

赛伍技术（603212）：紧跟N型技术发展，光转胶膜项目将落地宣城

——公司事件点评

事件：10月31日，赛伍技术发布公告，公司与宣城经济技术开发区管理委员会签订《太阳能光转胶膜项目投资框架协议书》，拟投建年产50GW太阳能光转胶膜及其他先进光伏电池封装材料项目，项目分为三期，其中项目一期为年产6GW太阳能光转胶膜项目，总投资金额经初步测算约5亿元。

紧跟N型技术发展，光转胶膜应用于HJT优势突出。N型电池由于多层结构，表面材料和银浆成分方面的差异，对封装材料都提出了更高的要求。由于HJT电池的TCO层会吸收紫外线，现有的高透膜会引起电池光老化衰减。而光转胶膜通过添加特种物质将紫外光线跃迁和折射转化为可见光，相对于普通胶膜能够提升转化效率和抗衰老，增加HJT电池发电功率和可靠性。

公司发力新品光转胶膜，助力产品结构优化和盈利能力提升。23H1公司胶膜销量达1.26亿平，其中面向N型HJT组件的光转膜产品，公司在国内厂商中是唯一实现量产交付，上半年出货量环比增长413.67%，供货客户从华晟新能源扩大到5家，同时正在测试和接近测试尾声的客户覆盖了全球几乎所有HJT组件厂商。目前传统光伏胶膜产能较多、各厂家竞争激烈，而光转膜产品有望成为异质结组件的标配和加速异质结产业化进程的核心辅材，公司此次签订光转项目投资协议，未来一期6GW光转产能达产后，将极大助力公司产品结构优化，提升产品溢价，带动盈利能力反转。

公司多元化的产品研发平台为公司核心竞争力。公司具备基于同心圆模式的研发创新优势，能以快速响应、低成本的技术研发，在下游光伏、锂电、通讯、3C等行业，同时开发多个不同功能和应用领域但单一市场空间较小的产品。公司凭借高分子材料平台型企业的研发优势，有望在3C、锂电等非光伏领域开拓新增长点，挖掘公司长期增长潜力。

盈利预测：预测公司23-25年营业收入46.75/57.35/71.19亿元，净利润1.19/2.23/3.10亿元，净利增速-30.46%/87.09%/39.12%，EPS分别为0.27/0.51/0.70元，PE分别为57.90/30.94/22.24。维持公司“推荐”评级。

风险提示：光伏行业装机不及预期；行业竞争加剧；原材料价格波动。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,017.26	4,115.28	4,675.18	5,734.69	7,119.00
增长率（%）	38.25%	36.39%	13.61%	22.66%	24.14%
归母净利润（百万元）	170.09	171.25	119.09	222.81	309.98
增长率（%）	-12.36%	0.68%	-30.46%	87.09%	39.12%
净资产收益率（%）	7.63%	5.77%	3.89%	6.90%	8.95%
每股收益（元）	0.39	0.39	0.27	0.51	0.70
PE	40.53	40.26	57.90	30.94	22.24
PB	3.33	2.32	2.25	2.13	1.99

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2023年11月1日

推荐/维持

赛伍技术

公司报告

公司简介：

赛伍技术成立于2008年，公司的主营业务是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，公司产品广泛应用于光伏、智能手机、声学产品、高铁车辆和智能空调等领域。

（资料来源于公司招股说明书和2022年年报）

未来3-6个月重大事项提示：

无

交易数据

52周股价区间（元）	36.98/14.69
总市值（亿元）	69
流通市值（亿元）	69
总股本/流通A股（万股）	43999.06/43749.06
流通B股/H股（万股）	
52周日均换手率	4.08

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110001

研究助理：侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480122040023

研究助理：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480123010003

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	3,641.57	3,750.77	4,182.15	5,093.86	6,290.91	营业收入	3,017.26	4,115.28	4,675.18	5,734.69	7,119.00
货币资金	1,133.96	938.86	467.52	573.47	711.90	营业成本	2,575.97	3,578.79	4,194.64	5,089.11	6,285.91
应收账款	1,657.18	1,837.02	2,565.89	3,147.39	3,907.14	营业税金及附加	3.89	13.60	11.42	14.01	17.39
其他应收款	24.14	2.86	4.00	20.23	24.82	营业费用	51.68	48.34	48.34	53.18	61.16
预付款项	31.55	152.20	88.16	108.14	134.24	管理费用	55.93	80.61	72.55	79.81	91.78
存货	616.35	677.68	876.02	1,062.83	1,312.77	财务费用	20.72	39.86	32.58	24.40	34.75
其他流动资产	199.67	141.01	164.33	177.22	194.06	研发费用	92.62	134.30	201.46	241.75	290.10
非流动资产合计	1,105.77	1,223.53	1,062.01	895.92	726.18	资产减值损失	-27.36	-55.75	5.06	1.77	-7.10
长期股权投资	0.00	0.00	-0.08	-0.16	-0.24	公允价值变动收益	0.30	0.19	0.00	0.00	0.00
固定资产	797.95	912.14	793.86	671.00	543.57	投资净收益	-1.77	1.97	1.22	1.22	1.22
无形资产	81.28	78.24	65.20	52.16	39.12	加：其他收益	17.25	18.96	17.45	17.45	17.45
其他非流动资产	45.56	56.15	56.15	56.15	56.15	营业利润	204.88	185.13	137.92	252.88	349.50
资产总计	4,747.35	4,974.30	5,244.16	5,989.77	7,017.09	营业外收入	0.86	2.01	1.39	1.39	1.39
流动负债合计	1,639.53	1,489.34	1,842.79	2,579.94	3,518.42	营业外支出	13.31	6.70	7.31	7.31	7.31
短期借款	447.88	570.26	159.30	538.05	997.12	利润总额	192.43	180.44	132.00	246.96	343.57
应付账款	913.40	697.75	1,383.62	1,678.66	2,073.43	所得税	22.05	9.74	12.96	24.25	33.74
其他流动负债	278.24	221.34	299.87	363.22	447.87	净利润	170.37	170.70	119.03	222.71	309.83
非流动负债合计	880.19	516.72	342.73	182.06	35.57	少数股东损益	0.28	-0.54	-0.05	-0.10	-0.14
长期借款	854.44	482.23	308.24	147.56	1.08	归属母公司净利润	170.09	171.25	119.09	222.81	309.98
其他非流动负债	25.75	34.50	34.50	34.50	34.50	主要财务比率					
负债合计	2,519.72	2,006.07	2,185.52	2,761.99	3,554.00						
少数股东权益	-1.03	-1.58	-1.63	-1.73	-1.87	成长能力					
实收资本（或股本）	404.07	440.50	440.50	440.50	440.50	营业收入增长	38.25%	36.39%	13.61%	22.66%	24.14%
资本公积	910.96	1,632.01	1,632.01	1,632.01	1,632.01	营业利润增长	-8.02%	-9.64%	-25.50%	83.35%	38.21%
未分配利润	913.63	897.30	987.76	1,157.00	1,392.45	归属于母公司净利润增长	-12.36%	0.68%	-30.46%	87.09%	39.12%
归属母公司股东权益合计	2,228.66	2,969.81	3,060.27	3,229.51	3,464.97	获利能力					
负债和所有者权益	4,747.35	4,974.30	5,244.16	5,989.77	7,017.09	毛利率(%)	14.63%	13.04%	10.28%	11.26%	11.70%
现金流量表	单位:百万元					净利率(%)	5.65%	4.15%	2.55%	3.88%	4.35%
						总资产净利润(%)	3.58%	3.44%	2.27%	3.72%	4.42%
经营活动现金流	-179.11	-81.64	174.76	-34.21	-64.93	ROE(%)	7.63%	5.77%	3.89%	6.90%	8.95%
净利润	170.37	170.70	107.54	211.21	298.34	偿债能力					
折旧摊销	60.15	80.30	161.44	166.01	169.66	资产负债率(%)	53%	40%	42%	46%	51%
财务费用	20.72	39.86	32.58	24.40	34.75	流动比率	2.22	2.52	2.27	1.97	1.79
投资损失	1.77	-1.97	-1.22	-1.22	-1.22	速动比率	1.80	1.94	1.72	1.49	1.35
营运资金变动	-487.39	-471.83	-138.32	-447.36	-579.21	营运能力					
其他经营现金流	55.26	101.30	12.75	12.75	12.75	总资产周转率	0.64	0.83	0.89	0.96	1.01
投资活动现金流	-367.87	-171.09	0.04	0.04	0.04	应收账款周转率	2.12	2.66	2.16	2.16	2.16
资本支出	244.31	211.25	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	4.73	7.98	5.24	5.24	5.24
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）					
其他投资现金流	-612.17	-382.34	0.04	0.04	0.04	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.39	0.27	0.51	0.70
筹资活动现金流	1,130.38	89.87	-646.16	140.11	203.32	每股净现金流(最新摊薄)	1.12	-2.13	-1.12	0.14	0.18
短期借款增加	139.53	122.38	-410.96	378.75	459.07	每股净资产(最新摊薄)	4.71	6.75	6.96	7.34	7.88
长期借款增加	626.83	-372.21	-173.99	-160.68	-146.48	估值比率					
普通股增加	4.06	36.43	0.00	0.00	0.00	P/E	40.53	40.26	57.90	30.94	22.24
资本公积增加	93.04	721.06	0.00	0.00	0.00	P/B	3.33	2.32	2.25	2.13	1.99
现金净增加额	581.76	-150.75	-471.35	105.95	138.43	EV/EBITDA	47.17	47.82	22.23	17.07	14.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备与新能源等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

研究助理简介

侯河清

金融学硕士，3年产业投资经验，2022年4月加盟东兴证券研究所，任研究助理，主要覆盖电新行业的研究。

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士，3年投资研究经验，2022年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526