下载日志已记录，仅供内部参考

斯瑞新材（688102.SH）

基本盘稳筑盈利根基，新赛道逐步兑现拓宽成长边界

优于大市

核心观点

公司增长势头延续，2026H1 营业收入和利润同比双增。2026H1 营业收入 10.86 亿元，同比增长 40.60%；归母净利润 0.96 亿元，同比增长 28.53%，扣非归母净利润 0.88 亿元，同比增长 26.04%。业绩增长主要系各产业赛道持续增长、公司积极拓展出口业务并优化产品销售结构，同时募投项目产能逐步释放、新的产业方向稳步增长，贡献效益增加。

高端铜基材料国产替代持续深化，基本盘景气向上。高强高导铜合金为第一大业务板块，受益于新能源汽车、半导体、可控核聚变等下游领域景气上行，毛利率随高附加值产品占比提升逐年攀升；**中高压电接触材料是公司传统优势赛道**，铜铬触头国内市占率超 60%，深度绑定西门子、ABB、施耐德及国内头部电力装备企业，持续受益于全社会用电需求增长与新型电网投资扩容；**高性能金属铬粉已形成 2000 吨年产能**，配套西部超导、德国 GfE 等国内外高温合金与靶材龙头，规模化放量在即。

新兴赛道进入快速增长通道，需求共振打开成长空间。医疗影像领域，核心产品覆盖 CT/DR 球管金属管壳、转子组件、轴承套等关键零组件，年产 3 万套 CT 球管零组件的产业化项目产能逐步释放，承接高端医疗设备核心部件国产替代需求；**光模块领域**，铜钨芯片基座已实现批量供货，钼铜、铜金刚石等下一代高热流密度材料稳步推进客户验证，深度受益 AI 算力爆发；**商业航天领域**，公司批量配套蓝箭航天、深蓝航天等国内头部商业火箭企业，同时突破铜铬铌合金工艺以适配大推力发动机需求，卡位可回收火箭量产的产业红利。

产能扩张与股权激励锚定成长路径。公司定增募投项目逐步投产，自筹 9.19 亿元加码光模块基座/壳体与高压开关触头产能，新业务收入增速持续领跑传统板块；2026 年新一轮股权激励设置高增长考核目标，核心团队与公司中长期成长深度绑定；伴随下游客户认证落地与产能持续释放，新兴业务贡献占比有望稳步提升，打开公司第二增长曲线。

风险提示：新产品交付不及预期；技术迭代不及预期；扩产带来的现金流风险等

投资建议：公司铜基主业细分领域龙头地位稳固，基本盘行业景气上行，光模块壳体/基座、医疗影像零组件和推力室内壁贡献新增量。因此，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 2.02/2.99/4.17 亿元，同比+37.1%/47.6%/39.8%；EPS 分别为 0.26/0.39/0.54 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	1,330	1,572	2,190	2,972	3,880
(+/-%)	12.7%	18.2%	39.3%	35.7%	30.6%
归母净利润(百万元)	114	148	202	299	417
(+/-%)	16.2%	29.2%	37.1%	47.6%	39.8%
每股收益（元）	0.16	0.19	0.26	0.39	0.54
EBIT Margin	10.7%	11.0%	12.6%	13.5%	14.3%
净资产收益率（ROE）	10.3%	7.6%	9.9%	13.7%	17.4%
市盈率（PE）	203.2	167.6	122.3	82.8	59.3
EV/EBITDA	115.2	101.6	64.1	47.0	36.0
市净率（PB）	20.86	12.78	12.15	11.32	10.33

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·金属新材料

证券分析师：李聪
licong3@guosen.com.cn
S0980525080006

证券分析师：石昆仑
shikunlun@guosen.com.cn
S0980526020002

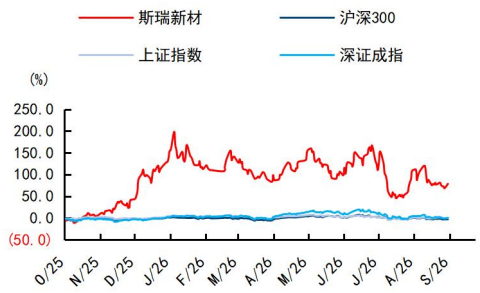
证券分析师：曹翰民
0755-81981873
caohanmin@guosen.com.cn
S0980524100001

联系人：殷浚喆
0755-22940868
ynjunzhe@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	32.48 元
总市值/流通市值	25369/25296 百万元
52 周最高价/最低价	56.17/15.31 元
近 3 个月日均成交额	967.52 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

公司概况 3
公司沿革及经营概况 3
财务分析 5
2026 年上半年：营收利润快速增长，新产业贡献逐步释放 5
铜基主业筑牢底座，细分龙头地位稳固 10
高强高导铜：行业景气上行筑牢公司业绩基本盘 10
中高压电接触材料：电触头全球领先，电网需求支撑增长 13
高性能金属铬粉：高端铬粉突破量产，新兴需求驱动放量 15
新兴赛道多点开花，成长空间持续拓宽 18
医疗影像零组件：球管零组件国产替代，产能释放驱动增长 18
光模块壳体/基座：AI 算力驱动高速互连升级，产能扩张成核心增长极 20
商业航天：可回收技术突破牵引推力室制造进入放量阶段 22
盈利预测 25
假设前提 25
2026-2028 年业绩预测 27
投资建议 28
风险提示 29
盈利预测的风险 29
经营风险 29
财务风险 29
技术风险 29
政策风险 29
财务预测与估值 30

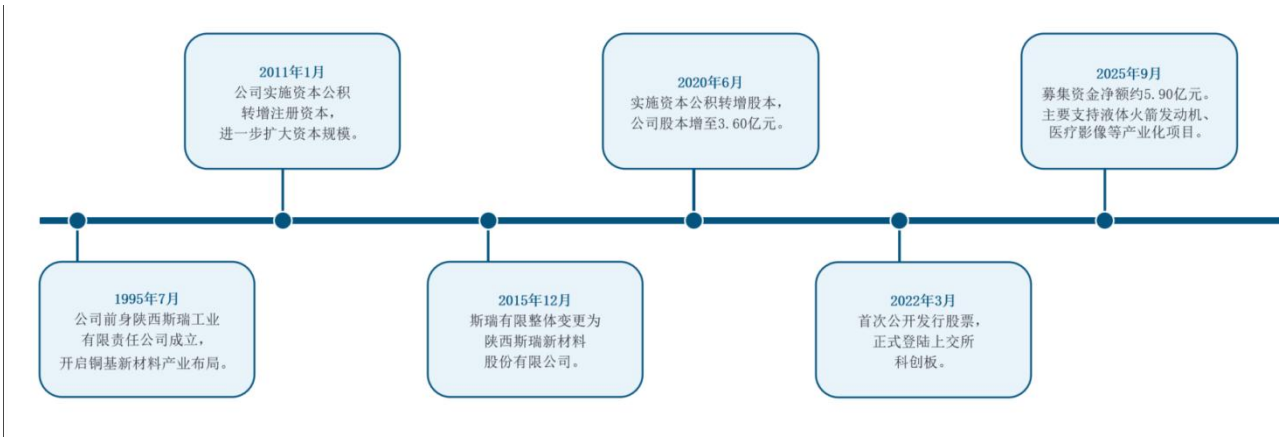
下载日志已记录，仅供内部参考

公司概况

公司沿革及经营概况

斯瑞新材（688102）是国内先进铜合金及高端金属材料领域的重要新材料企业。公司前身陕西斯瑞工业有限责任公司于 1995 年设立，2015 年整体变更为股份有限公司，2022 年 3 月在上海证券交易所科创板上市。2020 年公司完成增资扩股并以资本公积转增股本，股本由 6600 万股增至 3.60 亿股；截至 2026 年 6 月 30 日，本公司累计发行股本总数 78,107.50 万股，公司注册资本为 78,107.50 万元。

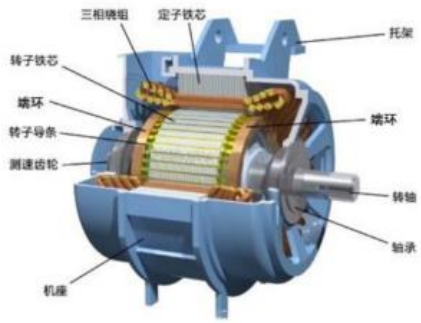
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司招股说明书、2025 年年度报告、国信证券经济研究所整理

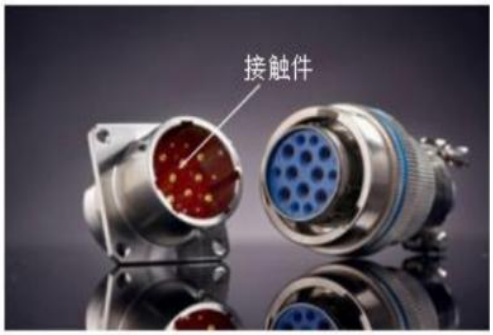
公司聚焦高性能铜合金及其制品、高端金属材料与精密零组件的研发制造。产品服务于航空航天、医疗影像、光通信、轨道交通、电力电子、半导体装备及可控核聚变等领域，液体火箭发动机、光模块、医疗影像等新业务持续推进产业化。

图 2：公司主要产品应用——牵引电机



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 3：公司主要产品应用——接触件

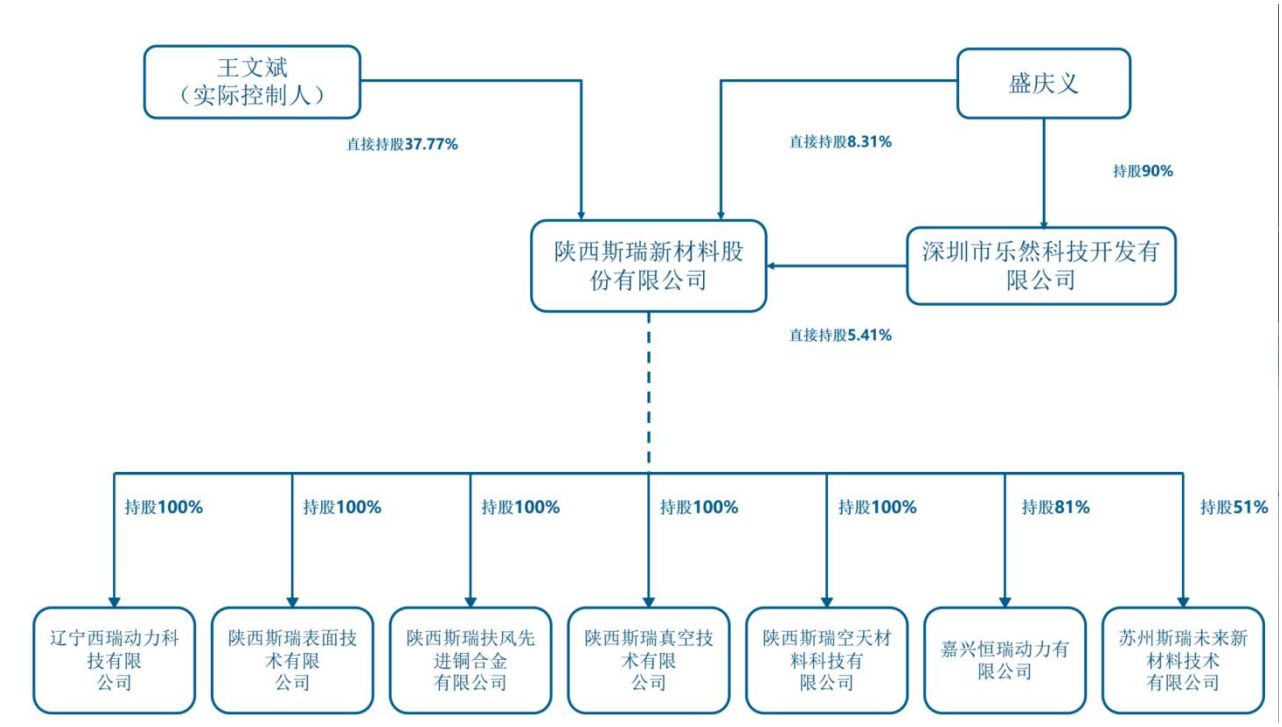


资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

公司控股股东、实际控制人为王文斌。王文斌直接持有公司 37.77%股份。公司围绕先进铜合金、航空航天零组件、真空材料及光通信新材料建立产业布局，控股辽宁西瑞动力、陕西斯瑞表面技术、斯瑞扶风、斯瑞真空、斯瑞空天、嘉兴恒瑞动力、苏州斯瑞未来等子公司，其中前五家持股 100%，嘉兴恒瑞动力持股 81%，苏州斯瑞未来持股 51%。

图 4：公司股权架构图



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

表 1：斯瑞新材主要控股子公司主营业务

公司名称	控股比例	主营业务
辽宁西瑞动力科技有限公司	100%	航空发动机及零部件、汽轮机及辅机制造
陕西斯瑞表面技术有限公司	100%	金属表面处理及热处理
陕西斯瑞扶风先进铜合金有限公司	100%	先进铜合金、金属材料及粉末冶金制品制造
陕西斯瑞真空技术有限公司	100%	铜合金及电子专用材料制造
陕西斯瑞空天材料科技有限公司	100%	航空航天零部件及有色金属制品制造
嘉兴恒瑞动力有限公司	81%	航空发动机零部件、汽轮机及数控机床制造
苏州斯瑞未来新材料技术有限公司	51%	光电材料及产品、铜合金研发生产

资料来源：iFinD、公司公告、国信证券经济研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

财务分析

2026 年上半年：营收利润快速增长，新产业贡献逐步释放

公司 2026 年上半年收入与利润延续较快增长。2026H1 营业收入 10.86 亿元，同比增长 40.60%；归母净利润 0.96 亿元，同比增长 28.53%，扣非归母净利润 0.88 亿元，同比增长 26.04%。业绩增长主要系各产业赛道持续增长、公司积极拓展出口业务并优化产品销售结构，同时募投项目产能逐步释放、新的产业方向稳步增长，贡献效益增加。

图 5：公司历年上半年营业收入情况及 YOY（亿元，%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 6：公司历年上半年归母净利润情况及 YOY（亿元，%）

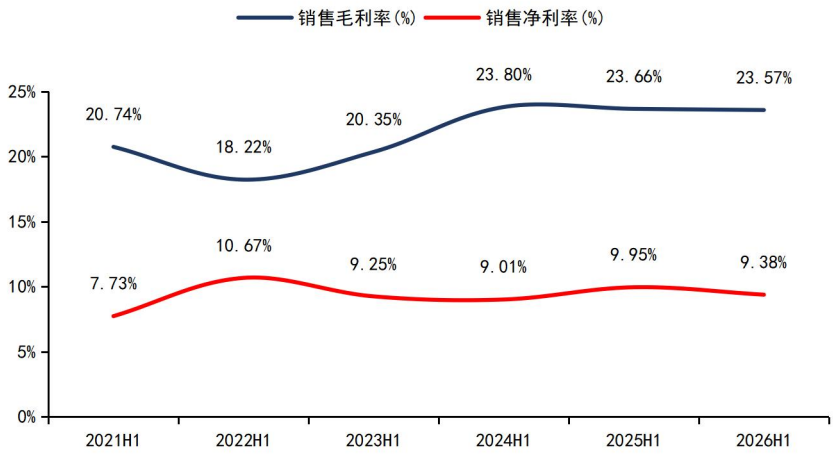


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

经营规模扩张带动营运资金投入前置。2026H1 经营活动现金流净额-0.70 亿元，主要系随着公司业务增长，经营用资金增加；同期销售商品、提供劳务收到的现金 9.18 亿元，同比增长 40.56%。投资活动净流出 2.04 亿元，筹资活动净流入 2.79 亿元。伴随公司业务增长，营运资金需求同步提升。

盈利能力保持稳健，净利率近乎持平。2026H1 毛利率 23.57%，整体保持较高水平；净利率 9.38%，较 2025 年上半年小幅下降 0.57 个百分点，整体基本稳定。公司收入和利润保持增长，主要受益于各产业赛道增长、出口业务拓展、产品销售结构优化以及募投项目产能逐步释放、新产业方向贡献效益增加。

图 7：斯瑞新材历年上半年毛利率、净利率情况（2021H1～2026H1）（%）

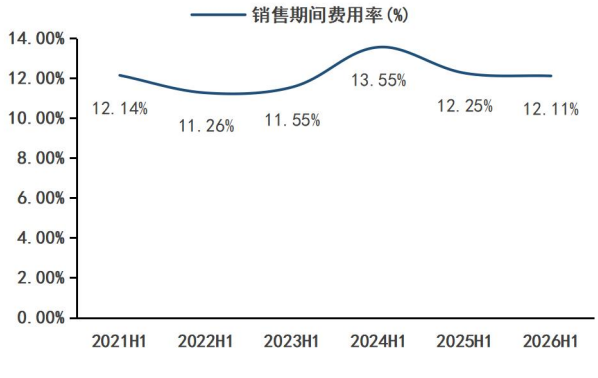


下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

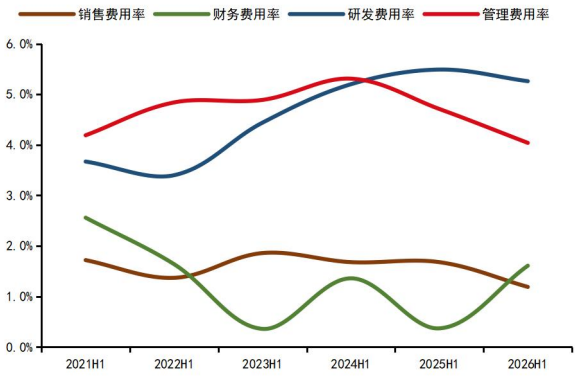
上半年期间费用率有所下降，研发投入持续加码。2026H1 期间费用率 12.11%，较 2025 年上半年下降 0.14 个百分点；销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.19%、4.04%、5.26%和 1.61%。其中研发投入 5713.00 万元，同比增长 34.74%，主要系公司持续强化创新驱动，推动核心技术迭代升级，研发投入增加。整体费用率保持平稳，高研发投入继续支撑中长期产品迭代。

图 8：期间费用率比较（2021H1～2026H1）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

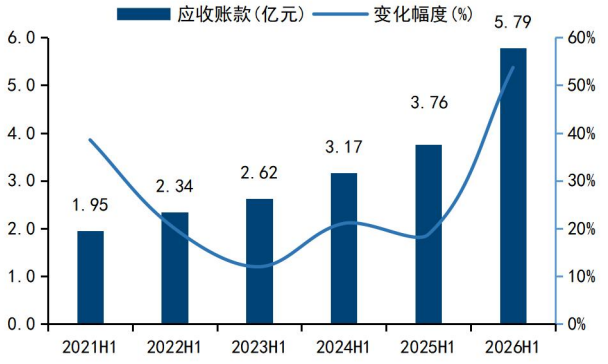
图 9：各项费用率比较（2021H1～2026H1）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

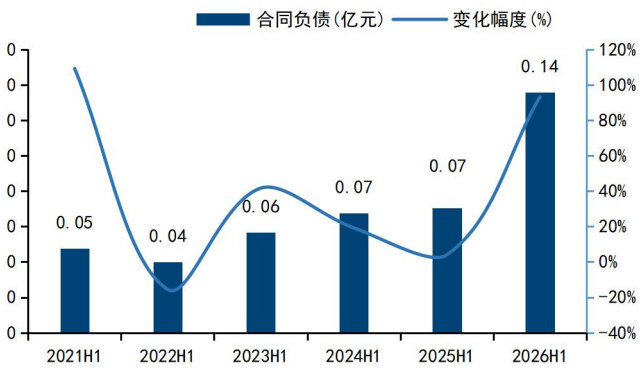
公司应收账款与合同负债随业务规模同步提升。2026H1 应收账款较 2025 年末增长 38.16%至 5.79 亿元；合同负债较 2025 年末增长 10.48%至 0.14 亿元。应收账款增长与业务规模持续扩张相伴，合同负债同步上行，预收款规模保持增长，对后续业务形成一定支撑。

图 10：历年上半年应收账款比较



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 11：历年上半年合同负债比较

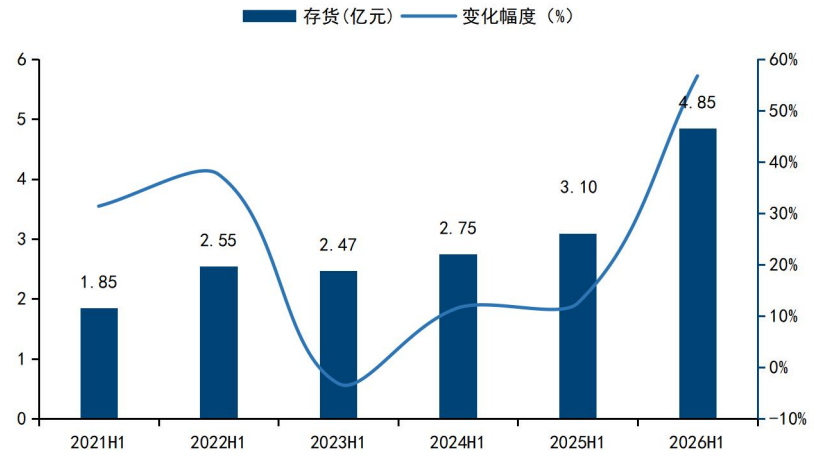


资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

2026 年上半年，公司存货随经营规模扩张同步提升。较 2025 年末增长 47.88%至 4.85 亿元。同期公司各产业赛道持续增长，经营用资金需求相应增加，存货规模变化与业务扩张节奏相伴。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：历年上半年存货对比



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

股权激励与定增情况

两轮股权激励持续推进，核心团队与公司中期经营目标进一步绑定。公司 2023 年股票期权激励计划已进入持续行权阶段，截至 2026 年 6 月末，预留授予第一个行权期已全部行权完毕，首次授予第二个行权期累计行权 331.81 万股；2026 年公司进一步推出股票期权与限制性股票激励计划，首次向 912 名员工授予 2395.70 万份股票期权，并向 24 名员工授予 226.77 万股限制性股票。

2026 年激励计划设置较高的公司层面考核要求，为中期增长提供清晰经营锚点。股票期权分两个行权期，各期行权比例均为 50%；以 2025 年经审计的扣非归母净利润为基数，2026 年和 2027 年目标增长率分别为 35%和 82%，对应业绩触发阈值分别为 26%、58%。较高的考核要求有利于强化核心人员与公司长期利益的一致性，并体现管理层对未来经营增长的信心。

2025 年 9 月定增募集资金到位，资本补充重点投向商业航天与医疗影像产业化。公司向特定对象发行 4172.46 万股，发行价格 14.38 元/股，募集资金于 2025 年 9 月 24 日到账，扣除发行费用后净额为 5.90 亿元。其中 2.00 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），3.40 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，0.50 亿元用于补充流动资金，资金投向与公司重点成长业务保持一致。

2026 年 6 月公司继续以自筹资金加码光模块和高压开关触头产能。公司拟投资 9.19 亿元建设电热功能材料研发制造基地，其中 4.79 亿元用于 4000 万件光模块芯片基座及壳体材料项目，规划形成 2500 万件芯片基座材料和 1500 万件壳体材料年产能；4.40 亿元用于 1290 吨高压开关触头及零组件项目。该项目为新增自筹投资，不涉及原定增募投项目变更，计划于 2030 年 12 月达到可使用状态。

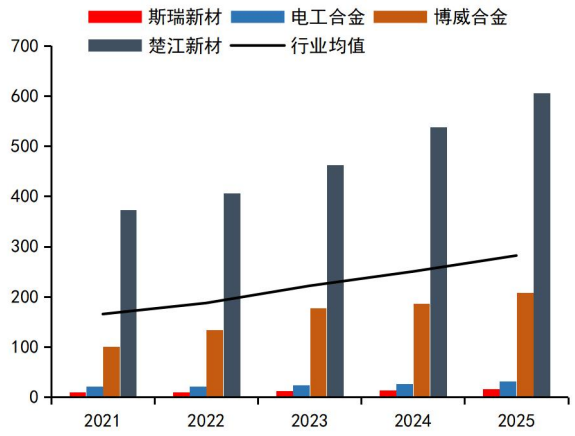
同行业对比

下载日志已记录，仅供内部参考

斯瑞新材是一家面向多个细分领域的先进铜合金及高端金属材料企业。可比公司选取电工合金（300697.SZ）、博威合金（601137.SH）和楚江新材（002171.SZ），分别覆盖铜及铜合金材料、高性能铜合金材料及铜基材料制造等相关业务。

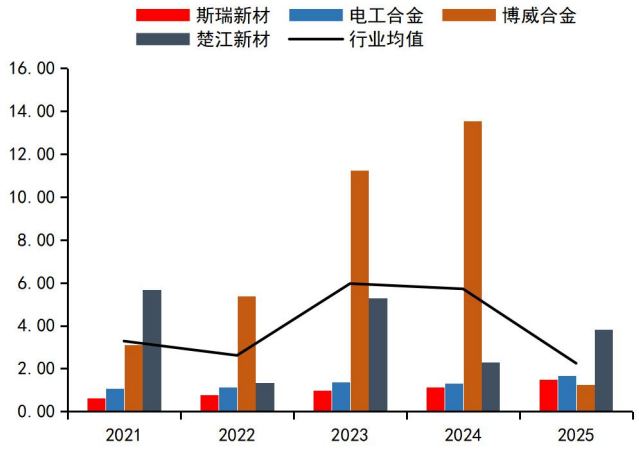
公司营收与归母净利润保持较快增长，成长动能持续释放。2021-2025 年公司营业收入由 9.68 亿元增至 15.72 亿元，年复合增长约 12.87%；归母净利润由 0.63 亿元增至 1.48 亿元，年复合增长约 23.54%，利润增速显著快于收入。2025 年公司营业收入与归母净利润均延续增长趋势，规模扩张与盈利提升同步推进，经营成长性进一步体现。

图 13：可比企业营业收入情况（亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 14：可比企业归母净利润情况（亿元）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

斯瑞新材毛利率、净利率近年来持续改善，盈利质量稳步提升。2021-2025 年公司毛利率由 19.08%提升至 24.32%，净利率由 6.42%提升至 9.74%，均呈持续上行趋势。2025 年公司毛利率与净利率均高于电工合金，盈利水平延续改善；产品结构优化与新业务放量进一步带动盈利能力提升。

图 15：可比企业毛利率情况（%）

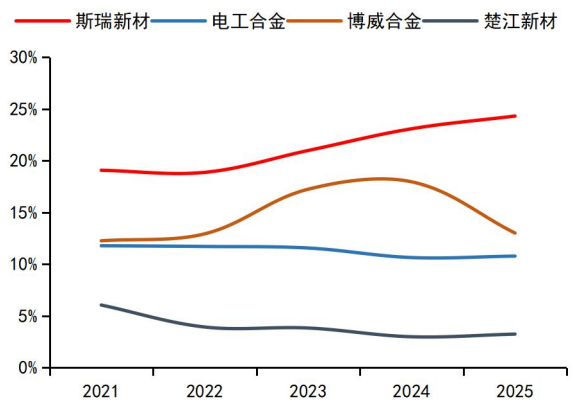
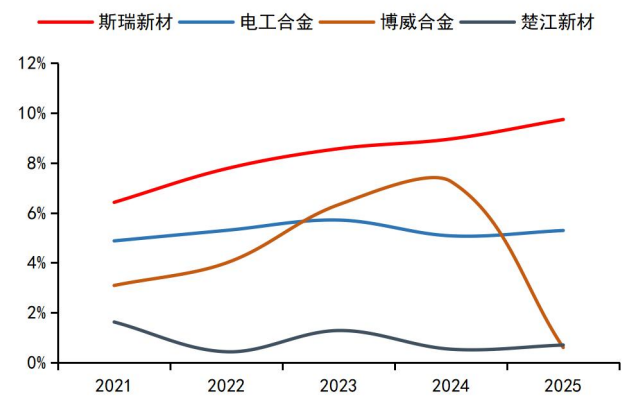


图 16：可比企业净利率情况（%）



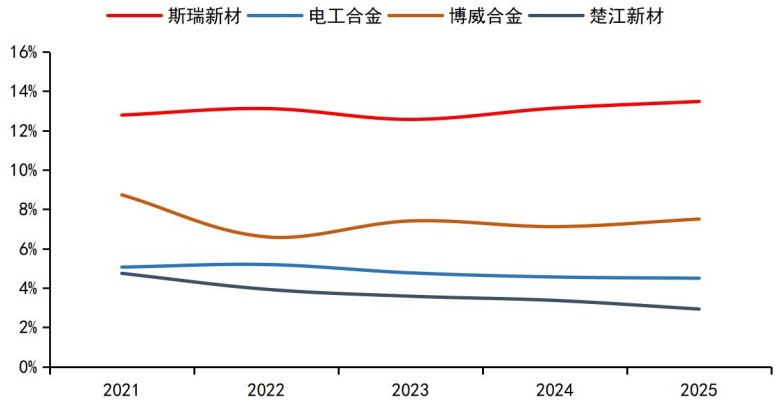
下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

公司费用率整体稳定，研发投入与盈利增长保持良性匹配。2021-2025 年公司期间费用率基本处于 12.57%-13.48%区间，2025 年为 13.48%，高于电工合金 4.49%和博威合金 7.50%。同时公司研发费用率提升至 5.96%，在保持费用端总体平稳的同时持续强化技术投入，经营效率与研发强度保持较好平衡。

图 17：可比企业期间费用率（%）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

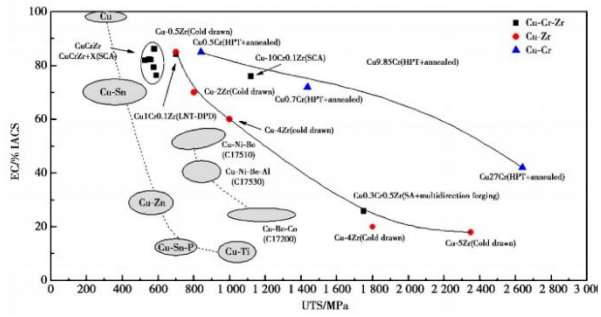
下载日志已记录，仅供内部参考

铜基主业筑牢底座，细分龙头地位稳固

高强高导铜：行业景气上行筑牢公司业绩基本盘

高强高导铜合金材料及制品是指兼具强度、导电等方面优异性能的铜合金材料以及应用该材料生产的制品。通常高强高导铜合金抗拉强度为纯铜（300-800 MPa）的 1.5 至 4 倍，电导率为纯铜的 50%至 95%。但提高铜的力学性能往往会牺牲其电导率，从而阻碍电子传输。因此，制造高性能铜合金材料需要在这些性能之间取得平衡，以实现最佳的整体性能。高强高导铜合金材料及制品作为该矛盾的解决方案，为了适应各种应用场景，还需要具备耐腐蚀、抗高温软化等特殊要求，因此规模化生产的技术壁垒极高。

图 18：常见铜合金的强度-导电性关系图



资料来源：胡号旗等. 高强高导铜铬锆合金的最新研究进展. 材料导报, 2018, 32(3):453-460.，国信证券经济研究所整理

表 2：高强高导铜合金与其他铜合金性能对比

项目	类型	典型牌号	抗拉强度（MPa）	电导率（%IACS）
高强高导铜合金	高导电型	C19200	400-500	85-92
	中导中强型	C19400	500-600	55-65
	低导高强型	KLF125	600-700	30-35
其他铜合金	黄铜	H65	400-500	27
	磷青铜	QSn6.5-0.1	600-700	13

资料来源：博威合金公司年报，国信证券经济研究所整理

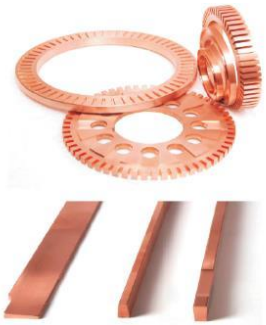
公司根据供应产品形态主要分为材料类和制品类，定价模式主要为“原材料+加工费”。材料类以铜铬锆、铜锆、铜铬、铜铬铌铸锭、板棒及粉末等为主，主要用于高端连接器行业。制品类主要为端环导条、零部件以及初加工后的配套零组件等多种形态。公司以铜市场价格为基础加上加工费对最终成品进行定价，采用签署框架合同、套期保值等方式降低原材料价格变动的影响。因此，原材料价格波动对该产品的营收影响较小，但对毛利率仍有一定影响。

图 19：高强高导铜合金圆锭



资料来源：斯瑞新材招股书，国信证券经济研究所整理

图 20：牵引电机端环和导条



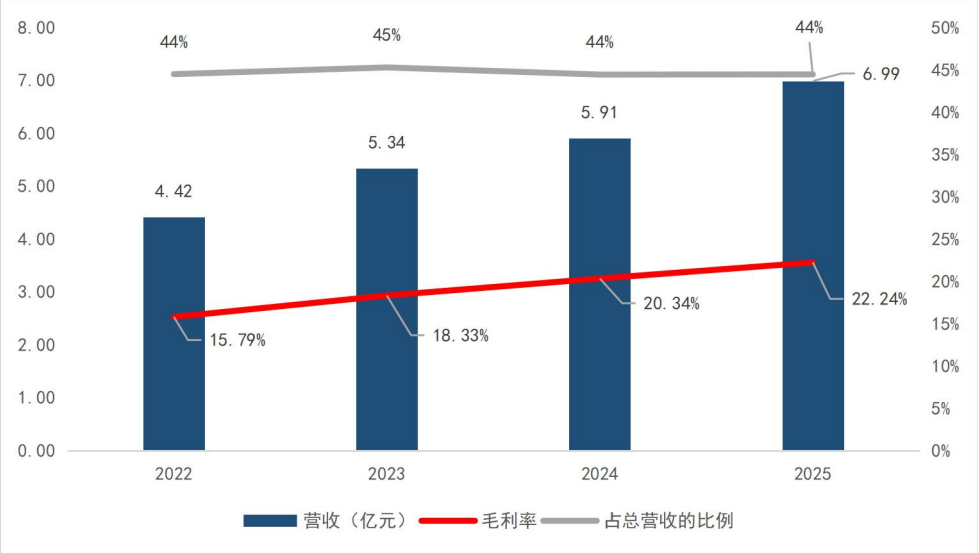
资料来源：斯瑞新材招股书，国信证券经济研究所整理

高强高导铜是公司营收的基本盘，业绩和毛利率双增。2025 年该板块实现营业收入 6.99 亿元，占公司总营收的 44.46%；毛利率方面则自 2022 年的 15.79%增长至 2025 年的 22.24%，毛利率增加一方面是公司对原材料成本控制的有效性，另一方

下载日志已记录，仅供内部参考

面则是业务领域不断向高附加值、高毛利的新兴领域拓展。高端连接器方面，下游应用主要包括新能源汽车、5G 通信、消费电子等领域，随着市场需求和标准的提升，部分高端产品仍存在国产替代空间。轨道交通领域则主要为大功率牵引电机提供端环导条，以及核电发电机材料及零件、液体火箭发动机推力室内壁、高性能半导体靶材背板、可控核聚变配套零组件等高壁垒新兴领域。

图 21：公司高强高导铜业务营收、毛利率及占比

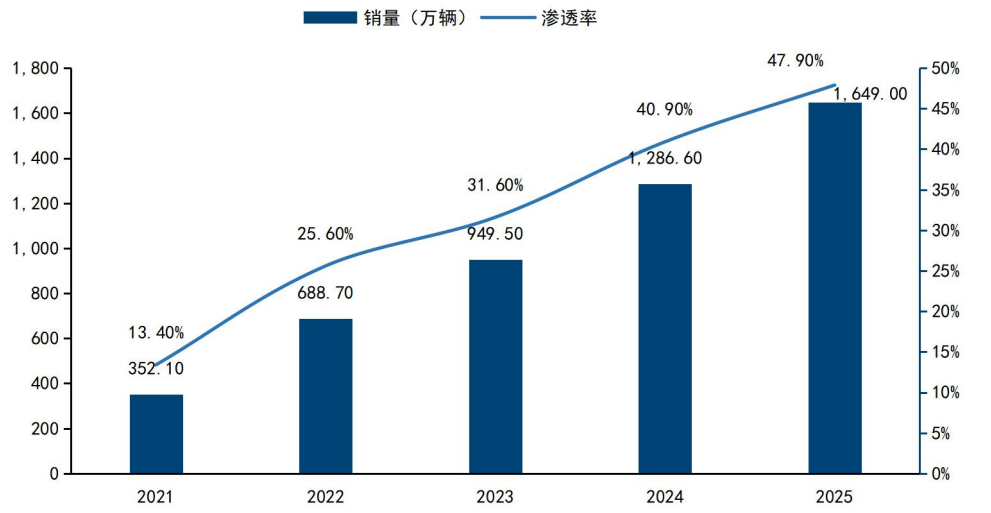


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

高端连接器市场景气上行，新能源汽车的放量是重要增长因素之一。根据 Bishop & Associates 数据，2025 年中国连接器市场规模约 328 亿美元，同比增长 17.3%，占全球市场约 33%，全球第一。2021 年-2025 年中国新能源汽车销量由 352.1 万辆增至 1649.0 万辆，渗透率由 13.4%升至 47.9%。新能源汽车电气化程度提升显著增加连接器用量，单辆新能源汽车连接器需求量约 600-1000 个，是传统燃油车的 2-3 倍；同时，高压连接器价值量较燃油车提升 3 倍以上。预计 2026 年至 2030 年新能源汽车连接器市场规模将由 706.74 亿元增长至 1442.73 亿元，CAGR 达 19.53%。

图 22：2021-2025 年中国新能源汽车销量及渗透率（万辆，%）

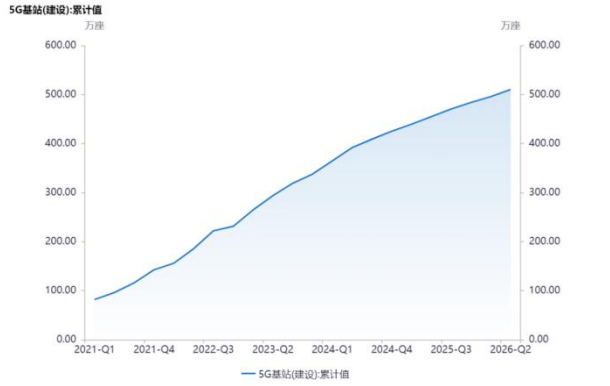
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

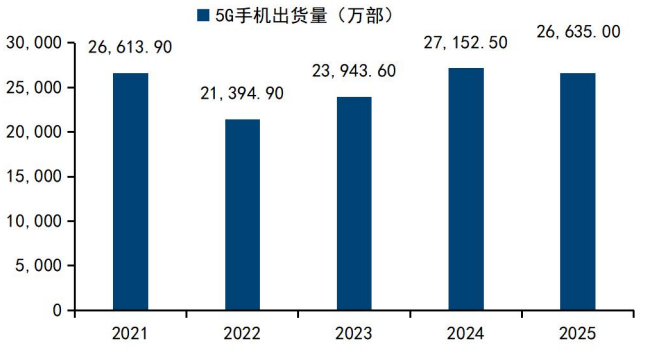
下一代通信网络基站及智能终端将成为高端连接器的新增长极。5G-A 网络建设全面提速，6G 技术研发进入关键阶段，推动基站及网络设备对高频（毫米波）、低无源互调（PIM）、高密度射频连接器的需求持续提升。此外，高强高导铜合金也广泛应用于智能手机的 Type-C 接口，目前市面上的主流 5G 手机均已标配 Type-C 接口。根据信通院数据，2025 年中国 5G 手机出货量在 2.6 亿部以上，2026 年上半年出货量约 1.2 亿部，同期增速 1.7%，保持稳定增长。

图 23：2021-2026 年 Q2 中国 5G 基站累计建设值（万座）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 24：2021-2025 年中国 5G 手机出货量（万部）



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

轨道交通领域，铁路网规划扩建是拉动牵引电机需求量的核心原因。根据《中长期铁路网规划》数据，预计 2030 年我国铁路网规模将达到约 20 万公里，其中高速铁路约 4.5 万公里。牵引电机作为铁路系统能源转换与传输的重要部件，是轨道交通车辆的“心脏”，直接决定着轨道车辆的动力品质、能耗、控制、可靠性等，将率先受益于铁路路网建设。

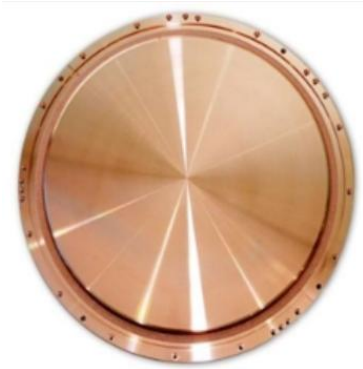
依托二十余年行业深耕，公司构建坚实的技术、产业、市场壁垒，多个细分领域国内领先，具备全球化竞争能力。高强高导铜合金材料制备工艺难度大，材料制备技术和制备装备是主要的门槛，公司通过在高强高导铜合金领域的积累，具备全球一流的高强高导铜合金的材料设计/改性、柔性制造、个性化非标深加工零组件能力，产品技术性能、质量稳定性达到国际一流水平。下游客户覆盖海内外多

下载日志已记录，仅供内部参考

个领域龙头，如：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、新奥科技等知名企业。

公司围绕高性能铜基材料持续突破，积极布局新兴领域。近年来，公司围绕半导体装备、可控核聚变等高端应用持续进行材料开发，积极探索 3D 打印增材制造、近净成型等新工艺，以保持在行业中的领先地位。公司生产的半导体靶材背板实现铜基背板全品类覆盖，具备材料自主制备以及全品种全流程批产能力，与多个行业靶材研发和制造企业形成合作关系；公司专注于高 RRR 值高纯无氧铜、高洁净度铜铬锆合金的研发与规模化制造，产品专为可控核聚变装置设计，为聚变装置高热负荷、强辐照工况提供高性能铜基材料解决方案。公司依托材料端的技术积淀向下游高附加值制品延伸，推动产品结构持续升级，充分受益于高端制造国产化与新兴产业爆发带来的行业红利。

图 25：高纯铜靶



资料来源：国务院国有资产监督管理委员会，国信证券经济研究所整理

中高压电接触材料：电触头全球领先，电网需求支撑增长

中高压电接触材料是电气开关设备的关键材料，使用电压等级决定其材料选择与适用场景。电接触材料按电压大小分为轻负载、低压、中高压三类，根据《中国电气工程大典》，中高压电接触材料的使用电压大于 1.2kV。低压电接触材料以银基为主，中高压领域则以铜基为主，主要包括铜铬与铜钨，其中铜钨可用于更高等级电压。目前，中高压电接触材料广泛应用于真空断路器、六氟化硫断路器、高压接触器等电气开关。

表 3：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：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

铜铬触头是真空灭弧室的核心部件，其性能直接决定灭弧室在大电流开断过程中的稳定性。真空灭弧室是中高压真空断路器的关键部件，断路器通过灭弧室中的电触头实现电流开断。铜具有高导电导热性能，但抗熔焊和机械强度较低，加入铬可使材料具有良好的抗电弧烧蚀性，兼具导电与抗电弧性能，进而提升电触头的性能。高性能铜铬触头材料的发展，有利于降低我国在高压领域输配电网的故障，保障输配电网稳定运行。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 26：真空灭弧室示意图



资料来源：斯瑞新材公司官网，国信证券经济研究所整理

中高压电触头材料同时兼顾电气与理化性能，制备工艺要求较高。电气开关设备开断电流时产生的高温电弧会烧损触头，使得触头材料应具备足够的开断能力、耐电压强度和抗熔焊能力，并满足高导电率、导热系数和机械强度等指标。此外，触头材料成分体系复杂、外形尺寸多样，对企业定制化制备与精密加工要求极高，且新产品认证周期长、客户替换成本高，共同构成较高的技术壁垒。

表 4：中高压电接触材料及制品主要制备方法

生产工艺	描述
真空熔铸法	该工艺是公司自主开发的一整套工艺。该方法的技术路径是将高品质铬块与无氧铜棒填装在高温陶瓷坩埚中，在真空条件下通过感应加热使铜和铬融化形成合金液，电磁搅拌作用使合金液混合均匀。真空熔铸法生产的产品微观组织细小、均匀，具有良好的导电、导热以及开断性能，而且工艺制备流程短、成本相对较低，适用于 Cr 含量 40%及以下成分 CuCr 触头材料。
真空自耗法	该工艺最早由德国西门子公司开发。该方法的技术路径是采用等静压工艺制成电极棒料，电极棒料在真空或惰性气体保护下，通过电弧高温作用均匀逐层熔融，并在正下方水冷结晶器中快速凝固，再通过后期加工制备出电接触材料。真空自耗法生产的铸锭组织细小、均匀，有利于断路器开断过程中电弧弥散分布和提高材料的抗熔焊性能，但生产成本较高，一般适用于 Cr 含量 25%-50%的产品。
真空熔渗法	该工艺最早由英国电气公司开发，后由我国桂林电器科学研究所从德国西门子引进。该方法的技术路径是先预制出一定粒度比例的铬粉，然后加入少量诱导铜粉，真空高温烧结出一个多孔铬骨架，然后将纯铜熔融浸渗入铬骨架中，形成电接触材料，一般只能生产 CuCr50 产品。真空熔渗法生产的产品具有较高的抗电弧烧蚀性，但对原材料的要求较高，国内早期生产中需要进口国外低氧铬粉。发行人开发的低温液氮制备铬粉技术解决了原材料依赖进口的问题。
混粉烧结法	该工艺是一种传统的制备工艺，将铜和铬粉末按照一定比例混合，在压机上冷压成型，然后在真空或气氛保护环境中烧结成具有一定强度的毛坯，再机加工成所需要的产品。混粉烧结法的工艺简单、成本低，成分易于控制，可用于制备不同含量的触头材料。但由于粉末烧结法是固相烧结过程，制备的材料密度及颗粒之间结合强度较低。

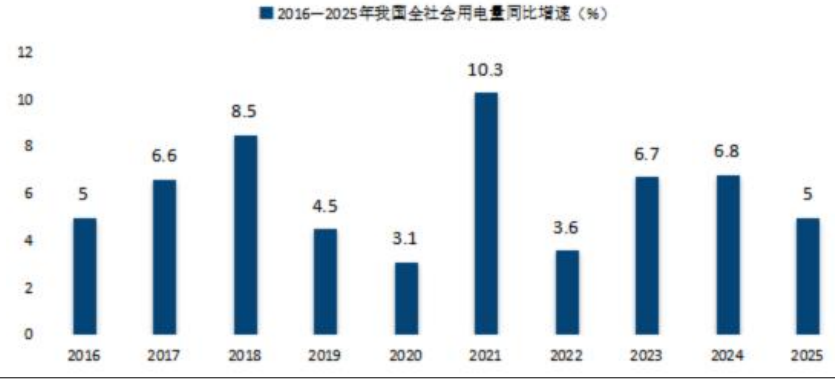
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

电接触材料市场保持稳健增长，全球与中国市场规模持续扩容。2024 年全球电接触材料市场规模约 450 亿元，预计 2029 年增至 771 亿元；2023 年中国电接触产品行业（含银基、铜基）工业总产值达到 195.60 亿元，2015-2023 年期间年复合增长率约 10.98%。铜铬触头作为真空开关的核心零件，有望受益于电接触材料市场的整体扩容。

用电需求增长叠加电网投资扩容，共同驱动中高压电触头潜力释放。IEA《2026 年电力报告》显示，2025 年全球电力需求同比增长 3%，预计 2026 年至 2030 年全球电力需求年均增速将达 3.6%；2025 年我国全社会用电量增长 5.0%，首次突破 10 万亿千瓦时；"十五五"时期，我国新型电网投资预计将超 5 万亿元，带动中高压开关设备需求扩展。铜铬触头作为中高压电气开关的核心零件，有望因此持续受益。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 27：2016—2025 年我国全社会用电量同比增速（%）



资料来源：国家能源局，国信证券经济研究所整理

电触头材料领域呈现海外龙头与国内企业并存格局，国产替代持续推进。全球市场以德国 DODUCO、日本田中控股、奥地利 Plansee 等海外龙头为主导，国内形成斯瑞新材、金昌蓝宇、桂林金格等中高压铜基触头企业，以及福达合金、温州宏丰等银基低压企业。全球电触头行业市占率排名前 10 中已有 5 家国产品牌，国产厂商由中低端向高端持续渗透。

公司是中高压电接触材料细分领域全球龙头，技术、产品、客户及行业地位具备极强核心壁垒与领先优势。公司深耕中高压电接触制品领域，核心布局铜铬、铜钨两大核心触头系列，产品覆盖 10kV 至百万伏级全电压等级。技术层面，公司拥有全球领先的创新能力，铜铬触头历经三代技术升级，多项技术指标达国内外顶尖水平。产品层面，铜铬电触头材料国内市占率超 60%，获评国家工信部单项冠军产品，实现高端触头材料国产化替代与全球销售，126kV、12kV 及以上各电压等级产品陆续实现小批量、规模化供货。客户层面，公司与西门子、ABB、施耐德等全球主流电力设备制造商及国内头部电力装备企业深度绑定，细分行业龙头地位稳固。

依托新能源与电网建设行业红利及持续技术创新，公司核心业务营收稳健增长、盈利能力持续提质。全球双碳目标推进下，能源结构持续向清洁能源转型，全社会电力需求稳步提升，对高端、高性能、高可靠性电接触核心零部件需求持续提升，为公司业务发展提供了广阔的市场空间。经营层面，公司持续加大研发投入，通过工艺改良、设备升级、技术优化，有效提升材料利用率、生产效率及产品质量稳定性，降低生产成本。2025 年公司中高压电接触材料及制品业务收入同比增长 9.50%，毛利率较上年提升 0.92 个百分点，业务规模与盈利水平双升。

高性能金属铬粉：高端铬粉突破量产，新兴需求驱动放量

高性能金属铬粉是粉末冶金领域关键基础粉体材料，产品性能决定下游零部件的耐高温、耐腐蚀、抗电弧侵蚀能力。铬具有高熔点、高硬度和优异的抗氧化、耐腐蚀性能，在工业生产中应用广泛，可提升材料在高温环境下的抗氧化和耐腐蚀能力；同时，高纯铬粉还可用于铬靶材、表面喷涂以及高端电接触材料等领域。相较普通铬材料，高性能金属铬粉对纯度、氧氮含量、硫含量及酸不溶物等指标要求更高，制备过程涉及低温破碎、真空提纯、脱气及球化等工艺，具有较高技术壁垒。

图 28：高纯低气金属铬粉示意图

图 29：真空级脱气铬示意图

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：斯瑞新材公司官网，国信证券经济研究所整理

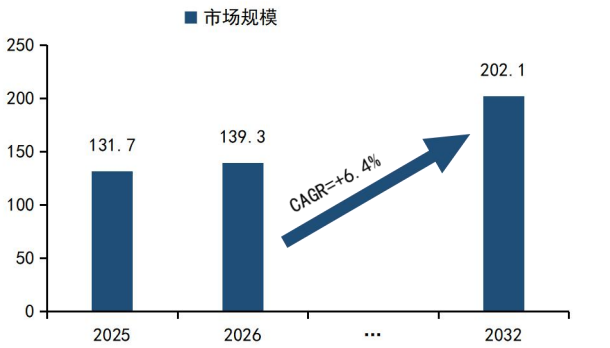


资料来源：斯瑞新材公司官网，国信证券经济研究所整理

高温合金是高性能铬粉的核心增量应用。高温合金通常以镍、铁、钴等为基体，并通过添加铬、钼、钨等元素提升高温性能，其中铬含量通常约为 8%-30%。QYResearch 数据显示，2026 年全球高温合金市场规模约 139.3 亿美元，预计在 2032 年达到 202.10 亿美元，在 2026-2032 期间年均复合增速 6.4%。

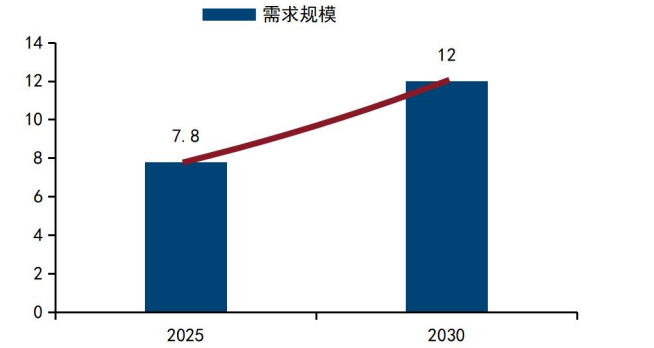
我国高温合金需求近年来持续增长。2025 年高温合金需求量约 7.8 万吨，较 2018 年显著提升，且预计在 2030 年有望超过 12 万吨；同期国内产量约 6.2 万吨，行业仍存在约 1.6 万吨供需缺口，高端产品国产替代空间依然较大。若按照高温合金 8%-30%的典型铬含量测算，仅国内高温合金对应的理论铬元素需求量约为 0.62-2.34 万吨，随着航空发动机、商业航天、燃气轮机等高端装备需求增加，高纯铬材料需求有望保持增长。

图 30：全球高温合金市场规模预计（亿美元）



资料来源：QYResearch，国信证券经济研究所整理

图 31：中国高温合金需求规模预计（万吨）



资料来源：前瞻产业研究院、IIM 信息，国信证券经济研究所整理

国内高性能金属铬粉市场快速成长，高端装备国产化带动粉体材料需求上行。国内市场增长驱动力来自航空航天产业放量、电网设备升级、半导体靶材国产替代、增材制造产业发展。国内普通工业级铬粉供给充足，但真空级、球形高性能铬粉国产化率仍有提升空间。行业格局呈现分化特征，低端市场同质化竞争激烈，高端市场技术壁垒高、客户认证周期长，具备稳定批量制备能力的龙头企业优势持续放大。

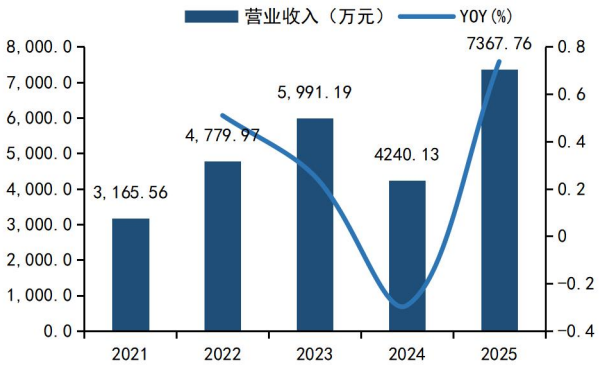
斯瑞新材是国内高性能金属铬粉主要供应商之一。早期高性能铬粉主要作为公司高强高导铜合金及中高压电接触材料的内部原材料，随着外部市场需求增加，公司进一步将铬材料生产线独立运行并扩产。公司已形成覆盖高纯低气、真空级高纯、球形、片层状及超细铬粉的产品体系，目前已具备 2000 吨年产能。公司是国内首家成功应用低温液氮技术批量制造低氧、低氮、低硫、低酸不溶物高性能金属铬粉的企业，产品广泛应用于中高压电接触材料、高端高温合金、高端靶材、

下载日志已记录，仅供内部参考

表面喷涂及电子等领域。

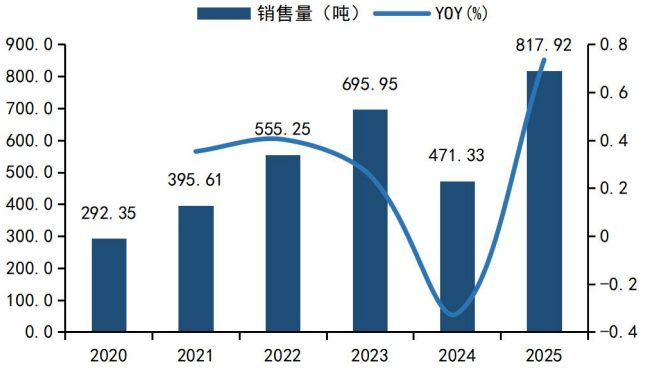
高性能金属铬粉为公司的重要收入来源之一，总体呈现增长趋势。2025 年公司高性能金属铬粉实现营业收入 7367.76 万元，同比增长 73.76%，产量 1290.22 吨，同比增长 66.82%，销量 817.92 吨，同比增长 73.53%，已形成较为明显的规模放量趋势。其中，24 年营业收入及销量较 23 年均下滑的原因主要系下游部分行业受阶段性影响。自 25 年以来下游行业需求增加，推动营业收入与销量强势反弹。公司 2025 年铬粉毛利率为 18.01%，同比提升 0.93pct，主要受益于产销量增加带来的固定成本摊薄，说明业务从研发及客户导入阶段逐步进入规模化量产阶段。

图 32：斯瑞新材高性能金属铬粉产品收入情况（万元）



资料来源：公司年报、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 33：斯瑞新材高性能金属铬粉产品销售量情况（吨）



资料来源：公司年报、公司公告，国信证券经济研究所整理

表 5：高性能金属铬粉技术研发进展

业务类别	技术项目	时间周期	技术进展与应用
高性能金属铬粉	低温液氮研磨制造技术	1997-2022	已产业化，除了内部供应外，还实现了对 GfE、西门子、西部超导的供应
	真空热碳还原高温提纯技术	2014-2022	
	球形铬粉制造技术	2014-2022	实现关键技术突破，已经小批量供货
	超细粉制备技术	2019-2022	

资料来源：斯瑞新材 2025 年年度报告，国信证券经济研究所整理

公司具备全球供应能力，客户覆盖海内外标杆龙头。下游客户以海外特种材料巨头以及国内高温合金、靶材、电接触材料龙头企业为主，高端粉体产品客户认证周期长，对产品批次稳定性、性能一致性要求严苛，具有较强的客户粘性。公司目前主要客户包括西部超导、西门子、德国 GfE、Plansee 等国内外知名企业，完成海外与国内优质客户资源积累，形成全球供应能力，构筑显著的渠道竞争优势。未来有望通过全球电力系统重构、AI 数据中心扩张拉动燃气轮机需求增长、燃料电池电极板等新兴应用场景持续拓展，为行业带来新增量。

下载日志已记录，仅供内部参考

新兴赛道多点开花，成长空间持续拓宽

医疗影像零组件：球管零组件国产替代，产能释放驱动增长

CT 是临床应用最广泛的医学影像设备之一，产品排数与核心部件性能共同决定其诊断能力和适用场景。CT 通过球管发射 X 射线，射线穿透人体组织后由探测器接收并转换为数字信号，经计算机处理形成断面或立体图像；目前主流产品覆盖 16 排至 320 排，从经济型临床设备延伸至高端科研型设备。64 排及以上 CT 在心脏、血管、灌注等复杂临床场景中的适用性更强，高排数、宽体探测器、大热容量球管和快速机架旋转成为高端产品的重要能力。

表 6：CT 主要分类及应用场景

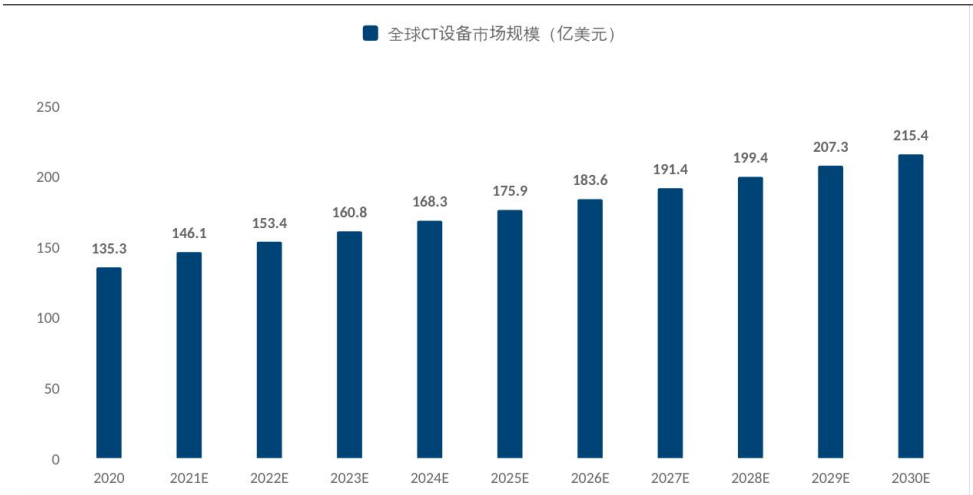
产品层级	典型排数	核心能力	主要应用	产业趋势
经济型 CT	16 排及以下	基础断层成像、检查效率高	基层医疗、常规筛查	基层配置持续下沉
主流临床 CT	32-64 排	覆盖多数临床检查需求	常规诊断、体检、急诊	国产化基础较好
中高端 CT	80-160 排	心脏、血管等复杂扫描能力增强	心脑血管、肿瘤、急诊	高排数占比提升
超高端 CT	256-320 排	宽体探测、快速旋转、大范围灌注	高端临床及科研	核心部件性能要求更高

资料来源：联影医疗招股说明书，国信证券经济研究所整理

球管是 CT 产生 X 射线的核心部件，也是决定扫描性能和设备可用率的关键环节。64 排及以上 CT 对应的球管对功率、热容量、转速和真空等性能提出更高要求；斯瑞招股书披露，CT 设备平均每年更换一次球管，DR 设备平均每三年更换一次球管。球管既受益新增装机，也持续受益存量设备更换需求。

全球 CT 市场保持稳健扩容，亚太地区是更具弹性的增量来源。2020 年全球 CT 系统市场规模约 135.3 亿美元，预计 2030 年达到 215.4 亿美元，2020—2030 年复合增长率约 4.8%；其中亚太地区 2030 年市场规模预计达到 98.7 亿美元，同期复合增速约 6.5%。成熟市场的设备更新与亚太地区新增配置共同支撑行业长期增长，为球管、探测器和关键零组件形成持续需求。

图 34：全球 CT 系统市场规模（亿美元）



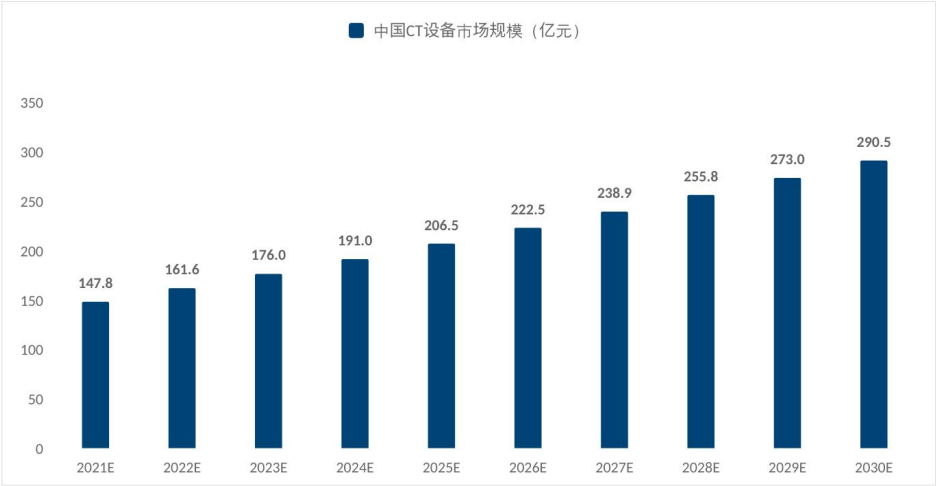
资料来源：联影医疗招股说明书，国信证券经济研究所整理

中国 CT 市场有望延续扩容，高端化与医疗资源配置升级共同打开需求空间。2019 年中国 CT 市场规模约 117.6 亿元，2020 年约 172.7 亿元，预计 2030 年达到 290.5 亿元，年复合增长率为 5.3%；2019 年中国每百万人 CT 保有量约 18.2 台，约为美国每百万人 CT 保有量的三分之一。伴随优质医疗资源扩容、设备更新与高排 CT

下载日志已记录，仅供内部参考

临床渗透，行业需求具备持续承载基础。

图 35：中国 CT 系统市场规模（亿元）



资料来源：联影医疗招股说明书，国信证券经济研究所整理

人口老龄化、基层医疗能力建设与社会办医扩容构成 CT 需求增长的原动力。老龄化推高医学影像检查频次，直接拉动 CT 装机与球管耗材需求。基层医疗设施投资以及民营医院数量增长均为中国 CT 市场增长的关键因素；大型医学装备配置资源的需求持续上升，CT 正在向更广泛医疗机构下沉。

国产 CT 整机已形成较强竞争力，高端设备与核心球管环节仍是产业链持续突破方向。64 排以下 CT 国产化率已达到 65%，而 64 排及以上 CT 国产化率为 35%，目前国产厂商已由中低端向高端市场持续渗透，高端产品国产替代加速前行。2025 年商务部对进口医用 CT 球管发起产业竞争力调查，也进一步体现核心球管及关键零组件自主可控的重要性。

表 7：2020 年中国 CT 市场新增销售竞争格局

品牌	整体 CT	64 排以下	64 排及以上	说明
联影医疗	23.7%	28.0%	14.0%	国产头部厂商
GE 医疗	18.2%	15.7%	26.3%	国际主要厂商
西门子医疗	11.1%	12.0%	21.2%	国际主要厂商
飞利浦医疗	14.8%	7.8%	17.4%	国际主要厂商
安科	—	11.2%	—	国产厂商
东软医疗	—	—	10.1%	国产厂商

资料来源：联影医疗招股说明书；商务部公告 2025 年第 19 号，国信证券经济研究所整理

公司医疗影像业务已从材料供应延伸至 CT/DR 球管关键零组件，并形成较高的产品配套深度。核心产品包括金属管壳组件、转子、轴承套等，主要围绕球管内部的结构支撑、连接等需求提供配套。2025 年医疗影像零组件收入 8818.36 万元，同比增长 46.43%，毛利率 35.75%，业务已进入批量放量阶段。

材料制备、精密加工、真空钎焊和表面处理的一体化能力，是公司进入球管核心供应链的主要优势。公司将高性能铜合金和特种金属材料能力延伸至医疗影像领域，解决球管散热、耐高温和高真空密封等底层问题，并成为国内少数能够提供相关产品和“一站式”技术服务的企业之一。与单一零件加工相比，一体化能力有助于提升产品一致性和客户配套效率。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 8：公司 CT/DR 球管零组件及终端应用示例

采购材料	自制零组件	构成部件	最终应用
金属材料	金属管壳、转子组件轴承套、阴极零件构成部件	X 射线管	CT 设备、DR 设备
铜、钼、不锈钢、高纯铁、钼锆钛合金			

资料来源：斯瑞新材招股说明书，国信证券经济研究所整理

4 亿元医疗影像产业化项目进入产能释放阶段，规划产能面向近 300 亿元级国内 CT 下游市场。公司规划投资 4 亿元建设“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”，项目达产后规划形成年产 3 万套 CT 球管零组件、1.5 万套 DR 射线管零组件和 500 套直线加速器零组件的能力；截至 2025 年末，新厂房已建成投入使用，累计投入约 2.17 亿元。2026 年新投资公告进一步将原址土地预留给医疗影像装备后续扩产。结合联影医疗招股说明书对 2030 年中国 CT 设备市场 290.5 亿元的预测，公司新增产能所对应的下游整机市场具备较大的需求承载空间。

表 9：医疗影像产业化项目规划年产能（套）

项目	规划年产能（套）
CT 球管零组件	30000
DR 射线管零组件	15000
直线加速器零组件	500

资料来源：斯瑞新材招股说明书，国信证券经济研究所整理

光模块壳体/基座：AI 算力驱动高速互连升级，产能扩张成核心增长极

芯片基座是高速光模块承载光芯片并完成散热、热应力匹配和可靠封装的关键零部件。Frost & Sullivan 指出，中高端芯片基座主要应用于 400G 及以上速率光模块，是实现高可靠封装、高效散热与高速信号稳定传输的核心基础零部件。随着光模块速率提高，光芯片单位面积功耗和热流密度上升，基座材料不仅需要更高导热率，还需要较低且与芯片材料匹配的热膨胀系数，同时兼顾可焊接性、加工精度等，因此材料选择本身构成高速光模块升级的重要环节。

下载日志已记录，仅供内部参考

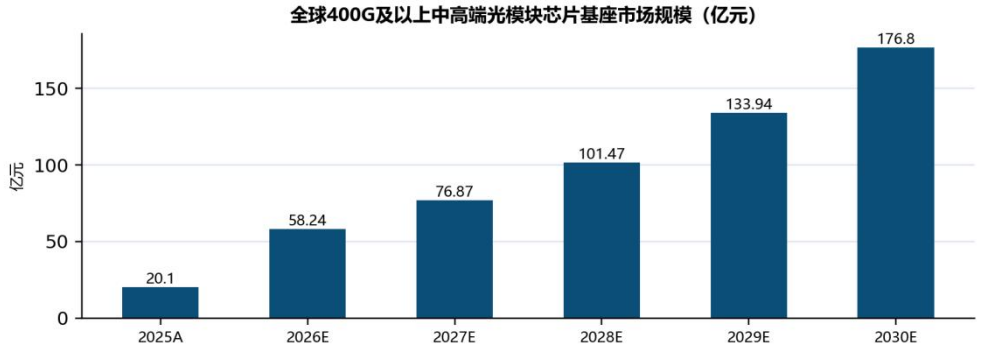
表 10：光模块芯片基座主要材料路线及演进方向

材料路线	典型适用速率	核心性能特点	市场地位与演进
钨铜（CuW）	400G-1.6T	低热膨胀+高导热，兼顾热应力控制与散热	400G-1.6T 芯片基座主流选择
钼铜（MoCu）	1.6T 及以上储备	低热膨胀、高导热，并具轻量化优势	金属基高性能升级路线
铜金刚石	1.6T 以上及未来更高热流密度	超高导热潜力，面向更严苛散热需求	下一代候选材料，成本与规模化工艺仍需持续优化

资料来源：斯瑞新材 2025 年年度报告，国信证券经济研究所整理

400G 及以上中高端芯片基座市场正进入快速扩容期。高速化直接放大高性能基座材料的可服务市场，据 Frost & Sullivan 数据，2025 年中高端光模块芯片基座的市场规模为 20.1 亿元，预计 2030 年将达到 176.8 亿元，年均复合增长率达 54.47%。

图 36：全球 400G 及以上中高端光模块芯片基座市场规模（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

高速率产品占比提升将继续放大热管理材料的价值量，800G 与 1.6T 是未来两年的关键产品带。2026 年 800G 与 1.6T 光模块合计市场规模预计达到 146 亿美元、约占整体市场 64%。速率提升带来的功耗与散热压力，使基座材料需要兼顾低热膨胀和高导热，壳体也从传统结构件向兼具承载与散热功能的高性能材料升级，这为上游 CuW、MoCu、铜金刚石及新型铜合金提供了价值增量。LightCounting 于 2025 年公开的 2024 年供应商格局显示，中国厂商在光模块供应商排名中持续提升；武汉市政府公开信息显示，以光模块为代表的“光谷造”光器件约占全国市场 40%、全球市场 12%。

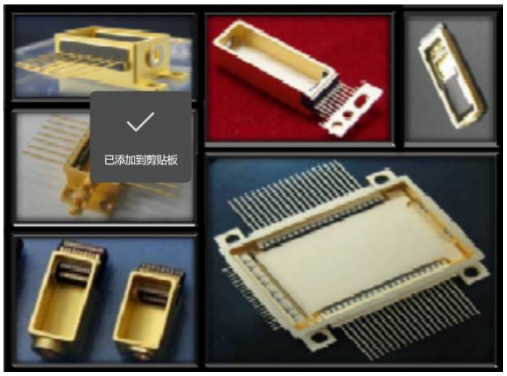
公司现有光模块产品覆盖 CuW 芯片基座和新型铜合金壳体，并向 MoCu、铜金刚石等下一代热沉材料延伸。2025 年批量供应已经验证公司光模块产品路线与交付能力。全年光模块芯片基座/壳体实现收入 7380.80 万元，同比增长 208.29%，毛利率 38.39%；产量 362.80 万件、销量 328.70 万件。CuW 芯片基座已经实现批量供货，新型铜合金壳体已进入市场供应，MoCu 和铜金刚石持续推进开发与客户验证。产品位于高速光模块的热管理和结构件环节，与 800G、1.6T 及后续更高速率产品升级方向直接相关。

