

盈利依旧承压，嘉兴产能释放驱动业绩修复可期

瑞华泰(688323.SH)

推荐 (维持评级)

核心观点:

- **事件** 公司发布 2024 年第一季度报告,报告期内,公司实现营业总收入 5470.35 万元,同比增长 22.36%、环比下滑 18.83%;归母净利润-1657.49 万元,亏损额同比扩大 897.11 万元、环比扩大 464.46 万元。
- **行业竞争加剧、嘉兴项目陆续转固,公司盈利压力尚存** 报告期内,由于公司 2023 年三季度投产的 2 条 200 吨/年产线贡献收入增量,公司营收实现同比增长。盈利方面,24Q1 公司销售毛利率为 22.14%,同比下滑 6.96 个百分点;归母净利润呈现持续亏损状态。原因在于,一是 2023 年以来韩国 PIAM 大幅降低热控 PI 薄膜价格,使得公司热控 PI 薄膜竞争压力加大,产品毛利率随之大幅下滑;二是随嘉兴项目厂房转固、利息支出增加,公司四费支出同比显著增长。24Q1 公司四费合计支出 2821.96 万元,同比增加 708.71 万元,同比增幅为 33.54%。
- **嘉兴基地产能陆续释放,业绩修复可期** 目前公司子公司嘉兴瑞华泰 1600 吨/年高性能聚酰亚胺薄膜项目厂房建设已基本完成。其中,2 条 200 吨/年热法生产线已于 2023 年 9 月投入使用,另外 2 条 200 吨/年热法生产线正持续进行产品工艺调试,2 条 400 吨/年化学法生产线于 2023 年 12 月开始陆续调试。其中,公司首条 400 吨/年自主设计化学法产线于 2024 年 3 月 23 日成功实现联产,后续公司将根据调试结果验证工艺稳定性,并推动全线投料试生产和客户评价。嘉兴基地产能陆续释放,将有助于公司提升产品布局能力、生产效率以及对电子领域产品的保障供应能力,同时可以为公司提供更多研发上线资源,助力公司加速推进下游应用市场拓展。预计 2024 年开始嘉兴基地将逐步为公司贡献可观业绩增量。
- **CPI 中试产线量产在即,有望率先填补国内空白** CPI 薄膜用于折叠屏幕盖板的第一表面时,对其自身产品质量及下游表面硬化涂布(hard coating)环节均有较高要求。目前全球仅有少数日韩企业具备柔性显示用 CPI 薄膜规模化供应能力,国内尚无企业实现量产。公司已建成 50 吨/年 CPI 薄膜中试产线,产品关键性能通过国内终端品牌厂商测评,并已实现部分样品销售,用于终端品牌厂商及其配套供应商的产品测试。现阶段,公司正不断对该产线进行优化,并着力与下游涂布厂商共同解决表面硬化涂布问题,以确保涂布工艺适配薄膜性能。2024 年,公司将力争实现 CPI 薄膜的量产,届时公司将率先填补 CPI 薄膜领域的国内空白,并逐步推动实现全产业链国产化的目标。
- **投资建议** 预计 2024-2026 年公司营收分别为 4.72、6.83、9.00 亿元,同比分别增长 71.17%、44.59%、31.79%;归母净利润分别为 0.38、1.02、1.72 亿元,同比分别扭亏为盈、增长 169.65%、增长 69.07%;EPS 分别为 0.21、0.57、0.96 元/股,对应 PE 分别为 62.15、23.05、13.63 倍。我们看好嘉兴基地产能释放、在研产品产业化等为公司带来的长期成长动能,维持“推荐”评级。
- **风险提示** 下游需求不及预期的风险,行业竞争加剧的风险,原材料价格大幅上涨的风险,嘉兴基地产能释放不及预期的风险,在研产品进展不及预期的风险等。

分析师

任文坡

☎: 010-80927675

✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

孙思源

☎: 0755-23913136

✉: sunsiyuan_yj@chinastock.com.cn

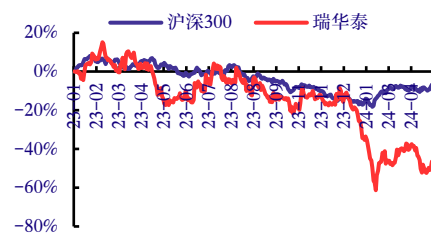
分析师登记编码: S0130523070004

市场数据

2024-04-29

股票代码	688323.SH
A 股收盘价(元)	13.05
上证指数	3,113.04
总股本(万股)	18,000
实际流通 A 股(万股)	18000
流通 A 股市值(亿元)	23.49

相对沪深 300 表现图



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河化工】公司点评-瑞华泰(688323.SH)-业绩阶段性承压,看好公司长期成长动能 20240323

【银河化工】公司点评-瑞华泰(688323.SH)-Q3 扭亏为盈,嘉兴产能释放业绩在即 20231029

表1：主要财务指标预测

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	275.93	472.32	682.94	900.04
增长率	-8.55%	71.17%	44.59%	31.79%
归母净利润（百万元）	-19.60	37.79	101.91	172.30
增长率	-150.43%	292.79%	169.65%	69.07%
EPS（元）	-0.11	0.21	0.57	0.96
PE	—	62.15	23.05	13.63

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

（一）公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	327.35	641.70	907.99	1235.11	营业收入	275.93	472.32	682.94	900.04
现金	79.50	97.01	272.33	418.65	营业成本	202.65	316.44	417.59	512.29
应收账款	67.35	175.81	254.21	335.01	营业税金及附加	5.58	8.60	10.24	13.50
其它应收款	0.83	2.62	3.79	5.00	营业费用	6.39	9.45	13.66	18.00
预付账款	1.96	8.86	11.69	14.34	管理费用	36.29	47.23	68.29	90.00
存货	77.99	144.15	190.24	233.38	财务费用	17.25	19.01	20.12	20.42
其他	99.72	213.25	175.72	228.72	资产减值损失	-0.88	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2120.02	2112.21	2108.79	2105.38	公允价值变动收益	-0.51	0.00	0.00	0.00
长期投资	19.63	20.93	20.93	20.93	投资净收益	-0.35	-0.42	-0.64	-0.88
固定资产	967.25	1808.63	1658.09	1507.54	营业利润	-20.65	37.29	110.81	190.69
无形资产	85.36	82.55	79.66	76.80	营业外收入	0.66	0.00	0.00	0.00
其他	1047.78	200.10	350.10	500.10	营业外支出	0.83	0.00	0.00	0.00
资产总计	2447.37	2753.91	3016.77	3340.49	利润总额	-20.82	37.29	110.81	190.69
流动负债	295.27	517.40	678.35	829.77	所得税	-1.22	-0.51	8.90	18.39
短期借款	25.00	25.00	25.00	25.00	净利润	-19.60	37.79	101.91	172.30
应付账款	196.75	374.45	494.15	606.21	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	73.52	117.95	159.20	198.55	归属母公司净利润	-19.60	37.79	101.91	172.30
非流动负债	1152.73	1201.82	1201.82	1201.82	EBITDA	63.18	218.55	284.36	364.51
长期借款	796.10	846.10	846.10	846.10	EPS（元）	-0.11	0.21	0.57	0.96
其他	356.63	355.72	355.72	355.72					
负债合计	1448.00	1719.22	1880.17	2031.59	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	-8.55%	71.17%	44.59%	31.79%
归属母公司股东权益	999.36	1034.69	1136.60	1308.90	营业利润	-152.40%	280.55%	197.18%	72.09%
负债和股东权益	2447.37	2753.91	3016.77	3340.49	归属母公司净利润	-150.43%	292.79%	169.65%	69.07%
					毛利率	26.56%	33.00%	38.85%	43.08%
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	-7.10%	8.00%	14.92%	19.14%
经营活动现金流	61.07	145.17	346.68	319.25	ROE	-1.96%	3.65%	8.97%	13.16%
净利润	-19.60	37.79	101.91	172.30	ROIC	-0.11%	2.54%	5.13%	7.58%
折旧摊销	65.73	162.25	153.42	153.40	资产负债率	59.17%	62.43%	62.32%	60.82%
财务费用	18.22	19.49	20.71	22.05	净负债比率	107.99%	107.46%	82.40%	60.37%
投资损失	0.35	0.42	0.64	0.88	流动比率	1.11	1.24	1.34	1.49
营运资金变动	-4.34	-75.04	69.99	-29.39	速动比率	0.80	0.92	1.02	1.17
其它	0.70	0.26	0.00	0.00	总资产周转率	0.12	0.18	0.24	0.28
投资活动现金流	-246.97	-155.18	-150.64	-150.88	应收帐款周转率	3.98	3.88	3.18	3.06
资本支出	-221.20	-150.00	-150.00	-150.00	应付帐款周转率	1.30	1.11	0.96	0.93
长期投资	-25.77	-1.30	0.00	0.00	每股收益	-0.11	0.21	0.57	0.96
其他	0.00	-3.88	-0.64	-0.88	每股经营现金	0.34	0.81	1.93	1.77
筹资活动现金流	-8.57	29.99	-20.71	-22.05	每股净资产	5.55	5.75	6.31	7.27
短期借款	-10.00	0.00	0.00	0.00	P/E	—	62.15	23.05	13.63
长期借款	48.80	50.00	0.00	0.00	P/B	2.35	2.27	2.07	1.79
其他	-47.37	-20.01	-20.71	-22.05	EV/EBITDA	78.25	15.84	11.55	8.61
现金净增加额	-193.88	20.14	175.33	146.32	P/S	8.51	4.97	3.44	2.61

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

孙思源，华南理工大学工学学士、金融学硕士。2年化工行业研究经验，2023年加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn