

2023年04月12日



斯瑞新材 (688102) \ 有色金属

聚焦金属新材料细分领域，下游行业景气度高

投资评级：
行 业：金属新材料
投资建议：买入/（首次评级）
当前价格：16.05 元
目标价格：19.80 元

投资要点：

➤ 传统业务中高压电接触材料及制品业务有望稳步增长

2021年我国电源工程建设完成投资5870亿元，同比增长10.9%。其中，风电完成投资2589亿元，同比下滑2.4%，占比为44.11%。随着电源工程建设投资额逐年增加，有望带来中高压电接触材料需求增长。叠加公司产能快速提升（预计在2026年达到2000万片左右，较2021年提升100%），我们预计该业务2022-2024年保持24.03%的年复合增速增长。

➤ 高强高导铜合金材料需求有望随着新能源汽车渗透率提升而增长

汽车高端连接器作为高强高导铜合金扁铰重要下游产品，根据中商情报网数据，预计2025年中国新能源汽车高压和高速连接器市场规模将达384.2亿元，2021-2025年CAGR为32.7%。另外，随着国家基建投资，高强高导铜合金圆铰、端环、导条下游应用轨道交通有望稳步发展。叠加公司IPO的1.43万吨产能逐步释放，我们预计公司高强高导铜合金材料及制品有望快速放量。

➤ 高性能铬粉应用广，有望随着下游需求上升而增长

高性能铬粉既可以应用于高强高导铜合金材料及制品、中高压电接触材料及制品；又可以应用于靶材以及高温合金等行业。根据前瞻产业研究院数据，预计2026年国内靶材行业市场规模达到655亿元，2021-2026年CAGR为15%。公司高性能铬粉有望随着下游需求上升而增长。

➤ 国内CT和DR球管市场可观，公司有望受益于国产替代

根据公司公告，2020年我国CT和DR球管零组件市场规模为6.7亿，目前大部分市场被GE、西门子等国外企业垄断，国产化程度低，公司是我国少数能够提供CT球管和DR球管零组件的企业，已经实现对西门子的稳定批量供货，有望受益于国产替代。

➤ 投资建议

我们预计公司在2022-2024年收入分别为9.94/15.85/21.79亿元，对应增速分别为2.61%/59.52%/37.45%，归母净利润分别为0.78/1.44/2.09亿元，对应增速分别为22.92%/85.02%/45.06%，EPS分别为0.19/0.36/0.52元/股，3年CAGR为48.86%。鉴于公司下游景气度高以及公司处于扩产期，我们给予公司2023年55倍PE，目标价19.80元，首次覆盖给予“买入”评级。

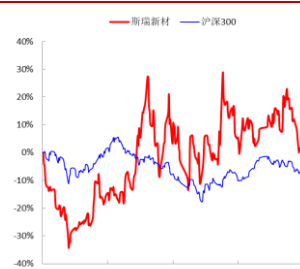
➤ 风险提示

成本增加、技术升级迭代、研发失败、行业波动、募投项目不达预期等。

基本数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通股本（百万股） | 400.01/173.50 |
| 流通A股市值（百万元） | 2784.68 |
| 每股净资产（元） | 2.43 |
| 资产负债率（%） | 32.17 |
| 一年内最高/最低（元） | 21.20/9.80 |

股价相对走势



分析师：张旭
执业证书编号：S0590521050001
邮箱：z xu@glsc.com.cn

联系人：田伊依
邮箱：tianyy@glsc.com.cn

相关报告

| 财务数据和估值 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 681 | 968 | 994 | 1,585 | 2,179 |
| 增长率（%） | 20.34% | 42.26% | 2.61% | 59.52% | 37.45% |
| EBITDA（百万元） | 114 | 128 | 149 | 213 | 279 |
| 净利润（百万元） | 52 | 63 | 78 | 144 | 209 |
| 增长率（%） | 70.84% | 21.60% | 22.92% | 85.02% | 45.06% |
| EPS（元/股） | 0.13 | 0.16 | 0.19 | 0.36 | 0.52 |
| 市盈率（P/E） | 121.53 | 99.94 | 81.30 | 43.94 | 30.29 |
| 市净率（P/B） | 12.09 | 10.79 | 5.91 | 5.32 | 4.64 |
| EV/EBITDA | 56.02 | 52.34 | 41.39 | 28.94 | 22.01 |

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月11日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

公司下游行业包括轨道交通、电力电子、航空航天等，并成功进入国内外知名企业供应链，受益于新能源汽车渗透率不断提升、国家电力与轨道交通基建投资力度加大以及断路器技术更新迭代等因素正面影响，公司铜合金材料及制品业务或将助推高端铜合金材料国产化加快，进一步提高市场份额。

与市场不同观点

市场认为公司主营业务高强高导铜合金铸锭目前毛利水平较低，同时高端铜合金材料研发投入较大、研发周期长会影响利润水平，相比于其他金属新材料企业，公司行业规模较小，布局较局限，优势不明显。我们认为，公司深耕高端铜合金材料细分领域，研发水平位于行业前列，同时对接的下游行业未来发展情景良好，下游多为行业标杆客户，结构稳定。同时公司近几年不断扩充产能以及布局新领域，未来营收与利润水平有望进一步提升。

核心假设

1) 公司 21 年高强高导铜合金材料及制品业务占比 49.9%，下游主要对接轨道交通、航空航天及新能源汽车高端连接器领域，未来将伴随下游需求扩张提高其市场规模；2) 公司募集资金发力铜铁和铬钴铜系列合金材料，同时多个细分业务都有扩产计划，高端铜合金材料产销率未来几年将持续处于高位。

盈利预测与估值

投资评级：预计公司在 2022-2024 年的营业收入分别为 9.94、15.85、21.79 亿元，归属母公司净利润分别为 0.78、1.44、2.09 亿元，3 年 CAGR 为 48.86%。对应 EPS 分别为 0.19、0.36、0.52 元/股。考虑到公司下游景气度高、公司处于扩产期，给予公司 2023 年 55 倍 PE，目标价 19.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资看点

近几年新能源汽车渗透率不断提升，新能源车用连接器作为高强高导铜合金扁锭重要下游产品，是近几年拉动铜材消费增长的亮点，高强高导铜合金产品在新能源汽车连接器领域发展前景广阔。

公司聚焦于高强高导铜合金材料及制品与中高压电接触材料及制品细分领域，存货周转较快，毛利率水平较高。同时公司坚持战略性、创新性高性能金属材料的研发，公司研发费用与研发人员逐年上升。随着公司未来业务将向制品方向发展以及高性能铬粉等高利率新领域的大规模量产，公司净利率仍有较大提升空间。

公司科创板上市募集资金扩充高强高导铜合金材料产能以适应高端市场应用需求，同时切入铜铁合金领域，并启动中高压电接触材料及制品、高强高导铜合金材料及制品、高性能铬粉以及 CT 与 DR 球管零组件产能扩增计划。

正文目录

| | | |
|-----------|---|-----------|
| 1. | 聚焦高端铜合金材料，布局多个细分领域 | 6 |
| 1.1 | 公司多次抓住历史机遇，形成两大核心业务 | 6 |
| 1.2 | 公司以高性能铜合金材料及制品为主，聚焦下游多个细分市场 | 6 |
| 1.3 | 公司发行新股投资钢铁和铬锆铜系列合金新项目，深耕高端领域 | 9 |
| 2. | 下游产业高景气度推动行业上行 | 10 |
| 2.1 | 电力投资助推高性能断路器替代更新 | 10 |
| 2.2 | 下游需求增长带动高强高导铜合金需求上升 | 12 |
| 2.2.1 | 铁路运营里程增加有望带来牵引电机需求量上升 | 13 |
| 2.2.2 | 25 年中国新能源汽车高压+高速连接器市场规模将达 384.2 亿 | 14 |
| 2.2.3 | 发力新的应用领域，高强高导铜合金材料有望迎来新的增长点 | 15 |
| 2.3 | 高性能铬粉对接下游高景气度行业，前景可观 | 16 |
| 2.4 | 经济复苏下，国产球管零组件活力外显 | 18 |
| 3. | 专注高端铜材科研投入与扩产驱动公司成长 | 19 |
| 3.1 | 公司坚持战略性、创新性高性能金属材料的研发 | 19 |
| 3.2 | 公司应市场需求扩充产能 | 20 |
| 3.3 | 公司聚焦高端铜合金材料细分领域 | 21 |
| 4. | 盈利预测、估值与投资建议 | 22 |
| 4.1 | 财务分析：公司经营稳健，净利率稳步提升 | 22 |
| 4.2 | 产能分析：募投项目投产及多个细分领域产能扩增，成长可期 | 24 |
| 4.3 | 盈利预测 | 24 |
| 4.4 | 公司估值与投资评级 | 25 |
| 5. | 风险提示 | 25 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 公司成立于 1995 年, 2022 年科创板上市..... | 6 |
| 图表 2: 截至 2022 年三季度, 公司实际控制人为王文斌..... | 6 |
| 图表 3: 2017-2021 年公司营收 CAGR 达 25.28%(亿元)..... | 7 |
| 图表 4: 2021 年高强高导铜合金材料营收占比 49.90%..... | 7 |
| 图表 5: 公司采购铜、铬、钨等原材料加工成合金材料及制品..... | 7 |
| 图表 6: 公司中高压电接触材料应用于中高压断路器..... | 8 |
| 图表 7: 高强高导铜合金产品下游分布于多个领域..... | 8 |
| 图表 8: 公司高性能铬粉产品分为自供与外销..... | 8 |
| 图表 9: 公司医疗影像设备零组件最终应用于 CT 与 DR 设备..... | 9 |
| 图表 10: 中高压电接触材料主要为铜基材料..... | 10 |
| 图表 11: 2021 年全国电源工程建设完成投资 5870 亿..... | 10 |
| 图表 12: 2021 年全国风电工程建设完成投资 2589 亿..... | 10 |
| 图表 13: 输配电包括输电、变电和配电三个过程..... | 11 |
| 图表 14: 2021 年全国电网建设投资为 4916 亿元..... | 11 |
| 图表 15: 公司铜铬触头技术与同行相当..... | 11 |
| 图表 16: 公司铜钨触头技术与同行相当..... | 11 |
| 图表 17: 预计未来三年公司中高压电接触材料收入复合增速为 24.03%..... | 12 |
| 图表 18: 公司高强高导铜合金材料多个产品已实现产业化..... | 12 |
| 图表 19: 2021 年铁路运营里程突破 15 万公里..... | 13 |
| 图表 20: 曳引电机由端环、转子导条等组成..... | 13 |
| 图表 21: 全球连接器市场规模及预测(亿美元)..... | 14 |
| 图表 22: 2020 年全球连接器下游应用市场占比..... | 14 |
| 图表 23: 中国 22 年新能源汽车销量为 688.7 万辆..... | 14 |
| 图表 24: 25 年新能源汽车高端连接器达 384.2 亿..... | 14 |
| 图表 25: 公司高强高导铜合金材料产品性能与同行相当..... | 15 |
| 图表 26: 预计未来三年公司高强高导铜合金材料收入复合增速为 41.53%..... | 16 |
| 图表 27: 高性能铬粉应用范围广..... | 16 |
| 图表 28: PVD 设备市场规模 2025 年有望突破 32 亿美元..... | 16 |
| 图表 29: 磁控溅射法优势明显..... | 16 |
| 图表 30: 中国半导体用靶材市场规模突破 21 亿元..... | 17 |
| 图表 31: 21-26 年国内靶材市场规模 cagr 将达 15%..... | 17 |
| 图表 32: 2021 年中国高温合金市场规模达 219 亿..... | 18 |
| 图表 33: 国内高温合金供需缺口持续加大..... | 18 |
| 图表 34: 中国 CT 设备销售量及预测(台)..... | 18 |
| 图表 35: 中国 DR 设备销售量及预测(台)..... | 18 |
| 图表 36: 2018-2021 年研发费用 CAGR 为 34.39%..... | 19 |
| 图表 37: 2022H1 公司研发人员占比为 6.77%..... | 19 |
| 图表 38: 2021 年公司专利数量大增..... | 19 |
| 图表 39: 中高压电接触材料专利授权占比 43%..... | 19 |
| 图表 40: 公司与高校及研究所联合研究高性能金属材料..... | 20 |
| 图表 41: 2021 年公司各产品产量及增速..... | 20 |
| 图表 42: 2021 年公司各产品销量及增速..... | 20 |
| 图表 43: 2020-2021 年在建工程投入显著增加..... | 21 |
| 图表 44: 公司近几年固定资产增速加快..... | 21 |
| 图表 45: 该行业领先公司业务体系丰富..... | 21 |

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 46: 公司各项业务技术成熟, 并供应国内外知名企业..... | 22 |
| 图表 47: 公司净利率水平不断提升..... | 23 |
| 图表 48: 2022Q1-3 公司毛利率水平居于行业前列..... | 23 |
| 图表 49: 公司存货周转率位于行业前列..... | 23 |
| 图表 50: 公司资产周转水平稳步提升..... | 23 |
| 图表 51: 公司资产负债率呈下降趋势..... | 23 |
| 图表 52: 公司在手现金充沛..... | 23 |
| 图表 53: 2025 年公司产能将突破 3 万吨..... | 24 |
| 图表 54: 募投项目建设铬锆铜合金与铜铁合金产能..... | 24 |
| 图表 55: 未来三年公司总营收复合增长率预计为 34.53%..... | 25 |
| 图表 56: 可比公司估值..... | 25 |

1. 聚焦高端铜合金材料，布局多个细分领域

1.1 公司多次抓住历史机遇，形成两大核心业务

公司成立于1995年，并在2015年整体改制为陕西斯瑞新材料股份有限公司，于2022年3月在科创板上市。公司在成立之初瞄准铜铬触头材料市场，开发出铜铬触头材料批量制造技术，解决了我国中高压真空开关的关键触头材料依赖进口问题，促进了我国电力行业无油化改造。公司产品于2000年跻身国内市场行业第一，并于2004年进军输配高电压领域。之后抓住铁路行业快速发展的机遇，开始制造高强高导合金材料，2009年成功进入轨道交通领域。公司于2015年整体变更为股份有限公司，于2022年3月在科创板上市。

公司多次抓住发展机遇，业务覆盖轨道交通、电力电子、航空航天、医疗影像等高端应用领域，专注于高强高导铜合金材料及制品、中高压电接触材料及制品、高性能金属铬粉、CT和DR球管零部件等产品。截至2022年6月30日，公司拥有核心发明专利超150项，建有铜铬系列触头材料、铜钨系列触头材料生产线、铜铬钼合金材料生产线、医疗影像零部件用铜合金材料生产线。公司服务的客户主要有西门子、ABB、施耐德、通用电气、伊顿等优质企业。

图表 1：公司成立于1995年，2022年科创板上市



来源：公司官网，国联证券研究所

截至2022年三季报，公司的实际控制人是公司的创始人王文斌，持股比例为40.34%。截至2022年三季报，王文斌持有公司股份1.61亿股，占股本总额40.34%。公司有8家全资子公司，3家控股公司。其中陕西斯瑞扶风先进铜合金有限公司正在建设中，未来主要从事高强高导铜合金材料及制品、钢铁合金材料及制品的生产和销售。

图表 2：截至2022年三季报，公司实际控制人为王文斌



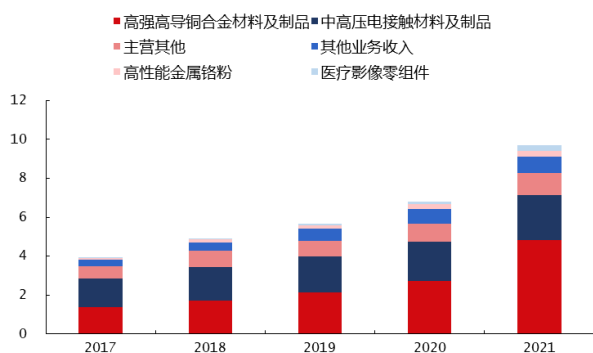
来源：公司公告，国联证券研究所

公司拥有王文斌先生等8位核心技术人员为首的研发团队。公司的核心技术人员包括王文斌、张航、杨平、王小军、庾高峰、孙君鹏、刘凯和李鹏。截至2022年6月30日，研发团队拥有研发人员79名，占公司员工总数的6.77%。

1.2 公司以高性能铜合金材料及制品为主，聚焦下游多个细分市场

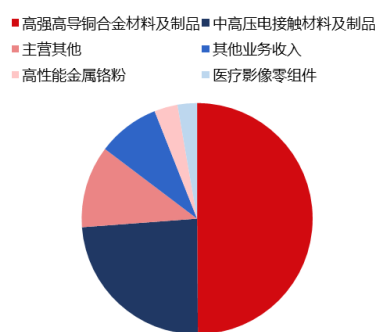
2021 年公司核心业务为高强高导铜合金材料及制品、中高压电接触材料及制品，营收占比分别为 49.90%、23.91%。公司营收从 2017 年的 3.93 亿元上升至 2021 年的 9.68 亿元，CAGR 为 25.28%。公司 2021 年营业收入为 9.68 亿元，同比增长 42.26%；毛利为 1.85 亿元，同比增长 21.25%，毛利率达 19.08%。其中高强高导铜合金材料及制品营收 4.83 亿元，占比 49.90%，毛利率为 17.21%，是公司快速发展的核心业务，公司另一核心业务中高压电接触材料及制品营收 2.32 亿元，占比 23.91%，毛利率为 25.64%。2021 年高性能铬粉营收为 0.32 亿元，占比 3.27%，毛利率为 23.46%，医疗影像零组件营收为 0.26 亿元，占比 2.73%，毛利率为 15.28%。

图表 3：2017-2021 年公司营收 CAGR 达 25.28%(亿元)



数据来源：iFinD，公司年报，国联证券研究所

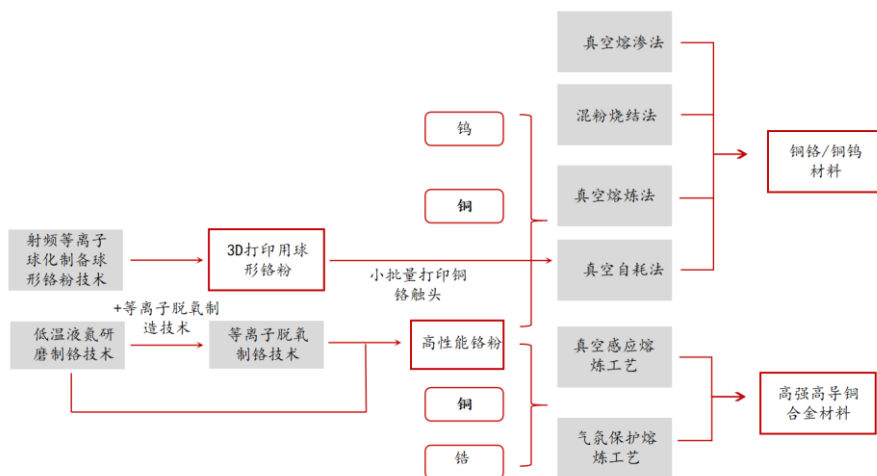
图表 4：2021 年高强高导铜合金材料营收占比 49.90%



数据来源：iFinD，公司年报，国联证券研究所

公司具备材料制备到下游零组件产品精密加工的一体化生产体系，主要采购铜、铬、钨等原材料，进行加工制造成高性能合金材料或者制品销售。高强高导铜合金材料主要利用 CuCr、CuZr 合金以及高纯度铜通过真空感应熔炼工艺或气氛保护熔炼工艺进行生产。铜铬/铜钨材料利用铜粉、铬粉或钨粉通过真空熔铸法、真空自耗法、真空熔渗法和混粉烧结法进行生产，其中前两种方法仅适用铜铬触头。高性能铬粉产品一部分添加进高强高导铜合金与中高压接触材料，同时还可应用于公司小批量 3D 打印铜铬触头，一部分外销。医疗影像零组件主要通过表面处理、机加工、焊接等流程制成管壳组件、转子组件、轴承套、阴极零件外销。

图表 5：公司采购铜、铬、钨等原材料加工成合金材料及制品

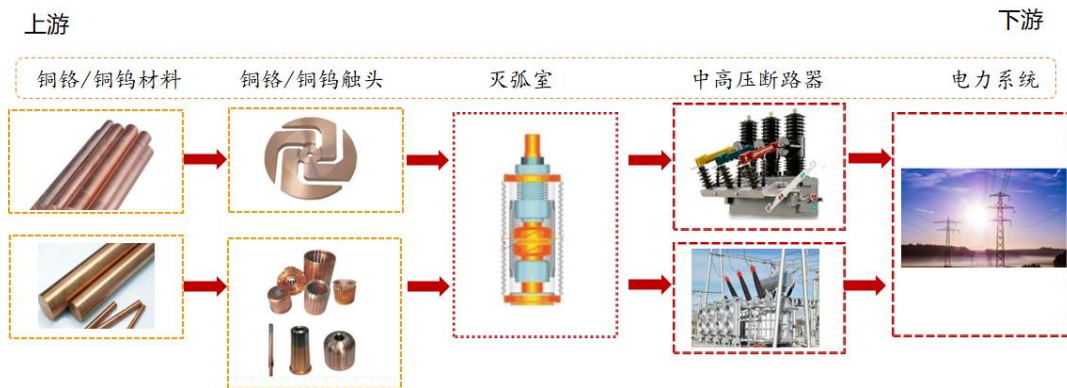


数据来源：招股说明书，国联证券研究所

高压电接触材料业务细分为铜铬触头和铜钨触头两大类，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。根据中国电器工业协会统计，

2019 年公司的铜铬触头市场占有率在国内排名第一。随着全球双碳革命驱动 72.5kV、126kV、252kV 等级 SF6 开关逐步被真空开关取代，中高压电真空业务有望快速增长。公司下游客户主要包括西门子、ABB、伊顿、施耐德、西电集团、旭光电子等国内外大型企业。

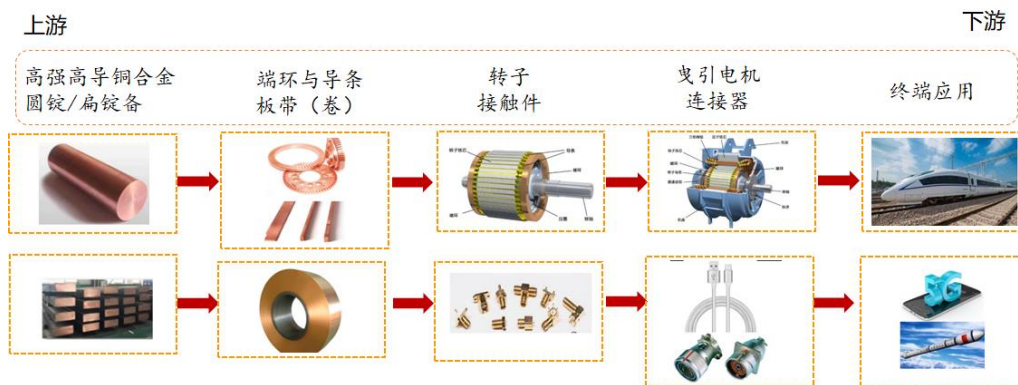
图表 6：公司中高压电接触材料应用于中高压断路器



数据来源：招股说明书，国联证券研究所

铜合金扁锭由下游加工为板带材，之后供给连接器制造企业，应用于新能源汽车、5G 通信、航空航天等高端连接器产业。海外巨头长期占据高端连接器市场，公司大力发展高强高导铜合金材料制备有助于缓解依赖进口的困境，我们预计未来市场份额有望持续上升。高强高导铜合金制品端环与导条主要应用于轨道交通大功率牵引电机，同时，公司积极开拓液体火箭发动机燃烧室内衬等新应用市场。公司下游客户主要包括通用电气、西屋制动、中国中车、阿尔斯通、晋西工业集团、TSA 等国内外大型企业。

图表 7：高强高导铜合金产品下游分布于多个领域



数据来源：招股说明书，国联证券研究所

公司高性能金属铬粉一部分自给于中高压电接触材料、高端高温合金，一部分应用于高端靶材、高温合金等领域。公司自主掌握了低温液氮研磨工艺，设计了一整套低温液氮研磨设备和工艺流程方案。受益于高温合金快速发展，高性能金属铬粉业务快速增长，其中 2022 年上半年用于超临界火力发电领域高端高温合金的高性能金属铬粉同比增加 170%。公司下游客户主要包括西门子、GfE、西部超导、北京华鲁拓日靶材科技有限公司、深圳市塔吉特靶材有限公司等。

图表 8：公司高性能铬粉产品分为自供与外销



数据来源：招股说明书，国联证券研究所

CT 和 DR 球管零组件是医疗用 CT 设备和 DR 设备的核心零组件之一，影响医疗影像设备成像质量和使用寿命。目前，公司已实现对 CT 球管和 DR 球管核心零组件的国产化生产，CT 球管零组件产品向全球三大 CT 设备制造商之一西门子批量供货，给美国 Varex、Chronos 等全球代表性公司的产品供应稳定增加，拓展全球市场，同时积极进入核磁共振、医用加速器、半导体设备等领域。公司下游客户主要包括西门子、上海联影、昆山医源（原昆山国力子公司）、无锡麦默、中国电子科技集团公司第十二研究所、珠海瑞能等。

图表 9：公司医疗影像设备零组件最终应用于 CT 与 DR 设备



数据来源：招股说明书，国联证券研究所

1.3 公司发行新股投资铜铁和铬锆铜系列合金新项目，深耕高端领域

公司抓住新发展机遇，提升铬锆铜高端合金产能，拓展铜铁合金材料新领域。公司于 2022 年 3 月 16 日在科创板上市，公开发行人新股募投年产 4 万吨铜铁和铬锆铜系列合金材料产业化项目(一期)，拟投入募集资金 3.62 亿元。新一代铜铁合金材料兼具导电性及导磁性，主要应用于大尺寸 OLED 背板、大功率线路板自动化焊接烙铁头、电磁阻尼用电磁功能材料等领域；铜铬锆为代表的高性能先进铜合金主要应用于新能源汽车连接器、5G 通讯连接器、火箭发动机燃烧室内衬等领域。

募投项目各项工作进展顺利。根据公司 2022 年半年报数据，募投项目已经投入资金 3.1 亿，完成了厂房等基础设施建设、主要设备安装调试、生产工艺验证等环节，新增高性能铜合金材料制备和深加工产能 1.5 万吨。其中铜铬锆高性能铜合金已经可以向下游新能源汽车连接器、5G 通讯连接器、火箭发动机燃烧室内衬等领域稳定批量供货，高性能铬粉生产线建设已完成，2022 年下半年实现投产和产能放量。面对 CT 和 DR 球管零组件的快速增长，公司启动产能两年倍增计划，万级超净间扩建、高温真空钎焊炉和高精密加工设备已在 2022 年上半年完成调试并投入生产。

2. 下游产业高景气度推动行业上行

2.1 电力投资助推高性能断路器替代更新

中高压电接触材料主要为铜基材料，公司铜铬触头应用范围为 12KV-126KV，铜钨触头为 126KV 以上。电接触材料是电气开关设备的关键基础材料，承担电路开断和耐压的作用，材料性能决定了电气开关设备的开断能力和接触可靠性。目前，铜基材料是中高压电气开关的主流电接触材料，主要包括铜铬材料和铜钨材料。公司掌握了目前能够批量化生产并供应市场的四种主流工艺，分别是真空熔铸法、真空自耗法、真空熔渗法和混粉烧结法，生产的铜铬触头和铜钨触头可以泛应用于真空断路器、六氟化硫断路器、油浸式断路器、气体绝缘金属封闭开关设备、接地开关、负荷开关、重合器、高压接触器等电气设备，覆盖电源工程、输配电网、轨道交通等领域。其中，铜铬触头应用范围为 12KV-126KV，铜钨触头应用范围为 126KV 以上。

图表 10：中高压电接触材料主要为铜基材料

| 名称 | 电压 | 电气开关类型 | 材料 |
|----------|--------|---|------|
| 轻负载电接触材料 | <24V | 信号继电器、微动开关 | 银基材料 |
| 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 |

数据来源：中国电气工程大典，国联证券研究所

发电量稳步增长，中高压电接触材料需求有望增长。根据全球的电力数据报告，2021 年全球发电量为 28.47 万亿千瓦时，同比增长 5.90%。根据国家统计局数据，2022 年国内发电量为 8.85 万亿千瓦时，同比增长 3.68%。发电量的增长有望带来中高压电接触材料需求增长。

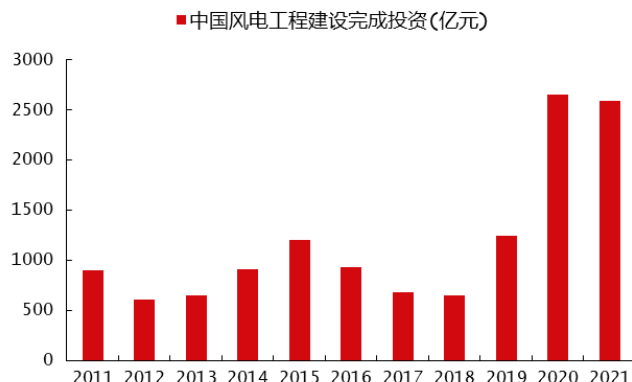
2021 年我国电源工程建设完成投资 5870 亿元，同比增长 10.9%。电源工程指发电厂的建设，种类非常多，包括火电、水电、风电、核电、太阳能等。根据中国电力企业联合会数据，2021 年，我国电源工程建设完成投资 5870 亿元，同比增长 10.9%。其中，风电完成投资 2589 亿元，同比下滑 2.4%，占比为 44.11%；水电完成投资 1173 亿元，同比增长 10.0%；火电完成投资 707 亿元，同比增长 24.6%；核电完成投资 539 亿元，同比增长 42.0%；太阳能发电完成投资 861 亿元，同比增长 37.7%。电源工程建设投资额逐年增加，有望带来中高压电接触材料需求增长。

图表 11：2021 年全国电源工程建设完成投资 5870 亿



数据来源：中国电力企业联合会，国联证券研究所

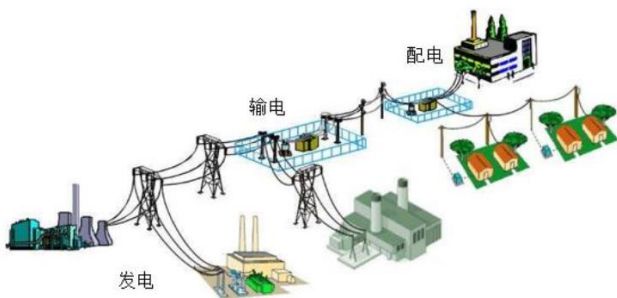
图表 12：2021 年全国风电工程建设完成投资 2589 亿



数据来源：中国电力企业联合会，国联证券研究所

国内电力供需空间错配，带来电网建设高投资额，有望带动中高压电接触材料需求增长。输配电包括输电、变电和配电三个过程。输电指电能的远距离传输，变电是利用设备将电压进行高低转换，配电则是将电能分配至家庭、企业等用户。我国能源禀赋和电力需求地理错配，煤炭资源集中在陕西、山西和内蒙古等地区，水电资源集中在西南区域，风电和太阳能资源集中在西北和东北区域，但是我国的电力需求主要集中在东部和中部地区，因此建设大规模输配电网是解决我国电力供需矛盾，保障我国能源安全的解决方案。根据中国电力企业联合会数据，2021年，我国电网建设投资额为4916亿元，同比增长0.41%，有望带动中高压电接触材料需求增长。

图表 13: 输配电包括输电、变电和配电三个过程



数据来源：招股说明书，国联证券研究所

图表 14: 2021 年全国电网建设投资为 4916 亿元



数据来源：中国电力企业联合会，国联证券研究所

2019年国内铜铬触头的市场规模约为1,060万片。根据《高压开关行业年鉴》(2019年)数据，2019年我国真空灭弧室产量为371万只，按照每只真空灭弧室使用2片铜铬触头的比例，对应的铜铬触头需求量为742万只。考虑到《高压开关行业年鉴》并未能完全统计国内真空灭弧室的产量情况，根据中国电器工业协会高压开关分会的说明，统计数量约占我国实际产量的70%，因此2019年国内铜铬触头的市场规模为1060万片。由于不同客户对铜铬触头的材料配比、制备工艺、尺寸规格、加工形状等各不相同，销售价格不同，无法按照金额测算国内铜铬触头的市场空间。

公司铜铬触头和铜钨触头生产方法更齐全。做铜铬触头和铜钨触头的企业有奥地利Plansee、桂林金格、金昌蓝宇及斯瑞新材等。Plansee是全球知名的金属材料和相关部件的供应商，在中高压电接触材料及制品的细分领域，主要采用混粉烧结工艺。桂林金格主要应用真空熔渗法和真空自耗法进行生产；金昌蓝宇主要拥有铜钨材料的制备技术。斯瑞新材则同时拥有真空熔铸法、真空自耗电弧熔炼法、真空熔渗法、混粉烧结法和3D打印技术制备中高压电接触材料及制品。

公司铜铬触头和铜钨触头性能与同行相当。从铜铬产品的技术参数来看，公司的氧含量和氮含量低于Plansee Group和桂林金格，主要由于公司采用了自主生产的高性能金属铬粉作为原材料。公司铜铬产品的电导率和Plansee Group、桂林金格相当。从铜钨产品的技术参数来看，公司的密度、氢含量、氧含量、氮含量、电导率参数与Plansee Group、桂林金格的相当。

图表 15: 公司铜铬触头技术与同行相当

图表 16: 公司铜钨触头技术与同行相当

| 生产企业 | 铜铬 | 密度 (g/cm ³) | 铬含量 (%) | 钨含量 (ppm) | 钼含量 (ppm) | 电导 MS/m |
|---------------|--------|-------------------------|---------|-----------|-----------|---------|
| Plansee Group | CuCr25 | 8.05 | 25 | 650 | 100 | 31 |
| | CuCr30 | 7.9 | 30 | 675 | 105 | 28 |
| | CuCr45 | 7.6 | 43 | 700 | 110 | 21 |
| 桂林金格 | CuCr25 | 8.3 | 24-28 | 500 | 50 | 28 |
| | CuCr30 | 8.2 | 30±2 | 500 | 50 | 26 |
| | CuCr45 | 8 | 42-47 | 500 | 50 | 20 |
| 斯瑞新材 | CuCr25 | 8.34 | 25.23 | 230 | 3 | 31.57 |
| | CuCr30 | 8.29 | 30.63 | 270 | 4 | 29.84 |
| | CuCr40 | 8.09 | 42 | 340 | 16 | 24.75 |
| | CuCr50 | 7.95 | 51.7 | 430 | 16 | 20.6 |

数据来源：招股说明书，国联证券研究所

| 生产企业 | 铜钨 | 密度 (g/cm ³) | 钨含量 (ppm) | 钼含量 (ppm) | 钼含量 (ppm) | 电导 MS/m |
|---------------|-------|-------------------------|-----------|-----------|-----------|---------|
| Plansee Group | CuW70 | 14 | ≤5 | ≤50 | ≤20 | 30 |
| | CuW80 | 15.2 | ≤5 | ≤50 | ≤20 | 25 |
| | CuW90 | 16.5 | ≤5 | ≤50 | ≤20 | 22 |
| 桂林金格 | CuW70 | 13.8 | - | - | - | ≥24 |
| | CuW80 | 15.15 | - | - | - | ≥20 |
| | CuW90 | 16.75 | - | ≤50 | ≤8 | ≥20 |
| 斯瑞新材 | CuW70 | 14 | 4 | 50 | 10 | ≥25 |
| | CuW80 | 15 | 4 | 50 | 10 | ≥22 |
| | CuW90 | 17 | 4 | 50 | 10 | ≥20 |

数据来源：招股说明书，国联证券研究所

预计 2022-2024 年公司中高压电接触材料业务收入分别为 2.45/3.68/4.42 亿元，同比分别增长 6.00%/50.00%/20.00%，CAGR 为 24.03%。根据公司公告，公司铜铬触头在国内市场份额约为 60%，受双碳政策及新能源发电扩张的影响，公司启动了产能五年倍增计划，预计在 2026 年达到产能 2000 万片左右，较 2021 年的 1000 万片提升 100%。考虑到全球及国内发电量稳步增长，国内电源工程建设投资额及新能源发电装机量上升，有望带动中高压电接触材料需求。我们预计 2022-2024 年公司中高压电接触材料业务收入分别为 2.45/3.68/4.42 亿元，同比分别增长 6.00%/50.00%/20.00%，CAGR 为 24.03%。

图表 17：预计未来三年公司中高压电接触材料收入复合增速为 24.03%

| 时间 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|--------|-------|--------|--------|
| 中高压电接触材料业务收入 (亿元) | 2.32 | 2.45 | 3.68 | 4.42 |
| yoy | 14.27% | 6.00% | 50.00% | 20.00% |

资料来源：iFind，国联证券研究所测算

2.2 下游需求增长带动高强高导铜合金需求上升

高强高导铜合金材料及制品广泛应用于轨道交通、航空航天、5G 通信、新能源汽车等领域。高强高导铜合金材料及制品具有较高的强度和导电性，同时具备导热性、耐磨性、耐腐蚀性、抗高温软化和抗应力松弛等性能，应用范围包括牵引电机端环和导条、承力索和接触线、高端连接器、引线框架等，涉及轨道交通、航空航天、5G 通信、新能源汽车等领域。高强高导铜合金是一种技术含量高、应用领域广、处于国际科技前沿的特种铜材。面对众多产品小型化、轻量化、节能化的实际应用需求，如何在尽可能小地牺牲铜的导电性和导热性前提下，大幅度提高铜的强度，即实现铜的高强高导，是铜合金技术的研究难题。目前公司掌握了真空感应熔炼工艺和气氛保护熔炼工艺，并在轨道交通领域产业化生产牵引电机端环和导条，在 5G 通信、航空航天和新能源汽车领域产业化生产高端连接器。

图表 18：公司高强高导铜合金材料多个产品已实现产业化

| 应用领域 | 下游产品 | 描述 | 产业化情况 |
|------------------|-----------|--|-------------|
| 轨道交通 | 牵引电机端环和导条 | 转子端环和导条是牵引电动机中用于实现电能和机械能转换环形导电部件和条状导电部件，要求具有高强度、高韧性、良好导电性、抗高温软化能力等性能。高强高导铜合金材料及制品是牵引电机中端环和导条的优良使用材料。 | 已产业化 |
| | 承力索和接触线 | 承力索和接触线是铁路接触网的组成部分，研发高强高导承力索和接触线是提升目前高铁经济性的重要发展方向。 | 产品验证和市场开发阶段 |
| 5G 通信、航空航天、新能源汽车 | 高端连接器 | 5G 智能终端的 Type-C 接口和电源连接器、航空航天用连接器、新能源汽车用连接器是高端连接器。高强高导铜合金应用在连接器的接触件零件中，能够提高导电率、热传导系数、机械强度、抗高温软化性能等。 | 已产业化 |
| 半导体 | 引线框架 | 半导体向高密度化、小型化、多功能化的方向发展，引线框架越来越薄，因此对材料性能要求不断提升。高强高导铜合金是引线框架的重要原材料。 | 技术研发阶段 |

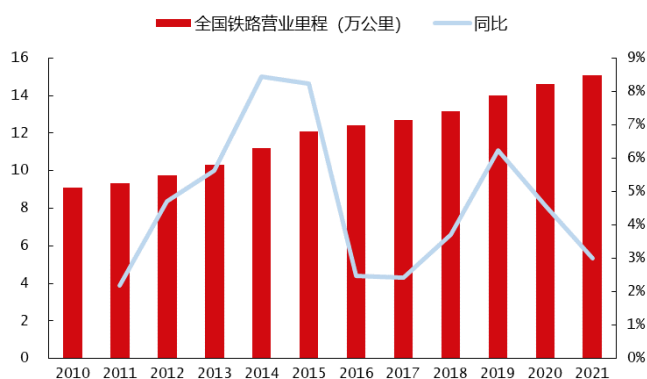
数据来源：招股说明书，国联证券研究所

2.2.1 铁路运营里程增加有望带来牵引电机需求量上升

公司的高强高导铜合金材料及制品主要包括牵引电机转子用端环和导条产品以及铸锭等材料。公司端环和导条产品实现了对全球主要轨道交通设备制造商通用电气、西屋制动、阿尔斯通、庞巴迪和中国中车的批量供应；铸锭材料销售至晋西工业集团、中铝洛铜、兴业盛泰等下游铜合金加工企业，生产消费电子和航空航天领域用高端连接器。根据公司公告，2022 年前三季度，高强高导铜合金材料及制品营收占 50% 左右，其中的制品端环导条主要供给轨道交通，占 20% 左右，其余的材料占 30% 左右。

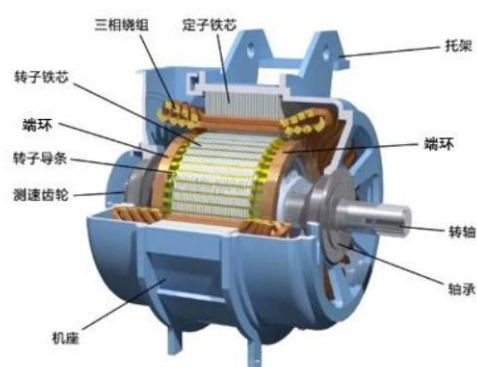
基建投资政策支持高速电气化铁路迅速发展，上游产品轨道交通牵引电机市场需求有望进一步扩大。根据国家统计局数据，2010 年年末国内铁路营业里程为 9.12 万公里，2021 年年末铁路营业里程达 15.07 万公里，较 2020 年增长 3.01%；2010-2021 年年底，高速铁路运营里程由 0.51 万公里增长至 4.01 万公里，年复合增速高达 22.90%。随着国家加大基建投资力度，轨道交通类基建项目将成为各地方重点投资领域。根据《“十四五”铁路发展规划》数据，到 2025 年铁路运营里程将达到 16.5 万公里。上游产品轨道交通牵引电机市场需求有望进一步扩大，公司的高强高导铜合金领域的牵引电机端环和导条产品有望迎来高增长。

图表 19：2021 年铁路运营里程突破 15 万公里



数据来源：iFinD、国家统计局，国联证券研究所

图表 20：曳引电机由端环、转子导条等组成



数据来源：招股说明书，国联证券研究所

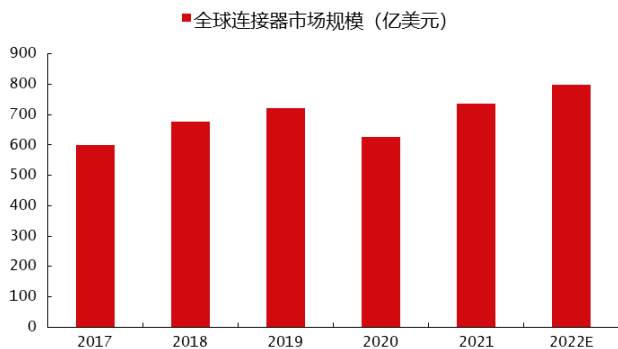
2.2.2 25 年中国新能源汽车高压+高速连接器市场规模将达 384.2 亿

2021 年全球连接器市场规模达到 736.3 亿美元，预计 2022 年全球连接器市场规模将会达到 798.5 亿美元。连接器是通过连接两个有源器的器件来传输电流或信号的电子元器件，在 5G 通信、汽车、消费电子领域均有应用，近几年随着这些行业的上行，连接器市场规模增长可观。根据 Bishop & associates 及中商情报网数据，2017-2021 年全球连接器市场规模由 601 亿美元增长至 736 亿美元，CAGR 为 6.99%，中国连接器市场规模由 1289 亿元增长至 1815 亿元，CAGR 为 12.09%，同时我国连接器市场份额增长至 35.11%，为世界最大的连接器市场。预计 2022 年全球连接器市场规模将进一步增长至 798.5 亿美元，中国连接器市场规模增长至 1956.83 亿元。

连接器广泛应用于汽车电子、通信、消费电子、工业、轨道交通等诸多领域。各应用领域连接器的基本工作原理基本相同，但由于特定应用场景、应用需求的不同，连接器的制造工艺、质量标准、形态均有所差异。从 2020 年的情况来看，根据 Bishop & associates 及中商情报网数据，全球连接器前五大应用领域是通信、汽车、消费电子、工业、轨道交通，合计占比达到 78%，汽车占比 22.6%，为第二大应用领域。

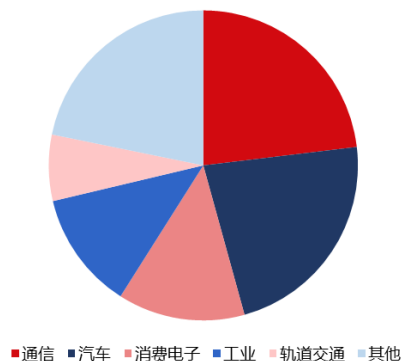
连接器的市场巨头占主要市场份额，国内公司正发力“国产替代”。根据中商情报网数据，2020 年全球连接器市场集中度较低，前五企业市场份额占比不到 50%；其中占比最多的是泰科，市场份额达 15.5%。其次分别为安费诺、莫仕、立讯精密、安波福，占比分别为 11.9%、8.3%、5.1%、5%。

图表 21：全球连接器市场规模及预测（亿美元）



数据来源：Bishop & associates、中商情报网，国联证券研究所

图表 22：2020 年全球连接器下游应用市场占比

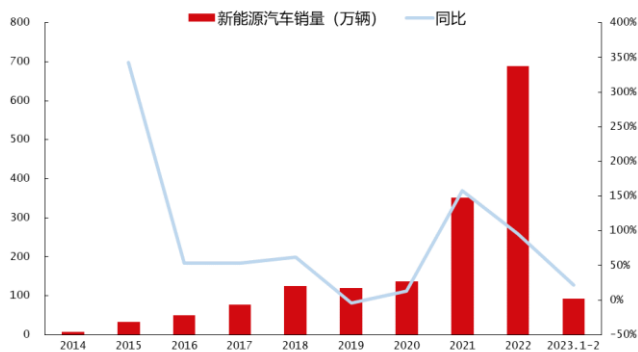


数据来源：Bishop & associates、中商情报网，国联证券研究所

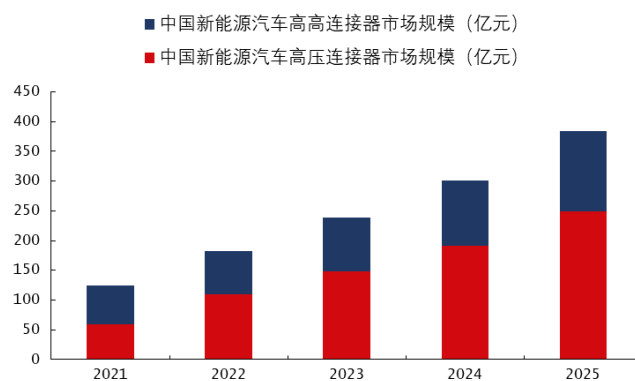
2025 年中国新能源汽车高压+高速连接器市场规模将达 384.2 亿元。根据中国汽车工业协会数据，新能源汽车的渗透率从 2014 年 0.32% 上升至 2022 年 25.64%，2022 年全年销量为 688.70 万辆。根据中商情报网数据，2025 年中国新能源汽车高压和高速连接器市场规模将达 384.2 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 32.70%，将进一步带动高强高导铜合金需求量。

图表 23：中国 22 年新能源汽车销量为 688.7 万辆

图表 24：25 年新能源汽车高端连接器达 384.2 亿



数据来源：中国汽车工业协会，国联证券研究所



数据来源：中商情报网，国联证券研究所

2.2.3 发力新的应用领域，高强高导铜合金材料有望迎来新的增长点

2021年国内光模块基座市场规模为2.98亿只，市场较为可观。发力光模块芯片基座，公司高强高导铜合金材料有望迎来新的增长点。光模块的作用就是发送端把电信号转换成光信号，通过光纤传送后，接收端再把光信号转换成电信号。光模块中有三大核心部件，光芯片、激光器和光棱镜，这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，该载体叫做光芯片基座。公司的铜钨合金材料具有低膨胀高导热的性能，用于生产光模块芯片基座，主要作用就是把光模块芯片工作过程中产生的热量快速散掉。根据公司公告，目前公司正在打造年产200万件的产能，潜在的直接客户有 Finisar、AOI、中际旭创、天孚通讯、新易盛等。根据中研普华研究院数据，2021年国内光模块行业产量为2.98亿只，同比增长10.37%，按照一个光模块需要一个光模块基座来算，2021年国内光模块基座市场规模为2.98亿只，市场较为可观。我们预计单价为50-60元，200万件光模块芯片基座产能全部投产后，可为公司带来1-1.2亿收入。

发力火箭发动机燃烧室内衬，公司高强高导铜合金材料有望迎来新的增长点。公司生产制造的液体火箭发动机燃烧室内衬是发动机重要核心部件，要求材料具有良好的高温性能、导热性能，将火箭发射过程中燃料燃烧的热量导出，确保发动机正常工作。根据公司公告，2021年公司有800万左右订单，主要目标客户是航天六院、蓝箭、星际荣耀等，也在积极对接国外的Space X、阿丽亚纳、蓝色起源等航天发动机公司。

公司的高强高导铜合金材料产品与KME AG、博威合金的铬含量、锆含量、抗拉强度、导电率参数相当。根据公司公告，在铬含量、锆含量、抗拉强度、导电率参数上，公司高强高导铜合金材料产品与KME AG、博威合金相当。

图表 25：公司高强高导铜合金材料产品性能与同行相当

| 生产企业 | 材料状态 | 铬含量 | 锆含量 | 抗拉强度 MPa | 导电率 (IACS) |
|--------|------|-----------|-------------|----------|------------|
| KME AG | R480 | 0.4%-1.2% | 0.03%-0.30% | 480-560 | 86% |
| | R540 | 0.4%-1.2% | 0.03%-0.30% | 540-630 | 86% |
| 博威合金 | R480 | 0.5%-1.5% | 0.02%-0.20% | 480-570 | 85% |
| | R540 | 0.5%-1.5% | 0.02%-0.20% | 540-630 | 85% |
| 斯瑞新材 | R480 | 0.5%-1.5% | 0.05%-0.15% | 480-560 | 85% |
| | R540 | 0.5%-1.5% | 0.05%-0.15% | 540-620 | 85% |

资料来源：招股说明书，国联证券研究所

预计 2022-2024 年公司高强高导铜合金材料及制品业务收入分别为 5.07/9.13/13.70 亿元，同比分别增长 5.00%/80.00%/50.00%，CAGR 为 41.53%。根据公司公告，截止 2022 年 6 月末，IPO “年产 4 万吨钢铁和铬钴铜系列合金材料产业化项目” 一期，建设 2 万吨产能包括 14300 吨铬钴铜合金材料、制品和高端粉末，5700 吨铜铁合金材料、零件及高端粉末厂房等基础设施建设、主要设备安装调试、生产工艺验证等完成并达到批量化投产条件。考虑到公司之前的高强高导铜合金材料产能为 6000 多左右，随着 IPO 项目的建设，公司产能有望高增；随着下游需求及公司新发力的产品落地，高强高导合金材料及制品有望放量。我们预计 2022-2024 年公司高强高导铜合金材料及制品业务收入分别为 5.07/9.13/13.70 亿元，同比分别增长 5.00%/80.00%/50.00%，CAGR 为 41.53%。

图表 26：预计未来三年公司高强高导铜合金材料收入复合增速为 41.53%

| 时间 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------------|------|--------|-------|--------|
| 高强高导铜合金材料及制品业务收入（亿元） | 4.83 | 5.07 | 9.13 | 13.70 |
| yoy | | 77.29% | 5.00% | 80.00% |

资料来源：iFind，国联证券研究所测算

2.3 高性能铬粉对接下游高景气度行业，前景可观

高性能铬粉一方面可以应用于高强高导铜合金材料及制品、中高压电接触材料及制品；另一方面，可以应用于靶材以及高温合金等行业。

图表 27：高性能铬粉应用范围广

| 领域 | 应用场景 | 作用 |
|------|-----------------------------------|---|
| 靶材 | 半导体、大型幕墙玻璃、汽车后视镜、电子产品装饰、工艺品装饰、刀具等 | 作为 PVD 工艺磁控溅射镀膜法中靶材，作为被高速轰击的固体实现与高速粒子动能交换，从而达到粒子沉积在基板材料表面形成表面膜的效果 |
| 高温合金 | 航空航天、核工业、汽车制造业、玻璃制造业 | 铬是高温合金中非常重要的添加元素，用于提升合金的高温抗氧化性能和耐腐蚀性 |

数据来源：招股说明书，国联证券研究所

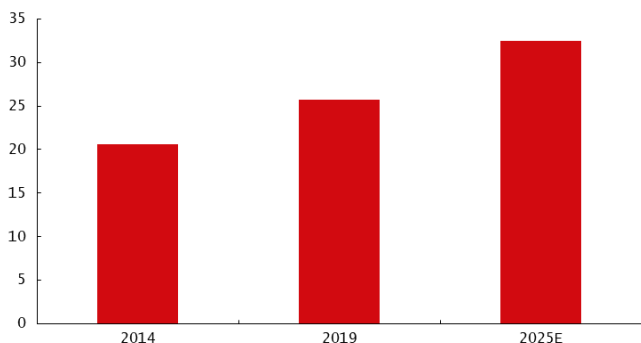
随着传统电镀工艺被 PVD 工艺取代，作为制备铬靶和铬合金靶的关键材料，高性能金属铬粉需求量将逐步提升。PVD 指将原子或分子由源转移到基材表面上的过程，相比于传统的电镀工艺，PVD 工艺涂层硬度、耐腐蚀性、光学性质、环保性都优于传统的电镀工艺。PVD 工艺磁控溅射镀膜法蒸发源供给包括铬靶和铬合金靶，相比于其他技术适用性更广，膜厚均匀性良好，设备简单、易于控制、镀膜面积大和附着力强，在制备半导体、金属领域优于其他方法。

近年来，全球 PVD 设备市场稳步增长，2019 年，全球 PVD 设备市场规模已超 25 亿美元，预计 2025 年市场规模将达到 32.51 亿美元左右。

图表 28：PVD 设备市场规模 2025 年有望突破 32 亿美元

图表 29：磁控溅射法优势明显

■全球PVD设备市场规模(亿美元)



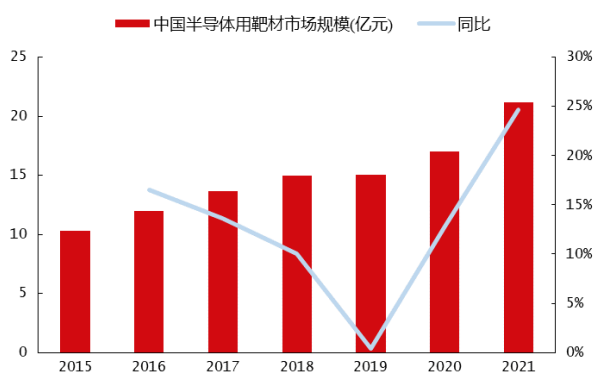
数据来源: QYResearch, 国联证券研究所

| 薄膜材料 | 基板材料 | 成膜速度 | 膜厚均匀性 | 膜厚再现性 |
|-------|--------------|------|-------|-------|
| 阻抗加热法 | 不适合高熔点材料 | 较快 | 一般 | 较低 |
| 电子束蒸发 | 高熔点材料 | 较快 | 一般 | 较低 |
| DC、RF | 合金、化合物、高熔点材料 | 较慢 | 良好 | 较低 |
| 磁控溅射 | 合金、化合物、高熔点材料 | 较快 | 良好 | 良好 |
| PECVD | 非金属膜 | 较快 | 良好 | 良好 |

数据来源: 申智源《TFT-LCD 技术结构、原理及制造技术》, 国联证券研究所

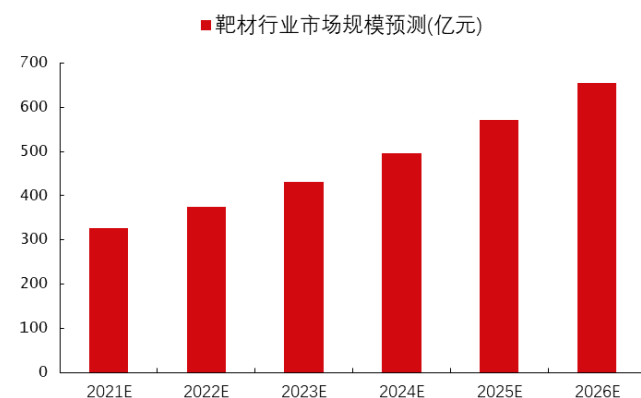
我国靶材行业发展前景较为广阔, 预计 2026 年国内靶材行业市场规模达到 655 亿元, 2021-2026 年靶材行业市场规模 CAGR 达 15%。高纯溅射靶材的下游行业中半导体用靶材的附加值在所有应用领域中最高, 目前我国集成电路产业整体发展趋势良好, 集成电路关键装备和材料也在逐步由进口向国产转换。根据华经产业研究院数据, 中国集成电路行业市场规模由 2016 年的 4336 亿元增长至 2021 年的 10458 亿元, 年均复合增长率为 19.3%。预计 2022 年我国集成电路行业市场规模将达 12036 亿元。我国半导体用靶材市场规模由 2015 年的 10.29 亿元增长至 2021 年的 21.20 亿元, CAGR 达 12.80%。根据前瞻产业研究院数据, 预计 2026 年我国靶材行业市场规模将达到 655 亿元, 未来靶材市场发展空间较为广阔。

图表 30: 中国半导体用靶材市场规模突破 21 亿元



数据来源: 华经产业研究院, 国联证券研究所

图表 31: 21-26 年国内靶材市场规模 cagr 将达 15%



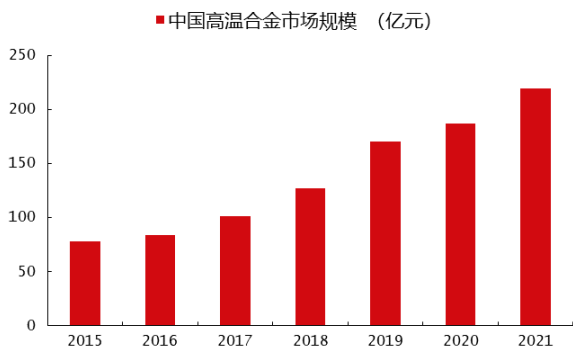
数据来源: 前瞻产业研究院, 国联证券研究所

目前我国高温合金处于产销不平衡状态, 2021 年供需缺口达 2.4 万吨, 随着未来需求持续增长, 供需缺口会继续加大。早期高温合金主要用于航空航天领域, 之后在燃气轮机和石油化工领域等能源类领域、工业和汽车领域应用也开始广泛。我国军用航空发动机内生需求规模巨大、国产大飞机发动机量产、火箭发射频率逐年递增, 将带动高温合金市场规模迅速增长。根据中国特钢钢铁协会及中商情报网数据, 国内高温合金市场规模从 2015 年的 78 亿元增长至 2021 年的 219 亿元, CAGR 达 18.77%, 未来供需缺口将进一步拉大。

铬是高温合金中重要的添加元素, 随着技术进步, 合金中铬添加量可达 30%,

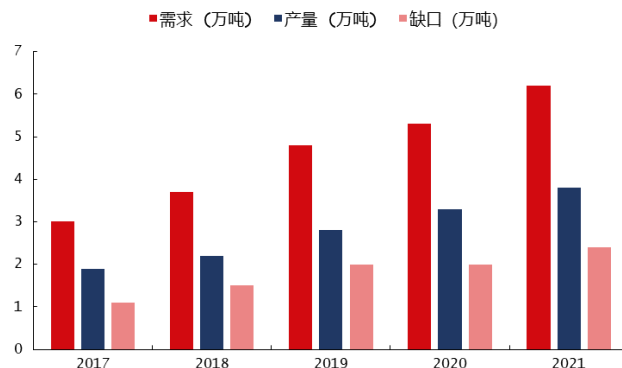
大大提升高性能铬粉的市场需求。高性能铬粉可用于提升合金的高温抗氧化性能和耐腐蚀性，摆脱以往依赖涂层、复合技术来满足超高温应用场景要求的束缚。

图表 32：2021 年中国高温合金市场规模达 219 亿



数据来源：中国特钢协会、中商情报网，国联证券研究所

图表 33：国内高温合金产需缺口持续加大

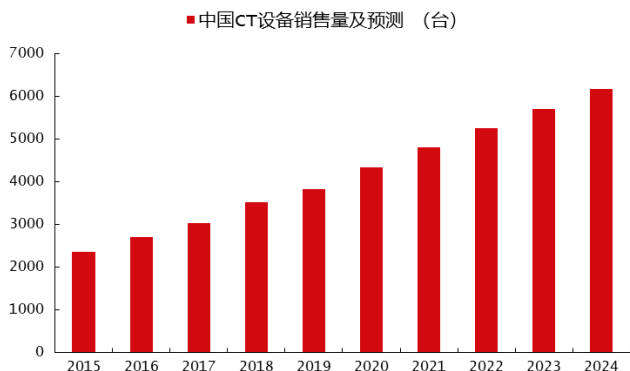


数据来源：中国特钢协会、中商情报网，国联证券研究所

2.4 经济复苏下，国产球管零部件活力外显

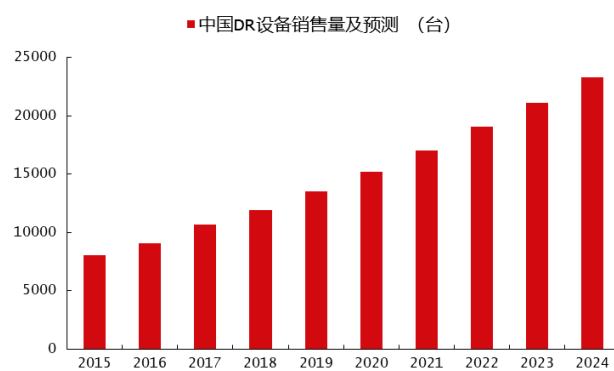
计算机断层扫描成像设备(简称 CT)和数字化 X 射线摄影设备(简称 DR)是医疗影像的主要设备之一，后疫情时代 CT 与 DR 设备需求将持续增长。根据弗若斯特利文的报告，2019 年我国 CT 设备销量为 3,825 台，预计 2024 年销售量将达 6,168 台，CAGR 达 10%，保有量将增加至 51,024 台，人均保有量将增长至 30 台/每百万人。同时随着我国持续新建医院和独立影像中心，以及不断加强基层医疗力量，我国医疗系统对 DR 的需求继续攀升，我国 DR 设备 2019 年销售量 13,502 台，预计 2024 年将达 23,307 台，DR 制造企业的实力不断加强，产品不断出口海外，东南亚、中东、非洲、拉丁美洲等地区的市场空间广阔。

图表 34：中国 CT 设备销售量及预测(台)



数据来源：弗若斯特沙利文、招股书，国联证券研究所

图表 35：中国 DR 设备销售量及预测(台)



数据来源：弗若斯特沙利文、招股书，国联证券研究所

在 CT 与 DR 设备中，X 球管包括 CT 球管与 DR 球管，直接影响设备的成像质量和使用寿命，目前 CT 和 DR 球管及相关零部件等核心产品几乎完全依赖进口。球管及零部件技术壁垒较高，产品研发周期长，复杂程度高、可靠性要求高，长期以来，我国 X 射线管和相关零部件方面市场被 GE、Siemens、Philips 等国外企业垄断，国产化程度低，国内供应球管零部件的公司较少，大多还处于导入阶段。

CT 与 DR 球管零部件市场规模较为可观，根据公司公告，2020 年我国 CT 球管和 DR 球管零部件市场规模达 6.7 亿。根据公司公告，假设 CT 设备平均每年更

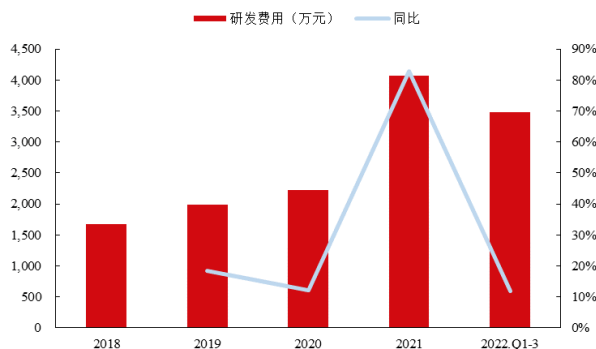
换一次球管，DR 设备平均每三年更换一次球管，按照 CT 球管零组件每套 2 万元计算，DR 球管零组件每套售价 0.2 万元计算，我国 CT 和 DR 球管零组件 2020 年的市场规模达 6.7 亿元。未来随着 CT 和 DR 销量及保有量的稳步上升，我国 CT 和 DR 球管零组件市场空间较为可观。

3. 专注高端铜材料科研投入与扩产驱动公司成长

3.1 公司坚持战略性、创新性高性能金属材料的研发

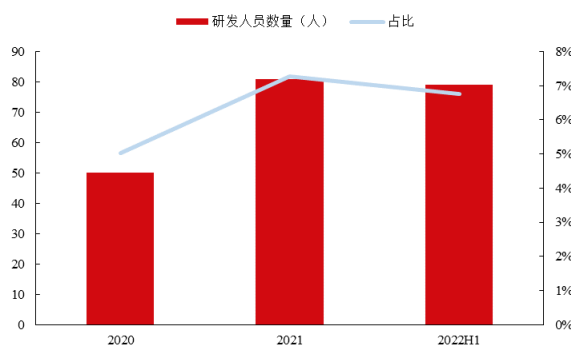
公司研发费用逐年上升，2021 年研发费用为 4071.42 万元，占营业总收入的 4.20%。公司持续加大研发投入力度，研发费用支出由 2018 年的 1677.34 万元增长至 2021 年的 4071.42 万元，年均复合增长率为 34.39%。研发人员数量逐渐增长。公司经过多年的发展，建立了由王文斌先生等 8 位核心技术人员为首的研发团队，截止 2022 年 8 月 25 日，技术人员数量为 79 人，占公司员工总数 6.77%。

图表 36：2018-2021 年研发费用 CAGR 为 34.39%



数据来源：iFinD，国联证券研究所

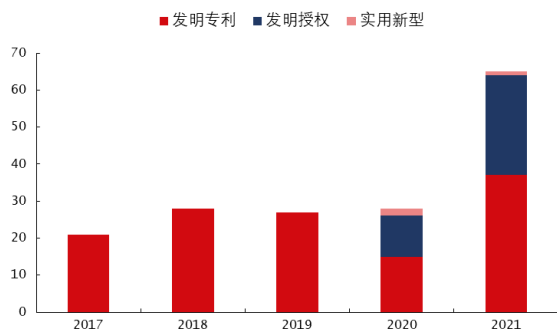
图表 37：2022H1 公司研发人员占比为 6.77%



数据来源：公司年报、半年报，国联证券研究所

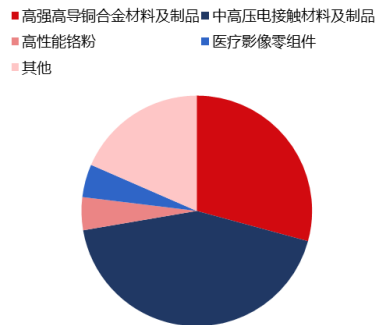
公司注重研发能力，专利数量高速增长。公司每年新增的专利数量由 2017 年 21 项上升至 2021 年 65 项，复合增长率为 32.64%。公司申请的专利主要涉及两大核心业务，即高强高导铜合金材料及制品与中高压电接触材料及制品，保持核心业务范围的前沿技术研发，继续稳固中高压电接触材料技术全球领先的地位，同时开拓了高性能金属铬粉、医疗影像零组件、铜铁合金的核心技术，在新领域开始加大研发投入。

图表 38：2021 年公司专利数量大增



数据来源：iFinD，国联证券研究所

图表 39：中高压电接触材料专利授权占比 43%



数据来源：公司年报，国联证券研究所

公司长期与国内大学和科研院所开展合作，开发高性能金属材料和相关核心零组件。公司合作研发的大学和科研院所包括西安交通大学、西安理工大学、中南大学、

中科院金属所、陕西省机械研究院等，建立了院士专家工作站、博士后创新基地等平台，成为省市级企业技术中心和重大科技成果产业化示范基地。截止 2022 年 3 月，公司与高校及研究院合作研发的项目共 6 个，涉及高强高导铜合金、高性能铬粉、医疗器械等领域。

图表 40：公司与高校及研究所联合研究高性能金属材料

| 研发项目 | 合作方 |
|-------------------------------------|--------|
| 高铁用 CuCrZr 合金非真空电磁连续铸造及产业化 | 西安理工大学 |
| 医疗器械用等离子喷涂 Fe304 耐热冲击陶瓷涂层开发 | 西安交通大学 |
| 铸/锻造 CuNi14A13 合金内典型缺陷的机理与调控 | 西安交通大学 |
| Incoloy901 合金涡轮盘的成分组织及其在拉槽加工过程中变化研究 | 西安交通大学 |
| 高强高导电子用 Cu-Fe 合金带箔工艺分析研究与应用评价 | 深圳大学 |
| 真空级高纯脱气铬低氮高温合金制备技术开发 | 中科院金属所 |

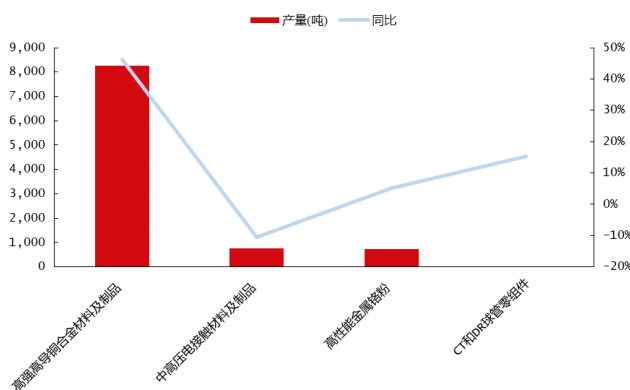
数据来源：招股说明书，国联证券研究所

3.2 公司应市场需求扩充产能

公司生产比重最大的产品为高强高导铜合金材料及制品，高增长率致力于满足下游高端市场需求。公司高强高导铜合金材料及制品 2021 年生产产量达 8,252 吨，同比增长 46.27%，销售量为 5,940 吨，同比增长 71.95%，产能、产量、销量均位于公司主营业务首位，销售量高增长率体现了下市场快速增长的需求。中高压电接触材料及制品生产量为 760 吨，同比减少 10.54%，销售量 786 吨，同比增加 2.88%；高性能金属铬粉生产量 727 吨，同比增加 5.24%，销售量 396 吨，同比增加 35.32%；CT 和 DR 球管零组件生产量 15 吨，同比增加 15.21%，销售量 13 吨，同比增加 71.49%。

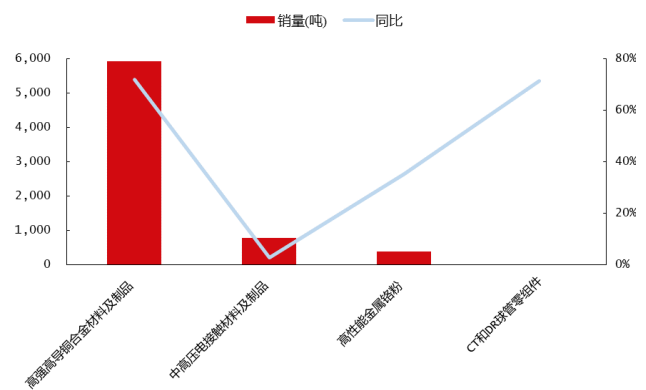
公司全力推进募投项目建设，进一步扩大高性能铜合金产能，并启动中高压电接触材料及制品、高性能铬粉以及 CT 和 DR 球管零组件产能扩增计划。公司募投年产 4 万吨钢铁和铬镍铜系列合金材料产业化项目（一期）项目，着力加快建设第三个生产基地宝鸡扶风基地，扩大高强高导铜合金材料及制品的产能以适应高端市场应用需求。面对中高压电接触材料及制品的快速增长，公司启动产能五年倍增计划；公司启动建设年产 2000 吨高性能金属铬粉生产线以及 CT/DR 球管零组件产能两年倍增计划，该业务自 2018 年投产开始，每年均扩产，2021 年扩产三次。

图表 41：2021 年公司各产品产量及增速



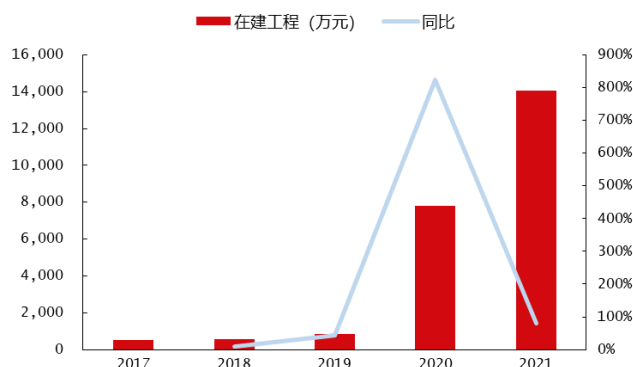
数据来源：公司年报，国联证券研究所

图表 42：2021 年公司各产品销量及增速

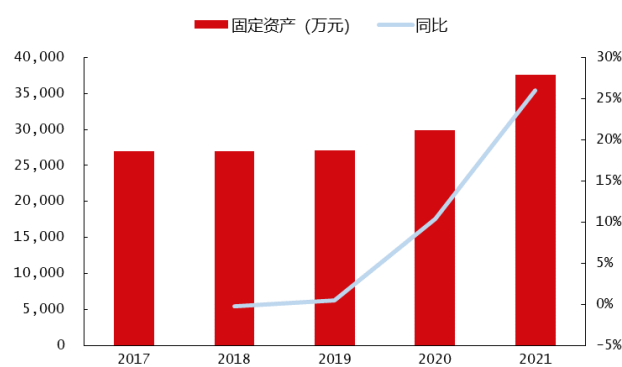


数据来源：公司年报，国联证券研究所

公司在建工程投入显著增加，固定资产增速加快。近两年在建工程较前期显著提升，体现了公司对提升产能的投入逐渐加快，2021 年在建工程为 1.41 亿元，同比增长 79.97%，近三年复合增长率高达 307.69%。2017-2019 年公司固定资产年复合增长率不足 0.10%，2020 年同比增长 10.41%，2021 年同比增长 26.01%，2021 年固定资产投资为 3.8 亿元，占总投资支出的 29.4%。固定资产增加主要是因为扶风新厂区建设项目部分完工转固所致，固定资产增速快为后续产能爬坡释放业绩打下基础。

图表 43：2020-2021 年在建工程投入显著增加


数据来源：iFind，国联证券研究所

图表 44：公司近几年固定资产增速加快


数据来源：iFind，国联证券研究所

3.3 公司聚焦高端铜合金材料细分领域

公司专注于高强高导铜合金、中高压电接触材料及制品等细分领域，未来期望在各细分赛道做到行业领先。目前博威合金为国内高端铜合金材料加工龙头，主要产品可分为精密板带、精密棒材、精密线材和高性能精密细丝四大类，高端铜材除高强高导铜合金外，还包括高导易切削合金、耐磨耐腐蚀合金、无铅环保易切削合金、高速易切削合金、高精密可锻合金，产品线广，目前公司在高强高导铜合金领域还未涉及生产板带材业务。国外该领域领先企业起步早，技术成熟，产品种类丰富，在全球具有高品牌知名度，例如德国维兰德、德国 KME，均为知名的铜合金产品和相关解决方案的综合性供应商，材料体系丰富，产品类型多，可满足客户一站式采购需求，在多个国家具有生产基地。

图表 45：该行业领先公司业务体系丰富

| 公司名称 | 公司简介 | 主要产品 |
|----------------|---|-----------------------------|
| 德国维兰德 | 成立于 1820 年，全球知名的铜合金产品和相关解决方案的综合性供应商。 | 镍铜合金、铜锰合金和高性能铜合金。 |
| 德国 KME | 全球知名的铜合金产品和相关解决方案的综合性供应商，尤其是向建筑应用领域中各种客户提供适合的解决方案。 | 黄铜制品、管道系统、轧制品和特殊产品。 |
| 宁波博威合金材料股份有限公司 | 成立于 1993 年，主营铜合金产品和光伏产品，目前已经建成高强高导铜合金产能 2,000 吨，在建设产能 14,100 吨。 | 黄铜、白铜、青铜、银铜合金、铜镍硅、铜铁磷、铬锆铜等。 |
| 中铝洛阳铜业有限公司 | 成立于 2005 年，由中国铝业集团有限公司控股，目前，高强高导铜合金产品主要为 C18200，应用于焊接行业制造电极。 | 紫铜、黄铜、白铜、青铜、铝板带、镁板带等。 |
| 烟台万隆真空冶金 | 成立于 2002 年。主营产品包括铜材、机 | 主营产品包括铜材、机电设备部件、冶金设 |

| | | |
|--------|--|---|
| 股份有限公司 | 电设备部件、冶金设备部件、非晶材料、磁性材料、有色铸轧部件、有色冶炼冷却部件等。其中铜材产品包括电极合金材料、铬锆铜缝焊轮、铬锆铜棒等。 | 备部件、非晶材料、磁性材料、有色铸轧部件、有色冶炼冷却部件等。其中铜材产品包括电极合金材料、铬锆铜缝焊轮、铬锆铜棒等。 |
|--------|--|---|

数据来源：招股说明书，国联证券研究所

公司在多个领域技术层面基本已达到行业领先水平。公司研发制造的高强度高导铜合金端环、导条以及中高压电接触材料及制品解决了国家轨道交通与国家电网建设关键材料依赖进口的问题，中高压电接触材料及制品已经实现了国内铜铬触头市场占有率领先。同时公司是我国批量化制备高性能金属铬粉的主要企业，处理技术与关键参数世界领先。公司是国内少数可以提供 CT 与 DR 球管零组件的企业，也是全球首家成功开发高铁含量铜铁合金材料并批量生产的企业。公司目标是全国市占率 70% 以上，全球市占率 50% 以上，成为该细分领域的全球头部企业。

图表 46：公司各项业务技术成熟，并供应国内外知名企业

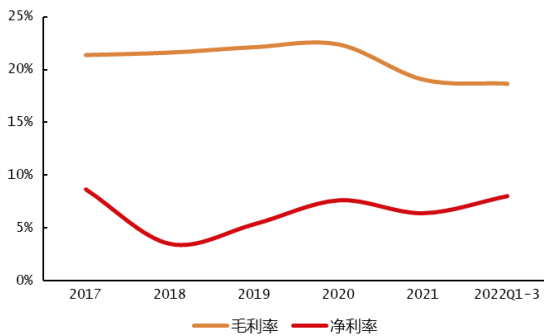
| 应用业务 | 核心技术 | 形成时间 | 产业化情况 |
|---------------|--------------------|-----------|--|
| 高强度高导铜合金材料及制品 | 1、牵引电机转子端环和导条制造技术 | 2006-2013 | 大规模产业化，实现对通用电气、阿尔斯通、中国中车等国内外大型企业的批量化供应 |
| | 2、非真空下引连铸铬锆铜扁锭制造技术 | 2018-2020 | |
| | 3、真空熔炼铸锭制造技术 | 2006-2013 | 获得小批量订单 |
| | 4、液体火箭发动机燃烧室内衬制造技术 | 2021 | |
| 中高压电接触材料及制品 | 1、真空熔铸制造技术 | 2000-2010 | 大规模产业化，实现对西门子、ABB、伊顿、西电集团等国内外大型企业的批量供应 |
| | 2、真空自耗电弧熔炼技术 | 2013-2021 | |
| | 3、真空熔渗制造技术 | 1995-2000 | |
| | 4、混粉烧结制造技术 | 2018-2019 | |
| | 5、3D 打印制造技术 | 2019-2021 | |
| 高性能金属铬粉 | 1、低温液氮研磨制造技术 | 1997-2010 | 已产业化，除了内部供应外，还实现了对德国 GfE、西门子、西部超导的供应 |
| | 2、等离子脱氧制造技术 | 2014-2017 | |
| | 3、射频等离子球化制造技术 | 2014-2016 | |
| CT 和 DR 球管零组件 | 1、表面材料处理技术 | 2015-2021 | 已产业化，实现了对 CT 设备主要国际企业西门子、国产化设备厂商上海联影等的供应 |
| | 2、旋转阳极转子钎焊技术 | | |
| | 3、金属管壳材料及塑性变形加工技术 | | |
| | 4、异质金属连接技术 | | |
| 新一代铜铁合金材料 | 1、真空感应熔炼制造技术 | 2019-2021 | 已经小批量供货，产能建设中 |
| | 2、真空自耗电弧熔炼制造技术 | | |
| | 3、非真空熔炼及连铸制造技术 | | |
| | 4、非真空下引连铸扁锭制造技术 | | |
| 光模块芯片基座 | 1、光模块芯片基座制造技术 | 2021 | 已经小批量供货，产能建设中 |

数据来源：公司年报，国联证券研究所

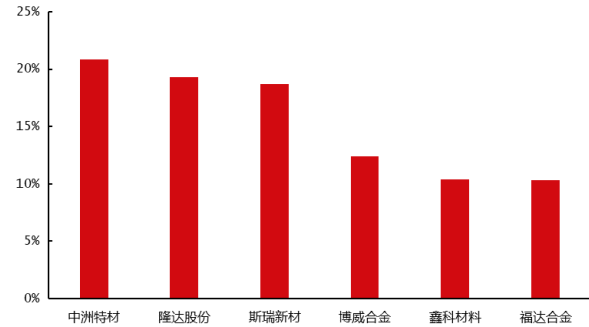
4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 财务分析：公司经营稳健，净利率稳步提升

公司净利率位于行业前列，未来盈利水平将进一步提升。2021 年公司毛利率为 19.08%，净利率为 6.42%，2022 年 Q3 毛利率为 18.69%，净利率为 8.04%，净利率水平进一步提升，受铜材价格上涨、产品结构变化等因素的影响，毛利率有所下滑，但仍居于行业领先水平。2018-2021 年公司净利润复合增长率达 54%，营业收入复合增长率达 25%，随着未来公司定位逐渐转向更高附加值的零件、组件，原材料价格趋于稳定，预计毛利率可高达 30%，公司盈利水平将进一步提升。

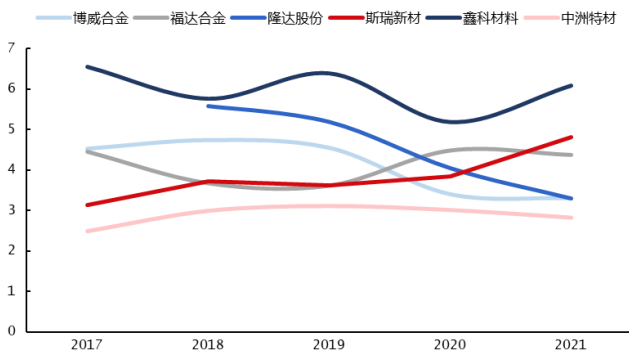
图表 47：公司净利率水平不断提升


数据来源：iFinD, 国联证券研究所

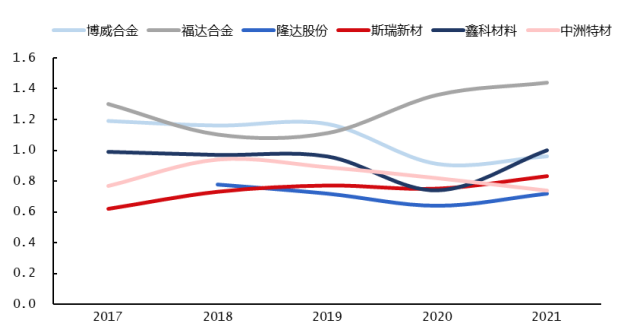
图表 48：2022Q1-3 公司毛利率水平居于行业前列


数据来源：iFinD, 国联证券研究所

公司存货周转率与总资产周转率高，营运能力强。公司 2021 年存货周转率为 4.81 次，存货周转天数为 92.6 天，2020-2021 年存货周转率大幅提升，销售能力提高，变现能力增强，随着募投项目高周转产品铸锭逐步投产，投资回报水平有望进一步提高。公司 2021 年总资产周转率为 0.83，近几年稳步增长，资产管理质量提高，总资产周转速度加快，销售能力强劲。

图表 49：公司存货周转率位于行业前列


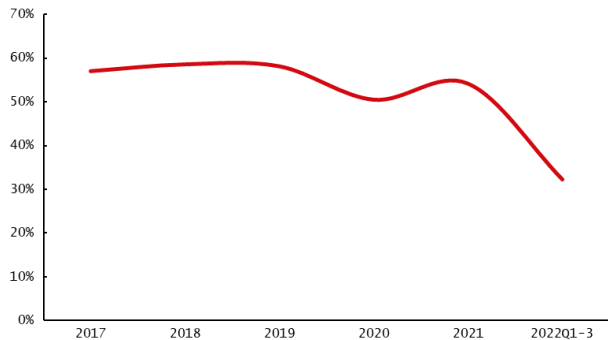
数据来源：iFinD, 国联证券研究所

图表 50：公司资产周转水平稳步提升


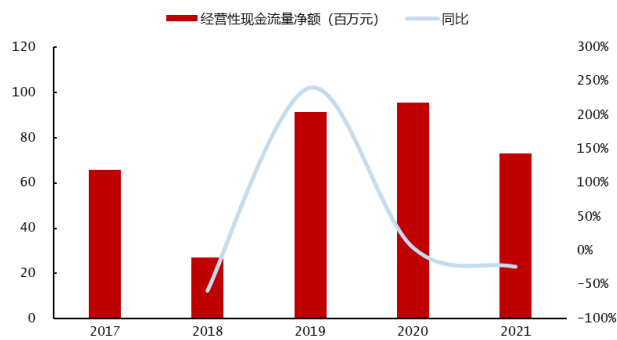
数据来源：iFinD, 国联证券研究所

公司发行新股后资产负债率进一步降低，资本结构优化。公司资产负债率水平从 2019 年的 58.11% 降低到 2022 年 Q3 32.17%，对比同行业博威合金 2022 年 Q3 资产负债率为 56.03%，福达合金 51.59%，鑫科材料 53.44%，公司资产负债率处于较低水平，资本成本较低。公司现金流充沛，2019 年经营性现金流大幅增长，2019 年、2020 年和 2021 年经营性现金流分别为 9,143 万元、9,574 万元以及 7,304 万元。

图表 51：公司资产负债率呈下降趋势
图表 52：公司在手现金充沛



数据来源：iFinD, 国联证券研究所



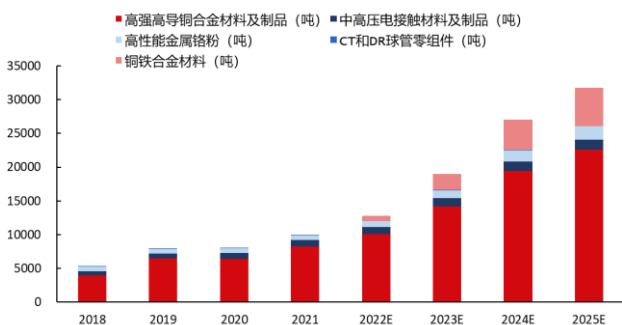
数据来源：iFinD, 国联证券研究所

4.2 产能分析：募投项目投产及多个细分领域产能扩增，成长可期

公司募投项目将提升高强高导铜合金材料及制品产能近 3 倍，同时新增铜铁合金产能。2021 年产能数据根据产量估算，假设高强高导铜合金材料及制品、高性能金属铬粉、球管零部件产能利用率为 100%，中高压电接触材料及制品产能利用率为 83%，公司 2021 年总产能约 1 万吨。公司一期募投项目已达到批量化投产条件，预计 2022 年末到 2023 年年初高强高导铜合金材料及制品产能可达 1.2 万吨，铜铁合金材料 1,500 吨，预计 2024 年年末产能完全释放，2025 年高强高导铜合金材料及制品可达 3.2 万吨左右。

其他多个领域也启动增产计划。公司中高压触头启动五年倍增计划，2021 年产能约为 1000 万片，预计在 2026 年达到 2000 万片左右。高性能金属铬粉目前产能约 1,000 吨，公司于 2021 年启动年产 2,000 吨金属铬粉计划，目前已经投产，预计 2024 年达产，CT 和 DR 球管零组件也于 2021 年启动产能倍增计划。

图表 53：2025 年公司产能将突破 3 万吨



数据来源：iFinD, 公司公告, 国联证券研究所

图表 54：募投项目建设铬铜合金与铜铁合金产能

| 类型 | 具体产品 | 数量 (吨) |
|--------|------------|--------|
| 铬铜合金材料 | 铸锭 | 8000 |
| | 上引杆棒线 | 2600 |
| | 电力/轨道/铸件产品 | 1800 |
| | 毛坯 | 1600 |
| | 粉末 | 300 |
| | 合计 | 14300 |
| 铜铁合金材料 | 板带 | 3600 |
| | 杆棒线 | 1800 |
| | 粉末 | 300 |
| 合计 | 5700 | |

数据来源：招股说明书, 国联证券研究所

4.3 盈利预测

假设：1) 公司高强高导铜合金端环导条主要用于新能源汽车连接器，而近几年新能源汽车渗透率提升；2) 公司处于扩产时期，目前扶风一期建设项目已经接近尾声，其他细分业务也开始扩产计划，未来产能将大幅提升；3) 暂时不考虑公司外延并购。

根据图表 17 及 26，我们预计公司在 2022-2024 年的营业收入分别为 9.94、15.85、21.79 亿元，对应增速分别为 2.61%、59.52%、37.45%

图表 55：未来三年公司总营收复合增长率预计为 34.53%

| 项目(百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 高强高导铜合金材料及制品 | 272.53 | 483.16 | 507.32 | 913.17 | 1369.76 |
| 增速 | 28.72% | 77.29% | 5.00% | 80.00% | 50.00% |
| 中高压电接触材料及制品 | 202.62 | 231.54 | 245.43 | 368.15 | 441.78 |
| 增速 | 8.42% | 14.27% | 6.00% | 50.00% | 20.00% |
| 主营其他 | 93.6 | 111.14 | 98.91 | 103.86 | 109.05 |
| 增速 | 15.96% | 18.74% | -11.00% | 5.00% | 5.00% |
| 其他业务收入 | 74.76 | 84.39 | 74.26 | 77.98 | 81.88 |
| 增速 | 18.86% | 12.88% | -12.00% | 5.00% | 5.00% |
| 高性能金属铬粉 | 22.07 | 31.66 | 36.73 | 66.11 | 92.55 |
| 增速 | 28.61% | 43.45% | 16.00% | 80.00% | 40.00% |
| 医疗影像零组件 | 15.09 | 26.41 | 30.95 | 55.71 | 83.57 |
| 增速 | 140.67% | 75.02% | 17.20% | 80.00% | 50.00% |
| 合计 | 680.67 | 968.29 | 993.61 | 1584.98 | 2178.59 |
| 增速 | 20.33% | 42.26% | 2.61% | 59.52% | 37.45% |

数据来源：iFinD, 国联证券研究所测算

4.4 公司估值与投资评级

PE 估值法：预计公司 2022-2024 年归属母公司净利润分别为 0.78/1.44/2.09 亿元，3 年 CAGR 为 48.86%。对应 EPS 分别为 0.19/0.36/0.52 元/股。2023 年行业 PE 均值为 34.0，考虑到公司业务聚焦高端铜合金材料，下游对接诸多快速发展行业，未来营收有较大提升空间，给予公司对应 2023 年 55 倍 PE，目标价 19.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 56：可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 市价(元) | PE | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2022E | 2023E | 2024E |
| 688231.SH | 隆达股份 | 30.15 | 38.8 | 24.2 | 16.6 |
| 300811.SZ | 铂科新材 | 92.50 | 52.3 | 35.1 | 25.6 |
| 300855.SZ | 图南股份 | 43.85 | 52.2 | 38.5 | 28.8 |
| 300034.SZ | 钢研高纳 | 37.71 | 50.7 | 34.5 | 24.7 |
| | 平均 | | 48.5 | 33.1 | 23.9 |
| 688102.SH | 斯瑞新材 | 15.83 | 101.5 | 55 | 37.9 |

数据来源：iFinD、国联证券研究所。注：PE 数据来自 iFinD 预测，收盘价取 2023 年 4 月 11 日收盘价

5. 风险提示

(1) 成本增加风险。公司的主要原材料是铜材，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，则可能会给公司生产经营带来不利影响。

(2) 技术升级迭代风险。公司现有的材料制备技术存在被新的工艺技术路线替代的可能，如果公司今后未能准确把握行业技术发展趋势并制定新技术的研究方向，或研发速度不及行业技术更新速度，将对公司的竞争能力和持续发展产生不利影响。

(3) 研发失败风险。新材料的研发具有投入大、客户认证周期长和试验验证风

险大等特点,公司在研发过程中存在无法突破关键技术或产品性能不达标等研发失败风险。

(4) 行业波动风险。公司在细分领域市场较为稳定,行业、客户忠诚度高,但是受国际政治经济环境影响、颠覆性技术影响、下游产业技术进步影响,存在行业风险。

(5) 募投项目业绩不达预期。受市场环境变化等问题的影响,公司募投项目可能出现项目延期、完工后市场营销乏力、业务管理不善等问题。

财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 单位:百万元 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 200 | 172 | 439 | 427 | 469 | 营业收入 | 681 | 968 | 994 | 1,585 | 2,179 |
| 应收账款+票据 | 158 | 173 | 217 | 346 | 475 | 营业成本 | 528 | 784 | 786 | 1,242 | 1,696 |
| 预付账款 | 4 | 9 | 6 | 9 | 13 | 税金及附加 | 6 | 7 | 8 | 13 | 18 |
| 存货 | 141 | 185 | 211 | 334 | 456 | 营业费用 | 17 | 17 | 26 | 41 | 57 |
| 其他 | 76 | 74 | 95 | 152 | 208 | 管理费用 | 54 | 81 | 82 | 130 | 179 |
| 流动资产合计 | 578 | 613 | 969 | 1,268 | 1,622 | 财务费用 | 24 | 25 | 13 | 5 | 3 |
| 长期股权投资 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 资产减值损失 | -1 | -2 | -2 | -3 | -4 |
| 固定资产 | 299 | 381 | 477 | 432 | 387 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 78 | 141 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 65 | 98 | 96 | 94 | 92 | 其他 | 9 | 14 | 9 | 8 | 8 |
| 其他非流动资产 | 34 | 45 | 42 | 39 | 38 | 营业利润 | 60 | 66 | 86 | 158 | 229 |
| 非流动资产合计 | 479 | 668 | 617 | 567 | 519 | 营业外净收益 | 0 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 资产总计 | 1,057 | 1,280 | 1,586 | 1,835 | 2,141 | 利润总额 | 59 | 65 | 85 | 157 | 228 |
| 短期借款 | 139 | 218 | 0 | 0 | 0 | 所得税 | 7 | 3 | 8 | 14 | 20 |
| 应付账款+票据 | 80 | 85 | 109 | 172 | 234 | 净利润 | 52 | 62 | 78 | 144 | 208 |
| 其他 | 193 | 135 | 208 | 329 | 449 | 少数股东损益 | 0 | -1 | 0 | 0 | -1 |
| 流动负债合计 | 412 | 438 | 316 | 500 | 683 | 归属于母公司净利润 | 52 | 63 | 78 | 144 | 209 |
| 长期带息负债 | 60 | 221 | 164 | 110 | 60 | 财务比率 | | | | | |
| 长期应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 其他 | 61 | 34 | 34 | 34 | 34 | 成长能力 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 121 | 255 | 198 | 145 | 94 | 营业收入 | 20.34% | 42.26% | 2.61% | 59.52% | 37.45% |
| 负债合计 | 533 | 693 | 515 | 645 | 777 | EBIT | 50.05% | 8.97% | 7.87% | 65.75% | 42.04% |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 | EBITDA | 36.07% | 11.97% | 16.24% | 43.41% | 30.80% |
| 股本 | 360 | 360 | 400 | 400 | 400 | 归母净利润 | 70.84% | 21.60% | 22.92% | 85.02% | 45.06% |
| 资本公积 | 57 | 57 | 436 | 436 | 436 | 获利能力 | | | | | |
| 留存收益 | 107 | 170 | 234 | 354 | 528 | 毛利率 | 22.39% | 19.08% | 20.86% | 21.62% | 22.13% |
| 股东权益合计 | 524 | 587 | 1,071 | 1,190 | 1,363 | 净利率 | 7.64% | 6.42% | 7.81% | 9.06% | 9.56% |
| 负债和股东权益总计 | 1,057 | 1,280 | 1,586 | 1,835 | 2,141 | ROE | 9.95% | 10.80% | 7.27% | 12.10% | 15.32% |
| | | | | | | ROIC | 14.29% | 14.86% | 9.55% | 16.76% | 20.60% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债 | 50.45% | 54.13% | 32.46% | 35.14% | 36.31% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.40 | 1.40 | 3.06 | 2.54 | 2.37 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.92 | 0.82 | 2.16 | 1.63 | 1.46 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 4.83 | 6.12 | 5.12 | 5.12 | 5.12 |
| | | | | | | 存货周转率 | 3.75 | 4.23 | 3.72 | 3.72 | 3.72 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.64 | 0.76 | 0.63 | 0.86 | 1.02 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 0.13 | 0.16 | 0.19 | 0.36 | 0.52 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 0.24 | 0.18 | 0.37 | 0.18 | 0.33 |
| | | | | | | 每股净资产 | 1.31 | 1.47 | 2.68 | 2.98 | 3.41 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 121.53 | 99.94 | 81.30 | 43.94 | 30.29 |
| | | | | | | 市净率 | 12.09 | 10.79 | 5.91 | 5.32 | 4.64 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 56.02 | 52.34 | 41.39 | 28.94 | 22.01 |
| | | | | | | EV/EBIT | 76.62 | 73.55 | 62.69 | 37.92 | 26.55 |

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年4月11日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695