



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (首次)

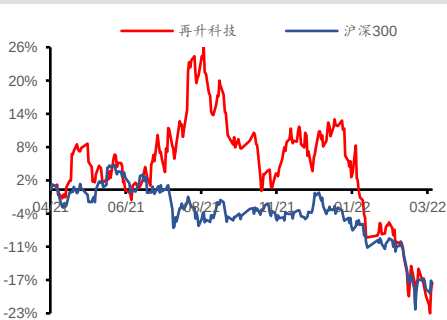
行业: 建筑材料
日期: 2022年04月01日

分析师: 金文曦
Tel: 021-53686143
E-mail: jinwenxi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100003
联系人: 蔡萌萌
Tel: 021-53686184
E-mail: caimengmeng@shzq.com
SAC 编号: S0870121110010

基本数据

最新收盘价 (元)	9.21
12mth A 股价格区间 (元)	8.58-14.02
总股本 (百万股)	725.03
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	66.78

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

微纤维玻璃棉龙头，节能+洁净双轮驱动

■ 投资摘要

再升科技：微纤维玻璃棉材料龙头。公司专注于超细纤维、膜材、吸附材料、微静电材料、油气分离材料及吸音绝热材料等新材料的研究，作为干净空气行业的领军企业，公司拥有领先行业的品牌地位优势。高技术附加支撑产品创新，全产业链布局。

干净空气需求稳步增长，境内市场潜力巨大。洁净室面积和规模不断扩大，带动滤纸需求增长。面板产线投资额总计超9382亿元，若按每3年更换一次测算，则我国面板领域玻璃纤维滤纸每年的替换市场在18亿元以上。生猪、餐饮处于上行周期，有望推动新风需求提升。

双碳目标日益渐进，高效节能迎新发展机遇。冷链需求日趋旺盛，市场规模不断扩大。2020年，我国冷链物流市场总规模为3832亿元。家电行业作为减碳重点领域，提振高效节能产品需求，国内市场未来可期。铅蓄电池需求稳定，新能源汽车的销售量、生产量逐渐增加，新能源汽车储能迎来了行业红利期，将有效提升对AGM隔板需求。

■ 投资建议

公司作为微纤维材料的领军企业，拥有领先全球的材料研发优势。双碳政策下，公司顺应“干净空气”市场迅速发展，家电、冷链物流、半导体等领域需求逐步打开的局面，推动公司产品市场空间逐步扩大。目前来看，我们预计公司2022-2024年营业收入为20.83、27.01、32.93亿元，分别同比增长28.6%、29.7%、21.9%；归母净利润分别为3.02、4.14、5.36亿元，同比增长分别为21.2%、36.7%、29.7%。EPS分别为0.42/0.57/0.74元/股，对应3月31日股价，2022-2024年公司估值分别为22/16/12倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

原材料价格波动风险；出口退税政策变化风险；应收账款账面余额较大的风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1620	2083	2701	3293
年增长率	-14.0%	28.6%	29.7%	21.9%
归母净利润	249	302	414	536
年增长率	-30.6%	21.2%	36.7%	29.7%
每股收益 (元)	0.35	0.42	0.57	0.74
市盈率 (X)	35.86	22.08	16.15	12.45
市净率 (X)	4.54	2.80	2.08	1.78

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022年03月31日收盘价)

目 录

1 再升科技：微纤维玻璃棉材料龙头	4
1.1 材料为立本之基，加速下游设备应用延伸	4
1.2 经营发展稳健，业绩增长符合预期	5
1.3 高技术附加支撑产品创新，全产业链布局	7
2 干净空气需求稳步增长，境内市场潜力巨大	9
2.1 面板行业规模扩大，半导体行业复苏，下游需求向好	9
2.2 生猪行业处于上行周期，新风需求有望提升	13
3 双碳目标日益渐进，高效节能迎新发展机遇	15
3.1 真空绝热板芯材：冷链物流持续增长，家电建筑齐发力	15
3.2 AGM 隔板：铅蓄电池需求稳定，新能源汽车迎来腾飞	19
4 盈利预测与估值	22
5 风险提示：	24

图

图 1 公司发展历程	4
图 2 公司股权结构	5
图 3 公司营业收入及增速	5
图 4 公司归母净利润及增速	5
图 5 近年公司分板块营收结构及占比	6
图 6 近年公司分板块销售毛利率	6
图 7 公司分区域主营收入结构	6
图 8 公司分区域主营收入毛利率	6
图 9 公司期间费用率	7
图 10 公司毛利率及净利率	7
图 11 近年行业部分公司资产负债率	7
图 12 近年公司研发费用率	8
图 13 2019 年中国洁净室工程行业下游需求占比	10
图 14 近年国内洁净室工程市场规模	10
图 15 近年中国洁净室行业新建面积	11
图 16 近年中国半导体行业洁净室市场规模	11
图 17 悠远环境部分中标半导体项目	13
图 18 猪舍新风系统结构示意图	15
图 19 近年全国冷链物流市场规模	15
图 20 2021 年全球疫苗接种情况	17
图 21 近年国内疫苗批签发量	17
图 22 近年冰箱冷柜销售量	18
图 23 近年商品房销售面积	18
图 24 近年我国新开工装配式建筑面积	19
图 25 近年全球铅蓄电池行业市场规模	20
图 26 2019 年全球铅蓄电池行业区域市场规模占比	20
图 27 2019 年铅酸蓄电池下游应用结构	20
图 28 近年新能源汽车产量	21

图 29 近年新能源汽车销量 21

图 30 近年我国风力发电机装机容量 21

表

表 1 近年我国下游面板厂商在建产能.....12

表 2 推荐通风率及最低配置过滤器介绍 13

表 3 近年生猪生产情况.....14

表 4 部分生猪养殖企业融资公示 14

表 5 不同保温材料的绝热性能和保温时间对比 16

表 6 关于冷链行业相关政策.....16

表 7 公司营收拆分 22

1 再升科技：微纤维玻璃棉材料龙头

1.1 材料为立本之基，加速下游设备应用延伸

公司成立于2007年，于2015年1月在上交所主板挂牌上市，是国家高新技术企业，建有国家企业技术中心。公司以“干净空气”为使命，以超细纤维、膜材以及吸音绝热材料等新材料为基石，围绕“干净空气”的事前、事中、事后的全部过程进行创新研发和应用探索，实施强有力的工业互联策略，为工业与民用、医疗、电子、农牧业、室内公共空间、军工、航空航天等领域提供“干净空气”和“高效节能”应用产品及解决方案。公司专注于超细纤维、膜材、吸附材料、微静电材料、油气分离材料及吸音绝热材料等新材料的研究，作为干净空气行业的领军企业，公司拥有领先行业的品牌地位优势。

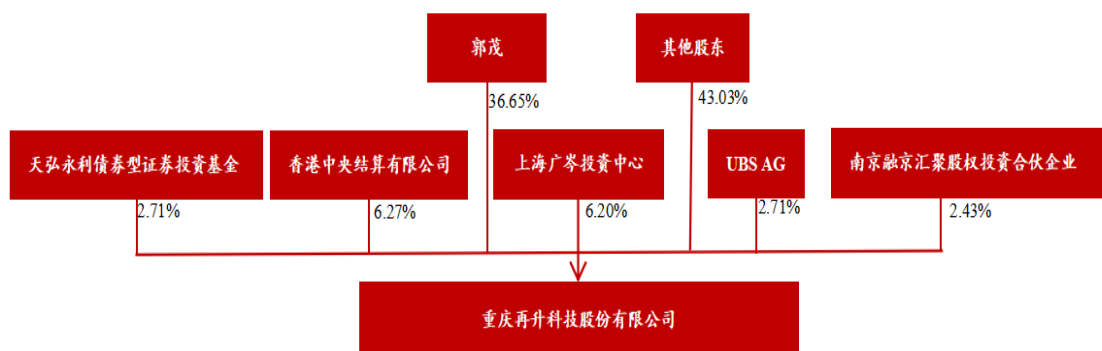
图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，上海证券研究所

股权结构稳定，控股公司众多。截止2021年12月31日，公司的实际控制人为董事长郭茂，持有再升科技股份36.65%；香港中央结算有限公司持有6.27%的股份；公司拥有子公司21家，其中二级全资子公司7家，二级控股子公司6家，三级子公司7家，四级子公司1家，众多子公司涵盖业务广泛，有助于强化公司核心竞争能力。

图 2 公司股权结构

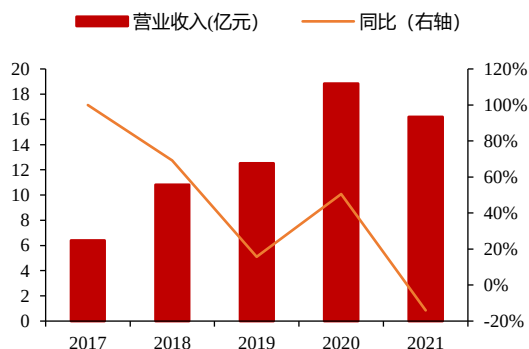


资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.2 经营发展稳健，业绩增长符合预期

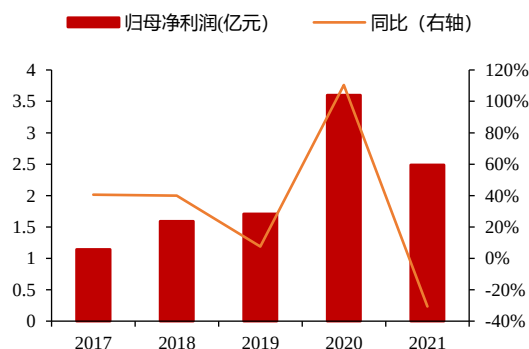
稳健发展，业绩增长符合预期。2017-2021 年公司营业收入由 6.40 亿元增加至 16.20 亿元，年复合增长率 26.13%；公司归母净利润由 1.14 亿元增值至 2.49 亿元，年复合增长率达到 21.57%。2021 年公司实现营业收入 16.2 亿元，同比下降 14.04%，主要在于 2020 年疫情之下公司口罩及熔喷材料收入增长较大，扣除该影响，2021 年公司其他产品营业收入较去年同期增长 0.92%；2021 年实现归母净利润 2.49 亿元，同比下降 30.64%，主要在于 2020 年口罩及熔喷材料产品收入及毛利率较高，而 2021 年该业务销售收入及毛利均大幅下降。

图 3 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

图 4 公司归母净利润及增速

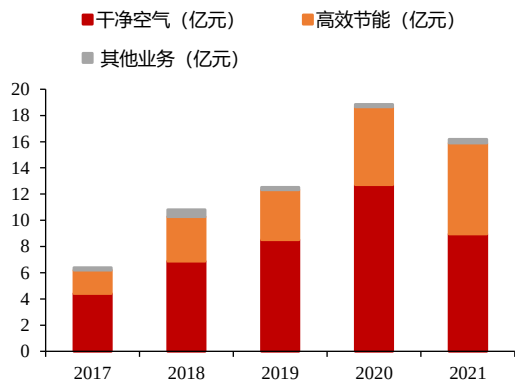


资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

干净空气为主要营收来源，高效节能收入占比不断上升。分产品来看，2021 年，公司干净空气实现 8.96 亿元，高效节能实现营收 6.94 亿元，其他业务实现营收 0.29 亿元，分别占总营收的 55.33%、42.86%和 1.81%。从毛利率来看，公司 2021 年干净空气板块的毛利率有一定程度的下降，主要是因为口罩熔喷类高毛利销售业务大幅减少，且 2021 年大宗原材料、化工材料、海运费等成本增长较大，导致毛利率降低。

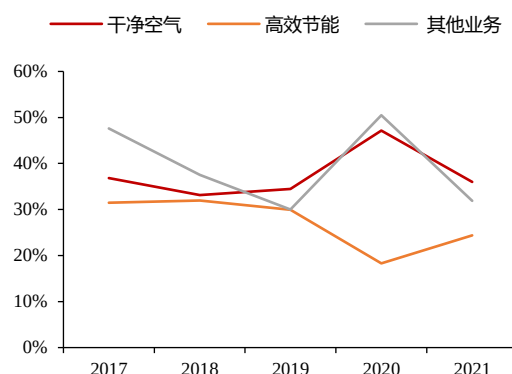
请务必阅读尾页重要声明

图 5 近年公司分板块营收结构及占比



资料来源：公司公告，上海证券研究所

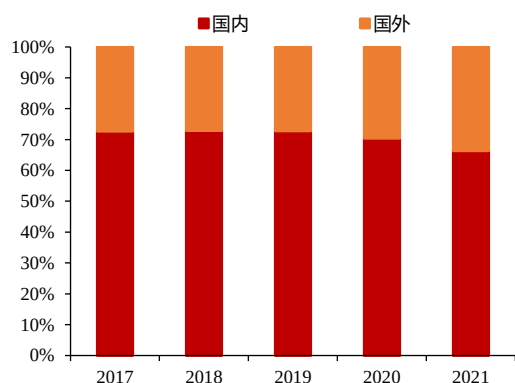
图 6 近年公司分板块销售毛利率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

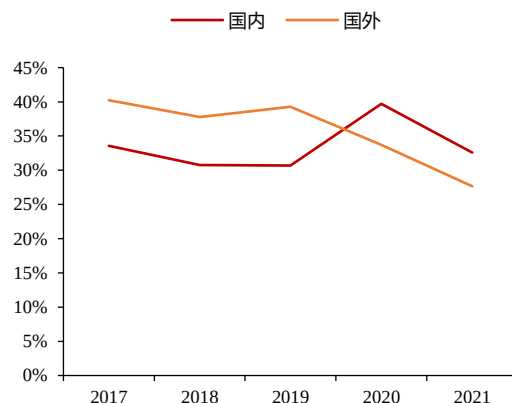
国内主营业务营收占比在 70% 左右。2021 年，国内主营业务实现收入 10.55 亿元，占主营业务总营收的 66.35%，较 2020 年 69.65% 的占比有所下降，国外销售收入占比 33.65%。近年来，国外收入占比有所提升，但毛利率有所下滑。

图 7 公司分区域主营收入结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所

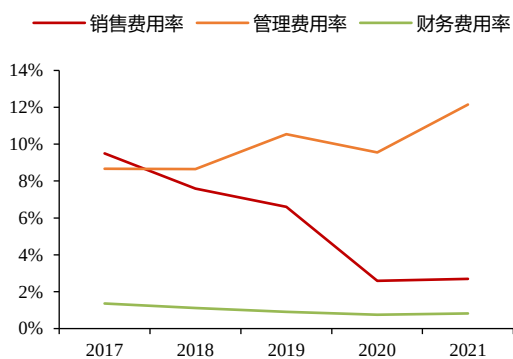
图 8 公司分区域主营收入毛利率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

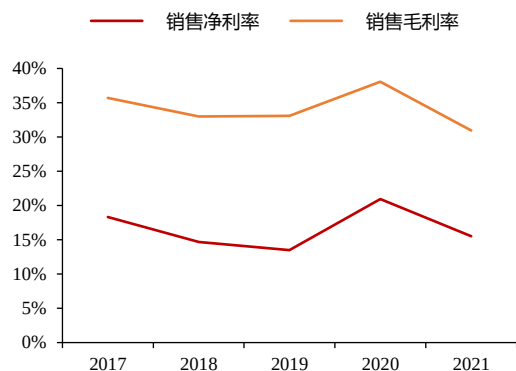
21 年毛利率、净利率有所下滑。2021 年，公司毛利率为 30.95%，同比下降 7.11%，主要是由于毛利较高的口罩熔喷类业务收入减少所致，公司净利率为 15.52%，较上年下降 5.42pct。2017-2021 年，公司三费费用率总体呈下降趋势，2021 年销售费用率 2.69%，较 2020 年略有提升，管理费用率从 2020 年的 5.68% 提升至 2021 年的 6.62%，财务费用率微升至 0.82%。

图 9 公司期间费用率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

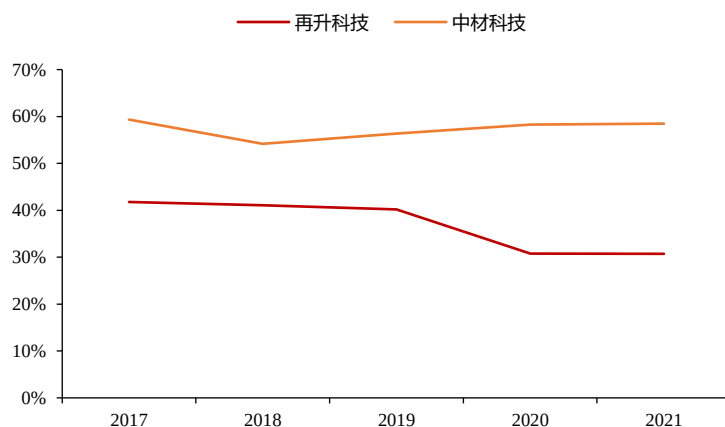
图 10 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

对比同业，资产负债率保持较低水平。公司是一家稳健成长的以团队建设和创新为动力的平台化公司，资产负债率保持稳定，2021 年公司资产负债率 30.72%，较去年同期下降了 0.06%。表明资产流动性强，短期偿债能力强，能够更好地应对风险，运营效率突出。

图 11 近年行业部分公司资产负债率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.3 高技术附加支撑产品创新，全产业链布局

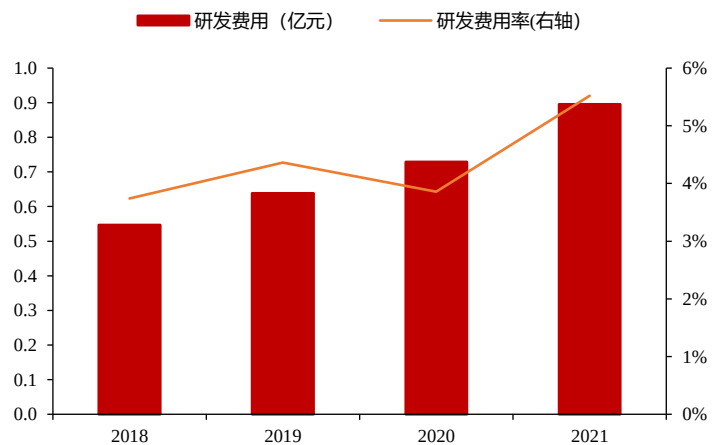
三大研究院，夯实技术护城河。公司拥有重庆纤维研究院、重庆造纸研究设计院和意大利法比里奥研发平台三大研究院，依托“国家企业技术中心”，充分利用多年长周期的技术实践积淀，不断加大研发投入，着力知识产权保护与体系建设，夯实企业技术护城河。

国家知识产权保护示范企业。公司是国家知识产权保护示范企业，持续强调知识产权保护工作，深刻了解掌握关键核心技术是推动企业持续发展的源源动力。截止 2021 年末，公司共获得专利 151 项，其中发明专利 68 项，实用新型专利 75 项，外观设计专

利8项。公司重视“产学研”合作。2015年至今，公司已和同济大学、重庆大学、天津大学等知名院校开展多种方式合作。公司建有拥有专业的研发设计团队，丰富的研究开发经验，成型的独立研发体系。

公司不断深化各标准体系建设。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和 IATF16949:2016 汽车及其零部件质量管理体系认证。公司微纤维玻璃棉取得 EUCEB 非致癌认证和 Fraunhofer 实验室生物降解性认证。公司也积极参加行业学术交流和信息分享，已发表学术论文多篇，积极承担国家级项目数项，市级项目数项。再升科技不断扩大研发队伍，积极孵化新产品、集聚企业发展要素、吸引高端人才加盟、服务整个行业发展。近年来，公司研发费用持续增加。2021 年，公司研发投入为 0.89 亿元，较 2020 年增加 22.78%。

图 12 近年公司研发费用率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司主要产品产能发展迅速。公司长期看好国内外“干净空气”市场需求，并将持续深度挖掘材料性能，积极扩展产品产能，其拥有四个制造基地，分别是重庆、苏州、东莞和四川制造中心。重庆制造中心由四个生产中心组成（南部生产中心、新工厂生产中心、净化生产中心、茶园生产中心），均各有产品倚重。其中新本部生产中心是集办公、研发和生产一体化的新型综合生产体验中心。悠远环境是超大项目 FFU/EFU 等高端空气净化产品的品牌制造商，与众多国外空气净化品牌生产商及知名大项目客户有着长期友好合作。集设计、规划、生产、供货、现场管理及售后服务为一体，整合洁净协会，帮助用户更好地处理各种空气过滤方面的疑难杂症。东莞制造中心是集固态、液态、气态过滤材料和无纺布的研发、生产、销售于一体的综合性企业，为再升科技大

湾区片区的主要生产中心。四川制造中心主要是宣汉正原微玻纤有限公司，其自主研发和生产特种玻璃料块、火焰喷吹法玻璃棉、离心法玻璃纤维棉、玻璃纤维过滤毡、高性能微纤维玻璃棉等，产品畅销海内外。

全产业链布局，上游下游全覆盖。公司在建“年产5万吨高性能超细玻璃纤维棉建设项目”、“年产8000吨干净空气过滤材料建设项目”和“干净空气过滤材料智慧升级改造项目”顺利有序推进。“年产5万吨高性能超细玻璃纤维棉建设项目”建成后，可为公司微纤维玻璃棉下游产品提供充足的原材料保证。“年产8000吨干净空气过滤材料建设项目”和“干净空气过滤材料智慧升级改造项目”建成将助推公司高性能玻纤滤纸产能将大幅增加，焕新公司玻纤滤纸产品品种。

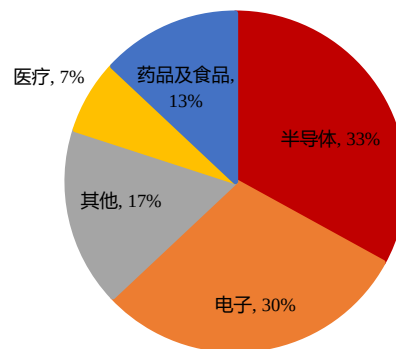
再升净化引入舒适空调新团队，为了进一步延伸产业链，面向高端民用市场，还推出了新风净化、制冷制热、除湿加湿、变风量智能监测、智能控制于一体的再升干净空气全屋舒适系统，结合公司丰富的“干净空气”材料、专业的设备和一流的技术，力求为用户营造节能、无尘、安静、富氧、美观、智管的高品质全屋舒适系统，努力抓住消费升级、物联网高速发展的趋势，推动干净空气向用户端发展，提供服务，找准企业定位和竞争优势，在舒适家居领域搭建系统集成生态。

2 干净空气需求稳步增长，境内市场潜力巨大

2.1 面板行业规模扩大，半导体行业复苏，下游需求向好

半导体行业洁净室建造是最主要的下游应用，或成新需求增长点。电子、面板、半导体等先进制造业生产环境需要极高洁净度，空气中的颗粒污染物对产品的工艺良品率性能和可靠性产生重大影响。一般来说，该等环境可以被描述为大、干净、精细、纯洁和严格。除电子工业外，医药医疗、食品等工业亦是高生产环境要求领域。因此洁净室投资在其投资中将占据一定比例，以玻璃纤维滤纸为过滤介质的高效过滤器是洁净室的核心部件之一，产品的新增、更换和替换将会带来大量滤纸需求的。

