

## 轻工制造

2025 年 04 月 12 日

## 民士达 (833394)

——25Q1 收入符合预期、利润超预期，高端领域加速替代

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 11 日

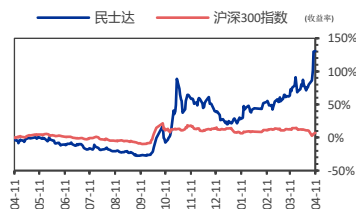
|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 收盘价 (元)        | 37.56             |
| 一年内最高/最低 (元)   | 40.38/11.00       |
| 市净率            | 7.4               |
| 股息率% (分红/股价)   | 0.53              |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 1,801             |
| 上证指数/深证成指      | 3,238.23/9,834.44 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

|                 |        |
|-----------------|--------|
| 每股净资产 (元)       | 5.11   |
| 资产负债率%          | 22.71  |
| 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：24 年业绩超预期，投建湿法多功能材料拉开第二增长序幕》2025/03/20

## 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：公司发布 2025 年一季报，利润超预期。**2025 年 Q1 单季，公司实现营收 1.15 亿元，同比+27.4%，环比-8.6%，归母净利润 3055 万元，同比+49.9%，环比+2.6%，扣非归母净利润 2984 万元，同比+75.3%，环比+2.5%，收入符合预期，利润超预期。
- **延续 24Q4 满负荷状态，电气绝缘β、α共振，航空蜂窝稳定增长。**2025Q1，公司延续 2024Q4 满负荷生产状态，仅受春节假期影响导致收入环比下滑 8.6%，符合市场预期。分应用领域看，电气绝缘方面，欧洲市场受风电、算力用变压器需求增长和公司持续替代竞争对手影响，2024Q4 开始订单快速增长，实现β、α共振，航空蜂窝方面，国内军用需求持续稳定增长，国内外民航布局项目稳步推进。
- **产品结构高端化拉升毛利率，股份支付费用减少，现金流状况良好。**2025Q1 单季，公司实现毛利率 39.7%，同比+3.3pcts，环比+2.3pcts，主要系高附加值产品占比提升所致。公司实现净利率 26.5%，同比+4.0pcts，环比+2.9pcts，从费用端看，销售费用率、管理费用率分别为 2.1%、2.6%，同比分别-0.3pcts、-1.7pcts，环比分别-0.7pcts、-1.7pcts，主要系股份支付费用减少所致。现金流方面，2025Q1 单季，公司实现经营性现金流 2829 万元，同比+18.2%，环比+15.1%，现金流状况良好。
- **我国发起对杜邦反垄断调查，自主可控趋势下公司充分受益。**2025/4/4，因涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，市场监管总局依法对杜邦中国集团有限公司开展立案调查。公司主业产品芳纶纸、储备产品闪蒸无纺布，均为自主研发、国产替代杜邦的产品，后续该项调查若影响杜邦相关产品在我国的销售，公司芳纶纸在国内市场仍有替代空间，储备产品后续推广将更为受益。
- **募投预计 25 年中如期投产，产线充足后切换次数减少有望提高利润率。**2025 年 3 月，公司公告募投项目延期，主要考虑该项目的资金实际使用情况和结项完成时间，主要产线预计于 2025 年中投产，**产能释放不会受到不利影响**；在当前公司产能满负荷且需求持续向好的情况下，募投产能的释放有利于公司满足客户订单生产，同时产能充足的情况下公司可实现分线生产，减少产线切换次数，进一步提高利润率。
- **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、变压器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，公司 25Q1 收入符合预期而利润超预期，说明公司高端产品结构占比提升，我们上调公司产品均价及毛利率，上调 2025-2027E 盈利预测，预计分别实现归母净利润 1.44/1.78/2.23 亿元（原值分别为 1.34/1.74/2.13 亿元），对应当前 PE 分别为 38/31/25 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

|             | 2024 | 2025Q1 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 408  | 115    | 587   | 737   | 893   |
| 同比增长率 (%)   | 19.8 | 27.4   | 43.9  | 25.5  | 21.2  |
| 归母净利润 (百万元) | 101  | 31     | 144   | 178   | 223   |
| 同比增长率 (%)   | 23.1 | 49.9   | 43.5  | 23.5  | 25.2  |
| 每股收益 (元/股)  | 0.69 | 0.21   | 0.99  | 1.22  | 1.52  |
| 毛利率 (%)     | 37.5 | 39.7   | 38.2  | 37.9  | 38.9  |
| ROE (%)     | 14.0 | 4.1    | 17.4  | 18.2  | 19.0  |
| 市盈率         | 55   |        | 38    | 31    | 25    |

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   | 587   | 737   | 893   |
| 其中: 营业收入               | 340   | 408   | 587   | 737   | 893   |
| 减: 营业成本                | 225   | 255   | 363   | 457   | 545   |
| 减: 税金及附加               | 2     | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 主营业务利润                 | 113   | 151   | 221   | 276   | 343   |
| 减: 销售费用                | 12    | 12    | 14    | 17    | 20    |
| 减: 管理费用                | 16    | 14    | 17    | 21    | 26    |
| 减: 研发费用                | 20    | 27    | 31    | 39    | 47    |
| 减: 财务费用                | -5    | -4    | -3    | -3    | -4    |
| 经营性利润                  | 70    | 102   | 162   | 202   | 254   |
| 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    | 7     | 7     | 7     |
| 营业利润                   | 89    | 110   | 168   | 207   | 259   |
| 加: 营业外净收入              | 5     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额                   | 94    | 110   | 168   | 207   | 259   |
| 减: 所得税                 | 13    | 14    | 21    | 26    | 33    |
| 净利润                    | 81    | 96    | 147   | 181   | 226   |
| 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   | 144   | 178   | 223   |

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

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。