



TK Capital Group
德肯資產管理股份有限公司

德肯投資研究報告

個股分析：斯瑞新材（688102）

2026年6月16日

TK Capital Group

德肯資產管理股份有限公司

摘要

截至 2026 年 6 月，對斯瑞新材（688102）的綜合分析顯示，其本質上是一家以高性能銅合金技術為核心平臺，正從傳統領域的「隱形冠軍」向高增長新興領域進行「技術同心圓」式擴張的解決方案提供商。公司業務結構健康，營收主要由高強高導銅合金材料（佔比約 44.5%）構成，而利潤則得益於全球市佔率約 50%的中高壓電接觸材料（毛利率 29.45%）這一核心現金牛，以及更高附加值的醫療影像（毛利率 35.75%）和商業航天（毛利率超 35%）等新興業務，驅動其淨利潤增速持續高於營收增速，盈利質量不斷優化。

公司的核心競爭力在於其「材料-零件-組件」一體化能力，使其在商業航天（液體火箭發動機推力室內壁材料全球僅兩家供應商）、高端醫療（CT 球管零組件核心供應商）和光模塊（切入 800G/1.6T 供應鏈）等高景氣賽道成功卡位，深度受益於國產替代與 AI 算力等宏觀趨勢。展望 2026-2028 年，公司增長路徑清晰：2026-2027 年上半年將由商業航天、醫療影像等業務的產能釋放驅動業績高速兌現；而 2027 年下半年至 2028 年的增長斜率則將取決於可控核聚變等前沿技術的商業化驗證，成功與否將決定其能否打開遠期增長天花板，實現從細分市場冠軍到平臺型新材料巨頭的關鍵躍遷。

目錄

1. 公司概況與財務表現基準.....	4
財務表現概覽.....	4
研發投入與資產結構.....	4
核心業務板塊構成.....	4
2. 核心產品線財務貢獻與盈利能力分析.....	6
2.1 高強高導銅合金材料及制品.....	6
2.2 中高壓電接觸材料及制品.....	6
2.3 高性能金屬鉻粉.....	7
2.4 醫療影像零組件.....	7
2.5 光模塊組件與商業航天部件.....	8
3. 各產品線對應中國市場規模與未來產業前景.....	10
3.1 醫療影像設備與 CT 球管市場.....	10
3.2 光模塊與數據中心液冷市場.....	11
3.3 商業航天產業前景.....	12
3.4 其他核心業務市場驅動.....	12
4. 產品技術競爭力與國內外同業比較.....	13
4.1 高強高導銅合金技術護城河.....	13
4.2 中高壓電接觸材料的絕對領先地位.....	13
4.3 醫療影像零組件與高性能金屬鉻粉的獨特優勢.....	13
4.4 新興領域（光模塊、商業航天）的技術卡位與壁壘.....	14
5. 公司在未來新材料產業演進中的地位與戰略方向.....	15
6. 2026-2028 年發展推演與關鍵驅動因素.....	17
業績預測與增長動能分解.....	17
2026-2027 H1：新興業務規模化驅動的業績兌現期.....	17
2027 H2-2028：商業化驗證決定增長斜率的關鍵平臺期.....	18
關鍵驅動因素與潛在風險.....	19
7. 總結與展望：從隱形冠軍到平臺型新材料巨頭的躍遷之路.....	20
7.1 核心發現：技術平臺化驅動的高質量增長模型.....	20
7.2 未來定位：國家供應鏈自主可控的關鍵參與者.....	20
7.3 2026-2028 年發展推演：從確定性放量到技術驗證驅動的非線性增長.....	20
7.4 投資視角下的核心預期差與風險研判.....	21

1. 公司概況與財務表現基準

斯瑞新材的本質是一家以高性能銅合金為核心技術平臺的隱形冠軍，其傳統業務的全球領導地位為新興業務的爆發提供了堅實的現金流與研發基石。

財務表現概覽

公司自 2021 年以來進入穩健增長通道，盈利能力持續增強。2025 年實現營收 15.72 億元，歸母淨利潤 1.48 億元，同比增速分別為 18.19% 和 29.20%。進入 2026 年，增長進一步提速，第一季度營收與淨利潤同比增幅分別達到 28.75% 和 33.24%，顯示新興業務已進入業績兌現期。更關鍵的指標是，公司扣除非經常性損益的淨利潤增速持續高於營收增速，如 2025 年扣非淨利潤增速達 34.74%，這反映了其產品結構正由傳統領域向高附加值的新興領域優化，內生盈利能力得到實質性提升。

營收與利潤增長軌跡 (2021-2026.Q1)

財務指標	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 Q1
營業收入 (億元)	9.68	9.94	11.80	13.30	15.72	4.43
營收同比 (%)	42.26%	2.69% (計算值)	18.73% (計算值)	12.73%	18.19%	28.75%
歸母淨利潤 (億元)	0.63	0.78	0.98	1.14	1.48	0.43
淨利潤同比 (%)	21.60%	24.98% (計算值)	26.04% (計算值)	16.17%	29.20%	33.24%

研發投入與資產結構

公司維持高強度研發投入以驅動技術迭代與新業務拓展，研發費用率穩定在 5%-6% 的行業領先水平。2025 年前三季度研發投入同比增長 31.31%，主要用於商業航天、光模塊、醫療影像等領域的自主研發項目。資產負債表方面，公司於 2025 年完成定向增發，募集資金主要用於產能擴張，導致總資產與淨資產規模顯著增長。同時，公司在建工程與固定資產持續投入，為後續的商業航天、醫療影像等業務的產能釋放提供了硬件保障。

核心業務板塊構成

公司以高強高導銅合金材料技術為底層邏輯，構建了六大產品線，服務於電力電子、軌道交通、航空航天、醫療影像及半導體等多個高端製造領域。其業務結構正從傳統的「現金牛」業務向高增長的「明星」業務演進，形成了雙輪驅動的健康格局。

- **高強高導銅合金材料及製品**：作為公司營收佔比最高的業務（2025 上半年佔比達 49.54%），該板塊不僅是公司技術的基礎平臺，也是向商業航天、可控核聚變等新興領域延伸的起點。
- **中高壓電接觸材料及製品**：公司的起家業務和核心現金牛，全球市場佔有率約 50%，為其他業務的研發和擴張提供穩定的利潤與現金流支持。
- **高性能金屬鎢粉**：核心原材料的自產能力不僅保障了供應鏈安全，還通過對外銷售開闢了第二增長曲線，2025 年收入同比大幅增長 73.76% [Essentials]。
- **醫療影像零組件**：受益於高端醫療設備國產替代浪潮，該板塊成為公司毛利率最高的業務之一，2025 年毛利率達 35.75% [Essentials]，並通過擴產項目持續放量。
- **光模塊組件與商業航天部件**：這兩大板塊是公司未來增長的核心引擎。光模塊組件業務已切入 800G/1.6T 供應鏈 [Essentials]，而商業航天部件已從技術驗證階段邁入批量交付階段，成為公司最明確的增長點。

本章對公司基本盤的梳理揭示了其從單一材料供應商向平臺型新材料解決方案提供商演進的堅實基礎。接下來，我們將深入剖析各核心產品線的財務貢獻與盈利能力，以量化數據揭示其增長的質量與潛力。

2. 核心產品線財務貢獻與盈利能力分析

斯瑞新材的盈利能力分化揭示了其清晰的戰略圖譜：高強高導銅合金構成營收基底，而商業航天、醫療影像等新興業務則憑藉高技術壁壘貢獻了超額利潤，成為驅動公司價值增長的核心引擎。

公司 2025 年實現營收 15.72 億元（同比+18.19%），歸母淨利潤 1.48 億元（同比+29.20%），淨利潤增速顯著高於營收增速，反映出產品結構正向高附加值領域優化。綜合毛利率穩定在 24% 左右，其波動通過 **定價模式** 與 **成本管理** 策略有效對衝：一方面，採用 **敞口定價**（原材料波動不影響加工費）與 **閉口定價**（價格聯動機制）結合的模式；另一方面，運用期貨、期權等金融工具管理以銅為主的原材料成本風險。新興業務已成為增長主動力，特別是商業航天領域，2025 年新籤訂單 2.37 億元（同比+121%），截至 2026 年一季度末，待交付訂單已達 3.62 億元，其中 70% 鎖定在 2026 年上半年交付。

2.1 高強高導銅合金材料及製品

營收結構：2025 年收入 6.99 億元（同比+18.24%），佔總收入比重約 44.5%，是公司的營收基石；毛利率為 22.24%，同比提升 1.90 個百分點。

技術路徑與應用：作為基礎材料平臺，產品以銅鉻鋯（CuCrZr）、銅鉻鈮（CuCrNb）合金為核心，服務於新能源汽車、5G 通信、消費電子等多個領域。其核心競爭力在於將材料性能與極端工況需求深度耦合，尤其在商業航天和前沿能源領域取得關鍵突破。

- **商業航天**：作為液體火箭發動機推力室內壁的核心材料，其高溫穩定性、耐熱性和優越的導熱性是實現發動機重複使用的關鍵。產品已通過藍箭航天「朱雀三號」的多次發射驗證，並深度綁定九州雲箭、深藍航天等頭部客戶。
- **可控核聚變**：憑藉在極端環境下的材料表現，公司已開發並成功為新奧科技、星環聚能、能量奇點等國內可控核聚變裝置研發單位提供關鍵部件配套。

2.2 中高壓電接觸材料及製品

盈利能力：2025 年收入 3.66 億元（同比+9.50%），毛利率為 29.45%，同比提升 0.92 個百分點，是公司穩健的利潤來源。

市場地位與客戶：公司在該領域擁有絕對領先地位，國內市場佔有率超 60%，全球市場份額約 50%。產品被認定為「製造業單項冠軍產品」，並獲得國家科技進步二等獎。客戶已全面覆蓋全球頂級電氣設備商，包括西門子、ABB、施耐德、伊頓以及國內的兩大電網核心企業（西電集團、平高電氣）。

技術驅動：增長邏輯深度綁定全球「雙碳」目標下的電力投資浪潮。公司通過持續研發鞏固技術壁壘，例如，自主研發的 CuCr 電觸頭 3D 列印技術，以及參與國家 800 千伏/80 千安大容量交流斷路器新型弧觸頭材料的重點研發計劃，不斷強化其在特高壓等高端市場的技術領先性。

