

## 瑞联新材 (688550)

证券研究报告  
2024年11月08日

## 医药恢复贡献增量，显示材料保持增长

事件：瑞联新材发布 2024 年三季报，前三季度实现营业收入 10.93 亿元，同比+17.3%，实现归母净利润 1.85 亿元，同比+89.0%；其中三季度实现营业收入 4.00 亿元，同比+26.6%，环比+9.50%，实现归母净利润 8997.79 万元，同比 126.3%，环比+47.53%。

## 收入和盈利能力双提升，费用相对稳定

公司前三季度和第三季度收入同比高速增长同时，盈利能力也呈现上升状态。24 年前三季度毛利率 43.30%，净利率 16.95%，同比 23 年前三季度分别提升 9.01/6.43PCT；其中第三季度毛利率 50.93%，净利率 22.49%，环比 24 年第二季度分别提升 9.61/5.80PCT。费用端来看，前三季度四费率为 22.23%，同比 23 前三季度增加 0.84PCT，第三季度四费率 23.62%，同比、环比均略有增加，但相对稳定。前三季度销售费用、研发费用绝对额增长较快，费用额整体增加 4372.9 万元。

显示产业方面保持良好势头，第三季度环比稳定。根据公司三季度业绩自愿性披露公告，2024 年第三季度，受终端消费电子需求回暖影响，公司显示材料板块特别是 OLED 显示材料收入同比大幅增长。整体行业端数据来看：根据 CINNO 数据，第三季度全球 AMOLED 智能手机出货量约为 2.2 亿片，同比+25.3%，环比+0.9%，环比实现双增。根据奥维睿沃数据，2024 年前三季度全球 TV 面板出货量 186.6M，同比增长 1%；出货面积 135M m<sup>2</sup>，同比增长 4%。其中 24Q3 TV 面板出货 62.1M，同比增长 1%，环比下滑 5%；出货面积 44.3M m<sup>2</sup>，同比环比分别下滑 2%、8%。

医药有所恢复，贡献业绩增量。根据公司三季度业绩自愿性披露公告，第三季度，医药板块主力产品开始出货，医药板块同比增长超 5000 万元，三季度收入同比增量贡献明显。

## 收购终端材料日本头部企业出光兴产 20%股权，进入终端材料行业可期

公司 6 月 6 日发布《关于对外投资暨参股出光电子材料（中国）有限公司的公告》，公司拟以自有资金对出光电子以现金方式增资人民币 7,639.8425 万元，增资完成后公司将持有出光电子 20%的股权。出光兴产株式会社（以下简称“出光日本”）系全球 OLED 终端材料的主要生产商，其 OLED 发光材料在全球市场份额排名第一，在 OLED 终端材料领域享有盛誉。本次交易完成后有助于公司和客户建立更深层次的合作关系，有利于公司通过资源整合，发挥公司在显示材料方面的研发、生产、技术及服务优势，促进公司 OLED 业务从升华前材料向下游 OLED 终端材料领域延伸。

盈利预测：因股权激励费用增加，医药板块收入变化，我们调整公司 2024-2026 年归母净利润盈利预期至 2.14/2.70/3.42 亿元（2024-2025 年前值 2.39/2.67 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：消费电子景气下行；参股公司进展不顺利；医药景气下行。

| 财务数据和估值       | 2022     | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 1,480.38 | 1,208.16 | 1,601.66 | 1,943.72 | 2,397.73 |
| 增长率(%)        | (2.96)   | (18.39)  | 32.57    | 21.36    | 23.36    |
| EBITDA(百万元)   | 482.71   | 383.23   | 435.95   | 514.84   | 600.79   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 246.54   | 134.18   | 213.89   | 270.47   | 342.37   |
| 增长率(%)        | 2.82     | (45.57)  | 59.40    | 26.45    | 26.58    |
| EPS(元/股)      | 1.41     | 0.77     | 1.22     | 1.55     | 1.96     |
| 市盈率(P/E)      | 23.18    | 42.58    | 26.71    | 21.13    | 16.69    |
| 市净率(P/B)      | 1.93     | 1.94     | 1.89     | 1.80     | 1.71     |
| 市销率(P/S)      | 3.86     | 4.73     | 3.57     | 2.94     | 2.38     |
| EV/EBITDA     | 7.25     | 11.30    | 11.40    | 9.63     | 8.46     |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

|        |             |
|--------|-------------|
| 行业     | 电子/电子化学品 II |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）    |
| 当前价格   | 32.7 元      |
| 目标价格   | 元           |

## 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 174.73      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 174.73      |
| A 股总市值(百万元)   | 5,713.71    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 5,713.71    |
| 每股净资产(元)      | 16.92       |
| 资产负债率(%)      | 12.07       |
| 一年内最高/最低(元)   | 40.10/18.23 |

