

再升科技 (603601)

证券研究报告

2023年04月27日

下游需求成长性良好，产能扩张赋中长期增长动能

22年归母净利润1.5亿元，同比下滑39.8%

公司发布22年年报及23年一季报，22年实现收入/归母净利润16.2/1.5亿元，同比-0.44%/-39.8%，实现扣非归母净利润1.3亿元，同比-44.2%，其中Q4单季度实现收入/归母净利润4.20/0.07亿元，同比-9.29%/-89.04%，实现扣非归母净利润0.02，同比-96.54%。23年一季度实现收入/归母净利润3.77/0.33亿元，同比+2.5%/-43.87%，实现扣非归母净利润0.3亿元，同比-42.80%。

22年干净空气/高效节能收入同比分别+12.71%/-17.34%

公司22年干净空气板块实现收入10.2亿元，同比增长12.71%，主要受益于下游工业洁净室尤其是半导体行业需求增长，其中设备收入4.27亿元，同比增长7.63%，但受生猪周期影响，公司猪舍新风相关滤材及设备收入3829万元，同比下滑61.93%，剔除后公司干净空气板块收入同比增长22.08%。22年高效节能板块实现收入5.74亿元，同比减少17.34%，主要受公司转口贸易产品收入下滑影响，22年转口贸易保温节能产品收入1.18亿，同比减少46.02%。公司22年继续推进新的需求场景及产品开拓，其中新能源车车载滤芯材料已经批量供应知名车企，无尘空调也开始在全国布局，化学过滤材料、建筑节能保温材料等产品均实现项目应用。

22年毛利率同比小幅下滑，23Q1环比好转

公司22年毛利率25.79%，同比-5.16pct，主要受高温限电、原材料价格上涨，物流成本增加等因素影响，干净空气/高效节能板块毛利率分别27.29%/22.97%，同比-8.67/-1.41pct，干净空气板块毛利率降幅较大主要系设备毛利率降幅较多（22年同比下降10.93pct达17.19%），公司23Q1毛利率22.84%，环比小幅上涨1.61pct。22年期间费用率17.5%，同比+1.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.9/+0.6/+1.1/-0.7pct，公司加大市场开拓及产品研发投入，导致费用率上升。22年经营性现金流净流入2.6亿元，同比大幅增长77.5%，收现比大幅提升14.37pct达90.21%。

中长期成长性仍值得期待，维持“买入”评级

公司5万吨高性能超细玻璃纤维棉和8000吨干净空气过滤材料建设项目分别于22年年底和22年二季度实现部分产能投产，我们认为公司“干净空气”及“高效节能”需求空间仍较大，中长期成长性仍可期。考虑到公司一季度利润下滑，下调23-24年归母净利润预测至2.11/2.67亿元（前值3.1/3.7亿元），新增25年净利润预测3.17亿元，参考可比公司，给予公司23年30倍PE，目标价6.30元，维持“买入”评级。

风险提示：需求释放、产能落地不及预期、原材料价格上涨等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,619.71	1,618.39	2,051.66	2,441.64	2,868.11
增长率(%)	(14.04)	(0.08)	26.77	19.01	17.47
EBITDA(百万元)	441.69	373.98	340.87	404.04	452.59
归属母公司净利润(百万元)	249.47	150.98	211.32	267.41	316.86
增长率(%)	(30.64)	(39.48)	39.96	26.55	18.49
EPS(元/股)	0.24	0.15	0.21	0.26	0.31
市盈率(P/E)	18.02	29.77	21.27	16.81	14.19
市净率(P/B)	2.27	2.05	1.95	1.76	1.60
市销率(P/S)	2.78	2.78	2.19	1.84	1.57
EV/EBITDA	20.45	14.05	11.83	10.30	8.02

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/玻璃玻纤
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.4元
目标价格	6.30元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,021.60
流通A股股本(百万股)	1,021.60
A股总市值(百万元)	4,495.05
流通A股市值(百万元)	4,495.05
每股净资产(元)	2.09
资产负债率(%)	32.44
一年内最高/最低(元)	6.90/4.30

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

武慧东 分析师
SAC执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

郭丽丽 分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001
guolili@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



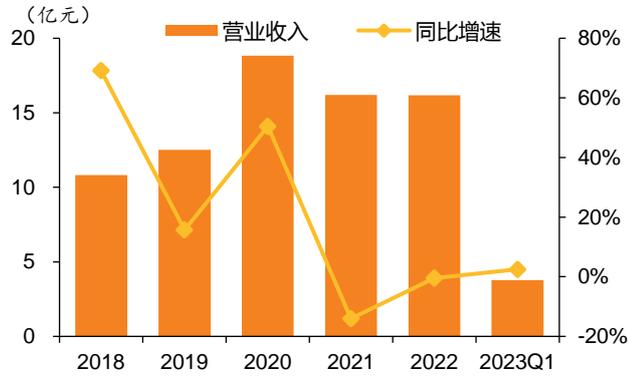
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《再升科技-季报点评:Q3业绩暂承压，中长期需求空间仍大》2022-10-30
- 《再升科技-半年报点评:干净空气设备增长显著，毛利率阶段性承压》2022-08-31
- 《再升科技-年报点评报告:21年业绩阶段性承压，新一轮增长可期》2022-03-10

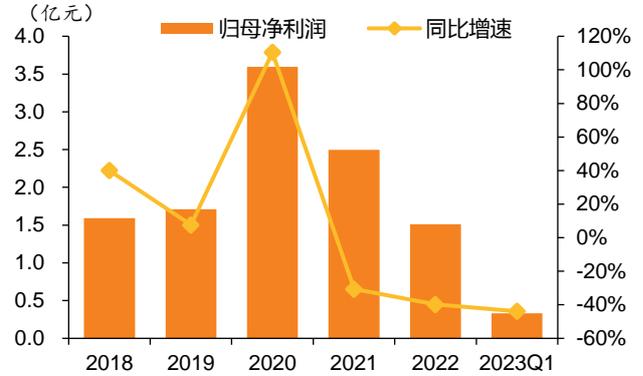
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2018-2023Q1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2018-2023Q1 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021	2022	2023E	2020	2021	2022	2023E
688398	赛特新材	36	45.00	1.22	1.42	0.80	1.55	36.9	31.7	56.3	29.0
300285.SZ	国瓷材料	297	29.60	0.60	0.79	0.50	0.76	49.3	37.5	59.2	38.9
300395.SZ	菲利华	244	47.25	0.71	1.10	0.96	1.32	66.9	43.1	49.2	35.8
	平均值		-					51.0	37.4	54.9	34.6
603601.SH	再升科技	45	4.40	0.50	0.24	0.15	0.21	8.8	18.0	29.8	21.3

注：数据截至 20230426 收盘，除再升科技为天风预测外，其余公司 23 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	310.81	481.59	473.08	398.84	988.33
应收票据及应收账款	688.41	586.53	724.25	767.86	984.87
预付账款	14.30	23.80	16.14	34.12	25.83
存货	178.19	283.67	178.92	403.56	245.88
其他	120.06	413.76	425.59	444.28	448.42
流动资产合计	1,311.78	1,789.35	1,817.98	2,048.66	2,693.33
长期股权投资	83.82	91.26	91.26	91.26	91.26
固定资产	804.10	971.74	956.23	935.73	910.22
在建工程	147.70	18.98	18.98	18.98	18.98
无形资产	191.66	187.16	170.47	153.78	137.09
其他	379.28	344.55	349.48	343.55	345.40
非流动资产合计	1,606.56	1,613.70	1,586.43	1,543.31	1,502.96
资产总计	2,931.47	3,417.40	3,404.41	3,591.97	4,196.29
短期借款	344.35	140.86	300.00	200.00	200.00
应付票据及应付账款	252.00	232.67	406.53	326.22	546.49
其他	123.21	208.93	240.68	217.59	289.35
流动负债合计	719.56	582.46	947.21	743.82	1,035.84
长期借款	50.00	49.70	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	410.21	0.00	136.74	182.31
其他	109.11	114.44	106.40	109.98	110.27
非流动负债合计	159.11	574.34	106.40	246.72	292.59
负债合计	900.63	1,178.48	1,053.62	990.53	1,328.43
少数股东权益	48.00	44.90	48.78	54.04	60.58
股本	725.03	1,020.26	1,021.60	1,021.60	1,021.60
资本公积	477.17	212.34	209.73	209.73	209.73
留存收益	788.49	864.62	1,026.21	1,245.43	1,518.39
其他	(7.85)	96.80	44.47	70.63	57.55
股东权益合计	2,030.84	2,238.92	2,350.79	2,601.43	2,867.86
负债和股东权益总计	2,931.47	3,417.40	3,404.41	3,591.97	4,196.29

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	251.30	154.60	211.32	267.41	316.86
折旧摊销	99.50	120.96	132.20	137.20	142.20
财务费用	9.90	12.34	10.34	10.97	6.16
投资损失	(8.92)	(12.16)	(10.54)	(11.35)	(10.95)
营运资金变动	(236.75)	2.95	184.57	(405.42)	227.57
其它	33.74	(14.58)	5.07	6.42	7.60
经营活动现金流	148.77	264.11	532.95	5.22	689.43
资本支出	260.23	136.89	108.03	96.42	99.71
长期投资	44.02	7.44	0.00	0.00	0.00
其他	(518.98)	(507.40)	(197.49)	(185.07)	(188.76)
投资活动现金流	(214.73)	(363.07)	(89.46)	(88.65)	(89.05)
债权融资	41.95	257.44	(347.48)	32.38	47.14
股权融资	(19.97)	135.05	(104.52)	(23.19)	(58.03)
其他	(68.31)	(121.33)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(46.33)	271.15	(452.00)	9.19	(10.88)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(112.28)	172.19	(8.51)	(74.24)	589.49

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,619.71	1,618.39	2,051.66	2,441.64	2,868.11
营业成本	1,118.37	1,200.99	1,491.44	1,761.16	2,066.46
营业税金及附加	15.98	16.40	20.79	24.74	29.07
销售费用	43.62	57.37	71.81	83.02	97.52
管理费用	107.25	116.90	145.67	172.14	200.77
研发费用	89.51	107.14	133.36	158.71	186.43
财务费用	13.21	1.91	10.34	10.97	6.16
资产/信用减值损失	(10.24)	(13.46)	(11.85)	(12.65)	(12.25)
公允价值变动收益	(0.04)	(0.47)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.92	12.16	10.54	11.35	10.95
其他	(36.76)	(35.58)	(40.00)	(45.00)	(45.00)
营业利润	269.90	155.03	216.95	274.61	325.41
营业外收入	0.93	0.43	0.78	0.71	0.64
营业外支出	0.80	0.34	0.62	0.59	0.52
利润总额	270.03	155.12	217.11	274.74	325.54
所得税	18.73	0.51	0.72	0.91	1.08
净利润	251.30	154.60	216.39	273.83	324.46
少数股东损益	1.83	3.62	5.07	6.42	7.60
归属于母公司净利润	249.47	150.98	211.32	267.41	316.86
每股收益(元)	0.24	0.15	0.21	0.26	0.31

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-14.04%	-0.08%	26.77%	19.01%	17.47%
营业利润	-42.62%	-42.56%	39.94%	26.58%	18.50%
归属于母公司净利润	-30.64%	-39.48%	39.96%	26.55%	18.49%
获利能力					
毛利率	30.95%	25.79%	27.31%	27.87%	27.95%
净利率	15.40%	9.33%	10.30%	10.95%	11.05%
ROE	12.58%	6.88%	9.18%	10.50%	11.29%
ROIC	15.41%	7.76%	10.99%	15.48%	14.93%
偿债能力					
资产负债率	30.72%	34.48%	30.95%	27.58%	31.66%
净负债率	4.28%	7.83%	-6.52%	-1.37%	-19.94%
流动比率	1.79	2.99	1.92	2.75	2.60
速动比率	1.55	2.52	1.73	2.21	2.36
营运能力					
应收账款周转率	2.58	2.54	3.13	3.27	3.27
存货周转率	9.74	7.01	8.87	8.38	8.83
总资产周转率	0.57	0.51	0.60	0.70	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.15	0.21	0.26	0.31
每股经营现金流	0.15	0.26	0.52	0.01	0.67
每股净资产	1.94	2.15	2.25	2.49	2.75
估值比率					
市盈率	18.02	29.77	21.27	16.81	14.19
市净率	2.27	2.05	1.95	1.76	1.60
EV/EBITDA	20.45	14.05	11.83	10.30	8.02
EV/EBIT	26.19	20.51	19.32	15.59	11.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com