

盈利能力持续提升，募投项目稳步推进

—— 民士达点评报告

2025 年 10 月 27 日

核心观点

- 事件:** 公司发布 2025 年三季报, 2025 年前三季度公司实现营业收入 34,335.35 万元/+21.77%; 实现归母净利润 9,117.17 万元/+28.88%。其中三季度单季实现营业收入 10,585.93 万元/+9.92%, 环比-13.52%; 实现归母净利润 2,814.39 万元/+6.44%, 环比-13.34%。
- 产品结构不断优化, 盈利能力持续提升:** 2025 年前三季度, 公司毛利率为 40.37%/+2.84pct; 净利率为 26.16%/+2.43pct, 公司的盈利能力持续提升。第三季度公司业绩同比增速放缓主要系蜂窝芯材领域订单交付节奏变化所致, 该业务前三季度同比下滑约 20% (上半年收入同比基本持平); 在电气绝缘领域, 公司前三季度同比实现了约 30% 的增长。按销售区域拆分, 2025 年前三季度公司在国内和国外市场均保持了 20% 以上的增速, 其中欧洲市场作为传统优势区域持续实现较高增长, 亚太市场同样呈现出明显恢复态势。成本控制方面, 2025 年前三季度公司的销售费用为 1,079.06 万元/+35.19%, 主要系公司为拓展市场投入增加所致, 具体包括在国内外行业知名展会进行参展布展、终端用户实地走访交流、外籍人才引进、设立深圳办事处, 以及补充销售人员等增加的费用。未来公司将通过优化市场布局, 不断提高全球影响力和市占率。
- 募投产能爬坡顺利, 多项新品持续推进:** 公司募投项目“新型功能纸基材料项目”1500 吨产线已于 6 月份进入试生产阶段, 目前该产线可生产大部分规格型号的产品, 预计明年一季度完成建设, 截至 9 月 30 日开机率约为 50%。新品布局方面, RO 膜基材与湿法无纺布产业化建设已经启动, 预计于明年一季度实现投产, 目前, 终端客户开拓和产业化建设工作正在同步推进中。闪蒸无纺布项目设备和工艺仍在持续优化中, 防水建材领域产品正在试用和推广中, 产业化进度稳步推进。
- 投资建议:** 民士达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, RO 膜基材等新产品布局有望打造公司的第二增长曲线。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.99/1.28/1.62, 对应市盈率分别为 40/31/25 倍, 维持“推荐”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。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	408	529	668	832
收入增长率%	19.82	29.67	26.28	24.50
归母净利润(百万元)	101	145	187	237
利润增长率%	23.14	44.12	28.94	26.80
摊薄 EPS(元)	0.69	0.99	1.28	1.62
PE	59.90	40.28	31.24	24.64

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

民士达 (股票代码: 920394)

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 年 10 月 24 日

股票代码	920394
A 股收盘价(元)	39.75
上证指数	3,950.31
总股本(万股)	14,625
实际流通 A 股(万股)	14,481
流通 A 股市值(亿元)	58

相对北证 50 表现图

2025 年 10 月 24 日



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【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
- 【银河北交所】公司点评_民士达 (833394) _一季报业绩高增, 芳纶纸国产替代加速
- 【银河北交所】公司点评_民士达 (833394) _营收利润双增长, 募投项目如期投产

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	561	754	1,000	1,301
现金	293	454	636	848
应收账款	36	42	53	68
其它应收款	0	0	0	1
预付账款	2	3	4	5
存货	104	128	159	199
其他	125	128	148	179
非流动资产	419	402	383	364
长期投资	0	0	0	0
固定资产	262	269	264	251
无形资产	16	18	20	22
其他	142	115	99	91
资产总计	980	1,156	1,383	1,665
流动负债	176	208	249	296
短期借款	0	10	20	30
应付账款	84	98	111	126
其他	92	100	118	140
非流动负债	69	69	69	69
长期借款	0	0	0	0
其他	69	69	69	69
负债总计	245	277	318	365
少数股东权益	19	18	17	15
归属母公司股东权益	716	861	1,048	1,285
负债和股东权益	980	1,156	1,383	1,665

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	42	164	185	219
净利润	96	144	185	236
折旧摊销	24	30	32	34
财务费用	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-76	-11	-33	-51
其他	-1	1	0	0
投资活动现金流	-32	-13	-13	-16
资本支出	-48	-13	-13	-16
长期投资	15	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	-30	10	10	10
短期借款	0	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他	-30	0	0	0
现金净增加额	-20	161	182	213

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	408	529	668	832
营业成本	255	322	401	503
税金及附加	2	2	3	4
销售费用	12	19	24	26
管理费用	14	19	26	29
研发费用	27	35	45	57
财务费用	-4	-6	-9	-13
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	9	26	33	41
营业利润	110	163	210	267
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	110	163	210	267
所得税	14	19	25	32
净利润	96	144	185	236
少数股东损益	-5	-1	-1	-1
归属母公司净利润	101	145	187	237
EBITDA	130	187	234	289
EPS（元）	0.69	0.99	1.28	1.62

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	19.8%	29.7%	26.3%	24.5%
营业利润增长率	23.1%	49.1%	28.7%	27.0%
归母净利润增长率	23.1%	44.1%	28.9%	26.8%
毛利率	37.5%	39.1%	40.0%	39.5%
净利率	23.5%	27.2%	27.8%	28.3%
ROE	14.0%	16.8%	17.8%	18.4%
ROIC	12.5%	15.5%	16.3%	16.8%
资产负债率	25.0%	24.0%	23.0%	21.9%
净资产负债率	33.3%	31.5%	29.9%	28.0%
流动比率	3.18	3.62	4.01	4.40
速动比率	2.55	2.96	3.34	3.69
总资产周转率	0.46	0.50	0.53	0.55
应收账款周转率	13.70	13.58	14.05	13.69
应付账款周转率	4.56	3.53	3.82	4.24
每股收益	0.69	0.99	1.28	1.62
每股经营现金流	0.29	1.12	1.26	1.50
每股净资产	4.90	5.89	7.16	8.78
P/E	59.90	40.28	31.24	24.64
P/B	8.41	6.78	5.57	4.54
EV/EBITDA	44.25	28.80	22.36	17.38
PS	14.76	11.03	8.74	7.02

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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	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	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn 褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		