

光伏胶膜盈利修复，新材料持续突破

投资要点

- **业绩总结：**公司发布2022年年报和2023年一季报。2022年公司实现营收53.07亿元，同比增长70.90%；归母净利润5009.32万元，同比下降80.14%；扣非净利润2840.47万元，同比下降88.34%；EPS 0.6元。2023年一季度公司实现营收13.51亿元，同比增长9.98%；归母净利润2274.57万元，同比下降70.56%；扣非净利润2359.56万元，同比下降69.44%；EPS 0.27元。
- **产销与营收持续高增，N型组件封装胶膜研发进展顺利。**2022年全球光伏装机需求再迎高速增长，光伏胶膜需求随之高增。公司光伏胶膜产能持续扩张，保障出货需求，2022年光伏胶膜销量4.35亿平，同比增长76.9%；光伏胶膜营收52.6亿元，同比增长72.3%，光伏胶膜产销规模位居行业前列。随着下游N型电池组件技术迭代，对胶膜相应提出性能优化升级等需求。报告期内公司持续加强研发投入，配合下游不同N型电池组件，推出新型EXP型共挤POE、针对TOPCon的单层POE、N型单玻组件用白色供给胶膜、HJT专用胶膜、HJT专用转光剂等系列产品，为下游提供多样的封装方案，保证2023年N型组件迭代期间公司胶膜产品的技术领先。
- **2022年受原材料EVA粒子价格波动，2022H2盈利下降，23Q1有所修复。**2022年光伏EVA粒子价格大幅波动，年中最高至3万元/吨，年末最低至1.3万元/吨，影响胶膜价格和原材料库存成本，叠加22Q4下游组件开工波动，胶膜行业盈利因此大幅波动。22Q4公司综合毛利率2.95%，净利率-7.09%，盈利能力处于近年来低点。2023年以来下游组件开工回暖，23Q1公司胶膜出货环比提升，同时EVA粒子价格底部回升、胶膜价格有所上调，因此一季度公司盈利有所修复，综合毛利率提升至6.26%，净利率至1.68%，胶膜单平利润0.15元以上。
- **汽车配套材料领域实现突破。**近年来公司持续在PVE玻璃胶膜、电子功能膜等领域研发，2022年在汽车领域用调光膜、高强度PVE玻璃胶膜、环保表面材料等方面取得阶段性的成果。近期公司与陶氏化学签订POE五年合作备忘录，共同推进POE在汽车智能座舱表面材料市场的成长，或成为公司第二成长曲线。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计未来三年公司归母净利润CAGR为182.39%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**全球光伏装机需求不及预期的风险；公司产能投放不及预期的风险；行业竞争加剧，公司盈利下降的风险；政策变化的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5306.85	7681.10	10671.17	12267.60
增长率	70.90%	44.74%	38.93%	14.96%
归属母公司净利润（百万元）	50.09	416.02	602.92	1128.09
增长率	-80.14%	730.49%	44.93%	87.10%
每股收益EPS（元）	0.60	4.95	7.18	13.43
净资产收益率ROE	2.02%	15.50%	18.73%	26.61%
PE	206	25	17	9
PB	4.15	3.80	3.19	2.43

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：韩晨
执业证号：S1250520100002
电话：021-58351923
邮箱：hch@swsc.com.cn

分析师：敖颖晨
执业证号：S1250521080001
电话：021-58351917
邮箱：ayc@swsc.com.cn

联系人：谢尚师
电话：021-58351679
邮箱：xss@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.84
流通A股(亿股)	0.52
52周内股价区间(元)	119-262.5
总市值(亿元)	103
总资产(亿元)	67.23
每股净资产(元)	27.71

相关研究

- 海优新材（688680）：原材料库存承压，盈利修复在即（2022-10-31）
- 海优新材（688680）：二季度盈利环比提升，胶膜技术持续优化（2022-09-02）
- 海优新材（688680）：产销持续高增，盈利迎来拐点（2022-04-28）

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司光伏胶膜销量随光伏装机需求和产能扩张而增长，2023~2025 年公司光伏胶膜销量分别为 7.5 亿平、10 亿平、12 亿平；胶膜含税均价分别为 11.5 元/平、12 元/平、11.5 元/平。

假设 2：汽车领域用材料、玻璃胶膜等业务迎来突破，2023~2025 年公司非光伏胶膜业务增速分别为 50%、40%、30%，毛利率保持较高水平。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
光伏胶膜	收入	5258.3	7632.7	10619.5	12212.4
	增速	72.3%	45.2%	39.1%	15.0%
	毛利率	7.6%	11.5%	11.5%	15.4%
非光伏胶膜	收入	5.6	8.4	11.7	15.2
	增速	122.5%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	54.0%	50.0%	45.0%	45.0%
其他主营业务	收入	8.8	10.0	10.0	10.0
	增速	-38.3%	13.5%	0.0%	0.0%
	毛利率	47.2%	45.0%	45.0%	45.0%
其他业务	收入	34.2	30.0	30.0	30.0
	增速	-5.8%	-37.2%	-12.2%	0.0%
	毛利率	47.2%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	5306.8	7681.1	10671.2	12267.6
	增速	70.9%	44.7%	38.9%	15.0%
	毛利率	7.9%	11.8%	11.7%	15.6%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5306.85	7681.10	10671.17	12267.60	净利润	50.09	421.02	606.92	1131.09
营业成本	4889.08	6775.87	9423.31	10349.63	折旧与摊销	62.35	49.39	60.19	67.10
营业税金及附加	8.51	10.65	15.57	17.60	财务费用	89.80	178.22	247.03	290.18
销售费用	8.04	9.99	10.67	12.27	资产减值损失	-91.28	0.00	0.00	0.00
管理费用	192.60	245.80	320.14	368.03	经营营运资本变动	-1910.14	-921.88	-2116.75	-1047.45
财务费用	89.80	178.22	247.03	290.18	其他	-1115.83	24.15	2.79	7.72
资产减值损失	-91.28	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-2915.00	-249.09	-1199.82	448.64
投资收益	-1.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	-241.72	-200.00	-150.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	109.73	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-132.00	-200.00	-150.00	-100.00
营业利润	33.09	460.57	654.46	1229.89	短期借款	1760.02	925.04	1879.06	121.77
其他非经营损益	-0.47	-0.44	-0.45	-0.45	长期借款	0.00	50.00	100.00	100.00
利润总额	32.61	460.13	654.01	1229.44	股权融资	0.18	0.00	0.00	0.00
所得税	-17.48	39.11	47.09	98.36	支付股利	-51.25	-10.02	-83.20	-120.58
净利润	50.09	421.02	606.92	1131.09	其他	1570.16	-379.21	-247.03	-290.18
少数股东损益	0.00	5.00	4.00	3.00	筹资活动现金流净额	3279.10	585.82	1648.83	-188.99
归属母公司股东净利润	50.09	416.02	602.92	1128.09	现金流量净额	229.34	136.72	299.01	159.64
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	631.39	768.11	1067.12	1226.76	成长能力				
应收和预付款项	3071.99	4734.39	6588.26	7492.13	销售收入增长率	70.90%	44.74%	38.93%	14.96%
存货	1325.30	1402.19	2051.98	2309.66	营业利润增长率	-88.04%	1292.05%	42.10%	87.92%
其他流动资产	394.76	227.84	337.89	380.26	净利润增长率	-80.14%	740.47%	44.15%	86.36%
长期股权投资	33.42	33.42	33.42	33.42	EBITDA 增长率	-42.12%	271.51%	39.74%	65.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	607.23	772.72	877.40	925.17	毛利率	7.87%	11.79%	11.69%	15.63%
无形资产和开发支出	48.10	43.06	38.02	32.98	三费率	5.47%	5.65%	5.41%	5.47%
其他非流动资产	365.64	355.81	345.98	336.15	净利率	0.94%	5.48%	5.69%	9.22%
资产总计	6477.83	8337.54	11340.06	12736.52	ROE	2.02%	15.50%	18.73%	26.61%
短期借款	2547.43	3472.47	5351.53	5473.31	ROA	0.77%	5.05%	5.35%	8.88%
应付和预收款项	557.29	1159.44	1546.28	1659.10	ROIC	4.73%	10.02%	10.81%	14.55%
长期借款	0.00	50.00	150.00	250.00	EBITDA/销售收入	3.49%	8.96%	9.01%	12.94%
其他负债	891.32	938.88	1051.79	1103.16	营运能力				
负债合计	3996.05	5620.80	8099.60	8485.57	总资产周转率	1.05	1.04	1.08	1.02
股本	84.02	84.02	84.02	84.02	固定资产周转率	13.34	13.23	13.89	14.18
资本公积	1623.87	1623.87	1623.87	1623.87	应收账款周转率	4.08	3.89	3.65	3.37
留存收益	597.84	1003.85	1523.57	2531.07	存货周转率	5.76	4.96	5.44	4.74
归属母公司股东权益	2481.78	2711.74	3231.46	4238.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.10%	—	—	—
少数股东权益	0.00	5.00	9.00	12.00	资本结构				
股东权益合计	2481.78	2716.74	3240.46	4250.96	资产负债率	61.69%	67.42%	71.42%	66.62%
负债和股东权益合计	6477.83	8337.54	11340.06	12736.52	带息债务/总负债	77.06%	72.13%	74.49%	73.72%
					流动比率	1.61	1.44	1.37	1.50
					速动比率	1.21	1.16	1.09	1.19
					股利支付率	102.31%	2.41%	13.80%	10.69%
					每股指标				
					每股收益	0.60	4.95	7.18	13.43
					每股净资产	29.54	32.27	38.46	50.45
					每股经营现金	-34.69	-2.96	-14.28	5.34
					每股股利	0.61	0.12	0.99	1.44
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	185.24	688.18	961.68	1587.17					
PE	205.65	24.76	17.09	9.13					
PB	4.15	3.80	3.19	2.43					
PS	1.94	1.34	0.97	0.84					
EV/EBITDA	67.52	19.36	15.60	9.49					
股息率	0.50%	0.10%	0.81%	1.17%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn