

2026年01月15日

民士达 (920394.BJ)

——商业航天及变压器或迎来加速发展期，芳纶纸需求动能有望进一步释放

投资评级：买入（维持）

投资要点：

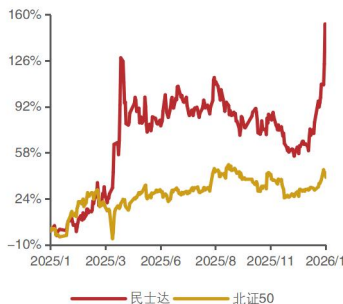
证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚
huwenhan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年01月15日

收盘价(元)	53.00
一年内最高/最低(元)	60.10/21.84
总市值(百万元)	7,751.25
流通市值(百万元)	7,694.16
总股本(百万股)	146.25
资产负债率(%)	22.03
每股净资产(元/股)	5.31

资料来源：聚源数据

- **事件：中国在2025年12月底向ITU提交了新增20.3万颗卫星的频率与轨道资源申请，覆盖14个卫星星座，芳纶纸在航天领域应用潜力广阔，公司有望受益。**据上海祺申塑业股份有限公司公众号信息，芳纶纸机械性能强韧，具有弹性和柔韧性，可再加工，芳纶纤维纸制造的蜂窝复合材料针对航空航天领域，更加适配阻燃、耐腐蚀、高强度、轻量化和隔音降噪性等需求。芳纶纸因其优势在航天领域广泛应用：1) 高强度。芳纶纸蜂窝的高强度和耐高温性能能够确保航空航天器在极端环境下的安全运行，因此可用于**火箭发动机壳体**及飞机、航天器的**机身、主翼、尾翼等结构件**的制造，如芳纶纤维增强复合材料(AFRP)可用于**卫星的连接部件以及易受空间碎片撞击区域的防护结构**中；2) 轻量化。芳纶纤维逐渐由承受冲击力的结构部件发展到二次结构材料，如**机舱门窗、整流罩体表面**等，如美国三叉戟2战略导弹**第三级火箭发动机壳体**采用的对位芳纶/环氧树脂复合材料相比玻纤/环氧树脂复合材料可实现30%~40%的减重；3) 耐热阻燃、耐冲击。**运载火箭整流罩面板及夹层**均可使用芳纶材料，实现保护卫星等有效载荷不受外界自然环境和气动冲刷的影响、不受热流的侵蚀。4) 绝缘性。得益于芳纶纤维良好的绝缘性能，芳纶纤维增强复合材料在对电磁屏蔽有特定要求的**卫星电子设备舱结构**中也具有应用价值，此外**卫星中的太阳能电池板**也广泛使用绝缘性能优秀的芳纶纤维复合材料面板制作的各种蜂窝构件。民士达当前芳纶纸产品主要应用于电气绝缘和蜂窝芯材两大领域，其中**蜂窝芯材产品已成熟应用于各类航空器、卫星领域**，未来下游需求增长空间可期。
- **北美缺电、欧洲电网老化背景下，中国变压器出海空间广阔+数据中心变压器需求旺盛，有望带动公司芳纶纸需求。**当前人工智能、AI产业的快速崛起提升了数据中心变压器需求，此外全球光伏、风电、水电等绿能发电站的快速建设也推动光储升压变市场规模迅速扩大。多方面需求共振，全球变压器短缺成为当前趋势，据美国爱迪生电气协会(EEI)预测，未来五年美国电力行业计划投资超1.1万亿美元用于电网升级与扩建，2025年一年的支出预计达2079亿美元。全球变压器需求旺盛背景下，**2025年前11个月，中国变压器出口额增长至439.95亿元，同比增长47%，公司电气绝缘用芳纶纸也有望迎来需求持续释放。**此外，固态变压器作为数据中心下一代供电方案的核心，其发展日趋成熟，**公司绝缘材料已切入固态变压器领域并与多家国内外头部客户达成合作或接洽，部分已导入应用，应用潜力广阔。**
- **公司产能建设持续推进中，消费品等多元化下游布局不断拓展。**公司产能建设稳定推进中，募投1500吨产线已于2025年6月份进入试生产阶段，**截至2025年9月30日，该产线开机率约为50%，产能储备相对充足。**公司也积极推动多元化下游应用的拓展：2025年10月10日公司发布信息称，公司亮相意大利线圈及电机展览会，聚焦电机、变压器等核心领域的新材料应用与未来趋势；公司将自主研发的AirVita系列匹克球拍向高校推广，该系列球拍凭借芳纶材料轻量化、高强度、高弹性的特性，精准覆盖了不同水平的运动需求，体现公司芳纶纸正向体育等消费级市场延伸。
- **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，对应当前股价PE分别为54/43/34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，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**市场竞争加剧风险、下游需求下滑风险、技术研发及产品开发风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	340	408	501	635	805
同比增长率（%）	20.70%	19.82%	22.74%	26.90%	26.63%
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）	94.95	77.11	54.34	42.81	33.71

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	274	378	523
应收票据及账款	156	171	211	263
预付账款	2	5	6	7
其他应收款	0	0	0	0
存货	104	114	129	144
其他流动资产	6	19	24	22
流动资产总计	561	582	749	959
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	1,090	1,270	1,495
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	121	122	150	177
其他流动负债	55	40	51	64
流动负债合计	176	162	200	241
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	247	289	337
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	1,090	1,270	1,495

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	96	128	164	212
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	-38	-19	-28
其他经营现金流	3	13	15	18
经营性现金净流量	42	133	198	238
投资性现金净流量	-32	-125	-58	-49
筹资性现金净流量	-30	-28	-35	-44
现金流量净额	-20	-19	105	145

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	408	501	635	805
营业成本	255	298	377	477
税金及附加	2	2	3	2
销售费用	12	15	18	22
管理费用	14	13	16	19
研发费用	27	26	34	43
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	-3	-3	-2
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	159	203	260
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	0	1	1	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%	22.74%	26.90%	26.63%
营业利润增长率	23.11%	44.66%	27.77%	28.08%
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%	213.97%	48.21%	20.22%
盈利能力				
毛利率	37.49%	40.56%	40.73%	40.66%
净利率	23.49%	27.66%	27.91%	28.23%
ROE	14.04%	17.23%	18.67%	20.00%
ROA	10.26%	13.09%	14.25%	15.38%
估值倍数				
P/E	77.11	54.34	42.81	33.71
P/S	19.00	15.48	12.20	9.63
P/B	10.82	9.36	7.99	6.74
股息率	0.38%	0.40%	0.51%	0.64%
EV/EBITDA	20	40	31	25

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）。