

再升科技 (603601.SH)

短期出口和猪舍新风产品承压，不改中长期成长能力

事件：公司披露 2021 年三季报，前三季度和 Q3 单季分别实现营业总收入 11.56 亿元和 3.67 亿元，分别同比下降 12.3% 和 20.6%，分别实现归母净利润 1.87 亿元和 4712 万元，分别同比下降 41.1% 和 50.9%。

短期出口和猪舍新风产品承压加大，但季度收入环比回升。前三季度和单三季度收入端分别下降 20.6% 和 12.3%，主要因口罩和熔喷材料收入分别同比下降 90.8% 和 90.5%，剔除其基数影响后，前三季度收入增长 10.9%，其中核心材料玻纤滤纸同比增长 3.2%，高效节能产品实现收入 4.96 亿元，同比增长 46.9%。二季度以来由于海运受阻对出口产品发货的影响以及部分猪舍新风项目交付的放缓，公司 Q3 单季收入增速承压有所加剧，滤纸等干净空气产品和高效节能产品增速放缓，但得益于下游电子等项目的交付、VIP 芯材快速增长以及建筑保温等新领域开拓，公司单季收入环比回升 9.0%。预计后续随着海运缓解后出口产品发货的修复、下游新产品的开拓以及新增产能的逐步释放，季度收入增速有望迎来持续回升。

产品结构等因素致单季毛利率有所下行，管理费用和研发费用有所增加，所得税确认因素导致季度盈利波动加大。公司 Q3 单季毛利率为 29.2%，环比下降 3.4pct，主要是高毛利的玻纤滤纸产品收入受出口和畜牧业波动占比降低，而相对低毛利的部分高效节能产品占比上升，此外玻璃棉原材料的上涨对成本端有一定影响。单季费用端小幅增长，主要因管理费用和研发费用分别同比增加 17.6% 和 37.7%。公司单季营业利润和利润总额环比 Q2 回升但净利润有所下滑主要是所得税确认因素的季节波动。

产能扩张下资本开支显著增长，负债率基本平稳。公司前三季度经营性现金流量净额 7159 万元，同比减少 52.3%，与净利润波动基本相符；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 1.09 亿元，同比增长 46.3%，反映玻璃棉和滤纸等产能扩张持续推进；三季报资产负债率 31.7%，同比 -0.3pct，基本保持平稳。

盈利预测和投资建议：短期随着海运有望缓解带来出口产品发货的修复，加之下游新产品的开拓、新增产能的逐步释放和基数效应，季度收入增速有望迎来持续回升。中长期仍看好公司业绩成长能力，建筑、汽车等民用新风、高端市场替代等增量多点开花，随着公司产能持续扩张，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 2.89 亿元、4.02 亿元和 5.33 亿元，对应 29、21、16 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、海运受阻对出口业务影响的风险、全球经济超预期恶化的风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,252	1,884	1,701	2,263	2,900
增长率 yoy (%)	15.7	50.5	-9.7	33.0	28.2
归母净利润 (百万元)	171	360	289	402	533
增长率 yoy (%)	7.5	110.4	-19.7	39.2	32.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.24	0.50	0.40	0.56	0.74
净资产收益率 (%)	11.5	20.8	14.0	17.1	19.6
P/E (倍)	48.7	23.1	28.8	20.7	15.6
P/B (倍)	5.9	4.6	4.2	3.6	3.1

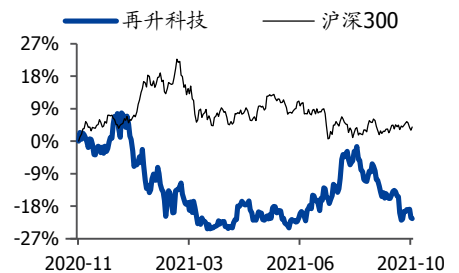
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
10月29日收盘价(元)	11.14
总市值(百万元)	8,075.62
总股本(百万股)	724.92
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	3.60

股价走势



作者

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号：S0680519080001

邮箱：shifengyuan@gszq.com

相关研究

- 《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》 2021-08-26
- 《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	1357	1698	1940
现金	328	432	699	624	878
应收票据及应收账款	481	567	378	628	661
其他应收款	16	30	12	44	27
预付账款	9	16	5	23	13
存货	135	155	130	246	227
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	2850	3265	3577
流动负债	796	749	669	793	728
短期借款	280	342	250	240	220
应付票据及应付账款	308	255	246	397	330
其他流动负债	208	151	173	156	178
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	765	889	823
少数股东权益	40	77	80	84	89
股本	703	719	722	722	722
资本公积	305	435	435	435	435
留存收益	395	683	858	1102	1425
归属母公司股东权益	1425	1821	2006	2292	2665
负债和股东权益	2448	2742	2850	3265	3577

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	626	214	600
净利润	169	395	292	406	539
折旧摊销	74	98	85	96	102
财务费用	11	14	0	1	1
投资损失	-8	-8	-7	-8	-8
营运资金变动	100	-217	256	-282	-33
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	-197	-127	-182
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	-108	-117	-162
现金净增加额	-9	106	267	-76	255

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1252	1884	1701	2263	2900
营业成本	838	1167	1153	1544	1962
营业税金及附加	12	19	17	23	29
营业费用	83	49	43	57	73
管理费用	77	107	111	124	157
研发费用	55	73	85	100	125
财务费用	11	14	0	1	1
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	322	449	595
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	322	449	595
所得税	16	76	31	43	57
净利润	169	395	292	406	539
少数股东损益	-2	35	3	4	5
归属母公司净利润	171	360	289	402	533
EBITDA	272	576	408	540	688
EPS (元)	0.24	0.50	0.40	0.56	0.74

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	-9.7	33.0	28.2
营业利润(%)	1.4	152.2	-31.5	39.3	32.6
归属于母公司净利润(%)	7.5	110.4	-19.7	39.2	32.6
获利能力					
毛利率(%)	33.1	38.1	32.2	31.8	32.3
净利率(%)	13.7	19.1	17.0	17.8	18.4
ROE(%)	11.5	20.8	14.0	17.1	19.6
ROIC(%)	9.7	17.9	12.6	15.4	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	40.2	30.8	26.8	27.2	23.0
净负债比率(%)	8.0	-0.7	-17.9	-13.0	-21.2
流动比率	1.4	1.8	2.0	2.1	2.7
速动比率	1.1	1.4	1.7	1.7	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.6	0.7	0.8
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	0.40	0.56	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.40	0.87	0.30	0.83
每股净资产(最新摊薄)	1.94	2.52	2.77	3.17	3.68
估值比率					
P/E	48.7	23.1	28.8	20.7	15.6
P/B	5.9	4.6	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	30.9	14.5	19.6	15.0	11.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 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