

盈利压力仍存，静待增量产能释放

2025 年 11 月 03 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2025 年三季度报告。报告期内，公司实现营业收入 2.83 亿元，同比增长 18.18%；实现归母净利润-0.63 亿元，同比增亏 0.14 亿元。分季度来看，公司 25Q3 实现营业收入 1.01 亿元，同比下滑 6.05%、环比下滑 1.94；实现归母净利润-0.29 亿元，同比增亏 0.16 亿元、环比增亏 0.14 亿元。
- 部分主营产品价格战持续、嘉兴基地产线逐步投产，公司盈利压力仍存。**报告期内，公司有序调整产品结构、积极开拓新产品市场，得益于嘉兴生产基地产能逐步爬坡、生产效率提高，PI 薄膜销量上升，营业收入同比显著增长。盈利能力方面，25 年前三季度公司销售毛利率为 19.54%，同比增长 1.40 个百分点；归母净利润呈现持续亏损状态。公司盈利持续承压，一是受行业价格战影响，公司主营产品之一热控 PI 薄膜的价格及盈利能力仍处于底部区间；二是公司嘉兴基地产能仍处于爬坡期，随公司新产线投产、新产品市场开拓，费用支出显著增加，且费用支出未能与产销量完全匹配所致。25 年前三季度公司四费合计支出 1.16 亿元，同比增加 0.24 亿元，同比增幅为 26.43%。
- 新产品陆续实现销售、嘉兴基地产能稳步释放，公司业绩修复可期。**新产品市场开拓方面，目前公司突破化学工艺法生产的超厚规格热控 PI 薄膜正逐步完成应用客户评测实现销售；自主工艺技术的 TPI 薄膜已通过客户批量评测、订单规模持续提升中。嘉兴基地方面，4 条热法产线已从 23 年 9 月开始陆续投产；第 1 条公司自主技术设计的宽幅化学法产线已试产运行，生产效率持续提升中；第 2 条化学法产线正加快辅助配套装置的安装调试，有望于 25Q4 进行试生产。嘉兴基地产能陆续释放，可有效提升公司新产品生产能力，助力公司产品结构优化，强化公司在电子、半导体、新能源应用领域的产品的供货能力，持续提升公司的市场竞争力。
- 投资建议：**考虑到热控 PI 薄膜价格战仍在继续，嘉兴基地尚未全面投产，且新产品仍需下游认证周期，我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 4.11/5.33/6.00 亿元，同比分别增长 21.09%/29.73%/12.61%；归母净利润分别为-0.71/0.12/0.39 亿元，EPS 分别为-0.39/0.06/0.22；对应的 PE 分别为-224.2x/66.0x 倍，评级调整为“谨慎推荐”。我们仍然看好未来嘉兴基地产能逐步释放、新产品逐步实现批量销售下，公司业绩的修复动能以及市场竞争力的提升空间。
- 风险提示：**下游需求不及预期的风险；项目进展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险等。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	339	411	533	600
收入增长率%	22.88	21.09	29.73	12.61
归母净利润(百万元)	-57	-71	12	39
利润增长率%	-192.17	-23.68	116.34	239.61
摊薄 EPS(元)	-0.32	-0.39	0.06	0.22
PE	-45.32	-36.64	224.24	66.03

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

瑞华泰（股票代码：688323）

谨慎推荐 评级变动

分析师

王鹏

☎：010-80927713

✉：wangpeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525090001

孙思源

☎：0755-23913136

✉：sunsiyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070004

市场数据

2025 年 11 月 03 日

股票代码	688323
A 股收盘价(元)	14.42
上证指数	3,976.52
总股本(万股)	18,000
实际流通 A 股(万股)	18,000
流通 A 股市值(亿元)	26

相对沪深 300 表现图

2025 年 11 月 03 日



资料来源：中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	381	401	560	523
现金	152	105	215	163
应收账款	91	102	126	133
其它应收款	1	1	1	1
预付账款	3	2	2	2
存货	73	111	126	127
其他	62	80	91	96
非流动资产	2,183	2,091	2,042	2,276
长期投资	60	56	56	56
固定资产	1,302	1,416	1,509	1,704
无形资产	113	109	106	102
其他	708	510	371	414
资产总计	2,564	2,492	2,602	2,800
流动负债	486	665	863	1,072
短期借款	67	267	467	667
应付账款	201	155	159	170
其他	217	243	237	234
非流动负债	1,135	955	855	805
长期借款	702	502	502	652
其他	433	453	353	153
负债总计	1,621	1,619	1,718	1,877
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	943	872	884	923
负债和股东权益	2,564	2,492	2,602	2,800

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	138	20	145	239
净利润	-57	-71	12	39
折旧摊销	102	138	149	166
财务费用	38	35	35	41
投资损失	1	4	0	0
营运资金变动	59	-103	-41	-1
其他	-4	17	-10	-5
投资活动现金流	-129	-52	-100	-400
资本支出	-111	-52	-100	-400
长期投资	-18	3	0	0
其他	0	-4	0	0
筹资活动现金流	64	-16	65	109
短期借款	42	200	200	200
长期借款	-94	-200	0	150
其他	116	-16	-135	-241
现金净增加额	73	-47	110	-52

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	339	411	533	600
营业成本	275	327	381	409
税金及附加	5	7	8	9
销售费用	7	8	10	11
管理费用	47	51	59	60
研发费用	34	38	42	43
财务费用	37	43	33	37
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资收益及其他	4	4	12	13
营业利润	-63	-60	12	44
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	2	0	0
利润总额	-64	-61	12	44
所得税	-6	10	1	4
净利润	-57	-71	12	39
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-57	-71	12	39
EBITDA	75	120	195	246
EPS（元）	-0.32	-0.39	0.06	0.22

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	22.9%	21.1%	29.7%	12.6%
营业利润增长率	-202.9%	4.8%	120.5%	258.5%
归母净利润增长率	-192.2%	-23.7%	116.3%	239.6%
毛利率	19.0%	20.3%	28.5%	31.8%
净利率	-16.9%	-17.3%	2.2%	6.6%
ROE	-6.1%	-8.1%	1.3%	4.3%
ROIC	-1.1%	-1.0%	1.9%	2.9%
资产负债率	63.2%	65.0%	66.0%	67.0%
净资产负债率	171.9%	185.7%	194.4%	203.3%
流动比率	0.79	0.60	0.65	0.49
速动比率	0.63	0.43	0.50	0.37
总资产周转率	0.14	0.16	0.21	0.22
应收账款周转率	4.29	4.27	4.69	4.63
应付账款周转率	1.38	1.84	2.43	2.49
每股收益	-0.32	-0.39	0.06	0.22
每股经营现金流	0.76	0.11	0.81	1.33
每股净资产	5.24	4.85	4.91	5.13
P/E	-45.32	-36.64	224.24	66.03
P/B	2.75	2.98	2.94	2.81
EV/EBITDA	49.93	31.80	19.47	16.23
PS	7.66	6.32	4.87	4.33

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王 鹏 化工行业分析师

孙思源 化工行业分析师

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10% 以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn