

2023 年福建赛特新材股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【208】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年福建赛特新材股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
赛特转债	A+	A+

评级观点

本次等级的评定是考虑到：福建赛特新材股份有限公司（以下简称“赛特新材”或“公司”，股票代码：688398.SH）作为国内较早进入真空绝热板行业的企业之一，具备一定的技术和产业链优势，拥有较强客户资源优势，2024 年经营稳步增长；但中证鹏元也关注到，2024 年公司净利润同比出现下滑，新增产能消化、单位生产成本及产品销售均价波动给公司带来盈利压力，境外销售面临汇率波动和国际贸易摩擦风险，同时仍面临较大的客户集中度风险。

评级日期

2025 年 6 月 18 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	20.87	19.98	18.82	11.65
归母所有者权益	11.47	11.38	11.47	9.39
总债务	6.75	6.01	5.05	0.64
营业收入	2.46	9.34	8.40	6.38
净利润	0.10	0.77	1.06	0.64
经营活动现金流净额	0.05	0.66	0.75	0.69
净债务/EBITDA	--	1.71	-0.47	-1.83
EBITDA 利息保障倍数	--	5.60	19.41	146.55
总债务/总资本	37.05%	34.56%	30.55%	6.37%
FFO/净债务	--	38.00%	-173.62%	-45.59%
EBITDA 利润率	--	18.77%	22.29%	17.10%
总资产回报率	--	5.58%	8.50%	6.11%
速动比率	1.82	1.97	3.43	2.79
现金短期债务比	1.73	2.04	7.13	5.19
销售毛利率	25.13%	29.12%	33.03%	26.60%
资产负债率	45.03%	43.06%	39.05%	19.40%

注：2022-2023 年公司净债务为负。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：陈荣
chenr@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **2024 年公司产能有所扩张，经营稳步增长。**跟踪期内本期债券募投项目首批设备投产，同时公司通过新增生产设备、实施设备技改等提升原有产能，整体产能规模扩张，为业务承接提供有力支撑。得益于全球冰箱能效水平提高、冰箱产品结构升级以及国内家电以旧换新政策的陆续落地，2024 年公司真空绝热板产销量稳步增长，带动营业收入同比增长 11.16%。
- **公司仍拥有较强的客户资源优势。**公司作为国内较早进入真空绝热板行业的企业之一，具备一定的技术实力和产业链优势，与众多国内外知名冰箱冷柜家电制造商客户保持稳定合作关系，包括三星电子、美的集团、海尔集团等。

关注

- **受单位生产成本及产品销售均价波动、子公司亏损及可转债计提利息等影响，2024 年公司增收不增利，需关注新增产能消化、生产成本及产品销售均价波动等因素带来的盈利压力。**2024 年公司单位生产成本上升及产品销售均价下降导致公司毛利率下滑，子公司维爱吉及安徽赛特处于投资期及产能爬坡期，2024 年经营净亏损，叠加本期债券计提利息拉升财务费用，2024 年公司归母净利润下降近三成至 0.77 亿元，考虑到合肥、厦门生产基地规模逐步扩大，若公司市场拓展不及预期，将面临产能不能完全消化及收益不及预期的风险。
- **公司境外业务收入占比仍较高，面临汇率波动、国际贸易摩擦等风险。**2024 年公司主营业务收入中境外销售收入占比 43.09%，近年美元对人民币波动幅度较大，公司面临一定的汇率波动风险；同时近年来国际贸易摩擦不断，国际市场不稳定因素有所增加，公司面临外贸订单减少或流失的风险。
- **公司仍面临较大的客户集中度风险。**2024 年真空绝热板占公司营业收入比重超 98%，主要应用于高端冰箱、冷柜领域，产品应用领域范围较窄。2024 年公司前五大客户营业收入占比仍维持在 65%以上，客户集中度较高。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司具备一定的技术实力和产业链优势，拥有较强客户资源优势，预计公司业务持续性较好，且未来随着新增产能的陆续释放，产品结构得到丰富，营业收入有望进一步提升。

同业比较（单位：亿元）

指标	赛特新材 (688398.SH)	再升科技 (603601.SH)	红宝丽 (002165.SZ)
总资产	19.98	31.05	48.05
营业收入	9.34	14.76	27.26
净利润	0.77	1.05	0.59
资产负债率	43.06%	28.33%	57.66%
销售毛利率	29.12%	21.96%	14.87%

注：上表财务数据均为 2024 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	3/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
赛特转债	4.42	4.4198	2024-06-20	2029-09-11

一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年9月发行6年期4.42亿元可转换公司债券，募集资金计划用于赛特真空产业制造基地（一期）项目建设。根据公司于2025年4月23日公告的《福建赛特新材股份有限公司2024年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2024年12月31日，公司已使用募集资金2.60亿用于本期债券募投项目建设（含前期先投入及置换），募集资金余额为1.80亿元，其中使用暂时闲置募集资金用于现金管理的累计金额为1.80亿元（协定存款金额1,474.75 万元，购买结构性存款产品金额1.65亿元），“赛特转债”募集资金专户余额为1,477.95万元。

二、 发行主体概况

2024年“赛特转债”累计转股数量664股，公司2023年年度权益分派共转增51,813,228 股，全年公司合计新增股本51,813,892股。截至2025年5月末，公司注册资本及股本均为167,813,892元。截至2025年6月5日，“赛特转债”转股价格为19.00元/股¹，转股溢价率为34.05%。

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2025年3月末，公司控股股东和实际控制人仍为汪坤明，直接持股比例为39.74%，此外汪美兰及汪洋为控股股东的一致行动人，二者直接持股比例分别为6.24%和3.26%，上述股份均不存在质押情况，公司股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司主营业务和经营模式未发生变化，仍主要从事真空绝热板的研发、生产和销售，产品最终应用于冰箱、冷柜等家电领域。2024年公司合并范围无变化，截至2024年末，公司合并范围的子公司共5家，详见附录三。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分

¹ “赛特转债”初始转股价格 35.41 元/股，历次转股价格调整情况如下：（1）因公司实施 2023 年年度权益分派方案，转股价格调整为 24.20 元/股（自 2024 年 6 月 20 日起生效）；（2）因公司实施 2024 年半年度权益分派方案，转股价格调整为 24.15 元/股（自 2024 年 10 月 15 日起生效）；（3）根据相关规定及《福建赛特新材股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》的约定，公司于 2024 年 10 月 24 日召开了 2024 年第一次临时股东大会和第五届董事会第十四次会议，审议通过《关于向下修正“赛特转债”转股价格的议案》，转股价格调整为 19.00 元/股（自 2024 年 10 月 28 日起生效）。

化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

近年国内外家电能效标准升级，拉动真空绝热板渗透率提升，同时受益于国家政策驱动与国际市场持续回暖，2024年中国冰箱冷柜产销增长明显，真空绝热板总体需求保持增长；但真空绝热板应用领域相对单一，存在被替代的风险，且市场竞争加剧

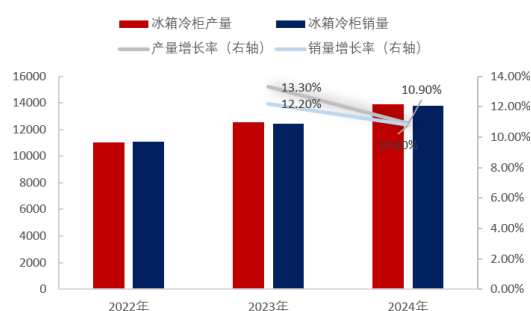
目前冰箱市场是真空绝热板应用最广泛的领域和最大的消费市场，冰箱等家电领域能效标准升级拉动真空绝热板渗透率提升。2024年3月1日起，欧盟进一步提高家电产品的能效标准，要求包括冰箱、冷柜、酒柜、洗衣机、干衣机、洗碗机等所有相关产品的能效等级达到E级及以上，此外，所有在欧盟市场销售的家电产品必须在欧洲能源标签产品数据库（EPREL）中注册。根据GfK欧洲监测数据，2023年1-8月欧洲21国销售的四大家电（洗衣机、洗碗机、冰箱、冷柜）中，近24%于2024年3月被淘汰；在欧盟政策推动下，2024年1-8月，F级及以下产品零售量份额已降至11%，而A-D级产品零售量份额则接近88%。国内端，国务院新修订的《消耗臭氧层特殊管理条例》²已于2024年3月1日起实施；2025年5月，国家市场监督管理总局正式发布《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》（GB 12021.2-2025），新标将于2026年6月1日全面实施，在维持原有的5级分类框架的同时，大幅提高了各等级的能效要求，将进一步促进我国冰箱企业产品升级。

2024年中国冰箱冷柜产销增长有力，真空绝热板总体需求保持增长。在国家政策扶持与国际市场持

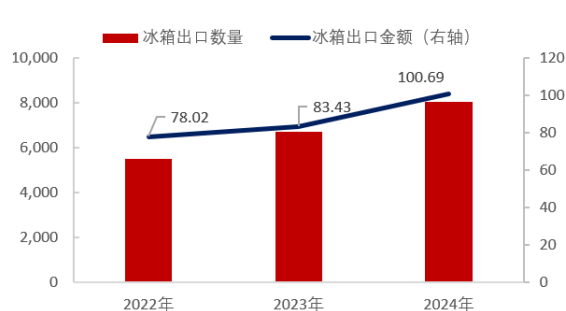
² 条例规定：在中国境内从事消耗臭氧层物质的生产、销售、使用和进出口等活动，适用本条例规定。国家逐步削减并最终淘汰作为制冷剂、发泡剂、灭火剂等用途的消耗臭氧层物质。禁止将国家已经淘汰的消耗臭氧层物质用于前款规定的用途。

续回暖的双重作用下，2024年中国家电业内销与出口双双增长，其中2024年四季度起实施的消费品“以旧换新”政策，有效刺激了国内家电消费需求。据国家统计局和海关数据，2024年限额以上单位家用电器和音像器材类商品零售额突破万亿元大关，同比增长12.3%，家电出口额达1,124亿美元，同比增长14.0%。家电市场升温背景下，2024年国内冰箱冷柜产量、销量以及出口亦表现亮眼；得益于家电业内销和出口市场的双重利好，2024年真空绝热板在家电行业特别是冰箱市场的总体需求继续保持增长。

图1 2022-2024 年我国冰箱冷柜产销量情况（单位：万台） 图2 2022-2024 年我国冰箱出口情况（万台、亿美元）



资料来源：产业在线，中证鹏元整理



资料来源：海关总署，中证鹏元整理

真空绝热板应用领域相对单一，存在被替换的风险。绝热节能材料主要包括无机、有机和金属三大类常规材料，以及真空、纳米孔和辐射三大类新型绝热材料。鉴于真空、纳米孔和辐射绝热材料的性能特点不同，其适用领域存在明显差异，纳米孔绝热材料主要应用于航空航天、军事装备、高温管道等领域，辐射绝热材料主要应用于节能建筑、汽车、船舶等交通工具，现阶段真空绝热板产品则主要应用在能效等级和容积率要求较高的冰箱、冷柜领域，应用领域相对单一。虽然纳米孔绝热材料、辐射绝热材料性能特点、应用领域均与真空绝热板存在实质性差别，但不排除未来随着技术进步和发展，纳米孔绝热材料、辐射绝热材料能突破在冰箱冷柜等领域的应用，或者出现其他隔热性能更优、成本更低或在冰箱冷柜领域的应用具有独特优势的新型绝热材料的可能性。

全球具有一定规模的真空绝热板生产企业主要集中在中国、日本、德国、美国等地，近年市场参与者逐步增加，同时原有生产企业扩大产能规模，市场竞争加剧。真空绝热板生产企业主要分为三类：第一类是专业生产真空绝热板的企业，包括赛特新材、迈科隆、德国 va-Q-tec等行业优势企业；第二类包括日立、三菱等大型知名家电名牌企业，其集团内部生产的真空绝热板主要满足自用，同时也向市场其他企业采购部分真空绝热板；第三类主要以松下电器为主，其生产的真空绝热板在满足自用的同时，也对外销售。由于真空绝热板市场渗透率仍然保持在低位，可提升空间较大，近年来行业出现部分新进入企业，而原有生产企业则通过新增投入扩大产能。真空绝热板生产企业为争夺市场，行业先进者纷纷通过技术创新、提升品质和供货能力稳固市场份额，而后进入者为争取订单，或不同程度采取价格竞争策略。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事真空绝热板的研发、生产及销售，主要产品及其用途、经营模式等未发生重大变化。得益于全球冰箱能效水平提高、冰箱产品结构升级以及国家家电以旧换新政策的陆续落地，2024年真空绝热板市场需求旺盛，带动公司营业收入同比增长11.16%；同期公司收入结构未发生重大变化，真空绝热板仍是公司收入的最主要来源；保温箱收入规模仍较小。2024年公司单位生产成本较上年有所增长，产品销售均价同比有所下降，导致真空绝热板毛利率同比出现下滑，公司综合毛利率同步下降。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
真空绝热板	9.15	98.04%	29.34%	8.22	97.84%	33.30%
保温箱	0.10	1.08%	23.75%	0.10	1.14%	25.11%
其他	0.08	0.88%	10.62%	0.09	1.02%	16.82%
合计	9.34	100.00%	29.12%	8.40	100.00%	33.03%

注：其他收入系原辅料、特制包装及镀铝膜等销售收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年国内冰箱产销及出口增长明显，带动上游需求扩大，公司收入保持增长；公司具有较强的客户优势，与主要客户群体合作较为稳定，但客户集中度仍较高；随着公司内销收入占比提升，垫资压力加大，同时境外收入占比仍较高，面临一定的汇率波动、国际贸易摩擦等风险

公司是全球真空绝热材料应用领域尤其是国际冰箱、冷柜等家电领域的新型绝热材料知名供应商，具备一定的研发能力和技术积累，2024年公司在高性能低成本芯材配方及成型技术、阻隔膜精确检测、遴选及高性能阻隔膜制备技术、吸附剂制备及配方优化技术等核心技术方面持续投入，当期研发投入合计0.48亿元，同比增长15.90%。2024年，公司新增专利授权15个，其中发明专利1个、实用新型专利14个。

依托于产业链优势，公司仍具有较强的客户优势。公司依然是国内少数构建了集芯材生产、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、专业设备研发及改造于一体的企业，依托于产业链优势，公司在行业形成了良好的品牌知名度，服务的下游知名客户包括三星、LG、东芝家电、日立、惠而浦、博西家电、阿奇立克等国际客户；海尔、美的、海信、美菱等国内知名品牌家电企业。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以及顺丰等物流企业。公司下游客户主要为国内外知名家电制造企业，其对重要部件的供应商选择具有严格的确定和评价标准，公司经过严格筛选进入制造商供应链体系后，如果不出现重大纠纷不会被轻易更换，因此公司与客户合作关系较为稳定。

受国内外家电能效标准升级、政策驱动及国际市场持续复苏影响，2024年国内冰箱产量、出货量及出口均呈现不同程度增长，国内冰箱企业，尤其是海尔、美的等客户对真空绝热板的需求明显增长，拉动公司2024年真空绝热板销量同比增长13.06%，销售收入同比增长11.39%。

公司仍存在产品应用领域较单一、客户集中度较高的风险。2024年公司真空绝热板占营业收入比重超过98%，受成本、市场发展等因素影响，公司的真空绝热板产品目前主要应用在能效等级及容积率要求较高的冰箱、冷柜领域，产品应用领域较为集中。2024年公司前五大客户相对较为稳定，但客户市场集中度较高，2024年公司前五大客户销售额占年度销售总额的65.99%，公司收入易受重点客户订单需求变动而产生波动。

表2 公司前五大客户销售收入情况（单位：万元）

年份	序号	客户名称	销售金额	占收入比例
2024 年	1	客户一	15,833.00	16.96%
	2	客户二	13,753.28	14.73%
	3	客户三	13,050.98	13.98%
	4	客户四	11,990.03	12.84%
	5	客户五	6,981.53	7.48%
	合计		61,608.82	65.99%
2023 年	1	客户一	22,229.43	26.47%
	2	客户二	11,076.39	13.19%
	3	客户三	8,885.11	10.58%
	4	客户四	6,561.59	7.81%
	5	客户五	6,506.77	7.75%
	合计		55,259.29	65.80%

资料来源：公司提供

分地区来看，2024年国内客户对真空绝热板的需求有所增长，叠加部分跨国客户增加其在中国境内制造基地的产能配置，综合影响下2024年公司国内销售收入同比大幅增长40.74%，收入占比超过55%，首次超过外销收入。但公司内销客户账期通常长于外销，2024年随着内销收入占比增长，公司应收账款增速高于营业收入，垫资压力加大。此外，公司外销收入仍保持较高占比且利润空间高于国内，出口产品主要以美元进行结算，受益于美元升值，2023-2024年公司产生汇兑净收益分别为313.78万元和445.43万元，但如果未来结算汇率出现不利变动，产生大额汇兑损失，将对公司经营业绩产生不利影响。同时考虑到近年来国际贸易摩擦不断升级，国际市场不稳定因素有所增加，公司面临外贸订单减少或流失的风险。

表3 公司主营业务分地区销售情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
境内销售	5.30	56.91%	24.98%	3.76	44.94%	26.93%
境外销售	4.01	43.09%	34.58%	4.61	55.06%	38.32%
合计	9.31	100.00%	29.12%	8.38	100.00%	33.20%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

随着新建产能逐步投产，2024年公司产量继续扩张；本期债券募投项目完全投产后产能将进一步

提升，同时公司通过真空玻璃产业化项目丰富现有产品结构，但新领域技术水平、行业竞争、客户建立等情况存在不确定性，需关注项目建设进度、未来产能消化风险及资金压力

跟踪期内，公司的生产组织模式未发生变化，仍为“以销定产”模式。公司已建成产能分布在福建省龙岩市连城县和安徽省合肥市。其中，近年公司通过实施IPO募投项目建设，连城生产基地真空绝热板产能释放较为充足，2024年主要通过新增生产设备、实施设备技改等提升实际生产能力；子公司安徽赛特新材有限公司（以下简称“安徽赛特”）在合肥市建设“赛特真空产业制造基地（一期）”，即本期债券募投项目，已完成2栋厂房、办公楼等配套建筑的主体建设，其中，第一栋厂房和部分主要设备产线已投入使用，由于已建成产线投入生产时间较短，尚处于产能爬坡阶段，2024年的产能利用率为65.36%，2025年预计产能利用率将有所上升。近年行业景气度较高，公司通过新建产能等方式持续提升生产能力，2024年公司真空绝热板产量达1,058.81万平方米，同比增长15.47%。

表4 公司真空绝热板产销情况

产品	项目	2024 年	2023 年
真空绝热板	产量（万平方米）	1,058.81	916.92
	销量（万平方米）	996.78	881.63
	产销率	94.14%	96.15%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

考虑到连城生产基地部分生产线布局较早，自动化程度相对较低，目前公司重点在合肥市通过开展本期债券募投项目建设，投入生产效率更高的芯材产线等主要生产设备，同时合肥市为我国重要的家电产业基地，可较好覆盖下游客户的生产基地，有助于增强公司市场响应速度，该项目满产后预计可达500万平方米/年的真空绝热板产能，公司生产能力将得到进一步提高。但根据公司2025年4月24日披露的《福建赛特新材股份有限公司关于募投项目延期的公告》，公司基于审慎性原则，结合下游市场需求、公司生产工艺革新和产品结构升级以及募集资金投资项目的实际建设情况和投资进度，将本期债券募投项目预定可使用状态日期延长至2026年5月。同时考虑到目前真空绝热板市场渗透率仍然保持在低位，近年来行业出现部分新进入企业，而原有生产企业则通过新增投入扩大产能，市场竞争加剧，需关注项目建设进度及未来产能消化情况。

此外，公司在厦门通过子公司维爱吉（厦门）科技有限责任公司（以下简称“维爱吉”）开展真空玻璃产业化项目建设，该项目产品可应用于电器、建筑、轨道交通工具、现代农业等领域，与真空绝热板有一定的互补性。但公司作为该领域的新参与者，技术水平、行业竞争、客户建立等情况存在不确定性，若无法形成自身竞争优势，可能面临市场开发不足而导致市场份额低于预期的风险。且公司真空玻璃需要获得客户正式认证方可形成产品批量化生产和销售，存在客户认证不能通过或认证周期长难以达成预期销售目标，以致项目效益不达预期的风险。此外，该项目总投资规模较大，未来公司主要依靠自筹解决资金缺口，且规模扩张将推高公司营运资金需求，需持续关注其投资进度、资金压力及产能消化对盈利能力的影响。

表5 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	累计已投资	资金来源
赛特真空产业制造基地（一期）	50,000.00	26,013.83	可转债 4.34 亿元+自筹
年产 200 万平方米真空玻璃建设项目	85,382.03	31,779.45	自筹
合计	135,382.03	57,793.28	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司单位生产成本较上年有所增长，产品销售均价同比降低，利润率收窄，需关注生产成本及产品销售均价波动带来的经营压力，同时部分原材料仍存在一定程度进口依赖风险

从采购来看，公司仍实行“以产定采”的采购模式。公司直接材料和能源成本占比较高。2023-2024年，公司直接材料成本占主营业务成本的比例分别为48.90%和45.88%，为产品主要成本之一，采购的主要材料为无碱短切纤维，过程中主要辅料包括铝箔、复合胶水等。同时，公司生产过程中对于能源需求较大，主要能源为天然气及电力，跟踪期内子公司安徽赛特处于产能爬坡阶段，单位天然气及电力消耗同比有所上升，从而对毛利率产生较大影响。

从采购价格来看，跟踪期内能源价格虽有回调，但无碱短切纤维等主要原材料价格有所回升。定价方面，公司产品定价主要基于不同技术及性能指标产品的生产成本、市场供求、型号新旧等因素，通过与客户协商谈判确定，2024年真空绝热板平均销售单价较上年有所下降，综合影响下2024年公司利润率收窄。考虑到公司主要原材料和天然气等能源动力价格存在波动，且对部分材料和能源动力采购的议价能力一般，公司仍将面临一定的成本管控压力。

公司主要原材料供应商较稳定，但部分原材料仍存在一定进口依赖。公司根据自身采购需求，一般通过招标方式确定合格供应商，并与入围企业签署框架合作协议，通常储备 2 家及以上的合格供应商及一定数量的备选供应商。公司供应商以原材料供应商、天然气公司、电力公司为主，大部分原材料有多家备用供应商，2023-2024年前五大供应商采购金额占采购总额的比例分别为56.83%和44.07%，2024年供应商集中度有所下降。同时中证鹏元也关注到，公司主要使用的高分子材料薄膜EVOH膜，仅向日本KURARAYCO.LTD进口，存在一定的进口依赖风险。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

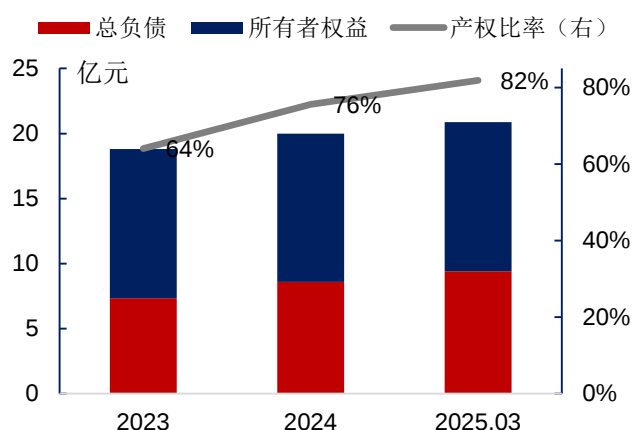
跟踪期内公司资产规模小幅增长，以现金类资产、原材料储备、销售形成的未收现销售款、厂房设备为主，整体资产流动性尚可；跟踪期公司业绩增收不增利，营业收入在销量推动下进一步增长，但受单位生产成本上涨及产品销售均价下降等影响，公司毛利率水平有所下滑，同时新建厂房折旧及

可转债计提利息等对公司利润造成侵蚀，需关注新增产能消化、生产成本及产品销售均价波动等因素带来的盈利压力；产能扩张推动公司杠杆水平持续上升，短期债务占比提升，债务压力加大

资本实力与资产质量

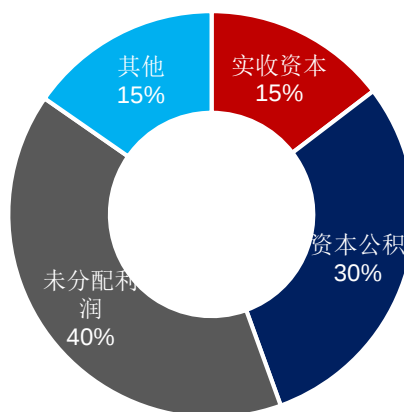
跟踪期内公司净资产规模变化不大，随着项目建设持续投入，公司对外融资规模保持增长，综合影响下，2025年3月末公司产权比率上升至82%，净资产对负债的保障程度有所减弱。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图4 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

目前公司产能仍在扩张阶段，2024年随着子公司维爱吉真空玻璃产业化基地厂房和安徽赛特真空产业制造基地（一期）完工部分转入固定资产，公司固定资产同比大幅增加，其中子公司维爱吉厂房暂未办妥产权证书，账面价值合计1.86亿元。上述主要在建项目尚未完全完工，考虑到该等项目投资规模较大，需关注在建工程投运后的预期收益情况。同时受项目建设投入较大影响，2024年末现金类资产（货币资金、交易性金融资产及应收票据、应收款项融资）规模同比有所下降，占总资产的比重下降至16.20%，其中期末受限货币资金余额为0.11亿元，主要为开具银行承兑汇票保证金和远期结售汇业务保证金。

公司应收账款主要为真空绝热板业务销售回款，业务规模扩大、平均账期拉长带动应收账款账面价值持续上升。公司应收账款账龄以一年内为主，前五大应收对象合计应收余额占比为62.49%，应收对象较为集中且与主要客户相匹配，坏账风险较小，但应收账款规模较大，对公司营运资金形成较大占用；2024年末公司应收账款坏账准备0.28亿元。2024年末公司存货规模同比增长较大，主要系当期公司内销收入占比上升、出货周期有所延长及部分客户为春节备货所致。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.18	5.63%	1.13	5.67%	2.18	11.57%

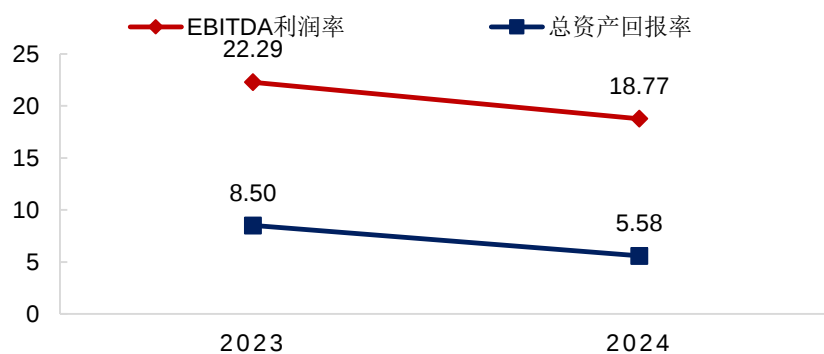
交易性金融资产	1.51	7.21%	1.66	8.29%	3.12	16.55%
应收账款	3.87	18.55%	3.79	18.97%	3.27	17.39%
存货	1.57	7.54%	1.41	7.08%	0.89	4.73%
流动资产合计	9.60	46.01%	9.15	45.78%	10.82	57.51%
固定资产	6.83	32.73%	6.94	34.74%	3.91	20.76%
在建工程	2.89	13.87%	2.54	12.70%	2.95	15.67%
非流动资产合计	11.27	53.99%	10.83	54.22%	8.00	42.49%
资产总计	20.87	100.00%	19.98	100.00%	18.82	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入主要来自真空绝热板业务，2024年在销量推动下营收规模进一步增长，但当期无碱短切纤维等主要原材料价格有所回升，单位生产成本同比上涨，同时产品销售均价下降，公司毛利率水平有所削弱。期间费用方面，2024年期间费用率18.01%，较上年有所上升，其中管理费用同比增长29.47%，主要系经营规模扩大带来的管理人员薪酬、折旧及摊销等增加所致；财务费用同比大幅增长907.04%，主要系当期计提可转换公司债券利息所致。综合上述影响，2024年公司归母净利润同比下降27.27%至0.77亿元，EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降。需要注意的是，子公司维爱吉和安徽赛特分别处于投资期和产能爬坡期，2024年经营净亏损³，考虑到合肥、厦门生产基地的逐步投产，未来随着资产规模扩大，资产折旧、摊销规模及运营费用将进一步上升，若公司市场拓展不及预期，将面临产能不能完全消化进而影响项目效益而导致盈利持续下滑的风险。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

产能扩张背景下，公司运营资金和项目建设资金需求提升，跟踪期内公司主要通过银行借款新增融

³ 子公司维爱吉 2024 年经营净利润为-1,581.98 万元；子公司安徽赛特单位生产成本较高，2024 年实现销售收入 5,373.94 万元，经营净利润为-1,182.40 万元。

资，总债务规模持续增长，2025年3月末较2023年末增长33.85%。公司刚性债务主要由可转债、经营性应付票据及银行借款等构成，期限以长期为主，但短期债务占比有所提升。2024年末公司银行借款合计1.90亿元，其中子公司维爱吉的银行借款1.00亿元将于一年内到期，公司已于2025年3月与贷款行签订补充协议，将原约定于2025年还款额1.00亿元相应调整至0.50亿元。应付票据主要为银行承兑汇票，应付债券均为本期债券。

公司经营性负债主要是应付账款，跟踪期内应付账款规模持续增长，主要系随着合肥及厦门生产基地项目建设，应付工程及设备采购款增加。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.50	5.32%	0.00	0.00%	0.05	0.68%
应付票据	0.83	8.78%	0.58	6.71%	0.80	10.94%
应付账款	1.82	19.37%	1.69	19.63%	1.48	20.16%
一年内到期的非流动负债	0.69	7.37%	1.01	11.70%	0.00	0.04%
流动负债合计	4.41	46.88%	3.93	45.63%	2.89	39.38%
长期借款	1.14	12.13%	0.90	10.47%	0.94	12.74%
应付债券	3.59	38.24%	3.52	40.97%	3.25	44.24%
非流动负债合计	4.99	53.12%	4.68	54.37%	4.45	60.62%
负债合计	9.40	100.00%	8.60	100.00%	7.35	100.00%
总债务	6.75	71.84%	6.01	69.84%	5.05	68.65%
其中：短期债务	2.02	29.89%	1.58	26.35%	0.86	16.99%
长期债务	4.73	70.11%	4.43	73.65%	4.19	83.01%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司经营活动现金流净额同比下降12.67%，主要系当期公司备货量增加叠加原材料价格上涨，导致采购支出增长幅度大于销售回款，同时公司生产销售规模增加使得支付的职工薪酬相应增加所致。受利润规模下降影响，同期FFO有所下降，主营业务现金生成能力弱化。

从杠杆状况来看，随着公司债务规模增长，跟踪期内公司资产负债率、总债务/总资本持续增长。此外，2024年公司盈利能力减弱，EBITDA同比有所下滑，且净债务由负转正，净债务/EBITDA、FFO/净债务、经营活动现金流净额/净债务相应由负转正，EBITDA利息保障倍数明显弱化。考虑到本期债券募投项目及真空玻璃产业化项目的持续推进，公司仍需保持一定规模的资本开支，并预计将继续通过自有和自筹方式满足项目建设资金需求，财务杠杆可能继续上升。

表8 公司现金流及杠杆状况指标

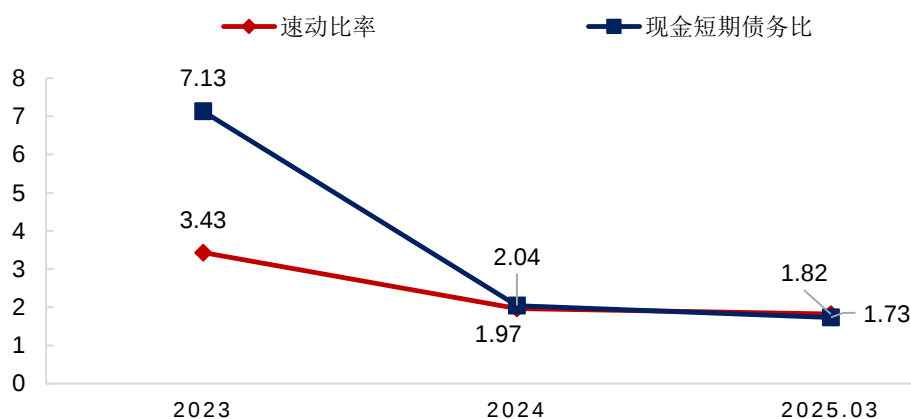
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.05	0.66	0.75
FFO（亿元）	--	1.14	1.51

资产负债率	45.03%	43.06%	39.05%
净债务/EBITDA	--	1.71	-0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	5.60	19.41
总债务/总资本	37.05%	34.56%	30.55%
FFO/净债务	--	38.00%	-173.62%
经营活动现金流净额/净债务	1.54%	21.87%	-86.28%
自由现金流/净债务	-15.94%	-85.92%	217.13%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，2024年末公司短期债务规模同比大幅增长，流动负债规模同步增长，同期随着现金类资产减少，流动资产规模亦有所下降，综合影响下公司现金短期债务比及速动比率均大幅下降，但现金类资产仍可对短期债务形成一定保障，速动比率仍在1.0以上，表现尚可。考虑到公司作为上市公司，直接融资和间接融资渠道较为通畅，且拥有一定规模的非受限资产，具备一定的再融资能力。截至2025年3月末，公司合计获得金融机构授信额度11.70亿元，剩余可用额度9.09亿元，备用流动性尚可。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

ESG 风险因素

公司面临一定的安全生产及环保风险，ESG表现对其持续经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，公司生产过程中会产生废水、废气、废渣和噪声，可能面临一定的环境风险，2024年公司投入环保资金78.63万元。根据公开查询信息及公司出具的说明，过去一年公司不存在因环保相关事件而受到监管部门处罚的情形。

社会方面，根据公司出具的说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社

保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，2025年2月8日，公司披露《福建赛特新材股份有限公司关于副总经理、董事会秘书辞职的公告》，公司原副总经理、董事会秘书张必辉因个人原因申请辞去公司副总经理、董事会秘书职务。公司于2025年2月11日召开第五届董事会第十八次会议，审议通过了《关于聘任公司副总经理、董事会秘书的议案》，董事会同意聘任林宇先生为公司副总经理、董事会秘书。

根据公司公告，公司董事汪美兰因买卖“赛特转债”的短线交易被中国证券监督管理委员会福建监管局和上海证券交易所分别于2024年4月、2024年6月出具警示函。中证鹏元认为，上述事项反映出公司需进一步加强董事、监事、高级管理人员对于《证券法》等相关法律法规的学习，规范相关人员规范买卖公司股票或者其他具有股权性质的证券的行为。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2025年4月30日）、子公司安徽赛特（报告查询日为2025年5月7日）、子公司维爱吉（报告查询日为2025年5月7日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月9日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

公司因机动车交通事故被他人于2024年10月8日起诉至厦门市集美区人民法院，诉讼金额为人民币580.00万元，2024年10月17日原告撤诉，并于2025年1月再次向上杭县人民法院提起诉讼，诉讼金额为391.24万元，截至2025年5月末，此案尚在审理过程中。

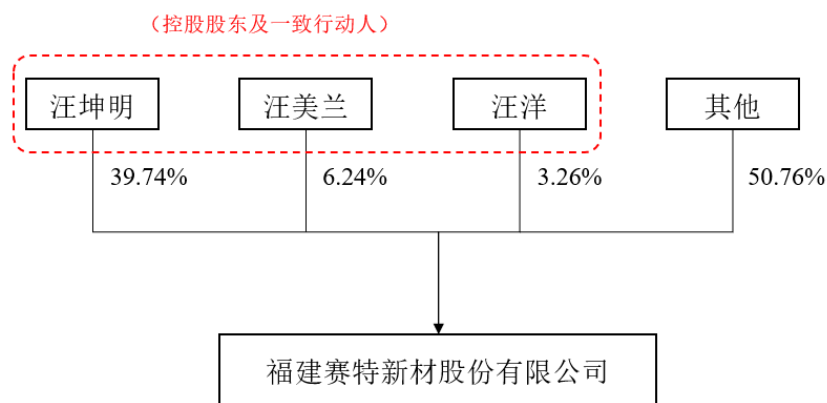
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	1.18	1.13	2.18	1.92
应收账款	3.87	3.79	3.27	1.99
流动资产合计	9.60	9.15	10.82	6.25
固定资产	6.83	6.94	3.91	3.79
在建工程	2.89	2.54	2.95	0.45
非流动资产合计	11.27	10.83	8.00	5.40
资产总计	20.87	19.98	18.82	11.65
短期借款	0.50	0.00	0.05	0.00
应付账款	1.82	1.69	1.48	0.78
一年内到期的非流动负债	0.69	1.01	0.00	0.10
流动负债合计	4.41	3.93	2.89	1.88
长期借款	1.14	0.90	0.94	0.10
应付债券	3.59	3.52	3.25	0.00
非流动负债合计	4.99	4.68	4.45	0.38
负债合计	9.40	8.60	7.35	2.26
总债务	6.75	6.01	5.05	0.64
其中：短期债务	2.02	1.58	0.86	0.54
长期债务	4.73	4.43	4.19	0.10
所有者权益	11.47	11.38	11.47	9.39
营业收入	2.46	9.34	8.40	6.38
营业利润	0.11	0.85	1.23	0.71
净利润	0.10	0.77	1.06	0.64
经营活动产生的现金流量净额	0.05	0.66	0.75	0.69
投资活动产生的现金流量净额	-0.43	-1.72	-5.56	-0.42
筹资活动产生的现金流量净额	0.41	0.12	4.88	-0.28
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	1.75	1.87	1.09
FFO（亿元）	--	1.14	1.51	0.91
净债务（亿元）	3.32	3.00	-0.87	-2.00
销售毛利率	25.13%	29.12%	33.03%	26.60%
EBITDA 利润率	--	18.77%	22.29%	17.10%
总资产回报率	--	5.58%	8.50%	6.11%
资产负债率	45.03%	43.06%	39.05%	19.40%
净债务/EBITDA	--	1.71	-0.47	-1.83
EBITDA 利息保障倍数	--	5.60	19.41	146.55
总债务/总资本	37.05%	34.56%	30.55%	6.37%
FFO/净债务	--	38.00%	-173.62%	-45.59%

经营活动现金流净额/净债务	1.54%	21.87%	-86.28%	-34.34%
速动比率	1.82	1.97	3.43	2.79
现金短期债务比	1.73	2.04	7.13	5.19

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
福建赛特冷链科技有限公司	0.12	100.00%	保温箱等 VIP 相关产品的生产及加工
福建菲尔姆科技有限公司	0.50	100.00%	高性能阻隔膜的研发、生产与销售
福建赛特新型建材科技有限公司	0.10	100.00%	建筑节能材料的生产及销售
维爱吉（厦门）科技有限责任公司	1.20	100.00%	真空玻璃的研发、生产和销售
安徽赛特新材有限公司	1.00	100.00%	真空绝热板等的研发、生产及销售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号