

公司研究

毛利率显著提升，24 年及 25Q1 业绩同比高增

——瑞联新材（688550.SH）2024 年报及 2025 一季报点评

买入（维持）

当前价：37.59 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：周家诺

执业证书编号：S0930523070007

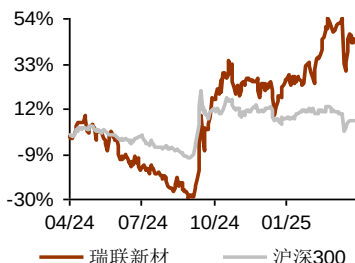
021-52523675

zhoujianuo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.72
总市值(亿元):	64.70
一年最低/最高(元):	18.23/40.42
近 3 月换手率:	141.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.59	15.41	41.13
绝对	-3.04	13.84	47.97

资料来源：Wind

相关研报

OLED 材料出货增长，拟引入国资股东及参股出光电子——瑞联新材（688550.SH）2024 年半年报点评（2024-08-17）

要点

事件 1: 公司发布 2024 年报。2024 年，公司实现营收 14.59 亿元，同比增长 20.74%；实现归母净利润 2.52 亿元，同比增长 87.60%；实现扣非后归母净利润 2.37 亿元，同比增长 103.43%。2024Q4，公司单季度实现营收 3.65 亿元，同比增长 32.25%，环比减少 8.68%；实现归母净利润 6642 万元，同比增长 83.86%，环比减少 26.18%。

事件 2: 公司发布 2025 年一季报。2025Q1，公司单季度实现营收 3.44 亿元，同比增长 4.83%，环比减少 5.83%；实现归母净利润 4563 万元，同比增长 32.90%，环比减少 31.30%；实现扣非后归母净利润 4201 万元，同比增长 32.48%，环比减少 33.82%。

点评：

毛利率大幅提升，公司业绩增长显著。2024 年，公司整体销售毛利率为 44.2%，同比提升 9.0pct。分产品看，2024 年公司显示材料业务实现营收 12.76 亿元，同比增长 23.7%，对应业务毛利率同比提升 9.9pct 至 43.1%；医药中间体业务实现营收 1.54 亿元，同比增长 13.6%，对应业务毛利率同比提升 1.9pct 至 57.8%；电子材料业务实现营收 2868 万元，同比减少 29.9%，对应业务毛利率同比提升 2.4pct 至 18.2%。公司毛利率的提升一方面在于显示材料业务中高毛利产品销售占比的提升，另一方面在于公司提高精细化管理水平，推动整体效益提升。2025Q1，公司仍然维持较高的毛利率水平，对应销售毛利率同比提升 6.3pct 至 42.5%。费用率方面，2024 年公司销售、财务费用率同比分别提升 0.83pct 和 0.45pct，管理、研发费用率同比分别下降 1.28pct 和 0.45pct。2025Q1，公司销售期间费用率同比提升 2.55pct 至 22.99%。

OLED 材料成为公司第一大板块，医药业务进展顺利。受益于 OLED 面板在中大尺寸屏幕领域渗透率的提升，叠加公司产品的持续放量，2024 年公司 OLED 业务（隶属于显示材料板块）成为公司第一大业务板块。2024 年，公司以自有资金 7640 万元增资出光兴产的全资子公司出光电子，从而持有出光电子 20%股权。出光兴产为全球 OLED 蓝光主体材料的领导者，公司主要产品为 OLED 升华前材料，为出光兴产的战略供应商。通过参股出光电子，公司将和客户建立更深层次的战略合作关系，提高公司的行业地位。医药板块，公司持续加大投入，对应医药管线数量快速增加。截至 2024 年年底，公司共有医药管线 271 个，相较于 2023 年底净增加 64 个，其中终端药物为创新药的项目 145 个，仿制药项目 34 个，其他项目 92 个。此外，公司原料药品种国内外注册申请工作也较为顺利，截至公司 2024 年年报发布日，公司已完成 5 个原料药和 1 个药用辅料品种的国内上市注册申请并获受理、3 个原料药品种的国外上市注册申请并获受理，其中 1 个原料药品种已取得国内生产销售资质，2 个原料药品种成功通过注册现场核查，1 个原料药品种正在进行 GMP 符合性检查和注册现场核查。

盈利预测、估值与评级：得益于高毛利产品销售占比的提升，以及公司精细化管理水平的提高，公司毛利率大幅提升，业绩超出此前预期。考虑到公司整体毛利率的提升，我们上调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.24（前值为 2.73）/4.15（前值为 3.53）/5.28 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧，产品研发风险，客户导入进度不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,208	1,459	1,845	2,233	2,689
营业收入增长率	-18.39%	20.74%	26.46%	21.03%	20.46%
归母净利润（百万元）	134	252	324	415	528
归母净利润增长率	-45.57%	87.60%	28.61%	28.19%	27.23%
EPS（元）	0.97	1.44	1.88	2.41	3.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.56%	8.32%	9.98%	11.77%	13.59%
P/E	39	26	20	16	12
P/B	1.8	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-18，2023 年公司总股本为 1.38 亿股，2024 年公司总股本为 1.75 亿股，2025 年及以后公司总股本为 1.72 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,208	1,459	1,845	2,233	2,689
营业成本	783	814	1,060	1,251	1,481
折旧和摊销	145	158	182	191	201
税金及附加	13	15	19	23	27
销售费用	28	45	57	69	84
管理费用	172	189	239	289	336
研发费用	95	108	136	165	199
财务费用	-24	-23	-26	-25	-25
投资收益	4	3	3	3	3
营业利润	149	293	376	481	612
利润总额	148	291	374	479	610
所得税	14	39	50	64	82
净利润	134	252	324	415	528
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	134	252	324	415	528
EPS(元)	0.97	1.44	1.88	2.41	3.07

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	449	419	349	444	558
净利润	134	252	324	415	528
折旧摊销	145	158	182	191	201
净营运资金增加	-226	101	281	289	325
其他	396	-92	-438	-451	-496
投资活动产生现金流	-458	-178	-165	-222	-197
净资本支出	-268	-163	-168	-200	-200
长期投资变化	-30	-76	0	0	0
其他资产变化	-160	61	3	-22	3
融资活动现金流	-150	-188	-90	-90	-162
股本变化	39	37	-3	0	0
债务净变化	0	0	-10	17	-17
无息负债变化	-2	-11	111	65	96
净现金流	-154	54	94	133	199

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	35.2%	44.2%	42.5%	44.0%	44.9%
EBITDA 率	24.6%	34.5%	28.9%	29.1%	29.4%
EBIT 率	12.5%	23.7%	19.1%	20.5%	21.9%
税前净利润率	12.2%	19.9%	20.3%	21.5%	22.7%
归母净利润率	11.1%	17.3%	17.5%	18.6%	19.6%
ROA	4.0%	7.4%	8.7%	10.2%	11.7%
ROE (摊薄)	4.6%	8.3%	10.0%	11.8%	13.6%
经营性 ROIC	5.8%	12.3%	11.3%	13.2%	15.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	12%	11%	13%	14%	14%
流动比率	5.13	5.45	4.95	4.80	4.90
速动比率	3.75	3.99	3.44	3.27	3.31
归母权益/有息债务	293.73	300.53	-	202.10	-
有形资产/有息债务	324.24	323.21	-	228.42	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	3,324	3,398	3,717	4,082	4,518
货币资金	629	666	761	893	1,092
交易性金融资产	386	340	340	340	340
应收账款	211	235	297	360	433
应收票据	18	8	10	12	15
其他应收款 (合计)	1	0	0	0	1
存货	500	485	656	789	949
其他流动资产	82	75	75	75	75
流动资产合计	1,853	1,816	2,148	2,480	2,917
其他权益工具	37	69	69	69	69
长期股权投资	30	106	106	106	106
固定资产	1,078	1,099	1,099	1,091	1,073
在建工程	139	94	101	106	109
无形资产	40	83	74	67	60
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	66	13	13	13	13
非流动资产合计	1,471	1,582	1,568	1,602	1,601
总负债	383	373	473	556	634
短期借款	10	10	0	17	0
应付账款	186	194	252	298	352
应付票据	63	30	62	60	79
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	35	8	8	8	8
流动负债合计	361	333	434	517	595
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	34	34	34	34
非流动负债合计	22	39	39	39	39
股东权益	2,941	3,025	3,243	3,526	3,884
股本	138	175	172	172	172
公积金	2,206	2,077	2,085	2,085	2,085
未分配利润	687	838	1,051	1,333	1,691
归属母公司权益	2,941	3,025	3,243	3,526	3,884
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.28%	3.11%	3.11%	3.11%	3.11%
管理费用率	14.22%	12.94%	12.94%	12.94%	12.50%
财务费用率	-2.01%	-1.56%	-1.42%	-1.12%	-0.93%
研发费用率	7.83%	7.38%	7.38%	7.38%	7.38%
所得税率	9%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.45	0.59	0.77	0.99	1.26
每股经营现金流	3.26	2.40	2.03	2.58	3.24
每股净资产	21.34	17.31	18.84	20.49	22.57
每股销售收入	8.77	8.35	10.72	12.97	15.63

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	39	26	20	16	12
PB	1.8	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	15.6	12.0	11.3	9.3	7.6
股息率	1.2%	1.6%	2.0%	2.6%	3.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP