

# 赛特新材 (688398.SH)

## VIP板销量保持良好增势，关注新国标带来的需求弹性

**事件：赛特新材发布2025年报及2026一季报。**赛特新材2025年总营收9.95亿元，同比增长6.57%，归母净利润2419万元，同比减少68.66%，扣非归母净利润2083万元，同比减少70.61%；单Q4公司营收2.61亿元，同比微降1.77%，归母净利润微亏126万元，上年同期盈利1202万元，扣非后净亏损57万元，上年同期盈利1111万元。2026年Q1公司创收2.42亿元，同比微降1.44%，归母净利润38万元，同比下降96.09%，扣非归母净利润52万元，同比下降94.12%。

**VIP板销量持续稳步增长。**作为公司主要的收入利润来源，2025年赛特新材VIP板收入9.58亿元，同比增长4.63%，全年销量1146.08万平方米，同比增长14.98%，对应销售均价83.55元/平方米，同比下降9%，主要系内销占比提升所致（2025年内销占比从上年度的56.91%提升至63.78%）；此外，公司保温箱全年收入达2755万元，同比大幅增长173.44%。展望后续，公司VIP板销售有望保持良好增长态势，原因一方面系国内冰箱新能效标准的强制实施或带动国内VIP板渗透率明显上升，赛特新材作为业内龙头或从中显著受益，另一方面系公司积极研发壳式四边封VIP及多种芯材VIP产品，将应用领域从家电进一步延展至节能建筑、工业设备、高温设备隔热、LNG设备保温等宽温域场景。

**盈利阶段性承压。**2025年赛特新材整体毛利率23.85%，同比减少5.27pct，毛利率下行主要系产品均价走低叠加公司产品内外销结构持续调整所致（内销毛利率较外销毛利率低16.82%）；成本端，2025年公司VIP板单位成本63.9元/平方米，同比降低1.5%。2026Q1公司综合毛利率22.71%，同比减少2.42pct，环比增加0.92pct，环比来看公司产品价格及盈利基本企稳。2025年公司期间费用率19.47%，同比增加1.46pct，其中管理/财务费用率分别为6.85%/3.06%，分别同比增加0.92pct/1.29pct，管理费用增加较多主要系2025年子公司维爱吉尚未正式投产，相应折旧费用明显增多，财务费用有所增长主要系公司可转债计提利息费用以及银行贷款利息费用同比有所增加，销售/研发费用率分别为4.5%/5.05%，分别同比减少0.65pct/0.1pct。2026Q1公司期间费用率22.23%，同比增加2.75pct，主要系财务费用率同比增加较多（3.45pct），因当期汇兑损失及利息费用均有所增加，另外销售/管理费用率分别减少1.1pct/0.34pct，研发费用率同比增加0.74pct。短期来看费用增加主要系部分子公司厂房设备尚未正式运营带来的折旧额增加，后续该影响或逐步减弱；人员方面，2025年末公司员工数量1486人，同比减少48人。对应2025年公司销售净利率2.43%，同比减少5.84pct，2026Q1销售净利率0.16%，同比减少3.81pct。

**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，近期家用电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；此外，公司在持续巩固家电领域头部地位的同时积极开辟四边封真空绝热板、真空玻璃等新产品，积极培育第二第三增长曲线，进一步强化长期成长性。预计公司2026-2028年归母净利润分别为0.7亿元、1.3亿元、1.3亿元，对应PE分别为82X、53X、41X。

**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          | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 934   | 995   | 1,242 | 1,549 | 1,756 |
| 增长率 yoy (%)   | 11.2  | 6.6   | 24.8  | 24.7  | 13.4  |
| 归母净利润(百万元)    | 77    | 24    | 66    | 101   | 130   |
| 增长率 yoy (%)   | -27.3 | -68.7 | 171.4 | 53.4  | 29.4  |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.46  | 0.14  | 0.39  | 0.60  | 0.78  |
| 净资产收益率(%)     | 6.8   | 2.1   | 5.5   | 8.0   | 9.8   |
| P/E(倍)        | 69.4  | 221.4 | 81.6  | 53.2  | 41.1  |
| P/B(倍)        | 4.7   | 4.7   | 4.5   | 4.3   | 4.0   |

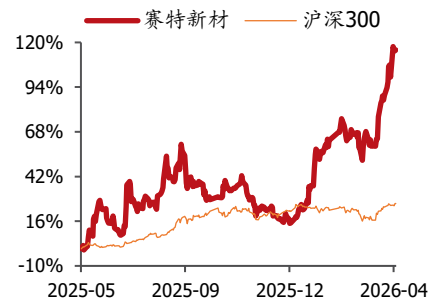
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年04月30日收盘价

### 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)  | 31.91    |
| 总市值(百万元)      | 5,354.95 |
| 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) | 2.84     |

#### 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)：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》 2025-08-27
- 《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

