

赛特新材（688398.SH）

增长主动能切换至内销市场，子公司、转债造成盈利阶段性下行

事件：赛特新材发布 2024 年报及 2025 一季报。1) 公司 2024 年营收 9.34 亿元，同比+11.16%，归母净利润 7716 万元，同比-27.27%，其中政府补助、持有和处置金融资产或金融负债产生的收益等非经常性损益金额 628 万元，去年同期亏损 108 万元，扣非后归母净利润 7088 万元，同比-33.86%。2) 2025Q1 公司收入 2.46 亿元，同比+10.06%，归母净利润 976 万元，同比-65.96%，扣非后归母净利润 878 万元，同比-68.07%。

行业需求持续高景气，内外销结构调整导致均价窄幅下调。2024 年公司 VIP 板收入 9.15 亿元，同比增长 11.39%，分量价来看，全年销量 996.78 万平，同比增长 13.06%，对应全年销售均价 91.82 元/平，同比下跌 1.48%。2024 年 VIP 行业仍在较高的景气区间，但上半年主力增长动能有所切换，上半年受红海局势动荡等地缘政治因素影响，出于对运力紧张、运费上升的担忧，部分冰箱企业生产节奏前移，相应带动 VIP 出口订单需求提前释放；下半年在国内以旧换新政策带动下，冰箱等家电订单需求稳步回升；全年整体来看内销占比有所提升（2024 年内销占比 56.91%，同比+11.98pct），考虑国内价格竞争程度相对激烈，或是导致产品价格下降的主因。2025 年 Q1 公司在去年同期高基数的情况下依然实现了双位数增长，保持了良好的销售韧性，或主要归功于国内以旧换新政策继续发力。

子公司亏损、计提可转债费用导致公司净利润降幅扩大。2024 年公司综合毛利率 29.12%，同比减少 3.91pct，主要系 VIP 板终端均价下降及原料价格同比上涨所致。2025Q1 公司毛利率 25.13%，同比减少 9.43pct，推测与当期内销占比显著提高带来的均价下行有关，同时主要原料价格高位运行。费用方面，2024 年公司期间费用率 18.01%，同比增加 2.34pct，其中销售费用率同比减少 0.29pct，管理、研发和财务费用率分别同比增加 0.84pct、0.21pct、1.57pct，管理费用增加较多主要系子公司维爱吉和安徽赛特相应的管理人员薪酬、折旧摊销及行政办公费等支出增加所致，财务费用增幅较大主要系 2024 年度公司计提可转债利息所致，致使整体利息支出同比大增 183.74%。2025 年 Q1 公司费用率 19.48%，同比增加 0.82pct，其中销售和管理费用率分别同比增加 0.14pct、1.93pct，研发和财务费用率分别同比减少 0.58pct、0.67pct。对应 2024 年度销售净利率 8.27%，同比减少 4.36pct，净利润降幅较大一方面系子公司维爱吉和安徽赛特分别处于投资期和产能爬坡期、呈现经营净亏损，其中维爱吉亏损 1582 万元，安徽赛特亏损 1182 万元，另一方面系本期计提转债利息 2308 万元，叠加部分原料涨价；2025Q1 销售净利率 3.97%，同比减少 8.86pct。

积极开展现金分红及股份回购操作，重视股东回报。2024 年公司经营性现金流量净额 6565 万元，同比下降 12.67%，减少主要系本期成本增幅大于收入增速，叠加购买商品、接受劳务支付的现金同比增加 55.69%，支付给职工以及为职工支付的现金同比增加 35.39%。2025 年 Q1 公司经营性现金流量净额 511 万元，同比下降 82.27%，一方面系本期收到的税收返回同比减少，另一方面系安徽赛特自 2024 年 Q2 试产起，员工大幅增加，导致本期支付给职工及为职工支付的现金同比增长 31.36%。同时，为增强投资者信心、维护投资者利益，赛特新材 2024 年开展股份回购和首次中期分红，当年累计股利支付率 32.45%，另外现金分红叠加回购金额占当年归母净利润的 65.87%。

盈利预测与投资建议：赛特新材是真空绝热板行业的龙头企业，后续国内外家电用 VIP 板行业增长潜力充分，叠加新能源汽车等新兴应用方向逐步显现，主业前景良好。考虑行业价格竞争激烈叠加公司子公司处于发展初期，我们下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1 亿、1.4 亿、1.7 亿，对应 PE 分别为 25X、17X、14X，维持“买入”评级。

风险提示：价格竞争加剧风险、家电新能效标准修订幅度不及预期风险、大客户流失风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	840	934	1,078	1,218	1,313
增长率 yoy（%）	31.7	11.2	15.4	13.0	7.8
归母净利润（百万元）	106	77	98	139	167
增长率 yoy（%）	66.1	-27.3	26.8	41.8	20.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.63	0.46	0.58	0.83	1.00
净资产收益率（%）	9.2	6.8	8.1	10.7	11.9
P/E（倍）	22.6	31.1	24.6	17.3	14.4
P/B（倍）	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7

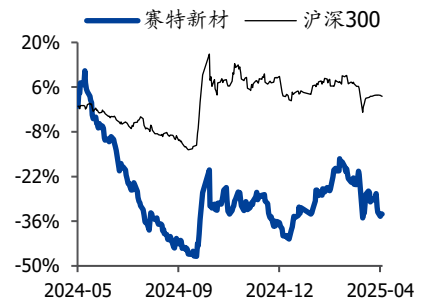
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
04 月 30 日收盘价（元）	14.32
总市值（百万元）	2,403.09
总股本（百万股）	167.81
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	1.51

股价走势



作者

分析师 沈猛

执业证书编号：S0680522050001

邮箱：shenmeng@gszq.com

分析师 陈冠宇

执业证书编号：S0680522120005

邮箱：chengguanyu@gszq.com

相关研究

- 1、《赛特新材（688398.SH）：盈利阶段性波动，以旧换新政策加码订单有望改善》 2024-10-29
- 2、《赛特新材（688398.SH）：主业收入显韧性，产品及应用持续多元化》 2024-08-27
- 3、《赛特新材（688398.SH）：主业持续兑现，真空玻璃有望厚积薄发》 2023-10-23

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1082	915	948	1133	1311
现金	218	113	145	275	420
应收票据及应收账款	348	398	440	499	535
其他应收款	7	6	9	9	10
预付账款	7	21	15	18	22
存货	89	141	135	143	160
其他流动资产	414	235	203	188	163
非流动资产	800	1083	1097	1061	1014
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	391	694	741	746	732
无形资产	68	68	66	65	63
其他非流动资产	341	321	290	250	219
资产总计	1882	1998	2045	2194	2325
流动负债	289	393	403	462	474
短期借款	5	0	0	0	0
应付票据及应付账款	229	227	259	312	321
其他流动负债	56	166	144	150	153
非流动负债	445	468	438	438	448
长期借款	94	90	40	20	10
其他非流动负债	352	378	398	418	438
负债合计	735	860	841	900	923
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	116	168	168	168	168
资本公积	427	368	368	368	368
留存收益	488	511	576	667	775
归属母公司股东权益	1147	1138	1203	1293	1402
负债和股东权益	1882	1998	2045	2194	2325

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	75	66	207	235	258
净利润	106	77	98	139	167
折旧摊销	46	54	106	117	128
财务费用	7	20	19	11	8
投资损失	2	-6	-5	-5	-5
营运资金变动	-98	-84	-29	-37	-49
其他经营现金流	12	4	19	10	9
投资活动现金流	-556	-172	-63	-46	-56
资本支出	-264	-323	-100	-80	-80
长期投资	-290	145	50	30	20
其他投资现金流	-2	6	-13	4	4
筹资活动现金流	488	12	-114	-60	-57
短期借款	5	-5	0	0	0
长期借款	84	-4	-50	-20	-10
普通股增加	36	52	0	0	0
资本公积增加	-31	-58	0	0	0
其他筹资现金流	394	27	-64	-40	-47
现金净增加额	8	-90	32	130	146

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	840	934	1078	1218	1313
营业成本	562	662	768	863	924
营业税金及附加	8	9	10	11	12
营业费用	46	48	54	58	60
管理费用	43	55	63	68	71
研发费用	42	48	53	58	62
财务费用	2	17	15	9	4
资产减值损失	-5	-14	-15	-5	-4
其他收益	3	5	5	5	6
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	-2	5	5	5	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	123	85	107	151	182
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	3	2	1	1	1
利润总额	121	84	106	151	182
所得税	15	7	9	12	15
净利润	106	77	98	139	167
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	106	77	98	139	167
EBITDA	172	151	227	277	313
EPS (元/股)	0.63	0.46	0.58	0.83	1.00

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	31.7	11.2	15.4	13.0	7.8
营业利润(%)	73.7	-31.0	25.3	41.7	20.3
归属母公司净利润(%)	66.1	-27.3	26.8	41.8	20.4
获利能力					
毛利率(%)	33.0	29.1	28.7	29.2	29.6
净利率(%)	12.6	8.3	9.1	11.4	12.7
ROE(%)	9.2	6.8	8.1	10.7	11.9
ROIC(%)	7.0	5.3	6.6	8.3	9.0
偿债能力					
资产负债率(%)	39.0	43.1	41.1	41.0	39.7
净负债比率(%)	18.0	37.8	28.0	16.0	5.1
流动比率	3.7	2.3	2.4	2.5	2.8
速动比率	3.3	1.8	1.9	2.0	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.2	2.6	2.8	2.8	2.7
应付账款周转率	5.0	4.2	4.5	4.4	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.46	0.58	0.83	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.39	1.23	1.40	1.54
每股净资产(最新摊薄)	6.84	6.78	7.17	7.71	8.35
估值比率					
P/E	22.6	31.1	24.6	17.3	14.4
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	22.5	17.9	12.1	9.4	7.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com