

海优新材 (688680.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

胶膜盈利触底回升，产品升级放量在即

业绩简评

4月27日公司披露2022年报和2023一季报，2022年实现营收53.22亿元，同比+71.4%；实现归母净利润0.5亿元，同比-80.1%。其中，Q4实现营收11.74亿元，同比+6.5%；实现归母净利润-0.83亿元，同比-163.2%。1Q23实现营收13.5亿元，同比+10%、环比+15%；实现归母净利润0.23亿元，同比-70.6%。

经营分析

原材料价格波动影响Q4盈利。2022年公司胶膜出货4.43亿平，同比+80%，测算Q4出货约1.2亿平。Q4胶膜核心原材料EVA树脂价格大幅下调，公司因产能释放加大原材料库存周期，受高价库存影响较大，Q4计提资产减值7125万元，导致胶膜业务亏损。

下游排产恢复，Q1盈利明显修复。春节后光伏组件排产快速恢复，胶膜环节开工率逐渐提升，Q1公司胶膜出货约1.5亿平，环比增长超20%，高价库存逐步消化，综合毛利率恢复至6.3%，测算胶膜单平盈利约0.15元/平。近期光伏国内及海外需求逐步启动，胶膜及粒子价格回升，预计公司盈利能力将持续改善。

N型放量放大技术优势。2023年是N型组件放量出货元年，公司积极进行相关产品研发储备，新增单层POE胶膜、TOPCON专用EXP胶膜、改进型EPE胶膜、TOPCON下层用白色增效共挤POE胶膜、高抗PID单层EVA胶膜、HJT专用转光胶膜等新型胶膜产品，持续提升产品竞争力。因POE粒子尚未实现国产化，预计2023年POE粒子供给持续紧张，EXP胶膜、EPE胶膜有望随N型放量快速提升渗透率，公司业内首个推出EPE胶膜，技术积淀深厚，有望充分受益N型发展趋势，进一步提升盈利能力与市场份额。

汽车领域新品快速进步。公司新增新能源汽车智能玻璃用调光膜等电子功能膜、降温降噪PVE玻璃胶膜等新产品，汽车智能座舱新型环保表面材料也取得了良好进展，有望逐步贡献业绩增量。4月26日公司公告与POE树脂龙头陶氏中国签订合作备忘录，陶氏中国将向公司在POE树脂开发及POE产品稳定供应上提供支持，有望支撑公司的汽车智能座舱表面材料产品快速发展。

盈利预测、估值与评级

根据我们对产品价格的最新判断，调整公司2023-2024年归母净利润预测至6.47(-16%)、9.01(-13%)亿元，新增2025年预测11.52亿元，对应EPS7.70/10.72/13.71元，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格上涨超预期；竞争格局恶化。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

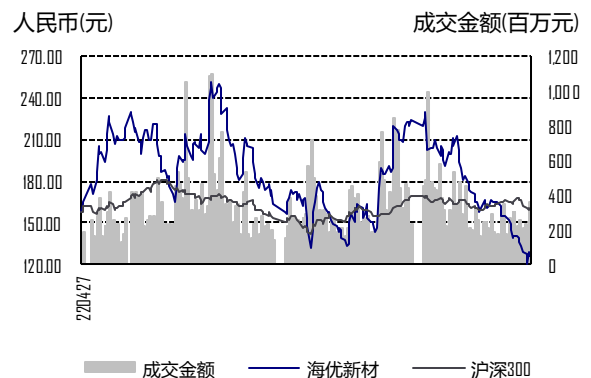
联系人：张嘉文

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：126.30元

相关报告：

- 《高价库存影响盈利，N型推广放大技术优势-海优新材22Q3业绩...》，2022.10.30
- 《需求旺盛拉动出货增长，盈利能力大幅改善-海优新材2022中报...》，2022.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,105	5,307	9,627	13,388	17,301
营业收入增长率	109.66%	70.90%	81.41%	39.07%	29.23%
归母净利润(百万元)	252	50	647	901	1,152
归母净利润增长率	12.97%	-80.14%	1190.71%	39.32%	27.88%
摊薄每股收益(元)	3.001	0.596	7.695	10.721	13.710
每股经营性现金流净额	-16.69	-34.69	5.09	-5.42	-1.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.93%	2.02%	24.00%	27.85%	29.35%
P/E	101.72	310.80	16.41	11.78	9.21
P/B	11.12	6.27	3.94	3.28	2.70

