

## 民士达 (833394)

### 2023 中报点评：量价齐升带动业绩快速增长，产线升级助力优化市场布局

#### 报告摘要

◆ 事件：公司 7 月 24 日公告，2023 年上半年实现营收（1.74 亿元，+32.63%），归母净利润（0.40 亿元，+49.09%），毛利率（36.68%，+4.68pcts），净利率（23.04%，+2.54pcts）；2023Q2 实现营收 0.88 亿元（同比+27.53%，环比+1.66%），归母净利润（0.23 亿元，同比+70.83%，环比+37.77%），毛利率（37.39%，同比+7.80pcts，环比+1.44pcts），净利率（26.48%，同比+6.71pcts，环比+6.94pcts）。

◆ 芳纶纸专精特新“小巨人”打破国外技术垄断：公司为泰和新材子公司，2023 年 4 月在北交所分拆上市，主要业务为芳纶纸及其衍生品，产品广泛应用于电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通讯、国防军工等重要领域。依托深厚的技术积淀，公司打破国外技术垄断，实现了芳纶纸的国产规模化制备。目前公司已逐步成长为全球重要的芳纶纸供应商之一，产品销售区域已覆盖境内市场以及欧洲、美洲、亚洲等境外市场。2021 年 8 月被工业和信息化部列入“建议支持的国家级专精特新‘小巨人’企业名单（第二批第一年）”。

◆ 量价双增带动利润增长：2023H1，公司营收（1.74 亿元，+32.63%），归母净利润（0.40 亿元，+49.09%）实现大幅增长；主要得益于公司销售量价双增，2023H1 销量同比增长 29%，平均售价提升 3%。具体产品领域来看，①电气绝缘领域，收入增长 30.80%，销量占比为 87.50%（+1.10pcts），受国外竞争对手涨价影响，电气绝缘领域尤其是国外高端电气绝缘领域需求增加，随着新能源汽车、变频变压器、风电等电气绝缘细分领域相关项目的逐步落地，带动公司销量持续增长，其中新能源汽车用量增幅超过 200%，销量占比提升至 10%以上；②蜂窝芯材领域，收入增长 18.00%，公司蜂窝芯材用芳纶纸目前主要在高铁动车、

投资评级

买入

首次覆盖

2023 年 08 月 17 日

收盘价(元): 14.96

目标价(元): 22.00

#### 公司基本数据

总股本(百万股) 146.25

总市值(百万) 2,187.90

流通股本(百万股) 35.31

流通市值(百万) 528.24

12 月最高/最低价(元) 20.08/10.33

资产负债率(%) 20.75

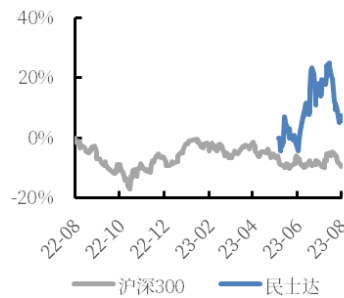
每股净资产(元) 4.10

市盈率(TTM) 28.57

市净率(PB) 3.65

净资产收益率(%) 8.79

#### 股价走势图



#### 作者

梁晨 分析师

SAC 执业证书: S0640519080001

联系电话: 010-59562536

邮箱: liangc@avicsec.com

张超 分析师

SAC 执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

股市有风险入市需谨慎

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，随着相关项目的持续增加推进，对公司蜂窝芯材业务增长持续推动。

◆ **毛利率快速提升，市场布局优化与降本增效初见成效：**公司 2023H1 毛利率 (36.68%，+4.68pcts)和净利率 (23.04%，+2.54pcts)快速增长；尤其是 23Q2，实现营收 (0.88 亿元，同比+27.53%，环比+1.66%)，净利润 (0.23 亿元，同比+70.83%，环比+37.77%)，毛利率 (37.39%，同比+7.80pcts，环比+1.44pcts)同比快速提升，主要得益于公司降本增效成果显著，随着生产线升级改造搬迁工作顺利完成，生产线订单交付能力和数字化水平进一步提升，叠加原材料降价的影响，23 年上半年生产成本下降 9%。

◆ **研发投入持续增加，增强公司未来盈利能力：**2023 年上半年公司三费总额 (0.12 亿元，+215.94%) 快速增加，主要是由于经营活动增加导致的销售费用 (0.07 亿元，+82.75%)、管理费用 (0.08 亿元，+182.89%) 增长。公司研发投入持续加大 (0.12 亿元，+49.73%)，通过争取外部支持和加大新项目研发力度，不断提升公司创新能力。23 年上半年在研项目均完成阶段性考核目标，并入选山东省新材料领军企业培育库入库企业，通过了知识产权管理体系认证，获得授权发明专利和实用新型专利各 2 项。通过不断拓展芳纶纸应用的细分领域，应对公司产品单一的风险，增强盈利能力。

◆ **中航复材出货量激增，应收账款快速增加：**从资产负债表来看，23H1 公司应收账款 (3630.64 万元，较年初增长 63.10%) 快速增长，一方面是收入增长带来应收账款增加，另一方面，是客户中航复材出货量激增，欠款增加导致；此外，公司货币资金快速增长 (3.30 亿元，较年初增长 272.72%)，主要是公司北交所上市募资所致；应付账款快速下降 (1317.78 万元，较年初下降 49.33%)，主要是随着“年产 3000 吨高性能芳纶纸基材料产业化项目”按进度完成，履行合同约定的设备工程款项支付增加。

◆ **募投新增产能，持续布局满足未来市场需求。**随着公司“年产 3000 吨高性能芳纶纸基材料产业化项目”按进度完成，目前公司理论产能为 3000 吨/年，有三条线，其中 A 线（理论产能 500 吨）主要负责研发产品的验证和定制化产品的生产，B 线（理论产能 1000 吨）和 C 线（理论产能 1500 吨）主要负责交付客户订单；同时公司北交所上市发行募资 2.47 亿元（发行价 6.55 元/股），用于新型功能纸基材料产业化项目等，可新增产能 1500 吨/年；公司 2022 年 11 月设立子公司民士达先进制造，开始在高端复合材料领域布局，主要业务定位于新能源汽车相关配套材料，由其建设的“年产 1500 吨新能源汽车电机用复合材料”项目，计划今年四季度建成投产。

◆ **母公司新增承诺事项，保障原材料供应。**公司于 2023 年初与控股股东泰和新材签订新增承诺事项《关于关联交易事项和同业竞争的补充承诺》和《关于制纸级芳纶纤维业务未来安排的相关承诺》，在新增承诺中进一步确保了泰和新材对公司的原材料芳纶纤维供应的稳定性、及时性以及价格的公允性，保障了原材料供应端的稳定。

◆ **国内市场需求逐步扩大，国产芳纶纸具备价格和供应周期双优势。**芳纶纸是制造业产业升级过程中的关键战略材料，其早期市场主要由美国杜邦公司开发，并引领行业发展。随着国内芳纶纸生产企业技术水平的不断提高，以及对下游应用理解的不断深入，国内芳纶纸生产企业在相对滞后的领域正在补齐短板，与国外竞争对手的差距在逐步缩小，并在某些领域处于领先地位。民士达作为国内第一家突破杜邦公司垄断的芳纶纸自主制造商，现已达到全球第二的市占率。未来随着新能源汽车、风力发电、光伏发电、5G 通信等新兴领域对芳纶纸需求的逐步扩大，同时叠加价格与供应周期的优势，民士达作为国产芳纶纸领头羊，其产品有望实现高端领域的进口替代，进一步提高整体市场份额。

◆ **投资建议：**

- 1、蜂窝芯材用芳纶纸在航空领域广泛应用，随着大飞机自主可控，无人机市场的不断扩大，有望持续增加公司的市场空间；
- 2、随着新应用领域出现，芳纶纸市场需求有望快速扩大，公司作为国内芳纶纸先行者有望进一步扩大市场占有率；
- 3、随着融资上市顺利进行，公司将迅速扩大规模，持续布局新产能、新产线，规模效应叠加价格优势，有望进一步提升公司盈利质量，抢抓市场份额；
- 4、持续多年的研发投入带来技术突破，未来有望在高端领域实现进口替代，同时出海占领海外市场，进一步提升市场份额。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 3.76 亿元、4.61 亿元和 5.55 亿元，归母净利润分别为 0.85 亿元、1.06 亿元和 1.28 亿元，EPS 分别为 0.58 元、0.73 元和 0.87 元，我们给予“买入”评级，目标价 22.00 元，对应 2023-2025 年预测 EPS 的 38 倍、30 倍及 25 倍 PE。

◆ **风险提示**

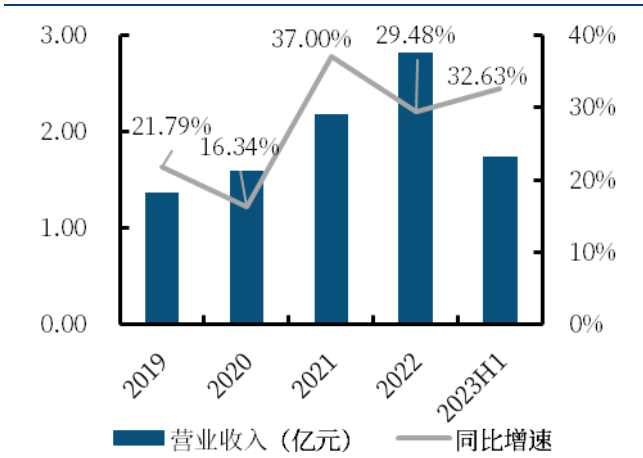
原材料价格波动，主产品结构单一，市场竞争加剧风险，下游市场需求波动。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	217.86	282.08	376.19	460.81	554.83
增长率(%)	37.00	29.48	33.37	22.49	20.40
归母净利润(百万元)	37.28	63.41	85.06	106.24	127.96
增长率(%)	33.49	70.10	34.14	24.90	20.44
毛利率(%)	28.76	31.44	36.03	36.03	36.03
每股收益(元)	0.25	0.43	0.58	0.73	0.87
市盈率 PE	68.34	40.18	29.95	23.98	19.91
市净率 PB	9.09	8.20	4.33	4.21	4.06
净资产收益率 ROE (%)	13.31	20.41	14.46	17.54	20.42

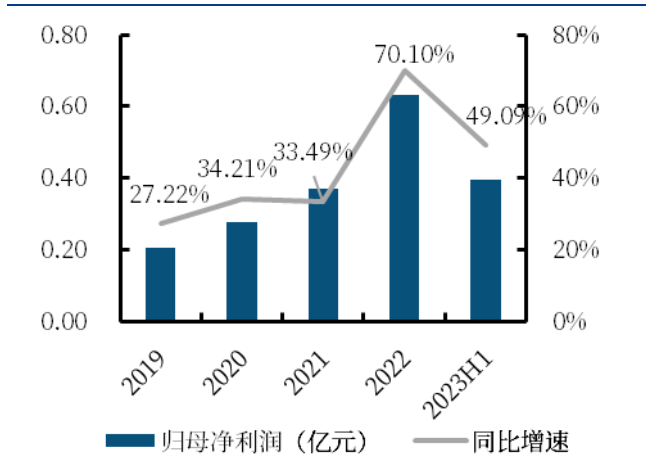
资料来源: iFind, 中航证券研究所

各业务预测表 (百万元)		2022A	2023E	2024E	2025E
芳纶纸	营收	282.00	376.00	460.60	554.60
	成本	193.40	240.64	294.78	354.94
	营收增长率	29.53%	33.33%	22.50%	20.41%
	毛利率	31.42%	36.00%	36.00%	36.00%
其他业务	营收	0.08	0.20	0.22	0.24
	成本	0.00	0.00	0.00	0.00
	营收增长率	-47.31%	150.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

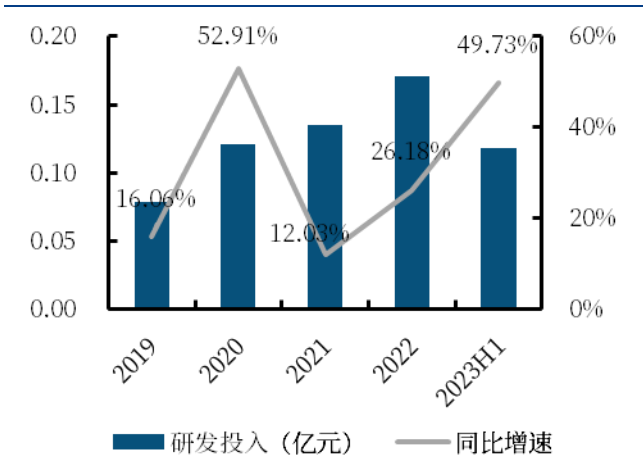
## ● 公司主要财务数据

**图1 公司近5年营业收入及增速情况**


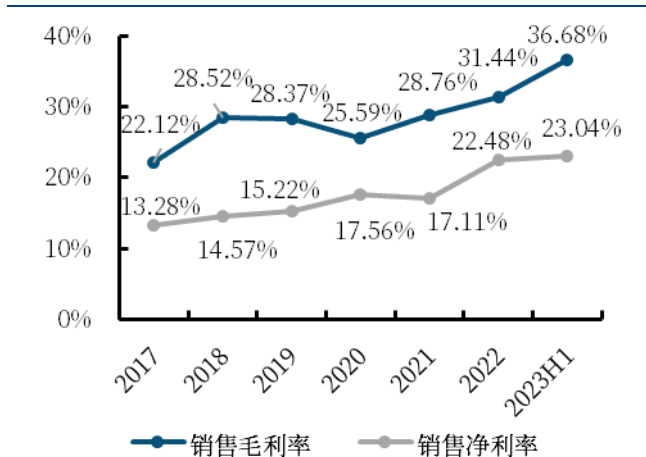
资料来源: iFind, 中航证券研究所

**图2 公司近5年归母净利润及增速情况**


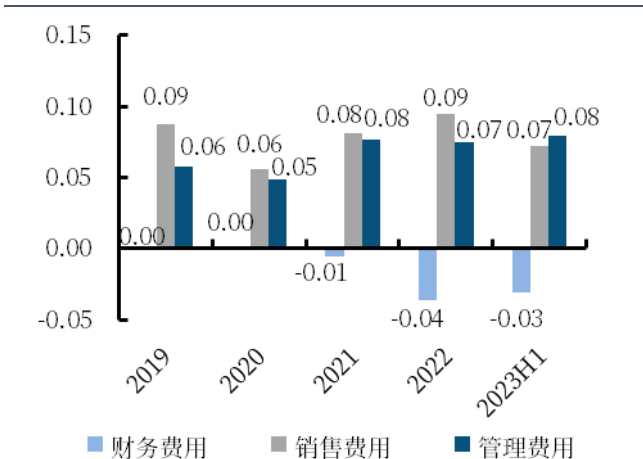
资料来源: iFind, 中航证券研究所

**图3 公司近5年研发投入情况**


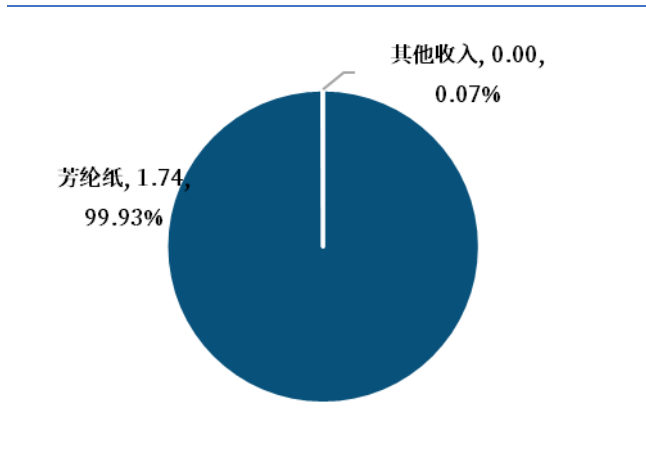
资料来源: iFind, 中航证券研究所

**图4 公司近5年毛利率及净利率情况**


资料来源: iFind, 中航证券研究所

**图5: 公司近5年三费情况 (亿元)**


资料来源: iFind, 中航证券研究所

**图6: 公司2022年产品结构 (亿元)**


资料来源: iFind, 中航证券研究所



## 财务报表与财务指标 (百万元)

单位:百万元						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>						
营业收入	159.02	217.86	282.08	376.19	460.81	554.83
减: 营业成本	118.33	155.19	193.40	240.64	294.78	354.94
税金及附加	1.15	1.06	1.12	1.50	1.84	2.21
<b>主营业务利润</b>	<b>39.54</b>	<b>61.60</b>	<b>87.56</b>	<b>134.06</b>	<b>164.20</b>	<b>197.68</b>
减: 销售费用	5.59	8.13	9.46	15.05	17.51	19.97
管理费用	4.82	7.69	7.47	15.05	16.13	16.65
研发费用	12.07	13.52	17.06	24.45	29.03	34.40
财务费用	0.21	-0.58	-3.63	-5.69	-8.01	-6.58
<b>经营性利润</b>	<b>16.85</b>	<b>32.84</b>	<b>57.19</b>	<b>85.20</b>	<b>109.53</b>	<b>133.24</b>
加: 资产减值损失	-0.71	-1.79	-1.41	-1.88	-2.30	-2.77
信用减值损失	-0.09	0.12	-0.35	-0.16	-0.19	-0.23
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.25	0.99	0.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.01	0.41	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	12.53	8.56	14.97	12.02	11.85	12.95
<b>营业利润</b>	<b>30.83</b>	<b>40.73</b>	<b>70.96</b>	<b>95.18</b>	<b>118.89</b>	<b>143.18</b>
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	0.99	1.20	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>31.82</b>	<b>41.93</b>	<b>70.96</b>	<b>95.18</b>	<b>118.88</b>	<b>143.18</b>
减: 所得税	3.89	4.65	7.55	10.12	12.64	15.23
<b>净利润</b>	<b>27.93</b>	<b>37.28</b>	<b>63.41</b>	<b>85.06</b>	<b>106.24</b>	<b>127.96</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>27.93</b>	<b>37.28</b>	<b>63.41</b>	<b>85.06</b>	<b>106.24</b>	<b>127.96</b>
<b>资产负债表</b>						
货币资金	133.52	103.36	88.46	325.44	256.82	221.66
交易性金融资产	0.00	40.01	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据	15.73	18.86	26.58	41.23	56.81	76.00
应收账款	18.13	13.79	24.67	41.23	56.81	76.00
预付账款	1.80	0.85	1.79	2.39	2.93	3.53
其他应收款	0.00	0.00	0.03	0.04	0.05	0.06
存货	40.73	38.48	96.43	125.26	157.49	194.49
其他流动资产	0.73	6.62	1.77	2.36	2.89	3.48
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	113.67	208.23	206.65	219.36	278.48	301.41
无形资产和开发支出	11.55	11.27	7.34	10.38	11.67	11.37
其他非流动资产	0.54	0.77	37.89	37.89	37.89	37.89
<b>资产总计</b>	<b>336.41</b>	<b>442.24</b>	<b>491.62</b>	<b>805.57</b>	<b>861.83</b>	<b>925.89</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	2.82	49.19	64.45	80.20	98.24	118.29
应付账款	12.28	35.56	26.01	32.36	39.64	47.73
预收账款	0.00	0.00	11.00	14.67	17.97	21.64
合同负债	0.98	2.65	3.00	4.01	4.91	5.91
其他应付款	4.70	7.47	8.73	10.86	13.31	16.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	42.75	67.22	67.72	75.17	82.02	89.55
<b>负债合计</b>	<b>63.53</b>	<b>162.08</b>	<b>180.91</b>	<b>217.27</b>	<b>256.08</b>	<b>299.13</b>
股本	100.00	100.00	106.00	146.25	146.25	146.25
资本公积	58.10	58.10	72.23	295.62	295.62	295.62
留存收益	114.78	122.06	132.47	146.44	163.88	184.89
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>272.88</b>	<b>280.16</b>	<b>310.70</b>	<b>588.30</b>	<b>605.75</b>	<b>626.76</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>272.88</b>	<b>280.16</b>	<b>310.70</b>	<b>588.30</b>	<b>605.75</b>	<b>626.76</b>
负债和股东权益合计	336.41	442.24	491.62	805.57	861.83	925.89
投入资本(IC)	155.26	158.57	250.44	300.48	395.01	460.58
<b>现金流量表</b>						
经营性现金净流量	22.84	23.74	18.41	113.25	153.88	188.98
投资性现金净流量	89.64	-70.83	6.27	-74.50	-141.71	-123.77
筹资性现金净流量	-10.13	-11.44	-52.42	198.24	-80.79	-100.37
<b>现金流量净额</b>	<b>101.88</b>	<b>-59.03</b>	<b>-26.66</b>	<b>236.98</b>	<b>-68.63</b>	<b>-35.16</b>

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。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10~10 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:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

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

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

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 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起。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