

浙江荣泰（603119）

证券研究报告

2024年11月14日

荣辱不惊，耐高温绝缘领域平台型公司

云母材料是热失控安全件，定制化属性高，类似于 Tier 1 零部件。公司以技术工艺创新为驱动，获得了众多汽车厂认可。公司成长点在于：

1) 品类延展，ASP 提升；2) 出海加速，获得海外头部车企定点；3) 非云母新材料开拓第二成长曲线。

云母业务为基石，海外收入加速增长

耐高温云母板作用主要是绝缘和耐高温。热失控绝缘件应用于新能源车多个区域，公司云母 ASP 有望不断提升。公司产品应用于电芯/模组与电池盖间、高低压线束/线排、自动驾驶模块区域、模组与模组间等，有望在客户中不断拓展品类。

2024H1 公司海外收入 2.4 亿元，YOY+65%，营收占比达到 49%，且毛利率 39.9%，比国内业务营收高 12.3pct，海外业务盈利能力高于国内。客户方面，公司为特斯拉、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。

公司在手订单充裕，公告订单接近百亿规模。公司获得多家海外车企定点，且在泰国、墨西哥设厂，加速出海进程。

强创新能力，拓展云母以外新品类

公司独创上胶压制一体化成形工艺，实现了云母制品的三维立体造型制备，提高产品机械强度等性能，并突破了云母绝缘制品形状的局限。公司不断积累生产经验，工艺持续创新，并且持续对新技术、新工艺进行研发和应用，不断提升产品质量和性能。

非云母材料方面，公司产品从新能源汽车热失控防护绝缘件拓展到新型轻量化安全结构件等非云母产品，有望开启新增长点。公司在 2024 年 3 月公告，收到北美某新能源车客户定点通知，选择公司作为其新能源车新型轻量化安全结构件供应商。

盈利预测与估值

预计 2024-2026 年收入 11.8、15.3、19.9 亿元，同比增长 47%、30%、30%；归母净利 2.4、3.4、4.5 亿元，同比增长 40%、40%、35%。与同类企业相比，平安电工、中熔电气、法拉电子 2025 年 PE 分别为 18、25、22x。考虑公司成长性，以及同类型公司估值水平，给予 2025 年 PE 30x，对应股价 27.8 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、新产品开拓不及预期、贸易摩擦、原材料大幅涨价、竞争情况加剧等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	667.48	800.26	1,175.22	1,530.86	1,990.16
增长率(%)	27.96	19.89	46.86	30.26	30.00
EBITDA(百万元)	216.13	269.18	312.98	426.39	558.25
归属母公司净利润(百万元)	133.77	171.80	240.51	337.60	454.14
增长率(%)	28.28	28.43	39.99	40.37	34.52
EPS(元/股)	0.37	0.47	0.66	0.93	1.25
市盈率(P/E)	61.18	47.64	34.03	24.24	18.02
市净率(P/B)	15.37	4.93	4.28	3.82	3.33
市销率(P/S)	12.26	10.23	6.96	5.35	4.11
EV/EBITDA	0.00	21.31	22.65	16.32	12.24

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 汽车/汽车零部件

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 22.5 元

目标价格 27.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 363.74

流通 A 股股本(百万股) 203.88

A 股总市值(百万元) 8,184.20

流通 A 股市值(百万元) 4,587.29

每股净资产(元) 4.86

资产负债率(%) 16.87

一年内最高/最低(元) 29.18/12.77

作者

孙潇雅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080009
sunxiaoya@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 引言	4
2. 新能源绝缘材料领军企业，电动车开启新成长周期	4
2.1. 新能源领域弯道超车，细分领域领军企业	4
2.2. 发展历程：2013 年开始研发新能源汽车防火安全件，产能不断扩张	5
2.3. 股权结构较为集中，治理结构良好	5
3. 云母业务为基石，海外收入加速增长	5
3.1. 电池强标助力云母材料发展，云母应用场景延展 ASP 提升	5
3.2. 产品属性：热失控安全件，类 Tier1 零部件	7
3.3. 在手订单充裕，出海进程加速	8
4. 强创新能力，拓展云母以外新品类	9
4.1. 实现三维立体云母制品，强产品创新能力	9
4.2. 非云母新材料延展，ASP 有望不断提升	10
5. 盈利预测与估值	11
5.1. 预计 2024-2026 年收入 11.8、15.3、19.9 亿元，同比增长 47%、30%、30%；归母净利润 2.4、3.4、4.5 亿元，同比增长 40%、40%、35%	11
5.2. 给予 2025 年 PE 30X，给予“买入”评级	12
6. 风险提示	12

图表目录

图 1：浙江荣泰营收、归母净利及增速（亿元，%）	4
图 2：2024H1 浙江荣泰分业务营收&营收占比（亿元，%）	4
图 3：浙江荣泰发展历程	5
图 4：浙江荣泰股权结构（截至 2024.09.30）	5
图 5：浙江荣泰 2022 年主营业务成本结构（%）	6
图 6：浙江荣泰 2022 年主要原材料采购金额占比（%）	6
图 7：浙江荣泰 2020-2022 年前五大客户	8
图 8：浙江荣泰国内、海外收入&毛利率对比（亿元、%）	8
图 9：浙江荣泰定点项目统计	9
图 10：新能源汽车热失控防护绝缘件生产工艺流程图	9
图 11：浙江荣泰新能源汽车解决方案	10
图 12：云母防火安全件	10
图 13：荣泰科技合作伙伴	11

表 1: 动力电池热失控防护材料性能对比.....	6
表 2: 各类耐高温绝缘材料种类在新能源汽车行业应用场景.....	7
表 3: 2022 年浙江荣泰新能源汽车热失控防护绝缘件按不同应用场景的收入构成.....	7
表 4: 浙江荣泰产能投资项目.....	9
表 5: 浙江荣泰 2020-2022 年新能源车热失控防护绝缘件销售情况.....	10
表 6: 浙江荣泰盈利预测.....	12
表 7: 同类企业估值对比 (PE).....	12

1. 引言

云母是热失控安全件，定制化属性高，类似于 Tier 1 零部件。浙江荣泰独创上胶压制一体化成形工艺，实现云母制品的三维立体造型制备。公司以技术工艺创新为驱动，获得了众多汽车厂认可。公司成长点在于：

- 1) **品类延展，ASP 提升**：公司产品应用于电芯/模组与电池盖间、高低压线束/线排、自动驾驶模块区域、模组与模组间等，有望在客户中不断拓展品类。
- 2) **出海加速，获得海外头部车企定点**：2024H1 公司海外收入 2.4 亿元，YOY+65%，营收占比达到 49%，且毛利率显著高于国内业务。公司获得多家海外车企定点，且在泰国、墨西哥设厂，加速出海进程。
- 3) **非云母新材料开拓第二成长曲线**：公司产品从新能源汽车热失控防护绝缘件拓展到新型轻量化安全结构件等非云母产品，有望开启新增长点。

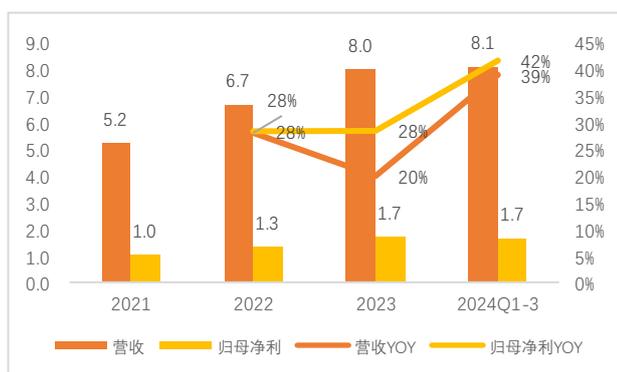
2. 新能源绝缘材料领军企业，电动车开启新成长周期

2.1. 新能源领域弯道超车，细分领域领军企业

主营业务为耐高温绝缘云母材料，全球云母制品头部企业。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。

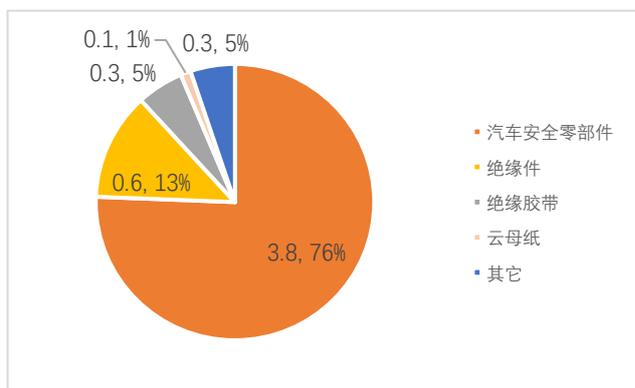
新能源汽车带动公司营收、利润快速增长。公司自 2016 年起捕捉到新能源领域发展契机，率先投入研发经费用于新能源汽车云母耐高温绝缘防护产品的设计开发，先发优势明显，成为该细分领域的领军企业。2024Q1-3 公司实现收入 8.1 亿元，同比增长 39%，归母净利润 1.7 亿元，同比增长 42%。从业务结构看，公司 2024H1 汽车安全零部件、绝缘件、绝缘胶带、云母纸营收分别为 3.8、0.6、0.3、0.1 亿元，营收占比分别为 76%、13%、5%、1%。

图 1：浙江荣泰营收、归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：2024H1 浙江荣泰分业务营收&营收占比（亿元，%）



资料来源：Wind、天风证券研究所

耐高温绝缘材料应用于电池热失控防护，跟随电池技术迭代发展。新能源汽车耐高温绝缘材料应用于电池热失控防护，从对电芯、模组、电池包层面的材料使用开始，并伴随着电池技术迭代发展。2011 年，特斯拉 Model S 采用三元材料电芯，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。2021 年初动力电池安全国家标准实施以来，1) 在电池模组和模组间：磷酸铁锂电池主要采用阻燃泡棉和云母材料，三元电池主要采用云母材料和气凝胶；2) 电池包层面：主要采用阻燃泡棉和

云母材料。

2.2. 发展历程：2013 年开始研发新能源汽车防火安全件，产能不断扩张

绝缘材料领域持续创新，新能源汽车领域先发优势明显。公司成立于 2003 年，在 2013 年开始研发新能源汽车防火安全件，并在 2016 年通过 IATF 16949 质量管理体系认证。2018 年推出定制新能源汽车热失控管理解决方案并成立湖南荣泰新材料科技公司，随后扩建多家工厂以提升产能。2019 年起，公司大规模扩建工厂，提升产能以满足新能源及传统领域需求。2023 年，公司 IPO 主板顺利上市。

图 3：浙江荣泰发展历程

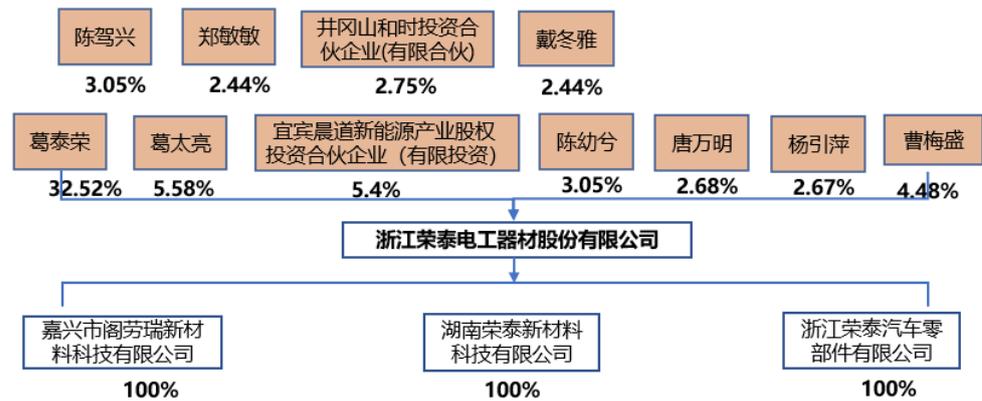


资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.3. 股权结构较为集中，治理结构良好

股权结清晰且较为集中，展现出良好的治理效率和稳定性。葛泰荣为主要股东，持股 32.52%。公司其他重要股东如葛太亮和宜宾晨道新能源股权投资，持股比例相对较小。荣泰电工通过旗下多家全资子公司，覆盖绝缘材料、商贸及新能源汽车零部件等多个领域，凭借多元化布局，推动业务持续增长与市场扩展，确保企业在行业中的竞争力与长期发展。

图 4：浙江荣泰股权结构（截至 2024.09.30）



资料来源：Wind、天风证券研究所

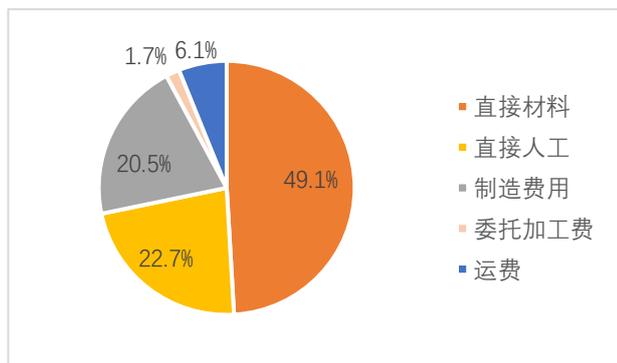
3. 云母业务为基石，海外收入加速增长

3.1. 电池强标助力云母材料发展，云母应用场景延展 ASP 提升

耐高温云母板作用主要是绝缘和耐高温。耐高温云母板是将云母纸用硅胶粘合、加热压制而成，其中云母含量 90%，硅胶含量 10%。云母具有优异的抗弯强度和加工性能，通过冲压和结合加工成各种形状而不分层。目前国内云母板产品大多将薄云母片粘合在一起压制而成，具有优异的柔软性、高弯曲强度、优异的韧性和环保性。从浙江荣泰 2022 年成本结构看，直接材料、直接人工、制造费用分别占比 49.1%、22.7%、20.5%。主要原材

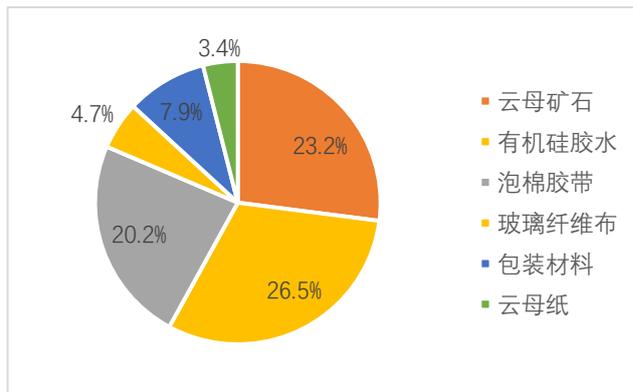
料采购方面,2022年云母矿石、有机硅胶水、泡棉胶带占比分别为 23.2%、26.5%、20.2%。

图 5: 浙江荣泰 2022 年主营业务成本结构 (%)



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

图 6: 浙江荣泰 2022 年主要原材料采购金额占比 (%)



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

针对新能源电池包热失控, 公司自主研发云母防火安全件产品。动力电池能量密度不断提高, 过高的能量密度在热失控发生时, 破坏力较强。为保证乘员安全, 工信部于 2020 年正式发布国家强制性标准 GB 38031-2020《电动汽车用动力蓄电池安全要求》, 规定了乘员的安全逃生时间, 于 2021 年 1 月 1 日起开始执行, 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。

延缓热失控, 延长安全逃生时间。云母体积电阻率极高, 得益于自身的层状结构, 云母具有较高的表面电阻, 有非常优异的绝缘性能。针对新能源电池包热失控, 荣泰自主研发了一系列云母防火安全件产品。公司提出被动热失控解决方案, 实现电池内部层级间、电池包与乘员舱的有效隔断, 抵挡热失控冲击、减缓热失控扩散, 并大幅延长安全逃生时间。

在新能源车领域, 云母材料因其高度适配的阻燃绝缘性能广泛应用于热失控防护系统。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, 应用于电池包不同部位:

- ✓ **隔热泡棉:** 一种高分子弹性体, 具有低硬度高回弹特性, 但不耐高温, 在 120℃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:** 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:** 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℃; 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。
- ✓ **陶瓷化硅橡胶:** 具有良好的弹性和耐热性, 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 1: 动力电池热失控防护材料性能对比

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

资料来源: 公司公告、GGII、天风证券研究所

表 2：各类耐高温绝缘材料种类在新能源汽车行业应用场景

应用领域	主要材料种类	应用场景
新能源汽车行业	云母	主要用在电池模组、电池盖，小部分用于电池模组与模组间、自动驾驶系统、高压件部位
	气凝胶	主要用于电芯间，小部分用于电池盖
	泡棉	主要用于电芯间，模组间
	陶瓷化硅橡胶	主要用于电池模组间、电池盖之间

资料来源：公司公告、天风证券研究所

热失控绝缘件应用于新能源车多个区域，公司云母 ASP 有望不断提升。从 2022 年浙江荣泰新能源车热失控防护绝缘件的应用场景看，应用于电芯/模组与电池盖间、高低压线束/线排、自动驾驶模块区域、模组与模组间等，2022 年收入分别为 3.5、0.26、0.09、0.04 亿元，在新能源汽车营收占比分别为 74.6%、5.5%、2%、0.8%。除应用在电芯/模组与电池盖间，绝缘件在高低压线束、自动驾驶区域模块等区域也被应用，公司云母产品单车 ASP 有望不断提升。

表 3：2022 年浙江荣泰新能源汽车热失控防护绝缘件按不同应用场景的收入构成

应用场景	收入（亿元）	占比（%）
电芯/模组与电池盖间	3.5	74.6%
高低压线束/线排	0.26	5.5%
自动驾驶模块区域	0.09	2%
模组与模组间	0.04	0.8%
其他	0.8	17.2%
合计	4.7	100%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 产品属性：热失控安全件，类 Tier1 零部件

热失控安全件，定制化属性高。新能源汽车热失控防护绝缘件产品适配不同车型，在产品开发设计、产品形态、成本构成、工艺流程层面均存在差异。对于不同新能源汽车热失控防护绝缘件产品，产品单价、毛利率都存在差异。

公司为特斯拉、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。从客户结构看，2022 年公司前五大客户分别为 Tesla、Volvo、一汽集团、宁德时代、上汽大众，营收分别为 8420、6499、4859、4434 万元，营收占比分别为 12.6%、9.7%、7.3%、6.6%、6.6%。

图 7：浙江荣泰 2020-2022 年前五大客户

年度	序号	客户名称	营业收入(万元)	占比 (%)
2020年度	1	Tesla集团	3,550	9.7%
	2	Volvo集团	2,284	6.3%
	3	宝马集团	1,918	5.3%
	4	平安电工	1,436	3.9%
	5	乐福德	1,234	3.4%
	合计		10,422	28.6%
2021年度	1	Tesla集团	7,864	15.1%
	2	Volvo集团	3,431	6.6%
	3	一汽集团	3,025	5.8%
	4	上汽大众	2,478	4.8%
	5	宁德时代	2,430	4.7%
	合计		19,229	36.9%
2022年度	1	Tesla集团	8,420	12.6%
	2	Volvo集团	6,499	9.7%
	3	一汽集团	4,859	7.3%
	4	宁德时代	4,434	6.6%
	5	上汽大众	4,405	6.6%
	合计		28,618	42.9%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

相比锂电材料，云母材料更接近于 Tier 1 零部件。从云母材料下游客户看，荣泰多数客户为整车企业，2020-2022 年前五大客户中仅宁德时代为电池客户。从产品属性看，我们认为相比锂电材料，云母材料直接客户多数为车企，且定制化属性更强，更接近于汽车零部件。

3.3. 在手订单充裕，出海进程加速

海外营收占比不断提升，且毛利率高于国内。公司 2023 年海外营收 3.2 亿元，YOY+21%，营收占比为 41%。2024H1 公司海外收入 2.4 亿元，YOY+65%，营收占比达到 49%。毛利率方面，公司 2024H1 海外业务毛利率 39.9%，比国内业务营收高 12.3pct，海外业务盈利能力高于国内。

图 8：浙江荣泰国内、海外收入&毛利率对比（亿元、%）

单位	2020	2021	2022	2023	2023H1	2023H2	2024H1
国内							
营业收入 亿元	2.6	3.4	4.0	4.8	2.0	2.7	2.5
YOY		32%	19%	19%			26%
毛利率 %	29.5%	31.3%	33.8%	31.1%			27.6%
营收占比 %	70%	65%	60%	59%	57%	61%	51%
海外							
营业收入 亿元	1.0	1.8	2.7	3.2	1.5	1.8	2.4
YOY		89%	46%	21%			65%
毛利率	36.8%	39.6%	38.0%	45.7%			39.9%
营收占比	26%	35%	40%	41%	43%	39%	49%
营业收入 亿元	3.6	5.2	6.7	8.0	3.5	4.5	5.0
YOY		43%	28%	20%			43%

资料来源：Wind、天风证券研究所

在手订单充裕，公告订单接近百亿规模。截至 2024 年 3 月，公司已公告订单合计 92.4-99.6 亿元。公司在招股说明书披露，截至 2023 年 1 月 31 日对已确定定点项目预测的需求统计，2023-2027 年公司产品的需求合计 30.84 亿元（含税）。此外，公司陆续在 2023、2024 年发布多个定点公告，包括新能源汽车热失控绝缘防护件、电池包失热控防护绝缘件、新

型轻量化安全结构件等。

图 9：浙江荣泰定点项目统计

公告日期	定点项目金额 (亿元)	生命周期	客户类型	定点项目	预计量产时间
2024.3.1	3.65	2-3年	北美新能源车客户	新型轻量化安全结构件产品	2024H1
2023.12.21	7.85	4年	海外动力电池制造商	电池包热失控防护绝缘件	2025年
2023.12.20	19.6	10年	海外新能源汽车客户	新能源汽车热失控防护绝缘件	2024年
2023.12.5	18.21-25.46	5-8年	海外新能源汽车客户	新能源汽车热失控防护绝缘件	2024Q3
2023.8.7	12.23	6年	海外新能源汽车客户	新能源汽车热失控防护绝缘件	2024Q1
2023.5.12	30.84	2023-2027年	截至2023/1/31对已确定定点项目预测的需求统计		

资料来源：公司公告、天风证券研究所

泰国、墨西哥等地扩产，产能加速扩张。公司在 2022 年先后成立了新加坡荣泰和越南荣泰进行海外生产、制造和贸易。国内产能方面，公司在湖南投资建设年产 1.5 万吨新能源用云母制品生产项目，已开始项目实施工作。公司通过新加坡荣泰在墨西哥和泰国成立子公司的方式投资建设生产项目，其中设立泰国子公司的备案登记事宜已办理完成，墨西哥公司的筹备工作也在稳步推进中。

表 4：浙江荣泰产能投资项目

	公告日期	地点	投资项目	投资金额
国内	2023.7.25	浙江	年产 240 万套新能源汽车安全件项目	9.5 亿
	2023.12.27	湖南	年产 1.5 万吨新能源用云母制品生产项目	1.2 亿
海外	2024.05.15	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
	2024.04.25	墨西哥	年产 50 万套新能源汽车零部件生产	1088 万美元

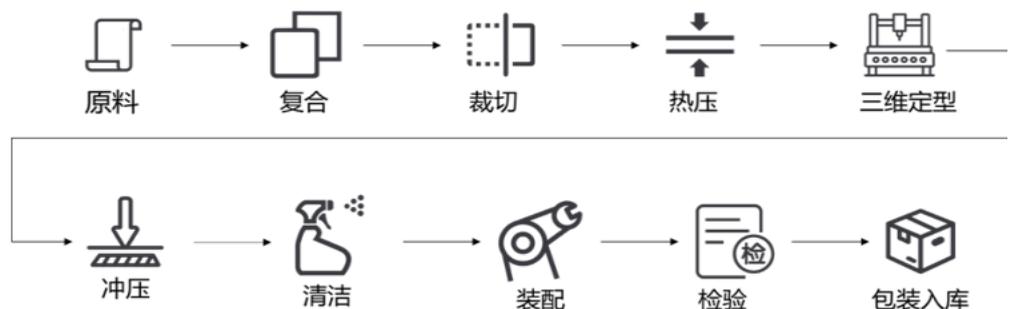
资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 强创新能力，拓展云母以外新品类

4.1. 实现三维立体云母制品，强产品创新能力

实现云母制品三维立体造型，提高产品机械强度、防火绝缘等性能。新能源汽车热失控防护绝缘件生产工艺步骤包括：原料、复合、裁切、热压、三维定型、冲压等，二维制品工艺中没有三维定型环节。公司通过研制原料配方，独创了上胶压制一体化成形工艺，实现了云母制品的三维立体造型制备，提高了产品整体的机械强度、耐候性能以及防火绝缘性能，并突破了云母绝缘制品形状的局限。公司产品在新能源车电池电芯、电池模组、电池包热失控防护组件中广泛应用。

图 10：新能源汽车热失控防护绝缘件生产工艺流程图



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

三维件制品占比持续提升，新能源车热失控防护绝缘件单价提升。2020-2022年，公司新能源车热失控防护绝缘件收入分别为 1.1、2.6、4.7 亿元，销量分别为 2794、4720、7778 吨，平均单价分别为 40.9、55.5、60.4 元/kg。产品销量提升主要为下游新能源汽车需求快速增长，而产品单价提升主要为产品结构变化，三维件制品比例在新能源车热失控防护绝缘件中占比提升。三维件在生产工艺难度和技术含量上大幅高于二维制品，单价也高于二维制品。

表 5：浙江荣泰 2020-2022 年新能源车热失控防护绝缘件销售情况

	单位	2020	2021	2022
金额	亿元	1.1	2.6	4.7
销量	吨	2794	4720	7778
平均单价	元/kg	40.9	55.5	60.4

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

生产经验积累，工艺持续创新。公司经过长期的生产实践和工艺创新，在耐高温绝缘云母材料领域掌握了多项核心技术和关键生产工艺，并且持续对新技术、新工艺进行研发和应用，不断提升产品质量和性能。公司以客户需求为导向，以技术工艺创新为驱动的经营理念，通过交互式研发模式，获得了众多汽车厂商的认可。

图 11：浙江荣泰新能源汽车解决方案



资料来源：浙江荣泰官网、天风证券研究所

图 12：云母防火安全件



资料来源：浙江荣泰官网、天风证券研究所

4.2. 非云母新材料延展，ASP 有望不断提升

从云母材料拓展至非云母材料，拓宽新产品品类。公司不断提升创新能力，适应客户需求推出新材料、新产品、新技术。公司产品从新能源汽车热失控防护绝缘件拓展到新型轻量化安全结构件等非云母产品，主要研究及应用领域包括新能源乘用车、储能、新能源商用车、低空飞行器及机器人等多个领域。

新产品已获得车企定点，有望开启新增长点。公司在 2024 年 3 月公告，收到北美某新能源车客户定点通知，选择公司作为其新能源车新型轻量化安全结构件供应商。根据客户规划，此次定点项目生命周期 2-3 年，生命周期总销售金额 3.65 亿元。

非云母材料积累深厚，技术积累来自关联企业荣泰科技等。荣泰科技产品为绝缘漆、灌封胶等，广泛应用于中大型高压电机、发电机、电线电缆、电器、高速铁路、冶金、建筑、家电等领域，获得国内外知名厂家高度信任。荣泰科技对绝缘产品的技术积累，有望进一步开拓公司产品线，使得单车价值量提升。

图 13：荣泰科技合作伙伴



资料来源：荣泰科技官网、天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 预计 2024-2026 年收入 11.8、15.3、19.9 亿元，同比增长 47%、30%、30%；归母净利 2.4、3.4、4.5 亿元，同比增长 40%、40%、35%

在手订单支撑未来 3-5 年发展，新品类逐步放量有望成为第二成长曲线。公司已公告订单接近 100 亿元，项目周期 2-10 年不等，公司有望在未来 3-5 年保持较快业绩增速。

- ✓ **汽车安全零部件：**2024H1 营收 3.8 亿元，同比增长 54%。由于公司在手订单量接近百亿，我们预计 2024-2026 年汽车安全零部件业务保持高增。我们预计 2024-2026 年营收 7.8、10.1、13.1 亿元，同比增长 35%、30%、30%，毛利率 43%、43%、42%。
- ✓ **轻量化安全结构件：**公司在 2024 年 3 月公告收到北美某新能源车客户定点，供货项目为轻量化安全结构件，定点项目生命周期 2-3 年，总销售金额 3.65 亿元。公司产品从新能源汽车热失控防护绝缘件拓展到新型轻量化安全结构件等非云母产品，有望开启第二成长曲线。我们预计 2024-2026 年营收 1.4、2.2、3.4 亿元，2025-2026 年同比增长 60%、50%，2024-2026 年毛利率 43%、43%、42%。
- ✓ **其它：**公司产品除应用在新能源车以外，还应用于小家电、储能、低空飞行器、机器人等领域。我们预计 2024-2026 年其它品类营收 2.6、3、3.4 亿元，同比增长 15%、15%、15%，毛利率分别为 16%、17%、18%。

在手订单叠加新品类开拓，2024-2026 年业绩有望保持较快增速。我们预计 2024-2026 年收入 11.8、15.3、19.9 亿元，同比增长 47%、30%、30%；归母净利 2.4、3.4、4.5 亿元，同比增长 40%、40%、35%，毛利率分别为 37%、37.9%、37.9%。

表 6：浙江荣泰盈利预测

	单位	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
汽车安全零部件	营业收入	亿元	4.7	5.7	7.8	10.1	13.1
	YOY			23%	35%	30%	30%
	毛利率	%	42.5%	45.2%	43%	43%	42%
	营收占比	%	70%	72%	66%	66%	66%
轻量化安全结构件	营业收入	亿元			1.4	2.2	3.4
	YOY					60%	50%
	毛利率	%			43%	43%	42%
	营收占比	%			12%	15%	17%
其它	营业收入	亿元	2.0	2.3	2.6	3.0	3.4
	YOY			14%	15%	15%	15%
	毛利率	%	19.2%	16.4%	16%	17%	18%
	营收占比	%	30%	28%	22%	19%	17%
	营业收入	亿元	6.7	8.0	11.8	15.3	19.9
	YOY			20%	47%	30%	30%
	毛利率	%	35.6%	37.1%	37.0%	37.9%	37.9%
	净利率	%	20.0%	21.5%	20.5%	22.1%	22.8%
	归母净利润	亿元	1.34	1.72	2.4	3.4	4.5
	YOY			28%	40%	40%	35%

资料来源：Wind、天风证券研究所

5.2. 给予 2025 年 PE 30X，给予“买入”评级

由于云母材料为新能源车热安全零部件，且具有优良的化学稳定性、耐热性、机械性能和电气性能等特征，我们认为产品属性与熔断器、薄膜电容类似，因此选取中熔电气、法拉电子进行对比。此外，平安电工主要业务也为云母材料，但新能源占比低于浙江荣泰。由于当前已接近年末，我们选取可比公司 25 年 PE 估值进行对比。

与同类企业相比，平安电工、中熔电气、法拉电子 2025 年 PE 分别为 18、25、22x。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 2.4、3.4、4.5 亿元，同比增长 40%、40%、35%，考虑公司成长性，以及同类型公司估值水平，给予 2025 年 PE 30x，对应股价 27.8 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：同类企业估值对比 (PE)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
平安电工			23	18	14
中熔电气	70	74	41	25	19
法拉电子	36	20	26	22	18

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：估值来自 Wind 一致预期，数据截止日期：2024.11.13

6. 风险提示

新能源汽车销量不及预期：公司产品主要应用于新能源汽车领域，若新能源汽车销量不及预期，公司产品销量或受到影响

新产品开拓不及预期：公司非云母产品开拓第二成长曲线，若新产品开拓不及预期，可能影响公司业绩

贸易摩擦：公司出口业务营收比例较高，若有贸易摩擦，可能对公司出口部分业务有所影响

原材料大幅涨价：公司产品原材料主要为云母、胶粘剂等，若原材料涨价，影响公司毛利率水平

竞争情况加剧：公司竞争对手包括苏州固德、平安电工等国内企业，若竞争情况加剧，产品价格或受到影响

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	67.17	1,022.67	1,094.24	1,227.44	1,361.66
应收票据及应收账款	226.29	226.88	454.90	436.91	710.06
预付账款	1.01	3.64	1.98	6.02	3.88
存货	165.20	170.95	319.97	312.36	509.37
其他	49.66	29.00	49.03	34.78	54.49
流动资产合计	509.33	1,453.14	1,920.12	2,017.50	2,639.46
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	371.14	395.14	417.07	426.49	433.41
在建工程	21.38	8.04	38.04	78.04	123.04
无形资产	60.54	59.33	57.30	55.28	53.25
其他	39.57	39.22	36.20	33.57	33.65
非流动资产合计	492.63	501.73	548.61	593.37	643.36
资产总计	1,001.96	1,954.87	2,468.73	2,610.88	3,282.82
短期借款	128.28	19.82	20.00	25.00	30.00
应付票据及应付账款	204.55	182.67	418.41	332.83	658.34
其他	68.57	41.82	80.04	69.44	97.05
流动负债合计	401.41	244.32	518.45	427.27	785.39
长期借款	25.02	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	38.85	39.01	38.93	38.97	38.95
非流动负债合计	63.87	39.01	38.93	38.97	38.95
负债合计	469.58	293.43	557.38	466.25	824.34
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	210.00	280.00	363.74	363.74	363.74
资本公积	94.66	995.80	995.80	995.80	995.80
留存收益	227.84	385.64	551.84	785.14	1,098.97
其他	(0.12)	0.00	(0.04)	(0.05)	(0.03)
股东权益合计	532.38	1,661.44	1,911.34	2,144.63	2,458.48
负债和股东权益总计	1,001.96	1,954.87	2,468.73	2,610.88	3,282.82

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	133.77	171.80	240.51	337.60	454.14
折旧摊销	29.79	39.32	40.10	42.60	45.10
财务费用	4.27	4.48	(16.43)	(17.98)	(19.92)
投资损失	0.00	0.49	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(140.10)	15.11	(141.25)	(51.37)	(137.89)
其它	59.03	(10.08)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	86.76	221.13	122.94	310.85	341.42
资本支出	71.87	45.35	90.08	89.96	95.02
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(165.28)	(99.66)	(180.08)	(179.96)	(190.02)
投资活动现金流	(93.41)	(54.31)	(90.00)	(90.00)	(95.00)
债权融资	34.35	(150.22)	29.24	16.67	28.08
股权融资	0.90	918.18	9.39	(104.32)	(140.29)
其他	(14.36)	20.53	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	20.90	788.49	38.63	(87.65)	(112.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	14.25	955.30	71.57	133.20	134.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	667.48	800.26	1,175.22	1,530.86	1,990.16
营业成本	430.09	503.59	739.93	950.17	1,236.65
营业税金及附加	6.59	8.59	11.75	13.78	17.91
销售费用	17.82	20.74	30.56	35.21	41.79
管理费用	32.35	43.98	63.46	77.31	94.53
研发费用	33.67	45.11	64.64	79.60	96.12
财务费用	0.52	(8.52)	(16.43)	(17.98)	(19.92)
资产/信用减值损失	(10.38)	(10.47)	(9.00)	(11.00)	(12.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.49)	0.00	0.00	0.00
其他	4.78	6.37	0.00	0.00	0.00
营业利润	152.04	191.36	272.31	381.77	511.07
营业外收入	0.30	4.94	2.00	2.50	3.50
营业外支出	0.76	0.97	1.00	1.50	2.00
利润总额	151.57	195.33	273.31	382.77	512.57
所得税	17.80	23.53	32.80	45.17	58.43
净利润	133.77	171.80	240.51	337.60	454.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	133.77	171.80	240.51	337.60	454.14
每股收益(元)	0.37	0.47	0.66	0.93	1.25

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	27.96%	19.89%	46.86%	30.26%	30.00%
营业利润	26.37%	25.86%	42.30%	40.20%	33.87%
归属于母公司净利润	28.28%	28.43%	39.99%	40.37%	34.52%
获利能力					
毛利率	35.56%	37.07%	37.04%	37.93%	37.86%
净利率	20.04%	21.47%	20.47%	22.05%	22.82%
ROE	25.13%	10.34%	12.58%	15.74%	18.47%
ROIC	28.69%	26.53%	36.23%	39.34%	47.45%
偿债能力					
资产负债率	46.87%	15.01%	22.58%	17.86%	25.11%
净负债率	21.31%	-60.24%	-55.43%	-55.68%	-53.70%
流动比率	1.26	5.71	3.70	4.72	3.36
速动比率	0.85	5.04	3.09	3.99	2.71
营运能力					
应收账款周转率	3.33	3.53	3.45	3.43	3.47
存货周转率	4.71	4.76	4.79	4.84	4.84
总资产周转率	0.75	0.54	0.53	0.60	0.68
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.47	0.66	0.93	1.25
每股经营现金流	0.24	0.61	0.34	0.85	0.94
每股净资产	1.46	4.57	5.25	5.90	6.76
估值比率					
市盈率	61.18	47.64	34.03	24.24	18.02
市净率	15.37	4.93	4.28	3.82	3.33
EV/EBITDA	0.00	21.31	22.65	16.32	12.24
EV/EBIT	0.00	24.60	25.98	18.13	13.31

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com