

瑞华泰 (688323.SH)

Q3 亏损环比缩窄，嘉兴项目产能逐渐释放

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	302	276	355	551	743
增长率 yoy (%)	-5.4	-8.5	28.7	55.2	34.8
归母净利润 (百万元)	39	-20	-55	35	75
增长率 yoy (%)	-30.6	-150.4	-182.1	163.1	114.6
ROE (%)	3.8	-2.0	-5.8	3.6	7.2
EPS 最新摊薄 (元)	0.22	-0.11	-0.31	0.19	0.42
P/E (倍)	64.6	-128.2	-45.4	72.0	33.5
P/B (倍)	2.8	2.9	3.1	3.0	2.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：公司发布 2024 年三季报，2024 年前三季度实现营收 2.39 亿元，同比增长 14.68%；实现归母净利润-0.49 亿元，亏损同比扩大；实现扣非净利润-0.49 亿元，亏损同比扩大。2024 年 Q3 实现营收 1.07 亿元，同比增长 23.87%，环比增长 38.69%；实现归母净利润-0.13 亿元，同比转亏，亏损环比缩窄；实现扣非净利润-0.12 亿元，亏损同比扩大，亏损环比缩窄。

受价格战及项目产能爬坡拖累，公司业绩持续承压：2024 年前三季度公司营收保持稳健增长。分产品来看：1) 热控产品收入占比降至 30%以内；2) 电子板块（包括新能源汽车）收入占比已超过 50%，且在逐步扩大；3) 电工产品营收占比基本保持在 20%左右。2024 年前三季度公司毛利率为 18.14%，同比-9.48pct；净利率为-20.35%，同比-16.67pct；2024 年 Q3 毛利率为 19.05%，同比-7.66pct，环比+5.01pct；净利率为-11.70%，同比-12.00pct，环比+13.61pct。公司前三季度利润端承压，主要系受市场竞争加剧及部分产品销售价格下降的影响，同时，由于嘉兴项目仍处于产能爬坡阶段，单位固定成本相对较高，项目投产后利息和折旧费用化导致财务及管理费用上涨。2024 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.08%/14.39%/10.91%/10.98%，同比变动为-0.31/+1.44/-0.64/+5.85pct。

多款新产品开发进展加速，光学级 CPI 量产有序推进：受价格战影响导致热控 PI 薄膜价格大幅下跌，公司主动调整产品结构，将更多资源投向电子领域。公司持续保持研发投入，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 TPI 复合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。另外，应用于半导体胶带的 PI 产品已成功打破国外垄断，进入下游半导体公司，应用于半导体制程，现已接到小批量订单。公司通过国内唯一光学级 CPI 薄膜中试平台，目前已形成较为完备 CPI 研发及工程化体系。公司正在与下游共同推进光学等级 CPI 批量生产条件的优化，同时配合应用客户进行材料性能稳定性评测。

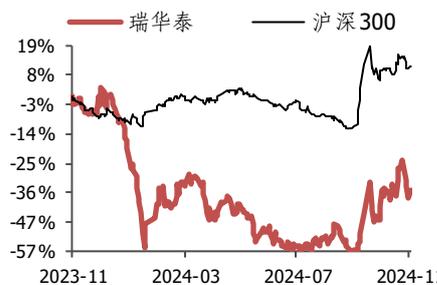
嘉兴项目产能逐渐释放，有望实现全年 40%达产：嘉兴项目目前推进重点为电子及半导体领域产品试制，包括小批量的量产。目前，嘉兴 1600 吨新

买入 (维持评级)

股票信息

行业	基础化工
2024 年 11 月 20 日收盘价 (元)	13.96
总市值 (百万元)	2,512.80
流通市值 (百万元)	2,512.80
总股本 (百万股)	180.00
流通股本 (百万股)	180.00
近 3 月日均成交额 (百万元)	38.26

股价走势



作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号：S1070518060001

邮箱：zoulanlan@cgws.com

相关研究

- 《Q1 利润端持续承压，静待嘉兴基地产能释放—瑞华泰 (688323.SH) 公司动态点评》2024-05-28
- 《23 年业绩承压，看好新产能释放及新品多点开花—瑞华泰 (688323.SH) 公司动态点评》2024-04-01

产能项目厂房建设已基本完成，其中各产线情况为：1) 两条产线于 2023 年 9 月投入使用。2) 2024Q2 新增两条产线并投入使用，主要围绕电子领域产品进行新产品推进，目前在持续推进产线工艺稳定和各公辅系统运行验证。3) 其余两条化学法产线已完成产线与公辅设施联调，正进行工艺和产品调式，验证工艺稳定性，推动全线投料试产。目前各产线进展符合预期，项目产能有望实现全年 40% 达产，新增产能将相应分配给技术成熟度较高，具备规模量产条件的新品放量。展望未来，公司将根据市场需求变化，及时调整产品结构，扩大产能规模，输出新的高附加值产品，确保竞争优势。从短期来看，高频加速和轨道交通 PI 薄膜市场在明显扩大，公司将优先考虑相应产品布局。

