下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

铜基龙头多元拓展，商业航天+AI 驱动新成长

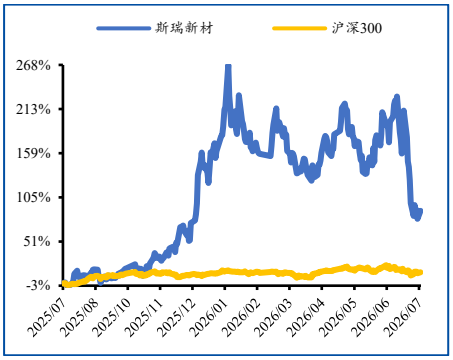
斯瑞新材（688102）

证券研究报告

投资评级:买入（首次）

基本数据	2026-07-27
收盘价（元）	27.87
流通股本（亿股）	7.79
每股净资产（元）	2.51
总股本（亿股）	7.81

最近 12 月市场表现



分析师 杨博星
SAC 证书编号：S0160525060005
yangbx@ctsec.com

分析师 任旭欢
SAC 证书编号：S0160526040002
renxh01@ctsec.com

相关报告

核心观点

- **深耕铜基合金材料二十余载，打造多领域应用平台：**公司成立于 1995 年，以铜铬电接触材料打破国外垄断为起点，持续向高强高导铜合金、医疗影像零组件、光模块散热材料等高端领域延伸，形成“以铜基特种材料制备技术为核心、多赛道协同发展”的业务格局。2021-2025 年营业收入 CAGR 达 12.89%，归母净利润四年累计增幅约 135%，新兴业务放量推动盈利能力稳步提升。

- **高强高导铜合金+电接触材料双轮驱动，构筑公司业绩坚实基本盘：**1）高强高导铜合金方面，牵引电机端环受益于铁路网络持续扩张，新能源汽车高压连接器需求倍增打开国产替代空间；液体火箭发动机推力室内壁已批量供应蓝箭航天等头部客户，有望受益于可回收火箭频繁发射带来的需求增长。2021-2025 年营收自 4.83 亿元增至 6.99 亿元。2）中高压电接触材料及制品方面，公司铜铬触头全球市占率领先、国内超 60%，已成为西门子、ABB、施耐德等国际巨头核心供应商，具备供应链不可替代性。公司作为电接触材料全球龙头，有望率先受益于新型电力系统建设带来的输配电设备升级需求释放。

- **以铜基合金研发制造为核，打造光模块、医疗影像、铬粉新增长极：**1）光模块芯片基座/壳体方面，AI 算力爆发驱动高速光模块需求，2025 年全球光收发器销售额达 268 亿美元，同比增长 74%，公司钨铜热沉材料已实现批量供应，并积极布局下一代材料，有望充分受益于 AI 基础设施建设浪潮。2）CT/DR 球管零组件方面，国家政策为国产 CT 球管创造重要进口替代空间，球管耗材属性决定存量替换需求远超新增设备。产能建设项目已逐步落地，规模效应逐步显现，2021-2025 年该业务毛利率由 15.28%提至 35.75%(+20.47pct)。3）高性能金属铬粉方面，公司低温液氮制粉技术领先，产品应用于输配电、靶材及高温合金等领域，2021-2025 年间营业收入由 0.32 亿元增至 0.74 亿元，未来有望受益于航空发动机和燃气轮机高景气。

- **投资建议：**公司以铜基材料制备技术为核心，传统业务基本盘稳固，新兴业务发展提速，有望受益于商业航天、AI 行业高景气。我们预计 2026-2028 年公司营业收入为 20.42/27.55/37.01 亿元，归母净利润分别为 2.02/3.05/4.42 亿元。当前股价对应 PE 分别为 108/71/49 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**应收票据承兑及应收账款回收风险，新增产能无法消化风险，原材料价格波动风险，人民币汇率波动风险，光模块需求不及预期风险，商业航天发展不及预期风险。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,330	1,572	2,042	2,755	3,701
收入增长率（%）	12.7	18.2	29.9	34.9	34.4
归母净利润（百万元）	114	148	202	305	442
净利润增长率（%）	16.2	29.2	37.1	50.5	45.0
EPS（元）	0.16	0.20	0.26	0.39	0.57
PE	56.0	193.7	107.5	71.4	49.3
ROE（%）	10.3	7.6	9.9	13.7	17.8
PB	5.8	15.5	10.6	9.8	8.8

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 07 月 27 日收盘价计算）

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1 公司简介：铜基合金龙头，持续布局新质新域赛道 4
1.1 基本概况：深耕铜基材料领域，打造多领域应用平台 4
1.2 持续优化工艺降本增效，营收利润保持双增长 6
1.3 推进股票期权与限制性股票激励计划，彰显公司发展信心 8
2 高强高导铜合金+电接触材料双轮驱动，构筑公司业绩坚实基本盘 9
2.1 高强高导铜合金：传统赛道基本盘稳固，商业航天开启第二增长曲线 9
2.2 中高压电接触材料：受益于新能源发电占比提升，超高压输电需求旺盛 13
3 以铜基合金研发制造为核，打造光模块、医疗影像、铬粉新增长极 16
3.1 人工智能产业高速发展，光模块芯片基座/壳体乘风起航 16
3.2 CT/DR 球管零组件持续扩产，有望受益于医疗影像装备国产替代 20
3.3 高性能金属铬粉应用领域广泛，有望受益于下游高景气 24
4 盈利预测与估值 25
4.1 盈利预测 25
4.2 投资建议及估值 27
5 风险提示 27

图表目录

图 1：公司发展历程 6
图 2：公司股权分布图 6
图 3：2021-2025 年公司营业收入与归母净利润持续双增 7
图 4：核心业务稳健增长，新产业板块逐步成为公司业绩重要组成部分 7
图 5：公司各业务毛利率水平稳步提升 8
图 6：公司管理、销售费用率保持稳定，研发投入不断加大 8
图 7：公司 2021-2025 年间高强高导铜合金业务营业收入由 4.83 亿元增至 6.99 亿元 9
图 8：公司高强高导铜合金业务毛利率水平快速提升 9
图 9：公司高强高导铜合金业务毛利率水平具备优势，未来有望继续提升 10
图 10：牵引电机示意图 11
图 11：2020-2025 中国连接器市场规模持续扩大 11
图 12：2021-2025 我国汽车年产销量逐年递增 11
图 13：公司 2021-2025 年间中高压电接触制品营业收入总体呈增长趋势 13
图 14：公司中高压电接触制品业务毛利率水平阶段性承压后，实现回升 13

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：公司凭借铬粉原材料自主供应，有望使中高压电接触材料业务毛利率保持稳定 14
图 16：2025 年全国风电、太阳能合计装机容量历史性超越火电 15
图 17：光通讯 CuW 产品 17
图 18：2025 年公司光模块业务营收占比为 4.71% 17
图 19：2025 年光模块业务毛利率居公司全业务第一 17
图 20：公司光模块芯片基座/壳体业务可比公司苏州志峰净利率水平为 15.8%-19% 18
图 21：全球算力需求快速增长 18
图 22：全球光模块季度销售趋势图 19
图 23：可插拔光模块正朝着更高功耗的方向发展。 19
图 24：2026-2030 年全球 CT 设备市场规模持续扩大，CAGR 为 3.9% 21
图 25：公司医疗影像零组件业务主要为 CT、DR 球管管芯提供配套服务 22
图 26：2021-2025 年公司医疗影像业务营收 CAGR 达 35.64% 23
图 27：公司医疗影像业务毛利率水平逐年提升 23
图 28：公司医疗影像业务毛利率水平有望维持较高水平 23
图 29：公司高性能金属铬粉业务营业收入整体呈现上升趋势 24
图 30：2025 年公司高性能金属铬粉业务毛利率实现回升 24
图 31：中国高温合金行业市场规模（亿元） 25

表 1：公司主营业务产品表 5
表 2：公司层面业绩考核要求 9
表 3：我国三大“万星星座”计划 12
表 4：公司液体火箭发动机推力室内壁业务核心技术表 12
表 5：公司“液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目”产能预计表 13
表 6：《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》九大行动任务 15
表 7：公司 2025 年内高压电接触材料领域技术突破成果表 16
表 8：光模块基座及壳体材料性能表 20
表 9：国家政策助力医学影像设备行业持续发展 21
表 10：公司 CT/DR 球管零组件核心技术表 22
表 11：公司高性能金属铬粉产品性能表 24
表 12：公司收入拆分和预测 26
表 13：费用率及税率预测 27
表 14：可比公司估值 27

下载日志已记录，仅供内部参考

1 公司简介：铜基合金龙头，持续布局新质新域赛道

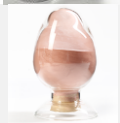
1.1 基本概况：深耕铜基材料领域，打造多领域应用平台

斯瑞新材（688102.SH）是一家专注于高性能铜合金材料及制品研发、生产和销售的国家高新技术企业。公司以实验室材料产业化为初心，聚焦铜合金领域深耕多年，以铜基特种材料制备技术为核心，从中高压电接触材料及制品业务起步，不断拓展下游细分应用领域——CT 和 DR 球管组件、液体火箭发动机推力室内壁材料、光模块基座/外壳等，创新成果频出。

- **高强高导铜合金材料及制品：**高强高导铜合金是兼具强度、导电等方面优异性能的铜合金材料，公司已实现了高强高导铜合金的技术突破和产业化，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，是全球高强高导铜合金材料与零件主要供应商。
- **中高压电接触材料及制品：**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，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。
- **高性能金属铬粉：**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，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，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。
- **CT 和 DR 球管零组件：**公司为医疗 X 射线管（CT 球管、DR 球管等）提供关键材料及零组件，主要产品包括金属管壳组件、转子铜套组件、轴承套以及管内阴极零件等关键零部件，主要用于支撑阴阳极、连接金属靶盘和轴承等，为国内外该领域的知名用户提供高品质的“一站式”供应和服务。
- **光模块芯片基座/壳体：**光模块作为光电转换核心器件，是支撑算力中心和数据中心的关键一环。公司光模块芯片基座/壳体产品为光模块工作运行提供物理支撑与保护、散热管理、光学性能保证、机械稳定性等功能支持，是光模块实现高性能、高可靠性和长寿命的重要功能结构材料。
- **液体火箭发动机推力室内壁：**推力室是火箭发动机的重要装置，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，在高温高压的极端服役条件下，推力室内壁材料必须具有良好的耐高温、低周疲劳和导热性能。公司研发的耐高温铜合金材料，已通过下游不同客户验证并用于实际火箭发射。

下载日志已记录，仅供内部参考

表1: 公司主营业务产品表

业务板块	产品类别	图例	应用领域	主要客户
高强高导铜合金材料及制品	高强高导铜合金圆锭		轨道交通、连接器和航空航天领域	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、蓝箭航天、新奥科技等
	高强高导铜合金扁锭			
	端环和导条			
中高压电接触材料及制品	铜铬材料		电源工程、输配电网络、轨道交通等领域	西门子、ABB、施耐德、日立能源、伊顿、东芝、中国西电、宝光股份、旭光电子、平高电气、许继电气、思源电气、泰开集团等
	铜钨材料			
	铜铬触头			
	铜钨触头			
高性能金属铬粉	高纯低气金属铬粉		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	西部超导、西门子、GfE、Plansee 等
	真空级脱气铬			
	高性能铜合金粉末			
CT 和 DR 球管零组件	金属管壳、转子组件、轴承套、阴极零件等		CT 设备、DR 设备	联影医疗、昆山医源、西门子医疗、科罗诺司、麦默真空、电科睿视、北京智束、IAE 等
光模块芯片基座/壳体	光通讯 CuW 产品---电子封装散热材料		算力中心、数据中心	环球广电、剑桥科技、索尔思、菲尼萨、东莞讯滔、天孚通信等

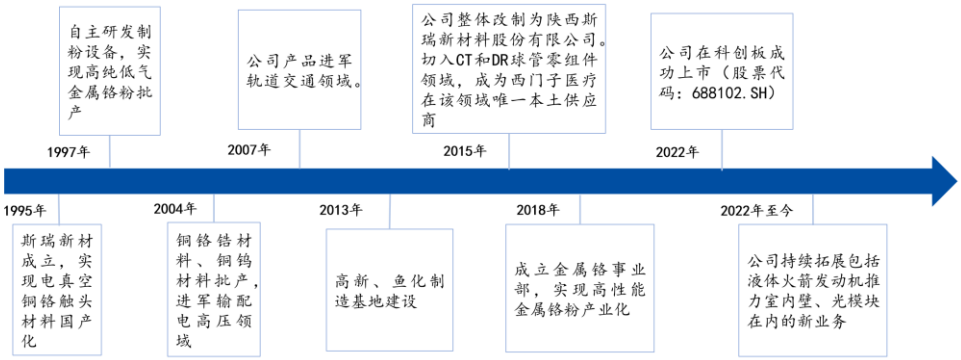
数据来源：公司官网，公司 2025 年年报，公司招股说明书，财通证券研究所

公司深耕铜基合金材料领域三十余载，发展历程可追溯至 1995 年：早期，公司以铜铬合金电接触材料为突破口，打破国外技术垄断并实现批量化生产，成为西门子等国内外大型电气设备制造商的主要供应商；2007 年，公司开发以铬锆铜为核心的高强高导铜合金材料并实现产业化，切入国际轨道交通设备制造领域。2015 年后，公司逐步向多领域延伸：2015 年整体变更为股份有限公司，同年基于与西门子的合作关系切入 CT 和 DR 球管零组件领域，成为西门子医疗在金属管壳组件和转子组件领域的唯一本土供应商；2018 年成立金属铬事业部，实现高性能金

下载日志已记录，仅供内部参考

属铬粉产业化；2019 年将新型显示器材料、集成电路焊接烙铁头材料等列入新方向，产品矩阵持续丰富。2022 年 3 月，公司在科创板上市；近年来，液体火箭发动机推力室内壁进入量产阶段，服务蓝箭航天、九州云箭等商业航天客户；光模块芯片基座/壳体已批量供应菲尼萨、天孚通信等客户，公司新兴业务持续发展。

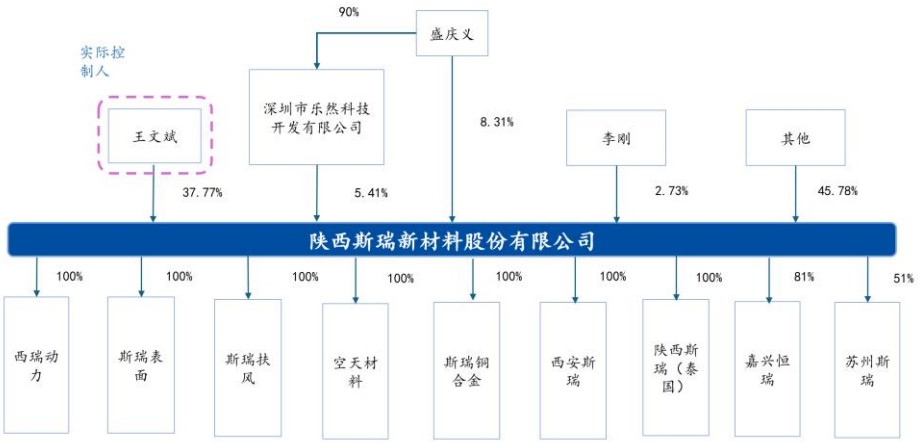
图1: 公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，公司 2023 年年报，公司 2025 年年报，公司官网，财通证券研究所

公司实际控制人为王文斌，直接持有公司 37.77%的股权；第二大股东盛庆义，直接持有公司 8.31%股份，同时通过其一致行动人深圳市乐然科技开发有限公司间接持有 4.87%公司股份，合计持有公司 13.18%股份。公司实际控制人、董事长王文斌，毕业于西安交通大学金属材料及热处理专业，拥有正高级工程师职称，1991-1995 年曾任西安华山机械制造厂技术秘书，1995 年创办公司后始终深耕铜合金领域。

图2: 公司股权分布图



数据来源：iFinD，财通证券研究所*注：持股比例取截至公司 2026 年一季报数据

1.2 持续优化工艺降本增效，营收利润保持双增长

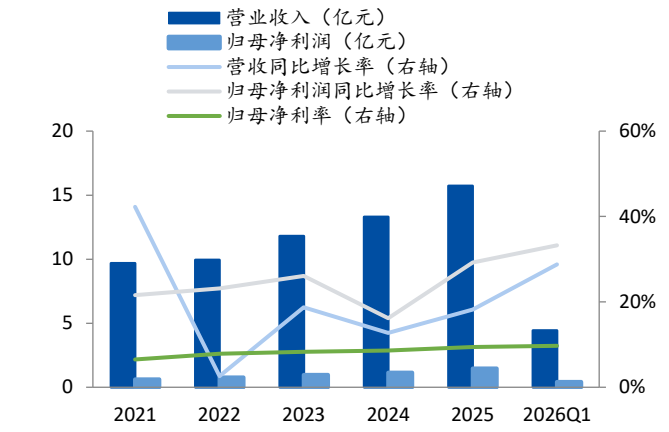
营收利润持续双增，2021-2025 年归母净利润 CAGR 达 23.8%：1）公司营收稳健增长：2021-2025 年，公司营业收入由 9.68 亿元增至 15.72 亿元，CAGR 为 12.89%；2026Q1 公司实现营收 4.43 亿元（+28.75%），系公司持续开拓新产品和应用场景，推动产业化项目建设所致；**2）归母净利润增长速率高于营收：**2021-2025 年间公

下载日志已记录，仅供内部参考

司归母净利润自 0.63 亿元增至 1.48 亿元，CAGR 达 23.8%；归母净利率自 6.51%提至 9.41%（+2.91pct），公司持续优化工艺，降本增效，同时新产品产业化过程中规模效应显现。

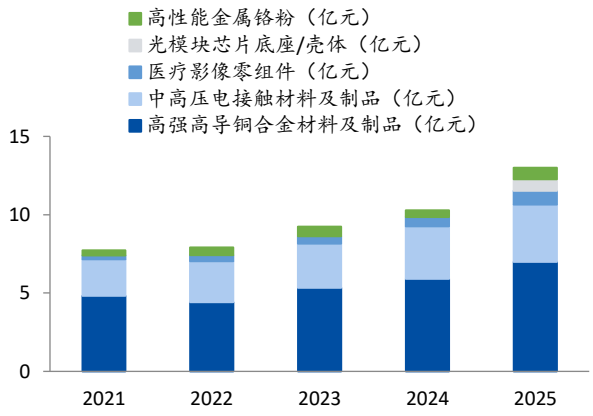
核心业务稳健增长，新兴板块增速明显：1）核心业务发展稳健：高强高导铜合金、中高压电接触材料及制品作为公司较早发展的业务，保持稳健增长态势。2021-2025 年间，两项业务营业收入 CAGR 分别为 9.68%和 12.07%，仅铜合金业务在 2022 年因消费电子需求下滑出现短暂回落，长期增势显著；**2）新产业板块快速发展，成为公司业绩新增长极：**医疗影像零组件、高性能金属铬粉业务营业收入在 2021-2025 期间 CAGR 分别为 35.64%、23.32%，其 2025 年营收占比分别达 5.60%、4.71%，较 2021 年提升 2.91pct、1.40pct，已成为公司营收增长的重要驱动因素之一；2025 年，公司光模块业务营收 0.74 亿元，占公司总营收 4.71%，光模块产品产业化初见成效。

图3: 2021-2025 年公司营业收入与归母净利润持续双增



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图4: 核心业务稳健增长，新产业板块逐步成为公司业绩重要组成部分

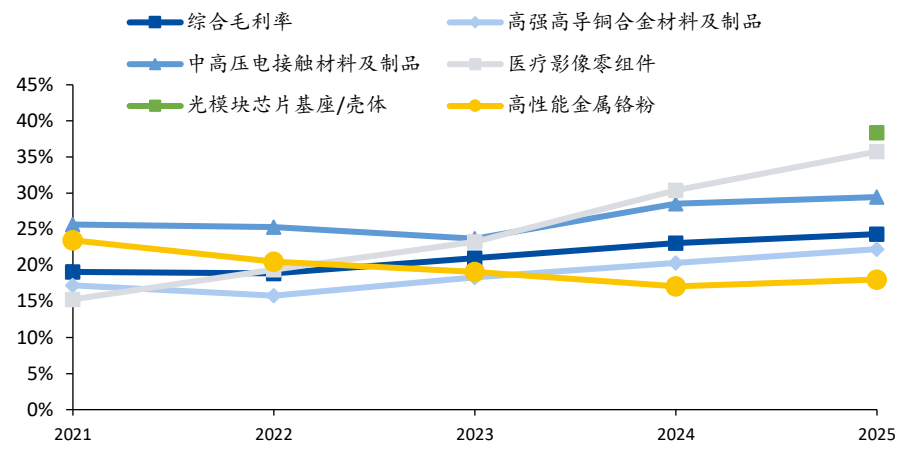


数据来源：iFinD，财通证券研究所

毛利率水平稳步提升，盈利能力有望持续增强：1）综合毛利率水平稳步提升：2021-2025 年间，公司综合毛利率自 19.08%提升至 24.32%（+5.24pct），核心驱动力来自于新业务板块规模效应逐步释放及产品结构优化、工艺改进带来的降本增效；**2）高毛利新业务营收占比上升，盈利能力有望持续增强：**公司新兴业务如光模块、医疗影像毛利率在 2025 年分别达 38.39%、35.75%，均显著高于公司传统优势业务高强高导铜合金及中高压电接触材料的 22.24%和 29.45%毛利率水平，随着其收入占比持续上升，公司整体毛利率水平有望进一步提升，盈利能力有望维持上升趋势。

下载日志已记录，仅供内部参考

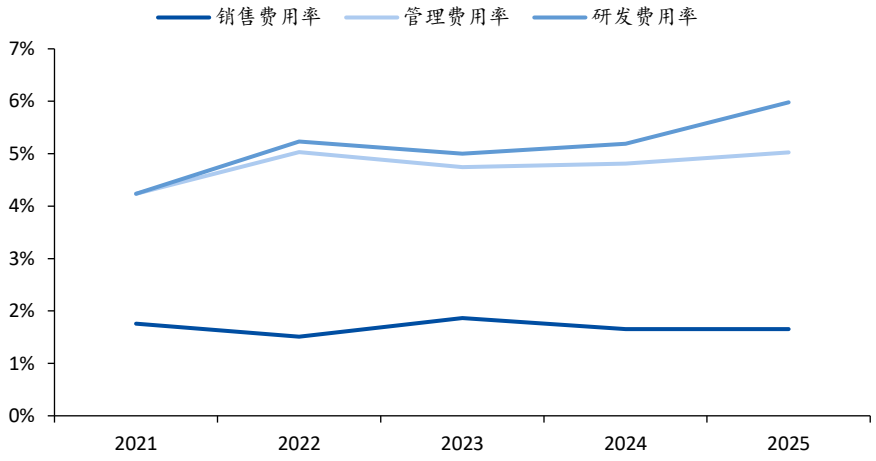
图5: 公司各业务毛利率水平稳步提升



数据来源：iFinD，财通证券研究所

管理、销售费用率保持稳定，研发投入不断加大：1）2021-2025 年，公司管理费用率、销售费用率分别维持在 4.24%-5.03%、1.51%-1.86%区间，五年间未发生重大变化。**2）公司坚持创新驱动理念，研发费用率不断提升：**2021-2025 年，公司研发费用率由 4.24%提至 5.98%（+1.74pct），系公司坚持创新，推动核心技术迭代升级，研发投入增加。

图6: 公司管理、销售费用率保持稳定，研发投入不断加大



数据来源：iFinD，财通证券研究所

1.3 推进股票期权与限制性股票激励计划，彰显公司发展信心

推进股票期权与限制性股票激励计划，看好公司发展信心：2026 年 4 月，公司推出股票期权与限制性股票激励计划，拟向激励对象授予权益总计 3,226.7699 万股/万份，约占公司股本总额的 4.15%，其中首次授予权益 2,626.7699 万股/万份，预留权益 600 万份。该计划股票期权部分拟授予 3,000 万份（首次 2,400 万份，预留 600 万份），限制性股票部分拟授予 226.7699 万股（不设预留）。本次激励计划的对象包括在公司任职的董事、高级管理人员、核心技术人员及其他骨干人员，有望进一步绑定核心人员利益，调动管理层及骨干员工积极性。

- **授予与登记情况：**2026 年 5 月 29 日，公司召开董事会确定该日为授予日，同时对本次激励计划作出调整：拟授予股票期权从 3,000.00 万份调整为

下载日志已记录，仅供内部参考

2,993.70 万份，其中首次授予股票期权 2,395.70 万份，行权价格为 40.01 元/股，激励对象共 912 人；预留股票期权减至 598.00 万份；限制性股票授予 226.7699 万股，授予价格为 20.01 元/股，激励对象共 24 人，股票来源为公司从二级市场回购的本公司 A 股普通股股票。股票期权首次授予登记已于 2026 年 7 月 3 日完成，限制性股票授予登记已于 2026 年 7 月 6 日完成。

- **解禁条件：**本次授予的股票期权等待期分别为 12 个月和 24 个月，分两个行权期，行权比例各为 50%；限制性股票限售期分别为授予日起 12 个月和 24 个月，两个解除限售期，解除限售比例各为 50%；公司及个人层面业绩考核与股票期权一致；公司层面业绩考核以 2025 年扣非净利润为基数，对考核年度（2026—2027 年两个会计年度）的扣非净利润进行考核，2026、2027 年扣非净利润需在 2025 年扣非净利润基础上实现 35%、82%增速。

表2: 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	
		目标值（Am）	触发值（An）
第一个行权期	2026 年	35%	26%
第二个行权期	2027 年	82%	58%

数据来源：公司公告，财通证券研究所 *注：业绩考核以 2025 年扣非净利润为基数

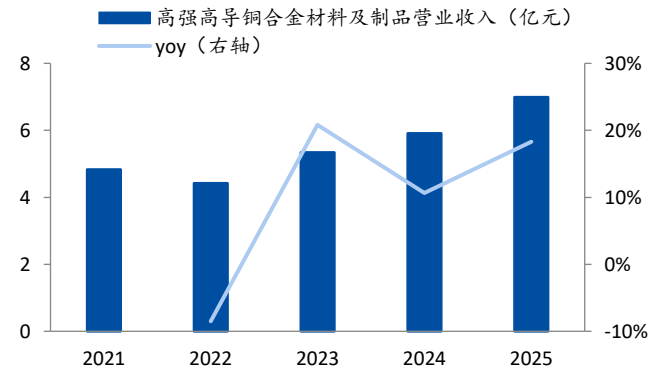
2 高强高导铜合金+电接触材料双轮驱动，构筑公司业绩坚实基本盘

2.1 高强高导铜合金：传统赛道基本盘稳固，商业航天开启第二增长曲线

公司高强高导铜合金系列产品包括材料和制品两个主要类别：1）材料类：以铜铬锆、铜锆铸锭、板棒及粉末等为主，主要用于高端连接器行业，如新能源汽车等领域；**2）制品类：**主要为轨道交通大功率牵引电机端环导条、核电发电机材料及零件、液体火箭发动机推力室内壁。

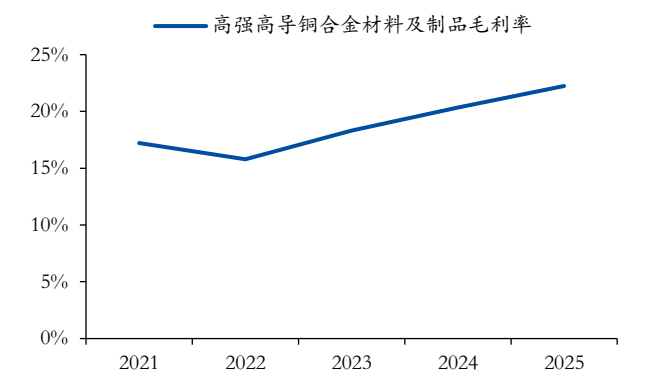
高强高导铜合金业务经营稳健：1）营收规模稳步增长：公司 2021-2025 年间高强高导铜合金业务营业收入由 4.83 亿元增至 6.99 亿元，CAGR 为 9.68%。**2）毛利率水平实现连续三年提升：**2022-2025 年公司高强高导铜合金业务毛利率由 15.79%提至 22.24%（+6.45pct），主要系液体火箭发动机推力室内壁等高毛利产品逐步进入收获期，加之连接器、轨道交通等产品销售结构的优化。

图7: 公司 2021-2025 年间高强高导铜合金业务营业收入由 4.83 亿元增至 6.99 亿元



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图8: 公司高强高导铜合金业务毛利率水平快速提升

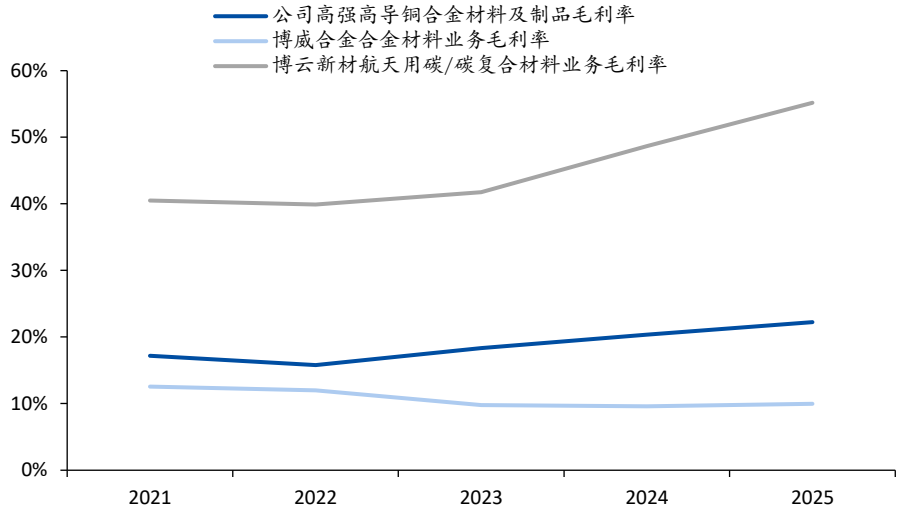


数据来源：iFinD，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

公司高强高导铜合金业务毛利率具备优势，未来有望继续提升：1）公司高强高导铜合金业务凭借技术优势享有更高毛利率：以博威合金为例，该公司主营高性能、高精度有色金属合金材料的研发、生产和销售，产品涵盖有色合金的棒、线、带、精密细丝四类，可应用于新能源汽车等领域，与公司高强高导铜合金业务在产品形态和下游应用上具有较高可比性。2021-2025 年，博威合金合金材料业务毛利率水平为 12.56%/11.98%/9.78%/9.60%/9.99%,呈现下降趋势，且各年均显著低于公司高强高导铜合金业务同期毛利率，反映公司在合金领域的技术领先带来的高毛利优势，同时也印证公司优化产品销售结构、开拓商业航天应用领域成效显著，使公司毛利率维持上升趋势。**2）推力室内壁业务为商业航天关键产业环节，毛利率较高，有望拉动高强高导铜合金业务毛利率提升：**以博云新材为例，其航天用碳/碳复合材料业务生产的碳/碳喉衬材料等产品与公司高强高导铜合金业务生产的液体火箭发动机内壁产品均为火箭发动机的关键部件，博云新材 2021-2025 年航天用碳/碳复合材料业务毛利率由 40.51%提至 55.18%。我们认为，公司火箭发动机推力室内壁产品同为火箭发动机关键零部件，未来随着该产品销售占比的提升，公司高强高导铜合金产品反映了火箭发动机关键部件享有比普通合金产品更大的利润空间，随着公司推力室内壁业务销售占比提升，有望进一步拉动高强高导铜合金业务毛利率水平。

图9: 公司高强高导铜合金业务毛利率水平具备优势，未来有望继续提升



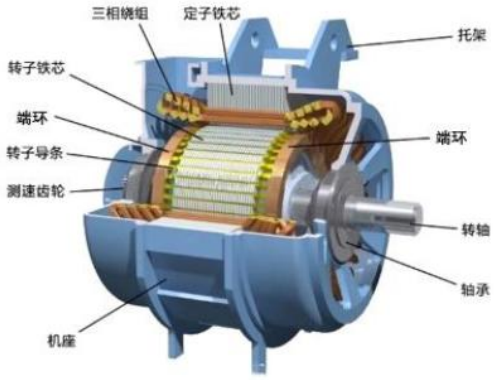
数据来源：iFinD，财通证券研究所

多赛道共振，高强高导铜合金下游需求持续旺盛：高强高导铜合金材料具有高强度、高导电、高导热、耐高温等特性，在航空航天、半导体装备、可控核聚变、新能源汽车等新应用场景受到广泛关注，同时在轨道交通、连接器等领域已得到广泛使用，应用前景非常广阔，具有较强的发展潜力。QYResearch 调研显示，2025 年全球高强高导铜合金铸件市场规模大约为 6.78 亿美元，预计 2032 年将达到 11.58 亿美元，2026-2032 期间 CAGR 为 8.1%。

轨道交通领域对高强高导铜合金的需求具有持续性：牵引电机是轨道交通车辆的“心脏”，其转子端环和导条需在 200-300℃高温及电磁力、离心力、热应力等严苛环境下工作，必须使用高强高导铜合金材料。据交通运输部数据，截至 2025 年底全国铁路规模达 16.5 万公里，投产新线 3109 公里，其中高铁里程为 5 万公里；根据国铁集团预计，到 2030 年铁路网规模将达 18 万公里，高铁 6 万公里左右。铁路网络扩张将持续驱动牵引电机端环、导条的铜合金需求。

下载日志已记录，仅供内部参考

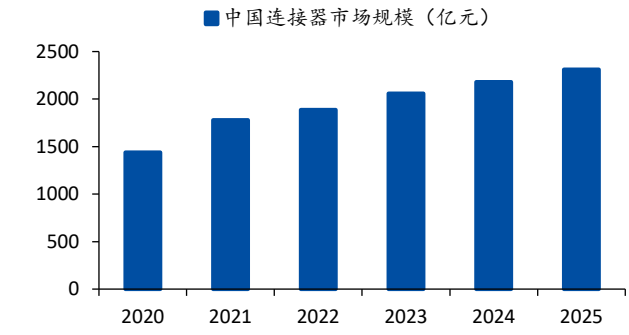
图10：牵引电机示意图



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

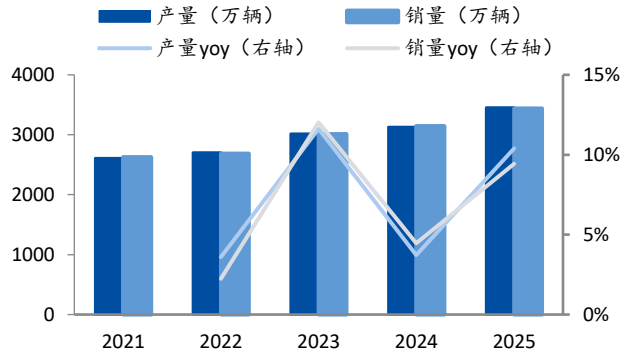
新能源汽车拉动连接器旺盛需求：连接器是使导体与适当的配对元件连接，实现电流或信号接通和断开的元件，其中接触件部分需满足高接触力、低接触阻抗等特性，需使用兼具高强度、高导电性的高强高导铜合金作为原料。2025 年，我国汽车产销分别完成 3453.1 万辆和 3440 万辆，同比分别增长 10.4%和 9.4%，其中新能源汽车产销量均超 1600 万辆，新能源汽车国内新车销量占比突破 50%。新能源汽车的电气化革命，让连接器从“功能件”升级为“性能件”，单辆新能源汽车需 600-1000 个连接器，是传统燃油车的 2-3 倍，且高压连接器价值量较燃油车提升 3 倍以上。现阶段，我国生产的连接器主要以中低端产品为主，高端市场被泰科、安波福等国际巨头垄断，在中国连接器市场的占比超过 50%，国产化替代空间充足。公司作为高强高导铜合金材料及制品细分领域的龙头企业，有望受益于下游需求增长。

图11：2020-2025 中国连接器市场规模持续扩大



数据来源：中商产业研究院，财通证券研究所

图12：2021-2025 我国汽车年产销量逐年递增



数据来源：中国汽车工业协会，财通证券研究所

商业航天发展如火如荼，可回收液体火箭成为商业航天运力瓶颈的破局关键，公司正重点推进高强高导铜合金材料及制品在液体火箭发动机领域的应用，有望充分受益于商业航天行业高景气。

商业航天运力瓶颈凸显，可回收液体火箭成破局关键：1）卫星组网计划加速推进，发射端运力是首要瓶颈：根据《国家航天局推进商业航天高质量安全发展行动计划（2025—2027 年）》规划，2025 年我国主要星座进入全面建设阶段，星座加速组网；到 2030 年，国网与千帆两大星座合计卫星需求量约 1.8 万颗；到 2035 年，这一数字将进一步增至约 2.8 万颗。截至 2026 年 6 月，两大星座目前合计发射入轨数仅约 400 颗，仍面临上万颗卫星缺口。2025 年中国航天共发射 92 次，低轨

下载日志已记录，仅供内部参考

商业卫星部署不足 500 颗，远难满足高密度组网需求，“星多箭少”矛盾突出。**2）可重复使用运载火箭成为破局关键：**相较于传统一次性火箭，可重复使用运载火箭拥有低成本、高频次发射、高可靠性三大核心优势。以 SpaceX 猎鹰 9 号为例，该箭凭借一级回收复用超 30 次，将单公斤入轨成本压至约 0.87 万元人民币，对比我国长征系列单次使用火箭的单公斤 2.82 万元成本优势显著。2026 年 7 月 10 日，长征十号乙运载火箭首飞成功，实现一级可控回收。该箭重复使用状态下近地轨道运力达 16 吨，可满足卫星互联网星座部署等任务需求，显著降低发射成本。随着我国可重复使用运载火箭技术逐步得到验证，发射服务需求将加速释放，推动我国商业火箭进入批量制造与高频发射的新阶段。

表3: 我国三大“万星星座”计划

星座名称	运营商	建设计划	主要功能
国网（GW）星座	中国星网	“国网”星座将建设 GW—A59 和 GW—A2 的两个宽带星座，总共发射 12992 颗卫星，其中 GW—A59 星座 6080 颗，分布在 500km 以下的极低轨道；GW—A2 星座 6912 颗，分布在 1145km 的近地轨道。	在应用上，“国网”星座可搭载宽带通信载荷、激光通信载荷、合成孔径雷达载荷、光学遥感载荷等多种载荷，在航海、航空、信息安全、导航定位、气象研究等诸多领域带来全方位的技术支持。
千帆星座	垣信卫星	千帆星座采用“三步走”战略：一期部署 648 颗卫星，其中 2026 年底完成 324 颗部署以形成初步服务能力；二期再增 648 颗，实现全球无缝覆盖；三期扩容至 1.5 万颗以上，解锁手机直连、宽窄带物联网等多元融合应用场景。	主要提供宽带通信、互联网接入等服务
鸿鹄-3 星座	鸿擎科技	计划在 160 个轨道平面上总共发射 10000 颗卫星。	暂未披露

数据来源：通信世界网，证券时报，界面新闻，财通证券研究所

公司多年如一日的技术突破与积淀，成就其液体火箭发动机推力室内壁关键材料核心供应商地位：推力室是火箭发动机的重要装置，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，在高温高压的极端服役条件下，推力室内壁材料必须具有良好的耐高温、低周疲劳和导热性能。铜铬锆合金是当前百吨级液体火箭发动机推力室内壁的主流核心材料，公司基于多年的特殊铜合金制备技术，已实现火箭发动机用铜铬锆合金的规模生产制造能力。2025 年，公司在核心关键技术领域实现突破，自主完成大推力液体火箭发动机推力室铜铬铌合金内壁热等静压近净成形核心工艺开发，并向客户交付样件，该技术可有效提升内壁材料的强度和耐高温性能，提高材料利用率、降低生产成本，推动公司形成液体火箭发动机推力室内壁产品从材料到制品的“全工艺链能力”，提升供应链效率，助力关键部件自主可控。截至 2025 年底，公司产品已批量供应包括蓝箭航天、九州云箭、深蓝航天等多家国内头部企业在内的下游客户，为可回收火箭发动机的批量交付提供核心材料保障。

表4: 公司液体火箭发动机推力室内壁业务核心技术表

应用业务	核心技术	技术介绍	形成时间	产业化情况
液体火箭发动机推力室内壁	铜铬锆、铜铬铌材料研发制造技术	铬锆铜、铜铬铌材料，因其高温稳定性、耐热性和优越的导热性，是液体火箭发动机推力室内壁的理想材料	2021-2023	已经小批量供货，产能建设中
	液体火箭发动机推力室内壁制造技术	该技术使用高强度、高导热、耐高温铜合金，采用力学性能及导热性能一致性组织调控技术、精密机加工技术，获得的零件力学性能高、导热性能好、耐高温软化、尺寸一致性强，保证火箭发动机性能可靠	2021-2023	
	热等静压近净成型技术	本项技术通过包套设计，利用热等静压实现液体火箭发动机零部件的近净成形，极大提高了材料利用率，缩短了制造周期，大幅降低了制造成本，同时避免了二次锻造加工，保证了材料的稳定性。	2024-2025	实现关键技术突破，已经小批量供货

数据来源：公司公告，财通证券研究所 *注：产业化情况截至 2025 年

下载日志已记录，仅供内部参考

液体火箭发动机推力室产业化项目一阶段进展顺利，产能布局加速落地：针对我国商业航天需求快速增长，公司于 2024 年启动“液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目”投资建设计划，项目拟投资 5.10 亿元人民币，其中，一、二阶段分别拟投资 2.30、2.80 亿元人民币。项目整体预计实现年产约 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。目前项目处于一阶段建设进程中，截至 2025 年，项目进展顺利，已累计投资 5587.39 万元，形成年产 250 余台（套）液体火箭发动机推力室内外壁成品加工产能。

表5: 公司“液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目”产能预计表

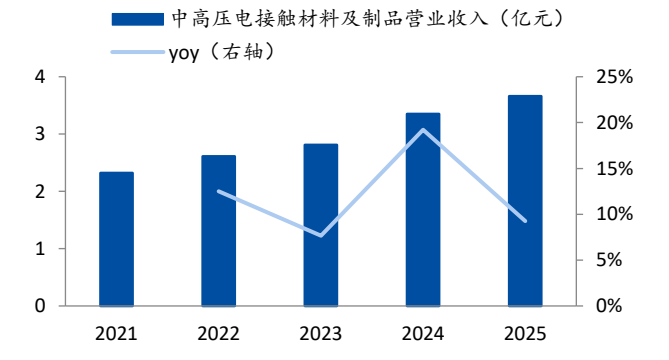
项目	一阶段	二阶段	合计
投资金额	2.3 亿元	2.8 亿元	5.1 亿元
锻件产能	年产约 200 吨	年产约 100 吨	年产约 300 吨
火箭发动机喷注器面板	年产约 200 套	年产约 200 套	年产约 400 套
火箭发动机推力室内壁、外壁等零组件	年产约 500 套	年产约 600 套	年产约 1,100 套
产销规模	年产销约 2 亿元	未单独披露	年产销约 4.3 亿元

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2.2 中高压电接触材料：受益于新能源发电占比提升，超高压输电需求旺盛

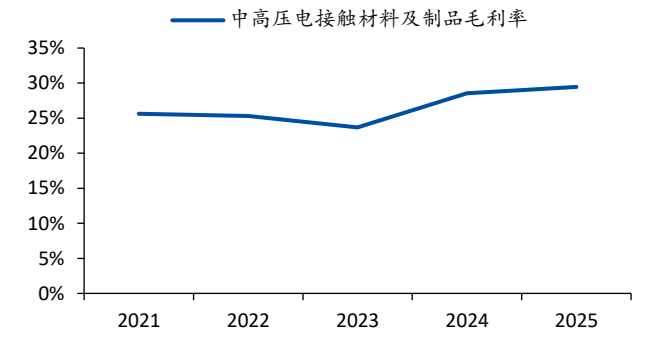
公司中高压电接触制品主要包括铜铬触头、铜钨触头两大系列，主要应用于中压、高压、超高压及特高压开关设备，承担电路接通、断开及负载电流承载的功能。该业务 2021-2025 年间营业收入总体呈增长趋势，CAGR 为 12.07%；毛利率水平因原材料价格上涨及产能布局调整，在 2022、2023 年经历阶段性下降，后续依靠改良工艺、降本增效，毛利率有效回升，由 2023 年 23.68%提升至 29.45%(+5.77pct)。

图13: 公司 2021-2025 年间中高压电接触制品营业收入总体呈增长趋势



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图14: 公司中高压电接触制品业务毛利率水平阶段性承压后，实现回升



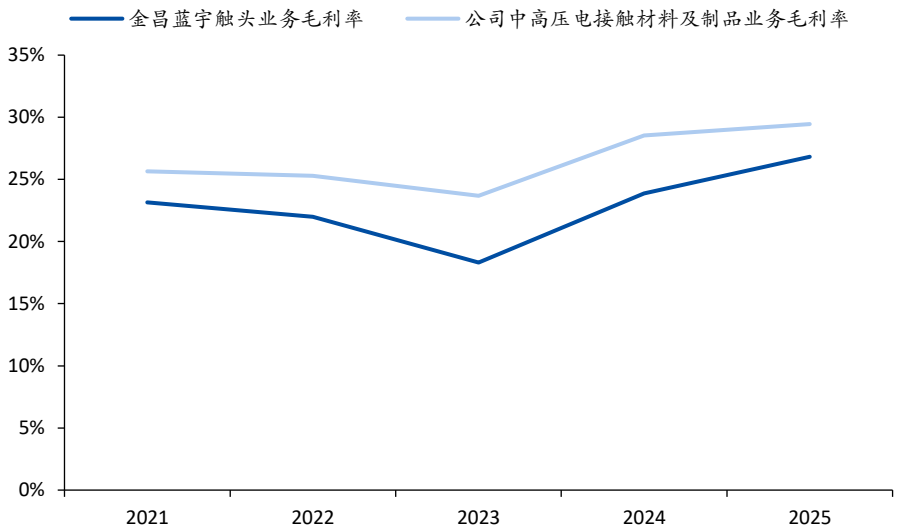
数据来源：iFinD，财通证券研究所

公司凭借铬粉原材料自主供应，有望使中高压电接触材料业务毛利率保持稳定：金昌蓝宇是国内输变电高压开关电触头制造商之一，主营业务为输变电装备领域高压、超特高压开关用钨铜合金以及铜基合金电触头、触指等相关产品的研制，其触头业务与公司中高压电接触材料业务具有可比性。金昌蓝宇触头业务在 2021-2025 年间，与公司历年毛利率差距保持在 5%水平以下，变动趋势与公司高度一致，我们认为，公司拥有更高的毛利率水平主要系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，铬粉原材料的自主供应有效降低了公司中高压电接触材料业务的成本。以 2022、2023 年为例，由于原材料价格上涨，二

下载日志已记录，仅供内部参考

者触头业务毛利率均出现一定程度下降，但公司凭借铬粉原材料的自主供应，毛利率下降幅度显著小于金昌蓝宇。自主供应原材料有望使公司在未来更好的应对原材料价格波动，保证盈利能力稳定。

图15: 公司凭借铬粉原材料自主供应，有望使中高压电接触材料业务毛利率保持稳定

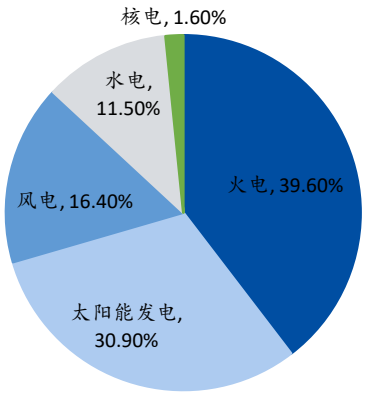


数据来源：iFinD，财通证券研究所

能源结构变革驱动新型电力系统建设，拓宽中高压电接触材料市场空间：1）在“双碳”目标引领下，我国能源转型快速推进：截至 2025 年底，全国发电装机容量达 38.9 亿千瓦，其中风电与太阳能容量合计 18.4 亿千瓦，占比 47.3%，历史性超越火电，跃居电力系统第一大电源。**2）新能源大规模装机驱动特高压电网加速建设：**我国清洁能源资源与负荷中心呈逆向分布——约 80%的风光资源集中在西部和北部，而 70%以上的用电需求在中东部，决定了新能源的大规模开发必须依赖远距离、大容量输电。特高压电网输电距离远、损耗低，成为解决新能源发电端与用户端空间错配的最优解决方案。**3）特高压电网对电接触材料提出更高要求：**我国的高压开关电触头主要采用铜钨合金材料技术路线，然而，随着我国特高压新型电网的快速发展，短路电流负荷超标问题对高压断路器提出了更高要求，常规铜钨电触头在抗电弧烧蚀性和抗摩擦磨损方面难以满足新型超、特高压电网的需求，公司中高压电接触材料有望直接受益于特高压电网加速建设。

下载日志已记录，仅供内部参考

图16: 2025 年全国风电、太阳能合计装机容量历史性超越火电



数据来源：北极星火力发电网，财通证券研究所

新型电力系统建设全面推进，“十五五”全国电网固定资产投资预计将超 5 万亿元：1）顶层政策层面：2024 年 7 月国家能源局印发《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》，明确通过九大行动任务提升电网对清洁能源的接纳、配置和调控能力。2026 年 6 月，《新型能源体系建设“十五五”规划》正式发布，明确提出到 2030 年风电和太阳能发电装机比重超过 50%、非化石能源发电量比重达到 50%。**2）电网投资规模空前加大：**在政策体系全面构建的同时，电网投资力度空前加大——国家能源局电力司司长杜忠明明确表示“十五五”全国电网固定资产投资将达到 5 万亿元以上，其中国家电网“十五五”期间固定资产投资预计达 4 万亿元，较“十四五”增长 40%。

表6: 《加快构建新型电力系统行动方案（2024—2027 年）》九大行动任务

项数	行动名称	行动内容
第一项	电力系统稳定保障行动	①优化加强电网主网架；②提升新型主体涉网性能；③推进构网型技术应用；④持续提升电能质量。
第二项	大规模高比例新能源外送攻坚行动	①提高在运输电通道新能源电量占比；②开展新型交直流输电技术应用。
第三项	配电网高质量发展行动	①组织编制配电网建设改造实施方案；②健全配电网全过程管理，建立可开放容量发布和预警机制；③制定修订一批配电网标准；④建立配电网发展指标评价体系。
第四项	智慧化调度体系建设行动	①加强智慧化调度体系总体设计；②着力创新新型有源配电网调度模式
第五项	新能源系统友好性能提升行动	①打造一批系统友好型新能源电站；②实施一批算力与电力协同项目；③建设一批智能微电网项目。
第六项	新一代煤电升级行动	①开展新一代煤电试验示范；②推动新一代煤电标准建设。
第七项	电力系统调节能力优化行动	①建设一批共享储能电站；②探索应用一批新型储能技术。
第八项	电动汽车充电设施网络拓展行动	①完善充电基础设施网络布局；②加强电动汽车与电网融合互动；③建立健全充电基础设施标准体系。
第九项	需求侧协同能力提升行动	①开展典型地区高比例需求侧响应；②建设一批虚拟电厂。

数据来源：江苏省能源行业协会，财通证券研究所

制备工艺体系完备，持续创新巩固领先地位：1）主流批量化制备工艺全掌握，可灵活匹配不同产品需求：公司已掌握目前能够批量化生产并供应市场的四种制备工艺，分别是真空熔铸法、真空自耗法、真空熔渗法和混粉烧结法，可分别用于制备 Cr（铬）含量不同的产品。其中真空熔铸法为公司自主开发，能够生产 Cr（铬）含量 40%以下产品，是目前市场上兼顾质量与成本的主流技术。**2）坚持不断创新，多项技术再突破：**2025 年，攻克铜钨触头高抗电弧烧蚀的核心技术，研

下载日志已记录，仅供内部参考

制 550 千伏/80 千安大电流抗电弧烧蚀触头，22 次满容量开断寿命达到同类产品最高指标；配合多家客户完成 550kV 型式试验并批量供货；开发低气体含量银碳化钨触头，完成国内外客户型式试验并实现小批量供货。2025 年，该产业技术方向荣获中国有色金属工业科学技术二等奖两项，三等奖一项。

