再升科技（603601.SH）

材料优势持续赋能无尘空调业务，产业链全面布局

事件：再升科技发布 2024 年报及 2025 一季报。1）公司 2024 年实现营收 14.76 亿元，同比下滑 10.87%，主要系 2023 年 1-10 月悠远环境仍并表，基数相对较高，剔除悠远环境后公司 2024 年收入同比增长 12.9%；全年实现归母净利润 9075 万元，同比增长 137.99%，其中政府补助等非经常性损益金额 3450 万元，同比增长 82.53%，扣非后归母净利润 5625 万元，同比增长 192.52%；利润增速明显高于收入增速的原因包括 2024 年资产减值损失及信用减值损失发生金额大幅减少（同比减少 3540 万元，降幅 78.1%，2023 年公司针对悠远环境应收账款及应收股利计提大额信用减值），以及 2024 年取得的包括悠远环境、松下新材料等参股公司在内的投资收益同比大增 17.82 倍。2）2025Q1 公司实现收入 3.24 亿元，同比下滑 4.59%，实现归母净利润 3356 万元，同比增长 3.69%，扣非后归母净利润 2784 万元，同比增长 6.75%。

PTFE 膜材及无尘空调产品快速增长。公司业务板块可分为干净空气材料（包括玻纤滤纸、PTFE 膜材等）、无尘空调产品（过滤器、无尘空调等）及高效节能（玻璃棉、VIP 板相关材料、AGM 隔板等）三大块。2024 年公司干净空气材料收入 5.37 亿元，同比下滑 2.17%，推断主要系玻纤过滤材料收入减少所致，PTFE 滤料收入增速较快；无尘空调产品收入 1.28 亿元，同比下滑 70.2%，剔除掉悠远环境影响后该板块收入增长 39.67%；高效节能板块收入 7.76 亿元，同比增长 19.11%，主要得益于公司在绿色建筑及家电市场的业务拓展，玻璃棉、VIP 膜材等产品销售规模稳健增长。2025 年 Q1 公司干净空气材料收入继续下滑 11.5%，主要受市场需求低迷及公司内部技改交期延后等因素影响，但其中 PTFE 膜材延续高增态势；无尘空调产品收入同比增长 34.39%；高效节能板块收入同比下降 5.11%。

毛利率受销售结构变动影响。2024 年公司综合毛利率 21.96%，同比微增 0.04pct，其中干净空气材料毛利率同比增加 3.71pct（主要系高附加值的 PTFE 膜材占比上升），而无尘空调及高效节能毛利率分别同比减少 4.1 和 1.3pct。2025Q1 公司综合毛利率 25.1%，同环比分别增加 3.94pct、4.39pct，推测主要与相对高附加值的材料板块（尤其是 PTFE 膜材）占比提高有关。费用方面，2024 年公司期间费用率 15.99%，同比减少 0.8pct，其中销售、管理、财务费用率分别同比减少 0.31pct、0.56pct、0.42pct，研发费用率同比增加 0.5pct，但各项费用绝对额同比均有减少。2025 年 Q1 公司费用率 16.64%，同比增加 2.09pct，其中销售和研发费用率分别增加 1.92pct、1.41pct，管理和财务费用率分别减少 0.63pct、0.63pct。对应 2024 年度销售净利率 7.1%，同比增加 4.29pct，2025Q1 销售净利率 10.89%，同比增加 0.87pct。

现金流企稳。2024 年再升科技经营性现金流量净额 2.24 亿元，去年同期为 166 万元，同比显著增长主要系收回货款增加，2024 年公司销售收现比 88.51%，同比增加 14.28pct，其中悠远环境出表对公司现金改善亦有帮助。2025 年 Q1 公司经营性现金流量净额 7149 万元，同比+140.33%。

盈利预测与投资建议：再升科技依托玻璃棉基材优势持续向下游产业链延伸，目前已基本实现了从材料到终端设备的一体化整合，短期来看无尘空调板块或作为重点发力方向。考虑市场需求持续低迷，我们下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1 亿元、1.2 亿元、1.4 亿元，对应 PE 分别为 37X、30X、25X，维持“买入”评级。

风险提示：下游新兴应用需求增长不及预期风险、竞争格局恶化风险、原材料及能源价格大幅波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,656	1,476	1,600	1,799	2,054
增长率 yoy（%）	2.3	-10.9	8.4	12.4	14.2
归母净利润（百万元）	38	91	97	120	145
增长率 yoy（%）	-74.8	138.0	7.1	23.9	20.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.04	0.09	0.10	0.12	0.14
净资产收益率（%）	1.7	4.2	4.4	5.3	6.3
P/E（倍）	93.5	39.3	36.7	29.6	24.6
P/B（倍）	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

