

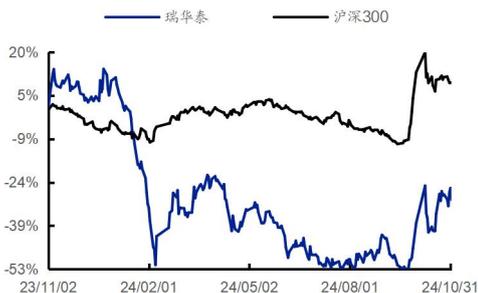
研究所:

证券分析师: 李永磊 S0350521080004  
liy103@ghzq.com.cn  
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009  
dongbj@ghzq.com.cn  
证券分析师: 李娟廷 S0350524090007  
lijt03@ghzq.com.cn

## 三季度营收同环比增长, 嘉兴项目逐步放量

### ——瑞华泰 (688323) 2024 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/11/01

表现	1M	3M	12M
瑞华泰	12.2%	40.3%	-31.1%
沪深 300	-3.2%	13.8%	8.9%

市场数据

2024/11/01

当前价格 (元)	13.68
52 周价格区间 (元)	9.06-22.79
总市值 (百万)	2,462.40
流通市值 (百万)	2,462.40
总股本 (万股)	18,000.02
流通股本 (万股)	18,000.02
日均成交额 (百万)	32.54
近一月换手 (%)	0.00

相关报告

《瑞华泰 (688323) 动态研究: 上半年业绩承压, 嘉兴项目逐步放量 (买入) \*塑料\*李永磊, 董伯骏》——2024-09-01

《瑞华泰 (688323) 2023 年报点评: 产品价格下降影响业绩, 嘉兴项目放量在即 (买入) \*塑料\*李永磊, 董伯骏》——2024-03-24

《瑞华泰 (688323) 2023 年三季度报点评: 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

事件:

2024 年 10 月 30 日, 瑞华泰公告 2024 年第三季度报告: 2024 年前三季度公司实现营业收入 2.39 亿元, 同比增长 14.68%; 实现归属于上市公司股东的净利润-0.49 亿元 (去年同期为-0.08 亿元); 加权平均净资产收益率为-4.99%, 同比下降 4.24 个百分点。销售毛利率 18.14%, 同比减少 9.48 个百分点; 销售净利率-20.35%, 同比减少 16.67 个百分点。

其中, 公司 2024Q3 实现营收 1.07 亿元, 同比+23.87%, 环比+38.69%; 实现归母净利润-0.13 亿元 (2023Q3 为 0.003 亿元, 2024Q2 为-0.20 亿元); ROE 为-1.31%, 同比下降 1.34 个百分点, 环比增长 0.70 个百分点。销售毛利率 19.05%, 同比减少 7.66 个百分点, 环比增长 5.01 个百分点; 销售净利率-11.70%, 同比减少 12.00 个百分点, 环比增加 13.61 个百分点。

投资要点:

#### ■ 嘉兴项目逐步放量, Q3 营收同环比增加

2024Q3, 公司实现营业收入 10717 万元, 同比+2065 万元, 环比+2990 万元; 毛利润 2041 万元, 同比-270 万元, 环比+956 万元; 归母净利润-1254 万元, 同比-1280 万元, 环比+702 万元。归母净利润同比下降的主要原因为: 第一, 受市场竞争加剧及产品结构变动使销售价格下降, 同时嘉兴项目处于产能爬坡阶段, 单位固定成本相对较高, 销售价格下降、单位固定成本上升; 第二, 嘉兴项目投产后费用化利息和折旧增加使财务费用及管理费用同比增加。期间费用方面, 2024Q3 公司销售/管理/研发/财务费用分别为 168/1162/922/974 万元, 同比-19/+270/+122/+595 万元, 环比-15/-47/+42/+124 万元。公司通过突破化学工艺法、加大新产品上线试制资源调配、重点推进电子领域 PI 市场以调整产品结构等策略积极应对行业竞争加剧。随着产品结构持续优化、化学法产线陆续投产、产能逐步得到释放, 公司盈利能力有望逐步恢复。

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

## ■ 嘉兴项目逐步放量，CPI 处于工艺优化阶段

截至 2024 年半年报，公司嘉兴 1600 吨募投项目厂房建设已基本完成，持续推进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，今年二季度新增 2 条生产线投入使用，持续提升产线产效和质量稳定性。其余 2 条化学法生产线正进行产线的工艺调试和产品调试，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。

截至 2024 年半年报，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。

## ■ 盈利预测和投资评级

受到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 年营业收入分别为 3.44、5.47、7.29 亿元，归母净利润分别为-0.49、0.31、0.87 亿元，对应 2025-2026 年 PE 分别 80、28 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	344	547	729
增长率(%)	-9	25	59	33
归母净利润(百万元)	-20	-49	31	87
增长率(%)	-150	-151	162	184
摊薄每股收益(元)	-0.11	-0.27	0.17	0.48
ROE(%)	-2	-5	3	8
P/E	—	—	80.23	28.26
P/B	3.87	2.59	2.53	2.38
P/S	14.01	7.16	4.50	3.38
EV/EBITDA	78.25	33.25	17.39	12.29

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：瑞华泰盈利预测表

证券代码:	688323				股价:	13.68	投资评级:	买入		日期:	2024/11/01
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值		2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	-2%	-5%	3%	8%	EPS		-0.11	-0.27	0.17	0.48	
毛利率	27%	22%	28%	32%	BVPS		5.55	5.28	5.40	5.74	
期间费率	22%	26%	15%	13%	<b>估值</b>						
销售净利率	-7%	-14%	6%	12%	P/E		—	—	80.23	28.26	
<b>成长能力</b>					P/B		3.87	2.59	2.53	2.38	
收入增长率	-9%	25%	59%	33%	P/S		14.01	7.16	4.50	3.38	
利润增长率	-150%	-151%	162%	184%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>						
总资产周转率	0.12	0.14	0.21	0.27	<b>营业收入</b>	<b>276</b>	<b>344</b>	<b>547</b>	<b>729</b>		
应收账款周转率	3.98	3.38	3.52	3.50	营业成本	203	268	395	493		
存货周转率	2.76	3.05	3.23	2.98	营业税金及附加	6	6	10	13		
<b>偿债能力</b>					销售费用	6	8	7	9		
资产负债率	59%	62%	63%	63%	管理费用	36	45	44	55		
流动比	1.11	1.31	1.30	1.41	财务费用	17	37	34	32		
速动比	0.80	0.95	0.95	1.06	其他费用/(-收入)	32	40	38	47		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>-21</b>	<b>-51</b>	<b>32</b>	<b>97</b>		
现金及现金等价物	79	76	141	213	营业外净收支	0	0	0	0		
应收款项	107	187	254	348	<b>利润总额</b>	<b>-21</b>	<b>-51</b>	<b>32</b>	<b>97</b>		
存货净额	78	98	147	183	所得税费用	-1	-2	2	10		
其他流动资产	62	62	69	73	<b>净利润</b>	<b>-20</b>	<b>-49</b>	<b>31</b>	<b>87</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>327</b>	<b>423</b>	<b>611</b>	<b>817</b>	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	967	1092	1171	1209	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-20</b>	<b>-49</b>	<b>31</b>	<b>87</b>		
在建工程	988	810	682	579	<b>现金流量表 (百万元)</b>						
无形资产及其他	145	161	164	168	<b>经营活动现金流</b>	<b>61</b>	<b>26</b>	<b>236</b>	<b>259</b>		
长期股权投资	20	25	30	34	净利润	-20	-49	31	87		
<b>资产总计</b>	<b>2447</b>	<b>2511</b>	<b>2657</b>	<b>2807</b>	少数股东损益	0	0	0	0		
短期借款	25	40	35	30	折旧摊销	66	123	138	153		
应付款项	233	242	372	475	公允价值变动	1	0	0	0		
合同负债	0	1	1	1	营运资金变动	-4	-87	27	-20		
其他流动负债	37	41	61	72	<b>投资活动现金流</b>	<b>-247</b>	<b>-91</b>	<b>-97</b>	<b>-98</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>295</b>	<b>324</b>	<b>469</b>	<b>578</b>	资本支出	-221	-76	-91	-92		
长期借款及应付债券	1130	1210	1190	1170	长期投资	-26	-5	-5	-5		
其他长期负债	23	27	27	27	其他	0	-10	-1	-1		
<b>长期负债合计</b>	<b>1153</b>	<b>1237</b>	<b>1217</b>	<b>1197</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-9</b>	<b>62</b>	<b>-74</b>	<b>-90</b>		
<b>负债合计</b>	<b>1448</b>	<b>1561</b>	<b>1686</b>	<b>1774</b>	债务融资	38	96	-25	-25		
股本	180	180	180	180	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	999	950	972	1033	其它	-47	-34	-49	-65		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2447</b>	<b>2511</b>	<b>2657</b>	<b>2807</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-194</b>	<b>-4</b>	<b>65</b>	<b>72</b>		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

李娟廷，化工行业分析师，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。

杨丽蓉，化工行业分析师，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科，2年化工行业研究经验。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

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。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，李娟廷，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。