



云母材料方兴未艾，龙头蓄势待发

浙江荣泰 603119.SH 公司深度报告

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024年01月25日

- 分析师：黎江涛
- SAC编号：S1050521120002
- 联系人：潘子扬
- SAC编号：S1050122090009

研 究 创 造 价 值

- ❑ **公司质地优异，护城河深厚。**公司海外营收占比40%+，核心客户包括特斯拉、沃尔沃、大众、宝马、奔驰、宁德时代等，新能源车业务毛利率40%+，净利率20%+，在手订单90亿+，未来随新能源车业务占比持续提升，公司盈利能力仍有边际提升空间；技术方面，公司与客户深度绑定，在新车型开发周期共同研发热防护产品，新车上市后具有份额和毛利双重优势，形成正向循环；产能方面，公司在新能源车安全绝缘件产成品及云母纸/板/带等中间品一体化布局，并在越南设厂保障海外需求；管理方面，采用职业经理人模式，充分放权，董事长负责把控研发方向。
- ❑ **预期差一（Cybertruck）：**公司与特斯拉共同开发Cybertruck 4680电池体系热防护解决方案，单车价值量达1500-2000元，远高于传统车型水平，且公司为独供，假设Cybertruck 2024年销售10万辆，可为公司贡献1.5-2亿元收入弹性（作为参考，公司2022年最大客户贡献营收0.84亿元），保守假设20%净利率，可贡献0.3-0.4亿业绩弹性。
- ❑ **预期差二（电芯间）：**云母复合材料或替代气凝胶/阻燃泡棉用于电芯间隔热，电芯间隔热材料最核心指标为导热率，公司研发云母复合材料导热率与气凝胶接近，成本仅为其2/3。此复合材料目前由公司独家推进，假设2025年渗透率30%，增量空间超20亿。
- ❑ **预期差三（储能）：**储能电芯大型化趋势显著，能量密度持续提升，带来更高热防护要求。公司与特斯拉及龙头电池厂商共同推进云母材料在储能中的应用，有望打开全新市场
- ❑ **投资评级：**预计2023/2024年归母净利润分别1.7/2.5亿元，EPS分别0.62/0.9元，对应PE38/26倍，基于公司质地优异，增量市场潜力大，维持“买入”评级。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	667	857	1,173	1,482
增长率（%）	28.0%	28.4%	36.8%	26.3%
归母净利润（百万元）	134	174	251	329
增长率（%）	28.3%	30.2%	44.3%	30.9%
摊薄每股收益（元）	0.64	0.62	0.90	1.17
ROE（%）	25.1%	10.4%	13.2%	14.8%

- (1) 新能源车行业需求不及预期;
- (2) 储能行业需求不及预期;
- (3) 新定点项目落地进展不及预期;
- (4) 客户销量不及预期;
- (5) 原材料价格超预期上行;
- (6) 产能扩张不及预期。

目录

CONTENTS

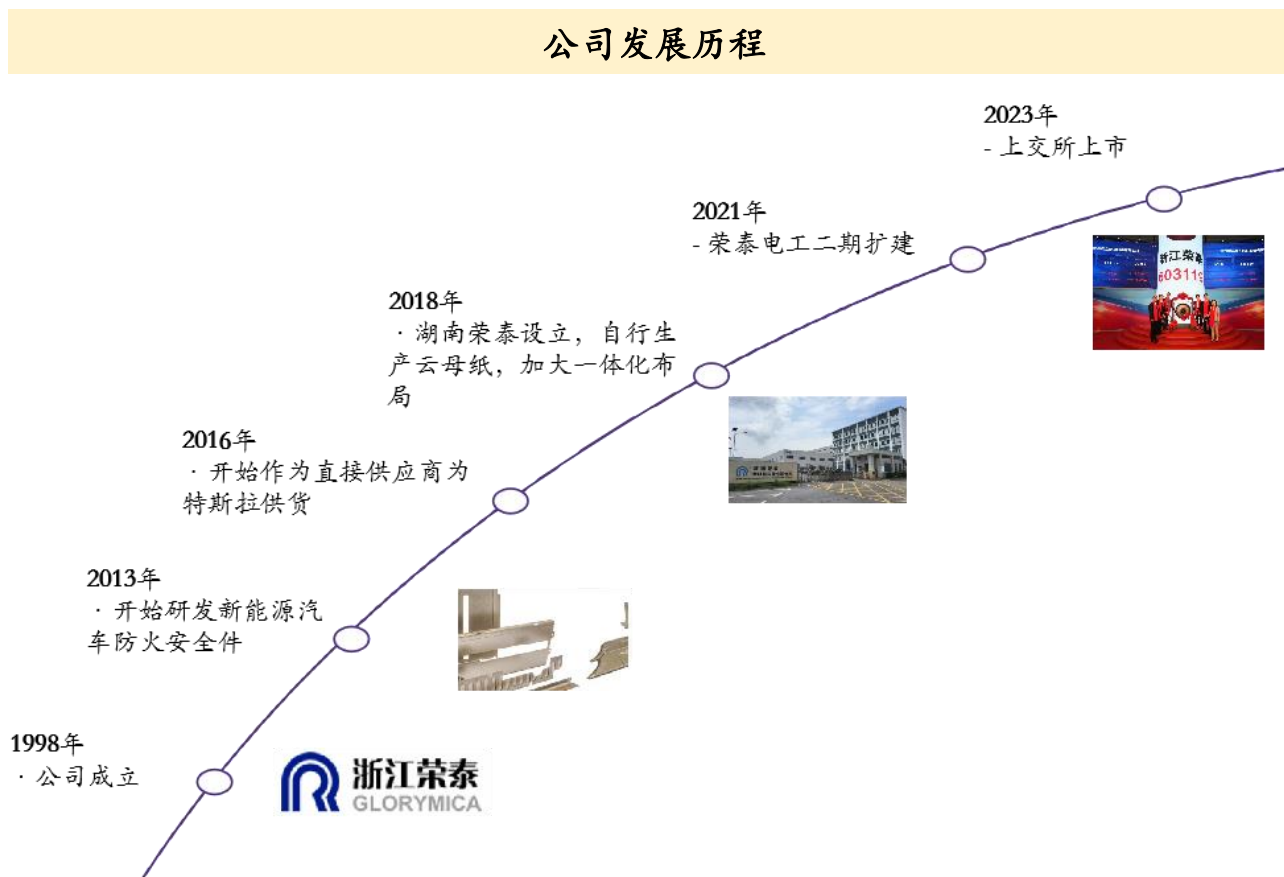
1. 二十余年深耕，造就云母材料全球龙头
2. 新能源车热防护重要性凸显，空间广阔
3. 多维度助力，业绩有望稳步增长
4. 风险提示

01 二十余年深耕，造就 云母材料全球龙头

研究创造价值

1.1 深耕云母材料，铸就全球龙头

- 公司成立于1998年，2013年开始研发新能源汽车防火安全件，成功研发三维异形云母材料，使其在新能源汽车领域具备大范围应用的基础，此后公司新能源业务持续发展，成功进入特斯拉、沃尔沃、宁德时代等全球龙头供应链。
- 公司于2018年设立湖南荣泰，通过该子公司自行生产云母纸，加大一体化布局，此外，嘉兴基地持续扩张，保障供应能力，并在越南建厂，以应对日益提升的出口需求。



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

诚信、专业、稳健、高效

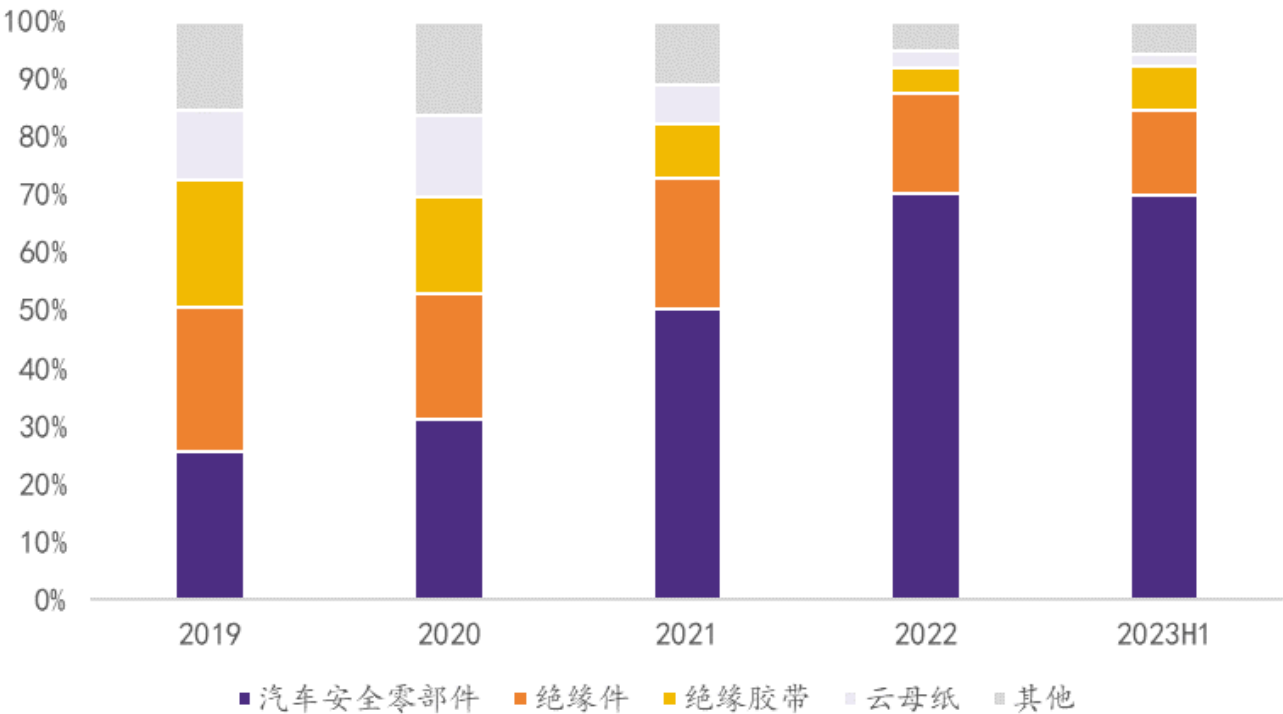
1.1 新能源汽车渐成公司核心业务

- 公司以云母材料为核心，已形成包含新能源车热失控防护绝缘件、小家电阻燃绝缘件、电缆阻燃绝缘带、云母纸在内的丰富产品线，其中云母纸主要作为云母制品原材料使用。
- 2020年开始，在新能源车行业高速发展带动下，公司汽车安全零部件业务快速扩张，现已成为公司核心业务，2023H1收入占比超70%，较2019年提升44pct。

公司产品结构图

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

公司2019-2023H1业务占比情况

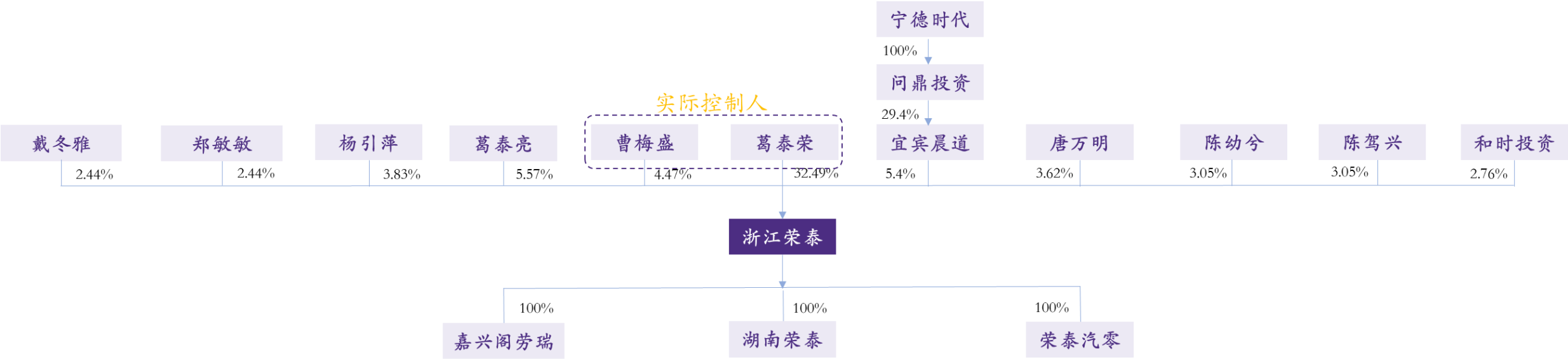


资料来源：公司招股书，公司公告，华鑫证券研究

1.2 创始团队把控研发方向，放权职业经理人优化治理

- ❑ 公司实控人为葛泰荣、曹梅盛夫妇，二者直接持有公司36.96%股份，并通过上海聪炯、上海巢泰间接持有1.38%股份，合计持股比例为38.34%。
- ❑ 宁德时代作为公司重要客户，通过宜宾晨道间接持有公司1.6%股份。
- ❑ 2010年，公司实行股权激励，原管理层唐万明先生及控股股东葛泰荣先生以1元/一元注册资本的价格分别向总经理郑敏敏先生转让2.4%、1.6%股权（以转让时股本计算），现郑敏敏先生直接持有公司2.44%股份，此外，郑敏敏先生母亲戴冬雅女士亦直接持有公司2.44%股份，叠加二者通过上海聪炯间接持有的股份，二者直接及间接持股比例合计为4.93%。

公司股权结构



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

1.2 创始团队把控研发方向，放权职业经理人优化治理

公司董事长曹梅盛女士为公司核心创始人，兼任公司首席技术官，主要负责把控公司研发方向，管理层面，主要由总经理郑敏敏先生、副总经理荆飞先生等负责，管理分工明确。

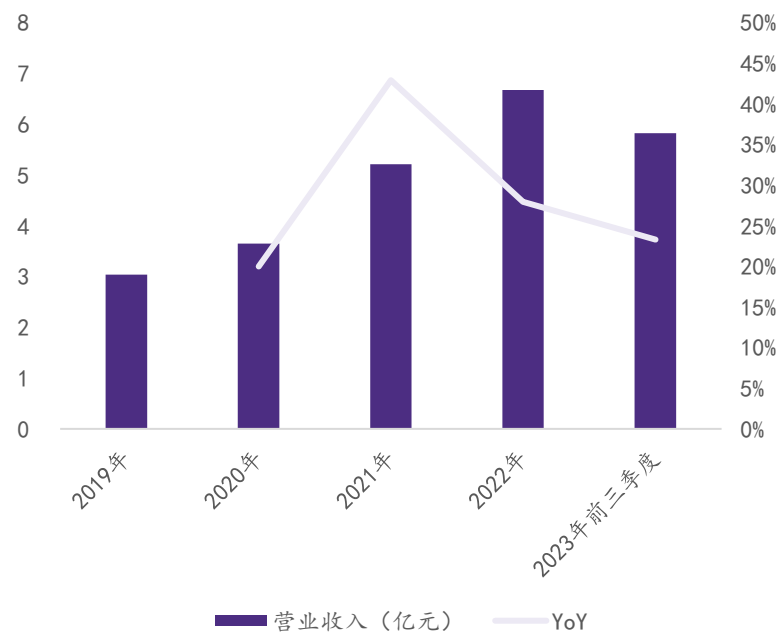
公司管理层及董事会核心人员简介		
姓名	职务	简介
曹梅盛	董事长，首席技术官	南湖区第四届、第五届人大代表，南湖区第三届政协委员。2004年9月至2021年8月历任荣泰有限董事长，总经理，执行董事；2011年8月至2021年5月曾任荣泰科技董事长；2021年8月至今担任荣泰电工董事长，首席技术官。现同时兼任荣泰科技副董事长，荣泰汽车执行董事，上海聪炯执行事务合伙人，上海巢泰执行事务合伙人，湖南荣泰执行董事等职务。
郑敏敏	董事，总经理	毕业于浙江大学，硕士研究生学历，工程师职称，中国电工技术学会绝缘材料与绝缘技术专业委员会委员，全国电气绝缘材料与绝缘系统评定标准化技术委员会TC301委员，全国绝缘材料标准化技术委员会TC51委员。2006年7月至2021年8月历任荣泰有限技术工程师，销售副总，总经理。2021年8月至今任荣泰电工董事，总经理。现同时兼任荣泰科技董事，荣泰汽车经理，阁劳瑞执行董事兼总经理，闻道贸易监事等职务。
葛凡	董事	硕士研究生学历，工程师职称，南湖区第四届政协委员，嘉兴市第九届政协委员。2014年5月至2018年4月担任荣泰科技副总经理；2018年4月至2021年5月曾任荣泰科技副董事长。2021年8月至今担任荣泰电工董事。现同时兼任荣泰科技董事长兼总经理，湖南源臻经理，闻道贸易执行董事兼总经理，雷帕司执行董事，总经理等职务。
葛泰荣	董事	2003年1月至2011年8月曾任荣泰有限董事；2005年6月至2011年11月曾任雷帕司副董事长；2016年7月至2018年4月曾任荣泰科技董事。2021年8月至今担任荣泰电工董事。
荆飞	副总经理，财务总监，董事会秘书	毕业于上海财经大学，硕士研究生学历，注册会计师。2008年9月至2010年4月，曾任毕马威华振会计师事务所上海分所审计员；2010年4月至2011年12月，曾任华西证券股份有限公司投资银行业务经理；2012年2月至2014年5月，曾任华林证券股份有限公司投资银行业务高级经理；2014年5月至2020年9月，历任东方证券承销保荐有限公司投资银行业务业务副总监，业务总监，资深业务总监。2020年9月至2021年8月，任荣泰有限财务总监；2021年8月至今任荣泰电工副总经理，财务总监，董事会秘书。

