

## 获 10GW 异质结转光膜长单，受益 N 型组件放量

2022 年 11 月 16 日

➤ **事件：**11 月 11 日，异质结创新技术成果分享会在上海举行。会上，赛伍技术和华晟新能源签订了全面战略合作暨长期供货协议，根据协议，华晟新能源将有总计约 10GW 异质结 HJT 电池组件会采用赛伍技术的 UV 光转胶膜，这也是 UV 光转胶膜这一款新产品在行业内首次签署长期供货协议。

➤ **率先开发成功 UV 光转胶膜，助力 HJT 组件降本增益。**相比于 P 型电池片，HJT 电池片的 TCO 非晶/微晶对紫外光、酸及湿热环境更为敏感，极易引起电池片功率衰减甚至失效。UV 光转胶膜将光子响应较低的紫外光转化成响应更高的蓝光或红光，很好地解决 TCO 膜层和非晶硅膜层吸收紫外线降低电池电流的问题，增加异质结 HJT 电池发电功率并提高可靠性。公司率先开发成功 UV 光转胶膜，产品此前测试已实现单组件增益 8-10W，能助力组件端提升发电效率 1.5-2%，并且在直接暴晒 3000 小时条件下仅有 0.04% 的衰减，50 年时间内也仅仅衰减 2%，为异质结 HJT 电池组件降本增益提供了重要解决方案。

➤ **独家技术&原料享红利期，有望充分受益于 N 型组件放量。**公司独家研发转光胶膜产品，享有独家技术壁垒；同时涉及的核心材料转光剂，也和日本供应商签订了独供协议，独家采购。公司享有转光胶膜技术&原料独供红利期，有望充分受益于 N 型组件的放量。目前公司产品已在异质结 HJT 组件上通过验证，并获得了华晟 10GW 异质结 HJT 组件转光胶膜长单；同时，公司也进一步布局 TOPCon 组件，在 TOPCon 组件上应用转光胶膜。未来随着 N 型组件的加速放量，公司有望充分收益，带动营收和净利高增长。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年实现营收 45/69/100 亿元；归母净利润分别为 2.9/7.2/10.4 亿元；对应 11 月 16 日收盘价，PE 为 51x/20x/14x。公司率先开发成功 UV 光转胶膜，有望充分受益于 N 型组件放量，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。

### 推荐

维持评级

当前价格：

32.87 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 年三季报点评：光伏锂电齐头并进，盈利修复可期-2022/10/31

2.赛伍技术 (603212.SH) 2022 年半年报点评：H1 业绩符合预期，胶膜产能持续推进-2022/08/23

3.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

4.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

### 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	4491	6925	9955
增长率 (%)	38.2	48.8	54.2	43.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	170	287	717	1036
增长率 (%)	-12.4	68.5	150.3	44.5
每股收益 (元)	0.39	0.65	1.63	2.35
PE	85	51	20	14
PB	6.5	5.9	4.6	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 16 日收盘价）

### 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	4491	6925	9955
营业成本	2576	3826	5577	8045
营业税金及附加	4	13	17	22
销售费用	52	63	97	129
管理费用	56	83	128	169
研发费用	93	112	187	279
EBIT	227	430	971	1381
财务费用	21	61	96	129
资产减值损失	-4	-4	-3	-3
投资收益	-2	1	1	1
营业利润	205	346	853	1229
营业外收支	-12	-9	-9	-9
利润总额	192	337	845	1221
所得税	22	51	127	183
净利润	170	287	718	1038
归属于母公司净利润	170	287	717	1036
EBITDA	289	590	1192	1649

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1134	570	750	1242
应收账款及票据	1445	1988	3493	4119
预付款项	32	46	67	97
存货	616	612	930	1165
其他流动资产	415	526	673	907
流动资产合计	3642	3743	5913	7529
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	792	1303	1685	1879
无形资产	81	81	81	81
非流动资产合计	1106	1596	1875	2007
资产合计	4747	5339	7788	9536
短期借款	448	473	1073	1373
应付账款及票据	913	766	1558	1615
其他流动负债	278	277	316	369
流动负债合计	1640	1515	2946	3357
长期借款	337	517	817	1117
其他长期负债	544	844	844	844
非流动负债合计	880	1360	1660	1960
负债合计	2520	2875	4607	5317
股本	404	440	440	440
少数股东权益	-1	-1	0	1
股东权益合计	2228	2463	3181	4219
负债和股东权益合计	4747	5339	7788	9536

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	38.25	48.83	54.21	43.76
EBIT 增长率	0.09	89.24	125.92	42.24
净利润增长率	-12.36	68.46	150.27	44.53
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	14.63	14.80	19.46	19.19
净利率	5.64	6.38	10.36	10.41
总资产收益率 ROA	3.58	5.37	9.21	10.87
净资产收益率 ROE	7.63	11.63	22.54	24.58
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.22	2.47	2.01	2.24
速动比率	1.80	2.00	1.65	1.85
现金比率	0.69	0.38	0.25	0.37
资产负债率 (%)	53.08	53.86	59.15	55.76
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	133.78	120.00	113.00	108.00
存货周转天数	67.83	58.00	50.00	47.00
总资产周转率	0.75	0.89	1.06	1.15
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.39	0.65	1.63	2.35
每股净资产	5.06	5.60	7.22	9.58
每股经营现金流	-0.40	-0.66	-0.26	0.98
每股股利	0.13	0.05	0.05	0.05
<b>估值分析</b>				
PE	85	51	20	14
PB	6.5	5.9	4.6	3.4
EV/EBITDA	51.30	26.96	13.95	10.15
股息收益率 (%)	0.38	0.15	0.15	0.15

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	170	287	718	1038
折旧和摊销	62	160	221	268
营运资金变动	-461	-828	-1172	-1027
经营活动现金流	-177	-292	-113	434
资本开支	-269	-659	-509	-409
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-368	-658	-507	-408
股权募资	70	-1	0	0
债务募资	1110	505	900	600
筹资活动现金流	1130	385	800	466
现金净流量	584	-564	180	492

## 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。	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
		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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026