

消费行业研究组

分析师: 张婧

执业证书编号: S1410525010001

投资评级: 买入(维持)

当前价格: 37.56元

民士达 833394.BJ

轻工制造行业

利润超预期, 国产替代加速推进

事件:

公司发布了2025年一季报, 业绩超预期。2025年Q1, 公司实现收入1.15亿元, 同比增长27.4%, 归母净利润3055万元, 同比增长49.9%, 扣非后净利润为2984万元, 同比增长75.3%。

投资要点:

◆公司2025年Q1延续2024年Q4的景气度, 国内外订单增长。公司2025年Q1收入增长27.4%, 欧洲市场主要是风电、算力用变压器需求的增长和公司竞争对手的持续替代。国内市场主要受益于军用需求的增长和民航领域的项目布局的稳步推进。

◆产品结构持续优化, 公司盈利能力进一步提升。公司2025年Q1毛利率达到了39.7%, 同比提升3.3pcts, 环比提升了2.3pcts, 主要是高毛利产品占比提升和产能利用率提升所致。公司销售费用率和管理费用率分别为2.15%、2.59%, 同比下降0.33pcts, 下降1.73pcts。最终公司归属于母公司净利率为26.55%, 同比提升3.99pcts, 环比提升2.91pcts。现金流方面, 公司2025年Q1经营性现金流净额为2829万元, 同比增长18.22%, 环比增长15.11%, 现金流情况良好。

◆杜邦反垄断调查持续, 芳纶纸国产替代有望加速推进。杜邦是全球最大的芳纶纸制造商, 占据主要的市场份额。2025年4月4日, 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》, 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。后续该项调查若影响杜邦相关产品在我国的销售, 公司作为国内领先的芳纶纸制造商, 未来在国内市场仍有替代空间, 储备产品后续推广将更为受益。

◆新能源、低空经济和航空航天三大领域推动芳纶纸需求增长, 闪蒸无纺布、RO膜基材等业务打造公司第二增长曲线。公司精准锚定新能源、低空经济和航空航天三大黄金赛道, 推进大飞机项目按进度逐步落地, 拓展低空飞行器等新型领域, 构筑超薄芳纶纸应用场景的技术壁垒。同时公司布局闪蒸无纺布, 目前处于产业化方式论证阶段; RO膜基材项目计划在2026年上半年建成投产。

◆估值和投资建议: 我们看好公司未来业绩的长期持续增长, 由于公司2025年Q1利润超预期, 我们上调公司2025-2027年归母净利润为1.42、1.77和2.27亿元, 同比增速为41.1%、24.4%和28.9%; 对应目前的股价PE为28.5x、22.9x、17.8x; 维持“买入”评级。

◆风险提示: 下游需求不达预期, 产能释放不达预期, 原材料价格波动等。

市场数据

总股本(百万股)	146.25
A股股本(百万股)	146.25
B/H股股本(百万股)	-/-
A股流通比例(%)	32.79
12个月最高/最低(元)	40.38/11.00
第一大股东 泰和新材集团股份有限公司	
第一大股东持股比例(%)	66.23
上证综指/沪深300	3238.23/3750.52

数据来源: 聚源 注: 2025年4月11日数据

近十二个月股价表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	42.86	53.33	92.36
绝对收益	36.83	81.71	150.34

数据来源: 聚源 注: 相对收益与北证50相比

相关研究报告

- 江海证券-公司点评报告-民士达(833394.BJ): 业绩符合预期, 高端品类持续放量 - 2025.04.02
- 江海证券-公司深度报告-民士达.833394.BJ: 产能扩张、结构升级保障公司增长 - 2025.02.18

财务预测	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	340.47	407.95	542.95	689.07	862.28
增长率(%)	20.70%	19.82%	33.09%	26.91%	25.14%
归母净利润(百万元)	81.63	100.52	141.86	176.50	227.42
增长率(%)	28.74%	23.14%	41.12%	24.42%	28.85%
ROE(%)	12.10%	13.03%	15.97%	16.52%	17.48%
EPS 最新摊薄(元/股)	0.56	0.69	0.97	1.21	1.55
P/E(倍)	49.45	40.16	28.45	22.87	17.75
P/B(倍)	6.28	5.64	4.70	3.90	3.20

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

附录：

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	520	561	601	772	891
现金	319	293	255	368	394
应收票据及应收账款	64	96	118	153	186
其他应收款	0	0	0	1	0
预付账款	4	2	6	5	8
存货	99	104	157	180	238
其他流动资产	34	65	65	65	65
非流动资产	292	419	503	588	680
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	206	262	337	413	500
无形资产	14	16	18	18	19
其他非流动资产	72	142	148	157	161
资产总计	812	980	1104	1360	1571
流动负债	83	176	160	243	232
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	54	121	104	187	174
其他流动负债	28	55	56	56	58
非流动负债	63	69	69	69	69
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	63	69	69	69	69
负债合计	146	245	229	312	301
少数股东权益	24	19	17	14	8
股本	146	146	146	146	146
资本公积	282	285	285	285	285
留存收益	214	285	411	564	755
归属母公司股东权益	643	716	858	1034	1262
负债和股东权益	812	980	1104	1360	1571

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	35	42	71	230	157
净利润	81	96	140	173	222
折旧摊销	21	23	28	37	48
财务费用	-5	-4	-4	-5	-8
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-68	-76	-95	24	-106
其他经营现金流	7	3	2	1	1
投资活动现金流	-70	-32	-112	-122	-139
资本支出	56	48	112	122	140
长期投资	-15	15	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	272	-30	3	5	8
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	210	2	0	0	0
其他筹资现金流	22	-32	3	5	8
现金净增加额	238	-20	-38	113	26

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	340	408	543	689	862
营业成本	225	255	328	423	524
营业税金及附加	2	2	3	3	4
销售费用	12	12	15	19	22
管理费用	16	14	18	23	28
研发费用	20	27	35	43	52
财务费用	-5	-4	-4	-5	-8
资产和信用减值损失	-2	-2	-2	-1	-1
其他收益	18	11	13	14	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	1	-1	-0	-0	-0
营业利润	89	110	158	196	253
营业外收入	5	0	1	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	94	110	160	198	255
所得税	13	14	20	25	33
净利润	81	96	140	173	222
少数股东损益	-1	-5	-2	-3	-5
归属母公司净利润	82	101	142	177	227
EBITDA	111	129	184	231	297
EPS (元)	0.56	0.69	0.97	1.21	1.55

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	20.7	19.8	33.1	26.9	25.1
营业利润(%)	25.5	23.1	44.3	24.0	28.9
归属于母公司净利润(%)	28.7	23.1	41.1	24.4	28.8
获利能力					
毛利率(%)	34.0	37.5	39.6	38.6	39.2
净利率(%)	23.7	23.5	25.7	25.1	25.8
ROE(%)	12.1	13.0	16.0	16.5	17.5
ROIC(%)	11.0	11.9	14.9	15.5	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	17.9	25.0	20.7	22.9	19.1
净负债比率(%)	-39.0	-31.8	-22.4	-29.5	-26.4
流动比率	6.3	3.2	3.8	3.2	3.8
速动比率	5.0	2.5	2.7	2.4	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	14.8	13.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	8.4	4.6	7.8	0.0	0.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.69	0.97	1.21	1.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.29	0.48	1.57	1.08
每股净资产(最新摊薄)	4.40	4.90	5.87	7.07	8.63
估值比率					
P/E	49.4	40.2	28.5	22.9	17.8
P/B	6.3	5.6	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	34.2	29.7	20.9	16.2	12.5

资料来源：公司财报，江海证券研究发展部

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为发布报告日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深市场以沪深 300 为基准；北交所以北证 50 为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5% 到 15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5% 到 5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10% 到 10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

特别声明

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

分析师介绍

姓名：张婧

从业经历：经济学硕士，曾在券商研究部，公募基金和保险资管从事权益研究工作。

分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，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。

免责声明

江海证券有限公司（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。本研究报告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客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，江海证券有限公司及其附属机构（包括研发部）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“江海证券有限公司研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。