

赛特新材（688398）

Q2 业绩继续承压，以旧换新+新能效标准保障下游需求

上半年公司收入维持稳健增长，利润端则表现欠佳

公司发布 25 年中报，上半年实现收入/归母净利润 4.69/0.12 亿元，同比 +3.7%/-77.66%，实现扣非归母净利润 0.1 亿元，同比-80.41%。其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润 2.23/0.02 亿元，同比-2.51%/-90.81%，扣非归母净利润 0.01 亿元，同比-94.82%。公司上半年盈利水平下降的主要原因系：1) 真空绝热板产品销价整体下降，部分原材料价格上涨等原因导致单位直接材料成本增加；2) 因经营规模扩大、管理人员薪酬增加、折旧及摊销增加等导致管理费用比上年同期增加；3) 公司可转债计提利息同比增加。

核心产品产销量创新高，新应用拓展持续推进

25H1 公司真空绝热板实现收入 4.52 亿元，同比+1.78%，产销量创历史新高；实现保温箱销售收入 0.13 亿元，环比、同比均增长。上半年“赛特真空产业制造基地（一期）”已基本完成 1 号厂房、办公楼、宿舍楼等主体工程建设，公司持续优化生产效率与产品良率，新建产能得到较充分的释放。此外，为拓展新能源动力电池及储能电池、高温设备隔热、LNG 设备保温等宽温域下游市场，公司持续开展真空绝热板应用场景适应性研发，加大应用推广力度，并积极与新能源相关企业开展技术交流和产品测试，相关产品正在获得更多的客户关注。

毛利率下滑叠加费用上升，上半年公司整体盈利能力下降

公司上半年实现毛利率 23.9%，同比-9.57pct，其中 Q2 单季度整体毛利率 22.55%，同比-9.86pct。25H1 公司期间费用率 19.03%，同比+0.47pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.99/+1.94/-0.7/+0.22pct，管理费用增加主要系管理人员薪酬、折旧摊销等增加所致，财务费用增加主要系上半年计入可转换公司债券利息费用增加所致。25 年上半年公司净利率 2.58%，同比-9.4pct。25H1 公司经营性现金流净额 0.31 亿元，同比-0.28 亿元，主要系收到的税费返还减少，支付给职工及为职工支付的现金增加所致。25H1 公司收现比同比-1.78pct 达 95.55%，付现比同比-22.28pct 达 75.37%。

以旧换新+新能效标准保障下游需求，维持“买入”评级

25 年 7 月，国家发展改革委下达今年第三批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，10 月预计将下达今年第四批 690 亿元超长期特别国债资金，保障消费品以旧换新政策全年有序实施，将持续拉动家电等消费增长。此外，叠加新能效标准即将落地，VIP 市场需求增长将继续获得有力推动。考虑到上半年原材料及成本增加，我们下调公司 25-27 年归母净利润分别为 0.7/1.2/1.8 亿元（25-27 年前值分别为 1.4/1.8/2.4 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本上涨超预期，客户拓展低于预期，产品研发低于预期，汇率波动风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	839.81	933.54	999.99	1,251.40	1,436.34
增长率(%)	31.69	11.16	7.12	25.14	14.78
EBITDA(百万元)	227.87	227.11	186.30	257.82	343.29
归属母公司净利润(百万元)	106.10	77.16	69.66	122.29	178.22
增长率(%)	66.14	(27.27)	(9.73)	75.56	45.74
EPS(元/股)	0.63	0.46	0.42	0.73	1.06
市盈率(P/E)	34.20	47.02	52.09	29.67	20.36
市净率(P/B)	3.16	3.19	3.06	2.86	2.61
市销率(P/S)	4.32	3.89	3.63	2.90	2.53
EV/EBITDA	15.42	10.83	20.63	15.54	12.47

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2025 年 08 月 26 日

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.62 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	167.81
流通 A 股股本(百万股)	167.81
A 股总市值(百万元)	3,628.14
流通 A 股市值(百万元)	3,628.14
每股净资产(元)	6.06
资产负债率(%)	45.87
一年内最高/最低(元)	23.95/11.32

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	
蹇青青	分析师
SAC 执业证书编号：S1110525060006	
jianqingqing@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001	
wangtaoa@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《赛特新材-年报点评报告:短期业绩承压，VIP 新品订单初释放，看好中长期成长性》 2025-04-24
- 2 《赛特新材-半年报点评:盈利同比持续增长，看好下游高景气需求》 2024-08-31
- 3 《赛特新材-季报点评:需求持续高景气，扩产提供增长动能》 2024-05-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	217.71	113.26	200.00	250.28	287.27	营业收入	839.81	933.54	999.99	1,251.40	1,436.34
应收票据及应收账款	347.65	397.66	407.89	426.38	451.39	营业成本	562.38	661.71	737.43	901.79	995.67
预付账款	7.20	21.18	10.44	28.23	14.47	营业税金及附加	7.53	9.41	9.50	12.51	14.36
存货	89.03	141.49	157.58	143.02	177.81	销售费用	45.71	48.11	51.40	61.32	67.51
其他	420.66	241.14	292.73	344.58	395.26	管理费用	42.77	55.37	56.00	62.57	68.94
流动资产合计	1,082.24	914.72	1,068.64	1,192.49	1,326.20	研发费用	41.52	48.12	51.54	61.32	67.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	1.64	16.54	20.30	21.89	33.87
固定资产	390.66	694.14	736.84	848.66	1,019.89	资产/信用减值损失	(17.42)	(18.75)	(13.00)	(15.00)	(15.00)
在建工程	294.86	253.83	269.47	391.57	529.26	公允价值变动收益	1.31	(0.50)	0.00	0.00	0.00
无形资产	67.85	67.91	66.05	64.19	62.33	投资净收益	(2.07)	5.27	15.64	18.00	20.00
其他	46.37	67.30	63.08	58.86	54.65	其他	33.12	23.13	0.00	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	799.73	1,083.19	1,135.43	1,363.29	1,666.13	营业利润	123.32	85.12	76.46	133.00	193.47
资产总计	1,881.98	1,997.91	2,204.07	2,555.78	2,992.32	营业外收入	0.11	0.55	0.75	0.75	0.75
短期借款	5.00	0.00	103.36	282.16	543.34	营业外支出	2.51	1.85	1.55	1.55	1.55
应付票据及应付账款	228.56	226.61	280.64	339.66	345.22	利润总额	120.91	83.81	75.66	132.20	192.67
其他	54.17	164.93	169.65	171.63	173.00	所得税	14.81	6.65	6.00	9.92	14.45
流动负债合计	287.73	391.54	553.65	793.46	1,061.56	净利润	106.10	77.16	69.66	122.29	178.22
长期借款	93.65	90.05	101.75	131.06	174.56	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	325.14	352.46	338.80	338.80	343.35	归属于母公司净利润	106.10	77.16	69.66	122.29	178.22
其他	26.67	25.22	25.22	25.22	25.22	每股收益（元）	0.63	0.46	0.42	0.73	1.06
非流动负债合计	445.47	467.73	465.77	495.07	543.13						
负债合计	734.89	860.31	1,019.42	1,288.53	1,604.69	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	116.00	167.81	167.81	167.81	167.81	营业收入	31.69%	11.16%	7.12%	25.14%	14.78%
资本公积	426.52	368.26	368.26	368.26	368.26	营业利润	73.71%	-30.97%	-10.17%	73.95%	45.46%
留存收益	487.88	510.64	557.69	640.29	760.67	归属于母公司净利润	66.14%	-27.27%	-9.73%	75.56%	45.74%
其他	116.68	90.88	90.88	90.88	90.88	获利能力					
股东权益合计	1,147.08	1,137.60	1,184.65	1,267.25	1,387.63	毛利率	33.03%	29.12%	26.26%	27.94%	30.68%
负债和股东权益总计	1,881.98	1,997.91	2,204.07	2,555.78	2,992.32	净利率	12.63%	8.27%	6.97%	9.77%	12.41%
						ROE	9.25%	6.78%	5.88%	9.65%	12.84%
						ROIC	15.65%	9.40%	6.68%	10.23%	12.78%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	资产负债率	39.05%	43.06%	46.25%	50.42%	53.63%
净利润	106.10	77.16	69.66	122.29	178.22	净负债率	17.99%	37.79%	37.53%	47.54%	63.03%
折旧摊销	46.03	53.79	68.53	77.93	90.94	流动比率	3.74	2.33	1.93	1.50	1.25
财务费用	7.29	20.36	20.30	21.89	33.87	速动比率	3.43	1.97	1.65	1.32	1.08
投资损失	2.01	(5.71)	(15.64)	(18.00)	(20.00)	营运能力					
营运资金变动	(156.07)	(56.16)	(5.25)	(8.34)	(85.57)	应收账款周转率	2.79	2.51	2.48	3.00	3.27
其它	69.82	(23.80)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	存货周转率	8.89	8.10	6.69	8.33	8.95
经营活动现金流	75.17	65.65	137.60	195.76	197.47	总资产周转率	0.55	0.48	0.48	0.53	0.52
资本支出	303.55	313.67	125.00	310.00	398.00	每股指标（元）					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.63	0.46	0.42	0.73	1.06
其他	(859.79)	(486.01)	(234.36)	(602.00)	(776.00)	每股经营现金流	0.45	0.39	0.82	1.17	1.18
投资活动现金流	(556.24)	(172.35)	(109.36)	(292.00)	(378.00)	每股净资产	6.84	6.78	7.06	7.55	8.27
债权融资	402.46	102.50	81.10	186.21	275.36	估值比率					
股权融资	75.62	(57.29)	(22.61)	(39.69)	(57.84)	市盈率	34.20	47.02	52.09	29.67	20.36
其他	9.92	(33.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	市净率	3.16	3.19	3.06	2.86	2.61
筹资活动现金流	488.00	12.22	58.49	146.52	217.52	EV/EBITDA	15.42	10.83	20.63	15.54	12.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	18.93	13.86	32.64	22.27	16.97
现金净增加额	6.93	(94.48)	86.74	50.28	36.99						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com