

赛伍技术（603212）：胶膜业务快速增长，产业结构多元化继续推进

——2021 年年报点评

2022 年 4 月 1 日

推荐/维持

赛伍技术

公司报告

财务要点：公司披露 2021 年年报，实现收入 30.17 亿元，同比增长 38.25%；归属上市公司股东净利润 1.70 亿元，同比下降 12.36%。其中光伏材料业务为 25.63 亿元，为营业收入贡献 84.95%。

原材料上涨拖累业绩表现，整体业绩表现符合预期。受益下游需求旺盛，2021 年公司全年各项业务营收均实现正增长，其中背板业务实现营收 14.25 亿，同比增长 9.8%，胶膜业务实现营收 11.38 亿，同比增长 56.9%，SET 材料业务实现营收 2.50 亿元，同比增长 297%，3C 材料实现营收 0.54 亿元，同比增长 38.7%。在营收快速增长的背景下，公司净利润却出现下滑，主要是受到上游 EVA 粒子、PVDF 氟膜等原材料供应紧张的影响，各项业务毛利率有所下滑，其中背板业务毛利率 12.41%，较上年下滑 4.71bp，胶膜业务毛利率 12.95%，较上年下滑 4.59bp。我们认为，未来随着上游原材料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，叠加下游旺盛需求，公司盈利能力有望迎来拐点。

背板和胶膜业务产品线逐渐完善，营收已进入快速增长期。2021 年，在双玻组件渗透率逐年提升的影响，公司背板业务成长增速开始放缓，但我们预期 22 年开始透明背板等新产品或带来额外增长增量，背板业务收入仍将稳定增长，但营收占比将逐年下降。而 2021 年封装胶膜产品已经成为公司营收和利润贡献的第二大产品系列，产品共销售 9510 万平，较 20 年增长 41.42%，且产品线从 2020 年度单一品类的 POE 胶膜，扩充到 EPE 胶膜、透明 EVA 胶膜、透明高截止 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜、第二代白色 EVA 胶膜、HJT 电池专用胶膜等，成为具有全产品系列的新兴胶膜供应商，目前胶膜产品已成功打入天合、晶澳、晶科、阿特斯、正泰等一线组件厂商，获得主流客户的广泛认可。我们认为，未来随着公司新增产能逐步爬坡，通过实施良率提升、成本管控、供应链开拓等精益管理的举措，预计 2022 年公司胶膜业务的利润贡献将反超传统背板业务。

多元化开发平台助力非光伏业务成公司新增长点。随着产能投放，公司非光伏业务已进入快速发展期。2021 年主要产品包括侧板绝缘膜（黑膜）、电芯采集系统集成封装胶膜（CCS 热压膜）、电芯壳体保护膜（电芯蓝膜）等，已成功导入到宁德时代和比亚迪等行业龙头企业。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，目前公司已有多个非光伏项目于 2021 年底达预定可使用状态，看好公司在夯实光伏传统业务的基础上，通过技术研发驱动锂电、通讯、3C 等领域的产业化，不断创造出增量市场。

盈利预测：公司作为高分子膜材料平台型企业，凭借多元化的研发创新优势，将直接受益于下游光伏与新能源汽车行业的快速发展，看好公司中长期成长潜力，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.34/4.29/5.02 亿元，EPS 分别为 0.83/1.06/1.24 元，对应 2022.3.30 收盘价 19.03 元，PE 分别为 23/18/15。维持公司“推荐”评级。

风险提示：光伏行业发展或不及预期；公司业务发展及成本管控或低于预期。

公司简介：

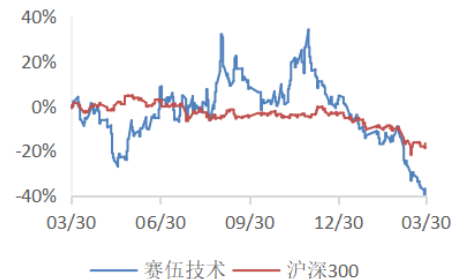
赛伍技术成立于 2008 年，公司的主营业务是以粘合剂为核心的薄膜形态功能性高分子材料的研发、生产和销售，公司产品广泛应用于光伏、智能手机、声学产品、高铁车辆和智能空调等领域。（资料来源于公司招股说明书）

未来 3-6 个月重大事项提示：
无

交易数据

52 周股价区间（元）	41.31/17.86
总市值（亿元）	76
流通市值（亿元）	48
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	1.88

