



Research and
Development Center

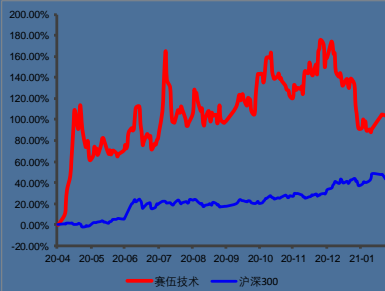
对标 3M，创新铸造未来

—赛伍技术(603212.SH)系列深度报告

2021 年 02 月 24 日

武浩
S1500520090001
010-83326711
wuhao@cindasc.com

陈磊
S1500520090003
010-83326713
chenleia@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
赛伍技术 (603212)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	31.26
52 周内股价波动区间 (元)	15.03-41.94
最近一月涨跌幅 (%)	-12.95
总股本 (亿股)	4.00
流通 A 股比例 (%)	10.00
总市值 (亿元)	125.04

资料来源：信达证券研发中心

 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

对标 3M，创新铸造未来

2021 年 02 月 24 日

本期内容提要：

◆**3M：平台型公司典范，创新基因奠定卓越盈利能力。**3M 发展历经三个阶段：1946-2000 是构建平台型公司、拓展海外市场的阶段，此期间公司产品品类、涉及下游领域及全球市场布局不断丰富，业绩持续增长（销售额突破 100 亿美元），估值水平不断提升，呈戴维斯双击；2001-2010 公司组织架构及业务方向调整，重点开拓高利润的安全及健康类产品，销售额突破 200 亿美元，期间股价上涨主要得益业绩增长，PE 中枢 15x 左右。2010 年以来公司业务调整及平台型龙头地位逐步得到认可，销售额突破 300 亿美元，估值中枢提升至 23x 左右，再次迎来戴维斯双击。

◆**从 3M 发展历史来看，我们认为其成功来源于：**1. 从细分产品起家，通过产品优化创造市场及需求；2. 解决客户需求痛点，创造新产品；3. 拓展产品品类，实现下游应用领域的扩张。通过在不同产品上复制上述思路，公司得以在百年历史上持续成长，发展成为基础材料领域全球龙头。而从根本上来看，上述模式的根源来自于公司具备的创新与协作基因，这也给 3M 带来两个明显优势：1. 掌握产品定价权，保证高盈利；2. 将创新产品转化为专利，以使用许可等方式获得利润。

◆**赛伍技术：定位具备创新能力、平台化发展的中国“3M”。**赛伍技术两手抓技术和需求。技术上，公司专注于以粘合剂为核心的薄膜高分子材料技术平台，拥有材料及工艺数据库，可迅速开发出不同特性的产品；需求上，公司主张市场和研发双轮连动，要求研发人员具备市场意识和访客意识，第一手甚至早于客户拿到需求。基于此创新开发全新产品，享受创业者利润。

◆**公司产品在新能源汽车、3C 等领域已具备放量潜质。**在巩固光伏领域优势地位的同时，公司新能源汽车用侧板膜、CCS 集成膜和电芯蓝膜已实现对 CATL、比亚迪等全球动力电池及整车龙头的批量供应。3C 领域也已广泛布局关键部件的制程环节，逐步实现进口替代。

◆**盈利预测和估值。**我们预计公司 2020-2022 年实现营收 21.7、41.1 和 61.0 亿元，同比增长 1.6%、89.3%和 48.6%；归母净利 1.9、4.1 和 6.1 亿元，同比增长 1.1%、111.7%和 49.1%。以 2021.02.23 收盘价计，对应 2020-2022 年 PE 为 65.0x、30.7x 和 20.6x，维持对公司“买入”评级。

◆**风险因素：**全球光伏装机及新能源汽车销量不及预期风险；产品价格波动导致公司盈利不及预期风险；原材料价格波动风险；技术路线变化风险；新产品及新市场开拓不及预期风险等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,931	2,135	2,169	4,106	6,103
增长率 YoY %	6.9%	10.6%	1.6%	89.3%	48.6%
归母净利润(百万元)	187	190	192	407	607
增长率 YoY%	-14.2%	1.7%	1.1%	111.7%	49.1%
毛利率%	20.1%	18.8%	18.7%	20.1%	20.4%
净资产收益率 ROE%	17.1%	14.5%	12.5%	20.9%	23.8%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.48	0.48	1.02	1.52
市盈率 P/E(倍)	0.00	0.00	65.03	30.73	20.61
市净率 P/B(倍)	0.00	0.00	8.12	6.42	4.90

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 ; 股价为 2021 年 02 月 23 日收盘价

目 录

与市场不同之处	5
一、3M：平台型公司典范，创新基因奠定卓越盈利能力	6
二、赛伍技术：定位具备创新能力、平台化发展的中国“3M”	12
2.1 当前业务以光伏为主，新领域逐步扩展将提升盈利能力	14
三、光伏背板龙头，发力胶膜市场，产能快速放量	15
3.1 受益全球装机增长，背板需求仍将稳定增长	15
3.2 双面组件渗透率提升加速 POE 需求增长，公司产能快速放量	16
三、新能源汽车、3C 等领域产品已具备放量潜质	17
3.1 新能源车市场拳头产品已开始放量，配套全球顶尖客户	17
3.2 3C 领域广布局关键部件制程，逐步实现进口替代	20
四、盈利预测及估值	21
五、风险因素	22

图 表 目 录

图表 1: 3M 的特色品牌	6
图表 2: 3M 在 1946-2000 年间产业领域拓展情况	7
图表 3: 3M 公司 2020 年分部门营收占比	8
图表 4: 3M 公司 2020 年分部门 EBITDA 占比	8
图表 5: 3M 公司 2020 年分部门 EBITDA/营收比例	8
图表 6: 3M 公司历年营收及同比变化	8
图表 7: 3M 公司历年净利润及同比变化	8
图表 8: 3M 公司历年毛利率及净利率变化	9
图表 9: 3M 公司股价及可比指数走势	9
图表 10: 3M 公司历年市盈率 (TTM) 变化	10
图表 11: 3M 公司创新基因来源	11
图表 12: 3M 公司三元正极材料专利情况	11
图表 13: 3M 三元正极材料专利授权使用情况	11
图表 14: 赛伍技术股权结构	12
图表 15: 公司产品开发矩阵	12
图表 16: 赛伍技术同心圆式技术平台示意	13
图表 17: 赛伍技术“集中——发散”管理模式	13
图表 18: 赛伍技术生产工艺拆解	13
图表 19: 赛伍技术历年分产品营收占比	14
图表 20: 赛伍技术历年分产品毛利率变化	14
图表 21: 赛伍技术历年营收及同比变化	15
图表 22: 赛伍技术历年分产品毛利率变化	15
图表 23: 光伏组件及背板结构	15
图表 24: 赛伍技术 KPF 背板结构	15
图表 25: 不同背板厂家历年出货量对比/亿平	16
图表 26: 2019 年不同背板厂家市占率情况	16
图表 27: 不同类型背板组件市占率预测	16
图表 28: 不同类型背板需求预测/亿平	16
图表 30: 不同类型封装胶膜市占率预测	17
图表 32: 赛伍技术侧板膜产品示意	18
图表 33: 赛伍技术模板膜产品性能测试与竞品对比	18
图表 34: 赛伍技术侧板膜产品性能指标与竞品对比	18
图表 35: CCS 集成膜产品示意	18
图表 36: 赛伍技术电芯蓝膜产品示意	19
图表 37: 赛伍技术电芯产品与竞品产品性能对比	19
图表 38: 赛伍技术新能源汽车拳头产品业绩及需求测算	19
图表 39: 全球新能源汽车销量预测	20
图表 39: 赛伍技术 3C 类产品布局情况	20
图表 40: 公司盈利预测	21
图表 41: 公司主要财务数据摘要	22

与市场不同之处

市场认为赛伍技术涉足高分子薄膜类产品技术壁垒不明显，公司没有足够领先的技术优势。我们认为对标全球平台型公司典范 3M 公司，赛伍技术的核心优势在于具备不同特性高分子材料的开发数据库，在此基础上主动挖掘客户需求，技术、需求两手抓构建平台型企业，开发创新产品，享受创业者利润，实现公司的持续增长。

市场认为赛伍技术涉足光伏领域的背板和胶膜两个产品，两类产品市场竞争较为激烈，公司较难获得超额收益，增长有限。我们认为一方面公司在光伏胶膜市场专注 POE 胶膜产品，具备先发优势和原材料供应优势，2020 年底产能已开始逐步放量，2021 年有望成为公司第一大收入来源；另一方面公司在巩固光伏领域竞争优势基础上，依托平台型公司定位，向 3C 产品及 SET 类产品转型，目前拳头产品已通过下游全球龙头认证并逐步批量供应，收入规模将快速扩大。

一、3M：平台型公司典范，创新基因奠定卓越盈利能力

3M 由 5 位创始人于 1902 年成立，成立初期名称为明尼苏达矿业和制造公司（Minnesota Mining and Manufacturing Company，由 3 个 M 组成），2002 年更名为 3M 公司（3M Company），经过百年发展，当前已有超过 6 万种产品，用于家庭、企业、学校、医院等各个行业，在全球 200 多个国家和地区拥有销售机构，业务范围庞大。3M 公司是《财富》500 强企业，拥有超 10 万项专利，是道琼斯工业平均指数的组成股之一（包含美国最大、最著名的 30 家上市公司）。

图表 1：3M 的特色品牌



资料来源：3M 官网，信达证券研发中心

接下来，我们拟从其发展轨迹进一步探索其成功的奥秘。

1902 年成立但开局不利，McKnight 加入为公司后续成功奠定基础。1902 年，五位创始人成立 3M 的初衷为开采刚玉，并将其销售给砂轮和砂纸制造商获利，但矿物开采出来后实际产品并非刚玉，而是低级别的钙长石，无法用于砂纸生产，成立初期公司未形成规模。之后 1907 年，William L. McKnight 加入 3M 担任助理簿记员，其后来成为 3M 公司的董事会主席，其在 3M 公司内部塑造的创新和协作文化成为后来 3M 成功的基石。

1914-1921 年砂纸产品为 3M 赢得第一桶金。由于开采矿石未获成功，3M 业务转型为外购磨料生产砂纸，1914 年，3M 开发了第一款产品“Three-M-ite™”砂纸，向汽车生产及家具加工等行业销售。依托该产品，其在 1916 年即实现盈利，并建立第一个实验室对产品质量进行测试和优化。由于砂纸工作过程中会产生较多粉尘，工作环境较差，1921 年，3M 对砂纸产品进行革新，推出 Wetordry™防水砂纸并注册专利，防水砂纸实现了砂纸工作过程中用水喷淋抑制粉尘扩散，极大改善了工作环境，受到市场广泛欢迎。

1925-1946 年胶带类产品助推 3M 实现上市。砂纸产品使 3M 在成立初期积累了大量汽车等行业客户。1925 年，3M 实验室助理 Richard Drew 在一家汽车修理厂测试砂纸样本时，发现油漆工在工作时，部分不需油漆的汽车零件难以被遮盖，该发现直接促使 3M 发明了 Scotch®美纹纸胶带，很好解决了客户生产制造痛点。1930-1940 年，3M 在 Scotch®品牌下进一步开发了玻璃纸胶带（透明胶带）和“snail”手持胶带座，玻璃纸胶带在研发初期，需解决胶粘剂不透明、粘性弱、玻璃纸易卷曲等问题，3M 领先竞争对手攻克技术难点，最

先获得超额收益，树立坚固技术壁垒。此期间 3M 在胶带类产品上的积累，也使其在第二次世界大战期间成为美国军队供应商，供应各类军用车、弹药、医疗等胶带及粘合剂。受益胶带类产品的贡献，3M 于 1946 年在纽交所上市。

同时，在此期间 3M 成立了中央研究实验室，从事具有长期增长潜力的技术和产品的研究，其中一个有代表性的产品即反光交通标志，1938 年 Scotchlite™ 反光材料正式投入商用。

1946-2000 年平台型公司架构逐步形成，同时走向全球市场。1946 年上市以后，3M 公司持续扩充胶带类产品体系，包括 1957 年的双面胶带、1960 年的防过敏外科胶带、1961 年的哑光胶带、1980 年的 Post-it® Notes 便利贴、超高粘结力胶带和 1994 年柔性泡沫绷带等。同时，3M 通过内生外延式发展，横向拓展日常用录音带、装饰彩带；办公用复印、彩印；纺服用保护织物、绝热材料以及清洁垫、草皮等产品。

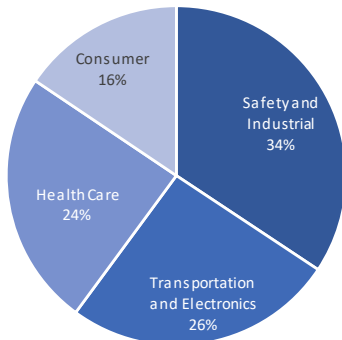
图表 2: 3M 在 1946-2000 年间产业领域拓展情况

年份	产品	用途
1947	3M™ 录音带	录制和播放音乐和录音
1950	Thermo-Fax™ 复印机	办公室复印
1950	Sasheen 装饰性彩带	礼品包装，用于制造蝴蝶结
1956	Scotchgard™ 保护织物	将织物和室内装饰保护剂引入了纺织行业
1958	Scotch-Brite™ 清洁垫	面向工业用途销售清洁垫
1963	Tartan™ 草皮	人造草皮面
1968	彩色复印系统	一分钟内完成全彩色复印
1969	3M™ Fluorel™ 合成橡胶	用于宇航员穿着太空舱的靴子
1979	Thinsulate™ 绝热材料	服装保温

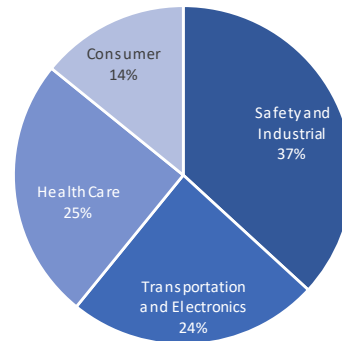
资料来源：3M 官网，信达证券研发中心

同时，二战后，随着美国全球霸主地位的逐步显现，3M 也加速其全球市场拓展进程。1951 年，3M 正式成立其国际业务部门，并在澳大利亚，巴西，加拿大，法国，德国，墨西哥和英国等多国成立国际子公司；1984 年，3M 成为我国第一家外商独资企业。

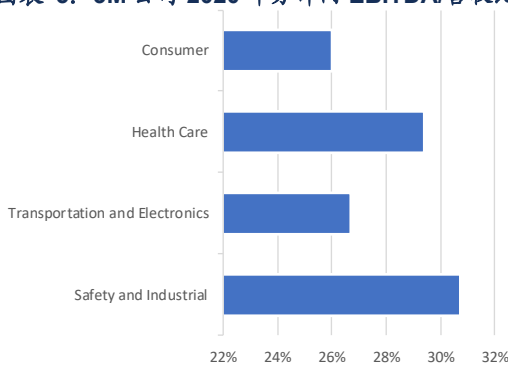
2020 年至今，产品种类持续完善，巩固全球龙头地位。1990 年之前 3M 销售规模尚不足 100 亿美元，但凭借百年的创新积淀，3M 销售额分别在 2004 年和 2013 年突破 200 亿美元和 300 亿美元，实现了由量变到质变的突破。在发展传统优势业务工业产品基础上，公司开始重点拓展安全和健康等领域。其中安全领域涉及防毒面罩、防护衣、耳塞等产品，健康领域包括听诊器、呼吸器等产品。截至 2020 年，3M 已形成安全和工业（Safety and Industrial）、交通和电子（Transportation and Electronics）、健康（Health Care）、消费（Consumer）四大业务板块，2020 年四大业务板块分别贡献营收 118、88、83 和 53 亿美元，EBITDA 36、24、25 和 14 亿美元，已有超过 6 万种产品用于家庭，企业，学校，医院等各行各业。

图表 3: 3M 公司 2020 年分部门营收占比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

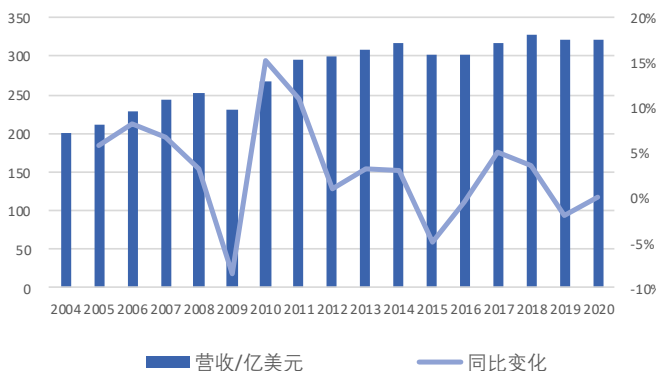
图表 4: 3M 公司 2020 年分部门 EBITDA 占比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

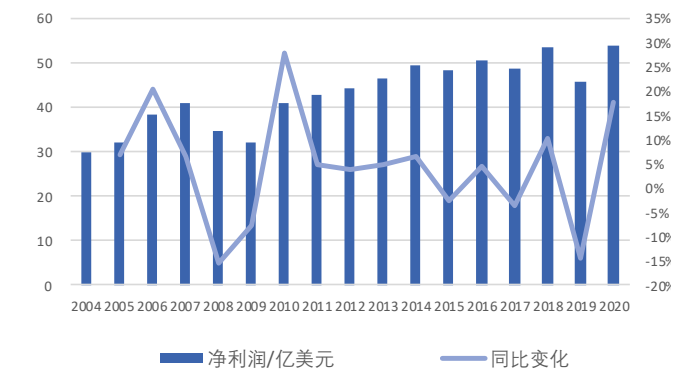
图表 5: 3M 公司 2020 年分部门 EBITDA/营收比例


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

收入及利润保持稳定增长态势，确定性高。得益 3M 持续推进的产品品类及应用领域扩张，其业绩基本呈现持续增长态势，确定性很高，仅有的几次波动主要受宏观经济形势、其自身重组以及意外事件等影响，其中包括 1994 年的植入硅胶产品缺陷导致的相关费用；21 世纪初 3M 业务及架构重组导致的裁员费用及加速折旧费用；2008-2009 年的经济危机；2015 年对欧洲、中东、非洲和拉美等部分增长缓慢市场调整产生的裁员费用等。自 2004 年 3M 营收规模突破 200 亿美元以来，2013 年突破 300 亿美元，2020 年达 322 亿美元，自 2004 年复合增速 3.0%，净利润由 2004 年的 30 亿美元达 2020 年的 54 亿美元，复合增速 3.7%。

图表 6: 3M 公司历年营收及同比变化


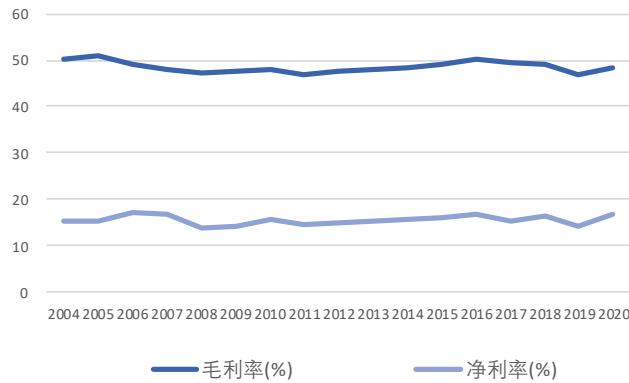
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 7: 3M 公司历年净利润及同比变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

盈利能力卓越，毛利率和净利率分别维持在 50%和 15%左右。3M 在 21 世纪初完成组织架构调整，盈利能力更强的健康及安全产品在营收规模中的比例提升，3M 的毛利率和净利率水平也分别达到 50%和 15%左右，叠加公司持续研发创新、开发全新产品掌握定价权的基因，公司得以维持上述卓越的盈利能力。

图表 8: 3M 公司历年毛利率及净利率变化

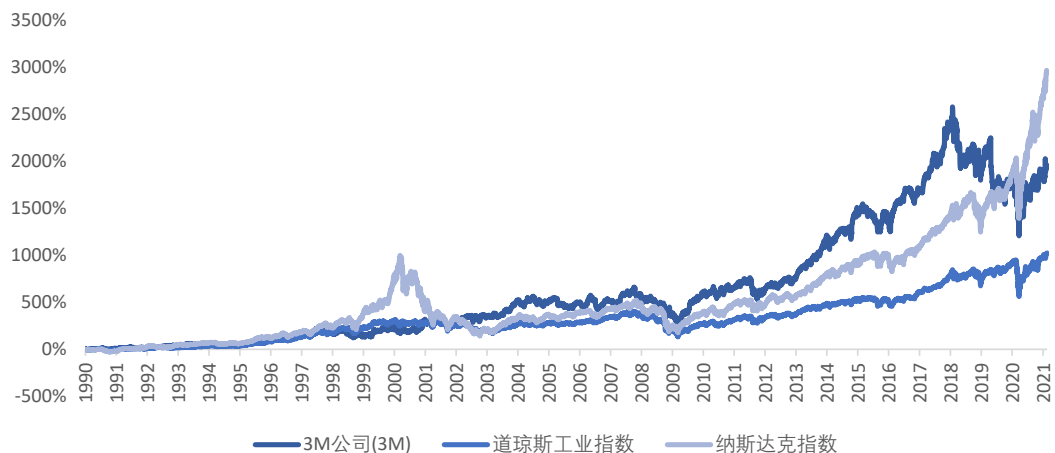


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

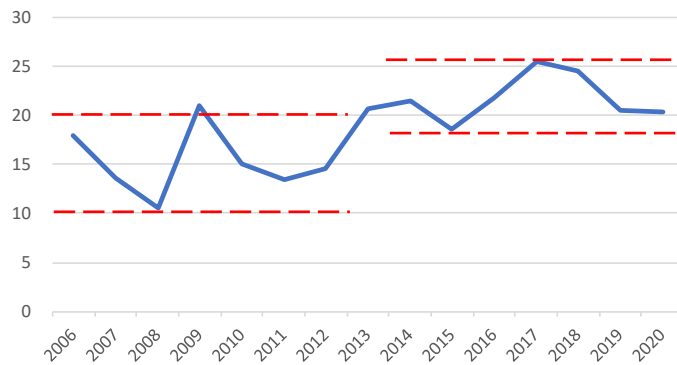
从股价走势来看，1946-2000 年期间是 3M 构建平台型公司，拓展海外市场的阶段，特别是 1980-2000 年之间，平台型架构及海外市场开拓成效逐步显现，3M 业绩持续增长，估值水平不断提升，呈“戴维斯双击”的良好发展势头。1990-2020 年之间，3M 股价上涨 3.2 倍，道琼斯工业指数上涨 2.8 倍。

而随着 2001-2004 年 3M 组织架构及业务调整，公司股价涨幅开始超越道琼斯工业指数涨幅。但从估值水平来看，2001-20010 年之间 3M 股价波动主要还是受到公司业绩增长的推动，3M 市盈率水平在 15x 左右。而随着经济危机之后公司业绩的持续增长，市场对公司安全、健康等业务的开拓及平台型全球龙头公司的定位逐步认可，3M 估值中枢由 15x 提升至 23x 左右，再次迎来“戴维斯双击”。

图表 9: 3M 公司股价及可比指数走势



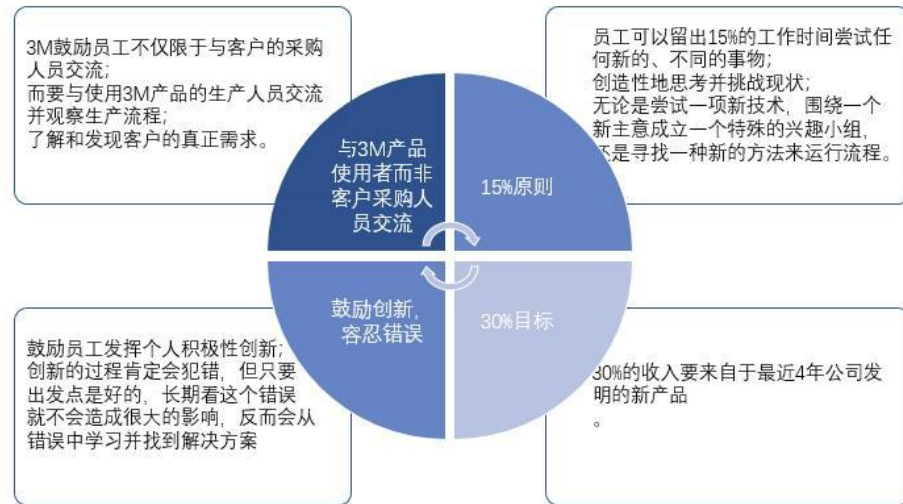
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 10: 3M 公司历年市盈率 (TTM) 变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从 3M 发展历史来看, 我们认为其成功来源于: 1. 从细分产品起家, 通过优化创造市场及需求。3M 从普通砂纸产品起家, 并根据客户生产、使用实际情况进行产品优化 (如开拓防水砂纸产品), 创造市场及需求; 2. 解决客户需求痛点, 创造新产品。3M 在客户处进行砂纸测试过程中发现客户痛点, 发明胶带产品, 开辟全新市场; 3. 拓展产品品类, 实现下游应用领域的扩张。3M 在发明美纹纸胶带基础上, 进一步拓宽胶带产品品类及应用领域, 实现下游客户的快速扩张。通过在不同产品上复制上述思路, 3M 得以在百年历史上持续成长, 发展成为基础材料领域的全球龙头企业。

而从根本上来看, 3M 上述业务模式的根源来自于公司具备的创新与协作的基因。3M 公司历任管理层均非常注重公司内部创新协作意识的培养, 并先后实施多项具体政策保证公司创新力, 包括: 1. 与 3M 产品使用者而非客户采购人员交流: 3M 鼓励员工不仅限于与客户的采购人员交流, 而要与使用 3M 产品的生产人员交流并观察生产流程, 花时间了解和发现客户的真正需求; 2. 15% 原则: 员工可以留出 15% 的工作时间尝试任何新的、不同的事物, 创造性地思考并挑战现状, 无论是尝试一项新技术, 围绕一个新主意成立一个特殊的兴趣小组, 还是寻找一种新的方法来运行流程; 3. 鼓励创新, 容忍错误: 鼓励员工发挥个人积极性进行创新, 创新的过程肯定会犯错, 但只要员工出发点是好的, 长期看这个错误就不会造成很大的影响, 反而会从错误中学习并找到解决方案; 4. 30% 目标: 30% 的收入要来自于最近 4 年公司发明的新产品。

图表 11: 3M 公司创新基因来源


资料来源: 3M 官网, 信达证券研发中心

上述创新基因也给 3M 公司带来了两个明显的优势: **1. 3M 可以自主掌握销售产品的定价权, 保证高盈利;** **2. 3M 可以将创新产品转化为专利, 保证研发产品持续领先于竞争对手, 并通过专利使用许可等方式获得利润。** 具体来说, 得益于公司 30%目标等举措, 3M 销售产品中很大比例均为近年来公司自主研发的产品, 具备定价权, 使得近年来 3M 毛利率和净利率水平分别可以维持在 50%和 15%左右, 获得高盈利。

在专利方面, 以三元材料为例, 3M 公司于 2002 年 3 月申请了三元材料的核心专利, 该专利系统的阐述了三元正极组合物及其组成的锂离子电池, 特别是首次提出了组合物具有通式 $\text{Li}(\text{Ni}_y\text{Co}_{1-2y}\text{Mn}_y)\text{O}_2$ 。该专利同族申请共有 26 件, 于 2008 年 7 月授权, 并在中国、日本、美国、欧洲等国家获得专利权。2012 年以来, 3M 公司先后将相关专利使用许可授予优美科、LG 化学、L&F、Ecopro 等企业。

图表 12: 3M 公司三元正极材料专利情况

项目	内容
专利公开号	CN100403585C
发明名称	改进的锂离子电池的阴极组合物
专利权人	3M 创新有限公司
法律状态	专利权有效
同族专利	26
申请日	2002 年 3 月 11 日
优先权日	2001 年 4 月 27 日
授权日	2008 年 7 月 16 日

资料来源: 3M 公告, 信达证券研发中心

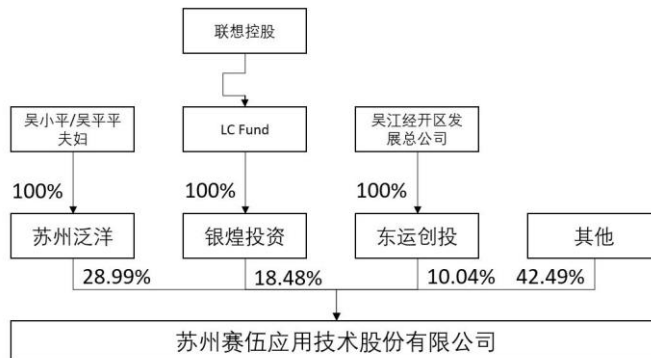
图表 13: 3M 三元正极材料专利授权使用情况


资料来源: 3M 公告, 信达证券研发中心

二、赛伍技术：定位具备创新能力、平台化发展的中国“3M”

赛伍技术成立于 2008 年 11 月，而在此之前，公司董事长吴小平先生于日本日东电工公司工作期间便与宇野敬一博士定下实现中国版 3M 的创业计划，双方于 2006 年在日本成立 Marcopoly Lab，进行薄膜高分子材料研究，2008 年联合联想投资及政府和民营风投成立赛伍技术，开启创业之路。

图表 14：赛伍技术股权结构



资料来源：Wind，信达证券研发中心

技术、需求两手抓构建平台型企业，享受创业者利润，打造中国 3M。公司两手抓技术和需求。技术层面：公司依托基础技术，即树脂合成、改性、粘合剂和评价技术，结合涂布、复合、拉伸、净化、薄膜界面处理、静电处理等工艺技术，实现绝缘、耐湿、耐腐蚀、感光、吸震、导热等特性。需求层面：公司创新市场和研发双轮连动的体制和运营，要求研发人员具备市场意识和访问客户意识，第一手甚至早于客户拿到需求。在此基础上，根据公司对产品特性的把握和客户需求的理解，创造性开发相应产品，获得创业者利润。**综合而言，即赛伍技术不断在产品特性与产品用途构成的矩阵中寻找交点，发现新需求，开发新用途。**

图表 15：公司产品开发矩阵



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

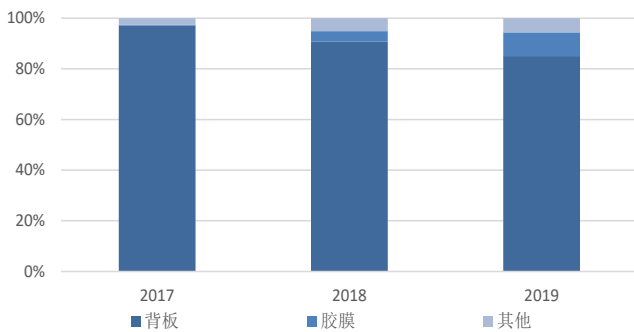
在技术平台上，公司专注于以粘合剂为核心的薄膜高分子材料这一个技术平台，结合通用的生产设备，打造适用不同领域的产品。公司采用“集中—发散”的管理模式，即核心技术和生产设备是集中的，但在此基础上要发散产品品类、发散下游应用领域。

公司依托以上技术及多年的研发应用实践，已构建自身产品数据库，可根据客户及产品需求在短时间内搭配出最合适的胶粘剂及薄膜产品。当前国内同行较少拥有胶粘剂生产能力及功能数据库，特别是功能复杂、性能优质的胶粘剂产品仍需进口。

2.1 当前业务以光伏为主，新领域逐步扩展将提升盈利能力

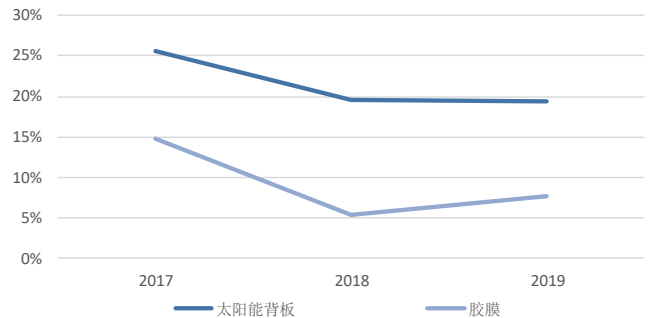
赛伍技术从光伏背板产品起家，2018 年之前光伏背板产品营收占比在 90%以上，2018 年光伏封装胶膜和背板修复胶带量产并迅速放量。2021 年 POE 胶膜有望成为公司第一大收入来源。在巩固光伏领域优势地位的同时，公司向 3C 及 SET（半导体、电气、交通运输工具）等领域拓展，目前部分产品已通过大客户验证并放量，为公司长期业绩增长提供支撑。2017 年-2019 年，公司非光伏背板营收占比由 2.9%逐步提升至 14.9%。

图表 19: 赛伍技术历年分产品营收占比



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 20: 赛伍技术历年分产品毛利率变化

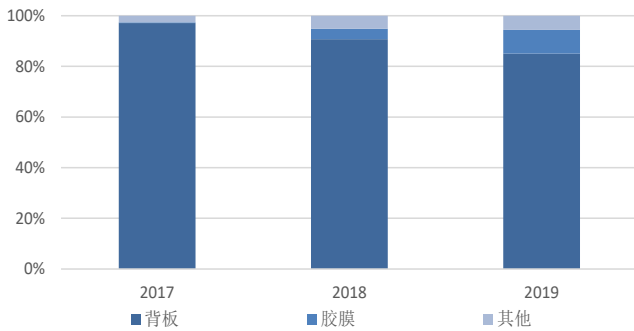


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

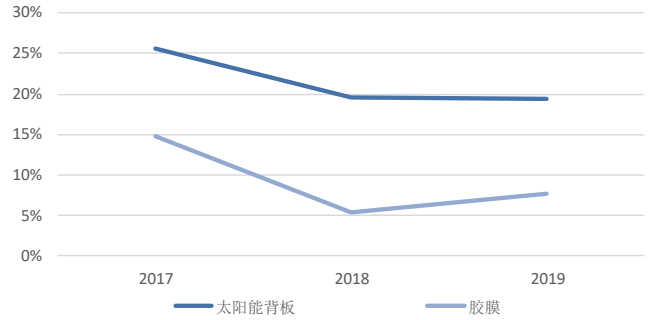
背板放量支撑近年公司营收规模增长，产品品类丰富支撑长期发展。2019 年公司实现营收 21.4 亿元，同比增长 10.6%；2020 年前三季度营收 14.6 亿元，同比下降 7.5%，下滑主要受全球光伏单面背板渗透率下降及疫情所致。2015-2019 年公司营收复合增速 18%，主要受益光伏背板销量放量，背板销量从 2017 年的 1.1 亿平提升至 2019 年的 1.7 亿平，增长 51.4%。同时，公司 2019 年以来持续扩大 POE 胶膜产能，目前产能已达 3.5 亿平，2021 年出货预计将达 2.1 亿平，成为公司第一大收入来源。

新品陆续上市，规模效应显性，公司毛利率有望企稳回升。公司 2018 年以来毛利率有所下行，主要受到 2018 年光伏政策变化加速产品价格下降、以及公司加速提升 KPF 型背板市占率等因素所致。同时，公司新品封装胶膜、修复胶带等于 2018 年量产，生产早期毛利率较低；工业胶带、电子电气材料与 2019 年进行技术改造，均对公司毛利率产生一定影响。而随着公司 POE 胶膜逐步放量，其毛利率呈快速提升趋势，我们测算公司 POE 胶膜毛利率已从 2019 年的 7.6%提升至 2020Q4 的 19%左右；非光伏业务公司目前以中小产品为主，中小产品毛利率较高，平均达到 30%左右，未来规模效应显现毛利率有望进一步提升。

综合来看，公司 2019 年和 2020 前三季度分别实现归母净利 1.9 和 1.2 亿元，同比分别增长 1.7%和-11.5%。未来随着公司整体毛利率企稳回升及光伏胶膜及新领域产品放量，盈利能力有望持续提升。

图表 21: 赛伍技术历年营收及同比变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

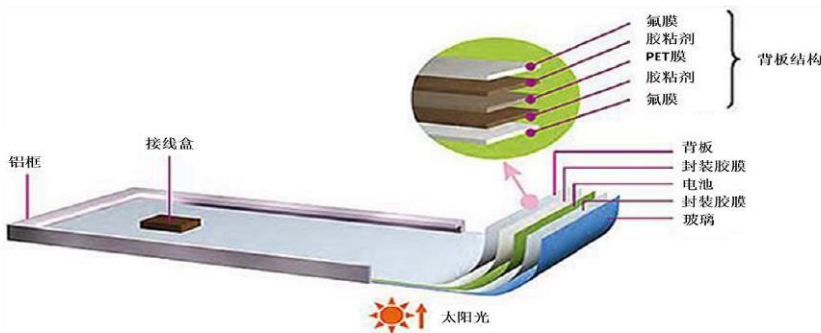
图表 22: 赛伍技术历年分产品毛利率变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

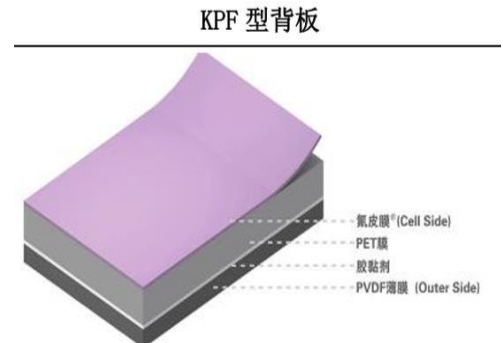
三、光伏背板龙头，发力胶膜市场，产能快速放量

3.1 受益全球装机增长，背板需求仍将稳定增长

公司从光伏背板产品起家，创新研发 KPF 型背板兼具性能及成本优势。背板处于光伏组件背面的最外层，直接接触外界环境，需具备耐候、绝缘和保护作用，以满足组件 25 年的使用寿命。根据生产工艺的不同，背板分为复合型和涂覆型两种背板，氟材料以氟膜形式由胶粘剂复合在 PET 基膜上为复合型背板；以含氟树脂形式涂覆在 PET 基膜上为涂覆型背板。复合型背板防护性能好，使用寿命长；涂覆型背板生产效率高、成本较低。公司自主研发 KPF 型背板，以氟皮膜取代 KPK 背板的内层氟膜，该氟皮膜具有对 PET 薄膜的自粘性，无需胶粘剂层，兼具两种背板优势，实现了成本大幅下降的同时，仍可实现优越的耐紫外线性能。

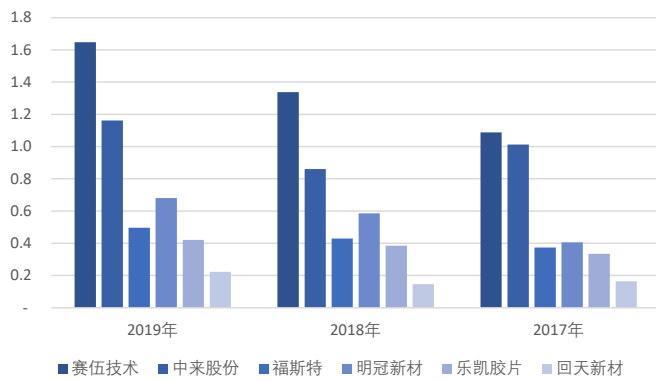
图表 23: 光伏组件及背板结构


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

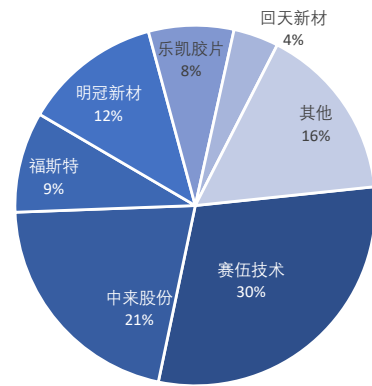
图表 24: 赛伍技术 KPF 背板结构


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

赛伍技术为组件背板龙头，出货量全球第一。全球组件背板市场集中度较高，TOP5 企业市占率达到 80%，其中公司 2019 年背板出货 1.65 亿平，市占率达到 30%，连续多年位居全球第一。

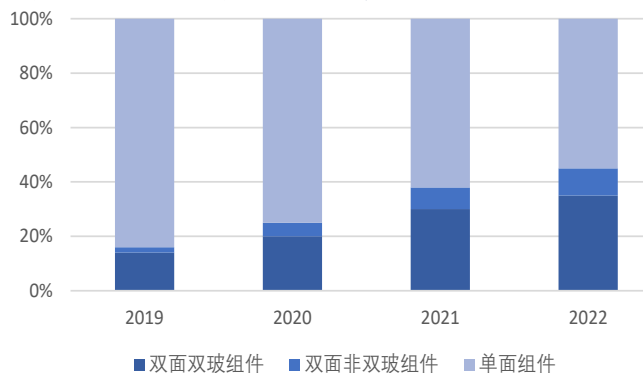
图表 25: 不同背板厂家历年出货量对比/亿平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

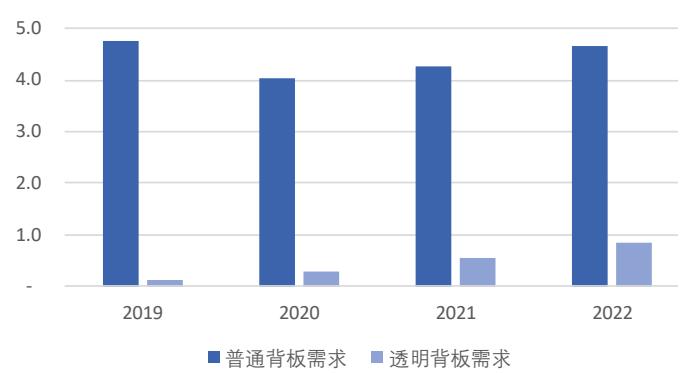
图表 26: 2019 年不同背板厂家市占率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

受益全球光伏装机规模增长, 背板需求仍将维持稳定增长态势, 同时透明背板需求有望提升。从产品类型来看, 虽双面组件渗透率呈提升趋势, 但受益全球光伏装机规模增长, 我们认为近年来背板需求仍将保持年均 7% 左右增长, 2021 年需求预计为 4.3 亿平。同时, 考虑到双面组件中非玻璃的透明背板渗透率提升, 透明背板近年来需求有望实现年均 70% 以上增长, 公司目前已储备透明背板产品, 并已实现对行业大客户销售。

图表 27: 不同类型背板组件市占率预测


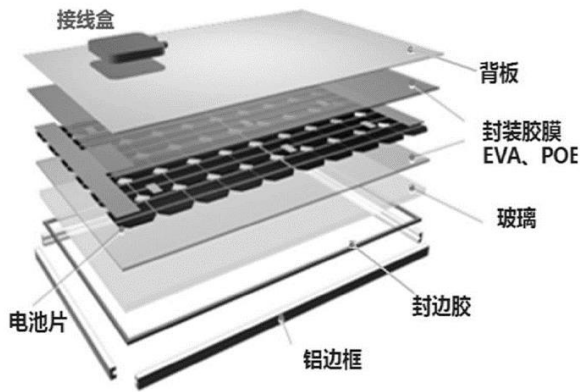
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 28: 不同类型背板需求预测/亿平


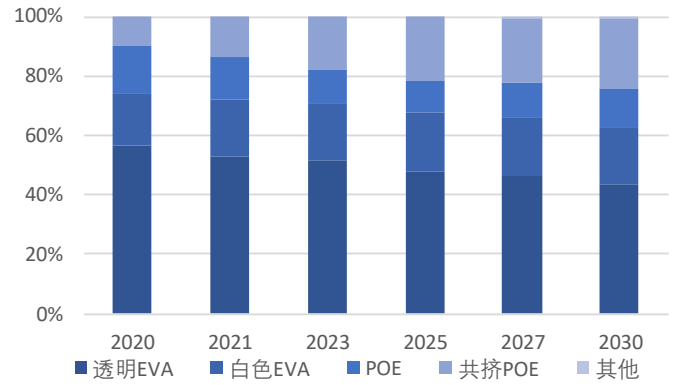
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 双面组件渗透率提升加速 POE 需求增长, 公司产能快速放量

封装胶膜在光伏组件中起包裹和粘结作用, POE 胶膜封装性能更优, 在双面组件中应用广泛。封装胶膜处于组件的中间位置, 包裹电池片并与背板相互粘结。与传统 EVA 胶膜相比, POE 胶膜具有高水汽阻隔性率、高可见光透过率、高体积电阻率、优秀的耐候性能和长久的抗 PID 性能等优良特性, 可更好提升组件长期可靠性, 特别是在对水汽阻隔要求更高的双面组件市场, 几乎均采用 POE 胶膜进行封装。

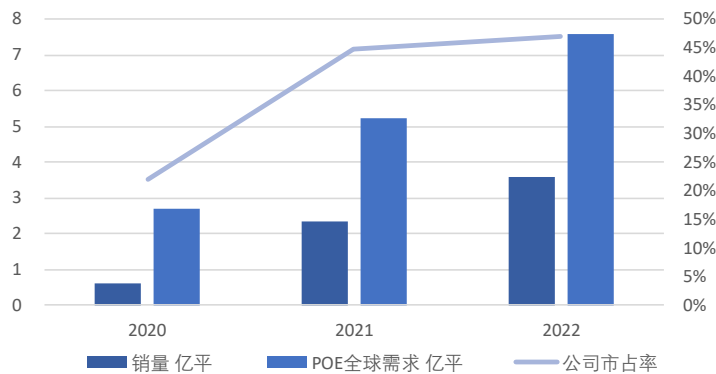
图表 29: 光伏组件结构及封装胶膜应用


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 30: 不同类型封装胶膜市占率预测


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司 POE 产能逐步放量, 市占率有望快速提升。全球胶膜产品市场集中度高, TOP5 企业市占率接近 90%, 其中福斯特一家独大, 市占率超 50%, 但其重点开发 EVA 胶膜产品, 赛伍技术专注 POE 胶膜, 于 2018 年正式量产, 已开拓天合、阿特斯、东方日升、晶澳、隆基乐叶等行业龙头客户。上市后, 公司加速 POE 扩产进程, 先后公布 1 亿平和 2.55 亿平 POE 胶膜扩产计划, 相关产能于 2020 年底及预计 2021 年中投产, 2021 年预计胶膜销量将达 2.1 亿平, 产能快速放量推动公司业绩增长。

图表 31: 赛伍技术 POE 胶膜出货量及市占率预计


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

三、新能源汽车、3C 等领域产品已具备放量潜质

3.1 新能源车市场拳头产品已开始放量, 配套全球顶尖客户

新能源汽车领域, 侧板膜、CCS 集成膜和电芯蓝膜等产品已成为公司开拓市场的拳头产品, 实现大客户开拓及批量供应。

侧板膜主要应用于电芯 PACK 为模组过程中, 在连接侧板上粘贴侧板膜, 起到固定保护电芯、防止电芯破损引发热失控以及侧板绝缘等作用。当前国内侧板膜产品主要由赛伍技术及海外龙头如 3M 等供应, 但从产品性能来看, 赛伍技术产品在抗张强度、刺穿强度、剥离强度、剪切强度等指标上均明显领先于竞争对手。

图表 32: 赛伍技术侧板膜产品示意


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 33: 赛伍技术模板膜产品性能测试与竞品对比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 34: 赛伍技术侧板膜产品性能指标与竞品对比

项目	PET 本体+胶层初始		PET 本体+胶层 抗张强度		刺穿强度 N/mm 1mm 直径钢针	剥离强度 单面/铝板 N/25mm	切面强度 双面剪切 Mpa
	抗张强度, Mpa		双 85 1000h 后, Mpa				
	MD	TD	MD	TD			
赛伍技术	162	139	149	128	350	48	12.6
竞品厂家	124	113	61	53	270	29	12.4

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

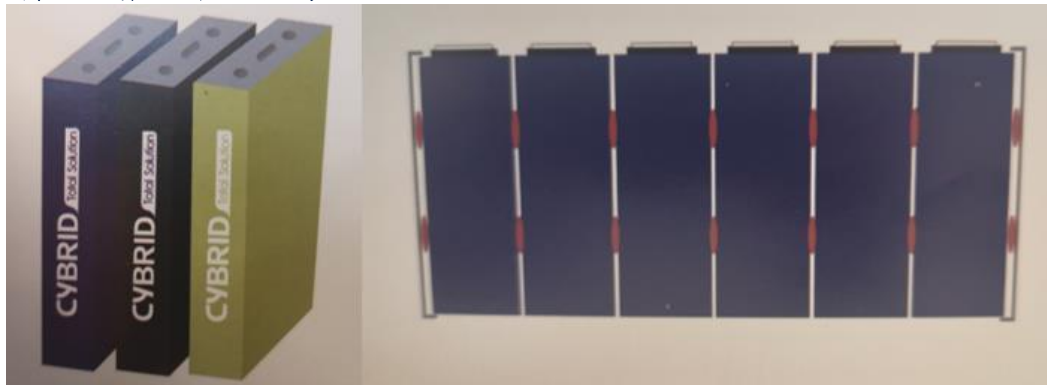
CCS 集成膜主要用于电芯 PACK 为模组过程中, 连接线缆的固定与绝缘, 其集成了温度传感器和电压信号采集、连接器、保险丝保护等贴装器件, 同时实际工作中要求集成膜在振动工况下为连接部位提供良好支撑, 同时需要解决绝缘、耐腐蚀等问题。

图表 35: CCS 集成膜产品示意


资料来源: Panacol, 信达证券研发中心

电芯蓝膜包裹于电芯外侧，起到绝缘、耐压、防刺穿、抗反弹等保护电芯的作用，从产品性能来看，赛伍技术电芯蓝膜产品在剥离强度、剪切强度和刺穿强度等指标上均明显高于竞品。

图表 36: 赛伍技术电芯蓝膜产品示意



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图表 37: 赛伍技术电芯产品与竞品产品性能对比

厂家	厚度 mm	剥离强度 (kg/25mm)	剪切强度 (Mpa)	刺穿强度 (kN/cm)
赛伍技术	0.11	1.66	1.3	1.95
竞品厂家	0.11	1.22	0.5	1.68

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

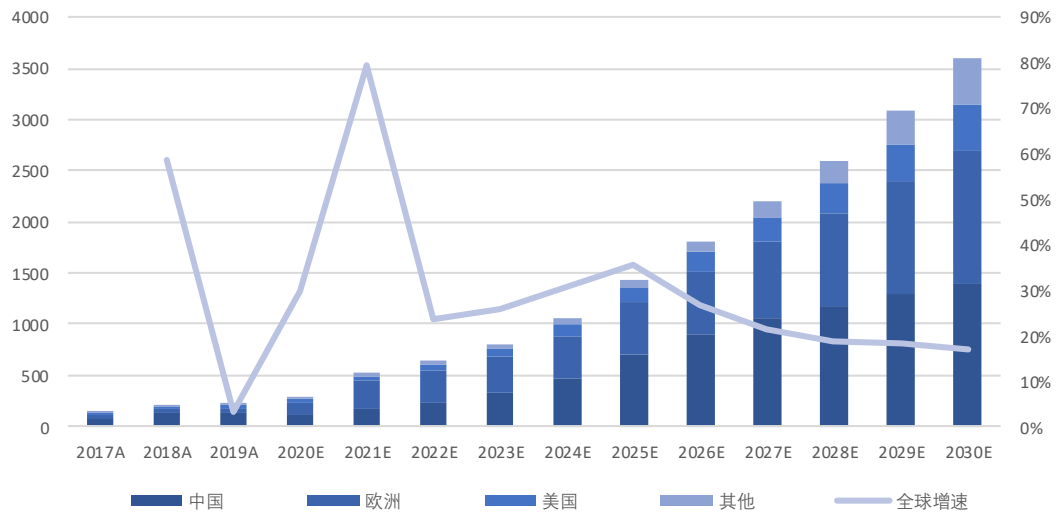
目前, 公司新能源汽车用侧板膜、CCS 集成膜和电芯蓝膜凭借优异的产品性能及相比海外龙头的价格及服务优势, 已实现对 CATL、比亚迪等全球动力电池龙头的批量供应。我们测算公司侧板膜、CCS 集成膜和电芯蓝膜三款产品以 2025 年全球约 1500 万辆新能源汽车销量计算, 2025 年对应市场空间在 10-40 亿元左右。其中 2021 年仅三款产品预计可贡献收入在 1.1 亿元左右。

图表 38: 赛伍技术新能源汽车拳头产品业绩及需求测算

产品名称	单车价值量 (元/辆)	2021 收入预测 (亿元)	2025 全球需求空间 (亿元)
侧板膜	50	0.5	7.1
CCS 集成膜	125	0.45	17.9
电芯蓝膜	280	0.6	40.0

资料来源: 信达证券研发中心预测

同时, 依托拳头产品带来的客户资源及良好口碑, 公司在新能源汽车领域迅速开发泡棉胶带、双面胶带、导热结构胶以及阻尼降噪、内外饰胶带和窗膜等产品, 背靠新能源汽车巨大市场, 业绩将快速增长。

图表 39: 全球新能源汽车销量预测


资料来源: 中汽协, 信达证券研发中心

3.2 3C 领域广布局关键部件制程, 逐步实现进口替代

公司 3C 市场产品方案主要应用于电子消费类产品上游关键部件的制程过程。具体而言, 包括应用于触摸屏 (TP) 的各类 PU 保护膜; 应用于无线充电设备的纳米晶材料层间的超薄胶带; OLED 屏制造过程中的上下过程保护膜, OLED 屏出货时用到的网格、泡棉和铜箔胶带; 电视, 手机显示组件中的遮光胶带, 以及各类电子设备组装中的胶带等。

3C 类应用产品不同于光伏及新能源汽车领域相对较为单一的产品结构, 具有产品品类多、品种复杂、精密度要求高、更新迭代快等特点, 公司凭借多年的技术积累, 已形成与行业龙头如中国中车、碳元科技、欧菲光、格力电器、歌尔股份等知名企业的紧密合作关系, 与下游客户共同研发, 实现胶带及绝缘材料的技术创新, 逐步替代其进口材料供应商, 降低其对进口产品的依赖。

图表 40: 赛伍技术 3C 类产品布局情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

四、盈利预测及估值

光伏材料板块：光伏背板产品将受益全球光伏装机规模增长带来的需求增长，我们预计 2020-2022 年公司背板销量 1.4、1.5 和 1.8 亿平，营收 13.5、15.0 和 17.2 亿元；POE 胶膜产品，公司新增产能自 2020 年下半年以来持续释放，拥有产能先发优势及原材料采购优势，我们预计 2020-2022 年销量 0.6、2.1 和 3.6 亿平，营收 6.7、22.3 和 36.0 亿元。

SET 材料板块：公司新能源车用侧板膜、CCS 集成膜和电芯蓝膜等拳头产品凭借优异性能及价格与服务优势，已实现对 CATL、比亚迪等全球龙头的批量供应，同时，依托拳头产品带来的客户资源及良好口碑，公司在新能源汽车领域迅速开发泡棉胶带、双面胶带、导热结构胶以及阻尼降噪、内外饰胶带和窗膜等产品，我们预计 2020-2022 年公司 SET 材料板块营收 0.7、2.6 和 5.2 亿元。

3C 材料板块：公司从电子消费类产品上游关键部件的制程环节入手，与龙头企业紧密合作、共同研发，逐步替代实现对进口产品的替代。预计 2020-2022 年 3C 业务实现营收 0.5、0.9 和 1.9 亿元。

图表 41：公司盈利预测

项目	单位	2020E	2021E	2022E
光伏材料业务				
营收	亿元	20.2	37.2	53.3
毛利率		17.9%	18.8%	18.6%
背板				
营收	亿元	13.5	15.0	17.2
销量	亿平	1.4	1.5	1.8
毛利率		18.7%	18.6%	18.3%
胶膜				
营收	亿元	6.7	22.3	36.0
销量	亿平	0.6	2.1	3.6
毛利率		16.2%	19.0%	18.8%
SET 业务				
营收	亿元	0.7	2.6	5.2
毛利率		36.0%	36.0%	36.0%
3C 业务				
营收	亿元	0.5	0.9	1.9
毛利率		25.0%	25.0%	25.0%
光伏运维业务				
营收	亿元	0.3	0.3	0.6
毛利率		26.9%	26.9%	26.9%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

综合来看，我们预计公司 2020-2022 年实现营收 21.7、41.1 和 61.0 亿元，同比增长 1.6%、89.3%和 48.6%；归母净利润 1.9、4.1 和 6.1 亿元，同比增长 1.1%、111.7%和 49.1%。以 2021.02.23 收盘价计，对应 PE 为 65.0x、30.7x 和 20.6x，维持对公司“买入”评级。

图表 42: 公司主要财务数据摘要

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,931	2,135	2,169	4,106	6,103
同比(%)	6.9%	10.6%	1.6%	89.3%	48.6%
归属母公司净利润	187	190	192	407	607
同比(%)	-14.2%	1.7%	1.1%	111.7%	49.1%
毛利率(%)	20.1%	18.8%	18.7%	20.1%	20.4%
ROE(%)	17.1%	14.5%	12.5%	20.9%	23.8%
EPS (摊薄)(元)	0.47	0.48	0.48	1.02	1.52
P/E			65.03	30.73	20.61
P/B			8.12	6.42	4.90
EV/EBITDA			47.52	24.25	16.55

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价采用 2021.02.23 收盘价

五、风险因素

新冠疫情等导致全球光伏装机及新能源汽车销量不及预期风险; 行业新增产能释放等因素导致产品价格波动进而导致公司盈利不及预期风险; 原材料价格波动风险; 技术路线变化风险; 新产品及新市场开拓不及预期风险等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,809	1,887	1,896	2,911	4,008
货币资金	219	290	174	209	250
应收票据	531	461	475	900	1,338
应收账款	758	834	832	1,125	1,505
预付账款	27	31	30	56	83
存货	261	192	242	404	532
其他	13	79	143	218	300
非流动资产	296	352	494	684	897
长期股权投资	3	2	2	2	2
固定资产(含无形资产)	214	259	295	359	434
其他	60	58	93	147	210
资产总计	2,105	2,239	2,390	3,595	4,905
流动负债	1,008	930	849	1,647	2,350
短期借款	225	287	105	310	438
应付票据	209	212	217	404	599
应付账款	546	392	483	854	1,198
其他	28	39	43	78	115
非流动负债	5	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	5	2	2	2	2
负债合计	1,013	932	851	1,649	2,352
少数股东权益	-2	-1	-1	-1	-1
归母股东权益	1,093	1,308	1,540	1,947	2,554
负债和股东权益	2,105	2,239	2,390	3,595	4,905

重要财务指标

单位: 百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,931	2,135	2,169	4,106	6,103
同比(%)	6.9%	10.6%	1.6%	89.3%	48.6%
归母净利润	187	190	192	407	607
同比(%)	-14.2%	1.7%	1.1%	111.7%	49.1%
毛利率(%)	20.1%	18.8%	18.7%	20.1%	20.4%
ROE%	17.1%	14.5%	12.5%	20.9%	23.8%
EPS(摊薄)(元)	0.47	0.48	0.48	1.02	1.52
P/E	0.00	0.00	65.03	30.73	20.61
P/B	0.00	0.00	8.12	6.42	4.90
EV/EBITDA	0.03	0.00	47.52	24.25	16.55

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,931	2,135	2,169	4,106	6,103
营业成本	1,544	1,735	1,763	3,280	4,857
营业税金及附加	5	9	5	10	15
销售费用	45	52	56	105	156
管理费用	39	38	50	92	137
研发费用	71	73	76	156	244
财务费用	3	10	3	5	13
减值损失合计	-16	-3	-2	-2	-3
投资净收益	1	0	2	4	6
其他	5	5	9	17	27
营业利润	214	221	225	477	711
营业外收支	1	-3	1	2	3
利润总额	214	218	226	479	714
所得税	28	28	34	72	107
净利润	187	191	192	407	607
少数股东损益	-1	0	0	0	0
归母净利润	187	190	192	407	607
EBITDA	251	258	262	520	767
EPS(当	0.47	0.48	0.48	1.02	1.52

现金流量表

单位:

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	86	155	286	156	295
净利润	187	191	192	407	607
折旧摊销	24	29	43	57	73
财务费用	10	4	12	12	22
投资损失	-1	0	-2	-4	-6
营运资金变动	-148	-76	41	-317	-401
其它	14	7	0	0	0
投资活动现金	-118	-137	-249	-314	-359
资本支出	-137	-77	-187	-247	-287
长期投资	-2	-2	-64	-71	-78
其他	21	-58	2	4	6
筹资活动现金	81	58	-153	192	105
吸收投资	0	0	40	0	0
借款	138	69	-182	205	128
支付利息或股	-57	-10	-12	-12	-22
现金流净增加	52	84	-116	35	42

研究团队简介

武浩：电力设备新能源行业分析师，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。

陈磊：电力设备新能源行业分析师，吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

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。