下载日志已记录，仅供内部参考

国泰海通证券 GUOTAI HAITONG SECURITIES

新国标驱动 VIP 放量，龙头多赛道蓄势

赛特新材(688398)

家用电器业/可选消费品

■ 赛特新材首次覆盖

姓名	电话	邮箱	登记编号
蔡雯娟(分析师)	021-38031654	caiwenjuan@gtht.com	S0880521050002
林叙希(分析师)	021-38031024	linxuxi@gtht.com	S0880526030002

首次覆盖	
评级	增持
目标价格(元):	27.90
当前价格：(元)	20.22

本报告导读：

公司为真空绝热板龙头，2026H1 收入稳健增长、利润受财务费用拖累；冰箱能效新国标正式实施推动 VIP 渗透率加速提升，金属 VIP、新能源超薄 VIP、真空玻璃等新赛道逐步落地。

投资要点：

- **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 0.20/0.87/1.56 亿元，EPS 为 0.12/0.52/0.93 元/股。考虑到 2026 年利润受可转债利息计提、汇兑损失等因素扰动较大，2027 年为新国标放量过渡期，我们以 2028 年业绩作为估值基础，考虑公司行业龙头地位、渗透率提升弹性，给予 2028 年 30x PE，目标价 27.90 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **经营情况：**公司 2026H1 实现营业收入 4.92 亿元，同比+4.8%，归母净利润 168.24 万元，同比-86.1%，扣非归母净利润 164.01 万元，同比-83.6%；其中 2026Q2 实现营业收入 2.49 亿元，同比+11.7%，归母净利润 130.13 万元，同比-44.5%。
- **能效新国标落地，VIP 渗透率提升进入加速期。**分产品，2026H1 真空绝热板（VIP）收入 4.81 亿元、占营业收入 97.8%，毛利率 22.49%。分地区，境内/境外收入分别为 3.25/1.67 亿元，占比 66.1%/33.9%，毛利率分别为 17.59%/32.30%。新版冰箱能效国标于 2026 年 6 月 1 日起强制实施，1 级能效指数要求由≤50%收紧至≤20%，耗电量限定值由基准耗电量的 70%收紧至 40%，并新增容积利用率考核，VIP 成为兼顾低能耗与大容积的最佳技术选择。根据公司半年报，此前国内冰箱冷柜 VIP 渗透率仅为个位数。短期行业新增产能释放加剧价格竞争，我们认为中长期具备规模、技术与客户优势的头部企业份额有望进一步集中。
- **“一体两翼”布局，新赛道逐步打开成长空间。**2026H1 公司毛利率 22.58%、同比-1.32pct，主因销售区域结构变化、产品售价下行、原材料价格波动及新增产能折旧摊销增加。费用端，2026H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.49%/7.26%/5.01%/4.92%，同比 +0.07/-0.34/+0.21/+2.71pct，财务费用本期较上期增长 133.83%，主要系报告期内计提可转债利息及汇兑净损失增加所致。公司推进“一体两翼·平台赋能”战略：金属 VIP 首条全自动产线已进入量产试运行，可覆盖-269□至 800□宽温域工业场景；车规级超薄 VIP 已通过多家头部动力电池企业、主流新能源车企供应链认证并稳定供货；子公司维爱吉真空玻璃中试线已建成，样品完成多家家电、商超冷柜客户送检。我们认为新业务收入占比尚小，但与主业技术、客户复用度高，有望逐步贡献增量。
- **风险提示：**新能效标准推进不及预期风险，下游需求不及预期风险，行业竞争加剧风险，产能爬坡不及预期风险。

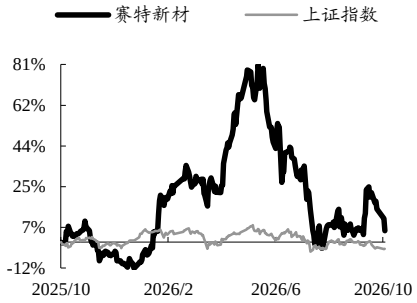
交易数据

52 周内股价区间(元)	16.99-34.85
总市值(百万元)	3,393
总股本/流通 A 股(百万股)	168/168
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	1,138
每股净资产(元)	6.78
市净率(现价)	3.0
净负债率	38.49%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-20%	5%
相对指数	2%	-15%	8%

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	934	995	1,095	1,509	2,063
(+/-)%	11.2%	6.6%	10.0%	37.8%	36.8%
净利润(归母)	77	24	20	87	156
(+/-)%	-27.3%	-68.7%	-17.3%	332.8%	79.7%
每股净收益(元)	0.46	0.14	0.12	0.52	0.93
净资产收益率(%)	6.8%	2.1%	1.8%	7.4%	12.2%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	43.97	140.30	169.71	39.21	21.81

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	113	135	101	66	53
交易性金融资产	166	80	80	80	80
应收账款及票据	398	475	480	673	936
存货	141	145	154	213	276
其他流动资产	97	75	112	121	141
流动资产合计	**915**	**911**	**926**	**1,153**	**1,486**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	694	876	932	919	899
在建工程	254	176	141	113	90
无形资产及商誉	68	77	79	83	88
其他非流动资产	67	74	90	91	92
非流动资产合计	**1,083**	**1,202**	**1,242**	**1,205**	**1,169**
总资产	**1,998**	**2,113**	**2,168**	**2,358**	**2,656**
短期借款	0	50	67	87	116
应付账款及票据	227	238	299	388	523
一年内到期的非流动负债	101	76	78	78	78
其他流动负债	65	53	67	87	112
流动负债合计	**393**	**417**	**511**	**640**	**829**
长期借款	90	141	141	141	141
应付债券	352	381	381	381	381
租赁负债	0	1	1	1	1
其他非流动负债	25	28	28	28	28
非流动负债合计	**468**	**551**	**551**	**551**	**551**
总负债	**860**	**968**	**1,062**	**1,191**	**1,380**
实收资本(或股本)	168	168	168	168	168
其他归母股东权益	970	977	939	999	1,108
归属母公司股东权益	**1,138**	**1,145**	**1,106**	**1,167**	**1,276**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	**1,138**	**1,145**	**1,106**	**1,167**	**1,276**
总负债及总权益	**1,998**	**2,113**	**2,168**	**2,358**	**2,656**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	66	71	154	48	85
投资活动现金流	-172	-104	-122	-52	-54
筹资活动现金流	12	52	-63	-31	-43
汇率变动影响及其他	4	1	-3	0	0
现金净增加额	-90	20	-34	-35	-12
折旧与摊销	54	69	91	94	94
营运资本变动	-84	-57	20	-164	-197
资本性支出	-323	-191	-115	-57	-58

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**934**	**995**	**1,095**	**1,509**	**2,063**
营业成本	662	758	844	1,153	1,561
税金及附加	9	10	11	15	21
销售费用	48	45	49	59	74
管理费用	55	68	71	83	103
研发费用	48	50	55	77	104
EBIT	**97**	**59**	**67**	**126**	**208**
其他收益	5	9	7	10	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	1	2	4	4
财务费用	17	30	43	24	25
减值损失	-19	-14	-6	-11	-11
资产处置损益	0	0	0	0	0
营业利润	**85**	**30**	**24**	**102**	**183**
营业外收支	-1	-1	0	0	0
所得税	7	4	4	15	27
净利润	**77**	**24**	**20**	**87**	**156**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	77	24	20	87	156

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	6.8%	2.1%	1.8%	7.4%	12.2%
ROA(%)	4.0%	1.2%	0.9%	3.8%	6.2%
ROIC(%)	5.3%	2.8%	3.2%	5.8%	8.9%
销售毛利率(%)	29.1%	23.9%	22.9%	23.6%	24.4%
EBIT Margin(%)	10.4%	6.0%	6.1%	8.4%	10.1%
销售净利率(%)	8.3%	2.4%	1.8%	5.7%	7.5%
资产负债率(%)	43.1%	45.8%	49.0%	50.5%	52.0%
存货周转率(次)	5.7	5.3	5.6	6.3	6.4
应收账款周转率(次)	2.6	2.4	2.4	2.7	2.7
总资产周转周转率(次)	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
净利润现金含量	0.9	2.9	7.7	0.6	0.5
资本支出/收入	34.6%	19.2%	10.5%	3.8%	2.8%
EV/EBITDA	17.87	26.32	25.12	18.28	13.44
P/E(现价&最新股本摊薄)	43.97	140.30	169.71	39.21	21.81
P/B(现价)	2.98	2.96	3.07	2.91	2.66
P/S(现价)	3.63	3.41	3.10	2.25	1.64
EPS-最新股本摊薄(元)	0.46	0.14	0.12	0.52	0.93
DPS-最新股本摊薄(元)	0.15	0.05	0.04	0.15	0.28
股息率(现价,%)	0.7%	0.2%	0.2%	0.8%	1.4%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 盈利预测

