

2025 年 08 月 27 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

斯瑞新材（688102）

2025H1 点评：关注商业航天&核聚变等尖端应用进展

业绩概要：公司 2025H1 实现营业收入 7.72 亿元（+23.74%），实现归母净利润 7473.83 万元（+33.61%），扣非后归母净利润为 6968.47 万元（+36.43%），对应基本 EPS 为 0.10 元。其中，公司 Q2 实现营收 4.28 亿元（同比+27.10%，环比+24.42%），归母净利润 4240.86 万元（同比+35.18%，环比+31.18%），单季度基本 EPS 为 0.06 元。

多条线业务营收稳步增长：2025H1 公司营收实现同比稳步增长，公司秉持“新材料引领未来”的使命，充分发挥核心竞争优势，重点推进先进铜合金材料在商业航天、医疗影像设备、人工智能数据中心、半导体、可控核聚变等新质生产力相关产业的应用与产业化。从 2025H1 各项业务进展来看，①**高导高强铜合金材料和制品**实现收入 3.59 亿元，其中，部分铜合金产品已在可控核聚变领域成功配套新奥科技、星环聚能和能量奇点等行业关键客户；液体火箭发动机推力室内壁产品已应用于朱雀三号可复用火箭等关键项目，细分领域竞争优势持续扩大。②**中高压电接触材料及制品**实现收入 1.77 亿元，公司持续扩张产能，126kV 真空灭弧室触头材料已实现小批量交付客户，36kV 及以上充气柜触头材料批量供应市场；③**高性能金属铬粉**实现收入 3924 万元，公司已形成年产 2000 吨铬粉生产能力，主要客户有西部超导、西门子、GfE、Plansee 等知名企业；④**医疗影像零组件**实现收入 4100 万元，报告期内，国家商务部对进口医用 CT 球管进行产业竞争力调查，进一步推动 CT 球管产业国产化进程。公司主要客户包括西门子医疗、联影医疗、昆山医源、麦默真空等，并成为部分客户的战略合作供应商；⑤**光模块芯片基座/壳体**领域，公司新型铜合金可应用于光模块壳体，解决行业标杆客户面临的技术痛点，进一步巩固行业地位。

Q2 业务盈利性环比提升：2025H1 公司毛利率/净利率分别为 23.67%/9.95%（同比-0.14pcts/ +0.94pcts），净利率同比提升较多主要系管理费用率和财务费用率分别同比下降 0.60pcts 和 0.99pcts，主要得益于公司内部提质增效管理以及欧元汇率上升引起的汇兑收益大幅增加。2025Q2 公司毛利率/净利率分别为 24.51%/ 10.28%（环比+1.90pcts/ +0.74pcts），推测毛利率环比提升主要得益于产品结构优化。

投资评级

买入

维持评级

2025 年 08 月 27 日

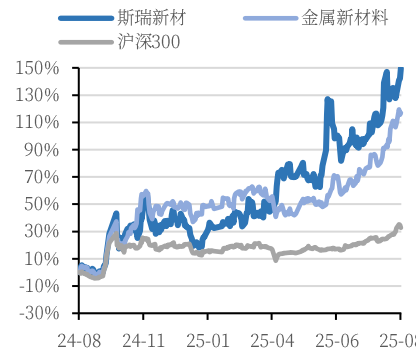
收盘价(元):

17.28

公司基本数据

总股本(百万股)	731.42
总市值(百万)	12,639.00
流通股本(百万股)	731.42
流通市值(百万)	12,639.00
12 月最高/最低价(元)	18.11/6.72
资产负债率(%)	49.32
每股净资产(元)	1.66
市盈率(TTM)	95.00
市净率(PB)	10.44
净资产收益率(%)	6.17

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书：S0640521070001

邮箱：dengke@avicsec.com

相关研究报告

2024 年报&2025Q1 点评：下游领域多点开花，特种铜合金步入快车道 —2025-05-05

2024Q3 点评：多条线稳健成长，定增助力产能扩张 —2024-11-02

2024H1 点评：提质增效成果初显，关注商业航天进程 —2024-08-30

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

定增项目助力产能扩张：公司定增项目拟募集资金总额 6.0 亿元用于两大项目的建设，其中：①拟投入 2.3 亿元用于“**液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目（一阶段）**”，项目有助于公司形成全流程业务布局，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上限为 20,057 万元；②拟投入 4.0 亿元用于“**年产 3 万套医疗影像装备等电真空用材料、零组件研发及产业化项目**”，项目建成达产后，预计将实现年产 30,000 套 CT 球管零组件、15,000 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 30,000 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；③剩余 6000 万元用于补充流动资金。本次定增项目有助于公司提升核心竞争能力，巩固行业地位，亦有利于公司长期盈利能力的提升。

投资建议：公司是我国领先的铜铬基合金研发制造平台型企业，业务占据多个产业链上游国产替代核心卡位，并与下游客户深度绑定、提供非标个性化研发和生产服务，未来有望受益于商业航天、人工智能等新兴行业的高速发展，具备较强成长性。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 16.4/ 20.8/ 26.3 亿元，同比增长 23.6%/ 26.6%/ 26.2%，实现归母净利润分别为 1.53/ 2.02/ 2.74 亿元，同比增长 33.8%/ 32.4%/ 35.3%，对应 PE 83X/ 63X/ 46X。维持“买入”评级。

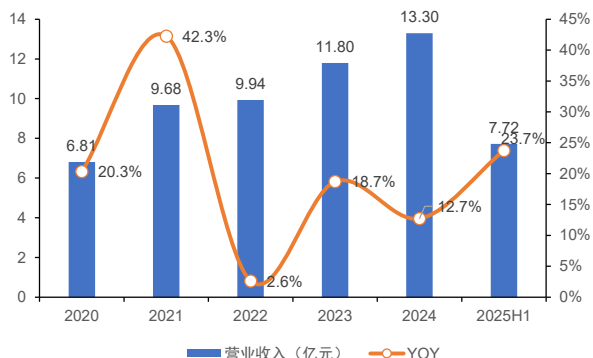
风险提示：原料价格大幅波动、募投项目进程不及预期、终端需求不及预期等。

盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,180	1,330	1,644	2,081	2,627
增速（%）	18.7%	12.7%	23.6%	26.6%	26.2%
归母净利润（百万元）	98	114	153	202	274
增速（%）	26.1%	16.2%	33.8%	32.4%	35.3%
每股收益（元）	0.11	0.13	0.16	0.21	0.28
市盈率（倍）	128.5	110.6	82.7	62.5	46.2

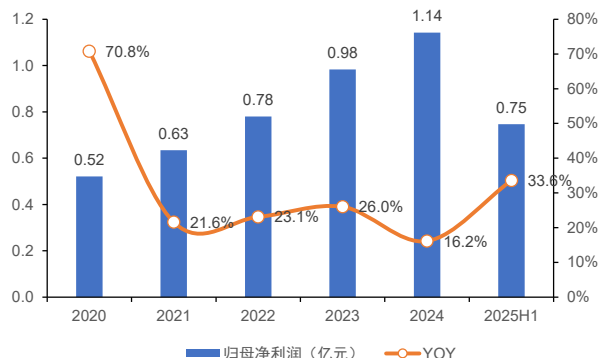
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入及增速



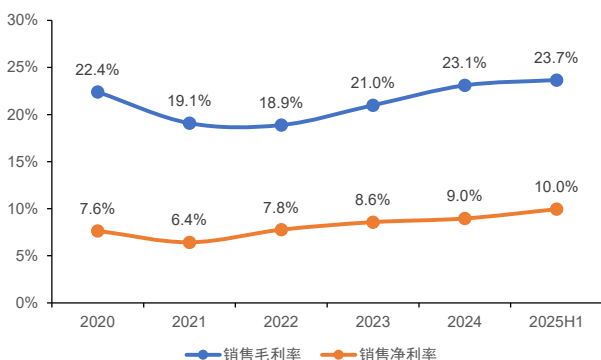
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速



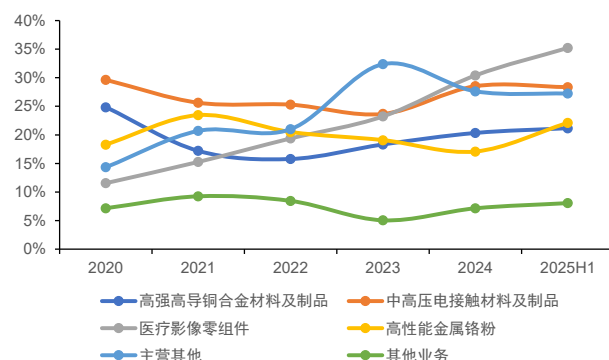
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 销售毛利率及净利率



资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 分业务毛利率情况



资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2025Q2	2025Q1	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3
营业收入(百万元)	428.1	344.1	365.4	340.3	336.8	287.2	310.6	309.1
营业成本(百万元)	323.2	266.3	280.1	267.0	254.8	220.7	238.9	247.2
销售费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%	2.0%
管理费用率	4.8%	4.6%	4.2%	4.7%	5.4%	5.2%	4.4%	4.9%
财务费用率	0.0%	0.8%	1.5%	1.6%	1.0%	1.8%	1.1%	1.8%
研发费用率	5.6%	5.3%	5.0%	5.4%	5.3%	5.1%	6.2%	4.9%
资产减值损失(百万元)	-0.5	-1.3	-2.3	0.0	0.0	0.0	-1.6	0.0
利润总额(百万元)	47.7	36.3	44.3	26.8	35.2	27.4	34.6	18.1
所得税费用(百万元)	3.7	3.5	4.3	3.8	3.7	2.7	1.9	1.5
净利润(百万元)	44.0	32.8	39.9	23.0	31.5	24.7	32.7	16.6
EPS (元)	0.06	0.04	0.05	0.03	0.06	0.04	0.05	0.03
毛利率	24.5%	22.6%	23.3%	21.5%	24.3%	23.2%	23.1%	20.0%
期间费用率	12.1%	12.4%	12.4%	13.2%	13.5%	13.6%	13.4%	13.6%
所得税率	7.7%	9.6%	9.8%	14.2%	10.6%	9.7%	5.5%	8.1%
净利润率	10.3%	9.5%	10.9%	6.8%	9.3%	8.6%	10.5%	5.4%

资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 财务报表预测及比率分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	131.16	126.51	164.04	164.36	208.07	262.68	营业收入	993.61	1179.51	1329.68	1643.56	2080.74	2626.75
应收票据及账款	278.16	281.79	329.79	402.98	510.17	644.05	营业成本	805.98	931.97	1022.60	1238.44	1550.35	1939.68
预付账款	6.33	7.08	4.90	6.06	7.67	9.69	税金及附加	8.38	8.80	9.26	11.50	14.57	18.39
其他应收款	8.29	3.05	8.77	10.84	13.73	17.33	销售费用	15.40	21.61	22.14	27.94	35.37	44.65
存货	209.60	248.68	258.38	305.37	382.28	478.28	管理费用	49.55	56.15	64.41	78.89	99.88	126.08
其他流动资产	64.88	49.32	42.62	52.69	66.70	84.20	研发费用	51.61	59.45	68.83	82.18	104.04	131.34
流动资产总计	698.42	716.43	808.50	942.30	1188.63	1496.22	财务费用	13.82	11.08	19.30	34.82	47.00	51.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-1.40	-1.55	-2.28	-2.14	-2.70	-3.41
固定资产	542.53	598.12	692.09	835.48	1176.59	1331.08	信用减值损失	-3.38	-0.09	-3.75	-4.93	-6.24	-7.88
在建工程	70.20	154.77	317.49	564.57	511.66	358.74	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	96.70	94.01	145.32	117.28	89.24	61.20	投资收益	0.20	-1.64	-1.02	-0.79	-0.79	-0.79
长期待摊费用	9.93	8.50	11.75	5.88	0.00	0.00	公允价值变动损益	-0.11	0.00	-0.16	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	79.34	143.49	158.49	158.42	158.35	158.27	资产处置收益	-1.47	0.20	0.01	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	798.69	998.90	1325.14	1681.63	1935.83	1909.29	其他收益	31.79	26.16	18.78	18.00	18.00	18.00
资产总计	1497.11	1715.33	2133.64	2623.93	3124.46	3405.51	营业利润	74.50	113.53	134.74	179.92	237.80	321.42
短期借款	64.36	160.42	219.35	551.11	857.21	927.12	营业外收入	0.18	0.92	0.26	0.26	0.26	0.26
应付票据及账款	84.91	110.07	124.53	146.14	182.95	228.89	营业外支出	1.60	3.49	1.29	1.29	1.29	1.29
其他应付款	113.42	153.84	155.78	188.92	236.84	296.68	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	262.69	424.33	499.66	886.16	1277.00	1452.68	利润总额	73.08	110.96	133.70	178.89	236.77	320.38
长期借款	154.40	123.93	392.68	375.83	325.87	215.19	所得税	-4.09	9.85	14.54	19.45	25.74	34.83
其他非流动负债	69.60	76.46	80.67	80.67	80.67	80.67	净利润	77.17	101.11	119.17	159.44	211.03	285.55
非流动负债合计	224.00	200.39	473.35	456.51	406.54	295.86	少数股东损益	-0.84	2.77	4.93	6.58	8.72	11.79
负债合计	486.69	624.73	973.01	1342.67	1683.54	1748.54	归属母公司股东净净	78.01	98.34	114.24	152.86	202.32	273.76
股本	400.01	560.01	727.34	727.34	727.34	727.34	EBITDA	132.08	183.59	228.88	457.22	629.56	798.03
资本公积	374.24	213.62	47.50	47.50	47.50	47.50	NOPLAT	64.98	95.59	126.37	175.35	237.80	315.98
留存收益	219.58	282.29	338.19	452.24	603.18	807.44	EPS (元)	0.11	0.13	0.16	0.21	0.28	0.37
归属母公司权益	993.83	1055.93	1113.03	1227.07	1378.02	1582.27	主要财务比率						
少数股东权益	16.59	34.67	47.60	54.19	62.90	74.70							
股东权益合计	1010.42	1090.60	1160.63	1281.26	1440.92	1656.97	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益合计	1497.11	1715.33	2133.64	2623.93	3124.46	3405.51	成长能力						
现金流量表							营收增长率	2.61%	18.71%	12.73%	23.61%	26.60%	26.24%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营业利润增长率	12.63%	52.40%	18.68%	33.54%	32.17%	35.16%
税后经营利润	77.17	101.11	119.17	145.03	196.62	271.14	EBIT增长率	-4.46%	40.43%	25.37%	39.67%	32.78%	30.91%
折旧与摊销	45.17	61.55	75.87	243.51	345.80	426.54	EBITDA增长率	2.78%	39.00%	24.67%	99.76%	37.70%	26.76%
财务费用	13.82	11.08	19.30	34.82	47.00	51.11	归母净利润增长率	23.13%	26.05%	16.17%	33.80%	32.36%	35.31%
投资损失	-0.20	1.64	1.02	0.79	0.79	0.79	经营现金流增长率	-29.33%	227.56%	0.56%	113.30%	35.10%	26.62%
营运资金变动	-86.46	-18.05	-61.06	-78.73	-117.88	-147.22	盈利能力						
其他经营现金流	1.96	11.23	15.22	16.17	16.17	16.17	毛利率	18.88%	20.99%	23.09%	24.65%	25.49%	26.16%
经营性现金净流量	51.46	168.57	169.52	361.58	488.50	618.53	净利率	7.77%	8.57%	8.96%	9.70%	10.14%	10.87%
资本支出	128.87	190.95	390.90	600.00	600.00	400.00	营业利润率	7.50%	9.63%	10.13%	10.95%	11.43%	12.24%
长期投资	-11.28	-67.21	4.92	0.00	0.00	0.00	ROE	7.85%	9.31%	10.26%	12.46%	14.68%	17.30%
其他投资现金流	-52.72	18.71	-0.44	-2.55	-2.55	-2.55	ROA	5.21%	5.73%	5.35%	5.83%	6.48%	8.04%
投资性现金净流量	-192.87	-239.44	-386.43	-602.55	-602.55	-402.55	ROIC	6.87%	8.26%	9.83%	10.54%	11.16%	12.41%
短期借款	-153.42	96.06	58.92	331.76	306.10	69.91	估值倍数						
长期借款	-66.19	-30.47	268.74	-16.84	-49.96	-110.68	P/E	162.02	128.53	110.64	82.69	62.48	46.17
普通股增加	40.01	160.00	167.32	0.00	0.00	0.00	P/S	12.72	10.72	9.51	7.69	6.07	4.81
资本公积增加	317.09	-160.61	-166.12	0.00	0.00	0.00	P/B	12.72	11.97	11.36	10.30	9.17	7.99
其他筹资现金流	-44.40	6.74	-71.90	-73.63	-98.36	-120.61	股息率	0.25%	0.35%	0.46%	0.31%	0.41%	0.55%
筹资性现金净流量	93.08	71.73	256.97	241.29	157.77	-161.38	EV/EBIT	77.78	62.41	45.53	63.37	48.66	37.09
现金流量净额	-47.62	1.06	38.94	0.32	43.72	54.60	EV/EBITDA	51.18	41.49	30.43	29.62	21.93	17.27
							EV/NOPLAT	104.03	79.68	55.12	77.23	58.07	43.61

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

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

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

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

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

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

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

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

免责声明:

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

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

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

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

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

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637