

国产芳纶小巨人，多极驱动高质量增长

民士达(920394)

资本货物/工业

■ 民士达首次覆盖报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
周明颀(分析师)	010-83939792	zhoumingdi@gtht.com	S0880525080003
杨天昊(分析师)	010-83939791	yangtianhao@gtht.com	S0880523080010

本报告导读:

首次覆盖民士达，目标价 56.57 元，给予“增持”评级。芳纶材料是先进制造关键材料，国内后发优势显著。公司是芳纶纸自主可控供应商，技术领先布局广泛。

投资要点:

- **首次覆盖民士达，目标价 56.57 元，给予“增持”评级。**我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 1.57/2.02/2.63 亿元，EPS 分别为 1.07/1.38/1.80 元，综合 PE 及 PB 估值法，给予公司目标价 56.57 元，给予“增持”评级。
- **先进制造关键材料，国内后发优势显著。**1) 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、国防军工等重要领域。2) 随着 C919 国产大飞机产能爬坡、商业航天卫星组网加速，低空经济被纳入国家战略，轻量化、高强度的芳纶蜂窝芯材需求呈现指数级增长。3) 芳纶纸的早期市场应用主要由美国杜邦公司开发，并引领行业发展。随着国内芳纶纸生产企业技术水平的不断提高，以及对下游应用理解的不断深入，国内芳纶纸生产企业在相对滞后的领域正在补齐短板，与国外竞争对手的差距在逐步缩小，同时在部分领域的开发上已经能够与国外公司同台竞技，并在某些领域处于领先地位。
- **芳纶纸自主可控供应商，技术领先布局广泛。**1) 公司十余年专注芳纶纸及其衍生品的研发与制造，终端用户覆盖中航集团、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、日立能源、茵梦达传动、金盘科技、特变电工、比亚迪、吉利、华为等全球知名企业。2) 新能源汽车领域，成功拓展东风、长安、小米等头部新项目，驱动该板块增速超 30%。变压器领域，深化与上海日立、金盘科技等存量客户的战略绑定，同时逐步切入衡阳特变、沈阳特变等新供应链体系。蜂窝材料领域，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，产业链粘性持续增强。海外市场深耕国际龙头客户，凭借 UL 认证成功突破欧美市场准入壁垒；同步进一步优化亚太渠道布局，全球市场份额持续提升。
- **催化剂：**芳纶纸产品民用场景持续扩展。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；客户需求波动风险。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	408	445	577	752	969
(+/-)%	19.8%	9.2%	29.5%	30.4%	28.9%
净利润(归母)	101	127	157	202	263
(+/-)%	23.1%	26.7%	23.0%	28.7%	30.4%
每股净收益(元)	0.69	0.87	1.07	1.38	1.80
净资产收益率(%)	14.0%	15.7%	16.8%	18.5%	20.4%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	70.71	55.81	45.37	35.26	27.04

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

首次覆盖
评级
增持
目标价格(元): 56.57

当前价格: (元) 48.60

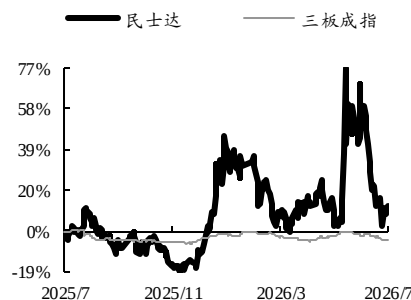
交易数据

52 周内股价区间(元)	35.28-76.71
总市值(百万元)	7,108
总股本/流通 A 股(百万股)	146/146
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	843
每股净资产(元)	5.77
市净率(现价)	8.4
净负债率	-27.31%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-30%	-4%	13%
相对指数	-28%	-5%	16%

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	293	195	209	179	126	营业总收入	408	445	577	752	969
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业成本	255	266	345	446	572
应收账款及票据	96	78	101	132	171	税金及附加	2	3	3	5	6
存货	104	136	176	227	291	销售费用	12	14	18	23	30
其他流动资产	68	124	114	106	83	管理费用	14	14	21	26	33
流动资产合计	561	533	600	645	671	研发费用	27	25	35	46	58
长期投资	0	0	0	0	0	EBIT	107	129	180	236	314
固定资产	262	338	398	629	831	其他收益	11	10	19	21	27
在建工程	80	60	160	260	360	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产及商誉	16	15	14	13	12	投资收益	0	1	0	0	0
其他非流动资产	62	99	104	104	104	财务费用	-4	-3	0	5	11
非流动资产合计	419	512	676	1,007	1,308	减值损失	-2	-3	0	0	0
总资产	980	1,045	1,277	1,651	1,979	资产处置损益	-1	13	6	9	16
短期借款	0	0	0	100	100	营业利润	110	146	179	231	303
应付账款及票据	121	46	59	76	98	营业外收支	0	-1	1	0	0
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	1	所得税	14	20	27	35	45
其他流动负债	54	53	59	66	75	净利润	96	126	153	196	258
流动负债合计	176	100	118	243	273	少数股东损益	-5	-1	-4	-5	-5
长期借款	0	0	100	200	300	归属母公司净利润	101	127	157	202	263
应付债券	0	0	0	0	0						
租赁负债	5	4	4	4	4	主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
其他非流动负债	64	110	107	107	107	ROE(摊薄,%)	14.0%	15.7%	16.8%	18.5%	20.4%
非流动负债合计	69	115	211	311	411	ROA(%)	10.7%	12.5%	13.2%	13.4%	14.2%
总负债	245	214	329	554	684	ROIC(%)	12.6%	13.4%	14.6%	14.3%	15.7%
实收资本(或股本)	146	146	146	146	146	销售毛利率(%)	37.5%	40.2%	40.2%	40.7%	41.0%
其他归母股东权益	570	666	787	942	1,144	EBIT Margin(%)	26.1%	29.1%	31.3%	31.4%	32.4%
归属母公司股东权益	716	813	933	1,088	1,291	销售净利率(%)	23.5%	28.4%	26.5%	26.1%	26.6%
少数股东权益	19	18	14	9	4	资产负债率(%)	25.0%	20.5%	25.8%	33.5%	34.6%
股东权益合计	735	830	947	1,097	1,295	存货周转率(次)	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2
总负债及总权益	980	1,045	1,277	1,651	1,979	应收账款周转率(次)	13.7	14.6	19.9	19.9	19.9
						总资产周转率(次)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
						净利润现金含量	0.4	0.5	1.0	1.1	1.2
现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资本支出/收入	11.7%	14.6%	33.5%	52.0%	39.6%
经营活动现金流	42	70	155	215	303	EV/EBITDA	19.55	36.17	31.60	23.64	17.91
投资活动现金流	-32	-134	-199	-391	-383	P/E(现价&最新股本摊薄)	70.71	55.81	45.37	35.26	27.04
筹资活动现金流	-30	-30	59	146	27	P/B(现价)	9.93	8.75	7.62	6.53	5.51
汇率变动影响及其他	0	1	0	0	0	P/S(现价)	17.42	15.96	12.32	9.45	7.33
现金净增加额	-20	-94	14	-30	-53	EPS-最新股本摊薄(元)	0.69	0.87	1.07	1.38	1.80
折旧与摊销	24	31	41	70	98	DPS-最新股本摊薄(元)	0.20	0.20	0.25	0.32	0.41
营运资本变动	-74	-82	-35	-50	-49	股息率(现价,%)	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%
资本性支出	-48	-65	-193	-391	-383						

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

目录

- 1. 盈利预测与投资建议 4
 - 1.1. 盈利预测 4
 - 1.2. 估值分析 4
- 2. 风险提示..... 6

1. 盈利预测与投资建议

1.1. 盈利预测

首次覆盖给予“增持”评级，我们预计公司 2026~2028 年归母净利润为 1.57/2.02/2.63 亿元，EPS 分别为 1.07/1.38/1.80 元，综合 PE 及 PB 估值法，给予公司目标价 56.57 元，给予“增持”评级。

关键假设：

- 我们认为我国航空航天装备建设有望加速，或将带动相关领域高性能芳纶纤维用量维持增长趋势。
- 全球大飞机市场需求旺盛，先进制造业集群与区域价值链的持续壮大，正催生新兴经济中心之间对高效、高频次航空连接的长期需求。全球民机交付量持续提升，有望带动产业链上游原材料需求高增长。

按产品划分：

- 1) 我们认为，我们认为我国航空航天装备建设有望加速，或将带动相关领域高性能芳纶纤维用量维持增长趋势；全球大飞机市场需求旺盛，先进制造业集群与区域价值链的持续壮大，正催生新兴经济中心之间对高效、高频次航空连接的长期需求。全球民机交付量持续提升，有望带动产业链上游原材料需求高增长。预计 2026-2028 年芳纶纸业务增速为 25%/26%/25%，芳纶纸复合材料业务增速为 120%/80%/60%。
- 2) 预计 2026-2028 年其他业务业务增速为 20%/20%/20%。

费用及盈利能力：

公司致力于通过技术升级迭代及产能提升实现规模效应，预计公司 2026-2028 年毛利率和净利率将保持提升趋势，期内毛利率分别为 40.2%/40.7%/40%，销售净利率分别为 26.5%/26.1%/26.6%。

表1: 主营业务拆分（百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
芳纶纸					
营业收入	397.16	423.70	529.62	667.32	834.15
增长率%	16.70%	6.68%	25.00%	26.00%	25.00%
毛利	154.65	178.87	222.44	280.28	350.34
毛利率	38.94%	42.22%	42.00%	42.00%	42.00%
芳纶纸复合材料					
营业收入	9.79	21.21	46.66	84.00	134.39
增长率%	65659.35%	116.58%	120.00%	80.00%	60.00%
毛利	-1.84	0.19	9.33	0.00	47.04
毛利率		0.87%	20.00%	30.00%	35.00%
其他业务					
营业收入	0.99	0.39	0.47	0.57	0.68
增长率%	600.71%	-60.40%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	0.13	0.14	0.15	0.18	0.22
毛利率	12.63%	35.40%	32.00%	32.00%	32.00%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2. 估值分析



我们采用 PE 估值法和 PB 估值法两种估值方法给出目标价。

可比公司选取：选取复合材料领域可比公司中简科技、光威复材、泰和新材作为可比公司。

中简科技专业从事高性能碳纤维及相关产品研发、生产、销售和技术服务的

高新技术企业。公司自成立以来，以“技术领先，注重应用，技术向纵深发展，应用向纵横发展”为战略目标，用科技与创新为社会持续提供更高性能的碳纤维。公司产品主要应用于航空航天领域，各项指标参数要求较高，在航空航天装备论证阶段即对碳纤维各项指标予以确定，目前公司所生产碳纤维主要为高端、高性能型碳纤维产品，已达到同类产品国际先进水平。公司着眼于高性能碳纤维产品研发、制造，致力于成为具有自主知识产权的国产高性能碳纤维及相关产品研发制造商。

光威复材隶属于威海光威集团，是专业从事高性能碳纤维及复合材料研发生产的高新技术企业。公司下辖威海拓展纤维有限公司及其内蒙古分公司、通用新材料板块、威海光威复合材料科技有限公司、威海光威能源新材料有限公司、威海光威精密机械有限公司、威海光威航天航空科技有限公司、光威北京研发中心等单位，可为客户提供“原丝-碳纤维-织物-树脂-预浸料-复合材料制品-装备制造-检测分析-技术设计”的一体化全产业链服务。21 世纪初，为解决国外对碳纤维“技术、产品、装备”三封锁、核心技术受制于人的被动局面，公司毅然从传统渔具行业向高科技新材料行业转型，于 2002 年成立威海拓展纤维有限公司，在创始人陈光威先生的带领下走上了“脱贫致富、回头无岸”的碳纤维研发路，用小渔竿的微薄之力，在无技术、无装备的困境下，实现中国碳纤维的“从无到有”，打破国外封锁，改变了世界碳纤维格局，成为国防军工碳纤维主力供应商。

泰和新材创建于 1987 年，致力于人类生活环境的改善、生命健康的保护、生活质量的提升和国家安全的保障，横跨氨纶、间位芳纶、对位芳纶等产业领域。氨纶产品属于日常生活用品，具有较强的生命力，主要应用于弹力服饰、医用保健纺织品等领域。芳纶产品属于战略性新兴产业，具有较强的发展潜力，不仅是国防军工、国家骨干装备制造的关键材料，还广泛应用于结构增强、电气绝缘、个体防护、环境保护、先进制造业等重要领域，堪称航空航天工业的关键基础材料，低碳经济与绿色产业的助推器，人类生命安全的守护神。公司属国家创新型试点企业、国家火炬计划重点高新技术企业，建有国家高性能芳纶纤维动员中心，是我国氨纶、芳纶行业的领军企业；公司拥有国家芳纶工程技术研究中心、国家认定企业技术中心、山东省芳纶纤维重点实验室、山东省芳纶产业技术创新战略联盟(牵头单位)、山东省泰山学者设岗单位等行业领先的研发平台等。

PE 估值法：可比公司 2026 年平均 PE 估值 47.83 倍，考虑到民士达为我国芳纶纸复合材料细分赛道龙头，是国家制造业单项冠军企业，在芳纶纸领域具备较强的综合竞争实力，因此给予公司 2026 年 55 倍 PE，对应每股价值 58.91 元。

PB 估值法：可比公司 2026 年平均 PB 估值 2.32 倍，可比公司 2023、2024、2025 年平均 ROE 分别为 9.24%、7.63%、6.03%，与之相比，民士达同期 ROE 分别为 12.7%、14.04%、15.67%。因此，给予公司 2026 年 8.5 倍 PB，预计公司 2026 年 BPS 为 6.38 元，对应每股价值 54.22 元。

表2: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	总市值	EPS (元)		PE		BPS (元)		PB	
		2026/7/27		2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
300777.SZ	中简科技	23.43	103.02	0.47	0.67	49.80	35.06	10.61	11.13	2.21	2.11
300699.SZ	光威复材	25.19	209.42	0.91	1.06	27.70	23.75	7.54	8.34	3.34	3.02
002254.SZ	泰和新材	11.87	101.08	0.18	0.26	65.98	45.43	8.45	8.59	1.41	1.38
	平均值					47.83	34.75			2.32	2.17
920394.BJ	民士达	48.60	71.08	1.07	1.38	45.37	35.26	6.38	7.44	7.62	6.53

数据来源：民士达估值来自本文，其他可比公司来自 Wind 一致预期，国泰海通证券研究

综上，我们取 PE 和 PB 两种估值法的平均值，得到公司目标价为 56.57 元。

2. 风险提示

原材料价格波动风险。公司所配套的芳纶纸及复合材料产品受上游芳纶纤维价格波动影响较大，若因国际地缘政治等因素导致上游原材料价格出现较大幅度波动，或对公司盈利能力造成影响。

客户需求波动风险。公司核心产品主要用途之一为国防工业领域，客户头部效应显著且计划采购属性较强，如头部客户调整采购定价政策和生产采购计划，可能会对公司的经营业绩产生重大影响。

本公司是本报告所述金盘科技(688676),民士达(920394)的做市券商。本报告系本公司分析师根据金盘科技(688676),民士达(920394)公开信息所做的独立判断。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

		评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
		谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 10%之间
		中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
		减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
		无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
	行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
		中性	基本与沪深 300 指数持平
		减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666