

## 轻工制造

2025年03月20日

## 民士达 (833394)

——24年业绩超预期，投建湿法多功能材料拉开第二增长序幕

报告原因：有业绩公布需要点评

## 买入 (维持)

市场数据：2025年03月20日

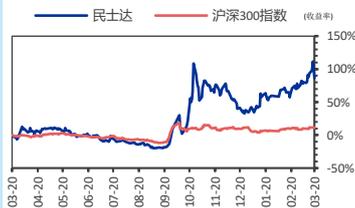
收盘价(元)	27.12
一年内最高/最低(元)	31.88/11.00
市净率	5.5
股息率%(分红/股价)	0.74
流通A股市值(百万元)	1,301
上证指数/深证成指	3,408.95/10,879.49

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024年12月31日

每股净资产(元)	4.90
资产负债率%	24.99
总股本/流通A股(百万)	146/48
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《民士达(833394)点评：24Q4业绩超预期，蜂窝持续高增，绝缘替代升级》  
2025/01/14

## 证券分析师

刘靖 A0230512070005  
liujing@swsresearch.com

## 研究支持

郑菁华 A0230123060001  
zhengjh@swsresearch.com

## 联系人

郑菁华  
(8621)23297818x  
zhengjh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **事件：1) 公司发布2024年年报。**2024年，公司实现营收4.08亿元，同比+19.8%，归母净利润1.01亿元，同比+23.1%，扣非归母净利润9224万元，同比+49.9%；2024Q4单季，公司实现营收1.26亿元，同比+53.6%，环比+30.8%，归母净利润2978万元，同比+68.2%，环比+12.6%，扣非归母净利润2910万元，同比+144.2%，环比+21.8%。2024年业绩处于业绩预告中枢，与业绩快报基本一致。**2) 公司发布2024年度权益分派预案：**向全体股东以每10股派发现金红利2元(含税)，共计派发现金股利2925万元。
- **航空蜂窝增长强劲，欧洲市场带动下半年境外收入恢复。分应用领域看，**公司三大应用领域均具亮点，航空蜂窝引领增长，同比增长超50%，新能源汽车领域保持韧性，同比增长约26%，电气绝缘领域在欧美电网升级及算力需求增长带动下，变压器需求扩张，推动销量显著提升，综合2024年公司芳纶纸实现营收3.97亿元，同比+16.7%。**分地区看，**全年公司实现境外营收1.02亿元，同比-13.6%，主要受上半年部分客户资金问题及支付受阻等因素影响，但拆分来看，2024H2境外营收较H1增长17.7%，扭转了自2023H2以来的下滑，其中欧洲市场全年同比增长超40.0%，带动了下半年境外收入的恢复。
- **航空蜂窝军转民，国产大飞机支撑长期增长。**我们认为航空蜂窝是未来2-3年公司业绩增长核心领域，尤其是民用市场，公司积极推进国际客户验证试用，预计25年逐步替代国际竞争对手，而国产大飞机需求则支撑长期增长，C919交付逐步提速，国内仅公司芳纶纸可用于高端航空领域，有望充分受益。
- **盈利能力持续提升，费用管控能力增强，现金流充沛。**2024年，公司实现毛利率37.5%，同比+3.5pcts，净利率24.6%，同比+0.7pcts，主要原因为产能利用率提升摊薄固定成本以及原料成本下降。公司销售费用率、管理费用率分别为2.8%、3.5%，分别同比-0.8pcts、-1.1pcts，费用管控能力增强。公司实现经营性现金流4248万元，同比+20.8%，现金流充沛。
- **前瞻布局第二增长曲线，RO膜基材、芳纶湿法无纺布有望率先落地，闪蒸无纺布中试产品在建筑领域批量应用。**公司远期发展目标是成为全球高性能功能纸基材料领导者，目前公司在芳纶纸领域的行业地位仍不断提升，同步布局新产品，打造第二增长曲线。2024年，公司研发费用为2702万元，同比+34.8%，加大新品布局力度，其中闪蒸无纺布竞争格局佳，国外竞争对手市占率95%+，类似芳纶纸格局，目前公司中试产品在新型建筑防水透气层已实现批量应用；2/14，公司董事会会议审议通过《关于投资建设湿法多功能材料产业化项目》议案，拟投资6000万元建设RO膜基材、芳纶湿法无纺布项目，有望率先落地。
- **投资分析意见：维持“买入”评级。**公司主打芳纶纸国产替代，在航空蜂窝、新能源汽车等高端领域加速替代国际竞争对手，具备高竞争壁垒，同时前瞻布局竞争格局佳、具备市场潜力的新产品，打造第二增长曲线，我们看好公司长期业绩持续增长，维持2025-2026E盈利预测，新增2027E盈利预测，预计分别实现归母净利润1.34/1.74/2.13亿元，对应当前PE分别为30/23/19倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国产化替代不及预期；航空航天领域进展不及预期；原料价格波动等。

## 财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	340	408	526	660	801
同比增长率(%)	20.7	19.8	29.0	25.5	21.3
归母净利润(百万元)	82	101	134	174	213
同比增长率(%)	28.7	23.1	33.2	30.2	22.2
每股收益(元/股)	0.62	0.69	0.92	1.19	1.46
毛利率(%)	34.0	37.5	40.0	40.8	41.4
ROE(%)	12.7	14.0	16.3	18.0	18.5
市盈率	49	39	30	23	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	340	408	526	660	801
其中: 营业收入	340	408	526	660	801
减: 营业成本	225	255	316	391	469
减: 税金及附加	2	2	3	4	4
主营业务利润	113	151	207	265	328
减: 销售费用	12	12	15	17	20
减: 管理费用	16	14	16	17	21
减: 研发费用	20	27	35	44	50
减: 财务费用	-5	-4	-4	-6	-4
经营性利润	70	102	145	193	241
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-1	-1	-1	-1	-1
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-1	-2	0	0	0
加: 投资收益及其他	18	11	10	9	8
营业利润	89	110	156	203	248
加: 营业外净收入	5	0	0	0	0
利润总额	94	110	156	203	248
减: 所得税	13	14	20	26	32
净利润	81	96	136	177	217
少数股东损益	-1	-5	2	3	4
归属于母公司所有者的净利润	82	101	134	174	213

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。