

# 赛特新材 (688398)

证券研究报告

2023年04月26日

## 看好盈利改善持续性，关注真空玻璃产业化节奏

公司发布23年一季报，23q1收入1.53亿，yoy+1.5%，qoq-14.3%；归母净利0.11亿，yoy+5.1%，qoq-51.2%；扣非归母净利0.11亿，yoy+9.0%，qoq-50.0%。收入利润同比均较好改善，环比变化主要是季节因素扰动。

### 收入同比改善，反映需求改善，看好盈利能力持续改善动能

收入同比小幅改善，或主要反映22q4以来下游需求逐步复苏及欧洲等出口改善。现阶段公司VIP板主要应用于能效等级较高、容积率要求较高的冰箱冷柜领域，渗透率有较大提升空间；此外，其他应用场景（如装配式厨房冰箱、冷藏保温车厢、建筑保温等）领域应用前景亦值得期待，我们对VIP板需求成长前景继续保持乐观。

23q1公司毛利率29.8%，yoy+3.2pct，qoq-0.4pct。我们推测主要源于天然气等燃料价格下降，成本压力同比边际缓解，看好盈利能力持续改善动能。费用率上行，公允价值损失增加（占收入比例0.1%），23q1归母净利率7.4%，yoy+0.3pct，qoq-5.6pct。22h1公司超细玻璃纤维芯材生产线转固，有助于夯实公司对于原材料供应的掌控力，后续公司盈利韧性或有较好提升。

### 资产负债表继续夯实，现金流维持较好水平

23q1公司资产负债率19.9%，yoy-0.1pct，有息负债比率17.5%，yoy+9.6%。两金（存货+合同资产+应收账款）周转基本平稳，23q1两金周转天数202天。23q1经营性现金流净额同比多流入0.57亿至净流入0.27亿；投资性现金流净额同比多流出0.61亿至净流出0.08亿。23q1收现比96.7%，付现比71.3%，现金流维持较好水平。

### 真空玻璃产业化在即，公司成长再加速

公司通过自主研发初步掌握真空玻璃生产工艺技术，目前处于中试阶段，样品已具备良好隔热隔音性能。此外公司亦公告拟投资年产200万平真空玻璃建设项目，真空玻璃进入产业化阶段。真空玻璃用于冷柜、酒柜、展示柜、冰箱等家电产品的门体部分，与真空绝热板有互补性，有协同效应，未来或可进一步拓展交运、建筑应用，需求有前景。真空玻璃逐步产业化进一步夯实公司真空绝热技术领域龙头地位，或为成长另一引擎。

### 看好公司成长弹性，维持“买入”评级

公司在真空绝热板领域龙头先发优势明显，坚定扩产（稳步推进安徽真空产业制造基地项目），或充分享受VIP板渗透率提升背景下的行业成长红利。深耕真空产业，推进真空玻璃产业化，或为公司成长另一成长引擎。治理优化，股权激励进一步激发公司员工创新活力及凝聚力，继续看好公司成长前景。结合公司22q4VIP板积极变化、产能扩张进度及产销情况与真空玻璃产业化前景，维持公司23-25年归母净利预测为1.3/2.3/3.5亿，yoy分别+102%/78%/51%，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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	711.29	637.71	919.93	1,709.90	2,541.24
增长率(%)	37.79	(10.35)	44.26	85.87	48.62
EBITDA(百万元)	187.45	131.52	202.71	343.90	508.75
归属母公司净利润(百万元)	113.57	63.86	128.73	229.66	346.72
增长率(%)	21.66	(43.77)	101.57	78.41	50.97
EPS(元/股)	1.42	0.80	1.61	2.87	4.33
市盈率(P/E)	31.13	55.37	27.47	15.40	10.20
市净率(P/B)	3.89	3.76	3.31	2.72	2.15
市销率(P/S)	4.97	5.54	3.84	2.07	1.39
EV/EBITDA	20.13	19.27	17.14	10.96	7.37

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	44.2元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	80.00
流通A股股本(百万股)	80.00
A股总市值(百万元)	3,536.00
流通A股市值(百万元)	3,536.00
每股净资产(元)	11.90
资产负债率(%)	19.86
一年内最高/最低(元)	49.95/23.99

### 作者

武慧东	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050002	
wuhuidong@tfzq.com	
鲍荣富	分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	
吴红艳	联系人
wuhongyan@tfzq.com	

### 股价走势



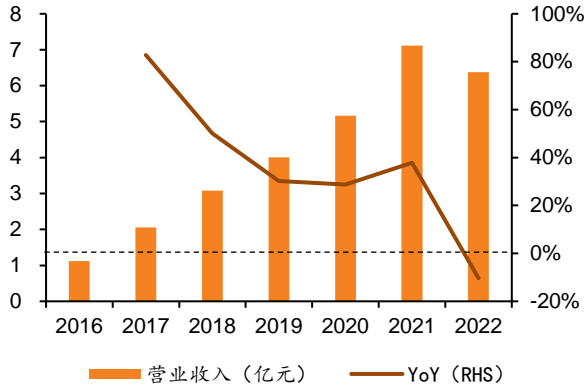
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《赛特新材-年报点评报告:22q4 较好改善，vip板需求景气向上，真空玻璃值得期待》2023-04-16
- 《赛特新材-公司点评:22q4 业绩同环比较好改善，看好公司成长弹性》2023-02-26
- 《赛特新材-季报点评:业绩继续承压，继续看好成长前景，关注真空玻璃》2022-10-27

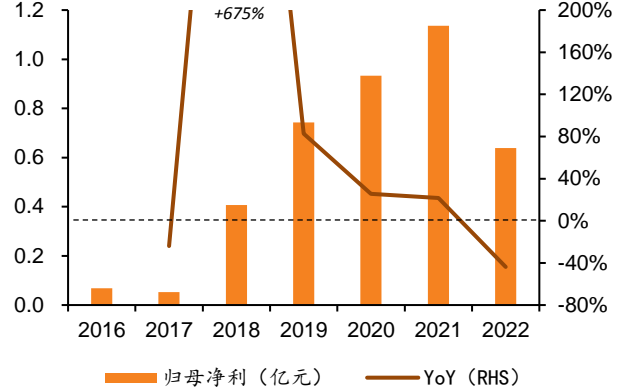
## 公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司近年营收及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价	EPS (元/股)				P/E			
				21A	22A/E	23E	24E	21A	22A/E	23E	24E
603601.SH	再升科技	48.0	4.70	0.24	0.20	0.28	0.35	19.2	23.0	16.8	13.4
002050.SZ	三花智控	795.7	22.16	0.47	0.71	0.86	1.06	47.3	31.4	25.7	20.9
000811.SZ	冰轮环境	106.8	14.32	0.40	0.60	0.73	0.90	35.5	23.8	19.5	16.0
603256.SH	宏和科技	63.5	7.18	0.14	0.08	0.12	0.17	51.1	95.6	61.9	41.6
<b>平均值</b>								<b>38.3</b>	<b>43.4</b>	<b>31.0</b>	<b>23.0</b>
<b>中位数</b>								<b>33.2</b>	<b>27.2</b>	<b>21.2</b>	<b>17.2</b>
688398.SH	赛特新材	35.4	44.20	1.42	0.80	1.61	2.87	31.1	55.4	27.5	15.4

注：股价时间 2023/04/25；除赛特新材外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；22 年 EPS、PE 中再升科技、冰轮环境、赛特新材为实际值，其余为预测值；

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	197.42	191.77	183.99	341.98	508.25
应收票据及应收账款	202.28	254.39	404.38	820.09	999.71
预付账款	7.47	6.43	12.39	22.53	28.74
存货	131.08	99.98	212.79	367.57	484.46
其他	126.86	72.53	127.37	188.31	243.98
<b>流动资产合计</b>	<b>665.11</b>	<b>625.10</b>	<b>940.92</b>	<b>1,740.48</b>	<b>2,265.13</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	331.56	378.76	412.09	455.09	504.35
在建工程	64.28	45.29	116.23	172.98	218.39
无形资产	57.68	69.46	67.89	66.32	64.75
其他	43.63	46.85	42.95	39.04	35.14
<b>非流动资产合计</b>	<b>497.14</b>	<b>540.36</b>	<b>639.16</b>	<b>733.44</b>	<b>822.63</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,162.25</b>	<b>1,165.45</b>	<b>1,580.08</b>	<b>2,473.92</b>	<b>3,087.76</b>
短期借款	0.00	0.00	131.67	492.08	609.89
应付票据及应付账款	140.31	122.31	233.18	426.44	541.95
其他	70.26	60.58	74.87	97.19	107.46
<b>流动负债合计</b>	<b>210.57</b>	<b>182.89</b>	<b>439.72</b>	<b>1,015.71</b>	<b>1,259.30</b>
长期借款	10.00	10.00	44.12	132.30	155.84
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	29.74	28.14	28.14	28.14	28.14
<b>非流动负债合计</b>	<b>39.74</b>	<b>38.14</b>	<b>72.26</b>	<b>160.44</b>	<b>183.98</b>
<b>负债合计</b>	<b>252.28</b>	<b>226.15</b>	<b>511.98</b>	<b>1,176.16</b>	<b>1,443.28</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	80.00	80.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	456.06	457.52	457.59	457.59	457.59
留存收益	373.92	401.78	530.51	760.18	1,106.89
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>909.98</b>	<b>939.31</b>	<b>1,068.10</b>	<b>1,297.76</b>	<b>1,644.48</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,162.25</b>	<b>1,165.45</b>	<b>1,580.08</b>	<b>2,473.92</b>	<b>3,087.76</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	113.89	63.86	128.73	229.66	346.72
折旧摊销	30.15	42.06	44.50	49.02	54.11
财务费用	4.93	(4.69)	(4.73)	7.68	23.66
投资损失	(3.63)	0.88	(7.92)	(6.14)	(4.26)
营运资金变动	78.23	(49.31)	(199.37)	(422.09)	(228.70)
其它	(139.85)	15.71	(0.28)	0.00	(0.00)
<b>经营活动现金流</b>	<b>83.71</b>	<b>68.52</b>	<b>(39.09)</b>	<b>(141.87)</b>	<b>191.53</b>
资本支出	142.92	79.71	147.20	147.20	147.20
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(228.21)	(121.85)	(286.48)	(288.27)	(290.14)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(85.29)</b>	<b>(42.15)</b>	<b>(139.28)</b>	<b>(141.06)</b>	<b>(142.94)</b>
债权融资	(16.77)	12.79	170.52	440.92	117.68
股权融资	(35.20)	1.47	0.06	0.00	0.00
其他	10.49	(41.98)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(41.48)</b>	<b>(27.73)</b>	<b>170.59</b>	<b>440.92</b>	<b>117.68</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(43.05)</b>	<b>(1.35)</b>	<b>(7.78)</b>	<b>157.99</b>	<b>166.27</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>711.29</b>	<b>637.71</b>	<b>919.93</b>	<b>1,709.90</b>	<b>2,541.24</b>
营业成本	482.58	468.06	633.58	1,175.64	1,725.96
营业税金及附加	5.82	6.13	8.84	16.43	24.42
销售费用	32.12	34.95	41.22	76.62	113.87
管理费用	34.59	35.99	44.56	75.98	112.92
研发费用	33.46	33.95	45.30	84.20	125.14
财务费用	6.92	(12.94)	(4.73)	7.68	23.66
资产/信用减值损失	(0.34)	(8.27)	(11.93)	(17.92)	(24.94)
公允价值变动收益	0.16	(0.61)	(0.28)	0.00	0.00
投资净收益	2.96	(1.44)	7.92	6.14	4.26
其他	(21.93)	10.90	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>134.96</b>	<b>70.99</b>	<b>146.88</b>	<b>261.58</b>	<b>394.60</b>
营业外收入	0.47	0.11	0.11	0.11	0.11
营业外支出	1.88	0.71	0.71	0.71	0.71
<b>利润总额</b>	<b>133.55</b>	<b>70.39</b>	<b>146.28</b>	<b>260.98</b>	<b>394.00</b>
所得税	19.66	6.53	17.55	31.32	47.28
<b>净利润</b>	<b>113.89</b>	<b>63.86</b>	<b>128.73</b>	<b>229.66</b>	<b>346.72</b>
少数股东损益	0.32	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>113.57</b>	<b>63.86</b>	<b>128.73</b>	<b>229.66</b>	<b>346.72</b>
每股收益(元)	1.42	0.80	1.61	2.87	4.33

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	37.79%	-10.35%	44.26%	85.87%	48.62%
营业利润	21.13%	-47.40%	106.91%	78.09%	50.85%
归属于母公司净利润	21.66%	-43.77%	101.57%	78.41%	50.97%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.15%	26.60%	31.13%	31.25%	32.08%
净利率	15.97%	10.01%	13.99%	13.43%	13.64%
ROE	12.48%	6.80%	12.05%	17.70%	21.08%
ROIC	20.33%	8.51%	17.85%	23.53%	24.04%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.71%	19.40%	32.40%	47.54%	46.74%
净负债率	-19.48%	-18.28%	0.17%	22.53%	16.27%
流动比率	3.13	3.32	2.14	1.71	1.80
速动比率	2.51	2.79	1.66	1.35	1.41
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.55	2.79	2.79	2.79	2.79
存货周转率	6.95	5.52	5.88	5.89	5.97
总资产周转率	0.64	0.55	0.67	0.84	0.91
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.42	0.80	1.61	2.87	4.33
每股经营现金流	1.05	0.86	-0.49	-1.77	2.39
每股净资产	11.37	11.74	13.35	16.22	20.56
<b>估值比率</b>					
市盈率	31.13	55.37	27.47	15.40	10.20
市净率	3.89	3.76	3.31	2.72	2.15
EV/EBITDA	20.13	19.27	17.14	10.96	7.37
EV/EBIT	23.59	27.13	21.96	12.78	8.24

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com