

民士达(833394)

报告日期: 2025 年 04 月 12 日

一季度开门红，进口替代迎来机遇期

——民士达点评报告

投资要点

□ 事件：民士达发布 2025Q1 报告

2025 一季度，营收快增长，结构升级，利润率提升，业绩超预期。收入端：营业收入 1.2 亿元；同比+27%，环比-9%。归母净利润 0.31 亿元；同比+50%，环比+3%。扣非归母净利润 0.3 亿元；同比+75%，环比+3%。毛利率 39.7%；同比+3.3pct；环比+2.3pct。费用端：三费占比持续降低，销售/管理/财务费用合计占营收比例为 3.6%，同比-2.4pct，环比-3.7pct。股权方面，流通大股东均为增持或新进，增持或新进股权占流通股比例分别为 10%和 8%。

□ 国产替代逻辑兑现，杜邦反垄断调查有望加速进程。1) 杜邦是全球最大的芳纶纸制造商，占据全球主要市场份额，但近年来相关业务营收持续下滑；2) 公司十余年专注芳纶纸及其衍生品的研发与制造，突破了美国杜邦的长期垄断，成为全球第二、国内领先的芳纶纸及其衍生品厂商，近年来营收稳步增长。3) 市场监管总局 2025-04-04 发文，因杜邦中国集团有限公司涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，依法对杜邦中国集团有限公司开展立案调查。

□ 2025 年主营业务有望继续保持高增速。1) 间位芳纶纸：用于变压器、牵引电机等，国产替代逻辑逐步兑现。美国杜邦占主要份额，国内企业包括民士达、超美斯、赣州龙邦、时代华先等，进口替代空间大。美国杜邦公司芳纶相关业务自 2023 年以来持续下滑，相关板块 2024 年营收较 2022 年累计减少 10%；公司芳纶纸业务则保持 20%增速持续增长，综合毛利率持续提升。2) 对位芳纶纸：毛利率较间位芳纶纸更高，航空航天快速发展拉动需求。航空航天领域对芳纶纸蜂窝芯材的需求主要来自民用/商用飞机、军机、低空飞行器等领域。预计 2025 年民用/商用飞机将交付 1536 架，对应芳纶纸需求约 16 亿元，同比增长 24%。

□ 新产品新应用，持续受益于国产替代：1) RO 膜基材是一种聚酯材料，终端产品可用于诸多行业的水处理，包括电子、医药、化工、食品等，美国杜邦占 90%以上市场份额，公司基于芳纶纸湿法成型技术研发，设计年产能 3,000 吨，预计 2026 上半年投产，客户验证同步推进。2) 闪蒸无纺布可用于医疗防护、医疗包装、食品包装、建材防水、家居装饰领域，目前市场高度集中，国外竞争对手独家占据全球 95%以上市场份额。公司有 4-5 年研发经验，处于产业化方式论证阶段。3) 芳纶还可用于制造超材料、人造肌肉纤维等，应用于电磁调制、机器人柔性电子传感器件等领域，产业链下游包括光启技术等，若下游技术突破或需求放量则有望带来业绩弹性。

□ 盈利预测与估值

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.5、2.0、2.5 亿元，分别同比增长 45%、35%、27%。对应 PE 分别为 38、28、22 倍。维持“买入”评级。

□ 风险提示

知识产权保护的风险；技术迭代及产品开发风险。

投资评级：买入(维持)

分析师：钟凯锋

执业证书号：S1230524050002
zhongkaifeng@stocke.com.cn

分析师：宋伟

执业证书号：S1230523110001
songwei@stocke.com.cn

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

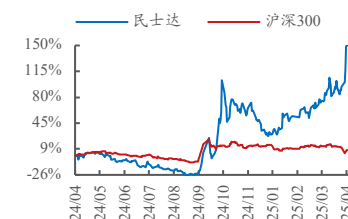
研究助理：杨世祺

yangshiqi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 37.56
总市值(百万元)	5,493.15
总股本(百万股)	146.25

股票走势图



相关报告

- 《国内芳纶纸龙头，把握变局期崛起机遇》 2025.04.10
- 《23 年业绩表现亮眼，24 年市场份额有望持续提升》 2024.03.26
- 《国产芳纶纸小巨人，产品壁垒深厚》 2023.12.28

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	408	532	690	878
(+/-) (%)	20%	30%	30%	27%
归母净利润	101	146	197	250
(+/-) (%)	23%	45%	35%	27%
每股收益(元)	0.69	1.00	1.35	1.71
P/E	55	38	28	22

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	561	656	792	965
现金	293	323	382	465
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	96	104	126	149
其它应收款	0	4	6	7
预付账款	2	3	4	5
存货	104	141	175	219
其他	65	80	100	120
非流动资产	419	472	544	642
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	262	307	360	427
无形资产	16	19	29	38
在建工程	71	71	73	84
其他	71	75	83	93
资产总计	980	1128	1337	1607
流动负债	176	193	214	245
短期借款	0	0	0	0
应付款项	121	140	172	206
预收账款	0	7	3	5
其他	55	46	40	33
非流动负债	69	54	44	35
长期借款	0	0	0	0
其他	69	54	44	35
负债合计	245	247	259	279
少数股东权益	19	19	19	19
归属母公司股东权	716	862	1059	1309
负债和股东权益	980	1128	1337	1607

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	42	115	163	215
净利润	96	146	197	250
折旧摊销	23	36	41	48
财务费用	(4)	(6)	(8)	(10)
投资损失	(0)	0	0	0
营运资金变动	14	(24)	(36)	(30)
其它	(87)	(36)	(32)	(42)
投资活动现金流	(32)	(90)	(112)	(142)
资本支出	(107)	(86)	(101)	(132)
长期投资	0	0	0	0
其他	74	(4)	(10)	(10)
筹资活动现金流	(30)	6	8	10
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(30)	6	8	10
现金净增加额	(20)	31	59	82

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	408	532	690	878
营业成本	255	314	404	509
营业税金及附加	2	3	3	3
营业费用	12	13	16	19
管理费用	14	17	21	25
研发费用	27	29	35	44
财务费用	(4)	(6)	(8)	(10)
资产减值损失	(2)	5	3	4
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	9	10	10	10
营业利润	110	167	227	294
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	110	167	227	294
所得税	14	22	29	44
净利润	96	146	197	250
少数股东损益	(5)	0	0	0
归属母公司净利润	101	146	197	250
EBITDA	129	197	260	331
EPS（最新摊薄）	0.69	1.00	1.35	1.71

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	19.82%	30.48%	29.66%	27.23%
营业利润	23.11%	52.77%	35.44%	29.52%
归属母公司净利润	23.14%	44.93%	35.44%	26.54%
获利能力				
毛利率	37.49%	41.00%	41.50%	42.00%
净利率	23.49%	27.37%	28.59%	28.43%
ROE	14.34%	18.03%	20.14%	20.75%
ROIC	12.75%	16.24%	17.97%	18.39%
偿债能力				
资产负债率	24.99%	21.90%	19.35%	17.38%
净负债比率	0.21%	0.07%	0.09%	0.11%
流动比率	3.18	3.40	3.70	3.95
速动比率	2.59	2.67	2.88	3.05
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.51	0.56	0.60
应收账款周转率	13.70	13.13	13.28	13.17
应付账款周转率	4.56	3.52	3.90	4.15
每股指标(元)				
每股收益	0.69	1.00	1.35	1.71
每股经营现金	0.29	0.79	1.11	1.47
每股净资产	4.90	5.89	7.24	8.95
估值比率				
P/E	54.65	37.70	27.84	22.00
P/B	7.67	6.37	5.19	4.20
EV/EBITDA	19.97	26.36	19.73	15.26

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>