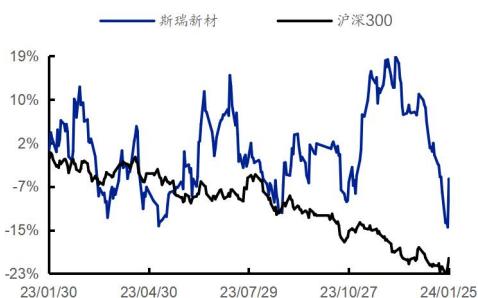


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：陈云 S0350122060052
 chenyl17@ghzq.com.cn

多领域迎高景气，全面扩产打开成长空间

——斯瑞新材（688102）动态研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/01/26

表现	1M	3M	12M
斯瑞新材	-13.5%	2.6%	-6.4%
沪深 300	0.3%	-5.1%	-20.3%

市场数据

2024/01/26

当前价格(元)	11.04
52 周价格区间(元)	9.90-20.00
总市值(百万)	6,182.55
流通市值(百万)	3,531.34
总股本(万股)	56,001.40
流通股本(万股)	31,986.79
日均成交额(百万)	94.94

事件：

2024 年 1 月 24 日，斯瑞新材发布公告称：

液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目：项目拟投资 5.10 亿元，预计实现年产约 300 吨锻件、400 套火箭发动机喷注器面板、1,100 套火箭发动机推力室内壁、外壁等零组件。

斯瑞新材科技产业园建设项目（一）：总投资 8.20 亿元人民币，其中包括“年产 3 万套医疗影像装备等电真空用材料、零组件研发及产业化项目”，拟投资 4.00 亿元人民币；“年产 2,000 万套光模块芯片基座/壳体材料及零组件项目”，拟投资 3.20 亿元人民币；“钨铜合金材料、零件项目”，拟投资 1.00 亿元人民币。

投资要点：

■ 乘风商业航天崛起，液体火箭发动机推力室材料积极扩产

商业航天发展迅速，全球火箭发射明显提速。据中国航天工业质量协会和北京航天长征科技信息研究所官方账号，2000-2017 年，全球火箭发射次数仅从 85 次增长至 91 次，2017 年-2023 年，则迅速增至 223 次，翻倍有余。主发动机是运载火箭的核心部件，技术复杂，成本高昂，占火箭整体成本的 30%~50%。而液体发动机具备可重复回收优势，在商业航天追求降本背景下，具备显著优势。

液体火箭发动机推力室内壁材料需要优异的耐高温性能及导热性能。公司将自主开发的以铬锆铜（CuCrZr）为核心的高强高导铜合金材料成功拓展至液体火箭发动机推力室内壁领域，且已获成功应用。截至 2023 年，公司预计拥有产能 100 套。在商业航天崛起的浪潮下，公司计划建设约 300 吨锻件、400 套火箭发动机喷注器面板、1,100 套火箭发动机推力室内壁、外壁等零组件产能。

■ 多领域迎高景气，全面扩产打开成长空间

公司以铜基特种材料的制备技术为核心，拓展新兴下游领域，且凭借核心技术优势，公司已在多领域实现下游头部客户供货。随着多领域迎高

景气窗口，公司全面扩产，打开成长空间。

中高压电接触材料及制品主要为铜铬和铜钨合金材料，公司成功解决进口替代难题，并返销海外，在细分材料领域实现全球市占率领先。在现有产能基础上，公司计划投资 1 亿元，建设年产 300 吨铜钨触头产能。

CT 球管作为 CT 中最昂贵的消耗部件，当前主要由海外供应商供货，国产替代空间广阔。公司自主研发了 CT 和 DR 球管零组件的生产制造技术，已实现对下游头部厂商，如西门子医疗、上海联影的批量供货。截至 2023 年，公司预计拥有 CT 和 DR 球管零组件产能 6000-8000 套。公司计划投资 4 亿元，建设年产 3 万套 CT 球管零组件、1.5 万套 DR 射线管零组件、500 套直线加速器零组件、3,500 套半导体产品组件和 3 万套高电压用 VI 导电系统组件的生产能力，其中高电压用 VI 导电系统组件处于样品验证阶段，其他产品已实现向市场批量供应。

据 Lightcounting 预测，全球光模块的市场规模在 2023-2027 年将以 CAGR11% 增长，同时，AIGC 对高算力的需求亦将加速光模块向 800G 及以上产品迭代。公司将钨铜合金材料核心制备技术延伸应用于光模块芯片基座材料，截至 2023 年底，公司预计拥有 200 万件产能。公司计划投资 3.2 亿元，打造年产 2,000 万套光模块芯片基座、1,000 万套光模块芯片壳体产能。其中光模块芯片基座已实现对 Finisar、天孚通信的批量供货，光模块芯片壳体处于样品验证阶段。