资料来源：Wind，华鑫证券研究

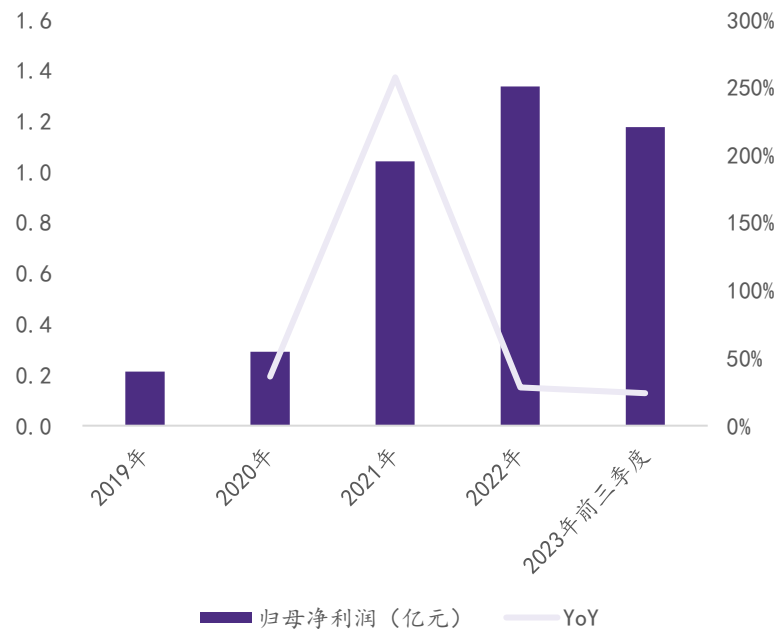
1.3 新能源车业务带动业绩稳步提升

- 公司2023年前三季度营收为5.83亿元/yoy+23.3%，2022年营收为6.67亿元，2019-2022年CAGR为30%，高增速主要由新能源车相关业务拉动，公司汽车安全零部件业务2022年营收为4.7亿元，2019-2022年CAGR达82%。
- 公司2023年前三季度归母净利润为1.18亿元/yoy+24.2%，2022年归母净利润为1.34亿元，2019-2022年CAGR达85%，公司利润增速高于收入增速，主要得益于新能源车业务具更高毛利率，该业务占比持续提升，带动公司整体盈利水平提升。

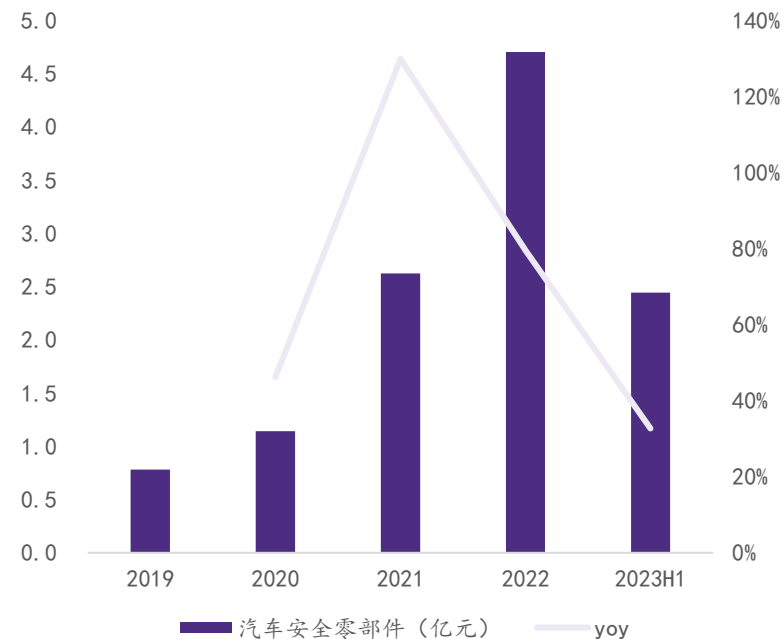
公司2019-2023年前三季度营收情况



公司2019-2023年前三季度归母净利润情况



公司2019-2023上半年新能源车业务收入



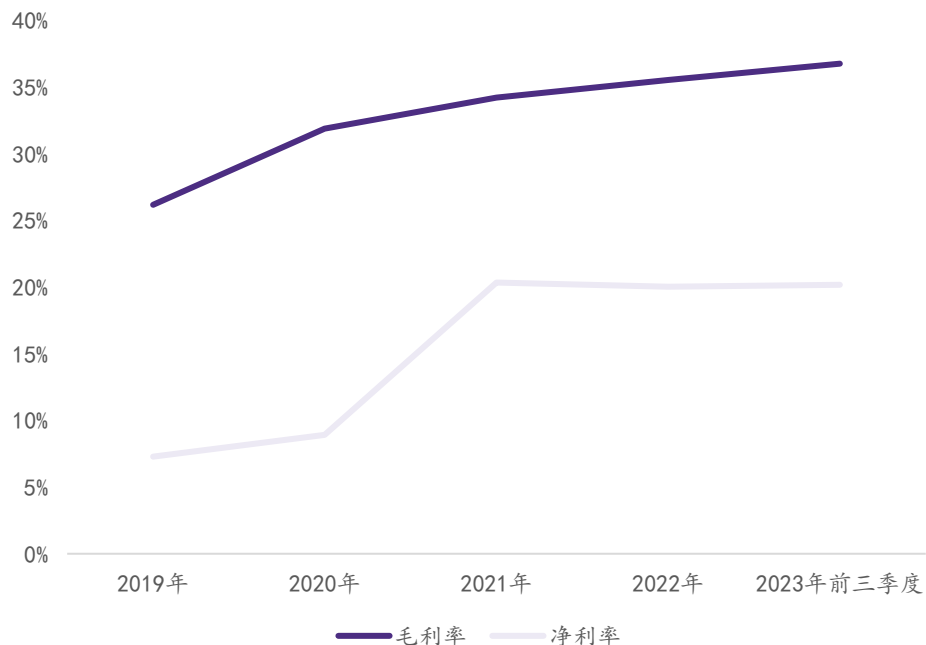
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

诚信、专业、稳健、高效

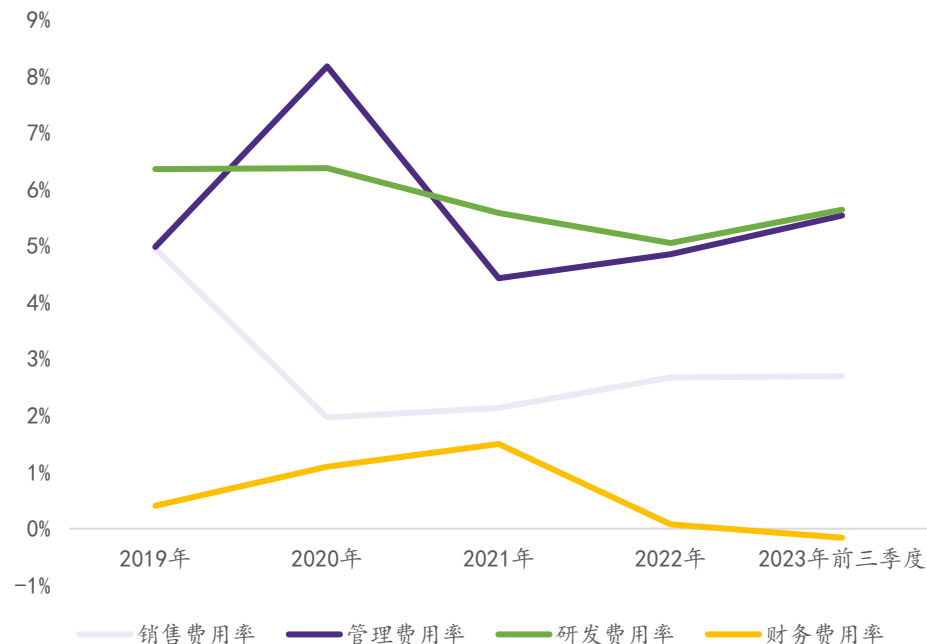
1.3 盈利能力持续边际提升

- 公司2023年前三季度毛利率为36.8%/yoy+1.8pct，公司毛利率自2019年以来持续提升，主要得益于新能源车业务占比持续提升，该业务2022年毛利率为42.5%，远高于其他业务。
- 公司2023年前三季度净利率为20.2%/yoy+0.14pct，净利率边际增速低于毛利率，主要由于管理费用率及研发费用率的边际提升，公司在收入体量持续提升的过程中，研发费用率仍有边际增长，体现出公司对研发的高度重视。

公司2019-2023前三季度利润率情况



公司2019-2023前三季度费用率情况



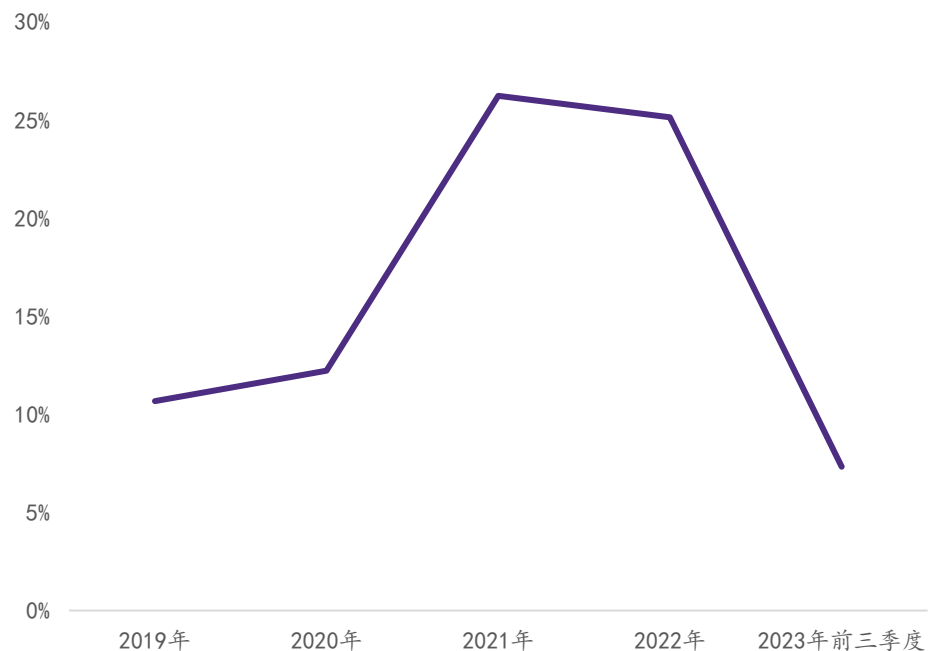
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

诚信、专业、稳健、高效

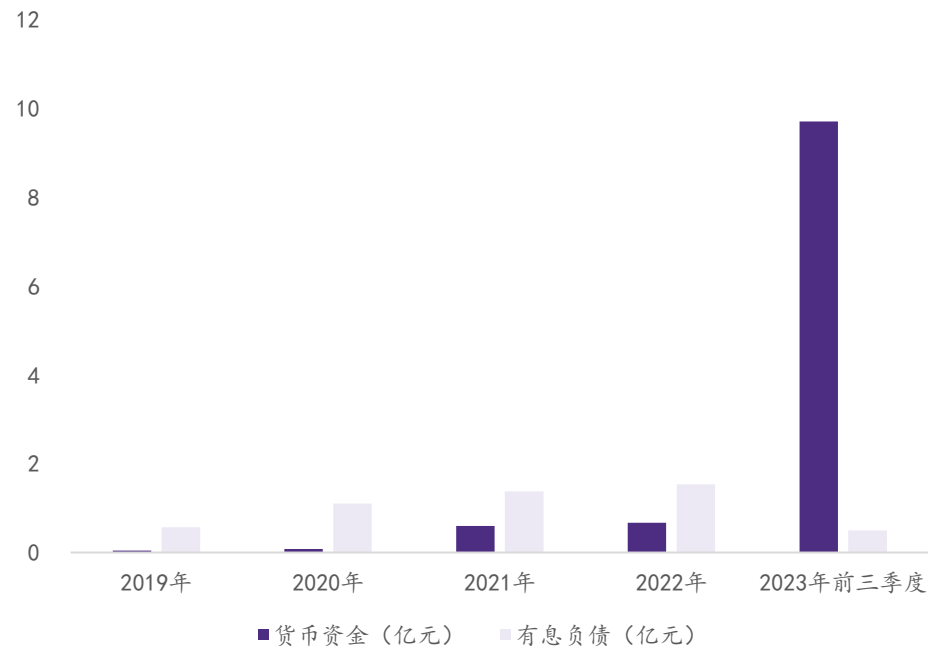
1.3 现金流充沛，安全边际充足

- ❑ 公司2022年摊薄ROE达25%，2023年前三季度为7%（考虑四季度业绩后仍有降低），降低原因主要为公司IPO后货币资金大幅增加，货币资金尚未转化为业绩产出，拉低整体ROE水平。
- ❑ 为迎接电动化浪潮，公司上市前持续扩张产能，资产负债率较高，随着IPO募集资金到位，公司现金流充沛，有息负债大幅降低。

公司2019-2023前三季度ROE情况



公司2019-2023前三季度货币资金及有息负债情况

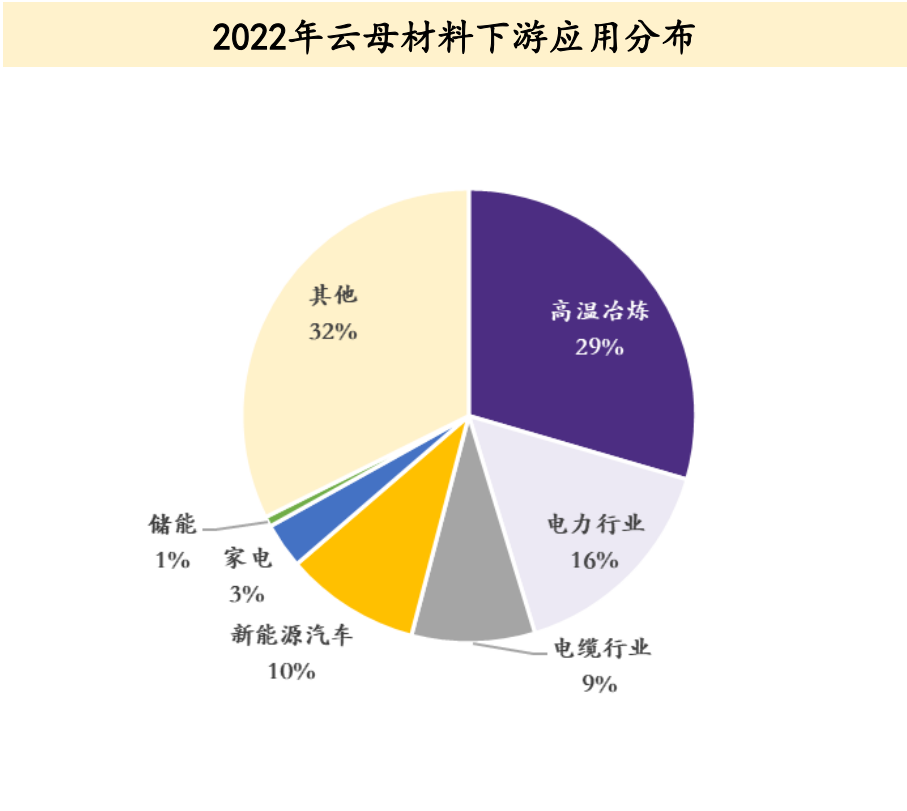
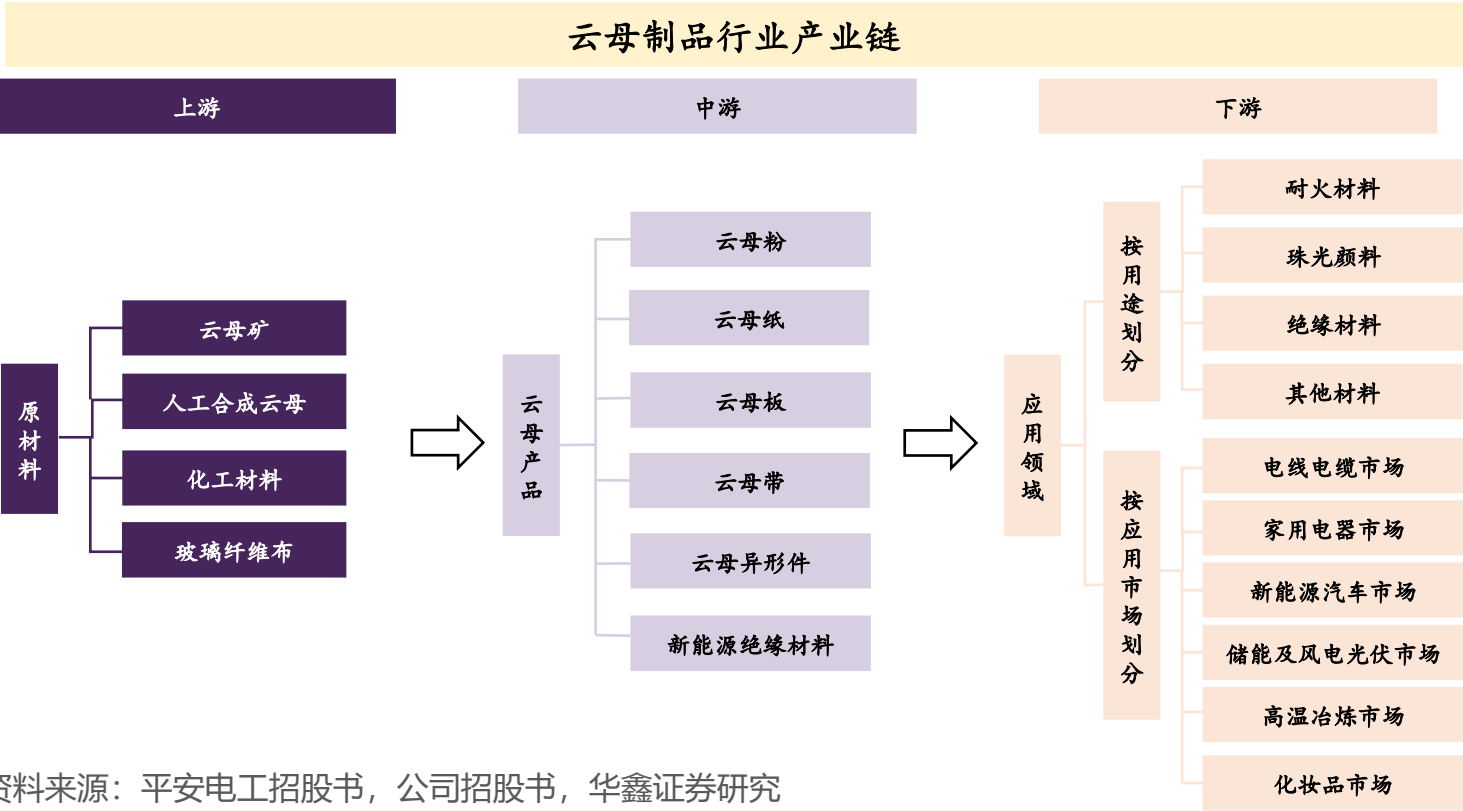


02 新能源车热防护重要性凸显， 空间广阔

研究创造价值

2.1 【供给端】云母材料特性优异，用途广泛

- ❑ 云母为一种层状硅酸盐矿物，属于天然非金属矿石。由于其独特的层状结构，十分稳定的晶格，以及较强的抗剪切强度和良好的柔韧性，云母制品拥有优良的化学稳定性、耐热性、机械性能和电气性能等特征。
- ❑ 云母产品上游为云母矿/人工合成云母等原材料，虽然我国云母矿资源丰富，但受制于开采成本高及环境保护要求等因素，国内天然云母矿开采较少，我国天然云母原料供应依赖国外进口，人工合成云母可以解决我国天然云母的进口依赖问题，具备广泛应用前景。
- ❑ 云母制品主要可分为云母片制品、云母纸、云母带、云母板、云母介质电容器、云母粉等六大产品系列，或进一步加工为云母异形件/新能源绝缘材料等用于下游行业。

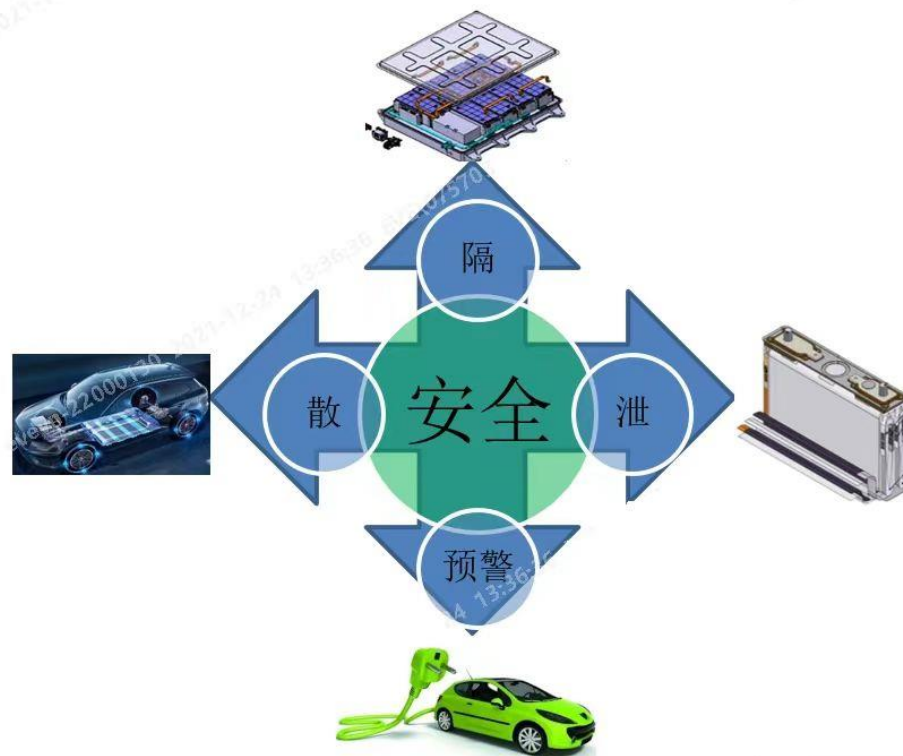


资料来源：平安电工招股书，公司招股书，华鑫证券研究

2.1 【供给端】优异的耐热性使云母材料广泛用于新能源车热防护

- 电池系统热失控防护主要从“隔、散、泄、预警”四个方面处理，处理维度包括电芯级以及Pack级，“隔”主要包含隔热及防火，云母材料具备优异的耐热性，广泛用于Pack级防火。

电池系统热失控防护设计理念

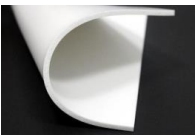


2.1 【供给端】优异的耐热性使云母材料广泛用于新能源车热防护

- ❑

云母材料一般加工为云母板使用，具有优异的耐高温绝缘性能，在500-1000℃的使用环境下，仍能保持良好的绝缘性能。云母板具有良好的抗弯强度和硬度，耐酸碱、耐老化，可加工成各种形状，在高温下不产生有毒气体。目前主要用于模组与模组间及模组与电池盖之间，随着无模组化趋势的发展，云母材料将应用在电芯与电池盖间进行热失控防护。
- ❑

气凝胶是由胶体粒子相互聚结形成纳米多孔网络结构，并在孔隙中充满气态分散介质的一种高分散固态材料，具有优异的隔热性能、密度低，但其在高温环境下隔热性能会下降，有氧环境下长期使用温度不超过 650℃；同时本身强度较低，需要和补强材料复合后成为气凝胶毡使用。目前主要用于电芯之间。

主要热防护材料对比								
材料种类	图例	简介	隔热性能	抗冲击性	防火性能	绝缘性	价格	主要应用位置
阻燃泡棉		用于密封、缓冲减震和隔热，具备一定阻燃性能，但不耐高温，在 120℃左右就会发生软化或较大形变，部分材料燃烧时会释放有毒气体	中	低	低	中	低	电芯/模组
云母材料		由云母纸与高性能有机硅树脂经毡合、加温、压制而成	低	高	高	高	中	Pack
气凝胶毡		以预氧丝等基材与气凝胶复合，通过高分子（PET、PI）膜或阻燃涂层封装，经热压或涂霜复合而成，具有优良的隔热和缓冲功能，主要用于电芯间热防护	高	低	中	中	高	电芯
陶瓷化硅橡胶		可在450℃或以上温度陶瓷化，烧结成多孔性自支的陶瓷体，在600-1300℃高温火焰中、一定时间（0.5-2h）内保持结构完整性，起到被动防火功效	低	中	高	高	高	Pack

资料来源：公司招股书，华鑫证券研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/168022127067006031>