

2025 年 05 月 03 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

泛亚微透（688386）

2024&2025Q1 业绩点评：国产替代、多元经营，成长曲线清晰

业绩概要：公司 2024 年实现营业收入 5.15 亿元（+25.39%），归母净利润 0.99 亿元（+14.58%），扣非归母净利润 0.90 亿元（+22.98%），基本 EPS 为 1.42 元。2025Q1 公司实现营业收入 1.31 亿元（同比+26.60%，环比-19.19%）、归母净利润 0.24 亿元（同比+43.22%，环比-26.00%），实现扣非净利润 0.24 亿元（同比+42.92%，环比+0.04%）；

贸易摩擦加剧，国产化替代加速：2024 年，全球贸易摩擦加剧，行业竞争激烈，客户降本需求迫切，公司凭借自身技术实力，积极探索新材料、新技术的国产化替代，形成了 ePTFE 微透产品、CMD 及气体管理产品、SiO₂气凝胶产品以及高性能线束产品等四大核心业务。2025 年以来，随着中美贸易冲突加剧以及对杜邦等企业的反垄断调查，公司产品国产化替代进程加速。尽管下游降本需求迫切，但公司作为行业内少数参与者，掌握全套膜材制造、改性及复合技术，实现了盈利能力的基本稳定和营收的稳健增长；

业务转型表现亮眼：公司主要业务中，传统业务（挡水膜、密封件、吸隔声产品）2024 年实现收入 1.34 亿元（-5.52%），毛利率 9.81%（-0.86pcts），主要系公司传统业务收缩规模所致，ePTFE 微透产品实现收入 1.62 亿元（+34.31%），毛利率 71.36%（-0.45pcts），主要系 2024 年公司产品替代进口产品加速，产品结构提升，销量 2.4 亿只（+15.8%）的同时，带来产品均价 0.67 元/个（+16.0%）提升；气凝胶业务实现收入 0.65 亿元（+46.54%），毛利率 35.20%（-16.27pcts），2024 年气凝胶在舰船、吸隔声产品领域的渗透加速，销量 109 万片（+313.8%），价格下降我们推测系产品结构变化等；CMD 及气体管理产品实现收入 1.42 亿元（+45.40%），毛利率 62.50%（-0.61pcts），2024 年汽车行业渗透加速，量增价减，主要系下游客户降本需求强烈所致；其他业务实现收入 1027 万元（+219%），主要系公司线束产品增长较快；

财务数据：2024 年，研发费用增速有所增长，主要系公司加大了对研发人员的引进，同时为开发新产品，公司物料消耗、差旅费用有所增长，体现出公司对研发投入的重视；应收票据增加较多，主要系公司业务结构变化，库存和发出商品增加，相关票据增加所致；在建工程增加较多，主要系公司 CMD 专用设备增加以及子公司大音希声新建无机固态气凝胶复合材料基地所致；

2025Q1 毛利率进一步提升：2025Q1 来看，公司实现收入 1.3 亿元（同比+26.60%，环比-19.19%），毛利率 48.48%（环比+4.0pcts），我们推测主要系下游领域交付及确收节奏变化，毛利率提升主要系公司毛利率较高的 ePTFE 微透及 CMD 产品占比较高所致；

业务多元化趋势已现：公司近年来除了传统业务外，在气凝胶、CMD 及气体管理产品以及 ePTFE 微透产品三大业务中进展较快，形成了多元布局——（1）气凝胶板块，通过内生外延等方式，实现了气凝胶量产线建设，并将应用拓展至舰船领域，2024 年公司在航空领域有

投资评级

买入

维持评级

2025 年 04 月 30 日

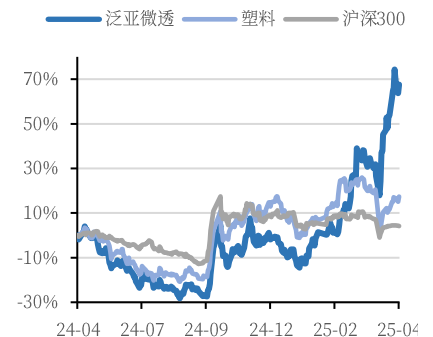
收盘价(元):

54.80

公司基本数据

总股本(百万股)	70.00
总市值(百万)	3,836.00
流通股本(百万股)	70.00
流通市值(百万)	3,836.00
12 月最高/最低价(元)	59.49/23.63
资产负债率(%)	29.34
每股净资产(元)	10.71
市盈率(TTM)	36.00
市净率(PB)	5.12
净资产收益率(%)	3.21

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 分析师
SAC 执业证书: S0640524090001
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

2023 年报&2024Q1 点评: 公司稳健经营, 新业务进展顺利 —2024-05-09

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

所突破，为某型号飞机某些关键科目飞行试验提供有力支持；(2) **CMD 及气体管理产品**，公司在车灯干燥及动力电池泄压阀领域不断渗透，目前方案已经被多家汽车厂及下游多款动力电池车型应用，有效减少了电池包内部冷凝水，使汽车安全性进一步提升；(3) **ePTFE 微透产品**，通过替代传统产品，进入消费电子、航空线缆以及生物医药等多个领域，不断扩大产品在下游客户的认知度和渗透率，多领域发展初具雏形；

L3 法规渐近，关注高速线束机遇：2024 年 12 月 31 日，北京通过《北京市自动驾驶汽车条例》，为 L3 级（有人监控的有条件自动驾驶）自动驾驶汽车提供制度规范，这意味着 L3 法规的制度完善正在加速。自动驾驶汽车需要较高的算力支撑——以英伟达最新一代 Thor 芯片为例，其单片算力达到 2000TOPS，高算力背后对高速数据线缆需求较高。2024 年，公司成立汽车线束部，目前已经实现汽车以太网高频传输低损耗线束的小试生产，目前处于国内领先状态。消费者在汽车选购中，更加重视具备 L3 架构的汽车，随着渗透率提升，公司将充分分享行业高增机遇；

TRT 膜国产化加速：根据公司 2021 年 8 月公告，公司自主研发的航空航天用聚酰亚胺/含氟聚合物绝缘复合薄膜（统称 TRT 膜）已通过鉴定，目前该类材料主要依赖如杜邦等海外巨头。公司产品目前处于国际领先水平，具有良好的力学、电绝缘、耐热、耐化学和粘结特性，适用于航空航天电线电缆及电子绝缘领域。近期，市场监管总局依法对杜邦开展反垄断调查，这一情况有望加速公司在该类材料方面的国产化替代进程；

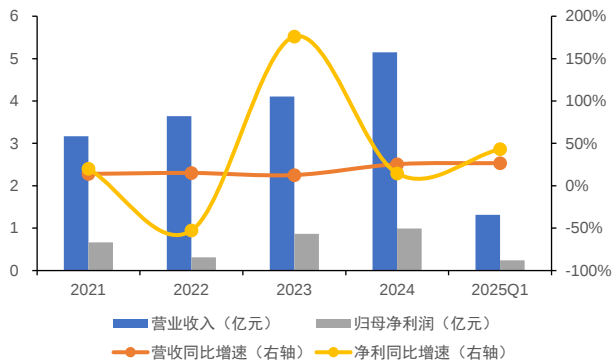
投资建议：公司以 ePTFE 膜为核心，不断拓展微透产品、CMD 及气体管理产品以及线束业务等多领域应用，内生外延等方式实现气凝胶的量产及在舰船、飞机以及汽车等多领域应用。多元化布局下，公司增长曲线明晰，未来可期。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 6.67 亿元、8.94 亿元、12.29 亿元，同比增长 29.62%、34.01%、37.42%，实现归母净利润 1.42 亿元、1.80 亿元、2.22 亿元，同比增长 43.21%、26.51%、23.65%，对应 PE 27X、21X、17X，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、产能投放不及预期、政策变动风险等

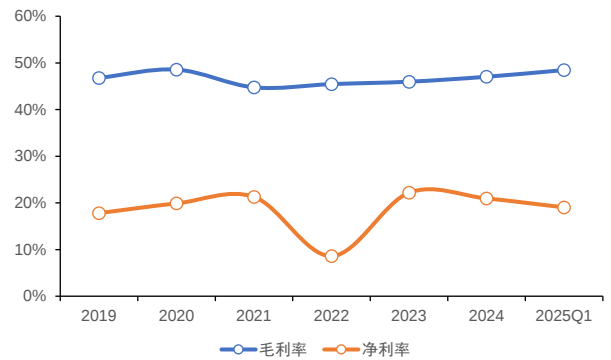
盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	411	515	667	894	1,229
增速（%）	12.64%	25.39%	29.62%	34.01%	37.42%
归母净利润（百万元）	87	99	142	180	222
增速（%）	176.08%	14.58%	43.21%	26.51%	23.65%
每股收益（元）	1.24	1.42	2.03	2.57	3.17
市盈率（倍）	44.33	38.69	27.01	21.35	17.27

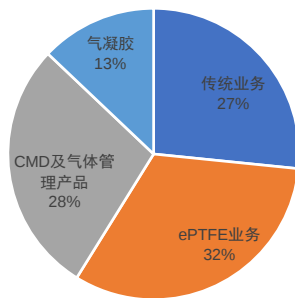
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、归母净利润及其同比增速


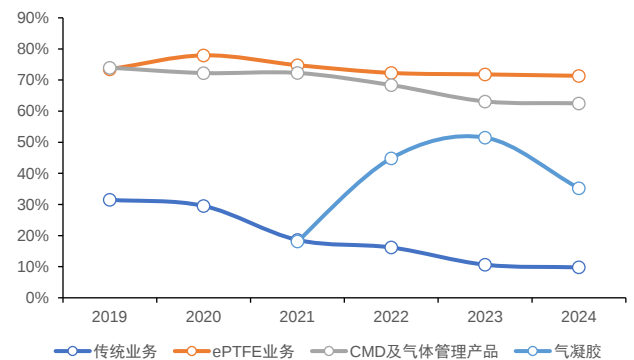
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 2024 年收入结构


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 分业务毛利率水平


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 分季度财务数据

	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2
营业收入(百万元)	131	162	126	122	104	122	113	99
营业成本(百万元)	68	90	69	62	52	64	62	54
销售费用率	3.7%	4.7%	3.4%	3.0%	3.9%	4.7%	3.9%	4.4%
管理费用率	11.4%	9.3%	10.9%	11.4%	12.1%	10.7%	11.1%	13.5%
财务费用率	0.4%	0.8%	0.8%	0.6%	1.3%	0.8%	1.4%	0.9%
研发费用率	4.0%	6.8%	5.1%	5.2%	4.7%	7.9%	4.5%	4.9%
资产减值损失(百万元)	3.98	2.32	-0.23	1.15	4.37	0.95	0.14	-0.45
利润总额(百万元)	31	41	29	33	22	31	23	35
所得税费用(百万元)	6	6	3	4	4	3	3	4
归母净利润(百万元)	24	33	24	26	17	28	19	28
扣非归母净利(百万元)	24	24	24	26	17	27	19	16
EPS(元)	0.34	0.46	0.34	0.37	0.24	0.40	0.27	0.41
毛利率	48.5%	44.5%	45.1%	49.7%	50.2%	47.5%	45.0%	45.6%
期间费用率	19.4%	21.6%	20.2%	20.2%	22.0%	24.1%	20.8%	23.7%
所得税率	18.4%	14.5%	11.4%	11.2%	18.6%	10.6%	13.9%	12.4%
净利率	18.3%	20.0%	19.0%	21.1%	16.2%	22.7%	16.7%	28.9%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 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	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	106.23	58.60	27.59	66.73	89.42	122.88	营业收入	364.46	410.55	514.78	667.28	894.20	1228.83
应收票据及账款	189.44	237.24	285.52	388.48	532.36	711.14	营业成本	198.80	221.82	272.66	344.64	469.28	668.72
预付账款	5.60	4.73	3.67	7.68	9.55	12.12	税金及附加	4.33	4.81	4.99	6.67	8.94	12.29
其他应收款	0.45	0.46	0.45	0.73	0.83	1.18	销售费用	14.92	17.96	19.68	26.69	36.66	51.61
存货	77.42	85.02	104.32	141.63	194.14	265.66	管理费用	38.84	49.35	55.46	73.40	102.83	146.23
其他流动资产	0.31	1.10	60.15	1.33	1.79	2.46	研发费用	17.18	24.94	28.63	40.70	54.64	75.08
流动资产总计	379.45	387.16	481.70	606.59	828.09	1115.44	财务费用	4.83	4.75	4.39	7.20	9.34	11.69
长期股权投资	99.80	154.54	124.53	125.63	126.86	128.16	资产减值损失	-49.39	-0.40	-7.61	-5.00	-4.50	-4.00
固定资产	264.50	257.03	263.19	247.03	254.33	265.80	信用减值损失	-2.28	-1.55	-2.14	-1.00	-1.10	-1.20
在建工程	7.72	21.15	78.41	98.67	135.60	105.87	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	69.22	61.53	57.98	69.15	96.99	116.49	投资收益	1.51	1.73	-7.31	1.80	1.83	1.90
长期待摊费用	0.00	0.00	0.10	0.05	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	8.47	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	71.03	71.59	82.72	96.28	97.28	97.28	资产处置收益	0.06	10.65	-0.14	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	512.27	565.84	606.92	636.81	711.06	713.60	其他收益	7.20	6.81	4.97	7.00	7.20	7.20
资产总计	891.73	953.00	1088.61	1243.40	1539.15	1829.03	营业利润	42.66	104.16	125.19	170.77	215.93	267.11
短期借款	49.55	34.03	43.04	73.60	178.36	226.94	营业外收入	0.01	0.12	0.00	0.10	0.20	0.12
应付票据及账款	41.10	47.10	80.15	74.59	102.86	139.24	营业外支出	0.03	0.23	0.22	0.23	0.25	0.30
其他流动负债	64.34	59.57	65.28	104.99	139.83	198.97	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	154.99	140.69	188.47	253.19	421.05	665.16	利润总额	42.64	104.05	124.97	170.64	215.88	266.93
长期借款	79.52	69.90	108.02	90.92	79.61	54.22	所得税	11.27	12.93	17.05	21.16	26.77	33.10
其他非流动负债	9.98	18.44	17.77	18.06	22.04	26.02	净利润	31.37	91.13	107.92	149.48	189.11	233.83
非流动负债合计	89.50	88.34	125.79	108.98	101.65	80.24	少数股东损益	0.03	4.59	8.76	7.47	9.46	11.69
负债合计	244.48	229.04	314.26	362.17	522.70	645.40	归属母公司股东净利润	31.34	86.54	99.16	142.01	179.66	222.14
股本	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	EBITDA	75.31	141.07	164.19	237.61	303.21	377.38
资本公积	351.41	366.41	343.87	343.87	343.87	343.87	NOPLAT	34.89	86.06	104.71	155.91	197.35	244.25
留存收益	196.14	247.67	311.83	411.23	536.99	692.49	EPS (元)	0.45	1.24	1.42	2.03	2.57	3.17
归属母公司权益	617.54	684.08	725.70	825.10	950.86	1106.36	主要财务比率						
少数股东权益	29.70	39.89	48.65	56.13	65.58	77.27	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	647.24	723.97	774.35	881.23	1016.44	1183.63	成长能力						
负债和股东权益合计	891.73	953.00	1088.61	1243.40	1539.15	1829.03	营收增长率	15.11%	12.64%	25.39%	29.62%	34.01%	37.42%
现金流量表							营业利润增长率	-44.89%	144.18%	20.19%	36.41%	26.45%	23.70%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-40.88%	129.21%	18.89%	37.47%	26.65%	23.71%
税后经营利润	31.37	91.13	107.92	141.89	181.25	226.02	EBITDA增长率	-28.40%	87.32%	16.39%	44.72%	27.61%	24.46%
折旧与摊销	27.84	32.26	34.83	59.77	77.98	98.76	归母净利润增长率	-52.79%	176.08%	14.58%	43.21%	26.51%	23.65%
财务费用	4.83	4.75	4.39	7.20	9.34	11.69	经营现金流增长率	-4.41%	3.27%	61.18%	-16.74%	30.68%	32.23%
投资损失	-1.51	-1.73	7.31	-1.80	-1.83	-1.90	盈利能力						
营运资金变动	-38.52	-40.65	-26.71	-108.66	-135.71	-158.35	毛利率	45.45%	45.97%	47.03%	48.35%	47.52%	45.58%
其他经营现金流	53.28	-5.94	0.92	8.73	8.96	8.90	净利率	8.61%	22.20%	20.96%	22.40%	21.15%	19.03%
经营性现金净流量	77.29	79.82	128.66	107.12	139.99	185.11	营业利润率	11.70%	25.37%	24.32%	25.59%	24.15%	21.74%
资本支出	58.70	65.45	112.44	99.71	146.02	96.02	ROE	5.08%	12.65%	13.66%	17.21%	18.89%	20.08%
长期投资	-80.00	0.00	-57.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.52%	9.08%	9.11%	11.42%	11.67%	12.15%
其他投资现金流	0.35	-22.17	2.89	68.06	-3.49	-2.49	ROIC	5.87%	12.18%	12.92%	17.96%	18.87%	19.17%
投资性现金净流量	-138.36	-87.62	-166.55	-31.66	-149.51	-98.51	估值倍数						
短期借款	-0.50	-15.52	9.01	30.56	104.76	48.58	P/E	122.38	44.33	38.69	27.01	21.35	17.27
长期借款	-9.92	-9.62	38.12	-17.10	-11.31	-25.39	P/S	10.53	9.34	7.45	5.75	4.29	3.12
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	6.21	5.61	5.29	4.65	4.03	3.47
资本公积增加	0.00	15.00	-22.54	0.00	0.00	0.00	股息率	0.91%	0.91%	0.00%	1.11%	1.41%	1.74%
其他筹资现金流	2.14	-46.32	-13.58	-49.80	-61.24	-76.33	EV/EBIT	83.64	27.41	17.46	22.81	18.47	15.05
筹资性现金净流量	-8.28	-56.46	11.01	-36.34	32.22	-53.14	EV/EBITDA	52.72	21.14	13.75	17.07	13.72	11.11
现金流量净额	-68.58	-64.10	-26.98	39.13	22.69	33.46	EV/NOPLAT	113.80	34.65	21.57	26.02	21.08	17.17

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。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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, 依托中国航空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:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕洪, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

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、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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