表 11：光通信封装典型产品形态及斯瑞新材铜钨材料

产品名称	产品图示

下载日志已记录，仅供内部参考

光通信器件外壳



铜钨材料



资料来源：斯瑞新材招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司的核心优势在于原材料制造与产成品加工一体化，同时材料路线能够覆盖不同光互连架构。公司具备真空烧结、注射成型、挤压、焊接、3D 打印及表面处理等工艺，可同时覆盖基座热沉和壳体。当前 CuW 适配主流高速模块，MoCu 和铜金刚石面向更高热流密度场景，新型铜合金壳体则受益于对传统锌合金散热性能的替代需求，因此公司围绕热管理这一共性需求构建材料平台持续升级。

商业航天：可回收技术突破牵引推力室制造进入放量阶段

推力室是液体火箭发动机实现能量转换的核心部件，需满足耐高温高压的需求。推力室主要由燃烧室和喷管等组成，推进剂燃烧后形成高温高压燃气，再经喷管高速膨胀产生推力；由于燃烧室内壁需要长期在极端工况运行，传统旋压、铣削及焊接工艺难以兼顾复杂流道、薄壁结构和高精度制造，而增材制造能够实现复杂内部流道的一体化成型，成为新一代液体火箭发动机推力室的重要制造路线。

推力室内壁是承受极端热载荷的关键零部件，高强高导铜合金是再生冷却方案的核心材料。推力室内壁需要同时具备高导热、抗高温热疲劳、与外壁材料热膨胀匹配等多重属性，CuCrZr、GRCop-84 等铜合金凭借优异导热性能成为主流内壁材料选择。当前国内头部商业火箭企业多款液氧甲烷发动机，已经完成 3D 打印铜合金推力室热试车，逐步由试制转向小批量交付。

表 12：推力室主要分类及应用场景

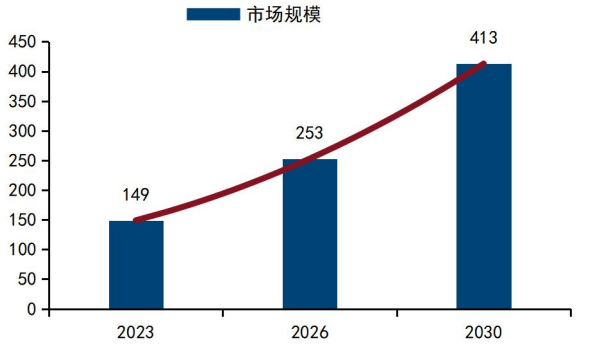
下载日志已记录，仅供内部参考

产品层级	典型推力区间	核心能力	主要应用	产业趋势
姿轨控推力室	百牛- 十千牛	轻量化、多次启停、脉冲工作	卫星调姿、轨道转移、深空探测器	小型化、批量交付
上面级推力室	十千牛- 百千牛	高空稳定燃烧、变推力能力	火箭二级 / 上面级、入轨任务	可复用迭代，轻量化提升
一级主推力室	百千牛- 数百千牛	大推力、高热流密度、抗热疲劳、可多次复用	运载火箭一级，液氧甲烷主力机型	3D 打印大规模导入，铜合金内壁渗透率提升

资料来源：中国日报、智研咨询，国信证券经济研究所整理

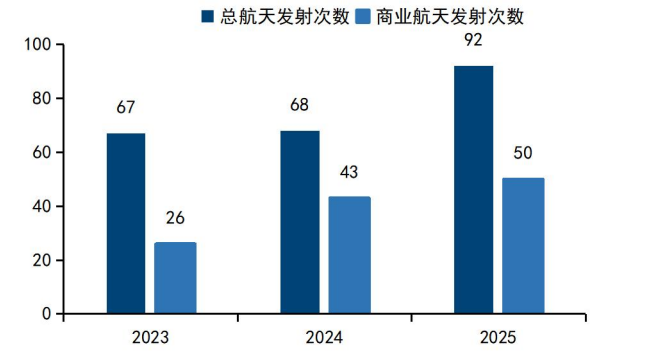
商业航天发射市场高速扩张，可复用运载火箭成为推力室增量核心来源。根据 Grand View Research 测算，全球航天发射服务市场规模 2026 年预计达到 253 亿美元，2030 年增长至 413 亿美元，2024-2030 复合增速约 15.6%；2025 年全球共执行 330 余次火箭发射，其中我国商业航天发射已达到 50 次，商业运载火箭发射 25 次。低轨卫星星座大规模组网带动发射需求上行，可回收火箭逐步从技术验证走向常态化运营，带来新增发动机配套需求，及衍生发动机检修、部件更换的存量后市场需求，持续拉动推力室及上游铜合金材料的需求增长。

图 37：全球商业航天市场规模预计（亿美元）



资料来源：Grand View Research，国信证券经济研究所整理

图 38：中国近年航天发射次数趋势



资料来源：中国航天，国信证券经济研究所整理

海外技术验证已较为充分，国内商业航天产业化正在打开国产铜合金材料与增材制造设备的成长空间。NASA 已完成 GRCop-42 等铜合金增材制造推力室的长期测试，并通过商业航天项目推动相关技术产业化；国内方面，斯瑞新材、铂力特等企业已参与商业火箭推力室、喷管等核心部件制造，蓝箭航天、星河动力、天兵科技、深蓝航天等商业火箭企业均已在发动机核心部件中应用 3D 打印技术。随着国内火箭型号从研制阶段向批量生产转变，产业链竞争有望从单纯设备竞争进一步向高性能粉末材料、打印工艺、质量控制及大型复杂构件制造能力延伸。

表 13：国内商业航天主要液体火箭发动机推力室配套格局

企业	代表发动机	推力室工艺路线	材料选择
蓝箭航天	天鹊-12A/B	金属 3D 打印一体化	铜合金内壁
天兵科技	天火-12	3D 打印一体化	不锈钢内壁
星河动力	苍穹-50	3D 打印再生冷却身部拼焊	高温合金
深蓝航天	雷霆-R/RV/RS	3D 打印推力室	铜合金内壁

资料来源：斯瑞新材 2025 年年度报告、深蓝航天公司官网，国信证券经济研究所整理

公司深度切入液体火箭发动机推力室内壁领域，形成从高性能铜合金材料到零组件的全工艺链能力。核心产品包括推力室内壁、外壁、喷注器面板等，主要围绕火箭发动机高温燃烧工况下的结构承载、热量传导等核心需求提供配套。依托多

下载日志已记录，仅供内部参考

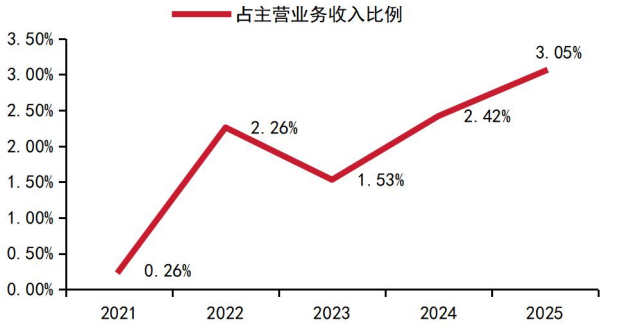
年特殊铜合金制备技术，公司已实现火箭发动机用铜铬锆合金规模化生产，并打通“材料—成形—精密加工—零组件”全工艺链。2025 年液体火箭发动机相关业务实现营业收入 4795.89 万元，同比增长 59.00%；近年来公司加大研发力度，推力室产品收入占比也在增加，2021-2025 的 CAGR 达到 85.07%。

图 39：斯瑞新材液体火箭发动机推力室产品收入（万元）



资料来源：公司年报、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 40：斯瑞新材液体火箭发动机推力室产品收入占营收比重



资料来源：公司年报、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司产能快速扩张奠定领先地位，积极布局商业航天。公司重点推进“液体火箭发动机推力室材料、零件、组件产业化项目”，一期规划投资 2.30 亿元，达产后预计形成约 200 吨锻件、200 套火箭发动机喷注器面板及 500 套火箭发动机推力室内壁、外壁等零组件产能。截至 2026H1，项目已累计投资 7164.96 万元，形成年产 300 余台（套）液体火箭发动机推力室内外壁成品加工产能。新产能逐步增加将支撑下游客户批量交付需求。伴随行业需求持续增长，公司可依托现有产能布局灵活推进后续扩产，巩固细分领域供给端领先地位。

表 14：液体火箭发动机推力室内壁研发进展

类别	技术名称	时间区间	发展阶段
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	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	2021 - 2023	已经小批量供货，产能建设中
	热等静压近净成型技术	2024 - 2025	实现关键技术突破，已经小批量供货

资料来源：斯瑞新材 2025 年年度报告，国信证券经济研究所整理

公司持续向更大推力发动机材料升级，铜铬铌合金有望成为重要技术增量。针对全流量补燃循环大推力发动机对高强、高导、高温抗软化铜合金的极端需求，公司围绕铜铬铌合金（CuCrNb）体系相继突破成分精准调控、高纯熔炼、等离子雾化制粉、热等静压近净成形等一系列关键工艺，完成 200 吨级以上发动机推力室内壁全流程工艺开发。目前产品已向下游客户交付样件，协同开展热试车验证，补齐大推力火箭发动机核心部件短板。

细分领域龙头地位稳固，头部客户深度绑定构建资质与渠道壁垒。公司在火箭发动机推力室内壁细分领域处于国内领先地位，核心产品已通过多次热试车与发射验证，批量供应蓝箭航天、九州云箭、深蓝航天等国内头部商业航天企业，配套朱雀三号、LY-70 等核心型号。航天级产品具有资质认证周期长、验证成本高、客户替换意愿低的特点，公司通过先发验证与批量交付积累的工艺数据与客户信任，形成了较强的进入壁垒。伴随下游核心型号定型批产，公司市场份额与配套深度有望持续提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1. 高强高导铜材料及制品

公司商业航天领域业务产能爬坡自 250 台套/年至 500 台套每年，且传统业务中连接器、轨道交通等领域景气向上。

营业收入：基于上述假设，我们预计公司 2026-2028 年高强高导铜合金材料及制品业务的营收为 8.61/10.72/12.70 亿元，同比增长 23.21%/24.46%/18.50%。

毛利率：商业航天领域业务属于高附加值高毛利业务，但对应营收上升带来传统业务的毛利下降，预计毛利率基本平稳。由此我们假设公司 2026-2028 年高强高导铜合金材料及制品毛利率分别为 22.32%/22.80%/22.48%。

2. 中高压电接触材料及制品

行业层面受益于“十五五”期间电网投资力度加大，公司层面投资 4.4 亿元开展高压开关触头及零组件项目扩产，达产后年产能 1290 吨。结合行业和公司多角度催化，我们预计该板块业务未来三年会有较大增幅。

营业收入：基于上述假设，我们预计公司 2026-2028 年中高压电接触材料及制品业务的营收为 4.69/5.86/7.15 亿元，同比增长 28.00%/25.00%/22.00%。

毛利率：行业景气且达产后边际成本下降，由此我们假设公司 2026-2028 年中高压电接触材料及制品毛利率分别为 31.16%/31.50%/32.00%。

3. 医疗影像零组件

国产替代加速叠加人口老龄化带来的医疗需求高增，公司积极进行扩产，营收规模伴随产能爬坡同步增长，在此期间公司该板块业务增速较快。

营业收入：基于上述假设，我们预计公司 2026-2028 年医疗影像零组件业务的营收为 1.50/2.25/3.00 亿元，同比增长 70.10%/50.00%/33.33%。

毛利率：我们假设公司 2026-2028 年医疗影像零组件毛利率分别为 35.17%/36.00%/37.00%。

4. 光模块芯片基座/壳体

受益于 AI 需求爆发带来的光模块材料需求、公司扩产且布局 CuW 芯片基座和新型铜合金壳体，并向 MoCu、铜金刚石等高端材料领域延伸。我们预计该板块业务未来三年营收增速较快，是公司业绩的核心增量。

营业收入：基于上述假设，我们预计公司 2026-2028 年光模块芯片基座/壳体业务的营收为 2.50/5.00/8.75 亿元，同比增长 238.72%/200.00%/175.00%。

毛利率：参考 2026H1 该业务毛利率，我们假设公司 2026-2028 年光模块芯片基座/壳体毛利率分别为 29.00%/31.00%/33.00%。

5. 高性能金属铬粉

伴随客户验证和下游需求放量，该部分业务预计稳定增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

营业收入：基于上述假设，我们预计公司 2026-2028 年高性能金属铬粉业务的营收为 1.03/1.39/1.81 亿元，同比增长 40.00%/35.00%/30.00%。

毛利率：我们假设公司 2026-2028 年高性能金属铬粉业务毛利率分别为 22.10%/22.0%/22.0%。

6. 主营其他

非核心增长业务，参考公司整体业绩增速。

营业收入：基于上述假设，我们预计公司 2026-2028 年主营其他业务的营收为 1.98/2.28/2.51 亿元，同比增长 20.00%/15.00%/10.00%。

毛利率：我们假设公司 2026-2028 年主营其他业务毛利率分别为 25.00%/25.00%/25.00%。

7. 其它业务收入

非主营业务，主要为废料回收等业务，伴随公司产量/产能增长而增加。

营业收入：基于上述假设，我们预计公司 2026-2028 年其他业务收入的营收为 1.58/2.21/2.88 亿元，同比增长 50.00%/40.00%/30.00%。

毛利率：我们假设公司 2026-2028 年其他业务收入毛利率分别为 8.00%/8.00%/8.00%。

表 15：公司业务拆分

		2025	2026E	2027E	2028E			2025	2026E	2027E	2028E
高强高导铜合金材料及制品	营业收入（亿元）	6.99	8.61	10.72	12.70	中高压电接触材料及制品	营业收入（亿元）	3.66	4.69	5.86	7.15
	营业成本（亿元）	5.43	6.69	8.27	9.84		营业成本（亿元）	2.59	3.23	4.02	4.86
	毛利润（亿元）	1.55	1.92	2.44	2.85		毛利润（亿元）	1.08	1.46	1.85	2.29
	毛利率（%）	22.24%	22.32%	22.80%	22.48%		毛利率（%）	29.45%	31.16%	31.50%	32.00%
医疗影像组零件	营业收入（亿元）	0.88	1.50	2.25	3.00	光模块芯片基座/壳体	营业收入（亿元）	0.74	2.50	5.00	8.75
	营业成本（亿元）	0.57	0.97	1.44	1.89		营业成本（亿元）	0.45	1.77	3.45	5.86
	毛利润（亿元）	0.32	0.53	0.81	1.11		毛利润（亿元）	0.28	0.73	1.55	2.89
	毛利率（%）	35.75%	35.17%	36.00%	37.00%		毛利率（%）	38.4%	29.00%	31.00%	33.00%
高性能金属铬粉	营业收入（亿元）	0.74	1.03	1.39	1.81	主营其他	营业收入（亿元）	1.65	1.98	2.28	2.51
	营业成本（亿元）	0.60	0.80	1.09	1.41		营业成本（亿元）	1.29	1.49	1.71	1.88
	毛利润（亿元）	0.13	0.23	0.31	0.40		毛利润（亿元）	0.37	0.50	0.57	0.63
	毛利率（%）	18.0%	22.10%	22.00%	22.00%		毛利率（%）	22.2%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务收入	营业收入（亿元）	1.05	1.58	2.21	2.88	**合计**	**营业收入（亿元）**	15.72	21.90	29.72	38.80
	营业成本（亿元）	0.96	1.45	2.04	2.65		**营业成本（亿元）**	11.89	16.41	22.01	28.40
	毛利润（亿元）	0.09	0.13	0.18	0.23		**毛利润（亿元）**	3.82	5.49	7.70	10.40
	毛利率（%）	8.7%	8.00%	8.00%	8.00%		**毛利率（%）**	24.32%	25.06%	25.92%	26.80%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理与预测

下载日志已记录，仅供内部参考

综上所述，预计未来3年营收21.90/29.72/38.80亿元，同比+39.3%/35.7%/30.6%，毛利率25.06%/25.92%/26.80%。

费用率：参考公司往年费用率变化趋势，合理假设公司2026-2028年销售费用率为1.60%/1.60%/1.60%；管理费用率为4.30%/4.30%/4.30%；研发费用率为5.50%/5.55%/5.67%。

表16：公司盈利预测假设条件

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	18.19%	39.33%	35.71%	30.56%
营业成本/营业收入	75.68%	74.94%	74.08%	73.20%
管理费用率	4.73%	4.30%	4.30%	4.30%
研发费用率	5.96%	5.50%	5.55%	5.67%
销售费用率	1.67%	1.60%	1.60%	1.60%
营业税及附加/营业收入	0.64%	0.75%	0.75%	0.75%
所得税税率	5.56%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	54.86%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

2026-2028年业绩预测

①公司依托高强高导铜合金技术外溢，新兴领域多点开花。在商业航天领域，推力室内壁实现国内头部火箭企业批量交付；光模块散热组件切入800G/1.6T头部客户供应链，营收将随产能扩张持续增长；CT球管零组件打破海外垄断，同步推进海外市场出口，多赛道景气共振打开业绩上升空间。

②公司持续推进工艺迭代与精益制造，高附加值新兴业务毛利率显著高于传统业务，产品结构升级持续拉动盈利水平上行。同时公司正从单纯材料供应商向“材料-零部件-组件”一体化解决方案企业转型，提升产品附加值，强化利润增长的可持续性。

按照上述假设条件，我们假设公司2026-2028年归母净利润为2.02/2.99/4.17亿元，同比+37.1%/47.6%/39.8%；EPS分别为0.26/0.39/0.54元。

表17：公司2026-2028年业绩预测

	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	15.72	21.90	29.72	38.80
营业成本（亿元）	11.89	16.41	22.01	28.40
销售费用（亿元）	0.26	0.35	0.48	0.62
管理费用（亿元）	0.79	1.00	1.33	1.73
研发费用（亿元）	0.94	1.20	1.65	2.20
财务费用（亿元）	0.13	0.23	0.29	0.37
营业利润（亿元）	1.65	2.50	3.68	5.14
利润总额（亿元）	1.62	2.48	3.66	5.12
归母净利润（亿元）	1.48	2.02	2.99	4.17
EPS（元）	0.19	0.26	0.39	0.54
ROE	7.6%	9.9%	13.7%	17.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理与预测

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议

公司铜基主业细分领域龙头地位稳固，“医疗影像+光模块+商业航天”等新兴领域伴随产能扩张逐步放量，产品结构和商业模式由“原材料+加工费”转向高技术高附加值的零部件成品交付模式。因此，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 2.02/2.99/4.17 亿元，同比+37.1%/47.6%/39.8%；EPS 分别为 0.26/0.39/0.54 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

盈利预测的风险

- 我们假设公司未来 3 年收入增长 39.3%/35.7%/30.6%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 25.06%/25.92%/26.80%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- 我们预计公司扩产项目主要周期为 26-30 年，若实际投产推迟、达产不及预期，存在未来业绩预期高估的风险。

经营风险

新产品交付进度不及预期的风险：公司商业航天等领域产品受火箭型号研发、技术迭代速度等影响，若行业进度不及预期，公司作为上游公司交付情况会受较大影响。

财务风险

现金流风险：公司新业务持续扩产，购建长期资产现金流出规模持续走高。伴随产能建设推进，公司经营活动现金流阶段性波动加大。未来项目转固后将新增大额固定资产折旧，若下游订单落地、产能爬坡慢于规划，折旧费用将直接挤压利润空间。

技术风险

技术突破不及预期：公司高强高导铜合金、推力室、光模块、医疗 CT 零组件等业务均处于技术快速迭代行业，若公司研发跟进速度滞后于行业技术变革，现有成熟产品存在被新一代方案替代的风险。公司持续投入研发费用，部分前沿项目存在研发周期长、试验验证难度大的特点，存在研发失败、研发成果无法实现商业化落地，研发投入难以转化为收入利润的风险。

关键技术人才流失风险：公司核心竞争力集中在铜合金配方、熔炼锻造、精密加工等工艺积累。高端铜基零部件行业人才竞争加剧，若发生核心技术骨干流失，可能造成关键工艺经验缺失，拖累新产品迭代与工艺优化进度。

政策风险

公司产品一定程度上受到国家政策的影响，可能由于政策变化，使得公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	164	457	500	500	500
应收款项	330	522	540	651	744
存货净额	258	328	365	493	641
其他流动资产	56	61	103	127	167
流动资产合计	**808**	**1524**	**1508**	**1771**	**2052**
固定资产	1003	1293	1564	1805	2020
无形资产及其他	145	143	138	133	128
投资性房地产	177	199	199	199	199
长期股权投资	0	0	0	0	0
资产总计	**2134**	**3158**	**3409**	**3908**	**4400**
短期借款及交易性金融负债	317	415	523	739	863
应付款项	125	238	294	340	368
其他流动负债	58	180	150	219	326
流动负债合计	**500**	**833**	**967**	**1298**	**1557**
长期借款及应付债券	389	252	252	252	252
其他长期负债	84	106	117	130	145
长期负债合计	**473**	**358**	**370**	**382**	**398**
负债合计	**973**	**1192**	**1337**	**1681**	**1955**
少数股东权益	48	32	36	42	51
股东权益	1113	1935	2036	2185	2394
负债和股东权益总计	**2134**	**3158**	**3409**	**3908**	**4400**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.16	0.19	0.26	0.39	0.54
每股红利	0.08	0.10	0.13	0.19	0.27
每股净资产	1.53	2.50	2.63	2.82	3.09
ROIC	6.80%	7.18%	8%	11%	13%
ROE	10.26%	7.63%	10%	14%	17%
毛利率	23%	24%	25%	26%	27%
EBIT Margin	11%	11%	13%	14%	14%
EBITDA Margin	16%	16%	19%	19%	19%
收入增长	13%	18%	39%	36%	31%
净利润增长率	16%	29%	37%	48%	40%
资产负债率	48%	39%	40%	44%	46%
股息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%
P/E	203.2	167.6	122.3	82.8	59.3
P/B	20.9	12.8	12.1	11.3	10.3
EV/EBITDA	115.2	101.6	64.1	47.0	36.0

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1330**	**1572**	**2190**	**2972**	**3880**
营业成本	1023	1189	1641	2201	2840
营业税金及附加	9	10	16	22	29
销售费用	22	26	35	48	62
管理费用	64	79	100	133	173
研发费用	69	94	120	165	220
财务费用	19	13	23	29	37
投资收益	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)
资产减值及公允价值变动	(2)	(4)	(3)	(3)	(3)
其他收入	(54)	(82)	(120)	(165)	(220)
营业利润	135	165	250	368	514
营业外净收支	(1)	(3)	(2)	(2)	(3)
利润总额	**134**	**162**	**248**	**366**	**512**
所得税费用	15	9	37	55	77
少数股东损益	5	6	8	12	17
归属于母公司净利润	**114**	**148**	**202**	**299**	**417**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	114	148	202	299	417
资产减值准备	1	2	2	1	1
折旧摊销	68	82	130	160	186
公允价值变动损失	2	4	3	3	3
财务费用	19	13	23	29	37
营运资本变动	(63)	(30)	(58)	(135)	(129)
其它	2	0	2	5	8
经营活动现金流	**123**	**207**	**282**	**334**	**487**
资本开支	0	(365)	(401)	(401)	(401)
其它投资现金流	0	(155)	155	0	0
投资活动现金流	**0**	**(520)**	**(246)**	**(401)**	**(401)**
权益性融资	(1)	645	0	0	0
负债净变化	267	(137)	0	0	0
支付股利、利息	(59)	(81)	(101)	(149)	(209)
其它融资现金流	(501)	397	108	216	123
融资活动现金流	**(86)**	**606**	**7**	**67**	**(86)**
现金净变动	**38**	**293**	**43**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	127	164	457	500	500
货币资金的期末余额	164	457	500	500	500
企业自由现金流	0	(149)	(93)	(33)	129
权益自由现金流	0	111	(4)	158	221

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

下载日志已记录，仅供内部参考

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032