

赛伍技术 (603212.SH)

下游需求旺盛，出货持续向好

事件：公司发布《2022年半年度报告》。

受益太阳能封装胶膜、交通电力（含新能源动力锂电池）材料等产品的销售增加，公司收入、业绩显著上涨。2022年上半年，受益太阳能封装胶膜、交通电力（含新能源动力锂电池）材料等产品的销售增加，公司实现营收 22.58 亿元，同比增长 81.50%；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，从而促进盈利水平相应提高，实现归母净利润 1.75 亿元，同比增长 113.87%。

胶膜业务盈利水平优异，有望驱动公司业绩高速增长。2022 年上半年，封装胶膜产品出货量近 8,000 万平米，实现销售收入 10.6 亿元，销售额较去年同期增长约 1.7 倍，毛利贡献度较去年同期增长了 144.12%。同时，公司完成了多款胶膜的开发，获得了晶澳、天合、晶科、阿特斯、东方日升、正泰、通威等客户的测试认证，获得了晶澳等客户的批量订单，并为下半年获得更多客户的批量订单打下了基础。

根据行业动态及时调整背板结构，降本提效带来毛利回升。背板产品出货量超过 7,800 万平米，实现销售收入约 9.5 亿元，销售额较去年同期增长 45%以上，毛利贡献度较去年同期增长了 80.46%。2021 年下半年起，公司为应对原材料 PVDF 价格暴涨的影响，及时调整背板产品结构，通过改善供应链，使得 KPF 的毛利得到部分回升；摆脱 PVDF 原材料的 PPF 和 FPF 的毛利相对较高，整个背板业务的毛利率已经回到回升的轨道上，随着销量的扩大，背板业务的毛利率有望进一步提高。

受益于国内新能源汽车产业链快速增长，锂电业务有望成为公司新增长点。新能源动力锂电池业务作为对电动汽车的动力锂电池的相关材料业务，受益于国内新能源汽车产业链快速增长和公司在若干项产品和技术上的领先优势，实现销售收入 2 亿元以上，较去年同期增长约 125%，综合毛利率维持在 32%左右。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、孚能科技等行业内领军企业供应链，并间接应用于特斯拉、大众新能源、吉利新能源、上汽乘用车等电动化主力车型的关键零部件。

盈利预测：预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 3.63/4.49/5.55 亿元，对应 PE 估值 29.5/23.9/19.3 倍，维持“增持”评级。

风险提示：光伏下游需求下滑，行业竞争加剧；双玻渗透率提升不及预期，压制对于 POE 胶膜需求；下游客户拓展受阻，锂电膜类产品出货不及预期。

| 财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 2,183 | 3,017 | 5,635 | 6,314 | 7,563 |
| 增长率 yoy（%） | 2.2 | 38.2 | 86.8 | 12.0 | 19.8 |
| 归母净利润（百万元） | 194 | 170 | 363 | 449 | 555 |
| 增长率 yoy（%） | 2.0 | -12.4 | 113.6 | 23.7 | 23.6 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.44 | 0.39 | 0.82 | 1.02 | 1.26 |
| 净资产收益率（%） | 10.4 | 7.6 | 14.3 | 15.2 | 15.9 |
| P/E（倍） | 55.2 | 63.0 | 29.5 | 23.9 | 19.3 |
| P/B（倍） | 5.7 | 5.2 | 4.5 | 3.8 | 3.2 |

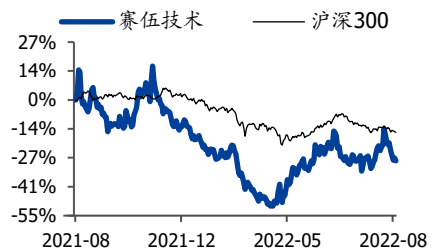
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 30 日收盘价

增持（维持）

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 光伏设备 |
| 前次评级 | 增持 |
| 8月30日收盘价(元) | 24.34 |
| 总市值(百万元) | 10,719.60 |
| 总股本(百万股) | 440.41 |
| 其中自由流通股(%) | 66.21 |
| 30日日均成交量(百万股) | 12.11 |

股价走势



作者

分析师 王磊

执业证书编号：S0680518030001

邮箱：wanglei1@gszq.com

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

研究助理 贾佳宇

执业证书编号：S0680121070018

邮箱：jiujiayu3661@gszq.com

相关研究

1、《赛伍技术（603212.SH）：膜类技术平台型公司，充分受益新能源业务放量》2022-05-15

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2426 | 3642 | 5933 | 5792 | 7923 |
| 现金 | 530 | 1134 | 2143 | 2401 | 2876 |
| 应收票据及应收账款 | 1274 | 1445 | 2077 | 2132 | 2910 |
| 其他应收款 | 24 | 3 | 48 | 9 | 59 |
| 预付账款 | 20 | 32 | 65 | 43 | 86 |
| 存货 | 354 | 616 | 1189 | 794 | 1580 |
| 其他流动资产 | 223 | 412 | 412 | 412 | 412 |
| 非流动资产 | 851 | 1106 | 1560 | 1630 | 1826 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | -5 | -9 |
| 固定资产 | 320 | 792 | 1144 | 1212 | 1370 |
| 无形资产 | 84 | 81 | 90 | 101 | 113 |
| 其他非流动资产 | 447 | 233 | 327 | 322 | 352 |
| 资产总计 | 3276 | 4747 | 7493 | 7421 | 9749 |
| 流动负债 | 1176 | 1640 | 4131 | 3807 | 5755 |
| 短期借款 | 308 | 448 | 1611 | 2294 | 2514 |
| 应付票据及应付账款 | 788 | 913 | 2250 | 1225 | 2936 |
| 其他流动负债 | 80 | 278 | 269 | 288 | 305 |
| 非流动负债 | 228 | 880 | 786 | 612 | 468 |
| 长期借款 | 228 | 850 | 756 | 582 | 437 |
| 其他非流动负债 | 0 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 负债合计 | 1404 | 2520 | 4917 | 4420 | 6222 |
| 少数股东权益 | -1 | -1 | -1 | -1 | 0 |
| 股本 | 400 | 404 | 440 | 440 | 440 |
| 资本公积 | 818 | 911 | 911 | 911 | 911 |
| 留存收益 | 655 | 805 | 1124 | 1504 | 1965 |
| 归属母公司股东权益 | 1873 | 2229 | 2578 | 3002 | 3527 |
| 负债和股东权益 | 3276 | 4747 | 7493 | 7421 | 9749 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 29 | -177 | 543 | 45 | 869 |
| 净利润 | 194 | 170 | 363 | 450 | 556 |
| 折旧摊销 | 34 | 60 | 87 | 110 | 129 |
| 财务费用 | 7 | 21 | 45 | 91 | 121 |
| 投资损失 | -3 | 2 | -1 | 4 | 3 |
| 营运资金变动 | -253 | -487 | 48 | -610 | 60 |
| 其他经营现金流 | 49 | 57 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -513 | -368 | -540 | -184 | -329 |
| 资本支出 | 519 | 270 | 454 | 75 | 200 |
| 长期投资 | -5 | 0 | 0 | 5 | 4 |
| 其他投资现金流 | 1 | -98 | -86 | -104 | -124 |
| 筹资活动现金流 | 663 | 1130 | -156 | -286 | -285 |
| 短期借款 | 21 | 140 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 228 | 622 | -94 | -174 | -144 |
| 普通股增加 | 40 | 4 | 36 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 351 | 93 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 23 | 272 | -99 | -112 | -140 |
| 现金净增加额 | 173 | 584 | -154 | -425 | 256 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2183 | 3017 | 5635 | 6314 | 7563 |
| 营业成本 | 1791 | 2576 | 4790 | 5261 | 6300 |
| 营业税金及附加 | 6 | 4 | 15 | 17 | 18 |
| 营业费用 | 27 | 52 | 90 | 101 | 113 |
| 管理费用 | 45 | 56 | 101 | 114 | 136 |
| 研发费用 | 71 | 93 | 175 | 189 | 227 |
| 财务费用 | 7 | 21 | 45 | 91 | 121 |
| 资产减值损失 | -1 | -4 | 0 | 18 | 6 |
| 其他收益 | 16 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 3 | -2 | 1 | -4 | -3 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 223 | 205 | 419 | 518 | 638 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 2 | 13 | 5 | 6 | 7 |
| 利润总额 | 222 | 192 | 415 | 513 | 633 |
| 所得税 | 28 | 22 | 52 | 63 | 77 |
| 净利润 | 194 | 170 | 363 | 450 | 556 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 194 | 170 | 363 | 449 | 555 |
| EBITDA | 274 | 302 | 542 | 696 | 845 |
| EPS (元) | 0.44 | 0.39 | 0.82 | 1.02 | 1.26 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 2.2 | 38.2 | 86.8 | 12.0 | 19.8 |
| 营业利润(%) | 0.6 | -8.0 | 104.5 | 23.7 | 23.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | 2.0 | -12.4 | 113.6 | 23.7 | 23.6 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 18.0 | 14.6 | 15.0 | 16.7 | 16.7 |
| 净利率(%) | 8.9 | 5.6 | 6.4 | 7.1 | 7.3 |
| ROE(%) | 10.4 | 7.6 | 14.3 | 15.2 | 15.9 |
| ROIC(%) | 8.6 | 5.7 | 7.8 | 8.5 | 9.4 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 42.9 | 53.1 | 65.6 | 59.6 | 63.8 |
| 净负债比率(%) | 2.0 | 16.9 | 17.1 | 23.2 | 8.6 |
| 流动比率 | 2.1 | 2.2 | 1.4 | 1.5 | 1.4 |
| 速动比率 | 1.6 | 1.7 | 1.1 | 1.2 | 1.0 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.8 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 1.7 | 2.2 | 3.2 | 3.0 | 3.0 |
| 应付账款周转率 | 2.6 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.44 | 0.39 | 0.82 | 1.02 | 1.26 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.07 | -0.40 | 1.23 | 0.10 | 1.97 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.25 | 4.70 | 5.41 | 6.38 | 7.57 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 55.2 | 63.0 | 29.5 | 23.9 | 19.3 |
| P/B | 5.7 | 5.2 | 4.5 | 3.8 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 39.0 | 36.3 | 20.3 | 16.2 | 12.9 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com