斯瑞新材(688102)

报告日期：2024 年 10 月 26 日

铜基材料领域领跑者，多业务协同发展

——斯瑞新材深度报告

投资要点

投资评级：增持(首次)

分析师：王南清
执业证书号：S1230523100001
wangnanqing@stocke.com.cn

分析师：沈皓俊
执业证书号：S1230523080011
shenhaojun@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥9.16
总市值(百万元)	6,662.42
总股本(百万股)	727.34

股票走势图

相关报告

- **传统核心业务稳中有进，铜合金制品产能不断提高**

铜合金材料及制品是公司的主要业务。近五年，高强高导铜合金和中高压电接触材料及制品合计占利润超七成。公司产品广泛应用于轨道交通、航空航天、5G 通信、新能源汽车等领域。

1）**高强高导铜合金**是高端连接器的重要原材料，2017-2023 年，全球连接器市场规模由 601 亿美元增长至 960 亿美元，复合年增长率 8.1%。牵引电机转子的端环和导条需要采用强度更高、导电和导热性更好的高性能铜合金材料，公司是全球该细分领域的主要供应商之一，市场需求稳步增加。公司现有铸锭产能 6 千吨左右，**募投项目一期达产后，公司将拥有 1.43 吨铬锆铜和 0.57 万吨铜铁合金材料产能，未来募投规划产能合计达 4 万吨**。

2）**中高压电接触材料**及制品包括铜铬触头和铜钨触头，公司国内市场占有率超过 60%，并且返销全球，市场占有率处于领先地位。2023 年，全国主要电力企业完成投资约 1.5 万亿元，同比增长 19.9%。全国电源工程建设投资约 9.7 千亿元，同比增长 29.6%。全国电网工程建设投资约 5.3 千亿元，同比增长 5.4%。电网建设规模增长有望进一步增加对中高压接触材料及制品的需求。目前，**公司中高压触头产能达到 1.2 千万片左右，2026 年规划产能达到 2 千万片左右**。

- **高端高温合金市场规模稳步增长，铬业务前景广阔**

铬是高端高温合金的主要原材料，每 1 万吨高端高温合金约需要高纯铬 2 千吨。中国高温合金产量复合年增长率 17.4%，对高纯铬需求不断增加，铬业务前景广阔，且高端高温合金将助力公司航天领域产品增长。2023 年公司**高纯铬产能 1000 吨，公司规划将产能扩充至 2 千吨。**

- **商业航天领域高速增长，携手蓝箭航天，扩大设备产能**

我国商业航天市场规模保持高速增长，**2017-2023 年年增长率保持在 20%以上**，2024 年商业航天市场规模有望达到 2.3 万亿元。公司液体火箭发动机推力室内壁产品助力蓝箭航天朱雀系列火箭的发射及各项飞行试验，已建成 100 套火箭发动机推力室内壁材料、零组件产能，并计划进入量产阶段，**公司未来规划实现年产 1100 套火箭发动机推力室内壁、外壁等零组件**。

- **CT、DR 球管零组件市场广阔，光模块需求高速增长，产能释放紧随市场脚步**

根据弗若斯特沙利文预测 2025 年中国 CT 设备销量有望达到 1 万台，**年复合增长率或将达 11%**。同时，我国 DR 设备 2019 年销售量 1.3 万台，年增速保持在 10%以上。公司现有 6-8 千套 CT 和 DR 球管零组件产能，**规划产能 3 万套 CT 球管零组件、1.5 万套 DR 射线管零组件**，紧抓市场需求扩张。国内数据中心应用增长，5G 建设拉动国内电信用光模块需求。公司**规划 2029 年达到年产 2 千万套光模块基座、1 千万套光模块壳体的生产能力。**

- **盈利预测与估值**

我们预计公司 2024-2026 年营收分别达 14.25 亿，17.83 亿，22.09 亿，分别同比+20.8%，+25.2%，+23.9%。2024-2026 年归母净利润达 1.29 亿，1.73 亿，2.31 亿，分别同比+30.9%，+34.6%，+33.2%。公司未来几年业务多点开花，主业铜基合金凭借技术领先不断夯实护城河，航空航天、医疗、高性能铬粉、光模块等新兴板块产能逐步建设释放，不断打造新的业绩增长点，盈利有望加速释放，首次覆盖，给予公司增持评级。

- **风险提示**

技术升级迭代风险。技术未能形成产品或实现产业化风险。原材料价格波动风险。

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,180	1,425	1,783	2,209
(+/-) (%)	18.71%	20.78%	25.19%	23.86%
归母净利润	98	129	173	231
(+/-) (%)	26.04%	30.86%	34.55%	33.16%
每股收益(元)	0.14	0.18	0.24	0.32
P/E	67.75	51.77	38.48	28.90

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 斯瑞新材：多个新材料细分领域领跑者 5
1.1 技术优势显著，新材料领域不断突破 5
1.2 公司营收和归母净利润近五年保持正增长 7
2 深耕传统领域，市场前景广阔 10
2.1 高强高导铜合金材料应用领域众多，有良好市场前景 10
2.2 中高压电接触材料及制品全球领先，市场条件良好 12
2.3 高性能铬粉应用广泛，高温合金市场稳定发展 15
3 多领域同步推进，发力战略性新兴产业 16
3.1 携手蓝箭航天，积极对接 SpaceX，深入商业航天领域，火箭发动机推力室内壁材料规划 1100 套 16
3.2 年产 3 万套 CT 球管和 1.5 万套 DR 射线管零组件稳步规划中 20
3.3 年产 2000 万套光模块芯片基座、1000 万套光模块壳体材料项目进展顺利 22
4 盈利预测与估值 23
4.1 盈利预测 23
4.2 估值 24
5 风险提示 25

图表目录

图 1: 公司发展历程 5
图 2: 公司主要产品 6
图 3: 公司股权结构及主要子公司(截至 2024Q2) 7
图 4: 营业近几年收入稳步增长 7
图 5: 公司归母净利润 2019 年以来保持正增长 7
图 6: 铜合金和中高压电接触业务营收占主导（单位：亿元） 8
图 7: 铜合金和中高压电接触材料产品营收占比超 70% 8
图 8: 铜合金和中高压电接触材料业务盈利最多（单位：亿元） 8
图 9: 铜合金和中高压电接触材料业务毛利占比超七成 8
图 10: 新兴业务毛利率稳步上升（公司各项业务毛利率%） 9
图 11: 期间费用率下降，研发费用率上升 9
图 12: 国内外连接器市场规模快速增长 11
图 13: 连接器应用领域广泛（2022 年全球数据） 11
图 14: 国内电力投资额 2019 年以来持续增加 13
图 15: 国内电源工程投资增速较快，电网工程投资仍保持增长 13
图 16: 国内风电和太阳能发电投资显著增多（单位：亿元） 13
图 17: 国内 2023 年风力发电投资同比增速最快（单位：%） 13
图 18: 主要国家和地区电网投资支出呈上升趋势 14
图 19: 新兴市场和发展中经济体电网投资潜力大（单位：亿元） 14
图 20: 国内铁路客车和货车拥有量保持稳定 14
图 21: 国内铁路客车动车组拥有量长期稳步增长 14
图 22: 中国高温合金产量稳步增长 15
图 23: 中国高温合金增长需求存在缺口 15
图 24: 全球商业航空经济规模 2030 年有望接近 6000 亿美元 16
图 25: 国内商业航天产业高速发展 16
图 26: 蓝箭航天：朱雀二号火箭正在发射升空 18
图 27: SpaceX 是商业航天时代的领军者 19
图 28: SpaceX 卫星发射数量迅速增长 19
图 29: 国内 CT 设备人均保有量有望保持增长 20
图 30: 中国 CT 设备人均保有量落后于发达国家 20
图 31: 国内 CT 设备销量有望持续增长 21
图 32: 国内 DR 设备销量年增速超 10% 21
图 33: 近 20 年是全球数据中心产业蓬勃发展期 22
图 34: 国内 5G 基站建设稳步推进 22

表 1: 高强高导铜合金材料及制品应用广泛 10
表 2: 国内政策支持商业航天产业高速发展 17
表 3: 公司现有产能及规划 23
表 4: 公司主要产品预测 24
表 5: 行业内可比公司情况（EPS 采用 Wind 一致预期，收盘价为 2024 年 10 月 25 日） 24
表附录：三大报表预测值 26

1 斯瑞新材：多个新材料细分领域领跑者

1.1 技术优势显著，新材料领域不断突破

斯瑞新材成立于 1995 年，2022 年在科创板成功上市。1995 年 7 月，公司前身陕西斯瑞工业有限责任公司成立，致力于输配电真空铜铬触头材料国产化。凭借先进的技术优势，拓展到多个新材料细分领域。1997 年，公司自主研发制粉设备，实现高纯低气金属铬粉批产。2004 年，公司实现铜铬锆材料、铜钨材料批产，进军输配电高压领域。2007 年，全球轨道交通行业快速发展，公司开发牵引电机转子材料，进军轨道交通领域。公司开发以铬锆铜（CuCrZr）为核心的高强高导铜合金材料。成为通用电气、西屋制动、中国中车、阿尔斯通、斯柯达、庞巴迪等国际大型轨道交通设备制造企业的主要供应商。2015 年 11 月，公司整体改制为股份有限公司。同年，公司进军医疗行业领域，攻关医疗影像设备及关键零部件球管，成为西门子爱克斯在金属管壳组件和转子组件领域的唯一本土供应商，并销售至珠海瑞能、中电十二所等绝大部分的国内 CT 球管研发和制造企业。2018 年，公司成立金属铬事业部，开发高温合金、靶材等下游应用领域市场，实现对德国 GfE、西门子、西部超导等知名企业的供货。2019 年，公司成功开发铜铁（CuFe5-50）系列材料，在多个应用领域进行了验证测试，并实现小批量供货。2021 年，公司启动产能五年倍增计划，建成年产铜铬触头 1200 万片的产能，并于同年启动建设年产 2000 吨高性能金属铬粉生产线。2022 年 3 月 16 日，公司在科创板成功上市。2024 年，公司启动建设“液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目”，项目预计实现年产约 300 吨锻件、400 套火箭发动机喷注器面板、**1100 套火箭发动机推力室内壁**、外壁等零组件。公司在高电压大电流大规格触头产品领域取得了重要突破，全面研发 126kV、145kV、252kV 高电压等级真空开关用铜铬触头。公司增加实施新项目“年产 2000 吨高纯金属铬材料项目”，扩充铬原材料生产线产能。同年，公司推动建设 CT、DR 球管零组件新项目，预计实现年产 30,000 套 CT 球管零组件、15,000 套 DR 射线管零组件等。公司还启动建设“年产 2,000 万套光模块芯片基座/壳体材料及零组件项目”，提升光模块配套产能。

图1： 公司发展历程

资料来源：公司公告，公司招股书，浙商证券研究所

截至 2024 年 Q2，公司累计拥有授权发明专利 267 项，建有铜铬系列触头材料、铜钨系列触头材料生产线、铜铬锆合金材料生产线、医疗影像零组件用铜合金材料生产线，产品服务于轨道交通、航空航天、电力电子、医疗影像等领域。

高强高导铜合金材料及制品和中高压电接触材料及制品是公司的核心业务。公司实现了高强高导铜合金的技术突破和产业化，是全球高强高导铜合金材料与零件主要供应商。中高压电接触材料是电气开关设备的关键材料，广泛应用于光伏、风电、核电等新能源发电领域。

图2： 公司主要产品

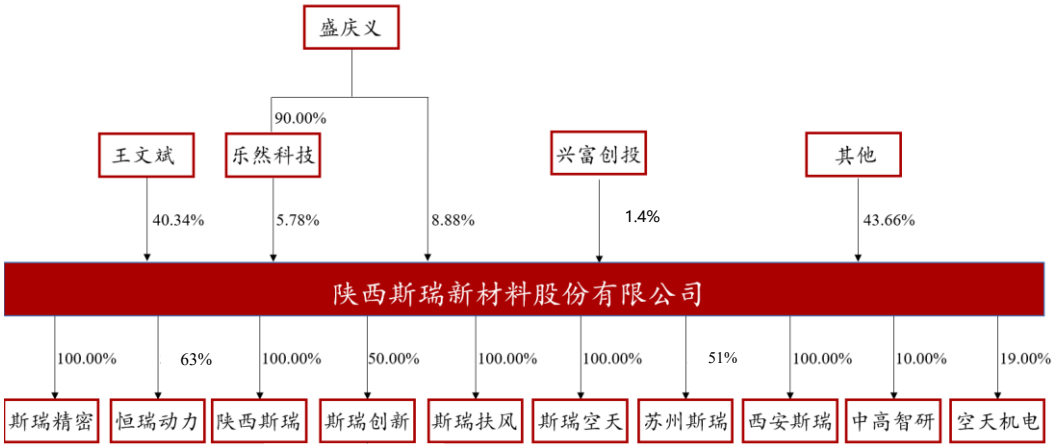
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司积极拓展新兴业务。高性能金属铬粉和铜铁合金材料是公司基于产业链拓展的新业务。公司自主掌握低温液氮研磨工艺，实现了对高强高导铜合金材料及制品和中高压电接触材料及制品的铬粉原材料的自主可控和需求。CT 和 DR 球管零组件是公司破解高端医疗影像设备进口依赖度高问题而研发的关键组件。光通讯 CuW 产品、真空精密铸件和液体火箭发动机推力室内壁是公司正在探索的新产业方向。公司液体火箭推力室内壁产品通过了商业航天各主要客户的多次试车、发射验证，并在下游客户的实际发射中获得成功，目前主要客户有蓝箭航天、九州云箭、星际荣耀等。

公司目前实际控制人为王文斌先生。截至 2024 年 Q2，公司第一大股东王文斌持有公司 40.34%的股权。第二大股东盛庆义系深圳市乐然科技开发有限公司董事长，二者构成一致行动关系。盛庆义直接持有公司 8.88%的股份，乐然科技持有公司 5.78%的股权，盛庆义持有乐然科技 90%的股权，盛庆义合计持有公司 14.08%的股权。

公司以设立全资子公司和参股的方式，从事铜基等金属材料的生产、加工、销售和研发。斯瑞科技主营高压电接触材料及制品的生产和销售；精密铸锻主要提供材料锻造工艺环节的加工服务，并负责电阻材料的生产和销售；斯瑞扶风主营高强高导铜合金材料及制品、铜铁合金材料及制品、高性能铬粉的生产和销售；新材料研究院和铜合金创新中心负责金属材料研发。公司积极开拓新兴市场，空天材料和恒瑞动力主营机械、航空航天零部件的加工制造；斯瑞表面技术有限公司主营金属表面处理及热处理加工；斯瑞新材料主营光电材料业务。公司参股中高智能和空天智能两家公司，主营电器研发和增材制造。

图3： 公司股权结构及主要子公司(截至 2024Q2)



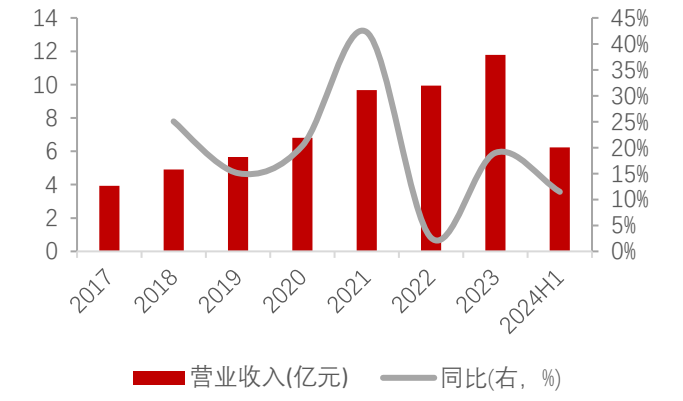
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2 公司营收和归母净利润近五年保持正增长

2017 年以来，公司营业收入保持稳定增长趋势。2018-2021 年，年营收同比保持 15%以上增长。2022 年受消费电子行业市场需求下滑等因素影响，公司高强高导铜合金材料销售收入下降，营收增速有所放缓。2023 年营业收入为 11.8 亿元，同比增长 18.7%，2024 年 H1 实现营收 6.24 亿元，同比增长 11.5%，高强高导铜合金材料销售收入保持快速增长。同时，美元、欧元汇率较上年同期上涨引起收入增加。

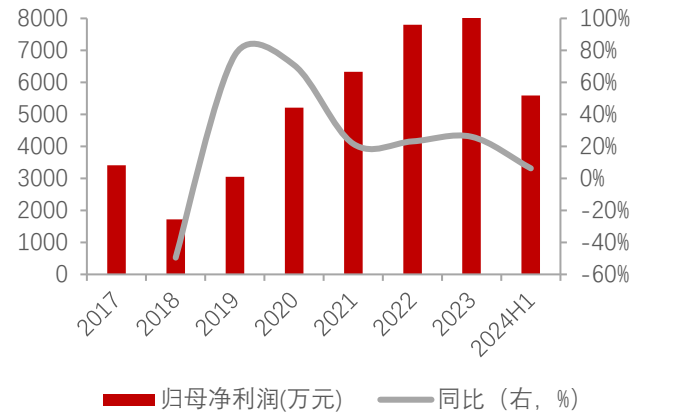
公司归属于上市公司股东的净利润自 2019 年至今始终保持正增长。2023 年实现净利润 9834.11 万元，同比增长 26.0%，2024 年 H1 实现归母净利润 5593.6 万元，同比增长 6.3%，主要得益于产品销售收入增加，公司销售毛利率较去年提升明显。

图4： 营业近几年收入稳步增长



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图5： 公司归母净利润 2019 年以来保持正增长

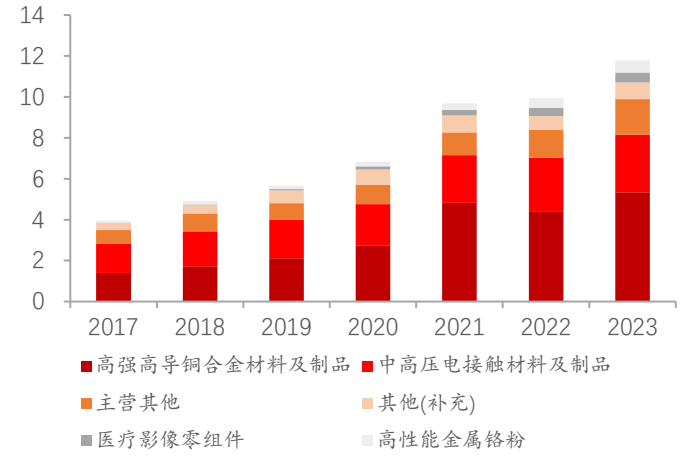


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

2017-2023 年，高强高导铜合金和中高压电接触材料及制品营收最多，合计占比始终超 70%。依托这两大板块主营业务，公司积极开拓新市场。围绕高强高导铜合金制品，加快液体火箭发动机推力室内壁、铜铬锆和铜锆新能源汽车大功率快充接插件、真空气雾化高性能铜合金粉末应用于航天 3D 打印关键零件的产业化进程。围绕中高压电接触材料，

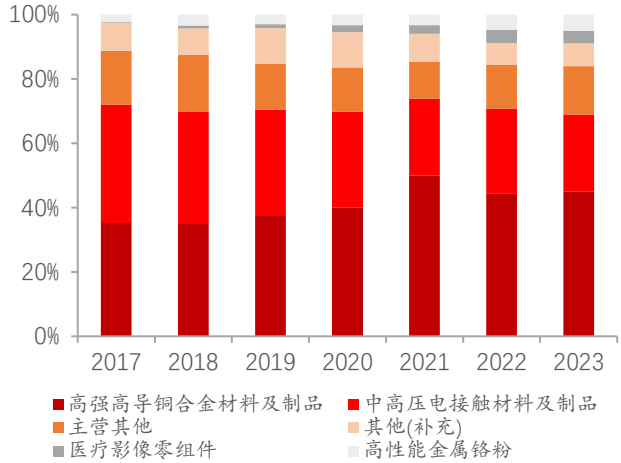
拓展 72.5kV、126kV、252kV 真空开关领域。同时，公司在 CT 和 DR 球管等医疗影像零组件和高性能金属铬粉业务也有小幅增长，2023 年营收占比分别为 4 %和 5%。

图6： 铜合金和中高压电接触业务营收占主导（单位：亿元）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

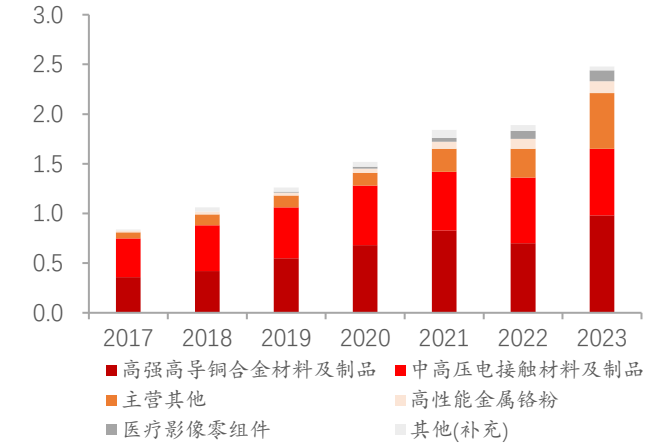
图7： 铜合金和中高压电接触材料产品营收占比超 70%



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

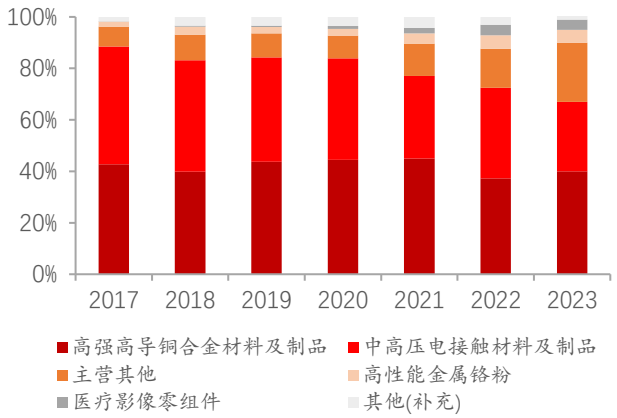
2017-2023 年，高强高导铜合金和中高压电接触材料及制品也是利润的最主要来源，合计占比超七成。同时，公司主营其他业务的毛利占比快速提升，2023 年达 23%，同比增加 8pct。

图8： 铜合金和中高压电接触材料业务盈利最多（单位：亿元）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

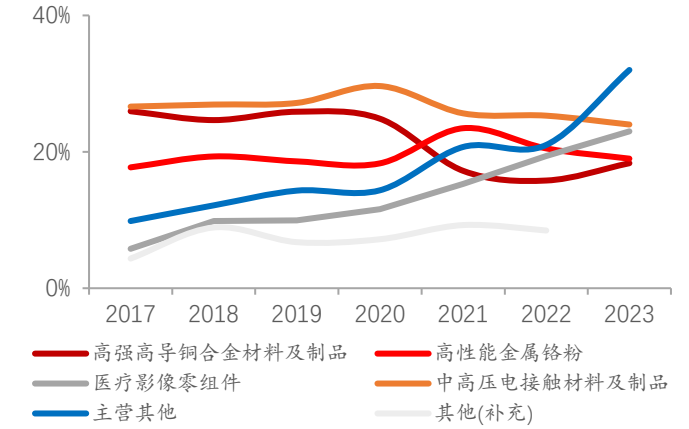
图9： 铜合金和中高压电接触材料业务毛利占比超七成



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

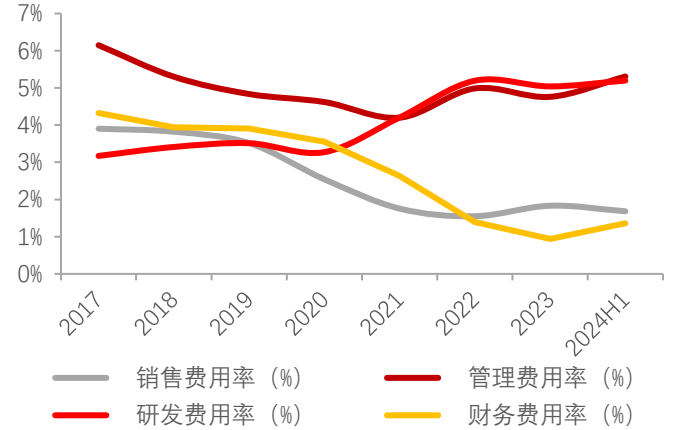
公司核心业务高强高导铜合金材料及制品盈利能力较上年出现回升趋势，2023 年毛利率出现小幅回升至 18.3%，主要原因是公司积极开拓国际市场，出口产品收入大幅增加，产品结构优化。医疗影像零组件和主营其他业务部分产品逐步实现批量供应，单位成本逐步降低，盈利能力逐步增强。2017-2023 年，医疗影像零组件毛利率由 6%升至 23.2%，主营其他业务毛利率由 10%升至 32.4%。

图10：新兴业务毛利率稳步上升（公司各项业务毛利率%）



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图11：期间费用率下降，研发费用率上升



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

2017-2024H1 年，公司成本优势明显。销售费用率和财务费用率整体呈下降趋势，分别由 2017 年的 3.9%、4.3%降低至 1.7%、1.4%。2024H1，较 2023 年财务费用率小幅上涨，主因债务融资规模同比增加，融资费用相应增加，同时，汇兑收益减少所致。

近两年来，由于公司高度重视研发创新，持续加大研发投入力度，研发项目及投入增加，研发人员数量及薪酬增加，公司研发费用率明显上升。2024 年 H1，研发费用率达到 5.2%。

2 深耕传统领域，市场前景广阔

2.1 高强高导铜合金材料应用领域众多，有良好市场前景

高强高导铜合金材料及制品业务的具体产品主要包括端环、导条成品和铸锭等材料。铸锭等材料既可用于进一步加工成端环、导条等成品，也可以对外销售至下游铜加工生产企业用于生产高端连接器等产品，其具有较高的强度和导电性，同时具备导热性、耐磨性、耐蚀性、抗高温软化和抗应力松弛等性能，应用范围包括涉及轨道交通、航空航天、5G 通信、新能源汽车等领域。

表1：高强高导铜合金材料及制品应用广泛

应用领域	下游产品	描述	公司产业化情况
轨道交通	牵引电机端环和导条	转子端环和导条是牵引电动机中用于实现电能和机械能转换环形导电部件和条状导电部件，要求具有高强度、高韧性、良好导电性、抗高温软化能力等性能。高强高导铜合金材料及制品是牵引电机中端环和导条的优良使用材料。	已产业化
	承力索和接触线	承力索和接触线是铁路接触网的组成部分，研发高强高导承力索和接触线是提升目前高铁经济性的重要发展方向。	产品验证和市场开发阶段
5G 通信 航空航天 新能源汽车	高端连接器	5G 智能终端的 Type-C 接口和电源连接器、航空航天用连接器、新能源汽车用连接器是高端连接器。高强高导铜合金应用在连接器的接触件零件中，能够提高导电率、热传导系数、机械强度、抗高温软化性能等。	已产业化
半导体	引线框架	半导体向高密度化、小型化、多功能化的方向发展，引线框架越来越薄，因此对材料性能要求不断提升。高强高导铜合金是引线框架的重要原材料。	技术研发阶段

资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

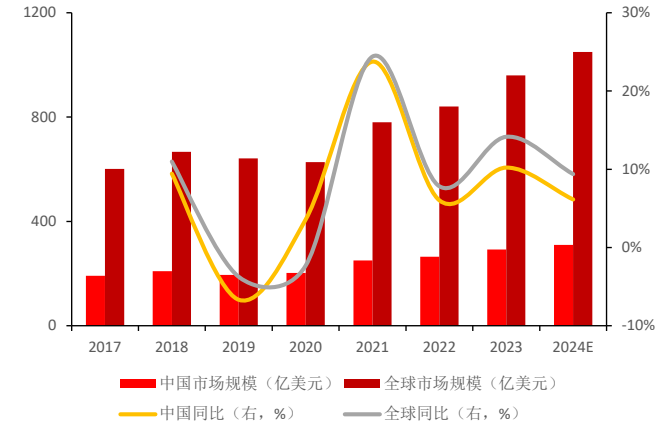
铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程，是综合交通运输体系的骨干和主要交通方式之一。我国高速铁路建设方兴未艾。根据《中国国家铁路集团有限公司 2023 年统计公报》，2023 年全国铁路固定资产投资完成 7645 亿元，投产新线 3637 公里，其中高铁 2776 公里。根据《中长期铁路网规划（2016-2030 年）》，至 2025 年，我国铁路网规模达 17.5 万公里，网络覆盖进一步扩大，路网结构更优化，骨干作用更加显著；到 2030 年，基本实现内外互联互通、区域多路畅通、省会高铁连通、城市快速通达、县域基本覆盖。我国城市轨道交通的发展也非常迅速，根据《2024 年中国城市轨道交通产业全景图谱》，截至 2023 年底，中国内地累计有 59 个城市投运城轨交通线路 1.1 万公里。其中，2023 年新增城轨交通运营城市 3 个，新增城轨交通运营线路 885 公里。

牵引电机是轨道交通车辆的“心脏”，对轨道车辆的动力品质、能耗、控制、经济性、舒适性和可靠性都产生影响。牵引电机主要的类型是三相异步交流电机，其主要结构由定子铁芯和转子铁芯组成。转子铁芯的槽内镶嵌了转子导条，由多根导条和两个端环组成鼠笼。由于牵引电机的功率大、转矩大、转速高、起动频繁，转子温度高 200~300℃，同时有电磁力、离心力、热应力等影响，因此转子的端环和导条需要采用强度更高、导电和导热性更好的高性能铜合金材料。大功率牵引电机主要应用于重载货车、轨道交通中。公司历经十余年发展，公司研发制造的高强高导铜合金端环、导条产品，主要应用于轨道交通大功率牵引电机，不仅实现了材料、零件的国产化，服务了国家重大需求，而且产品走向全球，公司已经成为全球该细分领域的主要供应商之一。主要客户有 Wabtec 集团、阿尔斯通、庞巴迪、西门子、斯柯达、GE 能源、中国中车等。

高强高导铜合金也是高端连接器的重要原材料。受益于通信、汽车、消费电子、工业控制、轨道交通等相关行业的持续推动，全球连接器市场规模总体呈现扩大趋势。中商产

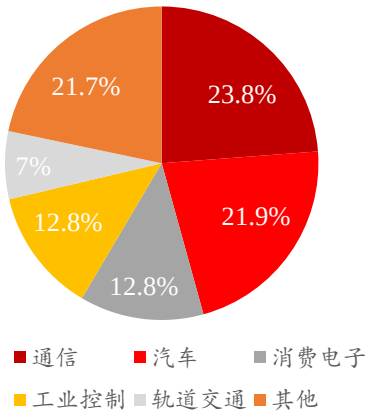
业研究院发布的《2024 年中国连接器行业市场规模及行业发展前景预测分析》数据显示，2017-2023 年，全球连接器市场规模由 601 亿美元增长至 960 亿美元，复合年增长率 8.1%。中商产业研究院预测，2024 年全球连接器市场规模有望增长至 1050 亿美元。随着全球连接器生产重心向亚太地区转移，中国已是全球最大的连接器市场。根据中商产业研究院，2023 年中国连接器市场规模达到 293 亿美元，占全球连接器市场规模的比例高达 30.5%，领先全球其他地区。2017 年至 2023 年，国内连接器市场规模由 191 亿美元增长至 293 亿美元，年均复合增长率为 7.4%。

图12： 国内外连接器市场规模快速增长



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

图13： 连接器应用领域广泛（2022 年全球数据）



资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

同时连接器小型化、无线化、高速化、智能化是大趋势，当前连接器行业正处于 5G、航空航天、新能源汽车等为代表的新一轮需求起点。行业正面临着对材料性能要求不断提升、可靠性要求高、向小型化、轻量化和高速化发展的要求，高端连接器的需求有望进一步增长。依托在高强高导铜合金领域的积累，雄厚的技术基础、产业基础和市场基础，以及全球一流的高强高导铜合金的材料设计/改性、柔性制造、个性化非标深加工零组件能力，公司在高强高导铜合金材料行业中处于头部地位，已经成为全球该细分领域的主要供应商之一。客户主要包括 Wabtec 集团、阿尔斯通、庞巴迪、西门子、斯柯达、GE 能源、中国中车、晋西工业集团等知名企业。

2.2 中高压电接触材料及制品全球领先，市场条件良好

公司主营的中高压电接触材料及制品包括铜铬触头和铜钨触头。铜钨合金材料具有很高的耐电压、抗电弧烧蚀能力及较高的导电导热性能，广泛应用于各类高压开关弧触头，主要应用于 72.5kV-1100kV 高压开关（SF6）、环保气体开关弧触头。公司在高电压大电流大规格触头产品领域取得了重要突破，全面研发 126kV、145kV、252kV 高电压等级真空开关用铜铬触头，铜铬系列触头产品主要供应给西门子、ABB、伊顿、施耐德、西电集团、旭光电子等国内外大型企业。

中高压电接触材料具有电气性能指标相互矛盾、高可靠性和免维护、个性化定制要求高、技术门槛高、市场竞争激烈、开发周期长、研发成本高等特点。技术门槛主要有三个方面，一是电气性能指标相互矛盾，需同时具有优异的开断能力、高耐电压能力、高抗电弧烧蚀能力、低截流值等性能指标；二是材料成分种类多、产品形状尺寸复杂，要求企业具有强大的个性化定制材料设计制备能力、柔性非标精密加工能力及快速响应的能力；三是新产品试验验证周期长、试验费用高。

经过几十年的技术发展，在中高压电接触材料及制品的制备方法上，受制于工艺技术、生产效率、生产成本等因素，能够批量化生产的制备方法主要为混粉烧结法、真空熔渗法、真空熔铸法、真空自耗法。2021 年，公司中高压触头产能约为 1000 万片，且公司启动产能五年倍增计划。目前，公司中高压触头产能达到 1200 万片左右，预计有望于 2026 年达到产能 2000 万片左右。

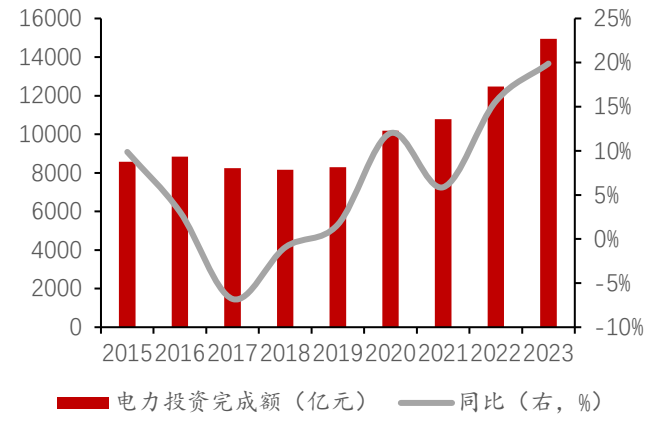
公司成熟掌握了这四种主流工艺，在中高压电接触材料领域的创新能力全球领先，发明专利占比全球第一，市场占有率领先，并获得国家工信部单项冠军产品荣誉，并且通过复审再次获得国家级单项冠军产品认定。主要客户有西门子、ABB、施耐德、伊顿、东芝、旭光电子、中国电装、京东方等。

公司现有铸锭产能 6000 吨左右，此外公司募投“年产 4 万吨铜铁和铬锆铜系列合金材料产业化项目”整体规划分三期建设合计 4 万吨产能，其中募集资金投向一期项目，建设 2 万吨产能，包括 1.43 吨铬锆铜和 0.57 万吨铜铁合金材料，公司预计 2023 年年底达到可使用状态。

中高压电接触材料及制品主要应用在电源工程（发电厂）、输配电网络、轨道交通的中高压开关设备中，随着全球用电量需求的增加，电源工程投资规模的扩大，中高压电接触材料及制品的需求越来越大。根据国际能源署(IEA)发布的《2024 年全球电力报告》，2023 年，发达经济体电力需求显著下跌，新兴市场国家则因经济发展刺激，电力需求出现强劲增长。其中，中国是电力需求增幅最大的国家。据国家能源局发布数据，2023 年中国全社会用电量约 9.22 万亿千瓦时，同比增长 6.7%，增速加快 3.1 个百分点。IEA 预测，这一增速将在未来三年下降。2024-2026 年的电力需求分别同比增长 5.1%、4.9%和 4.7%。

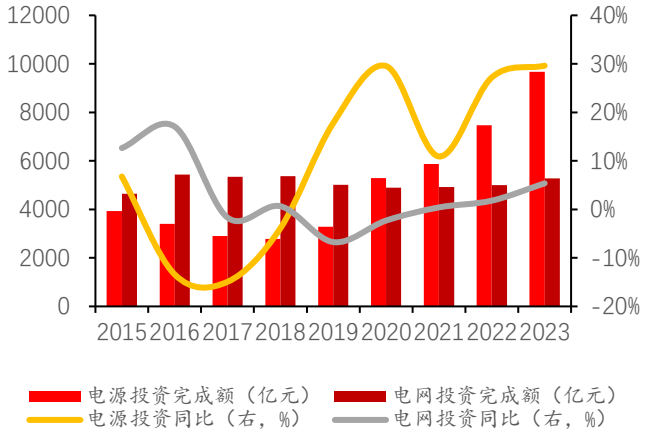
电源工程指发电厂的建设，种类非常多，包括火电、水电、风电、核电、太阳能等。国内电力工程投资方面，2023 年，全国主要电力企业完成投资 14950 亿元，同比增长 19.9%。全国电源工程建设投资 9675 亿元，同比增长 29.6%。全国电网工程建设投资 5275 亿元，同比增长 5.4%。

图14：国内电力投资额 2019 年以来持续增加



资料来源：Choice，中电联，浙商证券研究所

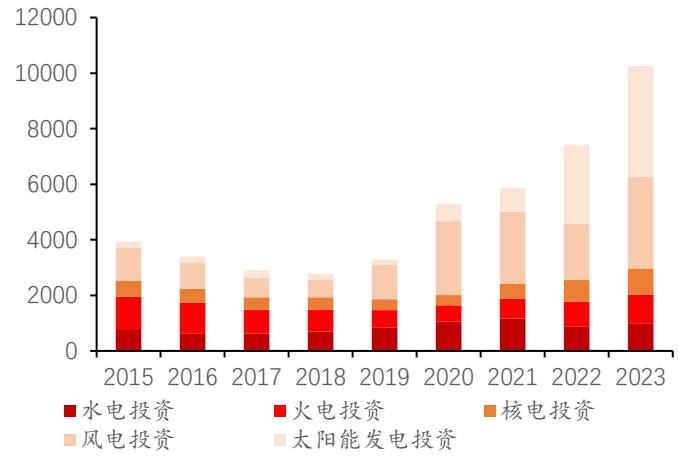
图15：国内电源工程投资增速较快，电网工程投资仍保持增长



资料来源：Choice，中电联，浙商证券研究所

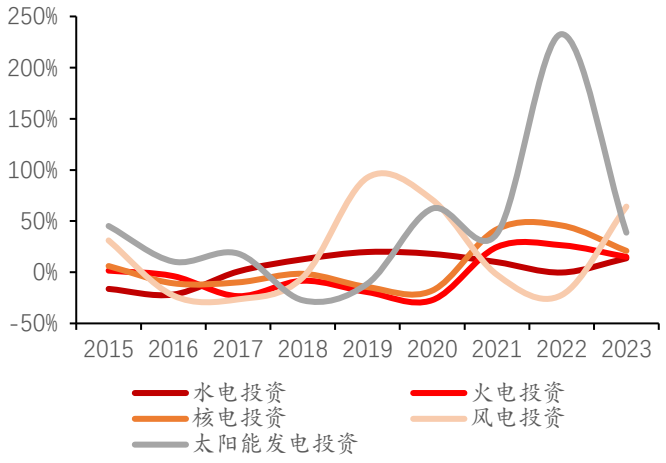
2015-2023 年，国内风电和太阳能发电投资增长幅度最大。风电投资由 2015 年的 1200 亿元增长至 2023 年的 3301 亿元，太阳能发电投资由 2015 年的 219 亿元大幅增长至 2023 年的 3974 亿元。2023 年，国内水电投资 991 亿元，同比增长 13.6%；火电投资 1029 亿元，同比增长 15%；核电投资 949 亿元，同比增长 20.9%；风电投资 3301 亿元，同比增长 64.1%，太阳能发电投资 3974 亿，同比增长 38.7%。随着我国新能源发电的不断发展，中高压电接触材料及制品的新一轮需求有望不断扩大。

图16：国内风电和太阳能发电投资显著增多（单位：亿元）



资料来源：中能传媒研究院，浙商证券研究所

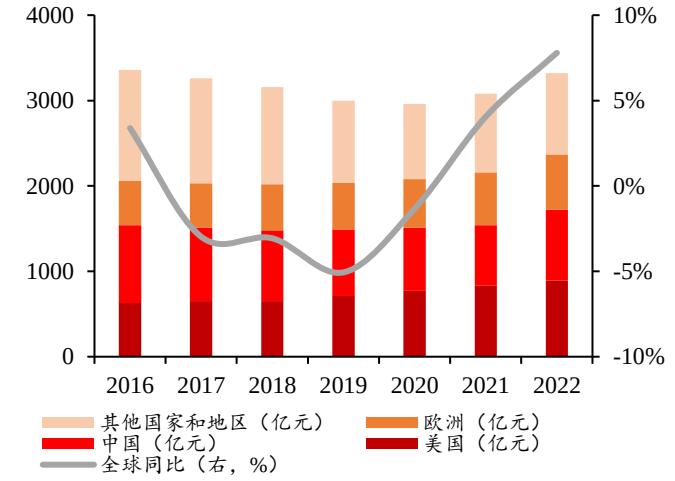
图17：国内 2023 年风力发电投资同比增速最快（单位：%）



资料来源：中能传媒研究院，浙商证券研究所

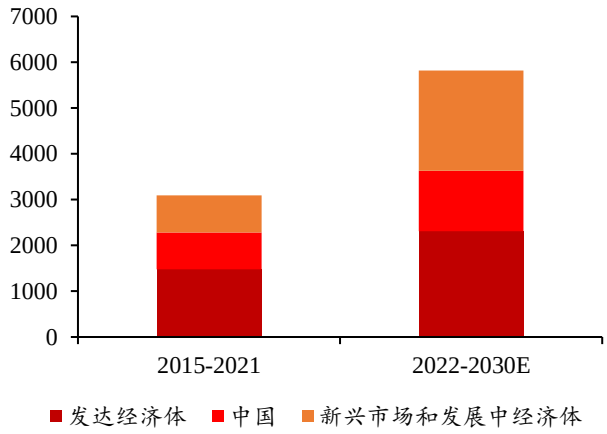
2016-2022 年，全球电网投资支出整体呈平稳增长趋势。2022 年，全球电网投资支出 3320 亿美元，同比增长 7.8%，其中，美国电网投资支出为 890 亿美元，中国 830 亿美元，欧洲为 650 亿美元，合计占比达 71%。同时，新兴市场和发展中经济体的电网投资潜力巨大。根据国际能源署预测，2022-2030 年，新兴市场和发展中经济体的电网投资支出有望增至 2190 亿美元，接近发达经济体 2310 亿美元的电网投资支出。全球电网建设规模增长有望进一步增加对输配电设备的需求。

图18： 主要国家和地区电网投资支出呈上升趋势



资料来源：国际能源署，浙商证券研究所

图19： 新兴市场和发展中经济体电网投资潜力大（单位：亿元）

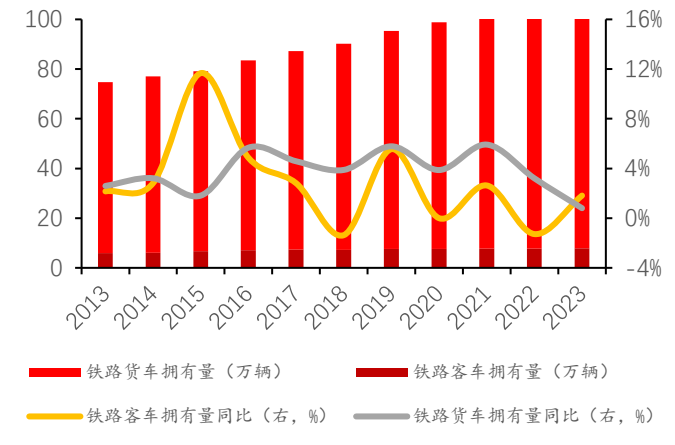


资料来源：国际能源署，浙商证券研究所

我国能源禀赋和电力需求地理错配，煤炭资源集中在陕西、山西和内蒙古等地区，水电资源集中在西南区域，风电和太阳能资源集中在西北和东北区域，但是我国的电力需求主要集中在东部和中部地区，需要建设大规模输配电网以解决电力供需矛盾，保障能源安全。这一因素有望增加国内对中高压电接触材料及制品的需求。

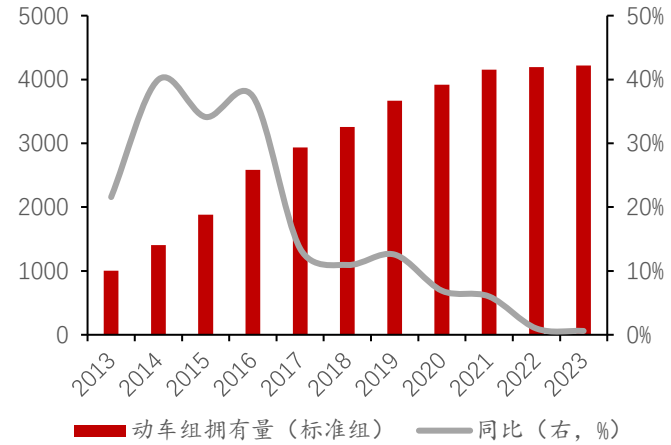
中高压电接触材料及制品也应用在轨道交通中的动车车载断路器。动车车载断路器是动车组受能供电系统的关键部件，对动车组的稳定安全运行至关重要。我国目前正加速轨道交通建设，2013-2023 年，全国铁路客车和货车拥有量呈上升趋势。2023 年铁路客车拥有量增速 2%，铁路货车拥有量增速 1%。国内铁路客车动车组拥有量长期保持较快增长，由 2013 年的 1003 标准组增至 2023 年的 4219 标准组，年均增长率超 15%。

图20： 国内铁路客车和货车拥有量保持稳定



资料来源：招股书，铁道统计公报（2013-2023），浙商证券研究所

图21： 国内铁路客车动车组拥有量长期稳步增长



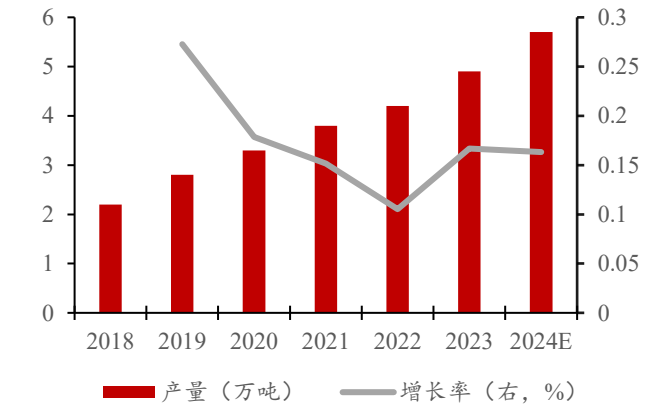
资料来源：招股书，铁道统计公报（2013-2023），浙商证券研究所

2.3 高性能铬粉应用广泛，高温合金市场稳定发展

铬具有熔沸点高、硬度大、抗腐蚀性强、具有金属光泽等特点，在工业生产中应用广泛。高纯低氧低氮低酸不溶物铬粉、真空级脱气铬等铬金属材料属于高性能金属材料，制备工艺复杂、技术难度大、应用场景高端，主要应用于高端高温合金、靶材等行业，还应用于航空发动机、燃气轮机。

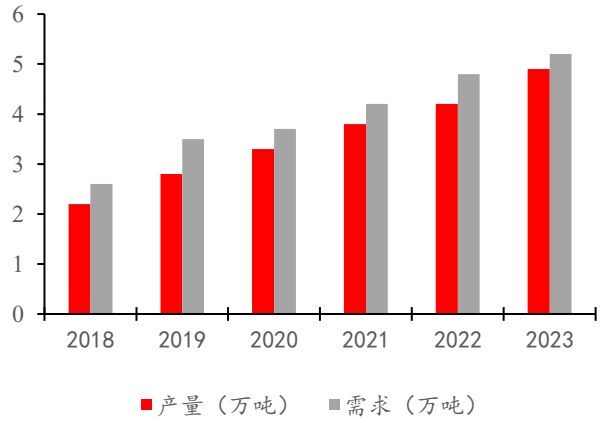
公司主营高纯低氧低氮低酸不溶物铬粉和真空级脱气铬，自主掌握了低温液氮研磨工艺，设计了一整套低温液氮研磨设备和工艺流程方案，一方面实现了对高强高导铜合金材料及制品和中高压电接触材料及制品的铬粉原材料的自主可控和需求，另一方面满足了靶材、高温合金等应用市场对高性能金属铬粉原材料的需求。公司还掌握了射频等离子球化工艺制备球形铬粉的技术能力，可应用于 3D 打印等领域。

图22： 中国高温合金产量稳步增长



资料来源：中商产业研究院，智研咨询，浙商证券研究所

图23： 中国高温合金增长需求存在缺口



资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

铬是高端高温合金的主要原材料，每 1 万吨高端高温合金约需要高纯铬 2 千吨。根据中商产业研究院，中国高温合金 2018-2023 年产量复合年增长率为 17.4%，保持了高速增长。我国高温合金产量与需求持续存在缺口，预计未来将会继续保持较高速度增长，同时高温合金主要应用于航天领域约占比 55%，随着国产航空航天领域的不断发展，高端高温合金需求前景广阔。

公司目前铬粉产能达 1000 吨。公司铬业务主要客户有西门子、西部超导、江苏隆达、深圳万泽等，考虑到铬原材料除了公司自用以外，外部市场的需求也在增加，公司拟将铬原材料生产线产能扩充并独立运行，因此增加实施新的“年产 2000 吨高纯金属铬材料项目”，并调整首发募集资金 2550 万元用于建设该项目。该募投项目调整后公司计划于 2023 年达到可使用状态并且于 2024 年完善。

3 多领域同步推进，发力战略性新兴产业

3.1 携手蓝箭航天，积极对接 SpaceX，深入商业航天领域，火箭发动机推力室内壁材料规划 1100 套

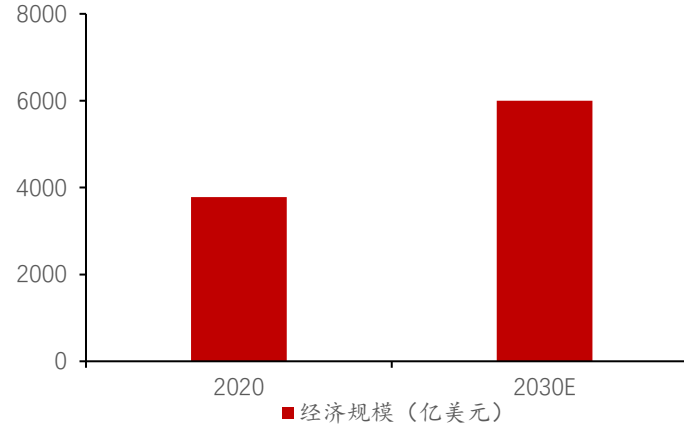
公司液体火箭发动机推力室内壁产品进入量产阶段，已建成 100 套火箭发动机推力室内壁材料、零组件产能，目前是国内唯一具备从材料到成品零件供应能力的研发制造企业。公司液体火箭推力室内壁产品通过了商业航天各主要客户的多次试车、发射验证，并在下游客户的实际发射中获得成功，目前主要客户有蓝箭航天、九州云箭、星际荣耀等。

公司《液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目》预计实现年产约 300 吨锻件、400 套火箭发动机喷注器面板、**1100 套火箭发动机推力室内壁**、外壁等零组件，以新材料、新工艺全力服务商业航天行业发展。目前已经成功研制出满足商业航天的液体火箭推力室内壁铜合金材料及零组件产品。项目总建设期为 5 年，预计 2028 年结项。其中，一阶段拟投资 2.3 亿元人民币，二阶段拟投资 2.8 亿元人民币。公司规划远期 1100 套成品产能，一阶段在 2027 年达产，预计 2029 年完成全部达产。

卫星发射是火箭的主要应用场景，推力室内壁是火箭发动机的重要组成部分，随着频繁的航天发射活动，该产品需求量也随之越来越多。对于推力室内壁产品而言，具有市场准入条件高、工艺技术成熟、质量性能可靠、供应链的稳定保证、可持续发展等基本特点，推力室内壁主要由耐高温高导热铜合金材料设计、制备、3D 打印或锻造旋压、精密加工及组装焊接等产业环节构成，同时也是技术壁垒较高的关键环节。

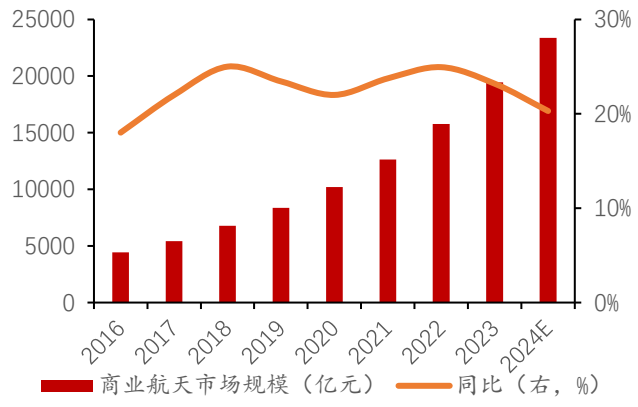
在全球航天产业蓬勃发展的带动下，中国的商业航天产业也步入高速发展的快车道。2022 年底我国在轨运行应用卫星数量超过 600 颗。根据 Statista 和 36 氪研究院数据，全球商业航天经济规模在 2020 达 3783 亿美元，预计 2030 年有望达 5996 亿美元。根据艾媒咨询和 36 氪研究院数据，我国商业航天市场规模自 2015 年以来保持高速增长，预计 2017-2024 年年增长率或将保持在 20%以上，2024 年商业航天市场规模有望达到 2.3 万亿元。

图24： 全球商业航空经济规模 2030 年有望接近 6000 亿美元



资料来源：Statista，36 氪研究院，浙商证券研究所

图25： 国内商业航天产业高速发展



资料来源：艾媒咨询，36 氪研究院，浙商证券研究所

我国规划约 2.5 万颗低轨卫星计划，有望迎来发射爆发期。ITU（国际电信联盟）规定在申报 7 年内必须发射卫星启用申报的资源，第 9/12/14 年内必须完成发射申报卫星总数的 10%/50%/100%。2020 年 11 月我国以“GW”代号申报的 2 个大型低轨卫星星座被正式接受，共约 1.3 万颗卫星。2023 年 7 月 25 日，上海市松江区“G60 星链”计划未来实现 1.2 万多颗卫星的组网。快速增长的卫星发射数量将进一步刺激国内液体火箭发动机的市场需求。

自 2014 年起，我国高度重视民用航空航天的发展，连续推出多项政策，旨在支持商业航天发展、鼓励民间资本参与，并且规范化商业航天市场、完善监督体系。国内政策为商业航天产业的高速发展保驾护航。

表2： 国内政策支持商业航天产业高速发展

发布时间	政策名称	主要内容
2014.11	《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	鼓励民间资本参与国家民用空间基础设施建设，完善民用遥感卫星数据政策。
2017.11	《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》	制定国家卫星遥感数据政策，促进军民卫星资源和卫星数据共享。
2019.04	《中国航天助力联合国 2030 年可持续发展目标的声明》	支持商业航天发展，推广卫星应用。
2020.05	《关于 2019 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2020 年国民经济和社会发展计划草案的报告》	支持商业航天发展、延伸航天产业链条、扩展通信导航遥感等卫星应用。
2021.03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	打造全球覆盖、高效运行的通信、导航、遥感空间基础设施体系，建设商业航天发射场地。
2021.04	《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》	优化海南商业航天领域市场准入环境，推动实现高质量发展。
2021.12	《计量发展规划（2021-2035 年）》	建立完善航空、航天、海洋等领域计量保证与监督体系。

资料来源：艾媒咨询，政府网，浙商证券研究所整理

公司参与了蓝箭航天空间科技股份有限公司的投资，公司液体火箭发动机推力室内壁产品助力蓝箭航天朱雀系列火箭的发射及各项飞行试验。蓝箭航天是国内领先的航天运输系统创建及运营的商业公司，是全国首家取得全部准入资质的民营运载火箭企业，并于 2018 年 10 月 27 日完成中国首次民营运载火箭发射。蓝箭航天于 24 年 6 月荣获国家科技进步奖。这也是国内民商火箭公司首度在国家最高级别的科技奖励中崭露头角，拥有着巨大的发展潜力和进步空间。

2024 年 1 月 19 日蓝箭航天空间科技股份有限公司自主研发的朱雀三号 VTVL-1 可重复使用垂直起降回收验证火箭成功试射，成功获取了朱雀三号可重复使用液氧甲烷火箭关键技术的核心试验数据。多项朱雀三号可重复使用火箭的关键技术，为 2025 年朱雀三号首飞奠定了坚实的技术基础。相比传统箭体结构材料铝合金，朱雀三号使用不锈钢箭体结构

成本低廉、焊接工艺性好，能够大幅降低中大型液体火箭生产制造成本，对我国后续不锈钢箭体火箭型号的发展具有开拓性意义。

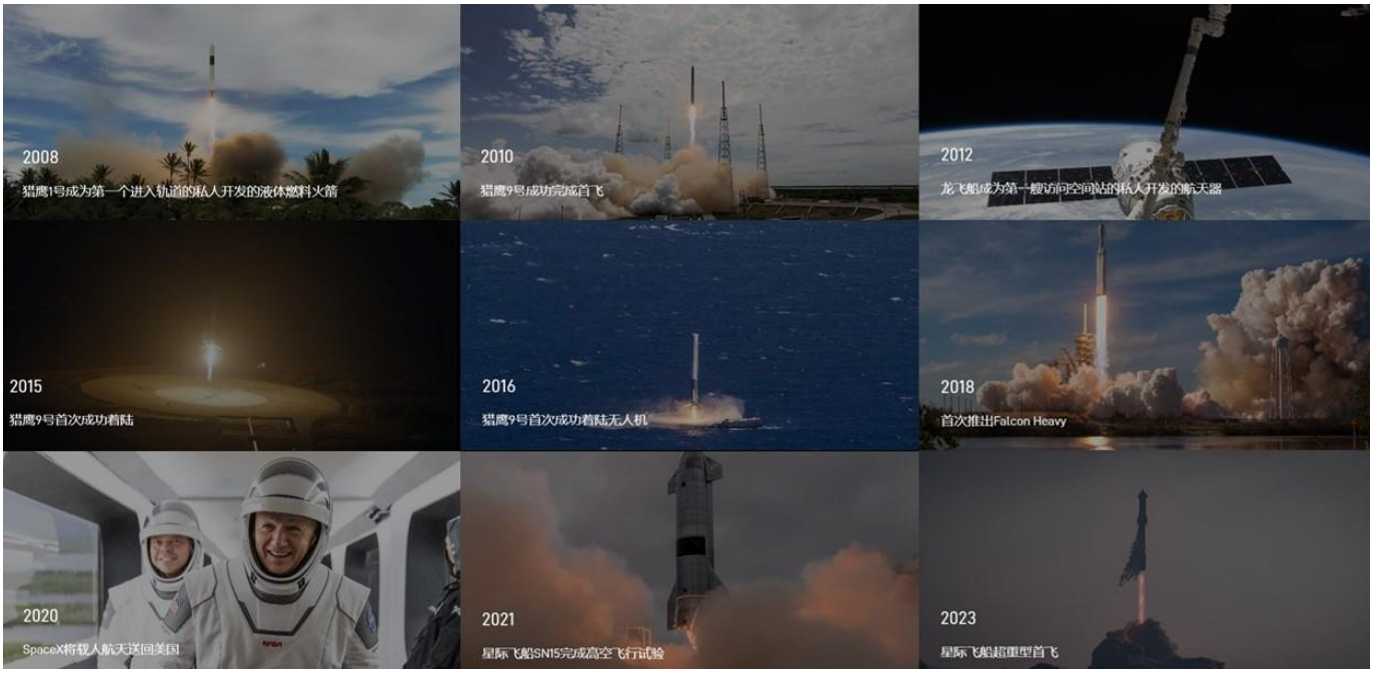
包括火箭、发动机系统、制造系统等，蓝箭航天均实现了自主研发、独立设计和制造，是目前国内唯一一家形成了囊括设计、工艺、制造、测试、发射这一完整能力链条的商业运载火箭企业。公司的高性能材料在这类高难度、高精度的火箭制造中扮演了至关重要的角色。公司有望携手蓝箭在商业航天领域迈出坚实的一步。

图26：蓝箭航天：朱雀二号火箭正在发射升空

资料来源：蓝箭航天官网，浙商证券研究所

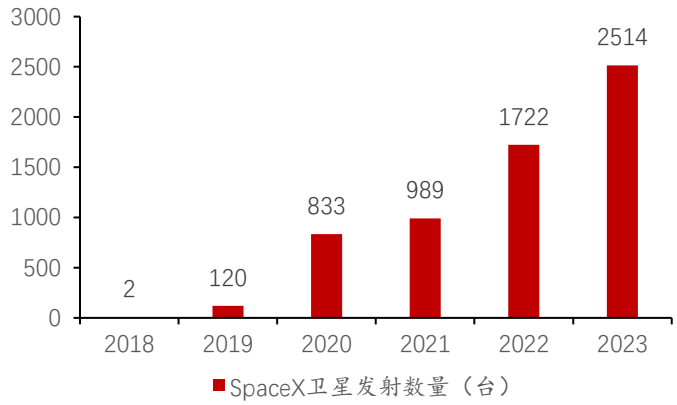
公司产品一方面服务于快速蓄力的蓝箭航天、星际荣耀、九州云箭、中科宇航、天兵科技等民营航天企业。另一方面，公司正积极对接 SpaceX 公司。SpaceX 公司是商业航天时代的领军者，业务范围主要包括火箭发射、低轨通信、空间站运输和深空运输四大领域。SpaceX 公司推出重型猎鹰运载火箭、猎鹰一号运载火箭、猎鹰九号运载火箭、龙飞船和星舰等产品，在过去 20 年间创造了航天领域的多项记录。SpaceX 卫星发射数量由 2018 年的 2 台迅速增长至 2023 年的 2514 台。2023 年，SpaceX 年度成功发射 96 次，大幅领先其他航天器发射服务平台。公司积极对接 SpaceX 公司，拓展液体火箭发动机燃烧室内衬的在该领域头部企业上的应用。

图27： SpaceX 是商业航天时代的领军者



资料来源：SpaceX 官网，浙商证券研究所

图28： SpaceX 卫星发射数量迅速增长



资料来源：WiKi，ITU，浙商证券研究所

3.2 年产 3 万套 CT 球管和 1.5 万套 DR 射线管零组件稳步规划中

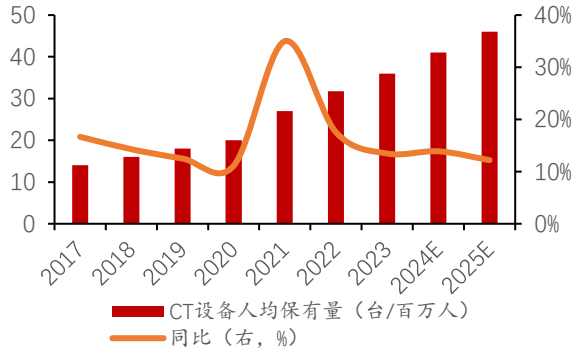
2023 年，公司建成年产 6000-8000 套 CT 和 DR 球管零组件产能，已小批量供货，2024 年，公司对年产 3 万套 CT 和 1.5 万套 DR 射线管材料、零组件研发和制造基地建设进行规划论证，预计 4 年实现年产 3 万套 CT 球管零组件、1.5 万套 DR 射线管零组件 500 套直线加速器零组件、3,500 套半导体产品组件和 3 万套高电压用 VI 导电系统组件的生产能力。

CT 和 DR 球管是医疗影像设备中的 X 射线发射源，直接影响成像质量和使用寿命。其中管壳组件对无磁性和气密性要求极高；转子组件要求材料具有极低的含气量、极低的微观组织缺陷，以及可靠的焊缝质量和机加工精度；轴承套需要具备较高的机械性能。

基于对高性能金属材料的长期研发和产业化经验，公司实现了对 CT 球管和 DR 球管核心零组件的国产化生产。管壳组件、转子组件、轴承套、阴极零件等主要产品的客户包括西门子医疗，以及上海联影、昆山医源（原昆山国力子公司）、无锡麦默、中国电子科技集团第十二研究所、珠海瑞能等国内医疗 X 射线管制造商及研发单位。

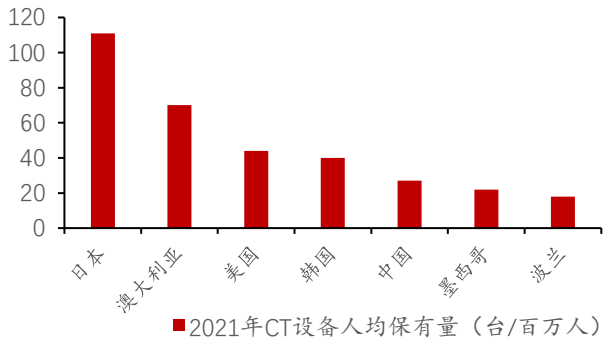
我国 X 射线管和相关零组件市场前景广阔。以 CT 设备为例，国内 CT 设备市场保有量在近几年保持高速增长。人均 CT 设备保有量由 2017 年的 14 台/百万人快速增至 2022 年的 31.73 台/百万人，2017 年到 2022 年的年复合增长率为 17.8%。根据弗若斯特沙利文预测，预计到 2025 年，中国人均 CT 设备保有量有望增长至 46 台/每百万人，2021 到 2025 年的年复合增长率为 14.2%。与发达国家相比，我国 CT 设备发展仍存在较大发展空间。以 2021 年为例，我国人均 CT 设备保有量为 27 台/百万人，约是美国的 60%，日本的 25%。

图29： 国内 CT 设备人均保有量有望保持增长



资料来源：头豹研究院，弗若斯特沙利文等，浙商证券研究所

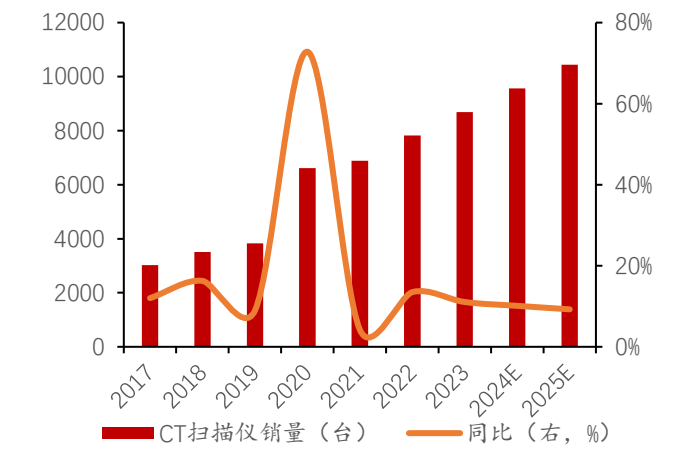
图30： 中国 CT 设备人均保有量落后于发达国家



资料来源：头豹研究院，弗若斯特沙利文等，浙商证券研究所

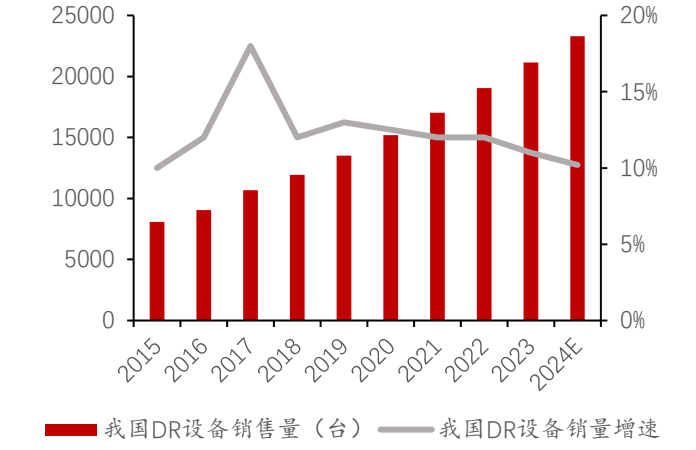
高度老龄化与患病人数增加导致对医疗影像设备的需求不断增长。根据弗若斯特沙利文预测，2021 年中国 CT 市场销售量年达到 6889 台，预计 2025 年中国 CT 设备销量有望达到 10445 台，年复合增长率或将达到 11%。同时，我国医疗系统对 DR 的需求继续攀升。我国 DR 设备 2019 年销售量 13502 台，年增速保持在 10%以上，根据弗若斯特沙利文预测，预计 2024 年中国销量有望达到 23307 台。

图31： 国内 CT 设备销量有望持续增长



资料来源：弗若斯特沙利文，头豹研究院，浙商证券研究所

图32： 国内 DR 设备销量年增速超 10%



资料来源：弗若斯特沙利文，招股书，浙商证券研究所

3.3 年产 2000 万套光模块芯片基座、1000 万套光模块壳体材料项目进展顺利

2022 年，公司成功进入光模块领域，并通过 Finisar、天孚通信、环球广电和东莞讯滔等多家客户的应用验证，实现小批量供货。2024 年升级产能计划，推动建设年产 2,000 万套光模块芯片基座、1000 万套光模块壳体材料及零组件项目，预计 2025 年开始建设，建设期 5 年，预计实现年产 2000 万套光模块基座、1000 万套光模块壳体的生产能力，其中光模块芯片基座已实现向市场批量供应，光模块芯片壳体处于样品验证阶段。

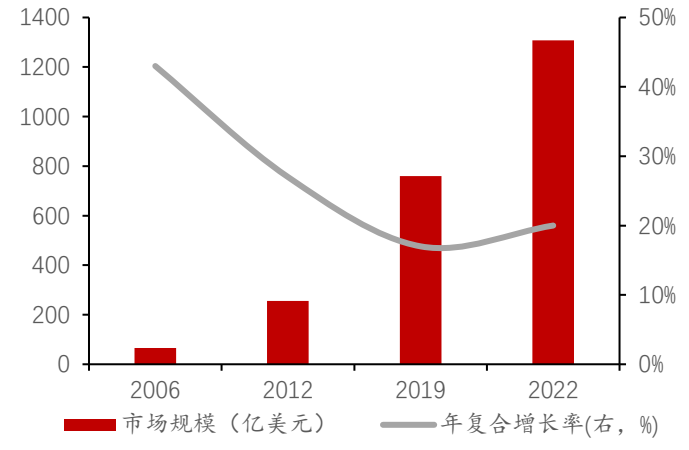
光模块是进行光电和电光转换的光电子器件，是支撑算力中心和数据中心的关键一环，目前主要以 200G 以下为主。400G 以上光模块芯片对散热要求大幅提高，需要具有低膨胀更高导热特性的新材料来满足要求，大于 1.6T 的光模块需要更优异性能的铜金刚石材料才能满足要求。用于光模块芯片基座的钨铜材料主要技术要求是超细钨粉均匀弥散分布在铜相中，并且材料要求高洁净度、高致密度，不允许有任何气孔、夹杂、钨颗粒团聚，这些缺陷都会严重影响光模块组件焊接和使用性能。目前市场上普通的钨铜材料无法满足这些精细要求，而且良品率低。

公司采用 3D 打印骨架、真空熔渗定向凝固、微精密加工、自建专用镀金线等多种先进技术，以满足这一精细化需求。此外，公司正在研发低成本批量生产金刚石铜工艺，配合 1.6T 以上光模块的大批量应用，为未来更高性能 GPU 的发展提供支持。

国内数据中心应用增长，5G 建设拉动国内电信用光模块需求。近 20 年是全球数据中心产业蓬勃发展期，全球数据中心产业规模由 2006 年的 65.6 亿美元快速增长至 2022 年的 1308 亿美元。随着全球数据中心形态从计算中心、信息中心、云中心加快向算力中心演变，数据中心光模块应用有望进一步增长。

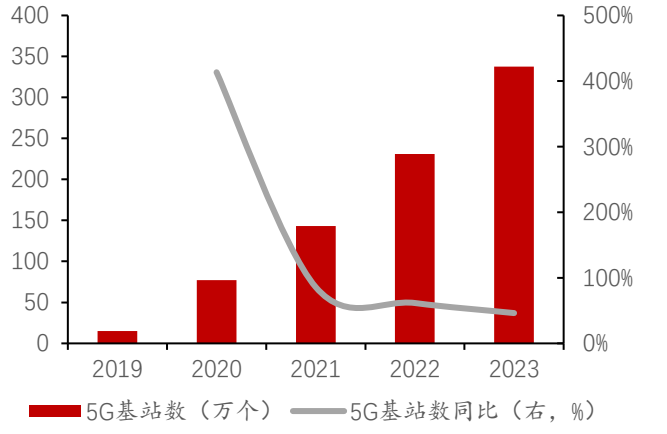
5G 更高频段带来建站密度的提高，预计建站规模或将达到 4G 的 1.5 到 2 倍，光模块需求大大增加。室内小基站规模部署后，光模块用量有望更多。2021-2023 年，国内 5G 基站数量持续增加，年增长率分别为 86%、62%和 46%。根据中国电子信息立业发展研究院预测，到 2030 年，中国 5G 基站数量有望达到 1500 万个。5G 将原 4G 无线接入网功能模块重新拆分，各级光传输节点之间光端口速率提升明显。随着网络步入大规模成熟部署期，中传、回传以及东西向流量的增加需要更多光模块。

图33： 近 20 年是全球数据中心产业蓬勃发展期



资料来源：数据中心产业发展白皮书（2023），浙商证券研究所

图34： 国内 5G 基站建设稳步推进



资料来源：2023 年通信业统计公报，浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

公司稳步推进主营业务产能扩张。2024 年，公司稳步推进“年产 4 万吨铜铁和铬锆铜系列合金材料产业化项目”一期建设，包括 1.43 万吨铬锆铜材料和 0.57 万吨铜铁合金材料产能，及其调整后的“年产 2000 吨高纯金属铬材料项目”，此外公司规划年产 300 吨铜钨触头项目。2021 年，公司启动中高压电触头产能五年倍增计划，目前已达到 1200 万片产能，预计有望于 2026 年建成 2000 万片产能。

同时，公司加快布局新兴产业产能建设。2023 年，公司建成年产 6000-8000 套 CT 和 DR 球管零组件产能。2024 年，公司完成年产 3 万套 CT 和 1.5 万套 DR 球管材料、零组件研发和制造基地建设规划论证，有望于 2027 年实现建设。公司 2023 年底已实现 100 套火箭发动机内壁材料、零件和组件的制造能力，2024 年，公司年产 1100 套火箭发动机推力室内壁产品的产业规划顺利推进，预计 2028 年完成建设。2022 年，公司成功进入光模块领域，实现对多家客户的批量供货。公司年产 200 万件光模块芯片基座产能建设进展顺利，2024 年公司开展新项目，预计升级建设年产 2000 万套光模块基座、1000 万套壳体材料及零组件项目，建设期为 2025 年至 2029 年。

表3： 公司现有产能及规划

类型	产品	现有产能	达产后合计产能	预计达产时间
铜铁和铬锆铜系列合金材料	铬锆铜	-	1.43 万吨/年	-
	铜铁	-	5700 吨/年	
中高压电接触材料及制品		1200 万片/年	2000 万片/年	2026 年
高性能金属铬粉		1000 吨/年	2000 吨/年	2023 年 12 月
CT 和 DR 球管零组件		6000-8000 套/年	CT3 万、DR1.5 万套/年	2027 年
液体火箭发动机推力室内壁		100 套	1100 套/年	2028 年
光模块芯片基座		200 万件/年	2000 万件/年	2029 年

资料来源：公司招股书、公司公告、浙商证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年营收分别达 14.25 亿，17.83 亿，22.09 亿，分别同比+20.8%，+25.2%，+23.9%。2024-2026 年归母净利润达 1.29 亿，1.73 亿，2.31 亿，分别同比+30.9%，+34.6%，+33.2%。

表4： 公司主要产品预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）				
医疗影像零组件	48	69	94	129
高性能金属铬粉	60	78	106	117
中高压电接触材料及制品	281	337	425	535
高强高导铜合金材料及制品	534	641	808	1018
其他业务	82	91	100	110
主营其他	174	209	250	300
营业成本（百万元）				
医疗影像零组件	37	52	66	90
高性能金属铬粉	48	63	85	94
中高压电接触材料及制品	214	256	323	407
高强高导铜合金材料及制品	436	526	662	834
其他业务	78	86	95	104
主营其他	118	136	163	180
毛利率（%）				
医疗影像零组件	23%	25%	30%	30%
高性能金属铬粉	19%	19%	20%	20%
中高压电接触材料及制品	24%	24%	24%	24%
高强高导铜合金材料及制品	18%	18%	18%	18%
其他业务	5%	5%	5%	5%
主营其他	32%	35%	35%	40%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2 估值

我们选取航天金属增材制造企业铂力特，高温合金材料企业航材股份、西部超导，国内粉末龙头有研粉材作为可比公司，2024 年行业内平均 PE 为 41.1 倍，公司未来几年业务多点开花，主业铜基合金凭借技术领先不断夯实护城河，航空航天、医疗、高性能铬粉、光模块等新兴板块产能逐步建设释放，不断打造新的业绩增长点，盈利有望加速释放，首次覆盖，给予公司增持评级。

表5： 行业内可比公司情况（EPS 采用 Wind 一致预期，收盘价为 2024 年 10 月 25 日）

股票代码	证券简称	总市值（亿元）	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
688563.SH	航材股份	271	1.28	1.57	1.95	2.41	46.99	38.31	30.85	24.96
688333.SH	铂力特	149	0.74	1.14	1.76	2.43	74.11	48.11	31.16	22.57
688456.SH	有研粉材	32	0.53	0.76	1.04	1.24	58.30	40.66	29.71	24.92
688122.SH	西部超导	326	1.16	1.34	1.68	2.04	43.23	37.43	29.85	24.58
平均值							55.66	41.13	30.39	24.26
688102.SH	斯瑞新材	67	0.14	0.18	0.24	0.32	67.75	51.77	38.48	28.90

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 风险提示

1.技术升级迭代风险。以高强高导铜合金为主的高性能铜合金面临的主要技术升级风险在于欧美、日本等发达国家研发基础雄厚，其研发投入程度、新产品孵化速度、产品性能和质量提升速度都远超国内，高性能、高质量产品持续侵占国内市场，使得公司全面实现替代进口的目标受到威胁，研发面临压力。

2.技术未能形成产品或实现产业化风险。如果公司新开发的技术未能形成产品，或者产品由于生产工艺、原材料供应等原因无法实现大规模生产，或者产品的下游加工技术无法达到终端市场的应用需求，则研发投入可能达不到预期的效益，存在一定的研发成果转化风险。

3.原材料价格波动风险。铜作为公司主要原材料，市场价格波动、产品结构变化对公司生产成本会造成一定影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	716	899	1,052	1,275
现金	127	209	238	281
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账项	268	345	431	533
其它应收款	3	4	5	6
预付账款	7	9	11	14
存货	249	280	310	380
其他	63	53	57	61
非流动资产	999	1,024	1,171	1,311
金额资产类	81	81	81	81
长期投资	0	0	0	0
固定资产	595	570	630	688
无形资产	94	93	92	91
在建工程	155	157	244	327
其他	75	124	124	125
资产总计	1,715	1,923	2,223	2,586
流动负债	424	518	640	768
短期借款	160	250	330	410
应付款项	110	126	157	192
预收账款	0	0	0	0
其他	154	141	152	165
非流动负债	200	205	207	209
长期借款	122	124	126	128
其他	78	81	81	81
负债合计	625	722	846	977
少数股东权益	35	36	38	40
归属母公司股东权益	1,056	1,165	1,339	1,569
负债和股东权益	1,715	1,923	2,223	2,586

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	169	130	172	190
净利润	101	130	175	233
折旧摊销	62	47	56	63
财务费用	11	15	19	23
投资损失	2	3	(2)	(2)
营运资金变动	(18)	(76)	(82)	(133)
其它	11	11	6	7
投资活动现金流	(239)	(79)	(206)	(206)
资本支出	(197)	(27)	(208)	(208)
长期投资	(67)	0	0	0
其他	25	(52)	2	2
筹资活动现金流	72	31	63	59
短期借款	96	90	80	80
长期借款	(30)	2	2	2
其他	6	(61)	(19)	(23)
现金净增加额	1	83	29	43

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,180	1,425	1,783	2,209
营业成本	932	1,119	1,394	1,710
营业税金及附加	9	11	14	18
营业费用	22	26	32	40
管理费用	56	68	86	106
研发费用	59	71	89	110
财务费用	11	13	15	18
资产减值损失	(2)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(2)	(3)	2	2
其他经营收益	26	34	43	53
营业利润	114	144	193	257
营业外收支	(3)	(1)	(1)	(1)
利润总额	111	143	192	256
所得税	10	13	17	23
净利润	101	130	175	233
少数股东损益	3	1	2	2
归属母公司净利润	98	129	173	231
EBITDA	188	202	264	337
EPS（最新摊薄）	0.14	0.18	0.24	0.32

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	18.71%	20.78%	25.19%	23.86%
营业利润	52.40%	26.70%	34.31%	32.98%
归属母公司净利润	26.04%	30.86%	34.55%	33.16%
获利能力				
毛利率	20.99%	21.48%	21.84%	22.61%
净利率	8.34%	9.03%	9.71%	10.44%
ROE	9.31%	11.04%	12.94%	14.69%
ROIC	7.86%	8.62%	9.93%	11.26%
偿债能力				
资产负债率	36.42%	37.54%	38.08%	37.77%
净负债比率	22.52%	19.39%	20.75%	20.19%
流动比率	1.69	1.74	1.64	1.66
速动比率	0.97	1.08	1.05	1.07
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.78	0.86	0.92
应收账款周转率	5.10	5.30	5.36	5.34
应付账款周转率	10.22	10.09	10.51	10.44
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.18	0.24	0.32
每股经营现金	0.23	0.18	0.24	0.26
每股净资产	1.45	1.60	1.84	2.16
估值比率				
P/E	67.75	51.77	38.48	28.90
P/B	6.31	5.72	4.98	4.25
EV/EBITDA	40.68	34.08	26.34	20.75

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 20 %以上；
2.增 持 ： 相对于沪深 300 指数表现 + 10 % ~ + 20 %；
3.中 性 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10 % ~ + 10 %之间波动；
4.减 持 ： 相对于沪深 300 指数表现 - 10 %以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡 ： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当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、财务状况和特定需求。对依据或者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。
本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn