

2024年03月14日

证券研究报告 | 产业专题报告

# 光伏胶膜：行业盈利见底，“进入易经营难”构筑壁垒

光伏行业深度报告

## 电力设备及新能源

投资评级：推荐（维持）

分析师：胡鸿宇

分析师登记编码：S0890521090003

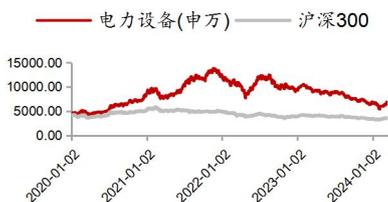
电话：021-20321074

邮箱：huhongyu@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20515355

行业走势图（2024年3月13日）



资料来源：wind，华宝证券研究创新部

## 相关研究报告

- 1、《光伏板块一季度前瞻报告：基本面强势估值具备安全边际，关注行业超预期信号》2023-04-11

## 投资要点

④光伏产业链价格触底，需求复苏强劲。2023年，中国光伏产业经历了显著的价格调整，从上游的硅料、硅片到下游的电池片和组件，各类光伏产品的价格相较于年初水平均出现了明显的下滑，目前价格已接近底部，行业正处于去库存周期。2024年3月组件全球排产55.95GW，环比+51%，需求端超预期。2024年预计全球光伏装机491.8GW，同比增长近20%；其中，预计中国新增光伏装机230GW。

④2023年胶膜行业竞争激烈，行业盈利下滑明显。目前，国内光伏胶膜企业呈现“一超多强”的格局，福斯特市占率一直保持着50%以上，今年部分二三线厂商借助资本市场强化产能建设，组件企业由集中趋向于分散，培育多供体系，导致需求也向三四线厂商扩散。对2023年胶膜及粒子价格进行复盘，我们发现胶膜价格跌幅远高于粒子，全年价格承压。并且，胶膜行业的客户回款周期长，采购结算周期短，议价能力较弱，受上下游挤压，存在明显的账期差。胶膜行业原材料价格波动对盈利波动的影响非常大，从而加剧了盈利周期现象。

④2024年胶膜行业盈利见底，“进入易经营难”构筑壁垒。由于二三线已有产能都存在开不满的情况以及上市融资进展不及预期，我们认为胶膜环节实际扩产不及预期，实际供给大概率少于规划。2023年行业盈利下滑严重，二三线企业出现亏损现象，一线厂商仍保持远高于二三线的净利率水平，优势稳固。2024年一季度粒子价格触底，胶膜价格也同步回升，行业盈利见底，我们预计竞争格局加剧的问题在2024年也可能出现缓解。此外，2024年胶膜环节有望加快出海步伐，海外胶膜产能大幅增长，盈利能力优于国内，后续关注头部厂商出海建厂进展。

④风险提示：终端需求不及预期；N型渗透不及预期；扩产进程不及预期；价格战风险；此外文中提及的上市公司旨在说明行业发展情况，不构成推荐覆盖。

## 内容目录

1. 光伏产业链价格触底，需求复苏强劲.....	3
2. 2023 年胶膜行业竞争激烈，行业盈利下滑明显.....	5
2.1. 胶膜格局呈寡头垄断，整体相对稳定.....	5
2.2. 2023 年竞争激烈，行业盈利下滑明显.....	6
2.3. 营运资金是制约胶膜扩产的重要影响因素，“进入易经营难”构筑壁垒.....	8
3. 2024 年胶膜行业盈利见底，后续关注价格波动情况.....	10
4. 风险提示.....	13

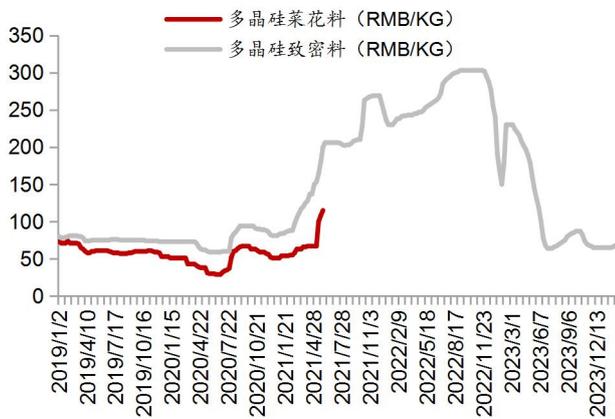
## 图表目录

图 1： 2019-2024 年硅料价格走势（单位：元/kg） .....	3
图 2： 2019-2024 年硅片价格走势（单位：元/片） .....	3
图 3： 2019-2024 年电池片价格走势（单位：元/W） .....	3
图 4： 2019-2024 年组件价格走势（单位：元/W） .....	3
图 5： 组件排产预计从 2024 年 3 月开始环比回升（单位：GW） .....	4
图 6： 胶膜行业毛利率（单位：%） .....	6
图 7： 胶膜行业净利率（单位：%） .....	6
图 8： 光伏产业链不同环节 2023 年涨跌幅.....	7
图 9： 胶膜企业毛利率下滑严重（单位：%） .....	7
图 10： 2023 年胶膜全年价格承压，价格战激烈（EVA 树脂单价，元/吨，左轴；EVA 胶膜成本，元/m <sup>2</sup> ，右轴） .....	8
图 11： 胶膜单季度销售（单位：亿平） .....	8
图 12： 胶膜资产较轻，进入壁垒较低（固定资产+在建工程/总资产） .....	9
图 13： 胶膜应收账款周转天数较长，下游占款严重（单位：天） .....	9
图 14： 胶膜应付账款周转天数较短，上游话语权强（单位：天） .....	9
图 15： 胶膜存货周转天数较长，原材料价格波动加剧盈利周期（单位：天） .....	10
图 16： 胶膜现金周转天数长，营运资金制约扩产行为（单位：天） .....	10
图 17： 仅福斯特在手现金相对充足，有能力持续扩产、增加经营规模.....	11
图 18： 胶膜行业 2018 年-2023 年 Q3 净利率（单位：%） .....	11
图 19： 胶膜行业 2018 年-2023 年 Q3 ROE（单位：%） .....	11
图 20： 胶膜行业 2018 年-2023 年 Q3 营业收入（单位：亿元） .....	12
图 21： 胶膜行业 2018 年-2023 年 Q3 净利润（单位：亿元） .....	12
表 1： 光伏装机预测（单位：GW） .....	4
表 2： 全球胶膜需求量及市场规模预测.....	5
表 3： 胶膜企业情况介绍.....	5
表 4： 胶膜行业销售（亿平）和单平净利润（元/平）情况.....	12
表 5： 胶膜企业扩产情况.....	12

## 1. 光伏产业链价格触底，需求复苏强劲

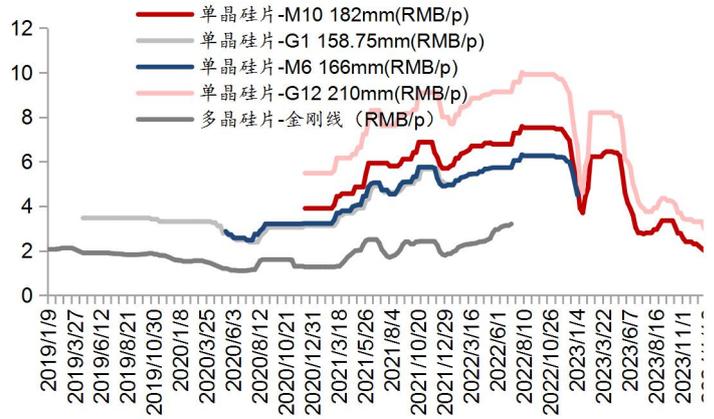
产业链价格接近底部，行业处于去库周期。2023年，中国光伏产业经历了显著的价格调整，这一趋势贯穿了整个年度。从上游的硅料、硅片到下游的电池片和组件，各类光伏产品的价格相较于年初水平均出现了明显的下滑。2024年伊始，硅料、硅片最新一周的报价延续了小幅跌势，且组件端的价格仍然下滑。目前组件价格已接近底部，而且考虑到大量厂商仅布局某1-2个环节，而非构建完整的一体化产能体系，因此组件价格在春节前已降至产业能够接受的较极限水平。受到季节性安装速度的变化、市场竞争导致的成本压力、产能过剩以及产品价格的下跌等因素影响，行业正处于去库周期。

图 1：2019-2024 年硅料价格走势（单位：元/kg）



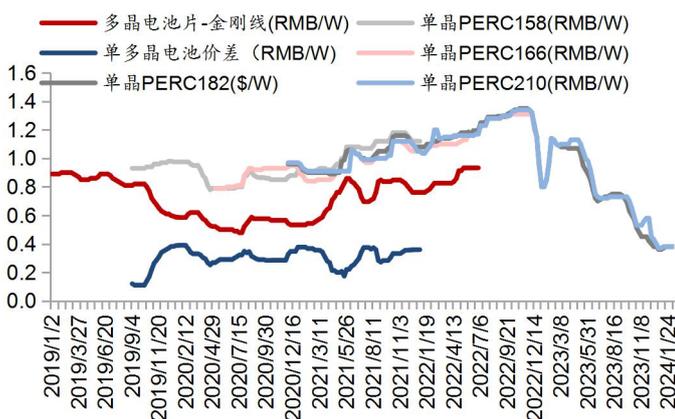
资料来源：PVInfoLink，华宝证券研究创新部

图 2：2019-2024 年硅片价格走势（单位：元/片）



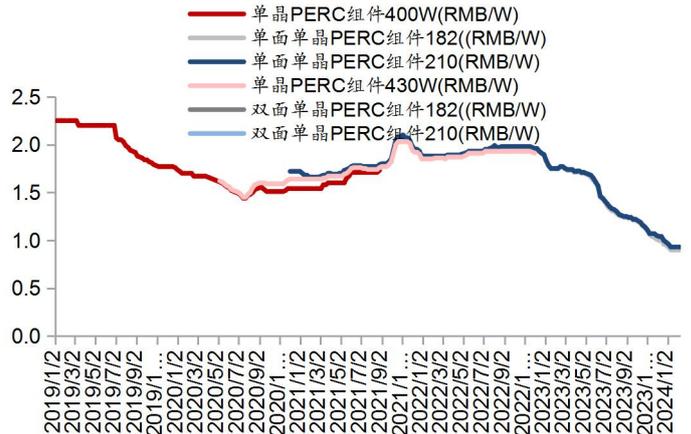
资料来源：PVInfoLink，华宝证券研究创新部

图 3：2019-2024 年电池片价格走势（单位：元/W）



资料来源：PVInfoLink，华宝证券研究创新部

图 4：2019-2024 年组件价格走势（单位：元/W）

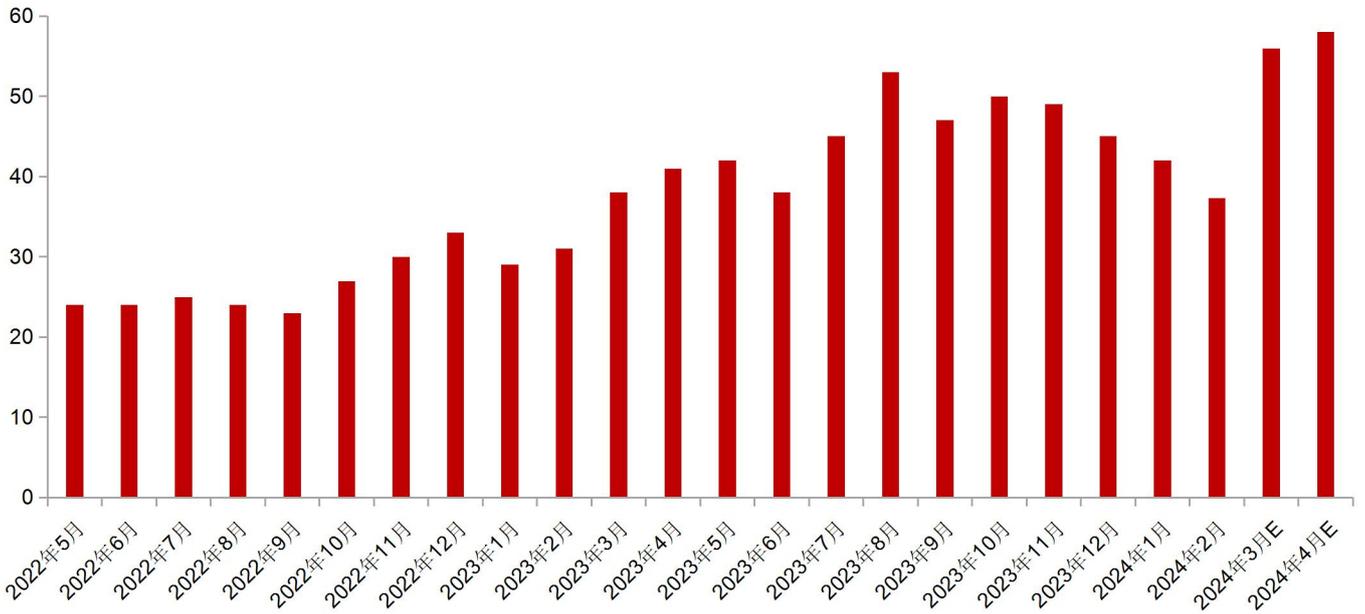


资料来源：PVInfoLink，华宝证券研究创新部

**3月组件排产环比大幅改善，终端需求超预期。**根据 PVInfoLink 数据，2024年1-2月光伏产业链处于去库存阶段，组件排产持续下降，且2月由于春节假期，排产明显下降。3月排产恢复较快，根据 PVInfoLink 统计，3月组件全球排产 55.95GW，环比+51%。3月环比高增速的原因除了2月低基数以外，需求端超预期也是重要因素。欧洲组件去库存超过预期，印度市场需求旺盛以及海外市场为了适应海运周期拉长导致备货需求增强而提前采购。此外，由于当

前材料价格较低，国内电站在二季度招标采购时也趋向于提前做库存储备。2024年1至4月份对于分布式市场的需求仍然强劲，经销商拿货动力增强。

图 5：组件排产预计从 2024 年 3 月开始环比回升（单位：GW）



资料来源：PVInfoLink，华宝证券研究创新部

预计 2024 年全球光伏装机 450-500GW，同比增长 20%左右。2023 年新增装机超预期，全球新增光伏装机 414GW，同比增长 72.5%；其中，中国新增光伏装机 216.3GW，同比增长 147%。碳中和目标驱动下，全球主要经济体均大力支持光伏装机，装机量预计保持较好增长。预计 2024 年全球光伏需求扩张的动力来源于中国、欧洲、美国、拉美、中东及北非等重要市场，其中中国以及非欧美的海外市场都有望继续超预期。我们预计 2024 年全球光伏装机 491.8GW，同比增长近 20%；其中，中国新增光伏装机 230GW，海外新增光伏装机 261.8GW。未来，随着我国光伏新增装机容量持续增长，有望带动我国光伏胶膜需求持续上行，预计 2024 年全球光伏胶膜需求量有望增长至 61.9 亿平方米，市场规模有望达到 681 亿元。

表 1：光伏装机预测（单位：GW）

国家及地区	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
中国	15.1	34.5	53.1	44.3	30.1	48.2	54.9	87.4	216.3	230.0	245.0
欧洲	8.6	6.9	8.6	11.0	21.4	22.5	31.9	50.9	63.2	79.6	99.5
美国	7.4	14.1	11.0	10.0	13.3	19.0	23.0	20.2	33.0	43.0	55.7
拉美	0.4	2.5	3.5	7.0	9.0	8.0	10.0	19.5	26.3	36.9	49.8
中东及北非	0.3	0.4	1.2	4.0	5.0	5.0	6.0	10.7	19.3	30.8	46.2
印度	2.1	5.3	9.6	8.3	7.4	3.1	11.9	14.0	10.0	14.0	18.2
东南亚	1.1	2.0	1.1	1.0	6.8	15.0	5.5	4.8	5.4	7.6	9.9
日本	11.5	6.6	6.1	6.0	6.4	5.7	5.1	5.3	4.9	5.1	5.4
澳大利亚	0.9	0.9	1.3	3.9	4.7	4.1	4.6	3.9	3.5	4.2	4.4
全球其他	8.7	1.8	3.9	12.1	12.5	9.4	16.1	23.3	32.1	40.6	56.8
合计	56.0	75.0	99.0	102.0	115.0	135.7	170.0	240.0	414.0	491.8	590.9
全球同比	24.44%	33.93%	32.00%	3.03%	12.75%	18.00%	25.28%	41.18%	72.50%	18.79%	20.15%
其中：海外	40.9	40.5	45.9	57.7	84.9	87.5	115.1	152.6	197.7	261.8	345.9

国家及地区	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
海外同比	18.81%	-0.91%	13.43%	25.69%	47.02%	3.07%	31.57%	32.55%	29.56%	32.42%	32.12%
国内同比	42.74%	128.02%	53.80%	-16.58%	-31.97%	60.08%	13.86%	59.27%	147.45%	6.33%	6.52%

资料来源：PVInfoLink，国家能源局，华宝证券研究创新部预测

表 2：全球胶膜需求量及市场规模预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
全球光伏新增装机量 (GW)	136	170	240	412	495	590
容配比	1.20	1.20	1.25	1.25	1.25	1.25
全球组件需求量 (GW)	163.2	204	300	515.25	618.75	737.5
单 GW 组件胶膜消耗量 (万 m <sup>2</sup> )	1000	1000	1000	1000	1000	1000
全球光伏胶膜需求量 (亿 m <sup>2</sup> )	16.3	20.4	30.0	51.5	61.9	73.8
YoY		25%	47%	72%	20%	19%
单亿平胶膜粒子消耗量 (万吨)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
全球光伏级粒子需求量 (万吨)	81.6	102.0	150.0	257.6	309.4	368.8
P 型电池占比	95%	96%	90%	50%	20%	5%
N 型电池占比	5%	4%	10%	50%	80%	95%
EVA 占比	83%	83%	82%	75%	70%	68%
POE 占比	18%	17%	18%	25%	30%	33%
EVA 粒子需求 (万吨)	67.3	84.3	122.5	193.2	216.6	248.9
POE 粒子需求 (万吨)	14.3	17.7	27.5	64.4	92.8	119.8
胶膜平均销售价格 (元/m <sup>2</sup> )	8.7	12.2	13.1	10.5	11	12.5
全球光伏胶膜市场规模 (亿元)	142	249	393	541	681	922

资料来源：PVInfoLink，国家能源局，华宝证券研究创新部预测

## 2. 2023 年胶膜行业竞争激烈，行业盈利下滑明显

### 2.1. 胶膜格局呈寡头垄断，整体相对稳定

胶膜竞争格局呈寡头垄断，二三线厂商胶膜业务不断扩张。根据祥邦科技招股说明书，胶膜行业呈现寡头垄断的竞争格局，福斯特全面覆盖各类光伏胶膜产品，市场占有率约 50%，行业龙头地位稳固，但由于今年部分二三线厂商借助资本市场强化产能建设，组件企业由集中趋向于分散，培育多供体系，导致需求也向二三四线厂商扩散。目前，光伏胶膜行业呈现以福斯特为第一梯队，斯威克和海优新材等企业为第二梯队的竞争格局。2022 年，福斯特的经营规模与盈利能力均处于行业领先地位。

表 3：胶膜企业情况介绍

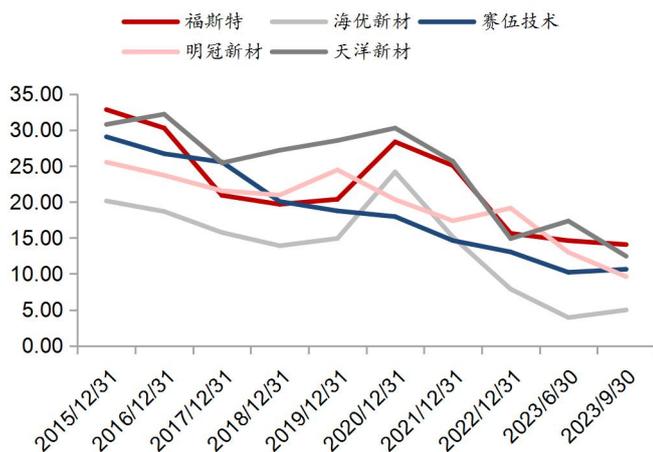
公司名称	基本介绍	主营业务	未来看点
福斯特	全球胶膜龙头企业，市场份额 50%左右，成立于 2003 年，总部位于杭州市，2014 年上市。是一家专注于新材料研发、生产和销售的高新技术企业，在浙江、江苏、安徽、香港、泰国等地拥有多家子公司，从事光伏、电子电路、锂电等新材料的研发生产、国际贸易等业务	主营业务为光伏业务，主要是胶膜，拓展背板、电子材料（感光干膜、感光覆盖膜、挠性覆铜板）、功能膜（铝塑膜、水处理膜、支撑材料）等多品类	胶膜、感光干膜、挠性覆铜板、功能膜

公司名称	基本介绍	主营业务	未来看点
斯威克	由东方日升转到深圳燃气旗下，加速扩产，二线厂商	主营业务为胶膜业务	
海优新材	二线胶膜龙头企业，成立于2005年，公司从2008年开始研发胶膜，10年实现量产，专注于胶膜产品，2020年上市，	专注胶膜业务	POE 胶膜
赛伍技术	光伏背板龙头企业，成立于2008年，总部位于苏州吴江，2020年上市。主要从事以粘合剂为核心的薄膜形态功能性高分子材料的研发、生产、销售，致力于建立膜类生产平台。	主营业务分为光伏业务(背板和胶膜)、非光伏业务(新能源汽车动力电池膜材)	POE 胶膜、UV 转光膜、新能源汽车膜材业务
鹿山新材	公司深耕热熔粘接材料，主要产品包括功能性胶膜以及功能性聚烯烃热熔胶粒。	主营业务为热熔胶膜、功能性聚烯烃热熔胶	胶膜
天洋新材	国内热熔胶行业龙头，成立于2002年，2011年开始研发胶膜，2017年上市，利用热熔胶领域的技术经验拓展热熔墙布、光伏胶膜、电子胶等领域	主营业务为热熔胶、热熔墙布、光伏胶膜、电子胶	胶膜业务
祥邦科技	主要凭借技术创新形成的差异化优势参与市场竞争，在 POE 胶膜细分领域具有竞争优势。	主营业务为光伏胶膜，包括 POE 胶膜和 EVA 胶膜	胶膜业务

资料来源：公司公告，招股说明书，华宝证券研究创新部

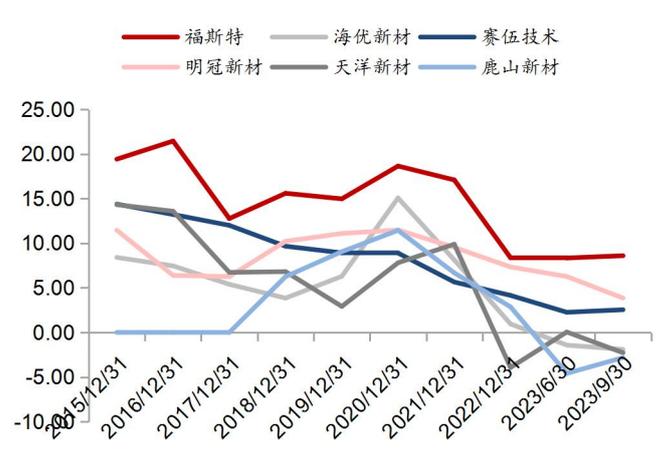
从历史上看行业经历了多轮周期，整体竞争格局相对稳定。对胶膜行业进行周期复盘，我们发现历史上也有过在行业上行期二三线产能扩张严重，影响到头部厂商份额的情况，但由于不同梯队企业存在明显的成本差异，因此常常是头部企业通过降低价格，逆周期压价扩产，进行行业出清，整体而言胶膜行业竞争格局较为稳定。以2016年为例，胶膜产能扩张、供给大幅高于需求，从2016年三季度开始行业兴起价格战，行业整体盈利能力下滑。2016年Q3起，福斯特将毛利率持续下调至2017年Q1的20%，而后基本维持稳定。本轮价格战拉低了行业整体盈利水平，海优新材毛利率2015-2017年间自20%下降至16%。

图 6：胶膜行业毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 7：胶膜行业净利率（单位：%）



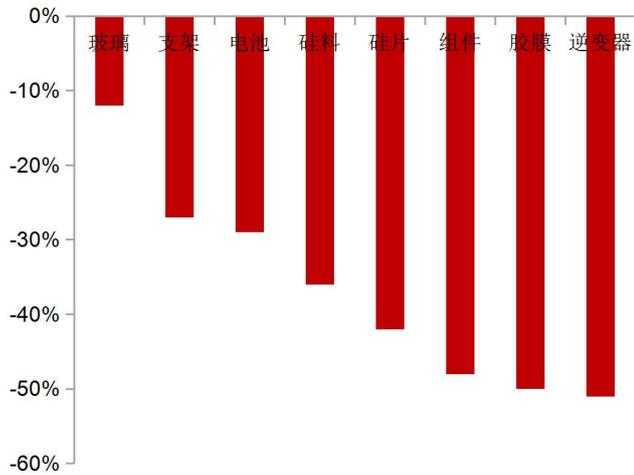
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

## 2.2. 2023 年竞争激烈，行业盈利下滑明显

2023 年胶膜板块跌幅较大，板块盈利下滑明显。2023 年由于竞争显著加剧，单平净利润预期下修的影响，板块跌幅相对较大，2023 年胶膜主要企业平均跌幅达到 50%，股价几近腰

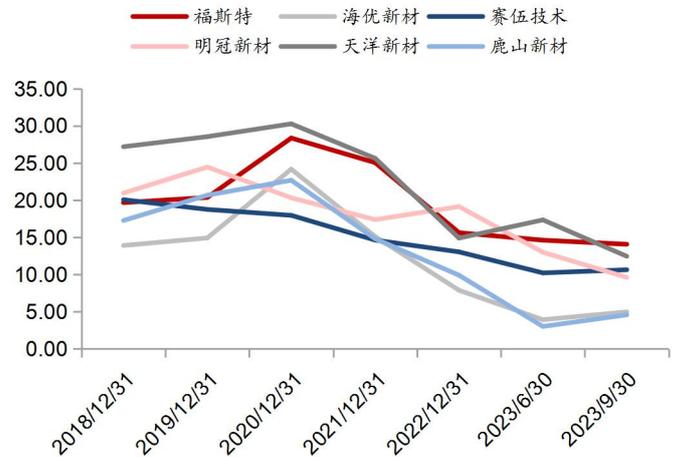
斩。从盈利能力来看，自 2022 年下半年开始胶膜行业开始业绩边际恶化，2023 年二、三、四季度恶化更加明显，行业出清加剧。

图 8：光伏产业链不同环节 2023 年涨跌幅



资料来源：Wind，注：取各环节主要企业涨跌幅均值；华宝证券研究创新部

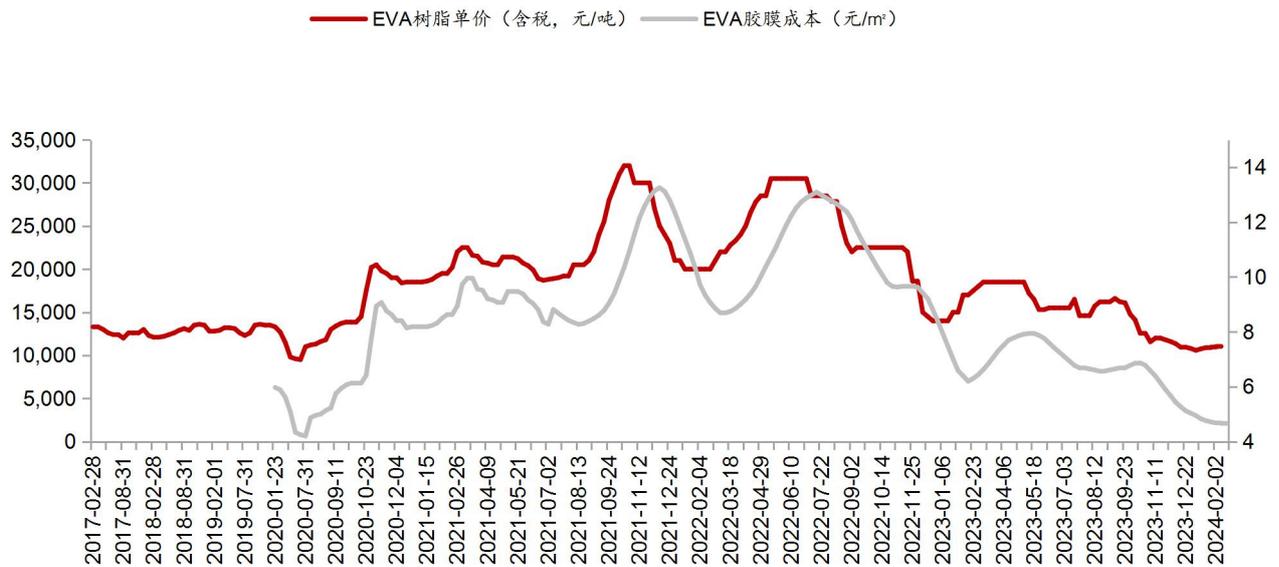
图 9：胶膜企业毛利率下滑严重（单位：%）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

**2023 年胶膜价格下滑严重，价格战较为激烈。**对 2023 年胶膜及粒子价格进行复盘，我们发现胶膜价格跌幅远高于粒子，全年价格承压。一季度胶膜与 EVA 粒子价格相悖，EVA 粒子价格上涨并未传导至胶膜，EVA 粒子价格从 14000 元/吨左右上涨 32% 至季度末的 18495 元/吨，但 EVA 胶膜价格一直压制在 9.89 元/平。二季度需求不振导致 EVA 粒子与胶膜价格同步下跌，EVA 粒子价格从 18495 元/吨左右下跌至二季度末的 14000 元/吨，胶膜价格亦同步下跌，且跌幅较大，2 季度末胶膜价格跌至 8.28 元，远低于 2023 年一季度同期价格。三季度末需求旺盛小幅推高胶膜价格，最高 9.71 元/平，对应粒子价格 16500 元/吨。四季度组件价格竞争加剧，行业大幅去库存，粒子价格跳水，跌幅超过 25% 至 11000 元/吨，胶膜价格也跟随快速跌落，创出新低至 7.38 元/平，产业链盈利更加恶化。

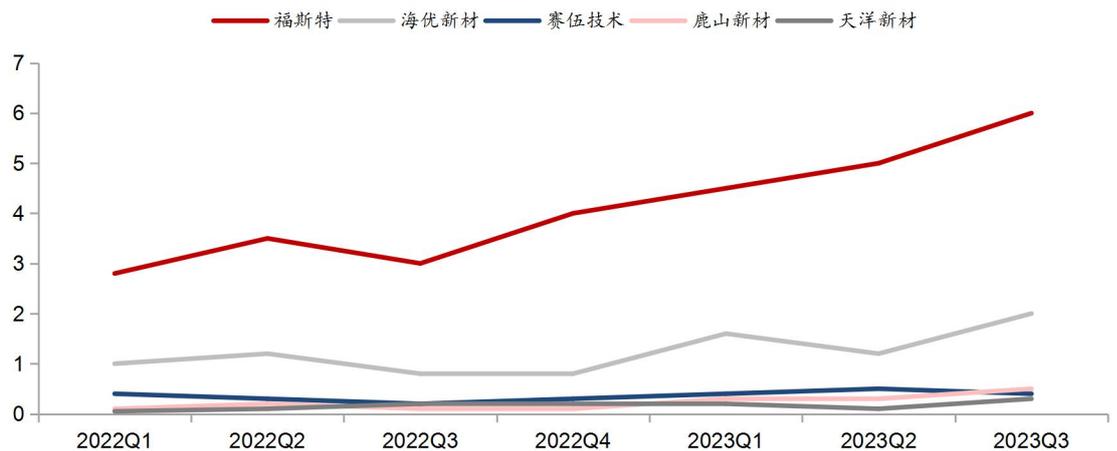
图 10: 2023 年胶膜全年价格承压, 价格战激烈 (EVA 树脂单价, 元/吨, 左轴; EVA 胶膜成本, 元/m<sup>2</sup>, 右轴)



资料来源: PVInfoLink, 华宝证券研究创新部

行业下行期, 胶膜企业经营差异显著。2023 年二季度开始硅料价格快速下行, 组件排产下调导致上游加速去化, 胶膜库存出清, 价格持续下降, 在此行业低谷期, 二三线胶膜厂商由于成本高于现货价格从 6 月开始陆续停止接单, 只有福斯特还在加大出货力度, 因此二季度福斯特市占率显著提升。下一章节我们也将分析胶膜行业的特性——“扩产易, 经营难”, 正因此导致龙头在行业下行期优势显著。

图 11: 胶膜单季度销售 (单位: 亿平)



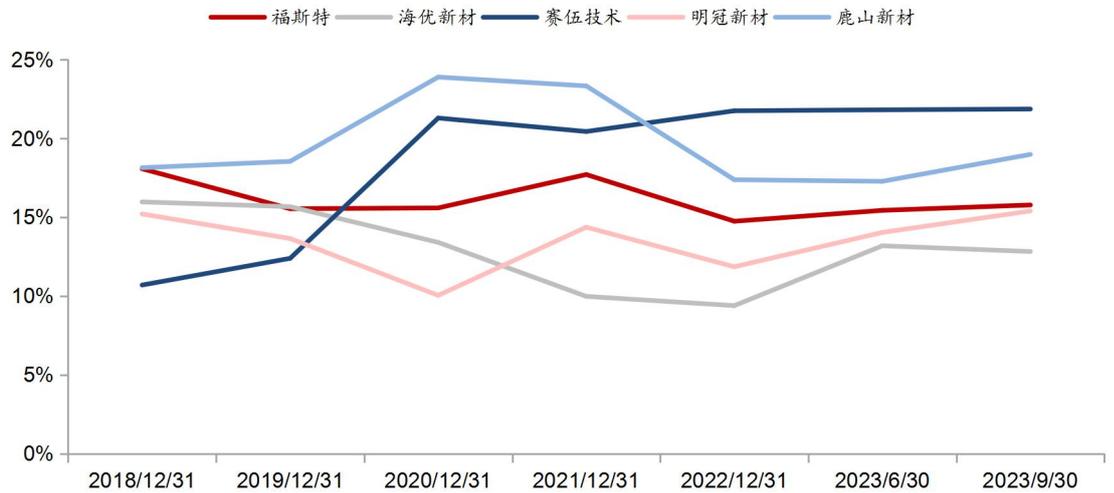
资料来源: 公司公告, 华宝证券研究创新部

### 2.3. 营运资金是制约胶膜扩产的重要影响因素, “进入易经营难” 构筑壁垒

胶膜行业轻资产扩张速度较快, 在周期上行期容易出现头部公司市占率下滑的情况。根据

百佳年代招股说明书,以单GW组件需1000万平胶膜计算,胶膜设备投资额约为1500万元/GW(胶膜生产设备主要为混料釜、挤出机、模头成型等设备,均价在200万/台以下。胶膜单位设备投资额为1-2亿/平方),远低于硅料、硅片等环节设备投资额,在光伏产业链各环节处于低位,资产相对较轻。轻资产模式整体是优势,但在行业上行期扩张起来也比较快,就导致前几年胶膜行业新进入者较多,从而致使头部公司市占率下滑的情况。

图 12: 胶膜资产较轻, 进入壁垒较低 (固定资产+在建工程/总资产)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

**胶膜行业重资产属性明显, 受上下游挤压, 存在明显的账期差。**胶膜行业的客户回款周期长, 采购结算周期短。由于下游客户主要为光伏组件企业, 通常以汇票结算, 因此胶膜销售后回款周期较长, 而上游光伏树脂供应商为大型化工企业, 直接采购要求现款结算, 价格随行就市, 同时胶膜保存时间短, 因此胶膜企业普遍采用以销定购、以销定产方式生产, 存货与应付款周转天数接近, 现金循环天数始终在 100 天以上, 其中应收账款和应收票据周转天数超过 50 天以上。胶膜行业议价能力较弱, 下游组件采取当期粒子价格+合理利润的方法进行产品定价, 而胶膜行业一般会有 0.5-2 个月的库存准备, 因此原材料价格波动对盈利波动的影响非常大, 从而加剧了盈利周期现象。

图 13: 胶膜应收账款周转天数较长, 下游占款严重 (单位: 天)

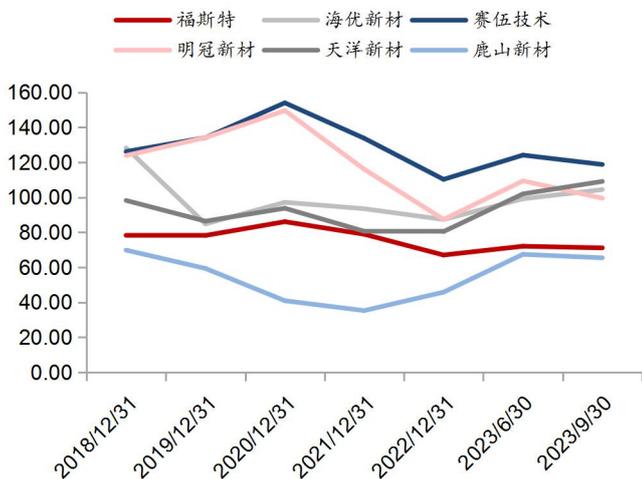
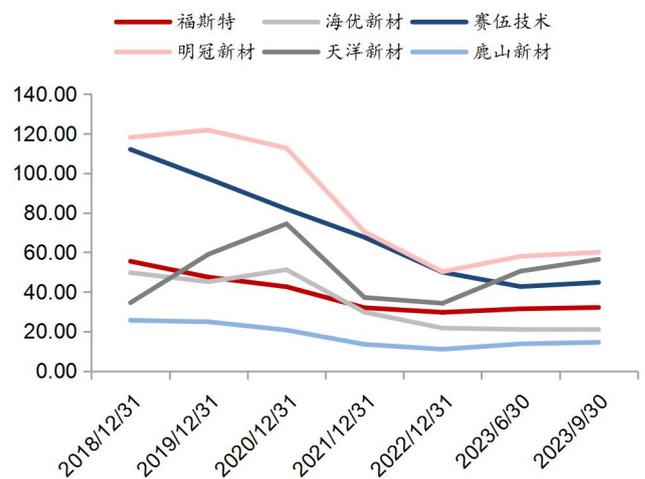


图 14: 胶膜应付账款周转天数较短, 上游话语权强 (单位: 天)

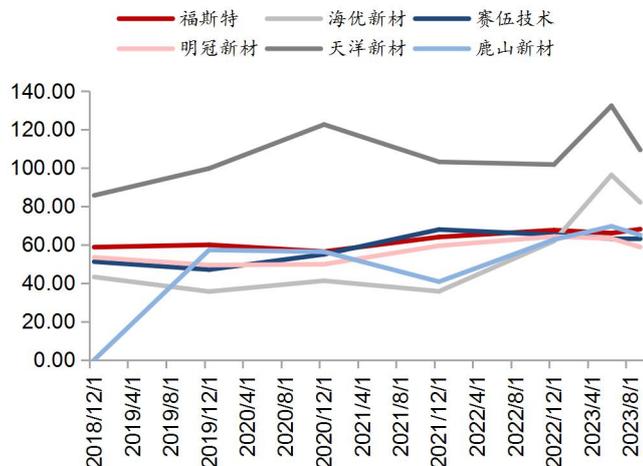


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

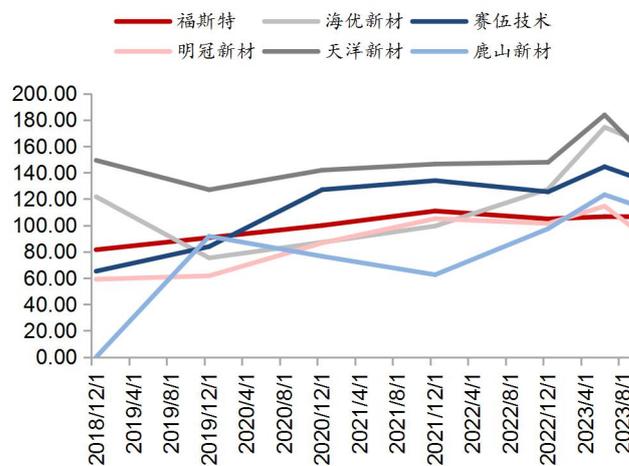
营运资金是制约胶膜行业扩产的重要影响因素，行业下行周期头部公司优势明显。轻固定资产、重流动资金的商业模式导致胶膜行业扩产固定投资金额较低，但所需营运资金水平高。轻松扩产并不代表能够轻松经营，行业进入壁垒低，但运营壁垒高。由于行业存在明显的账期差，通常在3-6个月，导致在营业收入大幅增长的时候，经营性现金净流量大幅为负，且资金不充分的的企业，需要将应收账款或票据贴现换取现金流，同时上游企业较为强势，账单期较短，从而导致胶膜行业一直存在的现金流问题和资金使用效率较低的问题。

图 15：胶膜存货周转天数较长，原材料价格波动加剧盈利周期（单位：天）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 16：胶膜现金周转天数长，营运资金制约扩产行为（单位：天）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

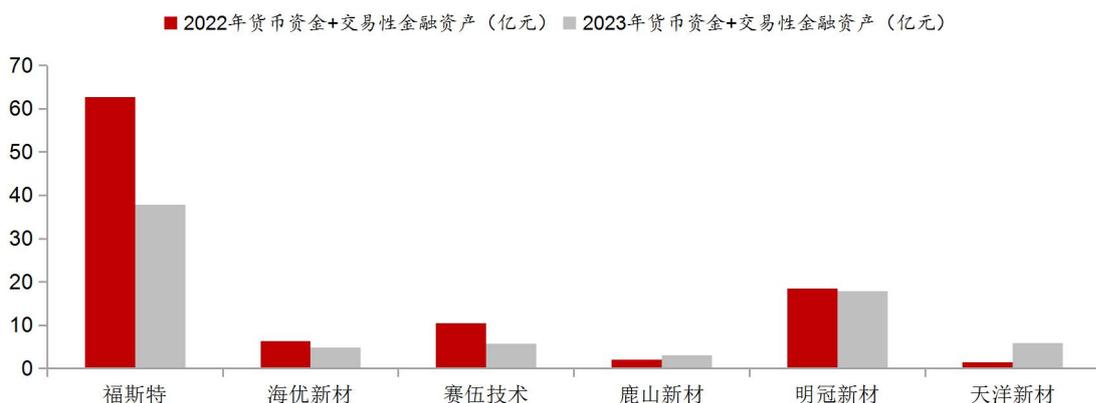
### 3. 2024 年胶膜行业盈利见底，后续关注价格波动情况

名义扩产较多但实际不及预期，胶膜行业扩产步伐有所降低。我们认为胶膜环节实际扩产不及预期，实际供给大概率少于规划，主要有几个原因：

1) 二三线盈利恶化严重，企业现金流恶化导致投产积极性减弱：百佳年代和斯威克上市步伐缓慢，资金来源相对受限，信义储电、天洋新材、海优新材、赛伍技术销售与盈利能力下滑明显，行业扩产整体更为谨慎。

2) 上市融资进展不及预期，融资受限，更多依赖自身在手现金和造血能力，规划产能落地难度加大：胶膜营运资金占用较大，当前 IPO、定增、可转债等融资渠道收紧，债务融资则会增加财务费用、提升资产负债率，只有福斯特在手现金相对充足，有能力持续扩产、增加经营规模。

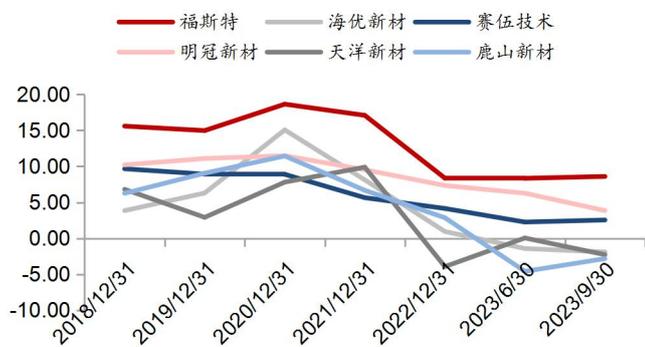
图 17：仅福斯特在手现金相对充足，有能力持续扩产、增加经营规模



资料来源：公司公告，华宝证券研究创新部

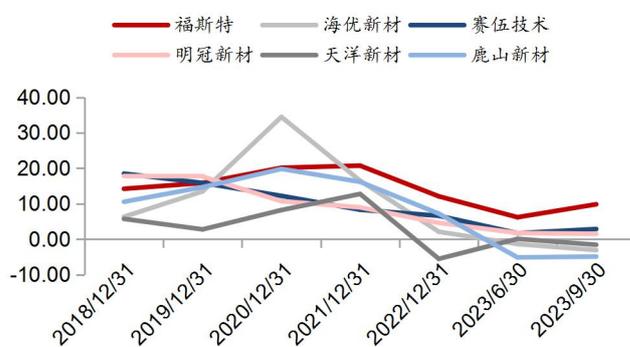
行业盈利见底，预计竞争格局加剧的问题在 2024 年可能出现缓解。2023 年行业盈利下滑严重，二三线企业出现亏损现象，福斯特凭借优质的供应链管理、费用控制能力，仍保持远高于二三线的净利率水平，ROE 自 2023 年二季度开始触底回升。2023 年福斯特营收增速加快，市占率有所回升，因资金充沛且原材料库存管理得当等原因，盈利能力强于行业整体，综合来看福斯特较二线的综合成本优势约 1 元/平。2024 年一季度粒子价格触底，胶膜价格也同步回升，行业盈利见底，由于部分产能增长放缓、胶膜行业二三线企业上市步伐趋缓等原因，我们预计竞争格局加剧的问题在 2024 年可能出现缓解。

图 18：胶膜行业 2018 年-2023 年 Q3 净利率（单位：%）



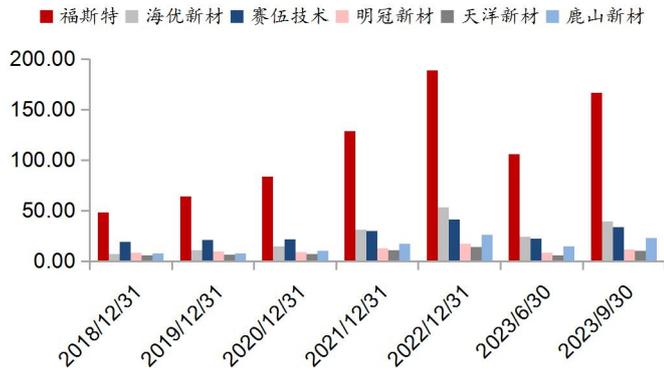
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 19：胶膜行业 2018 年-2023 年 Q3 ROE（单位：%）



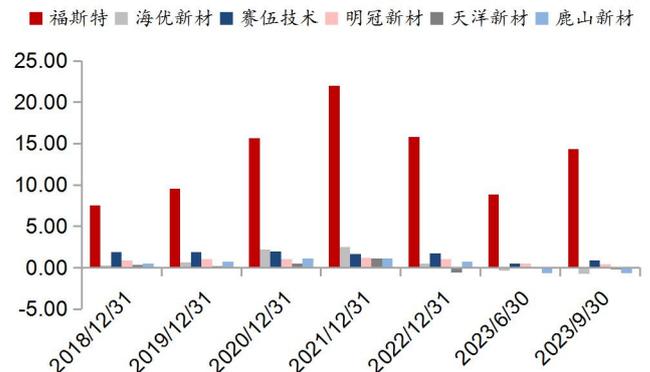
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 20: 胶膜行业 2018 年-2023 年 Q3 营业收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

图 21: 胶膜行业 2018 年-2023 年 Q3 净利润 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华宝证券研究创新部

表 4: 胶膜行业销售 (亿平) 和单平净利润 (元/平) 情况

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售量 (亿平)								
福斯特	2.8	3.3	3.0	4.1	13.2	4.6	5.1	6.3
海优新材	1.1	1.1	1.1	1.1	4.4	1.5	1.1	1.8
斯威克	1.2	1.4	1.3	1.3	5.1	1.7	1.5	1.9
鹿山新材	0.2	0.4	0.3	0.3	1.2	0.5	0.5	0.6
赛伍技术	0.4	0.4	0.4	0.5	1.7	0.6	0.6	0.7
天洋新材	0.1	0.1	0.2	0.2	0.6	0.1	0.3	0.23
单平净利 (元/平)								
福斯特	1.1	2.0	1.5	0.1	1.1	0.6	1.0	0.8
海优新材	0.7	1.2	-0.8	-0.8	0.1	0.1	-0.6	-0.3
斯威克	0.7	1.5	0.7	-1.4	0.4	0.0	0.5	0.1
鹿山新材	0.8	0.9	0.5	-1.7	0.0	-0.3	-0.6	-0.2
赛伍技术	0.9	0.9	0.0	-0.8	0.1	-0.8	-0.8	-0.1

资料来源: 公司公告, 华宝证券研究创新部

**关注粒子与胶膜价格后续波动及厂商海外扩产进展。**上游粒子的价格波动会加剧胶膜的盈利杠杆, 成本加权定价法下, 胶膜的价格也随粒子价格波动而波动, 随着 2024 年 3 月组件开工率提升, 粒子与胶膜价格同步回升带来的盈利好转现象, 在 2024 年二季度是否能够维持, 仍是观察行业盈利预期的关键因素; 此外, 2024 年胶膜环节有望加快出海步伐, 海外胶膜产能大幅增长, 海外盈利能力优于国内, 目前仅福斯特在越南建厂, 现已达产, 后续关注头部厂商出海建厂进展。

表 5: 胶膜企业扩产情况

企业名称	地址	产能 (亿平)	状态	投产时间	备注
福斯特	杭州	4.8	已达产		
	常熟	1.9	已达产		
	泰国	0.75	已达产		
	临安	2.5	已达产	2 年	白色 EVA 胶膜技改沿用部分原有产能, 并非

敬请参阅报告结尾处免责声明

企业名称	地址	产能 (亿平)	状态	投产时间	备注
					完全新增
	临安	2	已达产	1.5 年	多期共 3 年, 此为 POE 胶膜 (一期)
	滁州	5	在投产 2021Q2 开始	4 年预计 2023 年 Q2 达产	2.5 亿平 POE, 2.5 亿平 EVA (实际可扩到 8 亿平)
	嘉兴	2.5	在投产 2022Q2 开始	3 年预计 2023 年 Q2 达产	
	越南	2.5	在投产 2022Q3 开始	3 年预计 2023 年 Q2 达产	针对东南亚组件(美国市场)
	杭州	2.5	预计 2023Q1 投产	3 年预计 2023 年达产	已取得备案、环评, 针对 N 型高效组件
海优新材	常州	2			上市前, 自有+收购常州合威
	泰州	1	已达产		
	上饶	1	已达产		
	上海	1.7	已达产	2 年	IPO
	义乌	1	已达产		
	上饶	1.5	已达产	2 年	可转债 0.7 亿平透明 EVA+0.1 亿平白膜 +0.7 亿平 POE
	盐城	2	在投产	2 年	可转债 1 亿平透明 EVA+1 亿平 POE
	镇江	1	正在环评	3 年	可转债 0.45 亿平透明 EVA+0.55 亿平 POE
	上饶	2	正在环评	2 年	可转债 0.71 亿平透明 EVA+0.67 亿平白膜 +0.62 亿平 POE
赛伍技术	苏州	0.5	已达产		上市前
	苏州	1	已达产		IPO
	苏州	2.55	2022 年底达产		IPO
	苏州	0.4	2022 年投产, 2023 年达产		

资料来源: 公司公告, 华宝证券研究创新部

#### 4. 风险提示

终端需求不及预期; N 型渗透不及预期; 扩产进程不及预期; 价格战风险; 此外文中提及的上市公司旨在说明行业发展情况, 不构成推荐覆盖。

### 分析师承诺

本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 公司和行业评级标准

#### ★ 公司评级

报告发布日后的 6-12 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为基准：

买入：	相对超出市场表现 15% 以上；
增持：	相对超出市场表现 5% 至 15%；
中性：	相对市场表现在 -5% 至 5% 之间；
卖出：	相对弱于市场表现 5% 以上。

#### ★ 行业评级

报告发布日后的 6-12 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为基准：

推荐：	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数；
中性：	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数；
回避：	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数。

### 风险提示及免责声明

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

#### 适当性申明

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。