

**民士达 (833394.BJ)**

2023年07月25日

**中报利润超预期，新品研发与新产线开工齐头并进**

——北交所信息更新

**投资评级：买入（上调）**
**诸海滨（分析师）**

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

**赵昊（分析师）**

zhaohao@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

日期	2023/7/24
当前股价(元)	16.45
一年最高最低(元)	20.08/10.33
总市值(亿元)	24.06
流通市值(亿元)	5.81
总股本(亿股)	1.46
流通股本(亿股)	0.35
近3个月换手率(%)	497.31

**北交所研究团队**
**● 事件：2023年中报出炉，营收/归母净利润增长32.63%/49.09%表现亮眼**

2023年中报出炉，上半年实现营收1.74亿元、归母净利润4002.65万元，同比2022上半年分别增长32.63%/49.09%；实现扣非归母净利润3147.81万元，同比增长43.29%。毛利率由2022H1的32%提升至36.68%；现金流同步好转，2023H1经营活动产生的现金流量净额为3803万元，同比增长337%。我们上调公司2023-2025年的归母净利润预测为0.86/1.12/1.45亿元（原为0.77/0.98/1.25亿元），对应EPS分别为0.59/0.77/0.99元/股，对应当前股价的PE分别为27.9/21.4/16.6倍，看好公司产业链的稳固地位，上调为“买入”评级。

● **产品量价齐升与降本增效业绩增长49%，入库山东省新材料领军企业培育库业务方面**，2023年H1电气绝缘领域和蜂窝芯材领域分别增长30.8%和18%，电气绝缘领域销量占比为87.5%，项目稳步推进拉动芳纶纸销量同比增长29%，平均售价提升3%；同时实现生产闭环控制和全流程追溯，提升数字化水平，叠加原材料降价影响，生产成本下降9%。涨价与降本共同驱动毛利增长。研发方面，2023年上半年研发费用投入1181万元，研发费用率为6.8%（+0.78pcts），在研项目均完成阶段性考核目标，且入选山东省新材料领军企业培育库入库企业，通过知识产权管理体系认证，获授权发明专利和实用新型专利各2项。

● **下游多元布局开始发力，新能源车芳纶纸业务用量增长2倍成为重要增长点**芳纶纸作为国家“关键战略材料”，叠加价格与供应周期的优势，国产芳纶纸将不断提高整体市场份额，并进一步实现高端领域的进口替代。民士达是国内第一家突破杜邦公司垄断的芳纶纸自主制造商，市占率全球第二，将首先受益于芳纶纸国产化进程。2023H1电气绝缘领域尤其是国外高端电气绝缘领域需求增加，新能源汽车、变频变压器、风电等电气绝缘细分领域相关项目逐步落地，其中新能源汽车用量增幅超过200%，销量占比提升至10%以上。蜂窝芯材用芳纶纸目前主要在高铁动车、各类飞机无人机以及游艇上使用，达到阻燃和减重降噪的效果，国产大飞机、先进军机和高铁等项目推进将带来持续增长机遇。

● **风险提示：**新能源行业需求下滑、原料价格波动、市场竞争风险等。

**财务摘要和估值指标**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	218	282	363	469	605
YOY(%)	37.0	29.5	28.6	29.3	28.9
归母净利润(百万元)	37	63	86	112	145
YOY(%)	33.5	70.1	36.1	30.2	29.1
毛利率(%)	28.8	31.4	35.1	35.2	35.0
净利率(%)	17.1	22.5	23.8	23.9	24.0
ROE(%)	13.3	20.4	13.1	14.8	16.1
EPS(摊薄/元)	0.25	0.43	0.59	0.77	0.99
P/E(倍)	64.5	37.9	27.9	21.4	16.6
P/B(倍)	8.6	7.7	3.6	3.2	2.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

**相关研究报告**

《芳纶纸“单项冠军”率先国产替代，航空、高铁及新能源需求广阔——北交所首次覆盖报告》-2023.6.19

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	222	240	520	565	699
现金	103	88	360	360	441
应收票据及应收账款	33	49	54	73	85
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	1	2	2	3	4
存货	38	96	100	125	166
其他流动资产	47	4	3	3	4
<b>非流动资产</b>	220	252	316	417	444
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	89	190	276	377	402
无形资产	11	7	7	8	8
其他非流动资产	120	54	33	33	33
<b>资产总计</b>	442	492	836	982	1142
<b>流动负债</b>	114	138	131	179	200
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	85	90	101	130	165
其他流动负债	29	48	30	49	34
<b>非流动负债</b>	48	43	44	45	44
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	48	43	44	45	44
<b>负债合计</b>	162	181	175	224	244
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	100	106	146	146	146
资本公积	58	72	296	296	296
留存收益	122	132	188	287	409
<b>归属母公司股东权益</b>	280	311	661	758	898
<b>负债和股东权益</b>	442	492	836	982	1142

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	24	18	95	149	157
净利润	37	63	86	112	145
折旧摊销	11	17	27	40	52
财务费用	-1	-4	-1	-4	-6
投资损失	-1	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	-25	-66	-15	3	-32
其他经营现金流	2	8	-0	-0	-1
<b>投资活动现金流</b>	-71	6	-90	-140	-77
资本支出	32	45	91	141	78
长期投资	-40	40	0	0	0
其他投资现金流	1	12	1	1	1
<b>筹资活动现金流</b>	-11	-52	266	-9	1
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	6	40	0	0
资本公积增加	0	14	223	0	0
其他筹资现金流	-11	-73	3	-9	1
<b>现金净增加额</b>	-59	-27	272	-0	81

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	218	282	363	469	605
营业成本	155	193	236	304	393
营业税金及附加	1	1	2	2	3
营业费用	8	9	12	15	19
管理费用	8	7	11	14	18
研发费用	14	17	23	30	34
财务费用	-1	-4	-1	-4	-6
资产减值损失	-2	-1	-2	-3	-3
其他收益	9	15	12	12	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	41	71	96	125	162
营业外收入	1	0	1	1	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	42	71	97	126	162
所得税	5	8	10	13	17
<b>净利润</b>	37	63	86	112	145
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	37	63	86	112	145
EBITDA	51	86	121	161	209
EPS(元)	0.25	0.43	0.59	0.77	0.99

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	37.0	29.5	28.6	29.3	28.9
营业利润(%)	32.1	74.2	35.0	30.5	29.4
归属于母公司净利润(%)	33.5	70.1	36.1	30.2	29.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.8	31.4	35.1	35.2	35.0
净利率(%)	17.1	22.5	23.8	23.9	24.0
ROE(%)	13.3	20.4	13.1	14.8	16.1
ROIC(%)	11.0	17.8	12.0	13.6	15.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	36.7	36.8	21.0	22.8	21.3
净负债比率(%)	-20.0	-16.0	-48.4	-42.0	-44.6
流动比率	1.9	1.7	4.0	3.2	3.5
速动比率	1.5	1.0	3.2	2.4	2.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	14.9	15.7	17.0	19.0	21.0
应付账款周转率	6.5	6.3	6.4	6.3	6.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.43	0.59	0.77	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.13	0.65	1.02	1.08
每股净资产(最新摊薄)	1.92	2.12	4.52	5.19	6.14
<b>估值比率</b>					
P/E	64.5	37.9	27.9	21.4	16.6
P/B	8.6	7.7	3.6	3.2	2.7
EV/EBITDA	45.2	27.3	17.3	12.9	9.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn