

有色金属

2025 年 06 月 25 日

斯瑞新材 (688102)

——材料强国之高端制造系列报告之六：高端铜基合金领军企业，多赛道布局打开成长空间

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2025 年 06 月 24 日

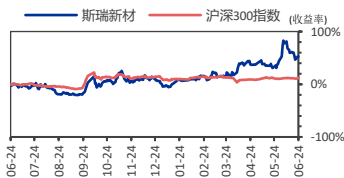
收盘价 (元)	13.14
一年内最高/最低 (元)	16.28/6.72
市净率	8.6
股息率% (分红/股价)	0.91
流通 A 股市值 (百万元)	9,611
上证指数/深证成指	3,420.57/10,217.63

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	1.54
资产负债率%	48.54
总股本/流通 A 股 (百万)	731/731
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

韩强 A0230518060003
hanqiang@swsresearch.com
武雨桐 A0230520090001
wuyt@swsresearch.com
穆少阳 A0230524070009
musy@swsresearch.com

研究支持

田昕 A0230124060003
tianxin@swsresearch.com

联系人

田昕
(8621)23297818×
tianxin@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **高端铜基合金领军企业，营收及业绩持续提升。**公司以铜基特种材料的制备技术为核心，从中高压电接触材料及制品业务起步，着力开展高强高导铜合金材料及制品的技术应用，并积极开发液体火箭发动机、高性能金属铬粉、医疗 CT 和 DR 球管零组件、光模块芯片基座材料和新一代铜铁合金材料。公司业绩持续稳定增长，2024 年实现营收 13.30 亿元，同比增长 12.73%；实现归母净利润 1.14 亿元，同比增长 16.17%。公司募集资金建设铜铁和铬铜系列合金材料产业化项目，并拟定增募资推进商业航天和医疗影像领域生产进程，未来产能释放有望不断提升公司盈利能力。
- **筑牢核心产业技术优势，高端合金材料市场构建基本盘。**1) 高强高导铜合金材料及制品：公司掌握高强高导铜合金核心制备技术，材料主要供应航空航天、新能源汽车等高端连接器市场，制品用于牵引电机等关键部件，我国轨道交通建设进程推进与新能源汽车市场需求将驱动需求扩张。2) 中高压电接触材料及制品：公司位于中高压电接触材料产业链上游，研发的铜铬与铜钨材料可广泛用于多种电气设备中高压开关，电网建设扩张将提升市场潜在需求。3) 高性能金属铬粉：公司已实现高性能金属铬粉产业化，产品可用于高端高温合金、高纯靶材等高端制造领域，下游国产替代进程加速有望打开增量空间。
- **积极布局医疗、航空航天与光通信发展盘，高附加值新兴领域驱动成长。**1) CT 和 DR 球管零组件：公司是国内少数能够提供 CT 和 DR 球管零组件及“一站式”技术服务的企业，已成为国内主要供应商并向国际客户批量供货，CT/DR 设备国产化趋势推动市场快速发展。2) 液体火箭发动机推力室内壁：公司深入布局商业航天，所研发的耐高温铜合金满足液体火箭性能需要，已通过客户验证并用于火箭的实际发射，低轨卫星互联网布局拉动火箭发射需求激增。3) 光模块芯片基座与壳体材料：随着人工智能技术发展，市场对 400G、800G、1.6T 光模块需求增长明显，公司已完成光模块钨铜基座钨坯工艺开发，壳体产品正在与下游客户进行联合验证，未来将逐步释放产能。
- **首次覆盖并给予“增持”评级。**公司作为高端铜基合金领军企业，形成了高强高导铜合金材料、中高压电接触材料、高性能金属铬粉为核心的优势产业，并积极拓宽液体火箭发动机推力室内壁材料、CT&DR 球管零组件以及光模块芯片基座材料等新兴产业布局。我们预计公司 2025E-2027E 年归母净利润分别为 1.5/2.0/2.5 亿元，当前股价对应 2025E-2027E 年 PE 分别为 63/48/38 倍。选取相关的代表性公司铂力特（金属 3D 打印领军企业，下游覆盖航空航天、消费电子等领域）、航天电子（航天领域核心配套）、航天环宇（航空航天产品核心供应商）进行对比，2025E-2027E 年可比公司平均 PE 分别为 66/53/43 倍，公司 2025 年 PE 低于可比公司平均估值。考虑到公司在铜基合金领域行业领先，随着产能逐步释放叠加商业航天及医疗等新兴板块需求放量，因此首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、技术研发升级迭代风险、新产品市场开拓不确定风险
公司于 2025 年 5 月 30 日对上交所下发《关于陕西斯瑞新材料股份有限公司向特定对象发行股票申请文件的审核问询函》进行回复，针对本次募投项目、融资规模与效益测算、公司经营情况与财务状况及财务性投资等问题作出了相应回复。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,330	344	1,597	1,915	2,296
同比增长率 (%)	12.7	19.8	20.1	19.9	19.9
归母净利润 (百万元)	114	32	154	200	250
同比增长率 (%)	16.2	31.6	34.4	30.2	25.1
每股收益 (元/股)	0.16	0.04	0.21	0.27	0.34
毛利率 (%)	23.1	22.6	23.1	23.1	23.1
ROE (%)	10.3	2.9	12.3	14.2	15.4
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖并给予“增持”评级。公司作为高端铜基合金领军企业，形成了高强高导铜合金材料、中高压电接触材料、高性能金属铬粉为核心的优势产业，并积极拓宽液体火箭发动机推力室内壁材料、CT&DR 球管零组件以及光模块芯片基座材料等新兴产业布局。我们预计公司 2025E-2027E 年归母净利润分别为 1.5/2.0/2.5 亿元，当前股价对应 2025E-2027E 年 PE 分别为 63/48/38 倍。选取相关的代表性公司铂力特（金属 3D 打印领军企业，下游覆盖航空航天、消费电子等领域）、航天电子（航天领域核心配套）、航天环宇（航空航天产品核心供应商）进行对比，2025E-2027E 年可比公司平均 PE 分别为 66/53/43 倍，公司 2025 年 PE 低于可比公司平均估值。考虑到公司在铜基合金领域行业领先，随着产能逐步释放叠加商业航天及医疗等新兴板块需求放量，因此首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

1) 高强高导铜合金材料及制品：预计 2025E-2027E 产品业务营收为 7.03 亿元、8.33 亿元、9.84 亿元，对应同比增速分别为 18.9%、18.5%、18.2%。预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 19.9%、19.5%、19.3%。

2) 中高压电接触材料及制品：预计 2025E-2027E 产品营收 4.03 亿元、4.81 亿元、5.72 亿元，对应同比增速分别为 20.3%、19.5%、18.9%。预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 28.0%、28.0%、28.0%。

3) 高性能金属铬粉：预计 2025E-2027E 产品营收 0.52 亿元、0.64 亿元、0.76 亿元，对应同比增速分别为 23.0%、22.0%、20.0%。预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 18.9%、18.3%、18.1%。

4) 医疗影像零组件：预计 2025E-2027E 产品营收 0.78 亿元、1.0 亿元、1.25 亿元，对应同比增速分别为 30%、28%、25%。预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 31%、30.1%、29.7%。

有别于大众的认识

市场对公司铜基特种材料技术壁垒和多元布局的潜力认识不足。公司不仅在高强高导铜合金、中高压电接触材料等核心领域拥有深厚技术积累，在商业航天、医疗、光通信等新兴产业的布局也已初显成效，相关产品通过客户验证并逐步实现批量供货。随着这些新兴板块需求的快速放量，公司有望凭借其技术优势和先发优势，实现业绩的加速增长。

股价表现的催化剂

市场拓展及订单规模超预期；商业航天建设加速推进；国产化替代需求超预期。

核心假设风险

原材料价格波动风险、技术研发升级迭代风险、新产品市场开拓不确定风险

目录

1. 铜基特种材料领域领军企业，拓展多领域布局.....	6
1.1 技术优势显著，积极布局新领域新方向	6
1.2 深耕高端金属材料，营收及业绩持续提升.....	7
1.3 公司募投推进产能建设，股权激励激发员工活力.....	10
2. 核心优势产业稳健发展，铜基合金市场领跑者.....	11
2.1 高强高导铜合金：技术领先驱动市场拓展.....	11
2.2 中高压电接触材料及制品：电网建设保障稳定增长.....	15
2.3 高性能金属铬粉：高温合金及靶材需求扩张助力业绩提升	17
3.新兴产业蓬勃发展，助力公司多元化拓展	19
3.1 CT&DR 球管零组件：国产替代稳步推进.....	19
3.2 火箭推力室内壁：液体火箭开辟新蓝海	21
3.3 光模块芯片基座与壳体材料：AI 需求推动业务爆发	22
4 盈利预测与估值.....	23
5 风险提示	25

图表目录

图 1：国内铜基特种材料领域领军企业，积极布局新市场新领域.....	6
图 2：公司股权结构图	7
图 3：公司营收规模及同比增速	8
图 4：公司归母净利润及同比增速	8
图 5：公司毛利率和净利率情况	9
图 6：公司期间费用率情况	9
图 7：公司分产品营收结构情况	9
图 8：公司分产品毛利率情况（%）	9
图 9：公司分地区营收情况	10
图 10：公司分地区毛利率情况（%）	10
图 11：公司高强高导铜合金材料主要产品	12
图 12：牵引电机内部构造.....	13
图 13：中国城市轨道交通建设情况.....	13
图 14：2020-2024 年年末全国铁路营业里程数	13
图 15：高强高导铜合金材料用于制作高端连接器接触件.....	14
图 16：全球及中国连接器市场规模及同比增速	15
图 17：2022 年全球连接器应用领域分布情况	15
图 18：公司中高压电接触材料产品布局情况	15
图 19：我国近年来电网建设投资规模小幅提升	16
图 20：全球及中国近年来发电量及同比增速	16
图 21：动车车载断路器示意图.....	17
图 22：铁路客车货车拥有量情况	17
图 23：动车组拥有量情况.....	17
图 24：高性能金属铬粉应用场景	17
图 25：中国靶材市场规模逐年增加.....	18
图 26：全球靶材市场竞争格局.....	18
图 27：部分牌号高温合金铬含量情况	18
图 28：中国高温合金供需及同比增速	18
图：球管零部件产业链.....	

图 30：中国 CT 设备人均保有量稳步增长	20
图 31：各国人均 CT 设备保有量（2021 年）	20
图 32：中国 CT 设备销售情况	20
图 33：中国 DR 设备销售情况	20
图 34：蓝箭航天：朱雀三号 VTVL-1 发射成功	21
图 35：我国主要星座计划	22
图 36：全球及我国火箭发射次数逐步提升	22
图 37：全球光模块市场规模	23
表 1：公司下属子公司主营业务细分	6
表 2：高端合金材料构建基本盘，新兴领域驱动成长	7
表 3：公司募集资金用于铜铁和铬锆铜系列合金材料产业化项目（一期）	10
表 4：公司拟定增募集不超过 6 亿元资金用于液体火箭推力室等产业布局	10
表 5：公司产业园项目与火箭发动机推力室项目投资规划（单位：万元）	11
表 6：高强高导铜合金材料及制品应用情况	12
表 7：电接触材料分类	16
表 8：公司球管零组件相关产品	19
表 9：光模块基座及壳体材料性能	22
表 10：公司主营业务拆分（单位：百万元，%）	24
表 11：可比公司估值表	25

1. 铜基特种材料领域领军企业，拓展多领域布局

1.1 技术优势显著，积极布局新领域新方向

公司是高端铜基合金领军企业。公司前身为陕西斯瑞工业有限责任公司，成立于 1995 年，实现了输配电真空铜铬触头国产化。2004 年，公司实现铜铬钎材料、铜钨材料批产，进军输配电高压领域；2007 年，在全球轨道交通行业快速发展的背景下，公司聚焦到牵引电机转子材料；2015 年，公司改制为陕西斯瑞新材料股份有限公司，开始攻关医疗影像设备及 CT 和 DR 球管零组件的研发；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；2019 年，公司新研发了铜铁（CuFe5-50）系列材料；2022 年 3 月 16 日，公司在上交所科创板成功上市；2024 年，公司布局“液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化”项目，加快推进航天领域的产业化进程。

图 1：国内铜基特种材料领域领军企业，积极布局新市场新领域



资料来源：招股说明书、公司官网、申万宏源研究

公司股权结构稳定。公司目前实际控制人为王文斌先生。公司控股的子公司中，斯瑞科技主营高压电接触材料及制品的生产和销售；斯瑞扶风主要从事高强高导铜合金材料及制品、铜铁合金材料及制品的生产和销售。公司参股的新兴产业公司中，恒瑞动力和空天机电主营民用航空器零组件、机械制造、电子电器设备制造及增材制造。

表 1：公司下属子公司主营业务细分

公司名称	参控股关系	参控比例	主营业务	2024 年营收	2024 年净利润
斯瑞科技	子公司	100%	从事高强高导铜合金材料和高性能铬粉的生产和销售，既向外部销售也向内部供应	1.92 亿元	0.10 亿元
精密铸锻	子公司	100%	向发行人和斯瑞铜合金提供材料锻造工艺环节的加工服务	/	/
斯瑞扶风	子公司	100%	从事高强高导铜合金材料及制品、铜铁合金材料及制品（连接器）的生产和销售	7.94 亿元	0.45 亿元
创新中心	子公司	50%	从事有色金属冶炼和压延加工业	/	/
远景研院	子公司	100%	电气研发	/	/
空天材料	子公司	100%	航空航天零部件研究	/	/
苏州斯瑞	子公司	%	研究和试验发展	/	/

恒端动力	子公司	63%	航空航天零部件、涡轮盘及叶片加工制造	/	/
表面技术	子公司	100%	金属表面处理及热处理加工	/	/

资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告、申万宏源研究 注：数据截至 2025Q1

1.2 深耕高端金属材料，营收及业绩持续提升

公司深耕高端金属材料行业，技术沉淀驱动产品下游应用广泛。公司主要产品涵盖高端铜合金材料及其制品，核心支柱产品如下：1) **高强高导铜合金材料及制品**：公司实现铜铬触头材料的技术突破，完成产业链闭环，产品有端环、导条、铸锭等材料，下游为大功率牵引电机和轧制板带，应用于 5G 通信、新能源汽车、航空航天、轨道建设等场景；2) **中高压电接触材料及制品**：主要产品有铜铬触头、铜钨触头，运用在电力设备中的真空状态下的各类中高压开关。3) **高纯度金属铬粉**：广泛应用于中高压电接触材料、高端高温合金、高端靶材、表面喷涂、电子行业等领域，下游为盘轴、叶片、发动机机匣等航空发动机领域。

公司发展前景广阔，聚焦医疗、光通信与航空航天领域，部分产品已完成批量验证。公司产品主要包括：1) **医疗 CT 和 DR 球管零部件**（管壳、转子、轴承套、阴极件等），公司为国内少数提供“一站式”技术服务的供应商；2) **光模块芯片基座材料**，具备低膨胀系数和高导热性能，配套半导体冷却系统加工技术，正与客户联合验证加速推广；3) **液体火箭发动机用高强高导铜合金材料**，结合旋压工艺和成品加工产能，材料已通过客户验证并应用于实际发射，服务于通信互联网领域；4) **新一代铜铁合金材料**：针对 OLED 背板、大功率线路板焊接烙铁头、电磁阻尼材料等领域研发，部分产品已实现客户批量验证。

表 2：高端合金材料构建基本盘，新兴领域驱动成长

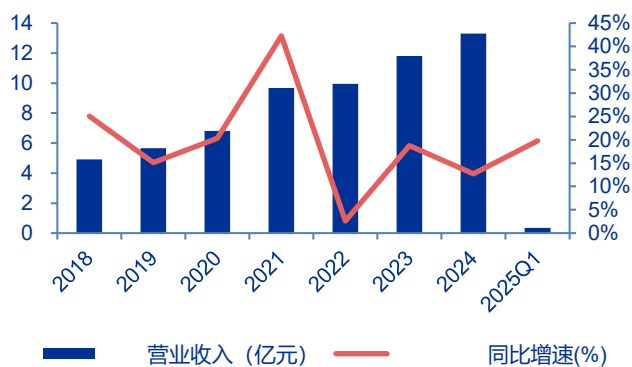
基本产品	新兴领域
------	------

产品类别	高强高导铜合金材料及制品	中高压电接触材料及制品	高纯度金属铬粉	CT 和 DR 球管零部件	光模块芯片基座材料	液体火箭发动机推力室内壁材料	新一代铜铁合金材料
板块	高端铜合金材料制造	高端铜合金材料制造	高端金属粉末材料制造	医疗影像设备零部件制造	新兴高性能电子材料制造	航空航天材料制造	新兴高性能电子材料制造
应用领域	5G 通信、新能源汽车、航空航天、轨道交通大功率牵引电机	电力设备中真空状态的中高压开关	中高压电接触材料、高温合金、高端靶材、表面喷涂	医疗影像设备 (CT、DR)	高速光通信 (400G/800G/1.6T 光模块)	商业航天液体火箭发动机燃烧室内壁	OLED 背板、大功率线路板焊接烙铁头等
技术优势	采用半连续铸造和连续挤压技术，提高生产效率 and 材料利用率；非真空下引连铸扁锭技术，简化工艺流程，降低成本	能够生产高性能、高纯度、组织细小且电性能优良的中高压电接触材料及制品，技术成熟并可实现产业化应用	具备高纯度、高球形度、成分均匀等优势，相关技术已成熟并实现产业化应用	具备“一站式”技术服务能力，推动国产替代，降低成本	结合铜工艺可以得到形状复杂及大型钨合金产品，常规工艺无法完成，原材料利用率高，大幅度缩短开发周期	获得的零件力学性能高、导热性能好、耐高温软化、尺寸一致性高，保证火箭发动机性能可靠。	该材料具有高导电性、高强度、高耐磨、高温稳定性良好的可焊性

资料来源：公司年报、申万宏源研究

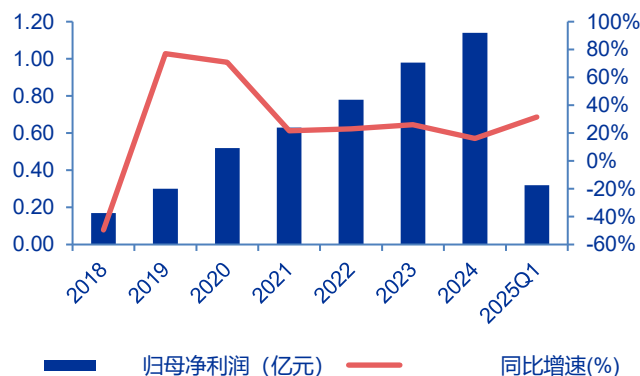
公司整体营业收入稳健，归母净利润持续增长。公司营收从 2018 年的 4.92 亿元增长至 2024 年的 13.30 亿元，年复合增速为 18.02%，得益于公司铜基特种材料的完整产业链、产品结构优化以及新能源汽车、5G 通信和商业航空航天业务扩展。公司归母净利润从 2018 年的 0.17 亿元提升至 2024 年的 1.14 亿元，年复合增速达 37.32%。考虑到公司产能扩张和新兴产业布局，预计公司未来业绩有望维持快速增长。

