

民士达 (920394)

全球高端芳纶纸供应商，下游多领域高增可期

公司评级	增持
当前价格	40.92 元
合理价值	54.34 元
报告日期	2026-01-03

核心观点:

- **简介: 芳纶纸市占率全球第二。**公司深耕芳纶纸市场多年,近几年经营业绩呈高速增长态势。公司主要产品芳纶纸具有高强度、耐高温、本质阻燃、绝缘、抗腐蚀、耐辐射等诸多特性,广泛应用于电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通讯等重要领域。目前,全球芳纶纸市场的主要市场份额被美国杜邦公司占据,民士达紧随其后,其他公司市场占有率占比较小,具备很大提升空间。
- **核心投资逻辑: (1) 芳纶纸市占率全球第二,**仅次于美国杜邦,下游已涵盖国内外主流客户及多个高增市场。**(2) 商业航天战略材料核心供应商之一。**芳纶纸具有高强度、耐高温、绝缘、耐辐射等诸多特性,太空环境的极端温度、辐射、真空、碎片等对材料提出更高要求,在火箭、卫星等等领域具有广阔应用前景。**(3) 受益海外电网升级及数据中心的高景气。**随着海外电网改造及数据中心建设的进程加快,变压器等设备用芳纶绝缘纸的市场将迎来新的增长点。**24 年公司海外毛利占比 28%, 需求与份额有望双升。(4) 高认证壁垒下领先受益全球民航新机及维修需求大周期, 以及国产替代进程加速。**公司蜂窝芯材用芳纶纸已在主流飞机制造商实现成熟应用,受益全球民航新机及维修大周期以及国产大飞机机遇。**(5) 全球供给趋紧, 杜邦公司退出下, 公司产品在高端领域份额具备提升的可能性。**
- **盈利预测与投资建议:**基于公司当前在全球高端芳纶纸领域核心竞争力及成熟配套,考虑下游如电网改造、商业航天、全球民航新机及维修、国产大飞机加速、低空经济等市场需求发展,我们预计 25-27 年 EPS 分别为 0.84/1.21/1.93 元/股。参考可比公司估值水平,给予公司 26 年 45 倍的 PE 估值,对应合理价值 54.34 元/股,给予“增持”评级。
- **风险提示: 下游列装及交付低预期; 政策调整; 技术迭代风险等。**

盈利预测:

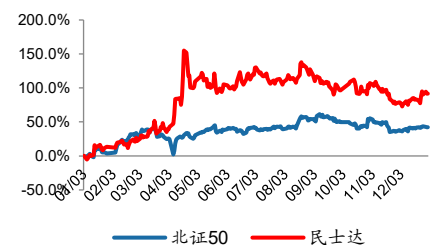
单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	340	408	479	643	960
增长率 (%)	-	19.8%	17.5%	34.2%	49.2%
EBITDA	105	133	178	244	373
归母净利润	82	101	123	177	282
增长率 (%)		23.1%	21.9%	44.1%	59.5%
EPS (元/股)	0.56	0.69	0.84	1.21	1.93
市盈率 (P/E)	33.7	28.2	48.8	33.9	21.2
ROE (%)	12.7%	14.0%	15.3%	19.0%	25.0%
EV/EBITDA	23.1	19.2	31.8	22.9	14.8

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	146.25/145.17
总市值/流通市值 (百万元)	5984.55/5940.47
一年内最高/最低 (元)	52.00/19.32
30 日日均成交量/成交额 (百万)	2.05/78.26
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	-2.59/-17.35

相对市场表现



分析师:



孟祥杰
SAC 执证号: S0260521040002
SFC CE No. BRF275



010-59136693



mengxiangjie@gf.com.cn

分析师:



吴坤其
SAC 执证号: S0260522120001
SFC CE No. BRT139



010-59133689



wukunqi@gf.com.cn

分析师:



吴鑫然
SAC 执证号: S0260519070004
SFC CE No. BPW070



0755-23942150



wuxr@gf.com.cn

分析师:



曹倩雯
SAC 执证号: S0260520110002
SFC CE No. BWW545



021-38003621



caoqianwen@gf.com.cn

目录索引

一、公司简介：全球高端芳纶纸供应商，市场地位前列	5
二、竞争格局：龙头美国杜邦退出，全球供给或趋近	8
三、电力设备：电网改造升级与 AI 数据中心建设共振，变压器市场景气增长	9
四、航空领域：民航新机与维修、低空等驱动旺盛需求	11
五、商业航天：芳纶为太空设备理想材料，应用空间广	17
六、盈利预测与估值	19
七、风险提示	23

图表索引

图 1: 公司主要产品间位芳纶纸示意图	5
图 2: 公司主要产品对位芳纶纸示意图	5
图 3: 2025H1 公司各业务营收占比	6
图 4: 2025H1 公司各业务利润占比	6
图 5: 2018-2025Q3 公司营业收入及增速	7
图 6: 2018-2025Q3 公司归母净利润及增速	7
图 7: 2018-2025Q3 公司费用率情况	7
图 8: 2018-2025Q3 公司毛利率及净利率情况	7
图 9: 2022 年全球芳纶纸行业企业竞争格局 (按理论产能)	9
图 10: 2019-2024 年美国杜邦 Safety Solutions 收入情况	9
图 11: 公司芳纶纸在牵引电机上的应用	9
图 12: 公司芳纶纸在牵引变压器上的应用	9
图 13: 美国储能年度新增装机功率及预测	10
图 14: 美国储能年度新增装机容量及预测	10
图 15: 2023-2028 年全球数据中心电力消耗	10
图 16: 美国数据中心用电量情况及其预测 (TWh)	10
图 17: 航空级蜂窝用间位芳纶纸产品示意图	11
图 18: 公司芳纶纸蜂窝在飞行器上的应用	11
图 19: 全球航空市场持续增长	11
图 20: 赛峰发动机订单及交付预计	12
图 21: 赛峰发动机等自 2022 年交付改善, 仍没回到疫情前水平	12
图 22: 波音预计 2025-2044 年民航飞机交付数量	12
图 23: IATA 协会最新披露的全球民机平均机龄趋势	13
图 24: 2000-2025 年商用飞机积压订单 (单位: 千架)	13
图 25: 2000-2024 商用飞机积压订单时间	13
图 26: 1990-2025 年商用飞机平均交付时间	14
图 27: 波音及空客在手订单及订单交付比	14
图 28: 波音及空客新增订单情况	14
图 29: 22Q1-25Q3 波音商用飞机交付情况	15
图 30: 22Q1-25Q3 空客商用飞机交付情况	15
图 31: 民机直接飞行维护成本的拆分	15
图 32: 民机直接飞行维护成本中部件维护成本的拆分	15
图 33: RR 公司 2014-2024 年售后及 OEM 收入	15
图 34: CFM56 大修成本的分配	15
图 35: 近年来全球商用机队平均机龄持续提高	16
图 36: 中国民航机队平均机龄变化 (年)	16
图 37: 中国低空经济产业规模与增长	16
图 38: 中国 eVTOL 产业规模与增长	16
图 39: 杜邦新型材料在太空碎片防护中的应用	18

表 1: 公司芳纶纸产品的主要性能情况.....	5
表 2: 芳纶及碳纤维的特性在航天的应用	17
表 3: 公司分业务拆分 (亿元)	20
表 4: 2026 年芳纶纸收入增速及芳纶纸毛利率对 2026 年公司整体归母净利润的敏感性分析	21
表 5: 2027 年芳纶纸收入增速及芳纶纸毛利率对 2027 年公司整体归母净利润的敏感性分析	21
表 6: 可比公司估值分析.....	22

一、公司简介：全球高端芳纶纸供应商，市场地位前列

芳纶纸为制造业产业升级的一种关键战略材料。公司主要产品芳纶纸是一种由制纸级芳纶纤维经纤维分散、湿法成形、高温整饰等工艺技术制成的高性能新材料，具有高强度、耐高温、本质阻燃、绝缘、抗腐蚀、耐辐射等诸多特性，广泛应用于电力电气、航空航天、轨道交通、新能源、电子通讯等重要领域。

公司为芳纶纸国产替代先行者之一，全球市占率全球第二。公司为国内首家芳纶纸生产企业，自2009年成立以来便深耕于芳纶纸行业，突破了纤维分散、湿法成形、高温整饰等芳纶纸制备过程中的“卡脖子”关键技术，打破国外技术垄断，实现了芳纶纸的国产规模化制备，有效弥补了我国芳纶纸产业链的短板。据公司招股说明书，公司芳纶纸产品的全球市场占有率行业前列，仅次于美国杜邦公司，主要直接客户或终端客户涵盖了中航集团、中国中车、瑞士ABB公司、德国西门子公司、德国迅斐利公司、法国施耐德公司、松下电器等国内外知名企业。目前，公司是国家制造业单项冠军企业、国家专精特新“小巨人”企业、国家高新技术企业，拥有“国家芳纶工程技术研究中心芳纶纸研究室”、“山东省企业技术中心”等研发平台，荣获国家科技进步二等奖、山东省科技进步一等奖，制定多项国家及行业标准。

图 1：公司主要产品间位芳纶纸示意图



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 2：公司主要产品对位芳纶纸示意图



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

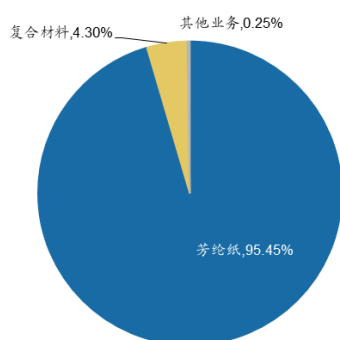
表 1：公司芳纶纸产品的主要性能情况

性能特点	简介
高强度	以0.05mm厚度的芳纶纸为例,国家标准为33N/cm,发行人同规格产品为40N/cm
耐高温	芳纶纸可以在210℃的环境中长期使用
本质阻燃	芳纶纸不添加任何阻燃剂就天然的具有阻燃功能,极限氧指数 >28%,在空气中不燃烧、不熔化
绝缘	以0.05mm厚度的芳纶纸为例,国家标准(GB/T20629.3)要求的每毫米耐电击穿强度为1.2万伏,发行人同规格产品为1.5万伏
抗腐蚀	芳纶纸能耐大多数高浓无机酸,对其他大多数化学试剂、有机溶剂十分稳定
耐辐射	芳纶纸耐 α 、 β 、 γ 射线以及紫外线辐射的性能十分优异

资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

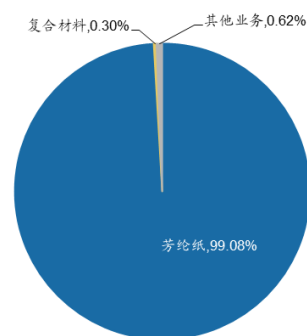
芳纶纸为公司主要业绩支柱，多种复合材料构筑第二增长曲线。公司产品包括芳纶纸和闪蒸无纺布、RO膜基材、湿法多功能材料等复合材料。公司芳纶纸业务较为成熟，为主要业绩支柱，截至2025H1，公司芳纶纸业务营收占比95.5%，毛利占比99.1%，公司芳纶纸业务可进一步拆分为间位及对位芳纶纸，间位芳纶纸主要用于电气绝缘领域，作为耐高温绝缘材料应用于牵引变压器、牵引电机、驱动电机、变压器、发电机、高压或特高压输变电等电力电气设备；对位芳纶纸主要用于蜂窝芯材领域，作为轻质高强结构材料应用于航空航天、轨道交通等重点领域，截至2022年（后续未披露），公司间位/对位芳纶纸收入分别占比92.8%/7.2%。公司近年来持续发展复合材料，加快闪蒸无纺布、碳纤维发热纸等新产品的开发力度，同时确保RO膜基材、湿法无纺布等产品的产业化进度，构筑复合材料构筑第二增长曲线，截至2025H1，公司复合材料收入占比4.3%。

图 3：2025H1公司各业务营收占比



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 4：2025H1公司各业务利润占比



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

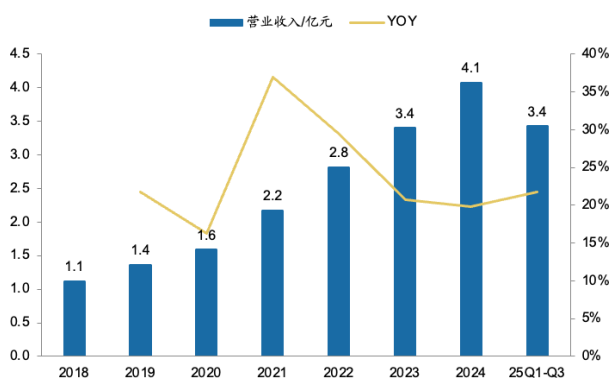
下游需求旺盛叠加国产替代加速，公司业绩保持较高增速。国内外新能源汽车、风电、光伏、储能、AI智能数据中心等行业持续高速发展，带动驱动电机、各类变压器市场需求增长，叠加航空航天等领域的高端市场景气加速，推动公司收入近年维持较高速增长。2018-2024年，公司收入由1.1亿元增长至4.1亿元，6年CAGR达25%；2025Q1-Q3公司实现收入3.4亿元，同比+22%。得益于产能利用率提升、原材料成本下降、规模效应显现等多重因素，公司收入增长幅度大于成本增长幅度，归母净利润实现较高幅度增长，2018-2024年，公司归母净利润由0.2亿元增长至1.0亿元，6年CAGR达31%；2025Q1-Q3公司实现收入0.9亿元，同比+29%。

公司盈利能力稳步提升，费用管控良好。公司毛利率及净利率呈稳步提升态势，2020-2024年，公司整体毛利率由26%提升至37%，净利率由18%提升至23%；2025Q1-Q3公司实现毛利率/净利率40%/26%，分别同比+2.8%/2.4%，公司盈利能力实现较大幅度提升，主要原因为产能利用率持续提升、公司高毛利率产品占比持续提升，从费用率来看，2025Q1-Q3公司销售/管理/研发费用率分别为3.1%/2.8%/5.3%，同比+0.3/-0.3/-1.7pct，销售费用略有提升主要系公司拓展市场所致。

公司积极拓展业务版图，芳纶纸下游领域持续扩展，RO膜基材、湿法无纺布等新产品快速推进。根据公司2025年10月31日投资者关系活动公告，公司芳纶纸蜂窝芯材产品已成熟应用于各类航空器、卫星、高铁、游艇、舰船等场景，主要起到阻燃、减重和降噪等作用。公司同时在开拓蜂窝芯材的新领域应用，在体育用品方面，公司开发的使用芳纶纸蜂窝做夹层的高端匹克球拍，目前已完成设计开始市场推广。公

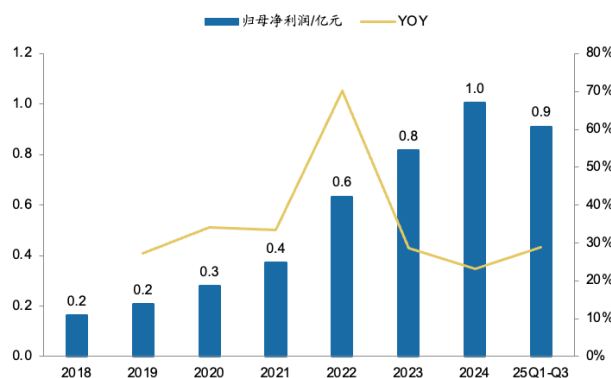
公司在夯实芳纶纸行业行业前列地位的同时，通过闪蒸无纺布、RO膜基材、湿法多功能材料等新产品打造公司的第二增长曲线，其中，RO膜基材设计年产能约为1500吨，产品主要服务于RO膜制造企业，终端覆盖电子、医药、化工、食品等行业水处理领域，产能预计于明年一季度投产；闪蒸无纺布可用在医疗防护、医疗包装、食品包装、建材防水、家居装饰领域，项目目前处于产业化方式论证阶段，公司在技术可行性、产线设备持续优化等维度对该项目的相关细节进行深入论证，该产品的生产过程与目前公司芳纶纸的生产工艺具有一定的相通性，后端热处理工艺经验数据库可以实现跨产线调用。支柱业务芳纶纸市场持续开拓、新材料业务过闪蒸无纺布/RO膜基材等陆续投产，有望共同推动公司业绩高增，最终实现公司“全球高性能功能纸基材料领导者”的发展愿景。

图 5：2018-2025Q3公司营业收入及增速



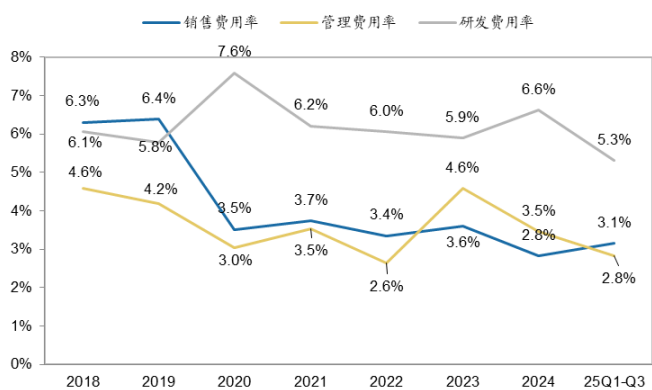
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 6：2018-2025Q3公司归母净利润及增速



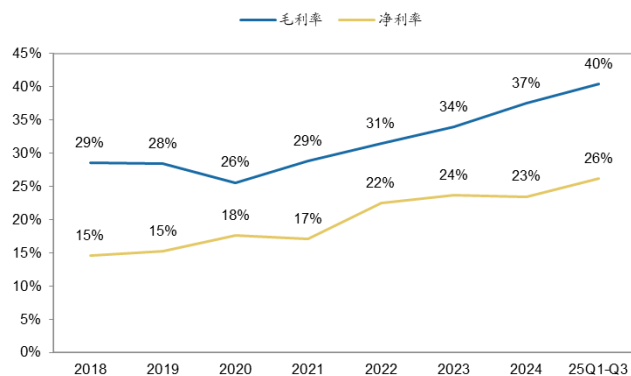
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 7：2018-2025Q3公司费用率情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 8：2018-2025Q3公司毛利率及净利率情况



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

公司的核心竞争力在于行业领先技术、持续研发创新能力、在高端领域长期积累的认证及配套壁垒，以及产业链推广的强工程能力等。

(1) 公司技术积累深厚，同时持续创新以跟随行业发展。公司是我国第一家芳纶纸制造企业，经过十余年发展，目前已成为国内芳纶纸行业龙头企业和国内规模最大的芳纶纸制造企业之一。自成立以来，公司坚持自主创新，高度重视研发，经过多年积累和发展，形成了一系列芳纶纸研发、生产的核心技术。例如，公司通过对芳纶纸及相关纸基材料的重大关键性、基础性和共性技术问题开展攻关，攻克了多项行业

内的技术难题，掌握了高强度芳纶绝缘层压板的制备方法、对位芳纶纤维云母复合纸及其生产方法等多项先进技术，并力求不断优化生产工艺，提高芳纶纸的匀度、机械强度、耐热和介电等性能，以实现降本增效，拓宽芳纶纸的可应用领域。

同时，近年来随着航空航天、5G通讯、新能源汽车等下游应用领域的快速发展，芳纶纸产品的创新、研发速度也需要同步提升，公司维持新技术与新产品的研发力度，更全面、深入地满足市场多样化需求，加宽、加深公司的技术和产品“护城河”。

(2) 公司产业链推广能力强，助力公司产品应用领域拓展。芳纶纸产品的应用领域广泛且发展迅速，除机车大功率牵引变压器、电机及智能电网新型输变电设备等传统领域需求保持稳定增长之外，新能源汽车、风力发电、国产飞机等新兴市场给芳纶纸行业创造了更多应用领域。应用领域的拓展需要公司具备强大工程能力，同时与终端客户进行协调开发。公司深耕芳纶纸十年，工程人才储备丰厚，能较好地针对新领域进行迁移开发，同时公司加强产业链建设，从蜂窝、新能源汽车、风电三大领域进行跨区域协调开发，通过选定行业内有引领作用的终端客户进行开发，打造坚实的产业链条，为后续扩量奠定基础。

二、竞争格局：龙头美国杜邦退出，全球供给或趋近

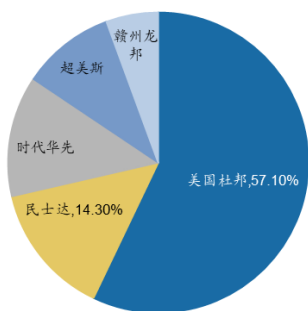
美国杜邦为芳纶纸行业龙头。芳纶纸由美国杜邦公司于二十世纪六十年代研发成功，并引领芳纶纸行业发展，其长期处于垄断地位。据华经产业研究院，按理论产能，2022年龙头美国杜邦全球市占率达57.1%，公司以14.3%位居第二。杜邦公司的Safety Solutions板块主要为安全防护材料，其中包括用于防弹和切割保护的Kevlar芳纶纤维及用于防火的Nomex阻燃纤维，2022年以来，该业务板块收入下滑，如2024年该板块实现收入23.8亿美元，同比-6%，相比2022年缩水10%。

2025年9月，美国杜邦出售Kevlar和Nomex芳纶业务，退出芳纶纸行业。据NTMT纺织新材料公众号，2025年8月29日，杜邦公司宣布，TJC有限公司(TJC)附属公司的投资组合公司Arclin已达成最终协议，收购杜邦公司的芳族聚酰胺业务(Kevlar和Nomex)，交易对该业务的估值约为18亿美元。

根据化工高质量发展公众号，Nomex是一种耐热且阻燃的间位芳纶纤维，它不会熔化、滴落或助燃，可用于制造航空航天和汽车行业的防护织物、服装和绝缘材料，被广泛用于消防救援人员、高温作业岗位。间位芳纶主要生产企业有杜邦（3万吨/年）、日本帝人（5000吨/年）等。Kevlar是一种耐热合成轻质的对位芳纶纤维，该品牌用于生产各种产品，从防护性采矿设备和防弹衣到涂料和电缆。对位芳纶主要生产企业有杜邦（3.5万吨/年）、日本帝人（3.2万吨/年）等。

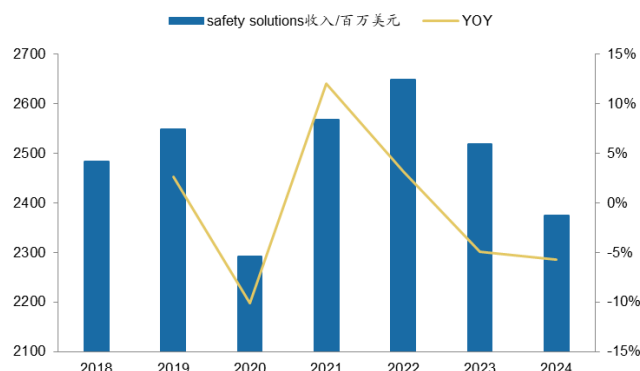
杜邦的退出留下了一定市场空间，中国的芳纶企业有望凭借成本优势和快速响应能力，加速接收杜邦和帝人留下的客户资源，特别是在对位芳纶领域，进一步提升其在全球市场的份额。

图 9：2022年全球芳纶纸行业企业竞争格局（按理论产能）



数据来源：华经产业研究院，广发证券发展研究中心

图 10：2019-2024年美国杜邦Safety Solutions收入情况



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

三、电力设备：电网改造升级与 AI 数据中心建设共振， 变压器市场景气增长

芳纶纸具备较好耐高温绝缘性能，广泛应用于变压器等电力设备。相较于传统的纸基（植物纤维素基）绝缘材料，芳纶纸耐温性、耐候性更好，更能保障电力设备稳定、安全运行，更能满足大功率、高电压设备的极端要求；同时，芳纶纸能提高电气设备的安全性能，减小设备尺寸，减轻重量，增强承受负载的能力，提高设备的可靠性。公司间位芳纶纸常作为耐高温绝缘材料应用在电气工业装备、先进轨道交通装备、新能源汽车、风力发电装备等领域的牵引变压器、牵引电机、驱动电机、变压器、发电机、高压或特高压输变电等电力电气设备，具体应用包括变压器中的导线包纸、层绝缘、相绝缘、芯线绝缘、线端绝缘、静电环等，发电机及电动机中的导线包纸、槽绝缘衬、相绝缘、极片和线圈支架等。

图 11：公司芳纶纸在牵引电机上的应用



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 12：公司芳纶纸在牵引变压器上的应用

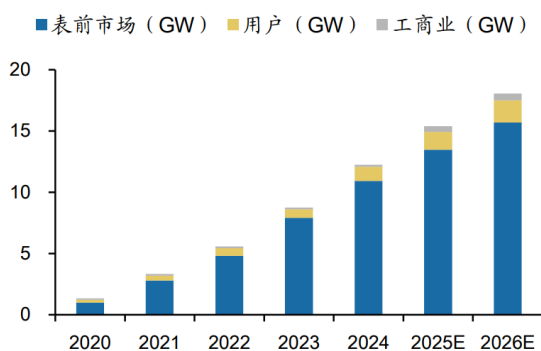


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

新能源装机带动灵活性资源需求+电网升级+并网规则优化，海外电力建设有望提速。援引广发证券电新组2025年12月15日发布报告《锂电行业2026年投资策略：储能需求驱动周期反转，电池和材料迎来新机遇》，根据Wood Mackenzie数据，2025H1美国储能新增装机6.5GW/20.1GWh，增长66.3%/42.4%，其中公用事业储能（表前

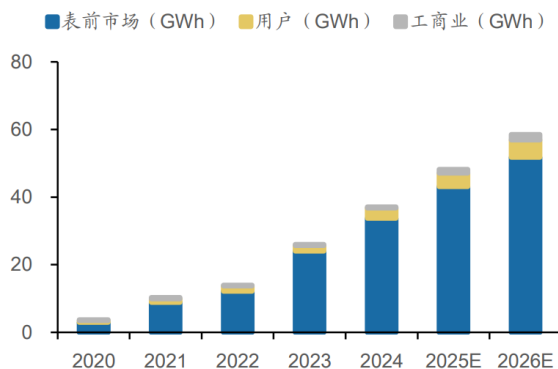
储能)、工商业、户储容量分别为20.1/0.2/1.5GWh,表前储能占据美国最大储能份额。2024年并网审批项目积压、并网审批放缓、贷款利率高企及补贴政策变动等众多问题逐步缓解叠加新能源装机规模的持续扩大+成熟商业模式,储能高增速延续,2025年是储能集成系统关税提高、储能电池电芯对美出口受到实体限制升级和终端客户获取补贴难度提高前的窗口期,成为抢发抢开工的黄金时期,预计达成29.7%的同比增速。美国储能具备经济性,同时考虑AIDC贡献额外增量,需求有望实现高增,考虑关税、实体限制、补贴退坡等因素影响,预计26年新增装机为58.5GWh,同比增长21.4%。

图 13: 美国储能年度新增装机功率及预测



数据来源: Wood Mackenzie, 广发证券发展研究中心

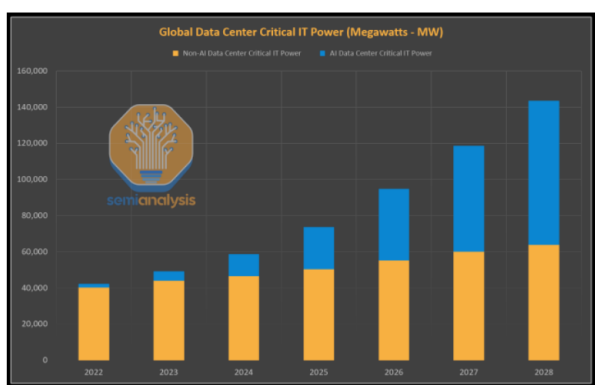
图 14: 美国储能年度新增装机容量及预测



数据来源: Wood Mackenzie, 广发证券发展研究中心

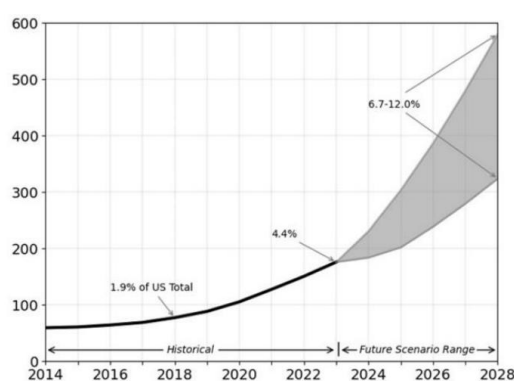
AIDC发展带动国内外数据中心电力需求旺盛,进一步推高电力建设需求。根据Semianalysis数据,全球数据中心电力消耗预计将从2023年的49GW增长至2026年的96GW,90%的增长驱动力来自AI。其中,AI需求将从2025年约20GW增长至2026年约40GW、2028年约80GW,增速远大于非AI服务器需求增量。国际能源署预测,到2026年,数据中心、人工智能等产业的电力消耗可能将占全球电力需求的4%,是2022年的两倍。对于美国数据中心而言,2014—2016年用电量稳定在60TWh。而后,数据中心用电量快速增加,2018年消耗约76TWh,占美国总电力消耗的1.9%。2023年达到176TWh,占总电力消耗的4.4%。据美国劳伦斯伯克利国家实验室预测,2028年数据中心用电量预计达到325至580TWh,约占美国总电力消耗的6.7%至12.0%。

图 15: 2023-2028年全球数据中心电力消耗



数据来源: Semianalysis, 广发证券发展研究中心

图 16: 美国数据中心用电量情况及其预测 (TWh)



数据来源: 美国劳伦斯伯克利国家实验室, 广发证券发展研究中心

四、航空领域：民航新机与维修、低空等驱动旺盛需求

芳纶纸具备耐高温、阻燃性能，以蜂窝芯材形式广泛应用于飞机结构件。芳纶纸经涂胶、叠合、热压、切边、拉伸、定型、浸胶、固化等一系列复杂工艺而制作成的具有天然蜂巢的六边形结构的特殊材料，即芳纶纸蜂窝芯材，其轻质、高强、高模、结构稳定性强且具有隔音、隔热、阻燃等优点，可以作为轻质高强结构材料，应用于航空航天、轨道交通等重点领域。其中，在航空航天等领域，用航空级芳纶纸基材料制成的蜂窝结构材料，可用于飞机、直升机等航天器的天线罩、雷达罩、壁板、舱门、地板等部件，以及飞机的大刚性、次受力部件。作为飞机复合材料蜂窝夹层结构的首选芯材，可降低飞机的结构质量、实现功能部件透波、降噪、隔热性能。

图 17：航空级蜂窝用间位芳纶纸产品示意图



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

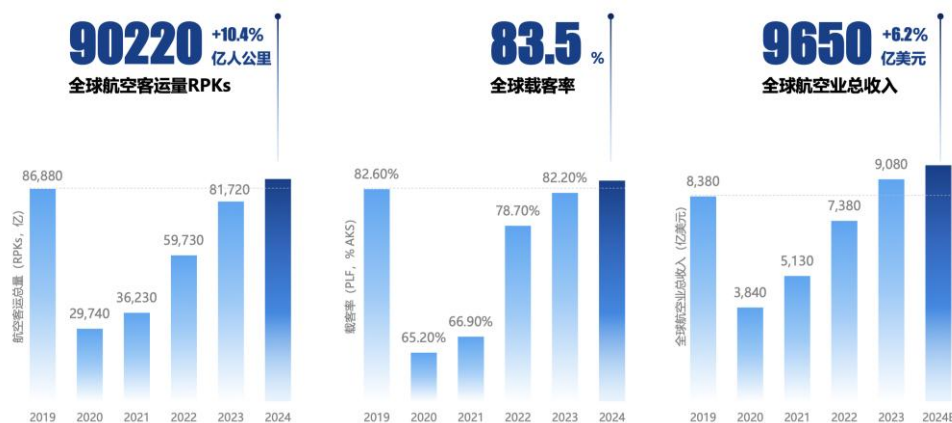
图 18：公司芳纶纸蜂窝在飞行器上的应用



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

当下民航市场呈现复苏态势。据新华财经，国际航空运输协会（IATA，简称“国际航协”），预计2025年全年全球旅客运输量升至52亿人，市场规模首次突破“50亿人次”，同比增长6.7%。

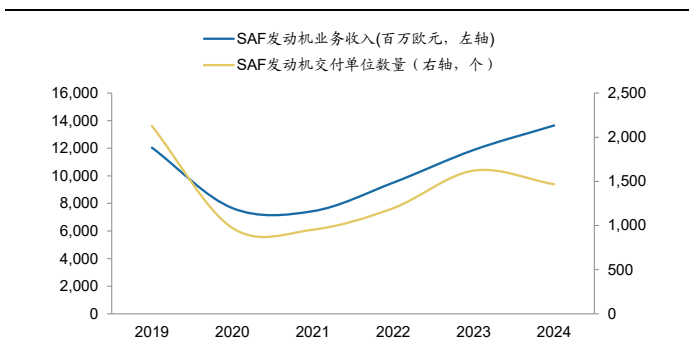
图 19：全球航空市场持续增长



数据来源：中国飞机租赁集团 2024 年年度业绩报告，广发证券发展研究中心

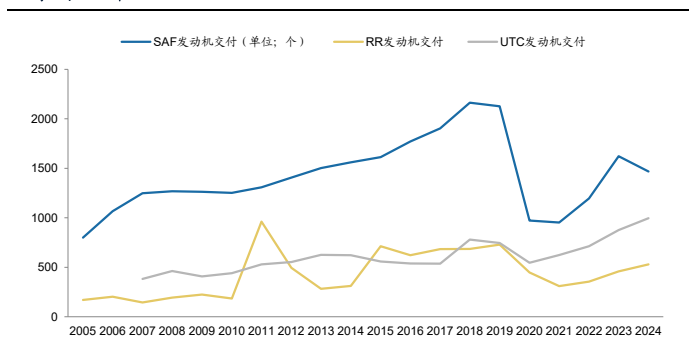
主要民航发动机主机厂交付与收入呈恢复趋势。例如，赛峰航空发动机业务收入与交付双升，2024年收入达136.5亿欧元，同比上涨15%。虽然交付量小幅回落至1467台，同比下降9.6%，但整体处于高位；RR2024年航空发动机收入达142亿美元，同比上涨7%，交付529台，同比增长15%。交付量虽仍低于疫情前峰值（2019年729台），但连续两年回升，收入则基本恢复至疫情前水平。

图 20: 赛峰发动机订单及交付预计



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 21: 赛峰发动机等自2022年交付改善, 仍没回到疫情前水平



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

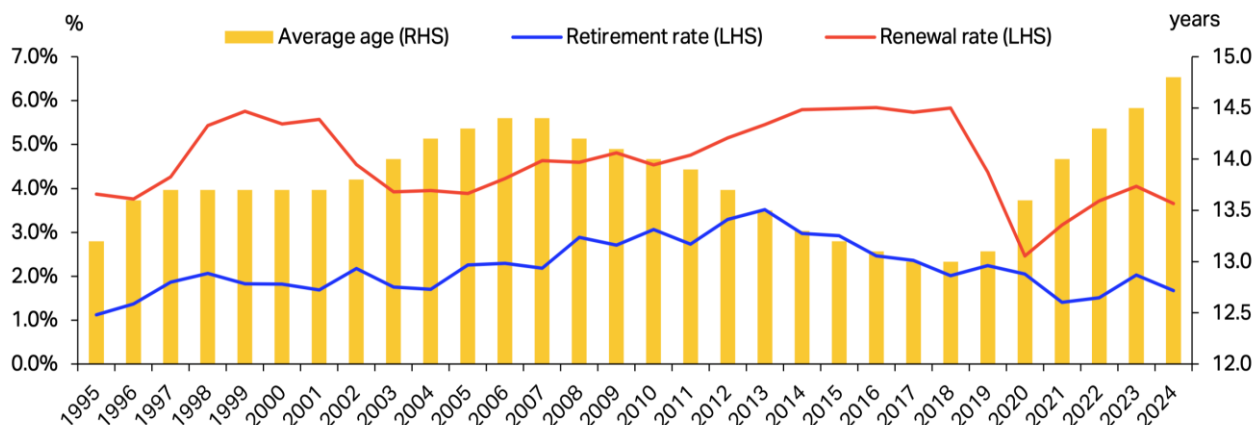
民机退役替换叠加新增运力需求, 民机订单积压达到历史性高位, 民航发动机 OEM需求增长性高。据波音公司2025年最新预计, 预计全球单通道、宽体飞机在未来20年累计交付约33000、7800架以上。一方面, 发展中国家经济体对于新增运力的需求强劲, 如据中国飞机租赁公司2024年业绩交流会资料, 全球三大飞机制造商以及Cirium均预测, 在2024年至2043年的20年间, 中国将成为新交付飞机单一国别最大市场, 市场占比超20%; 另一方面, 全球飞机创纪录的老龄化、新型号飞机&发动机较高的燃油效率, 驱动航司对现有机队的替换需求, 如当前全球民机机队的平均机龄已达到30年以来的新高, 平均为14.8年。

图 22: 波音预计2025-2044年民航飞机交付数量

项目	World	China	项目	World	China	项目	World	China
交付飞机数量 (2025-2044)	数量	数量	2024 FLEET 现役机队	数量	数量	2044 FLEET 预期机队	数量	数量
支线飞机	1,545	365	支线飞机	2,370	170	支线飞机	1,715	395
单通道	33,285	6,910	单通道	18,015	3,375	单通道	35,630	7,120
宽体飞机	7,815	1,540	宽体飞机	4,390	600	宽体飞机	8,320	1,550
货机	955	185	货机	2375	280	货机	3975	690
Total	43,600	9,000	Total	27,150	4,425	Total	49,640	9,755

数据来源: 波音公司 2025 年预测, 广发证券发展研究中心 (注: 上述单位统一为“架”)

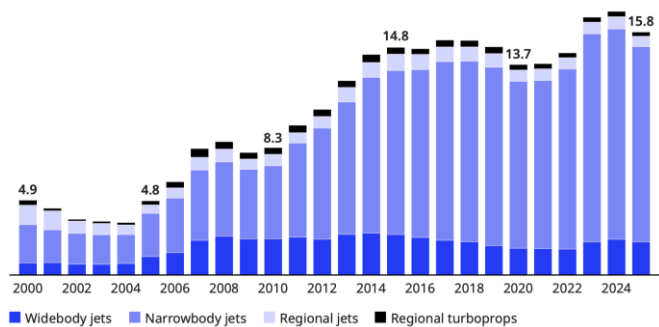
图 23: IATA协会最新披露的全球民机平均机龄趋势



数据来源: IATA 协会, 广发证券发展研究中心

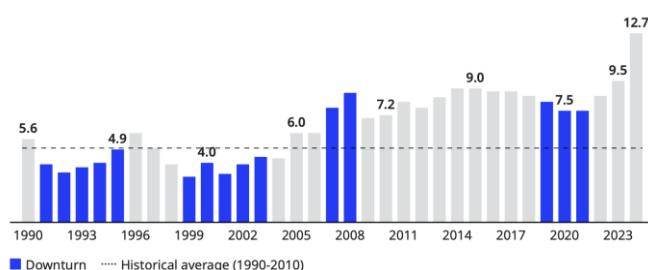
新增运力需求叠加退役更换, 波音及空客积压订单处历史高位, 但当前产能与订单需求错配矛盾突出。波音空客交付量大幅下滑。据民机战略观察公众号, 2024年, 受供应链延误、质量问题、罢工等多重因素影响, 全球大型商用飞机市场表现疲弱, 交付量同比显著下降。2024年全球大型商用飞机交付1126架(含12架C919), 比2023年下降11.1%。预计新飞机等待交付时间进一步延长。据中国飞机租赁公司2024年业绩交流会资料, 当前全球新飞机的积压订单维持历史高位, 以当前交付速度计算, 完成所有订单预计将需要14年, 当前全球飞机交付等待时间达6年以上, 且预计将进一步延长至接近10年。

图 24: 2000-2025年商用飞机积压订单(单位: 千架)



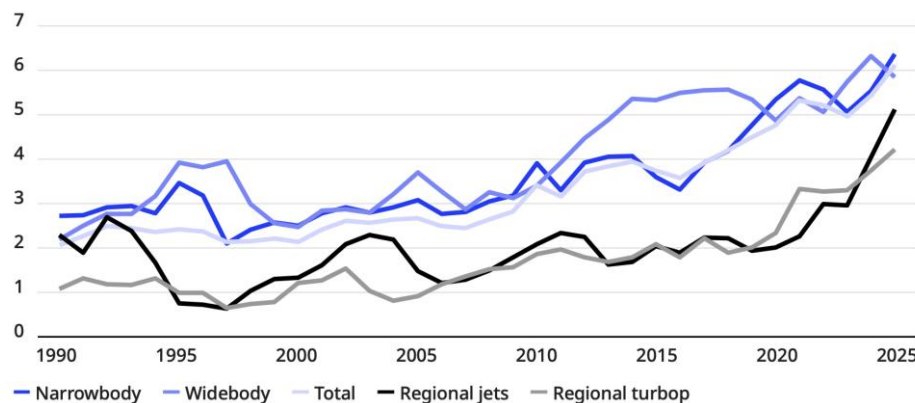
数据来源: IATA 25 年 10 月报告, Oliver Wyman, 广发证券发展研究中心

图 25: 2000-2024商用飞机积压订单时间



数据来源: IATA 25 年 10 月报告, Oliver Wyman, 广发证券发展研究中心 (注: 使用积压订单除以当期主机厂年度全速率生产能力, 衡量完成当前积压订单需要的时间)

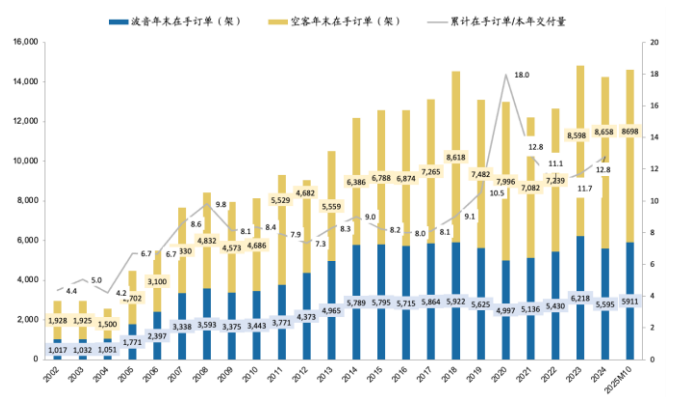
图 26: 1990-2025年商用飞机平均交付时间



数据来源: IATA 25 年 10 月报告, Oliver Wyman, 广发证券发展研究中心 (衡量从航司订单下达到飞机交付所需要的时间)

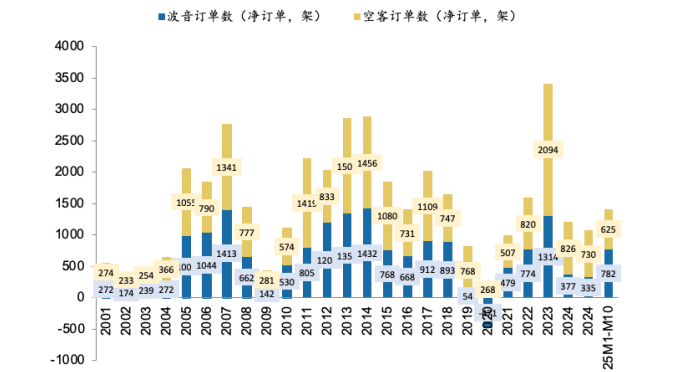
民航方面, 波音空客在手订单维持高位, 25年以来交付持续提速, 展望未来新经济体对新机的需求增加以及全球民航机队老龄化下, 民航客机需求有望维持较高景气度。25年以来民航新机需求维持旺盛, 25M1-10波音空客新增订单共计1407架, 同比+32%, 新增订单已超过去年全年, 旺盛恢复的新增订单推动波音空客总在手订单持续高位, 截至25年10月末, 波音、空客分别积压订单5911架、8698架, 合计14609架次。交付端, 波音空客25年以来交付加速以匹配需求, 2025Q1-Q3波音共交付飞机440架, 同比+51.2%, 交付数量已超过2024年全年; 2025Q1-Q3空客共交付飞机507架, 同比+2.0%, 25Q3交付201架, 同比+15.5%, 全球民航供给趋紧有所缓解。

图 27: 波音及空客在手订单及订单交付比



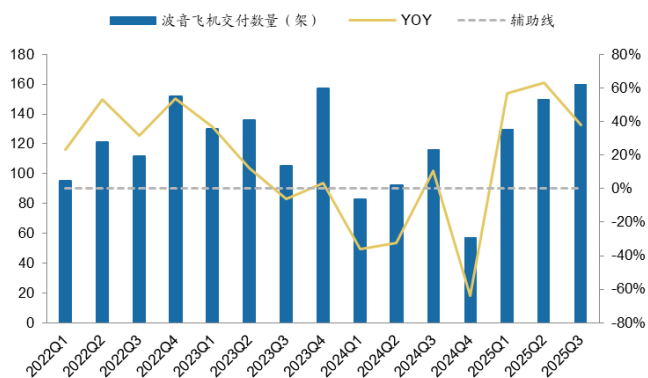
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 28: 波音及空客新增订单情况



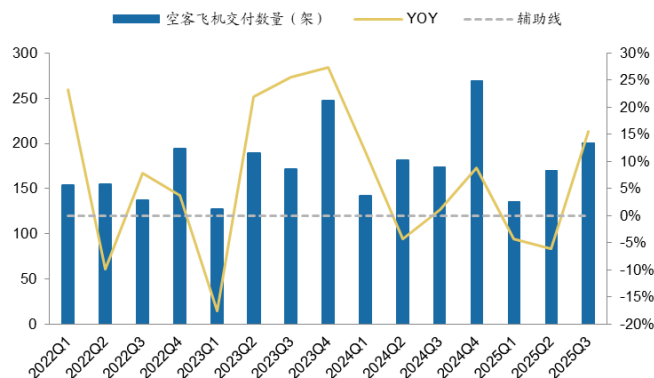
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 29: 22Q1-25Q3波音商用飞机交付情况



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

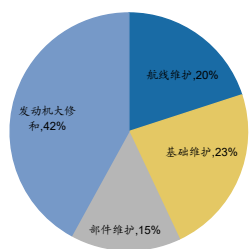
图 30: 22Q1-25Q3空客商用飞机交付情况



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

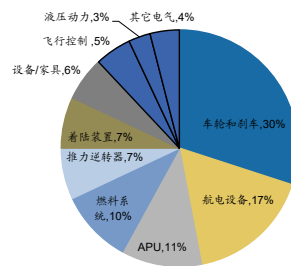
机龄老龄化带来维修需求的增长。据Aviation Week, 预计在2024至2033年间, 全球商用飞机MRO市场的需求规模达到1万亿美元以上的市场规模, 预计将有1万架以上飞机退役, 为MRO市场带来新服务需求。

图 31: 民机直接飞行维护成本的拆分



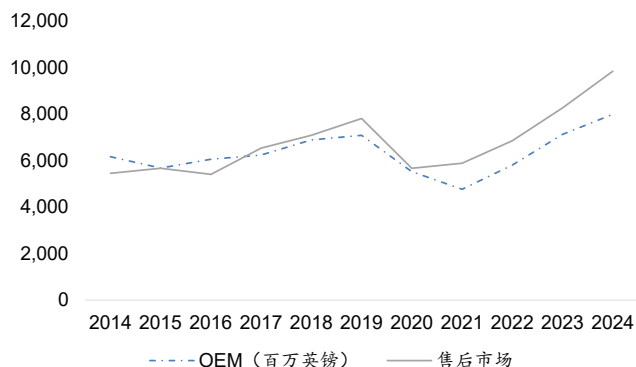
数据来源: 《Cost estimating model for aircraft maintenance》(2021, Fiorit), 广发证券发展研究中心

图 32: 民机直接飞行维护成本中部件维护成本的拆分



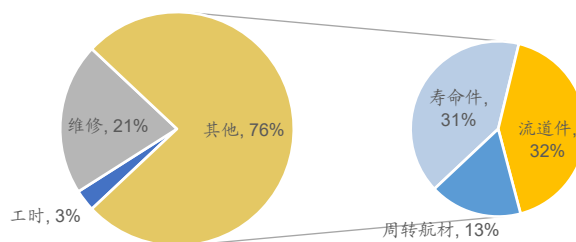
数据来源: 《Cost estimating model for aircraft maintenance》(2021, Fiorit), 广发证券发展研究中心

图 33: RR公司2014-2024年售后及OEM收入



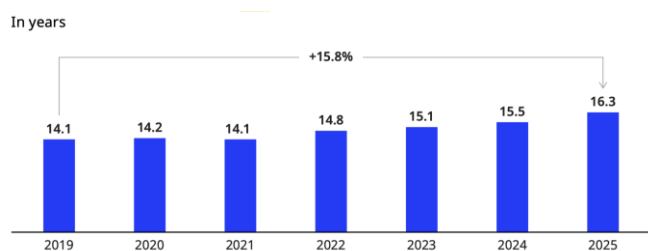
数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 34: CFM56大修成本的分配



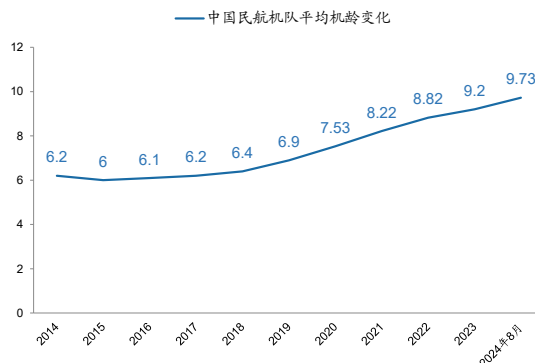
数据来源: 《X航空公司飞机发动机大修成本管理优化研究》(2021, 赖国伟), 广发证券发展研究中心

图 35: 近年来全球商用机队平均机龄持续提高



数据来源: Oliver Wyman, 广发证券发展研究中心

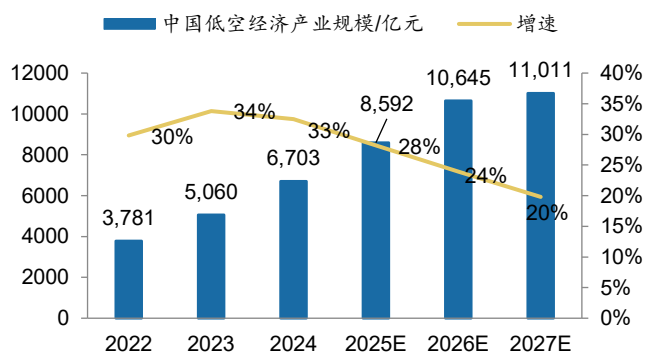
图 36: 中国民航机队平均机龄变化 (年)



数据来源: 航空租赁与金融公众号 2024 年 8 月文, 广发证券发展研究中心

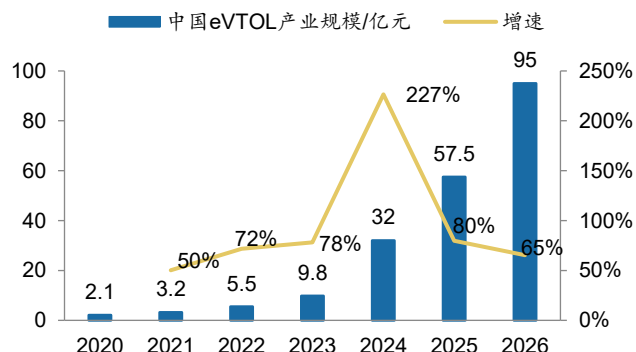
无人机方面, 政策端催化频出, 低空经济产业有望提速。近年来, 中国政府围绕低空经济和eVTOL出台了一系列相关政策, 为eVTOL产业的发展提供了有力支持。2023年中共经济工作会议强调发展低空经济等新兴产业。2025年3月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》, 其中在支持新型消费加快发展方面, 提出加快完善低空经济监管体系, 有序发展低空旅游、航空运动、消费级无人机等低空消费。据赛迪顾问发布的《中国低空经济发展研究报告(2024)》显示, 2023年中国低空经济规模达5059.5亿元, 增速高达33.8%, 随着低空飞行活动的日益增多, 乐观预计, 到2027年我国低空经济规模有望突破万亿元, 达到11011.3亿元。其中eVTOL产业增速明显, 2023年规模仅为9.8亿元, 2024年飙升至32.0亿元, 增长率226.53%, 预计2026年达到95.0亿元, 三年时间翻了近10倍。

图 37: 中国低空经济产业规模与增长



数据来源: 赛迪, 广发证券发展研究中心

图 38: 中国eVTOL产业规模与增长



数据来源: 赛迪, 广发证券发展研究中心

五、商业航天：芳纶为太空设备理想材料，应用空间广

太空环境的极端温度、辐射和真空等对材料提出更高要求。据Surana petro-tex官网，先进的复合材料，特别是芳纶和碳纤维，在建造卫星、航天飞机和其他太空设备时已经不可或缺。这些材料提供了强度、耐用性和轻质性能的卓越组合，使其成为外太空应用材料的理想选择。

航天器和卫星在发射期间需承受巨大的压力，在极端环境中运作，传统材料应用空间有限。芳纶和碳纤维等先进复合材料，在火箭和卫星的应用方面具有几个重要优势，如高强度重量比、热稳定性、抗辐照、振动阻尼等。例如，抗辐照方面，芳纶纤维具备出色的抗辐射性，使其成为屏蔽敏感电子产品和延长太空设备寿命的理想选择；在振动阻尼方面，太空任务，特别是发射环节，涉及高振动水平。芳纶擅长吸收和抑制振动，这对于保护精密仪器并确保任务期间数据收集成功至关重要。

表 2：芳纶及碳纤维的特性在航天的应用

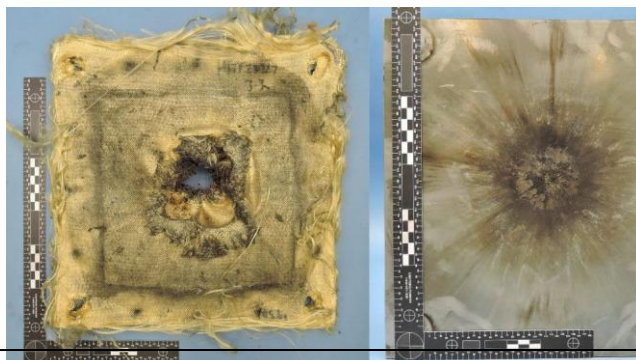
序号	属性	说明
1	高强度重量比	减轻重量对于最小化燃料成本和最大化效率至关重要，但航天器部件仍然需要承受强烈的机械应力。碳纤维复合材料比钢坚固五倍，但更轻，非常适合卫星框架和航天器面板等结构元素
2	热稳定性	空间温度波动非常大——从严寒到酷热不等。碳纤维复合材料与高性能树脂结合时，在这些极端条件下保持其结构完整性，确保在阳光直射和空间冷真空下的可靠性。
3	抗辐射性	航天器不断受到宇宙辐射的轰炸，随着时间的推移，宇宙辐射会降解材料。芳纶纤维以其出色的抗辐射性而闻名，使其成为屏蔽敏感电子产品和延长太空设备寿命的理想选择。
4	振动阻尼	太空任务，特别是发射，涉及高振动水平。芳纶擅长吸收和抑制振动，这对于保护精密仪器并确保任务期间数据收集成功至关重要。

资料来源：Surana petro-tex 官网，广发证券发展研究中心

美国持续扩大芳纶在商业航天应用领域。据Emergen Research网站，联邦航空管理局（FAA）已经批准了许多基于芳纶的复合材料应用，验证了其关键航空航天应用的安全性和性能特性。太空探索计划进一步扩大了需求，美国宇航局的阿耳忒弥斯计划和商业太空需要能够承受极端温度变化和辐射暴露的先进材料。**SpaceX的Falcon Heavy在整流罩结构中使用芳纶纤维增强，展示了该材料在航空航天应用中的多功能性。**

太空环境复杂，太空碎片易对航天器造成冲击，芳纶纤维的高强度特征下有望实现更大规模的应用。据Shenghetech官网，例如，防弹方面，芳纶头盔是由特殊树脂粘合并高温高压下成型的多层芳纶布。芳纶头盔是由杜邦在20世纪70年代开发的。它们的优点是强度高、重量轻、防护性能好，后面它们被越来越多的国家采用。芳纶纤维的弹道抗冲击性应归因于其优越的热稳定性、高结晶度、高定向结构和高拉伸性能。高玻璃化转变温度和优异的热稳定性使芳纶纤维能够确保弹道撞击产生的高温下抗冲击结构的稳定性；高结晶度和高取向产生高模量，确保对轴向变形的快速响应；高弹性和中等伸长率使芳纶纤维具有高韧性，因此它们在纵向断裂时可以有效工作。太空环境复杂，且随着航天器及发射数量增加，如何应对太空碎片的冲击成为材料升级的主要方向之一。例如，据Space网站，下一代空间碎片保护材料芳纶纤维正在准备前往国际空间站进行试行，由化学巨头杜邦公司开发，并由美国宇航局在新墨西哥州的白沙测试设施（WTSF）进行测试。

图 39: 杜邦新型材料在太空碎片防护中的应用



数据来源: space 官网, 广发证券发展研究中心

芳纶纤维的电绝缘性能、波传输性能和尺寸稳定性在天线等领域具有较好的应用前景。据Shenghetech官网, 芳纶纤维具有优异的机械性能、电绝缘性能、波传输性能和尺寸稳定性, 已被用于微电子组装技术、空中或卫星雷达天线盖、雷达天线馈送功能结构部件和移动电气组件的特种印刷电路板的电气和电子领域。RCA为多颗卫星开发的多个抛物线天线的反射表面全部由芳纶纤维织物增强复合材料制成。

芳纶纤维对提高电子元器件在太空的使用寿命发挥重要作用。据《Aramid Fiber-Reinforced Plastics (AFRPs) in Aerospace: A Review of Recent Advancements and Future Perspectives》(2025, Xinning Xu), AFRP (芳纶纤维增强) 在极端温度条件下表现出出色的适应性。在低温下, 芳纶纤维表现出最小的脆性和强度损失。例如, 在液氮温度 (-196°C 或 -320°F) 下, 强度损失极小, 这使得它们非常适合与低温推进剂接触的空间组件。在高温下, 芳纶纤维的碳化温度约为 427°C (800°F), 而AFRP的最高使用温度通常受聚合物基质的热稳定性的限制, 通常约为 $150-177^{\circ}\text{C}$ 。值得注意的是, 芳纶纤维在轴向方向上表现出轻微的负热膨胀系数 (例如, Hexcel芳纶纤维为 $-2.4 \times 10^{-6}/^{\circ}\text{C}$), 这对于制造具有高尺寸稳定性的精密部件至关重要, 如卫星天线反射器, 这些元件在轨道温度波动严重的环境中工作。

此外, 太空环境温度变化频繁且极端, 芳纶纤维的阻燃、耐温性能、抗辐照等, 在宇航服等领域有明显的应用优势。据Shenghetech官网, 外太空服材料需要轻便、灵活、耐磨、抗冲击, 并具有良好的机械耐久性; 耐化学性、耐热性和耐光性都良好, 可以防止各种辐射。在超高和超低温下, 以及在高能热光辐射下, 该材料的各种特性都是稳定的, 芳纶纤维织物是首选材料。

六、盈利预测与估值

核心投资逻辑：（1）**全球高端芳纶纸核心供应商之一。**公司主要产品芳纶纸广泛应用于电力电气、航空航天、新能源、电子通讯等重要领域，下游已涵盖国内外主流客户及多个高增市场。（2）**商业航天战略材料核心供应商之一。**芳纶纸具有高强度、耐高温、绝缘、耐辐射等诸多特性，太空环境的极端温度、辐射、真空、碎片等对材料提出更高要求，在整流罩、卫星天线等领域具有广阔应用前景，如公司25中报及2025年10月31日投资者关系活动公告指出，公司蜂窝芯材用产品已成熟应用于卫星及火箭整流罩等。（3）**受益海外电网升级及数据中心的高景气。**随着海外电网改造及数据中心建设的进程加快，机车大功率牵引变压器、电机及智能电网新型输变电设备需求有望大幅度增长，变压器等设备用芳纶绝缘纸的市场将迎来新的增长点。据wind，24年公司海外毛利占比28%，需求提升外公司在终端用户层面还持续对国外竞争对手的产品进行替代。（4）**高壁垒下领先受益全球民航新机和维修需求大周期，以及国产替代进程加速。**受全球民航新增需求以及机龄老龄化影响，预计全球民航飞机需求保持较高的景气度，一方面公司有望受益于波音及空客等新机需求的增加，另一方面现存机队老龄化下有望带来广阔的维修及PMA需求。此外，国产大飞机有望供需改善而实现交付加速，公司蜂窝芯材用芳纶纸已在主流飞机制造商实现成熟应用，或领先受益。（5）**全球供给趋紧，杜邦公司退出下，公司产品在高端领域份额具备提升的可能性。**25年9月美国杜邦出售Kevlar和Nomex芳纶业务，国内企业有望凭借成本优势和快速响应能力，加速接收杜邦等市场需求，特别是在对位芳纶领域，有望提升其在全球市场的份额。

基于公司当前在全球高端芳纶纸领域核心竞争力及成熟配套，考虑下游如海外电网升级、商业航天、全球民航新机及维修、国产大飞机加速、低空经济等市场需求发展，我们预计2025-27年公司合并口径营业收入分别达4.79/6.43/9.60亿元，分别同比增长17.5%/34.2%/49.2%，预计未来三年整体毛利率分别为41.1%/44.3%/47.5%。预计2025-27年公司归母净利润分别为1.23/1.77/2.82亿元，分别同比增长21.9%/44.1%/59.5%，2025-27年EPS分别为0.84/1.21/1.93元/股，具体来看：

（1）**主营业务收入预测方面**，公司当前产品以芳纶纸为主，下游需求主要涵盖电气业务、航空航天业务等。随着数据中心、商业航天、新能源汽车、风力发电等芳纶纸新兴应用领域的出现，芳纶纸的市场需求逐步扩大。此外，海外电网改造及数据中心建设的进程加快，机车大功率牵引变压器、电机及智能电网新型输变电设备需求将会大幅度增长，变压器等设备用芳纶绝缘纸的市场将迎来新的增长点。同时，高端领域蜂窝芯材用芳纶纸方面，一方面全球民航新机列装及维修大周期带来整体市场空间的扩大，另一方面国产大飞机对蜂窝芯材芳纶纸的需求也将带动国内芳纶纸行业的发展；国内外商业航天呈现加速发展趋势，芳纶的耐高温、抗辐照、高强度、绝缘等特性具备显著的应用优势，进一步带来整体芳纶纸市场需求的扩大。竞争格局方面，海外龙头如杜邦等业务的退出背景下，公司有望凭借价格与供应周期的优势，不断提高整体市场份额，并进一步实现国内外高端领域的应用。我们预计，公司2025-27年芳纶纸收入同比增长18%/35%/50%，实现环比加速的高增长领域重点关注民航、国产PMA、电气以及商业航天等细分市场；同时，考虑到蜂窝芯材用芳纶纸的高毛利率特征，以及公司在全中国范围内处于前列的市场地位，产品结构的改善、规模经济等背景有望促整体毛利率实现年度环比改善，我们预计该业务毛利率25-27年分别为42%/45%/48%。

(2) 费用率方面，结合公司营收增长情况及相关市场的开拓与业务整合，以及公司规模扩大带来的一定规模效应，我们预计2025-27年公司管理销售费用率分别5.9%/6.4%/6.8%。

表 3: 公司分业务拆分 (亿元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
芳纶纸					
收入	3.4	4.0	4.7	6.3	9.5
增长率 (%)	20.7%	16.7%	18.0%	35.0%	50.0%
成本	2.2	2.4	2.7	3.5	4.9
毛利	1.2	1.5	2.0	2.8	4.6
毛利率 (%)	34.0%	38.9%	42.0%	45.0%	48.0%
芳纶纸复合材料					
收入		0.1	0.1	0.1	0.1
增长率 (%)					
成本		0.1	0.1	0.1	0.1
毛利		0.0	0.0	0.0	0.0
毛利率 (%)					
合计					
收入	3.4	4.1	4.79	6.43	9.60
增长率 (%)	20.7%	19.8%	17.5%	34.2%	49.2%
成本	2.3	2.6	2.8	3.6	5.0
毛利	1.2	1.5	2.0	2.8	4.6
毛利率 (%)	34.0%	37.5%	41.1%	44.3%	47.5%

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心 (公司含其他业务, 但基数较小, 为避免歧义不显示毛利率)

考虑26-27年芳纶纸收入及毛利率预测值较高，补充26-27年业绩敏感性分析。

2026年预测：收入预测方面，若全球民航供应链阶段性受阻、国产大飞机进程放缓以及海外AI等电网改造进度减慢，则芳纶纸收入增速存在放缓的可能性，增速下限我们预测为25%；但若国产大飞机在政策支持等背景下加速，以及商业航天发展加速对芳纶蜂窝的需求，以及低空经济从0-1发展，我们预计芳纶纸收入增速有可能进一步提升至45%；因为航空航天、商业航天、低空经济等产品毛利率较高，不排除芳纶纸毛利率整体提升的可能性，上限值提高至48%，若整体竞争环境趋紧及下游客户话语权提升，我们给予毛利率下限为42%。基于以上假设做2026年，芳纶纸收入增速及毛利率对公司整体归母净利润的敏感性分析。

表 4：2026年芳纶纸收入增速及芳纶纸毛利率对2026年公司整体归母净利润的敏感性分析

	25%	30%	35%	40%	45%
42%	148	154	160	166	172
43%	153	160	166	172	178
44%	159	165	171	177	184
45%	164	170	177	183	190
46%	169	175	182	189	195
47%	174	181	188	195	201
48%	179	186	193	200	207

资料来源：wind，广发证券发展研究中心（第一行为芳纶纸收入增速；第一列为芳纶纸毛利率；得出结果为2026年的归母净利润，归母净利润数值单位为百万元）

2027年预测：收入预测方面，若2027年国产大飞机整体需求不及预期，以及商业航天发展受下游商业模式落地等因素影响受阻，以及全球AI等电网资本开支受现金流等影响减弱，芳纶纸收入，尤其是高端芳纶纸收入存在不能实现进一步增长的可能性，芳纶纸收入增速下限我们预测为40%；但若全球民航供应链加速修复，叠加全球已创新高的机龄老龄化对维修需求增加，以及商业航天商业模式落地加速，且航空航天、低空经济的芳纶纸单价较高，不排除整体芳纶纸收入增速提升至60%以上。基于2026年毛利率预测基数，因为航空航天、商业航天、低空经济等产品毛利率较高，不排除芳纶纸毛利率整体提升的可能性，上限值提高至51%，若整体竞争环境趋紧及下游客户话语权提升，我们给予毛利率下限为45%。基于以上假设做2027年，芳纶纸收入增速及毛利率对公司整体归母净利润的敏感性分析。

表 5：2027年芳纶纸收入增速及芳纶纸毛利率对2027年公司整体归母净利润的敏感性分析

	40%	45%	50%	55%	60%
45%	240	249	257	266	274
46%	248	257	265	274	283
47%	255	265	274	283	292
48%	263	272	282	291	301
49%	271	280	290	300	309
50%	278	288	298	308	318
51%	286	296	306	316	327

资料来源：wind，广发证券发展研究中心（第一行为芳纶纸收入增速；第一列为芳纶纸毛利率；得出结果为2027年的归母净利润，归母净利润数值单位为百万元）

可比公司估值：考虑公司下游主要应用于电子电气、新能源、航空航天等高端装备市场，但当前公司产品处于行业前列水平，如蜂窝芯材方向国内可比公司较少，基于公司产品地位及下游市场，我们选取国内可比上市公司有富士达（国内射频连接器方向应用于航空航天等市场）、天力复合（形成了稀有、有色、难熔、贵金属、黑色金属等系列复合材料产品，产品广泛应用于化工、核电、航空航天）。

（1）格局端，公司是全球高端芳纶纸核心供应商之一。公司产品芳纶纸广泛应用于电力电气、航空航天、新能源、电子通讯等重要领域，下游已涵盖国内外主流客户及多个高增市场。同时，25年9月美国杜邦出售Kevlar和Nomex芳纶业务，国内企业有望凭借成本优势和快速响应能力，加速接收杜邦等市场需求，特别是在对位芳纶领域，进一步提升其在全球市场的份额。

（2）市场端，装备现代化、国产大飞机加速替代、商业航天市场发展、电气业务受益电网改造及AIDC建设需求下，公司产品下游市场有望长期处于高增长赛道。同时公司正积极拓展海外用户、以及在原有成熟用户积极拓展新品类，有望受益于全球民航制造向上周期、电网改造升级、以及国内外航空航天发展机遇。综上，我们认为适合给予公司26年45倍的PE估值，对应合理价值54.34元/股，给予“增持”评级。

表 6：可比公司估值分析

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE 估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
天力复合	920576.BJ	形成了稀有、有色、难熔、贵金属、黑色金属等系列复合材料产品，产品广泛应用于化工、核电、航空航天	77	61	49	57	127	156	135
富士达	920640.BJ	公司产品广泛应用于通信及防务市场	71	51	100	131	138	71	54

资料来源：wind，广发证券发展研究中心（上述均为 Wind 一致预测，市值选取 2025/12/31 日收盘）

七、风险提示

（一）下游列装及交付低预期

公司所处行业主要包括电气、航空航天等领域，市场开拓受国际形势变化、宏观经济发展、政府采购计划和行业竞争等多种因素影响。

（二）重大行业政策调整的风险

公司下游部分行业覆盖较多行业且有出口业务，高端装备行业需求及供给受影响因素较多，无论是需求端还是供给端均受政府政策影响较大。因此若相关政策发生调整，如影响较大的定价政策、采购政策等，则易对板块产生一定系统性冲击。

（三）技术迭代风险

公司产品属于高端制造业，下游多应用于高端市场，但相关市场多由技术升级驱动，不排除新兴材料对公司现有产品的技术替代可能性。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	520	561	627	769	1,021
货币资金	319	293	328	377	453
应收及预付	68	98	108	145	216
存货	99	104	115	146	206
其他	34	66	76	100	146
非流动资产总额	292	419	440	463	486
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	206	262	266	273	282
在建工程	29	80	95	109	121
使用权资产	0	5	5	5	5
无形资产	14	16	18	20	22
其他	43	56	56	56	56
资产总额	812	980	1,067	1,232	1,508
流动负债总额	83	176	187	226	302
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	57	130	144	184	260
其他	25	46	42	42	42
非流动负债总额	63	69	59	59	59
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	63	69	59	59	59
负债总额	146	245	245	285	361
股本	146	146	146	146	146
其他	497	570	657	782	982
归母权益合计	643	716	803	928	1,128
少数股东权益	24	19	19	19	19
负债和股东权益	812	980	1,067	1,232	1,508

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	340	408	479	643	960
营业成本	225	255	282	359	504
营业税金及附加	2	2	3	4	5
销售费用	12	12	13	19	32
管理费用	16	14	15	22	34
研发费用	20	27	30	40	60
财务费用	-5	-4	0	0	0
资产信用减值损失	-2	-2	-6	-7	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	89	110	140	203	328
营业外收支	5	0	0	0	0
利润总额	94	110	140	203	328
所得税费用	13	14	18	26	46
合并净利润	81	96	123	177	282
少数股东损益	-1	-5	0	0	0
归母净利润	82	101	123	177	282
EPS (元/股)	0.56	0.69	0.84	1.21	1.93

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	35	42	129	159	219
合并净利润	81	96	123	177	282
折旧摊销	21	24	31	34	37
营运资金变动	-68	-76	-26	-59	-108
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-70	-32	-24	-58	-61
资本性开支	-56	-48	-53	-57	-60
投资	-15	15	1	0	0
其他	0	0	28	-1	-1
融资活动现金流净额	272	-30	-41	-51	-82
股本融资	277	0	0	0	0
债权融资	0	0	-5	0	0
股利分配与偿付利息	0	-29	-36	-51	-82
其他	-5	0	0	0	0
现金净增加额	238	-20	64	50	76
期初现金余额	45	283	263	328	377
期末现金余额	283	263	328	377	453

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	-	19.8%	17.5%	34.2%	49.2%
营业利润增长率		23.1%	28.0%	44.7%	61.4%
归母净利增长率		23.1%	21.9%	44.1%	59.5%
获利能力					
毛利率	34.0%	37.5%	41.1%	44.3%	47.5%
净利率	23.7%	23.5%	25.6%	27.5%	29.4%
ROE	12.7%	14.0%	15.3%	19.0%	25.0%
偿债能力					
资产负债率	17.9%	25.0%	23.0%	23.1%	23.9%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.3	3.2	3.4	3.4	3.4
利息保障倍数		598.8			
营运能力					
应收账款周转率	14.8	13.7	13.7	13.7	13.7
存货周转率	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	8.1	3.0	3.0	3.0	3.0
每股指标					
每股收益	0.56	0.69	0.84	1.21	1.93
每股净资产	4.40	4.90	5.49	6.35	7.71
每股经营现金流	0.24	0.29	0.88	1.09	1.50
估值比率					
PE	33.7	28.2	48.8	33.9	21.2
PB	4.3	4.0	7.5	6.4	5.3
EV/EBITDA	23.1	19.2	31.8	22.9	14.8

广发基础化工行业研究小组

孟祥杰：首席分析师，清华大学机械工程博士、哈佛大学访问学者，航天实业背景、全行业覆盖。

吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

曲尚浩：高级分析师，哈尔滨工业大学（深圳）硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。