

海优新材 (688680.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

存货减值影响盈利释放，新材料放量在即

业绩简评

10月27日公司披露2023年三季报，前三季度实现营收39.5亿元，同比-4.4%；实现归母净利润-0.75亿元，同比-156%。其中，Q3实现营收15.5亿元，同比+17.5%、环比+47.7%；实现归母净利润-0.41亿元，同比-44.9%、环比-27.7%，主要因公司Q3基于审慎性原则计提资产减值0.80亿元。

经营分析

组件排产提升带动出货高增，存货减值拖累业绩。受益下游光伏需求持续增长，公司光伏胶膜出货持续增长，测算前三季度实现光伏胶膜出货超4.5亿平，其中Q3出货约1.8亿平，环比Q2大幅增长53%，主要因硅料价格企稳后下游组件排产持续提升。7月光伏胶膜产品价格较低，但原材料EVA树脂价格开始上涨、胶膜盈利承压，随7月底、8月底胶膜连续提价，测算公司胶膜盈利能力逐月提升。9月底EVA树脂价格大幅下调，因胶膜销售报价跟随原料价格波动，受产品订单价格下滑以及库存成本较高的影响，公司基于审慎性原则，在三季度末对EVA树脂及相关产品计提存货跌价准备0.80亿元，影响整体业绩表现。

N型放量有望放大技术优势，海外产能布局持续推进。随着TOPCon、BC、HJT等新技术放量，公司积极进行相关产品研发储备，新增单层POE胶膜，研发EXP胶膜产品，三季度POE类（单层POE、EXP、EPE）占比接近40%；同时实现HJT转光剂自主研发和产业化，持续提升产品竞争力。2018年公司业内领先推出EPE胶膜，技术积淀深厚，有望充分受益N型发展趋势，进一步提升盈利能力与市场份额。此外，公司积极推进海外产能布局，越南工厂有望明年Q2投产，持续增强全球化竞争力。

汽车材料研发、导入快速推进，有望贡献新的业绩增长点。除光伏领域，公司积极布局汽车智能玻璃用电子功能膜、高强度降噪降温PVE玻璃胶膜及新型环保表面材料，根据市场需求设计新产品并根据需求快速改进产品性能，已成为汽车零配件企业主要合作的新品开发的材料供应商之一，有望成为公司新的业绩增长点。

盈利预测、估值与评级

根据我们对产品价格的最新判断，下调公司2023-2025年归母净利润预测至0.32(-91%)、4.4(-8%)、5.08(-24%)亿元，24-25年对应PE为13/11倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格上涨超预期；竞争格局恶化。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

分析师：宇文甸 (执业 S1130522010005)

yuwendian@gjzq.com.cn

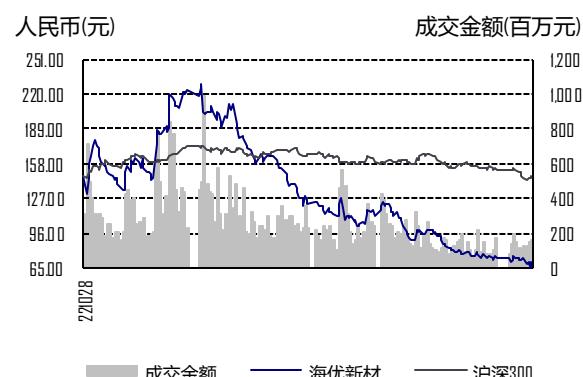
分析师：张嘉文 (执业 S1130523090006)

zhangjiawen@gjzq.com.cn

市价(人民币)：69.37元

相关报告：

- 《海优新材公司点评：价格低位盈利承压，Q3量利望显著修复》，2023.8.30
- 《海优新材公司点评：胶膜盈利触底回升，产品升级放量在即》，2023.4.28
- 《高价库存影响盈利，N型推广放大技术优势-海优新材22Q3业绩...》，2022.10.30



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,105	5,307	5,562	7,683	9,373
营业收入增长率	109.66%	70.90%	4.81%	38.13%	22.00%
归母净利润(百万元)	252	50	32	440	508
归母净利润增长率	12.97%	-80.14%	-35.93%	1271.94%	15.44%
摊薄每股收益(元)	3.001	0.596	0.382	5.240	6.049
每股经营性现金流净额	-16.69	-34.69	6.19	-5.38	0.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.93%	2.02%	1.29%	17.01%	17.56%
P/E	101.72	310.80	181.61	13.24	11.47
P/B	11.12	6.27	2.35	2.25	2.01

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)								
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
	1,481	3,105	5,307	5,562	7,683	9,373	应收账款		154	426	631	530	633	685	
增长率		109.7%	70.9%	4.8%	38.1%	22.0%	存货		807	2,108	3,169	2,970	3,885	4,486	
主营业务成本	-1,123	-2,636	-4,889	-5,159	-6,808	-8,304	其他流动资产		168	354	1,325	884	1,205	1,470	
%销售收入	75.8%	84.9%	92.1%	92.7%	88.6%	88.6%	流动资产		66	124	298	458	540	615	
毛利	358	469	418	403	875	1,069	%总资产		1,195	3,012	5,423	4,843	6,263	7,256	
%销售收入	24.2%	15.1%	7.9%	7.3%	11.4%	11.4%	长期投资		78.2%	82.0%	83.7%	76.8%	77.6%	77.5%	
营业税金及附加	-2	-3	-9	-8	-12	-14	固定资产		27	25	33	0	0	0	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	%总资产		205	366	608	966	1,249	1,489	
销售费用	-12	-8	-8	-12	-17	-21	无形资产		13.4%	10.0%	9.4%	15.3%	15.5%	15.9%	
%销售收入	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	非流动资产		47	92	146	218	286	350	
管理费用	-30	-31	-38	-50	-69	-84	%总资产		333	661	1,054	1,466	1,811	2,108	
%销售收入	2.0%	1.0%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	负债		21.8%	18.0%	16.3%	23.2%	22.4%	22.5%	
研发费用	-65	-131	-154	-156	-215	-262	普通股股东权益		1,528	3,673	6,478	6,308	8,074	9,365	
%销售收入	4.4%	4.2%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	其中：股本		短期借款	386	814	2,572	2,408	3,928	4,795
息税前利润 (EBIT)	249	296	209	178	562	687	应付账款		应付款项	250	350	520	417	550	671
%销售收入	16.8%	9.5%	3.9%	3.2%	7.3%	7.3%	其他流动负债		其他流动负债	104	131	284	239	266	280
财务费用	-13	-10	-90	-92	-115	-148	流动负债		流动负债	740	1,295	3,376	3,064	4,745	5,746
%销售收入	0.9%	0.3%	1.7%	1.7%	1.5%	1.6%	长期贷款		长期贷款	14	0	0	135	135	135
资产减值损失	-4	-30	-113	-92	0	-16	其他长期负债		其他长期负债	21	72	620	628	605	589
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债		负债	775	1,367	3,996	3,827	5,485	6,470
投资收益	13	10	-1	2	2	2	普通股股东权益		普通股股东权益	753	2,306	2,482	2,481	2,589	2,894
%税前利润	5.2%	3.7%	n. a.	5.6%	0.4%	0.4%	其中：股本		其中：股本	63	84	84	84	84	84
营业利润	254	277	33	36	489	565	未分配利润		未分配利润	360	557	556	575	839	1,144
营业利润率	17.2%	8.9%	0.6%	0.6%	6.4%	6.0%	少数股东权益		少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计		负债股东权益合计	1,528	3,673	6,478	6,308	8,074	9,365
税前利润	254	276	33	36	489	565									
利润率	17.1%	8.9%	0.6%	0.6%	6.4%	6.0%									
所得税	-31	-24	17	-4	-49	-56									
所得税率	12.1%	8.7%	-53.6%	10.0%	10.0%	10.0%									
净利润	223	252	50	32	440	508									
少数股东损益	0	0	0	0	0	0									
归属于母公司的净利润	223	252	50	32	440	508									
净利率	15.1%	8.1%	0.9%	0.6%	5.7%	5.4%									
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析								
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
净利润	223	252	50	32	440	508	每股指标								
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益		3.543	3.001	0.596	0.382	5.240	6.049	
非现金支出	26	77	196	184	140	204	每股净资产		11.946	27.450	29.538	29.529	30.816	34.446	
非经营收益	-5	8	51	64	125	160	每股经营现金净流		-2.631	-16.686	-34.694	6.185	-5.382	0.582	
营运资金变动	-410	-1,739	-3,212	240	-1,157	-823	每股股利		0.000	0.000	0.000	0.153	2.096	2.420	
经营活动现金净流	-166	-1,402	-2,915	520	-452	49	回报率								
资本开支	-56	-123	-143	-478	-485	-485	净资产收益率		29.66%	10.93%	2.02%	1.29%	17.01%	17.56%	
投资	0	0	0	33	0	0	总资产收益率		14.61%	6.87%	0.77%	0.51%	5.45%	5.43%	
其他	3	0	11	2	2	2	投入资本收益率		19.01%	8.67%	5.74%	2.87%	7.02%	7.39%	
投资活动现金净流	-53	-123	-132	-443	-483	-483	增长率								
股权筹资	0	1,365	0	-20	-156	0	主营业务收入增长率		39.30%	109.66%	70.90%	4.81%	38.13%	22.00%	
债权筹资	308	416	1,137	-14	1,520	867	EBIT增长率		213.75%	18.91%	-29.60%	-14.84%	216.34%	22.28%	
其他	-23	-3	2,142	-117	-303	-365	净利润增长率		233.78%	12.97%	-80.14%	-35.93%	#####	15.44%	
筹资活动现金净流	285	1,778	3,279	-150	1,061	502	总资产增长率		46.32%	140.45%	76.35%	-2.62%	27.99%	15.98%	
现金净流量	65	252	229	-73	126	68	资产管理能力								
							应收账款周转天数		98.5	94.8	88.5	100.0	90.0	80.0	
							存货周转天数		41.7	36.1	62.7	68.0	68.0	68.0	
							应付账款周转天数		51.9	30.1	22.0	20.0	20.0	20.0	
							固定资产周转天数		45.5	39.6	31.5	51.6	50.8	51.0	
							偿债能力		净负债/股东权益	32.72%	16.80%	99.65%	103.21%	153.63%	165.62%
							EBIT利息保障倍数		18.7	28.4	2.3	1.9	4.9	4.6	
							资产负债率		50.73%	37.21%	61.69%	60.67%	67.93%	69.09%	

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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	2021-10-28	买入	289.81	N/A
2	2022-04-26	买入	143.00	N/A
3	2022-08-30	买入	206.63	N/A
4	2022-10-30	买入	147.00	N/A
5	2023-04-28	买入	126.30	N/A
6	2023-08-30	买入	80.25	N/A

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
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 5 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806
