

再升科技 (603601.SH)

“干净空气”领军者，有望开启新一轮高速增长期

公司为我国“干净空气”领域领军企业，主要产品包括上游材料——微纤维玻璃棉，中游产品——玻纤滤纸、熔喷滤料、PTFE 滤膜等滤料，VIP 芯材、AGM 隔板等玻璃棉制品以及下游空气过滤净化设备。受益于产品下游应用的持续增长以及公司积极外延扩张，公司近五年营业收入、归母净利润复合增速分别为 52%、41%。公司控股股东和实际控制人为郭茂先生，持股 36.94%。

国内“干净空气”新需求不断兴起，有望迎来快速增长期，长远市场空间广阔。（1）传统的工商业专业干净空气应用领域景气向好。以电子为代表先进制造业国产替代加速和生物医药、医疗健康领域的发展，将拉动长周期的资本开支与对应的洁净设备、滤纸需求。短期来看，由于玻纤滤纸以及下游过滤设备需求与制造业高度相关，且出口占一定比例。随着国内制造业投资回升以及海外经济趋势性复苏，行业需求有望加速。（2）以畜牧业新风为代表的工商业专业干净空气新兴需求持续扩张。随着规模化养殖的推广以及对养殖场空气净化重要性认识的提升，近年来畜牧业新风已经进入了快速推广期。而短期生猪养殖行业的高盈利企业资本开支显著扩张，加速提升场区生物安全防控，扩大生猪养殖产能，进而加快过滤材料与空气过滤设备的应用速度。考虑生猪养殖空气过滤设备初始投入及更换需求，生猪养殖空气过滤市场容量有望达到 69-103 亿元，其中八大养殖企业对应达到 10.3-15.5 亿元。（3）民用领域干净空气需求迎来爆发契机。以室内公共空间与新能源汽车等移动空间为代表的民用新风需求兴起、标准提升，干净空气需求迎来爆发契机，有利于具备优秀专业服务能力的空气过滤净化企业抓住新需求、提升份额。

公司：国内领军企业，把握干净空气增长机遇，多点开花结果，有望开启新一轮高速增长期。公司作为国内“干净空气”的领军企业率先形成了基于核心技术研发平台，从材料制造到制品、设备再到终端用户服务的产业链一体化布局。公司上市以来借助资本优势实现了加速扩张，盈利能力稳步提升，并通过股权激励深度绑定核心团队。基于过滤材料和设备端行业格局，我们认为公司作为国内干净空气领军企业，有望把握“干净空气”增长机遇，将开启新一轮高速增长期。（1）专业能力全球领先。公司依托三大研发平台构筑行业领先的产品研发能力，成为全球率先掌握三大主要介质过滤材料（即高性能玻纤滤料、低阻熔喷滤料、高效 PTFE 滤膜）的企业，并储备了微静电非介质过滤技术和纳米光子净化技术。行业领先的过滤材料产品和技术储备也使得公司能够快速抓住新需求、开拓新应用。设备端依托悠远可以贴近产业，引导下游加速拓展。（2）高端市场迎来突破，民用市场加速布局，有望多点开花结果。一是玻纤滤纸中高端市场取得突破，在核电等领域有望逐步实现国产替代。二是高效节能产品隔音隔热毯打开航空市场。三是 VIP 芯材工艺领先提升产品竞争力，市场份额有望进一步提升。四是加速布局潜在市场需求巨大的民用空气过滤市场，室内公共空间、汽车等领域高效空气过滤的应用拓展带来新增量。

盈利预测与投资建议：我们预计公司业绩有望开启新一轮高速增长。一方面得益于传统工业需求高景气，畜牧业等新兴专业需求持续扩张，建筑、汽车等民用新风、高端市场替代等增量多点开花。另一方面，公司产能持续扩张，市场份额有望稳步提升。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.64 亿元、4.71 亿元和 6.04 亿元，对应 26、20、16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游新兴应用需求增长不及预期的风险、市场竞争格局超预期恶化的风险、全球经济超预期恶化的风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,252	1,884	2,062	2,518	3,112
增长率 yoy (%)	15.7	50.5	9.4	22.1	23.6
归母净利润(百万元)	171	360	364	471	604
增长率 yoy (%)	7.5	110.4	1.3	29.2	28.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.24	0.50	0.50	0.65	0.84
净资产收益率(%)	11.5	20.8	17.0	19.1	21.0
P/E(倍)	56.2	26.7	26.4	20.4	15.9
P/B(倍)	6.8	5.3	4.6	4.0	3.4

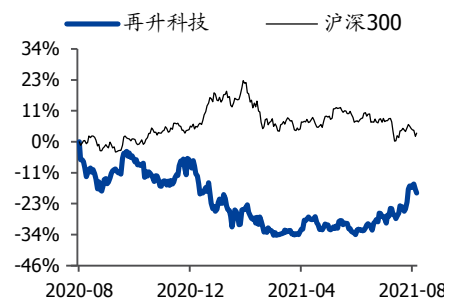
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 18 日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	化学制品
8月18日收盘价(元)	13.29
总市值(百万元)	9,599.12
总股本(百万股)	722.28
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	9.00

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 石峰源

执业证书编号: S0680519080001

邮箱: shifengyuan@gszq.com

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1107	1333	1543	1764	2184
现金	328	432	614	804	885
应收票据及应收账款	481	567	578	541	842
其他应收款	16	30	21	41	35
预付账款	9	16	10	22	17
存货	135	155	187	222	272
其他流动资产	137	133	133	133	133
非流动资产	1341	1409	1493	1567	1637
长期投资	33	40	57	74	93
固定资产	670	799	847	895	939
无形资产	213	199	205	209	211
其他非流动资产	426	371	385	389	394
资产总计	2448	2742	3036	3331	3821
流动负债	796	749	779	744	812
短期借款	280	342	250	240	220
应付票据及应付账款	308	255	346	353	407
其他流动负债	208	151	183	151	185
非流动负债	187	96	96	96	96
长期借款	93	0	0	0	0
其他非流动负债	94	96	96	96	96
负债合计	983	844	874	840	908
少数股东权益	40	77	81	85	91
股本	703	719	722	722	722
资本公积	305	435	435	435	435
留存收益	395	683	904	1189	1555
归属母公司股东权益	1425	1821	2081	2406	2822
负债和股东权益	2448	2742	3036	3331	3821

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	345	291	543	510	453
净利润	169	395	368	475	611
折旧摊销	74	98	85	96	102
财务费用	11	14	2	1	2
投资损失	-8	-8	-7	-8	-8
营运资金变动	100	-217	95	-55	-252
其他经营现金流	-1	9	0	0	0
投资活动现金流	-234	-163	-162	-163	-163
资本支出	113	94	67	57	51
长期投资	5	60	-17	-18	-18
其他投资现金流	-116	-8	-112	-124	-130
筹资活动现金流	-121	-19	-199	-157	-210
短期借款	37	63	-92	-10	-20
长期借款	5	-93	0	0	0
普通股增加	162	16	3	0	0
资本公积增加	-154	130	0	0	0
其他筹资现金流	-171	-135	-110	-147	-190
现金净增加额	-9	106	182	190	80

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1252	1884	2062	2518	3112
营业成本	838	1167	1383	1677	2050
营业税金及附加	12	19	21	26	32
营业费用	83	49	52	63	78
管理费用	77	107	115	128	159
研发费用	55	73	76	88	103
财务费用	11	14	2	1	2
资产减值损失	0	1	0	0	0
其他收益	13	20	28	34	43
公允价值变动收益	-4	2	0	0	0
投资净收益	8	8	7	8	8
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	186	470	439	567	728
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	185	471	439	567	728
所得税	16	76	71	92	118
净利润	169	395	368	475	611
少数股东损益	-2	35	4	5	6
归属母公司净利润	171	360	364	471	604
EBITDA	272	576	526	656	819
EPS (元/股)	0.24	0.50	0.50	0.65	0.84

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	15.7	50.5	9.4	22.1	23.6
营业利润 (%)	1.4	152.2	-6.8	29.2	28.5
归属母公司净利润 (%)	7.5	110.4	1.3	29.2	28.5
获利能力					
毛利率 (%)	33.1	38.1	32.9	33.4	34.1
净利率 (%)	13.7	19.1	17.7	18.7	19.4
ROE (%)	11.5	20.8	17.0	19.1	21.0
ROIC (%)	9.7	17.9	15.4	17.3	19.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.2	30.8	28.8	25.2	23.8
净负债比率 (%)	8.0	-0.7	-13.4	-19.6	-20.2
流动比率	1.4	1.8	2.0	2.4	2.7
速动比率	1.1	1.4	1.6	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	2.9	3.6	3.6	4.5	4.5
应付账款周转率	3.7	4.1	4.6	4.8	5.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.24	0.50	0.50	0.65	0.84
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.48	0.40	0.75	0.71	0.63
每股净资产 (最新摊薄)	1.94	2.52	2.88	3.33	3.90
估值比率					
P/E	56.2	26.7	26.4	20.4	15.9
P/B	6.8	5.3	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	35.6	16.7	17.8	14.0	11.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 18 日收盘价

内容目录

1、再升科技：我国“干净空气”领军企业	5
1.1、再升科技：国内“干净空气”领军企业	5
1.2、公司控股股东及实际控制人为郭茂先生	7
2、干净空气产业链：应用多元，新需求不断兴起	7
2.1、玻纤滤纸上游——微纤维玻璃棉：理化性质优良的小直径絮状纤维	8
2.2、中游——玻纤滤纸及其他过滤材料	9
2.2.1、玻纤滤纸是工商用首选滤材	10
2.2.2、行业格局：国内外差距逐步缩小，规模仍有差距	12
2.3、中游——VIP 芯材：性能优秀的节能保温材料	13
3、下游——干净空气：新时代成长潜力巨大的“需求”	15
3.1、干净空气应用场景多样，规模千亿级市场	15
3.1.1、空气净化设备应用场景多元，商用民用、电子产业新亮点持续涌现	15
3.1.2、设备端格局分散，竞争相对激烈	16
3.2、民用新风：新需求兴起+标准提升，国内民用干净空气加速普及	17
3.3、专业新风持续扩张：畜牧业新风系统持续推广，高效农业有望成为新蓝海	20
3.3.1、畜牧业新风系统进入快速推广期	20
3.3.2、高效农业有望成为新蓝海	22
3.4、传统应用景气向上：电子产业洁净室景气向上，医药医疗领域潜力可观	23
4、公司：材料为核、研发驱动，有望多点开花结果	26
4.1、材料为基石、产业链一体化的竞争优势	26
4.2、创新驱动，依托核心研发平台，材料端取得不断突破	27
4.2.1、研发端：依托三大研发平台，持续强化研究实力	27
4.2.2、材料、产品端：核心竞争力不断强化，敏锐把握市场需求	28
4.3、依托悠远强化全产业链竞争力，产业互联引导下游加速拓展	31
4.4、高端市场迎来突破，民用市场加速布局，有望多点开花结果	32
4.5、借助资本优势加速扩张，股权激励深度绑定核心团队	34
5、盈利预测与投资建议	35
风险提示	38

图表目录

图表 1: 2011 年以来再升科技营业收入变化情况	5
图表 2: 2011 年以来再升科技归母净利润变化情况	5
图表 3: 公司 2011-2020 年收入构成 (亿元)	6
图表 4: 公司 2011-2020 年毛利构成 (亿元)	6
图表 5: 公司 2011-2021H1 年毛利率变化	6
图表 6: 公司分产品毛利率变化	6
图表 7: 公司 2020 年海外收入占比约为 30%	6
图表 8: 公司控股股东是郭茂先生 (截至 2021 年一季度)	7
图表 9: 微纤维玻璃棉、干净空气及高效节能产业链示意图	8
图表 10: 微纤维玻璃棉产业链各环节单位投资情况	8
图表 11: 公司 2017 年微纤维玻璃棉成本构成 (万元)	9
图表 12: 公司 2017 年微纤维玻璃棉采购原材料构成 (万元)	9
图表 13: 我国主要玻璃棉制品中玻纤滤纸产量快速增长	10

图表 14: 滤纸、芯材、AGM 隔板各项成本占比	10
图表 15: 滤纸、芯材、AGM 隔板单吨分项成本拆分 (元/吨)	10
图表 16: 过滤器分类及过滤效率国标、应用场景	11
图表 17: 高效过滤器主要使用的滤材性能对比	11
图表 18: 玻纤滤纸领域主要参与企业	12
图表 19: Lydall 的并购提升了收入规模的增速	13
图表 20: Lydall 分业务收入规模 (亿美元)	13
图表 21: 国家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	14
图表 22: VIP 用作冷藏保温箱较传统的聚氨酯泡沫在保温期和容积上具备显著优势	14
图表 23: 2014 年全球空气过滤市场需求分布	15
图表 24: 全球过滤净化市场近年来进入快速增长期	15
图表 25: 专业从事过滤设备生产的企业情况	16
图表 26: 室内公共空间、餐饮油烟、个体安全防护、动植物养殖等领域的干净空气需求有巨大的增长潜力	18
图表 27: 我国新风系统普及率远低于欧美发达国家 (2018)	18
图表 28: 我国公共建筑、住宅新风市场规模呈现较快增长的态势	18
图表 29: 新能源汽车有利于装配大尺寸滤芯	19
图表 30: 规模化、一体化生猪养殖场占比近年来显著提升	21
图表 31: 除 2019 外, 规模化一体化养殖生猪出栏量维持较快增长	21
图表 32: 我们测算在当前养殖规模和结构下, 生猪养殖空气过滤市场容量约 69-103 亿元	22
图表 33: 集装箱植物工厂示意图	23
图表 34: 我国洁净室工程行业规模维持快速增长	24
图表 35: 2015 年洁净室细分市场	24
图表 36: 电子行业对洁净等级的要求	24
图表 37: 我国集成电路累计完成投资额 (亿元)	25
图表 38: 我国集成电路产量 (万块)	25
图表 39: SEMI 预测原始设备制造商的半导体设备全球销售额将持续增长 (亿美元)	25
图表 40: 公司产业一体化布局示意图	27
图表 41: 公司生态化平台模式	28
图表 42: 公司技术人员、高学历员工人数以及研发支出规模快速增长	28
图表 43: 公司技术人员、高学历员工占比、研发支出比重呈现不断上升的趋势	28
图表 44: 公司干净空气系列产品简介	30
图表 45: 公司高效节能系列产品简介	31
图表 46: 悠远环境主要产品与使用场景介绍	32
图表 47: 装配隔音隔热毯的机箱示意图	33
图表 48: 玻璃棉是常用的 VIP 芯材, 且在绝热性能上也具备一定优势 (当前主要 VIP 厂商所选用的芯材与性能)	33
图表 49: 公司上市以来再融资情况汇总	34
图表 50: 资本支持下公司主要产品产能快速扩张	35
图表 51: 公司上市以来再融资加速了总资产规模扩张, ROE 稳步提升	35
图表 52: 公司 2019 年股票期权激励方案内容	35
图表 53: 公司盈利预测及关键假设	37
图表 54: 再升科技 PE-band	38
图表 55: 公司与可比公司估值表	38

1、再升科技：我国“干净空气”领军企业

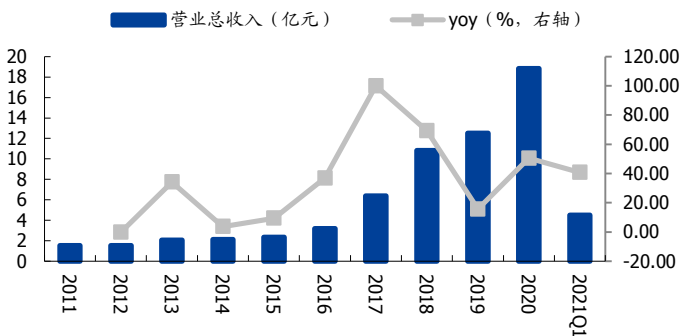
1.1、再升科技：国内“干净空气”领军企业

公司为我国“干净空气”领域领军企业，前身成立于2007年，2011年整体变更为股份有限公司，2015年1月登陆上海证券交易所。

公司致力于“干净空气”这一愿景目标，“高效节能”板块为干净空气事前服务，以材料为基石，以团队建设和创新为动力，依托“国家企业技术中心”和重庆纤维研究设计院股份有限公司、重庆造纸工业研究设计院有限责任公司两大研究院的基础研究成果。公司目前已经实现了产业链一体化布局，主要产品包括上游材料——微纤维玻璃棉，中游产品——玻璃纤维滤纸、低阻熔喷滤料、PTFE滤膜三大主流滤料，真空绝热板芯材（“VIP芯材”）、高比表面积电池隔膜（“AGM隔板”）以及下游空气净化设备。

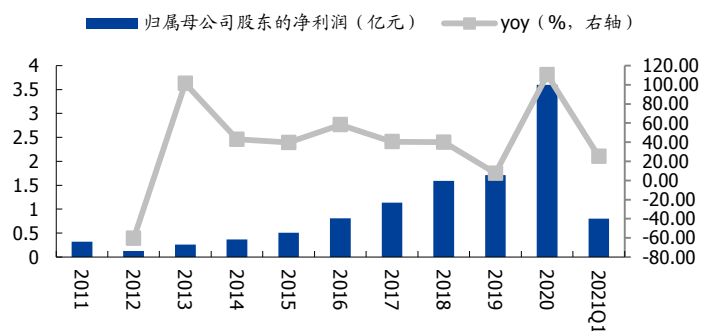
受益于产品下游应用的持续增长以及公司外延扩张，公司近年来业绩维持较快增长。公司近五年营业收入、归母净利润复合增速分别为52%、48%。2020年全年与2021年一季度公司分别实现营收18.84亿元、4.52亿元，同比分别增长50.47%和40.78%，分别实现归母净利润3.60亿元和0.80亿元，同比分别增长110.41%和25.13%。

图表1：2011年以来再升科技营业收入变化情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：2011年以来再升科技归母净利润变化情况

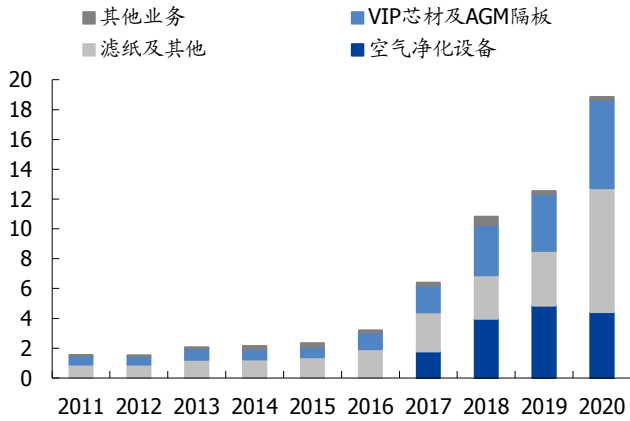


资料来源：Wind，国盛证券研究所

目前公司主要收入、毛利贡献来源为下游微纤维玻璃棉制品。（1）从营收来看：2020年空气净化设备、VIP芯材及AGM隔板、滤纸及其他分别贡献收入4.43亿元、5.93亿元和8.29亿元，分别占收入的23.51%、31.48%和44%，其中国内销售13.12亿元，国外销售5.52亿元，分占其中的70%和30%。（2）从毛利来看：2020年空气净化设备、VIP芯材及AGM隔板和滤纸及其他业务分别贡献毛利1.16亿元、1.07亿元和4.84亿元，分别占毛利总额的16.18%、14.92%和67.50%。公司毛利率近年来呈现一定波动性，2020年销售毛利率为38.06%，较2019年提升4.99个百分点，主要由于公司推行智能制造，干净空气产品单位成本下降；受疫情影响，新增口罩及熔喷产品毛利率较高。

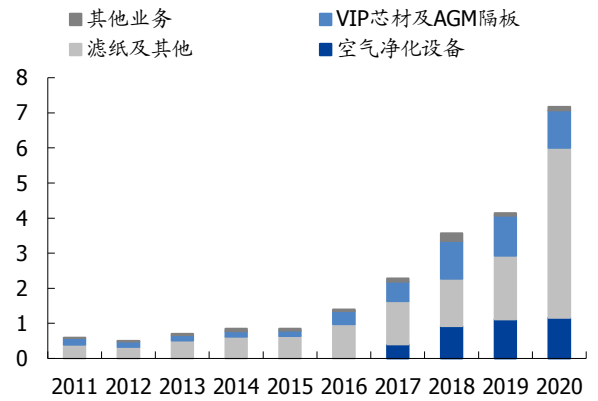
公司2020年海外收入占比为30%。公司海外收入占比相对较高的原因为其玻纤滤纸等产品外销比例相对较高，因此近年来随着过滤设备收入体量增长的稀释，全公司海外收入比重有所下降。

图表3: 公司2011-2020年收入构成(亿元)



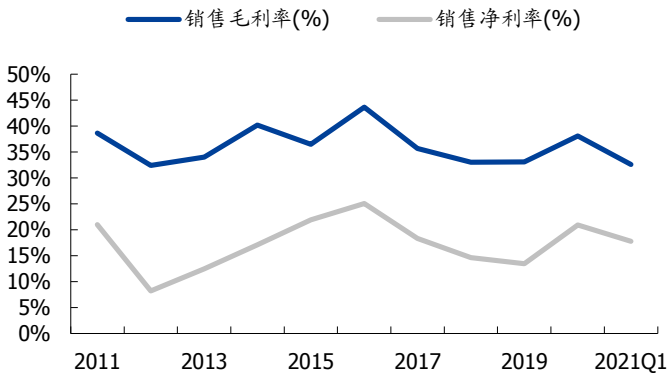
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表4: 公司2011-2020年毛利构成(亿元)



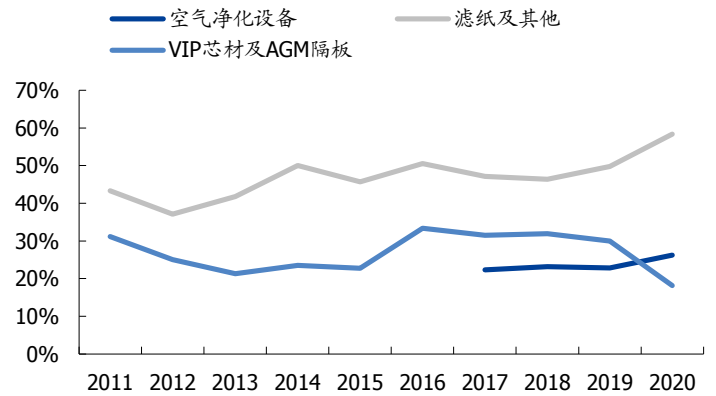
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表5: 公司2011-2021H1年毛利率变化



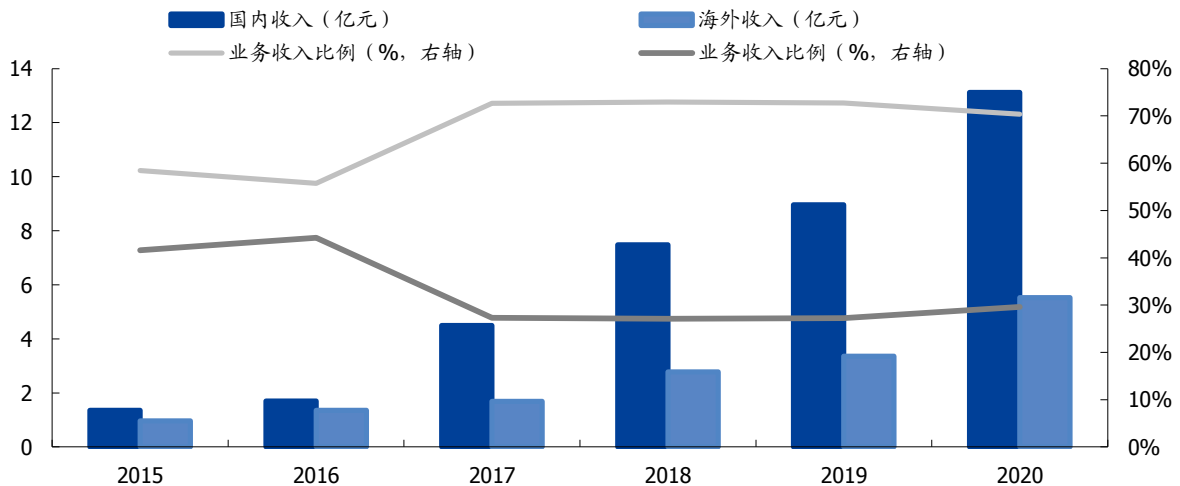
资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表6: 公司分产品毛利率变化



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表7: 公司2020年海外收入占比约为30%



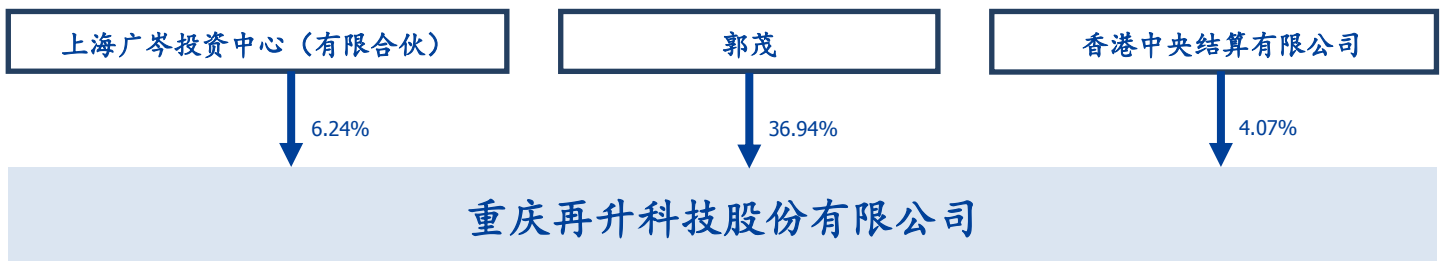
资料来源: Wind、国盛证券研究所

1.2、公司控股股东及实际控制人为郭茂先生

公司控股股东和实际控制人为郭茂先生，截至2021年一季报的持股比例为36.94%。第二大股东为上海广岑投资中心(有限合伙)，截至2021年一季报持有公司6.24%的股份，为公司前身再升发展2010年增资所引入的股东。第三大股东为香港中央结算有限公司，持股4.07%，为2018年6月控股股东郭茂将其所持部分股份协议转让，所引入江苏国资背景的战略投资者。此外，董事会成员及高管刘秀琴、陶伟、秦大江、周凌娅、于阳明和谢佳此前通过二级市场增持、股权激励等方式持有公司股票，截至2020年年底分别持有公司0.03%、0.01%、0.02%、0.02%、0.02%和0.01%的股票。

2020年12月9日，公司收到郭茂先生《关于减持再升科技股份结果暨提前终止减持股份计划的告知函》，截止公告披露日，郭茂先生通过集中竞价交易方式累计减持公司5,877,660股，占公司总股本的0.82%，减持计划提前终止，未完成减持的股份在减持期间不再减持。此轮减持结束后，郭茂先生持有公司股份26575.8863万股，占公司总股本的36.94%。

图表8：公司控股股东是郭茂先生（截至2021年一季报）



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

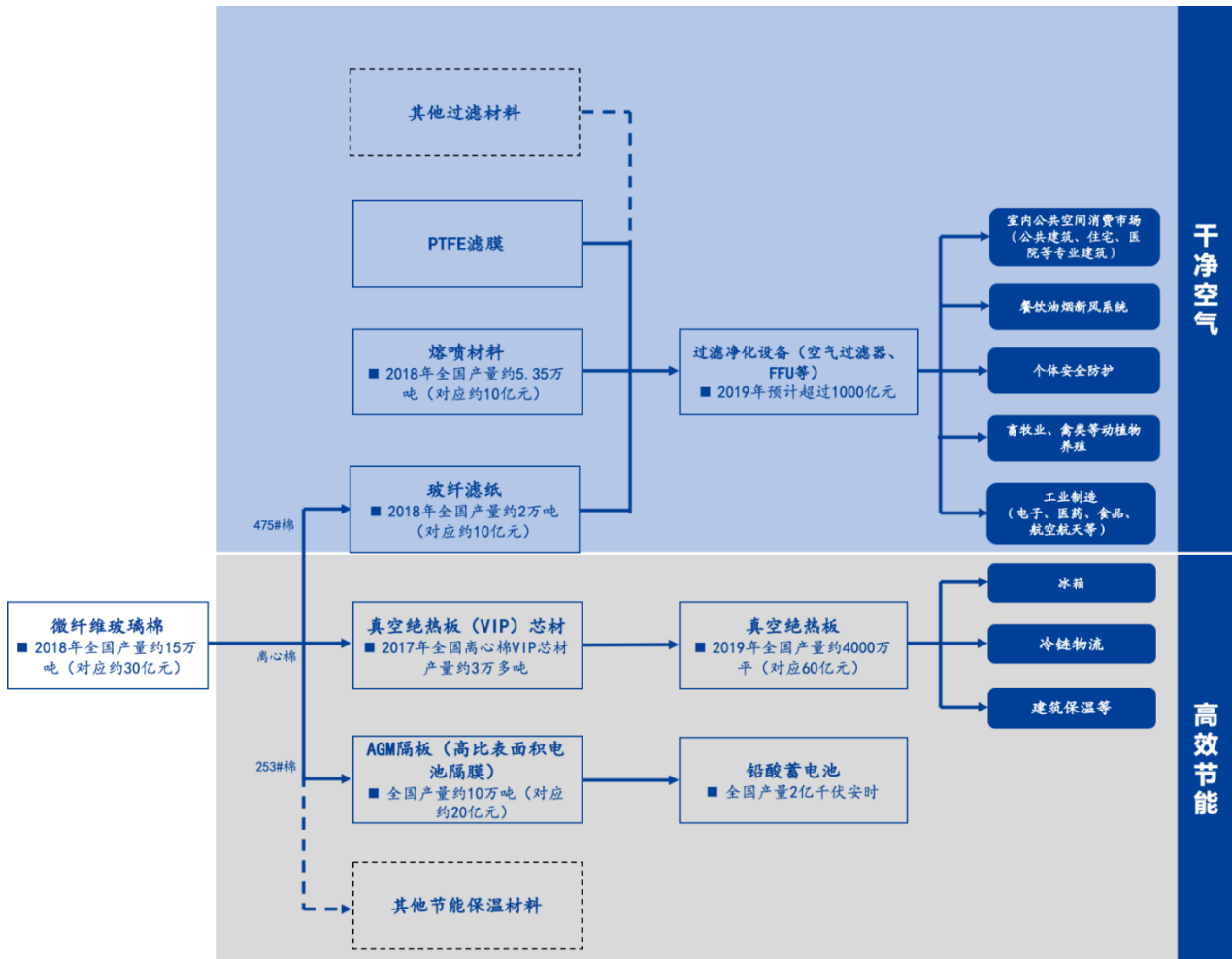
2、干净空气产业链：应用多元，新需求不断兴起

随着经济、社会的发展和进步，随着人民群众追求美好生活的需求层次升级，不仅工业领域对生产环境的洁净要求越来越高，对干净空气的需求范围也从电子制造产业扩展到食品、医疗、畜牧养殖、室内公共空间、个体防护等领域，需求快速增长。干净空气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。以再升科技的产业链布局为例：

（1）上游主要是微纤维玻璃棉等过滤材料的原材料，中游主要是玻纤滤纸、熔喷材料和PTFE滤膜等过滤材料。在微纤维玻璃棉——玻纤滤纸这一产业链条中，上游微纤维玻璃棉等和下游制品（包括玻纤滤纸、真空绝热板芯材、AGM隔板）有一定技术和工艺的门槛，但生产和应用已经较为成熟，从固定资产周转率来看属于相对重资产的环节，但单条生产线绝对投资规模不是很高（微纤维玻璃棉生产线单位投资约0.8-1亿元/万吨产能，玻纤滤纸单位投资约3-4亿元/万吨产能，VIP芯材单位投资1亿元/万吨产能，AGM隔板单位投资约2亿元/万吨产能）。

（2）下游环节特点是应用场景多样，不同细分市场需要的产品和解决方案有一定差异性，因此对企业研发能力、市场客户开拓能力和行业经验都有不同程度的要求。（a）过滤设备终端应用场景涵盖了工业制造、室内公共空间、个体安全防护、动植物养殖等多个行业。（b）节能保温领域主要用于真空绝热板（下游涵盖冰箱、冷链物流等）、铅酸蓄电池等。

图表9: 微纤维玻璃棉、干净空气及高效节能产业链示意图



资料来源: 公司公告、《我国微纤维玻璃棉行业发展现状分析》、绝热节能协会官网、国盛证券研究所

图表10: 微纤维玻璃棉产业链各环节单位投资情况

	单位产能投资	备注
微纤维玻璃棉	0.8-1亿元/万吨产能	新建窑炉产能规模一般1-3万吨/年, 对应投资0.8-3亿元投资
玻纤滤纸	3-4亿元/万吨产能	新建玻纤滤纸产线规模一般为2000吨左右, 对应0.6-0.8亿元投资
真空绝热板芯材 (VIP芯材)	1亿元/万吨产能	新建单条生产线产能约2500吨/年, 对应约0.25亿元投资
AGM隔板	2亿元/万吨产能	新建单条生产线产能约2000吨/年, 对应约0.4亿元投资
空气净化单元	0.25亿元/万台产能	

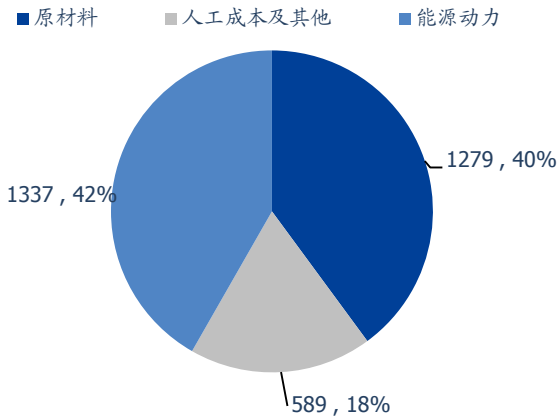
资料来源: 公司招股说明书、公司公告、国盛证券研究所

2.1、玻纤滤纸上游——微纤维玻璃棉: 理化性质优良的小直径絮状纤维

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, 其平均纤维直径不大于 3.5 微米。微纤维玻璃棉除了具有绝缘性、耐热性、抗腐蚀性好, 机械强度高普通玻璃纤维的特点外, 因其直径小、呈絮状, 进一步加工成滤纸、芯材及隔板等产品后, 对细小颗粒、分子等具有很好的过滤、吸附、限制运动等特殊性能。

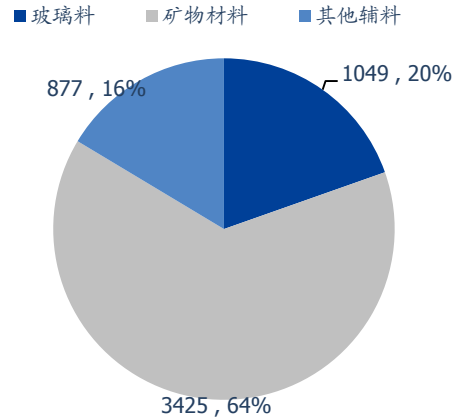
微纤维玻璃棉成本以能源动力占比最高,其次是原材料、人工成本及其他。再升科技 2017 年能源动力、原材料、人工及其他成本分别占外卖微纤维玻璃棉产品成本的 41.7%、39.3% 和 18.4%。其中原材料主要包括玻璃料、矿物材料及相关辅料,分别占原材料采购金额的 19.6%、64%和 16.4%。(1) 火焰棉生产过程中主要以天然气或者焦炉气作为生产能源,天然气费用一般占微纤维玻璃棉总成本的 40%左右,生产成本也因此较高。因此,玻璃棉厂家也集中在中原、四川、东北、新疆等天然气富集地区或焦化厂周围。(2) 而离心喷吹法以电作为生产能源,生产成本也因此相对较低。再升科技 2017 年天然气采购约占 67.9%、电力占 32.1%。

图表 11: 公司 2017 年微纤维玻璃棉成本构成 (万元)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 12: 公司 2017 年微纤维玻璃棉采购原材料构成 (万元)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2000 年以来全国微纤维玻璃棉产量总体保持快速增长态势, 2000~2017 年复合增长率为 20%, 反映了国内下游应用的快速拓展。截至 2017 年底, 全国微纤维玻璃棉产量 15.6 万吨, 集聚 60 多家企业院所, 行业年销售收入超过 30 亿元。国内生产规模较大的微纤维玻璃棉厂商包括再升科技、新疆鑫隆玻纤、沈阳广源东响等。

2.2、中游——玻纤滤纸及其他过滤材料

干净空气产业链的中游为过滤材料和节能保温材料。例如玻璃棉加工而成的玻璃纤维滤纸、VIP 芯材、AGM 隔板, 由化工原材料等加工而成的熔喷材料以及 PTFE 滤膜等。

国内微纤维玻璃棉的使用主要为过滤净化和节能保温两大应用领域, 主要用于生产玻璃纤维滤纸、VIP 芯材、AGM 隔板、隔音隔热玻璃棉制品等相关产品。截至 2017 年底, 国内下游制品中占比最大的为 AGM 隔板, 超过 85%, 呈现稳定增长的态势, 其次是玻纤滤纸, 连续保持快速增长。

此外, 上述玻纤滤纸、VIP 芯材、AGM 隔板三类制品生产工艺均较为类似, 一般采用湿法成网技术。其中玻璃纤维滤纸与 VIP 芯材除施胶工段外生产工艺大同小异, 而 VIP 芯材与 AGM 隔板的生可共用生产线。此外公司还在国内率先掌握了 VIP 芯材的干法成网工艺技术, 是全球极少自动化程度高且能满足超大幅宽的干法芯材生产线, 可以显著降低生产成本, 为行业领先。

图表 13: 我国主要玻璃棉制品中玻纤滤纸产量快速增长

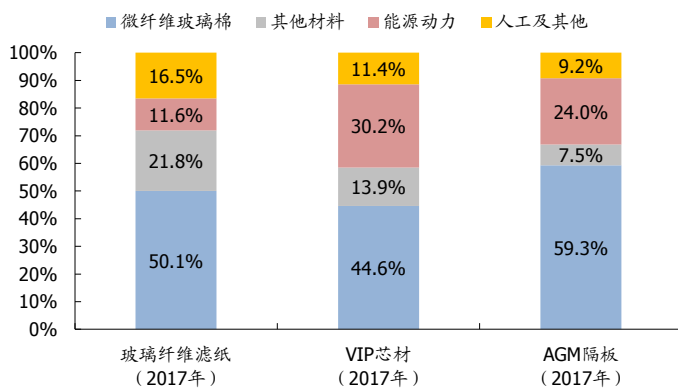
单位: 万吨	2015	2016	2017
玻纤滤纸	0.40	0.67	1.30
AGM 隔板	10.00	11.68	11.02
一次锂电池隔膜	-	-	0.01

备注: 2017年由于VIP芯材总体成本偏高,同时国内最大的VIP芯材厂家被收购并进行技术升级改造,因此当年VIP芯材并没有作为主营产品纳入统计中。

资料来源: 微玻纤及制品年会、国盛证券研究所

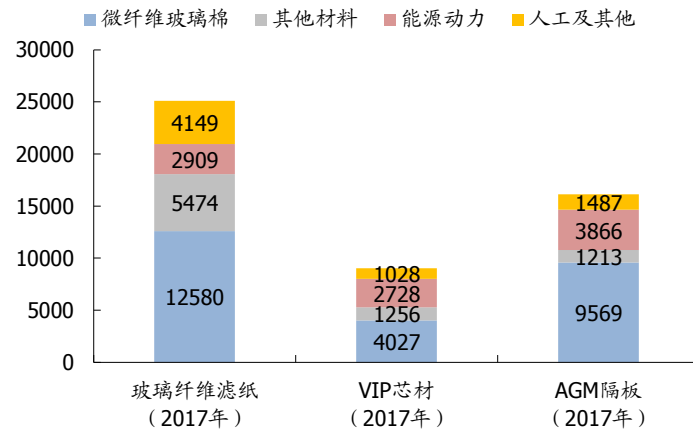
三类产品的成本结构也较为类似,除微纤维玻璃棉等原材料成本外,主要以人工与设备折旧等其他成本为主。其中玻纤滤纸因主要采用较为高端的玻璃棉,其单位原材料成本明显偏高,其次是AGM隔板。

图表 14: 滤纸、芯材、AGM隔板各项成本占比



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 15: 滤纸、芯材、AGM隔板单吨分项成本拆分(元/吨)



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2.2.1、玻纤滤纸是工商用首选滤材

在空气过滤领域,过滤材料的选择直接影响到过滤器的效率。过滤器根据其过滤效率可以分为粗效过滤器、中效过滤器、高效过滤器(HEPA)和超高效过滤器(ULPA)几大类,主要与其选择的过滤材料相关。

图表 16: 过滤器分类及过滤效率国标、应用场景

效率级别	额定风量下的效率 (%)	应用场景
粗效	E > 10 (粒径 ≥ 2.0um, 计数法)	空调与通风系统初级过滤、局部高效过滤装置的预过滤, 如空调过滤网等
中效	70 > E ≥ 20 (粒径 ≥ 0.5 微米, 计数法)	
高中效	95 > E ≥ 70 (粒径 ≥ 0.5 微米, 计数法)	应用于家庭、办公楼、学校、汽车、轨道交通等对空气净化程度要求不严格的场所, 如过滤效率较高的空调过滤网及部分空气净化器
亚高效	99.9 > E ≥ 95 (粒径 ≥ 0.5 微米, 计数法)	
高效	E > 99.9 (粒径 ≥ 0.5 微米, 钠焰法)	高效、超高效空气过滤器适用于对空气净化程度要求较高的空气过滤, 可应用于航天、航空等领域, 及制药、生物工程、泛半导体等行业的无尘净化车间
超高效	E > 99.999 (粒径 ≥ 0.5 微米, 计数法)	

资料来源: 《GB/T-14295-2019》、《GB/T-13354-2008》、国盛证券研究所

玻纤滤纸是当前高效过滤器中最为常用一种滤材。玻纤滤纸以微纤维玻璃棉为主要原材料, 是当前使用最为广泛的无机纤维滤料, 兼具容尘量大、过滤效率高、耐高温、绝缘性好等特点。与其他滤材对比, 性价比良好, 生产、使用非常成熟。特别是在工业、商业等对空气净化要求较高、使用寿命要求较长的应用场景, 玻纤滤纸是首选的滤材。对于一些有特殊要求的场合, 比如核电站, 玻纤滤纸作为过滤介质有难以替代的优势。

图表 17: 高效过滤器主要使用的滤材性能对比

	工艺优势	应用领域
高性能玻纤滤料	以超细玻璃纤维为原材料, 纤维分布均匀, 过滤精度高、容尘量大、物理强度高、机械加工性好, 耐热、阻燃, 涵盖 ASHRAE/HEPA/ULPA 等级	应用于高端制造、医药生物等洁净空间, 也用于对 0.3um 及以下等细微颗粒物有治理需求的领域
低阻熔喷滤料	以聚丙烯为原材料, 纤维直径可达 1-5um, 具有独特的毛细结构, 采用静电驻极, 过滤效率可达到 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、个人防护等领域
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
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, 超长寿命, 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致病微生物, 消除空气中的异味, 提高空气清新度
纳米过滤材料	纤维直径一般为 0.3-0.5um, 可以与木浆纤维、合成纤维等材料组合使用, 耐久度、物理强度、耐温性、容尘量好	应用于汽车座舱、发动机进气、燃气涡轮机和高端制造等对颗粒物治理有需求的领域

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

当前玻纤滤纸主要有三大类用途: 其一是用于工业生产中创建洁净的生产环境, 主要包括电子芯片、半导体元器件、多晶硅、药品、食品、保健品、化妆品、医疗器械、精细化工原料、生物化学产品、精密仪器仪表以及汽车喷涂、核电运行、医院手术等须在洁净的环境中进行生产或操作; 其二是商业新风系统, 玻璃纤维滤纸可用于机房、宾馆、商场、写字楼、银行、教室、幼儿园、医院病房等公共场所及火车、飞机、航天飞行器的客舱等安装中央空调新风系统; 其三是用于汽车等部件中, 为了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, 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

统过滤燃油，说明玻纤滤纸在液体过滤领域的应用前景。

此外，常用的过滤材料还包括低阻熔喷材料、高效 PTFE 膜、微静电过滤材料等，其应用领域因其不同的材料特点而有所差异。

2.2.2、行业格局：国内外差距逐步缩小，规模仍有差距

玻纤滤纸具备一定进入门槛，规模较大的滤纸企业数量较少。过去以 H&V 为代表的国外龙头企业通过在国内设立合资和独资企业的方式进入国内市场，与下游国外过滤设备企业占据着国内中高端市场的主要份额(以 H&V 为代表)，**但近年来通过生产工艺的进步，国内龙头企业在产品质量上迎头赶上，再升科技不仅份额提升速度较快，也已经是以康斐尔为代表的全球主要过滤设备企业的重要供应商。**

图表 18: 玻纤滤纸领域主要参与企业

主要企业	简介	主营业务	工厂、销售网
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。	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。	除美国以外，H&V 目前的办事处还分布于拉丁美洲的墨西哥、欧洲的德国、英国，以及亚太地区的中国、印度等地。
Lydall	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。	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。2019 年公司营收 8.4 亿美元，毛利率 18.1%。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。	Lydall 的业务遍及全球，在全球拥有 3,300 名员工，在美国，加拿大，欧洲和中国均设有工厂。公司营收主要来自北美 (66.3%)、欧洲 (27.0%) 以及中国 (6.5%)。
Ahlstrom-Munksjö	Ahlstrom-Munksjö 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%。	2019 年营收 29.2 亿欧元。其中过滤业务占比 22.8%，产品主要用于机油，燃料和空气的过滤，以及工业过滤。	该公司在全球拥有约 8000 名员工，在 14 个国家/地区拥有 45 个生产或加工设施，大多数生产基地位于欧洲，并且还拥有一个遍布全球的销售办事处网络。营收构成：欧洲 44%，北美 34%，亚太 13%。
Hokuetsu	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。	2019 年营收 2758 亿日元 (25.6 亿美元)。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，其中纸业务占营业收入接近 50%，特种纸业务营收占比不足 15%，包含玻纤滤纸、高级打印纸、通讯纸和硬化纤维板，因此推测玻纤滤纸业务营收占比可能不到 10%。	该公司在全球拥有 4714 名员工，顾客来自 36 个国家，产品出口以亚洲为主，占比 87.7%。

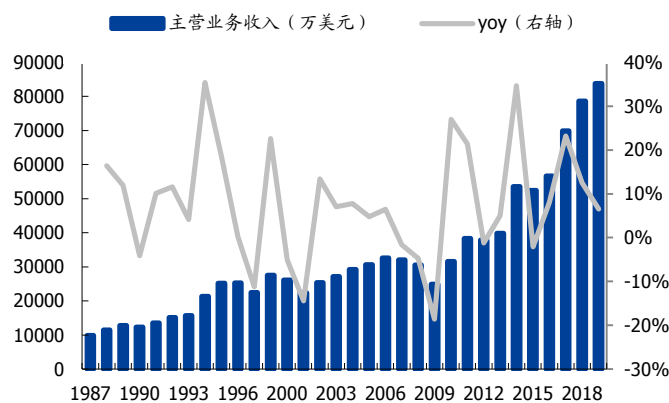
资料来源：公司官网、国盛证券研究所

从国外龙头企业的发展现状来看，主要企业除玻纤滤纸以外，基本已经形成了涵盖多种过滤材料或者其他技术材料以及解决方案在内的多元业务板块。在收入和利润体量上，再升科技与以 Lydall 等海外龙头企业相比仍有一定差距。对于传统工业应用为主的液体过滤、密封、节能保温领域，欧美地区上述材料的应用已经较为成熟，下游需求相对平稳，盈利也较为稳定。而空气过滤领域作为近年来增长较快的细分领域已经成为其重要的内生增长来源。近年来，海外龙头主要通过并购横向延伸产品线、扩充技术储备和客户资源。

以 Lydall 为例：目前拥有高性能材料（过滤、密封和保温绝热）、产业用无纺材料（工业过滤等）和隔热吸声解决方案三大主要的业务板块，是全球最大的玻璃纤维滤纸生产企业之一。公司 2019 年收入体量达到 8.37 亿美元（约合 58 亿人民币），若剔除出售业务板块带来的非经常性损益，净利润约 0.5 亿美元，约合 3.5 亿元人民币。其中高性能材料板块收入 2.45 亿美元（过滤产品 0.93 亿美元，密封与高级解决方案/保温材料 1.52 亿美元），产业用无纺材料 2.55 亿美元（工业过滤产品 1.44 亿美元，高级材料 1.11 亿美元），隔热吸声解决方案 3.26 亿美元。

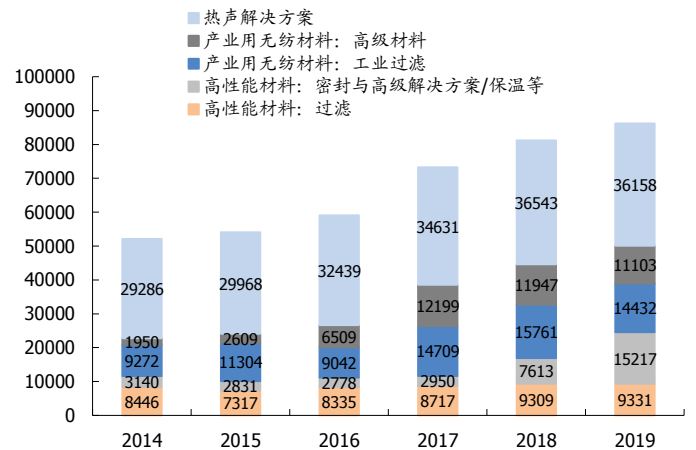
公司自 2014 年以来先后并购了 Andrew Industries、Texel、Gutsche 和 Interface 四家企业，其中 Andrew Industries、Texel 和 Gutche 均为高性能无纺材料领域的优秀企业，而 Interface 为高性能材料中密封和高级解决方案领域的领先企业，不仅巩固了公司在工业过滤和其他工程材料领域的竞争力，还进一步拓展了公司在更多国家与地区的布局。

图表 19: Lydall 的并购提升了收入规模的增速



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

图表 20: Lydall 分业务收入规模 (亿美元)



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

2.3、中游——VIP 芯材：性能优秀的节能保温材料

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，导热系数只有传统绝热材料的 1/6 甚至更低，还具有厚度薄、体积小、重量轻等优点。产品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。

根据绝热节能材料协会数据，2019 年我国拥有真空绝热板企业 20 余家，年产能 5000 万平方米，实际销量约 4000 万平方米，产值约 60 亿元。

环保、能耗要求提升倒逼保温材料迭代，冰箱冷柜领域成长空间大。冰箱冷柜领域是目

前真空绝热板的最重要应用领域。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，推动冰箱整体能效提升，进而推动VIP等新型节能材料的推广。

图表 21: 国家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	《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	《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	《中国家用电冰箱产业技术路线图(2019年版)》	(1) 节能: 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) 低碳环保: 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) 真空绝热板产品性能: 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)。

资料来源:《绿色高效制冷行动方案》、《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》、国盛证券研究所

在冰箱冷柜领域，与传统聚氨酯等保温材料，真空绝热板具有环境友好、高效节能、节约空间等优势。(1)真空绝热板的生产和应用过程中不会产生ODS物质及HCFCs类超温室气体。随着基加利修正案的实施，有望加速真空绝热板对传统保温材料的替代。(2)行业标准中最高等级I类的导热系数要求分别为3.5mW/(m·K)和(2.5mW/(m·K))，显著低于聚氨酯(20-30mW/(m·K))等传统有机保温材料。根据赛特新材招股说明书，一般冰箱采用真空绝热板作为绝热材料可节能10%~30%。(3)真空绝热板凭借更优越的保温性能，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，虽然完全使用真空绝热板的成本比聚氨酯约高出一倍，但推出的产品在能耗、容积率等指标上更为优异，符合行业长期能耗标准提升和消费升级的趋势。

根据行业协会数据，2017年国内VIP芯材产量约达到3万多吨，全球三星、松下、三菱等冰箱生产企业所使用的VIP芯材绝大部分来源于我国。

真空绝热板用作保温箱在保温期、体积上具备显著的优势，有望成为医药冷链物流中的主要保温材料。与聚氨酯泡沫相比，真空绝热板作为保温材料可以延长保温箱的保温期66%。将大大提高了单次运距，进而节约运费，经济效果明显。其中疫苗超低温条件和超长保温时间的要求更为考验保温箱的性能，而真空绝热板低导热系数、节约空间的优势得以充分发挥作用。

图表 22: VIP 用作冷藏保温箱较传统的聚氨酯泡沫在保温期和容积上具备显著优势

保温材料	箱体规格	内装冷却剂	保温期	经济性对比
PU(聚氨酯)泡沫	箱体外形尺寸 57cm × 50cm × 50cm, 保温层厚度 3.8 cm	内装 21.8kg 冷却剂	120h	采用VIP新材料后，保温箱体积减少70%，冷却剂量减少68%，而保温时间则延长66%。减少了运费，提高了运距，经济效果非常明显。
VIP(真空绝热板)	外形尺寸 33cm × 46cm × 28cm, 保温层厚度 2.5cm	内装 7kg 冷却剂	200h	

资料来源:百特新材料官网、国盛证券研究所

3、下游——干净空气：新时代成长潜力巨大的“需求”

3.1、干净空气应用场景多样，规模千亿级市场

3.1.1、空气净化设备应用场景多元，商用民用、电子产业新亮点持续涌现

空气净化设备能够将一定空间范围内空气中的微粒子、有害空气、细菌等污染物排除，并将室内空气洁净度、气流速度与气流分布、噪音振动、静电控制在一定需求范围内。

常用的空气净化设备包括空气过滤/净化器、FFU（风机过滤机组）、新风系统等。

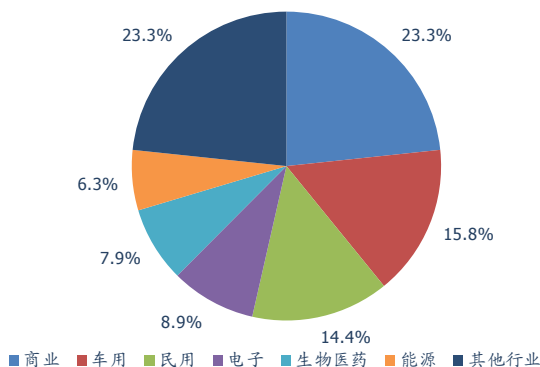
- FFU（风机过滤机组）是风机和空气过滤器的组合；
- 新风系统则是一个完整、独立的空气净化系统，除通过风机从室外吸进空气，经高效过滤器过滤后，将新鲜空气送入室内，同时将室内污浊的空气排出室外。新风系统一般采用粗效、中效、（亚）高效三级过滤系统，（亚）高效过滤器一般采用玻璃纤维滤纸为过滤介质。

不同过滤效率的空气净化设备其应用场景也有较大的差异。一般而言，高效过滤器一般用于精尖端和先进制造领域，普通民用过滤等级要求较低。

- 粗效空气过滤器主要适用于空调与通风系统初级过滤、局部高效过滤装置的预过滤，如空调过滤网等。
- 中效空气过滤器可应用于家庭、办公楼、学校、汽车、轨道交通等对空气净化程度要求不严格的场所，如过滤效率较高的空调过滤网及部分空气净化器。
- 高效、超高效空气过滤器适用于对空气净化程度要求较高的空气过滤，可应用于航天、航空等领域，及制药、生物工程、泛半导体等行业的无尘净化车间。

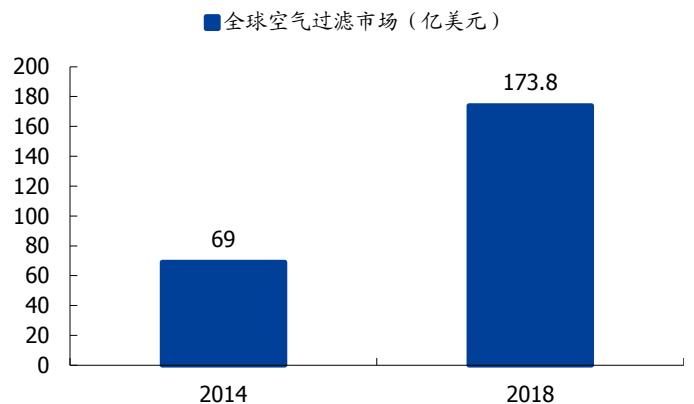
随着全球空气净化需求快速增长，目前市场体量超过千亿，其中商用、车用、民用用途占比最大，其次为电子、生物医药等工业用途。根据 MarketWatch 数据，2018 年全球空气过滤市场规模为 173.8 亿美元，行业呈现迅速发展趋势。而 Mcllvaine 公司在 2014 年的数据中，全球空气过滤销售额约为 69 亿美元，其中商用占 23.3%（对应 16.1 亿美元），车用占 15.8%（对应 10.9 亿美元），民用占 14.4%（对应 9.9 亿美元），其次是电子、生物医药、能源等产业用途，分别占 8.9%、7.9%和 6.3%（对应 6.1 亿美元、5.5 亿美元和 4.3 亿美元）。

图表 23: 2014 年全球空气过滤市场需求分布



资料来源: Mcllvaine、国盛证券研究所

图表 24: 全球过滤净化市场近年来进入快速增长期



资料来源: MarketWatch、国盛证券研究所

3.1.2、设备端格局分散，竞争相对激烈

近年来随着我国自身“干净空气”需求的增长与产业技术实力的增强，我国空气净化市场企业数量也迎来了较快的增长，但企业来源多元且集中度不高，主要可以分为以下几大类：

专业从事工业洁净室空气净化设备生产的企业，例如再升科技的全资子公司悠远环境，此外众多国外知名企业亦在中国设立分支机构，占据了工业级洁净室空气过滤设备较大市场份额。近年来随着国内民用需求的快速增长，此类众多专注于工业级洁净室空气过滤设备生产的厂商也逐步向民用空气净化市场拓展。

下游大型家电制造企业，随着国内商用、民用需求的爆发，国内家电企业也迅速布局了空气净化市场，包括美的集团、TCL集团、格力电器、飞利浦、夏普等，家电企业在客户、渠道、品牌等方面具备综合优势。

专业从事民用级空气净化设备生产的企业，例如金海环境（主要从事车载空气净化器的生产）等。

图表25：专业从事过滤设备生产的企业情况

母公司名称/国内子公司名称	公司简介	业务范围	规模指标
<ul style="list-style-type: none"> ■ 再升科技 ■ 苏州悠远环境科技有限公司（苏州悠远） 	<p>苏州悠远专注于研发、生产高端洁净室所需的各种空气过滤产品和过滤设备。公司于2017年6月加入再升科技，实现产业链重组。</p>	<p>公司主要研发、生产工业有机废气净化设备，环境保护及空气过滤产品，销售公司自产产品并提供安装及售后服务；环境污染治理及监测技术，节能技术开发与服务。产品应用于微电子、液晶面板、生物制药、化学领域、数据中心、半导体多项领域。</p>	<p>2019年苏州悠远实现营业收入为4.83亿元，营业利润0.5元，净利润0.47亿元。</p>
<ul style="list-style-type: none"> ■ AAF国际 ■ 爱美克空气过滤器（苏州）有限公司 	<p>母公司AAF国际公司是全球最大的空气过滤解决方案制造商之一。总部位于美国肯塔基州，2006年与兄弟企业麦克维尔（美国中央空调龙头）一同被全球空调龙头企业大金工业株式会社收购。</p>	<p>公司主要从事空气过滤器、工业用集尘、除尘等专用设备和相关空气净化产品和系统的研发和生产，生产本公司生产科研所需的空气过滤器滤料以及相关的原辅料，销售本公司所生产的产品并提供售后配套服务。提供上门安装服务。</p>	<p>AAF中国2016年度销售额达6亿人民币（含台湾地区5500万人民币），销售网络覆盖全中国。</p>
<ul style="list-style-type: none"> ■ Camfil 康斐尔 	<p>康斐尔是全球空气过滤设备和洁净空气解决方案的龙头企业之一。总部位于瑞典斯德哥尔摩，全球有20多家生产厂和30多家分公司。康斐尔于2002年进入中国，总部位于上海，工厂位于江苏昆山。</p>	<p>康斐尔业务涉及过滤器、动力系统、空气污染控制及分子污染控制四大领域，产品应用于核电、生命科学、生物安全、半导体、汽车制造、食品饮料等行业。</p>	<p>截至2019年12月31日公司总资产为68.12亿瑞典克朗。2019年公司实现营业收入86.76亿瑞典克朗（约合66亿元人民币），净利润6.93亿瑞典克朗（约合5.3亿元人民币）。</p>
<ul style="list-style-type: none"> ■ 剑桥过滤器（日本）有限公司 ■ 剑桥过滤器（中国）有限公司 	<p>剑桥过滤器(中国)有限公司为近藤工业株式会社与剑桥过滤器（日本）有限公司共同出资建立。公司是专业生产和销售空气过滤器及相关洁净设备，以及为客户提供空气净化方面问题解决方案的外商独资企业。母公司剑桥过滤器工厂分布于日本、韩国、中国、新加坡等地。</p>	<p>公司生产的各类空气过滤器（初中效，高效超高效过滤器）及净化产品（送风口，过滤器风淋室，FUU等），广泛应用于半导体产业、液晶产业、电子产业、医药产业、医疗设施、生物设施等各行业。母公司剑桥过滤器工厂分布于日本、韩国、中国、新加坡等地。</p>	
<ul style="list-style-type: none"> ■ 美国过滤集团（Filtration Group Corporation） 	<p>过滤集团（Filtration Group）是麦迪逊工业公司于2009年成立的过滤业务平台，总部位于美国伊利诺伊州。公司近年来并购</p>	<p>提供汽车、能源、采矿、化学等工业过滤以及医疗生物、暖通、住宅等商用、民用过滤领域过滤设备及过滤解决方案。</p>	<p>公司2018年收入规模约16亿美元（约合110亿元人民币）。</p>

了Filtrair（飞特亚）等多个过滤设备企业。
在20多个国家和地区建立了业务部门。

■ 美埃集团
■ 美埃（中国）环境科技股份有限公司

美埃（中国）环境科技股份有限公司隶属于美埃集团。美埃集团在制造，开发和提供空气过滤设备以及清洁空气解决方案方面处于业界领先地位。美埃在中国，东南亚及欧美建立了生产和销售网络。在中国美埃拥有21家销售分公司办事处，并在江苏南京、广东中山、天津和四川成都分别设有专业的生产及研发基地，以满足国内快速的供货响应。

美埃为电子，半导体，液晶显示屏，生物制药，食品，石化工业，汽车涂装，商用，民用建筑等领域提供整体空气净化解决方案；产品涵盖各行2019年美埃中国营业收入所需的空气净化设备及服务，包括对颗粒物7.92亿元，净利润约0.71亿元。（PM10,PM2.5,PM0.1），病菌，气态分子污染物（TVOC，酸性，碱性气体）等的评估和检测。

浙江金海环境科技股份有限公司

浙江金海环境技术股份有限公司（603311）成立于1992年，是国内空气过滤材料行业的领先企业，在空调过滤网领域行业地位显著，是空调过滤网细分行业的全球龙头企业。

公司致力于全球领先的高性能过滤材料、功能性过滤材料和功能性过滤网的研发和制造。公司的主要产品具体包括：高性能过滤材料、过滤网、空气净化器过滤器、新风系统过滤器、汽车空调过滤器、轨道交通空调过滤器、油烟过滤器、换气扇过滤器、空调风轮、全热交换器等。

2019年度公司实现收入6.49亿元，同比增长14.80%，实现净利润0.80亿元。其中过滤器产品销售719.85万件，实现营业收入4.30亿元。

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

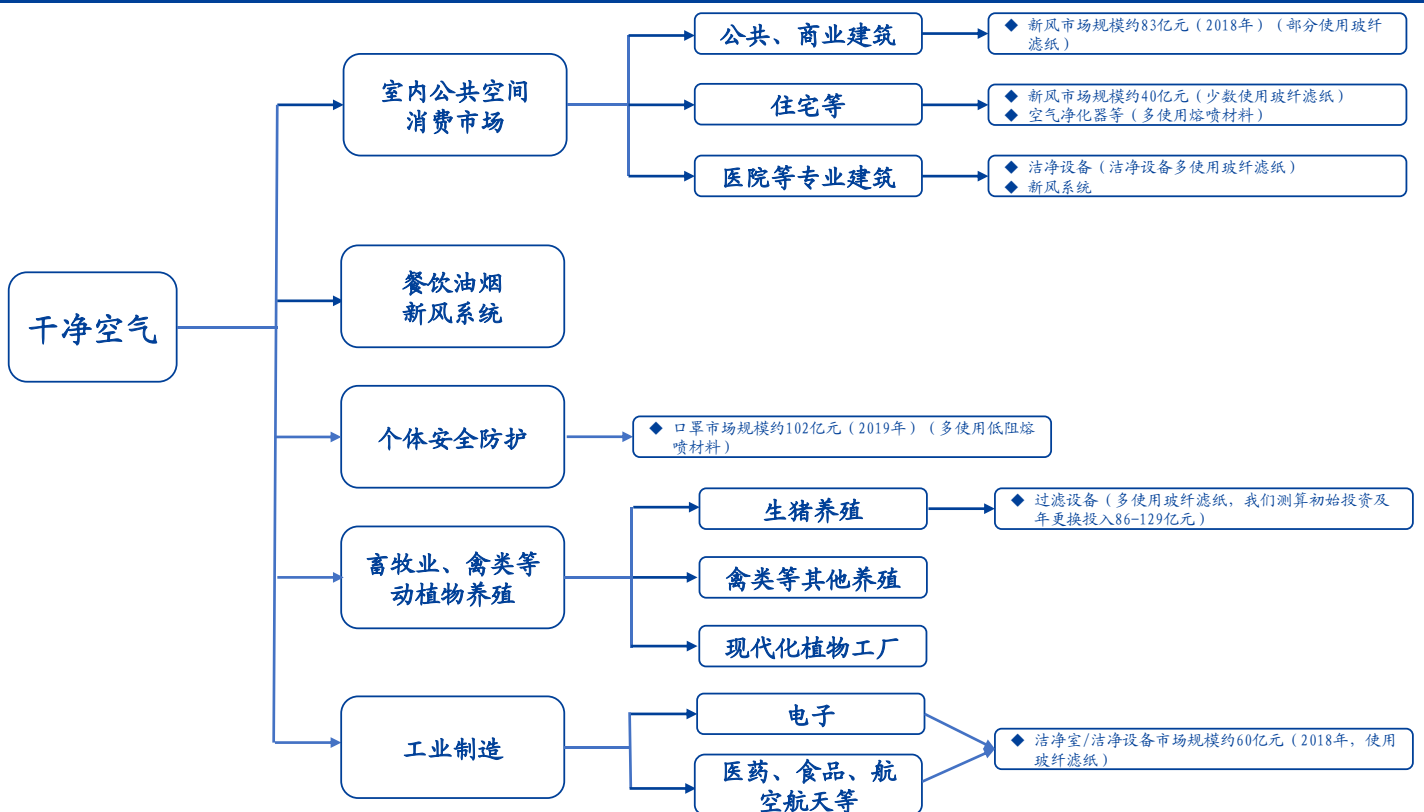
工业用领域仍然是传统的工业级洁净设备企业占据绝对优势。从行业发展趋势和路径来看，龙头过滤设备企业主要通过并购的方式横向延伸到下游不同领域。例如美国麦迪逊工业旗下的美国过滤集团（Filtration Group Corp.），公司自2009年成立以来通过一系列并购将过滤设备业务由汽车领域延伸至能源、生物、电子、水处理和暖通等工业、商用、民用多个领域，2018年公司收入规模增长至16亿美元（约合110亿元人民币）。

民用、商用市场随着家电企业、工业级洁净设备企业的共同进入，参与主体数量更多，竞争更为激烈，但随着行业标准的完善以及消费者观念的变化，专业化将是长期趋势，为专业从事空气过滤净化的企业提供发展契机。

3.2、民用新风：新需求兴起+标准提升，国内民用干净空气加速普及

除了传统的工业制造受益于国内先进制造业的迅猛发展有望加速增长外，在我国随着各行各业和人民生活对环保、对空气质量要求的日益提升，室内公共空间、餐饮油烟、个体安全防护、动植物养殖等新兴领域需求也具有巨大的潜力。

图表 26: 室内公共空间、餐饮油烟、个体安全防护、动植物养殖等领域的干净空气需求有巨大的增长潜力

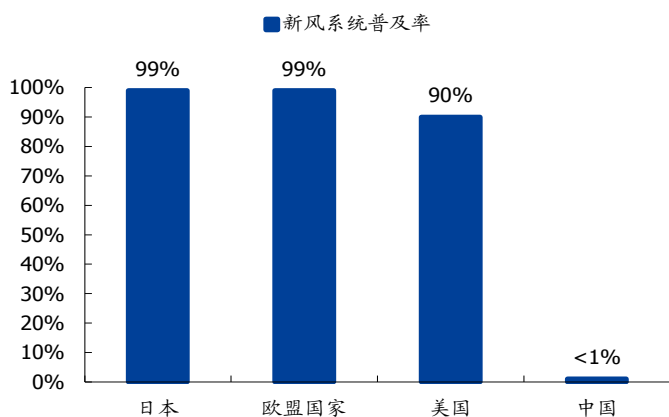


资料来源：公司年报、行业协会网站、国盛证券研究所

(1) 室内公共空间消费市场

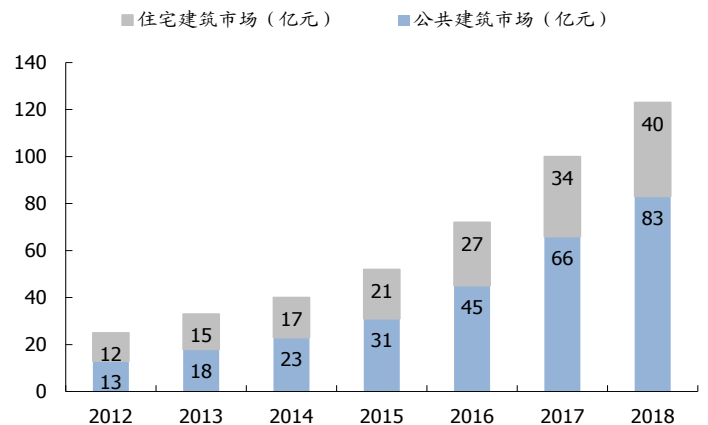
新型冠状病毒肺炎在全球爆发有望提高社会对室内公共空间空气安全的重视程度，加速我国新风系统普及率的提升。在公共建筑等空气相对不流通的室内空间，大多采用空气内循环模式，不具备颗粒物拦截、TVOC 催化、灭菌等功效，细菌、病毒等容易随空气中的悬浮颗粒物、气溶胶进行传播，从而引发群体性传染事件。虽然近几年在雾霾等事件的推动下建筑新风系统和室内空气净化器有了快速的增长，根据净肺行动数据，目前我国新风系统普及率不到 1%，远低于日本、欧盟国家和美国 90% 以上的水平。

图表 27: 我国新风系统普及率远低于欧美发达国家 (2018)



资料来源：净肺行动、国盛证券研究所

图表 28: 我国公共建筑、住宅新风市场规模呈现较快增长的态势



资料来源：智研咨询、国盛证券研究所

（2）餐饮油烟新风系统

餐饮油烟新风系统是未来有望兴起、空间可观的蓝海市场。餐饮油烟是大气重要的污染物来源之一，而控制手段和覆盖率仍然处在较低的水平。2019年9月，生态环境部公布《餐饮业油烟污染物排放标准（征求意见稿）》并公开征求意见，收紧油烟排放限值，明确油烟净化设施运行维护管理要求。此外增设了非甲烷总烃排放浓度限值，将油烟净化设施去除效率要求调整为资料性附录（要求净化设施对油烟污染物、非甲烷总烃的去除效率分别达到90%和60%以上）。这一政策文件的出台有望进一步推动油烟污染物净化设施的安装和有效运行。

（3）个体安全防护（口罩）

个体安全防护口罩是应用非常成熟的领域。根据工信部统计，2019年我国口罩行业产值达到102亿元，同比增长12.6%，其中医用口罩产值55亿元，同比增长15.5%。受新型冠状病毒感染的肺炎疫情的影响，2020年口罩行业增速大幅提升。

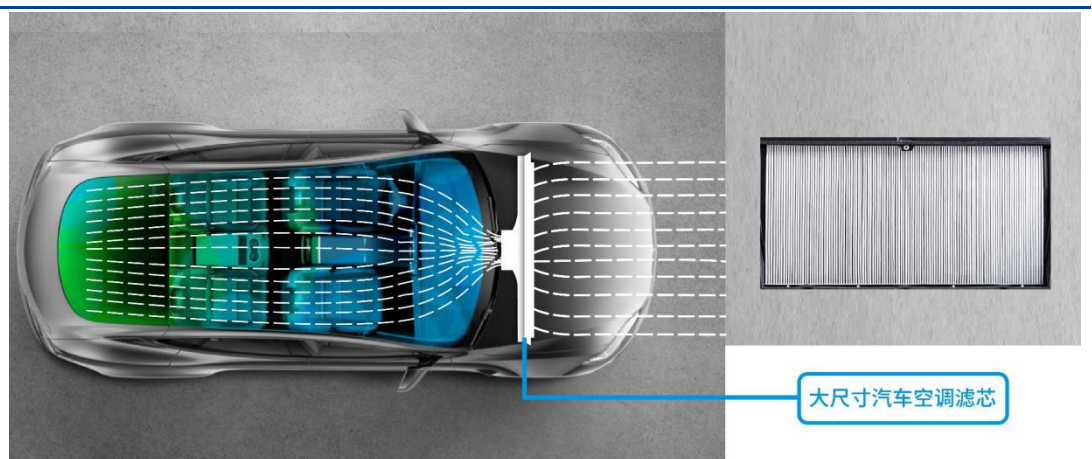
口罩主要由内外两层无纺布，加中间核心过滤层构成，核心过滤层一般采用熔喷布，上游原材料为聚丙烯，是一种纤维直径在2微米左右的超细静电纤维布。此外PTFE滤膜也成为新型的口罩过滤层材料，由于其蜘蛛网式的微孔结构，孔径小至纳米级别，具备阻隔效率高，使用寿命长、轻薄透气。公司作为同时拥有熔喷材料、PTFE滤膜两大原材料生产能力的企业，中长期凭借原材料生产和研发优势，在个体安全防护市场也有着中长期拓展的看点。

（4）新能源汽车等移动空间领域

随着消费者对驾乘空间的健康性提出更高要求，如针对细小颗粒过滤、去除有害目标气体和异味（如甲醛/甲苯/乙醛等）、抗过敏原保护及消毒杀菌等功能，为用户构建全方位的空气防护体系也成为交通工具的要件。新能源汽车因其结构优势，为装配更高性能、更大尺寸、更加快速高效的汽车空调滤芯提供了条件。随着新能源汽车需求的不断提升，汽车空调滤芯的需求与日俱增。

公司借助多种材料优势，成立重庆朗之瑞新材料科技有限公司，着力研发高性能、长寿命、防生化武器级的汽车空调滤芯，有效过滤空气中散播的细小颗粒物、气体污染物以及细菌、病毒、粉尘、气溶胶、植物花粉、霉菌孢子、尘螨排泄物等，对 $\geq 0.3\mu\text{m}$ 的颗粒物过滤效果可达99.97%及以上，让驾乘人员在车内享受清洁、健康的空气，还可防止灰尘积聚在空调系统内部，延长其使用寿命。

图表 29：新能源汽车有利于装配大尺寸滤芯



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

3.3、专业新风持续扩张：畜牧业新风系统持续推广，高效农业有望成为新蓝海

3.3.1、畜牧业新风系统进入快速推广期

畜牧业新风系统近年来随着规模化养殖的推广以及对养殖场空气净化重要性认识的提升，近年来已经进入了快速推广期。我们测算生猪养殖空气过滤设备初始投入及更换需求的市场容量有望达到**100亿元**。

传染病特别是烈性传染病对畜牧养殖业危害大，其中40%以上的疫病通过空气传播的，因此切断空气传播渠道可以有效预防疫病的发生。同时，舒适的温度和湿度，清新的空气可以使动物源性食品品质更好。2018年非洲猪瘟疫情大规模爆发，生猪存栏数大幅减少，猪肉价格大幅上涨，极大地催生了对干净空气新风设备的市场需求，畜牧养殖行业干净空气市场规模开始快速扩张。

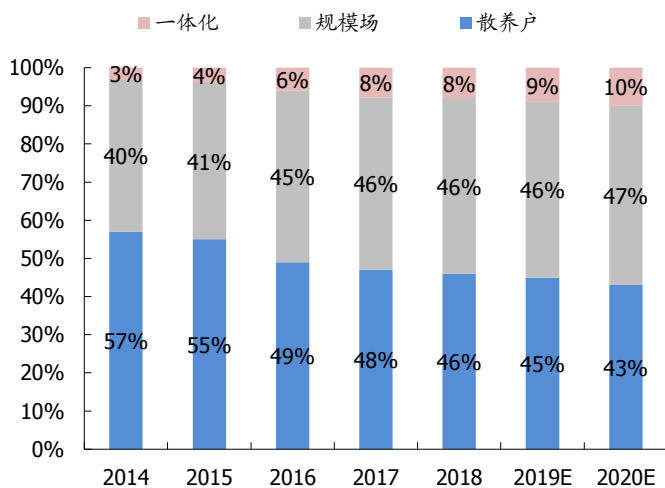
空气净化在畜牧业养殖领域的应用原理是通过超细高效的过滤材料及设备系统，有效隔离猪瘟、猪蓝耳病、口蹄疫等病毒病菌的传播传导，从而提高猪舍内的空气质量，提升猪群健康水平，提高饲料转化效率，降低养殖成本。

猪舍安装空气过滤系统具备显著的经济性。(1)猪舍空气过滤系统主要需要增加空气过滤设备，以及配套的基建投入和环控设备成本等。根据河南新大牧业此前的案例，单位存栏头数增加90元/头的基建、环控设备以及空气过滤设备综合成本。若新风系统按照10年折旧，相当于每出栏一头猪增加9.28元固定成本。若以牧原股份为例，单头出栏生猪养殖成本约为1086元/吨，则新风系统增加的成本占出栏生猪养殖成本的1%左右，成本提升幅度较小。(2)空气过滤系统有助于降低传染病的发病率，提高生猪存活率和母猪分娩率。根据明尼苏达大学兽医学院对21个农场约7年每个季度生产数据的分析，过滤猪场可改善母猪分娩率达3.99%，每头母猪断奶仔猪多1.9头，母猪死亡率降低2.35%。

猪瘟疫情和无抗养殖要求的提升将倒逼猪舍新风建设提速。(1)2018年8月，国内爆发的非洲猪瘟疫情对生猪养殖行业产生了重大的影响，加上国家环保政策的执行，对生猪养殖场的生物防护、环保体系和管理措施提出了更高的要求。(2)按照农业部等监管部门要求，我国自2020年起饲料中全面禁止添加抗生素。在无抗养殖的大背景下，对畜牧业饲养环境和生物防治措施有更高的要求，其中良好运作的通风系统和空气过滤设备是基础条件之一。

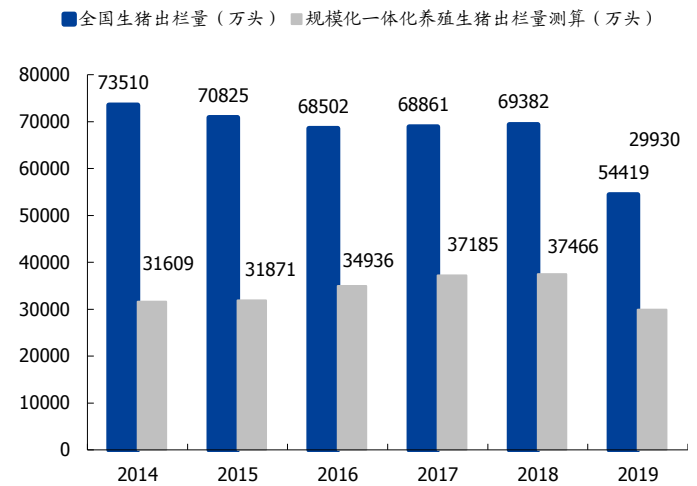
规模化养殖占比提升加速也为新风系统推广带来契机。从生猪养殖规模结构来看，规模化、一体化养殖模式逐渐替代散养户模式，规模化生产模式占比从2014年的40%提升至2018年的46%。2019年3月，全国养猪第一大省河南省办公厅发布《关于促进生猪产业转型升级的意见》指出，到2025年，规模化养殖比重达90%。随着规模化养殖占比提升，防控措施现代化发展，猪舍新风系统渗透率预计将不断提升。

图表 30: 规模化、一体化生猪养殖场占比近年来显著提升



资料来源: 农业部、国盛证券研究所

图表 31: 除 2019 外, 规模化一体化养殖生猪出栏量维持较快增长



资料来源: 国家统计局、农业部、国盛证券研究所

我们测算当前养殖规模和结构下, 考虑生猪养殖空气过滤设备初始投入及更换需求, 生猪养殖空气过滤市场容量有望达到 **69-103 亿元**, 其中八大养殖企业对应达到 **10.3-15.5 亿元**。核心假设如下:

(1) 规模化一体化养殖规模按照规划 2025 年规模化一体化养殖占比提升至 90%, 对应年出栏量有望接近 5 亿头。

(2) 规模化养殖下新建猪场过滤设备投资强度预计约为 **20-30 元/头出栏量**。新建主场的过滤设备投资规模主要受过滤等级、通风类型等因素影响。按照新希望 2019 年债券募投项目投资明细测算, 生猪养殖项目年每头生猪出栏量约对应 20 元; 而根据新大牧业的案例, 由于使用了 100%中效过滤、负压通风模式, 过滤设备、环控设备以及相应基建成本增加 186 元/平米, 按设计生猪出栏量测算对应 93 元/头的综合成本, 若过滤设备成本按三分之一计算, 对应约 30 元/头的成本。因此测算中, 我们暂选取 20 元/头、30 元/头作为单位年出栏量的过滤设备投资强度。

此外, 根据 South Dakota 的行业参数测算, 不同种类猪舍建议最低配置过滤器数 虽如下: 母猪和窝崽 0.85 套过滤器/头; 保育猪(5-14 千克体重)0.042 套过滤器/头; 保育猪 (14-34 千克体重)0.06 套过滤器/头; 生长肥育猪(34-68 千克体重)0.128 套过滤器/头; 生长肥育猪(68-113 千克体重)0.204 套过滤器/头、妊娠母猪 0.255 套过滤器/头、配种母猪 0.51 套过滤器/头; 公猪 0.85-1 套过滤器/头。

(3) 过滤设备滤纸定期更换需求。作为过滤设备滤芯的玻纤滤纸更换周期一般为 2 年, 我们假定滤芯占过滤设备成本的 30%, 按 2 年使用寿命折算单年需求。

(4) 中长期规模化、一体化生猪养殖比重的提升以及头部企业份额的提升, 若按 2025 年 90%规模化、一体化养殖的目标, 我们测算过滤设备市场规模有望达到 **113 亿元-169 亿元**。

图表 32: 我们测算在当前养殖规模和结构下, 生猪养殖空气过滤市场容量约 69-103 亿元

	生猪出栏量 (万头)		过滤设备初次安装投资测算 (亿元)		过滤更新投资测算 (亿元)		生猪养殖过滤设备市场容量 (亿元)	
	2018	2019	情形 1: 新希望生猪养殖项目	情形 2: 河南新大牧业案例	情形 1	情形 2	情形 1	情形 2
八大养殖企业	4500	6050	9.0	13.5	1.3	2.0	10.3	15.5
温氏股份	1852	955	3.7	5.6	0.6	0.8	4.3	6.4
牧原股份	1025	1812	2.1	3.1	0.3	0.5	2.4	3.5
正邦科技	578	956	1.2	1.7	0.2	0.3	1.3	2.0
新希望	355	829	0.7	1.1	0.1	0.2	0.8	1.2
天邦股份	244	308	0.5	0.7	0.1	0.1	0.6	0.8
八大养殖企业中其他企业	446	1191	0.9	1.3	0.1	0.2	1.0	1.5
规模化一体化养殖出栏量测算	29930	30041	59.9	89.8	9.0	13.5	68.8	103.3
规模化一体化养殖出栏量测算 (按 2025 年规划 90% 的规模化养殖比重)	48977	47434	98.0	146.9	14.7	22.0	112.6	169.0
核心参数假设	单位出栏量过滤设备投资 (元/头)		新希望生猪养殖项目		20			
			河南新大牧业案例		30			

资料来源: 公司公告、Wind、国盛证券研究所

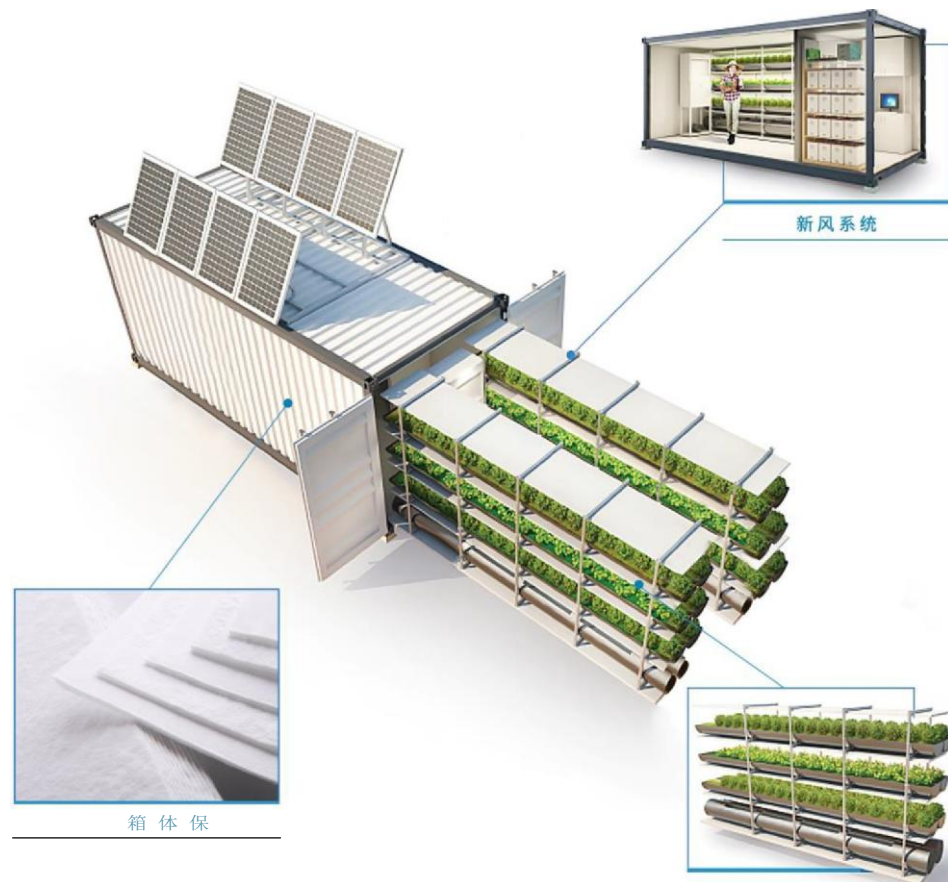
此外受禽流感事件影响, 国内禽类养殖行情起伏波动, 加上国家环保政策的执行, 禽类养殖行业同生猪养殖一样, 规模化、集约化养殖成为未来趋势, 采用养殖新风等举措来增强养殖场对疫病的防护成为更多有实力企业的选择, 以确保殖场内外环境管理、养殖过程、屠宰加工等生产环节防疫体系安全、有效。

3.3.2、高效农业有望成为新蓝海

植物工厂, 也称立体农业, 是指在高度受控的环境中以高空间密度生产蔬菜、药用植物和水果, 通过设施内高精度环境控制实现农作物周年连续生产的高效农业系统, 是利用智能计算机和电子传感系统对植物生长的温度、湿度、光照、CO₂ 浓度以及营养液等环境条件进行自动控制, 使设施内植物的生长发育不受或很少受自然条件制约的省力型生产方式。

公司现与国内知名院校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提升植物工厂的生产效率与产品品质, 为无虫无农药蔬菜花果提供技术支撑服务现代智慧农业。

图表 33: 集装箱植物工厂示意图



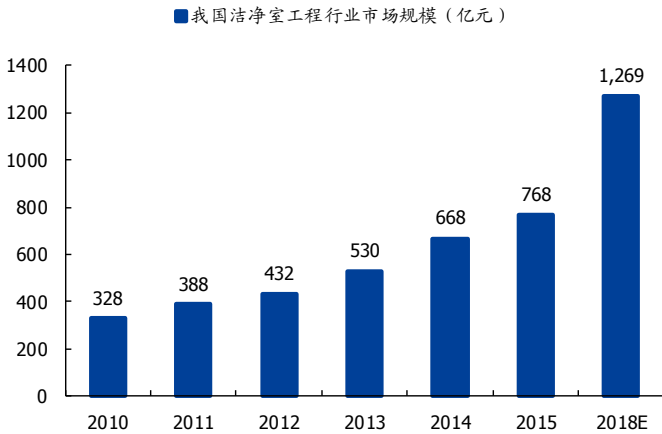
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

3.4、传统应用景气向上：电子产业洁净室景气向上，医药医疗领域潜力可观

工业领域是空气净化发展最为成熟的领域。2000年以来，随着我国电子、医疗、制药、食品、核电、军工等行业的快速发展，工业级洁净市场也迎来了快速发展。上述行业生产过程中要阻止未处理的灰尘微粒或者气体分子进入高度敏感的制造工艺流程，需要高度洁净的生产环境，因此在工程项目投资中，洁净室投资往往占据一定的比例。以玻璃纤维滤纸为过滤介质的高效过滤器是洁净室（洁净厂房）的核心部件之一。一般而言，空气过滤设备占到洁净室工程投资额的5%，洁净室工程的快速发展也拉动玻璃纤维滤纸需求的增长。

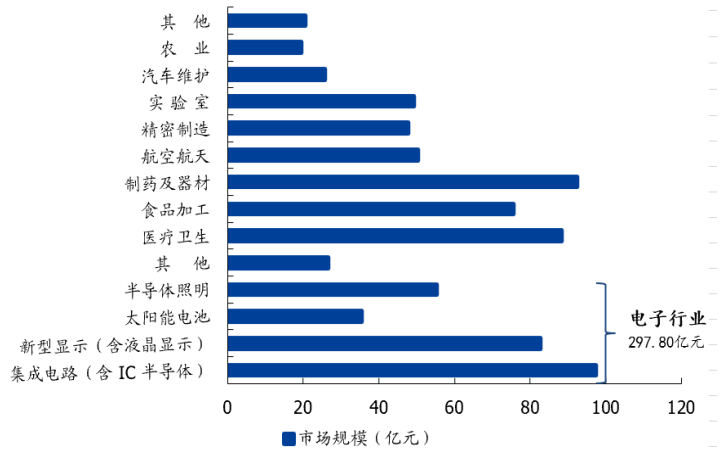
我国洁净室工程市场规模快速增长，电子产业中的芯片、面板等行业目前是工业级洁净市场重要的下游细分领域。根据中国电子协会的数据，2015年我国洁净室工程行业规模已经达到768亿元，近几年仍延续较快的增长势头，预计2020年有望超过1200亿元。从细分行业来看，2015年的洁净室工程市场中又以电子占比最大（占行业总规模的38.8%，对应298亿元），其次为医药、医疗及食品等（占行业总规模的33.4%，对应256亿元），剩下为航空航天等。

图表 34: 我国洁净室工程行业规模维持快速增长



资料来源: 中国电子学会、国盛证券研究所

图表 35: 2015年洁净室细分市场规模



资料来源: 中国电子学会、国盛证券研究所

以玻纤滤纸为过滤介质的空气过滤设备在电子行业应用主要包括半导体和面板领域。半导体、面板等行业的无尘化车间对空气净化程度要求较高, 需要应用高效、超高效的空气过滤设备。半导体洁净室通常以 $0.1\mu\text{m}$ 作为微粒控制粒径, 洁净等级不低于 ISO3 级标准微环境; 光电行业洁净室通常以 $0.3\mu\text{m}$ 作为微粒控制粒径, 洁净等级在 ISO4 级到 ISO6 级之间。

图表 36: 电子行业对洁净等级的要求

细分产品品类	控制微粒粒径	核心区域洁净等级
半导体集成电路	6 英寸	ISO4 级
	8 英寸	ISO3 级
	12 英寸	ISO3 级
面板	液晶显示屏	ISO4-7 级
	彩色显示器	ISO7-8 级, 局部 ISO5 级

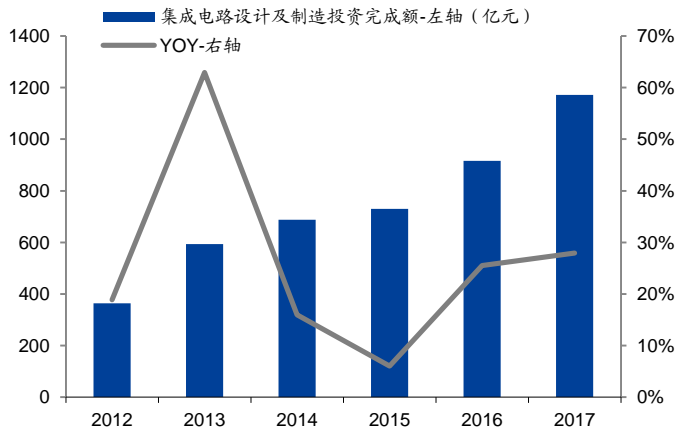
资料来源: 亚翔集成招股说明书、国盛证券研究所

半导体投资中期将呈持续增长态势。根据 SEMI 的预测, 2020 年原始设备制造商的半导体设备全球销售额同比增长 16% 达到 689 亿美元, 其中中国大陆在晶圆代工和内存强劲投资的驱动下快速增长, 成为全球半导体设备需求的核心驱动力。预计 2021-2022 年全球半导体设备市场仍将延续小幅增长, 其中韩国和中国台湾地区销量有望分别在存储器恢复和晶圆代工投资的推动下加速。

此外, 随着面板产品价格上涨下企业盈利的提升, 国内面板龙头企业的产能扩张也有望得到加速。随着韩国 LGD、三星两大面板厂商开始退出落后 LCD 产线, 行业供需关系得到修复, LCD 面板有望迎来持续景气。退出的产能有望由国内企业的高世代线部分弥补, 根据 DSCC 的预测, 国内面板产能份额有望由 2018 年的 40% 左右提升至 2023 年的 58%。

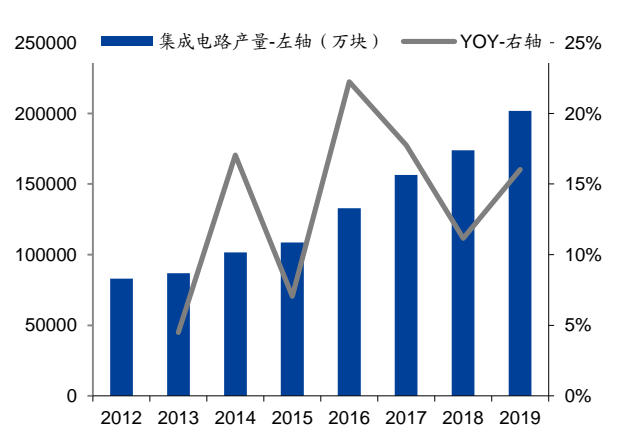
中长期来看, 随着国内技术与国际先进水平差距的缩小, 以及产业链自主可控的迫切要求, 半导体和面板产业链的国产替代是趋势, 将拉动长周期生产线建设与对应的过滤设备、滤纸需求。

图表 37: 我国集成电路累计完成投资额 (亿元)



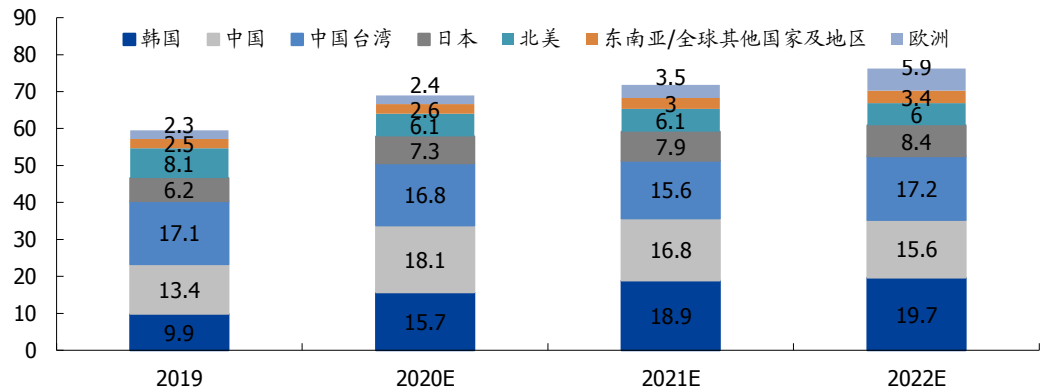
资料来源: Wind, 《中国电子信息产业统计年鉴》, 国盛证券研究所

图表 38: 我国集成电路产量 (万块)



资料来源: Wind, 《中国电子信息产业统计年鉴》, 国盛证券研究所

图表 39: SEMI 预测原始设备制造商的半导体设备全球销售额将持续增长 (亿美元)



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

传统的生物医药、医疗健康领域需求仍有进一步拓展的潜力。

(1) 我国目前正积极推进保健食品行业执行 GMP 及 HACCP (危害分析与关键控制点) 管理认证, 对保健食品行业生产环境和从业人员装备的洁净等级提出了更高的要求, 航空航天、精密仪器、化学工业、食品加工等行业也均处于快速的发展时期, 给未来洁净室工程以及对应的过滤设备、滤纸带来巨大的市场空间。

(2) 公共卫生补短板带来新增量。2020 年, 国家发改委等部门公布《公共卫生防控救治能力建设方案》, 方案提出实现每省至少有一个达到生物安全三级 (P3) 水平的实验室, 每个地级市至少有一个达到生物安全二级 P2 水平的实验室, 具备传染病病原体、健康危害因素和国家卫生标准实施所需的检验检测能力。生物实验室设计的核心问题是如何避免污染, 包括合理的运行系统设置, 合理的全新风空气净化系统设置, 尽量采用全送全排的空气系统等, 严格的气流压力控制, 保证不同的实验区内不同的压力要求。所需核心净化设备包括空气净化系统, 初、中、高效过滤器装置, 生物安全柜, 吸顶式、风管式、柜式消毒站等。针对医院区域的升级扩建, 以及生物安全中心、病理中心、公共卫生中心等特殊需求增加, 将带来更多更高的过滤系统及干净空气设备、材料的新建与更换需求。

4、公司：材料为核、研发驱动，有望多点开花结果

4.1、材料为基石、产业链一体化的竞争优势

经过多年发展和积极的产业链布局，公司已经形成了基于核心技术研发平台，从材料制造到制品、设备再到终端用户服务的产业链一体化布局。打通上下游的产业链一体化布局标志着公司能凭借自主研发的各种高性能材料，为干净空气和高效节能领域提供专业的材料配搭方案，同时整合行业优势资源，配套高端应用装配，以强大的科研平台、规模化的生产基地、充足的资本来源，通过开放平台、资源共享、产业互动实现产业互联，为终端用户提供“干净空气”、“高效节能”服务。

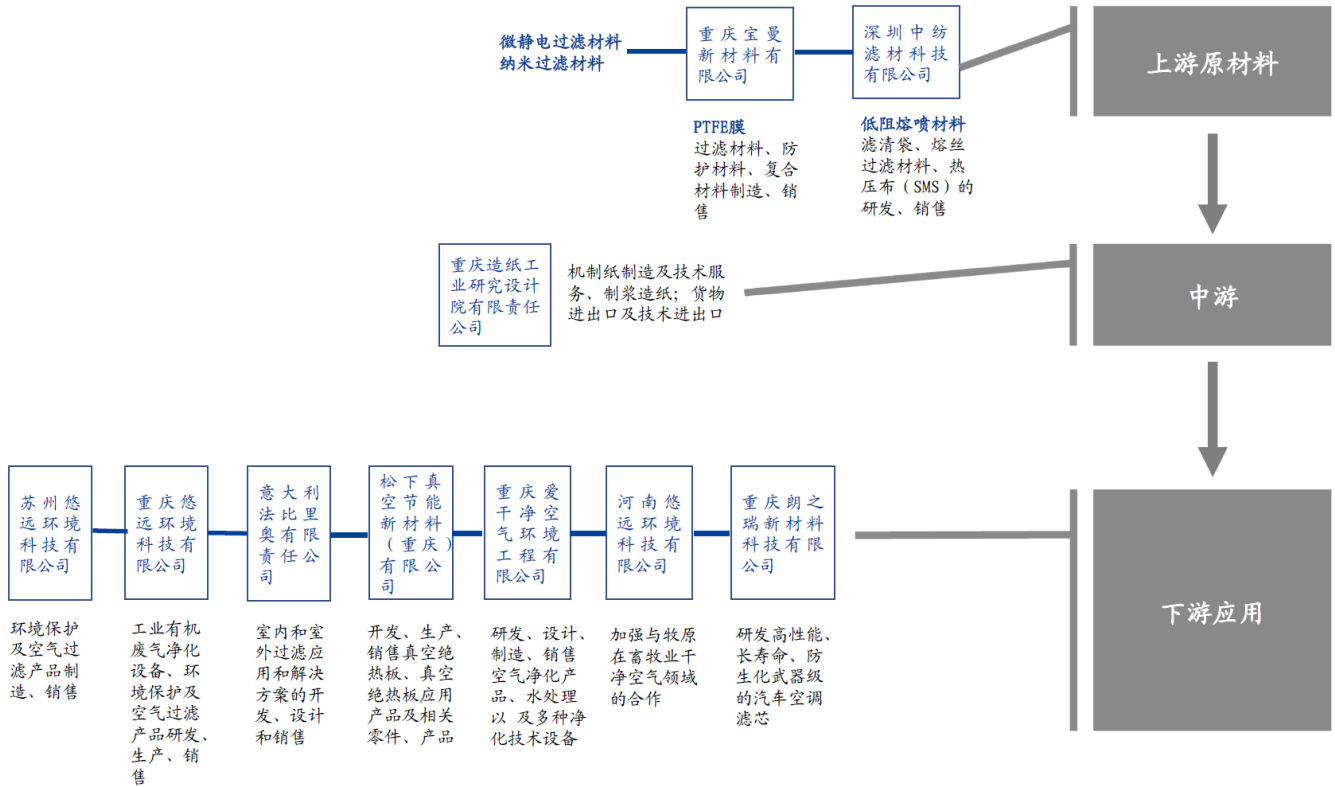
(1) 原材料端具备成本优势。公司前身自 20 世纪 80 年代有着玻纤生产技术的长期积淀，2012 年通过宣汉正原布局上游微纤维玻璃棉生产环节，生产基地区位优势突出，燃料成本低。火焰棉生产成本中天然气成本占 40%，公司微纤维玻璃棉生产基地所在的四川达州宣汉县厂区毗邻中石化普光油田，不仅气源优质有利于生产高品质火焰棉，而且天然气价格中包含的管输费极低（根据测算，公司 2017 年天然气平均采购价格仅为 1.46 元/立方米）。

(2) 过滤材料全方位布局。公司不断拓展、完善过滤材料布局，专注于超细纤维、膜材、吸附材料、微静电材料、油气分离材料及隔音隔热材料等新材料的研究，以材料为基石，深度挖掘材料的优势性能。

(3) 向下游延伸产业链。

- 干净空气领域，收购苏州悠远，打通“原棉-滤纸-设备”的干净空气产业链，并进入民用、商用领域；投资意大利法比里奥股权，拓展“智能高效室外空气净化”尖端技术新市场；开拓畜牧业、住宅、餐饮油烟、新能源车辆等新风领域。
- 高效节能领域，在 VIP 芯材、AGM 隔板等领域加速扩张以外，布局隔音隔热毯、绿色建筑、冷链运输等领域。

图表 40: 公司产业一体化布局示意图



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

4.2、创新驱动，依托核心研发平台，材料端取得不断突破

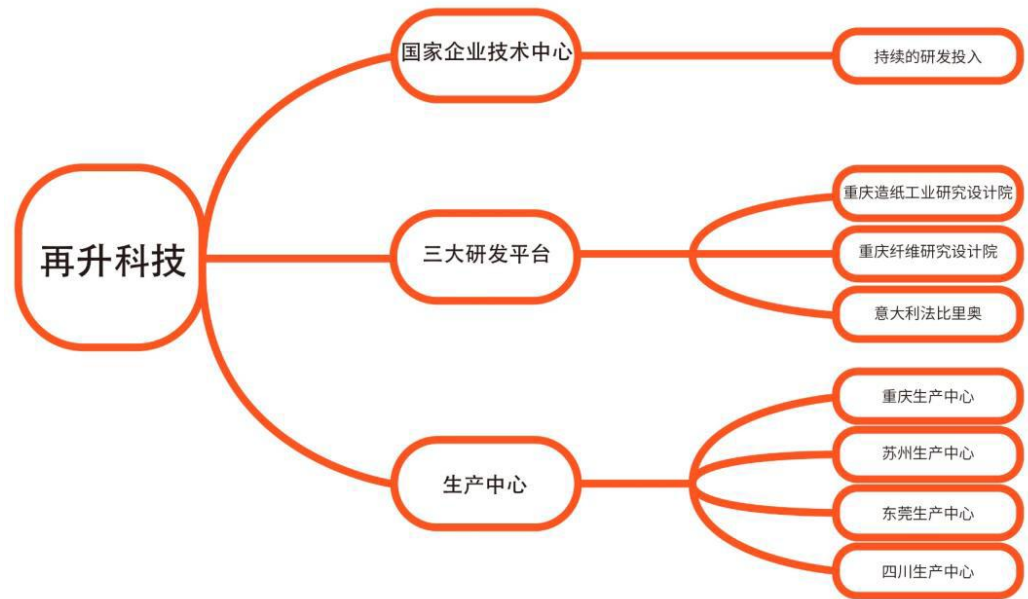
公司上市以来大力整合技术、人才资源，不断强化研发优势，在玻璃棉制品及其他过滤材料的研发、应用上不断取得突破。

4.2.1、研发端：依托三大研发平台，持续强化研究实力

(1) 组建重庆纤研院。公司于2015年7月出资2000万元，渝北区政府产业投资基金出资1000万元，组建“重庆纤维研究设计院股份有限公司”，邀请数名重量级的科学院院士及工程院院士加盟，促进科研成果产业化。

(2) 收购重庆纸研院。重庆造纸工业研究设计院成立于1953年，是我国造纸行业重要的军工科研机构。主要研究开发玻璃纤维过滤纸和特种功能用纸，该院拥有较完备的制浆造纸和特种纸研究科研和中试手段，拥有大量的科研成果、高新技术产品和雄厚的研发实力，其法定代表人（实际控制人）孙骏在特种功能用纸研究开发特别是玻璃纤维过滤材料等无机纤维造纸方面做出了积极贡献，是我国该领域的少数资深专家之一。公司于2016年收购重庆纸研院80%股权，2017年收购剩余20%股权，重庆纸研院成为公司全资子公司。

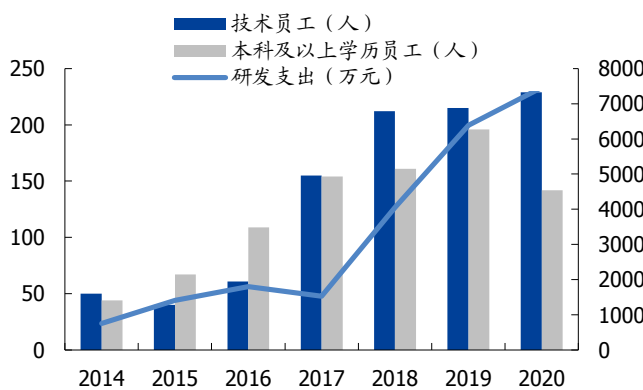
图表 41: 公司生态化平台模式



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

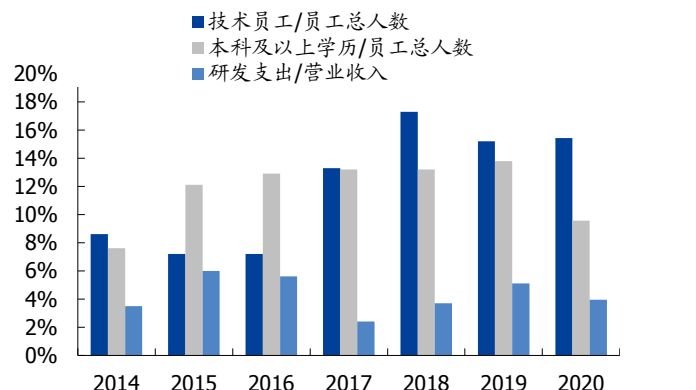
反映在数据上, 公司近年来技术员工和本科以上学历员工人数和在员工总数中的比重快速增长, 反映公司研发团队的实力不断增强。期间公司研发支出持续增长, 反映公司对于研发端的投入力度也在加大。此外, 公司也建立了一套较为完善的体制机制, 实现了研发、生产、销售部门的良好联动, 通过项目激励、考核等多元形式对研发部门实施激励。截至 2020 年年底, 公司共获得专利 148 项, 其中发明专利 66 项, 实用新型专利 74 项, 外观设计专利 8 项。

图表 42: 公司技术人员、高学历员工人数以及研发支出规模快速增长



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 43: 公司技术人员、高学历员工占比, 研发支出比重呈现不断上升的趋势



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

4.2.2. 材料、产品端: 核心竞争力不断强化, 敏锐把握市场需求

公司在高性能 PTFE 滤膜产品的生产应用上取得了突破, 标志着公司成为全球三家能够产出 PTFE 高性能产品的公司之一 (日本大金、日本日东、公司子公司重庆宝曼)。重庆宝曼由重庆纸研院设立, 集 PTFE 膜过滤介质和过滤器的生产、研发、销售为一体, 自主研发的 PTFE 膜过滤器系列, 突破了传统滤材的局限性, 可充分对接高端应用市场, 满足超低阻力的同时实现 HEPA、ULPA 各等级过滤效率, 在医疗、半导体、电子产品等

行业的“干净空气”应用中，可以与公司其他过滤产品和过滤设备互相搭配，为客户提供最佳“干净空气”解决方案。2019年重庆宝曼研发生产的PTFE滤膜已经开始贡献收入。

低阻熔喷材料的布局使得过滤材料进一步多元化，提升公司民用、商用领域拓展的竞争力。公司2017年9月入股的深圳中纺是一家集固态过滤、液态过滤、气态过滤材料和无纺织的研发、生产、销售于一体的综合性高新技术企业，主要产品为低阻熔喷过滤材料，拥有多项自主知识产权，与清华大学深圳研究生院、新材料研究所密切合作，同时也是海尔、小米、艾美特等企业的供应商。

此外，公司研发储备了微静电非介质过滤技术和纳米光子净化技术。公司与上海爱启环境科技有限公司共同研发的微静电技术有效增强公司干净空气技术实力与壁垒，相比较HEPA滤网，等离子静电技术具有杀菌消毒、对 $\leq \text{pm}0.3$ 颗粒物吸附力强的独特优势。该技术可以广泛应用于医疗消毒净化、暖通通风设备、家电制造及汽车制造业等领域。

未来公司可以结合多种过滤材料的性能优势，综合介质过滤及非介质过滤多种过滤技术性能优势，为终端用户提供多材料的、更为定制化的“干净空气”解决方案，从而提升产品端的核心竞争力。

目前，公司已经形成了“干净空气”、“高效节能”两大板块的多系列产品，覆盖工业、商用、民用空气过滤、液体过滤，以及节能保温耐火吸声等多个领域。

图表 44: 公司干净空气系列产品简介

产品	产品概述	应用领域
<p>再升科技口罩系列（医用防护口罩/日常防护口罩/KN95）</p> 	<p>专业滤材，核心技术，符合国内国际标准，专业又安心，轻薄不压抑，呼吸更畅通。</p>	<p>医用防护口罩一般用于医务人员接触呼吸道传染病病人时；日常防护口罩主要满足日常防护需求；KN95 适用于短时呼吸道传染病毒、致病性微生物等的过滤防护。</p>
<p>高性能玻璃纤维空气过滤纸（原材料/玻璃纤维，高端空气过滤，容量大，适用范围广，过滤精度高）</p> 	<p>广泛应用于如工业级无尘洁净室等各种高端空气过滤领域和部分民用级需求，对 PM2.5、PM10 等颗粒物有良好的、明显的过滤效果。产品完全按照国内行业标准或国际标准进行设计、生产和供应，符合 EN779/ISO16890 等国际通用要求。</p>	<p>一般通风用（ASHRAE）适用于普通空调系统、燃气轮机、空压机等；高效空气过滤器用（HEPA）适用于万级~10 万级洁净室、新风换气系统，核电站排风、高档家用吸尘器、空气净化器、防毒面具等；超高效空气过滤器用（ULPA）主要用于芯片厂及 100 级以下的微电子行业、生物制药、手术室、特殊医疗等高要求洁净环境。</p>
<p>高效低阻复合熔喷滤料（原材料/聚丙烯，性能强，成本低，静电吸附，复合成型）</p> 	<p>民用级空气净化材料首选。优异的机械性能，硬挺度、抗拉强度、抗撕破能力出色。超低风阻，节能风力。国际领先静电驻极技术，续航使用寿命（一般建议周期 3-6 个月）。低成本，高效率。性能延展性强，使用范围广。</p>	<p>广泛用于家用空气净化器、吸尘器、汽车空调、口罩防尘等。</p>
<p>高效 PTFE 过滤复合滤料（原材料/聚四氟乙烯，高端空气过滤，孔隙率高，阻力低，耗能低，化学性质稳定）</p> 	<p>超低阻力，可实现 HEPA、ULPA 各等级过滤效率。具有无硼硅，无挥发，无微尘，避免二次污染的优势。耗能低，平均能耗根据不同的设计可节约 40% 以上。无惧酸性、碱性、有机物腐蚀。更高效率，超大容尘能力，耐普通撞击，承受能力强。</p>	<p>无尘实验室、高端食品加工、医疗、半导体、电子产品、药品生产等。</p>
<p>特殊复合玻纤过滤毡/过滤袋（原材料/特种玻璃，耐腐蚀，阻力小，过滤精度高）</p> 	<p>色彩区分度大，过滤效果持久，符合国际新标准，是微粒过滤行业的首选。</p>	<p>可制作成袋式过滤器，广泛应用于生物、电子、化工、军工等高科技领域空气微粒过滤。</p>
<p>玻璃纤维油气分离纸（原材料/玻璃纤维，抗水抗油，耐温高效，过滤精度高）</p> 	<p>广泛使用在空气压缩机、汽车发动机、燃油涡轮、核级过滤、天然气工程等。</p>	<p>汽车、重工业、石油、化工、航空、冶金、核工业等。</p>

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

多品类多材质的过滤材料产品和技术储备一方面使得公司能够快速响应终端需求的变化，抓住市场新增量。例如 2020 年全球性新型冠状病毒肺炎疫情影响下，短期熔喷布

与口罩需求爆发，公司依托低阻熔喷材料以及 PTFE 滤膜的技术和产能储备，及时扩大产能，推出医用防护用品。另一方面，全面的产品和技术储备使得公司可以根据各行各业的应用场景，综合不同过滤材料的特性和优势，提供高度定制化的产品组合和系统化的过滤解决方案，支撑公司在工商业干净空气领域的高效服务能力。

例如公司及时捕捉畜牧业领域新风需求，公司针对头部优秀养殖企业的需求（通常病毒如 PPRsv 可附着在 0.3-0.4 μm 等细小颗粒物传播）及猪舍高温高湿的特殊环境，专门研发出针对 0.3 μm 颗粒物过滤效果达到 94%以上的高效、低阻、耐高温高湿的特种滤材，公司产品指标处于国际领先水平，解决了之前猪舍新风采用的化纤类过滤材料效率不够、寿命过短的问题。2020 年 5 月，为加强公司与牧原食品股份有限公司在畜牧业干净空气领域的合作，重庆悠远在河南成立河南悠远环境科技有限公司。

图表 45: 公司高效节能系列产品简介

产品名称	工艺优势	应用领域
微纤维玻璃棉	以高温熔融硅酸盐（玻璃）溶液为材料，通过高速气流等外力形成的纤维棉状材料，其平均纤维直径约为 0.1μm-3.5μm，具有绝缘性、耐热性、抗腐蚀性好，机械强度高传统玻璃纤维的特点外直径小、微孔隙率高，具有很好的过滤、吸附、纳污性、优良的保温、吸声性能	应用于“干净空气”和“高效节能”领域，是玻纤滤纸、VIP 芯材、AGM 隔板等的核心原材料
VIP 芯材	以微纤维玻璃棉为核心原材料制成，导热系数低、容重小、不燃、物理加工性好	应用于绿色家电、建筑节能保温等领域，是 VIP 板的核心原材料
AGM 隔板	以微纤维玻璃棉为核心原材料制成，耐酸侵蚀好，厚度均匀，高孔隙率，吸收电解液快，纵横向均有好的抗张强度，较好的压缩性能保证了一定的极群压力，绝缘性良好等	应用于应用于电动自行车、汽车、飞机和船舶等交通工具，光伏发电设备和风力发电设备的储能部件，还用于通信基站、数据库、交通监控等领域不间断备用电源（UPS），是阀控式铅酸蓄电池的专用核心材料
隔音隔热毡	以微纤维玻璃棉为核心原材料，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、船舶、高铁、地铁等的吸音隔热综合性要求高的应用场景
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 1-2 微米之间，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

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

4.3、依托悠远强化全产业链竞争力，产业互联引导下游加速拓展

2017 年对悠远环境的收购补全了公司对设备端的布局，一方面进一步延伸了产业链，增强了公司的规模和实力；另一方面对设备端的布局有助于公司进一步贴近产业、商用民用需求，研发生产更加优秀的产品。

悠远环境主要为高端洁净室空气净化设备和空气过滤器产品的设计、生产、安装、调试、监测、培训、维护等一体化解决方案。该领域技术要求较高，长期以来外资厂商占据了行业绝大部分市场份额，悠远环境是少数能够进入该领域竞争的国内企业。公司 2017 年 8 月全资收购苏州悠远，主要产品有 FFU（风机过滤机组）、高效过滤器、高效送风口、

洁净设备等洁净室用空气过滤设备，对公司拓展民用、商用空气净化设备市场能够提供一定技术和经验支持。

图表 46: 悠远环境主要产品与使用场景介绍

产品种类	主要产品	主要使用场景
空气过滤器	NanoPocket 超大容尘量袋式过滤器、一体式超薄高效/超高效送风口、圆筒过滤器等	实验室、工业、医疗等
洁净设备	Ultrafan FFU 风机过滤机组、Ultraseal 液槽密封高效送风口、Ucare PB 洁净传递窗等	
化学过滤器	RFS 自循环化学过滤设备、Unipure PT 袋式化学过滤器等	机房、工业、博物馆、实验室等
室内空气净化器	AC-800A 高效空气净化器、AC-288 空气净化机	民用、商用等

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

悠远环境具备完整的研发、生产、销售等核心团队，强化公司拓展民用、商用空气净化设备市场的人才资源支持。悠远环境的核心团队主要来自国际空气过滤器行业知名企业爱美克空气过滤器有限公司（AAF）。

悠远积累的丰富客户资源为公司加速拓展下游市场奠定了良好的基础。悠远环境提供的产品和解决方案主要面向微电子、液晶面板、半导体、生物医药、化学领域以及商业建筑领域。目前公司已经拥有京东方、惠科、天马微电子、华星光电、富士康、中国电子系统工程、云谷固安、合肥奕斯伟、咸阳彩虹、南通通富、信利半导体、申联生物医药、上海医药等客户。其中悠远在面板领域的份额有望超过 30%，过去由于单个项目规模原因与半导体项目合作较少，2020 年公司中标中芯国际等项目，半导体领域也有较大的拓展潜力。

4.4、高端市场迎来突破，民用市场加速布局，有望多点开花结果

玻纤滤纸中高端市场取得突破，在核电等领域有望逐步实现国产替代。公司产品质量、性能不断获得改进，不仅获得以康斐尔为代表的国际著名过滤设备厂商的认可，份额不断提升，在核电为代表的高端应用领域也取得了突破。2020 年再升科技成功中标田湾核电站委托的《核级高效过滤器滤纸国产化研究项目》，在核级空气过滤纸的国产化上首先迈出了一大步。目前核级高效过滤器滤纸基本被国外企业垄断，国内核工业建设核心原材料受制于国外企业，公司的成功中标也标志着公司在滤纸领域的产品性能已经接近或达到世界领先水平。

高效节能产品隔音隔热毯打开航空市场。公司高效节能产品隔音隔热毯用玻璃纤维棉，通过改性复合等专利工艺，拥有质轻、阻燃、防水、隔音、隔热等优异性能，可以用于飞机机舱、船舱、地铁等对隔音隔热综合性要求较高的应用领域。公司按照美国材料试验协会的标准建设了声学实验室，完成了航空航天质量管理体系 AS9100 认证，目前已实现 ZSZY-2A 隔音隔热用玻璃纤维棉的供应保障，列入了中国商飞 QPL。公司计划出资设立再升科技（上海）有限责任公司（暂定名），意向入驻大飞机航空产业园，建立配套材料性能研究实验室，在隔音隔热毯、航空电缆 PTFE 膜、飞机用空气过滤器、飞机用油过滤器、航空冷藏箱等产品研发、生产、销售方面开展经营。

图表 47: 装配隔音隔热毯的机箱示意图



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

VIP 芯材工艺领先提升产品竞争力，市场份额有望进一步提升。在绝热性能和人体安全性达到标准的基础上，公司通过干法生产工艺大大降低了离心棉作为 VIP 使用成本。在绝热性能上，公司所生产的 VIP 芯材能够达到行业领先的 1.8 mw/m·k，同时也满足了欧盟人体安全性标准。

图表 48: 玻璃棉是常用的 VIP 芯材，且在绝热性能上也具备一定优势（当前主要 VIP 厂商所选用的芯材与性能）

	赛特新材	Va-Q-tec	Porextherm	迈科隆 (再升科技 主要客户)	山由帝奥
芯材原料	玻璃纤维短切丝	气相二氧化硅	气相二氧化硅	离心棉	玻璃纤维、气相二氧化硅
导热系数 (mw/m·k)	1.7-2.5	<=3.5	3.7 (平均温度 10 度情况下)	<=2	玻璃纤维 2.5、气相二氧化硅 4.5

资料来源: 赛特新材招股说明书、国盛证券研究所

公司加速布局潜在市场需求巨大的民用空气过滤市场，室内公共空间、汽车等领域高效空气过滤的应用拓展带来新增量。

(1) 2020 年 2 月，为融合介质过滤与非介质过滤技术，结合微静电非介质过滤技术和纳米光子净化技术，推动多种新材料应用于室内公共空间、畜牧业、医用等新兴消费市场，公司与上海爱启环境科技有限公司共同出资成立重庆爱干净空气环境工程有限公司，公司持股 51%。爱启环境始创于 2003 年，是一家专业从事研发、设计、制造、销售空气净化产品、水处理以及多种净化技术设备的高新技术企业，拥有多项技术专利及产品认证，以特有的 NAPHO 纳米光子技术与 SNEP 驻电极技术为基础，独创研发了具有国内领先、国际先进水平的各系列产品，参与案例包括上海中心、上海虹桥枢纽、上海世博

馆、中银数据中心等多个大型高端酒店、商务楼宇、高铁、医疗学校等项目。

(2)公司旗下重庆纤维研究设计院过滤技术研究团队经过漫长的研究论证和反复的实验,借助公司过滤材料优势,进行完美融合和高效配搭,首次研发推出 ZISU-FAC(Fresh Air Car)汽车专用空调过滤器。ZISU-FAC 系列由公司特有的熔喷材料制成,采用静电吸附技术,可以高效过滤有害微尘、TVOC、苯、酚、氨、甲醛、二甲苯、苯乙烯等有机气体。由于材料的特殊性,使其具有高容尘、阻力小、寿命长的特点,净化空气、高效过滤,打造一个安全舒适的车内空气环境。公司成立重庆朗之瑞新材料科技有限公司,着力研发高性能、长寿命、防生化武器级的汽车空调滤芯。

4.5、借助资本优势加速扩张,股权激励深度绑定核心团队

公司自 2015 年 IPO 以来先后实施了一轮非公开发行股票融资以及一轮可转债融资,实际募集资金规模达到 8.71 亿元,增强了公司的资本实力,加速了公司在全产业链环节的规模扩张。

图表 49: 公司上市以来再融资情况汇总

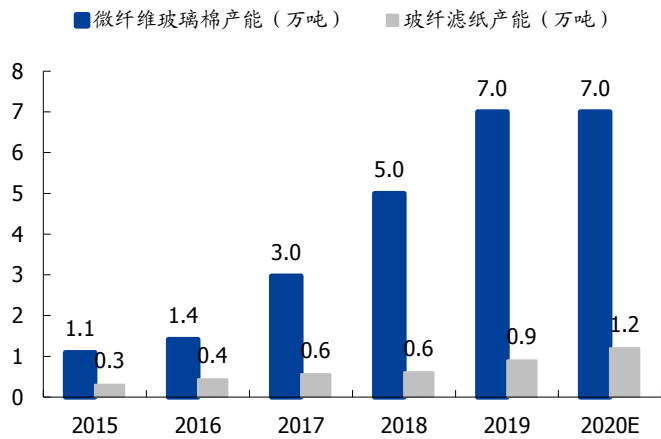
时间	类型	募集资金规模	募投项目(总投资资金)
2016 年 5 月	非公开发行股票	7.57 亿元	<ul style="list-style-type: none"> ■ 高性能玻璃微纤维建设项目(2.21 亿元) ■ 高比表面积电池隔膜建设项目(1.30 亿元) ■ 高效无机真空绝热板衍生品建设项目(3.88 亿元) ■ 补充流动资金(1 亿元)
2018 年 6 月	可转债	1.14 亿元	<ul style="list-style-type: none"> ■ 年产 4.8 万台民用/商用/集体防护空气净化单元建设项目(1.18 亿元)

资料来源:公司公告、国盛证券研究所

从产能来看,公司近几年主要产品产能产量规模翻番增长,且呈现产销两旺的态势。微纤维玻璃棉产量由 2015 年的 1.06 万吨增长至 2020 年的约 7 万吨,玻纤滤纸产能由 2015 年的 0.3 万吨增长至当前的 1.2 万吨左右,滤纸处在较高的产能利用率水平。

从财务指标来看,公司自 2015 年完成 IPO 后,凭借资本优势加速了总资产规模的增长,公司总资产规模由 2015 年末的 4.46 亿元快速扩张至 2020 年末的 27.42 亿元。与此同时,除 2017 年收购悠远环境的影响外,公司资产负债率基本稳定在合理水平;除 2015 年受 IPO 影响外,公司净资产收益率(ROE)呈现稳中有升的态势,显示公司的盈利能力也得到增强。

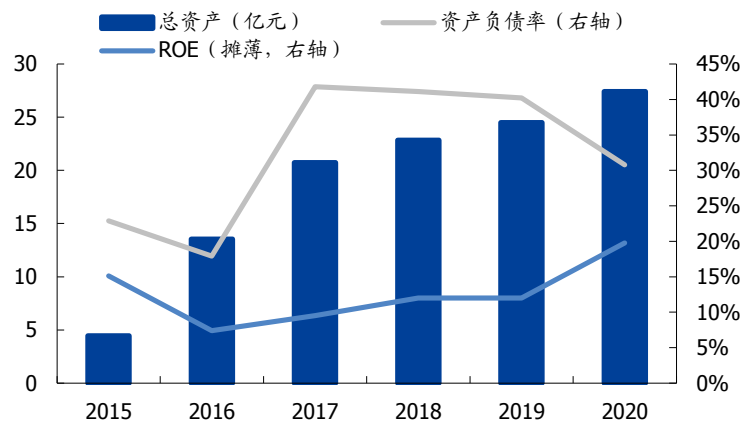
图表 50: 资本支持下公司产品产能快速扩张



注: 2019、2020年玻璃棉产能为根据保温材料产销量数据推算

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 51: 公司上市以来再融资加速了总资产规模扩张, ROE 稳步提升



资料来源: Wind、国盛证券研究所

此外, 公司 2019 年首次实施股权激励 (股票期权), 覆盖公司董事、中层管理人员及核心业务、技术骨干共计 171 人, 占公司员工总数的 14.0%。较大的覆盖面实现对核心团队以及业务、技术骨干的深度绑定, 也将大大提升核心员工的积极性, 优化公司治理和经营管理效率。

图表 52: 公司 2019 年股票期权激励方案内容

项目	2019 年股票期权激励
激励数量 (占总股本)	首次授予 1976.90 万份 (2.81%) 预留 287.53 万份 (0.40%)
限制性股票首次授予价格/回购价格	首次授予 6.78 元/股 预留 12.18 元/股
解锁比例	首次授予 33%/33%/34% 预留 50%/50%
解锁条件/考核条件	以 2018 年扣非后归母净利润为基数, 2019-21 年净利润增长率不低于 25%、50%、80%; 激励对象绩效考核等级下的行权比例分别为 A-100%、B-80%、C-0%。
激励对象	董事、高级管理人员共 9 名; 其他管理层、核心业务人员及子公司管理层、核心业务人员共 161 名

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

5、盈利预测与投资建议

国内“干净空气”新需求不断兴起，有望迎来快速增长期，长远市场空间广阔。除了传统工业领域受益于国内先进制造业的快速发展有望加速增长外，在我国随着各行各业和人民生活对环保、对空气质量要求的日益提升，室内公共空间、新能源汽车等移动空间、餐饮油烟、个体安全防护、动植物养殖等新兴领域需求具有巨大的潜力。

- **传统的专业工商业干净空气应用领域景气向好。**以电子为代表先进制造业国产替代加速和生物医药、医疗健康领域的发展，将拉动长周期的资本开支与对应的洁净设备、滤纸需求。短期来看，由于玻纤滤纸以及下游过滤设备需求与制造业高度相关，且出口占一定比例。随着国内制造业投资回升以及海外经济趋势性复苏，行业需求有望加速。
- **以畜牧业新风为代表的工商业专业干净空气新兴需求持续扩张。**随着规模化养殖的推广以及对养殖场空气净化重要性认识的提升，畜牧业新风近年来已经进入了快速推广期。而短期生猪养殖行业的高盈利企业资本开支显著扩张，加速提升场区生物安全防控、扩大生猪养殖产能，进而加快过滤材料与空气过滤设备的应用速度。考虑生猪养殖空气过滤设备初始投入及更换需求，生猪养殖空气过滤市场容量有望达到69-103亿元，其中八大养殖企业对应达到10.3-15.5亿元。
- **民用领域干净空气需求迎来爆发契机。**以室内公共空间与新能源汽车等移动空间为代表的民用新风需求兴起、标准提升，干净空气需求迎来爆发契机，有利于具备优秀专业服务能力的空气过滤净化企业抓住新需求、提升份额。

公司作为国内“干净空气”的领军企业率先形成了基于核心技术研发平台，从材料制造到制品、设备再到终端用户服务的产业链一体化布局。公司上市以来借助资本优势实现了加速扩张，盈利能力稳步提升，并通过股权激励深度绑定核心团队。基于过滤材料和设备端行业格局，我们认为公司作为国内干净空气领军企业，有望把握“干净空气”增长机遇，将开启新一轮高速增长期。

- **专业能力全球领先。**(1) 公司依托三大研发平台构筑行业领先的产品研发能力，成为全球率先掌握三大主要介质过滤材料（即高性能玻纤滤料、低阻熔喷滤料、高效PTFE滤膜）的企业，并储备了微静电非介质过滤技术和纳米光子净化技术。行业领先的过滤材料产品和技术储备也使得公司能够快速抓住新需求、开拓新应用。(2) 设备端依托悠远可以贴近产业，引导下游加速拓展。
- **高端市场迎来突破，民用市场加速布局。**(1) 玻纤滤纸中高端市场取得突破，在核电等领域有望逐步实现国产替代。(2) 高效节能产品隔音隔热毯打开航空市场。(3) VIP 芯材工艺领先提升产品竞争力，市场份额有望进一步提升。(4) 加速布局潜在市场需求巨大的民用空气过滤市场，室内公共空间、汽车等领域高效空气过滤的应用拓展带来新增量。

基于前文分析与测算，我们预计公司业绩有望开启新一轮高增长。一方面得益于传统工业需求高景气，畜牧业等新兴专业需求持续扩张，建筑、汽车等民用新风、高端市场替代等增量多点开花。另一方面，公司产能持续扩张，市场份额有望稳步提升。

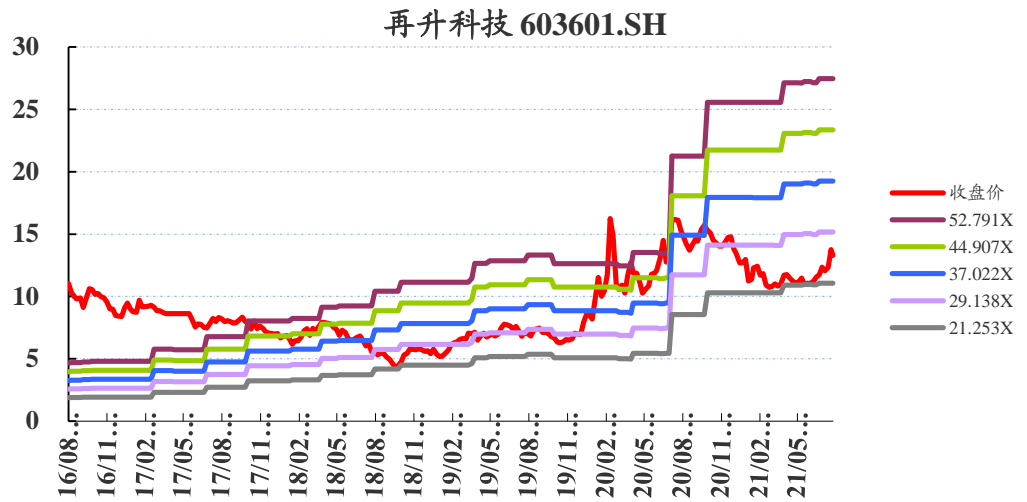
图表 53: 公司盈利预测及关键假设

		2020	2021E	2022E	2023E	备注与假设
1. 过滤材料						
	单位					
收入	万元	82884	76742	96816	120843	
yoy			-7.4%	26.2%	24.8%	
毛利率		58.3%	48.7%	48.8%	48.9%	玻纤滤纸、PTFE膜材产量增长，低阻熔喷材料及口罩收入减少
其中：玻纤滤纸						
收入	万元	42082	62596	80771	101772	
yoy			48.7%	29.0%	26.0%	
2. VIP 芯材及保温节能材料 (含玻璃棉)						
销量	吨	52525	63687	76778	92269	
收入	万元	59253	75436	90944	109292	预计玻璃棉产能扩张，产量逐年增长，VIP芯材等制品快速增长
yoy			27.3%	20.6%	20.2%	
毛利率		18.1%	21.0%	21.0%	21.0%	
3. 过滤设备						
收入	万元	44319	52058	60146	69225	电子等传统应用领域景气，畜牧业等新兴专业领域、建筑、汽车等民用新风拓展拉动滤纸和设备需求增长
yoy			17.5%	15.5%	15.1%	
毛利率		26.2%	26.2%	26.2%	26.2%	
合计						
营业总收入	万元	188423	206202	251838	311159	
yoy			9.4%	22.1%	23.6%	
毛利率		38.1%	32.9%	33.4%	34.1%	规模效应下管理费用略有减少，财务费用固定增补充流动资金减少
期间费用率		12.9%	11.9%	11.2%	11.0%	
营业利润		47039	43861	56663	72802	
归母净利润	万元	35968	36425	47051	60448	
EPS		0.50	0.50	0.65	0.84	

资料来源：公司公告、Wind、国盛证券研究所

我们对公司 2021-2023 年的盈利进行了预测（关键假设详见上表），我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.64 亿元、4.71 亿元和 6.04 亿元，除 2021 年因熔喷材料和口罩利润影响基数以外，公司 2022、2023 年复合盈利增速有望达到 30%。考虑到当前股价对应到 2021、2022、2023 年业绩的市盈率分别仅为 27、21、16 倍，PEG 不到 1，市盈率估值低于公司历史估值中枢，也低于同板块细分龙头的平均水平，结合公司所处行业需求高速增长以及公司细分龙头位置，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 54: 再升科技 PE-band



资料来源: Wind、国盛证券研究所

图表 55: 公司与可比公司估值表

股票简称	市值 (亿元)	8月18日 股价	归母净利润及预测 (亿元)			市盈率(倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
再升科技	95.99	13.29	3.60	3.64	4.71	26.7	26.4	20.4
赛特新材	40.92	51.15	0.93	1.12*	1.44*	43.8	36.5	28.4

备注: 赛特新材盈利预测来自于 Wind 一致预期

资料来源: Wind、公司定期报告、国盛证券研究所

风险提示

1. 下游新兴应用需求增长不及预期的风险。

虽然干净空气需求未来增长空间巨大,但新产品推广效果、节能环保政策出台和落实情况仍然具有一定的不确定性,可能导致下游新兴应用需求增长不及预期。

2.市场竞争格局超预期恶化的风险。

虽然公司在干净空气产业链具备突出的综合竞争优势，但当前上游原材料、中游制品以及下游设备端市场格局仍较为分散，也面临新进入者的威胁。如果市场竞争格局超预期恶化，中低端市场产品的毛利率可能会受到明显影响。

3.全球经济超预期恶化的风险。

受疫情等多方面因素影响，全球经济形势仍面临诸多不确定性。电子、医药等制造业应用是玻纤滤纸等产品需求的重要组成部分，若全球经济超预期恶化，将对其需求造成不利影响。

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

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