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,481	3,105	5,307	9,627	13,388	17,301
增长率		109.7%	70.9%	81.4%	39.1%	29.2%
主营业务成本	-1,123	-2,636	-4,889	-8,335	-11,619	-15,016
%销售收入	75.8%	84.9%	92.1%	86.6%	86.8%	86.8%
毛利	358	469	418	1,292	1,770	2,286
%销售收入	24.2%	15.1%	7.9%	13.4%	13.2%	13.2%
营业税金及附加	-2	-3	-9	-15	-21	-28
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-12	-8	-8	-14	-20	-26
%销售收入	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-30	-31	-38	-67	-91	-114
%销售收入	2.0%	1.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
研发费用	-65	-131	-154	-289	-402	-519
%销售收入	4.4%	4.2%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	249	296	209	906	1,236	1,599
%销售收入	16.8%	9.5%	3.9%	9.4%	9.2%	9.2%
财务费用	-13	-10	-90	-165	-229	-313
%销售收入	0.9%	0.3%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%
资产减值损失	-4	-30	-113	-27	-11	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	10	-1	5	5	5
%税前利润	5.2%	3.7%	n.a	0.7%	0.5%	0.4%
营业利润	254	277	33	718	1,001	1,280
营业利润率	17.2%	8.9%	0.6%	7.5%	7.5%	7.4%
营业外收支	0	0	0	0	0	0
税前利润	254	276	33	718	1,001	1,280
利润率	17.1%	8.9%	0.6%	7.5%	7.5%	7.4%
所得税	-31	-24	17	-72	-100	-128
所得税率	12.1%	8.7%	-53.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	223	252	50	647	901	1,152
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	223	252	50	647	901	1,152
净利率	15.1%	8.1%	0.9%	6.7%	6.7%	6.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	223	252	50	647	901	1,152
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	77	196	113	133	170
非经营收益	-5	8	51	174	250	342
营运资金变动	-410	-1,739	-3,212	-506	-1,739	-1,808
经营活动现金净流	-166	-1,402	-2,915	428	-455	-143
资本开支	-56	-123	-143	-373	-430	-430
投资	0	0	0	-3	0	0
其他	3	0	11	5	5	5
投资活动现金净流	-53	-123	-132	-371	-425	-425
股权募资	0	1,365	0	-176	0	0
债权募资	308	416	1,137	998	1,923	1,814
其他	-23	-3	2,142	-441	-615	-808
筹资活动现金净流	285	1,778	3,279	381	1,308	1,006
现金净流量	65	252	229	438	428	438

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	154	426	631	1,046	1,456	1,881
应收款项	807	2,108	3,169	3,666	5,099	6,589
存货	168	354	1,325	1,343	1,872	2,419
其他流动资产	66	124	298	367	432	500
流动资产	1,195	3,012	5,423	6,421	8,859	11,389
%总资产	78.2%	82.0%	83.7%	82.6%	84.3%	85.5%
长期投资	27	25	33	36	36	36
固定资产	205	366	608	891	1,141	1,358
%总资产	13.4%	10.0%	9.4%	11.5%	10.9%	10.2%
无形资产	47	92	146	213	276	335
非流动资产	333	661	1,054	1,348	1,656	1,927
%总资产	21.8%	18.0%	16.3%	17.4%	15.7%	14.5%
资产总计	1,528	3,673	6,478	7,770	10,515	13,316
短期借款	386	814	2,572	3,421	5,344	7,158
应付款项	250	350	520	674	939	1,214
其他流动负债	104	131	284	235	269	303
流动负债	740	1,295	3,376	4,330	6,552	8,675
长期贷款	14	0	0	150	150	150
其他长期负债	21	72	620	596	578	566
负债	775	1,367	3,996	5,076	7,281	9,391
普通股股东权益	753	2,306	2,482	2,694	3,234	3,925
其中：股本	63	84	84	84	84	84
未分配利润	360	557	556	944	1,484	2,175
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,528	3,673	6,478	7,770	10,515	13,316

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.543	3.001	0.596	7.695	10.721	13.710
每股净资产	11.946	27.450	29.538	32.060	38.492	46.718
每股经营现金净流	-2.631	-16.686	-34.694	5.093	-5.416	-1.706
每股股利	0.000	0.000	0.000	3.078	4.288	5.484
回报率						
净资产收益率	29.66%	10.93%	2.02%	24.00%	27.85%	29.35%
总资产收益率	14.61%	6.87%	0.77%	8.32%	8.57%	8.65%
投入资本收益率	19.01%	8.67%	5.74%	12.00%	12.01%	12.23%
增长率						
主营业务收入增长率	39.30%	109.66%	70.90%	81.41%	39.07%	29.23%
EBIT增长率	213.75%	18.91%	-29.60%	334.22%	36.41%	29.39%
净利润增长率	233.78%	12.97%	-80.14%	1190.71%	39.32%	27.88%
总资产增长率	46.32%	140.45%	76.35%	19.94%	35.33%	26.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	98.5	94.8	88.5	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	41.7	36.1	62.7	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	51.9	30.1	22.0	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	45.5	39.6	31.5	26.2	24.3	22.3
偿债能力						
净负债/股东权益	32.72%	16.80%	99.65%	113.50%	141.31%	151.81%
EBIT利息保障倍数	18.7	28.4	2.3	5.5	5.4	5.1
资产负债率	50.73%	37.21%	61.69%	65.33%	69.24%	70.52%

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

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	2021-05-10	买入	138.22	193.00~193.00
2	2021-08-20	买入	200.60	236.00
3	2021-10-28	买入	289.81	N/A
4	2022-04-26	买入	143.00	N/A
5	2022-08-30	买入	206.63	N/A
6	2022-10-30	买入	147.00	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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



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。

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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402