

民士达 (833394)

2024年三季度报点评：24Q3创最好季度业绩，航空

蜂窝销量增长

报告摘要

◆ 事件:公司10月16日公告,2024Q1-Q3实现营收(2.82亿元,+9.10%),归母净利润(0.71亿元,+10.66%),毛利率(37.53%,+1.82pcts),净利率(23.73%,-1.00pcts)。24Q3实现营收(0.96亿元,同比+13.69%,环比+1.00%),归母净利润(0.26亿元,同比+10.63%,环比+10.55%),毛利率(37.44%,同比+3.74pcts,环比-1.23pcts),净利率(26.43%,同比-1.79pcts,环比+2.87pcts)。

◆ 芳纶纸全球重要供应商,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国内市场以及欧洲、美洲、亚洲等境外市场。

◆ 航空领域销量增长,24Q3创最好季度业绩:2024前三季度,公司营收(2.82亿元,+9.10%),归母净利润(0.71亿元,+10.66%)实现稳步增长。再创新高,主要得益于航空蜂窝领域高端产品销量增长所致,同时公司24Q3创公司历史以来最好季度业绩(营收0.96亿元,归母净利润0.26亿元);公司毛利率(37.53%,+1.82pcts)同比创新高,我们认为主要得益于原材料成本下降,同时产销量增加拉低固定成本摊销所致。公司净利率(23.73%,-1.00pcts)略有下滑,主要是营业外收入下降以及所得税增加所致。

◆ 控费效果明显,研发投入持续增加:2024年前三季度公司三费总额(0.13亿元,-23.46%)同比下降,其中销售费用(0.08亿元,-12.28%)、管理费用(0.09亿元,-17.54%)、财务费用(-0.04亿元,-26.97%)均有所下降,控费力度加大。公司研发投入持续加大(0.20亿元,+25.33%),持续优化子公司生产工艺技术、开展新产品研发。公司经过多年积累和发展,已拥有

投资评级

增持

2024年10月21日

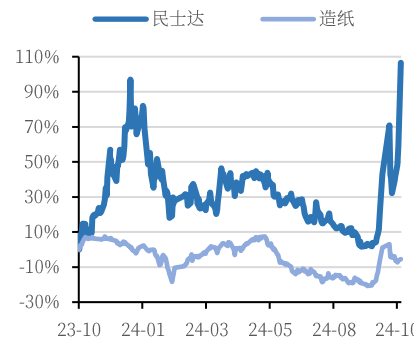
收盘价(元): 22.56

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	146.25
总市值(百万)	3,299.40
流通股本(百万股)	42.79
流通市值(百万)	965.31
12月最高/最低价(元)	22.56/10.92
资产负债率(%)	39.03
每股净资产(元)	4.69
市盈率(TTM)	37.30
市净率(PB)	4.81
净资产收益率(%)	10.32

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

相关研究报告

股市有风险入市需谨慎

“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”等科研平台。公司 2024 上半年还获得授权发明专利 2 项，实用新型专利 2 项，发布实施团体标准 2 项。

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 —2023-08-22

◆ **新型功能纸基材料产业化项目稳步推进**：公司芳纶纸理论产能 3000 吨，实际产能约为 2400 吨。新型功能纸基工程项目为募投项目，新增一条 1500 吨的生产线。公司 2024Q3 在建工程较年初增长 53.38%，主要是该项目建设推进影响，公司如期完成募投项目的土建工作，设备交付与安装工作有序推进，计划于 2025 年年中建成。此外，公司 2024Q3 合同负债（824.96 万元，+119.33%）快速增长，反映了公司相关产品的需求强劲。

◆ **推动新产品创新，打造公司第二增长曲线**：公司通过中试验证、整合外部资源等措施，加快闪蒸无纺布、RO 膜基材、碳纤维发热纸等新产品的开发力度。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，市场发展前景广阔，国产替代空间明显。公司此次建成的闪蒸无纺布中试线设计产能为 300 吨，主要任务是验证技术和优化工艺，为项目产业化做准备。

◆ **低空经济发展有望带动芳纶纸蜂窝需求增加**：芳纶纸蜂窝芯材目前在民用航空、直升机、大型固定翼无人机上均有成熟应用。就低空飞行器而言，公司蜂窝芯材在国内外低空电动飞行器头部企业中已有应用，国内订单正在起步发展。未来随着低空经济的快速发展，带动公司纸蜂窝需求量增加。

◆ **国内市场需求逐步扩大，国产芳纶纸有望快速成长**。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，市占率不断提升。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，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、公司持续布局新产能、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、公司加速研发闪蒸无纺布等创新产品，打造“第二曲线”。以创新推动公司持续成长。

我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 4.00 亿元、4.90 亿元和 5.86 亿元，归母净利润分别为 1.01 亿元、1.22 亿元和 1.47 亿元，EPS 分别为 0.69 元、0.84 元和 1.00 元，我们给予“增持”评级。

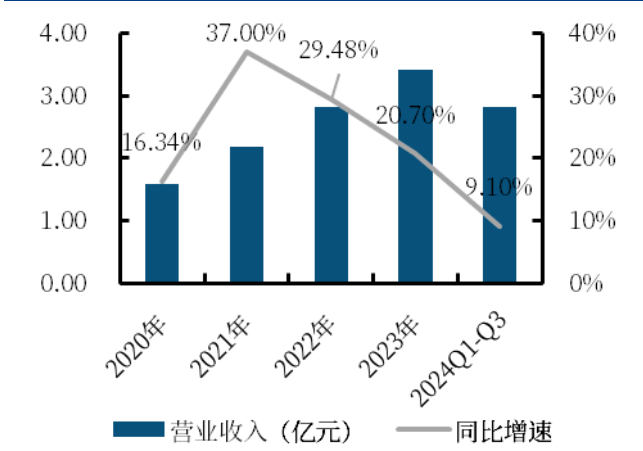
◆ 风险提示

原材料价格波动，新产品研发不及预期，市场竞争加剧风险，下游市场需求波动，短期股价波动较大风险。

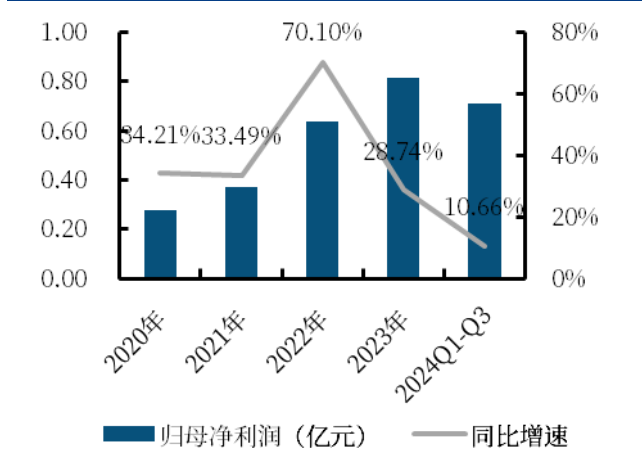
财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	282.08	340.47	400.13	490.13	585.58
增长率（%）	29.48	20.70	17.52	22.49	19.48
归母净利润（百万元）	63.41	81.63	100.62	122.44	146.82
增长率（%）	70.10	28.74	23.26	21.68	19.91
毛利率（%）	31.44	34.00	36.01	36.13	36.20
净利率（%）	22.48	23.68	24.83	24.67	24.76
每股收益(元)	0.43	0.56	0.69	0.84	1.00
净资产收益率 ROE（%）	20.41	12.70	14.22	15.58	16.68

资料来源：iFind，中航证券研究所

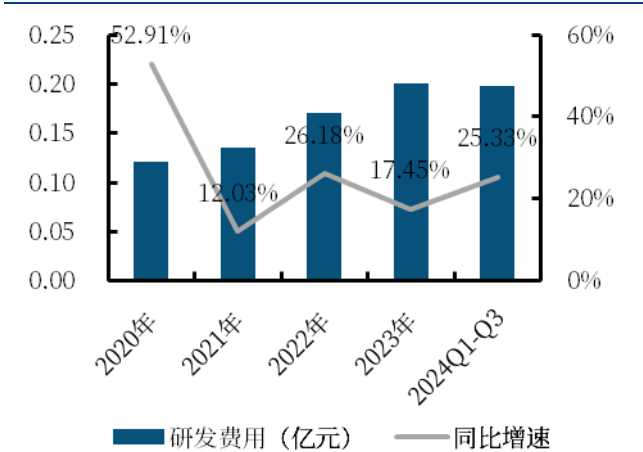
● 公司主要财务数据

图1 公司近5年营业收入及增速情况


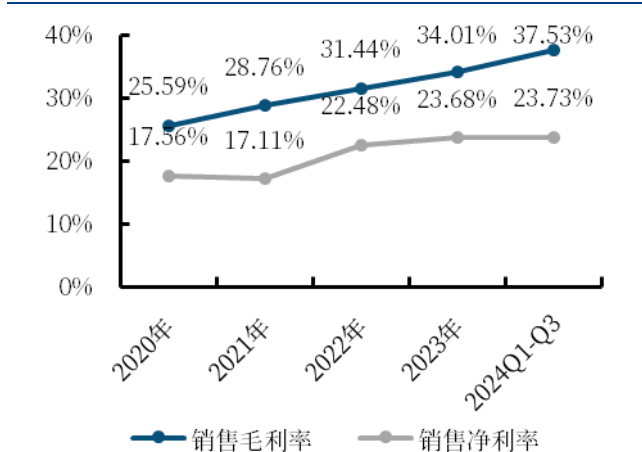
资料来源: iFind, 中航证券研究所

图2 公司近5年归母净利润及增速情况


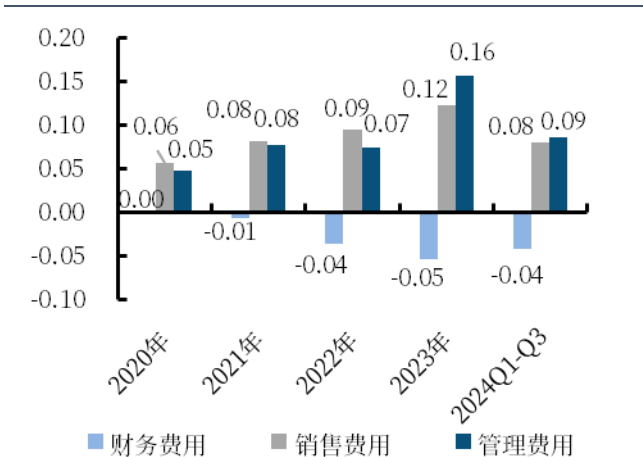
资料来源: iFind, 中航证券研究所

图3 公司近5年研发投入情况


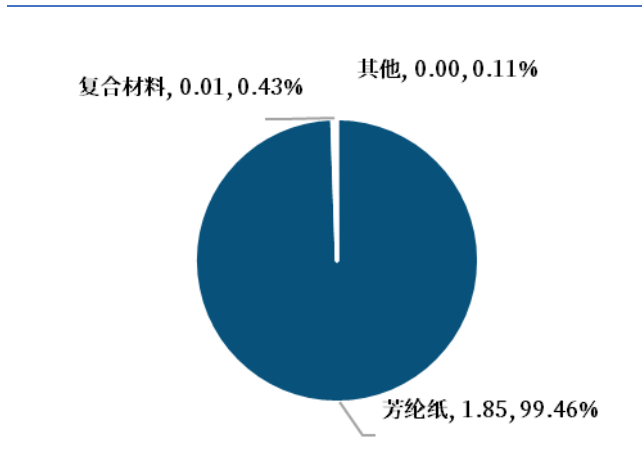
资料来源: iFind, 中航证券研究所

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2024H1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	单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润表						
营业收入	217.86	282.08	340.47	400.13	490.13	585.58
减: 营业成本	155.19	193.40	224.69	256.04	313.04	373.58
税金及附加	1.06	1.12	1.59	1.80	2.21	2.64
主营业务利润	61.60	87.56	114.19	142.28	174.88	209.37
减: 销售费用	8.13	9.46	12.23	11.20	13.63	16.10
管理费用	7.69	7.47	15.61	14.00	17.06	20.20
研发费用	13.52	17.06	20.04	28.01	31.86	35.14
财务费用	-0.58	-3.63	-5.36	-5.67	-6.10	-7.01
经营性利润	32.84	57.19	71.67	94.73	118.44	144.94
加: 资产减值损失	-1.79	-1.41	-1.17	-1.28	-1.47	-1.64
信用减值损失	0.12	-0.35	-0.60	-0.68	-0.74	-0.76
其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.99	0.15	0.02	0.05	0.03	0.04
公允价值变动损益	0.01	0.41	0.01	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	1.21	0.00	0.00	0.00
其他收益	8.56	14.97	17.91	18.00	19.00	20.00
营业利润	40.73	70.96	89.04	110.82	135.27	162.58
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	1.20	0.00	4.54	1.91	1.91	1.91
减: 营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	41.93	70.96	93.58	112.73	137.18	164.49
减: 所得税	4.65	7.55	12.97	13.37	16.27	19.51
净利润	37.28	63.41	80.61	99.36	120.91	144.99
减: 少数股东损益	0.00	0.00	-1.02	-1.26	-1.53	-1.83
归属母公司股东净利润	37.28	63.41	81.63	100.62	122.44	146.82
资产负债表						
货币资金	103.36	88.46	318.97	328.97	368.03	433.60
交易性金融资产	40.01	0.00	15.01	15.01	15.01	15.01
应收票据	18.86	26.58	40.72	54.81	60.43	64.17
应收账款	13.79	24.67	40.12	65.77	73.86	80.22
预付账款	0.85	1.79	3.59	2.77	3.39	4.06
其他应收款	0.00	0.03	0.01	0.02	0.02	0.02
存货	38.48	96.43	99.30	105.22	128.65	153.52
其他流动资产	6.62	1.77	2.36	5.82	7.12	8.51
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	208.23	206.65	234.95	262.88	282.39	293.79
无形资产和开发支出	11.27	7.34	13.83	17.59	21.01	24.10
其他非流动资产	0.77	37.89	43.17	42.46	41.96	41.96
资产总计	442.24	491.62	812.02	901.33	1,001.87	1,118.97
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	49.19	64.45	26.55	30.26	36.99	44.14
应付账款	35.56	26.01	27.69	31.55	38.57	46.03
预收账款	0.00	11.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	2.65	3.00	3.06	7.20	8.33	9.37
其他应付款	7.47	8.73	12.31	12.64	15.45	18.44
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	67.22	67.72	75.99	89.96	95.77	101.84
负债合计	162.08	180.91	145.61	171.61	195.11	219.83
股本	100.00	106.00	146.25	146.25	146.25	146.25
资本公积	58.10	72.23	282.49	282.49	282.49	282.49
留存收益	122.06	132.47	214.10	278.67	357.24	451.45
归属母公司股东权益	280.16	310.70	642.85	707.41	785.98	880.19
少数股东权益	0.00	0.00	23.57	22.31	20.78	18.95
股东权益合计	280.16	310.70	666.41	729.72	806.76	899.14
负债和股东权益合计	442.24	491.62	812.02	901.33	1,001.87	1,118.97
投入资本(IC)	158.57	250.44	366.48	425.75	472.73	509.09
现金流量表						
经营性现金净流量	23.74	18.41	35.17	97.70	129.29	158.72
投资性现金净流量	-70.83	6.27	-70.49	-57.32	-52.45	-47.56
筹资性现金净流量	-11.44	-52.42	272.05	-30.38	-37.77	-45.59
现金流量净额	-59.03	-26.66	237.93	10.00	39.06	65.57

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。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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: 资本市场大型军工行业研究团队, 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发送或为任何就送发、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致。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