

# 再升科技 (603601)

## 立足核心材料优势，开启新一轮成长

增持 (维持)

2023年08月09日

证券分析师 黄诗涛

执业证书: S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书: S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 石峰源

执业证书: S0600521120001

shify@dwzq.com.cn

研究助理 杨晓曦

执业证书: S0600122080042

yangxx@dwzq.com.cn

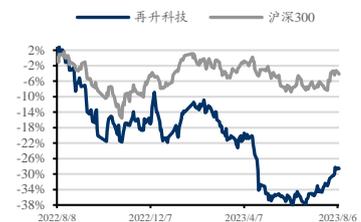
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,618	1,931	1,809	2,322
同比	-0.44%	19%	-6%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	151	206	261	336
同比	-40%	36%	27%	29%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.15	0.20	0.26	0.33
P/E (现价&最新股本摊薄)	31.80	23.36	18.39	14.30

关键词: #新产品、新技术、新客户 #产能扩张

### 投资要点

- **再升科技: 我国过滤材料细分领域龙头, 深耕微纤维玻璃棉制品等核心产品, 形成干净空气和高效节能两大业务板块。**公司主营的微纤维玻璃棉制品可为电子、农牧业、室内空间、航空航天等领域提供产品及解决方案, 近10年营收增速CAGR为26.6%, 公司2022年业绩受到猪舍新风应用放缓、转口贸易收入下滑、限电及大宗原材料成本上行等影响叠加, 导致业绩出现阶段性下滑。
- **公司是干净空气领域龙头, 产业链一体化构筑成本优势, 多元材料布局满足终端定制化需求。**(1) 子公司宣汉正原实现微纤维玻璃棉大规模量产, 且毗邻普光气田, 天然气采购成本优势突出; 公司2021年玻璃棉实现产量5.9万吨, 自产自用2.1万吨, 用于生产滤纸等技术工艺要求较高的玻璃棉均为内部生产, 保障高质量供应。募投项目完全投产后, 公司玻璃棉产能将达到12万吨。(2) 核心产品玻纤滤纸为高端过滤器常用滤材, 预计未来两年大陆洁净室行业规模增长有望带来37亿元的滤纸市场需求, 若考虑替换需求将进一步提升。在建产能全部投产后公司滤纸年产能将达到22000吨。(3) 公司形成滤纸、高效PTFE膜、低阻熔喷滤料三大滤材全面布局, 可为终端客户提供多材料、定制化的干净空气解决方案。(4) 公司公告向曼胡默尔转让悠远环境70%股权, 曼胡默尔产品集中在再升滤材下游的设备环节, 2022年总营收48亿欧元; 公司向曼胡默尔批量提供高品质滤材, 有利于拓展在新能源汽车领域的布局以及干净空气业务全球化拓展, 打开中长期成长空间。
- **高效节能前景广阔, 立足VIP芯材+AGM隔板稳步扩张。**(1) 公司生产的VIP芯材是真空绝热板的核心部件之一, 冰箱能效政策严格化将推动真空绝热板更为广泛的应用; 公司具备干法生产VIP芯材技术, 通过设立合资公司绑定客户, 并通过转口贸易形式供应海外需求。(2) AGM隔板是铅酸蓄电池的专用核心材料, 广泛应用于动力电池和启停电池, 公司已具备规模化生产能力, 近年来成功进入Exide、南都电源、超威、天能等主流电池生产企业合格供应商并取得订单, 且与全球电池隔板巨头MP签署AGM隔板排他性销售《共识备忘录》, 有利于国际影响力提升。
- **深耕材料端, 研发强化核心竞争力, 加速高端国产替代和终端应用领域拓宽。**隔音隔热毯产品已开始向中国商飞批量供应, 应用于核电站的空气净化材料及装备成功实现国产替代进口, 推出的微静电过滤材料可应用于室内空气治理, 化学过滤材料可保障用户洁净生产环境, 建筑保温玻璃棉可应用于多种建筑节能场景, 无尘空调系统布局高端民用市场, 公司加速向室内空间、高效农业与畜牧业、石油化工、工业设备、汽车等移动空间领域拓展, 下游应用多点开花。
- **盈利预测与投资建议:** 公司是我国过滤材料细分领域龙头, 中期经营底部向上, 材料端受益于半导体洁净室需求拉动, 建筑保温等新产品逐步进入放量期。虽然出售悠远股权后过滤设备收入体量受影响, 但与曼胡默尔集团达成合作有望加速核心材料向新能源汽车等领域延伸以及全球化布局的进程, 公司有望开启新一轮快速成长期。我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为2.1/2.6/3.4亿元, 较上次预测不变, 8月8日收盘价对应市盈率分别为23/18/14倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产品渗透率提升不及预期, 洁净室需求增长不及预期, 产能投放进度不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	4.70
一年最低/最高价	4.05/6.90
市净率(倍)	2.24
流通 A 股市值(百万元)	4,801.72
总市值(百万元)	4,801.72

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	2.10
资产负债率(% ,LF)	30.10
总股本(百万股)	1,021.64
流通 A 股(百万股)	1,021.64

### 相关研究

《再升科技(603601): 2023年中报点评: 收入提速, 净利率延续改善态势》

2023-08-03

## 内容目录

<b>1. 再升科技：深耕玻璃棉产业链，国内过滤材料细分领域龙头</b> .....	<b>5</b>
1.1. 公司简介：主营微纤维玻璃棉及制品，实现全产业链布局 .....	5
1.2. 业绩短期承压，积极开拓其他干净空气市场 .....	6
<b>2. 产业链一体化构筑成本优势，多元材料布局满足终端定制需求</b> .....	<b>9</b>
2.1. 实现核心原材料大规模量产，具备能源采购成本优势 .....	10
2.2. 玻纤滤纸为核心产品，多元材料布局满足终端定制需求 .....	12
2.2.1. 核心产品玻纤滤纸为高端过滤器常用滤材，将受益于半导体洁净室市场扩容 .....	12
2.2.2. 公司全面布局三大主流滤材，满足不同过滤效率需求 .....	18
2.3. 与曼胡默尔强强联合，加速滤材跨行业布局 and 全球化拓展 .....	18
<b>3. 高效节能前景广阔，立足 VIP 芯材+AGM 隔板稳步扩张</b> .....	<b>19</b>
3.1. VIP 芯材：长期渗透率提升空间可观，中期有望受益于欧洲能效标准提升 .....	19
3.2. 形成 AGM 隔板规模化生产能力，进军国际市场提升影响力 .....	24
<b>4. 自主研发强化核心竞争力，加速高端国产替代和应用领域拓宽</b> .....	<b>25</b>
<b>5. 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>27</b>
5.1. 盈利预测 .....	27
5.2. 投资建议 .....	28
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1:	再升科技发展历程.....	5
图 2:	再升科技股权结构 (截至 2023 年中报) .....	6
图 3:	公司营业收入及同比增速.....	7
图 4:	公司归母净利润及同比增速.....	7
图 5:	公司分地区营业收入及占比情况.....	7
图 6:	公司全球业务布局情况.....	7
图 7:	公司年度毛利率及销售净利率情况.....	8
图 8:	公司年度分产品营收占比情况.....	8
图 9:	公司年度期间费用情况.....	8
图 10:	公司年度分产品毛利率情况.....	8
图 11:	公司季度毛利率及销售净利率情况.....	9
图 12:	公司季度期间费用情况.....	9
图 13:	再升科技微纤维玻璃棉产业链图示.....	10
图 14:	微纤维玻璃棉简介、分类、生产流程.....	10
图 15:	宣汉正原营业收入及同比增速.....	11
图 16:	公司自用与外销玻璃棉数量 (吨) .....	11
图 17:	2017 年公司微纤维玻璃棉成本结构.....	12
图 18:	公司采购天然气均价.....	12
图 19:	玻璃纤维滤纸是空气过滤器的核心部件.....	13
图 20:	玻璃纤维滤纸下游应用领域.....	13
图 21:	公司玻璃纤维滤纸营业收入及同比增速.....	13
图 22:	公司玻璃纤维滤纸产销情况.....	13
图 23:	我国洁净室行业市场规模及同比增速.....	14
图 24:	洁净室下游行业占比 (截至 2019 年) .....	14
图 25:	全球半导体产业市场规模及同比增速情况.....	14
图 26:	我国集成电路进出口情况.....	15
图 27:	我国集成电路自给率情况.....	15
图 28:	全球晶圆产能分布 (折合 8 寸, 截至 2020 年底) .....	15
图 29:	全球与大陆晶圆产能 (折合 8 寸, 万片/月) .....	15
图 30:	曼胡默尔分业务营收占比情况 (2022 年) .....	19
图 31:	曼胡默尔分地区营收占比情况 (2022 年) .....	19
图 32:	真空绝热板 (VIP 板) 示意图 .....	20
图 33:	真空绝热板与其他绝热材料相比性能更加优越.....	20
图 34:	松下新材料营业收入及同比增速.....	21
图 35:	公司 VIP 板收入及销量情况 .....	21
图 36:	高比表面积电池隔膜 (AGM 隔板) 示意图 .....	24
图 37:	AGM 隔板在蓄电池上的应用 .....	24
图 38:	公司生态化平台模式.....	25
图 39:	公司研发费用情况.....	26
图 40:	公司技术人员、高学历员工占比情况.....	26

表 1:	公司微纤维玻璃棉产能及产量情况.....	11
表 2:	国内主要厂商 12 英寸晶圆产能扩产计划.....	16
表 3:	海外主要玻璃纤维滤纸生产企业基本情况.....	16
表 4:	公司 2022 年发行可转债募投项目中玻纤滤纸相关项目.....	18
表 5:	公司低阻熔喷滤料、高效 PTFE 膜简介.....	18
表 6:	真空绝热板与传统聚氨酯保温材料相比具有环境友好、高效节能、节约空间等特点.....	20
表 7:	欧盟、美国、日本等其他地区持续出台冰箱能效标准提升的政策.....	22
表 8:	国内的行业节能政策推动冰箱能效标准提升以及新型节能绝热材料的应用.....	23
表 9:	公司持续拓展干净空气和高效节能材料及产品.....	26
表 10:	公司盈利预测简表.....	28
表 11:	可比公司估值情况（截至 2023 年 8 月 8 日）.....	29

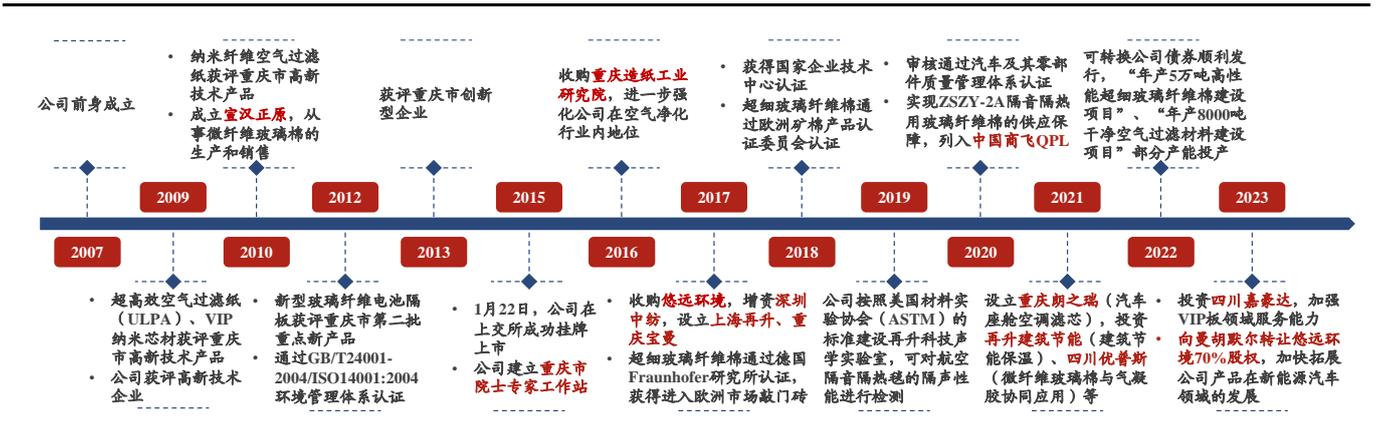
## 1. 再升科技：深耕玻璃棉产业链，国内过滤材料细分领域龙头

### 1.1. 公司简介：主营微纤维玻璃棉及制品，实现全产业链布局

再升科技前身成立于2007年，2015年在上交所挂牌上市，致力于微纤维玻璃棉及其制品的研究。再升科技自成立以来专注于超细纤维、膜材、吸附材料以及吸音绝热材料等新材料的研发和应用，以材料为基石，深度挖掘材料的优势性能，先后于2009、2013年获评高新技术企业、重庆市创新型企业，2018年获得国家企业技术中心认证；公司通过成立宣汉正原、收购重庆纤研院、纸研院、苏州悠远、深圳中纺股权，设立重庆宝曼、朗之瑞，合资设立松下新材料子公司，与曼胡默尔达成合作等，不仅实现微纤维玻璃棉从材料到应用端的全产业链布局，同时拓展了核心过滤材料和节能材料产品。

再升科技的产品包括上游材料——微纤维玻璃棉；中游制品——玻璃纤维滤纸、低阻熔喷滤料、PTFE滤膜、真空绝热板芯材（VIP芯材）、高比表面积电池隔膜（AGM隔板）；下游设备——空气净化设备等，为工业与民用、医疗、电子、农牧业、室内空间、军工、航空航天等领域提供“干净空气”和“高效节能”的应用产品及解决方案。

图1：再升科技发展历程

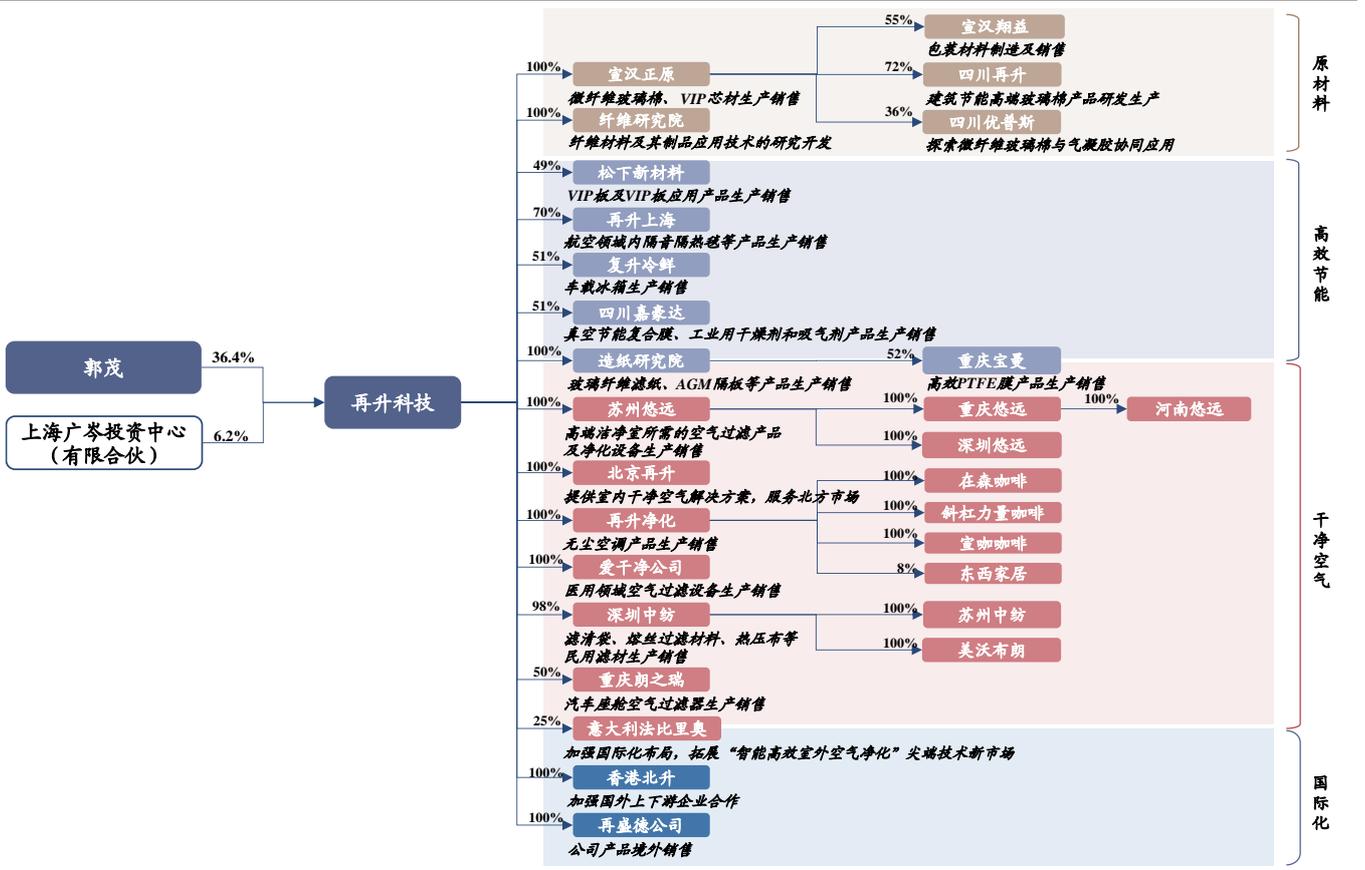


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

公司控股股东和实控人为郭茂先生，通过股权激励绑定核心高管及员工。截至2023年中报，公司第一大股东及实控人为董事长郭茂先生，持股比例为36.4%；第二大股东为上海广岑投资中心（有限合伙），持股比例为6.2%，为公司前身再升发展2010年增资所引入的股东。此外，公司分别于2019年和2022年设立两期股权激励计划，激励对象包括公司及子公司高管、其他管理层、中层管理人员、核心业务人员等，实现利益共享。

公司通过直接控股或参股多家子公司扩大业务范围，实现产业链延伸。公司上市初期业务以外销玻璃纤维滤纸和VIP芯材为主，辅以少量的微纤维玻璃棉和AGM隔板业务；公司自2015年开始进入多元化快速扩张阶段，业务范围延伸至干净空气产业链和相关节能材料产业链。截至2023年中报，公司下属9家二级全资子公司，5家二级控股子公司，多家孙公司和合资公司，业务涉及微纤维玻璃棉产业链多个环节。

图2：再升科技股权结构（截至 2023 年中报）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

备注：公司 2023 年 7 月 25 日公告，拟向曼胡默尔出售苏州悠远 70% 股权

## 1.2. 业绩短期承压，积极开拓其他干净空气市场

公司 2022 年业绩承压，2023 年以来收入与利润增速均出现修复，干净空气板块表现亮眼。公司近 10 年营收增速 CAGR 为 26.6%，2022 年业绩承压，实现营业收入 16.2 亿元，同比下滑 0.4%，归母净利润 1.5 亿元，同比下滑 39.8%；公司近两年营收增长放缓，其中 2021 年主要是受到 2020 年贡献主要营收增量的口罩及熔喷产品的收入规模大幅下滑的影响，2022 年营收较 2021 年基本持平。2023 年以来公司收入与利润情况出现修复，单 23Q2 实现营业收入 4.4 亿元，同比+5.3%，较 Q1 加快 2.8pct，实现归母净利润 0.5 亿元，同比-5.3%，较 Q1 同比降幅缩窄 38.6pct。分业务板块来看：

干净空气板块：2022 年实现营收 10.2 亿元，同比增长 13.4%，若剔除猪舍新风相关滤材及设备收入后同比增长 22.8%。其中，净化设备业务实现营收 4.3 亿元，同比+7.6%，主要受益于下游半导体、光电面板、新能源汽车等应用领域的拉动；公司在猪舍新风应用项目放缓的情况下，积极开拓其他干净空气市场作为补充，滤纸及其他业务实现营收 5.9 亿元，同比+18.1%，其中 PTFE 滤材的营收取得了 113.62% 的大幅增长。23H1 公司干净空气板块实现收入 5.35 亿元，同比+10.7%，预计主要受益于半导体洁净室领域需求逐步释放。

**高效节能板块:** 公司高效节能板块业务承压, 2022 年实现营业收入 5.7 亿元, 同比 -17.3%, 主要是由于转口贸易的保温节能产品的收入规模大幅下降, 2022 年转口贸易保温节能产品收入 1.18 亿, 同比减少 46.02%。23H1 公司高效节能板块实现收入 2.69 亿元, 同比 -5.0%, 继续受到保温板转口贸易量下降的影响, 但随着玻璃棉产能爬坡, Q2 玻璃棉产品收入环比 Q1 增长 11.9%。

图3: 公司营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

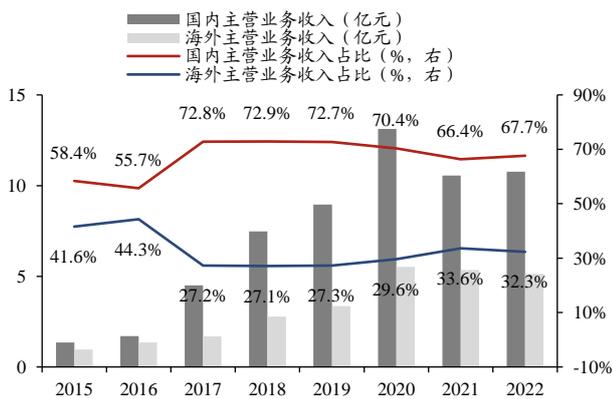
图4: 公司归母净利润及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**公司 2022 年海外收入占比为 32.3%。** 公司 2022 年国内实现主营业务收入 10.8 亿元, 同比+2.0%, 海外实现主营业务收入 5.1 亿元, 同比-4.0%。公司致力于打造干净空气领域的国际一流品牌, 在国内重庆、东莞、苏州、四川设立四大制造中心, 产品远销国内及海外数十个国家和地区, 2022 年国外营收同比下滑主要是受到转口贸易的保温节能产品同期大幅减少的影响, 若扣除转口贸易的保温产品, 公司国外营收将较去年同比+25.3%。

图5: 公司分地区营业收入及占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司全球业务布局情况



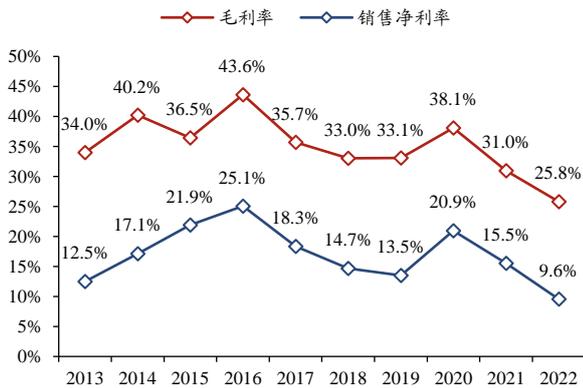
数据来源: 公司宣传材料, 东吴证券研究所

**干净空气业务占比提升的同时毛利率下降, 导致公司整体利润水平阶段性下滑。** 公司 2022 年综合毛利率为 25.8%, 同比下滑 5.2pct, 销售净利率为 9.6%, 同比下滑 5.9pct, 干净空气/高效节能板块分别实现毛利率 27.3%/23.0%, 同比分别 -8.7/-1.4pct。公司综合

毛利率降幅较大，一方面是受到净化设备业务毛利率下滑的影响（2022 年营收占比由 24.5%提升至 26.4%，而毛利率下降 10.9pct 至 17.2%），另一方面，微纤维玻璃棉与玻纤滤纸生产的原材料、能源价格提升也进一步对毛利率水平形成拖累；公司逆势加大市场开拓和产品研发投入，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.9/+0.6/+1.1/-0.7pct，同时确认了对子公司苏州悠远及深圳中纺的商誉减值 1752.14 万元。

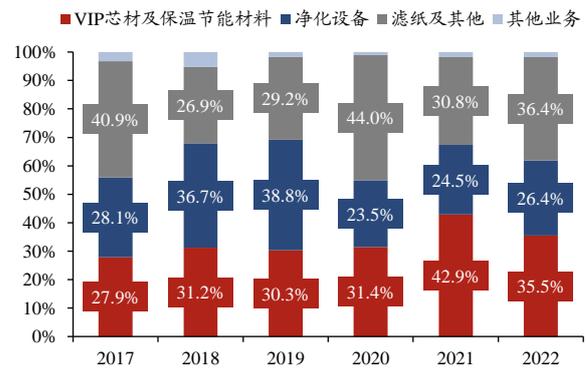
**2023 年以来公司毛利率、净利率实现回升，主要得益于单位固定成本的下降和费用率的压缩。**公司 23Q2 单季毛利率 25.2%，同比下降 1.1pct，主要是大宗原材料成本仍未回落至历史水平，加之新产线产能尚未完全释放导致单位固定成本上升，此外产品结构波动也带来一定影响，但 Q2 毛利率环比 Q1 继续回升 2.4pct，反映产能爬坡推动公司单位成本压缩；公司 23Q2 期间费用率为 13.4%，同比压缩 2.0pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比+0.0pct/-0.1pct/-2.6pct/+0.7pct，管理费用率下降主要得益于股权激励费用减少，研发费用率下降主要得益于部分研发费用进入开发阶段而减少。

图7：公司年度毛利率及销售净利率情况



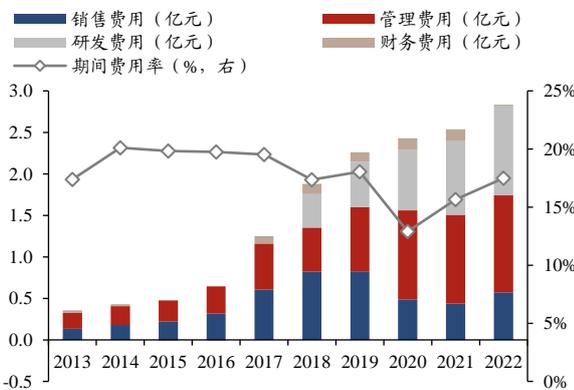
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：公司年度分产品营收占比情况



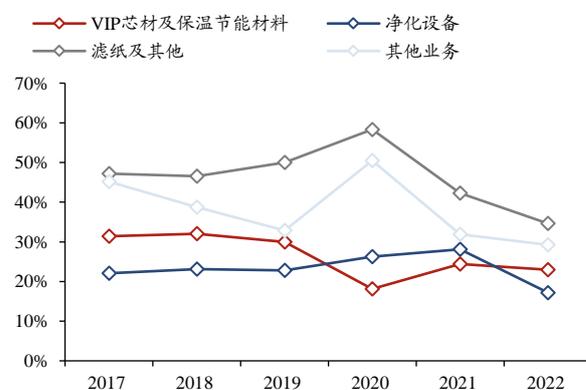
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：公司年度期间费用情况



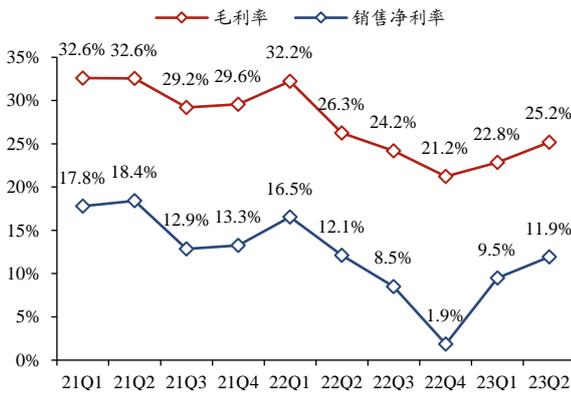
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：公司年度分产品毛利率情况



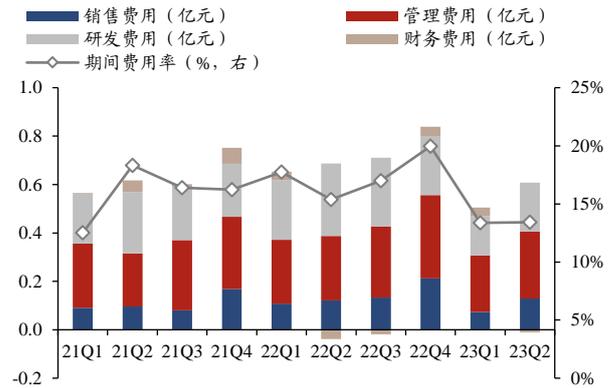
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11: 公司季度毛利率及销售净利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 公司季度期间费用情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 产业链一体化构筑成本优势, 多元材料布局满足终端定制需求

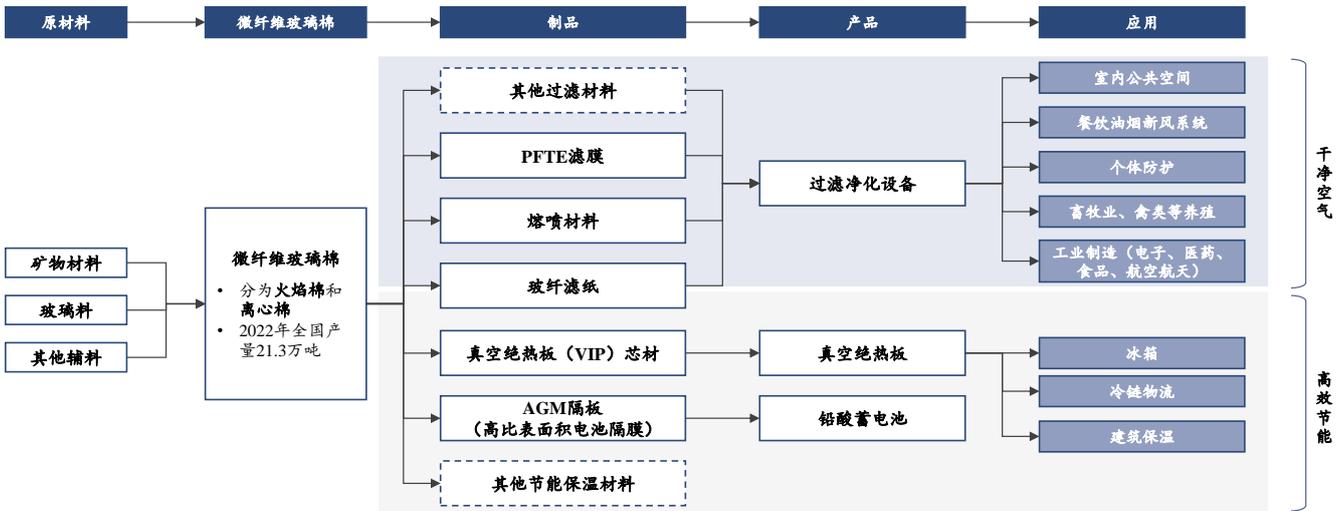
再升科技覆盖的微纤维玻璃棉产业链可大致分为上游(微纤维玻璃棉等原材料)、中游(滤纸等制品)和下游(过滤设备等)三个环节:

**(1) 微纤维玻璃棉:** 微纤维玻璃棉以石英砂等矿物质为主要原材料, 是高性能玻璃纤维过滤纸、真空绝热板芯材(VIP 芯材)、保温棉毡及 AGM 隔板等产品的核心原材料; 微纤维玻璃棉的生产具有一定的工艺和资金壁垒, 生产线单位投资约 0.8-1 亿元/万吨产能, 截至 2021 年末公司共有产能 6.1 万吨, 公司生产的微纤维玻璃棉部分供制品加工使用, 部分对外销售, 2021 年实现营收 2.3 亿元。

**(2) 中游制品及产品:** 公司业务涵盖的微纤维玻璃棉制品主要包括玻璃纤维滤纸、VIP 芯材、AGM 隔板等。玻璃纤维滤纸是采用湿法成网工艺制成的厚度约为 0.3mm 的过滤介质, 广泛用于先进制造、生物医药、畜牧养殖等对空气洁净度有较高要求的领域; VIP 芯材是采用湿法或干法工艺制成的 VIP 纳米保温绝热材料, 主要在冷藏(冰箱、冰柜)领域替代聚氨酯发泡塑料; AGM 隔板是密闭阀控式铅酸蓄电池的专用核心材料, 防止正负极短路, 服务于汽车启停、发动机启动、动力、通讯、不间断电源等领域。2021 年, 公司玻璃纤维滤纸/VIP 芯材/AGM 隔板分别实现营收 4.0/0.8/1.6 亿元。

**(3) 下游应用场景:** 微纤维玻璃棉终端应用场景涵盖了工业制造、室内公共空间、个体防护、动植物养殖等多个行业, 高效节能主要涵盖冰箱、冷链物流、建筑保温、新能源汽车等行业。近年来公司积极开拓畜牧业、住宅、餐饮油烟、新能源车辆等新凤领域, 在室内空间、移动空间及先进制造等应用场景进行布局, 下游应用不断延伸, 提供全方位净化空气解决方案, 例如子公司中, 悠远环境主要产品包括 FFU 净化单元以及配套高效过滤器产品, 再升净化主要从事无尘空调产品生产及销售, 重庆朗之瑞主要从事汽车座舱空气过滤器生产销售。

图13: 再升科技微纤维玻璃棉产业链图示

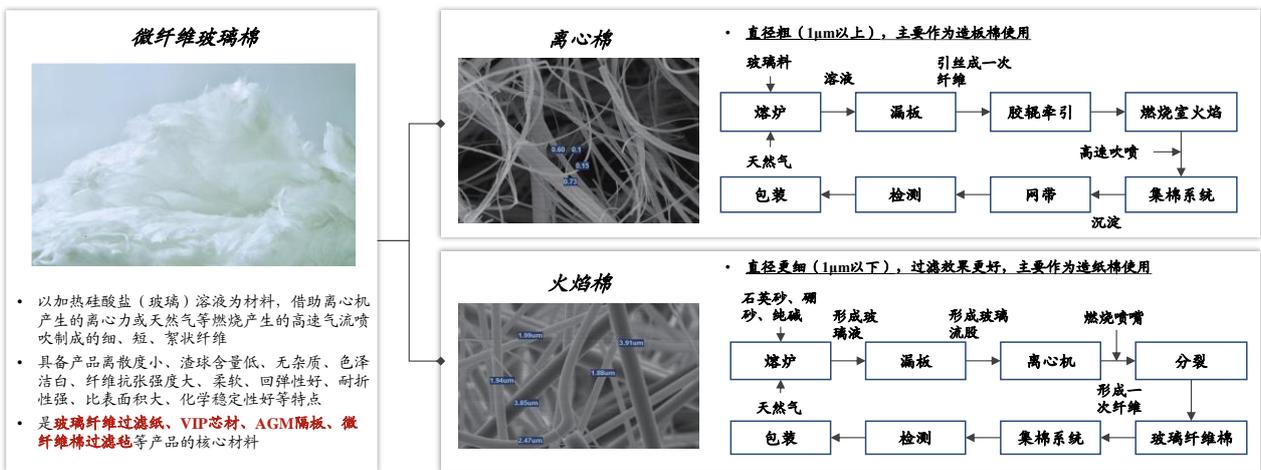


数据来源：公司公告，华经产业研究院，东吴证券研究所

### 2.1. 实现核心原材料大规模量产，具备能源采购成本优势

微纤维玻璃棉是公司产品体系的核心原材料。微纤维玻璃棉是以加热硅酸盐(玻璃)溶液为材料，借助离心机产生的离心力或天然气等燃烧产生的高速气流喷吹制成的细、短、絮状纤维，平均纤维直径不大于 3.5 微米。微纤维玻璃棉具有比表面积大、产品离散度小、渣球含量低、无杂质、微孔隙率高等优点，形成了很好的过滤、吸附、纳污性、保温、吸声性能。微纤维玻璃棉的主要生产工艺包括火焰法和离心法，两者区别在于火焰法是将通过漏板后形成的一次纤维在燃烧室火焰下高速吹喷制成玻璃棉，离心法是借助离心机的离心效果制成玻璃棉，总体来看，火焰棉的纤维直径更细，过滤效果更好，一般作为造纸棉使用，主要用于生产玻璃纤维滤纸，离心棉主要作为造板棉使用，用于生产 VIP 芯材等。

图14: 微纤维玻璃棉简介、分类、生产流程



数据来源：公司可转债募集说明书，东吴证券研究所

公司设立宣汉正原子公司实现微纤维玻璃棉大规模量产，产品品质达到国际标准。微纤维玻璃棉为生产玻璃纤维滤纸、VIP 芯材、AGM 隔板等制品的核心原材料，其品质好坏将直接影响制品的质量，例如比表面积会对制品的热学性质、吸附能力、化学稳定性等产生明显影响，非纤维化杂质会影响制品的过滤效率、抗拉强度、均匀度和导热系数等，国际知名厂家包括 Owens Corning、Johns Manville、Lauscha、Evanite 等，国内其他生产企业还包括世环新材、中材科技、瀚江新材等。

公司是国内唯一一家同时拥有火焰法和离心法微纤维玻璃棉生产技术的高新技术企业，新建产能投产可期。公司于 2010 年成立宣汉正原子公司，是国内最大的微纤维玻璃棉生产基地，截至 2022 年末已建成 16 条微纤维玻璃棉生产线，2022 年实现营业收入 5.2 亿元；公司的微纤维玻璃棉产品 2017 年通过德国 Fraunhofer 研究所的认证，成为国内第一家通过该项测试的企业，获得国际市场敲门砖，2021 年公司实现玻璃棉产量 5.9 万吨，其中 2.1 万吨为自产自用，3.9 万吨为对外销售，自用棉/外销棉吨均价分别为 14870/5968 元，产生价差是由于外销部分主要是用于高效节能部分的造板棉，对于用于生产滤纸等产品的技术工艺要求较高的玻璃棉，公司均由内部生产提供，保障原材料的高质量供应。2021 年末公司微纤维玻璃棉产能为 6.1 万吨，截至 2022 年底公司“年产 5 万吨高性能超细玻璃纤维棉建设项目”部分产能已投产，该项目全部投产后预计公司微玻璃纤维棉年产能将达 12 万吨。

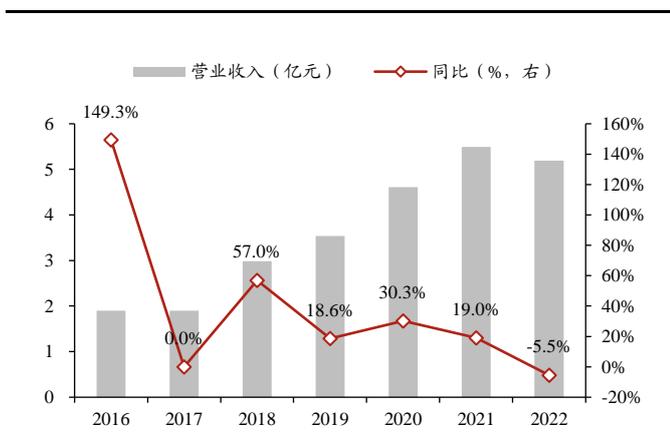
表1: 公司微纤维玻璃棉产能及产量情况

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
产能 (吨)	10,935	14,165	29,700	-	51,200	65,400	60,800
产量 (吨)	10,595	13,772	28,568	-	45,716	54,474	59,092
产能利用率	96.9%	97.2%	96.2%	-	89.3%	83.3%	97.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

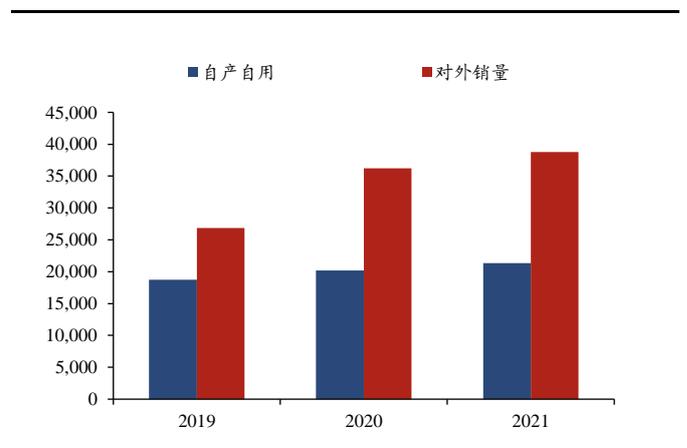
备注：2018、2022 年公司微纤维玻璃棉产能及产量情况未披露

图15: 宣汉正原营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图16: 公司自用与外销玻璃棉数量 (吨)

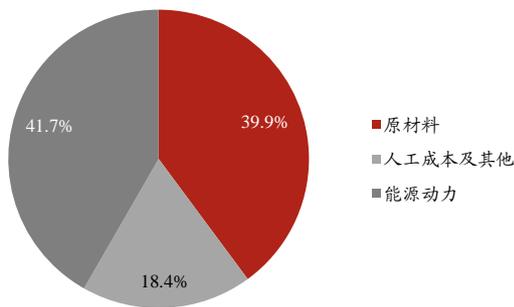


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

宣汉正原生产基地毗邻中石化普光气田，为其采购天然气奠定得天独厚成本优势。

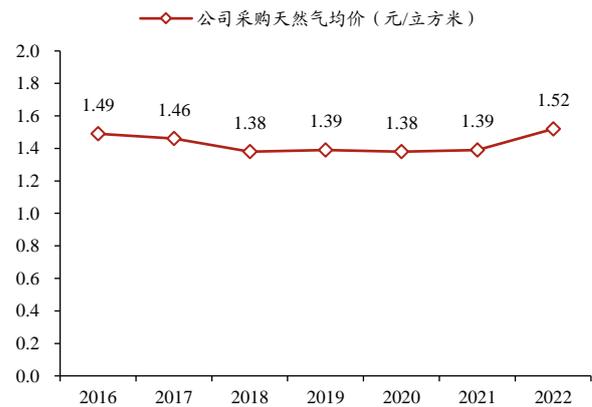
2015-2017 年公司微纤维玻璃棉成本中能源动力部分占比分别为 48.6%/48.9%/41.7%，在生产微纤维玻璃棉时，由于火焰法主要以天然气作为生产能源，天然气费用一般占微纤维玻璃棉总成本的 40-50%，离心法的窑炉环节也需要使用天然气作为能源，因此天然气价格将显著影响公司生产成本。宣汉正原所在地宣汉是川气东送首站，公司厂址毗邻的普光气田是全国最大的海相整装气田，拥有 150 亿方的天然气年产能，2016-2022 年公司采购天然气均价均位于 1.5 元/立方米附近，包含的管输费极低，显著低于 3-3.5 元/立方米的全国天然气均价中枢，区位优势突出。

图17: 2017 年公司微纤维玻璃棉成本结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18: 公司采购天然气均价



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2.2. 玻纤滤纸为核心产品，多元材料布局满足终端定制需求

### 2.2.1. 核心产品玻纤滤纸为高端过滤器常用滤材，将受益于半导体洁净室市场扩容

玻璃纤维滤纸是公司干净空气板块的主要产品，是高效过滤器中最常用的滤材之一。玻璃纤维滤纸是以微纤维玻璃棉作为主要原材料，采用湿法成网工艺制成的厚度约为 0.3mm 的过滤介质，具有容尘量高、过滤效率高、纤维分布均匀等特点，是理想的干净空气过滤材料，也是干净空气设备的核心部件。公司玻纤滤纸产销率基本稳定在 95%-100% 区间，2021 年实现营收 4.0 亿元。

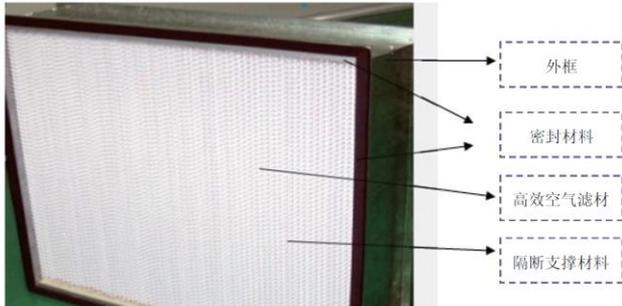
玻纤滤纸按过滤效率可分为中效（ASHARE）、高效（HEPA）和超高效（ULPA）三大系列，当前玻纤滤纸主要可应用于三大类场景：

(1) 工业制造的生产环境，在半导体元器件、多晶硅、精密仪器仪表、制药工程、医药卫生、医疗器械、药品、食品等需在洁净的环境中进行生产或操作的领域，洁净室是重要的基础设施，而玻纤滤纸是洁净室中的重要耗材；

(2) 民用新风系统，应用于办公室、酒店、商场、展览馆、学校、医院等公共场所以及汽车、货车、飞机、飞行器等客舱内的新风系统，用于创造洁净的生活和生存环境，近年来畜牧业和高效农业等领域对玻纤滤纸的需求也持续提升；

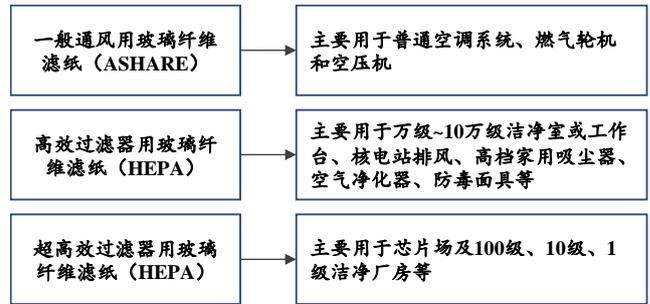
(3) 发动机等运行环境，装载机、挖掘机、战车、战舰、铁路机车、飞机、运载火箭和高档汽车等的发动机一般使用包括玻璃纤维复合滤纸在内的多层过滤系统，从而防止硬质颗粒对缸体的磨损，保证内燃机流量和吸入真空度，从而实现高效运作。

图19: 玻璃纤维滤纸是空气过滤器的核心部件



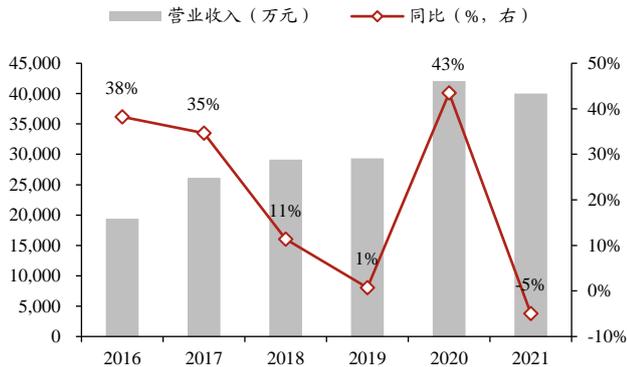
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 玻璃纤维滤纸下游应用领域



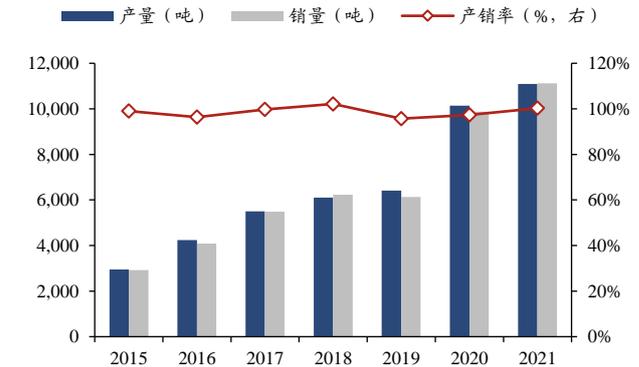
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 公司玻璃纤维滤纸营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 公司玻璃纤维滤纸产销情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

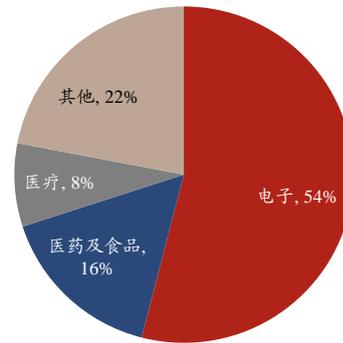
**下游高端制造业蓬勃发展, 带动洁净室行业快速扩容。**随着制造强国战略的持续推进, 国内半导体及泛半导体、新型显示、生物医药等国家战略新兴产业快速发展; 洁净室是高科技产业发展必要的前序投入, 高科技产业投资的快速增长驱动了洁净室行业市场的快速扩容。根据圣晖集成招股说明书, 2021 年我国洁净室市场规模达到 2146 亿元, 在 2015-2021 年均保持 10% 以上的增速。洁净室下游行业包括集成电路、新型显示、生命科学、食品药品大健康等高科技行业, 电子信息产业 (IC 半导体、光电面板等) 占比超五成, 下游产业的快速发展将为我国洁净室需求创造增长点。

图23: 我国洁净室行业市场规模及同比增速



数据来源: 圣晖集成招股说明书, 东吴证券研究所

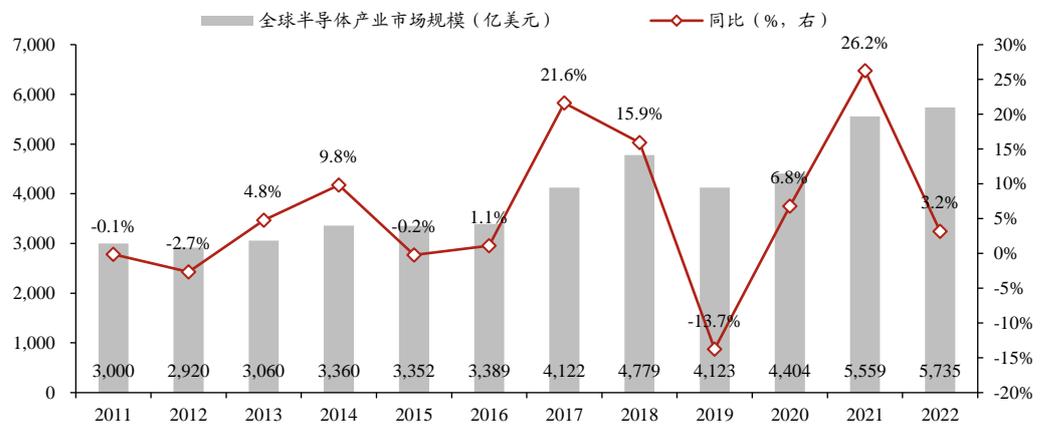
图24: 洁净室下游行业占比 (截至 2019 年)



数据来源: 圣晖集成招股说明书, 东吴证券研究所

全球半导体产业市场规模保持增长, 为洁净室行业发展提供良好契机。半导体产业一直为全球主要经济体激烈竞争的目标, 一方面是由于半导体国产化、自主可控对于维护国家信息安全、占据信息市场主导权等具有重要战略意义, 另一方面也是由于 5G、AI、云计算以及汽车电子等新兴领域的崛起带来对于先进工艺半导体产业的市场需求的日益增长; 根据 WSTS, 2022 年全球半导体产业市场规模达到 5735 亿美元, 过去 10 年的复合增长率达到 6.98%。

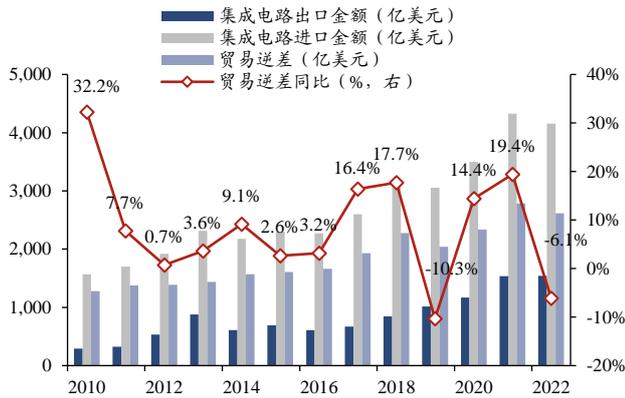
图25: 全球半导体产业市场规模及同比增速情况



数据来源: WSTS, 东吴证券研究所

集成电路为我国最大贸易逆差商品, 自给率仍待进一步提升。根据海关总署数据, 近年来我国集成电路进口金额快速增长, 已超过原油, 汽车整车、零部件等商品, 成为我国进口金额最大的商品品类; 随着进口金额增长, 集成电路贸易逆差也逐年扩大, 2010-2022 年由 1277 亿美元增至 2617 亿美元; 根据 IC insights, 2021 年我国集成电路自给率为 16.7%, 距离 2020 年“十四五”规划提出的 2025 年国产芯片自给率达到 70% 的目标仍有很大差距, 进口替代空间充足。

图26: 我国集成电路进出口情况



数据来源: IC insights, 东吴证券研究所

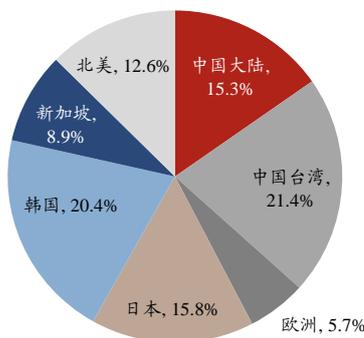
图27: 我国集成电路自给率情况



数据来源: IC insights, 东吴证券研究所

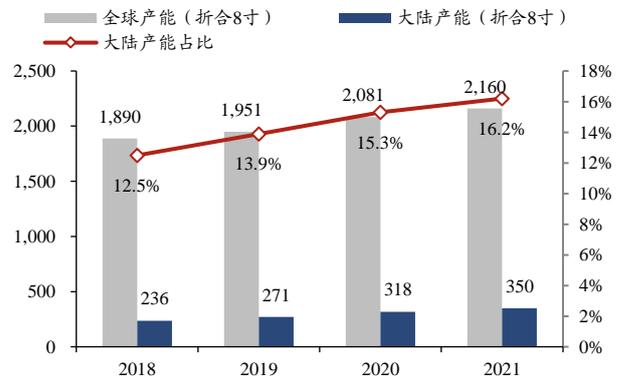
中国大陆晶圆产能占全球比例逐年提升, 国内晶圆厂资本开支继续保持高强力度。根据 SEMI 统计, 2018-2021 年中国大陆折合 8 寸晶圆产能在全球产能中占比由 12.5% 提升至 16.2%, 2017-2020 年间全球投产的 62 座半导体晶圆厂中 26 座设于中国, 占全球总数的 42%, 2018-2020 年中国大陆 12 寸、8 寸晶圆厂年均投资达 2362 亿元, 其中内资 1768 亿元; 国家战略、下游需求、产业迁移、半导体行业逆周期扩产等多重因素导致国内大力发展集成电路产业成为大势所趋, 根据 SEMI《300mm Fab Outlook to 2024》预测, 到 2024 年中国大陆将增加 12 英寸晶圆厂 8 座, 根据 ittbank 等平台披露的国内主要厂商 12 英寸晶圆产能扩产计划, 中国大陆晶圆厂未来新增产能有望达到 190 万片/月; 国内核心晶圆厂 (中芯国际、华虹半导体等) 近期发布的 23Q1 季报中也基本维持了此前对于 2023 全年资本支出的判断, 半导体行业的持续加大投入将为洁净室行业带来广阔的市场空间。

图28: 全球晶圆产能分布 (折合 8 寸, 截至 2020 年底)



数据来源: IC insights, 东吴证券研究所

图29: 全球与大陆晶圆产能 (折合 8 寸, 万片/月)



数据来源: SEMI, 东吴证券研究所

表2: 国内主要厂商 12 英寸晶圆产能扩产计划

序号	厂商	工厂代码	地点	当前产能(万片/月)	规划产能(万片/月)	序号	厂商	工厂代码	地点	当前产能(万片/月)	规划产能(万片/月)
1	中芯国际	SN1	上海	1.5	3.5	20	武汉新芯	Fab2	武汉	2.5	11.5
2	中芯国际	SN2	上海	0	3.5	21	合肥长鑫	Fab1	合肥	7	12.5
3	中芯国际	--	上海	0	10	22	合肥长鑫	Fab2	合肥	0	12.5
4	中芯国际	B1(Fab4、6)	北京	5.2	6	23	合肥长鑫	Fab3	合肥	0	12.5
5	中芯国际	B2	北京	6.2	10	24	晶合集成	N1	合肥	4	4
6	中芯国际	B3P1	北京	0	5	25	晶合集成	N2	合肥	0	4
7	中芯国际	B3P2	北京	0	5	26	晶合集成	N3	合肥	0	4
8	中芯国际	B3P3	北京	0	5	27	晶合集成	N4	合肥	0	4
9	中芯国际	B3P4	北京	0	5	28	广州粤芯	--	广州	2	4
10	中芯国际	Fab16A/B	深圳	0	4	29	芯恩	--	青岛	0.3	4
11	中芯国际	--	天津	0	10	30	华润微电子	--	重庆	--	--
12	上海华力	F5	上海	3.5	3.5	31	士兰集科	Fab1	厦门	4	8
13	上海华力	F6	上海	3	4	32	士兰集科	Fab2	厦门	--	8
14	华虹无锡	Fab7	无锡	2.5	8	33	联电-厦门联芯	Fab12x	厦门	2	5
15	上海华力	Fab8	上海	0	4	34	矽力杰	--	青岛	0	4
16	上海华力	Fab9	无锡	0	8	35	万国半导体	CQ	重庆	3	7
17	长江存储	Fab1	武汉	10	10	36	时代芯存	--	淮安	--	0.83
18	长江存储	Fab2	武汉	0	20	37	福建晋华	F1-F2	泉州	--	6
19	长江存储	Fab3	武汉	0	10						
未来新增 12 寸晶圆产能 (万片/月)											190

数据来源: ittbank, 东吴证券研究所

外资企业仍占据市场主导地位, 公司生产工艺不断实现突破, 份额提升空间充足。玻纤滤纸行业具备一定的准入门槛, 行业玩家较少, 国外生产企业主要包括 H&V、Lydall、Ahlstrom、Dumas (2012 年被 Hokuetsu 收购), 国内生产企业包括再升科技、中材科技 (南京双威事业部) 等。总体来看, 国际知名企业成立时间早, 在技术、产品设计等方面优势明显, 且近年来随着我国对玻纤滤纸需求量的增多, 国际企业纷纷通过在国内设立独资或合资子公司的方式进入国内市场; 但再升科技近年来生产技术不断突破, 目前生产的玻璃纤维滤纸对 0.1-0.3 $\mu\text{m}$  粒子的过滤效率最高可达到 99.9999% 及以上, 部分产品质量已经可以和国际巨头媲美, 随着下游需求的快速增长, 未来有望获取更大的全球市场份额。

表3: 海外主要玻璃纤维滤纸生产企业基本情况

主要企业	简介	主营业务
H&V	全称 Hollings Worth & Vose Company, 是一家总部位于美国的私有制公司, 成立于 1843 年, 是工程纸和非织造布的全球领导者, 业务遍及全球。H&V 是全球最大玻璃纤维滤纸生产企业, 也是第一大空气过滤器生产厂商 Camfile 的合同供应商。H&V 的专业知识和工艺能力包括湿法、干法、熔喷和复合技术。2004 年, H&V 公司在中国苏州设立贺氏 (苏州) 特殊材料有限公司作为生产研发基地。	公司主要生产空气和液体过滤材料、汽车与工业过滤材料、电池隔板材料、衬垫和密封材料。

Lydall	<p>Lydall 总部位于美国康涅狄格州，成立于 1967 年，于 1987 年在纽约证券交易所上市，主要生产绝热隔离材料、过滤材料和生化医学分离材料。Lydall 是全球第二大玻璃纤维滤纸生产企业，也是知名的空气过滤器生产厂商爱美克空气过滤器有限公司（AAF）的合同供应商。</p>	<p>公司主要产品包括由玻璃纤维、聚丙烯纤维、聚酯纤维制成的过滤介质，主要作为空气过滤介质、液体过滤介质、绝缘介质以及电池隔膜介质。2020 年公司营收 7.6 亿美元，因为滤纸业务中既包含玻纤滤纸，也包含合成滤纸，因此难以拆分，但从官网产品介绍看，玻纤滤纸占大部分。</p>
Ahlstrom	<p>Ahlstrom 公司的总部位于芬兰，在由 Ahlstrom（1851 年在芬兰成立）和 Munksjö（1862 在瑞典成立）于 2017 年合并而成。公司是特种纸制造商，纤维基材料的全球领导者。主要生产过滤用品、墙面材料、擦布、地板材料、标签及食品包装等。公司是全球最大的汽车引擎滤清器生产企业，产量占全球市场份额的 50%。1999 年，该公司在中国上海成立了区域性公司——奥斯顿纸业上海有限公司。</p>	<p>2020 年实现营收 26.8 亿欧元。其中过滤业务实现营收 6.4 亿欧元，占比 23.7%，产品主要用于机油，燃料和空气的过滤，以及工业过滤。</p>
Hokuetsu	<p>Hokuetsu 公司成立于 1907 年，日本造纸行业龙头，造纸业务在日本市占率 65%。主要产品包括纸和纸浆、纸容器印刷纸等。2012 年 9 月，Hokuetsu 收购了 Dumas 公司 100% 的股份，正式进入玻璃纤维板的制造和销售。</p>	<p>2022 年营收 2616 亿日元。公司共五项核心业务：造纸业务、白板纸业务、特种纸业务、纸加工业务、纸浆业务，其中特种纸业务营收占比约为 10-20%，包含玻纤滤纸、高级打印纸、通讯纸和硬化纤维板等。</p>

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**我们预测未来两年大陆洁净室行业规模增长将为玻纤滤纸带来 37 亿元的市场空间，支撑滤纸市场规模提升。**

（1）根据 Omdia 数据及预测，2022-2024 年中国大陆集成电路资本开支为 269/204/252 亿美元；

（2）根据屹唐股份招股说明书，洁净室工程资本开支在集成电路制造资本开支中占比为 10-20%，取中位数 15%；我们假设集成电路资本开支转化为洁净室等厂务招标需要半年时间，洁净室资本支出将在当年和次年各释放一半，经汇率换算后，我们预测 2023-2024 年中国大陆集成电路行业洁净室工程市场规模总量将达到 481 亿元；

（3）大陆洁净室市场中集成电路行业占比约为 13%，假设这一占比保持稳定水平，预计 2023-2024 年大陆洁净室市场整体规模将达到 3700 亿元；假设净化设备投资占洁净室工程投资总额的 5%，滤纸占净化设备投资总额的 20%，对应 2023-2024 年玻纤滤纸市场空间总量为 37 亿元；

（4）滤纸具有耗材属性，高效及超高效滤纸的更换周期在 2 年左右，且随着先进制造业高速发展，当原有中低效过滤介质不能满足精细化生产的需求时，需使用更高效率的干净空气过滤材料进行替换，若考虑替换需求，玻纤滤纸市场空间将进一步提升。

公司发行可转债的部分募投资金用于干净空气过滤材料建设项目和智慧升级改造项目，进一步加强滤材领域竞争优势。近年来公司玻纤滤纸产能快速增长，2019-2021 年滤纸年产能由 6600 吨增至 12000 吨，公司 2022 年可转债已发行完毕，其中部分资金拟用于年产 8000 吨干净空气过滤材料建设项目（1.6 亿元）和干净空气过滤材料智慧升级改造项目（4930 万元），建设期分别为 2 年和 18 个月，预计项目完全投产后预计将为公

司带来 4.5 亿元/年的营收和 7359 万元/年的利润总额增量。其中，年产 8000 吨干净空气过滤材料项目预计建设期完成后第 1-3 年的投产量将分别达到设计能力的 60%/80%/100%；智慧升级项目拟对现有生产线进行技改，提高生产效率；预计项目全部投产后公司滤纸年产能将达到 22000 吨。

表4: 公司 2022 年发行可转债募投项目中玻纤滤纸相关项目

项目名称	拟投资总额 (万元)	拟投入募集 资金金额 (万元)	建设期	经济效益评价			
				营业收入 (万元/年)	利润总额 (万元/年)	内部收益率	项目投资回 收期(年)
年产 8000 吨干净空气过滤材料建设项目	17,500	15,500	2 年	36000	5940.44	23.84%	6.02
干净空气过滤材料智慧升级改造项目	4,937	4,930	18 个月	9,000	1418.24	31.85%	4.84

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.2.2. 公司全面布局三大主流滤材，满足不同过滤效率需求

公司形成玻纤滤纸、高效 PTFE 膜、低阻熔喷滤料三大滤材全面布局，材料协同可满足不同过滤效率的需求。(1)高效 PTFE 膜：是以特殊工艺生产制备的含有大量微孔、孔隙率极高的薄膜，具有化学性质更稳定、纤维分布更均匀、过滤性能更高、阻力更低等优点，在面板、半导体、医药、民用家电等行业的应用日益广泛；公司全资子公司重庆纸研院于 2017 年出资设立重庆宝曼新材料有限公司，成功实现 PTFE 覆膜滤材的研发和生产，其自主研发的 PTFE 过滤膜系列也可实现 HEPA、ULPA 各等级的过滤效率；(2)低阻熔喷滤料：以聚丙烯为主要原料，纤维直径可以达到 1-5μm，具有独特的毛细结构，兼具优良过滤性能和物理强度；公司于 2017 年入股深圳中纺，并于 2019 年股权补偿完成后成为控股股东，其生产的低阻熔喷滤料过滤效率达到 HEPA 级别，可应用于空气净化器、新风系统、个体防护等领域。公司多年深耕干净空气材料的技术，为国内首家、全球少数同时布局三大滤材的企业，实现产品互相协同，涵盖初、中、高效过滤等级，可为终端客户提供多材料、定制化的干净空气解决方案，提升公司市场竞争力。

表5: 公司低阻熔喷滤料、高效 PTFE 膜简介

产品名称	工艺优势	应用领域
低阻熔喷滤料	以聚丙烯为原材料，纤维直径可达 1-5μm，具有独特的毛细结构，采用静电驻极，过滤效率可以达到 HEPA 级，兼具优良过滤性能和物理强度	应用于空气净化器、新风系统、个体防护等领域
高效 PTFE 膜	纳米级细度 PTFE 纤维构成，孔隙率极高，超低阻力与超高效率有效结合，防水透气、寿命长、化学性质稳定	应用于有高过滤效率、低系统阻力要求的领域，如电子、半导体等，也应用于有防水、耐冲击要求，如吸尘器等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 与曼胡默尔强强联合，加速滤材跨行业布局 and 全球化拓展

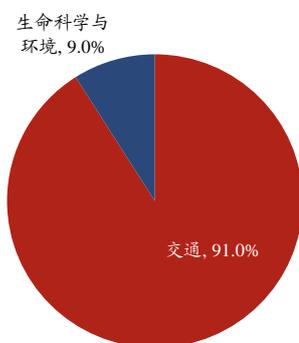
公司公告向曼胡默尔转让悠远环境 70% 股权，并授予曼胡默尔剩余 30% 股权的购买期权。7 月 25 日公司发布公告，拟将其持有的全资子公司苏州悠远环境科技有限公司 70% 的股权转让给曼胡默尔新加坡控股，预估价格为人民币 3.17 亿元；此外，公司同意授予曼胡默尔新加坡控股一项购买期权，在购买期权期间(自 2026 年 1 月 1 日起至 2029

年1月2日，或《购买期权协议》终止日中的较早日)，曼胡默尔新加坡控股有权自行或指定一家实体购买公司持有的悠远环境剩余30%股权。

**与曼胡默尔强强联合，有望加快公司过滤业务跨行业延伸和全球化布局。**曼胡默尔集团是全球领先的过滤技术解决方案提供商，全球车用滤清器领域的龙头企业，拥有交通和生命科学与环境两个事业部，主要产品包括用于内燃机和工业应用的燃料、机油和空气过滤器，用于电动和氢动力汽车的过滤解决方案，模拟技术和过滤介质，用于市政和工业水及废水处理的膜技术，以及用于食品生产或生物技术等敏感工艺应用的膜技术等，产品集中在再升过滤材料产品下游的设备环节，其滤清解决方案完全覆盖乘用车、商用车、工程车等市场；曼胡默尔2022年总营收达到48亿欧元，主要集中在欧美市场，截至2022年末已布局全球80余个地区，共计拥有22000多名员工。

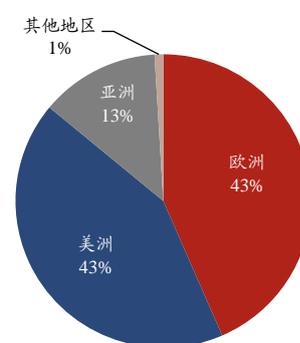
**通过此次交易，双方有望达成多方面战略合作关系。**中期来看，公司以向曼胡默尔集团批量提供高品质过滤材料服务为起点，有利于拓展公司在新能源汽车领域的布局；同时双方将致力拓展悠远环境的应用领域，进一步扩大悠远环境的规模和提升技术实力。长期来看，公司在曼胡默尔集团深耕的汽车过滤市场的产品体系和收入体量仍较小，双方有望在全球范围内实现相关过滤材料及设备的共同开发、测试及业务拓展，加快公司干净空气业务跨行业延伸和全球化拓展，打开中长期成长空间。

图30：曼胡默尔分业务营收占比情况（2022年）



数据来源：曼胡默尔年报，东吴证券研究所

图31：曼胡默尔分地区营收占比情况（2022年）



数据来源：曼胡默尔年报，东吴证券研究所

### 3. 高效节能前景广阔，立足VIP芯材+AGM隔板稳步扩张

在高效节能领域，公司基于微纤维玻璃棉的超细性、绝缘性、均匀性、耐腐蚀性等特点，推出真空绝热板（VIP）芯材、高比表面积电池隔膜（AGM隔板）等主要产品，有助于减少能源消耗，提高能源利用效率，减少碳排放等。

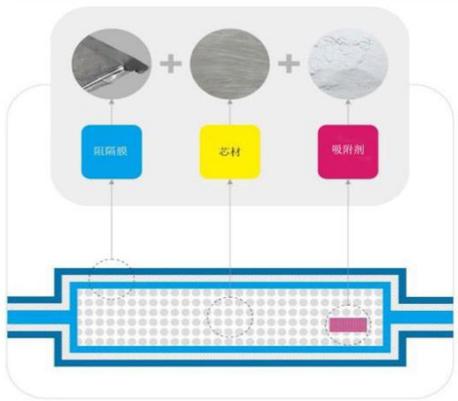
#### 3.1. VIP芯材：长期渗透率提升空间可观，中期有望受益于欧洲能效标准提升

真空绝热板（VIP）是一种利用真空绝热原理生产的新型高效节能环保绝热材料，

因其导热系数只有传统绝热材料的 1/6 甚至更低，且具有厚度薄、体积小、重量轻等优点，应用快速拓展。但由于发展时间较短，当下尚处于市场发展初期阶段，真空绝热板目前主要应用于家用电器（冰箱、冷柜等）、冷链物流（医用及食品保温箱、自动贩卖机等）领域以及建筑保温领域。

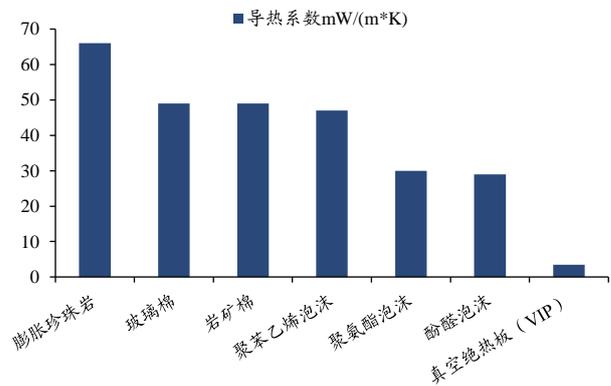
真空绝热板的结构主要由三部分组成：芯部的隔热材料(Insulating material)、气体吸附材料(Getter)和封闭的隔气薄膜(Barrier)。真空绝热板通过最大限度提高内部真空度来隔绝热传导，达到保温、节能的目的。与传统聚氨酯等保温材料相比，真空绝热板具有环境友好、高效节能、节约空间等优势；真空绝热板的生产和应用过程中不会产生 ODS 物质及 HCFs 类超级温室气体，且真空绝热板芯材可回收利用，是一种兼具性能稳定、环境友好型材料；并且，与传统绝热材料相比，真空绝热板（VIP）导热系数只有传统绝热材料的 1/6 甚至更低，且在达到同等保温效果的情况下使用厚度仅为传统材料的十分之一，可节省大量空间。

图32: 真空绝热板（VIP 板）示意图



数据来源：赛特新材招股说明书，东吴证券研究所

图33: 真空绝热板与其他绝热材料相比性能更加优越



数据来源：赛特新材招股说明书，东吴证券研究所

表6: 真空绝热板与传统聚氨酯保温材料相比具有环境友好、高效节能、节约空间等特点

项目	优点	缺点
真空绝热板	1、绝热性能更好，导热系数一般低于 3.5 mW/(m·K)，远低于聚氨酯泡沫 20-30 mW/(m·K)水平，更加节能 2、环保，制造过程不会产生 ODS 类破坏臭氧类气体或超级温室气体，对环境无害	1、成本相对较高，应用领域还在拓展 2、产品不可分割，规格较多，需定制化生产
传统聚氨酯保温材料	1、制造简单，使用方便 2、成本相对较低	1、绝热性能较差，导热系数在 20-30 mW/(m·K)之间 2、发泡过程中使用的发泡剂会产生 ODS 类破坏臭氧类气体或超级温室气体破坏环境

数据来源：赛特新材公司公告，东吴证券研究所

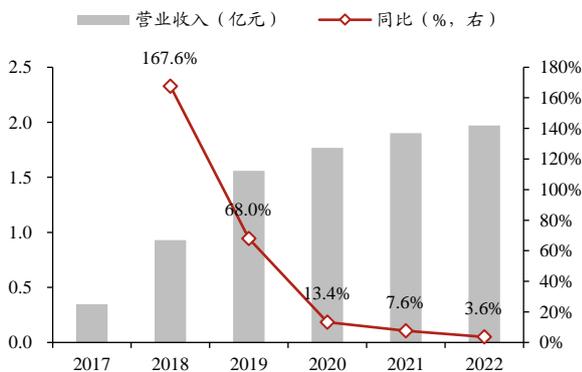
**公司生产的 VIP 芯材是真空绝热板的核心部件之一。**VIP 芯材是以微纤维玻璃棉作为主要原材料，采用湿法成网工艺制成的厚度为 1-10mm 的微纤维玻璃棉板，是真空绝热板的核心部件之一，用于限制残余在真空绝热板中的气体分子的运动空间，从而阻止气体对流并传导热量。

行业内具有一定规模的专业真空绝热板芯材生产企业有限，集中度较低，主要分为**四类企业**：(1)国外大型家电企业，如东芝、松下、日立、LG等，其生产的真空绝热板和芯材主要满足自身要求，同时也向其它真空绝热板和芯材生产企业采购真空绝热板和芯材，但由于业务种类繁多，真空绝热板及芯材仅为其整体业务中的一小部分；(2)既生产真空绝热板又生产芯材的企业，如赛特新材等；(3)专业生产真空绝热板的企业，包括美国的ACU TEMP、德国的Va-Q-Tek和国内的滁州银兴电气、广州兴田等；(4)专业生产真空绝热板芯材的企业，如再升科技、浙江兰良实业等。

VIP芯材分为干法工艺和湿法工艺两种，湿法成型即采用传统微玻璃纤维纸生产技术，将微玻璃纤维棉打浆后炒制烘干成型，干法成型则由微纤维玻璃棉直接加压而成，且生产过程中不添加化学助剂；与传统湿法工艺相比，干法芯材生产难度更大，但绝热效果更优，可节约成本40%，具有制备成本低、导热系数更低的优点；公司2017年建成全球唯一一条横幅宽度达2.4m的超细玻璃微纤维滤纸自动生产线，逐步从传统的湿法芯材向干法芯材转型，性能和生产效率优于湿法生产企业的同时实现成本的大幅优化。

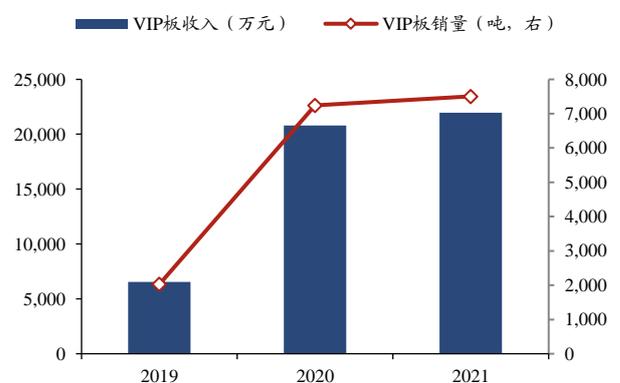
**销售渠道方面，公司通过设立合资公司绑定大客户，并通过转口贸易形式供应海外VIP板需求。**公司2015年9月与松下电器共同出资成立松下新材料，主要从事VIP板的生产与销售。公司为松下新材料提供微纤维玻璃棉和VIP芯材，由松下新材料生产VIP板供松下电器生产家电使用，松下新材料的成立为公司与松下电器的持续合作奠定基础，锁定下游大客户，也为公司进入全球家电市场提供契机，2017-2022年营业收入由3471万元增至2.0亿元；此外，由于公司尚不具备VIP板的产线，但全资子公司再盛德掌握较多的VIP板境外销售渠道，因此公司自2019年以来开始开展VIP板的转口贸易业务，具体操作方式为将VIP芯材出售给具备VIP板加工能力的合作方，根据客户需求提出定制要求，此后回购加工成型的VIP板并向境外客户销售。公司2021年分别实现VIP板销量及收入7505吨/2.2亿元。

图34：松下新材料营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35：公司VIP板收入及销量情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**冰箱冷柜领域作为真空绝热板市场最先发展的领域，也是目前真空绝热板的最重要应用领域，有突出的成长潜力。**相较于使用聚氨酯材料作为绝热材料的原始冰箱，加入

真空绝热板后冰箱耗电量明显变小，并且随着真空绝热板厚度增加耗电量逐渐变小，节能效果越加明显；长期来看，冰箱作为家用电器中最主要的耗能产品，随着各国对节能环保的日益重视，成为重点监管对象，各国的能效标准不断修订趋严，冰箱整体能效提升的趋势必然会导向真空绝热板的更多应用。

**欧洲于 2021 年 3 月开始实施新的制冷电器能效政策，有望激发欧洲市场真空绝热板需求的新一轮增长。**2019 年欧盟委员会授权发布《根据欧洲议会和理事会指令 2009/125/EC 制定制冷器具生态设计要求及撤销欧盟委员会法规(EC)NO643/2009》、《补充欧洲议会和理事会关于制冷器具能源标签的法规(EU)2017/1369 及撤销欧盟委员会授权法规(EU)NO1060/2010》。该法规一方面实施制冷器具新的能效标识，取消原来 A+/A++/A+++的分类标准，采用更高能效要求的、按 A 到 G 的能效等级分类方式（原 Class A++对应最新的等级 E），于 2021 年 3 月开始实施，原有 A+++级的冰箱大部分却只能达到新能效 D 级，仅有非常少部分的产品能够达到 C 级以上；另一方面大幅提升能效准入门槛，生效初期（2021 年 3 月 1 日后）非葡萄酒柜产品能效限定值在 F 级水平，法规生效 3 年后（2024 年 3 月 1 日后）非葡萄酒柜产品能效限定值为 E 级水平。

**表7: 欧盟、美国、日本等其他地区持续出台冰箱能效标准提升的政策**

国家	能效标准或措施	颁布时间	实施时间	能效要求
欧洲	根据欧洲议会和理事会指令 2009/125/EC 制定制冷器具生态设计要求及撤销欧盟委员会法规 (EC)NO643/2009; 补充欧洲议会和理事会关于制冷器具能源标签的法规 (EU)2017/1369 及撤销欧盟委员会授权法规(EU)NO1060/2010	2019 年	2021 年 3 月	该法规（草案）撤销法规（EC）No 643/2009 关于家用制冷电器生态设计要求，能效准入门槛提高到 EEI 为 38，能效要求提高 9.5%，以去除市场上性能最差的制冷电器，推动市场转向更加环境友好的产品；撤销欧盟委员会授权法规(EU) No 1060/2010，取消原来 A+/A++/A+++的分类标准，采用更高能效要求的、按 A 到 G 的能效等级分类方式（原 Class A++对应最新的等级 E）。
中国	GB12021.2-2015《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》	2015 年 9 月（修订日）	2016 年 10 月	将能效等级按照“1、2、3、4、5”由高到低划分，1 级产品最节能。与旧标准相比，能效 1 级产品的耗电量约比原能效 1 级产品耗电量下降 40%；新标准扩大了适用范围，涵盖了冷藏箱、冷藏冷冻箱、冷冻箱等传统产品以及酒柜、卧式冷藏冷冻柜等创新产品。新标准耗电量测试方法逐渐跟欧盟标准接轨
	《关于开展 2021 年强制性国家标准复审工作的通知》	2021 年 9 月	2021 年 9 月	拟对实施满 5 年的《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》等行业标准从标准的适用性、规范性、时效性以及协调性等方面开展复审工作，2016 年发布的《家用电冰箱耗电量限定值及能源效率等级》，对 1 级能效冰箱产品耗电量有下降约 40%的强制要求
美国	商用冰箱及冷柜能源之星标准（2021 年修订版）	2021 年 8 月修订	2021 年 8 月	冰箱和冷柜：测得的能源使用量比最低联邦能效标准少 10%；内置紧凑型冷却器：测得的能耗比最低联邦能效标准少 30%；独立式紧凑型冷却器：测得的能耗比最低联邦能效标准少 20%；独立式冷却器：测得的能耗比最低联邦能效标准少 10%
	《能效管理器材运用规定》	2017 年 10 月修订	2018 年 4 月	能效等级标准分 5 等，通过提高能效标准，未达第 5 等级的产品不得生产与销售。
韩国	《能效管理设备条例》	2020 年 12 月修订	2021 年 10 月	该修正案新增了冰箱、空调的中长期目标能效标准，并对计划的执行实行监管。具体来说，修订规定了 1 级标准（最高效率）和 5 级标准（最低效率）每年的变动幅度。一级标准每年上调约 1%，而 5 级标准每三年上调 3%至 30%，与目前的 4 级标准持平，将逐步禁止销售 5 级产品
日本	《合理使用能源法案》	2016 年 3 月修订	2016 年 3 月	目标为 2021 年与 2014 年度实际值相比，冰箱需削减 22% 的能耗，冷冻库需削减 12.7% 的能耗（通过年消费电力量

《领跑者计划》	2020年2月修订	2020年2月	进行评价), 市场上产品节能标识为一星到五星, 五星为最高等级。 截至2020年2月, 该计划已涵盖32个产品类别, 占住宅领域电器总能耗的70%。该计划根据市场上最节能的技术设定强制性能源效率目标, 家电制造商和进口商需要在三到十年内达到这些目标, 具体取决于产品的性质。2021年相较于2014年, 冰箱能效提升22%, 冷冻库能效提升12.7%, 并且此后几年均需要按照该速率提升
---------	-----------	---------	--

数据来源: 互联网资料、东吴证券研究所

**我国冰箱能效政策的严格化趋势也将推动真空绝热板更为广泛的应用, 渗透率提升空间充足。**  
 (1) 我国继2015年修订家用电冰箱能效等级后, 2019年6月, 国家发改委印发《绿色高效制冷行动方案》的通知。方案规划到2030年, 大型公共建筑制冷能效提升30%, 制冷总体能效水平提升25%以上, 绿色高效制冷产品市场占有率提高40%以上, 实现年节电4,000亿千瓦时左右。  
 (2) 根据2019年10月发布的《中国家用电冰箱产业技术路线图(2019年版)》, 2025年冰箱能耗水平要比2019年提高25%, 2030年要比2025年再提高25%, 真空绝热板2025年的目标导热系数为1.5mW/(m·K), 2030年的目标导热系数为1.2mW/(m·K)。  
 (3) 2023年2月, 国家发展改革委等部门发布的家用电器更新升级和回收利用实施指南, 提出到2025年主要家电中能效达到节能水平(能效2级)及以上的占比较2021年提高10个百分点。

**表8: 国内的行业节能政策推动冰箱能效标准提升以及新型节能绝热材料的应用**

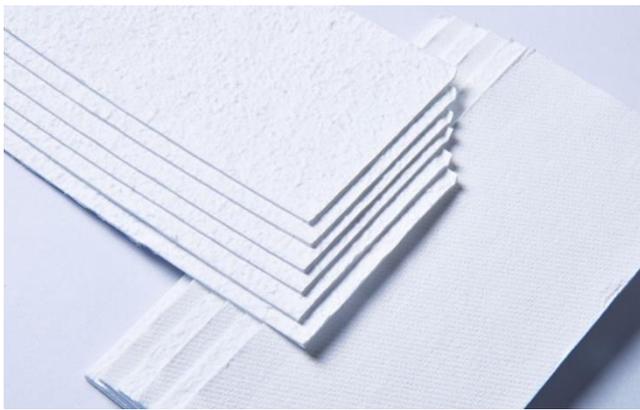
时间	名称	内容
2015年	国家标准委《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》(GB12021.2-2015)	修改了电冰箱能效等级的计算及判定标准, 能效1级产品的耗电量约比原能效1级产品耗电量下降40%。
2019年6月	国家发改委等《绿色高效制冷行动方案》	到2022年, 家用空调、多联机等制冷产品的市场能效水平提升30%以上, 绿色高效制冷产品市场占有率提高20%, 实现年节电约1000亿千瓦时。到2030年, 大型公共建筑制冷能效提升30%, 制冷总体能效水平提升25%以上, 绿色高效制冷产品市场占有率提高40%以上, 实现年节电4000亿千瓦时左右。
2019年10月	中国家电协会《中国家用电冰箱产业技术路线图(2019年版)》	(1) <b>节能</b> : 实现冰箱节能与冰箱基本功能的综合平衡, 2025年电冰箱能效水平较2019年提高25%, 2030年较2025年再提高25%; (2) <b>低碳环保</b> : 涉及发泡材料HCFC替代(到2025年, 停止使用HFC-245fa)、有害物质控制、回收再利用、噪声及声品质等。 (3) <b>真空绝热板产品性能</b> : 2025年的目标导热系数为1.5mW/(m·K), 2030年的目标导热系数为1.2mW/(m·K)。
2023年3月	国家发改委等部分《关于统筹节能降碳和回收利用, 加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》	<b>家用电器更新升级和回收利用实施指南</b> : 提出到2025年, 能效达到节能水平(能效2级)及以上的高效节能家电市场占有率进一步提高, 在用空调、冰箱、洗衣机、电视、热水器、吸油烟机、燃气灶等主要家电中能效达到节能水平(能效2级)及以上的占比较2021年提高10个百分点。 提升高效节能家电供给能力, 严格执行能效强制性国家标准, 大力推动家电更新升级。

数据来源: 国家标准委、国家发改委、中国家电协会、东吴证券研究所

### 3.2. 形成 AGM 隔板规模化生产能力，进军国际市场提升影响力

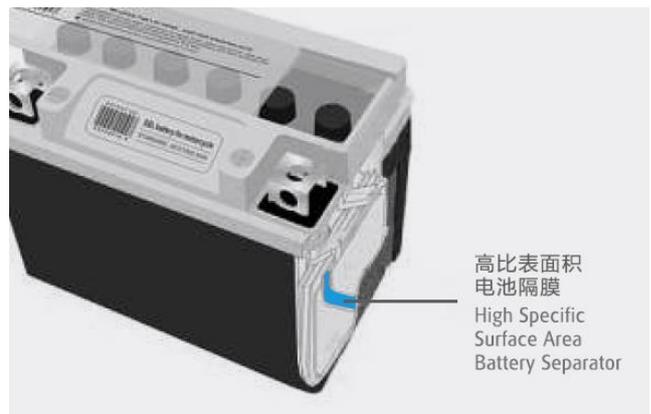
AGM 隔板是铅酸蓄电池的专用核心材料。AGM 隔板指高比表面积电池隔膜，通常是由直径为 0.5-3 $\mu\text{m}$  的玻璃微纤维通过成网工艺制成的质地均匀的薄片状柔性材料，具有优异的绝缘性、化学稳定性和丰富的微孔结构。AGM 隔板是阀控密封铅蓄电池的核心材料之一，既可以阻止造成蓄电池正、负极短路的有害物质在电解液中迁移和扩散，又可以在多孔性隔板中贮存一定数量的电解液，以保证电解液较高的导电性和电池反应的要求，性能对阀控密封铅蓄电池的安全性、可靠性、使用寿命、电容量有着重要影响。

图36: 高比表面积电池隔膜 (AGM 隔板) 示意图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图37: AGM 隔板在蓄电池上的应用



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

铅酸蓄电池广泛应用于电动自行车等电动轻型车配套的动力电池和汽车配套的启动启停电池两大板块。根据观研天下，2021 年我国铅酸蓄电池产量为 25187 万千伏安时，同比+10.8%，按照应用领域，铅蓄电池主要可分为动力电池、启动启停电池、储能电池和备用电池四大类，根据智研咨询，2018 年动力电池应用占比达到 49%，是铅蓄电池用量最大的下游市场，其次是启动启停电池，占比 38%。

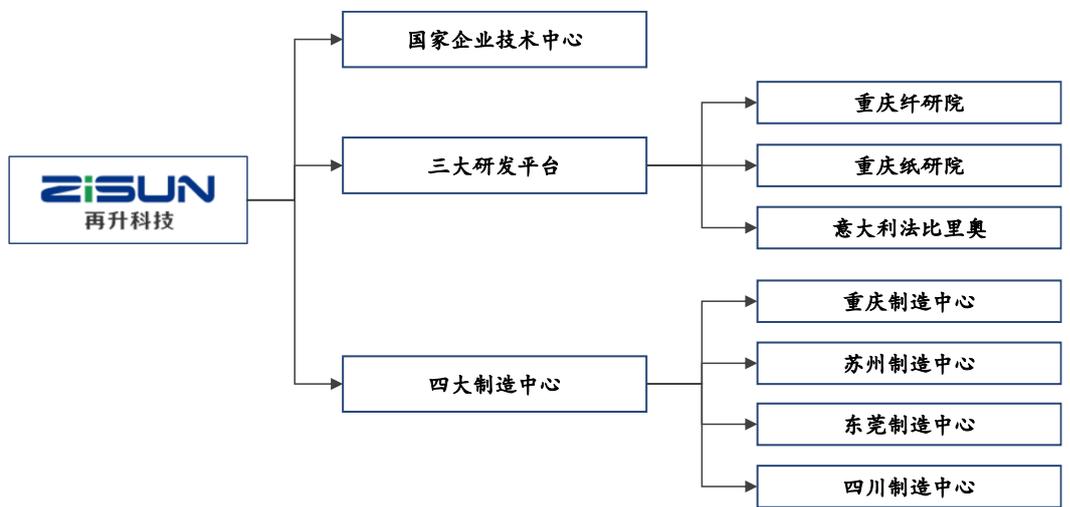
公司 2013 年起小规模生产 AGM 隔板促进业务协同，目前已具备规模化生产能力。公司生产 AGM 隔板起步较晚，2013 年启动生产主要是由于 AGM 隔板生产工艺与 VIP 芯材类似，二者可共用生产线，因此可实现降低生产成本、推动技术进步等；公司 2015 年定增募投项目中包含 AGM 隔板年产能 6000 吨项目，于 2018 年基本建成，至此公司形成规模化生产 AGM 隔板的能力。

近年来，公司成功进入 Exide、南都电源、超威、天能等主流电池生产企业合格供应商并取得订单；此外，2019 年公司与全球电池隔板巨头 MP 签署了 AGM 隔板排他性销售《共识备忘录》，达成 AGM 隔板在欧美等发达区域的长期排他性独家销售框架协议，为 MP 公司生产所需的 AGM 隔板，包括指定的规格、型号、数量及确保产品品质，此举有利于公司提高产品品质和国际影响力，为公司占领欧美电池（启停电池 SST）高端市场，实现 AGM 隔板全球布局奠定基础。

#### 4. 自主研发强化核心竞争力，加速高端国产替代和应用领域拓宽

公司上市以来大力整合技术、人才资源，依托三大研发平台持续强化研究实力，产品及应用端不断取得突破。(1)2015 年组建重庆纤维研究设计院，成功引进了东华大学俞建勇院士团队等高层次人才，并与清华大学、南京航空航天大学、重庆大学等开展研发合作，促进科研成果产业化；(2)2016、2017 年完成收购重庆纸研院 80%、20% 股权，承担公司“高效节能”产业链中的新能源材料板块，完成收购后公司对纸研院投资 1.2 亿元进行扩产和技改，使产品实现从单一玻纤洁净产品向玻纤洁净技术材料、AGM 电池隔板、VIP 保温隔热材料、新型过滤材料 (PTFE) 与过滤器等多元化产品的发展；(3)2017 年收购法比里奥 25% 股权引进国外先进技术，拓展“智能高效室外空气净化”尖端技术新市场，积极布局海外市场。

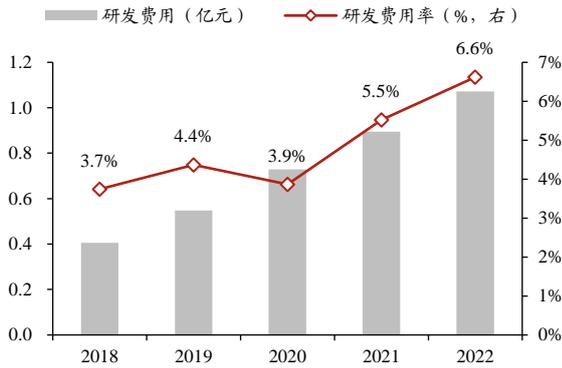
图38: 公司生态化平台模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

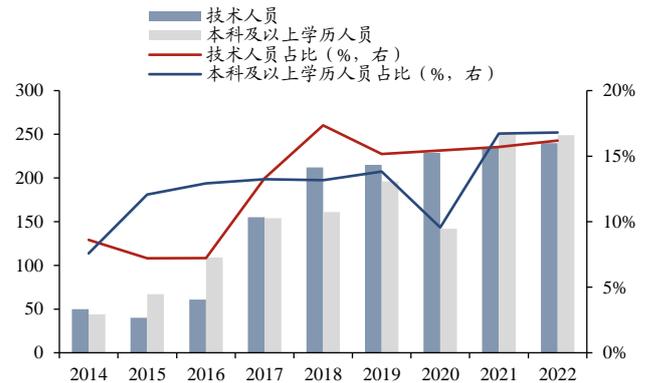
公司坚持自主创新，持续高强度研发投入和人才引进，取得丰富的研发成果。近年来公司研发费用持续增加，2022 年公司研发费用为 1.1 亿元，研发费用率高达 6.6%，已连续 3 年抬升，技术员工和本科以上学历员工人数和在员工总数中的比重也快速增长，反映公司研发团队的实力不断增强；公司及子公司已通过 ISO19001 质量体系认证，ISO24001 环境管理认证，AS9100 航空航天质量管理体系认证、IATF16949:2016 汽车及其零部件质量管理体系认证、IATF16949:2016 空调滤清器制造管理体系认证等，截至 2022 年底共获得专利 198 项，其中发明专利 76 项。

图39: 公司研发费用情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图40: 公司技术人员、高学历员工占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**公司不断拓宽干净空气和高效节能材料及产品的应用场景, 丰富产品结构。**

在干净空气领域, 公司推出的微静电过滤材料利用特有电介质材料为载体的强电场进行杀菌消毒、吸附细微颗粒物实现空气消毒净化技术, 可应用于室内空气治理, 消除异味, 提高空气清新度; 化学过滤材料可针对 VOCs 气体、AICD 气体、BASE 气体等纳米级分子化合物气体治理, 公司可处理 ppb 级 (十亿分之一浓度) 甚至 ppt 级 (万亿分之一浓度) 的极低浓度的气态分子污染物, 针对不同污染物进行吸附、降解或者化学反应, 保障用户洁净生产环境。

在高效节能领域, 公司的隔音隔热毯产品取得中国试验资格证书, 并已开始向中国商飞批量供应, 高性能高硅氧纤维产品可应用于航空器的绝热防护层; 公司的工业高温玻璃棉、钢结构建筑用玻璃棉、畜牧防火保温专用玻璃棉、高性能吸音棉等可应用于多种建筑节能场景, 公司于 2022 年底投产了第一条建筑保温玻璃棉产线, 另有两条生产线正处于建设阶段, 投产后公司将达到年产约 4 万吨的建筑保温玻璃棉生产能力, 有望受益于建筑行业向节能低碳方向的转型。

表9: 公司持续拓展干净空气和高效节能材料及产品

产品名称	工艺优势	应用领域
微静电过滤材料	采用超级纳米碳纤维电场集尘技术, 捕集效率高, 零耗材, 可重复清洗使用, 超强寿命, 风阻小, 噪音低, 更节能	应用于室内空气治理, 处理污染颗粒物, 高效去除空气 VOCs, 迅速有效杀灭空气中治病微生物, 消除空气中的异味, 提高空气清新度
化学过滤材料	用活性炭和氧化铝等材料通过特殊工艺改性制成。能充分与空气中的气体污染物进行反应, 使用寿命内不会发生解吸附。内部微孔结构发达, 吸附效率高, 能有效去除空气中的有机气体和有毒有害气体	应用于半导体、集成电路、液晶面板、新能源电池制造, 以及电子洁净室、数据中心等场景的环境气态污染物控制。也可用于空气净化器、新风系统、车载空调滤芯等民用场景
隔音隔热毯	以微纤维玻璃棉为核心原材料生产, 专利工艺, 具有轻质、阻燃、防水、吸音、隔热等特性	应用于飞机机舱、船舱、高铁、地铁等的吸音隔热综合性能高要求的应用场景
无机纤维喷涂棉	以微纤维玻璃棉为核心原材料生产, 质地轻, 无毒无害, 吸音隔热, 耐火阻燃	应用于建筑物、隧道等场所的防火保护, 特殊空间的保温吸音, 机械设备的保温节能
高硅氧纤维	独家配方、新型工艺, 直径稳定在 1 $\mu$ m-2 $\mu$ m 之间, 具有绝佳的化学稳定性和优良的物理特性, 对绝大多数化学品呈惰性, 在高温、强辐射条件下能够正常持续工作	应用于航空航天领域, 如航空器的绝热防护层等

建筑保温材料	采用再升科技独有的专利技术制造出更均匀细长的玻璃纤维，长径比始终，反弹性优异，保温隔热性能卓越。环保胶粘剂，无有害气体释放，可降解，具有生物安全性。产品手感柔软舒适，不扎手、不致敏	广泛应用于建筑、热电、火电、畜牧业、被动房、石油化工、船舶机车、航空航天、家电保温、中央空调等场景的保温隔热
--------	--	--

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司加速向下游应用端拓展，打通全产业链。**在室内空间领域，公司子公司再升净化联合德国妥思，针对高端民用市场打造再升家居舒适无尘空调，具有变风量调节系统、HEPA 级净化和低运行能耗等多种优势，可以优化建筑整体气密性，提高建筑隔热保温性能，减少室内外能量传递，降低建筑制冷取暖能耗；在高效农业与畜牧业领域，公司与同济大学专家教授展开积极研究，针对集装箱植物工厂环境提供智能新风系统和箱体保温隔热材料及装备，针对头部优秀养殖企业的猪舍新风需求提供特种滤材和设备，与牧原集团达成合作；在石油化工、工业设备领域，公司研发生产出的用于油气分离和液压过滤的玻璃纤维滤料，可应用于工业领域的固液、气固、气液分离和净化等，玻纤过滤袋可用于钢铁、冶金、炭黑、发电、水泥、化工等行业的高温烟气过滤等；在新能源汽车等移动空间领域，公司设立重庆朗之瑞新材料科技有限公司，为汽车座舱空气安全和空气质量提供多种过滤器，已于 2022 年 6 月取得 IATF 16949:2016 管理体系“空调滤清器制造”的管理体系认证。公司从核心滤材产品切入，已形成上游原材料（微纤维玻璃棉）、中游制品（滤材、保温材料）、下游设备（新风系统等）纵向全产业链布局，下游应用多点开发。

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1. 盈利预测

结合上文我们对于公司及所在产业链的分析，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 19.3/18.1/23.2 亿元（同比分别+19.3%/-6.3%/+28.4%），期间费用率受益于收入增长有所压缩，归母净利润分别为 2.1/2.6/3.4 亿元（同比分别+36.2%/+27.0%/+28.6%）。公司干净空气与高效节能两大板块盈利预测的主要假设如下：

**干净空气板块：**(1)公司“年产 8000 吨干净空气过滤材料建设项目”稳步推进，已于 2022 年实现部分产能投产，预计项目完全达产后公司玻纤滤纸产能将达到 22000 吨；近年来公司过滤材料市场不断打开，与曼胡默尔之间的合作也有助于过滤材料向新能源等领域的延伸和放量，预计公司过滤材料产销量将稳步增长；(2)公司中高端产品比例提升有助于干净空气毛利率提升；(3)假设公司向曼胡默尔出售悠远环境 70%股权于 2024 年完成交割。基于以上假设，我们预计公司干净空气板块 2023-2025 年将实现营业收入 12.6/9.2/11.4 亿元（同比分别+23.8%/-26.5%/+23.0%），毛利率分别为 26.4%/32.6%/32.6%。

**高效节能板块：**(1)公司“年产 5 万吨高性能超细玻璃纤维棉建设项目”已于 2022 年年底实现部分产能投产，全部投产后公司微玻璃纤维棉年产能将达到 12 万吨；(2)

公司建筑保温领域新产品正处于快速扩产放量阶段，第二条建筑保温玻璃棉产线预计将于 2023 年底前投产，建筑保温玻璃棉二期计划预计将于 2024 年 3 月投产，届时公司建筑保温玻璃棉产能将达到 4 万吨；此外，航空航天等产品也逐渐开始批量供应，为公司高效节能业务贡献增长点；(3) 预计公司高效节能板块毛利率维持稳定水平。基于以上假设，我们预计公司高效节能板块 2023-2025 年将实现营业收入 6.4/8.4/11.0 亿元（同比分别+11.3%/32.1%/29.9%），毛利率水平为 26.5%。

表10: 公司盈利预测简表

		2021	2022	2023E	2024E	2025E	备注与假设
<b>干净空气</b>							
收入	万元	89611	101653	125842	92459	113681	
yoy			13.4%	23.8%	-26.5%	23.0%	
毛利率		36.0%	27.3%	26.4%	32.6%	32.6%	
<b>过滤材料</b>							
收入	万元	49904	58918	72423	92459	113681	
yoy			18.1%	22.9%	27.7%	23.0%	受益于国内洁净室需求增长和应用领域开拓成效，公司玻纤滤纸、PTFE 膜材产销增长
毛利	万元	21110	20394	23574	30184	37044	
毛利率		42.3%	34.6%	32.6%	32.6%	32.6%	中高端产品比例提升
<b>过滤设备</b>							
收入	万元	39707	42735	53419	--	--	假设悠远环境股权交易将于 2024 年完成交割
yoy			7.6%	25.0%			
毛利	万元	11164	7346	9615	--	--	
毛利率		28.1%	17.2%	18.0%	--	--	
<b>高效节能 (含微纤维玻璃棉)</b>							
销量	吨	56111	52834	67204	88794	115385	预计玻璃棉产能扩张及爬坡，产量逐年增长，建筑保温等新产品放量
收入	万元	69415	57377	63844	84354	109616	
yoy			-17.3%	11.3%	32.1%	29.9%	
毛利	万元	16923	13179	16919	22354	29048	
毛利率		24.4%	23.0%	26.5%	26.5%	26.5%	
<b>利润表摘要</b>							
营业总收入	万元	161971	161839	193057	180858	232194	
yoy			-0.1%	19.3%	-6.3%	28.4%	
毛利	万元	50134	41740	51094	53721	68693	
毛利率		31.0%	25.8%	26.5%	29.7%	29.6%	
期间费用率		15.7%	17.5%	16.6%	16.5%	16.4%	受益于收入端加速增长，公司期间费用率有所压缩
营业利润	万元	26990	15503	21918	27835	35808	
归母净利润	万元	24947	15098	20557	26105	33581	
归母净利率		15.4%	9.3%	10.6%	14.4%	14.5%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 5.2. 投资建议

我们选取与公司业务部分重叠或在同一产业链条上的中材科技、赛特新材、美埃科技作为可比公司，再升科技 PE (TTM) 略高于可比公司平均水平。再升科技是我国过

滤材料细分领域龙头，深耕玻纤过滤材料等核心产品，形成干净空气和高效节能两大业务板块。中期来看，我们认为公司经营底部向上，干净空气材料受益于半导体洁净室需求拉动，建筑保温等新产品逐步进入放量期。虽然出售悠远股权后，公司过滤设备收入体量受影响，但与曼胡默尔集团达成战略合作有望加速核心材料向新能源汽车等领域延伸和放量，以及中长期跨行业和全球化布局的进程，公司有望开启新一轮快速成长期。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.1/2.6/3.4 亿元，较上次预测不变，8 月 8 日收盘价对应市盈率分别为 23/18/14 倍，维持“增持”评级。

表11：可比公司估值情况（截至 2023 年 8 月 8 日）

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	归母净利润(亿元)				市盈率			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002080.SZ	中材科技	374.6	11.7	35.1	35.8	41.7	51.3	10.7	10.5	9.0	7.3
688398.SH	赛特新材	40.6	63.0	0.6	1.0	1.8	2.6	63.6	41.2	23.1	15.5
688376.SH	美埃科技	44.1	34.0	1.2	1.7	2.5	3.2	35.8	25.6	17.7	13.7
	平均值		36.2					36.7	25.8	16.6	12.2
603601.SH	再升科技	48.0	39.3	1.5	2.1	2.6	3.4	31.8	23.4	18.4	14.3

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：赛特新材、美埃科技、再升科技盈利预测来自东吴证券研究所，中材科技盈利预测来自 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

**(1) 产品渗透率提升不及预期。**公司深耕微纤维玻璃棉产业链，近年来加速高端国产替代和终端应用领域拓宽。但目前公司中高端产品在国内渗透率仍较低，若产品渗透率提升不及预期，市场需求增长空间将有所受限。

**(2) 洁净室需求增长不及预期。**公司滤纸产品主要可应用于洁净室生产环境，近年来晶圆厂商资本开支力度加强，洁净室工程行业规模快速扩张。若洁净室需求增长不及预期，将会影响公司滤纸需求，进而影响经营业绩。

**(3) 产能投放进度不及预期。**公司业绩增长有赖于玻璃棉、玻纤滤纸、建筑保温棉等产能的有序建设与释放，若产能投放进度不及预期，或导致公司业绩增长受限。

## 再升科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,804</b>	<b>2,269</b>	<b>2,378</b>	<b>2,683</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,618</b>	<b>1,931</b>	<b>1,809</b>	<b>2,322</b>
货币资金及交易性金融资产	754	1,182	1,429	1,555	营业成本(含金融类)	1,201	1,420	1,271	1,635
经营性应收款项	707	687	587	667	税金及附加	16	20	18	24
存货	284	335	300	386	销售费用	57	67	63	81
合同资产	14	17	16	21	管理费用	117	136	129	164
其他流动资产	45	48	46	54	研发费用	107	112	109	142
<b>非流动资产</b>	<b>1,614</b>	<b>1,310</b>	<b>1,424</b>	<b>1,546</b>	财务费用	2	6	(4)	(7)
长期股权投资	91	100	116	135	加:其他收益	39	39	38	49
固定资产及使用权资产	999	893	955	1,026	投资净收益	12	17	22	28
在建工程	19	49	75	97	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	185	177	187	197	减值损失	(13)	(8)	(2)	(2)
商誉	263	21	21	21	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5	<b>营业利润</b>	<b>155</b>	<b>219</b>	<b>278</b>	<b>358</b>
其他非流动资产	53	65	65	65	营业外净收支	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,417</b>	<b>3,579</b>	<b>3,802</b>	<b>4,229</b>	<b>利润总额</b>	<b>155</b>	<b>219</b>	<b>278</b>	<b>358</b>
<b>流动负债</b>	<b>604</b>	<b>596</b>	<b>552</b>	<b>635</b>	减:所得税	1	9	11	14
短期借款及一年内到期的非流动负债	197	147	147	147	<b>净利润</b>	<b>155</b>	<b>210</b>	<b>267</b>	<b>344</b>
经营性应付款项	233	257	222	277	减:少数股东损益	4	5	6	8
合同负债	22	26	24	31	<b>归属母公司净利润</b>	<b>151</b>	<b>206</b>	<b>261</b>	<b>336</b>
其他流动负债	153	166	158	180	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.15	0.20	0.26	0.33
非流动负债	574	572	572	572	EBIT	163	225	275	351
长期借款	50	50	50	50	EBITDA	289	325	392	483
应付债券	410	410	410	410	毛利率(%)	25.79	26.47	29.70	29.58
租赁负债	16	16	16	16	归母净利率(%)	9.33	10.65	14.43	14.46
其他非流动负债	98	96	96	96	收入增长率(%)	(0.44)	19.29	(6.32)	28.39
<b>负债合计</b>	<b>1,178</b>	<b>1,168</b>	<b>1,124</b>	<b>1,207</b>	归母净利润增长率(%)	(39.80)	36.15	26.99	28.64
归属母公司股东权益	2,194	2,361	2,622	2,958					
少数股东权益	45	50	56	64					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,239</b>	<b>2,411</b>	<b>2,678</b>	<b>3,022</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,417</b>	<b>3,579</b>	<b>3,802</b>	<b>4,229</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	264	296	456	352	每股净资产(元)	2.06	2.22	2.47	2.80
投资活动现金流	(363)	226	(209)	(226)	最新发行在外股份(百万股)	1,022	1,022	1,022	1,022
筹资活动现金流	271	(93)	0	0	ROIC(%)	6.04	7.27	8.33	9.71
现金净增加额	172	429	247	126	ROE-摊薄(%)	6.88	8.71	9.96	11.35
折旧和摊销	126	100	117	131	资产负债率(%)	34.48	32.65	29.56	28.55
资本开支	(96)	218	(215)	(235)	P/E (现价&最新股本摊薄)	31.80	23.36	18.39	14.30
营运资本变动	(29)	(3)	91	(97)	P/B (现价)	2.29	2.12	1.90	1.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>