

增持 (首次)

再升科技 (603601)

业绩短期承压, 静待需求复苏

2023年04月27日

市场数据

市场数据日期 2023-04-26

收盘价(元)	4.37
总股本(百万股)	1021.60
流通股本(百万股)	1021.60
净资产(百万元)	2234.89
总资产(百万元)	3378.13
每股净资产(元)	2.19

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《经营质量显著改善, 看好下半年景气回升》2019-08-20

《内生与外延并举, 下游景气带动业绩持续超预期》2019-04-17

《内生增长借力外延拓展, 高成长持续》2019-04-11

分析师:

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

S0190518070004

季贤东

jixiandong@xyzq.com.cn

S0190522100003

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

投资要点

- 2022年公司实现营业总收入16.18亿元, 同比-0.44%。2023年Q1实现营收3.77亿元, 同比+2.50%, 主要系受原材料能源成本居高影响, 同时受产品收入结构变化等综合因素影响。干净空气产品及设备、高效节能产品分别实现营业收入10.17、5.74亿元, 营业收入分别同比变动+12.71%、-17.34%。
- 2022年公司实现综合毛利率25.79%, 较去年下降5.16pct, 主要系原材料价格仍处高位所致。2023年Q1实现综合毛利率22.84%, 较去年同期-9.40pct。公司的干净空气产品及设备、高效节能产品毛利率分别为27.29%、22.97%, 毛利率分别同比变动-8.67pct、-1.41pct。
- 2022年公司实现销售净利率9.55%, 较去年下降5.96pct, 主要由毛利率下降所致; 期间费用率为23.42%, 同期比较+4.36pct。公司2023年Q1实现销售净利率9.48%, 同比-7.05pct; 期间费用占比为13.38%, 较去年同期-4.36pct。销售费用率为3.54%, 同比上升0.85pct。管理费用率为7.22%, 同比上升0.60pct。研发费用率为6.62%, 同比上升1.09pct。财务费用率为0.12%, 同比下降0.70pct。2022年资产减值损失-0.18亿元, 较去年同期-0.014亿元; 信用减值损失0.042亿元, 较去年同期-0.089亿元。
- 2022年公司经营性现金流净额为2.64亿元, 同比+77.52%, 主要系公司加强应收账款管理, 账款回收效果明显; 每股经营性现金流净额为0.26元, 较去年+0.11元/股。
- 盈利预测及评级: 我们调整盈利预测, 预计公司2023-2025年的归母净利润分别为1.89亿元、2.28亿元、2.75亿元。4月26日收盘价对应的PE分别为23.5、19.6、16.2x, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示: 原材料价格上涨、宏观经济下行、行业竞争加剧、产品价格波动

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1618	1864	2245	2708
同比增长	-0.4%	15.2%	20.5%	20.6%
归母净利润(百万元)	151	189	228	275
同比增长	-39.8%	25.5%	20.1%	20.7%
毛利率	25.8%	31.3%	31.4%	31.3%
ROE	6.9%	8.4%	9.3%	10.4%
每股收益(元)	0.15	0.19	0.22	0.27
市盈率	29.5	23.5	19.6	16.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- **公司发布年报:** 2022 年公司实现营业收入 16.18 亿元, 同比-0.44%; 实现归母净利润 1.51 亿元, 同比-39.80%。其中 Q4 实现营业收入 4.20 亿元, 同比-9.29%; 实现归母净利润 0.07 亿元, 同比-89.04%。
- **公司披露 2023 年一季报。** 实现营收 3.77 亿元, 同比+2.50%, 实现归母净利润 0.33 亿元, 同比-43.87%; 扣非后归母净利 0.30 亿元, 同比-42.80%, 主要系受整体市场消费疲软, 大项目订单需求偏弱, 原材料成本居高; 以及公司产品收入结构发生变化, 高毛利产品占收入比在本报告期较去年同期下降, 综合各种外部因素所致公司净利润下滑。

点评

- **2022 年公司实现营业总收入 16.18 亿元, 同比-0.44%, 在面临经济增长动力不足, 限电限产等外部因素影响产能发挥, 国际国内运输效率降低的形势下, 公司坚持深耕主业, 紧跟市场需求, 不断发挥核心竞争优势, 积极拓展新产品新应用, 在干净空气过滤材料及设备等领域取得稳健增长, 总营收与去年基本持平。2023 年 Q1 实现营收 3.77 亿元, 同比+2.50%, 主要系受原材料能源成本居高影响, 单位产品毛利率下降, 同时受产品收入结构变化等综合因素影响。**
 - 1) 分季度来看, 公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 3.68 亿元、4.22 亿元、4.08 亿元、4.20 亿元, 分别同比变动-18.59%、+25.39%、+10.99%、+2.50%, 营收增速逐渐降低。
 - 2) 分产品来看, 公司的干净空气产品及设备、高效节能产品分别实现营业收入 10.17、5.74 亿元, 营业收入分别同比变动+12.71%、-17.34%。公司干净空气产品营业收入呈现上升趋势主要系干净空气市场需求持续增长。高效节能产品收入略微降低主要系转口贸易的保温节能产品收入减少导致产品单位成本减少。
 - 3) 分地区看, 国内, 国外分别实现营收 10.76、5.14 亿元, 分别同比+1.46%、-3.96%。
 - 4) 分销售模式看, 直接销售实现营收 15.90 亿元, 同比-0.36%。
 - 5) 产量、销量方面, 过滤材料产量 1.14 万吨, 同比+1.56%, 销量 0.95 万吨, 同比+4.51%, 库存 0.11 万吨, 同比+64.25%; 净化设备产量 83.77 万 PSC, 同比+27.73%, 销量 83.32 万 PSC, 同比+27.73%, 库存量 5.06 万 PSC, 同比+9.57%; VIP 芯材及保温节能产品产量 7.69 万吨, 同比+0.75%, 销量 5.28 万吨, 同比-5.84%, 库存量 0.65 万平, 同比+88.50%。
- **2022 年公司实现综合毛利率 25.79%, 较去年下降 5.16pct, 主要系原材料价格仍处高位所致。2023 年 Q1 实现综合毛利率 22.84%, 较去年同期-9.40pct。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 1) 分季度来看,公司在 Q1、Q2、Q3、Q4 的毛利率分别为 32.24%、26.26%、24.19%、21.23%,分别同比变动-0.36pct、-6.31pct、-4.99pct、--8.53pct,各季度毛利率均有所下滑,其中 Q4 下滑幅度最大。
 - 2) 分产品来看,公司的干净空气产品及设备、高效节能产品毛利率分别为 27.29%、22.97%,毛利率分别同比变动-8.67pct、-1.41pct。
 - 3) 分地区来看,国内、国外毛利率分别为 23.16%、31.11%,分别同比-9.40pct、+3.44pct。
 - 4) 分销售模式来看,直接销售毛利率分别为 25.73%,分别同比变动-5.19pct。
 - 5) 具体看干净空气产品和设备的成本构成:直接材料、其它材料、人工及费用分别为 5.14 亿元、0.59 亿元、1.66 亿元,分别同比+24.51%、+40.11%、+35.42%,具体系产量增大以及大宗材料价格上涨所致。高效节能产品的成本构成:直接材料、其它材料、人工及费用分别为 2.67 亿元、0.12 亿元、1.63 亿元,分别同比-23.34%、+11.47%、-1.78%,具体系贸易产品订单减少,产量加大,出口收入及运费减少所致。
- **2022 年公司实现销售净利率 9.55%,较去年下降 5.96pct,主要毛利率下降所致;期间费用率为 17.51%,同期比较+1.85pct。**
 - 1) 销售费用率为 3.54%,同比上升 0.85pct,销售费用同比+31.52%,主要系报告期职工薪酬及市场开拓费用增加;
 - 2) 管理费用率为 7.22%,同比上升 0.60pct,管理费用同比+8.99%,主要系报告期职工薪酬增加;
 - 3) 研发费用率为 6.62%,同比上升 1.09pct,研发费用同比+19.69%,主要系报告期持续加大新产品研发投入;
 - 4) 财务费用率为 0.12%,同比下降 0.70pct,财务费用同比-85.58%,主要系报告期汇率变动形成汇兑收益,致财务费用整体降低;
 - 5) 2022 年资产减值损失-0.18 亿元,较去年同期-0.014 亿元,主要系报告期苏州悠远及深圳中纺产生商誉减值损失;信用减值损失 0.042 亿元,较去年同期-0.089 亿元,主要系报告期应收账款回收状况较好,余额降低,减值也相应减少。
 - **公司 2023 年 Q1 实现销售净利率 9.48%,同比-7.05pct,主要由毛利率下降所致;期间费用占比为 13.38%,较去年同期-4.36pct。**
 - 1) 销售费用率 1.96%,同比+4.41pct;
 - 2) 管理费用率 6.18%,同比+0.35pct;
 - 3) 财务费用率 0.95%,同比+1.69pct;
 - 4) 研发费用率 4.28%,同比+2.23pct。
 - **2022 年公司经营性现金流净额为 2.64 亿元,同比+77.52%,主要系公司加强应收账款管理,账款回收效果明显;每股经营性现金流净额为 0.26 元,较去年+0.11 元/股。**
 - 1) 分季度来看,公司 Q1、Q2、Q3、Q4 每股经营性现金流净额分别为 0.07 元、

0.01 元、0.11 元、0.07 元，分别较去年同期变动+0.048 元、-0.050 元、+0.123 元、-0.009 元。

- 2) 从收、付现比的角度来看,公司 2022 年度收、付现比分别为 90.21%、97.30%, 分别较上年同期变动+14.37pct、+3.69pct。
- 3) 现金流方面,投资活动产生的现金流量净额-3.63 亿元,主要系公司增加银行结构性存款现金管理所致;筹资活动产生的现金流量净额 2.71 亿元,主要系报告期发行了可转换公司债券收到募集资金。

- 公司 2023 年一季度经营性现金流净额为 0.033 亿元,同比-95.59%;每股经营性现金流净额为 0.003 元,同比-0.07 元/股。

- 1) 从收、付现比的角度来看,公司 2023 年一季度收、付现比分别为 69.26%、85.16%,分别较上年同期变动-33.57pct、-37.31pct。
- 2) 现金流方面,投资活动产生的现金流量净额 0.28 亿元;筹资活动产生的现金流量净额-0.46 亿元。

- 产能布局优势。公司立足于西部地区的中高端市场,于 2022 年底投产了第一条建筑保温玻璃棉产线,设计产能年产 1.8 万吨,目前已处于满产状态,第二条产线投建已经启动,正在抓紧调试中,预计将于今年年中投产,届时公司建筑保温玻璃棉产能将达 2.5 万吨/年。2023 年 4 月再升科技启动了建筑保温玻璃棉二期计划,再增加一条年产 1.5 万吨的 LNG 高弹性保温棉毡生产线,预计将于 2024 年 3 月投产,该线投产后再升科技在川东的生产基地将达到年产约 4 万吨的建筑保温玻璃棉生产能力。

- 核心技术优势。再升科技是全球少数能够同时提供高性能玻纤滤料、低阻熔喷滤料、高效 PTFE 膜、微静电过滤材料和化学过滤材料等多种过滤材料的企业。在“干净空气”领域,公司拥有多种核心过滤材料及技术,包括高性能玻纤滤料、低阻熔喷滤料、高效 PTFE 膜、微静电过滤材料、化学过滤材料等多种过滤材料及设备。根据不同地域、不同场景、不同行业特点,充分考虑温度、湿度、空间、地域、环境、功能等因。在“高效节能”领域,公司拥有微纤维玻璃棉、真空绝热板芯材、高比表面积电池隔膜、隔音隔热毯、无机纤维喷涂棉、高硅氧纤维、建筑保温材料等产品,服务于对保温、隔音、隔热、节能等有较高要求的高端节能领域。公司产品有利于减少能源消耗,有效提高能源利用效率,减少碳排放,达到节能目的,助力国家绿色低碳发展。

盈利预测及评级: 我们调整盈利预测,预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 1.89 亿元、2.28 亿元、2.75 亿元。4 月 26 日收盘价对应的 PE 分别为 23.5、19.6、16.2x,首次覆盖,给予“增持”评级。

- 风险提示: 原材料价格上涨、宏观经济下行、行业竞争加剧、产品价格波动

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1804	1923	2346	2738
货币资金	482	756	980	1057
交易性金融资产	272	93	97	116
应收票据及应收账款	587	685	817	1027
预付款项	24	18	23	29
存货	284	220	270	345
其他	156	150	159	165
非流动资产	1614	1513	1389	1268
长期股权投资	91	89	90	89
固定资产	972	889	799	706
在建工程	19	9	5	2
无形资产	185	168	147	125
商誉	263	268	267	267
长期待摊费用	5	2	-2	-7
其他	80	86	84	85
资产总计	3417	3436	3735	4007
流动负债	604	755	829	854
短期借款	141	277	276	260
应付票据及应付账款	233	310	384	419
其他	231	168	168	175
非流动负债	574	369	420	458
长期借款	50	62	78	97
其他	525	307	343	361
负债合计	1178	1124	1249	1312
股本	1020	1022	1022	1022
资本公积	212	212	212	212
未分配利润	749	878	1031	1216
少数股东权益	45	48	51	54
股东权益合计	2239	2312	2486	2694
负债及权益合计	3417	3436	3735	4007

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	151	189	228	275
折旧和摊销	121	113	114	114
资产减值准备	18	4	10	17
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	12	128	214	318
投资损失	-12	-11	-11	-11
少数股东损益	4	3	3	3
营运资金的变动	-29	14	-116	-271
经营活动产生现金流量	264	433	443	445
投资活动产生现金流量	-363	171	13	-5
融资活动产生现金流量	271	-331	-232	-363
现金净变动	172	274	224	77
现金的期初余额	302	482	756	980
现金的期末余额	475	756	980	1057

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1618	1864	2245	2708
营业成本	1201	1280	1541	1859
税金及附加	16	16	16	16
销售费用	57	63	59	54
管理费用	117	114	115	114
研发费用	107	101	103	103
财务费用	2	128	214	318
其他收益	39	25	27	30
投资收益	12	11	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	4	0	0	0
资产减值损失	-18	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	155	198	235	284
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	155	198	235	284
所得税	1	5	4	6
净利润	155	192	231	278
少数股东损益	4	3	3	3
归属母公司净利润	151	189	228	275
EPS(元)	0.15	0.19	0.22	0.27

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-0.4%	15.2%	20.5%	20.6%
营业利润增长率	-42.9%	27.9%	18.7%	20.5%
归母净利润增长率	-39.8%	25.5%	20.1%	20.7%
盈利能力				
毛利率	25.8%	31.3%	31.4%	31.3%
归母净利率	9.3%	10.2%	10.1%	10.1%
ROE	6.9%	8.4%	9.3%	10.4%
偿债能力				
资产负债率	34.5%	32.7%	33.4%	32.8%
流动比率	2.99	2.55	2.83	3.21
速动比率	2.52	2.26	2.50	2.80
营运能力				
资产周转率	51.0%	54.4%	62.6%	70.0%
应收账款周转率	253.7%	293.1%	303.2%	296.9%
存货周转率	518.8%	505.8%	626.5%	603.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.15	0.19	0.22	0.27
每股经营现金	0.26	0.42	0.43	0.44
每股净资产	2.15	2.22	2.39	2.59
估值比率(倍)				
PE	29.5	23.5	19.6	16.2
PB	2.0	2.0	1.8	1.7

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn