

Q1 业绩亮眼，多元化布局持续推进

2022 年 04 月 21 日

► **事件** 2022 年 4 月 20 日，公司发布 2022 年一季报，Q1 实现营业收入 10.97 亿元，同比增长 81.85%，环比增长 18.64%；实现净利润 8,859.54 万元，同比增长 76.33%，环比增长 82.94%。得益于太阳能背板、封装胶膜两大业务销售量的增加，单季度营收及利润均创公司历史新高，盈利水平持续改善提升。

► **多元化产品结构，背板业务盈利水平持续修复。**公司 22Q1 年背板业务实现收入 5.25 亿元，同比+82.16%；背板产量/销售为 0.41/0.43 亿平米；单价为 12.20 元，同比+23.48%，毛利率约 15%。由于 2021 年 Q2 以来 PVDF 氟膜的供应短缺和原材料价格大幅上涨近 40%，公司在原有 KPf 的设备上开始生产不含 PVDF 薄膜的高毛利 PPf、FPf 背板，并从 21Q4 起强化了市场推广，较大缓解了 PVDF 薄膜的成本约束。22 年 Q1 公司 PPf 背板和 FPf 背板的销售占比进一步提高，进一步完善了公司背板产品的结构，形成了分别针对不同应用场景的产品组合，考虑到背板行业今年新增产能有限，公司有望持续实现满产满销，今年全年出货有望达 1.6-1.8 亿平。

► **胶膜新增产能有望迎来释放，出货量稳定增长。**公司 22Q1 年胶膜业务实现收入 4.43 亿元，同比+128.66%，胶膜产量/销量为 0.35/0.37 亿平米，单价 11.97 元，同比+6.49%，毛利率约为 11%-12%。公司可转债募投项目 2.55 亿平米封装胶膜项目已部分达产，有望在 2022 年中期达到预定可使用状态，到年底有望实现产能达 3.55 亿平米，考虑爬坡周期，我们预计公司今年月加权平均胶膜产量有望达到 1800-2000 万平/月。21 年 Q1 以来公司持续聚焦于精益生产管理，有效实施了良率提升、成本管控、供应链开拓等精益管理的举措，进一步提高产销量和盈利性，预计公司封装胶膜产品的市占率和盈利性水平有望持续提升。

► **非光伏业务快速成长。**公司 21Q1 非光伏业务实现营业收入 1.29 亿元，较上年度同比增长 85.33%，较上季度环比增长 15.69%。锂电业务方面，公司在新能源汽车动力锂电池领域，已成为国内重要的绝缘材料及解决方案供应商，进入宁德时代、比亚迪、国轩高科、孚能科技等电池厂商的供应链。在半导体领域，公司主要向格力新元提供 IGBT（智能功率模块）的热管理结构材料。在 3C 行业领域，公司拥有欧菲光、碳元科技、歌尔声学、维信诺等重要客户，并进入了小米供应链。目前公司非光伏业务营收占比提升至 12%，多个非光伏项目部分产能已经达产，预计于 2022 年下半年完全达到预定可使用状态。

► **投资建议** 我们预计公司 2022-2024 年实现营收 47.15/57.97/66.47 亿元，增速分别达 56%、23%、15%；归母净利润分别为 3.60/4.84/5.73 亿元，增速 112%、34%、18%；对应 PE 倍数 20x/15x/12x；公司持续多元化布局，有望受益新能源行业高景气，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，原材料价格波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3017	4715	5797	6647
增长率（%）	38.2	56.3	22.9	14.7
归属母公司股东净利润（百万元）	170	360	484	573
增长率（%）	-12.4	111.8	34.4	18.3
每股收益（元）	0.42	0.89	1.20	1.42
PE	42	20	15	12
PB	3.2	2.8	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.59 元



分析师：邓永康

执业证号：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

研究助理：郭彦辰

执业证号：S0100121110013

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

相关研究：

1. 赛伍技术 (603212.SH) 2021 年年报点评：产能加速扩张，多元化布局持续完善

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3017	4715	5797	6647
营业成本	2576	3933	4812	5513
营业税金及附加	4	11	12	13
销售费用	52	79	95	107
管理费用	56	83	97	104
研发费用	93	150	183	210
EBIT	237	459	598	700
财务费用	21	54	63	68
资产减值损失	-4	-2	-3	-3
投资收益	-2	1	1	0
营业利润	205	419	559	660
营业外收支	-12	-9	-9	-9
利润总额	192	410	551	651
所得税	22	50	66	78
净利润	170	361	485	574
归属于母公司净利润	170	360	484	573
EBITDA	299	583	745	865

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1134	791	1111	1470
应收账款及票据	1445	2054	2471	2819
预付款项	32	50	59	69
存货	616	801	1030	1184
其他流动资产	415	551	631	691
流动资产合计	3642	4247	5303	6233
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	792	959	1035	1052
无形资产	81	81	81	81
非流动资产合计	1106	1502	1475	1430
资产合计	4747	5749	6778	7663
短期借款	448	473	599	598
应付账款及票据	913	1502	1841	2082
其他流动负债	278	306	336	358
流动负债合计	1640	2281	2776	3038
长期借款	337	387	487	587
其他长期负债	544	544	544	544
非流动负债合计	880	930	1030	1130
负债合计	2520	3211	3806	4168
股本	404	404	404	404
少数股东权益	-1	0	0	1
股东权益合计	2228	2538	2972	3495
负债和股东权益合计	4747	5749	6778	7663

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	38.25	56.28	22.93	14.66
EBIT 增长率	-2.33	93.64	30.27	17.06
净利润增长率	-12.36	111.83	34.36	18.32
盈利能力 (%)				
毛利率	14.63	16.59	17.00	17.06
净利率	5.65	7.65	8.36	8.63
总资产收益率 ROA	3.58	6.27	7.14	7.47
净资产收益率 ROE	7.63	14.19	16.29	16.39
偿债能力				
流动比率	2.22	1.86	1.91	2.05
速动比率	1.83	1.49	1.52	1.64
现金比率	0.69	0.35	0.40	0.48
资产负债率 (%)	53.08	55.86	56.15	54.39
经营效率				
应收账款周转天数	146.20	130.00	125.00	125.00
存货周转天数	87.33	74.48	78.39	78.58
总资产周转率	0.64	0.82	0.86	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.89	1.20	1.42
每股净资产	5.52	6.28	7.35	8.65
每股经营现金流	-0.44	0.54	0.84	1.27
每股股利	0.13	0.13	0.13	0.13
估值分析				
PE	42	20	15	12
PB	3.2	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	24.95	13.52	10.46	8.70
股息收益率 (%)	0.71	0.71	0.71	0.71

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	170	361	485	574
折旧和摊销	62	124	147	165
营运资金变动	-461	-347	-380	-321
经营活动现金流	-177	219	338	512
资本开支	-269	-529	-129	-129
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-368	-527	-127	-128
股权募资	70	0	0	0
债务募资	1110	75	226	99
筹资活动现金流	1130	-35	110	-25
现金净流量	584	-343	320	359

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001