

再升科技 (603601.SH)

业绩阶段性承压，看好长期成长空间

买入

核心观点

单季度收入降幅逐步收敛，扣除口罩及熔喷影响后略有增长。2021年公司实现营收16.2亿元，同比-14.04%，归母净利润2.49亿元，同比-30.6%，EPS为0.35元/股（基本），并拟10转4派1.05元（含税），全年业绩同比下滑主因2021年口罩及熔喷材料收入同比大幅下滑，以及猪周期扩张进度影响和海运出口受阻所致，扣除口罩及熔喷材料后收入同比增长0.92%；其中Q4单季度实现营收4.64亿元，同比-18.06%（Q1-Q3分别为40.78%/-37.06%/-20.57%），归母净利润0.62亿元，同比+48.0%。

高效节能产品持续增长，多因素致干净空气产品阶段性承压。分产品看，干净空气/高效节能产品分别实现收入8.96/6.94亿元，同比-29.55%/+17.15%，占比56.35%/43.65%，其中干净空气材料/净化设备分别实现收入4.99/3.97亿元，同比-39.79%/-10.41%，干净空气材料中口罩及熔喷材料/其他过滤材料分别实现收入0.34/4.65亿，同比-89.27%/-9.83%。高效节能产品增长主因VIP芯材以及AGM隔板持续旺盛需求，销量同比+6.83%，其中AGM隔板受益于新产线投产，销量同比+18.06%；干净空气产品同比下滑主因口罩及熔喷材料收入大幅减少，以及畜牧业投资放缓和船期延长出口受阻影响，其中2021猪舍新风用过滤材料及设备销售1.01亿元，同比-57.64%。

毛利率承压下滑，费用率同比提升。2021综合毛利率30.95%，同比-7.11pct，主因口罩熔喷类高毛利产品销售大幅减少，同时原材料价格以及海运成本增长较大影响，其中Q4单季毛利率29.57%，主因去年同期执行新收入准则将全年运杂费计入生产成本所致，还原后去年Q4毛利率29.14%。2021期间费用率15.66%，同比+2.76pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为2.69%/6.62%/0.82%/5.53%，同比+0.1pct/+0.93pct/+0.06pct/+1.66pct，研发费用率上升主因加大新产品研发投入所致。

风险提示：产能释放进度不及预期；新产品、新市场拓展不及预期。

投资建议：产能扩张加码，产品和应用持续拓展，维持“买入”评级

公司积极围绕“干净空气”和“高效节能”持续拓展新产品、新应用，成长空间不断打开，目前年产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如期推进，产能扩张加码将进一步夯实竞争优势。考虑猪周期波动以及海运出口影响，下调盈利预测，预计22-24年EPS为0.43/0.55/0.68元/股，对应PE为21.3/16.8/13.4x，当前估值相对低廉，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,884	1,620	1,944	2,440	3,002
(+/-%)	50.5%	-14.0%	20.1%	25.5%	23.0%
净利润(百万元)	360	249	312	396	496
(+/-%)	110.4%	-30.6%	25.0%	27.0%	25.3%
每股收益(元)	0.50	0.34	0.43	0.55	0.68
EBIT Margin	28.8%	20.7%	23.1%	23.3%	23.4%
净资产收益率(ROE)	19.7%	12.6%	14.0%	15.5%	16.8%
市盈率(PE)	18.3	26.7	21.3	16.8	13.4
EV/EBITDA	11.7	17.5	14.8	11.9	10.1
市净率(PB)	3.62	3.35	2.98	2.61	2.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·玻璃玻纤

证券分析师：黄道立

0755-82130685

huangdl@guosen.com.cn

S0980511070003

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

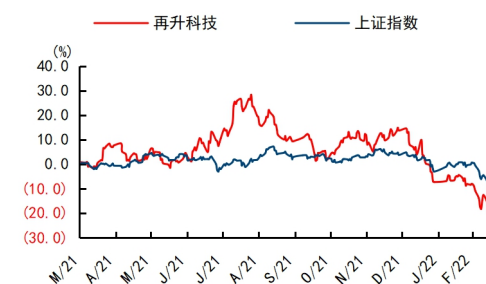
fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	9.17元
总市值/流通市值	6648/6648百万元
52周最高价/最低价	14.15/8.39元
近3个月日均成交额	50.29百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《再升科技-603601-2021年中报点评：高基数影响Q2业绩，员工持股彰显信心》——2021-08-28
- 《再升科技-603601-2020年年报及2021年一季报点评：业绩表现亮眼，成长空间持续释放》——2021-04-20
- 《再升科技-603601-2020年三季报点评：业绩持续超预期，未来有望继续多点开花》——2020-10-31
- 《再升科技-603601-2020年中报点评：应用场景多点开花，助推业绩持续增长》——2020-07-28
- 《再升科技-603601-2019年年报点评：以核心材料为基石的平台型企业，应用场景不断打开》——2020-04-23

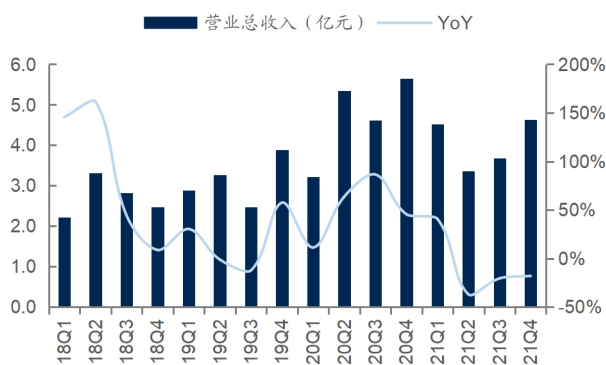
单季度收入降幅逐步收敛，扣除口罩及熔喷影响后略有增长。2021 年公司实现营业收入 16.2 亿元，同比-14.04%，归母净利润 2.49 亿元，同比-30.6%，扣非归母净利润 2.26 亿元，同比-33.55%，EPS 为 0.35 元/股（基本），并拟 10 转 4 派 1.05 元（含税），全年业绩同比下滑主因 2021 年口罩及熔喷材料收入同比大幅下滑，以及猪周期扩张进度影响和海运出口受阻所致，扣除口罩及熔喷材料后收入同比增长 0.92%；其中 Q4 单季度实现营业收入 4.64 亿元，同比-18.06%（Q1-Q3 分别为 40.78%/-37.06%/-20.57%），归母净利润 0.62 亿元，同比+48.0%（Q1-Q3 分别为 25.13%/-62.12%/-50.91%）。

图1：再升科技营业收入及增速（单位：亿元、%）



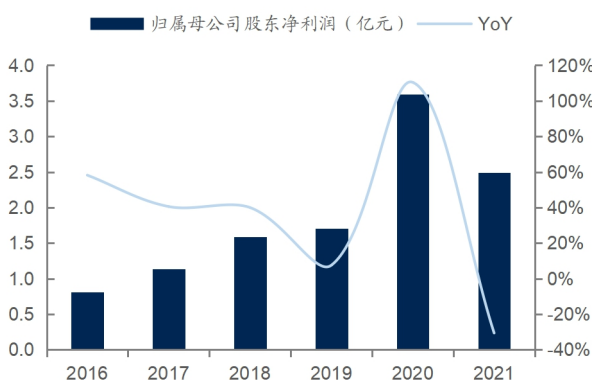
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：再升科技单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



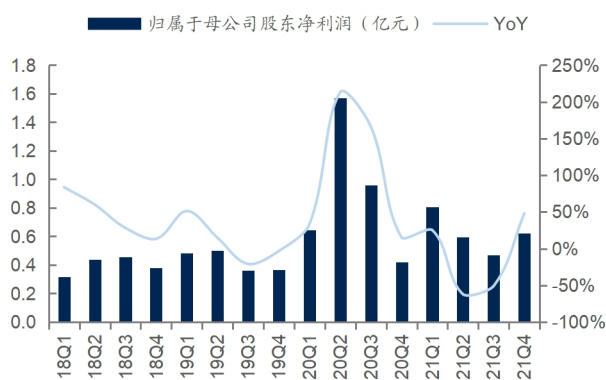
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：再升科技归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：再升科技单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

高效节能产品持续增长，多因素致干净空气产品阶段性承压。分产品看，干净空气/高效节能产品分别实现收入 8.96/6.94 亿元，同比-29.55%/+17.15%，占比 56.35%/43.65%，其中干净空气材料/净化设备分别实现收入 4.99/3.97 亿元，同比-39.79%/-10.41%，干净空气材料中口罩及熔喷材料/其他过滤材料分别实现收入 0.34/4.65 亿，同比-89.27%/-9.83%。高效节能产品增长主因 VIP 芯材以及 AGM 隔板持续旺盛需求，销量同比+6.83%，其中 AGM 隔板受益于新产线投产，销量同

比+18.06%；干净空气产品同比下滑主因口罩及熔喷材料收入大幅减少，以及畜牧业投资放缓和船期延长出口受阻影响，其中 2021 年猪舍新风用过滤材料及设备销售 1.01 亿元，同比-57.64%。

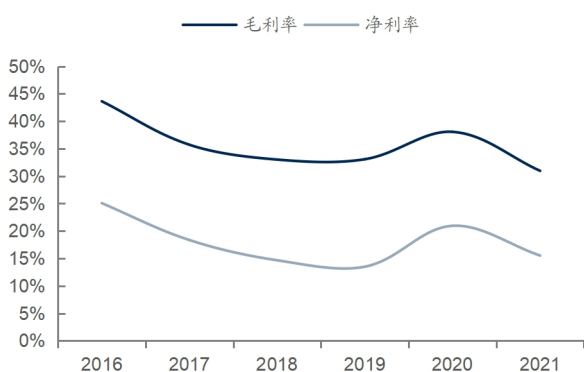
表1：再升科技分产品收入结构拆分

	2020		2021		收入同比增长(%)
	收入(万元)	占比(%)	收入(万元)	占比(%)	
干净空气	127203.51	68.22%	89610.65	56.35%	-29.55%
——干净空气材料	82884.34	44.45%	49903.85	31.38%	-39.79%
其中：口罩及熔喷材料	31257.82	16.76%	3353.41	2.11%	-89.27%
其他过滤材料	51626.52	27.69%	46550.44	29.27%	-9.83%
——净化设备	44319.17	23.77%	39706.80	24.97%	-10.41%
高效节能	59252.99	31.78%	69415.11	43.65%	17.15%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

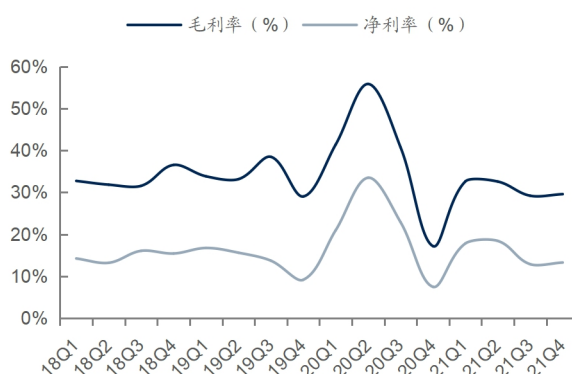
毛利率承压下滑，费用率同比提升。2021 年实现综合毛利率 30.95%，同比-7.11pct，干净空气/高效节能毛利率分别为 36.01%/24.38%，同比-11.14pct/+6.25pct，主因口罩熔喷类高毛利产品销售大幅减少，同时原材料价格以及海运成本增长较大影响，其中 Q4 单季度毛利率 29.57%，主因去年同期执行新收入准则将全年运杂费计入生产成本所致，还原后去年 Q4 毛利率 29.14%。2021 年期间费用率 15.66%，同比+2.76pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.69%/6.62%/0.82%/5.53%，同比+0.1pct/+0.93pct/+0.06pct/+1.66pct，研发费用率上升主因加大新产品研发投入所致。

图5：再升科技毛利率、净利率变化情况



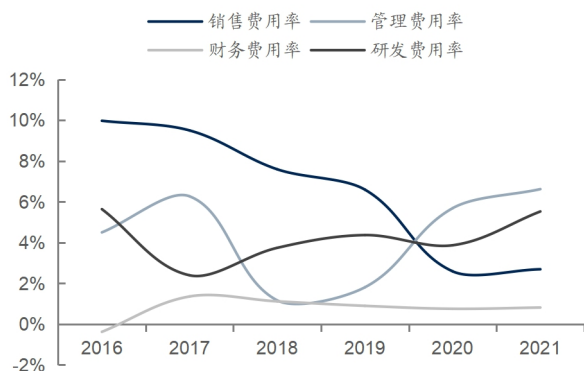
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：再升科技毛利率、净利率单季度变化情况



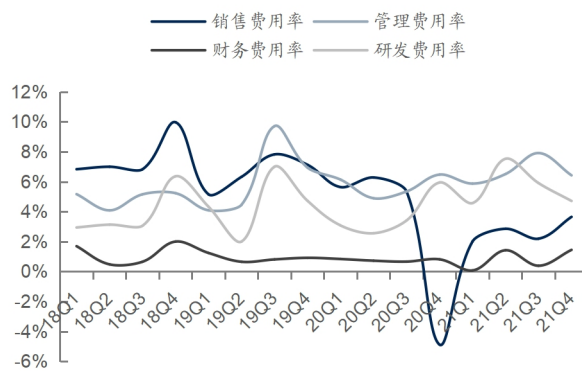
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：再升科技期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：再升科技期间费用率单季度变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产能扩张加码，产品和应用持续拓展，维持“买入”评级。公司作为干净空气行业领军企业，产品、规模、技术行业领先，并积极围绕“干净空气”和“高效节能”持续拓展新产品、新应用，成长空间不断打开，目前年产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如期推进，产能扩张加码将进一步夯实竞争优势。考虑猪周期波动以及海运出口影响，下调盈利预测，预计22-24年EPS为0.43/0.55/0.68元/股，对应PE为21.3/16.8/13.4x，当前估值相对低廉，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	432	311	863	760	800	营业收入	1884	1620	1944	2440	3002
应收款项	597	711	735	950	1227	营业成本	1167	1118	1313	1642	2020
存货净额	155	178	191	251	325	营业税金及附加	19	16	18	23	29
其他流动资产	129	123	140	180	219	销售费用	49	44	51	63	78
流动资产合计	1333	1325	1931	2143	2573	管理费用	107	107	114	142	172
固定资产	812	952	1158	1386	1644	财务费用	14	13	29	41	47
无形资产及其他	199	183	176	169	161	投资收益	8	9	10	10	10
投资性房地产	358	388	388	388	388	资产减值及公允价值变动	1	1	0	0	0
长期股权投资	40	84	104	136	162	其他收入	(66)	(62)	(80)	(95)	(110)
资产总计	2742	2931	3756	4221	4928	营业利润	470	270	349	443	556
短期借款及交易性金融负债	342	348	350	368	526	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	255	252	290	367	457	利润总额	471	270	349	443	556
其他流动负债	151	142	168	209	258	所得税费用	76	19	35	44	56
流动负债合计	749	742	808	944	1242	少数股东损益	35	2	2	3	4
长期借款及应付债券	0	50	550	550	550	归属于母公司净利润	360	249	312	396	496
其他长期负债	96	109	117	127	136						
长期负债合计	96	159	667	677	686	现金流量表（百万元）					
负债合计	844	901	1475	1621	1928	净利润	360	249	312	396	496
少数股东权益	77	48	49	51	53	资产减值准备	(7)	2	1	0	0
股东权益	1821	1983	2232	2549	2946	折旧摊销	94	97	101	124	146
负债和股东权益总计	2742	2931	3756	4221	4928	公允价值变动损失	(1)	(1)	0	0	0
						财务费用	14	13	29	41	47
关键财务与估值指标						营运资本变动	(318)	(157)	18	(186)	(241)
每股收益	0.50	0.34	0.43	0.55	0.68	其它	34	(1)	1	1	2
每股红利	0.12	0.21	0.09	0.11	0.14	经营活动现金流	161	189	432	336	403
每股净资产	2.53	2.73	3.08	3.52	4.06	资本开支	0	(224)	(300)	(345)	(397)
ROIC	24%	14%	16%	17%	18%	其它投资现金流	58	18	0	0	0
ROE	20%	13%	14%	16%	17%	投资活动现金流	52	(250)	(320)	(377)	(423)
毛利率	38%	31%	32%	33%	33%	权益性融资	(3)	52	0	0	0
EBIT Margin	29%	21%	23%	23%	23%	负债净变化	0	50	0	0	0
EBITDA Margin	34%	27%	28%	28%	28%	支付股利、利息	(83)	(155)	(62)	(79)	(99)
收入增长	50%	-14%	20%	26%	23%	其它融资现金流	62	99	2	18	159
净利润增长率	110%	-31%	25%	27%	25%	融资活动现金流	(108)	(60)	440	(62)	60
资产负债率	34%	32%	41%	40%	40%	现金净变动	105	(122)	552	(103)	40
息率	1.3%	2.3%	0.9%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	328	432	311	863	760
P/E	18.3	26.7	21.3	16.8	13.4	货币资金的期末余额	432	311	863	760	800
P/B	3.6	3.4	3.0	2.6	2.3	企业自由现金流	0	27	223	105	140
EV/EBITDA	11.7	17.5	14.8	11.9	10.1	权益自由现金流	0	176	198	86	257

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032