

海优新材 (688680.SH)

买入

2022 年光伏胶膜利润承压，2023 年携手陶氏展开 POE 产品深度合作

核心观点

公司收入快速增长，利润有所承压。2022 年公司实现营业收入 53.1 亿元，同比+71%；归母净利润 0.5 亿元，同比-80%。对应 22Q4 单季度实现营收 12 亿元，同比+6%，环比-11%；归母净利润-0.8 亿元，同比-163%，环比-12%。23Q1 单季度实现营收 13.5 亿元，同比+10%，环比+15%；归母净利润 0.2 亿元，同比-71%，环比+127%。

原材料价格大幅波动，胶膜毛利率阶段性承压。2022 年公司销售光伏胶膜 4.35 亿平，同比+76.88%；销售均价 12.09 元/平，同比-2.60%；单平毛利 0.90 元/平，同比-0.95 元/平。2022 年胶膜原料 EVA 粒子价格大幅波动，公司光伏胶膜毛利率阶段性承压。2022 年公司新增单层 POE 胶膜品类和 TOPCon 专用新型 EXP 胶膜、改进型 EPE 胶膜、TOPCon 下层用白色增效共挤 POE 胶膜以及高抗 PID 单层 EVA 胶膜、HJT 专用转光胶膜等新型胶膜产品。2023 年公司将增加 POE 胶膜供应品类，提升 POE 胶膜加工性能，加快 TOPCon 新型多层共挤 POE 胶膜的技术升级和导入以及其他各品类胶膜技术升级和品质保障，通过技术创新和领先优势争取更好的效益。我们预计 2023-2025 年公司胶膜出货量 7.6/10.7/13.2 亿平，同比增长 75%/41%/24%。

携手陶氏展开 POE 产品深度合作，重点发力汽车新材料市场。公司新增新能源汽车智能玻璃用调光膜等电子功能膜，以及降温降噪 PVE 玻璃胶膜等新产品，同时汽车智能座舱新型环保表面材料也取得了良好进展。此外，公司与陶氏化学（中国）投资有限公司签订合作备忘录，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，以期建立起双方更深层次的合作关系，共同推进 POE 在汽车智能座舱表面材料市场的成长。2023 年公司将加大研发投入，增强汽车用系列新产品的研发水平和加快响应速度，保障新产品产业化进程顺利实施；建立专业生产和设备开发团队，逐步实施汽车用新材料的产业化建设；与汽车一级零配件企业合作推进新产品的推广和检测认证等工作。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；投产进度不及预期。

投资建议：考虑公司光伏胶膜业务在当前竞争格局下的定价策略，下调 2023-2024 年盈利预测，预计 2023-2025 年收入 85.6/120.9/139.2 亿元（2023-2024 年原预测为 135.4/156.4 亿元），同比增速 61%/41%/15%，归母净利润 5.31/8.02/9.19 亿元（2023-2024 年原预测为 6.69/8.24 亿元），同比增速 961%/51%/15%；摊薄 EPS=6.32/9.55/10.94 元，当前股价对应 PE=20/13/12x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,105	5,307	8,556	12,088	13,924
(+/-%)	109.7%	70.9%	61.2%	41.3%	15.2%
净利润(百万元)	252	50	531	802	919
(+/-%)	13.0%	-80.1%	960.6%	51.0%	14.6%
每股收益(元)	3.00	0.60	6.32	9.55	10.94
EBIT Margin	9.5%	3.9%	8.1%	8.1%	8.1%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	2.0%	17.7%	21.7%	20.6%
市盈率 (PE)	42.1	211.8	20.0	13.2	11.5
EV/EBITDA	37.3	57.4	18.7	13.5	11.7
市净率 (PB)	4.60	4.28	3.53	2.87	2.38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电力设备 · 光伏设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：陈抒扬

0755-81982965

chenshuyang@guosen.com.cn

S0980523010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	126.30 元
总市值/流通市值	10612/6577 百万元
52 周最高价/最低价	262.50/119.00 元
近 3 个月日均成交额	290.41 百万元

市场走势



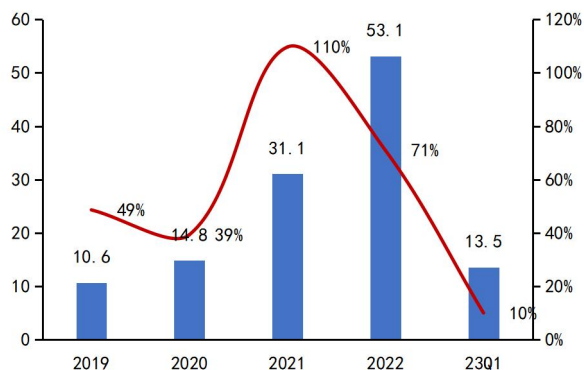
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海优新材 (688680.SH) - 三季度短期利润承压，积极布局共挤型胶膜导入 N 型组件》——2022-11-02
- 《海优新材 (688680.SH) - 上海产能顺利复产，涨价盈利有望改善》——2022-06-05
- 《海优新材 (688680.SH) - 需求旺盛扩产提速，原材料降本空间可期》——2022-05-06
- 《海优新材-688680-20 年年报&21 年一季报点评：盈利符合预期，技术创新致胜》——2021-05-06

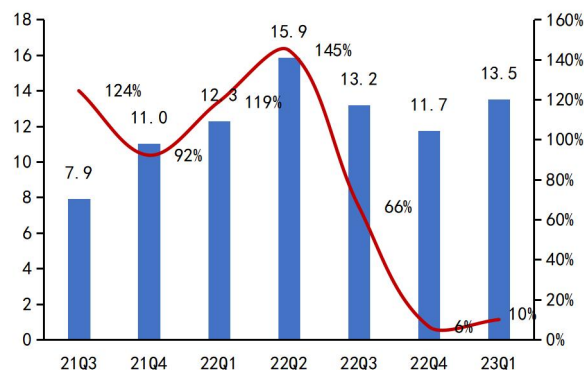
公司收入快速增长，利润有所承压。2022 年公司实现营业收入 53.1 亿元，同比+71%；归母净利润 0.5 亿元，同比-80%。对应 22Q4 单季度实现营收 12 亿元，同比+6%，环比-11%；归母净利润-0.8 亿元，同比-163%，环比-12%。23Q1 单季度实现营收 13.5 亿元，同比+10%，环比+15%；归母净利润 0.2 亿元，同比-71%，环比+127%。

图1：公司营业收入及增速（亿元、%）



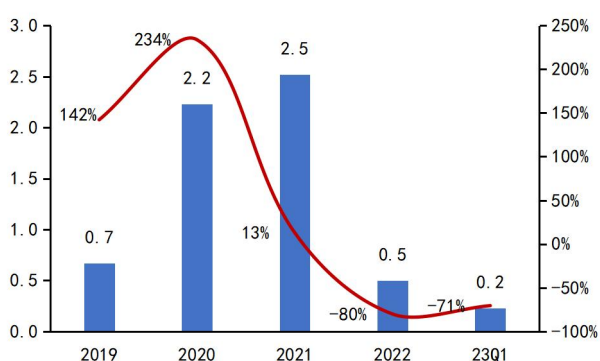
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（亿元、%）



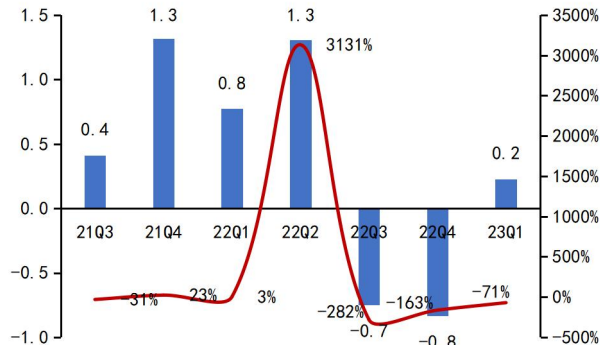
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）



