

林泰新材(920106.BJ)

投资评级：买入（上调）

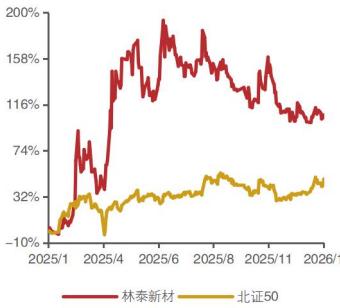
证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com

联系人

胡文瀚
huwenhan@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年01月23日

收盘价(元)	81.15
一年内最高/最低(元)	153.30/52.70
总市值(百万元)	4,592.56
流通市值(百万元)	3,542.59
总股本(百万股)	56.59
资产负债率(%)	16.75
每股净资产(元/股)	9.66

资料来源：聚源数据

——重新审视材料企业属性：摩擦材料打造平台能力，产品向全域动力装备扩张

投资要点：

- **以摩擦材料技术为根基的材料解决方案供应商，而非传统认知的汽车变速器摩擦片制造商。**公司的核心竞争力在于对湿式纸基摩擦材料的配方设计、工艺调控及摩擦学性能的深刻理解，构建了可复用、可扩展的底层技术体系。凭借这一技术平台，公司已成功实现从乘用车传动系统向工程机械、农机、商用车等多元市场的横向拓展，并布局飞行器、特种装备等前沿领域。借鉴东丽、赫氏等国际材料巨头的发展路径，林泰新材的成长逻辑正从单一产品国产替代，升级为通过解决跨行业共性摩擦问题实现平台化扩张。重新定位有望使其估值逻辑从受制于单一汽车行业周期，转变为反映其技术复用性与穿越周期的能力，有望迎来价值重估。
- **增量不仅源于汽车产品结构的变革，更在于依托平台化技术向全域动力装备应用场景的拓展。**基本盘业务方面，公司深度受益于乘用车自动变速器摩擦片的国产替代与混合动力汽车渗透率快速提升的结构性机遇。作为国内湿式纸基摩擦片行业市场份额第三、且是唯一实现为乘用车批量配套的国产供应商，林泰新材正伴随下游新能源汽车销量占比提升，迎来量价齐升的黄金发展期。同时，公司平台化扩张战略已清晰展开：在汽车领域，以高价值的电子控制防滑差速器(ELSD)为代表的业务即将进入收获期；在高端装备领域，公司正将其验证成熟的湿式纸基摩擦材料技术，系统性地向工程机械、高端农机、特种车辆及低空飞行器(eVTOL)等新场景复制延伸，这些领域当前渗透率低、市场空间广阔。
- **林泰新材的成长驱动力，源于其平台化价值重估与强劲的业绩、产能扩张形成共振。**短期业绩确定性较高，比亚迪、吉利、麦格纳等客户项目持续放量，叠加产能有序扩张，有望驱动业绩进一步增长。中期增长看突破，高价值的ELSD业务已获头部客户定点，工程机械等新领域验证顺利，或将成为新的增长极。长期潜力在于生态，其在低空飞行器、军事装备等领域的卡位有望打造全面的材料技术平台。与此同时，市场对其认知有望从“汽车零部件商”向“平台型材料企业”转变，这一价值重估与其扎实的业绩增长(2021-2024年归母净利润CAGR 70%)及产能支撑形成合力，构成了公司发展的核心逻辑，有望实现“戴维斯双击”。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润为1.40、2.03和2.96亿元，对应PE为32.7、22.6、15.5X，可比公司2026PE均值为45.5X。公司凭借其突破性的工艺技术，已成为该领域进口替代的核心力量。深度绑定比亚迪、上汽集团、吉利汽车等头部自主品牌产业链，并通过募投项目持续提升核心业务产能。我们基于其技术稀缺性、国产化先发优势及产能升级带来的业绩弹性，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**汽车行业波动风险、客户新项目开发失败风险、原材料价格波动风险。

盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	207	313	492	702	1,006
同比增长率(%)	17.33%	51.33%	57.50%	42.62%	43.22%
归母净利润(百万元)	49	81	140	203	296
同比增长率(%)	98.44%	64.78%	73.35%	44.67%	45.52%
每股收益(元/股)	0.87	1.43	2.48	3.59	5.23
ROE(%)	18.69%	18.37%	24.74%	27.06%	29.06%
市盈率(P/E)	93.38	56.67	32.69	22.60	15.53

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 1.40、2.03 和 2.96 亿元，对应 PE 为 32.7、22.6、15.5X。可比公司 2026PE 均值为 45.5X。作为国内唯一实现乘用车自动变速器湿式纸基摩擦片全流程自主生产的本土企业，林泰新材凭借其突破性的工艺技术，已成为该领域进口替代的核心力量。公司深度绑定比亚迪、上汽集团、吉利汽车等头部自主品牌产业链，并通过募投项目持续提升核心业务产能。基于其技术稀缺性、国产化先发优势及产能升级带来的业绩弹性，上调至“买入”评级。

关键假设

结合公司 2024 年年报以及对于未来公司业务稳步发展的积极预期，我们假设如下：

- (1) 湿式纸基摩擦片：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 74%/49%/48%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 2.55/3.79/5.61 亿元；
- (2) 对偶片：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 67%/47%/46%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 1.74/2.56/3.74 亿元。

投资逻辑要点

从稀缺性来看：林泰新材的核心价值在于其以摩擦材料技术为根基的平台化潜力，而非传统的单一汽车部件制造商。公司是国内唯一实现为乘用车自动变速器湿式纸基摩擦片全流程批量配套生产的本土企业，成功打破了博格华纳等外资巨头长期的技术与市场垄断，产品性能比肩国际先进水平，湿式纸基摩擦片行业市场份额已位居国内前三，奠定了其作为国产化核心力量的稀缺地位。

从行业空间来看：公司业务立足汽车，但已实现向“全域动力装备”的广阔空间延伸。在基本盘乘用车领域，国内自动变速器摩擦片市场规模稳健增长（2023 年国内乘用车自动变速器摩擦片市场规模约为 61.19 亿元，预计 2025 年达到 65.74 亿元），且深度受益于混动汽车渗透率提升带来的结构性机遇。公司依托可复用的摩擦材料技术平台，正系统性地将应用场景横向拓展至工程机械、高端农机、商用车以及低空飞行器（eVTOL）、特种装备等市场。这些领域当前渗透率低、国产化需求迫切，或可为公司打开远超单一汽车行业的成长天花板。

从未来发展来看：公司的增长路径清晰，短期业绩有望由比亚迪、吉利、麦格纳等现有客户项目放量驱动；中期增长则看高价值的电子控制防滑差速器（ELSD）模块化业务落地，以及工程机械等新领域实现规模化销售；长期潜力在于其在飞行汽车、军事装备等前沿领域的早期卡位，有望打造全面的摩擦材料解决方案生态。同时，公司募投项目达产后，总产能预计将提升至 9700 万片/年，为各业务线同步拓展提供了坚实基础。客户、产能与平台化技术形成的合力，构筑了公司持续发展的核心竞争优势。

核心风险提示

汽车行业波动风险、客户新项目开发失败风险、原材料价格波动风险

内容目录

1. 重新定位：从单一零部件到平台型摩擦材料解决方案供应商	6
1.1. 林泰新材：为何更接近一家材料企业？	6
1.2. 摩擦材料行业：公司的核心技术平台是竞争力得以构建和延伸的基石	9
1.3. 东丽/赫氏：从复合材料巨头发展路径，看林泰新材未来战略导向	13
2. 摩擦材料核心增量：汽车市场产品升级，拓展全域摩擦技术场景	16
2.1. 基本盘业务：乘用车市场摩擦材料迎来深度国产替代与结构升级	16
2.2. 平台化扩张：从汽车到高端装备“动力全域”的多维拓展	20
3. 公司驱动逻辑：平台化价值重估与产能、产品升级共振	25
3.1. 价值重估+业绩驱动力=有望实现戴维斯双击	25
3.2. 财务与产能：打造支撑平台化扩张的基石	25
4. 盈利预测与评级	30
5. 风险提示	31

图表目录

图表 1: 林泰新材从“零部件企业”走向“平台型材料企业”	6
图表 2: 林泰新材定位于平台型材料企业, 有何不同?	6
图表 3: 林泰新材成立于 2015 年, 2022 年登陆新三板	7
图表 4: 2024 年湿式纸基摩擦片、对偶片收入占比分别达 47%、33%	7
图表 5: 公司湿式纸基摩擦片和对偶片的下游主要包括乘用车、工程机械领域	8
图表 6: 一家新材料企业需要多个模块化能力来体现	9
图表 7: 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	10
图表 8: 纸基摩擦材料具有动摩擦系数高且稳定、传递扭矩能力强、摩擦噪音小等优点	10
图表 9: 国外竞争对手主要包括美国博格华纳、日本达耐时、日本恩斯克华纳等	11
图表 10: 摩擦片行业存在技术、客户和产品质量三大壁垒	12
图表 11: 公司有望打造摩擦材料的通用技术平台, 可体现在四个技术维度	12
图表 12: 公司目前共有 10 项在研项目	12
图表 13: 东丽与赫氏两家知名材料公司的发展路径具备较强启示意义	14
图表 14: 东丽与赫氏的发展路径可汇总为两大逻辑	14
图表 15: 摩擦材料技术具备较高的拓展深度和宽度潜力	15
图表 16: 湿式纸基摩擦片与对偶片配合实现制动和传动	16
图表 17: 湿式纸基摩擦片两侧被对偶片包覆	16
图表 18: 湿式离合器具有寿命长、摩擦系数较为稳定和体积小的优点	16
图表 19: 林泰新材是国内第三大自动变速器摩擦片供应商	17
图表 20: 预计 2035 年国内自动变速器摩擦片乘用车市场需求量达 74,450 万片 (万片)	18
图表 21: 2023 年国内乘用车自动变速器摩擦片市场规模约为 61.19 亿元	18
图表 22: 预计 2025 年混合动力汽车和插电式混合动力汽车的合计销量占比达 27% ...	19
图表 23: 路特斯纯电动跑车 ELETRE	19
图表 24: 保时捷首款纯电动跑车 Taycan4S	19
图表 25: 2025H1 乘用车新能源汽车领域销售占主营业务收入比例为 28%	20
图表 26: 带摩擦片的限滑差速器相比于传统差速器可增强汽车的通过性	21
图表 27: 2024 年全球电子差速器市场规模为 42.2 亿美元	22
图表 28: 工程机械变速器主要由主离合器、主变速动力换挡等组成	23

图表 29: 2023 年我国工程机械和农机领域自动变速器摩擦片需求金额约为 12.98 亿元	23
图表 30: 林泰新材后续增量与展望总结	25
图表 31: 2025Q1-Q3 实现营收 3.26 亿元	26
图表 32: 2025Q1-Q3 实现归母净利润 1.07 亿元	26
图表 33: 盈利能力稳步提升, 林泰新材 2025Q1-Q3 毛利率达 45.44%	26
图表 34: 2025Q1-Q3 公司期间费用率为 8.75%	27
图表 35: 2025H1 公司境内外收入均显著增长	27
图表 36: 2025Q1-Q3 公司经营净现金流超 9000 万元, 近年来不断增长	28
图表 37: 2023 年公司湿式纸基摩擦片和对偶片合计产能为 2700 万片	28
图表 38: 公司募集 1.12 亿元用于纸基摩擦片及对偶片扩产等项目	29
图表 39: 林泰新材可比公司估值表 (截至 2026.1.23)	30

1. 重新定位：从单一零部件到平台型摩擦材料解决方案供应商

市场对林泰新材的传统认知局限于“自动变速器摩擦片制造商”。然而，我们深入分析其技术、产品和市场布局，发现其本质是一个以摩擦材料的共性技术为根基的平台型材料企业。

图表 1：林泰新材从“零部件企业”走向“平台型材料企业”

特征维度	平台型材料企业	在林泰新材身上的体现
外在表象	以一类“关键部件”为人所知，常被归类为某个下游行业的供应商	被视为“汽车变速器摩擦片供应商”
内在本质	核心竞争力是某一类材料的设计、合成、加工或应用技术，具备跨行业复用的潜力	核心竞争力是以湿式纸基为代表的“摩擦材料”的配方、工艺及摩擦性能的调控（如在油液环境中）能力
扩张模式	以“解决某一类物理/化学问题”为导向，而非“服务某一个行业”。从初始应用场景，向所有存在类似技术痛点的场景拓展	围绕摩擦学理论的范畴，从解决“汽车传动摩擦”，拓展到解决“工程机械传动摩擦”、“飞行器传动摩擦”、“农机传动摩擦”等
估值差异	作为“零部件供应商”，估值受下游单一行业周期影响；作为“材料平台”，估值应反映其技术复用性和穿越周期的能力	市场对其认知从前者向后者的转变，或将带来价值的重估

资料来源：华源证券研究所整理制作

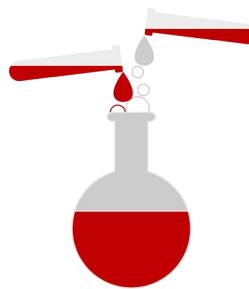
评估一家材料企业是否具备平台级潜力，核心在于审视其是否构建了可复用、可扩展的底层技术体系，并以此为基础，成功实现向多元市场和产品形态的横向拓展。林泰新材正是这样一个典型案例，其成长逻辑正在从单一产品的国产替代，升级为以摩擦材料技术为核心的平台化扩张。

图表 2：林泰新材定位于平台型材料企业，有何不同？

汽车零部件企业→摩擦材料平台级企业，有何不同？

单一产品→技术可复用、可拓展

- 围绕湿式纸基为代表的摩擦材料的配方、工艺与设计能力，林泰新材有望形成可复用、可扩展的底层技术体系，从而不断响应市场推出新产品、新应用。



依赖汽车行业→跨行业发展

- 核心逻辑：将解决“精密摩擦控制”的能力，复制到所有存在该需求的动力传动场景。
- 每成功开拓一个新领域，都是其技术平台通用性和解决能力的又一次证明。

销售标准化零件→定制化材料解决方案

- 演进路径：基础材料→关键部件→集成模块→系统方案
- 战略意义：从产业链的“成本中心”向“价值中心”移动，提升客户粘性与盈利天花板。

壁垒：产品本身→全流程工艺积累

- 对于一家摩擦材料平台型企业，真正的壁垒已升级为全流程工艺累积体系——从纤维配方设计、处理工艺、结构设计，到与千万种摩擦工况的匹配验证，且该体系可不断迭代延伸。

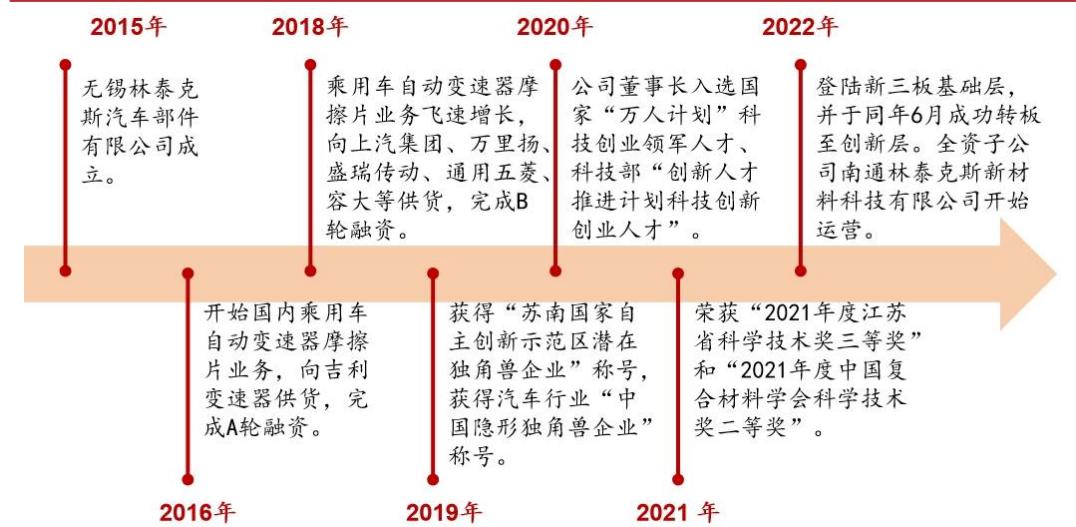
资料来源：公司公告、华源证券研究所

1.1. 林泰新材：为何更接近一家材料企业？

林泰新材成立于 2015 年，是一家专业从事汽车自动变速器摩擦片研发、生产和销售的专精特新企业。公司系国家高新技术企业、江苏省专精特新企业，设有江苏省工程技术研究

中心，2021 年获得江苏省科学技术奖和中国复合材料学会科学技术奖。2022 年，公司登陆新三板基础层，并于同年 6 月成功转至创新层。2024 年 12 月 18 日，公司在北交所上市。

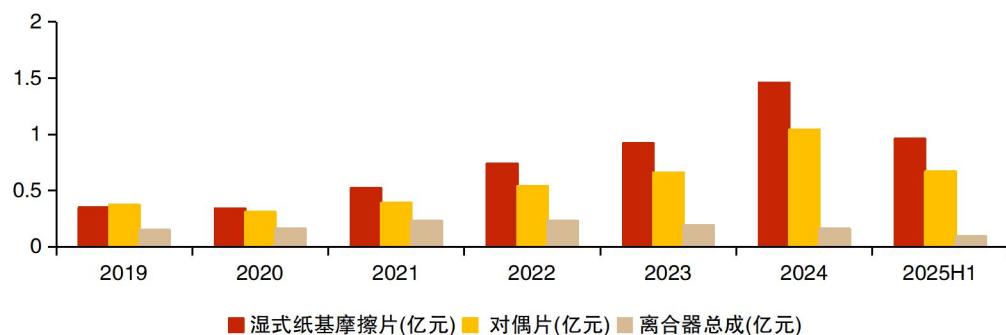
图表 3：林泰新材成立于 2015 年，2022 年登陆新三板



资料来源：林泰新材官网、华源证券研究所

林泰新材的主要产品为自动变速器摩擦片，产品可具体细分为自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片。参考公司招股说明书信息，林泰新材的产品主要配套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。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对外资品牌部件的替代和国内原创技术的产业化。**2024 年公司湿式纸基摩擦片、对偶片收入占比分别达 47%、33%。**2021–2024 年，湿式纸基摩擦片分别实现营业收入 0.52 亿元、0.74 亿元、0.92 亿元、1.46 亿元，分别同比增长 50.62%、42.80%、25.09%、58.47%，主要原因系我国新能源汽车高速发展，公司产品切入新能源汽车领域，营收大幅提升。

图表 4：2024 年湿式纸基摩擦片、对偶片收入占比分别达 47%、33%

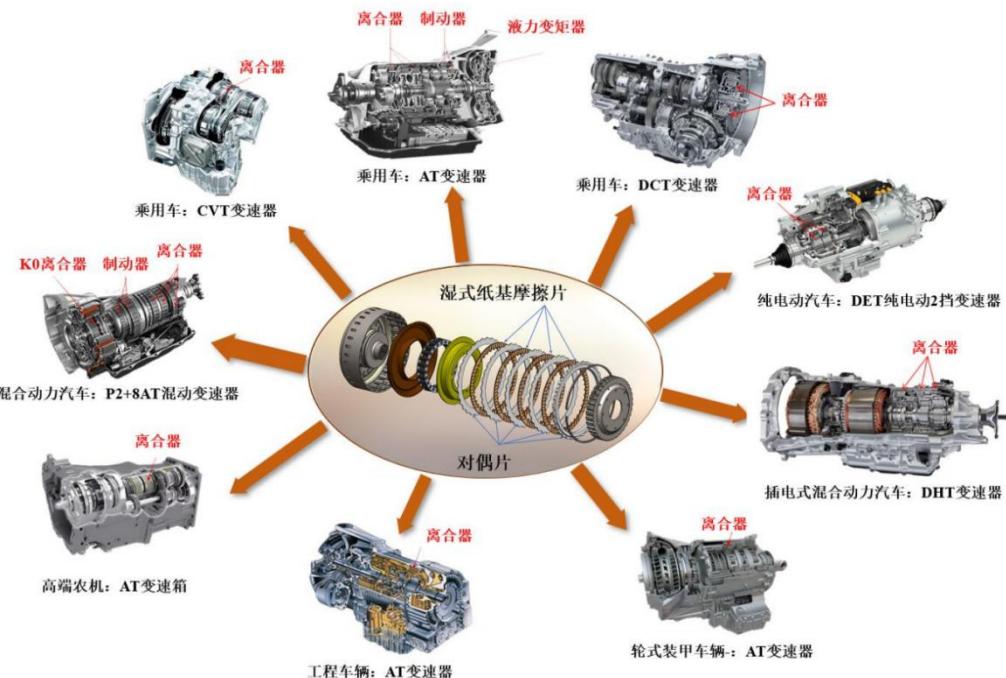


资料来源：iFinD、华源证券研究所

公司当前下游主要包括乘用车、工程机械、农机和商用车领域，后续有望持续拓展。参考公司招股说明书信息，自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片主要在液力驱动的湿式离合器

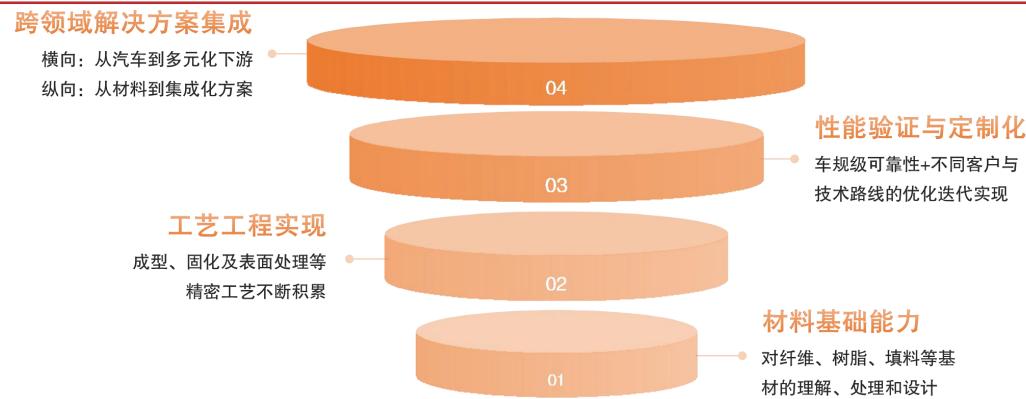
和制动器中用来传递扭矩，适用于各类车辆、工程机械、高端农机等行业，具有广阔的市场应用前景，其中目前应用较广的是乘用车自动变速器，是自动变速器的核心零部件之一。

图表 5：公司湿式纸基摩擦片和对偶片的下游主要包括乘用车、工程机械领域



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究所

为何我们认为林泰新材可以被视为新材料企业？一家新材料企业的技术平台通常建立在几个可独立优化又相互协同的模块化能力之上：材料基础能力（配方、设计、理论积累等等）、工艺工程实现、性能验证与定制化、跨领域解决方案集成等等。材料基础设计方面，公司产品以纤维、树脂、填料等基材为原材料，在配方等方面形成一定壁垒，且有望构建可调变、优化从而适应不同场景的配方设计能力；工艺工程实现方面，公司依托独有的成型、固化及表面处理等精密工艺，将设计转化为稳定可靠的实体产品；性能模拟与验证方面，公司凭借长期积累的多工况下的摩擦副测试与仿真等能力，有望实现从材料参数到系统性能的模拟与匹配，从而满足各类型工况的需求；跨领域解决方案集成方面，公司或可将上述能力结合，针对汽车、工程机械、航空等不同领域的动力传动界面，未来有望提供从核心材料、关键部件到子系统的一体化摩擦解决方案。通过这四维一体、层层递进的技术体系，公司有望构筑可复用、可扩展的材料技术坚实内核，因此有望成长为一家平台级的材料企业。

图表 6：一家新材料企业需要多个模块化能力来体现


资料来源：公司招股书及公告、华源证券研究所

公司之所以能够在材料技术上持续深耕，我们认为与管理层本身具备深厚技术背景息息相关。公司实控人刘健、宋莘莘夫妻均为技术背景出身，其中刘健为南京大学高分子化学本科、吉林大学车辆工程硕士、东南大学材料与化工工程博士在读，为教授级高级工程师，且在2002年7月至2007年6月先后担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（达耐时为摩擦片头部企业）；宋莘莘为南京大学化学本科毕业，2003年7月至2016年5月，在上海恒瑞医药有限公司担任研发工程师，2021年8月至今担任公司研发工程师。

1.2. 摩擦材料行业：公司的核心技术平台是竞争力得以构建和延伸的基石

摩擦材料行业伴随着汽车工业的发展，目前历经了三代的发展：

(1) 第一代：棉花、棉布、皮革等摩擦材料（周期：约二十世纪初至二十世纪四十年代）：在摩擦材料诞生初期，主要以棉花、棉布、皮革等作为基材，浸渍橡胶浆液，但其存在非常明显的缺点——耐热性较差，会因摩擦面的高温而逐渐焦化甚至燃烧。随着车辆速度和载重的增加，其对于摩擦材料耐热性的要求也相应提高，这类摩擦材料已经不能满足使用要求。

(2) 第二代：石棉摩擦材料（周期：约二十世纪四十年代至二十世纪八十年代末）：由于第一代摩擦材料无法满足使用要求，人们开始寻求耐热性好的、新的摩擦材料类型，石棉摩擦材料由此而诞生。石棉具有较高的耐热性和机械强度又因其价格低廉，所以很快就取代了棉花、棉布与皮革等而成为摩擦材料中的主要基材。

(3) 第三代：非石棉有机摩擦材料（周期：约二十世纪九十年代初至今）：人们逐渐认识到以石棉基为原料的摩擦材料，摩擦片磨损后产生的粉尘对人体有害，并且在高温下容易引起摩擦材料的热衰退。因此，开发出软木橡胶基摩擦材料、粉末冶金摩擦材料、碳/碳摩擦材料和纸基摩擦材料等非石棉有机摩擦材料。

图表 7：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



资料来源：林泰新材第一轮问询函回复、华源证券研究所

纸基摩擦材料具有动摩擦系数高且稳定、传递扭矩能力强、摩擦噪音小等优点。参考旺成科技招股说明书，按材质构成，摩擦材料一般可分为橡胶基摩擦材料、粉末冶金摩擦材料、碳基摩擦材料、树脂基摩擦材料和纸基摩擦材料等，其中纸基摩擦材料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特点，目前已成为汽车自动变速器用摩擦材料的主导品种。

图表 8：纸基摩擦材料具有动摩擦系数高且稳定、传递扭矩能力强、摩擦噪音小等优点

分类	主要构成	技术特点	主要应用领域
橡胶基摩擦材料	是由橡胶、软木和摩擦材料通过炼胶挤压混合成型	橡胶基摩擦材料的孔隙率较低，吸收热能差，加之橡胶、软木不耐高温，在大量使用时产生的热量会使橡胶老化，摩擦系数迅速衰退，摩擦片迅速碳化和烧蚀失效	主要应用于中低端摩托车离合器
粉末冶金摩擦材料	系将铁基、铜基粉状物料经混合、压型，并在高温下烧结而成	具有柔韧性好、导热性好、许用载荷大、耐热性能良好、磨耗率低等优点。但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	主要应用于船舶、载重汽车、工程机械、高速列车等的制动与传动
碳基摩擦材料	以碳素粉末或碳纤维为基体，添加适量有机黏结剂及填料，采用热压成型工艺制成的摩擦材料	具有高模量、导热好、耐热等特点，是各种类型摩擦材料中性能最好的一种。因其价格昂贵，故其应用范围受到限制	目前主要用于一级方程式赛车和飞机制动器
树脂基摩擦材料	是以有机聚合物作为基体，以金属纤维、有机纤维、无机纤维作为增强材料，经过混合、压制、固化等工艺处理而形成的多元体系复合材料	具备良好的耐磨性、耐热性、机械强度和物理性能，耐磨性和耐热性等优于纸基摩擦材料，但摩擦系数性能相对较弱，适合在高转速、高温度的工况环境下工作，目前广泛应用于车辆和机械设备的制动领域	主要应用于包括地铁、机车、大型商务客车、新能源高档轿车等大多数机械设备的制动装置；在传动领域，主要应用在以高速旋转产生的离心力实现动力切断、传递的离合器中
纸基摩擦材料	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、吸湿性的在油介质中工作的摩擦材料	纸基摩擦材料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特点，目前已成为汽车自动变速器用摩擦材料的主导品种	主要用于乘用车、商用车、工程机械、高端农机、军工装备自动变速器、制动器等

资料来源：旺成科技招股说明书、华源证券研究所

国外纸基摩擦材料发展于二十世纪七、八十年代。参考公司招股说明书，纸基摩擦材料的发展经历了从轻载工况到重载工况，从低能量、低功率吸收到高能量、高功率吸收的发展过程，已广泛应用于汽车、船舶、工程机械、矿山机械等领域的离合器、制动器中。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。在国内，该行业发展较晚，受关注程度较低，国外企业长期抢占该领域市场，公司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。

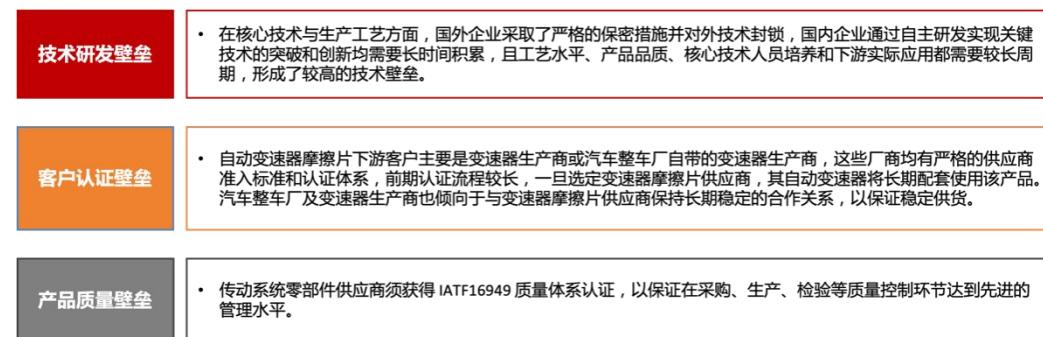
图表 9：国外竞争对手主要包括美国博格华纳、日本达耐时、日本恩斯克华纳等

公司简称	主要产品	应用领域	主要客户
美国博格华纳	电动机、传感器、自动变速箱、手动变速箱、四驱系统、内燃机、混合动力系统、减震器、制动系统、发动机下护、油门、离合和锻造轮毂等汽车零部件	乘用车、轻型商用车等领域	大众、福特、通用、丰田、现代/起亚、戴姆勒集团、雷诺/日产联盟、克莱斯勒、菲亚特、耐维斯达、宝马、本田、标致、卡特彼勒等
日本达耐时	变速器摩擦片、对偶片、制动器、减速器等汽车摩擦部件	自动挡汽车、手动挡汽车、摩托车、工程机械、产业车辆、农业机械以及船舶等领域	株式会社爱信、五十铃汽车、JATCO、铃木、斯巴鲁、丰田汽车、日产汽车、日野汽车、现代汽车、Daimler、本田、三菱、DAIHATSU等
日本恩斯克华纳	变速器、离合器、摩擦片、离合器组件	汽车、二轮机动车、直升机等领域	株式会社爱信、爱信 AW 工业株式会社、本田技研工业株式会社、丰田汽车株式会社、加特可株式会社、雅马哈发动机株式会社、株式会社小松制作所、株式会社斯巴鲁、铃木株式会社、马自达株式会社、法雷奥凯佩科日本株式会社等
日本富士离合器	汽车、摩托车离合器和摩擦片	汽车、摩托车等领域	摩托车领域：本田、铃木、雅马哈和川崎等； 乘用车领域：本田自动挡汽车等
日本爱信	汽车用制品、摩擦片、塑料零部件	汽车、摩托车等领域	爱信株式会社、丰田、JATCO、法雷奥、斯巴鲁、铃木、Daihatsu、电装、日产、三菱、马自达等

资料来源：公司招股说明书、华源证券研究所

摩擦材料行业中，三个维度的壁垒是关键。1) **技术研发壁垒高：国外实施技术封锁。**发达国家取得先发优势后，在核心技术与生产工艺方面，国外企业采取了严格的保密措施并对外技术封锁，国内企业通过自主研发实现关键技术的突破和创新均需要长时间积累，且工艺水平、产品品质、核心技术人员培养和下游实际应用都需要较长周期，这些对缺乏技术研发能力和生产经验的行业新进入者，形成了较高的技术壁垒。2) **客户认证壁垒高：供应商准入标准严格。**自动变速器摩擦片下游客户主要是变速器生产商或汽车整车厂自带的变速器生产商，这些厂商均有严格的供应商准入标准和认证体系，前期认证流程较长，一旦选定变速器摩擦片供应商，其自动变速器将长期配套使用该产品。汽车整车厂及变速器生产商也倾向于与变速器摩擦片供应商保持长期稳定的合作关系，以保证稳定供货。市场新进入者难以短期建立销售渠道。3) **产品质量壁垒高：供应商须获得 IATF16949 质量体系认证。**传动系统产品是保障汽车安全行驶的重要零部件，整车厂商对传动系统产品的质量要求十分严格，传动系统零部件供应商须获得 IATF16949 质量体系认证，以保证在采购、生产、检验等质量控制环节达到先进的管理水平。

图表 10：摩擦片行业存在技术、客户和产品质量三大壁垒



资料来源：公司招股书说明、华源证券研究所

据公司招股书信息，公司核心技术包括 4 项：1) 基于耐热纤维、摩擦填料及树脂为主要原料的多种基材的开发及应用；2) 对偶片表面特定纹路处理工艺；3) 生产高效环保增强型摩擦片钢芯板工艺优化；4) 适用多种应用领域和多种工况的不同形态摩擦片槽型的设计开发。我们结合公司所致力构建的摩擦材料通用技术平台，认为其核心能力有望进一步体现在四个紧密协同的技术维度：一是可精准调控的摩擦性能设计能力，通过调整纤维、调节剂与填料的配比，实现对动/静摩擦系数及耐磨性的定制；二是保障可靠的机械/热性能强化，借助特殊的树脂工艺与耐热纤维，确保材料在高温、高负载等恶劣工况下的结构耐久性；三是优化系统的界面与结构设计，比如依托针对不同工况(如高面压、高转速) 的油槽设计等 Know-how，精细控制油膜分布与散热效率；四是具备工程化的基材处理能力，积累了对纤维、金属和其他基材的协同处理与集成工艺，从而将材料设计转化为跨领域应用中稳定可靠的性能输出。这四大维度共同构成了公司从微观材料创新到宏观系统解决方案的完整技术链条。

图表 11：公司有望打造摩擦材料的通用技术平台，可体现在四个技术维度



资料来源：公司招股书及公告、华源证券研究所

根据 2024 年年报披露信息，公司 10 项在研项目，包含“摩擦片工艺改善及开发”、“新能源汽车的 MAX 相陶瓷摩擦材料研究”、“混动变速器湿式摩擦片的研发与应用”等，体现了公司从基础材料、制造工艺到新领域应用等方面的研发持续推进中。

图表 12：公司目前共有 10 项在研项目

技术名称	技术特色	所处阶段

AT 变速器湿式摩擦片的研发及应用	研究适用于 AT 自动变速器的湿式摩擦片产品。增强公司在液力自动变速器 (AT) 领域的技术积累, 为公司进一步开拓液力自动变速器相关市场打下坚实基础	进行中
双离合湿式变速器摩擦片的研发与应用	研究适用于双离合器的湿式摩擦片产品。增强公司在双离合自动变速器 (DCT) 领域的技术积累, 为公司进一步开拓双离合自动变速器相关市场打下坚实基础	进行中
无级变速器湿式摩擦片的开发及应用	国内为满足排放要求, 小排量乘用车需求量也逐渐增多, 无级变速器的需求量也随之增多。无级变速器市场前景较好, 开发满足无级变速器使用要求的湿式离合器摩擦片, 以此扩充市场	进行中
混动变速器湿式摩擦片的研发与应用	混合动力汽车将是汽车行业发展的主要方向之一, 研究适用于混合动力变速器的湿式摩擦片产品, 增强公司在混合动力变速器 (DHT) 领域的技术积累, 为公司进一步开拓混合动力自动变速器相关市场打下坚实基础	进行中
自动变速器节能环保探究试验	使得公司摩擦材料在满足应用需求的同时, 达到节能环保的目的	进行中
摩擦片工艺改善及开发	研究用于汽车、工程机械、高端农机等变速箱用摩擦片产品, 提升公司自动变速器摩擦片的技术性能, 保持公司在行业内的技术领先	进行中
节能与新能源汽车湿式摩擦材料的研究	提升节能与新能源汽车湿式摩擦材料的性能, 提高公司在该领域的竞争力	进行中
纯电动多挡变速器的研发与应用	研究适用于纯电动专用变速器 (DET) 的湿式纸基摩擦片, 保持公司在行业内的技术领先	进行中
新能源汽车的 MAX 相陶瓷摩擦材料研究	研究适用于新能源汽车变速器的摩擦材料, 保持公司在行业内的技术领先。提升 MAX 相摩擦材料的力学与耐蚀性能, 解决 MAX 相陶瓷颗粒的稳定性, 以实现 MAX 相成分、性能的调控	进行中
高功率抗热颤湿式摩擦片组的设计与开发	研究高功率、抗热颤的湿式纸基摩擦片, 增强公司的技术积累, 使公司产品更好地应对自动变速器在接合过程中的摩擦发热振颤问题。针对自动变速器在接合过程中的摩擦发热振颤问题, 通过多场耦合环境下抗热分层摩擦片动力学模型, 获得由热弹性不稳定性导致湿式纸基摩擦片发生润滑油膜厚度变化的基本过程	进行中

资料来源：林泰新材 2024 年年报、华源证券研究所

公司的平台化战略建立在坚实竞争壁垒之上, 有望推动产品持续拓展。公司是国内唯一为乘用车批量配套湿式纸基摩擦片的国产企业, 打破了美日企业长达数十年的垄断, 产品核心指标比肩国际龙头, 且具备成本优势。这种突破带来了较强的标杆意义和客户信任度, 有望推动公司不断扩张其他摩擦材料应用领域。

1.3. 东丽/赫氏：从复合材料巨头发展路径，看林泰新材未来战略导向

总结：平台化 = 核心材料应用技术 × 标杆领域验证 × 跨行业解决方案能力

日本东丽：以纤维技术为核心的多元化材料平台。东丽株式会社成立于 1926 年。公司以纤维技术起家, 现已发展为在纤维、树脂、薄膜、碳纤维复合材料、电子信息材料及水处理等多个领域创造尖端材料的综合性企业。其平台化扩张的典型路径是, 将核心的纤维技术作为底层通用能力, 横向复制到众多高增长领域。例如, 其碳纤维复合材料凭借轻量化、高强度的特性, 成功应用于波音 787 梦想客机的主结构, 有效提升了飞机性能; 同时, 其水处理反渗透膜技术也被应用于中国的市政与工业污水处理项目。这表明东丽已构建起一个基于通用材料技术、能解决跨行业共性问题的强大平台。

赫氏：深耕航空航天复材，并向高端工业延伸。HEXCEL(赫氏) 公司于 1946 年创建, 产品主要是轻质、高性能结构材料, 包括碳纤维、特种增强材料、预浸料和其他纤维增强材

料、基质材料、蜂窝、粘合剂等，这些材料主要应用于商业航空航天、宇航、国防和工业市场。产品的终端应用包括商业和军事飞机、空间运载火箭和卫星、风力涡轮机叶片、汽车以及娱乐产品等工业应用。赫氏的平台化路径体现为在航空航天这一对材料性能要求较苛刻的领域建立起较高技术壁垒后，将已验证的可靠技术方案向其他高端工业领域复制。例如，作为波音 787 和空客 A350 XWB 等标杆项目的核心供应商，赫氏凭借其 HexTow 碳纤维与 HexPly 预浸料的专长，始终专注于通过轻量化技术驱动可持续航空的发展；同时，赫氏也将其复合材料技术成功应用于风电、高端工业、汽车等领域，证明了其技术平台具备服务多元化高端工业市场的能力。

图表 13：东丽与赫氏两家知名材料公司的发展路径具备较强启示意义

对比维度	东丽公司	赫氏公司	对林泰新材的启示
核心技术平台	碳纤维及其复合材料设计与制造平台。核心不仅是生产碳纤维，更是如何将其编织、铺层、与树脂结合，为不同领域设计较优的结构部件	先进复合材料（碳纤维、蜂窝材料等等）结构设计、制造与认证平台。专注于航空航天级复合材料从材料到最终结构件的全套技术	平台核心在于以底层工艺实力为基础，实现“从材料到部件”的整套设计、工艺与数据积累
平台化路径	1. 起点（体育用品）：在高尔夫球杆、钓鱼竿上验证轻量化、高强度的优势 2. 升级（航空航天）：在波音飞机上大规模应用，确立性能标杆 3. 横向拓展：将技术平台复制到： • 汽车 • 新能源 • 电子 • 环境能源、医学电子 4. 纵向深化：提供从纤维、中间材料到部件设计的全链条解决方案	1. 起点（国防、航天）：蜂窝结构复合材料在国防领域实现了高增长，为飞机、卫星提供尖端、可靠的复合材料结构件，建立了极高的技术和认证壁垒 2. 横向拓展（民用航空）：通过收购获取了关键的航空产品资格和重要的碳纤维生产能力，开始配套航空领域的碳纤维及碳复合材料 • 汽车 • 工业等等 3. 持续升级：业务拓展到汽车、海工、风电、工业等多元场景；产品上拓展树脂、胶粘剂、增材制造产品等等。为不同行业提供基于共同技术平台，但满足不同成本、性能标准的定制化方案。	平台化路径： 1. 在要求较高的领域（航空/乘用车）确立性能标杆，建立技术和信任。 2. 将该领域已验证的可靠技术，降维复制到其他增长性领域
与林泰的相似逻辑	技术驱动，解决“轻量化与强化”的共性问题。从一个行业起步，通过解决十分复杂的问题，证明平台能力，然后将能力迁移到任何需要此能力的场景	认证与可靠性驱动。与林泰在汽车领域建立认证壁垒相似，赫氏在国防与航空航天领域建立了极深护城河，并以此为基础进行全面拓展	林泰新材的路径相似性：在汽车（高要求）证明“湿式摩擦材料”平台→向工程机械、农机（同类问题，不同工况）复制→进军飞行器、军用装备等等（高要求的新领域）

资料来源：东丽官网、赫氏官网、悍马加固材料公众号等，华源证券研究所

总体来看，东丽、赫氏的道路或许示范了如何利用技术、品牌进行横向的市场扩张、以及如何在纵向的产业深处构建不可替代性的大致逻辑。对于林泰新材，则有望在横向将摩擦材料平台复制到更多应用场景的同时，在纵向深耕动力传动领域，或能成为通过材料与系统创新定义下一代产品标准的引领者。

图表 14：东丽与赫氏的发展路径可汇总为两大逻辑

拓展方式	发展路径诠释	对林泰新材的启示
能力平移，降维开拓	在高端市场树立标杆后，将成熟技术平台系统性地应用于规模更大、增长更快的市场	路径借鉴：林泰新材在乘用车变速器摩擦材料领域树立“国产唯一”标杆后，正将平台能力向工程机械、农机等领域复制，未来或可以更系统地将“摩擦解决方案”平台，切入如低空飞行器、机器人伺服系统、高端装备制动系统等更广阔领域
根植纵深，代	在单一顶级赛道内不断进	路径借鉴：林泰新材可不仅限于现有产品的跨行业销售，

际引领 行技术代际革新,解决产业根本痛点,并以该制高点辐射新兴高端市场 而是在其扎根的动力、传动领域进行材料或技术的代际革新,或将持续外延出新型材料产品

资料来源:华源证券研究所整理制作

实际上,摩擦材料的世界远比“刹车片”广阔。其技术拓展的主线,是随着下游产业需求的不断提升和场景拓展,而持续进行材料体系的创新与迭代。从汽车的动能管理,到飞机的热能消散,再到芯片的原子级平坦化,其底层都离不开对“摩擦”这一物理现象的深刻理解和材料学层面的设计,一家公司若能在基础材料技术上长期深耕,则有望基于某一领域内的优势和积累实现终端产品的能力范围不断外延。

图表 15: 摩擦材料技术具备较高的拓展深度和宽度潜力



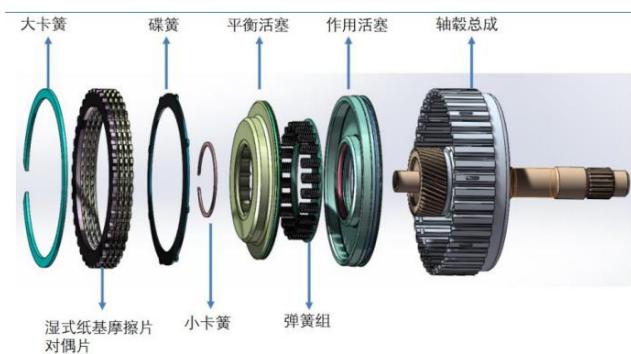
资料来源:济南大学摩擦学研究所、中国农业机械流通协会等,华源证券研究所

2. 摩擦材料核心增量：汽车市场产品升级，拓展全域摩擦技术场景

2.1. 基本盘业务：乘用车市场摩擦材料迎来深度国产替代与结构升级

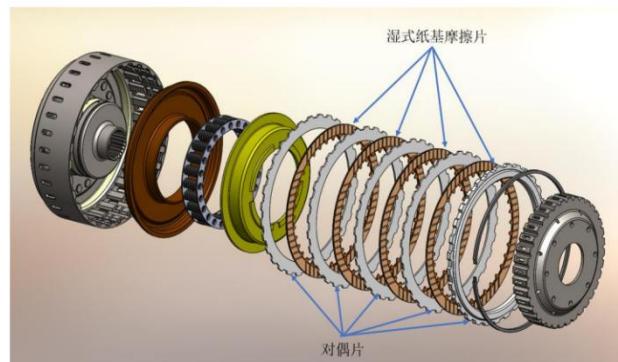
自动变速器摩擦片包括湿式纸基摩擦片和对偶片，属于汽车传动系统的核心部件。参考公司招股说明书，汽车工作时，湿式纸基摩擦片与对偶片相配合，借助油介质中形成的油膜表面张力来吸收或传递动力，从而实现制动和传动需求。湿式纸基摩擦片和对偶片直径相近，内外齿和花键不同，依次交错装配在变速器离合器中。湿式纸基摩擦片两侧被对偶片包覆，对偶片的数量多于湿式纸基摩擦片。

图表 16：湿式纸基摩擦片与对偶片配合实现制动和传动



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究所

图表 17：湿式纸基摩擦片两侧被对偶片包覆



资料来源：公司招股说明书、华源证券研究所

湿式摩擦片应用于湿式离合器，工作寿命通常可达干式离合器的 5–6 倍。参考公司第一轮问询函回复，湿式离合器是指在滑摩过程中摩擦接触表面表现为液体和半液体（界面）的摩擦，它与干式摩擦相比发生了质的变化，即滑摩时摩擦表面不直接接触，而是被一层油膜隔开。相较于干式离合器（干式离合器主要被应用于手动变速器 MT 和电控机械式变速器 AMT），湿式离合器在频繁换挡或滑摩的情况下产生的热量能够被冷却油液及时带走，允许起步时有较长时间的打滑而不至于使摩擦片烧蚀和翘曲，使离合器片尽可能在允许的温度范围内工作，工作寿命通常可达干式离合器的 5–6 倍。同时，由于冷却润滑油液的存在，摩擦片的摩擦系数随温度、离合器转速、接合压力的变化更小，工作性能更稳定，且体积较小。

图表 18：湿式离合器具有寿命长、摩擦系数较为稳定和体积小的优点

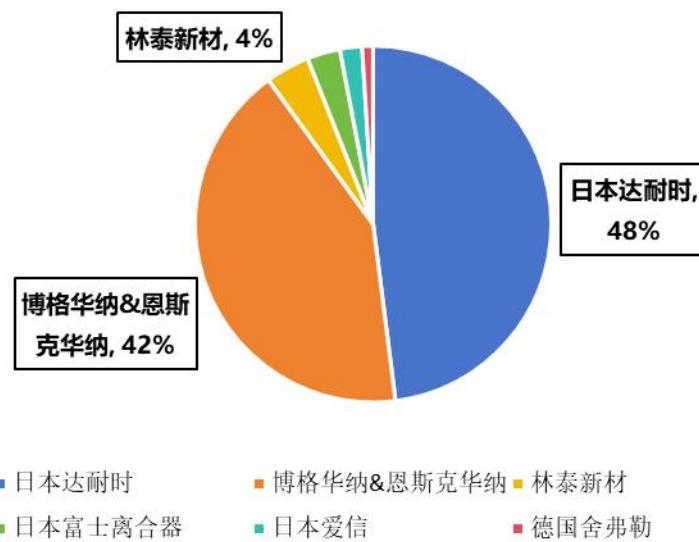
类型	优缺点
寿命	相较于干式离合器，湿式离合器在频繁换挡或滑摩的情况下产生的热量能够被冷却油液及时带走，允许起步时有较长时间的打滑而不至于使摩擦片烧蚀和翘曲，使离合器片尽可能在允许的温度范围内工作，工作寿命通常可达干式离合器的 5–6 倍
摩擦系数	由于冷却润滑油液的存在，摩擦片的摩擦系数随温度、离合器转速、接合压力的变化更小，工作性能更稳定
体积	相较于干式离合器，湿式离合器体积更小

资料来源：林泰新材第一轮问询函回复、华源证券研究所

2022年林泰新材国内市场份额达4%，是国内第三大自动变速器摩擦片供应商。参考公司招股书信息，根据中国汽车工业协会的统计，2022年国内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。

国内企业(不含国外企业在内的子公司)为乘用车批量配套提供湿式纸基摩擦片的企业目前仅有林泰新材。林泰新材目前配套的自主品牌自动变速器厂商和整车厂均为业内主要公司，行业地位突出，经营情况较好。国产自主品牌变速器厂商在使用林泰新材自动变速器摩擦片之前，为国内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、日本爱信和德国舍弗勒。

图表 19：林泰新材是国内第三大自动变速器摩擦片供应商

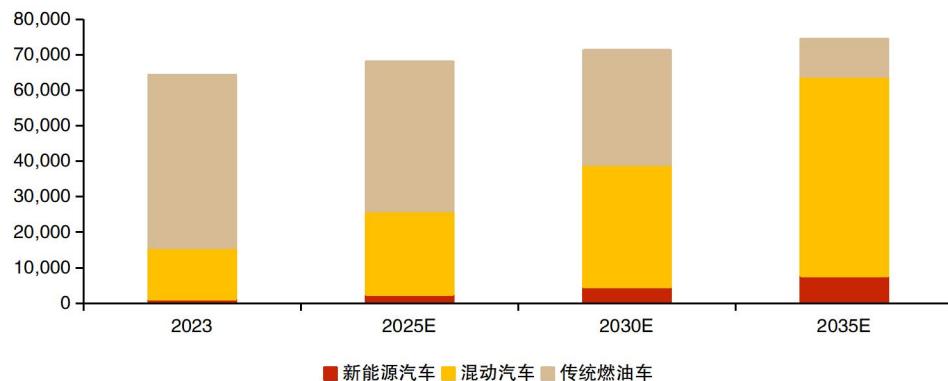


资料来源：中汽协、公司招股说明书、华源证券研究所

注：以上为国内湿式纸基摩擦片行业市场份额占比；由于在国内的上述国外企业全资子公司的自动变速器摩擦片销售数据无法获得，故无法测算国外企业全资子公司在我国的市场占有率。

自动变速器摩擦片乘用车市场需求量稳步上升，2035年需求量预计达到74,450万片。
 根据公司第一轮问询函回复数据，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，自动变速器摩擦片整体市场需求量总体呈现出稳步上升的态势，根据中国汽车工业协会数据，预计到2035年需求量将达到74450万片。

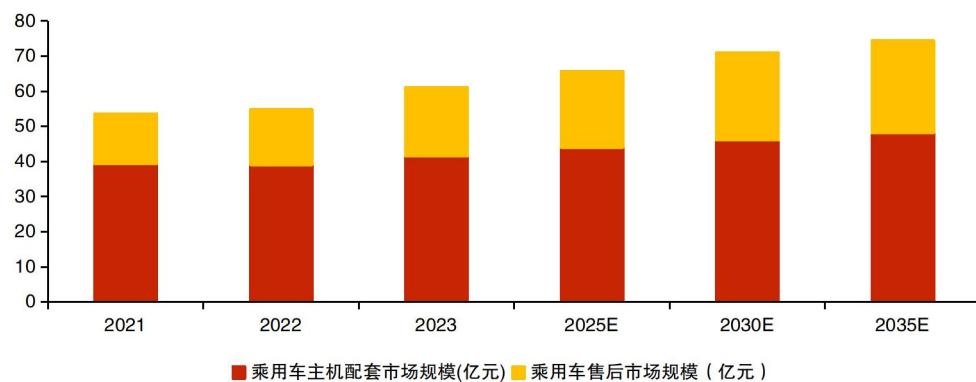
图表 20：预计 2035 年国内自动变速器摩擦片乘用车市场需求量达 74,450 万片（万片）



资料来源：中汽协、林泰新材第一轮问询函回复、华源证券研究所

2023 年国内乘用车自动变速器摩擦片市场规模约为 61.19 亿元，预计 2025 年达到 65.74 亿元。根据公司招股说明书数据，根据不同类型自动变速器的装车量和所需配套湿式纸基摩擦片和对偶片的数量，对我国乘用车自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片市场需求进行估算，2023 年国内乘用车主机配套自动变速器摩擦片需求金额约为 41.56 亿元，国内乘用车售后市场的自动变速器摩擦片需求金额约为 19.63 亿元，合计市场规模约为 61.19 亿元，整体可见前装市场与后市场的增长空间均较为广阔。

图表 21：2023 年国内乘用车自动变速器摩擦片市场规模约为 61.19 亿元



资料来源：中汽协、公司招股说明书、华源证券研究所

中汽协预计 2025 年混合动力汽车和插电式混合动力汽车的合计销量占比达 27%。根据公司招股说明书数据，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，随着混合动力汽车和插电式混合动力汽车销量比重的逐步增大，将是自动变速器摩擦片销售增长的重要市场之一。根据中国汽车工业协会的预测，混合动力汽车和插电式混合动力汽车的合计销量占比或将由 2023 年的 17% 增长至 2025 年的 27%，预计至 2030 年和 2035 年分别达到 37% 和 55%，或将成为乘用车销量最大的汽车类别，有较大的增长空间。

图表 22：预计 2025 年混合动力汽车和插电式混合动力汽车的合计销量占比达 27%

类型	技术路线	预测销量占比				是否需要自动变速器摩擦片
		2023	2025E	2030E	2035E	
传统能源汽车	传统燃油汽车	59%	46%	31%	10%	需要
节能汽车	混合动力汽车	7%	12%	15%	25%	需要
	插电式混合动力汽车	10%	15%	22%	30%	需要
新能源汽车	纯电动汽车	23%	25%	29%	30%	部分需要
	燃料电池汽车	1%	2%	3%	5%	部分需要

资料来源：中汽协、林泰新材招股说明书、华源证券研究所

注：1. 纯电动汽车配备单级减速器不需要使用自动变速器摩擦片，纯电动汽车配备两挡及多挡变速器需要使用自动变速器摩擦片；

2. 燃料电池汽车技术目前仍在起步阶段，有多种技术路线，使用氢、氨、甲醇等低碳和零碳为燃料及发动机技术，自动变速器普遍适用于低碳和零碳发动机，需要使用自动变速器摩擦片。

除了混动外，目前纯电动汽车主要配备单级减速器，单挡减速器结构简单、成本较低，一般采用两级齿轮减速，技术要求相对较低，无需使用湿式纸基摩擦片，但如需要兼顾车辆的经济性、动力性和舒适性，纯电动汽车传动系统的发展趋势之一是采用两挡甚至多挡变速器，纯电动汽车两挡甚至多挡变速器需要使用自动变速器摩擦片，目前该类纯电动汽车主要是高端纯电动汽车，如保时捷首款纯电动跑车 Taycan4S、奥迪 e-tron Sportback、奔驰 CLA EV 等已配备两挡变速器，吉利汽车推出的路特斯 ELETRE、Emeya 繁花也搭载了两挡变速器。如同最早的自动变速器首先搭载在高端燃油车上使用，纯电动汽车多挡化也优先在高端纯电动汽车上使用，并随着技术的不断进步可能会成为未来纯电动汽车的标配配置之一。公司 DET 相关产品已应用于吉利纯电动汽车变速器，搭载于路特斯纯电动跑车 ELETRE 和 Emeya 繁花。展望未来，随着纯电车型渗透率有望进一步提升，同时固态电池的产业化落地有望进一步提升中高端电动车市场性能需求，我们认为多挡变速器在纯电车型中的渗透率也有可能随之提升，为公司摩擦材料业务在中高端电动车的渗透带来新的增量。

图表 23：路特斯纯电动跑车 ELETRE



资料来源：汽车之家、华源证券研究所

图表 24：保时捷首款纯电动跑车 Taycan4S

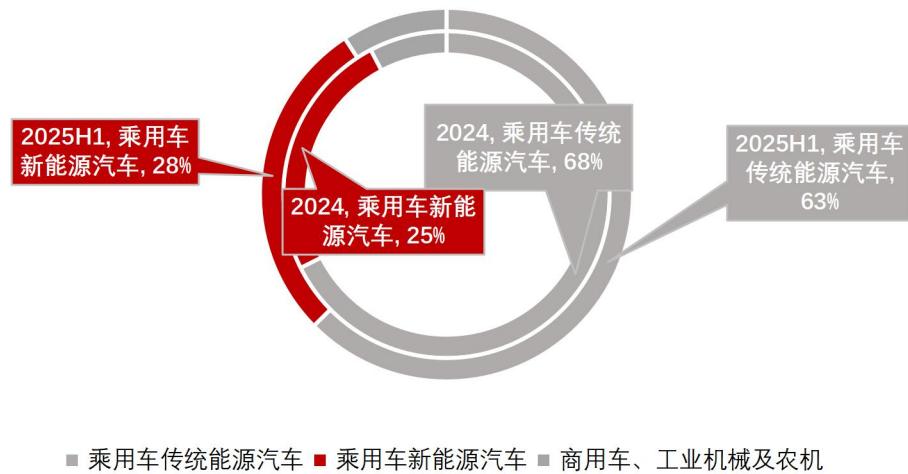


资料来源：保时捷中国官网、华源证券研究所

整体上，随着新能源汽车渗透率提升，公司有望持续受益于这一趋势。公司 2024 年乘用车新能源汽车领域销售占主营业务收入比例为 24.71%，同比上升 21pcts；2025H1 这一比例进一步提升至 28.2%。根据公司第一轮问询函回复信息，公司主营业务产品的下游直接

应用为各主流类型的自动变速器，如 AT、CVT、DCT、DHT、DET 和 HMT，公司主营业务产品的终端应用领域（车辆类型）为乘用车、商用车、工程机械和农机、军工（特种车辆）。AT、CVT、DCT 主要用于传统能源汽车领域，DHT 和 DET 用于新能源汽车领域，公司在新能源汽车领域的销售金额与销售占比逐年快速提升，与当前汽车产业的发展趋势保持一致。

图表 25：2025H1 乘用车新能源汽车领域销售占主营业务收入比例为 28%



资料来源：公司财报、华源证券研究所

乘用车市场是公司技术和业绩的“基本盘”与“现金流业务”，正迎来量价齐升的黄金期。乘用车变速器领域，已量产项目持续供货有望保障公司销量继续扩大；公司混合动力专用变速器（DHT）领域销售收入快速增长，已成为经营业绩新的增长点，吉利“雷神智擎 Hi·X DHTPro”、上汽“HT11”的混合动力变速器摩擦片已批量应用并进入量产期，奇瑞、东安动力等 DHT 项目或将逐步量产；与麦格纳合作的 DCT 项目已通过量产审核并批量供货，借助其全球影响力有望拓展更多外资客户及海外业务。

2.2. 平台化扩张：从汽车到高端装备“动力全域”的多维拓展

（1）汽车业务升级：ELSD 等模块业务开启第二曲线

ELSD（Electronic Limited-Slip Differential）全称是电子控制防滑差速器，是整车厂用来提高汽车转弯能力和稳定性的一种技术。一般的差速器主要是由两个侧齿轮（通过半轴与车轮相连）、两个行星齿轮（行星架与环形齿轮连接）、一个环形齿轮（动力输入轴相连）。而限滑差速器相比于传统差速器，可依靠自身结构特点，改变传统差速器的扭矩分配特性。当安装限滑差速器的汽车行驶在左、右附着系数不相等的路面上时，处在低附着系数路面上的驱动车轮就比较容易出现空转打滑，在此情况下，限滑差速器通过自身特殊的结构，使处在较高附着系数路面的驱动车轮获得更大的驱动力，从而使汽车重新获取动力，增强汽车的通过性以及更好的驾驶体验；同时随着汽车电子的发展，具有主动控制功能的差速器（ELSD）开始被越来越多的厂商接受，能够有效提高车辆动力性、安全性及操纵稳定性。

图表 26：带摩擦片的限滑差速器相比于传统差速器可增强汽车的通过性

带摩擦片的限滑差速器结构图


 华源证券研究
 HUAYUAN SECURITIES

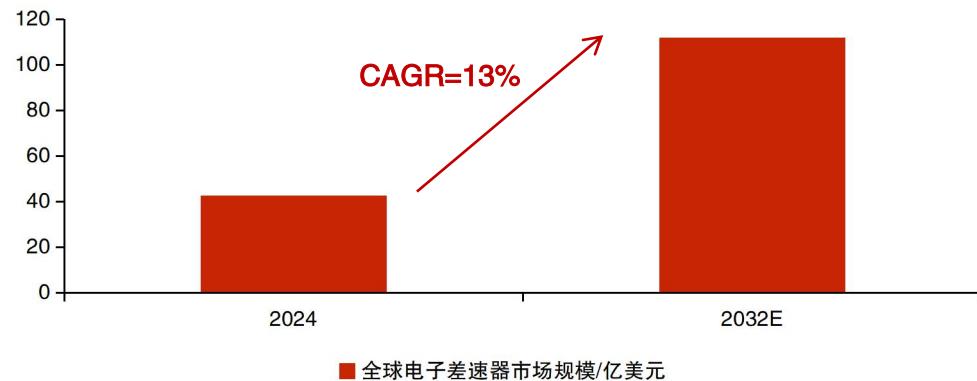
资料来源：面包板（智能汽车电子与软件）、华源证券研究所

ELSD 尤其针对新能源车辆加速快、瞬时控制能力相对不足的特性，提供了有效的解决方案，目前 ELSD 产品在北美市场需求旺盛，据公司公告信息，加拿大市场接近 98% 的车辆已装配该装置。随着国内新能源汽车将从“量的扩张”转向“质的飞跃”、主动安全与驾驶辅助系统的不断演进以及消费者对于车辆性能与操控性需求提升，ELSD 或将快速在国内主流车型中普及。

而在商用车领域，ELSD 同样具备较大应用潜力。据中国经济新闻网信息，机械差速器作为燃油重卡与早期电动重卡的标配部件，依赖齿轮结构分配车轮转速，在重载、湿滑路面及连续弯道等复杂工况下，其响应迟滞、调节精度不足等问题日益凸显，不仅加剧轮胎磨损，更影响整车安全与能效表现，由机械差速引发的滑转滑移，可导致重卡轮胎寿命缩短超过 20%。尤其在港口、矿区等高频转向作业场景中，机械结构的刚性限制进一步加大转向阻力，制约运营效率。而通过电子差速控制技术，有望实现更精准响应，并带来能效与成本的双重优化。

随着汽车市场竞争的加剧，消费者在选择汽车产品时逐渐关注车辆的驾乘品质及行驶安全。ELSD 或将快速在主流车型中普及。根据 DATABRIDGE 数据，**2024 年全球电子差速器市场规模为 42.2 亿美元并将持续快速发展，预计到 2032 年市场规模或将达到 111.4 亿美元**，且该领域目前仍由外资企业掌握（如麦格纳、伊顿、采埃孚、博格华纳等等，均发力 ELSD 业务），国产化空间广阔。而据 QYResearch 数据，**2024 年全球 ELSD 平均售价约 461 美元/件，具备较高价值量。**

图表 27: 2024 年全球电子差速器市场规模为 42.2 亿美元



资料来源: DATABRIDGE、华源证券研究所

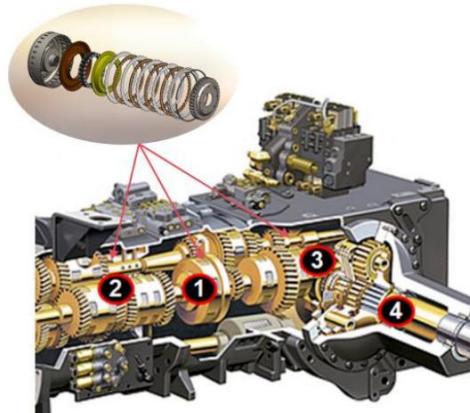
公司在 ELSD 布局方面, 公司目前已获国内头部新能源车企、国外汽车零部件巨头等多家企业的定点, 目前尚未形成收入; 截至 2025 年 11 月, 公司 ELSD 项目推进顺利, 部分客户已经进行了 B 样交付, 预计 2026 年上半年会取得相关收入。

(2) 材料应用不断外延: 拓展机械、高端装备等应用场景并布局新材料

公司致力于基础核心材料的研究开发, 目前主要的发展方向是两块: **一是横向应用拓展**, 依托已掌握的湿式纸基摩擦材料技术, 拓展其在不同场景下的应用。由于各应用场景对扭矩、工况等要求各异, 公司将结合承载载体及关联部件的特性, 持续优化材料配方、制备工艺与生产技术, 以满足多样化的需求。公司目前已在低空飞行器、工程机械、特种车辆等多个领域开展在研项目。**二是跨领域扩张**, 公司将积极布局其他领域的关键核心基础材料研发, 持续探索新增长空间。这一战略是公司打破行业天花板、估值重塑的关键, 展现了平台型企业的成长弹性。

工程机械方面, 参考公司招股书信息, 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。根据公司招股说明书数据, 动力换挡工程机械 2023 年度销量约为 46.50 万台, 湿式纸基摩擦片的渗透率约为 20%, 根据中国汽车工业协会的预测, 预计至 2035 年动力换挡工程机械的销量将至 75 万台, 湿式纸基摩擦片的渗透率或将达到 60%。工程机械的变速器和车桥需要使用湿式纸基摩擦片。

图表 28：工程机械变速器主要由主离合器、主变速动力换挡等组成



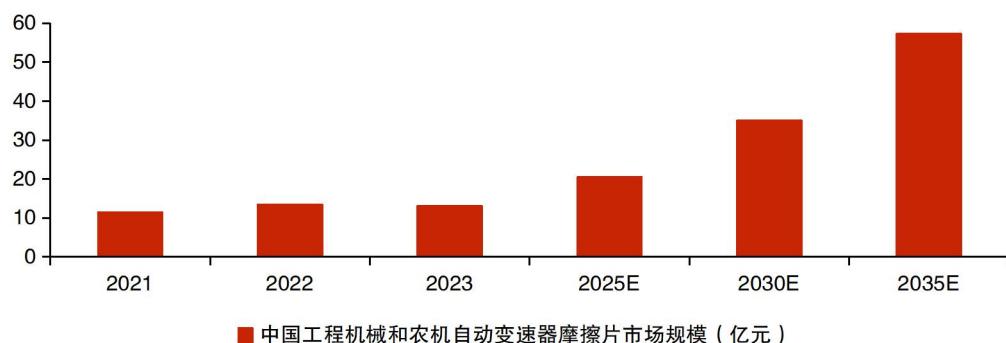
典型的工程机械变速器结构
 1-主离合器；2-主变速动力换挡；3-区段换挡；4-最终传动

资料来源：公司招股说明书、华源证券研究所

参考公司招股书信息，农机领域受制于拖拉机用湿式离合器核心零部件依赖于进口产品，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。农机的动力换挡变速箱和机械液压无级变速器(HMT)需要使用湿式纸基摩擦片。

2023 年我国工程机械和农机领域自动变速器摩擦片需求金额约为 12.98 亿元。参考公司招股书信息，根据不同类型自动变速器的装车量和所需配套湿式纸基摩擦片和对偶片的数量，对我国工程机械和农机领域的湿式纸基摩擦片和对偶片市场需求进行估算，**2023 年度我国工程机械和农机领域自动变速器摩擦片合计需求金额约为 12.98 亿元，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。**

图表 29：2023 年我国工程机械和农机领域自动变速器摩擦片需求金额约为 12.98 亿元



资料来源：中汽协、公司招股说明书、华源证券研究所

公司目前在高端农机和工程机械领域已有部分收入（如三一重工、常发农装等客户），公司 2025 年中报披露的大尺寸测试台即用于验证相关产品性能，公司已具备相关产品的供应测试能力。客户进展上，公司产品已进入三一重工、徐工机械、约翰迪尔等龙头供应链，部分实现小批量供货。**2025 年三季度，公司在高端农机、工程机械、军工方面通过了多个客户端的产品验证，部分产品已经开始小批量生产，长期增长空间持续打开。**

湿式纸基摩擦片除了在乘用车、商用车、工程机械、高端农机领域应用外，在**特种车辆、船舶、低空飞行器等其他行业领域的动力换挡、无级变速、机电复合传动和液力综合传动系统中也需要使用湿式纸基摩擦片**。截至 2025 年 11 月，公司已在特种车辆及低空飞行器领域开展研发工作，特种车辆中如**导弹车取力器用湿式纸基摩擦片**已经送样，尚未形成收入，**低空飞行器相关组件**已经交样，处于装机验证阶段，尚未形成收入。

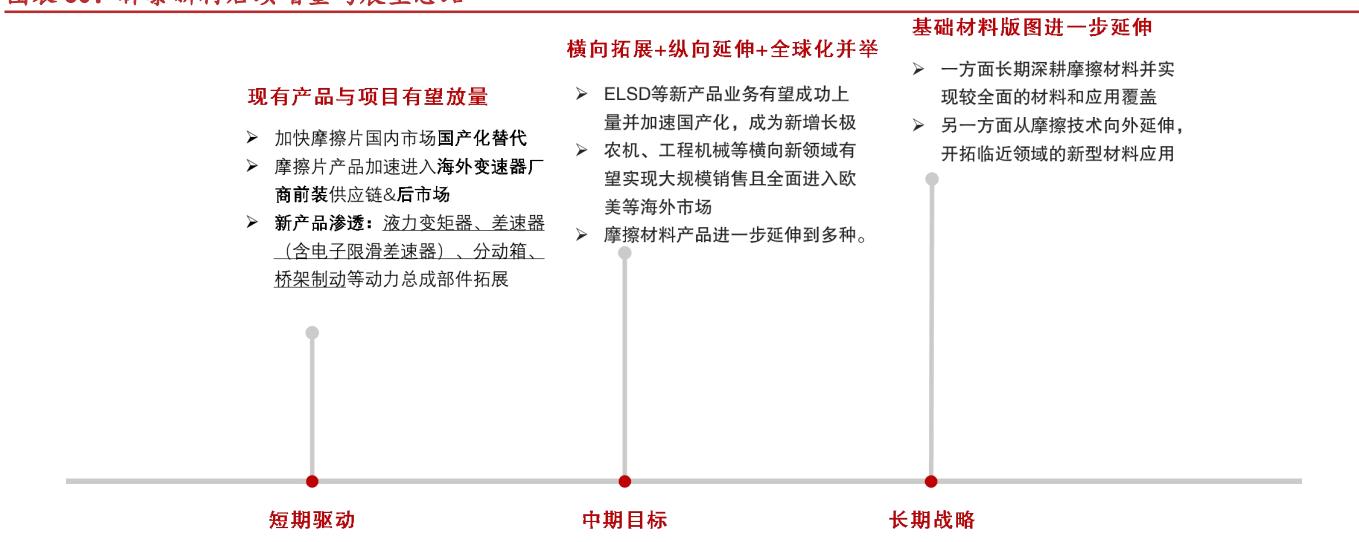
后续空间展望：有望进一步实现摩擦材料在动力装备领域的全方位外延。如果公司能实现相关研发的顺利推进，则涉及摩擦类材料的各类下游领域均有望适配相关产品，**如军工（已开始布局多种军车的变速器、分动箱、差速器、取力器等）、飞行汽车（飞行汽车项目摩擦片产品已提交客户装机，目前在测试中，公司尚未实现相关收入）、能源装备（如风电）、高端装备（船舶海工、高铁等）、特种机器人等等**。目前公司已与知名飞行汽车制造商合作研发，针对 eVTOL 等飞行器的变速系统进行技术储备。同时，在摩托车、全地形车、特种车辆等领域也在持续拓展。这些布局虽短期贡献有限，但彰显了技术平台的延展性，为公司打开了面向未来的成长空间。

3. 公司驱动逻辑：平台化价值重估与产能、产品升级共振

3.1. 价值重估+业绩驱动力=有望实现戴维斯双击

在目前时点来看，公司的成长具备较强的确定性。**1) 短期看放量：**比亚迪、吉利、麦格纳等新老客户项目有望持续放量，产能扩张在即的背景下，或驱动业绩高速增长。**2) 中期看突破：**ELSD 业务能否成功上量，成为新的核心增长极；工程机械等领域能否实现大规模销售。**3) 长期看生态：**公司在低空经济等前沿领域的卡位，能否在未来技术路线成熟时，将其摩擦材料生态顺利导入；其他更多摩擦技术相关材料的应用能否成功研发和导入，真正实现摩擦材料收入的多元化。

图表 30：林泰新材后续增量与展望总结



资料来源：公司公告、华源证券研究所

考虑到公司正逐步越来越明确地体现其材料企业的属性，我们认为投资者应重新审视其“工业零部件公司”的标签，转而以“技术平台型公司”的视角进行估值。其价值不仅在于当前汽车摩擦片业务的增速，更在于其技术平台在多个高端装备领域实现复制的潜力和确定性。随着后续公司在材料业务的多元布局有望不断落地，其“新材料属性”也有望更为明确，或推动其估值水平上升，与业绩增长形成“戴维斯双击”。

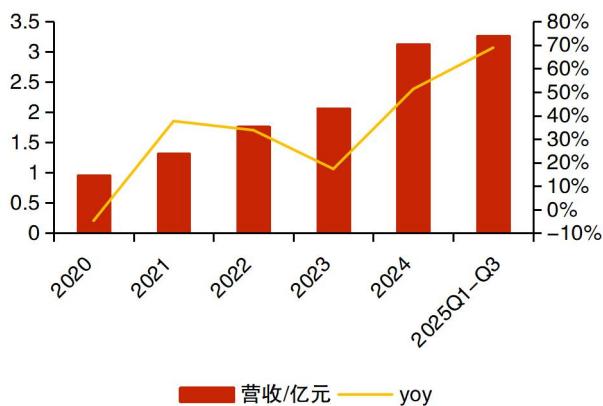
3.2. 财务与产能：打造支撑平台化扩张的基石

公司强劲的财务表现和有序的产能扩张，是平台化战略得以实施的保障。

一是业绩高速增长：2025 年 Q1-Q3，公司实现营收 3.26 亿元（+69%），归母净利润 1.07 亿元（+131%），规模效应显现，盈利能力突出。公司自 2021 年来业绩持续增长，2021-2024 年的营收和归母净利润 CAGR 分别达到 33%、70%。过去较快增长的主要原因是：（1）我国自主品牌汽车占有率不断提升，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行业持续稳定发展；（2）混合动力汽车发展良好，带动自动变速器摩擦片行业进一步发展；（3）传统燃油车出口量显著增长，在传统能源汽车

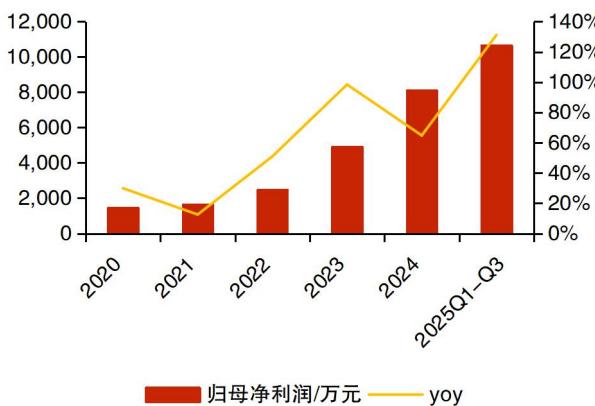
领域，国产自动变速器摩擦片的需求量仍有一定增长。（4）公司在商用车领域的客户主要为东安汽发，2025年1-6月东安汽发的变速器产量及销量较上年同期分别增长119.62%、166.52%，带动公司在商用车领域的销售收入持续增加。（5）公司已进入全球知名汽车零部件供应商麦格纳的供应链体系并获得了自动变速器摩擦片的量产批准，已进入批量供应阶段。

图表 31：2025Q1-Q3 实现营收 3.26 亿元



资料来源：iFinD、华源证券研究所

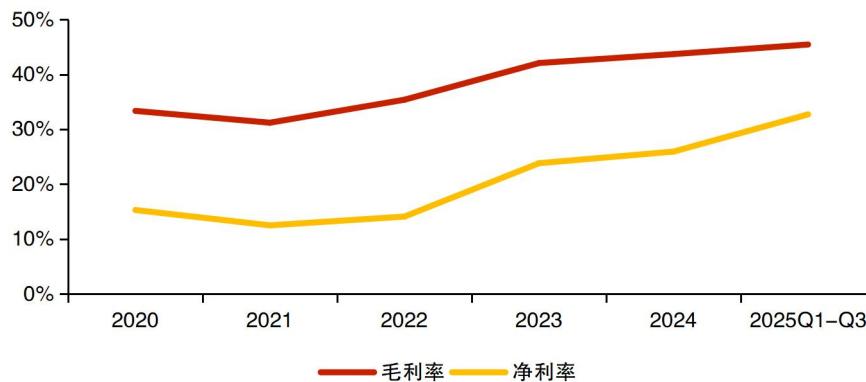
图表 32：2025Q1-Q3 实现归母净利润 1.07 亿元



资料来源：iFinD、华源证券研究所

盈利能力稳步提升，林泰新材 2025Q1-Q3 毛利率达 45.44%。2021-2024 年，公司毛利率分别为 31.20%、35.38%、42.07%、43.70%；净利率分别为 12.48%、14.08%、23.81%、25.93%，增长的主要原因系产品单位成本价格下降。

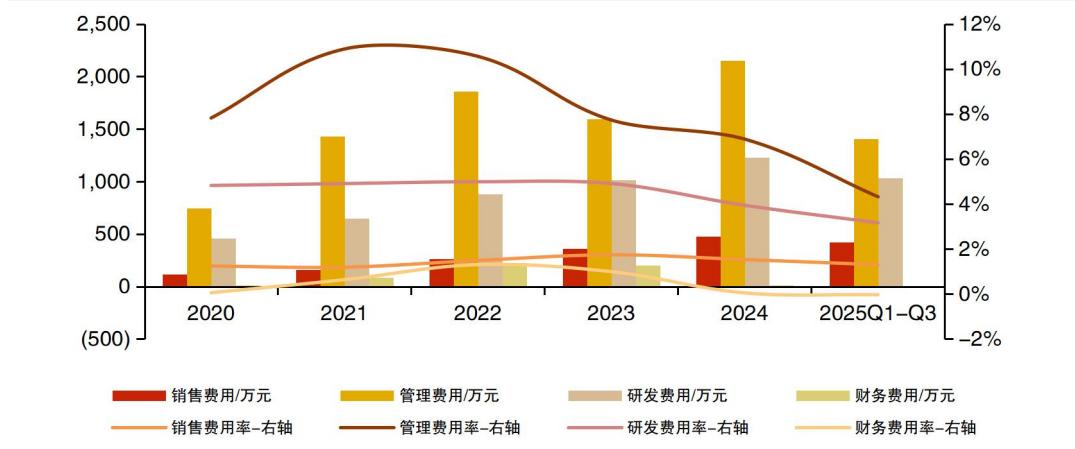
图表 33：盈利能力稳步提升，林泰新材 2025Q1-Q3 毛利率达 45.44%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2025Q1-Q3 期间费用率为 8.75%。公司 2021-2024 年的期间费用率分别为 17.62%、18.34%、15.37%、12.40%，实现持续控制，尤其是管理费用率近年来显著降低。

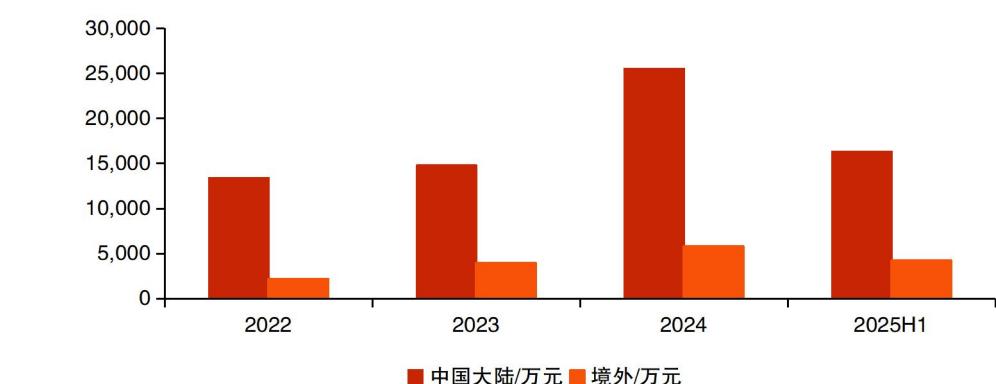
图表 34: 2025Q1-Q3 公司期间费用率为 8.75%



资料来源: iFinD、华源证券研究所

销售区域方面，2025H1 公司内销、外销营收分别达 16280 万元 (yoy+63%) 、4216 万元 (yoy+89%)，外销营收增长显著主要系公司的技术优势与产品价格优势促进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。此外，公司已进入全球知名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，已进入批量供应阶段。

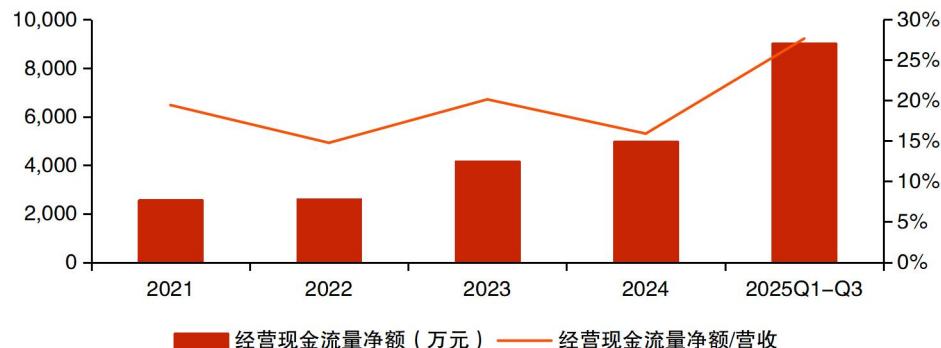
图表 35: 2025H1 公司境内外收入均显著增长



资料来源: iFinD、华源证券研究所

公司现金流稳健，2021–2024 年经营净现金流净额从 2556 万元增长到 4970 万元，2025Q1–Q3 则进一步超过 9000 万元，充足的现金流为公司的研发投入、业务拓展和产能建设提供坚实基础。

图表 36: 2025Q1-Q3 公司经营净现金流超 9000 万元, 近年来不断增长



资料来源: iFinD、华源证券研究所

二是产能持续释放: 根据公司招股说明书数据, 2024H1 公司湿式纸基摩擦片和对偶片的产能分别为 790 万片和 660 万片, 产量分别为 803.99 万片和 674.52 万片, 销量分别为 807.91 万片和 623.72 万片, 产能利用率相比 2023 年有大幅提升。根据公司公告, 截至 2025 年 3 月末, 公司产能 (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。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, 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。

图表 37: 2023 年公司湿式纸基摩擦片和对偶片合计产能为 2700 万片

产品名称	项目	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
湿式纸基摩擦片	产能 (万片)	790	1,500.00	1,400.00	900
	产量 (万片)	803.99	1,245.38	1,433.49	787.65
	产能利用率	101.77%	83.03%	102.39%	87.52%
	销量 (万片)	807.91	1,190.05	1,001.72	703.23
对偶片	产能 (万片)	660	1,200.00	1,100.00	900
	产量 (万片)	674.52	1,075.50	1,070.33	786.72
	产能利用率	102.20%	89.63%	97.30%	87.41%
	销量 (万片)	623.72	1,033.27	910.13	690.74
离合器总成	销量 (万台)	7.66	18.08	22.16	22.36

资料来源: 公司招股说明书、华源证券研究所

注: 离合器总成的产量已在湿式纸基摩擦片和对偶片中计算

为解决产能瓶颈, 公司产能扩张按计划有序推进, 根据公司公告, 募投项目新建厂房预计 2025 年 11 月竣工, 主要生产设备预计将在同年购置完毕, 年末产能或将达 8000 万片/年, 2026 年有望逐步爬坡至 9700 万片/年, 为业绩增长奠定产能基础, 充足的产能有望为各业务线的同步拓展提供硬件支持。

参考公司招股说明书和公告, 公司上市募集资金净额为 11248.5 万元。项目建成后预计将实现年产 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, 并进一步缩小公司与国际巨头的差距; 此外, 公司还会围绕自动变速器摩擦片, 以公司现有核心技术为研发基础, 聚焦纯电动汽车多挡变速器用湿式纸基摩擦片、农机自动变速箱用湿式纸基摩擦片、工程机械变速器与驱动桥用湿式纸基摩擦片、重卡自动变速器用湿式纸基摩擦片四个方向的开发, 有望使公司产品深入更多的应用场景。

图表 38：公司募集 1.12 亿元用于纸基摩擦片及对偶片扩产等项目

募集资金用途	调整后投资总额/万元	截至 2025H1 期末累计投入金额/万元	截至 2025H1 期末投入进度
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	5,900	3,009	51.00%
多用途湿式摩擦片研发中心建设项目	3,485	11	0.31%
补充流动资金	1,863	1,863	100%
合计	11,248	4,883	—

资料来源：公司公告、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合公司 2024 年年报以及对于未来公司业务稳步发展的积极预期，我们假设如下：

(1) 湿式纸基摩擦片：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 74%/49%/48%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 2.55/3.79/5.61 亿元；

(2) 对偶片：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 67%/47%/46%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 1.74/2.56/3.74 亿元。

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 1.40、2.03 和 2.96 亿元，对应 PE 为 32.7、22.6、15.5X。我们选取北摩高科作为摩擦材料领域可比公司，选取华秦科技作为动力领域平台型材料企业的可比公司，选取广信科技、民士达作为高端纤维类材料领域的可比公司，以上可比公司 2026PE 均值为 45.5X。作为国内唯一实现乘用车自动变速器湿式纸基摩擦片全流程自主生产的本土企业，林泰新材凭借其突破性的工艺技术，已成为该领域进口替代的核心力量。公司深度绑定比亚迪、上汽集团、吉利汽车等头部自主品牌产业链，并通过募投项目持续提升核心业务产能。基于其技术稀缺性、国产化先发优势及产能升级带来的业绩弹性，上调至“买入”评级。

图表 39：林泰新材可比公司估值表（截至 2026.1.23）

股票代码	公司名称	最新收盘价/元	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002985.SZ	北摩高科	40.50	134.4	0.62	0.83	1.05	64.9	48.8	38.7
688281.SH	华秦科技	109.58	298.7	1.54	2.04	2.63	71.3	53.7	41.6
920037.BJ	广信科技	97.79	89.4	2.42	3.67	4.97	40.5	26.6	19.7
920394.BJ	民士达	63.10	92.3	0.93	1.19	1.56	68.2	52.8	40.4
平均值							61.2	45.5	35.1
920106.BJ	林泰新材	81.15	45.9	2.48	3.59	5.23	32.7	22.6	15.5

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：林泰新材盈利预测来自华源证券研究所，可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

汽车行业波动风险：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。

客户新项目开发失败风险：为保障业务稳定增长，公司需要为客户提供的新项目持续配套产品。若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。

原材料价格波动风险：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，将对公司的毛利率水平和盈利能力造成一定影响。

附录：财务预测摘要

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	133	137	196	340	营业收入	313	492	702	1,006
应收票据及账款	167	237	319	429	营业成本	176	269	376	533
预付账款	0	0	0	0	税金及附加	3	6	8	11
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	5	6	9	11
存货	66	88	113	146	管理费用	22	30	42	60
其他流动资产	7	10	13	16	研发费用	12	17	27	38
流动资产总计	373	472	641	931	财务费用	0	0	0	-1
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-3	-4	-6
固定资产	130	139	161	189	信用减值损失	-4	-5	-7	-10
在建工程	24	49	58	37	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	19	19	20	22	投资收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	9	10	11	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	7	9	10	12	资产处置收益	-2	0	-1	-1
非流动资产合计	188	225	260	271	其他收益	3	1	1	2
资产总计	562	697	901	1,202	营业利润	90	158	230	338
短期借款	13	7	4	1	营业外收入	3	4	5	4
应付票据及账款	71	81	98	124	营业外支出	0	0	0	0
其他流动负债	27	32	40	49	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	112	120	141	175	利润总额	94	162	235	342
长期借款	0	0	0	0	所得税	13	22	32	46
其他非流动负债	9	9	8	10	净利润	81	140	203	296
非流动负债合计	9	9	8	10	少数股东损益	0	0	0	0
负债合计	120	129	150	184	归属母公司股东净利润	81	140	203	296
股本	39	57	57	57	EPS(元)	1.43	2.48	3.59	5.23
资本公积	224	206	206	206					
留存收益	179	305	488	755	主要财务比率				
归属母公司权益	441	568	751	1,018	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股东权益合计	441	568	751	1,018	营收增长率	51.33%	57.50%	42.62%	43.22%
负债和股东权益合计	562	697	901	1,202	营业利润增长率	76.79%	74.83%	45.41%	46.88%
现金流量表 (百万元)					归母净利润增长率	64.78%	73.35%	44.67%	45.52%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	经营现金流增长率	19.50%	73.09%	84.44%	45.78%
税后经营利润	81	136	198	291	盈利能力				
折旧与摊销	18	25	39	45	毛利率	43.70%	45.44%	46.40%	47.03%
财务费用	0	0	0	-1	净利率	25.93%	28.54%	28.95%	29.41%
投资损失	0	0	0	0	ROE	18.37%	24.74%	27.06%	29.06%
营运资金变动	-58	-81	-85	-111	ROA	14.43%	20.15%	22.57%	24.60%
其他经营现金流	8	5	7	6	估值倍数				
经营性现金净流量	50	86	159	231	P/E	56.67	32.69	22.60	15.53
投资性现金净流量	-21	-63	-76	-57	P/S	14.69	9.33	6.54	4.57
筹资性现金净流量	82	-20	-24	-31	P/B	10.41	8.09	6.12	4.51
现金流量净额	111	3	59	144	股息率	0.52%	0.30%	0.44%	0.63%
					EV/EBITDA	20	24	16	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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）。