

## 经营重回正轨，新产能投放在即

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年年报, 全年实现营收 16.2 亿元, 同比-14%, 实现归母净利润 2.5 亿元, 同比-30.6%。
- **主业保持正增长, Q4 环比明显改善。** 公司 2021 年实现收入 16.2 亿元, 增速-14%, 其中口罩及熔喷材料收入为 0.3 亿元, 增速-89.1%, 扣除口罩及熔喷业务后, 公司收入 15.9 亿元, 增速 1%, 在猪周期下行、下游用户建设周期波动以及国际海运运力吃紧、运费上涨等多重不利因素影响下, 公司主业仍保持正增长。**分板块来看,** 1) 干净空气板块全年实现收入 9 亿元, 增速-30%, 扣除口罩后收入 8.6 亿, 增速-10.1%, 其中干净空气材料(不含口罩)收入 4.7 亿, 增速-9.9%, 主要系出口受阻; 干净空气设备收入 4 亿, 增速-10.4%, 主要系猪舍新风系统建设进度放缓(全年贡献收入 1 亿)。2) 高效节能板块全年收入 6.9 亿, 增速 17%, 其中电池隔板业务需求旺盛, 公司 21 年通过了全球知名电池隔板企业 MP 公司认证并从下半年开始批量供货, 该板块量价双升, 全年销量 8137.11 吨, 增速 18.1%。**分季度来看,** 公司 Q1-Q4 业绩增速分别为 25.1%、-62.1%、-50.9% 和 48%, Q4 环比明显改善。
- **盈利阶段性承压。毛利率方面,** 公司 21 年毛利率为 31%, 同比减少 7.1pp, 综合毛利率下滑(主要是干净空气业务盈利下滑较多)一方面系产品结构变化较大, 高毛利的口罩熔喷类业务大幅缩减, 另一方面系原材料价格及海运运费上涨。**分业务来看,** 公司干净空气板块毛利率为 36%, 同比减少 11.1pp, 其中设备板块毛利率 28.1%, 同比增加 1.9pp; 高效节能板块毛利率 24.4%, 同比增加 6.3pp。**费用率方面,** 公司全年期间费用率 15.7%, 同比增加 2.8pp, 其中管理及研发费用率分别同比增加 0.9 和 1.7 个百分点。**现金流方面,** 公司 2021 年经营性现金流净额为 1.5 亿元, 同比减少 1.4 亿元, 净利润现金含量为 59%, 同比减少 15pp, 主要系去年同期口罩及熔喷材料销售回款较多。
- **业绩逐渐走出底部, 具备长期竞争力。** 再升科技以新材料为基石, 在干净空气领域已实现了横纵向产业链一体化布局, 规模、成本、研发及客户壁垒高筑, 龙头地位稳固, 具备长期竞争实力。21 年全年由于口罩及熔喷业务减退、猪舍建设进度放缓、全球海运紧张等不利因素重叠, 公司经营进入底部区间, Q4 开始业绩重回正增长。展望 2022 年, 公司生产经营活动回归正轨, 两大产能项目预计于 Q2 陆续投产, 进一步助推公司产销规模增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 3.6、4.5、5.4 亿元, 对应 PE 分别为 18、14 和 12 倍。公司作为干净空气领域的绝对龙头, 长期竞争力并未弱化, 叠加业绩逐渐走出底部区间, 持续看好, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游市场开拓不及预期风险; 产能建设进度不及预期风险; 海运运力恢复不及预期风险。

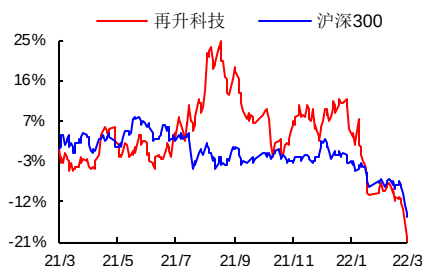
| 指标/年度         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1619.71 | 2021.19 | 2442.79 | 2872.99 |
| 增长率           | -14.04% | 24.79%  | 20.86%  | 17.61%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 249.47  | 361.83  | 451.92  | 535.64  |
| 增长率           | -30.64% | 45.04%  | 24.90%  | 18.53%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.34    | 0.50    | 0.62    | 0.74    |
| 净资产收益率 ROE    | 12.37%  | 15.38%  | 16.54%  | 16.86%  |
| PE            | 26      | 17.9    | 14.3    | 12.1    |
| PB            | 3.27    | 2.82    | 2.42    | 2.08    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛  
 执业证号: S1250519080004  
 电话: 021-58351679  
 邮箱: smg@swsc.com.cn  
 联系人: 陈冠宇  
 电话: 021-58351679  
 邮箱: chgyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 7.25       |
| 流通 A 股(亿股)   | 7.25       |
| 52 周内股价区间(元) | 8.93-14.02 |
| 总市值(亿元)      | 64.75      |
| 总资产(亿元)      | 29.31      |
| 每股净资产(元)     | 2.73       |

### 相关研究

1. 再升科技(603601): 主业延续增长, 盈利短暂承压 (2021-10-28)
2. 再升科技(603601): 干净空气行业绝对龙头, 领跑广阔蓝海市场 (2021-09-03)

### 关键假设：

假设 1: 随着猪舍建设进度陆续恢复，叠加半导体、芯片等洁净室厂房配套设备的放量，干净空气设备板块将逐步修复。假设设备售价基本保持平稳，2022-2024 年销量增速分别为 20%、15%和 10%，毛利率均为 26%。

假设 2: 干净空气材料板块产品体系持续丰富，下游应用场景广泛，需求持续释放，且滤纸还存在定期更换需要。假设材料售价基本保持平稳，2022-2024 年销量增速分别为 25%、20%和 20%，毛利率分别为 44%、44.5%、45%。

假设 3: 由于市场需求持续旺盛，高效节能业务板块保持稳健的增长节奏，假设价格基本维持不变，2022-2024 年销量增速分别为 28%、25%和 20%，毛利率分别为 23%、23.5%和 23.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元 |     | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------|-----|--------|--------|--------|--------|
| 干净空气设备 | 收入  | 397.07 | 476.5  | 548.0  | 602.8  |
|        | 增速  | -10.4% | 20.0%  | 15.0%  | 10.0%  |
|        | 毛利率 | 28.1%  | 26.0%  | 26.0%  | 26.0%  |
| 干净空气材料 | 收入  | 499.04 | 623.8  | 748.6  | 898.3  |
|        | 增速  | -39.8% | 25.0%  | 20.0%  | 20.0%  |
|        | 毛利率 | 42.3%  | 44.0%  | 44.5%  | 45.0%  |
| 高效节能   | 收入  | 694.15 | 888.5  | 1110.6 | 1332.8 |
|        | 增速  | 17.2%  | 28.0%  | 25.0%  | 20.0%  |
|        | 毛利率 | 24.4%  | 23.0%  | 23.5%  | 23.5%  |
| 合计     | 收入  | 1619.7 | 2021.2 | 2442.8 | 2873.0 |
|        | 增速  | -14.0% | 24.8%  | 20.9%  | 17.6%  |
|        | 毛利率 | 30.95% | 30.3%  | 30.6%  | 30.9%  |

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.6、4.5 和 5.4 亿元，对应 PE 分别为 18、14 和 12 倍。公司作为干净空气领域的绝对龙头，长期竞争力并未弱化，叠加业绩逐渐走出底部区间，持续看好，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

| 证券代码   | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） |      |      |     | PE（倍） |       |       |     |
|--------|------|-------|--------|------|------|-----|-------|-------|-------|-----|
|        |      |       | 21A    | 22E  | 23E  | 24E | 21A   | 22E   | 23E   | 24E |
| 688398 | 赛特新材 | 38.00 | -      | 1.72 | 2.20 | -   | 35.87 | 22.04 | 17.27 | -   |

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 现金流量表（百万元）        | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 1619.71        | 2021.19        | 2442.79        | 2872.99        | 净利润               | 251.30         | 360.03         | 449.67         | 532.97         |
| 营业成本          | 1118.37        | 1408.11        | 1694.81        | 1986.31        | 折旧与摊销             | 99.50          | 122.11         | 133.14         | 143.40         |
| 营业税金及附加       | 15.98          | 20.21          | 24.43          | 28.73          | 财务费用              | 13.21          | 7.07           | 7.33           | 8.62           |
| 销售费用          | 43.62          | 53.56          | 64.00          | 74.70          | 资产减值损失            | -1.39          | 0.94           | -0.47          | 0.24           |
| 管理费用          | 107.25         | 131.38         | 158.78         | 186.74         | 经营营运资本变动          | -134.93        | 45.86          | -100.67        | -186.19        |
| 财务费用          | 13.21          | 7.07           | 7.33           | 8.62           | 其他                | -78.91         | -0.78          | 0.39           | -0.20          |
| 资产减值损失        | -1.39          | 0.94           | -0.47          | 0.24           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>148.77</b>  | <b>535.24</b>  | <b>489.39</b>  | <b>498.85</b>  |
| 投资收益          | 8.92           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 资本支出              | -160.99        | -100.00        | -100.00        | -100.00        |
| 公允价值变动损益      | -0.04          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -53.74         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-214.73</b> | <b>-100.00</b> | <b>-100.00</b> | <b>-100.00</b> |
| <b>营业利润</b>   | <b>269.90</b>  | <b>399.92</b>  | <b>493.91</b>  | <b>587.65</b>  | 短期借款              | 1.87           | -79.43         | -183.21        | -81.71         |
| 其他非经营损益       | 0.13           | 0.18           | 0.16           | 0.17           | 长期借款              | 50.00          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>270.03</b>  | <b>400.09</b>  | <b>494.08</b>  | <b>587.82</b>  | 股权融资              | 48.38          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 18.73          | 40.07          | 44.41          | 54.84          | 支付股利              | -144.10        | -49.89         | -72.37         | -90.38         |
| 净利润           | 251.30         | 360.03         | 449.67         | 532.97         | 其他                | -2.47          | -10.37         | -7.33          | -8.62          |
| 少数股东损益        | 1.83           | -1.80          | -2.25          | -2.66          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-46.33</b>  | <b>-139.69</b> | <b>-262.91</b> | <b>-180.71</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 249.47         | 361.83         | 451.92         | 535.64         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-113.61</b> | <b>295.55</b>  | <b>126.48</b>  | <b>218.14</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表（百万元）    | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 财务分析指标            | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
| 货币资金          | 310.81         | 606.36         | 732.84         | 950.98         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 725.28         | 796.39         | 945.36         | 1176.84        | 销售收入增长率           | -14.04%        | 24.79%         | 20.86%         | 17.61%         |
| 存货            | 178.19         | 224.20         | 269.96         | 316.36         | 营业利润增长率           | -42.62%        | 48.17%         | 23.50%         | 18.98%         |
| 其他流动资产        | 110.63         | 17.90          | 21.14          | 24.44          | 净利润增长率            | -36.31%        | 43.26%         | 24.90%         | 18.53%         |
| 长期股权投资        | 83.82          | 83.82          | 83.82          | 83.82          | EBITDA 增长率        | -34.33%        | 38.29%         | 19.90%         | 16.60%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 947.00         | 933.74         | 909.46         | 874.90         | 毛利率               | 30.95%         | 30.33%         | 30.62%         | 30.86%         |
| 无形资产和开发支出     | 471.84         | 463.70         | 455.56         | 447.42         | 三费率               | 10.13%         | 9.50%          | 9.42%          | 9.40%          |
| 其他非流动资产       | 103.90         | 103.18         | 102.47         | 101.76         | 净利率               | 15.52%         | 17.81%         | 18.41%         | 18.55%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>2931.47</b> | <b>3229.29</b> | <b>3520.60</b> | <b>3976.52</b> | ROE               | 12.37%         | 15.38%         | 16.54%         | 16.86%         |
| 短期借款          | 344.35         | 264.92         | 81.71          | 0.00           | ROA               | 8.57%          | 11.15%         | 12.77%         | 13.40%         |
| 应付和预收款项       | 297.39         | 370.46         | 448.58         | 524.18         | ROIC              | 11.29%         | 14.97%         | 17.74%         | 19.28%         |
| 长期借款          | 50.00          | 50.00          | 50.00          | 50.00          | EBITDA/销售收入       | 23.62%         | 26.18%         | 25.97%         | 25.75%         |
| 其他负债          | 208.89         | 202.94         | 222.05         | 241.47         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>900.63</b>  | <b>888.32</b>  | <b>802.33</b>  | <b>815.65</b>  | 总资产周转率            | 0.57           | 0.66           | 0.72           | 0.77           |
| 股本            | 725.03         | 725.03         | 725.03         | 725.03         | 固定资产周转率           | 2.02           | 2.50           | 3.03           | 3.66           |
| 资本公积          | 477.17         | 477.17         | 477.17         | 477.17         | 应收账款周转率           | 2.90           | 3.09           | 3.31           | 3.18           |
| 留存收益          | 788.49         | 1100.42        | 1479.97        | 1925.22        | 存货周转率             | 6.72           | 7.00           | 6.86           | 6.77           |
| 归属母公司股东权益     | 1982.84        | 2294.77        | 2674.32        | 3119.58        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 75.85%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 48.00          | 46.20          | 43.95          | 41.29          | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2030.84</b> | <b>2340.97</b> | <b>2718.27</b> | <b>3160.87</b> | 资产负债率             | 30.72%         | 27.51%         | 22.79%         | 20.51%         |
| 负债和股东权益合计     | 2931.47        | 3229.29        | 3520.60        | 3976.52        | 带息债务/总负债          | 43.79%         | 35.45%         | 16.42%         | 6.13%          |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.79           | 2.26           | 3.06           | 3.76           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.55           | 1.95           | 2.64           | 3.28           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 57.76%         | 13.79%         | 16.01%         | 16.87%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.34           | 0.50           | 0.62           | 0.74           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 2.73           | 3.17           | 3.69           | 4.30           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | 0.21           | 0.74           | 0.67           | 0.69           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.20           | 0.07           | 0.10           | 0.12           |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |                   |                |                |                |                |
| EBITDA        | 382.61         | 529.10         | 634.38         | 739.67         |                   |                |                |                |                |
| PE            | 25.95          | 17.89          | 14.33          | 12.09          |                   |                |                |                |                |
| PB            | 3.27           | 2.82           | 2.42           | 2.08           |                   |                |                |                |                |
| PS            | 4.00           | 3.20           | 2.65           | 2.25           |                   |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 16.89          | 11.50          | 9.10           | 7.40           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 2.23%          | 0.77%          | 1.12%          | 1.40%          |                   |                |                |                |                |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务      | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|---------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监  | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593  | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105  | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775  | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
|    | 王昕宇 | 销售经理    | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
| 北京 | 李杨  | 地区销售总监  | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 地区销售副总监 | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 陈含月 | 销售经理    | 13021201616  | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn     |
|    | 王兴  | 销售经理    | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理    | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
| 广深 | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理    | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理    | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理    | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |