

# 福建赛特新材股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【439】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。

## 福建赛特新材股份有限公司相关债券 2026 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，下游客户资质较好，2025 年经营稳步增长；但中证鹏元也关注到，2025 年市场竞争激烈以及固定资产折旧增加，公司净利润同比下降近七成，未来盈利能力仍存在波动可能，随着境内业务收入占比提升，公司营运效率有所下降，境外销售则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，此外，公司在建项目预期收益存在一定不确定性。

### 评级日期

2026 年 6 月 26 日

### 联系方式

项目负责人：毕柳  
bil@cspengyuan.com

项目组成员：陈荣  
chenr@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	20.91	21.13	19.98	18.82
归母所有者权益	11.45	11.45	11.38	11.47
总债务	7.05	7.21	6.01	5.05
营业收入	2.42	9.95	9.34	8.40
净利润	0.00	0.24	0.77	1.06
经营活动现金流净额	0.85	0.71	0.66	0.75
净债务/EBITDA	--	3.50	1.71	-0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	3.93	5.60	19.41
总债务/总资本	38.09%	38.64%	34.56%	30.55%
FFO/净债务	--	16.48%	38.00%	-173.62%
EBITDA 利润率	--	14.52%	18.77%	22.29%
总资产回报率	--	2.97%	5.58%	8.50%
速动比率	1.89	1.84	1.97	3.43
现金短期债务比	1.58	1.22	2.04	7.13
销售毛利率	22.71%	23.85%	29.12%	33.03%
资产负债率	45.22%	45.82%	43.06%	39.05%

注：2023 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致  
资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 正面

- **2025 年公司募投项目产能持续释放，产销规模保持增长。**2025 年本期债券募投项目首批投产设备产能持续释放，公司整体产能利用率得到提升，为业务承接提供有力支撑。得益于全球冰箱能效水平提高、冰箱产品结构升级及国内家电以旧换新政策持续带动下游需求增长，2025 年公司真空绝热板产销量稳步增长，同期保温箱销售收入亦较快增长，带动营业收入同比增长 6.57%。
- **公司具备一定技术优势，客户优质稳定。**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，拥有较强的客户资源优势，跟踪期内与三星电子、美的集团、海尔集团等众多国内外知名冰箱冷柜家电制造商客户保持稳定的合作关系。

## 关注

- **受产品销售均价下降、内外销结构变化、固定资产折旧及财务费用增加等影响，2025 年公司净利润同比下降近七成，未来盈利能力仍存在波动可能。**2025 年公司净利润同比下降 68.66%，主要原因是：受宏观环境和市场竞争影响，真空绝热板销售均价同比下降及内外销结构变化导致真空绝热板毛利率同比下降；子公司维爱吉尚未正式投产，相应的固定资产折旧费用同比增加；可转换公司债券计提利息费用以及银行贷款利息费用同比增加，导致公司财务费用同比上升。考虑到上述不利因素在短期内仍将存续，需持续关注其对公司盈利修复的潜在制约。
- **公司境内业务收入占比持续提升，营运效率有所下降；同时境外销售收入规模仍较大，面临汇率波动、国际贸易摩擦等风险。**2025 年公司主营业务境内收入占比进一步提升至 63.78%，随着内外销结构变化，公司应收账款周转天数及净营业周期有所拉长，垫资压力加大。公司产品出口额仍具有较大规模，受美元汇率波动影响，2025 年公司汇兑净收益同比大幅缩减，未来仍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。**2025 年真空绝热板占公司营业收入比重超 96%，主要应用于中高端冰箱、冷柜领域，产品应用领域范围较窄。2025 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。
- **主要在建项目预期收益存在一定不确定性。**本期债券募投项目为赛特真空产业制造基地（一期）项目，项目建成后形成 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，但项目预定可使用状态日期延长至 2027 年 12 月，需关注项目建设进度及未来产能消化情况。此外，公司在真空玻璃领域尚未形成批量化生产和销售，存在客户认证周期长以致真空玻璃产业化项目效益不达预期的风险。

## 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，新版冰箱能效标准的实施使得真空绝热板行业刚需属性显著增强，市场渗透率具备持续提升空间。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，且未来随着在建项目的陆续投产，公司产品结构将得到丰富，营业收入有望进一步提升。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	再升科技 (603601.SH)	红宝丽 (002165.SZ)	赛特新材 (688398.SH)
总资产	31.70	51.14	21.13
营业收入	12.75	27.91	9.95
净利润	0.60	0.18	0.24
销售毛利率	19.66%	14.27%	23.85%
资产负债率	20.67%	60.34%	45.82%

注：以上各指标均为 2025 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_2025V1.0

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	7/9
	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					<b>a+</b>
外部特殊支持					<b>0</b>
主体信用等级					<b>A+</b>

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	4.4197	2025-6-18	2029-9-11

## 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2026年4月24日公告的《福建赛特新材股份有限公司关于公司2025年度募集资金存放、管理与实际使用情况的专项报告》，截至2025年12月31日，募集资金余额为1.24亿元，其中使用暂时闲置募集资金用于现金管理的金额为1.24亿元（协定存款金额4,387.24万元，购买结构性存款产品金额8,000.00万元），“赛特转债”募集资金专户余额为4,390.32万元。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均无变化。由于赛特转债部分转股，截至2026年3月31日，公司总股本增至167,814,205股，控股股东和实际控制人仍为汪坤明，截至2026年5月末，汪坤明直接持股比例为36.74%，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4.68%和3.26%，上述股份均不存在质押或冻结情况，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。2025年公司新设二级子公司厦门赛特节能科技有限公司，截至2025年末，公司合并范围的一级子公司共5家，详见附录三。

“赛特转债”自2024年3月15日起进入转股期，当前转股价格18.85元/股，截至2026年6月24日，公司股票收盘价27.56元/股。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局**

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民

生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，努力实现“十五五”良好开局。

## 行业环境

**受益于能效标准升级和环保政策拉动，真空绝热板渗透率具备上行空间，2025年下游冰箱冷柜产销增势趋缓，真空绝热板总体需求稳健，但其应用领域相对单一，存在被替代的风险，且市场竞争加剧**

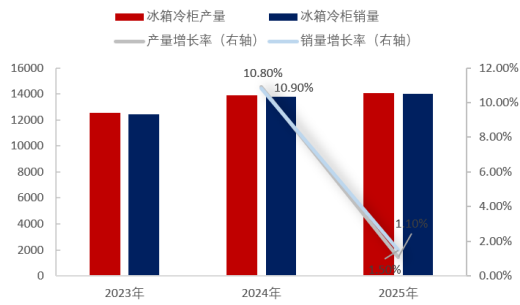
目前冰箱、冷柜等家电市场是真空绝热板应用最广泛的领域和最大的消费市场，随着国内外能效标准提高以及环保政策持续驱动，真空绝热板市场渗透率有望进一步提升。2025年4月16日，欧盟正式发布《2025-2030年可持续产品生态设计和能源标签工作计划》。该计划覆盖包括冰箱、洗衣机、电视在内的16类产品，要求大部分产品在2026年至2030年间完成新版规范采纳程序；根据该计划，家用制冷电器的能效等级将全面统一为A-D级（即最低门槛提升至D级，E、F、G级在制冷电器中将不再存在）。国内端，国家市场监督管理总局发布的《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》（GB12021.2-2025）已于2026年6月1日正式实施。相比旧标准，新版冰箱能效指标将整体提升30%-40%。同时，新版标准新增了“综合耗电量”、“容积利用率”等核心指标，要求冰箱既要高效节能，也要兼顾“肚大皮薄”的产品特性，进一步提升内部空间利用率，更好适配终端消费需求升级趋势。新版冰箱能效标准的实施使得真空绝热板行业刚需属性显著增强，市场渗透率具备持续提升空间。

2025年中国家电行业整体发展呈现出“稳”和“韧”的特点。在美国关税政策频繁变动、地缘政治冲突不断的复杂背景下，海关总署数据显示，2025年中国家用电器出口规模达962.33亿美元，同比下降3.9%；而在以旧换新政策的助力下，国内家电市场则呈现前高后低的趋势，根据国家统计局数据，2025年中国家电行业累计主营业务收入达到1.97万亿元，同比增长0.1%，与上年基本持平。近年高能效等级家电占比持续提升，2025年限额以上单位中，高能效等级家电<sup>1</sup>商品零售额占全部家电的52.4%，较2020年提升超过30个百分点。2025年国内冰箱冷柜产销规模均突破1.4亿台，冰箱出口8,165万台，同比小幅增长，但与上年同期相比增速明显放缓，真空绝热板总体需求较为稳健。

