

增持

赛伍技术 (603212. SH)

引领光转胶膜蓝海市场，锂电膜材前景广阔

公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 光伏设备

◆ 投资评级: 增持(首次评级)

证券分析师: 王蔚祺 010-88005313 wangweiqi2@guosen. com. cn 执证编码: S0980520080003
联系人: 陈抒扬 0755-81982965 chenshuyang@guosen. com. cn

事项:

近期，国内新能源膜材领先企业赛伍技术，引领行业发布了自主研发的 HJT 电池专用 UV 光转胶膜产品。该产品为顺应光伏行业新型电池技术发展的需要，以及公司科技创新战略的一款代表性产品。公司已经与下游异质结电池代表企业华晟新能源签订全面战略合作暨长期供货协议，未来赛伍技术将为华晟新能源约 10GW 的 HJT 组件提供 UV 光转胶膜。

国信电新观点:

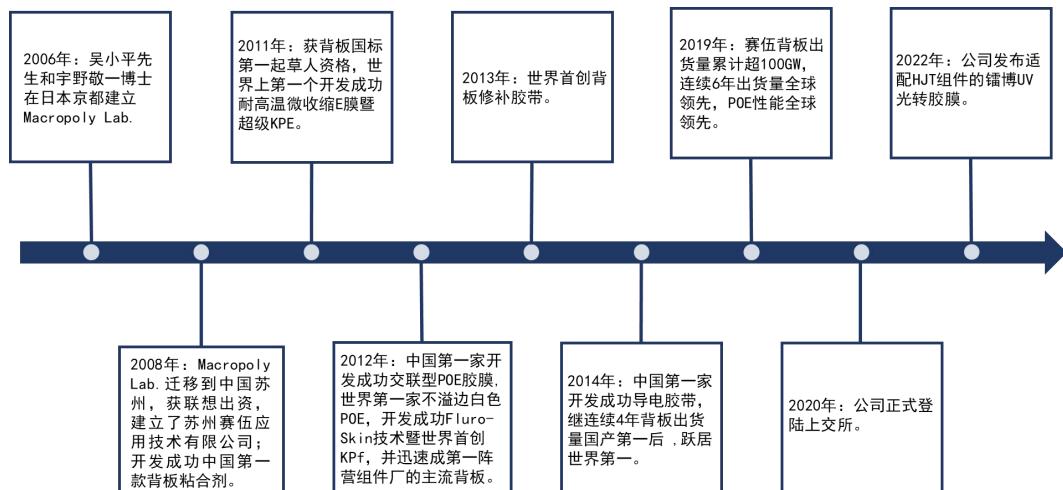
- 1) 随着上游硅料价格快速下降，光伏行业迎来高速发展阶段，公司光伏胶膜板块快速扩产，有望受益于下游市场景气度；
- 2) 公司把握新型电池发展契机，引领行业推出异质结 UV 光转膜新产品，提前卡位新市场有望获得良好的技术溢价；
- 3) 公司积极布局半导体、电气、交通运输工具材料，其中针对动力锂电池 PACK 和组件的高分子材料解决方案已经批量导入宁德时代、比亚迪等下游客户，未来将为公司业绩增长提供持续动力；
- 4) 我们预计公司 2022–2024 年实现营业收入 41.7/67.2/78.9 亿元，同比增长 38%/61%/17%；实现归母净利润 2.8/7.5/8.7 亿元，同比增长 67%/163%/17%，当前股价对应 PE 分别为 51/20/17 倍。综合考虑 FCFF 估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为 37.1–41.1 元，对应 2023 年动态 PE 区间为 22–24 倍，较公司当前股价有 13%–25% 的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

评论:

◆ 公司股权结构清晰，股权激励到位

1、历史沿革

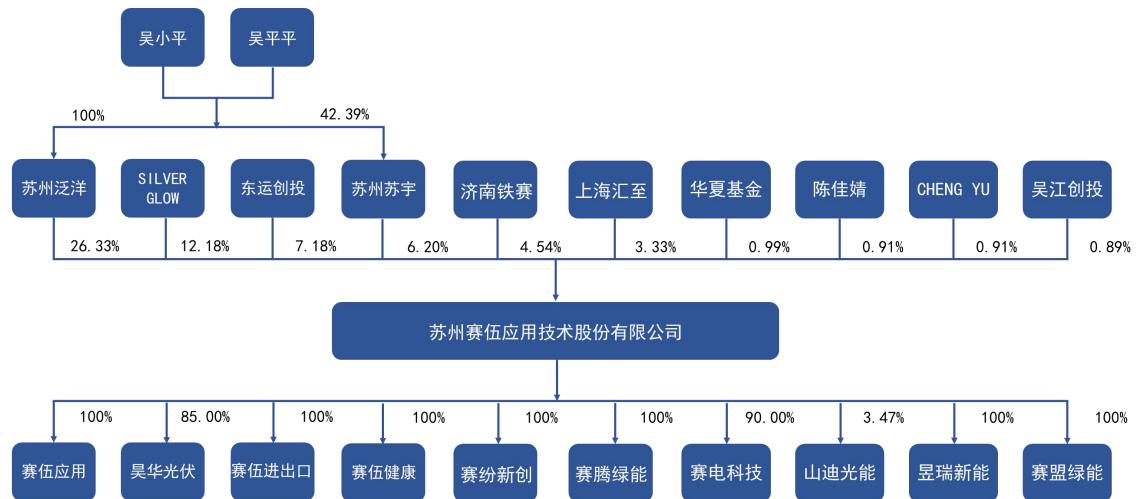
苏州赛伍应用技术股份有限公司成立于 2008 年，主要从事以粘合剂为核心的薄膜形态功能性高分子材料的研发、生产和销售，成功开发出中国第一款背板粘合剂。2011 年，公司凭借技术实力与市场业绩成为背板国标制定牵头人。公司不断开发创新，提升产品性能、拓展应用领域，光伏背板市占率一直保持全球前列，成为国内外多家知名光伏组件企业的主要供应商。2020 年，公司正式在上交所挂牌上市。

图1：公司历史沿革


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

2、股权结构

赛伍技术实际控制人为吴小平、吴平平夫妇，共同持有苏州泛洋 100%股份、苏州苏宇 42.39%股份，两人分别持有公司 26.33%以及 2.63%的股份，合计控制公司 28.96%的股权，其中吴小平为赛伍技术现任董事长、总经理。SILVER GLOW 为赛伍技术第二大股东，持股比例为 12.18%；东运创投为公司第三大股东，持有公司 7.18%的股权。

图2：公司股权结构


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3、股权激励

公司于 2021 年 12 月 23 日公告限制性股票激励计划首次授予结果，登记日合计授予限制性股票数量 406.4 万股，占首次授予结果公告时公司股本总额的 1.02%。限制性股票激励计划的对象为赛伍技术的董事、中高层管理人员、核心技术及业务骨干人员。本次限制性股票的授予价格（含预留授予）为每股 17.29 元。股权激励计划的实施，有利于充分调动公司核心员工的积极性，有效将公司利益、股东利益以及核心员工个人利益进行绑定，促进企业的长远发展。

表1：公司股权激励计划分配方案

| 序号 | 姓名 | 职务 | 限制性股票数量（万股） | 占授予总数比例 | 占公司首次授予公告日股本比例 |
|-------------------------|-----|-------------|---------------|----------------|----------------|
| 1 | 陈洪野 | 董事、副总经理 | 12.00 | 2.40% | 0.0300% |
| 2 | 严文芹 | 董事、财务总监 | 10.00 | 2.00% | 0.0250% |
| 3 | 高晶博 | 董事、副总经理 | 1.00 | 0.20% | 0.0025% |
| 4 | 陈大卫 | 董事会秘书、财务副总监 | 10.00 | 2.00% | 0.0250% |
| 中层管理人员及核心技术（业务）骨干（151人） | | | 373.4 | 74.68% | 0.0933% |
| 首次授予合计（155人） | | | 406.40 | 81.28% | 1.0160% |
| 预留 | | | 93.6 | 18.72% | — |
| 合计 | | | 500.00 | 100.00% | — |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司股权激励计划的等待期为自相应部分限制性股票授予登记完成之日起 12 个月/24 个月/36 个月，行权比例分别为 30%/30%/40%，业绩考核目标分别为 2021-2023 年营业收入不低于 28.5/35/48 亿元，或 2021-2023 年归母净利润不低于 2/3/4.5 亿元。

表2：公司股权激励计划解除限售条件明细

| 解除限售安排 | 解除限售时间 | 业绩考核目标 | 解除限售比例 |
|-----------------------|---|---------------------------------------|--------|
| 首次及预留授予的限制性股票第一个解除限售期 | 自相应部分限制性股票授予登记完成之日起 12 个月后的首个交易日起，至相应部分限制性股票授予登记完成之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止 | 2021 年营业收入不低于 28.5 亿元，或归母净利润不低于 2 亿元； | 30% |
| 首次及预留授予的限制性股票第二个解除限售期 | 自相应部分限制性股票授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起，至相应部分限制性股票授予登记完成之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止 | 2022 年营业收入不低于 35 亿元，或归母净利润不低于 3 亿元； | 30% |
| 首次及预留授予的限制性股票第三个解除限售期 | 自相应部分限制性股票授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起，至相应部分限制性股票授予登记完成之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止 | 2023 年营业收入不低于 48 亿元，或归母净利润不低于 4.5 亿元； | 40% |

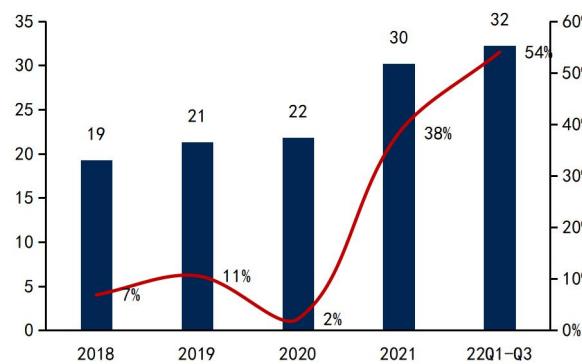
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 营收规模持续提升，毛利率逐步改善

赛伍技术 2018 年以来营业收入不断提升，同比增速除 2020 年在新冠肺炎疫情冲击下出现下滑外，均处于增长状态。光伏背板及胶膜作为公司主要营业收入来源，受益于下游光伏市场旺盛需求，业务量和销售额迅速提升，2022 年上半年光伏胶膜超越背板成为公司营业收入的第一大来源。

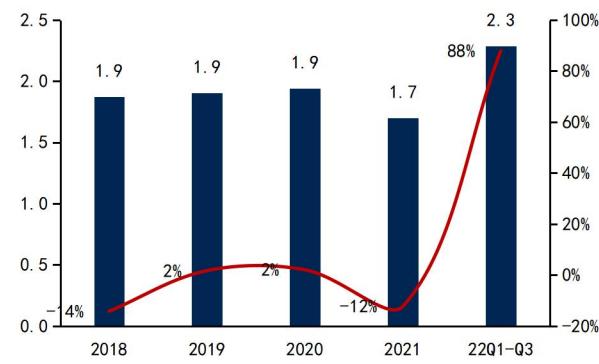
2022 年 Q1-Q3 实现营业收入 32 亿元，同比增长 54%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比增长 88%。2022 年公司募投产能的逐步释放过程中，实施了良率提升、成本管控、供应商开拓等精益管理的举措，规模效益和利润水平逐步提升。

图3: 公司营业收入及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 公司归母净利润及同比增速（亿元、%）

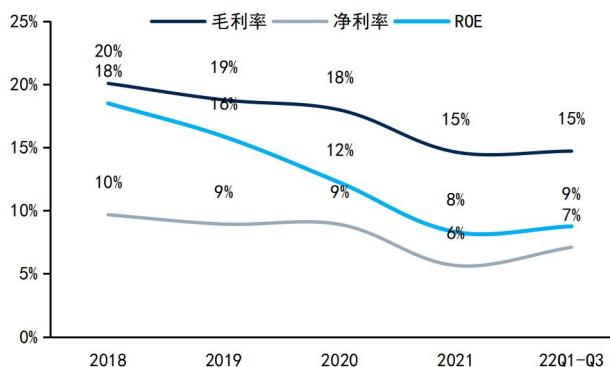


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2018 年-2021 年公司毛利率分别为 20%/19%/18%/15%，2020 年主要受到执行新会计准则的影响，公司将原计入销售费用的部分运杂费和报关费计入营业成本；2021 年利润率下降的主要原因是上游原材料供应紧张所导致的采购成本上升。2022 年通过供应链改善，降低了 KPF 背板的成本，伴随低成本 PPF 和 FPF 的销售占比提升，背板的盈利能力实现了有效恢复，同时光伏胶膜持续爬坡放量，公司毛利率有望进一步回升。

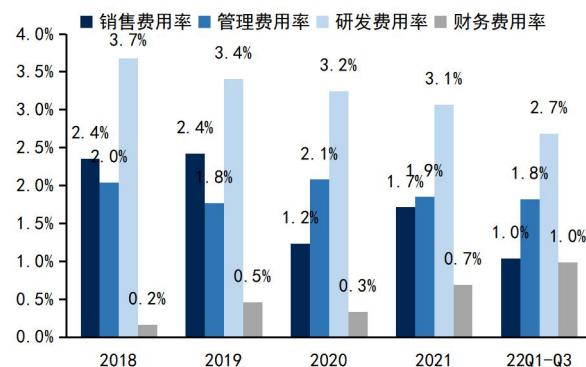
2018 年-2022 年三季度公司期间费用率持续下降，分别为 8.2%/8.1%/6.9%/7.3%/6.5%。其中，公司销售费用率由 2.4% 下降至 1.0%，原有客户合作优势进一步显现；管理费用率基本保持不变，管理费用的增加主要来自于管理人员费用及公司员工股权激励导致的股份支付增加；公司研发费用率从 3.7% 降至 2.7%，但始终保持较高的研发投入水平，基于公司“同心圆、多元的细分市场领先、创新”的模式，不断完善创新体系、提高创新水平；公司财务费用率从 0.2% 提升至 1.0%，主要系银行贷款增加及可转债利息支出所致，为公司扩大生产提供充足的资金支持。

图5: 公司毛利率、净利率及 ROE（%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

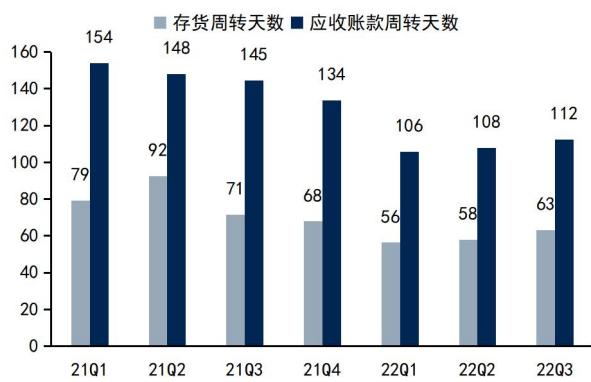
图6: 公司期间费用率（%）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2021年-2022年三季度公司的存货周转天数及应收账款周转天数整体呈下降的趋势，分别从79天和154天降至63天和112天，公司存货变现速度及流动资金使用效率提升，体现公司营运管控能力的提高。公司2018-2020年净利润现金含量分别为46%/81%/15%，2021年开始呈现负数，主要系因公司销售规模扩张、销售回款及应收票据到期托收金额增加所致，伴随公司产品结构优化调整、产品线延伸及持续放量产生规模效应，现金流量状况有望实现好转。

图7: 公司运营情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8: 公司现金含量占比 (%)



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 光伏行业：新型电池技术引领光伏行业发展

随着各国家及地区节能减排政策日益趋严，叠加地缘政治引发的能源危机，光伏行业快速发展，预计2023-2025年全球光伏新增装机容量分别达到347/451/586GW，同比增长38%/30%/30%。

图9: 2019-2025年全球光伏新增装机容量 (GW)



资料来源：CPIA，国信证券经济研究所整理及预测

光伏胶膜是光伏组件的关键封装材料，主要分为透明EVA、白色EVA、POE胶膜、共挤型EPE及其他封装材料，预计2023-2025年全球光伏胶膜需求分别达到41.6/54.1/70.3亿平。

2023年是N型电池片大规模量产元年，其使用的银铝浆料容易被腐蚀老化，导致电池的背面较P型电池片更易发生PID现象（电势诱导衰减，电池与边框长期被施以高电压后电池发电量显著降低的现象），尤其在双玻组件中PID现象更为明显。

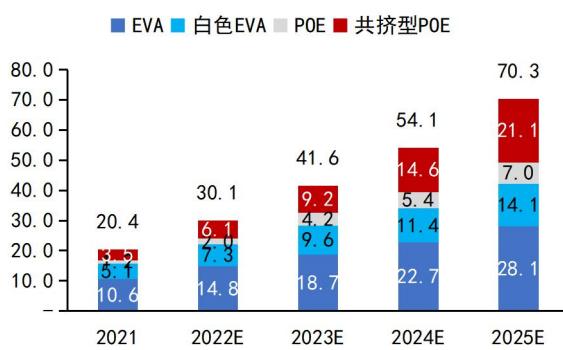
POE胶膜与EVA胶膜相比，具有更高的水汽阻隔率、更优秀的耐候性能和更强的抗PID性能，可提升组件长期可靠性。共挤型EPE胶膜兼具EVA胶膜成品率高、生产效率高的特点，并有效缓解了POE粒子供给不足的问题。2021年POE胶膜和共挤型EPE胶膜合计市场占比提升至23.1%，随着未来双玻及N型组件市场占比的提升，其市场占比将进一步增大。

表3: 光伏胶膜分类及特点

| | 优点 | 缺点 |
|--------|--|---------------|
| 透明EVA | 广泛应用，与玻璃和背板的粘结性好。 | 抗黄变与抗PID性能较差。 |
| 白色EVA | 高反射率可提升组件效率，通常用在双玻组件下层封装。 | 抗黄变与抗PID性能较差。 |
| POE | 高阻水性和高抗PID性能。 | 较滑，封装效率低。 |
| 共挤型EPE | 具备POE的高阻水性和高抗PID性能，同时具备EVA材料的双玻高成品率的层压工艺特性，且不受POE树脂原材料供应短缺的影响。 | 有助剂迁移及脱层风险。 |

资料来源：福斯特、海优新材，国信证券经济研究所整理

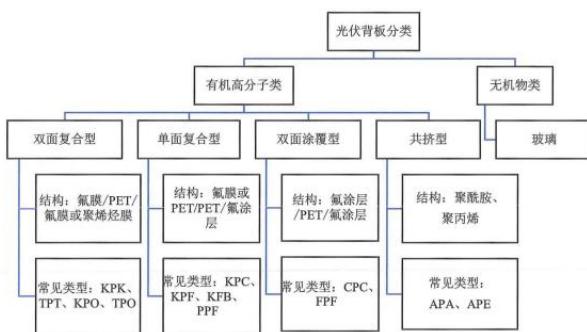
图10: 全球光伏胶膜需求预测 (亿平)



资料来源：CPIA，国信证券经济研究所整理

光伏背板是光伏组件的背面封装材料，目前市场上光伏背板主要分为有机高分子类和无机物类，有机高分子类包括双面含氟、单面含氟和不含氟三类，主要分为复合型、涂覆型和共挤型；无机物类主要为玻璃。预计 2023-2025 年全球光伏背板需求分别达到 10.4/12.7/15.8 亿平。

图11: 光伏背板分类



资料来源：CPIA，国信证券经济研究所整理

图12: 全球光伏背板需求预测（亿平）



资料来源：CPIA，国信证券经济研究所整理及预测

光伏材料业务：公司胶膜与背板双赛道布局，深度绑定头部客户

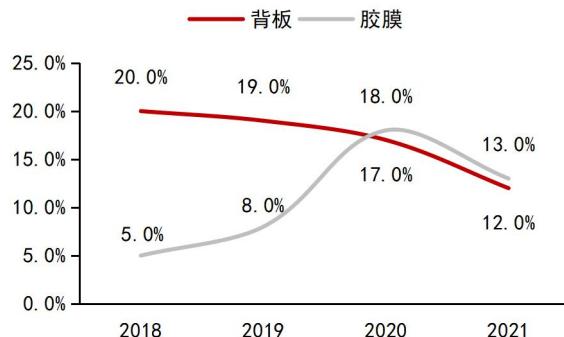
公司主营业务为光伏材料及其他业务，2021 年收入端分别占比 85%/15%。其中光伏材料主要包括光伏背板与光伏胶膜，2021 年收入分别为 14.3/11.4 亿元，毛利率分别为 12%/13%。

图13: 公司各业务营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 公司各业务毛利率（%）



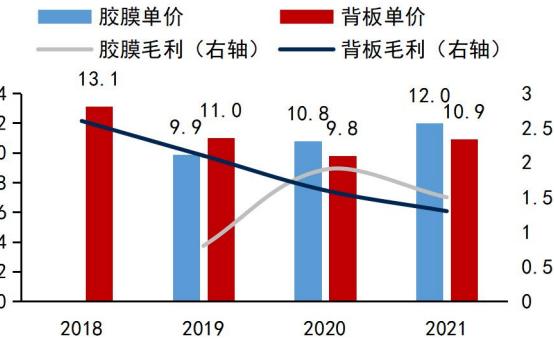
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2018-2021 年，公司光伏背板出货量分别为 1.34/1.65/1.32/1.31 亿平，单平毛利由 2018 年的 2.6 元/平降至 2021 年的 1.3 元/平，主要系因背板原材料 PVDF 大幅涨价及涂覆性背板市占率快速提升，公司以复合型 KPF 背板为主的背板业务利润承压。

2019-2021 年，公司光伏胶膜出货量分别为 0.2/0.67/0.95 亿平，单平毛利由 2018 年的 0.8 元/平升至 2021 年的 1.5 元/平，主要系因胶膜原材料 EVA 粒子及 POE 粒子价格上涨，而胶膜环节顺价能力相对较强，胶膜售价上涨带动单平毛利改善所致。

图15: 公司光伏胶膜、背板出货量 (亿平)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16: 公司光伏胶膜、背板单价及毛利 (元/平)


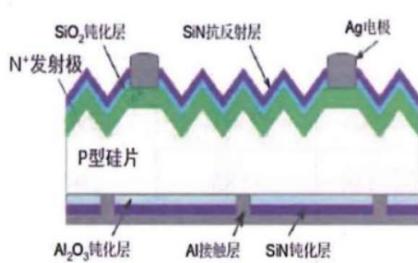
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

光伏胶膜业务：打造具有全产品系列的新兴胶膜供应商，转光膜可降低 HJT 电池片紫外衰减

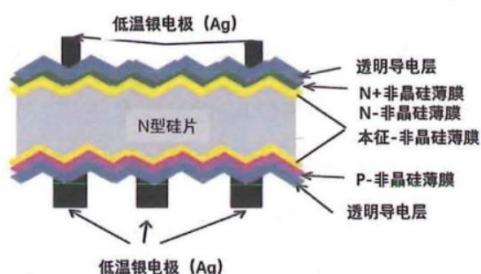
公司销售的光伏胶膜产品涵盖了从普通 POE 胶膜、EPE 胶膜、透明 EVA 胶膜、透明高截止 EVA 胶膜、白色 EVA 胶膜，还推出了具有产品特色的第二代白色 EVA 胶膜、TOPCon 电池专用 POE 胶膜、HJT 电池专用 UV 光转胶膜等。目前公司胶膜产品已经成功进入了天合、晶澳、晶科、阿特斯、正泰、东方日升等一线组件厂商，并实现了批量化供货。

2022 年 11 月 11 日，公司与华晟新能源签订全面战略合作暨长期供货协议，将为华晟约 10GW 的 HJT 组件提供 UV 光转胶膜，标志着公司首次完成 UV 光转胶膜的 HJT 组件匹配测试，进入规模化量产供应阶段。

HJT 电池是多层结构，其中有一层非晶硅层或微晶硅层的 Si-H 键更容易受到紫外线的破坏产生缺陷，较其他电池路线紫外线更易导致 HJT 组件的功率衰减。根据对紫外光的吸收程度不同，光伏胶膜可分为高透膜、截止膜。现有 HJT 封装方案多采用对紫外光透光率较低的截止膜，主要系因 HJT 电池中的 TCO 膜层和非晶硅膜层会吸收紫外线，造成电池衰减。

图17: PERC 电池结构示意图
PERC 电池


资料来源：CPIA，国信证券经济研究所整理

图18: HJT 电池结构示意图
HJT 电池


资料来源：CPIA，国信证券经济研究所整理

UV 光转胶膜是在 EVA、POE、EPE 等初始功率更高的高透膜基础上加入转光剂，将紫外光改变为可用的蓝光，从而转化为电能。以实证数据来看，公司研发的 UV 光转胶膜较高透膜单 W 发电量发电量增益 3.19%，较截止膜单 W 发电量发电量增益 0.9%，且在高辐照方面 UV 光转胶膜有更高的增益。

目前 UV 光转胶膜的壁垒在于转光剂的研发和稳定性，以及在聚合物中的扩散技术，预计 HJT 电池大规模量产将带动 UV 光转胶膜需求高增，公司将获得 UV 光转胶膜内的转光剂独家配方技术溢价。

表4: 截止膜与转光膜发电量增益对比

| | 单W发电量(kWh/W) | 发电量增益(%) |
|-----|--------------|----------|
| 高透膜 | 0.10349 | 0 |
| 截止膜 | 0.10585 | 2.29% |
| 转光膜 | 0.10678 | 3.19% |

资料来源: CPVT、迈为股份、赛伍技术, 国信证券经济研究所整理
注: 数据与分析源于苏州迈为 HJT 实证基地 2022 年 5-9 月运行数据

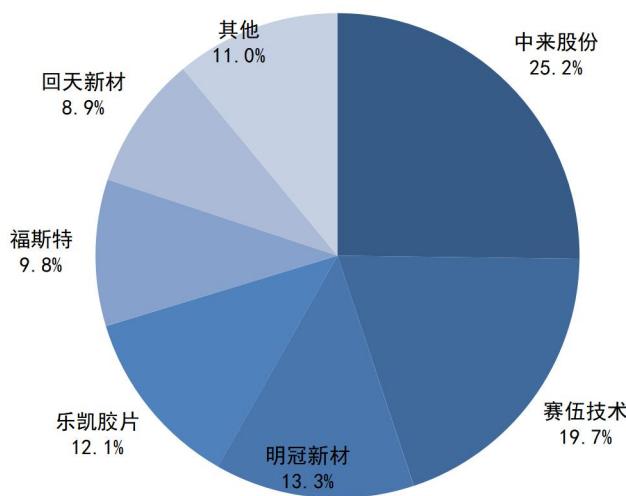
图19: HJT 转光膜示意图


资料来源: CPVT、迈为股份、赛伍技术, 国信证券经济研究所整理

光伏背板业务: 延长产线适应市场需求, 产品结构优化实现降本

公司销售的光伏背板主要产品为自主原创的 KPF 型背板, 该产品已连续 7 年保持全球市占率第一, 成为全球行业新标杆。2021 年, 基于 PVDF 价格大幅上涨及下游市场多样化需求的背景, 公司拉长产线, 除了原有的标准通用的 KPF 和针对绿色需求的 PPF 之外, 又研发、量产了双面涂覆型含氟背板 FPF 和氟膜复合型透明背板等新品种; 同时针对不同的细分应用, 公司还推出多种细分产品进入市场, 极大化利用存量设备, 利用内部降本措施保持成本竞争优势。

2021 年赛伍技术光伏背板市场占有率为 19.7%, 位于全球出货量排行第二位。公司基于传统光伏背板业务, 与下游组件客户保持了良好的合作关系, 并为光伏胶膜业务的导入与验证提供了有效支撑。

图20: 2021 年光伏背板市场竞争格局


资料来源: 福斯特、中来股份、明冠新材、乐凯胶片、回天新材、全球光伏, 国信证券经济研究所整理

◆ 锂电池与新能源汽车行业：动力、消费电池增长稳定，储能呈现爆发式增长

国内优质供给创造需求，新车型有望拉动销量增长。2023年，比亚迪海鸥、海狮、仰望系列，理想L7，五菱缤果，吉利熊猫mini等新车型将陆续上市，有望继续引领新能源车市场。海外欧洲碳减排信心坚定，多数国家补贴延续；美国《降低通胀法案》正式生效，补贴新政有望推动销量高速增长。

预计2023-2025年全球新能源车销量分别达到1357/1695/2036万辆，同比增长28%/25%/20%。

表5：全球新能源车销量及展望（万辆）

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 中国 | 350.3 | 680.8 | 850.7 | 1036.4 | 1218.6 |
| YoY | 156.3% | 94.3% | 25.0% | 21.8% | 17.6% |
| 欧洲 | 215.9 | 234.4 | 264.8 | 291.3 | 314.6 |
| YoY | 71.6% | 8.6% | 13.0% | 10.0% | 8.0% |
| 美国 | 65.4 | 99.7 | 179.5 | 287.1 | 402.0 |
| YoY | 102.0% | 52.3% | 80.0% | 60.0% | 40.0% |
| 其他地区 | 21.3 | 44.1 | 61.7 | 80.2 | 100.3 |
| YoY | 102.0% | 107.3% | 40.0% | 30.0% | 25.0% |
| 合计 | 652.9 | 1058.9 | 1356.7 | 1695.1 | 2035.5 |
| YoY | 43.4% | 62.2% | 28.1% | 24.9% | 20.1% |

资料来源：GGII, Clean Technica, 国信证券经济研究所整理与预测

动力电池：国内新车型发布叠加海外补贴延续，拉动动力电池需求稳健增长。

消费电池：全球消费电子产品销量增长显著放缓，在单体带电量持续提升背景下，消费电子电池市场或将维持稳定增长态势。此外二轮车、电动工具锂电化趋势依旧，有望贡献稳定增量。

储能电池：储能市场迎来爆发式增长。海外市场光储结合和独立储能电站发展加速，国内市场开启新能源配储进程，电源侧、电网侧、用户侧商业机制不断完善，全球电化学储能迎来爆发式增长。

预计2023-2025年全球锂电池需求分别达到1063/1388/1745GWh，同比增长33%/31%/26%。

表6：全球锂电池需求及展望（GWh）

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 动力电池 | 297 | 509 | 689 | 901 | 1139 |
| YoY | | 72% | 35% | 31% | 26% |
| 储能电池（保守假设） | 66 | 114 | 180 | 270 | 370 |
| YoY | | 72% | 58% | 50% | 37% |
| 消费电池 | 158 | 174 | 195 | 217 | 236 |
| YoY | | 10% | 12% | 11% | 9% |
| 合计 | 521 | 797 | 1063 | 1388 | 1745 |
| YoY | | 53% | 33% | 31% | 26% |

资料来源：GGII, Clean Technica, 国信证券经济研究所整理与预测

SET（半导体、电气、交通运输工具）材料业务：立足光伏薄膜材料，积极拓宽应用场景

公司积极探索非光伏领域业务发展，在SET材料业务积极布局。2022年上半年公司SET材料业务实现营收2.03亿元，同比增长125%，主要来自于动力电池相关材料。

2019-2021年，公司SET材料出货量分别为25/317/2294万平。原有产品的迭代升级、在研新产品的陆续落地推广使得交通电力材料的产品线持续扩大和丰富，助力公司成为在该细分领域的最齐全的材料方案解决商和领先者，其中三款材料均实现了国内市占率第一，从而保证该业务成为了公司新的利润快速增长点。

公司在销的主要产品包括电芯蓝膜、CCS热压膜、FFC线束封装膜、结构件热压膜等，公司凭借持续迭代的高性价比产品，在国内持续替代德国德莎、3M公司等企业的份额。公司目前已经进入宁德时代、比亚迪

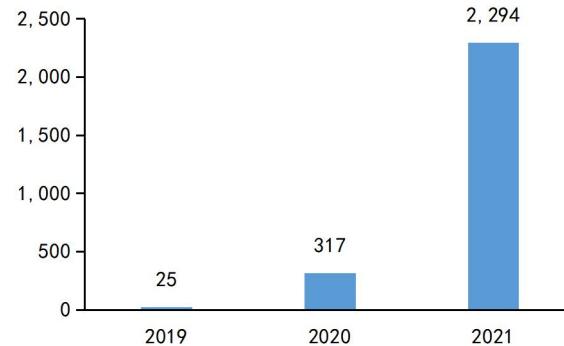
的供应链，并且持续拓宽与国轩高科、孚能科技等企业合作。

图21: 公司 SET 材料业务营收及毛利率 (亿元、%)



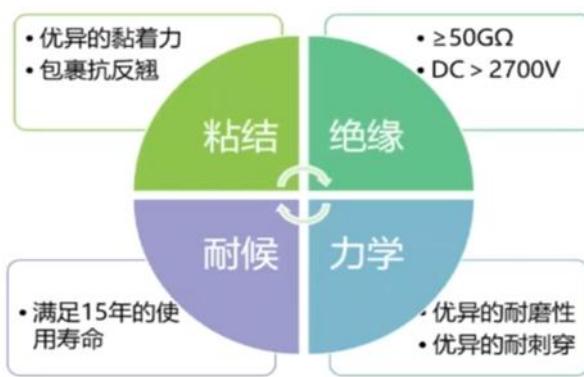
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 公司 SET 材料出货量 (万平)



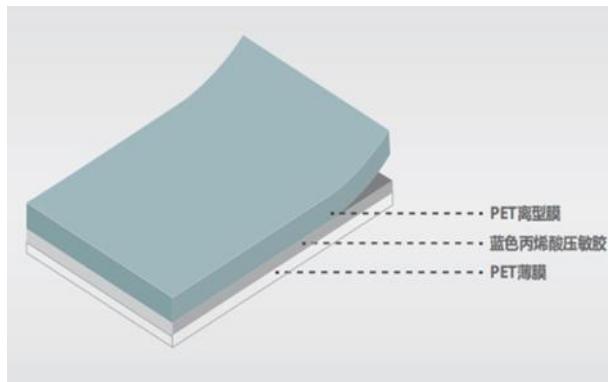
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23: 电芯蓝膜的基本特性



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图24: 电芯蓝膜结构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

截止 2021 年底，公司在售和在研产品的总价值量约为 2000 元/辆。假设目前公司在售产品的价值量为 1000 元/辆，未导入的在研产品总价值量为 1000 元/辆，未来公司有望逐步导入新产品，单车价值量或提升至 1300-1500 元/辆，SET 材料业务收入有望从 2021 年的 2.5 亿元增长至 2025 年的 25.1 亿元，CAGR 达到 78%；以营收口径测算的市占率有望从 2021 年的 7% 增长至 2025 年的 14%。

表7: 公司 SET 材料价值量及空间测算

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 中国新能源车销量(万台) | 350 | 680 | 850 | 1035 | 1220 |
| 单车价值量(元/台) | 1000 | 1000 | 1200 | 1300 | 1500 |
| 产品对应市场规模(亿元) | 35 | 68 | 102 | 135 | 183 |
| 公司 SET 营收规模(亿元) | 2.5 | 5.1 | 8.1 | 15.2 | 25.1 |
| YOY | 106% | 58% | 88% | 65% | |
| 销售量(亿平) | 0.2 | 0.5 | 0.8 | 1.5 | 2.5 |
| 单平均价(元/平) | 10.9 | 10.3 | 10.1 | 10.1 | 10.0 |
| 市占率(营收口径, %) | 7% | 8% | 8% | 11% | 14% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

◆ 盈利预测

我们对公司主营业务核心预测如下：

光伏胶膜：公司光伏胶膜快速扩产，叠加UV光转胶膜技术溢价，伴随2023年HJT组件逐步放量及POE粒子短缺为胶膜端带来的利润改善，预计公司胶膜业务有望进入量利齐升通道，2023-2026年出货量达到3/3.5/4/4.5亿平，板块收入CAGR达到26%；

光伏背板：预计公司背板业务实现稳步增长，2023-2026年出货量达到1.8/1.9/2/2亿平；

半导体、电气、交通运输工具材料：预计公司逐步向下游导入新产品，单车价值量由当前的1000元/辆提升至1500元/辆，2023-2026年出货量达到0.8/1.5/2.5/4亿平，板块收入CAGR达到78%。

表8: 公司各业务收入预测

| 光伏胶膜 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 出货量(亿平) | 1.6 | 3.0 | 3.5 | 4.0 | 4.5 |
| 收入(亿元) | 20.1 | 39.8 | 44.3 | 47.4 | 50.0 |
| 毛利率(%) | 12% | 17% | 14% | 14% | 14% |
| 毛利润(亿元) | 2.4 | 6.9 | 6.4 | 6.5 | 7.2 |
| 光伏背板及其他材料 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 出货量(亿平) | 1.5 | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.0 |
| 收入(亿元) | 15.2 | 17.8 | 17.9 | 17.9 | 18.4 |
| 毛利率(%) | 12% | 13% | 14% | 13% | 12% |
| 毛利润(亿元) | 1.8 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.3 |
| 半导体、电气、交通运输工具材料 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 出货量(亿平) | 0.5 | 0.8 | 1.5 | 2.5 | 4.0 |
| 收入(亿元) | 5.1 | 8.1 | 15.2 | 25.1 | 39.7 |
| 毛利率(%) | 29% | 28% | 28% | 27% | 26% |
| 毛利润(亿元) | 1.5 | 2.2 | 4.2 | 6.8 | 10.4 |
| 通讯及消费电子材料 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 收入(亿元) | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 毛利率(%) | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| 毛利润(亿元) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 光伏电站运维/发电 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 收入(亿元) | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 毛利率(%) | 49% | 49% | 49% | 49% | 49% |
| 毛利润(亿元) | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表9: 公司盈利预测核心假设

| | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入增长率 | 38.3% | 61.1% | 17.4% | 16.4% | 19.4% |
| 营业成本/营业收入 | 85.3% | 82.2% | 82.9% | 82.5% | 82.5% |
| 销售费用/销售收入 | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% |
| 管理费用/营业收入 | 1.8% | 1.5% | 1.3% | 1.2% | 1.1% |
| 研发费用/销售收入 | 2.8% | 2.1% | 1.9% | 1.7% | 1.5% |
| 营业税及附加/营业收入 | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 所得税税率 | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 股利分配比率 | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 60.0% | 60.0% |

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

综上，我们预计公司2022-2024年实现营业收入41.7/67.2/78.9亿元，同比增长38%/61%/17%；实现归母净利润2.8/7.5/8.7亿元，同比增长67%/163%/17%，EPS分别为0.64/1.69/1.98元，当前股价对应PE分别为51/20/17倍。

其中 2023 年归母净利润增速远大于收入增速主要系因：

- 1) 公司光伏胶膜业务出货结构改变，相对低毛利的 EVA 胶膜出货占比下降，拥有技术溢价的 HJT 专用 UV 光转胶膜，及顺价能力较强、单平盈利有望伴随原材料价格大幅上涨而提升的 POE 胶膜出货占比提高，胶膜业务盈利能力大幅改善；
- 2) 公司半导体、电气、交通运输工具材料逐步向下游导入新产品，单车价值量逐步提升，出货量实现大幅增长。

表10: 公司盈利预测及市场重要数据

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|--------------------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,183 | 3,017 | 4,172 | 6,722 | 7,893 | 9,186 | 10,973 | 12,070 | 13,277 | 14,604 |
| (+/-%) | 2.2% | 38.2% | 38.3% | 61.1% | 17.4% | 16.4% | 19.4% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 净利润(百万元) | 194 | 170 | 283 | 745 | 872 | 1079 | 1323 | 1491 | 1769 | 1962 |
| (+/-%) | 2.0% | -12.4% | 66.6% | 162.8% | 17.1% | 23.8% | 22.6% | 12.7% | 18.7% | 10.9% |
| 每股收益(元) | 0.49 | 0.42 | 0.64 | 1.69 | 1.98 | 2.45 | 3.00 | 3.38 | 4.02 | 4.46 |
| EBIT Margin | 11.1% | 7.9% | 8.8% | 12.9% | 12.6% | 13.3% | 13.6% | 14.2% | 15.2% | 15.2% |
| 净资产收益率(ROE) | 12.2% | 8.3% | 10.4% | 20.9% | 20.2% | 18.9% | 20.7% | 21.0% | 22.2% | 22.1% |
| 市盈率(PE) | 67.9 | 78.2 | 51.2 | 19.5 | 16.6 | 13.4 | 11.0 | 9.7 | 8.2 | 7.4 |
| EV/EBITDA | 53.0 | 54.5 | 32.6 | 16.4 | 14.5 | 11.9 | 10.0 | 8.9 | 7.8 | 7.3 |
| 市净率(PB) | 7.04 | 5.97 | 4.52 | 3.69 | 3.07 | 2.54 | 2.27 | 2.04 | 1.82 | 1.63 |

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

◆ 绝对估值：37.1-41.1 元

根据以下主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司合理价值区间为 37.1-41.1 元。

表11: 资本成本假设

| | | | |
|-----------------|-------|--------------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1.50 | T | 15.00% |
| 无风险利率 | 3.60% | Ka | 10.35% |
| 股票风险溢价 | 4.50% | 有杠杆 Beta | 1.53 |
| 公司股价 | 32.93 | Ke | 10.49% |
| 发行在外股数 | 440 | E/(D+E) | 95.00% |
| 股票市值(E) | 14501 | D/(D+E) | 5.00% |
| 债务总额(D) | 337 | WACC | 10.13% |
| Kd | 4.00% | 永续增长率(10 年后) | 2.5% |

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为绝对估值的敏感性分析。

表12: 绝对估值的敏感性分析(元)

| WACC/永续增长率 | 9.7% | 9.9% | 10.1% | 10.3% | 10.5% |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 3.1% | 44.44 | 42.84 | 41.33 | 39.91 | 38.56 |
| 2.9% | 43.49 | 41.96 | 40.51 | 39.14 | 37.85 |
| 2.7% | 42.60 | 41.12 | 39.74 | 38.42 | 37.18 |
| 2.5% | 41.75 | 40.34 | 39.00 | 37.74 | 36.54 |
| 2.3% | 40.95 | 39.59 | 38.31 | 37.09 | 35.93 |
| 2.1% | 40.19 | 38.89 | 37.65 | 36.47 | 35.35 |
| 1.9% | 39.47 | 38.21 | 37.02 | 35.88 | 34.80 |

资料来源：国信证券经济研究所预测

◆ 相对估值：37.2-38.9 元

公司主营业务为光伏胶膜、背板及锂电绝缘保护膜等锂电材料，我们选取光伏胶膜头部企业海优新材，及锂电隔膜龙头企业恩捷股份为可比公司，得到公司合理相对估值股价区间为 37.2-38.9 元。

表13：可比公司估值表

| 公司代码 | 公司名称 | 最新股价（元） (23.01.13) | EPS | | | PE | | |
|--------|------|-----------------------|-------|-------|-----------|-------------|-------------|-------------|
| | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 688680 | 海优新材 | 208.00 | 3.24 | 7.97 | 9.81 | 64.2 | 26.1 | 21.2 |
| 002812 | 恩捷股份 | 151.31 | 5.44 | 7.92 | 9.46 | 27.8 | 19.1 | 16.0 |
| | | | | | 均值 | 46.0 | 22.6 | 18.6 |
| 603212 | 赛伍技术 | 32.93 | 0.63 | 1.48 | 1.80 | 52.3 | 22.3 | 18.3 |

资料来源：国信证券经济研究所预测

◆ 投资建议：首次覆盖，给予“增持”评级

- 1) 随着上游硅料价格快速下降，光伏行业迎来高速发展阶段，公司光伏胶膜板块快速扩产，有望受益于下游市场景气度；
- 2) 公司把握新型电池发展契机，引领行业推出异质结 UV 光转膜新产品，提前卡位新市场有望获得良好的技术溢价；
- 3) 公司积极布局半导体、电气、交通运输工具材料，其中针对动力锂电池 PACK 和组件的高分子材料解决方案已经批量导入宁德时代、比亚迪等下游客户，未来将为公司业绩增长提供持续动力；
- 4) 我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 41.7/67.2/78.9 亿元，同比增长 38%/61%/17%；实现归母净利润 2.8/7.5/8.7 亿元，同比增长 67%/163%/17%，当前股价对应 PE 分别为 51/20/17 倍。综合考虑 FCFF 估值和相对估值，我们认为公司股价的合理估值区间为 37.1-41.1 元，对应 2023 年动态 PE 区间为 22-24 倍，较公司当前股价有 13%-25% 的溢价空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ 风险提示

估值的风险

- 1) 我们采取 FCFF 绝对估值方法计算得出公司的合理估值在 37.1-41.1 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断；
- 2) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 3) 加权资本成本（WACC）对公司估值影响较大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.6%、股票风险溢价 4.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 4) 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处光伏行业市场需求比较旺盛，但是可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，比如技术红利的消散和同质化竞争的加剧，导致公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 5) 在进行相对估值时我们选取了可比公司 2023 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，给予公司 20-22 倍的 2023 年 PE。相对估值法可能存在的风险：未充分考虑市场整体估值偏高的风险，各公司产品结构和市场结构存在一定差异，导致可比性不高的风险等。

盈利预测的风险

- 1) 原材料供应和价格波动，导致毛利率下行的风险；
- 2) 公司产能扩张不及预期风险；
- 3) 新胶膜、SET 材料产品市场推广或导入不达预期的风险；

经营风险

- 1) 公司产能利用率不达预期风险，胶膜市占率不达预期风险市场风险；
- 2) 光伏胶膜环节新进入者较多，存在竞争加剧和市场集中度下降的风险；

其它风险

新冠疫情若出现反复，会对市场需求和公司产品的生产、运输造成负面影响的风险。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 530 | 1134 | 533 | 1296 | 1794 | 营业收入 | 2183 | 3017 | 4172 | 6722 | 7893 |
| 应收款项 | 1274 | 1445 | 1486 | 2210 | 2595 | 营业成本 | 1791 | 2576 | 3558 | 5527 | 6541 |
| 存货净额 | 354 | 616 | 585 | 757 | 896 | 营业税金及附加 | 6 | 4 | 4 | 7 | 8 |
| 其他流动资产 | 197 | 265 | 231 | 221 | 183 | 销售费用 | 27 | 52 | 50 | 81 | 95 |
| 流动资产合计 | 2426 | 3642 | 3021 | 4689 | 5684 | 管理费用 | 45 | 56 | 75 | 101 | 103 |
| 固定资产 | 698 | 970 | 1294 | 1232 | 1344 | 研发费用 | 71 | 93 | 117 | 141 | 150 |
| 无形资产及其他 | 84 | 81 | 73 | 65 | 57 | 财务费用 | 7 | 21 | 28 | (4) | (20) |
| 其他长期资产 | 69 | 54 | 46 | 47 | 39 | 投资收益 | 3 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | (32) | (27) | (23) | (23) | (23) |
| 资产总计 | 3276 | 4747 | 4434 | 6034 | 7125 | 其他收入 | 48 | 45 | 38 | 38 | 38 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 341 | 640 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 223 | 205 | 331 | 862 | 1009 |
| 应付款项 | 788 | 913 | 780 | 1666 | 1971 | 营业外净收支 | (1) | (12) | (5) | (5) | (5) |
| 其他流动负债 | 47 | 84 | 77 | 74 | 61 | 利润总额 | 222 | 192 | 326 | 857 | 1004 |
| 流动负债合计 | 1176 | 1640 | 857 | 1740 | 2032 | 所得税费用 | 28 | 22 | 42 | 111 | 130 |
| 长期借款及应付债券 | 228 | 850 | 337 | 337 | 337 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 其他长期负债 | 0 | 30 | 30 | 30 | 30 | 归属于母公司净利润 | 194 | 170 | 283 | 745 | 872 |
| 长期负债合计 | 228 | 880 | 367 | 367 | 367 | 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 负债合计 | 1404 | 2520 | 1224 | 2107 | 2399 | 净利润 | 194 | 170 | 283 | 745 | 872 |
| 少数股东权益 | (1) | (1) | (1) | 1 | 2 | 资产减值准备 | (1) | (4) | (3) | (3) | (3) |
| 股东权益 | 1873 | 2229 | 3210 | 3926 | 4723 | 折旧摊销 | 32 | 53 | 114 | 146 | 167 |
| 负债和股东权益总计 | 3276 | 4747 | 4434 | 6034 | 7125 | 公允价值变动损失 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 财务费用 | 7 | 21 | 28 | (4) | (20) |
| 关键财务与估值指标 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 营运资本变动 | (111) | (348) | (123) | (23) | (204) |
| 每股收益 | 0.49 | 0.42 | 0.64 | 1.69 | 1.98 | 其它 | (86) | (48) | 32 | (0) | (16) |
| 每股红利 | 0.05 | 0.13 | 0.06 | 0.17 | 0.20 | 经营活动现金流 | 29 | (177) | 303 | 864 | 817 |
| 每股净资产 | 4.68 | 5.51 | 7.29 | 8.92 | 10.73 | 资本开支 | (519) | (270) | (430) | (76) | (271) |
| ROIC | 10% | 6% | 8% | 19% | 18% | 其它投资现金流 | 6 | (98) | 9 | (1) | 8 |
| ROE | 12% | 8% | 10% | 21% | 20% | 投资活动现金流 | (513) | (368) | (421) | (77) | (264) |
| 毛利率 | 18% | 15% | 15% | 18% | 17% | 权益性融资 | 391 | 205 | 748 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 11% | 8% | 9% | 13% | 13% | 负债净变化 | 299 | 966 | (1153) | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 13% | 10% | 12% | 15% | 15% | 支付股利、利息 | (20) | (20) | (51) | (28) | (74) |
| 收入增长 | 2% | 38% | 38% | 61% | 17% | 其它融资现金流 | 72 | 343 | (640) | 0 | 0 |
| 净利润增长率 | 2% | -12% | 67% | 163% | 17% | 融资活动现金流 | 663 | 1130 | (483) | (24) | (54) |
| 资产负债率 | 43% | 53% | 28% | 35% | 34% | 现金净变动 | 179 | 585 | (601) | 763 | 499 |
| 息率 | 0.2% | 0.4% | 0.2% | 0.5% | 0.6% | 货币资金的期初余额 | 290 | 530 | 1134 | 533 | 1296 |
| P/E | 67.9 | 78.2 | 51.2 | 19.5 | 16.6 | 货币资金的期末余额 | 530 | 1134 | 533 | 1296 | 1794 |
| P/B | 7.0 | 6.0 | 4.5 | 3.7 | 3.1 | 企业自由现金流 | (385) | (355) | (119) | 800 | 559 |
| EV/EBITDA | 53.0 | 54.5 | 32.6 | 16.4 | 14.5 | 权益自由现金流 | (92) | 79 | (783) | 804 | 577 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032