

海优新材（688680）

2022 年年报&2023 年一季报点评：胶膜盈利逐步修复，23 年 POE 放量带动盈利提升！

买入（维持）

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈瑶

执业证书：S0600520070006
chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 郭亚男

执业证书：S0600121070058
guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	5,307	8,623	13,570	17,942
同比	71%	62%	57%	32%
归属母公司净利润（百万元）	50	420	742	994
同比	-80%	738%	77%	34%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.60	5.00	8.83	11.84
P/E（现价&最新股本摊薄）	211.84	25.27	14.30	10.67

关键词：#产能扩张

投资要点

■ **事件：**公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年营收 53.1 亿元，同增 70.9%；归母净利 0.5 亿元，同降 80.1%；扣非归母净利 0.28 亿元，同降 88.3%。2022Q4 实现营收 11.7 亿元，同增 6.45%，环降 10.9%；归母净利-0.83 亿元，同降 163%，环增 11.5%；扣非归母净利-0.94 亿元，同降 176%，环增 10.7%。2022 年毛利率 7.9%，同比-7.2pct，2022Q4 毛利率 2.95%，同比-17.25pct，环比+4.2pct；2023Q1 营收 13.5 亿元，同增 10.0%，环增 15.0%；归母净利 0.23 亿元，同降 70.6%，环增 127%；扣非归母净利 0.24 亿元，同降 69.4%，环增 125%。2023Q1 毛利率 6.3%，同降 6.3pct，环增 3.3pct。

■ **23Q1 胶膜盈利承压、看好后续盈利修复。**公司 2022 年胶膜销 4.35 亿平，同增 77%，我们测算单平净利约 1 毛；2022Q4 出货 1.1 亿平左右，环比略增约 10%；2022Q4 受组件需求减弱，而高价粒子库存仍无法消化的影响，我们测算单平亏损 7 毛。2023Q1 出货约 1.5 亿平，环增 30%+，其中 EVA/POE 类各占 50%，POE 类占比环比略增；2023Q1 组件需求向好，公司逐渐摆脱高价粒子库存并传导成本，我们测算单平净利 1-2 毛，盈利回升。2023 年硅料降价，刺激全球光伏需求 45%以上增长，我们预计公司出货 8 亿平+，同比翻倍增长。2023 年 N 型出货占比将超 30%，带动 POE 类需求提升。公司近期与陶氏签署 POE 战略合作，盈利更优的 POE 有望高增带动出货结构改善，看好 2023 年量利双升！

■ **定增扩产、剑指龙二。**2023 年 3 月公司公告定增预案，公司拟定增不超 0.252 亿股（不超发行前股本 30%）募资不超 11.36 亿元，用以扩产胶膜产能共 4 亿平，其中透明 EVA/白色 EVA/POE 分别 1.41/1.27/1.32 亿平，我们预计 2023 年底公司有效产能可达 9-9.5 亿平，新增产能放量，助力市占率进一步提升至 18-20%。

■ **盈利预测与投资评级：**基于胶膜竞争加剧，我们下调公司 2023-2024 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润 4.2/7.4/9.9 亿元（前值为 8.1/10.9 亿元），同比+738%/+77%/+34%。基于公司胶膜龙头地位，我们给予公司 2023 年 35xPE，目标价 175 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	126.30
一年最低/最高价	119.00/262.50
市净率(倍)	4.44
流通 A 股市值(百万元)	6,577.25
总市值(百万元)	10,611.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	28.43
资产负债率(%，LF)	59.14
总股本(百万股)	84.02
流通 A 股(百万股)	52.08

相关研究

《海优新材(688680)：2022 年业绩预告点评：22 年盈利底部，23 年预计量利双升！》

2023-01-27

《海优新材(688680)：2022 年三季报点评：Q3 盈利短期承压，23 年量利双升》

2022-10-30

图表目录

图 1: 2022 年营业收入 53.07 亿元, 同比+70.90% (亿元, %)	3
图 2: 2022 年归母净利润 0.5 亿元, 同比-80.14% (亿元, %)	3
图 3: 2023Q1 营业收入 13.51 亿元, 同比+9.98% (亿元, %)	4
图 4: 2023Q1 归母净利润 0.23 亿元, 同比-70.56% (亿元, %)	4
图 5: 2022 年毛利率、净利率分别为 7.87%、0.94% (%)	4
图 6: 2023Q1 毛利率、净利率分别为 6.26%、1.68% (%)	4
图 7: 2022 年期间费用 2.9 亿元, 同比+61.01% (亿元, %)	5
图 8: 2023Q1 期间费用 0.74 亿元, 同比+28.77% (亿元, %)	5
图 9: 2022 年期间费用率 5.47%, 同比-0.34pct (%)	5
图 10: 2023Q1 期间费用率 5.46%, 同比+0.8pct (%)	5
表 1: 2022 年收入 53.07 亿元, 同比增长 70.90%; 归母净利润 0.5 亿元, 同比下降 80.14% (单位: 亿元)	3

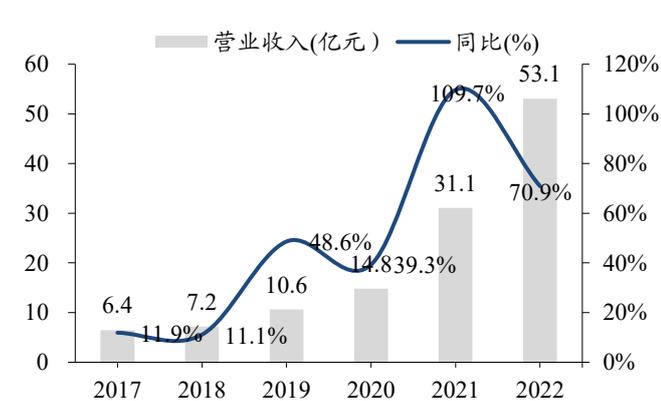
事件: 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年营收 53.1 亿元, 同增 70.9%; 归母净利 0.5 亿元, 同降 80.1%; 扣非归母净利 0.28 亿元, 同降 88.3%。2022Q4 实现营收 11.7 亿元, 同增 6.45%, 环降 10.9%; 归母净利-0.83 亿元, 同降 163%, 环增 11.5%; 扣非归母净利-0.94 亿元, 同降 176%, 环增 10.7%。2022 年毛利率 7.9%, 同比-7.2pct, 2022Q4 毛利率 2.95%, 同比-17.25pct, 环比+4.2pct; 2023Q1 营收 13.5 亿元, 同增 10.0%, 环增 15.0%; 归母净利 0.23 亿元, 同降 70.6%, 环增 127%; 扣非归母净利 0.24 亿元, 同降 69.4%, 环增 125%。2023Q1 毛利率 6.3%, 同降 6.3pct, 环增 3.3pct。

表1: 2022 年收入 53.07 亿元, 同比增长 70.90%; 归母净利润 0.5 亿元, 同比下降 80.14% (单位: 亿元)

海优新材	2022	2021	同比	2023Q1	2022Q1	同比	2022Q4	环比
营业收入	53.07	31.05	70.90%	13.51	12.28	9.98%	11.74	15.02%
营业成本	48.89	26.36	85.47%	12.66	10.74	17.88%	11.40	11.10%
毛利率	7.9%	15.1%	-7.24pct	6.3%	12.5%	-6.28pct	2.9%	+3.31pct
营业利润	0.33	2.77	-88.04%	0.21	0.93	-77.14%	-1.13	118.84%
利润总额	0.33	2.76	-88.19%	0.21	0.93	-77.37%	-1.13	118.61%
归属母公司净利润	0.50	2.52	-80.14%	0.23	0.77	-70.56%	-0.83	127.31%
扣非归母净利润	0.28	2.44	-88.34%	0.24	0.77	-69.44%	-0.83	125.16%
归母净利率	0.9%	8.1%	-7.18pct	1.7%	6.3%	-4.61pct	-7.1%	+8.78pct
扣非归母净利率	0.5%	7.8%	-7.31pct	1.7%	6.3%	-4.54pct	-8.0%	+9.73pct

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2022 年营业收入 53.07 亿元, 同比+70.90% (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022 年归母净利润 0.5 亿元, 同比-80.14% (亿元, %)



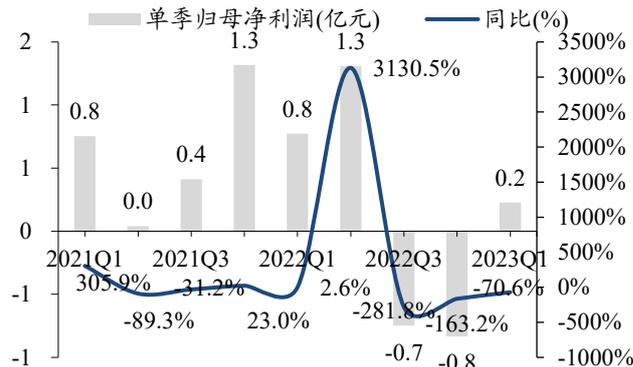
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3：2023Q1 营业收入 13.51 亿元，同比+9.98%（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2023Q1 归母净利润 0.23 亿元，同比-70.56%（亿元，%）



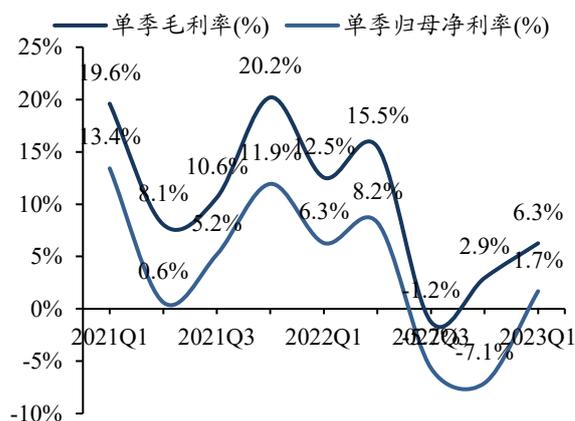
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2022 年毛利率、净利率分别为 7.87%、0.94%（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2023Q1 毛利率、净利率分别为 6.26%、1.68%（%）



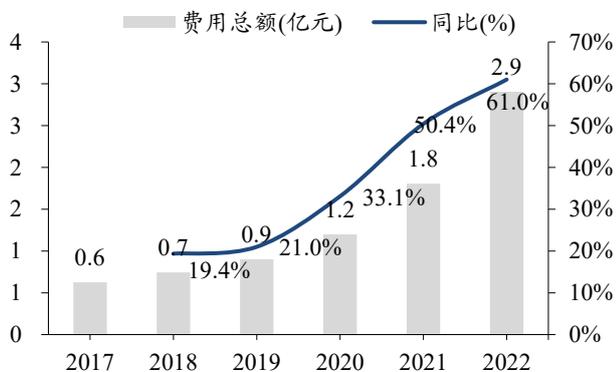
数据来源：Wind，东吴证券研究所

23Q1 胶膜盈利承压、看好后续盈利修复。公司 2022 年胶膜销 4.35 亿平，同增 77%，我们测算单平净利约 1 毛；2022Q4 出货 1.1 亿平左右，环比略增约 10%；2022Q4 受组件需求减弱，而高价粒子库存仍无法消化的影响，我们测算单平亏损 7 毛。2023Q1 出货约 1.5 亿平，环增 30%+，其中 EVA/POE 类各占 50%，POE 类占比环比略增；2023Q1 组件需求向好，公司逐渐摆脱高价粒子库存并传导成本，我们测算单平净利 1-2 毛，盈利回升。2023 年硅料降价，刺激全球光伏需求 45%以上增长，我们预计公司出货 8 亿平+，同比翻倍增长。2023 年 N 型出货占比将超 30%，带动 POE 类需求提升。公司近期与陶氏签署 POE 战略合作，盈利更优的 POE 有望高增带动出货结构改善，看好 2023 年量利双升！

定增扩产、剑指龙二。2023 年 3 月公司公告定增预案，公司拟定增不超 0.252 亿股（不超发行前股本 30%）募资不超 11.36 亿元，用以扩产胶膜产能共 4 亿平，其中透明 EVA/白色 EVA/POE 分别 1.41/1.27/1.32 亿平，我们预计 2023 年底公司有效产能可达 9-9.5 亿平，新增产能放量，助力市占率进一步提升至 18-20%。

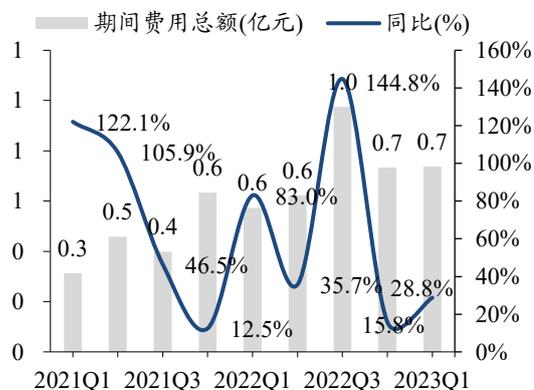
公司发展稳健、费用率持续优化。公司 2022 年期间费用合计 2.90 亿元，同比增长 61.01%；期间费用率为 5.47%，同比下降 0.34pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比下降 1.18%、上升 24.20%、上升 17.79%、上升 761.78%至 0.08 亿元、0.38 亿元、1.54 亿元、0.9 亿元；费用率分别下降 0.11、下降 0.27、下降 1.31、上升 1.36 个百分点至 0.15%、0.72%、2.91%、1.69%。公司 2023Q1 期间费用合计 0.74 亿元，同比增长 28.77%，环比增长 0.46%；期间费用率为 5.46%，同比增长 0.80pct，环比下降 0.79pct。销售、管理、研发、财务费用分别同比上升 118.55%、下降 2.09%、上升 1.12%、上升 209.43%至 0.03 亿元、0.1 亿元、0.4 亿元、0.21 亿元；费用率分别同比上升 0.13、下降 0.09、下降 0.26、上升 1.01 个百分点至 0.26%、0.71%、2.93%、1.57%。

图7：2022 年期间费用 2.9 亿元，同比+61.01%（亿元，%）



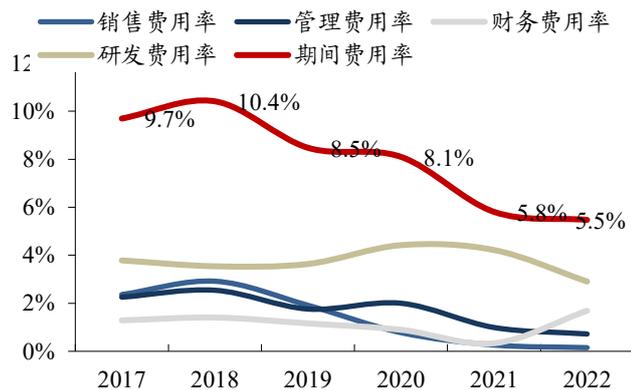
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2023Q1 期间费用 0.74 亿元，同比+28.77%（亿元，%）



