



买入（维持）

所属行业：电气设备
当前价格(元)：118.0

证券分析师

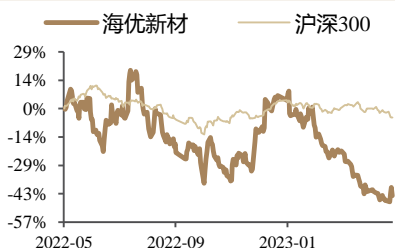
彭广春

资格编号：S0120522070001

邮箱：penggc@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|--------|--------|
| 绝对涨幅(%) | -6.57 | -29.32 | -44.34 |
| 相对涨幅(%) | -3.12 | -25.29 | -39.57 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《海优新材(688680.SH)：定增加码产能建设，力争胶膜龙二位置》，2022.10.24
- 《海优新材(688680)2022年中报点评：盈利能力提升，行业地位稳固》，2022.9.5

海优新材(688680.SH) 22 年年报及 23 年一季报点评：盈利能力触底回升，持续加大新产品研发

投资要点

- **事件**：公司 2022 年实现营业收入 53.07 亿元，同比增长 70.90%，归属上市公司股东净利润 0.50 亿，同比减少 80.14%。归属上市公司股东扣非净利润 0.28 亿元，同比减少 88.34%。2023 年 Q1 公司实现营业收入 13.51 亿元，同比增长 9.98%，归属于上市公司股东净利润 0.23 亿元，同比增减少-70.56%，归属于上市公司股东扣非净利润 0.24 亿元，同比减少 69.44%。
- **原材料价格波动对公司盈利能力造成影响**。2022 年公司营业收入较 2021 年同比增长 70.90%，主要系 2022 年公司产能增加，光伏胶膜产品销售数量大幅增加所致。2022 年归属于上市公司股东的净利润较 2021 年同比减少 80.14%，主要系 2022 年内 EVA 树脂原料价格较大幅度下降，胶膜产品销售价格相应下调，原料成本因采用加权平均计价方式下降幅度较缓，导致产品销售毛利降低；公司融资规模增加相应财务费用增加较多。23 年 Q1 归属上市公司股东净利润同比下降 70.56%，主要系系报告期内胶膜产品的主要原材料 EVA 树脂价格有所上涨导致成本上升，胶膜售价相应上涨的时间和幅度有所滞后，导致当期销售毛利较低；财务费用较同期有所增加。
- **公司胶膜产品产能提升，供货能力增强，市场占有率继续提升**。2022 年公司按既定计划持续提升产能，供货能力得到明显增强。公司新增产能主要集中在双玻组件和 N 型电池组件配套使用的胶膜，优化公司产品结构，提升公司高品质胶膜供货能力。同时，公司充分发挥产品创新和品质优良的技术优势，保障核心客户供应量与服务的同时，增加了优质客户，公司光伏胶膜产品出货量大幅增长，市场占有率继续提升。从具体产销情况看，公司 2022 年光伏胶膜生产 4.43 亿平米，销售 4.35 亿平米，生产量比 2021 年增长 76.61%，销售量比 2021 年增长 76.88%。光伏胶膜产销量均比 2022 年同期有较快增长。
- **盈利能力环比改善，预计公司 2023 年盈利能力将有所提升**。分季度看，公司 22Q4 净利润-0.83 亿元，销售毛利率 2.95%，销售净利率-7.09%；23Q1 公司净利润 0.23 亿元，销售毛利率 6.26%，销售净利率 1.68%，公司盈利能力环比迎来改善。23 年原材料价格波动风险降低，光伏主产业链上游硅料降价明显，组件对辅材环节压价压力将减小，预计公司 2023 年盈利能力将有所提升。
- **公司研发能力突出，产品结构优化将提升公司盈利和抗风险能力**。公司陆续在行业领先推出抗 PID 胶膜、白色增效胶膜、多层共挤胶膜等新品，为客户带来价值的同时，为公司赢得不断成长的空间，公司已成为国际前三的光伏胶膜供应商。近期二三年，公司将依托现有优势，立足光伏胶膜产业，加强质量和成本管控，抓住行业发展和客户需求提升的市场契机，快速推出迭代产品，提升公司销售规模和盈利能力。同时，公司加快新能源汽车配套材料的新产品的市场推进工作，早日实现产业化和批量销售，为公司带来盈利增长点的同时，降低公司单一行业风险，增强公司新业务发展能力。
- **投资建议**：公司作为胶膜行业主要供应商，随着新产能投放，公司市占率不断提升，随着新产品逐步量产，公司出货结构将进一步优化，预计公司 23-25 年归母净利润为 5.14/7.95/10.59 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：产业链价格波动风险，行业政策变化风险，终端需求不足风险。

| 股票数据 | | 主要财务数据及预测 | | | | | |
|---------------|---------------|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总股本(百万股): | 84.02 | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流通 A 股(百万股): | 52.08 | 营业收入(百万元) | 3,105 | 5,307 | 9,011 | 12,477 | 15,445 |
| 52 周内股价区间(元): | 111.78-250.80 | (+/-)YOY(%) | 109.7% | 70.9% | 69.8% | 38.5% | 23.8% |
| 总市值(百万元): | 9,914.38 | 净利润(百万元) | 252 | 50 | 514 | 795 | 1,059 |
| 总资产(百万元): | 6,722.64 | (+/-)YOY(%) | 13.0% | -80.1% | 926.7% | 54.6% | 33.2% |
| 每股净资产(元): | 29.81 | 全面摊薄 EPS(元) | 3.00 | 0.60 | 6.12 | 9.46 | 12.60 |
| 资料来源: 公司公告 | | 毛利率(%) | 15.1% | 7.9% | 9.8% | 10.1% | 9.7% |
| | | 净资产收益率(%) | 10.9% | 2.0% | 14.1% | 5.6% | 6.9% |
| | | 资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所 | | | | | |
| | | 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润 | | | | | |

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.60 | 6.12 | 9.46 | 12.60 |
| 每股净资产 | 29.54 | 43.40 | 170.35 | 181.78 |
| 每股经营现金流 | -34.69 | -5.91 | -22.28 | 9.37 |
| 每股股利 | 0.12 | 0.00 | 0.25 | 0.31 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 308.83 | 19.28 | 12.47 | 9.36 |
| P/B | 6.27 | 2.72 | 0.69 | 0.65 |
| P/S | 1.87 | 1.10 | 1.74 | 1.41 |
| EV/EBITDA | 87.62 | 17.88 | 4.86 | 3.79 |
| 股息率% | 0.1% | 0.0% | 0.2% | 0.3% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 7.9% | 9.8% | 10.1% | 9.7% |
| 净利润率 | 0.9% | 5.7% | 6.4% | 6.9% |
| 净资产收益率 | 2.0% | 14.1% | 5.6% | 6.9% |
| 资产回报率 | 0.8% | 5.3% | 3.9% | 4.5% |
| 投资回报率 | 3.3% | 7.0% | 4.3% | 4.7% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 70.9% | 69.8% | 38.5% | 23.8% |
| EBIT 增长率 | -55.4% | 392.5% | 49.1% | 20.5% |
| 净利润增长率 | -80.1% | 926.7% | 54.6% | 33.2% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 61.7% | 62.1% | 30.4% | 35.6% |
| 流动比率 | 1.6 | 1.6 | 3.1 | 2.7 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.3 | 2.7 | 2.4 |
| 现金比率 | 0.2 | 0.3 | 1.6 | 1.4 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 87.3 | 91.0 | 90.2 | 90.0 |
| 存货周转天数 | 61.8 | 49.6 | 51.4 | 52.5 |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.9 | 0.6 | 0.7 |
| 固定资产周转率 | 11.6 | 15.2 | 17.5 | 19.2 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|-------|
| 净利润 | 50 | 514 | 795 | 1,059 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 196 | 100 | 128 | 155 |
| 非经营收益 | 51 | 56 | 61 | 82 |
| 营运资金变动 | -3,212 | -1,167 | -2,856 | -508 |
| 经营活动现金流 | -2,915 | -497 | -1,872 | 787 |
| 资产 | -143 | -279 | -301 | -298 |
| 投资 | 0 | -6 | -6 | -6 |
| 其他 | 11 | 22 | 22 | 26 |
| 投资活动现金流 | -132 | -262 | -285 | -279 |
| 债权募资 | 1,137 | 1,118 | 532 | 1,315 |
| 股权募资 | 0 | 650 | 9,950 | 0 |
| 其他 | 2,142 | -79 | -161 | -206 |
| 融资活动现金流 | 3,279 | 1,689 | 10,321 | 1,108 |
| 现金净流量 | 229 | 930 | 8,164 | 1,617 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|--------|--------|
| 营业总收入 | 5,307 | 9,011 | 12,477 | 15,445 |
| 营业成本 | 4,889 | 8,131 | 11,214 | 13,945 |
| 毛利率% | 7.9% | 9.8% | 10.1% | 9.7% |
| 营业税金及附加 | 9 | 12 | 17 | 22 |
| 营业税金率% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 营业费用 | 8 | 14 | 22 | 26 |
| 营业费用率% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | 0.2% |
| 管理费用 | 38 | 63 | 87 | 108 |
| 管理费用率% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 研发费用 | 154 | 225 | 287 | 324 |
| 研发费用率% | 2.9% | 2.5% | 2.3% | 2.1% |
| EBIT | 124 | 608 | 907 | 1,093 |
| 财务费用 | 90 | 69 | 60 | -38 |
| 财务费用率% | 1.7% | 0.8% | 0.5% | -0.2% |
| 资产减值损失 | -91 | -0 | -0 | -0 |
| 投资收益 | -1 | 22 | 22 | 26 |
| 营业利润 | 33 | 562 | 870 | 1,157 |
| 营业外收支 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 33 | 562 | 870 | 1,157 |
| EBITDA | 207 | 708 | 1,035 | 1,248 |
| 所得税 | -17 | 48 | 75 | 99 |
| 有效所得税率% | -53.6% | 8.5% | 8.6% | 8.5% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司所有者净利润 | 50 | 514 | 795 | 1,059 |

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金 | 631 | 1,561 | 9,726 | 11,343 |
| 应收账款及应收票据 | 2,954 | 5,028 | 6,078 | 7,711 |
| 存货 | 1,325 | 917 | 2,283 | 1,787 |
| 其它流动资产 | 513 | 869 | 1,067 | 1,312 |
| 流动资产合计 | 5,423 | 8,375 | 19,154 | 22,153 |
| 长期股权投资 | 33 | 40 | 45 | 52 |
| 固定资产 | 459 | 592 | 712 | 805 |
| 在建工程 | 150 | 150 | 157 | 164 |
| 无形资产 | 48 | 57 | 65 | 75 |
| 非流动资产合计 | 1,054 | 1,240 | 1,419 | 1,569 |
| 资产总计 | 6,478 | 9,615 | 20,573 | 23,722 |
| 短期借款 | 2,547 | 3,565 | 4,729 | 5,944 |
| 应付票据及应付账款 | 518 | 1,308 | 1,039 | 1,877 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 311 | 375 | 404 | 439 |
| 流动负债合计 | 3,376 | 5,249 | 6,172 | 8,261 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 620 | 720 | 88 | 188 |
| 非流动负债合计 | 620 | 720 | 88 | 188 |
| 负债总计 | 3,996 | 5,969 | 6,260 | 8,448 |
| 实收资本 | 84 | 84 | 184 | 184 |
| 普通股股东权益 | 2,482 | 3,646 | 14,313 | 15,274 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和所有者权益合计 | 6,478 | 9,615 | 20,573 | 23,722 |

信息披露

分析师与研究助理简介

彭广春，同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心、华创证券研究所，2019年新财富入围、水晶球第三，2022年加入德邦证券研究所，担任所长助理及电新首席。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| 1. 投资评级的比较和评级标准： | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。