



买入 (首次)

所属行业: 电气设备/电源设备
当前价格(元): 211.52

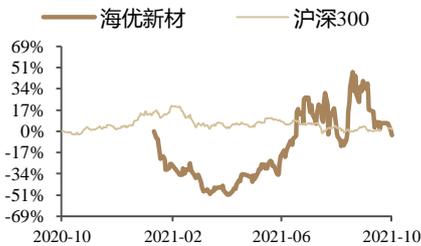
证券分析师

马天一
资格编号: S0120521050002
邮箱: maty@tebon.com.cn

研究助理

张家栋
邮箱: zhangjd@tebon.com.cn
吴含
邮箱: wuhan3@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-30.85	-7.92	-22.85
相对涨幅(%)	-28.26	-5.30	-19.19

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

海优新材 (688680.SH): 补齐资金短板, 加速扩产剑指二线龙头

投资要点

- 行业增长动能强劲, 需求持续向好。**从长期来看, 全球步入脱碳周期, 光伏发电降本路径明确, 竞标电价屡创新低, 加速向主力能源转变。从短期来看, 产业链博弈致装机节奏放缓, Q4 开工率有望回升、明年高景气持续。根据测算, 2021-2022 年胶膜需求同比增加约 21.74%、29.84%, 未来 5 年复合增速 24.13%。
- 受原材料制约行业供需紧平衡, 盈利承压有望改善。新产能进入投放期, 实际供给受制于原材料有望维持紧平衡。**一方面, 今明两年一二线胶膜厂商均有较大的产能规划, 预计 2020-2022 年全球有效产能超出需求约 18%、22%、25%; 另一方面, 受上游原材料制约, 预计 2020-2022 年实际供给超出需求约 18%、15%、12%, 持续维持紧平衡。**胶膜行业当前承压, 盈利能力有望改善。**2021Q2 终端需求不及预期, 胶膜价格有所下滑, Q3 上游 EVA 粒子价格快速上涨, 进一步增大成本压力。胶膜厂商提价诉求强烈, 已于 9 月提价约 40%, 有望改善盈利能力。展望 2022 年, 预计公司单 W 盈利有望提升至 1 元/平米以上的较好水平。
- 上市加速扩产, 剑指二线龙头。一超格局稳固, 供应链安全市场二供诉求增加。**2020 年, 福斯特全球市占率约 58.06%, 远远超过斯威克 (14.29%) 和海优新材 (10.91%)。考虑到福斯特市占率已达到很高的水平, 下游组件厂商出于供应链安全与稳定的考虑, 扶持市场二供的诉求增加。**行业特性营运资金占用较大, 此前资金规模制约产能扩充。**由于收款和付款的账期倒挂, 当业务持续扩张时, 需要不断向上下游垫款, 对流动资金的需求和缺口持续放大。公司近年来持续满产满销, 但融资能力较弱制约产能快速扩充。**成功上市加速扩产, 市占率有望快速提升。**随着公司成功上市, 公司加速产能建设, 预计 2021 年末产能有望达到 6 亿平/年。公司掌握优质客户资源, 前五大客户的营收占比持续增加。公司有望实现跨越式成长, 市占率大幅提升, 成为市场仅次于福斯特的二梯队龙头。
- 研发实力一梯队, 补齐资金短板改善盈利能力。技术创新持续引领, 差异化高端产品占比较高。**公司与福斯特在技术创新层面共同处于行业第一梯队, 率先推出或量产白色增效 EVA 胶膜、共挤 POE 胶膜, 引领行业发展。目前高端胶膜产品享有阶段性溢价, 而公司高端差异化产品占比较高。**补齐资金短板, 盈利能力有望提升。**公司由于资金紧张, 上市前通过中间商代销或贸易商代采加速资金周转, 随着公司上市补充资金规模, 取消中间商代销预计提升毛利率约 0.5%-0.6%, 取消贸易商代采预计提升毛利率约 1.75%-2.25%。同时, 加强库存管理有望平抑原材料价格波动影响, 财务费用率也有望快速下降。
- 投资建议:** 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.67、6.24、9.29 亿元, 同比增长 19.6%、133.8%、48.9%, 对应 PE 为 73、31、21 倍。参考 CS 太阳能当前 76 倍 PE (TTM), 同时考虑公司自身成长性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 疫情持续时间超预期、贸易摩擦影响超预期、电网消纳不及预期、行业竞争超预期、原材料价格波动风险。

股票数据

总股本(百万股):	84.02
流通 A 股(百万股):	20.17
52 周内股价区间(元):	106.58-322.81
总市值(百万元):	17,771.91
总资产(百万元):	2,816.32
每股净资产(元):	25.40

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,063	1,481	3,902	6,670	8,447
(+/-)YOY(%)	48.6%	39.3%	163.4%	71.0%	26.6%
净利润(百万元)	67	223	267	624	929
(+/-)YOY(%)	142.2%	233.8%	19.6%	133.8%	48.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.80	2.66	3.18	7.43	11.06
毛利率(%)	14.9%	24.2%	14.4%	17.2%	19.1%
净资产收益率(%)	12.3%	29.7%	10.7%	20.0%	23.0%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 聚焦光伏封装胶膜，业绩快速增长.....	6
2. 行业增长动能强劲，需求持续向好.....	10
2.1. 全球步入脱碳周期，光伏向主力能源加速转变.....	10
2.2. 产业链博弈致装机节奏放缓，有望 Q4 开工率回升、明年高景气持续.....	11
2.3. 2021-2022 年胶膜需求增加 22%、30%，未来 5 年复合增速 24%.....	13
3. 受原材料制约行业供需紧平衡，盈利承压有望改善.....	14
3.1. 新产能进入投放期，实际供给受制于原材料有望维持紧平衡.....	14
3.2. 胶膜行业当前承压，盈利能力有望改善.....	14
4. 上市加速扩产，剑指二线龙头.....	16
4.1. 一起格局稳固，供应链安全市场二供诉求增加.....	16
4.2. 行业特性营运资金占用较大，此前资金规模制约产能扩充.....	17
4.3. 成功上市加速扩产，市占率有望快速提升.....	19
5. 研发实力一梯队，补齐资金短板改善盈利能力.....	21
5.1. 技术创新持续引领，差异化高端产品占比较高.....	21
5.2. 补齐资金短板，盈利能力有望提升.....	23
6. 盈利预测与投资建议.....	27
6.1. 盈利预测.....	27
6.2. 投资建议.....	27
7. 风险提示.....	29

图表目录

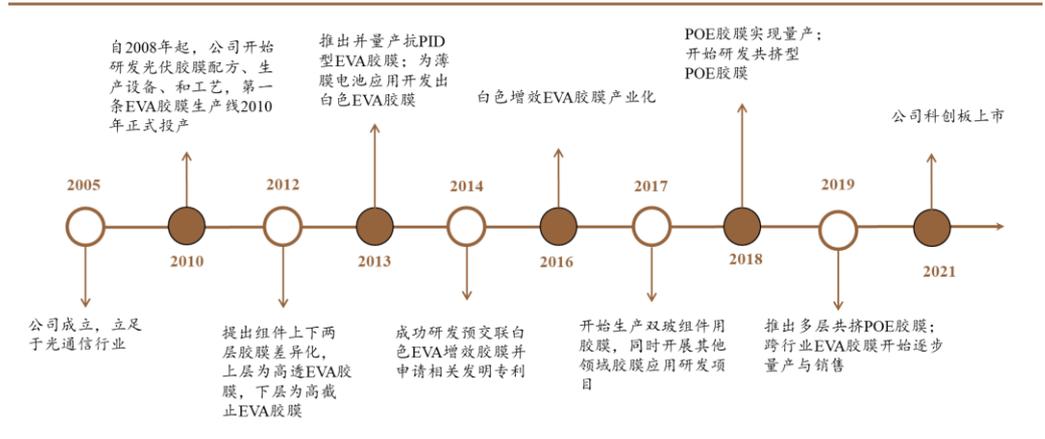
图 1: 公司发展历程	6
图 2: 透明 EVA 胶膜	6
图 3: 白色 EVA 增效胶膜	6
图 4: POE 胶膜	6
图 5: 其他高分子胶膜	6
图 6: 晶硅电池结构组件示意图	7
图 7: 光伏行业产业链	7
图 8: 公司股权结构	7
图 9: 公司历年营收及增速	8
图 10: 公司历年归母净利润及增速	8
图 11: 公司历年毛利率、净利率	9
图 12: 公司历年费用率	9
图 13: IRENA 2050 二氧化碳排放预测	11
图 14: IRENA 2050 能源结构预测	11
图 15: 2013-2020 光伏最低竞标电价趋势	11
图 16: 2019 全球不同国家光伏度电成本 (美元/kWh)	11
图 17: 国内光伏月度新增装机 (GW)	12
图 18: 国内分布式和集中式新增装机	12
图 19: 21H1 集中式、工商业分布式、户用分布式占比	12
图 20: 太阳能电池出口金额 (亿美元)	13
图 21: 2020-2021 福斯特与海优新材季度毛利率	15
图 22: 2019-2021 扬子巴斯夫 EVA (V5110J) 出厂价	15
图 23: 2009-2020 福斯特毛利率	16
图 24: 2019 全球胶膜市场格局	17
图 25: 2020 全球胶膜市场格局	17
图 26: 2016-2020 光伏行业典型公司现金循环周期 (天)	17
图 27: 2015-2020 海优新材净利润现金比率	17
图 28: 2017-2020 公司产销数据 (亿平米)	18
图 29: 公司有效产能预测	19
图 30: 2018-2020 组件环节 CR5 变化趋势	20
图 31: 公司 2020H1 公司客户结构	20
图 32: 公司近年前五大客户业务占比	20

图 33: 公司出货量及市场份额预测	20
图 34: 行业主要竞争对手产品研发节奏	21
图 35: 2019-2025 不同封装材料的市场占比趋势	22
图 36: 2019-2025 双面组件渗透率	22
图 37: 公司 2017-2020H1 分产品均价 (元/平米)	22
图 38: 公司 2017-2020H1 分产品毛利率	22
图 39: 公司 2017-2020H1 产品结构 (销量口径)	22
图 40: 斯威克 2017-2020H1 产品结构 (销量口径)	22
图 41: 行业主要公司销售单价 (元/平米)	23
图 42: 公司直接销售和中间商收入占比	23
图 43: 公司前五大生产商直接采购与贸易商采购占比	25
图 44: 对斯尔邦直接采购与贸易商采购均价对比 (元/吨)	25
图 45: 行业主要竞争对手财务费用率对比	25
表 1: 公司核心管理层	8
表 2: 全球十大煤电国碳中和承诺统计	10
表 3: 2020-2025 全球光伏胶膜需求	13
表 4: 全球胶膜供需平衡表 (亿平米)	14
表 5: 全球胶膜实际供需平衡表 (考虑原材料供给制约)	14
表 6: 公司毛利率对胶膜均价和 EVA 粒子价格敏感性测算	15
表 7: 公司单 W 盈利对 EVA 粒子价格的敏感性测算	15
表 8: 间接法将净利润调节为经营净现金流	18
表 9: 公司上市前履行的 1500 万元以上的银行授信合同	18
表 10: 公司扩产规划	19
表 11: 公司直销与中间商销售模式定价及结算方式	23
表 12: 公司 2019 年度直销与中间商销售给天合光能占比及毛利率	24
表 13: 公司 2019 年度直销与中间商销售给天合光能平均单价	24
表 14: 公司原材料备货情况	25
表 15: 公司财务费用构成 (万元)	26
表 16: 盈利预测	27
表 17: 可比公司估值对比	27

1. 聚焦光伏封装胶膜，业绩快速增长

领先的光伏封装胶膜生产厂商。公司成立于2005年，于2015年1月在新三板挂牌，并于2020年11月从新三板摘牌，随后于2021年1月在上交所科创板上市。公司以薄膜技术为核心，主要生产和制造光伏封装胶膜，产品线覆盖透明EVA胶膜、白色增效EVA胶膜、多层共挤POE胶膜等。同时，公司立足新能源行业，并逐步拓展汽车、建材、电子、医疗等行业用薄膜。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 2：透明 EVA 胶膜



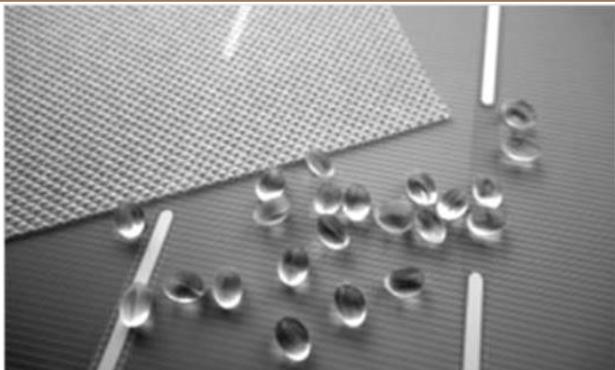
资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 3：白色 EVA 增效胶膜



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

图 4：POE 胶膜



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

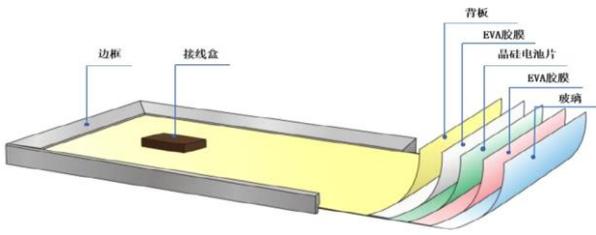
图 5：其他高分子胶膜



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

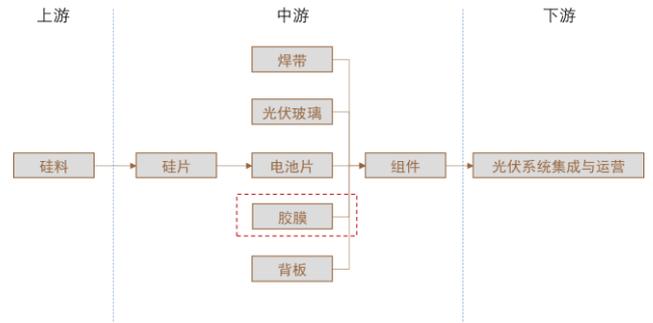
光伏封装胶膜是组件封装的关键材料，处于光伏产业链的中游。光伏封装胶膜作为核心辅材覆盖在电池片上下表面，与光伏玻璃、背板等辅材等在真空环境下通过层压工艺制成光伏组件，主要起保护电池片的作用，可有效延长组件使用寿命。典型的光伏组件结构从上往下依次是玻璃、胶膜、电池片、胶膜、背板。由于光伏组件需要在户外环境下连续运营 25 年以上，胶膜的品质与组件的可靠性直接相关，如果在电站运营期间胶膜发生黄变、龟裂等现象，将会直接影响组件的发电效率。因此尽管胶膜成本绝对价值不高，但是直接决定光伏组件产品质量、使用寿命等。

图 6：晶硅电池结构组件示意图



资料来源：明冠新材招股说明书，德邦研究所

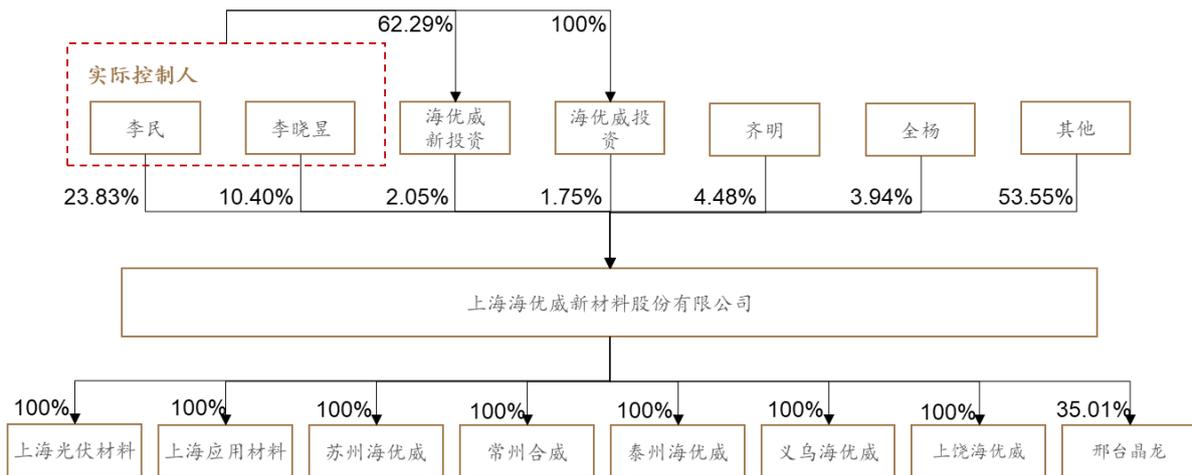
图 7：光伏行业产业链



资料来源：德邦研究所

李民、李晓昱夫妇为实际控制人，股权结构清晰。截至 2021H1，李民（总经理）、李晓昱（董事长）夫妇直接持有公司共 34.23% 的股份，并通过海优威投资、海优威新投资间接控制公司 3.80% 的股份，直接或间接合计控制公司 38.03% 股份，为公司控股股东、实际控制人。公司下设多个生产基地以及邢台晶龙 1 家参股公司。

图 8：公司股权结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

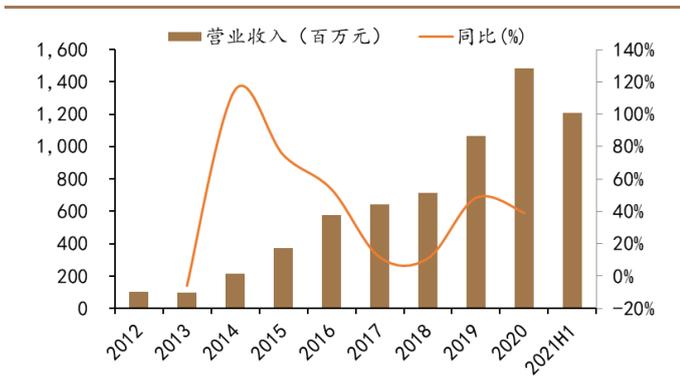
公司核心团队研发与专业背景深厚。公司核心团队中李民、齐明、黄书斌均毕业于上海交通大学应用化学系高分子材料专业，全杨毕业于北京工商大学精细化工专业。其中，李民是上海光伏协会认定的高级工程师、2016 年度上海领军人才。全杨为中国光伏行业协会标准化技术委员会委员、全国半导体设备和材料标准化技术委员会委员。

表 1: 公司核心管理层

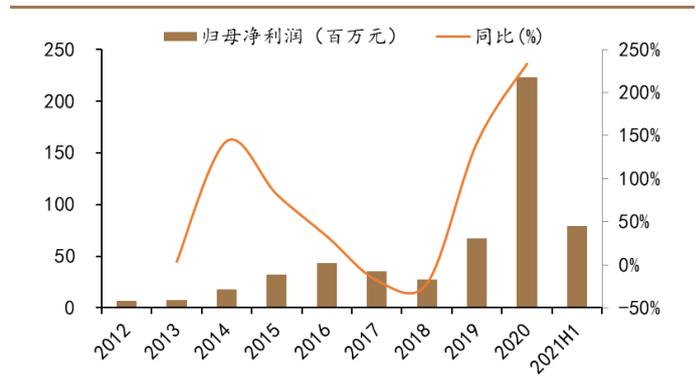
姓名	职务	个人履历
李晓昱	董事长	1973 年出生，首都经济贸易大学学士，中欧国际工商学院高级工商管理硕士。1996 年至 1997 年供职于香港京露；1997 年至 2000 年供职于韩国 LG 化学；2000 年至 2001 年供职于美国 GE 塑料；2001 年至 2001 年任上海共城贸易有限公司副总经理；2001 年至 2005 年任上海共城通信科技有限公司副总经理；现任公司董事长、董事会秘书、副总经理。
李民	总经理	1971 年出生，上海交通大学学士、硕士，北京大学高级工商管理硕士，高级工程师。1996 年至 1998 年供职于韩国 LG 化学公司；1998 年至 2001 年任上海共城贸易有限公司总经理；2001 年至 2005 年任上海共城通信科技有限公司总经理；现任公司副董事长、总经理、研发创新总监。
齐明	销售总监、董事	1971 年出生，上海交通大学学士。1993 年至 1997 年任东北制药集团公司东北第六制药厂销售部副处长；1997 年至 2011 年任 3M 中国有限公司交通安全产品部经理；2011 年至今历任公司生产总监、销售总监、董事；现任公司销售总监、董事。
王怀举	财务总监、董事	1977 年出生，西安工业大学学士。1999 年至 2002 年，任上海宝冶建设有限公司机械动力分公司会计主管；2002 年至 2006 年任上海宝冶商品混凝土有限公司财务部副经理；2006 年至 2010 年任上海美钻设备成套有限公司财务部经理；2010 年至今，历任公司财务部副总经理、财务总监、董事。现任 公司董事、财务总监。
黄反之	董事	1967 年出生，江苏工学院（现江苏大学）学士，中欧国际工商学院工商管理硕士。1989 年至 1992 年，供职于机械电子工业部；1992 年至 2014 年先后供职于深圳康迪、中国电子工业深圳总公司、飞利浦桑达消费通信、沃尔玛、中国南山开发集团、深圳赤湾石油基地公司（上市公司）、深圳鹏瑞、深圳分享投资并任管理层。2014 年至今，任公司董事。
张一巍	董事	1977 年出生，厦门大学学士、硕士，中欧国际工商学院工商管理硕士。2003 年至 2007 年任深圳华为技术有限公司海外销售工程师、研发工程师；2009 年至今，任深圳同创伟业创业投资有限公司合伙人；2015 年至今，任深圳同创伟业资产管理股份有限公司监事会主席。2014 年至今，任公司董事。
黄书斌	监事会主席、生产运营总监	1971 年出生，上海交通大学学士。1996 年至 2015 年，历任统合实业（苏州）有限公司董事、总经理；2015 年至今，历任公司运行与策划总监、监事、监事会主席。现任公司生产运营总监、监事会主席。
全杨	监事、市场总监	1972 年出生，北京工商大学学士。1996 年 7 月至 1999 年 12 月，任北京第二制药厂销售部区域销售经理；1999 年 12 月至 2009 年 6 月，任 3M 中国有限公司北京办事处销售经理；2009 年 6 月至 2010 年 12 月，自由职业；2010 年 12 月至 2017 年 7 月，历任公司董事、市场总监。2017 年 8 月至今任公司市场总监、监事。

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

营收与归母净利较快增长。近年来光伏终端装机量整体呈增长态势，拉动光伏封装胶膜需求向好，叠加公司持续扩充产能，营收和归母净利润稳步增长。2020 年，公司实现营收 14.81 亿元，同比增加 39.30%，近 5 年复合增速约 31.69%；实现归母净利润 2.23 亿元，同比增加 233.78%，近 5 年复合增速约 47.16%。2021 年，随着公司新产能陆续投产，预计营收与归母净利润有望继续保持较高增长态势。

图 9: 公司历年营收及增速


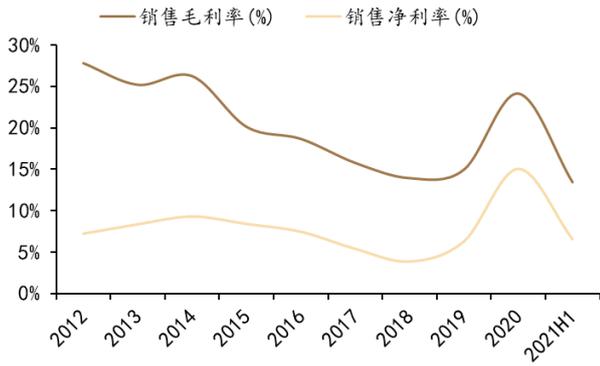
资料来源：WIND，德邦研究所

图 10: 公司历年归母净利润及增速


资料来源：WIND，德邦研究所

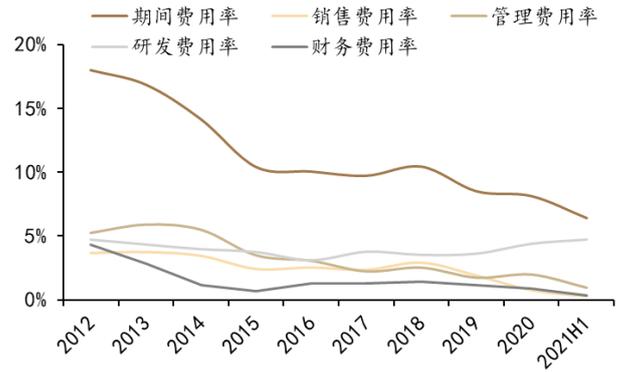
近年来毛利率有所波动，2021H1 毛利率处于历史较低水平。随着光伏行业持续降本要求、产业链供需波动，以及 531 新政影响，公司毛利率由 2012 年的 27.85% 波动下滑至 2018 年的 13.90% 低点。2019 年，随着光伏行业复苏，公司毛利率企稳回升至 14.92%。2020 年，下游需求旺盛，叠加公司成本管控稳健，毛利率大幅回升至 24.17%。进入 2021 年以来，上游原材料价格持续上涨，叠加 Q2 行业需求不及预期，毛利率回落至 13.41%，已处于历史较低水平。

图 11: 公司历年毛利率、净利率



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 12: 公司历年费用率



资料来源: WIND, 德邦研究所

费用管控稳健, 期间费用率有望进一步下降。随着公司出货量快速提升, 以及精细化管理效用逐渐体现, 2012 年至今公司销售费用率和管理费用率显著下降。其中, 2020 年度销售费用率大幅下降, 主要原因是新会计准则将运输及出口杂费重新核算在营业成本。随着公司成功上市, 公司融资能力提升带动财务费用率快速下降。公司研发费用率保持相对稳定。随着公司上市加强市场地位、补充资金实力, 预计期间费用率有望进一步下降。

2. 行业增长动能强劲，需求持续向好

2.1. 全球步入脱碳周期，光伏向主力能源加速转变

全球脱碳趋势明确，已有超过 120 个国家和地区提出碳中和目标。根据联合国政府间气候变化专门委员会 (IPCC)，按照《巴黎协定》将全球平均气温较前工业化时期的升幅控制在 2°C 以内的目标，全球必须在 2050 年达到碳中和。2019 年 12 月，欧盟发布《欧洲绿色协议》，提出到 2050 年在全球范围内率先实现碳中和，并于 2020 年 12 月通过《2030 年气候目标计划》，计划将 2030 年温室气体减排目标由此前 40% 提高至 55%。2020 年 9 月，中国在联合国大会上提出力争 2030 年前二氧化碳排放达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和，提前了此前设定的碳达峰时间，并首次提出了碳中和目标。2021 年 2 月，美国宣布重返《巴黎协定》，并计划在 2050 年前实现碳中和，其中电力部门将在 2035 年实现碳中和；美国能源部在 9 月初发布报告称，美国光伏发电占比到 2035 年有望达到 40%，到 2050 年有望进一步提升至 45%。截至目前，全球已有超过 120 个国家和地区提出了碳中和目标，其中前十大煤电生产国已有 6 个国家承诺碳中和，分别为中国 (2060)、美国 (2050)、日本 (2050)、韩国 (2050)、南非 (2050)、德国 (2050)。

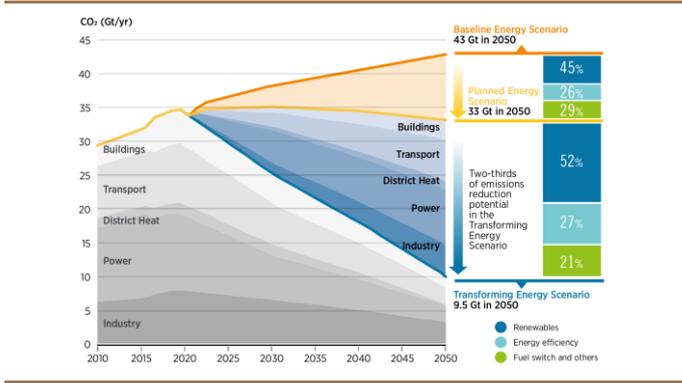
表 2：全球十大煤电国碳中和承诺统计

序号	国家	全球煤电总量占比	是否承诺碳中和	时间表
1	中国	50.2%	是	2060
2	印度	11.0%	否	-
3	美国	10.6%	是	2050
4	日本	3.1%	是	2050
5	韩国	2.5%	是	2050
6	南非	2.2%	是	2050
7	德国	1.9%	是	2050
8	俄罗斯	1.8%	否	-
9	印度尼西亚	1.8%	否	-
10	澳大利亚	1.6%	否	-

资料来源：EMBER，德邦研究所

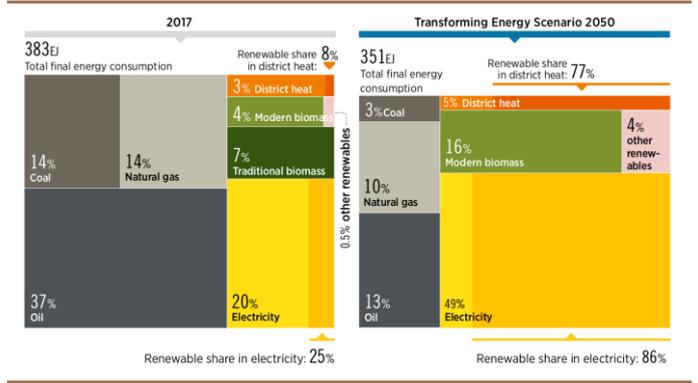
终端用能电气化转型与提升可再生能源发电占比是实现碳中和的关键路径。根据国际可再生能源署 (IRENA)，化石燃料燃烧和工业过程排放的二氧化碳占比 80% 以上，是碳排放的主要来源，其中电力、交通、工业部门分别占比 31%、25%、21%，是排放量最大的三个部门。从减排途径来看，加速推进终端用能电气化的能源结构转型，同时提升可再生能源发电比重是减排的关键路径。随着电力逐步成为主要的能源消费品种，消费比例将由 2017 年的 20% 增长至 2050 年的 49%，同时可再生能源发电占比将大幅上升至 86%。

图 13: IRENA 2050 二氧化碳排放预测



资料来源: IRENA, 德邦研究所

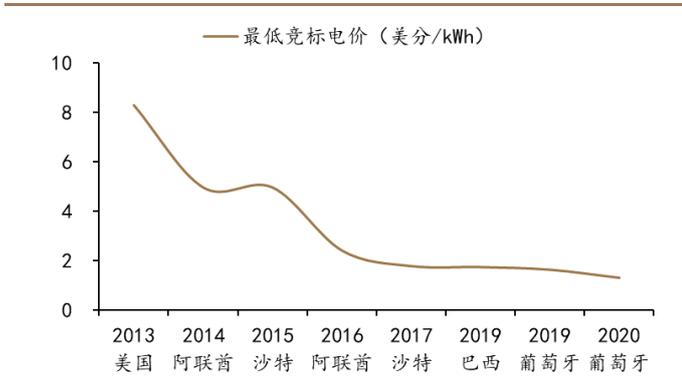
图 14: IRENA 2050 能源结构预测



资料来源: IRENA, 德邦研究所

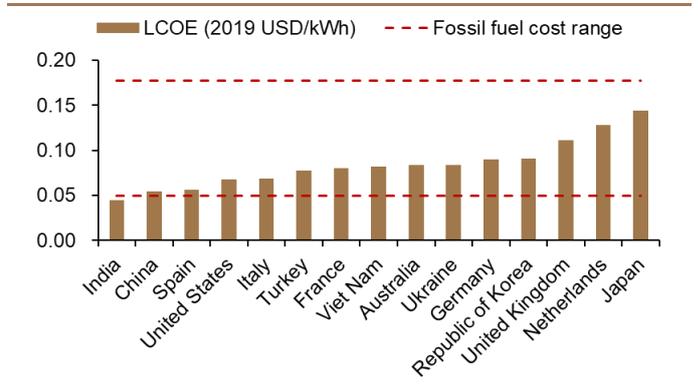
光伏发电降本路径明确，竞标电价屡创新低，是最具竞争力的可再生发电品种之一。相比风电、生物质能发电等可再生能源发电方式，光伏发电降本路径明确，凭借转换效率提升、制造技术进步等，2010-2019 年全球光伏度电成本大幅下降了 82%。随着异质结、TOPCon、钙钛矿等技术逐步推广应用，光伏发电度电成本还将进一步下降。全球光伏竞拍项目中标电价屡创新低，根据 CPIA，2020 年葡萄牙 700MW 光伏竞标电价 1.316 美分/kWh，较 2019 年最低竞标电价下降约 20%。根据国际可再生能源署 (IRENA)，光伏发电已在印度、中国、西班牙、美国等主要市场的度电成本已处于传统化石能源发电成本区间，是当地非常具有经济性的发电方式之一。

图 15: 2013-2020 光伏最低竞标电价趋势



资料来源: CPIA, 德邦研究所

图 16: 2019 全球不同国家光伏度电成本 (美元/kWh)



资料来源: IRENA, 德邦研究所

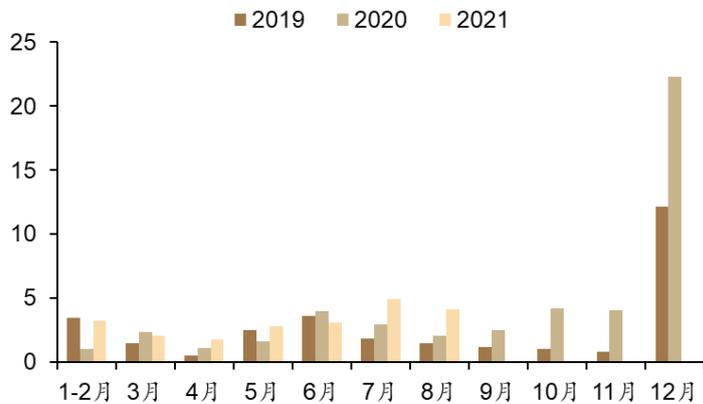
光伏发电加速向主力能源转变，2050 将成为全球最大的发电来源。随着光伏度电成本持续下降，在碳中和大背景下，光伏发电将加速替代其他传统化石能源发电方式。根据国际能源署 (IEA) 的预测，到 2025 年光伏将成为电力增量主体，在所有可再生能源新增装机占比达到 60%，而可再生能源在新增发电装机中占比将达到 95%，相当于光伏在所有新增发电装机中占比将达到 57%。此外，根据国际可再生能源署 (IRENA)，到 2050 年，光伏累计装机有望超 8500GW，将成为全球最大的发电来源。

2.2. 产业链博弈致装机节奏放缓，有望 Q4 开工率回升、明年高景气持续

国内分布式快速发展，贡献新增装机的主要动力。根据中电联，2021 年 1-8

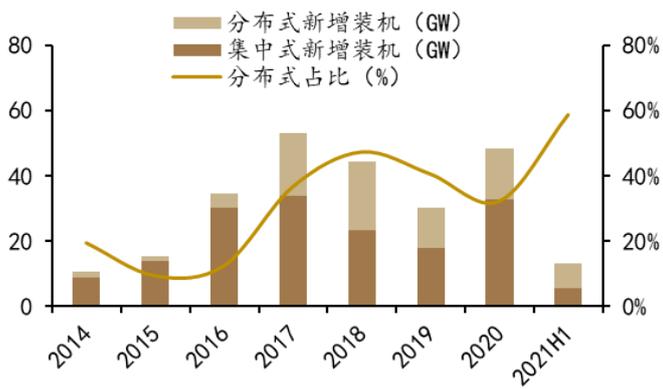
月国内新增装机 22.05 GW，同比+45.35%。从装机结构来看，上半年分布式新增装机 7.65 GW，同比增长 97.5%，其中户用新增装机 5.86 GW，同比增长 280%，装机占比约 45%，为新增装机的主要动力。

图 17：国内光伏月度新增装机 (GW)



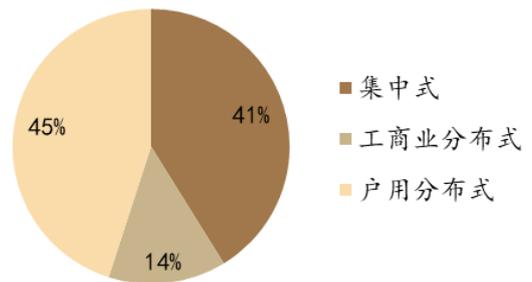
资料来源：中电联，德邦研究所

图 18：国内分布式和集中式新增装机



资料来源：国家能源局，德邦研究所

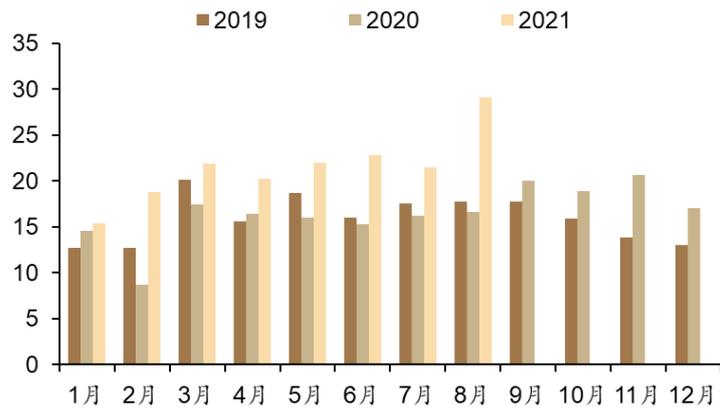
图 19：21H1 集中式、工商业分布式、户用分布式占比



资料来源：国家能源局，德邦研究所

海外“淡季不淡”，出口持续增长需求强劲。2021 年，欧洲、日本、澳大利亚等传统市场需求保持旺盛，印度、巴西、智利等受疫情冲击较严重市场开始发力，巴基斯坦、希腊等新兴市场不断涌现。据国家海关统计，2021 年 1-8 月太阳能电池出口额为 171.50 亿美元，同比增长 41.24%。从月度出口数据来看，基本呈现稳步增长的趋势，呈现“淡季不淡”特征。

图 20: 太阳能电池出口金额 (亿美元)



资料来源: 海关总署, 德邦研究所

供给矛盾突出, 产业链价格维持高位。硅料供给持续紧张, 是今年行业最为瓶颈的环节。在经历 7 月价格微跌后, 随着需求回暖下游开工率提升, 价格于 8 月中旬重新上涨, 叠加能耗双控影响, 目前致密料成交均价已超 230 元/kg。根据 PVInfolink 数据, 截止至 2021 年 9 月底, 硅料 (致密料)、硅片 (182mm)、电池片 (182mm)、组件 (182mm) 四个环节价格较年初分别上涨约+171%、+64%、+14%、+9%。此外, 胶膜、玻璃等辅材价格持续上涨进一步增大成本压力, 预计产业链价格走势将高位震荡。

Q4 开工率逐步回升, 明年景气度有望持续向好。随着逐步进入光伏旺季, 产业链开工率逐步提升, 带动产业链价格上涨。尽管行业受到能耗双控政策一定冲击, 短期需求或受到一定影响, 但随着政策纠偏, 需求有望逐步释放, 预计实现装机 160GW, 同比增加约 23.08%。展望 2022 年, 潜在装机需求旺盛, 景气度有望持续向好, 预计实现装机 210GW, 同比增加 31.25%。

2.3. 2021-2022 年胶膜需求增加 22%、30%, 未来 5 年复合增速 24%

2021-2022 年胶膜需求增加 21.74%、29.84%, 未来 5 年复合增速 24.13%。根据我们的测算, 预计 2021 年全球有望实现装机 160GW, 对应全球胶膜需求约 18.14 亿平米, 同比增加约 21.74%; 2022 年全球有望实现装机 210GW, 对应全球胶膜需求约 23.56 亿平米, 同比增加约 29.84%; 2025 年全球有望实现装机 400GW, 对应全球胶膜需求 43.93 亿平米, 年均复合增速约 24.13%。

表 3: 2020-2025 全球光伏胶膜需求

	单位	2020	2021E	2022E	2025E
全球光伏装机	GW	130	160	210	400
容配比		1.20	1.20	1.20	1.20
组件功率 (M6, 72 片)	W	455	460	465	475
组件面积 (M6, 72 片)	平米	2.17	2.17	2.17	2.17
单 GW 装机胶膜需求	亿平米	0.11	0.11	0.11	0.11
全球胶膜需求	亿平米	14.90	18.14	23.56	43.93
	YoY	9.91%	21.74%	29.84%	-

资料来源: CPIA, 德邦研究所

3. 受原材料制约行业供需紧平衡，盈利承压有望改善

3.1. 新产能进入投放期，实际供给受制于原材料有望维持紧平衡

2021-2022 年胶膜有效产能超出需求约 22%、25%。根据我们的梳理，今明两年福斯特、斯威克、海优新材、赛伍技术等厂商均有较大的产能规划。随着头部公司新产能陆续释放，我们预计 2020-2022 年全球有效产能合计约 17.52、22.08、29.40 亿平米；根据我们的测算，预计 2020-2022 年全球光伏胶膜需求约 14.90、18.14、23.56 亿平米，对应的供需差额约 2.61、3.93、5.84 亿平米，超出需求约 18%、22%、25%。

表 4：全球胶膜供需平衡表（亿平米）

有效产能	2020	2021E	2022E
福斯特	8.83	11.14	14.14
海优新材	1.70	3.50	6.00
斯威克	3.00	3.80	4.50
赛伍技术	0.63	1.05	2.91
上海天洋	0.39	0.39	0.39
其他	2.98	2.21	1.47
全球有效产能合计	17.52	22.08	29.40
全球光伏胶膜需求	14.90	18.14	23.56
供需差额	2.61	3.93	5.84

资料来源：公司公告，德邦研究所整理

受上游原材料制约，2021-2022 年胶膜实际供给紧平衡。考虑到上游原材料供给偏紧影响，预计胶膜行业实际供给低于有效产能。根据我们的测算，预计 2020-2022 年实际供给约 17.52、20.85、26.42 亿平米，对应的供需差额约 2.61、2.71、2.86 亿平米，超出需求约 18%、15%、12%，持续维持紧平衡。

表 5：全球胶膜实际供需平衡表（考虑原材料供给制约）

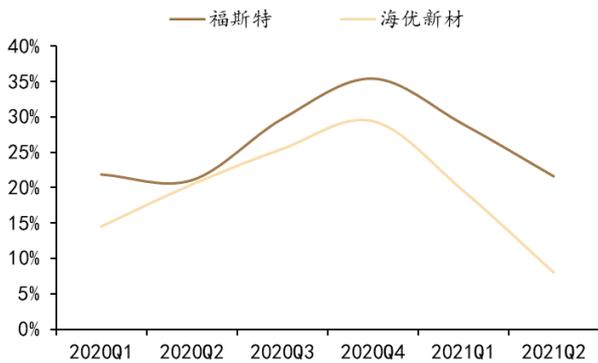
	2020	2021E	2022E
粒子最大产量（万吨）	81.4	98.0	126.8
对应最大胶膜产量（亿平米）	17.70	20.85	26.42
胶膜有效产能（亿平米）	17.52	22.08	29.40
胶膜实际供给（亿平米）	17.52	20.85	26.42
胶膜需求（亿平米）	14.90	18.14	23.56
供需差额（亿平米）	2.61	2.71	2.86

资料来源：CPIA，德邦研究所

3.2. 胶膜行业当前承压，盈利能力有望改善

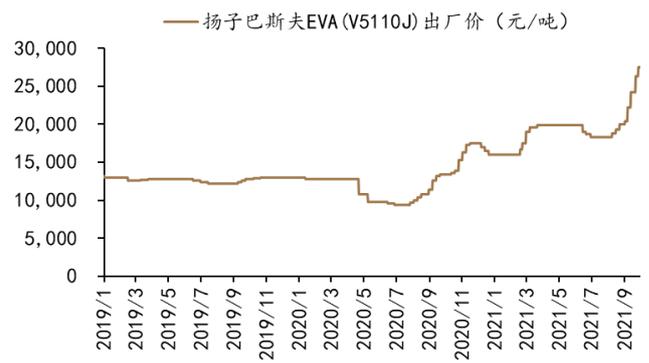
当前胶膜行业毛利率承压。2021Q2 终端需求不及预期，福斯特 3 月起主动降价，叠加上游 EVA 粒子价格高企，Q2 销售毛利率 21.58%，环比下降 7.39%；海优新材 Q2 销售毛利率 8.06%，环比下降 11.54%。进入 Q3 以来，特别是 9 月上游 EVA 粒子价格快速上涨，进一步加大胶膜的成本压力。

图 21: 2020-2021 福斯特与海优新材季度毛利率



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 22: 2019-2021 扬子巴斯夫 EVA (V5110J) 出厂价



资料来源: WIND, 德邦研究所

Q4 有望部分传导原材料涨价压力, 改善盈利能力。 胶膜厂商提价诉求强烈, 纷纷于 9 月提价, 价格总涨幅约 40%, 在 EVA 粒子高位价格下呈现较好的成本转移能力, 有望改善盈利能力。

表 6: 公司毛利率对胶膜均价和 EVA 粒子价格敏感性测算

		EVA 粒子含税价格 (元/kg)						
		18.00	20.00	22.00	24.00	26.00	28.00	30.00
胶膜不含税均价 (元/平米)	11.00	16.35%	8.30%	0.26%	-7.79%	-15.83%	-23.88%	-31.92%
	12.50	26.39%	19.31%	12.23%	5.15%	-1.93%	-9.01%	-16.09%
	14.00	34.27%	27.95%	21.63%	15.31%	8.99%	2.67%	-3.65%
	15.50	40.63%	34.92%	29.21%	23.51%	17.80%	12.09%	6.38%
	17.00	45.87%	40.67%	35.46%	30.25%	25.05%	19.84%	14.64%

资料来源: 德邦研究所

2022 年单 W 盈利有望提升至较好水平。 展望 2022 年, 由于上游 EVA 粒子供需持续偏紧, 预计价格将维持高位, 由于胶膜行业竞争格局良好, 且胶膜在组件成本中占比较低, 胶膜企业成本转嫁能力较强。假设公司毛利率 17% 左右, 当 EVA 粒子含税价格为 20 元/kg 时, 对应单平净利约为 1.09 元/平米。EVA 粒子含税价格每上涨 2 元/kg 吨, 对应单平净利增加 0.10 元/平米。

表 7: 公司单 W 盈利对 EVA 粒子价格的敏感性测算

项目	单位	价格						
EVA 粒子含税价格	元/kg	18.00	20.00	22.00	24.00	26.00	28.00	30.00
胶膜均价	元/平米	11.07	12.13	13.20	14.26	15.33	16.40	17.46
单位成本	元/平米	9.18	10.07	10.95	11.84	12.72	13.61	14.49
单位毛利	元/平米	1.88	2.06	2.24	2.42	2.61	2.79	2.97
毛利率	%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
单位净利	元/平米	1.00	1.09	1.19	1.28	1.38	1.48	1.57
净利率	%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

4. 上市加速扩产，剑指二线龙头

4.1. 一超格局稳固，供应链安全市场二供诉求增加

胶膜行业大致可分为海外主导、国产替代、寡头垄断、二线突围等发展阶段。

(1) 海外主导（早期）：毛利率维持在较高水平。早期全球胶膜市场一直由美国胜邦（STR）、日本三井化学（Mitsui Chemicals Fabro）、日本普利司通（Bridgestone）、德国 Etimex 四家公司垄断，合计市场份额达 60% 以上。EVA 胶膜行业毛利率保持在较高水平。

(2) 国产替代（2006-2016）：毛利率逐步下滑至 30% 左右。自 2006 年起，包括福斯特在内的国内企业，通过自主研发或者技术合作等途径，逐步解决光伏胶膜的抗老化、透光率等问题，同时凭借产品性价比优势，以及产能规模逐步提升，国产品牌市场份额快速增长，至 2008 年福斯特已经紧随美国胜邦、日本三井化学，跻身全球市场份额前三强。EVA 胶膜行业毛利率逐步下滑到 30% 的水平。

(3) 寡头垄断（2017-2020）：毛利率锚定在 20% 左右的较低水平。2016 年国内光伏补贴退坡，导致上半年掀起了历史性的抢装潮，提前透支了部分需求，下半年各环节量价齐跌。福斯特作为行业龙头，主动发起价格战将毛利率调整至 20% 左右，行业盈利空间被大幅压缩，即使在 2018 年 531 新政的冲击，福斯特毛利率依然基本保持稳定。此后，福斯特充分利用定价权，将行业毛利率长期锚定在 20% 左右的合理较低水平，降低潜在竞争者进入威胁。

(4) 二线突围（2021 至今）：毛利率波动增大。随着赛伍技术、海优新材相继上市，以及斯威克控股权转让给深圳燃气，胶膜二线厂商资金实力和融资渠道显著改善，均发布较大规模的扩产计划，预计仍难以撼动福斯特市场地位，部分二线企业或将突围，市场份额快速提升，同时叠加光伏平价需求释放与上游粒子扩产节奏不同步，增大了行业毛利率波动。

图 23：2009-2020 福斯特毛利率

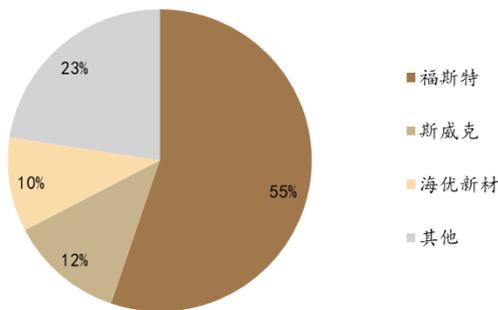


资料来源：公司公告，德邦研究所

一超格局稳固，二供诉求增加。福斯特作为胶膜行业的绝对龙头，2020 年全球市场占有率约 58.06%，同比提升 2.85 个百分点；市场份额远远超过斯威克（14.29%）和海优新材（10.91%）。考虑到行业壁垒以及先发优势，预计行业一

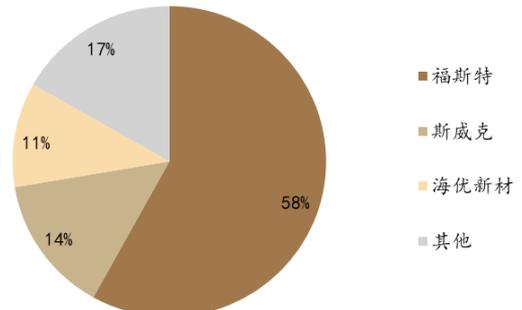
超格局稳固。另一方面，考虑到福斯特市占率已达到很高的水平，逐渐威胁到下游组件厂商的供应链安全与稳定，叠加近年来下游组件厂商集中度迅速提升，下游组件厂商扶持二供诉求增加，预计未来福斯特市占率提升空间不大，部分二线胶膜企业市占率有望提升。

图 24：2019 全球胶膜市场格局



资料来源：CPIA，公司公告，德邦研究所测算

图 25：2020 全球胶膜市场格局

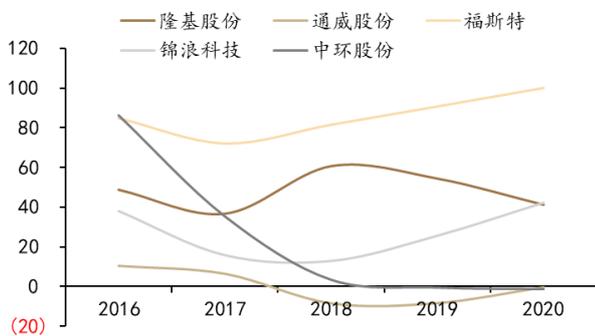


资料来源：CPIA，公司公告，德邦研究所测算

4.2. 行业特性营运资金占用较大，此前资金规模制约产能扩充

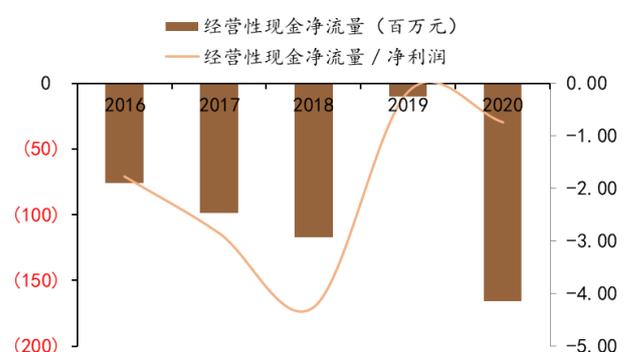
现金循环周期较长，营运资金占用较大。现金循环周期是指企业在经营中从支付原材料到收回货款为止所需的平均时间，计算公式为：现金循环周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数。一般来说，现金循环周期的值越小，说明资金的周转速度越快、使用效率越高。对于胶膜行业，一方面，下游主要为大型组件客户，销售回款周期较长。另一方面，上游供应商一般为大宗化工原料厂商，采购付款结算账期较短。由于收款和付款的账期倒挂，当业务持续扩张时，需要不断向上下游垫款，对流动资金的需求和缺口持续放大，因此行业非常依赖外部持续融资维持运营。从横向对比来看，福斯特近 5 年现金循环周期平均值约 86 天，显著高于行业其他环节的典型公司。

图 26：2016-2020 光伏行业典型公司现金循环周期（天）



资料来源：WIND，德邦研究所

图 27：2015-2020 海优新材净利润现金比率



资料来源：WIND，德邦研究所

净利润现金比率较小，经营性应收项目的增加较多。从现金流角度看，行业净利润现金比率较小，其中福斯特近 5 年实现累计经营净现金流约 14.15 亿元，净利润约 47.03 亿元，净利润现金比率约 0.30；海优新材近 5 年实现累计经营净现金流约 -4.68 亿元，净利润约 3.95 亿元，净利润现金比率约 -1.18。通过间接法

将净利润调节为经营净现金流，可以看出净利润现金比率较小主要原因是，行业属性导致的经营性应收项目的增加较多。

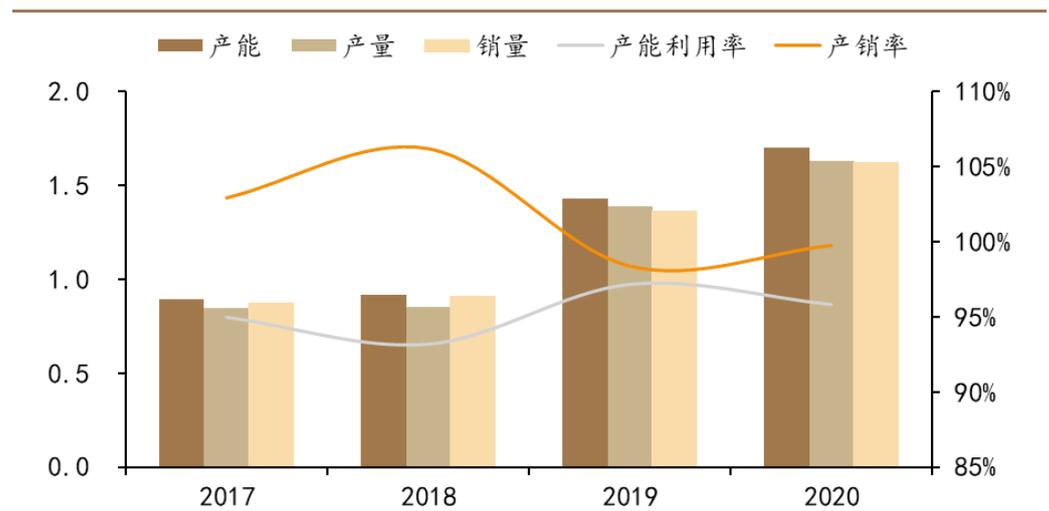
表 8：间接法将净利润调节为经营净现金流

2020 年报 (百万元)	福斯特	海优新材
净利润	1565.27	223.23
加：资产减值准备	59.47	2.10
信用减值损失		2.30
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	125.97	18.38
无形资产摊销	5.71	0.77
长期待摊费用摊销	0.10	2.24
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0.90	-0.05
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	0.97	0.49
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	2.30	
财务费用（收益以“-”号填列）	10.22	11.11
投资损失（收益以“-”号填列）	-39.62	-17.65
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-16.55	1.32
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	2.37	
存货的减少（增加以“-”号填列）	-110.95	-81.11
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-1597.92	-342.70
经营性应付项目的增加（增加以“-”号填列）	264.10	13.79
其他		
经营活动产生的现金流量净额	272.34	-165.79

资料来源：公司公告，德邦研究所

持续满产满销，融资能力较弱制约产能扩充。公司产品市场认可度较高，近年产能利用率维持在 95% 以上，产销率几乎全部超过 100%，始终处于满产满销状态。然而，公司此前资金规模和融资渠道较弱，制约了公司产能的快速扩充。

图 28：2017-2020 公司产销数据 (亿平米)



资料来源：公司招股说明书，公司公告，德邦研究所

表 9：公司上市前履行的 1500 万元以上的银行授信合同

序号	授信人	授信开始日	授信到期日	授信金额 (万元)
1	上海农村商业银行股份有限公司金山支行	2017.08.01	2022.07.31	1,700.00
2	宁波银行股份有限公司上海分行	2019.05.06	2024.05.05	1,500.00
3	上海农村商业银行股份有限公司金山支行	2019.07.11	2024.07.10	3,000.00

4	花旗银行(中国)有限公司上海分行	2017.12.15	-	2,814.00
5	中国邮政储蓄银行股份有限公司上海浦东新区分行	2020.5.27	2021.5.26	1,500.00

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

4.3. 成功上市加速扩产，市占率有望快速提升

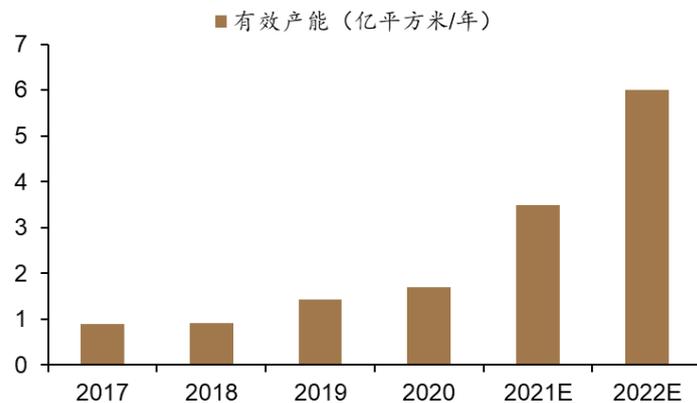
成功上市，加速扩产。2019年3月，公司收购常州合威控制权，产能规模有所提升。在此基础上，公司于2020年对各基地的生产线进行扩产和改造，产能规模进一步提升至1.70亿平方米/年。随着2021年初公司成功上市，IPO募集资金净额13.47亿元，超募资金7.47亿元，同时叠加银行对上市公司的授信额度提升，公司融资能力大幅增强。公司加速产能建设，随着泰州、义乌、上饶基地总计3亿平方米的在建项目，以及IPO募投1.7亿平方米高分子特种膜技术改造项目陆续建成投产，以及盐城经济技术开发区20GW光伏封装胶膜项目、上饶经济技术开发区光伏胶膜倍增项目顺利推进，公司产能将得到大幅扩充。

表 10：公司扩产规划

项目名称	投资金额(亿元)	相应产能	所在地
年产1.7亿平米高分子特种膜技术改造项目	3.45	1.7亿平	上海/上饶
泰州海优威1亿平米胶膜扩产项目	2.4	1亿平	江苏泰州
义乌海优威计划建设1亿平米光伏胶膜项目	2.2	1亿平	浙江义乌
上饶海优威计划建设1亿平米光伏胶膜项目	2	1亿平	江西上饶
上饶经济技术开发区光伏胶膜倍增项目	10	1.5亿平	江西上饶
盐城经济技术开发区20GW光伏封装胶膜项目	10	2亿平	江苏盐城

资料来源：公司公告，德邦研究所

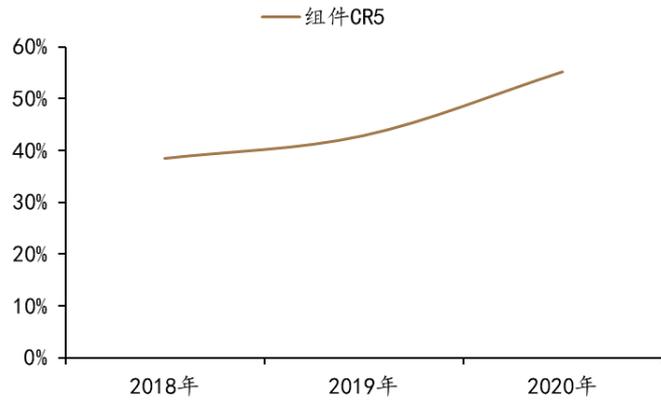
图 29：公司有效产能预测



资料来源：公司公告，德邦研究所

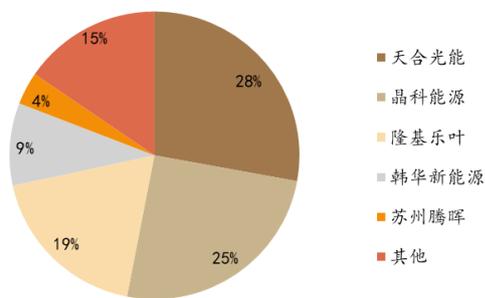
客户认可度持续提高，前五大客户占比稳步提升。下游组件环节作为格局较为分散的环节，近年来市场集中度持续提升，CR5由2016年的35%提升至2020年55%；特别是在2020年疫情、硅料事故等外部事件冲击下，行业CR5同比大幅提升12.3%。2021年上下游产业链持续博弈，长期来看头部企业优势明显，预计市场集中度仍将加速提升。公司掌握优质客户资源，主要客户覆盖天合光能、晶科能源、隆基股份、韩华新能源等行业一线客户，一方面有望跟随下游优质客户快速成长，另一方面组件格局优化增加供应链安全和稳定的诉求。公司前五大客户的营收占比持续增加，从2017年的49.94%增长到2020年的84.74%。

图 30: 2018-2020 组件环节 CR5 变化趋势



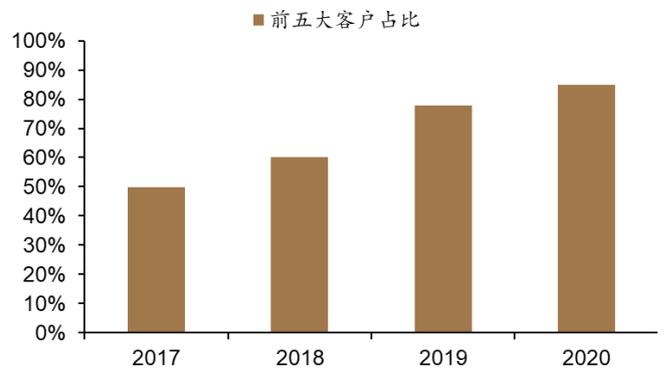
资料来源: CPIA, 德邦研究所

图 31: 公司 2020H1 公司客户结构



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

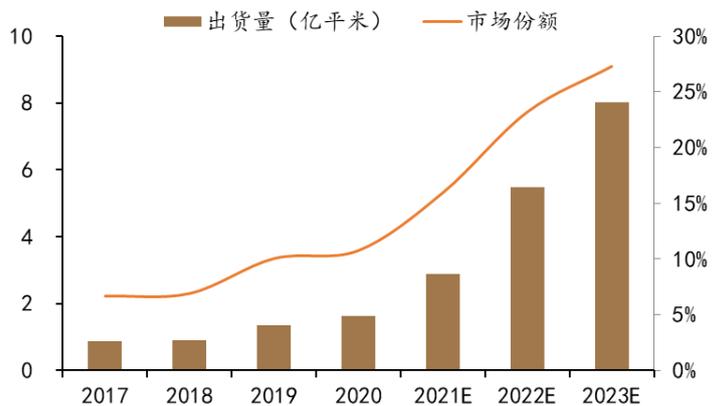
图 32: 公司近年前五大客户业务占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

市占率有望快速提升, 成为仅次于福斯特的二梯队龙头。随着公司新产能陆续释放, 预计在 2021、2022 年有效产能有望达到 3.5、6 亿平, 市场份额有望大幅提升, 从而实现跨越式成长, 成为市场仅次于福斯特的二梯队龙头。

图 33: 公司出货量及市场份额预测



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

5. 研发实力一梯队，补齐资金短板改善盈利能力

5.1. 技术创新持续引领，差异化高端产品占比较高

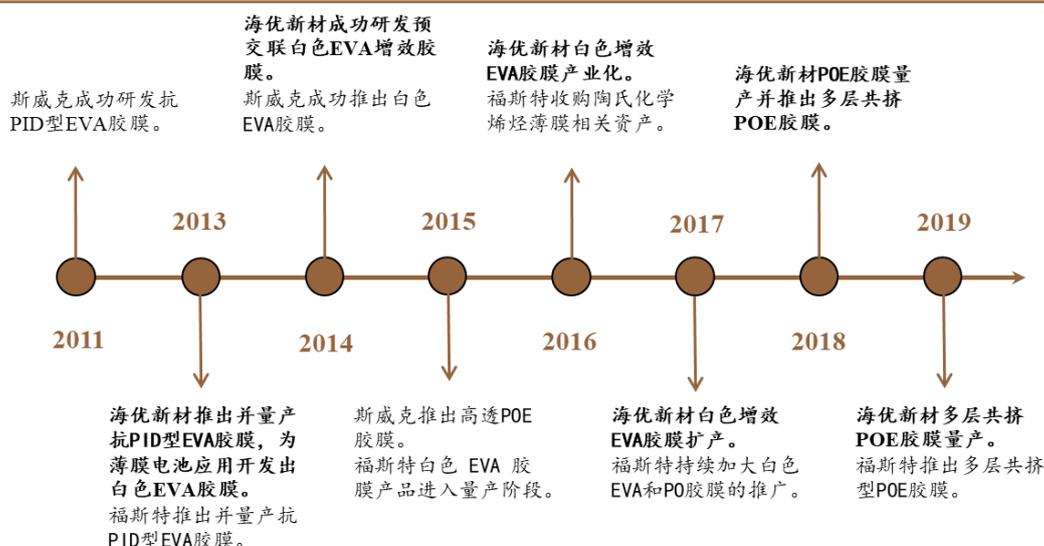
公司将技术创新视为公司发展的核心竞争力，对研发工作投入大量资源，先后推出抗PID型EVA胶膜、白色增效EVA胶膜、共挤POE胶膜等，与福斯特在技术创新层面共同处于行业第一梯队。

(1) 抗PID型EVA胶膜：为提高发电效率，光伏行业早期通过降低太阳能电池片钝化层的折射率的方式提高光透过率，但大规模应用过程中发现电池片更易在外界电压环境下失效，产生PID（电位诱发衰减）现象。2013年，公司抓住产业技术升级机会，推出并量产抗PID型EVA胶膜，奠定了光伏封装胶膜行业的主要制造商的市场地位。

(2) 白色增效EVA胶膜：白色EVA胶膜是在透明EVA胶膜的基础上增加了白色填料预处理，可提高反射率，一般用于电池片下层，可有效提升发电功率，但原有生产工艺制造白膜在层压过程中存在白色填料上溢、收缩、碎片等问题。2014年，公司率先开发出使用电子束预交联技术生产的白色增效EVA胶膜，有效解决了上述问题，并于2017年开始进一步扩大白色增效EVA胶膜的产销规模，并逐步在全行业范围内推广。

(3) 共挤POE胶膜：随着近年双玻组件快速发展，EVA胶膜已难以满足封装要求，POE胶膜凭借抗PID和阻水性优势，成为双玻组件的主要封装材料，但传统POE胶膜具有助剂易析出、表面较滑、层压时间较长以及良率较低的问题。2018年，公司成功研发多层共挤POE封装胶膜技术，保留POE材料的抗PID和阻水性优势，同时也具备EVA材料的良好工艺匹配特性，并于2019年度向市场推出多层共挤POE胶膜，并受到下游客户的广泛认可。

图 34：行业主要竞争对手产品研发节奏

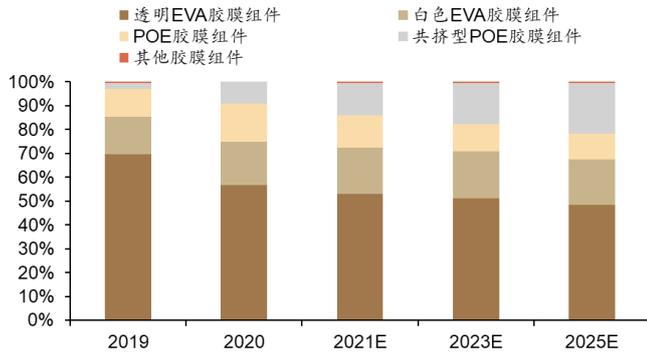


资料来源：公司公告，德邦研究所

高端胶膜产品享有阶段性溢价。由于白色EVA胶膜及POE胶膜具有一定的性能优势，且仍处在推广期，市场份额快速提升，因此相比透明EVA胶膜，享有

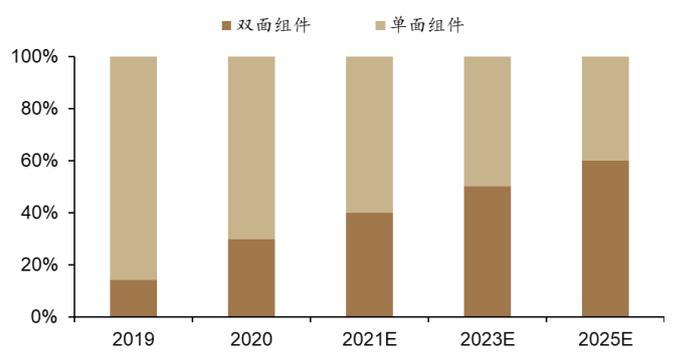
一定的溢价。2020 上半年，公司白色增效 EVA 胶膜及 POE 胶膜毛利率分别为 23.01%和 20.64%，分别比透明 EVA 胶膜毛利率高出 7.84 和 5.47 个百分点。

图 35: 2019-2025 不同封装材料的市场占比趋势



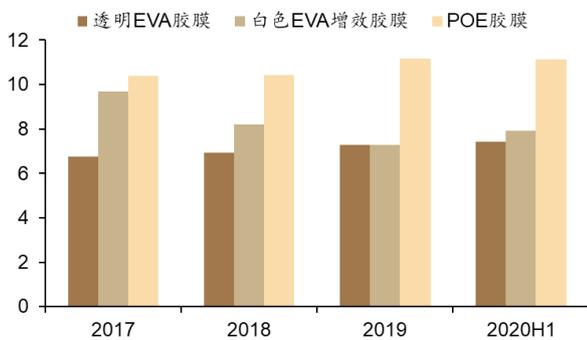
资料来源: CPIA, 德邦研究所

图 36: 2019-2025 双面组件渗透率



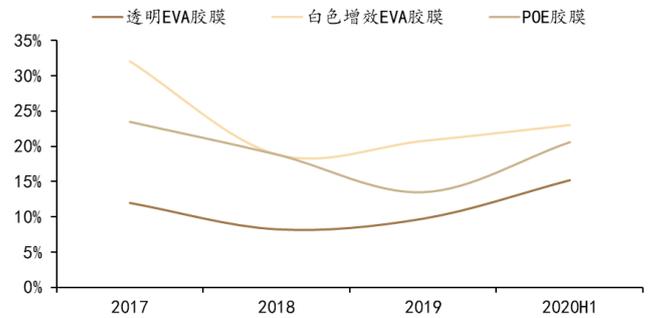
资料来源: CPIA, 德邦研究所

图 37: 公司 2017-2020H1 分产品均价 (元/平米)



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

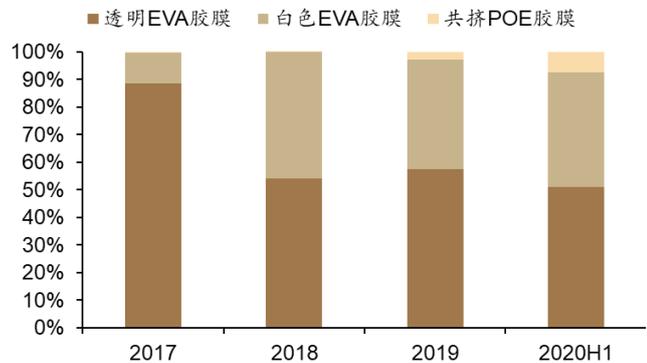
图 38: 公司 2017-2020H1 分产品毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

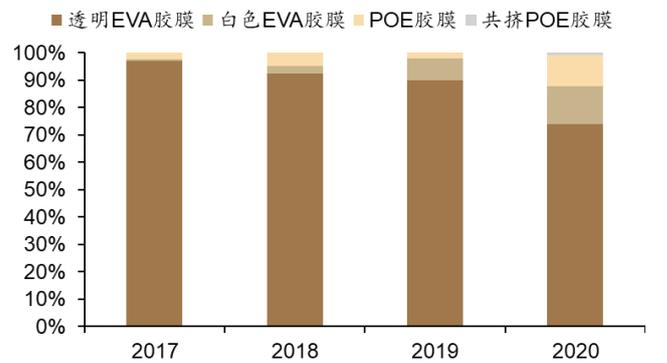
高端差异化产品占比较高。从与可比公司横向对比来看，公司 2020H1 透明 EVA 胶膜销量占比 50.90%、白色 EVA 胶膜销量占比 41.61%、共挤 POE 胶膜销量占比 7.49%，产品结构明显优于同为第二梯队的斯威克。受益于高端产品差异化产品占比较高，近 4 年来公司销售单价高于主要可比公司福斯特、斯威克。从公司发展纵向来看，随着高端差异化产品市场认可度逐步提高，公司白色 EVA 胶膜、EPE 胶膜产品销量快速增加，产品结构优化改善公司毛利率。

图 39: 公司 2017-2020H1 产品结构 (销量口径)



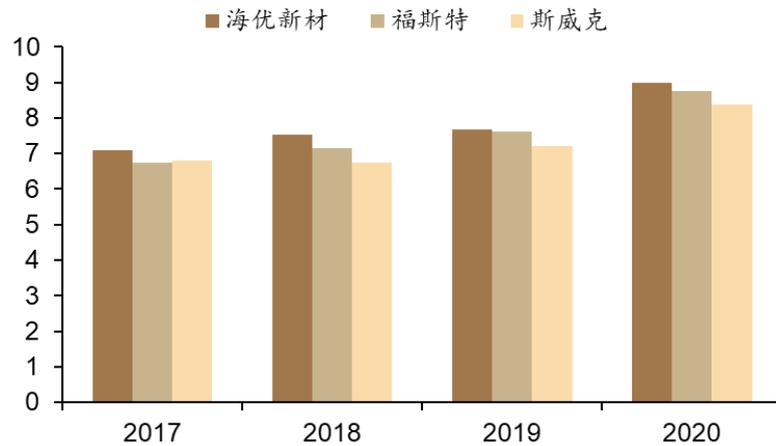
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 40: 斯威克 2017-2020H1 产品结构 (销量口径)



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 41: 行业主要公司销售单价 (元/平米)

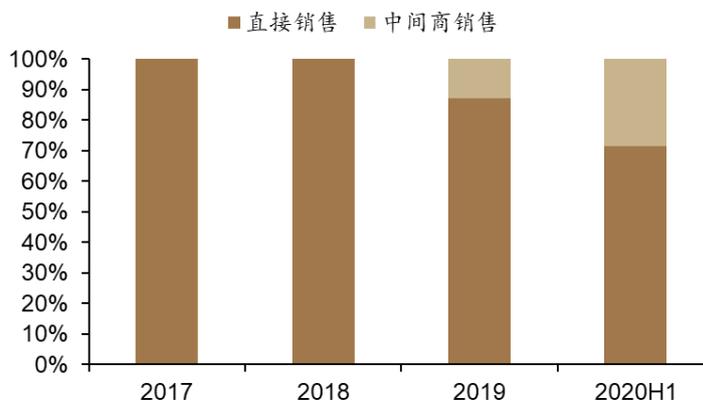


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

5.2. 补齐资金短板, 盈利能力有望提升

取消中间商销售预计提升毛利率约 0.5%-0.6%。公司出于自身资金周转需求, 于 2019 年开始通过中间商销售一部分胶膜产品, 并支付一定手续费。2019 年、2020 年上半年公司通过中间商销售收入占比分别为 12.78%、28.45%。其中, 公司通过上海成套集团向天合光能销售胶膜产品, 定价系以天合光能洽谈价格上折扣约 2%; 通过福马机械向苏州腾晖销售胶膜产品, 定价系在与苏州腾晖洽谈价格基础上每平方米折让 0.1 元 (含税)。因此, 一般通过中间商销售毛利率略低于直接销售毛利率。参考公司 2019 年销售数据, 2019 年公司向天合光能直接销售毛利率 11.91%, 高于通过中间商销售毛利率 0.18 个百分点。假设 2020 年中间商销售收入占比约 25%-30%, 销售价格折让 2%, 随着公司成功上市资金实力大幅增强, 将不再通过中间商销售胶膜产品, 不考虑销售时点和产品结构差异, 有望提升毛利率约 0.5%-0.6%。

图 42: 公司直接销售和中间商收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

表 11: 公司直销与中间商销售模式定价及结算方式

项目	产品定价	结算方式
向天合光能直销	依据市场情况洽谈价格	天合光能以其 6 个月商业承兑汇票与公司结算

通过中间商上海成套集团向天合光能销售	在与天合光能洽谈价格上折扣约 2%	上海成套集团以 120 日银行信用证与公司结算货款, 公司向上海成套集团支付合同金额 15% 的款项作为终端客户回款保证金
向苏州腾晖直销	依据市场情况洽谈价格	苏州腾晖以其 6 个月银行承兑汇票与公司结算
通过中间商福马机械向苏州腾晖销售	在与苏州腾晖洽谈价格基础上每平方米折让 0.1 元 (含税)	福马机械预付 50% 货款, 剩余款项货到付款

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

表 12: 公司 2019 年度直销与中间商销售给天合光能占比及毛利率

销售模式	销售产品	收入占比	销售毛利率
直接销售	透明 EVA 胶膜	36.71%	7.52%
	白色增效 EVA 胶膜	21.56%	18.16%
	POE 胶膜	6.55%	15.92%
	小计	64.82%	11.91%
中间商销售	透明 EVA 胶膜	19.57%	6.89%
	白色增效 EVA 胶膜	11.84%	19.88%
	POE 胶膜	3.77%	11.31%
	小计	35.18%	11.73%
合计		100.00%	11.85%

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

表 13: 公司 2019 年度直销与中间商销售给天合光能平均单价

产品类别	主要产品规格	中间商销售均价 (元/平米)	直接销售平均单价 (元/平米)	单价差异率
透明 EVA 胶膜	S201*****1004****0.62*1*2	9.07	9.25	-1.95%
	S201*****976****0.57*1*2	8.16	8.41	-2.97%
	S201*****989****0.57*1*2	8.18	8.43	-2.97%
	S201*****989****0.57*2*2	8.24	8.5	-3.06%
	S201*****976****0.44*1*2	6.48	6.65	-2.56%
	S201*****989****0.44*1*2	6.49	6.67	-2.70%
	S201*****989****0.62*1*1	8.92	9.16	-2.62%
	S201*****976****0.40*1*1	6.22	6.38	-2.51%
	S201*****989****0.40*1*1	6.24	6.41	-2.65%
	白色增效 EVA 胶膜	G401*****1004****620*2*1	11.19	11.42
S201*****1025****0.57*2*1		10.15	10.38	-2.22%
S201*****989****0.62*2*1		11.05	11.42	-3.24%
S201*****976****0.41*2*1		7.15	7.39	-3.25%
S201*****989****0.420*2*1		7.32	7.57	-3.30%
POE 胶膜	AKC*****1001****0.57*1*1	11.1	11.38	-2.46%

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

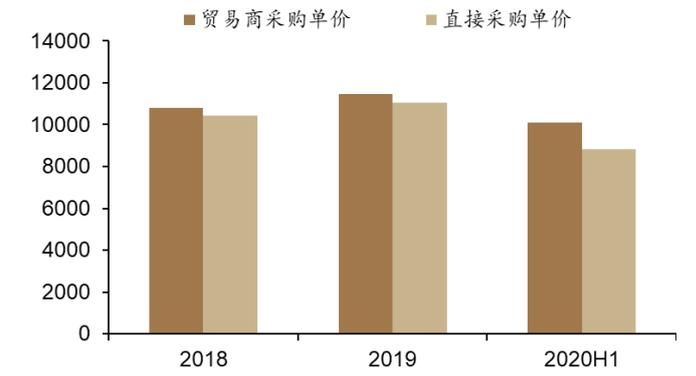
取消贸易商采购预计提升毛利率约 1.75%-2.25%。公司出于自身资金周转需求, 通过贸易商采购一部分原材料, 并支付一定手续费, 以换取更长的账期。例如, 2019 年公司因资金较为紧张, 委托客户天合光能向斯尔邦采购 EVA 树脂, 天合光能给予公司 4 个月信用账期, 但同时采购均价高于公司向斯尔邦直接采购均价约 5.49%。2020H1 公司向前五大生产商采购占总采购金额比例约 78.17%, 其中通过贸易商采购占总采购金额比例约 40.08%。假设 2020 年通过贸易商采购占比约 35%-45%, 假设手续费约 5%, 随着公司成功上市资金实力大幅增强, 将不再通过贸易商采购原材料, 不考虑采购时点差异, 预计提升毛利率约 1.75%-2.25%。

图 43: 公司前五大生产商直接采购与贸易商采购占比



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

图 44: 对斯尔邦直接采购与贸易商采购均价对比 (元/吨)



资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

加强库存管理有望平抑原材料价格波动影响。EVA 树脂为公司的主要原材料, 通常采取随行就市的采购模式。由于历史上公司资金较为紧张, 原材料备货一般仅满足约 10-15 天的生产需求, 低于行业主要竞争对手约 2 个月的原材料备货水平。其中, 公司 2018 年末原材料备货约 41 天, 显著高于正常水平的主要原因是为应对当年 EVA 树脂价格上涨而进行一定的原料备货。行业存货的盘存制度一般为永续盘存制, 存货取得时按实际成本计价, 发出时采用加权平均法计价。在原材料 EVA 树脂价格快速上涨过程中, 由于公司原材料库存较小, 最终反应到生产成本上涨的过程较快, 反之亦然。随着公司成功上市资金实力增强, 未来有望加强库存管理, 并提升原材料库备货水平, 平抑原材料价格波动对生产成本的影响。

表 14: 公司原材料备货情况

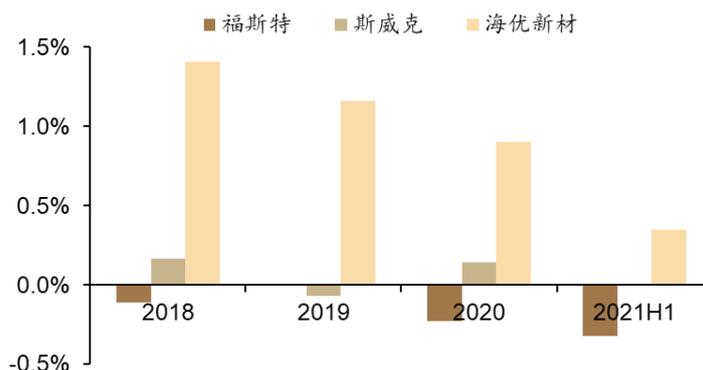
项目	2017	2018	2019	2020H1
期末原材料余额 (万元)	1888.06	5820.7	2611.61	3038.6
原材料备货预计耗用时间 (天)	15	41	11	14

资料来源: 公司招股说明书, 德邦研究所

注: 备货预计耗用时间=期末原材料余额/日均原材料耗用金额

财务费用率有望快速下降。相比同行业上市公司, 历史上公司在资金规模、融资渠道等方面存在一定劣势, 除利息支出增加外, 为加快资金周转速度, 公司对票据贴现, 以及执行提前回款享有一定现金折扣的结算政策, 使得公司财务费用率较高。随着公司成功上市资金实力大幅增强, 预计公司财务费用率有望快速下降。

图 45: 行业主要竞争对手财务费用率对比



资料来源：公司招股说明书，德邦研究所
注：斯威克暂未披露 2021H1 数据

表 15：公司财务费用构成（万元）

项目	2017	2018	2019	2020
利息支出	293.99	301.88	418.97	736.64
减：利息收入	-15.68	-6.52	-11.04	-35.91
未确认融资费用	45.85	66.35	86.89	219.26
承兑汇票贴息	268.6	713.01	30.58	21.43
汇兑净损失	89.35	-167.02	60.82	277.46
现金折扣	88.49	78.79	553.69	8.67
银行手续费及其他	59.89	20.43	95.58	101.69
合计	830.49	1,006.92	1,235.49	1,329.24

资料来源：公司招股说明书，德邦研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

光伏胶膜业务：考虑行业需求以及公司产能规划，预计 2021-2023 年公司光伏胶膜销量分别达到 2.90、5.47、8.02 亿平米；营收分别达到 38.79、66.46、84.20 亿元；毛利率分别约为 14.19%、17.12%、19.04%。

其他业务：假设 2021-2023 年公司非光伏胶膜业务增速分别为 20%、20%、20%，毛利率保持在 47%左右；假设 2021-2023 年公司其他主营业务增速分别为 10%、10%、10%，毛利率保持在 45%左右；假设 2021-2023 年公司其他业务增速分别为 5%、5%、5%，毛利率保持在 65%左右。

表 16：盈利预测

光伏胶膜	2020	2021E	2022E	2023E
销量 (亿平)	1.63	2.90	5.47	8.02
收入 (百万元)	1461.05	3879.41	6645.75	8419.95
成本 (百万元)	1112.19	3329.01	5507.80	6816.86
毛利率 (%)	23.88%	14.19%	17.12%	19.04%
非光伏胶膜	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)	1.92	2.31	2.77	3.32
成本 (百万元)	1.03	1.22	1.47	1.76
毛利率 (%)	46.37%	47.00%	47.00%	47.00%
其他主营业务	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)	16.95	18.65	20.51	22.57
成本 (百万元)	9.44	10.26	11.28	12.41
毛利率 (%)	44.32%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务	2020	2021E	2022E	2023E
收入 (百万元)	1.17	1.23	1.29	1.35
成本 (百万元)	0.42	0.43	0.45	0.47
毛利率 (%)	64.19%	65.00%	65.00%	65.00%

资料来源：公司公告，德邦研究所

6.2. 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.67、6.24、9.29 亿元，同比增长 19.6%、133.8%、48.9%，对应 PE 为 73、31、21 倍。参考同行业可比公司福斯特、赛伍技术、隆基股份、通威股份、阳光电源 2022 年平均 37 倍 PE，同时考虑公司自身成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值对比

股票代码	股票名称	股票价格	EPS				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
603806.SH	福斯特	126.50	2.03	2.04	2.51	3.08	62	62	50	41

603212.SH	赛伍技术	31.61	0.49	0.79	1.22	1.61	65	40	26	20
601012.SH	隆基股份	79.55	2.27	2.12	2.75	3.43	35	38	29	23
600438.SH	通威股份	50.46	0.80	1.76	2.25	2.54	63	29	22	20
300274.SZ	阳光电源	150.20	1.34	1.97	2.71	3.43	112	76	55	44
	均值						67	49	37	30
CI005286.WI	CS 太阳能						93	41	30	24
688680.SH	海优新材	231.54	2.66	3.18	7.43	11.06	87	73	31	21

资料来源: WIND, 德邦研究所 (除海优新材外盈利预测来自Wind一致预期, 数据截至 2021 年 10 月 8 日, 指数 PE 预测采用整体法, 不剔除负值)

7. 风险提示

疫情持续时间超预期：如果全球疫情持续时间及负面影响超预期，光伏发电项目存在延迟或停止的风险。

贸易摩擦影响超预期：光伏发电在全球范围内加速替代传统能源，由于产业链集中在国内，地缘政治、贸易摩擦加剧导致海外新增装机规模不及预期。

电网消纳不及预期：光伏迈入平价时代，消纳问题成为制约行业发展的一大关键瓶颈要素。如果电网的消纳能力不足将影响国内新增装机规模。

行业竞争超预期：行业景气度高企，迎来新一轮扩产潮，未来市场存在竞争加剧，进而导致产品价格超预期下降的风险。

原材料价格波动风险：原材料价格受市场供需影响，存在一定波动性。如果未来主要原材料价格大幅上涨，将对行业盈利产生不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	2.66	3.18	7.43	11.06
每股净资产	8.96	29.62	37.05	48.11
每股经营现金流	-1.97	-8.11	-4.61	5.02
每股股利	0.54	0.54	0.54	0.54
价值评估(倍)				
P/E	—	72.89	31.18	20.93
P/B	—	7.82	6.25	4.81
P/S	—	4.99	2.92	2.30
EV/EBITDA	—	64.82	28.52	18.68
股息率%	—	0.2%	0.2%	0.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	24.2%	14.4%	17.2%	19.1%
净利润率	15.1%	6.8%	9.4%	11.0%
净资产收益率	29.7%	10.7%	20.0%	23.0%
资产回报率	14.6%	7.1%	12.8%	15.3%
投资回报率	19.0%	8.5%	16.7%	19.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	39.3%	163.4%	71.0%	26.6%
EBIT 增长率	213.8%	11.5%	139.6%	50.7%
净利润增长率	233.8%	19.6%	133.8%	48.9%
偿债能力指标				
资产负债率	50.7%	34.0%	36.2%	33.5%
流动比率	1.6	2.7	2.6	2.8
速动比率	1.3	2.2	2.0	2.2
现金比率	0.2	0.7	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	129.3	110.0	105.0	100.0
存货周转天数	54.8	54.0	53.0	52.0
总资产周转率	1.0	1.0	1.4	1.4
固定资产周转率	8.0	17.7	26.6	30.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	223	267	624	929
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	26	17	18	18
非经营收益	-5	-6	-11	-18
营运资金变动	-410	-960	-1,018	-508
经营活动现金流	-166	-681	-387	422
资产	-56	-72	-59	-51
投资	0	0	0	0
其他	3	21	27	34
投资活动现金流	-53	-51	-32	-17
债权募资	412	0	0	0
股权募资	0	21	0	0
其他	-127	1,432	-16	-16
融资活动现金流	285	1,453	-16	-16
现金净流量	65	722	-436	389

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 8 日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,481	3,902	6,670	8,447
营业成本	1,123	3,341	5,521	6,832
毛利率%	24.2%	14.4%	17.2%	19.1%
营业税金及附加	2	6	10	13
营业税金率%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%
营业费用	12	29	50	63
营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	30	74	127	160
管理费用率%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%
研发费用	65	174	297	376
研发费用率%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
EBIT	249	278	666	1,003
财务费用	13	15	7	12
财务费用率%	0.9%	0.4%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-2	-2	-3	-3
投资收益	13	21	27	34
营业利润	254	303	709	1,056
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	254	303	709	1,056
EBITDA	271	293	681	1,018
所得税	31	36	85	127
有效所得税率%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	223	267	624	929

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	154	875	440	828
应收账款及应收票据	748	1,764	2,833	3,356
存货	168	494	802	973
其它流动资产	124	246	373	450
流动资产合计	1,195	3,380	4,447	5,607
长期股权投资	26	26	26	26
固定资产	185	220	251	278
在建工程	20	41	54	62
无形资产	35	35	35	35
非流动资产合计	333	389	433	468
资产总计	1,528	3,769	4,879	6,076
短期借款	374	374	374	374
应付票据及应付账款	249	705	1,134	1,366
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	116	166	222	257
流动负债合计	740	1,245	1,731	1,998
长期借款	14	14	14	14
其它长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	35	35	35	35
负债总计	775	1,280	1,766	2,034
实收资本	63	84	84	84
普通股股东权益	753	2,489	3,113	4,042
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,528	3,769	4,879	6,076

信息披露

分析师与研究助理简介

马天一，德邦证券研究所电力设备与新能源行业高级分析师，天津大学化工硕士，中南大学冶金工程本科，锂电池材料研发背景，3年以上电动车行业研究经验，擅长行业技术趋势和生意本质的解读，专注于从产业角度挖掘投资机会。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。