

再升科技 (603601)

证券研究报告

2024年04月29日

下游需求前景仍然广阔，中长期成长性可期

公司23年实现归母净利润0.38亿元，同比下滑74.76%

公司发布23年年报及24年一季报，23年实现收入16.56亿元，同比+2.30%，归母净利润/扣非归母净利润为0.38/0.19亿元，同比-74.76%/-84.83%。其中Q4单季度实现收入3.90亿元，同比-7.13%，归母净利润/扣非归母净利润为-0.79/-0.84亿元，同比转亏。24Q1公司实现收入3.40亿元，同比-9.89%，归母净利润/扣非归母净利润为0.32/0.26亿元，同比-2.75%/-12.51%。若扣除去年同期悠远环境对公司贡献的收入和利润影响，24Q1营业收入/归母净利润同比分别增长15.07%/6.48%。

23年干净空气/高效节能收入同比分别-3.64%/+13.34%

23年公司干净空气板块实现收入9.8亿元，同比-3.64%，主要因整体经济疲软导致下游需求略显低迷，其中干净空气设备和过滤材料各实现收入4.16/5.64亿元，同比分别-2.8%/-4.3%。由于公司于23年10月底将持有的悠远环境70%股权转让给曼胡默尔并进行了股权交割，悠远环境自23年11月起不再纳入合并报表范围，对板块营收造成一定负面拖累。24Q1公司滤纸收入同比增长10.66%，主要系加大市场拓展和提升研发创新产品驱动。23年公司高效节能板块实现收入6.5亿元，同比+13.34%，公司积极拓展新产品新应用，在玻璃纤维棉、VIP膜材产品的应用领域取得稳健增长，其中玻璃纤维棉收入同比+23.19%达2.82亿元，主要受益于公司在绿色建筑和家电应用领域的积极布局，23年公司年产5万吨高性能超细玻璃纤维棉建设项目已实现部分投产和销售，在建部分预计在24年实现投产，此外，23年公司新纳入VIP膜材收入0.42亿元，而中高效无机真空绝热板及芯材需求有所回落，营收同比-12.86%达1.58亿元。24Q1公司高效节能保温产品同比增长25.28%。

23年盈利能力下滑，24Q1环比好转

23年公司整体毛利率21.92%，同比-3.87pct，其中干净空气/高效节能板块毛利率分别26.4%/15%，同比分别-0.9/-8.0pct，主要系能源价格持续上涨，新建项目产能未能充分释放等综合因素影响，产品单位成本上升所致。其中，Q4单季度整体毛利率12.75%，同比/环比分别-8.48/-13.18pct。23年期间费用率16.79%，同比-0.72pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.26/-0.47/-1.10/+1.11pct，财务费用增长主要系募投项目资金利息费用化所致，最终实现净利率2.81%，同比-6.74pct，24Q1公司毛利率21.16%，同比/环比分别-1.68/+8.41pct，净利率10.02%，同比+0.54pct，环比扭亏为盈。23年末资产负债率26.77%，同比-7.72pct，资本结构优化。

中长期成长性仍值得期待，维持“买入”评级

我们认为随着公司募投项目产能的逐步释放，高附加值产品收入占比提升，有望带动毛利率逐步好转。公司23年分红率高达80%，同时拟对2024年中期分红。考虑到公司业绩下滑较多，下调24-25年归母净利润预测至1.2/1.7亿元（前值2.6/3.2亿元），新增26年归母净利润预测2.3亿元，对应24-26年1.4/1.3/1.2倍PB，低于可比公司平均PB值，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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1618.39	1655.65	1668.42	2067.01	2513.39
增长率(%)	(0.08)	2.30	0.77	23.89	21.60
EBITDA(百万元)	373.98	326.39	307.93	393.36	492.20
归属母公司净利润(百万元)	150.98	38.13	115.95	165.13	232.69
增长率(%)	(39.48)	(74.74)	204.06	42.42	40.91
EPS(元/股)	0.15	0.04	0.11	0.16	0.23
市盈率(P/E)	22.06	87.34	28.72	20.17	14.31
市净率(P/B)	1.52	1.52	1.46	1.38	1.27
市销率(P/S)	2.06	2.01	2.00	1.61	1.33
EV/EBITDA	14.05	12.97	8.29	7.94	4.81

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	3.26元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,021.65
流通A股股本(百万股)	1,021.65
A股总市值(百万元)	3,330.58
流通A股市值(百万元)	3,330.58
每股净资产(元)	2.08
资产负债率(%)	26.95
一年内最高/最低(元)	4.76/2.37

作者

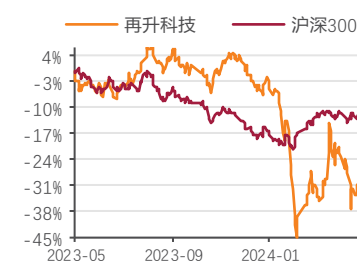
鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

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

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

林晓龙 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523050002
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



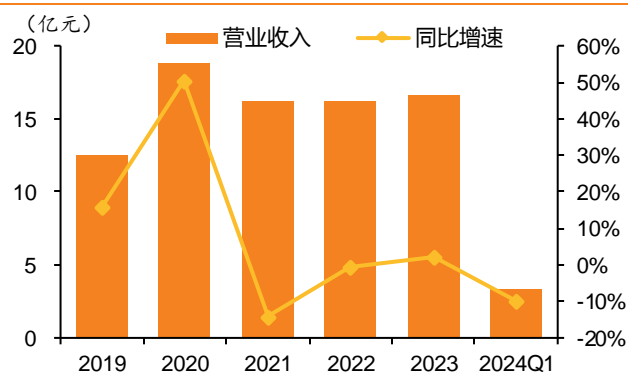
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《再升科技-半年报点评:业绩或已基本触底,期待新领域发力》2023-08-03
- 《再升科技-季报点评:下游需求成长性良好,产能扩张赋中长期增长动能》2023-04-27
- 《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

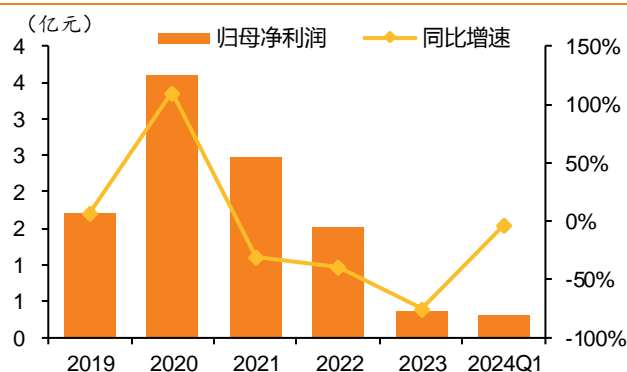
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2019–2024Q1 营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2019–2024Q1 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)	BPS (元)				PB (倍)			
				22A	23A	24E	25E	22A	23A	24E	25E
688398.SH	赛特新材	36	31.22	11.74	8.88	10.90	12.83	2.66	3.51	2.86	2.43
002080.SZ	中材科技	264	15.76	10.29	11.06	12.11	13.43	1.53	1.42	1.30	1.17
300285.SZ	国瓷材料	195	19.44	5.84	6.28	7.08	7.98	3.33	3.10	2.75	2.44
300395.SZ	菲利华	145	27.81	5.93	7.54	8.57	10.11	4.69	3.69	3.24	2.75
平均值								3.05	2.93	2.54	2.20
603601.SH	再升科技	33	3.26	2.15	2.15	2.23	2.36	1.52	1.52	1.46	1.38

注：数据截至 20240429 收盘，除再升科技为天风预测外，其余公司 BPS 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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	481.59	212.45	719.29	374.94	1,116.48	营业收入	1,618.39	1,655.65	1,668.42	2,067.01	2,513.39
应收票据及应收账款	586.53	689.61	376.32	886.85	649.11	营业成本	1,200.99	1,292.72	1,232.34	1,486.39	1,768.60
预付账款	23.80	22.17	16.60	32.33	26.60	营业税金及附加	16.40	19.08	19.23	23.82	28.97
存货	283.67	184.36	244.54	297.82	323.67	销售费用	57.37	54.38	53.39	65.11	77.92
其他	413.76	624.74	580.30	617.82	591.91	管理费用	116.90	111.85	110.12	135.39	163.37
流动资产合计	1,789.35	1,733.34	1,937.05	2,209.75	2,707.78	研发费用	107.14	91.44	92.15	114.16	138.81
长期股权投资	91.26	237.38	237.38	237.38	237.38	财务费用	1.91	20.30	22.84	31.59	28.54
固定资产	971.74	868.49	853.50	833.51	808.52	资产/信用减值损失	(13.46)	(45.33)	(15.00)	(17.24)	(16.12)
在建工程	18.98	23.23	23.23	23.23	23.23	公允价值变动收益	(0.47)	0.08	0.00	0.00	0.00
无形资产	187.16	157.26	142.19	127.13	112.06	投资净收益	12.16	1.18	6.67	3.92	5.30
其他	344.55	73.59	86.72	78.16	82.01	其他	(35.58)	54.50	(40.00)	(45.00)	(45.00)
非流动资产合计	1,613.70	1,359.95	1,343.02	1,299.40	1,263.19	营业利润	155.03	55.45	170.02	242.21	341.35
资产总计	3,417.40	3,094.37	3,280.07	3,509.15	3,970.97	营业外收入	0.43	0.85	0.74	0.67	0.76
短期借款	140.86	0.00	300.00	200.00	200.00	营业外支出	0.34	0.30	0.48	0.38	0.39
应付票据及应付账款	232.67	135.30	288.75	178.53	403.75	利润总额	155.12	56.00	170.28	242.51	341.72
其他	208.93	125.60	206.29	195.38	226.30	所得税	0.51	9.50	28.89	41.15	57.98
流动负债合计	582.46	260.90	795.03	573.91	830.05	净利润	154.60	46.50	141.39	201.36	283.74
长期借款	49.70	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	3.62	8.37	25.44	36.23	51.05
应付债券	410.21	434.46	0.00	281.55	238.67	归属于母公司净利润	150.98	38.13	115.95	165.13	232.69
其他	114.44	116.15	113.23	114.61	114.66	每股收益(元)	0.15	0.04	0.11	0.16	0.23
非流动负债合计	574.34	550.61	113.23	396.16	353.33	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	1,178.48	828.29	908.27	970.07	1,183.38	成长能力					
少数股东权益	44.90	72.52	92.79	122.89	167.60	营业收入	-0.08%	2.30%	0.77%	23.89%	21.60%
股本	1,020.26	1,021.64	1,021.65	1,021.65	1,021.65	营业利润	-42.56%	-64.23%	206.62%	42.46%	40.93%
资本公积	212.34	216.65	209.73	209.73	209.73	归属于母公司净利润	-39.48%	-74.74%	204.06%	42.42%	40.91%
留存收益	864.62	858.47	950.84	1,088.02	1,291.81	获利能力					
其他	96.80	96.79	96.79	96.79	96.79	毛利率	25.79%	21.92%	26.14%	28.09%	29.63%
股东权益合计	2,238.92	2,266.08	2,371.81	2,539.08	2,787.59	净利率	9.33%	2.30%	6.95%	7.99%	9.26%
负债和股东权益总计	3,417.40	3,094.37	3,280.07	3,509.15	3,970.97	ROE	6.88%	1.74%	5.09%	6.83%	8.88%
						ROIC	7.76%	3.05%	7.88%	15.16%	13.91%
						偿债能力					
						资产负债率	34.48%	26.77%	27.69%	27.64%	29.80%
						净负债率	7.83%	10.09%	-16.75%	5.32%	-23.63%
						流动比率	2.99	6.25	2.44	3.85	3.26
						速动比率	2.52	5.58	2.13	3.33	2.87
						营运能力					
						应收账款周转率	2.54	2.59	3.13	3.27	3.27
						存货周转率	7.01	7.07	7.78	7.62	8.09
						总资产周转率	0.51	0.51	0.52	0.61	0.67
						每股指标(元)					
						每股收益	0.15	0.04	0.11	0.16	0.23
						每股经营现金流	0.26	0.00	0.76	-0.36	0.93
						每股净资产	2.15	2.15	2.23	2.36	2.56
						估值比率					
						市盈率	22.06	87.34	28.72	20.17	14.31
						市净率	1.52	1.52	1.46	1.38	1.27
						EV/EBITDA	14.05	12.97	8.29	7.94	4.81
						EV/EBIT	20.51	21.89	14.34	12.09	6.73

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	154.60	46.50	115.95	165.13	232.69
折旧摊销	120.96	135.86	130.06	135.06	140.06
财务费用	12.34	29.15	22.84	31.59	28.54
投资损失	(12.16)	(1.18)	(6.67)	(3.92)	(5.30)
营运资金变动	2.95	(216.16)	490.16	(734.50)	505.16
其它	(14.58)	7.48	25.44	36.23	51.05
经营活动现金流	264.11	1.66	777.78	(370.41)	952.20
资本支出	136.89	(90.08)	102.92	98.63	99.94
长期投资	7.44	146.12	0.00	0.00	0.00
其他	(507.40)	(10.44)	(196.25)	(194.70)	(194.65)
投资活动现金流	(363.07)	45.60	(93.33)	(96.08)	(94.70)
债权融资	257.44	(236.08)	(141.96)	156.22	(80.72)
股权融资	89.07	5.69	(35.66)	(34.08)	(35.24)
其他	(75.36)	(81.45)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	271.15	(311.83)	(177.62)	122.14	(115.95)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	172.19	(264.58)	506.83	(344.35)	741.55

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com