图 3：公司营收规模及同比增速



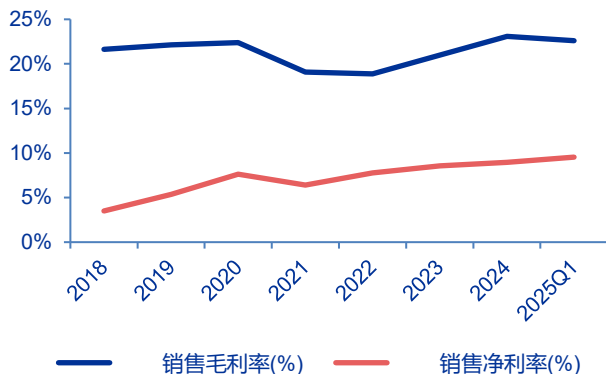
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 4：公司归母净利润及同比增速

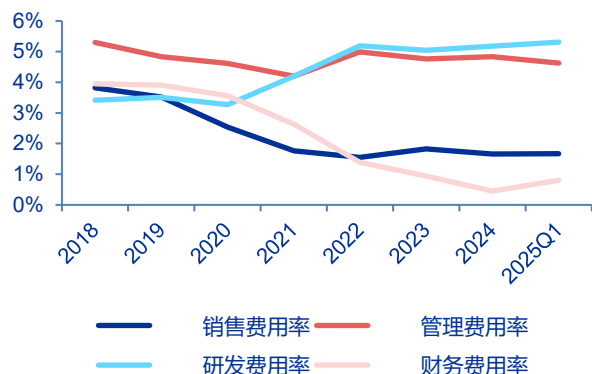


资料来源：iFinD、申万宏源研究

公司净利率稳步提升，费用率控制成效显著。2018 年至今，公司毛利率维持在 21% 左右，净利率由 2018 年的 3.5% 提升至 2024 年的 9.0%。其中，销售费用率和财务费用率分别从 2018 年的 3.82% 和 3.95% 降至 2024 年的 1.66% 和 0.45%，体现出良好成本控制。此外，公司持续加大研发投入，研发费用率由 2018 年的 3.41% 升至 2024 年的 5.18%，凭借技术优势和管理优化，公司盈利能力有望持续提升。

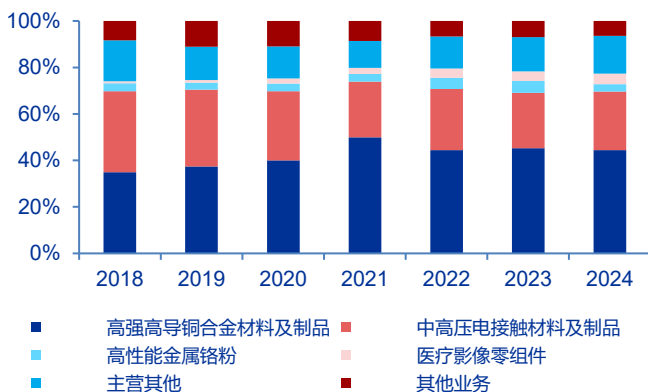
图 5：公司毛利率和净利率情况

资料来源：iFinD、申万宏源研究

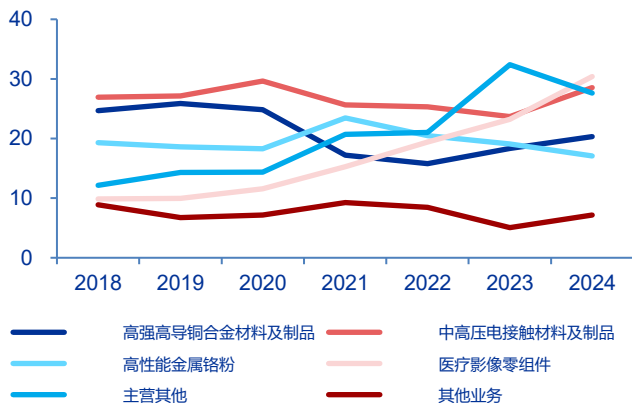
图 6：公司期间费用率情况

资料来源：iFinD、申万宏源研究

高强高导铜合金和中高压电接触材料是公司主要收入和利润来源，合计占比约 70%。2024 年，公司总营收 13.30 亿元，其中两大业务合计营收 9.26 亿元，占比 69.62%。基于核心业务，公司持续拓展高端技术应用，高性能金属铬粉和医疗影像零组件收入稳步增长，2024 年医疗零组件营收同比增长 25%，两者合计占比由 2018 年的 4.27% 提升至 7.67%。

图 7：公司分产品营收结构情况

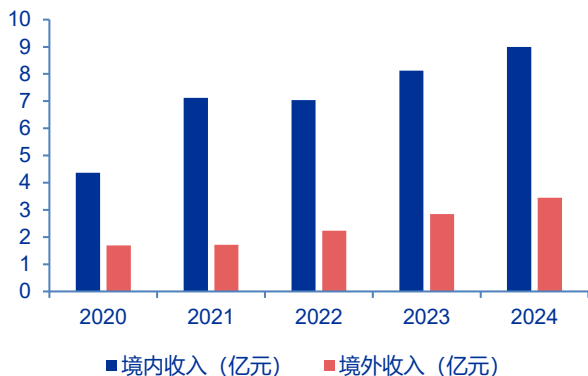
资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 8：公司分产品毛利率情况 (%)

资料来源：iFinD、申万宏源研究

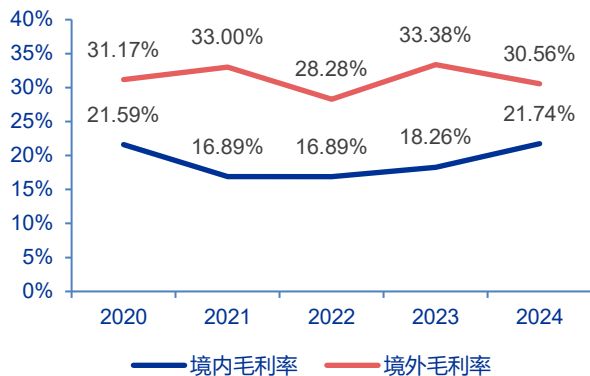
公司境内外业务差异化增长，境内收入增长强劲，境外毛利率维持高位。1) 境内：公司境内营业收入从 2020 年 4.37 亿元增长至 2024 年 9.00 亿元，CAGR 约 19.80%，毛利率 2024 年回升至 21.7%；2) 境外：公司境外营业收入从 2020 年 1.69 亿元增长至 2024 年 3.45 亿元，CAGR 达 19.47%，毛利率相较于境内业务维持在较高水平，2024 年毛利率约为 31%。

图 9：公司分地区营收情况



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 10：公司分地区毛利率情况 (%)



资料来源：iFinD、申万宏源研究

1.3 公司募投推进产能建设，股权激励激发员工活力

公司募集资金用于投资铜铁和铬锆铜系列合金材料产业化项目，建设合计 4 万吨产能。公司布局铜铁和铬锆铜系列合金材料产业化项目，计划分三期建设合计 4 万吨产能。其中 2020 年募集资金 3.62 亿元投向一期项目，建设 2 万吨产能，包括 1.43 万吨铬锆铜和 0.57 万吨铜铁合金材料。

表 3：公司募集资金用于铜铁和铬锆铜系列合金材料产业化项目（一期）

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
	合计	14300
铜铁合金材料	板带	3600
	杆棒线	1800
	粉末	300
	合计	5700

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

公司募投项目旨在推进商业航天和医疗影像领域生产进程。公司预计定增发行不超过 2.18 亿股 A 股股票，募集资金总金额不超过 6 亿元，该资金将用于公司科技产业园项目（拟投资 3.4 亿元）和液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目（拟投资 2 亿元）。

表 4：公司拟定增募集不超过 6 亿元资金用于液体火箭推力室等产业布局

资金用途	投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目（一阶段）	23,000	20,000

斯瑞新材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、零部件研发及产业化项目	40,000	34,000
补充流动资金	6000	6,000
合计	69,000	60,000

资料来源：公司公告、申万宏源研究

斯瑞新材产业园项目与火箭发动机推力室项目分别计划于 2024-2029 年投资 8.2 亿元和 5.1 亿元，预计将大幅提高产能。1) **产业园由全资子公司斯瑞科技负责建设**，包含三大项目：年产 3 万套医疗影像及电真空材料零部件（投资 4 亿元，4 年建成）、年产 2000 万套光模块芯片基座及壳体材料零部件（投资 3.2 亿元，5 年建成）、钨铜合金材料及零件项目（投资 1 亿元，5 年建成）。2) **火箭发动机推力室项目**由公司主体实施，分两阶段推进，预计到 2028 年锻件年产能将达到 300 吨，火箭发动机喷注器面板年产能提升至 400 套，推力室内壁、外壁等零部件年产能达到 1100 套。

表 5：公司产业园项目与火箭发动机推力室项目投资规划（单位：万元）

项目		2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	合计
产业园项目	医疗项目	24,898.59	4,709.04	4,778.42	5,613.95	-	-	40,000
	光模块项目	-	15,432.45	4,161.22	4,039.45	5,477.13	2,889.76	32,000
	钨铜项目	-	4,006.30	353.67	1,316.79	92.3	4,230.94	10,000
火箭发动机推力室项目	一阶段	4,605.68	5,686.77	12,707.55	-	-	-	23,000
	二阶段	-	-	-	14,298.23	13,701.76	-	28,000
合计（单位：万元）		29,504.27	29,834.56	22,004.86	25,268.42	19,271.19	7,120.70	133,000

资料来源：公司公告、申万宏源研究

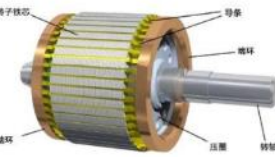
公司发布股权激励计划，旨在提高员工积极性。计划拟向 85 名激励对象授予 1,680.00 万份股票期权，占本激励计划草案公告日公司股本总额 56,001.40 万股的 3.00%。其中，首次授予 1,362.00 万份。首次授予部分考核年度为 2024-2025 年 2 个会计年度，每个会计年度考核一次。考核以 2023 年扣非后归母净利润为基数，2024 年增长率达 40%行权 100%，25%至 40%行权 80%，低于 25%不得行权；2025 年增长率达 100%行权 100%，60%至 100%行权 80%，低于 60%不得行权。

2. 核心优势产业稳健发展，铜基合金市场领跑者

2.1 高强高导铜合金：技术领先驱动市场拓展

公司实现高强高导铜合金的技术突破和产业化，主要生产和销售牵引电机转子用端环和导条产品以及铸锭材料，应用于轨道交通、消费电子和航空航天领域。根据公司公告，端环和导条产品实现了对全球主要轨道交通设备制造商通用电气、西屋制动、阿尔斯通、庞巴迪和中国中车的批量供应；铸锭材料销售至晋西工业集团、中铝洛铜、兴业盛泰等下游铜合金加工企业，生产消费电子和航空航天领域用高端连接器。

图 11：公司高强高导铜合金材料主要产品

材料制备	精密加工	构成部件	下游产品	最终应用
高强高导铜合金圆锭	端环和导条	转子	牵引电机	轨道交通
				
高强高导铜合金扁锭	板带（卷）	接触件	连接器	消费电子、航空航天
				

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

公司高强高导铜合金材料逐步拓展至商业航天、盾构机、可控核聚变等新应用场景。根据公司公告，公司与下游的可控核聚变公司合作，开发了托卡马克试验装置磁体零组件，目前已经顺利装机运行，并配套新奥科技等国内下游客户，开发的耐高温铜铬钼合金材料正在新一代核聚变装置的关键部件进行测试，未来公司将持续探索产品在可控核聚变项目中的进一步应用。

表 6：高强高导铜合金材料及制品应用情况

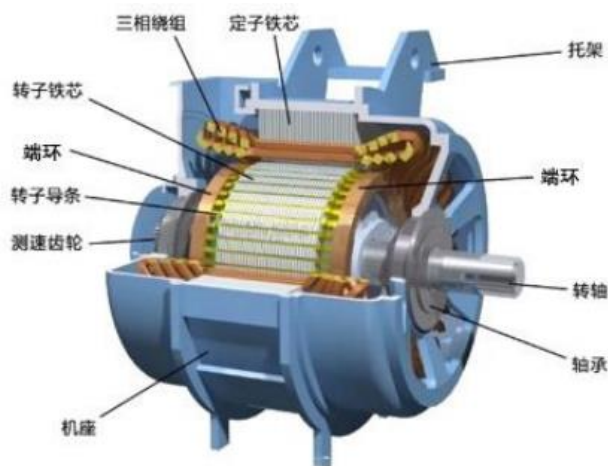
应用领域	下游产品	描述	产业化情况
轨道交通	牵引电机端环和导条	转子端环和导条是牵引电动机中用于实现电能和机械能转换环形导电部件和条状导电部件，要求具有高强度、高韧性、良好导电性、抗高温软化能力等性能。高强高导铜合金材料及制品是牵引电机中端环和导条的优良使用材料。	已产业化
	承力索和接触线	承力索和接触线是铁路接触网的组成部分，研发高强高导承力索和接触线是提升目前高铁经济性的重要发展方向。	产品验证和市场开发阶段
5G 通信	高端连接器	5G 智能终端的 Type-C 接口和电源连接器、航空航天用连接器、新能源汽车用连接器是高端连接器。高强高导铜合金应用在连接器的接触件零件中，能够提高导电率、热传导系数、机械强度、抗高温软化性能等。	已产业化
航空航天	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
新能源汽车	托卡马克试验装置磁体零组件及其他部位	公司与多家民营可控核聚变公司合作，开发托卡马克试验装置磁体零组件，目前已经顺利装机运行，开发的耐高温铜铬钼合金材料正在新一代核聚变装置的关键部件进行测试	装机/测试

资料来源：招股说明书、公司公告、申万宏源研究

2.1.1 受益于轨交存量维护及增量扩建，牵引电机需求可期

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。牵引电机主要为三相异步交流电机，转子由铁芯、导条和端环组成鼠笼结构，需承受高温（200~300℃）、电磁力、离心力及热应力，要求端环和导条采用高强度、高导电导热的铜合金材料。

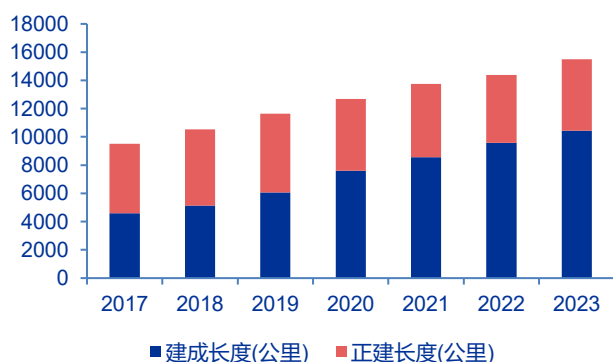
图 12：牵引电机内部构造



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

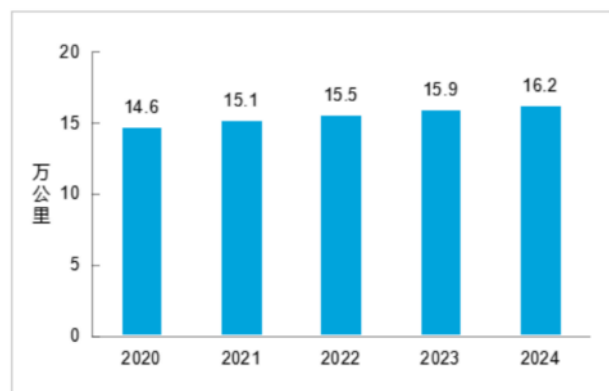
铁路建设及城市轨道交通稳定增长。根据中国国家铁路集团有限公司的统计,2024 年,全国铁路完成固定资产投资 8506 亿元,同比增长 11.3%,持续保持高位运行;投产新线 3113 公里,其中高铁 2457 公里,铁路建设成效显著。根据《中长期铁路网规划(2016-2030 年)》规划内容,至 2025 年,预计我国铁路网规模将达 17.5 万公里左右,网络覆盖进一步扩大,路网结构更优化,骨干作用更加显著;到 2030 年,基本实现内外互联互通、区域多路畅通、省会高铁连通、城市快速通达、县域基本覆盖。根据中国城市轨道交通协会统计,截至 2024 年 12 月 31 日,中国内地累计有 58 个城市投运城轨交通线 361 条,线路长度累计 12160.77 公里,2024 年城轨交通运营里程净增长 936.23 公里。

图 13：中国城市轨道交通建设情况



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 14：2020-2024 年年末全国铁路营业里程数

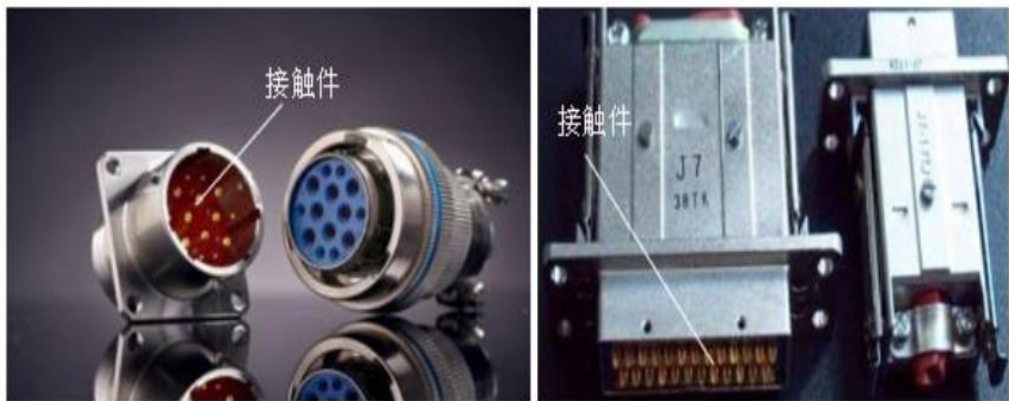


资料来源：交通部、申万宏源研究

2.1.2 新能源汽车及航空航天高景气度，高端连接器潜在需求释放

连接器是使导体与适当的配对元件连接，实现电流或信号接通和断开的元件，在器件与组件、组件与机构、系统与子系统之间起着电气连接和信号传递的作用。连接器的上游原材料是有色金属、稀贵金属、塑胶材料和其他辅助材料，其中有色金属材料主要为铜合金，用于制作连接器的接触件。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，是高端连接器的重要原材料。

图 15：高强高导铜合金材料用于制作高端连接器接触件



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

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。5G 方面，5G 智能终端的 Type-C 接口和基站用电源连接器不断技术迭代，对材料性能要求不断提升。航空航天方面，连接器的应用环境苛刻，可靠性要求高，并向小型化、轻量化和高速化发展。新能源汽车方面，汽车电子行业随着辅助驾驶和无人驾驶技术的发展而技术升级，高端连接器的需求将进一步增长。

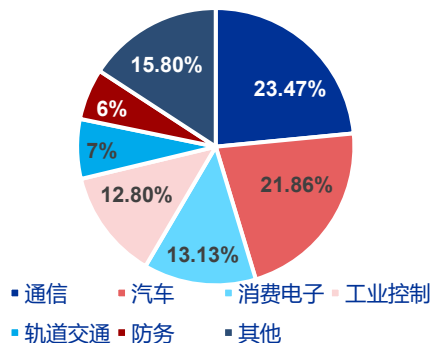
中国连接器市场规模稳步增长，高端连接器应用广泛。近些年来，全球连接器市场规模逐渐扩大，根据 Bishop & Associates 和中商产业研究院统计，全球连接器市场规模从 2019 年的 642 亿美元上升至 2023 年的 819 亿美元，预测 2024 年有望增长至 1050 亿美元。受益于我国在信息化建设投入的不断扩大，我国连接器规模从 2019 年的 1661 亿元上升至 2023 年的 2057 亿元，2024 年有望增长至 2183 亿美元。连接器作为电子信息产业的重要元器件之一，已广泛应用于通信、汽车、消费电子、工业、交通等行业。从下游领域占比来看，通信和汽车是连接器最重要的应用领域，2022 年分别占比 23.5% 和 21.9%；其次是消费电子和工业控制，占比分别为 .% 与 .% ；防务占比为 %。

图 16：全球及中国连接器市场规模及同比增速



资料来源：Bishop & Associates、中商研究院、申万宏源研究

图 17：2022 年全球连接器应用领域分布情况



资料来源：Bishop & Associates、中商研究院、申万宏源研究

2.2 中高压电接触材料及制品：电网建设保障稳定增长

中高压电接触材料是电气开关设备的关键材料，承担电路开断和耐压的作用，其性能决定了电气开关的开断能力和接触可靠性。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、油浸式断路器、气体绝缘金属封闭开关设备、接地开关、负荷开关、重合器、高压接触器等电气设备，覆盖电源工程、输配电网络、轨道交通等领域。公司在中高压电接触材料及制品领域相关的核心技术包括真空熔铸法制造技术、真空自耗电弧熔炼制造技术、真空溶渗法制造技术、混粉烧结法制造技术、3D 打印制造技术。

图 18：公司中高压电接触材料产品布局情况

材料制备	精密加工	构成部件	下游产品	最终应用
铜铬材料	铜铬触头	灭弧室	中压断路器	电力系统
铜钨材料	铜钨触头	灭弧室	高压断路器	电力系统

注：发行人目前在产业链中所处环节见红色彩框，对外销售的产品主要包括铜铬触头和铜钨触头。

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

电接触材料是电气开关设备的关键基础材料，承担电路开断和耐压的作用，材料性能决定了电气开关设备的开断能力和接触可靠性。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，而且电路电流达到最小生弧电流时，就会强烈游离而形成电弧，电接触材料是电气开关设备中产生电弧、熄灭电弧的

关键部位，直接影响整个电气开关设备的工作质量。根据使用电压的不同，电接触材料可分为轻负载电接触材料、低压电接触材料、中高压电接触材料。

表 7：电接触材料分类

名称	电压	电气开关类型	材料类型
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	<1200V	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	>1200V	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	铜基材料

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

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。铜具有高导电和高导热性能，但抗熔焊和机械强度较低，而铬具有高熔点和较强的吸气能力，在铜基体中加入铬使材料具有良好的抗电弧烧蚀性、较高的耐电压强度，较大的开断电流能力，同时还具有较低的截流值和良好的抗熔焊性能，钨则可应用于电压等级更高的领域。

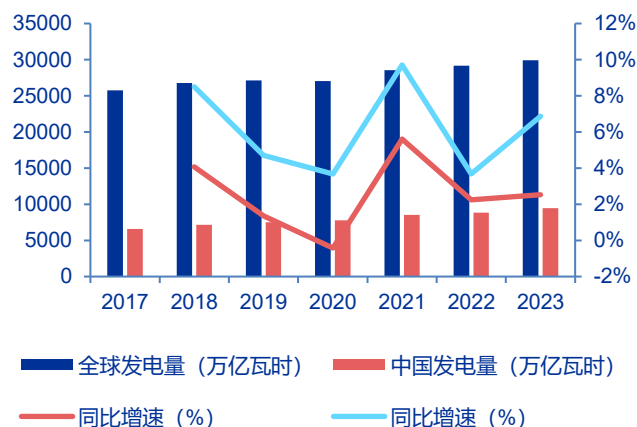
随着全球电力需求的不断发展，中高压电接触材料及制品的市场潜在需求有望不断扩大。中高压电接触材料及制品主要应用在电源工程（发电厂）、输配电网、轨道交通的中高压开关设备中，属于输配电产业的关键基础材料。根据国际能源署(IEA)统计，全球发电量呈现出逐步增加的趋势，从 2017 年的 2.57 兆瓦时上升至 2023 年的 2.99 兆瓦时。中国的电力需求量也突飞猛进，发电量从 2017 年的 0.66 兆瓦时上升至 2023 年的 0.95 兆瓦时。我国近年来电网建设投资规模小幅提升，2023 年全国电网工程建设完成投资 5277 亿元，创近 5 年新高。

图 19：我国近年来电网建设投资规模小幅提升



资料来源：中国电力企业联合会、中国能源网、申万宏源研究

图 20：全球及中国近年来发电量及同比增速

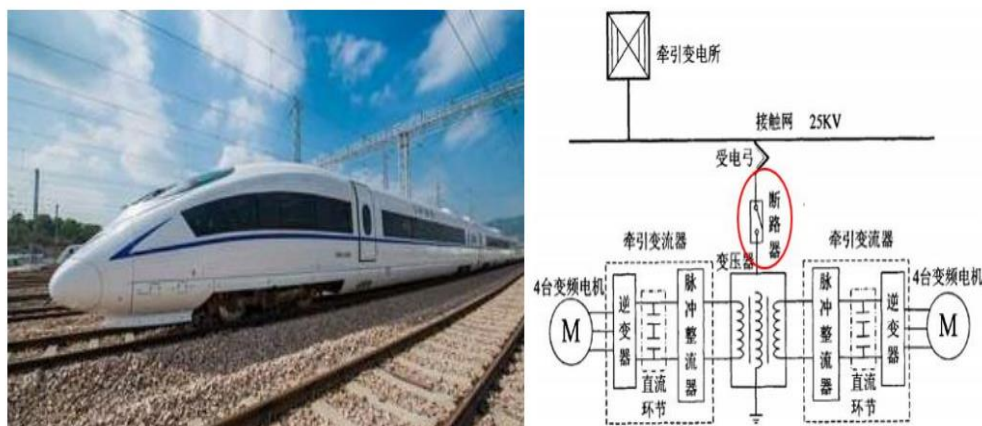


资料来源：iFinD、申万宏源研究

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，担负着控制和保护的双重任务，对动车组的稳定安全运行至关重要。我国加速轨道交通建设，截至 年底，全国铁路客车拥有量为 . 万辆，

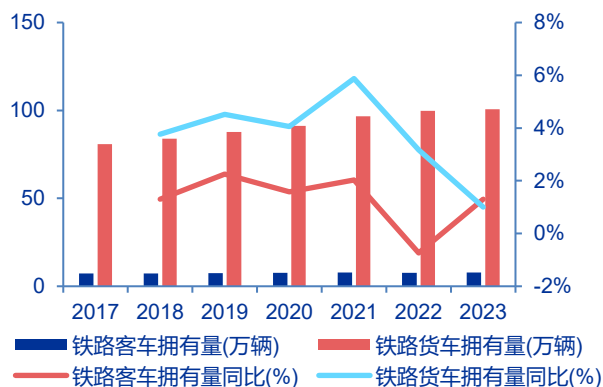
其中动车组 4806 标准组、38448 辆，铁路货车拥有量为 101.9 万辆。铁路客车拥有量、动车组拥有量和铁路货车拥有量不断增加，带动车载断路器需求提升。

图 21：动车车载断路器示意图



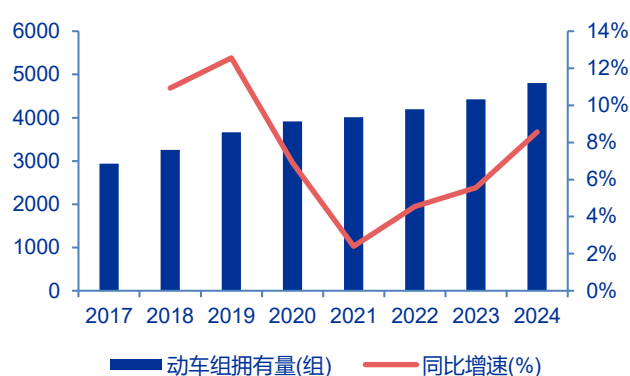
资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 22：铁路客车货车拥有量情况



资料来源：WIND、申万宏源研究

图 23：动车组拥有量情况



资料来源：WIND、申万宏源研究

2.3 高性能金属铬粉：高温合金及靶材需求扩张助力业绩提升

高性能金属铬制备工艺复杂、技术难度大，应用范围广。一方面能够满足高强高导铜合金材料及制品、中高压电接触材料及制品对高性能铬粉的需求；另一方面，随着靶材、高温合金 等行业的快速发展，高性能铬粉的需求将进一步提升。

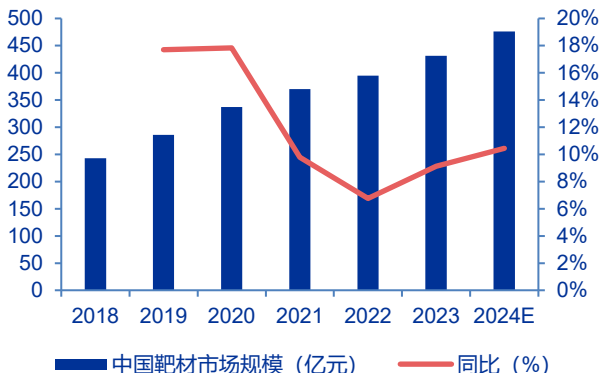
图 24：高性能金属铬粉应用场景

自制材料	下游应用
高性能金属铬粉	高强高导铜合金、中高压电接触材料、靶材、高温合金
	

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

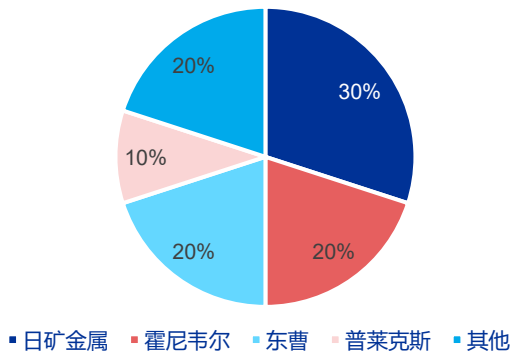
靶材是磁控溅射镀膜的关键材料，铬靶材是靶材中的一种，在半导体、大型幕墙玻璃、汽车后视镜、电子产品装饰、工艺品装饰、刀具等产品上使用量非常大。**高性能铬粉是制备铬靶和铬合金靶的关键材料**，需求广泛，例如纯铬靶材、镍铬靶材、铬硅靶材等。中国靶材市场规模年复合增长率或将保持较高水平，从 2018 年的 243 亿元上升至 2023 年的 431 亿元，CAGR 为 12.1%，预计 2024 年将达 476 亿元。

图 25：中国靶材市场规模逐年增加



资料来源：中商产业研究院、申万宏源研究

图 26：全球靶材市场竞争格局



资料来源：中商产业研究院、申万宏源研究

高温合金国产替代空间广阔，高性能金属铬需求有望进一步扩张。高温合金指能够在 600℃以上高温条件和一定应力作用下长期工作的金属材料，具有优异的高温强度、抗氧化和耐腐蚀性能、良好的疲劳性能、断裂韧性等综合性能。铬是高温合金中非常重要的添加元素，用于提升合金的高温抗氧化性能和耐腐蚀性，随着合金技术的不断进步，含铬量甚至可超过 30%。高温合金材料主要应用在航空航天、核工业、汽车制造业、玻璃制造业。

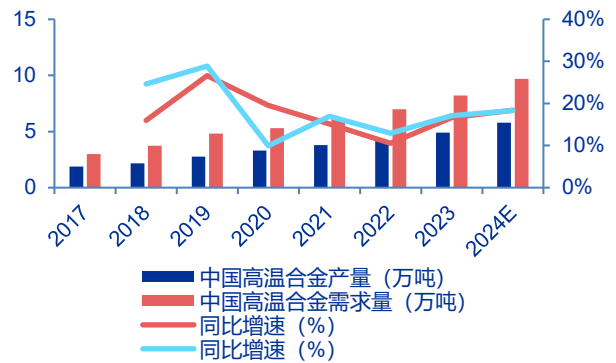
近年来，我国高温合金需求量和产量不断上升。高温合金产量从 2018 年的 2.18 万吨上升至 2023 年的 4.9 万吨，CAGR 约为 17.6%，预计 2024 年将达 5.7 万吨；需求量从 2018 年的 3.74 万吨上升至 2023 年的 8.2 万吨，CAGR 约为 17.0%，预计 2024 年将达 9.7 万吨。未来随着高端高温合金市场的需求不断增长，高性能金属铬粉的市场需求前景广阔。

图 27：部分牌号高温合金铬含量情况

图 28：中国高温合金供需及同比增速

合金牌号	含铬量	主要特性
GH1140	20.0~23.0%	属于固溶强化型铁基合金，铬、镍含量较高，弥散强化相形成元素较少，强化形式主要为固溶强化。合金的抗氧化温度达 900℃ 以上。
GH3030	19.0~22.0%	属于固溶强化型镍基合金，特性与固溶强化型铁基合金类似，由于含镍量的提高，因此热强度更大，最高工作温度达 1050℃。
GH4033	19.0~22.0%	属于时效硬化型镍基合金，特性与时效硬化型铁基合金类似，由于含镍量的提高，因此热强度更大。
GH6159	18.0~20.0%	属于钴基高温合金，具有较高强度、良好的塑韧性和较高的应力腐蚀性能，广泛应用于航空发动机的高温紧固件。

资料来源：招股说明书、申万宏源研究



资料来源：中国特钢企业协会、中商产业网、观研网、申万宏源研究

3.新兴产业蓬勃发展，助力公司多元化拓展

3.1 CT&DR 球管零组件：国产替代稳步推进

公司是国内少数能够提供 CT 和 DR 球管零组件及“一站式”技术服务的企业，主要为国内 CT 球管厂商供应管壳、转子、轴承套和阴极零件等关键部件，产品满足高压、高真空、高温、高转速等严苛工况要求。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。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。公司主要为国内 CT 球管企业提供产品和技术服务，并持续开拓国际市场。公司已实现对西门子等国际客户的稳定批量供货，并逐步扩展至上海联影、昆山医源、无锡麦默、中国电子科技集团第十二研究所和珠海瑞能等国内主要设备厂商，成为国内 CT 和 DR 球管零组件的主要供应商。

图 29：球管零组件产业链



资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 8：公司球管零组件相关产品

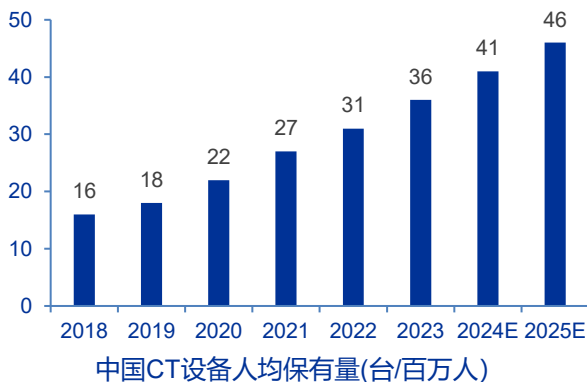
球管零组件产品	材料要求	作用
---------	------	----

管壳	对无磁性和气密性要求极高	支撑阴、阳极并形成真空
转子	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。	承载阳极靶材并使其高速旋转
轴承套	较高的机械性能。	保护支撑轴承
阴极零件	耐高温、长寿命	支撑灯丝，聚焦电子束

资料来源：招股说明书、申万宏源研究

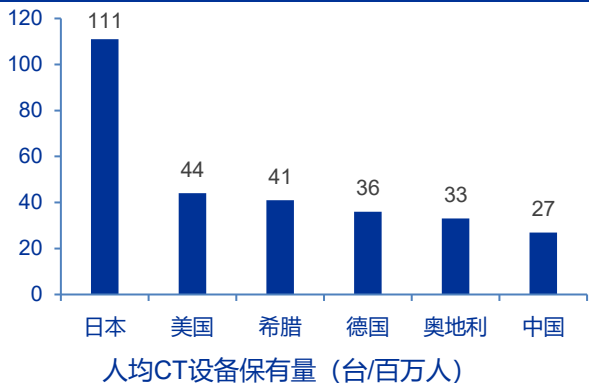
我国 CT 和 DR 设备人均保有量较低，具备较大提升空间。CT 和 DR 设备是医疗影像领域最重要的设备之一，在疾病筛查和诊断中的优势以及在基层医院配备的必要性更加凸显。但是，我国的 CT 和 DR 设备人均保有量与发达国家存在较大差距，日本、美国等发达国家的人均 CT 设备保有量明显高于我国（日本最高，人均 CT 保有量为 111 台，中国保有量为 27 台），预计到 2025 年，我国人均 CT 设备保有量为每百万人拥有约 46 台。根据弗若斯特沙利文预测，2024 年中国 CT、DR 销售量分别达到 6168、23307 台。

图 30：中国 CT 设备人均保有量稳步增长



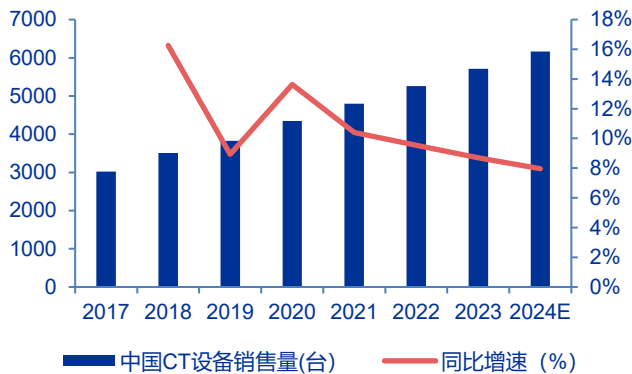
资料来源：经济合作与发展组织，弗若斯特沙利文、赛诺威盛招股说明书、申万宏源研究

图 31：各国人均 CT 设备保有量（2021 年）



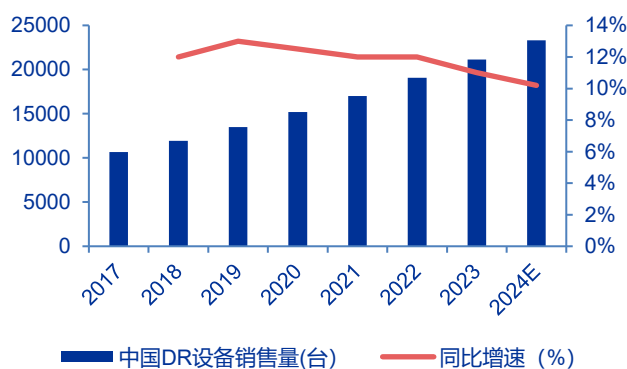
资料来源：经济合作与发展组织，弗若斯特沙利文、赛诺威盛招股说明书、申万宏源研究

图 32：中国 CT 设备销售情况



资料来源：弗若斯特沙利文、申万宏源研究

图 33：中国 DR 设备销售情况



资料来源：弗若斯特沙利文、申万宏源研究

3.2 火箭推力室内壁：液体火箭开辟新蓝海

公司在火箭发动机推力室内壁细分领域处于领先地位，深度参与蓝箭航天、九州云箭、星际荣耀、深蓝航天等相关配套。公司在下游客户的实际发射中获得成功，制造的液体火箭发动机推力室内壁，助力蓝箭航天朱雀三号 VTVL-1 试验箭十公里垂直起降飞行试验任务取得成功，助力九州云箭的液氧甲烷发动机完成了 10km 级飞行的回收试验成功。

公司加大产能提升，满足下游市场快速增长需求。公司《液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目》拟投资 5.1 亿元左右，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，形成年产销约 4.3 亿元。

一阶段拟投资 2.3 亿元左右，购置精密加工设备、扩散焊设备等 100 台套左右，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；

二阶段拟投资 2.8 亿元左右，购置精密加工设备、扩散焊设备等 100 台套左右，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。

图 34：蓝箭航天：朱雀三号 VTVL-1 发射成功



资料来源：蓝箭航天官网、申万宏源研究

推力室是火箭发动机的重要装置，其作用是利用推进剂燃烧产生的高温、高压燃气热能在推力室内转化为动能，这要求推力室内壁材料具有良好的耐高温性能、导热性能，将火箭发射过程中燃料燃烧的热量导出，确保发动机正常工作，所以火箭发动机推力室的内壁是火箭推力室的核心部件之一。

近年来，低轨卫星互联网已成为全球瞩目的领域，各国积极投入星座项目，争相抢占太空资源。根据国际电联 ITU 的规则，星座计划申报后 2 年内需要发射部署计划的 10%，5 年发射 50%，7 年全部发完，中国星网需在 2027 年 11 月前发射已申请的 12922 颗卫星。我国目前星座规划正在加快建设。受下游卫星互联网市场需求拉动，运载火箭发射需求增

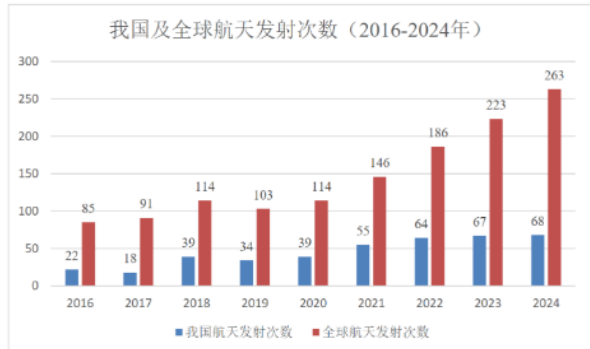
长迅猛，全球火箭发射进入高密度常态化发射阶段。2024 年航天发射活动频繁，全球共计发射 263 次，其中我国发射次数约 68 次。

图 35：我国主要星座计划

星座名称	所属单位/公司	卫星总数	已发射数量
G60	上海垣信	超过 15,000 颗	5 组，合计 90 颗
GW	中国星网集团	超过 12,992 颗	2 组，数量不详
鸿鹄-3	蓝箭天擎	10,000 颗	1 组，2 颗
银河 Galaxy	银河航天	1,000 颗	2 组，7 颗
鸿雁星座	中国星网集团	300 颗	1 组，1 颗
虹云工程	航天科工	156 颗	1 组，1 颗
天地一体化信息网络	中国电科 38 所	100 颗	-

资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 36：全球及我国火箭发射次数逐步提升



资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.3 光模块芯片基座与壳体材料：AI 需求推动业务爆发

公司在光通信行业持续研发投入，研发的光模块芯片基座采用低膨胀、高导热钨铜材料，并实现批量供货，相关产能逐步提升。公司研发采用 3D 打印技术生产钨铜材料，导热性能指标超过常规工艺生产的钨铜合金材料，正在做光模块芯片基座的应用测试，主要客户有天孚通信、环球广电、东莞讯滔、Finisar 等。公司“光模块项目”预计投资 3.2 亿元，将实现年产 2000 万套光模块基座、1000 万套光模块壳体生产能力。

高速率光模块对热管理要求不断提高，钨铜合金材料是能满足 200G/400G/800G 以上速率光模块性能要求的少数基座材料之一。光模块是指通信设备中完成光信号的光/电与电/光转换的有源器件，它由光器件、功能电路和光接口组成。在下游应用上，基于钨铜热沉积材料具有低膨胀和高导热特性，在高速率光模块行业具有很高的应用价值，具有良好的发展前景。

表 9：光模块基座及壳体材料性能

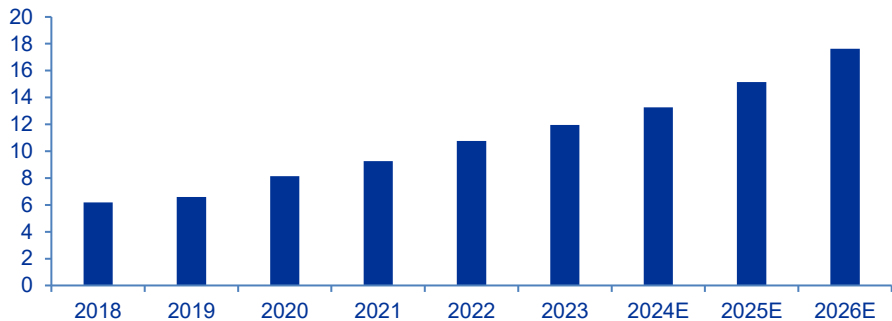
材料	热导率(W/m·K)	膨胀系数($\times 10^{-6}/^{\circ}\text{C}$)
可伐合金	20.6	6.4
钼铜合金	160	6.8
钨铜合金	180-190	6.5
铜金刚石合金 I	800	6.4

资料来源：《“斯瑞新材科技产业园建设项目（一）”可行性研究报告》、申万宏源研究

随着云计算及人工智能对高速、高带宽、高可靠性的光通信设备的需求不断增加，对数据中心和算力中心的建设规模和要求也将继续提高。2020 年全球光模块市场规模达到 81 亿美元，预计 2026 年全球光模块市场规模为 176 亿美元，2021-2026 年的复合年增长率为 13.7%。AI 驱动光模块发展，1.6T 光模块将进入放量周期。随着人工智能技术发展，市场对 400G、800G、1.6T 光模块需求增长明显，为保证稳定进行超大数据的传输处理，要

求光模块材质需具备低膨胀系数和高导热特性。公司钨铜光模块芯片基座/壳体可以满足该产品的性能需求，进而推动了公司光模块芯片基座/壳体业务的快速发展。

图 37：全球光模块市场规模



全球光模块市场规模(十亿美元)

资料来源：公司公告、申万宏源研究

4 盈利预测与估值

公司的盈利预测主要是由对公司分业务盈利预测汇总而得到的。我们预计公司 2025E-2027E 年的营业收入分别为 15.97、19.15、22.96 亿元，同比增速依次为 20.1%、19.9%、19.9%；预计公司 2025E-2027E 年的归母净利润分别为 1.5、2.0、2.5 亿元，同比增速依次为 34.4%、30.2%、25.1%。考虑到公司作为国内领先的铜基特种材料领域领军企业，高强高导铜合金材料、中高压电接触材料、高性能金属铬粉核心产品生产趋稳，同时考虑 CT&DR 球管零组件、光模块芯片基座材料以及液体火箭发动机推力室内壁材料有望成为新营收增长极，产品结构变化或进一步提升公司盈利能力，预计公司 2025E-2027E 年的毛利率分别为 23.1%、23.2%、23.4%。关键假设如下：

1) 高强高导铜合金材料及制品：公司高强高导铜合金材料及制品产品目前主要应用于轨道交通、5G 通信、航空航天、新能源汽车领域。预计 2025E-2027E 产品业务营收为 7.03 亿元、8.33 亿元、9.84 亿元，对应同比增速分别为 18.9%、18.5%、18.2%。预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 19.9%、19.5%、19.3%。

2) 中高压电接触材料及制品：公司中高压电接触材料及制品产品目前主要应用于电力行业各类中高压开关领域，预计 2025E-2027E 产品营收 4.03 亿元、4.81 亿元、5.72 亿元，对应同比增速分别为 20.3%、19.5%、18.9%。预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 28.0%、28.0%、28.0%。

3) 高性能金属铬粉：公司高性能金属铬粉产品目前主要应用于中高压电接触材料、高端高温合金、高端靶材、表面喷涂、电子行业等领域。预计 2025E-2027E 产品营收 0.52 亿元、0.64 亿元、0.76 亿元，对应同比增速分别为 23.0%、22.0%、20.0%。预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 .% 、.% 、.% 。

4) 医疗影像零部件：公司医疗影像零部件产品目前主要包括 CT 和 DR 球管，包括管壳组件、转子组件、轴承套、阴极零件等。根据公司公告，考虑公司在该领域处于重要地位，为国内少数提供“一站式”技术服务的供应商，预计 2025E-2027E 产品营收 0.78 亿元、1.0 亿元、1.25 亿元，对应同比增速分别为 30%、28%、25%。预计 2025E-2027E 年毛利率分别为 31.0%、30.1%、29.7%。

表 10：公司主营业务拆分（单位：百万元，%）

		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入合计	1,330	1,597	1,915	2,296
	(+/-%)	12.7%	20.1%	19.9%	19.9%
	营业成本合计	1,023	1,228	1,471	1,760
	毛利率	23.1%	23.1%	23.2%	23.4%
高强高导铜合金材料及制品	营业收入	591	703	833	984
	(+/-%)	10.6%	18.9%	18.5%	18.2%
	占销售收入比重	44.4%	44.0%	43.5%	42.9%
	营业成本	471	563	670	794
中高压电接触材料及制品	毛利率	20.3%	19.9%	19.5%	19.3%
	营业收入	335	403	481	572
	(+/-%)	19.2%	20.3%	19.5%	18.9%
	占销售收入比重	25.2%	25.2%	25.1%	24.9%
主营其他	营业成本	239	290	346	412
	毛利率	28.5%	28.0%	28.0%	28.0%
	营业收入	216	271	343	439
	(+/-%)	24.3%	25.6%	26.5%	28.0%
其他业务收入	占销售收入比重	16.3%	17.0%	17.9%	19.1%
	营业成本	156	195	245	312
	毛利率	27.6%	28.0%	28.5%	29.0%
	营业收入	85	90	94	99
高性能金属铬粉	(+/-%)	3.5%	5.0%	5.0%	5.0%
	占销售收入比重	6.4%	5.6%	4.9%	4.3%
	营业成本	79	83	87	91
	毛利率	7.2%	7.0%	8.0%	8.0%
医疗影像零部件	营业收入	42	52	64	76
	(+/-%)	-29.2%	23.0%	22.0%	20.0%
	占销售收入比重	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%
	营业成本	35	42	52	63
	毛利率	17.1%	18.9%	18.3%	18.1%
	营业收入	60	78	100	125
	(+/-%)	24.6%	30.0%	28.0%	25.0%
	占销售收入比重	4.5%	4.9%	5.2%	5.5%
	营业成本	42	54	70	88
	毛利率	30.4%	31.0%	30.1%	29.7%

资料来源：iFinD、申万宏源研究

首次覆盖并给予“增持”评级。公司作为高端铜基合金领军企业，形成了高强高导铜合金材料、中高压电接触材料、高性能金属铬粉为核心的优势产业，并积极拓宽液体火箭发动机推力室内壁材料、CT&DR 球管零部件以及光模块芯片基座材料等新兴产业布局。我们预计公司 2025E-2027E 年归母净利润分别为 1.5/2.0/2.5 亿元，当前股价对应 2025E-2027E 年 PE 分别为 63/48/38 倍。选取相关的代表性公司铂力特（金属 3D 打印领军企业，下游覆盖航空航天、消费电子等领域）、航天电子（航天领域核心配套）、航天环宇（航空航天产品核心供应商）进行对比，2025E-2027E 年可比公司平均 PE 分别为 66/53/43 倍，公司 2025 年 PE 低于可比公司平均估值。考虑到公司在铜基合金领域行业领先，随着产能逐步释放叠加商业航天及医疗等新兴板块需求放量，因此首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11：可比公司估值表

股票代码	公司简称	2025/6/24	归母净利润（亿元）					PE		
		总市值（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688333.SH	铂力特	152	1.0	1.9	2.5	3.0	146	79	60	51
600879.SH	航天电子	306	5.5	6.1	7.7	10.2	56	50	40	30
688523.SH	航天环宇	81	1.0	1.2	1.4	1.7	80	70	58	48
	行业平均						94	66	53	43
688102.SH	斯瑞新材	96	1.1	1.5	2.0	2.5	84	63	48	38

资料来源：iFinD、申万宏源研究 注：航天电子归母净利润为申万预测，铂力特、航天环宇归母净利润均为 iFinD 一致预期

5 风险提示

原材料价格波动风险。公司生产所需主要原材料铜材占生产成本的比例较大，铜材的市场价格波动 对公司生产成本造成较大影响。未来，随着公司销售规模的不断扩大，预计公司进行套期保值的频率、规模将不断增大。

技术研发升级迭代风险。新材料行业技术不断革新，持续的研发投入和新产品开发是保持竞争优势的关键。若公司研发新技术出现失败或者不达预期，对公司生产发展有不利影响。

新产品市场开拓不确定风险。若未来受政策、市场、技术等多重因素影响，国内外卫星发射进度、数量不及预期，或将影响公司相关产品收入。

公司于 2025 年 5 月 30 日对上交所下发《关于陕西斯瑞新材料股份有限公司向特定对象发行股票申请文件的审核问询函》进行回复，针对本次募投项目、融资规模与效益测算、公司经营情况与财务状况及财务性投资等问题作出了相应回复。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,180	1,330	1,597	1,915	2,296
营业收入	1,180	1,330	1,597	1,915	2,296
营业总成本	1,089	1,207	1,438	1,713	2,032
营业成本	932	1,023	1,228	1,473	1,766
税金及附加	9	9	11	12	15
销售费用	22	22	25	30	34
管理费用	56	64	78	86	92
研发费用	59	69	80	92	101
财务费用	11	19	16	20	24
其他收益	26	19	30	35	35
投资收益	-2	-1	-1	-1	-1
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	-4	-4	-3	-4
资产减值损失	-2	-2	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	114	135	184	231	293
营业外收支	-3	-1	0	0	0
利润总额	111	134	184	231	293
所得税	10	15	22	21	29
净利润	101	119	162	210	263
少数股东损益	3	5	8	11	13
归母净利润	98	114	154	200	250

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

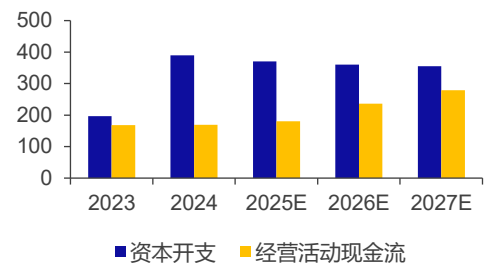
合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	101	119	162	210	263
加：折旧摊销减值	62	80	82	91	102
财务费用	11	15	16	20	24
非经营损失	10	14	1	1	1
营运资本变动	-18	-61	-81	-87	-110
其它	3	7	0	0	0
经营活动现金流	169	170	180	236	279
资本开支	197	390	370	360	355
其它投资现金	-43	4	-1	-1	-1
投资活动现金流	-239	-386	-371	-361	-356
吸收投资	15	8	0	0	0
负债净变化	111	335	210	205	175
支付股利、利息	42	59	39	51	64
其它融资现金	-12	-28	0	0	0
融资活动现金流	72	257	171	154	111
净现金流	1	39	-20	29	34

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

资本开支与经营活动现金流



百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	716	808	895	1,042	1,225
现金及等价物	127	164	144	172	207
应收款项	292	343	397	454	528
存货净额	249	258	312	374	448
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	49	43	43	43	43
长期投资	81	78	78	78	78
固定资产	750	1,003	1,300	1,577	1,840
无形资产及其他资产	169	244	240	236	232
资产总计	1,715	2,134	2,513	2,933	3,375
流动负债	424	500	540	622	722
短期借款	248	317	328	373	431
应付款项	134	150	181	217	260
其它流动负债	42	32	32	32	32
非流动负债	200	473	673	832	950
负债合计	625	973	1,214	1,455	1,673
股本	560	727	731	731	731
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	211	23	18	18	18
其他综合收益	3	8	8	8	8
盈余公积	29	45	60	80	105
未分配利润	252	310	426	575	760
少数股东权益	35	48	56	66	79
股东权益	1,091	1,161	1,299	1,479	1,702
负债和股东权益合计	1,715	2,134	2,513	2,933	3,375

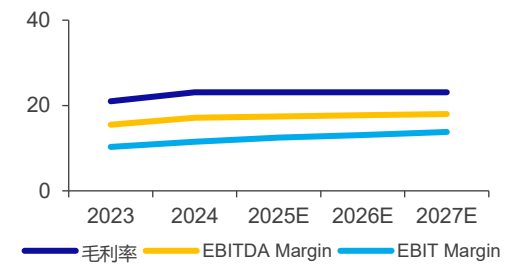
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

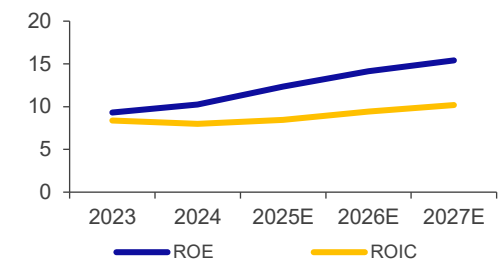
报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.16	0.21	0.27	0.34
每股经营现金流	0.23	0.23	0.25	0.32	0.38
每股红利	0.00	0.04	0.03	0.04	0.05
每股净资产	1.44	1.52	1.70	1.93	2.22
关键运营指标(%)					
ROIC	8.4	8.0	8.5	9.4	10.2
ROE	9.3	10.3	12.3	14.2	15.4
毛利率	21.0	23.1	23.1	23.1	23.1
EBITDA Margin	15.5	17.1	17.4	17.7	18.0
EBIT Margin	10.3	11.5	12.5	13.1	13.8
营业总收入同比增长	18.7	12.7	20.1	19.9	19.9
归母净利润同比增长	26.0	16.2	34.4	30.2	25.1
资产负债率	36.4	45.6	48.3	49.6	49.6
净资产周转率	1.12	1.19	1.28	1.36	1.42
总资产周转率	0.69	0.62	0.64	0.65	0.68
有效税率	8.7	10.8	12.0	9.0	10.0
股息率	0.0	0.3	0.2	0.3	0.4
估值指标(倍)					
P/E	97.7	84.1	62.6	48.1	38.4
P/B	9.1	8.6	7.7	6.8	5.9
EV/Sale	8.6	7.9	6.7	5.7	4.8
EV/EBITDA	55.4	46.1	38.5	32.2	26.8
股本	560	727	731	731	731

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

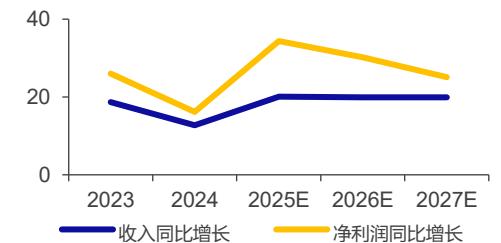
经营利润率(%)



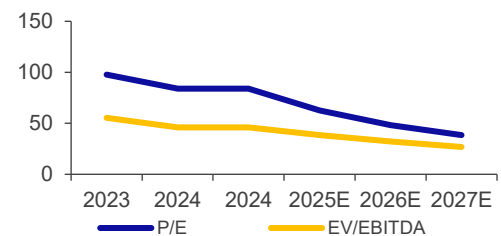
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。