

再升科技 (603601)

强强联合，加速滤材跨行业布局 and 全球化拓展 增持 (维持)

2023年07月26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

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 1,618 | 2,065 | 1,951 | 2,490 |
| 同比 | -0.44% | 28% | -6% | 28% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 151 | 205 | 261 | 336 |
| 同比 | -40% | 36% | 27% | 29% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.15 | 0.20 | 0.26 | 0.33 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 30.11 | 22.18 | 17.45 | 13.55 |

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 为加快拓展公司主营材料类产品在新能源汽车等领域的发展, 拟将其持有的全资子公司苏州悠远环境科技有限公司 70%的股权转给曼胡默尔新加坡控股, 并授予买方悠远环境剩余 30%股权的购买期权。
- **转让悠远环境 70%股权预估价格为 3.17 亿元, 悠远环境不再纳入公司合并报表范围。** (1) 悠远环境交易作价 (100%股权, 基于无现金及无负债的假设) 为 5.04 亿元人民币 (悠远环境合并口径 2022 年末净资产为 1.99 亿元, 商誉账面价值为 2.42 亿元), 本次转让悠远环境 70%的股权预估价格为人民币 3.17 亿元。(2) 交易尚需取得反垄断主管部门的经营者集中批准, 交易完成后, 公司继续持有悠远环境 30%股权, 但不再纳入合并报表范围。(3) 公司同意授予曼胡默尔新加坡控股一项购买期权, 在购买期权期间 (自 2026 年 1 月 1 日起至 2029 年 1 月 2 日或《购买期权协议》终止日), 曼胡默尔新加坡控股有权自行或指定一家实体购买公司持有的悠远环境剩余 30%股权。
- **强强联合, 有望加快公司过滤业务跨行业延伸和全球化布局。** 曼胡默尔集团是全球领先的过滤技术解决方案提供商, 拥有交通和生命科学与环境两个事业部, 主要产品包括用于发动机和工业产品的燃油、机油和空气过滤器、用于新能源和燃料电池汽车的过滤解决方案、用于市政和工业的净水和废水处理解决方案等, 集中在再升过滤材料产品下游的设备环节, 2022 年总营收达到 48 亿欧元, 主要集中在欧美市场。通过此次交易, 双方有望达成多方面战略合作关系。中期来看, 公司以向曼胡默尔集团批量提供高品质过滤材料服务为起点, 有利于拓展公司在新能源汽车领域的布局; 同时双方将致力拓展悠远环境的应用领域, 进一步扩大悠远环境的规模和提升技术实力。长期来看, 公司在曼胡默尔集团深耕的汽车过滤市场的产品体系和收入体量仍较小, 双方有望在全球范围内实现相关过滤材料及设备的共同开发、测试及业务拓展, 加快公司干净空气业务跨行业延伸和全球化拓展, 打开中长期成长空间。
- **盈利预测与投资评级:** 公司是我国过滤材料细分领域龙头, 深耕玻纤过滤材料等核心产品, 形成干净空气和高效节能两大业务板块。中期来看, 公司经营底部向上, 干净空气材料受益于半导体洁净室需求拉动, 建筑保温等新产品逐步进入放量期。虽然出售悠远股权后, 公司过滤设备收入体量受影响, 但与曼胡默尔集团达成战略合作有望加速核心材料向新能源汽车等领域延伸和放量, 以及中长期跨行业和全球化布局的进程, 公司有望开启新一轮快速成长期。基于 2022 年实际经营情况的影响, 暂假设交易于 2023 年末完成交割, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.05 亿元 (下调 22%) / 2.61 亿元 (下调 23%) / 3.36 亿元 (新增), 7 月 25 日收盘价对应市盈率分别为 22/17/14 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 交易进展不及预期、新产品新领域拓展不及预期、洁净室需求增长不及预期的风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元) | 4.45 |
| 一年最低/最高价 | 4.05/6.90 |
| 市净率(倍) | 2.13 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,546.31 |
| 总市值(百万元) | 4,546.31 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 2.09 |
| 资产负债率(% ,LF) | 32.44 |
| 总股本(百万股) | 1,021.64 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,021.64 |

相关研究

《再升科技(603601): 2022 年三季报点评: 高温限电影响 Q3 业绩, 静待新产能新产品增量释放》

2022-10-31

再升科技三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 1,804 | 2,294 | 2,402 | 2,710 | 营业总收入 | 1,618 | 2,065 | 1,951 | 2,490 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 754 | 1,133 | 1,380 | 1,504 | 营业成本(含金融类) | 1,201 | 1,516 | 1,369 | 1,745 |
| 经营性应收款项 | 707 | 735 | 633 | 715 | 税金及附加 | 16 | 21 | 20 | 25 |
| 存货 | 284 | 358 | 323 | 412 | 销售费用 | 57 | 74 | 70 | 90 |
| 合同资产 | 14 | 18 | 17 | 22 | 管理费用 | 117 | 149 | 152 | 187 |
| 其他流动资产 | 45 | 50 | 49 | 57 | 研发费用 | 107 | 136 | 129 | 164 |
| 非流动资产 | 1,614 | 1,310 | 1,424 | 1,546 | 财务费用 | 2 | 2 | (8) | (7) |
| 长期股权投资 | 91 | 100 | 116 | 135 | 加:其他收益 | 39 | 41 | 41 | 52 |
| 固定资产及使用权资产 | 999 | 893 | 955 | 1,026 | 投资净收益 | 12 | 19 | 23 | 30 |
| 在建工程 | 19 | 49 | 75 | 97 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 185 | 177 | 187 | 197 | 减值损失 | (13) | (8) | (2) | (2) |
| 商誉 | 263 | 21 | 21 | 21 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 5 | 5 | 5 | 5 | 营业利润 | 155 | 219 | 281 | 365 |
| 其他非流动资产 | 53 | 65 | 65 | 65 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 3,417 | 3,603 | 3,826 | 4,256 | 利润总额 | 155 | 219 | 281 | 366 |
| 流动负债 | 604 | 621 | 577 | 663 | 减:所得税 | 1 | 9 | 14 | 22 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 197 | 147 | 147 | 147 | 净利润 | 155 | 210 | 267 | 344 |
| 经营性应付款项 | 233 | 275 | 240 | 296 | 减:少数股东损益 | 4 | 5 | 6 | 8 |
| 合同负债 | 22 | 28 | 26 | 33 | 归属母公司净利润 | 151 | 205 | 261 | 336 |
| 其他流动负债 | 153 | 172 | 164 | 187 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.15 | 0.20 | 0.26 | 0.33 |
| 非流动负债 | 574 | 572 | 572 | 572 | EBIT | 163 | 221 | 273 | 358 |
| 长期借款 | 50 | 50 | 50 | 50 | EBITDA | 289 | 321 | 390 | 490 |
| 应付债券 | 410 | 410 | 410 | 410 | 毛利率(%) | 25.79 | 26.59 | 29.81 | 29.89 |
| 租赁负债 | 16 | 16 | 16 | 16 | 归母净利率(%) | 9.33 | 9.92 | 13.36 | 13.48 |
| 其他非流动负债 | 98 | 96 | 96 | 96 | 收入增长率(%) | (0.44) | 27.61 | (5.53) | 27.60 |
| 负债合计 | 1,178 | 1,193 | 1,149 | 1,235 | 归母净利润增长率(%) | (39.80) | 35.75 | 27.15 | 28.76 |
| 归属母公司股东权益 | 2,194 | 2,360 | 2,621 | 2,956 | | | | | |
| 少数股东权益 | 45 | 50 | 56 | 64 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 2,239 | 2,410 | 2,677 | 3,020 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 3,417 | 3,603 | 3,826 | 4,256 | | | | | |

| 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 | 264 | 245 | 455 | 348 | 每股净资产(元) | 2.06 | 2.22 | 2.47 | 2.80 |
| 投资活动现金流 | (363) | 227 | (207) | (224) | 最新发行在外股份(百万股) | 1,022 | 1,022 | 1,022 | 1,022 |
| 筹资活动现金流 | 271 | (93) | 0 | 0 | ROIC(%) | 6.04 | 7.13 | 8.19 | 9.69 |
| 现金净增加额 | 172 | 379 | 247 | 124 | ROE-摊薄(%) | 6.88 | 8.68 | 9.94 | 11.35 |
| 折旧和摊销 | 126 | 100 | 117 | 131 | 资产负债率(%) | 34.48 | 33.12 | 30.03 | 29.02 |
| 资本开支 | (96) | 218 | (215) | (235) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 30.11 | 22.18 | 17.45 | 13.55 |
| 营运资本变动 | (29) | (52) | 92 | (100) | P/B (现价) | 2.16 | 2.01 | 1.80 | 1.59 |

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)),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>