

# 科马材料(920086.BJ)

——干式摩擦片媲美国际先进水平，湿式纸基摩擦片有望开拓新增量

## 投资要点：

- **发行价格 11.66 元/股，发行市盈率 13.64X，申购日 2026 年 1 月 6 日。**科马材料本次发行价格 11.66 元/股，发行市盈率 13.64X，申购日为 2026 年 1 月 6 日。本次发行数量为 2092 万股，发行后总股本为 8368 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 25%，老股占可流通股本比例为 0%。有 4 家战略投资者参与公司的战略配售。公司拟向不特定合格投资者公开发行股票不超过 2,092.00 万股（未考虑超额配售选择权），募集资金将投资于“干式挤浸环保型离合器摩擦材料技改项目”、“研发中心升级项目”。“干式挤浸环保型离合器摩擦材料技改项目”计划投资 15,116.80 万元，计划购置主要生产设备 141 台（套）、公用辅助系统设备 10 台（套），项目建成后，预计可新增年产 1,000 万片干式挤浸工艺离合器摩擦片产能。
- **深耕传动摩擦材料，2020–2024 年归母净利润 CAGR 为 6%。**公司主营业务为干式摩擦片及湿式纸基摩擦片的研发、生产及销售，并致力于新型摩擦材料的开发应用，客户包括采埃孚（嘉兴）、法士特伊顿、福达股份、浙江奇碟、长春一东、铁流股份等等；王宗和、廖爱霞、徐长城、王婷婷为公司的实际控制人，股权结构较为集中。公司干式摩擦片主要应用于离合器和扭矩减振器，适用于装配手动变速器（MT）、电控机械式自动变速器（AMT）、扭矩减振器的车辆，且在 2021 年 6 月设立控股子公司科马传动，致力于自动变速器用湿式纸基摩擦片的业务拓展；2024 年公司干式摩擦片、湿式纸基摩擦片的营收分别为 2.37 亿元、0.03 亿元。公司客户较分散，2022–2024 年公司向前五名客户合计销售额占比维持在 25%–31% 区间内。财务方面，2021 年–2024 年公司营收稳中有升，2024 年营收达 2.5 亿元(yoy+25.2%)；归母净利润 2024 年达 7153.2 万元(yoy+44.3%)，2020–2024 年年均复合增长率为 6.2%，公司净利率逐步增长至 2024 年的 28.5%。
- **2024 年国内干式摩擦片市场规模约为 16.1 亿元，2027 年有望增长到 17.5 亿元。**传动摩擦材料行业属于汽车零部件行业的下属细分行业。乘用车领域，公司干式摩擦片可以应用于手动挡乘用车、传统及新能源混合动力汽车；国内乘用车手动挡已降至较低比例，但新能源混合动力汽车快速发展，2022 年起国内乘用车领域需装配干式摩擦片的车辆比例呈上升趋势。商用车领域，国内及全球商用车市场手动挡及 AMT 自动挡均占据主导地位，干式摩擦片需求较大。2024 年国内干式摩擦片市场规模约为 16.1 亿元，2027 年有望增长到 17.5 亿元；2024 年全球干式摩擦片市场规模约为 119 亿元，2027 年有望增长到 132 亿元。
- **申购建议：干式摩擦片具备领先竞争力，建议关注。**公司专注干式摩擦片及湿式纸基摩擦片，生产的干式摩擦片多达二十余种材质、8,000 多个型号，是国内规格、品种较完整的干式摩擦片生产企业之一，与国内主要离合器生产厂商建立了长期稳定的合作关系，主持或参与多项国家标准、行业标准或团体标准的制定，产品性能优势明显、可以媲美国际知名干式摩擦片品牌，且持续开拓全球传动摩擦材料业务，有望持续提升国内外业务规模和市占率。可比公司最新 PE TTM 中值为 31.5X，建议关注。
- **风险提示：原材料价格波动的风险、商用车行业波动风险、新产品业务开拓风险**

## 内容目录

---

1. 初始发行 2092 万股，申购日 2026 年 1 月 6 日 .....	4
1.1. 发行信息：发行价格 11.66 元/股，发行市盈率 13.64X .....	4
1.2. 募投：募投项目总投资拟达 2.1 亿元，预计干式摩擦片年产能新增 1000 万片 .....	4
2. 公司：深耕传动摩擦材料，2020–2024 年归母净利润 CAGR 为 6% .....	6
2.1. 产品：2024 年公司干式摩擦片营收 2.37 亿元 (yoY+26%) .....	6
2.2. 模式：客户包括采埃孚、法士特伊顿等，面向汽车离合器制造企业直销为主 .....	10
2.3. 财务：2024 年公司归母净利润 7153.2 万元 (yoY+44.3%) .....	11
3. 行业：2024 年国内干式摩擦片市场规模约 16.1 亿元，2027 年有望增至 17.5 亿元 .....	13
3.1. 产业：需装配干式摩擦片的车辆比例有望持续上升 .....	13
3.2. 可比公司：主要包括金麒麟、博云新材、天宜新材等 .....	17
4. 申购建议：干式摩擦片具备领先地位，建议关注 .....	18
5. 风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 科马材料本次发行价格 11.66 元/股 .....	4
图表 2: 本次发行战略配售发行数量为 209.2 万股 .....	4
图表 3: 公司募投项目总投资拟达 2.1 亿元 .....	5
图表 4: 王宗和、廖爱霞、徐长城、王婷婷为公司的实际控制人 .....	6
图表 5: 公司主要产品包括干式摩擦片和湿式纸基摩擦片 .....	7
图表 6: 离合器结构图 .....	8
图表 7: 离合器从动盘结构图 .....	8
图表 8: 公司干式摩擦片可以应用于手动挡乘用车、传统及新能源混合动力汽车 .....	8
图表 9: 各类汽车变速器与离合器、摩擦片的适用匹配关系 .....	9
图表 10: 2024 年公司干式摩擦片营收 2.37 亿元（万元） .....	10
图表 11: 2024 年公司干式摩擦片毛利率为 48.6% .....	10
图表 12: 2022–2024 年公司向前五名客户合计销售额占比维持在 25%–31% 区间内 ...	10
图表 13: 2025H1 公司归母净利润为 4550.3 万元 (yoY+30.7%) .....	12
图表 14: 2007 年至 2023 年，全球汽车产量波动上升 .....	13
图表 15: 2007 年至 2023 年，全球商用车产量稳中有升 .....	13
图表 16: 2015–2024 年我国汽车产销量稳中有升 .....	14
图表 17: 2015–2024 年我国商用车产销量有所波动 .....	14
图表 18: 2022 年起，国内乘用车领域需装配干式摩擦片的车辆比例呈上升趋势 .....	14
图表 19: 2024 年国内干式摩擦片市场规模约为 16.1 亿元 .....	15
图表 20: 2024 年全球干式摩擦片市场规模约为 119 亿元 .....	16
图表 21: 科马材料资产及营收规模相对较小 .....	17
图表 22: 科马材料净利润规模与大体量可比公司相近 .....	17
图表 23: 可比公司最新 PE TTM 中值为 31.5X (数据截至 2025.12.31) .....	18

## 1. 初始发行 2092 万股，申购日 2026 年 1 月 6 日

### 1.1. 发行信息：发行价格 11.66 元/股，发行市盈率 13.64X

科马材料本次发行价格 11.66 元/股，发行市盈率 13.64X，申购日为 2026 年 1 月 6 日。

本次发行数量为 2092 万股，发行后总股本为 8368 万股，本次发行数量占发行后总股本的 25%。经我们测算，公司发行后预计可流通股本比例为 25%，老股占可流通股本比例为 0%。

图表 1：科马材料本次发行价格 11.66 元/股

基本信息	股票代码	920086.BJ	所属国民经济行业	汽车零部件及配件制造
	股票简称	科马材料	发行代码	920086
	定价方式	直接定价	发行价格(元/股)	11.66
	募集金额(万元)	24,392.72	主承销商	国投证券股份有限公司
	初始发行股份数量(万股)	2,092	占发行后总股本比例	25.00%
	战略配售比例	10.00%	超额配售比例	10.00%
日期与申购限制	路演日	2026-01-05	申购日	2026-01-06
	申购款退回日	2026-01-08	网上最高申购量(万股)	94.14
基本面信息	2024 年总营收(亿元)	2.49	2024 年归母净利润(万元)	7,153.21
	2024 年毛利率	47.39%	2024 年加权 ROE%	13.68%
股本信息	2024 年营收增速	25.16%	2024 年归母净利润增速	44.25%
	发行前总股本(万股)	6,276.00	发行前限售股(万股)	6,276.00
价格信息	发行后预计可流通比例	25.00%	老股占可流通股本比例	0.00%
	发行 PE(LYR)(倍)	13.64	发行后 2024 EPS(元)	0.85

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

注：除发行后预计可流通比例，其余均不考虑超额配售

本次发行战略配售发行数量为 209.2 万股，占本次发行数量的 10.00%。有 4 家战略投资者参与公司的战略配售。

图表 2：本次发行战略配售发行数量为 209.2 万股

序号	战略投资者的名称	承诺认购股数(万股)	限售期安排
1	国证资管科马材料员工参与北交所战略配售集合资产管理计划	104.6	12 个月
2	国投证券投资有限公司	41.84	12 个月
3	深圳安鹏创投基金企业（有限合伙）	41.84	6 个月
4	广东广祺柒号股权投资合伙企业（有限合伙）	20.92	6 个月
	合计	209.2	/

资料来源：Wind、公司公告、华源证券研究所

### 1.2. 募投：募投项目总投资拟达 2.1 亿元，预计干式摩擦片年产能新增 1000 万片

公司拟向不特定合格投资者公开发行股票不超过 2,092.00 万股(未考虑超额配售选择权)，或不超过 2,405.80 万股(全额行使超额配售选择权)。本次申请公开发行募集资金扣除发行费用后的净额将投资于“干式挤浸环保型离合器摩擦材料技改项目”、“研发中心升级项目”。

“干式挤浸环保型离合器摩擦材料技改项目”计划投资 15,116.80 万元，拟于浙江省丽水市松阳县西屏街道瑞阳大道 312 号原有厂房内实施，计划购置主要生产设备 141 台(套)、公

用辅助系统设备 10 台(套),项目建成后,预计可新增年产 1,000 万片干式挤浸工艺离合器摩擦片产能。

图表 3: 公司募投项目总投资拟达 2.1 亿元

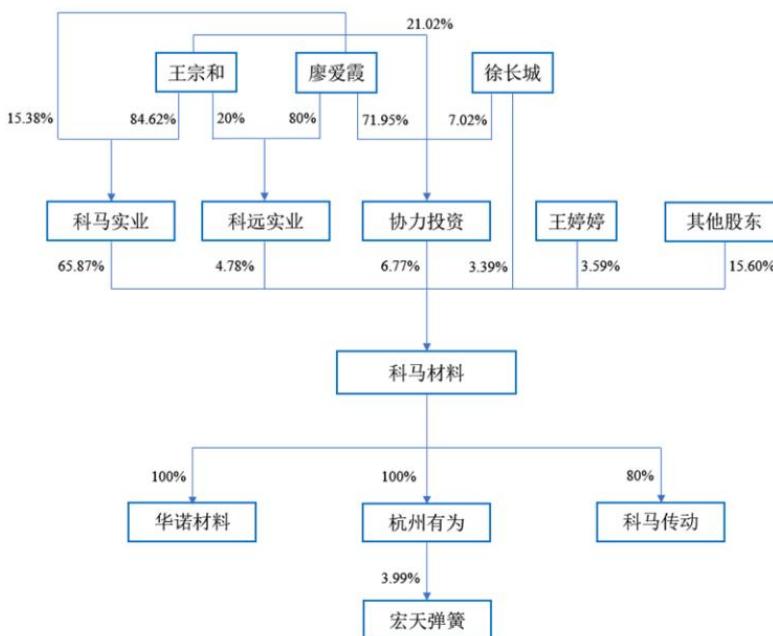
项目名称	项目投资总额/万元	拟投入募集资金金额/万元
干式挤浸环保型离合器摩擦材料技改项目	15,116.80	15,116.80
研发中心升级项目	5,500.00	5,500.00
合计	20,616.80	20,616.80

资料来源:公司招股书、华源证券研究所

## 2. 公司：深耕传动摩擦材料，2020-2024 年归母净利润 CAGR 为 6%

公司主营业务为干式摩擦片及湿式纸基摩擦片的研发、生产及销售，并致力于新型摩擦材料的开发应用。公司深耕传动摩擦材料行业二十余年，具有较好的行业口碑，客户资源丰富。公司客户包括采埃孚（嘉兴）、法士特伊顿、福达股份、浙江奇碟、长春一东、铁流股份、湖北三环、宏协股份、华域动力、奥德华等国内主要离合器生产企业。公司产品应用于中国重汽、一汽解放、东风汽车、北汽福田、潍柴集团、陕汽集团、三一集团、玉柴集团、沃尔沃、标致汽车、雷诺汽车、尼桑汽车、上汽通用五菱、问界汽车等众多知名品牌企业。截至 2025 年 8 月 14 日，王宗和、廖爱霞、徐长城、王婷婷为公司的实际控制人，合计控制公司股份 5,296.90 万股，占公司总股本的 84.40%，且王宗和、廖爱霞、徐长城、王婷婷已签订《一致行动协议》。

图表 4：王宗和、廖爱霞、徐长城、王婷婷为公司的实际控制人



资料来源：公司招股书、华源证券研究所 注：截至招股说明书（注册稿）公告日，即 2025 年 8 月 26 日；公司招股书均指的是注册稿，后同

### 2.1. 产品：2024 年公司干式摩擦片营收 2.37 亿元 (yoY+26%)

公司主营业务为干式摩擦片及湿式纸基摩擦片的研发、生产及销售，并致力于新型摩擦材料的开发应用。按应用领域，摩擦材料可以分为制动系摩擦材料（刹车片）和传动系摩擦材料（干式摩擦片及湿式纸基摩擦片）。刹车片用于制动，吸收动能；干式摩擦片及湿式纸基摩擦片用于传动，传递动力。按工作环境，摩擦材料可以分为干式摩擦材料（刹车片、干式摩擦片）和湿式摩擦材料（湿式纸基摩擦片）。

干式摩擦材料指在空气中工作的摩擦材料，湿式摩擦材料指浸泡在各类油体内工作的摩擦材料。根据生产工艺的不同，公司干式摩擦片可以分为 T1 产品和 T2 产品。2023 年 7 月，

公司 T1 产品正式停产，专注于 T2 产品的生产与销售。T1 工艺以纤维、铜丝为骨架材料，浸渍通过有机溶剂溶解的粘结剂和调节剂，经过浸胶烘干、缠绕、压制、热处理、磨面、钻孔等多道工序制造而成。与 T1 工艺相比，T2 工艺在生产过程中明显减少有机溶剂，直接将通过树脂液浸渍的骨架材料用胶粒包覆，免去搅浆、浸胶烘干等工序，更加绿色、环保，提升生产连续性和自动化程度，耐高温性和机械强度明显提升。

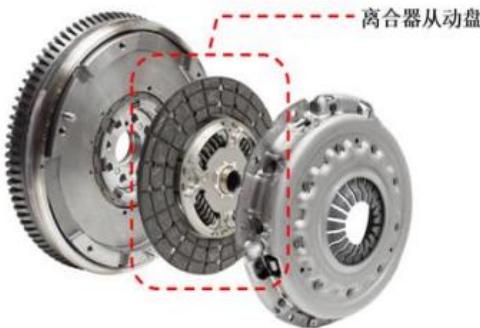
图表 5：公司主要产品包括干式摩擦片和湿式纸基摩擦片

大类	产品类别	典型产品示意图	产品特点
	T1 产品		适用于乘用车、轻型和中型卡车，经济适用，性价比较高
干式摩擦片	T2 产品		适用于大马力重型卡车、AMT 重型卡车、高端乘用车、AMT 轻型和中型卡车，以及混合动力汽车的扭矩减振器
	摩擦片		适用于自动变速器
湿式纸基摩擦片	对偶片		适用于自动变速器；与湿式纸基摩擦片配套使用

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

### (1) 干式摩擦片及其应用

干式摩擦片主要应用于离合器和扭矩减振器，适用于装配手动变速器（MT）、电控机械式自动变速器（AMT）、扭矩减振器的车辆。干式离合器由盖总成与从动盘总成组成，盖总成由压盘、盖和膜片弹簧等零部件组成，是离合器的主动部分，起压紧和分离作用；从动盘总成由从动盘、摩擦片、减震盘、弹簧片和盘毂等零部件组成，是离合器的从动部分，起摩擦和传动作用。公司生产制造的干式摩擦片属于上述从动盘中的零部件。

**图表 6：离合器结构图**


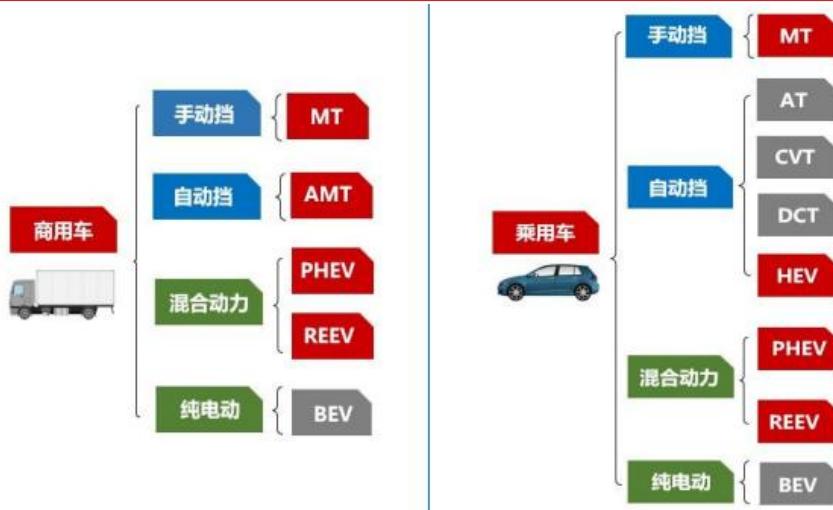
资料来源：公司招股书、华源证券研究所

**图表 7：离合器从动盘结构图**


资料来源：公司招股书、华源证券研究所

此外，扭矩减振器可以应用于传统及新能源混合动力汽车，系利用干式摩擦片、减振弹簧及花键毂等部件传递扭矩、减振吸噪、实施过载保护的装置，发展前景广阔。相较于普通乘用车干式摩擦片，扭矩限制器用干式摩擦片表面摩擦系数均匀度更高，动静摩擦系数比低；由于扭矩较大、尺寸较窄、厚度较薄，需要更高的机械强度；振颤因子更低，进一步提升驾驶舒适度。相较于普通乘用车干式摩擦片，扭矩减振器用干式摩擦片圆环面更窄、厚度更薄，在缠绕、压制、磨面、钻孔环节更容易产生破损或断裂，生产工艺难度较高。

**乘用车市场**，公司干式摩擦片产品主要应用于手动挡乘用车、传统及新能源混合动力乘用车；**商用车市场**，公司干式摩擦片产品主要应用于手动挡商用车、AMT 自动挡商用车、新能源混合动力商用车。

**图表 8：公司干式摩擦片可以应用于手动挡乘用车、传统及新能源混合动力汽车**


资料来源：公司招股书、华源证券研究所

注：红色背景指需装配干式摩擦片的汽车，灰色背景指无需装配干式摩擦片的汽车；蓝色背景指传统燃油汽车，绿色背景指新能源电动汽车。

## (2) 湿式纸基摩擦片及其应用

公司从干式摩擦片起步，2021 年 6 月，公司设立控股子公司科马传动，致力于自动变速器用湿式纸基摩擦片的研发、生产及销售。湿式纸基摩擦片主要应用于液力自动变速器( AT )、

**湿式双离合自动变速器 (DCT)、无级自动变速器 (CVT)、混合动力专用变速器 (DHT)。**湿式纸基摩擦片在变速器或减速器油内，利用油压推动活塞进行工作。变速器或减速器油进入离合器模块的壳体，对离合器模块内的活塞施加压力，活塞迫使湿式纸基摩擦片和对偶片挤压在一起，实现动力传输，完成换挡。湿式纸基摩擦片和对偶片直径相近，内外齿和花键不同，依次交错装配在自动变速器离合器模块中。对偶片由钢材冲压而成，通常包覆在湿式纸基摩擦片两侧，与湿式纸基摩擦片相互配合，提供动力传输。

**图表 9：各类汽车变速器与离合器、摩擦片的适用匹配关系**

变速器	离合器	摩擦片
手动变速器(MT)	干式离合器，独立的离合器总成	干式摩擦片
电控机械式自动变速器(AMT)	干式离合器，独立的离合器总成	干式摩擦片
液力自动变速器(AT)	湿式离合器，内嵌的离合器模块	湿式纸基摩擦片
湿式双离合自动变速器 (DCT)	湿式离合器，内嵌的离合器模块	湿式纸基摩擦片
无级自动变速器(CVT)	湿式离合器，内嵌的离合器模块	湿式纸基摩擦片
混合动力专用变速器(DHT)	湿式离合器，内嵌的离合器模块	湿式纸基摩擦片
单挡减速器	不适用	不适用
两挡减速器	湿式离合器，内嵌的离合器模块	湿式纸基摩擦片
扭矩减振器	独立部件	干式摩擦片

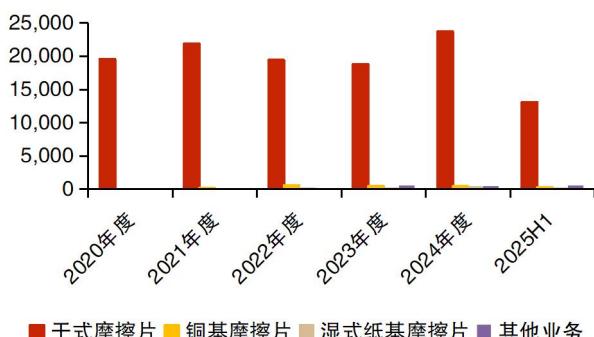
资料来源：公司招股书、华源证券研究所

**收入情况：**2024 年公司干式摩擦片、铜基摩擦片、湿式纸基摩擦片及其他业务的营收分别为 2.37 亿元、0.04 亿元、0.03 亿元和 0.05 亿元。从收入结构来看，公司主营业务收入主要来源于干式摩擦片。2022 年、2023 年及 2024 年，公司干式摩擦片收入占主营业务收入的比例分别为 96.99%、96.84%、97.11%。1 ) 公司干式摩擦片可以分为湿式浸胶工艺产品 ( T1 产品 ) 和干式挤浸工艺产品 ( T2 产品 )，2023 年 7 月，公司 T1 产品正式停产，专注于 T2 产品的生产与销售。2 ) 2022 年 5 月，公司湿式纸基摩擦片产品正式投产。3 ) 公司铜基摩擦片系贸易业务。

**毛利率情况：**2024 年公司干式摩擦片、铜基摩擦片及湿式纸基摩擦片的毛利率分别为 48.6%、18.2% 和 -26.2%。1 ) 2022-2024 年，公司干式摩擦片 T1 产品毛利率分别为 30.75%、31.17%、11.52%，干式摩擦片 T2 产品毛利率分别为 42.65%、44.14%、49.01%。公司 T2 产品毛利率高于 T1 产品毛利率，主要系其摩擦系数更高更稳定，耐高温性和机械强度提升，整体销售价格相对较高，盈利空间增加所致。2024 年，公司干式摩擦片-T1 产品毛利率同比下降较多，主要系 2023 年 7 月该产品已停产，2024 年折价销售库存产品所致。2 ) 公司湿式纸基摩擦片产品销售收入金额较小，对部分客户尚处于送样或小批量供货阶段，而机器设备折旧等固定支出相对较高，因此 2022-2024 年湿式纸基摩擦片毛利率为负数。

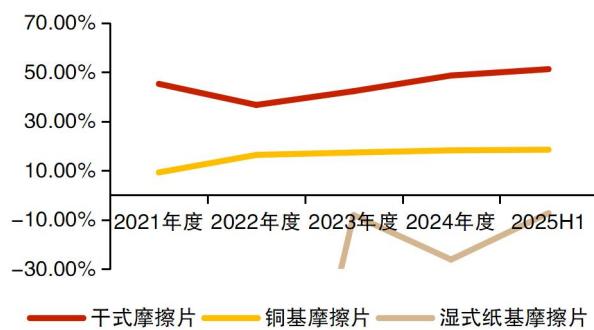
**2025H1，公司干式摩擦片、湿式纸基摩擦片营收同比增速为 9%、-10%，同时毛利率较 2024 年均有进一步提升。**

图表 10：2024 年公司干式摩擦片营收 2.37 亿元（万元）



资料来源：iFinD、公司招股书、华源证券研究所

图表 11：2024 年公司干式摩擦片毛利率为 48.6%



资料来源：iFinD、公司招股书、华源证券研究所

## 2.2. 模式：客户包括采埃孚、法士特伊顿等，面向汽车离合器制造企业直销为主

公司设立销售部，协同子公司杭州有为，负责公司境内外市场调研、客户开拓及维护、订单跟踪及货款回收等销售活动。公司主要采取直销的模式，客户包括采埃孚（嘉兴）、法士特伊顿、福达股份、浙江奇碟、长春一东、铁流股份、湖北三环、宏协股份、华域动力、奥德华等国内主要离合器生产企业，主要通过向下游汽车离合器制造企业销售干式摩擦片实现收入和利润，且公司主机配套客户主要为汽车零部件一级供应商。通常，公司与客户签订框架协议，并按照客户具体订货情况生产发货。对于售后服务市场，公司以现有产品为基础筛选出合适的产品清单，客户根据自身需求选购清单中的产品。

2022 年、2023 年及 2024 年，公司向前五大客户销售金额分别为 6,263.46 万元、5,426.00 万元、6,325.20 万元，占营业收入的比例分别为 30.98%、27.27%、25.40%，整体客户集中度不高。

图表 12：2022-2024 年公司向前五名客户合计销售额占比维持在 25%-31% 区间内

2024 年度				
序号	客户	销售金额/万元	年度销售额占比 (%)	是否存在关联关系
1	NPK	1,336.79	5.37	否
2	奥德华	1,253.75	5.03	否
3	宏协股份	1,250.34	5.02	否
4	VAFRI	1,242.86	4.99	否
5	福达股份	1,241.47	4.99	否
合计		6,325.20	25.4	—
2023 年度				
序号	客户	销售金额/万元	年度销售额占比 (%)	是否存在关联关系
1	福达股份	1,384.49	6.96	否
	潍柴动力及其子公司	1,166.75	5.86	否
2	其中:法士特伊顿	1,077.66	5.42	否
	潍柴动力(潍坊)	86.09	0.43	否
	其他	2.99	0.02	否

	长春一东及其子公司	1,019.98	5.13	否
3	其中:长春一东	694.92	3.49	否
	沈阳一东四环	325.06	1.63	否
4	奥德华	1,016.83	5.11	否
5	宏协股份	837.95	4.21	否
	合计	5,426.00	27.27	
	<b>2022 年度</b>			
序号	客户	销售金额/万元	年度销售额占比 (%)	是否存在关联关系
1	VAFRI	1,445.31	7.15	否
2	PAYA	1,351.75	6.69	否
3	宏协股份	1,264.79	6.26	否
4	福达股份	1,250.35	6.19	否
	铁流股份及其子公司	951.25	4.71	否
5	其中:湖北三环	807.47	3.99	否
	铁流股份	143.78	0.71	否
	合计	6,263.46	30.98	—

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

## 2.3. 财务：2024 年公司归母净利润 7153.2 万元 (yoY+44.3%)

**营收方面：**2021 年–2024 年公司营收稳中有升，2023 年营收达 2.0 亿元 (yoY-1.6%)，2024 年营收达 2.5 亿元 (yoY+25.2%)。营业收入持续波动，主要与行业波动等因素有关：2023 年，公司营业收入同比基本持平，主要系当年度国内商用车行业处于逐步恢复过程中，对下游产品需求的释放及传导需要一定时间所致。2024 年，公司营业收入同比增长 25.16%，主要系：①公司成为俄罗斯客户 NPK 唯一干式摩擦片供应商后，交易金额快速上升；②扭矩减振器用干式摩擦片快速放量，已装配于华为鸿蒙智行车型赛力斯问界 M5/M7/M9 系列、长安深蓝/启元系列、奇瑞风云系列等新能源混合动力车型；③公司与长春一东、浙江奇碟、茂茂驱动等客户合作持续深化，2024 年公司占其采购份额上升，外资品牌份额下降；④宏协股份、格瑞特、巨擎汽配等客户积极参与全球市场竞争，离合器业务规模扩大，对公司产品需求增加；⑤由于生产工艺全面切换及新厂区搬迁对公司生产活动产生一定影响，2023 年四季度部分订单未能及时完成生产，于 2024 年实现销售收入。

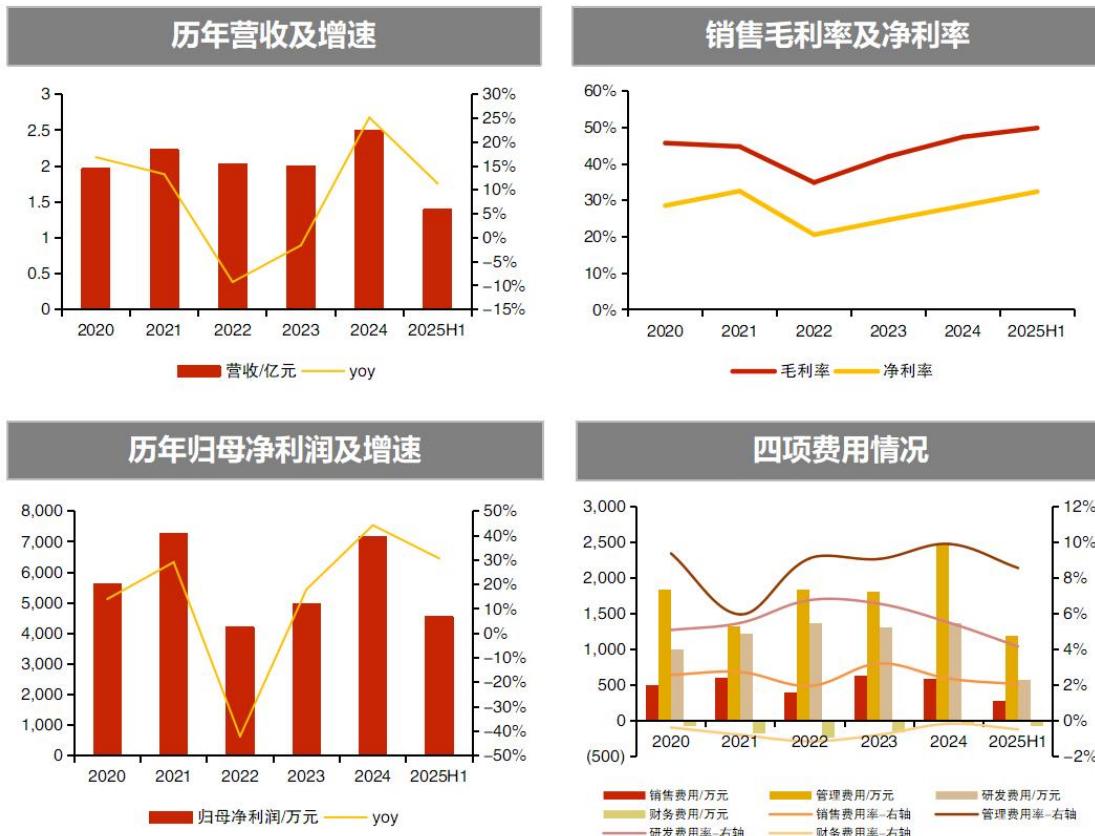
**利润方面：**公司归母净利润 2024 年达 7153.2 万元 (yoY+44.3%)，2020–2024 年年均复合增长率为 6.2%，公司净利率逐步增长至 2024 年的 28.5%。公司净利润变化的原因包括：下游市场需求逐步恢复，且公司业务拓展顺利，营业收入呈上升趋势，同时毛利率上升。

**盈利能力方面：**2022 年–2024 年公司毛利率分别为 34.91%、41.48%、47.39%，保持在较高水平，反映了公司干式摩擦片产品较强的市场竞争力。公司主要原材料包括纤维原料、石化原料、电工圆铜线等材料，其价格变化对公司主营业务成本影响较大；随着毛利率水平较高的 T2 产品逐步占据主要比例，部分原材料价格及能源成本下降，主营业务毛利率持续上升。

**成本管控方面：**2022–2024 年公司期间费用总额分别为 3,373.90 万元、3,484.10 万元、4,390.46 万元，占营业收入比例分别为 16.69%、17.51%、17.63%。

2025H1 公司营收为 1.4 亿元( yoy+11.4% )、归母净利润为 4550.3 万元( yoy+30.7% )。

图表 13：2025H1 公司归母净利润为 4550.3 万元 ( yoy+30.7%)



资料来源：iFinD、公司招股书、华源证券研究所

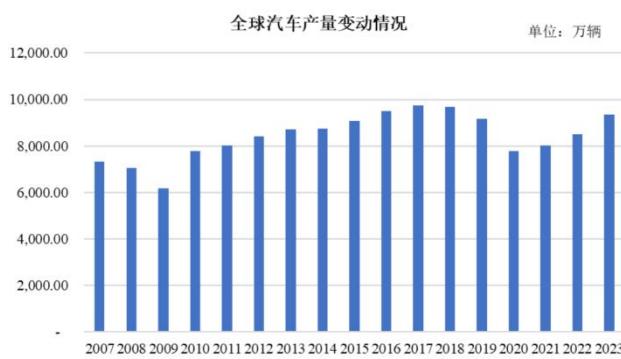
### 3. 行业：2024 年国内干式摩擦片市场规模约 16.1 亿元，2027 年有望增至 17.5 亿元

#### 3.1. 产业：需装配干式摩擦片的车辆比例有望持续上升

##### ➤ 汽车行业发展概况及趋势

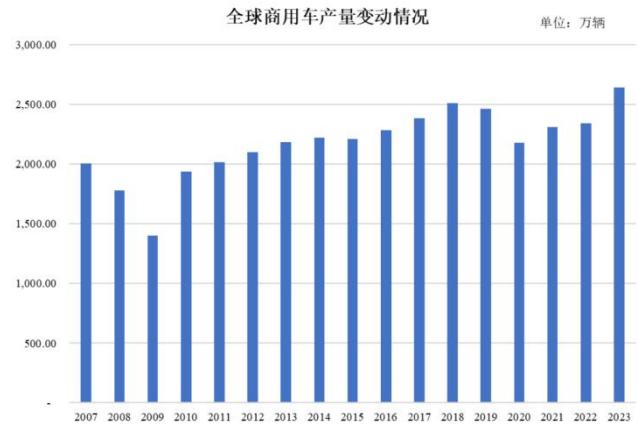
全球汽车工业已经进入成熟期，过去十几年间，全球汽车产量总体保持增长态势。2021 年、2022 年及 2023 年，全球汽车产量分别为 8,014.60 万辆、8,501.67 万辆、9,354.66 万辆，同比分别增长 3.25%、6.08%、10.03%。商用车方面，2007 年至今，全球商用车产量总体呈增长趋势，大部分年度全球商用车产量均超过 2,000 万辆。2008 年及 2009 年受到全球金融危机影响，全球商用车产量同比下降 11.32%、21.22%；2020 年，受国际宏观经济下行的冲击，全球商用车产量为 2,178.66 万辆，同比下降 11.57%；随着国际宏观经济的持续复苏，2021 年、2022 年及 2023 年，全球商用车产量分别为 2,311.90 万辆、2,341.82 万辆、2,641.30 万辆。

**图表 14：2007 年至 2023 年，全球汽车产量波动上升**



资料来源：Wind、中国汽车工业协会、华源证券研究所

**图表 15：2007 年至 2023 年，全球商用车产量稳中有升**



资料来源：Wind、中国汽车工业协会、华源证券研究所

2021 年，国内汽车市场结束了 2018 年以来连续三年下降的局面；2022–2024 年国内汽车产销两端均持续温和复苏。商用车方面，2022 年，受油气价格高位运行、前期环保及超载治理政策下需求透支的影响，国内商用车产销量明显下滑；2023 年，随着宏观经济形势企稳向好，国内商用车产销量重回 400 万辆以上；2024 年，由于国内投资放缓以及运价偏低，终端市场换车需求动力不足，国内商用车产量为 380.47 万辆，同比下降 5.76%，销量为 387.32 万辆，同比下降 3.91%。货车是支撑商用车增长的主要车型，2024 年，国内货车产量为 329.7 万辆，同比下降 6.85%，销量为 336.2 万辆，同比下降 5.00%。2013 年以来，我国民用载货汽车保有量水平不断提升。

**图表 16：2015-2024 年我国汽车产销量稳中有升**


资料来源：iFind、中国汽车工业协会、华源证券研究所

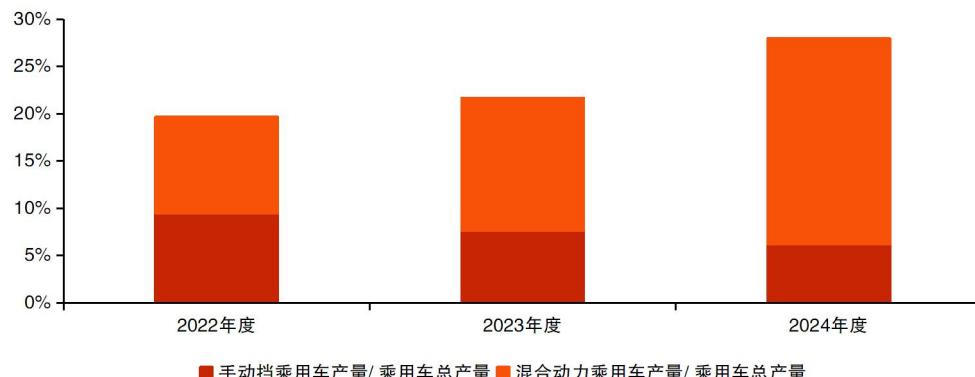
**图表 17：2015-2024 年我国商用车产销量有所波动**


资料来源：iFind、中国汽车工业协会、华源证券研究所

### ➤ 摩擦材料行业

公司所处细分行业为涵盖干式摩擦片和湿式纸基摩擦片的传动摩擦材料行业，属于汽车零部件行业的下属细分行业。摩擦材料是应用在动力机械上，依靠摩擦作用来执行制动和传动功能的部件材料。按应用领域，摩擦材料可以分为制动系摩擦材料（刹车片）和传动系摩擦材料（干式摩擦片及湿式纸基摩擦片）。刹车片用于制动，吸收动能；干式摩擦片及湿式纸基摩擦片用于传动，传递动力。按材质，摩擦材料可以分为石棉摩擦材料、半金属摩擦材料、粉末冶金摩擦材料、陶瓷纤维摩擦材料、碳纤维摩擦材料等。按工作环境，摩擦材料可以分为干式摩擦材料（刹车片、干式摩擦片）和湿式摩擦材料（湿式纸基摩擦片），干式摩擦材料指在空气中工作的摩擦材料，湿式摩擦材料指浸泡在各类油体内工作的摩擦材料。

乘用车领域，公司干式摩擦片可以应用于手动挡乘用车、传统及新能源混合动力汽车。国内乘用车手动挡已降至较低比例且趋于稳定，但由于新能源混合动力汽车的快速发展，2022 年起，国内乘用车领域需装配干式摩擦片的车辆比例呈上升趋势。此外，根据中国海关数据，2022 年、2023 年及 2024 年，中国“机动车辆用离合器及其零件”产品出口金额分别为 75.69 亿元、82.38 亿元、91.76 亿元，离合器及配套产品境外需求持续增长。对于境外乘用车市场，在欧洲地区，需装配干式摩擦片的乘用车比例超过 25%；在俄罗斯、中东、南美洲、东南亚等地区，手动挡乘用车仍占据主机配套及售后服务市场较高份额，应用较为广泛，干式摩擦片需求较大。

**图表 18：2022 年起，国内乘用车领域需装配干式摩擦片的车辆比例呈上升趋势**


资料来源：中国汽车工业协会、公司招股书、华源证券研究所

商用车领域，国内及全球商用车市场，手动挡及 AMT 自动挡商用车占据主导地位，干式摩擦片需求较大。据公司招股书信息，2022 年 8 月 138 个商用车品牌、16,620 个型号商用车的变速器信息中，95%以上的商用车采用手动变速器。AMT 自动挡是商用车自动变速的主流解决方案，据 Markets and Markets/S&P Global 等机构数据，2023 年，AMT 自动挡在欧洲重卡市场的份额约为 75%–85%，在北美重卡市场的份额约为 61%。近几年，国内汽车行业受新能源化影响较大，各大主机厂及变速器生产商把混合动力变速器作为主流研究方向。新能源电动化导致传统能源商用车市场份额有所下降，对干式摩擦片需求产生一定冲击，但影响空间或有限。

### ➤ 干式摩擦片市场空间

近年来，国内汽车行业竞争日趋激烈，汽车主机厂出于控制成本的考虑，对于原来进口的零部件，在产品品质相同的情况下，开始逐步选择具备价格优势和本土服务优势的内资供应商，汽车零部件行业的自主化生产趋势已开始显现。据公司招股书数据，国内干式摩擦片市场可按照如下假设进行测算：

1. 乘用车、商用车产量以 2024 年数据为基准，预计每年增长 2%；
2. 国家统计局尚未公布 2024 年国内汽车保有量数据，汽车保有量以 2023 年数据为基准，下一年度为上年末汽车保有量（考虑行业经验数据 4% 的报废率）与当年汽车产量之和；
3. 2024 年乘用车产量中需装配干式摩擦片的比例为 27.94%，假设未来该比例每年上升 2%；
4. 2024 年商用车产量中需装配干式摩擦片的比例约为 85%，假设未来该比例每年下降 3%；
5. 2024 年乘用车保有量中需装配干式摩擦片的比例约为 34.28%（2014–2024 年国内乘用车产量中需装配干式摩擦片的比例之平均数），商用车保有量中需装配干式摩擦片的比例约为 89.17%；
6. 汽车保有量中，假设乘用车每 6 年更换 2 片干式摩擦片，商用车每 1 年更换 2 片干式摩擦片；
7. 乘用车干式摩擦片单价为 4.5 元/片，商用车干式摩擦片单价为 20 元/片。

最终测算得到：2024 年国内干式摩擦片市场规模约为 16.1 亿元，2027 年有望增长到 17.5 亿元。

**图表 19：2024 年国内干式摩擦片市场规模约为 16.1 亿元**

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>国内主机配套市场 (A)</b>						
乘用车产量(万辆)①	2,384	2,612	2,748	2,803	2,859	2,916
其中:需装配干式摩擦片的比例②	19.64%	21.66%	27.94%	29.94%	31.94%	33.94%
乘用车干式摩擦片需求量(万片)③=①* ②*2	936	1132	1535	1678	1826	1979
商用车产量(万辆)④	318	404	380	388	396	404
其中:需装配干式摩擦片的比例⑤	90.00%	90.00%	85.00%	82.00%	79.00%	76.00%

商用车干式摩擦片需求量(万片) $\textcircled{6}=\textcircled{4}^*$ $\textcircled{5}^*2$	573	727	647	636	625	614
干式摩擦片合计需求量(万片) $\textcircled{7}=\textcircled{3}+\textcircled{6}$	1,509	1,858	2,182	2,315	2,452	2,593
干式摩擦片合计需求金额(万元) $\textcircled{8}=\textcircled{3}^*4.5+\textcircled{6}^*20$	15,677	19,626	19,845	20,281	20,726	21,181
<b>国内售后服务市场(B)</b>						
乘用车保有量(万辆) $\textcircled{1}$	27,716	29,396	30,473	31,496	32,523	33,555
其中:需装配干式摩擦片的比例 $\textcircled{2}$	38.74%	37.19%	34.28%	33.97%	33.83%	33.84%
乘用车干式摩擦片需求量(万片) $\textcircled{3}=\textcircled{1}^*\textcircled{2}^*2^*1/6$	3,579	3,644	3,482	3,566	3,668	3,785
商用车保有量(万辆) $\textcircled{4}$	3,318	3,359	3,518	3,668	3,818	3,968
其中:需装配干式摩擦片的比例 $\textcircled{5}$	90.00%	90.00%	89.17%	88.20%	87.10%	85.87%
商用车干式摩擦片需求量(万片) $\textcircled{6}=\textcircled{4}^*\textcircled{5}^*2$	5,972	6,046	6,273	6,470	6,651	6,815
干式摩擦片合计需求量(万片) $\textcircled{7}=\textcircled{3}+\textcircled{6}$	9,551	9,690	9,755	10,037	10,318	10,600
干式摩擦片合计需求金额(万元) $\textcircled{8}=\textcircled{3}^*4.5+\textcircled{6}^*20$	135,541	137,319	141,128	145,453	149,520	153,328
<b>国内整体市场空间(C=A+B)</b>						
干式摩擦片合计需求量(万片)	11,060	11,548	11,937	12,351	12,770	13,193
干式摩擦片合计需求金额(万元)	151,218	156,945	160,973	165,734	170,246	174,509

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

同理，据公司招股书数据，全球干式摩擦片市场可按照如下假设进行测算：

1. 国际汽车制造商协会尚未公布 2024 年全球汽车产量数据，乘用车、商用车产量以 2023 年数据为基准，预计每年按 2% 增长；
2. 国际能源署 (IEA) 尚未公布 2024 年全球汽车保有量数据，汽车保有量以 2023 年数据为基准，下一年度为上年末汽车保有量（考虑行业经验数据 4% 的报废率）与当年汽车产量之和；
3. 全球乘用车及商用车中需装配干式摩擦片的比例与中国乘用车及商用车中需装配干式摩擦片的比例一致；
4. 汽车保有量中，假设乘用车每 6 年更换 2 片干式摩擦片，商用车每 1 年更换 2 片干式摩擦片；
5. 假设乘用车干式摩擦片单价为 4.5 元/片，商用车干式摩擦片单价为 20 元/片。

**图表 20：2024 年全球干式摩擦片市场规模约为 119 亿元**

项目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>全球主机配套市场(A)</b>						
乘用车产量(万辆) $\textcircled{1}$	6,160	6,713	6,848	6,985	7,124	7,267
其中:需装配干式摩擦片的比例 $\textcircled{2}$	19.64%	21.66%	27.94%	29.94%	31.94%	33.94%
乘用车干式摩擦片需求量(万片) $\textcircled{3}=\textcircled{1}^*\textcircled{2}^*2$	2,420	2,908	3,826	4,182	4,551	4,933
商用车产量(万辆) $\textcircled{4}$	2,342	2,641	2,694	2,748	2,803	2,859
其中:需装配干式摩擦片的比例 $\textcircled{5}$	90.00%	90.00%	85.00%	82.00%	79.00%	76.00%
商用车干式摩擦片需求量(万片) $\textcircled{6}=\textcircled{4}^*\textcircled{5}^*2$	4,215	4,754	4,580	4,507	4,429	4,346
干式摩擦片合计需求量(万片) $\textcircled{7}=\textcircled{3}+\textcircled{6}$	6,635	7,663	8,406	8,689	8,980	9,278
干式摩擦片合计需求金额(万元) $\textcircled{8}=\textcircled{3}^*4.5+\textcircled{6}^*20$	95,194	108,174	108,819	108,955	109,053	109,112

全球售后服务市场(B)						
乘用车保有量(万辆)①	124,081	125,206	127,046	128,948	130,915	132,945
其中:需装配干式摩擦片的比例②	38.74%	37.19%	34.28%	33.97%	33.83	33.84%
乘用车干式摩擦片需求量(万片)③=①* ②*2*1/6	16,023	15,521	14,517	14,601	14,763	14,996
商用车保有量(万辆)④	26,289	26,955	28,571	30,176	31,772	33,360
其中:需装配干式摩擦片的比例⑤	90.00%	90.00%	89.17%	88.20%	87.10%	85.87%
商用车干式摩擦片需求量(万片)⑥=④* ⑤*2	47,321	48,518	50,953	53,230	55,346	57,292
干式摩擦片合计需求量(万片)⑦=③+⑥	63,344	64,040	65,470	67,831	70,109	72,288
干式摩擦片合计需求金额(万元)⑧=③ *4.5+⑥*20	1,018,518	1,040,213	1,084,382	1,130,306	1,173,359	1,213,327
全球整体市场空间(C=A+B)						
干式摩擦片合计需求量(万片)	69,979	71,702	73,876	76,520	79,089	81,567
干式摩擦片合计需求金额(万元)	1,113,712	1,148,386	1,193,201	1,239,262	1,282,412	1,322,439

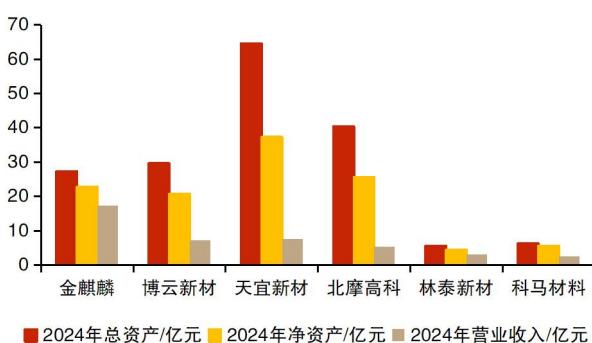
资料来源：公司招股书、华源证券研究所

最终测算得到：2024 年全球干式摩擦片市场规模约为 119 亿元，2027 年有望增长到 132 亿元。

### 3.2. 可比公司：主要包括金麒麟、博云新材、天宜新材等

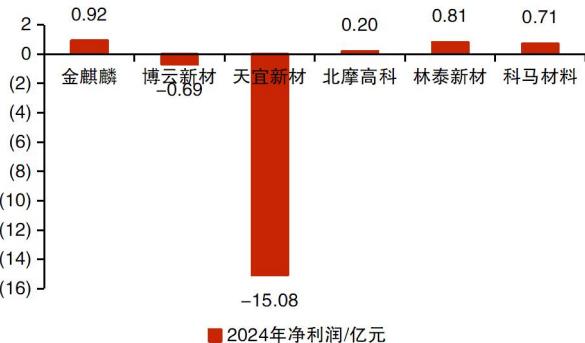
干式摩擦片和湿式纸基摩擦片属于传动摩擦材料，目前尚无境内上市公司专业从事干式摩擦片业务并披露相关数据，生产和销售制动摩擦材料的上市公司包括金麒麟、博云新材、天宜新材、北摩高科，其中林泰新材的主要产品为湿式纸基摩擦片。从财务数据来看，科马材料资产及营收规模相对其他制动摩擦材料上市公司较小，但是净利润规模整体与其他公司处于同一水平线，显示出公司具备较强的盈利水平。

图表 21：科马材料资产及营收规模相对较小



资料来源：iFind、华源证券研究所

图表 22：科马材料净利润规模与大体量可比公司相近



资料来源：iFind、华源证券研究所

## 4. 申购建议：干式摩擦片具备领先地位，建议关注

公司专注干式摩擦片及湿式纸基摩擦片，生产的干式摩擦片多达二十余种材质、8,000多个型号，是国内规格、品种较完整的干式摩擦片生产企业之一，与国内主要离合器生产厂商建立了长期稳定的合作关系，主持或参与多项国家标准、行业标准或团体标准的制定，产品性能优势明显、可以媲美国际知名干式摩擦片品牌，且持续开拓全球传动摩擦材料业务，有望持续提升国内外业务规模和市占率。可比公司最新 PE TTM 中值为 31.5X，建议关注。

**图表 23：可比公司最新 PE TTM 中值为 31.5X（数据截至 2025. 12. 31）**

公司名称	股票代码	市值/亿元	PE TTM	2024 年营收/亿元	2024 年归母净利润/万元
金麒麟	603586.SH	37.41	23.8	17.39	9,217
北摩高科	002985.SZ	105.30	174.2	5.38	1,615
林泰新材	920106.BJ	44.54	31.5	3.13	8,104
<b>均值</b>		<b>62.41</b>	<b>76.48</b>		
<b>中值</b>		<b>44.54</b>	<b>31.46</b>		
科马材料	920086.BJ	—	—	2.49	7,153

资料来源：Wind、华源证券研究所

## 5. 风险提示

**原材料价格波动的风险：**2022–2024 年公司直接材料成本占主营业务成本的比例超过 50%。公司主要原材料纤维原料、石化原料、电工圆铜线对公司主营业务毛利率及净利润产生重要影响。公司出于稳定客户预期，促进长期合作关系的考虑，产品销售价格相对稳定，主要依靠自身的原材料采购管理能力降低其市场价格波动的风险。如果公司的主要原材料采购价格持续上涨或出现剧烈波动，同时整体经济形势或行业状况发生明显不利变动，公司与客户之间未能及时调整交易价格，公司无法及时转移或消化因原材料价格波动导致的成本压力，或将对公司生产经营和盈利水平产生不利影响。

**商用车行业波动风险：**2024 年，由于国内投资放缓以及运价偏低，终端市场换车需求动力不足，国内商用车产量为 380.47 万辆，同比下降 5.76%，销量为 387.32 万辆，同比下降 3.91%。若未来国内商用车行业低迷，需求不振，公司客户存在收缩生产规模并减少订单量的可能性，或将对公司经营业绩产生一定不利影响。

**新产品业务开拓风险：**2022 年 5 月，公司湿式纸基摩擦片产品投入生产并对外销售。湿式纸基摩擦片作为自动变速器等传动装置的核心零部件，主机配套客户对新供应商产品认证程序严格，认证周期较长。由于公司产品进入行业时间较短，正处于经验积累和客户开拓阶段，收入规模较小。如果未来公司新产品业务开拓不力，在湿式纸基摩擦片主机配套市场未能批量持续供货，新增产能无法消化，或将对公司生产经营及业绩产生不利影响。

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

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

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。