

信义山证汇通天下

证券研究报告

膜材料

瑞华泰 (688323.SH)

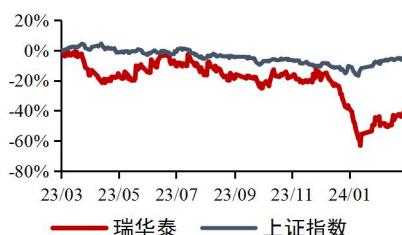
买入-B(维持)

热控价格战拖累 2023 业绩，新产能落地助力 2024 否极泰来

2024 年 3 月 26 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 3 月 25 日

收盘价 (元):	15.30
年内最高/最低 (元):	26.88/9.09
流通 A 股/总股本(亿):	0.98/1.80
流通 A 股市值 (亿):	14.95
总市值 (亿):	27.54

基础数据：2023 年 12 月 31 日

基本每股收益:	-0.11
摊薄每股收益:	-0.11
每股净资产(元):	5.55
净资产收益率:	-1.96

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 年报，2023 年公司实现营业收入 2.76 亿元，同比下降 8.55%；实现归母净利润-1960.30 万元，同比下降 150.43%；实现扣非归母净利润-2188.80 万元，同比减少 174.98%；基本每股收益为-0.11 元，同比减少 150.00%。

事件点评

➤ 2023 年公司营业收入小幅下降，主要系热控 PI 薄膜产品竞争压力加大。受全球电子消费市场终端需求收窄影响，公司 PI 薄膜产品结构以及销售价格出现不同程度变化：①在热控 PI 薄膜领域，韩国 PIAM 公司自 2023 年初大幅下调产品价格，市场竞争压力进一步加大，受此影响公司热控 PI 薄膜销售收入仅实现 7645.86 万元，同比下降 43.09%。考虑到当前 AI PC 等新产品涌现催生了更多的散热需求，预期价格战结束后热控 PI 薄膜有望迎来恢复性增长；②在电工 PI 薄膜和电子 PI 薄膜（含新能源应用）领域，公司继续加大市场开拓力度，分别实现销售收入 5637.63 万元和 1.39 亿元，同比分别增长 28.86% 和 19.37%。2023 全年，公司热控、电工、电子 PI 薄膜收入占比分别为 27.71%、20.43%、50.20%，较去年同期分别下滑 16.82 个百分点、上升 5.93 个百分点、上升 11.74 个百分点。

➤ 2023 年公司归母净利润大幅下滑，主要系综合毛利率下滑及期间费用增加。2023 年公司综合毛利率 26.52%，同比减少 11.72 个百分点，主要受全球电子消费市场终端需求收窄、产品结构变化以及销售价格下降等因素影响。2023 年公司期间费用率为 33.39%，较去年同期上升 5.95 个百分点，其中研发费用和财务费用增长较快：①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%；②2022 年 8 月公司发行的可转换债券及借款利息增加使财务费用增加 44.55%。除此以外，其他收益（政府补助收入）较上年同期减少 41.46% 也对公司净利润有一定影响。

➤ 嘉兴项目新产能释放步入正轨，可为现有产品供应及新产品上线研发提供支撑。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，Q3 开始进行投料产品调试及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，从 2023 年 12 月开始陆续调试。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，包括大幅提升现有产



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明



品的供应保障能力、为新产品提供更多的研发上线资源等。

投资建议

➤ 预计公司 2024-2026 年分别实现营收 4.68、6.55、7.78 亿元，同比增长 69.7%、40.0%、18.6%；分别实现净利润 0.22、0.57、1.00 亿元，同比增长 213.7%、155.3%、75.9%；对应 EPS 分别为 0.12、0.32、0.56 元，以 3 月 25 日收盘价 15.30 元计算，对应 PE 分别为 123.6X、48.4X、27.5X，考虑到 2023 年已有 2 条新产线调试完毕顺利投入使用，预期后续产线调试进度将会加快，进而驱动公司营收稳步增长，故维持“买入-B”评级。

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	302	276	468	655	778
YoY(%)	-5.4	-8.5	69.7	40.0	18.6
净利润(百万元)	39	-20	22	57	100
YoY(%)	-30.6	-150.4	213.7	155.3	75.9
毛利率(%)	38.3	26.6	36.1	37.3	39.3
EPS(摊薄/元)	0.22	-0.11	0.12	0.32	0.56
ROE(%)	3.8	-2.0	2.2	5.3	8.5
P/E(倍)	70.8	-140.5	123.6	48.4	27.5
P/B(倍)	3.0	3.1	3.1	2.9	2.6
净利率(%)	12.9	-7.1	4.8	8.7	12.9

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	483	327	525	662	831	营业收入	302	276	468	655	778
现金	271	79	95	178	259	营业成本	186	203	299	411	472
应收票据及应收账款	115	107	251	262	347	营业税金及附加	4	6	8	12	14
预付账款	5	2	10	7	14	营业费用	6	6	10	15	17
存货	69	78	127	162	165	管理费用	38	36	56	72	78
其他流动资产	23	60	42	52	47	研发费用	27	32	56	72	78
非流动资产	1834	2120	2111	2049	1979	财务费用	12	17	21	20	19
长期投资	17	20	24	29	34	资产减值损失	1	-1	-1	-1	-1
固定资产	445	967	1257	1417	1491	公允价值变动收益	0	-1	-0	-0	-0
无形资产	84	85	96	101	107	投资净收益	-0	-0	-0	-0	-0
其他非流动资产	1288	1048	734	502	346	营业利润	39	-21	23	60	105
资产总计	2317	2447	2636	2711	2810	营业外收入	1	1	1	1	1
流动负债	210	295	450	458	450	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	35	25	30	28	29	利润总额	40	-21	23	60	105
应付票据及应付账款	120	233	312	320	309	所得税	2	-1	1	3	5
其他流动负债	55	37	109	110	113	税后利润	39	-20	22	57	100
非流动负债	1075	1153	1164	1174	1181	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	1056	1130	1144	1154	1161	归属母公司净利润	39	-20	22	57	100
其他非流动负债	20	23	20	20	20	EBITDA	131	87	116	168	222
负债合计	1285	1448	1614	1632	1632						
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	185	153	171	224	312						
归属母公司股东权益	1032	999	1022	1079	1179						
负债和股东权益	2317	2447	2636	2711	2810						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E						
经营活动现金流	90	61	21	113	111						
净利润	39	-20	22	57	100						
折旧摊销	54	64	67	82	93						
财务费用	12	17	21	20	19						
投资损失	0	0	0	0	0						
营运资金变动	-20	-4	-90	-47	-102						
其他经营现金流	5	3	-0	0	0						
投资活动现金流	-507	-247	-59	-21	-23						
筹资活动现金流	499	-9	54	-9	-7						
每股指标(元)											
每股收益(最新摊薄)	0.22	-0.11	0.12	0.32	0.56	P/E	70.8	-140.5	123.6	48.4	27.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.34	0.11	0.63	0.62	P/B	3.0	3.1	3.1	2.9	2.6
每股净资产(最新摊薄)	5.05	4.87	4.99	5.31	5.86	EV/EBITDA	27.5	44.2	33.8	22.9	17.0

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

