

浙江荣泰（603119.SH）

云母龙头守正创新，收购 KGG 布局机器人丝杆

全球云母绝缘材料龙头，新能源车绝缘件带动业绩高增。公司 2003 年成立，二十余年深耕耐高温绝缘云母制品，应用于新能源汽车、家电、电缆领域，为全球云母绝缘材料龙头，2022 年全球市占率 4.4%。2016 年产品切入新能源汽车领域，绑定特斯拉、大众等头部车企，2022 年在新能源汽车云母制品中市占率达 27%，行业领先。受新能源汽车行业拉动，近年来公司业绩高速增长，2020-2024 年营收/归母净利复合增速分别为 33%/63%。同时，盈利能力维持高位，2024 年毛利率/净利率分别为 35%/20.3%。

技术及客户壁垒共筑护城河，新产品、新领域巩固竞争优势。云母市场需求空间广阔，根据弗若斯特沙利文预测，到 2027 年全球新能源车云母耐火绝缘材料市场规模预计 104 亿元，23-27 年 CAGR 为 38%。公司 2016 年便切入新能源汽车云母材料领域，成功抢占市场先机，具备技术优势，产品性能行业领先。同时，深度绑定特斯拉、大众、宝马、沃尔沃等全球 TOP 车企及宁德时代等动力电池龙头。技术优势及客户资源共筑公司护城河，其在新能源领域头部地位稳固。此外，产品逐步拓展至新型轻量化安全结构件，获北美大客户定点，且云母制品正拓展储能、商用车等应用领域，进一步巩固公司竞争优势。

收购狄兹精密布局丝杆，机器人赛道大有可为。特斯拉、figure、宇树、智元等，还有多家车企加入人形机器人赛道，部分已在有序推进商业化落地。马斯克预计到 2025 年底，将有数千台 Optimus 机器人在特斯拉工厂中投入使用。丝杆作为重要零部件，在机器人执行器及灵巧手均有运用。2025 年 2 月公司公告拟收购上海狄兹精密 51% 的股权，目标公司具有较强自主研发能力，在微型滚珠丝杆、直线滑台模组及电缸等多项产品上，不仅技术国内领先，而且质量可靠，目前已掌握直径 3mm 及以下的滚珠丝杆的 C1 级精密加工工艺，并实现标准化量产。根据业绩承诺，狄兹精密在 2025 年到 2027 年净利润累计不低于 7000 万元。本次收购有助于公司快速卡位人形机器人领域，增强公司的盈利及可持续发展能力。

盈利预测：公司为全球云母绝缘材料龙头，持续拓展新产品新领域，我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.27/4.65/6.37 亿元，同增 42%/42%/37%，对应 PE 为 53/37/27x。考虑到轻量化结构件新产品处于上量阶段，海外市场加速布局，布局机器人领域打开成长边界，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业需求不及预期风险、海外市场推进不及预期的风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧的风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	800	1,135	1,590	2,147	2,897
增长率 yoy（%）	19.9	41.8	40.1	35.1	34.9
归母净利润（百万元）	172	230	327	465	637
增长率 yoy（%）	28.4	34.0	42.0	42.2	36.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.47	0.63	0.90	1.28	1.75
净资产收益率（%）	10.3	12.6	15.9	19.6	22.6
P/E（倍）	100.8	75.2	52.9	37.2	27.2
P/B（倍）	10.4	9.5	8.4	7.3	6.1

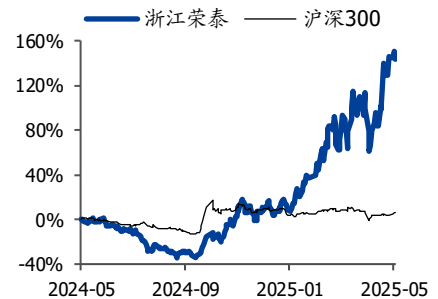
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 05 月 08 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	汽车零部件
05 月 08 日收盘价（元）	47.60
总市值（百万元）	17,314.13
总股本（百万股）	363.74
其中自由流通股（%）	56.05
30 日日均成交量（百万股）	17.72

股价走势



作者

分析师 丁逸滕

执业证书编号：S0680521120002

邮箱：dingyimenteng@gszq.com

分析师 刘晚恬

执业证书编号：S0680524070011

邮箱：liuxiaotian@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1453	1421	1692	2038	2554
现金	1023	584	685	866	1229
应收票据及应收账款	227	277	309	358	402
其他应收款	4	4	3	3	4
预付账款	4	3	8	9	9
存货	171	251	319	377	428
其他流动资产	25	302	369	426	482
非流动资产	502	792	832	866	894
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	395	413	435	455	468
无形资产	59	65	61	58	55
其他非流动资产	47	314	335	353	372
资产总计	1955	2213	2524	2904	3448
流动负债	254	328	416	475	578
短期借款	20	0	0	0	0
应付票据及应付账款	183	271	326	366	433
其他流动负债	52	57	90	108	146
非流动负债	39	54	53	52	51
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	54	53	52	51
负债合计	293	382	469	527	629
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	280	364	364	364	364
资本公积	996	913	913	913	913
留存收益	386	577	804	1126	1567
归属母公司股东权益	1661	1831	2055	2377	2818
负债和股东权益	1955	2213	2524	2904	3448

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	221	210	336	458	693
净利润	172	230	327	465	637
折旧摊销	42	50	43	49	54
财务费用	4	-3	2	2	1
投资损失	0	-6	0	0	0
营运资金变动	-8	-83	-46	-68	-5
其他经营现金流	11	22	10	10	5
投资活动现金流	-54	-567	-132	-132	-132
资本支出	-54	-103	-80	-80	-80
长期投资	0	-470	-50	-50	-50
其他投资现金流	0	6	-3	-2	-2
筹资活动现金流	788	-85	-102	-145	-198
短期借款	-108	-20	0	0	0
长期借款	-25	0	0	0	0
普通股增加	70	84	0	0	0
资本公积增加	901	-83	0	0	0
其他筹资现金流	-49	-66	-102	-145	-198
现金净增加额	955	-439	101	181	363

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	800	1135	1590	2147	2897
营业成本	504	743	1029	1360	1812
营业税金及附加	9	10	16	22	29
营业费用	21	27	37	49	65
管理费用	44	45	64	86	114
研发费用	45	61	90	120	161
财务费用	-9	-19	-8	-9	-12
资产减值损失	-10	-24	-10	-10	-5
其他收益	15	14	20	19	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	6	0	0	0
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	191	260	370	527	722
营业外收入	5	1	1	1	1
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	195	260	371	528	723
所得税	24	30	44	63	86
净利润	172	230	327	465	637
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	172	230	327	465	637
EBITDA	225	285	407	568	765
EPS (元/股)	0.47	0.63	0.90	1.28	1.75

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	19.9	41.8	40.1	35.1	34.9
营业利润(%)	25.9	35.8	42.4	42.3	37.0
归属母公司净利润(%)	28.4	34.0	42.0	42.2	36.9
获利能力					
毛利率(%)	37.1	34.5	35.3	36.7	37.4
净利率(%)	21.5	20.3	20.6	21.7	22.0
ROE(%)	10.3	12.6	15.9	19.6	22.6
ROIC(%)	9.5	11.2	15.4	19.0	22.0
偿债能力					
资产负债率(%)	15.0	17.3	18.6	18.1	18.3
净负债比率(%)	-59.1	-30.5	-32.0	-35.3	-42.7
流动比率	5.7	4.3	4.1	4.3	4.4
速动比率	5.0	3.4	3.1	3.3	3.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	3.6	4.5	5.5	6.5	7.7
应付账款周转率	2.8	3.7	3.8	4.2	4.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.63	0.90	1.28	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.58	0.92	1.26	1.91
每股净资产(最新摊薄)	4.57	5.03	5.65	6.54	7.75
估值比率					
P/E	100.8	75.2	52.9	37.2	27.2
P/B	10.4	9.5	8.4	7.3	6.1
EV/EBITDA	25.8	26.6	40.9	29.0	21.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 08 日收盘价

内容目录

1、浙江荣泰：云母市场领导者，新能源业务打开新空间.....	5
1.1、深耕云母材料二十载坐稳龙头，布局机器人新赛道.....	5
1.2、放权职业经理人，充分发挥股权激励优势.....	6
1.3、公司业绩高速增长，盈利能力维持高位.....	7
2、云母市场需求空间广阔，行业竞争格局稳定.....	9
2.1、云母：绝缘耐高温特性突出，应用领域广泛.....	9
2.2、新能源领域催生材料需求，云母市场空间广阔.....	10
2.3、竞争格局：行业格局较为稳定，头部厂商优势显著.....	14
3、技术及客户壁垒共筑护城河，新产品、新领域巩固竞争优势.....	16
3.1、公司产品性能领先，技术优势突出.....	16
3.2、公司客户资源优质，持续拓展海外市场.....	17
3.3、拓展新产品、新领域，巩固公司竞争优势.....	19
4、拟收购狄兹精密布局丝杆，机器人赛道大有可为.....	21
盈利预测与估值.....	23
风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 公司历史沿革.....	5
图表 2: 公司主营业务及产品一览.....	5
图表 3: 公司股权结构（截至 2025 年 3 月）.....	6
图表 4: 公司董事会成员工作经历.....	6
图表 5: 浙江荣泰收入及同比增速.....	7
图表 6: 浙江荣泰归母净利润及同比增速.....	7
图表 7: 公司收入结构.....	7
图表 8: 浙江荣泰毛利率和净利率.....	8
图表 9: 浙江荣泰分业务毛利率.....	8
图表 10: 浙江荣泰费用率.....	8
图表 11: 浙江荣泰研发投入.....	8
图表 12: 云母材料优势.....	9
图表 13: 市场云母材料应用领域.....	9
图表 14: 云母产业链.....	10
图表 15: 云母材料在新能源汽车的应用.....	11
图表 16: 不同防护材料性能对比.....	12
图表 17: 动力电池上盖板阻燃隔热材料使用比例.....	12
图表 18: 动力电池模组间阻燃隔热材料使用比例.....	12
图表 19: 代表车型的热失控防护方案.....	13
图表 20: 全球云母耐火绝缘材料市场归母预测（亿元）.....	13
图表 21: 全球云母相关产品玩家.....	14
图表 22: 2022 年全球云母耐火绝缘市场占有率.....	15
图表 23: 2022 年新能源汽车行业云母产品竞争格局.....	15
图表 24: 浙江荣泰云母产品在各细分市场中的市占率.....	15
图表 25: 公司核心技术情况.....	16
图表 26: 公司产品性能优于地方标准.....	17
图表 27: 新能源汽车热失控防护绝缘件生产工艺流程.....	17
图表 28: 2022 年公司客户结构.....	18
图表 29: 2020-2022 年浙江荣泰占客户采购比例.....	18
图表 30: 公司主要客户及产品应用情况.....	18
图表 31: 浙江荣泰境内外收入占比.....	19
图表 32: 浙江荣泰扩产项目.....	19

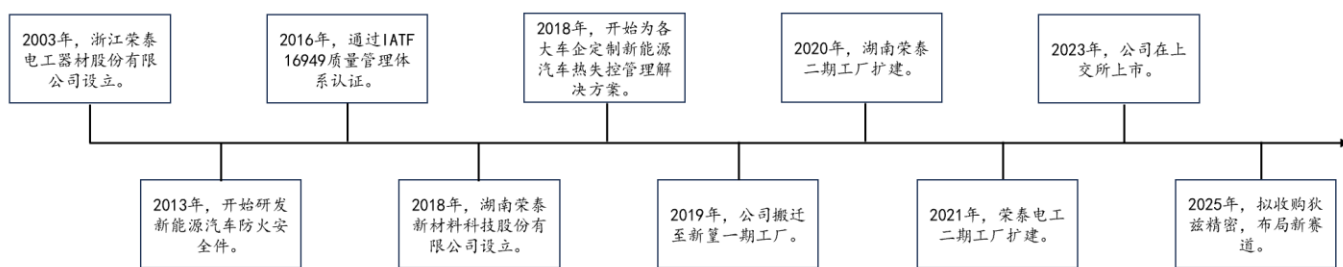
图表 33:	浙江荣泰新产品——轻量化安全结构件	20
图表 34:	浙江荣泰云母材料拓展新领域	20
图表 35:	宇树科技 G1	21
图表 36:	特斯拉 optimus 产线	21
图表 37:	狄兹精密发展历程	22
图表 38:	狄兹精密主要产品	22
图表 39:	狄兹精密财务概况	22
图表 40:	浙江荣泰各业务收入及盈利能力核心假设（百万元）	23
图表 41:	浙江荣泰核心财务假设	24
图表 42:	浙江荣泰可比公司估值表（亿元人民币，截至 2025 年 5 月 8 日）	24

1、浙江荣泰：云母市场领导者，新能源业务打开新空间

1.1、深耕云母材料二十载坐稳龙头，布局机器人新赛道

深耕云母制品二十载，前瞻布局机器人领域。公司 2003 年成立，2023 年上交所上市，二十余年深耕耐高温绝缘云母制品，并逐步布局机器人赛道。创立初期产品主要应用于传统小家电、电信电缆、工业应用领域，2016 年产品切入新能源汽车领域，最终与特斯拉达成合作，目前公司客户包括特斯拉、大众、宝马、奔驰、沃尔沃等世界知名汽车品牌。2018 年设立子公司湖南荣泰，除新能源汽车防火安全件外，也负责采购云母矿石，并生产云母纸，加速一体化布局。2025 年收购狄兹精密，布局机器人赛道。

图表1：公司历史沿革



资料来源：公司官网、每日经济新闻，国盛证券研究所

以云母材料为核心，产品逐步拓宽下游应用领域。公司主营各类耐高温绝缘云母制品。其中，新能源汽车热失控防护绝缘件、小家电阻燃绝缘件和电缆阻燃绝缘带三类产品是公司收入主要来源，2024H1 分别占比 76%/13%/5%；云母纸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，占比仅 1.2%。

图表2：公司主营业务及产品一览

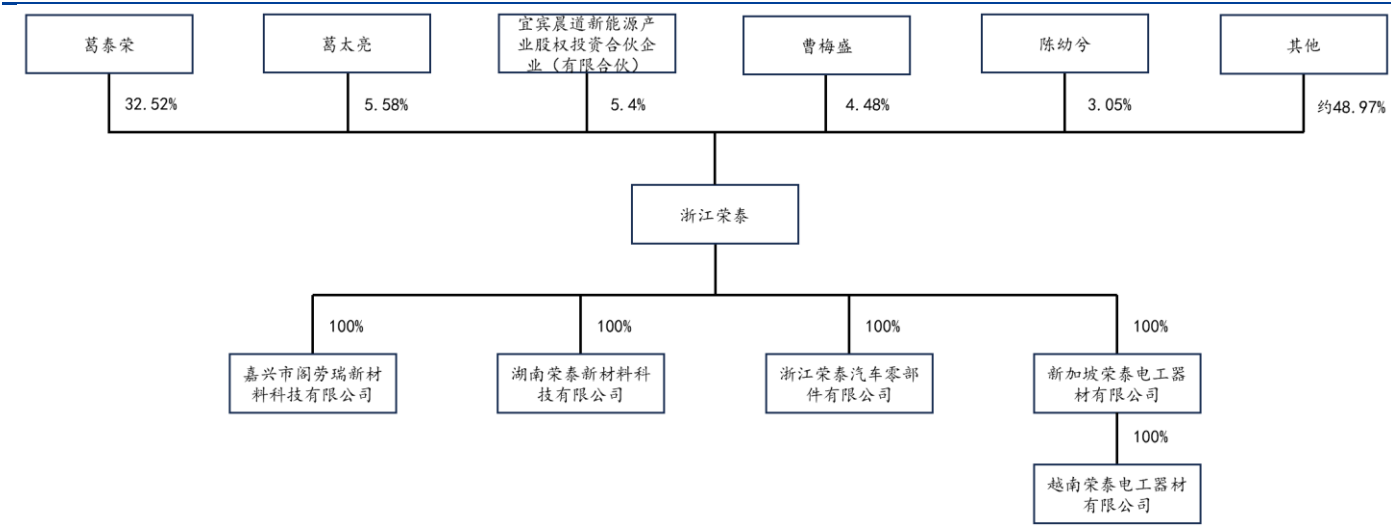
产品名称	产品用途	24H1 收入占比	产品实物图
新能源汽车热失控防护绝缘件	主要用于新能源汽车电池电芯、电池模组、电池包及整车热失控防护及自动驾驶系统的绝缘防护	76%	
小家电阻燃绝缘件	主要用于带加热功能的小家电产品的阻燃绝缘防护，在微波炉、电吹风、电熨斗、多士炉、智能马桶等产品中有广泛应用	13%	
电缆阻燃绝缘带	主要用于防火电缆和特种电缆的阻燃绝缘防护	5%	
云母纸	主要作为生产耐高温绝缘云母制品的基础材料使用	1.2%	

资料来源：公司招股书、Wind，国盛证券研究所

1.2、放权职业经理人，充分发挥股权激励优势

股权结构稳定，股权激励绑定核心高管。公司实际控制人为葛泰荣、曹梅盛夫妇，截至 2025 年 3 月，二人直接持股 37%。公司推行职业经理人制度，总经理郑敏敏 2021 年起担任总经理，其家族通过股权激励累计持股 4.88%。2020 年起公司实施三轮股权激励，并于 2024 年回购 101 万股用于员工激励，通过股权激励绑定核心管理层促进公司发展。

图表3: 公司股权结构 (截至 2025 年 3 月)



资料来源: Wind, 公司招股书、金融界, 国盛证券研究所

管理层产业经验丰富，具备深厚技术积累。董事长曹梅盛兼任首席技术官，主导新能源绝缘材料研发，为公司核心创始人之一，拥有逾 40 年产业经验，早期任职嘉兴绝缘材料厂技术员、嘉兴凤桥机械厂厂长。董事兼总经理郑敏敏为绝缘材料领域专家，兼任中国电工技术学会绝缘材料专委会委员、全国绝缘材料标准化技术委员会 TC51 委员，深度参与行业标准制定，目前负责技术研发与企业管理，同时兼任浙江荣泰汽车零部件、新加坡荣泰等职务，推动公司全球化布局。其余高管多为高级工程师、高校化工副教授，均为公司技术发展奠定深厚基础。

图表4: 公司董事会成员工作经历

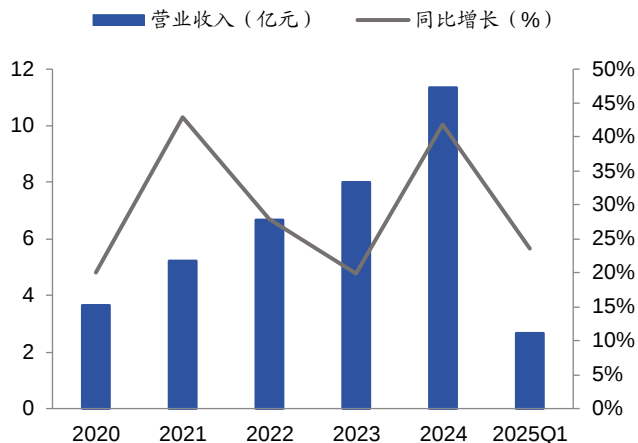
成员	职务	主要工作经历
曹梅盛	董事长，首席技术官	浙江荣泰电工核心创始人及实际控制人之一。早期任职嘉兴绝缘材料厂技术员、嘉兴凤桥机械厂厂长，拥有逾 40 年产业经验。
葛凡	董事	毕业于英国华威大学，硕士研究生学历，高级工程师、高级经济师职称。2014 年加入荣泰体系，历任浙江荣泰科技副总经理、副董事长。
葛泰荣	董事	大专学历，浙江荣泰电工创始人及实际控制人之一。2003 年进入荣泰系企业，历任浙江荣泰电工、荣泰雷帕司副董事长等职。现兼任新加坡荣泰、浙江荣泰科技董事等职。
郑敏敏	董事、总经理	毕业于浙江大学，硕士研究生学历，高级工程师职称。绝缘材料领域专家，兼任中国电工技术学会绝缘材料专委会委员、全国绝缘材料标准化技术委员会 TC51 委员，深度参与行业标准制定。
魏霄	独立董事	博士学位，副教授。2011 至 2016 年，任上海交通大学化学化工学院任助理研究员。2016 年 12 月至今，任上海交通大学化学化工学院副教授。
安玉磊	独立董事	研究生学历，法学硕士。2017 年 3 月至 2020 年 9 月，任浙江中锐律师事务所律师；2020 年 9 月至今，任浙江开发律师事务所主任。
纪茂利	独立董事	博士学位，会计学教授，中国注册会计师（非执业），嘉兴市税务学会理事。2019 年 5 月至今，任嘉兴大学商学院会计学教授，校学术委员会委员。

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3、公司业绩高速增长，盈利能力维持高位

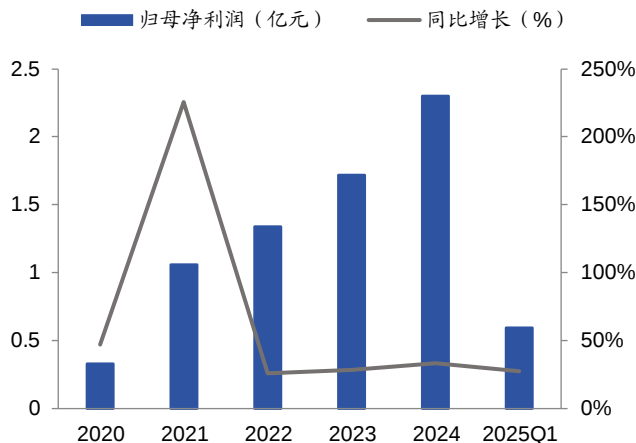
受新能源汽车行业拉动,近年来公司业绩高速增长。2020-2024 年营收从 3.7 亿增至 11.3 亿元,复合增速 33%,其中汽车安全零部件占比由 31%提升至 79%;归母净利 0.3 亿元增至 2.3 亿元,复合增速 63%。2025Q1 营收 2.7 亿元,同增 24%,归母净利 0.6 亿元,同增 27%。

图表5: 浙江荣泰收入及同比增速



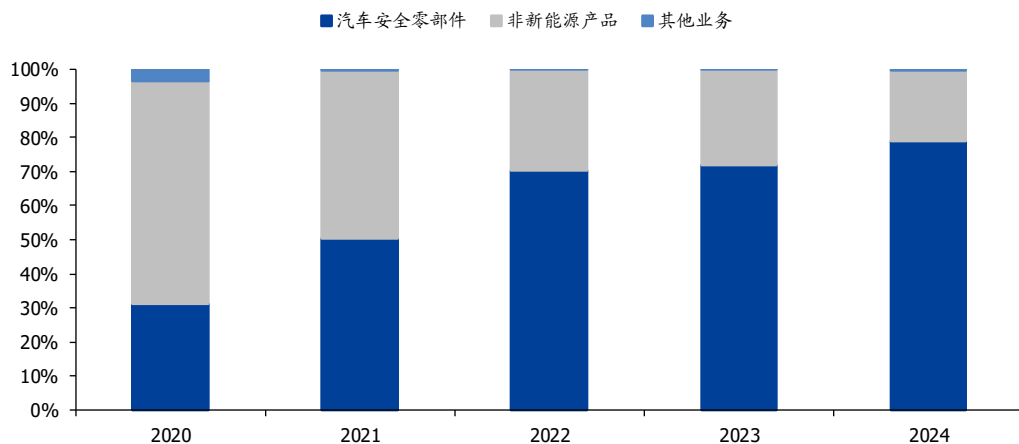
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 浙江荣泰归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

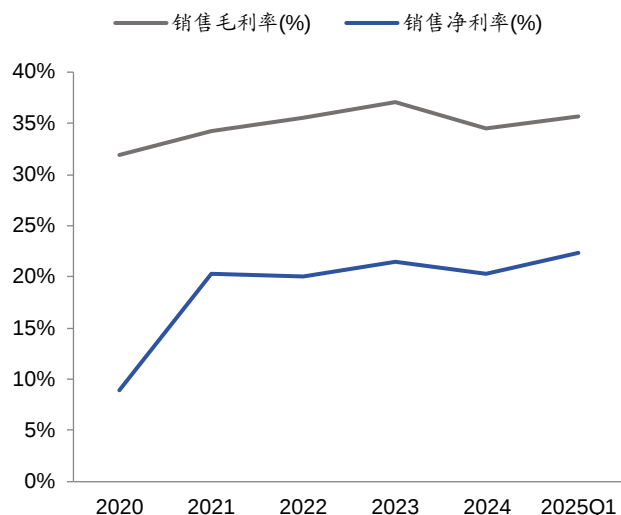
图表7: 公司收入结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

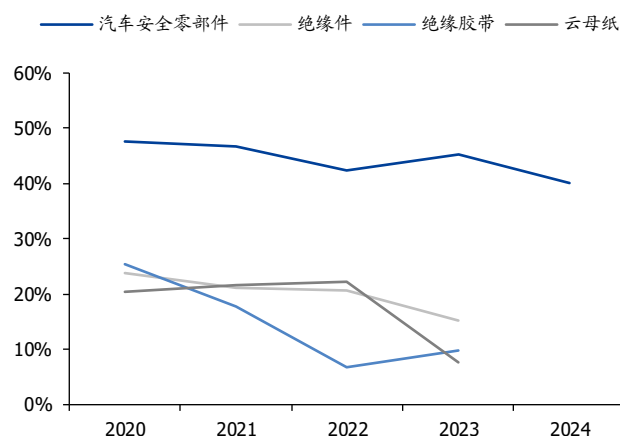
产品结构变化提升综合毛利率,公司盈利保持高位。2020-2024 年汽车安全零部件毛利率保持 40%以上,随着其业务占比不断提升,带动公司整体盈利能力提升,综合毛利率从 32%提升至 35%。2025Q1 毛利率 36%,同比下降 1.2pct,环比增长 2.3pct。公司净利率较稳定,2021 年以来维持在 20%左右,2025Q1 净利率 22.4%,同比增 0.6pct,环比增 2.8pct。

图表8: 浙江荣泰毛利率和净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

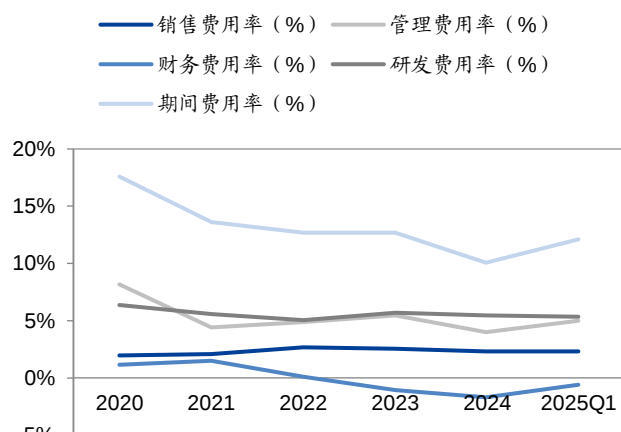
图表9: 浙江荣泰分业务毛利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

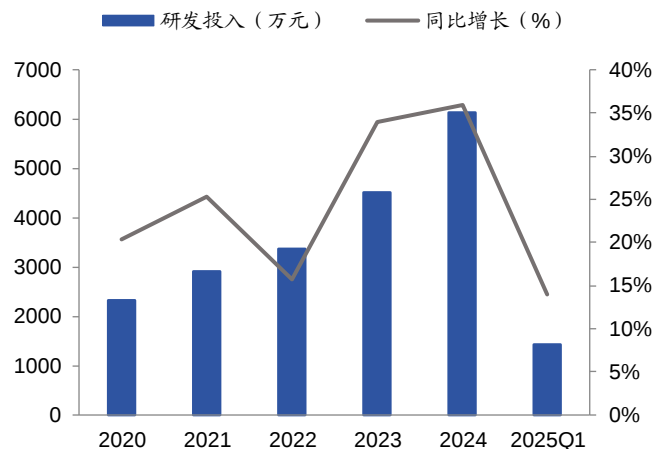
期间费用率整体呈下降趋势，费用管控良好。2020 年以来公司期间费用率逐年下降，2024 年费用率 10.1%，较 2023 年下降 2.6pct，主要为管理费用率下降原因。研发端，公司重视研发投入，2024 研发费用 6131 万元，同比增长 36%，研发费用率为 5.4%，主要研究及应用领域包括新能源乘用车、储能、新能源商用车、低空飞行器及机器人等。

图表10: 浙江荣泰费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 浙江荣泰研发投入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、云母市场需求空间广阔，行业竞争格局稳定

2.1、云母：绝缘耐高温特性突出，应用领域广泛

云母：具备优良的化学稳定性、耐热性等特征，应用领域广泛。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等特征。此外，云母材料还具备无毒、无烟、无石棉，符合欧盟 REACH、RoHS 等标准，避免传统石棉材料的致癌风险。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，在电工电子、绝缘材料、化妆品、涂料、新能源等领域有广泛应用。

图表12：云母材料优势

特性	应用价值
耐高压能力	云母材料具备对抵抗高电压的冲击性，不会因为高电压而导致材料损坏从而影响电池性能下降
轻量化设计	云母材料具有较低的密度和体积，能够减轻动力电池的重量，实现降低材料成本，提高动力电池续航能力
柔软性	云母材料的柔软性便于裁切加工，使得其能够贴合电池内部各种不规则的形状表面，确保散热效果达到最理想状态
防火性	云母材料具有良好的隔热和阻燃性能，能够有效降低电池热失控的风险，在 1000℃ 高温下仍能阻断热失控蔓延
环保	无毒、无烟、无石棉，符合欧盟 REACH、RoHS 等标准，避免传统石棉材料的致癌风险

资料来源：化工仪器网、倚天云母、浙江荣泰招股说明书、绝电侠，国盛证券研究所

图表13：市场云母材料应用领域

应用领域	具体特性
电工电子领域	云母具有非常高的绝缘性和良好的导热性能，化学稳定性好，具有抗强酸、强碱能力，可用来制造电气设备。
化妆品与涂料领域	云母具有优良的光泽和透明度，还具有一定的遮盖力，因此在化妆品和涂料行业中被广泛应用。同时，由于云母对紫外线的屏蔽作用，使得以其为主要原料制备的化妆品和涂料具有较好的防晒效果。
新能源领域	云母具有高温绝缘性、化学稳定性（抗腐蚀），可用作太阳能电池板的封装材料，以提高其稳定性和寿命。此外，云母还可以被用于制造电池的隔膜，以提高电池的性能和安全性。
航空航天领域	云母制备的复合材料具有优异的力学性能和耐高温性能，可以应用在航空航天装备上。

资料来源：甘肃省科学技术厅，国盛证券研究所

云母储量丰富且广泛，供给充分且原料价格稳定。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。全球云母矿产资源分布广泛，国内云母资源丰富，约占世界产量的 10%。由于云母储量丰富、分布广泛，因此云母供给较为充分，原材料价格较为稳定。

图表14: 云母产业链



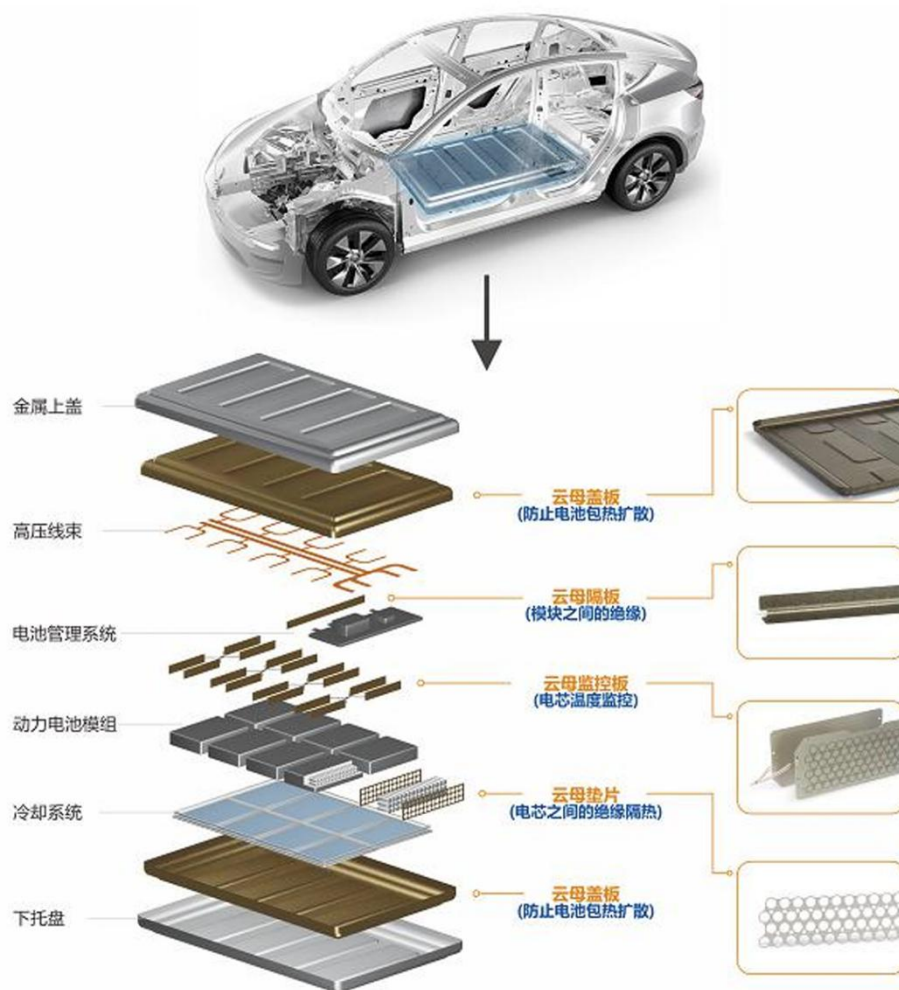
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

2.2、新能源领域催生材料需求，云母市场空间广阔

动力电池技术进步，安全隐患成为挑战。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。

热失控演化复杂，国家标准致力保证安全。电池热失控始于内部短路引发的局部过热，SEI 膜分解进一步加剧能量失衡。当电芯温度突破 200°C 临界点时，导热系数骤降导致热量聚集，触发 CO₂、H₂ 等可燃气体爆燃风险。2021 年 1 月，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。

图表15: 云母材料在新能源汽车的应用



资料来源：平安电工招股书，国盛证券研究所

目前新能源汽车厂商用于动力电池热失控防护材料主要有气凝胶毡、阻燃泡棉、云母材料、陶瓷化硅橡胶等：

- (1) **隔热泡棉**：隔热泡棉是一种高分子弹性体，具有低硬度高回弹特性，但其不耐高温，在 120℃ 左右就会发生软化或较大变形，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。
- (2) **云母材料**：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。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。
- (3) **气凝胶**：气凝胶是由胶体粒子相互聚结形成纳米多孔网络结构，并在孔隙中充满气态分散介质的一种高分散固态材料，具有优异的隔热性能、密度低，目前主要用于电芯之间。以新能源客车为代表的部分车型还设置有防火毯，该材料也以气凝胶毡复合材料为主。
- (4) **陶瓷化硅橡胶**：以硅橡胶为基体，加入成瓷填料、助熔剂、补强剂等无机填料，经过硫化制成的硅橡胶基防火复合材料，具有良好的弹性和耐热性，在 600℃-1000℃ 高温中可长时间保持结构完整性。陶瓷化硅橡胶材质柔软需要和补强材料复合后使用，陶瓷化硅橡胶复合材料可以用于模组与模组间及模组与电池上盖板间的热失控防护。

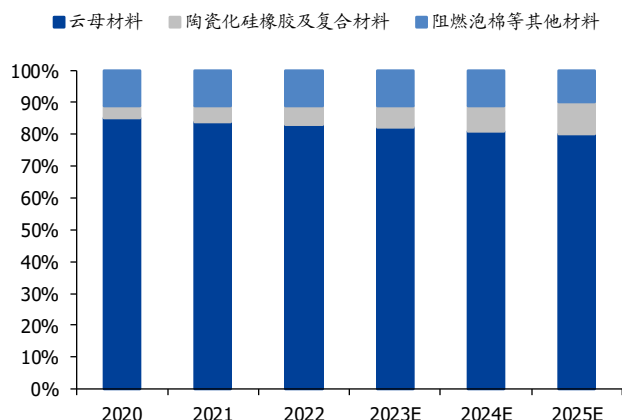
图表16: 不同防护材料性能对比

材料种类	隔热性能	抗冲击性	防火性能	绝缘性	价格	应用
阻燃泡棉	中	低	低	中	低/中	用于模组间和电芯之间
云母材料	低	高	中/高	高	中/高	应用在电芯与电池盖间进行热失控防护
气凝胶毡	高	低	中	中	高	主要用于电芯之间
陶瓷化硅橡胶复合材料	低	中	高	高	高	用于模组与模组间及模组与电池上盖板间的热失控防护

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

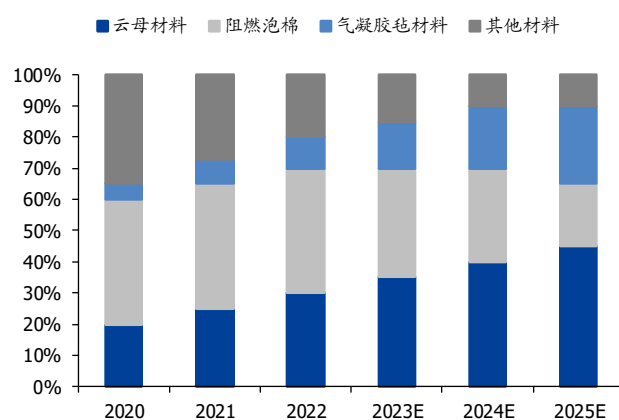
新能源动力电池隔热材料使用中, 云母材料占主导地位。根据 GGII, 2022 年新能源汽车动力电池包上盖板及电池模组间阻燃隔热材料使用面积分别为 675 万平米和 671 万平米, 云母材料分别占到 83%和 30%, 并预测 2025 年电池包上盖板及电池模组间阻燃隔热材料使用面积分别为 1499 万平米和 1170 万平米, 云母材料将分别占到其盖板/模组间隔热材料使用比例 80%/45%。

图表17: 动力电池上盖板阻燃隔热材料使用比例



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表18: 动力电池模组间阻燃隔热材料使用比例



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

特斯拉引领云母材料热失控防护技术发展: 2011 年 Model S 量产即采用 NCA 三元电芯+云母防护体系, 其能量密度与安全性对标 NCM811, 奠定行业技术标杆。同期国内处于磷酸铁锂向三元转型期, 专注电芯膨胀控制与隔热技术积累。2016 年后政策驱动下国内电芯直接从 NCM523 跃升至 811, 特斯拉 Model 3 沿用云母方案的同时, 欧洲 i-Pace、美国 Bolt EV 等 NCM622 电芯车型亦全面导入云母防护, 推动国内企业加速技术跟进。

国内车企加速热失控防护布局推动云母材料规模化应用: 2019 年, 宁德时代 NCM811 电芯首装宝马 X1 PHEV, 后因安全问题倒逼行业转向 NCM523 并强化热防护体系, 叠加 2020 年强制国标实施, 云母材料快速成为热失控防护标配。随着比亚迪刀片电池及 CTP/CTB 技术突破, 磷酸铁锂电池集成度提升催生热电耦合新挑战, 带动云母材料在铁锂体系渗透率攀升且应用形态持续升级。

图表19: 代表车型的热失控防护方案

车型	具体特性
Model S - 2011	云母板（模组的上下方向）+平衡防爆阀组件+纵横梁隔断
Model 3 - 2017	云母板（下箱体内部表面）+平衡防爆阀组件+纵梁隔断
i-Pace - 2018	云母板（模组-上盖之间）+平衡防爆阀组件+纵梁隔断
高合 Hiphi - 2018	特斯拉防护罩（每个模组区）+平衡防爆阀组件+纵梁隔断
上汽 ER6 - 2020	特斯拉防护罩（整个 PACK 内）+平衡防爆阀组件+纵梁隔断
爱驰 U5 - 2019	特斯拉垫（粘于模组上方）+平衡防爆阀组件+纵梁隔断
X1 PHEV - 2019	云母板（模组上）+平衡防爆阀组件+纵梁隔断
北汽 EU5(CTP1.0) - 2020	云母板（模组上）+平衡防爆阀组件+纵梁隔断
小鹏 P7 - 2020	云母板（3 大块，模组-上盖之间）+平衡防爆阀组件+纵梁隔断
大众 ID.4-2020	云母板（模组汇流排上方）+防火涂层（上盖内外表面）+平衡防爆 阀组件+纵梁隔断
蔚来 100kWh(CTP1.0)-2020	云母板（整片粘于上盖内表面）+云母纸（模组汇流排上方）+云母 纸（模组电芯侧边）+云母纸（箱体某些部位）+平衡防爆阀组件+纵 梁隔断
Model S Plaid-2021	云母板（整片，模组与上盖之间）+云母纸（箱体某些部位）+云母 纸（高压汇流排裹覆）+云母板（高压汇流排裹覆）+平衡防爆阀组 件+纵梁隔断
阿维塔（CTP2.0）-2021	云母板（电芯区与上盖之间）+云母纸（电芯区汇流排上方）+云母 纸（箱体某些部位）+平衡防爆阀组件+纵梁隔断

资料来源：岳峰云母新材料，国盛证券研究所

下游应用领域广阔，云母材料市场规模可观。根据弗若斯特沙利文，2022 年全球云母耐火绝缘材料市场规模 145 亿元，预计到 2027 年市场规模将达到 355.64 亿元。其中，新能源车为主要应用领域，2022 年全球新能源汽车云母材料市场规模为 17.30 亿元，2017~2022 年 CAGR 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。储能电池领域，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%，根据弗若斯特沙利文，2022 年全球储能云母材料市场规模为 1.30 亿元，预测 2023~2027 年 CAGR 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。

图表20: 全球云母耐火绝缘材料市场归母预测（亿元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2024-2027 年 CAGR
云母耐火绝缘材料市场规模	145	175	209	251	299	356	19%
新能源车	17	29	40	55	76	104	38%
储能电池	1	3	4	7	12	19	64%
小家电	6	7	8	9	10	12	14%
电线电缆	16	16	19	21	24	27	14%
高温冶炼	53	57	60	62	66	69	5%
电力云母	28	32	36	39	44	48	10%
其他领域	24	31	43	57	68	76	21%

资料来源：弗若斯特沙利文，国盛证券研究所

备注：细分市场 23-26 年数据为根据 cagr、27 年数据倒算得出

2.3、竞争格局：行业格局较为稳定，头部厂商优势显著

新兴市场中云母制品参与者较少，小家电、电线电缆、工业应用等领域竞争激烈。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。

公司在行业内竞争对手主要包括瑞士丰罗集团、韩国 **SWECO Inc.**、固德电材、平安电工、倚天股份等企业，产品均以云母制品为主；巨峰股份、博菲电气产品包含云母制品，但收入占比较低，10%左右；山东玻纤、中材科技、正威新材主要生产云母制品上游材料——玻璃纤维布相关产品，与公司业务存在一定差异性。

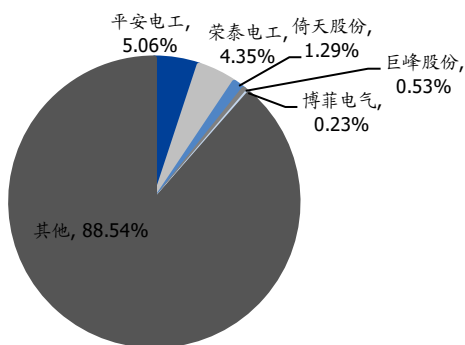
图表21：全球云母相关产品玩家

公司名称	公司简介	24 年云母相关产品收入（亿元）	24 年云母收入占比
瑞士丰罗集团	全球绝缘材料行业的领先企业，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。	-	-
SWECO Inc.	SWECO Inc.成立于 1974 年，是韩国唯一一家生产电气绝缘产品的综合性企业，产品涉及云母及复合绝缘材料制品，主要应用于新能源汽车及电池、高压电气、电线电缆等领域。	-	-
固德电材	成立于 2008 年，目前拥有电绝缘材料、热绝缘材料和新型复合材料三大核心产品，产品主要应用于电力发电设备、中高压输配电、新能源汽车、复合材料及风电叶片等领域。	-	-
倚天股份	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。	1.89	71%
平安电工	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，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。	9.47	90%
巨峰股份	主要从事绝缘系统及云母制品、绝缘漆、柔软复合材料、电磁线、线圈等绝缘材料的研发、生产与销售。公司的绝缘产品广泛应用于发电机、电动机、变压器等机电设备的绝缘处理。	0.73	9%
博菲电气	主要产品包括绝缘树脂、槽楔与层压制品、纤维制品、云母制品、绑扎制品和复合材料绝缘件，产品应用在风力发电、轨道交通、工业电机、家用电器、新能源汽车、水力发电等领域。	0.44	13%
山东玻纤	公司主营业务包括玻璃纤维及其初加工以及热电产品两大类。主要产品包含玻璃纤维布相关产品。	-	-
中材科技	主要从事玻璃纤维、复合材料、过滤材料、矿物棉、其他非金属新材料、工业铂铑合金、浸润剂及相关设备研发、制造和销售。主要产品包含玻璃纤维布相关产品。	-	-
正威新材	主要从事玻璃纤维纱、织物及制品、玻璃钢制品的研发、生产和销售，公司主要产品包括玻璃纤维深加工制品、玻璃纤维复合材料、高性能玻璃纤维及增强材料。	-	-

资料来源：浙江荣泰招股说明书、Wind，国盛证券研究所

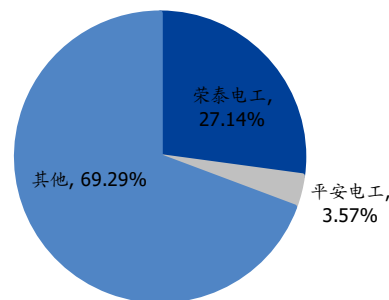
云母具备客户、产品认证等壁垒，行业格局较稳定。新能源车热失控防护绝缘件认证程序复杂、周期长，资质认证壁垒较高。通过客户的资格认定后，为保证产品品质和交付的稳定，客户通常不会轻易更换供应商，客户粘性强。产品的安全性要求方面，包括美国 UL、FDA，德国 TÜV 等认证标准；对产品的环保性要求包括 RoHS、PAHs 和 REACH 标准等，取得这些认证，企业需要投入大量的资金和时间，同时对企业的技术水平提出了较高的要求，对于新进入的企业构成壁垒。行业具备客户、产品认证等壁垒，竞争格局较为稳定，2022 年平安电工、荣泰电工、倚天股份在全球云母耐火绝缘材料市场市占率分别为 5.1%/4.4%/1.3%，同比-0.6/+0.7/-0.2pct。

图表22: 2022 年全球云母耐火绝缘市场占有率



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

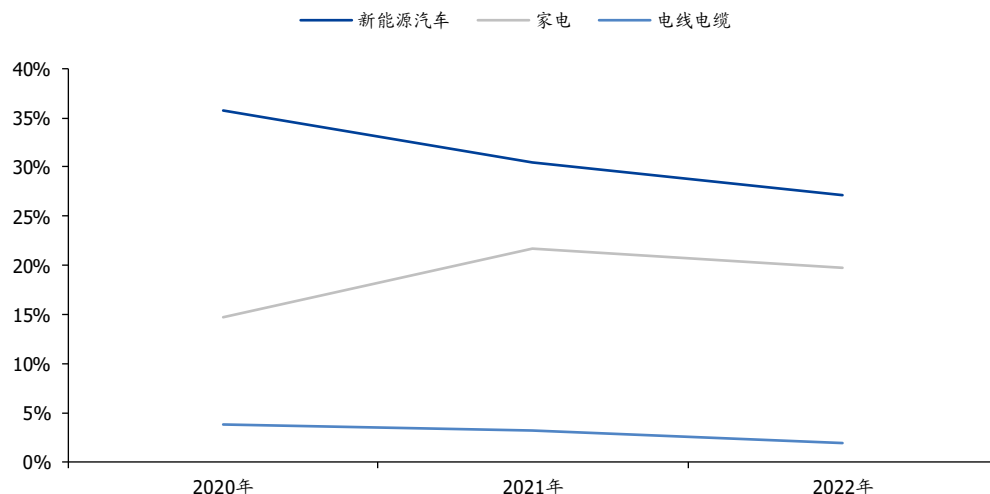
图表23: 2022 年新能源汽车行业云母产品竞争格局



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

头部企业具备优势，在新能源汽车等细分市场中龙头地位稳固。头部企业具备技术及客户资源优势，在新能源汽车、家电市场中占有较高份额。2020-2022 年，新能源汽车行业云母制品中荣泰电工市占率分别为 36%/30%/27%，家电行业中荣泰电工市占率分别为 15%/22%/20%，均稳居行业领先地位。

图表24: 浙江荣泰云母产品在各细分市场中的市占率



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

3、技术及客户壁垒共筑护城河，新产品、新领域巩固竞争优势

3.1、公司产品性能领先，技术优势突出

公司进入行业较早，技术积累深厚，掌握核心工艺。公司进入该行业较早，2013 年便开始研发新能源汽车防火安全件，2016 年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。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。

图表25: 公司核心技术情况

技术名称	技术阶段	技术内容
新能源汽车热失控防护解决方案	大批量生产	为客户定制电芯、电池模组到电池包以及整车配套的专业解决方案，提高了电池热失控管理被动防护组件的防火隔热、绝缘、耐久、可持续等性能，提升了电池热失控管理的综合效益
电池防火安全结构件成型工艺	大批量生产	快速、大批量生产一系列三维结构云母复合防火安全结构件的成型工艺，提高效率的同时保证达到客户的性能要求
特种云母纸制造技术	大批量生产	自制设备及工艺流水线，可快速筛选出所需云母矿的种类、大小，并通过合理配比制备不同种类的特种云母纸，高效快捷，产品品质大幅提升
特种耐火云母带的制备	大批量生产	对有机硅树脂进行改性，使其在高温下与云母烧结成致密的保护壳，进一步增加云母带的耐温、耐火等级
高性能绝缘云母管的制备	大批量生产	改变云母管结构、增加增强环，进一步增加云母管绝缘性能
环氧层压制品	大批量生产	自制先进设备，生产超大型环氧层压制品
新型云母复合材料	大批量生产	与蛭石、陶瓷纤维等材料复合制备的云母制品，进一步增加材料的机械强度与耐热性能
特种云母覆膜技术	大批量生产	结合特殊薄膜，同时满足云母制品耐热阻燃以及清洁度的要求

资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

公司云母产品性能领先，多项指标表现优异。浙江省率先制定了《新能源汽车用硬质金云母板》团体标准并于 2020 年 10 月 30 日起实施，经比较公司产品主要性能指标均优于团体标准。浙江荣泰云母产品在吸水率、弯曲强度、电器强度、电阻率等多项性能指标上表现优异，处行业领先水平。

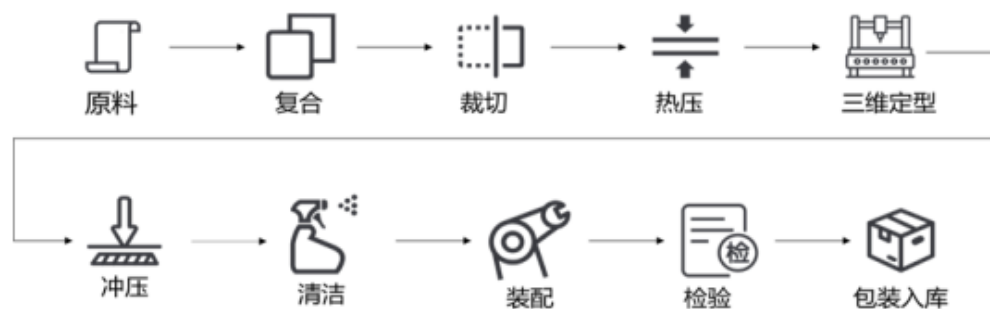
图表26: 公司产品性能优于地方标准

技术指标	团体标准	公司产品性能
粘结剂含量	≤ 12%	4.7%
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
电器强度	≥ 15KV/mm	26.5KV/mm
体积电阻率	≥ 1.0x10 ¹² Ω.cm	2.93x10 ¹⁴ 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° C 的火焰中耐受燃烧 5 分钟而不被烧穿	在 1100° C ± 100° C 火焰下, 耐受燃烧 5 分钟未烧穿

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

工艺革新突破应用边界, 性能产业化双突破。公司突破云母材料应用瓶颈, 自主研发新型配方及上胶压制一体化成型工艺, 攻克三维立体结构制备技术, 打破传统二维形态限制。新工艺在保持耐火绝缘核心性能基础上, 通过取消有机拼接工序, 使产品机械强度、耐候性及绝缘性能全面提升, 推动云母制品从传统防护向新能源汽车等高端领域拓展。公司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。

图表27: 新能源汽车热失控防护绝缘件生产工艺流程

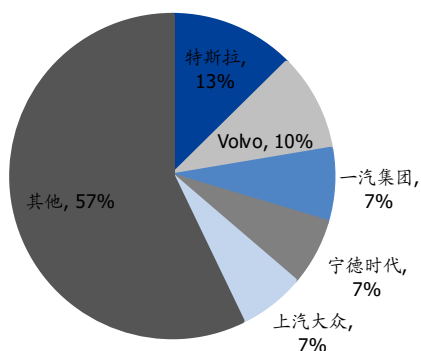


资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

3.2、公司客户资源优质, 持续拓展海外市场

公司为特斯拉供应商, 绑定全球头部车企、电池厂。在新能源汽车领域, 深度绑定特斯拉、大众、宝马、沃尔沃等全球 TOP 车企及宁德时代等动力电池龙头, 主导其核心防护组件供应; 其他领域客户包括美的、松下等知名家电企业及耐克森、宝胜、远东等国际或国内知名的电线电缆企业。2022 年公司前五大客户分别为特斯拉、沃尔沃、一汽集团、宁德时代、上汽大众, 占比分别为 13%/10%/7%/7%/7%, 且公司多为独供, 在沃尔沃、一汽大众、上汽大众等客户中采购比例均为 100%。

图表28: 2022 年公司客户结构



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

图表29: 2020-2022 年浙江荣泰占客户采购比例

客户	报告期占客户采购比例
特斯拉	-
Volvo	100%
一汽大众	100%
上汽大众	100%
宁德时代	-
江苏时代	-
华晨宝马	100%
亚欧汽车	100%
江苏乐福德	-
平安电工	10%-50%

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

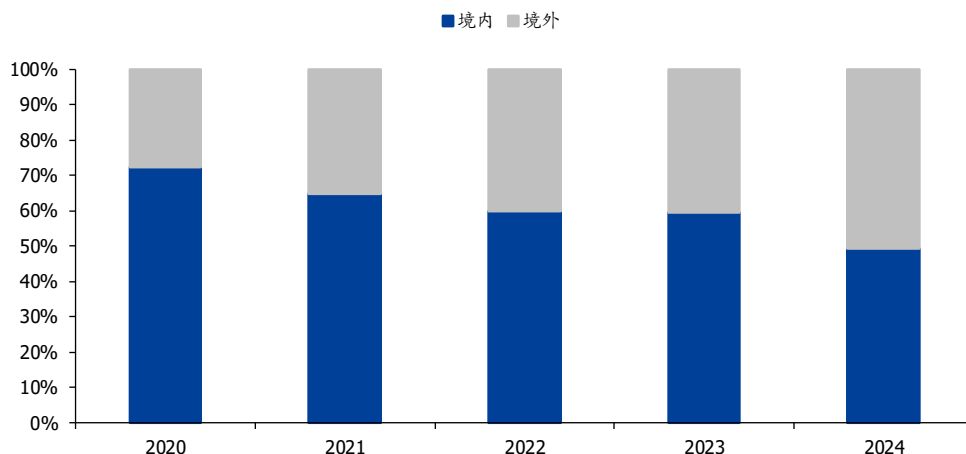
图表30: 公司主要客户及产品应用情况

行业	品牌	部分应用案例
新能源汽车	特斯拉	Model S、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
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
电线电缆	耐克森	
	远东电缆	防火电线电缆、特种电线电缆
	宝胜电缆	

资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

境外收入占比逐步提升, 公司加速拓展海外市场, 近年来, 境外收入占比逐步提升, 2024 年境外收入占比 51%, 较 2023 年提升 10pct。为配套海外客户需求, 加速布局建设海外分支机构、生产基地。2022 年底公司新设全资子公司新加坡荣泰负责海外销售渠道的开拓、全资子公司越南荣泰作为海外生产基地负责就近响应客户需求; 同时, 在德国设立仓储基地。目前, 公司已通过新加坡荣泰在墨西哥、泰国成立子公司, 正稳步推进投资建设项目建设, 拟投建年产 50 万套新能源汽车零部件生产项目以及年产 1.8 万吨新能源汽车用云母材料及新型复合材料项目。

图表31: 浙江荣泰境内外收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表32: 浙江荣泰扩产项目

地点	项目	年产能	投资金额	进展
浙江	新能源汽车热失控防护绝缘件	240 万套	7.5 亿元	建设中, 建设期 2.5 年
湖南	新能源用云母制品	1.5 万吨	1.2 亿元	建设中
泰国	新能源汽车用云母材料及新型复合材料项目	1.8 万吨	3 亿元	建设中
墨西哥	新能源汽车零部件生产项目	50 万套	1088 万美元	建设中

资料来源: 公司招股说明书、公司公告、新浪财经, 国盛证券研究所

3.3、拓展新产品、新领域, 巩固公司竞争优势

公司产品拓展至新型轻量化安全结构件, 获北美大客户定点。公司 2024 年 3 月公告收到北美某新能源汽车客户的定点通知, 成为其新能源汽车新型轻量化安全结构件产品的供应商。项目生命周期为 2-3 年, 总销售金额约人民币 3.65 亿元, 2024 年上半年开始量产, 预计后续逐步贡献收入。

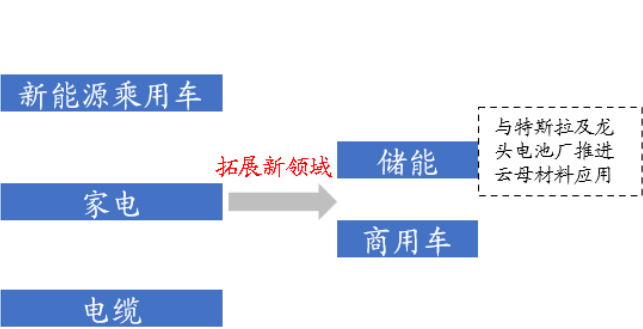
拓展储能、商用车等新领域, 拓宽下游市场。公司云母产品应用领域从新能源乘用车拓展到储能、新能源商用车等多个电动化领域。储能领域, 储能电芯大型化趋势显著, 能量密度持续提升, 带来更高热防护要求。浙江荣泰已经与特斯拉及龙头电池厂商共同推进云母材料在储能中的应用。

图表33: 浙江荣泰新产品——轻量化安全结构件

安全结构件定点项目	
客户	北美某新能源车企
获定点时间	2024 年 3 月
项目周期	2-3 年
订单总额	3.65 亿元
量产时间	2024H1

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表34: 浙江荣泰云母材料拓展新领域



资料来源: 公司公告, 金融界, 览富财经网, 国盛证券研究所

4、拟收购狄兹精密布局丝杆，机器人赛道大有可为

国内外政策支持，机器人量产在即。根据《人形机器人产业研究报告》预测，2029 年中国人形机器人市场规模将达到 750 亿元，将占世界总量的 32.7%，到 2035 年有望达到 3000 亿元规模。马斯克预测未来人形机器人需求量可达 100 亿台甚至以上，远期对应空间百亿美元级别。国内各地政府陆续发布机器人相关扶持政策，助力推动地区产业集群发展。海外有特斯拉、figure，国内有宇树、智元、乐聚、云深处、众擎等，还有多家车企也陆续加入人形机器人赛道，部分企业已在有序推进机器人的商业化落地，不少产品已经进入工厂等工业场景。马斯克在 2025Q1 业绩会上表态，预计到 2025 年底，将有数千台 Optimus 机器人在特斯拉工厂中投入使用，目标在尽可能短的时间内达到每年生产数百万台。

图表35: 宇树科技 G1



资料来源：宇树科技，国盛证券研究所

图表36: 特斯拉 optimus 产线



资料来源：特斯拉，国盛证券研究所

丝杆作为重要零部件，在机器人执行器及灵巧手均有运用。人形机器人的执行器主要负责将能量转化为机器人的机械运动，分为旋转执行器和直线/线性执行器。以特斯拉为例，线性关节采用的无框电机+行星滚柱丝杠+力传感器的技术方案，行星滚柱丝杠在主螺纹丝杠的周围，行星布置安装了 6-8 个螺纹滚柱小丝杠，利用电机的旋转转换为丝杠或螺母的直线运动。随着手部自由度的提升，预计手部丝杆用量有望提升。

拟收购狄兹精密 51% 股权，布局丝杆卡位机器人赛道。2025 年 2 月 15 日，公司公告拟通过股权转让及增资的方式获得上海狄兹精密 51% 的股权。上海狄兹精密机械有限公司成立于 2008 年 9 月，专注于滚珠丝杠、行星滚柱丝杠、车用丝杠、电缸、直线模组、精密对位平台等研发、生产和销售，在精密传动产品的研发和生产领域具有较高的知名度和影响力，具有较强的自主研发能力和行业竞争实力，在微型滚珠丝杠、直线滑台模组及电缸等多项产品上，小轴径、大导程、高精密，不仅在技术上实现国内领先，而且质量可靠，可广泛应用于 3C 产线、体外检测、视觉光学、激光、无人机、汽车底盘制造、人形机器人/机器狗等多个自动化行业，目前已掌握直径 3mm 及以下的滚珠丝杠的 C1 级精密加工工艺，并实现标准化量产。根据公告，狄兹精密 2024 年微亏，到 2025 年前 2 月净利率已经转正，根据业绩承诺，狄兹精密在 2025 年到 2027 年净利润分别不低于 800 万元/2700 万元/3500 万元，累计不低于 7000 万元。本次收购有助于公司快速进入精密传动、智能装备、人形机器人等新兴领域，将有效增强公司的盈利及可持续发展能力。

图表37: 狄兹精密发展历程



资料来源：狄兹精密官网，国盛证券研究所

图表38: 狄兹精密主要产品



资料来源：狄兹精密官网，国盛证券研究所

图表39: 狄兹精密财务概况

	2025年1-2月	2024年
收入(万元)	1,279.3	9,221.3
净利润(万元)	35.2	-14.4
净利率	2.8%	-0.2%

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

盈利预测与估值

收入端：受益于 1) 新能源汽车销量提升，动力电池安全性要求提升，云母材料需求增长，基本盘业务稳健；2) 新产品轻量化结构件逐步上量；3) 收购狄兹精密，布局机器人赛道。我们预计，公司 2025-2027 年分别有望实现营业总收入 16/21/29 亿元，同比 +40%/+35%/+35%。

- ✓ **新能源产品：**受益于新能源车销量持续增长带动云母需求，公司绑定全球头部车企在手订单充足，且轻量化结构件获得北美大客户定点，新产品持续上量，预计 2025-2027 年营收分别为 13.3/18.6/25.7 亿元，同比 +48%/+40%/+38%；
- ✓ **非新能源产品：**考虑小家电及电缆市场稳步增长，绝缘件、绝缘胶带、云母纸稳定贡献收入，我们预计 2025-2027 年非新能源产品营收分别为 2.6/2.9/3.3 亿元，同比增长 10%/10%/15%。

毛利率：我们预计公司 2025-2027 年毛利率将达 35.3%/36.7%/37.4%。

- ✓ **新能源产品：**考虑新能源汽车绝缘材料竞争格局相对稳定，预计盈利维持高位，但轻量化结构件处上量初期，规模效应尚不显著，预计 2025-2027 年毛利率分别为 38%/39%/39.5%；
- ✓ **非新能源产品：**假设绝缘件、绝缘胶带、云母纸盈利能力较为稳定，预计 2025-2027 年毛利率稳定在 21%。

图表40：浙江荣泰各业务收入及盈利能力核心假设（百万元）

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	667.47	800.26	1,134.76	1,589.57	2,147.35	2,897.49
YOY (%)	28%	20%	42%	40%	35%	35%
毛利率 (%)	36%	37%	34.5%	35.3%	36.7%	37.4%
1、新能源产品						
营业收入	469.52	574.63	897.80	1,328.74	1,860.24	2,567.13
YOY	79%	22%	56%	48%	40%	38%
毛利率 (%)	42%	45%	40.1%	38.0%	39.0%	39.5%
2、非新能源产品						
营业收入	197.17	225.02	235.85	259.44	285.38	328.19
YOY	-23%	14%	5%	10%	10%	15%
毛利率 (%)	19%	16%	21%	21%	21%	21%
3、其他业务						
营业收入	0.78	0.61	1.11	1.39	1.73	2.17
YOY	-63%	-22%	82%	25%	25%	25%
毛利率 (%)	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

费用端：随着规模效应显现，费用率预计整体呈下降趋势，我们预计 2025-2027 年销售费用率为 2.35%/2.3%/2.25%，管理费用率为 4.0%/4.0%/3.95%，考虑公司拓展新产品、新领域，研发投入预计维持高位，预计研发费用率分别为 5.68%/5.60%/5.55%。

图表41: 浙江荣泰核心财务假设

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
销售费用率	2.67%	2.59%	2.37%	2.35%	2.30%	2.25%
管理费用率	4.85%	5.50%	4.00%	4.00%	4.00%	3.95%
研发费用率	5.04%	5.64%	5.40%	5.68%	5.60%	5.55%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

盈利预测与投资建议: 综上, 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 15.90 亿/21.47/28.97 亿元, 同增 40%/35%/35%, 毛利率分别为 35.3%/36.7%/37.4%。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.27/4.65/6.37 亿元, 同增 42%/42%/37%, 对应 PE 为 53/37/27x。

选取与公司业务相近, 深耕汽车云母材料领域平安电工及做机器人丝杠的双林股份、北特科技、震裕科技作为可比公司, 2025 年行业平均 PE 为 69x, 公司 25 年 PE 为 53x, 低于行业平均。考虑到轻量化结构件新产品处于上量阶段, 海外市场加速布局, 布局机器人领域打开成长边界, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表42: 浙江荣泰可比公司估值表 (亿元人民币, 截至 2025 年 5 月 8 日)

标的	市值	收入			净利润			PS			PE		
		24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E	24A	25E	26E
平安电工	60	10	13	16	2	3	3	5.7	4.6	3.7	27	23	19
双林股份	306	49	57	66	5	5	6	6.3	5.4	4.6	62	60	50
北特科技	160	20	24	29	1	1	2	8.0	6.8	5.6	224	144	99
震裕科技	192	71	89	108	3	4	5	2.7	2.1	1.8	76	49	36
行业平均								5.7	4.7	3.9	97	69	51
浙江荣泰	173	11	16	21	2	3	5	15.3	10.9	8.1	75	53	37

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

备注: 可比公司来自 Wind 一致预测, 浙江荣泰为国盛证券预测

风险提示

- 1、行业需求不及预期风险:** 若下游整车、家电等行业需求不及预期, 将会影响公司云母材料等业务需求;
- 2、海外市场推进不及预期的风险:** 若海外客户拓展进度、海外工厂投产进度不及预期, 将会影响公司未来业绩;
- 3、原材料价格波动风险:** 若有机硅胶水、泡棉胶带等其他原材料价格短期内出现上涨, 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;
- 4、市场竞争加剧的风险:** 若未来其他竞争对手取得资质认证, 与公司客户形成长期稳定的合作关系, 而公司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。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com