表7: 公司 2025 年内高压电接触材料领域技术突破成果表

方向/产品	技术突破与成果	意义与影响
铜铬触头粉末冶金近终成型工艺	开展粉末冶金近终成型工艺、表面处理工艺试验与开发，提升材料利用率、降低成本	针对特定客户及低成本需求，打造低成本高性能铜铬粉末冶金触头材料制造能力
大规格铜铬触头材料	深耕大规格铜铬触头材料研发制造，持续提供高电压等级电性能解决方案	参加国家重点研发计划“储能与智能电网技术”专项——“252 千伏大容量真空开断型全封闭组合电器关键技术”触头材料项目的研发制造
铜铬触头细化晶粒重熔技术	推进细化晶粒重熔技术工艺开发与稳定性研究，升级自动化设备	拓展该技术在高电压 126kV 等级及 40.5kV 容性灭弧室领域的应用
铜钨触头高抗电弧烧蚀技术	攻克铜钨触头高抗电弧烧蚀核心技术，研制 550kV/80kA 大电流抗电弧烧蚀触头，22 次满容量开断寿命达国内同类产品最高水平	配合多家客户完成 550kV 及以上电压等级型式试验，并实现批量供货
800kV/80kA 弧触头材料	参与国家重点研发计划“储能与智能电网技术”重点专项——“800 千伏/80 千安大容量交流断路器新型弧触头材料研制与性能检测方法研究”项目	旨在填补国家 800 千伏/80 千安高压开关装备领域空白
72.5kV 环保型风电开关触头	研制 72.5kV 环保型风电开关触头，配合多家客户完成型式试验	助力国家环保型开关装备的研制
低气体含量银碳化钨/铜钨触头	开发低气体含量银碳化钨、铜钨触头，完成国内外客户型式试验并实现批量供货	助力部分产品实现进口替代
真空压力熔渗技术与自动化加工	真空压力熔渗技术开发并应用生产，提升产品性能；触头产品自动化加工改进	提升产品质量的稳定性与一致性

数据来源：公司年报，财通证券研究所

铜铬系列触头产品领先全球，产品市场占有率领先：经过三代技术升级，公司铜铬系列触头产品发明专利占比已成为全球第一，产品国内市场占有率超过 60%，全球市场占有率领先，主要客户包括西门子、ABB、施耐德、日立能源、伊顿、东芝、中国西电、宝光股份、旭光电子、平高电气、许继电气、思源电气、泰开集团等，覆盖全球主流电力设备制造商，具有供应链不可替代性。

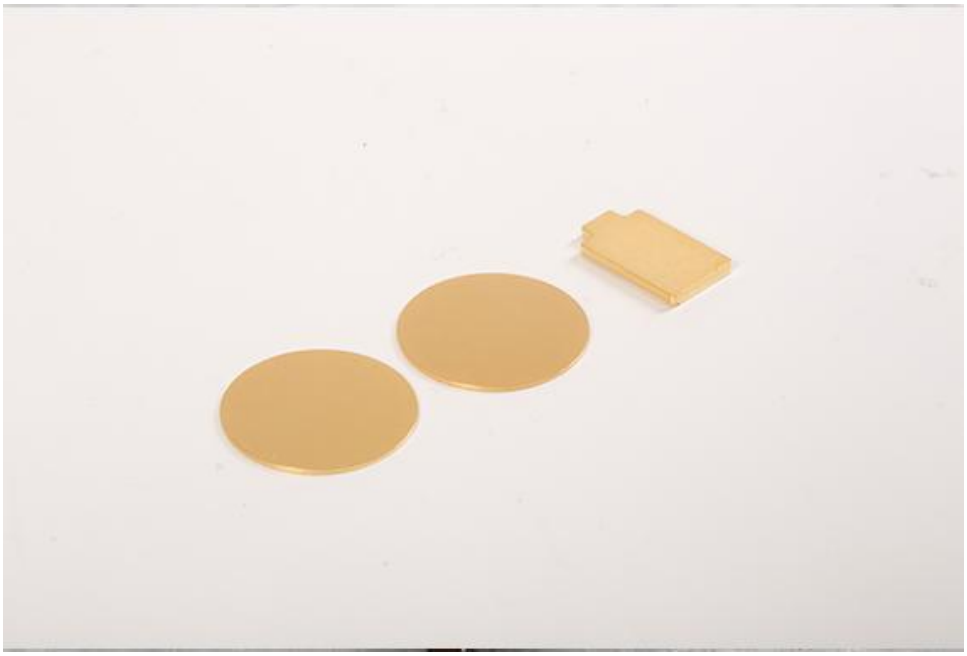
3 以铜基合金研发制造为核，打造光模块、医疗影像、铬粉新增长极

3.1 人工智能产业高速发展，光模块芯片基座/壳体乘风起航

光模块作为光电转换核心器件，模块中有三大核心部件，光芯片、激光器和光棱镜；此三大部件对载体材料的散热系数和热膨胀系数有着苛刻的要求。公司生产的光模块芯片基座/壳体产品主要为光模块工作运行提供物理支撑与保护、散热管理、光学性能保证、机械稳定性等功能支持，是光模块实现高性能、高可靠性和长寿命的重要功能结构材料。

下载日志已记录，仅供内部参考

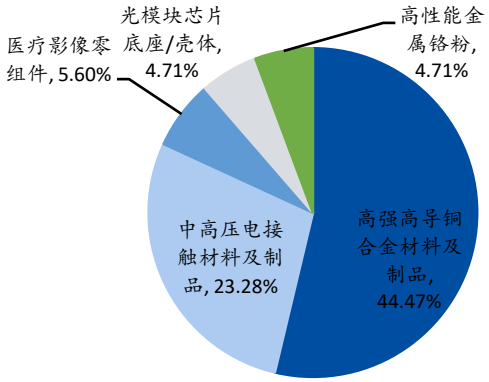
图17: 光通讯 CuW 产品



数据来源：公司官网，财通证券研究所

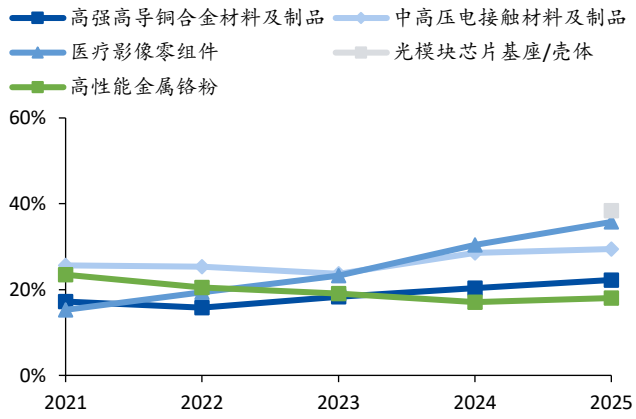
光模块业务首次披露表现亮眼，未来成长空间广阔：公司在 2025 年年报中首次披露了光模块业务的营业收入、毛利率等数据。2025 年该业务实现营业收入 0.74 亿元，占全年营收 4.71%，已接近医疗影像业务的 5.6%营收占比；毛利率为 38.39%，居公司所有业务毛利率第一。目前，公司该业务仅实现小批量供货，随着公司后续新建产能逐步释放，规模效应凸显，营收、毛利率有望进一步上升。

图18: 2025 年公司光模块业务营收占比为 4.71%



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图19: 2025 年光模块业务毛利率居公司全业务第一

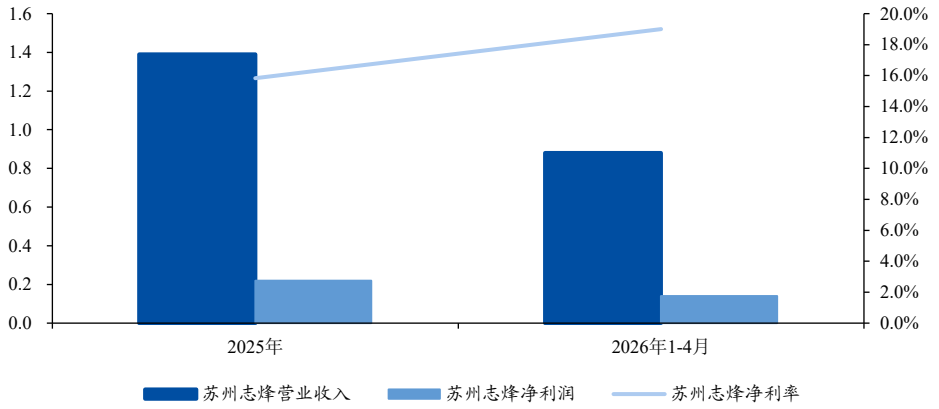


数据来源：iFinD，财通证券研究所

公司光模块芯片基座/壳体主要采用模压、注射成型，可比公司苏州志峰净利率达 15.83%。苏州志烽以金属粉末注射成型（MIM）为核心工艺，主要为光通信互联、新能源汽车、高端医疗等领域配套产品，其主要产品包括光模块芯片基座等，2025 年光模块相关业务收入占整体营业收入 96.08%。2025 年，苏州志烽实现营业收入 1.39 亿元，净利率为 15.83%。

下载日志已记录，仅供内部参考

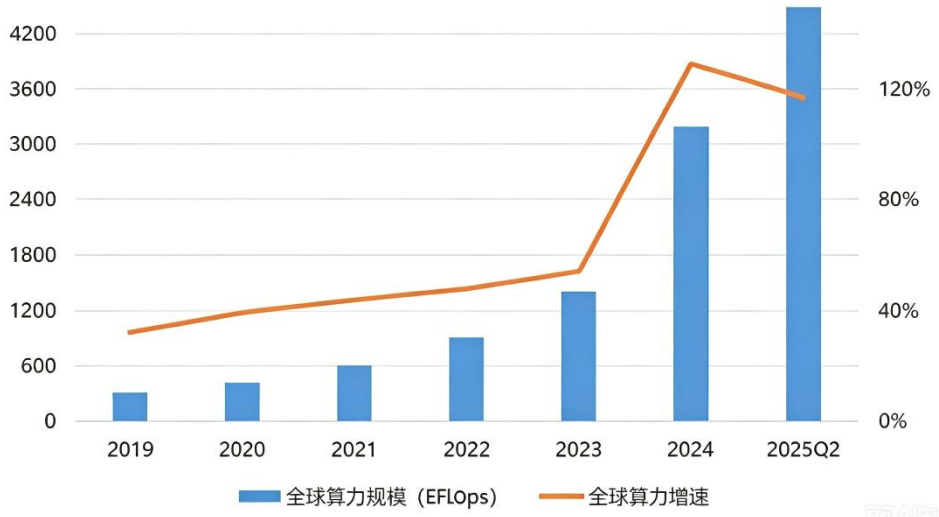
图20: 公司光模块芯片基座/壳体业务可比公司苏州志峰净利率水平为 15.8%-19%



数据来源：《安洁科技：关于现金收购苏州志烽密姆粉末冶金有限公司 51%股权的公告》，iFinD，财通证券研究所

全球算力需求正在快速增长：从算力规模来看，据中国信息通信研究院《先进计算暨算力发展指数蓝皮书（2025 年）》，截至 2025 年 6 月，全球计算设备算力总规模达到 4495 EFlops，同比大幅增长 117%；其中智能算力已成为绝对主导，占总算力比例达 85%。随着智能算力成为绝对主导，中国信通院预计未来五年全球算力规模将以超过 60%的速度增长。

图21: 全球算力需求快速增长



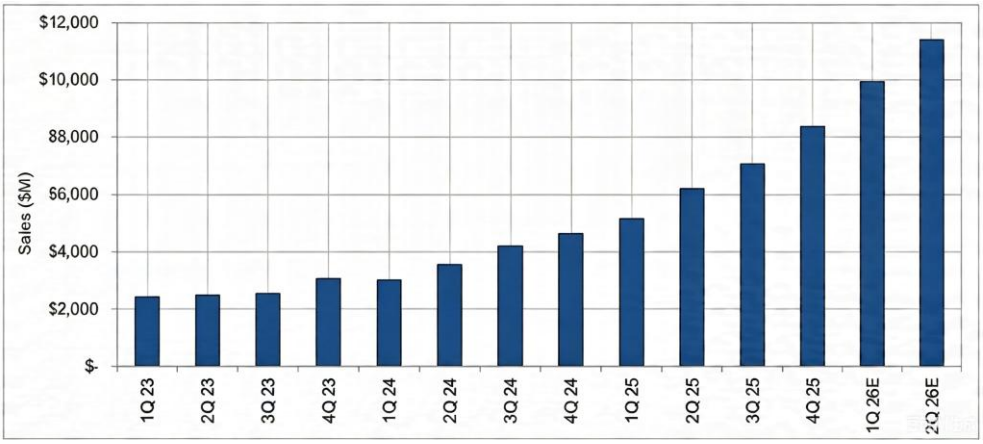
数据来源：中国信息通信研究院、IDC、Gartner、TOP500，财通证券研究所

全球算力需求高增，光模块市场进入高速增长期：1）全球光模块市场规模迅速扩张：据 LightCounting 统计，2025 年全球光收发器及相关产品销售额达 268 亿美元，同比增长 74%；由于云设备厂商在 2026 年支出计划将维持增长态势，LightCounting 预计在 2026 年至 2027 年间光模块及相关产品的销量将继续上升。**2）市场对 800G、1.6T 及以上高速光模块需求呈现增长态势：**根据 LightCounting 数据显示，2025 年，800G 光模块出货量实现近两倍的同比增幅，其销售额也同比增长了两倍以上，2026 年投资规模进一步扩大，出货量预计同比增长两倍以上；1.6T 光模块进入商用元年，出货量将从百万级跃升至数千万端口。LightCounting

