

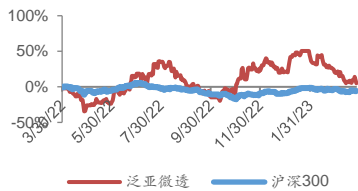
商誉减值拖累业绩，气凝胶迎来放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-29

收盘价(元)	48.00
近12个月最高/最低(元)	68.86/29.99
总股本(百万股)	70
流通股本(百万股)	42
流通股比例(%)	59.77
总市值(亿元)	35.81
流通市值(亿元)	21.85

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件描述

3月24日晚，泛亚微透发布2022年报，公司2022年全年实现营收3.64亿元，同比增长15.11%；实现归母净利润3134.91万元，同比减少52.79%；实现扣非归母净利润2496.72万元，同比减少54.31%。

● 年度业绩受大音希声减值拖累，因停工停产导致订单交付不及预期

2022年Q4单季度，公司实现归母净利润-915万，扣非归母净利润-1010万。公司Q4盈利大幅下行主因Q4公司按照会计政策规定拟对前期收购的子公司大音希声60%股权形成的商誉计提减值准备4572.77万元，减值的主要原因系上半年疫情影响下客户停工停产导致大音希声订单交付不及预期，2022年度大音希声未能实现预期效益。若加回减值Q4单季度实现归母净利润3540万，符合预期。公司2022年整体毛利率45.45%，同比增长0.7pct；净利率8.61%，同比下滑12.68pct。毛利率实现上升体现了新产品放量带来公司业务结构优化。净利率下滑主要由于商誉减值所致，实际从费用端来看，公司销售费率同比下降0.38pct，管理费率同比下降1.40pct，管理费率同比上升0.33pct，研发费率同比下降1.01pct。

● 核心产品实现高成长，CMD、气凝胶毡等产品实现快速放量

核心业务实现稳健增长，高毛利率维持。收入方面，公司核心产品ePTFE微透产品/气体管理产品实现收入1.12亿元/0.46亿，同比增长7.20%/31.06%；毛利率72.28%/72.10%，同比下降2.5pct/1.02pct。ePTFE微透产品/气体管理产品收入稳定增长，毛利率变化不大，均在70%以上，公司专攻利基市场，产品高端化、定制化程度高，原材料占比小，原料价格波动不敏感，毛利率能够维持稳定。

近几年突破的新产品实现快速放量。CMD产品实现收入2047万元，同比增长207.59%。该产品半年度实现收入672万元，下半年实现收入爆发式增长。毛利率方面，CMD产品由于让利促进销售的策略，毛利率略有下滑，2022年毛利率59.89%，同比下降7.9pct。气凝胶实现收入1763.74万元，同比增长11.60%；毛利率44.84%，同比增长26.77pct。

摆脱上半年疫情不利影响，传统汽车相关产品维持稳定。汽车密封条/挡水膜/吸隔声产品属于公司传统业务，2022年分别实现营收7337.85万元/4384.72万元/3417.63万元，同比+14.43%/-12.81%/+7.50%，毛利率15.64%/23.30%/8.27%。公司传统业务主要是围绕汽车产业链，一季度公司及客户供应链受疫情影响，二季度盈利不达预期，下半年公司产销积极，摆脱上半年不利影响，除挡水膜

业务外均实现稳定增长。公司传统业务市场竞争较充分，毛利率相对较低，后续随着核心高毛利产品与气凝胶毡等新产品的陆续放量，公司传统业务收入和利润占比将进一步下降。

● **下游持续加码锂电材料赛道，开启第二增长曲线**

2023 年，经历商誉减值后公司轻装上阵，我们认为后续公司有三重看点：一是主营汽车相关业务从 2022 年疫情供应链影响带来的业绩低谷中逐渐走出，二是 ePTFE 膜在消费电子、汽车 CMD、TRT 膜等领域应用逐渐放量，三是气凝胶有望导入新能源企业供应链，全年我们看好公司的业绩迎来爆发性增长。

● **投资建议**

由于传统业务与汽车高度相关，消费弱复苏与退补贴预期下，我们略下调公司 2023-2024 年业绩，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.26、1.87、2.56 亿元（2023/2024 年原值 1.38 亿元/1.92 亿元），同比增速为 302.3%、47.9%、37.5%。对应 PE 分别为 26.64、18.01、13.10 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险；
- (2) 安全生产风险；
- (3) 环境保护风险；
- (4) 项目投产进度不及预期；
- (5) 股权激励不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	364	591	758	970
收入同比 (%)	15.1%	62.1%	28.3%	28.0%
归属母公司净利润	31	126	187	256
净利润同比 (%)	-52.8%	302.3%	47.9%	37.5%
毛利率 (%)	45.5%	45.0%	49.1%	52.2%
ROE (%)	5.1%	17.0%	20.1%	21.6%
每股收益 (元)	0.45	1.80	2.67	3.66
P/E	123.22	26.64	18.01	13.10
P/B	6.29	4.52	3.61	2.83
EV/EBITDA	32.27	18.64	12.84	9.34

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	379	542	617	929	营业收入	364	591	758	970
现金	106	42	123	166	营业成本	199	325	386	463
应收账款	147	264	267	414	营业税金及附加	4	7	9	12
其他应收款	0	11	-4	15	销售费用	15	25	32	41
预付账款	6	7	9	11	管理费用	39	64	85	106
存货	77	124	120	180	财务费用	5	0	0	0
其他流动资产	42	94	102	143	资产减值损失	-49	0	0	0
非流动资产	512	593	695	774	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	100	133	177	237	投资净收益	2	3	6	6
固定资产	260	270	277	284	营业利润	43	154	232	326
无形资产	69	79	95	112	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	84	110	146	142	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	892	1135	1312	1703	利润总额	43	154	232	326
流动负债	155	271	261	394	所得税	11	27	44	68
短期借款	50	74	99	115	净利润	31	127	188	258
应付账款	41	124	64	162	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	64	74	98	118	归属母公司净利润	31	126	187	256
非流动负债	89	89	89	89	EBITDA	121	187	267	364
长期借款	76	76	76	76	EPS (元)	0.45	1.80	2.67	3.66
其他非流动负债	13	13	13	13					
负债合计	244	361	350	483					
少数股东权益	30	30	32	33	主要财务比率				
股本	70	70	70	70	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	351	351	351	351	成长能力				
留存收益	196	322	509	765	营业收入	15.1%	62.1%	28.3%	28.0%
归属母公司股东权益	618	744	930	1187	营业利润	-44.9%	260.7%	50.6%	40.7%
负债和股东权益	892	1135	1312	1703	归属于母公司净利润	-52.8%	302.3%	47.9%	37.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	45.5%	45.0%	49.1%	52.2%
					净利率 (%)	8.6%	21.3%	24.6%	26.4%
					ROE (%)	5.1%	17.0%	20.1%	21.6%
					ROIC (%)	8.6%	13.2%	15.9%	17.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	27.4%	31.8%	26.7%	28.4%
					净负债比率 (%)	37.8%	46.6%	36.4%	39.6%
					流动比率	2.45	2.00	2.37	2.36
					速动比率	1.91	1.51	1.87	1.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.42	0.58	0.62	0.64
					应收账款周转率	2.81	2.87	2.86	2.85
					应付账款周转率	4.29	3.94	4.11	4.11
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.45	1.80	2.67	3.66
					每股经营现金流(薄)	1.13	0.36	2.76	2.05
					每股净资产	8.82	10.62	13.29	16.95
					估值比率				
					P/E	123.22	26.64	18.01	13.10
					P/B	6.29	4.52	3.61	2.83
					EV/EBITDA	32.27	18.64	12.84	9.34

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。