

再升科技 (603601.SH)

空气过滤龙头，技术实力突出，业绩拐点将现

公司技术实力属世界一流。再升科技是微纤维玻璃棉及制品细分行业的龙头企业。公司工艺技术实力业内领先，同时掌握火焰法和离心法制备玻璃棉、同时具备干法及湿法成型技术。公司多年来坚持研发高精尖过滤和保温材料，其生产的核级过滤材料已中标田湾核电站的研究课题，隔音隔热毯成功批量应用于国产飞机 C919，打破了美资企业对核工业、航空航天等国防安全领域的长期垄断；此外，space X 的火箭整流罩也选用了再升科技研制的隔音隔热材料，其技术先进性可见一斑。

业绩拖累因素基本消除，主业保持良好增长。公司 2020-2022Q1-3 收入增速分别为 50.47%、-14.04%、3.1%，2020 年收入高增主要系当年口罩及猪舍贡献较多，2021 年以来全行业口罩产能释放、猪周期下行导致两块业务收入快速下滑，对报表收入造成一定拖累。若剔除口罩及猪舍业务，公司 2020-2022H2 收入增速分别为 6.5%、11.4%、12.8%，主业在疫情冲击、出口受阻等多重不利因素影响下依然保持较强韧性，目前口罩、猪舍影响大幅减弱，公司主业良好增长在报表中逐渐显现。

国内洁净室及过滤设备市场持续扩容+悠远环境市占率提升，设备板块有望延续高增长。Frost&Sullivan 研究数据表明，我国洁净室市场体量已超千亿元，后续半导体、医药将贡献主要增长，尤其半导体受益于国产替代趋势，预计 2020-2024 年 CAGR 接近 20%，强劲增势不改。经测算，2022 年洁净室用过滤设备新增规模超 70 亿元，若再考虑设备存量替换市场，合计规模超 120 亿元。我国过滤器设备行业较为分散，但半导体、面板等高端领域存在一定的进入壁垒，其中外资品牌占据相当份额，国内头部企业悠远环境市占率约 4%。再升科技 2017 年收购悠远，向下打通了设备环节，两家企业双向赋能效果持续显现，一方面，再升科技从玻璃棉到设备的产业链纵向整合将原料端的成本优势层层传导，最终体现为过滤设备的高性价比，同时，再升科技滤材产品极为丰富，能够满足下游用户的多元化采购需求，再升科技也是空气过滤领域产业链纵向布局最完善的企业，另一方面，苏州悠远是少数几家进入国际大厂设备供应体系的企业，客户资源优势深厚，收购悠远有利于再升科技材料销售及品牌力的扩大。

车载空调滤芯、家用新风等新业务培育进行时，静待多点开花。我们预计公司后续将重点布局移动座舱洁净空气市场，旗下子公司重庆宝曼和重庆朗之瑞分别从材料和设备端口切入汽车领域；同时，公司联手德国安思推出针对高端民用市场的全屋新风系统，潜在空间超 200 亿元。新业务经过一定的培育周期将陆续放量，有望为公司带来新的业绩增长点。

投资建议：公司作为微纤维玻璃棉及制品细分领域的龙头企业，技术实力突出，目前口罩、猪舍的边际影响已大幅减弱，外部不利因素也在逐渐消除。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.94 亿、2.49 亿、3.12 亿，参考公司股权激励考核目标，2023-2025 年业绩复合增速预计超 20%，业绩拐点将现，维持“买入”评级。

风险提示：先进制造业投资进度不及预期风险；新材料替代风险；假设和测算误差风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,884	1,620	1,646	2,139	2,713
增长率 yoy (%)	50.5	-14.0	1.6	30.0	26.8
归母净利润 (百万元)	360	249	194	249	312
增长率 yoy (%)	110.4	-30.6	-22.3	28.4	25.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.35	0.24	0.19	0.24	0.31
净资产收益率 (%)	20.8	12.4	9.1	11.0	12.8
P/E (倍)	15.4	22.2	28.5	22.2	17.7
P/B (倍)	3.0	2.8	2.6	2.5	2.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 12 月 21 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	玻璃玻纤
前次评级	买入
12月21日收盘价(元)	5.42
总市值(百万元)	5,527.99
总股本(百万股)	1,019.92
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	10.83

股价走势



作者

分析师 沈猛

执业证书编号: S0680522050001

邮箱: shenmeng@gszq.com

分析师 陈冠宇

执业证书编号: S0680522120005

邮箱: chenguanYu@gszq.com

相关研究

- 《再升科技 (603601.SH): 设备板块推进顺畅, 盈利短暂承压》2022-10-29
- 《再升科技 (603601.SH): 经营走出底部, 盈利改善可期》2022-08-30
- 《再升科技 (603601.SH): 短期出口和猪舍新风产品承压, 不改中长期成长能力》2021-10-31

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1333	1325	1540	2335	2534	营业收入	1884	1620	1646	2139	2713
现金	432	311	625	812	1029	营业成本	1167	1118	1169	1509	1899
应收票据及应收账款	567	688	588	1071	1032	营业税金及附加	19	16	16	21	27
其他应收款	30	23	31	39	49	营业费用	49	44	49	62	76
预付账款	16	14	17	24	27	管理费用	107	107	114	144	179
存货	155	178	169	279	286	研发费用	73	90	115	145	176
其他流动资产	133	111	111	111	111	财务费用	14	13	9	30	56
非流动资产	1409	1607	1616	1866	2137	资产减值损失	1	-1	-1	-1	-1
长期投资	40	84	135	187	239	其他收益	20	40	30	35	32
固定资产	799	804	786	983	1204	公允价值变动收益	2	0	0	0	0
无形资产	199	192	196	186	178	投资净收益	8	9	9	8	9
其他非流动资产	371	527	498	509	517	资产处置收益	1	0	0	0	0
资产总计	2742	2931	3155	4201	4672	营业利润	470	270	213	272	341
流动负债	749	742	853	1770	2058	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	342	344	430	1201	1443	营业外支出	1	1	1	1	1
应付票据及应付账款	255	252	278	406	455	利润总额	471	270	213	272	341
其他流动负债	151	145	145	163	160	所得税	76	19	17	21	27
非流动负债	96	159	147	144	140	净利润	395	251	196	251	315
长期借款	0	50	38	35	30	少数股东损益	35	2	2	2	3
其他非流动负债	96	109	109	109	109	归属母公司净利润	360	249	194	249	312
负债合计	844	901	1000	1914	2198	EBITDA	576	384	302	391	505
少数股东权益	77	48	50	52	55	EPS (元)	0.35	0.24	0.19	0.24	0.31
股本	719	725	1020	1020	1020	主要财务比率					
资本公积	435	477	187	187	187	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	683	788	925	1100	1320	成长能力					
归属母公司股东权益	1821	1983	2106	2234	2419	营业收入(%)	50.5	-14.0	1.6	30.0	26.8
负债和股东权益	2742	2931	3155	4201	4672	营业利润(%)	152.2	-42.6	-21.2	27.8	25.5
						归属于母公司净利润(%)	110.4	-30.6	-22.3	28.4	25.3
						获利能力					
						毛利率(%)	38.1	31.0	29.0	29.5	30.0
						净利率(%)	19.1	15.4	11.8	11.6	11.5
						ROE(%)	20.8	12.4	9.1	11.0	12.8
						ROIC(%)	17.9	10.7	7.7	7.8	9.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	30.8	30.7	31.7	45.6	47.0
						净负债比率(%)	-0.7	8.8	-2.6	23.1	22.3
						流动比率	1.8	1.8	1.8	1.3	1.2
						速动比率	1.4	1.4	1.5	1.1	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	3.6	2.6	2.6	2.6	2.6
						应付账款周转率	4.1	4.4	4.4	4.4	4.4
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.35	0.24	0.19	0.24	0.31
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.15	0.38	-0.10	0.52
						每股净资产(最新摊薄)	1.79	1.94	2.06	2.19	2.37
						估值比率					
						P/E	15.4	22.2	28.5	22.2	17.7
						P/B	3.0	2.8	2.6	2.5	2.3
						EV/EBITDA	9.7	15.0	18.3	15.6	12.1

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	291	149	392	-100	535
净利润	395	251	196	251	315
折旧摊销	98	99	78	90	110
财务费用	14	13	9	30	56
投资损失	-8	-9	-9	-8	-9
营运资金变动	-217	-217	118	-463	62
其他经营现金流	9	11	0	0	0
投资活动现金流	-163	-215	-78	-332	-373
资本支出	94	159	-42	198	220
长期投资	60	-58	-52	-52	-52
其他投资现金流	-8	-114	-172	-185	-205
筹资活动现金流	-19	-46	-86	-152	-186
短期借款	63	2	0	0	0
长期借款	-93	50	-12	-3	-5
普通股增加	16	6	295	0	0
资本公积增加	130	42	-290	0	0
其他筹资现金流	-135	-147	-79	-149	-181
现金净增加额	106	-114	228	-583	-25

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 12 月 21 日收盘价

内容目录

1 技术实力位居世界一流，主业拖累因素消除	5
2 先进制造业投资加速+公司市占率提升，干净空气业务持续高增长	6
2.1 国内洁净室市场规模庞大，半导体成后续增长主力	6
2.2 洁净室用过滤设备规模超 100 亿，存量替换市场加速放量	9
2.3 干净空气业务纵向一体化+滤材产品线齐全，材料及成本优势助力悠远市占率持续上升	10
3 积极培育新业务，多点开花未来可期	14
3.1 车载空调滤芯：车内空气质量需求升级，车用滤材及设备规模加速增长	14
3.2 家用新风系统：高端民用领域放量进行时，潜在市场空间大	16
4 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 估值及投资建议	20
5 风险提示	21

图表目录

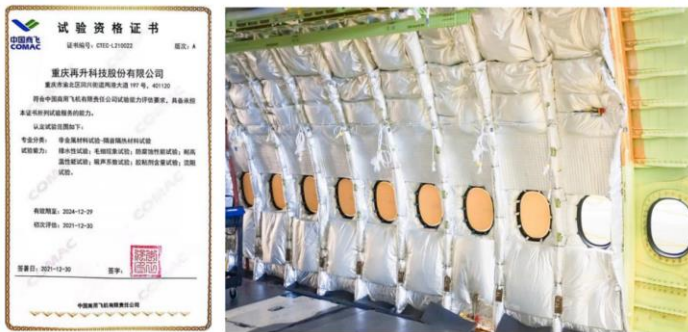
图表 1: C919 隔音隔热毯	5
图表 2: space X	5
图表 3: 公司 2019-2022 年前三季度报表收入及增速	6
图表 4: 公司 2019-2022 年前三季度归母净利润及增速	6
图表 5: 公司 2019-2022 年 H1 剔除口罩、猪舍后收入及增速	6
图表 6: 洁净室图示	7
图表 7: 洁净室供气处理流程图	7
图表 8: 洁净室主要下游应用行业	7
图表 9: 洁净室空气洁净等级国际划分标准及不同行业对应区间	8
图表 10: 中国洁净室设备历年市场规模及后续预测（十亿美元）	8
图表 11: 中国洁净室设备市场细分结构（十亿美元）	8
图表 12: 中国半导体洁净室设备市场份额占比及增速（%）	9
图表 13: 中国洁净室用过滤设备新增市场规模测算（亿元）	9
图表 14: 中国洁净室用过滤设备存量市场规模测算（亿元）	10
图表 15: 中国洁净室用过滤设备合计市场规模测算（亿元）	10
图表 16: 2021 年我国洁净室用过滤设备主要企业市占率情况	10
图表 17: 国内主要空气过滤器生产企业向上游产业链延伸情况统计	11
图表 18: 公司电力、天然气历年采购价格	11
图表 19: 全国各省天然气基准门站价格表（元/千立方米，含 9% 增值税）	11
图表 20: 公司微纤维玻璃棉成本构成	11
图表 21: 公司滤纸成本构成	11
图表 22: 再升科技过滤材料产品体系丰富	12
图表 23: 风机过滤机组（FFU）产品图示	13
图表 24: 过滤器产品分类	13
图表 25: 干净空气设备业务收入规模及占比（剔除猪舍影响）	14
图表 26: 干净空气设备板块收入增速（剔除猪舍影响）	14
图表 27: 新能源汽车配套的大尺寸空调滤芯	14
图表 28: 高效 PTFE 过滤膜复合滤料	15

图表 29: 重庆宝曼历年收入及增速	15
图表 30: 汽车座舱空调滤芯的不同工作模式	15
图表 31: 新能源汽车用 PTFE 膜过滤材料及过滤设备增量市场空间估算	16
图表 32: 新能源汽车用 PTFE 膜过滤材料及过滤设备总体市场空间估算	16
图表 33: 再升科技家居舒适无尘空调宣传图	17
图表 34: 再升科技干净空气全屋舒适系统构成	17
图表 35: 德国妥思全球子公司及办事处分布	17
图表 36: 传统解决方案 VS 再升科技全屋舒适系统解决方案	18
图表 37: 传统解决方案 VS 再升科技全屋舒适系统解决方案的室内空气质量及舒适度比较	18
图表 38: 房地产开发企业别墅、高档公寓销售套数 (套)	19
图表 39: 房地产开发企业住宅销售套数 (套) 及高档住宅销售占比	19
图表 40: 公司主要业务收入及毛利率预测	20
图表 41: 可比公司估值表	20

1 技术实力位居世界一流，主业拖累因素消除

科技驱动成长，公司技术实力全球领先。重庆再升科技股份有限公司（简称“再升科技”）成立于2007年，2015年上市，是微纤维玻璃棉及制品细分行业的龙头企业。微纤维玻璃棉平均纤维直径不大于3.5微米，因其直径小、呈絮状，可进一步加工成滤纸、芯材及隔板等产品，对细小颗粒、分子等具有很好的过滤、吸附、限制运动等特殊作用，主要应用于空气过滤和节能保温两大领域。再升科技工艺技术处于全球领先水平，是为数不多同时掌握火焰法和离心法生产玻璃棉、并且同时具备干法及湿法成型技术的企业，所生产的玻璃棉及制品性能优异，稳定性强。作为技术领头羊，公司多年来不断尝试研究和开发具备特殊功能、适用于特定领域的新型尖端过滤及保温材料，已取得丰硕的研发成果，其生产的核级过滤材料已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》，所生产的隔音隔热毯也已经批量应用于国产飞机C919，不断打破美资企业在核工业、航空航天等国防安全领域的长期垄断，此外，space X的火箭整流罩也选用了再升科技研制的隔音隔热材料。

图表 1: C919 隔音隔热毯



资料来源：公司财报，国盛证券研究所

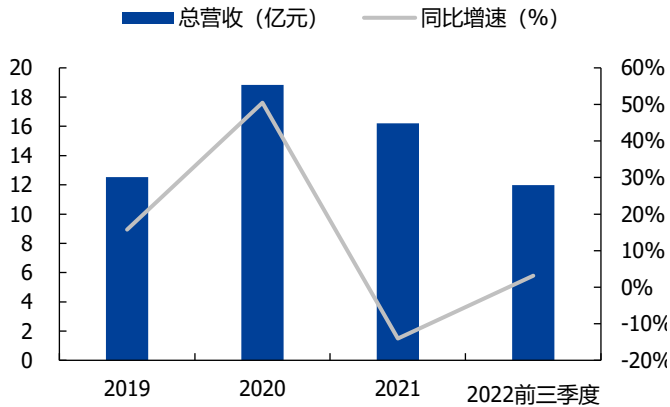
图表 2: space X



资料来源：凤凰科技，国盛证券研究所

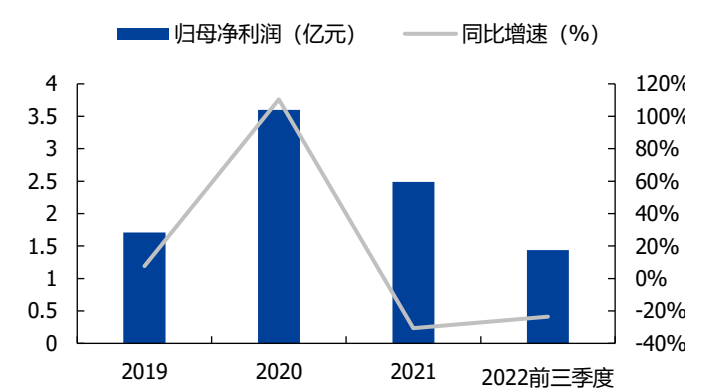
拖累因素消除，主业保持增长。2020-2022Q1-3 公司收入增速分别为 50.47%、-14.04%、3.10%，2020 年收入出现大幅增长，原因一是疫情爆发导致公司口罩及熔喷材料订单爆增，该业务全年实现收入 3.13 亿元，在总营收中占比 16.6%，二是非洲猪瘟影响下，猪舍新风系统及过滤材料大批量供货，该业务全年收入 2.38 亿元，在总营收中占比 12.6%。2021 年开始，随着全国熔喷布产能的快速跟进以及猪周期的下行，口罩及猪舍两块业务明显萎缩。若剔除口罩、猪舍业务，公司 2020-2022H1 收入增速分别为 6.5%、11.4%、12.8%，主业在疫情冲击、出口受阻等多重不利影响下仍保持较强收入韧性；随着口罩、猪舍等板块对公司总体收入影响边际减弱，公司主业良好增长在报表中逐步体现。

图表3: 公司2019-2022年前三季度报表收入及增速



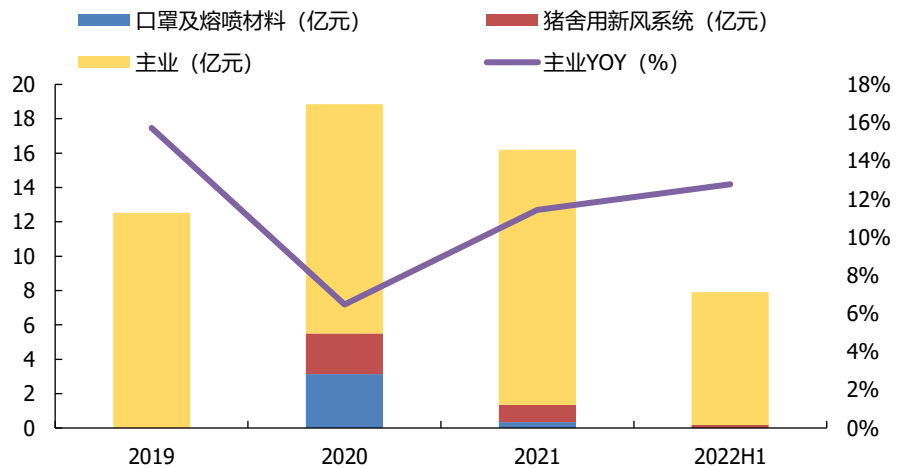
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表4: 公司2019-2022年前三季度归母净利润及增速



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表5: 公司2019-2022年H1剔除口罩、猪舍后收入及增速



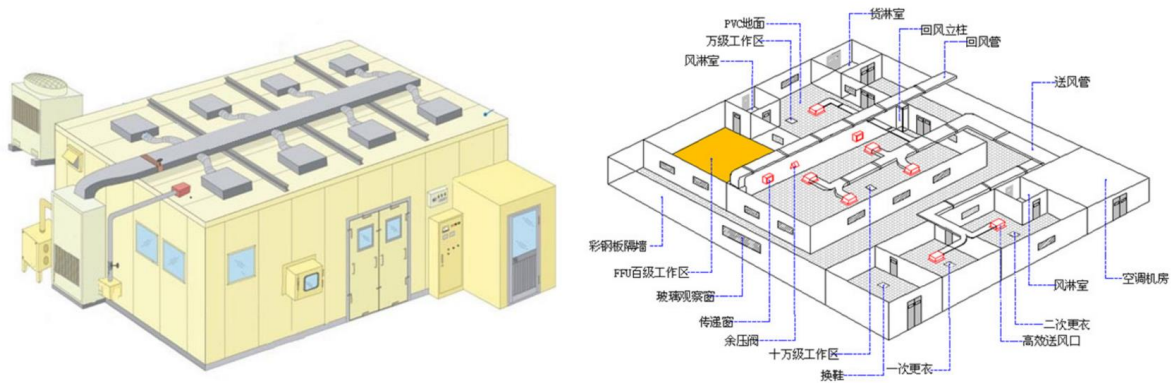
资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所; 备注: 2022年H1口罩收入忽略不计

2 先进制造业投资加速+公司市占率提升, 干净空气业务持续高增长

2.1 国内洁净室市场规模庞大, 半导体成后续增长主力

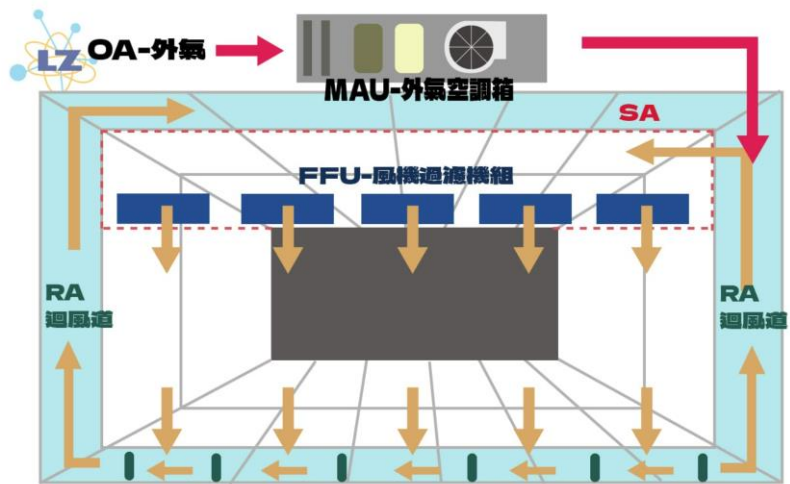
洁净室是指将一定空间范围内的空气中的微粒子、有害气体、细菌等污染物排除, 并将室内的温度、湿度、洁净度、压力、气流速度与气流流向、噪音振动及照明、静电控制在某一需求范围内, 特别设定的空间。洁净室绝不是仅限于“洁净”, 根据行业不同对温度、湿度、噪声、静电、微振等各类指标都具有相应的严格要求。

图表 6: 洁净室图示



资料来源: 英伦洁净室技术网, 国盛证券研究所

图表 7: 洁净室供气处理流程图



资料来源: 隆忠企业有限公司, 国盛证券研究所; 备注: SA 即 supply air 送风, RA 即 return air 回风

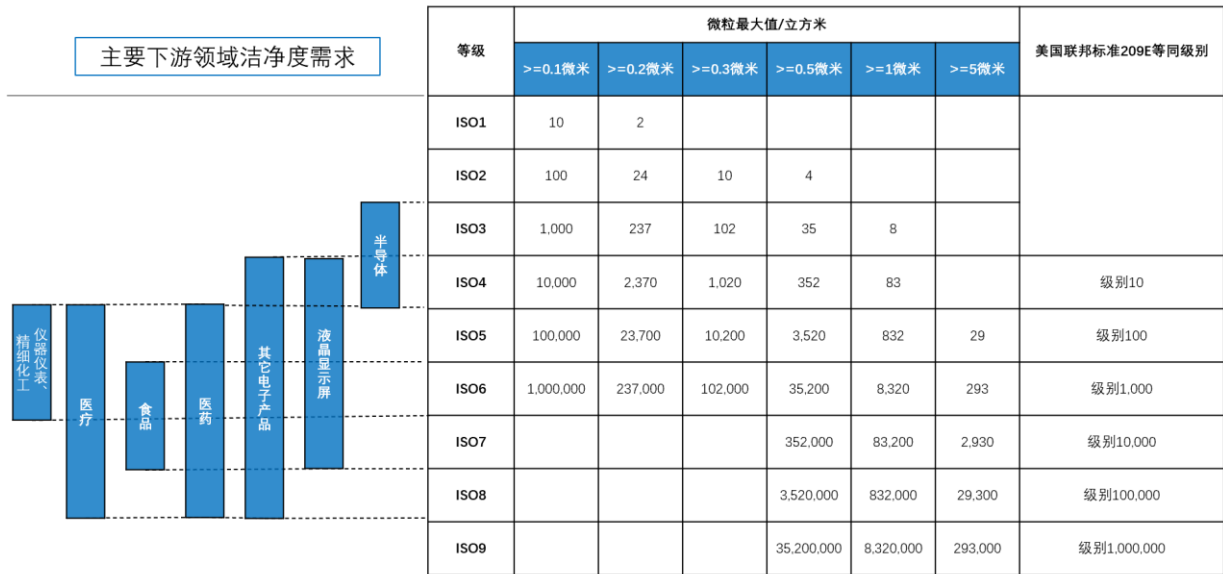
洁净室的主要终端用户行业包括半导体、电子、制药、医院、医疗保健等。参照国际标准 ISO14644-1, 洁净室按照空气洁净度被划分为不同等级, ISO1 级洁净室洁净度最高。其中 IC 半导体对洁净度要求需达到国际标准 ISO3-4; 光电行业包含品类众多, 要求的洁净等级跨度较大, 处在 ISO4-8 之间; 食品、医药、医疗行业洁净度要求相对较低, 对应洁净等级在 ISO5-8 之间。

图表 8: 洁净室主要下游应用行业

下游行业	描述
半导体	晶圆制造、集成电路包装及测试设施。
电子	电子制造设施、LED 平板显示器。
医药	生产供应政府及私立医院的仿制药、符合产品的生产设施。
医院及医疗保健	医院及医疗保健设施、手术室、重症监护室、临床及非临床数据中心的无尘区域。
其他	生命科学实验室、餐饮、航空、数据中心等。

资料来源: Frost&Sullivan, 捷心隆招股书, 国盛证券研究所

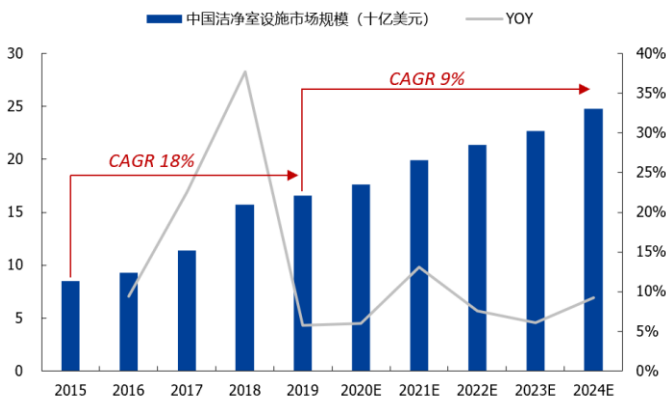
图表 9: 洁净室空气洁净等级国际划分标准及不同行业对应区间



资料来源: 亚翔集成招股书、陈霖新《洁净厂房的设计与施工》、捷心隆招股书、Frost&Sullivan、国盛证券研究所

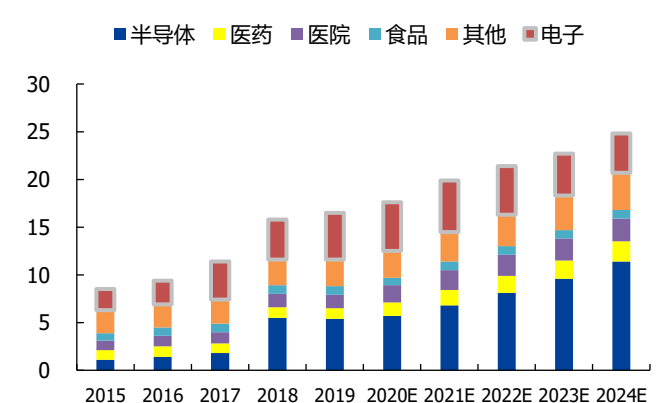
中国洁净室市场体量已超千亿元, 预计后续半导体及医药贡献主要增长。Frost&Sullivan 研究数据表明, 中国洁净室设施市场过去几年经历了快速增长, 2015-2019 年市场规模复合增速为 18%, 其中半导体和显示器对总体增长贡献最大, 合计占比超 50%。展望后续, 国内洁净室设备市场已基本成型, 总体增速放缓或为趋势, 预计 2020-2024 年规模复合增速降至 9% 左右。其中半导体板块受益于国产替代或维持较高增速, 预计 2020-2024 年规模 CAGR 接近 20%, 对应份额将继续提升; 疫情防控的宏观背景下, 医药及医院市场将因政府及公众对公共卫生的关注度增加而继续增长, 预计 2020-2024 年医药及医院对应洁净室规模 CAGR 分别为 10.7% 和 7.5%; 电子市场或将面临周期性投资波动, CAGR 为负, 对应份额有所下降; 同时, 在产业升级和消费升级的背景下, 越来越多的公司通过采取和强化过滤措施加强微粒控制, 以改善产品质量, 洁净室应用范围不断拓展至大数据中心、航空航天、血站、动物实验室、化妆品等其他领域, 从而带动对洁净室设施的需求, 预计 2022-2024 年其他洁净室需求 CAGR 为 8.6%。

图表 10: 中国洁净室设备历年市场规模及后续预测 (十亿美元)



资料来源: Frost&Sullivan、捷心隆招股书、国盛证券研究所

图表 11: 中国洁净室设备市场细分结构 (十亿美元)

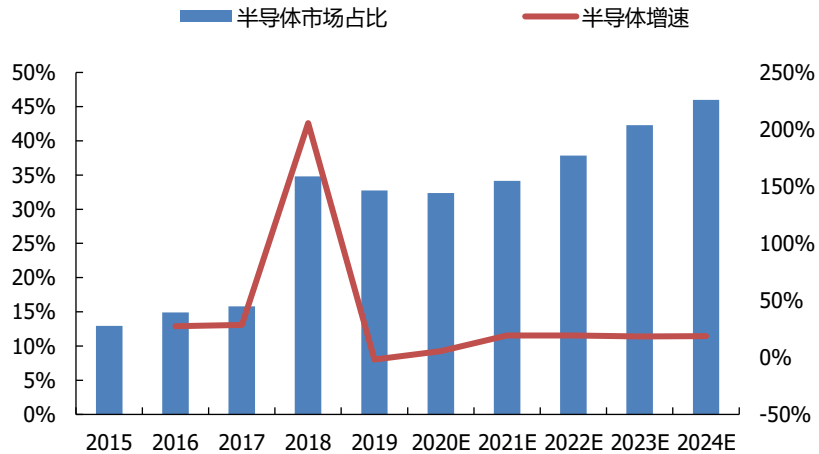


资料来源: Frost&Sullivan、捷心隆招股书、国盛证券研究所

半导体产业系洁净室最主要的下游应用领域, 多年来无论是规模还是增速对洁净室总体

市场的贡献都最为显著，未来数年仍将扮演洁净室行业增长的重要驱动力量。洁净室作为半导体厂房的基础设施，随着下游产业的蓬勃发展而持续增长。参考 Frost&Sullivan 的研究数据，2015-2019 年半导体用洁净室规模复合增速为 49%，预计 2020-2024 年规模复合增速接近 20%，随着产业基数的扩大，增速有所下滑，但发展势头仍较为强劲，对洁净室市场整体增长拉动作用明显，主要因为半导体后续国产替代方向明朗，本土企业建厂及扩产的热潮还在持续。从规模占比上来看，半导体份额持续提升趋势不改，2015 年占比约为 13%，当前已接近 35%，预计到 2024 年还将进一步提升至 45% 左右。

图表 12: 中国半导体洁净室设备市场份额占比及增速 (%)



资料来源: Frost&Sullivan、捷心隆招股书、国盛证券研究所

2.2 洁净室用过滤设备规模超 100 亿，存量替换市场加速放量

洁净室总投资中包括各类设备费用及工程设计、施工等费用，一般空气过滤设备占洁净室总投资的 5%，只考虑新增市场，测算得 2022 年国内洁净室用过滤设备新增市场规模约为 74 亿元，未来两年市场复合增速约为 8%。

图表 13: 中国洁净室用过滤设备新增市场规模测算 (亿元)

新增市场	2021E	2022E	2023E	2024E
洁净室用过滤设备 (亿元)	64.7	73.8	78.3	85.6
YOY	13.1%	7.5%	6.1%	9.3%

资料来源: Frost&Sullivan、捷心隆招股书、再升科技招股书、国盛证券研究所; 备注: 2021 年美元兑人民币汇率按 6.5 计算, 2022-2024 年美元兑人民币汇率按 6.9 计算

过滤器产品存在一定的替换周期,当过滤器达到终阻力后或部分设备老化后需进行更换,且替换周期根据不同的应用场景、产品特性(如过滤效率)、维护使用情况存在差异。通常来说搭配 FFU 的高效/超高效过滤器替换周期为 1-8 年不等,在 FFU 使用寿命期限内高效过滤器约替换 1-2 次,初中效过滤器替换周期为 1-6 个月不等,其余类型过滤器替换周期根据实际情况在数月至数年不等。假设平均替换周期为 3 年,只考虑 2015 年至今的洁净室存量规模,测算得到 2022 年我国洁净室用过滤设备存量市场规模约为 50 亿元,未来两年复合增速约为 11%。加总新增与存量市场,可得 2022 年我国洁净室用过滤设备总规模约为 124 亿元,未来两年复合增速约为 9%。

图表 14: 中国洁净室用过滤设备存量市场规模测算 (亿元)

存量市场	2021E	2022E	2023E	2024E
洁净室用过滤设备 (亿元)	39.4	50.3	57.4	62.2
YOY	24.7%	20.1%	14.2%	8.4%

资料来源: Frost&Sullivan、捷心隆招股书、再升科技招股书, 国盛证券研究所; 备注: 2021 年美元兑人民币汇率按 6.5 计算, 2022-2024 年美元兑人民币汇率按 6.9 计算; 实际设备替换市场规模应该大于此处测算值, 因为此处测算未考虑 2014 年及之前已建成的洁净室市场

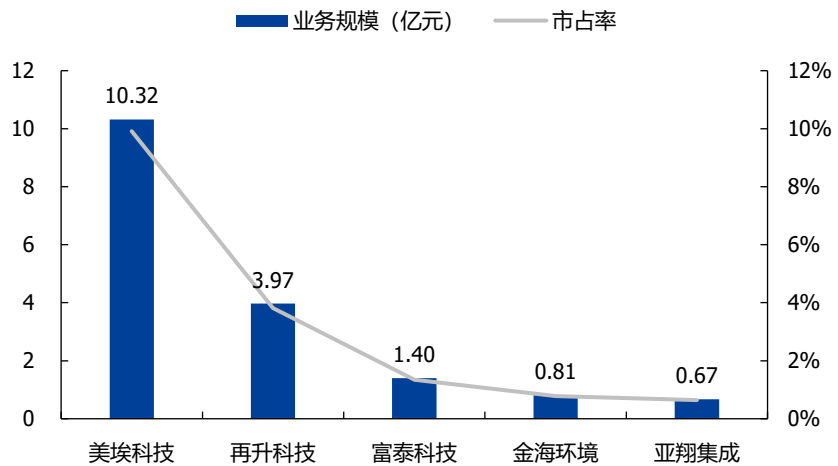
图表 15: 中国洁净室用过滤设备合计市场规模测算 (亿元)

合计市场	2021E	2022E	2023E	2024E
洁净室用过滤设备 (亿元)	104.1	124.1	135.7	147.8
YOY	17.2%	12.3%	9.4%	8.9%

资料来源: Frost&Sullivan、捷心隆招股书、再升科技招股书, 国盛证券研究所; 备注: 2021 年美元兑人民币汇率按 6.5 计算, 2022-2024 年美元兑人民币汇率按 6.9 计算

国内干净空气设备板块格局较分散。截止到 2020 年中国生产空气过滤器的企业有 2532 家, 其中绝大部分企业规模小, 产品多应用于初低效过滤场景; 高效过滤市场存在一定壁垒, 格局相对集中, 美埃科技、AAF、camfil 等外资品牌所占份额相对较高。经前文测算 2021 年我国洁净室用过滤设备新增及存量市场合计规模约为 104 亿元, 其中美埃科技市占率最高, 约为 10%, 再升科技市占率 3.8%, 富泰科技市占率 1.3%, 金海环境和亚翔集成市占率分别为 0.8%和 0.6%。

图表 16: 2021 年我国洁净室用过滤设备主要企业市占率情况



资料来源: 美埃科技招股书、富泰科技公开转让说明书, 国盛证券研究所

2.3 干净空气业务纵向一体化+滤材产品线齐全, 材料及成本优势助力悠远市占率持续上升

再升科技在干净空气过滤领域形成了从最上游的原材料 (玻璃棉) 到中间制品 (玻璃纤维滤纸) 再到下游设备 (FFU、过滤器、新风系统等) 的完整产业链布局, 这种垂直一体化供应优势是国内外其他过滤器生产厂家不具备的, 赋予了公司较强的市场竞争力, 其竞争优势突出体现在成本方面: 1) 能源动力成本低廉, 直接赋予初始原材料玻璃棉突出的成本优势。在玻璃棉的成本构成中, 电力、天然气等能源支出占 40-50%, 天然气方

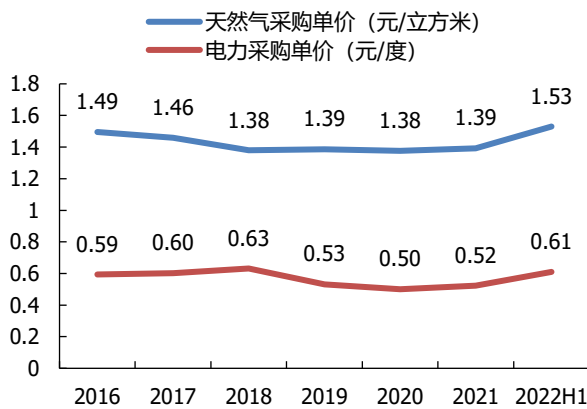
面，川渝地区的天然气采购费用本身就低于国内多数省份，特别是玻璃棉生产基地所在的四川宣汉毗邻中石化普光油田，运输管网费较低，价格相对较低；电力方面，公司电力采购为直供电，采购成本约降低0.05-0.1元/度。**2) 供应链整合带来的成本优势。**在玻纤滤纸的成本构成中，玻璃棉占50%左右；而在最终过滤器设备成本构成中，滤材占30-50%。公司核心原材料的生产成本优势沿着制造链层层传导，叠加公司产品性能优异，最终体现为终端过滤设备的性价比优势。

图表 17: 国内主要空气过滤器生产企业向上游产业链延伸情况统计

企业名称	玻璃棉	玻纤滤材	过滤设备
再升科技	√	√	√
美埃科技		向 H&V 等企业采购	√
AAF		并购有滤纸公司，也向 Lydall、再升科技等采购	√
Camfil		向 H&V、再升科技等采购	√
日本大金	外购	√	√

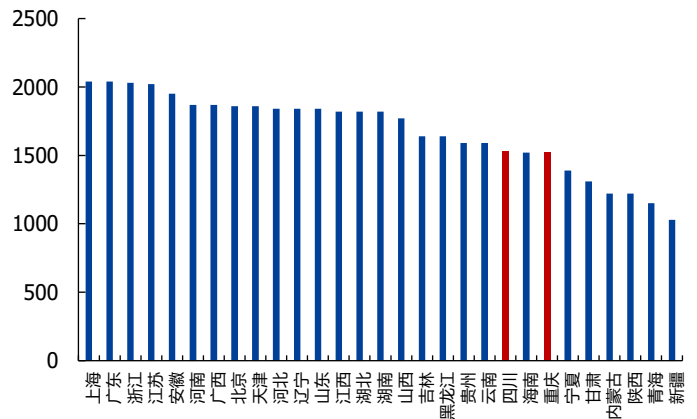
资料来源: 各公司官网、各公司公告、国盛证券研究所; 备注: √代表具备自产能力

图表 18: 公司电力、天然气历年采购价格



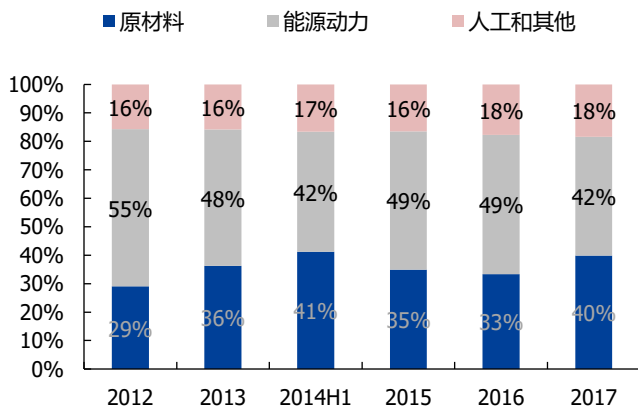
资料来源: 公司可转债募集书、跟踪评级报告、国盛证券研究所

图表 19: 全国各省天然气基准门站价格表 (元/千立方米, 含 9%增值税)



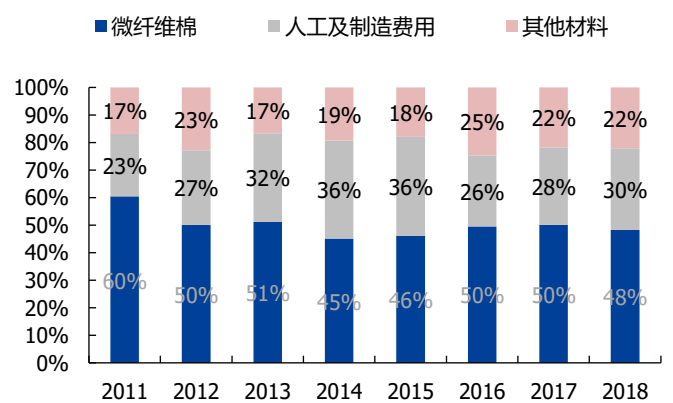
资料来源: 中国政府网、国盛证券研究所

图表 20: 公司微纤维玻璃棉成本构成



资料来源: 公司招股书、可转债募集书、国盛证券研究所

图表 21: 公司滤纸成本构成



资料来源: 公司财报、招股书、可转债募集书、国盛证券研究所

公司过滤材料矩阵齐全，产品集成供应能力卓著。公司 2016 年之前聚焦于玻纤滤材单一过滤介质的生产，2017 年开始进行过滤材料的横向拓展，当年参股深圳中纺（目前持股比例已增至 98.32%）并成立重庆宝曼，产品体系新增熔喷材料和 PTFE 膜材料，成为全球极少数同时具备玻纤滤料、低阻熔喷滤料和高效 PTFE 膜三种主要介质过滤材料制造能力的企业之一。2020 年公司与上海爱启环境合作研制出微静电过滤材料，同年开始为多个半导体芯片生产线项目提供化学过滤器产品，当前正在积极研发纳米过滤材料。不同滤材用来过滤的污染物对象不同、过滤效率不同，可搭配或单独应用于工业、商业和民用领域的空气过滤场景。以半导体和面板洁净室厂房为例，该类场景通常需要同时用到化纤、玻纤及化学等多种材质的过滤器，再升科技材料种类齐全，能够满足终端用户的一站式采购需求，产品集成优势强劲，鉴于部分过滤材料存在较高的技术壁垒，其他的竞品企业短时间内难以追赶。

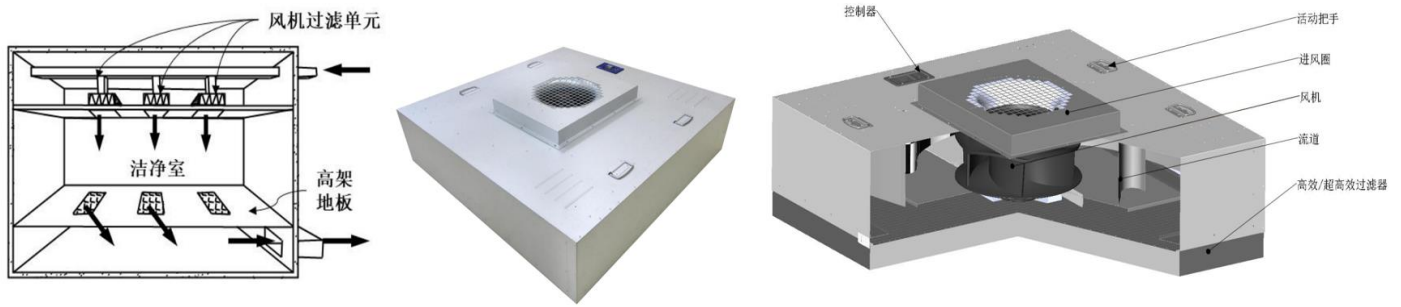
图表 22: 再升科技过滤材料产品体系丰富

产品名称	工艺优势	应用领域	图示
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 0.3 μm 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 1-5 μm ，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、个体防护等领域。	
高效 PTFE 膜	纳米级细度 PTFE 纤维构成，孔隙率极高，超低阻力与超高效率有效结合，防水透气，寿命长，化学性质稳定。	应用于有高过滤效率、低系统阻力要求的领域，如电子、半导体等，也应用于有防水、耐冲击要求，如吸尘器等。	
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。	
化学过滤材料	针对 VOCs 气体、AICD 气体、BASE 气体等纳米级分子化合物气体治理。	应用于半导体制造、面板生产、精密仪器生产（如硬盘）等领域。	
纳米过滤材料（研发中）	纤维直径一般为 0.3-0.5 μm ，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：公司财报，国盛证券研究所

设备端：收购苏州悠远，打通终端设备环节。再升科技 2017 年收购苏州悠远环境，悠远的产品主要包括风机过滤机组（FFU）和过滤器两大系列，其中 FFU 主要应用于工业领域内的医药、食品、芯片、电子、光伏和半导体产业等的洁净厂房建设，是洁净室空气净化化的关键设备，该设备主要用于洁净室的吊顶或者洁净区域的上方或侧面，搭配或内置高效/超高效过滤器使用；过滤器产品中，初中效过滤器可单独销售，主要应用于其他空气净化领域，比如畜牧业、医疗机构、大型商用楼宇、公共场所、家居环境等；化学过滤器可用于洁净厂房的特定生产工序（如芯片厂的酸洗、蚀刻）、以及数据中心、商业楼宇与住宅等领域。

图表 23: 风机过滤机组 (FFU) 产品图示



资料来源: 美埃科技招股书, 国盛证券研究所

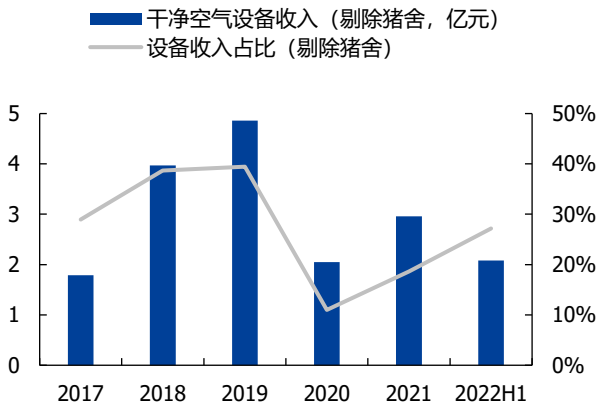
图表 24: 过滤器产品分类

分类	用途及特点	图示
高效过滤器	<p>主要包括高效过滤器 (HEPA)、超高效过滤器 (ULPA)。</p> <p>主要用于半导体芯片、液晶平板显示器、生物制药、医院手术室、负压病房、食品饮料等生产厂房、模块化洁净室及要求严格的微环境、精密机台等, 是洁净室空气净化的核心设备。该类设备一般用作洁净室末端出风口的空气净化, 其过滤效率及稳定性将极大影响洁净室中精密工序的良率, 因此其稳定性及使用寿命要求较高, 且需要合理进行系统设计, 选用适合的上下游各级过滤器对其进行保护。</p>	
初中效过滤器	<p>初中效过滤器按形态主要分为板式过滤器和袋式过滤器。</p> <p>主要用于洁净室新风及空调系统的空气预过滤, 去除进入室内空气较大颗粒的杂质、粉尘等污染物, 对空气净化系统中高级别的过滤器起到保护作用。</p>	
化学过滤器	<p>化学过滤器主要通过滤料中的活性炭及其他特殊材料, 对气态污染分子进行捕获, 去除空气中的甲醛、VOCs、AMC、腐蚀性气体等特定污染物。</p> <p>该类过滤器主要应用于洁净厂房的特定工序中 (如芯片厂的酸洗、蚀刻等), 去除生产工艺中产生的气态分子污染物; 也应用于机房与数据中心的防腐蚀控制, 保护数据中心与机房控制设备的稳定运行; 此外在排气污染控制、商业楼宇和住宅中也有所应用。</p>	

资料来源: 美埃科技招股书, 国盛证券研究所

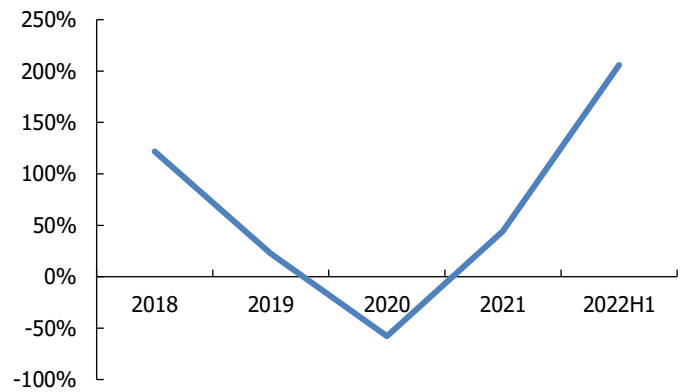
强强联手, 充分发挥再升科技的材料端优势和苏州悠远的客户资源优势, 设备份额有望持续提升。 半导体、面板等洁净室行业存在较高的进入壁垒, 终端用户首重工程项目经验和技术实力, 外资品牌发展起步相对较早, 在高端洁净室领域占据相当份额, 目前业内能进入国际大厂供应体系的过滤器设备企业数量仅有 5-6 家, 主要包括 AAF、Camfil、苏州悠远、Mayair、台湾富泰等, 悠远的客户资源优势明显。再升科技与悠远合并以后双向赋能效果持续显现, 一方面, 再升科技材料端的性价比优势与集成优势将进一步增强悠远的终端竞争力, 另一方面悠远订单增长又有利于再升科技过滤材料的销售, 品牌力不断扩大。从报表收入来看, 若剔除猪舍影响, 公司设备端 2021 年以来收入呈现高增长 (推测主要贡献来自半导体项目订单), 后续公司有望继续保持超越市场的增长势头, 份额或持续上升。

图表 25: 干净空气设备业务收入规模及占比 (剔除猪舍影响)



资料来源: 公司财报、公司可转债募集说明书, 国盛证券研究所

图表 26: 干净空气设备板块收入增速 (剔除猪舍影响)



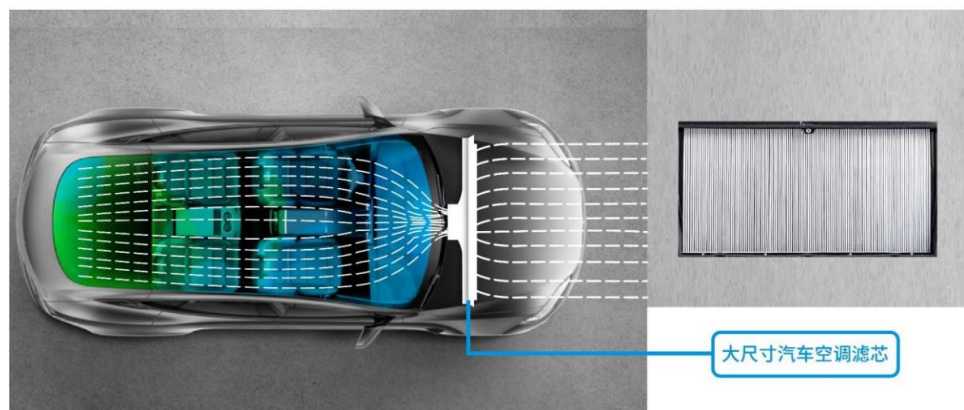
资料来源: 公司财报、公司可转债募集说明书, 国盛证券研究所

3 积极培育新业务, 多点开花未来可期

3.1 车载空调滤芯: 车内空气质量需求升级, 车用滤材及设备规模加速增长

车厢、机舱、船舱等移动空间空气质量关注度持续提升, 诸如此类的移动座舱洁净空气市场预计将成为再升科技后续重点布局的一大业务领域, 尤其是汽车空气过滤市场这一块, 当前公司总共有两家子公司有涉及新能源汽车方面的空气过滤业务, 分别是重庆宝曼新材 (主做用于汽车过滤的 PTFE 膜材料)、重庆朗之瑞 (主做汽车空调滤芯)。

图表 27: 新能源汽车配套的大尺寸空调滤芯



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

1) 材料端: 重庆宝曼新材——专注于新型高端过滤材料 PTFE 膜的生产销售, 技术实力位列全球前三。2017 年公司全资子公司重庆造纸院出资设立重庆宝曼新材料有限公司, 宝曼专注于高性能 PTFE 膜过滤介质和过滤器的生产、研发与销售, 是全球三家能够大批量稳定生产同类产品的企业之一, 另外两家分别为日本大金和日本日东, 宝曼的技术领先性不言而喻。PTFE 即聚四氟乙烯, PTFE 膜过滤材料由纳米级细度 PTFE 纤维构成, 是经特殊技术处理后通过双向拉伸形成的含有大量微孔、孔隙率极高的薄膜, 同时具备超低阻力与超高过滤效率, 制成过滤器后又具有系统阻力小、能耗低、化学性质稳

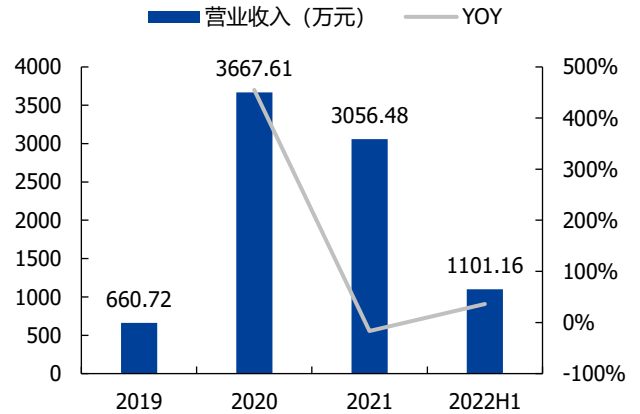
定、机械强度高、优异性能，下游应用领域广泛，既可用于面板、半导体、医药等高端制造业，也可用于 5G 通讯基站防水防潮以及高端扫地机器人、吸尘器等民用电领域，还可用于新能源汽车空调滤芯。现阶段汽车（尤其是国产车）主流滤材仍然为熔喷布，若替换为 PTFE 膜能够有效克服熔喷材料过滤效率低、寿命短等使用缺陷，渗透率有望持续提升。

图表 28: 高效 PTFE 过滤膜复合滤料



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

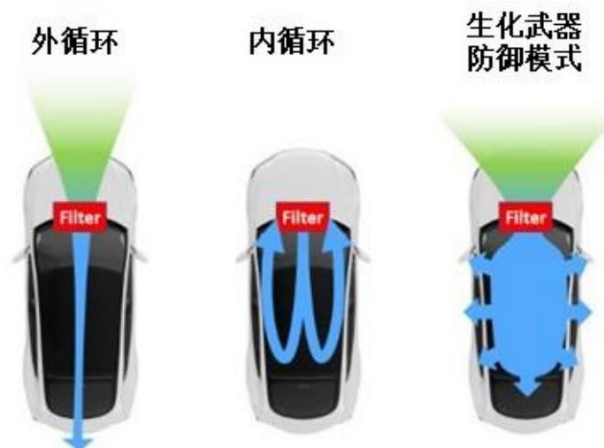
图表 29: 重庆宝曼历年收入及增速



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

2) 设备端: 重庆朗之瑞——材料、技术、产品优势突出, 看好后续发展潜力。2021 年公司出资设立重庆朗之瑞新材料科技有限公司并持股 50.01%, 朗之瑞依托再升科技已有的高性能玻纤滤纸、熔喷滤材、PTFE 滤料、碳吸附材等多种过滤材料的丰富选择, 为终端车企用户提供自由的滤材搭配方案。可为传统车型提供单效过滤器、双效过滤器、多功能型过滤器, 另推出了专为新能源车设计的尺寸更大、更高效的防生化空气过滤器, 此外, 朗之瑞还在尝试将汽车移动空间的空气处理模式复制推广到新能源旅游大巴、房车、高铁等领域。2022 年 6 月朗之瑞取得了 IATF 16949:2016 管理体系“空调滤清器制造”的管理体系认证, 朗之瑞借助母公司集团积累的材料、技术和产品优势, 后续用户认证及市场拓展工作有望顺利开展, 看好此业务板块的长期成长性。

图表 30: 汽车座舱空调滤芯的不同工作模式



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

新能源汽车车内空气清洁度配置更高, 配套的滤材及滤芯材料和功能不断升级, 叠加新能源车移除燃油发动机及相关零配件后前舱留给滤芯的装载空间增加, 单车搭载滤芯的

数量和价值量也有明显提升。

参考百度 B2B 采购平台的产品价格，PTFE 膜材料卖价约 15 元/平，单车使用 2 平米左右的膜材料，对应单车材料价值约为 30 元，结合中汽协预测的 2022-2023 年新能源汽车产销量数据，则 2022-2023 年 PTFE 膜过滤材料潜在的市场空间分别为 2 亿、2.7 亿。若再考虑后续公司从材料进一步延伸到设备端，根据市场采购均价，空调滤器平均销售价格约 200 元，对应 2022-2023 年潜在市场空间分别为 13.4 亿、18 亿。除增量市场外，为保证空气净化效果，滤器需要定期更换，通常更换周期为 1 年，**考虑 2022-2023 年的存量市场**，2023 年对应 PTFE 膜过滤材料潜在市场规模为 4.7 亿元，对应空调滤器潜在市场规模为 31.4 亿元。

图表 31: 新能源汽车用 PTFE 膜过滤材料及过滤设备增量市场空间估算

	2022	2023
国内新能源汽车销量（万辆）	670	900
PTFE 膜过滤材料单车价值量（元）	30	30
PTFE 膜过滤材料潜在规模（亿元）	2.01	2.7
空调滤器单车价值量（元）	200	200
空调滤器潜在规模（亿元）	13.4	18

资料来源：百度爱采购、中国汽车工业协会、淘宝网、百度百科、个人图书馆、头豹研究院、国盛证券研究所

图表 32: 新能源汽车用 PTFE 膜过滤材料及过滤设备总体市场空间估算

	2023
国内新能源汽车销量（万辆）	900
PTFE 膜过滤材料单车价值量（元）	30
PTFE 膜过滤材料潜在规模（亿元）	4.71
空调滤器单车价值量（元）	200
空调滤器潜在规模（亿元）	31.4

资料来源：百度爱采购、中国汽车工业协会、淘宝网、百度百科、个人图书馆、头豹研究院、国盛证券研究所；
 备注：此处仅考虑 2022-2023 年的新能源汽车市场，实际存量替换市场潜在规模应远大于此处测算值

3.2 家用新风系统：高端民用领域放量进行时，潜在市场空间大

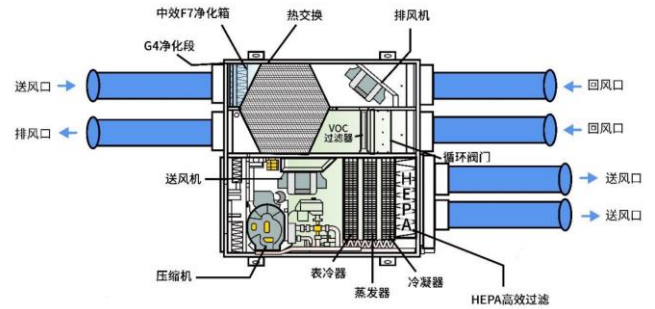
在疫情的催化下，大众对健康意识进一步增强，从而推动公众对室内空气质量要求的不断提升。对此，公司全资子公司再升净化联手德国妥思，**针对高端民用市场推出再升干净空气全屋舒适系统**，该系统集新风净化、制冷制热、除湿加湿、变风量智能监测、智能控制等多重功能于一体，满足室内空气适宜的温度、湿度、洁净度、含氧量，再升净化可从定制设计系统方案，到专业施工团队安装设备，再到调试和后期产品维护升级，提供全方位服务。

图表 33: 再升科技家居舒适无尘空调宣传图



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表 34: 再升科技干净空气全屋舒适系统构成



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

德国妥思有限责任公司 (TROX TECHNIK GmbH.) 1951 年在德国成立, 目前在全球 29 个国家设立了 33 家子公司, 拥有 19 个生产基地, 并在超过 70 个国家设立了代表处。妥思是全球领先的空调通风设备及系统制造企业之一, 妥思中国为国内前三大高楼 (深圳平安金融中心、中国华润大厦、上海中心大厦) 提供了变风量空调系统 (VAV System), 也为北京大兴机场、上海浦东机场、港珠澳大桥隧道、水立方、中国国家博物馆、苏州博物馆、上海迪士尼乐园、中央电视台等全国知名建筑提供多种产品及服务。此前再升净化的无尘空调事业部已经在重庆地区代理经营妥思家居全空气系统五年, 该团队在家居无尘空调市场具备丰富的施工、设计、安装经验和过滤材料配套优势, 2021 年两家深度合作, 开发了再升家居舒适无尘空调系统, 当年便完成了多个高端写字楼及家庭空调项目, 用户认可度高。

图表 35: 德国妥思全球子公司及办事处分布



资料来源: 德国妥思公司官网, 国盛证券研究所

长期以来, 消费者都是采取暖通空调机组、新风系统、地暖系统等多系统串联的方式来解决室内空气质量和舒适度问题, 多系统叠加使用存在对室内层高占用大, 使用能耗高, 噪音大, 美观度不够, 易造成室内二次污染等问题, 另外消费者还面临购买渠道分散、价格不透明、施工团队专业度不足、售后保障缺乏等痛点。相比之下再升科技全屋舒适系统的优点一是更加节能省电, 设备寿命更长; 二是无室内机组, 不占用室内空间, 无噪音, 保持室内环境静谧, 且美观大方; 三是一站式服务和交付, 专业化程度高, 有效解决消费者痛点。

图表 36: 传统解决方案 VS 再升科技全屋舒适系统解决方案

传统解决方案		再升家居舒适无尘空调	
温度问题	多联机+锅炉 (空气源热泵) 空调室内机+电暖	空气源热泵 (外机)	
湿度问题	除湿器+加湿器	AHU	
空气过滤	空气净化器		
发霉发臭	新风机		
灰尘粉尘	除尘器	中央控制系统	
控制模块	空调、地暖、新风分别控制		

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

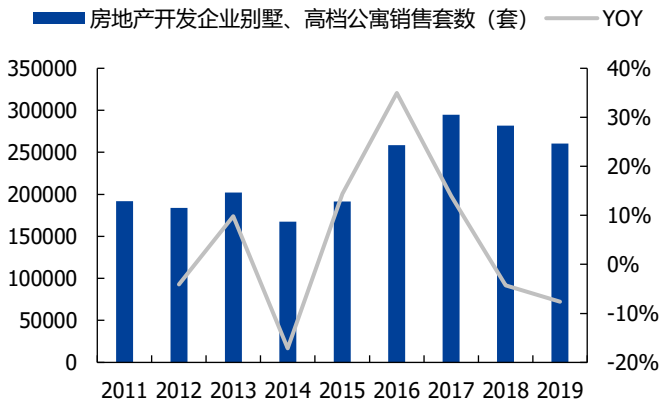
图表 37: 传统解决方案 VS 再升科技全屋舒适系统解决方案的室内空气质量及舒适度比较

	传统家居中央空调系统 (风机盘管/多联机系统)	再升无尘舒适家居空调系统
室内空气质量	无法保证空气质量, 需要额外的新风系统或者空气净化器。	多种再升科技“干净空气”材料和技术, 高效去除颗粒物 (如 PM2.5) 和气态污染物 (VOCs 等)。
室内气流分布	空调出风口面积小, 风速高, 温差大。房间温度很不均匀, 风速分布不均匀。	送风温度均匀, 送风温差小, 送风速度低。房间温度和风速分布均匀。
室内声环境	室内末端都有风机, 对于舒适性要求高的环境如卧室, 噪声是无法接受的。	高舒适要求的房间, 空调末端没有风机和运动部件, 运行非常安静。
室内卫生环境	室内通过冷盘管除湿, 冷凝水收集在凝水盘, 容易滋生细菌, 家具和内装饰难以保养。新鲜风量无法保证。	末端干工况运行, 不产生冷凝水; 新鲜空气经过滤、除湿等处理后再精确分配到各个房间, 营造健康舒适的室内环境。
室内空气流向	送回风缺少统一规划, 各房间没有建立有序的空气压力梯度。	有组织通风, 空气从舒适性区域流向辅助功能区, 控制有味道及潮湿空气乱窜。

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

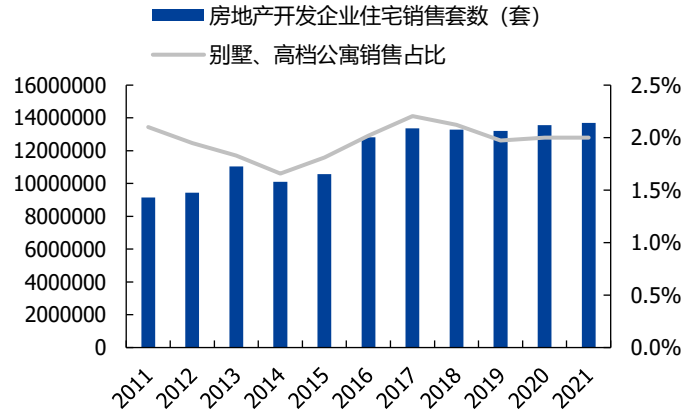
再升科技的家用新风系统主要供给高端写字楼和高端住宅。根据国家统计局统计数据，十年来我国别墅、高档公寓占总住宅销售套数的2%左右，假设2020-2021年高档住宅占比维持2%，则对应销售套数分别为27.1万套和27.4万套。根据市场采购均价，单套别墅用全屋新风系统价值量约为10万元，则对应2021年潜在家居全屋新风系统总市场规模约为274亿元。

图表 38: 房地产开发企业别墅、高档公寓销售套数 (套)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 39: 房地产开发企业住宅销售套数 (套) 及高档住宅销售占比



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

营业收入及毛利率: 我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 16.46/21.39/27.13 亿元, 同比增长 1.6%/30.0%/26.8%; 综合毛利率分别为 29.0%/29.5%/30.0%。

- **干净空气设备业务:** 针对洁净室用过滤设备板块, 受益于半导体等下游厂房投建继续保持高增速, 叠加公司竞争优势持续强化, 设备板块有望维系高增长。预计 2022-2024 年公司干净空气设备业务收入分别为 5.76/7.2/9.36 亿元, 同比增速 45%/25%/30%; 盈利方面, 考虑到过滤器市场竞争趋于激烈, 且公司具备较强的成本优势, 或采取适当的价格策略, 预计 2022-2024 年干净空气设备毛利率分别为 26%/26.2%/26.4%。
- **干净空气材料业务:** 公司过滤材料主要销售给工业领域用空气过滤器, 今年受出口不利等因素影响短暂承压, 预计明年开始需求将恢复常态。预计 2022-2024 年干净空气材料业务收入分别为 4.59/5.97/7.46 亿元, 同比增速 -8%/30%/25%; 对应毛利率或逐渐修复, 预计 2022-2024 年毛利率分别为 40%/41%/42%。
- **高效节能业务:** 公司高效节能业务板块主要包括 VIP 芯材、AGM 隔板、玻璃棉和转口贸易的 VIP 板四大品类, 2021 年海外疫苗箱需求旺盛推动公司 VIP 板销售大幅增长, 今年该业务板块恢复平稳, 对总体收入形成一定拖累。展望后续, VIP 芯材、和玻璃棉业务大概率保持稳健增长, AGM 隔板受益于新能源车等应用或呈现较快增长趋势。预计 2022-2024 年高效节能业务收入分别为 5.73/7.73/9.66 亿元, 同比增长 -17.5%/35%/25%; 对应毛利率分别为 23%/23.5%/24%。

图表 40: 公司主要业务收入及毛利率预测

	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
公司总营收 (百万元)	1884	1620	1646	2139	2713
YOY	50.5%	-14.0%	1.6%	30.0%	26.8%
毛利率	38.1%	31.0%	29.0%	29.5%	30.0%
干净空气设备业务:					
收入 (百万元)	443.19	397.07	575.75	719.69	935.59
YOY	-8.87%	-10.41%	45.00%	25.00%	30.00%
毛利率	26.24%	28.12%	26.00%	26.20%	26.40%
干净空气材料业务:					
收入 (百万元)	828.84	499.04	459.12	596.85	746.06
YOY	126.89%	-39.79%	-8.00%	30.00%	25.00%
毛利率	58.33%	42.30%	40.00%	41.00%	42.00%
高效节能业务:					
收入 (百万元)	592.53	694.15	572.67	773.11	966.39
YOY	55.98%	17.15%	-17.50%	35.00%	25.00%
毛利率	18.13%	24.38%	23.00%	23.50%	24.00%
费用率:					
销售费用率	2.59%	2.69%	3.00%	2.90%	2.80%
管理费用率	5.69%	6.62%	6.90%	6.75%	6.60%
研发费用率	3.87%	5.53%	7.00%	6.80%	6.50%

资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

4.2 估值及投资建议

估值及投资建议: 此处我们选取赛特新材、金海高科、宏和科技、中材科技作为可比公司。其中赛特新材主营业务为 VIP 板, 金海高科主做空气过滤器, 与再升科技均有部分业务领域重合; 中材科技、宏和科技与再升科技同处于“玻璃纤维及制品”赛道, 中材科技除玻纤业务外还具有 AGM 隔板业务, 与再升科技业务相似度较高, 宏和科技主做电子级玻璃纤维制品, 两家都属于玻璃纤维下属不同细分领域的生产制造龙头。四家可比公司 2023 年 PE 平均值为 27X。预计公司 2022-2024 年营收分别为 16.46 亿、21.39 亿、27.13 亿, 归母净利润分别为 1.94 亿、2.49 亿、3.12 亿, 对应 PE 分别为 29X、22X、18X。公司作为微纤维玻璃棉及制品细分领域的龙头企业, 技术实力突出, 目前口罩、猪舍的边际影响已大幅减弱, 外部不利因素也在逐渐消除, 参考公司股权激励考核目标, 2023-2025 年业绩复合增速预计超 20%, 业绩拐点将现, 维持“买入”评级。

图表 41: 可比公司估值表

		股价	EPS (元人民币)			PE			总市值
		原始货币	22E	23E	24E	22E	23E	24E	亿原始货币
688398.SH	赛特新材	35.44	0.95	1.56	2.14	37.11	22.66	16.60	28.35
603311.SH	金海高科	13.18	0.48	0.59	0.96	27.68	22.50	13.77	27.68
002080.SZ	中材科技	22.30	2.07	2.28	2.71	10.79	9.80	8.23	374.22
603256.SH	宏和科技	7.01	0.08	0.13	0.19	84.98	52.27	36.43	61.99
	平均 PE					40.14	26.81	18.76	
603601.SH	再升科技	5.29	0.19	0.24	0.31	28.51	22.20	17.72	53.95

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2022 年 12 月 21 日收盘价数据; 备注: 赛特新材、金海高科、中材科技、宏和科技采用 wind 一致预期数据

5 风险提示

先进制造业投资进度不及预期风险：公司空气过滤设备板块后续增长高度依赖于下游半导体、面板、医药等先进制造业新增厂房建设进度，若终端投建速度明显放缓，将对公司设备业务销售规模产生不利影响。

新材料替代风险：若公司某个或若干个下游应用出现替代性新材料，将影响公司产品的渗透进程，对业绩造成不利影响。

假设和测算误差风险：报告中洁净室用过滤器设备需求测算、车载 PTFE 膜材料及车载空调滤芯需求测算都基于一定数据假设，测算结果存在误差风险。

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