

# 海优新材 (688680)

## 2022 年三季报点评: Q3 盈利短期承压, 23 年量利双升 买入 (维持)

2022 年 10 月 30 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书: S0600520070006

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书: S0600121070058

guoyan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,105	6,186	10,775	14,237
同比	110%	99%	74%	32%
归属母公司净利润 (百万元)	252	282	812	1,088
同比	13%	12%	188%	34%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.00	3.35	9.66	12.95
P/E (现价&最新股本摊薄)	48.98	43.83	15.22	11.35

#产能扩张

### 投资要点

■ **事件:** 公司发布 2022 年三季报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 41.32 亿元, 同比增长 106.42%; 实现归属母公司净利润 1.33 亿元, 同比增长 10.49%。其中 2022Q3, 实现营业收入 13.18 亿元, 同比增长 66.35%, 环比下降 16.89%; 实现归属母公司净利润-0.75 亿元, 同比下降 280.67%, 环比下降 157.09%。Q1-3 毛利率为 9.27%, 同比下降 3.04pct, Q3 毛利率-1.24%, 同比下降 11.86pct, 环比下降 16.72pct; Q1-3 归母净利率为 3.23%, 同比下降 2.79pct, Q3 归母净利率-5.67%, 同比下降 10.85pct, 环比下降 13.91pct。由于 2022Q3 原材料及胶膜价格波动较大, 公司高价原材料库存较多, 业绩低于市场预期。

■ **22Q3 盈利承压, Q4 有望盈利回升。**公司 2022Q1-3 胶膜出货约 3.2 亿平, 同增 84%, 其中 2022Q3 受 7-8 月组件降排产影响, 胶膜出货约 1 亿平, 同增 43%/环减 12%。盈利上, 1) 7-8 月公司粒子采购处于高位, 9 月粒子价格下跌带动胶膜价格快速下跌, 形成“高成本+低价格”的剪刀差; 2) Q3 EVA 与 POE 粒子价格倒挂, 影响 EPE 产品性价比。我们预计公司胶膜 2022Q3 均价约 13.2 元/平, 环减约 8%, 测算单平净利约-0.7~-0.8 元/平。组件厂 2022 年 9 月起上调排产, 公司胶膜 9 月出货修复至约 0.5 亿平, 我们预计 2022Q4 公司出货 1.5 亿平+。组件需求回暖叠加高成本库存大部分消化, 我们预计 2022Q4 胶膜盈利由亏转盈。

■ **新产能逐渐投放, 剑指行业龙二。**公司 2021 年底胶膜产能 6 亿平, 2022 年计划扩产 3.5 亿平, 2022H1 泰州工厂已顺利达产, 上饶二期 2022Q3 已达产, 2022 年底总产能达 9.5 亿平。2023 年硅料价格下行有望带动地面电站需求提升, 同时电池新技术放量带动 POE 类盈利回升, 2023 年公司新增产能放量, 且粒子保供能力强, 我们预计公司 2022 全年出货 8.5-9 亿平, 同比增长 80%+。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于胶膜盈利承压, 我们下调公司 2022 年盈利预测, 我们预计 2022-2024 年净利润 2.82/8.12/10.88 亿元 (前值为 5.54/8.12/10.88 亿元), 同比+12%/+188%/+34%。基于公司胶膜龙头地位, 同时积极扩产提升市占率, 我们给予公司 2023 年 20xPE, 目标价 193 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	147.00
一年最低/最高价	135.00/362.21
市净率(倍)	5.17
流通 A 股市值(百万元)	7,252.36
总市值(百万元)	12,350.94

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	28.43
资产负债率(% ,LF)	59.14
总股本(百万股)	84.02
流通 A 股(百万股)	49.34

### 相关研究

《海优新材(688680): 2022 年中报点评: 22Q2 盈利修复, 22H2 出货加速增长》

2022-08-30

《海优新材(688680): 半年报业绩预告点评: 22Q2 盈利修复, 出货持续高增》

2022-07-21

## 图表目录

图 1: 2022Q1-3 收入 41.32 亿元, 同比+106.42% (亿元, %)	3
图 2: 2022Q1-3 归母净利润 1.33 亿元, 同比+10.49% (亿元, %)	3
图 3: 2022Q3 收入 13.18 亿元, 同比+66.35% (亿元, %)	4
图 4: 2022Q3 归母净利润-0.75 亿元, 同比-280.67% (亿元, %)	4
图 5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-3.04、-2.79pct (%)	4
图 6: 2022Q3 毛利率、净利率同比-11.86、-10.85pct (%)	4
图 7: 公司胶膜销量和单平售价 (左轴: 亿平米, 右轴: 元/平米)	5
图 8: 2022Q1-3 期间费用 2.17 亿元, 同比+54.20% (亿元, %)	6
图 9: 2022Q3 期间费用率 4.72%, 同比-1.07pct (%)	6
图 10: 2022Q3 现金净流出-8.71 亿元, 同比-166.03%(亿元, %)	6
图 11: 2022Q3 期末合同负债 0.18 亿元, 同比+52.18% (亿元, %)	6
表 1: 2022Q1-3 收入 41.32 亿元, 同比增长 106.42%; 盈利 1.33 亿元, 同比增长 10.49% (单位: 亿元)	3

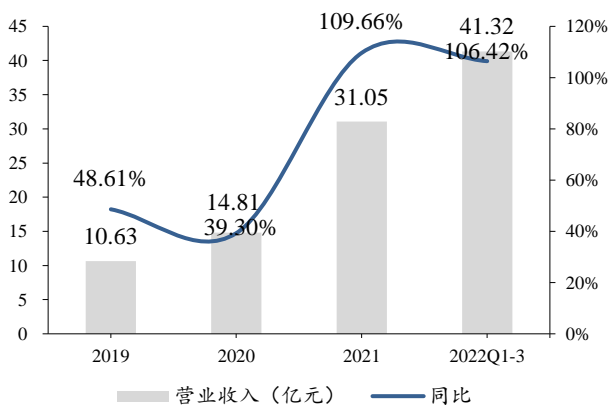
**事件:** 公司发布 2022 年三季度报, 公司 2022Q1-3 实现营业收入 41.32 亿元, 同比增长 106.42%; 实现归属母公司净利润 1.33 亿元, 同比增长 10.49%。其中 2022Q3, 实现营业收入 13.18 亿元, 同比增长 66.35%, 环比下降 16.89%; 实现归属母公司净利润-0.75 亿元, 同比下降 280.67%, 环比下降 157.09%。Q1-3 毛利率为 9.27%, 同比下降 3.04pct, Q3 毛利率-1.24%, 同比下降 11.86pct, 环比下降 16.72pct; Q1-3 归母净利率为 3.23%, 同比下降 2.79pct, Q3 归母净利率-5.67%, 同比下降 10.85pct, 环比下降 13.91pct。由于 2022Q3 原材料及胶膜价格波动较大, 公司高价原材料库存较多, 业绩低于市场预期。

**表1: 2022Q1-3 收入 41.32 亿元, 同比增长 106.42%; 盈利 1.33 亿元, 同比增长 10.49% (单位: 亿元)**

海优新材	2022Q1-3	2021Q1-3	同比	2022Q3	2021Q3	2022Q3 同比	2022Q2	2022Q3 环比
营业收入	41.32	20.02	106.4%	13.18	7.92	66.3%	15.86	-16.9%
毛利率	9.3%	12.3%	-3.0pct	-1.2%	10.6%	-11.9pct	15.5%	-16.7pct
营业利润	1.46	1.29	12.7%	-1.02	0.46	-323.0%	1.55	-165.9%
利润总额	1.45	1.29	13.1%	-1.02	0.46	-321.7%	1.55	-166.0%
归属母公司净利润	1.33	1.20	10.5%	-0.75	0.41	-280.7%	1.31	-157.1%
扣非归母净利润	1.22	1.20	1.7%	-0.85	0.40	-310.5%	1.30	-165.3%
归母净利率	3.2%	6.0%	-2.8pct	-5.7%	5.2%	-10.9pct	8.2%	-13.9pct
股本 (亿股)	0.84	0.84	-	0.84	0.84	-	0.84	-
EPS (元/股)	1.59	1.43	10.7%	-0.89	0.49	-281.8%	1.56	-157.1%

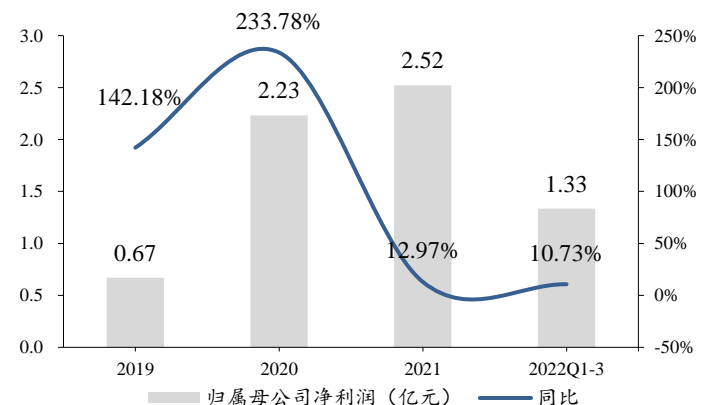
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图1: 2022Q1-3 收入 41.32 亿元, 同比+106.42% (亿元, %)**



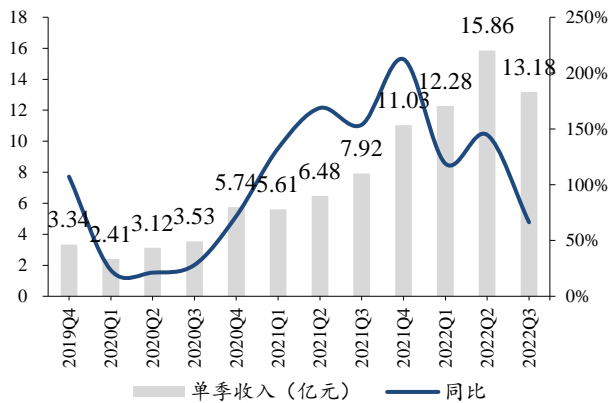
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**图2: 2022Q1-3 归母净利润 1.33 亿元, 同比+10.49% (亿元, %)**



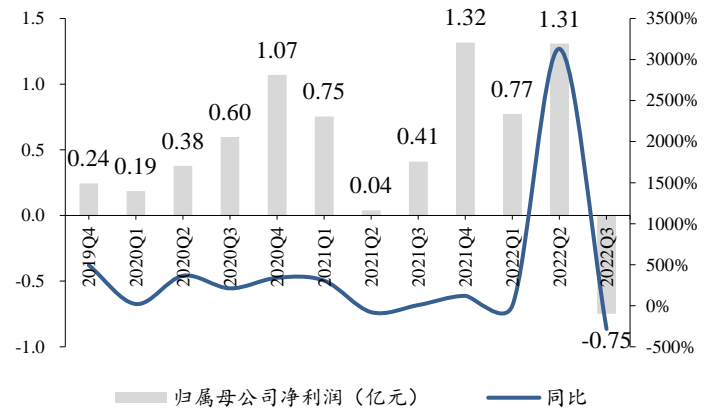
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022Q3 收入 13.18 亿元, 同比+66.35% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2022Q3 归母净利润-0.75 亿元, 同比-280.67% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2022Q1-3 毛利率、净利率同比-3.04、-2.79pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

