

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）

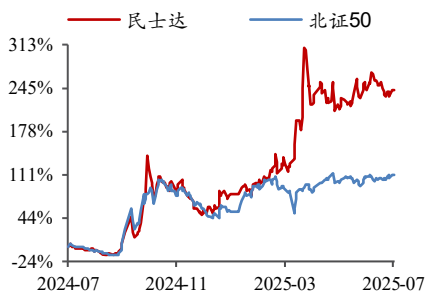
当前价格： 43.46 元

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)	56.84/11.00
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	3597.94/4135.82

数据来源：聚源 注：2025 年 7 月 28 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	-0.84	-6.62	137.19
绝对收益	0.25	7.34	244.66

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：利润超预期，国产替代加速推进 - 2025.04.15
- 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

民士达 833394.BJ

轻工制造行业

国产替代持续进行，公司业绩符合预期

事件：

公司公布了 2025 年中报业绩：公司 2025 年上半年实现收入 2.37 亿元，同比增长 27.9%，归母净利润为 6303 万元，同比增长 42.3%，扣非归母净利润 6112 万元，同比增长 55.7%；其中 2025 年 Q2，公司实现收入 1.22 亿元，同比增长 28.4%，归母净利润为 3248 万元，同比增 35.8%，业绩符合预期。

投资要点：

◆驱动电机、变压器市场需求旺盛，带动公司业绩持续增长。国内新能源汽车、风电、光伏、储能等行业高速发展，带动驱动电机和各类变压器市场需求增长。海外方面，欧美电网升级和算力需求增长带动变压器需求扩张，加之公司持续加大海外市场的开发力度，推动芳纶纸在电气绝缘领域销量同比增长。分产品看，2025 年 H1 芳纶纸实现收入 2.27 亿元，同比增长 22.8%，复合材料收入 1020.8 万元，由于基数较小，同比增长 1185.27%，主要是子公司在新能源汽车驱动电机等领域的业务逐渐步入正轨。分地区来看，2025 年 H1 公司境内实现收入 1.86 亿元，同比增长 33.7%；境外实现收入 5167 万元，同比增长 10.7%。上半年国内业务增长快于国外，我们认为主要是对国外竞争对手产品替代增加。

◆高端化产品占比增加，公司毛利率和净利率提升。2025 年 H1，公司毛利率达到 40.4%，同比提升了 2.8pcts，其中 2025 年 Q2 毛利率为 41%，同比提升 2.34pcts，环比提升 1.29pcts，毛利率提升主要高毛利产品占比提升所致。公司 2025Q2 销售费用率 4.59%，同比提升了 0.63pcts，管理费用率为 3.36%，同比提升 0.31pct，最终公司 2025Q2 归母净利润率为 26.53%，同比提升 1.45pcts；2025H1 归母净利润率为 26.54%，同比提升 2.68pcts。

◆下半年募投产能将加速释放，确保公司收入高增。公司 1500 吨募投项目已经投产，吨纸能耗较老产线降低 12%，能带动公司毛利率有所提升。同时，新产能的投放给公司收入增长提供了弹药，为高端化替代注入新动能，进一步提升盈利能力。

◆估值和投资建议：公司精准锚定新能源、低空经济和航空航天三大黄金赛道，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。我们看好公司中长期的持续增长，维持公司 2025-2027 年归母净利润为 1.42、1.76 和 2.27 亿元，同比增速为 40.9%、24.3%和 28.9%；对应目前的股价 PE 为 45x、36x 和 28x，维持“买入”投资评级。

风险提示：

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	141.60	175.97	226.88
增长率（%）	28.74%	23.14%	40.86%	24.28%	28.93%
ROE（%）	12.10%	13.03%	16.49%	16.96%	17.87%
EPS 最新摊薄（元/股）	0.56	0.69	0.97	1.20	1.55
P/E（倍）	77.61	63.03	44.74	36.00	27.93
P/B（倍）	9.86	8.85	7.65	6.31	5.15

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	571	742	860
现金	319	293	225	338	363
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	1074	1330	1540
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	551	721
归属母公司股东权益	643	716	828	1004	1231
负债和股东权益	812	980	1074	1330	1540

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	158
净利润	81	96	139	173	222
折旧摊销	21	23	28	37	48
财务费用	-5	-4	-3	-5	-7
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	-26	5	7
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	-26	5	7
现金净增加额	238	-20	-67	112	25

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	-3	-5	-7
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	252
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	159	197	254
所得税	13	14	20	24	33
净利润	81	96	139	173	222
少数股东损益	-1	-5	-2	-3	-5
归属母公司净利润	82	101	142	176	227
EBITDA	111	129	184	231	297
EPS (元)	0.56	0.69	0.97	1.20	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	44.1	23.9	29.0
归属于母公司净利润(%)	28.7	23.1	40.9	24.3	28.9
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	25.7
ROE(%)	12.1	13.0	16.5	17.0	17.9
ROIC(%)	11.0	11.9	15.4	15.9	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	17.9	25.0	21.3	23.4	19.5
净负债比率(%)	-39.0	-31.8	-19.7	-27.4	-24.6
流动比率	6.3	3.2	3.6	3.1	3.7
速动比率	5.0	2.5	2.5	2.3	2.6
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	1.20	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	5.66	6.87	8.42
估值比率					
P/E	77.6	63.0	44.7	36.0	27.9
P/B	9.9	8.8	7.6	6.3	5.1
EV/EBITDA	55.0	47.5	33.6	26.3	20.3

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情形范围内，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。