

盈利阶段性承压，光伏&锂电双轮驱动下修复可期

2023 年 05 月 01 日

➤ **事件：**2023 年 4 月 27 日，公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报告。
22 年业绩：2022 年公司实现收入 41.15 亿元，同比+36.39%；实现归母净利润 1.71 亿元，同比+0.68%；实现扣非净利 1.60 亿元，同比-3.14%。

23Q1 业绩：实现收入 10.41 亿元，同比-5.18%；实现归母净利润 3318.96 万元，同比-62.54%；实现扣非净利 3042.59 万元，同比-65.44%。

➤ **胶膜出货高增长，盈利阶段性承压。**2022 年公司胶膜出货 1.68 亿平，同比增长 77.12%，实现收入 21.12 亿元，同比增长 85.66%。胶膜业务毛利率 7.75%，同比下降 5.20pct，主要受原材料 EVA 粒子价格大幅波动的影响，在 EVA 粒子跌价期间，公司需消化前期囤积的高价库存，库存成本和胶膜价格错配导致阶段性盈利承压。23 年随着 EVA 粒子价格企稳回升，公司盈利能力有望修复。

➤ **胶膜产品矩阵完备，率先开发成功 UV 光转胶膜，有望受益于 N 型组件放量。**瞄准电池片新技术的变革契机，公司凭借研发优势，推出 TOPCon、异质结和钙钛矿专用的系列胶膜。针对 TOPCon 组件，公司推出封装胶膜产品组合；针对 HJT 组件，公司率先开发成功 UV 光转胶膜；针对钙钛矿组件，推出热塑性封装胶膜。公司胶膜产品矩阵完备，有望受益于 N 型组件放量。

➤ **背板业务触底反弹，持续推进产品结构优化和降本。**2022 年公司背板出货 1.29 亿平，同比下降 1.33%，实现收入 14.99 亿元，同比增长 5.20%，毛利率为 15.35%，同比增加 2.94pct。2022 年原材料 PVDF 树脂和薄膜的价格急剧攀升，公司一方面通过配方技术调整、生产工艺升级、供应链优化管理等降本增效，提高 KPf 背板毛利；另一方面优化产品结构，提高低成本的 PPf 和 FPf 背板的销售占比，促进公司背板产品结构优化与降本，背板业务实现盈利触底反弹。

➤ **锂电业务发展快速，平台型业务潜力广阔。**交通电力（含锂电）材料已成为公司光伏业务外的第二大业绩增长点，2022 年实现收入 4.07 亿元，同比增长 62.69%。公司电池 PACK 的侧板绝缘膜、CCS 热压膜、电芯蓝膜胶带实现了国内市占率第一；还完成了车载扁平电缆 FFC 绝缘胶膜、水冷板冷贴膜等新品研发，分别成功导入宁德时代和比亚迪等行业龙头企业，2023 年有望放量。此外，公司积极布局 3C 通讯及消费电子材料、半导体材料，多元化平台型业务发展可期。

➤ **投资建议：**公司胶膜和背板业务稳步推进，锂电业务发展快速，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 65.43、90.69、117.05 亿元，对应增速分别为 59.0%、38.6%、29.1%；归母净利润分别为 5.42、8.36、10.94 亿元，对应增速分别为 216.2%、54.3%、30.9%，以 4 月 28 日收盘价为基准，对应 2023-2025 年 PE 为 17X、11X、8X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游装机不及预期，原材料价格波动，行业竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4115	6543	9069	11705
增长率（%）	36.4	59.0	38.6	29.1
归属母公司股东净利润（百万元）	171	542	836	1094
增长率（%）	0.7	216.2	54.3	30.9
每股收益（元）	0.39	1.23	1.90	2.48
PE	53	17	11	8
PB	3.1	2.7	2.2	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

当前价格：

维持评级

20.76 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

分析师 朱碧野

执业证书：S0100522120001

电话：021-60876734

邮箱：zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书：S0100122060013

电话：021-60876734

邮箱：linyutao@mszq.com

相关研究

1.赛伍技术 (603212.SH) 事件点评：获 10 GW 异质结转光膜长单，受益 N 型组件放量-2022/11/16

2.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

3.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

4.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

5.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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4115	6543	9069	11705
营业成本	3579	5486	7546	9780
营业税金及附加	14	20	23	26
销售费用	48	92	127	152
管理费用	81	121	168	199
研发费用	134	196	263	328
EBIT	261	657	988	1281
财务费用	40	44	49	53
资产减值损失	-72	-4	-3	-3
投资收益	2	1	2	1
营业利润	185	611	938	1225
营业外收支	-5	-9	-9	-9
利润总额	180	602	930	1216
所得税	10	60	93	122
净利润	171	542	837	1095
归属于母公司净利润	171	542	836	1094
EBITDA	343	808	1172	1492

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	939	775	712	655
应收账款及票据	1605	2819	3509	5120
预付款项	152	110	151	196
存货	678	1086	1003	1544
其他流动资产	377	599	703	832
流动资产合计	3751	5389	6078	8346
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	907	1157	1297	1357
无形资产	78	78	78	78
非流动资产合计	1224	1198	1129	1023
资产合计	4974	6587	7207	9369
短期借款	570	610	690	790
应付账款及票据	698	1710	1434	2423
其他流动负债	221	253	298	346
流动负债合计	1489	2573	2422	3559
长期借款	478	528	528	528
其他长期负债	38	38	38	38
非流动负债合计	517	567	567	567
负债合计	2006	3140	2989	4126
股本	441	441	441	441
少数股东权益	-2	-1	0	1
股东权益合计	2968	3447	4218	5243
负债和股东权益合计	4974	6587	7207	9369

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	36.39	58.99	38.61	29.06
EBIT 增长率	14.79	152.09	50.37	29.61
净利润增长率	0.68	216.24	54.31	30.86
盈利能力 (%)				
毛利率	13.04	16.15	16.79	16.45
净利率	4.16	8.28	9.21	9.34
总资产收益率 ROA	3.44	8.22	11.59	11.67
净资产收益率 ROE	5.77	15.71	19.81	20.86
偿债能力				
流动比率	2.52	2.09	2.51	2.34
速动比率	1.94	1.62	2.02	1.85
现金比率	0.63	0.30	0.29	0.18
资产负债率 (%)	40.33	47.67	41.47	44.04
经营效率				
应收账款周转天数	110.28	102.00	105.00	108.00
存货周转天数	65.09	58.00	50.00	47.00
总资产周转率	0.85	1.13	1.31	1.41
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	1.23	1.90	2.48
每股净资产	6.74	7.83	9.58	11.91
每股经营现金流	-0.18	-0.02	0.22	0.19
每股股利	0.13	0.14	0.15	0.16
估值分析				
PE	53	17	11	8
PB	3.1	2.7	2.2	1.7
EV/EBITDA	23.92	10.35	7.19	5.69
股息收益率 (%)	0.60	0.66	0.71	0.77

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	171	542	837	1095
折旧和摊销	82	151	184	211
营运资金变动	-424	-772	-997	-1301
经营活动现金流	-80	-8	97	84
资本开支	-219	-134	-124	-114
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-171	-132	-122	-113
股权募资	2	-3	0	0
债务募资	173	90	80	100
筹资活动现金流	90	-23	-39	-28
现金净流量	-149	-163	-64	-57

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