

中信证券研究部

核心观点



袁健聪
首席新材料分析师
S1010517080005



王喆
首席能源化工分析师
S1010513110001



陈旺
新材料分析师
S1010520090003

干净空气和高效节能市场高速发展，技术研发与高端设备推动公司战略前进，开拓新的应用市场。全球疫情环境下，公司防护口罩获得多国认证，产能有望释放，业务潜力较大，我们看好公司未来长期发展，维持 2020-2022 年 EPS 预测为 0.55/0.49/0.55 元，维持“买入”评级。

■ **2020 年前三季度归母净利润同比提升 136.91%**。公司 2020 年前三季度实现营业收入 13.19 亿元，比上年同期增加 4.55 亿元，同比+52.66%；实现归母净利润 3.18 亿元，比上年同期增加 1.83 亿元，同比+136.31%；实现扣非归母净利润 3.06 亿元，比上年同期增加 1.74 亿元，同比+130.91%。其中 2020 年 Q3 单季度实现营业收入 4.62 亿元，同比+86.50%，环比-13.60%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比+166.12%，环比-38.97%；实现扣非归母净利润 0.91 亿元，同比+168.08%，环比-41.53%。公司 2020 年前三季度及 Q3 单季度业绩较去年同期均有大幅增加，主因受新冠肺炎疫情影响，室内公共空间空气安全及个体防护成为人们关注的焦点，下游干净空气市场需求旺盛，带动公司多种过滤材料及相关产成品的需求迅速增加。此外，公司推动智能制造建设，使得公司产品的应用场景不断拓展，促进主营业务保持持续增长。

■ **2020 年前三季度四费费用率同比下降 2.45 个 pct，经营活动现金流同比降低 24.09%**。费用率方面，公司 2020 年前三季度销售费率 5.80%，较去年同期的 4.17%提升 1.63 个 pct；管理费率 5.35%，较去年同期的 3.82%提升 1.53 个 pct；财务费率 0.73%，较去年同期的 0.58%提升 0.14 个 pct；研发费率 2.98%，较去年同期的 2.76%降低 0.22 个 pct；四费费用率合计 14.85%，较去年同期的 17.30%下降 2.45 个 pct。现金流方面，受疫情和部分客户信用账期延长等影响，部分客户应收款增加，同时公司前三季度支付原材料款、劳务费增加，且 2019 年 6 月起深圳中纺纳入合并报表，公司 2020 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为 1.50 亿元，较上年同期降低 24.09%。

■ **干净空气和高效节能市场快速发展，技术研发与高端设备推动企业开拓新的应用市场**。2020 年 7 月七部门印发的《绿色建筑创建行动方案》提及 2022 年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达 70%，“干净空气”与“高效节能”消费市场进入快速上升通道。公司依托两大研究院，拥有独立研发体系及一支专业的研发设计团队，集结院士 1 名、海外专家 6 名等经验丰富的技术人员。公司不断加大研发投入比例，丰富高端实验装备，陆续配置声学实验室、空气过滤器过滤系统与多通试验台，为“干净空气”及“高效节能”板块储备技术力量，推动企业深入发展，开阔新的应用市场。干净空气领域，由于新冠疫情的影响，学校、疗养院等易感人群相对密集的结构将逐渐提供具有杀菌灭毒等功能的新风系统，室内公共空间消费市场潜力巨大。此外餐饮油烟新风系统、微静电技术应用、畜牧业与农业新风应用等也为干净空间市场带来新的未来发展方向。高效节能领域，预计 2022 年隔热保温市场规模可达 1759 亿元，绿色家电、民机用隔音隔热毯以及建筑节能等应用前景向好。

再升科技	603601
评级	买入（维持）
当前价	15.63 元
总股本	719 百万股
流通股本	719 百万股
52 周最高/最低价	19.45/6.18 元
近 1 月绝对涨幅	6.18%
近 6 月绝对涨幅	19.30%
近 12 月绝对涨幅	126.42%

■ **个体安全防护需求高速增长，防护口罩业务发展空间大。**全球爆发新冠疫情后，口罩作为个体安全防护的应用习惯日益受到大众重视，已迅速成为干净空气领域不可或缺的民用消费品之一，艾媒咨询预计 2020 年大陆地区的口罩产值将达到 2357.5 亿元，其中医用口罩的产值比例将超过 94%。公司已将防护口罩的生产作为主营业务之一，并利用自身行业优势迅速响应，现已取得医疗器械注册证、二类医疗器械生产许可证，且已获得中国药监局（NMPA）医用防护口罩认证、美国药监局 EUA 认证（FDA-EUA）、德国新冠防疫紧急批准（Germany EUA）权威认证。KN95 同等级产品已顺利通过 SGS-FFP2 测试，儿童口罩通过 SGS 权威检测。公司拥有口罩产线 17 条，现有 PTFE 膜材生产线的一部分产能改为生产口罩用 PTFE 过滤材料，可实现产能 1000 万平米/年，口罩业务发展空间巨大。

■ **风险因素：**原材料价格变动风险；疫情后防疫市场需求下降风险；汇率变动。

■ **投资建议：**干净空气与高效节能市场高速发展，技术研发与高端设备推动公司战略前进，开拓新的应用市场。全球疫情环境下，公司防护口罩获多国认证，业务潜力较大，我们看好公司未来长期发展，维持公司 2020-2022 年 EPS 预测为 0.55/0.49/0.55 元，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,082	1,252	1,829	2,129	2,735
营业收入增长率	69%	16%	46%	16%	28%
净利润(百万元)	159	171	392	349	394
净利润增长率	40%	8%	130%	-11%	13%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.29	0.24	0.55	0.49	0.55
毛利率%	33%	33%	44%	37%	35%
净资产收益率 ROE%	11.98%	12.00%	22.46%	18.31%	18.45%
每股净资产（元）	1.85	1.98	2.43	2.65	2.97
PE	50	61	27	30	27
PB	8.0	7.5	6.1	5.6	5.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 21 日收盘价

利润表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,082	1,252	1,829	2,129	2,735
营业成本	725	838	1,029	1,341	1,781
毛利率	33.01%	33.07%	43.71%	36.99%	34.89%
营业税金及附加	8	12	18	19	25
销售费用	82	83	132	149	191
营业费用率	7.59%	6.60%	7.20%	7.00%	7.00%
管理费用	53	77	110	119	161
管理费用率	4.91%	6.18%	6.00%	5.60%	5.90%
财务费用	12	11	12	14	11
财务费用率	1.12%	0.90%	0.65%	0.68%	0.39%
投资收益	3	8	6	6	7
营业利润	184	186	465	410	463
营业利润率	17.00%	14.89%	25.45%	19.28%	16.93%
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	3	2	2	3	2
利润总额	182	185	465	409	462
所得税	24	16	70	61	69
所得税率	12.95%	8.69%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	0	-2	2	-1	-1
归属于母公司股东的净利润	159	171	392	349	394
净利率	14.69%	13.65%	21.46%	16.38%	14.39%

资产负债表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	335	328	788	711	936
存货	193	135	249	299	372
应收账款	341	447	653	730	964
其他流动资产	193	197	261	270	302
流动资产	1,062	1,107	1,950	2,011	2,573
固定资产	475	670	686	610	613
长期股权投资	47	33	33	33	33
无形资产	187	204	204	204	204
其他长期资产	513	435	411	448	407
非流动资产	1,223	1,341	1,334	1,294	1,256
资产总计	2,285	2,448	3,284	3,305	3,830
短期借款	243	280	773	572	683
应付账款	145	272	295	362	523
其他流动负债	391	244	239	238	262
流动负债	778	796	1,307	1,172	1,468
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	161	187	187	187	187
非流动性负债	161	187	187	187	187
负债合计	939	983	1,495	1,359	1,655
股本	541	703	719	719	719
资本公积	459	305	289	289	289
归属于母公司所有者权益合计	1,327	1,425	1,747	1,904	2,134
少数股东权益	19	40	43	42	41
股东权益合计	1,346	1,465	1,790	1,946	2,175
负债股东权益总计	2,285	2,448	3,284	3,305	3,830

现金流量表（百万元）

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	182	185	465	409	462
所得税支出	-24	-16	-70	-61	-69
折旧和摊销	61	74	84	84	93
营运资金的变化	-158	100	-365	-72	-154
其他经营现金流	8	2	5	10	6
经营现金流合计	71	345	119	370	337
资本支出	-226	-113	-76	-45	-55
投资收益	3	8	6	6	7
其他投资现金流	-82	-129	0	0	0
投资现金流合计	-305	-234	-70	-39	-49
发行股票	11	10	0	0	0
负债变化	592	614	493	-201	111
股息支出	-62	-81	-70	-192	-164
其他融资现金流	-441	-665	-12	-14	-11
融资现金流合计	101	-121	411	-407	-64
现金及现金等价物净增加额	-134	-11	460	-76	225

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	69.1%	15.7%	46.0%	16.4%	28.5%
营业利润增长率	40.3%	1.4%	149.5%	-11.8%	12.8%
净利润增长率	40.0%	7.5%	129.6%	-11.2%	12.9%
毛利率	33.0%	33.1%	43.7%	37.0%	34.9%
EBITDA Margin	23.7%	21.6%	30.5%	23.9%	20.7%
净利率	14.7%	13.7%	21.5%	16.4%	14.4%
净资产收益率	12.0%	12.0%	22.5%	18.3%	18.5%
总资产收益率	7.0%	7.0%	11.9%	10.5%	10.3%
资产负债率	41.1%	40.2%	45.5%	41.1%	43.2%
所得税率	13.0%	8.7%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	51.0%	41.1%	48.8%	47.0%	45.7%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。