

再升科技 (603601.SH)

拟收购迈科隆实现VIP产业闭环，看好板块成长潜力

事件：再升科技拟收购关联公司四川迈科隆49%股权，收购完成后将实现对迈科隆的控股。8月1日公司公告，拟以自有资金收购四川迈科隆真空新材料有限公司（以下简称“迈科隆”）控股股东、实际控制人杨兴志先生持有的迈科隆49%股权，交易对价2.31亿元，同时杨兴志先生将持有的迈科隆剩余17.6668%股权对应的表决权等股东权利委托公司行使，收购完成后迈科隆将成为再升科技的控股子公司并纳入合并报表范围。

本次收购设置业绩对赌条款，保障三年盈利。伴随本次收购交易，迈科隆承诺2025-2027年实现年营业收入分别不低于人民币4.65亿元、5.6亿元、6.48亿元，三年累计营业收入合计不低于16.74亿元；对应每年实现净利润分别不低于1600万元、2733万元、4328万元，三年累计净利润合计不低于8661万元。业绩承诺期满后，若迈科隆实现的累计营收大于等于累计承诺营收的90%（即15.07亿元），且累计实际净利润大于等于累计承诺净利润的90%（即7794.9万元），则迈科隆不承担业绩补偿义务，否则将作出一定补偿。

本次收购有望实现双赢，强化再升科技在真空绝热板领域的整体竞争力。

1) 迈科隆：迈科隆成立于2017年，主要从事真空绝热板的研发、生产和销售，终端可应用于家电、生物医药、冷链运输、建筑、新能源汽车等众多领域。此前迈科隆从再升科技体系内采购玻纤棉、芯材、膜材、吸气剂等VIP主要原材料，制成的部分成品又通过再升转售给终端客户，本次收购完成后交易流程进一步简化，整体业务效率将优化提升。**2) 再升科技：**此前再升科技并不直接生产销售VIP板，而是供应玻璃棉和VIP芯材，2023年收购的控股子公司四川嘉豪达主要生产阻隔膜和吸气剂，由此具备了VIP板所有原材料的生产能力；本次收购完成后，再升科技将快速取得VIP板的成品制造能力、技术优势和国内外客户资源，实现从材料端到市场端的VIP板全产业链布局，这有利于公司充分调动体系内资源、巩固并不断增强其作为VIP板制造商的综合实力。

冰箱新国标背景下，真空绝热板业务成长潜力可期。**1) 新国标或驱动VIP市场快速大幅扩容：**参考我们发的专题报告《冰箱能效新国标正式出台，真空绝热板行业放量在即》，VIP板在新1级冰箱中渗透率或显著提升，经测算当新1级冰箱渗透率分别达到5%、10%、20%、50%、80%时，对应真空绝热板的需求弹性分别为429万平方米、916.5万平方米、1843万平方米、4693万平方米、7543万平方米。**2) 迈科隆经营规模及效益提升潜力充分：**现阶段迈科隆已成为国内第二大VIP板制造商，市场份额及地位仅次于赛特新材，2024年赛特新材及迈科隆VIP销售收入分别为9.15亿元、4.39亿元，全球市占率分别为32.3%、15.5%；盈利方面，2024-2025Q1赛特新材净利率分别为8.27%、3.97%（不考虑转债费用计提、非VIP子公司亏损等因素实际利润水平更高），同期迈科隆净利率分别为6.16%、1.47%。本次收购完成后，借助上市公司平台对迈科隆整体生产经营管理的全面梳理优化，尤其是在原材料、资金等方面的强势赋能，迈科隆成本及规模优势或进一步扩大，有望抓住本轮行业红利期，实现经营及竞争力更上一个台阶，同时也为再升科技贡献可观业绩增量。

投资建议：再升科技系全球空气过滤及保温节能细分领域的头部企业之一，本次收购进一步完善了公司在VIP保温材料领域的纵向产业布局，结合近期新国标出台对VIP材料的潜在利好，在此契机下公司及时整合VIP业务链，该板块有望发力成为增长新动能。预计公司2025-2027年归母净利润分别为1亿元、1.4亿元、1.7亿元，对应PE分别为50倍、35倍、29倍，维持“买入”评级。

风险提示：收购或后续业务整合进展不顺风险；新1级能效冰箱渗透率提升进度不及预期风险；市场竞争加剧风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,656	1,476	1,680	2,108	2,392
增长率 yoy (%)	2.3	-10.9	13.9	25.4	13.5
归母净利润(百万元)	38	91	96	136	168
增长率 yoy (%)	-74.8	138.0	5.8	41.8	23.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.04	0.09	0.09	0.13	0.16
净资产收益率(%)	1.7	4.2	4.3	6.0	7.3
P/E(倍)	126.2	53.0	50.1	35.3	28.7
P/B(倍)	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1

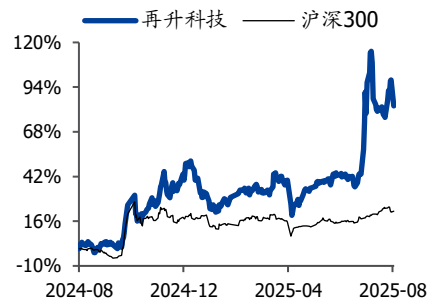
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年08月04日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	玻璃玻纤
前次评级	买入
08月04日收盘价(元)	4.71
总市值(百万元)	4,811.98
总股本(百万股)	1,021.65
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	100.83

股价走势



作者

分析师 沈猛

执业证书编号：S0680522050001

邮箱：shenmeng@gszq.com

分析师 陈冠宇

执业证书编号：S0680522120005

邮箱：chengguanyu@gszq.com

相关研究

- 《再升科技(603601.SH)：材料优势持续赋能无空空调业务，产业链全面布局》 2025-05-05
- 《再升科技(603601.SH)：节能板块增速领先，现金流表现持续优异》 2024-10-29
- 《再升科技(603601.SH)：悠远出表影响逐步减弱，高效节能板块成为增长主力》 2024-08-18

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1734	1746	1898	2115	2377
现金	212	274	320	226	281
应收票据及应收账款	690	724	709	931	1078
其他应收款	147	73	87	134	131
预付账款	22	54	37	51	66
存货	184	166	231	255	295
其他流动资产	479	455	515	519	527
非流动资产	1360	1359	1292	1200	1100
长期投资	237	247	247	247	247
固定资产	868	821	796	734	657
无形资产	137	142	130	119	108
其他非流动资产	117	149	119	101	88
资产总计	3094	3105	3190	3315	3478
流动负债	278	317	344	385	448
短期借款	0	3	3	3	3
应付票据及应付账款	135	145	187	205	244
其他流动负债	142	169	154	176	201
非流动负债	551	562	574	595	616
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	551	562	574	595	616
负债合计	828	880	918	979	1064
少数股东权益	73	41	57	79	106
股本	1022	1022	1022	1022	1022
资本公积	217	209	209	209	209
留存收益	858	857	888	930	981
归属母公司股东权益	2194	2185	2216	2257	2308
负债和股东权益	3094	3105	3190	3315	3478

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2	224	192	55	226
净利润	46	105	112	158	195
折旧摊销	141	131	163	172	181
财务费用	29	17	7	9	10
投资损失	-1	-22	-20	-23	-22
营运资金变动	-262	-22	-72	-263	-140
其他经营现金流	48	14	2	2	1
投资活动现金流	46	-29	-86	-66	-64
资本支出	-59	-94	-95	-80	-80
长期投资	88	20	-10	-8	-5
其他投资现金流	18	46	19	22	21
筹资活动现金流	-312	-146	-62	-83	-107
短期借款	-141	3	0	0	0
长期借款	-50	0	0	0	0
普通股增加	1	0	0	0	0
资本公积增加	4	-8	0	0	0
其他筹资现金流	-127	-141	-62	-83	-107
现金净增加额	-262	51	46	-94	55

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1656	1476	1680	2108	2392
营业成本	1293	1152	1323	1657	1871
营业税金及附加	19	13	15	19	19
营业费用	54	44	59	67	72
管理费用	112	91	104	122	132
研发费用	91	89	96	114	124
财务费用	20	12	8	8	10
资产减值损失	-14	-3	-1	-1	-1
其他收益	34	42	44	51	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	22	20	23	22
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	55	130	136	192	235
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	2	1	1	0
利润总额	56	128	136	192	235
所得税	10	23	25	34	40
净利润	46	105	112	158	195
少数股东损益	8	14	16	22	27
归属母公司净利润	38	91	96	136	168
EBITDA	225	253	307	372	425
EPS (元/股)	0.04	0.09	0.09	0.13	0.16

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	2.3	-10.9	13.9	25.4	13.5
营业利润(%)	-64.2	133.7	5.1	40.9	22.2
归属母公司净利润(%)	-74.8	138.0	5.8	41.8	23.1
获利能力					
毛利率(%)	21.9	22.0	21.2	21.4	21.8
净利率(%)	2.3	6.1	5.7	6.5	7.0
ROE(%)	1.7	4.2	4.3	6.0	7.3
ROIC(%)	2.6	3.7	4.3	5.8	6.9
偿债能力					
资产负债率(%)	26.8	28.3	28.8	29.5	30.6
净负债比率(%)	10.6	9.1	7.6	12.3	10.5
流动比率	6.2	5.5	5.5	5.5	5.3
速动比率	5.5	4.8	4.7	4.7	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.2	2.6	2.8	3.2	2.9
应付账款周转率	8.0	8.6	8.6	9.2	8.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.09	0.09	0.13	0.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.22	0.19	0.05	0.22
每股净资产(最新摊薄)	2.15	2.14	2.17	2.21	2.26
估值比率					
P/E	126.2	53.0	50.1	35.3	28.7
P/B	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1
EV/EBITDA	20.6	14.4	16.2	13.7	11.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月04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：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

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：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

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