

盈利能力提升明显，各业务发展稳步推进

——民士达(920394)2025年三季度报点评

分析师：袁艺博

SAC NO: S1150521120002

2025年12月02日

轻工制造-----特种纸

证券分析师

袁艺博

yuanyb@bhzq.com

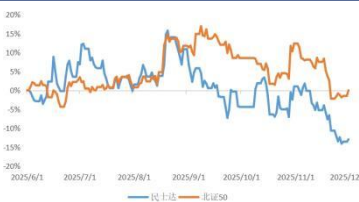
022-23839135

评级：增持

上次评级：

最新收盘价：36.44

最近半年股价相对走势



事件：

公司公告 2025 年三季度报，实现营收 3.43 亿元，同比增长 21.77%，归母净利润 9,117.17 万元，同比增长 28.88%，基本每股收益 0.62 元。

点评：

● 公司盈利能力提升，存货周转加快，现金流增长显著

今年前三季度，受益于公司产品在变压器、驱动电机等高毛利领域的良好销售表现，带动盈利能力延续提升趋势，毛利率与净利率分别为 40.37% 和 26.16%，同比分别提升 2.84 和 2.43 个百分点；在费用率方面，期间费用率为 10.31%，同比下降 1.15 个百分点，其中，研发费用率和管理费用率同比下降较为明显，分别为 1.71 和 0.25 个百分点；公司存货周转率为 1.76 次，同比提升 0.08 次，存货周转天数同比缩短 7.07 天，应收账款及应收票据周转率同比提升 0.04 次；经营活动产生的现金流量净额为 6,362.49 万元，同比增长 255.32%。

● 蜂窝芯材交付节奏变化压制单季度增长，前三季度国内外增长皆好

第三季度，公司实现营收 1.06 亿元，同比增长 9.92%，实现归母净利润为 2,814.39 万元，同比增长 6.44%，营收与归母净利润增速较前两季度明显放缓。根据公司公告，第三季度蜂窝芯材领域订单交付节奏变化，对收入增长产生影响。具体来看，今年上半年蜂窝芯材业务收入同比基本持平，而前三季度同比下滑约 20%。此外，由于蜂窝芯材产品的售价和毛利相对较高，对公司第三季度业绩整体增幅有一定的拖累。而在电气绝缘领域，公司相关收入前三季度实现约 30% 的同比增长。前三季度，公司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，亚太市场也呈现出明显恢复态势。

● 募投产能稳步爬坡，新产品、新领域推进顺利

公司募投“新型功能纸基材料项目”1,500 吨产线已于 6 月进入试生产阶段，预计明年一季度完成建设，截至 9 月 30 日，该产线开机率约为 50%。新产线已于第三季度开始转固，当期固定成本摊销增加约 150 万元，第四季度固定成本摊销同比增加约 200 多万元。新产品方面，公司 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，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。公司绝缘材料已切入固态变压器（SST）领域，并与多家国内外头部客户达成合作或接洽。鉴于国内 SST 市场尚处早期、规模有限但潜力明确，公司将持续强化客户服务与验证，加速在该领域的战略布局。

● 盈利预测与评级

在中性情景下，我们预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.93/1.20/1.52 元，对应 2025 年 PE 估值为 39.39 倍。考虑到公司芳纶纸业务存在较高技术壁垒，产品盈利能力较好，在国产化替代进程加快，以及新兴领域中高端市场的持续拓展将持续贡献增量，RO 膜基材等新材料业务预计将成为第二增长曲线，

故可享有一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

主要原材料依赖关联方的风险

公司原料目前大部分采购自公司控股股东泰和新材，其持有公司 66.23% 的股权。但若未来泰和新材未遵守承诺约定事项向公司供应原材料，导致公司不能从关联方及时采购到充足的原材料或者关联交易价格不公允，将可能对公司的经营业绩产生不利影响。

市场竞争日趋激烈的风险

目前芳纶纸市场竞争日趋激烈，国外行业巨头公司对国内市场占有率拥有绝对优势，公司目前无论在规模、技术还是人才等各个方面短时间都无法与其相抗衡，其一旦通过降价来进行竞争，将对公司形成较大冲击。

产品类别相对集中的风险

公司主要产品芳纶纸销售收入占营业收入的比例达 90% 以上，是公司营业收入的主要来源，公司产品类别相对集中。未来，若公司主要产品芳纶纸的生产、销售出现重大不利因素，且公司未能成功完成产品的多元化发展，可能对公司的经营业绩造成一定的不利影响。

人才流失的风险

由于行业的高度垄断性，同时企业目前正处于发展期，竞争主要是技术和商业模式的竞争，也是人才的竞争。优秀人才对产品的实现效果和服务客户的质量起到了决定性的作用，同时对公司探索出稳定和高效的盈利模式具有重要意义。如果公司由于管理不善导致优秀人才的流失,将对公司经营造成不利的影响。

财务摘要 (百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	340	408	520	655	815
(+/-)%	20.7%	19.8%	27.4%	26.0%	24.5%
息税前利润 (EBIT)	82	107	149	194	248
(+/-)%	23.5%	29.2%	39.4%	30.7%	27.6%
归母净利润	82	101	135	175	223
(+/-)%	28.7%	23.1%	34.6%	29.5%	27.0%
每股收益 (元)	0.62	0.69	0.93	1.20	1.52

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	319	293	309	398	509	营业收入	340	408	520	655	815
应收票据及应收账款	64	96	124	146	172	营业成本	225	255	311	387	474
预付账款	4	2	3	3	4	营业税金及附加	2	2	3	4	4
其他应收款	0	0	1	1	1	销售费用	12	12	17	21	28
存货	99	104	128	156	188	管理费用	16	14	18	24	30
其他流动资产	2	6	3	4	5	研发费用	20	27	27	35	45
流动资产合计	520	561	595	738	911	财务费用	-5	-4	-4	-4	-4
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-2	-2	-2	-2
固定资产合计	206	262	293	317	345	信用减值损失	-1	-1	-2	-2	-2
无形资产	14	16	16	16	16	其他收益	18	11	10	13	17
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	1	1	1
长期待摊费用	1	5	5	5	5	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	41	40	62	62	62	资产处置收益	1	-1	-2	0	0
资产总计	812	980	1,038	1,206	1,415	营业利润	89	110	153	198	253
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	5	0	-1	-1	-1
应付票据及应付账款	54	121	112	144	183	利润总额	94	110	152	198	252
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	13	14	19	25	32
应付职工薪酬	4	4	5	6	8	净利润	81	96	133	173	220
应交税费	5	11	5	7	9	归属于母公司所有者的净利润	82	101	135	175	223
其他流动负债	13	28	36	42	48	少数股东损益	-1	-5	-2	-2	-2
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.62	0.69	0.93	1.20	1.52
预计负债	0	0	0	0	0						
负债合计	146	245	238	283	336	财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股东权益	666	735	801	923	1,079	营收增长率	20.7%	19.8%	27.4%	26.0%	24.5%
						EBIT 增长率	23.5%	29.2%	39.4%	30.7%	27.6%
						净利润增长率	28.7%	23.1%	34.6%	29.5%	27.0%
						销售毛利率	34.0%	37.5%	40.2%	40.9%	41.8%
						销售净利率	23.7%	23.5%	25.6%	26.4%	27.0%
						ROE	12.7%	14.0%	17.3%	19.3%	20.9%
						ROIC	10.7%	12.6%	16.1%	18.3%	20.0%
						资产负债率	17.9%	25.0%	22.9%	23.5%	23.8%
						PE	30.32	28.12	39.39	30.42	23.95
						PB	4.28	3.96	6.80	5.87	5.00
						EV/EBITDA	23.54	19.55	25.60	19.79	15.48

现金流量表 (百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	81	96	133	173	220
折旧与摊销	21	24	48	55	64
经营活动现金流净额	35	42	159	221	275
投资活动现金流净额	-70	-32	-73	-80	-100
筹资活动现金流净额	272	-30	-42	-51	-65
现金净变动	238	-20	45	90	111
期初现金余额	45	283	263	309	398
期末现金余额	283	263	309	398	509

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资分析意见或观点有直接或间接的联系。

风险提示及免责声明

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告由渤海证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司的客户使用。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本公司客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发送，并仅为提供信息而发送，不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新。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表现的依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。

在任何情况下，本报告内容的全部或部分均不构成对任何人的投资建议。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。

在所知情的范围内，本公司、本报告撰写人以及财产上的利害关系人与本报告所评价或作出明确估值和投资评级的证券无利害关系。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权为本公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式刊载、转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分的内容，亦不得从未经本公司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的内容。如征得本公司同意进行引用、刊载或转发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“渤海证券股份有限公司”且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

渤海证券研究所机构销售团队:**高级销售经理: 朱艳君**

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

渤海证券股份有限公司公司网址: www.ewww.com.cn