林泰新材（920106）

乘用车湿式纸基摩擦片国产先锋，混动放量+产能释放驱动高成长

买入（首次）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	206.56	312.58	433.80	608.18	915.45
同比	17.33	51.33	38.78	40.20	50.52
归母净利润（百万元）	49.18	81.04	150.16	214.54	323.16
同比	98.44	64.78	85.28	42.88	50.63
EPS-最新摊薄（元/股）	0.88	1.45	2.69	3.84	5.79
P/E（现价&最新摊薄）	123.04	74.67	40.30	28.21	18.73

投资要点

- **深耕湿式纸基摩擦片，打造乘用车领域国产唯一品牌。**林泰新材（股票代码：920106.BJ）成立于 2015 年，公司自主研发的湿式纸基摩擦片打破了国外公司在乘用车领域内的垄断，是国内唯一的乘用车自动变速器摩擦片规模化配套企业，产品应用于上汽、吉利、比亚迪、万里扬、东安动力等国内主流车企及变速器厂商，并开始进入麦格纳等国际全球化车企及零部件企业供应体系。2021-2024 年，公司实现归母净利润 0.16/0.25/0.49/0.81 亿元，年均复合增速达 50%。2025Q1 公司实现归母净利润 0.38 亿元，同比+287.62%；实现毛利率 48.96%，同比+7.86pct.

- **卡位乘用车高景气赛道，混动车系放量与产能释放并驱成长。1）市场规模：**我国乘用车销量稳步提升，2024 年中国汽车产销累计完成 3128 万辆和 3144 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%.根据中汽协预测数据，混动汽车的市场份额将由 2023 年的 17%增加至 2035 年的 55%。受益于混动汽车份额增长驱动，乘用车摩擦片市场需求稳步提升，预计 2025 年市场空间为 66 亿元，2035 年将进一步提升至 74 亿元。**2）竞争格局：**湿式纸基摩擦片为汽车自动变速核心部件，国产化率较低，林泰新材是目前国内唯一一家能够在该领域与国外大型企业相抗衡的国产品牌企业，产品核心技术指标、使用年限与国外企业相比不存在实质差异，且同等产品更具性价比。**3）新增产能：**2024H1 公司自动变速器湿式纸基摩擦片产能利用率达 101.77%，未来伴随募投项目全部建成，公司湿式纸基摩擦片和对偶片的产能预计将分别达到 5,200 万片和 4,500 万片，产能瓶颈有望突破。

- **加速布局海外提升市占率，多领域拓展渗透打开成长空间。1）海外市场：**公司积极开拓海外客户，DCT 项目已于 2024 年 12 月通过麦格纳量产审核，该供货合作有望进一步提升公司在精细管理、质量控制、产能提升、品牌建设等诸多方面的实力。**2）工程机械与农机领域：**公司开发出应用于商用车和工程机械领域的湿式纸基摩擦片，在摩擦性能、扭矩容量、耐热性等关键技术指标方面表现良好，已进入国内商用车变速器主要生产企业，如法士特、万里扬、盛瑞传动、一汽解放；以及工程机械变速器厂商，如三一重工、徐工机械和美国约翰迪尔。**3）低空飞行器：**我国低空经济应用场景加速拓展，商业化进程快速推进，变速器在飞机、飞行汽车和飞行器等领域均将有所应用，公司已与某知名飞行汽车制造商签订保密协议并已针对相关业务开展研发工作。

- **盈利预测与投资建议：**乘用车湿式纸基摩擦片国产唯一，新能源混动车系放量与产能释放并驱成长，多领域拓展渗透打开成长空间。预计公司 2025~2027 归母净利润为 1.50/2.15/3.23 亿元，对应最新 PE 为 40.30/28.21/18.73 倍。参考可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**行业发展波动；市场拓展不及预期；原材料价格波动。

2025 年 07 月 06 日

证券分析师 朱洁羽
执业证书：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn
证券分析师 易申申
执业证书：S0600522100003
yishsh@dwzq.com.cn
证券分析师 余慧勇
执业证书：S0600524080003
yuhy@dwzq.com.cn
研究助理 武阿兰
执业证书：S0600124070018
wual@dwzq.com.cn
研究助理 薛路熹
执业证书：S0600123070027
xuelx@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	105.50
一年最低/最高价	52.70/153.30
市净率(倍)	8.50
流通 A 股市值(百万元)	1,788.02
总市值(百万元)	5,889.91

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.42
资产负债率(%,LF)	18.37
总股本(百万股)	55.83
流通 A 股(百万股)	16.95

相关研究

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 林泰新材：乘用车自动变速器摩擦片国产先锋，技术壁垒构筑护城河 4
1.1. 深耕湿式纸基摩擦片，打造乘用车领域国产唯一品牌 4
1.2. 产品用于湿式离合器与制动器的扭矩传递，覆盖市场主流自动变速器 6
1.3. 近五年业绩复合增速达 50%，25Q1 毛利率提升至 49% 6
2. 卡位乘用车高景气赛道，混动车系放量与产能释放并驱成长 8
2.1. 湿式纸基摩擦片为自动变速器核心零件，直接决定起步和制动的连贯性与舒适度 8
2.2. 受益于混动汽车份额增长驱动，乘用车摩擦片市场需求稳步提升 11
2.3. 国产替代浪潮中占据先发优势，募投扩产突破产能瓶颈 14
2.3.1. 竞争格局卡位优，自研技术打破垄断对标国际龙头 14
2.3.2. 国产替代空间足，成功切入自主品牌混动主流车企 16
2.3.3. 募投新增 3000 万片产能，推动业绩持续高成长释放 16
3. 加速布局海外提升市占率，多领域拓展渗透打开成长空间 17
3.1. 与麦格纳达成 DCT 量产合作，构筑全球化供应链地位 17
3.2. 推进纸基替代金属基，期待工程机械与农机渗透率提升 18
3.3. 开展飞行汽车技术验证，切入新型赛道延伸潜力 21
4. 盈利预测与投资建议 23
5. 风险提示 24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表目录

图 1: 林泰新材发展历程.....4
图 2: 林泰新材股权结构图（截至 2025 年一季度）.....5
图 3: 2019-2025Q1 公司营业收入及同比增速.....7
图 4: 2019-2025Q1 公司归母净利润及同比增速.....7
图 5: 2019-2025Q1 公司各产品营业收入占比.....7
图 6: 2019-2025Q1 公司各产品毛利率.....7
图 7: 2019-2025Q1 毛利率与净利率.....8
图 8: 2021-2025Q1 期间费用率.....8
图 9: 汽车变速器分类及特点.....9
图 10: 2022 年全球汽车变速器市场份额占比.....9
图 11: 变速器关键零部件的国家发展规划.....9
图 12: 液力自动变速器（AT）中的自动变速器总成.....10
图 13: 离合器中的湿式纸基摩擦片和对偶片.....10
图 14: 干式离合器和湿式离合器特点对比.....10
图 15: 湿式纸基摩擦片与对偶片分布图示.....10
图 16: 湿式摩擦片材料的发展历程.....11
图 17: 非石棉有机摩擦材料对比.....11
图 18: 2015-2024 年中国汽车销量情况.....12
图 19: 2015-2024 年中国新能源汽车销量情况.....12
图 20: 2025 年、2030 年和 2035 年我国乘用车技术发展状况预测.....12
图 21: 2025 年、2030 年和 2035 年我国乘用车售后市场发展状况预测.....13
图 22: 2025 年、2030 年和 2035 年我国自动变速器摩擦片需求量预测.....14
图 23: 2021-2035 年中国乘用车自动变速器摩擦片市场规模（亿元）.....14
图 24: 全球乘用车自动变速器摩擦片供应商简介.....15
图 25: 林泰新材与国外同行业公司产品技术应用对比.....15
图 26: 国内类似行业上市公司湿式摩擦片业务开展情况对比.....15
图 27: 林泰新材自动变速器摩擦片产品适配车型情况.....16
图 28: 2021-2024H1 公司产销与产能利用率情况.....17
图 29: 2021-2024H1 公司产品单价走势.....17
图 30: 公司募投项目简介.....17
图 31: 2021-2024 公司海外市场营收及毛利率.....18
图 32: 典型的工程机械变速器结构.....19
图 33: 2021-2035 年中国工程机械和农机自动变速器摩擦片市场规模（亿元）.....20
图 34: 2021-2035 年商用车自动变速器摩擦片市场规模（亿元）.....20
图 35: 2021-2024H1 公司在商用车和工程机械与农机领域销售金额与占比.....21
图 36: 低空经济相关产品情况.....21
图 37: 低空经济产业链.....22
图 38: 中国低空经济市场规模（万亿元）.....22
图 39: 分业务盈利预测.....23
图 40: 可比公司估值表（截至 2025 年 7 月 3 日）.....24

表 1: 公司管理层行业经验丰富.....5
表 2: 公司产品布局.....6

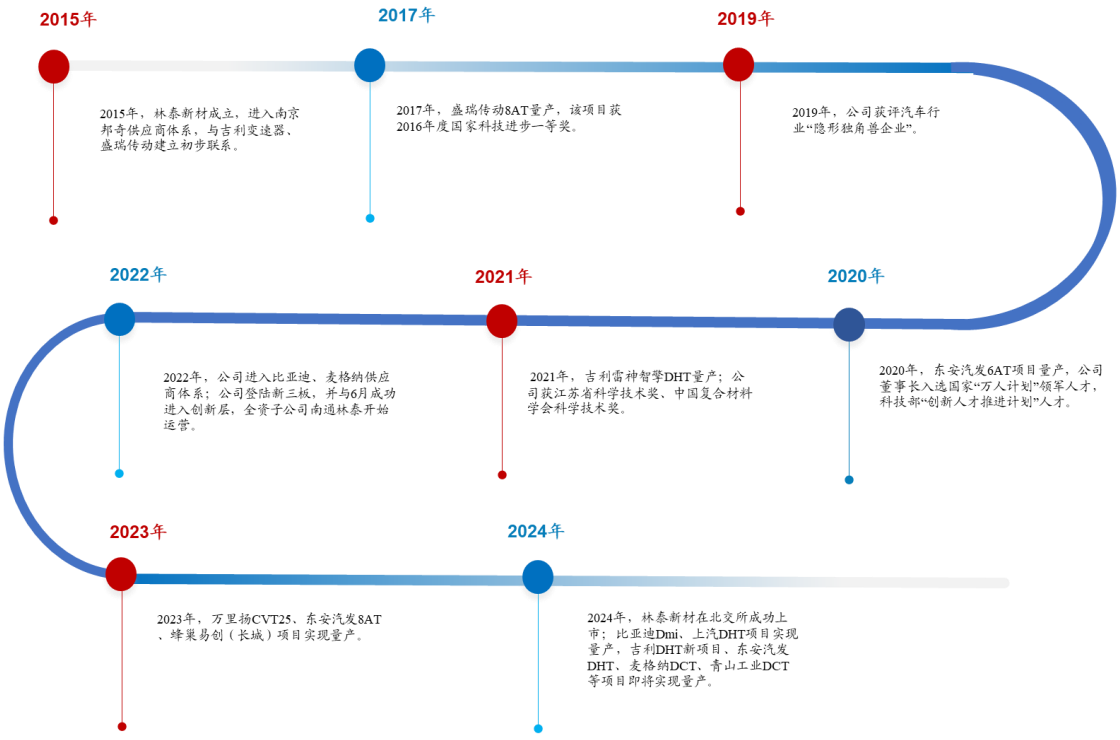
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 林泰新材：乘用车自动变速器摩擦片国产先锋，技术壁垒构筑护城河

1.1. 深耕湿式纸基摩擦片，打造乘用车领域国产唯一品牌

专注湿式纸基摩擦片，打破垄断的国内领军企业。林泰新材（股票代码：920106.BJ）成立于 2015 年，是一家专业从事汽车自动变速器摩擦片研产销的专精特新企业。公司掌握湿式纸基摩擦片制造的核心技术，自主研发的湿式纸基摩擦片打破了国外公司在乘用车领域内的垄断，是国内唯一的乘用车自动变速器摩擦片规模化配套企业。在汽车核心零部件国产化替代大趋势下，公司凭借优异的产品性能、研发的快速响应和国产化配套优势，与多家国内主要的自动变速器厂商建立了稳固的供货关系，产品目前已配套上汽、吉利、万里扬、东安动力等国内主流车企及变速器厂商，并开始进入部分国际全球化车企及零部件企业的供应体系。2024 年 2 月，公司正式对比亚迪 DMi 项目批量供货，并于 2025 年 1 月获比亚迪“2024 年度优秀供应商”称号。

图1：林泰新材发展历程

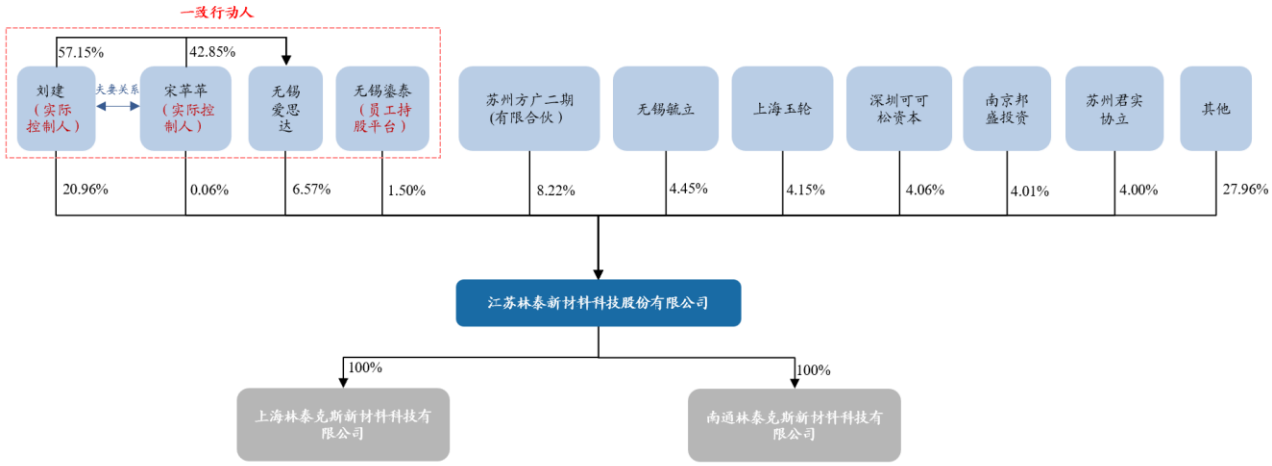


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为集中，子公司业务协同分工明确。截至 2025 年一季度，公司董事长刘健直接持有公司 20.96%的股份，并通过无锡鎏泰（为公司员工持股平台）和爱思达分别间接控制公司 1.50%和 3.75%的股份，由此，刘健合计控制公司 26.21%的股份，为公司控股股东。公司董事宋苹苹与刘健系夫妻关系，直接持有公司 0.06%的股份，并通过

爱思达间接持有公司 2.82%的股份，刘健、宋苹苹、无锡鎏泰和爱思达为一致行动人，由此，刘健与宋苹苹夫妇合计控制公司 29.09%的股份，共同认定为公司实际控制人。林泰新材下辖两家全资控股子公司：南通林泰克斯新材料科技有限公司（南通林泰）主要从事汽车变速器摩擦片的研发、生产和销售，也是公司上市北交所募投项目的实施主体。上海林泰克斯新材料科技有限公司（上海林泰）主要负责招揽优秀人才、进行技术开发和业务开拓等。

图2：林泰新材股权结构图（截至 2025 年一季度）



数据来源：iFind，公司招股说明书，东吴证券研究所

管理层行业经验丰富，研发团队技术能力优秀。公司董事长、创始人刘健先生毕业于南京大学，为教授级高级工程师，长期专注于自动变速器湿式摩擦材料的研究，具有良好的专业理论知识和产品工程化经验，曾任上海达耐时汽车配件有限公司研发工程师、技术及质量科长，为国家科技专家库专家，曾获国家“万人计划”领军人才、科技部创新人才推进计划、科技创新创业人才等诸多殊荣。公司其他高管也有着丰富的行业实践经验。自设立以来，公司坚持自主创新，建立了优秀的研发团队，拥有国家重大人才计划专家、科技部科技创新创业人才和市级人才，并建有省级工程技术研究中心、市级企业技术中心等多个研发平台，拥有多台国际先进的湿式摩擦材料试验设备，致力于不断实现技术创新与突破，不断保持自身在行业中的技术领先优势。

表1：公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	主要经历
刘健	董事长、董事、总经理	刘健，南京大学高分子化学学士、吉林大学车辆工程硕士、东南大学材料与化工博士在读，获得国家重大人才计划科技创业领军人才，科技部创新人才推进计划科技创新创业人才等。现任林泰新材董事长、董事、总经理。
宋苹苹	董事、研发工程师	宋苹苹，南京大学化学本科毕业，现任林泰新材研发工程师、公司董事。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

沈建波	副总经理、董事会秘书、财务负责人	沈建波，本科学历，高级会计师、注册管理会计师、入选市级人才计划，现任林泰新材董事会秘书、副总经理、财务负责人。
骆从明	副总经理	骆从明，本科学历，中级质量工程师；现任林泰新材副总经理。
范今华	董事、销售部总监	范今华，南京大学高分子化学本科，现任公司董事和销售部总监。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.2. 产品用于湿式离合器与制动器的扭矩传递，覆盖市场主流自动变速器

公司主要产品为湿式纸基摩擦片和对偶片，二者直径相近，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，由此构成了自动变速器摩擦片（亦称“自动变速器摩擦副”），为自动变速器的核心零部件之一。公司产品应用于包括液力自动变速器（AT）、无级变速器（CVT）、双离合器变速器（DCT）、混合动力专用变速器（DHT）和纯电动汽车专用变速器（DET）等在内的主流汽车自动变速器中，适用于各类车辆、工程机械、高端农机等行业。公司也根据下游自动变速器厂商的需求，提供离合器总成产品。《中国制造业重点领域技术创新绿皮书-技术路线图（2023）》提出“至2030年实现摩擦材料国产化”，公司通过自主研发和不断创新，提前十年实现了该目标，打破了国外垄断，实现了进口替代，填补了国内空白。

表2：公司产品布局

产品系列	具体产品	特征及用途
湿式纸基摩擦片	液力自动变速器（AT）相关产品 无极变速器（CVT）相关产品 双离合器（DCT）相关产品 混合动力专用变速器（DHT）相关产品 纯电动汽车专用变速器（DET）相关产品	摩擦系数稳定，耐热耐久性好，换挡舒适性好，主要配套应用于液力自动变速器（AT）、无级变速器（CVT）、双离合器变速器（DCT）、混合动力专用变速器（DHT）、纯电动汽车专用变速器（DET）等主流自动变速器。
对偶片		对偶片通常与湿式纸基摩擦片配合提供动力传输，公司提供的对偶片具有较稳定的表面粗糙度、平面度、硬度以及屈服强度等特性，可满足各种变速器与制动器的工况要求。
离合器总成		公司提供的离合器总成主要由自动变速器摩擦片、太阳轮、活塞、弹簧和卡簧等组成，装配于汽车自动变速器中，可为汽车提供传递动力的作用。

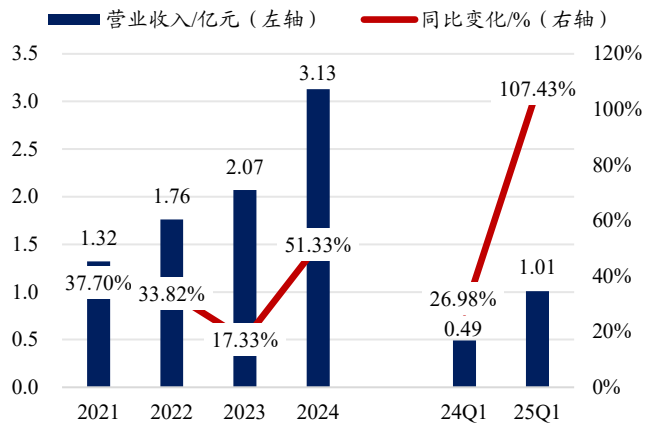
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.3. 近五年业绩复合增速达50%，25Q1毛利率提升至49%

公司业绩高速增长，发展势头迅猛。2021-2024年，公司实现营业收入1.32/1.76/2.07/3.13亿元，年均复合增速达24.09%；实现归母净利润0.16/0.25/0.49/0.81亿元，年均复合增速达50%。公司归母净利润和营收体量迅速扩大的原因主要系：1）我国自主品牌乘用车销量及市场占有率持续增长，在汽车核心零部件自主可控的大趋势下，带动国产自动变速器摩擦片需求量的不断增长及替代外资品牌供应商的自动变速器

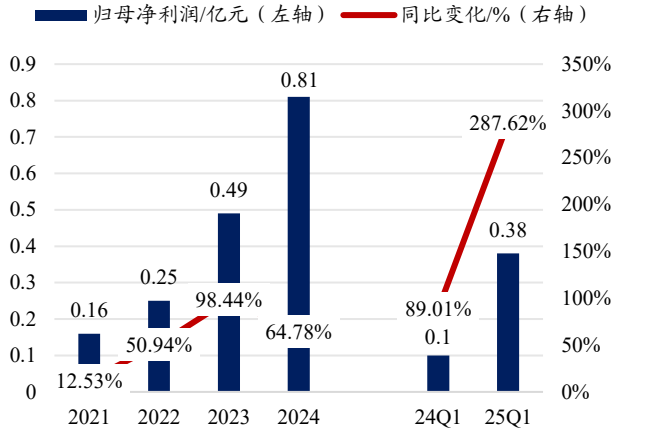
摩擦片产品的趋势；2）产品在比亚迪、吉利、上汽等主要客户实现量产应用，在混合动力专用变速器（DHT）领域的销售收入快速增长；3）加大开拓海外市场力度，海外市场进一步突破，原有境外老客户的销售额增长的同时，又与不少新客户开展合作。

图3：2019-2025Q1 公司营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

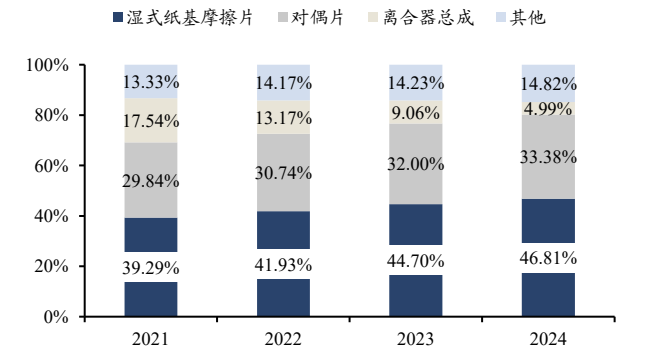
图4：2019-2025Q1 公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

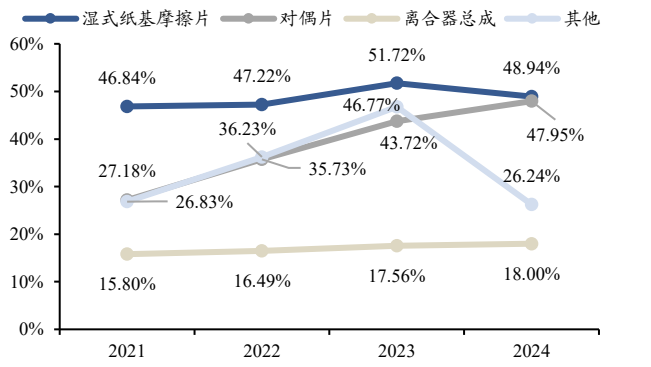
自动变速器摩擦副营收占比超 7 成，分产品毛利率呈稳步提升态势。公司主要营收来源为自动变速器摩擦副（包括湿式纸基摩擦片和对偶片），2019-2024 年期间占比稳定在七成左右，营收结构较为稳定。其中，湿式纸基摩擦片营收占比略有提升，由 2019 年的 36%提升至 2024 年的 47%，对偶片产品营收则由 2019 年的 37%相应下降至 2024 年的 33%。从毛利率上看，受公司单价较高的新品放量、原材料钢材单价下降及南通新工厂规模效应显现，2019-2024 年公司各产品毛利率呈现稳步提升态势，湿式纸基摩擦片毛利率由 46.45%提升至 48.94%，对偶片毛利率由 26.58%上升至 47.95%，离合器总成毛利率由 7.64%提升至 2024 年的 18.00%。

图5：2019-2025Q1 公司各产品营业收入占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图6：2019-2025Q1 公司各产品毛利率

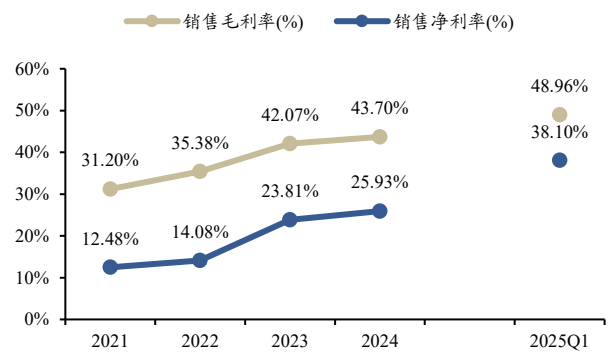


数据来源：iFinD，东吴证券研究所

综合利率稳步上升，费用率逐步下降，销售占比低。2019-2024 年，公司净利率由

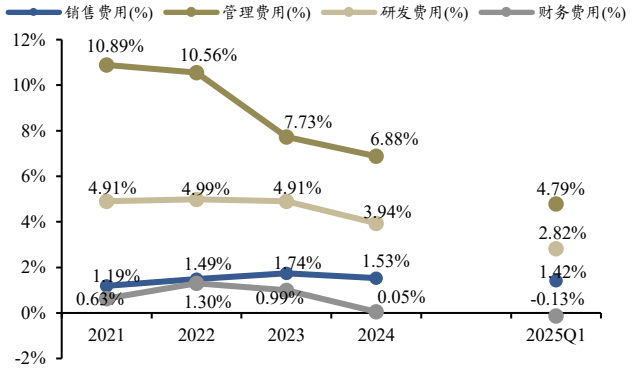
11.21%稳步上升至 25.93%，毛利率由 29.2%上升至 43.70%。综合利率上升的原因主要系新产品价格上升与主要原材料成本下降、规模效应逐步体现等因素所致。公司具有较好的持续经营能力，未来业绩仍有较大增长潜力。2021-2024 年，公司的费用率分别为 17.62%/18.34%/15.37%/12.40%，整体呈现下降趋势，公司运行效率不断提升。2022 年期间费用较高主要系公司生产基地从无锡搬到南通产生了部分与搬迁相关的支出。从费用构成来看，销售费用占比较低，这是由摩擦片的主要通过技术拓展市场的销售模式决定，销售费用的增长趋势则与营收规模的增长趋势一致；公司的研发费用保持在 3.9%-5%区间，在行业中处于适中水平。此外，由于公司属于新材料行业，材料的配方是公司核心技术，与传统汽车零部件行业有所不同。

图7：2019-2025Q1 毛利率与净利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图8：2021-2025Q1 期间费用率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2. 卡位乘用车高景气赛道，混动车系放量与产能释放并驱成长

2.1. 湿式纸基摩擦片为自动变速器核心零件，直接决定起步和制动的连贯性与舒适度

变速箱是汽车传动系统的主要组成部分之一，自动挡渗透率高于手动挡。其主要功用是在发动机转速和扭矩不变情况下，改变车辆的驱动力和行驶速度（换挡），从而使汽车能够实现倒退行驶（换向）、发动机可以不熄火停车（空档）等功能。汽车变速器按操纵方式可分为手动变速器和自动变速器，其中自动变速器按不同结构又可细分为机械式自动变速器（AMT）、双离合自动变速器（DCT）、液力自动变速器（AT）和无极式自动变速器（CVT）。对于新能源汽车来说又可分为混合动力专用变速箱、纯电动变速箱等。根据思瀚统计数据，2022 年全球自动变速器市场份额占比达到 70.6%；其次是手动变速器，占比为 24.7%；混合动力专用变速器和纯电动专用变速器占比分别为 3.1%和 1.6%。相比于全球市场，我国自动变速器渗透率更高，根据尚普咨询预测数据，2022 年中国汽车自动变速器装配率达到 72.5%，预计 2025 年将，进一步提高至 81.2%。在乘用车领域，手动挡汽车比例已经降至较低，但在商用车领域，手动挡仍然占据主流地位。

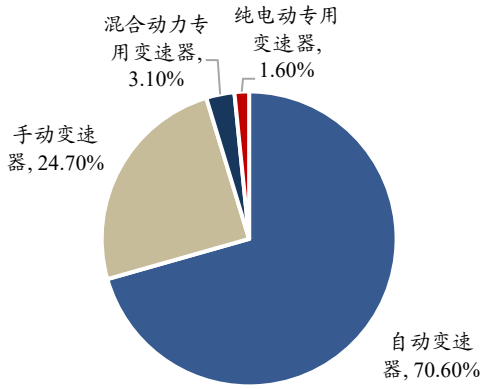
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图9：汽车变速器分类及特点

分类		特点	适用车型
传统燃油车	手动变速器（MT）	通过手动操作改变转速和转矩；结构简单（齿轮机构+同步器+壳体），成本低；燃油经济性好，但操作复杂。	低成本乘用车、商用车、中低端车型、跑车
	机械式自动变速器（AMT）	基于MT结构，增加电子控制系统实现自动换挡；成本低、燃油经济性好，但换挡顿挫明显，舒适性较差。	低成本乘用车、商用车、微型/小型/重型车
	双离合变速器（DCT）	双离合器结构（干/湿式），换挡无动力中断；燃油经济性好、换挡快，但结构复杂，成本较高。	中小排量乘用车（德系车居多）
	液力自动变速器（AT）	液力变矩器传动，4AT/6AT/8AT等多档位；换挡平稳、舒适性好，但燃油经济性差，制造成本高。	各类车型（美系车居多）
	无级变速器（CVT）	无级调速，传动比连续变化；效率高、油耗低、平顺性好，但传动带易损，承受扭矩有限，制造复杂。	中小排量乘用车（日系车居多）
新能源电车	混合动力专用变速器（DHT）	整合电机与发动机，电动驱动为核心；可灵活调整动力输出，高效节能，专为混动系统设计。	混合动力车型
	纯电工变速箱	现多采用单极变速箱，结构紧凑，单档位覆盖全速域；控制电机转速/转矩，无传统换挡机构，维护简单。	纯电动车型

数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图10：2022 年全球汽车变速器市场份额占比



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

湿式纸基摩擦片为汽车自动变速核心部件，国产化率水平较低。湿式纸基摩擦片所在的自动变速器是汽车零部件中技术含量最高、最复杂的产品之一，其技术水平决定了整车的技术水平，一直是我国自主品牌汽车的主要技术短板与困扰中国汽车产业发展的核心部件。尽管摩擦片产品在整车中的价值较低，但自动变速器摩擦片性能直接决定了车辆起步和制动时的连贯性和舒适度，是影响自动变速器技术发展的核心因素之一。因此，自动变速器摩擦片及摩擦材料既是我国制造强国的重点任务之一，也是国家重要发展规划，我国已将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"。

图11：变速器关键零部件的国家发展规划

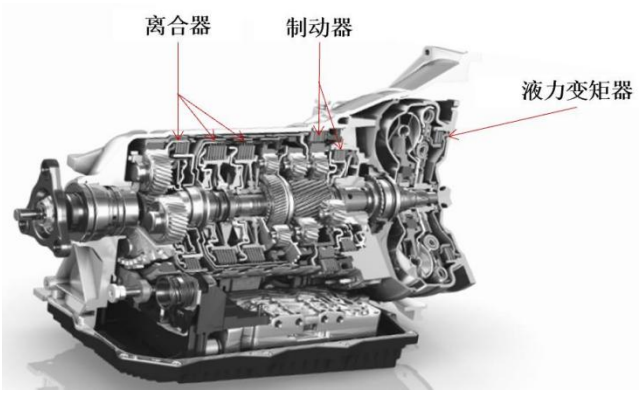
数据来源：招股说明书，《中国制造业重点领域技术创新绿皮书---技术路线图（2023）》，东吴证券研究所

自动变速器摩擦副包括湿式纸基摩擦片和对偶片，二者相互配合实现制动和传动需

请务必阅读正文之后的免责声明部分

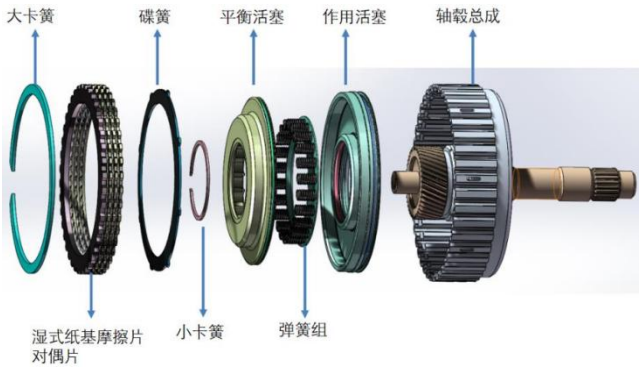
求。随着机电液一体化技术的飞速发展，各类新型液力驱动的湿式离合器和制动器在汽车自动变速器中得到广泛应用，在这种湿式离合器和制动器中大多采用湿式纸基摩擦片与对偶片。湿式纸基摩擦片和对偶片直径相近，内外齿和花键不同，依次交错装配在变速器离合器中。湿式纸基摩擦片两侧被对偶片包覆，对偶片的数量多于湿式纸基摩擦片。自动变速器工作时，湿式纸基摩擦片与对偶片相配合，借助油介质中形成的油膜表面张力来吸收或传递动力，从而实现制动和传动需求。

图12：液力自动变速器（AT）中的自动变速器总成



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图13：离合器中的湿式纸基摩擦片和对偶片



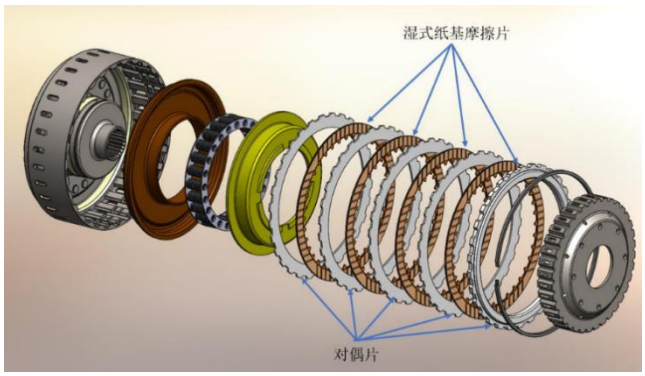
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图14：干式离合器和湿式离合器特点对比

对比	干式离合器	湿式离合器
工作原理	摩擦片直接接触，干摩擦传递动力。	摩擦片被油膜隔开，液体/半液体摩擦传递动力。
散热方式	空气自然散热，散热较差，易因过热烧蚀/翘曲。	冷却油液强制循环散热，允许长时间打滑而不烧蚀。
工作寿命	较短。	可达干式离合器的 5-6 倍。
性能	摩擦系数受温度、转速、压力影响大。	摩擦系数受外界因素影响小，更稳定。
适用场景	手动变速器 (MT) 电控机械式变速器 (AMT)	双离合变速器 (DCT) 频繁换挡或滑摩场景

数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图15：湿式纸基摩擦片与对偶片分布图示



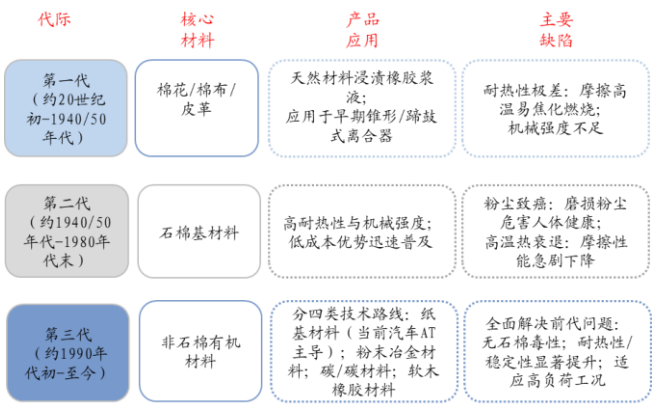
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

纸基材料为摩擦材料的主导品种。自动变速器摩擦副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。湿式摩擦片由钢芯片和湿式摩擦材料组成，其中，钢芯片由钢材冲压成型，用于摩擦片和传动部件的连接，并为摩擦材料提供必要的支撑。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

湿式摩擦材料是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、吸湿性的摩擦材料，通过加热加压的工艺粘接到钢芯片上。由于具有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等一系列优点，纸基摩擦材料目前已成为汽车自动变速器用摩擦材料的主导品种，适用于各类乘用车、商用车、工程机械、高端农机、船舶、军工车辆等，并广泛应用于上述载运工具的自动变速器、制动器中。

图16：湿式摩擦片材料的发展历程



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图17：非石棉有机摩擦材料对比

分类	主要构成	核心特性	应用领域
软木橡胶基摩擦材料	橡胶+软木+填料混合成型	耐热性差，高温易老化；摩擦系数衰退快；孔隙率低，散热不良	摩托车
粉末冶金摩擦材料	金属粉末烧结成型	耐热性好/承载大；动摩擦系数低；硬度高、弹性差	船舶/工程机械/重载车辆
碳/碳摩擦材料	碳纤维+黏结剂热压成型	耐热极佳；高模量/导热好；耐磨性不足、成本高昂	赛车/飞机等特殊领域
纸基摩擦材料	纤维+填料固化成型（多孔结构）	摩擦系数高且稳定；静动摩擦系数接近；扭矩传递强/噪音小/耐磨性好	汽车自动变速器（主流）、工程机械/船舶/军工

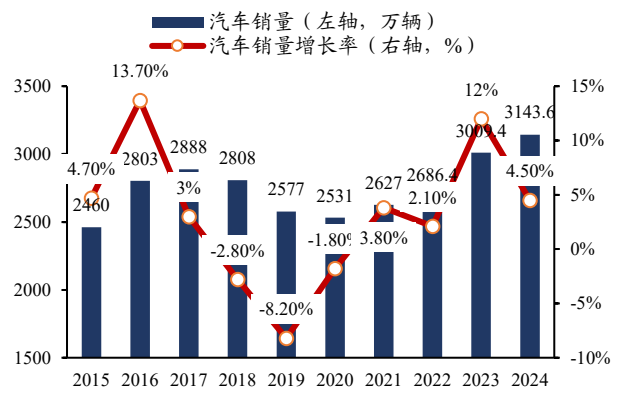
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 受益于混动汽车份额增长驱动，乘用车摩擦片市场需求稳步提升

我国乘用车销量稳步提升，带动乘用车整体产业链需求增长。汽车行业产业链长、关联度高、消费拉动大，已经成为我国经济的重要支柱产业，也是我国产业结构转型升级的关键因素。2024 年，中国汽车产销累计完成 3128 万辆和 3144 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%，全年产销稳中有进，产销量继续保持在 3000 万辆以上规模。其中，新能源汽车产销累计完成 1289 万辆和 1287 万辆，同比分别增长 34.4%和 35.5%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.9%。在新能源汽车主要品种中，与上一年相比，燃料电池汽车产销呈两位数下降，其他两大类新能源汽车品种产销呈不同程度增长。

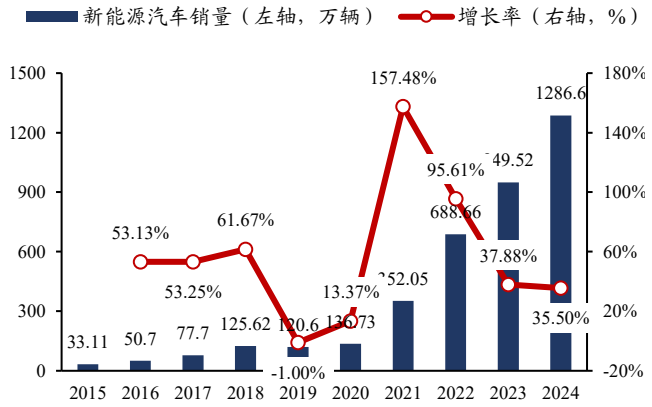
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图18：2015-2024 年中国汽车销量情况



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

图19：2015-2024 年中国新能源汽车销量情况



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

纯电动汽车增速逐步放缓，混动汽车有望成为乘用车销量最大的汽车类别。根据中汽协预测数据，未来我国传统燃油汽车市场份额占比将由 2023 年的 59%减少至 2030 年的 31%，预计至 2035 年将减少至 10%；纯电动汽车的市场份额将由 2023 年的 23%增加至 2030 年的 29%，预计至 2035 年将增加至 30%，纯电动汽车有较高的市场份额但增速逐步放缓；混动汽车的市场份额将由 2023 年的 17%增加至 2030 年的 37%，预计至 2035 年将增加至 55%，将成为乘用车销量最大的汽车类别，有较大的增长空间。混动汽车市场份额的提升将替代传统燃油汽车市场份额的下降。因此，自动变速器摩擦片仍有较大的需求量，市场空间充足。

图20：2025 年、2030 年和 2035 年我国乘用车技术发展状况预测

汽车类型	汽车技术路线	2023 年	2025 年 E	2030 年 E	2035 年 E	是否需要使用自动变速器摩擦片
纯电动汽车 EV	新能源汽车（市占率）	23%	25%	29%	30%	部分使用
燃料电池汽车 FCEV	新能源汽车（市占率）	1%	2%	3%	5%	部分使用
混动汽车：插电式混合动力汽车（PHEV）与混合动力汽车（HEV）	新能源汽车与节能汽车（市占率）	17%	27%	37%	55%	使用
传统燃油汽车-自动挡	传统能源汽车（市占率）	56%	45%	30.50%	9.90%	使用
传统燃油汽车-手动挡		3%	1%	0.50%	0.10%	不使用
合计		100%	100%	100%	100%	/

数据来源：招股说明书，中国汽车工业协会，东吴证券研究所

在售后市场，自动变速器摩擦片需求主要来自传统燃油汽车（自动挡）与混动汽车。根据中汽协预测数据，2023 年度至 2035 年，售后市场中的传统燃油汽车（自动挡）与

混动汽车市场份额较为稳定（合计保持在 55%至 58%的区间），随着我国汽车保有量的不断提升，售后市场规模将逐年增大且具有相当的规模。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，我国庞大的汽车保有量基数，使得国内自动变速器摩擦片售后市场需求较大，市场空间充足。

图21：2025 年、2030 年和 2035 年我国乘用车售后市场发展状况预测

汽车类型	汽车技术路线	2023 年	2025 年 E	2030 年 E	2035 年 E	是否需要使用自动变速器摩擦片
纯电动汽车 EV	新能源汽车（市占率）	6%	8%	10%	11%	部分使用
混动汽车	新能源汽车与节能汽车（市占率）	4%	5%	9%	11%	使用
传统燃油汽车-自动挡	传统能源汽车（市占率）	51%	51%	49%	47%	使用
传统燃油汽车-手动挡		39%	36%	32%	31%	不使用
合计		100%	100%	100%	100%	/

数据来源：招股说明书，中国汽车工业协会，东吴证券研究所

综上分析，我国传统燃油汽车对自动变速器摩擦片的市场需求及销售数量虽呈现出逐年下降的趋势，但是混动汽车领域销量的快速增长带动了自动变速器摩擦片市场需求的增长，抵消了传统燃油汽车销量下降带来的影响。混合动力汽车和插电式混合动力汽车一般搭载自动变速器（DCT/AT）或混合动力专用变速器（DHT），需要使用自动变速器摩擦片。此外，尽管纯电动汽车主要配备单级减速器，无需使用湿式纸基摩擦片。但单级减速器需求电机扭矩较大、转速较高，不利于车辆的经济性与舒适性，也无法同时兼顾电动汽车的动力性和经济性。因此，为了增强电机使用效率、提高续航里程、降低电耗和电驱成本，部分厂商已研发适用于电动汽车的多挡变速器应用于高端纯电动汽车，如保时捷首款纯电动跑车 Taycan4S、奥迪 e-tron Sportback、奔驰 CLA EV 等。根据中汽协预测，自动变速器摩擦片市场需求总体呈稳步上升态势，预计到 2035 年需求量将达到 74,450.40 万片。

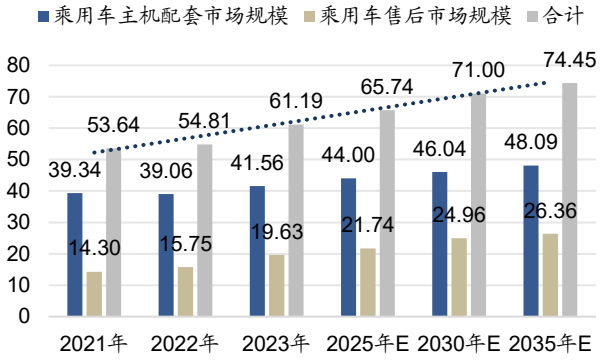
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图22：2025 年、2030 年和 2035 年我国自动变速器摩擦片需求量预测

汽车类型	自动变速器摩擦片年度需求量（万片）		
	2025年E	2030年E	2035年E
新能源汽车	2,476.48	4,603.17	7,716.24
混动汽车	23,420.00	34,500.00	56,208.00
传统燃油汽车	42,220.76	32,158.87	10,526.16
合计	68,117.24	71,262.04	74,450.40

数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

图23：2021-2035 年中国乘用车自动变速器摩擦片市场规模（亿元）



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

2.3. 国产替代浪潮中占据先发优势，募投扩产突破产能瓶颈

2.3.1. 竞争格局卡位优，自研技术打破垄断对标国际龙头

全球变速器摩擦片供应商相对集中，仅少数供应商批量配套乘用车领域。自动变速器摩擦片需要达到高动摩擦系数、低静动摩擦系数比、高耐热、耐久、性能稳定等技术难点，目前仅美国、日本等少数国家具备独立生产乘用车自动变速器湿式纸基摩擦片的能力，且在技术上对外封锁。国外自动变速器摩擦片价格高、厂商开发配合度低、开发周期久、问题解决慢等弊端都严重制约着我国自主自动变速器的发展。根据中汽协统计，为乘用车批量配套自动变速器摩擦片的国外企业为美国博格华纳、日本达耐时、日本恩斯克华纳、日本富士离合器和日本爱信，林泰新材是目前国内唯一一家能够在该领域与国外大型企业相抗衡的国产品牌企业。公司通过自主研发创新，掌握了湿式纸基摩擦片制造的核心技术，公司自动变速器摩擦片的核心技术指标、使用年限与国外企业相比不存在实质差异，且同等产品公司自动变速器摩擦片产品更具性价比，公司核心技术和产品具有显著竞争优势。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图24：全球乘用车自动变速器摩擦片供应商简介

公司简称	简介
美国博格华纳	成立于1928年，总部位于美国密歇根州奥本山。作为全球领先的汽车零部件供应商，专注于动力总成解决方案的开发。在24个国家设有96个制造和技术中心。与日本精工合资的恩斯克华纳主要向亚洲市场提供湿式摩擦片和离合器产品。
日本达耐时	1950年成立于日本，总部在日本。主要从事变速器、液力变矩器零部件、工程机械和摩托车离合器的全球生产和销售。子公司日本达耐时（DYNAX）专注于汽车关键零部件，如变速器摩擦片和制动器，服务乘用车、工程机械等领域。
日本恩斯克华纳	创立于1964年，是日本精工（NSK）和美国博格华纳各持股50%的合资企业。主要产品包括离合器和摩擦片。客户覆盖爱信、本田、丰田、铃木等知名汽车制造商，业务集中于日本和亚洲市场。
日本富士离合器	1939年成立，总部在日本。主营摩擦片研发、生产和离合器组装，为汽车和摩托车提供核心部件。全球拥有22个制造厂覆盖10个国家，在摩托车离合器市场居全球首位，客户包括本田、铃木、雅马哈等。
日本爱信	成立于1952年，由爱信株式会社和丰田汽车公司持股。主要从事汽车制品、摩擦片和塑料零部件的制造和销售。客户网络广泛，包括丰田、JATCO、日产、三菱等汽车和摩托车制造商。
德国舍弗勒	1946年成立，旗下拥有INA、LuK和FAG品牌。是全球领先的轴承和精密产品供应商，专注于汽车发动机、变速箱和底盘系统（如自动变速器和电驱动装置）。客户涵盖大众、宝马、日产等，下游应用涉及汽车、航天、风电和工业制造。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图25：林泰新材与国外同行业公司产品技术应用对比

类别	中国	美国	日本		
	林泰克斯	博格华纳	达耐时	恩斯克华纳	富士离合器
技术应用	已广泛应用AT、CVT、DHT中，DCT已被麦格纳定点为批量配套供应商	DCT为主，应用于具有连续滑摩工况的湿式离合器中	AT、CVT、DHT等湿式离合器中，少部分DCT	AT，CVT，DHT等湿式离合器中	摩托车用离合器，AT、CVT、DHT湿式离合器中

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

国内类似行业公司中，旺成科技的湿式纸基摩擦片和湿式橡胶基摩擦片应用于摩托车行业；杭齿前进湿式摩擦片为湿式铜基摩擦片；北摩高科湿式摩擦片为湿式粉末冶金摩擦片；科马材料湿式纸基摩擦片目前主要应用于船舶。

图26：国内类似行业上市公司湿式摩擦片业务开展情况对比

公司名称	湿式摩擦片产品类型	湿式摩擦片下游应用情况	其湿式摩擦片是否进入乘用车领域	湿式摩擦片主要下游客户
旺成科技	湿式纸基摩擦片、湿式橡胶基摩擦材料	摩托车	否	日本本田、日本雅马哈、印度TVS、美国TEAM、意大利比亚乔、越南VMEP，均为摩托车或全地形车生产企业
杭齿前进	湿式铜基摩擦片	船舶、工程机械、农机、重型汽车	否	未披露
北摩高科	湿式粉末冶金摩擦片	坦克装甲车辆、高速列车	否	下游为军工企业
科马材料	湿式纸基摩擦片	船舶、商用车	否	潍柴动力（潍坊）装备技术服务有限公司，应用于潍柴动力M33/M55型号船用柴油机
林泰新材	湿式纸基摩擦片	乘用车、商用车、工程机械、农机	是	上汽变速器、比亚迪、万里扬、东安汽发、吉利变速器、南京邦奇、盛瑞传动、蓝黛变速器等，产品应用于上汽集团、比亚迪、吉利汽车、奇瑞汽车、长安汽车等乘用车整车厂

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.3.2. 国产替代空间足，成功切入自主品牌混动主流车企

