

# 赛特新材 (688398)

## 需求维持高景气，真空绝热板主业有望延续高增长

买入 (维持)

2024年03月27日

证券分析师 黄诗涛  
执业证书: S0600521120004  
huangshitao@dwzq.com.cn  
证券分析师 房大磊  
执业证书: S0600522100001  
fangdl@dwzq.com.cn  
证券分析师 石峰源  
执业证书: S0600521120001  
shify@dwzq.com.cn  
研究助理 杨晓曦  
执业证书: S0600122080042  
yangxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	711.29	637.71	839.57	1,222.75	1,697.74
同比	37.79%	-10.35%	31.65%	45.64%	38.85%
归母净利润 (百万元)	113.57	63.86	105.68	165.39	234.21
同比	21.66%	-43.77%	65.49%	56.50%	41.61%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.98	0.55	0.91	1.43	2.02
P/E (现价&最新摊薄)	30.23	53.77	32.49	20.76	14.66

### 投资要点

- 公司是真空绝热节能领域系统化解决方案的提供商、真空绝热板龙头企业。主营涵盖真空绝热板 (VIP)、超细玻璃棉芯材、真空玻璃 (VIG)、阻隔膜、吸附剂、真空封装产品性能检测、以及保温箱等下游应用产品的研发、生产和销售，服务于全球冰箱行业，并拓展冷链、建筑等多元应用。国外市场是真空绝热板主要消费市场，公司 2023 年上半年直接外销收入占比为 57.3%。
- 真空绝热板需求有望维持高景气，公司新基地建设解决产能瓶颈问题，支撑主业盈利延续高增长。(1) 一方面，真空绝热板在冰箱行业渗透率仍低，欧盟能效新规有望显著加速其渗透率提升。随着厂商对高效产品布局的完善，以及能效分级对消费者选择高效节能产品的引导，欧盟市场高等级产品有较大的增长空间，进而拉动真空绝热板需求。另一方面，受益于海外高库存缓解、海运及原材料成本回落，以及利率下行、消费者信心修复等因素，冰箱外需有望延续改善；此外国内需求受益于促消费政策以及大容积冰箱趋势也有望保持稳定。我们预计真空绝热板需求有望继续维持高景气。(2) 随着需求快速回暖，公司 2023 年上半年真空绝热板产能利用率已经达到 98.1%，难以充分满足增量需求，公司实施连城本部扩产以及年产 500 万平合肥新基地的建设，预计连城本部于 2024 年春节后，安徽工厂于 4 月起将逐步释放新增产能，全面达产后公司真空绝热板产能有望较 2023 年中报增加约 60%以上。考虑到需求高景气和产能释放，公司真空绝热板主业盈利有望延续快速增长。
- 真空玻璃新产品培育持续推进，有望形成第二成长曲线。基于真空绝热技术的积淀，公司在真空玻璃生产核心工艺探索、产品性能开发上具有突出优势，正稳步推进真空玻璃量产和下游应用开拓。全资子公司维爱吉真空玻璃产业化基地日前已完成厂房封顶，项目建成达产后，预计可年产 200 万平方米真空玻璃，2024 年上半年，该基地将先行投建两条新产线，年产能合计约为 40 万平方米。随着真空玻璃产能投放和下游应用市场打开，有望形成第二增长曲线。
- 盈利预测与投资评级：公司是真空绝热节能领域系统化解决方案的提供商和真空绝热板龙头企业，深耕下游核心大客户，持续推动产品和工艺迭代，布局和培育新产品真空玻璃。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.06 亿元 (业绩快报值)、1.65 亿元、2.34 亿元。3 月 25 日收盘价对应市盈率分别为 32 倍、21 倍、15 倍，基于赛特新材主业良好的成长性和新产品真空玻璃的开拓前景，维持“买入”评级。
- 风险提示：原燃料成本超预期上涨、真空绝热板渗透率增长不及预期、真空玻璃产线建设和应用推广不及预期的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	29.11
一年最低/最高价	24.37/47.89
市净率(倍)	3.36
流通 A 股市值(百万元)	3,376.76
总市值(百万元)	3,376.76

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.65
资产负债率(%,LF)	37.20
总股本(百万股)	116.00
流通 A 股(百万股)	116.00

### 相关研究

- 《赛特新材(688398): 2023 年三季度点评: 主业景气继续上行，真空玻璃有望贡献新增长点》  
2023-10-23
- 《赛特新材(688398): 2023 年中报点评: 主业盈利加速改善，期待真空玻璃增量释放》  
2023-08-11

## 内容目录

1. 公司概况：快速成长的真空绝热板龙头企业 .....	4
1.1. 真空绝热节能领域系统化解方案提供商 .....	4
1.2. 国外市场是真空绝热板主要消费市场 .....	5
2. 欧盟新规有望加速渗透率提升，需求有望延续高景气 .....	6
2.1. 真空绝热板：新型高效节能材料，具有环境友好、质轻、节约空间等优点 .....	6
2.2. 真空绝热板在冰箱领域的渗透率仍低，能效提标政策有望加速其应用 .....	7
2.3. 欧盟能效新规将加速真空绝热板渗透率提升 .....	8
2.4. 2024 年海外冰箱需求有望延续修复态势 .....	11
2.5. 国标启动修订，长期国内冰箱能效标准有望进一步提升 .....	13
2.6. 真空绝热板：长期应用场景持续拓宽，新增长点持续涌现 .....	13
2.7. 真空绝热板：毛利率受成本影响大，2024 年成本端压力较轻 .....	14
3. 公司：深耕真空技术，真空绝热板竞争优势突出，真空玻璃打造第二曲线 .....	16
3.1. 公司：真空绝热板行业龙头，持续推动产品和工艺迭代 .....	16
3.2. 真空绝热板产能利用率处于高位，新产能释放有望贡献可观业绩增量 .....	17
3.3. 真空玻璃成长曲线逐步成型 .....	18
4. 盈利预测与投资建议 .....	20
5. 风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1:	公司股权结构示意图 (截至 2023 年三季报)	4
图 2:	公司近年来营收、归母净利润表现	5
图 3:	公司收入中真空绝热板仍占最主要的部分	5
图 4:	公司收入中直接外销和内销收入结构 (亿元)	5
图 5:	公司毛利率和净利率波动情况	6
图 6:	真空绝热板 (VIP 板) 示意图	6
图 7:	真空绝热板在同等节能效果下相比传统材料具有体积小、质量轻的优点	7
图 8:	不同真空绝热板厚度的冰箱 24h 耗电量变化	8
图 9:	不同真空绝热板厚度冰箱节能百分比情况	8
图 10:	主要冰箱冷柜制造商 EPREL 注册产品能效等级分布情况 (截至 2022 年 6 月)	9
图 11:	2023 年冰箱销量在外销的拉动下显著增长	12
图 12:	2023 年冰箱冷柜外销量同比增长 (分区域)	12
图 13:	2021-2023 年冰箱冷柜外销量分区域占比	12
图 14:	近半年美欧日消费者信心指数有所回暖	13
图 15:	美国家电卖场零售额改善、零售商主动去库放缓	13
图 16:	建筑用真空绝热装饰一体化板示意图	14
图 17:	真空隔热装饰集成板示意图	14
图 18:	采用真空绝热板的热水器可使保温层厚度降低 50%	14
图 19:	公司单位真空绝热板生产成本变动	15
图 20:	公司 2023 年单季毛利率明显回升	15
图 21:	LNG (液化天然气) 价格较高位明显回落 (元/吨)	15
图 22:	公司 2023 年上半年真空绝热板产能利用率回升至高位	18
图 23:	公司产能利用率较高时单平盈利较为稳定	18
图 24:	真空玻璃结构图	19
图 25:	真空玻璃应用领域	19
表 1:	我们测算国内生产冰箱使用真空绝热板的渗透率约为 1.6%	8
表 2:	欧盟能效新规划定等级对应的能效指数要求	9
表 3:	三星、LG、海尔等全球主要冰箱品牌在 EPREL 上注册的 C 级及以上产品在 2022 年 7 月后明显增多	10
表 4:	EPREL 已注册的高等级产品仍以 C 级为主, A、B 级产品数量仍较少	11
表 5:	公司为全球十大冰箱企业中多家企业的主要真空绝热板供应商	16
表 6:	公司近年来前五大销售客户占比稳定	16
表 7:	公司核心技术进展情况	17
表 8:	真空玻璃与其他节能玻璃相比性能优越	19
表 9:	公司盈利预测简表及备注、假设	21
表 10:	可比公司估值表 (2024/3/25)	22

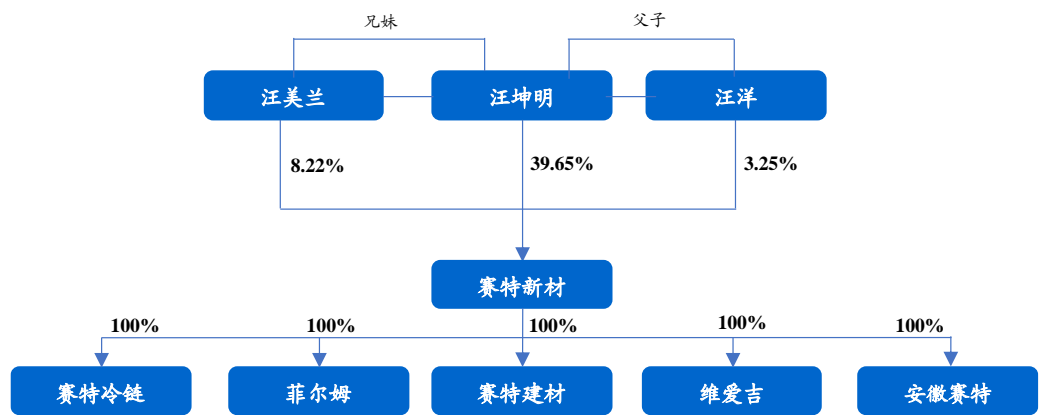
## 1. 公司概况：快速成长的真空绝热板龙头企业

### 1.1. 真空绝热节能领域系统化解决方案提供商

公司是真空绝热节能领域系统化解决方案的提供商、国家级高新技术企业，始于2007年，于2020年2月上交所科创板A股上市。公司投资了菲尔姆、维爱吉、赛特冷链、赛特新型建材、安徽赛特等五家子公司。主营涵盖真空绝热板（VIP）、超细玻璃棉芯材、真空玻璃（VIG）、阻隔膜、吸附剂、真空封装产品性能检测，以及保温箱等真空绝热板下游应用产品的研发、生产和销售，服务于全球冰箱行业，并拓展冷链、建筑等多元应用。

截至2023年三季度，公司第一大股东和实际控制人为汪坤明，持有公司4599万股，占公司总股本的39.65%。此外汪美兰、汪洋分别为汪坤明的妹妹与儿子，系一致行动人，分别持有954万股、377万股，占总股本的8.22%和3.25%。

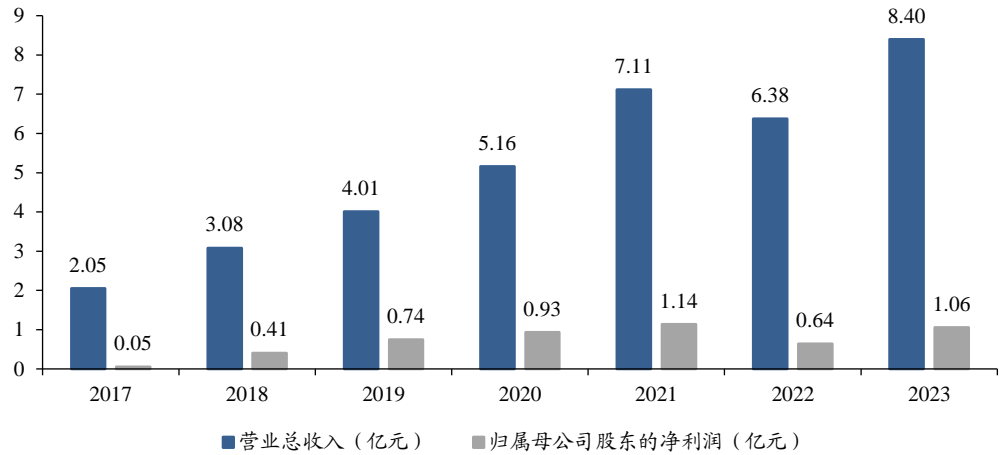
图1：公司股权结构示意图（截至2023年三季度）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

受益于真空绝热板需求快速增长和公司产销扩张，公司近年来收入利润体量持续增长。2017-2023年公司主营业务收入和归母净利润的年复合增速分别为26%、65%，真空绝热板销量从2017年的201万平方米增长至2022年的653万平方米。2022年受需求、成本端双重冲击，公司分别实现营收/归母净利润6.38亿元/0.64亿元，同比下降10.4%/43.8%，2023年随着外需回暖、欧洲能效新规落地和成本端下行，公司收入快速增长，盈利大幅反弹，根据业绩快报，2023年全年分别实现营收/归母净利润8.40亿元/1.06亿元，同比增长31.7%/65.5%。

图2: 公司近年来营收、归母净利润表现



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

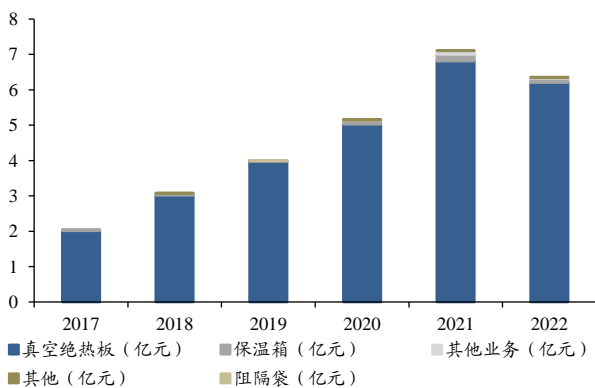
备注: 此处以及文中的 2023 年年度财务数据来自公司业绩快报。

### 1.2. 国外市场是真空绝热板主要消费市场

真空绝热板是公司收入、利润主要的来源, 同时培育了超细玻璃棉、真空绝热玻璃等新增长点。(1)真空绝热板 2020-2022 年营业收入占比分别为 97.5%、95.7%、97.4%, 是公司营业收入主要的来源, 毛利构成上, 真空绝热板 2020-2022 年毛利占比分别是 97.6%、96.7%、99.7%, 也是毛利的主要来源。(2)公司于 2023 年上半年完成真空玻璃生产试验线全线联动, 就设备运行中暴露的问题进行优化, 同时配合国外部分客户进行打样和送样, 随着产线改进和下游验证, 有望成为新业务增长点。

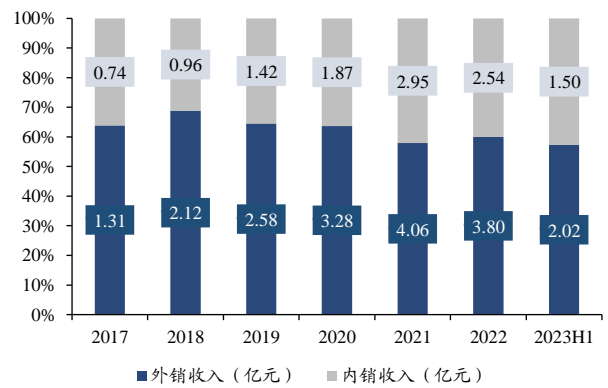
国外市场是公司真空绝热板销售的主要区域。出口区域主要分布在韩国、日本、泰国、欧洲、北美、中东等国家和地区, 公司 2020-2022 年、2023 年上半年直接外销收入占比分别为 63.6%、57.0%、59.5%和 57.3%。

图3: 公司收入中真空绝热板仍占最主要的部分



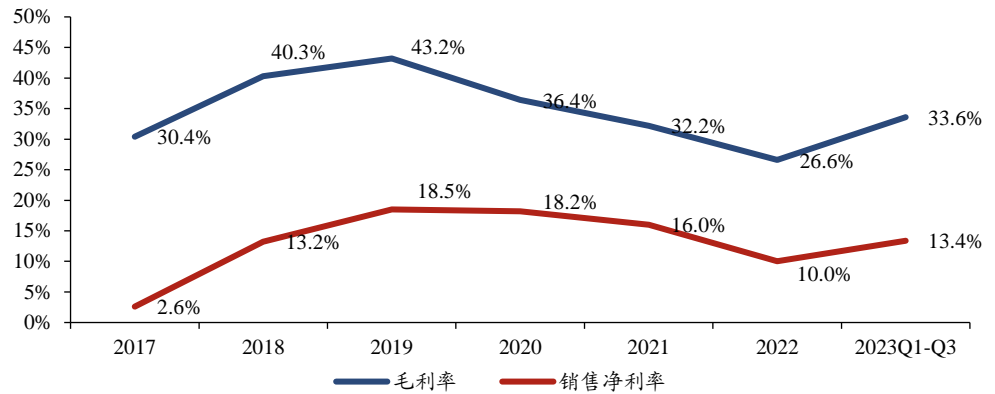
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图4: 公司收入中直接外销和内销收入结构 (亿元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图5: 公司毛利率和净利率波动情况



备注: 公司 2020 年执行新收入准则影响, 把与销售产品相关的运杂费等列入营业成本核算所致, 毛利率口径发生变化。

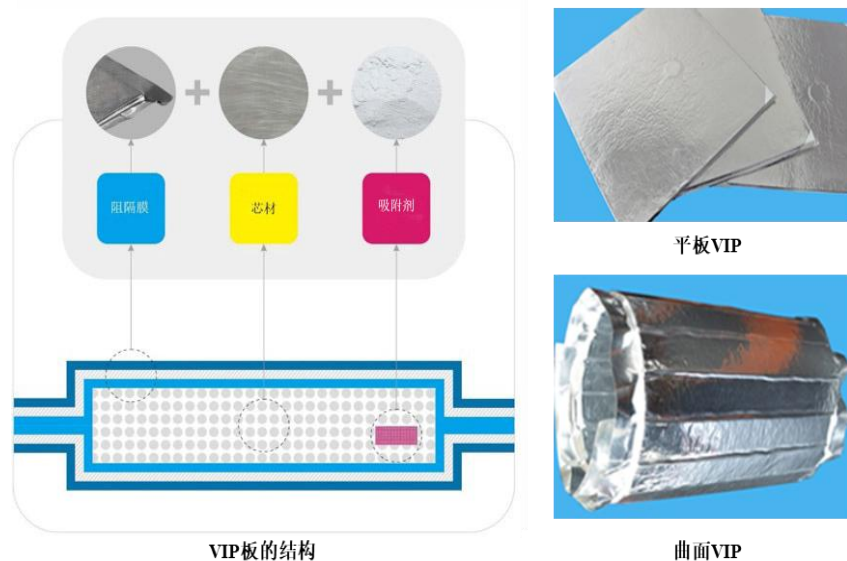
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

## 2. 欧盟新规有望加速渗透率提升, 需求有望延续高景气

### 2.1. 真空绝热板: 新型高效节能材料, 具有环境友好、质轻、节约空间等优点

真空绝热板 (VIP) 是一种利用真空绝热原理生产的新型高效节能环保绝热材料, 因其导热系数只有传统绝热材料的 1/6 甚至更低, 且具有厚度薄、体积小、重量轻等优点, 应用快速拓展。与传统聚氨酯等保温材料相比, 真空绝热板具有环境友好、高效节能、节约空间等优势, 未来渗透率提升潜力大。

图6: 真空绝热板 (VIP 板) 示意图



数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究所

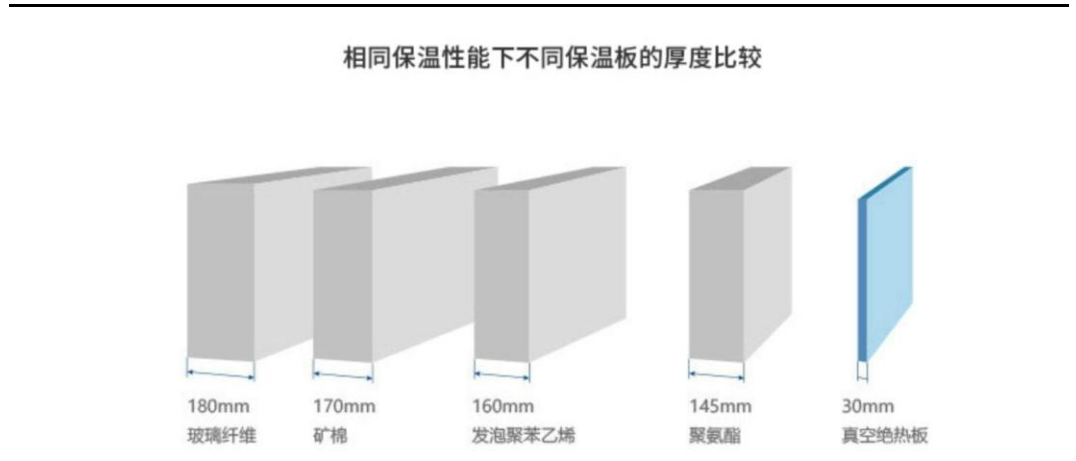
**环境友好:** 真空绝热板的生产和应用过程中不会产生 ODS 物质及 HCFs 类超级温

室气体，且真空绝热板芯材可回收利用，是一种兼具性能稳定、环境友好型材料。

**高效节能：**与传统绝热材料相比，真空绝热板导热系数只有传统绝热材料的 1/6，甚至更低。公司稳定量产的真空绝热板初始导热系数在 1.7-2.5mW/(m·K)，具备优异的绝热节能性能。根据相关研究，一般冰箱采用真空绝热板作为绝热材料可节能 10%-30%。

**节约空间：**真空绝热板凭借更优越的保温性能，在达到同等保温效果的情况下使用厚度仅为传统材料的十分之一，可节省大量空间，使得冰箱能够进一步扩大容积率。

图7：真空绝热板在同等节能效果下相比传统材料具有体积小、质量轻的优点



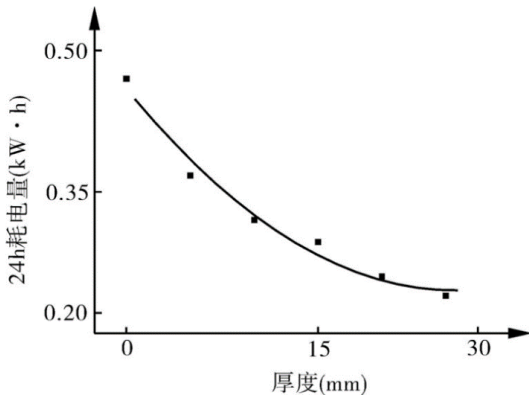
数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

## 2.2. 真空绝热板在冰箱领域的渗透率仍低，能效提标政策有望加速其应用

真空绝热板在冰箱领域的使用较为成熟，但成本因素制约导致渗透率仍然较低，随着全球能效标准持续提升，长期需求增长空间广阔。

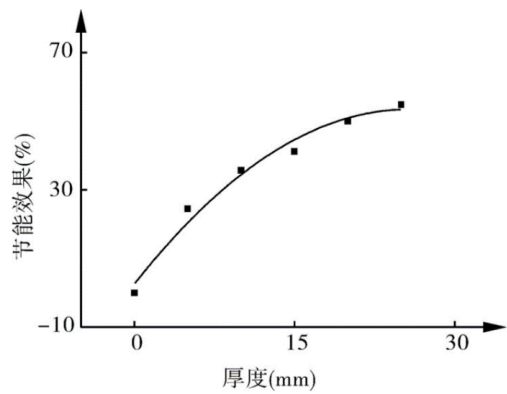
随着真空绝热板用量增加，冰箱节能效果随之提升、耗电量明显变小。在同等节能效果下，与传统聚氨酯绝热材料相比，冰箱冷柜采用真空绝热板，显著降低箱壁厚度，增加有效容积，符合大容量的消费趋势。

图8：不同真空绝热板厚度的冰箱 24h 耗电量变化



数据来源：《真空隔热板对冰箱运行特性影响的数值分析》、东吴证券研究所

图9：不同真空绝热板厚度冰箱节能百分比情况



数据来源：《真空隔热板对冰箱运行特性影响的数值分析》、东吴证券研究所

目前使用成本仍是制约真空绝热板替代传统聚氨酯等保温材料的一项重要因素。按照 2022 年赛特新材真空绝热板国内销量和市场份额测算，国内生产冰箱使用真空绝热板的渗透率约为 1.6%。

表1：我们测算国内生产冰箱使用真空绝热板的渗透率约为 1.6%

全国家用电冰箱产量（2022 年）	8664	万台
对应冰箱表面积总和	58293	万平方米
赛特新材真空绝热板销量（2022 年）	653	万平方米
赛特新材国内收入占比（2022 年）	43%	
赛特新材国内市占率假设	30%	
真空绝热板国内表观消费量	936	万平方米
<b>以冰箱表面积计算渗透率</b>	<b>1.6%</b>	

数据来源：工信部、中怡康、公司 2022 年年报、东吴证券研究所

冰箱等家电领域能效标准的提高将加快真空绝热板渗透率的上升。长期来看，冰箱作为家庭最主要的耗能电器产品，随着各国对节能环保的日益重视，成为重点监管对象，各国的能效标准不断修订趋严，冰箱整体能效提升的趋势必然会导向真空绝热板在更多冰箱品类上的应用。此外，单台真空绝热板使用量的提升主要依靠机型及对应模具的更新，而冰箱模具成本较高，能效标准的变化将刺激企业进行产品的更新和模具的更换，已有机型类别的冰箱上真空绝热板使用量也有望进一步增加。

### 2.3. 欧盟能效新规将加速真空绝热板渗透率提升

欧盟 2024 年 3 月冰箱能效限定值将由 F 级提升至 E 级。2019 年欧盟委员会授权发布《根据欧洲议会和理事会指令 2009/125/EC 制定制冷器具生态设计要求及撤销欧盟委员会法规(EC)NO643/2009》、《补充欧洲议会和理事会关于制冷器具能源标签的法规(EU)2017/1369 及撤销欧盟委员会授权法规(EU)NO1060/2010》。

(1) 新规一方面实施制冷器具新的能效标识，取消原来 A+/A++/A+++ 的分类标准，采用更高能效要求的、按 A 到 G 的能效等级分类方式，于 2021 年 3 月开始实施。原有



A+++/A++级相当于新规的 D、E 级。

(2) 新规另一方面大幅提升能效准入门槛，生效初期（2021 年 3 月 1 日后）非葡萄酒柜产品能效限定值在 F 级水平，法规生效 3 年后（2024 年 3 月 1 日后）非葡萄酒柜产品能效限定值提升为 E 级水平。

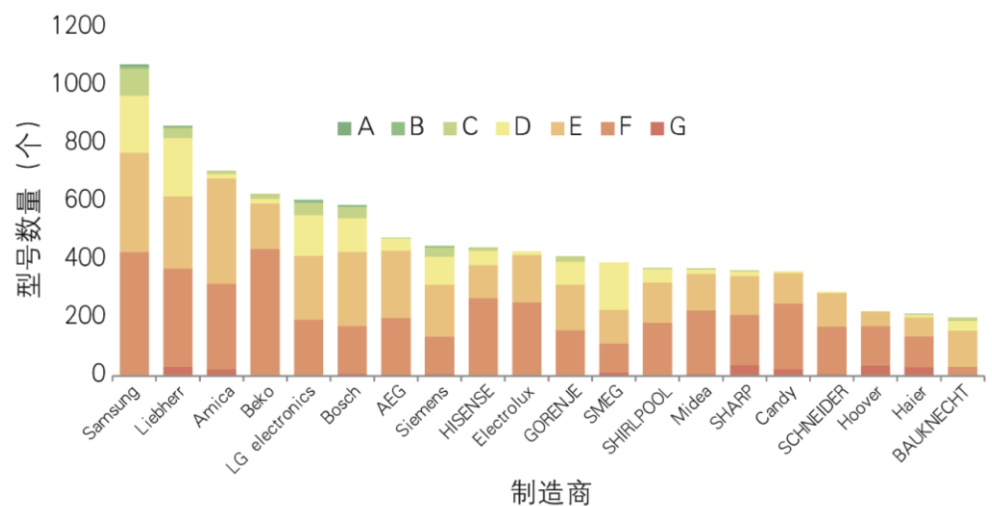
新规之下高能效等级冰箱冷柜产品有较大的增长空间。截至 2022 年 6 月，主要制造商在 EPREL（欧洲能效标签注册数据库官方网站）注册的 C 级及 C 级以上冰箱冷柜产品占比非常低，A 级及 B 级产品仅少数几款。随着厂商对高能效产品布局的完善，以及能效分级对消费者选择高效节能产品的引导，欧盟市场高能效等级产品产销量有较大的增长空间。

表2：欧盟能效新规划定等级对应的能效指数要求

能效等级	能效指数 (EEI) 要求	对应旧规等级
A	$EEI \leq 41$	
B	$41 < EEI \leq 51$	
C	$51 < EEI \leq 64$	
D	$64 < EEI \leq 80$	A+++
E (2024 年 3 月 1 日后准入门槛)	$80 < EEI \leq 100$	A++
F (生效初期准入门槛)	$100 < EEI \leq 125$	A+
G	$EEI > 125$	A+

数据来源：《冰箱新欧盟能效标准解读及节能应对策略综述》、东吴证券研究所

图10：主要冰箱冷柜制造商 EPREL 注册产品能效等级分布情况（截至 2022 年 6 月）



数据来源：《欧盟市场家用冰箱、洗衣机、空调能效现状分析》、东吴证券研究所

近一年来欧盟市场 C 级及以上的高能效冰箱产品款式数量和比例已有明显提升，但绝对占比仍然较小，预计将维持快速增长。

截至 2024 年 1 月，三星、LG、海尔等 8 个全球主要冰箱品牌在 EPREL 上已注册的 C 级及以上冰箱产品占上述品牌现有已注册所有等级产品的比例为 11.3%（见表 4），较 2022 年中明显提升。其中主要品牌多数的 A、B 级产品均在 2022 年 7 月以后注册。截至 2024 年 1 月，三星、LG、海尔等 8 个全球主要冰箱品牌高能效等级产品中仍以 C 级产品为主，占其所有等级注册产品的 9.0%，A、B 级产品数量仍较少，仅分别占其所有等级注册产品的 0.9%、1.3%，考虑新能效标识对消费者的引导，厂商高能效等级产品发展潜力较大。

**表3：三星、LG、海尔等全球主要冰箱品牌在 EPREL 上注册的 C 级及以上产品在 2022 年 7 月后明显增多**

	2022 年 7 月以后新注册的产品 (款)	现有已注册产品 (款)	占现有已注册产品的比例
海尔	A 4	5	80%
	B 0	0	--
	C 24	24	100%
海信	A 2	2	100%
	B 6	6	100%
	C 26	40	65%
三星	A 17	22	77%
	B 16	25	64%
	C 120	216	56%
博西家 电	A 3	3	100%
	B 7	13	54%
	C 15	65	23%

数据来源：EPREL、东吴证券研究所整理

备注：数据截至 2024 年 1 月

表4: EPREL 已注册的高等级产品仍以 C 级为主, A、B 级产品数量仍较少

单位(款)	A	B	C	D	E	F	G	C 级及以上合计
(1) 三星 (Samsung)	22	25	216	365	626	383	1	263
占比	1.3%	1.5%	13.2%	22.3%	38.2%	23.4%	0.1%	16.1%
(2) LG	12	16	132	214	359	266	1	160
占比	1.2%	1.6%	13.2%	21.4%	35.9%	26.6%	0.1%	16.0%
(3) 博西家电 (Bosch)	3	13	65	137	319	103	8	81
占比	0.5%	2.0%	10.0%	21.1%	49.2%	15.9%	1.2%	12.5%
(4) 利勃海尔 (Liebherr)	13	17	83	379	426	464	47	113
占比	0.9%	1.2%	5.8%	26.5%	29.8%	32.5%	3.3%	7.9%
(5) 西门子 (Siemens)	3	14	53	113	248	77	8	70
占比	0.6%	2.7%	10.3%	21.9%	48.1%	14.9%	1.6%	13.6%
(6) 海尔	5	0	24	87	146	116	34	29
占比	1.2%	0.0%	5.8%	21.1%	35.4%	28.2%	8.3%	7.0%
(7) 美的	0	1	6	16	114	237	9	7
占比	0.0%	0.3%	1.6%	4.2%	29.8%	61.9%	2.3%	1.8%
(8) 海信	2	6	40	89	351	323	7	48
占比	0.2%	0.7%	4.9%	10.9%	42.9%	39.5%	0.9%	5.9%
<b>合计</b>	<b>60</b>	<b>92</b>	<b>619</b>	<b>1400</b>	<b>2589</b>	<b>1969</b>	<b>115</b>	<b>771</b>
<b>占比</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.3%</b>	<b>9.0%</b>	<b>20.5%</b>	<b>37.8%</b>	<b>28.8%</b>	<b>1.7%</b>	<b>11.3%</b>

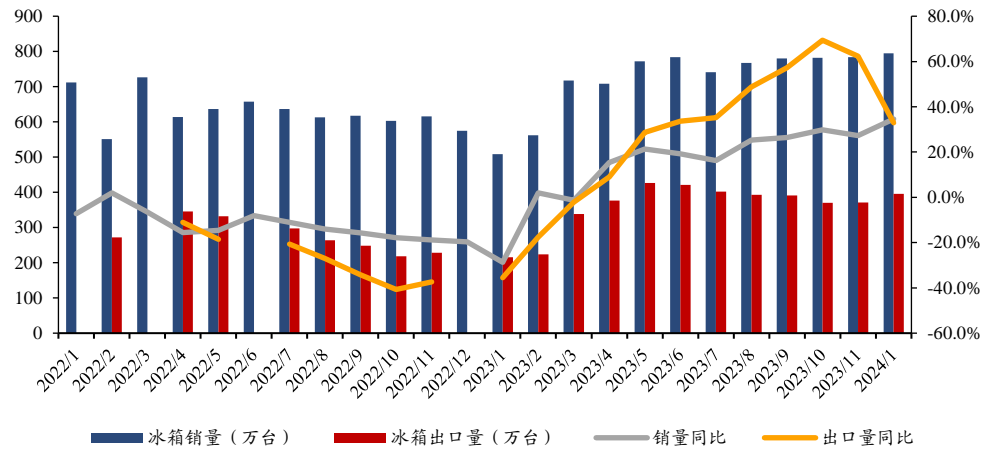
数据来源: EPREL、东吴证券研究所整理

备注: 数据截至 2024 年 1 月

#### 2.4. 2024 年海外冰箱需求有望延续修复态势

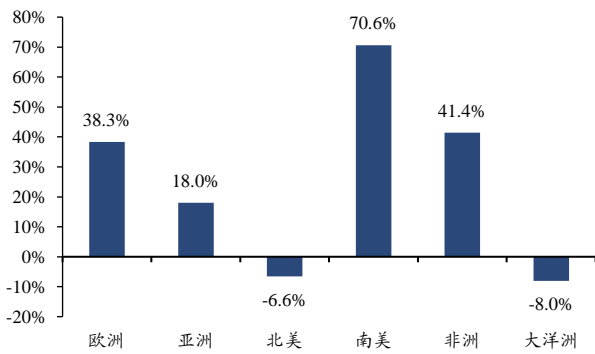
2023 年受益于海外高库存缓解、海运成本以及原材料价格回落, 叠加同期低基数的影响, 冰箱外销快速增长。此外, 在国家及地方促消费政策落地, 以及嵌入式冰箱快速发展的拉动, 内销基本保持平稳。根据产业在线数据, 2023 年中国冰箱行业总销量和外销量分别达到 8723 万台和 4374 万台, 同比分别增长 15.4%/27.4%。分区域来看, 欧洲市场增速较快, 主要得益于区域高库存缓解, 以及“黑五”等大促活动拉动, 北美市场表现平稳, 主要因高库存去化以及持续通胀导致需求走弱的共同影响。

图11: 2023年冰箱销量在外销的拉动下显著增长



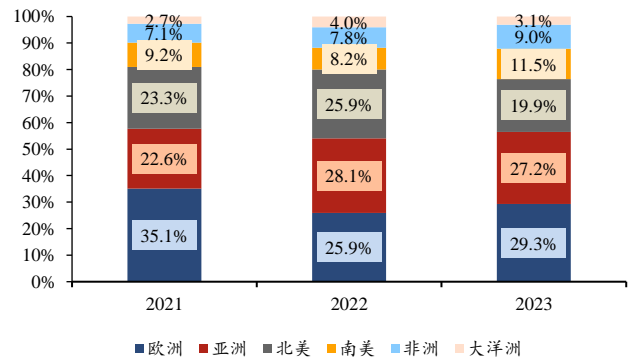
数据来源: 产业在线、东吴证券研究所

图12: 2023年冰箱冷柜外销量同比增长(分区域)



数据来源: 产业在线、东吴证券研究所

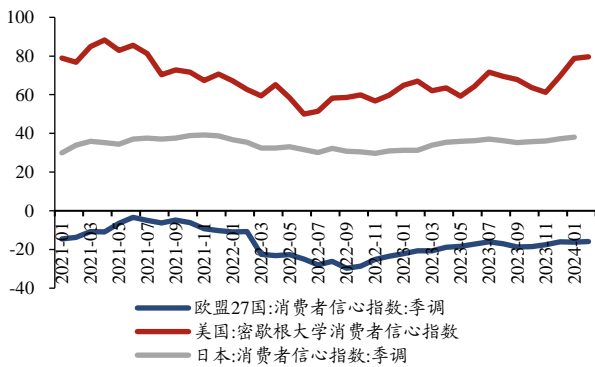
图13: 2021-2023年冰箱冷柜外销量分区域占比



数据来源: Wind、美国商务部普查局、东吴证券研究所

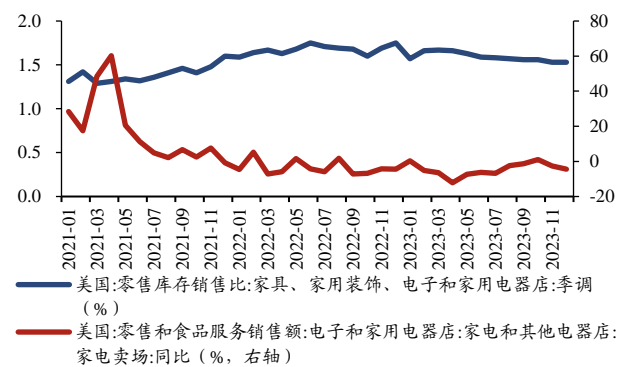
我们预计 2024 年海外冰箱需求有望保持平稳。一方面随着通胀压力缓和、利率下行以及美国经济软着陆预期提升，近半年美欧日消费者信心指数有所回暖。另一方面，美国等地区渠道库存逐步去化、库销比回落至中位，有望迎来主动补库，叠加美国地产销售企稳回暖支撑，北美区域需求有望显著修复。

图14：近半年美欧日消费者信心指数有所回暖



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图15：美国家电卖场零售额改善、零售商主动去库放缓



数据来源：Wind、美国商务部普查局、东吴证券研究所

### 2.5. 国标启动修订，长期国内冰箱能效标准有望进一步提升

国内产业政策推动能效标准持续提升，家用电冰箱耗电量限定值及能效等级国标于2023年底已启动修订。(1) 2019年6月，国家发改委印发《绿色高效制冷行动方案》的通知。方案规划到2030年，大型公共建筑制冷能效提升30%，制冷总体能效水平提升25%以上，绿色高效制冷产品市场占有率提高40%以上，实现年节电4,000亿千瓦时左右。(2) 此外，根据2019年10月发布的《中国家用电冰箱产业技术路线图(2019年版)》，2025年冰箱能耗水平要比2019年提高25%，2030年要比2025年再提高25%，真空绝热板2025年的目标导热系数为1.5mW/(m·K)，2030年的目标导热系数为1.2mW/(m·K)。(3) 国内冰箱能效标准所依据的现行《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》国标于2015年发布，2016年10月开始实施，实行已超过7年时间。2023年12月28日国家标准计划《20231710-Q-469》下达，起草对现行国标的修订，项目周期为16个月。按照此前国标的修订和发布周期，修订后的国标有望于2026-2027年发布或实施，预计将进一步提升国内冰箱能效标准。

### 2.6. 真空绝热板：长期应用场景持续拓宽，新增长点持续涌现

建筑节能驱动保温装饰一体板需求增长，产品标准制定有望加速其推广、应用。

建筑保温装饰一体板结合建筑外墙保温和立面装饰功能于一体，具有保温效果好、美观、施工便捷、耐腐蚀老化、抗风压冲击等诸多优点，符合建筑节能标准提升的趋势。

建筑用真空保温装饰一体板由真空绝热板、装饰面板以及胶黏剂、连接件复合而成。优点在于防火等级为A级和超低的导热系数(导热系数相当于传统保温材料的1/5~1/10)。在相同热阻条件下，真空绝热板具有最小的厚度，更能节约空间和保障施工、使用安全。

2023年2月，中国工程建设标准化协会《建筑用真空保温装饰一体板》征求意见稿完成并公开征求意见。标准的制定将填补国内真空一体板标准空白，使得真空一体板的生产和应用有标可依，加速其推广和应用。此外在国家发改委的《产业结构调整指导目

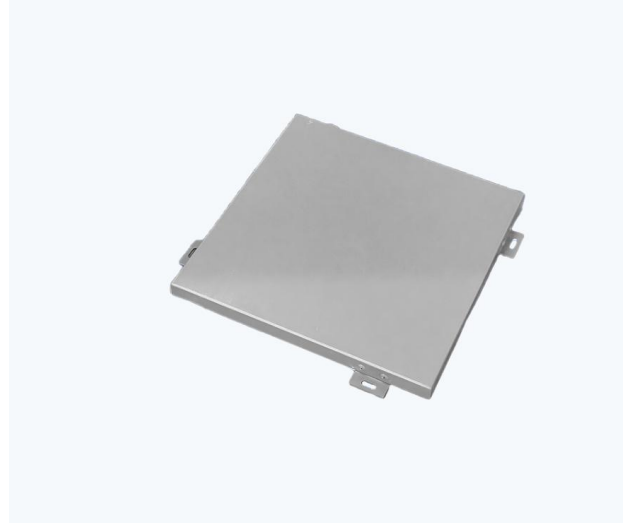
录（2024年本）》，“复合真空绝热保温材料”作为鼓励类建材列入。

图16: 建筑用真空绝热装饰一体化板示意图



数据来源: 赛特新材官网、东吴证券研究所

图17: 真空隔热装饰集成板示意图



数据来源: 赛特新材官网、东吴证券研究所

此外热水器也是真空绝热板新兴的应用市场，中长期渗透率也有可观的提升空间。纤薄型、带有净水功能、可多管加热的、变频功能的电热水器成为新的消费趋势，电热水器生产厂家积极推出各种高性能、纤薄的新产品。开始尝试将真空绝热板作为隔热材料应用在热水器中。通过使用真空绝热板，不仅可以提升热水器的绝热保温性能，而且能够降低厚度（以艾欧史密斯的某型号电壁挂炉热水器为例，采用真空绝热板可使保温层厚度降低50%），留足扩容空间。

图18: 采用真空绝热板的热水器可使保温层厚度降低50%



数据来源: 公司公告、艾欧史密斯官网、东吴证券研究所

## 2.7. 真空绝热板: 毛利率受成本影响大, 2024年成本端压力较轻

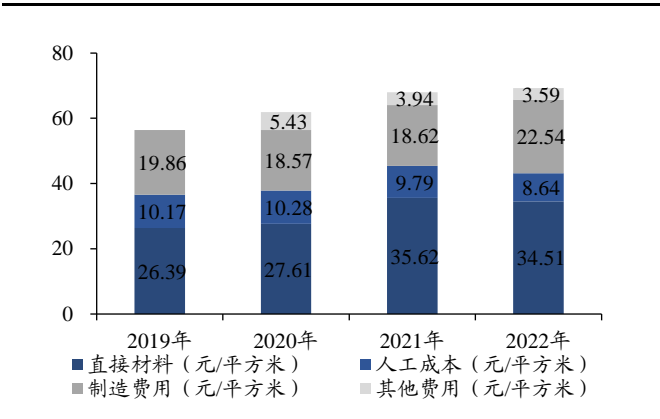
真空绝热板上游主要是玻璃纤维/玻璃棉、尼龙膜、铝箔等原材料供应商和天然气等能源供应商，真空绝热板企业议价能力较弱。真空绝热板下游主要是冰箱生产企业等，行业集中度高，真空绝热板企业议价权同样较弱。因此在原燃料成本波动较大的情况下，真空绝热板企业成本转嫁能力一般，毛利率受成本端和本环节竞争情况影响较大。

赛特新材 2019 年以来单平真空绝热板生产成本明显上升，主要是受原纱等原材料成本以及天然气成本上涨所致，2023 年随着原燃料成本下降，毛利率已有明显改善。

(1) 在真空绝热板的成本构成中，直接材料占比最高（2022 年占 49.8%，其中无碱短切纤维/原纱等占比较高），其次是制造费用（2022 年占 32.5%，制造费用中包括天然气成本等）。

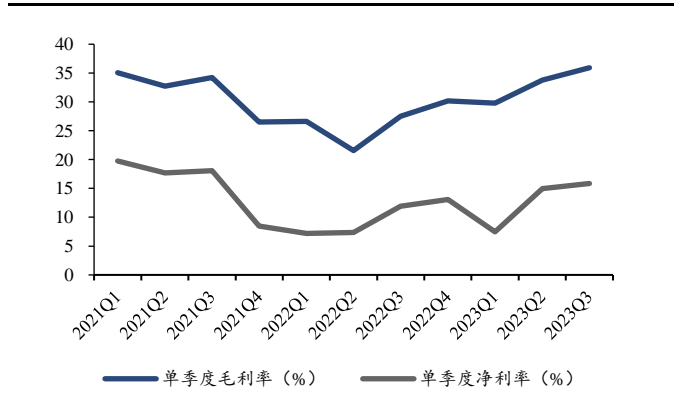
(2) 能源成本方面：2024 年全球地缘政治风险缓和，系统性通胀压力降低，能源成本有望维持较低位置。原材料成本方面：玻纤价格处于低位，玻纤短切原丝成本有望维持，此外公司超细纤维产能有望平抑芯材成本波动。

图19: 公司单位真空绝热板生产成本变动



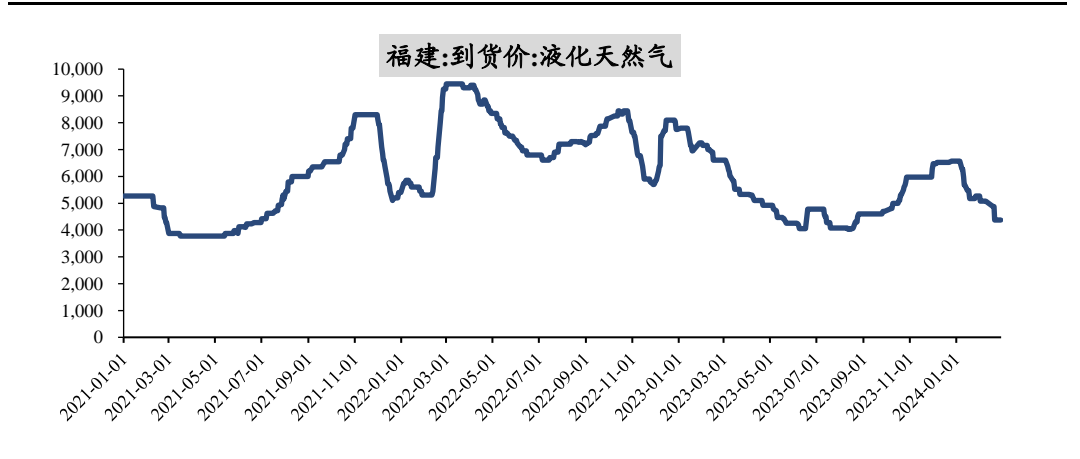
数据来源: Wind、东吴证券研究所

图20: 公司 2023 年单季毛利率明显回升



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图21: LNG (液化天然气) 价格较高位明显回落 (元/吨)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

### 3. 公司：深耕真空技术，真空绝热板竞争优势突出，真空玻璃打造第二曲线

#### 3.1. 公司：真空绝热板行业龙头，持续推动产品和工艺迭代

公司是少数同时具备真空绝热板和芯材生产能力的企业。在专业生产真空绝热板的企业中，公司是极少数具备集芯材生产、阻隔膜测试及制备、吸附剂测试及制备、真空封装及产品性能检测、制造设备开发和持续创新迭代能力于一体的企业，是目前国内主要的真空绝热板生产企业之一。

公司享有核心客户优势。公司作为国内较早进入真空绝热板行业的企业之一，经过在真空绝热行业内十多年的市场培育和拓展，与众多国内外知名冰箱冷柜家电制造商客户建立了稳定供应商客户关系。公司服务的下游知名客户包括国外的客户如 LG、三星、东芝家电、日立、惠而浦、博西家电、斐雪派克、阿奇立克等，国内的客户如海尔、美的、美菱、海信等知名品牌家电生产企业，此外，公司还有部分产品销售给美国赛默飞世尔、海尔生物医疗等医用研究或运输保温设备生产企业。

表5：公司为全球十大冰箱企业中多家企业的主要真空绝热板供应商

厂商名称	海尔	惠而浦	LG	伊莱克斯	三星	海信	美的	博西家电	阿奇立克	松下
是否为公司客户	✓	✓	✓	-	✓	✓	✓	✓	✓	-
公司是否为其主要供应商	✓	✓	✓	-	-	✓	✓	✓	-	-

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

表6：公司近年来前五大销售客户占比稳定

客户名称	2023年1-6月		2022年		2021年		2020年	
	销售金额 (万元)	占营业收入 比重	销售金额 (万元)	占营业收入 比重	销售金额 (万元)	占营业收入 比重	销售金额 (万元)	占营业收入比 重
客户一	9,099.70	25.7%	16,093.64	25.2%	13,719.50	19.3%	10,472.85	20.3%
客户二	4,687.74	13.3%	9,533.23	15.0%	9,429.08	13.3%	8,491.74	16.5%
客户三	3,502.10	9.9%	6,390.79	10.0%	8,158.28	11.5%	7,654.27	14.8%
客户四	2,699.01	7.6%	5,530.46	8.7%	7,293.31	10.3%	5,096.39	9.9%
客户五	2,696.60	7.6%	4,738.10	7.4%	4,744.40	6.7%	3,490.92	6.8%
合计	22,685.15	64.1%	30,208.60	66.3%	43,344.57	60.9%	35,206.17	68.2%

数据来源：公司可转债募集说明书、东吴证券研究所

公司高度重视技术研发，建立了强大的研发团队，董事长为公司业务与技术奠基人以及目前核心技术人员。公司先后被评为国家火炬计划重点高新技术企业、福建省战略性新兴产业骨干企业、福建省科技小巨人领军企业等荣誉称号。公司的核心技术和产品得到了业界的广泛认可，公司真空绝热板产品先后两次获得中国家电博览会“艾普兰核



芯奖”。在公司创始人汪坤明先生带领下，培育出一批高素质、创新能力强的研发人员，现已拥有横向覆盖真空学、传热学、制冷及设备、材料学等多学科背景的技术研发人才梯队。截至 2023 年 6 月 30 日，公司拥有由 130 名研发人员组成的研发团队，已获得 118 项专利授权（其中发明专利 26 项），形成了较为完整的自主知识产权体系。

公司 2023 年以来积极开展真空绝热板生产后道工序自动化提升改造、芯材气流成网成型工艺、四边封 VIP、真空玻璃等新工艺新产品的研发。

表7：公司核心技术进展情况

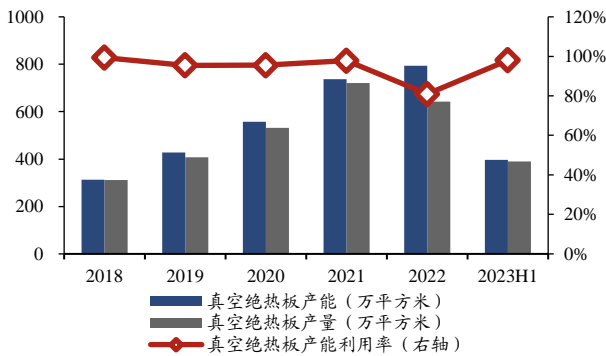
2023 年进展	
高性能低成本芯材配方及成型技术	公司发挥自身掌握多种芯材制造技术的优势，开展了半玻化芯材、硅粉纤维复合芯材以及轻质低成本 VIP 芯材的工艺开发。
阻隔膜精确检测、遴选及高性能阻隔膜制备技术	高阻隔膜核心涂层的降本优化替代研发完成上线试验。
吸附剂制备及配方优化技术	公司通过优化生产工艺，提高吸附材料吸湿活性和吸湿量；通过创新产品结构和配方优化，在多种规格吸附剂的开发以及其生产设备的开发方面取得一定成果。超薄吸附剂已完成样品结构设计与 VIP 老化测试。
真空绝热板导热系数检测技术	公司通过自主研发制造出真空绝热板综合导热系数测试仪，可直接在高真空环境下测试真空绝热板或芯材的导热性能，通过计算可得到不同尺寸真空绝热板的综合导热系数。真空绝热板综合导热系数测试技术及设备可以准确测量芯材在不同真空度下的导热系数，以及不同阻隔薄膜对综合导热系数的影响，是公司不断优化和改进产品性能的技术保障。
真空绝热板整体制造工艺技术	公司持续完善真空绝热板整体制造工艺，主要包括芯材制备、真空封装、折边、检测包装等生产工序优化升级。同时公司通过对各种实验条件下的板内真空度跟踪分析，优化吸附剂添加标准以及阻隔袋的组分设计等，进一步提升产品综合性能。 公司打破传统工艺流程和产品形态，持续推进四边封 VIP 的材料及工艺研发。该项技术旨在从根本上解决折边锐角锐边对 VIP 性能的影响，提高产品良率和性能稳定性，延长使用寿命。报告期内公司对四边封 VIP 底壳预制成型工艺和封口加热方式进行了试验并完成部分样品的制作。
真空玻璃制造技术	公司自主研发设计的真空玻璃生产试验线启动中试进程，对真空玻璃量产工艺进行验证，实现程序导入和全线联动，并根据相关问题点整改优化产线各关键工艺。对真空玻璃制造技术持续探索和开发，系公司在真空技术下游应用方面的重要延伸。

数据来源：公司 2023 年中报、东吴证券研究所整理

### 3.2. 真空绝热板产能利用率处于高位，新产能释放有望贡献可观业绩增量

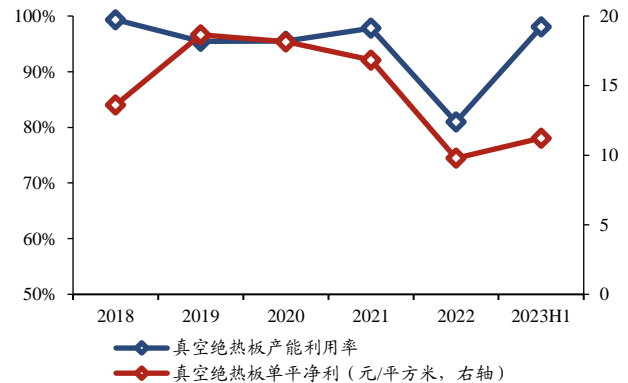
公司现有福建连城生产基地的产能已处于相对饱和状态。截至 2023 年中报，公司真空绝热板年产能为 794 万平/年，产能利用率达到 98.1%，属于近五年来的高位，反映下游需求旺盛，真空绝热板产能存在一定瓶颈。

图22: 公司 2023 年上半年真空绝热板产能利用率回升至高位



数据来源: 公司招股书、可转债募集说明书、Wind、东吴证券研究所

图23: 公司产能利用率较高时单平盈利较为稳定



数据来源: 公司招股书、可转债募集说明书、Wind、东吴证券研究所

**年产能 500 万平的安徽赛特真空产业制造基地将解决当前产能瓶颈问题, 提升生产自动化水平, 缩短配送物流半径。**(1) 公司现有部分生产线布局较早, 自动化程度较低。公司规划通过合肥项目建设, 提高芯材产线等生产设备的自动化生产水平, 于新生产基地投入更完备的自动化生产及配套设备, 进一步提高生产效率和品质, 并有利于降低生产成本。同时, 由于公司的真空绝热板主要根据客户需求定制, 形状和规格不一, 需要占据较大的存储空间, 对于仓库的存放和周转能力要求较高。合肥基地将采用更加自动化的立体仓储系统, 提升仓储利用率和周转效率, 保证仓储的高效性。(2) 新基地所处的安徽省合肥市是重要的家电产业基地, 能较好覆盖下游客户的生产基地, 同时距离上海较近, 便于从上海港口将产品运往日韩及其他海外区域客户, 将有效缩短真空绝热板的配送物流半径。此外, 公司也同步在连城本部开展扩产工作。

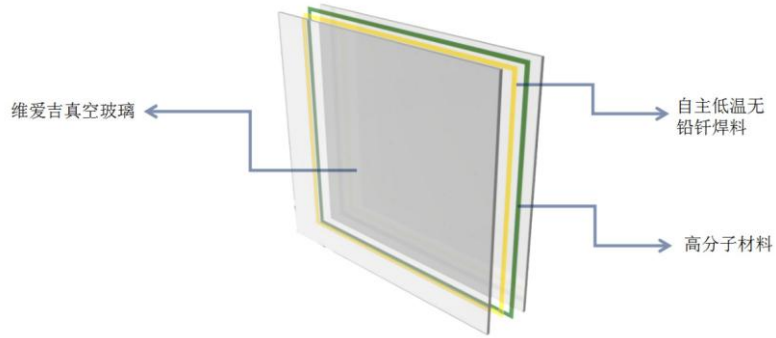
公司预计连城本部于 2024 年春节后, 安徽工厂于 4 月起将逐步释放新增产能。安徽工厂 2024 年全年将采用安装一批、调试一批、投产一批的方式滚动推进项目建设, 并力争在年末完成全部芯材线、真空包装机等主要设备的投建计划。从历史盈利情况来看, 公司真空绝热板在产能利用率较高的时期单平盈利表现也较为稳定。我们预计安徽工厂产能释放爬坡和连城本部的扩产有望贡献可观的盈利增量。

### 3.3. 真空玻璃成长曲线逐步成型

**真空玻璃在保温绝热、防结霜、隔绝噪音、耐风压等方面性能优越。**真空玻璃主体由两片玻璃平行叠放, 中间按一定间距放置支撑材料, 在玻璃四周采用焊接材料在高真空环境下进行永久性封接, 在核心焊接材料外围采用高分子封接材料进行结构强化、焊料保护, 得到的高真空性能双道密封无抽气口真空玻璃, 满足隔热、隔音的特性。为提升隔热、调节采光性能, 一般其中一片玻璃采用低辐射镀膜玻璃。为平衡玻璃自身气体渗透和焊缝气体渗透影响真空玻璃的使用寿命, 一般在真空腔内植入合金吸气剂。实验研究发现, 真空玻璃的传热系数可以达到  $0.6W/m^2 \cdot K$ , 明显优于一般三玻两腔节能玻璃。

真空玻璃的露点温度远低于-60℃，具备超强的防结霜能力，防结霜性能可完美解决北方冬季门窗、车辆玻璃结冰的窘境。真空玻璃的高真空内腔有效阻隔了声音的传播，隔声效果也远优于中空及普通玻璃，对于交通噪音、施工噪音等穿透力较强的中低频率噪音具有显著的效果。

图24: 真空玻璃结构图



数据来源：维爱吉官网、东吴证券研究所

表8: 真空玻璃与其他节能玻璃相比性能优越

项目	真空玻璃	三玻两腔中空玻璃
厚度 (mm)	10	40
重量(Kg)	50	75
传热系数	0.5	1.3-1.7
透射率	80%	30%-50%
隔音性能(dB)	41	30

数据来源：沃卡姆科技、东吴证券研究所

目前真空玻璃产品主要应用领域包括建筑用玻璃门窗、低温储藏设备门体、真空发电玻璃、温室大棚、车、船窗玻璃等。

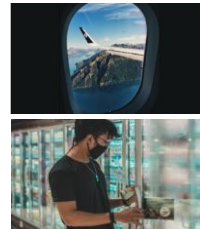
图25: 真空玻璃应用领域



建筑领域：高端商用民用建筑，公共建筑设施，地标性建筑结构中的门窗、幕墙、采光顶等。

农业领域：现代农业中的各类种植养殖玻璃温室。

太阳能光伏建筑，在光伏建筑一体化中用作太阳能电池板的基板，实现建筑物的零能耗至负能耗。



交通领域：用于汽车、高铁动车、飞机、游轮等交通工具上的平面窗体。

家电领域：尤其适用于冷柜、酒柜、展示柜。

数据来源：维爱吉官网、东吴证券研究所

基于真空绝热技术的积淀，公司在真空玻璃生产核心工艺探索、产品性能开发上具

**有突出优势，稳步推进真空玻璃量产和下游应用开拓。**公司设立至今一直持续致力于真空绝热技术研发与产业化应用探索，并积极将积累的各项关键技术拓展应用至其他科技领域。近年来公司在真空玻璃研发等方面进行了大量的科研探索和储备，为进一步丰富真空绝热材料产品线奠定了良好基础。公司初步掌握了真空玻璃生产的真空封装、焊接等核心工艺技术，当前试产的真空玻璃产品在外观和性能方面保持良好，但产线运行效率仍然有待提高。全资子公司维爱吉（厦门）科技有限责任公司真空玻璃产业化基地日前已完成厂房封顶，项目建成达产后，预计可年产 200 万平方米真空玻璃。2024 年上半年，该基地将先行投建两条新产线，年产能合计约为 40 万平方米。

**真空玻璃与公司此前主要产品真空绝热板有良好的协同性。**真空玻璃在具体应用上与公司目前的主要产品真空绝热板有一定的互补性，公司在家电领域的行业经验和客户基础，将为真空玻璃在家电等领域的应用和推广提供良好的基础。

#### 4. 盈利预测与投资建议

**真空绝热板需求有望维持高景气，公司新基地建设解决产能瓶颈问题，真空绝热板主业盈利有望延续高增长。**(1) 一方面，真空绝热板在冰箱行业渗透率仍低，欧盟能效新规有望显著加速其渗透率提升。随着厂商对高效产品布局的完善，以及能效分级对消费者选择高效节能产品的引导，欧盟市场高等级产品产销量有较大的增长空间，进而拉动真空绝热板需求。另一方面，受益于海外高库存缓解、海运及原材料成本回落，以及利率下行、消费者信心修复等因素，冰箱外需有望延续改善；此外国内需求受益于促消费政策以及大容积冰箱趋势也有望保持稳定。我们预计 2024 年真空绝热板需求有望继续维持高景气。(2) 随着需求快速回暖，公司 2023 年上半年产能利用率已经达到 98.1%，难以充分满足增量需求，公司实施了连城本部扩产以及年产 500 万平合肥新基地的建设，预计连城本部于 2024 年春节后，安徽工厂于 4 月起将逐步释放新增产能，全面达产后公司真空绝热板产能有望较 2023 年中报增加约 60%以上。考虑到需求高景气和产能释放，公司真空绝热板主业盈利增量可观。

**真空玻璃新产品培育持续推进，有望形成第二成长曲线。**基于真空绝热技术的积淀，公司在真空玻璃生产核心工艺探索、产品性能开发上具有突出优势，稳步推进真空玻璃量产和下游应用开拓。全资子公司维爱吉（厦门）科技有限责任公司真空玻璃产业化基地日前已完成厂房封顶，项目建成达产后，预计可年产 200 万平方米真空玻璃。2024 年上半年，该基地将先行投建两条新产线，年产能合计约为 40 万平方米。随着真空玻璃产能投放和下游应用市场打开，有望形成第二增长曲线。

我们对公司 2023-2025 年主要经营和财务指标假设如下表，进行盈利预测：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.06 亿元（业绩快报值）、1.65 亿元、2.34 亿元。3 月 25 日收盘价对应市盈率分别为 32 倍、21 倍、15 倍。

表9: 公司盈利预测简表及备注、假设

	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	备注与假设
<b>真空绝热板</b>								
销量	万平方米	517	676	653	858	1202	1478	真空绝热板需求有望维持高景气，公司新基地建设解决产能瓶颈问题，公司2024年销量有望延续高速增长。
yoy			30.8%	-3.5%	31.5%	40.0%	23.0%	
收入	万元	50321	68080	62137	82242	114778	141177	真空绝热板需求延续高景气，公司产能利用率处于高位，玻纤短切丝和LNG价格维持低位，公司毛利率有望保持平稳
毛利额	万元	18319	22114	16909	27798	39598	48000	
毛利率		36.4%	32.5%	27.2%	33.8%	34.5%	34.0%	
<b>真空玻璃</b>								
销量	万平方米				尚未形成规模	10.00	45.00	真空玻璃产业化基地在建两条新产线，新增40万平/米产能
收入	万元					6000	27000	
毛利额	万元				化销售	2100	9990	随着产能爬坡，毛利率有所提升
毛利率						35.0%	37.0%	
<b>利润表摘要</b>								
营业收入	万元	51620	71129	63771	83957	122275	169774	真空玻璃与真空绝热板下游客户有一定协同性，销售费用率维持稳定，真空绝热板快速增长带来规模效应，但真空玻璃处于培育拓展期，公司管理费用率预计整体平稳。随着真空玻璃产能加速扩张和技术工艺优化，公司研发费用率随着规模效应回落。可转债确认财务费用增加，财务费用率有所上升。
yoy			37.8%	-10.3%	31.7%	45.6%	38.8%	
毛利额	万元	18773	22871	16965	28221	42040	58361	
毛利率		36.4%	32.2%	26.6%	33.6%	34.4%	34.4%	
销售费用率		5.0%	4.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	
管理费用率		4.8%	4.9%	5.6%	5.9%	5.7%	5.7%	
研发费用率		4.9%	4.7%	5.3%	5.7%	5.4%	5.3%	
财务费用率		2.5%	1.0%	-2.0%	0.8%	1.7%	1.5%	
归母净利润	万元	9335	11357	6386	10568	16539	23421	
yoy			21.7%	-43.8%	65.5%	56.5%	41.6%	
销售净利率		18.2%	16.0%	10.0%	12.6%	13.5%	13.8%	

数据来源: Wind、东吴证券研究所

我们选取了鲁阳节能、长虹华意、星帅尔作为可比公司，鲁阳节能主业为陶瓷纤维及制品（主要用于工业节能保温领域，与赛特新材主业同属节能材料），长虹华意、星帅尔为冰箱等制冷电器零部件龙头（与赛特新材同属冰箱产业链上游）。我们预测赛特新材的2024-2025年归母净利润两年平均增速为48.6%，根据Wind一致预期，可比公司2024-2025年归母净利润两年平均增速的均值为17.8%，虽然赛特新材的PE（TTM）高

于可比公司平均水平,但是赛特新材PEG(PE-TTM/两年归母净利润平均增速)仅为0.67,低于可比公司平均的0.91,基于赛特新材主业良好的成长性和新产品真空玻璃的开拓前景,维持“买入”评级。

表10: 可比公司估值表(2024/3/25)

公司名称	归母净利润(亿元)				2024-2025年两年平均归母净利润增速		PE			PE	PEG
	2022A	2023E	2024E	2025E	PB	2023E	2024E	2025E	(TTM)	(PE-TTM/两年平均增速)	
鲁阳节能	5.82	5.35	6.37	7.21	16.2%	2.69	14.2	11.9	10.5	15.0	0.93
长虹华意	2.63	4.07	4.58	4.96	10.3%	1.31	12.1	10.7	9.9	12.5	1.21
星帅尔	1.19	2.36	3.09	3.80	26.8%	1.98	13.0	9.9	8.1	15.9	0.59
可比公司均值					17.8%	1.99	13.1	10.9	9.5	14.4	0.91
赛特新材	0.64	1.06	1.65	2.34	48.6%	3.27	32.5	20.8	14.7	32.5	0.67

数据来源: Wind、东吴证券研究所

备注: 鲁阳节能、长虹华意、星帅尔2023-2025年盈利预测来自于Wind一致预期。赛特新材2023年归母净利润数值来自于业绩快报。

## 5. 风险提示

**原燃料成本大幅上涨的风险:** 真空绝热板处于产业链中游,对下游冰箱客户议价能力一般,如果成本端出现大幅上涨,会影响产品短期毛利率。

**真空玻璃量产线达产不及预期的风险:** 公司试产的真空玻璃产品在外观和性能方面保持良好,但产线运行效率仍然有待提高。全资子公司维爱吉(厦门)科技有限责任公司真空玻璃产业化基地日前已完成厂房封顶,预计2024年上半年该基地将先行投建两条新产线,存在量产线达产不及预期的风险。

**真空玻璃应用推广不及预期的风险:** 真空玻璃在低温储藏设备门体(尤其是轻型商用制冷设备门体)、绿色建筑等领域具有良好的应用前景,但推广以及替代现有中空玻璃等产品的进度仍存不确定性,可能影响公司真空玻璃产能的释放。

## 赛特新材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>625</b>	<b>1,099</b>	<b>1,247</b>	<b>1,343</b>	<b>营业总收入</b>	<b>638</b>	<b>840</b>	<b>1,223</b>	<b>1,698</b>
货币资金及交易性金融资产	212	591	543	363	营业成本(含金融类)	468	557	802	1,114
经营性应收款项	274	349	471	669	税金及附加	6	8	12	17
存货	100	117	186	259	销售费用	35	46	67	93
合同资产	0	0	0	0	管理费用	36	50	70	97
其他流动资产	40	42	47	52	研发费用	34	48	66	90
<b>非流动资产</b>	<b>540</b>	<b>733</b>	<b>863</b>	<b>1,129</b>	财务费用	(13)	5	21	25
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	12	17	24
固定资产及使用权资产	379	510	577	723	投资净收益	(1)	0	0	0
在建工程	45	73	111	206	公允价值变动	(1)	(2)	0	0
无形资产	69	99	119	138	减值损失	(8)	(13)	(13)	(19)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	20	25	30	35	<b>营业利润</b>	<b>71</b>	<b>122</b>	<b>188</b>	<b>266</b>
其他非流动资产	27	27	27	27	营业外净收支	(1)	(2)	(1)	(1)
<b>资产总计</b>	<b>1,165</b>	<b>1,832</b>	<b>2,111</b>	<b>2,471</b>	<b>利润总额</b>	<b>70</b>	<b>120</b>	<b>188</b>	<b>266</b>
<b>流动负债</b>	<b>188</b>	<b>234</b>	<b>329</b>	<b>453</b>	减:所得税	7	14	22	32
短期借款及一年内到期的非流动负债	10	10	10	10	<b>净利润</b>	<b>64</b>	<b>106</b>	<b>165</b>	<b>234</b>
经营性应付款项	122	159	233	330	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	5	6	9	12	<b>归属母公司净利润</b>	<b>64</b>	<b>106</b>	<b>165</b>	<b>234</b>
其他流动负债	51	58	77	101	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.91	1.43	2.02
非流动负债	38	478	528	578	EBIT	60	151	235	327
长期借款	10	100	150	200	EBITDA	103	193	280	387
应付债券	0	350	350	350	毛利率(%)	26.60	33.61	34.38	34.38
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	10.01	12.59	13.53	13.80
其他非流动负债	28	28	28	28	收入增长率(%)	(10.35)	31.65	45.64	38.85
<b>负债合计</b>	<b>226</b>	<b>712</b>	<b>857</b>	<b>1,031</b>	归母净利润增长率(%)	(43.77)	65.49	56.50	41.61
归属母公司股东权益	939	1,120	1,254	1,440					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>939</b>	<b>1,120</b>	<b>1,254</b>	<b>1,440</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,165</b>	<b>1,832</b>	<b>2,111</b>	<b>2,471</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	69	124	143	180	每股净资产(元)	11.74	9.66	10.81	12.42
投资活动现金流	(42)	(237)	(176)	(326)	最新发行在外股份(百万股)	116	116	116	116
筹资活动现金流	(28)	496	(16)	(35)	ROIC(%)	5.80	10.50	12.37	15.33
现金净增加额	4	382	(49)	(180)	ROE-摊薄(%)	6.80	9.43	13.19	16.26
折旧和摊销	42	42	45	60	资产负债率(%)	19.40	38.86	40.59	41.73
资本开支	(91)	(232)	(171)	(321)	P/E (现价&最新股本摊薄)	53.77	32.49	20.76	14.66
营运资本变动	(41)	(58)	(114)	(168)	P/B (现价)	2.52	3.06	2.74	2.38

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>