

海优新材 (688680.SH)

深耕 TOPCon 封装技术储备，布局汽车新材料市场

买入

核心观点

23Q3 实现归母净利润-0.4 亿元，同比减亏 0.3 亿元。23Q1-Q3 公司实现营业收入 39.5 亿元，同比下滑 4%；实现归母净利润-0.8 亿元，同比下滑 156%。对应 23Q3 单季度公司实现营业收入 15.5 亿元，同比提升 18%，环比提升 48%；实现归母净利润-0.4 亿元，同比减亏 0.3 亿元，环比减亏 0.2 亿元。受 23Q3 末产品订单价格下滑以及库存成本较高的影响，基于审慎原则，23Q3 公司计提存货跌价准备 0.8 亿元。

胶膜出货量环比提升显著，持续深耕 TOPCon 封装技术储备。我们测算，23Q3 公司胶膜出货量 1.8 亿平，环比提升约 60%，23Q1-Q3 出货量约 4.5 亿平，超过 2022 年全年出货量；23Q3 单平净利-0.22 元，环比减亏 0.3 元。头部企业维持份额优先策略，胶膜价格进入底部运行区间，随着尾部产能持续出清，未来行业竞争格局有望改善。23Q1-Q3，公司持续对抗 PID EVA 胶膜、白色增效 EVA 胶膜和增效共挤 POE 胶膜、多品类 POE 胶膜的性能深入研究并持续提升产品品质，尤其在 TOPCon 配套胶膜技术方向取得了良好进展。公司增加了单层 POE 胶膜品类并重点改善 POE 胶膜易打滑及碰片等缺陷，同时成功研发了 EXP 型和迭代 EPE 共挤 POE 胶膜产品，可在保障胶膜耐水解性能的前提下，大比例降低 POE 树脂使用量，为 TOPCon 组件未来快速发展做好技术储备。

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。

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及原材料 EVA 粒子价格大幅波动影响，下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年收入 55.8/66.3/78.1 亿元（2023-2025 年原预测为 85.6/120.9/139.2 亿元），同比增速 5%/19%/18%，归母净利润 0.50/2.21/2.59 亿元（2023-2025 年原预测为 5.31/8.02/9.19 亿元），同比增速 1%/337%/18%；摊薄 EPS=0.60/2.62/3.09 元，当前股价对应 PE=116/26/23x，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	5,584	6,889	7,810
(+/-%)	109.7%	70.9%	5.2%	23.4%	13.4%
净利润(百万元)	252	50	50	233	259
(+/-%)	13.0%	-80.1%	0.8%	362.1%	11.0%
每股收益(元)	3.00	0.60	0.60	2.78	3.08
EBIT Margin	9.5%	3.9%	4.3%	6.0%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	10.9%	2.0%	2.0%	8.5%	8.8%
市盈率 (PE)	23.1	116.4	115.5	25.0	22.5
EV/EBITDA	22.4	38.6	34.1	20.3	17.2
市净率 (PB)	2.53	2.35	2.31	2.12	1.97

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

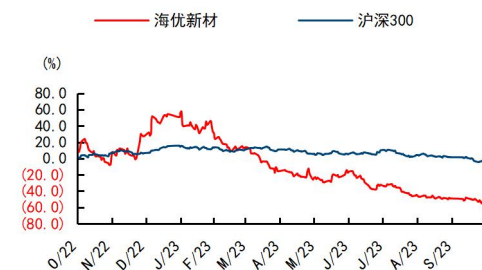
证券分析师：王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen.com.cn
证券分析师：李恒源 021-60875174 lihengyuan@guosen.com.cn
S0980520080003 S0980520080009

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	69.37 元
总市值/流通市值	5828/3613 百万元
52 周最高价/最低价	238.50/63.68 元
近 3 个月日均成交额	119.79 百万元

