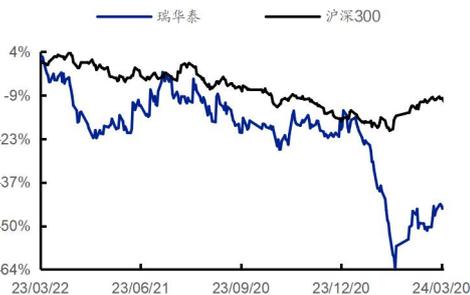


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：李娟廷 S0350122090037
 lijt03@ghzq.com.cn

产品价格下降影响业绩，嘉兴项目放量在即

——瑞华泰（688323）2023 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/03/22

表现	1M	3M	12M
瑞华泰	11.4%	-35.0%	-44.3%
沪深 300	1.7%	6.2%	-11.4%

市场数据

2024/03/22

当前价格(元)	14.46
52 周价格区间(元)	9.09-27.22
总市值(百万)	2,602.80
流通市值(百万)	1,413.23
总股本(万股)	18,000.02
流通股本(万股)	9,773.41
日均成交额(百万)	36.76
近一月换手(%)	2.66

相关报告

《瑞华泰（688323）2023 年三季报点评：Q3 营收大幅增加，嘉兴项目打开成长空间（买入）*塑料*李永磊，董伯骏》——2023-10-31

《瑞华泰（688323）2023 中报点评：Q2 业绩亏损环比大幅收窄，嘉兴项目放量在即（买入）*塑料*李永磊，董伯骏》——2023-08-23

《瑞华泰(688323.SH)2022 年报点评：业绩短期承压，国产替代带来重要发展机遇（买入）*塑料*董伯骏，李永磊》——2023-03-19

《瑞华泰（688323）点评报告：Q3 业绩承压，

事件：

2024 年 3 月 23 日，瑞华泰发布 2023 年报：2023 年公司实现营业收入 2.76 亿元，同比下降 8.55%；实现归属于上市公司股东的净利润-0.20 亿元，同比减少 150.43%；加权平均净资产收益率为-1.93%，同比下降 6.09 个百分点。销售毛利率 26.56%，同比减少 11.77 个百分点；销售净利率 -7.10%，同比减少 19.98 个百分点。

其中，公司 2023Q4 实现营收 0.67 亿元，同比-13.91%，环比-22.10%；实现归母净利润-0.12 亿元，同比-440.37%，环比-4689.94%；ROE 为 -1.19%，同比下降 1.53 个百分点，环比下降 1.22 个百分点。销售毛利率 23.28%，同比减少 7.23 个百分点，环比减少 3.43 个百分点；销售净利率-17.70%，同比减少 22.18 个百分点，环比减少 18.00 个百分点。

投资要点：

■ 主要产品价格下降，2023 年业绩下滑

2023 年公司实现营业收入 2.76 亿元，同比下降 8.55%；实现归属于上市公司股东的净利润-0.20 亿元，同比减少 150.43%。公司高性能 PI 薄膜实现销量 944.62 吨，同比增加 24.73%；高性能 PI 薄膜实现营业收入 2.71 亿元，同比减少 7.75%，毛利率 26.06%，同比减少 11.95 个百分点；其他 PI 薄膜及加工实现营业收入 0.043 亿元，同比下降 39.07%，毛利率 54.93%，同比增加 7.41 个百分点。公司业绩下滑主要原因系：（1）受全球电子消费市场终端需求收窄影响，产品结构变化以及销售价格下降导致毛利率下降，特别是 2023 年初以来韩国 PIAM 公司大幅度降低热控 PI 薄膜价格使得竞争压力加大，热控 PI 薄膜收入较上年同期下降 43.09%；公司结合市场情况适时加大电工 PI 薄膜、电子 PI 薄膜（包含新能源应用）市场开拓，该两类产品收入同比分别增长 28.86%和 19.37%。（2）公司加大研发投入，持续推动柔性显示、新能源、集成电路封装、航天应用领域的聚酰亚胺材料等产品研制，研发费用较上年同期增加 19.06%。（3）2022 年 8 月发行可转换公司债券及借款利息增加使财务费用增加 44.55%，其他收益（政府补助收入）较上年同期减少 41.46%。期间费用方面，2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.32%/13.15%/11.67%/6.25%，同比+0.25/+0.70/+2.71/+2.29pct。

