

业绩短期承压，嘉兴基地投产在即

投资要点

- **事件:** 2024年3月22日公司发布2023年年报, 23年实现营业收入2.76亿元, 同比下降8.55%; 归属于母公司所有者的净利润-1,960.3万元, 同比下降150.43%。
- **产品价格下降, 业绩同比回落。** 公司23年业绩同比回落, 主要系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。分产品看, 热控PI薄膜收入较上年同期下降43.09%, 公司电工PI薄膜收入同比增长28.86%, 电子PI薄膜(包含新能源应用)收入同比增长19.37%。新产品开发方面, 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。推动高性能PI薄膜行业的国产化替代, 为下游多个高技术领域的发展奠定基础。未来公司新产品将逐步落地, 产品国产化替代渗透率不断提升, 业绩有望企稳回升。
- **嘉兴基地投产在即, 新产品未来可期。** 嘉兴1,600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, 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。未来公司将结合市场需求变化, 在保持既有产品结构相对稳定的情况下, 加快推动电子市场及新能源市场的拓展, 重点推进TPI、COF用PI、高导热PI等新产品, 提升经营质量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为0.02元、0.23元、0.49元, 对应动态PE分别为622倍、66倍、32倍。考虑到公司业绩恢复速度快, 且高端高壁垒CPI膜产能逐步释放, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 下游需求不及预期、新产品验证过程不及预期、产能投放不及预期等风险。

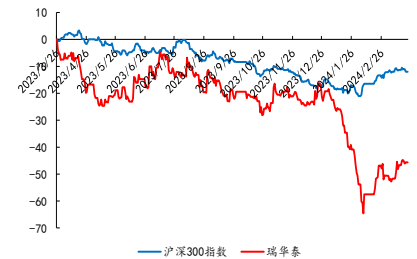
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	275.93	453.25	689.25	860.25
增长率	-8.55%	64.26%	52.07%	24.81%
归属母公司净利润(百万元)	-19.60	4.43	41.46	87.42
增长率	-150.43%	122.60%	836.04%	110.83%
每股收益EPS(元)	-0.11	0.02	0.23	0.49
净资产收益率ROE	-1.96%	0.46%	4.01%	7.88%
PE	-140	622	66	32
PB	2.76	2.85	2.66	2.48

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄寅斌
执业证号: S1250523030001
电话: 13316443450
邮箱: hyb@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.80
流通A股(亿股)	0.98
52周内股价区间(元)	9.09-27.70
总市值(亿元)	28
总资产(亿元)	24.47
每股净资产(元)	13.59

相关研究

1. 瑞华泰(688323): 下游需求持续好转, 嘉兴项目未来可期 (2023-08-24)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司高性能 PI 薄膜 2024-2026 年销量 1400 吨、1900 吨、2250 吨；价格综合历史数据及行业整体供需判断，随着高价电子 PI 膜投产，24-26 年均价为 32、36、38 万元/吨，毛利率分别为 30%、34%、38%。

假设 2：公司其他 PI 膜及其他业务基本维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
高性能 PI 薄膜	收入	271.4	448.0	684.0	855.0
	增速		65.1%	52.7%	25.0%
	毛利率	26.1%	30.0%	34.0%	38.0%
其他 PI 薄膜及加工	收入	4.33	5	5	5
	增速		15.5%	0.0%	0.0%
	毛利率	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
其他业务	收入	0.25	0.25	0.25	0.25
	增速		0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	76.0%	76.0%	76.0%	76.0%
合计	收入	275.93	453.25	689.25	860.25
	增速		64.3%	52.1%	24.8%
	毛利率	26.6%	30.3%	34.2%	38.1%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.5 亿元（+64.3%）、6.9 亿元（+52.1%）和 8.6 亿元（+24.8%），归母净利润分别为 443 万元（122.6%）、4146 万元（+836.0%）、8742 万元（+110.83%），EPS 分别为 0.02 元、0.23 元、0.49 元，对应动态 PE 分别为 622 倍、66 倍、32 倍。

综合考虑业务范围，选取了膜材料行业 3 家上市公司作为估值参考，其中瑞华泰拥有 PI 及 CPI 柔性膜生产能力，同时具有航天 MAM 生产能力，是国产替代先锋；其他膜材料公司生产 PI 膜较少。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
600458.SH	时代新材	83.3	10.1	0.51	0.61	0.85	1.11	21.3	16.5	11.8	9.1
300054.SZ	鼎龙股份	209.5	22.2	0.29	0.28	0.47	0.64	58.6	79.6	47.2	34.6
300806.SZ	斯迪克	42.8	9.5	0.19	0.30	0.66	1.11	38.0	31.4	14.3	8.5
平均值								39.3	42.5	24.4	17.4
688323.SH	瑞华泰	27.5	15.3	-0.11	0.02	0.23	0.49	-140.49	621.7	66.4	31.5

数据来源：Wind，西南证券整理

考虑到公司业绩恢复速度快，且高端高壁垒 CPI 膜产能逐步释放，给予“持有”评级。

风险提示

下游需求不及预期、新产品验证过程不及预期、产能投放不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	275.93	453.25	689.25	860.25	净利润	-19.60	4.43	41.46	87.42
营业成本	202.65	315.91	453.75	532.41	折旧与摊销	64.03	89.39	108.08	117.56
营业税金及附加	5.58	7.36	11.81	14.93	财务费用	17.25	15.04	15.93	15.80
销售费用	6.39	9.07	13.10	15.48	资产减值损失	-0.88	-2.75	0.00	0.00
管理费用	36.29	58.92	82.71	103.23	经营营运资本变动	61.94	-1.12	8.23	-7.23
研发费用	32.20	45.33	68.93	86.03	其他	-61.66	5.38	5.67	1.87
财务费用	17.25	15.04	15.93	15.80	经营活动现金流净额	61.07	110.36	179.38	215.42
资产减值损失	-0.88	-2.75	0.00	0.00	资本支出	-274.80	-5.00	-6.00	-5.00
投资收益	-0.35	-0.32	-0.34	-0.33	其他	27.84	11.49	11.18	11.16
公允价值变动损益	-0.51	0.00	-0.30	-0.32	投资活动现金流净额	-246.97	6.49	5.18	6.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-10.00	-25.00	0.00	0.00
营业利润	-20.65	4.06	42.39	91.73	长期借款	48.80	-0.50	-0.50	-0.50
其他非经营损益	-0.17	0.37	0.35	0.29	股权融资	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	-20.82	4.43	42.75	92.02	支付股利	-12.60	3.92	-0.89	-8.29
所得税	-1.22	0.00	1.28	4.60	其他	-34.77	-56.25	11.58	-20.37
净利润	-19.60	4.43	41.46	87.42	筹资活动现金流净额	-8.57	-77.83	10.19	-29.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	-193.88	39.01	194.74	192.42
归属母公司股东净利润	-19.60	4.43	41.46	87.42					
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	79.50	118.51	313.26	505.68	成长能力				
应收和预付款项	110.22	181.20	274.90	342.82	销售收入增长率	-8.55%	64.26%	52.07%	24.81%
存货	77.99	121.55	172.63	203.89	营业利润增长率	-152.40%	119.66%	944.31%	116.36%
其他流动资产	59.63	19.18	29.17	36.41	净利润增长率	-150.43%	122.60%	836.04%	110.83%
长期股权投资	19.63	19.63	19.63	19.63	EBITDA 增长率	-42.35%	78.95%	53.39%	35.26%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1955.03	1881.82	1790.92	1689.53	毛利率	26.56%	30.30%	34.17%	38.11%
无形资产和开发支出	85.36	75.12	64.89	54.65	三费率	21.72%	28.32%	26.21%	25.64%
其他非流动资产	60.00	47.25	34.51	21.76	净利率	-7.10%	0.98%	6.02%	10.16%
资产总计	2447.37	2464.27	2699.89	2874.36	ROE	-1.96%	0.46%	4.01%	7.88%
短期借款	25.00	0.00	0.00	0.00	ROA	-0.80%	0.18%	1.54%	3.04%
应付和预收款项	256.22	325.34	485.54	581.49	ROIC	-0.17%	0.95%	2.94%	5.58%
长期借款	796.10	795.60	795.10	794.60	EBITDA/销售收入	21.97%	23.94%	24.14%	26.17%
其他负债	370.68	376.73	384.66	389.12	营运能力				
负债合计	1448.00	1497.67	1665.30	1765.21	总资产周转率	0.12	0.18	0.27	0.31
股本	180.00	180.00	180.00	180.00	固定资产周转率	0.39	0.39	0.47	0.55
资本公积	543.30	543.30	543.30	543.30	应收账款周转率	3.78	4.87	4.73	4.35
留存收益	152.74	161.09	201.67	280.80	存货周转率	2.76	3.17	3.06	2.81
归属母公司股东权益	999.36	966.61	1034.59	1109.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.11%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	999.36	966.61	1034.59	1109.15	资产负债率	59.17%	60.78%	61.68%	61.41%
负债和股东权益合计	2447.37	2464.27	2699.89	2874.36	带息债务/总负债	79.76%	75.41%	67.79%	63.92%
					流动比率	1.11	1.28	1.54	1.77
					速动比率	0.84	0.92	1.20	1.44
					股利支付率	-64.28%	-88.51%	2.14%	9.49%
					每股指标				
					每股收益	-0.11	0.02	0.23	0.49
					每股净资产	5.55	5.37	5.75	6.16
					每股经营现金	0.34	0.61	1.00	1.20
					每股股利	0.07	-0.02	0.00	0.05
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	60.62	108.49	166.41	225.09					
PE	-140.49	621.70	66.42	31.50					
PB	2.76	2.85	2.66	2.48					
PS	9.98	6.08	4.00	3.20					
EV/EBITDA	62.37	34.37	21.30	14.94					
股息率	0.46%	—	0.03%	0.30%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