下载日志已记录，仅供内部参考

预测 1.6T 芯片组的销售额在 2026 年将超过 20 亿美元，并且到 2029 年还将迅速增长。

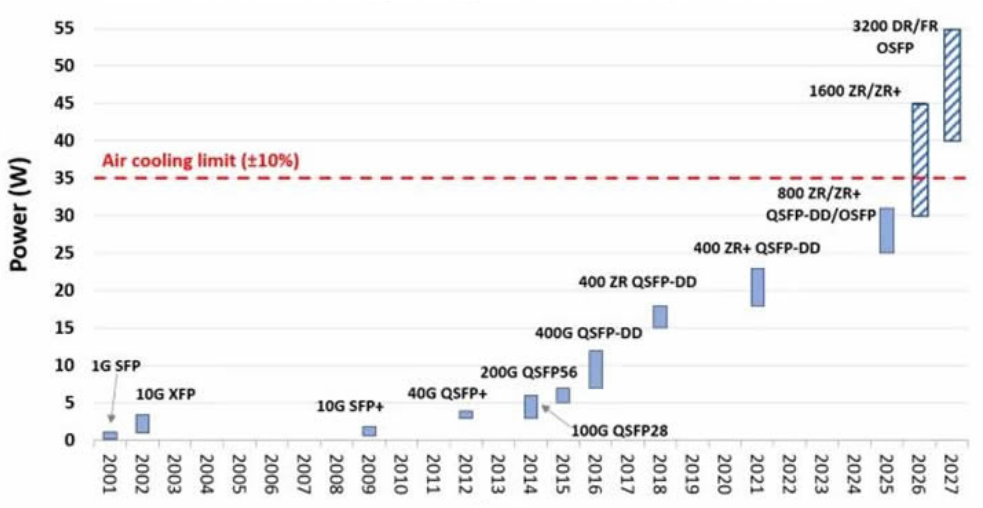
图22: 全球光模块季度销售趋势图



数据来源：LightCounting，财通证券研究所

光模块速率朝更高方向演进，芯片功耗与热密度呈非线性增长：自 2025 年起，随着 AI 训练集群、大模型推理等高密度流量场景的爆发，AI 算力竞赛正以前所未有的力度，驱动光模块技术加速演进。目前，800G/1.6T 光模块已逐步迈入商业化应用阶段。与此同时，更前沿的 3.2T 光模块研发也已启动，亟待突破芯片与封装技术瓶颈，以支撑下一轮算力升级。据中兴通讯分析，随着端口速率向 1.6T 演进，沿用传统架构的光模块功耗预计将突破 20W，散热压力急剧上升，3.2T 阶段可能高达 50W。

图23: 可插拔光模块正朝着更高功耗的方向发展。



数据来源：开放数据中心委员会，财通证券研究所

光模块功耗攀升对材料提出更高要求，公司前瞻布局相关散热材料：1）钨铜材料已成为该领域主流应用方案：随着光模块速率不断提升，其芯片散热需求相应提高，需要具有低膨胀、更高导热性能的新材料予以支撑，不同成份的钨铜合金可以满足 800G、1.6T 等不同速率光模块的应用需求。**2）公司钨铜材料产品已实现批量供货：**公司自主生产的钨铜热沉积材料兼具低膨胀系数和高导热性能，在高速率光模块领域具有很高的应用价值，目前已实现批量供货。**3）前瞻布局下一代**

下载日志已记录，仅供内部参考

散热材料：随着光模块速率的不断上升，钨铜合金将难以满足更高性能的芯片散热需求，铜金刚石相比钨铜合金拥有更为优异的散热性能。因此公司已展开低成本、可批量生产的铜金刚石制备工艺研发，为 1.6T 以上高速率光模块的规模化应用储备技术能力，支撑下游光模块产品的发展需求。

表8: 光模块基座及壳体材料性能表

材料	热导率（W/m·K）	膨胀系数（×10⁻⁶/℃）
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

数据来源：公司公告，财通证券研究所

深厚技术积淀叠加持续迭代创新，铸就公司行业竞争力：1）成熟技术体系高效平移，快速实现赛道落地与规模化量产：公司主业起步即为高压电接触钨铜材料，深耕铜钨合金二十余年，原有高压开关钨铜触头技术已经成熟，仅调整成型工艺即可平移至光模块基座，在钨铜合金等铜基新材料领域已拥有真空烧结、3D 打印、注射成型等先进工艺技术，可规模化生产适配高速光模块的钨铜合金芯片基座和新型铜合金壳体材料。**2）持续加码光模块业务，工艺创新叠加一体化服务流程：**2025 年，公司在光通信行业持续加大研发投入，通过采用“仿形压制+真空压力熔渗”工艺技术，有效提高了光模块芯片用铜钨散热基座材料利用率及成品率；围绕 1.6T 及以上高速率光模块壳体高散热需求，开发各类铜合金粉末、3D 打印工艺并结合 VC 均热技术，提出“全流程+一体化”的解决方案，可实现更为灵活的结构设计，持续与客户推进验证，进一步满足高端散热场景需求。

公司持续推动光模块产品产能扩建，有望受益于光模块旺盛需求：公司于 2026 年 6 月 17 日审议通过“电热功能材料研发制造基地建设项目”，总投资 9.19 亿元人民币，其中包括“4000 万件光模块芯片基座及壳体材料项目”，拟投资 4.79 亿元人民币，达产后可实现年产 2500 万件光模块芯片基座材料、1500 万件光模块壳体材料的产能。该项目由公司于 2024 年启动的科技产业园建设项目调整而来，对比原项目中光模块部分的 3.2 亿元投资额及年产 2000 万套光模块芯片基座/壳体材料及零组件目标，新项目投资额提升约 50%，产能目标翻倍增长，反映市场对光模块需求旺盛和公司对高速光模块业务持续增长的信心。

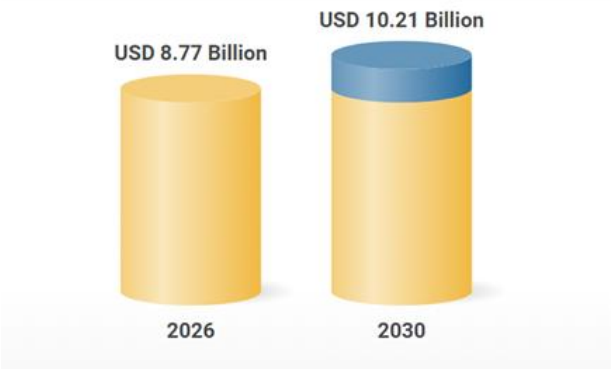
3.2 CT/DR 球管零组件持续扩产，有望受益于医疗影像装备国产替代

全球 CT 设备市场规模持续扩大：根据 The Business Research Company 预测，全球 CT 市场预计将从 2025 年的 84.7 亿美元增长到 2026 年的 87.7 亿美元(+3.54%)，预计到 2030 年将达到 102.1 亿美元，2026-2030 年 CAGR 为 3.9%。

CT 球管耗材属性驱动存量替换需求：CT 球管的成本约占 CT 设备总生产成本的 20%，使用寿命相较于 CT 设备更短，需要定期更换。根据《斯瑞新材 2024 年度向特定对象发行 A 股股票募集资金使用的可行性分析报告》显示，我国 CT 球管的平均使用周期为 13 个月，而 CT 设备使用寿命通常超过 10 年，即使以每两年更换一次球管的频率计算，每台 CT 设备的使用周期内至少需要更换 5 次球管。这意味着未来 CT 设备的售后维修更换带来的球管需求量将会远超新增 CT 设备对于球管的需求量，随着国内 CT 保有量持续增长，存量市场有望持续释放庞大需求空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

图24: 2026-2030 年全球 CT 设备市场规模持续扩大，CAGR 为 3.9%



数据来源：The Business Research Company，财通证券研究所

CT 球管国产替代迎来密集政策利好窗口：2025 年 7 月，国家药监局发布公告对高端医疗器械（医用机器人、高端医学影像设备等）继续实施创新特别审查，进一步优化创新审查，有望进一步缩短 CT/DR 球管、配套零组件注册周期；商务部于 2025 年 4 月启动对原产于美国、印度的进口医用 CT 球管反倾销调查，限制海外低价球管冲击国内市场，反倾销措施落地将抬高进口球管价格与门槛，为国产球管创造重要的进口替代空间；2021 年 12 月，工信部等十部门联合印发《“十四五”医疗装备产业发展规划》，规划指出到 2025 年，医疗装备领域关键零部件及材料取得重大突破，高端医疗装备安全可靠，产品性能和质量达到国际水平，医疗装备产业体系基本完善，并将大功率 CT 球管列为“攻关关键零部件”。

表9: 国家政策助力医学影像设备行业持续发展

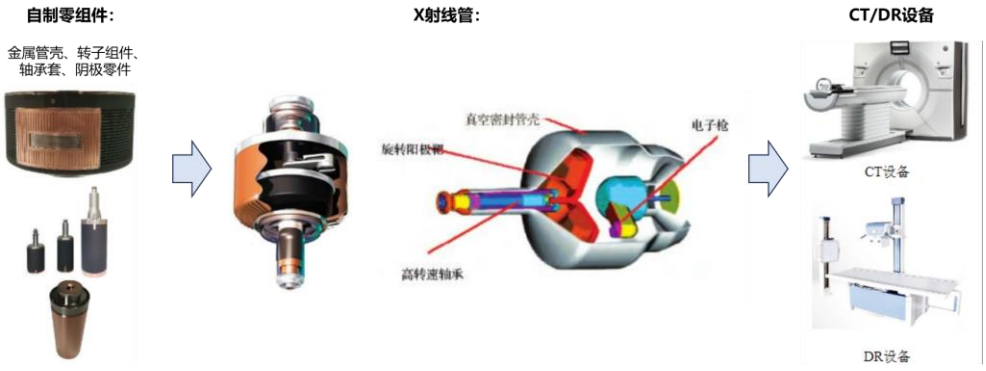
时间	部门	政策	相关内容
2025 年	国家药监局	关于发布优化全生命周期监管支持高端医疗器械创新发展有关举措的公告	对符合要求的国内首创、国际领先，且具有显著临床应用价值的高端医疗器械继续实施创新特别审查，进一步优化创新审查工作，加强申请人和审查专家的沟通，强化对创新医疗器械研发和注册的技术指导。对高端创新医疗器械变更注册，按照创新特别审查程序开展审查。
2024 年	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。
2023 年	国家卫健委	《“十四五”大型医用设备配置规划》	“十四五”期间，全国规划配置大型医用设备 3645 台，其中：甲类 117 台，乙类 3528 台。
2021 年	工信部等 10 部门	《“十四五”医疗装备产业发展规划》	攻关先进基础材料：着力攻关电子计算机断层扫描（CT）用弥散强化无氧铜、CT 球管用真空高温轴承等。攻关关键零部件：大功率 CT 球管。
2021 年	全国人大	《“十四五”规划》	培育先进制造业集群，推动医药及医疗设备等产业创新发展。加快临床急需和罕见病治疗药品、医疗器械审评审批，促进临床急需境外已上市新药和医疗器械尽快在境内上市。

数据来源：公司公告，国家药监局官网，财通证券研究所

公司医疗影像零组件业务主要为 CT 和 DR 球管管芯提供零组件配套服务，同时将 CT 和 DR 球管零组件的制造技术拓展到核磁共振、医用直线加速器、半导体装备等新应用领域。核心产品包括金属管壳组件、转子、轴承套、阴极类零件、固定阳极靶、阳极帽、直线加速器镜面腔体以及半导体设备用铜基水冷板组件和各种铜及铜合金异形零组件。

下载日志已记录，仅供内部参考

图25: 公司医疗影像零组件业务主要为 CT、DR 球管管芯提供配套服务



数据来源：公司招股说明书，财通证券研究所

公司是国内少数能提供 CT/DR 球管零组件及一站式技术服务的企业之一。公司在该领域技术实力雄厚，核心竞争力源于在高性能铜合金、特种金属材料领域数十年的技术积累，将“高强高导”材料技术应用于医疗影像领域，成功解决球管核心的散热、耐高温、高真空密封等底层问题。主要客户有联影医疗、昆山医源、西门子医疗、科罗诺司、麦默真空、电科睿视、北京智束、IAE 等，公司已成为部分客户的战略合作供应商。

表10: 公司 CT/DR 球管零组件核心技术表

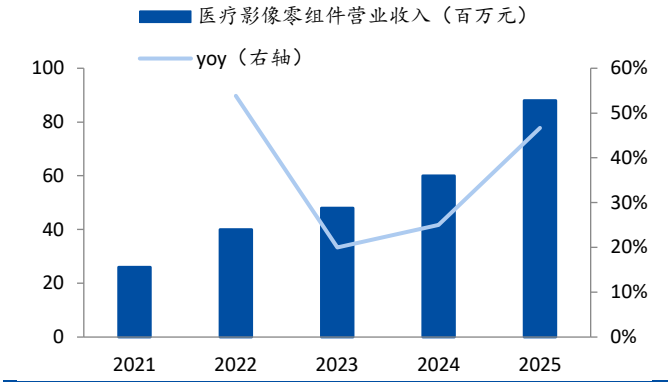
核心技术	专利情况	先进性
表面材料处理技术	7 项授权发明专利；2 项在审发明专利	本项技术综合了电镀黑铬、Fe304 热喷涂、AT13~AT40 热喷涂、不锈钢湿氢等表面材料处理技术，提高了管壳内表面和转子外表面涂层的热辐射系数。
旋转阳极转子材料钎焊技术	5 项授权发明专利；2 项在审发明专利	本项技术研发了一系列旋转阳极转子用材料的真空钎焊技术，制备了满足 CT 及 DR 球管严苛工作条件下的零组件。
金属管壳材料及塑性变形加工技术	8 项授权发明专利；3 项在审发明专利	本项技术集成材料制备及塑性变形加工技术，采用真空双级熔炼，有效去除材料内部的非金属夹杂物，确保管壳材料的纯净度。采用热拉伸，模锻和冲压等成形技术，获得金属管壳零件坯。
异质金属连接技术	4 项授权发明专利；5 项在审发明专利	本项技术能够有效提高异质金属的结合面积，提高结合强度，增加热传导，满足高温高真空环境下的长期使用。
DR 球管用高脉冲功率固定阳极靶的制造技术	2 项在审发明专利	本技术研发了 DR 球管用高脉冲功率固定阳极靶的制造技术。制备了满足大功率 DR 球管用固定阳极靶。

