

2025 年 04 月 11 日

## 斯瑞新材 (688102. SH)

投资评级：增持（首次）

——铜基合金细分领域龙头，航天+医疗+半导体板块共振放量可期

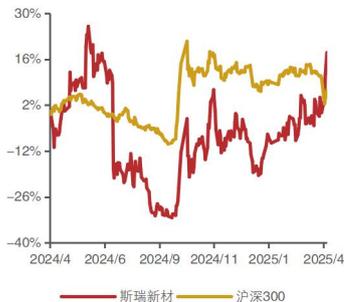
## 证券分析师

田源  
SAC: S1350524030001  
tianyuan@huayuanstock.com  
张明磊  
SAC: S1350525010001  
zhangminglei@huayuanstock.com  
田庆争  
SAC: S1350524050001  
tianqingzheng@huayuanstock.com  
陈婉婷  
SAC: S1350524110006  
chenwanyu@huayuanstock.com

## 联系人

方皓  
fanghao@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 04 月 10 日

收盘价 (元)	11.97
一年内最高/最低 (元)	14.59/6.72
总市值 (百万元)	8,706.23
流通市值 (百万元)	8,706.23
总股本 (百万股)	727.34
资产负债率 (%)	44.42
每股净资产 (元/股)	1.87

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

➤ **铜基合金细分领域龙头，依托技术和产品优势积极进行下游产业链延伸未来可期。**公司自 1995 年成立以来一直从事铜基合金相关研发工作，发展至今已成为高强高导铜合金、中高压触头的细分领域龙头，行业头部地位牢固、市场占有率领先，同时依托自身形成的先进铜基合金熔炼加工技术前瞻性布局产业链下游“航天+医疗+半导体”等新兴应用领域，成长空间广阔、未来可期。

➤ **历史经营业绩稳步增长，报表端指标持续向好公司业绩有望加速释放。**2020-2023 年公司营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 20.11%/23.58%，2024 全年预计实现营业收入 13.30 亿元，同比+12.78%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比+19.21%；实现扣非后归母净利润 1.06 亿元，同比+30.74%，主要系公司积极开拓国际市场、销售结构和产品结构不断优化，叠加商业航天等新产业方向逐步开始贡献效益所致。

报表端，2020 年来公司研发费用投入持续增加，2024 年前三季度指标为 0.51 亿元，占营业收入比重为 5.25%，研发费用率维持高位，技术驱动型企业特征显著；存货持续增长，截至 2024Q3 指标为 2.80 亿元创历史新高，或表明公司在手订单充足，业绩预计随产品交付有望实现快速放量；固定资产+在建工程持续增长，截至 2024Q3 指标为 8.60 亿元创历史新高，或表明公司持续进行资本投入以扩大生产规模，业绩有望伴随新增产能投产后实现持续加速释放。

➤ **传统优势业务行业地位突出，技术优势+客户优势筑牢业绩护城河。**公司牵引电机端环和导条有望充分受益于高速铁路列车新建+维修替换需求提升，高端连接器接触件有望充分受益于高端连接器市场规模提升+国产替代，中高压电接触触头有望充分受益于发电设备和输配电网络新建+替换需求，有望在技术优势+先发优势共同驱动下助力公司实现业绩稳步增长。

➤ **新兴板块业务进展顺利，客户导入+产能扩建或将迎来放量节点。**公司液体火箭发动机推力室内壁有望充分受益于航天发射高景气周期，CT 和 DR 球管零部件有望充分受益于我国 CT 设备数量增长+国产化率提升，光模块芯片基座有望充分受益于光模块需求量提升+高速率产品加速迭代，当前多个产品已基本研发完成并获得客户认可，叠加扩产项目规划陆续落地，我们认为公司新兴板块业务或将迎来放量节点，有望成为公司业绩增长的新增动力。

➤ **盈利预测与评级：**我们预测公司 2024-2026 年分别实现归母净利润 1.17/1.56/2.10 亿元，同比增速分别为 19.21%/33.44%/33.94%，按 2025 年 4 月 10 日收盘价计算的 PE 为 74.27/55.66/41.55 倍。考虑到公司作为我国铜基合金细分领域龙头，传统优势业务持续稳健增长、新兴板块（航天+医疗+半导体）客户导入+产能扩建或将迎来放量节点，首次覆盖给予“增持”评级。

➤ **风险提示：**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、海外市场贸易环境变化风险、项目建设进度不及预期风险。

盈利预测与估值 (人民币)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	994	1,180	1,330	1,591	1,944
同比增长率 (%)	2.61%	18.71%	12.78%	19.58%	22.22%
归母净利润 (百万元)	78	98	117	156	210
同比增长率 (%)	23.13%	26.05%	19.21%	33.44%	33.94%
每股收益 (元/股)	0.11	0.14	0.16	0.22	0.29
ROE (%)	7.85%	9.31%	10.47%	12.98%	15.89%
市盈率 (P/E)	111.60	88.53	74.27	55.66	41.55

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

预测公司 2024–2026 年分别实现营业收入 13.30/15.91/19.44 亿元，归母净利润 1.17/1.56/2.10 亿元，EPS 为 0.16/0.22/0.29 元/股，按 2025 年 4 月 10 日收盘价计算的 PE 为 74.27/55.66/41.55 倍。

选择同样具备行业内领先技术优势菲利华（石英纤维材料及制品）、铂力特（金属增材制造）、航材股份（高温合金、钛合金、透明件等）作为可比公司，考虑到斯瑞新材多个新兴板块业务进展顺利、客户导入+产能扩建或将迎来放量节点，首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设

假设公司 2024–2026 年高强高导铜合金材料及制品营收增速分别为 4.41%/15.87%/21.69%，毛利率分别为 20.00%/22.00%/23.00%；中高压电接触材料及制品营收增速分别为 19.28%/21.29%/21.30%，毛利率分别为 25.00%/26.00%/27.00%；高性能金属铬粉营收增速分别为 14.08%/20.57%/15.42%，毛利率均为 20.00%；医疗影像零组件营收增速分别为 24.15%/22.50%/18.37%，毛利率分别为 23.94%/24.57%/25.12%。

### 投资逻辑要点

**牵引电机端环和导条：**公司高强高导铜合金电机端环和导条主要应用于高速/重载轨道交通大功率牵引电机制造，并已实现向中国中车、法国阿尔斯通等客户的供应。我们认为，公司产品有望伴随动车组列车新建需求+存量列车牵引电机维修替换需求实现加速放量。

**高端连接器接触件：**当前中国的高强高导铜合金材料主要依赖进口，公司研发的高强高导铜合金材料处于替代进口的阶段，已经成为全球该细分领域的主要供应商之一，在行业中处于头部地位。我们认为，公司在该领域具备较强的技术基础、产业基础和市场基础，业绩有望受益于高端连接器市场规模提升+国产替代进程加速实现持续增长。

**中高压电接触触头：**公司是中高压电接触材料全球行业第一，产品经过三代更新升级解决了国家电网建设触头材料依赖进口问题，截至 2023 年上半年国内市场占有率超过 60%并且返销全球，我们认为公司中高压电接触触头产品有望伴随下游行业需求增长实现加速放量，并有效驱动公司业绩持续增长。

**液体火箭发动机推力室内壁：**2023 年公司火箭发动机推力室各产品业务产能利用率均已超过 80%，现有产能已难以满足持续增长的市场需求，拟投建“液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目”，新增年产 1100 套火箭发动机推力室内外壁等零组件的生产能力，我们认为公司产品有望充分受益于我国航天发射高景气周期，扩产项目建成达产后产能有望得到顺利消化，助推公司业绩加速增长。

**CT 和 DR 球管零部件：**2021–2023 年 CT/DR 球管零组件产品的产能利用率均值超过 80%，现有产能已难以满足持续增长的市场需求，拟投建“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”，项目实施后将具备年产 3 万套 CT 球管零组件和 1.5 万套 DR 射线管零组件的能力，我们认为公司产品有望充分受益于我国 CT 设备市场规模增长+国产化率提升，扩产项目建成达产后产能有望得到顺利消化，助推公司业绩加速增长。

**光模块芯片基座：**公司目前光模块芯片基座产能规模较小，2023 年 1–9 月产能规模为 50 万件，无法满足下游市场快速增长的需要，拟投建“年产 2000 万套光模块芯片基座/壳体材料及零组件项目及钨铜合金材料、零件项目”，预计将年产能增加至 2000 万套光模块基座和 1000 万套光模块壳体，我们认为公司产品有望充分受益于光模块需求增长+高速率产品加速迭代带来的钨铜合金渗透率提升，扩产项目建成达产后产能有望得到顺利消化，助推公司业绩加速增长。

### 核心风险提示

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、海外市场贸易环境变化风险、项目建设进度不及预期风险。

## 内容目录

1. 铜基合金细分领域龙头，传统优势业务持续稳健增长，新兴板块或将迎来放量 .....	8
1.1. 依托技术和产品优势积极进行下游产业链延伸，多点布局静待花开 .....	9
1.1.1. 高强高导铜合金材料及制品 .....	9
1.1.2. 中高压电接触材料 .....	10
1.1.3. 高性能金属铬粉 .....	11
1.1.4. 液体火箭发动机推力室内壁 .....	11
1.1.5. CT 和 DR 球管零部件 .....	12
1.1.6. 光模块芯片基座/壳体 .....	12
1.2. IPO 项目保障原材料稳定供应，定增预案公布公司扩产计划进入加速落地节点 ....	13
1.3. 实施股权激励充分激发员工积极性，高标准解锁条件彰显公司发展信心 .....	15
2. 历史经营业绩稳步增长，报表端指标持续向好公司业绩有望加速释放 .....	15
3. 传统优势业务行业地位突出，技术优势+客户优势筑牢业绩护城河 .....	18
3.1. 牵引电机端环和导条：有望充分受益于高速铁路列车新建+维修替换需求提升 .....	18
3.2. 高端连接器接触件：有望充分受益于高端连接器市场规模提升+国产替代 .....	19
3.3. 中高压电接触触头：有望充分受益于发电设备和输配电网新建+替换需求 .....	21
4. 新兴板块业务进展顺利，客户导入+产能扩建或将迎来放量节点 .....	23
4.1. 液体火箭发动机推力室内壁：有望充分受益于航天发射高景气周期 .....	23
4.2. CT 和 DR 球管零部件：有望充分受益于我国 CT 设备数量增长+国产化率提升 ....	25
4.3. 光模块芯片基座：有望充分受益于光模块需求量提升+高速产品加速迭代 .....	26
5. 盈利预测与评级 .....	28
6. 风险提示 .....	29

## 图表目录

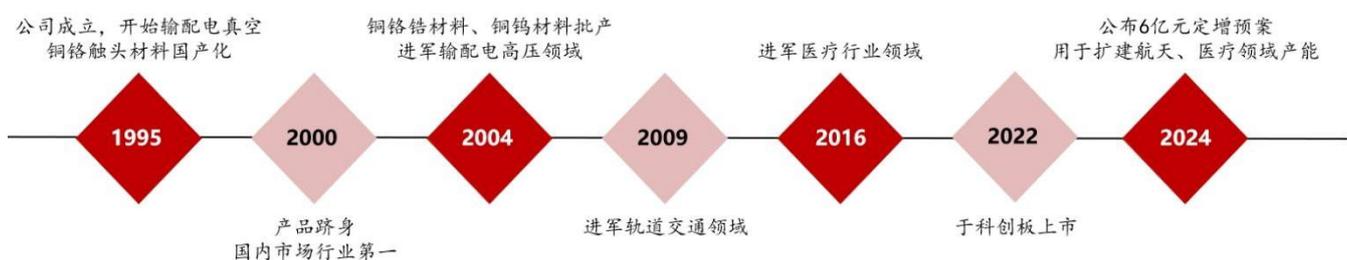
图表 1: 公司发展历程.....	8
图表 2: 公司主要业务板块布局情况.....	8
图表 3: 公司股权结构示意图（截至 2024 年三季度）.....	9
图表 4: 公司高强高导铜基合金及制品板块产品简介.....	10
图表 5: 公司中高压电接触材料板块产品简介.....	10
图表 6: 公司高性能金属铬粉板块产品简介.....	11
图表 7: 蓝箭航天天鹊（TQ-12A）80 吨液氧甲烷发动机示意图.....	11
图表 8: 公司医疗影像零组件板块产品简介.....	12
图表 9: 光模块芯片基座/壳体示意图.....	12
图表 10: 公司“年产 4 万吨铜铁和铬钴铜系列合金材料产业化项目（一期）”新建产能情况.....	13
图表 11: 公司各产品板块产能扩张计划情况.....	14
图表 12: 公司 2024 年定增预案情况（单位：亿元）.....	14
图表 13: 公司 2023 年股票期权激励计划公司层面业绩考核要求.....	15
图表 14: 2020-2024 年公司营业收入持续增长.....	15
图表 15: 2020-2024 年公司归母净利润持续增长.....	15
图表 16: 2020-2023 年公司营收占比情况.....	16
图表 17: 2020-2023 年公司毛利润占比情况.....	16
图表 18: 2020-2023 年公司分产品毛利率情况.....	16
图表 19: 2020-2024 年前三季度公司毛利率及净利率情况.....	16
图表 20: 2020-2024 年前三季度公司三费占比波动下降.....	17
图表 21: 2020-2024 年前三季度公司研发费用率波动上升.....	17
图表 22: 2020-2024Q3 公司存货持续增长.....	17
图表 23: 2020-2024Q3 公司固定资产+在建工程持续增长.....	17
图表 24: 2016-2023 年我国高铁营运里程和占比持续提升.....	18
图表 25: 2016-2022 年中国动车组保有量持续提升.....	18
图表 26: 端环和导条在牵引电机中的使用场景示意.....	19
图表 27: 汽车、通信和计算机领域是连接器最主要的应用市场.....	19
图表 28: 2016-2022 年中国连接器市场规模复合增速达 5.9%.....	20

图表 29: 接触件是连接器的关键组件 .....	20
图表 30: 铜基材料是中高压电气开关的主流电接触材料 .....	21
图表 31: 铜铬触头是真空灭弧室的核心零件 .....	21
图表 32: 我国全口径发电装机容量持续增长 .....	22
图表 33: 我国全社会用电量持续增长 .....	22
图表 34: 我国运载火箭发射载荷数量远低于美国 .....	23
图表 35: 我国运载火箭发射载荷质量远低于美国 .....	23
图表 36: 蓝箭航天朱雀二号改进型运载火箭 .....	24
图表 37: 蓝箭航天朱雀三号可复用火箭 .....	24
图表 38: 2015-2022 年全球 CT 设备市场规模持续增加 .....	25
图表 39: 2022 年亚太地区 CT 设备市场规模占比达 42% .....	25
图表 40: 2018-2022 年我国 CT 设备保有量快速增加 .....	25
图表 41: 2015-2022 年我国 CT 设备市场规模持续增长 .....	25
图表 42: 公司 CT 和 DR 球管零组件在产业链中位置示意 .....	26
图表 43: 具备高热导率的铜基合金是高速率光模块基座的优选材料 .....	26
图表 44: 我国在用数据中心机架数量持续增长 .....	27
图表 45: 我国数据中心市场规模持续增长 .....	27
图表 46: 公司分产品营收及预测情况 (单位: 亿元) .....	28
图表 47: 可比公司估值表 .....	29

## 1. 铜基合金细分领域龙头，传统优势业务持续稳健增长，新兴板块或将迎来放量

公司全称“陕西斯瑞新材料股份有限公司”，成立于1995年，并于2022年在科创板上市。历经近30年发展公司形成了“**高强高导铜合金材料及制品+中高压电接触材料及制品**”两大传统优势业务，行业头部地位牢固、市场占有率领先，获评工信部制造业单项冠军产品奖项、国家科技进步二等奖等荣誉。与此同时，公司依托自身先进的铜基合金熔炼加工技术，前瞻性布局产业链下游“**航天+医疗+半导体**”等新兴应用领域，当前相关产品研发陆续成熟，或将进入批产放量节点，有望驱动公司进入业绩快速放量期。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

图表 2：公司主要业务板块布局情况



资料来源：Wind，公司招股说明书，华源证券研究所。注：营收占比截至2023年报，红色虚线边框的环节为公司已布局业务

**实控人高比例持股，有助于提升公司经营决策效率。**公司实际控制人为董事长王文斌先生，截至 2024 年三季度末其直接持有公司 40.38% 股份。我们认为，实控人较高的控股比例有助于提升公司经营决策效率，或将进一步利好公司运营发展。

同时，王文斌先生、持股 5% 以上股东/董事盛庆义先生及其一致行动人乐然科技承诺在 2026 年 3 月 16 日前不以任何方式减持所直接持有的公司股份。截至 2024 年三季度末上述三位股东合计持有公司 55.06% 股份，自愿承诺不减持行为向市场传递强乐观信号，彰显其对公司未来发展的高度认可和长期看好观点。

图表 3：公司股权结构示意图（截至 2024 年三季报）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 1.1. 依托技术和产品优势积极进行下游产业链延伸，多点布局静待花开

公司产品主要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，具体说明如下：

### 1.1.1. 高强高导铜合金材料及制品

**公司产品实现进口替代，在行业内处于头部地位。**高强高导铜合金是一种兼具耐高温和高强度的高端先进铜合金材料，材料制备工艺难度大，制备技术和设备是其主要技术门槛。公司现已成为全球该细分领域的主要供应商之一，所研发的高强高导铜合金材料成功实现进口替代，主要客户包括 Wabtec 集团、阿尔斯通、西门子、斯柯达、GE 集团、中国中车、晋西工业集团等知名企业。具体而言，公司该系列产品包括材料和制品两个主要类别：

- **材料类：**主要用于高端连接器行业，如新能源汽车、5G 通信、消费电子和航空航天等领域，旨在满足国内下游客户对高端连接器原材料的需求，以便缓解其依赖进口的困境；
- **制品类：**主要应用于国内外轨道交通大功率牵引电机端环导条、液体火箭发动机推力室内壁、半导体靶材配套零组件、可控核聚变配套零组件、核电发电机关键材料等。

**图表 4：公司高强高导铜基合金及制品板块产品简介**

产品名称	产品介绍	产品应用	产品示意图
铜铬（锆）合金材料铸锭	公司主营铸锭为高导高强铬锆铜铸锭和电磁兼容铜铁铸锭。铜铬（锆）合金是一种高强高导合金材料，特点是高导电、高导热、高强度、高软化温度	应用于电连接器端子、集成电路引线框架、大功率异步牵引电机、高铁接触导线、高压开关触头、焊接电极、连铸模具等领域	
铜铁合金材料铸锭	公司主营铸锭为高导高强铬锆铜铸锭和电磁兼容铜铁铸锭。铜铁合金是一种高强中导电电磁屏蔽材料，特点是高强度、高导热、高电磁屏蔽效能	应用于烙铁头、OLED 背板、铜钢异种金属焊材、电磁屏蔽罩、无线充电、杀菌材料等领域	
高强高导棒/板材	采用特殊精炼工艺和微量元素添加控制技术，优化材料的微观组织，通过反挤压、轧制、无损探伤等设备控制过程的缺陷，使产品具备优良的综合性能和高品质	应用于智能终端设备、汽车焊接工业、钢铁及核电冷却系统、精密压铸模具等领域	
端环	一般一部电机转子需要两个端环（短路环），端环具有良好的导电导热性，同时具有较高的强度和抗高温软化能力		
导条	高速轨道交通电机转子导条安装在转子铁心槽内，两端用端环（短路环）焊接，形成闭合的回路。具有良好的导电导热性，同时具有较高的强度和抗高温软化能力	牵引电机作为列车的动力装置，是高速铁路技术体系的关键技术之一。随着高铁的快速发展，对牵引系统提出了更高要求。电机转子零部件端环的要求越来越高，需求量也在不断增长	
收缩环	电动机转子上的重要部件之一，热套于端环（短路环）上，受紧配合力、本身及绕组端部的离心力、弯曲应力等作用，叠加应力很高。具有高强度、高塑性、高韧性、无磁性及最小的残余应力的特点		

资料来源：公司官网，华源证券研究所

### 1.1.2. 中高压电接触材料

公司为该细分领域全球第一，市场占有率领先。中高压电接触材料是输配电产业的关键基础材料，具有个性化定制要求高、技术门槛高、开发周期长、研发成本高等特点。公司研发生产的铜铬（CuCr）材料和铜钨（CuW）材料可以广泛应用于真空断路器、六氟化硫断路器、高压接触器等电气设备，解决了国家电网建设触头材料依赖进口问题并且返销全球，主要客户包括西门子、ABB、施耐德、伊顿、东芝、旭光电子、中国西电、平高电气、许继电气、宝光股份等，市场占有率领先，是全球该细分新材料领域行业第一。

**图表 5：公司中高压电接触材料板块产品简介**

产品名称	产品介绍	产品应用	产品示意图
真空自耗电弧熔炼 CuCr25-CuCr50 系列电触头	采用真空自耗电弧熔炼工艺制造，具有气体含量低，显微组织均匀以及产品质量一致性优异的特征	广泛应用在 1.14kV-126kV 电压等级的真空开关领域	
真空熔铸 CuCr25-CuCr30 系列电触头	采用真空熔铸工艺制造（自主研发工艺），采用真空感应熔炼工艺将材料进行熔炼和快速冷却的触头材料制造技术，制造出的触头材料具有气体含量低，组织均匀分布的特点	广泛应用在 1.14kV-40.5kV 电压等级的真空开关领域	
真空熔渗 CuCr50 系列电触头	采用真空熔渗工艺制造，公司于上世纪 90 年代通过引进国外技术而批量制造并稳定供应市场的，该工艺制造的产品具有质量一致性好，气体含量低的优点	广泛应用在 40.5kV-126kV 电压等级的真空开关领域	

资料来源：公司官网，华源证券研究所

### 1.1.3. 高性能金属铬粉

**自主掌握研磨工艺，保障原材料自主可控。**高纯低氧低氮低酸不溶物铬粉和真空级脱气铬等铬金属材料制备工艺复杂，技术难度大，可用于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、靶材、高温合金、3D 打印等场景。公司自主掌握了低温液氮研磨工艺，实现了对生产所需铬粉原材料的自主可控，同时满足了靶材、高温合金等应用市场对高性能金属铬粉原材料的需求。

图表 6：公司高性能金属铬粉板块产品简介

产品名称	产品介绍	产品应用	产品示意图
高纯低气金属铬粉	材质：不规则形状、球状 纯度：99.5%–99.95% 规格：常规 45–180 μm	可广泛用于制造输变电行业电工触头、燃料电池用粉末冶金极板、真空溅射镀膜靶材、生产制备 3D 打印精密零件、高性能焊接材料等	
真空级脱气铬	基于金属铬二次加工，拥有更低的 O、N、S 和低熔点杂质元素含量	面向国家“两机专项”和“强基工程”用高温合金行业，作为高温合金的主要元素之一，可用于燃气轮机燃烧室、涡轮盘、叶片用高温合金等	

资料来源：公司官网，华源证券研究所

### 1.1.4. 液体火箭发动机推力室内壁

**公司产品可满足推力室内壁的严苛要求，或将实现从小批试制到大规模量产的关键转变。**推力室内壁是火箭发动机的重要组成部分，要求材料必须具有良好的耐高温、低周疲劳和导热性能，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。公司拥有的高强高导铜合金制造的核心技术和关键装备助力关键客户（蓝箭航天、九州云箭、星际荣耀等）完成多次试车、发射、回收并获得成功，长期合作关系有助于公司持续获取客户主份额订单，有望伴随客户火箭大规模生产发射实现业绩加速释放。

图表 7：蓝箭航天天鹊（TQ-12A）80 吨液氧甲烷发动机示意图



资料来源：蓝箭航天官网，华源证券研究所

### 1.1.5. CT 和 DR 球管零组件

**产品获头部客户认可，顺利进军国际市场。**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，公司主营的 CT 和 DR 球管零组件包括管壳组件、转子组件、轴承套、阴极零件等。公司实现了对 CT 球管和 DR 球管核心零组件的国产化生产，是国内少数能够提供这类产品和“一站式”技术服务的企业之一，在 2021 年成功进军国际市场，客户包括世界三大 CT 设备制造商之一的西门子医疗，及上海联影、昆山医源等国内医疗 X 射线管制造商及研发单位。

图表 8：公司医疗影像零组件板块产品简介

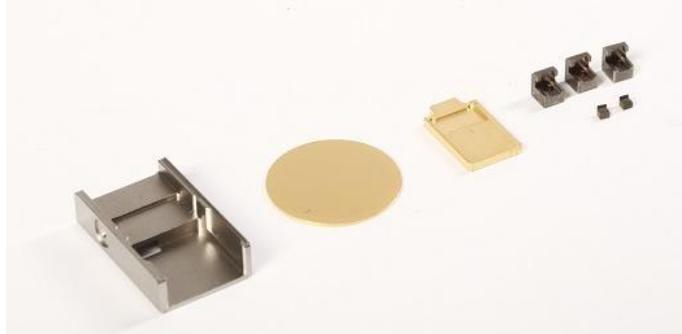
产品名称	产品介绍	产品示意图
铜镍合金管壳组件	支撑阴阳极，X 射线出口的关键零部件。保持超高真空使用环境，保持洁净，来维持高真空和高压。涉及铜镍合金、不锈钢焊接，经过表面处理达到规定的热辐射系数，有利于管内热量散发	
阴极支撑零件及其他零部件	支撑产生电子的钨灯丝，涉及高精度加工，确保电子发射，需要洁净度，避免颗粒物和电弧放电，尺寸精度较高。涉及材料：钼、镍、铁。	
钎焊组件	排气管组件、核磁共振服务塔等，涉及铜合金、镍合金、不锈钢材料的真空钎焊。	

资料来源：公司官网，华源证券研究所

### 1.1.6. 光模块芯片基座/壳体

**铜钨合金的低膨胀和高导热特性是高速率光模块基座/壳体的理想材料，公司正处于“0-1-100”逐步导入阶段。**光模块作为光电子器件，负责实现光电转换与电光转换，是算力中心和数据中心运作的核心组成部分。基座与壳体作为辅助性组件，对于光模块的散热过程至关重要，特别在高速率光模块的应用中发挥着不可或缺的作用。公司提供光模块基座原材料制造及产成品加工的整体解决方案，具备高精密零件加工的基础和自动化生产线，主要客户有天孚通信、环球广电、东莞讯滔、Finisar 等。同时，光模块壳体产品正在与下游客户进行联合验证，有望为公司贡献新的利润增长点。

图表 9：光模块芯片基座/壳体示意图



资料来源：公司官网，华源证券研究所

## 1.2. IPO 项目保障原材料稳定供应，定增预案公布公司扩产计划进入加速落地节点

IPO 扩产项目建设完成，公司具备稳定的钢铁和铬锆铜系列合金材料供应能力。公司 IPO 募投项目“年产 4 万吨钢铁和铬锆铜系列合金材料产业化项目（一期）”建设年产 1.43 万吨铬锆铜和 0.57 万吨钢铁合金材料的生产能力，新增项目“年产 2000 吨高纯金属铬材料项目”为公司扩充铬原材料生产线产能，截至 2023 年末两个项目均已建设完成，产能逐渐释放后预计将有效保障公司合金材料供应能力。

图表 10：公司“年产 4 万吨钢铁和铬锆铜系列合金材料产业化项目（一期）”新建产能情况

类型	具体产品	数量（吨）
铬锆铜合金材料	铸锭	8000
	上引杆棒线	2600
	电力/轨道/铸件产品	1800
	毛坯	1600
	粉末	300
	<b>合计</b>	<b>14300</b>
钢铁合金材料	板带	3600
	杆棒线	1800
	粉末	300
	<b>合计</b>	<b>5700</b>

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

拟建设多个扩产项目，持续推进下游产业布局有望支撑公司业绩加速释放。经过多年发展，公司形成了从材料制备到下游零组件产品精密加工的一体化生产体系，并顺应快速提升的下游需求进行相应扩产布局，我们认为随着公司扩产项目规划的陆续落地和最终建成达产，新增产能或将被旺盛的下游需求顺利消化，有效支撑公司业绩加速释放。

### ● 斯瑞新材科技产业园项目（一）：

- 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：计划实现年产 30000 套 CT 球管零组件、15000 套 DR 射线管零组件、500 套直线加速器零组件、3500 套半导体产品组件和 30000 套高电压用 VI 导电系统组件的生产能力；
- 年产 2000 万套光模块芯片基座/壳体材料及零组件项目：计划实现年产 2000 万套光模块基座、1000 万套光模块壳体生产能力；
- 钨铜合金材料、零件项目：计划实现年产 300 吨铜钨触头生产能力。

### ● “液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目”

- 一阶段：拟实现年产约 200 吨锻件、200 套火箭发动机喷注器面板、500 套火箭发动机推力室内壁、外壁等零组件，形成年产销约 2 亿元；
- 二阶段：拟实现年产约 100 吨锻件、200 套火箭发动机喷注器面板、600 套火箭发动机推力室内壁、外壁等零组件，形成年产销约 2.3 亿元。

**图表 11：公司各产品板块产能扩张计划情况**

产品板块	产能扩张情况
中高压电接触材料及制品	完成生产场地扩建，中压电接触材料及制品产能超 100 万片/月 计划投建年产 300 吨铜钨触头生产能力
高性能铬粉	斯瑞扶风新建高性能铬粉生产线投产，形成各类高性能铜合金粉末产能 60 吨/年 IPO 募投项目新增实施“年产 2000 吨高纯金属铬材料项目”现已建设完成
CT 和 DR 球管零组件	万级超净间建设、大型高温真空钎焊炉和高精密加工设备投产，实现 CT 和 DR 球管零组件年产能 6000-8000 套 计划投建年产 30000 套 CT 球管零组件、15000 套 DR 射线管零组件、500 套直线加速器零组件、3500 套半导体产品组件和 30000 套高电压用 VI 导电系统组件的生产能力
液体火箭发动机推力室内壁	产品进入量产阶段，2023 年公司火箭发动机推力室各产品业务产能利用率均已超过 80% 计划投建“液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目”，拟实现年产约 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，形成年产销约 4.3 亿元
光模块芯片基座	年产 200 万件产能建设进展顺利，计划投建年产 2000 万套光模块基座、1000 万套光模块壳体项目

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**2024 年定增预案公布，公司扩产计划进入加速落地节点。**2024 年 10 月公司公布《2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，拟募资 6 亿元用于投建液体火箭发动机推力室材料/零件/组件产业化项目一阶段、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及补充流动资金，我们认为反映公司扩产计划已进入加速落地节点，中长期业绩有望伴随扩产项目建成投产维持稳健增长态势。

- **液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目（一阶段）**：拟于西安市高新区丈八七路 12 号开展，资金主要用于购置生产设备，项目建成达产后预计将实现年产约 200 吨锻件、200 套火箭发动机喷注器面板、500 套火箭发动机推力室内壁、外壁等零组件，达产当年预计实现销售收入 2.01 亿元；
- **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**：拟于西安市雁塔区未来产业城鱼跃路 60 号开展，资金主要用于厂房建设和购置生产设备，项目建成达产后预计将实现年产 30000 套 CT 球管零组件、15000 套 DR 射线管零组件、500 套直线加速器零组件、3500 套半导体产品组件和 30000 套高电压用 VI 导电系统组件的生产能力，达产当年预计实现销售收入 5.07 亿元。

**图表 12：公司 2024 年定增预案情况（单位：亿元）**

序号	项目整体名称	子项目/具体阶段	拟投资总额	拟用募集资金投资金额
1	液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目	一阶段	2.3	2.0
2	斯瑞新材料科技产业园建设项目（一）	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	4.0	3.4
3	补充流动资金	/	0.6	0.6
<b>合计</b>	/	/	<b>6.9</b>	<b>6.0</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究所

### 1.3. 实施股权激励充分激发员工积极性，高标准解锁条件彰显公司发展信心

**股权激励解锁条件高，彰显公司发展信心。**公司 2023 年股票期权激励计划拟向 85 名激励对象授予 1680 万份股票期权，约占激励计划草案公告时公司股本总额的 3%，其中首次授予的 1362 万份已于 2024 年 1 月 23 日授予完毕，2024-2025 年每个会计年度考核一次，公司层面业绩考核目标值为以公司 2023 年为基数，2024 和 2025 两年扣非后归母净利润增长率分别为 40%和 100%。

图表 13：公司 2023 年股票期权激励计划公司层面业绩考核要求

行权期	考核年度	归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长率 (A)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
首次授予部分第一个行权期	2024 年	40%	25%
首次授予部分第二个行权期	2025 年	100%	60%

公司层面行权 X 比例：  
 当考核指标出现  $A \geq Am$  时， $X=100\%$ ；  
 当考核指标出现  $An \leq A < Am$  时， $X=80\%$ ；  
 当考核指标出现  $A < An$  时， $X=0\%$

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们认为，股权激励的实施使得员工利益与公司高度绑定，可以有效激发员工的工作积极性，同时公司层面业绩考核目标值的设定充分彰显公司发展信心，看好公司未来发展。

### 2. 历史经营业绩稳步增长，报表端指标持续向好公司业绩有望加速释放

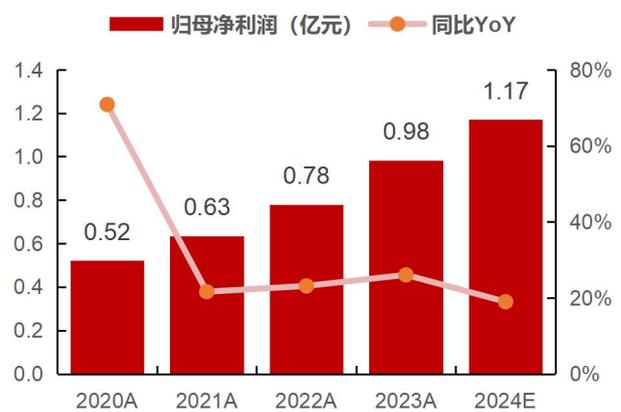
**历史经营业绩稳步增长，新产业方向逐步开始贡献效益。**2020-2023 年公司营业收入、归母净利润稳步增长，3 年 CAGR 分别为 20.11%和 23.58%。另据公司业绩快报，2024 全年公司预计实现营业收入 13.30 亿元，同比+12.78%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比+19.21%；实现扣非后归母净利润 1.06 亿元，同比+30.74%，主要系公司积极开拓国际市场、销售结构和产品结构不断优化，叠加商业航天等新产业方向逐步开始贡献效益所致。

图表 14：2020-2024 年公司营业收入持续增长



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 15：2020-2024 年公司归母净利润持续增长



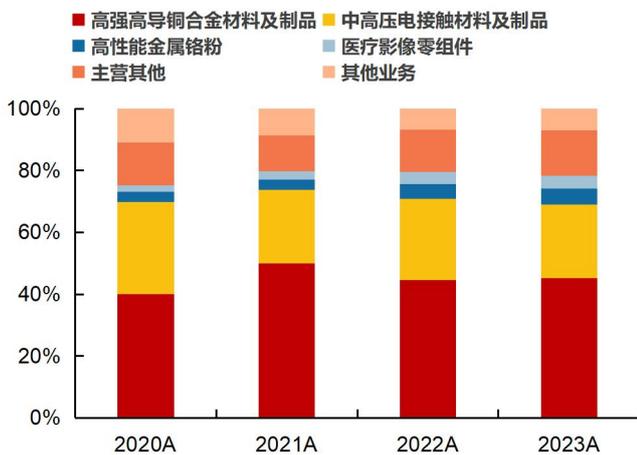
资料来源：Wind，华源证券研究所

传统优势业务为营收和利润主要来源，新兴板块放量在即盈利能力有望提升。

- **收入和毛利结构：**公司传统优势业务高强高导铜合金材料业务、中高压电接触材料及制品为公司营收和利润的主要来源，2020-2023 年营收占比维持在 70%左右，但毛利占比从 84%减少至 66%，主要系高性能金属铬粉、医疗影像零组件及主营其他等新兴业务逐渐放量、毛利占比提升所致。
- **盈利能力：**2020-2023 年公司毛利率基本维持在 20%左右，2021-2022 年小幅下降主要系铜价上涨导致高强高导铜合金材料及制品毛利率大幅下降所致，2023 年开始因产品结构优化毛利率得到显著提升。

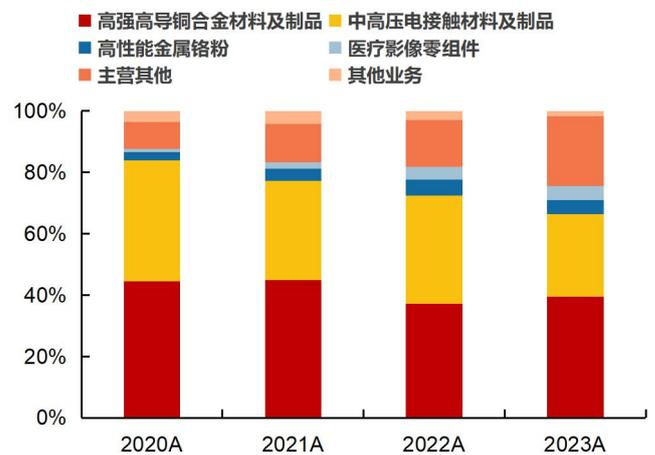
我们认为，随着公司扩产项目逐渐进入达产节点，毛利率相对较高的新兴板块业务有望加速放量，或将驱动公司收入结构持续向好，同时批产规模效应陆续显现，有望推动公司盈利能力进一步提升。

图表 16：2020-2023 年公司营收占比情况



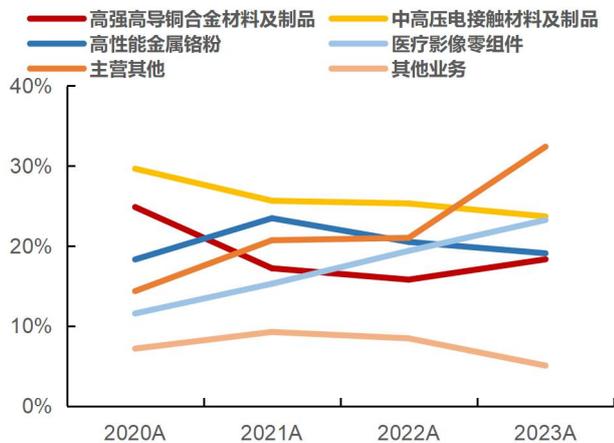
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 17：2020-2023 年公司毛利润占比情况



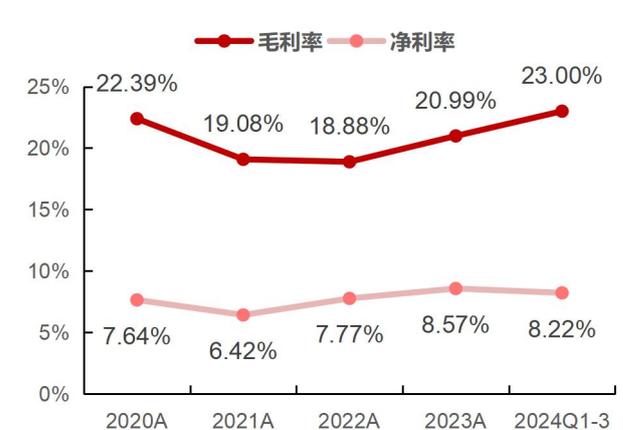
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 18：2020-2023 年公司分产品毛利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 19：2020-2024 年前三季度公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

**三项费用占比波动下降，提质增效成果显著助力公司利润释放。**公司自 2020 年起销售、管理、财务三项费用占营收比重波动下降，2024Q1-3 指标为 8.16%，反映公司经营管理效率不断提升、降本增效成果显著，有助于进一步释放利润。

**研发费用率维持高位，技术驱动型企业特征显著。**2020 年来公司研发费用投入持续增加，2024 年前三季度指标为 0.51 亿元，占营业收入比重为 5.25%，同比提升 0.64 个百分点，我们认为持续的高研发投入有助于材料企业保持技术先进性，帮助企业通过产品迭代实现单价提升、通过生产流程优化实现成本下降，最终驱动公司业绩快速放量。

图表 20：2020-2024 年前三季度公司三费占比波动下降



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 21：2020-2024 年前三季度公司研发费用率波动上升



资料来源：Wind，华源证券研究所

**存货持续增长，公司业绩有望随产品交付实现快速放量。**公司自 2020 年起存货持续增长，截至 2024Q3 指标为 2.80 亿元创历史新高，我们认为存货快速增长或表明公司在手订单充足，可能正处于积极备产备货状态，业绩预计随产品交付有望实现快速放量。

**固定资产+在建工程持续增长，公司业绩有望伴随产能扩增实现持续加速释放。**公司自 2020 年起固定资产+在建工程持续增长，截至 2024Q3 指标为 8.60 亿元创历史新高，我们认为固定资产+在建工程持续增长表明公司持续进行资本投入以扩大生产规模，业绩有望伴随新增产能投产后实现持续加速释放。

图表 22：2020-2024Q3 公司存货持续增长



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 23：2020-2024Q3 公司固定资产+在建工程持续增长



资料来源：Wind，华源证券研究所

### 3. 传统优势业务行业地位突出，技术优势+客户优势筑牢业绩护城河

传统优势业务行业地位突出，技术优势+客户优势共同保障公司业绩稳健增长。公司传统优势业务包括高强高导铜合金材料及制品（具体应用为牵引电机端环和导条、高端连接器接触件）、中高压电接触材料及制品（具体应用中高压电接触触头）。作为全球高强高导铜合金材料与零件主要供应商、中高压电接触材料及制品龙头，公司有望在技术优势+先发优势共同驱动下实现业绩稳步增长。

#### 3.1. 牵引电机端环和导条：有望充分受益于高速铁路列车新建+维修替换需求提升

政策指引下高铁营运里程快速增长，动车组列车保有量或将持续提升。相比于快速铁路和普速铁路，高铁的设计标准等级更高、速度更快，已成为居民出行的首选交通方式。国家铁路局数据显示，我国高铁营运里程已从2016年的2.2万公里快速增长至2023年的4.5万公里，国家规划到2025/2027年将分别达到5万/5.3万公里，占全国铁路营运里程的比重也将提升至31%以上，我们认为与之相匹配的动车组保有量也将继续维持快速提升态势。

图表 24：2016-2023 年我国高铁营运里程和占比持续提升



资料来源：国家铁路局，前瞻产业研究院，华源证券研究所

图表 25：2016-2022 年中国动车组保有量持续提升

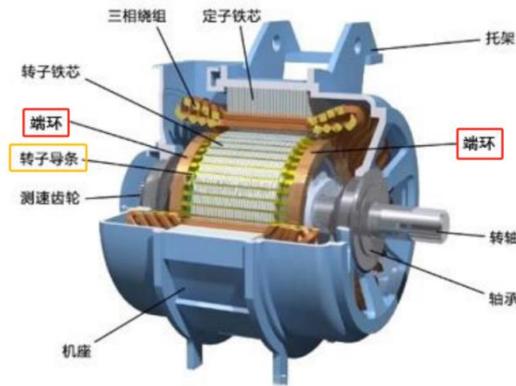


资料来源：国家铁路统计公报，前瞻产业研究院，华源证券研究所

高铁技术的发展要求牵引系统性能提升，牵引电机的性能提升为关键环节。牵引电机作为列车的动力装置，是高速铁路技术体系的关键技术之一，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重要影响，被誉为轨道交通车辆的“心脏”。随着高铁的快速发展，对牵引系统的要求也在逐渐提高，其中牵引电机的性能提升是关键。

牵引电机端环和导条的工作环境严苛，高强高导铜合金的应用优势凸显。牵引电机主要为三相异步交流电机，其主要结构由定子铁芯和转子铁芯组成，其中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，转子温度高达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。

图表 26：端环和导条在牵引电机中的使用场景示意



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

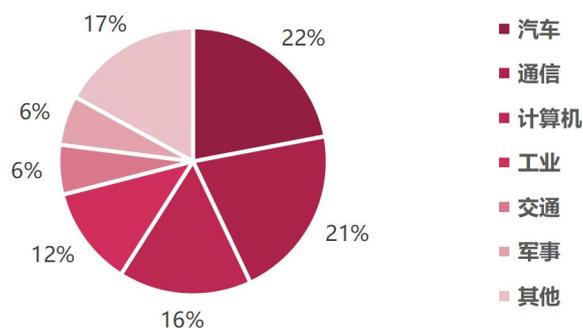
动车组列车对牵引电机需求高于普通列车，新建车组+存量维修替换或将驱动公司端环和导条产品需求持续提升。根据智研咨询，目前我国正式运营的动车组列车最高时速为350KM/h，远超普通列车平均水平，对以牵引电机为核心的牵引系统提出更高要求，对以高强高导铜合金为材料制成的端环和导条需求也有望随之增加。

公司高强高导铜合金电机端环和导条主要应用于高速/重载轨道交通大功率牵引电机制造，并已实现向中国中车、法国阿尔斯通等客户的供应。我们认为，公司产品有望伴随动车组列车新建需求+存量列车牵引电机维修替换需求实现加速放量。

### 3.2. 高端连接器接触件：有望充分受益于高端连接器市场规模提升+国产替代

连接器下游应用广泛，新能源车产销两旺或将驱动连接器需求持续提升。根据华经产业研究院及智研咨询，连接器是实现电子设备电能、信号传输与交换的电子部件，是构成电子系统连接必需的基础元件，下游应用覆盖汽车、交通运输、通信、消费电子、军工、轨道等多领域，其中汽车领域为最大的应用市场，且连接器在新能源汽车中的应用日益广泛，连接器需求有望伴随新能源车产销两旺实现持续提升。

图表 27：汽车、通信和计算机领域是连接器最主要的应用市场



资料来源：智研咨询，华源证券研究所

我国连接器市场规模逐年增加，国产替代空间广阔。根据华经产业研究院，近年来以中国及亚太地区为代表的新兴市场增长强劲，成为推动全球连接器市场增长的主要动力。2022年中国连接器市场规模为265亿美元，2016-2022年复合增速达5.9%。目前欧美、日本的连接器跨国企业仍具有较大优势，在高性能专业型连接器产品方面引领了行业的发展，国内连接器生产商正处于逐步追赶过程中，在部分领域已经具备与国际领先企业抗衡的能力，高端连接器市场具有广阔的国产替代空间。

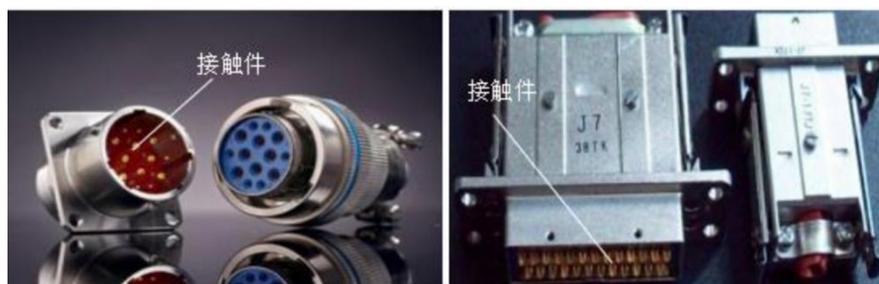
图表 28：2016-2022 年中国连接器市场规模复合增速达 5.9%



资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

连接器接触件性能水平要求不断提升，高强高导铜合金应用价值凸显。随着制造业信息化、智能化水平的逐步提高，连接器将持续向功能化、小型化、智能化方向发展，接触件材料性能要求也不断提升，包括高接触力、低接触阻抗、良好散热性、抗高温软化性能等，从而对铜合金材料的导电率、热传导系数、机械强度、高温软化性能等提出了更高要求。高强高导铜合金作为兼具高强度、高导电性和一些特殊性能的合金，是高端连接器接触件的重要原材料。

图表 29：接触件是连接器的关键组件



资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

进口替代方兴未艾，公司产品市场空间广阔。当前，中国的高强高导铜合金材料主要依赖进口，公司研发的高强高导铜合金材料处于替代进口的阶段，已经成为全球该细分领域的主要供应商之一，在行业中处于头部地位。我们认为，公司在该领域具备较强的技术基础、产业基础和市场基础，业绩有望受益于高端连接器市场规模提升+国产替代进程加速实现持续增长。

### 3.3. 中高压电接触触头：有望充分受益于发电设备和输配电网网络新建+替换需求

电接触材料是电气开关设备关键部位，中高压等级下高性能铜基材料应用价值凸显。电接触触头承担电路开断和耐压的作用，直接影响整个电气开关设备的工作质量，因此对材料和结构提出了较高的要求。使用电压超过 1.2kV 的电接触材料被定义为中高压电接触材料，目前铜基材料是中高压电气开关的主流电接触材料，主要包括铜铬材料和铜钨材料（可应用于电压等级更高的领域）。

图表 30：铜基材料是中高压电气开关的主流电接触材料

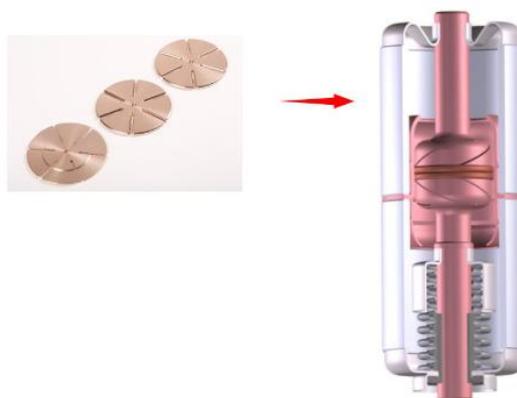
名称	电压	电气开关类型	备注
轻负载电接触材料	<24V	信号继电器、微动开关	银基材料为主
低压电接触材料	<1.2kV	空气断路器、接触器、继电器、微动开关	银基材料
中高压电接触材料	>1.2kV	真空断路器、六氟化硫断路器、气体绝缘金属封闭开关设备、接地开关、负荷开关、重合器、高压接触器等	<b>铜基材料</b>

资料来源：公司招股说明书，华源证券研究所

**灭弧是电气开关设备需要解决的关键问题。**在电气开关设备中，电接触材料本身及周围的介质中含有大量可被游离的电子，当施加足够大的电压且电路电流达到最小生弧电流时就会形成电弧。电弧产生的高温容易烧损触头及绝缘，严重情况下甚至引起相间短路、电器爆炸，从而酿成火灾并危及人员和设备安全，因此灭弧是开关设备必须解决的问题。

**铜铬触头对稳定大电流开断过程起重要作用。**真空灭弧室是中高压真空断路器的关键部件，真空断路器在电流开断过程中是通过真空灭弧室中的电触头实现对电流的开断的，铜铬触头性能直接决定灭弧室在大电流开断过程中的稳定性。制造高性能的铜铬触头材料，有利于降低我国在高压领域输配电网故障，保障人民财产和生命安全。

图表 31：铜铬触头是真空灭弧室的核心零件



资料来源：公司官网，华源证券研究所

我国发电量和用电量逐年快速增长，或持续拉动中高压电接触触头需求提升。中高压电接触触头主要应用在电源工程（发电厂）、输配电网等中高压开关设备中，华经产业研究院整理的数据显示，2014-2022 年我国全口径发电装机容量和全社会用电量均持续增长，复合增速分别达到 8.15%和 5.47%。我们认为，中高压电接触触头需求有望伴随发电设备和输配电网的新建及存量替换需求维持快速增长。

图表 32：我国全口径发电装机容量持续增长



资料来源：中电联，华经产业研究院，华源证券研究所

图表 33：我国全社会用电量持续增长



资料来源：国家统计局，华经产业研究院，华源证券研究所

环保要求指引真空开关渗透率持续提升，中高压电接触触头需求有望从中受益。现有的六氟化硫开关需要使用六氟化硫气体，其温室效应是二氧化碳的 23900 倍，在日趋严格的环保要求下，高电压大电流等级真空开关有望逐步替代传统六氟化硫开关，渗透率持续提升之下中高压电接触触头需求有望随之受益。

技术优势筑造牢固市场地位，公司业绩有望充分受益于市场空间扩大。公司是中高压电接触材料全球行业第一，产品经过三代更新升级解决了国家电网建设触头材料依赖进口问题，据公司 2023 年半年报，公司该产品国内市场占有率超过 60%并且返销全球，我们认为公司中高压电接触触头产品有望伴随下游行业需求增长实现加速放量，并有效驱动公司业绩持续增长。

## 4. 新兴板块业务进展顺利，客户导入+产能扩建或将迎来放量节点

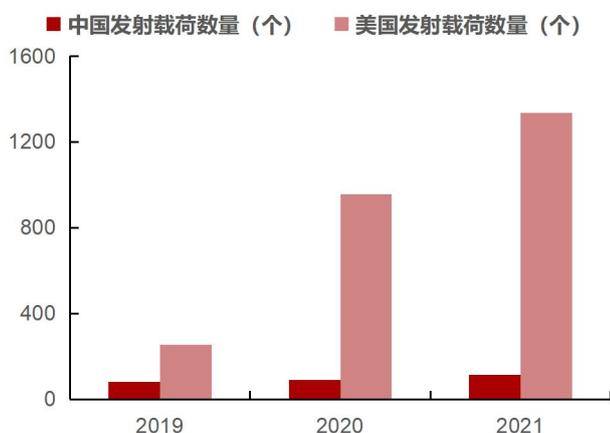
**新兴板块业务进展顺利，客户导入+产能扩建或将迎来放量节点。**公司新兴板块业务包括航天（液体火箭发动机推力室内壁）、医疗（CT 和 DR 球管零组件）、半导体（光模块芯片基座/壳体）等，均系公司依托自身先进的铜基合金熔炼加工技术向下游进行的前瞻性产业布局，当前多个产品已基本研发完成并获得客户认可，叠加扩产项目规划陆续落地，我们认为公司新兴板块业务或将迎来放量节点，有望成为公司业绩增长的新增动力。

### 4.1. 液体火箭发动机推力室内壁：有望充分受益于航天发射高景气周期

**低轨卫星互联网蓬勃发展，驱动运载火箭发射需求持续增加。**根据《我国低轨卫星互联网发展的问题与对策建议》统计，近年来低轨卫星互联网已成为全球瞩目的领域，截至 2022 年 4 月 10 日，全球申请低轨卫星数量已达到 74353 颗，其中美国 50626 颗，中国 14220 颗，未来各国对部署低轨道卫星的争夺将愈发激烈。航天卫星是火箭发射的主要应用场景，受下游卫星互联网市场需求拉动，运载火箭发射需求增长迅猛，全球火箭发射或进入高密度常态化发射阶段。

**看齐假设下我国运载火箭发射能力成长空间较大，未来数年或为航天发射高景气周期。**与美国相比，当前我国运载火箭发射载荷的数量和质量均有较大差距，看齐假设下成长空间较大。另据国际电联 ITU 的规则，中国卫星网络集团有限公司需在 2027 年 11 月前发射已申请的 12922 颗卫星，否则需对申请的卫星数量进行相应调减，我们预计后续我国低轨道卫星将进入密集发射期，作为发射载体的运载火箭发射数量也将进入快速上升期，有望驱动火箭制造业及零部件装配产业蓬勃发展。

图表 34：我国运载火箭发射载荷数量远低于美国



资料来源：航天科技集团，空间瞭望智库，前瞻产业研究院，华源证券研究所

图表 35：我国运载火箭发射载荷质量远低于美国



资料来源：航天科技集团，空间瞭望智库，前瞻产业研究院，华源证券研究所

**推力室是火箭发动机的动力来源，要求内壁材料具有较高性能指标。**推力室是将推进剂燃烧产生的高温、高压燃气热能转化为火箭飞行所需动能的装置，工作于高温、高压环境中，因此要求推力室内壁材料具有良好的耐高温性能和导热性能，能够将火箭发射过程中燃料燃烧的热量导出以确保发动机正常工作，对材料的性能提出较高要求。

**公司合金材料填补国内空白，技术优势有望转化为产品和市场优势。**公司开发的 CuCrNb 新型耐高温铜合金性能基本达到国际先进水平，实现国家航天重大工程下一代火箭发动机推力室内壁关键材料和关键制造技术的自主可控，已与下游客户启动材料、零件成型和应用性能验证的联合研发工作，研发成功后有望为公司带来持续订单，助力公司业绩释放。

**图表 36：蓝箭航天朱雀二号改进型运载火箭**



资料来源：蓝箭航天官网，华源证券研究所

**图表 37：蓝箭航天朱雀三号可复用火箭**



资料来源：蓝箭航天官网，华源证券研究所

**拟建设扩产项目突破产能瓶颈，业绩有望随达产后产品放量实现加速释放。**2023 年公司火箭发动机推力室各产品业务产能利用率均已超过 80%，现有产能已难以满足持续增长的市场需求，拟投建“液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目”，新增年产 1100 套火箭发动机推力室内外壁等零组件的生产能力，我们认为公司产品有望充分受益于我国航天发射高景气周期，扩产项目建成达产后产能有望得到顺利消化，助推公司业绩加速增长。

## 4.2. CT 和 DR 球管零部件：有望充分受益于我国 CT 设备数量增长+国产化率提升

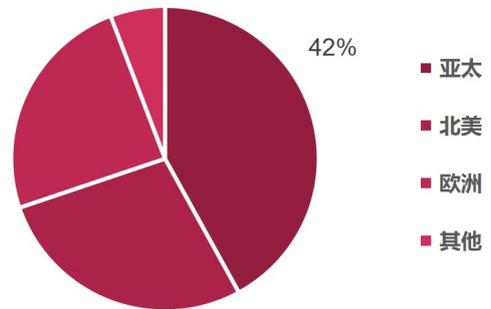
CT 是临床应用中最常见的医学影像设备之一，目前全球 CT 市场的主要增长动力来自亚太地区。CT 在医学诊断方面有重要的作用，具有扫描时间快、图像清晰的特点，可用于多种疾病的检查，在全球医院实现了广泛配置。根据华经产业研究院，2022 年全球 CT 设备行业市场规模达到 154.9 亿美元，欧美发达国家 CT 市场已经进入了相对成熟期，全球 CT 市场的主要增长动力来自亚太地区。

图表 38：2015-2022 年全球 CT 设备市场规模持续增加



资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

图表 39：2022 年亚太地区 CT 设备市场规模占比达 42%



资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

我国 CT 设备保有量快速提升，国产替代方兴未艾。截至 2023 年 6 月 30 日，全球拥有的 CT 设备约 40 万台，CT 球管的需求量约为 14-17 万只，而目前仅有少数企业如 GE、西门子和飞利浦等拥有 CT 球管的设计研发制造能力。近年来我国 CT 设备保有量及市场规模均在快速增长，考虑到高端医疗设备国产化率提升和国内需求增长的要求，CT 和 DR 球管行业面临着广阔发展机会。

图表 40：2018-2022 年我国 CT 设备保有量快速增加



资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

图表 41：2015-2022 年我国 CT 设备市场规模持续增长



资料来源：华经产业研究院，华源证券研究所

图表 42：公司 CT 和 DR 球管零部件在产业链中位置示意



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**依托优势技术完成产品国产化生产，完成下游重要客户突破。**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 球管核心零部件的国产化生产，客户包括世界三大 CT 设备制造商之一的西门子医疗，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。我们认为，公司 CT 和 DR 球管核心零部件已完成下游多个重要客户的验证和认可，有望持续获取客户订单。

**拟建设扩产项目突破产能瓶颈，业绩有望随达产后产品放量实现加速释放。**2021-2023 年公司 CT/DR 球管零部件产品的产能利用率均值超过 80%，现有产能已难以满足持续增长的市场需求，拟投建“年产 3 万套医疗影像装备等电真空用材料、零部件研发及产业化项目”，项目实施后将具备年产 3 万套 CT 球管零部件和 1.5 万套 DR 射线管零部件的能力，我们认为公司产品有望充分受益于我国 CT 设备市场规模增长+国产化率提升，扩产项目建成达产后产能有望得到顺利消化，助推公司业绩加速增长。

### 4.3. 光模块芯片基座：有望充分受益于光模块需求量提升+高速率产品加速迭代

光模块是光通信的核心部件之一，高速率光模块对基座的散热要求大幅提高，钨铜合金材料的使用是发展方向。作为支撑算力中心和数据中心的关键一环，光模块目前主要以 200G 以下为主，对于芯片基座材料的散热要求不高，低膨胀高导热的可伐合金可以满足要求；而 400G 以上光模块芯片对散热要求大幅提高，需要具有低膨胀和更高导热特性的新材料来满足要求，因此钨铜合金便成为高速率光模块基座的优选材料。

图表 43：具备高热导率的铜基合金是高速率光模块基座的优选材料

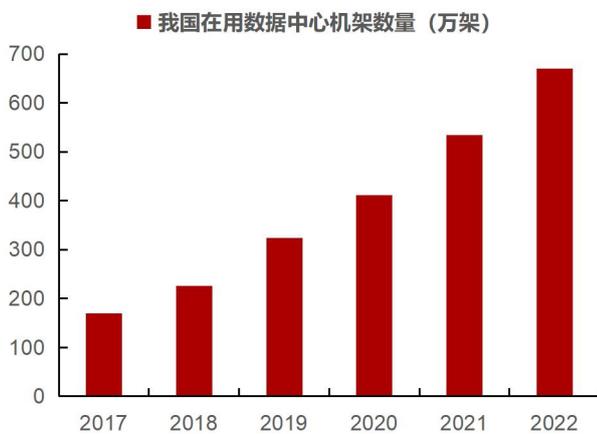
材料	热导率 (W/m·K)	膨胀系数 (10 <sup>-6</sup> /°C)
可伐合金	20.6	6.4
钨铜合金	160	6.8
钨铜合金	180-190	6.5
铜金刚石合金	800	6.4

资料来源：公司公告，华源证券研究所

光模块下游领域中数通市场增速最快，已成为第一大应用市场。根据智研咨询，光模块目前主要应用市场包括数通市场、电信市场和新兴市场，其中数通市场是光模块增速最快的市场，目前已超越电信市场成为第一大市场，是光模块产业未来的主流增长点；电信市场是光模块最先发力的市场，5G 建设将大幅拉动电信用光模块需求；新兴市场包括消费电子、自动驾驶、工业自动化等市场，是未来发展潜力最大的市场。

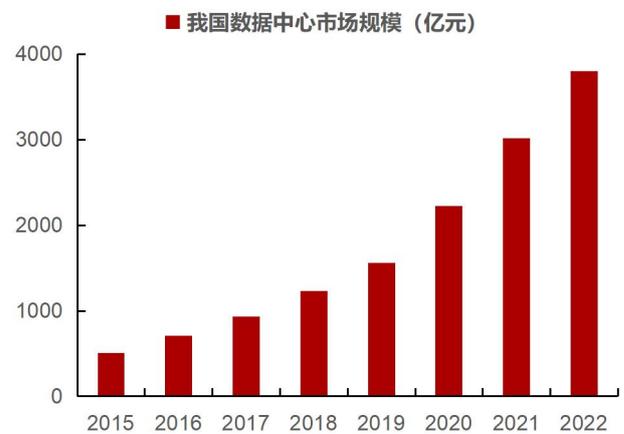
云计算需求和数据流量增长推动数据中心扩容，驱动光模块需求持续提升。海量设备连接及复杂的应用场景对数据的计算、存储及处理能力提出了更高的要求，并推动数据流量向集中化发展，由此推动数据中心机架的持续增长。光模块作为实现数据中心内部及外部设备互联的功能性器件，数据中心的持续扩容有望驱动光模块需求快速提升。

图表 44：我国在用数据中心机架数量持续增长



资料来源：智研咨询，华源证券研究所

图表 45：我国数据中心市场规模持续增长



资料来源：智研咨询，华源证券研究所

依托优势核心技术进行产品开发，客户渠道拓展顺利。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，在光模块基座制造上制定了先进的生产工艺，布局数字新基建领域，同时支持光通信行业向 400G、800G、1.6T 快速发展，可提供光模块基座原材料制造及产成品加工的整体解决方案，主要客户包括 Finisar、天孚通信、环球广电和东莞讯滔等。

拟建设扩产项目突破产能瓶颈，业绩有望随达产后产品放量实现加速释放。公司目前光模块芯片基座产能规模较小，2023 年 1-9 月产能规模为 50 万件，无法满足下游市场快速增长的需要，拟投建“年产 2000 万套光模块芯片基座/壳体材料及零组件项目及钨铜合金材料、零件项目”，预计将年产能增加至 2000 万套光模块基座和 1000 万套光模块壳体，我们认为公司产品有望充分受益于光模块需求增长+高速率产品加速迭代带来的钨铜合金渗透率提升，扩产项目建成达产后产能有望得到顺利消化，助推公司业绩加速增长。

## 5. 盈利预测与评级

综上所述我们认为，公司作为我国铜基合金细分领域龙头，传统优势业务（高强高导铜合金材料及制品+中高压电接触材料及制品）持续稳健增长，新兴板块（航天+医疗+半导体）或将迎来放量，业绩有望维持高速增长态势。

预测公司 2024–2026 年分别实现营业收入 13.30/15.91/19.44 亿元，归母净利润 1.17/1.56/2.10 亿元，EPS 为 0.16/0.22/0.29 元/股，按 2025 年 4 月 10 日收盘价计算的 PE 为 74.27/55.66/41.55 倍。

图表 46：公司分产品营收及预测情况（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
高强高导铜合金材料及制品营收	4.42	5.34	5.58	6.46	7.86
YoY	-8.51%	20.83%	4.41%	15.87%	21.69%
毛利润	0.70	0.98	1.12	1.42	1.81
毛利率	15.79%	18.33%	20.00%	22.00%	23.00%
中高压电接触材料及制品营收	2.61	2.81	3.35	4.06	4.93
YoY	12.77%	7.52%	19.28%	21.29%	21.30%
毛利润	0.66	0.66	0.84	1.06	1.33
毛利率	25.30%	23.68%	25.00%	26.00%	27.00%
高性能金属铬粉营收	0.48	0.60	0.68	0.82	0.95
YoY	51.00%	25.34%	14.08%	20.57%	15.42%
毛利润	0.10	0.11	0.14	0.16	0.19
毛利率	20.50%	19.08%	20.00%	20.00%	20.00%
医疗影像零组件营收	0.40	0.48	0.60	0.74	0.87
YoY	51.02%	21.16%	24.15%	22.50%	18.37%
毛利润	0.08	0.11	0.16	0.22	0.30
毛利率	19.39%	23.24%	23.94%	24.57%	25.12%
主营其他营收	1.36	1.74	2.23	2.94	3.93
YoY	22.35%	27.88%	28.06%	32.03%	33.59%
毛利润	0.29	0.56	0.73	1.03	1.41
毛利率	21.01%	32.39%	33.00%	35.00%	36.00%
其他业务营收	0.67	0.82	0.87	0.88	0.90
YoY	-20.89%	23.53%	5.00%	2.00%	2.00%
毛利润	0.06	0.04	0.04	0.04	0.05
毛利率	8.46%	5.06%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>营业收入（总）</b>	<b>9.94</b>	<b>11.80</b>	<b>13.30</b>	<b>15.91</b>	<b>19.44</b>
YoY	2.61%	18.71%	12.78%	19.58%	22.22%
营业成本	8.06	9.32	10.28	11.97	14.37
毛利润	1.88	2.48	3.02	3.94	5.08
毛利率	18.88%	20.99%	22.68%	24.75%	26.11%

资料来源：Wind，华源证券研究所

选择同样具备行业内领先技术优势菲利华（石英纤维材料及制品）、铂力特（金属增材制造）、航材股份（高温合金、钛合金、透明件等）作为可比公司，三家公司按 Wind 一致预期计算的 2025 年平均 PE 为 39.49 倍。考虑到斯瑞新材多个新兴板块业务进展顺利、客户导入+产能扩建或将迎来放量节点，给予公司一定估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

**图表 47：可比公司估值表**

股票代码	公司简称	收盘价(元)		EPS (元/股)			PE		PB
		2025/4/10	24A/E	25E	26E	24A/E	25E	26E	
300395.SZ	菲利华	51.26	0.76	1.32	1.75	67.81	38.95	29.27	6.52
688333.SH	铂力特	60.01	0.86	1.28	1.75	142.73	47.01	34.27	3.39
688563.SH	航材股份	52.88	1.48	1.63	1.96	43.25	32.52	26.95	2.30
<b>平均 PE</b>						<b>84.60</b>	<b>39.49</b>	<b>30.16</b>	
688102.SH	斯瑞新材	11.97	0.16	0.22	0.29	74.27	55.66	41.55	8.34

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，菲利华、铂力特、航材股份盈利预测来自 Wind 一致预期，斯瑞新材盈利预测来自华源证券研究所，PB 来自 Wind

## 6. 风险提示

**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，则公司的研发投入可能达不到预期的效益，公司存在一定的研发成果转化风险。

**原材料价格波动风险：**公司的主要原材料是铜材，受铜材价格上涨、产品结构变化等因素的影响，电解铜等原材料持续上涨时，若公司未能采取有效措施应对，则可能会给生产经营带来不利影响。

**海外市场贸易环境变化风险：**公司产品的对外出口国家主要包括美国、法国、德国、奥地利等，随着国际政治经济形势复杂多变，贸易整体环境和政策的变化存在不确定性，如果相关国家政治经济环境恶化或实施对公司存在不利影响的贸易政策，公司海外市场业务将面临较大的风险。

**项目建设进度不及预期风险：**公司计划投资新建“斯瑞新材科技产业园项目（一）”、“液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目”等扩产项目，若后续因各种原因导致项目建设进度不及预期，公司产能释放速度可能受到影响，进而可能对公司经营造成影响。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	127	67	80	156
应收票据及账款	282	304	363	443
预付账款	7	10	11	14
其他应收款	3	11	13	16
存货	249	262	304	365
其他流动资产	49	65	77	95
<b>流动资产总计</b>	<b>716</b>	<b>717</b>	<b>848</b>	<b>1,088</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	598	700	741	799
在建工程	155	185	218	155
无形资产	94	97	104	115
长期待摊费用	9	4	0	0
其他非流动资产	143	167	181	186
<b>非流动资产合计</b>	<b>999</b>	<b>1,153</b>	<b>1,245</b>	<b>1,255</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,715</b>	<b>1,870</b>	<b>2,093</b>	<b>2,343</b>
短期借款	160	221	307	385
应付票据及账款	110	114	132	159
其他流动负债	154	166	194	234
<b>流动负债合计</b>	<b>424</b>	<b>501</b>	<b>634</b>	<b>777</b>
长期借款	124	139	144	136
其他非流动负债	76	76	76	76
<b>非流动负债合计</b>	<b>200</b>	<b>215</b>	<b>220</b>	<b>213</b>
<b>负债合计</b>	<b>625</b>	<b>716</b>	<b>854</b>	<b>990</b>
股本	560	727	727	727
资本公积	214	46	46	46
留存收益	282	346	431	545
归属母公司权益	1,056	1,120	1,205	1,319
少数股东权益	35	35	34	34
<b>股东权益合计</b>	<b>1,091</b>	<b>1,154</b>	<b>1,239</b>	<b>1,353</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,715</b>	<b>1,870</b>	<b>2,093</b>	<b>2,343</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	101	101	148	202
折旧与摊销	62	75	84	90
财务费用	11	11	15	18
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	-18	-44	-72	-98
其他经营现金流	11	18	10	8
<b>经营性现金净流量</b>	<b>169</b>	<b>162</b>	<b>185</b>	<b>221</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-239</b>	<b>-233</b>	<b>-177</b>	<b>-102</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>72</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>-44</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>1</b>	<b>-60</b>	<b>13</b>	<b>76</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,180	1,330	1,591	1,944
营业成本	932	1,028	1,197	1,437
税金及附加	9	9	13	15
销售费用	22	24	29	35
管理费用	56	68	80	97
研发费用	59	71	84	103
财务费用	11	11	15	18
资产减值损失	-2	-2	-2	-3
信用减值损失	0	-4	-5	-6
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	26	20	12	10
<b>营业利润</b>	<b>114</b>	<b>132</b>	<b>177</b>	<b>239</b>
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	3	2	2	2
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>111</b>	<b>130</b>	<b>176</b>	<b>238</b>
所得税	10	13	19	29
<b>净利润</b>	<b>101</b>	<b>117</b>	<b>156</b>	<b>209</b>
少数股东损益	3	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>98</b>	<b>117</b>	<b>156</b>	<b>210</b>
EPS(元)	0.14	0.16	0.22	0.29

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	18.71%	12.78%	19.58%	22.22%
营业利润增长率	52.40%	16.01%	34.53%	35.15%
归母净利润增长率	26.05%	19.21%	33.44%	33.94%
经营现金流增长率	227.56%	-3.61%	13.74%	19.76%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	20.99%	22.68%	24.75%	26.11%
净利率	8.57%	8.81%	9.83%	10.77%
ROE	9.31%	10.47%	12.98%	15.89%
ROA	5.73%	6.27%	7.47%	8.94%
<b>估值倍数</b>				
P/E	88.53	74.27	55.66	41.55
P/S	7.38	6.54	5.47	4.48
P/B	8.25	7.78	7.23	6.60
股息率	0.51%	0.61%	0.82%	1.10%
EV/EBITDA	42	42	33	27

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）。