■ 盈利预测和投资评级

公司以铜基特种材料的制备技术为核心，拓展新兴下游领域。中高压电接触材料及制品，高强高导铜合金材料及制品，两大优势主业，市占率领先，未来有望持续稳健增长。新拓展的液体火箭发动机推力室内壁、CT&DR 球管零组件、高性能铬粉及光模块芯片基座材料，正迎来景气窗口，板块业绩有望高速增长。公司技术领先，供货下游头部客户，同时全面扩大产能，成长性强。据我们预测，公司 2023/2024/2025 年归母净利润 1.08/1.45/1.76 亿元，对应 PE 57、43、35 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示** 下游需求不及预期，新品研发不及预期，上游原材料价格波动风险，宏观经济波动风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	994	1185	1455	1755
增长率(%)	3	19	23	21
归母净利润(百万元)	78	108	145	176
增长率(%)	23	38	35	21
摊薄每股收益(元)	0.14	0.19	0.26	0.31
ROE(%)	8	10	12	13
P/E	82.78	57.30	42.57	35.11
P/B	6.64	5.79	5.11	4.46
P/S	6.64	5.22	4.25	3.52
EV/EBITDA	49.88	40.39	31.16	26.50

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：斯瑞新材盈利预测表

证券代码:	688102				股价:	11.04				投资评级:	买入				日期:	2024/01/26			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
盈利能力					每股指标														
ROE	8%	10%	12%	13%	EPS	0.20	0.19	0.26	0.31										
毛利率	19%	20%	21%	21%	BVPS	2.48	1.91	2.16	2.47										
期间费率	8%	8%	8%	8%	估值														
销售净利率	8%	9%	10%	10%	P/E	82.78	57.30	42.57	35.11										
成长能力					P/B	6.64	5.79	5.11	4.46										
收入增长率	3%	19%	23%	21%	P/S	6.64	5.22	4.25	3.52										
利润增长率	23%	38%	35%	21%															
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
总资产周转率	0.72	0.76	0.83	0.89	营业收入	994	1185	1455	1755										
应收账款周转率	5.27	5.29	5.80	5.77	营业成本	806	943	1152	1383										
存货周转率	4.08	4.44	4.89	5.27	营业税金及附加	8	9	12	14										
偿债能力					销售费用	15	20	23	29										
资产负债率	33%	34%	34%	33%	管理费用	50	59	73	88										
流动比	2.66	2.19	2.12	2.08	财务费用	14	16	21	26										
速动比	1.68	1.36	1.33	1.37	其他费用/(-收入)	52	59	74	89										
					营业利润	74	106	139	171										
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业外净收支	-1	0	0	0										
现金及现金等价物	155	151	155	203	利润总额	73	106	139	171										
应收款项	260	260	324	387	所得税费用	-4	0	-4	-3										
存货净额	210	215	256	269	净利润	77	106	143	174										
其他流动资产	73	74	85	92	少数股东损益	-1	-2	-2	-2										
流动资产合计	698	700	820	952	归属于母公司净利润	78	108	145	176										
固定资产	540	594	636	680															
在建工程	70	170	220	295	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E										
无形资产及其他	188	175	170	164	经营活动现金流	51	177	109	180										
长期股权投资	0	1	1	2	净利润	78	108	145	176										
资产总计	1497	1640	1846	2092	少数股东损益	-1	-2	-2	-2										
短期借款	64	94	134	169	折旧摊销	45	36	45	44										
应付款项	85	101	122	147	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-86	21	-88	-47										
其他流动负债	113	124	130	142	投资活动现金流	-193	-184	-133	-159										
流动负债合计	263	319	386	459	资本支出	-162	-183	-132	-158										
长期借款及应付债券	152	152	152	152	长期投资	-11	-2	-1	-1										
其他长期负债	72	86	86	86	其他	-19	0	0	0										
长期负债合计	224	238	238	238	筹资活动现金流	93	2	28	27										
负债合计	487	557	624	697	债务融资	-216	27	40	35										
股本	400	560	560	560	权益融资	389	-2	-5	0										
股东权益	1010	1083	1222	1396	其它	-80	-23	-7	-8										
负债和股东权益总计	1497	1640	1846	2092	现金净增加额	-48	-4	4	48										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。