根据中国汽车工业协会的统计，2022 年湿式纸基摩擦片行业的市场份额情况为：日本达耐时、博格华纳和恩斯克华纳、林泰新材、日本富士离合器、日本爱信和德国舍弗勒的市场份额分别为 48%、42%、4%、3%、2%和 1%。国内自动变速器摩擦片的市场份额大部分被美日企业占据，林泰新材自 2015 年 6 月成立以来，经过多年奋力发展，在国内已成为第三大自动变速器摩擦片供应商。

凭借公司优异的产品性能和客户服务，在汽车核心零部件自主可控的大趋势下，公司已与多家国内主要的自动变速器厂商或整车厂建立了稳固的供货关系，包括比亚迪、吉利汽车、万里扬、东安汽发、上汽变速器、南京邦奇、盛瑞传动、蓝黛变速器、蜂巢传动等，公司也已进入全球知名的汽车零部件供应商麦格纳的供应链体系并获得了自动变速器摩擦片的量产批准。公司自动变速器摩擦片产品已得到了市场与下游主要自主品牌变速器厂商和整车厂的认可。

图27：林泰新材自动变速器摩擦片产品适配车型情况

客户	公司产品	公司产品应用的变速器类型	整车厂	主要整车品牌	终端车辆搭载的自动变速器类型
万里扬	自动变速器摩擦片	CVT	奇瑞汽车	瑞虎5/5X	CVT为主，部分车款也使用DCT
				瑞虎7	
				艾瑞泽5	
				欧萌达	
		CVT	吉利汽车	帝豪	CVT为主，部分车款也使用AT和DCT
				帝豪L	
				帝豪S	
				缤瑞	
				远景X3	
				远景X6	
上汽集团	自动变速器摩擦片	CVT	上汽乘用车	名爵5	CVT为主，部分车款也使用AT和DCT
				荣威i5	
				荣威i6	
		CVT	上汽通用五菱	宝骏510	CVT为主，部分车款也使用DCT和DHT
				宝骏530	
				宝骏RM5、RC6、RS-5	
				五菱星辰	
				五菱凯捷	
南京邦奇	自动变速器摩擦片	CVT	江铃福特	福特领界	CVT为主，部分车款使用AT和DCT等
		CVT	吉利汽车	吉利帝豪	
		CVT	江淮汽车	江淮乘用车	
吉利汽车	自动变速器摩擦片	AT	吉利汽车	星越S	AT为主，部分车款也使用CVT和DCT
				吉利ICON	
				远景X6	
		DHT	吉利汽车	星越L、星瑞L、领克01、领克08、银河L7、银河L6、帝豪LHIP等	DHT
比亚迪	自动变速器摩擦片	DHT	比亚迪	王朝与海洋系列、腾势注4	DHT

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.3.3. 募投新增 3000 万片产能，推动业绩持续高成长释放

2021-2024H1，公司自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片产销量持续增长，自动变速器湿式纸基摩擦片产能利用率达 87.52%、102.39%、83.03%和 101.77%，对偶片产能利用率达 87.41%、 97.30%、89.63%和 102.20%。公司通过增加核心生产设备、优化生

请务必阅读正文之后的免责声明部分

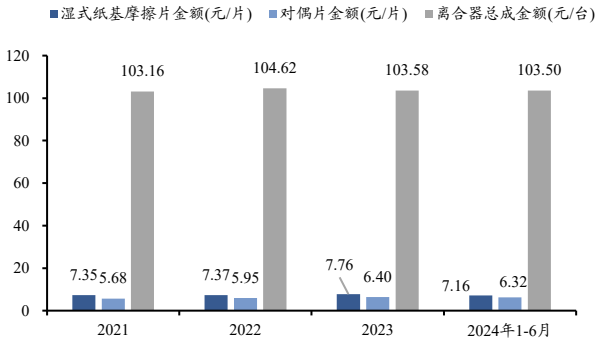
产环节，截至 2025 年 3 月末，产能（不含募投项目）已提升至湿式纸基摩擦片 2,834 万片、对偶片 1,868 万片。

图28：2021-2024H1 公司产销与产能利用率情况

产品名称	项目	2021	2022	2023	2024H1
湿式纸基摩擦片	产能（万片）	900	1,400.00	1,500.00	790
	产量（万片）	787.65	1,433.49	1,245.38	803.99
	产能利用率	87.52%	102.39%	83.03%	101.77%
	销量（万片）	703.23	1,001.72	1,190.05	807.91
对偶片	产能（万片）	900	1,100.00	1,200.00	660
	产量（万片）	786.72	1,070.33	1,075.50	674.52
	产能利用率	87.41%	97.30%	89.63%	102.20%
	销量（万片）	690.74	910.13	1,033.27	623.72
离合器总成	销量（万台）	22.36	22.16	18.08	7.66

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图29：2021-2024H1 公司产品单价走势



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

募投项目方面，公司计划投资 1.43 亿元用于扩产，项目建成后预计将实现年产 3,000 万片纸基摩擦片及对偶片的能力，有望巩固公司国内自动变速器摩擦片领域的领先地位，进一步缩小公司与国际巨头的差距。公司募投项目按计划有序建设，部分设备已陆续完成验收并已开始逐步释放产能，截至 2025 年 3 月末，公司已验收的募投项目设备在完成产能爬坡后预计将额外分别提升湿式纸基摩擦片和对偶片产能 678 万片和 918 万片，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 5,200 万片和 4,500 万片。

图30：公司募投项目简介

序号	项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	投入占比
1	年产 3,000 万片汽车（新能源汽车）、工程机械、高端农机及其他传动系统用纸基摩擦片及对偶片项目	14255.00	5900.00	41.39%
2	多用途湿式摩擦片研发中心建设项目	3485.00	3485.00	100.00%
3	补充流动资金	3600.00	2215.00	61.53%
合计		21340.00	11600.00	54.36%

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3. 加速布局海外提升市占率，多领域拓展渗透打开成长空间

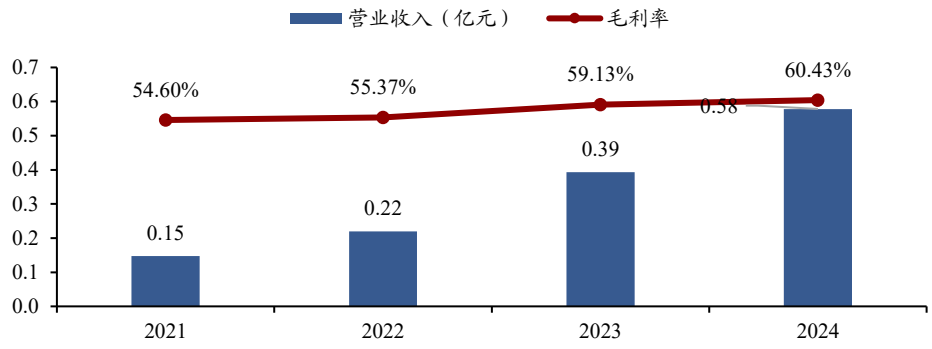
3.1. 与麦格纳达成 DCT 量产合作，构筑全球化供应链地位

公司加大开拓海外市场力度，麦格纳 DCT 项目成功投产。麦格纳为全球第四大汽

请务必阅读正文之后的免责声明部分

车零部件供应商、北美地区最大的汽车零部件供应商，其生产的 DCT 自动变速器在国内主要供应给华晨宝马、奇瑞汽车等。2024 年 12 月，公司 DCT 项目通过了麦格纳的量产审核，自动变速器摩擦片产品已进入批量供应阶段。本次合作意义体现在：1）意味着公司完成了乘用车自动变速器的全系覆盖，适配的车型种类将更为丰富，将有效提升公司的市场占有率。2）与麦格纳的供货合作将进一步提升公司在精细管理、质量控制、产能提升、品牌建设等诸多方面的实力，麦格纳作为全球行业龙头企业的认可，也为公司进入其他外资企业以及拓展全球海外业务奠定了坚实的基础。3）此次合作为公司产品在乘用车上其他部件的应用拓展了渠道，公司产品还可用于乘用车的分动箱、差速器、液力变扭器等关键部位，公司获批进入麦格纳全球供应链体系，可参与到麦格纳其他汽车核心部件的供应，将有机会进入其分动箱等关键部件的采购体系。

图31：2021-2024 公司海外市场营收及毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

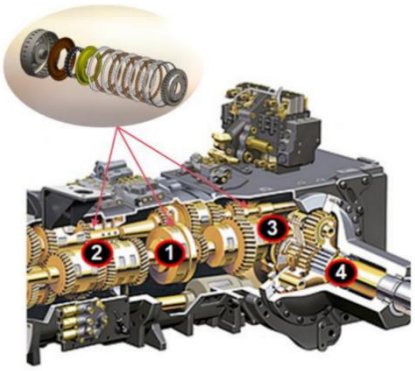
3.2. 推进纸基替代金属基，期待工程机械与农机渗透率提升

1.行业概况

工程机械领域和高端农机领域，当前主要采用铜基和铁基粉末冶金摩擦材料。工程机械和农机工况复杂多样，作业时扭矩范围大、转速范围广，并且作业时振动剧烈、稳定性差，需要频繁切换挡位来保证动力需求。金属基摩擦材料弹性模量大、孔隙率低，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。不过，粉末冶金摩擦材料密度较大，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，一般只适合在低速、大扭矩工况条件下使用。此外，铜基和铁基粉末冶金摩擦材料使用寿命相对较短，在生产过程中需要损耗大量的电力资源以及不可再生的金属粉末资源，也与国家大力提倡的绿色环保、节能减排政策相悖。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图32：典型的工程机械变速器结构



典型的工程机械变速器结构
1-主离合器；2-主变速动力换挡；3-区段换挡；4-最终传动

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

国外大型工程机械制造商已在推广使用纸基摩擦片，改变了铜基和铁基摩擦片独占工程机械领域的局面。湿式纸基摩擦片具有动摩擦系数高、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一系列优点，对工程机械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，在工程机械和高端农机领域具有较大的应用空间。国外大型机械制造商已经在工程机械领域使用纸基摩擦片来替代铜基和铁基摩擦片，用作变速器和车桥的传扭部件。例如，美国卡特彼勒、日本小松、韩国现代等大型工程机械制造商已推广使用工程机械用湿式纸基摩擦片，改变了铜基和铁基摩擦片独占工程机械领域的局面。

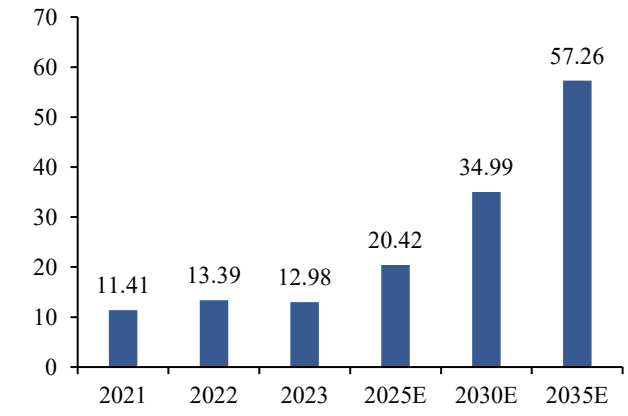
此外，农机领域存在进口依赖情况，有望受益国产替代。我国国产小型农机目前大量采用的是传统的手动换挡变速箱，存在换挡难度大，噪音大，驾驶员的劳动强度大，换挡机构易松旷等问题。欧美发达国家自上世纪 90 年代已普遍使用动力换挡变速箱，并已大规模发展机械液压无级变速器（HMT）。HMT 综合了液压传动和机械传动的主要优点，兼有无级调速性能和较高的传动效率，在大功率拖拉机等车辆上有着良好的应用前景。动力换挡变速箱和 HMT 都需要使用湿式纸基摩擦片。在农机领域，湿式纸基摩擦片存在进口依赖情况。根据工信部颁布的《产业基础创新发展项目》，适配 220 马力及以上拖拉机用湿式离合器，主要瓶颈为纸基摩擦材料依赖进口；配套 200 马力及以上拖拉机用动力换挡变速箱，主要瓶颈为泵、控制阀等液压元件，各类传感器、纸基摩擦片等依赖进口。

从市场规模来看，**1）工程机械领域：**动力换挡工程机械 2023 年销量约 46.50 万台，湿式纸基摩擦片渗透率约为 20%，根据中汽协预测，预计至 2035 年动力换挡工程机械的销量将至 75 万台，湿式纸基摩擦片渗透率将达到 60%。**2）农机领域：**受制于拖拉机用湿式离合器核心零部件依赖进口，自动挡拖拉机在国内拖拉机总销量中占比不足 1%，行业巨头美国约翰迪尔市场份额占全球拖拉机的 60%，且绝大部分为自动挡。相较于其

请务必阅读正文之后的免责声明部分

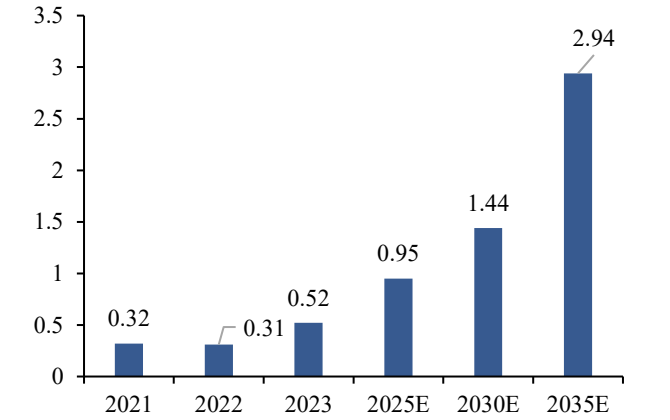
他欧美日发达国家农机，未来我国农机装备自动挡化率仍有较大的发展潜力。未来随着自动挡变速器的渗透率逐步提高，至 2035 年自动变速器摩擦片需求金额将达到 57.26 亿元。3）商用车领域：2023 年度我国商用车（轻型）自动挡渗透率为 29%，市场需求金额为 0.52 亿元，预计 2035 年我国商用车（轻型）自动挡 渗透率将超过 90%，2035 年我国商用车自动变速器摩擦片市场规模为 2.94 亿元。

图33：2021-2035 年中国工程机械和农机自动变速器摩擦片市场规模（亿元）



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

图34：2021-2035 年商用车自动变速器摩擦片市场规模（亿元）



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

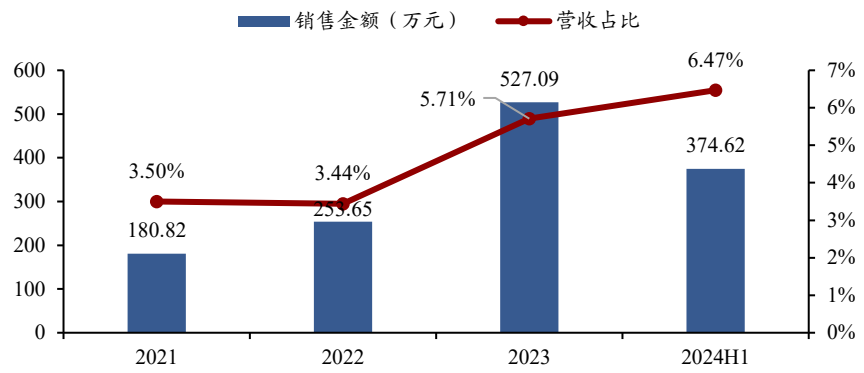
2. 公司进展

公司产品技术储备较为充足，已获相关下游主要客户认可。公司基于自身产品在乘用车领域的成功经验，积极开发出应用于商用车和工程机械领域的湿式纸基摩擦片，并在现有基础上进一步优化油槽结构设计，以使其在商用车和工程机械领域有更加优异的表现，形成了多项与商用车和工程机械相关的专利技术，在摩擦性能、扭矩容量、耐热性等关键技术指标方面表现良好。公司已进入国内商用车变速器主要生产企业，如法士特、东安汽发、万里扬、青山工业、盛瑞传动、一汽解放；以及工程机械变速器厂商，如三一重工、徐工机械和美国约翰迪尔，并正在拓展与美国卡特彼勒、潍柴动力和山推股份相关的业务。

2021-2024H1，公司在商用车和工程机械与农机领域湿式纸基摩擦片产品的销售金额合计分别为 180.82 万元、253.65 万元、527.09 万元和 374.62 万元，营收占比分别为 3.50%、3.44%、5.71%和 6.47%，金额和销售占比均呈上升的态势，公司在商用车和工程机械领域已有一定的销售基础。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图35：2021-2024H1 公司在商用车和工程机械与农机领域销售金额与占比



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.3. 开展飞行汽车技术验证，切入新型赛道延伸潜力

低空经济是指依托于低空空域，以各种有人驾驶和无人驾驶航空器的各类低空飞行活动为牵引，辐射带动相关领域融合发展的综合性经济形态，具有产业链条长、辐射面广、成长性和带动性强等特点。低空空域通常是指距正下方地面垂直距离在 1000 米以内的空域，根据不同地区特点和实际需要可延伸至 3000 米。低空经济相关产品主要包括无人机、eVTOL（电动垂直起降飞行器）、直升飞机等，广泛应用于农业、物流、交通、应急救援、文旅等领域，对构建现代产业体系具有重要作用。

图36：低空经济相关产品情况

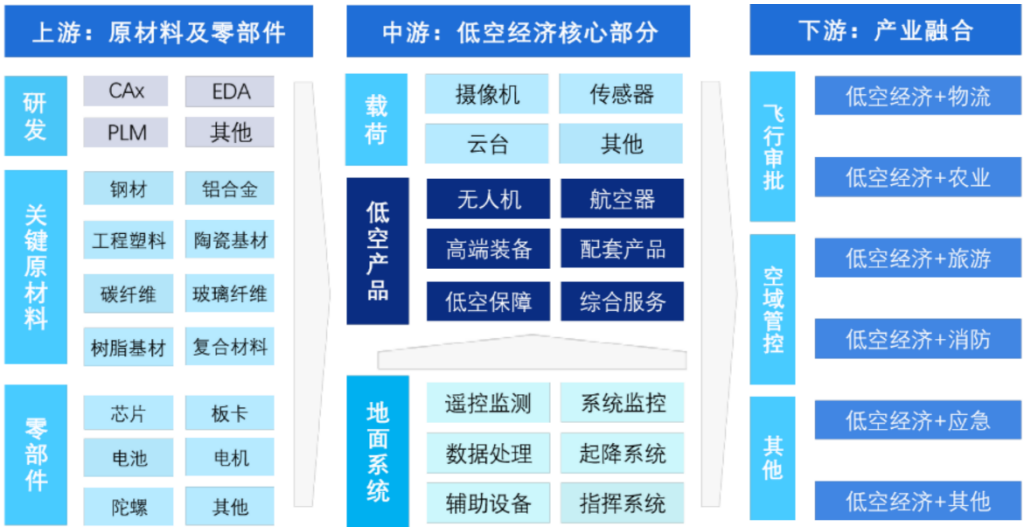
高度	飞行器类型		飞行器参数		
			续航	载重	飞行速度
1000-3000米	载人飞行器	直升机	600km	3000kg	70m/s
300-1000米		eVTOL	30km	200kg	30-40m/s
120-300米	无人机	快递物流用	15km	10-20kg	10-15m/s
120米以下		即时配送、城市管理等行业用	10km	<10kg	10-15m/s
		消费级	15-30km	N/A	15-20m/s

数据来源：罗兰贝格，36 氪研究院，东吴证券研究所

在低空飞行器领域，随着国家支持政策持续出台以及相关技术不断突破，我国低空经济应用场景加速拓展，商业化进程快速推进。根据云图智行披露的信息，2022 年中国低空经济行业市场规模为 2.5 万亿元，预计到 2035 年我国低空经济的产业规模预期达 6 万亿元。

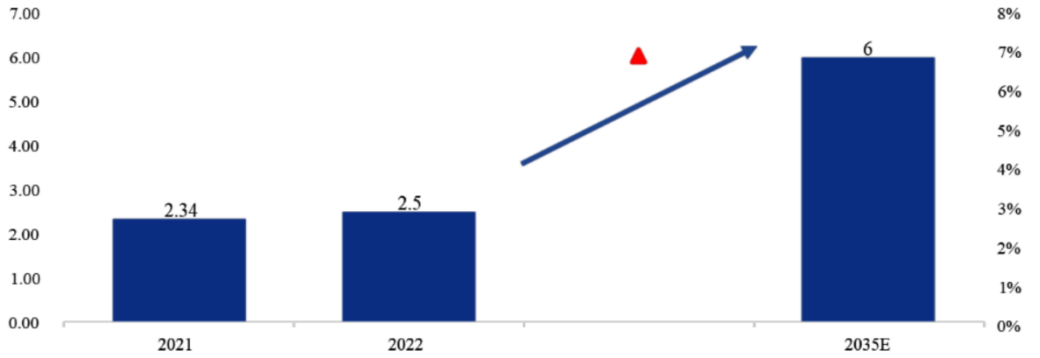
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图37：低空经济产业链



