

# 海优新材 (688680.SH)

## 结构优化支撑业绩成长，静候胶膜盈利修复

| 财务指标        | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E  | 2025E  |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 3,105 | 5,307 | 9,033 | 13,126 | 16,487 |
| 增长率 yoy (%) | 109.7 | 70.9  | 70.2  | 45.3   | 25.6   |
| 归母净利润(百万元)  | 252   | 50    | 522   | 867    | 1,052  |
| 增长率 yoy (%) | 13.0  | -80.1 | 942.0 | 66.2   | 21.3   |
| ROE (%)     | 10.9  | 2.0   | 12.6  | 17.5   | 17.6   |
| EPS 最新摊薄(元) | 3.00  | 0.60  | 6.21  | 10.32  | 12.52  |
| P/E (倍)     | 40.9  | 205.7 | 19.7  | 11.9   | 9.8    |
| P/B (倍)     | 4.5   | 4.5   | 2.6   | 2.2    | 1.8    |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

**事件:** 4月28日公司发布2022年年报及2023年一季报。2022年公司共实现营收53.07亿元,同比增长70.9%;实现归母净利润0.5亿元,同比下降80.14%;实现扣非净利润0.28亿元,同比下降88.34%。2023年一季度共实现营收13.51亿元,同比增长9.98%;实现归母净利润0.23亿元,同比下降70.56%;实现扣非归母净利润0.24亿元,同比下降69.44%。

**市占率快速增长,扩产势头强劲。**光伏装机持续高景气,公司光伏胶膜产销两旺,出货营收均保持高速增长。2022年,公司光伏胶膜产品实现营收52.58亿元,同比增长72.28%;销售量达4.35亿平,同比增长76.88%,市占率继续提升。公司扩产稳步推进,22年6月发行可转债建设盐城年产2亿平米光伏封装胶膜项目(一期)和上饶年产1.5亿平米光伏封装材料项目(一期),23Q1拟募资建设镇江年产2亿平米光伏封装材料生产项目(一期)和上饶年产2亿平米光伏胶膜生产项目(一期)。随着新建产能逐渐放量,公司出货能力将进一步提升,领先地位稳固。

**胶膜盈利触底反弹,产品结构优化迎N型放量。**2022年公司毛利率7.87%,同比下降7.49pct,处于历史低位,主要由于EVA粒子价格剧烈波动,公司在前期粒子价格高位囤货,而22Q4粒子大幅跌价,胶膜售价随之下调,产生高价库存成本和低价售出的错配,胶膜业务亏损,业绩表现短暂承压。23Q1高价库存消化后影响减弱,胶膜售价回升,我们测算单平净利在0.15元左右,公司综合毛利率环比上升至6.26%;硅料价格下行,下游组件排产增多带动辅材需求,胶膜盈利有望进一步修复;电池N型化技术迭代趋势显著,公司积极优化产品结构,领先推出TOPCon专用新型EXP胶膜、改进型EPE胶膜等,新增产能也主要集中在能获得较高盈利能力的双玻组件和N型电池组件配套使用的胶膜,有望充分享受N型红利,带动利润增厚。

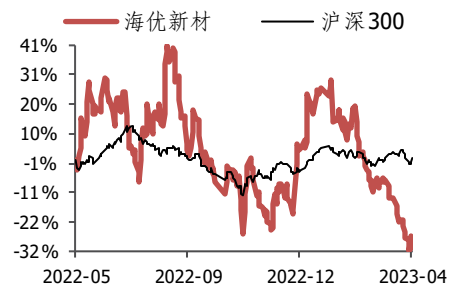
**POE保供优势领先,拓展新能源汽车领域。**公司积极探索非光伏领域,成功研发了新能源汽车智能玻璃用调光膜等电子功能膜、降温降噪PVE玻璃胶膜等新产品,汽车智能座舱新型环保表面材料也取得了良好进展。公司于4月25日与陶氏中国签订POE树脂开发及POE产品供应的合作备忘录,推进POE在汽车智能座舱表面材料市场的成长。双方的深层次合作或有助于公司

### 买入 (维持评级)

#### 股票信息

|                  |           |
|------------------|-----------|
| 行业               | 基础化工      |
| 2023年4月28日收盘价(元) | 122.61    |
| 总市值(百万元)         | 10,301.72 |
| 流通市值(百万元)        | 6,385.09  |
| 总股本(百万股)         | 84.02     |
| 流通股本(百万股)        | 52.08     |
| 近3月日均成交额(百万元)    | 267.69    |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

联系人 于振洋

执业证书编号: S1070122080010

邮箱: yuzhenyang@cgws.com

联系人 吴念峻

执业证书编号: S1070122070011

邮箱: wunianjun@cgws.com

#### 相关研究

- 《高价库存导致短期盈利承压,胶膜盈利有望修复—海优新材(688680)公司三季度报点评》2022-11-10
- 《疫情扰动下出货保持高增,胶膜盈利逐步修复—海优新材(688680)公司动态点评》2022-09-01
- 《胶膜出货高增,市占率稳步提升—海优新材2021年报及2022一季报点评》2022-05-05

光伏级 POE 粒子的保供能力增强，POE 类胶膜出货增多，光伏和非光伏业务同步快速发展。

**投资建议：**预计公司 2023-2025 年实现营收分别为 90.33 亿元、131.26 亿元和 164.87 亿元，实现归母净利润分别为 5.22 亿元、8.67 亿元和 10.52 亿元，同比增长 942%、66.2%、21.3%。对应 EPS 分别为 6.21、10.32、12.52，当前股价对应的 PE 倍数分别为 19.7X、11.9X、9.8X，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能扩张不及预期；行业竞争加剧；下游需求不及预期；原材料价格波动风险等。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 3012  | 5423  | 8314  | 10249 | 12446 |
| 现金             | 426   | 631   | 1855  | 2004  | 2226  |
| 应收票据及应收账款      | 1902  | 2954  | 4626  | 5683  | 7104  |
| 其他应收款          | 20    | 10    | 41    | 33    | 59    |
| 预付账款           | 81    | 108   | 215   | 255   | 335   |
| 存货             | 354   | 1325  | 1183  | 1880  | 2327  |
| 其他流动资产         | 229   | 395   | 395   | 395   | 395   |
| <b>非流动资产</b>   | 661   | 1054  | 1546  | 2012  | 2324  |
| 长期投资           | 25    | 33    | 52    | 71    | 91    |
| 固定资产           | 337   | 459   | 875   | 1300  | 1583  |
| 无形资产           | 35    | 48    | 51    | 55    | 60    |
| 其他非流动资产        | 265   | 514   | 568   | 586   | 590   |
| <b>资产总计</b>    | 3673  | 6478  | 9860  | 12260 | 14770 |
| <b>流动负债</b>    | 1295  | 3376  | 5122  | 6671  | 8248  |
| 短期借款           | 787   | 2547  | 3598  | 4487  | 5269  |
| 应付票据及应付账款      | 349   | 518   | 1108  | 1726  | 2497  |
| 其他流动负债         | 158   | 311   | 416   | 458   | 482   |
| <b>非流动负债</b>   | 72    | 620   | 608   | 639   | 562   |
| 长期借款           | 0     | 532   | 520   | 551   | 474   |
| 其他非流动负债        | 72    | 88    | 88    | 88    | 88    |
| <b>负债合计</b>    | 1367  | 3996  | 5730  | 7310  | 8810  |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 84    | 84    | 109   | 109   | 109   |
| 资本公积           | 1624  | 1624  | 2734  | 2734  | 2734  |
| 留存收益           | 599   | 598   | 1023  | 1720  | 2567  |
| 归属母公司股东权益      | 2306  | 2482  | 4129  | 4951  | 5961  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3673  | 6478  | 9860  | 12260 | 14770 |

## 现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -1402 | -2915 | -374  | -92   | 94    |
| 净利润            | 252   | 50    | 522   | 867   | 1052  |
| 折旧摊销           | 33    | 62    | 88    | 135   | 181   |
| 财务费用           | 10    | 90    | 99    | 79    | 71    |
| 投资损失           | -10   | 1     | -6    | -6    | -7    |
| 营运资金变动         | -1739 | -3212 | -1056 | -1131 | -1157 |
| 其他经营现金流        | 51    | 94    | -21   | -36   | -46   |
| <b>投资活动现金流</b> | -123  | -132  | -572  | -595  | -487  |
| 资本支出           | 123   | 143   | 561   | 582   | 473   |
| 长期投资           | 0     | 0     | -18   | -19   | -20   |
| 其他投资现金流        | 0     | 11    | 6     | 6     | 7     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1778  | 3279  | 2170  | 835   | 615   |
| 短期借款           | 413   | 1760  | 1051  | 889   | 782   |
| 长期借款           | -14   | 532   | -12   | 31    | -77   |
| 普通股增加          | 21    | 0     | 25    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 1326  | 0     | 1111  | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 33    | 987   | -4    | -85   | -90   |
| <b>现金净增加额</b>  | 252   | 229   | 1224  | 148   | 223   |

## 利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3105  | 5307  | 9033  | 13126 | 16487 |
| 营业成本            | 2636  | 4889  | 7900  | 11486 | 14514 |
| 营业税金及附加         | 3     | 9     | 12    | 17    | 23    |
| 营业费用            | 8     | 8     | 36    | 35    | 45    |
| 管理费用            | 31    | 38    | 117   | 132   | 166   |
| 研发费用            | 131   | 154   | 361   | 505   | 610   |
| 财务费用            | 10    | 90    | 99    | 79    | 71    |
| 资产减值损失          | -19   | -91   | -21   | -20   | -8    |
| 其他收益            | 10    | 27    | 11    | 12    | 14    |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 10    | -1    | 6     | 6     | 7     |
| 资产处置收益          | -0    | 0     | -0    | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 277   | 33    | 567   | 946   | 1132  |
| 营业外收入           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 276   | 33    | 567   | 946   | 1132  |
| 所得税             | 24    | -17   | 45    | 79    | 80    |
| <b>净利润</b>      | 252   | 50    | 522   | 867   | 1052  |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 252   | 50    | 522   | 867   | 1052  |
| EBITDA          | 344   | 266   | 835   | 1300  | 1576  |
| EPS (元/股)       | 3.00  | 0.60  | 6.21  | 10.32 | 12.52 |

## 主要财务比率

| 会计年度            | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 营业收入 (%)        | 109.7  | 70.9   | 70.2   | 45.3  | 25.6  |
| 营业利润 (%)        | 8.8    | -88.0  | 1614.0 | 66.9  | 19.6  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 13.0   | -80.1  | 942.0  | 66.2  | 21.3  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 毛利率 (%)         | 15.1   | 7.9    | 12.5   | 12.5  | 12.0  |
| 净利率 (%)         | 8.1    | 0.9    | 5.8    | 6.6   | 6.4   |
| ROE (%)         | 10.9   | 2.0    | 12.6   | 17.5  | 17.6  |
| ROIC (%)        | 9.1    | 5.6    | 8.2    | 10.5  | 10.9  |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 37.2   | 61.7   | 58.1   | 59.6  | 59.6  |
| 净负债比率 (%)       | 17.2   | 99.6   | 57.9   | 64.7  | 62.2  |
| 流动比率            | 2.3    | 1.6    | 1.6    | 1.5   | 1.5   |
| 速动比率            | 2.0    | 1.1    | 1.3    | 1.2   | 1.2   |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 总资产周转率          | 1.2    | 1.0    | 1.1    | 1.2   | 1.2   |
| 应收账款周转率         | 3.9    | 4.1    | 3.7    | 3.9   | 3.8   |
| 应付账款周转率         | 12.2   | 16.6   | 14.4   | 12.0  | 10.0  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 3.00   | 0.60   | 6.21   | 10.32 | 12.52 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | -16.69 | -34.69 | -4.45  | -1.10 | 1.12  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 27.45  | 27.44  | 47.05  | 56.83 | 68.85 |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |       |       |
| P/E             | 40.9   | 205.7  | 19.7   | 11.9  | 9.8   |
| P/B             | 4.5    | 4.5    | 2.6    | 2.2   | 1.8   |
| EV/EBITDA       | 40.1   | 59.8   | 18.9   | 12.8  | 10.8  |

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

| 公司评级 |                                  | 行业评级 |                       |
|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| 买入   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上      | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  |
| 增持   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间 | 中性   | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场  |
| 卖出   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上       |      |                       |

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686