

赛伍技术（603212）：立足高分子薄膜材料，多元化布局的平台企业

2022年3月7日

推荐/首次

赛伍技术

公司报告

背板业务稳居龙头，胶膜进一步夯实光伏业务。公司主要从事以粘合剂为核心的薄膜形态功能性高分子材料的研发、生产和销售，目前公司是全球的光伏背板龙头，背板产品线布局齐全，2020年市占率约25%。同时，公司正加速光伏胶膜新增产能建设，2020年公司胶膜业务市占率约4%，在2022年新产能全部建成投产后，公司胶膜产能将达3.6万吨。

受益全球光伏行业装机快速增长，预期背板业务稳中有进，胶膜产能放量可期。背板处于光伏组件最外层，起耐候、绝缘和保护作用。受益于全球光伏装机量快速增长，预期公司主打产品传统KPF型背板出货将维持稳定，透明背板新产品放量将带来业绩增量。光伏胶膜主要用于光伏组件的封装环节，其包裹电池片、并将其封装到光伏玻璃和背板之间，我们预测至2025年胶膜市场空间或达452亿元。光伏胶膜市场高度集中，2020年龙头福斯特市占率约64%，处于绝对龙头地位，胶膜二线厂商陆续上市，资金实力和融资渠道改善，或有望缩小与龙头的成本差距。预计公司凭借新产能持续放量，胶膜产销量将快速增长，有望在2022年实现7%-8%的市占率水平。

多元化开发平台助力非光伏业务成公司新增长点。公司具备基于同心圆模式的研发创新优势，能以快速响应、低成本的技术研发，在下游光伏、锂电、通讯、3C等行业，同时开发多个不同功能和应用领域但单一市场空间较小的产品。公司凭借高分子材料平台型企业的研发优势，有望在3C、锂电等非光伏领域复制光伏业务开发经验，推动业绩实现长期稳健增长。2020年公司非光伏业务营业收入1.44亿元，仅占公司总营收比例6.6%，但非光伏业务盈利能力显著强于光伏业务，对非光伏应用的拓展是公司基于长期发展的重要战略布局，目前公司已有多项非光伏项目于2021年底达预定可使用状态，随着产能投放，公司非光伏业务已进入快速发展期。

盈利预测：预测公司21-23年营业收入30.07/43.39/55.94亿元，净利润1.77/3.43/4.55亿元，净利增速-8.60%/93.26%/32.56%，EPS分别为0.44/0.85/1.12元，对应PE分别为59.37/30.72/23.17。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期；产品价格下跌。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,135.49	2,182.51	3,006.88	4,339.25	5,594.16
增长率(%)	10.59%	2.20%	37.77%	44.31%	28.92%
净利润(百万元)	190.27	194.09	177.44	342.91	454.57
增长率(%)	2.12%	1.90%	-8.60%	93.26%	32.56%
净资产收益率(%)	14.55%	10.36%	8.77%	14.70%	16.50%
每股收益(元)	0.53	0.50	0.44	0.85	1.12
PE	49.19	52.14	59.37	30.72	23.17
PB	7.17	5.57	5.21	4.52	3.82

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

赛伍技术成立于2008年，公司的主营业务是以粘合剂为核心的薄膜形态功能性高分子材料的研发、生产和销售，公司产品广泛应用于光伏、智能手机、声学产品、高铁车辆和智能空调等领域。（资料来源于公司招股说明书）

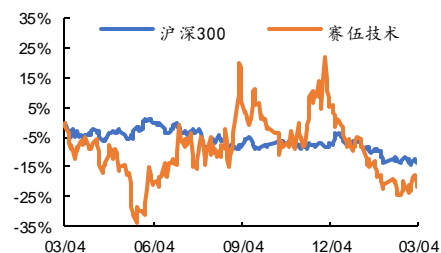
未来3-6个月重大事项提示：

2022-3-30 2021年年报预计披露

交易数据

52周股价区间(元)	21.54-41.31
总市值(亿元)	103.60
流通市值(亿元)	65
总股本/流通A股(万股)	40407.40/25524.20
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.94%

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：耿梓瑜

010-66554044

gengzy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070028

目 录

1. 薄膜产品多元化扩展的平台型企业	2
2. 背板稳居龙头，胶膜进一步夯实光伏业务	3
2.1 背板业务稳定增长，透明背板贡献增量	3
2.2 公司胶膜新产能落地在即，市占率有望进一步提升	5
3. 立足高分子薄膜材料，多元化布局的平台企业	8
4. 盈利预测与估值分析	11
5. 风险提示	11

表格目录

表 1：2020-2025 年全球胶膜市场规模预测	5
表 2：EVA 粒子新增产能及规划	6
表 3：国内外主要公司下游应用领域	10
表 4：赛伍技术营业收入拆分预测表（百万元）	11

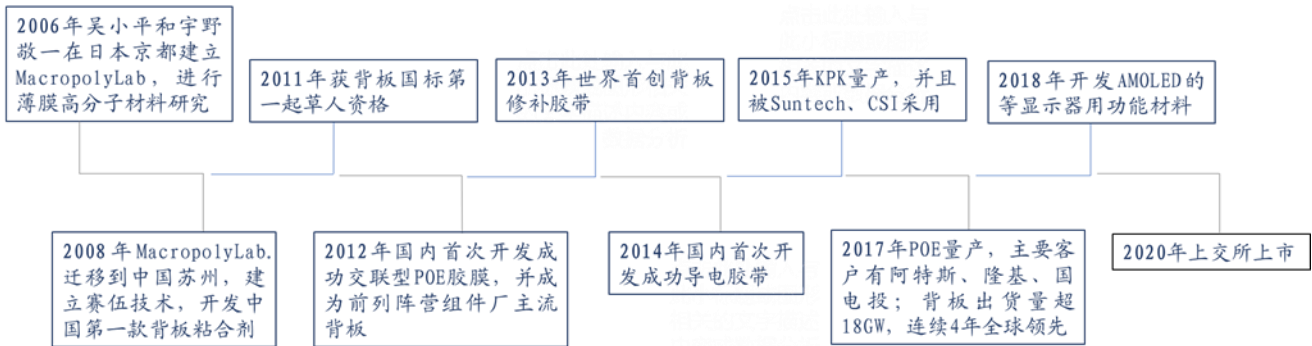
插图目录

图 1: 赛伍技术历史发展进程.....	2
图 2: 公司主营业务收入及归母净利润变化	2
图 3: 公司销售毛利率、销售净利率变化	2
图 4: 赛伍技术各产品营业收入（单位：万元）	3
图 5: 赛伍技术主营产品毛利率.....	3
图 6: 公司股权结构图（截至 2021 三季度）	3
图 7: 2018-2020 年主要背板厂家出货量对比（亿平）	4
图 8: 2020 年主要背板厂家市占率对比.....	4
图 9: 光伏组件结构.....	4
图 10: 2020-2030 双面/单面组件市场份额预测.....	4
图 11: 2015-2022 全球和中国新增光伏装机及预测（GW）	4
图 12: 传统 KPK 型背板与 KPF 型背板结构对比.....	5
图 13: 2019-2021Q3 福斯特、海优新材毛利率、净利率（%）	6
图 14: EVA 粒子市场价（元/kg）	6
图 15: 2020 年胶膜行业市场集中度	7
图 16: 2019 年胶膜行业市场集中度	7
图 17: 公司 2019-2021 三季度胶膜产销量及增速.....	7
图 18: 公司技术应用体系	8
图 19: 公司非光伏产品毛利率	9
图 20: EV 锂电池包裹绝缘胶膜.....	9
图 21: EV PACK 用侧板绝缘膜.....	9
图 22: 公司 2020 年 SET 材料业务主要客户收入构成.....	10

1. 薄膜产品多元化扩展的平台型企业

赛伍技术成立于2008年11月，目前主要从事以粘合剂为核心的薄膜形态功能性高分子材料的研发、生产和销售，通过不同工艺将胶粘剂和不同薄膜材料相结合，生产应用于不同领域的产品，目前形成光伏和非光伏两个业务板块，建立了光伏材料、工业胶带材料、电子电气材料三类产品体系。公司产品广泛应用于光伏、智能手机、声学产品、高铁车辆和智能空调等领域，下游客户包括阿斯特、天合光能、宁德时代、歌尔声学、晶澳太阳能等优质企业。公司基于薄膜技术开发平台，未来具备横向扩展空间。

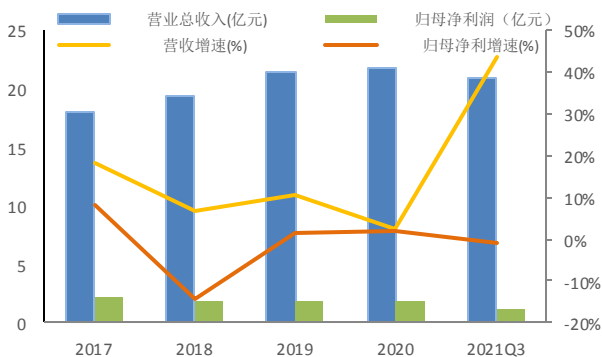
图1：赛伍技术历史发展进程



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

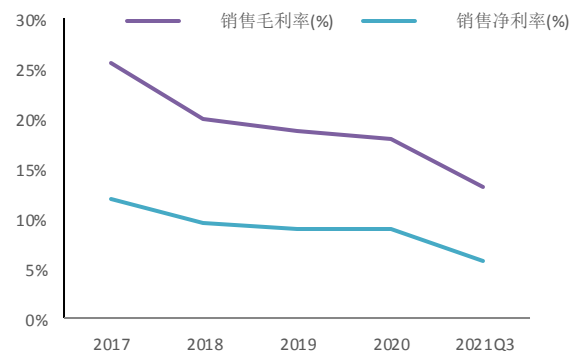
光伏业务支撑增长，非光伏领域扩展成新增长点。2017-2020年，公司营业收入从18.07亿元增长至21.83亿元，3年复合增速为6.5%，2021年前三季度公司实现营收20.92亿元，同比增43.42%，主要得益于光伏封装胶膜产品的销量增长。从收入结构看，2020年公司光伏背板和胶膜产品营收比重超过90%，光伏产品为公司发展的基石；同时随着明年非光伏业务的拓展成效显现，非光业务将成公司新增长点，营收占比有望快速提升。从盈利能力看，近几年由于背板售价下降、胶膜原材料涨价和产能爬坡带来的成本分摊增加，公司综合毛利率在光伏产品的拖累下呈下滑趋势，展望未来，光伏下游需求的复苏，上游粒子供应瓶颈逐步缓解，光伏业务毛利率有望维持稳定，叠加公司高毛利率的非光伏业务产品持续开发和逐步放量，公司盈利能力有望得到改善与提升。

图2：公司主营业务收入及归母净利润变化

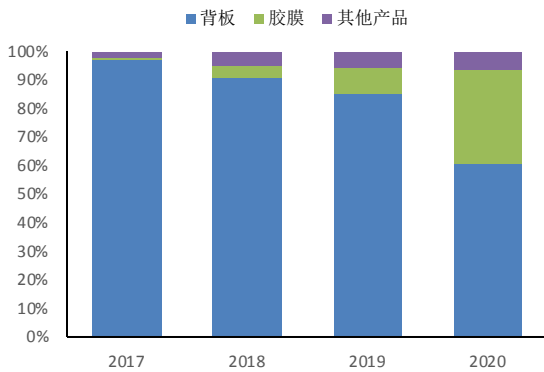


资料来源：wind，东兴证券研究所

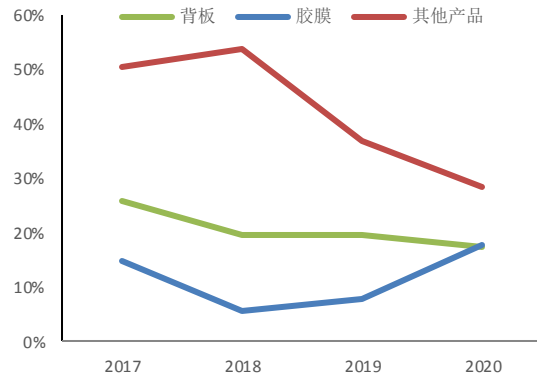
图3：公司销售毛利率、销售净利率变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

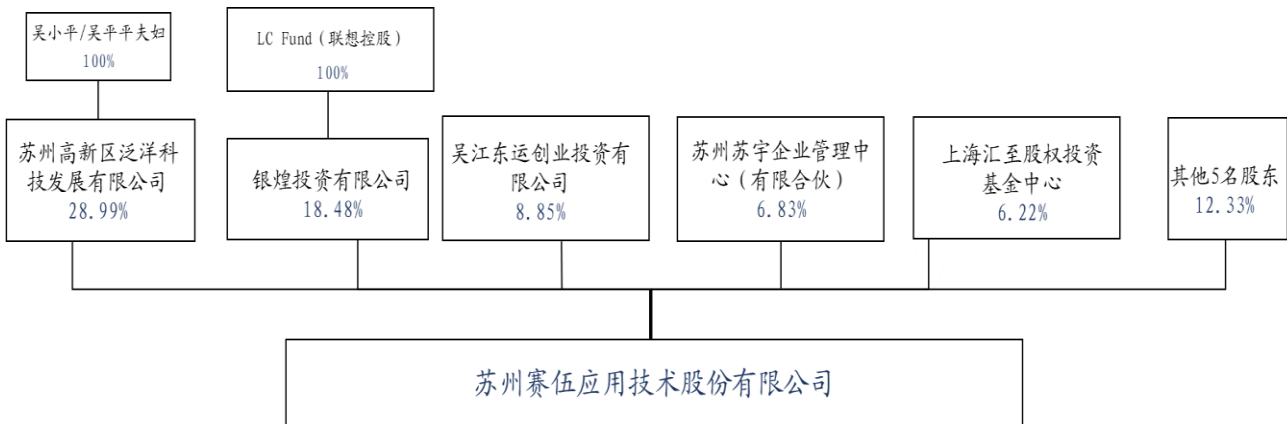
图4: 赛伍技术各产品营业收入 (单位: 万元)


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图5: 赛伍技术主营产品毛利率


资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司控股股东为苏州泛洋, 持股 28.99%, 实际控制人为吴小平和吴平平夫妇。公司核心高管具有长期行业背景和深厚技术积淀。公司董事长兼总经理吴小平于 1996-2004 年间在日本电工 Matex 株式会社就职, 曾获 2015 年“光能杯”科技领军人物大奖等多个重大个人荣誉, 同时任美国科学家联盟 (NSP) 光伏标准委员会委员、中国可再生能源学会光电专业委员会委员等, 拥有 5 项发明专利和 20 项实用新型专利; 核心技术人员陈洪野、高阜博、芋野昌三先生分别具有索尼凯美高电子、日本新型化工和日东电工株式会社等工作经历, 陈洪野为背板技术规范主要编制专家, 邓建波为绝缘背板、叠层母线排用绝缘胶膜国标主要起草人。

图6: 公司股权结构图 (截至 2021 三季度)


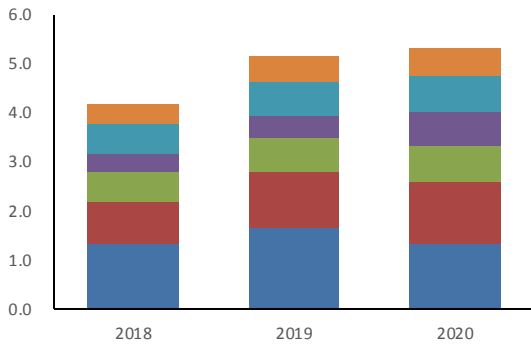
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 背板稳居龙头, 胶膜进一步夯实光伏业务

2.1 背板业务稳定增长, 透明背板贡献增量

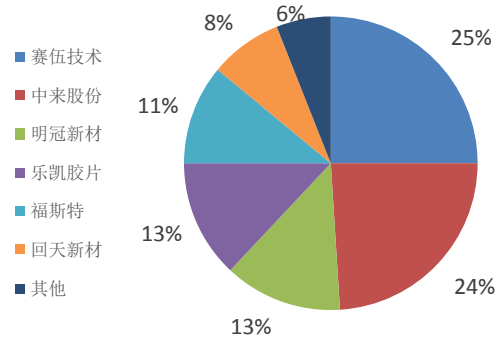
公司背板市占率多年位居全球第一。光伏背板市场竞争格局较为集中, 2020 年 TOP5 企业市占率超过 85%。公司 2018-2020 年分别实现出货量 1.34、1.65 和 1.32 亿平方米, 市占率已连续多年位居全球第一, 2020 年市占率约 25%。

图7：2018-2020年主要背板厂家出货量对比（亿平）



资料来源：wind，东兴证券研究所

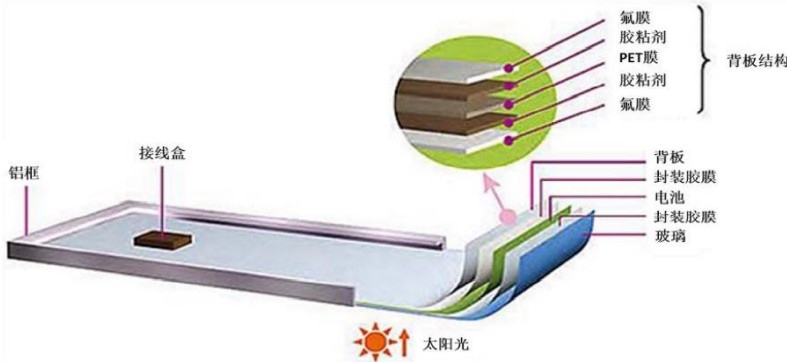
图8：2020年主要背板厂家市占率对比



资料来源：公司公告，中来股份年报，东兴证券研究所

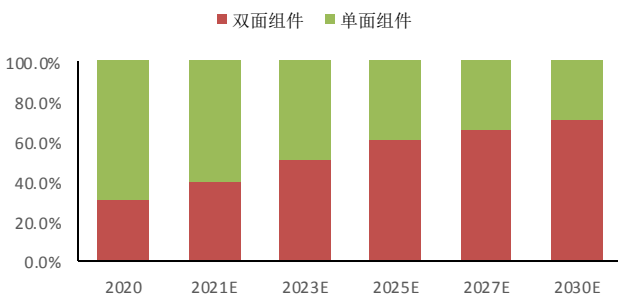
受益于全球光伏装机量快速增长，预期行业对传统背板需求仍保持稳定增长。背板处于光伏组件最外层，直接接触外界环境，发挥耐候、绝缘和保护作用。虽然目前双面组件的渗透率呈现上升趋势，但在全球光伏装机量的增加下，单面组件市场总规模仍会随之增长，带动传统背板需求确定性上升，叠加成本优势，双玻组件短期内难以撼动传统背板市场。而在双面组件中，因为材料的不同，双玻组件比透明背板具有更好的耐候性和抗老化优势，但随着组件朝着更大尺寸方向发展，双面双玻组件过重增加安装难度，相比之下，透明背板能够有效控制组件重量，提高安装便捷度，据 CPIA 预测，2025 年透明有机背板市场份额将达到 12%。

图9：光伏组件结构



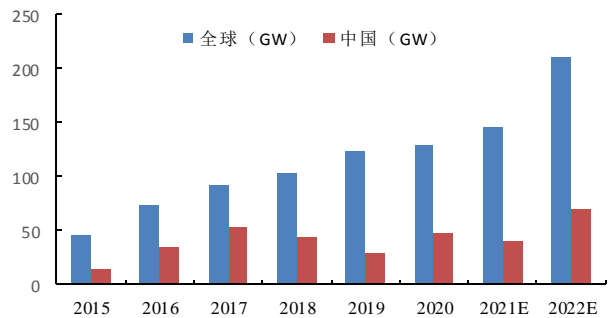
资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

图10：2020-2030 双面/单面组件市场份额预测



资料来源：中国光伏行业协会，东兴证券研究所

图11：2015-2022 全球和中国新增光伏装机及预测（GW）



资料来源：国家能源局，前瞻产业研究院，东兴证券研究所

公司背板产品线布局齐全, **KPf 型背板为其主打产品, 透明背板新产品放量将带来业绩增量**。背板按生产工艺分为复合型和涂覆型两种, 涂覆型背板材料成本较低, 具有价格优势, 复合型背板具有完整氟膜, 防护性能好, 使用寿命长。公司自主研发 KPf 型背板采用氟皮膜新技术, 取代传统 KPK 型背板 PVDF 氟膜, 同时因其具有自粘性取消了胶粘剂层, 保留 KPK 型内层 PVDF 氟膜优越耐紫外性能的同时实现大幅度降本。此外, 公司拉长了背板产品线, 除了原有标准通用的 KPf、针对绿色需求的 PPf, 还增加了针对分布式应用的低价背板 FPF (涂料背板) 和差异化黑色网络背板等新品种, 并已实现批量化销售。公司还推出新的双面电池组件封装方案——既耐高温、抗风沙, 又具有与组件减反玻璃同等硬度的“鳄鱼皮”FPf 透明背板, 目前已实现小批量出货。未来随着公司透明背板 KPf 和 FPF 推向市场, 透明背板有望为公司背板业务贡献增量。

图12: 传统 KPK 型背板与 KPf 型背板结构对比


资料来源: 公司官方公众号, 东兴证券研究所

2.2 公司胶膜新产能落地在即, 市占率有望进一步提升

光伏封装胶膜行业市场容量随光伏装机量增长而扩张的逻辑清晰, 我们假设容配比为 1.2, 1GW 组件需要 0.11 亿平米胶膜, 而生产 1 亿平米胶膜需要 5 万吨粒子, 可以测算 2021 年的胶膜需求为 21.12 亿平, 用福斯特上半年胶膜平均售价 11.36 元/平米作为行业平均价格, 且之后 2022/2023/2024/2025 年假设销售均价在此基础上按照 10%/-5%/-2%/-2% 的幅度变化, 则 **2021 年胶膜市场规模约为 240 亿元, 并在有望在 2025 年达到 452 亿元, 年均复合增速 17%**。

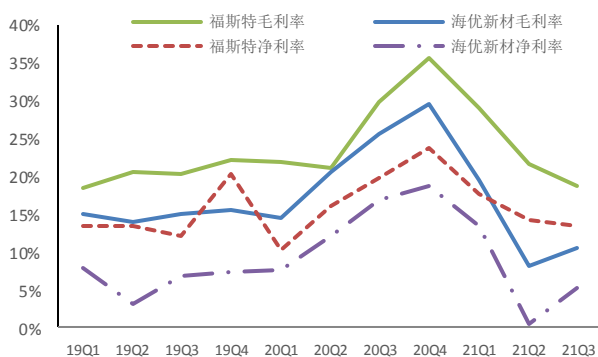
表1: 2020-2025 年全球胶膜市场规模预测

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球光伏装机量 (GW)	130	160	200	240	270	300
容配比	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
对应胶膜需求 (亿平)	17.16	21.12	26.40	31.68	35.64	39.60
对应上游粒子需求 (万吨)	85.8	105.6	132.0	158.4	178.2	198.0
胶膜价格 (元/平)	8.74	11.36	12.50	11.87	11.63	11.40
胶膜市场总规模 (亿元)	150	240	330	376	414	452
预计增速 (%)	30.0%	60.0%	37.5%	13.9%	10.2%	8.9%

资料来源: CPIA, 公司公告, 东兴证券研究所

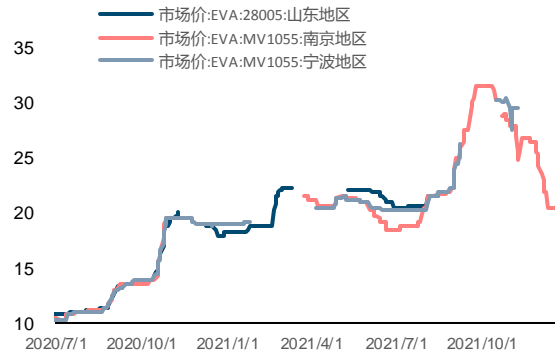
上游粒子瓶颈即将缓解，行业盈利恢复在即。受 EVA 粒子供应紧张的影响，21 年 EVA 粒子经历了一波涨价潮，EVA（MV1055）的出厂价今年三季度从 18 元/kg 突然拉升至 30 元/kg 左右，另一方面，受 21 年价格博弈影响，光伏产业链下游回报率走低，胶膜行业终端需求未及预期，在下游需求和上游原料共同影响下，胶膜行业盈利能力承压明显。根据集邦咨询的数据，2021 年 EVA 粒子需求约 78 万吨，供给为 71 万吨，其中进口 40 万吨，仍存在 7 万吨供应缺口。但随着粒子厂商加速扩产步伐，预计 2022 年 EVA 粒子需求约 95 万吨，国内外供给总量 102 万吨，原材料供应瓶颈将得到大幅度缓解。

图13：2019-2021Q3 福斯特、海优新材毛利率、净利率（%）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图14：EVA 粒子市场价（元/kg）



资料来源：wind，东兴证券研究所

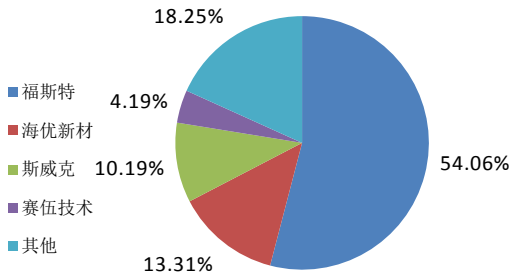
展望 2022 年，一方面随着硅料价格回落，大基地项目推进，光伏装机需求即将释放弹性，胶膜作为光伏产业链的产能相对稀缺的一环，年化产能远远低于光伏的硅片、电池片、组件等环节，受益光伏装机需求增长，预计胶膜售价有望持续坚挺，另一方面，上游粒子厂商陆续投产，光伏级粒子供给瓶颈将得到缓解，21 年原料成本端大幅上涨的压力大概率不会延续到 22 年，综合来看，胶膜行业议价能力和盈利能力都将有提升和改善。

表2：EVA 粒子新增产能及规划

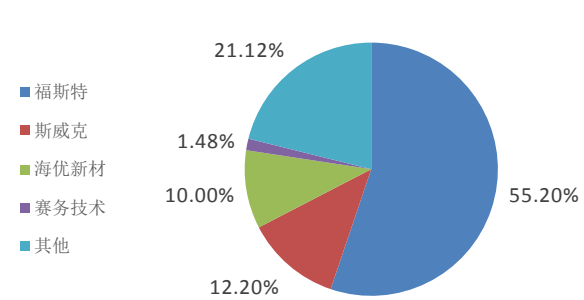
	厂商	产能（万吨）	投产时间	工艺
2021 年新投产	延长中煤榆林能化	30	2021H1	管式
	扬子石化	10	2021.3	釜式
	中化泉州石化	10	2021Q3	釜式
	浙江石化	30	2021Q4	管式+釜式
	小计	80		
拟投产	中科炼化	10	2022H1	管式
	古雷石化	30	2022.4	管式
	新疆天利高新石化	13.1	2022Q3	管式
	宝丰能源三期	25	2023H1	管式
	裕龙石化一期	60	2023	-
	宁波台塑二期	12.8	-	-

资料来源：各公司公告，东兴证券研究所

胶膜行业一超格局明显, 二线企业迎发展机遇期。目前胶膜行业主要参与者有福斯特、海优新材、斯威克和赛伍技术、上海天洋等, 胶膜市场高度集中, 2020年龙头福斯特市占率约54%, 得益于其在资金实力、产能规模、技术工艺、原料采购等方面的优势, 福斯特较其他可比公司具有更强的盈利能力和综合营运能力, 短期内龙头地位无可撼动。但福斯特市占率将难以进一步提升, 一方面下游组件企业处于供应链安全角度考虑, 或有意扶持二线企业, 另一方面, 胶膜二线厂商陆续上市, 资金实力和融资渠道改善, 产能加速扩张下, 或有望缩小与龙头的成本差距。我们认为, 福斯特将留给其他企业约40%左右稳定市场份额, 二线企业迎来发展机遇期。

图15: 2020年胶膜行业市场集中度


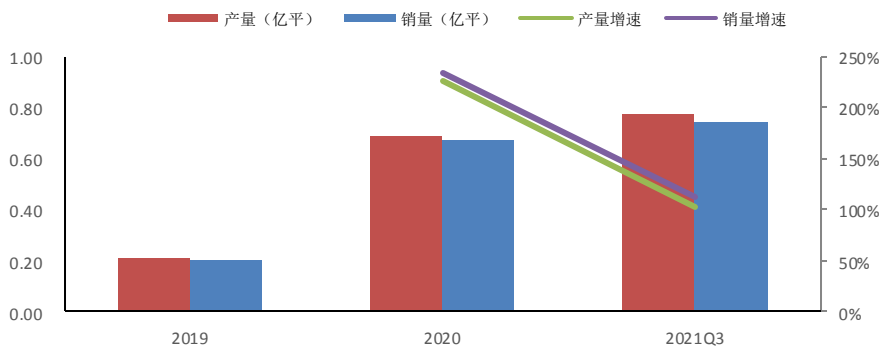
资料来源: 华经产业研究院, 东兴证券研究所

图16: 2019年胶膜行业市场集中度


资料来源: 华经产业研究院, 公司公告, 东兴证券研究所

赛伍技术新产能持续爬坡, 市占率有望持续提升。从产品、产能规划安排来看, 公司胶膜出货选择主要受原料粒子市场价格影响, 2021年主要出货EVA胶膜, 原因在于EVA胶膜成本优势更明显, 且对原料涨价的传导能力较强, 也是下游组件厂商的主要选择, 故公司更有动力选择生产EVA胶膜参与市场竞争。2021年下半年, 公司封装胶膜年产1亿平米项目已经投产完成, 而展望2022年, 公司预计将优先进行胶膜扩产, 而后进行其他非光伏扩产安排, 新产能落地在即, 胶膜业务规模效应进一步增强。

从业绩表现来看, 公司的胶膜业务也正高速增长, 市占率呈提升趋势, 2019、2020和2021年前三季度产量分别为0.21、0.69和0.77亿平, 出货量分别达到0.2、0.67和0.74亿平, 2020年市占率约4%, 相比2019年1.48%上升了约3个百分点, 最新经营数据显示21年三季度产销量相较上年同期增长约1倍, 增速高但相比2020年有减缓, 考虑到21年全年光伏需求待释放状态, 我们认为21年公司胶膜市占率将保持稳定, 而随着公司新产能投放, 公司胶膜产销量将恢复高速增长, 并在2022年有望实现市占率7%-8%的水平。

图17: 公司2019-2021三季度胶膜产销量及增速


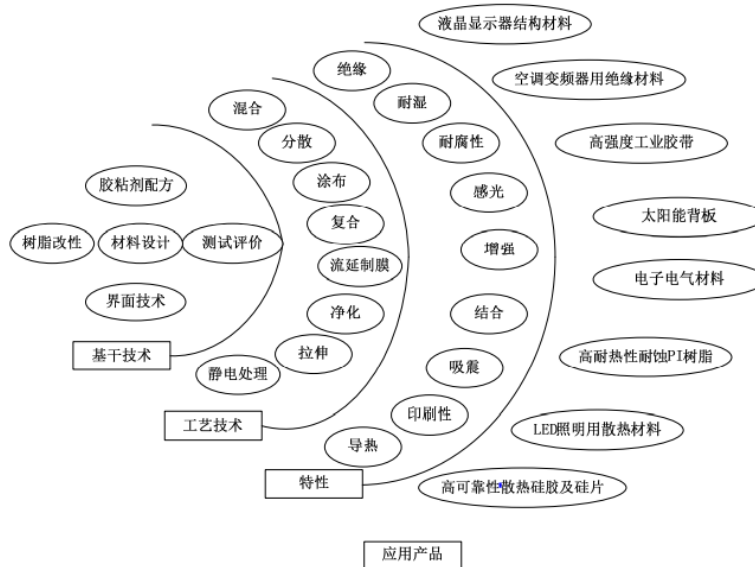
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 立足高分子薄膜材料，多元化布局的平台企业

赛伍技术的核心竞争优势在于，公司具备基于同心圆模式的研发创新优势，能以快速响应、低成本的技术研发，在下游光伏、锂电、通讯、3C等行业，同时开发多个不同功能和应用领域但单一市场空间较小的产品。

- 公司技术平台由基干技术以及工艺技术构成，基于同一个平台不断开发适用于不同应用领域的功能性材料，依靠自身积累的丰富产品数据库资源，公司相较同行拥有更高的研发效率、得以为客户提供更全面、更具竞争力的开发解决方案，实现快速和低成本兼备的研发优势。
- 技术和市场两手抓，不断开拓增量市场。公司拥有矩阵式的管理架构，测试评价兼应用开发部等部门能够主动、快速抓取市场需求信息，助力公司产品快速推向产业化，仅 21 年上半年，就成功研发透明网格背板、高耐磨透明背板、高强度电芯蓝膜、电池包的耐磨性防火材料等 10 多项产品，并在国内率先发明 OLED 模组吸震材料、MiniLED 显示材料、电池组信号传输 FFC 材料等 6 项产品。
- 由于公司正开发的应用于锂电、3C、通信等领域的薄膜产品，单种材料市场规模都较小，对于国内其他不具备丰富产品资源库研发积累的企业开发成本较高，进入意愿不足，或是企业规模较小，只能开发单一领域的薄膜产品，因此公司的主要竞争对手是国际巨头 3M 和德莎等，公司产品具备性价比优势，拥有逐步开启国产替代的能力。

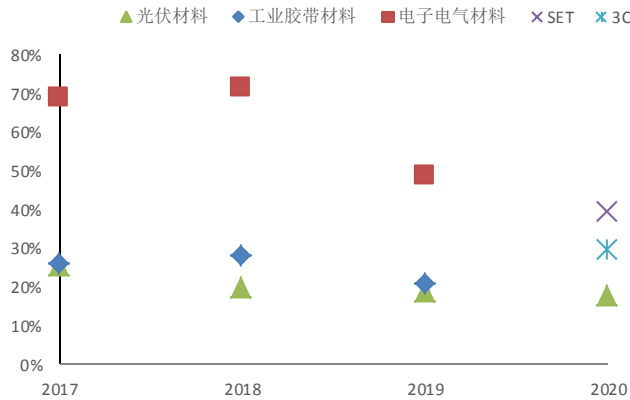
图18：公司技术应用体系



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

公司非光伏业务主要包括 SET 材料业务（覆盖半导体、电气、交通运输工具）、3C 材料业务（应用于通讯和消费电子领域）和生物医疗和健康产品，2020 年公司非光伏业务营业收入 1.44 亿元，仅占公司总营收比例 6.6%，但非光伏业务盈利能力显著强于光伏业务，2020 年 SET 材料和 3C 材料毛利率分别达 39.2%、29.52%。对非光伏应用的拓展是公司基于长期发展的重要战略布局，目前有在建募投项目年产压敏胶带 705 万平方米、电子电气领域高端功能材料 300 万平方米、散热片 500 万片、可流动性导热界面材料 150 吨项目，总投资 1.03 亿元，2021 年底达预定可使用状态，随着产能投放，公司非光伏业务进入快速发展期。

图19: 公司非光伏产品毛利率

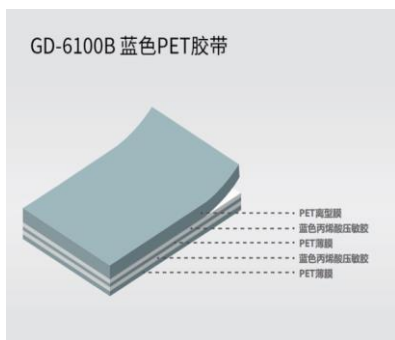


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

锂电业务先发头筹, 已进入下游头部企业供应链。随着新能源汽车渗透率的提升以及用膜场景的不断拓展, 公司沿袭过去已产生业绩基础的高铁车辆的变频器绝缘胶膜研发轨迹, 不断实现新产品开发, 提供了完善的新能源车膜材料解决方案, 顺利进入新能源汽车动力电池系统领域和整车领域, 推出主要产品电芯蓝膜、侧板膜和 CCS 集成膜等, 这些产品显著加快了公司的市场开拓进程。

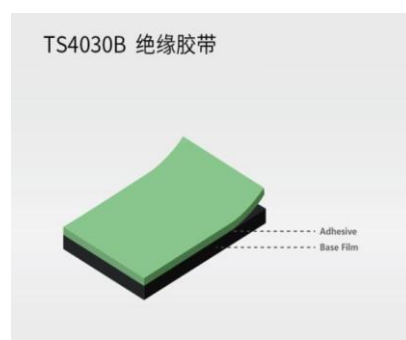
- 其中电芯蓝膜位于电芯外侧, 起耐高压、防刺穿等保护和绝缘作用, 公司的电芯蓝膜在这些性能上均明显高于竞品。除了性能优势, 电芯蓝膜还具有低成本优势, 其成本比 3M 和德莎低 30-40%。
- CCS 集成膜和侧板膜均为电池 PACK 类材料, 侧板膜起到固定保护电芯、绝缘和防止热失控等作用, 公司侧板膜产品在与主要竞品的性能测试中以显著优势领先, CCS 集成膜集成温度传感器和电压信号采集、保险丝保护等器件。
- 基于丰富的产品供应体系, 公司已进入下游头部企业供应链。2020 年宁德时代、比亚迪已为公司贡献千万级收入, 2021 年上半年公司电芯蓝膜已在宁德时代批量供应, 此外 CCS 集成膜等产品也在加速放量, 随着新能源汽车市场的逐步扩大, 公司有望依托先发优势继续开拓下游大客户, 提升业务收入。

图20: EV 锂电池包裹绝缘胶膜



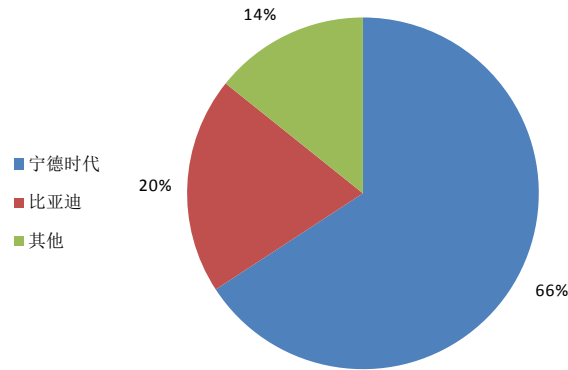
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图21: EV PACK 用侧板绝缘膜



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图22：公司 2020 年 SET 材料业务主要客户收入构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3C 材料技术迭代适应进口替代步伐。公司的 3C 材料产品方案主要应用在手机、平板设备、笔电和智能化穿戴设备组装制程，细分领域市场竞争激烈，但目前国内企业仍依靠模仿和进口替代战略，考虑到市场高需求及其持续性，公司基于强大的主动提供解决方案能力以及容易实现迭代的化学能力，终端客户重点关注 OLED 模组、Mini-LED、OCA 等出现技术迭代的下游企业。目前已与碳元科技、欧菲科技、中国中车、歌尔股份、格力电器等知名企业形成紧密合作关系，切入小米供应链，拥有来自下游各领域的优质客户群，品牌影响力实现不断提升，随着未来逐步放量，公司将有望替代进口材料供应商，降低对进口产品的依赖。

表3：国内外主要公司下游应用领域

细分领域	具体产品	应用领域	客户
OLED 显示模组	OCA、网络胶带、支撑膜、泡棉、网泡一体化和 PI 胶带等	OLED 屏切割过程中上下过程保护	宁德时代、比亚迪
FPC	感光 PI 膜、强力胶带、耐高温胶带、绝缘热压膜等	小容量 IGBT 变频器散热和绝缘的集成材料	格力电器
MINI LED	热压胶膜、亚克力胶膜和白色高反覆盖 PI 膜	大容量 IGBT 变频器汇流叠层母排的绝缘和粘接的集成材料	中国中车
触控模组	OCA、导电胶带、PU 保护膜和屏蔽胶带等	手机触摸屏保护	欧菲科技
无线充电模组	单/双面黑色胶带、特薄/普通双面胶带	手机石墨散热片粘接	碳元科技
其他产品	超薄胶带、遮光胶带和声学胶膜等	微型扬声器声学振膜结构粘接	歌尔股份

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司具前瞻性的多元化产品布局，使得非光伏业务将成为重要增长点的同时，也分散平抑了单一光伏业务面临的盈利能力波动风险。基于以上，在巩固在背板和胶膜行业既有竞争优势的同时，公司基于本身平台型企业定位，抓住新能源汽车、半导体和 OLED 等行业领域的国产化进口替代需求带来的市场机遇和增长空间，逐渐向 3C 和 SET 类产品转型，在多元产品布局基础上，快速推进新技术的应用和新产能的落地。公司高分子薄膜材料平台已见雏形，综合竞争力得到进一步增强巩固。

4. 盈利预测与估值分析

预测公司 21-23 年营业收入 30.07/43.39/55.94 亿元, 净利润 1.77/3.43/4.55 亿元, 净利增速分别为 -8.60%/93.26%/32.56%, EPS 分别为 0.44/0.85/1.12 元, 对应 PE 分别为 59.37/30.72/23.17。公司营业收入拆分预测如表 5 所示。我们认为, 公司作为全球光伏背板龙头企业, 基于高分子薄膜材料开发平台, 在夯实光伏传统业务的基础上, 通过技术研发驱动新应用——锂电、通讯、3C 等领域的产业化, 不断创造出增量市场, 具有较强的成长潜力, 首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。

表4: 赛伍技术营业收入拆分预测表 (百万元)

产品	2018	2019	2020	2021	2022	2023
光伏背板	1753	1816	1314	1379	1442	1468
增速		4%	-28%	5%	4%	2%
光伏胶膜	79	200	725	1310	2387	3401
增速		155%	262%	81%	82%	43%
半导体电气运输膜产品	14	16	63	217	391	586
增速		19%	283%	245%	80%	50%
消费通讯膜产品	32	36	39	54	70	84
增速		12%	8%	40%	30%	20%
光伏发电	0	4	4	4	4	4
增速		9240%	18%	0%	0%	0%
其他光伏材料	27	31	37	41	45	49
增速		12%	20%	10%	10%	10%
其他业务	27	33	1	1	1	1
增速		22%	-97%	0%	0%	0%
总计	1931	2135	2183	3007	4339	5594
增速		11%	2%	38%	44%	29%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5. 风险提示

下游需求不及预期; 产品价格下跌。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	1887	2426	3029	4033	4856	营业收入	2135	2183	3007	4339	5594
货币资金	290	530	601	868	1119	营业成本	1735	1791	2602	3678	4756
交易性金融资产	58	50	50	50	50	营业税金及附加	9	6	8	12	15
应收账款	834	1034	1318	1783	2146	营业费用	52	27	45	59	70
应收款项融资	0	147	176	211	254	管理费用	38	45	55	68	81
其他应收款	6	24	19	21	23	研发费用	73	71	80	96	115
预付款项	31	20	20	20	20	财务费用	10	7	24	37	39
存货	192	354	570	756	912	其他收益	8	16	25	33	42
合同资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3.04	-0.78	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	15	26	26	26	26	信用减值损失	-3.31	-121.46	-15.00	-30.00	-40.00
非流动资产合计	352	851	1134	1136	1134	公允价值变动收益	0.39	-0.29	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2	0	0	0	0	投资净收益	-0.18	3.46	0.00	0.00	0.00
固定资产	259	320	607	608	606	营业利润	221	223	203	392	520
无形资产	33	84	86	87	89	营业外收入	0.58	1.30	0.00	0.00	0.00
商誉	0	0	0	0	0	营业外支出	3.53	1.92	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	20	35	35	35	35	利润总额	218	222	203	392	520
资产总计	2239	3276	4162	5168	5990	所得税	28	28	26	49	66
流动负债合计	930	1176	1913	2609	3008	净利润	191	194	177	343	455
短期借款	287	308	698	923	852	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付票据	212	365	530	749	969	归属母公司净利润	190	194	177	343	455
应付账款	392	423	607	857	1109	EPS (元)	0.53	0.50	0.44	0.85	1.12
预收款项	2	0	0	0	0	主要财务比率					
合同负债	0	1	1	1	1		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应付职工薪酬	14	15	15	15	15	成长能力					
其他应付款	0	0	0	0	0	营业收入增长	10.59%	2.20%	37.77%	44.31%	28.92%
一年内到期的非流动负债	2	32	32	32	32	营业利润增长	3.65%	0.58%	-8.85%	93.26%	32.56%
非流动负债合计	2	228	228	228	228	归属于母公司净利润增长	-8.58%	93.26%	-8.58%	93.26%	32.56%
长期借款	0	228	228	228	228	获利能力					
预计负债	0	0	0	0	0	毛利率(%)	18.75%	17.96%	13.46%	15.24%	14.98%
应付债券	0	0	0	0	0	净利率(%)	8.92%	8.89%	5.90%	7.90%	8.13%
递延负债-非流动负债	0	0	0	0	0	总资产净利润(%)	8.50%	5.92%	4.26%	6.63%	7.59%
负债合计	932	1404	2141	2837	3236	ROE(%)	14.55%	10.36%	8.77%	14.70%	16.50%
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	-1	偿债能力					
实收资本(或股本)	360	400	404	404	404	资产负债率(%)	42%	43%	51%	55%	54%
资本公积	467	818	818	818	818	流动比率	2.03	2.06	1.58	1.55	1.61
未分配利润	428	583	674	882	1168	速动比率	1.82	1.76	1.28	1.26	1.31
归属母公司股东权益合计	1308	1873	2022	2333	2755	营运能力					
负债和所有者权益	2239	3276	4162	5168	5990	总资产周转率	0.98	0.79	0.81	0.93	1.00
现金流量表						单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应收账款周转率	3	2	3	3	3
经营活动净现金流	155	29	89	191	473	应付账款周转率	4.56	5.36	5.84	5.93	5.69
投资活动净现金流	-137	-513	-355	-80	-80	每股指标(元)					
筹资活动净现金流	58	663	337	156	-142	每股收益(最新摊薄)	0.53	0.50	0.44	0.85	1.12
汇率变动影响	8	-7	-6	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.21	0.45	0.18	0.66	0.62
现金及等价物净增加	84	173	65	266	251	每股净资产(最新摊薄)	3.63	4.68	5.01	5.77	6.82
期初现金及等价物余额	177	261	433	601	868	估值比率					
期末现金及等价物余额	261	433	601	868	1119	P/E	49.19	52.14	59.37	30.72	23.17
						P/B	7.17	5.57	5.21	4.52	3.82

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖环保、电新等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

研究助理简介

耿梓瑜

金融硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，从事公用事业及新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526