

H1 业绩符合预期，胶膜产能持续推进

➤ **事件：**2022 年 8 月 23 日，公司发布 2022 年半年度报告，2022 年 H1 公司实现营收 22.58 亿元；同比+81.5%；实现归母净利 1.75 亿元，同比+113.87%；实现扣非后归母净利 1.74 亿元，同比+122.87%。

分季度来看，22 年 Q2 公司实现营收 11.61 亿元，同比+5.77%，实现归母净利润 0.87 亿元，同比+2.30%。22 年 H1 公司营收增加主要系胶膜、背板需求的持续旺盛与锂电业务的快速成长；归母净利同比高增主要系生产规模持续增加带来规模效益的提高和生产成本的下降。

➤ **多元化产品结构+内部降本举措，背板盈利取得明显回升。**22 年 H1 背板出货超 7800 万平米，实现销售额约 9.5 亿元，同比+45%以上，毛利同比+80.46%。公司保持 KPF 背板细分市场龙头地位，进行供应链优化管理提高 KPF 背板毛利；22 年 H1 低成本的 PPf 和 FPf 的销售出货量比例已超过三分之一，并通过晶澳、晶科、东方日升、通威等客户测试认证，公司背板产品结构进一步完善。同时公司在未增加设备的情况下完成了年产 2.2 亿平米的产能扩大，打造下半年增量基础，22 年全年出货有望达 1.6-1.8 亿平。

➤ **胶膜产品线完整，产能稳步扩张。**封装胶膜出货量近 8000 万平米，实现销售额 10.6 亿元，同比+170%，毛利同比+144.12%。公司在领先的纯 POE 胶膜业务基础上完成 EVA+EPE 胶膜开发，迎合市场需求，获得晶澳、天合、晶科、阿特斯、东方日升、正泰、通威等客户的测试认证，获得晶澳等客户的批量订单，下半年放量在即。**针对未来电池新技术，公司开发出相应胶膜产品：**TOPCon 电池专用 POE 胶膜已在部分一线厂商测试合格，进入小批量试用；公司的 HJT 的 UV 转换胶膜目前已获得多家厂商认可，已开始批量性测试供货。产能方面，公司 2.5 亿平方米胶膜募投项目预计于今年三季度投产，届时将拉动公司市占率持续提升。

➤ **锂电业务快速成长。**22 年 H1 公司锂电业务实现营收超 2 亿元，同比+125%，综合毛利率维稳于 32%，目前已进入宁德时代、比亚迪供应链，间接进入 Tesla、德国大众、上汽等厂商供应链，同时车载级 FFC 材料已获得龙头锂电池企业的采用，开始批量交付。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现营收 58.36/74.21/89.30 亿元，增速分别达 93%/27%/20%；归母净利润分别为 4.07/5.13/6.18 亿元，增速达 139%/26/21%；现价对应 PE 倍数 29/23/19。公司持续多元化布局，产能落地后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	5836	7421	8930
增长率（%）	38.2	93.4	27.2	20.3
归属母公司股东净利润（百万元）	170	407	513	618
增长率（%）	-12.4	139.1	26.1	20.5
每股收益（元）	0.39	0.92	1.16	1.40
PE	70	29	23	19
PB	5.3	4.6	3.8	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 22 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
27.00 元

分析师 邓永康

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

相关研究

1. 赛伍技术 (603212.SH) 2022 年一季报点评：Q1 业绩亮眼，多元化布局持续推进-2022/04/21

2. 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-2022/03/30

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	5836	7421	8930
营业成本	2576	4928	6303	7616
营业税金及附加	4	18	19	22
销售费用	52	88	107	126
管理费用	56	111	137	156
研发费用	93	175	215	250
EBIT	227	562	696	823
财务费用	21	52	62	64
资产减值损失	-4	-4	-3	-3
投资收益	-2	1	1	1
营业利润	205	487	612	736
营业外收支	-12	-9	-9	-9
利润总额	192	479	604	728
所得税	22	72	91	109
净利润	170	407	513	618
归属于母公司净利润	170	407	513	618
EBITDA	289	686	842	988

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1134	651	977	1204
应收账款及票据	1445	2112	2403	3034
预付款项	32	207	315	305
存货	616	631	763	797
其他流动资产	415	435	501	560
流动资产合计	3642	4035	4958	5899
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	5537	6433	7329
短期借款	448	473	599	498
应付账款及票据	913	1249	1377	1627
其他流动负债	278	301	330	358
流动负债合计	1640	2023	2306	2483
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	2953	3336	3613
股本	404	440	440	440
少数股东权益	-1	-1	0	1
股东权益合计	2228	2584	3098	3716
负债和股东权益合计	4747	5537	6433	7329

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	93.42	27.16	20.34
EBIT 增长率	0.09	147.46	23.81	18.27
净利润增长率	-12.36	139.10	26.06	20.47
盈利能力 (%)				
毛利率	14.63	15.56	15.07	14.72
净利润率	5.64	6.97	6.91	6.92
总资产收益率 ROA	3.58	7.34	7.97	8.43
净资产收益率 ROE	7.63	15.73	16.55	16.63
偿债能力				
流动比率	2.22	2.00	2.15	2.38
速动比率	1.80	1.56	1.66	1.91
现金比率	0.69	0.32	0.42	0.49
资产负债率 (%)	53.08	53.33	51.85	49.30
经营效率				
应收账款周转天数	133.78	95.00	90.00	85.00
存货周转天数	67.83	45.70	40.00	37.00
总资产周转率	0.75	1.13	1.24	1.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.92	1.16	1.40
每股净资产	5.06	5.87	7.03	8.44
每股经营现金流	-0.40	0.18	0.66	0.97
每股股利	0.13	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	70	29	23	19
PB	5.3	4.6	3.8	3.2
EV/EBITDA	42.36	18.67	15.09	12.63
股息收益率 (%)	0.46	0.00	0.00	0.00
现金流量表 (百万元)				
净利润	170	407	513	618
折旧和摊销	62	124	147	165
营运资金变动	-461	-532	-454	-447
经营活动现金流	-177	79	292	428
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	-1
筹资活动现金流	1130	-35	160	-72
现金净流量	584	-483	325	228

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受到任何形式的补偿。

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。	公司评级	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
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026