

2024年08月28日

证券研究报告|公司研究|公司点评

斯瑞新材 (688102)

2024H1 点评：提质增效成果初显，关注商业航天进程

业绩概要：2024H1 公司实现营业收入 6.24 亿元（同比+11.5%），实现归母净利润 5594 万元（同比+6.3%），扣非后归母净利润为 5108 万元（同比+27.2%），对应基本 EPS 为 0.10 元。其中，公司 Q2 实现营收 3.37 亿元（同比+9.2%，环比+17.3%），单季度营收创历史新高，归母净利润 3137 万元（同比+1.2%，环比+27.7%），单季度基本 EPS 为 0.06 元；

锚定客户个性化需求，单季度营收创新高：公司作为一家新材料研发制造企业，主要服务于轨道交通、航空航天、电力电子、医疗影像、新能源汽车、人工智能等领域，主要产品包括高强高导铜合金材料及制品、中高压电接触材料及制品、高性能金属铬粉、CT 和 DR 球管零组件、光模块芯片基座/壳体、液体火箭发动机推力室内壁等。2024H1 公司营收实现同比增长，推测主要得益于下游电力设备行业景气度较高带动中高压电接触产品放量，以及商业航天卫星发射进程提速带动铜合金推力室内壁需求较快增长；同时，公司国际市场业务稳步增长，实现出口收入为 1.73 亿元，同比增长 27.8%。

各业务进展方面，①高导高强铜合金材料和制品领域，公司着力布局美国、欧洲、日本等市场区域半导体行业和发电机行业的材料和制品；②中高压电接触材料及制品领域，公司与西门子、施耐德等客户在新技术和新产品的应用和验证实现突破；③ CT 和 DR 球管材料和零组件领域，深化与行业标杆西门子、万睿视等公司的业务合作；④国际业务方面，公司布局海外产能建设，服务国外市场客户，泰国子公司基础建设进展顺利；

科研引领打造铜铬基合金材料平台：公司主要致力于铜铬基合金的研发制造，并以此为核心，将技术同心圆拓展至各相关产业领域。2024H1 公司承担了两项国家工信部专项、两项国家重点研发计划、一项陕西省两链融合项目，为国家科技高水平自立自强作出贡献。公司围绕承担的国家及省部级重点研发计划和项目、液体火箭发动机推力室内壁材料和制品、光模块芯片基座/壳体、半导体设备用零组件、高强耐磨铜合金等重点研发项目进行投入，2024H1 累积投入研发费用 3244 万元，同比增长 30.6%；

投资评级

买入

首次评级

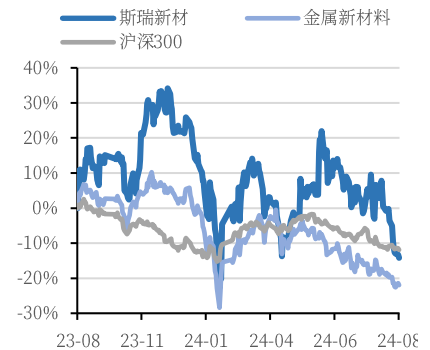
2024年08月27日

收盘价(元): 6.92

公司基本数据

总股本(百万股)	727.34
总市值(百万)	5,033.18
流通股本(百万股)	418.29
流通市值(百万)	2,894.54
12月最高/最低价(元)	14.59/6.88
资产负债率(%)	43.01
每股净资产(元)	1.87
市盈率(TTM)	49.52
市净率(PB)	3.71
净资产收益率(%)	5.35

股价走势图



作者

邓轲 分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

邮箱: dengke@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

提质增效管理初显成效，盈利性持续提升：2024H1 公司毛利率/净利率分别为 23.8%/ 9.0%（同比+3.45pcts/ -0.24pcts），其中主营业务毛利率同比提升 3.51pcts 至 25.0%，主要得益于公司落实提质增效管理，全要素生产效率提升成效明显，产品良率及准点交付率等指标也持续上升；净利率同比小幅下滑出现背离，主要由于：①财务、研发费用率分别同比增加 1.0pcts、0.76pcts，财务费用率上升主要系债务融资规模增加导致融资费用相应增加，以及汇兑收益减少，研发费用率上升主要系公司加大了对上述项目的研发力度；②其他收益同比下降 56.8%，主要系政府补助同比下降。2024Q2 公司毛利率/净利率分别为 24.3%/ 9.35%（环比+1.17pcts/ +0.74pcts），Q2 毛利率环比提升同样得益于公司提质增效措施，净利率环比下降主要系政府补助减少致其他收益环比下降；

新项目多元布局，产能建设匹配下游发展：据公司 2024 年 1 月公告，为满足市场需求，计划投资 13.3 亿元自筹资金来建设两个项目：①拟投资 5.1 亿元于“液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目”，一阶段拟投资 2.3 亿元（建设期 3 年），二阶段拟投资 2.8 亿元（建设期 2 年），项目建设总周期约 5 年。该项目致力打造从材料到制品的“全工艺链能力”，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。②拟投资 8.2 亿元于“斯瑞新材料科技产业园建设项目（一）”，其中拟投资 4.0 亿元于“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”（建设期 4 年），拟投资 3.2 亿元于“年产 2,000 万套光模块芯片基座/壳体材料及零组件项目”（建设期 5 年），拟投资 1.0 亿元于“钨铜合金材料、零件项目”（建设期 5 年）。目前医疗影像装备项目产线已开始建设，光模块芯片基座/壳体材料及零组件项目正加快与下游客户的产品验证；

商业航天核心材料标的，受益卫星发射提速：当前 SpaceX 的“星链”计划正在加速推动低轨卫星发射入轨且进度处于世界前列，低轨星座卫星通信领域正在掀起一场规模空前的太空“圈地运动”。卫星行业的竞争囊括了商业层面和国防战略层面的竞争，因此发展中国“星链”必要且紧迫，推进卫星发射“抢频占轨”刻不容缓。卫星发射是火箭的主要应用场景，2024H1 全球共计发射 126 次，其中美国 73 次，中国 30 次。在卫星发射提速、商业航天市场迅速扩张的背景下，液体火箭发动机需求与日俱增，从而拉动了上游推力室内壁的需求。液体火箭发动机推力室内壁材料须具备良好的耐高温、低周疲劳和导热性能，公司凭借高强高导铜合金制造的核心技术和关键装备，能够为客户持续提供性能优异的铜合金推力室内壁产品，公司已助力蓝箭航天、九州云箭、星际荣耀等关键客户完成多次试车、发射、回收，并获得成

功。目前公司的铬锆铜材料推力室内壁产品已产业化，未来将进一步扩大产能并打造铜铬铌材料生产能力，巩固其行业领先地位；

股权激励目标彰显发展信心：公司于 2023 年 12 月发布股权激励计划，并于 2024 年 3 月完成首次授予登记。股权激励计划考核年度为 2024-2025 年，以公司 2023 年为基数，设定 2024-2025 年扣非归母净利润增速触发值分别为 25%、60%，目标值分别为 40%、100%。此次激励计划设定的目标增速较为乐观，有望调动公司团队积极性，提高团队凝聚力，同时也彰显了公司对下游行业及自身发展前景的信心；

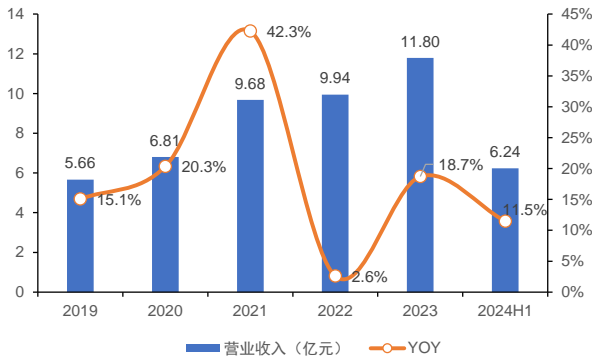
投资建议：公司是我国领先的铜铬基合金研发制造平台型企业，业务发展聚焦国产替代和走向海外，为下游多个细分领域的客户提供非标个性化研发服务，抗周期属性较强，未来有望受益于商业航天、人工智能等新兴行业的景气度抬升。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 14.3/ 17.4/ 21.4 亿元，同比增长 20.8%/ 21.7%/ 23.1%，实现归母净利润分别为 1.27/ 1.71/ 2.29 亿元，同比增长 29.1%/ 34.7%/ 33.7%，对应 PE 40X/ 29X/ 22X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动、募投项目进程不及预期、终端需求不及预期等。

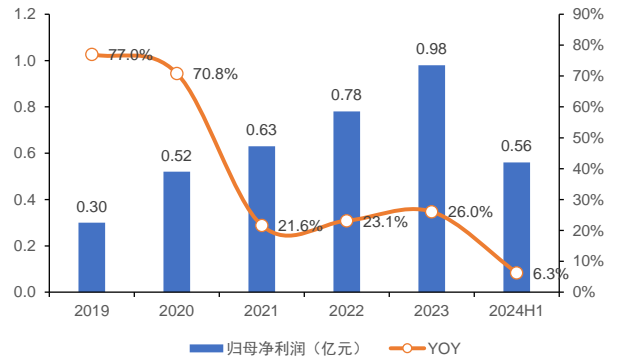
盈利预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	994	1,180	1,425	1,735	2,136
增速（%）	2.6%	18.7%	20.8%	21.7%	23.1%
归母净利润（百万元）	78	98	127	171	229
增速（%）	23.1%	26.1%	29.1%	34.7%	33.7%
每股收益（元）	0.09	0.11	0.14	0.17	0.24
市盈率（倍）	64.5	51.2	39.6	29.4	22.0

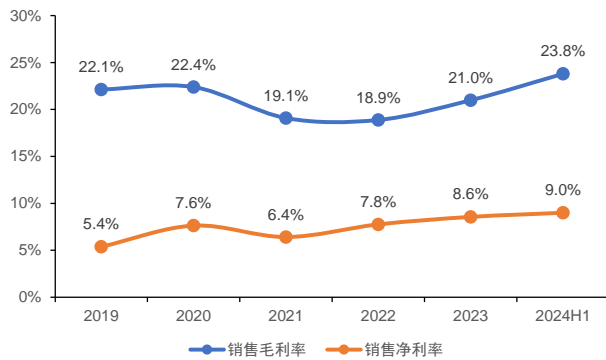
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营收及增速


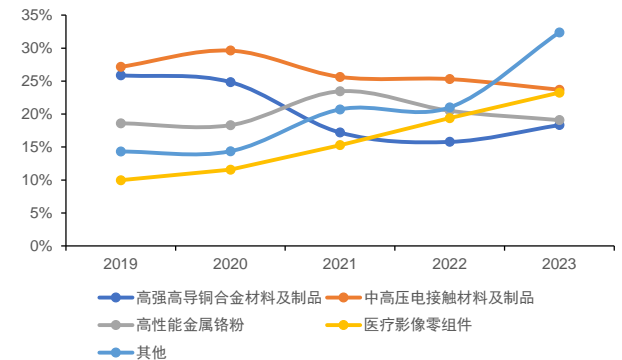
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速


资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 销售毛利率及净利率


资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 分业务毛利率


资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3
营业收入(百万元)	336.8	287.2	310.6	309.1	308.4	251.4	275.6	233.2
营业成本(百万元)	254.8	220.7	238.9	247.2	250.6	195.3	222.2	187.3
销售费用率	1.8%	1.6%	1.6%	2.0%	1.7%	2.0%	1.5%	2.0%
管理费用率	5.4%	5.2%	4.4%	4.9%	4.6%	5.3%	4.6%	5.8%
财务费用率	1.0%	1.8%	1.1%	1.8%	-0.3%	1.2%	1.2%	1.1%
研发费用率	5.3%	5.1%	6.2%	4.9%	4.1%	4.8%	6.1%	7.8%
资产减值损失(百万元)	0.0	0.0	-1.6	0.0	0.0	0.0	-1.4	0.0
利润总额(百万元)	35.2	27.4	34.6	18.1	35.0	23.2	11.0	5.5
所得税费用(百万元)	3.7	2.7	1.9	1.5	4.4	2.1	-8.5	-0.5
净利润(百万元)	31.5	24.7	32.7	16.6	30.7	21.1	19.5	6.0
EPS(元)	0.06	0.04	0.05	0.03	0.06	0.05	0.05	0.02
毛利率	24.3%	23.2%	23.1%	20.0%	18.7%	22.3%	19.4%	19.7%
期间费用率	13.5%	13.6%	13.4%	13.6%	10.1%	13.3%	13.4%	16.7%
所得税率	10.6%	9.7%	5.5%	8.1%	12.5%	9.0%	-77.6%	-8.9%
净利润率	9.3%	8.6%	10.5%	5.4%	9.9%	8.4%	7.1%	2.6%

资料来源：Wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637