

汽车

2025 年 06 月 20 日

林泰新材 (920106)

——湿式纸基摩擦片国产稀缺标的，十年磨一剑，成长拐点已至

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2025 年 06 月 19 日

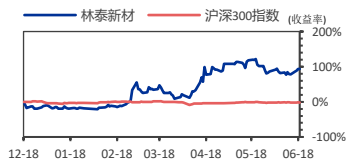
收盘价 (元)	93.88
一年内最高/最低 (元)	153.30/52.70
市净率	10.6
股息率% (分红/股价)	0.64
流通 A 股市值 (百万元)	1,591
上证指数/深证成指	3,362.11/10,051.97

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	12.42
资产负债率%	18.37
总股本/流通 A 股 (百万)	56/17
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

研究支持

郑菁华 A0230123060001
zhengjh@swsresearch.com

联系人

郑菁华
(8621)23297818×
zhengjh@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **湿式纸基摩擦片国产稀缺标的，混动放量+突破国际客户。**公司十年磨一剑，掌握了自动变速器湿式纸基摩擦片制造的核心技术，在国内乘用车领域打破垄断、实现国产替代，是目前国内唯一为乘用车批量配套的国产供应商。2024 年以来，以比亚迪、吉利为代表的 DHT 项目放量，公司业绩迎来成长拐点，2025Q1 营收、归母同比增长 107%、288%，同时公司麦格纳 DCT 项目 2024 年 12 月成功投产，开始从国内走向国际。
- **高进入壁垒构筑护城河，量产后放量迅速，公司业绩成长拐点已至。**自动变速器是汽车动力总成的核心部件，早期我国一直被“卡脖子”，后来随着盛瑞传动等国内厂商实现国产化，再加上混动时代 DHT 弯道超车，国产厂商逐步崛起。在自动变速器中，摩擦片（包括湿式纸基摩擦片、对偶片）是关键零部件，但其价值量占比仅 2-3%，且认证周期长达 3-5 年、投入大，因此下游整车厂或变速器厂商切换摩擦片供应商的意愿不强，该市场长期被美国博格华纳、日本达耐时等厂商占据。公司是国内首个突破垄断的国产厂商，目前国内市占率第三（4.0%），该产品是平台型产品，量产后放量迅速，2024 年 2 月比亚迪 DMi 项目量产后，当年比亚迪即成为公司第一大客户，贡献收入 4446 万元，后续随着吉利、麦格纳中国等项目依次放量，预计公司业绩将保持快速增长。
- **乘用车：混动系主要增长极，纯电潜力大，后市场需求可期。**混动车是新能源车未来重要发展方向，构成自动变速器摩擦片的主要增长极；油车虽然整体规模被挤压，但出口稳中有升，自动变速器摩擦片出口需求的增长将减缓需求萎缩；纯电车目前一般不装配自动变速器，但出于性能优化的考虑，装配变速器是长期发展趋势，给自动变速器摩擦片带来潜在空间。自动变速器摩擦片长期在高温高压状态下摩擦工作，自动变速器维修一般都要更换摩擦片，而我国日益增加且庞大的汽车保有量，带来了较大的后市场需求。根据我们测算，预计 2035E 我国乘用车自动变速器摩擦片市场规模为 51.12 亿元。
- **工程机械&商用车：自动变速器渗透率提升，长期具发展潜力。**1) **工程机械&农机：**湿式纸基摩擦片性能优于粉末冶金摩擦片，国内外工程机械头部厂商已使用，预计到 2035E 我国工程机械纸基摩擦片渗透率达 60%，市场规模达 57 亿元，公司已进入三一、徐工等供应链，有望充分受益。2) **商用车：**随着我国商用车朝自动挡、混动化两大方向发展，预计到 2035E 我国商用车自动挡渗透率将超 90%，市场规模达 3 亿元，同样带来湿式纸基摩擦片需求。
- **盈利预测及估值：**公司是国内稀缺的湿式纸基摩擦片标的，对标美国博格华纳，业绩成长拐点已至，短期看比亚迪、吉利、麦格纳中国等项目放量，长期看拓展至工程机械等其他领域空间广阔。我们预计公司 2025-2027E 实现归母净利润 1.53、2.19、2.83 亿元，对应当前 PE 分别为 34、24、19X，以 2026E 为基准年份，可比公司旺成科技、北摩高科、豪能股份 2026E 平均 PE 为 31X，目标市值为 68.32 亿元，仍有 30.4% 的上涨空间，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**客户新项目开发失败的风险；原材料价格波动的风险；产品价格下降的风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	313	101	500	703	890
同比增长率 (%)	51.3	107.4	59.9	40.6	26.6
归母净利润 (百万元)	81	38	153	219	283
同比增长率 (%)	64.8	287.6	88.3	43.3	29.4
每股收益 (元/股)	2.44	0.97	2.73	3.92	5.07
毛利率 (%)	43.7	49.0	48.4	49.2	49.9
ROE (%)	18.4	7.7	26.0	28.2	27.6
市盈率	65		34	24	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司是国内稀缺的湿式纸基摩擦片标的，对标美国博格华纳，业绩成长拐点已至，短期看比亚迪、吉利、麦格纳中国等项目放量，长期看拓展至工程机械等其他领域空间广阔。我们预计公司 2025-2027E 实现归母净利润 1.53、2.19、2.83 亿元，对应当前 PE 分别为 34、24、19X，以 2026E 为基准年份，可比公司旺成科技、北摩高科、豪能股份 2026E 平均 PE 为 31X，目标市值为 68.32 亿元，仍有 30.4% 的上涨空间，首次覆盖给予公司“买入”评级。

关键假设点

1) 湿式纸基摩擦片：单价方面，2025E 比亚迪营收占比进一步提升继续压制平均单价，2026-2027E 吉利、麦格纳中国等客户占比提升，带动平均单价回升；**销量方面**，公司以销定产，我们预计 2025-2027E 主要增量来源于吉利、麦格纳中国等客户的放量；**综合来看，我们预计 2025-2027E 湿式纸基摩擦片收入分别为 2.23、3.19、4.04 亿元。毛利率方面**，2025-2027E 虽然受到募投转固折旧影响，但产能扩张较快规模效应显著，毛利率持续提升，我们预计 2025-2027E 湿式纸基摩擦片毛利率分别为 53.5%、54.0%、55.0%。

2) 对偶片：公司下游客户一般配套采购湿式纸基摩擦片和对偶片，因此变化基本一致。单价方面，2025E 比亚迪营收占比提升压制平均单价，2026-2027E 随着其他客户占比提升，平均单价回升；**销量方面**，我们预计 2025-2027E 吉利、麦格纳中国等客户放量带动销量提升；**综合来看，我们预计 2025-2027E 对偶片收入分别为 1.91、2.69、3.36 亿元。毛利率方面**，受规模效应、主要原材料钢材价格下降的影响，对偶片毛利率逐年提升，逐步向湿式纸基摩擦片毛利率靠拢，2025E 同样受募投折旧影响增幅略小，我们预计 2025-2027E 对偶片毛利率分别为 53.3%、53.8%、54.8%。

有别于大众的认识

市场认为新能源汽车渗透率提升将压缩摩擦片市场空间。新能源车中，混动车必配自动变速器，而纯电动车目前一般不装配，我们认为未来混动和纯电都将是新能源技术重要发展方向，且近年来混动增速提速，快于纯电，因此混动车是自动变速器摩擦片需求的重要增长极。长远来看，为了提升性能，纯电动车也需要装配变速器，且目前高端纯电车已开始应用，因此我们认为纯电车带来自动变速器摩擦片的潜在空间。综上，我们认为新能源汽车渗透率提升，在短中长期都将成为需求增长重要驱动力。

股价表现的催化剂

业绩持续快速增长；新项目放量；打入新客户供应链。

核心假设风险

客户新项目开发失败的风险；原材料价格波动的风险；产品价格下降的风险。

目录

1. 湿式纸基摩擦片国产稀缺标的，混动放量+突破国际客户 ..6	
2. 关键零部件，替代难度大，高进入壁垒构筑护城河.....10	
2.1 关键零部件但价值量低，认证周期长，替代难度大	10
2.2 高进入壁垒构筑护城河，放量后快速成长且可持续	12
3. 乘用车：混动系主要增长极，纯电潜力大，后市场需求可期	
.....15	
4. 工程机械、商用车：渗透率提升，长期具发展潜力.....20	
5. 盈利预测及估值.....23	
5.1 盈利预测	23
5.2 公司估值	24
6. 风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司股权结构图（截至 2025/6/18）	7
图 3：2020-2025Q1 公司营收、归母净利润情况	8
图 4：2021-2024 年公司营收拆分-按产品（百万元）	8
图 5：2021-2023 年公司主要产品销量及平均单价	8
图 6：2021-2024 年公司主营收入拆分-按终端车型（百万元）	9
图 7：2021-2025Q1 公司毛利率情况.....	9
图 8：2021-2025Q1 公司净利率及费用率.....	9
图 9：自动变速器摩擦片构成.....	10
图 10：我国湿式纸基摩擦片行业市场份额情况	11
图 11：DCT 变速器关键部件价值量占比.....	12
图 12：公司湿式纸基摩擦片产能相关情况	15
图 13：公司对偶片产能相关情况	15
图 14：我国乘用车产销量相关情况.....	15
图 15：我国乘用车内销、出口相关情况.....	15
图 16：我国乘用车市场各系品牌销量情况（万辆）	16
图 17：我国各动力类型乘用车销量同比增速	17
图 18：我国乘用车销量结构-按动力类型（万辆）	17
图 19：我国传统燃油乘用车出口量情况.....	18
图 20：我国汽车保有量-分传统能源汽车、新能源汽车（百万辆）	19
图 21：我国工程机械和农机自动变速器摩擦片市场规模及预测	21
图 22：我国自动挡重卡销量及占比情况.....	22
图 23：我国混动商用车销量及占比.....	22
图 24：我国商用车自动变速器摩擦片市场规模及预测	22
表 1：公司产品情况.....	6
表 2：汽车变速器分类及相关情况.....	10
表 3：不同变速器摩擦片装配位置.....	10
表 4：公司部分客户变速器供应商情况及量产历程.....	12

表 5：2019-2024 年每年公司前五大客户收入及部分客户新增项目情况（百万元）	13
表 6：公司正在开发、导入的主要客户情况（截至 2024 年 9 月）	14
表 7：新能源车变速器分类	16
表 8：部分应用变速器的纯电动车情况	18
表 9：我国乘用车自动变速器摩擦片市场规模测算	20
表 10：粉末冶金摩擦材料、纸基摩擦材料对比	21
表 11：公司分业务盈利预测	24
表 12：可比公司估值表	25

1. 湿式纸基摩擦片国产稀缺标的，混动放量+突破国际客户

乘用车湿式纸基摩擦片打破垄断，唯一为乘用车批量配套的国产供应商。公司成立于2015年，掌握了湿式纸基摩擦片制造的核心技术，自主研发的产品打破了国外公司在乘用车自动变速器摩擦片领域内的垄断，在国内整车厂和变速器厂商中实现了国产替代，是国内唯一为乘用车批量配套该产品的国产厂商。

比亚迪、吉利混动项目放量，打入麦格纳，同步开发工程机械等应用。自成立以来，公司从传统燃油车的液力自动变速器（AT）、无级变速器（CVT）、双离合变速器（DCT）项目开始替代，进入了南京邦奇、盛瑞传动、万里扬、上汽变速器、东安汽发等客户供应链。随着新能源汽车渗透率的提升，近年来公司持续替代混合动力专用变速器（DHT）、纯电动汽车专用变速器（DET）项目，2024年比亚迪、吉利等项目陆续投产。除国产厂商外，2024年12月，公司麦格纳DCT项目成功投产，进入了全球知名的汽车零部件供应商的供应链体系，初步成长为一家具有较强市场竞争力的汽车关键核心零部件生产商。公司在乘用车领域持续替代的同时，也在开发工程机械、高端农机、特种车辆、低空飞行器、船舶等应用，向成为全球领先的自动变速器摩擦片供应商的目标稳步迈进。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司产品分为自动变速器湿式纸基摩擦片、对偶片和离合器总成。前两者组成自动变速器摩擦片，具有摩擦系数稳定、耐热耐久性好、换挡舒适性好等特征，主要在液力驱动的湿式离合器和制动器中用来传递扭矩，适用于各类车辆、工程机械、高端农机等，目前应用最广的是乘用车自动变速器，细分应用分为 AT、CVT、DCT、DHT、DET 等。公司也会根据下游自动变速器厂商的需求，提供离合器总成产品，装配于汽车自动变速器中，为汽车提供传递动力的作用。

表 1：公司产品情况

具体产品	细分应用	产品图片	终端车型	特征
------	------	------	------	----

自动变速器湿式纸基摩擦片	AT (液力自动变速器)		乘用车、工程车辆、高端农机、轮式装甲车辆	● 摩擦系数稳定 ● 耐热耐久性好 ● 换挡舒适性好
	CVT (无级变速器)		乘用车	
	DCT (双离合)		乘用车	
	DHT (混合动力专用变速器)		插电式混合动力汽车	
	DET (纯电动汽车专用变速器)		纯电动汽车	
对偶片	同上		同上	较稳定的表面粗糙度、平面度、硬度以及屈服强度
离合器总成	CVT、DHT		乘用车	-

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

股权结构相对分散，两家全资子公司分管生产和人才招揽。截至 2025 年 6 月 18 日，公司实控人刘健、宋莘莘夫妇合计直接控制公司 21.0%股份，通过爱思达（实控人持股平台）、无锡臻泰（员工持股平台）间接控制公司 8.1%股份，合计控制公司 29.1%股份。公司股权结构相对分散，前十大股东中多数为私募基金，在 2016-2020 年期间陆续通过增资或股权转让成为公司股东。公司设有两家全资子公司，其中南通林泰为公司生产基地以及募投项目实施主体，上海林泰用于招揽优秀人才、技术开发和业务开拓。

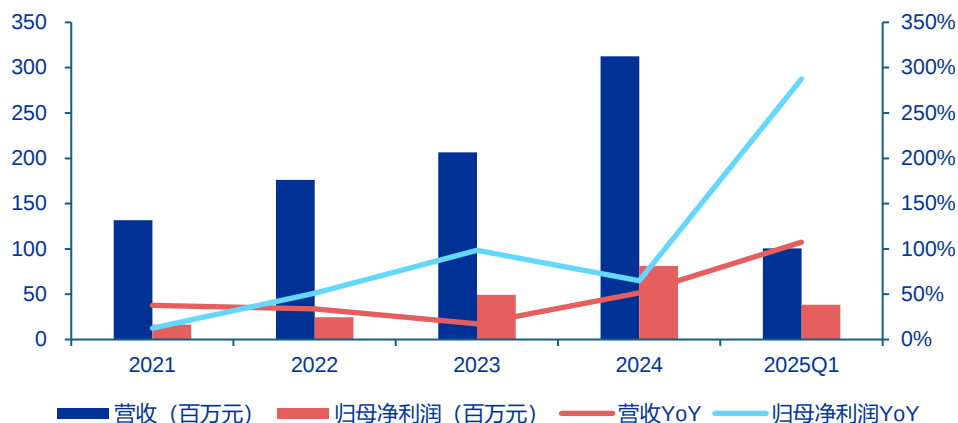
图 2：公司股权结构图（截至 2025/6/18）



资料来源：Wind，申万宏源研究

β、α共振下，营收归母持续增长。2021-2025Q1，在β和α共同作用下，公司营收、归母净利润持续增长，β方面，在自主可控趋势下国产自动变速器摩擦片需求不断增长，α方面，公司经过多年的项目开发，不断有新项目投产，尤其是2024年在比亚迪、吉利、上汽等DHT项目上快速突破，成为公司业绩新增长点。2025Q1，公司实现营收1.01亿元，YoY+107.4%，实现归母净利润3836万元，YoY+287.6%，主要系公司主要客户比亚迪、长安汽车、吉利汽车等需求逐步放量所致。

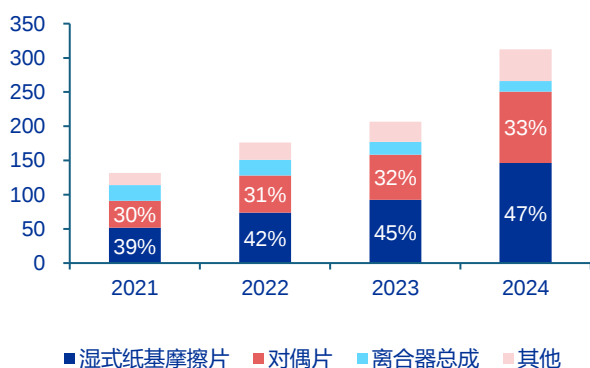
图3：2020-2025Q1 公司营收、归母净利润情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

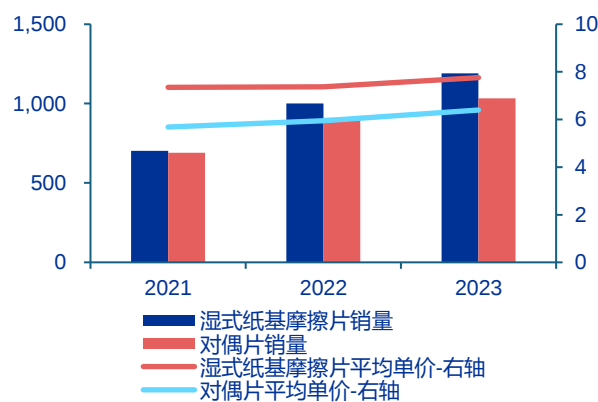
主要产品配套使用，结构稳定，量价齐升带动收入持续增长。公司收入主要来源于湿式纸基摩擦片和对偶片，这两个产品配套构成自动变速器摩擦片，增幅基本一致，因此公司产品结构相对稳定。2021-2024年两个主要产品收入持续增长，2024年营收占比分别为46.8%、33.4%，主要系量价齐升所致，销量增长主要原因为我国自主品牌汽车占有率逐步提升以及公司在下游客户处不断有新项目投产，平均单价增长主要原因为随着公司投产项目增加，市场竞争力不断增强，新产品价格上升。

图4：2021-2024 年公司营收拆分-按产品（百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图5：2021-2023 年公司主要产品销量及平均单价



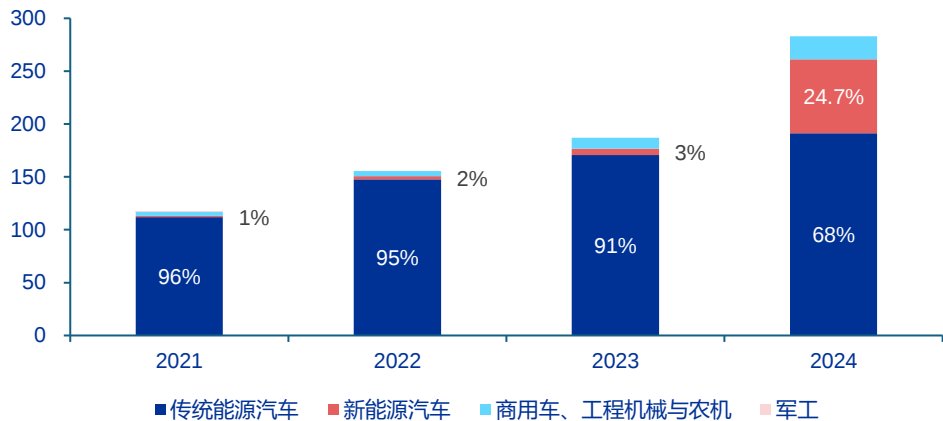
资料来源：Wind，申万宏源研究

注：销量单位为万片，平均单价单位为元/片。

目前主要应用于乘用车，24年新能源汽车成为新增长点。目前公司产品主要应用于乘用车自动变速器中，传统能源汽车和新能源汽车主营收入占比维持在90%以上，但随着公

司产品的逐步替代，在传统能源汽车国产厂商处的增速逐步放缓，新能源汽车增速提速，2024 年新能源汽车主营收入占比激增至 24.7%，主要来源于混动车和插电式混动车。除乘用车外，公司在商用车、工程机械与农机领域也同步开发，收入占比也逐步增加，从 2021 年的 3.2%增长至 2024 年的 7.7%。

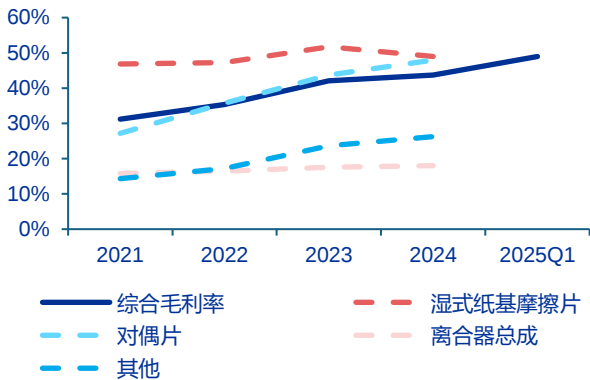
图 6：2021-2024 年公司主营收入拆分-按终端车型（百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

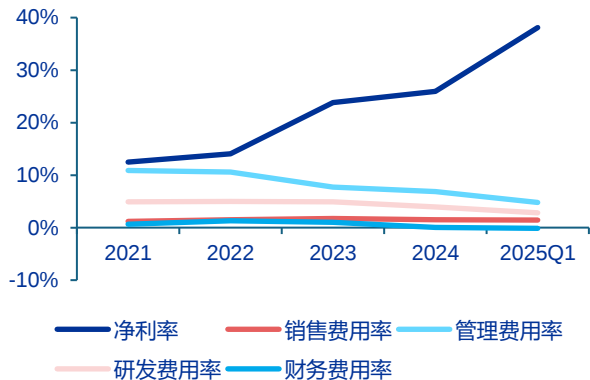
盈利能力持续提升，费用金额相对变动较小。2021-2025Q1，公司综合毛利率持续提升，其中湿式纸基摩擦片毛利率相对稳定，维持在 48.7%左右，对偶片毛利率提升显著，从 2021 年的 27.2%逐年增长至 2024 年的 48.0%，主要原因为主要原材料钢材价格持续下降。2021-2025Q1，公司净利率提升显著，从 2021 年的 12.5%提升至 2025Q1 的 38.1%，一方面因为综合毛利率从 2021 年的 31.2%提升至 2025Q1 的 49.0%，另一方面因为公司费用金额相对变动较小，而收入快速增长，导致费用率显著下降。

图 7：2021-2025Q1 公司毛利率情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：2021-2025Q1 公司净利率及费用率



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 关键零部件，替代难度大，高进入壁垒构筑护城河

2.1 关键零部件但价值量低，认证周期长，替代难度大

自动变速器：汽车动力总成核心部件，国产厂商逐步崛起。自动变速器是汽车动力总成的核心部件，也是汽车零部件中技术含量最高、最复杂的产品之一，一直是我国自主品牌汽车的“痛点”。早期，国内自动变速器依赖进口，主要因为我国自动变速器行业起步晚、与国外差距大，但经过多年的自主创新，国内相关产业已经取得了非常大的进步，以盛瑞传动、万里扬为代表的企业，在 AT、CVT、DCT 等变速器上不断取得产业化突破，同时随着国内混合动力汽车渗透率的提升，DHT 的装载量快速增长，2024 年达到 371.3 万台，同比增长 94.6%。

表 2：汽车变速器分类及相关情况

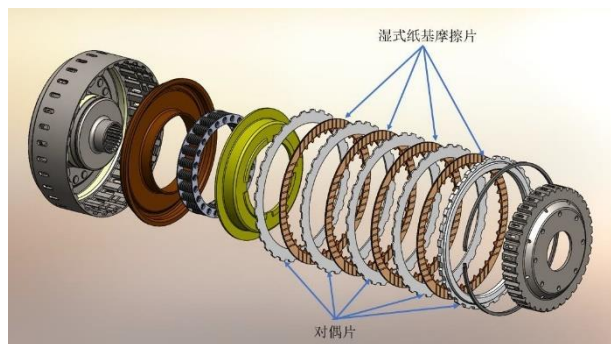
类型	结构	特点	适配车型	2023 年搭载量 (万台)	主要国产厂商
手动变速器 (MT)	离合器+定轴齿 轮组	结构简单、成本 低	入门级廉价车型	156	青山工业、上汽变速器、法士 特、盛瑞传动、东安动力、万 里扬、蓝黛传动、安徽星瑞等
机械自动变速器 (AMT)	离合器+定轴齿 轮组		入门级车型、注 重驾驶感受		
液力自动变速器 (AT)	液力变矩器+行 星齿轮组	技术成熟、成本 高、结构复杂	中端车型，以欧 美系为主 高端及豪华车型	447	盛瑞传动、东安动力、蓝黛传 动、双林股份等
双离合自动变速 器 (DCT)	双离合+定轴 齿轮组	换挡高效、成本 高、结构复杂	德系和自主品牌 主要装配，其次 为美系和韩系	563	青山工业、上汽变速器、蜂巢 易创、宁波上中下、比亚迪等
无级变速器 (CVT)	液力变矩器+行 星齿轮+钢带+ 锥形轮	成本低、舒适、 油耗低	日系和自主品牌 主要装配，其次 为美系入门车型	447	万里扬、湖南容大、上汽变速 器等
混合动力专用变 速器 (DHT)	双电机+多挡位 齿轮组	高效节能、结构 复杂、成本高	国产混动车型	207	比亚迪、汇想、吉利极光湾、 青山工业、蜂巢电驱动等

资料来源：华经产业研究院，盖世汽车研究院，NE 时代，申万宏源研究

摩擦片：自动变速器实现传动的关键零部件，湿式纸基摩擦片、对偶片依次交错装配。自动变速器摩擦片包括湿式纸基摩擦片和对偶片，这两者直径相近，内外齿和花键不同，依次交错装配，湿式纸基摩擦片两侧被对偶片包覆。摩擦片是自动变速器实现传动需求的关键零部件，在汽车工作时，湿式纸基摩擦片和对偶片相配合，借助油介质中形成的油膜表面张力来吸收或传递动力，从而实现制动和传动需求。不同类别的自动变速器各零部件构造存在差异，摩擦片通常装配于自动变速器的湿式离合器、制动器和液力变矩器等中。

图 9：自动变速器摩擦片构成

表 3：不同变速器摩擦片装配位置



资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

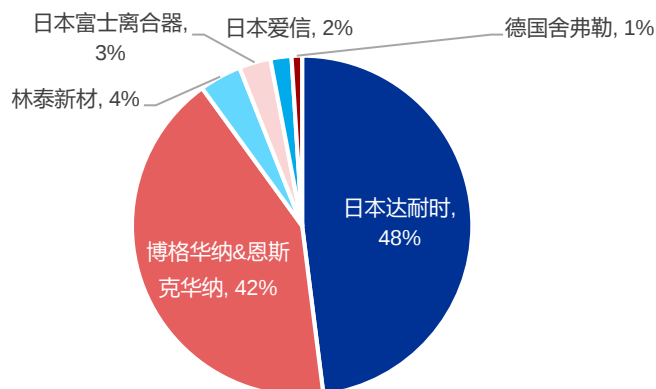
车型	变速器类型	离合器	制动器	液力变矩器
乘用车	AT变速器	√	3个	√ 2个
	DCT变速器	√	2个	
	P2+8AT混动变速器	√	4个	√ 2个
	DHT变速器	√	3个	
	DET纯电动2挡变速器	√	2个	
工程车辆	AT变速器	√	1个	
高端农机	AT变速器	√	1个	
轮式装甲车辆	AT变速器	√	1个	

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

注：离合器、制动器、液力变矩器每列右侧的数据，为各变速器所装配的相应部件的数量。

国内市场被美日企业占据，自主可控趋势下公司率先打破垄断，成为国内第三。早期，自动变速器摩擦片技术掌握在美国、日本等少数厂商手中，其自主可控既是我国制造强国重点任务之一，也是国家重点发展规划，我国把自动变速器摩擦材料列入《中国制造业重点领域技术创新绿皮书——技术路线图（2023）》规划：“至2025年，离合器总成打破国外垄断，实现部分部件国产化；至2030年，实现摩擦材料国产化，总成80%实现国产”。根据中汽协统计，我国湿式纸基摩擦片行业中，日本达耐时、博格华纳&恩斯克华纳、林泰新材、日本富士离合器、日本爱信、德国舍弗勒的市场份额分别为48.0%、42.0%、4.0%、3.0%、2.0%、1.0%，国内市场目前仍大部分被美日企业占据，但是公司已成为第三大供应商，打破了国外垄断，提前完成了2030年目标。

图 10：我国湿式纸基摩擦片行业市场份额情况



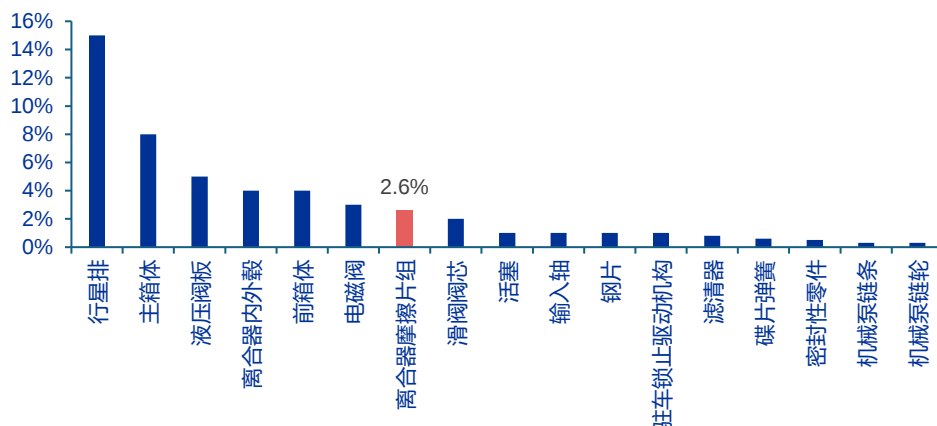
资料来源：中国汽车工业协会，公司招股说明书，申万宏源研究

我们认为，自动变速器摩擦片行业具有两大进入难点：

难点 1：认证周期长且投入大。汽车行业有着严格的供应商准入体系和标准，对供应商的认证周期和认证流程较长，从取得合格供应商资质至新产品的大规模量产也需要一定时间。自动变速器摩擦片作为核心零部件，新产品开发周期长且投入大，供应商准入需要 1-2 年，新产品开发到量产一般需要 2-3 年时间，**合计需要 3-5 年时间。**

难点 2：关键但价值量占比不高。自动变速器摩擦片在变速器中是实现传动的关键零部件，但价值量占比不高，根据汽车之家数据，DCT 变速器中摩擦片价值量占比仅为 2.6%。

图 11：DCT 变速器关键部件价值量占比



资料来源：汽车之家，申万宏源研究

综上，切入自动变速器摩擦片行业颇具难度，首先摩擦片技术长期被博格华纳、达耐时等少数厂商垄断，其次摩擦片作为关键零部件，价值量占比不高，但认证周期长达 3-5 年且投入较大，下游整车厂或变速器厂商切换摩擦片供应商的意愿不强。

2.2 高进入壁垒构筑护城河，放量后快速成长且可持续

首个实现进口替代的公司，高进入壁垒构筑护城河。公司经过多年的研发，掌握了湿式纸基摩擦片制造的核心技术，抓住我国自动变速器国产化的产业趋势，与下游国产变速器厂商共同攻坚，2016 年公司产品批量配套在盛瑞传动开发的 8AT 项目上，2017 年该项目荣获 2016 年度国家科技进步一等奖，标志着自动变速器摩擦片领域进口替代的开端。随后，公司 AT、CVT 项目陆续量产，客户群体覆盖南京邦奇、盛瑞传动、万里扬等变速器厂商以及吉利、上汽、长安等整车厂。近年来，随着我国混合动力汽车的发展，各大整车厂陆续推出 DHT 变速器，公司产品也在比亚迪 DMi、吉利雷神智擎 Hi-X DHT Pro、上汽 HT11 等 DHT 变速器上实现量产。除国产厂商外，公司也积极推进国际客户认证，2022 年进入麦格纳供应商体系，2024 年 12 月麦格纳 DCT 项目成功投产，为公司未来进入国际市场打下了坚实的基础。目前，公司是国内唯一为乘用车批量配套提供湿式纸基摩擦片的国产厂商，考虑到该行业进入门槛较高，我们认为短期内其他厂商进入该行业也较为困难，公司凭借先发优势有望不断拓展新客户，巩固市场地位。

表 4：公司部分客户变速器供应商情况及量产历程

整车厂/变速器厂	量产的主要变速器型号和类型	湿式纸基摩擦片供应商情况	部分项目量产历程							
			2016	2017	2018	2020	2021	2022	2023	2024
南京邦奇	CVT	林泰+国外供应商	VT2/3							
盛瑞传动	8AT	林泰+国外供应商	8AT							

万里扬	CVT18	林泰		CVT1 8	
	CVT25	林泰+国外供应商			CVT2 5
蓝黛变速器	6AT	林泰			6AT
坤泰传动	DHT	林泰			
容大变速器	CVT	林泰+国外供应商			
吉利变速器 (吉利汽车)	6AT	林泰	4AT	6AT	
吉利极光湾 (吉利汽车)	DHT	对偶片：林泰+国外供应商 湿式纸基摩擦片： 林泰已开始提供		雷神 智擎 DHT	DHT1 60
	DET	-			
上汽变速器 (上汽集团)	CVT180	林泰		CVT1 80	
	CVT250	-			
	CTF25	林泰+国外供应商			
	DHT	林泰+国外供应商			HT11
东安汽发 (长安汽车)	6AT	林泰		6AT	
	8AT	林泰			8AT
	DHT	-			
蜂巢易创 (长城汽车)	AT	-			
	DCT	-			
	DHT	对偶片：林泰+国外供应商			Hi4-T
比亚迪	DHT	林泰+国外供应商			DMi
麦格纳	DCT	林泰+国外供应商			DCT

资料来源：公司一轮问询回复，申万宏源研究

注：该表格根据公司一轮问询回复梳理，部分变速器型号供应商情况未提及。

量产后放量迅速，麦格纳等项目依次放量维持快速增长。公司自动变速器摩擦片产品为平台型产品，量产后放量迅速，以比亚迪为例，公司 2022 年进入其供应商体系，2024 年 2 月对其 DMi 项目正式批量供货，DMi 搭载于比亚迪王朝系列、海洋系列等插电式混合动力车型，2024 年比亚迪跻身公司第一大客户，来自比亚迪的收入为 4446 万元。同理，2022 年，公司新增配套长安 6AT 变速器，当年来自长安汽车的收入为 2626 万元，同比增长 304.6%；2024 年，公司新增配套吉利 DHT160 变速器，当年来自吉利汽车的收入为 1433 万元，同比增长 89.2%。接下来，公司麦格纳 DCT 等项目即将依次放量，预计将维持公司业绩的快速增长。

表 5：2019-2024 年每年公司前五大客户收入及部分客户新增项目情况（百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
比亚迪						44.46
				进入供应商体系		新增配套DM-i
万里扬	4.80	9.85	19.55	20.65	39.88	44.45
					新增配套CVT25	
长安汽车			6.49	26.26	32.51	44.05
				新增配套6AT	新增配套8AT	
上汽集团	29.60	28.60	40.47	44.08	32.60	28.37
				新增配套柳州赛克CVT		新增配套HT11
吉利汽车				8.42	7.57	14.33
						新增配套DHT160
南京邦奇	16.32	13.98	9.45	7.41	8.51	
传速汽车	5.41	6.40	6.37	9.23		
天津爱达		4.26				
宁波双林	8.62					

资料来源：公司公开转让说明书，公司招股说明书，公司一轮问询回复，申万宏源研究

在开发项目充足，研发支出持续增加，保障成长可持续性。公司一直积极开拓老客户新项目以及新客户，涵盖 AT、CVT、DCT、DHT 和 DET 等各类型的变速器，并且从乘用车领域拓展至商用车、工程机械、摩托车领域，我们认为随着公司量产项目数量的增加，下游客户将切实感受到公司产品的质量，未来的项目拓展有望提速。同时，公司研发支出持续增加，从 2021 年的 645 万元逐年提升至 2024 年的 1232 万元，不断提升自动变速器摩擦片的产品性能，根据不同客户需求开发适配的产品。

表 6：公司正在开发、导入的主要客户情况（截至 2024 年 9 月）

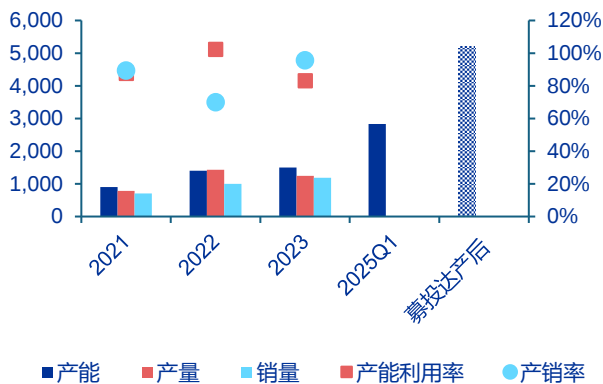
客户	项目数量	客户类型	应用领域
东安汽发	1	老客户新项目	乘用车
盛瑞传动	2	老客户新项目	乘用车
上汽变速器	2	老客户新项目	乘用车
吉利汽车	3	老客户新项目	乘用车
俄罗斯 KATE	1	老客户新项目	乘用车
蜂巢易创	2	老客户新项目	乘用车
青山工业	1	新客户	乘用车
麦格纳	1	新客户	乘用车
纳铁福	1	新客户	乘用车
绿传科技	1	新客户	乘用车/商用车
万里扬	4	老客户新项目	商用车/摩托车/工程机械
一汽解放	1	新客户	商用车
西安双特	3	新客户	商用车
徐工机械	3	新客户	工程机械
索特传动（三一重工）	1	新客户	工程机械

资料来源：公司一轮问询回复，申万宏源研究

积极扩充产能，募投预计 2025 年完成，匹配下游需求放量。为了满足快速增长的需求，公司积极扩充产能，截至 2025 年 3 月末，公司现有产能已提升至湿式纸基摩擦片 2834 万片、对偶片 1868 万片。公司募投项目也在有序建设中，部分设备已陆续完成验收并已开始逐步释放产能，剩余主要生产设备预计将在 2025 年陆续购置完毕，募投项目全部建成并完

成产能爬坡后，公司湿式纸基摩擦片和对偶片的产能预计将分别达到 5200 万片和 4500 万片。

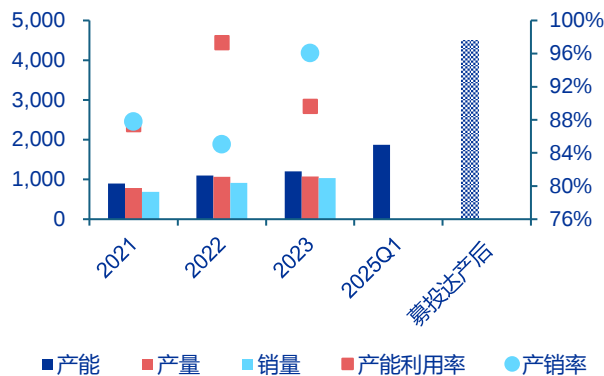
图 12：公司湿式纸基摩擦片产能相关情况



资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年年报，申万宏源研究

注：产能、产量、销量单位为万片。

图 13：公司对偶片产能相关情况



资料来源：公司招股说明书，公司 2024 年年报，申万宏源研究

注：产能、产量、销量单位为万片。

3. 乘用车：混动系主要增长极，纯电潜力大，后市场需求可期

内外需共同作用下，我国乘用车产销稳步增长，带动上游零部件需求增长。汽车行业作为我国经济的重要支柱产业，产销量整体呈现稳增态势，在经历了 2018-2020 年宏观经济、中美贸易战等不利因素影响下的产销下滑后，自 2021 年开始内需复苏、出口发力，汽车行业整体恢复形势持续向好。内销方面，在汽车行业逐步成为存量市场的背景下，2024 年以来逐步加码的“两新”政策，有效刺激内需增长，2024 年我国乘用车内销为 2262 万辆（YoY+2.9%），2025 年前五个月为 892 万辆（YoY+13.9%），同比实现两位数增长，政策刺激效果持续显现；外销方面，自 2021 年出口井喷式增长以来，我国汽车出口屡创佳绩，2023 年成为全球汽车出口第一，乘用车出口量达 408 万辆。我们认为未来在内、外需共同作用下，我国乘用车产销量仍将稳步增长，而汽车行业产业链长、关联度高，乘用车产销增长将带动上游零部件需求持续增长。

图 14：我国乘用车产销量相关情况

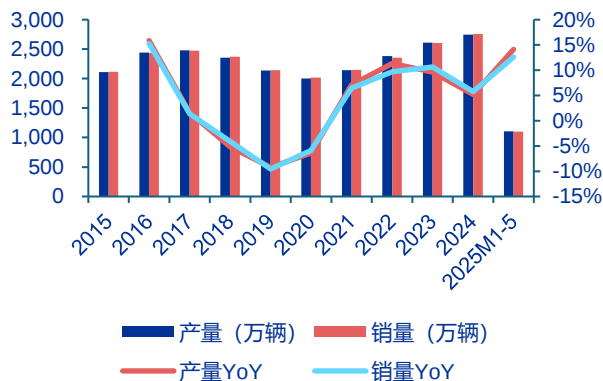
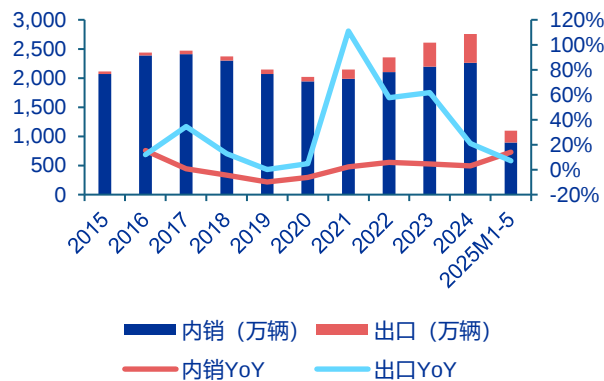


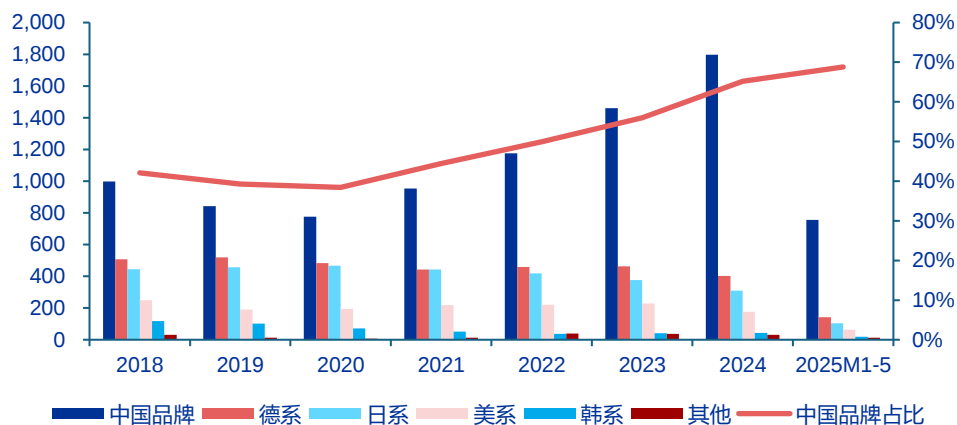
图 15：我国乘用车内销、出口相关情况



资料来源：中国汽车工业协会，Wind，申万宏源研究

资料来源：中国汽车工业协会，Wind，申万宏源研究

自主品牌崛起推动自动变速器摩擦片自主可控。随着我国自主品牌汽车技术的不断进步和完善，以及终端消费者对自主品牌汽车的接受度不断提高，在国外品牌汽车销量小幅波动甚至呈现下滑趋势的同时，我国自主品牌乘用车销量自 2021 年起保持快速增长，从 2021 年的 954 万辆增长至 2024 年的 1797 万辆，CAGR（21-24 年）为 23.5%，市占率也从 2021 年的 44.4%提升至 2024 年的 65.2%，2025 年前五个月达到 68.8%，创历史新高。自主品牌的崛起，一方面促进了汽车核心零部件的自主可控，另一方面也给实现国产化的零部件厂商带来了不断增长的空间，我们认为自动变速器摩擦片作为乘用车变速器的核心零部件，将成为自主可控的重要环节。

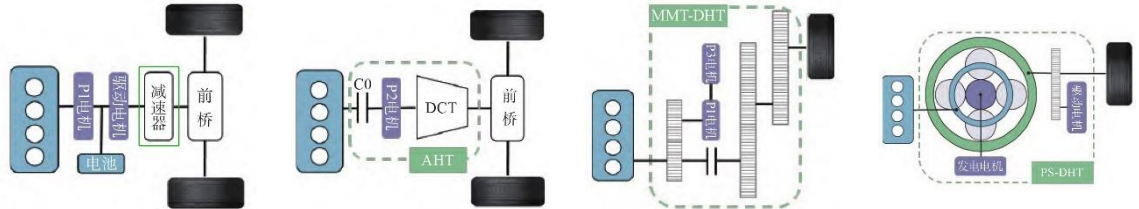
图 16：我国乘用车市场各系品牌销量情况（万辆）

资料来源：中国汽车工业协会，申万宏源研究

油车、HEV、PHEV 必备变速器，目前 BEV、REEV 一般不装配。传统燃油车的驱动动力源为发动机，特点是变速范围小、扭矩变化范围不能满足实际路况，因此必须装配变速器，用于改变传动比以满足不同行驶工况对牵引力的需求，使发动机尽可能在有利的工作下工作，以满足可能的行驶速度要求；而随着新能源车的发展，作为传统燃油车三大件之一的变速器，也面临新的挑战。**纯电动车（BEV）和增程式电动车（REEV）**的驱动动力源为发电机，不同于发动机，发电机的功率是恒定的，可以自动输出汽车克服阻力所需要的扭矩，并且可获取该阻力的最高转速，不需要通过变速器进行调节，同时考虑到空间占用和成本，**目前这两类车型一般不装配变速器，而选择装配单级减速器，后者则不需要使用湿式纸基摩擦片。****混合动力车（HEV）和插电式混合动力车（PHEV）**则由发动机和电动机共同驱动或者各自单独驱动，因此**仍须装配变速器**，技术路线分为拓展式混合动力变速器（AHT）和混动专用变速器（DHT），前者多为欧洲车企采用，而**我国车企则多采用 DHT 技术路线。**

表 7：新能源车变速器分类

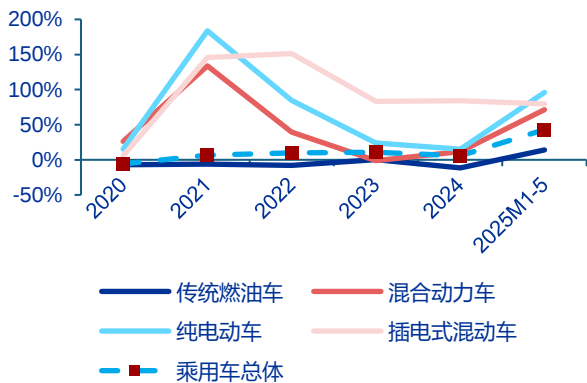
变速器	单级减速器	拓展式混合动力变速器 (AHT)	多模式混动专用变速器 (MMT-DHT)	功率分流式混动专用变速器 (PS-DHT)
驱动动力源的 耦合方式	串联	并联	混联-串并联	混联-功率分流

应用车型	纯电动车、增程式电动车		混合动力车、插电式混合动力车	
代表国家/地区	-		欧洲	中国、日本
国际代表技术	日产 e-POWER		P2 单电机并联	本田 i-MMD
国际代表车型	日产轩逸		大众途观	本田 THS 丰田卡罗拉
结构	-		将 C0 离合器与 P2 电机整合到变速器中组成 AHT	双电机与离合器一起整合到变速器中组成 MMT-DHT 2 个电机与行星齿轮组成 PS-DHT
系统架构				
中国自主品牌代表车型	理想、问界、零跑、长安深蓝、东风岚图		长安 蓝鲸 iDD、长城 Hi4 T	1 挡 DHT: 比亚迪 DM-i、东风 DD-i、上汽 DMH、长安数智电驱; 2 挡 DHT: 广汽 GMC2.0、长城 Hi4; 3 挡 DHT: 吉利 雷神 4 挡 DHT: 东风 马赫

资料来源：《中国混合动力汽车动力总成技术进展》，申万宏源研究

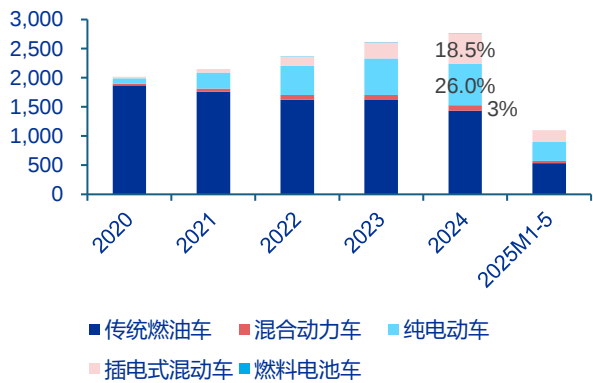
HEV+PHEV 是重要发展方向，构筑自动变速器摩擦片的主要增长极。近年来，我国乘用车销量的增长主要靠混合动力车以及纯电车、插电式混动车等新能源车拉动，2020-2024 年我国乘用车销量年均复合增速为 8.1%，按车型来看，传统燃料、混合动力、纯电、插电式混动分别为-6.4%、37.7%、65.4%、113.8%。目前，纯电车在新能源车中占比最大，2024 年我国纯电动乘用车销量为 717 万辆，占总体乘用车销量比重为 26.0%，而插电式混动乘用车占比为 18.5%。但是，受制于极端温度下续航里程减少、充电效率低、充电桩基础设施不健全等问题，纯电车的使用场景有所受限，其销量增速自 2022 年以来基本落后于插电式混动车。我们认为，未来混合动力技术、插电式混合动力技术和纯电动技术均为重要的节能/新能源汽车技术路线，混动车（包括 HEV、PHEV）的销量仍有较大的提升空间，从而带动 DHT 需求量持续增长，成为自动变速器摩擦片的主要增长动力。

图 17：我国各动力类型乘用车销量同比增速



资料来源：中国汽车工业协会，Wind，申万宏源研究

图 18：我国乘用车销量结构-按动力类型（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，Wind，申万宏源研究

注：占比计算公式分母为我国乘用车销量。

BEV 装配变速器是长期发展趋势，带来自动变速器摩擦片潜在空间。上文提到，变速器不是纯电动车的必配部件，目前纯电动车主要装配单级减速器，即可实现日常行驶功能，但纯电动车的高速电耗高于城市工况，而且当电机转速升高到临界值时，功率、扭矩急剧下降，因此变速器对于优化纯电动车能耗表现、提高巡航车速具有重要意义。目前，两挡变速器已经开始应用于高端纯电动车，比如保时捷 Taycan、奥迪 e-tron GT 等，我们认为长期来看，纯电动车传动系统的发展趋势是采用两挡或多挡变速器，来增强电机使用效率、提高续航里程、降低电耗和电驱成本，从而给自动变速器摩擦片带来潜在增长空间。

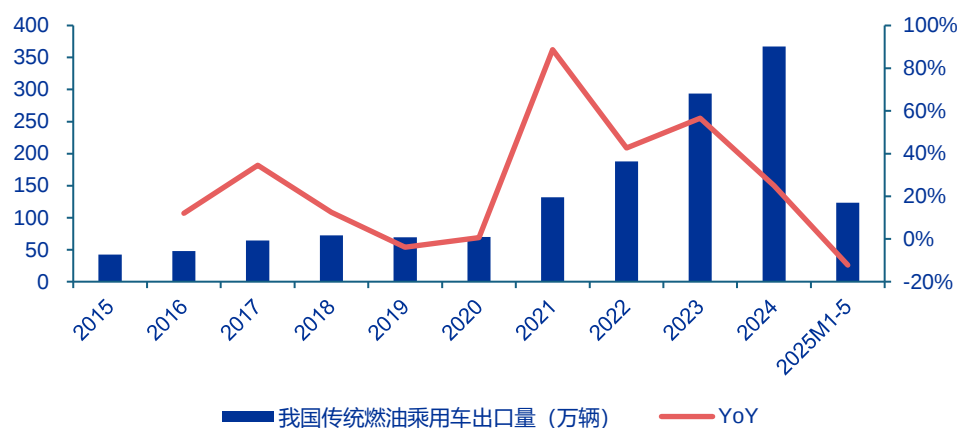
表 8：部分应用变速器的纯电动车情况

品牌	车系	级别	变速箱类型	变速箱挡位个数(个)	厂商指导价(万元)
保时捷	Taycan	中大型车	自动变速箱(AT)	2	91.80-199.80
奥迪	e-tron GT	中大型车	自动变速箱(AT)	2	99.98
	RS e-tron GT	中大型车	自动变速箱(AT)	2	124.78
奔驰	G 级新能源	中大型 SUV	自动变速箱(AT)	2	217.00
莲花跑车(吉利)	ELETRE	中大型 SUV	自动变速箱(AT)	2	81.80-101.80
	EMEYA 繁花	大型车	自动变速箱(AT)	2	80.80-100.80

资料来源：汽车之家，申万宏源研究

油车出口稳中有升，自动变速器摩擦片出口需求仍有增长，减缓油车需求萎缩。2021 年-2023 年，我国汽车出口完成三级跳，依次超越韩国、德国、日本，在 2023 年成为全球汽车出口第一。根据中国汽车工业协会数据，2024 年我国传统燃油乘用车出口量为 367 万辆，同比增长 25.0%，高于乘用车整体出口量的同比增速（21.0%），是我国汽车产业出口的重要动力。我们认为，虽然我国传统燃油乘用车内销规模有所萎缩，但出口稳中有升，仍会带来自动变速器摩擦片需求增长，减缓油车需求下降。

图 19：我国传统燃油乘用车出口量情况



资料来源：中国汽车工业协会，Wind，申万宏源研究

注：包括柴油乘用车、汽油乘用车。

我国汽车保有量基数庞大，自动变速器摩擦片后市场未来可期。自动变速器摩擦片长期在高温高压状态下摩擦工作，自动变速器维修一般情况都要更换摩擦片，根据公安部数

据，截至 2024 年底，我国汽车保有量为 3.53 亿辆，其中新能源汽车保有量为 3140 万辆，因此传统能源汽车保有量为 3.22 亿辆，占比 91.1%，我国日益增加的、庞大的汽车保有量基数，带来了较大的自动变速器摩擦片售后市场需求。

图 20：我国汽车保有量-分传统能源汽车、新能源汽车（百万辆）



资料来源：公安部，Wind，申万宏源研究

我国乘用车自动变速器摩擦片市场规模测算：

说明 1：目前主要使用摩擦片的车型为自动挡油车、混动车（包括混合动力车、插电式混动车），手动挡油车不使用，纯电动车、燃料电池车部分使用，但纯电动车大规模装配变速器时点不确定，燃料电池技术仍处于起步阶段，因此出于谨慎考虑，我们只测算了自动挡油车和混动车的市场规模。

说明 2：自动变速器摩擦片由湿式纸基摩擦片和对偶片组合而成，市场规模测算系这两种产品的合计。

核心假设：

1) 我国乘用车销量 (包含出口)：结合中国汽车工业协会预测，我们预计 2025、2030、2035E 我国乘用车销量分别为 2874、3100、3200 万辆。

2) 自动挡油车、混动车销量占比：目前新能源车增速远高于油车，导致油车占比下滑，而新能源车拆分开来看，插电式混动车增速快于纯电车，我们认为远期来看这两者占比相当，我们预计 2025、2030、2035E 自动挡油车占比分别为 40%、35%、32%，混动车占比分别为 28%、32%、34%。

3) 我国乘用车保有量：随着我国乘用车销量稳中有升，保有量持续增长，根据中国汽车工业协会预测，我们预计 2025、2030、2035E 我国乘用车保有量分别为 3.63、4.06、4.27 亿辆。

4) 自动挡油车、混动车保有量占比：油车仍是目前占比最大的保有车型，但趋势逐年下滑，新能源车目前销量最大的是纯电车，因此混动车占比较小但呈上升趋势，我们预计 2025、2030、2035E 自动挡油车占比分别为 51%、49%、47%，混动车占比分别为 5%、9%、11%。

5) 换修比例：根据公司上市委会议反馈回复，预计我国乘用车每年换修比例为 5%。

6) 单车自动变速器摩擦片价值量：摩擦片用量与变速器中离合器/制动器数量相关，而油车变速器多为多个离合器结构、DHT 目前主流的以单离合器为主，因此油车、混动车单车价值量具有一定差异，我们假设油车、混动车单车价值量分别为 200、80 元/台。

2024 年我国乘用车自动变速器摩擦片前装市场规模为 30.03 亿元，预计到 2035E 为 29.18 亿元，基本稳定但略有小幅下滑，主要系单车价值量显著较高的油车销量减少所致；拆分来看，油车市场规模从 2024 年的 25.23 亿元小幅萎缩至 2035E 的 20.48 亿元，混动车市场规模从 2024 年的 4.80 亿元大幅增长至 2035E 的 8.70 亿元，主要增长空间在混动车。2024 年我国乘用车自动变速器摩擦片售后市场规模为 18.69 亿元，预计到 2035E 为 21.93 亿元。综上，2024 年我国乘用车自动变速器摩擦片市场规模合计为 48.73 亿元，预计到 2035E 为 51.12 亿元。

表 9：我国乘用车自动变速器摩擦片市场规模测算

	2024	2025E	2030E	2035E
我国乘用车销量（万台）	2,756	2,874	3,100	3,200
自动挡油车占比	46%	40%	35%	32%
单车自动变速器摩擦片价值量-油车（元/台）	200	200	200	200
我国自动挡油车自动变速器摩擦片前装市场规模（亿元）	25.23	22.99	21.70	20.48
混动车（混合动力+插电式混动）占比	22%	28%	32%	34%
单车自动变速器摩擦片价值量-混动车（元/台）	80	80	80	80
我国混动车自动变速器摩擦片前装市场规模（亿元）	4.80	6.44	7.94	8.70
我国乘用车自动变速器摩擦片前装市场规模（亿元）	30.03	29.43	29.64	29.18
我国乘用车保有量（万台）	35,300	36,288	40,643	42,675
自动挡油车占比	51%	51%	49%	47%
换修比例	5%	5%	5%	5%
单车自动变速器摩擦片价值量-油车（元/台）	200	200	200	200
我国自动挡油车自动变速器摩擦片售后市场规模（亿元）	18.00	18.51	19.91	20.06
混动车（混合动力+插电式混动）占比	5%	5%	9%	11%
换修比例	5%	5%	5%	5%
单车自动变速器摩擦片价值量-油车（元/台）	80	80	80	80
我国自动挡油车自动变速器摩擦片售后市场规模（亿元）	0.69	0.73	1.46	1.88
我国乘用车自动变速器摩擦片售后市场规模（亿元）	18.69	19.23	21.38	21.93
我国乘用车自动变速器摩擦片市场规模合计（亿元）	48.73	48.66	51.01	51.12

资料来源：中国汽车工业协会，公司招股说明书，公司上市委会议反馈回复，申万宏源研究

注：斜体为预测值。

4. 工程机械、商用车：渗透率提升，长期具发展潜力

湿式纸基摩擦片性能优于粉末冶金摩擦片，能够提高工程机械、农机传动品质。在工程机械和高端农机领域，目前主要采用粉末冶金摩擦片，其具有柔韧性好、导热性好、许

用载荷大、耐热性能良好、磨损率低等优点，但因密度较大、硬度高、弹性和压缩性差、动摩擦系数较低且静/动摩擦系数匹配相对不合理，一般只适合在低速、大扭矩工况条件下使用。工程机械和农机的工况比汽车复杂多样，作业时扭矩范围大、转速范围广，并且振动剧烈、稳定性差，需要频繁切换挡位来保证动力需求，湿式纸基摩擦片能够解决粉末冶金摩擦片的“痛点”，具有动摩擦系数高、动/静摩擦系数接近、传递扭矩能力强、噪音小、结合过程柔和平稳、耐磨性能良好、结构形状易于设计、成本低、容易实现自动化和批量化等优点，对工程机械、农机变速装置的传扭品质和传扭平稳性起到关键作用，从而提高车辆传扭过程的安全性、稳定性和使用寿命。

表 10：粉末冶金摩擦材料、纸基摩擦材料对比

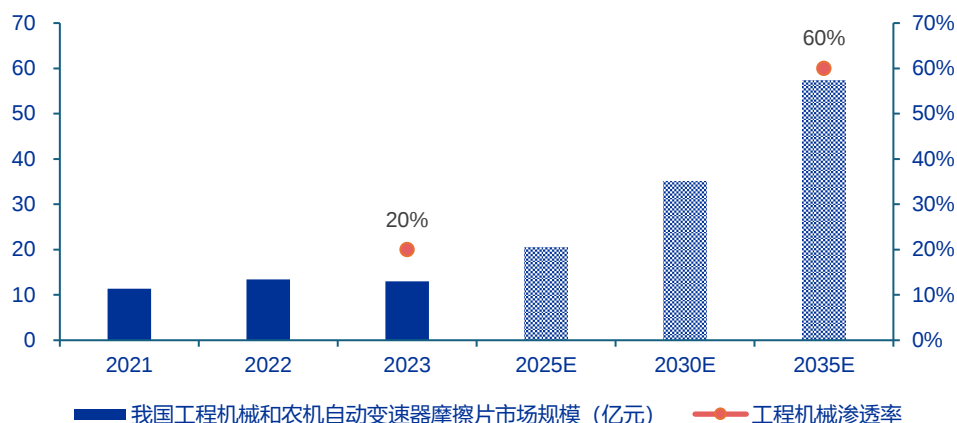
	粉末冶金摩擦材料	纸基摩擦材料
主要构成	由铁基、铜基粉状物料经混合、压型，并在高温下烧结而成	以纤维素纤维或合成纤维等作为增强纤维，加入摩擦性能调节剂和填料等成分，经成型固化工艺后，制成具有多孔、可压缩、吸湿性的在油介质中工作的摩擦材料
优点	柔韧性好、导热性好、许用载荷大、耐热性能良好、磨损率低	动摩擦系数高且稳定、静动摩擦系数之值接近、传递扭矩能力强、摩擦噪音小、结合过程柔和平稳、耐磨性能良好和结构形状可设计
缺点	密度较大，硬度高，弹性和压缩性差，动摩擦系数相对较低且静/动摩擦系数匹配相对不合理	-
应用领域	低速、大扭矩工况条件 应用于船舶、重载车辆、工程机械等	主要应用于乘用车、商用车、工程机械、高端农机、船舶、军工装备自动变速器、制动器等

资料来源：公司招股说明书，申万宏源研究

工程机械国内外头部厂商已使用，具有较大发展潜力，公司已进入三一、徐工等供应链，有望充分受益。目前，国外大型机械制造商如美国卡特彼勒、日本小松、韩国现代等，以及国内头部工程机械厂商如三一重工、徐工机械等，已经在工程机械领域使用湿式纸基摩擦片替代粉末冶金摩擦片，用作变速器和车桥的传扭部件，改变了粉末冶金摩擦片独占市场的局面。公司作为国内唯一为乘用车批量配套提供湿式纸基摩擦片的国产厂商，产品已进入三一重工、徐工机械、约翰迪尔等工程机械和高端农机领域知名客户供应链，同时还在和潍柴雷沃等客户对接验证。我们认为未来随着湿式纸基摩擦片在工程机械、高端农机领域渗透率不断提升，该领域将成为乘用车之外的需求新增点，具有较大的发展潜力，而公司作为先发进入该领域的国内领先厂商，有望充分受益。

预计到 2035 年，我国工程机械纸基摩擦片渗透率达 60%，市场规模达 57 亿元。传动方式为动力换挡的工程机械和农机主要包括挖掘机、装载机、推土机、叉车等，根据中国汽车工业协会数据，2023 年动力换挡工程机械销量约为 46.50 万台，湿式纸基摩擦片渗透率约为 20.0%，预计到 2035 年销量将升至 75.00 万台，渗透率达到 60.0%。根据中国汽车工业协会测算，2023 年我国工程机械和农机领域自动变速器摩擦片市场规模为 12.98 亿元，随着自动变速器的渗透率逐步提升，带动湿式纸基摩擦片渗透率提升，预计到 2035 年市场规模达 57.26 亿元，CAGR（23-35E）为 13.2%。

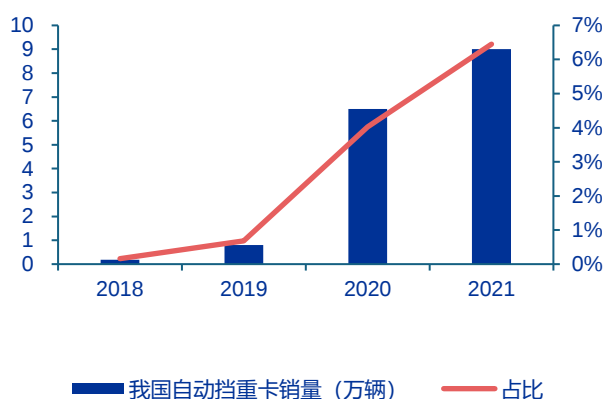
图 21：我国工程机械和农机自动变速器摩擦片市场规模及预测



资料来源：中国汽车工业协会，公司招股说明书，申万宏源研究

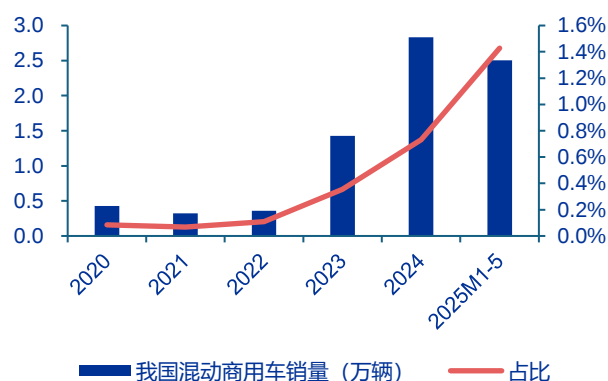
我国商用车发展有“自动挡+混动化”两大趋势。随着物流业的发展，商用车在城市货运和物流运输中扮演着越来越重要的角色，近年来在油价升高、运费降低的背景下，更省油、更高效的自动挡重卡越来越受到物流客户的青睐，其销量从2018年的0.18万辆提升至2021年的9.00万辆，渗透率从0.2%提升至6.5%。同时，随着新能源汽车的发展，未来商用车尤其是城际间物流车将会朝着混动化的方向发展，根据中国汽车工业协会数据，我国混动商用车销量从2020年的0.43万辆提升至2024年的2.83万辆，到2025年前五个月为2.50万辆，占比达到1.43%。

图 22：我国自动挡重卡销量及占比情况



资料来源：第一商用车网，申万宏源研究

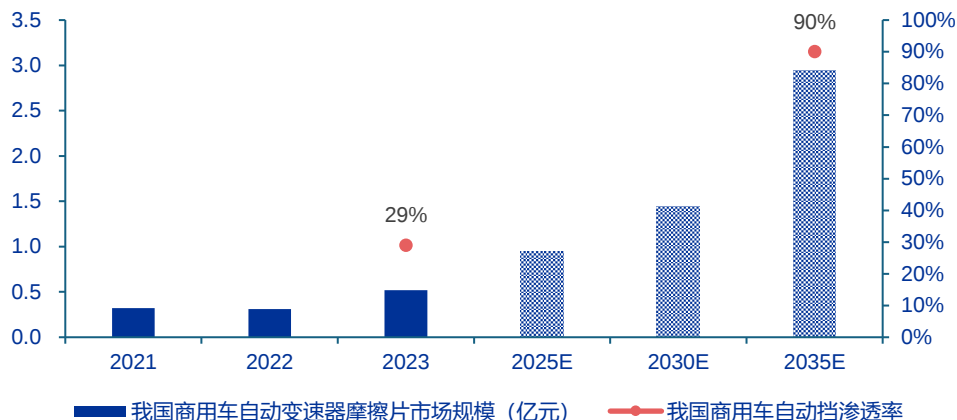
图 23：我国混动商用车销量及占比



资料来源：中国汽车工业协会，Wind，申万宏源研究
注：混动商用车包括混合动力商用车、插电式混动商用车。

预计到2035年，我国商用车自动挡渗透率超90%，市场规模达3亿元。在自动挡渗透率提升和混动化双重趋势下，我国商用车自动挡渗透率逐步提升，根据中国汽车工业协会数据，2023年为29.0%，预计到2035年超过90.0%。自动挡渗透率的提升，将带动自动变速器摩擦片需求的增长，根据中国汽车工业协会测算，2023年我国商用车自动变速器摩擦片市场规模为0.52亿元，预计到2035年达到2.94亿元，CAGR(23-35E)为15.5%。

图 24：我国商用车自动变速器摩擦片市场规模及预测



资料来源：中国汽车工业协会，公司招股说明书，申万宏源研究

5. 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

1) 湿式纸基摩擦片：单价方面，2024 年比亚迪需求放量，因其单价较低，导致当年平均单价略低于往年，2025E 比亚迪营收占比进一步提升继续压制平均单价，2026-2027E 吉利、麦格纳中国等客户占比提升，带动平均单价回升；**销量方面**，公司以销定产，2024 年业绩提升主要来源于比亚迪需求放量，我们预计 2025-2027E 主要增量来源于吉利、麦格纳中国等客户的放量；**综合来看，我们预计 2025-2027E 湿式纸基摩擦片收入分别为 2.23、3.19、4.04 亿元。毛利率方面**，2024 年比亚迪需求放量，因其毛利率较低，导致当年平均毛利率略低于往年，2025-2027E 虽然受到募投转固折旧影响，但产能扩张较快规模效应显著，毛利率持续提升，**我们预计 2025-2027E 湿式纸基摩擦片毛利率分别为 53.5%、54.0%、55.0%。**

2) 对偶片：公司下游客户一般配套采购湿式纸基摩擦片和对偶片，因此变化基本一致。单价方面，2025E 比亚迪营收占比提升压制平均单价，2026-2027E 随着其他客户占比提升，平均单价回升；**销量方面**，我们预计 2025-2027E 吉利、麦格纳中国等客户放量带动销量提升；**综合来看，我们预计 2025-2027E 对偶片收入分别为 1.91、2.69、3.36 亿元。毛利率方面**，受规模效应、主要原材料钢材价格下降的影响，对偶片毛利率逐年提升，逐步向湿式纸基摩擦片毛利率靠拢，**我们预计 2025-2027E 对偶片毛利率分别为 53.3%、53.8%、54.8%。**

3) 离合器总成：客户为上汽集团，离合器型号相同，产品单价基本稳定，销量主要受上汽集团装机量影响，与其传统能源汽车销量变动趋势较为一致，**我们预计 2025-2027E 离合器总成收入分别为 1794、1973、2072 万元，毛利率均为 18.0%。**

4) 其他：其他业务收入主要为生产过程中的钢材边角料销售收入，随着公司生产规模扩大逐年增加，收入占比相对稳定在 14%左右，**我们预计 2025-2027E 其他收入分别为 0.69、0.95、1.29 亿元，毛利率均为 26.2%。**

综合以上假设，我们预计公司 2025-2027E 实现收入 5.00、7.03、8.90 亿元，同比增速 59.9%、40.6%、26.6%，实现毛利率 48.4%、49.2%、49.9%，净利率 30.5%、31.1%、31.8%，对应 2025-2027E 净利润 1.53、2.19、2.83 亿元，对应同比增速 88.3%、43.3%、29.4%。

表 11：公司分业务盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
湿式纸基摩擦片						
收入（百万元）	73.81	92.33	146.32	222.77	318.82	404.24
YoY		25.1%	58.5%	52.2%	43.1%	26.8%
毛利率	47.2%	51.7%	48.9%	53.5%	54.0%	55.0%
对偶片						
收入（百万元）	54.11	66.11	104.34	190.64	269.01	336.38
YoY		22.2%	57.8%	82.7%	41.1%	25.0%
毛利率	35.7%	43.7%	48.0%	53.3%	53.8%	54.8%
离合器总成						
收入（百万元）	23.18	18.72	15.60	17.94	19.73	20.72
YoY		-19.2%	-16.7%	15.0%	10.0%	5.0%
毛利率	16.5%	17.6%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
其他						
收入（百万元）	24.94	29.40	46.32	68.55	95.29	128.64
YoY		17.9%	57.6%	48.0%	39.0%	35.0%
毛利率	17.2%	23.6%	26.2%	26.2%	26.2%	26.2%
合计						
收入（百万元）	176.05	206.56	312.58	499.90	702.85	889.97
YoY		17.3%	51.3%	59.9%	40.6%	26.6%
毛利率	35.4%	42.1%	43.7%	48.4%	49.2%	49.9%

资料来源：Wind，申万宏源研究

5.2 公司估值

可比公司：公司主要产品为湿式纸基摩擦片、对偶片，目前主要应用于乘用车自动变速器中，也可用于车桥等部位，也适用于工程机械、高端农机、商用车、特种车辆、船舶、低空飞行器等领域。公司是国内唯一为乘用车批量配套提供湿式纸基摩擦片的国产厂商，因此国内没有和公司产品、应用领域完全一致的上市公司，**我们结合产品、应用领域，选取旺成科技、北摩高科、豪能股份作为可比公司。**

1) 旺成科技：主要从事摩托车齿轮、摩托车离合器、传动类摩擦材料的研产销，其摩擦片产品主要应用在摩托车、全地形车、农机等领域，长期作为日本本田、日本雅马哈、印度 TVS、美国 TEAM、意大利比亚乔、越南 VMEP 等大型跨国公司一级配套零部件企业，**其湿式纸基摩擦材料与公司产品一致，且下游客户行业地位与公司下游乘用车客户相当，均为头部企业，区别在于应用领域不同，其产品主要用于摩托车领域，因此在产品 and 市场地位方面具有可比性；**

2) **北摩高科**：主要从事军、民两用航空航天飞行器起落架着陆系统及坦克装甲车辆、高速列车等制动产品的研产销，其主营业务产品中包括湿式粉末冶金类摩擦片，用于制动器中，其湿式粉末冶金类摩擦片与公司产品大类一致，均为摩擦片，区别在于应用领域不同，其产品主要用于航空航天等领域，因此在产品方面具有可比性；

3) **豪能股份**：主要从事汽车传动系统相关零部件产品的研产销，包括同步器和差速器两大总成系统，主要应用于燃油车和新能源汽车，与比亚迪、麦格纳、吉利等客户均有合作。其产品与公司产品均属于汽车传动系统零部件，且应用领域、客户重叠度较高，因此在应用领域方面具有可比性。

估值：我们采用 PE 估值法对公司进行估值，给予公司“买入”评级。三家可比公司中，豪能股份 PE 相对较低，主要因为在汽车产业链中，豪能股份相对北摩高科、旺成科技，处于更靠终端的环节，但考虑到其应用领域、客户和公司可比性较高，仍作为可比公司。公司 2025 年为产能爬坡期，募投预计 2025 年完成，因此我们以 2026E 为基准年份，可比公司旺成科技、北摩高科、豪能股份 2026E 平均 PE 为 31 倍，以公司 2026E 归母净利润 2.19 亿元，目标市值为 68.32 亿元，仍有 30.4% 的上涨空间，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 12：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价(元/股)	市值(亿元)	归母净利润(百万元)			PE(倍)		
		2025/6/19		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
830896.BJ	旺成科技	20.52	20.77	39.40	43.20	48.72	53	48	43
002985.SZ	北摩高科	26.44	87.74	224.10	357.91	460.05	39	25	19
603809.SH	豪能股份	13.63	113.61	427.47	538.11	664.16	27	21	17
平均值							39	31	26
920106.BJ	林泰新材	93.88	52.41	152.62	218.71	283.05	34	24	19

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：可比公司 2025-2027E 归母净利润预测及 PE 来源为 Wind 一致预期。

6. 风险提示

1) **客户新项目开发失败的风险**：为保障业务稳定持续增长，公司需要为客户的新项目持续配套产品，例如 2024 年公司收入的增长主要来自于比亚迪 DHT 项目的放量，但到 2025 年公司给比亚迪配套的数量达到稳定后，以后年度增速与比亚迪混动车销量增速一致，如果客户新项目开发失败、开发进度不及预期或开发成功后市场需求不足，将对公司的经营业绩产生不利影响。

2) **原材料价格波动的风险**：公司湿式纸基摩擦片、对偶片 2023 年成本构成中，直接材料占比分别为 33.2%、58.1%，主要原材料为钢材、滤纸，2021 年下半年至今，钢材价格呈下滑趋势，因此近年来公司原材料成本处于低位，如果钢材价格大幅上升，将对公司盈利能力产生不利影响。

3) **产品价格下降的风险**：按照汽车行业的惯例，部分整车制造企业会要求其供应商逐年适当下调供货价格，虽然公司目前未与客户签订相关条款，但如果客户要求调价且幅度较大，将对公司产品价格产生不利影响。

财务摘要

合并损益表

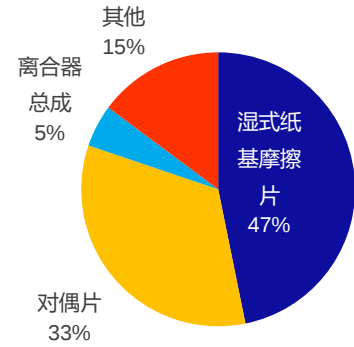
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	207	313	500	703	890
营业收入	207	313	500	703	890
湿式纸基摩擦片	92	146	223	319	404
对偶片	66	104	191	269	336
离合器总成	19	16	18	20	21
其他	29	46	69	95	129
营业总成本	153	217	324	451	564
营业成本	120	176	258	357	446
湿式纸基摩擦片	45	75	104	147	182
对偶片	37	54	89	124	152
离合器总成	15	13	15	16	17
其他	22	34	51	70	95
税金及附加	1	3	4	6	8
销售费用	4	5	8	11	14
管理费用	16	22	34	48	61
研发费用	10	12	20	28	35
财务费用	2	0	0	0	0
其他收益	1	3	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-4	-4	-4	-4
资产减值损失	-2	-2	0	0	0
资产处置收益	0	-2	0	0	0
营业利润	51	90	173	249	324
营业外收支	8	3	3	3	3
利润总额	59	94	176	253	327
所得税	10	13	24	34	44
净利润	49	81	153	219	283
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	49	81	153	219	283

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

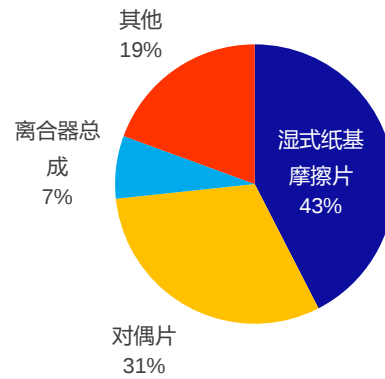
合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	49	81	153	219	283
加：折旧摊销减值	18	24	24	34	49
财务费用	2	0	0	0	0
非经营损失	2	1	0	0	0
营运资本变动	-31	-58	-63	-67	-63
其它	2	5	2	0	0
经营活动现金流	42	50	115	186	270
资本开支	20	21	133	147	231
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-20	-21	-132	-147	-231
吸收投资	0	106	17	0	0
负债净变化	-13	-15	0	0	0
支付股利、利息	2	1	24	31	33
其它融资现金流	0	-9	0	0	0
融资活动现金流	-15	82	-7	-31	-33
净现金流	7	111	-25	8	6

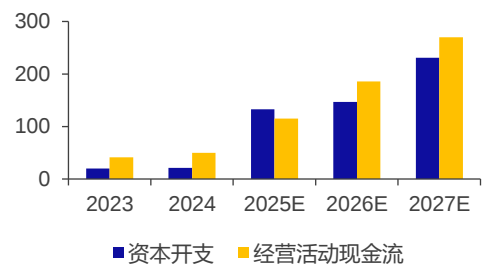
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



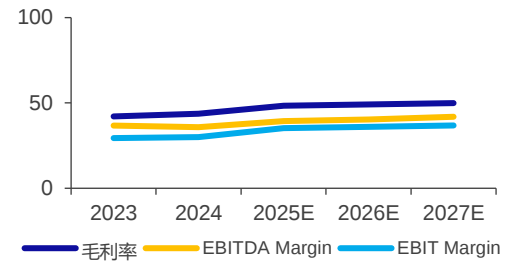
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

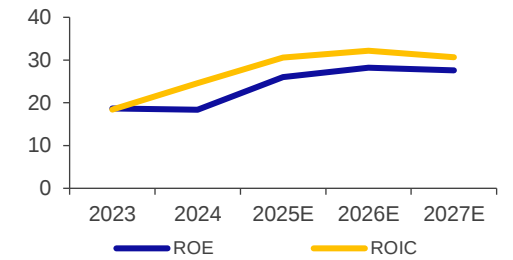
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	214	373	448	570	679
现金及等价物	24	133	109	116	122
应收款项	122	168	237	313	382
存货净额	63	66	97	136	170
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	5	7	5	5	5
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	138	153	266	383	568
无形资产及其他资产	31	35	35	35	36
资产总计	383	562	749	988	1,283
流动负债	104	112	153	204	248
短期借款	22	13	13	13	13
应付款项	78	89	130	181	226
其它流动负债	4	10	10	10	10
非流动负债	15	9	9	9	9
负债合计	119	120	162	212	257
股本	33	39	56	56	56
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	133	224	224	224	224
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	4	4	5	5	6
未分配利润	93	174	303	490	740
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	263	441	587	775	1,026
负债和股东权益合计	383	562	749	988	1,283

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

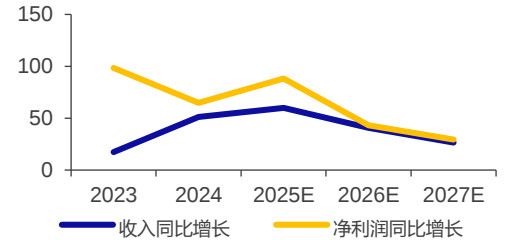
经营利润率(%)



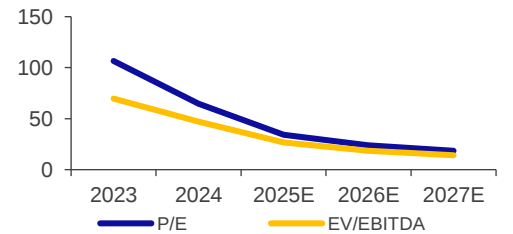
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。