

民士达 (833394.BJ)

国内芳纶纸行业领军者，国产替代进程加速

优于大市

核心观点

国内芳纶纸行业领军者，助力高端制造。公司专注于芳纶纸及其衍生产品，产品结构以间位芳纶纸为主，对位芳纶纸占比增长。2019–2024 年公司营收和归母净利润复合增速分别为 24.4%和 37.0%；2020–2024 年，公司主营业务毛利率由 25.6%提升至 37.5%，净利率由 17.6%提升至 23.5%，得益于下游需求扩张推动芳纶纸销量显著提升，同时原料成本下降致毛利率增长。

芳纶纸市场需求强劲，高端应用领域拓展加速。全球市场中，电气绝缘和蜂窝芯材分别占芳纶纸应用领域的 63%和 35%；而中国市场则高度集中于电气绝缘，应用占比达 91%，蜂窝芯材仅占 7%。中国在电力设备等领域的快速发展推高了电气绝缘需求，而蜂窝芯材应用相对滞后，航空航天或高端复合材料市场仍有较大应用空间。据 QY Research 预测，2022–2028 年我国芳纶纸市场规模复合增速将达 17%。

芳纶纸蜂窝芯材前景广阔，商飞提高生产规划指引。空客和波音目前储备订单分别达到 8658 架和 5600 架左右。中国商飞在 2025 年 3 月召开的供应商大会上，给出的 2025 年 C919 产能为 75 架/年，较之前规划提升 50%。

杜邦中国被反垄断调查叠加中美加征关税，芳纶纸国产替代进程加速。全球芳纶纸行业集中度高，杜邦以 57%的市占率稳居首位，民士达市占率 14%，位列第二。反垄断叠加关税背景，国产替代加速，有望重塑全球芳纶纸市场格局。目前公司芳纶纸理论产能 3000 吨，在建产能 1500 吨。

R0 膜基材及闪蒸无纺布，打造第二增长曲线。公司拟投资 6000 万元建设湿法多功能材料产业化项目，主要产品为聚酯无纺布（R0 膜基材用，设计年产能 3000 吨）、芳纶湿法无纺布等。R0 膜基材集中度高，预计 2025–2031 年 CAGR 为 10.9%。公司规划闪蒸无纺布项目目前处于产业化方式论证阶段，杜邦占据约 95%的市场份额，下游以医疗包装和防护用品为主；预计 2024–2031 年全球闪蒸无纺布市场规模 CAGR 为 11.3%。

盈利预测与估值：我们预测公司 2025–2027 年归母净利润 1.38/1.70/2.00 亿元，每股收益为 0.94/1.16/1.37 元，对应当前股价 PE 为 45.2/36.7/31.2X。考虑到芳纶纸行业处于快速发展期，国内蜂窝芯材应用有望实现较高增长，国产替代进程或将加速，且民士达公司芳纶纸新增 1500 吨产能有望于 2026 年释放利润增量，我们预计公司的远期公允价值区间为 61.76–68.62 亿元，对应每股 42.30–47.00 元，对应 2025 年预测归母净利润的 PE 值为 45–50 倍，相对于公司目前股价有 6%溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：盈利预测及估值风险；经营风险；财务风险；技术风险；市场风险；管理风险；政策风险；关联交易风险等。

公司研究 · 深度报告

基础化工 · 化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

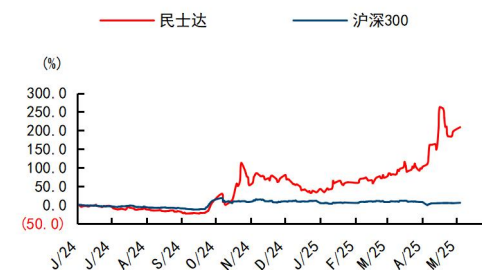
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	42.30 - 47.00 元
收盘价	44.31 元
总市值/流通市值	6480/2125 百万元
52 周最高价/最低价	56.84/11.00 元
近 3 个月日均成交额	203.15 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	340	408	507	613	713
(+/-%)	20.7%	19.8%	24.2%	21.1%	16.2%
归母净利润(百万元)	82	101	138	170	200
(+/-%)	28.7%	23.1%	37.3%	23.3%	17.7%
每股收益(元)	0.56	0.69	0.94	1.16	1.37
EBIT Margin	19.5%	24.0%	28.4%	28.9%	29.3%
净资产收益率(ROE)	12.7%	14.0%	17.0%	18.3%	18.7%
市盈率(PE)	76.5	62.1	45.2	36.7	31.2
EV/EBITDA	73.5	53.7	37.7	31.2	27.0
市净率(PB)	9.72	8.72	7.69	6.70	5.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

公司概况：国内芳纶纸行业领军者	5
公司沿革及经营概况	5
专注于芳纶纸研发和应用	6
间位芳纶纸为业务核心	7
芳纶纸市场需求强劲，高端应用领域拓展加速	8
预计 2022-2028 年我国芳纶纸市场复合增速达 17%	8
电气绝缘多领域增长，芳纶纸需求增势强	11
芳纶纸蜂窝芯材前景广阔，商飞提高生产规划指引	13
公司分析：深耕芳纶纸，同步发展新产品	16
芳纶纸产能扩张，产业链自主可控	16
RO 膜基材及闪蒸无纺布，打造第二增长曲线	20
财务分析	23
资本结构及偿债能力分析	23
经营效率分析	23
盈利能力分析	23
现金流量分析	25
盈利预测	26
假设前提	26
未来 3 年业绩预测	27
盈利预测情景分析	28
估值与投资建议	29
投资建议	31
风险提示	32
附表：财务预测与估值	35

图表目录

图1: 公司发展历程	5
图2: 民士达股权结构	5
图3: 公司主营业务收入构成（百万元）	7
图4: 公司芳纶纸业务产品结构（百万元）	7
图5: 按销售区域分类的主营业务收入构成（百万元）	8
图6: 按销售模式分类的主营业务收入构成（百万元）	8
图7: 芳纶纸行业产业链结构图	9
图8: 间位芳纶和对位芳纶分子结构式	9
图9: 全球芳纶纸下游应用占比	10
图10: 中国芳纶纸下游应用占比	10
图11: 全球及我国芳纶纸市场规模（亿美元）	10
图12: 我国芳纶纸消费量（吨）	10
图13: 全球芳纶纸主要制造商	11
图14: 芳纶纸应用于绝缘套管	12
图15: 中国绝缘材料产量（万吨）及同比增速	12
图16: 我国发电装机容量（亿千瓦）及同比增速	12
图17: 我国火电装机容量（亿千瓦）及同比增速	12
图18: 我国风电装机容量（亿千瓦）及同比增速	13
图19: 我国水电装机容量（亿千瓦）及同比增速	13
图20: 芳纶纸应用于新能源汽车	13
图21: 中国新能源汽车销量（万辆）及同比增速	13
图22: 芳纶纸蜂窝芯材生产工艺流程图	14
图23: 芳纶纸在飞机上的主要应用	14
图24: 我国民航运输飞机总量及增速	15
图25: 我国新增飞机数量（架）及对应芳纶纸需求（吨）	15
图26: 公司芳纶纸产销量（吨）及产销率	16
图27: 公司主营产品销量（吨）	16
图28: 公司主营产品价格（万元/吨）	17
图29: 公司主营产品成本（万元/吨）和毛利率	17
图30: 闪蒸无纺布主要应用领域	21
图31: 全球闪蒸无纺布各应用领域市场份额	22
图32: 全球闪蒸无纺布市场规模	22
图33: 公司资产负债率和权益乘数	23
图34: 公司流动比率和速动比率	23
图35: 公司毛利率及净利率	24
图36: 公司期间费用率	24
图37: 公司营业收入（亿元）及同比增速	24

图 38: 公司归母净利润 (亿元) 及同比增速	24
图 39: 可比公司净利率	25
图 40: 可比公司 ROE (加权)	25
图 41: 公司现金流量情况	25
表 1: 公司部分管理层信息	6
表 2: 公司主要产品应用情况	6
表 3: 芳纶纸及芳纶纤维相关政策	16
表 4: 公司芳纶纸产能情况	17
表 5: 民士达与泰和新材核心协议	18
表 6: 公司主要原材料采购单价 (元/kg, 不含税)	18
表 7: 公司向前五大客户的销售额及占销售总额比例	19
表 8: 公司核心技术情况	19
表 9: 盈利预测假设基础	27
表 10: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	27
表 11: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	28
表 12: 公司盈利预测假设条件 (%)	29
表 13: 资本成本假设	29
表 14: 公司 FCFF 估值表	29
表 15: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	30
表 16: 可比公司情况	30
表 17: 可比公司估值表	31

公司概况：国内芳纶纸行业领军者

公司沿革及经营概况

国内芳纶纸行业领军者，助力高端制造。烟台民士达特种纸业股份有限公司（简称“民士达”）成立于 2009 年，是一家专注于芳纶纸及其衍生产品研发、生产和销售的高新技术企业。公司于 2023 年 4 月在北京证券交易所上市。民士达深耕芳纶纸基材料十余年，掌握了芳纶纸基材料制备的关键核心技术，建立了具有自主知识产权的研发及生产体系。公司生产的 metastar® 产品具有“安全、可靠、绿色、友好”的四大特性，广泛应用于电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通讯等重要领域。公司还拥有“国家芳纶工程技术研究中心芳纶纸研究室”“山东省企业技术中心”等多个研发平台，荣获国家科技进步二等奖、山东省科技进步一等奖，拥有授权专利 30 项，制定国家及行业标准 21 项。

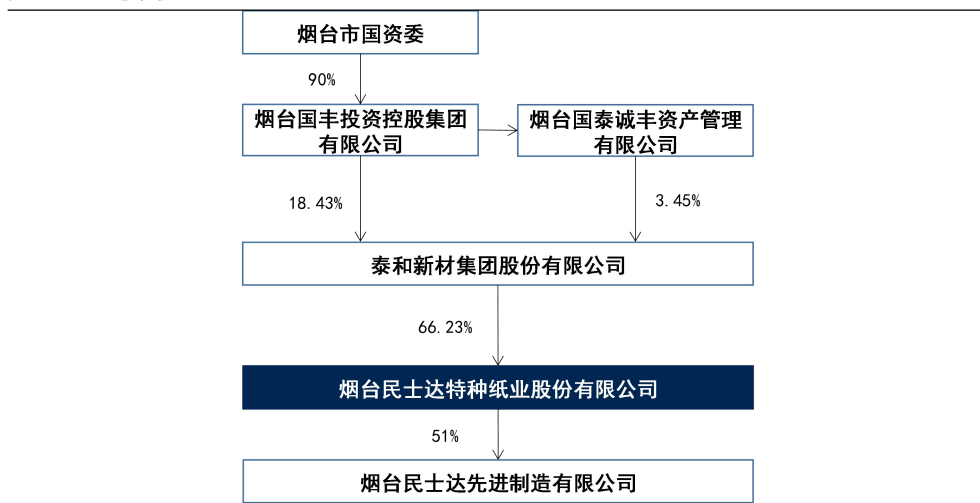
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

控股股东持股比例高，烟台市国资委为公司实控人。公司控股股东为泰和新材集团股份有限公司，持有民士达 66.23% 的股份。烟台市国资委间接控股泰和新材，为民士达的实际控制人，共持有民士达 13.04% 的股份。

图2：民士达股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：公司部分管理层信息

姓名	职位	出生年月	国籍	学历	任职经历
宋西全	董事长，董事	1974 年	中国	硕士	曾任泰和新材芳纶筹建办主任、芳纶事业部经理等职，2005 年 4 月至今任泰和新材董事，2009 年 10 月-2019 年 8 月任泰和新材总经理，2013 年 4 月至今任国家芳纶工程技术研究中心主任，2018 年 8 月至今任泰和新材董事长，目前兼任宁夏泰和芳纶纤维有限责任公司董事等，2023 年 9 月 13 日起任公司董事、董事长 曾就职于福斯达纸业有限公司任技术员、富饶屋面材料有限公司任车间主任、烟台氨纶集团有限公司任技术员，2009 年 5 月起至今任职于本公司，历任工段长、生产技术部副部长、综合管理部部长，2009 年 5 月起至今任本公司职工监事
孙静	董事，总经理	1980 年 4 月	中国	本科	2014 年 5 月就职于泰和新材集团股份有限公司，2014 年 5 月-2021 年 5 月任泰和新材财务部科员，2021 年 6 月-2022 年 9 月任泰和新材财务部部长助理，2022 年 5 月-2023 年 9 月任烟台星华氨纶有限公司财务负责人，2022 年 10 月-2023 年 9 月任泰和新材财务部副主任，2023 年 10 月至今任公司财务负责人
修文泉	董事，财务负责人	1987 年 6 月	中国	硕士	曾任烟台泰和新材股份有限公司市场部科员、证券部科员，2018 年 3 月-2021 年 6 月任烟台泰和新材股份有限公司证券部业务主管，2021 年 6 月起任烟台泰和新材股份有限公司证券部部长助理
邢丽平	董事	1980 年 1 月	中国	本科	曾在龙口市通华燃气有限公司任技术员，烟台化工厂任技术员和电气助理工程师，烟台泰和新材股份有限公司任电仪技术员、销售部科员、市场部副部长助理，2017 年 2 月至今任烟台泰和新材股份有限公司市场部副部长
石岩	董事	1974 年 1 月	中国	本科	

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

专注于芳纶纸研发和应用

公司主要产品为芳纶纸及其衍生品，依据功能性应用差异，下游应用领域主要涵盖电气绝缘和蜂窝芯材领域。间位芳纶纸系列产品多用于电气绝缘领域，如在电力电气、轨道交通、新能源汽车、风力发电等行业的电气设备中作为耐高温绝缘材料，相比传统绝缘材料，它能更好地保障设备稳定、安全运行，满足大功率、高电压设备的需求；少量间位芳纶纸系列产品用于蜂窝芯材领域。对位芳纶纸系列产品主要应用于蜂窝芯材领域，其制成的蜂窝芯材强度高，在航空航天、轨道交通等领域可减轻设备重量，提升性能，如用于飞机的机身、舱门等部件以及高铁车辆的多个部位等。

表2：公司主要产品应用情况

产品种类	终端应用领域	具体应用和功能	案例照片
电气绝缘用芳纶纸	变压器、电抗器	作为特高压变压器、高铁牵引变压器、风力变压器、光伏发电电抗器等设备的主要绝缘材料，可有效提升设备的耐热等级和绝缘性，减少设备的体积和重量	
	发电机、电动机	作为新能源汽车电机、风力发电机、水力发电机、火力发电机、电梯电动机等设备的主要绝缘材料，可以有效提升设备的抗过载能力，提高设备的适应性和安全性	

电器开关、断路器

作为电器开关、断路器的主要绝缘材料，可有效提升设备灭弧室的抗冲击强度，提高设备的动态抗疲劳寿命和安全性

电脑、手机电池、线路板

作为手机锂电池、电脑锂电池、SMT 基板、印刷线路板等设备的主要材料，可有效提升电子产品的耐热性以及电路板的传输速度、强度和重量

蜂窝芯材用芳纶纸

航空航天

作为民用航空客机、战斗机、无人机、航天飞行器等的机身、天棚、地板、舱门等部位的关键结构材料，可有效减轻自身重量，提高载重量，增强防火、隔热、隔音的效果

轨道交通

作为高铁、动车、地铁等轨道交通设备的地板、行李架、顶棚等部位的结构材料，可有效提升设备的载重量和使用寿命

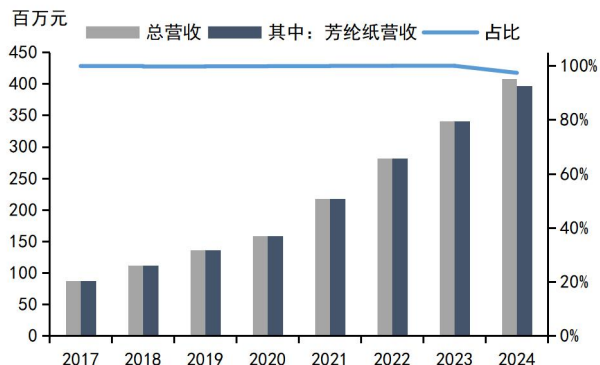


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

间位芳纶纸为业务核心

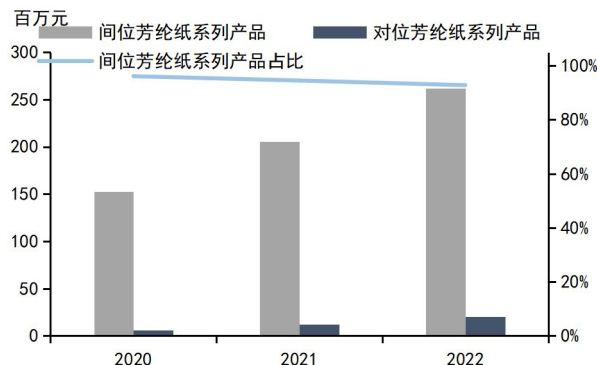
间位芳纶纸占主导地位，对位芳纶纸占比增长。公司主营业务收入逐年增长，2017-2023 年，公司总营收 99.7% 以上来自芳纶纸业务，2024 年该占比降至 97.4%。芳纶纸业务产品结构以间位芳纶纸系列产品为主，2020-2022 年，间位芳纶纸系列产品收入占比均超过 90%；对位芳纶纸系列产品销售额呈逐年增加趋势，销售占比稳步提升，2020-2022 年对位芳纶纸系列产品收入占比由 3.9% 提高到 7.2%。对位芳纶纸系列产品收入占比上升主要因其适用于飞机、高铁等高端市场，市场需求大，且公司加强与嘉兴雅港复合材料有限公司合作，销售量得以增加。

图3：公司主营业务收入构成（百万元）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司芳纶纸业务产品结构（百万元）

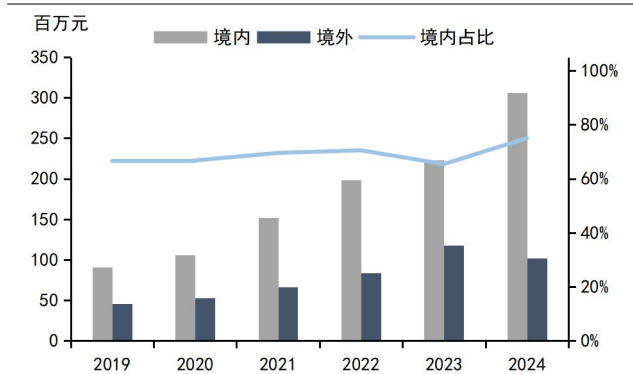


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

2024 年公司境内收入占比 75%，销售模式以直销为主。按销售区域分类，公司主

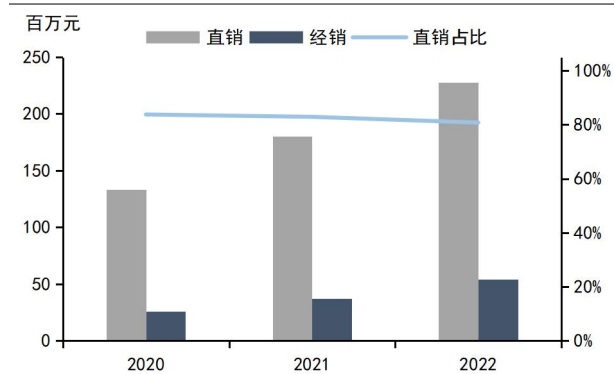
营业务收入以境内收入为主、境外收入为辅，其中境外收入主要来自欧洲、亚洲等区域，境内外销售收入占比相对稳定，2019-2023 年，境内收入占比在 65%-70% 左右，2024 年提升至 75%。按销售模式分类，公司采取“直销为主，经销为辅”的销售模式，2020-2022 年公司直销收入占比均在 80%以上，直销收入占比略有下降，经销收入占比略有上升。经销收入增加是因公司开拓市场，借助经销商客户资源，且采用买断式销售，产品销售时所有权风险和报酬即转移。

图5: 按销售区域分类的主营业务收入构成（百万元）



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 按销售模式分类的主营业务收入构成（百万元）



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

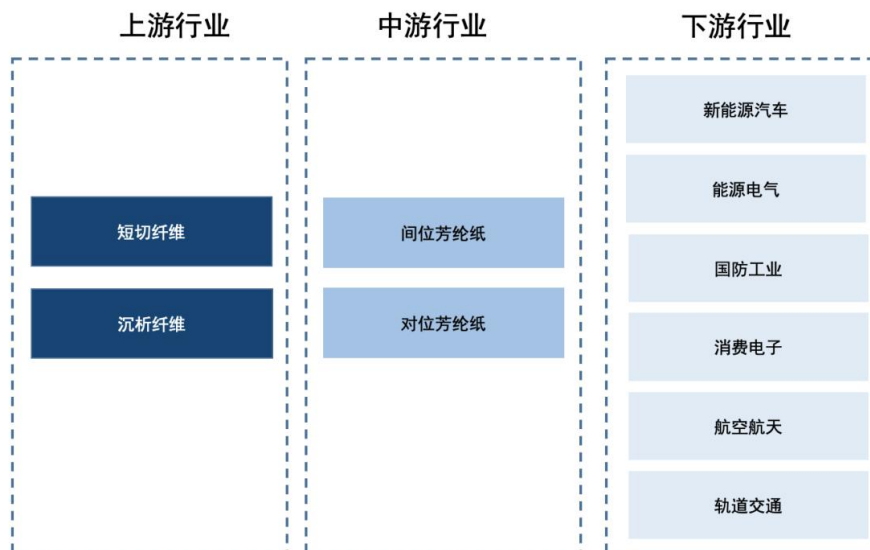
芳纶纸市场需求强劲，高端应用领域拓展加速

预计 2022-2028 年我国芳纶纸市场复合增速达 17%

芳纶纸，又称“聚芳酰胺纤维纸”，是一种性能优异的新材料，广泛应用于各类制造业领域。芳纶纸是以芳纶短切纤维和芳纶沉析纤维为主要原材料，经纤维分散，通过湿法成形技术制备成纸，再经高温整饰制得的一种高性能新材料，其化学结构稳定、机械性能优良，具有高强度、耐高温、本质阻燃、绝缘、抗腐蚀、耐辐射等诸多特性，广泛应用于电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通信、国防军工等重要领域。

按照原材料划分，芳纶纸可以被划分为间位芳纶纸和对位芳纶纸。间位芳纶纸产品是以间位芳纶短切纤维和间位芳纶沉析纤维制成的一种特种纸，具有高强度、耐高温、耐腐蚀、本质阻燃和优良的电绝缘性能。对位芳纶纸以对位芳纶短切纤维和间位芳纶沉析纤维为主要原材料制得，与间位芳纶纸相比，对位芳纶纸在强度、耐高温等性能指标方面具有明显优势。

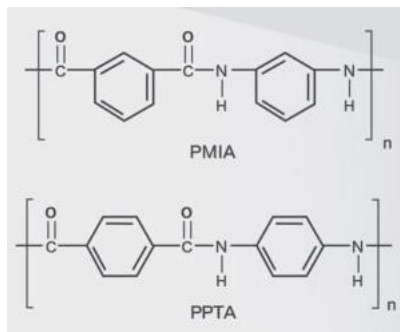
图7：芳纶纸行业产业链结构图



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

芳纶纸上游为芳纶纤维，为三大高科技纤维之一。芳纶，即“芳香族聚酰胺纤维”，是当今世界三大高科技纤维（碳纤维、芳纶纤维、高强高模聚乙烯纤维）之一，国家“十二五”战略性新兴产业发展规划中重点发展的新材料。依据分子结构中酰胺基与苯环连接位置的差异，芳纶主要分为间位芳纶（poly-m-phenylene isophthalamide，简称 PMIA，芳纶 1313）和对位芳纶（poly-p-phenylene terephthalamide，简称 PPTA，芳纶 1414）。间位芳纶纤维以其良好的阻燃耐高温性、耐磨性、低收缩性、化学结构稳定性、耐酸碱和有机化学品腐蚀性，主要应用于高温防护服、电绝缘和高温过滤等领域。对位芳纶纤维是一种新型高科技合成纤维，它具有优异的物理机械性能、热稳定性、阻燃性及优良的电绝缘性能等，其强度是优质钢材的 5-6 倍，模量是钢材的 2-3 倍，韧性是钢材的 2 倍，而重量仅为钢材的 1/5。对位芳纶纤维的连续使用温度范围极宽，在-196℃至 204℃范围内可长期正常运行，在 150℃下的收缩率为 0，在 560℃的高温下不分解不熔。

图8：间位芳纶和对位芳纶分子结构式

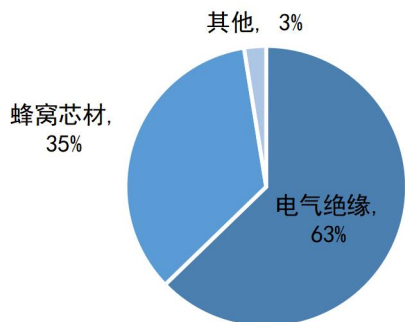


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

芳纶纸主要应用于电气绝缘和蜂窝芯材。全球市场中，电气绝缘和蜂窝芯材是芳纶纸的主要应用领域，分别占据 63%和 35%；而中国市场则高度集中于电气绝缘，

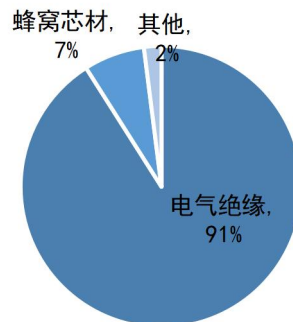
下游应用占比达 91%，蜂窝芯材占比为 7%。中国在电力设备等领域的快速发展推高了电气绝缘需求，而蜂窝芯材应用相对滞后，我国航空航天或高端复合材料市场仍有较大应用空间。

图9：全球芳纶纸下游应用占比



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

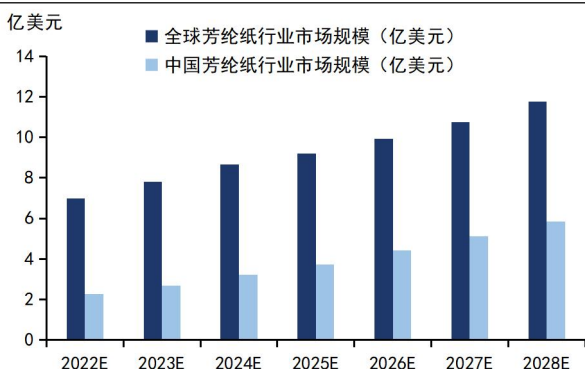
图10：中国芳纶纸下游应用占比



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

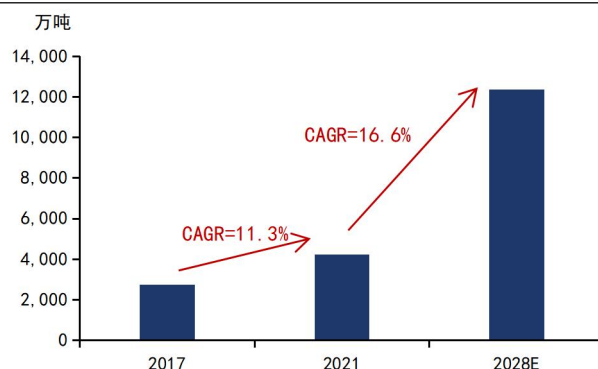
预计 2022-2028 年我国芳纶纸市场复合增速达 17%。据 QY Research 预测，2022-2028 年我国芳纶纸市场规模将从 2.26 亿美元增至 5.85 亿美元，复合增速达 17.18%；2017-2021 年我国芳纶纸消费量从 2,742 吨增至 4,215 吨，预计 2028 年将达 12,357 吨，增量主要来自高压电气设备、动力电池绝缘及航空复材的渗透率提升等。市场驱动力包括“双碳”政策下清洁能源投资加速、国产替代降低成本，以及芳纶纸在超薄化、耐高温等技术创新中的应用突破，行业已进入“规模扩张+技术升级”双轮驱动的高景气周期。

图11：全球及我国芳纶纸市场规模（亿美元）



资料来源：QY Research，招股说明书，国信证券经济研究所整理

图12：我国芳纶纸消费量（吨）



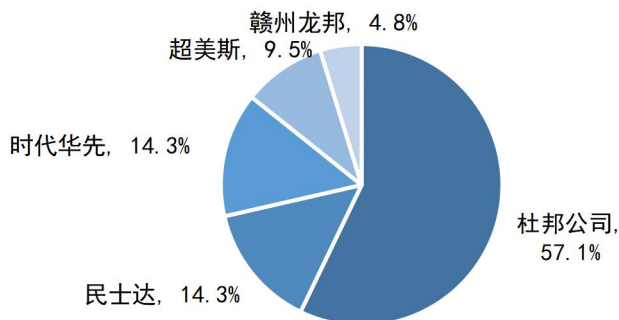
资料来源：QY Research，招股说明书，国信证券经济研究所整理

反垄断叠加关税，国产替代有望加速

全球芳纶纸行业集中度较高，头部企业主要包括美国杜邦、民士达、超美斯、赣州龙邦和时代华先五家。其中，美国杜邦作为行业开拓者，早在 20 世纪 60 年代便完成芳纶纤维及芳纶纸的研发与产业化，凭借先发优势长期主导全球市场。其芳纶纸不仅性能卓越，产品矩阵亦十分丰富，在全球市场占据显著份额。2022 年，

按理论产能计算,美国杜邦以 57.1%的占比稳居首位,而民士达紧随其后,以 14.3% 的市场份额位列全球第二,展现出强劲的市场竞争力与行业地位。

图13: 全球芳纶纸主要制造商



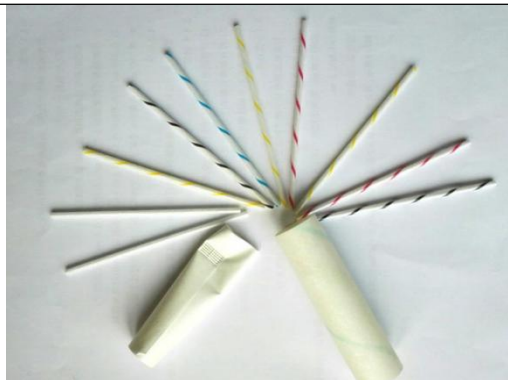
资料来源: 华经产业研究院, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

杜邦中国被反垄断调查叠加中美加征关税, 芳纶纸国产替代进程加速。2025 年 4 月 4 日, 因杜邦中国集团有限公司涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》, 市场监管总局依法对其开展立案调查, 此次调查针对其价格操纵、市场封锁等违规行为。4 月 9 日, 美国加征对中国商品的对等关税至 125%, 随后中国实施反制措施, 对美进口商品加征同等关税。预计杜邦在华芳纶纸订单将部分转移, 释放市场空间, 国内企业凭借价格、服务和供应链优势, 抢占国内市场份额。在政策、技术和市场需求的推动下, 国产芳纶纸企业迎来发展机遇, 国产替代加速, 有望重塑全球芳纶纸市场格局。

电气绝缘多领域增长, 芳纶纸需求增势强

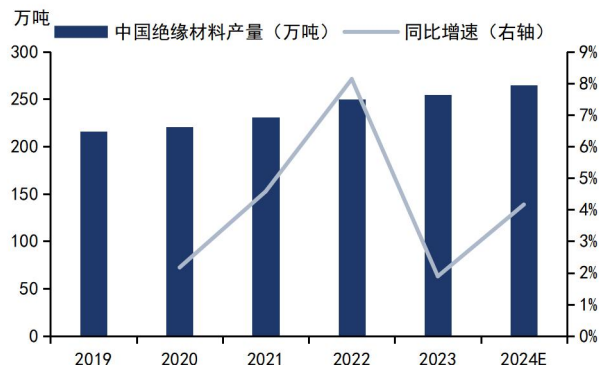
2019-2023 年我国绝缘材料产量复合增速达 4%。由于芳纶纸在高温下不变形、不熔化, 提高了机电产品暂时承受过热和超负荷的能力, 而且使用芳纶纸作绝缘材料可使机电产品紧凑耐用, 其尺寸和重量大大降低。芳纶绝缘纸主要用于变压器中线圈、绕组层间绝缘材料, 绝缘套、部件间、导线及接头用绝缘材料; 电机和发电机中线圈绕组、槽间、相间、匝间、线路终端绝缘材料; 电缆和导线绝缘、核动力设备的绝缘材料等, 代表产品有干式变压器、机车牵引电机、矿山井下电机、微波炉变压器等。芳纶纸作为高性能绝缘材料的需求与行业整体扩张呈现协同增长趋势, 如电机绕组、变压器、高压设备等应用持续拓宽。2019 年至 2023 年, 中国绝缘材料产量从 216.2 万吨增至 254.5 万吨, 复合增速达 4.2%, 其中 2022 年同比增速达 8%, 或受益于新能源产业爆发对绝缘材料的需求增长。

图14: 芳纶纸应用于绝缘套管



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

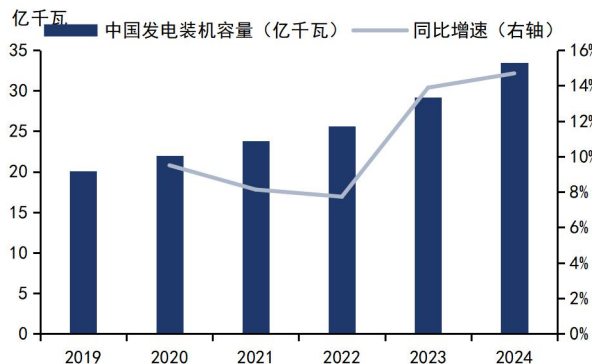
图15: 中国绝缘材料产量(万吨)及同比增速



资料来源: 中国报告大厅, 国信证券经济研究所整理

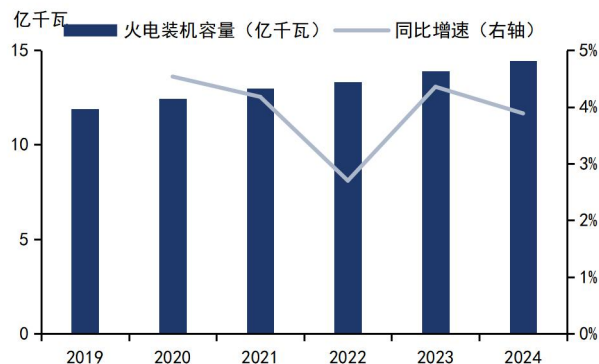
2019-2024 年我国发电装机容量复合增速达 11%。芳纶纸通过“高性能绝缘+耐极端环境+轻量化”三重特性,成为现代发电机的关键材料。中国发电装机容量的高速增长(尤其是风电)为芳纶纸提供了明确增长赛道。芳纶纸常应用于电动机的散嵌和成型线圈中,能减少槽间绝缘的损坏,提高设备耐久和使用寿命。在水电机中,磁极是水轮发电机的重要组成部分,磁极铁芯经常使用芳纶纸作为极身绝缘材料。中国发电装机容量从 2019 年 20.1 亿千瓦增至 2024 年 33.49 亿千瓦,复合增速达 10.8%,其中 2023-2024 年同比增速提升至 13%-15%,主要受益于新能源装机量高增。另外,“双碳”目标下,风电、水电等清洁能源装机占比提升至 2024 年的 35%,其中风电装机增速较高,高性能绝缘材料需求结构性倾斜。

图16: 我国发电装机容量(亿千瓦)及同比增速



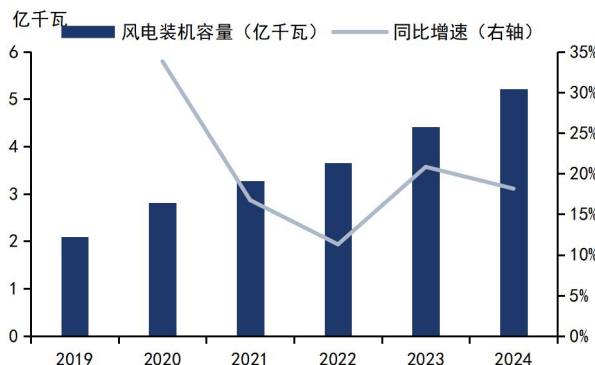
资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图17: 我国火电装机容量(亿千瓦)及同比增速



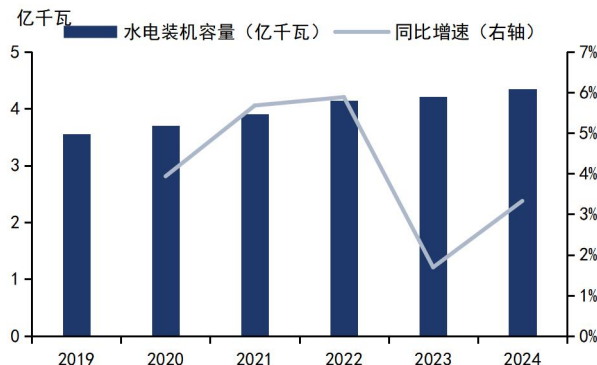
资料来源: 国家能源局, 国信证券经济研究所整理

图18: 我国风电装机容量（亿千瓦）及同比增速



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

图19: 我国水电装机容量（亿千瓦）及同比增速



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

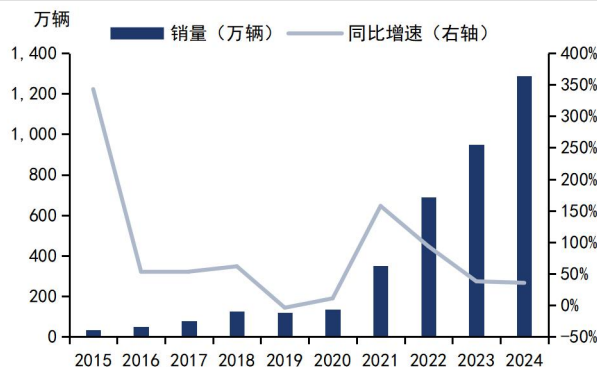
2015-2024 年我国新能源汽车销量复合增速达 50%。近年来，随着以旧换新、新能源汽车下乡等利好政策的持续落地实施，以及车企新产品逐步上市，汽车市场进一步释放消费潜力，对优质绝缘材料和涂覆隔膜材料的需求持续增长。以芳纶为主要涂覆材料的芳纶涂覆隔膜是锂电池隔膜市场极具发展潜力的新产品之一，使隔膜的耐高温性、抗穿刺性、抗氧化性、综合寿命和性能都得到了大幅提升。根据中国汽车工业协会显示，中国新能源汽车销量从 2015 年 33.1 万辆增至 2024 年 1,286.6 万辆，复合增速达 50.2%，其中 2021 和 2022 年受政策与市场驱动，同比增速超 150%和 93%，2024 年仍保持 35.5%的高增速。汽车产销量提升伴随芳纶纸的需求量递增，未来新能源汽车市场发展前景不容小觑。

图20: 芳纶纸应用于新能源汽车



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图21: 中国新能源汽车销量（万辆）及同比增速

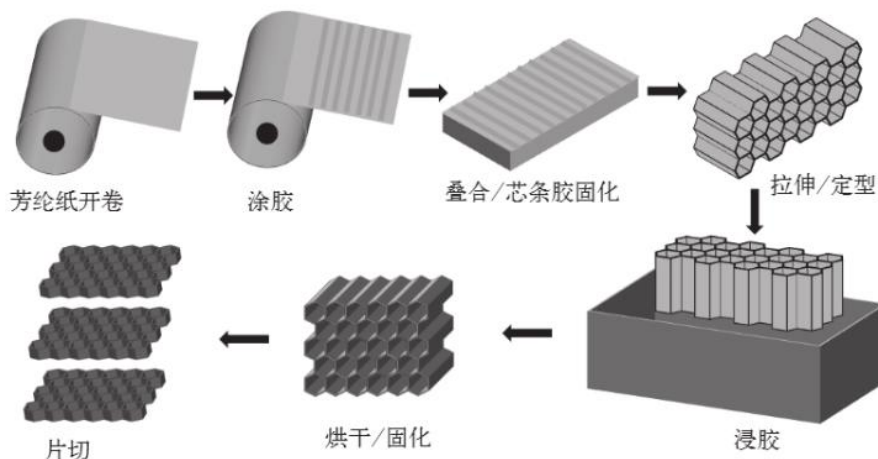


资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

芳纶纸蜂窝芯材前景广阔，商飞提高生产规划指引

芳纶纸蜂窝芯材是由芳纶纸经涂胶、叠合、热压、切边、拉伸、定型、浸胶、固化等一系列复杂工艺制作而成，具有天然蜂巢的六边形结构。首先，在芳纶纸上涂上胶条，在涂胶辊上有特定宽度和间隔的凹槽，把胶条转印到芳纶纸上；相邻两层芳纶纸错位叠合，通过热压使胶条固化；在叠合成叠板后，拉伸其成蜂窝状，通过烘烤，释放掉回弹应力，使蜂窝定型；再通过浸胶处理，填充孔隙，得到可供加工切割的成品蜂窝。

图22: 芳纶纸蜂窝芯材生产工艺流程图



资料来源：张建明&党晓娟，芳纶纸蜂窝芯材的制备技术及其应用研究进展，新材料产业(12)5，2019，国信证券经济研究所整理

芳纶纸在飞机机舱门、发动机罩、机翼等多个部位广泛应用。芳纶纸蜂窝芯材与面板结合制成夹层结构，能够在满足飞机设计轻量化需求的同时，保证强度和刚度。在两层面板间添加芳纶纸蜂窝芯材这种轻质、刚性的夹芯材料，能够在不显著增加重量的情况下，大幅提升承载能力。B-58 高速轰炸机应用蜂窝夹芯材料的面积占整个飞机外形面积的 85%以上；F-111 型战斗机采用蜂窝夹芯材料占外形面积的 90%以上；我国国产大飞机 C919 的客货舱地板以及客机舱门皆采用芳纶蜂窝材料。

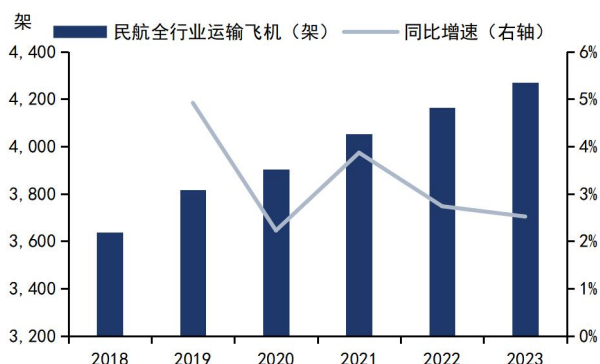
图23: 芳纶纸在飞机上的主要应用



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

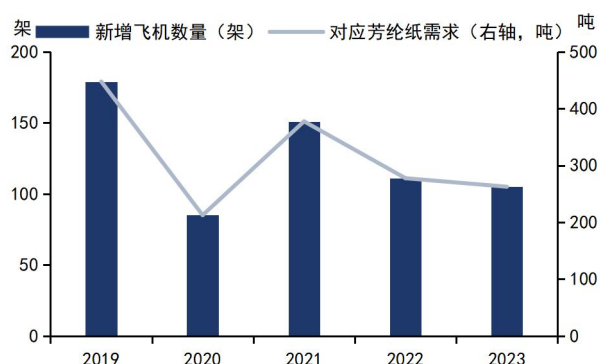
2018-2023 年我国民航运输飞机总量复合增速为 3%。尽管新增航班数量受外部因素（如 2020 年公共卫生事件）影响存在短期波动，民航运输飞机总量持续增长，从 2018 年 3,639 架增至 2023 年的 4,270 架，复合增速达 3.2%，为芳纶纸需求提供稳定支撑。根据中国复合材料协会官网和民士达披露，每架新飞机需 2-3 吨芳纶纸，叠加存量飞机的维护需求，如零部件更换、升级改造，实际市场需求逐年扩大。此外，新型飞机轻量化趋势推动芳纶纸在机身复合材料中的渗透率提升，单机用量可能进一步增加。未来随着航空业复苏及绿色航空技术发展，芳纶纸需求将随飞机总量扩张和技术迭代实现双重增长，市场潜力明确。

图24：我国民航运输飞机总量及增速



资料来源：中国民用航空局，国信证券经济研究所整理

图25：我国新增飞机数量（架）及对应芳纶纸需求（吨）



资料来源：中国民用航空局，国信证券经济研究所整理 注：假设每架新飞机需 2.5 吨芳纶纸

中国商飞提升生产规划指引。2024 年空客和波音分别交付了 766 架和 348 架飞机，目前储备订单分别达到 8658 架和 5600 架左右。2024 年中国商飞交付飞机 47 架，在 2025 年 3 月 20 日召开的中国商飞供应商大会上，商飞给出了 2025-2029 年生产规划指引，其中 C919 飞机的产能规划较 1 月数据有了显著提升。今年 1 月上海两会期间，商飞给出的 2025 年 C919 产能为 50 架/年，而在本次供应商大会上，这一规划大幅提升至 75 架/年，提升幅度达 50%。从更长远的规划来看，到 2029 年，C919 飞机的产能将达到 200 架/年，与 2027 年 150 架/年的产能上限相比，提升幅度高达 33%。C919 飞机在 2024-2029 年的产能规划依次为 50 架、75 架、100 架、150 架、150 架、200 架。商飞提高生产规划指引，意味着对芳纶纸等原材料的需求将相应增加，民士达有望凭借其产品优势，获得更多来自商飞的订单。从市场前景看，中国商飞预测未来 20 年，预计将有 9323 架飞机交付中国市场，市场价值约 1.4 万亿美元。如此庞大的市场规模，随着 C919 产能提升，将带动整个产业链发展，为处于产业链中的企业带来广阔的业绩增长空间。

政策支持芳纶纸及芳纶纤维发展

在芳纶纤维等高性能纤维及其复合材料方面，我国近年来多次出台鼓励性政策，并将芳纶纤维列为鼓励类产业。政策从规模化向高端化，逐步拓展战略新兴领域，推动上下游协同，加速国产替代，明确了发展芳纶纤维及其复合材料的重要性和必要性，对我国芳纶纤维的市场需求具有直接刺激作用。

表3: 芳纶纸及芳纶纤维相关政策

文件名称	颁布部门	颁布时间	相关内容要点
《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	国家发改委	2023 年 12 月	将芳纶（AF）列为鼓励类产业，支持以合成矿物纤维、芳纶纤维、非金属矿物粉体等作为增强材料的环保型密封材料新工艺、新产品开发与生产。
《关于化纤工业高质量发展的指导意见》	工信部、国家发改委	2022 年 4 月	研发对位芳纶原料高效溶解、纺丝稳定控制、高温热处理、溶剂回收等关键技术；攻克间位芳纶纤维溶剂体系、纺丝原液高效脱泡、高速纺丝等关键技术，开发高强、高伸长间位芳纶产业化技术。
《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021 年版）》	工信部	2021 年 12 月	将芳纶纸列入“高性能纤维及复合材料”目录，明确其作为关键战略材料的地位，要求产品性能符合耐高温、高绝缘等标准。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	国务院	2021 年 3 月	加强碳纤维、芳纶等高性能纤维及其复合材料、生物基和生物医用材料研发应用，推动其在航空航天、新能源等领域的产业化。
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	国家发改委	2019 年 10 月	鼓励发展芳纶纤维增强的无石棉摩擦材料、密封材料新工艺，提升芳纶等高性能纤维产业化水平。
《增强制造业核心竞争力行动计划（2018-2020 年）》	国家发改委	2017 年 11 月	重点发展高性能碳纤维、对位芳纶、超高分子量聚乙烯纤维、聚酰亚胺纤维、碳化硅纤维等高性能纤维及其应用；加快开发航天航空、轨道交通、无人机制造等领域用纸基新材料。
《新材料产业发展指南》	工信部	2016 年 12 月	将芳纶纤维列入关键战略材料，完善原辅料配套体系，提高材料成品率和性能稳定性，实现产业化和规模应用；提出突破高性能芳纶工程化技术，开展大型复合材料结构件研究及应用测试。
《关键材料升级换代工程实施方案》	国家发改委、财政部、工信部	2014 年 10 月	支持蜂窝芯材用芳纶纸产业化与示范应用，芳纶纸抗张强度大于 3.2kN/m，耐温超过 210℃，阻燃等级为 VTM-0 或 V-0 级，芳纶纸年产能达到 1500 吨。

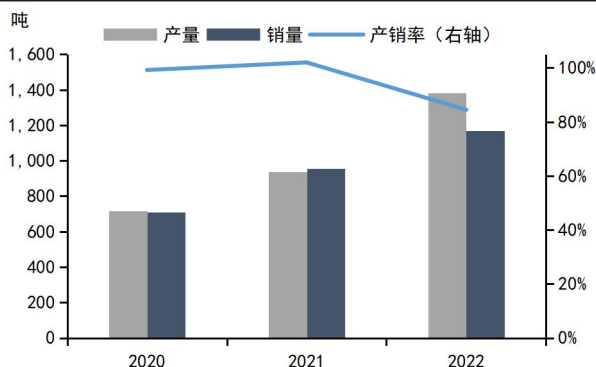
资料来源：各部委官网，国信证券经济研究所整理

公司分析：深耕芳纶纸，同步发展新产品

芳纶纸产能扩张，产业链自主可控

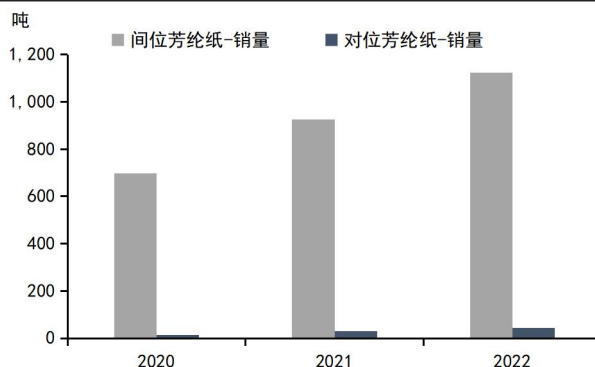
目前公司芳纶纸理论产能 3000 吨。2020-2021 年，公司芳纶纸理论产能为 1500 吨，实际产能受生产线数量较少、产品型号切换等因素影响，低于理论产能，产量分别为 716 和 936 吨，产销率分别为 99%和 102%。2022 年公司产销率为 85%，主要是因为公司老厂区进行搬迁，为保证交货及时，备货量增加；当年理论产能提升至 2083 吨，产能利用率为 66%。

图26: 公司芳纶纸产销量（吨）及产销率



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图27: 公司主营产品销量（吨）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

在建芳纶纸产能 1500 吨，建成后公司芳纶纸理论产能达 4500 吨。公司通过实施募集资金投资项目新建生产 1,500 吨新型功能芳纶纸产品项目，继续扩大芳纶纸的产能，规模效应和成本优势将进一步显现，有利于提高行业市占率。项目总投资

资 2.2 亿元，建设期为 27 个月。项目达产后，公司芳纶纸理论产能将由目前的 3000 吨提升至 4500 吨。因公司芳纶纸柔性化生产模式，生产线实际有效产能与理论产能存在一定差距，实际有效产能按照理论产能的 80% 估算。据公司 2025 年 3 月 19 日公告，“新型功能纸基材料产业化项目”原定 2025 年 4 月 30 日达到预定可使用状态，现调整为 2026 年 3 月 31 日。延期原因为国际供应链周期影响导致部分进口设备交付延后，公司将分段调试已建成产线，整体产能释放符合预期。

表4：公司芳纶纸产能情况

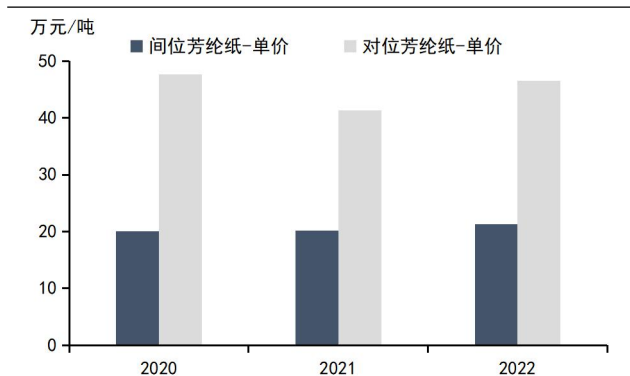
项目	募投项目实施前产能	募投项目新增产能	合计产能
理论产能	3000	1500	4500
实际有效产能	2400	1200	3600

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司主要产品的销售单价整体较为平稳，微小的变动主要系原材料价格变动及下游芳纶纸需求影响所致。2021 年对位芳纶纸平均售价低于其他年度，是因公司为推广某型号对位芳纶纸，试用阶段价格低，拓展市场，对部分重点客户降价，毛利率低于其他年度；2022 年，该型号试用结束恢复正常价，产品均价增长，毛利率较 2021 年升 5.56 个百分点。此外，2021-2022 年，因主要原材料对位短切纤维采购成本降低，对位芳纶纸单位成本下降。

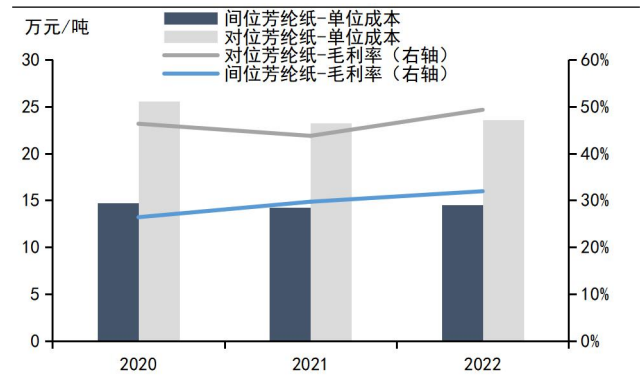
2020-2022 年，公司间位芳纶纸毛利率逐年提升。2021 年间位芳纶纸毛利率同比增加 3.30 个百分点，主要原因为间位芳纶纸使用原材料采购单价下降；2022 年度间位芳纶纸毛利率同比上升 2.24 个百分点，主要因为下游市场需求增加，公司间位芳纶纸销售平均单价增长 5.55 个百分点，同时受公司上游原材料价格上涨影响，平均单位成本上升 2.19 个百分点，平均单价上涨幅度超过单位成本上涨幅度，毛利率上升。

图28：公司主营产品价格（万元/吨）



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图29：公司主营产品成本（万元/吨）和毛利率



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司依托母公司实现产业链自主可控，主要原材料采购自泰和新材。公司生产芳纶纸所需的芳纶纤维主要从泰和新材及其子公司采购，双方存在产业链上下游的合作关系。2020-2022 年公司自泰和新材采购的短切纤维、沉析纤维金额占公司采购总额比例超过 80%。短切纤维和沉析纤维等制纸级芳纶纤维的全球供应商稀缺，且多数具备生产能力的企业不对外销售（如美国杜邦公司）。泰和新材作为

国内芳纶纤维龙头企业，产能和产品质量领先，且其生产的制纸级芳纶纤维全部销售给公司。因此，公司与泰和新材及其子公司保持长期稳定合作，关联采购占比较高，双方在业务合作中互利共赢。

原料采购定价及价格调整机制确保公允性。鉴于关联交易比例较高，双方建立了多重保障措施，如泰和新材承诺优先保障民士达产能需求，明确泰和新材不得未经同意对外销售制纸级纤维等。双方于 2018 年 4 月和 2023 年 2 月分别签订了《间位短切纤维、沉析纤维定价及价格调整机制》及其补充修订；2021 年 4 月和 2022 年 11 月分别签署《长期供货框架协议》及其补充修订。《间位短切纤维、沉析纤维定价及价格调整机制》约定基于泰和新材采购间苯二胺、间苯二甲酰氯的历史采购单价、主要原材料单耗确定生产单位纤维产品的基准原材料成本为 4.60 万元/吨，根据成熟工艺下的生产成本构成及 20% 的合理利润率，确定间位短切纤维基准交易价格为 10.50 万元/吨，间位沉析纤维基准交易价格为 14 万元/吨；补充修订继续构建“成本+阶梯加工费”动态定价模型，并嵌入价格联动条款。此外，民士达已开拓赣州龙邦等其他供应商，具备供应链弹性调节能力。

泰和新材通过系列承诺函构建了对民士达独立性及业务安全的保障体系。承诺函包括《关于避免同业竞争的承诺》《关于规范和减少关联交易的承诺函》《关于关联交易事项和同业竞争的补充承诺》《关于保证民士达独立性的承诺》等，明确禁止泰和新材及下属企业涉足芳纶纸业务，并建立商业机会优先让渡机制；以价格公允性承诺及采购自主权保障规范交易行为；强化供应链排他性控制，承诺未来若民士达需自主生产纤维，将无条件注入相关资产/技术；从人员、财务、经营多个维度保障民士达公司独立性等等。

表5：民士达与泰和新材核心协议

名称	签订/生效时间	核心内容
《间位短切纤维、沉析纤维定价及价格调整机制》	2018 年 4 月	1) 确定基准原材料成本为 4.6 万元/吨； 2) 间位短切纤维基准价 10.5 万元/吨，间位沉析纤维基准价 14 万元/吨，含 20% 成本加成。
《长期供货框架协议》	2021 年 4 月 (2022 年 11 月补充修订)	1) 排他性条款：泰和新材制纸级芳纶纤维仅向民士达销售； 2) 泰和新材承诺优先保障供应并扩产匹配需求； 3) 协议长期有效，终止需双方协商。
《间位短切纤维、沉析纤维定价及价格调整机制》补充修订	2023 年 2 月 1 日	1) 新增阶梯定价：加工费随采购量递增递减（如间位短切纤维年度采购量≥1800 吨时加工费降至当年基准价的 90%）； 2) 价格联动机制：若民士达主力产品售价 6 个月内累计 3 个月降幅超 15%，采购价同步下调； 3) 泰和新材需每月披露原材料采购明细。

资料来源：《烟台民士达特种纸业股份有限公司公开发行股票并在北交所上市申请文件的第三轮审核问询函的回复》，国信证券经济研究所整理

2020-2022 年公司主要原材料采购单价相对平稳。公司直接材料成本占主营业务成本的比例在 80% 左右，主要原材料采购价格的波动是影响公司成本的主要因素。2022 年采购的短切纤维单价比 2021 年高，一是因为采购的高价对位短切纤维数量大幅增加，拉高了整体价格；二是间位短切纤维因上游成本上升，供应商提价，使得单价小幅上涨。

表6：公司主要原材料采购单价（元/kg，不含税）

原材料类别	2020 年	2021 年	2022 年
沉析纤维	125.45	123.86	126.92
短切纤维	100.07	98.22	108.31
其中：间位短切纤维	94.9	92.14	99.58

对位短切纤维

238.3

204.08

203.54

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司对单一客户依赖度低。公司与客户建立了稳定且深入的合作关系，单一客户收入占比不超过 10%，不存在对单一客户的销售依赖。嘉兴雅港复合材料有限公司主营高性能纤维及复合材料的研发、生产、销售，产品含芳纶蜂窝芯材等。2021 年起，因国内航空领域发展加快，其芳纶纸蜂窝芯材订单增多，对芳纶纸需求增加，所以向民士达的采购额增长。中航复合材料有限责任公司主营复合材料生产、研发与销售。2022 年向民士达采购额大，原因是下游航空领域蜂窝芯材需求增加。

表7：公司向前五大客户的销售额及占销售总额比例

年度	序号	客户名称	主要销售内容	销售金额(万元)	占当期营业收入比例
2020 年度	1	德国迅斐利公司	芳纶纸	1345.49	8.46%
	2	新丰杰力电工材料有限公司	芳纶纸	1175.19	7.39%
	3	印度 GANAPATHY 公司	芳纶纸	750.86	4.72%
	4	瑞士 ABB 公司	芳纶纸	703.12	4.43%
	5	上海誉募新材料有限公司	芳纶纸	100.87	0.63%
		上海誉翔电工材料有限公司	芳纶纸	598.8	3.77%
	-	小计	-	699.67	4.40%
	-	合计	-	4674.33	29.40%
2021 年度	1	德国迅斐利公司	芳纶纸	2446.51	11.23%
	2	嘉兴雅港复合材料有限公司	芳纶纸	1526.92	7.01%
	3	新丰杰力电工材料有限公司	芳纶纸	1387.82	6.37%
	4	印度 GANAPATHY 公司	芳纶纸	1087.29	4.99%
	5	上海誉募新材料有限公司	芳纶纸	165.63	0.76%
		上海誉翔电工材料有限公司	芳纶纸	782.73	3.59%
	-	小计	-	948.36	4.35%
	-	合计	-	7396.9	33.95%
2022 年度	1	新丰杰力电工材料有限公司	芳纶纸	2505.35	8.88%
	2	德国迅斐利公司	芳纶纸	2403.33	8.52%
	3	嘉兴雅港复合材料有限公司	芳纶纸	2166.16	7.68%
	4	印度 GANAPATHY 公司	芳纶纸	1479.09	5.24%
	5	中航复合材料有限责任公司	芳纶纸	1148.6	4.07%
	-	合计	-	9702.52	34.39%

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理 注：1) 德国迅斐利公司合并范围内多个子公司与公司有交易，上表金额为公司向德国迅斐利公司及其子公司的合计销售金额；2) 瑞士 ABB 公司合并范围内多个子公司与公司有交易，上表金额为公司向瑞士 ABB 公司及其子公司的合计销售金额；3) 上海誉募新材料有限公司与上海誉翔电工材料有限公司实际控制人系父子关系，因此两家客户销售额合并披露。

公司在芳纶纸生产技术领域展现出强劲实力，通过自主研发掌握多重核心技术。在原料处理环节，多重浆料分散技术实现薄膜化芳纶沉析纤维、高性能芳纶短切纤维等混杂浆料的有效分散，确保浆料中纤维单根分散，提升浆料稳定性；抄造工艺上，多比例分层复合抄造技术改进传统成型方式，使细小沉析纤维更多分布于纸张表面，减少纤维流失，提高纸张均匀性；成型加工方面，超高温热压增塑技术解决纸基分层、起泡问题，促进纤维微熔融，增强纤维结合力，表面涂覆技术则利用纳米芳纶纤维涂覆，提升纸张表面密封性与绝缘性能。这些原始创新技术已应用于批量生产，且拥有多项核心专利，有力支撑公司在芳纶纸行业的技术领先地位。

表8：公司核心技术情况

核心技术名称	技术特征	技术先进性
--------	------	-------

多重浆料分散技术	在现有分散制浆造纸技术与装备的基础上，重点研究薄膜化芳纶沉析纤维、高性能芳纶短切纤维及其不同密度的功能化纤维混杂浆料的有效分散，有效提高了芳纶沉析纤维、芳纶短切纤维及其不同密度的功能化纤维混杂浆料的分散效果，浆料中的纤维呈单根分散状态，提高了纤维浆料的稳定性。 为制造出表面结构致密的芳纶纸基材料提供保障，有效地提高芳纶纸基材料表面的致密性与平滑度，改善材料的综合物理性能。
多比例分层复合抄造技术	在现有三斜网同比例复合成型技术与装备的基础上，重点研究差别化纤维原料配比的复合成型技术与装备，实现纸张由多层薄页纸复合而成，且控制细小的沉析纤维更多的分布在纸张表面。 减少了滤水过程中细小纤维流失，提高了不同形状纤维在纸页内分布的均匀性。
超高温热压增塑技术	在现有塑压成型技术与装备的基础上，重点研究不同纤维配比的多层结构纸张的高温塑化技术，保障纸张表层结构致密高强，内部纤维“钢筋林立”，完成超高线压力高温压光的装备设计和工艺优化，实现芳纶纸基材料融的可塑化、致密化、稳定化生产。 解决了纸基材料分层、起泡的问题，实现了纤维之间的微熔立，有效提高了芳纶纤维之间的结合力。
表面涂覆技术	研究化学碱性法制备纳米芳纶纤维，应用于芳纶纸基材料表面涂覆，利用避免短切纤维暴露，提高了原纸表面的致密性，降低了纸基其优异的成膜效果，提高间位芳纶纸的结构致密性，构建芳纶纸基材料表材料的透气性和吸水率，提高了芳纶纸的绝缘性能和树脂结合强度。 面涂覆设备并优化工艺，提高芳纶纸基材料的表面密封性。

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

R0 膜基材及闪蒸无纺布，打造第二增长曲线

公司一方面持续提升在芳纶纸领域的行业地位，一方面通过闪蒸无纺布、R0 膜基材、湿法多功能材料等新产品打造公司的第二增长曲线。

1) R0 膜基材与湿法无纺布共线生产

拟投资 6000 万元建设湿法多功能材料产业化项目。2025 年 2 月 13 日，民士达发布公告称拟投资 6000 万元建设湿法多功能材料产业化项目，主要产品为聚酯无纺布（R0 膜基材用）、芳纶湿法无纺布等。R0 膜基材设计年产能 3000 吨，产品主要服务于 R0 膜制造企业，终端覆盖电子、医药、化工、食品等行业水处理领域；芳纶湿法无纺布设计年产能 500 吨，由公司基于成熟工艺延伸开发，产品可广泛应用于汽车内饰及航空航天等领域，其性能优势已通过多场景验证。芳纶湿法无纺布是为特定用户开发的定制化产品，产品附加值较高，目前市场容量相对较小。以上两个产品采用不同工艺共线生产。

项目已启动产业化投资建设，正处于产线规划与设备采购阶段。该项目整体建设周期预计为 14 个月，计划在 2026 年上半年建成投产。在产品验证方面，前期战略合作客户已完成多轮应用测试，性能指标均达到约定要求。与此同时，公司积极推进水企、工业端客户开发工作，针对具有高规格水质处理需求的企业进行送样验证。

R0（反渗透）膜集中度高，预计 2025-2033 年 CAGR 为 9.9%。从市场格局来看，全球 R0 膜市场高度集中，少数几家企业垄断超 90% 的份额，其中进口 R0 膜如杜邦、海德能、科氏、苏伊士和东丽五家公司在我国占据 80% 以上市场。IMARC Group 的报告显示，2024 年全球反渗透膜市场规模达到 4.7 亿美元，预计到 2033 年将达到 10.9 亿美元，2025-2033 年 CAGR 为 9.9%。

R0 膜基材集中度高，预计 2025-2031 年 CAGR 为 10.9%。全球范围内 R0 膜基材生产商主要包括阿波制纸、三木特种制纸、Gessner、三菱制纸、康捷特种无纺布等。2024 年，全球前五大厂商占有大约 99% 的市场份额。R0 膜基材产品类型以聚酯无纺布为主，占据约 96% 的份额；下游市场分为工业用和商用，工业用是最主要的需求来源，占据约 75% 的份额。QY Research 数据显示，2024 年全球 R0 膜基材市场规模大约为 1.49 亿美元，预计 2031 年将达到 3.07 亿美元，2025-2031 年期间年复合增长率（CAGR）为 10.92%。得益于国家对环保产业的大力扶持、工业化进程的加速推进以及民众对饮用水安全意识的普遍提升，R0 膜基材市场需求量逐年攀升。

2) 闪蒸无纺布项目目前处于产业化方式论证阶段

闪蒸无纺布市场由杜邦主导。闪蒸法（flash spinning）也称为瞬时纺丝，是一种超细纤维成网方法，纺丝的纤维直径一般在 0.1-10 μm 之间。闪蒸无纺布由于技术难度高，全球目前仅杜邦、青昀新材和当盛新材三家公司实现规模化生产，其中杜邦占据市场份额约为 95%。

下游需求端，闪蒸无纺布可用在医疗防护、医疗包装、食品包装、建材防水、家居装饰领域，产品需求量大，公司中试线产品目前集中在建材防水领域，后续产业化时将充分考虑生产环境、装置、工艺等多方面因素。

医疗领域需求稳定，建筑领域增长存潜力。闪蒸无纺布具有高强度、低密度、防水透湿、高阻隔等特点，使其在医疗包装、防护用品等领域有着广泛的应用；据 QY Research，2024 年，医疗包装和防护用品的市场份额之和超过 76%。在医疗包装方面，主要用于高值医疗器械的包装，能够有效保护医疗器械不受污染，同时具有良好的透气性，便于灭菌处理。在防护用品方面，可用于制作手术衣、防护服、口罩等，为医护人员和患者提供有效的防护。随着全球医疗保健市场的不断扩大和人们对医疗防护意识的提高，医疗领域对闪蒸无纺布的需求将保持稳定增长。

在建筑领域，闪蒸无纺布主要用于屋面透气防水膜、隔热层等。随着建筑行业对节能环保要求的不断提高，闪蒸无纺布以其优异的防水、透气和隔热性能，逐渐成为建筑材料市场的新宠，特别是在一些高端建筑项目中，闪蒸无纺布的应用越来越广泛，市场增长潜力大。

除医疗与建筑领域外，闪蒸无纺布还在工业包装、交通运输、特种印刷及文创产品等领域有着一定的应用。例如，在工业包装中，可用于包装精密仪器、电子产品等，起到保护和防潮的作用；在交通运输领域，可用于汽车内饰、隔音隔热材料等。随着闪蒸无纺布技术的不断创新和产品性能的提升，其应用领域还将进一步拓展。

图30: 闪蒸无纺布主要应用领域



资料来源：杜邦公司官网，国信证券经济研究所整理

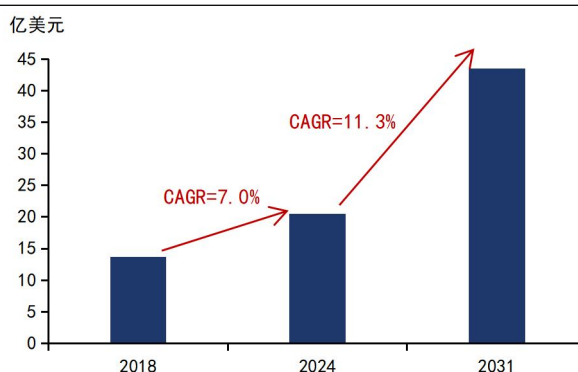
预计 2024-2031 年全球闪蒸无纺布市场规模 CAGR 为 11.3%。据 QY Research 数据显示，2024 年全球闪蒸无纺布市场规模约为 20.54 亿美元，预计 2031 年将达到 43.47 亿美元，2024-2031 年复合增长率（CAGR）为 11.3%。未来，随着环保政策的趋严以及消费者对高品质生活追求的提升，闪蒸无纺布以其优异的环保性能和功能性，市场前景广阔。

图31：全球闪蒸无纺布各应用领域市场份额



资料来源：QY Research，国信证券经济研究所整理

图32：全球闪蒸无纺布市场规模



资料来源：QY Research，国信证券经济研究所整理

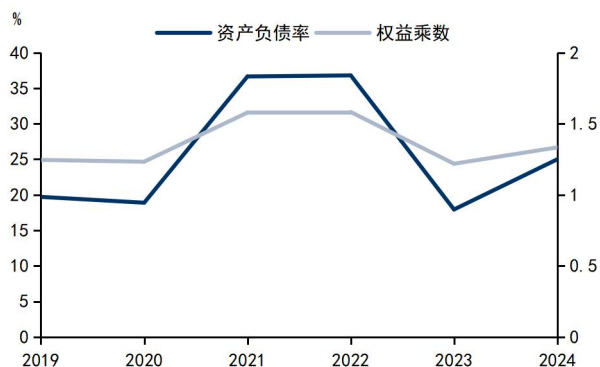
公司产业化细节持续优化中。闪蒸无纺布项目与公司现有芳纶纸生产工艺有一定相通性，后端热处理工艺经验数据库可实现跨产线调用，这为项目推进提供了技术便利。目前，公司正在产线设备、工艺路线等维度对该项目产业化的相关细节进行持续优化，若能成功实现产业化，300吨中试线投产后，将有望在建筑防水透气层等领域批量应用，打破杜邦在全球闪蒸无纺布市场95%以上市占率的垄断局面，满足建筑、医药等下沉市场对高性能无纺布材料的需求。

财务分析

资本结构及偿债能力分析

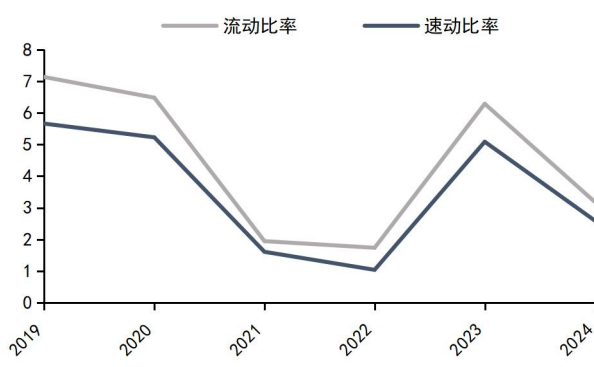
公司资本结构良好，偿债能力较强。公司 2024 年资产负债率 24.99%，权益乘数为 1.33，较低的资产负债率和权益乘数意味着公司长期偿债压力相对较小，财务杠杆运用较为保守，财务风险相对较低。公司 2024 年流动比率为 3.18，速动比率为 2.59，较高的流动比率和速动比率表明短期偿债能力较强。

图33：公司资产负债率和权益乘数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：公司流动比率和速动比率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

经营效率分析

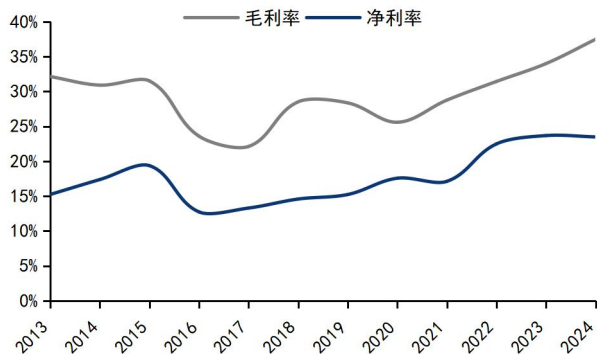
2024 年公司各类资产的运营效率较高，经营效率处于较好水平。2024 年公司总资产周转率为 0.46；存货周转率（Wind 计算）为 2.51，存货管理良好，产品销售速度较快；应收账款周转率（Wind 计算）为 13.70，应收账款回收效率较高，资金回笼速度较快。

盈利能力分析

2020 年至今，公司毛利率及净利率呈增长趋势。2020 年至 2024 年，公司主营业务毛利率由 25.6%提升至 37.5%，净利率由 17.6%提升至 23.5%。航天航空、轨道交通领域快速发展带来的芳纶纸蜂窝芯材用量激增，叠加新能源汽车产业崛起、欧美电网升级及算力需求增长带动的变压器需求扩张，推动蜂窝用芳纶纸及电气绝缘用芳纶纸销量显著提升，产能利用率提升和原料成本下降，销售毛利率增长。

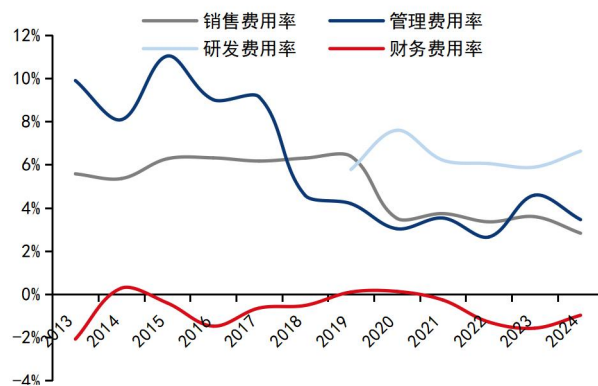
公司期间费用率总体较稳。公司研发费用率高于同行业公司平均水平，主要原因是公司产品技术含量高，研发人员占全体员工比例较高，研发薪酬较高；且公司产品价值高，研发领用的原材料（短切纤维、沉析纤维）价值较高，研发领用材料耗用金额较高。公司财务费用较低，银行借款规模较小，利息费用金额较小；境外销售订单主要以美元、欧元计价，财务费用受汇兑损益影响较大。

图35：公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

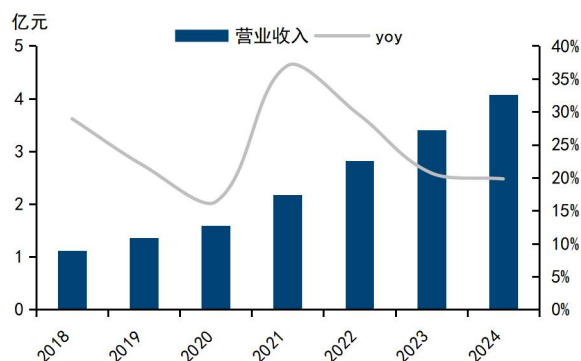
图36：公司期间费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

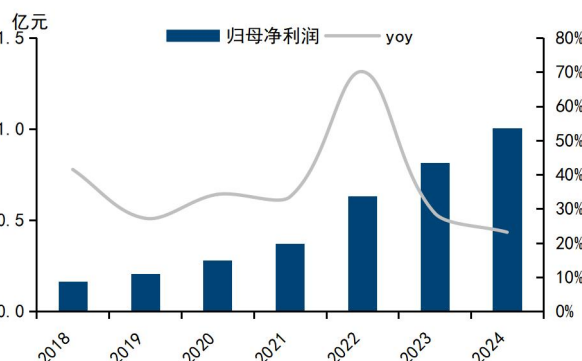
2019-2024 年公司营收和归母净利润复合增速分别为 24.4%和 37.0%。2019-2024 年公司营收及归母净利润保持逐年增长，营收由 2019 年的 1.37 亿元增长至 2024 年的 4.08 亿元，复合增长率达 24.4%；归母净利润由 2019 年的 0.21 亿元增长至 2024 年的 1.01 亿元，复合增长率达 37.0%，主要得益于下游需求扩张推动芳纶纸销量显著提升，同时原料成本下降带来的毛利率增长。

图37：公司营业收入（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

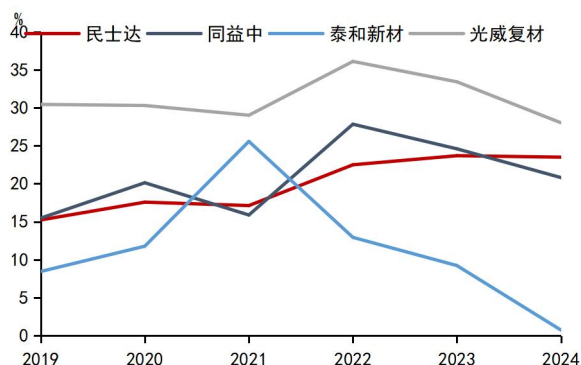
图38：公司归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

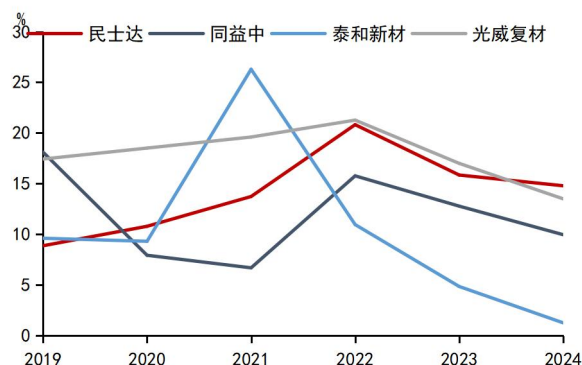
2019 年以来公司净利率及净资产收益率（ROE）整体呈上升趋势。2024 年公司净利率水平在可比公司中仅次于光威复材，高于同益中及泰和新材；2022 年以来公司净资产收益率（ROE）与光威复材接近，领先于同益中及泰和新材，2024 年超过光威复材。2024 年公司净利率为 23.49%，净资产收益率为 14.79%，资本利用效率较高。

图39: 可比公司净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 可比公司 ROE (加权)

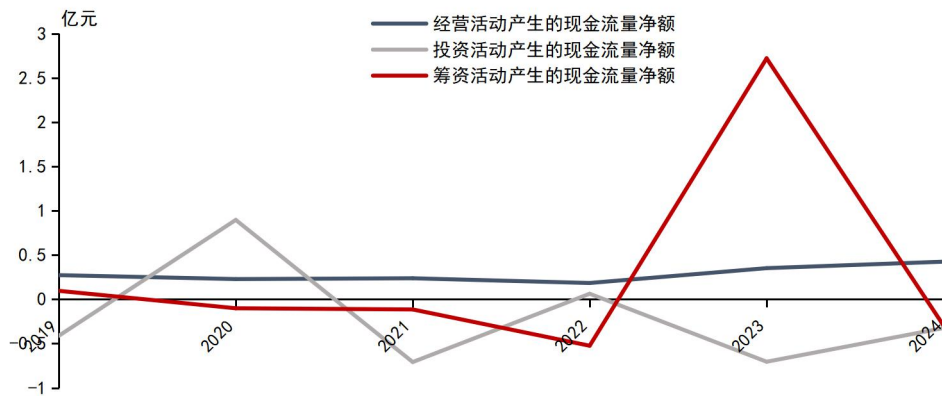


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流量分析

公司现金流量情况较好, 经营活动健康。2022 年以来, 公司经营活动现金净流量整体呈上升趋势, 从 0.18 亿元增长至 0.42 亿元, 表明公司核心经营业务的现金创造能力不断增强, 经营活动处于健康发展状态。2023 年公司筹资活动现金净流量为 2.72 亿元, 主要由于公司收到上市募集资金 2.47 亿元, 以及子公司收到少数股东投资款 2,450 万元。整体来看, 公司经营活动现金流相对较为充裕, 为投资和筹资活动提供了有力支持, 现金流结构较为健康, 有助于公司的持续稳定发展。公司资本性支出围绕主营业务开展, 有力地推动了公司生产规模的扩大、产品结构的调整和盈利能力的提升。

图41: 公司现金流量情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们预计公司 2025-2027 年营收为 5.07/6.13/7.13 亿元，同比增长 24.2%/21.1%/16.2%，归母净利润为 1.38/1.70/2.00 亿元，同比增长 37.3%/23.3%/17.7%。主要预测假设和逻辑如下：

1、公司收入预测核心假设：

关于行业及公司未来收入的预测，我们的分析逻辑如下：

行业基本情况：芳纶纸行业处于快速发展阶段。据 QY Research 预测，2022-2028 年我国芳纶纸市场规模复合增速达 17%，当前芳纶纸行业依旧处于快速发展阶段，民士达作为国内市占率领先的芳纶纸企业，收入业绩有望实现超过行业总体增速的较快增长。

公司基本情况：公司 2019-2024 年营收和归母净利润复合增速分别为 24.4%和 37.0%，基于我们对公司业务布局及经营能力的判断，我们认为公司的营收和归母净利润规模将随行业发展而继续提升，且考虑到公司目前收入体量较小，但全球市场份额达 14.3%，依然存在增长空间。

2、各业务板块收入预测：基于公司未来的整体经营趋势，参考公司历史收入结构分布和量价情况，我们将各业务板块的收入做如下预测：

2.1、芳纶纸：

销量方面：由于公司 2023 年之后未披露芳纶纸产销量，我们以 2400 吨有效产能为基础，假设 2023-2025 年有效产能利用率分别为 65%/75%/85%。假设 2026 年一季度末募投 1500 吨新产能投产，2026 年全年有效产能 3300 吨，产能利用率 75%，2027 年有效产能 3600 吨，产能利用率 80%。假设 2023-2027 年产销率为 99%。

价格及毛利率方面：公司 2024 年芳纶纸销售均价为 24 万元/吨，鉴于行业供需偏紧，且国际龙头企业被我国反垄断调查，叠加关税增加的背景，我们假设 2025-2027 年芳纶纸售价为 24.5 万元/吨。成本端，基于我们 2024 年的销量估测，2024 年芳纶纸单吨成本为 14 万元/吨，假设 2025-2027 年该单吨成本维持。

2.2、芳纶纸复合材料：

假设该板块 2025-2027 年收入增速均为 10%，成本增速为 8%。

2.3、其他业务：

其他业务收入主要来源于生产过程中产生的芳纶纸废品销售。在成本核算体系里，生产过程中产生的芳纶纸废品未被分摊材料成本，领用的材料成本全部分摊至完工产品。2021 年度，其他业务成本主要是少量芳纶纸胶带销售所结转的成本。假设该板块 2025-2027 年收入和成本复合增速均为 10%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年营收为 5.07/6.13/7.13 亿元，同比增长 24.2%/21.1%/16.2%，毛利率为 41.5%/41.7%/41.8%。

表9: 盈利预测假设基础

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
芳纶纸						
收入（百万元）	282.00	340.32	397.16	494.80	600.31	698.54
yoy	30%	21%	17%	25%	21%	16%
产量（吨）	1381.9	1560	1800	2040	2475	2880
销量（吨）	1168.1	1544	1782	2020	2450	2851
产销率	84.5%	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%
成本（百万元）	193.40	224.59	242.51	282.7	343.0	399.2
毛利（百万元）	88.60	115.73	154.65	212.06	257.28	299.38
yoy	42%	31%	34%	37%	21%	16%
毛利率	31.4%	34.0%	38.9%	42.9%	42.9%	42.9%
毛利占比	99.9%	100.0%	101.1%	100.8%	100.6%	100.5%
芳纶纸复合材料						
收入（百万元）		0.01	9.79	10.77	11.85	13.04
yoy			65659%	10%	10%	
成本（百万元）		0.02	11.64	12.57	13.57	14.66
毛利（百万元）		(0.00)	(1.84)	(1.80)	(1.72)	(1.62)
yoy			67270%	-3%	-4%	-6%
毛利率		-18.4%	-18.8%	-16.7%	-14.5%	-12.5%
毛利占比		0.0%	-1.2%	-0.9%	-0.7%	-0.5%
其他业务						
收入（百万元）	0.08	0.14	0.99	1.09	1.20	1.32
yoy	-47%	81%	601%	10%	10%	10%
成本（百万元）	0.00	0.09	0.87	0.95	1.05	1.15
毛利（百万元）	0.08	0.05	0.13	0.14	0.15	0.17
yoy	-47%	-32%	135%	10%	10%	10%
毛利率	100.0%	37.7%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
毛利占比	0.09%	0.05%	0.08%	0.07%	0.06%	0.06%
总营收（百万元）	282.08	340.47	407.95	506.67	613.36	712.90
yoy	29%	21%	20%	24%	21%	16%
成本（百万元）	193.40	224.69	255.01	296.27	357.66	414.98
营业成本/营业收入	69%	66%	63%	58%	58%	58%
毛利（百万元）	88.68	115.78	152.94	210.40	255.70	297.92
yoy	42%	31%	32%	38%	22%	17%
毛利率	31.4%	34.0%	37.5%	41.5%	41.7%	41.8%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

期间费用方面，鉴于公司规模逐步扩大，费用率有望下降，我们假设 2025-2027 年公司销售、管理及研发费用率逐年下降 0.1 pct。营业税及附加税率、所得税率均沿用 2024 年税率值。综上，我们预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 3.2%/3.1%/3.0%，管理费用率分别为 2.7%/2.6%/2.5%，研发费用率分别为 6.5%/6.4%/6.3%，预计公司 2025-2027 年期间费用率分别为 11.3%/11.0%/10.6%。

表10: 未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	408	507	613	713
营业成本	255	296	358	415
销售费用	12	14	16	18
管理费用	14	17	20	22
研发费用	27	33	39	45
财务费用	(4)	(6)	(8)	(10)

营业利润	110	149	184	217
利润总额	110	151	186	219
归属于母公司净利润	101	138	170	200
EPS	0.69	0.94	1.16	1.37
ROE	14%	17%	18%	19%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测情景分析

以上盈利预测以我们对行业和分析公司的判断为假设基础，如果行业发展和公司业务情况发生不可预知变化，则可能导致我们当前盈利预测的假设条件不成立，进而导致当前盈利预测结果不准确。定量来看，考虑如下乐观、中性、悲观三种情景对公司经营情况的影响分析，分析结果如下：

1) **中性情景**：即前文所得盈利预测结果，预计公司 2025-2027 年营收为 5.07/6.13/7.13 亿元，同比增长 24.2%/21.1%/16.2%，归母净利润为 1.38/1.70/2.00 亿元，同比增长 37.3%/23.3%/17.7%。

2) **乐观情景**：以中性情景作为基准，营业收入增长率提升 5%，营业成本占销售收入比例、各项费用率降低 5%。对应公司 2025-2027 年营收为 5.12/6.25/7.31 亿元，同比增长 25.4%/22.1%/17.0%，归母净利润为 1.57/1.95/2.31 亿元，同比增长 56.4%/24.1%/18.4%。

3) **悲观情景**：以中性情景作为基准，营业收入增长率降低 5%，营业成本占销售收入比例、各项费用率提升 5%。对应公司 2025-2027 年营收为 5.02/6.02/6.95 亿元，同比增长 23.0%/20.0%/15.4%，归母净利润为 1.19/1.46/1.71 亿元，同比增长 18.8%/22.6%/17.1%。

表11：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测				
营业收入(百万元)	408	512	625	731
(+/-%)	19.8%	25.4%	22.1%	17.0%
归母净利润(百万元)	101	157	195	231
(+/-%)	23.1%	56.4%	24.1%	18.4%
摊薄 EPS	0.69	1.08	1.33	1.58
中性预测				
营业收入(百万元)	408	507	613	713
(+/-%)	19.8%	24.2%	21.1%	16.2%
归母净利润(百万元)	101	138	170	200
(+/-%)	23.1%	37.3%	23.3%	17.7%
摊薄 EPS(元)	0.69	0.94	1.16	1.37
悲观预测				
营业收入(百万元)	408	502	602	695
(+/-%)	19.8%	23.0%	20.0%	15.4%
归母净利润(百万元)	101	119	146	171
(+/-%)	23.1%	18.8%	22.6%	17.1%
摊薄 EPS	0.69	0.82	1.00	1.17
总股本(百万股)	146	146	146	146

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

公司具有较为稳定增长的盈利和持续的经营净现金流，我们采用 FCFF（公司自由现金流贴现模型）与相对估值法（PE 估值法）两种估值方法进行估值。

绝对估值：25.06-47.80 元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表12：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	29.48%	20.70%	19.82%	24.20%	21.06%	16.23%	15.00%	15.00%
营业成本/营业收入	68.56%	66.00%	62.51%	58.47%	58.31%	58.21%	58.71%	59.21%
管理费用/营业收入	2.51%	4.47%	3.30%	3.20%	3.10%	3.00%	2.90%	2.80%
研发费用/销售收入	6.05%	5.89%	6.62%	6.52%	6.42%	6.32%	6.22%	6.12%
销售费用/销售收入	3.35%	3.59%	2.83%	2.73%	2.63%	2.53%	2.43%	2.33%
营业税及附加/营业收入	0.40%	0.47%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%
所得税税率	10.63%	13.86%	12.66%	12.66%	12.66%	12.66%	12.66%	12.66%
股利分配比率	84.14%	0.00%	29.10%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：该管理费用不含无形资产摊销

表13：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.00	T	12.66%
无风险利率	1.81%	Ka	7.81%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.00
公司股价（元）	42.71	Ke	7.81%
发行在外股数（百万）	146	E/(D+E)	100.00%
股票市值(E, 百万元)	6246	D/(D+E)	0.00%
债务总额(D, 百万元)	0	WACC	7.81%
Kd	2.93%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

按此假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC（即无杠杆自由现金流对应的折现率）为 7.81%，采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司远期公允价值区间为 36.58-69.79 亿元，对应每股 25.06-47.80 元。

表14：公司 FCFF 估值表

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	144.0	177.3	209.0	238.8	272.8
所得税税率	12.66%	12.66%	12.66%	12.66%	12.66%
EBIT*(1-所得税税率)	125.8	154.8	182.5	208.5	238.2
折旧与摊销	28.2	31.6	34.4	35.8	37.0
营运资金的净变动	1.2	(45.8)	(18.1)	(13.0)	(32.4)
资本性投资	(50.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	(10.0)
FCFF	105.2	120.6	178.8	211.4	232.8
PV(FCFF)	97.6	103.8	142.7	156.5	159.8
核心企业价值	4,632.2				
减：净债务	(131.5)				
股票价值	4,763.7				
每股价值	32.57				

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

我们以 32.57 元/股作为估值中枢对公司远期公允价值进行敏感性分析，假设折现率变化区间为 6.8%至 8.8%，永续增长率变化区间为 1.0%至 3.0%，得到的股价区间为 25.06–47.80 元/股，以此作为合理浮动范围来计算，得出公司远期公允价值区间为 36.58–69.79 亿元，中枢为 47.56 亿元。

表15：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		6.8%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%
永续增长率变化	3.0%	47.80	41.90	37.23	33.45	30.33
	2.5%	43.49	38.62	34.68	31.43	28.70
	2.0%	40.08	35.97	32.57	29.73	27.31
	1.5%	37.31	33.77	30.80	28.27	26.10
	1.0%	35.02	31.92	29.28	27.02	25.06

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：42.30–47.00 元

目前 A 股无主营业务、主要产品与公司相似的上市公司。因此，在选取同行业可比公司时，从所处行业、经营范围及应用领域等角度出发，同时结合信息的可获得性，选取与公司产品或业务领域相近的可比公司。我们选取同益中、泰和新材、光威复材作为民士达的可比公司，这些企业均属于高性能纤维及复合材料领域。其中，同益中主营超高分子量聚乙烯纤维（UHMWPE）及复合材料，收购超美斯进军芳纶纸业务；泰和新材作为芳纶纤维龙头，为民士达母公司，与民士达的芳纶纸业务形成上下游协同；光威复材主营碳纤维及复合材料，与芳纶纸同属高技术壁垒的新材料赛道，技术研发和产业化路径具有可比性，下游应用领域以航空航天、风电等为主，与民士达的芳纶纸下游领域重合度较高。

表16：可比公司情况

公司名称	经营情况	市场地位
同益中	成立于 1999 年，主营超高分子量聚乙烯纤维（UHMWPE）及复合材料，产品应用于防弹防护、海洋工程等领域	国内 UHMWPE 纤维行业领先企业，军品市场份额较高，出口占比超 50%
泰和新材	成立于 1987 年，主营芳纶纤维（间位芳纶、对位芳纶）、氨纶及芳纶纸基材料，业务覆盖军工、环保、汽车等	国内芳纶纤维龙头，全球前三大芳纶供应商之一
光威复材	成立于 1992 年，专注碳纤维及织物、预浸料、复合材料制品的研发生产，产品用于航空航天、风电等领域	国内碳纤维全产业链企业，军品核心供应商，T300 级碳纤维国内市场占有率领先

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2024–2026 年可比公司平均预测 PE 为 55.9/29.3/22.3 倍，鉴于芳纶纸行业处于快速发展期，市场集中度及行业壁垒高，下游航空航天、新能源车等需求增速可期，国内蜂窝芯材应用有望实现较高增长，叠加国际龙头被反垄断调查及中美关税背景，国产替代进程或将加速，芳纶纸行业更具备稀缺成长性。同时，民士达公司芳纶纸新增 1500 吨产能有望于 2026 年释放利润增量，产能增速达 50%，故给予公司 2025 年预测 PE 为 45–50 倍，对应远期公允价值区间为 61.76–68.62 亿

元，对应每股 42.30-47.00 元。

表17: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
688722.SH	同益中	优于大市	19.39	4,356.29	0.58	0.84	0.97	33.4	23.1	20.0	3.1
002254.SZ	泰和新材	无评级	10.20	8,802.05	0.10	0.26	0.41	102.0	39.2	24.8	1.2
300699.SZ	光威复材	无评级	29.06	24,159.09	0.90	1.13	1.31	32.4	25.6	22.1	4.3
平均值								55.9	29.3	22.3	2.9
833394.BJ	民士达	优于大市	42.71	6,246.34	0.69	0.94	1.16	62.1	45.4	36.8	8.4

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2025 年 5 月 5 日, 无评级公司盈利预测参考 Wind 一致预期。

投资建议

我们选取绝对估值法和相对估值法交集作为综合的远期公允价值区间, 即预计公司的远期公允价值区间为 61.76-68.62 亿元, 对应每股 42.30-47.00 元, 对应 2025 年预测归母净利润的 PE 值为 45-50 倍, 相对于公司目前股价有 6%溢价空间, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,与实际情况可能存在差异,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们考虑芳纶纸行业处于快速发展期,且民士达公司芳纶纸新增1500吨产能有望于2026年释放利润增量,故给予公司2025年预测PE为45-50倍,可能存在估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司2025-2027年收入增长率分别为24.2%/21.1%/16.2%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司2025-2027年毛利率分别为41.5%/41.7%/41.8%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 我们预计公司募投的1500吨芳纶纸产能于2026年投产,若实际投产、达产不及预期,存在未来3年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司盈利受其主营产品价格、原材料价格影响较大,我们预计未来3年公司主要产品价格不发生较大的下降,原材料不出现剧烈上涨。若由于形势变化,主营产品实际价格大大低于预期,或原材料价格高于预期,均可能存在高估未来3年业绩的风险。

经营风险

原材料价格上涨风险:公司生产主要依赖短切纤维、沉析纤维等制纸级芳纶纤维,直接材料成本占主营业务成本比例高。未来若原材料价格大幅上涨,且公司无法合理控制成本或向下游传导价格压力,产品毛利率和经营业绩将受负面影响。

关联采购及供应商集中风险:制纸级芳纶纤维全球供应商少,未形成公开成熟市场。公司主要从控股股东泰和新材采购原材料,关联采购占比高。未来若关联方供应不足、不及时,或采购价格不公允,公司生产经营将受影响。此外,若关联交易决策程序执行不当,也会干扰公司正常运营。

产品类别集中风险:公司主要产品芳纶纸销售收入占比超90%。若芳纶纸生产、

销售出现重大问题，且公司未能实现产品多元化发展，经营业绩将受不利影响。

子公司运营风险：公司 2022 年设立全资子公司烟台民士达先进制造有限公司，布局新能源汽车新材料领域。子公司未来可能面临产品研发、市场推广及测试周期长等问题，若经营不善将影响发行人业绩。

毛利率下滑风险：未来若上游供应商利用地位施加不利影响，导致原材料供应不足、价格不合理，或下游市场不景气、竞争激烈，产品价格下降，公司又无法控制成本或传导影响，将制约产销量、降低毛利率，进而削弱盈利能力。

产能投放不及预期风险：公司募投项目“新型功能纸基材料产业化”因国际供应链周期影响导致部分进口设备交付延迟，项目预计投产时间由 2025 年 4 月 30 日延期至 2026 年 3 月 31 日。尽管公司表示将通过分段调试保障产能释放节奏，但项目整体进度滞后仍可能对新产能爬坡及订单承接效率产生阶段性影响，或对公司未来 1-2 年的收入增长及规模效应释放形成一定压力。此外，若后续供应链波动或调试效果不及预期，不排除进一步影响业绩兑现的风险。

财务风险

企业所得税优惠政策变动风险：公司作为高新技术企业，报告期内按 15% 税率缴纳企业所得税。若未来无法通过高新技术企业复审，将无法享受该优惠政策。

汇率变动风险：公司境外销售占主营业务收入比例达 25%-35%，主要以美元、欧元结算。未来人民币兑外币汇率大幅波动，将影响公司经营业绩。

出口退税政策变动风险：公司境外销售占比可观，出口产品享受增值税“免、抵、退”政策。若国家调低出口退税率或取消该政策，公司外销成本将增加，若无法转嫁给客户，经营业绩将受负面影响。

应收账款坏账损失风险：公司存在一定金额应收账款，虽主要客户资信良好且账龄多在 1 年以内，但未来仍可能因客户问题产生坏账损失。

技术风险

技术迭代及产品开发风险：为契合市场需求，公司需持续研发、升级产品。若产品开发速度滞后，或研发路线错误，公司核心竞争力将被削弱，甚至面临被市场淘汰的风险。

核心管理人员及核心技术人员流失风险：稳定的管理和技术团队是公司发展的关键。若公司不能持续培养、引进、留住核心人员，将影响整体发展战略实施和公司利益。

市场风险

新增产能消化及募投项目收益不及预期风险：尽管募投项目基于公司战略、市场环境及需求趋势等因素制定，但项目建设有周期，若下游需求不足、行业竞争格局或技术路线变化、产业政策或市场环境改变、竞争加剧致单价或销量下滑，可能导致新增产能难消化，募投项目收益不及预期。

市场竞争风险：随着芳纶纸市场发展，可能吸引更多企业进入，市场竞争加剧。若公司不能在产品质量、技术创新、成本控制等方面保持优势，市场份额和经营业绩将受影响。

产品价格下行风险：美国杜邦公司占据全球芳纶纸主要市场份额，若其因反垄断

调查等因素调整市场策略，如开放专利授权、解除芳纶纤维供应限制或采取针对性降价，可能引发芳纶纸行业价格中枢下行；同时，技术壁垒削弱后或导致行业产能释放加速，市场竞争加剧；若杜邦向第三方开放纤维供应，民士达现有成本优势或被稀释。以上因素均可能压制民士达产品溢价空间及毛利率。

管理风险

公司规模扩张带来的管理风险：随着公司业务不断拓展，经营规模持续扩大，人员数量、业务范围和管理复杂度显著增加。若公司管理体系、管理能力不能及时适应规模扩张的需求，可能导致管理效率低下、决策失误，影响公司的正常运营和发展。

子公司管理风险：公司设立全资子公司布局新领域，子公司在经营管理、业务拓展、内部控制等方面存在一定独立性。若对子公司管控不到位，可能出现子公司经营决策失误、财务风险失控、信息沟通不畅等问题，进而影响公司整体利益。

其他风险

政策风险：芳纶纸行业受国家宏观政策调控。若未来产业政策、环保政策等发生重大变化，可能影响公司生产经营成本、市场准入等，进而对经营业绩产生不利影响。

关联交易风险：民士达当前超 80% 的核心原材料采购依赖控股股东泰和新材，若泰和新材未来因产能不足或市场格局变化导致原材料供应受限，或下游芳纶纸价格大幅下跌时现有成本加成机制无法有效传导成本压力，可能对民士达毛利率及供应链稳定性构成冲击。此外，泰和新材同时涉足氨纶等周期性业务，未来若其自身业绩承压时通过关联交易转移成本，可能存在侵蚀民士达利润的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	319	293	365	446	577	营业收入	340	408	507	613	713
应收款项	64	96	101	128	153	营业成本	225	255	296	358	415
存货净额	99	104	120	146	170	营业税金及附加	2	2	3	3	4
其他流动资产	22	68	43	65	85	销售费用	12	12	14	16	18
流动资产合计	520	561	629	784	985	管理费用	16	14	17	20	22
固定资产	235	342	364	352	337	研发费用	20	27	33	39	45
无形资产及其他	14	16	15	15	14	财务费用	(5)	(4)	(6)	(8)	(10)
投资性房地产	43	62	62	62	62	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
资产总计	812	980	1071	1213	1398	其他收入	(2)	(18)	(33)	(39)	(45)
短期借款及交易性金融负债	0	1	0	0	0	营业利润	89	110	149	184	217
应付款项	54	121	116	133	173	营业外净收支	5	0	2	2	1
其他流动负债	28	54	58	70	82	利润总额	94	110	151	186	219
流动负债合计	83	176	174	203	255	所得税费用	13	14	19	24	28
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(5)	(6)	(8)	(9)
其他长期负债	63	69	69	69	69	归属于母公司净利润	82	101	138	170	200
长期负债合计	63	69	69	69	69	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	146	245	243	272	323	净利润	82	101	138	170	200
少数股东权益	24	19	15	9	2	资产减值准备	(0)	0	(2)	0	0
股东权益	643	716	813	932	1072	折旧摊销	21	23	28	32	34
负债和股东权益总计	812	980	1071	1213	1398	公允价值变动损失	1	2	1	1	1
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(5)	(4)	(6)	(8)	(10)
每股收益	0.56	0.69	0.94	1.16	1.37	营运资本变动	(76)	(1)	1	(46)	(18)
每股红利	0.00	0.20	0.28	0.35	0.41	其它	(1)	(4)	(3)	(6)	(7)
每股净资产	4.40	4.90	5.56	6.37	7.33	经营活动现金流	27	120	164	152	212
ROIC	13%	13%	18%	22%	25%	资本开支	0	(128)	(50)	(20)	(20)
ROE	13%	14%	17%	18%	19%	其它投资现金流	(15)	15	0	0	0
毛利率	34%	37%	42%	42%	42%	投资活动现金流	(15)	(113)	(50)	(20)	(20)
EBIT Margin	19%	24%	28%	29%	29%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	30%	34%	34%	34%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	21%	20%	24%	21%	16%	支付股利、利息	0	(29)	(41)	(51)	(60)
净利润增长率	29%	23%	37%	23%	18%	其它融资现金流	217	25	(0)	0	0
资产负债率	21%	27%	24%	23%	23%	融资活动现金流	219	(34)	(42)	(51)	(60)
股息率	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	现金净变动	231	(26)	72	81	132
P/E	76.5	62.1	45.2	36.7	31.2	货币资金的期初余额	88	319	293	365	446
P/B	9.7	8.7	7.7	6.7	5.8	货币资金的期末余额	319	293	365	446	577
EV/EBITDA	73.5	53.7	37.7	31.2	27.0	企业自由现金流	0	(21)	105	121	179
						权益自由现金流	0	4	110	127	187

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032