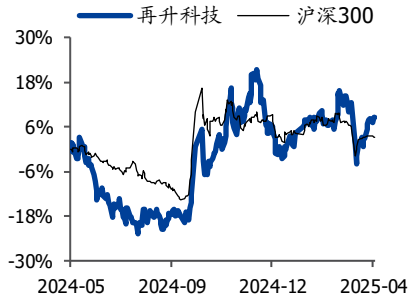
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	玻璃玻纤
前次评级	买入
04 月 30 日收盘价（元）	3.49
总市值（百万元）	3,565.56
总股本（百万股）	1,021.65
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	17.61

股价走势



作者

分析师　沈猛
执业证书编号：S0680522050001
邮箱：shenmeng@gszq.com
分析师　陈冠宇
执业证书编号：S0680522120005
邮箱：chenguanyu@gszq.com

相关研究

1、《再升科技（603601.SH）：节能板块增速领先，现金流表现持续优异》 2024-10-29
2、《再升科技（603601.SH）：悠远出表影响逐步减弱，高效节能板块成为增长主力》 2024-08-18
3、《再升科技（603601.SH）：汽车、建筑保温等业务多点开花，新业绩增长点孵化进行时》 2023-10-28

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1734	1746	1885	2058	2303
现金	212	274	360	379	438
应收票据及应收账款	690	724	675	794	925
其他应收款	147	73	83	114	113
预付账款	22	54	35	43	56
存货	184	166	220	217	253
其他流动资产	479	455	512	510	518
非流动资产	1360	1359	1292	1200	1100
长期投资	237	247	247	247	247
固定资产	868	821	796	734	657
无形资产	137	142	130	119	108
其他非流动资产	117	149	119	101	88
资产总计	3094	3105	3176	3259	3403
流动负债	278	317	330	335	391
短期借款	0	3	3	3	3
应付票据及应付账款	135	145	178	175	210
其他流动负债	142	169	149	157	178
非流动负债	551	562	574	595	616
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	551	562	574	595	616
负债合计	828	880	904	930	1007
少数股东权益	73	41	57	76	100
股本	1022	1022	1022	1022	1022
资本公积	217	209	209	209	209
留存收益	858	857	889	926	969
归属母公司股东权益	2194	2185	2216	2253	2297
负债和股东权益	3094	3105	3176	3259	3403

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2	224	234	161	216
净利润	46	105	113	140	168
折旧摊销	141	131	163	172	181
财务费用	29	17	7	9	10
投资损失	-1	-22	-19	-20	-18
营运资金变动	-262	-22	-32	-143	-126
其他经营现金流	48	14	2	2	1
投资活动现金流	46	-29	-87	-69	-67
资本支出	-59	-94	-95	-80	-80
长期投资	88	20	-10	-8	-5
其他投资现金流	18	46	18	19	17
筹资活动现金流	-312	-146	-62	-72	-91
短期借款	-141	3	0	0	0
长期借款	-50	0	0	0	0
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	4	-8	0	0	0
其他筹资现金流	-127	-141	-62	-72	-91
现金净增加额	-262	51	87	19	58

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1656	1476	1600	1799	2054
营业成本	1293	1152	1259	1411	1607
营业税金及附加	19	13	16	16	16
营业费用	54	44	48	52	58
管理费用	112	91	93	101	111
研发费用	91	89	96	103	113
财务费用	20	12	8	7	7
资产减值损失	-14	-3	-1	-1	-1
其他收益	34	42	42	43	43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	22	19	20	18
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	55	130	138	170	202
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	2	1	1	0
利润总额	56	128	138	170	203
所得税	10	23	25	30	34
净利润	46	105	113	140	168
少数股东损益	8	14	16	20	24
归属母公司净利润	38	91	97	120	145
EBITDA	225	253	309	349	391
EPS（元/股）	0.04	0.09	0.10	0.12	0.14

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	2.3	-10.9	8.4	12.4	14.2
营业利润(%)	-64.2	133.7	6.5	22.9	19.3
归属母公司净利润(%)	-74.8	138.0	7.1	23.9	20.1
获利能力					
毛利率(%)	21.9	22.0	21.3	21.6	21.8
净利率(%)	2.3	6.1	6.1	6.7	7.0
ROE(%)	1.7	4.2	4.4	5.3	6.3
ROIC(%)	2.6	3.7	4.3	5.1	5.9
偿债能力					
资产负债率(%)	26.8	28.3	28.4	28.5	29.6
净负债比率(%)	10.6	9.1	5.9	5.8	4.1
流动比率	6.2	5.5	5.7	6.1	5.9
速动比率	5.5	4.8	4.9	5.3	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	3.2	2.6	2.7	3.0	2.9
应付账款周转率	8.0	8.6	8.4	8.7	9.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.09	0.10	0.12	0.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.22	0.23	0.16	0.21
每股净资产(最新摊薄)	2.15	2.14	2.17	2.21	2.25
估值比率					
P/E	93.5	39.3	36.7	29.6	24.6
P/B	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	20.6	14.4	12.0	10.6	9.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 04 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com