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 915   | 911   | 996   | 1144  | 1294  |
| 现金             | 113   | 135   | 108   | 73    | 101   |
| 应收票据及应收账款      | 398   | 475   | 573   | 722   | 813   |
| 其他应收款          | 6     | 9     | 10    | 13    | 14    |
| 预付账款           | 21    | 5     | 14    | 14    | 18    |
| 存货             | 141   | 145   | 182   | 219   | 246   |
| 其他流动资产         | 235   | 142   | 110   | 103   | 102   |
| <b>非流动资产</b>   | 1083  | 1202  | 1254  | 1248  | 1247  |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 694   | 876   | 1001  | 1036  | 1055  |
| 无形资产           | 68    | 77    | 84    | 86    | 88    |
| 其他非流动资产        | 321   | 250   | 169   | 126   | 105   |
| <b>资产总计</b>    | 1998  | 2113  | 2250  | 2392  | 2541  |
| <b>流动负债</b>    | 393   | 417   | 456   | 533   | 587   |
| 短期借款           | 0     | 50    | 30    | 25    | 20    |
| 应付票据及应付账款      | 227   | 238   | 308   | 378   | 427   |
| 其他流动负债         | 166   | 129   | 118   | 130   | 139   |
| <b>非流动负债</b>   | 468   | 551   | 608   | 608   | 618   |
| 长期借款           | 90    | 141   | 168   | 148   | 138   |
| 其他非流动负债        | 378   | 410   | 440   | 460   | 480   |
| <b>负债合计</b>    | 860   | 968   | 1064  | 1141  | 1204  |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 168   | 168   | 168   | 168   | 168   |
| 资本公积           | 368   | 368   | 368   | 368   | 368   |
| 留存收益           | 511   | 518   | 559   | 625   | 709   |
| 归属母公司股东权益      | 1138  | 1145  | 1186  | 1252  | 1336  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1998  | 2113  | 2250  | 2392  | 2541  |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 66    | 71    | 150   | 148   | 239   |
| 净利润            | 77    | 24    | 66    | 101   | 130   |
| 折旧摊销           | 54    | 69    | 116   | 132   | 147   |
| 财务费用           | 20    | 31    | 38    | 31    | 33    |
| 投资损失           | -6    | -2    | -4    | -5    | -5    |
| 营运资金变动         | -84   | -57   | -71   | -117  | -73   |
| 其他经营现金流        | 4     | 6     | 5     | 6     | 6     |
| <b>投资活动现金流</b> | -172  | -104  | -121  | -111  | -136  |
| 资本支出           | -323  | -191  | -161  | -125  | -145  |
| 长期投资           | 145   | 85    | 40    | 10    | 5     |
| 其他投资现金流        | 6     | 2     | 0     | 4     | 4     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 12    | 52    | -55   | -72   | -74   |
| 短期借款           | -5    | 50    | -20   | -5    | -5    |
| 长期借款           | -4    | 51    | 27    | -20   | -10   |
| 普通股增加          | 52    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -58   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 27    | -49   | -62   | -47   | -59   |
| <b>现金净增加额</b>  | -90   | 20    | -27   | -35   | 29    |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 934   | 995   | 1242  | 1549  | 1756  |
| 营业成本            | 662   | 758   | 953   | 1181  | 1330  |
| 营业税金及附加         | 9     | 10    | 11    | 14    | 16    |
| 营业费用            | 48    | 45    | 42    | 51    | 56    |
| 管理费用            | 55    | 68    | 74    | 90    | 98    |
| 研发费用            | 48    | 50    | 53    | 63    | 68    |
| 财务费用            | 17    | 30    | 36    | 40    | 42    |
| 资产减值损失          | -14   | -11   | -8    | -5    | -4    |
| 其他收益            | 5     | 9     | 9     | 9     | 8     |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 5     | 1     | 4     | 5     | 5     |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 85    | 30    | 77    | 117   | 152   |
| 营业外收入           | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 2     | 2     | 2     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 84    | 29    | 76    | 117   | 152   |
| 所得税             | 7     | 4     | 11    | 16    | 21    |
| <b>净利润</b>      | 77    | 24    | 66    | 101   | 130   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 77    | 24    | 66    | 101   | 130   |
| EBITDA          | 151   | 128   | 228   | 288   | 341   |
| EPS (元/股)       | 0.46  | 0.14  | 0.39  | 0.60  | 0.78  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 11.2  | 6.6   | 24.8  | 24.7  | 13.4  |
| 营业利润(%)         | -31.0 | -64.9 | 158.4 | 51.9  | 29.4  |
| 归属母公司净利润(%)     | -27.3 | -68.7 | 171.4 | 53.4  | 29.4  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 29.1  | 23.9  | 23.3  | 23.7  | 24.2  |
| 净利率(%)          | 8.3   | 2.4   | 5.3   | 6.5   | 7.4   |
| ROE(%)          | 6.8   | 2.1   | 5.5   | 8.0   | 9.8   |
| ROIC(%)         | 5.3   | 2.8   | 5.3   | 7.1   | 8.4   |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 43.1  | 45.8  | 47.3  | 47.7  | 47.4  |
| 净负债比率(%)        | 37.8  | 45.0  | 46.2  | 46.2  | 41.5  |
| 流动比率            | 2.3   | 2.2   | 2.2   | 2.1   | 2.2   |
| 速动比率            | 1.8   | 1.7   | 1.7   | 1.6   | 1.7   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率         | 2.6   | 2.4   | 2.4   | 2.5   | 2.4   |
| 应付账款周转率         | 4.2   | 4.5   | 4.9   | 4.8   | 4.6   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.46  | 0.14  | 0.39  | 0.60  | 0.78  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.39  | 0.42  | 0.89  | 0.88  | 1.42  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 6.78  | 6.82  | 7.07  | 7.46  | 7.96  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 69.4  | 221.4 | 81.6  | 53.2  | 41.1  |
| P/B             | 4.7   | 4.7   | 4.5   | 4.3   | 4.0   |
| EV/EBITDA       | 17.9  | 26.3  | 25.8  | 20.6  | 17.3  |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 30 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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

|   |   |
|---|---|
| <b>北京</b><br>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<br>邮编：100077<br>邮箱：gsresearch@gszq.com             | <b>上海</b><br>地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋<br>邮编：200120<br>电话：021-38124100<br>邮箱：gsresearch@gszq.com |
| <b>南昌</b><br>地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦<br>邮编：330038<br>传真：0791-86281485<br>邮箱：gsresearch@gszq.com | <b>深圳</b><br>地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼<br>邮编：518033<br>邮箱：gsresearch@gszq.com                        |