市场走势



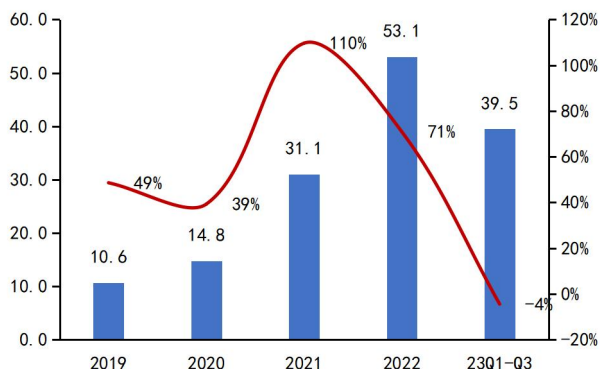
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海优新材 (688680.SH) -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》——2023-04-29
- 《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

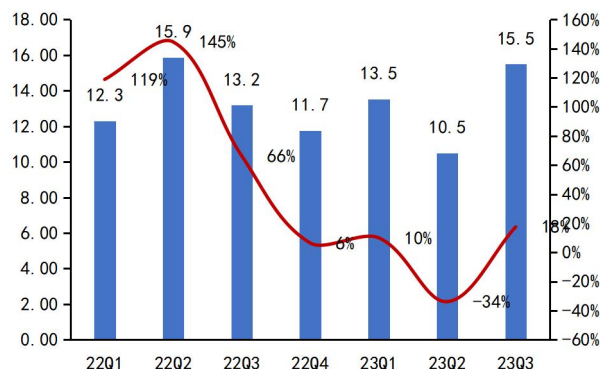
23Q3 实现归母净利润-0.4 亿元，同比减亏 0.3 亿元。23Q1-Q3 公司实现营业收入 39.5 亿元，同比下滑 4%；实现归母净利润-0.8 亿元，同比下滑 156%。对应 23Q3 单季度公司实现营业收入 15.5 亿元，同比提升 18%，环比提升 48%；实现归母净利润-0.4 亿元，同比减亏 0.3 亿元，环比减亏 0.2 亿元。

图1：公司营业收入及增速（亿元、%）



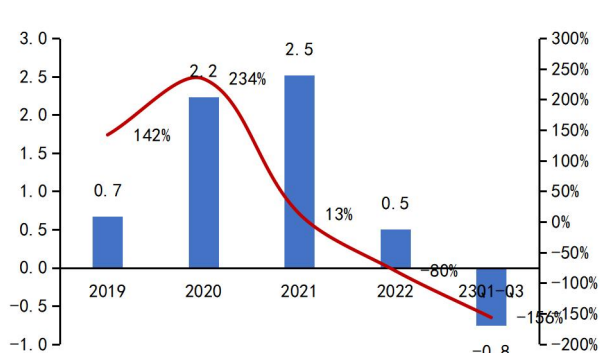
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（亿元、%）



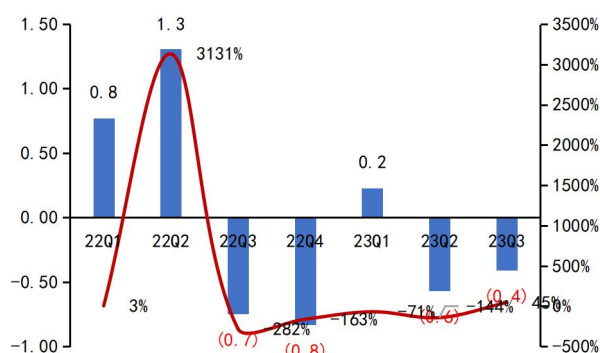
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（亿元、%）



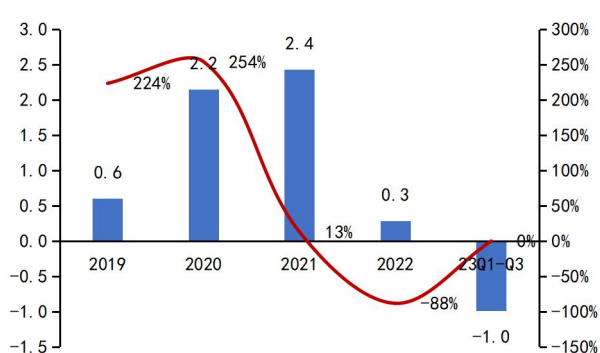
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（亿元、%）



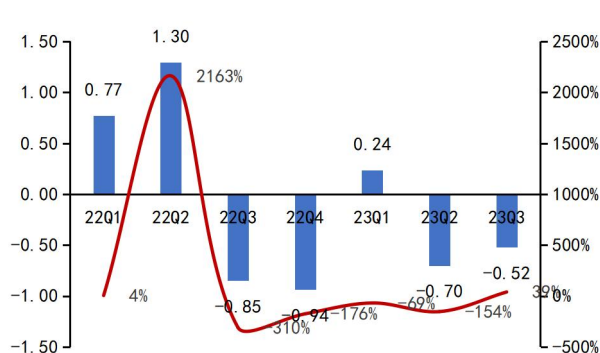
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

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、%）

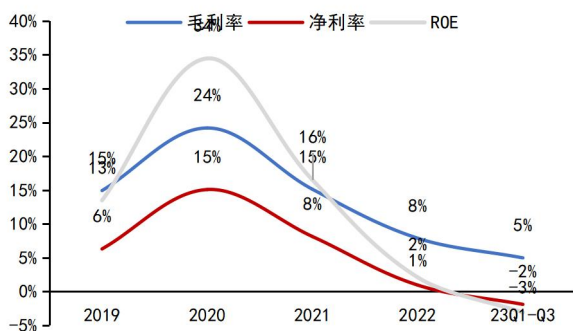


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司毛利率环比改善，计提存货跌价准备 0.8 亿元。23Q1-Q3 公司毛利率 5.0%，同比下滑 4.3pcts；净利率-1.9%，同比下滑 5.1pcts。23Q3 单季度公司毛利率 6.6%，同比提升 7.9pcts，环比提升 5.7pcts；净利率-2.7%，同比提升 3pcts，环比提升 2.8pcts。受 23Q3 末产品订单价格下滑以及库存成本较高的影响，基于审慎原则，23Q3 公司计提存货跌价准备 0.8 亿元。

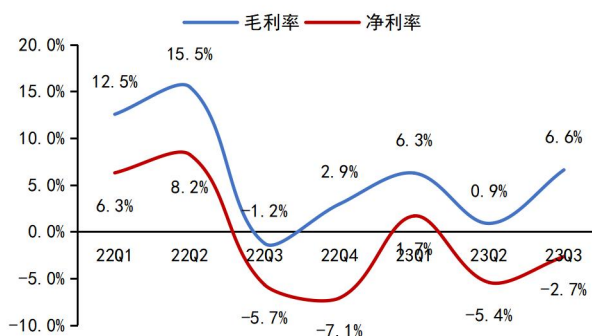
23Q1-Q3 公司期间费用率为 5.8%，同比增长 0.6pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.2%（同比增长 0.1pcts）、1.0%（同比增长 0.3pcts）、2.8%（同比增长 0.1pcts）、1.7%（同比增长 0.1pcts）。

图7：公司毛利率、净利率、ROE 变化



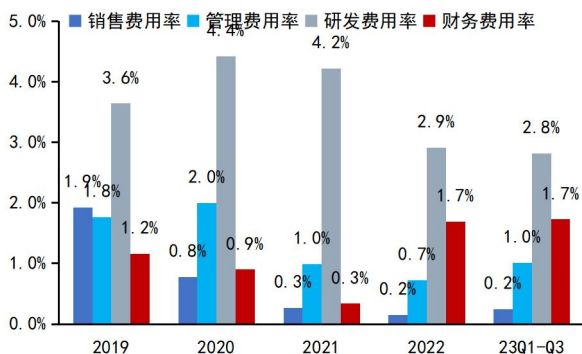
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度毛利率、净利率变化



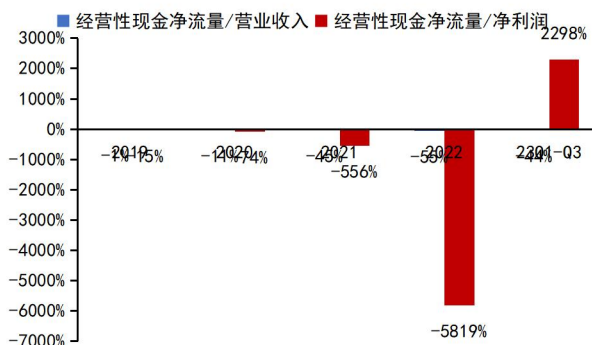
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图9：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

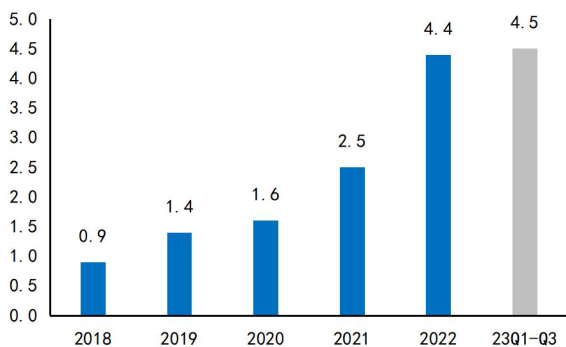
图10：公司经营活动现金流情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

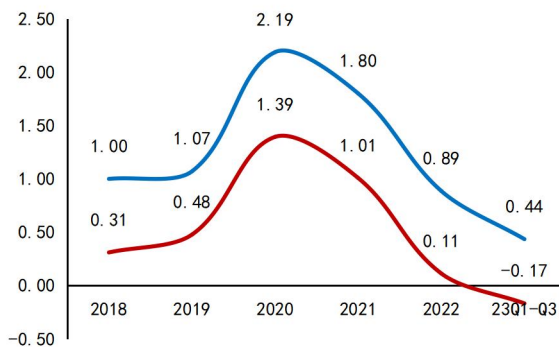
胶膜出货量环比提升显著，持续深耕 TOPCon 封装技术储备。我们测算，23Q3 公司胶膜出货量 1.8 亿平，环比提升约 60%，23Q1-Q3 出货量约 4.5 亿平，超过 2022 年全年出货量；23Q3 单平净利-0.22 元，环比减亏 0.3 元。头部企业维持份额优先策略，胶膜价格进入底部运行区间，随着尾部产能持续出清，未来行业竞争格局有望改善。

图11：公司光伏胶膜销售量（亿平）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司光伏胶膜单位毛利及净利（元/平）

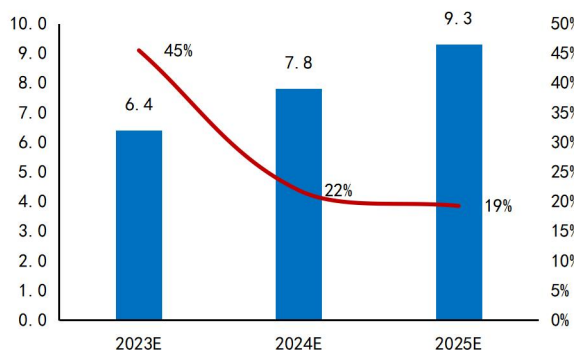


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

23Q1-Q3，公司持续对抗 PID EVA 胶膜、白色增效 EVA 胶膜和增效共挤 POE 胶膜、多品类 POE 胶膜的性能深入研究并持续提升产品品质，尤其在 TOPCon 配套胶膜技术方向取得了良好进展。公司增加了单层 POE 胶膜品类并重点改善 POE 胶膜易打滑及碰片等缺陷，同时成功研发了 EXP 型和迭代 EPE 共挤 POE 胶膜产品，可在保障胶膜耐水解性能的前提下，大比例降低 POE 树脂使用量，为 TOPCon 组件未来快速发展做好技术储备。

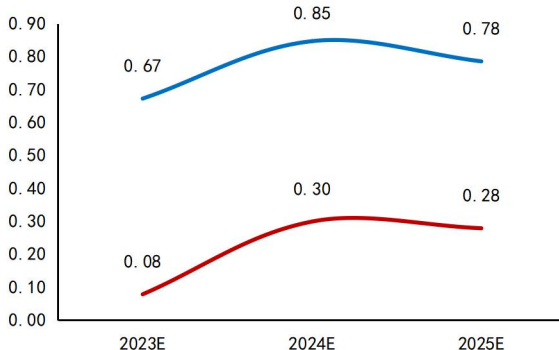
我们预计 2023-2025 年公司胶膜出货量 6.4 亿平、7.8 亿平、9.3 亿平，同比增长 75%/41%/24%；单平净利分别为 0.08 元、0.30 元、0.28 元。

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

图14：公司光伏胶膜单位毛利及净利预测（元/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。

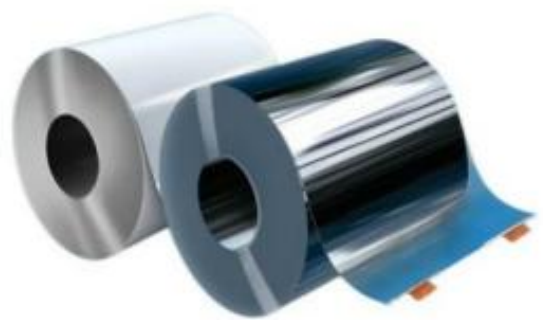
此外，公司与陶氏化学（中国）投资有限公司签订合作备忘录，陶氏中国将向公司在 POE 树脂开发及 POE 产品稳定供应上提供支持，以期建立起双方更深层次的合作关系，共同推进 POE 在汽车智能座舱表面材料市场的成长。

图15: 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16: 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

投资建议：2018-2021 年，受益于下游光伏组件需求高增，胶膜单位毛利不断提升，行业产能快速扩张。2022 年下半年起行业竞争加剧，头部企业采取份额优先策略，光伏胶膜价格下行趋势显著，盈利能力承压。预计 2024-2025 年，随着行业产能逐步出清，头部胶膜企业盈利有望迎来修复。公司盈利预测核心假设如下：

表1: 公司盈利预测核心假设

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
光伏胶膜								
销售量（亿平）	0.9	1.4	1.6	2.5	4.4	6.4	7.8	9.3
单平均价（元/平）	7.5	7.7	8.7	12.4	12.1	8.6	8.7	8.3
单平成本（元/平）	6.5	6.6	6.8	10.6	11.2	8.0	7.9	7.5
单平毛利（元/平）	1.0	1.1	1.9	1.9	0.9	0.7	0.8	0.8
收入（亿元）	6.8	10.5	14.6	30.5	52.6	55.3	68.4	77.6
成本（亿元）	5.9	9.0	11.1	26.0	48.7	51.0	61.8	70.3
毛利率	13.5%	14.4%	23.9%	14.9%	7.4%	7.9%	9.6%	9.5%
其他								
收入（亿元）	0.3	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
成本（亿元）	0.2	0.1	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
合计								
收入（亿元）	7.2	10.6	14.8	31.1	53.1	55.8	68.9	78.1
yoy		49%	39%	110%	71%	5%	23%	13%
成本（亿元）	6.2	9.0	11.2	26.4	48.9	51.2	62.0	70.5
毛利率		14.9%	24.2%	15.1%	7.9%	8.3%	10.0%	9.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

考虑公司光伏胶膜业务在当前竞争格局下的定价策略及原材料 EVA 粒子价格大幅波动影响，下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年收入 55.8/68.9/78.1 亿元（2023-2025 年原预测为 85.6/120.9/139.2 亿元），同比增长 5%/23%/13%，归母净利润 0.50/2.33/2.59 亿元（2023-2025 年原预测为 5.31/8.02/9.19 亿元），同比增速 1%/362%/11%；摊薄 EPS=0.60/2.78/3.08 元，当前股价对应 PE=116/25/23x，维持“买入”评级。

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	3528	2760	1919	营业收入	3105	5307	5584	6889	7810
应收款项	1902	2954	1224	1510	1712	营业成本	2636	4889	5117	6203	7046
存货净额	354	1325	561	680	772	营业税金及附加	3	9	8	10	12
其他流动资产	249	405	251	279	247	销售费用	8	8	14	21	23
流动资产合计	3012	5423	5666	5353	4790	管理费用	31	38	56	69	78
固定资产	366	608	740	1365	2424	研发费用	131	154	149	172	195
无形资产及其他	35	48	41	34	27	财务费用	10	90	82	72	84
其他长期资产	236	365	207	234	203	投资收益	10	(1)	0	0	0
长期股权投资	25	33	33	33	33	资产减值及公允价值变动	(30)	(113)	(96)	(110)	(110)
资产总计	3673	6478	6687	7020	7478	其他收入	40	140	49	140	140
短期借款及交易性金融负债	814	2572	3000	3000	3000	营业利润	277	33	14	262	291
应付款项	349	518	421	510	772	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	130	277	124	145	129	利润总额	276	33	14	262	291
流动负债合计	1295	3376	3545	3655	3901	所得税费用	24	(17)	(37)	29	32
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	50	233	259
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	4165	4274	4521	净利润	252	50	50	233	259
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(19)	(91)	(111)	(100)	(100)
股东权益	2306	2482	2522	2745	2958	折旧摊销	25	46	55	84	147
负债和股东权益总计	3673	6478	6687	7020	7478	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	10	90	82	72	84
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1417)	(1884)	2396	(346)	(32)
每股收益	3.00	0.60	0.60	2.78	3.08	其它	(243)	(1036)	193	172	184
每股红利	0.61	0.12	0.12	0.56	0.62	经营活动现金流	(1402)	(2915)	2582	43	458
每股净资产	27.45	29.54	30.02	32.67	35.20	资本开支	(123)	(143)	(180)	(701)	(1200)
ROIC	12%	4%	6%	5%	5%	其它投资现金流	0	11	158	(28)	31
ROE	11%	2%	2%	8%	9%	投资活动现金流	(123)	(132)	(22)	(729)	(1169)
毛利率	15%	8%	8%	10%	10%	权益性融资	1347	176	0	0	0
EBIT Margin	10%	4%	4%	6%	6%	负债净变化	487	3244	428	0	0
EBITDA Margin	10%	5%	5%	7%	8%	支付股利、利息	(45)	(51)	(10)	(10)	(47)
收入增长	110%	71%	5%	23%	13%	其它融资现金流	501	2712	428	0	0
净利润增长率	13%	-80%	1%	362%	11%	融资活动现金流	1778	3279	336	(82)	(131)
资产负债率	37%	62%	62%	61%	60%	现金净变动	253	232	2896	(768)	(841)
息率	0.9%	0.2%	0.2%	0.8%	0.9%	货币资金的期初余额	154	426	631	3528	2760
P/E	23.1	116.4	115.5	25.0	22.5	货币资金的期末余额	426	631	3528	2760	1919
P/B	2.5	2.3	2.3	2.1	2.0	企业自由现金流	(1245)	(1661)	3142	(595)	(680)
EV/EBITDA	22.4	38.6	34.1	20.3	17.2	权益自由现金流	(767)	913	3271	(659)	(755)

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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