

海优新材 (688680.SH) 买入 (维持评级)

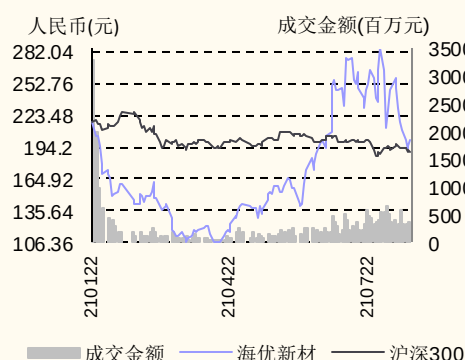
公司点评

市场价格 (人民币): 200.60 元

目标价格 (人民币): 236.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.84
已上市流通 A 股(亿股)	0.20
总市值(亿元)	168.54
年内股价最高最低(元)	285.59/106.58
沪深 300 指数	4862
上证指数	3466



相关报告

1.《光伏胶膜核心供应商，创新与资本驱动高增长-海优新材 深度报告》，2021.5.10

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

宇文旬

联系人
yuwendian@gjzq.com.cn

Q2 盈利能力筑底，随需求释放有望逐步提升

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,063	1,481	3,700	5,440	6,976
营业收入增长率	48.61%	39.30%	149.83%	47.03%	28.22%
归母净利润(百万元)	67	223	269	496	673
归母净利润增长率	142.18%	233.78%	20.67%	84.08%	35.77%
摊薄每股收益(元)	1.06	3.54	3.21	5.90	8.01
每股经营性现金流净额	-0.22	-2.73	-2.27	0.74	5.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.32%	29.66%	9.74%	16.19%	19.42%
P/E	-	-	63	34	25
P/B	-	-	6.09	5.50	4.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 8月19日，公司发布2021年半年报，上半年实现营收12.1亿元，同比增长118.5%，归母净利润0.79亿元，同比增长40.7%；其中Q2单季实现营收6.5亿元，同比增长107.6%，归母净利润405万元，同比下降89.3%。业绩略低于市场预期。

经营分析

- **胶膜降价、原材料成本上涨叠加新产能爬坡投入增多，导致Q2盈利能力不及预期：**公司Q2单季毛利率8.1%（环比-11.5pct），净利率0.62%（环比-12.8pct），盈利能力环比大幅下滑主要是因为：1）Q2组件降低开工率压力下胶膜价格较Q1环比有所下降；2）3月份EVA粒子价格大幅上涨，导致Q2生产成本大幅提升；3）泰州等新基地投产初期，一次性投入增多且产能尚在爬坡中导致单位成本增加；4）6月底原材料价格波动变大，出于谨慎性原则，公司计提存货减值524万元。
- **扩产计划稳步推进，下半年出货量有望实现翻倍增长：**公司上半年投产的泰州1亿平新产能将在Q3贡献业绩增量，同时计划Q3、Q4各有常州、上饶两个新工厂投产，到年底公司产能将达到6亿平，有望带动下半年出货量环比实现翻倍增长。
- **近期组件需求和原材料价格同步看涨，胶膜价格有望抬升，带动单平净利环比修复：**随着年底光伏需求旺季即将到来，Q3组件开工率逐月环比提升，近期产业链各环节产品价格环比亦小幅上涨；同时近两周电缆级EVA粒子价格开始恢复上涨，考虑到年底前几乎无新增光伏料稳定供给释出，预计后续光伏料价格大概率跟涨。在近期下游组件需求和原材料成本同步向上的预期下，胶膜价格有望环比抬升，带动公司胶膜单平净利环比修复。
- **明年组件及终端成本压力缓解，有望支撑胶膜需求维持高景气度：**今年上半年胶膜的盈利压力部分来源于终端需求的不及预期，随着明年硅料、钢材、海运价格的逐步回落，终端需求有望释放出较高弹性，支撑胶膜开工率保持较高水平，进而提高公司产品定价能力、改善盈利情况。

盈利调整与投资建议

- 根据中报及我们对未来胶膜和原材料价格的判断，下调21-23年净利润预测至2.69（-33%）、4.96（-9%）、6.73（-10%）亿元，对应EPS为3.21、5.90、8.01元。考虑光伏需求增长确定性提升及胶膜格局趋稳所驱动的板块估值中枢整体上移，更新目标价至236元（+22%），对应2022年PE为40倍，维持“买入”评级。

风险提示：光伏需求不及预期；原材料价格上涨超预期；竞争加剧风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	715	1,063	1,481	3,700	5,440	6,976
增长率		48.6%	39.3%	149.8%	47.0%	28.2%
主营业务成本	-616	-905	-1,123	-3,149	-4,512	-5,733
%销售收入	86.1%	85.1%	75.8%	85.1%	82.9%	82.2%
毛利	99	159	358	551	928	1,242
%销售收入	13.9%	14.9%	24.2%	14.9%	17.1%	17.8%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-6	-8	-10
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-21	-20	-12	-19	-26	-33
%销售收入	2.9%	1.9%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-18	-19	-30	-56	-82	-105
%销售收入	2.5%	1.8%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-25	-39	-65	-163	-234	-293
%销售收入	3.5%	3.6%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	34	79	249	309	579	801
%销售收入	4.7%	7.5%	16.8%	8.3%	10.6%	11.5%
财务费用	-10	-12	-13	-18	-32	-51
%销售收入	1.4%	1.2%	0.9%	0.5%	0.6%	0.7%
资产减值损失	10	3	4	-6	-5	-5
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	7	2	13	15	18	20
%税前利润	26.7%	2.8%	5.2%	4.8%	3.2%	2.6%
营业利润	28	70	254	310	570	774
营业利润率	3.9%	6.6%	17.2%	8.4%	10.5%	11.1%
营业外收支	0	2	0	0	0	0
税前利润	28	72	254	310	570	774
利润率	3.9%	6.8%	17.1%	8.4%	10.5%	11.1%
所得税	0	-6	-31	-40	-74	-101
所得税率	1.4%	7.6%	12.1%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	28	67	223	269	496	673
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	28	67	223	269	496	673
净利率	3.9%	6.3%	15.1%	7.3%	9.1%	9.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	28	67	223	269	496	673
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	16	19	42	69	98
非经营收益	-7	3	-5	8	38	68
营运资金变动	-158	-99	-410	-511	-541	-356
经营活动现金净流	-136	-14	-172	-191	62	484
资本开支	-16	-25	-56	-387	-380	-380
投资	14	1	0	-30	0	0
其他	0	4	3	15	18	20
投资活动现金净流	-2	-20	-53	-402	-362	-360
股权募资	0	35	0	1,851	0	0
债权募资	2	39	308	81	804	172
其他	113	30	-23	-136	-255	-357
筹资活动现金净流	115	103	284	1,796	549	-185
现金净流量	-24	69	59	1,203	249	-62

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6	83	154	1,357	1,607	1,545
应收款项	516	563	807	1,200	1,710	1,931
存货	90	88	168	342	490	622
其他流动资产	22	77	66	187	301	431
流动资产	634	811	1,195	3,086	4,106	4,529
%总资产	77.2%	77.7%	78.2%	81.8%	80.4%	78.0%
长期投资	17	13	27	27	27	27
固定资产	131	164	205	519	805	1,062
%总资产	16.0%	15.7%	13.4%	13.8%	15.8%	18.3%
无形资产	24	27	47	74	101	127
非流动资产	187	233	333	686	998	1,281
%总资产	22.8%	22.3%	21.8%	18.2%	19.6%	22.0%
资产总计	821	1,044	1,528	3,772	5,104	5,810
短期借款	118	113	386	463	1,261	1,426
应付款项	95	157	250	459	657	757
其他流动负债	141	197	104	42	67	87
流动负债	353	467	740	964	1,985	2,270
长期贷款	15	17	14	14	14	14
其他长期负债	2	17	21	29	43	59
负债	371	501	775	1,007	2,042	2,343
普通股股东权益	450	543	753	2,765	3,063	3,467
其中：股本	61	63	63	84	84	84
未分配利润	109	163	360	522	820	1,223
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	821	1,044	1,528	3,772	5,104	5,810

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.45	1.06	3.54	3.21	5.90	8.01
每股净资产	7.36	8.62	11.95	32.91	36.45	41.26
每股经营现金净流	-2.23	-0.22	-2.73	-2.27	0.74	5.76
每股股利	0.00	0.00	0.00	1.28	2.36	3.21
回报率						
净资产收益率	6.14%	12.32%	29.66%	9.74%	16.19%	19.42%
总资产收益率	3.37%	6.41%	14.61%	7.14%	9.71%	11.59%
投入资本收益率	5.72%	10.90%	19.01%	8.29%	11.60%	14.19%
增长率						
主营业务收入增长率	11.13%	48.61%	39.30%	149.83%	47.03%	28.22%
EBIT增长率	-26.65%	135.04%	213.75%	23.90%	87.38%	38.37%
净利润增长率	-21.83%	142.18%	233.78%	20.67%	84.08%	35.77%
总资产增长率	14.13%	27.24%	46.32%	146.91%	35.33%	13.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	130.1	86.0	98.5	80.0	80.0	70.0
存货周转天数	43.7	36.0	41.7	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	50.4	45.7	51.9	40.0	40.0	35.0
固定资产周转天数	40.3	54.3	45.5	39.4	39.2	38.8
偿债能力						
净负债/股东权益	28.17%	8.75%	32.72%	-31.83%	-10.83%	-3.00%
EBIT利息保障倍数	3.4	6.4	18.7	17.4	18.3	15.6
资产负债率	45.17%	48.01%	50.73%	26.69%	40.00%	40.33%

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	1	4	9	12	28
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	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	2021-05-10	买入	138.22	193.00 ~ 193.00

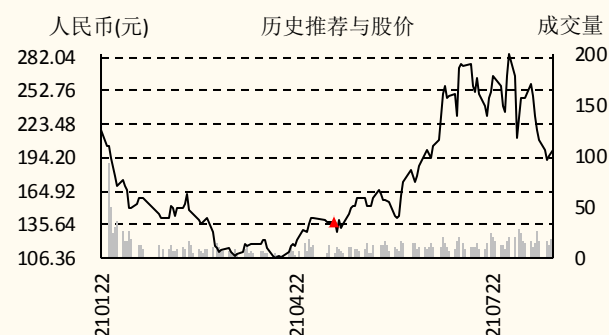
来源：国金证券研究所

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402