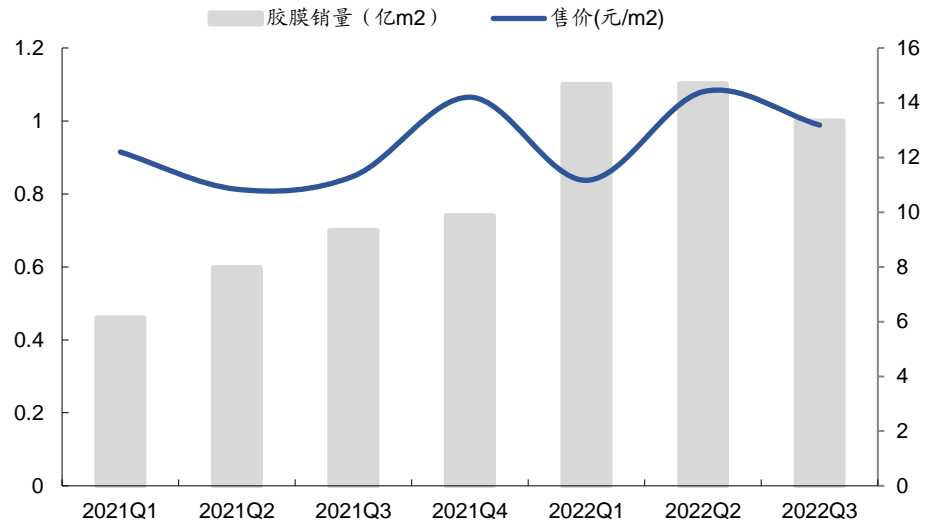
图6: 2022Q3 毛利率、净利率同比-11.86、-10.85pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**22Q3 盈利承压、Q4 有望盈利回升。**公司 2022Q1-3 胶膜出货约 3.2 亿平, 同增 84%, 其中 2022Q3 受 7-8 月组件降排产影响, 胶膜出货约 1 亿平, 同增 43%/环减 12%。盈利上, 1) 7-8 月公司粒子采购处于高位, 9 月粒子价格下跌带动胶膜价格快速下跌, 形成“高成本+低价格”的剪刀差; 2) Q3 EVA 与 POE 粒子价格倒挂, 影响 EPE 产品性价比。我们预计公司胶膜 2022Q3 均价约 13.2 元/平, 环减约 8%, 测算单平净利约-0.7~-0.8 元/平。组件厂 2022 年 9 月起上调排产, 公司胶膜 9 月出货修复至约 0.5 亿平, 我们预计 2022Q4 公司出货 1.5 亿平+。组件需求回暖叠加高成本库存大部分消化, 我们预计 2022Q4 胶膜盈利由亏转盈。

图7：公司胶膜销量和单平售价（左轴：亿平米，右轴：元/平米）

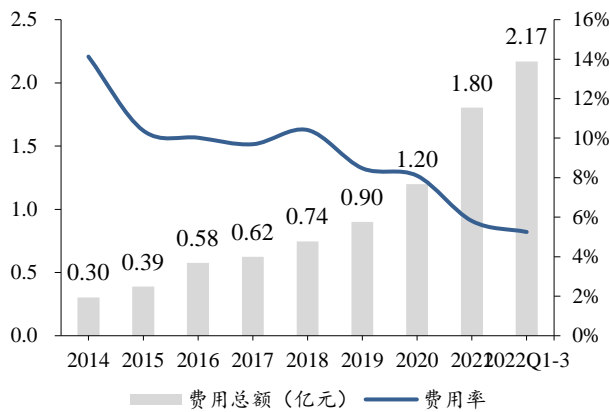


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**新产能逐渐投放、剑指行业龙二。**公司 2021 年底胶膜产能 6 亿平，2022 年计划扩产 3.5 亿平，2022H1 泰州工厂已顺利达产，上饶二期 2022Q3 已达产，2022 年底总产能达 9.5 亿平。2023 年硅料价格下行有望带动地面电站需求提升，同时电池新技术放量带动 POE 类盈利回升，2023 年公司新增产能放量，且粒子保供能力强，我们预计公司 2022 全年出货 8.5-9 亿平，同比增长 80%+。

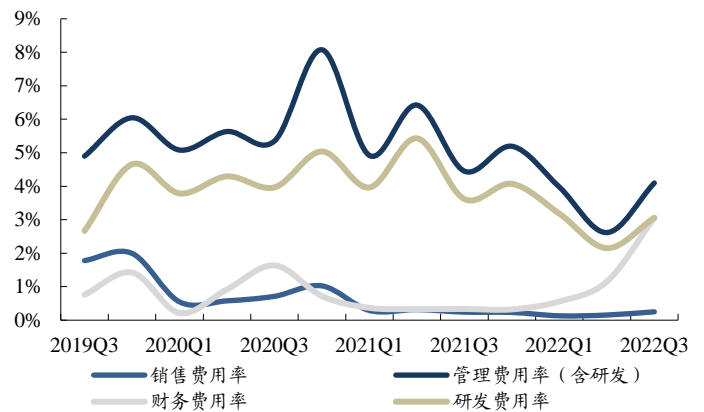
**控费能力不断提升，财务费用增幅较大：**公司 2022Q1-3 期间费用同比增长 54.20% 至 2.17 亿元，期间费用率下降 0.59 个百分点至 5.25%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比上升 31.24%、上升 38.07%、上升 31.86%、上升 852.15% 至 0.07 亿元、1.44 亿元、1.14 亿元、0.65 亿元；费用率分别下降 0.1、下降 1.73、下降 1.55、上升 1.24 个百分点至 0.18%、3.49%、2.75%、1.58%。Q3，销售、管理、研发、财务费用分别同比 +72.93%/+106.68%/+40.77%/+1413.46%，费用率分别为 0.25%/4.10%/3.06%/3.05%。

图8: 2022Q1-3 期间费用 2.17 亿元, 同比+54.20% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

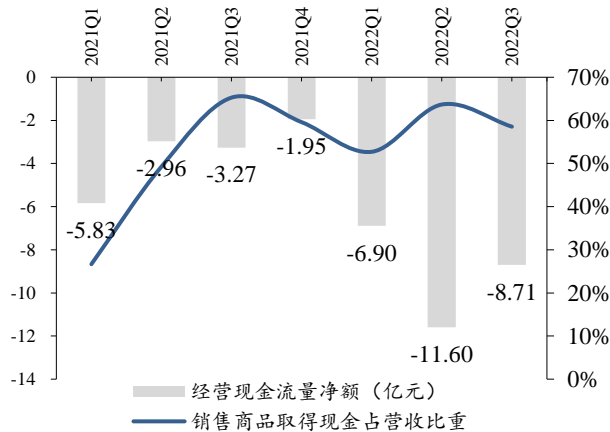
图9: 2022Q3 期间费用率 4.72%, 同比-1.07pct (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

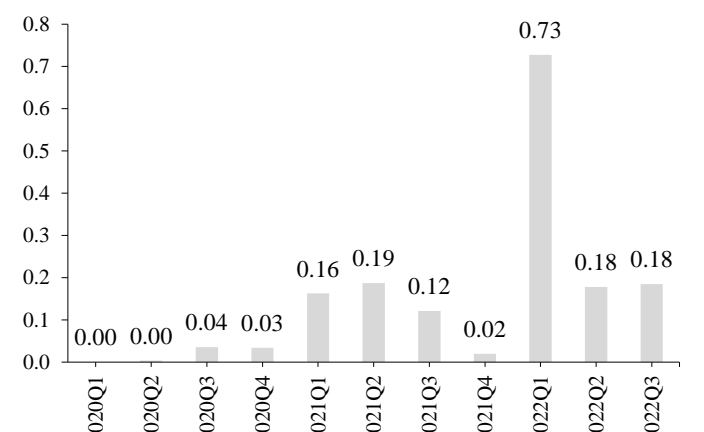
**现金流净额持续承压:** 公司 2022Q1-3 经营活动现金流量净流出 27.20 亿元, 同比下降 125.41%, 其中 2022Q3 经营活动现金流量净额-8.71 亿元; 2022Q1-3 销售商品取得现金 24.29 亿元, 同比增长 146.25%。期末合同负债 0.18 亿元, 同比+52.18%。期末应收账款 15.08 亿元, 较期初增长 4.2 亿元, 应收账款周转天数下降 8.68 天至 84.82 天。期末存货 13.63 亿元, 较期初上升 10.1 亿元; 存货周转天数上升 26.17 天至 61.81 天。

图10: 2022Q3 现金净流出-8.71 亿元, 同比-166.03%(亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 2022Q3 期末合同负债 0.18 亿元, 同比+52.18% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级:** 基于胶膜盈利承压, 我们下调公司 2022 年盈利预测, 我们预计 2022-2024 年净利润 2.82/8.12/10.88 亿元 (前值为 5.54/8.12/10.88 亿元), 同比+12%/+188%/+34%。基于公司胶膜龙头地位, 同时积极扩产提升市占率, 我们给予公司 2023 年 20xPE, 目标价 193 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 政策不及预期, 竞争加剧等。

## 海优新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>3,012</b>	<b>4,194</b>	<b>5,648</b>	<b>7,505</b>	<b>营业总收入</b>	<b>3,105</b>	<b>6,186</b>	<b>10,775</b>	<b>14,237</b>
货币资金及交易性金融资产	426	884	76	106	营业成本(含金融类)	2,636	5,536	9,241	12,268
经营性应收款项	2,170	2,399	4,137	5,462	税金及附加	3	9	9	14
存货	354	786	1,276	1,719	销售费用	8	31	62	57
合同资产	0	0	0	0	管理费用	31	87	151	185
其他流动资产	62	124	159	218	研发费用	131	216	431	541
<b>非流动资产</b>	<b>661</b>	<b>974</b>	<b>1,484</b>	<b>1,810</b>	财务费用	10	37	45	49
长期股权投资	25	31	33	38	加:其他收益	10	19	32	43
固定资产及使用权资产	437	727	1,197	1,513	投资净收益	10	25	54	71
在建工程	29	34	39	44	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	35	33	32	31	减值损失	-30	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	57	62	57	52	<b>营业利润</b>	<b>277</b>	<b>313</b>	<b>923</b>	<b>1,237</b>
其他非流动资产	79	86	124	132	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,673</b>	<b>5,168</b>	<b>7,132</b>	<b>9,315</b>	<b>利润总额</b>	<b>276</b>	<b>313</b>	<b>922</b>	<b>1,236</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,295</b>	<b>2,247</b>	<b>3,100</b>	<b>3,915</b>	减:所得税	24	31	111	148
短期借款及一年内到期的非流动负债	814	1,114	1,414	1,614	<b>净利润</b>	<b>252</b>	<b>282</b>	<b>812</b>	<b>1,088</b>
经营性应付款项	349	908	1,370	1,915	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2	10	15	18	<b>归属母公司净利润</b>	<b>252</b>	<b>282</b>	<b>812</b>	<b>1,088</b>
其他流动负债	130	215	301	368	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.00	3.35	9.66	12.95
非流动负债	72	72	72	72	EBIT	277	307	882	1,172
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	324	368	957	1,255
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.11	10.51	14.24	13.83
租赁负债	62	62	62	62	归母净利率(%)	8.12	4.56	7.53	7.64
其他非流动负债	10	10	10	10	收入增长率(%)	109.66	99.20	74.20	32.13
<b>负债合计</b>	<b>1,367</b>	<b>2,319</b>	<b>3,172</b>	<b>3,987</b>	归母净利润增长率(%)	12.97	11.74	188.03	34.03
归属母公司股东权益	2,306	2,849	3,960	5,328					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,306</b>	<b>2,849</b>	<b>3,960</b>	<b>5,328</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,673</b>	<b>5,168</b>	<b>7,132</b>	<b>9,315</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-1,402	283	-827	-53	每股净资产(元)	27.45	33.91	47.13	63.41
投资活动现金流	-123	-87	-232	-59	最新发行在外股份(百万股)	84	84	84	84
筹资活动现金流	1,778	263	251	142	ROIC(%)	11.66	7.67	16.40	16.58
现金净增加额	252	458	-808	30	ROE-摊薄(%)	10.93	9.89	20.50	20.42
折旧和摊销	47	60	75	83	资产负债率(%)	37.21	44.87	44.47	42.80
资本开支	-123	-49	-229	-83	P/E(现价&最新股本摊薄)	48.98	43.83	15.22	11.35
营运资本变动	-1,739	-96	-1,760	-1,219	P/B(现价)	5.36	4.33	3.12	2.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

