

赛特新材 (688398.SH)

国内市场价格和盈利阶段性承压，新国标或带来显著订单增量

事件：赛特新材发布 2025 中报。公司 2025H1 实现营收 4.69 亿元，同比增长 3.7%，实现归母净利润 1210 万元，同比下滑 77.66%，其中政府补助等非经常性损益金额 211 万元，同比减少 33.12%，扣非后归母净利润 1000 万元，同比下滑 80.41%。单 Q2 公司取得收入 2.23 亿元，同比窄幅下跌 2.51%，实现归母净利润 234 万元，同比下降 90.81%，扣非后归母净利润 122 万元，同比下降 94.82%。

上半年真空绝热板量增价减持续演绎，内销收入及占比快速提升。分产品来看，2025H1 赛特新材真空绝热板收入 4.52 亿元（占公司总营收比重的 96.47%），同比增长 1.78%，考虑上半年公司产品价格降幅较大，推测主要系订单量的明显增长对冲价格下行，且除了家电方向的需求增长外，公司在新能源汽车动力电池保温方向亦获取了少量订单，产品应用面进一步丰富；保温箱产品收入 1308 万元（占公司总营收的 2.79%），同比大幅增长 229.64%，公司凭借轻质芯材 VIP 的应用，在保温箱、托盘箱等获得更多客户青睐，本报告期该产品收入增长强劲。分领域来看，上半年赛特新材国内收入 2.85 亿元，同比增长 26.34%，外销收入 1.84 亿元，同比下滑 18.79%；相较于去年上半年，公司今年以来内外销结构发生重大变化，上半年内销占比提升至 60.72%，占比同比上升 10.88 个百分点，外销相应降至 39.28%，预计后续较长一段时间内内销都将占据主导。

降价造成毛利率承压，管理及财务费用支出阶段性增长。2025H1 赛特新材综合毛利率 23.9%，同比减少 9.57pct，其中占绝对比重的真空绝热板产品毛利率 23.76%，同比减少 9.98pct，盈利水平明显下行主要受均价下滑拖累，其次为部分原材料涨价导致成本压力加大。分季度来看，Q1-Q2 公司毛利率分别为 25.13%、22.55%，环比继续走低推测主要受均价继续下跌影响。分区域来看，国内市场上半年毛利率 16.27%，同比减少 14.52pct，外销毛利率 35.7%，同比微降 0.43pct，受国内无序价格竞争影响，内外销盈利差距进一步拉大。费用方面，上半年公司期间费用率 19.03%，同比增加 0.47pct，其中管理/财务费用率分别同比增加 1.94pct、0.22pct，管理费用增加主要系人员薪酬、折旧摊销等项有所增长，财务费用增加主要系可转债利息费用增加，销售/研发费用率分别同比减少 1pct、0.69pct；单 Q2 公司期间费用率 18.52%，同比略增 0.06pct，其中管理/财务费用率分别同比增加 1.96pct、1.16pct，销售、研发费用率分别同比减少 2.27pct、0.8pct。对应上半年公司销售净利率 2.58%，同比减少 9.4pct，其中 Q1-Q2 销售净利率分别为 3.97%、1.05%，分别同比减少 8.86pct、10.1pct。

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，在规模、成本、客户等核心竞争要素上具备深厚护城河，近期家用冰箱新国标的出台预计将为真空绝热板内需市场带来显著增量，公司作为业内头部或充分受益于本轮机遇，未来几年行业前景及公司竞争优势不改。但考虑今年行业价格竞争空前激烈，对价格及盈利造成一定冲击，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 0.6 亿、1.2 亿、1.7 亿，对应 PE 分别为 59X、32X、22X，维持“买入”评级。

风险提示：价格竞争加剧风险、新国标下高能级冰箱市场推广进度不及预期风险、大客户流失风险、原材料价格大幅波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	840	934	1,050	1,348	1,686
增长率 yoy (%)	31.7	11.2	12.5	28.4	25.1
归母净利润 (百万元)	106	77	63	117	168
增长率 yoy (%)	66.1	-27.3	-18.2	85.4	43.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.63	0.46	0.38	0.70	1.00
净资产收益率 (%)	9.2	6.8	5.3	9.3	12.3
P/E (倍)	35.1	48.2	58.9	31.8	22.2
P/B (倍)	3.2	3.3	3.1	3.0	2.7

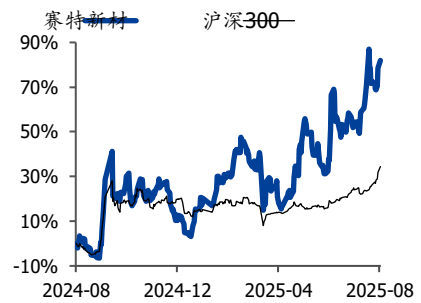
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
08 月 25 日收盘价 (元)	22.16
总市值 (百万元)	3,718.76
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)	4.24

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

- 《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》 2025-05-04
- 《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
- 《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

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	949	1171	1428
现金	218	113	154	223	291
应收票据及应收账款	348	398	429	553	691
其他应收款	7	6	9	10	13
预付账款	7	21	15	21	30
存货	89	141	139	169	226
其他流动资产	414	235	202	195	177
非流动资产	800	1083	1082	1045	999
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	275	235	203
资产总计	1882	1998	2030	2217	2426
流动负债	289	393	412	522	612
短期借款	5	0	0	0	0
应付票据及应付账款	229	227	266	362	434
其他流动负债	56	166	145	160	178
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	850	960	1060
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	554	630	739
归属母公司股东权益	1147	1138	1181	1257	1366
负债和股东权益	1882	1998	2030	2217	2426

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	187	168	181
净利润	106	77	63	117	168
折旧摊销	46	54	106	117	128
财务费用	7	20	19	11	8
投资损失	2	-6	-4	-4	-5
营运资金变动	-98	-84	-13	-84	-127
其他经营现金流	12	4	16	10	9
投资活动现金流	-556	-172	-47	-47	-56
资本支出	-264	-323	-101	-80	-80
长期投资	-290	145	50	30	20
其他投资现金流	-2	6	4	3	4
筹资活动现金流	488	12	-102	-52	-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	-52	-32	-47
现金净增加额	8	-90	41	69	68

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	840	934	1050	1348	1686
营业成本	562	662	790	1001	1252
营业税金及附加	8	9	9	12	15
营业费用					
管理费用					
研发费用	42	48	45	55	66
财务费用	2	17	15	19	15
资产减值损失	-5	-14	-15	-5	-4
其他收益	3	5	6	7	8
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	-2	5	4	4	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	123	85	69	127	183
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	69	127	182
所得税	15	7	5	10	14
净利润	106	77	63	117	168
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	106	77	63	117	168
EBITDA	172	151	189	263	325
EPS (元/股)	0.63	0.46	0.38	0.70	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	12.5	28.4	25.1
营业利润(%)	73.7	-31.0	-18.6	84.0	43.2
归属母公司净利润(%)	66.1	-27.3	-18.2	85.4	43.4
获利能力					
毛利率(%)	33.0	29.1	24.8	25.8	25.8
净利率(%)	12.6	8.3	6.0	8.7	10.0
ROE(%)	9.2	6.8	5.3	9.3	12.3
ROIC(%)	7.0	5.3	4.6	7.7	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	39.0	43.1	41.8	43.3	43.7
净负债比率(%)	18.0	37.8	27.8	20.6	14.7
流动比率	3.7	2.3	2.3	2.2	2.3
速动比率	3.3	1.8	1.8	1.8	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.2	2.6	2.8	3.0	2.9
应付账款周转率	5.0	4.2	4.5	4.7	4.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.46	0.38	0.70	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.39	1.12	1.00	1.08
每股净资产(最新摊薄)	6.84	6.78	7.04	7.49	8.14
估值比率					
P/E	35.1	48.2	58.9	31.8	22.2
P/B	3.2	3.3	3.1	3.0	2.7
EV/EBITDA	22.5	17.9	21.4	15.1	12.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 25 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