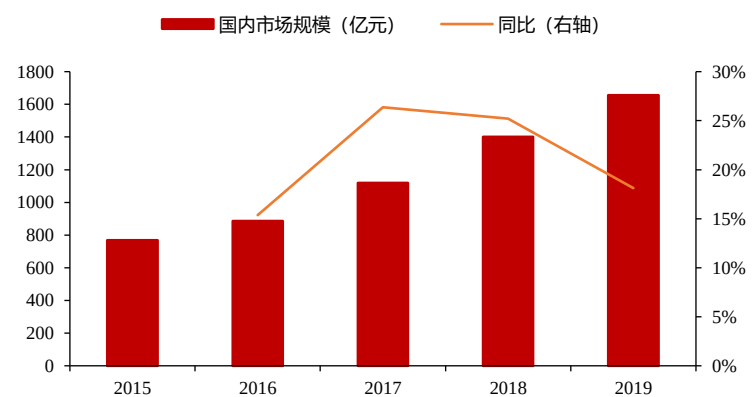
图 13 2019 年中国洁净室工程行业下游需求占比



资料来源：中商产业研究院，上海证券研究所

2019 年，国内洁净室工程市场规模已达 1655.13 亿元。Frost&Sullivan 预计 2020-2024 年全球洁净室投入的年复合增长率为 9%，而国内洁净室的投入中，电子行业的洁净室将有 20% 的年复合增长。

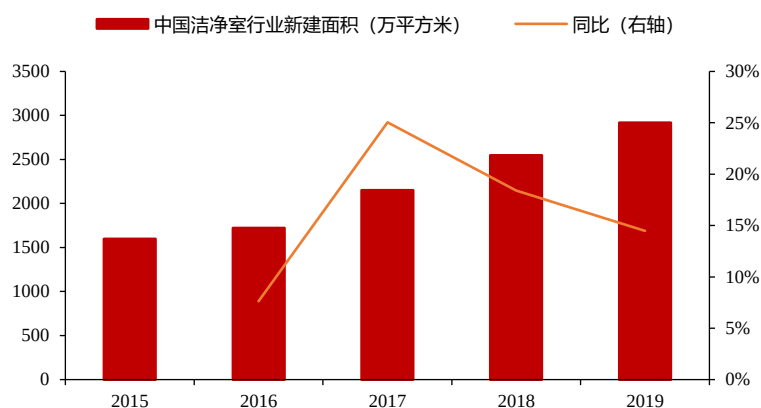
图 14 近年国内洁净室工程市场规模



资料来源：智研咨询，上海证券研究所

洁净室面积不断扩大。随着我国制造业的不断发展，以及对生产条件的严格化，我国洁净室行业新建面积也保持稳定增长的状态，2019 年国内共新建 2917 万平方米的洁净室，同比增长 14.48%。

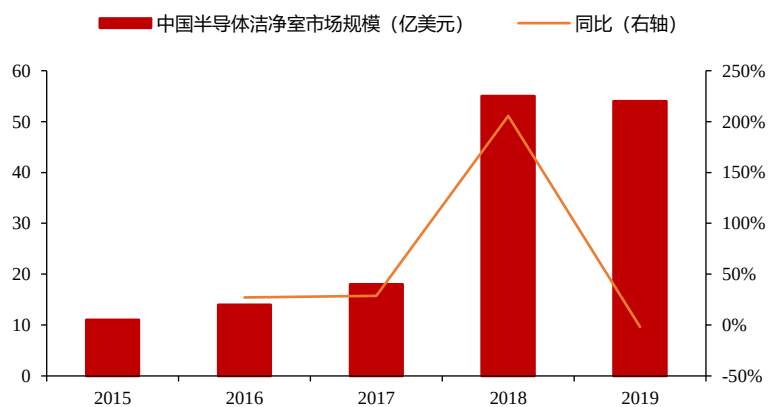
图 15 近年中国洁净室行业新建面积



资料来源：产业信息网，上海证券研究所

半导体行业复苏，带动洁净材料需求扩容。随着先进制程的推进，半导体晶圆制造对洁净生产规格要求进一步提高，半导体行业复苏将带动洁净材料需求扩容。2020 年半导体行业下游应用市场逐渐回暖，包括智能手机、PC、汽车电子、安防、存储与 5G 等细分市场上涨动力强劲。2020 年，随着 5G 加速商用推广，5G 手机有望快速渗透，叠加 5G 手机高含硅量，半导体需求增长动力强劲。半导体行业洁净室规模快速增长。虽然 2019 年半导体行业轻微下跌 1.8%，主要由于其投资价值的周期性波动所致。

图 16 近年中国半导体行业洁净室市场规模



资料来源：中商产业研究院，上海证券研究所

面板产业扩张新增替换需求。我国面板领域在建及规划中的 LCD 及 OLED 产线合计 11 条，总投资额在 4300 亿左右（规划产线按行业平均投资额计算）。面板产线中洁净室的投资较晶圆芯片厂占比略少，按 12% 计算，假定这些产线都在 3 年内建成，则生产线在洁净建设和维护的投资金额将达到约 516 亿元，其中玻纤滤纸在面板领域的市场规模达 26 亿元。考虑净室中玻纤滤纸的替换需求，我国已投产的面板产线投资额总计超 9382 亿元，若按每 3 年更换一次测算，则我国面板领域玻璃纤维滤纸每年的替换市场在 18 亿元以上。

表 1 近年我国下游面板厂商在建产能

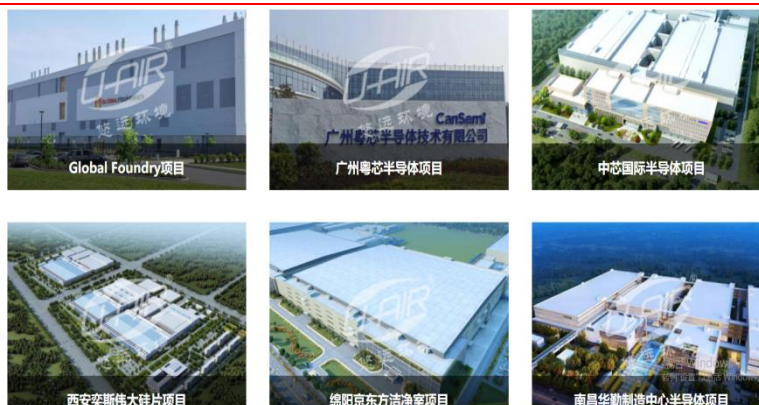
厂商	地点	世代	投资额（亿元）
LCD			
京东方	武汉	10.5	460
华星光电	深圳	11	426.83
惠科	郑州	11	
OLED			
京东方	重庆	6	465
京东方	福州	6	465
京东方	TBD	6	
华星光电	深圳	11	426.8
天马	武汉	6	
信利	眉山	6	279
维信诺	合肥	6	440
维信诺	TBD（广州）	6	

资料来源：产业信息网，上海证券研究所

公司可以根据不同类型、等级洁净室的具体需求，提供合适的材料和解决方案，有效处理洁净室中的颗粒污染物和气体分子污染物，保障洁净室内人员、设备、材料的安全运行，避免洁净室生产过程中污染物散逸，保障周围环境安全。公司挖掘材料性能，不断提升产品品质，以满足半导体、面板、精密仪器加工等先进制造领域不断提升的应用需求。

公司旗下子公司悠远环境也开展了一系列的国内知名半导体项目，比如中芯国际半导体项目、广州粤芯半导体项目、深圳深爱半导体项目等，还在泰嘉光电 G8.5 超薄玻璃基板深加工项目、标西安奕斯伟硅产业基地项目、舒城精卓项目、中标厦门天马第 6 代柔性 AMOLED 生产线项目中表现出色，为客户贡献多种“干净空气”解决方案。

图 17 悠远环境部分中标半导体项目



资料来源：公司官网，上海证券研究所

2.2 生猪行业处于上行周期，新风需求有望提升

“干净空气”材料和设备对空气媒介传播疾病的控制有重要作用，通过采用超细高效的过滤材料，并根据猪的种类和数量，以及每头猪所需要的风量测算，配套相应的过滤设备系统，可有效隔离猪瘟、蓝耳病、口蹄疫等病毒病菌的传播传导，减少抗生素使用，有助于提高禽畜牧的存活率及健康度。新型猪舍新风系统可以创造猪舍内部洁净的环境，过滤空气，阻断病原传播，达到猪群健康、生长速度快、上市品质优的目的。我国畜牧业使用土地受到可用自然资源限制，畜牧养殖密度大。在多种政策推动下，奶牛、生猪、家禽养殖规模化、集约化趋势越发明显，而高密度养殖又伴随着环境保护和疫病防护的压力，疫病控制要求越发重要。

表 2 推荐通风率及最低配置过滤器介绍

推荐通风率	最低	炎热时	最低配置过滤器
母猪和窝仔	34 立方米/小时/头	850 立方米/小时/头	0.85 套过滤器/每头
保育猪(5~14 千克体重)	3.4 立方米/小时/头	42 立方米/小时/头	0.042 套过滤器/每头
保育猪(14~34 千克体重)	5.1 立方米/小时/头	60 立方米/小时/头	0.06 套过滤器/每头
生长肥育猪(34~68 千克体重)	10 立方米/小时/头	128 立方米/小时/头	0.128 套过滤器/每头
生长肥育猪(68~113 千克体重)	17 立方米/小时/头	204 立方米/小时/头	0.204 套过滤器/每头
妊娠母猪	20 立方米/小时/头	255 立方米/小时/头	0.255 套过滤器/每头
配种母猪	24 立方米/小时/头	510 立方米/小时/头	0.51 套过滤器/每头
公猪	34 立方米/小时/头	850-1000 立方米/小时/头	0.84-1 套过滤器/每头

资料来源：公司公告，上海证券研究所

2017-2021 年生猪出栏量持续下降。国家统计局公布的数据，

以非洲猪瘟在中国暴发前的 2017 年为基准，2019 年、2020 年中国猪肉产量分别下跌 1085 万吨、1227 万吨，2019 年、2020 年的年末生猪存栏分别减少 12284 万头、2675 万头，2019 年、2020 年的全年生猪出栏分别减少 14442 万头、16157 万头。自非洲猪瘟在国内大规模发生后，我国生猪养殖企业对猪舍的疫病防治要求提升，带动猪舍新风产品市场需求快速增长。

表 3 近年生猪生产情况

年份	全年猪肉产量（万吨）	年末生猪存栏（万头）	全年生猪出栏（万头）
2017	5340	43325	68861
2018	5404	42817	69382
2019	4255	31041	54419

资料来源：Wind，上海证券研究所

2022 年生猪养殖行业有望上行，畜牧业过滤材料需求或将回暖。虽然 2017-2020 年生猪养殖规模一直在缩小，但 2021 年多家猪企通过发行可转债的方式进行融资，头部企业有进一步扩产的预期，有望带动畜牧业新风行业需求回暖。

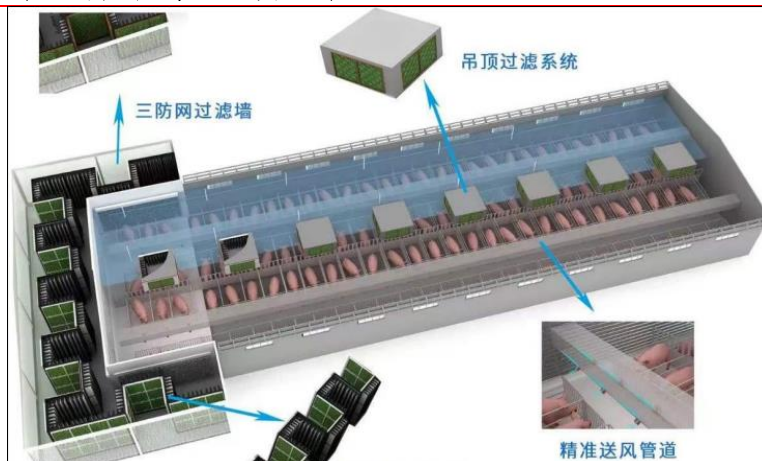
表 4 部分生猪养殖企业融资公示

证券名称	融资方式	公告日期	项目用途	计划募集资金额（亿元）
牧原股份	可转债	2021. 10. 29	生猪养殖项目	88. 7
			生猪屠宰项目	22. 9
			补充流动性资金	30
温氏股份	可转债	2021. 08. 12	生猪养殖项目	58. 6
			补充流动性资金	27. 7
新希望	可转债	2021. 03. 15	生猪养殖项目	76. 5
			偿还银行贷款	24. 5

资料来源：牧原股份、温氏股份、新希望公司公告，上海证券研究所

2021 年，公司不断积极开拓，持续为国内高端生猪供应商提供“干净空气”解决方案和优质服务。公司专门研发出过滤效果达到 94% 以上的高效、低阻、耐高温高湿的特种滤材。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。子公司悠远环境 2021 年上半年荣获牧原 5A 级供应商称号，成为新大牧业的供应商，并与广西农垦集团、雨润集团开展合作。公司将持续努力推动干净空气核心产品在畜牧养殖领域的应用，积极通过行业展会等多种方式宣传推广公司产品及服务，针对不同客户需求提供材料和设备，努力提升公司盈利水平。

图 18 猪舍新风系统结构示意图



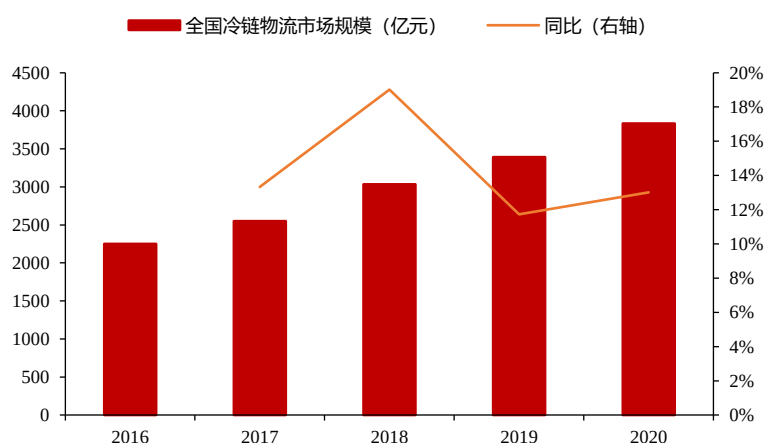
资料来源：公司公告，上海证券研究所

3 双碳目标日益渐进，高效节能迎新发展机遇

3.1 真空绝热板芯材：冷链物流持续增长，家电建筑齐发力

冷链需求日趋旺盛，市场规模不断扩大。2016-2020 年我国冷链物流行业市场规模从 2016 年的 2250 亿元开始逐年增长，到 2020 年我国冷链物流市场总规模为 3832.0 亿元，比 2019 年增长 441 亿元，同比增长 13%，并且市场规模仍保持增长态势。

图 19 近年全国冷链物流市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

冷链物流的核心就是“控温保温”。冷链保温材料主要以传统聚苯乙烯和聚氨酯为主，存在体积大、保温时效短、生产过程易产生污染物等缺点。综合真空绝热板板具有多种优点，其未来有望逐步替代传统保温材料，成为另一大需求增长点。

表 5 不同保温材料的绝热性能和保温时间对比

材质	绝热性能	保温时间
聚氨酯	0.020-0.025W/(m·K)	短时间或中等时间（最多几个小时到 48 小时）、中等温度下有效
挤塑聚苯乙烯	0.025-0.030W/(m·K)	适用于中长期（48 至 96 小时）和中等或极端温度
发泡聚苯乙烯	0.030-0.035W/(m·K)	
VIP 板	0.003-0.008W/(m·K)	满足于长时间和很长时间（96 小时及以上）、以及中等或极端温度情况

资料来源：公司公告，上海证券研究所

2021 年 3 月，国家提出一系列政策推动冷链行业发展，《食品安全国家标准食品冷链物流卫生规范》提出强制性国家标准，提升和规范冷链物流服务质量和管理水平。2021 年 12 月，国务院《“十四五”冷链物流发展规划》提出要提高冷藏车发展水平，鼓励使用绿色低碳高效制冷剂和保温耗材。

表 6 关于冷链行业相关政策

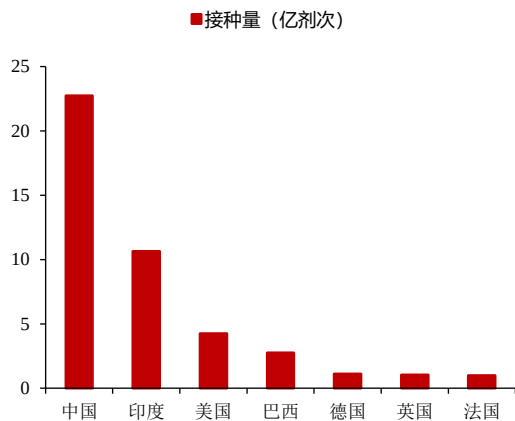
时间	发布部门	文件名称	涉及内容
2021.12	国务院	《“十四五”冷链物流发展规划》	提高冷藏车发展水平，鼓励使用绿色低碳高效制冷剂和保温耗材。
2021.03	中物联冷链委	《食品安全国家标准食品冷链物流卫生规范》	强制性国家标准，提升和规范冷链物流服务质量和管理水平。
2019.04	发改委	《关于推动物流高质量发展，促进形成强大国内市场的意见》	鼓励企业创新冷链物流基础设施经营模式、发展第三方冷链物流全程监控平台。
2018.10	国务院	《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020）》	推进具有多式联运功能的物流园区建设，加强不同运输方式间的有效衔接。支持各地开展集装箱运输、商品车滚装运输、全程冷链运输、电商快递班列等多式联运试点示范创建。

资料来源：中国政府网，上海证券研究所

疫情反复，绝热保温材料需求有望提升。全球新冠疫情反复、国内疫情出现多地散发，后疫情时代，随着疫情防控难度加大及新冠病毒流行或将成为一种新常态，“疫苗+治疗药物”将成为新冠病毒防治策略。2020 年中国疫苗批签发量为 6.5 亿支，同比增长 15.04%。截至 2021 年 10 月末，全球新冠疫苗接种总量 70.87 亿剂次，中国 22.74 亿剂次，美国 4.24 亿剂次，德国 1.12 亿剂次，

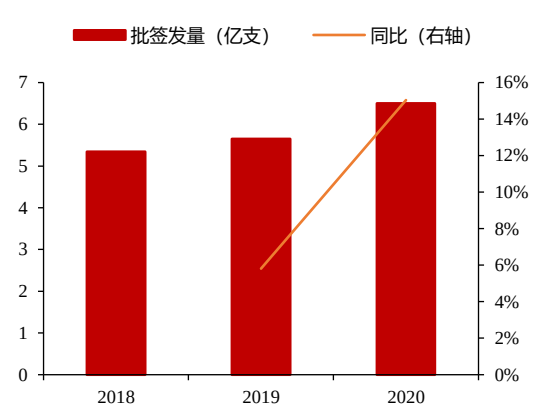
法国 0.99 亿剂次，英国 1.04 亿剂次，印度 10.63 亿剂次，巴西 2.76 亿剂次。新冠疫苗的集中上市，对于国内疫苗冷链物流体系的适应性、满足度提出更高要求，同时巨大的市场增量也为疫苗冷链物流的发展带来机遇。而装配 VIP 板的冷藏保温箱具有体积小、成本低，品质优良，能够进行个性化定制，灵活性强等特点，极好的满足了冷链运输的要求，需求有望提升。

图 20 2021 年全球疫苗接种情况



资料来源：iFind，上海证券研究所

图 21 近年国内疫苗批签发量

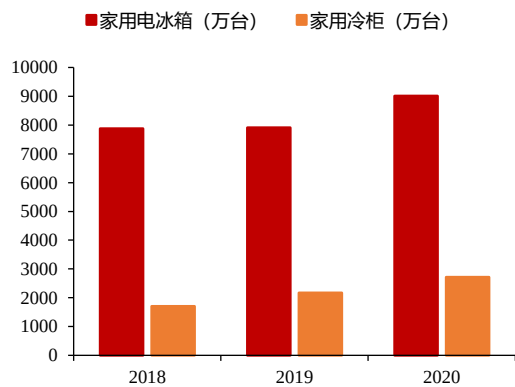


资料来源：智研咨询，上海证券研究所

产品性能优异，供应量充足。公司研发生产的真空绝热板芯材，依托微纤维玻璃棉的优异性能，具有独特孔隙结构，尽可能减少传导和对流引起的热传递，性能优异，面密度均匀性和导热系数均达到国际先进水平，适用于冷链运输行业。公司已和全球知名企业，如松下、三菱等保持多年良好合作，连续多年批量供应真空绝热板芯材。公司将深挖真空绝热板芯材产品性能和产能，紧抓市场机遇，满足市场日益增长的需求。

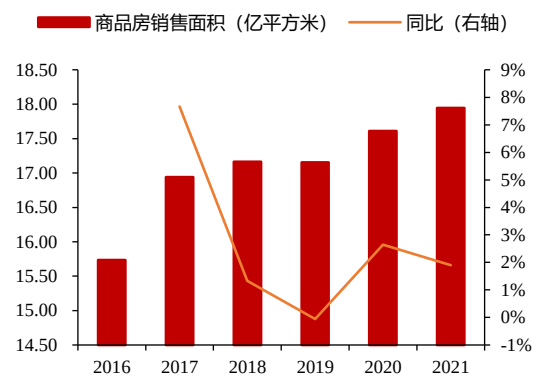
真空绝热板芯材主要用于绿色家电领域，需求有望保持增长。随着经济的发展，商品房销售和家电需求不断攀升。2021 年全国商品房销售面积为 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，2020 年中国家用电冰箱产量为 9014.7 万台，同比增长 14%；真空绝热板芯材具有导热系数低，保温层厚度薄，体积小，重量轻，制造过程无氟以及容易回收再利用等优势，高效降低家用电器能耗并增加用户使用空间，已广泛用于以高端冰箱为主的多种绿色家电。对比传统冰箱保温层，真空绝热板具有更低的热导系数，更长的保温时间和更小的厚度，具有更高的节能等级，并能提升冰箱容积有效使用率。

图 22 近年冰箱冷柜销售量



资料来源：智研咨询，上海证券研究所

图 23 近年商品房销售面积



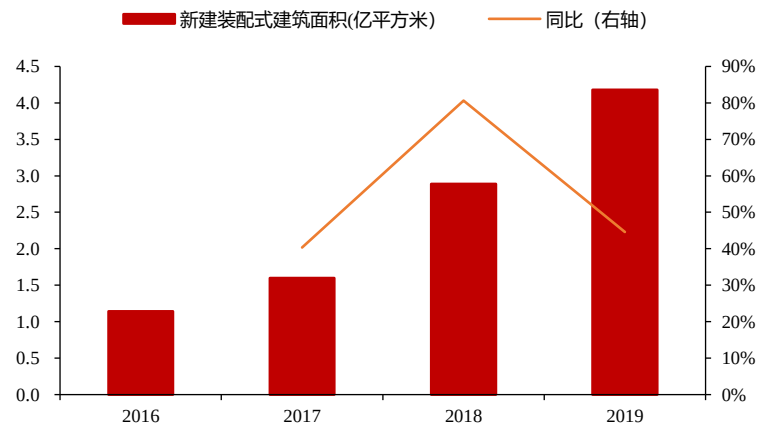
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

减碳重点领域，国内市场未来可期。家用电器是居民能源消耗的第二大来源，占住宅总能耗的 20% 以上(供暖后)，且高达 30% 的居民碳排放来自于家用电器。通过绿色家电产品结构的升级，尤其是低能耗产品在市场中的推广普及，可以有效降低居民消费端的碳排放。2021 年 10 月，中共中央、国务院印发了《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》和《2030 年前碳达峰行动方案》，其中“碳达峰十大行动”，明确了降碳措施。

公司生产的高效无机真空绝热板芯材是真空绝热板的核心绝热材料。芯材的热阻系数、物理性能、稳定性等核心指标直接影响了真空绝热板真空度、吸水程度和导热系数，决定了制成的真空绝热板的综合性能和使用寿命。公司的真空绝热板芯材具有导热系数低，保温层厚度薄，体积小，重量轻，制造过程无氟以及容易回收再利用等优势，高效降低家用电器能耗并增加用户使用空间，已广泛用于以高端冰箱为主的多种绿色家电。

高效真空绝热板及深加工产品的应用符合绿色建筑的转型趋势，发展潜力可期。2019 年我国新建装配式建筑面积 4.18 亿平方米，同比增长 44.64%，而新开工装配式建筑面积增量则需要大量建筑节能材料作为依托。绿色建筑在运行的过程中，对建筑墙体的隔热性能、建筑能耗和室内舒适度有着较高要求。建筑围护结构中的保温层，可以减少室内热量向室外散失，降低建筑采暖和制冷的能耗，提高建筑的舒适度。但是当前，高端的建筑棉被国外优秀企业如 Owens Corning 等公司所垄断。

图 24 近年我国新开工装配式建筑面积



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

在建筑节能方面，公司真空绝热板芯材制成的建筑用真空绝热板具有防火阻燃性能好，导热系数低，使用寿命长，生产过程低能耗，吸水率低、质量轻、便于施工等特点，可满足绿色建筑对墙体高效保温节能要求。

围绕服务于绿色建筑的隔热保温需求，依托再升科技在超细微纤维玻璃棉的技术研发实力和行业品牌优势，公司已设立四川再升建筑节能科技有限公司，潜心研发和生产更节能、更环保、更高效的高端玻璃棉，为绿色建筑提供出色的建筑保温解决方案。公司开发出系列以微纤维玻璃棉为核心材料的绿色建筑保温产品，包含烤箱保温棉、彩色玻璃棉、工业保温玻璃棉等多种产品，具有优异的物理性能、良好的导热系数、轻质阻燃、低吸水性。其可广泛用于家用电器、公共建筑、农业畜牧业、智慧化厂房等建筑保温领域，也能与装配式建筑、BIPV、被动房、NET-ZERO 建筑等应用配套。

3.2 AGM 隔板：铅蓄电池需求稳定，新能源汽车迎来腾飞

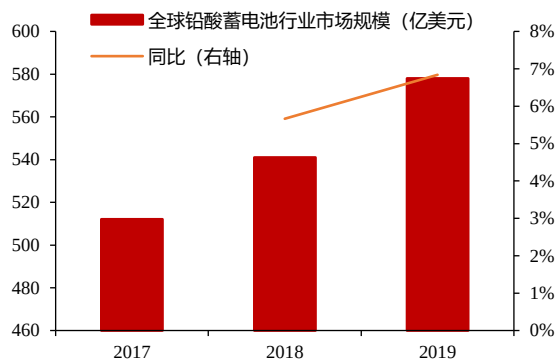
飞

AGM 隔板（Absorptive Glass Mat 简称 AGM）指吸附式微纤维玻璃棉毡型隔板，通常是由直径为 0.5~3 微米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。AGM 隔板是铅酸蓄电池的重要组成部分。

全球铅酸蓄电池的市场规模持续增长，亚太是铅酸蓄电池行业的主要市场。近年来，全球铅酸蓄电池的规模持续增长，根据 Global Market Insights 公布的数据显示，2019 年全球铅酸蓄电池市场规模达 578 亿美元，同比增长 6.8%。2019 年亚太及欧美地

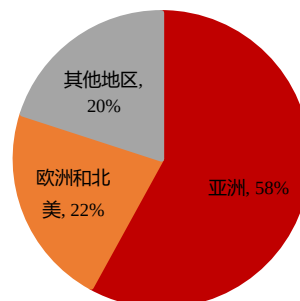
区的铅酸蓄电池市场规模占全球市场规模的比重超 79%，其中亚太地区市场规模占比为 58%，欧美地区占比为 22%，其他区域占比为 20%。

图 25 近年全球铅蓄电池行业市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

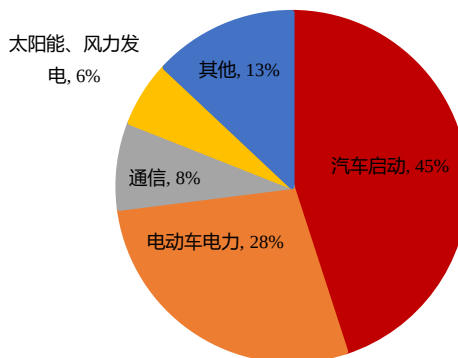
图 26 2019 年全球铅蓄电池行业区域市场规模占比



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

汽车起动领域对铅蓄电池的需求占比最大。从各应用领域需求占比来看，汽车起动领域对铅蓄电池的需求占比最大，达 45%，电动车动力领域对铅蓄电池的需求量占比接近 28%，通信领域对铅蓄电池需求量占比为 8%左右，太阳能发电及风力发电对铅蓄电池的需求量占比接近 6%。

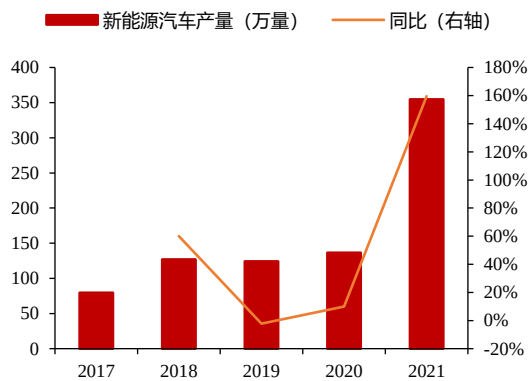
图 27 2019 年铅酸蓄电池下游应用结构



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

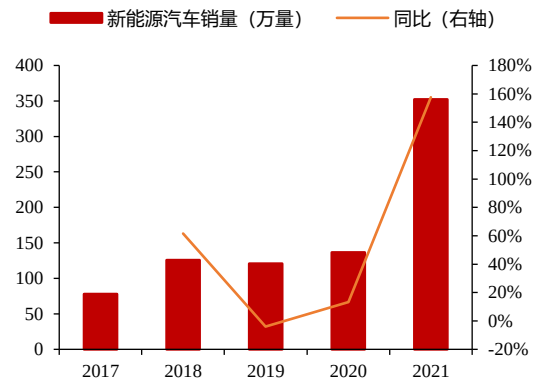
新能源汽车的销售量、生产量逐渐增加，新能源汽车电池迎来了巨大的市场前景。2021 年中国新能源汽车产量 354.5 万辆，同比增长 159.5%。在销量方面，2021 年我国新能源汽车销量 352.1 万辆，同比增长 157.6%。

图 28 近年新能源汽车产量



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所

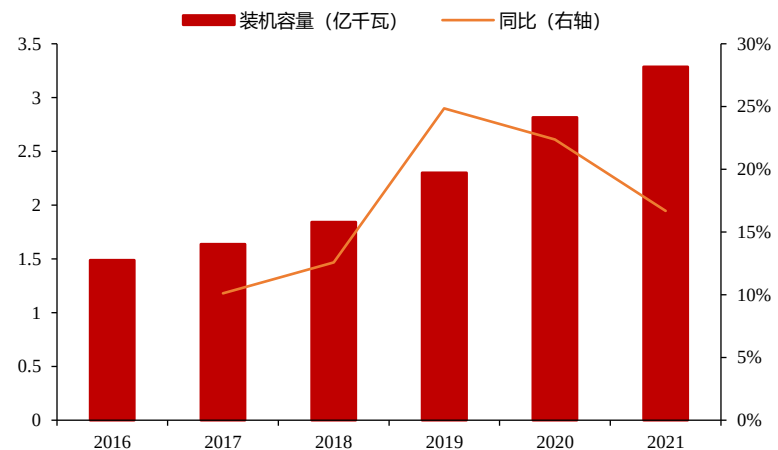
图 29 近年新能源汽车销量



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所

阀控密封铅蓄电池不仅用于汽车启停电池,保障车辆启停系统工作,在发动机关闭时单纯依靠电池驱动车载娱乐设备、照明设备等电气系统工作,对于具备能量回收功能的汽车(包含燃油汽车、混动汽车和新能源汽车)提供电机能量储存,也应用于新能源发电、工商业企业储能,还应用于能源储存系统中的城市储能电站等。新能源汽车扩产和我国风力发电机装机容量扩张都能推动铅蓄电池扩大产量,最终提振电池隔板产品需求。

图 30 近年我国风力发电机装机容量



资料来源：中商情报网，上海证券研究所

公司生产的电池隔板产品具有优异的耐酸蚀性和高孔隙率,机械加工性能优异,物理指标出众。经过 MP 公司两年严苛测试,测试结果证明公司电池隔板产品性能优异、品质过硬。截至目前,公司已经批量向 Exide、天能、南都、超威等优秀电池生产企业供应电池隔板产品。

4 盈利预测与估值

基于上述分析，我们对公司的主要假设如下：

“干净空气”方面，受益于面板行业产能扩张、半导体行业复苏对洁净室需求的增加，生猪企业扩产等因素，预计“干净空气”业绩仍将保持稳定的增长速度。我们预计 2022-2024 年，公司“干净空气”的收入将同比变动 32.61%、32.76%、22.87%至 11.88 亿、15.77 亿、19.38 亿元，毛利率将稳定在 32%-36%。

“高效节能”方面，终端产品包括 AGM 隔板和真空绝热板芯材，AGM 隔板应用于电池，真空绝热板芯材应用于家电、冷链物流、建筑等领域。受益于政策推动和市场规模的扩大，另外公司不断开拓市场且注重研发，“高效节能”收入有望持续稳健增长。我们预计，2022-2024 年，公司高效节能业务营业收入分别同比变动 29%、25.54%、20.54%至 8.95 亿、11.24 亿和 13.55 亿元。

综合来看，我们预计公司 2022-2024 年营业收入为 20.83、27.01、32.93 亿元，分别同比增长 28.61%、29.66%、21.90%；归母净利润分别为 3.02、4.14、5.36 亿元，同比增长分别为 21.2%、36.7%、29.7%。

表 7 公司营收拆分

	2021A	2022E	2023E	2024E
总营收				
收入（亿元）	16.20	20.83	27.01	32.93
yoy	-14.01%	28.61%	29.66%	21.90%
成本（亿元）	11.18	14.92	19.28	22.43
yoy	-4.20%	33.45%	29.25%	16.31%
毛利（亿元）	5.01	5.91	7.73	10.50
yoy	-30.13%	18.05%	30.69%	35.84%
毛利率	30.95%	28.39%	28.61%	31.89%
干净空气				
收入（亿元）	8.96	11.88	15.77	19.38
yoy	-29.56%	32.61%	32.76%	22.87%
成本（亿元）	5.73	7.94	10.65	12.40
yoy	-14.73%	38.52%	34.15%	16.50%
毛利（亿元）	3.23	3.94	5.13	6.98
yoy	-46.17%	22.13%	29.96%	36.10%
毛利率	36.01%	33.20%	32.50%	36.00%
高效节能				
收入（亿元）	6.94	8.95	11.24	13.55
yoy	17.03%	29.00%	25.54%	20.54%
成本（亿元）	5.25	6.98	8.64	10.02
yoy	8.25%	33.01%	9.50%	16.08%

毛利（亿元）	1.69	1.97	2.60	3.52
yoy	57.94%	16.54%	32.16%	35.32%
毛利率	24.38%	22.00%	23.16%	26.00%

资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司作为干净空气行业的领军企业，拥有领先行业的品牌地位优势。专注于超细纤维、膜材、吸附材料、微静电材料、油气分离材料及吸音绝热材料等新材料的研究。顺应碳达峰碳中和政策，迎合“干净空气”市场迅速发展的机会，以及家电、冷链物流、建筑材料等领域需求逐步打开的局面，推动公司产品市场空间逐步扩大。另外，公司重视提升产品品质，高技术附加支撑产品创新，上下游产业链完整布局。目前来看，我们预计公司2022/2023/2024年EPS分别为0.42/0.57/0.74元/股，对应3月31日股价，2022/2023/2024年公司估值分别为22/16/12倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示：

原材料价格波动风险。微纤维玻璃棉成本构成中，天然气费用占总成本的比重较高，天然气价格对微纤维玻璃棉价格影响较大。未来天然气价格的波动将直接引起微纤维玻璃棉价格的波动，最后影响公司的净利润。

出口退税政策变化风险。公司出口销售收入占合并主营业务收入总收入约 33.64%，随着国家经济形势的变化，国家未来可能调整相关的出口退税政策。如果公司主要产品出口退税率被调低或取消，将可能对公司的净利润产生不利影响。

应收账款账面余额较大的风险。公司执行一贯稳健的信用政策，应收账款账面余额的上升主要系公司销售收入和客户结构的变化所致，但如果未来应收账款账面余额持续大幅上升，将一方面使经营性现金流持续减少，使公司面临较大的资金压力，可能导致产生不能及时筹措资金进行必要的研发和固定资产投资等风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	311	752	826	1179
应收票据及应收账款	688	756	1064	1247
存货	178	218	294	335
其他流动资产	147	140	96	93
流动资产合计	1325	1867	2280	2854
长期股权投资	84	115	151	186
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	804	822	958	997
在建工程	148	165	147	161
无形资产	183	171	158	145
其他非流动资产	388	405	425	444
非流动资产合计	1607	1679	1839	1933
资产总计	2931	3545	4119	4786
短期借款	344	0	0	0
应付票据及应付账款	252	331	431	500
合同负债	22	32	40	48
其他流动负债	123	149	179	200
流动负债合计	742	513	650	747
长期借款	50	50	50	50
应付债券	0	415	0	0
其他非流动负债	109	128	141	159
非流动负债合计	159	593	191	209
负债合计	901	1106	841	956
股本	725	725	725	725
资本公积	477	477	987	987
留存收益	788	1091	1504	2041
归属母公司股东权益	1983	2381	3209	3745
少数股东权益	48	59	69	85
股东权益合计	2031	2439	3278	3830
负债和股东权益合计	2931	3545	4119	4786

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	149	606	572	879
净利润	251	313	424	552
折旧摊销	105	310	401	500
营运资金变动	-217	-34	-300	-172
其他	10	18	48	-1
投资活动现金流量	-215	-324	-495	-536
资本支出	-159	-354	-575	-570
投资变动	-58	18	61	16
其他	2	11	18	18
筹资活动现金流量	-46	159	-4	11
债权融资	55	434	-402	18
股权融资	52	0	510	0
其他	-153	-275	-112	-7
现金净流量	-114	441	74	353

利润表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1620	2083	2701	3293
营业成本	1118	1492	1928	2243
营业税金及附加	16	21	22	40
销售费用	44	53	63	84
管理费用	107	127	169	219
研发费用	90	100	130	177
财务费用	13	4	-15	-33
资产减值损失	-1	-5	-50	-10
投资收益	9	6	10	13
公允价值变动损益	0	5	8	5
营业利润	270	339	459	598
营业外收支净额	0	1	0	0
利润总额	270	340	459	598
所得税	19	27	35	46
净利润	251	313	424	552
少数股东损益	2	11	11	16
归属母公司股东净利润	249	302	414	536

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	31.0%	28.4%	28.6%	31.9%
净利率	15.4%	14.5%	15.3%	16.3%
净资产收益率	12.6%	12.7%	12.9%	14.3%
资产回报率	8.5%	8.5%	10.0%	11.2%
投资回报率	10.5%	10.4%	11.8%	12.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	-14.0%	28.6%	29.7%	21.9%
EBIT 增长率	-41.8%	21.1%	29.9%	26.8%
归母净利润增长率	-30.6%	21.2%	36.7%	29.7%
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.42	0.57	0.74
每股净资产	2.73	3.28	4.43	5.17
每股经营现金流	0.21	0.84	0.79	1.21
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.55	0.59	0.66	0.69
应收账款周转率	2.57	3.09	2.80	2.94
存货周转率	6.28	6.86	6.55	6.70
偿债能力指标				
资产负债率	30.7%	31.2%	20.4%	20.0%
流动比率	1.79	3.64	3.51	3.82
速动比率	1.51	3.15	2.99	3.30
估值指标				
P/E	35.86	22.08	16.15	12.45
P/B	4.54	2.80	2.08	1.78
EV/EBITDA	23.95	10.00	7.14	5.35

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。