

主业有望量利齐升，真空玻璃进入量产前夕

赛特新材 (688398.SH)

核心观点

在主业 VIP 板方面，需求端受益全球能耗政策的刺激，VIP 板在冰箱的渗透率有望提升催生潜在百亿级市场空间，短期来看欧洲新能效政策分别在 23 年 9 月及 24 年 3 月执行，VIP 板需求长、短期增长兼具。2023 年原料、LNG 价格持续回落，公司主业毛利率有望修复。公司另拓展真空玻璃第二赛道，真空玻璃性能优异，潜在千亿级市场，公司依托领先一步法工艺，技术/成本优势显著，随着 200 万平米项目的逐步放量，有望实现第二成长曲线的腾飞。

事件

公司发布 2022 年年报，2022 年度实现营收 6.38 亿元，同比-10.35%；实现归母净利润 0.64 亿元，同比-43.77%。

简评

业绩略超预期，Q4 业绩保持上行态势

2022 年度实现营收 6.38 亿元，同比-10.35%；实现归母净利润 0.64 亿元，同比-43.77%，销售毛利率 26.6%，同比-5.55pct。其中 2022 年 Q4 公司实现营收 1.78 亿元，同比+2.5%，环比+15.6%；实现归母净利润 0.23 亿元，同比+58.5%，环比+27.8%。公司 2022 年业绩下滑原因主要是：1) 22 年全球通胀导致下游冰箱产销承压；2) LNG 价格上涨导致公司能耗成本抬升。往年三季度为公司的传统旺季，而公司 22 年 Q4 订单持续向好，实现了营收的环比增长；盈利端，Q4 毛利率 30.2%，同比+3.59pct，环比+2.69pct，延续修复态势。随着全球能效政策的持续推进，以及公司合肥肥西 500 万平米真空绝热板项目的建设，公司产销规模有望稳步扩大。

天然气价格回落，盈利有望修复

公司 2022 年天然气用量 956.98 万立方米，平均生产每平米真空绝热板使用天然气 1.49m³，折合 1.1kg。根据国家统计局数据，国内液化天然气 LNG 2022 年均价 6776 元/吨，同比+37.2%，平均每 m² 真空绝热板增加 2.03 元生产成本。随着国际气价回落，截至 2023 年 4 月 10 日，国内 LNG 价格已跌至 4422 元/吨，同比 2022 年平均水平节约 2.59 元/m² 的能耗成本，在这一水平下毛利率可修复 2.72pct。考虑到原料价格也在回落中，公司盈利修复可期。

维持

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

发布日期：2023 年 04 月 19 日

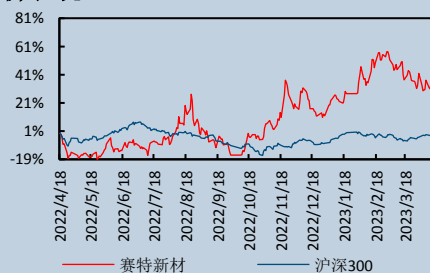
当前股价：42.68 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.91/-6.83	14.06/9.16	37.01/31.58
12 月最高/最低价 (元)		48.65/25.57
总股本 (万股)		8,000.00
流通 A 股 (万股)		4,967.75
总市值 (亿元)		34.14
流通市值 (亿元)		21.20
近 3 月日均成交量 (万)		142.08
主要股东		
汪坤明		39.65%

股价表现



相关研究报告

真空玻璃项目持续推进，打造第二成长曲线

真空玻璃因其优异的隔热节能、隔音、超薄、抗结露性能，有望在建筑、家电、交通等领域逐步实现对中空玻璃的替代，达到千亿级市场。公司基于真空绝热技术开发了真空玻璃产品，其有望与主业形成较好的客户&技术协同效应，目前公司已基本完成第二条真空玻璃中试线的建造和安装，即将对量产工艺进行验证，并持续推进200万平米真空玻璃项目的建设。

盈利预测与估值：考虑到天然气价格回落以及政策带动真空绝热板需求拐点已现，22年的不利因素已逐步消除，预计2023-2025年净利润分别为1.23、2.5和3.81亿元，对应PE分别为39X、19X、13X，维持“买入”评级。

风险提示：

原材料价格大幅波动；下游需求不及预期；产能建设不及预期；国际局势大幅波动等。

图表1： 预测和比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	711	638	878	1,525	2,210
增长率(%)	37.8	-10.3	37.8	73.6	44.9
净利润(百万元)	114	64	123	250	381
增长率(%)	21.7	-43.8	92.4	103.4	52.4
毛利率(%)	32.2	26.6	32.3	35.0	35.9
净利率(%)	16.0	10.0	14.0	16.4	17.2
ROE(%)	12.5	6.8	11.8	20.0	23.9
EPS(摊薄/元)	1.42	0.80	1.06	2.15	3.28
P/E(倍)	29.0	51.6	38.9	19.1	12.5
P/B(倍)	3.6	3.5	4.6	3.8	3.0

资料来源：Wind，中信建投

风险分析

原材料价格大幅波动：2021 年公司原料成本占总成本的 55.9%，其中玻纤及短切丝对公司成本影响较大，另外天然气采购占公司总成本的 7.1%，假如因为原油、天然气价格、上游供需格局等原因，导致原材料价格大幅波动，可能会对公司盈利造成一定扰动。

产能投放不及预期：公司目前主业真空绝热板的产能利用率处在较高水平，增量只能依靠一定的开工弹性以及合肥 500 万平米真空绝热板项目的建设投产，另外公司第二赛道也无现有产能（除了两条试验线），依靠 200 万平米真空玻璃项目的建设，假如这两个新增项目投产失败，会对公司业绩造成不利影响。

下游需求不及预期：公司主业真空绝热板受政策推动影响较大，假设全球特别是欧洲的能效政策推广不及预期，或者受经济增速放缓影响，可能会对真空绝热板的需求以及公司业务造成不利影响。

国际局势大幅波动：公司海外收入占比过半，假设国际局势大幅波动，或对公司海外业务造成不利影响。

分析师介绍

卢昊

中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 5 年化工实业和 6 年行业研究经验。

研究助理

陶爱普

taoaiyu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

<p>中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk</p>