维持“买入”评级：受市场竞争加剧及部分公司产品销售价格下降，且嘉兴项目处于产能爬坡阶段，单位固定成本及期间费用上涨拖累，公司业绩持续承压。随着公司积极调整产品结构，加快新产品开发进度，不断推进光学级 CPI 量产工艺，嘉兴项目 1600 吨产能逐渐释放，公司盈利能力有望修复。预估公司 2024 年-2026 年归母净利润为 -0.55 亿元、0.35 亿元、0.75 亿元，EPS 分别为 -0.31 元、0.19 元、0.42 元，2025-2026 年对应 PE 分别为 72X、34X。

风险提示：市场需求不及预期、市场竞争风险、产能释放不及预期、新品验证不及预期

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	483	327	459	593	773
现金	271	79	102	159	214
应收票据及应收账款	115	107	164	267	315
其他应收款	0	1	1	2	1
预付账款	5	2	7	7	12
存货	69	78	125	99	171
其他流动资产	23	60	60	60	60
非流动资产	1834	2120	2398	3171	3960
长期股权投资	17	20	19	19	18
固定资产	445	967	1264	1807	2367
无形资产	84	85	96	101	108
其他非流动资产	1288	1048	1019	1244	1466
资产总计	2317	2447	2857	3764	4733
流动负债	210	295	907	1778	2696
短期借款	35	25	468	1145	2007
应付票据及应付账款	120	233	155	287	267
其他流动负债	55	37	284	345	422
非流动负债	1075	1153	1006	1013	997
长期借款	1056	1130	983	991	975
其他非流动负债	20	23	23	23	23
负债合计	1285	1448	1913	2791	3693
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	180	180	180	180	180
资本公积	543	543	543	543	543
留存收益	185	153	105	134	197
归属母公司股东权益	1032	999	944	973	1040
负债和股东权益	2317	2447	2857	3764	4733

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	90	61	-97	302	246
净利润	39	-20	-55	35	75
折旧摊销	54	64	94	135	191
财务费用	12	17	47	78	122
投资损失	0	0	0	1	0
营运资金变动	-20	-4	-185	53	-142
其他经营现金流	5	3	0	0	1
投资活动现金流	-507	-247	-373	-909	-980
资本支出	498	221	373	909	980
长期投资	0	-23	0	1	0
其他投资现金流	-9	-3	-1	-1	-1
筹资活动现金流	499	-9	50	-13	-73
短期借款	-70	-10	443	677	862
长期借款	493	74	-147	7	-16
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	76	-73	-247	-698	-919
现金净增加额	82	-194	-420	-621	-807

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	302	276	355	551	743
营业成本	186	203	280	309	372
营业税金及附加	4	6	4	8	11
销售费用	6	6	9	10	16
管理费用	38	36	47	68	83
研发费用	27	32	36	48	68
财务费用	12	17	47	78	122
资产和信用减值损失	1	-1	0	0	0
其他收益	10	6	8	7	8
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	-1	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	39	-21	-60	37	79
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	40	-21	-60	37	80
所得税	2	-1	-5	3	5
净利润	39	-20	-55	35	75
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	39	-20	-55	35	75
EBITDA	107	61	83	252	394
EPS (元/股)	0.22	-0.11	-0.31	0.19	0.42

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-5.4	-8.5	28.7	55.2	34.8
营业利润 (%)	-36.1	-152.4	-191.5	161.5	114.1
归属母公司净利润 (%)	-30.6	-150.4	-182.1	163.1	114.6
获利能力					
毛利率 (%)	38.3	26.6	21.2	44.0	50.0
净利率 (%)	12.9	-7.1	-15.6	6.3	10.1
ROE (%)	3.8	-2.0	-5.8	3.6	7.2
ROIC (%)	2.4	-0.2	-0.4	3.2	4.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.5	59.2	67.0	74.2	78.0
净负债比率 (%)	81.4	109.8	171.1	237.1	304.9
流动比率	2.3	1.1	0.5	0.3	0.3
速动比率	1.9	0.8	0.3	0.3	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	4.2	4.0	4.2	4.1	4.1
应付账款周转率	1.9	1.3	1.8	1.7	1.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.22	-0.11	-0.31	0.19	0.42
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.50	0.34	-0.54	1.68	1.37
每股净资产 (最新摊薄)	5.05	4.87	4.56	4.72	5.09
估值比率					
P/E	64.6	-128.2	-45.4	72.0	33.5
P/B	2.8	2.9	3.1	3.0	2.7
EV/EBITDA	31.5	59.7	49.9	19.2	14.4

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686