

再升科技 (603601.SH)

半导体高景气下收入保持韧性，利润阶段性承压

事件：再升科技发布 2022 年报及 2023 一季报。公司 2022 年实现收入 16.18 亿元，同比下降 0.44%，实现归母净利润 1.51 亿元，同比下降 39.80%，扣非后归母净利润 1.27 亿元，同比下降 44.19%。其中单 Q4 公司实现收入 4.20 亿元，同比下降 9.29%，实现归母净利润 683 万元，同比下降 89.04%，其中非经常性损益 484 万元，去年同期为 488 万元，实现扣非后归母净利润 199 万元，同比下降 96.54%。2) 公司 2023 年 Q1 实现收入 3.77 亿元，同比增长 2.5%，归母净利润 3328 万元，同比下滑 43.87%，扣非后归母净利润 2981 万元，同比下滑 42.80%。

受益于半导体行业 capex 增长，空气过滤业务收入韧性较强。分业务板块来看：1) 2022 年公司干净空气收入 10.17 亿元，占比 63.9%，同比增长 12.71%。其中过滤材料收入 5.89 亿元，占比 37%，同比增长 16.71%；过滤设备收入 4.27 亿元，占比 26.9%，同比增长 7.63%。2) 公司高效节能收入 5.74 亿元，占比 36.1%，同比下滑 17.34%。其中转手贸易收入 1.18 亿元，占比 7.4%，同比下滑 46.02%，疫情期间海外旺盛订单需求不再持续；其他（玻璃棉、AGM 隔板、VIP 芯材）收入 4.55 亿元，占比 28.6%，同比下滑 4.08%，2023 年随着建筑保温、冰箱保温的等业务的加速开拓，叠加转手贸易板块需求恢复平稳，预计高效节能板块将重回正增长。

毛利率、费用率阶段性承压，后续有望逐步改善。2022 年公司综合毛利率 25.79%，同比减少 5.16pct，原因一是产品结构变动，低毛利的设备板块占比提高，影响毛利率 2.84pct，二是滤纸和玻璃棉生产所用的原料及能源成本上升，合计影响毛利率 2.10pct。业务分拆来看，干净空气板块毛利率 27.29%，同比减少 8.67pct，其中设备毛利率 17.19%，同比减少 10.93pct，推断原因一方面系低附加值的初效过滤器占比上升，另一方面，高端制造业过滤设备行业竞争加剧，供货价格受到挤压；材料毛利率 34.61%，同比减少 7.51pct，主要系材料生产所用的玻璃棉和化学助剂成本上涨较多；高效节能板块毛利率 22.97%，同比减少 1.41pct，保温板块毛利率降幅较小推测主要系 AGM 隔板类产品供货格局较好，价格和利润率相对稳健。2022 年公司期间费用率 17.51%，同比增加 1.85pct，其中销售、管理、研发费用率分别同比增加 0.85pct、0.6pct、1.09pct，公司收入体量下滑导致费用摊销效果减弱，费用率上升，其次，公司加大研发投入开拓建筑保温材料、LNG 保温材料、化学过滤、餐饮油烟过滤等系列新产品新应用。2022 年公司净利率 9.55%，同比减少 5.97pct，其中公司对苏州悠远和深圳中纺两家公司首次计提了商誉减值准备 1752 万元。2023 年 Q1 公司综合毛利率 22.84%，同比减少 9.4pct，费用率 13.38%，同比减少 4.36pct，净利率 9.48%，同比减少 7.06pct。展望后续，考虑原料及能源价格大概率将逐步回落，叠加需求支撑下产能利用率提升，各类材料毛利率将持续改善；费用率也有望随着收入规模的扩大呈递减态势。

盈利预测：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.05 亿、2.59 亿、3.19 亿，对应 PE 分别为 22X、17X、14X，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、海运受阻对出口业务影响的风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,625	1,618	2,148	2,537	2,874
增长率 yoy (%)	-13.7	-0.4	32.7	18.1	13.3
归母净利润(百万元)	251	151	205	259	319
增长率 yoy (%)	-30.3	-39.8	35.9	26.1	23.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.25	0.15	0.20	0.25	0.31
净资产收益率(%)	12.4	6.9	8.6	10.3	11.5
P/E(倍)	17.80	29.57	21.75	17.25	14.00
P/B(倍)	2.3	2.1	2.0	1.9	1.7

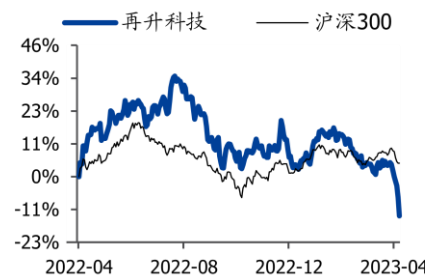
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	玻璃玻纤
前次评级	买入
4月26日收盘价(元)	4.37
总市值(百万元)	4,464.40
总股本(百万股)	1,021.60
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	9.57

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：chengguanyu@gszq.com

相关研究

- 《再升科技 (603601.SH)：空气过滤龙头，技术实力突出，业绩拐点将现》2022-12-23
- 《再升科技 (603601.SH)：设备板块推进顺畅，盈利短暂承压》2022-10-29
- 《再升科技 (603601.SH)：经营走出底部，盈利改善可期》2022-08-30

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1325	1804	2740	2753	3397
现金	311	482	846	999	1132
应收票据及应收账款	688	587	1105	893	1371
其他应收款	23	26	39	38	49
预付账款	14	24	27	33	35
存货	178	284	321	388	409
其他流动资产	111	402	402	402	402
非流动资产	1608	1614	1837	1955	2016
长期投资	84	91	109	127	145
固定资产	806	972	1157	1259	1317
无形资产	192	187	172	157	137
其他非流动资产	527	364	401	413	417
资产总计	2933	3417	4577	4708	5413
流动负债	742	604	1677	1735	2297
短期借款	344	141	992	1112	1509
应付票据及应付账款	252	233	402	342	494
其他流动负债	145	231	283	282	293
非流动负债	159	574	498	411	316
长期借款	50	460	384	296	202
其他非流动负债	109	114	114	114	114
负债合计	901	1178	2175	2146	2613
少数股东权益	48	45	47	51	55
股本	725	1020	1022	1022	1022
资本公积	477	212	212	212	212
留存收益	790	865	1009	1192	1417
归属母公司股东权益	1984	2194	2355	2511	2745
负债和股东权益	2933	3417	4577	4708	5413

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	149	264	-53	508	160
净利润	253	155	207	263	323
折旧摊销	99	121	110	131	146
财务费用	13	2	29	49	50
投资损失	-9	-12	-10	-12	-11
营运资金变动	-219	-29	-390	77	-348
其他经营现金流	11	28	0	0	0
投资活动现金流	-215	-363	-323	-237	-196
资本支出	159	96	206	99	43
长期投资	-58	-270	-17	-18	-18
其他投资现金流	-114	-537	-134	-156	-171
筹资活动现金流	-46	271	-110	-237	-228
短期借款	2	-203	0	0	0
长期借款	50	410	-76	-88	-94
普通股增加	6	295	1	0	0
资本公积增加	42	-265	0	0	0
其他筹资现金流	-147	34	-36	-149	-134
现金净增加额	-114	172	-487	33	-264

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1625	1618	2148	2537	2874
营业成本	1123	1201	1573	1844	2072
营业税金及附加	16	16	21	25	28
营业费用	44	57	64	71	75
管理费用	107	117	146	170	190
研发费用	90	107	150	171	187
财务费用	13	2	29	49	50
资产减值损失	-1	-18	-16	-22	-24
其他收益	40	39	36	38	38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	12	10	12	11
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	271	155	225	278	345
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	1	0	1	0	1
利润总额	272	155	225	278	345
所得税	19	1	18	15	22
净利润	253	155	207	263	323
少数股东损益	2	4	2	4	4
归属母公司净利润	251	151	205	259	319
EBITDA	386	301	364	456	547
EPS (元)	0.25	0.15	0.20	0.25	0.31

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	-13.7	-0.4	32.7	18.1	13.3
营业利润(%)	-42.3	-42.9	45.3	23.2	24.2
归属于母公司净利润(%)	-30.3	-39.8	35.9	26.1	23.3
获利能力					
毛利率(%)	30.9	25.8	26.7	27.3	27.9
净利率(%)	15.4	9.3	9.6	10.2	11.1
ROE(%)	12.4	6.9	8.6	10.3	11.5
ROIC(%)	10.8	6.1	6.0	7.5	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	30.7	34.5	47.5	45.6	48.3
净负债比率(%)	8.8	12.0	30.0	23.4	27.5
流动比率	1.8	3.0	1.6	1.6	1.5
速动比率	1.4	2.3	1.3	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	2.5
应付账款周转率	4.4	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.15	0.20	0.25	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	0.26	-0.05	0.50	0.16
每股净资产(最新摊薄)	1.94	2.05	2.21	2.36	2.59
估值比率					
P/E	17.8	29.6	21.8	17.3	14.0
P/B	2.3	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.1	15.0	13.6	10.6	9.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 26 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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

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