

赛特新材 (688398.SH)

业绩逐步回暖，真空玻璃成长可期

| 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 711 | 638 | 902 | 1,221 | 1,468 |
| 增长率 yoy (%) | 37.8 | -10.3 | 41.5 | 35.3 | 20.2 |
| 归母净利润(百万元) | 114 | 64 | 125 | 190 | 232 |
| 增长率 yoy (%) | 21.7 | -43.8 | 95.7 | 52.1 | 22.3 |
| ROE (%) | 12.5 | 6.8 | 12.0 | 15.9 | 16.8 |
| EPS最新摊薄(元) | 1.42 | 0.80 | 1.56 | 2.38 | 2.91 |
| P/E(倍) | 30.3 | 53.9 | 27.5 | 18.1 | 14.8 |
| P/B(倍) | 3.8 | 3.7 | 3.3 | 2.9 | 2.5 |

资料来源：长城证券产业金融研究院 注：股价为2023年4月24日收盘价

事件：公司披露 2022 年年报及一季报，2023 年一季度实现营业收入 1.53 亿元，同比增长 1.47%；归母净利润为 1137.10 万元，同比增长 5.12%；扣非净利润为 1090.42 万元，同比增长 9.02%；2022 年全年实现营业收入 6.38 亿元，同比下降 10.35%；归母净利润 0.64 亿元，同比下降 43.77%；扣非净利润 0.58 亿元，同比下降 41.47%。对此点评如下：

2023 年 Q1 业绩稳步增长，毛利率同比提升。一季度公司营业收入同比增长 1.47%至 1.53 亿元，归母净利润同比增长 5.12%至 1137.10 万元，扣非净利润同比增长 9.02%至 1090.42 万元。Q1 公司毛利率为 29.80%，同比增长 3.17pct；受到季节性因素及费用率提升影响，净利率环比/同比变动-5.63/+0.26pct 至 7.45%；Q1 公司期间费用率同比增长 1.96pct 至 19.22%，其中销售/管理（含研发）/财务费用率同比分别变动 +1.13/+1.69/-0.86pct 至 6.77/12.42/0.03%，经营活动现金净流量为 2738.98 万元，同比由负转正，主要系公司采购原材料付款减少；销售回款状况较好。

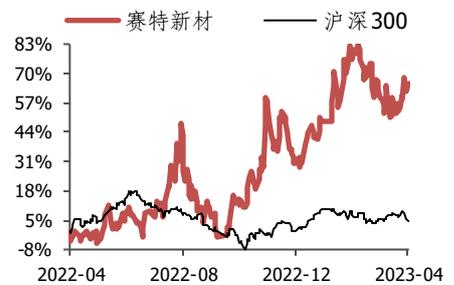
量价齐跌致 2022 年业绩阶段性承压，Q4 复苏拐点显现。2022 年，受主要原材料及天然气能源价格波动、下游客户承压以及公司竞争性价格策略等因素的影响，公司全年收入/归母净利润分别同比下降 10.35%/43.77%。**1) Q4 业绩回暖，毛利率同环比提升。**单四季度，公司营业收入同比增长 2.50%至 1.78 亿元，归母净利润同比上升 58.51%至 0.23 亿元，扣非净利润同比增长 64.20%至 0.22 亿元。Q4 毛利率为 30.19%，同比增长 3.69pct，环比增长 2.69pct。**2) 主营业务真空绝热板/保温箱收入同比分别下降 8.73/40.40%，海外收入降幅小于国内收入降幅。**2022 年，公司真空绝热板、保温箱分别实现营业收入 6.21/0.11 亿元，同比分别下降 8.73/40.40%。国外/国内分别实现销售收入 3.80/2.54 亿元，同比分别下降 6.40/13.88%。公司因积极配合欧洲客户提高冰箱能效水平的需求，欧洲市场收入实现较快增长；销量方面，2022 年，公司真空绝热板业务产量为 642.94 万平方米，同比下降 10.80%；销量为 652.83 万平方米，同比下降 3.46%。**3) 产品均价下降+能源成本上升导致毛利率有所下降。**2022 年，由于市场竞争加剧，公司产品均价下降，真空绝热板价格同比下降 5.46%至 95.18 元/米。同时液化天然气价格大幅上涨且全年基本维持高位运行，对公司盈利能力影响较大，全年毛利率/净利率同比分别下降 5.55/6.00pct 至 26.60/10.01%。其中真空绝热板/保温箱毛利率分别为 27.21/28.96%，同比分别下降 5.27/5.69pct。**4) 经营性现金流有所下降。**2022 年，公司经营性现金流净额为 6852.16 万元，同比下降 18.15%，主要系公司采购竞争性价格策略，收款规模有所缩减及主要能源天然气的结算方式由汇票调整为现付所致。

增持（维持评级）

股票信息

| | |
|-----------------------|----------|
| 行业 | 基础化工 |
| 2023 年 4 月 24 日收盘价(元) | 44.00 |
| 总市值(百万元) | 3,520.00 |
| 流通市值(百万元) | 3,520.00 |
| 总股本(百万股) | 80.00 |
| 流通股本(百万股) | 80.00 |
| 近 3 月日均成交额(百万元) | 63.30 |

股价走势



作者

分析师 花江月

执业证书编号：S1070522100002

邮箱：huajiangyue@cgws.com

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

相关研究

- 《上半年业绩承压，业务协同发展未来可期—赛特新材（688398）中报点评》2022-08-26

真空绝热板和真空玻璃产能建设稳步推进，未来成长性十足。1) 可转债项目获批复，海外预期向好。公司发行可转债拟募集资金总额不超过 4.42 亿元，拟在“中国家电之都”合肥投建真空产业制造基地项目。该项目建成并达产后将新增真空绝热板年产能 500 万平方米，进一步提升公司产能规模和生产效率。欧盟自 2021 年 4 月起，对冰箱冷柜实行全新能效标准，淘汰部分落后能效产品。而从 2023 年 9 月和 2024 年 4 月开始，商用和家用冰箱冷柜的能效指数限值将进一步降低，海外真空绝热板需求向好。**2) 真空玻璃量产在即。**真空玻璃在具体应用上与公司现阶段主要产品真空绝热板具有一定互补性和下游客户重合的特点。2022 年，公司自主设计的真空玻璃生产试验线暨首条量产线于年内基本完成加工和安装任务，为后续验证真空玻璃量产工艺创造了条件，目前处于中试线调试阶段。此外，2022 年 8 月 12 日，公司发布关于全资子公司对外投资的公告，全资子公司维爱吉拟投资年产 200 万平方米真空玻璃建设项目，投资金额约 8.54 亿元，项目建设周期 42 个月。该项目建成后将成为公司首个真空玻璃产业制造基地，实施后将有助于公司进一步完善产品布局，促进产品间协同效应。

投资建议：业绩逐步回暖，期待未来成长，维持增持评级。预计 2023~2025 年公司归母净利润分别达到 1.25、1.90、2.32 亿元，同比分别增长 96%、52%、22%，对应 PE 估值 28、18、15 倍。公司是真空绝热板龙头，技术实力强劲，募投项目扩充产能，产业链向上延伸。欧盟能效标准提升+高端冰箱占比增加，需求有望提升。真空玻璃产业化在即，有望成为新增长点。

风险提示：原材料成本或超预期上升；下游需求低于预期；募投项目产能释放进度低于预期等。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 665 | 625 | 962 | 1151 | 1394 |
| 现金 | 197 | 192 | 271 | 367 | 441 |
| 应收票据及应收账款 | 202 | 254 | 392 | 483 | 569 |
| 其他应收款 | 6 | 7 | 11 | 13 | 16 |
| 预付账款 | 7 | 6 | 13 | 13 | 19 |
| 存货 | 131 | 100 | 209 | 209 | 284 |
| 其他流动资产 | 121 | 66 | 66 | 66 | 66 |
| 非流动资产 | 497 | 540 | 666 | 811 | 907 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 332 | 379 | 487 | 609 | 689 |
| 无形资产 | 58 | 69 | 76 | 85 | 95 |
| 其他非流动资产 | 108 | 92 | 102 | 117 | 123 |
| 资产总计 | 1162 | 1165 | 1628 | 1962 | 2301 |
| 流动负债 | 213 | 188 | 543 | 727 | 875 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 247 | 412 | 486 |
| 应付票据及应付账款 | 140 | 122 | 229 | 246 | 314 |
| 其他流动负债 | 72 | 66 | 68 | 69 | 76 |
| 非流动负债 | 40 | 38 | 40 | 41 | 40 |
| 长期借款 | 10 | 10 | 12 | 13 | 12 |
| 其他非流动负债 | 30 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 负债合计 | 252 | 226 | 583 | 768 | 915 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 股本 | 80 | 80 | 116 | 116 | 116 |
| 资本公积 | 456 | 458 | 422 | 422 | 422 |
| 留存收益 | 374 | 402 | 488 | 618 | 778 |
| 归属母公司股东权益 | 910 | 939 | 1044 | 1193 | 1385 |
| 负债和股东权益 | 1162 | 1165 | 1628 | 1962 | 2301 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 84 | 69 | 31 | 193 | 240 |
| 净利润 | 114 | 64 | 125 | 190 | 233 |
| 折旧摊销 | 30 | 42 | 43 | 57 | 71 |
| 财务费用 | 7 | -13 | 8 | 23 | 33 |
| 投资损失 | -3 | 1 | -2 | -1 | -1 |
| 营运资金变动 | -61 | -41 | -139 | -71 | -90 |
| 其他经营现金流 | -4 | 16 | -3 | -5 | -6 |
| 投资活动现金流 | -85 | -42 | -165 | -200 | -166 |
| 资本支出 | 163 | 91 | 168 | 202 | 167 |
| 长期投资 | 70 | 50 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 8 | -1 | 3 | 2 | 1 |
| 筹资活动现金流 | -41 | -28 | -33 | -62 | -75 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 247 | 165 | 74 |
| 长期借款 | -10 | 0 | 2 | 1 | -1 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 36 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1 | 1 | -36 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -32 | -29 | -282 | -228 | -147 |
| 现金净增加额 | -47 | 4 | -168 | -69 | 0 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 711 | 638 | 902 | 1221 | 1468 |
| 营业成本 | 483 | 468 | 625 | 846 | 998 |
| 营业税金及附加 | 6 | 6 | 9 | 11 | 14 |
| 营业费用 | 32 | 35 | 45 | 17 | 23 |
| 管理费用 | 35 | 36 | 46 | 64 | 80 |
| 研发费用 | 33 | 34 | 45 | 61 | 75 |
| 财务费用 | 7 | -13 | 8 | 23 | 33 |
| 资产减值损失 | -1 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 15 | 10 | 14 | 13 | 12 |
| 公允价值变动收益 | 0 | -1 | -0 | -0 | -0 |
| 投资净收益 | 3 | -1 | 2 | 1 | 1 |
| 资产处置收益 | 2 | 0 | 1 | 1 | 0 |
| 营业利润 | 135 | 71 | 145 | 218 | 263 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 2 | 1 | 3 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 134 | 70 | 142 | 216 | 261 |
| 所得税 | 20 | 7 | 17 | 26 | 29 |
| 净利润 | 114 | 64 | 125 | 190 | 233 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 114 | 64 | 125 | 190 | 232 |
| EBITDA | 158 | 107 | 187 | 285 | 348 |
| EPS (元/股) | 1.42 | 0.80 | 1.56 | 2.38 | 2.91 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 37.8 | -10.3 | 41.5 | 35.3 | 20.2 |
| 营业利润 (%) | 21.1 | -47.4 | 103.6 | 50.6 | 20.8 |
| 归属母公司净利润 (%) | 21.7 | -43.8 | 95.7 | 52.1 | 22.3 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 32.2 | 26.6 | 30.7 | 30.7 | 32.0 |
| 净利率 (%) | 16.0 | 10.0 | 13.9 | 15.6 | 15.9 |
| ROE (%) | 12.5 | 6.8 | 12.0 | 15.9 | 16.8 |
| ROIC (%) | 11.4 | 6.0 | 9.5 | 12.2 | 12.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 21.7 | 19.4 | 35.8 | 39.1 | 39.8 |
| 净负债比率 (%) | -16.2 | -15.3 | 1.8 | 7.5 | 6.4 |
| 流动比率 | 3.1 | 3.3 | 1.8 | 1.6 | 1.6 |
| 速动比率 | 2.3 | 2.6 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 4.9 | 3.7 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 应付账款周转率 | 6.3 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 6.0 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 1.42 | 0.80 | 1.56 | 2.38 | 2.91 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.05 | 0.86 | 0.39 | 2.42 | 3.01 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 11.37 | 11.74 | 13.05 | 14.92 | 17.31 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 30.3 | 53.9 | 27.5 | 18.1 | 14.8 |
| P/B | 3.8 | 3.7 | 3.3 | 2.9 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 30.1 | 44.9 | 26.7 | 17.8 | 14.5 |

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 24 日收盘价

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

| 公司评级 | | 行业评级 | |
|------|------------------------------|------|---------------------|
| 买入 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上 | 强于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现战胜市场 |
| 增持 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间 | 中性 | 预期未来6个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有 | 预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间 | 弱于大市 | 预期未来6个月内行业整体表现弱于市场 |
| 卖出 | 预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上 | | |

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686