

2026年04月15日

民士达(920394.BJ)

——杜邦出售芳纶业务或加速国产替代与出海，公司RO膜基材新产线设备安装基本完成

投资评级：买入（维持）

投资要点：

- **事件：**公司发布2026年一季度报告，2026Q1实现营收1.12亿元(yoy-3%)，归母净利润3058万元(yoy+0.1%)，扣非归母净利润2745万元(yoy-8%)，经营活动产生的现金流量净额4315万元(yoy+53%)，销售费用率2.52%(yoy+0.37pcts)，管理费用率3.23%(yoy+0.64pcts)。公司2026Q1经营活动产生的现金流量净额增加，且毛利率上升至41.6%(yoy+1.9pcts)，净利率达27.0%(yoy+0.7pcts)，盈利能力同比提升。产能与研发方面，2026Q1公司RO膜基材新产线的设备安装工作已基本完成，预计4月份进行试生产；公司募投项目中的研发中心项目已建成，新型功能纸基项目正常运行，且2026Q1公司新型功能纸基工程部分产线转固，致公司在建工程较2025年末下降54.40%；闪蒸无纺布研发已取得较明显进展，目前仍处于中试优化阶段，尚未启动产业化。其他财务因素方面，2026Q1公司在途资金增加影响坏账计提金额增加，致公司信用减值损失同比增长72.94%；2026Q1公司财务费用同比增加102.27%，原因是受汇率波动影响汇兑损失增加；此类影响或主要是阶段性表现，对盈利水平有一定负面影响，后续或将呈现修复。
- **杜邦完成芳纶业务（含芳纶纸）出售，全球芳纶纸市场格局或面临重塑，民士达作为国内领军企业有望受益于进口替代加速与全球份额提升。**截至2026年4月，杜邦公司已完成将其芳纶业务（包括Kevlar®凯美拉®和Nomex®诺迈柯斯®两大品牌）出售给TJC旗下投资组合公司Arclin的交易，交易估值约18亿美元。杜邦为全球芳纶纤维发明者和最大生产商，拥有约1,900名员工及五处生产基地，2024年净销售额达13亿美元，杜邦表示此次剥离旨在优化业务组合的战略聚焦、提升增长潜力和利润率水平。我们认为对民士达而言，作为全球领先的芳纶纸供应商，杜邦芳纶业务的出售有望重塑全球芳纶纸市场竞争格局；同时，此举叠加国产替代加速趋势，民士达或将凭借产品性能接轨国际、供应链响应更快及定制化服务能力更强的优势，进一步承接海内外市场需求，有望加速在高端绝缘、航空蜂窝、新能源电机等领域的进口替代与出海进程。
- **民士达与泰和新材联合打造高性能芳纶材质匹克球拍和匹克球系列产品，加速芳纶纸在高端消费级民用市场的布局和推广。**民士达将以往主要应用于航空航天、电气绝缘等高端工业领域的芳纶纸材料应用于民用体育器材。球拍方面，芳纶材料主要应用在匹克球拍的拍面和拍芯，其最大的优点在于轻量化、触感柔软、控球性好；拍面采用泰普龙芳纶长丝编织，强度是钢材的5-6倍，比模量仅为2-3倍；拍芯则运用民士达芳纶纸蜂窝技术，轻量化且不可压缩，可提升30%击球力量反馈并且起到很好的支撑作用。市场价格方面，普通玻纤球拍市场单价在300-400元之间，碳纤维产品在800-1000元之间，而芳纶高性能匹克球拍价格在2000元左右每只；普通玻纤产品在击打次数300-400次之间即会破碎，而芳纶芯产品可击打500次以上。匹克球体则采用芳纶工程塑料制成，抗冲击性比传统硬质PP材料提升50%，耐磨性和耐候性显著增强，单球可重复使用超千次，有望降低赛事运营成本。我们认为公司在匹克球运动这一消费市场的业务拓展具备创新性，有望打开高附加值的新增量市场，同时或将进一步提升公司在芳纶材料领域的不同形态、场景下的工程化、产业化能力，长期来看有利于打造平台型材料企业。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2026-2028年归母净利润为1.55/1.94/2.42亿元，对应PE

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

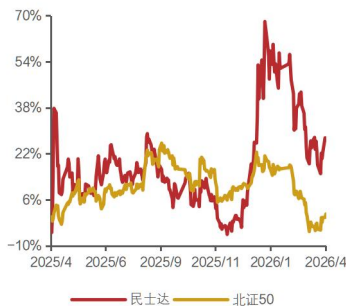
zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚

huwenhan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年04月14日

收盘价(元)	47.69
一年内最高/最低(元)	67.58/35.05
总市值(百万元)	6,974.66
流通市值(百万元)	6,923.29
总股本(百万股)	146.25
资产负债率(%)	20.98
每股净资产(元/股)	5.77

资料来源：聚源数据

为 45/36/29 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、数据中心及消费品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增长，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**国家及行业政策影响较大的风险、市场竞争加剧的风险、技术更新迭代的风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	408	445	552	682	832
同比增长率（%）	19.82%	9.16%	23.98%	23.57%	22.00%
归母净利润（百万元）	101	127	155	194	242
同比增长率（%）	23.14%	26.70%	21.72%	24.96%	24.66%
每股收益（元/股）	0.69	0.87	1.06	1.32	1.65
ROE（%）	14.04%	15.67%	16.60%	17.84%	18.94%
市盈率（P/E）	69.38	54.76	44.99	36.00	28.88

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	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	195	299	424	587
应收票据及账款	113	124	133	137
预付账款	1	2	2	2
其他应收款	84	76	75	80
存货	136	134	138	148
其他流动资产	4	3	3	4
流动资产总计	533	636	775	957
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	343	370	421	438
在建工程	60	60	30	30
无形资产	15	16	19	20
长期待摊费用	5	5	5	5
其他非流动资产	89	91	90	90
非流动资产合计	512	542	565	584
资产总计	1,045	1,179	1,340	1,541
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	46	50	53	56
其他流动负债	54	65	76	89
流动负债合计	100	115	129	145
长期借款	4	4	3	2
其他非流动负债	110	110	110	110
非流动负债合计	115	114	113	112
负债合计	214	229	242	258
股本	146	146	146	146
资本公积	283	283	283	283
留存收益	383	505	657	846
归属母公司权益	813	934	1,086	1,275
少数股东权益	18	15	12	8
股东权益合计	830	949	1,097	1,283
负债和股东权益合计	1,045	1,179	1,340	1,541

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	126	141	176	222
折旧与摊销	31	36	41	45
财务费用	-3	-4	-5	-7
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-80	16	1	-3
其他经营现金流	-3	13	16	19
经营性现金净流量	70	201	228	274
投资性现金净流量	-134	-67	-65	-65
筹资性现金净流量	-30	-31	-37	-46
现金流量净额	-94	104	125	163

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	445	552	682	832
营业成本	266	326	404	489
税金及附加	3	2	3	2
销售费用	14	15	18	22
管理费用	14	15	18	20
研发费用	25	30	36	44
财务费用	-3	-4	-5	-7
资产减值损失	-2	-2	-3	-3
信用减值损失	-2	-1	-1	-2
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	13	0	0	0
其他收益	10	12	14	17
营业利润	146	176	219	275
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	146	176	220	275
所得税	20	24	30	37
净利润	126	152	190	238
少数股东损益	-1	-3	-4	-3
归属母公司股东净利润	127	155	194	242
EPS(元)	0.87	1.06	1.32	1.65

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	9.16%	23.98%	23.57%	22.00%
营业利润增长率	33.59%	20.24%	24.48%	25.25%
归母净利润增长率	26.70%	21.72%	24.96%	24.66%
经营现金流增长率	64.37%	188.29%	13.14%	20.33%
盈利能力				
毛利率	40.24%	40.99%	40.74%	41.19%
净利率	28.37%	27.60%	27.86%	28.61%
ROE	15.67%	16.60%	17.84%	18.94%
ROA	12.19%	13.15%	14.46%	15.67%
估值倍数				
P/E	54.76	44.99	36.00	28.88
P/S	15.66	12.63	10.22	8.38
P/B	8.58	7.47	6.42	5.47
股息率	0.42%	0.48%	0.60%	0.75%
EV/EBITDA	33	32	26	20

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）。