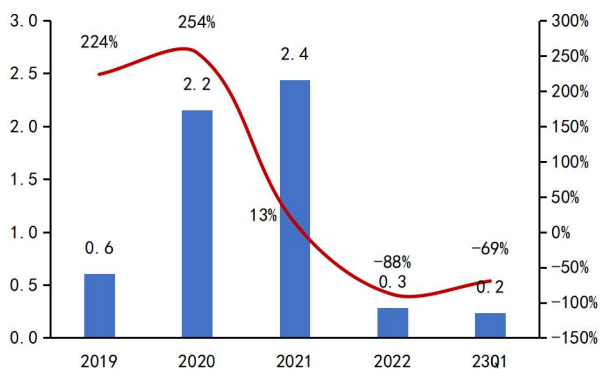
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（亿元、%）



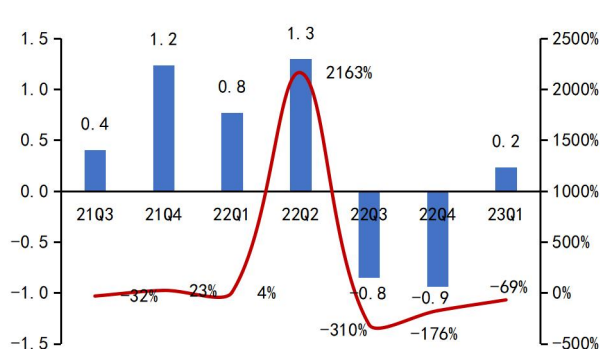
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司扣非归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司单季扣非归母净利润及增速（亿元、%）



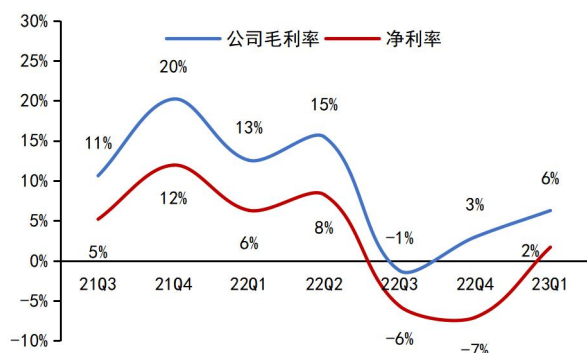
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司毛利率季度间波动较大，期间费用边际下降。2022 年公司毛利率为 7.9%，同比-7.2pcts，受原材料 EVA 粒子价格波动影响，毛利率逐季度波动较大；净利率为 0.9%，同比-7.2pcts。公司期间费用率为 5.5%，同比-0.3pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.2%（同比-0.1pcts）、0.7%（同比-0.3pcts）、2.9%（同比-1.3pcts）、1.7%（同比+1.4pcts）。

公司上游原材料采购多为现金支付，下游多为行业组件龙头客户且账期较长，营运资金占用金额较大，随着公司营收规模持续增长，公司存货增加较多，所需营运资金随之不断增加。

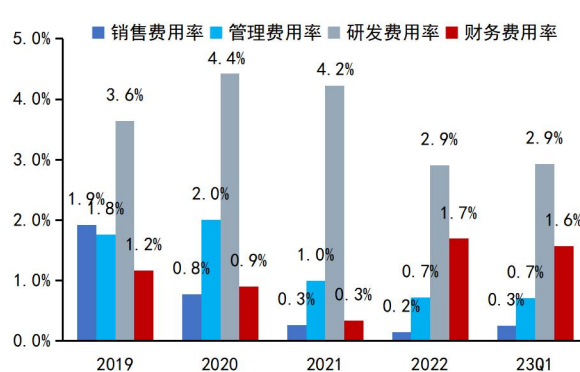
随着公司收入规模逐年增长，应收款项相应增长。因行业惯例收款方式为票据，为降低财务成本，公司部分票据未进行贴现，相应减少了经营性现金流的流入、增加了应收票据的余额。

图7：公司毛利率、净利率变化



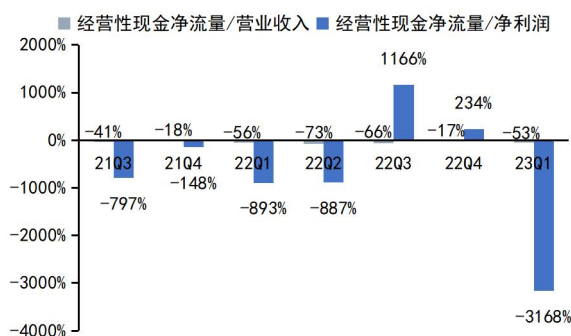
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用占比情况变化



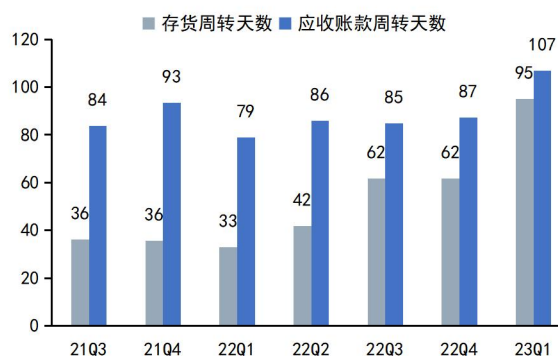
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司经营活动现金流情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司营运能力指标变化情况

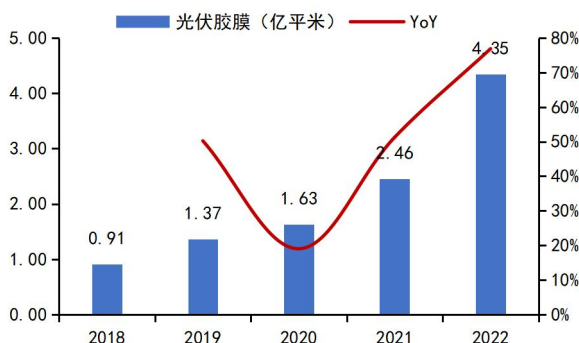


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

原材料价格大幅波动，胶膜毛利率阶段性承压。2022 年公司销售光伏胶膜 4.35 亿平，同比+76.88%；销售均价 12.09 元/平，同比-2.60%；单平毛利 0.90 元/平，同比-0.95 元/平。2022 年胶膜原料 EVA 粒子价格大幅波动，公司光伏胶膜毛利率阶段性承压。

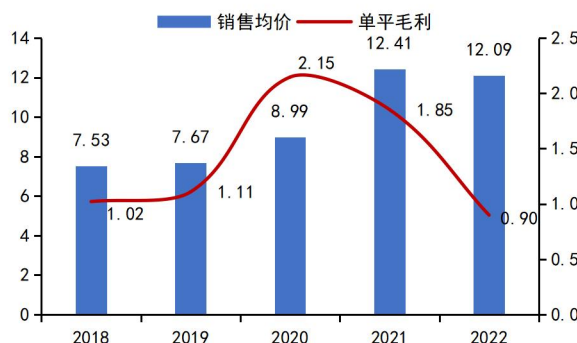
2022 年公司新增单层 POE 胶膜品类和 TOPCon 专用新型 EXP 胶膜、改进型 EPE 胶膜、TOPCon 下层用白色增效共挤 POE 胶膜以及高抗 PID 单层 EVA 胶膜、HJT 专用转光胶膜等新型胶膜产品。

图11：公司光伏胶膜销售量（亿平）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

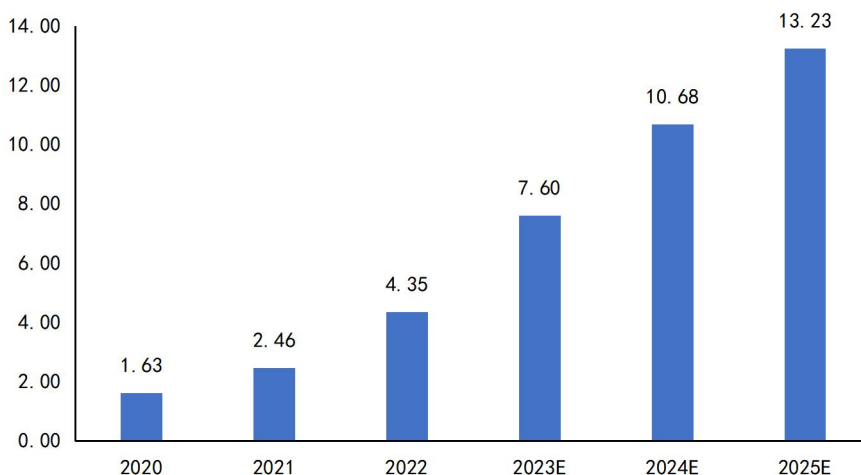
图12：公司光伏胶膜销售均价及单平毛利（元/平）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2023 年公司将增加 POE 胶膜供应品类，提升 POE 胶膜加工性能，加快 TOPCon 新型多层共挤 POE 胶膜的技术升级和导入以及其他各品类胶膜技术升级和品质保障，通过技术创新和领先优势争取更好的效益。我们预计 2023-2025 年公司胶膜出货量 7.6/10.7/13.2 亿平，同比增长 75%/41%/24%。

图13：公司光伏胶膜销售量预测（亿平）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

携手陶氏展开 POE 产品深度合作，重点发力汽车新材料市场。公司新增新能源汽车智能玻璃用调光膜等电子功能膜，以及降温降噪 PVE 玻璃胶膜等新产品，同时汽车智能座舱新型环保表面材料也取得了良好进展。

此外，公司与陶氏化学（中国）投资有限公司签订合作备忘录，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，以期建立起双方更深层次的合作关系，共同推进 POE 在汽车智能座舱表面材料市场的成长。

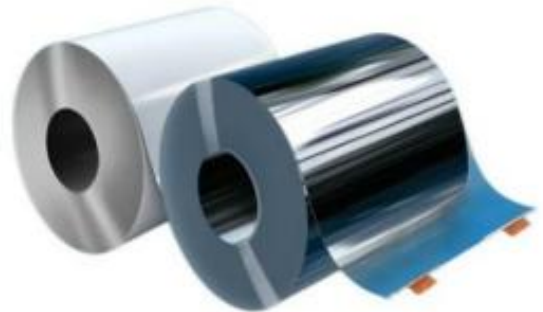
2023 年公司将加大研发投入，增强汽车用系列新产品的研发水平和加快响应速度，保障新产品产业化进程顺利实施；建立专业生产和设备开发团队，逐步实施汽车用新材料的产业化建设；与汽车一级零配件企业合作推进新产品的推广和检测认证等工作。

图14: PVE 玻璃胶膜示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 电子功能膜、环保表面材料等其他高分子薄膜示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；投产进度不及预期。

投资建议：考虑公司光伏胶膜业务在当前竞争格局下的定价策略，下调 2023-2024 年盈利预测，预计 2023-2025 年收入 85.6/120.9/139.2 亿元（2023-2024 年原预测为 135.4/156.4 亿元），同比增速 61%/41%/15%，归母净利润 5.31/8.02/9.19 亿元（2023-2024 年原预测为 6.69/8.24 亿元），同比增速 961%/51%/15%；摊薄 EPS=6.32/9.55/10.94 元，当前股价对应 PE=20/13/12x，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表（23.04.28）

代码	公司简称	股价 元/港元	2022A	EPS 2023E	2024E	2022A	PE 2023E	2024E
688680.SH	海优新材	126.30	0.60	6.32	9.55	211.8	20.0	13.2
603212.SH	赛伍技术	22.00	0.64	1.69	1.98	34.4	13.0	11.1
603806.SH	福斯特	49.50	1.19	2.13	2.74	41.6	23.2	18.1

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	426	631	2067	1077	800	营业收入	3105	5307	8556	12088	13924
应收款项	1902	2954	1875	2649	3052	营业成本	2636	4889	7595	10811	12497
存货净额	354	1325	832	1185	1370	营业税金及附加	3	9	10	12	14
其他流动资产	249	405	372	486	437	销售费用	8	8	10	11	11
流动资产合计	3012	5423	5299	5614	5909	管理费用	31	38	46	54	56
固定资产	366	608	740	1365	2424	研发费用	131	154	198	218	223
无形资产及其他	35	48	41	34	27	财务费用	10	90	112	86	95
其他长期资产	236	365	317	411	362	投资收益	10	(1)	5	5	5
长期股权投资	25	33	33	33	33	资产减值及公允价值变动	(30)	(113)	(28)	(30)	(30)
资产总计	3673	6478	6431	7457	8756	其他收入	40	140	58	60	60
短期借款及交易性金融负债	814	2572	2000	2000	2082	营业利润	277	33	591	901	1033
应付款项	349	518	624	889	1370	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	130	277	184	250	226	利润总额	276	33	591	901	1033
流动负债合计	1295	3376	2808	3139	3678	所得税费用	24	(17)	60	99	114
长期借款及应付债券	0	532	532	532	532	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	72	88	88	88	88	归属于母公司净利润	252	50	531	802	919
长期负债合计	72	620	620	620	620	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1367	3996	3428	3759	4298	净利润	252	50	531	802	919
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(19)	(91)	(18)	(20)	(20)
股东权益	2306	2482	3003	3699	4458	折旧摊销	25	46	55	84	147
负债和股东权益总计	3673	6478	6431	7457	8756	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	10	90	112	86	95
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1417)	(1884)	1565	(974)	(115)
每股收益	3.00	0.60	6.32	9.55	10.94	其它	(243)	(1036)	125	101	110
每股红利	0.61	0.12	1.26	1.91	2.19	经营活动现金流	(1402)	(2915)	2257	(8)	1042
每股净资产	27.45	29.54	35.74	44.02	53.06	资本开支	(123)	(143)	(180)	(701)	(1200)
ROIC	12%	4%	11%	15%	15%	其它投资现金流	0	11	53	(89)	54
ROE	11%	2%	18%	22%	21%	投资活动现金流	(123)	(132)	(127)	(791)	(1146)
毛利率	15%	8%	11%	11%	10%	权益性融资	1347	176	0	0	0
EBIT Margin	10%	4%	8%	8%	8%	负债净变化	487	3244	(572)	0	82
EBITDA Margin	10%	5%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(45)	(51)	(10)	(106)	(160)
收入增长	110%	71%	61%	41%	15%	其它融资现金流	501	2712	(572)	0	82
净利润增长率	13%	-80%	961%	51%	15%	融资活动现金流	1778	3279	(694)	(192)	(173)
资产负债率	37%	62%	53%	50%	49%	现金净变动	253	232	1436	(990)	(277)
息率	0.5%	0.1%	1.0%	1.5%	1.7%	货币资金的期初余额	154	426	631	2067	1077
P/E	42.1	211.8	20.0	13.2	11.5	货币资金的期末余额	426	631	2067	1077	800
P/B	4.6	4.3	3.5	2.9	2.4	企业自由现金流	(1245)	(1661)	2065	(718)	(168)
EV/EBITDA	37.3	57.4	18.7	13.5	11.7	权益自由现金流	(767)	913	1392	(794)	(170)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032