盈利预测与关键假设

我们预计公司 2026-2028 年营业收入为 10.95/15.09/20.63 亿元，同比+10.0%/+37.8%/+36.8%；综合毛利率为 22.9%/23.6%/24.4%；归母净利润为 0.20/0.87/1.56 亿元，同比-17.3%/+332.8%/+79.7%。考虑到 2026 年利润受可转债利息计提、汇兑损失等因素扰动较大，2027 年为新国标放量过渡期，我们以 2028 年业绩作为估值基础，考虑公司行业龙头地位、渗透率提升弹性，给予 2028 年 30x PE，目标价 27.90 元，首次覆盖给予“增持”评级。

分业务关键假设如下：

（1）真空绝热板：2025 年收入占比 96.2%，2026H1 真空绝热板收入同比+6.26%，考虑新国标于 2026 年 6 月 1 日实施后 VIP 板自下半年开始放量，预计 2026 年收入同比+10.0%。2027-2028 年我们以国内冰箱 VIP 渗透率提升为主线测算，预计 2026-2028 年真空绝热板收入为 10.53/14.46/19.59 亿元，同比+10.0%/+37.3%/+35.5%。受价格竞争、原材料及天然气涨价、安徽基地折旧增加影响，2026 年毛利率由 2025 年的 23.5%降至 22.5%，随规模效应释放，2027-2028 年回升至 23.0%/23.5%。

核心假设如下：

行业需求：以产业在线口径国内冰箱内销出货量为基数（2025 年 4,393 万台，同比-2.0%），假设 2026-2028 年为 4,300 万台；假设新国标一级能效机型占比由 2026 年的 8%提升至 2027/2028 年的 16%/25%，一级机型 VIP 采用率为 80%，其他机型 VIP 渗透率为 4.5%/6.0%/10.0%，对应国内冰箱 VIP 渗透率 10.5%/17.8%/27.5%；按单台用量 2.4 平方米计算，国内冰箱 VIP 需求约 1,088/1,841/2,838 万平方米。

销量测算：参考 2024 年家电 VIP 赛特新材市场份额约 56%（测算过程见图 6 注释），我们假设公司获取国内新增需求的 56%；海外销量年增 3%，叠加新能源超薄 VIP、金属 VIP 等新应用增量（2027/2028 年累计 30/60 万平方米），预计 2026-2028 年公司 VIP 销量为 1,300/1,766/2,370 万平方米，同比+13.4%/+35.9%/+34.2%。

产品均价：2026 年行业新增产能释放、价格竞争延续，假设均价同比-3.0%；2027-2028 年新国标带动高规格产品占比提升，假设均价同比+1.0%/+1.0%，对应 81.0/81.9/82.7 元/平方米。

（2）保温箱：2025 年收入同比+173.4%至 0.28 亿元，基数较高，且 2026H1 冷链业务增量不及预期。预计 2026 年收入同比-50.0%，2027-2028 年保持平稳；毛利率为 20.0%/20.2%/20.4%。

（3）其他主营产品：低基数，随新品逐步由送样转向小批量供货，预计 2026-2028 年收入同比+40.0%/+40.0%/+40.0%，毛利率为 32.9%/33.1%/33.3%。

（4）其他业务：2026H1 收入同比+427.9%，预计 2026-2028 年收入同比+500.0%/+100.0%/+100.0%，毛利率为 45.0%/45.5%/46.0%。

表1：分项业务预测表（单位：百万元）

单位：百万元	2025	2026E	2027E	2028E
真空绝热板	957.6	1053.3	1445.8	1959.1
yoy	4.6%	10.0%	37.3%	35.5%
销量（万平方米）	1146.1	1299.7	1721.0	2264.6
均价（元/平方米）	83.6	81.0	81.9	82.7
毛利率	23.5%	22.5%	23.0%	23.5%
保温箱	27.6	13.8	13.8	13.8
yoy	173.4%	-50.0%	0.0%	0.0%
毛利率	31.3%	20.0%	20.2%	20.4%
其他主营产品	6.8	9.5	13.3	18.5
yoy	16.6%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利率	32.7%	32.9%	33.1%	33.3%

下载日志已记录，仅供内部参考

其他业务	3.0	18.0	36.0	72.0
yoy	23.0%	500.0%	100.0%	100.0%
毛利率	41.1%	45.0%	45.5%	46.0%
营业收入合计	**994.9**	**1094.6**	**1508.8**	**2063.4**
yoy	6.6%	10.0%	37.8%	36.8%
毛利率	23.9%	22.9%	23.6%	24.4%

数据来源：公司公告，国泰海通证券研究

我们选取再升科技、金海高科、三花智控作为可比公司，主要考虑以下三方面：

再升科技：公司是国内超细玻璃纤维材料的主要供应商之一，产品可用作真空绝热板芯材，与赛特新材同处 VIP 产业链，同样受益于冰箱能效新国标推动的 VIP 渗透率提升，业务逻辑最为接近。

金海高科：公司主营空调过滤网等家电功能性零部件，与赛特新材同属家电上游配套企业，下游客户均为国内外主流家电整机厂商，且市值规模与赛特新材相近，具备较好的可比性。

三花智控：公司是全球制冷控制元器件龙头，冰箱、空调阀件等产品直接受益于家电能效标准升级，与赛特新材同为家电能效提升产业链的核心零部件供应商。

表2：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603601.SH	再升科技	9.27	0.06	0.08	0.1	154.50	115.88	92.70
603311.SH	金海高科	25.00	0.39	0.49	0.61	64.10	51.02	40.98
002050.SZ	三花智控	33.58	1.1	1.29	1.52	30.5	26.0	22.1
	平均值						64.31	51.93

资料来源：Wind，国泰海通证券研究（收盘价选取 2026/10/9）

下载日志已记录，仅供内部参考

2. VIP 板——新国标倒逼冰箱薄壁化，渗透率空间大

2.1. VIP 板绝热性能优，渗透率有望提升

新国标首次将容积利用率纳入强制性指标体系，要求冰箱在外观尺寸不变的前提下实现有效容积的显著提升。在现有技术路线中，提升容积利用率的核心手段在于减薄箱壁绝热层——而在保温性能不降级的前提下，真空绝热板（VIP，Vacuum Insulation Panel）是目前最为成熟的、经过大规模工业化验证的解决方案。

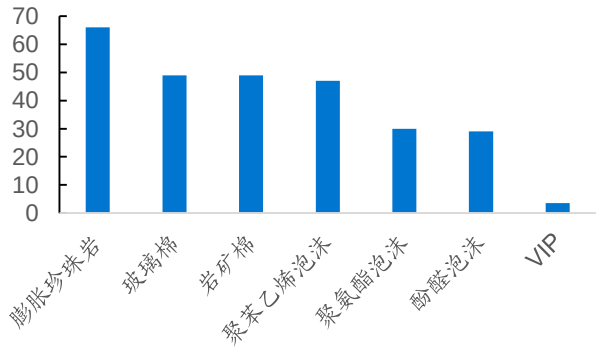
图1：VIP 板主要产品



资料来源：赛特新材 2025 年年报，国泰海通证券研究

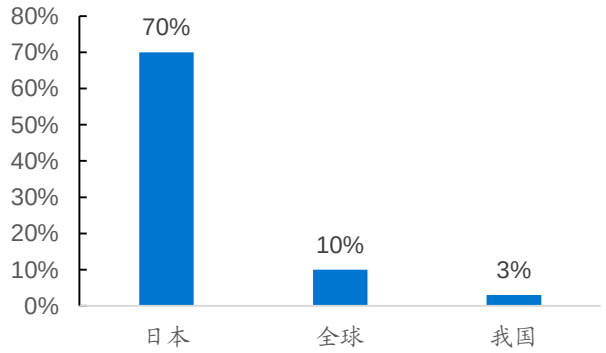
VIP 导热系数低，是目前绝热性能最佳的绝热材料，当前渗透率低。根据赛特新材招股说明书数据，VIP 板导热系数普遍在 3.5 mW/(m·K)以下，仅约为冰箱主流方案聚氨酯泡沫、酚醛泡沫的 1/10，并显著低于聚苯乙烯泡沫、岩矿棉、玻璃棉及膨胀珍珠岩，单位厚度绝热效率优势突出，与冰箱大容积、薄壁化的产品演进方向高度契合。然而国内 VIP 板渗透率较海外仍存在显著差距，2020 年我国冰箱领域 VIP 板渗透率仅约 3%，明显低于全球均值的 10%，并大幅落后于日本约 70%的水平，提升空间较大。我们认为，伴随冰箱能效新国标临近落地、终端高端化进程加快、节能消费理念深化，国内 VIP 板渗透率有望对标日本经验加速上行，行业中长期成长空间打开。

图2：绝热材料导热系数对比（单位：mW/(m·K)）



资料来源：赛特新材招股说明书，国泰海通证券研究

图3：2020 年 VIP 板渗透率对比



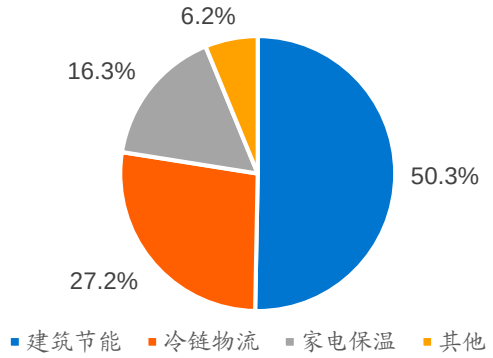
资料来源：赛特新材招股说明书，国泰海通证券研究

家电保温占国内 VIP 板需求的 16.3%。从下游应用结构来看，2024 年 VIP 板应用在建筑节能/冷链物流/家电保温/其他（新能源、航天航空等）领域占比分别为 50.3%/27.2%/16.3%/6.2%。其中家电保温端 VIP 板主要作为冰箱内胆绝热层使用，目前国内冰箱市场对应的 VIP 板渗透率仍低于 10%，有

下载日志已记录，仅供内部参考

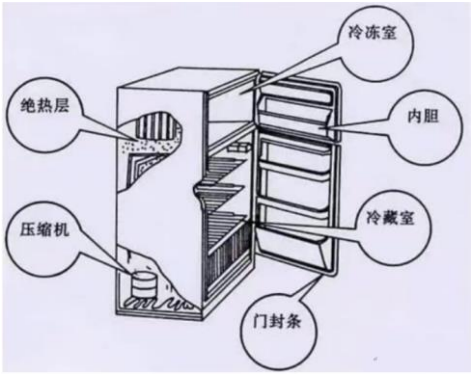
较大提升空间。我们认为伴随冰箱能效新国标的落地实施，未来 5-10 年国内冰箱保温材料体系有望迎来一轮系统性更迭，VIP 板作为高性能绝热方案的核心载体，渗透率有望加速突破。

图4：2024 年中国 VIP 板下游需求分布（单位：%）



资料来源：华经产业研究院，国泰海通证券研究

图5：冰箱构造示意图



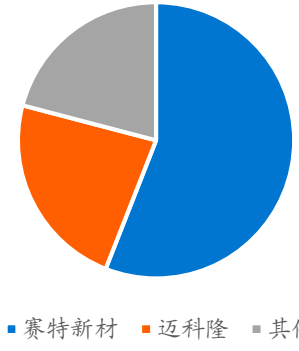
资料来源：观研报告网，保温材料与节能技术公众号

国内家电 VIP 板市场高度集中，CR2 超过 70%，市场格局基本由赛特新材与迈科隆两家头部企业主导。

VIP 板行业进入壁垒体现在以下三个维度，共同构成头部企业的护城河：

- 设备投入壁垒：VIP 板生产需配套专用抽真空设备及洁净厂房，资本投入较大，新进入者产能爬坡周期较长。
- 客户认证壁垒：冰箱厂商对 VIP 板供应商的认证周期较长，认证通过后客户黏性较强。根据赛特新材招股说明书，2018 年全球前十大冰箱厂商中有 8 家为公司客户，其中 6 家将公司作为主要供应商，公司占其 VIP 板采购量的比例均在 50% 以上。
- 工艺 Know-how 壁垒：VIP 板核心性能高度依赖芯材、阻隔膜、吸附剂与封装工艺的协同优化，积累周期长。赛特新材是业内极少数具备芯材生产、阻隔膜复合及制袋、吸附剂生产、真空封装全流程能力的企业。我们认为核心材料自制有助于公司在成本控制上形成优势。

图6：2024 年家电 VIP 板市场占有率



资料来源：Wind，华经产业研究院，国泰海通证券研究
注：假设 2024 年迈科隆出口与赛特新材一致均为 57%，赛特新材国内 VIP 营收 80%来自于家电行业，迈科隆国内 VIP 营收 70%来自于家电行业

图7：VIP 行业进入壁垒



资料来源：国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 风险提示

1、新能效标准推进不及预期风险：公司业绩增长主要依赖新版冰箱能效国标带动 VIP 渗透率提升，若新一级能效机型推广节奏慢于预期，或厂商采用其他替代方案，可能影响 VIP 需求放量。

2、下游需求不及预期风险：公司收入主要来自冰箱、冷柜等家电领域，若以旧换新政策退坡或地产链需求走弱，导致冰箱内销量下滑，可能影响公司销量增长。

3、行业竞争加剧风险：若行业新增产能集中释放，竞争对手采取低价策略，可能导致产品价格及毛利率低于预期。

4、产能爬坡不及预期风险：若安徽基地产能爬坡或后续扩产进度低于预期，可能制约销量增长，同时加大折旧压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666