52 周股价走势图



资料来源：Wind 资讯、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

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,182.51	3,017.26	4,257.09	5,081.35	5,618.27
增长率(%)	2.20%	38.25%	41.09%	19.36%	10.57%
归母净利润(百万元)	194.09	170.09	333.60	428.99	502.21
增长率(%)	1.90%	-12.24%	95.81%	28.59%	17.07%
净资产收益率(%)	10.36%	7.63%	13.50%	15.41%	15.94%
每股收益(元)	0.50	0.42	0.83	1.06	1.24
PE	39.62	45.21	23.05	17.92	15.31
PB	4.06	3.45	3.11	2.76	2.44

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产合计	2426	3642	4349	4877	5097	营业收入	2183	3017	4257	5081	5618
货币资金	530	1134	851	1016	1124	营业成本	1791	2576	3619	4303	4741
交易性金融资产	50	150	150	150	150	营业税金及附加	6	4	5	7	7
应收账款	1034	1209	1866	2088	2155	营业费用	27	52	62	71	78
应收款项融资	147	213	255	306	367	管理费用	45	56	67	77	85
其他应收款	24	3	2	3	3	研发费用	71	93	102	112	123
预付款项	20	32	32	32	32	财务费用	7	21	37	41	33
存货	354	616	793	884	909	其他收益	16	17	22	27	30
合同资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0.78	-4.28	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	26	49	49	49	49	信用减值损失	-31.34	-23.07	-10.00	-12.00	-13.20
非流动资产合计	851	1106	1197	1204	1208	公允价值变动收益	-0.29	0.30	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	3.46	-1.77	0.00	0.00	0.00
固定资产	320	792	881	887	890	营业利润	223	205	377	485	567
无形资产	84	81	83	85	86	营业外收入	1.30	0.86	0.00	0.00	0.00
商誉	0	0	0	0	0	营业外支出	1.92	13.31	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	35	41	41	41	41	利润总额	222	192	377	485	567
资产总计	3276	4747	5546	6080	6305	所得税	28	22	43	56	65
流动负债合计	1176	1640	2196	2417	2276	净利润	194	170	334	429	502
短期借款	308	448	645	626	331	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付票据	365	369	518	616	679	归属母公司净利润	194	170	334	429	502
应付账款	423	545	755	897	989	EPS（元）	0.50	0.42	0.83	1.06	1.24
预收款项	0	0	0	0	0	主要财务比率					
合同负债	1	3	3	3	3		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
应付职工薪酬	15	17	17	17	17	成长能力					
其他应付款	0	50	50	50	50	营业收入增长	2.20%	38.25%	41.09%	19.36%	10.57%
一年内到期的非流动负债	32	192	192	192	192	营业利润增长	0.58%	-8.02%	83.91%	28.59%	17.07%
非流动负债合计	228	880	880	880	880	归属于母公司净利润增长	96.13%	28.59%	96.13%	28.59%	17.07%
长期借款	228	337	337	337	337	获利能力					
预计负债	0	0	0	0	0	毛利率(%)	17.96%	14.63%	17.96%	14.62%	14.98%
应付债券	0	513	513	513	513	净利率(%)	8.89%	5.65%	7.84%	8.44%	8.94%
递延负债-非流动负债	0	17	17	17	17	总资产净利润(%)	5.92%	3.58%	6.01%	7.06%	7.97%
负债合计	1404	2520	3076	3298	3156	ROE(%)	10.36%	7.63%	13.50%	15.41%	15.94%
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	-1	偿债能力					
实收资本(或股本)	400	404	404	404	404	资产负债率(%)	43%	53%	55%	54%	50%
资本公积	818	911	911	911	911	流动比率	2.06	2.22	1.98	2.02	2.24
未分配利润	583	717	931	1205	1526	速动比率	1.76	1.85	1.62	1.65	1.84
归属母公司股东权益合计	1873	2229	2472	2784	3150	营运能力					
负债和所有者权益	3276	4747	5546	6080	6305	总资产周转率	0.79	0.75	0.83	0.87	0.91
现金流量表						单位：百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应收账款周转率	2	3	3	3	3
经营活动净现金流	29	-177	-192	422	651	应付账款周转率	5.36	6.23	6.55	6.15	5.96
投资活动净现金流	-513	-368	-160	-80	-80	每股指标（元）					
筹资活动净现金流	663	1130	69	-177	-464	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.42	0.83	1.06	1.24
汇率变动影响	-7	-2	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.45	1.45	-0.70	0.41	0.27
现金及等价物净增加	173	584	-283	165	107	每股净资产(最新摊薄)	4.68	5.52	6.12	6.89	7.79
期初现金及等价物余额	261	433	1017	734	899	估值比率					
期末现金及等价物余额	433	1017	734	899	1007	P/E	39.62	45.21	23.05	17.92	15.31
						P/B	4.06	3.45	3.11	2.76	2.44

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、电力设备与新能源等研究领域，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