

浙江荣泰（603119）

云母龙头守正创新，卡位机器人智启未来

买入（首次）

2025 年 03 月 04 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书：S0600522090009

yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 胡锦芸

执业证书：S0600123070110

hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	667.48	800.26	1,142.57	1,539.93	2,098.05
同比（%）	27.96	19.89	42.78	34.78	36.24
归母净利润（百万元）	133.77	171.80	232.81	351.34	493.95
同比（%）	28.28	28.43	35.51	50.91	40.59
EPS-最新摊薄（元/股）	0.37	0.47	0.64	0.97	1.36
P/E（现价&最新摊薄）	86.06	67.01	49.45	32.77	23.31

投资要点

■ **绝缘云母材料行业龙头，主业护城河稳固盈利亮眼。**公司为耐高温绝缘云母制品行业龙头，主要产品用于新能源汽车的电池热失控安全件，公司前瞻布局押注新能源汽车行业，绑定头部车企及电池厂，成为业绩增长主要来源。公司 2023 年收入 8 亿元，同增 20%，2024 年前三季度收入 8.1 亿，同增 39%，2023 年公司净利 1.7 亿元，同增 28%，2024 年前三季度达 1.67 亿元，同增 42%。此外车用绝缘云母产品具有定制化属性，行业格局稳定，技术+客户护城河深厚，公司 21 年起毛利率稳定 35%+，净利率维持 20%+，充分彰显公司竞争力。

■ **受益于新能源汽车安全性政策趋严，云母绝缘件增速快于行业。**21 年起国内热失控安全要求从推荐性标准转变为强制性标准，要求电池 5 分钟不起火不爆炸，21 年欧盟汽车安全法规跟进。云母具有优异的耐高温绝缘性能，可以延缓热量传递，成为当前车企主流方案。根据 GGII，22 年电池包上盖板场景中云母渗透率达 80%+，模组间场景达 30%，且远期渗透率有望进一步提升。我们测算新能源汽车云母件 27 年市场空间预计达 100 亿以上，25-27 年维持 30%以上复合增长，快于行业增速。

■ **新客户、新订单持续拓展，出海加速贡献新增量。**公司专注新能源企业行业，绑定特斯拉、大众、沃尔沃、宝马等头部车企，享受海外市场云母绝缘件份额提升红利，24 年上半年海外收入占比提升至 49%，25 年预计达 50%+，利润占比预计 60%+；且公司 23 年起新增五家海外新能源车客户定点，优质客户持续拓展，截止 24H1 公司已披露的新能源行业定点项目预计约 92.38-99.63 亿元，支撑公司后续业绩高增，且海外占比提升推动公司盈利水平进一步增长。

■ **绑定大客户开拓新型轻量化结构件产品，单车价值量进一步提升。**公司依托自身创新及制造基因，新增开发非云母材料的新型轻量化结构件产品，绑定北美大客户已拿到 3.65 亿订单，单车价值量 300-1000 元，市场空间进一步打开。24 年新型轻量化结构件产品已实现部分收入，25 年有望翻倍增长。

■ **依托客户及技术优势，拓展人形机器人领域。**公司为车企 Tier1 供应商，与头部车企深度合作，公司以 4 亿元估值收购狄兹精密（KGG）51%的股权，KGG 微型丝杠技术实力领先，灵巧手最新代方案对应微型丝杠单台用量预计提升 3-4 倍，远期单台价值量有望达 1-2 万，此外 KGG 具备行星滚柱丝杠、执行器等产品加工能力，有望进一步开拓品类，打开成长空间。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 2.3/3.5/4.9 亿元，同比+36%/+51%/+41%，对应 PE 49/33/23 倍。考虑公司新业务远期利润弹性，给予公司 25 年 50xPE，目标价 48.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**项目投产进度不及预期，行业竞争加剧，海外政策变化风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.65
一年最低/最高价	12.77/38.67
市净率(倍)	6.52
流通 A 股市值(百万元)	6,452.79
总市值(百万元)	11,512.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.86
资产负债率(% ,LF)	16.87
总股本(百万股)	363.74
流通 A 股(百万股)	203.88

相关研究

内容目录

1. 浙江荣泰：绝缘材料行业领军者，机器人开启二次成长曲线	4
1.1. 深耕云母，全球耐温绝缘新材料行业的领导者	4
1.2. 业务：专注耐高温绝缘云母制品，新能源汽车领域贡献主要增量	5
1.3. 财务：营收利润高速增长，维持稳定较高利润水平	7
2. 云母材料：行业高增长+高壁垒，公司尽享红利成长加速	9
2.1. 行业需求：新能源汽车安全要求提升，绝缘材料需求旺盛超越行业增长	9
2.2. 行业格局：龙头优势显著，行业价格稳定	14
2.3. 公司：技术创新+产品优势+协同开发，共同构建公司护城河	15
2.4. 公司：乘势而上，新客户+新产品双轮驱动业绩高增长	17
3. 布局人形机器人微型丝杠等核心零部件，开启第二增长曲线	20
4. 盈利预测与估值	22
5. 风险提示	24

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司股权结构（截止 2024 年 12 月）.....	4
图 3:	公司营收及增速（百万元）.....	7
图 4:	公司归母净利润及增速（百万元）.....	7
图 5:	公司毛利率及净利率.....	8
图 6:	公司期间费用率.....	8
图 7:	新能源汽车安全件应用场景.....	10
图 8:	小米 su7 电池结构安全图.....	11
图 9:	动力电池上盖板阻燃材料使用比例.....	13
图 10:	动力电池模组间阻燃材料使用比例.....	13
图 11:	耐火绝缘云母材料主要应用场景需求测算（亿元）.....	13
图 12:	新能源汽车热失控防护绝缘件生产工艺流程图.....	16
图 13:	狄兹精密合作伙伴情况.....	20
图 14:	狄兹精密主要产品情况.....	21
表 1:	公司管理团队背景.....	5
表 2:	公司主要产品类型.....	6
表 3:	公司主营业务收入（亿元）及占比.....	6
表 4:	欧盟 E-Mark 电池检验标准.....	9
表 5:	各主流电池隔热材料性能对比.....	12
表 6:	主流公司新能源汽车行业收入对比（亿元）.....	14
表 7:	行业单价变化（元/吨）.....	15
表 8:	公司主流合作客户及份额.....	16
表 9:	公司主要核心发明专利情况.....	17
表 10:	公司海外客户占比逐步提升（亿元）.....	18
表 11:	公司在手订单情况（亿元）.....	18
表 12:	公司扩产规划.....	19
表 13:	公司新产品订单情况.....	19
表 14:	公司人形机器人产品市场空间测算.....	21
表 15:	分业务盈利拆分.....	22
表 16:	可比公司估值表（截至 2025 年 3 月 3 日）.....	24

1. 浙江荣泰：绝缘材料行业领军者，机器人开启二次成长曲线

1.1. 深耕云母，全球耐温绝缘新材料行业的领导者

公司主营业务为各类耐高温绝缘云母制品的研发、生产和销售，主要在新能源汽车、小家电、电线电缆等下游行业应用。2003 年公司正式成立，专注于耐高温绝缘云母制品的研发、生产和销售，2005 年公司通过 ISO 9001 质量管理体系认证，2013 年公司开始研发新能源汽车防火安全件，2018 年公司开始为各大车企定制新能源汽车热失控管理解决方案，目前已成为特斯拉、大众、宝马、沃尔沃新能源汽车热失控防护绝缘件主要供应商，公司被沃尔沃评选为“2021 年度最佳供应商”，2022 年被沃尔沃授予“质量卓越奖”。2023 年公司在上交所上市。

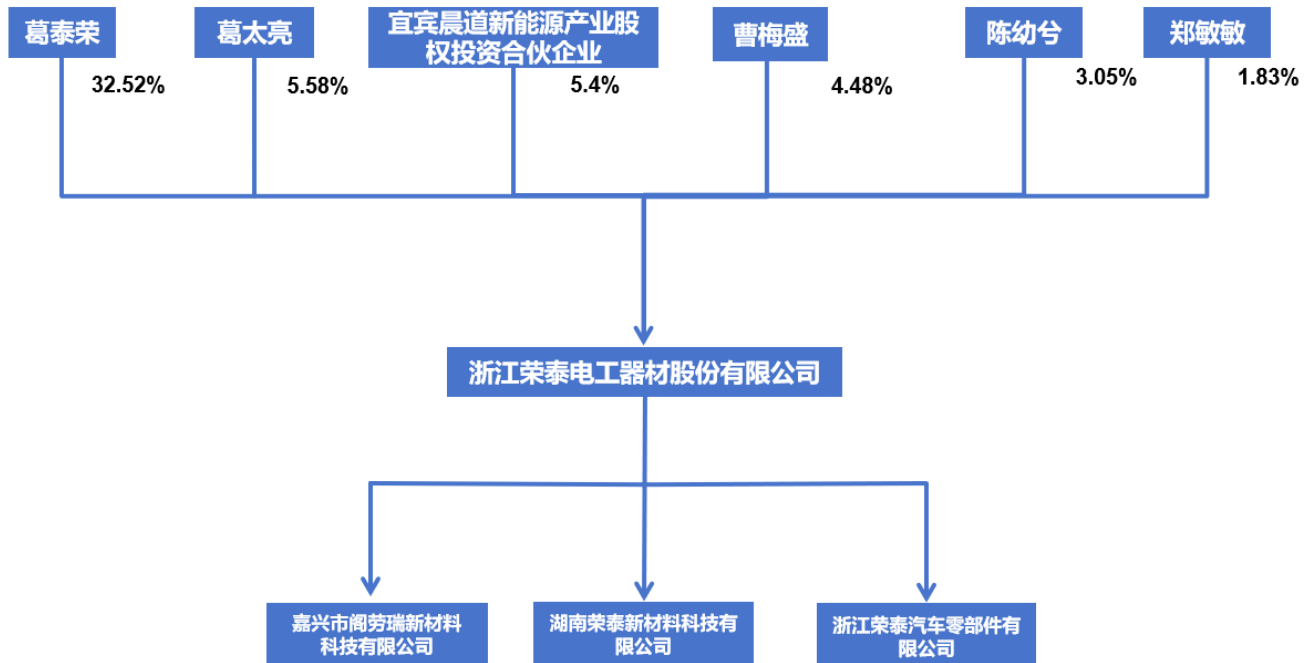
图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权结构稳定，葛泰荣、曹梅盛夫妇实际控制，职业经理人郑敏敏作为总经理。截止 2024 年 12 月，葛泰荣持有 32.52% 股份为第一大股东，其妻子曹梅盛持股 4.48%，任公司董事长，两者合计持股 37%，股权结构稳定；公司引进职业经理人郑敏敏担任总经理，持股 1.83%。公司主要有湖南荣泰、荣泰汽车零部件、阁劳瑞三个全资子公司，其中湖南荣泰主营云母矿产、云母纸等研发销售与进出口，荣泰汽车制造汽车零部件及绝缘材料，阁劳瑞专注新材料技术研发与进出口。

图2：公司股权结构（截止 2024 年 12 月）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：公司管理团队背景

姓名	职务	背景
曹梅盛	董事长	大专学历，曾任嘉兴绝缘材料厂技术员；2021年8月起担任浙江荣泰电工器材股份有限公司董事长、首席技术官
葛泰荣	董事	大专学历，曾任嘉兴荣泰绝缘材料有限公司董事长；2021年8月起担任浙江荣泰电工器材股份有限公司董事
郑敏敏	总经理	浙江大学硕士研究生，高级工程师职称，中国电工技术学会绝缘材料与绝缘技术专业委员会委员，全国电气绝缘材料与绝缘系统评定标准化技术委员会 TC301 委员，全国绝缘材料标准化技术委员会 TC51 委员。历任浙江荣泰电工器材有限公司技术工程师、销售副总、总经理。2021年8月起任浙江荣泰电工器材股份有限公司董事、总经理。

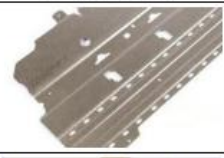
数据来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

1.2. 业务：专注耐高温绝缘云母制品，新能源汽车领域贡献主要增量

公司专注耐高温绝缘云母制品，押注新能源汽车领域产品，成长为行业龙头。公司主要产品为新能源汽车热失控防护绝缘件、小家电阻燃绝缘件、电缆阻燃绝缘带、云母纸和玻璃纤维布等产品。新能源汽车领域，是耐高温绝缘云母材料应用的新兴领域，公司在全球知名新能源汽车品牌的电池电芯、电池模组、电池包及整车的热失控防护系统中得到广泛使用。在下游小家电及电线电缆行业，公司产品也获得了广泛的认可，美的、

松下和全球电线电缆龙头企业耐克森等众多知名制造商均为公司客户。

表2：公司主要产品类型

产品名称	产品用途	产品实物图
新能源汽车热失控防护绝缘件	主要用于新能源汽车电池电芯、电池模组、电池包及整车热失控防护及自动驾驶系统的绝缘防护	
小家电阻燃绝缘件	主要用于带加热功能的小家电产品的阻燃绝缘防护，在微波炉、电吹风、电熨斗、多士炉、智能马桶等产品中有广泛应用	
电缆阻燃绝缘带	主要用于防火电缆和特种电缆的阻燃绝缘防护	
云母纸	主要作为生产耐高温绝缘云母制品的基础材料使用	
玻璃纤维布	主要作为生产耐高温绝缘云母制品和其他绝缘材料产品的基础材料使用	

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

新能源汽车收入贡献主要增量，占比逐步提升至 75%+。公司 2021 年起受益于下游新能源汽车爆发及客户订单持续释放，公司新能源汽车热失控防护绝缘件收入金额持续上升，2024H1 收入 3.77 亿，同增 54%，收入占比由 2020 年的 31%提升至 2024 年 H1 的 76%，成为公司收入及利润的主要来源。

表3：公司主营业务收入（亿元）及占比

	2020	2021	2022	2023	2024H1
新能源汽车热失控防护绝缘件					
收入	1.14	2.62	4.70	5.75	3.77
毛利率(%)	47.62	46.61	42.49	45.18	36.97
业务收入比例(%)	31.34	50.20	70.34	71.81	75.61
小家电阻燃绝缘件					

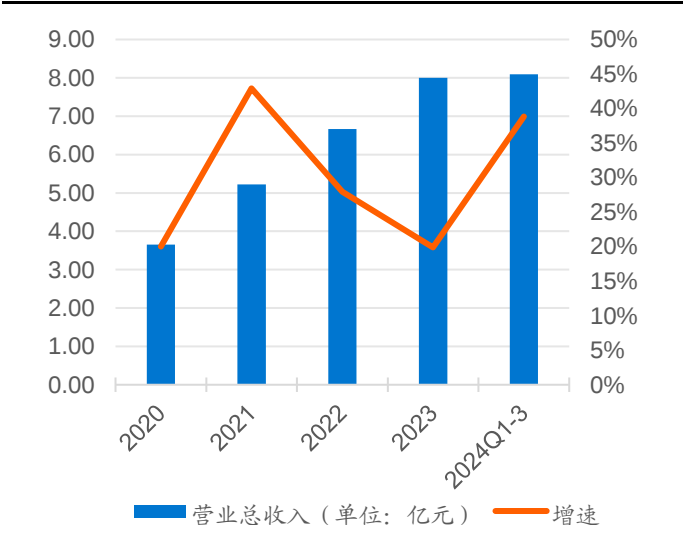
收入	0.79	1.18	1.15	1.15	0.63
毛利率(%)	23.81	21.23	20.74	15.22	21.70
业务收入比例(%)	21.60	22.66	17.26	14.39	12.58
电缆阻燃绝缘带					
收入	0.61	0.50	0.30	0.52	0.27
毛利率(%)	25.42	17.79	6.77	9.82	11.68
业务收入比例(%)	16.58	9.52	4.55	6.52	5.44
云母纸					
收入	0.52	0.35	0.18	0.14	0.06
毛利率(%)	20.35	21.70	22.24	7.65	12.43
业务收入比例(%)	14.31	6.79	2.69	1.71	1.19

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 财务：营收利润高速增长，维持稳定较高利润水平

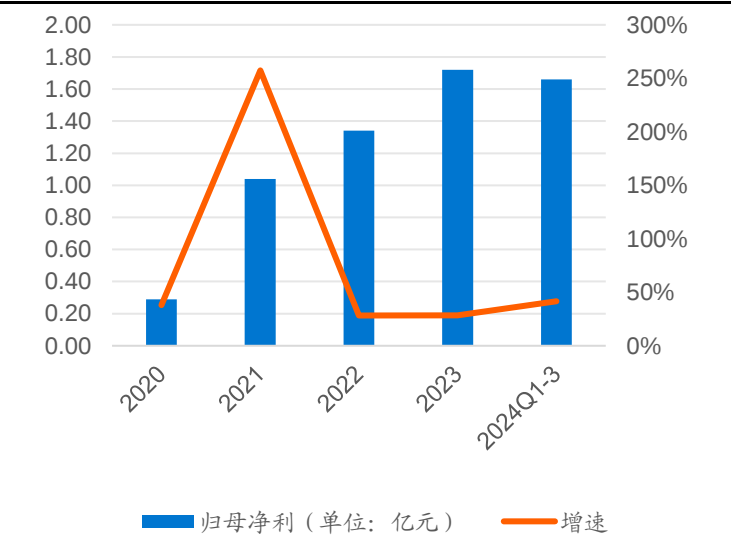
近年来公司业绩快速增长，维持年化25%+增长。受益于新能源汽车行业需求高增，公司 2020-2024 年营收与利润保持快速增长，2020-2024 年营业收入稳定维持 25%+年化增长，且利润增速快于收入增长。24 年前三季度公司营收与归母净利润继续上升，24 年 Q1-Q3 公司实现营收 8.09 亿元，同增 39%，归母净利 1.67 亿元，同增 41%。

图3：公司营收及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：公司归母净利润及增速（百万元）



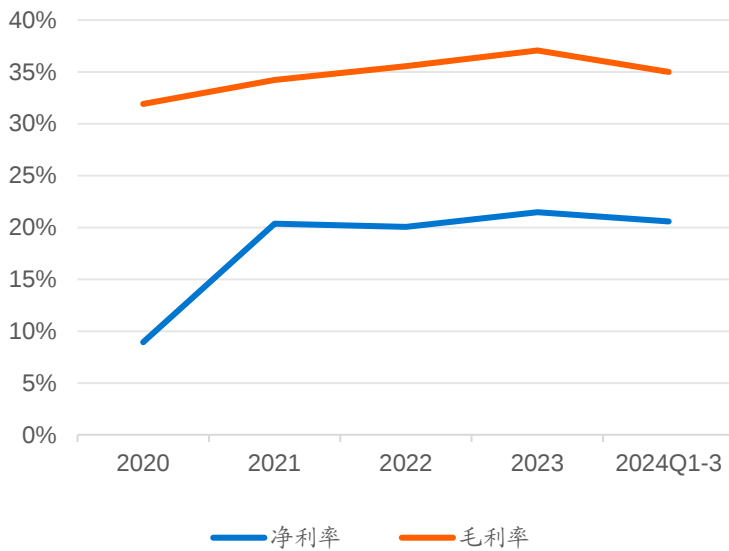
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司盈利能力维持高位，毛利率持续维持 35%+，净利率维持 20%左右。2020-2023 年公司毛利率分别为 32%/34%/36%/37%，呈稳定上升趋势，24Q1-Q3 公司毛利率 35%，

较 23 年小幅下降；公司净利率 21 年起稳定维持 20%+，充分体现公司竞争力。

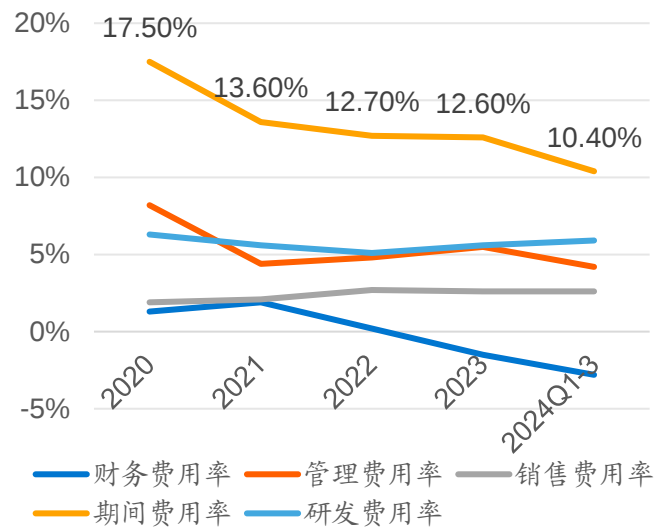
期间费率总体下降，运营管理能力逐步增强。2020-2023 年公司期间费用率分别为 17.5%/13.6%/12.7%/12.6%，整体呈下降趋势。24Q1-Q3 公司期间费用率 10.4%，较 23 年全年下降近 2pct，主要系管理费用率及财务费用率下降明显，公司研发费用率维持 6% 左右。

图5：公司毛利率及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：公司期间费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司现金流情况良好。公司经营性现金流持续为正，且每年稳定增长，2023 年及 2024 年 Q1-Q3 公司经营性现金流分别为 2.2 亿/1.6 亿元，均大于公司营业利润，整体现金流情况良好。

2. 云母材料：行业高增长+高壁垒，公司尽享红利成长加速

2.1. 行业需求：新能源汽车安全要求提升，绝缘材料需求旺盛超越行业增长

热失控的安全性成为电动车行业国内外政策的核心关注点，近几年逐步由指导性指标改为强制性政策要求。

国内：2020年5月发布强制性标准 GB 38031-2020《电动汽车用动力蓄电池安全要求》，2021年1月1日正式实施。GB 38031-2020《电动汽车用动力蓄电池安全要求》规定了电动汽车用动力蓄电池单体、电池包或系统的基本安全要求，重点强化了电池系统的热安全、机械安全、电气安全及功能安全。要求电池单体发生热失控后，电池系统在5分钟内不起火不爆炸，为乘员预留安全逃生时间。从行业指导层面，中消协2024年7月15日发布《电动汽车安全性评估方法第1部分：整车热扩散防护》，从安全提示、应急救援、火灾防护和数据联动四个维度，全面评价整车在热失控情况下的安全性，确保乘客逃生时间延长，车门在热失控后能正常打开。

欧洲：最新欧盟汽车安全法规新增对电池热失控下安全性的要求，2025年全面替代旧版本。欧盟汽车安全法规（ECE R100）是联合国欧洲经济委员会（UNECE）制定的针对电动汽车和混合动力汽车的安全法规，欧洲市场只有取得E-Mark认证的动力电池才能合法销售，其最新的UNECE R100.03版本于2021年6月9日正式发布并生效，并将于2025年9月1日全面取代旧版本（R100.02）。法规要求电动汽车的电池系统在设计和测试中必须具备足够的防火和热扩散防护能力，新增5分钟无热扩散的安全性要求，电池不起火、不爆炸，确保车辆在发生热失控时不会对乘客造成伤害。

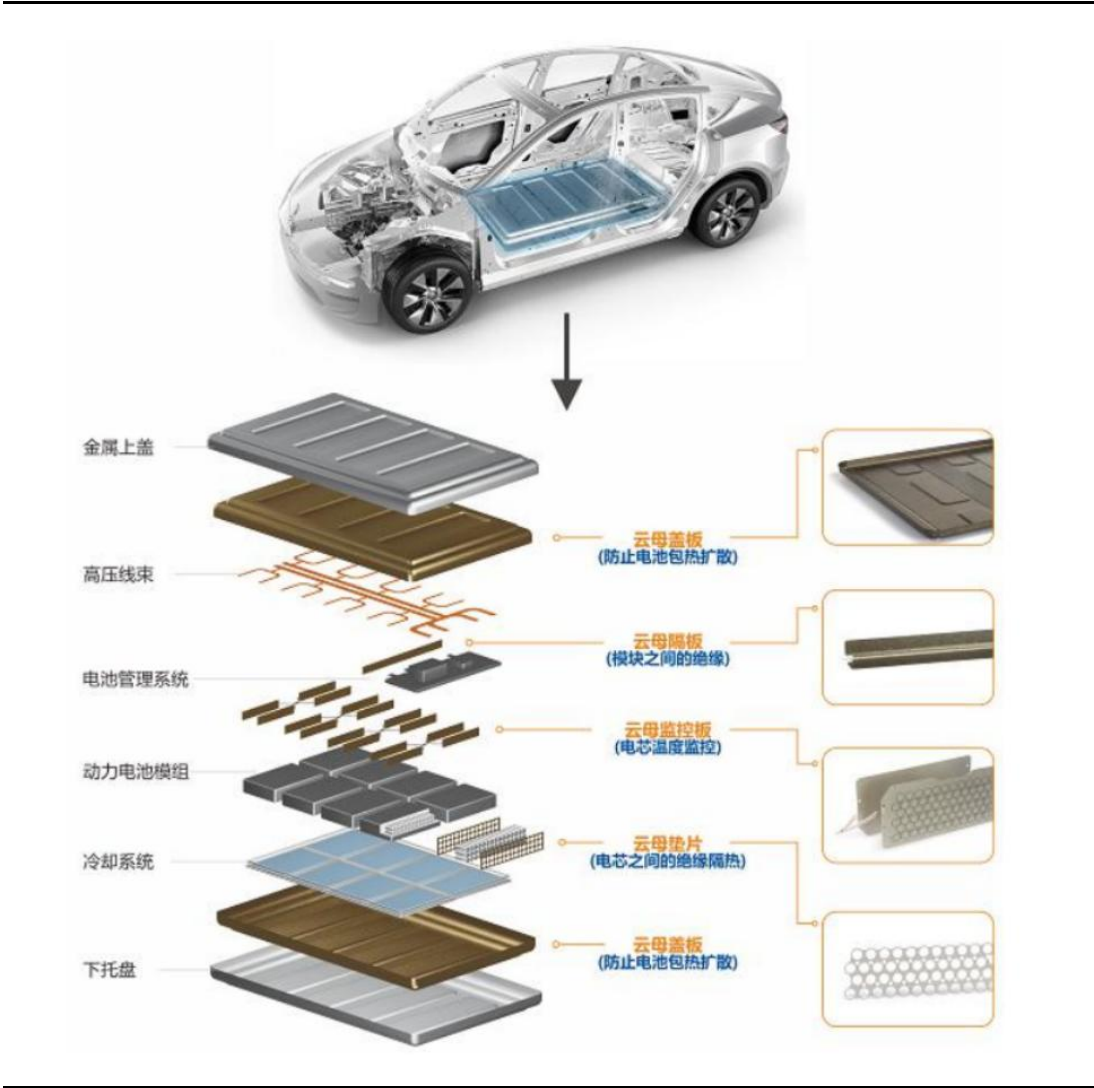
表4：欧盟 E-Mark 电池检验标准

1	振动测试	模拟车辆在行驶时对于电池包的影响判定条件: 不能出现电解液漏出, 穿透, 漏气, 火烧, 爆炸
2	温度冲击循环测试	模拟电池包在极端环境的情况判定条件: 不能出现电解液漏出, 穿透, 漏气, 火烧, 爆炸
3	机械冲击	模拟车辆发生正向与侧向撞击时对于电池包的影响判定条件: 不能出现火烧, 爆炸, 电解液漏出, 固定和内部部件不得外漏
4	机械结构完整性	模拟车辆发生正向与侧向碰撞后因车体的溃缩造成的挤压对电池包的影响判定条件: 不能出现火烧, 爆炸, 电解液漏出, 固定和内部部件不得外漏
5	火烧测试	模拟环境有火源时对于电池包的影响判定条件: 不能出现爆炸
6	外部短路保护	模拟电池正负极短路时对于电池包的影响判定条件: 不能出现电解液漏出, 穿透, 漏气, 火烧, 爆炸
7	过充电保护	模拟对电池包持续充电时所造成的影响判定条件: 不能出现电解液漏出, 穿透, 漏气, 火烧, 爆炸
8	过放电保护	模拟对电池包持续放电时所造成的影响判定条件: 不能出现电解液漏出, 穿透, 漏气, 火烧, 爆炸
9	过温保护	模拟对电芯升温时对电池包所造成的影响判定条件: 不能出现电解液漏出, 穿透, 漏气, 火烧, 爆炸
10	过电流保护	模拟充电过程中出现异常电流对于电池包的影响判定条件: 不能出现电解液漏出, 穿透, 漏气, 火烧, 爆炸

数据来源：安博检测，东吴证券研究所

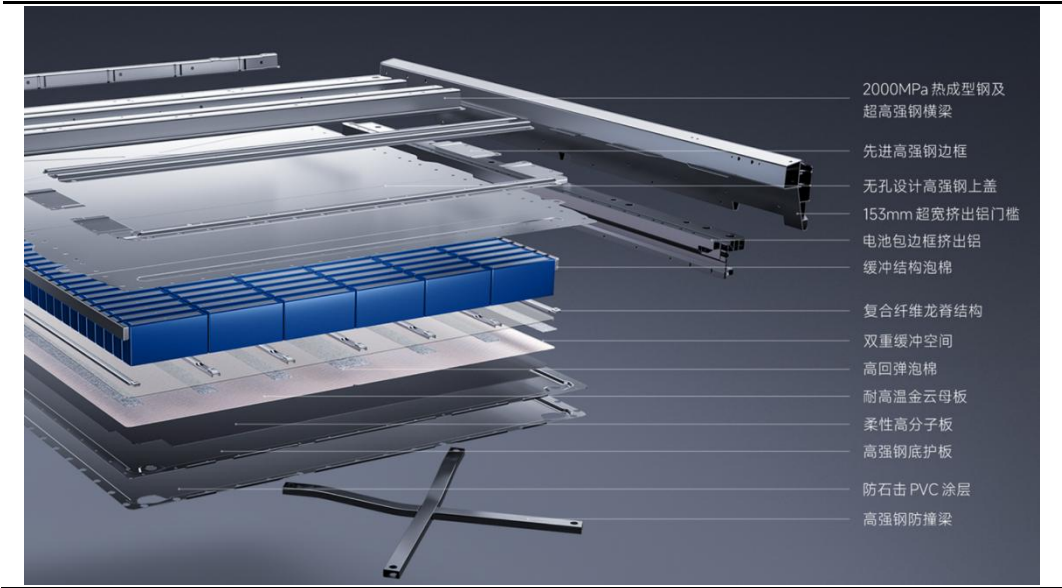
解决电池热失控问题可以从电池材料、电池结构设计等多个层面入手，阻燃绝缘材料成为当前车企主流方案。例如材料端可以使用热稳定性高的正极材料，如通过掺杂或包覆改性，减少正极材料在高温下的分解反应，并且开发低挥发性、高闪点的电解液，减少电解液分解产生的热量和气体。电池结构端，设计具有多重保护机制的电池包，包括过温保护、过充保护、过流保护等；且车企使用绝缘材料成为当前主流方案，在电池模组之间添加导热硅胶片或隔热材料（如云母板），可以延缓电芯间热量传递。

图7：新能源汽车安全件应用场景



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图8：小米 su7 电池结构安全图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

目前新能源汽车厂商用于动力电池热失控防护材料主要有气凝胶毡、阻燃泡棉、云母材料、陶瓷化硅橡胶等。当前车企主要在不同领域使用气凝胶、泡棉和云母组件整体组合的热失控防护方案。

隔热泡棉是一种高分子弹性体，具有低硬度高回弹特性，但其不耐高温，在 120°C 左右就会发生软化或较大形变，部分材料燃烧时会释放有毒气体。目前泡棉主要用于模组间和电芯之间，以及电池包密封。

云母材料一般加工为云母板使用，具有优异的耐高温绝缘性能，在 500°C-1000°C 的使用环境下，仍能保持良好的绝缘性能。云母板具有良好的抗弯强度和硬度，耐酸碱、耐老化，可加工成各种形状，在高温下不产生有毒气体。云母材料应用于电池热失控防护具有较长的历史，方案成熟已被行业内较多企业使用。目前主要用于模组与模组间及模组与电池盖之间，随着无模组化趋势的发展，云母材料将应用在电芯与电池盖间进行热失控防护。

气凝胶是由胶体粒子相互聚结形成纳米多孔网络结构，并在孔隙中充满气态分散介质的一种高分散固态材料，具有优异的隔热性能、密度低，但在高温环境下隔热性能会下降，有氧环境下长期使用温度不超过 650°C；同时本身强度较低，需要和补强材料复合后成为气凝胶毡使用。目前主要用于电芯之间。以新能源客车为代表的部分车型还设置有防火毯，该材料也以气凝胶毡复合材料为主。

陶瓷化硅橡胶是以硅橡胶为基体，加入成瓷填料、助熔剂、补强剂等无机填料，经过硫化制成的硅橡胶基防火复合材料，具有良好的弹性和耐热性，在 600°C-1000°C 高温中可长时间保持结构完整性。陶瓷化硅橡胶材质柔软需要和补强材料复合后使用，陶瓷化硅橡胶复合材料可以用于模组与模组间及模组与电池上盖板间的热失控防护。

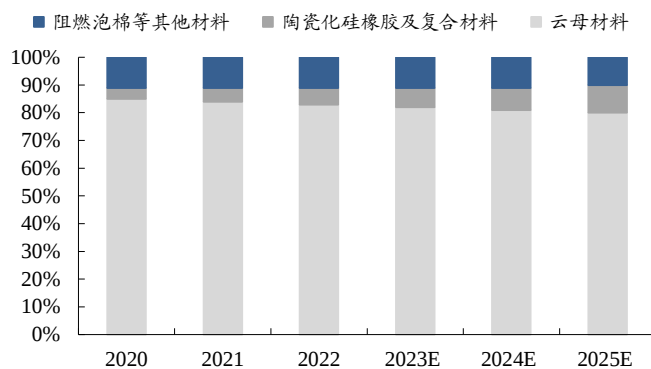
表5：各主流电池隔热材料性能对比

材料种类	隔热性能	抗冲击性	防火性能	绝缘性	价格
阻燃泡棉	中	低	低	中	低/中
云母材料	低	高	中/高	高	中/高
气凝胶毡	高	低	中	中	高
陶瓷化硅橡胶复合材料	低	中	高	高	高

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

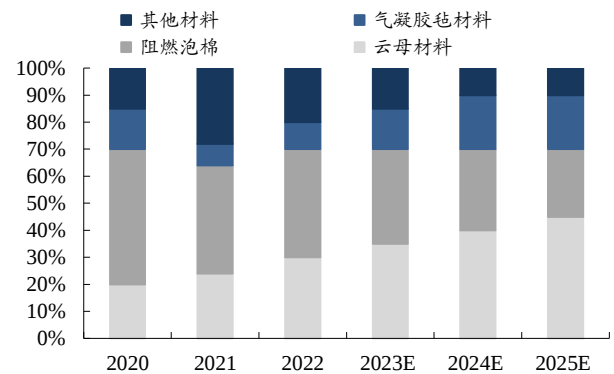
云母材料综合性能领先，上盖板场景成为绝对主流，模组间场景渗透率逐步提升。云母材料在阻燃性能、电气绝缘性能、耐候性、热传导性能、机械强度等层面表现良好，此外在制造成本、使用经验、材料体积重量等方面领先。与阻燃泡绵相比，云母材料更耐高温，不易形变，同时单车价值量普遍低于陶瓷化硅橡胶材料，单车一般在 500-1000 元左右，具备性价比，而气凝胶毡更主要应用在电芯间领域。根据 GGH 数据，2022 年新能源汽车动力电池包上盖板及电池模组间阻燃隔热材料中，云母材料分别占到 83% 和 30%，且占比在逐步提升，远期模组间渗透率有望提升至 50%+。

图9：动力电池上盖板阻燃材料使用比例



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

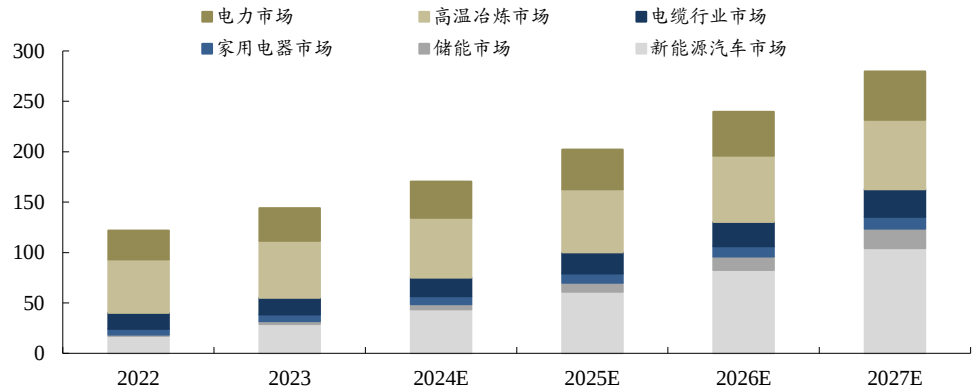
图10：动力电池模组间阻燃材料使用比例



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

预计耐火绝缘云母材料市场空间达 350 亿+，其中新能源汽车领域空间预计达 100 亿+。根据弗若斯特沙利文，2022 年世界云母材料市场规模为 180 亿元，预计 2023-2027 年市场复合增长率为 18%，2027 年市场规模将达到 418 亿元。云母材料按使用功能可分为耐火绝缘材料、珠光材料和其他材料，其中耐火绝缘材料市场占 80.81%，2022 年市场规模为 145 亿元，预计到 2027 年耐火绝缘材料市场规模将达到 355.64 亿元，其中新能源汽车领域空间预计达 100 亿+，25-27 年维持 30%以上复合增长。

图11：耐火绝缘云母材料主要应用场景需求测算（亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

2.2. 行业格局：龙头优势显著，行业价格稳定

行业玩家向头部集中，荣泰主要竞争对手有瑞士丰罗、韩国 SWECO Inc.、固德电材、平安电工等企业。瑞士丰罗是全球知名的绝缘材料厂商，专注于发电、传输和配电、旋转机械和机械工程的产品和系统，其主要产品包含云母绝缘产品，下游客户也包含新能源汽车客户。SWECO Inc. 是一家总部位于韩国的公司，专注于生产电气绝缘材料，主要产品包括电机和电缆用云母带、云母板等。平安电工主要产品为云母制品和玻纤布，其下游客户以电线电缆行业为主，新能源汽车行业也有涉猎，但占比较少，供应宁德时代、小鹏汽车等客户。固德电材 2010 年并购瑞士丰罗广东公司，承接丰罗在中国业务，与如特斯拉、Stellatis、现代起亚及宁德时代等主流客户形成长期合作关系。

行业格局稳定，公司在新能源汽车领域市占率维持高位。根据弗若斯特沙利文市场空间测算，浙江荣泰及平安电工新能源汽车业务收入市占率及盈利水平稳定，其中荣泰 23 年收入 6 亿元，毛利率 45%，预计市占率 26% 左右，维持全球龙头地位，平安电工收入 1.2 亿元，毛利率 38%，预计市占率 5%。

表6：主流公司新能源汽车行业收入对比（亿元）

		2020	2021	2022	2023	2024H1
浙江荣泰	收入	1.14	2.62	4.70	5.75	3.77
	市占率	36%	30%	27%	26%	
	毛利率(%)	47.62	46.61	42.49	45.18	36.97
平安电工	收入	0.11	0.44	0.62	1.21	1.33
	市占率	3%	5%	4%	5%	
	毛利率(%)	12.02	27.45	28.8	38.38	39.05

数据来源：公司公告，弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

行业进入壁垒较高，需通过大量行业认证及客户需求匹配。由于耐高温绝缘云母材

料产品下游客户应用场景较多，不同应用条件下对产品提出了不同要求，各类产品适用于不同的生产标准和工艺流程，对行业内企业的技术及工艺创新提出了较高的要求。在对产品的安全性要求方面，在符合一般的体系要求基础上，还包括了美国 UL、FDA，德国 TÜV 等认证标准；对产品的环保性要求包括 RoHS、PAHs 和 REACH 标准等。而取得这些认证，企业需要投入大量的资金和时间，同时对企业的技术水平提出了较高的要求，这对新进入本行业的企业构成了一定的壁垒。

行业价格稳定，主流公司盈利维持高位。新能源汽车行业下游客户以海外客户为主，对价格敏感度不高，且更看重公司技术实力及服务配套能力，行业整体降价压力较小，且随着产品结构向高端化发展，公司主流产品单价稳中有升。

表7：行业单价变化（元/吨）

公司	产品	2020	2021	2022	2023H1
浙江荣泰	新能源车热失控防护绝缘件	40.9	55.5	60.4	
平安电工	云母纸	14.0	14.3	14.8	14.5
	云母板	13.5	13.6	14.0	14.0
	耐火云母带	34.9	32.1	30.4	30.7
	云母异型件	47.0	45.0	50.6	41.0
	发热件	45.9	42.4	40.8	48.9

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.3. 公司：技术创新+产品优势+协同开发，共同构建公司护城河

产品具有非标属性，需配合客户定制研发。由于耐高温绝缘云母材料产品下游客户应用场景较多，不同应用条件下对产品提出了不同要求，各类产品适用于不同的生产标准和工艺流程，且单价、形态、盈利情况均有差异。公司可以为客户定制新能源汽车热失控防护解决方案，根据产品性能要求，确定各制造工序的生产参数，与客户实现深度绑定。

产品迭代频繁，协同客户共同开发，定制化服务深度绑定客户。新能源汽车行业技术体系发展较快、产品迭代更新频繁，且热失控防护绝缘件认证程序复杂、周期较长，资质认证壁垒较高，公司积极参与下游行业客户设计开发环节，不仅承接客户大量原型件、模具设计需求，而且投入大量研发费用与客户协同设计、共同开发，将公司技术研发与下游行业需求深度融合，与下游客户相互依托打造交互式研发模式。一旦通过客户的资格认定，为保证产品品质和交付的稳定，客户通常不会轻易更换供应商。

表8: 公司主流合作客户及份额

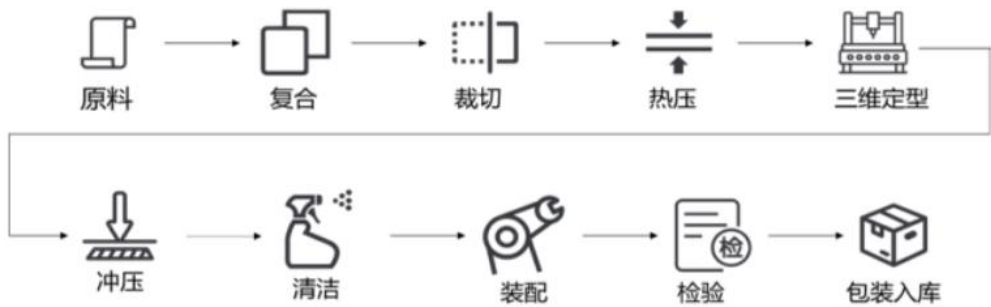
客户名称	占客户采购比例	占公司收入比例E
Tesla, Inc.	主供	10-20%
宁德时代新能源科技股份有限公司	主供	10-20%
VOLVO CAR BELGIUM NV	100%	10%左右
一汽大众汽车有限公司	100%	5-10%
上汽大众动力电池有限公司	100%	5-10%
华晨宝马汽车有限公司	100%	-
亚欧汽车制造（台州）有限公司	100%	-
湖北平安电工科技股份公司	10%-50%	-

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

注：占客户采购比例为招股说明书披露报告期内

公司独创三维立体制备工艺，提升了产品强度、耐用性及绝缘性能。公司针对云母材料在新能源汽车领域的应用，研制了全新的原料配方，独创了上胶压制一体化成型工艺，实现了云母制品的三维立体造型制备，突破了现有云母制品形状限制，从二维结构扩展到三维结构。一体化成型工艺在维持防护组件主体部分耐火绝缘性能的同时，改变了原有二维防护组件需要使用有机材料对各组成部分进行拼接的工艺流程，提高了产品整体的机械强度、耐候性能以及防火绝缘性能，突破了云母绝缘制品形状的局限，处于国内同类产品的领先水平。

图12: 新能源汽车热失控防护绝缘件生产工艺流程图



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司实现核心技术自研，适应客户需求推出新材料、新产品、新技术。公司主要核

心技术均源于自主研发，截至 2023 年 12 月 31 日，公司及子公司共拥有 33 项发明专利、93 项实用新型专利、3 项外观设计专利，主持或参与起草修订 9 项国家、行业或团体标准，已设立省级企业研究院、省级高新研发中心等多个创新平台，并先后承担了多项省级、市级重点研究项目和重点高新技术产品的开发工作。

表9：公司主要核心发明专利情况

技术名称	专利名称	专利号
新能源汽车热失控防护解决方案	一种用于新能源汽车热失控管理的复合云母板	ZL202220661171.9
	一种新能源汽车用五系三元锂电池模组的云母绝缘盒	ZL202220659988.2
	一种新能源汽车热失控管理用高强度拉伸高模量的云母板	ZL202210412319.X
	一种应用于电芯之间的热失控防护低导热云母复合件	ZL202220657258.9
	一种应用于电芯之间的热失控防护低导热云母复合件	ZL202210273551.X
	一种新能源汽车用上盖热失控防护云母结构件及其制备方法	ZL202210238287.6
	一种新能源汽车用内增短纤维的云母复合材料及其制备工艺	ZL202210128055.5
电池防火安全结构件成型工艺	一种三维立体造型的异形云母绝缘制品	ZL202220657699.9
	一种超长耐高压的异形云母件及其制备方法	ZL202210273543.5
	一种适用于三维立体造型的异形云母绝缘制品及其制备方法	ZL202111467697.X
	一种异形云母绝缘制品的加工工艺	ZL202111467706.5
	一种耐压型异形云母结构件	ZL202021338539.5
	一种低导热高绝缘云母件及成型工艺	ZL202111386906.8
	一种具有高表面抗撕裂强度的云母件及其成型方法	ZL202111190738.5

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.4. 公司：乘势而上，新客户+新产品双轮驱动业绩高增长

公司享受海外增长红利，我们预计 25 年收入占比逐步提升至 50%+，盈利占比 60%+。随着欧洲对于热失控安全问题的强制要求，云母使用比例进一步提高，公司享受行业增长红利，海外收入占比从 2021 年的 35%提升至 2024H1 的 49%，我们预计 25 年将超 50%；此外，海外客户价格敏感度更低，21-23 年公司海外客户毛利率稳定 40%左右，超过国内客户 30%左右毛利率，对应公司毛利 60%+由海外客户贡献。

表10: 公司海外客户占比逐步提升（亿元）

地区	项目	2021	2022	2023	2024H1
国内	收入	3.37	3.99	4.75	2.53
	占收入比例	65%	60%	59%	51%
	毛利率	31%	34%	28%	-
	占毛利比例	59%	57%	50%	-
海外	收入	1.83	2.67	3.25	2.45
	占收入比例	35%	40%	41%	49%
	毛利率	40%	38%	40%	-
	占毛利比例	41%	43%	50%	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司在手订单接近百亿，新增多家海外龙头车企订单，支撑后续收入高增长。公司当前主要客户包括特斯拉、大众、宝马、奔驰、沃尔沃等海外车企及宁德时代等电池厂，随着欧洲需求高增，公司 23-24 年新增多个海外新能源汽车客户定点，预计 25 年起将逐步起量；根据公司对外公布的定点项目统计，截至 2024H1 末，公司已披露的新能源行业定点项目销售金额预计约 92.38-99.63 亿元，支撑公司后续业绩增长。

表11: 公司在手订单情况（亿元）

客户名称	合同名称	签订日期	有效期	销售金额
Tesla,Inc.	ProductionPurchaseOrder	2021.11.5	2021.11.5-2025.12.31	30.8
VolvoCarCorporation	FrameworkPurchaseAgreement	2020.1.16	长期	
上汽大众	供应商提名信	2020.6.2	长期	
一汽大众	零部件采购合同	2020.9.23	一年，可自动延期	
宁德时代	框架采购合同	2022.4.20	三年	
江苏时代新能源	框架采购合同	2022.9.1	三年	
华晨宝马汽车有限公司	采购合同	2022.11.30	2023.1.1-2023.12.31	
某海外新能源汽车客户	客户定点通知	2023.8.7	六年	12.2
某海外新能源汽车客户	客户定点通知	2023.12.6	五-八年	18.21-25.46
某海外新能源汽车客户	客户定点通知	2023.12.11	十年	19.6
某海外新能源汽车客户	客户定点通知	2023.12.22	四年	7.9
北美某新能源汽车客户	客户定点通知	2024.3.1	二三年	3.65
合计				92.31-99.56

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司海外产能布局加速，26 年预计有效产能翻倍增长。24 年末公司产值约 15 亿元左右，产能利用率维持 90%+。公司此前成立了新加坡荣泰和越南荣泰进行海外生产、制造和国际贸易，当前仅越南有部分后道产能，24 年上半年公司在墨西哥和泰国新增产能规划，其中设立泰国子公司的备案登记事宜已办理完成，预计 26 年投产，一期规划

7-8 亿元左右，总规划预计新增 12-15 亿产值，墨西哥产能计划 25 年开始建设，预计 26 年左右投产，海外工厂投产后公司有效产能预计超 30 亿元+，较当前翻倍增长。

表12：公司扩产规划

地点	投资项目	投资金额	投产时间	预计产值（亿）
浙江	年产240万套新能源汽车安全件项目	9.5亿	已投产	-
湖南	年产1.5万吨新能源用云母制品生产项目	1.2亿	2025年	-
泰国	年产1.8万吨新能源汽车用云母材料及新型复合材料	3亿	2026年	7-8
墨西哥	年产50万套新能源汽车零部件生产	1088万美元	2026年	2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司绑定大客户拓展新型轻量化结构件产品，单车价值量进一步提升。公司具备结构件的研发创新能力，且与客户深度绑定相应客户需求，近年来相应下游客户需求开发非云母材料的新型轻量化结构件产品，截至 2024 年 3 月 1 日绑定大客户已拿到 3.65 亿订单，单车价值量 300-1000 元，市场空间进一步打开。我们预计 24 年新型轻量化结构件产品已实现部分收入，25 年有望翻倍增长。

表13：公司新产品订单情况

公告日期	客户类型	定点项目	定点项目金额 (亿元)	生命周期	预计量产 时间
2024.3.1	北美新能源车 客户	新型轻量化安全结 构件产品	3.65	2-3年	2024H1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 布局人形机器人微型丝杠等核心零部件，开启第二增长曲线

收购狄兹精密，切入人形机器人丝杠领域，供应灵巧手微型丝杠及行星滚柱丝杠，打造新增长点。浙江荣泰计划通过增资及股权转让方式，以 4 亿元估值收购上海狄兹精密机械有限公司 51% 的股权。

狄兹精密技术与日本同源，具备成熟丝杠精加工能力，得到国内外大客户认证。狄兹精密 2008 年成立，专注于滚珠丝杠、行星滚柱丝杠等精密传动产品的研发和生产，与日本 KSS、台湾 CPC 达成深度合作，此前为 KSS 的国内代理商，是国内较早采用日本生产工艺标准进行滚珠丝杠加工的厂家。2014 年公司成立电气部门，开始转型成为整体工程解决方案提供商，突破电动执行器滚珠丝杠、精密电缸、滚柱丝杠、电动夹爪等集成化直线运动传动部件，供应 3C、5G 半导体、生物医药、激光焊接、新能源的设备产线集成领域。2016 年成功进入 Apple 供应链，并成为日本知名品牌的单轴机械手 OEM 工厂。2020 年公司扩建厂区、建立分公司，并累计生产突破超万台单轴机械手。2021 年狄兹精密年销售额已超 1 亿。

狄兹精密具备微型丝杠加工能力，技术实力领先，预计率先供应机器人灵巧手领域，行星滚柱丝杠等产品持续拓展。公司率先在国内掌握直径 3mm 及以下的滚珠丝杠的 C1 级精密加工工艺，并具备 1.4mm 直径微型滚珠丝杠量产能力，灵巧手所需 3-5mm 工艺已成熟应用。德意志银行分析报告预计特斯拉 Optimus Gen3 灵巧手内部采用微型丝杠替代蜗轮蜗杆传动，微型丝杠的单台用量预计提升 3-4 倍，远期单台价值量有望达 1-2 万。此外狄兹精密具备行星滚柱丝杠、直线驱动关节等产品加工能力，预计产品矩阵将进一步拓展，2035 年市场空间预计达 2000 亿+。

图13：狄兹精密合作伙伴情况



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图14: 狄兹精密主要产品情况



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

表14: 公司人形机器人产品市场空间测算

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2035
特斯拉机器人新增需求 (万台)	0.5	5	50	100	150	225	1,000
-单价 (万/台)	35	35	35	35	35	25	14
市场空间 (亿元)	18	175	1,750	3,500	5,250	5,625	14,000
微型丝杠需求量 (万套)	7	70	2,400	4,800	7,200	10,800	48,000
-单价 (元/套)	1,500	1,050	630	536	455	387	268
-单台用量	14	14	48	48	48	48	48
市场空间 (亿元)	1	7	151	257	328	418	1,286
行星滚柱丝杠需求量 (万套)	4	40	400	800	1,200	1,800	8,000
-单价 (元/套)	8,000	6,400	4,800	3,600	2,160	1,728	1,196
市场空间 (亿元)	3	26	192	288	259	311	957
轻量化结构件需求 (亿元)	0	0	3	6	9	12	42
-单价 (元/台)	700	665	632	600	570	542	419
市场空间 (亿元)	0	0	3	6	9	12	42
合计	4	33	346	551	595	741	2,285

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

公司平移电动车轻量化结构件技术至人形机器人领域，预计供应轻量化结构件，单位价值量预计 500-1000 元。公司为车企 Tier1 供应商，与车企深度合作，此前应北美新能源汽车客户要求，定制新型轻量化结构件产品，用于电池包托盘、盖板横杠等领域，并 24 年起实现大批量供应。公司的技术及客户禀赋有望拓展至人形机器人领域，与北美新能源汽车客户紧密合作开发机器人轻量化结构件。绝缘云母件仅用于电池领域，机器人带电量较小，云母件单机价值量较低。而机器人有显著减重需求，以降低能耗及减少传动装置的负担，轻量化结构件有望替代部分金属材料，单机价值量有望达 500-1000 元，突破云母件的市场空间。

4. 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 11.43/15.40/20.98 亿元，同比增长 42.8%/34.8%/36.2%，24-26 年综合毛利率分别为 35.6%/37.3%/38.2%，分业务来看：

新能源汽车热失控防护绝缘件业务：24-26 年实现营收为 8.04/10.86/14.12 亿元，同比增长 40%/35%/30%，毛利率略有提升，分别为 40%/41%/42%。

新能源汽车新型结构件业务：24-26 年实现营收为 1/2/3 亿元，25、26 年同比增长 100%/50%，毛利率预计保持稳定，分别为 40%/40%/40%。

小家电阻燃绝缘件业务：24-26 年实现营收为 1.17/1.20/1.22 亿元，同比增长 2%/2%/2%，毛利率预计保持稳定，分别为 20%/20%/20%。

电缆阻燃绝缘带业务：24-26 年实现营收分别为 0.55/0.58/0.60 亿元，同比增长 5%/5%/5%，毛利率预计保持稳定，分别为 12%/12%/12%。

云母纸业务：24-26 年实现营收分别为 0.12/0.12/0.12 亿元，同比-10%/0%/0%，毛利率预计保持稳定，分别为 12%/12%/12%。

机器人产品业务：26 年实现营收为 0.5 亿元，毛利率预计为 40%。

其他产品业务：24-26 年实现营收分别为 0.53/0.64/1.41 亿元，同比增长 20%/20%/120%，毛利率预计保持稳定，分别为 25%/25%/25%。

表15：分业务盈利拆分

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1.新能源汽车热失控防护绝缘件							
收入 (百万)	114	262	470	575	804	1,086	1,412
收入增速		129%	79%	10%	40%	35%	30%
毛利率	47.6%	46.6%	42.5%	45.2%	40.0%	41.0%	42.0%
毛利 (百万)	54	122	199	260	322	445	593
2.新能源汽车新型结构件							
合计收入 (百万)					100	200	300
增速收入						100%	50%
毛利 (百万)					40	80	120
毛利率					40.00%	40.00%	40.00%
3.小家电阻燃绝缘件							
合计收入 (百万)	79	118	115	115	117	120	122
增速收入		50%	-3%	0%	2%	2%	2%
毛利 (百万)	19	25	24	18	23	24	24
毛利率	23.81%	21.23%	20.74%	15.22%	20.00%	20.00%	20.00%
4.电缆阻燃绝缘带							
收入 (百万)	61	50	30	52	55	58	60
-增速		-18.0%	-38.8%	71.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	25.4%	17.8%	6.8%	9.8%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利 (百万)	15.4	8.8	2.1	5.1	6.6	6.9	7.3
5.云母纸							
收入 (百万)	52	35	18	14	12	12	12
-增速		-32.2%	-49.4%	-20.0%	-10.0%	0.0%	0.0%
毛利率	20.4%	21.7%	22.2%	7.7%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利 (百万)	10.6	7.7	4.0	1.0	1.5	1.5	1.5
6.机器人产品							
合计收入 (百万)							50
增速收入							
毛利 (百万)							20
毛利率							40.00%
7.其他产品							
收入 (百万)	59	56	34	45	53	64	141
-增速		-4.3%	-39.0%	29.3%	20.0%	20.0%	120.0%
毛利率	29.2%	26.4%	23.0%	29.9%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利 (百万)	17.2	14.9	7.9	13.3	13.4	16.0	35.3
8.合计							
营业收入	365	522	667	800	1,143	1,540	2,098
增速		42.9%	28.0%	19.9%	42.8%	34.8%	36.2%
毛利	116	179	237	297	407	574	801
营业成本	249	343	430	504	736	966	1,297
毛利率	31.9%	34.2%	35.6%	37.1%	35.6%	37.3%	38.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

盈利预测与投资评级：公司为耐高温绝缘云母制品行业龙头，绑定头部车企及电池厂，出海加速贡献新增量，且布局人形机器人轻量化结构件+丝杠，开启第二增长曲线。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 2.3/3.5/4.9 亿元，同比+36%/+51%/+41%，对应 PE 49/33/23x。我们选取平安电工、博菲电气作为可比公司，24-26 年对应平均估值分别为 70x、25x、20x。考虑公司新业务远期利润弹性较大，给予公司 25 年 50xPE，目标价 48.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表16：可比公司估值表（截至 2025 年 3 月 3 日）

代码	名称	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润 (亿元)			PE			总股本 (亿股)
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
001359.SZ	平安电工	55	30	2.0	2.6	3.2	27.1	21.5	17.3	1.86
001255.SZ	博菲电气	23	28	0.2	0.8	1.1	113.6	29.1	21.6	0.80
	平均值	39	29	1.1	1.7	2.1	70.3	25.3	19.5	1.33
603119.SH	浙江荣泰	115	32	2.3	3.5	4.9	49.4	32.8	23.3	3.64

数据来源：Wind 一致预期

5. 风险提示

- 1) **项目投产进度不及预期：**项目投产进度不及预期，收入增速降低，影响公司总体营收和利润水平。
- 2) **同行业竞争加剧的风险：**行业盈利处于高位，市场可能会出现新进入者，导致竞争加剧，压缩公司的盈利水平。
- 3) **海外政策变化的风险：**公司主要收入来源及后续产能大部分集中于海外，当地投资政策或关税政策变化有可能给公司的经营带来不利影响。

浙江荣泰三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,453	1,817	2,128	2,702	营业总收入	800	1,143	1,540	2,098
货币资金及交易性金融资产	1,023	1,141	1,211	1,460	营业成本(含金融类)	504	736	966	1,297
经营性应收款项	254	420	580	790	税金及附加	9	9	12	17
存货	171	252	331	444	销售费用	21	30	38	52
合同资产	0	0	0	0	管理费用	44	48	63	84
其他流动资产	6	5	6	8	研发费用	45	64	86	117
非流动资产	502	538	648	668	财务费用	(9)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	10	20	加:其他收益	15	15	18	21
固定资产及使用权资产	416	445	502	578	投资净收益	0	6	8	10
在建工程	8	16	66	6	公允价值变动	0	0	10	10
无形资产	59	54	49	44	减值损失	(10)	(11)	(12)	(12)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	6	10	9	8	营业利润	191	266	399	561
其他非流动资产	12	12	12	12	营业外净收支	4	(1)	0	0
资产总计	1,955	2,355	2,776	3,370	利润总额	195	265	399	561
流动负债	254	421	523	667	减:所得税	24	32	48	67
短期借款及一年内到期的非流动负债	22	100	100	100	净利润	172	233	351	494
经营性应付款项	183	249	327	439	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	10	22	29	39	归属母公司净利润	172	233	351	494
其他流动负债	40	50	67	89	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	0.64	0.97	1.36
非流动负债	39	39	39	39	EBIT	183	255	373	531
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	225	306	434	602
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.07	35.60	37.25	38.20
租赁负债	20	20	20	20	归母净利率(%)	21.47	20.38	22.82	23.54
其他非流动负债	19	19	19	19	收入增长率(%)	19.89	42.78	34.78	36.24
负债合计	293	460	562	706	归母净利润增长率(%)	28.43	35.51	50.91	40.59
归属母公司股东权益	1,661	1,894	2,214	2,664					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,661	1,894	2,214	2,664					
负债和股东权益	1,955	2,355	2,776	3,370					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	221	122	255	365	每股净资产(元)	5.93	6.77	7.91	9.51
投资活动现金流	(54)	(82)	(163)	(80)	最新发行在外股份(百万股)	364	364	364	364
筹资活动现金流	788	78	(32)	(44)	ROIC(%)	13.22	12.09	15.12	18.26
现金净增加额	955	118	60	240	ROE-摊薄(%)	10.34	12.29	15.87	18.54
折旧和摊销	42	51	60	71	资产负债率(%)	15.01	19.55	20.23	20.96
资本开支	(54)	(82)	(161)	(81)	P/E(现价&最新股本摊薄)	67.01	49.45	32.77	23.31
营运资本变动	(8)	(168)	(151)	(192)	P/B(现价)	5.33	4.68	4.00	3.33

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>