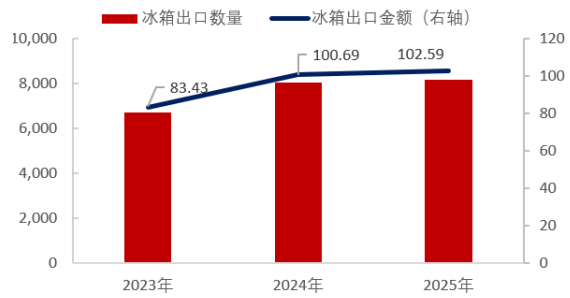
图1 2023-2025年我国冰箱冷柜产销量情况（单位：万台）

图2 2023-2025年我国冰箱出口情况（万台、亿美元）

<sup>1</sup>指能效等级为1级和2级的家用电器和音像器材类商品。



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要求较高、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；第二类是大型知名家电品牌企业如日本三菱，其生产的真空绝热板主要满足集团内部自用需要，同时也向其他企业采购部分真空绝热板；第三类企业以松下电器为代表，其生产的真空绝热板既满足自用，也向外销售。由于行业发展时间较短且早期成本较高，目前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，市场竞争进一步加剧。

#### 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。2025年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，得益于全球冰箱能效水平提高、冰箱产品结构升级及国内家电以旧换新政策对下游需求支撑，叠加公司已投运募投项目产能释放，2025年公司真空绝热板产量和销量分别同比增长9.99%和14.98%；同期保温箱销售收入亦较快增长但收入规模仍较小，综合影响下公司营业收入同比增长6.57%。

2025年公司毛利率进一步下滑，原因主要是：其一，境内客户价格敏感度相对较高使得内销毛利率

较外销低，2025年公司内销收入占比进一步提升，拉低了整体毛利水平；其二，真空绝热板市场竞争加剧导致2025年产品销售均价进一步下降，拖累真空绝热板毛利率同比下滑。

**表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
真空绝热板	9.58	96.25%	23.52%	9.15	98.04%	29.34%
保温箱	0.28	2.77%	31.33%	0.10	1.08%	23.75%
其他	0.10	0.98%	35.28%	0.08	0.88%	10.62%
<b>合计</b>	<b>9.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.85%</b>	<b>9.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.12%</b>

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

**受益于下游需求持续释放，2025年公司产品销量和收入保持增长；公司与主要客户群体合作较为稳定，但客户集中度仍较高；随着内销收入占比进一步提升，公司营运和盈利效率有所下降，垫资压力加大，同时境外销售收入规模仍较大，面临一定的汇率波动、国际贸易摩擦风险**

跟踪期内公司盈利、研发、采购、生产、销售等经营模式未发生重大变化，仍具备一定的技术实力。2025年公司的研发投入保持增长，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、真空玻璃制造技术等核心技术方面持续投入并取得一定进展，当期研发投入合计0.50亿元。2025年公司新增专利授权49个，其中发明专利4个。依托于产业链优势，公司仍具有较强的客户优势。公司已与国内外众多知名冰箱冷柜家电制造企业建立起稳定的合作关系，服务的下游知名客户包括三星、LG等国际客户；海尔、美的等国内知名品牌家电企业。此外，公司还有部分产品销售给境内外知名医用研究或运输保温设备生产企业以及国内头部物流企业。

2025年下游需求持续释放，公司产品销量提升带动营业收入增长，但公司现有产品应用领域仍较单一，且客户集中度较高。2025年公司真空绝热板占营业收入比重超过96%，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。受全球冰箱能效水平提升、冰箱产品结构升级及国内家电以旧换新政策等影响，2025年公司真空绝热板销量同比增长14.98%，销售收入同比增长4.63%；同时公司借助轻质芯材VIP的应用，在保温箱、托盘箱等领域持续拓展客户，2025年保温箱收入同比增长173.44%，为公司收入提供一定补充。2025年公司前五大客户相对较为稳定，但客户市场集中度较高，前五大客户销售额占年度销售总额的67.13%，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	客户名称	销售金额	占收入比例
2025年	客户一	18,465.54	18.56%
	客户二	17,071.67	17.16%
	客户三	15,450.74	15.53%
	客户四	9,776.83	9.83%

	客户五	6,014.78	6.05%
	<b>合计</b>	<b>66,779.56</b>	<b>67.13%</b>
2024 年	客户一	15,833.00	16.96%
	客户二	13,753.28	14.73%
	客户三	13,050.98	13.98%
	客户四	11,990.03	12.84%
	客户五	6,981.53	7.48%
	<b>合计</b>	<b>61,608.82</b>	<b>65.99%</b>

资料来源：公司提供

分地区来看，2025年公司主营业务境内收入占比进一步提升至63.78%，随着内外销结构变化，公司应收账款周转天数及净营业周期有所拉长，垫资压力加大，同时综合毛利率水平有所下降，需关注未来内销占比进一步增加对公司营运效率及盈利能力产生的影响。公司产品出口额仍具有较大规模，出口区域主要分布在韩国、日本、欧美等国家和地区，且大多以美元结算，受美元汇率波动影响，2025年公司汇兑净收益同比大幅缩减，若未来结算汇率持续出现不利变动以致产生大额汇兑损失，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	2025 年			2024 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
境内销售	6.33	63.78%	17.71%	5.30	56.91%	24.98%
境外销售	3.59	36.22%	34.53%	4.01	43.09%	34.58%
<b>合计</b>	<b>9.92</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.80%</b>	<b>9.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>29.12%</b>

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

随着已投运募投项目产能释放，2025年公司产量持续扩张；本期债券募投项目完全投产后产能将进一步提升，但项目已延期至2027年，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，其中连城生产基地真空绝热板产能释放较为充足。子公司安徽赛特新材料有限公司（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，截至2026年3月末，厂房、办公楼、宿舍楼等主要基建工程已竣工，其中，第一栋厂房和部分主要设备产线已于2024年二季度起逐步投入使用。受益于下游需求扩张及合肥生产基地产能释放，2025年公司真空绝热板产量增至1,164.55万平方米，同比增长9.99%，产销率提升至98.41%。

**表4 公司真空绝热板产销情况**

产品	项目	2025 年	2024 年
----	----	--------	--------

真空绝热板	产量（万平方米）	1,164.55	1,058.81
	销量（万平方米）	1,146.08	996.78
	产销率	98.41%	94.14%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

本期债券募投项目满产后预计可达500万平方米/年的真空绝热板产能，但根据公司2026年4月25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，综合考虑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进一步延长至2027年12月<sup>2</sup>。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。目前公司已实现小批量生产，但主要以客户样品订单为主，尚未实现规模化生产与销售。公司作为该领域的新进入者，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；且真空玻璃尚处客户认证阶段，存在认证周期拉长致项目效益不及预期的风险。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 2025 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

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）	5.00	3.19	可转债 4.34 亿元+自筹
年产 200 万平方米真空玻璃建设项目	8.54	4.22	自筹
<b>合计</b>	<b>13.54</b>	<b>7.41</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**市场竞争加剧导致真空绝热板2025年销售均价同比下降，叠加内外销结构变化，真空绝热板盈利空间进一步收窄，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。2024-2025年，公司直接材料成本占主营业务成本的比例分别为45.88%和51.19%，为产品主要成本之一，采购的主要材料为无碱短切纤维、高分子材料薄膜等，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。

<sup>2</sup> 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。

从采购价格来看，2025年无碱短切纤维、高分子材料薄膜等主要原材料价格增长带动真空绝热板单位直接材料成本增长，但受益于能源价格下降及产量增加摊薄单位折旧及摊销等因素，公司真空绝热板单位生产成本同比有所下降。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，受宏观环境和市场竞争影响，2025年真空绝热板销售均价持续下降，叠加内外销结构变化，公司真空绝热板毛利率进一步收窄。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、电力公司及工程建设供应商为主，大部分原材料有多家备用供应商，2024-2025年前五大供应商采购金额占采购总额的比例分别为44.07%和48.14%，2025年供应商集中度略有提升。同时中证鹏元也关注到，公司主要使用的部分高分子材料薄膜仍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2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

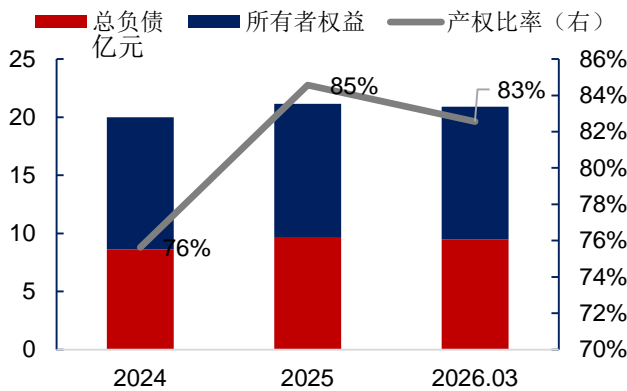
公司资产仍以现金类资产、原材料储备、销售形成的未收现销售款、厂房设备为主，应收款项规模偏大，且有所增长，受限资产占比近两成，整体资产流动性一般；2025年公司毛利率水平有所下滑，叠加固定资产折旧及财务费用增长，净利润持续下降，未来盈利能力仍存在下滑可能；2025年公司总债务规模有所增长，杠杆状况及流动性表现有所弱化

### 资本实力与资产质量

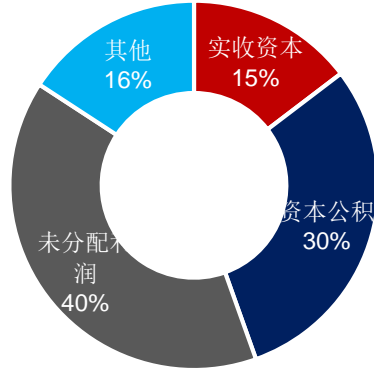
跟踪期内公司净资产规模变化不大，随着项目建设持续投入，2025年公司对外融资规模保持增长，综合影响下，2025年末产权比率上升至85%，净资产对负债的保障程度有所减弱。

图3 公司资本结构

图4 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2025年赛特真空产业制造基地（一期）厂房、办公楼和宿舍楼达到预定可使用状态结转至固定资产，年末固定资产增加至8.76亿元，其中合计2.43亿元的厂房、办公楼等暂未办妥产权证书。跟踪期内公司固定资产投资整体节奏放缓，在建工程呈波动下降趋势。公司主要在建项目为年产200万平方米真空玻璃建设项目和安徽赛特真空产业制造基地（一期），仍需一定规模投入且募投项目存在延期，需关注在建工程投运后的预期收益情况。随着项目建设投入、经营占款增加，2025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）较上年末有所下降。

公司应收账款主要为真空绝热板业务销售回款，内外销结构变动导致的平均账期拉长及业务规模扩大带动2025年末应收账款账面价值上升，前五大应收对象合计应收余额占比为63.07%，应收对象较为集中且与主要客户相匹配，账龄以一年内为主，下游客户资质较好，但应收账款规模较大，对公司营运资金形成较大占用；2025年末公司应收账款坏账准备0.31亿元。跟踪期内内销占比提升导致公司产品整体交付周期延长，存货规模略有增长。

2025年末公司受限资产账面价值4.02亿元，主要系保证金、已贴现/背书的票据以及用于抵质押担保的固定资产、在建工程和无形资产等，受限资产占同期末总资产的19.00%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.18	5.63%	1.35	6.38%	1.13	5.67%
交易性金融资产	1.10	5.28%	0.80	3.79%	1.66	8.29%
应收账款	3.95	18.90%	4.64	21.94%	3.79	18.97%
存货	1.53	7.33%	1.45	6.88%	1.41	7.08%
<b>流动资产合计</b>	<b>8.86</b>	<b>42.38%</b>	<b>9.11</b>	<b>43.11%</b>	<b>9.15</b>	<b>45.78%</b>
固定资产	8.66	41.43%	8.76	41.44%	6.94	34.74%
在建工程	1.83	8.75%	1.76	8.33%	2.54	12.70%
<b>非流动资产合计</b>	<b>12.05</b>	<b>57.62%</b>	<b>12.02</b>	<b>56.89%</b>	<b>10.83</b>	<b>54.22%</b>
<b>资产总计</b>	<b>20.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>19.98</b>	<b>100.00%</b>

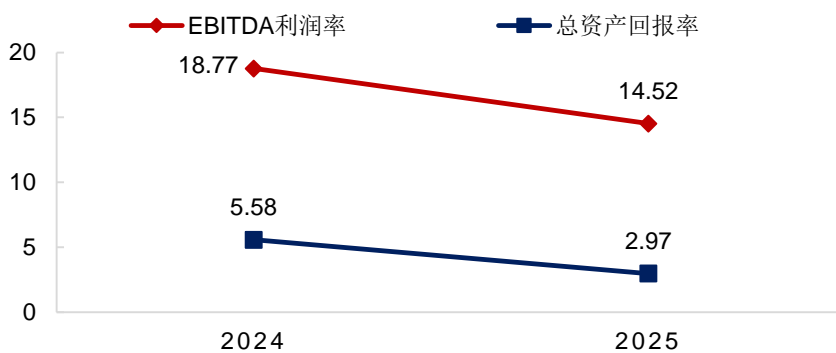
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司营业收入主要来自真空绝热板业务，2025年在销量推动下营收规模进一步增长，但真空绝热板销售均价同比下降及内外销结构变化导致公司毛利率水平同比下降。期间费用方面，2025年期间费用率19.47%，较上年有所上升，其中管理费用同比增长23.13%，主要系子公司维爱吉尚未正式投产，相应的固定资产折旧费用同比增加所致；财务费用同比增长84.15%，主要系当期计提可转债利息增加、汇兑收益减少及银行借款利息增加等原因所致。综合上述影响，2025年公司净利润同比下降68.66%至0.24亿元，EBITDA利润率和总资产回报率亦持续下降。此外，2025年公司应收款项坏账损失286.34万元，存货跌价损失1,089.86万元，一定程度上侵蚀了公司利润。

未来真空绝热板在冰箱、冷柜市场的需求量增长主要依托于在庞大的冰箱整体产销量基础上的渗透率持续提升，主要驱动因素为能效标准不断升级、环保替代和终端消费升级需求。考虑到公司在手订单较稳定且产能释放相对充分，预计2026年产销规模较为稳健。近年公司盈利持续收窄，主要系受产品销售均价承压、内外销结构变化、生产要素成本波动、固定资产折旧增加及财务费用上升等多重因素叠加影响，考虑到上述不利因素在短期内仍将存续，未来需持续关注其对公司盈利修复的潜在制约。同时考虑到合肥、厦门生产基地尚处于建设期间，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 2024-2025 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持续提升，2025年公司主要通过银行借款新增融资，总债务规模保持增长。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，期限结构较为稳定，仍以长期为主。2025年末公司银行借款合计2.66亿元，其中子公司维爱吉的银行借款0.75亿元将于一年内到期。应付票据主要为银行承兑汇票，跟踪期内有所增长；应付债券均为本期债券。2026年3月末公司总债务规模略微下降主要系部分短期债务偿付所致。公司经营性负债主要是应付货款、

工程款及设备款，跟踪期内规模较为稳定。

**表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.30	3.17%	0.50	5.16%	0.00	0.00%
应付票据	0.97	10.31%	0.71	7.38%	0.58	6.71%
应付账款	1.61	17.00%	1.66	17.17%	1.69	19.63%
一年内到期的非流动负债	0.47	4.92%	0.76	7.87%	1.01	11.70%
<b>流动负债合计</b>	<b>3.87</b>	<b>40.91%</b>	<b>4.17</b>	<b>43.08%</b>	<b>3.93</b>	<b>45.63%</b>
长期借款	1.41	14.92%	1.41	14.57%	0.90	10.47%
应付债券	3.88	41.03%	3.81	39.34%	3.52	40.97%
<b>非流动负债合计</b>	<b>5.59</b>	<b>59.09%</b>	<b>5.51</b>	<b>56.92%</b>	<b>4.68</b>	<b>54.37%</b>
<b>负债合计</b>	<b>9.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.60</b>	<b>100.00%</b>
总债务	7.05	74.51%	7.21	74.47%	6.01	69.84%
其中：短期债务	1.74	24.69%	1.98	27.41%	1.58	26.35%
长期债务	5.31	75.31%	5.24	72.59%	4.43	73.65%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，公司销售回款表现良好，经营活动现金仍呈净流入状态，2025 年公司经营活动现金流净额同比增长 8.36%，主要系当期经营规模增长使得销售商品收到的现金增加。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有所弱化。2026 年 1-3 月经营活动现金流净额同比大幅增长，主要系部分客户用于结算的金融产品集中到期或贴现所致。

从杠杆状况来看，2025 年末公司资产负债率、总债务/总资本小幅增长。跟踪期内公司盈利能力减弱，EBITDA 进一步下滑，净债务/EBITDA、FFO/净债务、EBITDA 利息保障倍数等指标均有所弱化。考虑到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。

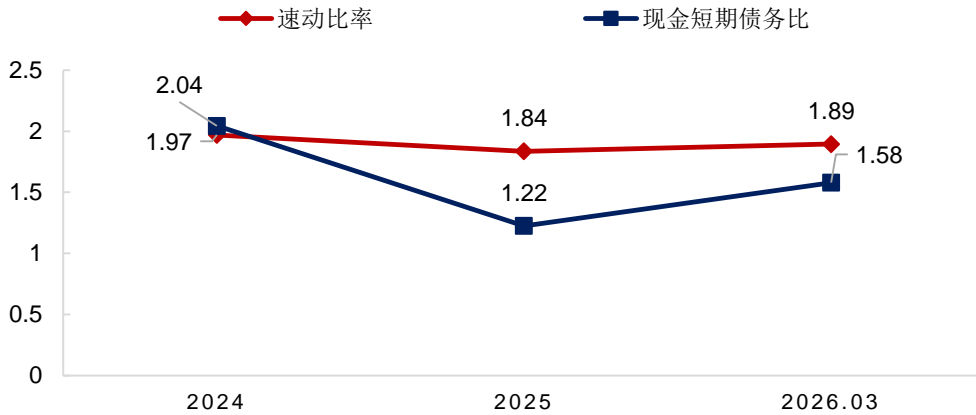
**表8 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	0.85	0.71	0.66
FFO（亿元）	--	0.83	1.14
资产负债率	45.22%	45.82%	43.06%
净债务/EBITDA	--	3.50	1.71
EBITDA 利息保障倍数	--	3.93	5.60
总债务/总资本	38.09%	38.64%	34.56%
FFO/净债务	--	16.48%	38.00%
经营活动现金流净额/净债务	19.52%	14.08%	21.87%
自由现金流/净债务	13.28%	-23.91%	-85.92%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，受现金类资产和短期债务规模波动影响，公司现金短期债务比有所弱化，公司速动比率较为稳定且仍在1.0以上，整体表现尚可。公司融资渠道主要为银行借款和发行债券，截至2026年3月末银行授信尚未使用额度为6.83亿元，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。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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。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，2025年5月公司因出口商品税则号申报不准确被龙岩海关出具行政处罚决定书，公司已缴纳罚款0.30万元。2025年11月，子公司安徽赛特生产基地发生一起员工安全事故。除上述事项外，过去一年公司不存在其他因违规经营、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、社保的情形。

治理方面，2025年9月，公司根据《中华人民共和国公司法（2023年修订）》等相关规定，结合公司实际情况，不再设置监事会，监事会的职权由董事会审计委员会行使。跟踪期内公司人事变动情况详见下表，在公司聘任新的董事会秘书之前，暂由公司董事长汪坤明代行董事会秘书职责。

表9 2025年6月以来公司董事、高级管理人员和核心技术人员的重大变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
汪美兰	董事	离任	2025/9/9	因个人原因辞职

杨立春	职工代表董事	选举	2025/9/9	经职工代表大会选举为公司职工代表董事
余锡友	核心技术人员	离任	2026/2/7	因个人原因辞职
聂美珍	副总经理	聘任	2026/5/18	被聘任为公司副总经理
林宇	副总经理、董事会秘书	离任	2026/5/21	因个人原因辞职

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2026年5月13日）、子公司安徽赛特（报告查询日为2026年5月12日）、子公司维爱吉（报告查询日为2026年5月12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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，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（2026年6月23日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

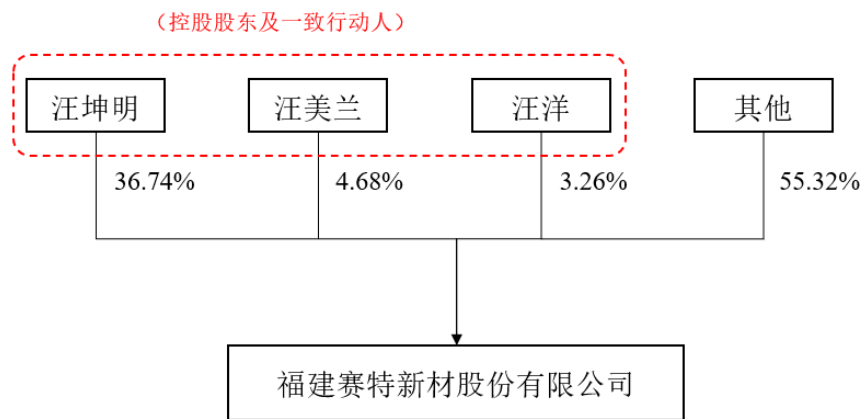
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	1.18	1.35	1.13	2.18
应收账款	3.95	4.64	3.79	3.27
流动资产合计	8.86	9.11	9.15	10.82
固定资产	8.66	8.76	6.94	3.91
非流动资产合计	12.05	12.02	10.83	8.00
资产总计	20.91	21.13	19.98	18.82
短期借款	0.30	0.50	0.00	0.05
应付票据	0.97	0.71	0.58	0.80
应付账款	1.61	1.66	1.69	1.48
一年内到期的非流动负债	0.47	0.76	1.01	0.00
流动负债合计	3.87	4.17	3.93	2.89
长期借款	1.41	1.41	0.90	0.94
应付债券	3.88	3.81	3.52	3.25
非流动负债合计	5.59	5.51	4.68	4.45
负债合计	9.46	9.68	8.60	7.35
总债务	7.05	7.21	6.01	5.05
其中：短期债务	1.74	1.98	1.58	0.86
长期债务	5.31	5.24	4.43	4.19
所有者权益	11.45	11.45	11.38	11.47
营业收入	2.42	9.95	9.34	8.40
营业利润	0.01	0.30	0.85	1.23
净利润	0.00	0.24	0.77	1.06
经营活动产生的现金流量净额	0.85	0.71	0.66	0.75
投资活动产生的现金流量净额	-0.57	-1.04	-1.72	-5.56
筹资活动产生的现金流量净额	-0.62	0.52	0.12	4.88
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	1.44	1.75	1.87
FFO（亿元）	--	0.83	1.14	1.51
净债务（亿元）	4.36	5.05	3.00	-0.87
销售毛利率	22.71%	23.85%	29.12%	33.03%
EBITDA 利润率	--	14.52%	18.77%	22.29%
总资产回报率	--	2.97%	5.58%	8.50%
资产负债率	45.22%	45.82%	43.06%	39.05%
净债务/EBITDA	--	3.50	1.71	-0.47
EBITDA 利息保障倍数	--	3.93	5.60	19.41
总债务/总资本	38.09%	38.64%	34.56%	30.55%
FFO/净债务	--	16.48%	38.00%	-173.62%

经营活动现金流净额/净债务	19.52%	14.08%	21.87%	-86.28%
速动比率	1.89	1.84	1.97	3.43
现金短期债务比	1.58	1.22	2.04	7.13

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 5 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 2025 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（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%	真空新型建材的生产及销售
维爱吉（厦门）科技有限责任公司	1.20	100.00%	真空保温玻璃等的研发、生产和销售
安徽赛特新材有限公司	1.00	100.00%	玻璃纤维及隔热材料的研发、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+经调整所有者权益
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