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图38：中国低空经济市场规模（万亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

湿式纸基摩擦片在低空经济的应用：①在无人机传动领域，无人机中的湿式离合器主要用于控制无人机的动力传输，其能够根据无人机的飞行状态和操控指令，自动调整离合器的接合与分离状态，确保无人机动力系统的稳定性和可靠性，因此，无人机传动领域也是湿式纸基摩擦片未来的应用领域；②在飞行汽车领域，起飞阶段需要较大的推力来克服地面摩擦力和空气阻力，使飞行汽车加速离地；悬停阶段需要保持一定的转速来提供升力，对动力输出的稳定性要求较高；巡航阶段则需要较高的效率和较低的能力损耗，故动力系统是决定飞行汽车载荷航程和安全性的核心技术。变速器在飞行汽车领域将有所应用，但所需湿式纸基摩擦片的应用工况将更为复杂多样，公司已与某知名飞行汽车制造商签订保密协议并已针对相关业务开展研发工作。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为自动变速器摩擦片、离合器总成及其他业务。

1）自动变速器摩擦片：为公司主要产品，可具体细分为自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片。公司生产的自动变速器湿式纸基摩擦片摩擦系数稳定，耐热耐久性好，换挡舒适性好，主要配套应用于液力自动变速器（AT）、无级变速器（CVT）、双离合器变速器（DCT）、混合动力专用变速器（DHT）、纯电动汽车专用变速器（DET）等主流自动变速器。公司与多家国内主要的自动变速器厂商建立了稳固的供货关系，产品目前已配套上汽、吉利、万里扬、东安动力等国内主流车企及变速器厂商，并开始进入部分国际全球化车企及零部件企业的供应体系。预计 2025~2027 年公司自动变速器摩擦片业务实现营收 3.64/5.17/7.96 亿元，毛利率分别为 52.10%/52.30%/52.40%。

2）离合器总成：主要由自动变速器摩擦片、太阳轮、活塞、弹簧和卡簧等组成，装配于汽车自动变速器中，可为汽车提供传递动力的作用。公司离合器总成的核心零部件之一为自动变速器摩擦片，其他组成部件主要为毛利率相对较低的钢材制品，在离合器总成业务开展过程中，公司属于下游客户的一级总成供应商。2021-2024H1 公司离合器总成销量为 22.36/22.16/18.08/7.66 万台，呈现逐年下降趋势，但考虑到公司客户覆盖率持续提升，叠加产能稳步释放，预计 2025~2027 年公司离合器业务实现营收 0.16/0.19/0.24 亿元，毛利率分别为 23.00%/23.24%/23.40%。

图39：分业务盈利预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	176.05	206.56	312.58	433.80	608.18	915.45
营收增速/%	33.82%	17.33%	51.33%	38.78%	40.20%	50.52%
毛利率/%	35.38%	42.07%	43.70%	48.54%	48.79%	49.38%
其中：自动变速器摩擦片						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	127.92	158.44	250.66	364.39	516.95	796.44
营收增速/%	40.67%	23.86%	58.21%	45.37%	41.87%	54.06%
毛利率/%	42.36%	48.39%	48.53%	52.10%	52.30%	52.40%
其中：离合器总成						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	23.18	18.72	15.60	16.48	19.46	23.80
营收增速/%	0.48%	-19.24%	-16.70%	5.70%	18.06%	22.30%
毛利率/%	16.49%	17.56%	18.00%	23.00%	23.24%	23.40%
其中：其他业务						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/百万元	24.94	29.40	46.32	52.92	71.77	95.21
营收增速/%	42.21%	17.86%	57.57%	14.26%	35.60%	32.66%
毛利率/%	17.17%	23.65%	26.25%	32.00%	30.40%	30.60%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

基于以上收入拆分，我们预计公司 2025~2027 年分别实现营业收入 4.34/6.08/9.15 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元，同比增速为 38.78%/40.20%/50.52%；实现归母净利润 1.50/2.15/3.23 亿元，同比增速为 85.29%/42.87%/50.63%；毛利率水平分别为 48.54%/48.79%/49.38%。

可比公司：我们选取旺成科技、北摩高科作为可比公司。其中，旺成科技从事汽车、摩托车离合器、汽车自动变速箱离合器以及汽车、摩托车高速传动齿轮开发、生产及销售的专业化企业，主导产品包括摩托车离合器、摩托车摩擦片和工程机械摩擦片等，配套供应本田、雅马哈、美国 TEAM、美国 DANA、印度 TVS 等世界知名企业。北摩高科主要从事军民两用航空航天飞行器、起落架着落系统及坦克装甲车辆、高速列车等高端装备刹车制动产品的研发、生产和销售，产品广泛应用于歼击机、轰炸机、运输机、教练机、军贸机、无人机、航天高空飞行器及坦克装甲车辆等重点军工装备，同时在民用航空、轨道交通、检验检测等领域取得了一系列进展。

盈利预测与投资建议：公司自主研发的湿式纸基摩擦片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，在汽车核心零部件国产化替代大趋势下，公司已与多家国内主要的自动变速器厂商建立了稳固的供货关系，业绩有望保持高成长性。我们预计公司 2025~2027 年归母净利润为 1.50/2.15/3.23 亿元，对应最新 PE 为 40.30/28.21/18.73 倍。参考可比公司估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

图40：可比公司估值表（截至 2025 年 7 月 3 日）

代码	公司	收盘价（元）	总股本（亿股）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			市盈率(P/E)		
					2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
830896.BJ	旺成科技	21.03	1.01	21.29	0.39	0.43	0.49	54.03	49.28	43.69
002985.SZ	北摩高科	29.28	3.32	97.17	2.19	3.36	4.24	44.40	28.88	22.90
平均值								49.22	39.08	33.30
920106.BJ	林泰新材	108.39	0.56	60.51	1.50	2.15	3.23	40.30	28.21	18.73

数据来源：Wind，东吴证券研究所（其中，林泰新材盈利预测来自东吴证券研究所，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

5. 风险提示

（1）行业发展波动风险：公司产品属于汽车核心零部件，其生产和销售受到汽车行业波动的影响，汽车行业受宏观经济和国家产业政策的影响较大，若未来国内外经济增速放缓、国家产业政策发生重大不利变化使得汽车产业发展放缓，可能对汽车整车厂商及其产业链供应商造成不利影响，从而对公司生产经营和盈利能力造成不利影响。

（2）市场拓展不及预期：2024 年公司自动变速器摩擦片产品占主营业务收入的比例为 88.57%，自动变速器摩擦片的销售收入较大程度上决定了公司的盈利水平。若公司未来在对外资品牌部件替代的过程中出现竞争对手产品价格下降、新进入者导致市场竞争加剧等不利变化，可能导致公司市场拓展不及预期，进而对公司的经营业绩产生不利

影响。

（3）原材料价格波动：近年来国际和国内原材料价格波动幅度较大，使得公司主要原材料的采购成本相应波动。如果未来原材料价格大幅波动，而公司不能将原材料价格波动产生的影响及时传导到下游客户，将会对公司的毛利率水平和盈利能力造成一定影响。

林泰新材三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**373**	**492**	**684**	**1,013**
货币资金及交易性金融资产	133	192	279	428
经营性应收款项	168	210	293	427
存货	66	81	105	150
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	7	8	8	9
非流动资产	**188**	**229**	**250**	**243**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	130	131	128	120
在建工程	24	67	90	92
无形资产	19	19	19	19
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	9	9
其他非流动资产	7	4	4	4
资产总计	**562**	**721**	**934**	**1,256**
流动负债	**112**	**141**	**194**	**269**
短期借款及一年内到期的非流动负债	13	17	20	23
经营性应付款项	71	92	128	182
合同负债	9	11	15	21
其他流动负债	18	21	31	43
非流动负债	9	13	20	27
长期借款	0	5	11	18
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	9	9
负债合计	**120**	**154**	**213**	**295**
归属母公司股东权益	441	567	721	961
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**441**	**567**	**721**	**961**
负债和股东权益	**562**	**721**	**934**	**1,256**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**313**	**434**	**608**	**915**
营业成本(含金融类)	176	223	311	463
税金及附加	3	3	4	6
销售费用	5	5	5	8
管理费用	22	22	29	44
研发费用	12	13	18	29
财务费用	0	(1)	(1)	(2)
加:其他收益	3	4	4	2
投资净收益	0	0	1	0
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	(6)	(3)	(3)	(3)
资产处置收益	(2)	0	0	0
营业利润	**90**	**170**	**243**	**367**
营业外净收支	3	3	4	5
利润总额	**94**	**173**	**247**	**372**
减:所得税	13	23	33	49
净利润	**81**	**150**	**215**	**323**
减:少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**81**	**150**	**215**	**323**
每股收益-最新股本摊薄(元)	1.45	2.69	3.84	5.79
EBIT	92	172	246	370
EBITDA	110	184	259	383
毛利率(%)	43.70	48.54	48.79	49.38
归母净利率(%)	25.93	34.61	35.28	35.30
收入增长率(%)	51.33	38.78	40.20	50.52
归母净利润增长率(%)	64.78	85.28	42.88	50.63

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	50	126	167	225
投资活动现金流	(21)	(50)	(29)	(1)
筹资活动现金流	82	(16)	(52)	(75)
现金净增加额	111	59	86	149
折旧和摊销	18	12	14	13
资本开支	(21)	(52)	(29)	(1)
营运资本变动	(57)	(37)	(61)	(110)

重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股净资产(元)	11.31	10.15	12.91	17.21
最新发行在外股份（百万股）	56	56	56	56
ROIC(%)	21.43	28.66	31.84	36.66
ROE-摊薄(%)	18.37	26.50	29.77	33.64
资产负债率(%)	21.45	21.42	22.84	23.50
P/E（现价&最新股本摊薄）	74.67	40.30	28.21	18.73
P/B（现价）	9.58	10.68	8.40	6.30

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn