

民士达 (833394)

芳纶纸行业龙头，产能扩张助力未来发展

买入 (首次)

2024年08月14日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	282.08	340.47	425.78	524.03	644.78
同比	29.48	20.70	25.06	23.08	23.04
归母净利润 (百万元)	63.41	81.63	101.90	127.21	156.51
同比	70.10	28.74	24.82	24.83	23.04
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.43	0.56	0.70	0.87	1.07
P/E (现价&最新摊薄)	28.44	22.09	17.70	14.18	11.52

投资要点

■ **国产芳纶纸龙头，全球市占率约 10%：**（1）2022 年公司芳纶纸产品的全球市场占有率居于第二位。民士达成立于 2009 年，公司深耕芳纶纸材料十余年，通过自主研发技术突破，打破了国际垄断。（2）2023 年，公司营收和利润均创新高。营收 3.40 亿元，同比增长 20.70%，归母净利润 0.82 亿元，同比增长 28.74%。国内市场加速国产化替代，积极开拓海外市场，市场份额进一步扩大，销售品种结构优化，公司发展稳定，持续高增长。2019-2023 年公司营收 CAGR 达 25.51%，归母净利润 CAGR 达 40.73%。（3）2020-2023 年民士达的毛利率和净利率呈现持续提高的态势。毛利率从 2020 年的 25.59%提高至 2023 年 34.00%；净利率从 2020 年的 17.56%提高至 2023 年 23.68%。

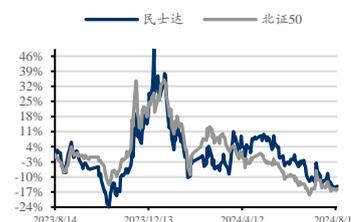
■ **新材料行业蓬勃发展，芳纶纸下游应用领域众多空间大：**（1）竞争格局：杜邦占据全球 80%份额，民士达持续发力追赶。民士达的市场认可度和品牌知名度逐步提升，已成长为全球重要的芳纶纸供应商之一。（2）随着风力发电、光伏发电、5G 通信等芳纶纸新兴应用领域的出现，芳纶纸的市场需求逐步扩大。我国电力变压器市场将呈现出阶段性新的增长趋势。根据 QYResearch 数据，我国电机市场规模预计 2026 年将增长至 617 亿美元；根据中国汽车工业协会数据，2016 年中国新能源汽车销量 51 万辆，2021 年全国新能源汽车的销量达 352.1 万辆，CAGR 达 47.17%。2022 年中国新能源乘用车零售 567.4 万辆，同比增长 90.0%（3）我国芳纶纸消费量预计持续高增长。根据 QY Research 显示，2022 年中国芳纶纸行业市场规模达到 2.26 亿美元。2021 年中国芳纶纸消费量为 4215 吨，2017-2021 年的平均增长率为 13.43%。预计到 2028 年，中国芳纶纸的消费量将达到 12357 吨，2022-2028 年的 CAGR 为 17.14%。

■ **行业壁垒强，募投项目进展顺利，业绩释放未来可期。**（1）芳纶纸的生产技术壁垒高，公司创新研发能力强。公司突破了纤维分散、复合成形、高温整饰等关键技术，攻克了多项行业内的技术难题。民士达产品具有 20%-30%的价格优势，国产芳纶绝缘纸、蜂窝纸正逐步实现高端领域的进口替代。（2）2025 年中期投产落地，投产后理论总产能达到 4500 吨。民士达的扩产计划一方面提升公司在芳纶纸领域的行业地位，扩大市场份额；一方面通过闪蒸无纺布等新产品打造公司的第二增长曲线。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 1.02/1.27/1.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.70/0.87/1.07 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 18/14/12 倍；我们选择业务类似的公司光威复材、泰和新材和中简科技作为可比公司，公司业务均涉及新材料的生产和供应。2024 年可比公司平均 PE 为 21 倍，基于民士达产能规划带来的未来成长性以及下游应用场景稳定增长的业务需求，业绩有望稳步发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**（1）主要原材料依赖关联方的风险；（2）市场竞争加剧的风险；（3）人才流失的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.33
一年最低/最高价	10.92/22.00
市净率(倍)	2.71
流通 A 股市值(百万元)	533.49
总市值(百万元)	1,803.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.54
资产负债率(% ,LF)	19.63
总股本(百万股)	146.25
流通 A 股(百万股)	43.27

相关研究

内容目录

1. 芳纶纸行业龙头，深耕行业十余年	4
1.1. 全球市占率 10%，行业专精特新小巨人	4
1.2. 股权结构集中且稳定	4
1.3. 公司财务结构健康，量价齐升	5
2. 新材料行业蓬勃发展，芳纶纸下游应用领域众多空间大	7
2.1. 竞争格局：我国芳纶纸行业起步晚，但发展迅速，逐步实现国产替代	7
2.2. 芳纶纸行业下游应用领域众多，市场空间大	8
2.3. 政策支持新材料行业，芳纶纸将迎来高速增长期	10
3. 产能扩张和技术创新成为公司发展的内生动力	11
3.1. 产能扩张助力市场份额提升	11
3.2. 技术壁垒高，创新研发能力强，新产品打开第二增长曲线	12
4. 盈利预测	13
4.1. 盈利预测拆分	13
4.2. 投资建议及估值	13
5. 风险提示	14

图表目录

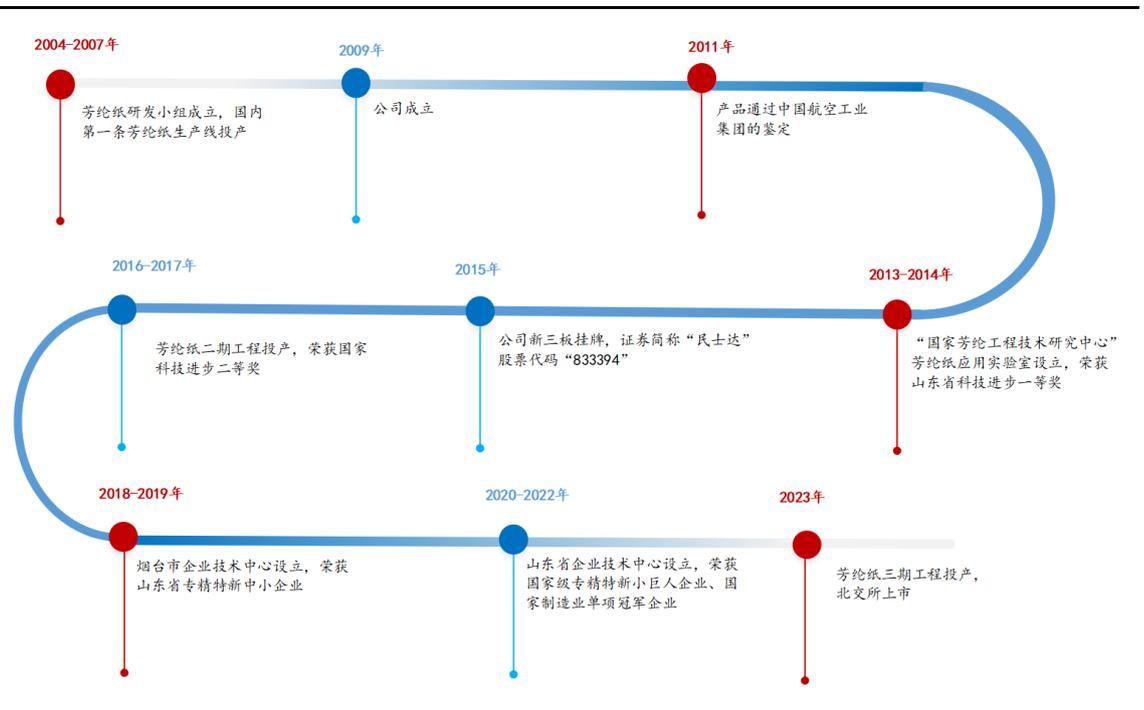
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)	5
图 3: 公司高管介绍.....	5
图 4: 公司营收和归母净利润变化.....	6
图 5: 毛利率及净利润率变化.....	6
图 6: 分产品毛利率变化.....	6
图 7: 境内外营收变化.....	7
图 8: 境内外营收占比变化.....	7
图 9: 公司的销售流程图.....	8
图 10: 对位芳纶纸.....	8
图 11: 间位芳纶纸.....	8
图 12: 公司主要产品应用情况.....	9
图 13: 新材料产业相关政策.....	11
图 14: 公司募投项目情况.....	12
图 15: 芳纶纸制作流程.....	12
图 16: 分业务盈利预测.....	13
图 17: 可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 13 日)	14

1. 芳纶纸行业龙头，深耕行业十余年

1.1. 全球市占率 10%，行业专精特新小巨人

国产芳纶纸龙头，全球市占率约 10%。（1）民士达成立于 2009 年，公司深耕芳纶纸材料十余年，通过自主研发技术突破，打破了国际垄断。2022 年，公司芳纶纸产品的全球市场占有率居于第二位（2022 年约 10%），仅次于美国杜邦公司，为国产芳纶纸龙头公司，2023 年 4 月公司在北交所上市。（2）民士达为国内第一家芳纶纸自主制造商，主要产品芳纶纸是一种高性能新材料，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。公司突破了杜邦公司的全球垄断，市场认可度和品牌知名度逐步提升，产品销售区域覆盖境内市场以及欧洲、美洲、亚洲等境外市场，客户涵盖了中航集团、中国中车、瑞士 ABB 公司、德国西门子公司、德国迅斐利公司、法国施耐德公司、松下电器等国内外知名企业。（3）民士达已成为“国家级制造业单项冠军示范企业”、国家级专精特新“小巨人”企业，并于 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）”，于 2023 年 4 月 25 日正式在北交所上市。

图1：公司发展历程



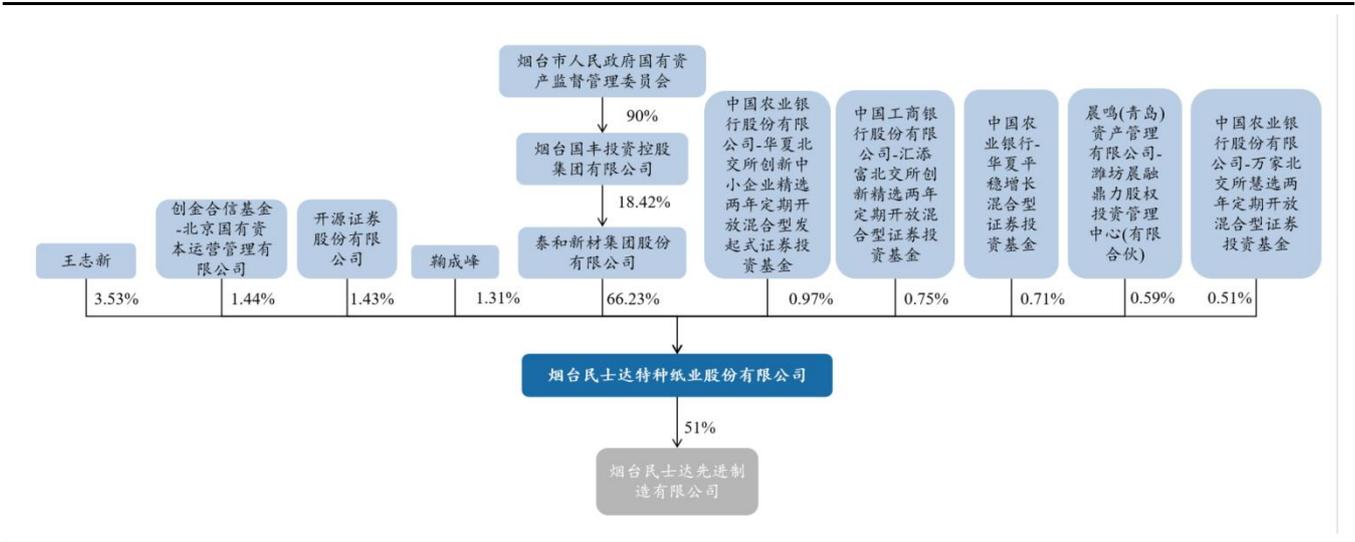
数据来源：iFind，东吴证券研究所

1.2. 股权结构集中且稳定

民士达的股权结构以泰和新材为主导，股权结构相对集中且稳定。截至 2024Q1，泰和新材是民士达的控股股东，持有其 66.23% 的股份。烟台市国资委作为泰和新材的实

际控制人，因此也是民士达的实际控制人。在前十大股东中，除了泰和新材，还包括王志新、鞠成峰等人，他们分别是民士达的原董事长和董事会秘书。

图2：股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

民士达高级管理人员 6 人，宋西全任董事长，孙静任总经理，李鹏周任副总经理，修文泉任财务负责人，鞠成峰任董事会秘书。高管们各司其职，在营销、财会、运营等领域均有较为丰富的相关经历和经验。

图3：公司高管介绍

姓名	职务	履历
宋西全	董事长	男，中国国籍，1974年出生，汉族，硕士研究生。曾任泰和新材芳纶筹建办主任、芳纶事业部经理、总经理助理、副总经理、总经理，烟台裕祥精细化工有限公司董事长。2005年4月至今任泰和新材董事，2009年10月至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。2023年9月13日起任烟台民士达特种纸业股份有限公司董事、董事长。
修文泉	财务负责人	女，1987年6月出生，研究生学历，中级会计师职称。2014年5月至2021年5月任泰和新材财务部科员，2021年6月至2022年9月任泰和新材财务部部长助理，2022年5月至2023年9月任烟台星华氨纶有限公司财务负责人，2022年10月至2023年9月任泰和新材财务部副主任，2023年9月28日起任烟台民士达特种纸业股份有限公司财务负责人。
孙静	总经理	男，1980年4月出生。大学学历。曾任烟台福斯达纸业有限公司技术员、烟台富饶集团屋面材料有限公司车间主任，2007年至2009年任烟台氨纶集团有限公司技术员，2009年5月起任公司职工监事，2009年5月起至2010年2月任烟台民士达特种纸业股份有限公司车间大班长，2010年2月至2014年3月任烟台民士达特种纸业股份有限公司生产技术部副部长，2014年3月至2014年9月任烟台民士达特种纸业股份有限公司综合管理部部长，2014年9月至今任烟台民士达特种纸业股份有限公司生产设备部部长。
鞠成峰	董事会秘书	男，1981年3月出生，本科学历。2003年11月至2007年1月就职于烟台西部热电有限公司；2007年1月至2009年5月就职于烟台泰和新材集团有限公司；2009年5月至今就职于烟台民士达特种纸业股份有限公司，历任统计、销售内勤、销售部部长助理、销售部副部长、证券事务代表兼综合办公室副主任。
李鹏周	副总经理	男，中国籍，1978年11月出生，本科学历。2004年12月就职于泰和新材集团股份有限公司；2009年5月至2023年11月就职于本公司，历任销售经理、销售部部长助理、销售部副部长、销售部部长；2023年3月至今兼任烟台民士达先进制造有限公司执行董事兼经理。

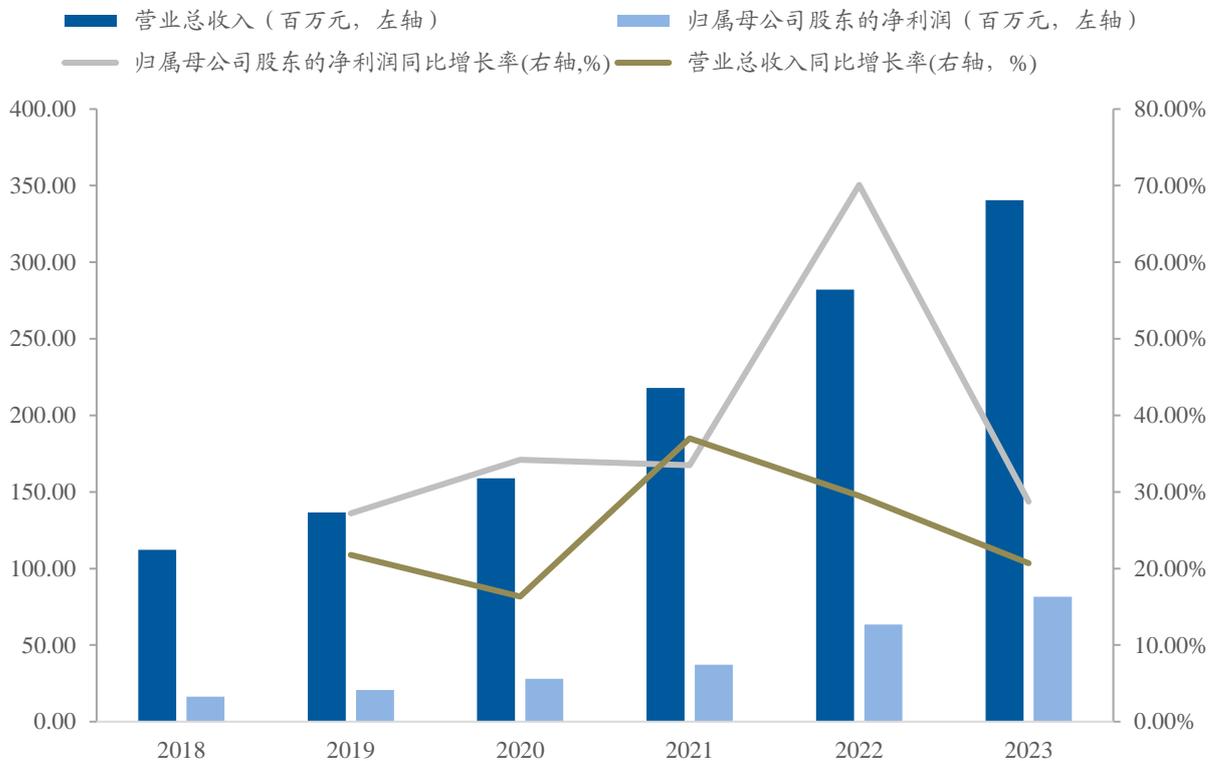
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 公司财务结构健康，量价齐升

(1) 2023 年，公司营收和利润均创新高。营收 3.40 亿元，同比增长 20.70%，归母净利润 0.82 亿元，同比增长 28.74%。主要系国内市场加速国产化替代，同时积极开

拓海外市场，市场份额进一步扩大，销售品种结构优化、销量增长影响营业收入增长，且原料成本下降拉低生产成本，导致净利润增长。**(2) 总体来看，公司发展稳定，持续高增长。2019-2023 年公司营收 CAGR 达 25.51%，归母净利润 CAGR 达 40.73%。**

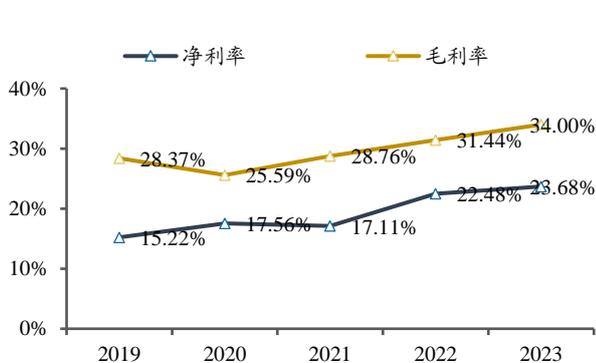
图4：公司营收和归母净利润变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

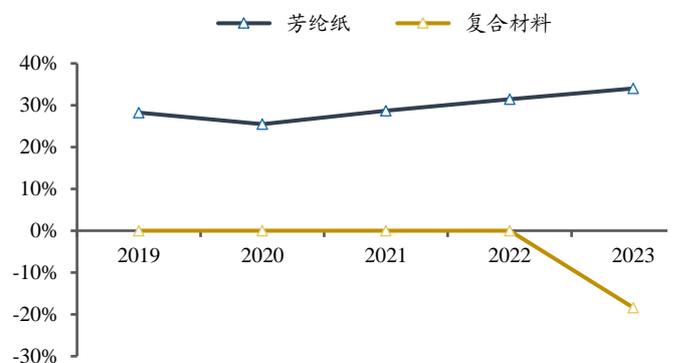
盈利能力方面：(1) 2020-2023 年民士达的毛利率和净利率呈现持续提高的态势。毛利率从 2020 年的 25.59%提高至 2023 年 34.00%；净利率从 2020 年的 17.56%提高至 2023 年 23.68%。(2) 毛利持续提高主要系原料成本下降导致销售毛利率增长。

图5：毛利率及净利率变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

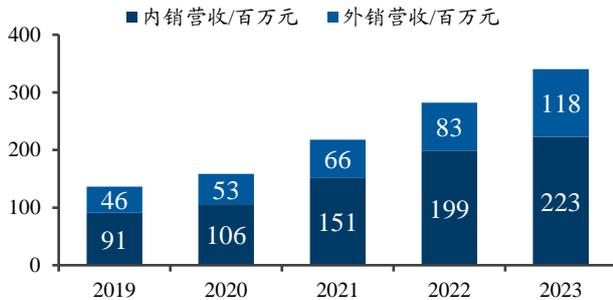
图6：分产品毛利率变化



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

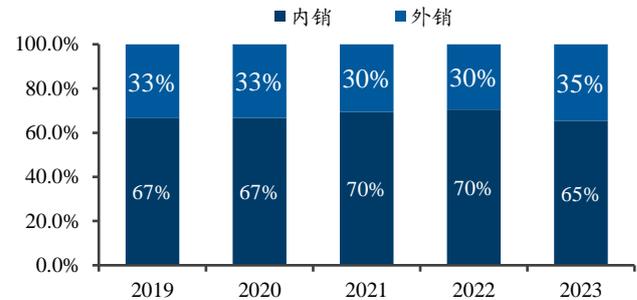
公司主营业务收入以境内收入为主、境外收入为辅，其中境外收入主要来自欧洲、亚洲等区域，境内外收入均呈稳步增长趋势。公司服务的客户已遍布北美、欧洲等十余个国家或地区，形成了公司全球化发展的更加健康的业务结构。我们预计海外业务将成为公司业绩的新增长点。

图7: 境内外营收变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 境内外营收占比变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

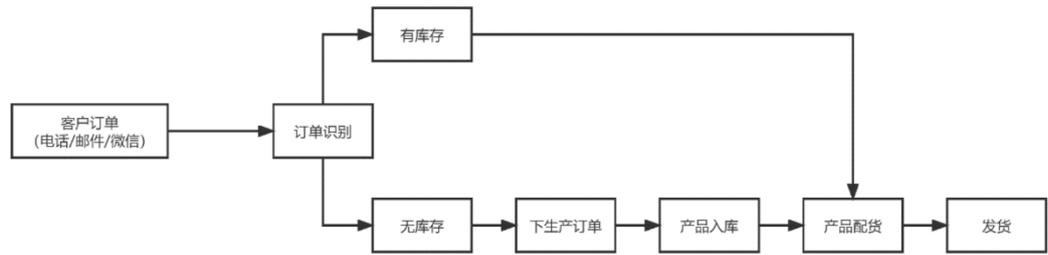
芳纶纸系列产品是主要盈利产品，间位芳纶纸占比最高，盈利能力领先。2019-2023年公司间位芳纶纸业务在主营业务收入中占比90%以上，是公司营收的主要来源，对位芳纶纸业务营收占比逐年上升。分产品盈利能力看，2023年芳纶纸产品毛利率为34.01%，同比提高2.59pct；主要系芳纶纸业务量价齐升，叠加原材料降价导致。

2. 新材料行业蓬勃发展，芳纶纸下游应用领域众多空间大

2.1. 竞争格局：我国芳纶纸行业起步晚，但发展迅速，逐步实现国产替代

杜邦占据全球80%份额，民士达持续提高市占率。目前，全球芳纶纸制造商主要有五家，分别是美国杜邦公司、民士达、超美斯、赣州龙邦、时代华先。（1）美国杜邦公司于二十世纪六十年代率先完成芳纶纤维及其下游芳纶纸的研发并实现产业化，引领了芳纶纸材料的发展方向，凭借先发优势在全球市场长期以来处于垄断地位，其芳纶纸产品性能指标高、品种丰富，占据全球芳纶纸市场的主要市场份额。（2）经过多年持续发展，民士达的市场认可度和品牌知名度逐步提升，已成长为全球重要的芳纶纸供应商之一。根据QYResearch数据，2022年，美国杜邦公司占据主要市场份额，而中国的民士达公司以约12.8%的市场份额位居全球第二名，仅次于美国杜邦公司。（3）民士达的产品销售区域覆盖国内市场以及欧洲、亚洲等境外市场，客户质量高粘性强。公司的主要直接客户或终端客户涵盖了中航集团、中国中车、瑞士ABB公司、德国西门子公司、德国迅斐利公司、法国施耐德公司、松下电器等国内外知名企业，这为公司今后进一步发展奠定了客户资源基础。

图9: 公司的销售流程图



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

国产替代进口空间较大。(1) 由于美国在芳纶纸的研发及制造上起步最早, 在行业里一直处于垄断地位, 我国在芳纶纸领域处于被动局面。为了摆脱这种局面, 本世纪初我国不断加大对芳纶及其制品等高端材料的重视力度, 经过多年持续攻坚克难, 当前, 我国芳纶纸的制备技术已实现突破。(2) 民士达通过自主研发, 打破了海外技术垄断, 涵盖十余个系列百种细分规格型号, 在产品品类实现了对美国杜邦的基本覆盖, 产品性能与杜邦公司相媲美, 在多项指标上要优于海外同类产品, 具有 20%-30% 的价格优势。在我国“国内国际双循环”发展的格局下, 我国制造业的转型升级和新兴产业的加速崛起将拓展芳纶纸及其相关制品的市场, 持续带动国产芳纶纸的需求增长。

2.2. 芳纶纸行业下游应用领域众多, 市场空间大

公司芳纶纸系列产品主要为对位芳纶纸。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。公司对位芳纶纸主要应用在蜂窝芯材上, 使用对位芳纶纸制备的蜂窝芯材综合力学性能相比间位芳纶纸蜂窝芯材显著提高, 其强度为同等质量钢铁的 5 倍, 但密度仅为钢铁的五分之一。

图10: 对位芳纶纸



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 间位芳纶纸



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

芳纶纸系列产品主要用于电气绝缘领域和蜂窝芯材领域，对应下游应用场景诸多。

(1) 在电气绝缘领域，芳纶纸可用于电力电气、轨道交通、新能源汽车、风力发电等领域。芳纶纸作为耐高温绝缘材料应用在电气工业装备、先进轨道交通装备、新能源汽车、风力发电装备等领域的牵引变压器、牵引电机、驱动电机、变压器、发电机、高压或特高压输变电等电力电气设备。相较于传统的纸基（植物纤维素基）绝缘材料，芳纶纸耐温性、耐候性更好，更能保障电力设备稳定、安全运行，更能满足大功率、高电压设备的极端要求；同时，芳纶纸能提高电气设备的安全性能，减小设备尺寸，减轻重量，增强承受负载的能力，提高设备的可靠性，从而推动现代电器电工行业的进步和发展。

(2) 在蜂窝芯材领域，芳纶纸可以作为轻质高强结构材料，应用于航空航天、轨道交通、国防军工等重点领域。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而制作成的具有天然蜂巢的六边形结构的特殊材料，即芳纶纸蜂窝芯材，其轻质、高强、高模、结构稳定性强且具有隔音、隔热、阻燃等优点。在航空航天等领域，用航空级芳纶纸材料制成的蜂窝结构材料，可用于飞机、直升机等航天器的天线罩、雷达罩、壁板、舱门、地板等部件，以及飞机的大刚性、次受力部件。作为飞机复合材料蜂窝夹层结构的首选芯材，可降低飞机的结构质量、实现功能部件透波、降噪、隔热性能。在轨道交通领域，芳纶纸蜂窝夹层芯材已在高铁车辆的车厢侧板、顶板、座椅、隔板、行李架以及天窗板等部位上得到应用，减轻车辆质量，提高列车的速度。此外，芳纶纸蜂窝芯材也可用于风机叶片、船舶游艇、赛艇、滑雪板、房车等产品的制造。

图12：公司主要产品应用情况

产品种类	应用领域	功能和应用
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

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

下游应用领域持续增长，将带动芳纶纸行业发展。(1) 随着风力发电、光伏发电、

5G 通信等芳纶纸新兴应用领域的出现，芳纶纸的市场需求逐步扩大。此外，高速列车、地铁轻轨及电网改造的进程加快，机车大功率牵引变压器、电机及智能电网新型输变电设备需求将会大幅度增长，变压器等设备用芳纶绝缘纸的市场将迎来新的增长点。同时，叠加价格与供应周期的优势，国产芳纶绝缘纸、芳纶蜂窝纸将会不断提高整体市场份额，并进一步实现高端领域的应用。（2）国产大飞机对蜂窝芯材芳纶纸的需求也将带动国内芳纶纸行业的发展，根据公司 2023 年年报，民士达在蜂窝芯材领域也有多个航空和海上项目落地，全年用量增长 21%。此外，我国电力变压器市场将呈现出阶段性新的增长趋势。根据 QYResearch 数据，我国电机市场规模预计 2026 年将增长至 617 亿美元；在航空航天领域，随着我国军用及民用飞机研发技术的不断提升，我国未来军用飞机产业增长潜力巨大，同时我国国产民用飞机已驶入商业化进程的快车道。中国芳纶纸市场规模和消费量的不断增长。（3）**我国芳纶纸消费量预计持续高增长。**根据 QYResearch 显示，2022 年中国芳纶纸行业市场规模达到 2.26 亿美元。2021 年中国芳纶纸消费量为 4215 吨，2017-2021 年的平均增长率为 13.43%。预计到 2028 年，中国芳纶纸的消费量将达到 12357 吨，2022-2028 年的 CAGR 为 17.14%。

随着不断增长的新能源汽车生产和销售，芳纶纸行业将迎来持续放量。（1）随着全球对减少碳排放和环境保护意识的增强，新能源汽车（包括电动汽车、插电式混合动力汽车等）行业迎来了快速发展期。新能源汽车对于高性能、轻量化材料的需求日益增长，芳纶纸因其高强度、耐热、耐化学腐蚀等特性，成为电池隔膜、电机绝缘材料等关键部件的理想选择。（2）作为重要的电气绝缘材料，芳纶纸下游需求前景广阔。根据中国汽车工业协会发布的数据，2016 年中国新能源汽车销量 51 万辆，2021 年全国新能源汽车的销量达 352.1 万辆，复合增长率达到 47.17%。2022 年中国新能源乘用车零售 567.4 万辆，同比增长 90.0%，截至目前中国新能源汽车保有量达 1,620 万辆，显著拉动芳纶纸行业的市场需求。根据工信部《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，2030 年新能源汽车销量将占当年汽车总销量的 40%。（3）**在新能源汽车领域，民士达重点发力。**2023 年，公司的吉利威睿、金康电驱动油冷扁线电机项目实现批量应用，弗迪动力芳纶复合材料由子公司民士达先进制造供应，新能源汽车全年用量增长 117%。

2.3. 政策支持新材料行业，芳纶纸将迎来高速增长期

（1）芳纶纸作为芳纶纤维的重要制品，在新材料技术和产业转型中处于非常重要的地位，兼具军事价值与经济价值，是各国军事发展与经济竞争的焦点之一。其经产业下游企业加工后，可广泛应用于电机、变压器、电子电器的绝缘材料以及飞机、游艇、高铁等重要领域的减重降噪结构材料。（2）近年来，国家有关部门出台了一系列政策文件，强调了新材料产业的战略地位，这为包含芳纶纸在内的芳纶纤维及其制品产业提供了重要发展机遇，因此，我国芳纶纸行业将迎来高速增长期，公司作为国内该行业的领

军企业将大幅受益。

图13: 新材料产业相关政策

文件名称	颁布部门	颁布时间	相关内容
《关于化纤工业高质量发展的指导意见》	工信部、发改委	2022/4/1	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，大容量连续聚合、高速纺丝、高稳定高速牵引、牵伸等设备制造技术。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	2021/12/1	将芳纶纸列入目录中“重点新材料”之“关键战略材料”之“高性能纤维及复合材料”
《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	2021/3/1	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。
《产业结构调整指导目录(2019本)》	发改委	2019/10/1	提升碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维及其复合材料发展水平。开展纳米、超导、智能等共性基础材料研究。
《增强制造业核心竞争力三年行动计划(2018-2020年)》	发改委	2017/11/1	提升先进复合材料生产及应用水平。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。
《战略新兴产业重点产品和服务指导目录(2016版)》	发改委	2017/1/1	推进高性能纤维及其复合材料，芳纶、超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料高效低成本、自动化成型。

数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

3. 产能扩张和技术创新成为公司发展的内生动力

3.1. 产能扩张助力市场份额提升

(1) 募投项目进展顺利，预计 2025 年中期产能释放。截至 2023 年，公司芳纶纸理论年产能在 3000 吨左右，根据设备实际运行情况，实际产能约为 2400 吨。公司又用募集资金扩充了 1500 吨的方纶纸产能，募投项目“新型功能纸基材料产业化项目”预计在 2025 年中期投产落地，投产后理论总产能将达到 4500 吨。(2) 民士达的扩产计划将有助于推动中国在芳纶纸和闪蒸无纺布领域的技术创新和产业升级，同时也将为国内外客户提供更多优质的产品选择。一方面提升公司在芳纶纸领域的行业地位，扩大市场份额；一方面通过闪蒸无纺布等新产品打造公司的第二增长曲线，最终实现“全球高性能功能纸基材料领导者”的发展愿景。(3) 复合材料产线助力新能源板块扩张。子公司民士达先进制造拥有年产 1500 吨芳纶纸复合材料产能，23 年末建成，目前处于试产阶段，规划的产品主要是芳纶纸复合材料（芳纶纸与 PI、改性 PI、PEN 等薄膜进行复合），适用于 H 级以上的绝缘系统，终端应用场景为新能源汽车高压扁线油冷电机、高端风冷电机、高端水冷电机等，后续还规划耐油、耐电晕等产品。

图14: 公司募投项目情况

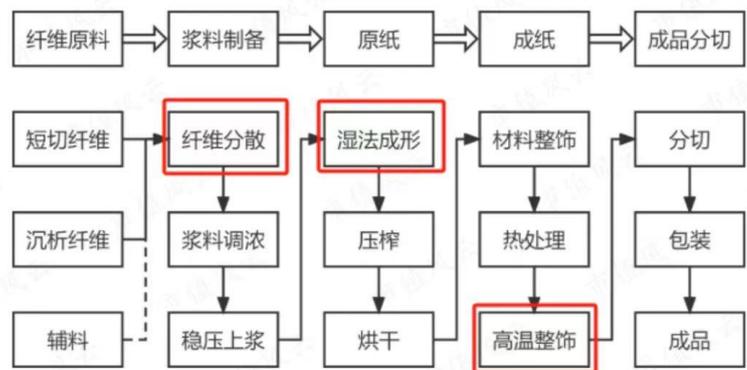
年份	募集资金用途	募集资金金额(百万元)	是否已变更项目, 含部分变更	调整后投资总额(1)(百万元)	本报告期使用金额(百万元)	截至期末累计投入金额(2)(百万元)	截至期末投入进度(%) (3)=(2)/(1)	项目达到预定可使用状态日期	是否达到预计效益	项目可行性是否发生重大变化
2023	新型功能纸基材料产业化项目	246.73	否	176.73	8.17	8.17	4.62%	2025/4/30	否	否
	研发中心项目		否	30.00	4.47	4.47	14.91%	2025/12/31	否	否
	补充流动资金		否	40.00	40.13	40.13	100.32%		不适用	不适用

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.2. 技术壁垒高, 创新研发能力强, 新产品打开第二增长曲线

公司产品芳纶纸的生产技术壁垒高, 公司创新研发能力强。(1) 技术壁垒。一是芳纶纤维相比传统植物纤维亲水性差, 很难在水中均匀分散; 二是芳纶纸以短切纤维和沉析纤维两种材料作为原料进行生产, 在成形过程中很难均匀混合; 三是需要在高温高压下进行整饰以提升性能指标, 需要掌握材料结构、性能与温度、压力等因素之间的关系。(2) 公司通过自主研发打破了海外技术垄断, 产品价格具有优势, 逐步实现国产替代。公司突破了纤维分散、复合成形、高温整饰等芳纶纸产业化制备关键技术, 攻克了多项行业内的技术难题。另外, 产品性能与杜邦公司相媲美, 具有 20%-30% 的价格优势。国产芳纶绝缘纸、芳纶蜂窝纸正在逐步实现高端领域的进口替代。(3) 公司创新研发能力强, 公司新产品闪蒸无纺布打开第二增长曲线。生产线设计产能为 300 吨, 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, 民士达的闪蒸无纺布产品具有抗菌、透气不透水、质量轻、强度高等特点, 深受客户青睐。市场竞争激烈, 国外竞争对手全球市占率约 90% 以上, 公司替代空间广阔。

图15: 芳纶纸制作流程



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测拆分

公司募投项目进展顺利，下游储备客户众多且粘性高，有望推动业绩放量，打开发展天花板。销量方面，23-26 年我们预计公司年产 1500 吨芳纶纸纸基材料项目有望逐步爬坡，民士达的扩产计划将有助于推动中国在芳纶纸和闪蒸无纺布领域的技术创新和产业升级。下游芳纶纸需求旺盛，应用领域众多，随着新能源汽车、电机、航空等领域的迅猛发展，将带动芳纶纸行业销量持续增长。公司将继续优化市场布局和销售结构，产品结构有望进一步优化，从而保证公司盈利能力稳中有升。

毛利率假设：

芳纶纸产品：我们预计随着下游需求蓬勃发展，产能落地增加带来毛利率的边际改善，泰和新材作为民士达主要原材料供应商，原材料价格优势预计将持续。我们预计 2024/2025/2026 年毛利率为 36.20%/36.40%/36.40%。

芳纶纸复合材料：我们预计 2024-2026 年毛利率为 35%。

其他业务：我们预计 2024-2026 年毛利率为 70%。

图16：分业务盈利预测

分业务盈利预测						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
芳纶纸						
收入(百万元)	217.71	282.00	340.32	425.40	523.24	643.59
增长率(%)	37.13%	29.53%	20.68%	25.00%	23.00%	23.00%
毛利率(%)	28.72%	31.42%	34.01%	36.20%	36.40%	36.40%
芳纶纸复合材料						
收入(百万元)			0.01	0.14	0.43	0.76
增长率(%)	-	-	-	1320.00%	203.52%	77.25%
毛利率(%)	-	-	0.00%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务						
收入(百万元)	0.15	0.08	0.14	0.24	0.36	0.43
增长率(%)	-41.56%	-47.31%	80.91%	70.00%	50.00%	20.00%
毛利率(%)	98.85%	100.00%	37.67%	70.00%	70.00%	70.00%
总计(百万元)	217.86	282.08	340.47	425.78	524.03	644.78
总增速(%)	37.00%	29.53%	20.68%	25.06%	23.08%	23.04%
整体毛利率(%)	28.76%	31.44%	34.01%	36.22%	36.42%	36.42%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 投资建议及估值

我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 1.02/1.27/1.57 亿元，对应 EPS 分

别为 0.70/0.87/1.07 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 18/14/12 倍；我们选择业务类似的公司光威复材、泰和新材和中简科技作为可比公司，公司业务均涉及新材料的生产和供应。2024 年可比公司平均 PE 为 21 倍，基于民士达产能规划带来的未来成长性以及下游应用场景稳定增长的业务需求，业绩有望稳步发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

图17：可比公司估值（截至 2024 年 8 月 13 日）

股票代码	公司名称	总市值(亿元)	股价(元/股)	归母净利润(亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300699.SZ	光威复材	230.70	27.75	9.93	11.75	13.89	23	20	17
002254.SZ	泰和新材	71.61	8.29	4.22	5.63	6.71	17	13	11
300777.SZ	中简科技	93.22	21.20	3.98	4.78	6.10	23	19	15
平均							21	17	14
833394.BJ	民士达	18.03	12.33	1.02	1.27	1.57	18	14	12

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：除民士达外其他盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险提示

1、主要原材料依赖关联方的风险：目前公司主要原材料芳纶短切纤维和沉析纤维的全球供应竞争不充分，全球具备芳纶纤维产能生产能力的生产企业大多不对外销售制纸级纤维，因此在成熟的市场上，难以购买到完全符合技术要求的制纸级纤维；公司原料目前大部分采购自公司控股股东泰和新材，其持有公司 66.23%的股权。但若未来泰和新材未遵守承诺约定事项向公司供应原材料，导致公司不能从关联方及时采购到充足的原材料或者关联交易价格不公允，将可能对公司的经营业绩产生不利影响。

2、市场竞争加剧的风险：目前芳纶纸市场竞争日趋激烈，国外行业巨头公司对国内市场占有率拥有绝对优势，公司目前无论在规模、技术还是人才等各个方面短时间都无法与其相抗衡，其一旦通过降价来进行竞争，将对公司形成较大冲击。

3、人才流失的风险：由于行业的高度垄断性，同时企业目前正处于发展期，竞争主要是技术和商业模式的竞争，也是人才的竞争。优秀人才对产品的实现效果和服务客户的质量起到了决定性的作用，同时对公司探索出稳定和高效的盈利模式具有重要意义。如果公司由于管理不善导致优秀人才的流失，将对公司经营造成不利的影响。

民士达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	520	586	680	824	营业总收入	340	426	524	645
货币资金及交易性金融资产	334	379	426	512	营业成本(含金融类)	225	272	333	410
经营性应收款项	84	84	103	127	税金及附加	2	2	2	3
存货	99	121	148	182	销售费用	12	15	18	22
合同资产	0	0	0	0	管理费用	16	18	22	27
其他流动资产	2	2	3	3	研发费用	20	25	30	37
非流动资产	292	308	317	299	财务费用	(5)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	18	23	28	34
固定资产及使用权资产	206	211	208	190	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	29	41	53	53	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	14	14	14	14	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	89	117	146	180
其他非流动资产	42	42	42	42	营业外净收支	5	0	0	0
资产总计	812	894	997	1,123	利润总额	94	117	146	180
流动负债	83	99	120	146	减:所得税	13	15	19	23
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	81	102	127	157
经营性应付款项	54	65	80	98	减:少数股东损益	(1)	0	0	0
合同负债	3	4	5	6	归属母公司净利润	82	102	127	157
其他流动负债	25	30	35	41	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	0.70	0.87	1.07
非流动负债	63	62	62	62	EBIT	82	117	146	180
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	82	135	165	198
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.00	36.22	36.42	36.42
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	23.98	23.93	24.27	24.27
其他非流动负债	63	62	62	62	收入增长率(%)	20.70	25.06	23.08	23.04
负债合计	146	161	182	208	归母净利润增长率(%)	28.74	24.82	24.83	23.04
归属母公司股东权益	643	709	791	891					
少数股东权益	24	24	24	24					
所有者权益合计	666	733	815	915					
负债和股东权益	812	894	997	1,123					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	35	115	120	142	每股净资产(元)	4.40	4.85	5.41	6.10
投资活动现金流	(70)	(34)	(27)	0	最新发行在外股份(百万股)	146	146	146	146
筹资活动现金流	272	(36)	(46)	(56)	ROIC(%)	14.54	14.56	16.44	18.10
现金净增加额	238	45	48	86	ROE-摊薄(%)	12.70	14.36	16.08	17.56
折旧和摊销	21	18	19	18	资产负债率(%)	17.93	18.01	18.27	18.51
资本开支	(56)	(35)	(27)	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.09	17.70	14.18	11.52
营运资本变动	(64)	(4)	(26)	(32)	P/B(现价)	2.81	2.54	2.28	2.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>