嘉兴项目及 CPI 打开成长空间（买入）*基础化工
*李永磊，董伯骏——2022-11-01

2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.61 亿元，同比减少 32.01%，主要系支付的各项税费增加以及收到的政府补助减少。

■ 收入及毛利率下降，Q4 业绩转亏

2023Q4，公司实现营业收入 67.40 百万元，同比-10.89 百万元，环比-19.12 百万元；归母净利润-11.93 百万元，同比-15.44 百万元，环比-12.19 百万元；其中实现毛利润 15.69 百万元，同比-8.20 百万元，环比-7.42 百万元。毛利润下降主要系产品价格下降导致毛利率下降，2023Q4 公司销售毛利率 23.28%，同比减少 7.23 个百分点，环比减少 3.43 个百分点。期间费用方面，2023Q4 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 1.42/9.28/8.11/6.55 百万元，同比-0.39/-0.71/+1.10/+2.69 百万元，环比-0.46/+0.36/+0.11/+2.76 百万元。2023Q4 公司其他收益为 1.28 百万元，同比+0.34 百万元，环比-0.47 百万元；资产减值损失为 0.88 百万元，同比+0.79 百万元，环比+0.88 百万元，主要系存货跌价损失及合同履行成本减值损失。

■ 嘉兴项目放量在即，CPI 处于工艺优化阶段

公司嘉兴 1600 吨募投项目厂房建设已基本完成，4 条主生产线和配套工厂系统安装工作已完成，并进行了设备调试，2023 年第三季度开始进行投料产品调试，进行生产线的工艺稳定性和各公辅系统运行验证，其中 2 条生产线于 2023 年 9 月份投入使用，另 2 条生产线持续开展产品工艺调试。其余 2 条化学法生产线的设备安装工作已完成，并具备系统调试条件，从 2023 年 12 月开始陆续调试，后续公司将根据调试结果验证工艺稳定性，推动全线投料试产。嘉兴项目陆续投产后，新增产能将有助于提升公司整体的产品布局能力，大幅提升公司对电子领域产品的供应保障能力。多产线为多应用领域及多产品解决方案提供了更多的研发上线资源，同时多产线为多品类产品的生产提供了生产效率的保障。

公司自主掌握 CPI 薄膜制备的核心技术，基于现有生产线于 2018 年成功生产出 CPI 薄膜，该等产品的光学性能和力学性能优异，可折叠次数超过 20 万次，关键性能通过国内终端品牌厂商的评测，已实现样品销售，用于终端品牌厂商及其配套供应商的产品测试；公司正在研发的柔性 OLED 用 CPI 薄膜项目光学级中试产线处于装备与工艺优化阶段，在 CPI 专用生产线建设完成后，可实现 CPI 薄膜产品在折叠屏手机等柔性显示电子产品领域的应用，有望填补该领域的国内空白。

■ 加大研发投入，产品种类储备丰富

2023 年，公司研发费用 3219.55 万元，同比增长 19.06%；研发费用占营业收入的 11.67%，同比增加 2.71 个百分点。公司新获得专利 7 项，其中发明专利 6 项，实用新型专利 1 项，这些专利主要聚

焦PI薄膜的制备方法和应用。截至2023年12月31日，公司已获得专利33项，其中发明专利26项，实用新型专利7项。公司按照技术发展路线图持续保持研发投入，加快推出5/6G低介电基材、柔性电子基材新产品，推进高导热性热控PI薄膜的升级产品，加大对光电应用的系列产品开发，加快突破集成电路封装COF应用PI薄膜及半导体应用高导热用PI薄膜的应用市场评测，开发系列新能源汽车用PI清漆、OLED基板应用PI和CPI浆料等功能性新产品，空间应用高绝缘1500mm幅宽PI薄膜完成了应用单位的联合验收。

■ 盈利预测和投资评级

受到消费电子景气度复苏节奏缓慢及产品价格下降等因素影响，我们调整本次盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.38、0.92、1.80亿元，对应PE分别68、28、14倍。公司嘉兴项目放量在即，CPI项目有望放量，盈利有望进入快速增长期，维持“买入”评级。

■ 风险提示

产品性能不及预期的风险，技术扩散的风险，业务规模、产品技术与国际知名企业存在较大差距的风险，产品结构变化的风险，募投项目实施后新增产能难以消化的风险，客户结构变动风险，技术创新和产品开发落后于市场需求的风险，原材料采购价格波动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	276	485	698	935
增长率(%)	-9	76	44	34
归母净利润(百万元)	-20	38	92	180
增长率(%)	-150	295	140	97
摊薄每股收益(元)	-0.11	0.21	0.51	1.00
ROE(%)	-2	4	8	14
P/E	—	67.98	28.38	14.44
P/B	3.87	2.51	2.30	1.99
P/S	14.01	5.37	3.73	2.79
EV/EBITDA	78.25	18.52	12.56	8.84

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

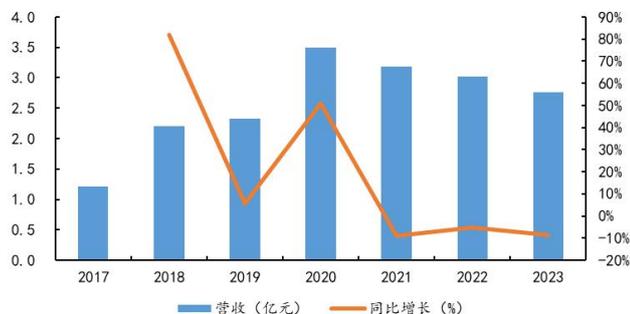
表 1：瑞华泰主要产品经营数据

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
高性能PI薄膜产量 (吨)			531.26	532.50	640.83	882.56	789.55	947.87	
高性能PI薄膜销量 (吨)			458.43	526.67	718.60	818.63	757.33	944.62	
高性能PI薄膜		营收 (万元)	11,828.76	21,732.69	22,825.28	26,961.58	31,358.85	29,414.02	27,135.41
		毛利润 (万元)	4,187.50	8,419.33	8,851.31	12,279.05	14,040.96	11,180.82	7,072.11
		毛利率 (%)	35.40%	38.74%	38.78%	45.54%	44.78%	38.01%	26.06%
其中	热控PI薄膜	营收 (万元)	5,571.21	12,241.84	11,632.08	16,235.93	16,730.40	13,434.66	
		毛利润 (万元)	2,233.65	4,480.05	4,134.69	6,871.13	6,439.59	3,783.49	
		毛利率 (%)	40.09%	36.60%	35.55%	42.32%	38.49%	28.16%	
	电子PI薄膜	营收 (万元)	4,708.30	7,258.24	7,259.07	7,233.53	10,806.00	11,604.74	
		毛利润 (万元)	1,589.21	3,000.41	2,560.05	3,472.37	5,462.00	5,385.26	
		毛利率 (%)	33.75%	41.34%	35.27%	48.00%	50.55%	46.41%	
	电工PI薄膜	营收 (万元)	1,549.25	2,232.61	3,934.13	3,492.12	3,822.45	4,374.62	
		毛利润 (万元)	364.64	938.87	2156.57	1935.55	2139.37	2012.07	
		毛利率 (%)	23.54%	42.05%	54.82%	55.43%	55.97%	45.99%	
其他薄膜类		营收 (万元)	258.48	279.93	334.76	293.15	436.69	710.43	432.88
		毛利润 (万元)	73.99	111.29	152.30	139.63	223.66	337.59	237.79
		毛利率 (%)	28.63%	39.76%	45.50%	47.63%	51.22%	47.52%	54.93%
其他		营收 (万元)	19.41		74.16	7761.43	86.05	46.71	24.51
		毛利润 (万元)	14.90		74.07	672.98	44.03	46.46	18.10
		毛利率 (%)	76.76%		99.88%	8.67%	51.17%	99.46%	73.85%
营业收入 (万元)		12106.65	22012.63	23234.20	35016.16	31881.58	30171.16	27592.81	
营业成本 (万元)		7830.26	13482.00	14156.51	21924.50	17572.93	18606.29	20264.81	
毛利率		35.32%	38.75%	39.07%	37.39%	44.88%	38.33%	26.56%	
毛利润 (万元)		4276.39	8530.63	9077.69	13091.66	14308.65	11564.87	7328.00	
净利率		8.14%	16.64%	14.47%	16.62%	17.58%	12.88%	-7.10%	
净利润 (万元)		984.97	3661.86	3361.29	5820.02	5605.04	3887.41	-1960.30	