数据来源：公司 2025 年年报，财通证券研究所

公司医疗影像零组件业务快速发展：1）2021-2025 年医疗影像业务营收 CAGR 达 35.64%：2025 年，公司医疗影像零组件业务营业收入为 0.88 亿元，同比增长 46.67%，约为 2021 年营收规模的 3.4 倍。**2）产能建设进入收获期，毛利率水平快速提升：**公司该业务毛利率水平由 2021 年 15.28%提升至 2025 年 35.75%（+20.47pct），主要得益于产能释放带来产品逐步实现批量供应，规模效应显现。

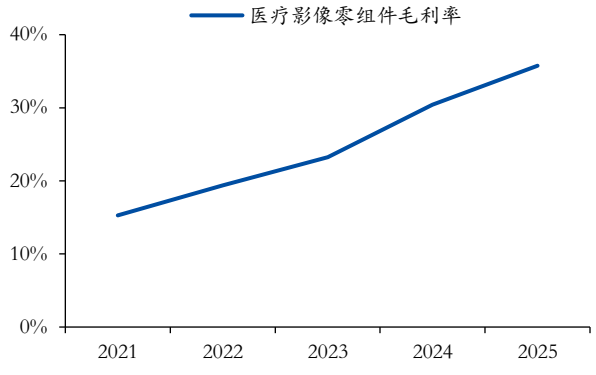
下载日志已记录，仅供内部参考

图26: 2021-2025 年公司医疗影像业务营收 CAGR 达 35.64%



数据来源：iFinD，财通证券研究所

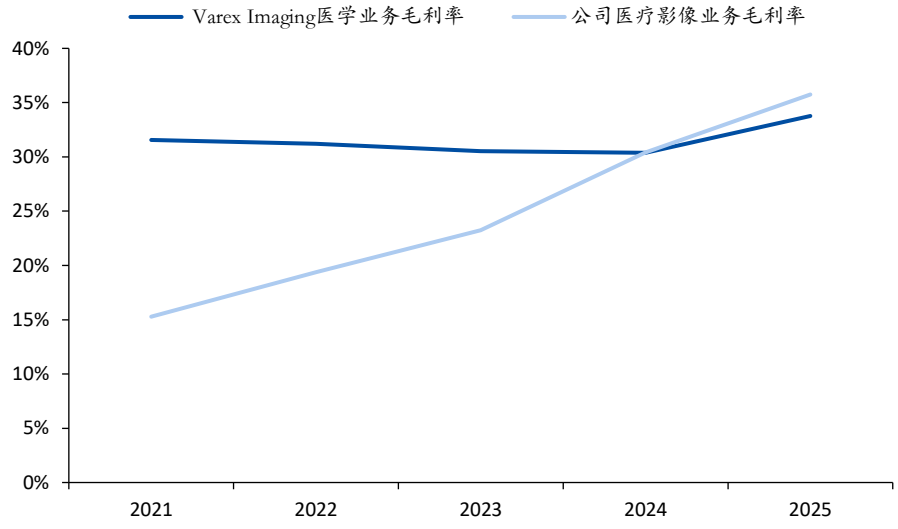
图27: 公司医疗影像业务毛利率水平逐年提升



数据来源：iFinD，财通证券研究所

以全球 X 射线管制造商 Varex Imaging 为参照，公司医疗影像业务毛利率已达到国际领先水平：1）Varex Imaging 医学业务毛利率水平稳定在 30%-33%区间：Varex Imaging 是一家领先的 x 射线管、数字探测器及直线加速器和其他图像软件处理解决方案的制造商，其产品用于组成基于 x 射线的诊断成像设备，该公司 2021-2025 年医学业务毛利率水平稳定在 30%-33%水平。**2）公司医疗影像业务毛利率水平已超过 Varex Imaging：**公司医疗影像业务毛利率水平于 2024 年追平 Varex 医疗业务，2025 年进一步升至 35.75%，超过 Varex 同期水平。我们认为，随着国内 CT 球管国产替代进程加速，公司作为核心零组件供应商有望持续受益，毛利率有望维持较高水平。

图28: 公司医疗影像业务毛利率水平有望维持较高水平



数据来源：iFinD，财通证券研究所

启动产能建设计划，拥抱医疗影像装备国产替代浪潮：根据《“斯瑞新材科技产业园建设项目（一）”可行性研究报告》披露，2022-2024 三年间公司医疗板块业务的产能利用率超过 80%。面对 CT 设备市场规模持续扩张，公司产能难以匹配市场需求，因此公司于 2024 年启动“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”。项目总投资额为 4 亿元，达产后公司将具备年产 3 万套 CT 球管零组件和 1.5 万套 DR 射线管零组件的能力，能有效发挥规模效益，降低

下载日志已记录，仅供内部参考

球管零组件成本，助力公司形成成本竞争优势。截至 2025 年底，该项目累计已投入 2.16 亿元，医疗影像装备厂房已建成并投入使用，设备投资稳步进行中。我们认为，随着公司 CT/DR 设备零部件产能扩建的持续推进，公司有望充分受益于医疗影像装备国产替代，规模效应有望显现。

3.3 高性能金属铬粉应用领域广泛，有望受益于下游高景气

公司高性能金属铬粉产品包括：高纯低气金属铬粉、真空级脱气铬、高性能铜合金粉末等，可面向输配电、高温合金等多方面应用领域。

- 高纯低气金属铬粉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等材料，可有效受益于国家能源结构重整带来的电力行业巨大需求，还可用于真空溅射镀膜靶材，满足国家高端靶材镀膜行业需求。
- 真空级脱气铬基于金属铬二次加工，相较于原料金属铬，O、N、S 及低熔点杂质含量更低，用于高温合金制造，可有效保证材料高纯度，进而提高高温合金整体的性能。金属铬作为高温合金主要元素之一，平均占比约 20%，可应用于国家“两机专项”和“强基工程”用高温合金行业。
- 高性能铜合金雾化粉末具有粉末种类多，纯度高、球形度高、气体含量低等优势，能够广泛应用于制造散热器等材料，目前国家科技前沿和重大需求正瞄准增材制造和粉末冶金行业。

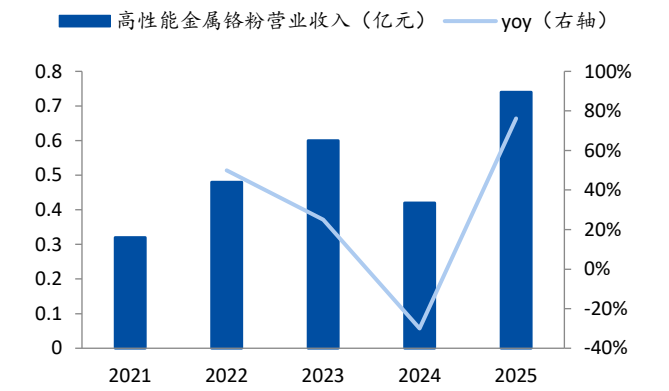
表11: 公司高性能金属铬粉产品性能表

产品名称	材质	纯度	规格	应用范围
真空级脱气铬	块状	99.5%-99.95%	Φ（30±5）×（15±5）mm	航空航天
高纯低气金属铬粉	不规则形状、球形	99.5%-99.95%	45-180μm	电力、靶材、焊接
高性能铜合金粉末	球形	>90%	20-150μm	3D 打印增材制造

数据来源：公司官网，财通证券研究所

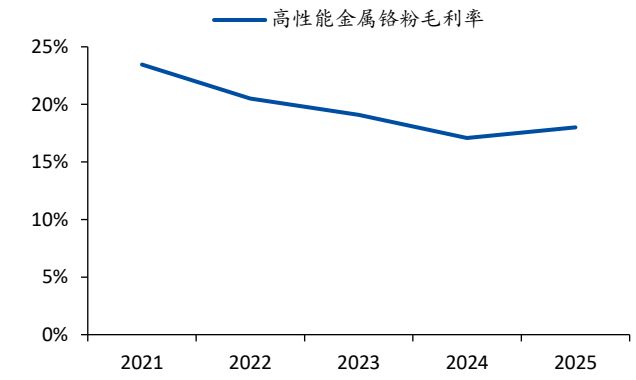
高性能金属铬粉业绩阶段性承压后实现回升：1）营业收入整体呈现增长趋势：2021-2025 年公司高性能金属铬粉营业收入由 0.32 亿元增至 0.74 亿元，CAGR 为 23.32%，24 年因下游行业阶段性调整营收出现下滑，25 年下游需求回升后营收实现增长，同比+76.19%。**2）毛利率实现回升，结束下滑趋势：**2021-2024 年间，由于原材料价格上涨、产能布局调整，毛利率水平有所下降；2025 年随着产销量增加，固定成本被摊薄，产品毛利率实现上升。

图29: 公司高性能金属铬粉业务营业收入整体呈现上升趋势



数据来源：iFinD，财通证券研究所

图30: 2025 年公司高性能金属铬粉业务毛利率实现回升

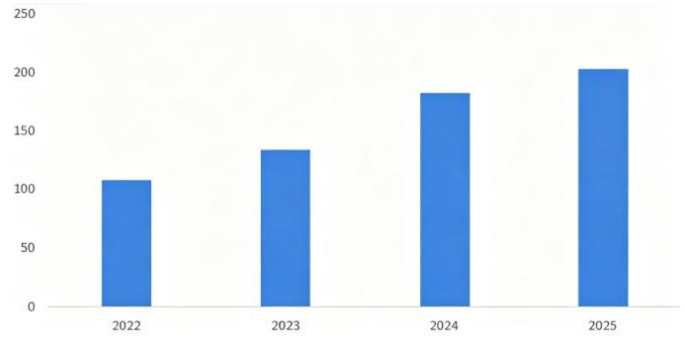


数据来源：iFinD，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

中国高温合金近年来受航发、燃机等行业牵引，市场规模快速扩大：受近年下游航空发动机、工业燃气轮机等装备需求的增加，中国高温合金行业市场规模快速上升。此外，随着全球地缘政治摩擦的不断增加，军工装备的更新、生产和升级需求不断增加，高温合金作为军工装备的重要原材料，其战略地位的不断提升同样促成了高温合金行业市场规模的快速增长。根据前瞻产业研究院数据显示，2023年中国高温合金行业市场规模约为 133 亿元，2025 年达 202 亿元，两年间增长超50%，增速显著。

图31: 中国高温合金行业市场规模（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

公司高性能金属铬粉技术领先，坚持创新持续巩固竞争优势：公司低温液氮制粉技术及酸不溶物夹杂处理技术处于先进水平，赋予产品高纯度、低杂质等特性，满足高端应用领域的严苛要求，目前已形成年产 2000 吨铬粉生产能力。同时，公司针对不同细分行业需求持续开展创新研发：面向高温合金材料领域，公司针对国家两机专项项目需求开发特种牌号真空级高纯铬产品，随着 AI 数据中心用电量增长驱动的燃气轮机高端高温合金市场需求不断增长，公司在该领域的行业地位有望进一步提升；面向输配电领域，公司开发高纯低气低酸不溶物金属铬粉，有效提升灭弧室服役性能，随着全球“双碳”目标的要求，全球电力系统开始全面重构，清洁能源需求旺盛，这为真空开关提供了发展机会，电接触材料对高纯低气铬粉的需求也将大幅提升。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

主营业务收入：按照产品应用领域，公司主营业务可划分为高强高导铜合金材料及制品、中高压电接触材料及制品、医疗影像零组件、光模块芯片基座/壳体、高性能金属铬粉。公司主要下游包括轨道交通、商业航天、输配电设备、医疗影像、人工智能等领域。我们认为，各领域需求端整体保持良好趋势，我们通过主营构成行业拆分，预测公司 2026-2028 年的主营业务收入：

- **高强高导铜合金材料及制品：**我们认为，随着我国铁路规模的不断扩大、新能源汽车出货量持续提升、商业航天蓬勃发展，高强高导铜合金需求有望加速增长，预计 2026-2028 年公司高强高导铜合金材料及制品营业收入分别为 7.94/9.85/12.63 亿元，同比+14%、+24%、+28%。随着商业航天产品占比提升，该业务板块毛利率有望维持提升，预计 2026-2028 年毛利率分别为 23.1%、25.1%、27%。
- **中高压电接触材料及制品：**我们认为，由于“双碳”政策指导和电力市场需求增长，电网投资规模有望持续扩张，中高压电接触材料及制品需求有望持

下载日志已记录，仅供内部参考

续增长，预计 2026-2028 年公司中高压电接触材料及制品营业收入分别为 4.62/5.77/7.16 亿元，同比+26%、+25%、+24%。毛利率维持稳定，预计 2026-2028 年毛利率分别为 29%、28.5%、28%。

- **医疗影像零组件：**我们认为，随着下游需求提高、政策对国产替代设备支持力度加大，公司医疗影像前期投入的产能建设有望步入收获期，预计 2026-2028 年公司医疗影像零组件营业收入分别为 1.41/2.4/3.96 亿元，同比+60%、+70%、+65%。随着新建产能逐步释放，毛利率有望维持稳定，预计 2026-2028 年毛利率分别为 35.7%、35.8%、35.9%。
- **光模块芯片基座/壳体：**我们认为，随着全球算力需求持续增长，算力中心建设规模稳步扩张，光模块市场需求有望持续增长，预计 2026-2028 年公司光模块芯片基座/壳体业务营业收入分别为 2.58/5.15/8.25 亿元，同比+250%、+100%、60%。预计 2026-2028 年毛利率维持稳定，分别为 37%、36%、35%。
- **高性能金属铬粉：**公司不断开发高性能金属铬粉在不同领域应用，有望受益于输配电、高温合金等多方面领域高景气，预计 2026-2028 年公司高性能金属铬粉营业收入分别为 1.03/1.39/1.88 亿元，同比+40%、+35%、+35%。毛利率维持稳定，预计 2026-2028 年毛利率均为 18%。

表12: 公司收入拆分和预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
			营业收入（百万元）		
高强高导铜合金材料及制品	590.94	698.74	793.61	984.97	1,263.47
yoy	10.6%	18.2%	14%	24%	28%
中高压电接触材料及制品	334.67	366.47	461.75	577.19	715.72
yoy	19.2%	9.5%	26%	25%	24%
医疗影像零组件	60.22	88.18	141.09	239.86	395.77
yoy	24.6%	46.4%	60%	70%	65%
光模块芯片基座/壳体		73.81	258.00	515.00	825.00
yoy			250%	100%	60%
高性能金属铬粉	42.40	73.68	103.15	139.25	187.99
yoy	-29.2%	73.8%	40%	35%	35%
主营其他	216.08	165.31	173.58	182.25	191.37
yoy	24.3%	-23.5%	5%	5%	5%
其他	85.37	105.41	110.68	116.21	122.02
yoy	3.5%	23.5%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	1,329.68	1,571.59	2,041.86	2,754.74	3,701.33
yoy	12.7%	18.2%	29.9%	34.9%	34.4%
			毛利率		
高强高导铜合金材料及制品	20.3%	22.2%	23.1%	25.1%	27.0%
中高压电接触材料及制品	28.5%	29.4%	29.00%	28.50%	28.00%
医疗影像零组件	30.4%	35.8%	35.7%	35.8%	35.9%
光模块芯片基座/壳体		38.4%	37%	36%	35%
高性能金属铬粉	17.1%	18.0%	18%	18%	18%
主营其他	27.6%	22.2%	22.3%	22.5%	22.8%
其他	7.2%	8.7%	8.8%	8.9%	9.0%
合计	23.1%	24.3%	26.0%	27.6%	28.7%

数据来源：iFinD，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

费用假设：随着公司光模块等新业务进入收获期，“科技产业园”、“电热功能材料研发制造基地”等产能建设项目落地，市场持续开拓，公司营收规模有望持续增长，规模效应有望显现，假设公司 2026-2028 年管理费用率分别为 5.1%/5.0%/4.9%；销售费用率分别为 1.68%/1.66%/1.63%；研发费用率分别为 6.05%/6.15%/6.30%；公司是高新技术企业，假设公司所得税税率维持稳定，预计 2026-2028 年所得税税率均为 15.0%。

表13：费用率及税率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
管理费用率	4.84%	5.04%	5.10%	5.00%	4.90%
研发费用率	5.18%	5.96%	6.05%	6.15%	6.30%
销售费用率	1.66%	1.67%	1.68%	1.66%	1.63%
所得税税率	10.87%	5.56%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：iFinD，财通证券研究所

4.2 投资建议及估值

根据上述假设，我们预计 2026-2028 年公司营业收入为 20.42/27.55/37.01 亿元，同比增长 29.9%、34.9%、34.4%，毛利率为 26.0%、27.6%、28.7%。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.02/3.05/4.42 亿元，同比+37.1%、+50.5%、+45%，当前股价对应 PE 为 108/71/49 倍。我们选取航天电子、四方达、飞沃科技作为可比公司。其中，航天电子主营航天电子信息产品的研发、生产与销售，其卫星星载产品与公司的商业航天火箭发动机内衬材料产品同属于高技术、高壁垒的商业航天产品；四方达主要从事超硬材料及其制品的研发、生产和销售，与公司类似，掌握独特的材料加工工艺；飞沃科技主营高强度紧固件，产品可应用于风电、航空发动机及燃气轮机的精密结构部件，先后收购新杉宇航、光合空间、创航精密等公司，进军火箭发动机零部件 3D 打印、火箭箭体结构件、阀门组件等领域，产业布局与公司商业航天布局类似，三家可比公司 2027 年平均 PE 为 74 倍。公司作为国内铜基合金材料领域龙头，业务覆盖面广泛，有望充分受益于商业航天、AI 算力等行业高景气。首次覆盖，给予“买入”评级。

表14：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价（元）	EPS					PE				
			2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
600879	航天电子	15.08	0.17	0.07	0.11	0.15	0.19	91	219	132	101	78
300179	四方达	36.09	0.24	0.19	0.35	0.60	0.86	149	188	103	60	42
301232	飞沃科技	111.00	-2.09	0.50	1.00	1.82	4.55	-53	222	111	61	24
			平均数					62	210	115	74	48
688102	*斯瑞新材	27.87	0.16	0.20	0.26	0.39	0.57	177	140	108	71	49

数据来源：财通证券研究所 注：股价取 2026 年 7 月 27 日收盘价；标*的盈利预测为财通证券研究所预测，其余取 iFinD 一致盈利预测均值

5 风险提示

应收票据承兑及应收账款回收风险：截至 2025 年末，公司应收票据、应收账款及应收款项融资合计账面价值为 50,751.61 万元，占期末总资产的 16.07%，占营业收入的比例为 32.29%。若公司的信用管理制度未能有效执行，或者下游客户受宏观经济、市场需求等因素导致其经营出现困难，公司可能面临一定的营运资金紧张以及坏账损失风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

新增产能无法消化风险：截至 2026 年 7 月，公司液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目（一阶段）和斯瑞新材科技产业园建设项目（一）两大产能建设项目正在推进中，若建设过程中市场需求、产业政策出现变化或客户拓展不及预期，存在新增产能无法消化风险。

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，其市场价格波动会对公司生产成本产生较大影响，如果未来电解铜等原材料持续上涨，公司未能采取有效措施应对，则可能对生产经营带来不利影响。

人民币汇率波动风险：随着公司境外产品销售、境外投资等经营活动不断增多，2021-2025 年，公司境外业务营收占比由 17.77%提升至 23.41%。由于境外销售及采购均存在以外币计量的情形，且公司持有一定规模以外币计量的资产及负债，若未来人民币对欧元、美元等汇率发生大幅度波动，公司将面临资产损失、成本增加的风险。

光模块需求不及预期：当前 AI 技术正处于快速演进阶段，产品更迭周期较短，若公司产品开发进度未能及时匹配下游客户对新一代产品的技术要求，或新一代光模块产品路线发生重大变化，可能导致公司现有产品面临需求不足的风险。

商业航天发展不及预期：公司液体火箭发动机推力室内壁等产品主要面向商业航天发射市场，其需求与国内星座组网进度及火箭发射频率密切相关，若未来卫星互联网建设进度滞后或产业政策支持力度减弱，可能导致商业航天需求释放不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1329.68**	**1571.59**	**2041.86**	**2754.74**	**3701.33**
减:营业成本	1022.60	1189.40	1511.65	1995.71	2640.32
营业税费	9.26	10.07	13.27	17.63	23.32
销售费用	22.14	26.28	34.30	45.73	60.33
管理费用	64.41	79.19	104.13	137.74	181.37
研发费用	68.83	93.66	123.53	169.42	233.18
财务费用	19.30	12.70	23.60	40.73	57.85
资产减值损失	-2.28	-4.74	0.00	0.00	0.00
加:公允价值变动收益	**-0.16**	**0.46**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
投资和汇兑收益	-1.02	-2.01	-0.41	-1.38	-2.96
营业利润	**134.74**	**165.27**	**249.30**	**373.85**	**541.53**
加:营业外净收支	-1.03	-3.13	-2.00	-2.00	-2.00
利润总额	**133.70**	**162.14**	**247.30**	**371.85**	**539.53**
减:所得税	14.54	9.02	37.09	55.78	80.93
净利润	**114.24**	**147.60**	**202.42**	**304.69**	**441.72**

资产负债表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	164.04	457.30	521.71	643.33	796.32
交易性金融资产	0.00	155.08	155.08	155.08	155.08
应收账款	286.67	418.77	544.17	736.90	1009.15
应收票据	34.59	80.07	100.09	143.39	193.35
预付账款	4.90	11.51	13.60	18.76	25.08
存货	258.38	327.98	419.90	565.45	770.09
其他流动资产	42.62	40.93	39.93	38.93	39.93
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.49	0.47	1.27	2.07	2.87
固定资产	685.65	1055.73	1487.08	1823.36	2091.39
在建工程	317.49	236.85	166.74	138.70	127.48
无形资产	145.32	142.52	140.26	137.85	135.29
其他非流动资产	78.51	27.62	54.46	54.46	54.46
资产总额	**2133.64**	**3158.14**	**3906.38**	**4706.36**	**5695.39**
短期债务	219.35	195.66	491.22	982.50	1500.92
应付账款	113.53	165.89	214.15	288.27	403.38
应付票据	11.00	72.43	88.18	121.96	154.02
其他流动负债	19.15	109.18	179.18	159.18	169.18
长期借款	388.91	252.33	433.18	433.18	433.18
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债总额	**973.01**	**1191.53**	**1820.08**	**2432.33**	**3148.82**
少数股东权益	**47.60**	**31.93**	**39.71**	**51.08**	**67.96**
股本	727.34	774.90	781.08	781.08	781.08
留存收益	355.26	444.69	560.67	737.02	992.68
股东权益	**1160.63**	**1966.61**	**2086.31**	**2274.03**	**2546.57**

现金流量表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	114.24	147.60	202.42	304.69	441.72
加:折旧和摊销	75.87	92.41	185.83	240.40	287.34
资产减值准备	6.03	13.38	8.00	7.00	6.00
公允价值变动损失	0.16	-0.46	0.00	0.00	0.00
财务费用	14.51	16.46	25.89	43.34	61.07
投资收益	1.02	2.01	0.41	1.38	2.96
少数股东损益	4.93	5.52	7.78	11.38	16.88
营运资金的变动	-60.07	-123.95	-100.18	-288.34	-365.01
经营活动产生现金流量	**169.52**	**146.86**	**341.89**	**321.85**	**452.96**
投资活动产生现金流量	**-386.43**	**-576.43**	**-633.24**	**-522.38**	**-573.96**
融资活动产生现金流量	**198.04**	**624.60**	**61.37**	**-169.13**	**-244.43**

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	12.7%	18.2%	29.9%	34.9%	34.4%
营业利润增长率	18.7%	22.7%	50.8%	50.0%	44.9%
净利润增长率	16.2%	29.2%	37.1%	50.5%	45.0%
EBITDA 增长率	23.1%	17.8%	67.8%	43.0%	35.5%
EBIT 增长率	23.1%	15.8%	50.7%	52.3%	44.8%
NOPLAT 增长率	20.4%	22.7%	35.6%	52.3%	44.8%
投资资本增长率	27.9%	41.0%	22.5%	21.1%	20.3%
净资产增长率	6.4%	69.4%	6.1%	9.0%	12.0%
利润率					
毛利率	23.1%	24.3%	26.0%	27.6%	28.7%
营业利润率	10.1%	10.5%	12.2%	13.6%	14.6%
净利润率	9.0%	9.7%	10.3%	11.5%	12.4%
EBITDA/营业收入	17.4%	17.3%	22.4%	23.7%	23.9%
EBIT/营业收入	11.7%	11.4%	13.3%	15.0%	16.1%
运营效率					
固定资产周转天数	173	199	224	216	190
流动营业资本周转天数	**93**	**91**	**84**	**87**	**96**
流动资产周转天数	206	267	296	274	264
应收账款周转天数	72	81	85	84	85
存货周转天数	89	89	89	89	91
总资产周转天数	521	606	623	563	506
投资资本周转天数	451	516	517	467	419
投资回报率					
ROE	10.3%	7.6%	9.9%	13.7%	17.8%
ROA	6.2%	5.8%	6.0%	7.3%	8.8%
ROIC	7.4%	6.4%	7.1%	9.0%	10.8%
费用率					
销售费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%
管理费用率	4.8%	5.0%	5.1%	5.0%	4.9%
财务费用率	1.5%	0.8%	1.2%	1.5%	1.6%
三费/营业收入	8.0%	7.5%	7.9%	8.1%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	45.6%	37.7%	46.6%	51.7%	55.3%
负债权益比	83.8%	60.6%	87.2%	107.0%	123.6%
流动比率	1.62	1.83	1.43	1.25	1.18
速动比率	1.01	1.37	1.06	0.92	0.86
利息保障倍数	10.89	10.73	10.46	9.52	9.78
分红指标					
DPS(元)	0.08	0.08	0.11	0.16	0.24
分红比率	0.51	0.42	0.42	0.42	0.42
股息收益率	0.9%	0.2%	0.4%	0.6%	0.9%

业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.16	0.20	0.26	0.39	0.57
BVPS(元)	1.53	2.50	2.62	2.85	3.17
PE(X)	56.0	193.7	107.5	71.4	49.3
PB(X)	5.8	15.5	10.6	9.8	8.8
P/FCF					
P/S	4.8	19.1	10.7	7.9	5.9
EV/EBITDA	30.1	111.1	49.0	34.9	26.1
CAGR(%)					
PEG	3.5	6.6	2.9	1.4	1.1
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 07 月 27 日收盘价计算）

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。
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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。