

经营势能稳健，增长动力多源

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年度报告和 2025 年一季报。2024 年公司实现营业总收入 14.8 亿元，同比-10.9%，实现归母净利润 0.91 亿元，同比+138.0%；2025 年第一季度实现营业总收入 3.2 亿元，同比-4.6%，实现归母净利润 0.34 亿元，同比+3.7%，经营较为稳健。
- **海外盈利贡献较多，无尘空调增速亮眼。2024 年：1) 分产品看：**干净空气材料、高效节能材料、无尘空调分别实现营收 5.4 亿元(-2.2%)、7.8 亿元(+19.1%)、1.3 亿元(-70.2%)，无尘空调产品下滑较多，主因为悠远环境不再纳入合并报表范围，按同比口径计算，无尘空调产品同期增长 39.7%。**2) 分区域：**国内、国外分别实现营收 9.5 亿元(-14.5%)、4.9 亿元(-5.6%)，国外毛利率同比增加 5.6 个百分点至 35.7%，毛利占比为 54.3%，公司国际化竞争优势突出，出口产品结构优异，毛利贡献较多。
- **毛利率持平，费用率下降。24 年：1) 毛利率：**在下游需求疲软背景下，公司持续优化产品结构，较大程度对冲需求下行影响，毛利率同比基本持平。**2) 费用率：**公司持续推进降本增效，销售费用率同比下降 0.3 个百分点至 3.0%、管理费用率同比下降 0.6 个百分点至 6.2%、财务费用率同比下降 0.4 个百分点至 0.8%；公司持续加大研发投入，不断强化核心竞争力，研发费用率同比增加 0.5 个百分点至 6.0%，综合费用率同比下降 0.8 个百分点。**3) 2024 年减值计提**同比减少 0.35 亿元，综合影响，销售净利率同比增加 4.3 个百分点至 7.1%，盈利能力改善显著。
- **长期聚焦干净空气，战略布局无尘空调。**公司战略聚焦无尘空调，持续深耕“干净空气材料”、“高效节能材料”、“无尘空调产品”三大品类，增长动力多源，长期成长空间广阔。1) 公司持续深耕玻纤行业，是“高效空气过滤纸”、“玻璃微纤维”两项制造业单项冠军，在核电站用无硅无铝水过滤材料、核级高效空气滤纸、耐高温液压油过滤纸等领域实现了国产突破，技术竞争优势突出。2) 推动超细玻璃纤维、PTFE 膜材料等核心技术的迭代进步，巩固在高效空气过滤、航空、新能源汽车等高端供应链中的核心地位，增长动力多源。3) 战略聚焦无尘空调，伴随消费者生活品质诉求不断提高，无尘空调渗透率将持续提升；公司持续推进品牌培育、不断发力渠道建设，未来增长空间广阔。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.10 元、0.14 元、0.17 元，对应 PE 分别为 34 倍、24 倍、20 倍。公司综合竞争力强劲，增长动力多源，成长空间广阔，看好公司长期成长性，给予公司 2026 年 30 倍估值，对应目标价 4.20 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；贸易摩擦风险；业务开拓进度或不及预期。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	14.76	16.78	19.28	22.12
增长率	-10.87%	13.69%	14.92%	14.75%
归属母公司净利润(亿元)	0.91	1.04	1.47	1.74
增长率	137.99%	15.07%	40.50%	18.79%
每股收益 EPS(元)	0.09	0.10	0.14	0.17
净资产收益率 ROE	4.71%	5.30%	7.19%	8.31%
PE	39	34	24	20
PB	1.61	1.58	1.54	1.52

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：笪文钊
执业证号：S1250524060002
电话：023-63786049
邮箱：dwzyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.22
流通 A 股(亿股)	10.22
52 周内股价区间(元)	2.53-3.93
总市值(亿元)	35.10
总资产(亿元)	31.51
每股净资产(元)	2.07

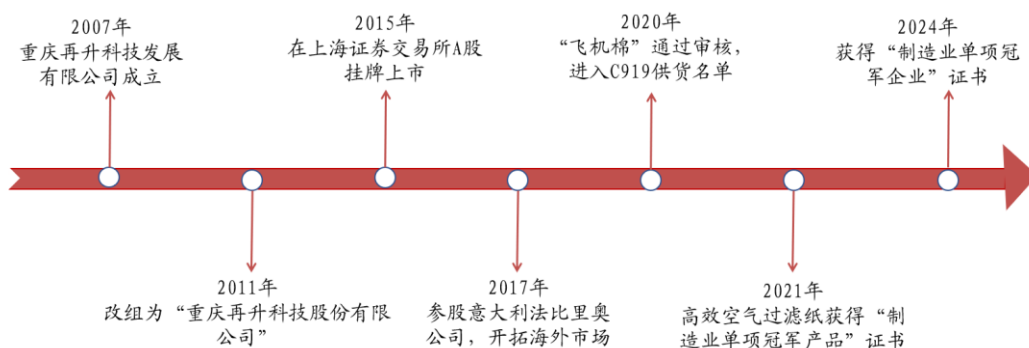
相关研究

1 公司概况

1.1 深耕玻纤材料多年，综合竞争优势突出

深耕玻纤多年，技术底蕴深厚。重庆再升科技股份有限公司成立于 2007 年，并于 2015 年在上交所上市。公司深耕玻纤材料，围绕干净空气和高效节能领域进行创新研发和应用探索，专注节能、洁净领域，为“工业空间、移动空间、生活空间”三大空间提供高标准、系统化的“节能、安静、无尘”产品与落地方案。公司是“高效空气过滤纸”、“玻璃微纤维”两项“制造业单项冠军”，在核电站用无硅无铝水过滤材料、核级高效空气滤纸、耐高温液压油过滤纸等领域实现了国产突破，技术底蕴深厚，综合竞争优势突出。

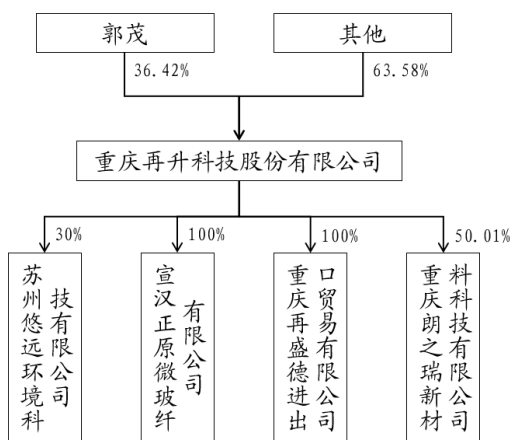
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构集中稳定，激励充分经营强劲。再升科技创始人、董事长郭茂先生为公司第一大股东，持股比例 36.42%，股权结构集中稳定。公司分别于 2019 和 2023 年实施了两次股权激励，通过授予期权的形式让员工分享企业成长红利，保持企业与员工利益高度一致，充分调动员工工作积极性，激励充分经营势能强劲。

图 2：公司股权结构



数据来源：数据截止 2025 年 3 月 31 日，公司公告，西南证券整理

1.2 聚焦干净空气领域，政策利好长期向好

深耕玻纤多年，产业链布局完善。公司是玻璃微纤维单项制造业冠军企业，并以超细纤维棉为主要原材料，结合 PTFE、熔喷等其他材料和技术，成功布局多种产品，产品主要分为“干净空气材料”、“高效节能材料”、“无尘空调产品”三大类。公司持续聚焦研发创新与产业升级，加大核心技术的研发投入，推动超细玻璃纤维、PTFE 膜材料等核心技术的迭代进步，巩固在高效空气过滤、航空、新能源汽车等高端供应链中的核心地位。

图 3：公司产品矩阵

核心科技产品	干净空气材料		主要产品包括：高效空气滤材、高效PTFE膜、低阻熔喷滤料、玻纤空气过滤毡/过滤袋等
	高效节能材料		主要产品包括：超细纤维棉、真空绝热板/芯材/膜材及相关制品、铅酸蓄电池隔板（AGM隔板）、航空隔音隔热棉、绿色建筑节能保温材料等
	无尘空调产品	配件	主要产品包括：HEPA过滤器、汽车空调过滤器、变风量风阀、消声管道、线风口均流器、线性风口等
		设备	主要产品包括：变频空气源热泵、空调箱（AHU）、新风空调箱、消声静压箱、家居冷梁、智能控制系统等
		工程	主要包括：无尘空调系统定制、设计、施工、智管

数据来源：公司公告，西南证券整理

高品质需求持续提高，政策出台长期利好。据 WHO 报告，全球 99% 人口呼吸的空气都超过了其设定的空气质量限制，每年有 700 万例过早死亡与空气污染有关，粉尘、过敏原、病毒及甲醛等污染物持续威胁着家庭健康。中国出台《室内空气质量标准》《健康建筑评价标准 T/ASC02-2016》等政策，对空气质量提出具体要求，如室内 PM2.5、PM10 日平均浓度不高于 $25\mu\text{g}/\text{m}^3$ 、 CO_2 日平均浓度不大于 900ppm 等。

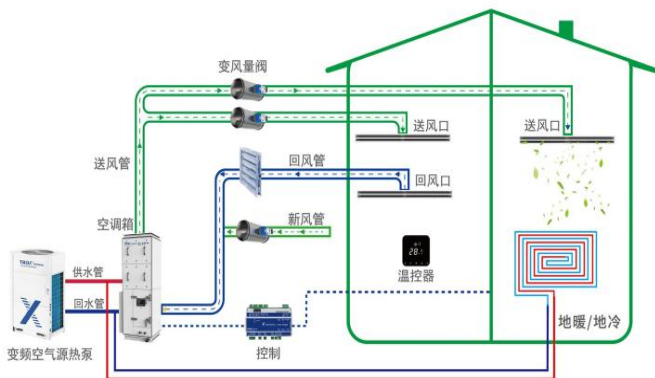
表 1：相关政策文件

时间	政策文件
2021	《健康建筑评价标准》T/ASC 02-2021
2022	《室内空气质量标准》GB/T 18883-2022
2023	《国务院关于印发〈空气质量持续改善行动计划〉的通知》
2024	《2024—2025 年节能降碳行动方案》《国家重点低碳技术征集推广实施方案》

数据来源：公司公告，官方公众号，西南证券整理

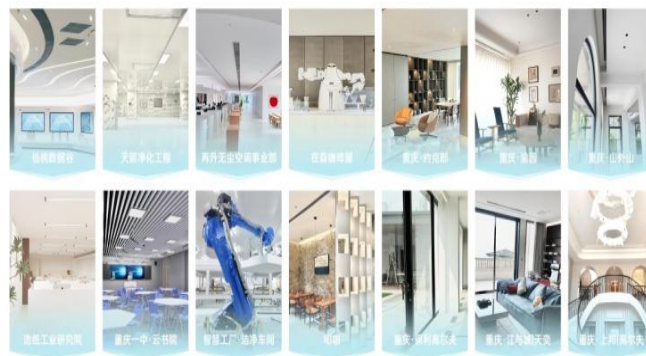
聚焦干净空气，技术优势突出。2002 年，公司突破性开创无尘空调新品类，以调节空气介质为目标，打造节能、安静、无尘的空间环境，为室内空气的制冷制热、加湿除湿、空气净化等问题提供系统化解决方案。公司产品可实现 9 重全效净化，杀菌抗病毒率近 100%，对花粉、动物皮屑等过敏源去除率超 98%，洁净度达 H13 级过滤标准。2024 年，公司完成 200+ 无尘空调项目案例，深度覆盖工业空间、移动空间和生活空间，与全国 76 家服务伙伴达成深度合作，业务版图覆盖 25 个省市的核心区域。

图 4：再升无尘空调系统图



数据来源：公司公告，西南证券整理

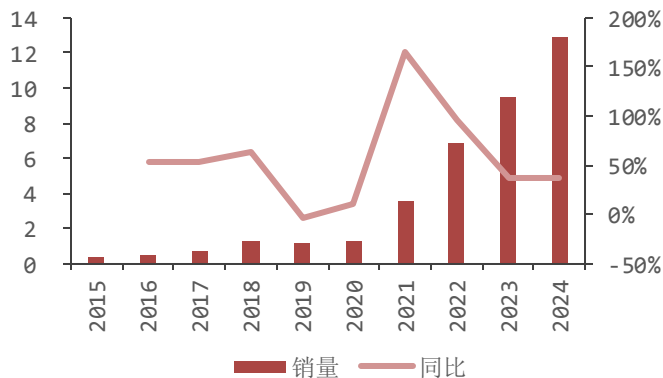
图 5：全国无尘空调项目案例



数据来源：公司公告，西南证券整理

移动空间需求广阔，增长动能后劲十足。2015 年，Model X 首次装配 HEPA 过滤器后，国内多家车企品牌也在高端车型上配置了空气处理系统，绿色健康出行逐渐成为中高端新能源汽车的标配。控股子公司重庆朗之瑞重点布局移动空间应用场景，不仅成功突破国内头部新能源汽车品牌空调滤芯的批量供应，更推动低克重高性能碳布、消杀功能型熔喷材料等创新技术加速研发。此外，滤芯作为耗材，随着在新能源汽车领域的渗透率持续提升，存量市场的更换需求将持续扩大。目前，公司产品已进入特斯拉、长安、赛力斯、广汽埃安等多家品牌的中高端车型。

图 6：近十年中国新能源汽车销量(单位:百万辆)



数据来源：Wind，西南证券整理

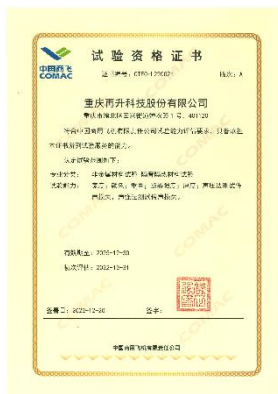
图 7：HEPA 过滤器种类



数据来源：公司公告，西南证券整理

C919 商飞独供，品牌、技术领先。2024 年，公司多项产品取得突破，在航空、核电、新风等多领域成果丰硕，实现了飞机棉等尖端材料的国产替代，尤能彰显公司产品技术领先地位。随着 C919 交付速度加快，以及存量航空维修业务的逐步释放，国内航空隔音隔热产品需求将持续增加。此外，再升自主研发的船舶保温材料获中国船级社工厂认可，满足船舶行业严格标准，应用范围包括舱体结构、管道和设备以及如冷库等特殊区域。近年来，中国在邮轮和 LNG 等高等级运输船的建设方面取得了显著进展，将带动保温隔热棉需求增加。

图 8：中国商飞 C919



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：中国首艘 17.4 万方 LNG 运输船 (H1892A)



