

25Q1 业绩延续高增, 芳纶纸 国产替代有望加速

核心观点

25Q1 公司营收 1.15 亿元/+27.43%，归母净利润 0.31 亿元/+49.92%，扣非归母净利润 0.30 亿元/+75.30%。25Q1 公司毛利率 39.71%/+3.29pct，净利率为 26.29%/+5.26pct，公司聚焦高附加值产品销售叠加原材料价格回落，毛利率、净利率同比提升。24 年公司营收 4.08 亿元/+19.82%，归母净利润 1.01 亿元/+23.14%，扣非归母净利润 0.92 亿元/+49.94%。分产品看，蜂窝芯材和新能源汽车领域芳纶纸高景气，24 年用量分别增长 50%+、26%。展望 25 年，关税博弈下，芳纶纸国产替代过程有望加速，公司 1500 吨芳纶纸新产能预计年中投放，助力营收业绩增长。

事件

公司发布 2025 年一季报。25Q1 公司实现营收 1.15 亿元/+27.43%，归母净利润 0.31 亿元/+49.92%，扣非归母净利润 0.30 亿元/+75.30%，经营活动净现金流 0.28 亿元/+18.22%，基本 EPS 为 0.21 元/+50.00%，ROE（加权）为 4.18%/+1.06pct。

公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 4.08 亿元/+19.82%，归母净利润 1.01 亿元/+23.14%，扣非归母净利润 0.92 亿元/+49.94%，经营活动净现金流 0.42 亿元/+20.80%，基本 EPS 为 0.69 元/+11.29%，ROE（加权）为 14.79%/-1.06pct。

单季度看，24Q4 公司实现营收 1.26 亿元/+53.60%，归母净利润 0.30 亿元/+68.21%，扣非归母净利润 0.29 亿元/+144.16%。

简评

蜂窝芯材用芳纶纸高增、新能源汽车领域景气度持续。按下游应用领域分拆，芳纶纸主要分为两大应用方向，一是**电气绝缘领域**，主要在电机、变压器、电抗器、电子产品中，起绝缘和阻燃的作用，24 年占比约为 80%，随着新能源汽车产业崛起、欧美电网升级及算力需求增长带动的变压器需求扩张，推动蜂窝用芳纶纸及电气绝缘用芳纶纸销量显著提升，其中 24 年公司新能源汽车领域用量同比增长 26%，估算占比约 10%~20%。二是**蜂窝芯材领域**，主要在飞机、高铁、舰船、游艇的结构材料中起到减重、降噪和阻燃的作用，全年用量增长 50%+，2024 占比约为 20%。航天航空、轨道交通领域快速发展带来的芳纶纸蜂窝芯材用量激增，预计 25 年保持高增长。

民士达 (833394.BJ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

周舟

zhouzhoubj@csc.com.cn

010-56135302

SAC 编号:S1440524060002

发布日期：2025 年 05 月 12 日

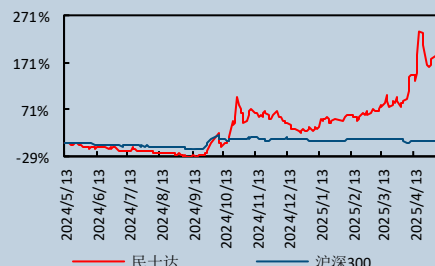
当前股价：42.99 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
31.35/25.10	76.19/75.03	175.58/168.75
12 月最高/最低价 (元)		52.00/11.10
总股本 (万股)		14,625.00
流通 A 股 (万股)		4,795.38
总市值 (亿元)		62.87
流通市值 (亿元)		20.62
近 3 月日均成交量 (万)		600.66
主要股东		
泰和新材集团股份有限公司		66.23%

股价表现



精准聚焦重点领域,境外业务预计 25 年恢复良好。1)分产品看,①芳纶纸:2024 年营收 3.97 亿元/+16.70%,毛利率为 38.94%/+4.93pct。②芳纶复合材料:2024 年营收 979.35 万元/+65659.35%,毛利率为-18.83%/-0.45pct,子公司民士达先进制造全年净利润为-961 万元,随着产能爬坡,预计逐步扭亏为盈。③其他:2024 年营收 993.09 万元/+600.71%,毛利率为 12.63%/-25.04pct。2)分地区看,①境内:2024 年营收 3.06 亿元/+37.46%,毛利率为 36.16%/+5.48pct。境内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,收入增长、毛利率提升。②境外:2024 年营收 1.02 亿元/-13.56%,毛利率为 41.49%/+1.20pct,境外收入占比达 25.0%。境外销售 24 年上半年受部分客户资金问题以及支付受阻等因素影响,有一定幅度的下滑,预计 25 年恢复良好,公司纵深推进核心区域,24 年欧洲市场同比增长超过 40%。

聚焦高附加值产品销售&原材料价格回落,毛利率同比提升。2024 年公司毛利率为 37.49%/+3.48pct,净利率为 23.49%/-0.19pct;25Q1 公司毛利率 39.71%/+3.29pct,净利率为 26.29%/+5.26pct。费用端,2024 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.83%/-0.77pct、3.45%/-1.13pct、6.62%/+0.74pct(加大研发投入)、-0.97%/+0.60pct(汇兑收益同比减少)。25Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.15%/-0.33pct、2.59%/-1.72pct、4.71%/-1.71pct、-1.17%/-0.37pct。公司聚焦高附加值产品销售,同时原材料成本下降,毛利率同比提升。量价拆分看,2024 年以来芳纶纸吨售价维持稳定,增长主要系销量驱动。

芳纶纸新产能预计年中投产,关税博弈加速国产替代进程。新能源汽车、风力发电、光伏发电、5G 通信、算力等芳纶纸新兴应用领域的出现,芳纶纸的市场需求逐步扩大。此外,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。国产大飞机对蜂窝芯材芳纶纸的需求也将带动国内芳纶纸行业的发展。公司精准锚定赛道,聚焦新能源、低空经济、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。展望 25 年,中美关税博弈下,竞争对手杜邦正接受反垄断调查,预计芳纶纸等新材料的国产替代过程加速,公司募投项目“新型功能纸基材料产业化项目”计划 25 年中投产,新增 1500 吨芳纶纸产能(目前产能 3000 吨),将有效缓解产能紧张,助力销量、业绩增长。

投资建议:我们预计公司 2025-2027 年实现营收 5.37、6.80、8.45 亿元,分别同比增长 31.7%、26.5%、24.2%,预计实现归母净利润 1.38、1.75、2.19 亿元,分别同比增长 37.2%、27.0%、24.8%,对应 PE 分别为 45.6x、35.9x、28.8x,维持“买入”评级。

风险提示:1) **原材料价格波动风险。**公司生产经营所需的主要原材料为短切纤维、沉析纤维等制纸级芳纶纤维,2020-2022 年公司直接材料成本占主营业务成本的比例分别为 79.19%、80.63%、81.78%,原材料的价格变动对公司营业成本的影响较大,若未来原材料价格大幅上涨,公司未能通过有效的措施合理控制生产成本或未能将原材料价格上涨的影响有效传导至下游客户,将会对公司产品毛利率及经营业绩产生不利影响。2) **技术迭代及产品开发风险。**为紧跟市场需求特点,公司需要不断研发新产品、升级现有产品,以满足客户需求。若未来公司的产品开发速度未能与市场需求相匹配,或研发路线判断失误导致产品不能紧跟行业主流,则公司将面临技术落后、产品开发能力不足导致核心竞争力削弱,进而面临被市场淘汰的风险。3) **市场竞争加剧风险。**若未来芳纶纸下游市场不景气、芳纶纸市场竞争激烈等因素影响,芳纶纸产品销售价格大幅下降,若不能通过有效的措施合理控制生产成本或者未能将相关影响通过产业链传导至上游供应商,将可能导致公司产销量受到制约或者毛利率出现大幅下滑。

图表 1：民士达收入和毛利拆分预测

单位：亿元		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入		2.82	3.40	4.08	5.37	6.80	8.45
	yoy	29.5%	20.7%	19.8%	31.7%	26.5%	24.2%
营业成本		1.93	2.25	2.55	3.23	4.05	4.94
毛利率		31.4%	34.0%	37.5%	39.9%	40.5%	41.5%
主营业务分产品拆分							
一、芳纶纸							
收入（亿元）		2.82	3.40	3.97	4.93	5.83	6.89
	yoy	29.5%	20.6%	16.8%	24.1%	18.3%	18.2%
毛利率		31.4%	33.9%	38.9%	42.2%	44.2%	46.2%
二、芳纶复合材料产品							
收入（亿元）			0.00	0.10	0.29	0.59	1.18
	yoy			65659.4%	200.0%	100.0%	100.0%
毛利率			-18.4%	-18.8%	10.0%	15.0%	20.0%
三、闪蒸无纺布							
收入（亿元）					0.14	0.37	0.37
	yoy					160.0%	0.0%
毛利率					15.0%	20.0%	20.0%
其他业务（非主营）							
其他业务收入		0.0	0.0	0.0	0.01	0.01	0.01
毛利率		100.0%	37.7%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
分地区拆分							
1、境内							
收入（亿元）		1.99	2.23	3.06			
	yoy	31.3%	12.1%	37.5%			
毛利率		30.8%	30.7%	36.2%			
占比		70.4%	65.4%	75.0%			
2、境外							
收入（亿元）		0.83	1.18	1.02			
	yoy	25.5%	41.4%	-13.6%			
毛利率		33.0%	40.3%	41.5%			
占比		29.5%	34.6%	25.0%			

资料来源：公司公告，中信建投

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	520	561	735	975	1,259
现金	319	293	438	600	797
应收票据及应收账款合计	81	156	143	181	225
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	4	2	4	5	6
存货	99	104	145	182	222
其他流动资产	17	6	5	6	8
非流动资产	292	419	370	318	268
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	206	267	236	204	169
无形资产	14	16	13	11	8
其他非流动资产	72	137	120	104	91
资产总计	812	980	1,105	1,293	1,526
流动负债	83	176	193	241	295
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	54	121	128	160	195
其他流动负债	28	55	65	82	100
非流动负债	63	69	68	67	65
长期借款	0	5	4	3	1
其他非流动负债	63	64	64	64	64
负债合计	146	245	260	308	361
少数股东权益	24	19	20	24	33
股本	146	146	146	146	146
资本公积	282	285	285	285	285
留存收益	214	285	393	531	702
归属母公司股东权益	643	716	824	961	1,133
负债和股东权益	812	980	1,105	1,293	1,526

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	177	202	245
净利润	81	96	139	179	228
折旧摊销	21	24	49	51	51
财务费用	-5	-4	-1	-2	-2
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-68	-76	-13	-28	-33
其他经营现金流	7	3	2	2	2
投资活动现金流	-70	-32	-2	-2	-2
资本支出	35	47	0	0	0
长期投资	-15	15	0	0	0
其他投资现金流	-91	-94	-2	-2	-2
筹资活动现金流	272	-30	-30	-37	-46
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	5	-1	-1	-1
其他筹资现金流	272	-35	-29	-36	-45
现金净增加额	238	-20	145	163	197

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	340	408	537	680	845
营业成本	225	255	323	405	494
营业税金及附加	2	2	3	3	4
销售费用	12	12	15	18	22
管理费用	16	14	19	22	26
研发费用	20	27	33	42	52
财务费用	-5	-4	-1	-2	-2
资产减值损失	-1	-2	-2	-3	-3
信用减值损失	-1	-1	-1	-1	-1
其他收益	18	11	15	15	15
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	157	202	258
营业外收入	5	0	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	94	110	159	204	260
所得税	13	14	20	25	32
净利润	81	96	139	179	228
少数股东损益	-1	-5	1	4	9
归属母公司净利润	82	101	138	175	219
EBITDA	109	130	207	254	308
EPS (元)	0.56	0.69	0.94	1.20	1.49

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	31.7	26.5	24.2
营业利润(%)	25.5	23.1	43.6	28.5	27.7
归属于母公司净利润(%)	28.7	23.1	37.2	27.0	24.8
获利能力					
毛利率(%)	34.0	37.5	39.9	40.5	41.5
净利率(%)	24.0	24.6	25.7	25.7	25.9
ROE(%)	12.7	14.0	16.7	18.2	19.3
ROIC(%)	28.4	25.5	28.1	37.9	49.2
偿债能力					
资产负债率(%)	17.9	25.0	23.6	23.8	23.6
净负债比率(%)	-47.9	-39.1	-51.4	-60.6	-68.2
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.42	0.49	0.53	0.55
应收账款周转率	8.49	4.27	6.83	6.83	6.83
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.69	0.94	1.20	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.29	1.21	1.38	1.67
每股净资产(最新摊薄)	4.40	4.90	5.64	6.57	7.74
估值比率					
P/E	77.0	62.5	45.6	35.9	28.8
P/B	9.8	8.8	7.6	6.5	5.6

资料来源: Wind、公司公告, 中信建投证券预测

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

中信建投证券轻工纺织及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，专注于造纸包装、纺织制造、出口链、黄金珠宝、个护文娱等消费服务产业研究，3 年证券从业经验。

卢昊

中信建投证券石化能源及化工行业首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 7 年证券研究经验。

周舟

中信建投证券化工行业分析师。中央财经大学金融硕士，覆盖化纤、钛白粉、农药、电子特气、部分新材料等。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk