

海优新材 (688680.SH)

需求旺盛扩产提速，原材料降本空间可期

买入

核心观点

原材料涨价导致 22Q1 毛利率大幅下降。2021 年公司实现营收 31.05 亿元 (+109.66%)，归母净利润 2.52 亿元 (+12.97%)，其中四季度单季营收 11.03 亿元 (+92.13%)，归母净利润 1.32 亿元 (+22.99%)。2021 年公司毛利率为 15.11% (-9.06pct)，净利率为 8.12% (-6.95pct)。2022 年一季度公司实现营收 12.28 亿元，同比+118.87%，环比+11.33%；归母净利润 0.77 亿元，同比+2.55%，环比-41.36%；毛利率为 12.55%，同比-7.06pct，环比-7.65pct；净利率为 6.29%，同比-7.13pct，环比-5.65pct。

公司胶膜产品量价齐升，单平毛利略有下降。2021 年公司销售光伏胶膜 2.46 亿平，同比+51.26%；销售均价 12.41 元/平，同比+38.11%。2021 年胶膜原料 EVA 粒子价格大幅上涨，公司胶膜产品单位成本增加至 10.56 元/平，同比+54.36%；单平毛利略降至 1.85 元，同比-0.29 元/平。2022 年一季度公司上饶产能爬坡顺利，营收持续增长，估算单平毛利为 1.40 元/平。我们看好 2022 年二季度以后海外组件市场需求的强劲增长，预计胶膜行业将迎来新一轮的需求增长，尤其是 2022 年下半年国内市场的集中出货，有望在第三或者第四季度普遍修复胶膜环节的单平毛利水平。

产能建设加速推进，2022 年底有效产能有望达到 5.6 亿平。公司启动上饶二期及盐城项目建设，预计 2022 年底有效产能达到 5.6 亿平。未来公司重点扩增双玻组件以及 N 型组件等配套能力，提升公司高品质胶膜供货能力。我们预计到 2025 年公司有效产能达到 12.6 亿平，占预计光伏胶膜需求总量近 30%。

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；疫情下物流滞缓。

投资建议：公司光伏 EVA、POE 胶膜持续推进新增产能建设，市场占有率有望得到提升；胶膜作为辅材核心环节，未来受益于行业需求的高速增长，以及上游硅料和 EVA 粒子的降本效应。考虑到年初以来多晶硅价格持续上涨给组件企业带来的盈利压力削弱了胶膜企业传导成本的能力，加上 EVA 粒子近期走强的影响，基于审慎性原则下调盈利预测，预计 2022-2024 年收入 60.4/88.3/100.6 亿元（2022-2023 年原预测为 55.4/65.8 亿元），同比增速 95/46/14%，归母净利润 4.9/6.3/8.5 亿元（2022-2023 年原预测为 7.5/9.1 亿元），同比增速 95/29/35%；摊薄 EPS=5.83/7.51/10.11 元，当前股价对应 PE=31/24/18x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,481	3,105	6,044	8,831	10,063
(+/-%)	39.3%	109.7%	94.6%	46.1%	13.9%
净利润(百万元)	223	252	490	631	850
(+/-%)	233.8%	13.0%	94.3%	28.8%	34.7%
每股收益(元)	3.54	3.00	5.83	7.51	10.11
EBIT Margin	16.8%	9.5%	9.9%	9.0%	10.6%
净资产收益率 (ROE)	29.7%	10.9%	17.8%	19.2%	21.2%
市盈率 (PE)	50.4	59.5	30.6	23.8	17.6
EV/EBITDA	44.8	50.9	26.6	20.9	15.9
市净率 (PB)	14.94	6.50	5.46	4.57	3.75

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 联系人：陈抒扬
 010-88005313 0755-81982965
 wangweiqi2@guosen.com.cn chenshuyang@guosen.com.cn
 S0980520080003

基础数据

投资评级	买入(维持)
收盘价	178.45 元
总市值/流通市值	14990/8744 百万元
52 周最高价/最低价	362.21/127.00 元
近 3 个月日均成交额	258.22 百万元

市场走势



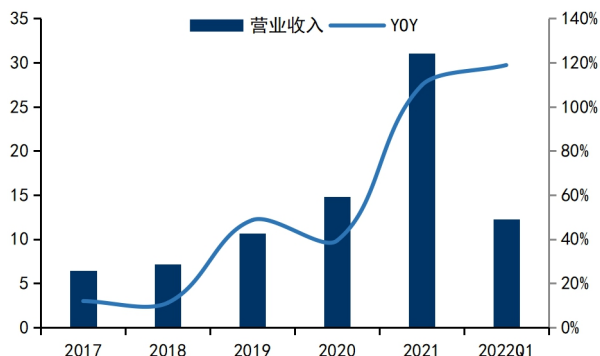
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海优新材-688680-20 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
 《海优新材-688680-2020 年业绩预告点评：光伏胶膜新星，业绩超预期增长》——2021-01-29
 《国信证券-海优新材-688680-深度报告：以创新立本，呈追赶之势》——2021-01-21

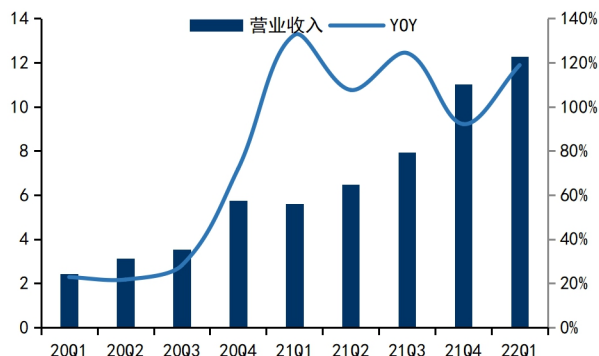
公司营收大幅增长，盈利能力短期承压。2021 年公司实现营收 31.05 亿元（+109.66%），归母净利润 2.52 亿元（+12.97%），其中四季度单季营收 11.03 亿元（+92.13%），归母净利润 1.32 亿元（+22.99%）。2021 年公司毛利率为 15.11%（-9.06pct），净利率为 8.12%（-6.95pct）。2022 年一季度公司实现营收 12.28 亿元，同比+118.87%，环比+11.33%；归母净利润 0.77 亿元，同比+2.55%，环比-41.36%；毛利率为 12.55%，同比-7.06pct，环比-7.65pct；净利率为 6.29%，同比-7.13pct，环比-5.65pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



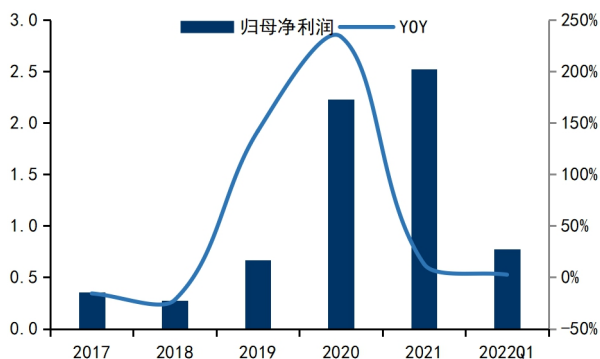
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



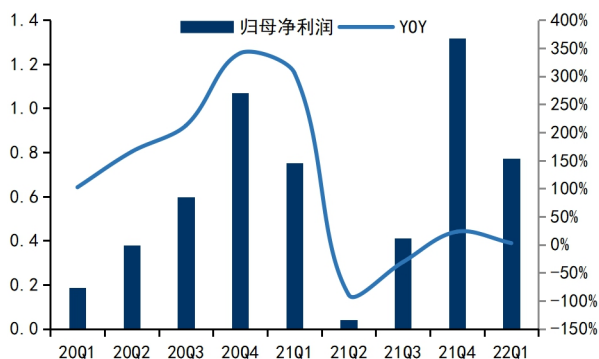
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：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（单位：亿元、%）

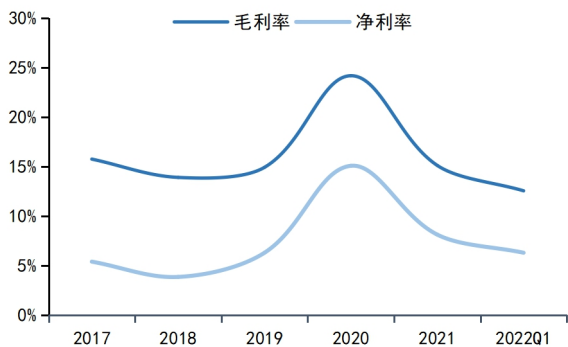


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司期间费用率显著降低，经营现金净流量明显下降。2021 年公司期间费用为 1.80 亿元，期间费用率为 5.81%，同比-2.29pct。2021 年公司销售/管理/研发/财务费率分别为 0.26%（-0.52pct）、0.99%（-1.01pct）、4.22%（-0.20pct）、0.34%（-0.56pct）。2021 年公司经营性活动现金净流量减至-14.02 亿元，主要系因报告期内购买商品、接受劳务支付的现金增加，并为减少财务成本部分票据未作贴现所致。2022 年 Q1 公司期间费用为 0.57 亿元，期间费用率为 4.66%，同比-0.91pct。Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 0.13%（-0.16pct）、0.79%（-0.16pct）、3.18%（-0.78pct）、0.56%（+0.19pct）。2022 年 Q1 公司经营性活动现金净流量同比减少 1.06 亿元至-6.90 亿元。

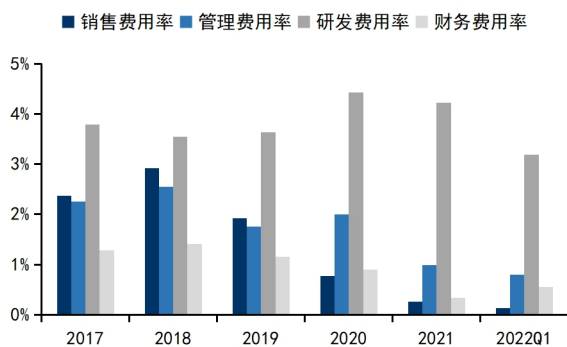
公司偿债能力、资金周转状况明显改善。公司 2021 年流动比率、速动比率、现金比率分别为 2.33、2.05、0.96，创近年新高；应收账款周转率和存货周转率分别提升至 3.85、10.10。

图5：公司毛利率、净利率变化



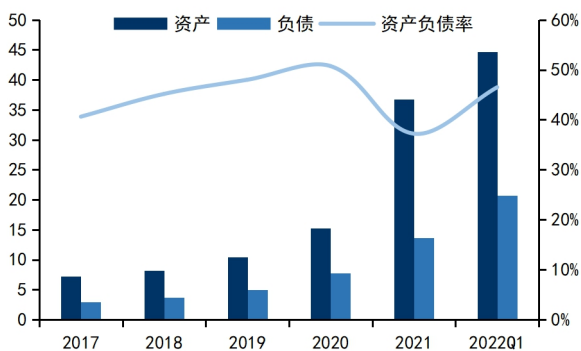
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司四费占比情况变化



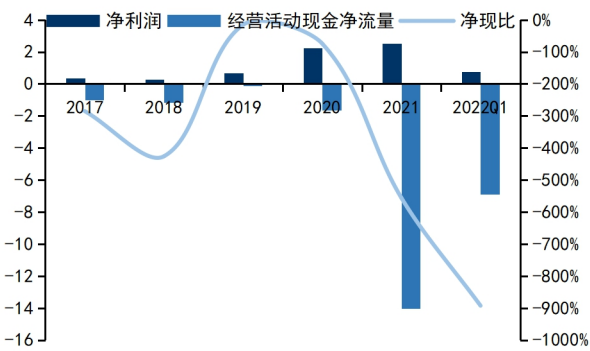
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司资产、负债和资产负债率情况



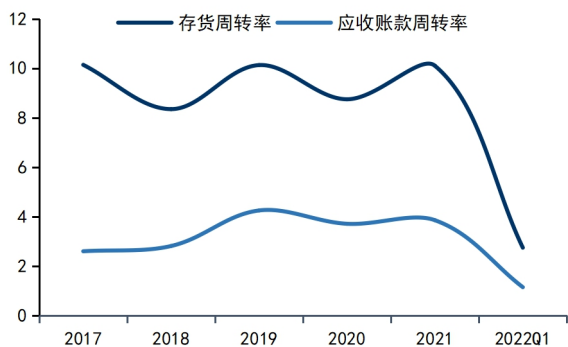
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司经营活动现金流情况



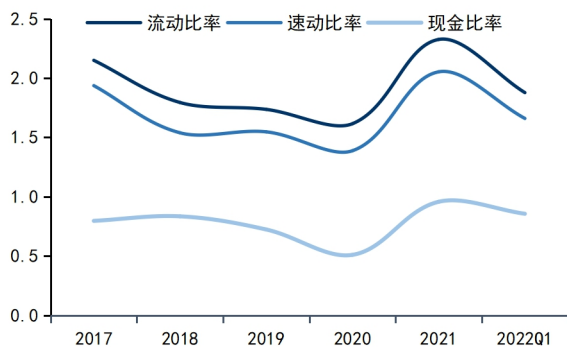
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司营运能力指标变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

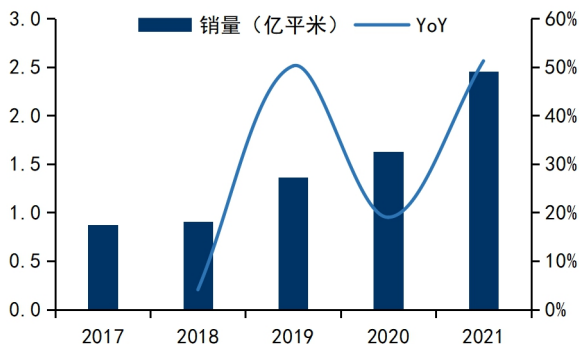
图10：公司偿债能力指标变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

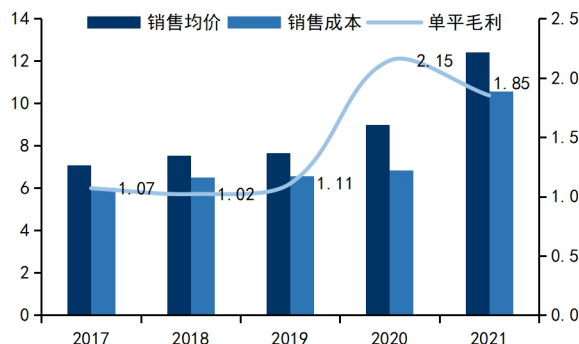
胶膜产品量价齐升，单平毛利略有下降。2021 年公司上海工厂、江苏泰州工厂、江西上饶工厂均有新增产能投入，公司全年产能规模得到明显提升。2021 年公司销售光伏胶膜 2.46 亿平，同比+51.26%；销售均价 12.41 元/平，同比+38.11%。2021 年胶膜原料 EVA 粒子价格大幅上涨，公司胶膜产品单位成本增加至 10.56 元/平，同比+54.36%；单平毛利略降至 1.85 元，同比-0.29 元/平。2022 年一季度公司上饶产能爬坡顺利，营收持续增长；EVA 粒子价格持续上涨，胶膜环节未能及时传导成本，短期盈利能力承压。

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、成本及单平毛利（元/平）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产能建设加速推进，2022 年底有效产能有望达到 5.6 亿平。公司光伏胶膜扩产加速推进，陆续启动上饶二期及盐城项目开工建设，预计 2022 年底有效产能达到 5.6 亿平。未来公司将不断加码产能建设，重点扩增双玻组件以及 N 型电池组件等新型组件的配套胶膜的生产能力，优化公司产品结构，提升公司高品质胶膜供货能力。我们预计到 2025 年公司有效产能达到 12.6 亿平，占预计光伏胶膜需求总量近 30%。

表1：公司光伏胶膜业务有效产能（亿平）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
透明 EVA	0.81	1.22	2.61	3.54	4.04
上海金山	0.13	-	-	-	-
江苏泰州	0.47	0.79	0.79	0.79	0.79
江苏张家港	0.20	0.23	0.23	0.23	0.23
镇江海优威			0.09	0.32	0.32
盐城海优威		0.10	0.80	1.00	1.00
上饶海优威		0.10	0.70	0.70	0.70
其他规划产能				0.50	1.00
白色 EVA	0.81	1.67	1.96	2.46	2.96
上海金山	0.81	1.06	1.06	1.06	1.06
江苏泰州		0.50	0.70	0.70	0.70
江西上饶		0.10	0.10	0.10	0.10
上饶海优威		0.01	0.10	0.10	0.10
其他规划产能				0.50	1.00
POE	1.30	2.69	4.10	5.08	5.58
上海金山	0.17	0.20	0.20	0.20	0.20
江苏泰州	0.45	0.84	0.84	0.84	0.84
江苏常州	0.56	0.85	0.85	0.85	0.85
江西上饶	0.11	0.60	0.60	0.60	0.60
镇江海优威			0.11	0.39	0.39
盐城海优威		0.10	0.80	1.00	1.00
上饶海优威		0.10	0.70	0.70	0.70
其他规划产能				0.50	1.00
光伏胶膜	2.92	5.58	8.67	11.07	12.57

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；疫情下物流滞缓。

投资建议：公司光伏 EVA、POE 胶膜持续推进新增产能建设，市场占有率有望得到提升；胶膜作为辅材核心环节，未来受益于行业需求的高速增长，以及上游硅料和 EVA 粒子的降本效应。考虑到年初以来多晶硅价格持续上涨给组件企业带来的盈利压力削弱了胶膜企业传导成本的能力，加上 EVA 粒子近期走强的影响，基于审慎性原则下调盈利预测，预计 2022-2024 年收入 60.4/88.3/100.6 亿元（2022-2023 年原预测为 55.4/65.8 亿元），同比增速 95/46/14%，归母净利润 4.9/6.3/8.5 亿元（2022-2023 年原预测为 7.5/9.1 亿元），同比增速 95/29/35%；摊薄 EPS=5.83/7.51/10.11 元，当前股价对应 PE=31/24/18x，维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表（2022.5.5）

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (2021A)	PEG (2022E)	投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E			
603806	福斯特	95.75	910.68	2.35	2.38	3.03	40.74	40.23	31.60	20.72	2.94	增持
688680	海优新材	178.45	149.93	3.00	5.83	7.51	58.13	30.61	23.76	16.49	0.43	买入
603212	赛伍技术	21.38	86.39	0.42	0.83	1.11	50.90	25.76	19.26	8.29	0.41	未评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注：赛伍技术盈利预测为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	154	426	1524	1734	1907	营业收入	1481	3105	6044	8831	10063
应收款项	748	1902	1490	2178	2481	营业成本	1123	2636	5190	7705	8624
存货净额	168	354	569	844	945	营业税金及附加	2	3	6	9	10
其他流动资产	83	249	254	347	302	销售费用	12	8	6	9	10
流动资产合计	1195	3012	3993	5334	5894	管理费用	30	31	30	44	50
固定资产	205	366	1303	1380	1948	研发费用	65	131	212	274	302
无形资产及其他	35	35	30	25	20	财务费用	13	10	29	59	77
其他长期资产	66	236	224	300	262	投资收益	13	10	10	10	10
长期股权投资	26	25	25	25	25	资产减值及公允价值变动	(4)	(30)	(15)	(10)	(10)
资产总计	1528	3673	5574	7063	8148	其他收入	14	40	25	20	20
短期借款及交易性金融负债	386	814	1511	2208	2516	营业利润	254	277	576	742	1000
应付款项	249	349	427	633	709	营业外净收支	(0)	(0)	0	0	0
其他流动负债	101	130	125	178	156	利润总额	254	276	576	742	1000
流动负债合计	740	1295	2063	3020	3381	所得税费用	31	24	86	111	150
长期借款及应付债券	14	0	694	694	694	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	21	72	72	72	72	归属于母公司净利润	223	252	490	631	850
长期负债合计	35	72	766	766	766	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	775	1367	2829	3785	4147	净利润	223	252	490	631	850
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(2)	(19)	(5)	0	0
股东权益	753	2306	2745	3278	4001	折旧摊销	19	25	69	108	138
负债和股东权益总计	1528	3673	5574	7063	8148	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	13	10	29	59	77
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(313)	(1417)	187	(871)	(334)
每股收益	3.54	3.00	5.83	7.51	10.11	其它	(93)	(243)	24	49	67
每股红利	0.72	0.61	1.17	1.50	2.02	经营活动现金流	(166)	(1402)	765	(83)	721
每股净资产	11.95	27.45	32.67	39.01	47.62	资本开支	(56)	(123)	(1001)	(180)	(701)
ROIC	26%	12%	13%	12%	14%	其它投资现金流	3	0	22	(67)	49
ROE	30%	11%	18%	19%	21%	投资活动现金流	(53)	(123)	(978)	(247)	(653)
毛利率	24%	15%	14%	13%	14%	权益性融资	0	1347	0	0	0
EBIT Margin	17%	10%	10%	9%	11%	负债净变化	298	487	1391	697	308
EBITDA Margin	18%	10%	11%	10%	12%	支付股利、利息	0	(45)	(51)	(98)	(126)
收入增长	39%	110%	95%	46%	14%	其它融资现金流	301	501	697	697	308
净利润增长率	234%	13%	94%	29%	35%	融资活动现金流	285	1778	1311	540	105
资产负债率	51%	37%	51%	54%	51%	现金净变动	66	253	1098	210	173
息率	0.4%	0.3%	0.7%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	83	154	426	1524	1734
P/E	50.4	59.5	30.6	23.8	17.6	货币资金的期末余额	154	426	1524	1734	1907
P/B	14.9	6.5	5.5	4.6	3.7	企业自由现金流	(131)	(1245)	(234)	(270)	9
EV/EBITDA	44.8	50.9	26.6	20.9	15.9	权益自由现金流	155	(767)	438	376	252

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