 12%，同比 2022 年上半年增长 939 万元，增幅为 14%。公司医药业务收入上升主要是以下原因：①医药板块主力产品的终端新工艺药品逐步放量，客户加大了该终端药配套医药中间体的采购，该配套产品收入超千万；②部分医药中间体逐步量产供货并实现销售收入小幅提升。在产品管线层面，截至 2023 年中，公司共有医药管线 168 个，相较于 2022 年底净增加 28 个，其中终端药物为创新药的项目 120 个，仿制药项目 34 个，未知 14 个。

电子化学品板块：2023 年上半年，公司电子化学品及其他新材料板块实现销售收入 2,827 万元，占公司营业总额的比重为 5%，较 2022 年上半年增加 514 万元，同比增长 22%。目前，公司在电子化学品板块的主要产品包括半导体光刻胶单体、TFT 平坦层光刻胶、膜材料中间体和 PI 单体，部分量产产品保持快速增长态势。虽然目前该板块整体收入占比相对较低，但板块的客户数量、新品数量和形成销售的产品数量都在逐年快速增加，发展潜力大，将为公司未来业绩快速增长奠定基础。

图 4：瑞联新材各版块收入情况



资料来源: Wind, 瑞联新材定期报告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,325.93	837.60	981.70	389.52	987.83	营业收入	1,525.58	1,480.38	1,397.76	1,982.84	2,385.48
应收票据及应收账款	472.88	255.61	363.29	561.56	552.69	营业成本	986.62	907.19	951.20	1,310.33	1,604.33
预付账款	19.58	9.36	20.86	20.95	30.16	营业税金及附加	14.33	13.29	12.55	17.80	21.41
存货	527.76	624.72	358.80	1,015.00	778.01	销售费用	27.96	32.25	28.04	41.49	48.88
其他	504.98	211.89	211.96	212.26	212.29	管理费用	164.80	176.74	158.93	231.09	274.63
流动资产合计	2,851.13	1,939.17	1,936.60	2,199.29	2,560.98	研发费用	83.31	104.41	87.45	131.96	154.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(32.31)	(22.30)	(20.32)	(15.36)	(15.43)
固定资产	626.85	1,021.62	1,192.67	1,440.55	1,375.38	资产/信用减值损失	(39.70)	(14.78)	0.00	0.00	0.00
在建工程	184.11	226.40	313.20	102.64	0.00	公允价值变动收益	0.69	4.29	0.00	0.00	0.00
无形资产	32.18	41.77	39.52	37.27	35.02	投资净收益	16.46	7.03	0.00	0.00	0.00
其他	136.29	111.50	111.10	110.69	110.29	其他	31.16	(3.30)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	979.43	1,401.29	1,656.48	1,691.15	1,520.69	营业利润	272.26	275.55	179.91	265.54	297.65
资产总计	3,830.56	3,340.46	3,593.09	3,890.45	4,081.67	营业外收入	0.28	0.31	0.00	0.00	0.00
短期借款	302.96	10.01	0.00	0.00	0.00	营业外支出	1.10	3.77	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	406.92	258.46	340.74	508.44	567.24	利润总额	271.44	272.08	179.91	265.54	297.65
其他	226.23	90.19	108.50	118.60	117.44	所得税	31.66	25.55	18.94	26.44	30.49
流动负债合计	936.11	358.66	449.23	627.04	684.68	净利润	239.78	246.54	160.97	239.10	267.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	239.78	246.54	160.97	239.10	267.17
其他	10.23	17.67	17.67	17.67	17.67	每股收益(元)	1.74	1.79	1.17	1.74	1.94
非流动负债合计	10.23	17.67	17.67	17.67	17.67						
负债合计	975.93	384.95	466.90	644.71	702.35						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	70.18	98.40	137.51	137.51	137.51	成长能力					
资本公积	2,184.28	2,180.03	2,180.03	2,180.03	2,180.03	营业收入	45.35%	-2.96%	-5.58%	41.86%	20.31%
留存收益	600.17	728.16	808.65	928.20	1,061.78	营业利润	30.74%	1.21%	-34.71%	47.60%	12.09%
其他	0.00	(51.08)	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	36.70%	2.82%	-34.71%	48.53%	11.74%
股东权益合计	2,854.63	2,955.50	3,126.19	3,245.74	3,379.32	获利能力					
负债和股东权益总计	3,830.56	3,340.46	3,593.09	3,890.45	4,081.67	毛利率	35.33%	38.72%	31.95%	33.92%	32.75%
						净利率	15.72%	16.65%	11.52%	12.06%	11.20%
						ROE	8.40%	8.34%	5.15%	7.37%	7.91%
						ROIC	22.71%	18.66%	7.63%	11.93%	9.74%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	25.48%	11.52%	12.99%	16.57%	17.21%
净利润	239.78	246.54	160.97	239.10	267.17	净负债率	-35.84%	-28.00%	-31.40%	-12.00%	-29.23%
折旧摊销	81.02	104.47	144.40	164.93	170.06	流动比率	2.95	5.28	4.31	3.51	3.74
财务费用	(31.02)	(23.71)	(20.32)	(15.36)	(15.43)	速动比率	2.41	3.58	3.51	1.89	2.60
投资损失	(16.46)	(7.03)	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	(61.09)	(281.09)	239.02	(676.66)	294.66	应收账款周转率	4.31	4.06	4.52	4.29	4.28
其它	(32.96)	154.47	0.00	0.00	0.00	存货周转率	3.68	2.57	2.84	2.89	2.66
经营活动现金流	179.27	193.63	524.08	(287.99)	716.46	总资产周转率	0.45	0.41	0.40	0.53	0.60
资本支出	337.24	543.26	400.00	200.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.74	1.79	1.17	1.74	1.94
其他	(1,441.02)	(373.52)	(800.00)	(400.00)	0.00	每股经营现金流	1.30	1.41	3.81	-2.09	5.21
投资活动现金流	(1,103.78)	169.74	(400.00)	(200.00)	0.00	每股净资产	20.76	21.49	22.73	23.60	24.57
债权融资	335.26	(270.66)	10.31	15.36	15.43	估值比率					
股权融资	(115.49)	(144.45)	9.71	(119.55)	(133.58)	市盈率	18.44	17.93	27.46	18.49	16.55
其他	5.97	(50.27)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.55	1.50	1.41	1.36	1.31
筹资活动现金流	225.74	(465.38)	20.02	(104.19)	(118.16)	EV/EBITDA	11.53	7.25	10.47	9.09	7.02
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	13.97	9.25	19.94	15.09	11.26
现金净增加额	(698.77)	(102.01)	144.10	(592.18)	598.31						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com