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

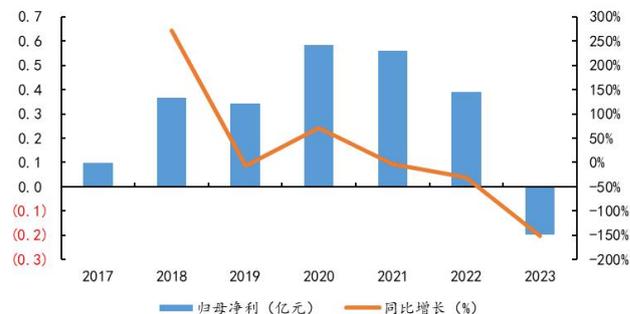
2、公司财务数据

图 1：2023 年营收同比下降 8.55%



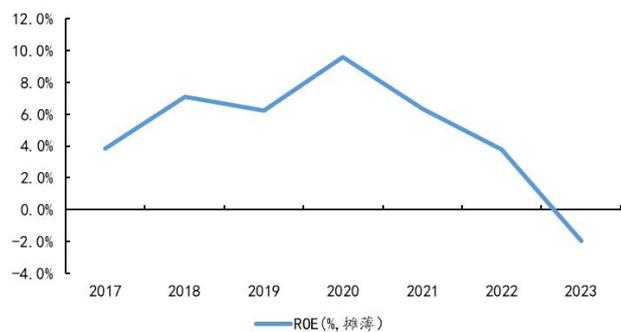
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：2023 年归母净利润同比下降 150.43%



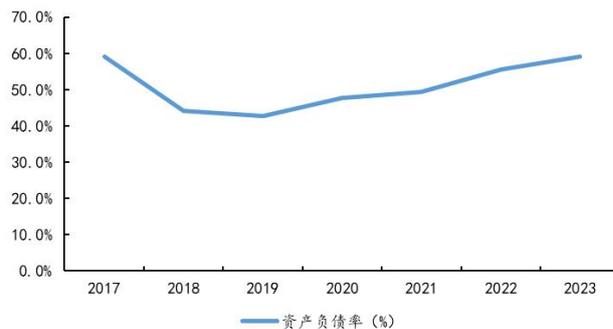
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：2023 年净资产收益率下降



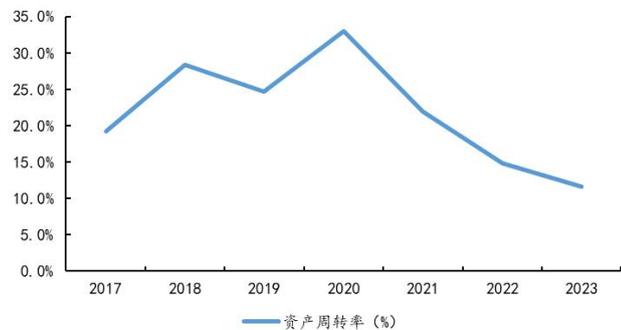
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2023 年资产负债率增加



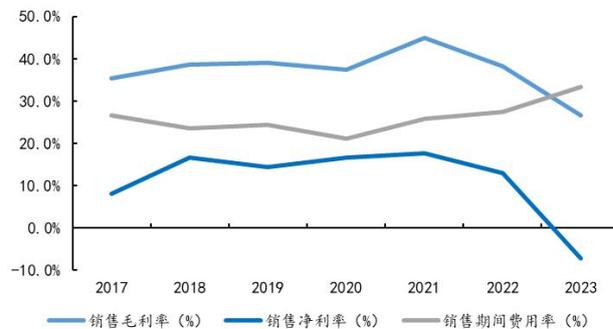
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年资产周转率为 11.58%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年毛利率为 26.56%



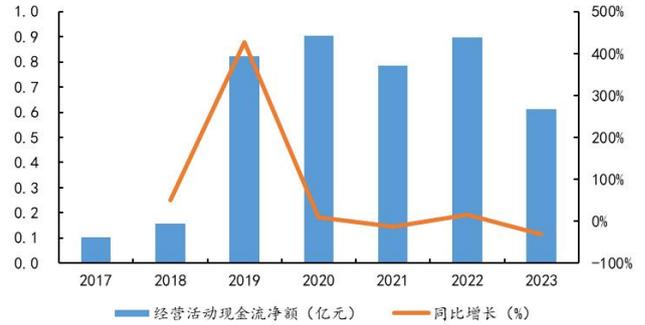
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年期间费用率增加



