

泛亚微透（688386）

证券研究报告

2025 年 05 月 04 日

e-PTFE 膜隐形冠军，深耕利基市场盈利能力强

公司是国内稀缺的掌握高端 e-PTFE 膜以及气凝胶核心技术的材料企业，发展对标美国戈尔，通过“技术深耕+应用创新”构建了显著的竞争壁垒。公司以汽车领域为基本盘，积极拓展新能源、军工等高成长赛道，形成传统业务稳增长、新兴业务快放量的良性发展格局。公司当前处于业绩释放期（25Q1 公司归母净利润 2408 万，yoy+43%），首次覆盖给予“买入”评级。

技术壁垒：从工艺到设备的全链条自主可控

公司核心竞争力在于完整的 e-PTFE 膜技术体系：

1、工艺方面：2011 年成功研发黑色 e-PTFE 膜，打破美国戈尔、日东电工的垄断，拉伸工艺参数（微孔直径 0.1-1.0 μ m）达到国际先进水平，满足车规级防水透气需求。

2、设备自制：核心生产设备均为自主设计/改造，非标定制化特性形成天然护城河。2024 年研发投入占比约 5.6%，研发人员比例提升至约 20%，专利数量持续增长。

3、应用创新：立足于核心技术，定制产品应用，如 CMD 产品，单产品毛利率可达 50%以上，显著高于传统密封件（23fy 毛利率 10.7%）。

多轮驱动打开成长天花板

1.基本盘：e-PTFE 膜产品+传统三大件，在汽车领域深度绑定头部客户，不断拓展新的应用领域。

2.增长极 1：CMD 放量。公司 CMD 产品 2021-2023 年收入增长 6.5 倍，24 年营收占比达 27.6%；该产品单车价值量 19 元（2 个/车），已配套奔驰、蔚来等，新募投项目满产后年产值可达 2.88 亿元，有望带来中期业绩弹性。

3.增长极 2：气凝胶。公司 2024 年气凝胶收入 6512 万元（同比+46.5%），毛利率 35%；在建产能 30 万平米/年，订单稳定性较高，民用领域（石化、储能）拓展值得期待。

3.增长极 3：线束业务已经放量。2023 年公司增资入股凌天达，该公司产品广泛用于航空航天等领域。2024 年公司成立了汽车线束事业部，主要从事汽车用高性能线束的生产、研发，2024 年已实现营收。

盈利预测：公司产品市场为利基市场，盈利能力较强，下游不断拓展新应用领域，我们预计公司 25-27 年归母净利分别为 1.46、1.93、2.5 亿元，对应 PE26、20、15 倍，给予公司 25 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 63 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：汽车行业需求下滑、新产品的市场拓展不及预期、盈利能力下滑、测算具有主观性

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	410.55	514.78	743.12	951.14	1,096.16
增长率(%)	12.64	25.39	44.36	27.99	15.25
EBITDA(百万元)	151.01	205.57	228.56	299.61	372.72
归属母公司净利润(百万元)	86.54	99.16	146.15	192.82	248.42
增长率(%)	176.08	14.58	47.40	31.93	28.83
EPS(元/股)	1.24	1.42	2.09	2.75	3.55
市盈率(P/E)	44.33	38.69	26.25	19.89	15.44
市净率(P/B)	5.61	5.29	4.72	4.13	3.56
市销率(P/S)	9.34	7.45	5.16	4.03	3.50
EV/EBITDA	19.48	10.86	17.63	13.32	10.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/塑料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	54.8 元
目标价格	63 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	70.00
流通 A 股股本(百万股)	70.00
A 股总市值(百万元)	3,836.00
流通 A 股市值(百万元)	3,836.00
每股净资产(元)	10.71
资产负债率(%)	29.34
一年内最高/最低(元)	59.49/23.63

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

熊可为 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523120001
xiongkewei@tfzq.com

潘曦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 泛亚微透：掌握 e-PTFE 膜核心技术，专注长尾市场.....	3
1.1. 营收规模稳步增长，24 年净利润创新高	4
1.2. 重研发，know-how 壁垒高	5
1.3. 汽车应用领域为主，从传统三大件不断升级	6
2. ePTFE 微透产品为公司核心业务.....	8
3. 第二增长曲线：CMD 及气体管理产品	9
4. 气凝胶：内生外延发展	9
5. 特种膜：TRT 达到进口替代水平.....	10
6. 盈利预测与估值.....	11
7. 风险提示.....	12

图表目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：泛亚微透股权结构	4
图 3：泛亚微透营收规模持续上升	4
图 4：2024 年泛亚微透归母净利润新高	4
图 5：毛利率保持稳定	5
图 6：公司产品结构变化	5
图 7：研发人员及占比	5
图 8：公司专利变化情况	5
图 9：ePTFE 膜上中游情况	6
图 10：我国汽车主要部件市场规模和公司市占率测算	7
图 11：公司 ePTFE 微透产品应用广泛	8
图 12：ePTFE 微透产品营收及毛利率	8
图 13：传统三大件产品营收及毛利率	8
图 14：CMD 及气体管理产品营收规模快速增长	9
图 15：气凝胶毡营业收入及毛利率	10
图 16：业绩拆分预测	11
表 1：可比公司估值	12

1. 泛亚微透：掌握 e-PTFE 膜核心技术，专注长尾市场

泛亚微透科技股份有限公司是一家专注于产品研发和技术革新的高新技术企业，公司创建于 1995 年，自主创新研发的微透高分子透气新材料及器件，应用于汽车工业、包装工业及其他保护性透气领域。

发展历程主要分为三个阶段

1、第一阶段（1995 年至 2002 年）

公司设立后主要从事简单的材料复合业务，主要产品为标签、贴纸等塑料材料，并兼做外贸出口等业务，公司业绩稳定并保持盈利。

2、第二阶段（2002 年至 2013 年）

公司开始承接星宇车灯的密封件订单以及其他主机厂的挡水膜订单，密封件与挡水膜业务帮助公司在早期获得了持续稳定的收入来源和优质的汽车行业客户资源。在与客户合作的过程中，公司开始了解到防水透气膜产品并对此开展深入研究。2003 年公司成功开发出 PTFE 膜与其他织物的复合技术，开始为星宇车灯供应不同规格的透气布产品。随着 2002 年我国家用轿车行业的快速成长，公司业务迅速发展，并在持续多年不断地研究、试错后，于 2011 年 1 月成功开发出了黑色的 ePTFE 透气膜，在当时国内 ePTFE 膜品质较低且普遍用于过滤的大背景下，成为少数掌握高端 ePTFE 膜生产技术的厂家。

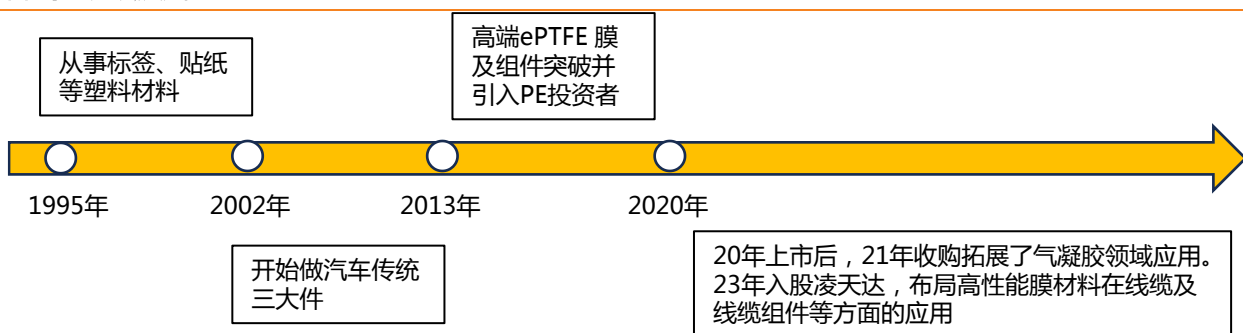
3、第三阶段（2013 年至 2020 年）

公司在高端 ePTFE 膜及其组件领域逐渐开始崭露头角，引起了 PE 机构、关注，并于 2012 年底、2013 年初引入常州赛富成为股东。常州赛富分两批合计投资 3,000 万元，为公司兴建 ePTFE 膜生产线及购置其他固定资产等支出提供了充足的资金，公司正式开始在 ePTFE 膜及其组件的多个应用领域尝试拓展。

4、第四阶段（上市至今）

上市后，公司应用不断拓展，并且通过收购扩张了气凝胶领域应用。目前形成了 ePTFE+气凝胶为核心路线，拓展下游多领域应用的材料企业。

图 1：公司发展历程



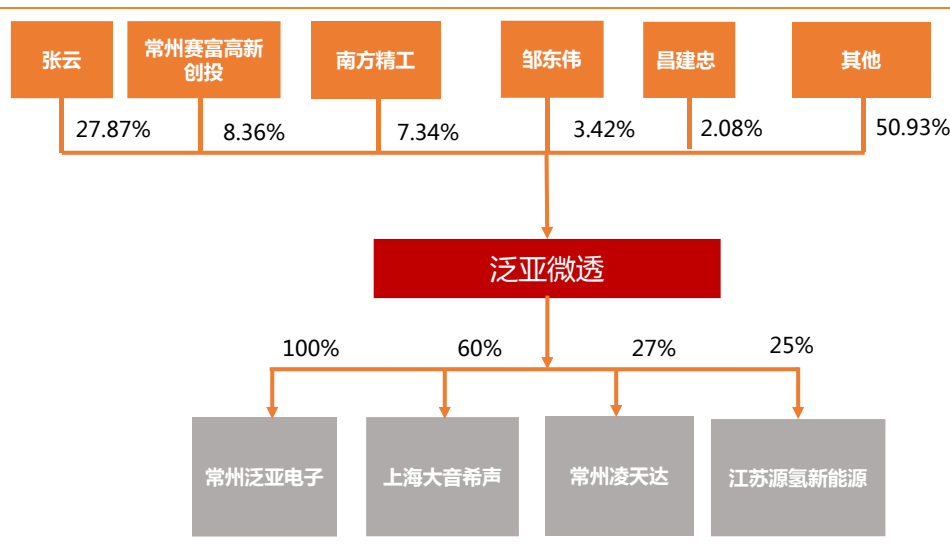
资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

收购&参股方面，2021 年通过外延扩张方式收购了上海大音希声 60% 的股权，将气凝胶业务拓展至军工领域。2023 年，公司使用闲置实物资产增资入股了常州凌天达新能源科技有限公司，该公司具备很强的开发、定制、集成能力，产品包括航空航天用各类安装线、毫米波耗稳相电缆、高速数据总线电缆、脉冲高压电缆及组件、水密电缆及组件、滤波电缆等各类高可靠电线电缆、信息安全设备、物联网设备及系统等，产品广泛用于航空航天等领域。2024 年公司成立了汽车线束事业部，主要从事汽车用高性能线束的生产、研发，2024

年该业务已实现营收。

公司实际控制人为张云，直接持股约 27.87%，张云、邹东伟、李建革于 2019 年 6 月 10 日签署了《一致行动人协议》，为一致行动人。早期投资人赛富基金、南方精工分别持股 8.36%、7.34%。

图 2：泛亚微透股权结构



资料来源：wind，天风证券研究所

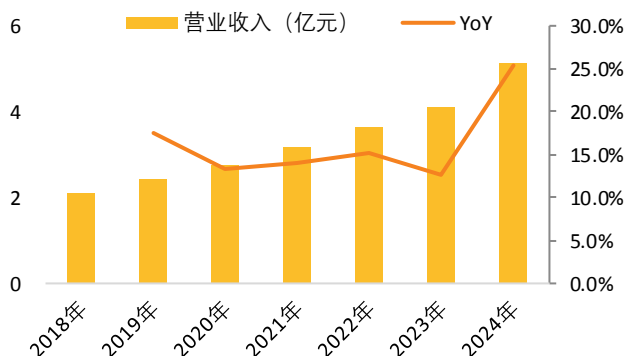
注：截至 25Q1 末

1.1. 营收规模稳步增长，24 年净利润创新高

公司以 ePTFE 膜、SiO₂ 气凝胶等微观多孔材料为核心技术主线，通过改变材料的结构、形态、厚度、表面几何形状，然后搭配不同特性的辅助材料，研发出新的材料拓展新的应用领域。通过对 ePTFE 膜等材料的改性及复合，公司可以为客户定制化地开发具有特殊物理、化学特性的组件产品，产品广泛应用于汽车、新能源、消费电子等领域。公司目前已拥有成熟的 ePTFE 膜制造、改性以及复合等一系列核心技术，核心产品技术达到国际先进水平，可对标全球行业龙头企业，已实现了对美国戈尔（Gore）和日东电工（Nitto）等国际巨头的进口替代。

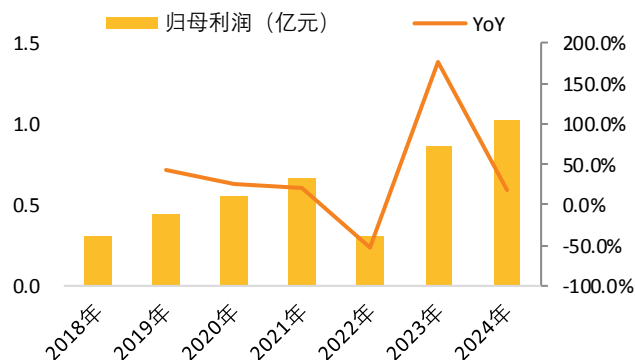
经营数据看，2018-2024 年公司营收整体稳定增长，但受疫情、原材料涨价及下游行业波动影响，净利润有所波动。2022 年受商誉减值影响归母净利润有所下滑，2023 年归母净利润逐步恢复，主要得益于汽车领域（尤其 CMD）、气凝胶的增长。

图 3：泛亚微透营收规模持续上升



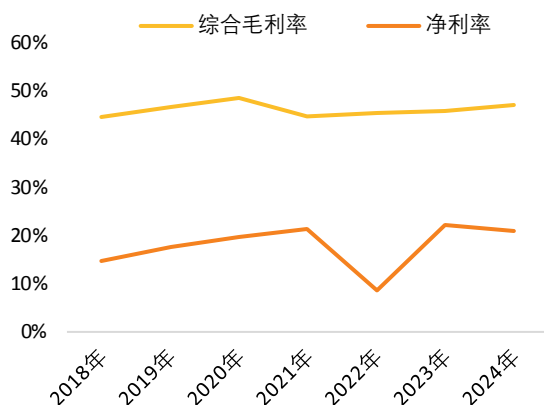
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2024 年泛亚微透归母净利润新高



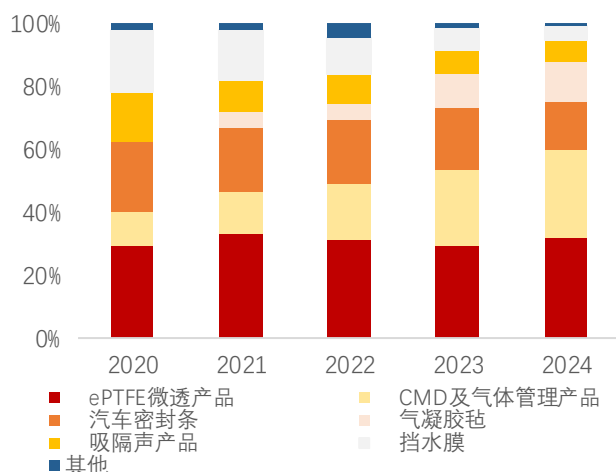
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：毛利率保持稳定



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：公司产品结构变化



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 重研发，know-how 壁垒高

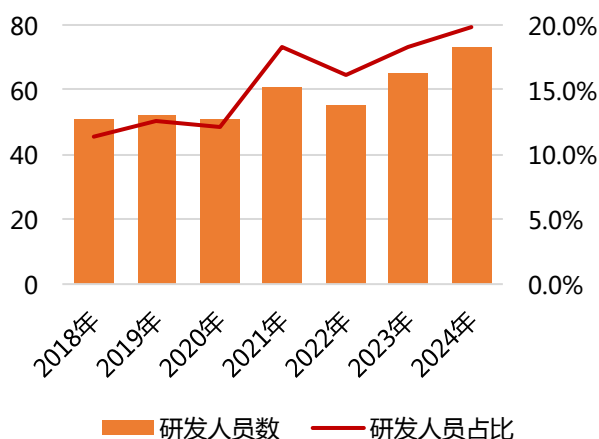
公司员工构成角度，研发人员占比持续增加，2023 年约为 18%，2024 年接近 20%。公司的核心技术体系搭建主要依靠自主研发，根据不同产品类型采用不同的研发方式。主要的研发方式分为新品开发、常规迭代和定制化研发。上市后，公司专利逐年增加，从研发到专利再到收入贡献良性循环。

生产工艺方面，膜的拉伸制作工艺是整个产业链中最难的部分，目前被美国戈尔、日东电工、唐纳森等为数不多的厂家所掌握，市场被前述几家跨国供应商长期垄断。自 2013 年起，公司通过不断的研发和试错，逐步掌握了 ePTFE 膜的拉伸工艺。

设备端，由于 ePTFE 膜及其组件产品的生产设备属于非标准化设备，而且生产过程中涉及较多技术机密，公司绝大多数生产设备均为自主设计或改造，生产设备的自主设计能力和改造能力构成了公司重要的技术壁垒。

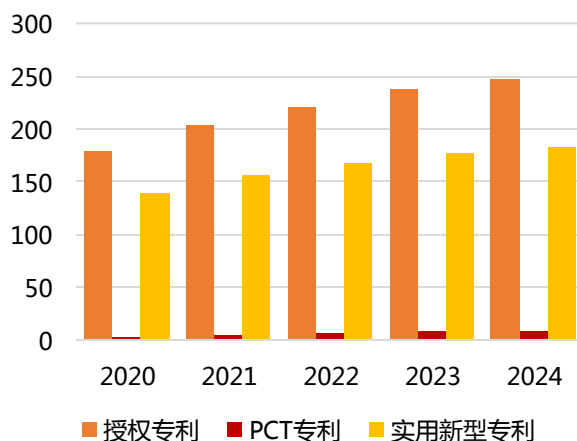
此外，ePTFE 膜的应用领域十分广泛，每一个细分应用市场都需要有针对性地进行定制化开发。与客户合作形成应用后，客户粘性也较强。

图 7：研发人员及占比



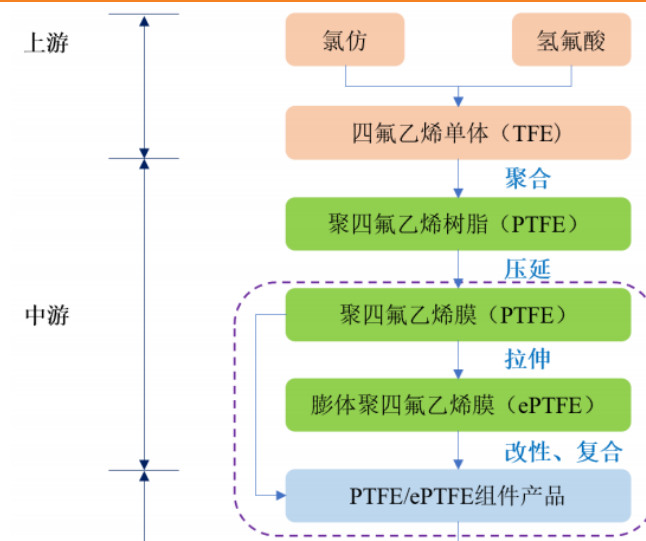
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：公司专利变化情况（个）



资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

图 9：ePTFE 膜上中游情况



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 汽车应用领域为主，从传统三大件不断升级

公司主营业务收入来源于核心技术产品 ePTFE 微透膜产品以及传统三大件产品挡水膜、密封件、吸隔声产品。目前在汽车领域应用最多，在汽车领域，公司与华域视觉、法雷奥、海拉车灯、星宇车灯、燎旺车灯等知名车灯企业以及上汽通用、上汽大众、上汽集团、一汽大众、一汽集团等终端主机厂建立了稳定的合作关系。

通过对市场规模及市占率的测算，CMD 仍有较大的上升空间。

根据招股说明书，测算主要基于汽车产量以及以下 4 个主要假设：

- 1、平均每辆汽车使用透气栓、透气膜价值合计 7.2 元，密封件价值 300 元，挡水膜单价 10 元/片（假设 75% 厂家使用）；
- 2、假设每辆汽车平均使用 6 平方米的吸音棉产品，平均单价 15 元/平方米；
- 3、假设 45% 需要用干燥剂，汽车每个前大灯通常使用 1 包 10g 干燥剂、1 包 5g 干燥剂，每个尾灯通常使用 1 包 5g 干燥剂，按 10g 干燥剂 4 元/包，5g 干燥剂 2 元/包计算；
- 4、CMD 每辆车的平均用量一般为 2 个，每个 CMD 产品单价约为 19 元。与透气膜等为替代效应。

根据上述假设计算得到 2025 年我国汽车领域用透气栓/膜、密封件、挡水膜、干燥剂、CMD 市场规模分别为 2.4、98.7、2.5、2.4、12.5 亿元，进一步，我们根据公司各业务的营收规模大致测算市占率的变化情况，可以发现，在公司近年来重点发力领域如干燥剂、CMD 市占率逐年提升，同时测算出 24 年公司 CMD 的市占率约为 6.9%，对比 23 年市占率提升显著，同时相比干燥剂及挡水膜还有较大的上升空间。

图 10：我国汽车主要部件市场规模和公司市占率测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
汽车产量（万辆）	2,552.8	2,462.5	2,652.8	2,747.6	3,011.3	3,155.9	3,290.0
透气栓、透气膜规模（百万元）	183.80	177.30	191.00	197.83	216.82	227.22	236.88
密封件规模（百万元）	7658.4	7387.5	7958.4	8242.8	9034.0	9467.7	9870.0
挡水膜规模（百万元）	191.46	184.69	198.96	206.07	225.85	236.69	246.75
干燥剂（百万元）	183.80	177.30	191.00	197.83	216.82	227.22	236.88
CMD（百万元）	970.1	935.8	1008.1	1044.1	1144.3	1199.2	1250.2
公司对应分部收入（百万元）	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
密封件	57.0	61.0	64.1	73.4	80.0	76.0	
市占率	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%	
挡水膜	49.0	55.5	50.3	43.9	30.8	22.6	
市占率	25.6%	30.1%	25.3%	21.3%	13.6%	9.6%	
干燥剂	15.4	22.4	35.3	46.3	47.4	59.6	
市占率	8.4%	12.6%	18.5%	23.4%	21.9%	26.2%	
CMD	2.7	7.9	6.7	20.5	50.5	82.7	
市占率	0.3%	0.8%	0.7%	2.0%	4.4%	6.9%	

资料来源：招股说明书，wind，中国汽车报网站，天风证券研究所

2. ePTFE 微透产品为公司核心业务

ePTFE 微透产品的核心材料是 ePTFE 膜, 该材料是将 PTFE 膨化处理后拉伸而形成的微孔薄膜。在每平方厘米的薄膜上存在数亿个微孔, 每个微孔直径约为 0.1-1.0 μm , 大小为水滴的 1/20000, 空气分子的 700 倍。因此, 薄膜在阻止液态水和粉尘通过的同时, 又可以保证空气和水汽通过, 从而实现防水透气的功能。

目前公司的 ePTFE 微透产品主要应用于汽车、消费电子以及包装等行业, 主要有透气、耐水压、透声、泄压等作用。公司在 ePTFE 膜方面的主要竞争对手为国外企业, 如美国戈尔、日东电工、美国唐纳森。

图 11: 公司 ePTFE 微透产品应用广泛

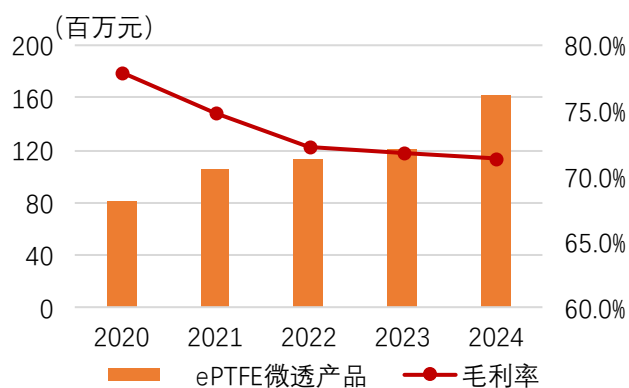
细分产品	主要原材料	下游应用场景	实现功能	主要客户
透气栓、透气膜	ePTFE膜、橡胶件	汽车车灯	压力平衡、防水、防尘	燎旺车灯、星宇车灯、华域视觉、法雷奥、三立车灯等
耐水压透声膜	ePTFE膜	智能手机、智能可穿戴设备	压力平衡、防水、防尘、透声	SELMAG ENTERPRISE CO.,LTD.(中国台湾)、千彩鑫、金世达康等
包装保护垫片	ePTFE膜、铝箔垫片	化学品、液态有机化肥包装	压力平衡、防水、防尘、防油、抗腐蚀	上海洋奇、上海源殊等
泄压阀	ePTFE膜、橡胶件	新能源汽车动力电池包	压力平衡、防水、防尘	上汽大众、一汽大众、多氟多等

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

经营层面, ePTFE 微透产品营收保持持续增长, 同时毛利也维持了较高的水平。具体看, 营收规模从 20 年的 8000 多万增长至 2023 年的 1.2 亿元, ePTFE 微透产品为公司近几年的第一增长极; 毛利率端虽然逐年下滑, 但依然保持在 70% 的高水平。

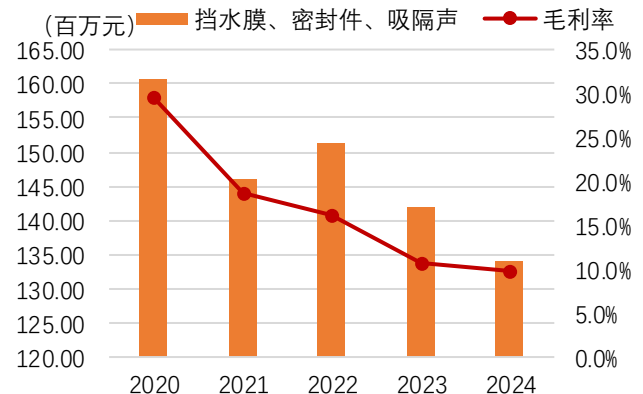
此外, 公司的传统产品由于准入门槛低、竞争激烈, 随着近年来汽车行业竞争激烈, 给公司带来一定影响, 公司传统三大件产品毛利率持续下滑。23 年传统产品营收规模为 1.4 亿元, 毛利率整体下滑至 10.7%。

图 12: ePTFE 微透产品营收及毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 传统三大件产品营收及毛利率



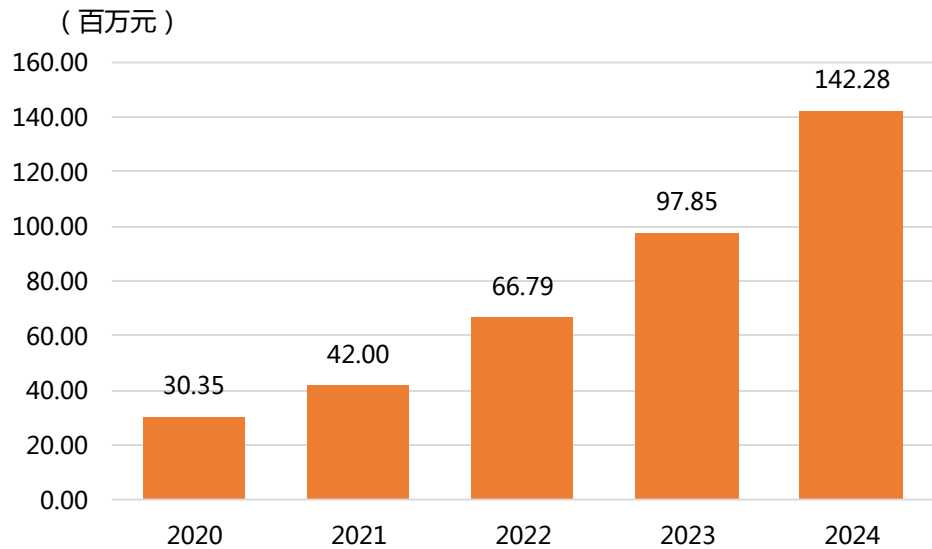
资料来源: wind, 天风证券研究所

3. 第二增长曲线：CMD 及气体管理产品

公司 CMD 产品的销售收入持续增长，2021 年至 2023 年销售收入增长超过 6.5 倍，在主营业务收入中的占比自 2021 年的 2.12% 快速提升至 2023 年的 12.36%，24 年继续维持高增速，市场拓展良好。随着汽车电气化、智能化趋势的快速发展，以及具有消除凝露功能的产品在户外储能、安防、消费电子、光伏等领域的渗透率提升，产品具备较好的发展前景。

目前公司 CMD 产品已成功导入汽车领域并开始大量应用，已在奔驰、宝马、大众、沃尔沃、红旗、五菱、理想、蔚来、吉利、广汽、长安、小米等知名汽车厂商的部分车型中应用，已经提供配套的车灯厂则包括法雷奥、海拉、马瑞利、华域视觉、星宇等知名车灯厂商。户外储能、安防、消费电子、光伏等领域尚处于前期导入阶段。

图 14：CMD 及气体管理产品营收规模快速增长



资料来源：wind，天风证券研究所

市占率尚有提升空间，公司募资扩产。公司 CMD 产品目前仍较大程度依赖人工进行生产。公司新产线将引入先进的自动化、智能化生产设备，减少人工操作环节，完善生产工艺流程。项目投入预计 2 亿元，建设期 2 年，满产后预计年均营业收入 2.88 亿元，年均税后利润 6291 万元。

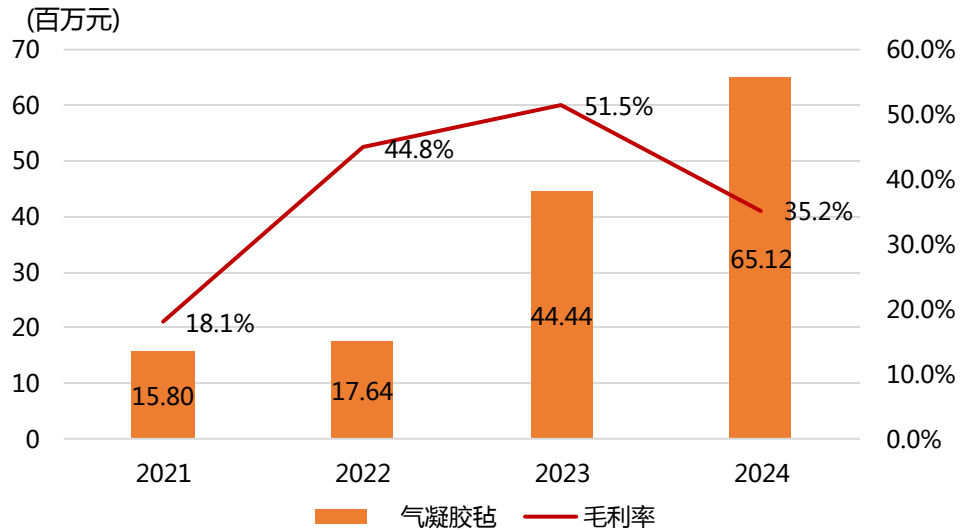
4. 气凝胶：内生外延发展

2018 年，公司通过与浙江大学合作成功研制出 SiO₂ 气凝胶，并通过添加其他辅助材料开发了 SiO₂ 气凝胶复合材料产品。公司通过首发上市募集资金投资建设了气凝胶量产线，并通过外延扩张使用现金方式收购了上海大音希声 60% 股权，将公司气凝胶应用领域拓展到海军舰船领域。大音希声是一家集无机固态气凝胶复合材料的技术开发、能耗分析、产品模拟设计、施工工艺设计、施工安装、监理（验收）为一体的综合型技术服务公司，其在无机固态气凝胶复合材料研发和生产工艺方面有着多年的实践经验，作为中国绝热节能材料协会气凝胶分会副会长单位受邀成为制定《纳米孔气凝胶复合绝热制品》国家标准和军标的主要成员，大音希声目前是国内造船厂气凝胶隔热材料主要供应商，在确保军品任务的同时，还将积极拓展航空航天、石油化工、轨道交通、建筑隔热等民用应用领域。

经营端，气凝胶毡营业收入从 2021 年的 1580 万元迅速攀升至 2023 年的 4444 万元，毛利率随着产能利用率的提升不断提高，2023 年达到 51.5%。

2023 年，大音希声计划投入 1.9 亿元建设无机固态气凝胶复合材料研发生产基地项目，预计形成年产无机固态气凝胶复合材料 30 万平方米的生产能力。2024 年上半年项目已经达到可使用状态，未来随着客户的拓展，业绩贡献可期。

图 15：气凝胶毡营业收入及毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 特种膜：TRT 达到进口替代水平

特种膜是公司基于 ePTFE 膜研发生产的一些特殊应用领域的产品，如用于电磁屏蔽的 ePTFE 屏蔽膜、用于航空航天耐原子氧薄膜、用于航空线缆的 TRT 电缆膜。

公司的 TRT 电缆膜具有卓越的电气性能、耐干湿电弧、耐高低温、抗酸碱、耐油、耐磨、防潮、防霉和良好的粘结特性，适用于航空航天电线电缆和高性能电子绝缘领域。该产品及技术已于 2021 年通过江苏省工业和信息化厅的新产品鉴定，实现 100% 国产自主可控，可进行进口替代。

公司参股公司凌天达项目一期 25 年 2 月工程封顶，预计今年 7 月完成竣工备案，明年上半年正式投产。该项目总投资约 10.17 亿元，是 2025 年江苏省重大项目之一，预计全面投产后将形成年产 1500 千米航空航天电缆组件、1800 万件新能源母排以及 1000 万套高性能智能驾驶系统线束的生产规模，产值可达 10 亿元。

6. 盈利预测与估值

- A. ePTFE 产品：公司在该领域，以 ePTFE 膜为技术核心，持续推进进口替代，不断拓展新的应用市场，我们预计公司的 ePTFE 微透产品营收保持持续增长，25-27 年营收为 1.95、2.24、2.58 亿元，由于定制化原因，我们认为公司毛利率能维持在较高水平。
- B. CMD 与气体管理：CMD 为公司募投项目，我们预计未来业绩将有明显释放，25-27 年营收为 1.78、2.15、2.5 亿元，由于主要用于汽车，我们假设毛利率逐年略有下降。
- C. 气凝胶：2024 年上半年，公司气凝胶项目、消费电子用耐水压透声膜项目均已建成达到预定可使用状态，目前处于市场拓展的过程中，预计 25-27 年营收为 1、1.2、1.5 亿元，24 年由于有新产能投产毛利率有所下滑，预计后续逐年回升至正常水平。
- D. 传统三项业务：传统三大件，挡水膜、密封件、吸隔声产品主要用于汽车行业，随着近年来汽车行业竞争严重，我们假设 25-27 年营收规模较为平稳，同时毛利率整体维持在 11-12%。

此外，根据公司公告，2024 年公司成立了汽车线束事业部，主要从事汽车用高性能线束的生产、研发，2024 年已实现营收，产品处于放量初期，我们预计后续有望保持高增速。

综上，我们预计公司 25-27 年营收规模分别为 7.4、9.5、11 亿元，归母净利润分别为 1.46 亿元、1.93 亿元、2.5 亿元，未来 2 年业绩弹性或较高。

图 16：业绩拆分预测

	2023	2024A	2025E	2026E	2027E
核心业务					
ePTFE					
收入（百万元）	121.0	162.5	195.0	224.3	257.9
毛利率	71.8%	71.4%	71.0%	70.8%	70.5%
线束					
收入（百万元）		6.60	130.00	250.00	300.00
毛利率		-6.67%	20.00%	25.00%	30.00%
CMD 与气体管理					
收入（百万元）	97.9	142.3	177.8	215.2	250.2
毛利率	63.11%	62.50%	60.77%	59.88%	58.71%
气凝胶					
收入（百万元）	44.44	65.12	100.00	120.00	150.00
毛利率	51.46%	35.18%	38.00%	40.00%	41.00%
传统业务					
收入（百万元）	142	134	135	137	133
毛利率	10.7%	9.8%	11.0%	11.5%	12.1%

资料来源：wind，天风证券研究所

估值角度，我们选取沃顿科技、斯迪克、星源材质三家膜材料公司作为可比公司，给予公司 25 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 63 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 1：可比公司估值

股票代码	公司名称	市值	收盘价	EPS				PE			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
000920.SZ	沃顿科技	46.1	9.8	0.4	0.4	0.4	0.5	27.9	23.2	21.9	19.5
300806.SZ	斯迪克	69.4	15.3	0.1	0.4	0.3	0.6	127.6	36.5	44.7	27.5
300568.SZ	星源材质	121.9	9.1	0.5	0.4	0.4	0.5	20.2	21.6	24.0	18.0
	平均值									30.2	21.7
688386.SH	泛亚微透	38.4	54.8	1.2	1.4	2.1	2.7	44.2	38.7	26.3	20.0

资料来源：wind，天风证券研究所

注：除泛亚微透外其余为 wind 一致预期，时间截至 250430

7. 风险提示

汽车行业需求下滑：公司主要从事 ePTFE 等微观多孔材料及其改性衍生产品、密封件、挡水膜的研发、生产及销售，下游以汽车行业为主，若汽车行业景气下行，则对公司利润可能造成影响。

新产品的市场拓展不及预期：公司还将开发新产品、新技术，导致公司需要投入大量的人力和物力，但市场需求的多样性及行业技术的不断更新发展，可能造成研发项目不能形成研发成果，不能成功开发出新产品，或者开发的新产品不被市场接受，进而可能对公司的盈利水平和未来发展产生不利影响。

盈利能力下滑：公司应用于汽车领域产品的销售价格可能应客户要求每年进行一定幅度的下调，若不能对应传导到成本，长期可能对经营业绩产生不利影响。

测算具有主观性：文中有部分市场规模的测算，测算过程假设具有一定的主观性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	58.60	27.59	37.16	47.56	54.81
应收票据及应收账款	180.37	226.00	351.98	407.34	456.99
预付账款	4.73	3.67	13.59	7.62	14.68
存货	85.02	104.32	188.84	191.59	228.93
其他	58.35	118.32	52.17	51.98	53.31
流动资产合计	387.08	479.90	643.74	706.08	808.72
长期股权投资	154.54	124.53	124.53	124.53	124.53
固定资产	253.91	261.91	328.03	356.12	352.26
在建工程	21.15	78.41	25.68	7.57	9.51
无形资产	61.53	57.98	54.27	50.56	46.84
其他	74.71	84.09	112.36	112.34	112.32
非流动资产合计	565.84	606.92	644.86	651.12	645.47
资产总计	953.00	1,088.61	1,288.60	1,357.19	1,454.18
短期借款	34.03	43.04	129.08	138.23	28.02
应付票据及应付账款	47.10	80.15	113.90	123.61	150.82
其他	59.00	63.42	79.84	50.67	83.70
流动负债合计	140.13	186.60	322.82	312.52	262.54
长期借款	68.07	108.02	92.94	50.00	40.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.27	17.77	5.20	5.20	5.20
非流动负债合计	88.34	125.79	98.14	55.20	45.20
负债合计	229.04	314.26	420.96	367.72	307.74
少数股东权益	39.89	48.65	54.25	60.39	68.30
股本	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00
资本公积	366.41	343.87	343.87	343.87	343.87
留存收益	247.67	311.83	399.52	515.22	664.27
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	723.97	774.35	867.64	989.48	1,146.44
负债和股东权益总计	953.00	1,088.61	1,288.60	1,357.19	1,454.18

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	91.13	107.92	146.15	192.82	248.42
折旧摊销	32.26	34.83	40.32	43.73	45.63
财务费用	4.96	4.51	5.95	6.50	3.90
投资损失	(1.73)	7.31	9.00	8.00	7.00
营运资金变动	(71.93)	(29.16)	(184.16)	(71.38)	(35.13)
其它	26.98	3.24	9.33	10.23	13.18
经营活动现金流	81.66	128.66	26.59	189.90	283.00
资本支出	80.25	69.01	62.57	50.00	40.00
长期投资	54.74	(30.01)	0.00	0.00	0.00
其他	(222.61)	(205.54)	(64.51)	(108.00)	(87.00)
投资活动现金流	(87.62)	(166.55)	(1.94)	(58.00)	(47.00)
债权融资	(28.60)	52.39	47.11	(40.27)	(124.11)
股权融资	(20.00)	(22.54)	(62.19)	(81.22)	(104.64)
其他	(7.86)	(18.85)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(56.46)	11.01	(15.08)	(121.50)	(228.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(62.42)	(26.88)	9.56	10.40	7.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	410.55	514.78	743.12	951.14	1,096.16
营业成本	221.82	272.66	415.83	535.37	597.88
营业税金及附加	4.81	4.99	7.43	9.51	10.96
销售费用	17.96	19.68	26.01	30.44	32.88
管理费用	49.35	55.46	59.45	71.34	76.73
研发费用	24.94	28.63	37.16	46.61	52.62
财务费用	4.75	4.39	5.95	6.50	3.90
资产/信用减值损失	(1.95)	(9.75)	(2.00)	(8.00)	(11.00)
公允价值变动收益	0.00	8.47	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.73	(7.31)	(9.00)	(8.00)	(7.00)
其他	(17.03)	12.37	0.00	0.00	0.00
营业利润	104.16	125.19	180.29	235.39	303.19
营业外收入	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.23	0.22	0.23	0.23	0.23
利润总额	104.05	124.97	180.06	235.16	302.96
所得税	12.93	17.05	24.58	32.10	41.35
净利润	91.13	107.92	155.48	203.06	261.61
少数股东损益	4.59	8.76	9.33	10.23	13.18
归属于母公司净利润	86.54	99.16	146.15	192.82	248.42
每股收益（元）	1.24	1.42	2.09	2.75	3.55

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	12.64%	25.39%	44.36%	27.99%	15.25%
营业利润	144.18%	20.19%	44.01%	30.56%	28.81%
归属于母公司净利润	176.08%	14.58%	47.40%	31.93%	28.83%
获利能力					
毛利率	45.97%	47.03%	44.04%	43.71%	45.46%
净利率	21.08%	19.26%	19.67%	20.27%	22.66%
ROE	12.65%	13.66%	17.97%	20.75%	23.04%
ROIC	14.27%	14.53%	19.10%	20.73%	24.44%
偿债能力					
资产负债率	24.03%	28.87%	32.67%	27.09%	21.16%
净负债率	7.40%	18.26%	21.31%	14.22%	1.15%
流动比率	2.75	2.56	1.99	2.26	3.08
速动比率	2.15	2.00	1.41	1.65	2.21
营运能力					
应收账款周转率	2.42	2.53	2.57	2.51	2.54
存货周转率	5.05	5.44	5.07	5.00	5.21
总资产周转率	0.45	0.50	0.63	0.72	0.78
每股指标（元）					
每股收益	1.24	1.42	2.09	2.75	3.55
每股经营现金流	1.17	1.84	0.38	2.71	4.04
每股净资产	9.77	10.37	11.62	13.27	15.40
估值比率					
市盈率	44.33	38.69	26.25	19.89	15.44
市净率	5.61	5.29	4.72	4.13	3.56
EV/EBITDA	19.48	10.86	17.63	13.32	10.39
EV/EBIT	24.78	13.07	21.41	15.60	11.84

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com