2.3 高性能金屬鉻粉

業績表現：2025 年收入 0.74 億元，同比大幅增長 73.76%，主要受益於高端應用領域的國產替代進程加速；毛利率為 18.01%，同比提升 0.93 個百分點。

技術獨特性：公司是國內首家成功應用 **低溫液氮研磨技術** 批量製造高性能金屬鉻粉的企業，產品純度可達 99.95% 以上，氧、氮、硫等雜質含量極低，達到國際先進水平。該技術為公司構築了獨特的成本與性能優勢。

下游應用：產品不僅滿足內部電觸頭材料需求，更廣泛應用於高端高溫合金、高純靶材等高附加值領域。客戶已拓展至德國 GfE、西門子及西部超導等國內外龍頭企業。公司擁有 2000 噸鉻粉產能，為業務擴張提供支撐。

2.4 醫療影像零組件

盈利能力：2025 年收入 0.88 億元（同比+46.43%），增速在各業務板塊中領先；毛利率高達 35.75%，同比提升 5.35 個百分點，是公司當前盈利能力最強的業務。

市場定位：公司是國內 CT/DR 球管零組件市場的重要供應商，深度受益於高端醫療設備國產化替代趨勢。主要客戶覆蓋西門子醫療、聯影醫療、崑山醫源、麥默真空等行業巨頭，並已成為部分客戶的戰略合作供應商。

產能擴張與新業務：為滿足市場需求，公司正推進 **年產 3 萬套醫療影像零組件擴產項目**。同時，成功將技術從 CT 球管零組件延伸至用於腫瘤放療的 **直線加速器零組件** 新業務，該產品已通過國際知名公司醫科達的小批量驗證。

2.5 光模塊組件與商業航天部件

這兩大業務是公司最核心的增長引擎，已在 2025 年實現規模化收入貢獻，並展現出強勁的放量態勢。

光模塊組件

- **產品與客戶：**核心產品為鎢銅基座、銅合金殼體，主要用於解決高速率光模塊的散熱瓶頸。公司已與菲尼薩、天孚通信、環球廣電、索爾思等頭部廠商建立合作關係，並向其小批量供應 800G、1.6T 光模塊組件。
- **技術路徑：**當前鎢銅材料可滿足 400G 至 1.6T 速率需求，並為應對未來更高速率（如 3.2T）布局了性能更優的 **銅金剛石材料** 的研發。

商業航天部件

- **核心產品：**液體火箭發動機 **推力室內壁**，是火箭發動機的「心臟」部件，技術壁壘極高。
- **財務貢獻：**2025 年該業務實現收入 4795.89 萬元（同比+59.00%），毛利率超過 35%。
- **產能與效率：**公司正加速推進 **推力室產業化項目**，一期規劃年產 500 套內壁及 200 套噴注器面板。通過技術迭代，產品良品率已提升至 92%，保障了規模化交付能力。
- **客戶驗證：**產品已通過藍箭航天、九州雲箭、深藍航天乃至國家隊型號的多次試車與發射驗證，確立了在國內供應鏈中的核心地位。

3. 各產品線對應中國市場規模與未來產業前景

斯瑞新材的核心增長邏輯在於其材料技術平臺與多個高景氣下遊產業的深度耦合，這些產業的宏觀趨勢為公司提供了確定性的長期增長賽道。

3.1 醫療影像設備與 CT 球管市場

高端醫療設備國產化替代浪潮為斯瑞新材的醫療影像零組件業務提供了確定性極強的增長背景。CT 球管作為核心高值耗材，其市場規模與 CT 保有量和掃描頻率直接相關。

市場規模與增長驅動：全球旋轉陽極 X 射線管市場（CT 球管為核心構成）預計從 2025 年的 13.7 億美元增長至 2034 年的 23.6 億美元，年複合增長率（CAGR）為 6.2%。中國市場增長動力更為強勁，主要源於分級診療政策推動的基層醫療機構採購需求，以及大型醫院和獨立影像中心對高端 CT 的更新換代。CT 球管佔整機成本的 30% 以上，其市場直接受益於 CT 設備的普及與升級。

國產替代空間：儘管國產 CT 整機廠商已實現突破，但核心部件如 CT 球管仍高度依賴進口，國產化率不足 5%。國內企業如聯影醫療、崑山醫源、麥默真空等已在 2018 年後陸續實現 CT 球管的技術突破，但在高端產品線上仍與國際巨頭存在差距。國家「十四五」規劃等政策明確支持高端醫療設備核心部件的自主可控，為斯瑞新材等國內供應商創造了歷史性機遇。斯瑞新材作為國內 CT/DR 球管零組件的重要供應商，其年產 3 萬套醫療影像零組件的擴產項目，將直接受益於這一確定性極高的國產替代進程。

3.2 光模塊與數據中心液冷市場

AI 算力需求引爆了高速光模塊與數據中心液冷市場，斯瑞新材的光模塊散熱組件業務正處在這一超級周期的核心賽道。

光模塊市場爆發：AI 服務器對網絡帶寬的極致要求，驅動光模塊速率從 400G 向 800G/1.6T 甚至 3.2T 迭代。2025 年被視為 1.6T 光模塊的商用元年，LightCounting 預測 2025 年全球 800G 光模塊出貨量將同比翻倍，達到 1800-1990 萬隻。中商產業研究院預測，2025 年中國光模塊市場規模將接近 700 億元。這一輪技術升級不僅帶來了量的增長，更顯著提升了光模塊的功耗，使得散熱成為核心技術瓶頸，直接拉動了對斯瑞新材高性能鎢銅/銅合金基座及殼體的需求。

液冷市場高速增長：隨著單機櫃功率密度突破 30-50kW，傳統風冷方案已達瓶頸，液冷技術成為必然選擇。全球數據中心液冷市場規模預計從 2026 年的 40.7 億美元增長至 2033 年的 276.5 億美元，CAGR 高達 31.5%。中國市場同樣高速增長，2025 年中國液冷服務器市場規模預計達到 33.9 億美元，同比增長 42.6%。斯瑞新材的高導熱銅合金材料，作為液冷解決方案中的關鍵散熱部件，將深度受益於這一長期趨勢。

3.3 商業航天產業前景

商業航天產業正從國家任務驅動轉向市場盈利驅動，運力成本的下降是核心變量，斯瑞新材的液體火箭發動機部件業務直接受益於這一產業拐點。

市場規模與發射頻次激增：中國商業火箭發射服務市場規模預計從 2025 年的 102.6 億元增長至 2030 年的 473.9 億元，CAGR 高達 35.8%。這一增長主要由低軌通信星座（如 Starlink、G60 星鏈）的密集部署拉動，高頻、常態化的發射需求成為新常態。發動機作為火箭價值量最高的部分，佔比達 54%，是產業鏈的核心環節。

可復用技術提升單機價值：可重複使用火箭技術的成熟是降低發射成本的關鍵路徑。隨著火箭復用次數從個位數向數十次演進，推力室、噴管等關鍵部件作為高溫耗材，其更換頻率和單次發射的價值量將顯著提升。斯瑞新材生產的液體火箭發動機推力室內壁，是承受極端高溫的核心部件，其需求將隨發射頻次和復用次數的增加而呈現非線性增長。公司的產能規劃（年產 1100 套計劃）與券商對國內火箭噴管用銅合金材料市場規模的預測（2025 年國內約 7.01 億元），共同印證了該業務的巨大潛力。

3.4 其他核心業務市場驅動

斯瑞新材的傳統優勢業務與新興布局同樣錨定在國家長期戰略支持的產業趨勢上。

中高壓電接觸材料：在「雙碳」目標驅動下，全球電網投資持續增長，無論是新能源併網、特高壓輸電還是智能電網改造，都對高性能、長壽命的真空開關提出了更高要求。斯瑞新材作為國內市佔率超60%的絕對龍頭，其電接觸材料業務將伴隨全球電力基礎設施的升級而保持穩健增長。

高性能金屬鉻粉：該產品是高端製造產業鏈的關鍵上游材料。**高端高溫合金**領域，隨著航空發動機與燃氣輪機（「兩機專項」）國產化推進，對高純鉻粉的需求持續增長；**高純靶材**領域，半導體、顯示面板（FDP）產業的國產化替代為靶材市場帶來強勁動力。斯瑞新材的低溫液氮研磨技術可生產純度 $\geq 99.95\%$ 的高性能鉻粉，已進入西部超導等核心客戶供應鏈，將充分受益於下游產業的擴張。

半導體設備國產化：中國半導體設備國產化率目標從2023年的35%提升至2025年的50%，為本土供應鏈企業創造了巨大窗口。半導體熱處理設備（如PVD/CVD）市場規模預計從2023年的90億元增長至2028年的超200億元。斯瑞新材作為半導體設備銅水冷板等關鍵部件的核心供應商，其業務增長將與半導體國產化進程深度綁定。

本章揭示了斯瑞新材各產品線所處的廣闊市場空間與強勁的產業增長動力，這構成了公司未來業績高增長的宏觀基礎。接下來，第四章將深入剖析公司如何通過技術護城河在這些高景氣賽道中建立並鞏固其競爭壁壘。

4. 產品技術競爭力與國內外同業比較

斯瑞新材的技術護城河並非單一產品的性能領先，而是基於其在高性能銅合金領域深厚的熔煉、製備與加工全流程技術積累，通過「材料-零件-組件」的一體化解決方案能力，精準卡位多個高增長、高壁壘的細分賽道。

4.1 高強高導銅合金技術護城河

公司的核心競爭力根植於其高強高導銅合金材料體系上的全方位技術布局，能將材料製備能力延伸至下遊精密加工、焊接及表面處理等環節，形成「材料-零件-組件」的全流程服務能力。這種系統性能力使其能夠快速響應不同下遊行業的嚴苛需求，將核心技術進行跨界應用，解決客戶的關鍵痛點。

- **核心技術平臺：**公司掌握了真空熔煉、特種熔鑄等多種核心工藝，並擁有超過 290 項的發明專利布局，形成了從材料設計到精密加工的全流程技術體系。
- **關鍵性能參數：**自主研發的銅鉻鈮（CuCrNb）新型耐高溫銅合金，性能基本達到國際先進水平，填補了國內空白，並成功應用於液體火箭發動機推力室內壁，解決了大推力發動機核心部件的耐高溫、高導熱與抗疲勞瓶頸。
- **下遊痛點解決：**在商業航天領域，其材料解決了火箭發動機 50 次以上重複使用的行業痛點；在可控核聚變等前沿領域，其材料正用於裝置關鍵部件的研發。
- **競爭地位：**在國內高強高導銅合金領域處於領先地位，是全球該細分領域的主要供應商之一，其銅鉻鈮鑄錠產品性能可與維蘭德（Wieland）、KME 等海外老牌企業相媲美。

4.2 中高壓電接觸材料的絕對領先地位

斯瑞新材在中高壓電接觸材料領域已建立起由市場佔有率、技術認證和客戶群體共同構築的絕對領先地位，是該細分市場的全球領導者。

- **市場地位：**國內市場佔有率超過 60%，全球市場佔有率約 50%，是該細分新材料領域的全球第一。
- **權威認證與獎項：**產品被工信部評為「製造業單項冠軍產品」，並憑藉相關技術獲得國家科技進步二等獎，技術實力獲得國家級認可。
- **技術護城河：**自主開發了 CuCr 電觸頭 3D 列印技術，能夠生產多品種、複雜結構的產品，並獲得多項授權發明專利，構築了技術工藝壁壘。
- **客戶群體：**客戶已覆蓋西門子、ABB、施耐德、伊頓、東芝等全球頂級電氣設備商，產品性能與國際先進水平相當，形成了強大的客戶認證壁壘。

4.3 醫療影像零組件與高性能金屬鉻粉的獨特優勢

斯瑞新材憑藉其在高溫、高真空、高精度加工領域的技術積累，在醫療影像零組件和高性能金屬鉻粉兩個細分領域建立了獨特的競爭優勢。

醫療影像零組件

- **市場地位：**是國內 CT/DR 球管零組件市場的重要供應商，已實現對西門子等國際廠商穩定批量供貨。
- **技術門檻：**CT 球管零組件的研發製造具有很高技術門檻，涉及高真空、高溫、高轉速、高熱容量的服役條件，對材料的潔淨度、薄壁件成型、異質金屬連接等技術有嚴格要求，國內鮮有企業能夠突破。
- **客戶認可：**主要客戶包括西門子醫療、聯影醫療、崑山醫源、麥默真空等國內外主流設備及球管生產商，已獲得市場廣泛認可。

高性能金屬鉻粉

- **技術獨特性：**是國內首家成功應用低溫液氮技術，批量製造並向全球批量供應低氧、低氮、低硫、低酸不溶物高性能金屬鉻粉的企業。
- **性能優勢：**產品純度 $\geq 99.95\%$ ，技術達到國際先進水平，性能優於海外競品。
- **應用領域與客戶：**廣泛應用於高端高溫合金、高純靶材等領域，客戶包括德國 GfE、西門子、西部超導等行業巨頭。

4.4 新興領域（光模塊、商業航天）的技術卡位與壁壘

在新興的光模塊與商業航天領域，斯瑞新材通過前瞻性的技術卡位和極高的行業壁壘，迅速確立了難以撼動的市場地位。

光模塊組件

- **技術路徑：**公司將鎢銅合金材料核心製備技術延伸應用於光模塊芯片基座材料，以滿足 400G、800G、1.6T 高速率光模塊的散熱需求，並儲備了面向更高速率的銅金剛石材料技術。
- **客戶群體：**主要客戶有菲尼薩（Finisar）、天孚通信、環球廣電和東莞訊滔等光通信行業龍頭企業。

商業航天部件

- **技術稀缺性：**公司自主研發的銅鎢鈮合金打破了海外壟斷，是全球僅有的兩家能夠供應液體火箭發動機推力室內壁材料的供應商之一，其材料耐溫可達 3000°C，是亞洲唯一通過 NASA 相關測試的材料。
- **技術壁壘與驗證：**該領域技術壁壘極高，公司已與藍箭航天、九州雲箭、深藍航天等國內頭部商業航天企業深度綁定，其產品已通過「朱雀三號」等多次實際發射驗證，形成了極高的客戶粘性和技術壁壘。

本章的分析揭示了斯瑞新材基於其核心技術平臺，在多個細分領域構建了強大的技術護城河與市場地位。這種多元化的競爭優勢，為其在高速增長的下遊市場中獲取超額利潤奠定了堅實基礎，這將是下一章評估其未來產業地位和發展潛力的核心依據。

5. 公司在未來新材料產業演進中的地位與戰略方向

斯瑞新材的戰略定位並非追逐多元化的市場熱點，而是基於其「高強高導」銅合金材料平臺，向高景氣、高壁壘的細分領域進行「技術同心圓」式擴張，實現從材料供應商到關鍵零部件解決方案提供商的戰略躍遷。

平臺型技術底座：公司的核心競爭力源於其深厚的銅基新材料製備技術，特別是在高強高導、耐高溫、高真空等極端工况下的材料應用能力。這一技術平臺具備高度的可擴展性，能夠根據不同下游行業的特定需求，衍生出滿足商業航天、高速光模塊、醫療影像、半導體設備等不同領域的關鍵材料與零部件，形成了「一個平臺，多個賽道」的協同發展格局。

國家供應鏈自主可控角色：公司在多個關鍵領域解決了「卡脖子」材料問題，成為國家供應鏈自主可控的關鍵參與者。

- **商業航天：**自主研發的銅鉻鈮（CuCrNb）合金成功填補國內液體火箭發動機推力室內壁材料的空白，打破了海外壟斷，成為亞洲唯一通過 NASA 相關測試的材料供應商。
- **中高壓電接觸材料：**憑藉超過 60% 的國內市場份額和約 50% 的全球市場份額，不僅解決了國家電網建設對進口觸頭材料的依賴，更實現了產品返銷全球。
- **醫療影像：**作為國內 CT/DR 球管零組件的重要供應商，公司正加速推動高端醫療設備核心零部件的國產化替代進程。
- **前沿布局：**公司已成功開發出用於可控核聚變裝置偏濾器和第一壁的銅鉻鋯熱沉材料，並成為中科院相關研究單位的供應商，提前卡位終極能源賽道。

未來可切入的新材料領域：基於現有技術平臺，公司正瞄準下一代技術需求，進行前瞻性研發布局。

- **光通信領域：**針對未來 3.2T 及更高速率光模塊的散熱瓶頸，公司正在研發低成本批量生產 **銅金剛石（Cu-Diamond）** 的工藝，為 AI 算力基礎設施的持續升級儲備關鍵材料解決方案。
- **半導體領域：**憑藉在散熱組件方面的技術積累，公司開發的芯片半導體設備水冷組件已通過下游龍頭客戶驗證並批量供貨，未來有望切入 **半導體熱管理材料** 市場，服務於更廣泛的半導體設備國產化需求。
- **增材製造領域：**公司已突破等離子氣霧化制粉技術，解決了 3D 列印銅合金粉末的空心粉問題，為向 **金屬 3D 列印核心粉末材料** 領域拓展奠定了基礎。

產能擴張與戰略落地：公司的戰略方向通過一系列產能擴張計劃得以具體實施，旨在抓住新興市場的增長機遇。

- **商業航天：**「液體火箭發動機推力室產業化項目」計劃總投資 5.10 億元，分兩階段建設，最終形成年產 1100 套推力室內壁等零組件的產能，以應對國家星座計劃帶來的爆發性需求。
- **醫療影像：**「年產 3 萬套醫療影像裝備零組件項目」總投資 4.00 億元，將大幅提升公司在 CT/DR 球管零組件及直線加速器零組件領域的供應能力，鞏固其在高端醫療設備國產化浪潮中的核心地位。
- **光通信：**「年產 2000 萬套光模塊芯片基座/殼體項目」總投資 3.20 億元，旨在滿足 AI 驅動下高速率光模塊市場對高性能散熱組件日益增長的需求。

本章揭示了斯瑞新材從單一材料供應商向平臺型、解決方案驅動的科技企業演進的清晰路徑。這種基於核心技術同心圓的戰略擴張，不僅為其在現有市場構築了深厚的護城河，也為其在未來新材料產業的激烈競爭中佔據了有利地位，其戰略執行的有效性將直接決定其在 2026-2028 年的增長上限。

6. 2026-2028 年發展推演與關鍵驅動因素

斯瑞新材 2026-2028 年的增長路徑將從現有業務的確定性放量，逐步過渡到依賴前沿技術商業化驗證的平臺期，增長斜率面臨放緩風險。

業績預測與增長動能分解

基於公司已進入高增長通道的財務表現（2025 年營收 15.72 億元，同比+18.19%；歸母淨利 1.48 億元，同比+29.20%），結合多家券商預測，公司 2026-2028 年的發展軌跡呈現出明顯的階段性特徵。2026-2027 年上半年，增長主要由商業航天、醫療影像和光模塊三大新興業務的產能釋放驅動；而 2027 年下半年至 2028 年，增長斜率將高度依賴於可控核聚變等前沿領域的技術商業化突破。

表 6-1：斯瑞新材 2024-2028 年核心財務指標預測與推演

報告期	2024 (A)	2025 (A)	2026 (E)	2027 (E)	2028 (E)
營業總收入 (億元)	13.30	15.72	19.44 - 22.09	24.50 - 28.50 (推演)	29.50 - 34.50 (推演)
同比增速 (%)	12.73%	18.19%	23.6% - 40.5%	26.0% - 29.0%	20.4% - 21.1%
歸母淨利潤 (億元)	1.14	1.48	2.04 - 2.31	2.51 - 2.71	3.15 - 3.52 (推演)
同比增速 (%)	16.17%	29.20%	37.8% - 56.1%	23.0% - 17.3%	25.5% - 29.9%

數據來源：，2027-2028 年為基於本報告的推演值。

2026-2027 H1：新興業務規模化驅動的業績兌現期

此階段的核心驅動力源於募投項目產能的逐步釋放與下游市場需求的爆發式增長，業績增長的確定性較高。

- **商業航天業務**：液體火箭發動機推力室內壁作為核心增長極，將進入訂單的密集交付期。
 - **訂單與產能**：截至 2025 年末，公司已形成年產 250 餘套推力室內外壁的產能，並計劃通過募投項目在一階段達到年產 500 套的規模。2025 年商業航天業務收入已達 4795.89 萬元（同比+59.00%），在手訂單飽滿，為未來兩年高速增長提供保障。
 - **下游需求**：隨著國家星網、千帆星座等低軌衛星互聯網工程進入高密度組網階段，火箭發射需求將持續放量。推力室內壁作為消耗品，其市場需求與發射次數直接掛鉤，為公司業務提供了持續的增長動力。
 - **技術驗證**：公司材料已成功助力藍箭航天朱雀三號等可重複使用火箭的回收試驗與動力系統試車，技術可靠性得到驗證，為批量供貨掃清了障礙。
- **醫療影像業務**：受益於高端醫療設備國產化替代浪潮，CT/DR 球管零組件業務將持續高速增長。
 - **市場空間**：2024 年中國 CT 球管市場容量已達 35,396 套，且持續增長[報告大綱 3.1]。國產 CT 球管市場佔有率仍低於 5%[報告大綱 3.1]，國產替代空間巨大。
 - **產能與客戶**：公司「年產 3 萬套醫療影像零組件項目」投產後將極大緩解產能瓶頸。客戶已覆蓋西門子醫療、聯影醫療等國內外主流廠商，並已成為部分客戶的戰略供應商，訂單轉化路徑清晰。
- **光模塊業務**：AI 算力需求驅動下，800G/1.6T 高速光模塊散熱組件將成為重要的業績貢獻點。
 - **市場需求**：AI 服務器 GPU 與光模塊的配比率已從傳統的 1:3 提升至 1:8 甚至 1:12，驅動高速光模塊需求指數級增長。2026 年全球 800G 和 1.6T 光模塊市場規模有望達到 146 億美元。
 - **技術卡位**：公司的鎢銅合金芯片基座和新型銅合金殼體，精準解決了 800G/1.6T 光模塊（功耗達 32-45W）的核心散熱痛點。已向菲尼薩、索爾思等客戶小批量供應 800G/1.6T 產品，有望隨客戶需求放量而快速增長。

2027 H2-2028：商業化驗證決定增長斜率的關鍵平臺期

進入 2028 年，早期業務的規模化增長將逐步進入成熟期，公司未來的增長曲線將高度依賴於新一輪前沿技術的商業化突破，此階段是公司能否實現估值躍升的關鍵。

- **可控核聚變領域：**這是公司高強高導銅合金材料的遠期最大應用場景，但其商業化進程存在巨大不確定性。
 - **產業時間表：**國內民營聚變企業（如星環聚能、能量奇點）的目標是在 2028-2030 年建成商業示範堆並實現發電，這為斯瑞新材的材料應用提供了明確的時間窗口。
 - **技術儲備：**公司已在研發面向可控核聚變的耐高溫高導熱高導電高抗疲勞銅合金。若下游客戶的裝置在 2027-2028 年實現關鍵參數驗證（如能量增益 $Q>1$ ），公司將有望進入其核心供應鏈，打開一個全新的、天花板極高的市場。
 - **核心風險：**核聚變技術路線尚未完全收斂，商業化節點可能大幅推遲。若下游研發進程受阻，公司前期投入將難以在短期內轉化為業績，可能引發市場對其遠期增長邏輯的質疑。
- **半導體與高端醫療領域：**技術迭代為公司帶來新的切入機會。
 - **半導體散熱：**隨著 AI 芯片功耗突破 1000W，液冷散熱成為數據中心標配。公司基於高強高導銅合金技術，有望切入液冷板、芯片散熱基座等半導體熱管理材料領域。
 - **醫療設備升級：**公司將 CT 球管零組件技術延伸至直線加速器零組件，並已與國際巨頭醫科達進行小批量驗證。該領域技術壁壘更高，若驗證成功，將成為醫療業務新的增長點。

關鍵驅動因素與潛在風險

公司未來三年的發展將由多重因素共同驅動，但也面臨相應風險。

- **關鍵驅動因素：**
 - **產能釋放：**液體火箭發動機推力室、醫療影像零組件等募投項目能否按計劃達產，是決定 2026-2027 年業績增速的核心變量。
 - **下游景氣度：**全球衛星互聯網建設進度、AI 算力資本開支強度，將直接決定商業航天和光模塊業務的需求彈性。
 - **技術突破：**在可控核聚變、直線加速器等前沿領域的技術驗證成功，將是公司突破當前估值體系、打開長期成長空間的關鍵。
- **潛在風險：**
 - **商業化驗證不及預期：**這是公司面臨的最大風險。若可控核聚變等前沿領域的商業化進程顯著慢於預期，當前基於高成長性的估值體系將面臨巨大壓力。
 - **下游需求周期性波動：**公司業務與全球電力投資、半導體產業周期、雲廠商資本開支密切相關。若宏觀經濟下行導致下游資本開支放緩，將對公司業績造成衝擊。
 - **原材料價格波動：**銅等主要原材料價格的大幅上漲，將侵蝕公司毛利率，儘管公司採用期貨/期權等工具進行對衝，但仍無法完全規避風險。
 - **國際貿易政策風險：**公司產品應用於航空航天、半導體等領域，若國際貿易摩擦加劇，可能對公司的海外市場拓展和技術合作構成障礙。

本章對斯瑞新材 2026-2028 年的發展路徑進行了非線性推演，揭示了其從規模化放量到依賴技術驗證的階段性特徵。這一判斷是理解公司當前高估值與未來高增長潛力的關鍵，也為下一章對公司在新材料產業演進中地位的最終研判提供了邏輯基礎。

7. 總結與展望：從隱形冠軍到平臺型新材料巨頭的躍遷之路

本報告通過對斯瑞新材的產品、財務、技術、市場及未來戰略的全面剖析，旨在揭示其從細分市場隱形冠軍向平臺型新材料解決方案提供商演進的內在邏輯與未來潛力。以下是對核心發現的高度概括與總結。

7.1 核心發現：技術平臺化驅動的高質量增長模型

斯瑞新材的增長模型並非依賴單一爆款產品，而是基於其在高強高導銅合金領域深厚的「材料-零件-組件」一體化技術平臺，向多個高景氣、高壁壘賽道進行「技術同心圓」式擴張。這一模型的核心優勢在於：

1. **盈利質量持續優化**：公司營收與淨利潤自 2021 年以來保持穩健增長，且扣非淨利潤增速持續高於營收增速，反映出其產品結構正從傳統領域向高附加值的商業航天、醫療影像、光模塊等新興領域優化，內生盈利能力不斷增強。
2. **業務結構雙輪驅動**：以中高壓電接觸材料為代表的傳統業務，憑藉全球約 50% 的市場份額，為公司提供了穩定的現金流和利潤支撐；而以商業航天、醫療影像為代表的新興業務則憑藉高技術壁壘和高毛利率，成為驅動公司價值增長的核心引擎。
3. **技術護城河深厚**：公司在多個細分領域構建了難以逾越的競爭壁壘。在中高壓電接觸材料領域擁有絕對領先的市場地位；在商業航天領域，其銅鎢鈦合金材料是全球僅有的兩家供應商之一，打破了海外壟斷；在醫療影像和高性能金屬鎢粉領域，則憑藉獨特的技術工藝和客戶認證壁壘，確立了核心供應商地位。

7.2 未來定位：國家供應鏈自主可控的關鍵參與者

斯瑞新材的戰略價值已超越單一企業範疇，成為國家在多個關鍵領域實現供應鏈自主可控的核心力量。公司在商業航天、高端醫療設備、電力系統等戰略產業鏈中，成功解決了多項「卡脖子」的材料與零部件供應問題。其自主研發的液體火箭發動機推力室內壁材料、高端 CT 球管零組件等產品，不僅填補了國內空白，並已實現對國際巨頭的返銷或穩定批量供貨。這種在國家戰略層面的卡位，為公司贏得了持續的政策支持和廣闊的市場空間，使其發展深度綁定於國家高端製造業的崛起進程。

7.3 2026-2028 年發展推演：從確定性放量到技術驗證驅動的非線性增長

我們對斯瑞新材未來三年的發展路徑進行非線性推演，認為其增長將分為兩個階段：

1. **2026-2027 年上半年：業績高速兌現期**。此階段的增長主要由商業航天、醫療影像和光模塊三大新興業務的產能釋放和訂單交付驅動。商業航天領域的高密度發射計劃、醫療影像領域的國產替代加速，以及 AI 算力驅動的光模塊需求爆發，為公司業績提供了高度確定性的增長動力。多家券商對公司 2026 年的營收和淨利潤預測均指向高速增長，反映了市場對此階段業績兌現的樂觀預期。
2. **2027 年下半年-2028：增長斜率的關鍵平臺期**。隨著早期募投項目產能的逐步消化，公司增長曲線將趨於平緩。此階段，公司能否實現估值的再次躍升，將完全取決於前沿技術商業化的突破。其中，**可控核聚變** 領域的技術驗證進展是決定其遠期增長天花板的核心變量。若下遊客戶的商業示範堆能在 2028 年前後實現關鍵突破，公司將有望切入這一終極能源賽道，打開全新的、巨大的增長空間。反之，若商業化進程顯著推遲，公司將面臨增長斜率放緩的風險。

7.4 投資視角下的核心預期差與風險研判

市場對斯瑞新材的共識在於其技術平臺的稀缺性和新興賽道的廣闊前景，但核心分歧在於新興業務的放量節奏與遠期技術的商業化落地時間。這一 **預期差** 構成了其未來股價表現的關鍵。

- **樂觀預期** 認為，公司在新興領域的技術卡位將迅速轉化為市場份額，業績將在 2026-2027 年實現非線性爆發式增長。
- **審慎預期** 則認為，新業務的客戶驗證周期、市場競爭以及產能爬坡等因素將導致增長曲線更為平緩。

基於此，投資者需密切關注以下關鍵驅動因素與潛在風險：

- **關鍵驅動因素：** 商業航天訂單的交付進度、醫療影像新產能的利用率、光模塊在 1.6T/3.2T 時代的客戶導入情況，以及可控核聚變領域的技術驗證進展。
- **潛在風險：**
 - **商業化驗證不及預期：** 這是公司面臨的最大風險，特別是可控核聚變等前沿技術的商業化進程存在巨大不確定性。
 - **下遊需求周期性波動：** 公司業務與全球宏觀經濟、半導體產業周期及雲廠商資本開支高度相關，經濟下行可能導致下遊需求放緩。
 - **市場競爭加劇：** 高利潤的新興賽道可能吸引更多競爭者入局，從而引發價格戰，壓縮公司利潤空間。
 - **原材料價格波動：** 儘管公司採用金融工具對衝，但銅等主要原材料價格的劇烈波動仍可能對毛利率造成衝擊。