

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

赛伍技术 (603212)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

黄楷 电力设备新能源行业分析师

执业编号: S1500522080001

联系电话: 18301759216

邮箱: huangkai@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

胶膜盈利见底, HJT 光转膜实现批量出货

2023 年 8 月 30 日

事件:

- 公司发布 2023 年半年报, 2023H1 公司实现营业收入 22.21 亿元, 同比下降 1.66%; 实现归母净利润 0.50 亿元, 同比下降 71.25%, 实现扣非后归母净利润为 0.42 亿元, 同比下降 76.12%。2023Q2 公司实现营业收入 11.80 亿元, 同比增长 1.67%, 环比增长 13.35%; 实现归母净利润 0.17 亿元, 同比下降 80.17%, 环比下降 48.48%; 实现扣非后归母净利润为 0.11 亿元, 同比下降 87.05%, 环比下降 63.33%。

点评:

- 背板产品结构持续调整与优化, 提升背板产品盈利水平。**公司 2023H1 背板业务实现营业收入 7.43 亿元, 同比下降 21.41%, 毛利率稳定提升。上半年, 公司背板销售数量为 8,014.52 万平米, 保持稳健增长态势, 受原材料价格下降传导影响背板价格, 公司背板业务营业收入同比下降。背板业务毛利率提升的原因在于 1) 公司出口到国外头部组件厂商的透明背板、透明网格背板、高阻水背板等高毛利背板产品数量增加; ②公司黑色高反光背板已面向天合、阿特斯、爱旭等组件厂商陆续形成销售; ③通过技术、工艺和流程改善, 降低了背板产品的制造成本。
- 胶膜业务持续增长, 面向 N 型组件胶膜出货量大增。**公司 2023H1 封装胶膜业务实现营业收入 12.01 亿元, 同比增长 13.06%, 环比增长 14.38%, 2023H1 公司胶膜销量达 12,581.05 万平米, 同比增长 57.50%, 环比增长 42.05%。2022 年, 公司胶膜业务完成了全产品线的开发和重要客户导入, 2023 H1 公司面向 TOPCon 双玻组件推出的胶膜解决方案已陆续在晶科、晶澳、正泰、尚德、爱康、正信等组件厂商完成产品导入并实现销售, 面向阿特斯、正泰等 TOPCon 组件厂商完成单玻胶膜产品导入并实现销售。
- HJT 组件光转膜实现批量出货, 获得下游客户认可。**公司于 2 月在行业内率先实现面向 HJT 组件光转膜产品的批量出货, 目前公司光转膜客户包括华晟新能源、明阳智能、爱康科技、润海新能源、中能创等公司, 现有客户订单逐渐起量, 新客户也正顺利扩展中。在国外市场, 主要 HJT 电池组件厂商均已完成或者正在进行测试, 公司预计有望在下半年实现产品销售。公司光转膜产品有望成为异质结组件的标配和加速异质结产业化进程的核心辅材。
- 盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2023-2025 年营收分别是 48.54、57.06、64.89 亿元, 同比增长 17.9%、17.6%、13.7%; 归母净利润分别是 1.20、2.60、3.37 亿元, 同比增长 -29.8%、116.5%和 29.4%。当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 60.94、28.15、21.76 倍, 维持“买入”评级。
- 风险因素:**光伏需求不及预期、产品价格持续下跌风险、行业竞争格局

恶化风险等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3,017	4,115	4,854	5,706	6,489
增长率 YoY %	38.2%	36.4%	17.9%	17.6%	13.7%
归属母公司净利润 (百万元)	170	171	120	260	337
增长率 YoY%	-12.4%	0.7%	-29.8%	116.5%	29.4%
毛利率%	14.6%	13.0%	12.4%	14.2%	14.4%
净资产收益率ROE%	7.6%	5.8%	3.9%	7.8%	9.1%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.39	0.27	0.59	0.76
市盈率 P/E(倍)	80.54	81.46	60.94	28.15	21.76
市净率 P/B(倍)	6.15	4.70	2.37	2.19	1.99

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年08月30日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	3,642	3,751	4,220	4,211	4,626	
货币资金	1,134	939	1,199	821	1,002	
应收票据	236	292	332	469	533	
应收账款	1,209	1,313	1,463	1,563	1,600	
预付账款	32	152	157	181	206	
存货	616	678	699	805	913	
其他	415	377	370	371	372	
非流动资产	1,106	1,224	1,168	1,068	969	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	792	907	907	817	726	
无形资产	81	78	78	69	60	
其他	233	239	183	183	183	
资产总计	4,747	4,974	5,388	5,279	5,595	
流动负债	1,640	1,489	1,781	1,413	1,393	
短期借款	448	570	708	183	0	
应付票据	369	249	256	309	365	
应付账款	545	448	582	671	761	
其他	278	221	234	250	266	
非流动负债	880	517	517	517	517	
长期借款	337	478	478	478	478	
其他	544	38	38	38	38	
负债合计	2,520	2,006	2,298	1,930	1,909	
少数股东权益	-1	-2	-2	-2	-2	
归母股东权益	2,229	2,970	3,091	3,351	3,688	
负债和股东权益	4,747	4,974	5,388	5,279	5,595	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,017	4,115	4,854	5,706	6,489	
同比(%)	38.2%	36.4%	17.9%	17.6%	13.7%	
归属母公司净利润	170	171	120	260	337	
同比(%)	-12.4%	0.7%	-29.8%	116.5%	29.4%	
毛利率(%)	14.6%	13.0%	12.4%	14.2%	14.4%	
ROE%	7.6%	5.8%	3.9%	7.8%	9.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.39	0.27	0.59	0.76	
P/E	80.54	81.46	60.94	28.15	21.76	
P/B	6.15	4.70	2.37	2.19	1.99	
EV/EBITDA	43.23	41.56	45.06	17.95	14.79	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	3,017	4,115	4,854	5,706	6,489	
营业成本	2,578	3,579	4,251	4,898	5,556	
营业税金及附加	4	14	12	14	16	
销售费用	52	48	126	146	162	
管理费用	56	81	114	128	143	
研发费用	90	134	184	211	240	
财务费用	21	40	48	31	10	
减值损失合计	-4	-72	0	-1	-1	
投资净收益	-2	2	5	6	6	
其他	-6	35	19	24	29	
营业利润	205	185	141	306	396	
营业外收支	-12	-5	0	0	0	
利润总额	192	180	141	306	396	
所得税	22	10	21	46	59	
净利润	170	171	120	260	337	
少数股东损益	0	-1	0	0	0	
归属母公司净利润	170	171	120	260	337	
EBITDA	299	342	165	407	469	
EPS(当年)	0.39	0.39	0.27	0.59	0.76	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-177	-80	140	198	391	
净利润	170	171	120	260	337	
折旧摊销	62	82	0	98	98	
财务费用	19	60	67	55	34	
投资损失	2	-2	-5	-6	-6	
营运资金变动	-461	-424	-42	-211	-72	
其它	30	34	0	1	1	
投资活动现金流	-368	-171	47	6	6	
资本支出	-269	-219	56	0	0	
长期投资	0	0	-13	0	0	
其他	-99	48	5	6	6	
筹资活动现金流	1,130	90	72	-581	-217	
吸收投资	70	2	0	0	0	
借款	416	173	138	-525	-183	
支付利息或股息	-46	-78	-67	-55	-34	
现金流净增加额	584	-149	260	-378	181	

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，伦敦卡斯商学院金融硕士，3年行业研究经验，2022年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

曾一赟，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022年加入信达证券研发中心，负责电力设备及储能行业研究。

陈玟洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，新能源与电力设备行业研究助理，山东大学金融硕士，2022年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

李宇霆，团队成员，澳洲国立大学经济学硕士，上海财经大学学士，2023年加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。