

浙江荣泰：细分领域市场发现者、方向引导者、技术开创者

——IPO 投资价值报告

2023 年 7 月 7 日

浙江荣泰

报价报告

浙江荣泰电工器材股份有限公司是一家专业从事耐高温绝缘云母新型复合材料的研发、生产与销售的国家高新技术企业，是全球云母制品市场领导者之一。公司从创建以来逐步参与云母材料制品的全球化竞争，积极拓展云母耐高温绝缘材料产品使用边界，在三维耐高温绝缘云母制品的材料配方、制造工艺方面进行了自主创新，形成了技术研发、模具设计、生产制造、产品服务一体化的完整解决方案。公司目前为特斯拉、大众、宝马、奔驰、沃尔沃等国内外知名汽车厂商的一级供应商，与全球动力电池龙头企业宁德时代建立了稳定的业务合作关系。

新能源汽车热失控防护绝缘件相关产品为公司贡献了大部分收入。我们认为这一技术路线确定性高，具备政策端、技术端和应用端的支持，公司是这一细分领域市场的发现者、方向的引导者、技术的开创者。浙江荣泰所处基础行业为云母制品制造，但其下游客户结构不同于业内其他公司，因此，其市场竞争程度、增长速度和利润水平有所不同。因此我们认为：新能源车行业仍在成长之中，其制造标准、工艺流程等尚未完全统一，而浙江荣泰以细分领域开拓者的身份占尽先机。据测算，2022 年浙江荣泰在新能源汽车隔热绝缘领域市场占有率达 27%。我们认为，浙江荣泰主要有四大优势：**交互式研发，与龙头客户为伍；海外收入占比高，尽享新能源高增速红利；深耕云母衍生品，细分领域高筑技术壁垒；产能连扩，规模效应凸显。**

公司过去三年实现了高速发展。受益于下游需求猛增，浙江荣泰的营收及利润近年来实现了大幅度增长。浙江荣泰营业收入在 2020 年至 2023Q1 分别为 3.65 亿元、5.22 亿元、6.67 亿元、1.53 亿元，对应增长率分别为 19.99%、42.92%、27.96%、11.73%。归母净利润在 2020 年至 2023Q1 分别为 0.29 亿元、1.04 亿元、1.34 亿元、0.31 亿元，对应增长率分别为 36.34%、257.42%、28.28%、24.87%。公司毛利率、净利率在过去三年持续提升，截至 2022 年已分别超过 35%、20%，远超同类可比公司。

公司盈利预测及发行价建议。我们预计，浙江荣泰 2023 年—2025 年营业收入分别为 77,282.97 万元、89,385.39 万元、104,569.56 万元，对应增长率分别为 15.78%、15.66%、16.99%，公司 2023~2025 年将实现归母净利润 1.60 亿元、1.83 亿元、2.12 亿元，分别同比增长 19.68%、14.54%、15.67%。我们测算，公司 2023-2025 年对应的 EPS 为 0.59 元、0.68 元、0.78 元。综合 P/E 估值法和 DCF 估值法，我们认为浙江荣泰远期整体公允价值区间为 31.36 亿元—42.43 亿元，对应 11.20—15.15 元/股。以 2023 年 1.6 亿元归母净利润计，对应市盈率为 19.60—26.52 倍；以 2022 年 1.21 亿元扣非归母净利润计，对应市盈率为 25.92—35.07 倍；以 2022 年 1.34 亿元归母净利润计，对应市盈率为 23.40—31.66 倍。

风险提示：盈利预测假设条件不成立影响公司盈利预测和估值结论的风险；估值高于行业和可比公司市盈率的风险；股票市场波动的风险；产品质量风险；毛利率下降风险；下游行业技术路线风险；潜在竞争者导致的市场竞争

公司简介

公司从事耐高温绝缘云母新型复合材料的研发、生产和销售。

资料来源：公司招股书。

未来 3-6 个月重大事项提醒

2023-07 网下初步询价

(以实际发生时间为准)

发行上市资料

发行前总股本(万股)	21000
本次拟发行量(万股)	7000
保荐机构	东兴证券股份有限公司

发行前财务数据

每股净资产(元)	2.54
净资产收益率(%)	25
资产负债率(%)	46.87

主要股东和持股比例

葛泰荣	43.32%
葛太亮	7.43%
宜宾晨道新能源产业股权投资合伙企业(有限合伙)	7.20%

分析师：洪一

0755-82832082 hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480516110001

研究助理：侯河清

010-66554108 houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480122040023

加剧风险；汇率波动风险等。

投资者应自主做出投资决策并自行承担投资风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	521.62	667.48	772.83	893.85	1,045.70
增长率(%)	42.92%	27.96%	15.78%	15.66%	16.99%
归母净利润(百万元)	104.28	133.77	160.10	183.38	212.12
增长率(%)	257.42%	28.28%	19.68%	14.54%	15.67%
每股收益(元)	26.22%	25.13%	8.58%	8.95%	9.38%
净资产收益率(%)	0.50	0.64	0.76	0.87	1.01

资料来源：公司财报、同花顺 iFinD，东兴证券研究所

目 录

1. 立足云母品制造，拥抱新能源历史机遇	6
1.1 耐高温绝缘云母产品的开拓者	6
1.1.1 行业经验丰富，厚积薄发	6
1.1.2 股权结构合理稳定	6
1.2 新能源业务占比持续提升	8
1.2.1 公司收入主要来自新能源领域	8
1.2.2 公司产品用途广泛	8
1.2.3 参与行业标准制定	11
1.3 公司财务数据大幅增长	11
2. 云母品制造业前景广阔	12
2.1 复盘：原料易得，应用广泛	13
2.2 空间：未来四年市场复合增长率为 18.00%	15
2.3 格局：充分竞争，细分领域深耕	17
2.3.1 行业格局：行业规模快速增长，集中度逐步提升	17
2.3.2 可比公司：浙江荣泰在财务、细分领域市占率、客户方面优势明显	18
3. 技术路线：云母路线在热失控防护绝缘件领域确定性高	23
3.1 新能源汽车为什么要使用热失控防护绝缘件？	23
3.2 新能源汽车热失控防护绝缘件为什么选择云母材料？	25
4. 公司优势：为什么云母热失控防护绝缘件领域浙江荣泰占尽先机	26
4.1 交互式研发，与龙头客户为伍	26
4.2 海外收入占比高，尽享新能源高增速红利	27
4.3 深耕云母衍生品，细分领域高筑技术壁垒	28
4.4 产能连扩，规模效应凸显	29
5. 募投项目分析	31
5.1 年产 240 万套新能源汽车安全件项目	32
5.2 补充流动资金项目	32
6. 盈利预测与估值	33
6.1 盈利预测	33
6.2 估值	38
6.2.1 绝对估值	38
6.2.2 相对估值	40
7. 风险提示	43
7.1 盈利预测假设条件不成立影响公司盈利预测和估值结论的风险	43
7.2 估值高于行业和可比公司市盈率的风险	44
7.3 股票市场波动的风险	44
7.4 产品质量风险	44
7.5 毛利率下降风险	44
7.6 应收款项规模较大风险	44

7.7 偿债能力风险.....	44
7.8 存货跌价风险.....	45
7.9 募集资金投资项目实施不达预期风险.....	45
7.10 知识产权和专有技术保护风险.....	45
7.11 部分员工未缴纳社会保险及住房公积金的风险.....	45
7.12 规模快速扩张引发的经营管理风险.....	45
7.13 控股公司管理风险.....	45
7.14 实际控制人控制不当风险.....	46
7.15 下游行业技术路线风险.....	46
7.16 潜在竞争者导致的市场竞争加剧风险.....	46
7.17 宏观经济和下游行业需求波动风险.....	46
7.18 原材料价格波动风险.....	46
7.19 汇率波动风险.....	46
7.20 税收优惠政策变动风险.....	47

插图目录

图 1: 浙江荣泰发展历程.....	6
图 2: 浙江荣泰股权结构.....	7
图 3: 浙江荣泰近三年各项业务收入情况(单位: 亿元).....	8
图 4: 浙江荣泰近三年各项业务收入占比情况.....	8
图 5: 浙江荣泰 2022 年收入构成(按地区分类).....	8
图 6: 浙江荣泰 2022 年海外收入构成.....	8
图 7: 新能源汽车热失控防护绝缘件使用场景.....	10
图 8: 小家电阻燃绝缘件使用场景.....	10
图 9: 电缆阻燃绝缘带使用场景.....	10
图 10: 浙江荣泰营业收入及增长情况(单位: 亿元).....	12
图 11: 浙江荣泰归母净利润及增长情况(单位: 亿元).....	12
图 12: 浙江荣泰利润率情况.....	12
图 13: 浙江荣泰资产负债率情况.....	12
图 14: 行业上下游情况.....	12
图 15: 云母示意图.....	13
图 16: 云母相关产品示意图.....	14
图 17: 云母下游应用场景.....	14
图 18: 全球云母市场规模情况(单位: 亿元).....	15
图 19: 中国云母市场规模(单位: 亿元).....	15
图 20: 动力电池上盖板阻燃隔热材料使用比例.....	16
图 21: 动力电池模组间阻燃隔热材料使用比例.....	16
图 22: 可比公司营业收入(单位: 亿元).....	20
图 23: 可比公司营业收入增长率.....	20

图 24: 可比公司归母净利润 (单位: 亿元)	20
图 25: 可比公司归母净利润增长率	20
图 26: 可比公司毛利率	21
图 27: 可比公司净利率	21
图 28: 可比公司 ROE	21
图 29: 可比公司资产负债率	21
图 30: 比亚迪海豹云母材料使用示意图	25
图 31: 特斯拉 Model Y 云母材料使用示意图	25
图 32: 浙江荣泰内销外销情况	27
图 33: 浙江荣泰 2022 年内销外销比例	27
图 34: 主要新能源车市场渗透率情况	28
图 35: 浙江荣泰云母制品自产产能	30
图 36: 浙江荣泰云母制品自产产量	30
图 37: 浙江荣泰云母制品销量	31
图 38: 浙江荣泰生产设备原值	31

表格目录

表 1: 浙江荣泰主要子公司情况	7
表 2: 公司主要产品介绍	9
表 3: 公司主持或参与起草的相关标准	11
表 4: 主要动力电池热失控防护材料对比	15
表 5: 全球云母耐火绝缘市场占有率情况 (单位: 万元)	17
表 6: 部分业务、产品与浙江荣泰类似的企业	18
表 7: 细分市场市占率情况 (单位: 万元)	22
表 8: 部分可比公司客户情况	22
表 9: 云母板与陶瓷材料对比	26
表 10: 浙江荣泰客户情况	27
表 11: 浙江荣泰毛利情况	28
表 12: 浙江荣泰三维云母结构件产品主要特性	29
表 13: 浙江荣泰新能源汽车热失控防护绝缘件产品单价情况	29
表 14: 浙江荣泰产能情况	30
表 15: 浙江荣泰原材料成本情况	31
表 16: 浙江荣泰本次募投项目	31
表 17: 浙江荣泰拟投资项目预算明细	32
表 18: 浙江荣泰过往收入构成	33
表 19: 下游需求增长情况	34
表 20: 浙江荣泰收入预测 (单位: 万元)	35
表 21: 浙江荣泰费用及利润预测	37
表 22: WACC 等 DCF 参数假设	38

表 23: DCF 估值情况 (单位: 百万元)	39
表 24: 浙江荣泰 DCF 估值敏感性分析情况 (单位: 亿元)	40
表 25: 浙江荣泰可比公司情况 (单位: 亿元)	41
表 26: 浙江荣泰与可比公司 2022 年财务指标情况	41
表 27: 浙江荣泰与可比公司 2022 年客户集中度对比情况.....	42
表 28: 各级车辆对热失控防护材料应用情况	42
表 29: 浙江荣泰市盈率情况	43
表 30: 浙江荣泰盈利预测假设不及预期的可能结果	43

1. 立足云母品制造，拥抱新能源历史机遇

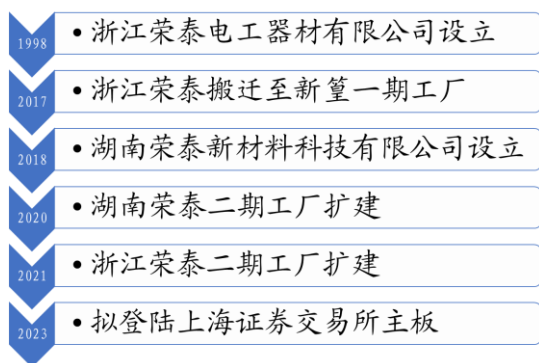
1.1 耐高温绝缘云母产品的开拓者

浙江荣泰电工器材股份有限公司是一家专业从事耐高温绝缘云母新型复合材料的研发、生产与销售的国家高新技术企业，在浙江和湖南等地分设多个厂区，是全球云母制品市场领导者之一。根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)，浙江荣泰所处的行业属于“C30 非金属矿物制造业”下的“C3082 云母制品制造”。浙江荣泰主营业务为各类耐高温绝缘云母制品的研发、生产和销售。经过多年的技术创新、产品开发及市场开拓，目前，浙江荣泰在新能源汽车、小家电、电线电缆等下游应用行业均积累了广泛的客户资源，产品已通过美国 UL、FDA、德国 TÜV 以及欧盟的 RoHS、PAHs、REACH 等标准检测。浙江荣泰目前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，通过了多项管理体系认证和评定，主持或参与了多项国家、行业及团体标准的起草修订。浙江荣泰从创建以来逐步参与云母材料制品的全球化竞争，积极拓展云母耐高温绝缘材料产品使用边界，在三维耐高温绝缘云母制品的材料配方、制造工艺方面进行了自主创新，形成了技术研发、模具设计、生产制造、产品服务一体化的完整解决方案。公司目前为特斯拉、大众、宝马、奔驰、沃尔沃等国内外知名汽车厂商的一级供应商，与全球动力电池龙头企业宁德时代建立了稳定的业务合作关系。公司 2021 年度被沃尔沃评选为“最佳供应商”，2022 年被沃尔沃授予“质量卓越奖”。在云母品制造的传统应用领域，知名家电企业美的、松下和全球电线电缆龙头企业耐克森均为公司客户。

1.1.1 行业经验丰富，厚积薄发

浙江荣泰深耕绝缘材料行业二十余年，积累了丰富的行业经验。浙江荣泰最早成立于 1998 年，2017 年成立新工厂，驶入发展快车道，2020 年、2021 年对厂区进行扩建，为营收增长提供了强有力保障。经过多年发展，近期拟登陆上交所主板。

图1：浙江荣泰发展历程



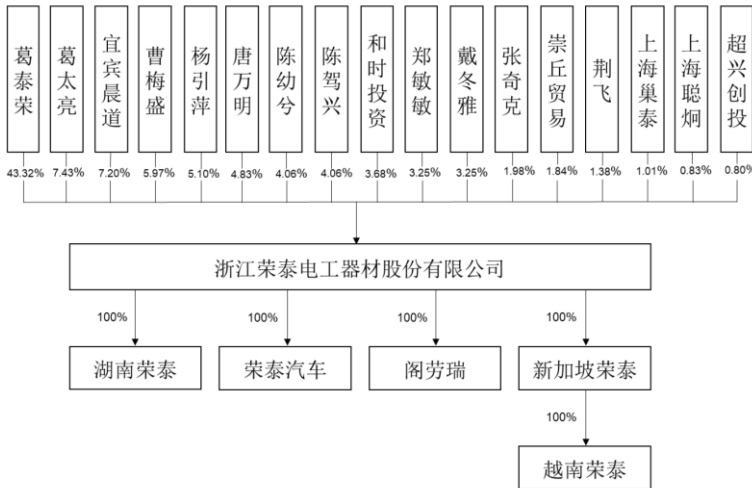
资料来源：浙江荣泰官网、浙江荣泰招股说明书 P32、东兴证券研究所

1.1.2 股权结构合理稳定

浙江荣泰股权结构稳定合理。浙江荣泰实控人为实际控制人仍为葛泰荣、曹梅盛夫妻二人，本次发行前，浙江荣泰实际控制人葛泰荣、曹梅盛夫妇合计直接持有公司 49.29% 股份，并通过上海巢泰和上海聪炯间接控制公司 1.84% 股份，合计实际控制的股份比例为 51.13%。本次发行后，葛泰荣、曹梅盛夫妇仍为公司的实际控

制人，对公司生产经营活动具有重大决策权，可有效保障公司经营策略、经营方向的持续稳定。葛太亮持股 7.43%，与公司实际控制人构成一致行动关系。宜宾晨道即宜宾晨道新能源产业股权投资合伙企业（有限合伙），锂电池行业龙头公司宁德时代为该合伙企业出资人之一。

图2：浙江荣泰股权结构



资料来源：浙江荣泰招股说明书 P56，东兴证券研究所

截至招股说明书签署日，浙江荣泰共有 4 家全资子公司，1 家全资孙公司，无参股公司及分公司，具体情况如下：

表1：浙江荣泰主要子公司情况

公司	主要业务	主要产品	发展定位及与公司主营业务的对应关系
浙江荣泰	各类耐高温绝缘云母制品的研发、生产和销售	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、玻璃纤维布	—
湖南荣泰	云母纸、云母板的生产与销售	云母纸、部分云母板	高温绝缘云母制品基础产品生产基地，为公司提供云母纸和部分云母板基础产品
阁劳瑞	新能源汽车热失控防护绝缘件的销售	新能源汽车热失控防护绝缘件	为海外客户提供配套服务，拓展海外客户
荣泰汽车	新能源汽车热失控防护绝缘件的加工与销售	新能源汽车热失控防护绝缘件	为新能源汽车客户提供新能源汽车热失控防护绝缘件
新加坡荣泰	汽车零部件和绝缘防火材料等国际贸易	新能源汽车热失控防护绝缘件、绝缘防火材料	为海外客户提供配套服务，拓宽公司销售渠道
越南荣泰	汽车零部件及配件制造	新能源汽车热失控防护绝缘件	新能源汽车热失控防护绝缘件海外生产基地

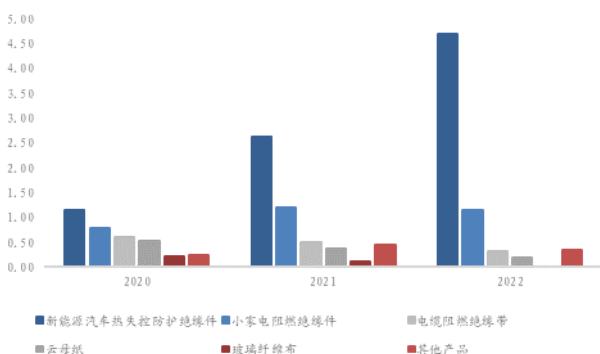
资料来源：浙江荣泰招股书 P59，东兴证券研究所

1.2 新能源业务占比持续提升

1.2.1 公司收入主要来自新能源领域

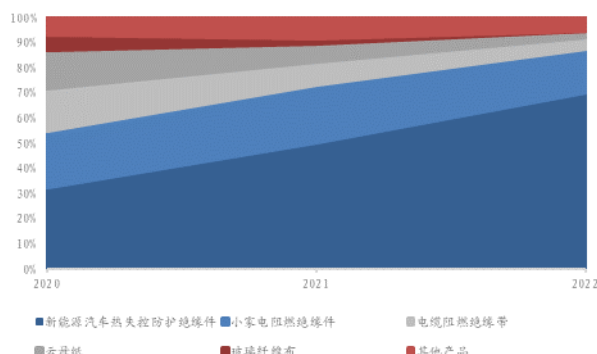
浙江荣泰产品主要来应用于新能源汽车。公司主要产品包括：新能源汽车热失控防护绝缘件、小家电阻燃绝缘件、电缆阻燃绝缘带、云母纸等。其中，新能源汽车热失控防护绝缘件收入占比逐年提升，2020年—2022年，分别贡献 32.51%、50.41%和 70.43%营业收入，其主要客户为特斯拉、沃尔沃、宁德时代等业内知名厂商。小家电阻燃绝缘件收入占比呈下降趋势，2020年至 2022 年，分别贡献 22.40%、22.75%和 17.28%的营业收入。

图3：浙江荣泰近三年各项业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：浙江荣泰招股说明书 P133，东兴证券研究所

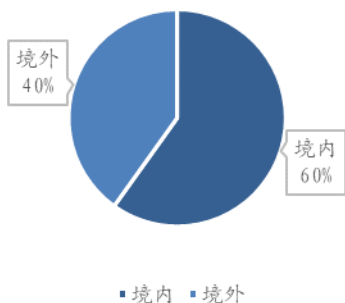
图4：浙江荣泰近三年各项业务收入占比情况



资料来源：浙江荣泰招股说明书 P133，东兴证券研究所

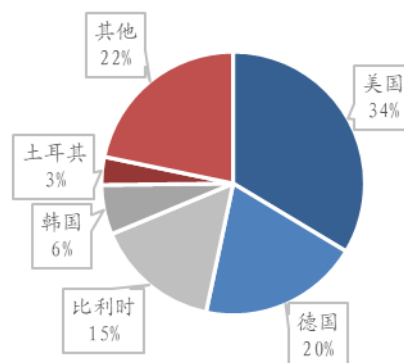
按照地区分类，2022 年公司 40.11%业务收入来自于海外，金额达 2.67 亿元。其中，美国、德国在海外收入中合计占比过半。

图5：浙江荣泰 2022 年收入构成（按地区分类）



资料来源：浙江荣泰招股书 P134，东兴证券研究所

图6：浙江荣泰 2022 年海外收入构成








资料来源：浙江荣泰招股书 P134，东兴证券研究所

1.2.2 公司产品用途广泛

浙江荣泰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。具体如下：

表2: 公司主要产品介绍

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	

资料来源: 浙江荣泰招股书 P99、东兴证券研究所

浙江荣泰根据各类新能源汽车系统布局及相关热失控、绝缘防护的安全标准,研发、设计和生产与车型配套的热失控防护绝缘件,主要应用于新能源汽车电池电芯、电池模组、电池包及整车的热失控防护系统。使用场景如下所示:

图7：新能源汽车热失控防护绝缘件使用场景



资料来源：浙江荣泰招股说明书 P100，东兴证券研究所

小家电阻燃绝缘件，主要用于加热类小家电产品的阻燃绝缘防护，在微波炉、电吹风、取暖器、多士炉、智能马桶等产品中有广泛应用。使用场景如下所示：

图8：小家电阻燃绝缘件使用场景



资料来源：浙江荣泰招股说明书 P100，东兴证券研究所

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。使用电缆阻燃绝缘带的防火电缆和特种电缆广泛应用于远洋船舶、商用建筑及各大工业领域的防火阻燃系统。使用场景如下所示：

图9：电缆阻燃绝缘带使用场景



资料来源：浙江荣泰招股说明书 P101，东兴证券研究所

云母纸和玻璃纤维布主要作为公司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。

1.2.3 参与行业标准制定

浙江荣泰重视研发与技术，与国内知名高校开展了产学研等相关合作，掌握了一定的技术和专利。公司高度重视研发平台建设，通过自主研发、聘请专家及与高校、外部机构合作相结合，不断地进行基础材料和技术应用开发。公司设立了省级企业研究院平台，并与浙江清华长三角研究院、浙江工业大学、同济大学浙江学院等科研院所积极开展合作。公司同浙江工业大学共同承担了省级重点研发计划项目《高性能有机硅云母绝缘三维立体异型结构件一体成型关键技术研发》；公司开展的《新能源汽车用高耐候异形云母复合绝缘材料》项目被评为浙江省重点高新技术产品开发项目。2021年，公司被中国工业和信息化部认定为第三批专精特新“小巨人”企业；2021年12月，公司入选嘉兴市经济和信息化局公布的“绿色工厂”名单；2022年1月，公司被嘉兴市经济和信息化局评选为2021年度“嘉兴市十大优秀中小企业”；2022年1月，公司“Glory mica”商标被浙江省商务厅认定为“浙江出口名牌”；2022年3月，公司产品“新能源汽车用硬质金云母板”入选浙江省经济和信息化厅公布的2021年度“浙江制造精品”名单。

凭借公司多年的技术积累和丰富的应用经验，公司形成了多项自主知识产权。截至招股书出具日，公司及子公司共拥有23项发明专利、81项实用新型专利、3项外观设计专利，并主持或参与起草修订了多项国家、行业或团体标准。

表3：公司主持或参与起草的相关标准

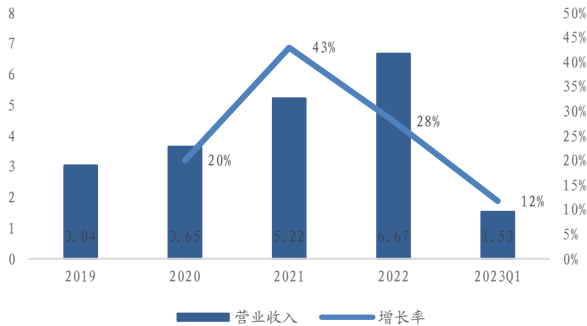
序号	起草修订单位	标准名称	标准类型	实施日期
1	浙江荣泰	《以云母为基的绝缘材料第10部分：耐火安全电缆用云母带》	国家标准	2023.2.1
2	浙江荣泰	《固体绝缘材料介电和电阻特性第6部分：介电特性(AC方法)相对介电常数和介质损耗因数(频率0.1Hz-10MH)》(GB/T 31838.6-2021/IEC 62631-2-1:2018)	国家标准	2021.12.1
3	浙江荣泰	《固体绝缘材料介电和电阻特性第5部分：电阻特性(DC方法)浸渍和涂层材料的体积电阻和体积电阻率》(GB/T 31838.5-2021/IEC62631-3-11:2018)	国家标准	2021.12.1
4	浙江荣泰	《旋转电机绝缘结构功能性评定散绕组试验规程热评定和分级》(GB/T 17948.1-2018/IEC 60034-1821:2012)	国家标准	2019.2.1
5	浙江荣泰	《200级有机硅剥离粉云母带》(JB/T 13477-2018)	行业标准	2018.12.1
6	浙江荣泰	《新能源汽车用硬质金云母板》(T/ZZB 1722-2020)	团体标准	2020.10.30

资料来源：浙江荣泰招股说明书P124、GGII、东兴证券研究所

1.3 公司财务数据大幅增长

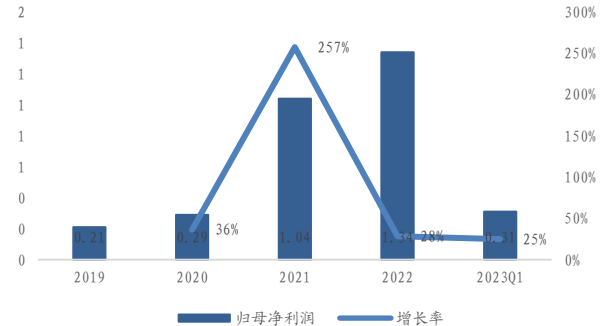
受益于下游需求猛增，浙江荣泰的营收及利润近年来实现了大幅度增长。浙江荣泰营业收入在2020年至2023Q1分别为3.65亿元、5.22亿元、6.67亿元、1.53亿元，对应增长率分别为19.99%、42.92%、27.96%、11.73%。归母净利润在2020年至2023Q1分别为0.29亿元、1.04亿元、1.34亿元、0.31亿元。对应增长率分别为36.34%、257.42%、28.28%、24.87%，其增幅均高于同期营业收入增幅。

图10：浙江荣泰营业收入及增长情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

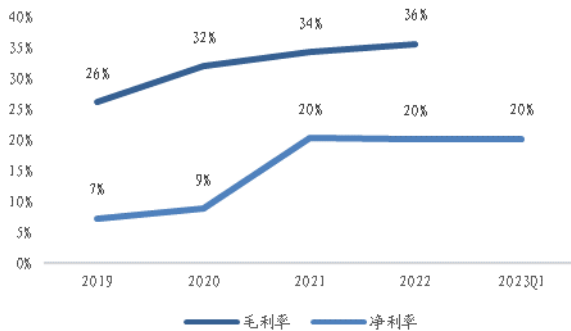
图11：浙江荣泰归母净利润及增长情况（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

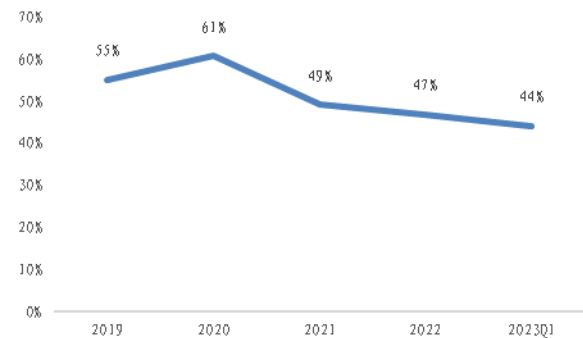
公司的利润率整体呈增长态势。毛利率由2020年的31.91%增至2022年的35.56%，净利率由2020年的8.93%增至2023Q1的20.2%。公司的财务杠杆近年来实现了大幅度降低，由2020年的60.62%降至2023Q1的44.14%。

图12：浙江荣泰利润率情况



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

图13：浙江荣泰资产负债率情况



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

2. 云母品制造业前景广阔

浙江荣泰所在行业上游为云母矿采掘与初步加工、玻璃纤维加工制造行业，下游为新能源汽车、家用电器、电线电缆及其他工业应用等行业。

图14：行业上下游情况



资料来源：浙江荣泰招股说明书 P122，东兴证券研究所

2.1 复盘：原料易得，应用广泛

根据招股说明书，浙江荣泰主要从事各类耐高温绝缘云母制品的研发、生产和销售。根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)，公司所处的行业属于“C30 非金属矿物制造业”下的“C3082 云母制品制造”。

云母为一种层状硅酸盐矿物，属于天然非金属矿石。由于其独特的层状结构，十分稳定的晶格，以及较强的抗剪切强度和良好的柔韧性，云母制品拥有优良的化学稳定性、耐热性、机械性能和电气性能。云母材料在电工领域中应用较为广泛，其优秀的电气性能主要体现在具有较高的绝缘强度和较大的电阻、较低的电介质损耗和抗电弧、耐电晕等。同时云母材料具有较强的耐热性能，通常可以承受几百度的高温，在耐热温度范围内体积、物理性能、机械强度均不发生改变，且在高温脱水后仍能在一段时间内保持较高的机械强度以及较好的电气性能。基于其优异的耐高温性能与绝缘性能，云母材料在绝缘材料领域中占据较为重要的地位，早期多运用于电气化改造起步较早的重点工业部门，如发电机、高压电机以及电热设备绝缘领域，随着全社会电气化进程加速，云母耐高温绝缘材料逐渐在建筑、汽车、电力、工业、家用电器等多个行业领域发挥重要作用，并且云母材料相关研究领域的发展将促进云母耐高温绝缘制品下游应用领域持续拓宽。云母制品主要可分为：云母片制品、云母纸、云母带、云母板、云母介质电容器、云母粉等六大产品系列。天然云母分为白云母、黑云母和锂云母三个亚类，其示意图如下：

图15：云母示意图



白云母

黑云母

锂云母

资料来源：平安股份招股说明书 P95，东兴证券研究所

从全球范围来看，目前从天然云母矿石中提炼的云母仍然是云母制品所需材料的主要来源。世界上云母矿产资源分布比较广泛，主要分布在中国、美国、韩国、加拿大、印度、法国、南非、巴西等国家。我国云母资源丰富，云母矿几乎分布在全国各地，年总产量约占世界产量的 10%。由于云母储量丰富，分布广泛，且主要用于耐高温绝缘材料生产，使用范围相对狭窄，因此供给较为充分，使得产业上游云母纸等云母初加工产品供应较为充足，为行业内企业原材料采购提供了更多的选择。上游原材料供应充足价格稳定，为本行业发展奠定了良好的基础。中国云母矿藏广泛分布于 20 个省（自治区），其中新疆、四川、内蒙古、西藏、青海五省（区）为云母主要产地。受中国云母矿开采条件的限制，加上云母矿附加值低等因素的制约，目前中国云母开采量较低，我国所需的云母主要从亚洲、非洲等地区进口。云母属于不可再生资源，因而衍生出了下一代云母原料制备技术——人工合成云母，又称人造云母。合成云母是以适当配比的原料经高温熔融冷却析晶而制得，相比于天然云母受自然资源条件限制较少。合成云母其结构与天然云母相似，并且其纯度、透明

性、绝缘性以及耐高温能力均优于天然云母，因此在部分工业应用方面能够完全替代甚至超越天然云母，是一种具有战略意义的人工合成薄片状非金属晶体新材料。

云母制品形态多样，种类丰富，主要包括云母粉、云母纸、耐火云母带、云母板、云母异型件等。云母粉是从云母矿中提取制作的云母，具备云母特有的物化性能，是一种优良的添加剂。云母纸由天然云母通过抄造工艺制成，不添加任何的纤维素和其它有机物，保留了天然云母的优良性能，且厚度均匀、介电强度高、耐电晕、绝缘特性稳定。耐火云母带是以云母纸为基材，与玻纤布/薄膜、粘接剂等结合而成，可适用于特种电线电缆。云母板是以云母纸为基材，与粘接剂结合而成，用作电熨斗、电吹风、电暖器等家用电器，以及冶金工业中的工频炉、中频炉、电弧炉等设备的绝缘耐温材料。云母异型件由云母板或云母纸加工而成，主要应用于各类电器及电气设备。

图16：云母相关产品示意图



资料来源：平安股份招股说明书 P96，东兴证券研究所

云母因其物化特性，在工业生产中应用场景十分广泛。按用途划分，云母制品可以分为耐火材料、珠光颜料、绝缘材料和其他材料；按应用市场划分，可以分为高温冶炼市场、汽车市场、化妆品市场、电力市场、家用电器市场等。

图17：云母下游应用场景



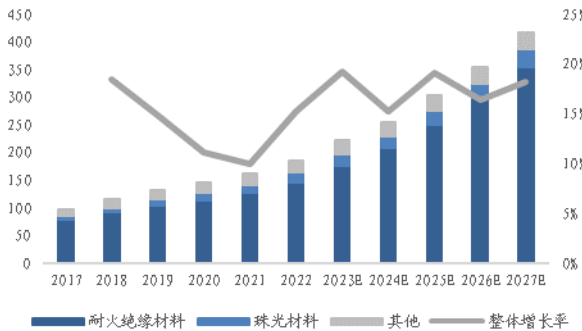
资料来源：平安股份招股说明书 P96，东兴证券研究所

2.2 空间：未来四年市场复合增长率为 18.00%

根据弗若斯特沙利文的研究，2022 年世界云母材料市场规模为 180.00 亿元，2017-2022 年市场复合增长率为 13.20%，预计 2023-2027 年市场复合增长率为 18.00%，2027 年市场规模将达到 418.10 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，2022 年各细分市场规 模分别为 145.43 亿元、15.26 亿元和 19.28 亿元，其中耐火绝缘材料市场占 80.81%，预计到 2027 年耐火绝缘材料市场规模将达到 355.64 亿元。

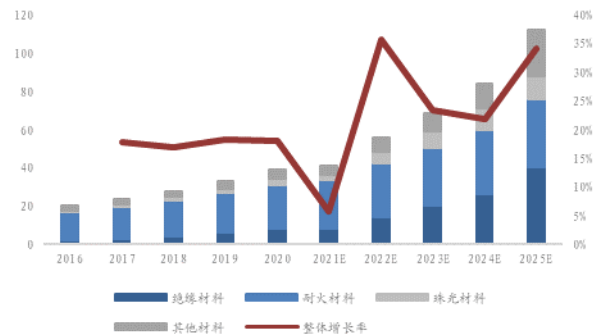
近年来我国云母市场稳步发展，根据弗若斯特沙利文统计，2020 年我国云母市场规模达 38.76 亿元，预计 2025 年云母市场规模将提升至 112.24 亿元。按下游应用范畴分类，2020 年耐火材料和绝缘材料合计占比达 80.92%，系国内云母市场的主要应用范畴，2016 年至 2020 年耐火材料和绝缘材料的复合年增长率分别为 12.54%和 34.77%。

图18：全球云母市场规模情况（单位：亿元）



资料来源：浙江荣泰招股说明书 P111、弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

图19：中国云母市场规模（单位：亿元）



资料来源：平安股份招股说明书 P99、弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

云母制品在新能源汽车行业中主要作为动力电池热失控防护材料使用。近年来在全球新能源汽车行业快速发展的背景下，动力电池作为新能源汽车的核心部件其性能也不断提升，电池能量密度逐步提升成为总体趋势。随着电池能量密度提升，电池热失控引发起火爆炸的安全性问题成为新能源汽车厂商亟待解决的重要技术挑战。为提升新能源汽车安全防护水平，我国 2021 年 1 月 1 日起开始执行《GB 38031-2020 电动汽车用动力蓄电池安全要求》，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。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，各材料性能比较如下：

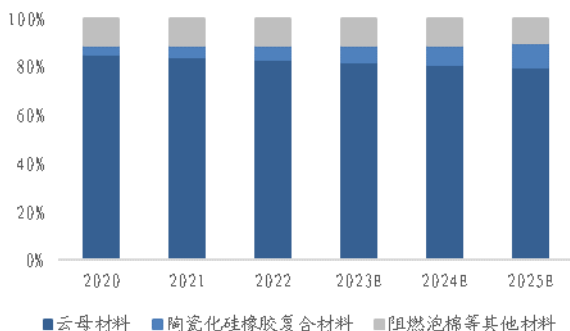
表4：主要动力电池热失控防护材料对比

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	低冲
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

资料来源：浙江荣泰招股说明书 P113、GGII、东兴证券研究所

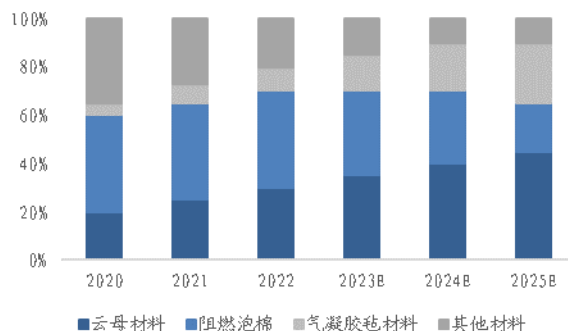
各项产品使用比例如下：

图20：动力电池上盖板阻燃隔热材料使用比例



资料来源：浙江荣泰招股说明书 P114, GGII, 东兴证券研究所

图21：动力电池模组间阻燃隔热材料使用比例



资料来源：浙江荣泰招股说明书 P114, GGII, 东兴证券研究所

由于新能源汽车的消费品属性以及汽车固有的推重比、车型等因素，热失控防护材料需要在阻燃性能、电气绝缘性能、耐候性、热传导性能、机械强度之外，综合考虑制造成本、使用经验、材料体积重量等因素，云母材料因其高度适配的阻燃绝缘性能和极佳的综合性能被广泛应用于新能源汽车热失控防护系统。新能源汽车厂商目前一般采用气凝胶、泡棉和云母组件整体组合的热失控防护方案。

根据 EV Tank 和中国汽车工业协会的统计，2022 年全球新能源汽车销量达到 1,082.4 万辆同比增长 62%，其中我国新能源汽车销量达到 688.7 万量同比增长 97%。EV Tank 预计 2025 年和 2030 年全球新能源汽车销量将达到 2,542 万辆和 5,212 万辆，新能源汽车的渗透率将持续提升并在 2030 年超过 50%。

根据弗若斯特沙利文的研究，2022 年全球新能源汽车云母材料市场规模为 17.30 亿元，2017 到 2022 年全球新能源汽车云母材料市场年均复合增长率为 86.40%，预测 2023 年到 2027 年该市场年均复合增长率为 37.60%，预计 2027 年全球新能源汽车云母材料市场规模约为 104.40 亿元。

云母制品在电池储能领域主要用于储能电池的阻燃绝缘防护。传统能源向清洁能源转型已成为全球共识，而新能源发电相较于传统能源存在不稳定、不均衡的特点，从而催生了发电侧和电网侧储能快速增长的需求，储能产品市场发展潜力巨大。根据 GGII 的预测，2025 年全球储能电池出货量将达到 476GWh，2021-2025 年均复合增长率超过 60%；家用储能市场方面，GGII 预计 2025 年全球装机规模有望达到 100GWh，较 2021 年增长约 14.6 倍。根据弗若斯特沙利文的研究，2022 年全球储能云母材料市场规模为 1.30 亿元，预测 2023 年到 2027 年该市场年均复合增长率将为 64.40%，预计 2027 年全球储能云母材料市场将达到 19.20 亿元。

云母制品在小家电领域主要应用于微波炉、电吹风、取暖器、多士炉、智能马桶等产品阻燃绝缘防护。市场研究机构欧睿国际（Euromonitor）的数据显示，我国家庭小家电保有量在每户 10 种以下，远不及欧美等发达国家每户 30 种的保有量水平，说明我国小家电市场仍有较大的增长空间。我国居民可支配收入和消费支出持续增长，有望为小家电市场需求增长奠定物质基础。另外，随着市场经济的发展，以及机电一体化技术、数字化技术和智能家电技术的普遍应用，小家电在新的时代背景下将迎来发展的新机遇。电器产品应用场景在家居生活领域不断扩宽延伸，附带加热功能的小家电品类也在不断增多，与小家电加热功能适配性优秀的云母产品市场前景广阔。根据弗若斯特沙利文的研究，2022 年全球家用电器云母材料市场规模为 5.83 亿元，2017 到 2022 年全球家电云母材料市场年均复合增长率为 19.50%，预测 2023 年到 2027 年该市场年均复合增长率为 14.10%，预计 2027 年全球家电云母材料市场规模约为 11.72 亿元。

云母制品在电线电缆领域主要用于防火电缆和特种电缆的阻燃绝缘防护。电线电缆行业是现代经济社会进步与发展的基础性配套产业，广泛应用于国民经济各个领域，被喻为国民经济的“血管”与“神经”。根据国家统计局的统计数据，2020年我国电线电缆行业营收规模为1.08万亿，同比增长5%。据前瞻产业研究院预计，到2026年我国电线电缆行业规模将增长到1.8万亿元左右。根据弗若斯特沙利文的研究，2022年全球电缆行业云母材料市场规模为15.80亿元，2017年到2022年该市场年均复合增长达到15.40%，预测2023年到2027年市场年均复合增长率为13.90%，**预计2027年全球电缆行业云母市场将达到27.40亿元。**

云母制品作为保温、耐火材料及绝缘材料在高温冶炼、电力、轨道交通等行业被广泛使用。根据弗若斯特沙利文的研究，2022年全球高温冶炼行业和电力云母材料市场规模分别为53.12亿元和28.39亿元，预测2023年到2027年市场年均复合增长率分别为5.00%和10.30%，**预计2027年全球高温冶炼和电力云母材料市场规模为68.89亿元和48.04亿元。**云母制品在其他工业领域具有广泛的市场需求。

2.3 格局：充分竞争，细分领域深耕

我国云母制品行业经过多年发展，通过市场优胜劣汰已成为市场化较高的充分竞争行业。行业内不同企业根据自身情况在各下游细分领域内深耕发展。

2.3.1 行业格局：行业规模快速增长，集中度逐步提升

从下游主要应用细分领域看，云母制品作为新能源汽车动力电池热失控防护材料为近年来产生的新兴需求，市场规模快速增长，但因具有准入壁垒，目前参与者较少，还未进入充分竞争阶段。小家电、电线电缆、工业应用等其他下游应用细分领域，产品技术已趋于成熟市场需求规模较大，但市场参与者众多，竞争较为激烈。浙江荣泰行业内竞争对手主要有瑞士丰罗集团、韩国SWECO Inc.、固德电材、平安股份、倚天股份等企业。2020年—2022年，表5中市占率最高的两家公司：浙江荣泰和平安股份的市占率合计占比分别为：7.87%、9.36%、9.41%，行业集中度有逐步提升的趋势。

全球云母耐火绝缘市场占有率情况如下：

表5：全球云母耐火绝缘市场占有率情况（单位：万元）

公司		2020年度	2021年度	2022年度
浙江荣泰	云母产品收入	30,598.90	46,514.66	63,301.29
	市场占有率	2.69%	3.68%	4.35%
平安股份	云母产品收入	58,800.51	71,778.12	73,630.32
	市场占有率	5.18%	5.68%	5.06%
博菲电气	云母产品收入	2,781.86	3,805.58	3,397.58
	市场占有率	0.24%	0.30%	0.23%
巨峰股份	云母产品收入	6,872.55	8,514.58	7,678.40
	市场占有率	0.61%	0.67%	0.53%
倚天股份	云母产品收入	18,745.87	18,556.75	16,316.17
	市场占有率	1.29%	1.47%	1.44%
全球云母耐火绝缘市场规模		1,135,931.30	1,264,461.10	1,454,296.60

资料来源：浙江荣泰招股说明书P123、P124、弗若斯特沙利文、东兴证券研究所

2.3.2 可比公司：浙江荣泰在财务、细分领域市占率、客户方面优势明显

根据招股书，浙江荣泰可比公司为：瑞士丰罗集团、平安股份、倚天股份、科达利、旭升集团。

瑞士丰罗集团（Von Roll Group）的主要产品包含云母绝缘产品，其下游客户涵盖新能源汽车领域。

平安股份主要产品为云母制品和玻纤布，其下游客户包分布于电线电缆、家电和新能源汽车等行业。

倚天股份主要产品包括云母带、云母纸、外购线缆产品和阻燃带，其下游客户来自于电线电缆行业及云母制品行业。

科达利产品主要分为新能源汽车动力电池精密结构件、消费类电池精密结构件以及汽车零部件。2020年至2022年，其锂电池结构件产品收入占营业收入的比例分别为94.62%、96.75%和96.22%。

旭升集团主要从事精密铝合金零部件的研发、生产与销售，公司产品主要聚焦于新能源汽车领域。2020年至2022年，其汽车类铝制零部件收入占营业收入的比例分别为87.69%、89.10%和90.81%。

科利达和旭升集团主要产品均为新能源汽车结构件，下游客户主要为特斯拉、宁德时代等新能源汽车及动力电池企业，与荣泰目前以新能源汽车领域为主的产品结构和客户结构相似，具有可比性。

表6：部分业务、产品与浙江荣泰类似的企业

公司名称	公司简介	与公司可比性	2022年主要产品收入占比		
			产品类型	收入(万元)	占主营业务收入比例
瑞士丰罗集团 (VonRollGroup)	该公司是全球绝缘材料行业的领先企业，瑞士证券交易所上市公司。瑞士丰罗集团制造的绝缘系统产品广泛应用在电力、工业、新能源汽车和航空运输等领域。截至2022年末，瑞士丰罗集团在全球设有13个分支机构，拥有员工近千人，销售网络覆盖了全球80多个国家，销售收入达到2.28亿瑞士法郎。	产品包含云母绝缘产品，其下游客户涵盖新能源汽车领域，部分产品和下游客户结构与荣泰类同	电气绝缘材料	16590(瑞士法郎)	72.86%
			复合材料	6180(瑞士法郎)	27.14%
平安股份	该公司主要从事云母绝缘材料、玻纤布和新能源绝缘材料的研发、生产和销售，生产的云母绝缘材料主要包括云母纸、耐火云母带、云母	主要产品为云母制品和玻纤布，其下游客户包分布于电线电缆、家电和新能源汽车等行业，部分产	云母绝缘材料	67,450.90	80.31%
			玻纤布	10,355.65	12.33%

	板、云母异型件和发热件,玻纤布主要包括工业级玻纤布和电子级玻纤布,新能源绝缘材料产品主要包括云母盖板、云母隔板、云母监控板、云母垫片等,产品广泛应用于电线电缆、家用电器、新能源汽车、储能系统、风电光伏和轨道交通等领域。	品与荣泰相似,客户行业结构也有一定程度的相似	新能源绝缘材料	6,179.42	7.36%
倚天股份	该公司主要从事耐火云母、高清洁材料、阻燃材料等技术的研发、生产、销售和服务,主要产品包括云母带、云母纸、外购线缆产品和阻燃带。	主要产品包含云母带、云母纸,与荣泰主要产品具有类似性	云母纸	3,287.89	14.51%
			云母带	15,457.98	68.21%
			阻燃带	698.29	3.08%
			外购线缆产品	3,219.55	40.21%
科达利	该公司主要从事锂电池精密结构件和汽车结构件研发及制造,产品广泛应用于汽车及新能源汽车、便携式通讯及电子产品、电动工具、储能电站等众多行业领域。	主要产品为新能源汽车零部件,下游客户为宁德时代、特斯拉等新能源汽车、动力电池行业客户,与荣泰下游主要客户类同,同处于新能源汽车产业链	锂电池结构件	832,661.26	96.33%
			汽车结构件	29,457.28	3.41%
			其他结构件	2,301.41	0.27%
旭升集团	该公司主要从事精密铝合金汽车零部件和工业零部件的研发、生产和销售,产品主要应用领域包括新能源汽车变速系统、传动系统、电池系统、悬挂系统等核心系统的精密机械加工零部件。	主要产品为新能源汽车零部件,下游客户为特斯拉、奔驰、宝马、沃尔沃、宁德时代等新能源汽车行业客户,与荣泰下游主要客户类同,同处于新能源汽车产业链	汽车类零部件	404,448.06	91.71%
			工业类零部件	8,817.73	2.00%
			模具类零部件	17,702.82	4.01%
			其他类零部件	10,015.09	2.27%

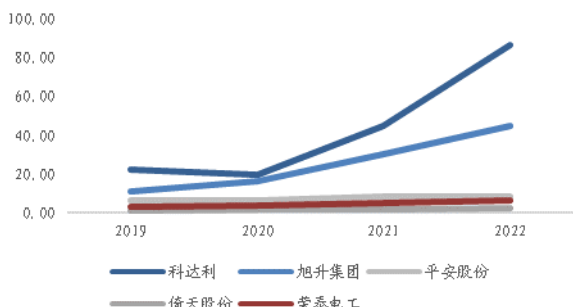
资料来源:《关于浙江荣泰电工器材股份有限公司首次公开发行股票并在沪市主板上市申请文件的审核问询函的回复》P59、P60,东兴证券研究所

基于此,我们对相关公司进行了相关对比。

财务对比:浙江荣泰利润率及增长率位居前列

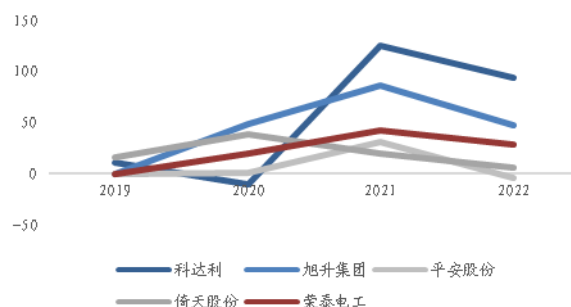
收入端而言,荣泰、平安及倚天因市场仍在起步阶段,其收入绝对值较低,但增速较高。2022 年仅为亿元级别,其中,平安股份录得 8.42 亿元收入,浙江荣泰取得 6.67 亿元收入,倚天股份取得 2.27 亿元收入。远低于汽车结构件行业的科达利(86.54 亿元)和旭升(44.54 亿元)的营业收入。但荣泰在增长率方面表现较好,近三年平均增长率为 30%,虽不及可比的汽车结构件行业,但远高于生产同类产品的平安及倚天。同时,小家电业务板块下游增速远不及新能源行业,未来随着新能源业务扩张,收入占比进一步提升,荣泰仍有望继续保持较高增速。

图22：可比公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

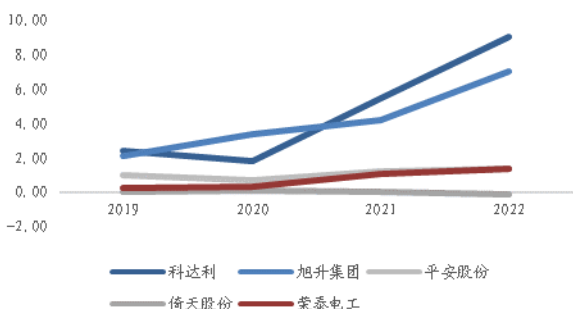
图23：可比公司营业收入增长率



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

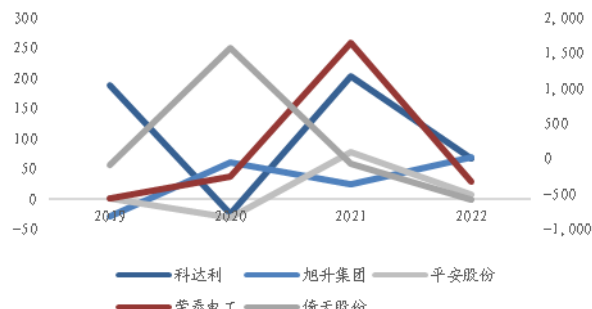
在利润端而言，浙江荣泰近三年平均归母净利润增长率最高。因收入体量较低，荣泰（1.34 亿元）、倚天（-0.14 亿元）、平安（1.32 亿元）等厂商 2022 年归母净利润绝对值与科达利（9.01 亿元）、旭升（7.01 亿元）差距较大。但在增速层面，浙江荣泰的近三年平均归母净利润增长率为 107%，剔除倚天股份后（2020 年出现极端值 1564%，且基数较低），荣泰平均增长率为可比中的第一，高于科达利（82%）、旭升（52%）、平安股份（18%）。

图24：可比公司归母净利润（单位：亿元）



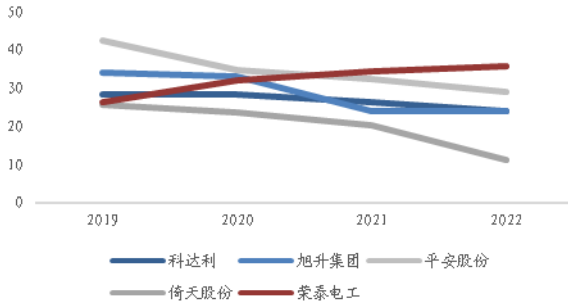
资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

图25：可比公司归母净利润增长率

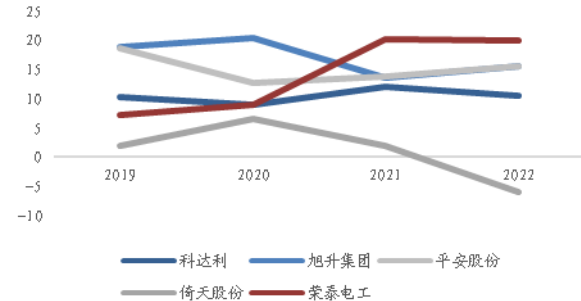


资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

在利润端，浙江荣泰毛利率、净利率均为可比公司中的最高水平，2022 年分别为 36%、20%。总体而言，云母行业毛利率高于汽车结构件行业，而荣泰客户结构中的新能源车行业客户占比持续提升，且因其使用的云母相关产品价值量占比不高，因此对其价格不敏感，加之细分行业内暂无强有力的竞争对手，所以导致荣泰利润水平较高。

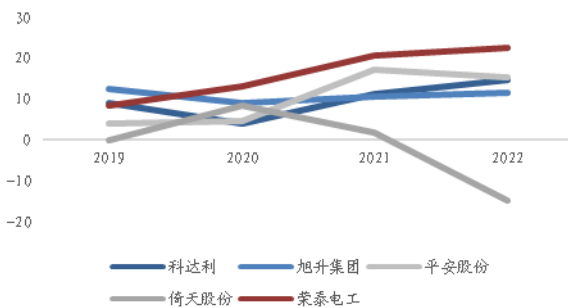
图26: 可比公司毛利率


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

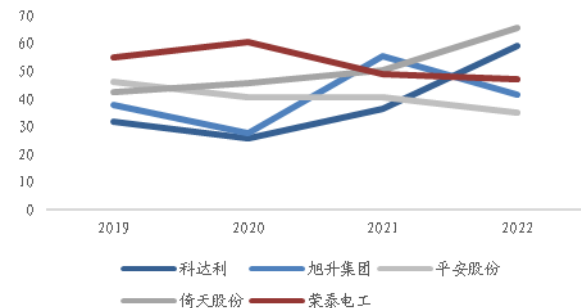
图27: 可比公司净利率


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

浙江荣泰净资产收益率在可比公司中处于领先水平。近年来, 浙江荣泰的 ROE 处于高速增长中, 由 2019 年的 8% 增至 2022 年的 23%, 远高于同行业公司及下游客户相似的汽车结构件公司。浙江荣泰的资产负债率目前处于中游水平, 且呈现出下降趋势, 2022 年为 47%, 处于合理水平。

图28: 可比公司 ROE


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图29: 可比公司资产负债率


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

竞争地位对比: 浙江荣泰高成长领域市占率近三成

浙江荣泰产品主要应用于新能源汽车、家电和电线电缆行业。在高成长、高景气度的新能源汽车行业, 浙江荣泰市占率为三成左右。在家电等相对成熟的行业, 浙江荣泰在同类产品中市占率在 20% 左右。目前绝缘云母材料行业规模相对较小, 竞争格局相对分散, 我们认为: 荣泰在新能源及家电行业市占率较高, 具备较大的规模优势。并且, 就云母品制造行业而言, 浙江荣泰的收入结构明显占优, 其 70% 收入来自新能源行业, 这一行业提供的利润率远高于家电及电线电缆行业。因倚天股份规模较小, 科达利和旭升集团为汽车结构件行业, 瑞士丰罗集团为境外上市公司, 在竞争地位方面不具备较强可比性。因此, 我们选取了平安股份的数据作为竞争地位方面的主要对比。

表7：细分市场市占率情况（单位：万元）

应用领域		2020年	2021年	2022年	
新能源汽车行业	浙江荣泰	销售收入	11,438.87	26,186.75	46,952.36
		市场占有率	35.75%	30.45%	27.14%
	平安股份	销售收入	1,140.17	4,350.22	6,179.42
		市场占有率	3.56%	5.06%	3.57%
	全球市场规模		32,000.00	86,000.00	173,000.00
家电行业	浙江荣泰销售收入		7,883.99	11,818.80	11,518.30
	全球市场规模		53,560.60	54,454.60	58,334.70
	市场占有率		14.72%	21.70%	19.75%
电线电缆行业	浙江荣泰销售收入		6,052.40	4,965.19	3,037.53
	全球市场规模		159,000.00	154,000.00	158,000.00
	市场占有率		3.81%	3.22%	1.92%

资料来源：浙江荣泰招股说明书P124、弗若斯特沙利文、东兴证券研究所

客户对比：浙江荣泰与龙头客户为伍

浙江荣泰 70%收入来自于新能源业务，因此其前五大客户均为新能源汽车相关企业。我们认为：荣泰的客户明显优于同行业的云母品制造公司，与汽车结构件行业客户结构类似。荣泰的前五大客户分别为特斯拉、Volvo 集团、一汽集团、宁德时代、上汽大众。上述客户均为新能源行业领先企业，其产品先进性、制造标准和技术水平优于同行业平均水准。此外，相对于云母制造品的传统应用领域，高成长、高景气的新能源行业有望为供应商提供更多产品应用场景，进而助力其收入持续增长。浙江荣泰前五大客户 2022 年收入占比合计 42.87%。而平安股份客户相对分散，2022 年前五大客户收入合计 19.18%；汽车结构件行业的科达利客户集中度最高，2022 年前五大客户收入合计占比 78.65%。

表8：部分可比公司客户情况

业内可比公司	部分客户	客户介绍
浙江荣泰	特斯拉	特斯拉 (Tesla)，是一家美国电动车及能源公司，产销电动车、太阳能板、及储能设备。
	Volvo 集团	沃尔沃集团致力于以运输和基础设施解决方案推动社会繁荣，专注于卡车、客车、建筑设备、船舶和工业应用驱动系统的制造与服务，并通过金融及售后服务的全套解决方案帮助客户提升车辆和设备的运营时间与生产力。沃尔沃集团总部位于瑞典哥德堡，在瑞典斯德哥尔摩北欧证券交易所上市。
	一汽集团	中国第一汽车集团有限公司是国有特大型汽车企业集团。
	宁德时代	宁德时代新能源科技股份有限公司是全球领先的新能源创新科技公司，致力于为全球新能源应用提供一流解决方案和服务。
	上汽大众	上汽大众汽车有限公司是一家中德合资企业，由上汽集团和大众汽车集团合资经营。公司于 1984 年 10 月签约奠基，是国内历史悠久的汽车合资企业之一。

平安股份	起帆电缆	生产电线电缆, 五金电器, 电线电缆, 建筑装潢材料, 金属材料, 橡塑制品的销售, 机械设备、机电设备及零部件安装与维修, 自有房屋租赁, 电力工程安装, 建筑安装工程, 从事货物进出口及技术进出口业务, 道路货物运输(除危险化学品)。
	上上电缆	上上专注于电线电缆产品的研发、制造和服务, 产品涉及新能源、输配电、海工及船舶、建筑工程、矿用、工业制造、轨道交通、汽车、机场等领域。
	玛立克	从事各种日用电器、电子元器件、五金件、家具及家具零配件的研发生产、组装及产品售后服务、技术咨询服务等。
	巨峰股份	主要生产绝缘树脂(漆)、云母制品防晕材料、DDP点胶材料、柔软复合材料、电磁线、电机线圈、电机绝缘系统、绝缘结构件等大类产品。
	宁德时代	宁德时代新能源科技股份有限公司是全球领先的新能源创新科技公司, 致力于为全球新能源应用提供一流解决方案和服务。
科达利	宁德时代	宁德时代新能源科技股份有限公司是全球领先的新能源创新科技公司, 致力于为全球新能源应用提供一流解决方案和服务。
	中创新航	中创新航是全球领先的新能源科技企业, 致力于成为能源价值创造者, 构建全方位能源运营体系, 为以动力及储能为代表的新能源全场景应用市场提供完善的产品解决方案和全生命周期管理。
	LG	LG集团是一家成立于1947年的国际性企业集团。旗下子公司有LG电子、LG display、LG化学、LG生活健康等, 事业领域覆盖化学能源、电子电器、通讯与服务等领域。
	松下	日本松下电器产业株式会社自1918年创建, 发展品牌产品涉及家电、数码视听电子、办公产品、航空等诸多领域。
	特斯拉	特斯拉(Tesla), 是一家美国电动车及能源公司, 产销电动车、太阳能板及储能设备。

资料来源: 浙江荣泰招股说明书 P124、平安股份招股书 P120、科达利年报 P12、客户资料来自其官网及百度百科、弗若斯特沙利文、东兴证券研究所

3. 技术路线: 云母路线在热失控防护绝缘件领域确定性高

荣泰自 2016 年起便捕捉到新能源领域发展契机, 凭借敏锐的市场研判, 率先投入研发经费用于新能源汽车云母耐高温绝缘防护产品的设计开发, 成功抢占市场先机, 成为该细分领域的领军企业。

我们认为, 浙江荣泰立足云母品制造, 深挖新能源领域的应用场景, 在下游产品应用上开拓的是一个全新的领域, 即“新能源汽车热失控防护绝缘件”, 因此, 需要回答两个问题: 一、新能源汽车为什么要使用该产品? 二、该产品为什么是云母, 而不是其他?

3.1 新能源汽车为什么要使用热失控防护绝缘件?

(1) 政策端

在政策层面, 暂无新能源汽车热失控防护绝缘材料的国家标准, 浙江省制定的团标标准已实施近三年时间。随着新能源汽车动力电池能量密度的提升, 由于电池热失控导致的安全问题日益引起社会关注。为保障和规范国内新能源汽车行业的长期发展, 工业和信息化部组织制定的《GB 38031-2020 电动汽车用动力蓄电池安

全要求》于 2021 年 1 月 1 日起开始实施，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。在具体细分领域，国家目前尚未制定用于新能源汽车热失控防护材料的国家标准，为了促进相关材料行业的发展，浙江省率先制定了《新能源汽车用硬质金云母板》团体标准(T/ZZB 1722-2020)并于 2020 年 10 月 30 日起实施。

我们认为，随着新能源行业的日趋成熟，相关行业标准或国家标准有望进一步完善，届时行业发展或将驶入快车道。

(2) 技术端

能量密度提升的趋势下，无模组技术有望广泛推广，热失控现象难免，热失控防护绝缘件或将得到持续应用。在电池系统集成层面，为提升整体电池包的能量密度，电池集成方式从传统的电芯、模组、电池包的集成方式(CTM)向无模组化趋势演变。2019 年，宁德时代发布了将电芯直接集成到电池包的无模组技术(CTP)；2020 年，比亚迪推出了基于 CTP 技术原理的“刀片电池”；2022 年，比亚迪和特斯拉推出了电池与汽车车身或底盘直接集成的电池车身一体化技术(CTB、CTC)。当前新能源汽车行业正处于从标准化模组技术 CTM 加速向 CTP 技术过渡的发展阶段。伴随着无模组化技术的推广，电池包内空间利用率大幅上升，可以有效的提升电池包整体能量密度，但无模组技术也导致电池包中电芯排布更为密集，电芯与电池箱体的金属结构件接触得更紧密，会出现热失控兼电芯放电导致短路的热电耦合问题。因此，我们认为在技术角度而言，无模组趋势下，新能源汽车热失控防护绝缘件或将得到持续应用。

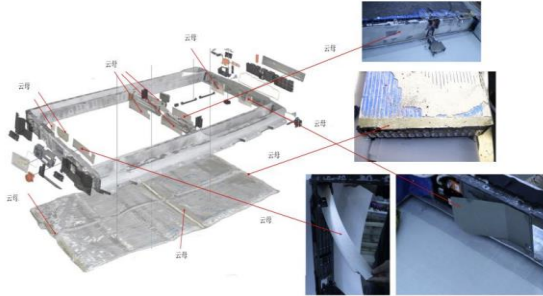
此外，无模组技术趋势对浙江荣泰收入无重大影响。2022 年度，公司新能源汽车热失控防护绝缘件收入结构中，模组与电池盖间的应用收入占新能源业务比重为 74.62%，模组与模组间收入占比为 0.77%。未来随着新能源汽车行业无模组化趋势的发展，公司产品主要应用场景也将转为电芯与电池盖或车身底盘结构件间的热失控防护。因此我们认为：无模组化趋势对公司新能源汽车热失控防护绝缘件收入无重大负面影响。

(3) 应用端

以特斯拉为代表的领先新能源车企已使用云母板对电池进行热失控防护十年有余。新能源汽车对动力电池高性能、长续航的追求过程中，随着动力电池能量密度提升而面临热失控导致的安全问题。为保障车辆和乘客安全，新能源汽车厂商尝试使用耐高温绝缘材料作为被动防护措施，以最大限度的防止动力电池热失控产生的后果扩散和蔓延。

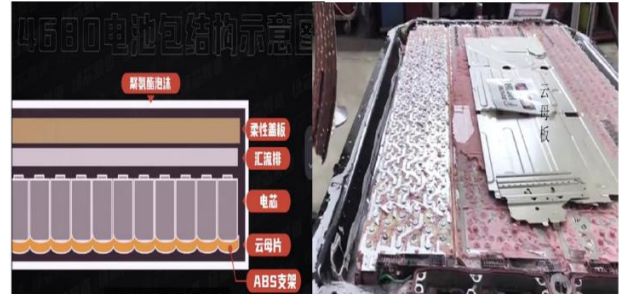
2011 年，特斯拉 Model S 采用了三元材料电芯，已意识到热失控问题，在电池模组与电池包上、下盖间均使用云母板对电池进行热失控防护。特斯拉在 2016 年量产的 Model X 上继续沿用了同样的防护方案。2017 年，特斯拉在量产的 Model 3 车型上采用电芯倒置的大模组结构，在模组与电池下盖之间使用云母材料进行热失控防护。2020 年，特斯拉 Model Y 车型上延续了 2017 版 Model 3 的热失控防护方案。2021 年，特斯拉 Model S 模组采用了横向布局，电池包的集成更为紧凑和高效，在电芯与上、下电池盖间及关键高压件部分均使用了云母材料。2022 年，比亚迪海豹和特斯拉 Model Y 采用了电池和车身一体化技术，在热失控防护中均使用了云母材料。

图30: 比亚迪海豹云母材料使用示意图



资料来源:《关于浙江荣泰电工器材股份有限公司首次公开发行股票并在沪市主板上市申请文件的审核问询函的回复》P41, 东兴证券研究所

图31: 特斯拉 Model Y 云母材料使用示意图



资料来源:《关于浙江荣泰电工器材股份有限公司首次公开发行股票并在沪市主板上市申请文件的审核问询函的回复》P41, 东兴证券研究所

综上,我们认为新能源汽车使用热失控防护绝缘件在政策端具备可能性、技术端、应用端具备可行性和必要性。

3.2 新能源汽车热失控防护绝缘件为什么选择云母材料?

目前,在热失控防护绝缘领域下游厂商多采用多种材料结合的综合方案。我国新能源汽车行业快速发展带动了耐高温绝缘材料在新能源汽车热失控防护的大范围应用。目前新能源汽车和动力电池生产厂商会根据不同电芯材料、电池集成方式采用多种材料配合,建立系统性的热失控防护方案,主要用于热失控防护材料有气凝胶毡、阻燃泡棉、云母材料、陶瓷化硅橡胶等,其各项性能对比见表4。

云母因其优异的物理、化学性能应用于电芯与电池盖间进行热失控防护。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℃-1000℃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领域具有较长的历史,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、模组与电池盖间,在无模组技术条件下,云母材料应用于电芯与电池盖间进行热失控防护。

在应用部位而言,陶瓷化硅橡胶与云母材料有一定竞争关系,但因优势不明显且造价稍高,目前应用较少。陶瓷化硅橡胶为近年来新应用于新能源汽车的耐高温绝缘材料,使用部位基本与云母材料类同,陶瓷化硅橡胶与云母材料有一定竞争关系,但目前应用较少。目前,云母材料在市场应用中处于主流地位,占据大部分市场份额。根据GGII的统计,2022年国内新能源汽车行业上盖板阻燃防火材料使用面积中云母材料占比达到了83%,陶瓷化硅橡胶及复合材料占比为8%,其他材料占比为9%。

云母材料已在各类车型中得到了普遍应用,实现了大批量规模化生产,单位成本较低,性能和价格较为均衡,使用场景和方案都较为成熟。陶瓷化硅橡胶由于材质柔软,需要和其他补强材料复合后使用,并且难以根据电池和车身部件结构进行仿形,提高了与其他材料匹配使用的难度及在电池组装阶段的安装难度,且现阶段综合成本较高,增加了汽车厂商的设计和使用成本,目前尚未有规模化应用。对于新能源汽车厂商来说,目前新能源汽车市场竞争较为激烈,行业内仅有少数龙头企业具有较大的低成本竞争优势,行业内其他企业在市场竞争中都把能持续降低成本作为选择供应商的重要因素。且从目前公司已取得定点的项目来看,特斯拉仍采用云母材料进行热失控防护。

表9：云母板与陶瓷材料对比

材料名称	应用场景	优缺点	单位售价	单车使用成本
云母板	主要用于模组与电池盖间、模组间	优点：硬质材料，强度非常高，绝缘、阻燃、耐火耐高温性能优异，且最薄可以做到 0.15mm，成本也较低，可定制各类形状，综合性能优异；缺点：隔热性能一般、密度大	40-60（元/kg）	250-1000（元/辆）
陶瓷化硅橡胶复合材料	主要用于模组与电池盖间、模组间	优点：柔质材料，强度高，密度小，绝缘、阻燃、隔热、耐火耐高温性能优异；缺点：需要其他补强材料复合后使用，产品状态柔质卷状，难以仿形安装	180-260（元/m ² ）	480-1200（元/辆）

资料来源：《关于浙江荣泰电工器材股份有限公司首次公开发行股票并在沪主板上市申请文件的审核问询函的回复》P49，东兴证券研究所

基于以上，我们认为云母材料作为新能源汽车热失控防护绝缘件的技术路线将长期稳定，并且有望随着新能源行业的进一步发展日渐壮大。

4. 公司优势：为什么云母热失控防护绝缘件领域浙江荣泰占尽先机

浙江荣泰所处行业为“C30 非金属矿物制造业”下的“C3082 云母制品制造”，但是其下游客户又与行业内公司不同，目前以新能源汽车主机厂、电池厂为主，2022 年占比达 70%，如图 4 所示，这一比例此前一直处于上升趋势。浙江荣泰所处基础行业为云母制品制造，但其下游客户结构不同于业内其他公司（以小家电、电缆等进入成熟期且充分竞争的行业为主），因此，其市场竞争程度、增长速度和利润水平有所不同。因此我们认为：新能源车行业仍在成长之中，其制造标准、工艺流程等尚未完全统一，而浙江荣泰以细分领域开拓者的身份占尽先机。据表 7 测算，2022 年浙江荣泰在新能源汽车隔热绝缘领域市占率达 27%。

4.1 交互式研发，与龙头客户为伍

前瞻性布局，与龙头客户为伍。浙江荣泰自 2016 年起便前瞻性布局新能源行业的研发，在原来产品应用领域外，公司依靠技术、生产工艺的积累，产品逐步切入新能源汽车领域。最终与新能源汽车龙头企业特斯拉达成了合作。

与下游交互式研发研发，深耕产业链。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，力争成为产业链中不可或缺的一环。在新能源汽车领域，公司针对不同客户不同车型、电池封装结构设计开发了众多型号产品，获得特斯拉、奔驰、宝马、沃尔沃、大众等汽车行业知名厂商的认可。

与知名企业合作，广受客户认可。公司目前为特斯拉、大众、宝马、奔驰、沃尔沃等国内外知名汽车厂商的一级供应商，与全球动力电池龙头企业宁德时代建立了稳定的业务合作关系。公司 2021 年度被沃尔沃评选为“最佳供应商”，2022 年被沃尔沃授予“质量卓越奖”。在传统产品应用领域，知名家电企业美的、松下和全球电线电缆龙头企业耐克森均为公司客户。

表10: 浙江荣泰客户情况

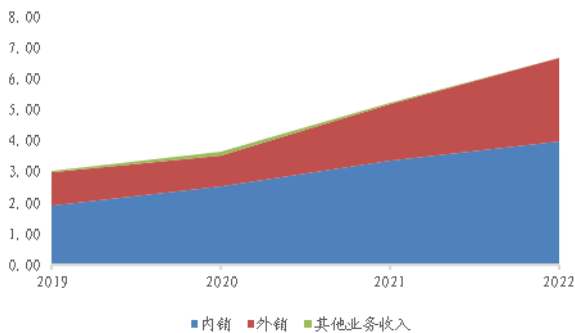
行业	品牌	部分应用案例
新能源汽车	特斯拉	Models、Model X、Model Y、Model 3
	大众	ID. 3、ID. 4、ID. 6
	丰田	BZ4X
	宝马	5系、X5混合动力车型; 3系、4系、5系、7系、X1、X3纯电车型
	奔驰	EQS
	沃尔沃	XC40、POLESTAR 2
	吉利	极氪 001
	小鹏	G9
动力电池	宁德时代	电池电芯、电池模组、电池包热失控系统组件
	孚能电池	
	Northvolt	
	SK on	
小家电	美的	电吹风、微波炉、多士炉等
	松下	电饭煲、微波炉、智能马桶等
电线电缆	耐克森	防火电线电缆、特种电线电缆
	远东电缆	
	宝胜电缆	

资料来源: 浙江荣泰招股说明书 P101、东兴证券研究所

4.2 海外收入占比高, 尽享新能源高增速红利

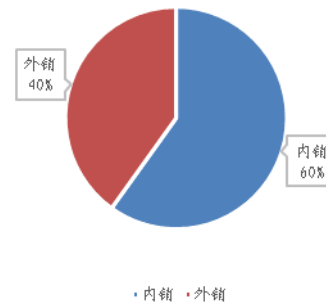
就收入结构而言, 浙江荣泰外销比例在持续扩张中, 由 2019 年的 36% 增至 2022 年的 40%。

图32: 浙江荣泰内销外销情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

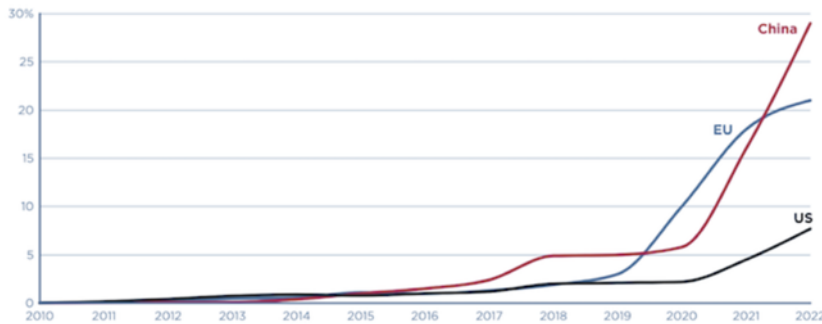
图33: 浙江荣泰 2022 年内销外销比例



资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

具体而言，浙江荣泰新能源汽车行业收入中有 34%来自美国，20%来自德国，15%来自比利时，6%来自韩国。我们认为上述部分国家新能源车渗透率仍在起步阶段，尚未开始爆发式增长，浙江荣泰有望在其后续的增长中持续受益。据国际能源署，过去十年，美国电动汽车渗透率逐渐被中国和欧洲拉开差距。截至 2022 年，电动汽车占欧洲新车的比例超过 20%，而美国则不到 10%。随着美国相关政策的出台与推进，其渗透率有望迎来快速增长，荣泰三成海外收入来自美国，荣泰或将从中受益，收入端有望迎来快速增长。

图34：主要新能源车市场渗透率情况



资料来源：国际能源署、第一财经，东兴证券研究所

利润角度而言，外销产品毛利率偏高。近四年来，荣泰外销产品的毛利占比持续高于外销产品收入占比，2021 年二者差值一度达到 6%。我们认为海外新能源产业尚不完备，细分领域生产成本、生产经验难以和先发国家、先发厂商形成竞争，荣泰有望在未来持续受益于此。相比于国内新能源领域其他厂商，荣泰亦走在产品出海模式的前列，其利润水平有望持续高于业内竞争者。再者，荣泰客户均为业内龙头企业，在其全球统一标准之下，海外热失控防护绝缘件的广泛应用也有望带动这一产品在国内渗透率的提升，促进荣泰内销收入的增加。

表11：浙江荣泰毛利情况

	2019	2020	2021	2022
内销收入占比	63%	70%	65%	60%
内销毛利占比	60%	65%	59%	57%
外销收入占比	36%	27%	35%	40%
外销毛利占比	37%	31%	41%	43%
整体毛利率	26%	32%	34%	35%

资料来源：同花顺 iFinD、东兴证券研究所

4.3 深耕云母衍生品，细分领域高筑技术壁垒

持续创新，产品升级，浙江荣泰提供行业解决方案。新能源汽车生产厂商对云母材料在稳定、安全和环保等方面的要求日益提升，同时也对云母材料与电池外壳紧密贴合而提出了三维仿形要求。公司持续进行产品创新，针对云母材料在新能源汽车领域的应用，公司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，拓展了云母制品的

应用领域。公司三维云母异形件制品在新能源汽车电池电芯、电池模组及电池包热失控防护组件中获得了广泛应用。目前，公司为行业内少数几家能批量化生产三维云母结构件的企业。

表12：浙江荣泰三维云母结构件产品主要特性

项目	性能描述	作用
立体造型	产品拔模角度可达 93° 以内且拔模高度超过 260mm，行业内拔模角度在 95° 以上且拔模高度不超过 200mm	产品与电池包更贴合紧凑，节约动力电池包的装配空间、提升集成度
产品尺寸	最大尺寸可达到 1450*2400mm，远高于行业内 1010*1500mm 的水平	减少零件拼接缝隙，提高热失控防护效果，提升客户装配自动化成熟度
电气强度	26.5KV/mm，行业团体标准 (T/ZZB1722-2020) 为不低于 15KV/mm	提升动力电池热失控防护效果
导热系数	0.3154W/m.K，行业团体标准 (T/ZZB1722-2020) 为不高于 0.35W/m.K	提升动力电池热失控防护效果
高温高湿特性	高温高湿条件下(温度 85℃、湿度 85%RH) 1000 小时后，产品电气机械性能仍满足性能指标	延长在恶劣环境下的热失控防护效果

资料来源：《关于浙江荣泰电器股份有限公司首次公开发行股票并在沪市主板上市申请文件的审核问询函的回复》P54、东兴证券研究所

公司的技术研发能力及产品性能对拟进入的其他企业形成了较强的壁垒。通过配方、工艺等各方面的研发创新，公司生产的三维云母结构件突破了云母绝缘制品形状的局限，在导热绝缘性能、机械强度、耐候性能、安装尺寸及产品成熟度等各方面均具有较好的表现，处于国内同类产品的领先水平。

技术创新助力产品价格提升。公司产品单价的上升，主要因产品销售结构的变化：公司新能源汽车热失控防护绝缘件中三维制品占比持续上升。由于三维制品在生产工艺难度和技术含量上大幅高于二维制品，单价也大幅高于二维制品，导致公司整体单价水平持续上升。

表13：浙江荣泰新能源汽车热失控防护绝缘件产品单价情况

项目	2020 年度	2021 年度	2022 年度
金额 (万元)	11,438.87	26,186.75	46,952.36
销量 (吨)	2,794.42	4,720.23	7,778.10
平均单价 (元/kg)	40.93	55.48	60.36

资料来源：浙江荣泰招股说明书 P230、东兴证券研究所

4.4 产能连扩，规模效应凸显

云母纸曾为产能瓶颈，经扩产，目前已不需进行委外加工。公司前期因云母纸产能不足，部分云母纸产品采用委外加工模式生产，后期公司云母纸产能提升后已不再进行委外加工。云母纸作为公司云母制品原材料，其使用量配比约为 1:1。2022 年产能利用率略低，我们倾向于认为：这一情况或与特斯拉等厂商停工有关，并非公司销售不利或终端需求不足所致。

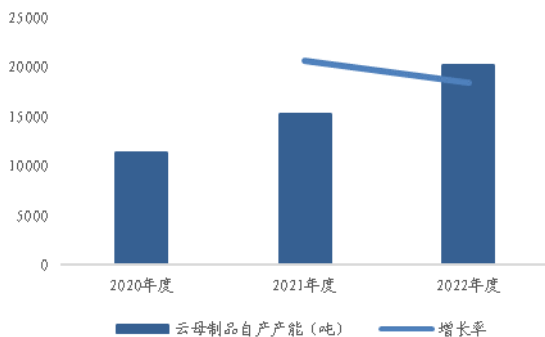
表14：浙江荣泰产能情况

年份	产品类型	产能	产量		产能利用率
			自产	委托加工	自产/产能
2022 年度	云母制品（吨）	20,170.11	17,162.45	-	85.09%
	云母纸（吨）	24,494.40	18,379.42	-	75.04%
	玻璃纤维布（万平米）	-	-	-	-
2021 年度	云母制品（吨）	15,263.90	14,068.13	-	92.17%
	云母纸（吨）	12,000.00	12,818.33	5,485.89	106.82%
	玻璃纤维布（万平米）	1,264.99	1,029.31	-	81.37%
2020 年度	云母制品（吨）	11,330.10	9,435.56	-	83.28%
	云母纸（吨）	10,303.20	8,709.36	7,170.73	84.53%
	玻璃纤维布（万平米）	3,074.90	2,895.20	-	94.16%

资料来源：浙江荣泰招股说明书 P132、东兴证券研究所

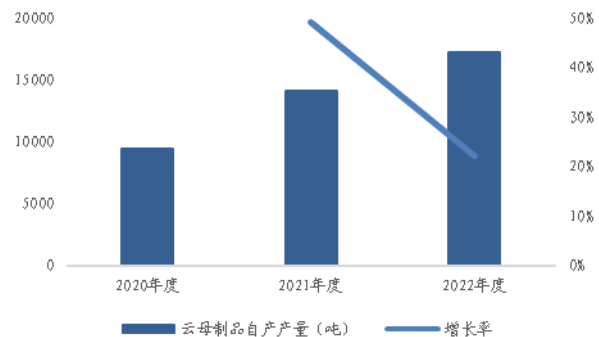
近三年来，公司云母制品产能和产量持续提升，产能由 2020 年的 10303 吨提升至 2022 年的 20170 吨，复合年增长率为 25.10%，产量由 2020 年的 9435 吨提升至 17162 吨，复合年增长率为 22.07%，二者均实现了大幅度增长。

图35：浙江荣泰云母制品自产产能



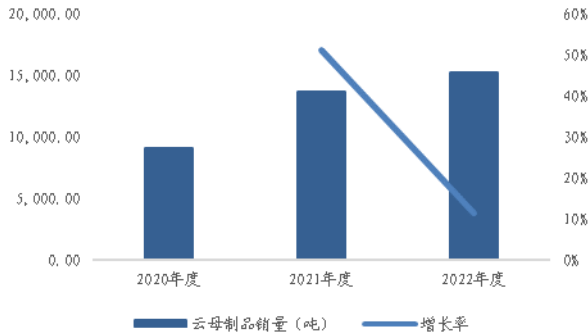
资料来源：浙江荣泰招股书 P277，东兴证券研究所

图36：浙江荣泰云母制品自产产量

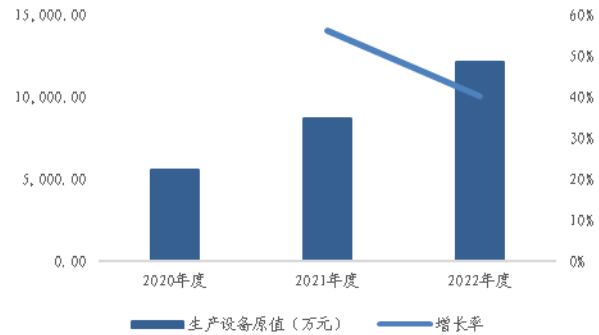


资料来源：浙江荣泰招股书 P277，东兴证券研究所

在销量端，公司云母产品销量由 2020 年的 9023 吨增至 2022 年的 15207 吨，近两年平均增长率高达 31%。2021 年，公司云母制品相关的设备投资较上年增长 56.12%，相应的产能及产量也同步增长；2022 年，公司云母制品相关的设备投资较上年增长 40.28%，也与本年云母制品的产能以及产量的增长趋势相匹配。

图37: 浙江荣泰云母制品销量


资料来源: 浙江荣泰招股书 P277, 东兴证券研究所

图38: 浙江荣泰生产设备原值


资料来源: 浙江荣泰招股书 P277, 东兴证券研究所

匹配到公司毛利率持续提升的情况,我们认为公司产能扩张,规模效应逐渐显现,导致了毛利率提升。我们认为这种提升主要体现在两点:一是生产规模扩大,规模效应更加显著,有望压低费用率,提升净利率。如公司2020年管理费用率为5.21%,2022年有所下降为4.69%,规模效应初步显现。二是采购规模扩大,拥有更强的议价能力,原材料成本降低,毛利提升。公司云母矿石成本比例逐年降低,由此前的36%降至2022年的23.2%,我们认为这一现象或与采购规模或采购模式变化相关。

表15: 浙江荣泰原材料成本情况

原材料		2020年度	2021年度	2022年度
云母矿石		36.53%	28.61%	23.20%
有机硅胶水	硅树脂	18.75%	21.53%	26.52%
	压敏胶			
泡棉胶带		3.88%	15.33%	20.15%
玻璃纤维布		2.84%	6.66%	4.66%
包装材料		4.41%	5.12%	7.86%
合计		66.11%	77.25%	82.39%

资料来源:《关于浙江荣泰电器股份有限公司首次公开发行股票并在沪市主板上市申请文件的审核问询函的回复》P111, 东兴证券研究所

综上,我们认为浙江荣泰产能产量持续扩张,规模效应逐步显现,提升了利润率水平。

5. 募投项目分析

经公司2021年11月17日召开的第一届董事会第四次会议和2021年12月2日召开的2021年第三次临时股东大会审议,公司本次募集资金扣除发行费用后,将投入以下项目:

表16: 浙江荣泰本次募投项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
1	年产240万套新能源汽车安全件项目	74,877.00	68,000.00
2	补充流动资金	20,000.00	20,000.00
合计		94,877.00	88,000.00

资料来源: 浙江荣泰招股书 P302, 东兴证券研究所

5.1 年产 240 万套新能源汽车安全件项目

本项目拟投资 74,877 万元用于建设年产 240 万套新能源汽车热失控防护绝缘件,项目实施主体为浙江荣泰,实施地点位于浙江省嘉兴市南湖区凤桥镇,项目建设期为 2.5 年。

该项目在建设投资中设备购置安装费用较高,占比为 66%,土建工程其次,占比 23%,另有 6.23%用于铺底流动资金,金额为 4667 万元,整体资金使用情况相对合理。

表17: 浙江荣泰拟投项目预算明细

项目	金额(万元)	比例
一、建设投资	70,210.00	93.77%
(一) 土建工程	17,351.08	23.17%
(二) 工程建设其他费用	2,120.57	2.83%
(三) 设备购置及安装	49,870.80	66.60%
(四) 预备费	867.55	1.16%
二、铺底流动资金	4,667.00	6.23%
合计	74,877.00	100.00%

资料来源: 浙江荣泰招股书 P427、东兴证券研究所

根据招股书,本项目达产后预计可实现年销售收入 79,221.45 万元,年利润总额 21,253.00 万元,年净利润 18,065.00 万元,项目所得税后内部收益率为 21.49%,所得税后投资回收期为 6.88 年(含建设期)。本项目计算期为 12 年,其中建设期 30 个月,从第 2 年到第 5 年达产率分别为 10%、25%、45%、67%,计划在第 6 年完全达产。我们认为,浙江荣泰坚定加码主业,凸显对下游需求增长的信心,本次募投成功后其经营规模、财务水平将再上台阶。

5.2 补充流动资金项目

结合公司目前财务状况、未来发展计划等多种因素考虑,公司拟使用 20,000 万元募集资金补充流动资金,以满足不断增长的日常运营资金需求。本项目实施主体为浙江荣泰。

公司所处绝缘材料行业对产品安全性及可靠性要求严苛,新产品研发过程需要定制模具并进行大量实验,相应的研发及试制成本较高。在满足下游新能源汽车客户在前期技术研发、工艺论证等方面也需要预先投入大量资金,同时由于新产品通过客户认证需要经过较长时间的验证,研发周期整体较长,企业有较大的流动资金压力。随着公司产品生产、销售规模的扩大,公司应收账款、存货等占用的资金将保持增长,公司对流动资金需求量将进一步增加,需要充足的流动资金以保证生产经营的正常开展。近年来,公司新能源汽车业务领域内市场需求旺盛,带动荣泰整体业务收入持续增长,在原材料采购、研发支出、员工薪酬等方面的资金需求不断提高。目前公司融资渠道相对单一、融资金额有限,公司通过募集资金补充流动资金,可以为公司提供业务快速增长所需的营运资金,有效支撑公司主营业务发展,改善公司财务结构,增强公司抗风险能力,为公司现有业务及募集资金投资项目投产后的规模扩张提供支持。本次募集资金部分用于补充流动资金后,虽然短期内不会直接产生经济效益,但能够降低公司的资产负债率,优化公司财务结构,增强偿债能力。同时通过本次募集资金补充流动资金,公司营运资金将得到有效补充,较为充裕的经营性现金流将为公司未来业务的快速发展提供良好的财务基础,有助于公司业务规模扩大和盈利能力的提升,提高公司的竞争力。

6. 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

根据招股书,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、玻璃纤维布及其他产品贡献了浙江荣泰所有收入。

表18: 浙江荣泰过往收入构成

项目	2020 年度		2021 年度		2022 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
新能源汽车热失控防护绝缘件	11,438.87	32.51%	26,186.75	50.41%	46,952.36	70.43%
小家电阻燃绝缘件	7,883.99	22.40%	11,818.80	22.75%	11,518.30	17.28%
电缆阻燃绝缘带	6,052.40	17.20%	4,965.19	9.56%	3,037.53	4.56%
云母纸	5,223.64	14.84%	3,543.92	6.82%	1,793.10	2.69%
玻璃纤维布	2,199.11	6.25%	1,081.92	2.08%	-	-
其他产品	2,391.70	6.80%	4,352.43	8.38%	3,367.92	5.05%
合计	35,189.71	100.00%	51,949.01	100.00%	66,669.21	100.00%

资料来源:浙江荣泰招股书 P102、东兴证券研究所

玻璃纤维布业务:

系由公司原控股子公司常熟正亿生产,2021年5月,公司出售了持有的全部常熟正亿股权,因而此后不再生产玻璃纤维布。

云母纸业务:

是各类耐高温绝缘云母制品的原材料,公司云母纸通过子公司湖南荣泰生产,主要用于自身耐高温绝缘云母制品的加工生产,多余部分对外销售(维护客户关系),浙江荣泰产能提升,自用部分增加,对外销售云母纸金额逐年减少,我们认为在未来该部分收入将不会再有太大波动。

电缆阻燃绝缘带业务:

收入逐年减少,主要原因系公司将重点业务开拓力量投入毛利率较高的新能源汽车热失控防护绝缘件产品所致。玻璃纤维布为电缆阻燃绝缘带产品的原材料,已经不再生产,势必提升成本,降低利润率。因此,我们推断电缆阻燃绝缘带业务收入在未来仍然会维持下降趋势。

小家电阻燃绝缘件业务:

在整体行业角度来看,近年来,伴随着产业结构升级、居民收入稳定、消费多元化、国家政策对绿色和智能产业发展引导以及家电行业产品标准升级,消费者对于家电安防的需求提升到更高标准。得益于家用电器市场规模的持续稳定增长,家用电器用云母绝缘材料的市场需求也稳步上升,未来家电领域仍然存在较大的市场空间。根据弗若斯特沙利文的研究,2022年全球家用电器云母材料市场规模为5.83亿元,2017到2022年全球家电云母材料市场年均复合增长率19.50%,预测2023年到2027年该市场年均复合增长率为14.10%,预计2027年全球家电云母材料市场规模约为11.72亿元。

就公司具体情况而言，2020年—2022年，公司该项业务收入分别为0.79亿元、1.18亿元、1.15亿元，分别占公司总营业收入的22.4%、22.75%、17.28%；同期毛利率分别为24%、21%、21%。再者，考虑到公司近三年的产能利用率水平已经处于高位（2020年—2022年分别达到83.28%、92.17%、85.09%）因此我们认为，将产能和经营重心向景气度更高的、利润水平更高的、竞争相对缓和的新能源行业倾斜符合一般的商业逻辑。总体而言，小家电阻燃绝缘件的应用领域增长较快，景气度较高，但公司目前在增长速度更为迅猛、景气度和利润率更高的新能源行业具备更大优势，所以，我们认为在公司产能利用率高企加之新能源业务快速发展的背景下，公司极有可能将重点业务开拓力量投入到新能源汽车热失控防护绝缘件产品。

基于为公司贡献高毛利的新能源业务快速增长以及整体产能相对不足的前提，我们假设：未来几年内小家电阻燃绝缘件业务收入金额在2022年的基础上基本维持不变，但收入金额所占比例可能会随着新能源收入增长逐年降低；并且基于审慎性原则，假设其毛利率也会降低。

新能源汽车热失控防护绝缘件业务：

浙江荣泰的新能源业务收入金额及占营业收入比逐年提升，2020年该业务取得1.14亿元收入，占总收入比例为32.51%；2021年该业务取得2.62亿元收入，占总收入比例为50.41%；2022年该项业务贡献4.70亿元收入，占总收入比例为70.43%。2020年—2022年分别贡献了46.77%、68.34%、84.05%的毛利。基于下游新能源行业的快速发展，以及公司的实际收入情况，我们认为：新能源汽车热失控防护绝缘件业务会是浙江荣泰未来一段时间的经营重心所在。

对于新能源汽车热失控防护绝缘件业务的盈利预测我们主要考虑了三方面的内容：一是下游需求增速，即下游市场需要有足够的增长水平，浙江荣泰的收入才有可能随之增长；二是浙江荣泰已取得的订单情况，即公司能够在市场竞争中取得一席之地；三是浙江荣泰的产能情况，即公司能够交付足够的产品。基于审慎性原则，我们取三者中孰低作为该项业务的盈利预测依据。

新能源汽车热失控防护绝缘件业务下游需求增速：浙江荣泰的产品主要应用在新能源汽车电池电芯、电池模组、电池包及整车的热失控防护系统，因此我们认为就下游而言，与之最为相关的是新能源车和动力电池的未来出货情况。据LG能源，2023年全球动力电池出货量将达890GWh；据彭博财经，2023年全球新能源车销量将达1360万辆；据高工锂电，全球动力电池2025出货量为1550GWh；据EV Tank，2025年全球新能源汽车销量将达到2542万辆。综合各方数据，我们得出如下结论：**2023年—2025年全球新能源车出货量增长率分别为：35%、43%、30%；同期动力电池出货量增长率为29%、37%、27%。**此处采用全球数据是因浙江荣泰外销比例为40%，内销比例为60%；而中国新能源车和动力电池出货量都占世界的60%，即浙江荣泰的收入结构与全球新能源出货格局基本匹配。

表19：下游需求增长情况

	2023E	2024E	2025E
全球动力电池出货量	890	1220	1550
增长率	29%	37%	27%
全球新能源车出货量	1360	1951	2542
增长率	35%	43%	30%

资料来源：SNE Research、Canalys、彭博财经、LG能源、EV Tank、东兴证券研究所

新能源汽车热失控防护绝缘件业务订单情况：

根据《关于浙江荣泰电工器材股份有限公司首次公开发行股票并在沪市主板上市申请文件的审核问询函的回复》，截至2023年1月31日对已确定项目定点客户的预测需求统计，在2023年到2027年对公司产品的需求合计达到30.84亿元（含税）。据统计，2020年—2022年，公司部分客户定点项目实际达成率为52.45%至143.68%不等。定点不同于订单，按照汽车行业惯例，项目定点预测金额对客户实际采购不具有法定约束力，客户可能会根据量产后实际销售情况调整采购数量，公司对定点客户的实际销售收入会受到下游市场环境波动的影响。如客户实际需求大幅低于预测金额，公司可与客户协商对已发生的项目成本进行补偿。因历史定点项目实际达成率从52.45%至143.68%不等，且存在客户对损失进行补偿的可能，因此我们假设目前在手的需求合计30.84亿元可以100%达成，则每年可为公司的新能源业务提供约6.17亿元收入。我们认为新能源汽车行业增长速度较快，加之其安全问题日益引起国家、社会的重视；并且浙江荣泰在热失控防护绝缘件领域市占率较高，产品性能较好，因此其定点金额在未来仍有望继续增加，我们认为**浙江荣泰的业绩增长具备一定的“订单”支撑。**

新能源汽车热失控防护绝缘件业务产能情况：

浙江荣泰的产能可以分为两部分，即原有产能即在建产能。**原有产能：**据招股书，公司2020年—2022年云母制品总产能为分别为：15,263.90万吨、11,330.10万吨、20,170.11万吨，同期产能利用率分别为：83.28%、92.17%、85.09%。基于审慎性原则，我们假设浙江荣泰2023年的原有产能没有增长。同时考虑到其下游客户在2022年存在停工现象，我们假设其原有产能利用率由2022年的85.09%提升至2023年的90%，提升的5%产能利用率全部用于新能源业务。基于审慎原则，我们假设原有销量与产量比值维持在2022年数据，即88.61%，2023年提升的5%产能利用率满产满销。以上假设同样适用于2024年、2025年。**在建产能：**在建产能即募投项目。据招股书，项目完全达产后预计可实现年销售收入79,221.45万元，该项目从第2年到第5年达产率分别为10%、25%、45%、67%。因此我们假设新增产能在2023年—2025年分别新增收入7922万元、11883.22万元、15844.29万元。该募投项目开始时间较早，据公开信息，2021年2月已取得环评审批，且招股书显示：募集资金到位之前，公司可以根据募集资金投资项目的实际情况，以自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。我们认为：我们对于项目进度的预测相对审慎，募投项目形成收入的情况可以实现。**在产能角度而言，我们预计公司2023年—2025年营业收入增长率分别为：21.87%、20.77%、22.93%。**这一数据低于下游需求增速。基于审慎性原则我们采纳这一数据。

在**毛利率**方面，随着市场竞争的加剧，我们认为降价销售在所难免，因此假设公司各项业务毛利率较此前均有下降。

在**费用率**方面，我们认为随着生产规模的扩大，规模效应或将显现，基于审慎性原则，我们假设公司整体费用率在2022年基础上略有波动。

表20：浙江荣泰收入预测（单位：万元）

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新能源汽车热失控防护绝缘件	营业收入	11,438.87	26,186.75	46,952.36	57,221.98	69,105.20	84,949.49
	营业收入增长率		129%	79%	21.87%	20.77%	22.93%
	营业成本	5,992.24	13,980.27	27,001.28	33,760.97	41,463.12	51,819.19
	营业成本增长率		133%	93%	25%	23%	25%
	毛利	5,446.63	12,206.48	19,951.08	23,461.01	27,642.08	33,130.30
	毛利率	48%	47%	42%	41%	40%	39%
小家电阻燃绝缘	营业收入	7,883.99	11,818.80	11,518.30	11,863.85	11,982.49	12,341.96

件	营业收入增长率		50%	-3%	3%	1%	3%
	营业成本	6,007.12	9,309.91	9,129.53	9,372.44	9,585.99	9,873.57
	营业成本增长率		55%	-2%	3%	2%	3%
	毛利	1,876.87	2,508.89	2,388.77	2,491.41	2,396.50	2,468.39
	毛利率	24%	21%	21%	21%	20%	20%
电缆阻燃绝缘带	营业收入	6,052.40	4,965.19	3,037.53	2,885.65	2,597.09	2,337.38
	营业收入增长率		-18%	-39%	-5%	-10%	-10%
	营业成本	4,514.07	4,082.03	2,831.88	2,683.66	2,441.26	2,197.14
	营业成本增长率		-10%	-31%	-5%	-9%	-10%
	毛利	1,538.33	883.16	205.65	202.00	155.83	140.24
	毛利率	25%	18%	7%	7%	6%	6%
云母纸	营业收入	5,223.64	3,543.92	1,793.10	1,775.17	1,810.67	1,828.78
	营业收入增长率		-32%	-49%	-1%	2%	1%
	营业成本	4,160.64	2,775.03	1,394.28	1,384.63	1,430.43	1,463.02
	营业成本增长率		-33%	-50%	-1%	3%	2%
	毛利	1,063.00	768.89	398.82	390.54	380.24	365.76
	毛利率	20%	22%	22%	22%	21%	20%
玻璃纤维布	营业收入	2,199.11	1,081.92	0.00	0.00	0.00	0.00
	营业收入增长率		-51%	-100%	0%	0%	0%
	营业成本	1,899.43	1,016.19	0.00	0.00	0.00	0.00
	营业成本增长率		-47%	0%	0%	0%	0%
	毛利	299.68	65.73	0.00	0.00	0.00	0.00
	毛利率	14%	6%	0%	0%	0%	0%
其他产品	营业收入	2,391.70	4,352.43	3,367.92	3,536.32	3,889.95	3,111.96
	营业收入增长率		82%	-23%	5%	10%	-20%
	营业成本	1,544.19	3,003.20	2,652.52	2,793.69	3,111.96	2,520.69
	营业成本增长率		94%	-12%	5%	11%	-19%
	毛利	847.51	1,349.23	715.40	742.63	777.99	591.27
	毛利率	35%	31%	21%	21%	20%	19%
其他	营业收入	1,307.86	212.66	78.33	0.00	0.00	0.00
	营业收入增长率		-84%	-63%	0%	0%	0%
	营业成本	733.19	132.40	0.00	0.00	0.00	0.00
	营业成本增长率		-82%	-100%	0%	0%	0%
	毛利	574.67	80.26	78.33	0.00	0.00	0.00
	毛利率	44%	38%	100%	0%	0%	0%
合计	营业收入	36,497.57	52,161.67	66,747.54	77,282.97	89,385.39	104,569.56
	营业收入增长率		43%	28%	15.78%	15.66%	16.99%
	营业成本	24,850.88	34,299.03	43,009.49	49,995.39	58,032.76	67,873.60
	营业成本增长率		38%	25%	16.24%	16.08%	16.96%

	毛利	11,646.69	17,862.64	23,738.05	27,287.58	31,352.63	36,695.96
	综合毛利率	32%	34%	36%	35.31%	35.08%	35.09%

资料来源:同花顺 iFinD、东兴证券研究所

综上,我们预计浙江荣泰 2023 年—2025 年营业收入分别为 77,282.97 万元、89,385.39 万元、104,569.56 万元,对应增长率分别为 15.78%、15.66%、16.99%。

表21: 浙江荣泰费用及利润预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	36,497.57	52,161.67	66,747.54	77,282.97	89,385.39	104,569.56
毛利	11,646.69	17,862.64	23,738.05	27,287.58	31,352.63	36,695.96
销售费用	716.27	1,112.94	1,781.76	1,742.87	2,103.01	2,536.62
销售费用占营业收入比例	1.96%	2.13%	2.67%	2.26%	2.35%	2.43%
管理费用	2,981.35	2,308.59	3,235.39	3,423.64	4,022.34	4,705.63
管理费用占营业收入比例	8.17%	4.43%	4.85%	4.43%	4.50%	4.50%
研发费用	2,324.08	2,909.78	3,366.51	3,864.15	4,469.27	5,228.48
研发费用占营业收入比例	6.37%	5.58%	5.04%	5.00%	5.00%	5.00%
财务费用	398.42	779.26	51.95	428.46	88.39	36.50
财务费用占营业收入比例	1.09%	1.49%	0.08%	0.55%	0.10%	0.03%
费用合计	6,420.12	7,110.57	8,435.61	9,459.12	10,683.01	12,507.23
费用占营业收入比例合计	17.59%	13.63%	12.64%	12.24%	11.95%	11.96%
归母净利润	2,917.59	10,428.05	13,377.22	16,009.64	18,338.16	21,212.47
归母净利润增长率		257.42%	28.28%	19.68%	14.54%	15.67%

资料来源:同花顺 iFinD、东兴证券研究所

综上,我们预计浙江荣泰 2023 年—2025 年归母净利润分别为 16,009.64 万元、18,338.16 万元、21,212.47 万元对应增长率分别为 19.68%、14.54%、15.67%。

据招股说明书,公司预计 2023 年 1-6 月营业收入为 3.20 亿元至 3.50 亿元,同比增长 14%至 25%;归属于母公司所有者的净利润为 6,000.00 万元至 6,500.00 万元,同比增长 10%至 18%。我们预测数据中的 2023 年全年归母净利润增速为 19.68%,略高于该数据。

我们认为浙江荣泰收入的季节性波动情况与下游新能源车及动力电池情况挂钩。据弗若斯特沙利文的研究,从中国动力电池季度装机量占比来看,第四季度为装机旺季,从季度装机量的趋势来看,第三、四季度装机量在全年装机量中占比较高,在 60%-70%之间。特别是第四季度的装机量,通常占全年总装机量的 30%-40%。这是由于新能源汽车的销售与整体汽车销售市场的趋势相似,即在三、四季度为传统销售旺季。从历史数据来看,2022 年上半年,浙江荣泰的营业收入和归母净利润分别为 2.8 亿元、0.55 亿元;下半年营业收入和归母净利润分别为 3.87 亿元、0.79 亿元。其中下半年的营业收入和归母净利润分别较上半年增长 38%、44%。因此,浙江荣泰在历史上既存在三四季度收入和利润确认较多的情况,也存在下半年确认利润多于营业收入的情况。

6.2 估值

在估值中我们使用了两种方法，一是绝对估值，结论为公司股权价值为 34.79 亿元；二是相对估值，结论为公司远期整体公允价值区间为 34.16 亿元—45.54 亿元。

6.2.1 绝对估值

新能源汽车热失控防护绝缘件未来成长空间广阔，行业及公司目前仍处于成长期，我们选择了 DCF 估值作为绝对估值。相关参数如下：

表22：WACC 等 DCF 参数假设

假设参数	数值	假设依据
无风险收益率	2.64%	参照十年期国债到期收益率，最新数据（2023年7月6日）为2.64%。
市场收益率	8.72%	最近10年（2012年1月9日-2022年12月30日），十年沪深指数平均收益率为8.72%。
β 系数	1.00	选可比公司（科达利、旭升集团）最新（2023年7月6日） β 系数的算数平均值，确定为1.00。（平安股份未上市，倚天股份新三板上市，丰罗集团境外上市，可比性较低）
税前债务成本	7%	浙江荣泰利息率一度维持在6%左右，2020、2021是其快速发展时期，2022年的利息支出下降为银行利率降低所致。我们认为这一情况不会长期维持，随着生产经营的再次扩大，荣泰有可能继续举债。目前46%左右的资产负债率，相对适中，仍有举债空间（科达利资产负债率为55%），因此基于审慎性原则假设在原有基础上略有提升，为7%。
税率	15%	浙江荣泰15%税率具备相关政策支持。
债务成本比重	46.87%	公司的资产负债率在行业内处于中间水平，假设保持2022年负债率不变，为46.87%。
第一阶段（高速增长期）	2023—2025	根据下游发展趋势，我们认为：浙江荣泰高速增长期会长于三年，但出于审慎性原则，假设为三年。
第一阶段增长率	16%左右	与前文盈利预测一致。
第二阶段（过渡增长期）	2026—2031	DCF估值法一般假设这一阶段时长为5-7年。过渡增长期为公司、行业进入成熟的时期，尽管我们认为碳中和背景下的新能源行业涉及领域众多，市场前景广阔，但基于审慎性原则，我们假设过渡增长期时长为6年。
第二阶段增长率	4%	就全国总体情况而言，第十四个五年规划和2035年远景目标纲要提出，2035年人均国内生产总值（人均GDP）达到中等发达国家水平，则2020-2035年年均GDP增速需达到4.72%。就行业而言，公司产品本身可应用于成熟市场，新能源市场亦前景广阔，其增速很可能高于年均GDP增长目标。我们以此作为第二阶段增长率的依据，但基于审慎原则，我们给予过渡期4%的增长率。
永续增长率	1%	基于谨慎性的原则考虑，未来永续增长率我们假设为1%。

资料来源：中国货币网、通达信、同花顺iFinD、建设银行官网、浙江荣泰招股书P244、《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》、东兴证券研究所

根据以上数据及公式，计算可得 WACC 为：7.42%。

计算过程如下：

根据 CAPM 模型(资本资产定价模型), 由 β 系数、无风险收益率、市场收益率可以计算得出公司的权益收益率

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f) = 8.72\%$$

其中, r_e 为公司权益收益率, r_f 为无风险收益率, β 为 Beta 系数, r_m 为市场平均风险收益率。

计算公司加权平均资本成本 (WACC):

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times r_e + \frac{D}{D+E} \times r_d \times (1-T)$$

$\frac{E}{D+E}$ 为公司目标权益比例, $\frac{D}{D+E}$ 为公司目标债务比例, r_d 为公司债务成本, T 为所得税税率。

由于公司债务比例为 46.87%, 即 $\frac{E}{D+E} = 53.13\%$, $\frac{D}{D+E} = 46.87\%$, 计算得到公司加权平均资本成本。

$$WACC = 7.42\%$$

我们在 DCF 估值中使用了 FCFE 自由现金流进行估值, 其中第一、二阶段公司经营现金净流量折现总计为 11.04 亿元, 永续期价值为 25.51 亿元。公司股权价值为 34.79 亿元, 按照股本上限 (2.8 亿股, 其中发行上限为 0.7 亿股) 计算, 对应每股价格为 12.43 元。

表23: DCF 估值情况 (单位: 百万元)

		自由现金流预测									
		第一阶段			第二阶段						
		2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	
营业收入		772.83	893.85	1045.70	1087.52	1131.02	1176.27	1223.32	1272.25	1323.14	
	YoY	15.78%	15.66%	16.99%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	
EBIT		192.63	216.63	249.92	259.92	270.32	281.13	292.38	304.07	316.23	
	YoY	26.65%	12.46%	15.37%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	
所得税税率		15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
息税前税后利润		163.74	184.13	212.43	220.93	229.77	238.96	248.52	258.46	268.80	
加: 摊销及折旧		81.97	102.01	99.27	101.26	103.29	105.35	107.46	109.61	111.80	
减: 营运资本增加		96.76	67.82	76.05	77.58	79.13	80.71	82.32	83.97	85.65	
减: 资本性支出		-313.51	-213.51	-2.51	-2.56	-2.61	-2.66	-2.71	-2.77	-2.82	
加: 其他非现金调整		2.25	2.25	2.25	2.30	2.34	2.39	2.44	2.48	2.53	
自由现金流		-162.31	7.07	235.40	244.35	253.66	263.33	273.38	283.81	294.66	
		终值 PV 计算									
自由现金流		-162.31	7.07	235.40	244.35	253.66	263.33	273.38	283.81	294.66	
折现因子		0.97	0.90	0.84	0.78	0.73	0.68	0.63	0.59	0.54	
自由现金流现值		-156.74	6.36	197.00	190.36	183.96	177.78	171.81	166.04	160.48	
		结论									

企业价值（评估总价值，亿元）	36.55
加：投资/非核心资产价值	0.00
减：债务/债务价值/净债务（亿元）	1.76
股权价值（亿元）	34.79
发行后总股本上限	280000000
每股价格（元）	12.43

资料来源：同花顺 iFinD、东兴证券研究所

对 WACC 和永续期增长率进行敏感性分析,可以看到在 WACC 变动+0.5%、永续增长率变动+0.5%范围内公司市值变动区间为 30.09~41.19 亿元。

表24：浙江荣泰 DCF 估值敏感性分析情况（单位：亿元）

敏感性测试结果	永续增长率										
	-0.25%	0.00%	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%
WACC											
6.17%	37.92	39.12	40.42	41.83	43.38	45.08	46.94	49.01	51.32	53.89	56.80
6.42%	36.18	37.27	38.45	39.73	41.12	42.64	44.30	46.14	48.17	50.43	52.97
6.67%	34.57	35.56	36.63	37.79	39.05	40.41	41.91	43.54	45.35	47.34	49.57
6.92%	33.07	33.98	34.95	36.01	37.15	38.38	39.72	41.19	42.80	44.57	46.53
7.17%	31.67	32.51	33.40	34.36	35.39	36.51	37.73	39.05	40.49	42.07	43.81
7.42%	30.37	31.14	31.96	32.83	33.78	34.79	35.89	37.08	38.38	39.80	41.35
7.67%	29.15	29.86	30.61	31.41	32.28	33.20	34.20	35.28	36.46	37.73	39.12
7.92%	28.01	28.66	29.35	30.09	30.88	31.73	32.64	33.62	34.69	35.84	37.09
8.17%	26.94	27.54	28.18	28.86	29.59	30.36	31.20	32.09	33.06	34.10	35.23
8.42%	25.93	26.49	27.08	27.70	28.37	29.09	29.85	30.67	31.55	32.50	33.52
8.67%	24.98	25.49	26.04	26.62	27.24	27.90	28.60	29.35	30.15	31.02	31.95

资料来源：同花顺 iFinD、东兴证券研究所

6.2.2 相对估值

公司主要从事各类耐高温绝缘云母制品的研发、生产和销售。根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017），公司所处的行业属于“C30 非金属矿物制造业”下的“C3082 云母制品制造”。根据中证指数有限公司数据，截至 2023 年 7 月 6 日，该行业最新静态市盈率为 17.37、近一个月平均静态市盈率为 17.42、近三个月平均静态市盈率为 16.28。浙江荣泰立足云母品制造，深耕云母产品在新能源领域的应用，目前其产品已应用于新能源汽车领域，占收入比例较高。因此，相比于行业我们认为应更关注可比公司情况。

招股书给出的可比公司为：瑞士丰罗集团（VonRoll Group）、平安股份、倚天股份、科达利、旭升集团。其中，丰罗集团为境外上市公司，平安股份为非上市公司，倚天股份为三板上市公司，均与浙江荣泰不具备可比性。所以在可比公司中仅有科达利、旭升集团可以作为估值参考。

表25: 浙江荣泰可比公司情况 (单位: 亿元)

证券简称	总市值	2022				2023		市盈率				
		归母净利 润	归母净利 润增速	扣非归 母净利 润	扣非归母 净利润增 速	预测归 母净利 润	预测归母 净利润增 速	2022A	2022(扣 非后)	2023E	2024E	2025E
科达利	308.69	9.01	66.39%	8.46	64.21%	14.81	64.35%	34.26	36.49	20.84	14.59	10.74
旭升集团	254.95	7.01	69.70%	6.54	69.57%	10.09	44%	36.37	38.98	25.27	18.20	14.27
平均值	281.82		68.05%		66.89%		54.18%	35.32	37.74	23.06	16.39	12.51
浙江荣泰		1.34	25.97%	1.21	45.40%	1.6	19.68%	26.27	29.09			

资料来源: 同花顺 iFinD、东兴证券研究所 (可比公司预测数据采用一致预期), 数据截至 2023 年 7 月 06 日

可比公司 2022 年归母净利润对应的市盈率平均值为 35.32, 2022 年扣非后归母净利润对应的市盈率平均值为 37.74。2023 年预测归母净利润对应的市盈率平均值为 23.06。

浙江荣泰 2022 年归母净利润为 1.34 亿元, 2022 年扣非后归母净利润为 1.21 亿元, 2023 年预测归母净利润为 1.6 亿元。

基于“2.3.2 可比公司: 浙江荣泰在财务、细分领域市占率、客户方面优势明显”的分析, 我们认为浙江荣泰相对于可比公司具备一定的优势。

首先, 浙江荣泰的利润水平优于可比公司。其中, 2022 年毛利率为 35.56%, 高于旭升集团的 23.91%, 高于科达利的 23.86%; 净利率为 20.04%, 高于旭升集团的 15.72% 高于科达利的 10.55%; 我们认为随着生产规模的扩大规模效应或将显现, 费用率有望降低, 净利率率也存在进一步提升的可能性。公司 2022 年 ROA 为 17.01%, 高于旭升集团的 9.44%, 高于科达利的 10.22%, 公司 2022 年 ROE 为 22.65%, 高于旭升集团的 11.65%, 高于科达利的 14.76%。

表26: 浙江荣泰与可比公司 2022 年财务指标情况

	毛利率	净利率	ROA	ROE
旭升集团	23.86%	15.72%	9.44%	11.65%
科达利	23.91%	10.55%	10.22%	14.76%
平均	23.89%	13.14%	9.83%	13.21%
浙江荣泰	35%	21%	17.01%	22.65%

资料来源: 同花顺 iFinD、东兴证券研究所

其次, 浙江荣泰的客户结构更佳。在客户集中度来看, 浙江荣泰远低于可比公司。2022 年浙江荣泰第一大客户贡献收入比例为 12.61%, 远低于可比公司均值 36.64%; 浙江荣泰同期前五大客户收入占比为 42.87%, 远低于可比公司均值 68.76%。相比之下, 可比公司公司的营业收入倚重于主要客户。若主要客户的经营情况出现重大不利变化, 或可比公司出现客户订单大量流失的情况其经营业绩和财务状况可能会受到重大不利影响。而浙江荣泰的客户集中度情况更健康, 业务和收入不存在依赖个别客户的情形。

表27：浙江荣泰与可比公司 2022 年客户集中度对比情况

	科达利	旭升集团	平均	浙江荣泰
来自第一大客户的收入占比	38.91%	34.37%	36.64%	12.61%
来自前五大客户的收入占比	78.65%	58.86%	68.76%	42.87%

资料来源：浙江荣泰招股书 P139、旭升集团 2022 年报 P213、科达利 2022 年报 P23、东兴证券研究所

第三，浙江荣泰所处的细分领域具备更大增长潜力。浙江荣泰的新能源汽车热失控防护绝缘件目前主要应用于新能源汽车领域，现阶段该产品主要被特斯拉、奔驰、宝马、沃尔沃、大众、丰田等高标准车企采用，其供应车型包括：特斯拉 Model S、宝马 i7、奔驰 EQS 等 D 级车型，高价值车型对于安全标准的要求更高，因此采用浙江荣泰的云母热失控防护绝缘件产品。而可比公司科达利、旭升集团主营的金属结构件产品可适用于所有级别车型。我们认为：相比于金属结构件领域，新能源汽车热失控防护绝缘件这一细分领域在未来存在市场空间高速增长的可能性。随着单车带电量的提升以模组电池的推广，发热问题会更加严重，汽车产品安全标准势必进一步提升，云母热失控防护绝缘件有望由高价值车型下沉至中低价值车型，亦有望被更多的新能源车企采用，而金属结构件产品的下沉空间甚微。据乘联会数据：2022 年全年，中国新能源乘用车中 A 级车销量占比超过 38%，B 级车销量占比超过 31%，二者占比合计近七成。新能源汽车市场景气度高企，无论是高、中、低端车型，其销量都在增长，可比公司的金属结构件产品增长更多的取决于行业的 β ，而热失控防护绝缘件领域的增长具有下沉市场带来的 α 。基于此，我们认为浙江荣泰所处的细分领域相比于可比公司所在行业具备更大增长潜力。

表28：各级车辆对热失控防护材料应用情况

车型	A 级	B 级	C 级及以上
电池类型	磷酸铁锂电池为主	磷酸铁锂电池、三元锂电池	三元锂电池为主
标准续航里程	100 公里-400 公里	400 公里-600 公里	600 公里以上
典型车型	宏光 MINIEV、比亚迪海豚	比亚迪海豹、Model 3/Y	Model S/X、宝马 IX
热失控防护材料使用情况	A00、A0 级基本不使用热失控防护材料，A 级车主要使用阻燃泡棉。	约有 50%使用磷酸铁锂电池车型同时使用阻燃泡棉、云母材料进行热失控防护；约有 80%的三元锂电池的车型同时使用阻燃泡棉、气凝胶和云母材料进行热失控防护。	基本均使用多种材料进行热失控防护，主流方案为同时使用阻燃泡棉、气凝胶、云母材料。

资料来源：《关于浙江荣泰电工器材股份有限公司首次公开发行股票并在沪市主板上市申请文件的审核问询函的回复》P40、东兴证券研究所

综合考虑以上因素，即：**回顾历史，浙江荣泰的盈利能力更强、客户集中度更佳；展望未来，浙江荣泰所处细分领域具备较大增长潜力。**我们认为浙江荣泰相对于可比公司具备一定的优势。基于审慎考虑，我们认为浙江荣泰的估值水平以可比公司平均市盈率为基础上下浮动 15%较为适宜。即我们给予浙江荣泰 2023 年市盈率范围为 19.60—26.52 倍，据此估算公司远期整体公允价值区间为 31.36 亿元—42.43 亿元，对应 11.20—15.15 元/股。

综上，我们给予浙江荣泰 2023 年 19.60—26.52 倍市盈率，以 2023 年 1.6 亿元归母净利润计，对应公司远期整体公允价值区间为 31.36 亿元—42.43 亿元；以 2022 年 1.21 亿元扣非归母净利润计，对应市盈率为 25.92—35.07 倍；以 2022 年 1.34 亿元归母净利润计，对应市盈率为 23.40—31.66 倍。

表29: 浙江荣泰市盈率情况

计算口径	市盈率下限	市盈率上限
2022年扣非归母净利润: 1.21亿元	25.92	35.07
2022年归母净利润: 1.34亿元	23.40	31.66
2023年预测归母净利润: 1.60亿元	19.60	26.52

资料来源: 同花顺iFinD、东兴证券研究所

7. 风险提示

7.1 盈利预测假设条件不成立影响公司盈利预测和估值结论的风险

在当前盈利预测假设条件下,公司归母净利润2023~2025年平均增长率超过15%,对应毛利率均在35%以上。本报告所作出的盈利预测基于新能源车市场持续高速增长、公司业务在新能源市场保持增长、公司技术路线与市场最终选择无重大偏离、产能利用率顺利提升等前提。如盈利预测的假设条件不达预期,可能导致盈利预测结论不成立,并导致估值结论的判断出现偏离。

在盈利预测中,我们综合考虑了需求和供给以及订单的情况。在需求端,2023年—2025年全球新能源车出货量增长率分别为:35%、43%、30%;同期动力电池出货量增长率为29%、37%、27%;订单方面,我们认为现有定点情况可以支撑荣泰的业绩增长;在供给端,我们根据招股书统计了浙江荣泰的产能,基于审慎性原则,首先假设2023年初募投项目(该项目始于2021年)贡献7922万元收入外,无新增产能;其次假设2023年产能利用率从2022年的85%提升至90%;第三假设新增产能全部用于高增长高利润的新能源行业,其他业务收入基本保持不变。因这一供给端数据增长率低于行业增长率,基于审慎性原则,我们据此做出预测,最终得出结论:2023—2025年新能源业务收入增长率为21.87%、20.77%、22.93%;同期营业收入增长率分别为15.78%、15.66%、16.99%,对应归母净利润增长率为19.68%、14.54%、15.67%。我们基于假设条件,对公司可能出现的情况做出了如下分析:

表30: 浙江荣泰盈利预测假设不及预期的可能结果

可能的情形	具体描述	可能达到的结果	这一情形下可能的财务结果			
			2023年营业收入增长率	较2023年预测数据减少	2023年归母净利润增长率	较2023年预测数据减少
产能利用率未能提升	我们假设荣泰在2023年原有产能的利用率自85%提升至90%,尽管基于2022年的实际情况,和公司历史数据,我们认为这一数据是可以达到的如下游需求不及预期或其他原因导致无法达到90%产能利用率则有可能导致可能预测数据偏高。	产能利用率提升3%,为88%	14.38%	1.40%	17.99%	1.69%
		产能利用率提升1.5%,为86.5%	13.32%	2.46%	16.72%	2.96%
		产能利用率提升0%,为85%	12.27%	3.51%	15.46%	4.22%
募投项目未能顺利达产10%	因募投项目开始时间较早,根据招股书,我们认为公司有望在2023年达产10%,形成7922万元收入。但实际达产率应结合公司募投项目建设情况设备到位情况	募投项目达产率为7%	16.81%	-1.03%	15.40%	4.28%
		募投项目达产率为4%	8.66%	7.12%	11.13%	8.55%

	等因素，如未能达产 10%，则可能预测数据偏高。	募投项目达产率为 0%	3.92%	11.86%	5.43%	14.25%
其他业务收入降低	我们假设公司新增产能全部用于新能源业务，而在实际生产中，人员、设备调配等因素可能导致其他业务资源分配不足，尽管新能源业务可以贡献更高的收入和利润，但其他业务收入降低也会导致总体收入不及我们的预测数据。	其他业务收入降低 5%	13.79%	1.99%	18.98%	0.70%
		其他业务收入降低 10%	12.31%	3.47%	18.59%	1.09%
		其他业务收入降低 15%	10.84%	4.94%	18.21%	1.47%

资料来源：浙江荣泰招股书，东兴证券研究所

7.2 估值高于行业和可比公司市盈率的风险

公司营收在过去三年复合年增长率达 22.29%，归母净利润过去三年复合年增长率为 66.13%，我们预计在审慎预计的前提下，认为公司未来三年的营收及利润仍可达到接近 20% 的平均增长率，其增速显著高于所在行业，其盈利能力亦显著高于可比公司。因此我们认为给予公司 2023 年 19.60—26.52 倍 PE 较为合理，这也意味着公司市盈率高于行业平均水平和可比公司平均水平。

7.3 股票市场波动的风险

未来公司股票上市后，除公司的经营和财务状况之外，公司的股票价格还将受到国家政治、宏观政策、经济形势、资本市场走势、投资心理和各类重大突发事件等多种因素的影响，有可能与实际经营业绩相背离，从而可能导致股票的市场价格低于投资者购买价格。

7.4 产品质量风险

绝缘材料产品作为新能源汽车、电线电缆、家用电器等领域的关键材料，其产品质量和稳定性直接关系到上述产品的使用安全性和使用寿命。随着公司生产经营规模的扩大，尤其是本次募集资金投资项目实施后，公司的主要产品产能将显著提升，面临的经营管理、质量控制的压力也将相应增大。一旦公司产品出现较大质量问题，可能引发相关的纠纷、索赔或诉讼，甚至影响与客户合作的可持续性，对公司的品牌和声誉带来负面影响，可能影响业务的正常开展和可持续盈利能力。

7.5 毛利率下降风险

2020-2022 年，公司主营业务毛利率分别为 31.46%、34.23% 和 35.49%，毛利率稳步上升，主要系公司新能源汽车热失控防护绝缘件产品销售毛利率较高且占比逐年提升所致。公司毛利率主要受产品售价波动、产品结构变化以及原材料采购成本、直接人工、制造费用波动等因素影响，如上述因素发生重大不利变化，公司主营业务毛利率将面临下降风险。

7.6 应收款项规模较大风险

2019-2022 年，公司应收账款账面价值分别为 11,275.80 万元、16,436.01 万元和 22,266.57 万元，占公司流动资产的比例分别为 31.03%、43.25% 和 43.72%，占比较高，随公司业务规模的增长整体呈上升趋势，未来应收账款可能仍将随着生产经营规模的扩大而不断增长，如果由于客户经营状况变化导致公司的应收账款回收困难，可能导致坏账增加，从而对公司生产经营产生不利影响。

7.7 偿债能力风险

公司业务规模大幅扩张,新建厂房资金需求量大,但公司融资渠道较为单一,主要依赖银行借款,同时公司大规模原材料采购使得应付账款的余额较大,公司资产负债率较高。如果未来公司募投项目开展不及预期或资产负债管理不当,可能存在不能及时偿债的风险。

7.8 存货跌价风险

2019-2022年,公司存货账面价值分别为8,695.50万元、11,841.70万元和16,520.11万元,占流动资产的比例分别为23.93%、31.16%和32.44%,主要为库存商品和原材料。公司产品品种较多,为保证对客户及时交货,保持了一定量的安全库存,同时对用量较大的常用原材料也保持了一定量的安全库存用以支撑生产活动的正常开展。若未来市场环境发生变化、竞争加剧导致产品滞销、存货积压、市场价格大幅下跌,将导致公司存货跌价损失增加,对公司的业绩水平产生不利影响。

7.9 募集资金投资项目实施不达预期风险

由于募投项目经济效益分析数据及论证均为预测性信息,且募集资金投资项目涉及金额较大,建设周期较长,如果发生原材料供应不及时、行业竞争加剧或下游行业需求发生重大不利变化等不利情况,募集资金投资项目的预期收益不能实现,公司可能因固定资产折旧和费用摊销的大幅增加而面临业绩下滑的风险。

7.10 知识产权和专有技术保护风险

浙江荣泰业务属于核心技术和生产工艺并重的应用领域,下游客户尤其是新能源汽车整车厂对企业的研发能力和技术及工艺创新等方面有着很高的要求,公司致力于不断提升产品质量和性能,目前拥有的专利、商标和专有技术,是构成公司竞争优势及核心竞争力的重要要素。公司主要产品涉及的主要核心技术和生产工艺已申请专利保护,但部分工艺的核心技术,仅通过保密制度来保护,若公司所拥有的知识产权和专有技术受到侵犯或技术泄密,将对公司技术研发、生产经营带来不利影响。

7.11 部分员工未缴纳社会保险及住房公积金的风险

鉴于浙江荣泰部分员工存在因当月新入职、退休返聘、自愿放弃等原因未缴纳社会保险及住房公积金的情况,若浙江荣泰被有权主管部门要求补缴社会保险、住房公积金或被主管机关追责的,将对浙江荣泰生产经营与财务状况造成一定不利影响。

7.12 规模快速扩张引发的经营管理风险

近年来,公司资产与人员规模增长较快,与此同时,得益于下游新能源汽车行业快速发展和公司产能的提升,公司营业收入大幅提升,此外,公司主要产品耐高温绝缘云母制品的下游市场覆盖面广且客户较为分散,且外销占比不断提高,快速扩张对公司研发、生产、销售、人力、财务等的管理均提出了更高要求,公司需要建立适应企业发展需要的管理体系和制度及在新的条件下完善激励和约束机制。如果公司的管理体系不能适应未来公司快速扩张,人才储备跟不上业务快速发展的步伐,将给公司正常的生产经营带来风险。

7.13 控股公司管理风险

目前,公司业务体系由全资子公司湖南荣泰作为生产基地负责采购云母矿石,并生产云母纸,子公司越南荣泰作为海外生产基地,母公司浙江荣泰采购子公司云母纸并生产加工为各类耐高温绝缘云母制品对外销售。因此,子公司湖南荣泰、越南荣泰为公司业务体系中的重要组成部分,母公司负责子公司的控制与管理。如果未来公司对各控股子公司的股权、经营决策、人力资源、财务、客户管理、原材料采购、投资管理等管理不善,将给公司生产经营带来风险。

7.14 实际控制人控制不当风险

本次发行前，公司实际控制人葛泰荣、曹梅盛夫妇合计直接持有公司 49.29% 股份，并通过上海巢泰和上海聪炯间接控制公司 1.84% 股份，合计实际控制的股份比例为 51.13%。本次发行后，葛泰荣、曹梅盛夫妇仍为公司的实际控制人，对公司生产经营活动具有重大决策权。实际控制人能够通过行使其表决权对公司经营活动、重大人事任免以及财务决策等方面产生重大影响，可能会形成有利于实际控制人但有损于公司及其他中小股东的决策，从而存在侵害公司利益、其他中小股东和社会公众投资者利益的风险。

7.15 下游行业技术路线风险

公司主要产品为各类耐高温绝缘云母制品，其下游市场涉及新能源汽车、电线电缆、家用电器等领域，公司所处行业技术推动特征明显，技术迭代较快。近年来，随着云母绝缘材料下游应用领域的技术进步与发展，市场对绝缘材料在稳定、安全和环保等方面的要求日益提升。耐高温、耐高压、耐电晕、高热稳定和环保型绝缘材料等产品已成为行业内企业的主要研发方向，尤其是新能源汽车电池的安全防护应用领域。未来若电芯材料发生重大技术路线变更，将可能减少云母绝缘材料的应用，公司若不能及时、准确地把握技术升级与迭代变化趋势，不能及时将技术研发与市场需求相结合，将对公司的经营业绩构成不利影响。

7.16 潜在竞争者导致的市场竞争加剧风险

新能源汽车热失控防护绝缘件领域为公司的重要发展方向，为保证材料供应，下游汽车厂商一般会发展 2-3 家合格供应商。若未来其他竞争对手取得资质认证，与浙江荣泰客户形成长期稳定的合作关系，而浙江荣泰不能积极调整经营策略并在产品质量、产品工艺等方面持续保持差异化竞争优势，将可能面临市场份额下降的风险。此外，行业上下游相关企业可能因为具有一定产业链优势顺势作为潜在竞争者加入到竞争中，使公司面临市场竞争进一步加剧的风险。

7.17 宏观经济和下游行业需求波动风险

公司各类耐高温绝缘云母制品的下游市场涉及新能源汽车、电线电缆、家用电器等领域，与宏观经济发展状况联系密切。目前，国内宏观经济发展总体稳中向好，国内经济保持稳定增长，公司下游行业发展良好，市场前景广阔，浙江荣泰业务处于稳步增长阶段。如果未来国内宏观经济形势波动较大，上述下游市场规模不及预期等因素致使市场出现需求波动，将对公司的经营业绩构成不利影响。

7.18 原材料价格波动风险

公司产品的原材料包括云母矿、有机硅胶水、泡棉胶带等，材料成本是公司成本的主要组成部分，报告期内，公司产品原材料成本占主营业务成本的比重分别为 56.96%、55.41% 和 49.09%，原材料成本占比较高，原材料价格对公司营业成本的影响较大。公司云母矿、有机硅胶水、泡棉胶带等原材料的采购价格受到下游市场供需关系等影响而波动。公司采购云母矿主要来源于进口，2022 年受汇率变动和运费上涨等因素的影响，云母矿采购价格有所上升。若未来受到全球经济环境的影响，上述影响因素将可能导致公司云母矿的采购价格大幅上涨，同时，若有机硅胶水、泡棉胶带等其他原材料价格短期内出现大幅上涨，且公司无法将原材料成本的变动及时转移给下游客户，则将对公司的经营业绩构成不利影响。

7.19 汇率波动风险

近年来,公司境外销售收入占比较高,在境外销售过程中多以客户主体所在国的货币进行结算。因此,人民币汇率的波动会给公司带来一定的汇兑损失或汇兑收益。2019-2022年,公司汇兑损益为(收益)金额分别为125.51万元、136.64万元和-365.81万元,若未来汇率发生较大波动,将对公司的经营业绩产生不利影响。

7.20 税收优惠政策变动风险

浙江荣泰、湖南荣泰分别于2019年12月和2022年12月、2020年9月被认定为高新技术企业。根据《中华人民共和国企业所得税法》、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》以及《高新技术企业认定管理办法》等相关规定,上述公司适用15%的企业所得税优惠税率。同时,根据《财政部税务总局关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》(财税〔2019〕13号)、《财政部税务总局关于实施小微企业和个体工商户所得税优惠政策的公告》(财政部税务总局公告2021年第12号)、《国家税务总局关于落实支持小型微利企业和个体工商户发展所得税优惠政策有关事项的公告》(国家税务总局公告2021年第8号)、《关于进一步实施小微企业所得税优惠政策的公告》(财政部税务总局公告2022年第13号)等规定,荣泰汽车和阁劳瑞符合国家小型微利企业的判断标准并享受税收优惠;除此之外,根据越南有关法律规定,越南北江省越安县云中社云中工业园区的投资企业,营业所得税税率为20%,可享受两免四减半的优惠。子公司越南荣泰适用该优惠政策。如果未来公司及子公司不满足高新技术企业、小型微利企业认定的条件或税收优惠政策发生变化,公司可能无法继续享有上述税收优惠政策,将对公司经营业绩产生一定影响。

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，5年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，主要覆盖电力设备新能源等研究领域，从业期间获得2017年水晶球公募榜入围，2020年wind金牌分析师第5。

研究助理简介

侯河清

金融学硕士，3年产业投资经验，2022年4月加盟东兴证券研究所，任研究助理，主要覆盖电新行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。