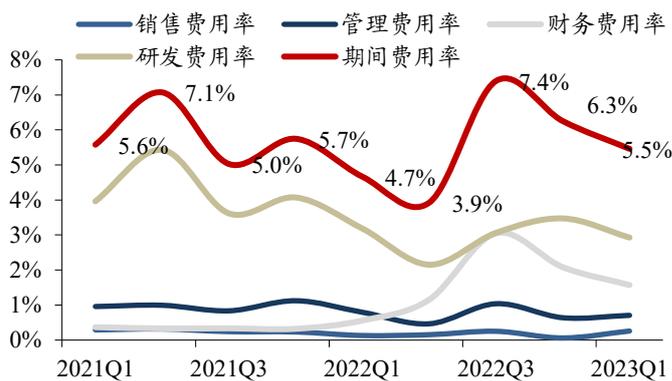
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2022 年期间费用率 5.47%，同比-0.34pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2023Q1 期间费用率 5.46%，同比+0.8pct（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：基于胶膜竞争加剧，我们下调公司 2023-2024 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年归母净利润 4.2/7.4/9.9 亿元（前值为 8.1/10.9 亿元），同比 +738%/+77%/+34%。基于公司胶膜龙头地位，我们给予公司 2023 年 35xPE，目标价 175 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

海优新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5,423	7,330	10,946	13,787	营业总收入	5,307	8,623	13,570	17,942
货币资金及交易性金融资产	631	1,035	1,628	2,153	营业成本(含金融类)	4,889	7,665	12,077	15,912
经营性应收款项	3,268	4,946	7,400	9,223	税金及附加	9	11	15	20
存货	1,325	1,025	1,525	1,960	销售费用	8	18	27	32
合同资产	0	0	0	0	管理费用	38	61	94	118
其他流动资产	199	323	393	450	研发费用	154	252	366	484
非流动资产	1,054	1,208	1,372	1,480	财务费用	90	114	137	205
长期股权投资	33	36	40	43	加:其他收益	27	22	54	45
固定资产及使用权资产	566	662	754	831	投资净收益	-1	1	1	2
在建工程	150	203	212	232	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	48	46	45	43	减值损失	-113	-52	-67	-87
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	98	133	163	193	营业利润	33	472	843	1,130
其他非流动资产	159	127	158	136	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	6,478	8,537	12,319	15,267	利润总额	33	472	843	1,130
流动负债	3,376	2,890	5,789	7,732	减:所得税	-17	52	101	136
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,572	1,484	3,471	4,556	净利润	50	420	742	994
经营性应付款项	518	948	1,373	1,867	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	9	15	24	35	归属母公司净利润	50	420	742	994
其他流动负债	277	443	920	1,275	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.60	5.00	8.83	11.84
非流动负债	620	730	870	880	EBIT	124	616	991	1,374
长期借款	0	50	130	100	EBITDA	207	641	1,027	1,421
应付债券	532	532	532	532	毛利率(%)	7.87	11.11	11.00	11.31
租赁负债	88	148	208	248	归母净利率(%)	0.94	4.87	5.47	5.54
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	70.90	62.49	57.37	32.21
负债合计	3,996	3,620	6,659	8,612	归母净利润增长率(%)	-80.14	738.32	76.71	34.01
归属母公司股东权益	2,482	4,918	5,660	6,654					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	2,482	4,918	5,660	6,654					
负债和股东权益	6,478	8,537	12,319	15,267					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-2,915	-307	-1,202	-211	每股净资产(元)	27.44	45.58	52.72	62.28
投资活动现金流	-132	-210	-190	-148	最新发行在外股份(百万股)	84	84	84	84
筹资活动现金流	3,279	920	1,986	884	ROIC(%)	4.29	8.56	10.18	10.95
现金净增加额	229	403	594	525	ROE-摊薄(%)	2.02	8.54	13.11	14.94
折旧和摊销	83	26	36	46	资产负债率(%)	61.69	42.40	54.06	56.41
资本开支	-143	-170	-154	-139	P/E (现价&最新股本摊薄)	211.84	25.27	14.30	10.67
营运资本变动	-3,212	-993	-2,581	-1,840	P/B (现价)	4.60	2.77	2.40	2.03

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

