

2021年01月23日

海优新材 (688680.SH)

光伏胶膜领先企业，上市扩产助力再腾飞

■全球光伏胶膜领先企业，配套头部客户夯实行业地位。公司是从事特种高分子薄膜研发、生产和销售的高新技术企业，目前主营高分子薄膜材料主要用于光伏产业，主要产品为透明 EVA 胶膜、白色增效 EVA 胶膜、EPE 胶膜等。公司主要客户包括晶科、隆基、天合、韩华等头部组件厂商；2016 年以参股方式与晶澳合资设立邢台晶龙。受制于资金瓶颈导致的产能不足，公司产品一直供不应求，近年来产能利用率一直保持在较高水平（其中 2019 年为 97.18%）。公司在招股说明书中披露 2020 年预计实现营业收入 14.5 亿-15 亿元，同比增长 36.38%-41.08%；预计实现归母净利润 1.9 亿-2.1 亿元，同比增长 212.82%-245.75%。

■上市拓宽融资渠道，产能扩张有望促使成本进一步下降。截至 2019 年末，公司胶膜产能约 1.4 亿平方米，2020 年末约 2.4 亿平方米。为积极响应不断增长的行业需求，此次公司科创板上市拟募集资金 6 亿元，其中 3.45 亿元用于年产 1.7 亿平方米高分子特种膜技术改造项目。我们认为未来公司产品成本有望进一步下降，其一是因为公司上市后拓宽融资渠道，有望进一步降低融资成本；其二产能的进一步提升有望进一步降低期间费用率并提升对上游原材料采购的议价能力。

■胶膜需求稳步增长，公司市占率有望进一步提升。目前发展清洁能源已成全球共识，根据公司招股说明书披露的信息，2011-2019 年全球光伏新增装机 CAGR 为 18.18%，2019 年全球 GW 级市场数目由 2018 年的 11 个增长到 16 个，叠加平价上网趋势，光伏需求增长愈发具有确定性。下游装机增长为中游封装行业稳步发展提供了强有力支撑，胶膜市场需求量逐年上升。2019 年全球封装胶膜市场约 15 亿平方米，我国封装胶膜市场约为 10.8 亿平方米，其中 EVA 胶膜、POE 胶膜是目前主流的封装材料，合计占比约 97.1%，未来随着双面电池的大规模应用，包括多层共挤 POE 胶膜在内的高品质胶膜存在进一步提升市场空间的机会。目前光伏封装胶膜行业竞争格局较为稳定，公司招股说明书信息显示，公司市占率稳居第一梯队，2019 年光伏封装胶膜销量市占率 11.13%，位居全球第二，仅次于行业龙头福斯特，未来随着产能的陆续投放存在进一步提升市占率的可能。

■管理层专业背景深厚，持续研发投入夯实技术壁垒。特种高分子薄膜材料属技术密集型行业，具有一定的技术壁垒。公司已构建了涵盖全工艺流程的单/多层聚合物功能薄膜材料制备技术体系，坚持走自主

公司快报

证券研究报告

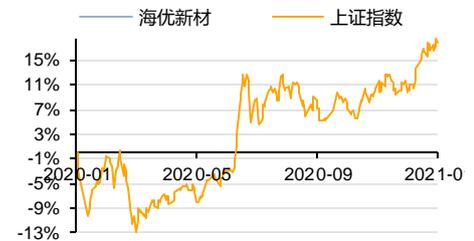
投资评级 **买入-A**
首次评级

股价 (2021-01-22) **218.00 元**

交易数据

总市值 (百万元)	18,316.36
流通市值 (百万元)	4,214.43
总股本 (百万股)	84.02
流通股本 (百万股)	19.33
12 个月价格区间	218.00/218.00 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M

邓永康

分析师
SAC 执业证书编号: S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

王瀚

报告联系人
wanghan2@essence.com.cn

郭彦辰

报告联系人
guoyc@essence.com.cn

相关报告

创新路线，已具备深厚的技术沉淀。截至 2020 年 6 月底，公司已取得授权发明专利 14 项、授权实用新型专利 68 项，并有 40 余项申请中发明专利。公司的核心团队由多名具备多年研发、经营管理与市场经验的资深人士组成，总经理李民、销售总监齐明、生产运营总监黄书斌均毕业于上海交通大学应用化学系高分子材料专业，拥有丰富的从业经验。2017 年至今公司研发投入维持高位，研发费用占营业收入比重始终在 3.5% 以上，高于同业可比上市公司平均水平，为持续提升创新能力提供了有力保障。

■ **投资建议：**首次覆盖给予公司买入-A 的投资评级。我们预计公司 2020 年-2022 年营收分别为 13.96 亿元、31.93 亿元和 52.91 亿元；归母净利润分别为 2.00 亿元、4.22 亿元和 6.81 亿元。首次覆盖给予公司买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**技术迭代风险；产业政策变化风险；原材料价格波动等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	715.4	1,063.2	1,395.9	3,192.6	5,290.8
净利润	27.6	66.9	200.1	422.3	681.0
每股收益(元)	0.33	0.80	3.18	5.03	8.11
每股净资产(元)	5.35	6.46	11.47	13.38	20.67

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	663.3	273.9	68.6	43.4	26.9
市净率(倍)	40.7	33.7	19.0	16.3	10.5
净利润率	3.9%	6.3%	14.3%	13.2%	12.9%
净资产收益率	6.1%	12.3%	27.7%	37.6%	39.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%
ROIC	7.7%	13.6%	37.3%	49.3%	53.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	715.4	1,063.2	1,395.9	3,192.6	5,290.8	成长性					
减:营业成本	616.0	904.6	1,086.0	2,561.4	4,318.6	营业收入增长率	11.1%	48.6%	31.3%	128.7%	65.7%
营业税费	1.2	1.4	1.4	2.6	3.2	营业利润增长率	-29.8%	152.6%	209.3%	110.9%	61.4%
销售费用	20.9	20.4	20.9	35.1	37.0	净利润增长率	-21.8%	142.2%	199.2%	111.1%	61.2%
管理费用	18.2	18.7	18.8	31.9	31.7	EBITDA 增长率	-17.1%	125.9%	158.6%	102.4%	58.8%
研发费用	25.3	38.7	45.8	102.2	164.0	EBIT 增长率	-25.2%	153.0%	174.1%	106.1%	60.2%
财务费用	10.1	12.4	8.0	6.0	4.0	NOPLAT 增长率	-12.4%	104.0%	172.6%	106.1%	60.2%
资产减值损失	9.6	-0.4	0.5	1.0	1.5	投资资本增长率	16.0%	-1.1%	56.2%	47.5%	43.0%
加:公允价值变动收益	0.7	-	-	-	-	净资产增长率	5.4%	20.7%	33.2%	55.4%	54.5%
投资和汇兑收益	7.4	2.0	2.0	4.0	6.0	利润率					
营业利润	27.7	70.0	216.4	456.5	736.8	毛利率	13.9%	14.9%	22.2%	19.8%	18.4%
加:营业外净收支	0.2	2.5	0.3	0.3	0.3	营业利润率	3.9%	6.6%	15.5%	14.3%	13.9%
利润总额	27.9	72.4	216.7	456.7	737.1	净利润率	3.9%	6.3%	14.3%	13.2%	12.9%
减:所得税	0.4	5.5	16.6	34.9	56.4	EBITDA/营业收入	6.0%	9.1%	17.9%	15.8%	15.2%
净利润	27.6	66.9	200.1	422.3	681.0	EBIT/营业收入	4.5%	7.7%	16.1%	14.5%	14.0%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	37	40	57	40	33
货币资金	6.0	82.6	111.7	255.4	423.3	流动营业资本周转天数	192	130	114	72	66
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	305	245	225	161	157
应收帐款	227.0	294.6	325.8	738.4	1,025.2	应收帐款周转天数	129	88	80	60	60
应收票据	288.8	255.4	365.0	521.9	947.8	存货周转天数	37	30	23	20	16
预付帐款	5.1	55.6	4.8	109.1	34.9	总资产周转天数	387	316	308	216	200
存货	90.2	88.4	92.6	263.2	216.7	投资资本周转天数	263	189	183	121	106
其他流动资产	16.5	34.2	35.5	36.9	38.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.1%	12.3%	27.7%	37.6%	39.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.4%	6.4%	14.9%	16.9%	20.1%
长期股权投资	16.2	11.9	16.9	21.9	26.9	ROIC	7.7%	13.6%	37.3%	49.3%	53.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	79.1	158.1	286.2	420.4	547.6	销售费用率	2.9%	1.9%	1.5%	1.1%	0.7%
在建工程	51.9	3.3	51.6	75.8	87.9	管理费用率	2.5%	1.8%	1.4%	1.0%	0.6%
无形资产	24.1	23.3	22.6	21.9	21.2	研发费用率	3.5%	3.6%	3.3%	3.2%	3.1%
其他非流动资产	15.6	36.8	29.3	24.4	20.4	财务费用率	1.4%	1.2%	0.6%	0.2%	0.1%
资产总额	820.6	1,044.1	1,342.1	2,489.3	3,390.2	四费/营业收入	10.4%	8.5%	6.7%	5.5%	4.5%
短期债务	112.3	99.3	194.8	223.6	294.0	偿债能力					
应付帐款	86.7	141.2	101.7	613.3	832.1	资产负债率	45.2%	48.0%	46.1%	54.9%	48.8%
应付票据	7.5	15.9	8.2	77.2	36.0	负债权益比	82.4%	92.3%	85.6%	121.6%	95.3%
其他流动负债	146.6	210.5	214.0	222.2	228.0	流动比率	1.79	1.74	1.80	1.69	1.93
长期借款	15.0	17.0	82.7	211.1	245.1	速动比率	1.54	1.55	1.63	1.46	1.78
其他非流动负债	2.5	17.3	17.8	18.3	18.9	利息保障倍数	3.21	6.63	28.05	77.08	185.20
负债总额	370.7	501.2	619.1	1,365.8	1,654.1	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-0.5	-0.8	DPS(元)	-	-	0.32	0.50	0.81
股本	61.1	63.0	63.0	84.0	84.0	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
留存收益	388.8	479.8	659.9	1,040.1	1,652.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%
股东权益	449.9	542.9	723.0	1,123.5	1,736.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	27.5	66.9	200.1	422.3	681.0	EPS(元)	0.33	0.80	3.18	5.03	8.11
加:折旧和摊销	10.9	16.3	25.3	42.9	61.7	BVPS(元)	5.35	6.46	11.47	13.38	20.67
资产减值准备	9.6	0.4	-	-	-	PE(X)	663.3	273.9	68.6	43.4	26.9
公允价值变动损失	-0.7	-	-	-	-	PB(X)	40.7	33.7	19.0	16.3	10.5
财务费用	3.4	6.0	8.0	6.0	4.0	P/FCF	-2,425.7	260.8	287.4	110.2	77.1
投资损失	-7.4	-4.4	-2.0	-4.0	-6.0	P/S	25.6	17.2	9.8	5.7	3.5
少数股东损益	-0.1	-	-	-0.5	-0.3	EV/EBITDA	-	-	55.6	36.5	22.9
营运资金的变动	-123.9	-59.9	-135.6	-255.4	-412.6	CAGR(%)	148.4%	116.7%	79.3%	148.4%	116.7%
经营活动产生现金流量	-117.2	-10.3	95.8	211.3	327.9	PEG	4.5	2.3	0.9	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-1.9	-20.2	-198.0	-196.0	-194.0	ROIC/WACC	0.7	1.3	3.6	4.8	5.2
融资活动产生现金流量	114.3	103.2	131.3	128.5	34.0	REP	-	-	4.4	3.0	1.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邓永康声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034