

泛亚微透 (688386)

2023 年报&2024Q1 点评：公司稳健经营，新业务进展顺利

业绩概要：2023 年公司实现营业收入 4.1 亿元 (+12.6%)，实现归母净利润 0.9 亿元 (+176%)，对应 EPS 为 1.24 元，扣非归母净利润 0.7 亿元 (+193%)，股息率为 1.5%。2024Q1 公司实现营业收入 1.0 亿元 (同比+33.9%，环比-15.0%)，实现归母净利润 0.17 亿元 (同比+45.7%，环比-39.3%)，扣非归母净利润 0.17 亿元 (同比+47.8%，环比-39.0%)；

ePTFE、气凝胶铸就公司两翼：公司由复合材料起家，开发出 ePTFE 树脂的拉膜技术，并围绕 ePTFE 膜开发各类应用产品，包含燃油车使用的挡水膜、密封件以及吸隔声产品，应用于汽车车灯、新能源电池领域的气体管理产品、CMD 等新产品，此外在医疗、消费电子以及氢能领域均有应用。同时公司通过内生外延切入气凝胶赛道，开启第二增长曲线，在军工、电池以及其他工业隔热领域发挥重要作用；

汽车行业以价换量，产业链整体承压：2023 年开打的价格战使得全行业竞争压力明显增大，价格下降的同时汽车行业产销量累计完成 3016 万 (+11.6%) 和 3009 万辆 (+12%)，这使得汽车零部件产业链在订单增长的同时经营层面整体承压，对降本增效和快速反应能力的需求空前增强，行业向着更加专业化的方向发展；

利基市场不断开拓，新产品带来新增长：从收入层面看，传统产品（包括挡水膜、密封件以及吸隔声产品）/ePTFE 微透产品/CMD 产品/气体管理产品/气凝胶产品分别收入 1.4/1.2/0.5/0.5/0.4 亿元，同比变动-6.3%/+7.6%/+147%/+2.3%/+152%，其中我们判断传统业务下降主要系下游燃油车价格压力加大，产品均价下降 19.3%所致；CMD 业务增长较快，主要系下游新能源汽车需求较高，销量 630 万个 (+259%)；气凝胶业务增长较快，主要系 2022 年基数较低，以及下游军品、汽车电池等高价值领域占比提升，销量 26.3 万片(+125%)、价格 169 元/片 (+12.2%) 均有所提升所致。从盈利性层面看，传统产品/ePTFE 微透产品/CMD 产品/气体管理产品/气凝胶业务毛利率分别为 10.7%/71.8%/55.8%/70.9%/51.5%，同比变动 -5.5pct/-0.5pct/-4.1pct/-1.2pct/+6.6pct，除了气凝胶业务由于产品结构优化及规模化效应带来毛利率改善以外，其余产品毛利率均有所下滑，推测是由于汽车行业价格战对产业链相关企业产品价格造成较大压力所致；

投资评级

买入
首次评级

2024 年 04 月 30 日

收盘价(元): 32.69

公司基本数据

总股本(百万股)	70.00
总市值(百万)	2,288.30
流通股本(百万股)	70.00
流通市值(百万)	2,288.30
12 月最高/最低价(元)	49.15/22.80
资产负债率(%)	25.68
每股净资产(元)	10.01
市盈率(TTM)	24.92
市净率(PB)	3.26
净资产收益率(%)	2.40

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com
王勇杰 研究助理
SAC 执业证书: S0640122070026
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

1

财务数据: 期间费用方面, 2023年管理费用、研发费用同比增长27.1%、45.1%, 主要公司折旧费用有所增长, 且加大了研发人员及新研发项目的投入所致; 在建工程同比增长174%, 主要系公司子公司投资建设气凝胶复合材料研发生产基地所致; 应收款项融资同比增长90.9%, 推测主要是行业客户多采用商票结算, 承兑较年初增长较多所致;

Q1 盈利性持续改善: 公司一季度营收增长33.9%, 表现较好, 我们判断主要是新业务如CMD、气凝胶业务增长较快, 毛利率50.2% (环比+2.7pct), 我们推测主要是由于新业务占比提升, 产品结构改善等; 经营活动现金流净额同比大幅增加, 主要系本期收回货款且受到政府补助较多所致; 在建工程较年初增加较多, 主要系公司气凝胶项目加速投入所致;

看好公司平台化稳健发展: ePTFE 膜作为一种防水防尘、耐高温耐腐蚀的微观多孔材料, 在改性、复合等工艺上具有一定的技术壁垒, 凭借该材料, 公司有望在多个高速增长的行业获得长足的发展: 1) 新能源汽车领域, CMD、气体管理产品已经在头部汽车企业实现批产, 2) 实现医疗领域膜材突破, 3) 航空航天领域TRT膜实现国产化, 4) 氢能领域质子交换膜已经实现客户端验证和批量出货。此外, 公司在气凝胶领域的拓展有望使其在船舶、新能源电池隔热方面发挥重要作用;

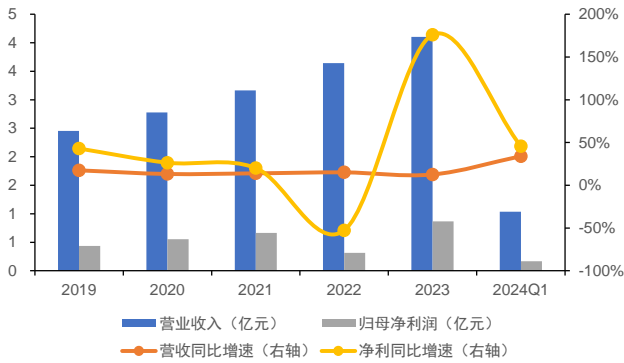
投资建议: 随着汽车、医疗、航空航天、氢能和船舶等下游客户对公司产品的接受度不断提高以及 ePTFE 膜、气凝胶在下游领域渗透率的提升, 公司有望保持稳健发展。我们预计公司 2024-2026 年实现收入 4.8 亿元、5.6 亿元、6.5 亿元, 同比增长 17.1%、16.8%、16.3%, 实现归母净利润 1.0 亿元、1.2 亿元、1.4 亿元, 同比增长 18.1%、20.9%、15.4%, 对应 PE 22X、19X、16X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 市场供需变动、行业竞争加剧、项目建设不及预期、下游推广不及预期等风险

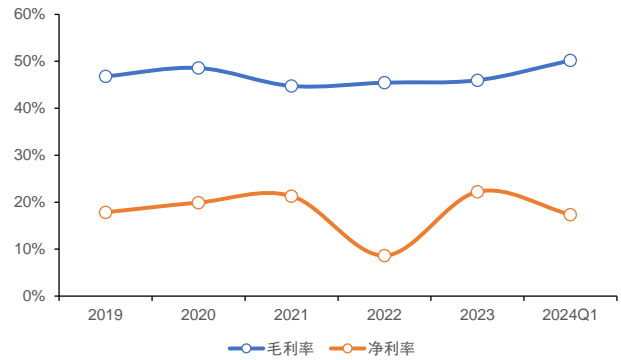
盈利预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	364	411	481	562	653
增速 (%)	15.11%	12.64%	17.10%	16.82%	16.34%
归母净利润 (百万元)	31	87	102	124	143
增速 (%)	-52.79%	176.08%	18.14%	20.86%	15.40%
每股收益 (元)	0.45	1.24	1.46	1.77	2.04
市盈率 (倍)	73.00	26.44	22.38	18.52	16.05

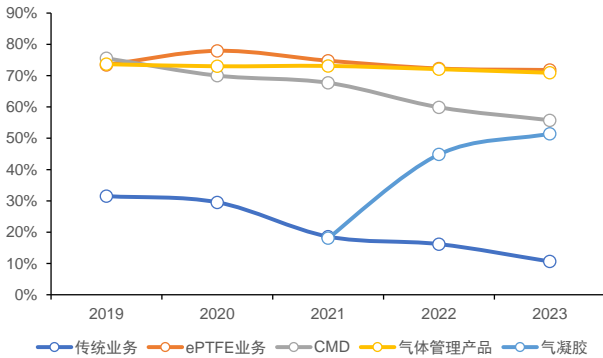
资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图1 营收、利润及同比增速


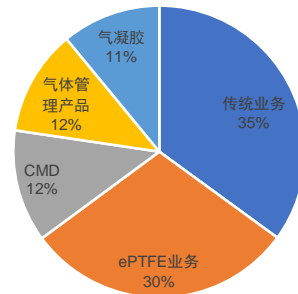
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率及净利率


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 近年来公司分产品毛利率情况


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 2023年公司分产品收入结构


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2
营业收入(百万元)	104	122	113	99	77	119	99	71
营业成本(百万元)	52	64	62	54	42	65	55	41
销售费用率	3.9%	4.7%	3.9%	4.4%	4.5%	3.5%	3.2%	5.5%
管理费用率	12.1%	10.7%	11.1%	13.5%	13.5%	1.3%	15.6%	18.3%
财务费用率	1.3%	0.8%	1.4%	0.9%	1.8%	1.1%	1.1%	1.3%
研发费用率	4.7%	7.9%	4.5%	4.9%	7.1%	4.2%	4.5%	5.6%
资产减值损失(百万元)	4.37	0.95	0.14	-0.45	-0.24	46.19	0.97	0.01
利润总额(百万元)	22	31	23	35	15	-5	18	9
所得税费用(百万元)	4	3	3	4	2	6	2	1
归母净利润(百万元)	17	28	19	28	12	-11	16	8
扣非归母净利(百万元)	17	27	19	16	11	-13	16	8
EPS(元)	0.24	0.40	0.27	0.41	0.16	-0.16	0.23	0.12
毛利率	50.2%	47.5%	45.0%	45.6%	45.5%	45.3%	44.7%	42.9%
期间费用率	22.0%	24.1%	20.8%	23.7%	26.9%	10.1%	24.3%	30.7%
所得税率	18.6%	10.6%	13.9%	12.4%	13.9%	-105.2%	10.8%	13.1%
净利润率	16.2%	22.7%	16.7%	28.9%	14.9%	-9.6%	16.5%	11.9%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 分产品销量、单价及单吨数据预测

产品分类		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销量	密封件(万个)	17152	21377	24130	28529	31382	34520	37972
	ePTFE微透产品(万个)	13591	17523	17292	20922	25106	30128	36153
	气体管理产品(万个)	1210	1889	2754	3261	3913	4696	5165
	吸隔声产品(万个)	1710	1364	1452	1427	1455	1484	1499
	挡水膜(万个)	750	670	577	445	423	414	414
	CMD(万个)	36	24	176	630	945	1323	1720
	机械设备(套)	11	15	9	0	0	0	0
单价	密封件(元/个)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	ePTFE微透产品(元/个)	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
	气体管理产品(元/个)	1.9	1.9	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
	吸隔声产品(元/个)	2.6	2.3	2.4	2.2	2.1	2.1	2.1
	挡水膜(元/个)	7.4	7.5	7.6	6.9	6.6	6.5	6.5
	CMD(元/个)	22.2	28.0	11.7	8.0	7.7	7.3	7.3
	机械设备(万元/套)	8.3	16.4	100.2	225.0	225.0	225.0	225.0
单吨成本	密封件(元/个)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	ePTFE微透产品(元/个)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
	气体管理产品(元/个)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
	吸隔声产品(元/个)	1.9	2.0	2.2	2.1	2.1	2.1	2.0
	挡水膜(元/个)	4.7	5.5	5.8	5.5	5.4	5.3	5.3
	CMD(元/个)	6.7	9.0	4.7	3.5	3.3	3.2	3.2
	机械设备(万元/套)	5.5	10.9	57.7	200.0	200.0	200.0	200.0
单位毛利	密封件(元/个)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	ePTFE微透产品(元/个)	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
	气体管理产品(元/个)	1.4	1.4	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
	吸隔声产品(元/个)	0.6	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
	挡水膜(元/个)	2.7	2.0	1.8	1.4	1.2	1.2	1.2
	CMD(元/个)	6.7	9.0	4.7	3.5	3.3	3.2	3.2
	机械设备(万元/套)	2.7	5.5	42.6	25.0	25.0	25.0	25.0

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

图7 财务报表预测及比率分析 (百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	172.97	106.23	58.60	48.08	56.16	65.34	营业收入	316.62	364.46	410.55	480.76	561.63	653.41
应收票据及账款	167.22	189.44	237.24	279.24	330.82	389.36	营业成本	174.94	198.80	221.82	254.20	291.18	332.97
预付账款	3.78	5.60	4.73	5.53	6.62	7.61	税金及附加	4.02	4.33	4.81	5.62	6.57	7.64
其他应收款	0.70	0.45	0.46	0.53	0.54	0.68	销售费用	14.16	14.92	17.96	20.91	24.60	28.75
存货	59.40	77.42	85.02	105.16	115.67	127.71	管理费用	38.17	38.84	49.35	57.69	66.27	76.45
其他流动资产	20.36	0.31	1.10	0.96	1.12	1.31	研发费用	18.10	17.18	24.94	29.33	34.82	41.17
流动资产总计	424.43	379.45	387.16	439.50	510.94	592.01	财务费用	3.13	4.83	4.75	4.72	4.54	3.42
长期股权投资	0.00	99.80	154.54	155.64	156.87	158.17	资产减值损失	-2.35	-49.39	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
固定资产	239.73	264.50	257.03	233.79	221.44	217.38	信用减值损失	-0.46	-2.28	-1.55	0.00	-0.50	-1.50
在建工程	34.62	7.72	21.15	50.95	64.10	60.57	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	45.06	69.22	61.53	72.11	99.35	118.26	投资收益	3.83	1.51	1.73	1.70	1.83	1.90
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	119.17	71.03	71.59	96.28	96.28	95.78	资产处置收益	0.03	0.06	10.65	6.00	6.00	0.00
非流动资产合计	438.58	512.27	565.84	608.78	638.05	650.17	其他收益	12.26	7.20	6.81	7.50	8.00	8.50
资产总计	863.01	891.73	953.00	1048.28	1148.98	1242.18	营业利润	77.40	42.66	104.16	123.08	148.57	171.52
短期借款	50.05	49.55	34.03	44.46	46.48	23.65	营业外收入	0.04	0.01	0.12	0.10	0.20	0.12
应付票据及账款	51.55	41.10	47.10	54.32	63.82	72.07	营业外支出	0.27	0.03	0.23	0.30	0.30	0.30
其他流动负债	46.89	64.34	59.57	67.34	74.85	90.30	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	148.49	154.99	140.69	166.12	185.15	186.02	利润总额	77.17	42.64	104.05	122.88	148.47	171.34
长期借款	89.44	79.52	69.90	62.24	50.92	35.93	所得税	9.76	11.27	12.93	15.26	18.41	21.25
其他非流动负债	9.20	9.98	18.44	19.00	19.00	19.00	净利润	67.41	31.37	91.13	107.62	130.06	150.09
非流动负债合计	98.65	89.50	88.34	81.24	69.92	54.93	少数股东损益	1.01	0.03	4.59	5.38	6.50	7.50
负债合计	247.14	244.48	229.04	247.36	255.07	240.95	归属母公司股东净利润	66.40	31.34	86.54	102.24	123.56	142.59
股本	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	EBITDA	105.18	75.31	141.07	185.46	224.97	263.44
资本公积	351.41	351.41	366.41	366.41	366.41	366.41	NOPLAT	70.34	34.89	86.06	106.68	128.87	153.27
留存收益	164.79	196.14	247.67	319.24	405.73	505.54	EPS (元)	0.95	0.45	1.24	1.46	1.77	2.04
归属母公司权益	586.20	617.54	684.08	755.64	842.14	941.95							
少数股东权益	29.67	29.70	39.89	45.27	51.77	59.28							
股东权益合计	615.87	647.24	723.97	800.91	893.91	1001.23							
负债和股东权益合计	863.01	891.73	953.00	1048.28	1148.98	1242.18							

现金流量表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	67.41	31.37	91.13	94.48	116.28	141.14
折旧与摊销	24.88	27.84	32.26	57.85	71.96	88.68
财务费用	3.13	4.83	4.75	4.72	4.54	3.42
投资损失	-3.83	-1.51	-1.73	-1.70	-1.83	-1.90
营运资金变动	-13.56	-38.52	-40.65	-47.86	-46.34	-48.21
其他经营现金流	2.83	53.28	-5.94	9.00	9.73	10.22
经营性现金流净额	80.86	77.29	79.82	116.49	154.35	193.35
资本支出	48.09	58.70	65.45	99.44	100.00	100.00
长期投资	-119.97	-80.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	40.80	0.35	-22.17	5.05	4.65	-0.17
投资性现金流净额	-127.25	-138.36	-87.62	-94.39	-95.35	-100.17
短期借款	49.55	-0.50	-15.52	10.43	2.02	-22.83
长期借款	89.44	-9.92	-9.62	-7.66	-11.32	-14.98
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	15.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-44.05	2.14	-46.32	-35.40	-41.61	-46.20
筹资性现金流净额	94.94	-8.28	-56.46	-32.63	-50.91	-84.01
现金流量净额	48.31	-68.58	-64.10	-10.53	8.09	9.18

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力						
营收增长率	14.00%	15.11%	12.64%	17.10%	16.82%	16.34%
营业利润增长率	20.80%	-44.89%	144.18%	18.16%	20.71%	15.44%
EBIT增长率	18.78%	-40.88%	129.21%	17.28%	19.91%	14.21%
EBITDA增长率	19.83%	-28.40%	87.32%	31.47%	21.31%	17.10%
归母净利润增长率	20.13%	-52.79%	176.08%	18.14%	20.86%	15.40%
经营现金流增长率	100.58%	-4.41%	3.27%	45.95%	32.49%	25.27%
盈利能力						
毛利率	44.75%	45.45%	45.97%	47.13%	48.15%	49.04%
净利率	21.29%	8.61%	22.20%	22.38%	23.16%	22.97%
营业利润率	24.45%	11.70%	25.37%	25.60%	26.45%	26.25%
ROE	11.33%	5.08%	12.65%	13.53%	14.67%	15.14%
ROA	7.69%	3.52%	9.08%	9.75%	10.75%	11.48%
ROIC	15.32%	5.87%	12.18%	13.16%	14.20%	15.46%
估值倍数						
P/E	34.46	73.00	26.44	22.38	18.52	16.05
P/S	7.23	6.28	5.57	4.76	4.07	3.50
P/B	3.90	3.71	3.35	3.03	2.72	2.43
股息率	0.00%	1.53%	0.00%	1.34%	1.62%	1.87%
EV/EBIT	70.43	83.64	27.41	19.12	15.93	13.77
EV/EBITDA	53.77	52.72	21.14	13.16	10.83	9.14
EV/NOPLAT	80.40	113.80	34.65	22.88	18.91	15.71

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558
传 真: 010-59562637