

泛亚微透 (688386)

2025 年中报点评：业绩稳健增长，定增打开空间

业绩概要：2025 年上半年公司实现营业收入 2.84 亿元 (+25.65%)，实现归母净利润 0.54 亿元 (+27.57%)，对应 EPS 为 0.60 元，扣非归母净利润为 0.54 亿元 (+27.29%)。公司 Q2 实现营业收入 1.53 亿元 (同比+24.8%，环比+16.4%)，实现归母净利润 0.30 亿元 (同比+17.4%，环比+26.0%)，实现扣非净利润 0.30 亿元 (同比+17.2%，环比+27.5%)；

汽车产业快速增长，新兴行业方兴未艾：2025 年上半年，汽车产销同比增长 12.5%、11.4%，新能源汽车销量完成 693.7 万辆 (+40.3%)，渗透率达到 44.3%，汽车尤其是新能源汽车行业的快速发展带动了微透产品、CMD 产品以及高性能线束等产品的需求快速增长。与此同时，新兴领域保持高速增长，医疗领域国产化替代进程加速，气凝胶在舰船领域实现突破，航空线束积极开拓市场；

公司业绩保持稳健增长，四大增长曲线明晰：2025 年上半年，公司营收利润同比稳健增长。分板块看：1) ePTFE 微透产品实现营业收入 1.02 亿元 (+41.7%)，我们推测主要系公司在汽车传统透气产品保持稳健增长的同时，在汽车线缆膜材料等领域增速较快等因素；CMD 及气体管理产品实现收入 0.69 亿元 (+9.66%)，主要应用于车灯及电池领域，我们推测主要系公司产能利用率较高导致销售收入有所放缓；气凝胶产品实现收入 0.31 亿元 (+5.47%)，我们推测主要系下游客户交付节奏不同所致；高性能线束产品实现收入 845.5 万元 (+892.98%)，毛利率为-16.2%，该领域出货量激增，但毛利率较低，我们推测是下游客户在高性能汽车线束领域的需求快速提升，但产品初期产能利用率不足所致；

财务数据：报告期内经营活动现金流变动，主要系公司业务增长，导致购买原材料增加而回款减少的同时员工增长，薪酬增加所致；在建工程增加较多，主要系公司 CMD 专用设备增加及子公司投资建设气凝胶研发生产基地所致；流动负债占比较高，反映出当前公司偿债压力较大；

新兴领域此起彼伏，未来可期：公司在国产化替代方面积极作为，利用 ePTFE 膜的控制工艺横向拓展了多元的新兴领域应用：1) 新能源汽车领域，公司将航空级电缆膜与铜排、铝排复合，形成新的产品，并通过头部新能源客户验证实现了批量交付；2) 医疗领域，公司成立公司研究利用 ePTFE 膜形成的微孔壁管道，解决小直径血管假体的临床需求；3) 通讯领域，公司利用改性 ePTFE 膜与柔性金属铜箔复合，具备低介电损耗、尺寸稳定性等优势，已经完成客户验证；

投资评级

买入
维持评级

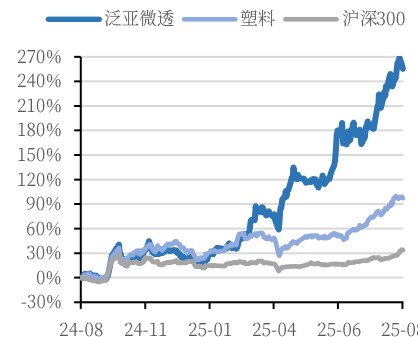
2025 年 08 月 26 日

收盘价(元): 67.60

公司基本数据

总股本(百万股)	91.00
总市值(百万)	6,151.60
流通股本(百万股)	91.00
流通市值(百万)	6,151.60
12 月最高/最低价(元)	72.14/23.89
资产负债率(%)	29.21
每股净资产(元)	8.50
市盈率(TTM)	55.46
市净率(PB)	7.96
净资产收益率(%)	7.04

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

2024&2025Q1 业绩点评: 国产替代、多元经营, 成长曲线清晰 —2025-05-12

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

并表凌天达，做深产品价值：公司以现金及 TRT 膜相关固定及无形资产对凌天达进行增资，完成 51%控股，并于 2025 年 7 月并表。凌天达 2024 年实现营业收入 0.86 亿元，主营业务包括航空、航天、高性能物理等高性能电缆、线束连接器等。美国戈尔公司专注于利用 PTFE 为主体进行产品开发，年营收超 38 亿美元，而线缆是美国戈尔（Gore）最重要的产品门类，价值量庞大，是高端线缆核心特种特性的重要来源。公司学习戈尔的成功路径，本次并表凌天达，标志着公司将完成从线缆膜供应商向线缆、组件及整体方案提供商的转变；

定增打开想象空间：公司披露定增草案，拟募资 6.99 亿元，主要用于 CMD 产品技改扩产、用于 6G 通讯的 FCCL 挠性覆铜板产业化、研发中心建设以及现金流补充等项目。本次募集资金可有效缓解偿债压力的同时，对形成产能瓶颈的 CMD 产品，以及已经完成客户验证即将实现产业化落地的 FCCL 产品两大业务形成有力支撑，完成跨越式发展，打开公司中长期想象空间；

投资建议：公司全面对标美国戈尔，打造了 ePTFE 微透产品、CMD 及气体管理产品、气凝胶产品以及线缆线束产品四大特色增长曲线，凭借对于 ePTFE 膜的理解，延伸开发了多元的应用领域，随着定增落地的产能释放，下游需求的快速增长，公司的产销量有望上升新的台阶。不考虑并表凌天达的情况下，我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 6.53 亿元、9.21 亿元、13.48 亿元，同比增长 26.87%、41.09%、46.25%，实现归母净利润 1.40 亿元、1.92 亿元、2.58 亿元，同比增长 41.43%、37.25%、34.07%，对应 PE 44X、32X、24X，维持“买入”评级。

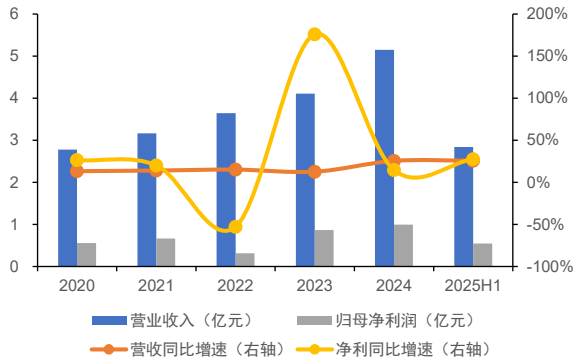
风险提示：毛利率大幅下降风险；下游需求不及预期风险；流动负债占比较高风险；

盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	411	515	653	921	1,348
增速（%）	12.64%	25.39%	26.87%	41.09%	46.25%
归母净利润（百万元）	87	99	140	192	258
增速（%）	176.08%	14.58%	41.43%	37.25%	34.07%
每股收益（元）	0.95	1.09	1.54	2.12	2.84
市盈率（倍）	71.09	62.04	43.87	31.96	23.84

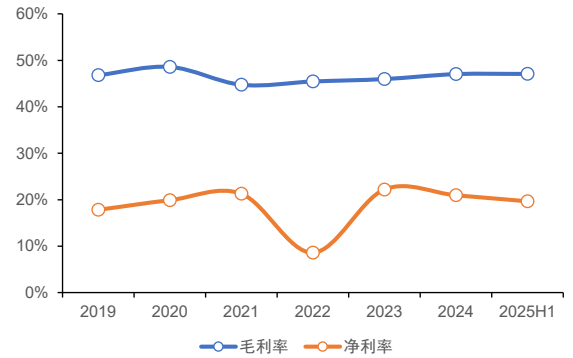
资料来源：iFinD，中航证券研究所

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 定增募集资金用途

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 金额 (万元)
1	CMD产品智能制造技改扩产项目	21288	11935
2	用于6G通讯的低介电损耗FCCL挠性覆铜板产业化项目	26018	21575
3	研发中心建设项目	20429	15441
4	补充流动资金	20900	20900
合计		88635	69851

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 分季度数据

	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
营业收入(百万元)	153	131	162	126	122	104	122	113
营业成本(百万元)	83	68	90	69	62	52	64	62
销售费用率	4.0%	3.7%	4.7%	3.4%	3.0%	3.9%	4.7%	3.9%
管理费用率	12.0%	11.4%	9.3%	10.9%	11.4%	12.1%	10.7%	11.1%
财务费用率	0.2%	0.4%	0.8%	0.8%	0.6%	1.3%	0.8%	1.4%
研发费用率	4.1%	4.0%	6.8%	5.1%	5.2%	4.7%	7.9%	4.5%
资产减值损失(百万元)	-0.26	3.98	2.32	-0.23	1.15	4.37	0.95	0.14
利润总额(百万元)	36	31	41	29	33	22	31	23
所得税费用(百万元)	5	6	6	3	4	4	3	3
归母净利润(百万元)	30	24	33	24	26	17	28	19
扣非归母净利(百万)	30	24	24	24	26	17	27	19
EPS(元)	0.33	0.34	0.46	0.34	0.37	0.24	0.40	0.27
毛利率	45.9%	48.5%	44.5%	45.1%	49.7%	50.2%	47.5%	45.0%
期间费用率	20.2%	19.4%	21.6%	20.2%	20.2%	22.0%	24.1%	20.8%
所得税率	13.6%	18.4%	14.5%	11.4%	11.2%	18.6%	10.6%	13.9%
净利润率	19.9%	18.3%	20.0%	19.0%	21.1%	16.2%	22.7%	16.7%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 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	65.31	92.15	134.76	营业收入	364.46	410.55	514.78	653.10	921.47	1347.61
应收票据及账款	189.44	237.24	285.52	380.23	548.59	779.88	营业成本	198.80	221.82	272.66	334.41	473.22	717.28
预付账款	5.60	4.73	3.67	7.52	9.85	13.29	税金及附加	4.33	4.81	4.99	6.27	8.85	12.94
其他应收款	0.45	0.46	0.45	0.72	0.86	1.29	销售费用	14.92	17.96	19.68	25.08	35.48	51.61
存货	77.42	85.02	104.32	137.43	195.77	284.95	管理费用	38.84	49.35	55.46	76.41	108.73	160.37
其他流动资产	0.31	1.10	60.15	1.31	1.84	2.70	研发费用	17.18	24.94	28.63	32.65	50.68	76.81
流动资产总计	379.45	387.16	481.70	592.50	849.06	1216.86	财务费用	4.83	4.75	4.39	6.94	9.06	12.11
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	1229.32	1560.11	1930.46	营业利润	42.66	104.16	125.19	174.14	238.88	320.39
短期借款	49.55	34.03	43.04	61.52	177.58	248.39	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	72.38	103.72	149.35	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	101.72	140.98	213.21	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	235.62	422.27	610.95	利润总额	42.64	104.05	124.97	174.01	238.83	320.21
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	21.58	29.62	39.71
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	152.43	209.22	280.50
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	12.19	16.74	22.44
负债合计	244.48	229.04	314.26	344.60	523.93	691.19	归属母公司股东净	31.34	86.54	99.16	140.24	192.48	258.06
股本	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	70.00	EBITDA	75.31	141.07	164.19	240.72	325.88	431.08
资本公积	351.41	366.41	343.87	343.87	343.87	343.87	NOPLAT	34.89	86.06	104.71	158.64	217.20	291.30
留存收益	196.14	247.67	311.83	410.00	544.73	725.38	EPS(元)	0.34	0.95	1.09	1.54	2.12	2.84
归属母公司权益	617.54	684.08	725.70	823.86	958.60	1139.25	主要财务比率						
少数股东权益	29.70	39.89	48.65	60.85	77.58	100.02	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股东权益合计	647.24	723.97	774.35	884.71	1036.18	1239.27	成长能力						
负债和股东权益合计	891.73	953.00	1088.61	1229.32	1560.11	1930.46	营收增长率	15.11%	12.64%	25.39%	26.87%	41.09%	46.25%
现金流量表							营业利润增长率	-44.89%	144.18%	20.19%	39.10%	37.18%	34.12%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-40.88%	129.21%	18.89%	39.88%	37.00%	34.06%
税后经营利润	31.37	91.13	107.92	144.84	201.35	272.69	EBITDA增长率	-28.40%	87.32%	16.39%	46.61%	35.38%	32.28%
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%	41.43%	37.25%	34.07%
财务费用	4.83	4.75	4.39	6.94	9.06	12.11	经营现金流增长率	-4.41%	3.27%	61.18%	-9.06%	16.59%	34.33%
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	-101.48	-159.12	-207.33	毛利率	45.45%	45.97%	47.03%	48.80%	48.65%	46.77%
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%	23.34%	22.70%	20.81%
经营性现金净流量	77.29	79.82	128.66	116.99	136.41	183.23	营业利润率	11.70%	25.37%	24.32%	26.66%	25.92%	23.77%
资本支出	58.70	65.45	112.44	99.71	146.02	96.02	ROE	5.08%	12.65%	13.66%	17.02%	20.08%	22.65%
长期投资	-80.00	0.00	-57.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.52%	9.08%	9.11%	11.41%	12.34%	13.37%
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%	18.27%	20.94%	22.52%
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	18.48	116.05	70.81	P/E	196.26	71.09	62.04	43.87	31.96	23.84
长期借款	-9.92	-9.62	38.12	-17.10	-11.31	-25.39	P/S	16.88	14.98	11.95	9.42	6.68	4.56
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	9.96	8.99	8.48	7.47	6.42	5.40
资本公积增加	0.00	15.00	-22.54	0.00	0.00	0.00	股息率	0.57%	0.57%	0.11%	0.68%	0.94%	1.26%
其他筹资现金流	2.14	-46.32	-13.58	-49.01	-64.80	-87.53	EV/EBIT	83.64	27.41	17.46	35.18	26.17	19.72
筹资性现金净流量	-8.28	-56.46	11.01	-47.62	39.94	-42.11	EV/EBITDA	52.72	21.14	13.75	26.44	19.90	15.20
现金流量净额	-68.58	-64.10	-26.98	37.72	26.84	42.61	EV/NOPLAT	113.80	34.65	21.57	40.12	29.86	22.50

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:

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

李裕淇, 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