

赛伍技术（603212）

2025 年三季报点评：25Q3 出货环比略有下滑，非光伏材料业务持续高增

增持（维持）

2025 年 11 月 02 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 郭亚男

执业证书：S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书：S0600524080003

yuh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4,166	3,004	2,664	3,476	4,377
同比（%）	1.22	(27.89)	(11.32)	30.49	25.92
归母净利润（百万元）	103.61	(284.93)	(120.12)	30.25	142.66
同比（%）	(39.50)	(375.00)	57.84	125.19	371.56
EPS-最新摊薄（元/股）	0.24	(0.65)	(0.27)	0.07	0.33
P/E（现价&最新摊薄）	49.28	(17.92)	(42.50)	168.76	35.79

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年三季度报告。2025 年初至 Q3，公司实现营业收入 20.39 亿元，同比-11.61%；归母净利润-1.17 亿元，同比-22.46%；毛利率 0.72%，同比-5.98pct。2025Q3 单季度公司实现营业收入 6.87 亿元，同比+4.84%，环比-3.18%；归母净利润-4488.76 万元，同比+43.92%，环比-15.27%；毛利率-2.18%，同比-2.77pct，环比-3.92pct。
- **25Q3 胶膜及背板出货及价格环比下滑，25Q4 盈利有望改善：**公司 25Q3 实现胶膜出货 0.85 亿平，环比略降，Q3 销售价格先降后升使得 Q3 均价环降 24%至 4.7 元/平；25Q3 背板出货 326 万平，环降 30-40%，价格端环降 29%至 5.75 元/平，主要系下游需求较弱。展望 25Q4，我们预计随胶膜价格回升，盈利有望逐步改善。
- **非光伏材料业务持续高增，为公司新增长极：**公司非光伏材料业务 25Q3 实现营收约 2-2.5 亿元，其中新能源材料业务 25Q3 营收约 1.8 亿元，同增 50%+，同时公司积极布局固态电池材料、储能材料等新品，未来有望贡献新增长。消费电子材料及半导体材料 26 年也有望实现新突破，非光伏材料业务高速增长，逐步成为公司重要增长极。
- **费用率略有波动。**公司 2025Q3 单季度期间费用 0.49 亿元，同比-28.30%，环比-3.87%；费用率 7.11%，同比-3.29pct，环比-0.05pct；经营性净现金流 0.99 亿元，同比-60.66%，环比+17.64%。截至 2025Q3，公司存货 4.59 亿元，同比-26.90%；合同负债 1269.96 万元，同比-22.44%。
- **盈利预测及投资评级：**考虑 25 年胶膜等光伏业务竞争激烈，非光伏材料业务持续突破，我们下调 25-26 年盈利预测，新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年公司归母净利润为-1.2/0.3/1.4 亿元（25-26 年前值为 0.2/0.8 亿元），同增 58%/125%/372%，考虑公司非光伏材料业务持续突破，助力公司业绩改善，维持“增持”评级。
- **风险提示：**竞争加剧、需求不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.67
一年最低/最高价	8.45/15.13
市净率(倍)	2.00
流通 A 股市值(百万元)	5,105.52
总市值(百万元)	5,105.52

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.84
资产负债率(% LF)	38.93
总股本(百万股)	437.49
流通 A 股(百万股)	437.49

相关研究

《赛伍技术(603212)：光伏材料短期承压，非光伏业务拓展新增长极》

2024-12-24

《赛伍技术(603212)：新领域布局构建多重增长极，平台化企业逐步成型》

2023-10-10

赛伍技术三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,935	2,979	3,394	3,990	营业总收入	3,004	2,664	3,476	4,377
货币资金及交易性金融资产	606	1,345	1,289	1,351	营业成本(含金融类)	2,872	2,596	3,201	3,943
经营性应收款项	1,811	1,128	1,482	1,872	税金及附加	16	15	19	24
存货	489	493	609	751	销售费用	56	40	45	53
合同资产	0	0	0	0	管理费用	47	45	52	61
其他流动资产	29	14	15	16	研发费用	120	96	115	136
非流动资产	1,448	1,438	1,380	1,291	财务费用	22	22	21	23
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	19	21	24	28
固定资产及使用权资产	1,134	1,142	1,080	1,002	投资净收益	0	(3)	2	2
在建工程	60	44	31	22	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	90	88	85	83	减值损失	(199)	(22)	(15)	(10)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	3	0	0
长期待摊费用	3	3	3	3	营业利润	(309)	(150)	34	159
其他非流动资产	161	161	181	181	营业外净收支	(6)	0	0	0
资产总计	4,383	4,417	4,774	5,281	利润总额	(315)	(150)	34	159
流动负债	1,522	1,716	2,034	2,388	减:所得税	(27)	(30)	3	16
短期借款及一年内到期的非流动负债	854	1,004	1,154	1,304	净利润	(288)	(120)	30	143
经营性应付款项	629	640	789	972	减:少数股东损益	(3)	0	0	0
合同负债	6	4	5	6	归属母公司净利润	(285)	(120)	30	143
其他流动负债	32	68	85	106	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.65)	(0.27)	0.07	0.33
非流动负债	178	128	127	127	EBIT	(265)	(128)	44	161
长期借款	87	37	37	37	EBITDA	(153)	36	222	351
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	4.40	2.55	7.91	9.93
租赁负债	3	3	2	2	归母净利率(%)	(9.49)	(4.51)	0.87	3.26
其他非流动负债	89	89	89	89	收入增长率(%)	(27.89)	(11.32)	30.49	25.92
负债合计	1,701	1,844	2,161	2,515	归母净利润增长率(%)	(375.00)	57.84	125.19	371.56
归属母公司股东权益	2,674	2,564	2,604	2,757					
少数股东权益	9	9	9	9					
所有者权益合计	2,683	2,573	2,613	2,766					
负债和股东权益	4,383	4,417	4,774	5,281					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	365	812	(64)	39	每股净资产(元)	6.11	5.86	5.95	6.30
投资活动现金流	(216)	(234)	(119)	(98)	最新发行在外股份(百万股)	437	437	437	437
筹资活动现金流	(351)	71	117	111	ROIC(%)	(6.19)	(2.83)	1.06	3.66
现金净增加额	(197)	659	(56)	62	ROE-摊薄(%)	(10.65)	(4.68)	1.16	5.17
折旧和摊销	111	164	179	190	资产负债率(%)	38.80	41.75	45.27	47.63
资本开支	(148)	(151)	(121)	(101)	P/E (现价&最新股本摊薄)	(17.92)	(42.50)	168.76	35.79
营运资本变动	348	717	(319)	(340)	P/B (现价)	1.91	1.99	1.96	1.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>