

2025 年 07 月 25 日

民士达 (833394.BJ)

投资评级：买入（维持）

—2025H1 扣非归母净利润增长 56%，数据中心、航空发动机等领域推动产品升级

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

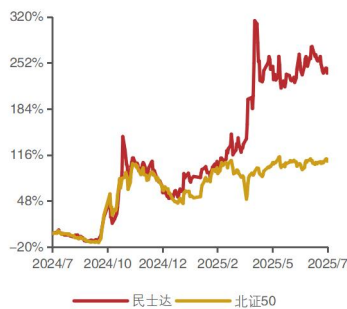
万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 07 月 24 日

收盘价（元）	42.82
一年内最高/最低（元）	56.84/11.00
总市值（百万元）	6,262.43
流通市值（百万元）	2,053.38
总股本（百万股）	146.25
资产负债率（%）	23.17
每股净资产（元/股）	5.13

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**2025H1 实现营收 2.37 亿元 (yoy+28%)，归母净利润 6303 万元 (yoy+42%)，扣非归母净利润 6112 万元(yoy+56%)，经营活动产生的现金流量净额 4435 万元(yoy+87%)。2025Q2 实现营收 1.22 亿元 (yoy+28%/qoq+6%)，归母净利润 3248 万元 (yoy+36%/qoq+6%)，扣非归母净利润 3128 万元(yoy+41%/qoq+5%)。公司整体收入、利润和经营性现金流净额延续高增长，利润端超预期，Q2 相关费用率环比情况随业务、产能扩张而略微有所回升。
- **公司 2025 年上半年处于产销两旺状态，产能落地支撑基本盘扩张，新能源车、电网升级等需求强劲。**2025Q2 公司延续供需两旺的状态：供给端募投 1500 吨产线二季度迎来落地节点，预计达产后全年产能较 2024 年将提升 30%，进一步打开收入增长空间；需求端新能源汽车领域持续增长，拳头产品 YT510W 增速超 40%，变压器、蜂窝芯材等应用领域实现突破；此外产品结构升级推动 2025Q2 实现毛利率 41.0% (yoy+2.3pcts /qoq+1.3pcts)，从而带动公司 2025Q2 实现净利率 25.9%(yoy+2.3pcts/qoq-0.4pcts)。
- **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”，前瞻布局闪蒸无纺布、RO 膜基材等第二增长曲线。**公司聚焦新能源、低空经济、航空航天三大黄金赛道，正在推进大飞机项目按进度逐步落地，拓展低空飞行器等领域，构筑超薄芳纶纸应用场景的技术壁垒，目前数据中心、特高压、航空发动机、运载火箭整流罩、医疗方舱等项目带动高附加值产品占比持续提升，新领域逐步放量，2025H1 公司在新能源汽车驱动电机等领域的业务逐渐步入正轨，复合材料产品营业收入较 2024H1 增长 1185%。公司技术成果持续突破，上半年新获授权发明专利 7 项，拳头产品“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”，体现公司低空经济布局成效。未来公司通过闪蒸无纺布、RO 膜基材、湿法多功能材料等新产品打造公司第二增长曲线，其中 RO 膜基材与湿法无纺布预计 2026Q1 投产，有望带来业务版图进一步拓展。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 1.43/1.81/2.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.98/1.24/1.57 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 43.9/34.6/27.2 倍。公司的基本盘产品芳纶纸地位领先且加速国产替代，在航空航天、电网改造、数据中心等领域高增长值得期待，此外国际客户的验证和国产大飞机的持续交付对蜂窝芯材芳纶纸的需求有望延续高增长态势，公司有望受益于新兴行业需求释放。同时公司正在加快新产品的开发力度，努力打造公司的第二增长曲线，我们看好公司长期业绩持续增长，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险、技术更新和产品开发风险、市场竞争加剧风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	340	408	531	672	851
同比增长率（%）	20.70%	19.82%	30.24%	26.54%	26.62%
归母净利润（百万元）	82	101	143	181	230
同比增长率（%）	28.74%	23.14%	41.91%	26.93%	27.00%
每股收益（元/股）	0.56	0.69	0.98	1.24	1.57
ROE（%）	12.70%	14.04%	17.23%	18.67%	20.00%
市盈率（P/E）	76.71	62.30	43.90	34.59	27.23

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	293	267	371	514
应收票据及账款	156	181	224	279
预付账款	2	5	6	7
其他应收款	0	0	0	0
存货	104	123	138	154
其他流动资产	6	19	24	22
流动资产总计	561	595	764	976
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	267	331	411	419
在建工程	80	95	25	25
无形资产	16	17	19	21
长期待摊费用	5	3	0	0
其他非流动资产	51	63	66	71
非流动资产合计	419	508	521	536
资产总计	980	1,103	1,285	1,513
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	121	131	161	189
其他流动负债	55	44	55	69
流动负债合计	176	175	216	258
长期借款	5	4	3	2
其他非流动负债	64	81	86	94
非流动负债合计	69	85	89	96
负债合计	245	260	305	354
股本	146	146	146	146
资本公积	285	285	285	285
留存收益	285	397	539	719
归属母公司权益	716	828	970	1,150
少数股东权益	19	15	11	8
股东权益合计	735	843	981	1,158
负债和股东权益合计	980	1,103	1,285	1,513

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	96	127	162	211
折旧与摊销	24	35	43	43
财务费用	-4	-4	-5	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-76	-45	-19	-30
其他经营现金流	3	14	17	19
经营性现金净流量	42	127	198	236
投资性现金净流量	-32	-125	-58	-49
筹资性现金净流量	-30	-28	-36	-44
现金流量净额	-20	-26	104	143

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	408	531	672	851
营业成本	255	320	404	511
税金及附加	2	3	3	4
销售费用	12	14	18	22
管理费用	14	18	22	26
研发费用	27	32	39	48
财务费用	-4	-4	-5	-7
资产减值损失	-2	-3	-3	-4
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
其他收益	11	12	14	17
营业利润	110	158	201	259
营业外收入	0	1	2	2
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	110	159	203	260
所得税	14	20	26	33
净利润	96	138	177	227
少数股东损益	-5	-4	-4	-3
归属母公司股东净利润	101	143	181	230
EPS(元)	0.69	0.98	1.24	1.57

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	19.82%	30.24%	26.54%	26.62%
营业利润增长率	23.11%	43.90%	27.15%	28.92%
归母净利润增长率	23.14%	41.91%	26.93%	27.00%
经营现金流增长率	20.80%	198.39%	56.03%	19.49%
盈利能力				
毛利率	37.49%	39.78%	39.88%	39.98%
净利率	23.49%	26.06%	26.37%	26.69%
ROE	14.04%	17.23%	18.67%	20.00%
ROA	10.26%	12.94%	14.09%	15.20%
估值倍数				
P/E	62.30	43.90	34.59	27.23
P/S	15.35	11.79	9.31	7.36
P/B	8.74	7.56	6.46	5.45
股息率	0.47%	0.49%	0.63%	0.79%
EV/EBITDA	20	32	25	20

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。