

2025 年 04 月 01 日

民士达 (833394.BJ)

——蜂窝芯材领域同比增长 50%+, 打造“技术护城河+创新孵化器”双平台

投资评级：买入（上调）

投资要点：

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

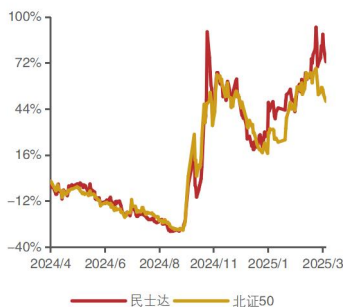
万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 31 日

收盘价（元）	27.60
一年内最高/最低（元）	31.88/11.00
总市值（百万元）	4,036.50
流通市值（百万元）	1,323.52
总股本（百万股）	146.25
资产负债率（%）	24.99
每股净资产（元/股）	4.90

资料来源：聚源数据

- **事件：1）发布 2024 年年报：**全年实现营业收入 4.08 亿元（yoy+20%），实现归母净利润 1 亿元（yoy+23%），实现扣非归母净利润 0.92 亿元（yoy+50%），经营活动产生的现金流量净额 0.42 亿元（yoy+21%）；其中 2024Q4 实现营收 1.26 亿元（yoy+54%/qoq+31%），归母净利润 0.30 亿元（yoy+68%/qoq+13%），扣非归母净利润 0.29 亿元（yoy+144%/qoq+22%），单季度达到历史新高。2）发布 2024 年权益分派预案：每 10 股派发 2.00 元（含税），共预计派发现金红利 2925 万元。
- **芳纶纸市场领先地位，新兴领域快速拓展业绩喜人。**民士达立足芳纶纸自主研发，成功突破杜邦公司的全球垄断成为国内第一家芳纶纸自主制造商，市占率全国第一、全球第二，公司产品广泛应用于航空航天、轨道交通、新能源汽车等领域。**细分领域亮点频出，2024 年蜂窝芯材领域同比增长 50%+较为超预期**，新能源汽车领域同比增长约 26%延续增长，在欧美电网升级及算力需求增长带动的变压器需求扩张推动电气绝缘用芳纶纸销量显著提升。2024 年，公司精准聚焦重点领域，芳纶纸业务实现收入 3.97 亿元（yoy+17%），业务结构优化带来毛利率提升 4.93pcts 达到 39%。**从市场区域来看**，蜂窝用纸和新能源汽车用纸增长以及高附加值产品占比提升带来境内收入同比增长 37%达到 3.06 亿元，境外销售同比下滑 14%达到 1.02 亿元，主要因为上半年受部分客户资金问题以及支付受阻等因素影响，但 2024 年下半年海外市场在恢复，其中欧洲市场全年同比增长超 40%，**带动了下半年境外收入的恢复**。我们认为，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，此外国际客户的验证和国产大飞机的持续交付对蜂窝芯材芳纶纸的需求有望延续高增长态势，公司有望受益于新兴行业需求释放。
- **基本盘业务加速国产替代，前瞻布局闪蒸无纺布、RO 膜基材、湿法多功能材料等第二增长曲线。**公司持续加大研发投入，2024 年公司研发支出 2702 万元（占比达 6.6%，yoy+35%），平台生态构建与产品创新矩阵助力双向赋能，2024 年授权发明专利 7 项，实用新型专利 2 项，持续打牢公司在芳纶纸领域的行业地位。此外，公司通过闪蒸无纺布、RO 膜基材、湿法多功能材料等新产品打造公司的第二增长曲线，其中 RO 膜基材项目计划 2026 年上半年建成投产，达产后将有效扩充公司高性能材料产品矩阵；闪蒸无纺布项目处于产业化方式论证阶段，该产品的生产过程与目前公司芳纶纸的生产工艺具有一定的相通性，后端热处理工艺经验数据库可以实现跨产线调用。通过第二增长曲线的开拓实现“全球高性能功能纸基材料领导者”的愿景。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 1.30/1.69/2.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.89/1.16/1.43 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 31.0/23.9/19.4 倍。公司的基本盘产品芳纶纸地位领先且加速国产替代，在航空航天、电网改造、数据中心等领域高增长值得期待，同时公司正在加快新产品的开发力度，努力打造公司的第二增长曲线，我们看好公司长期业绩持续增长，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险、技术更新和产品开发风险、市场竞争加剧风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	340	408	519	654	800
同比增长率 (%)	20.70%	19.82%	27.30%	25.96%	22.32%
归母净利润 (百万元)	82	101	130	169	209
同比增长率 (%)	28.74%	23.14%	29.56%	29.81%	23.42%
每股收益 (元/股)	0.56	0.69	0.89	1.16	1.43
ROE (%)	12.70%	14.04%	15.68%	17.26%	17.93%
市盈率 (P/E)	49.45	40.16	30.99	23.88	19.35

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	293	275	388	542	营业收入	408	519	654	800
应收票据及账款	156	177	218	262	营业成本	255	322	403	489
预付账款	2	5	6	7	税金及附加	2	3	3	4
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	12	16	18	24
存货	104	123	138	147	管理费用	14	17	20	22
其他流动资产	6	19	24	22	研发费用	27	31	38	46
流动资产总计	561	599	774	980	财务费用	-4	-4	-5	-7
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-3	-3	-4
固定资产	267	331	411	419	信用减值损失	-1	-1	-1	-1
在建工程	80	95	25	25	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	16	17	19	21	投资收益	0	0	0	0
长期待摊费用	5	3	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	51	63	66	71	资产处置收益	-1	0	0	0
非流动资产合计	419	508	521	536	其他收益	11	12	14	17
资产总计	980	1,107	1,295	1,516	营业利润	110	144	187	234
短期借款	0	0	0	0	营业外收入	0	1	2	2
应付票据及账款	121	132	160	181	营业外支出	0	0	0	0
其他流动负债	55	44	55	66	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	176	176	215	247	利润总额	110	145	190	236
长期借款	5	4	3	2	所得税	14	18	24	30
其他非流动负债	64	81	86	94	净利润	96	126	166	206
非流动负债合计	69	85	89	96	少数股东损益	-5	-4	-3	-3
负债合计	245	261	304	343	归属母公司股东净利润	101	130	169	209
股本	146	146	146	146	EPS(元)	0.69	0.89	1.16	1.43
资本公积	285	285	285	285	主要财务比率				
留存收益	285	400	549	733	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	716	831	980	1,163	成长能力				
少数股东权益	19	15	12	9	营收增长率	19.82%	27.30%	25.96%	22.32%
股东权益合计	735	846	991	1,173	营业利润增长率	23.11%	31.31%	29.98%	25.32%
负债和股东权益合计	980	1,107	1,295	1,516	归母净利润增长率	23.14%	29.56%	29.81%	23.42%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	20.80%	180.40%	57.12%	18.63%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	96	115	151	190	毛利率	37.49%	38.08%	38.34%	38.89%
折旧与摊销	24	35	43	43	净利率	23.49%	24.35%	25.31%	25.76%
财务费用	-4	-4	-5	-7	ROE	14.04%	15.68%	17.26%	17.93%
投资损失	0	0	0	0	ROA	10.26%	11.77%	13.05%	13.76%
营运资金变动	-76	-40	-18	-23	估值倍数				
其他经营现金流	3	14	17	19	P/E	40.16	30.99	23.88	19.35
经营性现金净流量	42	119	187	222	P/S	9.89	7.77	6.17	5.04
投资性现金净流量	-32	-125	-58	-49	P/B	5.64	4.86	4.12	3.47
筹资性现金净流量	-30	-12	-16	-19	股息率	0.00%	0.39%	0.50%	0.62%
现金流量净额	-20	-18	113	154	EV/EBITDA	20	22	16	13

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。