数据来源：中国船舶，西南证券整理

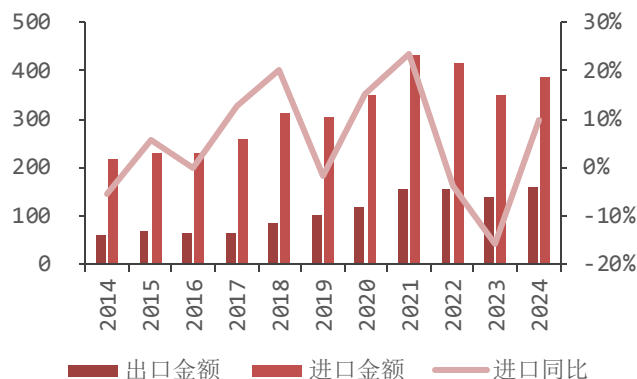
半导体产业扩张，洁净室持续扩容。2023 年，我国洁净室市场持续扩容，新建面积达 4120 万 m^2 ，年均增速 13%，其中超 50% 需求来自电子信息产业。且 AI 技术迭代加速终端需求，半导体行业迎来建设周期，2024 年全球销售额首破 6189 亿美元，同比增长 19.1%。我国芯片自给率仅 18.3%（2022 年），国产化替代空间巨大。洁净室及其核心设备作为半导体等高端制造刚需配套，将深度受益于下游产业扩张，国产替代进程提速。

图 10：近十年全球半导体销售额(单位:十亿美元)



数据来源：Wind，西南证券整理

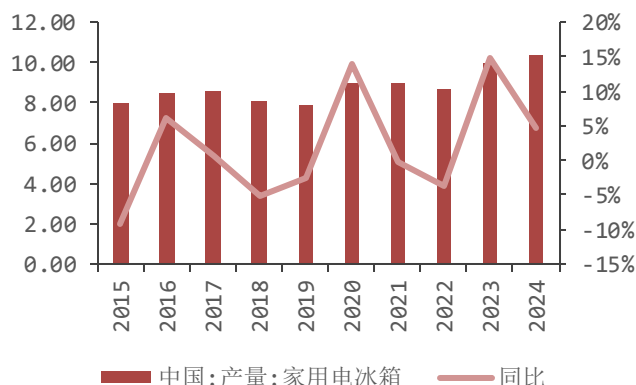
图 11：2014 年以来中国半导体进出口额(单位:十亿美元)



数据来源：Wind，西南证券整理

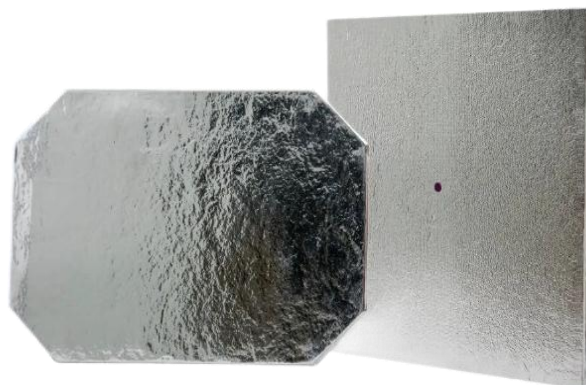
全球能效升级，真空绝热板放量。2024 年，欧盟将冰箱能效限定值提升至 E 级后，E 级销量激增 22.1%；同年，国内冰箱市场在“以旧换新”等政策刺激下实现量价齐升，全渠道零售量达 4019 万台，零售额 1434 亿元，线上均价及销量分别增长 4.7% 和 18.0%。随着《家用电冰箱耗电量限定值及能效等级》于 2025 年底发布，能效标准进一步提升，拟推动 2035 年能效较 2024 年提升 50%，绿色产品占比达 30%。全球能效升级，真空绝热板凭借高效保温性能，将成为冰箱绿色转型的核心材料，渗透率有望随产业革新加速提升。

图 12: 近十年中国家用冰箱产量(单位:千万台)



数据来源: Wind, 西南证券整理

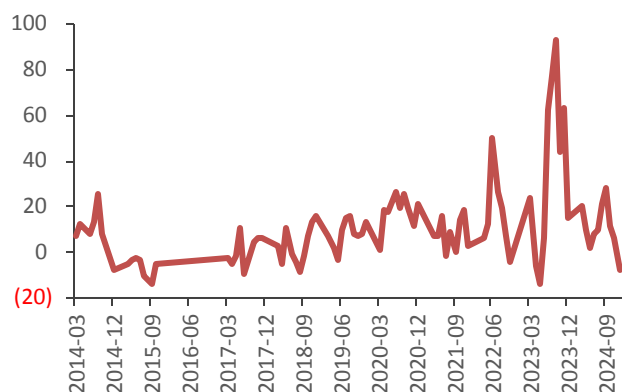
图 13: 真空绝热版 (VIP)



数据来源: 公司公众号, 西南证券整理

新国标扩容电车续航, AGM 隔板用量提升。AGM 电池隔板是以玻纤为核心材料, 专用于 VPLA 电池的一种无毒、无味、洁白产品, VPLA 电池应用于轻型车动力电池、汽车启停电池及 UPS 储能等领域。2023 年至今, 由于政策驱动其产量快速增长, 平均月增速 23.7%; 新国标放宽电动车整重至 63kg, 允许铅酸电池扩容以提升续航; 多地以旧换新政策对“锂电换铅酸”给予额外补贴, 引导消费选择。叠加新国标实施、消费升级及环保需求, 两轮电动车迎来换购潮, 铅酸电池需求激增, 直接带动其关键材料 AGM 隔板用量攀升。

图 14: 近十年铅酸蓄电池产量增速(单位:%)



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: AGM 电池隔板的应用

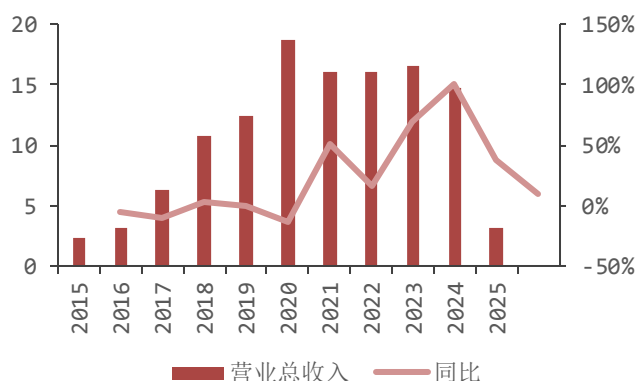


数据来源: 公司公众号, 西南证券整理

1.4 基本盘经营稳健, 有力支撑新业务

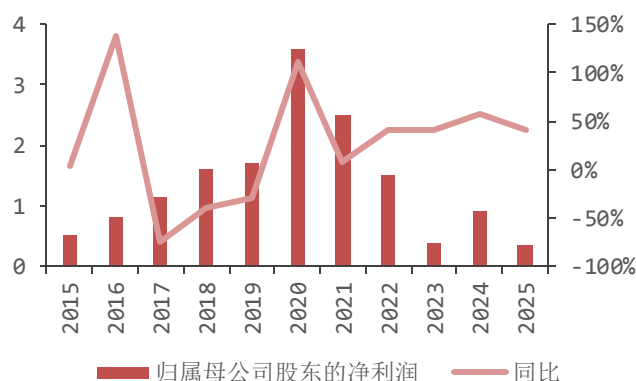
营收稳健增长, 政策加持期待拐点。2024 年公司取得营业收入 14.8 亿元, 同比下滑 10.9%, 归母净利润 0.9 亿元, 同比上涨 138.0%。收入下降主要系悠远环境不再纳入合并范围, 相关收入减少, 扣除该影响, 公司营业收入较 2023 年增长 12.9%, 经营势能稳健。2025 年第一季度, 实现营业收入 3.2 亿元, 同比下降 4.6%, 归母净利为 0.34 亿元, 同比上涨 3.7%。

图 16：2015 年以来公司营收情况(单位:亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

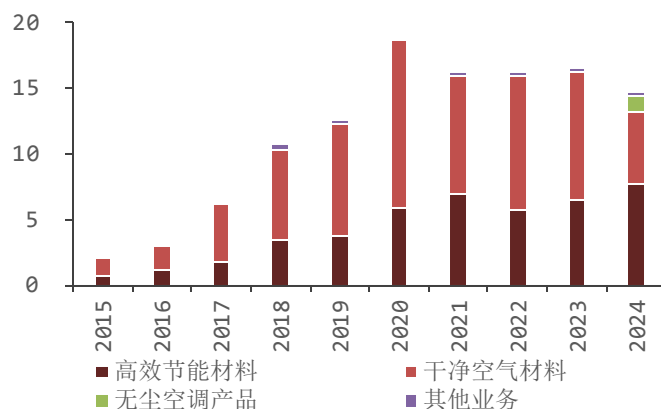
图 17：2015 年以来公司归母净利润情况(单位:亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

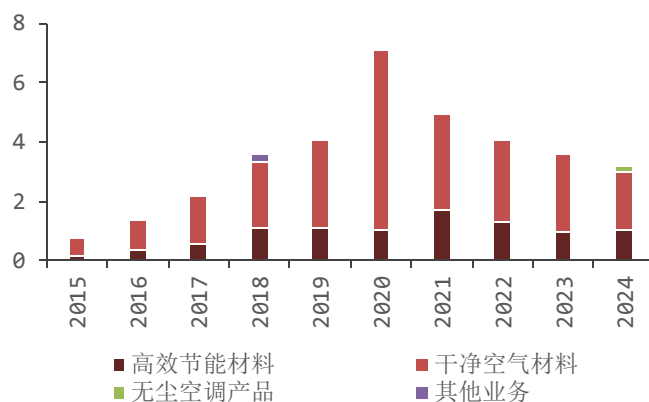
多元化业务布局，增长动力多源。公司聚焦玻纤主业，实施多元化产品布局，已实现全产业链一体化整合，全球竞争力稳步提升。公司主要产品为干净空气材料、高效节能材料、无尘空调产品，2024 年高效节能材料营收占比为 52.6%，干净空气材料营收占比为 36.4%，二者合计占比为 89.0%，是公司营收基本盘。无尘空调产品营收 1.3 亿元，同期减少 70.2%，主要系悠远环境不再纳入合并范围，扣除该影响，无尘空调产品收入较上年同期增加 39.7%，是公司重要的营收增长源。

图 18：2015 年以来公司产品结构(单位:亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

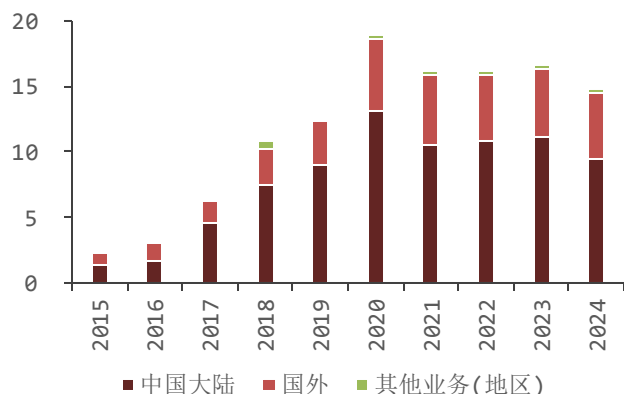
图 19：2015 年以来毛利来源构成(单位:亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

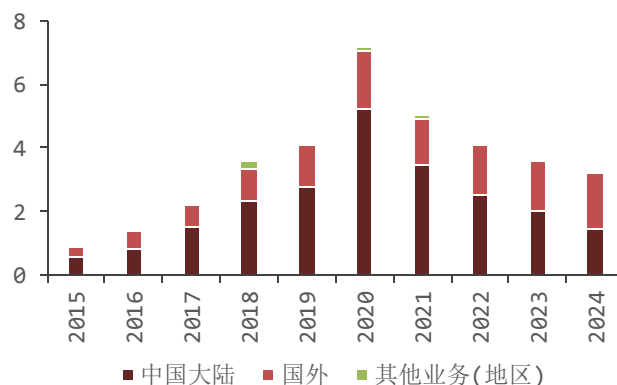
海外客户基础坚实，产能布局突破优势。公司持续深耕国外市场，2024 年国外营收 4.8 亿元，营收占比 33.5%。2017 年公司通过 Fraunhofer 实验室的生物降解性认证，和国际主流过滤标准认证，对 MPPS 的过滤效率最高可达到 99.9%，获得国际市场认可。2023 年，公司通过出售悠远环境 70% 股权给全球过滤技术龙头曼胡默尔，获得其材料采购承诺，PTFE 膜材等高端产品收入增长超 100%，通过股权纽带成功开拓国际市场。

图 20：2015 年以来公司营收区域分布(单位:亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

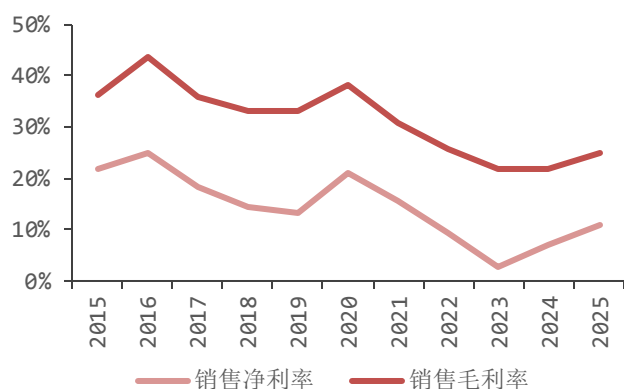
图 21：2015 年以来公司毛利来源区域分布(单位:亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

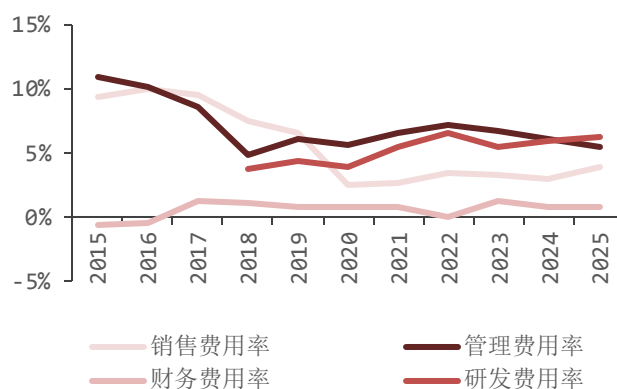
研发投入显著增加，盈利能力拐点向上。受下游需求疲软，行业竞争加剧，2020-2023 年毛利率累计下降 16.1%，随着公司持续推进产品结构升级，聚焦附加值更高的产品系列，2024 以来毛利率持续修复。2018 年以来，公司持续加码技术研发投入，2024 年研发费用达 2.0 亿元，重点投向 PTFE 膜、超细玻璃纤维纤维棉等材料研发，研发费用率显著提高。随着在多领域技术处于领先地位，随着公司技术壁垒优势持续增强，公司经营产品结构将不断优化，盈利能力有望持续拐点向上。

图 22：2015 年以来公司毛利率和净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 23：2015 年以来公司费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着公司产品结构持续提升、下游应用领域持续拓宽，预计 2025-2027 年，干净空气材料销量同比增长 10.0%、8.0%、5.0%，销售单价同比增长 0%、2.0%、3.0%，毛利率为 38.1%、38.1%、38.1%。

假设 2：随着绿色建筑标准持续提升、冷链运输领域渗透率持续提高，预计 2025-2027 年，高效节能材料销量同比增长 10.0%、11.0%、11.0%，销售单价同比增长 3.0%、3.0%、3.0%，毛利率为 14.6%、15.4%、16.2%。

假设 3：公司聚焦无尘空调长期战略布局，随着品牌持续培育、渠道建设深入推进、产品体系不断完善，预计 2025-2027 年，无尘空调销量同比增长 30.0%、30.0%、30.0%，销售单价同比增长 3.0%、5.0%、5.0%，毛利率为 15.4%、17.0%、18.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	14.8	16.8	19.3	22.1
	yoy	-10.9%	13.7%	14.9%	14.7%
	营业成本	11.5	12.9	14.8	16.9
	毛利率	22.0%	22.9%	23.2%	23.5%
干净空气材料	收入	5.4	5.9	6.5	7.0
	yoy	-2.2%	10.0%	10.2%	8.1%
	销量（吨）	9125.1	10037.7	10840.7	11382.7
	yoy	11.5%	10.0%	8.0%	5.0%
	吨价（万元/吨）	5.9	5.9	6.0	6.2
	yoy	-12.2%	0.0%	2.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	3.8	3.6	3.7	3.8
	yoy	-17.1%	-3.0%	2.0%	3.0%
高效节能材料	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	101579.0
	yoy	18.4%	10.0%	11.0%	11.0%
	吨价（万元/吨）	1.0	1.1	1.1	1.1
	yoy	0.8%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本（万元/吨）	0.9	0.9	0.9	0.9
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入	7.8	8.8	10.0	11.5
	yoy	19.3%	13.3%	14.3%	14.3%
	销量（吨）	74948.9	82443.8	91512.6	

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
无尘空调产品	收入	1.3	1.7	2.3	3.2
	yoy	-69.2%	33.9%	36.5%	36.5%
	销量 (PCS)	314755.0	409181.5	531936.0	691516.7
	yoy	-62.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	吨价 (元/PCS)	406.7	418.9	439.8	461.8
	yoy	-19.0%	3.0%	5.0%	5.0%
	成本 (元/PCS)	347.4	354.4	365.0	376.0
	yoy	-15.9%	2.0%	3.0%	3.0%
其他业务	毛利率	14.6%	15.4%	17.0%	18.6%
	收入	0.3	0.4	0.4	0.4
	yoy	-14.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	0.3	0.3	0.3	0.3
	yoy	10.1%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 16.78 亿元(+13.69%)、19.28 亿元(+14.92%) 和 22.12 亿元(+14.75%)，归母净利润分别为 1.04 亿元(+15.07%)、1.47 亿元(+40.50%)和 1.74 亿元(+18.79%)，EPS 分别为 0.10、0.14 和 0.17 元，对应 PE 分别为 34、24 和 20 倍。

2.2 估值

再升科技深耕玻纤业务多年，此处选取以玻纤业务为主的国际复材、山东玻纤、中国巨石等三家可比公司，这三家公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 52 倍、25 倍、17 倍。

公司战略聚焦无尘空调长期布局，不断深耕“干净空气材料”、“高效节能材料”、“无尘空调产品”三大品类，增长动力多源，长期成长空间广阔。1) 公司持续深耕玻纤行业，是“高效空气过滤纸”、“玻璃微纤维”两项制造业单项冠军，在核电站用无硅无铝水过滤材料、核级高效空气滤纸、耐高温液压油过滤纸等领域实现了国产突破，技术竞争优势突出。2) 推动超细玻璃纤维、PTFE 膜材料等核心技术的迭代进步，巩固在高效空气过滤、航空、新能源汽车等高端供应链中的核心地位，增长动力多源。3) 战略聚焦无尘空调，伴随消费者生活品质诉求不断提高，无尘空调渗透率将持续提升；公司持续推进品牌培育、不断发力渠道建设，未来增长空间广阔。总的来看，公司经营具备较高安全边际，同时长期增长空间广阔，极具业绩弹性。过去 3 年，公司历史估值中枢为 35 倍，当前给予公司 2026 年 30 倍 PE，对应目标价 4.20 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
301526.SZ	国际复材	129.34	3.43	(0.09)	0.04	0.10	0.18	-	80	33	19
605006.SH	山东玻纤	36.96	6.05	(0.16)	0.10	0.21	0.28	-	61	29	21
600176.SH	中国巨石	471.17	11.77	0.61	0.79	0.94	1.09	19	15	12	11
平均值								19	52	25	17
603601.SH	再升科技	35.10	3.44	0.09	0.10	0.14	0.17	39	34	24	20

数据来源: wind, 西南证券整理

3 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险: 经济发展是企业生存的环境, 宏观经济运行受到多种因素影响, 具有较高的不确定性, 一旦经济大幅下滑将影响企业成长节奏;
- 2) 贸易摩擦风险: 公司海外营收占比较高, 当前国际贸易争端不断, 若贸易摩擦冲突加剧, 将影响公司海外营收情况;
- 3) 业务开拓进度或不及预期: 无尘空调布局属于长期战略, 推进进程具有一定的不确定性, 若业务开拓进度不及预期, 将影响公司业绩弹性。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14.76	16.78	19.28	22.12	净利润	1.05	1.21	1.69	2.01
营业成本	11.52	12.93	14.81	16.93	折旧与摊销	1.27	0.93	1.07	1.21
营业税金及附加	0.13	0.17	0.19	0.21	财务费用	0.12	0.25	0.22	0.21
销售费用	0.44	0.45	0.44	0.49	资产减值损失	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20
管理费用	1.80	1.85	1.93	2.21	经营营运资本变动	0.88	0.27	-0.10	-1.45
财务费用	0.12	0.25	0.22	0.21	其他	-0.98	0.25	0.10	0.19
资产减值损失	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20	经营活动现金流净额	2.24	2.71	2.78	1.97
投资收益	0.22	0.10	0.11	0.11	资本支出	0.95	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.24	0.00	0.01	0.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-0.29	-1.00	-0.99	-0.99
营业利润	1.30	1.43	2.01	2.38	短期借款	0.03	0.07	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	长期借款	0.00	0.10	0.10	0.10
利润总额	1.28	1.42	1.99	2.37	股权融资	-0.07	0.00	0.00	0.00
所得税	0.23	0.21	0.30	0.36	支付股利	-0.92	-0.70	-0.88	-1.36
净利润	1.05	1.21	1.69	2.01	其他	-0.49	-0.28	-0.22	-0.21
少数股东损益	0.14	0.16	0.23	0.27	筹资活动现金流净额	-1.46	-0.81	-0.99	-1.47
归属母公司股东净利润	0.91	1.04	1.47	1.74	现金流量净额	0.51	0.91	0.79	-0.49
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2.74	3.64	4.44	3.95	成长能力				
应收和预付款项	7.92	6.91	7.07	8.37	销售收入增长率	-10.87%	13.69%	14.92%	14.75%
存货	1.66	2.04	2.33	2.67	营业利润增长率	133.72%	10.48%	40.17%	18.66%
其他流动资产	5.14	5.09	5.21	5.35	净利润增长率	125.41%	15.07%	40.50%	18.79%
长期股权投资	2.47	2.47	2.47	2.47	EBITDA 增长率	26.96%	-2.74%	26.01%	15.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	8.90	9.26	9.59	9.87	毛利率	21.96%	22.91%	23.21%	23.47%
无形资产和开发支出	1.74	1.45	1.07	0.59	三费率	15.99%	15.17%	13.42%	13.15%
其他非流动资产	0.48	0.57	0.66	0.75	净利率	7.10%	7.19%	8.79%	9.10%
资产总计	31.05	31.43	32.84	34.02	ROE	4.71%	5.30%	7.19%	8.31%
短期借款	0.03	0.10	0.10	0.10	ROA	3.38%	3.84%	5.16%	5.92%
应付和预收款项	2.03	2.15	2.54	2.86	ROIC	6.06%	7.72%	10.19%	11.35%
长期借款	0.00	0.10	0.20	0.30	EBITDA/销售收入	18.21%	15.57%	17.08%	17.17%
其他负债	6.73	6.32	6.41	6.52	营运能力				
负债合计	8.80	8.67	9.25	9.78	总资产周转率	0.48	0.54	0.60	0.66
股本	10.22	10.22	10.22	10.22	固定资产周转率	1.75	2.02	2.26	2.52
资本公积	2.09	2.09	2.09	2.09	应收账款周转率	2.45	2.52	2.87	3.05
留存收益	8.57	8.92	9.51	9.90	存货周转率	6.38	6.83	6.67	6.67
归属母公司股东权益	21.85	22.19	22.79	23.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.51%	—	—	—
少数股东权益	0.41	0.57	0.80	1.07	资本结构				
股东权益合计	22.25	22.76	23.58	24.24	资产负债率	28.33%	27.57%	28.18%	28.75%
负债和股东权益合计	31.05	31.43	32.84	34.02	带息债务/总负债	52.34%	55.08%	52.68%	50.87%
					流动比率	5.50	6.00	5.56	5.27
					速动比率	4.98	5.31	4.88	4.58
					股利支付率	101.32%	66.78%	59.65%	77.91%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	2.69	2.61	3.29	3.80	每股收益	0.09	0.10	0.14	0.17
PE	38.73	33.65	23.95	20.16	每股净资产	2.14	2.17	2.23	2.27
PB	1.61	1.58	1.54	1.52	每股经营现金	0.22	0.27	0.27	0.19
PS	2.38	2.09	1.82	1.59	每股股利	0.09	0.07	0.09	0.13
EV/EBITDA	12.07	12.08	9.35	8.23					
股息率	2.62%	1.98%	2.49%	3.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn