

民士达 (920394)

2025年报点评:多领域变压器需求持续旺盛,驱动营收与利润双增

买入 (维持)

2026年03月22日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书: S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	407.95	445.30	583.20	770.40	1,035.50
同比	19.82	9.16	30.97	32.10	34.41
归母净利润(百万元)	100.52	127.37	164.53	218.50	296.36
同比	23.14	26.70	29.18	32.80	35.63
EPS-最新摊薄(元/股)	0.69	0.87	1.13	1.49	2.03
P/E(现价&最新摊薄)	65.85	51.97	40.23	30.29	22.34

投资要点

■ **2025年营收与利润双增,盈利能力稳步改善。**2025年公司实现营收4.45亿元,同比+9.16%;归母净利润1.27亿元,同比+26.70%;扣非归母净利润1.08亿元,同比+17.37%。全年销售毛利率40.24%,同比+2.75pct;销售净利率28.60%,同比+3.96pct。主要系全球电力变压器、AI算力数据中心、新能源等领域高速发展带来变压器需求持续旺盛,拉动芳纶绝缘纸消费量显著提升,销量增长、生产成本下降共同作用影响收入利润增长;供应商端原料采购成本下降影响销售毛利率增长。费用端,销售费用率3.12%,同比提升0.29pct,系新材料保险摊销及营销队伍建设所致;管理费用率3.11%,同比小幅下降0.34pct,管理效率稳步提升;财务费用率-0.76%,同比略有上升,主要因汇兑收益减少。

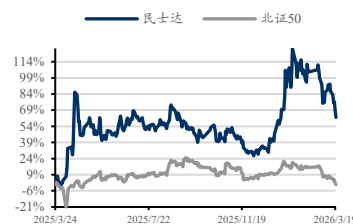
■ **芳纶纸为核心主业,营收占比超95%,复合材料同比高速增长117%。**分业务来看,1)芳纶纸作为公司核心主业,2025年实现营收4.24亿元,同比增长6.68%;毛利率42.22%,同比+3.28pct;营收占比超95%,仍是公司最主要收入来源,主要原因系全球电力变压器、AI算力数据中心、新能源等领域高速发展带来各类变压器需求持续旺盛,拉动了芳纶绝缘纸的消费量显著提升。2)复合材料业务表现亮眼,实现营收2121万元,同比大幅增长116.58%,营收占比提升至4.76%,毛利率同比提升19.70pct至0.87%,主要系公司深耕新能源汽车驱动电机和变压器领域,在新能源汽车领域加强同头部电机和整车厂的合作,多品种多规格产品满足客户不同需求;在变压器领域重点推广自研新规格产品对非复合材料产品的替代,加强同部分终端客户的合作。

■ **芳纶纸行业高景气,国产化替代+下游扩容打开成长空间。**1)行业高景气:作为高性能复合材料,芳纶纸凭借耐高温、阻燃、绝缘等优异性能,广泛应用于航空航天、电力电气、新能源汽车、5G通信、轨道交通等领域,下游新兴领域需求增加是行业核心增长动力。2)产品创新能力强:公司自2009年成立以来即深耕于芳纶纸领域,产品打破美国杜邦公司全球独家垄断,使我国成为世界上第二个能够生产芳纶纸的国家,经过十余年发展,公司已成为国内芳纶纸行业龙头企业 and 国内规模最大的芳纶纸制造企业。3)客户资源优:经过多年持续发展,公司市场认可度和品牌知名度逐步提升,主要直接客户或终端客户涵盖中航集团、中国中车、瑞士ABB公司、德国西门子、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。

■ **盈利预测与投资评级:**公司为国内芳纶纸领域龙头企业,持续受益芳纶纸国产化替代加速与下游新兴领域需求持续扩容。调整公司2026~2028年归母净利润预测为1.65/2.19/2.96亿元(2026-2027前值为1.50/1.74亿元),对应最新PE为40/30/22x,维持“买入”评级。

■ **风险提示:**1)技术迭代不及预期;2)宏观经济波动;3)市场竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.26
一年最低/最高价	26.89/67.58
市净率(倍)	8.15
流通A股市值(百万元)	6,586.77
总市值(百万元)	6,619.27

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.56
资产负债率(%,LF)	20.52
总股本(百万股)	146.25
流通A股(百万股)	145.53

相关研究

《民士达(920394):2025业绩快报点评:核心业务芳纶纸量利齐升,全年业绩同比+27%》

2026-03-02

民士达三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	533	669	856	1,104	营业总收入	445	583	770	1,036
货币资金及交易性金融资产	195	291	460	603	营业成本(含金融类)	266	343	451	599
经营性应收款项	114	151	197	267	税金及附加	3	4	5	6
存货	136	131	149	197	销售费用	14	18	23	31
合同资产	0	0	0	0	管理费用	14	18	23	31
其他流动资产	89	97	50	37	研发费用	25	32	43	57
非流动资产	512	530	538	559	财务费用	(3)	(4)	(6)	(6)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	13	17	23
固定资产及使用权资产	343	341	333	345	投资净收益	1	1	1	1
在建工程	60	80	96	106	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	15	15	15	15	减值损失	(3)	(2)	(1)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	13	3	4	3
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	146	188	251	342
其他非流动资产	89	89	89	89	营业外净收支	(1)	0	0	0
资产总计	1,045	1,199	1,393	1,663	利润总额	146	188	251	342
流动负债	100	123	148	188	减:所得税	20	24	33	45
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	126	164	218	298
经营性应付款项	46	63	81	107	减:少数股东损益	(1)	(1)	0	1
合同负债	11	12	15	21	归属母公司净利润	127	165	219	296
其他流动负债	43	47	52	59	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.87	1.13	1.49	2.03
非流动负债	115	115	116	116	EBIT	129	185	245	337
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	160	222	286	346
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.24	41.19	41.43	42.15
租赁负债	4	5	5	5	归母净利率(%)	28.60	28.21	28.36	28.62
其他非流动负债	110	110	110	110	收入增长率(%)	9.16	30.97	32.10	34.41
负债合计	214	238	264	304	归母净利润增长率(%)	26.70	29.18	32.80	35.63
归属母公司股东权益	813	944	1,112	1,341					
少数股东权益	18	17	17	19					
所有者权益合计	830	961	1,129	1,359					
负债和股东权益	1,045	1,199	1,393	1,663					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	70	180	262	237	每股净资产(元)	5.56	6.45	7.61	9.17
投资活动现金流	(134)	(51)	(43)	(27)	最新发行在外股份(百万股)	146	146	146	146
筹资活动现金流	(30)	(37)	(50)	(68)	ROIC(%)	14.22	17.81	20.29	23.41
现金净增加额	(94)	92	169	142	ROE-摊薄(%)	15.67	17.43	19.64	22.11
折旧和摊销	31	37	41	9	资产负债率(%)	20.52	19.83	18.95	18.28
资本开支	(65)	(52)	(44)	(28)	P/E(现价&最新股本摊薄)	51.97	40.23	30.29	22.34
营运资本变动	(82)	(19)	7	(67)	P/B(现价)	8.15	7.01	5.95	4.94

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>