



瑞华泰 (688323.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩阶段性承压，嘉兴基地有望放量

业绩简评

2024年4月29日公司发布了2024年1季度报告，报告期内公司实现营业总收入5470万元，同比增加22.36%；归母净利润亏损1657万元。

经营分析

热控PI价格战导致市场竞争加剧，产品盈利能力下滑。公司业绩阶段性下滑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整体毛利率下降，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，进一步导致产品毛利率下降，同时嘉兴项目厂房转固使管理费用折旧增加及财务费用利息支出增加，在多重因素影响下公司净利润出现了阶段性亏损。

嘉兴项目陆续投产放量，产品结构将进一步优化。公司嘉兴1600吨募投项目厂房建设已基本完成，其中2条热法生产线于2023年9月份投入使用，另外2条热法生产线持续开展产品工艺调试；剩余的2条化学法生产线的设备安装工作已完成，从去年12月开始陆续调试，今年3月23日公司自主设计化学法工艺产线联调告捷，后续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，公司整体的产品布局能力和对电子领域产品的供应保障能力都将得到大幅提升。未来公司在保持既有产品结构相对稳定的情况下，还会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等新产品的研发和生产，随着产品种类的丰富和结构的优化，盈利能力也有望得到修复。

盈利预测、估值与评级

公司为国内PI薄膜龙头，考虑到行业下游需求仍在修复期，同时热控产品面临价格战，并且募投的嘉兴项目还没有完全达产因而对业绩会有一些拖累，我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.02亿元、0.24亿元、0.57亿元（2024-2025年相比预测前值下调幅度分别为97%、80%），当前市值对应PE估值分别为1381.28/98.92/41.17倍，维持“增持”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动；产品价格下滑；新增产能难以消化；研发进展不及预期；在建工程不转固的风险。

基础化工组

分析师：陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.05元

相关报告：

1. 《瑞华泰公司深度研究：PI薄膜龙头，国产替代加速成长》，2023.9.24



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	302	276	405	542	714
营业收入增长率	-5.36%	-8.55%	46.67%	34.04%	31.71%
归母净利润(百万元)	39	-20	2	24	57
归母净利润增长率	-30.64%	-150.43%	N/A	1296.42%	140.26%
摊薄每股收益(元)	0.216	-0.109	0.009	0.132	0.317
每股经营性现金流净额	0.50	0.34	0.50	1.32	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.77%	-1.96%	0.17%	2.33%	5.36%
P/E	60.43	-119.83	1,381.28	98.92	41.17
P/B	2.28	2.35	2.35	2.30	2.20

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	319	302	276	405	542	714
增长率		-5.4%	-8.5%	46.7%	34.0%	31.7%
主营业务成本	-176	-186	-203	-265	-341	-422
%销售收入	55.1%	61.7%	73.4%	65.4%	62.8%	59.1%
毛利	143	116	73	140	202	292
%销售收入	44.9%	38.3%	26.6%	34.6%	37.2%	40.9%
营业税金及附加	-3	-4	-6	-6	-8	-10
%销售收入	1.0%	1.4%	2.0%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-6	-6	-6	-8	-11	-14
%销售收入	1.9%	2.1%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-40	-38	-36	-53	-68	-86
%销售收入	12.7%	12.5%	13.2%	13.0%	12.5%	12.0%
研发费用	-27	-27	-32	-40	-54	-86
%销售收入	8.3%	9.0%	11.7%	10.0%	10.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	67	41	-7	33	61	97
%销售收入	21.0%	13.5%	n.a	8.2%	11.3%	13.5%
财务费用	-9	-12	-17	-31	-36	-36
%销售收入	2.8%	4.0%	6.3%	7.7%	6.6%	5.0%
资产减值损失	-1	1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	62	39	-21	2	25	61
营业利润率	19.3%	13.1%	n.a	0.4%	4.7%	8.5%
营业外收支	0	1	0	0	0	0
税前利润	62	40	-21	2	25	61
利润率	19.5%	13.4%	n.a	0.4%	4.7%	8.5%
所得税	-6	-2	1	0	-2	-4
所得税率	9.7%	3.7%	n.a	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	56	39	-20	2	24	57
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	56	39	-20	2	24	57
净利率	17.6%	12.9%	n.a	0.4%	4.4%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	56	39	-20	2	24	57
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	58	55	67	130	170	189
非经营收益	12	16	18	37	38	38
营运资金变动	-48	-20	-4	-79	5	-16
经营活动现金净流	78	90	61	89	237	268
资本开支	-420	-498	-221	-180	-200	-200
投资	-6	-10	-26	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-426	-507	-247	-180	-200	-200
股权募资	234	0	0	0	0	0
债权募资	298	539	38	144	14	-13
其他	-50	-40	-47	-34	-43	-50
筹资活动现金净流	482	499	-9	111	-29	-62
现金净流量	135	82	-194	20	8	6

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	203	271	79	99	107	112
应收款项	137	135	156	204	215	237
存货	51	69	78	102	112	127
其他流动资产	18	8	14	6	8	10
流动资产	410	483	327	411	442	487
%总资产	23.5%	20.8%	13.4%	16.0%	16.8%	18.1%
长期投资	8	17	42	42	42	42
固定资产	1,029	1,681	1,955	2,028	2,062	2,075
%总资产	58.9%	72.6%	79.9%	78.7%	78.2%	77.1%
无形资产	92	96	95	92	89	87
非流动资产	1,337	1,834	2,120	2,165	2,195	2,206
%总资产	76.5%	79.2%	86.6%	84.0%	83.2%	81.9%
资产总计	1,746	2,317	2,447	2,576	2,637	2,693
短期借款	107	37	27	154	168	155
应付款项	124	123	235	234	257	272
其他流动负债	51	50	33	19	25	32
流动负债	282	210	295	407	450	460
长期贷款	563	747	796	806	806	806
其他长期负债	19	328	357	362	362	361
负债	865	1,285	1,448	1,575	1,617	1,627
普通股股东权益	882	1,032	999	1,001	1,020	1,065
其中：股本	180	180	180	180	180	180
未分配利润	142	165	133	134	153	199
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,746	2,317	2,447	2,576	2,637	2,693

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.311	0.216	-0.109	0.009	0.132	0.317
每股净资产	4.900	5.731	5.552	5.560	5.665	5.919
每股经营现金净流	0.435	0.499	0.339	0.496	1.316	1.490
每股股利	0.000	0.070	0.000	0.002	0.026	0.063
回报率						
净资产收益率	6.36%	3.77%	-1.96%	0.17%	2.33%	5.36%
总资产收益率	3.21%	1.68%	-0.80%	0.07%	0.90%	2.12%
投入资本收益率	3.89%	1.84%	-0.31%	1.35%	2.46%	3.83%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.95%	-5.36%	-8.55%	46.67%	34.04%	31.71%
EBIT增长率	4.62%	-39.13%	#####	-561.66%	84.74%	57.69%
净利润增长率	-4.25%	-30.64%	#####	N/A	#####	140.26%
总资产增长率	50.97%	32.64%	5.64%	5.25%	2.38%	2.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	81.7	87.3	91.6	100.0	90.0	70.0
存货周转天数	71.4	117.9	132.4	140.0	120.0	110.0
应付账款周转天数	170.6	188.2	280.1	280.0	240.0	200.0
固定资产周转天数	534.7	538.1	1,279.5	1,299.2	991.6	759.7
偿债能力						
净负债/股东权益	52.94%	79.67%	107.84%	120.11%	118.49%	111.67%
EBIT利息保障倍数	7.5	3.4	-0.4	1.1	1.7	2.7
资产负债率	49.50%	55.47%	59.17%	61.15%	61.33%	60.44%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	4	4	15
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.20	1.20	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-09-24	增持	21.65	23.02~23.02

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究