

2026年05月26日

民士达(920394.BJ)

——拟收购中菱科技51%股权，强化电力绝缘材料全链条龙头壁垒，巩固行业定价权

投资评级：买入（维持）

投资要点：

- **事件：**2026年5月25日，公司发布公告，公司拟以现金受让阎传胪、王金俊、李振泉3名股东合计持有的南通中菱电力科技有限公司51.00%股权，交易金额合计8000万元。本次交易完成后，公司将成为中菱科技的控股股东。
- **民士达拟收购中菱科技51%股权，产业链深度协同打通“芳纶纸—绝缘加工—变压器”闭环。**民士达是芳纶纸及其复合材料领域“小巨人”，以国产替代与高端应用拓展为核心，卡位新能源汽车（稳固比亚迪、吉利、华为智驾等核心基本盘，成功拓展东风、长安、小米等头部新项目）、变压器（深化与上海日立、金盘科技等存量客户的战略绑定，逐步切入衡阳特变、沈阳特变等新供应链体系）、航空航天（强化与中航集团的深度合作，终端服务覆盖成飞、西飞、哈飞等主机厂）等高附加值赛道，2025年实现营收4.45亿元，归母净利润1.27亿元，毛利率提升至40.24%。**中菱电力科技**是一家生产电用工用菱格涂胶绝缘纸、菱格上胶薄膜、DMD预浸材料、铝箔屏蔽纸、电用工柔软复合材料、绝缘纸板、成型绝缘件等绝缘材料的专业化公司。民士达收购中菱科技此举将有效拓展国有资本在电力基础设施配套、大规模设备更新等前沿领域的投资版图。此外，根据业绩承诺，预计2027-2028年中菱科技年净利润超2000万元，贡献民士达归母净利润约1000万元。短期看，合作有望提供业务增量；中长期看，协同效应释放+产能扩张，有望驱动公司营收、盈利双升，打开成长空间。
- **民士达对外并购迈出关键一步，垂直整合巩固行业定价权。**我们认为本次收购是公司对外并购战略关键一步，通过控股中菱科技，补齐绝缘深加工短板，强化电力绝缘材料壁垒，**双方将联合开发面向新能源、智能电网、算力中心等领域的定制化解决方案**，依托新能源装机扩容、电网智能化升级、算力基础设施建设带来的增量需求，充分释放芳纶绝缘材料市场空间，同时加速高端复合材料领域的国产化替代进程。此外，**公司依托闪蒸无纺布、RO膜基材等新品培育第二增长曲线，积极拓展航空航天、低空经济等新兴应用领域。**公司联合四川大学、天津科技大学，攻关蜂窝构件用低介电/高导热芳纶纸基材料，稳步推进高强透气芳纶纸等在研项目。随着海外客户认证落地及国产大飞机量产交付，相关业务有望形成长期业绩增量。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2026-2028年归母净利润为1.67/2.18/2.80亿元，对应PE为44/33/26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，公司对外并购战略迈出关键一步，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。

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

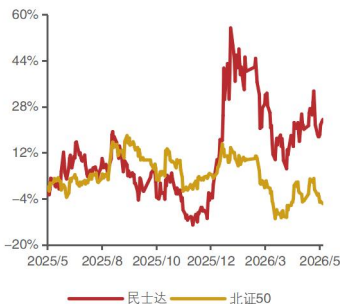
zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚

huwenhan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年05月25日

收盘价(元)	49.97
一年内最高/最低(元)	67.58/35.05
总市值(百万元)	7,308.11
流通市值(百万元)	7,254.29
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

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	408	445	587	756	948
同比增长率(%)	19.82%	9.16%	31.92%	28.64%	25.40%
归母净利润(百万元)	101	127	167	218	280
同比增长率(%)	23.14%	26.70%	31.46%	30.41%	28.28%
每股收益(元/股)	0.69	0.87	1.14	1.49	1.92
ROE(%)	14.04%	15.67%	17.74%	19.59%	20.99%
市盈率(P/E)	72.70	57.38	43.65	33.47	26.09

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	294	429	614
应收票据及账款	113	132	147	156
预付账款	1	2	2	3
其他应收款	84	80	83	91
存货	136	141	151	165
其他流动资产	4	3	4	5
流动资产总计	533	652	815	1,033
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	1,194	1,380	1,617
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	46	53	58	63
其他流动负债	54	69	83	100
流动负债合计	100	122	141	163
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	235	255	275
股本	146	146	146	146
资本公积	283	283	283	283
留存收益	383	515	686	905
归属母公司权益	813	944	1,115	1,334
少数股东权益	18	15	11	7
股东权益合计	830	959	1,126	1,341
负债和股东权益合计	1,045	1,194	1,380	1,617

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	126	153	201	260
折旧与摊销	31	36	41	45
财务费用	-3	-3	-5	-8
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-80	2	-9	-11
其他经营现金流	-3	13	16	19
经营性现金净流量	70	200	242	305
投资性现金净流量	-134	-67	-65	-65
筹资性现金净流量	-30	-33	-43	-54
现金流量净额	-94	100	134	185

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	445	587	756	948
营业成本	266	343	441	548
税金及附加	3	2	3	3
销售费用	14	16	20	25
管理费用	14	16	20	23
研发费用	25	32	40	50
财务费用	-3	-3	-5	-8
资产减值损失	-2	-2	-3	-4
信用减值损失	-2	-1	-2	-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	190	247	319
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	190	248	319
所得税	20	26	33	43
净利润	126	165	214	276
少数股东损益	-1	-3	-4	-4
归属母公司股东净利润	127	167	218	280
EPS(元)	0.87	1.14	1.49	1.92

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%	31.92%	28.64%	25.40%
营业利润增长率	33.59%	29.85%	29.94%	28.90%
归母净利润增长率	26.70%	31.46%	30.41%	28.28%
经营现金流增长率	64.37%	186.07%	21.29%	25.71%
盈利能力				
毛利率	40.24%	41.66%	41.60%	42.17%
净利率	28.37%	28.02%	28.35%	29.15%
ROE	15.67%	17.74%	19.59%	20.99%
ROA	12.19%	14.02%	15.82%	17.32%
估值倍数				
P/E	57.38	43.65	33.47	26.09
P/S	16.41	12.44	9.67	7.71
P/B	8.99	7.74	6.56	5.48
股息率	0.40%	0.50%	0.65%	0.83%
EV/EBITDA	33	32	24	19

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）。