

赛伍技术(603212.SH)/电力设备

证券研究报告/公司点评

2024年5月6日

评级：买入（维持）

市场价格：12.33 元

分析师：曾彪

执业证书编号：S0740522020001

Email: zengbiao@zts.com.cn

分析师：吴鹏

执业证书编号：S0740522040004

Email: wupeng@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

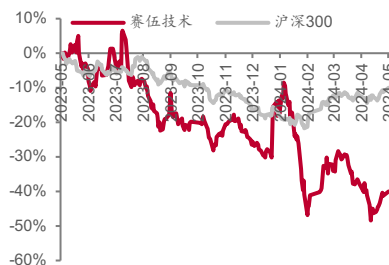
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,115	4,166	5,768	7,406	8,698
增长率 yoy%	36.4%	1.2%	38.5%	28.4%	17.4%
净利润(百万元)	171	104	208	336	403
增长率 yoy%	0.7%	-39.5%	101.0%	61.6%	19.9%
每股收益(元)	0.39	0.24	0.48	0.77	0.92
每股现金流量	-0.18	0.06	-1.13	-0.79	-0.17
净资产收益率	6%	3%	7%	10%	11%
P/E	31.5	52.1	25.9	16.0	13.4
P/B	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5

备注：每股指标按照最新股本数全面摊薄，当前股价选择2024年5月6日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	437
流通股本(百万股)	437
市价(元)	12.33
市值(百万元)	5,394
流通市值(百万元)	5,394

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 相关报告一《赛伍技术：光伏背板龙头，新能源膜材多元化布局》

投资要点

- 公司发布 2023 年年报：2023 全年实现营收 41.66 亿，同比+1.2%，归母净利润 1.04 亿，同比-39.5%，毛利率 10.7%，同比-2.3pct。公司发布 2024 年一季度报：24 Q1 实现营收 8.85 亿，同比-14.9%，环比+7.3%，归母净利润 0.29 亿，同比-14.0%，环比+55.5%，毛利率 10.2%，同比+2.0pct，环比-1.0pct。
- 业绩点评：

(1) 2023 年：得益于公司多元化及平台化经营，板块业务中尽管有此消彼长周期性波动，但公司整体的营收仍稳健增长，部分板块保持高成长趋势。其中，光伏材料业务实现收入 36.2 亿元，同比+0.3%，毛利率 9.5%，同比-1.4pct；光伏运维及延寿材料业务实现收入 0.5 亿元，同比增长+49.6%，毛利率 41.0%，同比-24.8pct；通讯及消费电子业务实现收入 1.0 亿元，同比+68.8%，毛利率 29.3%，同比+13.3pct；半导体、电气、交通运输工具材料业务实现收入 3.9 亿元，同比-4.7%，毛利率 13.1%，同比-13.8pct。

(2) 2024Q1：归母净利润环比提升，主要系 1) 收入规模增长；2) 期间费用率环比下滑 2.3pct 至 7.7%；3) 资产减值损失冲回 0.12 亿。
- 光伏胶膜全方位覆盖客户需求，产能扩张有望带来规模效应。23 全年公司实现光伏胶膜收入 24.4 亿元，同比+15.6%，实现出货 2.7 亿平，同比+58.3%，其中 TOPCon 用胶膜出货 0.78 亿平，HJT 用光转膜出货 0.27 亿平。在产品 and 市场方面，公司成为 TOPCon 组件制造商晶澳、一道、天合、阿特斯、正泰等主要供应商；HJT 光转膜产品在国内厂商中唯一实现量产交付，供货客户扩大到华晟、爱康、明阳、国晟、泉为、润海、隆基、通威、链升等 20 多家；针对单节钙钛矿技术路线，TPO 非胶联热塑胶膜已实现批量出货；针对叠层钙钛矿技术路线，公司与多家头部钙钛矿企业开发适用于叠层钙钛矿的光转膜产品，目前开发进度和测试反馈良好。在产能方面，目前公司已将产能扩至 4 亿平/年；此外，海外基地越南工厂计划于 24 年中投产，规划胶膜 10GW+背板 10GW 产能；安徽宣城光转膜一起 6 GW 产能正在规划中，匹配未来需求放量。
- 多元化领域开拓，助力公司进一步成长。消费电子材料、电动汽车材料、半导体材料等业务新产品持续验证导入+客户合作拓深+新产能投产释放驱动业务发展。此外，工业胶带也完成从无到有的跨越，目前积极推进市场拓展工作。

- **盈利预测与投资评级：**考虑光伏封装材料市场竞争影响，我们下修盈利预测，预计 24-26 年实现归母净利润分别为 2.1/3.4/4.0 亿元（前次预测值 24-25 年 5.9/8.8 亿元），同比增长 101%/62%/20%，当前股价对应 PE 分别为 26/16/13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业需求不及预期；市场竞争加剧；市场拓展不及预期等。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	758	1,049	1,347	1,582	营业收入	4,166	5,768	7,406	8,698
应收票据	171	236	303	356	营业成本	3,718	5,050	6,406	7,514
应收账款	1,463	2,026	2,601	3,055	税金及附加	13	17	21	25
预付账款	60	81	103	121	销售费用	44	60	76	87
存货	699	949	1,205	1,413	管理费用	42	57	71	82
合同资产	0	0	0	0	研发费用	203	276	347	399
其他流动资产	435	595	758	887	财务费用	31	44	82	115
流动资产合计	3,586	4,937	6,318	7,414	信用减值损失	-19	-2	-10	-6
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-38	-55	-46	-51
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,043	1,048	1,062	1,084	投资收益	0	1	1	1
在建工程	98	178	248	308	其他收益	26	23	24	23
无形资产	91	98	105	111	营业利润	84	233	370	443
其他非流动资产	123	124	125	125	营业外收入	3	2	3	2
非流动资产合计	1,356	1,448	1,539	1,628	营业外支出	6	9	7	7
资产合计	4,942	6,385	7,857	9,042	利润总额	81	226	366	438
短期借款	596	1,651	2,684	3,415	所得税	-22	18	30	35
应付票据	182	242	301	346	净利润	103	208	336	403
应付账款	448	596	741	852	少数股东损益	-1	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	104	208	336	403
合同负债	7	9	12	14	NOPLAT	143	248	412	509
其他应付款	41	41	41	41	EPS (按最新股本摊薄)	0.24	0.48	0.77	0.92
一年内到期的非流动负债	485	485	485	485					
其他流动负债	36	37	42	46					
流动负债合计	1,795	3,062	4,306	5,199					
长期借款	109	109	109	109					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	43	43	43	43					
非流动负债合计	152	152	152	152					
负债合计	1,947	3,214	4,458	5,350					
归属母公司所有者权益	2,995	3,171	3,398	3,691					
少数股东权益	1	1	1	1					
所有者权益合计	2,996	3,172	3,398	3,692					
负债和股东权益	4,942	6,385	7,857	9,042					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	25	-493	-346	-75	成长能力				
现金收益	228	357	525	627	营业收入增长率	1.2%	38.5%	28.4%	17.4%
存货影响	-21	-250	-255	-208	EBIT增长率	-49.1%	140.8%	66.0%	23.5%
经营性应收影响	101	-595	-618	-474	归母公司净利润增长率	-39.5%	101.0%	61.6%	19.9%
经营性应付影响	-54	208	204	156	获利能力				
其他影响	-229	-213	-202	-175	毛利率	10.7%	12.4%	13.5%	13.6%
投资活动现金流	-67	-196	-197	-196	净利率	2.5%	3.6%	4.5%	4.6%
资本支出	-166	-197	-197	-197	ROE	3.5%	6.6%	9.9%	10.9%
股权投资	0	0	0	0	ROIC	2.8%	5.2%	6.9%	7.3%
其他长期资产变化	99	1	0	1	偿债能力				
融资活动现金流	-108	980	841	506	资产负债率	39.4%	50.3%	56.7%	59.2%
借款增加	8	1,055	1,033	731	债务权益比	41.2%	72.1%	97.7%	109.7%
股利及利息支付	-95	-115	-196	-252	流动比率	2.0	1.6	1.5	1.4
股东融资	3	0	0	0	速动比率	1.6	1.3	1.2	1.2
其他影响	-24	40	4	27	营运能力				
					总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
					应收账款周转天数	120	109	112	117
					应付账款周转天数	43	37	38	38
					存货周转天数	67	59	61	63
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.24	0.48	0.77	0.92
					每股经营现金流	0.06	-1.13	-0.79	-0.17
					每股净资产	6.85	7.25	7.77	8.44
					估值比率				
					P/E	52.1	25.9	16.0	13.4
					P/B	1.8	1.7	1.6	1.5
					EV/EBITDA	18	10	7	6

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。