



赛伍技术（603212.SH）：光伏材料盈利下滑，持续推进产品结构优化

——2024 年年报及 25 年一季报业绩点评

2025 年 5 月 6 日

推荐/调低

赛伍技术

公司报告

财务要点：公司 24 年全年实现营业收入 30.04 亿，同比下滑 27.89%，实现归母净利润-2.85 亿元，同比下滑 375.0%。25 年 Q1 实现营业收入 6.43 亿元，同比下滑 27.35%，实现归母净利润-0.33 亿元，同比下滑 216.13%。

胶膜、背板盈利能力下滑致业绩表现不佳。24 年公司营收下滑主要原因为背板、胶膜单价分别下降 24.92%、32.86%；同时 TOPCon 组件双玻化对背板市场需求产生冲击，公司 2024 年背板出货量减少 35.37%。公司归母净利润首次出现亏损，主要原因为 1) 光伏背板、胶膜等产品因行业同质化竞争导致毛利率下降，从第三季度开始出现亏损；2) 原材料及主营产品价格下滑，公司基于审慎原则，计提资产减值 8,771 万元，应收账款等信用减值 1.12 亿元。25 年一季度随着行业抢装，公司毛利率从负转正修复至 2.67%，归母净利润环比减亏 82.5%。

光伏材料板块将继续优化产品结构。随着 TOPCon、HJT、XBC 等电池技术的持续成熟和扩大应用规模，钙钛矿单节和叠层技术等前沿技术的加速发展，以及包括激光烧结技术（LECO）、银包铜、0BB 在内的新制造工艺的产业化落地，对高分子材料的需求由单一化转向多样化、差异化。公司依托研发优势及市场挖掘能力，通过光转膜、BC 组件用光伏辅材、TPO 胶膜、MoPro®等差异化产品提升公司在光伏行业竞争力。

致力于成为平台化的多元应用领域企业。24 年公司新兴业务板块整体收入占比达到 21.57%，同比增加 8.53 个百分点，其中光伏运维材料、锂电和新能源汽车材料、半导体材料板块收入增速分别为 6.99%、21.77%、68.53%，新兴业务板块整体保持较高增速。未来公司将继续加大锂电和新能源汽车、消费电子、半导体等新兴业务板块研发和渠道投入，完善产品矩阵，提高下游客户群覆盖度，确保新兴业务在公司体系内占比进一步提升。

盈利预测：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-69.86/87.61/126.88 亿元，EPS 分别为-0.16/0.20/0.29 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 值分别为-56.68、45.19 和 31.20 倍。鉴于光伏行业产能尚未完成出清，公司今年盈利仍然承压，下调评级至“推荐”。

风险提示：行业贸易壁垒增加；下游需求或不及预期；行业竞争加剧。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,165.60	3,004.01	3,182.86	3,529.24	3,942.76
增长率（%）	1.22%	-27.89%	5.95%	10.88%	11.72%
归母净利润（百万元）	103.61	-284.93	-69.86	87.61	126.88
增长率（%）	-39.50%	-375.00%	75.48%	225.40%	44.83%
净资产收益率（%）	3.46%	-10.65%	-2.68%	3.28%	4.57%
每股收益（元）	0.24	-0.65	-0.16	0.20	0.29
PE	38.21	-13.90	-56.68	45.19	31.20

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：公司公告、iFinD

未来 3-6 个月重大事项提示：

2025-05-20 年度股东大会召开

资料来源：公司公告、iFinD

发债及交叉持股介绍：

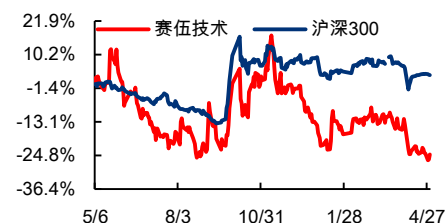
无

交易数据

52 周股价区间（元）	14.33-9.02
总市值（亿元）	40.56
流通市值（亿元）	40.56
总股本/流通 A 股（万股）	43,749/43,749
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	5.28

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

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

分析师：侯河清

010-66554108

houhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480524040001

分析师：吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480525020001

PB	1.32	1.48	1.52	1.48	1.43
----	------	------	------	------	------

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	3,586.18	2,935.30	2,606.95	2,860.39	3,188.84	营业收入	4,165.60	3,004.01	3,182.86	3,529.24	3,942.76
货币资金	757.74	555.54	318.29	352.92	394.28	营业成本	3,718.28	2,871.84	2,894.90	3,074.39	3,430.51
应收账款	2,012.45	1,727.08	1,596.13	1,769.83	1,977.20	营业税金及附加	12.56	15.99	12.35	13.70	15.30
其他应收款	4.00	5.56	18.84	9.10	10.09	营业费用	44.28	55.55	58.32	61.24	64.30
预付款项	59.92	84.37	84.30	93.47	104.42	管理费用	41.76	47.19	49.55	52.03	54.63
存货	699.13	488.84	528.42	561.18	626.19	财务费用	31.27	22.25	20.11	9.98	6.54
其他流动资产	51.37	60.63	70.72	72.89	75.48	研发费用	203.17	120.05	126.05	132.36	138.97
非流动资产合计	1,355.86	1,448.15	1,252.36	1,055.02	857.61	资产减值损失	-56.80	-199.49	-109.09	-115.53	-123.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.18	-0.10	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,063.55	1,134.21	964.89	794.02	621.59	投资净收益	0.24	0.22	0.81	0.81	0.81
无形资产	91.19	90.25	75.21	60.17	45.13	加：其他收益	26.17	18.93	21.36	21.36	21.36
其他非流动资产	101.20	161.09	161.09	161.09	161.09	营业利润	84.09	-309.29	-65.36	92.17	131.47
资产总计	4,942.04	4,383.45	3,859.31	3,915.40	4,046.45	营业外收入	2.32	2.87	2.40	2.40	2.40
流动负债合计	1,794.76	1,522.25	1,121.61	1,155.08	1,225.22	营业外支出	5.56	8.53	6.93	6.93	6.93
短期借款	595.86	602.05	252.62	232.15	196.67	利润总额	80.84	-314.95	-69.89	87.64	126.93
应付账款	629.74	629.18	562.98	597.88	667.14	所得税	-22.15	-26.99	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	569.16	291.03	306.02	325.04	361.42	净利润	102.99	-287.96	-69.89	87.64	126.93
非流动负债合计	151.74	178.35	124.74	77.98	38.40	少数股东损益	-0.62	-3.02	-0.03	0.04	0.05
长期借款	118.05	89.67	36.05	-10.71	-50.29	归属母公司净利润	103.61	-284.93	-69.86	87.61	126.88
其他非流动负债	33.69	88.69	88.69	88.69	88.69	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1,946.51	1,700.60	1,246.36	1,233.06	1,263.62						
少数股东权益	0.79	8.57	8.54	8.58	8.63	成长能力					
实收资本（或股本）	439.83	437.49	437.49	437.49	437.49	营业收入增长	1.22%	-27.89%	5.95%	10.88%	11.72%
资本公积	1,620.01	1,582.39	1,582.39	1,582.39	1,582.39	营业利润增长	-54.58%	-467.83%	78.87%	241.04%	42.63%
未分配利润	934.91	654.40	584.54	653.89	754.33	归属于母公司净利润增长	-39.50%	-375.00%	75.48%	225.40%	44.83%
归属母公司股东权益合计	2,994.75	2,674.28	2,604.42	2,673.77	2,774.20	获利能力					
负债和所有者权益	4,942.04	4,383.45	3,859.31	3,915.40	4,046.45	毛利率(%)	10.74%	4.40%	9.05%	12.89%	12.99%
现金流量表	单位：百万元					净利率(%)	2.47%	-9.59%	-2.20%	2.48%	3.22%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产净利润(%)	2.10%	-6.50%	-1.81%	2.24%	3.14%
经营活动现金流	24.64	365.04	185.20	132.55	153.61	ROE(%)	3.46%	-10.65%	-2.68%	3.28%	4.57%
净利润	102.99	-287.96	-87.52	73.14	114.20	偿债能力					
折旧摊销	93.73	111.39	195.79	197.34	197.40	资产负债率(%)	39%	39%	32%	31%	31%
财务费用	31.27	22.25	20.11	9.98	6.54	流动比率	2.00	1.93	2.32	2.48	2.60
投资损失	-0.24	-0.22	-0.81	-0.81	-0.81	速动比率	1.56	1.55	1.76	1.89	1.99
营运资金变动	-236.35	348.26	39.88	-164.86	-181.47	营运能力					
其他经营现金流	33.24	171.31	17.75	17.75	17.75	总资产周转率	0.84	0.69	0.82	0.90	0.97
投资活动现金流	-67.07	-215.76	0.69	-2.44	-4.20	应收账款周转率	2.26	1.99	2.27	2.27	2.27
资本支出	156.59	104.06	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	8.30	6.68	7.59	7.59	7.59
长期投资	0.00	-37.42	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）					
其他投资现金流	-223.66	-282.40	0.69	-2.44	-4.20	每股收益(最新摊薄)	0.24	-0.65	-0.16	0.20	0.29
筹资活动现金流	-107.97	-350.73	-423.15	-95.47	-108.05	每股净现金流(最新摊薄)	-0.28	0.04	-0.57	0.05	0.07
短期借款增加	25.60	6.18	-349.43	-20.47	-35.49	每股净资产(最新摊薄)	6.85	6.11	5.95	6.11	6.34
长期借款增加	-364.17	-28.39	-53.61	-46.76	-39.58	估值比率					
普通股增加	-0.67	-2.34	0.00	0.00	0.00	P/E	38.21	-13.90	-56.68	45.19	31.20
资本公积增加	-12.01	-37.62	0.00	0.00	0.00	P/B	1.32	1.48	1.52	1.48	1.43
现金净增加额	-147.09	-196.66	-237.26	34.64	41.35	EV/EBITDA	38.80	-26.52	28.54	13.90	12.16

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	基础化工行业：中美互加关税对化工品影响几何？	2025-04-07
行业深度报告	化工行业 2025 年投资展望：行业供需格局预期改善，景气度有望底部回暖	2024-12-25
行业深度报告	化工行业 2024 年半年度展望：行业供需格局预期改善	2024-07-29
行业深度报告	化工行业 2024 年投资展望：行业景气预期改善，聚焦三类投资机会	2023-11-30

资料来源：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, 2016 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, 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。

侯河清

金融学硕士, 3 年产业投资经验, 2022 年加盟东兴证券研究所, 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, 4 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的存在法律禁止的利益关系。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 23 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