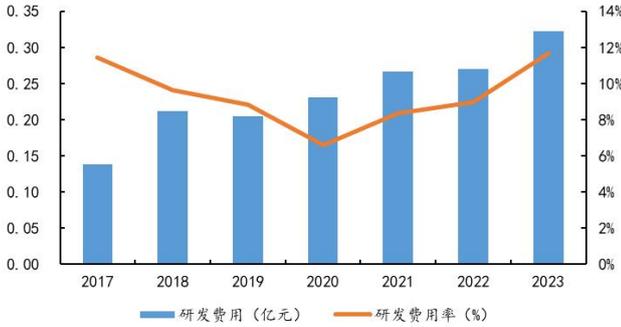
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年经营活动现金流净额 0.61 亿元



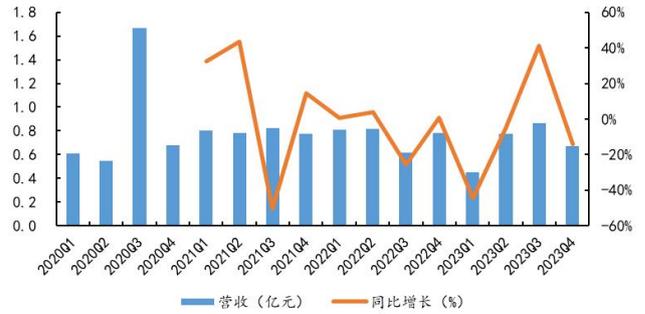
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年研发费用为 0.32 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023Q4 营收同比下降 13.91%



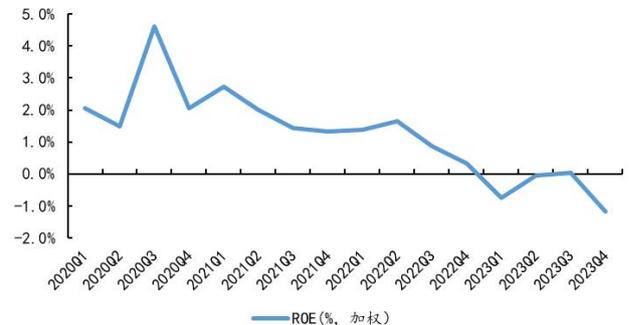
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2023Q4 归母净利润同比下降 440.37%



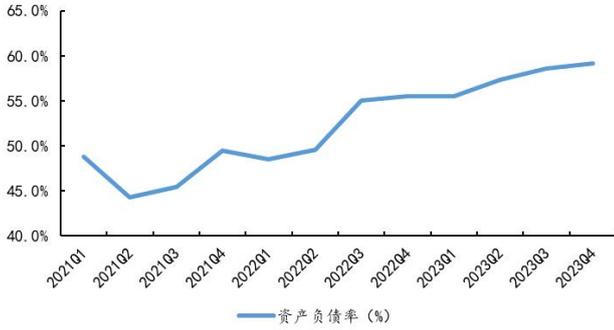
资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：季度净资产收益率



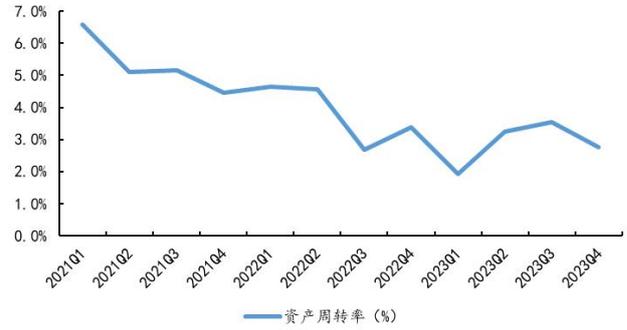
资料来源：wind，国海证券研究所

图 13: 季度资产负债率



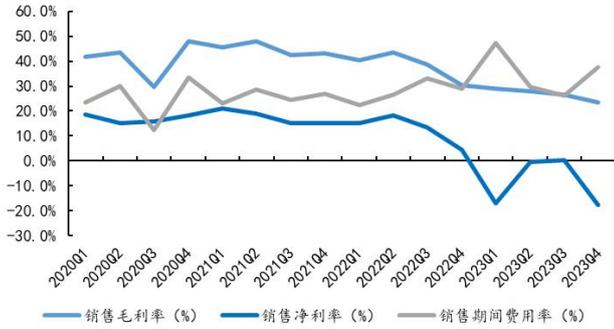
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 季度资产周转率



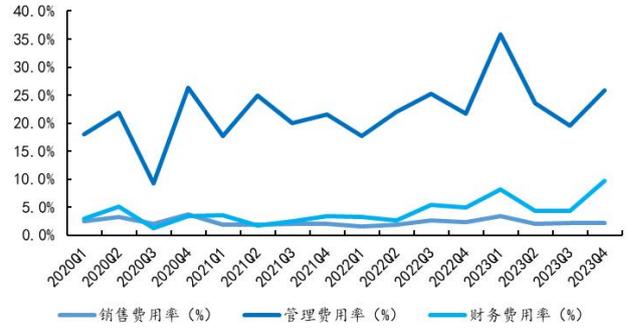
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度毛利率及净利率



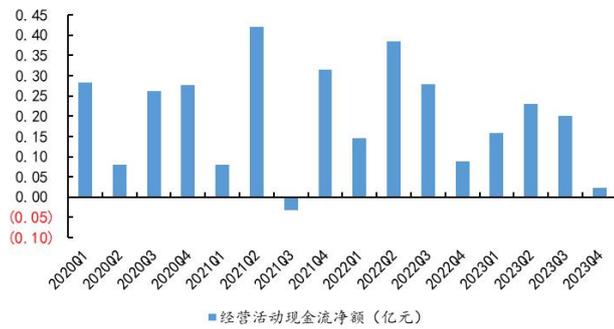
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度期间费用率



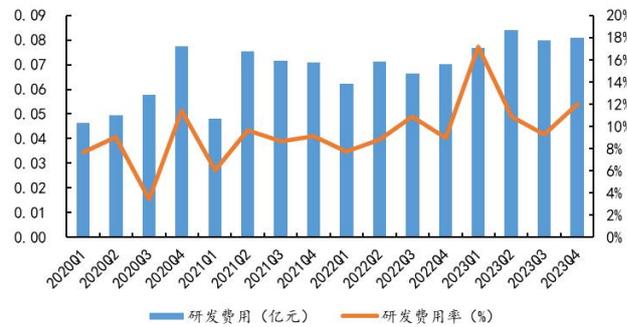
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2023Q4 经营活动现金流净额 0.02 亿元



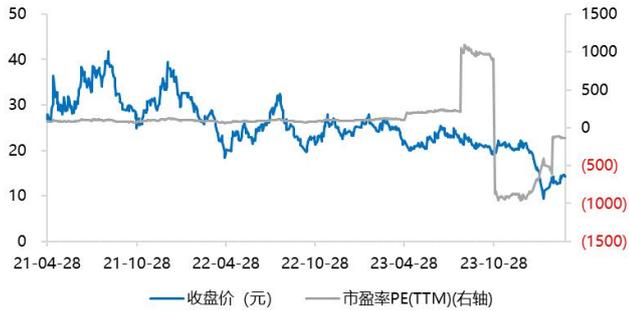
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度研发费用情况



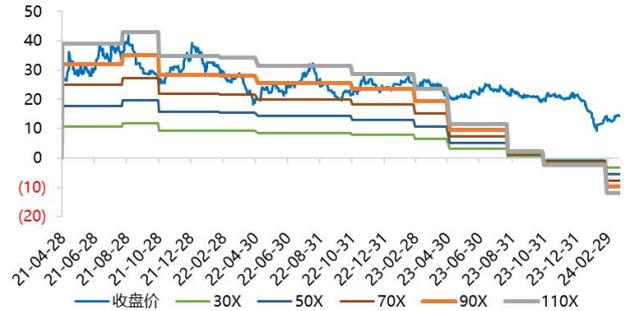
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 收盘价及 PE (TTM)



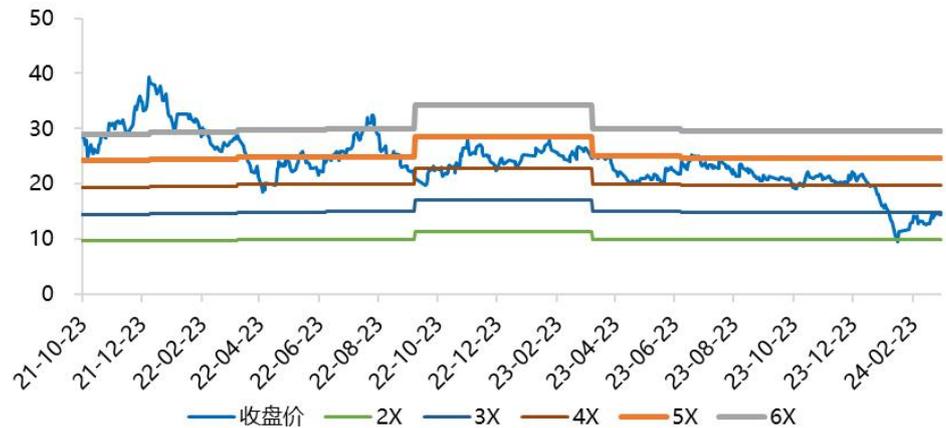
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

3、盈利预测与评级

受到消费电子景气度复苏节奏缓慢及产品价格下降等因素影响,我们调整本次盈利预测,预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.38、0.92、1.80 亿元,对应 PE 分别 68、28、14 倍。公司嘉兴项目放量在即,CPI 项目有望放量,盈利有望进入快速增长期,维持“买入”评级。

4、风险提示

产品性能不及预期的风险,技术扩散的风险,业务规模、产品技术与国际知名企业存在较大差距的风险,产品结构变化的风险,募投项目实施后新增产能难以消化的风险,客户结构变动风险,技术创新和产品开发落后于市场需求的风险,原材料采购价格波动风险。

附表：瑞华泰盈利预测表

证券代码:	688323				股价:	14.46				投资评级:	买入				日期:	2024/03/22			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	-2%	4%	8%	14%	EPS	-0.11	0.21	0.51	1.00										
毛利率	27%	33%	36%	39%	BVPS	5.55	5.76	6.27	7.28										
期间费率	22%	17%	14%	12%	估值														
销售净利率	-7%	8%	13%	19%	P/E	—	67.98	28.38	14.44										
成长能力					P/B	3.87	2.51	2.30	1.99										
收入增长率	-9%	76%	44%	34%	P/S	14.01	5.37	3.73	2.79										
利润增长率	-150%	295%	140%	97%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.11	0.18	0.24	0.29	营业收入	276	485	698	935										
应收账款周转率	4.10	4.17	4.13	4.15	营业成本	203	326	446	567										
存货周转率	3.54	3.94	4.10	4.34	营业税金及附加	6	10	14	17										
偿债能力					销售费用	6	10	13	15										
资产负债率	59%	61%	61%	59%	管理费用	36	44	59	70										
流动比	1.11	1.03	1.06	1.08	财务费用	17	28	29	28										
速动比	0.84	0.74	0.77	0.78	其他费用/(-收入)	32	34	45	51										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	-21	41	102	200										
现金及现金等价物	79	80	80	88	营业外净收支	0	0	0	0										
应收款项	107	187	270	361	利润总额	-21	41	102	200										
存货净额	78	123	170	215	所得税费用	-1	3	10	20										
其他流动资产	62	77	123	148	净利润	-20	38	92	180										
流动资产合计	327	467	643	812	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	967	1455	1710	1879	归属于母公司净利润	-20	38	92	180										
在建工程	988	561	362	302	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	145	155	165	174	经营活动现金流	61	216	278	399										
长期股权投资	20	26	30	35	净利润	-20	38	92	180										
资产总计	2447	2664	2909	3202	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	25	34	30	23	折旧摊销	66	138	175	200										
应付款项	233	360	503	633	公允价值变动	1	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-4	10	-19	-11										
其他流动负债	37	59	74	94	投资活动现金流	-247	-215	-244	-324										
流动负债合计	295	453	607	750	资本支出	-221	-199	-230	-309										
长期借款及应付债券	1130	1150	1150	1120	长期投资	-26	-6	-4	-5										
其他长期负债	23	23	23	23	其他	0	-10	-10	-10										
长期负债合计	1153	1173	1173	1143	筹资活动现金流	-9	-1	-34	-67										
负债合计	1448	1626	1780	1893	债务融资	38	29	-4	-37										
股本	180	180	180	180	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	999	1038	1129	1310	其它	-47	-29	-30	-29										
负债和股东权益总计	2447	2664	2909	3202	现金净增加额	-194	1	0	8										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，天津大学化学工程硕士，化工行业研究助理，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。