

再升科技 (603601.SH)

口罩及熔喷材料基数扰动，高效节能产品放量、应用外延拓展颇具亮点

事件: 公司 2021 年上半年实现营业收入 7.89 亿元，同比下降 7.9%，实现归母净利润 1.40 亿元，同比下降 36.8%，实现扣非后归母净利润 1.30 亿元，同比下降 39.6%。**扣除口罩及熔喷材料后主营收入增长 18.4%，高效节能板块表现亮眼，滤纸稳步增长。**（1）公司上半年、Q2 单季收入分别下降 7.9%、下降 37.1%，收入下滑主要受去年同期口罩及熔喷材料收入基数影响（去年 Q2 为口罩及熔喷业绩贡献高点）。2021 年上半年口罩及熔喷材料收入同比下降 90.9%，主营贡献比重下降 22.0%。剔除此项业务收入影响后，公司上半年主营业务收入增长 18.4%，延续了较快的增长势头。（2）分板块来看，高效节能板块实现收入 3.48 亿元，同比增长 91.6%，延续高速增长的态势，预计得益于 AGM 隔板、VIP 芯材、保温制品的市场拓展成效和较强需求。干净空气板块中核心材料玻纤滤纸收入 2.32 亿元，同比增长 8.7%，设备收入或有所减少，干净空气板块收入增速较慢预计主要是受海运对海外客户发货节奏的影响以及设备下游客户供货节奏等因素的影响。基于下游新应用领域拓展以及悠远上半年中标项目后续陆续进入发货期，干净空气板块收入后续有望迎来加速。

降本增效下高效节能板块毛利率回升，期间费用管控较好。（1）剔除运费核算口径影响，公司上半年综合毛利率下降 14.4pct，主要是口罩及熔喷材料基数的影响，其中干净空气产品毛利率为 37.8%，同比下降 15.8pct。公司高效节能产品毛利率为 25.6%，同比上升 4.9pct，得益于降本增效工作成效。（2）公司上半年期间费用率为 15.0%，同口径同比提升 3.5pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.4%、6.1%、5.8%、0.6%，同口径分别同比变动 -0.2pct、+0.7pct、+3.1pct、-0.2pct，考虑到收入对分母端的影响，费用管控较为良好，研发费用主要因公司加大新产品研发投入所致，财务费用得益于利息支出减少小幅压缩。

资本开支显著增长，负债率延续下行趋势。（1）公司上半年经营活动现金净流量 8478 万元，同比减少 27.2%，与盈利变动基本匹配。期内购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 7685 万元，同比增长 44.9%，与公司以自筹资金进行先期投入年产 5 万吨高性能超细玻璃纤维棉建设项目、年产 8000 吨干净空气过滤材料建设项目和干净空气过滤材料智慧升级改造项目相关，反映公司核心材料升级和扩张力度加大，支撑未来业绩增长。（2）公司中报资产负债率为 27.2%，同比下降 5.5pct，负债率延续下行趋势。其中公司中报带息债务余额为 1.97 亿元，同比减少 1.24 亿元，短期借款余额同比减少，反映负债结构的优化。

产品应用领域外延拓展持续发力，有望贡献新增增长点。（1）车载空调滤芯：朗之瑞研发推出高效多功能型的过滤器，不仅可以适配传统车型和新能源汽车，同时有望同步复制到新能源旅游大巴、房车、高铁等领域。（2）干净空气全屋舒适系统：重庆再升净化设备有限公司引入专业团队，针对高端民用市场推出全屋舒适系统。（3）建筑保温玻璃棉：设立四川再升建筑节能科技有限公司，改良升级烤箱保温棉、高性能吸音棉等优质玻璃棉制品，拓展微纤维玻璃棉应用场景。

推出员工持股计划，绑定核心骨干利益，助力长远发展。本员工持股计划的参加对象包含公司及其控股子公司的核心骨干员工，总人数合计不超过 5 人，股票规模为回购账户的不超过 112.4353 万股。持股计划受让公司回购股票的价格为 6.98 元/股，为公司回购股票均价的 50%，存续期 48 个月。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司业绩有望开启新一轮高增长。一方面得益于传统工业需求高景气，畜牧业等新兴专业需求持续扩张，建筑、汽车等民用新风、高端市场替代等增量多点开花。另一方面，公司产能持续扩张，市场份额有望稳步提升。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.64 亿元、4.71 亿元和 6.04 亿元，对应 28、22、17 倍，维持“买入”评级。

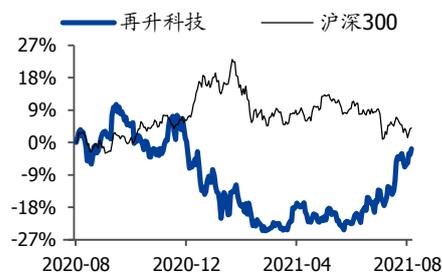
风险提示: 下游新兴应用需求增长不及预期的风险、市场竞争格局超预期恶化的风险、全球经济超预期恶化的风险。

买入（维持）

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
8月25日收盘价(元)	14.02
总市值(百万元)	10,126.39
总股本(百万股)	722.28
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	8.81

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号: S0680519080001

邮箱: shifengyuan@gszq.com

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

相关研究

1、《再升科技 (603601.SH): “干净空气” 领军者, 有望开启新一轮高增长期》2021-08-19

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,252	1,884	2,062	2,518	3,112
增长率 yoy (%)	15.7	50.5	9.4	22.1	23.6
归母净利润 (百万元)	171	360	364	471	604
增长率 yoy (%)	7.5	110.4	1.3	29.2	28.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.24	0.50	0.50	0.65	0.84
净资产收益率 (%)	11.5	20.8	17.0	19.1	21.0
P/E (倍)	59.2	28.2	27.8	21.5	16.8
P/B (倍)	7.2	5.6	4.9	4.2	3.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价



请仔细阅读本报告末页声明

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1107	1333	1543	1764	2184
现金	328	432	614	804	885
应收票据及应收账款	481	567	578	541	842
其他应收款	16	30	21	41	35
预付账款	9	16	10	22	17
存货	135	155	187	222	272
其他流动资产	137	133	133	133	133
非流动资产	1341	1409	1493	1567	1637
长期投资	33	40	57	74	93
固定资产	670	799	847	895	939
无形资产	213	199	205	209	211
其他非流动资产	426	371	385	389	394
资产总计	2448	2742	3036	3331	3821
流动负债	796	749	779	744	812
短期借款	280	342	250	240	220
应付票据及应付账款	308	255	346	353	407
其他流动负债	208	151	183	151	185
非流动负债	187	96	96	96	96
长期借款	93	0	0	0	0
其他非流动负债	94	96	96	96	96
负债合计	983	844	874	840	908
少数股东权益	40	77	81	85	91
股本	703	719	722	722	722
资本公积	305	435	435	435	435
留存收益	395	683	904	1189	1555
归属母公司股东权益	1425	1821	2081	2406	2822
负债和股东权益	2448	2742	3036	3331	3821

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	345	291	543	510	453
净利润	169	395	368	475	611
折旧摊销	74	98	85	96	102
财务费用	11	14	2	1	2
投资损失	-8	-8	-7	-8	-8
营运资金变动	100	-217	95	-55	-252
其他经营现金流	-1	9	0	0	0
投资活动现金流	-234	-163	-162	-163	-163
资本支出	113	94	67	57	51
长期投资	5	60	-17	-18	-18
其他投资现金流	-116	-8	-112	-124	-130
筹资活动现金流	-121	-19	-199	-157	-210
短期借款	37	63	-92	-10	-20
长期借款	5	-93	0	0	0
普通股增加	162	16	3	0	0
资本公积增加	-154	130	0	0	0
其他筹资现金流	-171	-135	-110	-147	-190
现金净增加额	-9	106	182	190	80

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1252	1884	2062	2518	3112
营业成本	838	1167	1383	1677	2050
营业税金及附加	12	19	21	26	32
营业费用	83	49	52	63	78
管理费用	77	107	115	128	159
研发费用	55	73	76	88	103
财务费用	11	14	2	1	2
资产减值损失	0	1	0	0	0
其他收益	13	20	28	34	43
公允价值变动收益	-4	2	0	0	0
投资净收益	8	8	7	8	8
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	186	470	439	567	728
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	185	471	439	567	728
所得税	16	76	71	92	118
净利润	169	395	368	475	611
少数股东损益	-2	35	4	5	6
归属母公司净利润	171	360	364	471	604
EBITDA	272	576	526	656	819
EPS (元)	0.24	0.50	0.50	0.65	0.84

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	15.7	50.5	9.4	22.1	23.6
营业利润(%)	1.4	152.2	-6.8	29.2	28.5
归属于母公司净利润(%)	7.5	110.4	1.3	29.2	28.5
获利能力					
毛利率(%)	33.1	38.1	32.9	33.4	34.1
净利率(%)	13.7	19.1	17.7	18.7	19.4
ROE(%)	11.5	20.8	17.0	19.1	21.0
ROIC(%)	9.7	17.9	15.4	17.3	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	40.2	30.8	28.8	25.2	23.8
净负债比率(%)	8.0	-0.7	-13.4	-19.6	-20.2
流动比率	1.4	1.8	2.0	2.4	2.7
速动比率	1.1	1.4	1.6	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	2.9	3.6	3.6	4.5	4.5
应付账款周转率	3.7	4.1	4.6	4.8	5.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.50	0.50	0.65	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.40	0.75	0.71	0.63
每股净资产(最新摊薄)	1.94	2.52	2.88	3.33	3.90
估值比率					
P/E	59.2	28.2	27.8	21.5	16.8
P/B	7.2	5.6	4.9	4.2	3.6
EV/EBITDA	37.5	17.6	18.8	14.8	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

内容目录

事件.....	4
点评.....	4
投资建议.....	5
风险提示.....	6

图表目录

图表 1: 公司半年度收入增长情况.....	5
图表 2: 公司半年度毛利率及净利率情况.....	5
图表 3: 公司近年来资产负债率及带息债务变化.....	5

事件

公司 2021 年上半年实现营业收入 7.89 亿元，同比下降 7.9%，实现归母净利润 1.40 亿元，同比下降 36.8%，实现扣非后归母净利润 1.30 亿元，同比下降 39.6%。

点评

1、扣除口罩及熔喷材料后主营收入增长 18.4%，高效节能板块表现亮眼，滤纸稳步增长

(1) 公司上半年和 Q2 单季收入分别下降 7.9%、下降 37.1%，收入下滑主要受去年同期口罩及熔喷材料收入基数影响（去年 Q2 为口罩及熔喷业绩贡献高点）。2021 年上半年口罩及熔喷材料收入同比下降 90.9%，主营贡献比重下降 22.0%。剔除此项业务收入影响后，公司上半年主营业务收入增长 18.4%，延续了较快的增长势头。

(2) 分板块来看，高效节能板块实现收入 3.48 亿元，同比增长 91.6%，延续高速增长的趋势，预计得益于 AGM 隔板、VIP 芯材、保温制品等产品的市场拓展成效和较强需求。干净空气板块中核心材料玻纤滤纸收入 2.32 亿元，同比增长 8.7%，设备收入或有所减少，干净空气板块收入增速较慢预计主要是受海运对海外客户发货节奏的影响以及设备下游客户供货节奏等因素的影响。基于下游新应用领域的拓展以及悠远上半年中标项目后续将陆续进入发货期，干净空气板块收入后续有望迎来加速。

2、降本增效下高效节能板块毛利率回升，期间费用管控较好

(1) 剔除运费核算口径影响，公司上半年综合毛利率下降 14.4pct，主要是口罩及熔喷材料基数的影响，其中干净空气产品毛利率为 37.8%，同比下降 15.8pct，因去年同期销售的口罩及熔喷材料销售数量及毛利较高。公司高效节能产品毛利率为 25.6%，同比上升 4.9pct，得益于降本增效工作成效。

(2) 公司上半年期间费用率为 15.0%，同口径同比提升 3.5pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.4%、6.1%、5.8%、0.6%，同口径分别同比变动 -0.2pct、+0.7pct、+3.1pct、-0.2pct，考虑到收入对分母端的影响，费用管控较为良好，研发费用主要因公司加大新产品研发投入所致，财务费用得益于利息支出减少小幅压缩。此外，公司报告期内其他收益同比增长 88.6%至 1202 万元，主要因报告期收到及递延摊销的政府补助同比增加。

3、资本开支显著增长，负债率延续下行趋势

(1) 公司上半年经营活动现金净流量 8478 万元，同比减少 27.2%，与盈利变动基本匹配。期内购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 7685 万元，同比增长 44.9%，与公司以自筹资金进行先期投入年产 5 万吨高性能超细玻璃纤维棉建设项目、年产 8000 吨干净空气过滤材料建设项目和干净空气过滤材料智慧升级改造项目相关，反映公司核心材料升级和扩张力度加大，支撑未来业绩增长。

(2) 公司中报资产负债率为 27.2%，同比下降 5.5pct，负债率延续下行趋势，环比一季度末有所增加主要是受到分红派息等因素的影响。其中公司中报带息债务余额为 1.97 亿元，同比减少 1.24 亿元，短期借款余额同比继续下降，反映负债结构的优化。

4、产品应用领域外延拓展持续发力，有望贡献新增长点

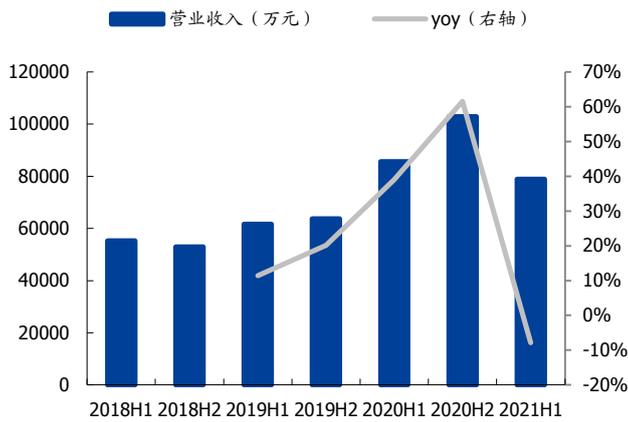
(1) 车载空调滤芯：朗之瑞研发推出高效多功能型的过滤器，不仅可以适配传统车型和新能源汽车，同时有望同步复制到新能源旅游大巴、房车、高铁等领域。(2) 干净空气全屋舒适系统：重庆再升净化设备有限公司引入专业团队，针对高端民用市场推出全屋

舒适系统：将新风净化、制冷制热、除湿加湿、变风量智能监测、智能控制集于一体，从方案设计、现场施工、设备安装、产品维护环节为用户提供服务。(3) 建筑保温玻璃棉：设立四川再升建筑节能科技有限公司，改良升级烤箱保温棉、高性能吸音棉等优质玻璃棉制品，拓展微纤维玻璃棉应用场景。

5、推出员工持股计划，绑定核心骨干利益，助力长远发展

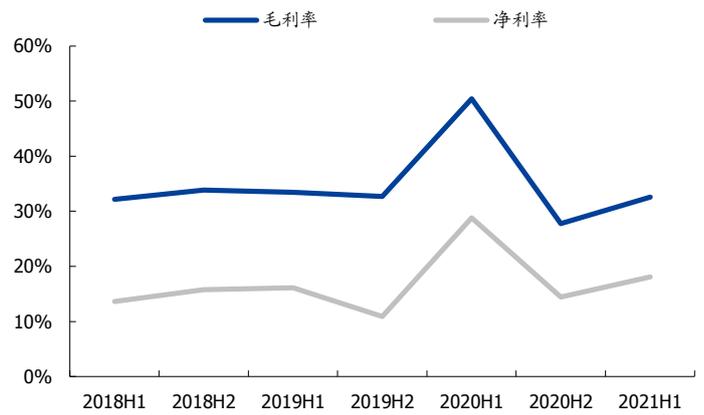
本员工持股计划的参加对象包含公司及其控股子公司的核心骨干员工，总人数合计不超过 5 人，股票规模为回购账户的不超过 112.4353 万股。持股计划受让公司回购股票的价格为 6.98 元/股，为公司回购股票均价的 50%，存续期 48 个月。

图表 1: 公司半年度收入增长情况



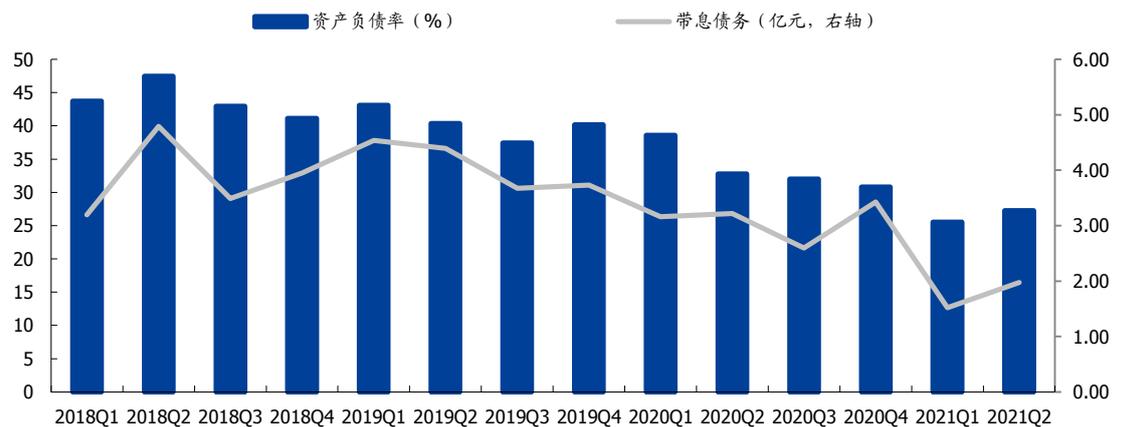
资料来源：公司定期报告、国盛证券研究所

图表 2: 公司半年度毛利率及净利率情况



资料来源：公司定期报告、国盛证券研究所

图表 3: 公司近年来资产负债率及带息债务变化



资料来源：公司定期报告、国盛证券研究所

投资建议

我们预计公司业绩有望开启新一轮高增长。一方面得益于传统工业需求高景气，畜牧业等新兴专业需

求持续扩张，建筑、汽车等民用新风、高端市场替代等增量多点开花。另一方面，公司产能持续扩张，市场份额有望稳步提升。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.64 亿元、4.71 亿元和 6.04 亿元，对应 28、22、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

下游新兴应用需求增长不及预期的风险、市场竞争格局超预期恶化的风险、全球经济超预期恶化的风险。

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