

民士达 (833394.BJ)

二季度净利同环比提升，芳纶纸需求持续增长

优于大市

核心观点

公司2025年二季度营收及净利同环比提升。2025年上半年，公司实现营业收入2.37亿元（同比+27.9%），归母净利润0.63亿元（同比+42.3%）。其中，2025年二季度营收1.22亿元（同比+28.4%，环比+6.4%），归母净利润0.32亿元（同比+35.8%，环比+6.3%）；毛利率41.0%（同比+2.3pct，环比+1.3pct），净利率25.9%（同比+2.3pct，环比-0.4pct）；总费用率11.7%（同比-1.4pct，环比+3.4pct）；经营活动产生的现金流量净额0.44亿元（同比+86.70%），销售现金回款比例提升，现金流状况改善。业绩增长主要得益于新能源、AI智能数据中心等行业持续高速发展带动芳纶纸需求增长，产能利用率进一步提升降低单位成本，以及高附加值产品占比增加等。

公司芳纶纸产品核心竞争力增强。2025年上半年，公司核心产品芳纶纸营收2.27亿元（同比+22.76%），占总营收95.45%，仍是主要收入来源。芳纶纸毛利率41.91%（同比+4.09pct），主要受益于产能利用率提升和原料成本下降，单位成本同比下降。从应用领域看，新能源汽车领域持续增长，拳头产品YT510W增速超40%；变压器、蜂窝芯材等领域实现突破，带动销量增长；数据中心、特高压、航空航天等项目推动高附加值产品占比提升，进一步增厚利润。复合材料业务体量小但增长迅速，上半年营收0.10亿元（同比+1185.27%），毛利率2.85%（同比+30.59pct），主要因子公司民士达先进制造在新能源汽车驱动电机等领域的业务步入正轨，产销量快速释放。

募投新型功能纸基材料项目如期投产。公司通过实施募集资金投资项目新建生产1500吨新型功能芳纶纸产品项目，继续扩大芳纶纸的产能，规模效应和成本优势将进一步显现，有利于提高行业市占率。项目达产后，公司芳纶纸理论产能将由目前的3000吨提升至4500吨。报告期内，该募投新型功能纸基材料项目如期投产，吨纸能耗较老产线降低12%。

市场拓展与技术创新双轮驱动。市场端，公司积极布局全球市场，海外市场营收0.52亿元（同比+10.71%），占总营收21.79%。同时，引入外籍销售人才，深化“铁三角”营销模式。技术端，上半年新获授权发明专利7项，“间位芳纶纸”获评“国家专利密集型产品”，“航空航天蜂窝芯材用芳纶纸”入选“山东省低空领域重点产品名单”，技术壁垒持续巩固。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司为国内芳纶纸龙头，国产替代进程或将加速。我们维持公司2025-2027年归母净利润预测为1.38/1.70/2.00亿元，对应EPS为0.94/1.16/1.37元，当前股价对应PE为44.6/36.2/30.7X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	340	408	507	613	713
(+/-%)	20.7%	19.8%	24.2%	21.1%	16.2%
归母净利润(百万元)	82	101	138	170	200
(+/-%)	28.7%	23.1%	37.3%	23.3%	17.7%
每股收益(元)	0.56	0.69	0.94	1.16	1.37
EBIT Margin	19.5%	24.0%	28.4%	28.9%	29.3%
净资产收益率(ROE)	12.7%	14.0%	17.0%	18.3%	18.7%
市盈率(PE)	75.4	61.3	44.6	36.2	30.7
EV/EBITDA	72.4	53.0	37.2	30.8	26.6
市净率(PB)	9.58	8.60	7.58	6.61	5.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

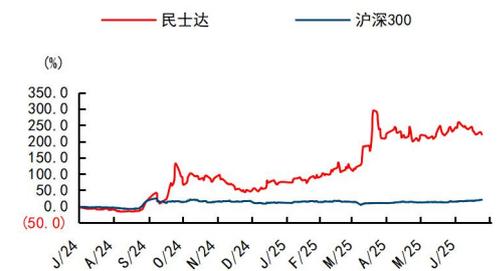
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	42.10元
总市值/流通市值	6157/2019百万元
52周最高价/最低价	56.84/11.00元
近3个月日均成交额	152.71百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《民士达(833394.BJ)-国内芳纶纸行业领军者，国产替代进程加速》——2025-05-07

公司 2025 年二季度营收及净利同环比提升。2025 年上半年，公司实现营业收入 2.37 亿元（同比+27.9%），归母净利润 0.63 亿元（同比+42.3%）。其中，2025 年二季度营收 1.22 亿元（同比+28.4%，环比+6.4%），归母净利润 0.32 亿元（同比+35.8%，环比+6.3%），毛利率为 41.0%（同比+2.3pct，环比+1.3pct），净利率为 25.9%（同比+2.3pct，环比-0.4pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.6%、3.4%、5.2%、-1.4%，总费用率 11.7%（同比-1.4pct，环比+3.4pct）；经营活动产生的现金流量净额 0.44 亿元（同比+86.70%），销售现金回款比例提升，现金流状况改善。业绩增长主要得益于新能源、AI 智能数据中心等行业持续高速发展带动芳纶纸需求增长，产能利用率进一步提升降低单位成本，以及高附加值产品占比增加等。

图1：民士达单季度营业收入（亿元）



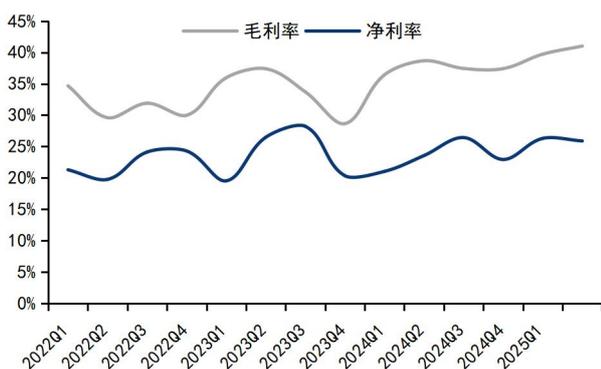
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：民士达单季度归母净利润（亿元）



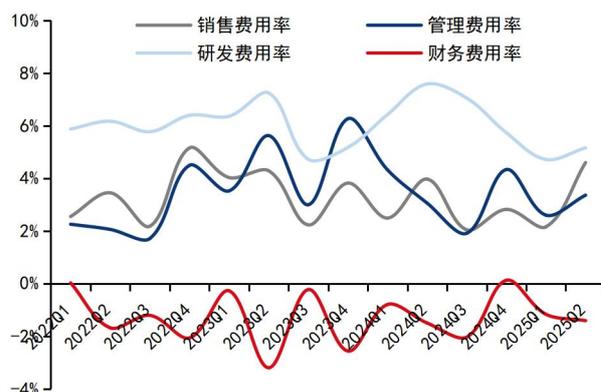
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：民士达季度毛利率、净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：民士达季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

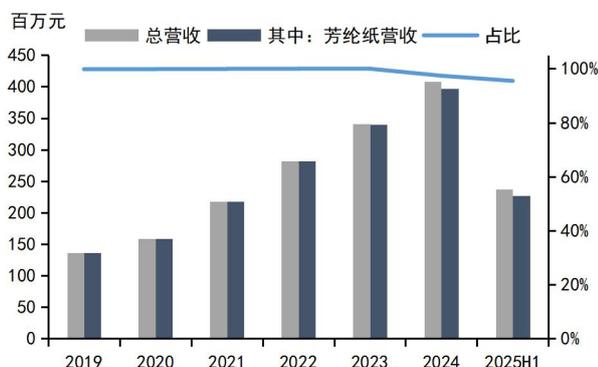
公司芳纶纸产品核心竞争力增强。2025 年上半年，公司核心产品芳纶纸营收 2.27 亿元（同比+22.76%），占总营收 95.45%，仍是主要收入来源。芳纶纸毛利率 41.91%（同比+4.09pct），主要受益于产能利用率提升和原料成本下降，单位成本同比下降。从应用领域看，新能源汽车领域持续增长，拳头产品 YT510W 增速超 40%；变压器、蜂窝芯材等领域实现突破，带动销量增长；数据中心、特高压、航空航天等项目推动高附加值产品占比提升，进一步增厚利润。复合材料业务体量小但增长迅速，上半年营收 0.10 亿元（同比+1185.27%），毛利率 2.85%（同比+30.59pct），主要因子公司民士达先进制造在新能源汽车驱动电机等领域的业务

步入正轨，产销量快速释放。

募投新型功能纸基材料项目如期投产。公司通过实施募集资金投资项目新建生产1500吨新型功能芳纶纸产品项目，继续扩大芳纶纸的产能，规模效应和成本优势将进一步显现，有利于提高行业市占率。项目达产后，公司芳纶纸理论产能将由目前的3000吨提升至4500吨。报告期内，该募投新型功能纸基材料项目如期投产，吨纸能耗较老产线降低12%。

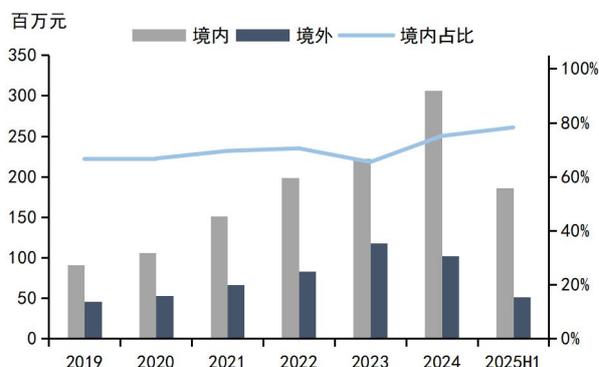
市场拓展与技术创新双轮驱动。市场端，公司积极布局全球市场，海外市场营收0.52亿元（同比+10.71%），占总营收21.79%。同时，引入外籍销售人才，深化“铁三角”营销模式。技术端，上半年新获授权发明专利7项，“间位芳纶纸”获评“国家专利密集型产品”，“航空航天蜂窝芯材用芳纶纸”入选“山东省低空领域重点产品名单”，技术壁垒持续巩固。

图5：民士达芳纶纸营收及占比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：民士达境内外营收及占比



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司为国内芳纶纸龙头，国产替代进程或将加速。我们维持公司2025-2027年归母净利润预测为1.38/1.70/2.00亿元，对应EPS为0.94/1.16/1.37元，当前股价对应PE为44.6/36.2/30.7X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB (MRQ)
					2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	
688722.SH	同益中	优于大市	21.60	4,852.80	0.58	0.84	0.97	37.2	25.7	22.3	3.5
002254.SZ	泰和新材	无评级	10.53	9,086.82	0.10	0.24	0.38	105.3	44.6	27.8	1.3
300699.SZ	光威复材	无评级	31.32	26,037.94	0.90	1.07	1.27	34.9	29.1	24.7	4.6
833394.BJ	民士达	优于大市	42.10	6,157.13	0.69	0.94	1.16	61.3	44.8	36.3	8.2

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至2025年7月23日，无评级公司盈利预测参考Wind一致预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	319	293	365	446	577	营业收入	340	408	507	613	713
应收款项	64	96	101	128	153	营业成本	225	255	296	358	415
存货净额	99	104	120	146	170	营业税金及附加	2	2	3	3	4
其他流动资产	22	68	43	65	85	销售费用	12	12	14	16	18
流动资产合计	520	561	629	784	985	管理费用	16	14	17	20	22
固定资产	235	342	364	352	337	研发费用	20	27	33	39	45
无形资产及其他	14	16	15	15	14	财务费用	(5)	(4)	(6)	(8)	(10)
投资性房地产	43	62	62	62	62	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
资产总计	812	980	1071	1213	1398	其他收入	(2)	(18)	(33)	(39)	(45)
短期借款及交易性金融负债	0	1	0	0	0	营业利润	89	110	149	184	217
应付款项	54	121	116	133	173	营业外净收支	5	0	2	2	1
其他流动负债	28	54	58	70	82	利润总额	94	110	151	186	219
流动负债合计	83	176	174	203	255	所得税费用	13	14	19	24	28
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(5)	(6)	(8)	(9)
其他长期负债	63	69	69	69	69	归属于母公司净利润	82	101	138	170	200
长期负债合计	63	69	69	69	69	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	146	245	243	272	323	净利润	82	101	138	170	200
少数股东权益	24	19	15	9	2	资产减值准备	(0)	0	(2)	0	0
股东权益	643	716	813	932	1072	折旧摊销	21	23	28	32	34
负债和股东权益总计	812	980	1071	1213	1398	公允价值变动损失	1	2	1	1	1
						财务费用	(5)	(4)	(6)	(8)	(10)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(76)	(1)	1	(46)	(18)
每股收益	0.56	0.69	0.94	1.16	1.37	其它	(1)	(4)	(3)	(6)	(7)
每股红利	0.00	0.20	0.28	0.35	0.41	经营活动现金流	27	120	164	152	212
每股净资产	4.40	4.90	5.56	6.37	7.33	资本开支	0	(128)	(50)	(20)	(20)
ROIC	13%	13%	18%	22%	25%	其它投资现金流	(15)	15	0	0	0
ROE	13%	14%	17%	18%	19%	投资活动现金流	(15)	(113)	(50)	(20)	(20)
毛利率	34%	37%	42%	42%	42%	权益性融资	1	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	24%	28%	29%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	30%	34%	34%	34%	支付股利、利息	0	(29)	(41)	(51)	(60)
收入增长	21%	20%	24%	21%	16%	其它融资现金流	217	25	(0)	0	0
净利润增长率	29%	23%	37%	23%	18%	融资活动现金流	219	(34)	(42)	(51)	(60)
资产负债率	21%	27%	24%	23%	23%	现金净变动	231	(26)	72	81	132
股息率	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	88	319	293	365	446
P/E	75.4	61.3	44.6	36.2	30.7	货币资金的期末余额	319	293	365	446	577
P/B	9.6	8.6	7.6	6.6	5.7	企业自由现金流	0	(21)	105	121	179
EV/EBITDA	72.4	53.0	37.2	30.8	26.6	权益自由现金流	0	4	110	127	187

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032