

一季报业绩高增，芳纶纸国产替代加速

——民士达点评报告

2025年04月22日

- **25Q1 公司扣非净利润同比增长超过 70%：**公司发布 2025 年一季报，2025 年第一季度公司实现营业收入 11,508.55 万元，同比增长 27.43%；实现归母净利润 3,055.05 万元，同比增长 49.92%；实现扣非净利润 2,983.72 万元，同比增长 75.30%。
- **延续满产满销态势，海外市场全面恢复：**2025 年一季度，公司归母净利润同比增速高于营业收入同比增速，主要得益于产品附加值较高、毛利水平较好的中高端变压器和航空蜂窝芯材销售占比提升，产品结构持续优化，同时在成本端前期布局的降本增效项目也逐步显现成效。在产能端，25Q1 公司延续了满产满销的势头，募投项目 1500 吨产线计划将于 2025 年 6 月投产，预计全年产能较去年提升约 30%。在销售端，25Q1 公司海外收入占比接近 30%，其中欧洲市场增速超 40%，主要受益于海外电网改造、风电建设以及数据中心建设带来的总量增长驱动。
- **产品结构优化，芳纶纸国产替代加速：**公司蜂窝芯材用芳纶纸已在主流飞机制造商实现了成熟应用，公司在民用航空领域布局的多个项目总体按计划推进，展望未来，以航空蜂窝为代表的高端产品销量增长有望持续优化公司产品结构；从竞争格局看，针对航空航天、低空经济、新能源等领域对芳纶纸国产替代的迫切需求，公司将持续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，结合海外市场的恢复，公司的市场占有率有望实现进一步提升。
- **多品类布局持续推进，打造第二成长曲线：**在公司的新品类布局中，聚酯无纺布（RO 膜基材）产品主要面向 RO 膜制造企业，终端覆盖电子、医药、化工、食品等行业的水处理领域；芳纶湿法无纺布产品基于成熟工艺延伸开发，可广泛应用于汽车内饰及航空航天等领域；闪蒸无纺布具有抗菌、透气不透水、质量轻、强度高、耐撕裂等特性，可用在医疗防护、医疗包装、食品包装、建材防水、家居装饰领域。在产业化进度方面，公司的 RO 膜基材与湿法无纺布采用共线生产模式，目前产业化建设已经启动，预计将于 2026 年一季度实现投产；闪蒸无纺布目前仍在针对设备和工艺进行优化，并在防水建材领域进行持续的产品试用和推广。
- **投资建议：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.33/1.65/1.98 亿元，同比分别增长 32.26%/24.22%/19.92%，对应市盈率分别为 53/42/35 倍。我们认为，公司的主营产品芳纶纸技术壁垒高，盈利能力较好，随着行业国产化替代进程加快和新兴领域及中高端市场需求逐步扩大将持续为公司贡献业绩增量，闪蒸无纺布、RO 膜基材等新产品布局有望打造公司的第二增长曲线，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；原材料价格波动风险；下游需求不及预期的风险；关联采购占比高暨供应商集中度高风险。

民士达 (833394.BJ)

推荐 维持评级

分析师

张智浩

✉: zhangzhihao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524100001

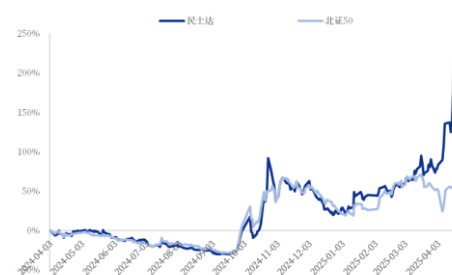
市场数据

2025-04-22

股票代码	833394.BJ
A 股收盘价(元)	47.90
上证指数	3,299.76
总股本(万股)	14,625
实际流通 A 股(万股)	4,795
流通 A 股市值(亿元)	22.97

相对北证 50 表现图

2025-04-22



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河北交所】首次覆盖_民士达 (833394)_芳纶纸行业龙头，新产品打造第二增长曲线
2. 【银河北交所】公司点评_民士达 (833394)_业绩预告高增，芳纶纸国产替代持续推进
3. 【银河北交所】公司点评_民士达 (833394)_营收利润高增，新品布局打造第二成长曲线

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	408	515	632	748
收入增长率%	19.82	26.24	22.72	18.35
归母净利润(百万元)	101	133	165	198
利润增速%	23.14	32.26	24.21	19.92
毛利率%	37.49	37.48	38.29	38.50
摊薄 EPS(元)	0.69	0.91	1.13	1.35
PE	69.69	52.69	42.42	35.37
PB	9.78	8.24	6.90	5.78
PS	17.17	13.60	11.08	9.37

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	560.67	741.49	958.38	1202.81
现金	292.57	492.77	677.52	869.73
应收账款	35.83	36.31	27.32	32.19
其它应收款	0.40	0.01	0.01	0.70
预付账款	2.46	3.29	3.99	4.71
存货	104.09	127.72	154.80	182.54
其他	125.31	81.39	94.75	112.95
非流动资产	419.48	402.58	384.73	369.36
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	261.55	250.58	236.57	221.69
无形资产	15.92	15.53	15.13	14.74
其他	142.02	136.47	133.02	132.93
资产总计	980.15	1144.08	1343.11	1572.17
流动负债	176.13	207.94	243.06	275.20
短期借款	0.00	10.00	20.00	30.00
应付账款	84.25	98.39	108.33	115.00
其他	91.88	99.55	114.72	130.20
非流动负债	68.83	68.06	68.06	68.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	68.83	68.06	68.06	68.06
负债合计	244.96	276.00	311.11	343.26
少数股东权益	19.06	18.32	17.09	15.95
归属母公司股东权益	716.13	849.76	1014.91	1212.96
负债和股东权益	980.15	1144.08	1343.11	1572.17

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	42.48	200.04	184.74	195.55
净利润	95.81	132.21	163.92	196.91
折旧摊销	23.86	27.08	27.86	28.70
财务费用	0.31	0.00	0.00	0.00
投资损失	-0.29	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-73.54	41.73	-6.48	-30.06
其它	-3.67	-0.98	-0.55	0.00
投资活动现金流	-32.47	-9.89	-10.00	-13.33
资本支出	-47.79	-10.00	-10.00	-13.33
长期投资	15.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.32	0.11	0.00	0.00
筹资活动现金流	-29.64	9.61	10.00	10.00
短期借款	0.00	10.00	10.00	10.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-29.64	-0.39	0.00	0.00
现金净增加额	-19.64	200.20	184.74	192.22

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	407.95	515.00	632.00	748.00
营业成本	255.01	322.00	390.00	460.00
营业税金及附加	2.25	2.26	2.85	2.90
营业费用	11.53	18.03	22.44	23.19
管理费用	14.09	18.58	24.82	25.81
财务费用	-3.98	-5.85	-8.87	-10.16
资产减值损失	-1.60	0.15	0.15	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.29	0.00	0.00	0.00
营业利润	109.62	150.00	185.97	223.40
营业外收入	0.22	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	109.70	150.00	185.97	223.40
所得税	13.89	17.79	22.06	26.49
净利润	95.81	132.21	163.92	196.91
少数股东损益	-4.71	-0.74	-1.23	-1.14
归属母公司净利润	100.52	132.95	165.15	198.05
EBITDA	130.42	171.23	204.96	241.94
EPS(元)	0.69	0.91	1.13	1.35

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入增速	19.82%	26.24%	22.72%	18.35%
营业利润增速	23.11%	36.84%	23.98%	20.13%
归属母公司净利润增	23.14%	32.26%	24.21%	19.92%
毛利率	37.49%	37.48%	38.29%	38.50%
净利率	24.64%	25.82%	26.13%	26.48%
ROE	14.04%	15.65%	16.27%	16.33%
ROIC	12.57%	14.38%	14.76%	14.87%
资产负债率	24.99%	24.12%	23.16%	21.83%
净负债比率	-39.06%	-54.99%	-63.19%	-67.89%
流动比率	3.18	3.57	3.94	4.37
速动比率	2.55	2.93	3.31	3.71
总资产周转率	0.46	0.48	0.51	0.51
应收账款周转率	13.70	14.28	19.86	25.14
应付账款周转率	4.56	3.53	3.77	4.12
每股收益	0.69	0.91	1.13	1.35
每股经营现金	0.29	1.37	1.26	1.34
每股净资产	4.90	5.81	6.94	8.29
P/E	69.69	52.69	42.42	35.37
P/B	9.78	8.24	6.90	5.78
EV/EBITDA	19.55	38.12	31.00	25.51
P/S	17.17	13.60	11.08	9.37

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

张智浩，北交所分析师。哥伦比亚大学理学硕士，2024年加入中国银河证券研究院，从事北交所研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn