

公司研究

显示材料修复，应用材料下滑

——凯盛科技（600552.SH）2025 年中报点评

要点

事件：凯盛科技发布 2025 年中报，25H1 实现营收/归母净利/扣非归母净利 27.6/0.5/0.3 亿元，同比+24.7%/+23.7%/扭亏为盈。25H1 经营性净现金流 2.6 亿元，同比+2.3 亿元。单 Q2 实现营收/归母净利/扣非归母净利 15.0/0.3/0.2 亿元，同比+57.2%/-0.7%/+2108.9%，经营性净现金流 2.2 亿元，同比+1.6 亿元。

显示材料修复，应用材料延续下滑。25H1 显示/应用材料实现收入 22.0/4.9 亿元，同比+42.0%/-26.4%；毛利率为 15.8%/15.3%，同比+1.3/-3.6pcts。显示材料高增估计系显示模组及 UTG 产品贡献，以及上年同期基数较低所致。1) 显示材料方面，深圳国显（持股 75.6%）实现收入/净利润为 18.9/0.8 亿元，同比+45.2%/+42.5%，净利率 4.0%，同比-0.1pcts。2) 应用材料方面，子公司蚌埠中恒实现收入/净利润为 4.2/0.3 亿元，同比-9.9%/-41.3%，净利率 7.4%，同比-3.9pcts；凯盛应材（持股 62.6%）实现收入/净利润为 2.4/0.2 亿元，同比-8.2%/-59.4%，净利率 6.8%，同比-8.6pcts。

Q2 费用率压缩对冲毛利率下滑，盈利能力下行。25H1 综合毛利率 16.4%，同比+0.6pcts。期间费用率为 13.8%，同比-1.5pcts；销售/管理/财务/研发费用率为 2.0%/4.7%/1.9%/5.3%，同比-0.5/-1.1/+0.02/+0.04pcts。最终销售净利率为 2.6%，同比-0.4pcts。单 Q2 公司毛利率为 15.2%，同比-2.5pcts；期间费用率为 12.2%，同比-3.1pcts；销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.7%/4.0%/4.6%/1.9%，同比-1.0/-2.2/+0.4/-0.3pcts。最终销售净利率为 2.9%，同比-1.4pcts。

聚焦两大板块，深挖市场潜力。显示材料板块，UTG 持续强化与国内头部终端客户的深度合作，通过工艺革新，提升生产效率。车载显示、3A 等业务获多个大尺寸项目订单，并与核心客户合作实现多项关键技术突破，包括大尺寸喷漆、无边框、FOG 穿孔、精密光感组装等，正在加快产业应用；减薄业务成功进入三星显示供应链体系，已完成生产线与产品认证，处于量产交付前期。应用材料板块，氧化锆产品成功导入陶瓷过滤器行业和汽车刹车片标杆企业，实现批量供应；纳米氧化锆新增新能源正极材料客户；抛光粉推进设备改造与技术升级，上半年销量大幅增长；电子封装用球形粉体材料项目投入试运行，切入消费电子细分市场。

盈利预测、估值与评级：考虑到应用材料业务承压以及 UTG 二期项目尚未投产，我们下调 25-27 年归母净利预测为 1.62/2.08/2.51 亿元（较上次-38%/-35%/-31%），维持“增持”评级。

风险提示：UTG 客户拓展不及预期，下游光伏等需求承压，产能投放不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,010	4,894	5,330	6,084	6,950
营业收入增长率	8.37%	-2.32%	8.92%	14.14%	14.23%
归母净利润（百万元）	107	140	162	208	251
归母净利润增长率	-23.61%	30.76%	15.45%	28.30%	21.03%
EPS（元）	0.11	0.15	0.17	0.22	0.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.63%	3.36%	3.78%	4.68%	5.43%
P/E	116	88	77	60	49
P/B	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-01

增持（维持）

当前价：13.13 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：鲁俊

执业证书编号：S0930525070002

021-52523835

lujun1@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.45
总市值(亿元):	124.03
一年最低/最高(元):	9.28/16.62
近 3 月换手率:	160.62%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.23	3.13	-48.21
绝对	10.90	20.57	-9.66

资料来源：Wind

相关研报

产能释放在即，期待经营向上——凯盛科技（600552.SH）2024 年年报点评（2025-04-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,010	4,894	5,330	6,084	6,950
营业成本	4,346	4,064	4,499	5,104	5,795
折旧和摊销	331	407	395	468	517
税金及附加	38	30	33	38	43
销售费用	100	103	107	122	139
管理费用	236	250	267	274	313
研发费用	219	293	319	304	347
财务费用	58	78	41	109	151
投资收益	10	3	3	3	3
营业利润	205	240	288	349	407
利润总额	202	240	288	349	408
所得税	52	46	72	87	102
净利润	150	195	216	262	306
少数股东损益	43	54	54	54	54
归属母公司净利润	107	140	162	208	251
EPS(元)	0.11	0.15	0.17	0.22	0.27

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	133	144	969	447	527
净利润	107	140	162	208	251
折旧摊销	331	407	395	468	517
净营运资金增加	591	330	-294	435	497
其他	-896	-733	707	-663	-738
投资活动产生现金流	-435	-732	-715	-732	-707
净资本支出	-614	-984	-710	-710	-710
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	179	252	-5	-22	3
融资活动现金流	-87	513	-227	331	233
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	456	813	-131	507	464
无息负债变化	119	90	112	233	267
净现金流	-376	-70	27	46	53

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	13.3%	17.0%	15.6%	16.1%	16.6%
EBITDA 率	11.8%	15.7%	13.2%	15.5%	15.8%
EBIT 率	5.1%	7.3%	5.8%	7.8%	8.3%
税前净利润率	4.0%	4.9%	5.4%	5.7%	5.9%
归母净利润率	2.1%	2.9%	3.0%	3.4%	3.6%
ROA	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%	2.3%
ROE (摊薄)	2.6%	3.4%	3.8%	4.7%	5.4%
经营性 ROIC	2.6%	3.4%	2.7%	3.9%	4.4%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	56%	59%	58%	59%	61%
流动比率	1.18	1.11	1.10	1.10	1.11
速动比率	0.73	0.62	0.54	0.53	0.53
归母权益/有息债务	1.21	1.00	1.06	0.97	0.92
有形资产/有息债务	2.79	2.48	2.60	2.52	2.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	10,233	11,269	11,420	12,369	13,343
货币资金	921	300	327	373	426
交易性金融资产	71	302	302	302	302
应收账款	1,293	1,272	1,386	1,581	1,806
应收票据	40	356	14	16	18
其他应收款 (合计)	202	324	44	50	57
存货	2,039	2,414	2,687	3,065	3,498
其他流动资产	620	227	235	250	268
流动资产合计	5,419	5,452	5,279	5,961	6,741
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,803	3,533	4,579	4,993	5,191
在建工程	988	1,350	552	313	241
无形资产	602	631	628	626	623
商誉	192	192	192	192	192
其他非流动资产	177	25	34	34	34
非流动资产合计	4,814	5,817	6,141	6,408	6,601
总负债	5,734	6,637	6,618	7,358	8,090
短期借款	1,222	1,872	1,641	2,049	2,413
应付账款	800	887	982	1,114	1,264
应付票据	129	314	347	394	447
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	161	77	99	137	180
流动负债合计	4,600	4,897	4,787	5,442	6,090
长期借款	976	1,576	1,676	1,776	1,876
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	158	160	152	137	120
非流动负债合计	1,134	1,739	1,831	1,916	2,000
股东权益	4,499	4,632	4,801	5,011	5,253
股本	945	945	945	945	945
公积金	2,562	2,568	2,585	2,605	2,630
未分配利润	570	657	755	889	1,052
归属母公司权益	4,077	4,170	4,284	4,439	4,627
少数股东权益	422	463	517	571	626

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.00%	2.11%	2.00%	2.00%	2.00%
管理费用率	4.72%	5.11%	5.00%	4.50%	4.50%
财务费用率	1.15%	1.60%	0.77%	1.80%	2.18%
研发费用率	4.38%	5.98%	5.98%	5.00%	5.00%
所得税率	26%	19%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流	0.14	0.15	1.03	0.47	0.56
每股净资产	4.32	4.41	4.54	4.70	4.90
每股销售收入	5.30	5.18	5.64	6.44	7.36

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	116	88	77	60	49
PB	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	27.3	22.5	24.4	18.8	16.7
股息率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP