



瑞华泰 (688323.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩仍然承压，PI 进口替代有望加速

业绩简评

2025 年 4 月 29 日公司发布了 2025 年 1 季报，报告期内公司实现营业总收入 7926 万元，同比增加 45%；归母净利润亏损 1841 万元，同比下滑 11%。

经营分析

新产能爬坡叠加行业竞争加剧，导致产品盈利承压。公司嘉兴生产基地尚处于产能爬坡阶段，生产效率处于逐步提升阶段、产能未能完全释放使单位成本相对较高，特别是高性能 PI 薄膜新产品应用评测周期长、客户供应链导入需要经过不同批次和产品稳定性评价考核，产能释放需要一定时间，同时受行业市场竞争加剧影响部分产品销售价格下降，综合因素影响导致公司销售毛利率下滑；此外嘉兴项目投产后折旧和费用化利息的增加，也使得管理费用及财务费用增长，因而业绩出现亏损。

国产替代是国内 PI 薄膜厂商增长主动力，贸易战背景下替代或将加速。受制于技术封锁，国内厂商在产能、工艺等方面显著落后于美国杜邦、日本宇部兴产等国际企业，导致国内高端 PI 薄膜进口依赖度高达 80%。但 PI 薄膜作为关键材料，在全球贸易壁垒加剧的背景下，其产业链安全对下游厂商的重要性将越发突显，2025 年 4 月，因杜邦中国集团有限公司涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，中国市场监管总局依法对其开展立案调查，综合多方因素考量下，预计 PI 薄膜国产替代空间将不断加大。

盈利预测、估值与评级

公司为国内 PI 薄膜龙头，考虑到热控产品价格战影响持续，并且嘉兴项目还没有完全达产因而对业绩会有一些拖累，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.01 亿元、0.07 亿元、0.26 亿元（2025-2026 年预测前值分别为 0.24 亿元、0.57 亿元），当前市值对应 PE 估值分别为 2491.85/379.24/94.23 倍，维持“增持”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动；产品价格下滑；新增产能难以消化；研发进展不及预期；在建工程不转固的风险。

基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.71 元

相关报告：

1. 《瑞华泰公司点评：业绩阶段性承压，嘉兴基地有望放量》，2024.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	276	339	441	557	646
营业收入增长率	-8.55%	22.88%	30.12%	26.25%	15.99%
归母净利润(百万元)	-20	-57	1	7	26
归母净利润增长率	-150.43%	-192.17%	N/A	557.06%	302.47%
摊薄每股收益(元)	-0.109	-0.318	0.006	0.036	0.145
每股经营性现金流净额	0.34	0.76	0.92	1.08	1.37
ROE(归属母公司)(摊薄)	-1.96%	-6.07%	0.12%	0.79%	3.09%
P/E	-125.89	-43.09	2,491.85	379.24	94.23
P/B	2.47	2.62	3.01	2.99	2.91

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	302	276	339	441	557	646
增长率		-8.5%	22.9%	30.1%	26.3%	16.0%
主营业务成本	-186	-203	-275	-295	-363	-401
%销售收入	61.7%	73.4%	81.0%	66.9%	65.1%	62.1%
毛利	116	73	64	146	194	245
%销售收入	38.3%	26.6%	19.0%	33.1%	34.9%	37.9%
营业税金及附加	-4	-6	-5	-6	-8	-9
%销售收入	1.4%	2.0%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%
销售费用	-6	-6	-7	-8	-11	-12
%销售收入	2.1%	2.3%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	-38	-36	-47	-57	-70	-78
%销售收入	12.5%	13.2%	13.7%	13.0%	12.5%	12.0%
研发费用	-27	-32	-34	-40	-50	-58
%销售收入	9.0%	11.7%	9.9%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	41	-7	-28	34	56	88
%销售收入	13.5%	n.a	n.a	7.8%	10.1%	13.6%
财务费用	-12	-17	-37	-33	-49	-60
%销售收入	4.0%	6.3%	10.9%	7.6%	8.8%	9.3%
资产减值损失	1	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	-1	-1	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	39	-21	-63	1	7	28
营业利润率	13.1%	n.a	n.a	0.2%	1.2%	4.3%
营业外收支	1	0	-1	0	0	0
税前利润	40	-21	-64	1	7	28
利润率	13.4%	n.a	n.a	0.2%	1.2%	4.3%
所得税	-2	1	6	0	0	-2
所得税率	3.7%	n.a	n.a	6.0%	6.0%	6.0%
净利润	39	-20	-57	1	7	26
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	39	-20	-57	1	7	26
净利率	12.9%	n.a	n.a	0.2%	1.2%	4.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	39	-20	-57	1	7	26
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	55	67	104	154	178	188
非经营收益	16	18	32	31	51	63
营运资金变动	-20	-4	59	-19	-41	-30
经营活动现金净流	90	61	138	166	195	247
资本开支	-498	-221	-111	-199	-200	-200
投资	-10	-26	-18	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-507	-247	-129	-199	-200	-200
股权募资	0	0	0	-123	0	0
债权募资	539	38	99	142	69	19
其他	-40	-47	-34	-36	-53	-68
筹资活动现金净流	499	-9	64	-18	17	-49
现金净流量	82	-194	73	-51	12	-2

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	271	79	152	101	113	112
应收账款	135	156	153	185	234	271
存货	69	78	73	97	119	132
其他流动资产	8	14	4	4	5	6
流动资产	483	327	381	388	471	520
%总资产	20.8%	13.4%	14.9%	14.8%	17.3%	18.7%
长期投资	17	42	60	60	60	60
固定资产	1,681	1,955	1,961	2,011	2,035	2,050
%总资产	72.6%	79.9%	76.5%	76.7%	74.7%	73.6%
无形资产	96	95	122	119	116	113
非流动资产	1,834	2,120	2,183	2,233	2,255	2,267
%总资产	79.2%	86.6%	85.1%	85.2%	82.7%	81.3%
资产总计	2,317	2,447	2,564	2,621	2,726	2,787
短期借款	37	27	234	488	557	577
应付账款	123	235	215	244	270	287
其他流动负债	50	33	37	46	51	54
流动负债	210	295	486	778	878	918
长期贷款	747	796	702	582	582	582
其他长期负债	328	357	433	440	440	440
负债	1,285	1,448	1,621	1,800	1,901	1,941
普通股股东权益	1,032	999	943	821	826	847
其中：股本	180	180	180	180	180	180
未分配利润	165	133	75	76	81	102
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,317	2,447	2,564	2,621	2,726	2,787

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.216	-0.109	-0.318	0.006	0.036	0.145
每股净资产	5.731	5.552	5.240	4.559	4.588	4.704
每股经营现金净流	0.499	0.339	0.764	0.923	1.084	1.372
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.001	0.007	0.029
回报率						
净资产收益率	3.77%	-1.96%	-6.07%	0.12%	0.79%	3.09%
总资产收益率	1.68%	-0.80%	-2.23%	0.04%	0.24%	0.94%
投入资本收益率	1.84%	-0.31%	-1.12%	1.43%	2.26%	3.49%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.36%	-8.55%	22.88%	30.12%	26.25%	15.99%
EBIT 增长率	-39.13%	-117.64%	288.13%	-223.49%	62.87%	57.19%
净利润增长率	-30.64%	-150.43%	#####	N/A	557.06%	302.47%
总资产增长率	32.64%	5.64%	4.76%	2.23%	4.02%	2.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	87.3	91.6	85.1	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	117.9	132.4	100.0	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	188.2	280.1	264.3	270.0	240.0	230.0
固定资产周转天数	538.1	1,279.5	1,401.7	1,284.0	967.7	786.1
偿债能力						
净负债/股东权益	79.67%	107.84%	121.28%	162.85%	168.79%	167.08%
EBIT 利息保障倍数	3.4	-0.4	-0.8	1.0	1.1	1.5
资产负债率	55.47%	59.17%	63.22%	68.69%	69.71%	69.62%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-09-24	增持	21.65	23.02~23.02
2	2024-04-30	增持	13.05	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究