## 作者

|                            |                    |
|----------------------------|--------------------|
| 郭建奇                        | 分析师                |
| SAC 执业证书编号: S1110522110002 | guojianqi@tfzq.com |
| 唐婕                         | 分析师                |
| SAC 执业证书编号: S1110519070001 | tjie@tfzq.com      |
| 张峰                         | 分析师                |
| SAC 执业证书编号: S1110518080008 | zhangfeng@tfzq.com |

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

- 《瑞联新材-半年报点评:景气环比改善，度过至暗时刻》2023-10-11
- 《瑞联新材-年报点评报告:难抵御行业景气下行，23 年有望冬去春来》2023-05-06
- 《瑞联新材-半年报点评:显示材料逆势高增，医药领域厚积薄发》2022-08-20

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       |                 |                 |                 |                 |                 | 利润表(百万元)         |               |               |               |               |               |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2022            | 2023            | 2024E           | 2025E           | 2026E           |                  | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 货币资金             | 837.60          | 629.46          | 224.54          | 236.47          | 191.82          | 营业收入             | 1,480.38      | 1,208.16      | 1,601.66      | 1,943.72      | 2,397.73      |
| 应收票据及应收账款        | 255.61          | 229.56          | 495.50          | 376.82          | 664.64          | 营业成本             | 907.19        | 783.09        | 968.02        | 1,148.90      | 1,423.72      |
| 预付账款             | 9.36            | 15.58           | 15.34           | 21.31           | 24.10           | 营业税金及附加          | 13.29         | 13.16         | 15.91         | 20.24         | 24.39         |
| 存货               | 624.72          | 499.97          | 644.74          | 844.67          | 1,013.35        | 销售费用             | 32.25         | 27.50         | 35.68         | 43.77         | 53.70         |
| 其他               | 211.89          | 478.62          | 478.68          | 478.94          | 479.14          | 管理费用             | 176.74        | 171.83        | 209.50        | 265.34        | 320.48        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,939.17</b> | <b>1,853.19</b> | <b>1,858.79</b> | <b>1,958.22</b> | <b>2,373.05</b> | 研发费用             | 104.41        | 94.54         | 119.15        | 148.34        | 180.68        |
| 长期股权投资           | 0.00            | 29.94           | 29.94           | 29.94           | 29.94           | 财务费用             | (22.30)       | (24.28)       | (9.62)        | (5.31)        | (3.16)        |
| 固定资产             | 1,021.62        | 1,077.69        | 1,207.28        | 1,279.06        | 1,316.95        | 资产/信用减值损失        | (14.78)       | (15.53)       | (27.15)       | (24.29)       | (20.43)       |
| 在建工程             | 226.40          | 182.11          | 291.05          | 245.53          | 222.76          | 公允价值变动收益         | 4.29          | 2.80          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 无形资产             | 41.77           | 58.31           | 56.02           | 53.74           | 51.45           | 投资净收益            | 7.03          | 4.27          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他               | 111.50          | 122.63          | 122.22          | 121.82          | 121.41          | 其他               | (3.30)        | 1.93          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>1,401.29</b> | <b>1,470.67</b> | <b>1,706.52</b> | <b>1,730.09</b> | <b>1,742.52</b> | <b>营业利润</b>      | <b>275.55</b> | <b>148.87</b> | <b>235.87</b> | <b>298.15</b> | <b>377.49</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>3,340.46</b> | <b>3,323.86</b> | <b>3,565.31</b> | <b>3,688.31</b> | <b>4,115.57</b> | 营业外收入            | 0.31          | 0.87          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 短期借款             | 10.01           | 10.01           | 0.00            | 0.00            | 79.83           | 营业外支出            | 3.77          | 1.88          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 应付票据及应付账款        | 258.46          | 248.60          | 384.41          | 394.89          | 544.65          | <b>利润总额</b>      | <b>272.08</b> | <b>147.86</b> | <b>235.87</b> | <b>298.15</b> | <b>377.49</b> |
| 其他               | 90.19           | 101.77          | 128.54          | 105.82          | 132.30          | 所得税              | 25.55         | 13.68         | 21.98         | 27.68         | 35.12         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>358.66</b>   | <b>360.39</b>   | <b>512.95</b>   | <b>500.71</b>   | <b>756.78</b>   | <b>净利润</b>       | <b>246.54</b> | <b>134.18</b> | <b>213.89</b> | <b>270.47</b> | <b>342.37</b> |
| 长期借款             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 少数股东损益           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>246.54</b> | <b>134.18</b> | <b>213.89</b> | <b>270.47</b> | <b>342.37</b> |
| 其他               | 17.67           | 22.02           | 22.02           | 22.02           | 22.02           | 每股收益(元)          | 1.41          | 0.77          | 1.22          | 1.55          | 1.96          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>17.67</b>    | <b>22.02</b>    | <b>22.02</b>    | <b>22.02</b>    | <b>22.02</b>    |                  |               |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>384.95</b>   | <b>383.25</b>   | <b>534.97</b>   | <b>522.73</b>   | <b>778.80</b>   | <b>主要财务比率</b>    | <b>2022</b>   | <b>2023</b>   | <b>2024E</b>  | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  |
| 少数股东权益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>成长能力</b>      |               |               |               |               |               |
| 股本               | 98.40           | 137.82          | 174.73          | 174.73          | 174.73          | 营业收入             | -2.96%        | -18.39%       | 32.57%        | 21.36%        | 23.36%        |
| 资本公积             | 2,180.03        | 2,147.47        | 1,992.97        | 1,992.97        | 1,992.97        | 营业利润             | 1.21%         | -45.97%       | 58.44%        | 26.41%        | 26.61%        |
| 留存收益             | 728.16          | 745.01          | 862.64          | 997.88          | 1,169.06        | 归属于母公司净利润        | 2.82%         | -45.57%       | 59.40%        | 26.45%        | 26.58%        |
| 其他               | (51.08)         | (89.68)         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>获利能力</b>      |               |               |               |               |               |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,955.50</b> | <b>2,940.61</b> | <b>3,030.35</b> | <b>3,165.58</b> | <b>3,336.77</b> | 毛利率              | 38.72%        | 35.18%        | 39.56%        | 40.89%        | 40.62%        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3,340.46</b> | <b>3,323.86</b> | <b>3,565.31</b> | <b>3,688.31</b> | <b>4,115.57</b> | 净利率              | 16.65%        | 11.11%        | 13.35%        | 13.92%        | 14.28%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROE              | 8.34%         | 4.56%         | 7.06%         | 8.54%         | 10.26%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROIC             | 18.66%        | 6.04%         | 11.38%        | 11.61%        | 14.08%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 资产负债率            | 11.52%        | 11.53%        | 15.00%        | 14.17%        | 18.92%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 净负债率             | -28.00%       | -21.07%       | -7.41%        | -7.47%        | -3.36%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 流动比率             | 5.28          | 5.13          | 3.62          | 3.91          | 3.14          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 速动比率             | 3.58          | 3.75          | 2.37          | 2.22          | 1.80          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>营运能力</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 应收账款周转率          | 4.06          | 4.98          | 4.42          | 4.46          | 4.60          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 存货周转率            | 2.57          | 2.15          | 2.80          | 2.61          | 2.58          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 总资产周转率           | 0.41          | 0.36          | 0.46          | 0.54          | 0.61          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标(元)</b>   |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股收益             | 1.41          | 0.77          | 1.22          | 1.55          | 1.96          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金流          | 1.11          | 2.57          | 0.68          | 1.96          | 1.39          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股净资产            | 16.91         | 16.83         | 17.34         | 18.12         | 19.10         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>估值比率</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市盈率              | 23.18         | 42.58         | 26.71         | 21.13         | 16.69         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市净率              | 1.93          | 1.94          | 1.89          | 1.80          | 1.71          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBITDA        | 7.25          | 11.30         | 11.40         | 9.63          | 8.46          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBIT          | 9.25          | 18.18         | 18.26         | 14.64         | 12.29         |

  

| 现金流量表(百万元)     |                 |                 |                 |                 |                 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                | 2022            | 2023            | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
| 净利润            | 246.54          | 134.18          | 213.89          | 270.47          | 342.37          |
| 折旧摊销           | 104.47          | 145.47          | 163.75          | 176.02          | 187.16          |
| 财务费用           | (23.71)         | (6.76)          | (9.62)          | (5.31)          | (3.16)          |
| 投资损失           | (7.03)          | (4.33)          | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 营运资金变动         | (281.09)        | 152.96          | (248.38)        | (99.33)         | (282.83)        |
| 其它             | 154.47          | 27.82           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>193.63</b>   | <b>449.35</b>   | <b>119.63</b>   | <b>341.85</b>   | <b>243.54</b>   |
| 资本支出           | 543.26          | 198.95          | 400.00          | 200.00          | 200.00          |
| 长期投资           | 0.00            | 29.94           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他             | (373.52)        | (687.19)        | (800.00)        | (400.00)        | (400.00)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>169.74</b>   | <b>(458.29)</b> | <b>(400.00)</b> | <b>(200.00)</b> | <b>(200.00)</b> |
| 债权融资           | (270.66)        | 24.28           | (0.39)          | 5.31            | 82.99           |
| 股权融资           | (144.45)        | (91.63)         | (124.15)        | (135.24)        | (171.18)        |
| 其他             | (50.27)         | (82.96)         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(465.38)</b> | <b>(150.30)</b> | <b>(124.55)</b> | <b>(129.92)</b> | <b>(88.19)</b>  |
| 汇率变动影响         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(102.01)</b> | <b>(159.25)</b> | <b>(404.91)</b> | <b>11.93</b>    | <b>(44.65)</b>  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |  | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |