

浙江荣泰 (603119.SH): 云母绝缘材料领导者

2024年5月7日

推荐/首次

浙江荣泰

公司报告

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。公司产品具有较强的竞争优势,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了广泛使用。公司产品主要应用于新能源汽车领域,这一行业仍在成长之中,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占率达27%。公司近年来实现了快速增长。2021年—2023年公司分别实现营业收入5.22亿元、6.67亿元、8亿元,CAGR为15.29%,对应归母净利润分别为1.04亿元、1.34亿元、1.72亿元,CAGR为18.26%。2023年公司毛利率为37.07%;净利率为21.47%,均较此前实现了大幅度增长。

新能源车用云母隔热绝缘件具备广阔的市场空间,为公司收入持续高速增长提供了保障。云母制品制造行业门类繁多、空间广阔,公司产品所属的耐火绝缘材料预计2027年市场规模将达到355.64亿元。具体至车用产品而言,无模组技术推广,云母路线具备比较优势,有望在与替代品类的竞争中实现胜出;三元电池路线份额拐点来临,云母隔热产品出货量有望随之增长;新能源汽车安全标准逐步提升,云母隔热产品有望被更多下沉车型采用。

公司自身具备先发优势、客户优势、产品优势,为公司利润持续高速增长奠定了基础。浙江荣泰立足云母制品制造,拥抱新能源行业高速增长机遇,在近几年实现了大幅度增长。目前公司主要产品为新能源汽车云母隔热绝缘件,该行业目前仍处于起步期,相关标准和制度法规尚待进一步完善,浙江荣泰具备一定的先发优势。相比于新能源汽车行业其他细分领域,该行业竞争情况相对缓和,公司出货量居首。与业内多数公司不同,荣泰客户相对分散,不存在对单一客户的过度依赖,一定程度上降低了或有风险;公司产品为业内首创,率先装车,在产品性能、工艺设计等方面处于领先水平。

盈利预测: 我们认为公司有望在未来继续保持高速增长。我们预计2024年—2026年公司营业收入有望达到12.64亿元、17.20亿元、22.35亿元;归母净利润有望达到2.57亿元、3.43亿元、4.31亿元;对应EPS分别为0.92元、1.22元和1.54元。对应28、21、17倍PE,首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示: 下游需求不及预期的风险;潜在竞争者导致的市场竞争加剧的风险;

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:公司公告、恒生聚源

未来3-6个月重大事项提示:

2024-05-17 年度股东大会

2024-08-01 限售解禁 7022.87 万股

2024-09-26 限售解禁 1680.00 万股

资料来源:公司公告、恒生聚源

发债及交叉持股介绍:

无

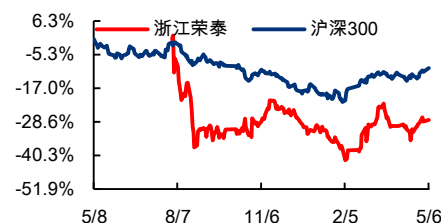
资料来源:公司公告、恒生聚源

交易数据

52周股价区间(元)	35.84-20.5
总市值(亿元)	72.97
流通市值(亿元)	18.24
总股本/流通A股(万股)	28,000/28,000
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	9.12

资料来源:恒生聚源、东兴证券研究所

52周股价走势图



资料来源:恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 洪一

0755-82832082

hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110001

分析师: 侯河清

010-66554108

houhq@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480524040001

研究助理: 吴征洋

010-66554045

wuzhy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480123010003

汇率波动风险等。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	667	800	1,264	1,720	2,235
增长率 (%)	28	20	58	36	30
归母净利润 (百万元)	134	172	257	343	431
增长率 (%)	28	28	50	33	26
净资产收益率 (%)	25	10	14	16	18
每股收益 (元)	0.48	0.61	0.92	1.22	1.54
PE	54.55	42.47	28.39	21.28	16.94
PB	13.71	4.39	3.96	3.51	3.06

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 云母制品市场领导者之一	5
1.1 深耕行业二十年	5
1.2 产品领先, 业绩增长较快	5
1.2.1 技术领先, 产品可靠	5
1.2.2 业绩持续增长	8
2. 行业前景广阔	9
2.1 云母品总体市场规模持续扩张	9
2.2 下游新能源车市场空间广阔, 云母绝缘产品得到广泛应用	11
2.2.1 无模组技术推广, 云母路线有望实现份额扩张	11
2.2.2 三元路线扩张为云母绝缘产品提供广阔市场空间	13
2.2.3 下沉市场增长潜力大	14
2.3 热失控防护绝缘件具备装车的必要性	15
3. 公司具备较大竞争优势	16
3.1 细分市场市占率高	16
3.2 客户优质、结构佳	17
3.3 产品性能领先	19
4. 投资建议	20
5. 风险提示	20

插图目录

图 1: 浙江荣泰发展历程	5
图 2: 产品在新能源汽车领域的应用	7
图 3: 产品在家电领域的应用	8
图 4: 产品在电缆领域的应用	8
图 5: 公司分业务营业收入情况	8
图 6: 公司分业务毛利情况	8
图 7: 公司近年毛利率情况	9
图 8: 公司近年净利率情况	9
图 9: 全球云母市场规模情况 (单位: 亿元)	10
图 10: 中国云母市场规模 (单位: 亿元)	10
图 11: 动力电池上盖板阻燃隔热材料使用比例	11
图 12: 动力电池模组间阻燃隔热材料使用比例	11
图 13: 2023 汽车总销量创历史新高 (万辆)	13
图 14: 新能源车渗透率持续提升	13
图 15: 纯电动汽车的销量结构	15
图 16: 插电式混合动力的销量结构	15
图 17: 比亚迪海豹云母材料使用示意图	16

图 18： 特斯拉 Model Y 云母材料使用示意图	16
图 19： 公司产品单吨净利润情况（单位：元）	20

表格目录

表 1： 公司主持或参与起草的相关标准	6
表 2： 公司产品性能远超现行团体标准	6
表 3： 主要动力电池热失控防护材料对比	11
表 4： 云母板与陶瓷材料对比	12
表 5： LFP 与 NCM 不同场景下的单车价差测算	14
表 6： 各级车辆对热失控防护材料应用情况	14
表 7： 全球云母耐火绝缘市场占有率情况（单位：万元）	17
表 8： 细分市场市占率情况（单位：万元）	17
表 9： 浙江荣泰客户情况	18
表 10： 浙江荣泰三维云母结构件产品主要特性	19
表 11： 公司新能源车用产品单价情况	20
附表： 公司盈利预测表	21

1. 云母制品市场领导者之一

1.1 深耕行业二十年

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。浙江荣泰主要产品包括云母硬质材料、柔质材料、发热组件、热管理云母安全组件以及各类云母衍生产品。公司所制云母产品广泛运用于新能源汽车、轨道交通、航天船舶、特种电线电缆、智能家用电器以及其他相关工业领域，并为客户提供专业的电绝缘、热绝缘等一站式系统解决方案。

公司成立于 2003 年，起初以家电绝缘产品为主；2013 年开始涉足新能源汽车防火隔热绝缘件；2016 年通过了 IATF16949 质量管理体系认证；2018 年开始为各大车企定制新能源汽车热失控管理解决方案；随后乘新能源东风扩建产能，实现了跨越式发展；于 2023 年 8 月 IPO 主板上市。

图1：浙江荣泰发展历程



资料来源：浙江荣泰官网，东兴证券研究所

公司股权结构稳定合理。浙江荣泰实际控制人为葛泰荣先生，持股比例超过 30%。对公司生产经营活动具有重大影响，可有效保障公司经营的稳定、持续。此外公司机构股东包括宜宾宸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。

1.2 产品领先，业绩增长较快

1.2.1 技术领先，产品可靠

公司自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、制造工艺等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。

公司产品在新能源车领域实现应用。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。公司通过上述方面的研发创新，生产的新能源汽车用热失控防护绝缘件机械强度、耐候性能好，并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。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。

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多项国家、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1：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	荣泰电工	《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	荣泰电工	《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/IEC62631-2-1:2018)	国家标准	2021. 12. 1
3	荣泰电工	《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/IEC 62631-3-11:2018)	国家标准	2021. 12. 1
4	荣泰电工	《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	荣泰电工	《200 级有机硅剥离粉云母带》 (JB/T 13477-2018)	行业标准	2018. 12. 1
6	荣泰电工	《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：公司公告、东兴证券研究所

公司产品部分性能指标远超现行团体标准。目前国家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。荣泰公司产品的性能指标均远超现行团体标准，存在较高的安全冗余。

表2：公司产品性能远超现行团体标准

技术指标	团体标准 (T-ZZB 1722-2020)	公司产品性能

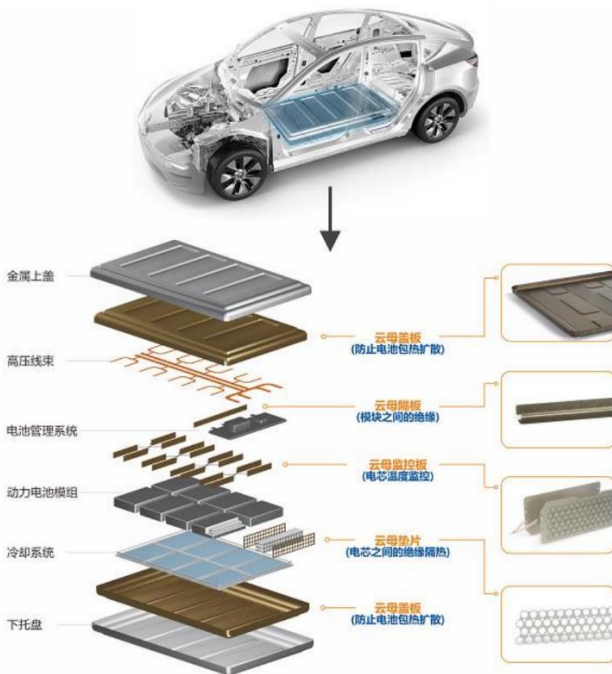
粘结剂含量	<12%	4.70%
密度	1.6-2.45g/cm ³	2.228g/cm ³
表观密度	1.6-2.45g/cm ³	2.036g/cm ³
吸水率	<1.5%	0.91%
弯曲强度	>120MPa	131MPa
电气强度	>15KV/mm	26.5KV/mm
体积电阻率	>1.0×10 ¹⁰ Ω·cm	2.93×10 ¹⁰ Ω·cm
导热系数	<0.35W/m.K	0.3154W/m.K
阻燃等级	UL-94V0	UL-94V0
耐火性	不低于 1000℃的火焰中耐受燃烧 5 分钟而不被烧穿	在 1100℃±100℃火焰下, 耐受燃烧 5 分钟未烧穿

资料来源: 招股书、东兴证券研究所

目前公司产品主要应用于三个领域: 新能源汽车、小家电、电缆。

公司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、设计和生产车型配套热失控防护绝缘件, 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。使用场景如下图所示:

图2: 产品在新能源汽车领域的应用



资料来源: 平安电工招股书, 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。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。使用场景如下图所示:

图3: 产品在家电领域的应用



资料来源: 浙江荣泰招股书, 东兴证券研究所

图4: 产品在电缆领域的应用

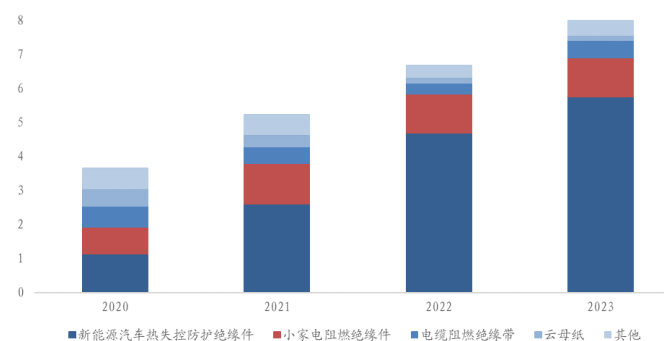


资料来源: 浙江荣泰招股书, 东兴证券研究所

1.2.2 业绩持续增长

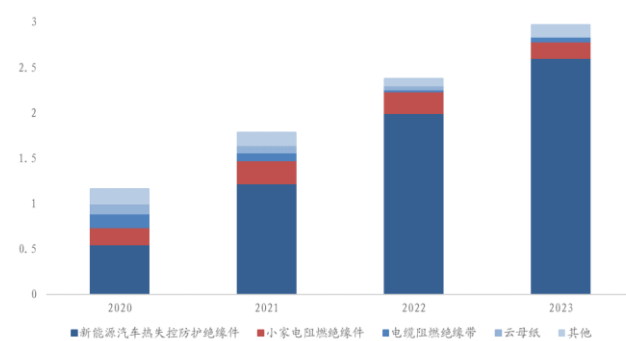
浙江荣泰产品主要来应用于新能源汽车。公司主要产品包括: 新能源汽车热失控防护绝缘件、小家电阻燃绝缘件、电缆阻燃绝缘带、云母纸等。其中, 高利润率新能源汽车热失控防护绝缘件业务占比逐年提升, 2021年—2023年, 分别贡献 50%、70%和 72%的营业收入, 其主要客户为特斯拉、沃尔沃、宁德时代等业内知名厂商。小家电阻燃绝缘件收入占比呈下降趋势, 2021年至 2023年, 分别贡献 23%、17%和 14%的营业收入。在利润端, 截止 2023 年末, 新能源业务贡献了 88%的毛利。2021年—2023年公司分别实现营业收入 5.22 亿元、6.67 亿元、8 亿元, CAGR 为 15.29%, 对应归母净利润分别为 1.04 亿元、1.34 亿元、1.72 亿元, CAGR 为 18.26%。

图5: 公司分业务营业收入情况



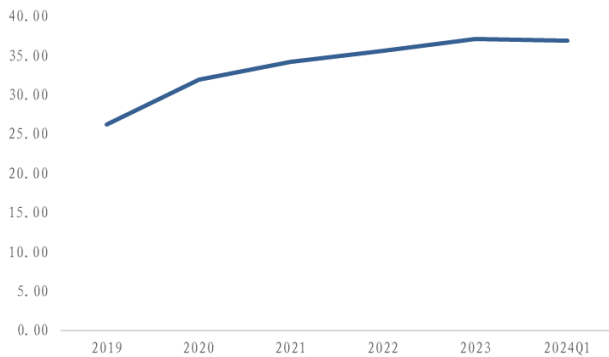
资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图6: 公司分业务毛利情况

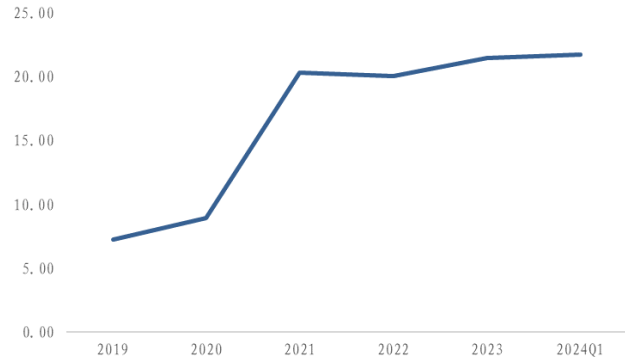


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

近年来公司利润率持续攀升, 毛利率由 2020 年的 31.91%提升至 2023 的 37.07%;净利率由 2020 年的 8.93%提升至 2023 年的 21.47%。主要因新能源业务出货量逐渐提升所致。

图7: 公司近年毛利率情况


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

图8: 公司近年净利率情况


资料来源: 同花顺 iFinD, 东兴证券研究所

2. 行业前景广阔

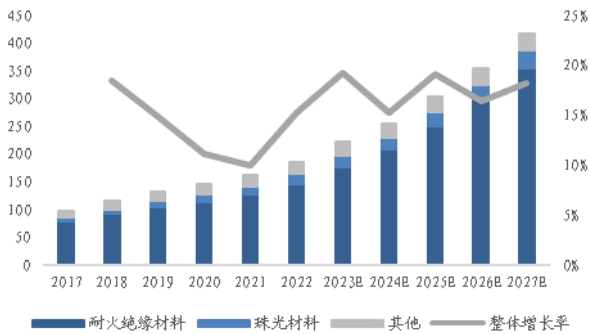
浙江荣泰立足云母品制造, 深挖新能源领域的应用场景, 近年来公司主营产品热失控防护绝缘件在新能源汽车领域得到了广泛应用。我们认为: 云母路线在新能源汽车热失控防护绝缘件领域技术层面确定性高, 市场前景广阔。

2.1 云母品总体市场规模持续扩张

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, 2022 年各细分市场分别规模为 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。

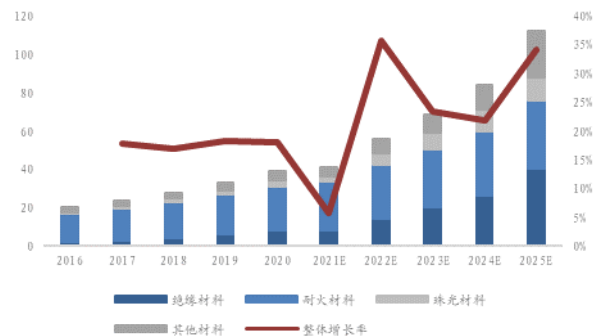
近年来我国云母市场稳步发展, 根据弗若斯特沙利文统计, 2020 年我国云母市场规模达 38.76 亿元, 预计 2025 年云母市场规模将提升至 112.24 亿元。按下游应用范畴分类, 2020 年耐火材料和绝缘材料合计占比达 80.92%, 系国内云母市场的主要应用范畴, 2016 年至 2020 年耐火材料和绝缘材料的复合年增长率分别为 12.54% 和 34.77%。

图9：全球云母市场规模情况（单位：亿元）



资料来源：荣泰电工招股说明书P111、弗若斯特沙利文，东兴证券研究所

图10：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

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。

云母制品在其他工业领域具有广泛的市场需求。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。

2.2 下游新能源车市场空间广阔，云母绝缘产品得到广泛应用

新能源车用云母隔热绝缘件具备广阔的市场空间，为公司收入持续高速增长提供了保障。云母品制造行业门类繁多、空间广阔，公司产品所属的耐火绝缘材料预计 2027 年市场规模将达到 355.64 亿元。具体至车用产品而言，无模组技术推广，云母路线具备比较优势，有望在与替代品类的竞争中实现胜出；三元电池路线份额拐点来临，云母隔热产品出货量有望随之增长；新能源汽车安全标准逐步提升，云母隔热产品有望被更多下沉车型采用。

2.2.1 无模组技术推广，云母路线有望实现份额扩张

云母制品的出货主要集中在耐火绝缘材料领域，新能源汽车采用的隔热部件即为此类。车用隔热领域存在多种解决方案，如阻燃泡棉、气凝胶毡、陶瓷化硅等，云母材料具备较高的综合优势在电池盖板位置得到了广泛应用，无模组技术推广有望实现云母路线的份额扩张。

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的材料有气凝胶毡、阻燃泡棉、云母材料、陶瓷化硅橡胶等，各材料性能比较如下：

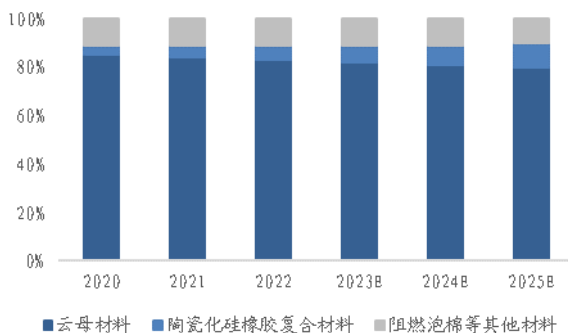
表3：主要动力电池热失控防护材料对比

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/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

资料来源：荣泰电工招股说明书 P116、GGII、东兴证券研究所

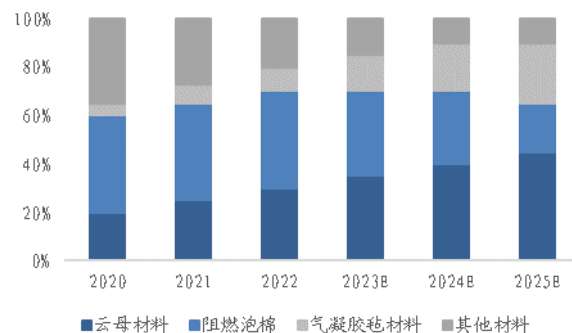
各项产品使用比例如下：

图11：动力电池上盖板阻燃隔热材料使用比例



资料来源：荣泰电工招股说明书 P114、GGII、东兴证券研究所

图12：动力电池模组间阻燃隔热材料使用比例



资料来源：荣泰电工招股说明书 P114、GGII、东兴证券研究所

首先，云母热失控防护绝缘件是电池盖板部位主流采用的安全件。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°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。

其次，能量密度提升趋势之下，无模组技术推广，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将得到持续应用。

第三，竞品陶瓷化硅橡胶的成本较高。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；此外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将能持续降低成本作为选择供应商的重要因素。实际应用方面，根据目前荣泰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4：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，强度好，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》P49、东兴证券研究所

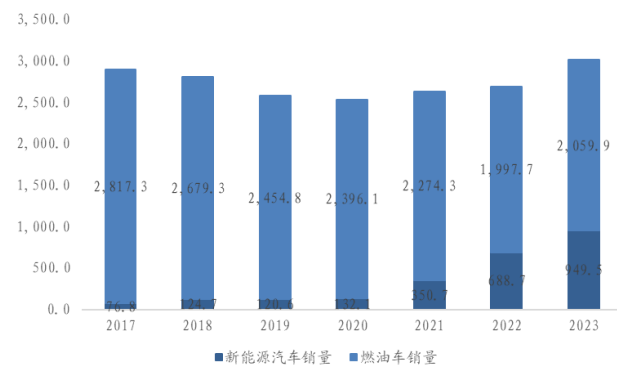
基于以上，我们认为云母材料作为新能源汽车热失控防护绝缘件的技术路线将长期稳定，并且有望随着新能源行业的进一步发展日渐壮大，而浙江荣泰将是这一趋势的受益者。

2.2.2 三元路线扩张为云母绝缘产品提供广阔市场空间

公司产品主要应用于新能源汽车领域，该行业发展态势较好，产品渗透率持续提升，为公司业绩持续增长奠定了基础。具体而言，公司产品主要应用于三元路线新能源汽车中。相较于磷酸铁锂路线，三元产品能量密度更高，发热量也相对提升，因此具备应用隔热绝缘材料的必要性。我们认为：三元电池出货量提升、份额扩张，有助于公司业绩增长。

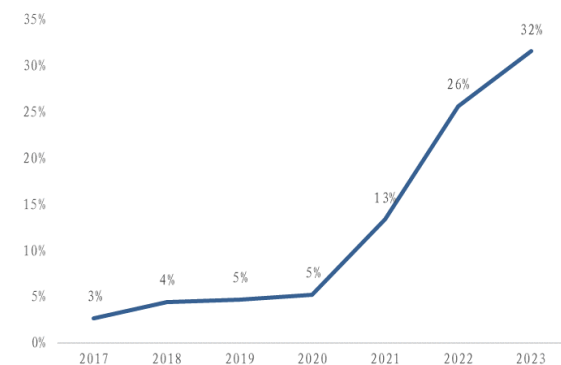
2023 年汽车总销量创历史新高，新能源渗透率持续提升。中国汽车工业协会近期公布了 2023 年汽车工业产销情况。数据显示，2023 年我国汽车产销累计完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 11.6% 和 12%，产销量创历史新高，实现两位数较高增长。我国新能源汽车连续 9 年位居全球第一。在政策和市场的双重作用下，2023 年，新能源汽车持续快速增长，新能源汽车产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8% 和 37.9%，市场占有率达到 31.6%，高于上年同期 5.9 个百分点。

图13：2023 汽车总销量创历史新高（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会、同花顺 iFinD，东兴证券研究所

图14：新能源车渗透率持续提升



资料来源：中国汽车工业协会、同花顺 iFinD，东兴证券研究所

相关行业协会认为，2024 年我国汽车产业产销能够实现稳定增长，新能源汽车也将继续保持良好发展态势。汽车产销量预计 2024 年可以达到 3100 万辆，同比小幅增长 3% 左右。新能源汽车产销也将达到 1150 万辆左右的规模，增长在 20% 左右，即实现 37% 左右的渗透率。汽车市场销量持续增长，新能源占比不断提升，为上游供应商提供了充足市场空间。

因三元电池能量密度更高，发热量稍高，因此公司产品主要应用于采用三元路线动力电池的车型中。我们认为三元电池的份额有望在 2024 年迎来拐点。主要原因有二：一是原材料价格下跌，(LFP 与 NCM) 终端产品价差缩小，三元产品竞争优势提升；二是产品端出现边际变化，三元车型销量开始提升。

LFP 与 NCM 路线单车成本差价已降至万元以下。公开信息显示：1GWh 电池需要磷酸铁锂正极材料 2350 吨左右。每吨磷酸铁锂大约需要 0.25 吨碳酸锂。1GWh 电池需要三元锂正极材料 1650 吨左右。每吨三元锂大约需要 0.38 吨碳酸锂；碳酸锂价格较大程度的影响正极材料价格。根据我们的测算，在碳酸锂 60 万元/吨的情况下，二者单车价差为 15000 元左右；在碳酸锂 10 万元/吨的情况下，二者单车价差为 7000 元左右；

二者价差收窄的情况之下，LFP 的价格优势正在减小。关于其中关键变量：碳酸锂价格，我们认为将在未来一段时间维持低位震荡，即两种路线价差收窄的状况将维持较长一段时间。

表5: LFP 与 NCM 不同场景下的单车价差测算

	锂价低位 (10 万元附近)		锂价高位 (60 万元附近)	
	磷酸铁锂	三元锂	磷酸铁锂	三元锂
1GWh 用量 (吨)	2350	1650	2350	1650
平均单车带电量	50KWh	50KWh	50KWh	50KWh
单车原材料用量 (吨)	0.1175	0.0825	0.1175	0.0825
原料单价	45000	150000	150000	400000
单车原料成本 (元)	5287.5	12375	17625	33000
价差 (元)	7088		15375	

资料来源：富临精工、当升科技、华尔街见闻、同花顺 iFinD，东兴证券研究所

近期以来新能源新车价格连降，部分厂商采取了降价策略，三元车型的入门价格有望降低，带动销量增长。以比亚迪秦为例，其在降价的同时，配置并未缩水，降价和增配有成为主机厂新的竞争策略。就新能源车而言，最直观的增配即采用三元电池提升续航里程。综上，在本次降价潮中三元路线车型销量有望提升。

在增量方面，增程式汽车不存在里程焦虑等问题，近期销量开始提升。**销量边际变化**：据财联社，2024 年 1 月问界全系交付新车 32973 辆，环比增长 34.76%。自 2023 年 9 月上市以来，问界新 M7 目前累计大定已超 14 万辆。据理想汽车公告，2024 年 1 月份，理想汽车共计交付新车 31165 辆，同比增长 105.8%。自交付以来，理想汽车累计交付量达到 664529 辆。**增程式汽车带电量高**：增程式车型带电量略高于 PHEV 车型。如理想的 L7 (增程) 带电量为 42.8KWH，问界 M7 (增程) 为 40KWH，而同级别的 PHEV 蓝山为 35KWH，同级别 PHEV 轿车雅阁、汉 DM 带电量分别为 17.7KWH、18.3KWH。**高销量增程车型采用了三元路线装车**：紧凑级车型受车内空间限制，且紧凑型车用户对成本更为关注，因此多采用磷酸铁锂路线。而增程式汽车多数为中大型汽车，终端用户更关注车辆配置，如问界系列、理想系列均采用了三元路线装车，因此，**增程式或成中型及中大型车新选择，有望带动三元路线份额提升**。此外，大众 ID 系列销量开始增长，该系列车型均采用三元路线，我们认为：传统燃油车主机厂的发力有望为 NCM 和 LFP 份额变化带来新变数。

新能源车渗透率持续提升，三元路线产品份额扩张，有望带动荣泰云母绝缘隔热产品出货量提升。

2.2.3 下沉市场增长潜力大

具体分车型来看，浙江荣泰所处的细分领域具备较大增长潜力。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。随着单车带电量的提升以及模组电池的推广，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。

表6: 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

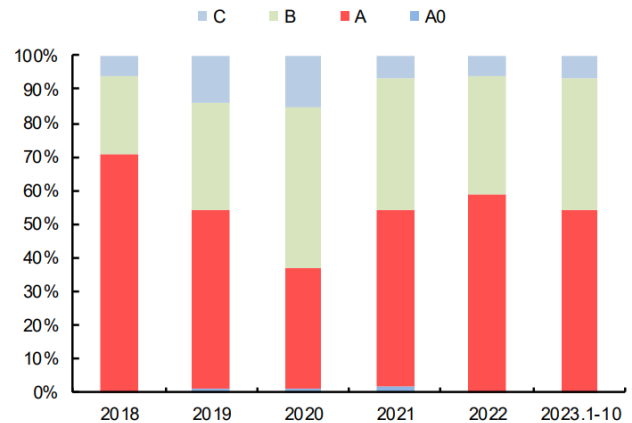
具体来看：纯电动乘用车中，A0、B 级纯电动占比高：2019 年以来，纯电动乘用车 A0 级及以下合计超过 4 成以上。纯电动乘用车中 B 级车占比为 30%，而 A 级车占比持续降低，2023.1-10 月 A 级纯电动乘用车占比降至 19.7%。纯电动车的哑铃结构仍在强化。插电式混合动力乘用车中，则以 A、B 级车为主：据乘联会，2023.1-10 月，插电式混合动力乘用车中，A 级车占比超过 50%，B 级占 38.9%。新能源汽车市场景气度高企，无论是高、中、低端车型，销量都在增长，并且随着消费者安全意识提升、厂商在安全方面持续投入，入门级车型安全标准有望进一步提升，这为热失控防护绝缘件的更广泛应用提供了可能性。基于此，我们认为浙江荣泰所处的细分领域仍有巨大的待开拓空间。

图15：纯电动汽车的销量结构



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

图16：插电式混合动力的销量结构



资料来源：乘联会，东兴证券研究所

2.3 热失控防护绝缘件具备装车的必要性

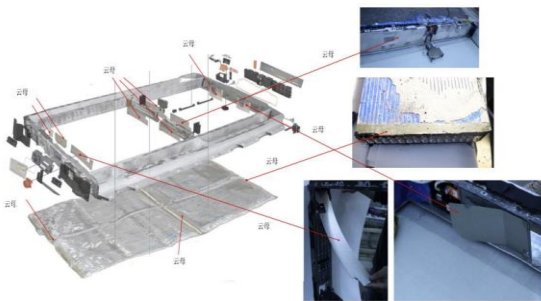
在政策层面，暂无新能源汽车热失控防护绝缘材料的国家标准，浙江省制定的团标标准已实施近三年时间。随着新能源汽车动力电池能量密度的提升，由于电池热失控导致的安全问题日益引起社会关注。为保障和规范国内新能源汽车行业的长期发展，工业和信息化部组织制定的《GB 38031-2020 电动汽车用动力蓄电池安全要求》于 2021 年 1 月 1 日起开始实施，要求电池单体发生热失控后，电池系统在 5 分钟内不起火不爆炸，为乘员预留安全逃生时间。在具体细分领域，国家目前尚未制定用于新能源汽车热失控防护材料的国家标准，为了促进相关材料行业的发展，浙江省率先制定了《新能源汽车用硬质金云母板》团体标准(T/ZZB 1722-2020)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。

在实际应用层面，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。新能源汽车动力电池具有高性能、长续航的技术趋势，而随着动力电池能量密度提升，电池可能会出现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。

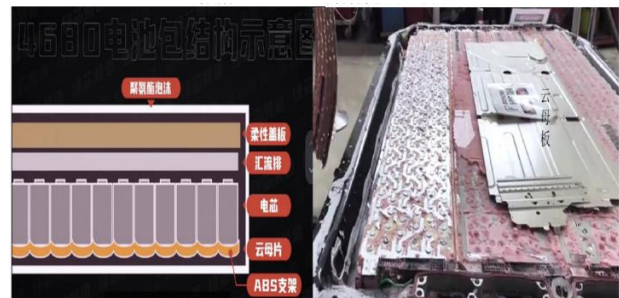
2011年，特斯拉 Model S 采用了三元材料电芯，已意识到热失控问题，在电池模组与电池包上、下盖间均使用云母板对电池进行热失控防护。特斯拉在 2016 年量产的 Model X 上继续沿用了同样的防护方案。2017 年，特斯拉在量产的 Model 3 车型上采用电芯倒置的大模组结构，在模组与电池下盖之间使用云母材料进行热失控防护。2020 年，特斯拉 Model Y 车型上延续了 2017 版 Model 3 的热失控防护方案。2021 年，特斯拉 Model S 模组采用了横向布局，电池包的集成更为紧凑和高效，在电芯与上、下电池盖间及关键高压件部分均使用了云母材料。2022 年，比亚迪海豹和特斯拉 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17：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18：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云母热失控防护绝缘件在政策端和应用端的支持。

3. 公司具备较大竞争优势

公司具备较大先发优势、客户优势、产品优势，为未来利润持续高速增长奠定了基础。浙江荣泰立足云母品制造，拥抱新能源行业高增长机遇，在近几年实现了大幅度增长。目前公司主要产品为新能源汽车云母隔热绝缘件，该行业目前仍处于起步期，相关标准和制度法规尚待进一步完善，浙江荣泰具备一定的先发优势。相比于新能源汽车行业其他细分领域，该行业竞争情况相对缓和，公司出货量居首。与业内多数公司不同，荣泰客户相对分散，不存在对单一客户的过度依赖，一定程度上降低了或有风险；公司产品为业内首创，率先装车，在产品性能、工艺设计等方面处于领先水平。

3.1 细分市场市占率高

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。荣泰电工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。

全球云母耐火绝缘市场占有率情况如下:

表7: 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
荣泰电工	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		1,454,296.60	1,264,461.10	1,135,931.30

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

浙江荣泰在新能源领域市占率高。荣泰电工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,荣泰电工市占率为三成左右。在家电等相对成熟的行业,荣泰电工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,荣泰电工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。

表8: 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	荣泰电工	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	荣泰电工销售收入		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	荣泰电工销售收入		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: 荣泰电工招股说明书 P124、弗若斯特沙利文、东兴证券研究所

3.2 客户优质、结构佳

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9：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

浙江荣泰的客户结构佳。在客户集中度来看，浙江荣泰远低于新能源行业相关公司。2022 年浙江荣泰第一大客户贡献收入比例为 12.61%，与新能源行业第一大客户占比动辄过半的情况大不相同；浙江荣泰同期前五大客户收入占比为 42.87%，相对健康合理。相比之下，新能源锂电行业的收入和利润倚重于主要客户，若主要客户的经营情况出现重大不利变化，或其主要客户订单大量流失，其经营业绩和财务状况可能会受到重大影响。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，或有风险较小。

3.3 产品性能领先

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10：浙江荣泰三维云母结构件产品主要特性

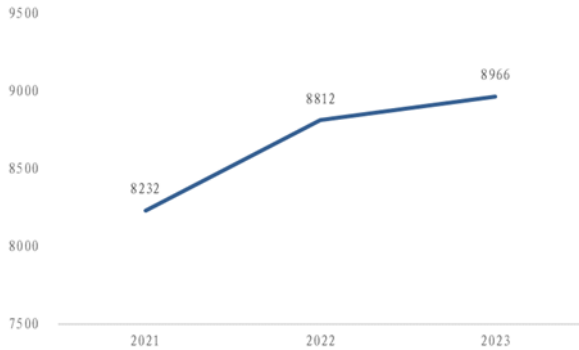
项目	性能描述	作用
立体造型	产品拔模角度可达 93° 以内且拔模高度超过 260mm，行业内拔模角度在 95° 以上且拔模高度不超过 200mm	产品与电池包更贴合紧凑，节约动力电池包的装配空间、提升集成度
产品尺寸	最大尺寸可达到 1450*2400mm，远高于行业内 1010*1500mm 的水平	减少零件拼接缝隙，提高热失控防护效果，提升客户装配自动化成熟度
电气强度	26.5KV/mm，行业团体标准 (T/ZZB1722-2020) 为不低于 15KV/mm	提升动力电池热失控防护效果
导热系数	0.3154W/m.K，行业团体标准 (T/ZZB1722-2020) 为不高于 0.35W/m.K	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°C、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》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。

图19：公司产品单吨净利润情况（单位：元）



资料来源：同花顺 iFinD，东兴证券研究所

表11：公司新能源车用产品单价情况

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：招股书，东兴证券研究所

4. 投资建议

新能源车用云母隔热绝缘件具备广阔的市场空间，为公司收入持续高速增长提供了一定的保障。云母品制造行业门类繁多、空间广阔，公司产品所属的耐火绝缘材料预计 2027 年市场规模将达到 355.64 亿元。具体至车用产品而言，无模组技术推广，云母路线具备比较优势，有望在与替代品类的竞争中实现胜出；三元电池路线份额拐点来临，云母隔热产品出货量有望随之增长；新能源汽车安全标准逐步提升，云母隔热产品有望被更多下沉车型采用。

公司自身具备较大先发优势、竞争优势、产品优势，为未来利润持续高速增长奠定了基础。浙江荣泰立足云母品制造，拥抱新能源行业高增长机遇，在近几年实现了大幅度增长。目前公司主要产品为新能源汽车云母隔热绝缘件，该行业目前仍处于起步期，相关标准和制度法规尚待进一步完善，浙江荣泰具备一定的先发优势。相比于新能源汽车行业其他细分领域，该行业竞争情况相对缓和，公司出货量居首。与业内多数公司不同，荣泰客户相对分散，不存在对单一客户的过度依赖，一定程度上降低了或有风险；公司产品为业内首创，率先装车，在产品性能、工艺设计等方面处于领先水平。

基于此我们认为公司有望在未来继续保持高速增长。我们预计 2024 年—2026 年公司营业收入有望达到 12.64 亿元、17.20 亿元、22.35 亿元；归母净利润有望达到 2.57 亿元、3.43 亿元、4.31 亿元；对应 EPS 分别为 0.92 元、1.22 元和 1.54 元。

5. 风险提示

下游需求不及预期的风险；潜在竞争者导致的市场竞争加剧的风险；汇率波动风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	509	1,453	1,620	1,921	2,521	营业收入	667	800	1,264	1,720	2,235
货币资金	67	1,023	875	921	1,210	营业成本	430	504	790	1,075	1,408
应收账款	259	250	425	565	740	营业税金及附加	7	9	14	18	24
其他应收款	3	4	13	17	22	营业费用	18	21	33	45	58
预付款项	1	4	6	8	10	管理费用	32	44	69	95	123
存货	165	171	282	383	502	财务费用	1	-9	-2	-2	-3
其他流动资产	14	2	20	28	36	研发费用	34	45	71	97	126
非流动资产合计	493	502	730	838	739	资产减值损失	-8	-10	-16	-22	-29
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	395	416	665	787	697	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	61	561	467	374	280	加:其他收益	16	15	15	15	15
其他非流动资产	10	12	12	12	12	营业利润	152	191	288	386	485
资产总计	1,002	1,955	2,350	2,760	3,259	营业外收入	0	5	5	5	5
流动负债合计	406	254	470	639	837	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	128	20	0	0	0	利润总额	152	195	292	390	490
应付账款	205	183	353	480	629	所得税	18	24	35	47	59
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	134	172	257	343	431
一年内到期的非流动负债	73	52	117	159	208	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	64	39	39	39	39	归属母公司净利润	134	172	257	343	431
长期借款	47	575	575	575	575	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	470	293	509	678	876	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	28%	20%	58%	36%	30%
实收资本(或股本)	210	280	280	280	280	营业利润增长	26%	26%	50%	34%	26%
资本公积	95	996	996	996	996	归属于母公司净利润增长	28%	28%	50%	33%	26%
未分配利润	228	386	566	806	1,107	获利能力					
归属母公司股东权益合计	532	1,661	1,841	2,081	2,383	毛利率(%)	36%	37.07%	37.50%	38%	37%
负债和所有者权益	1,002	1,955	2,350	2,760	3,259	净利率(%)	20%	21.47%	20.33%	20%	19%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						总资产净利润(%)	13%	9%	11%	12%	13%
						ROE(%)	25%	10%	14%	16%	18%
经营活动现金流	85	219	260	360	418	运营能力					
净利润	134	172	257	343	431	总资产周转率	0.67	0.41	0.54	0.62	0.69
折旧摊销	30	39	83	103	100	应收账款周转率	2.61	3.21	2.98	3.05	3.03
财务费用	1	-9	-2	-2	-3	应付账款周转率	2.13	3.21	2.53	2.53	2.53
应收帐款减少	-83	9	-175	-139	-175	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.61	0.92	1.22	1.54
投资活动现金流	-93	-54	-313	-213	-2	每股净现金流(最新摊薄)	-0.02	-0.13	-0.60	0.19	1.11
公允价值变动收益	0	1	2	3	4	每股净资产(最新摊薄)	1.90	5.93	6.58	7.43	8.51
长期投资减少	32	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	0	0	0	0	0	P/E	54.55	42.47	28.39	21.28	16.94
筹资活动现金流	-77	-77	-77	-77	-77	P/B	13.71	4.39	3.96	3.51	3.06
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	41.08	26.32	17.95	13.74	11.17
长期借款增加	22	-28	0	0	0						
普通股增加	0	0	70	0	0						
资本公积增加	25	1	901	0	0						
现金净增加额	-29	940	-1,101	194	243						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 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。

侯河清

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

研究助理简介

吴征洋

美国密歇根大学金融工程硕士, 3 年投资研究经验, 2022 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。

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法律责任。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526