

赛伍技术(603212)

报告日期: 2023年05月05日

平台型研发优势赋能, 胶膜产品有望量利齐升

——赛伍技术 2022 年报及 2023 年一季报点评报告

投资要点

22 年归母净利润同比增长 0.68%，盈利能力阶段性承压

2022 年, 公司实现营业总收入 41.15 亿元, 同比增长 36.39%; 归母净利润 1.71 亿元, 同比增长 0.68%; 扣非归母净利润 1.60 亿元, 同比下降 3.14%; 综合毛利率 13.04%, 同比下降 1.59pcts。2023Q1, 公司实现营业总收入 10.41 亿元, 同比下降 5.18%; 归母净利润 0.33 亿元, 同比下降 62.54%; 扣非归母净利润 0.30 亿元, 同比下降 65.44%; 综合毛利率 8.15%, 环比提升 1.10pcts。

光伏胶膜出货量大幅增长, 盈利能力有望触底回升

2022 年, 公司光伏胶膜产品销售收入 21.12 亿元, 同比增长 85.66%; 销量 1.68 亿平米, 同比增长 77.12%; 销售均价 12.54 元/平米, 同比增长 4.85%。2022 年, 公司光伏胶膜毛利率为 7.75%, 同比降低 5.20pcts, 主要原因系 2022 年下半年原材料 EVA 价格持续下降, 公司库存原料平均价格远高于即时行情价格, 导致四季度胶膜毛利率下降且期末需要计提存货跌价准备。随着 2023 年 EVA 价格企稳回升, 胶膜产品盈利能力有望见底回升。

率先开发成功 UV 光转胶膜产品, 产品结构持续优化

面对新型电池组件技术趋势, 公司已在行业内建立起完整程度领先的封装胶膜产品矩阵: ①针对 TOPCon 电池组件, 公司封装胶膜产品在部分一线组件厂商测试合格并形成销售, 出货量已经处于行业领先; ②针对 HJT 电池组件, 公司率先开发成功异质结 Raybo™ (镭博) 光转膜, 经过华晟、迈为等公司的测试, 2022Q3 起已经开始小批量连续供货, 2023Q1 开始大批量供货。③针对钙钛矿, 公司自主研发的钙钛矿热塑性 TPO 封装胶膜已与协鑫光电签订数兆瓦级的首次批量订单, 并已完成交付。

坚持多元化平台型发展战略, 非光伏材料业务蓄势待发

公司非光伏材料业务主要包括交通电力(含新能源动力锂电池)材料、消费电子材料、半导体材料等业务。2022 年, 公司交通电力(含新能源动力锂电池)材料实现营业收入 4.07 亿元, 较上年度增长约 62.69%, 实现毛利率 26.88%; 消费电子材料业务实现营业收入 5,712.12 万元, 同比增长 6.74%。2023 年, 公司已经储备了 UV 减粘型切割胶带等多个半导体封装制程材料, 已在国内多家封测厂测试通过并实现交付。

盈利预测及估值

上调盈利预测, 维持“买入”评级。公司是光伏胶膜和背板龙头, 非光伏业务有望打造第二成长曲线。考虑到 UV 光转胶膜出货占比提升有望推动公司盈利能力超预期, 我们上调公司盈利预测, 预计 2023-2024 年公司归母净利润分别为 4.84、7.08 亿元(上调前为 4.49、5.42 亿元), 新增 2025 年盈利预测, 预计 2025 年公司归母净利润为 9.19 亿元, 2023-2025 年归母净利润同比分别增长 182.68%、46.24%、29.85%, 对应 EPS 分别为 1.10、1.61、2.09 元/股, 对应 PE 分别为 19、13、10 倍。维持“买入”评级。

风险提示: 光伏装机需求不及预期; 原材料价格波动; UV 光转胶膜等产品出货不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4115.28	6999.25	9220.37	11203.13
(+/-) (%)	36.39%	70.08%	31.73%	21.50%
归母净利润	171.25	484.08	707.91	919.19
(+/-) (%)	0.68%	182.68%	46.24%	29.85%
每股收益(元)	0.39	1.10	1.61	2.09
P/E	54	19	13	10
ROE	6.59%	15.02%	18.47%	19.80%

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 张雷

 执业证书号: S1230521120004
 zhanglei02@stocke.com.cn

分析师: 陈明雨

 执业证书号: S1230522040003
 chenmingyu@stocke.com.cn

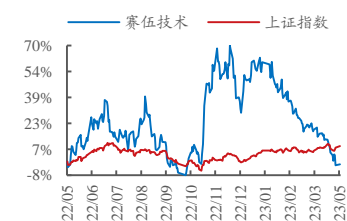
研究助理: 尹仕昕

yinshixin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 20.89
总市值(百万元)	9,197.85
总股本(百万股)	440.30

股票走势图



相关报告

- 《打造膜类平台型企业, HJT 转换胶膜批量供货——赛伍技术 2022 年三季报点评报告》 2022.11.09
- 《光伏主业量利齐升, 锂电 +3C+半导体材料业务持续放量——赛伍技术 2022 年半年报点评报告》 2022.09.08
- 《【浙商电新】赛伍技术 (603212) 2021 年报及 2022 一季报点评: 光伏+锂电双轮驱动, 打造平台型材料企业 20220426》 2022.04.26

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3751	5438	7171	8746
现金	939	1050	1383	1680
交易性金融资产	107	107	107	107
应收账款	1605	2660	3574	4420
其它应收款	4	7	9	11
预付账款	152	77	101	122
存货	678	1191	1551	1871
其他	265	345	445	534
非流动资产	1224	1276	1315	1343
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	907	978	1033	1072
无形资产	78	75	72	68
在建工程	175	156	141	129
其他	63	66	70	74
资产总计	4974	6713	8486	10089
流动负债	1489	2617	3584	4171
短期借款	570	1200	1808	2052
应付款项	698	1131	1474	1778
预收账款	0	0	0	0
其他	221	286	303	341
非流动负债	517	617	717	817
长期借款	478	578	678	778
其他	38	38	38	38
负债合计	2006	3234	4301	4988
少数股东权益	(2)	(3)	(5)	(8)
归属母公司股东权益	2970	3482	4190	5110
负债和股东权益	4974	6713	8486	10089

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(80)	(493)	(183)	159
净利润	171	483	706	916
折旧摊销	80	72	85	98
财务费用	40	51	73	87
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(482)	(510)	(588)	(503)
其它	114	(586)	(456)	(437)
投资活动现金流	(171)	(119)	(119)	(119)
资本支出	(112)	(120)	(120)	(120)
长期投资	0	0	0	0
其他	(59)	1	1	1
筹资活动现金流	90	723	635	258
短期借款	122	629	608	244
长期借款	142	100	100	100
其他	(174)	(6)	(73)	(87)
现金净增加额	(161)	111	333	297

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4115	6999	9220	11203
营业成本	3579	5955	7756	9356
营业税金及附加	14	23	30	37
营业费用	48	80	106	129
管理费用	81	126	166	202
研发费用	134	175	231	280
财务费用	40	51	73	87
资产减值损失	(56)	0	(70)	(92)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	19	20	20	20
营业利润	185	541	789	1023
营业外收支	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	180	536	784	1018
所得税	10	54	78	102
净利润	171	483	706	916
少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)
归属母公司净利润	171	484	708	919
EBITDA	292	659	942	1203
EPS (最新摊薄)	0.39	1.10	1.61	2.09

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	36.39%	70.08%	31.73%	21.50%
营业利润	-9.64%	192.14%	45.84%	29.67%
归属母公司净利润	0.68%	182.68%	46.24%	29.85%
获利能力				
毛利率	13.04%	14.92%	15.88%	16.49%
净利率	4.15%	6.89%	7.65%	8.18%
ROE	6.59%	15.02%	18.47%	19.80%
ROIC	4.83%	9.77%	11.29%	12.28%
偿债能力				
资产负债率	40.33%	48.17%	50.68%	49.44%
净负债比率	58.93%	59.62%	61.28%	59.75%
流动比率	2.52	2.08	2.00	2.10
速动比率	2.06	1.62	1.57	1.65
营运能力				
总资产周转率	0.85	1.20	1.21	1.21
应收账款周转率	3.26	4.10	3.79	3.66
应付账款周转率	7.21	10.24	9.43	9.11
每股指标(元)				
每股收益	0.39	1.10	1.61	2.09
每股经营现金	-0.18	-1.12	-0.42	0.36
每股净资产	6.74	7.91	9.51	11.60
估值比率				
P/E	53.74	19.01	13.00	10.01
P/B	3.10	2.64	2.20	1.80
EV/EBITDA	48.20	15.13	10.99	8.64

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>