楚江新材（002171.SZ）

军工碳纤维预制体核心卡位企业，未来 3 年有望迎来高增长

公司具备军工碳材料、铜基材料、特种热工装备三大主业。未来 3 年军工碳材料有望充分受益于导弹等武器装备放量列装，铜基材料主业有望贡献可观利润，特种热工装备发展势头良好并将在北交所上市。

1、军工碳材料：碳纤维预制体经 CVD 工艺复合制成的碳/碳复合材料具有质轻、比强度和比弹性模量高、热膨胀系数小、抗热冲击性好、耐烧蚀性好和耐摩擦磨损等优异物理性能，被广泛应用在固体火箭发动机喷管及头锥、飞机刹车盘、航天飞行器结构部件等方面。子公司江苏天鸟（截至 2024 年底上市公司持股 90%）是国内碳纤维预制体龙头，承担国内所有飞机碳刹车碳纤维预制体、几乎全系列航天固体火箭发动机喷管喉衬纤维预制体供应，卡位非常核心，2024 年实现收入 6.21 亿元，同比-16.87%，净利润 0.94 亿元，同比-47.19%，未来 3 年有望充分受益于导弹在“十四五”积压订单快速交付和“十五五”放量建设。

2、铜基材料：根据中国有色金属加工工业协会，中国铜加工材产量由 2021 年的 1990 万吨增至 2024 年的 2125 万吨，行业整体保持稳定增长趋势。公司作为国内铜基材料龙头企业，金属材料收入由 2021 年的 364.28 亿元增至 2024 年的 524.78 亿元，但是毛利率受宏观经济环境、铜价波动及消费市场需求等因素的影响出现波动。我们认为未来公司金属材料收入有望保持稳定增长趋势，若盈利能力保持稳定则有望给公司贡献可观利润。此外公司积极布局铜基材料在机器人、AI 算力、高速铜缆等新兴领域应用，未来有望进一步打开铜基材料利润和估值空间。

3、特种热工装备：子公司顶立科技（截至 2024 年底上市公司持股 66.72%）是国内特种热工装备领域“小巨人”，下游主要是航空航天、半导体等新兴产业，2024 年实现收入 6.53 亿元，同比+1.60%，净利润 1.15 亿元，同比-9.49%，未来有望充分受益于下游新兴产业发展。2024 年 12 月 25 日顶立科技公告拟公开发行股票并在北交所上市，2025 年 1 月 20 日收到第一轮审核问询函。

投资建议：子公司江苏天鸟是国内军工碳纤维预制体核心卡位企业，未来 3 年有望充分受益于导弹等武器装备放量列装，同时铜基材料主业有望贡献可观利润，特种热工装备发展势头良好，未来 3 年上市公司业绩有望迎来快速增长。我们预计 2025~2027 年公司归母净利润为 7.11、8.95、10.57 亿元，对应 PE 为 19X、15X、13X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：军工订单落地不及预期，军品价格、铜价波动超出预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	46,311	53,751	58,394	62,173	65,596
增长率 yoy（%）	14.1	16.1	8.6	6.5	5.5
归母净利润（百万元）	529	230	711	895	1,057
增长率 yoy（%）	295.9	-56.6	209.4	25.9	18.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.35	0.15	0.47	0.59	0.70
净资产收益率（%）	8.5	3.5	8.8	10.2	10.9
P/E（倍）	25.0	57.6	18.6	14.8	12.5
P/B（倍）	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4

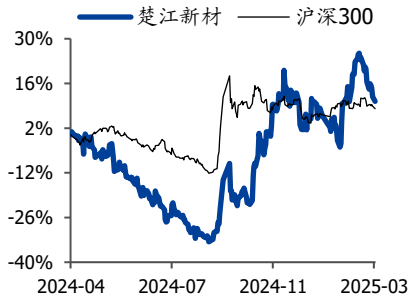
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 03 月 31 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	工业金属
03 月 31 日收盘价（元）	8.78
总市值（百万元）	13,245.03
总股本（百万股）	1,508.55
其中自由流通股（%）	99.39
30 日日均成交量（百万股）	25.54

股价走势



作者

分析师　余平
执业证书编号：S0680520010003
邮箱：yuping@gszq.com
分析师　张航
执业证书编号：S0680524090002
邮箱：zhanghang@gszq.com
分析师　乾亮
执业证书编号：S0680522120001
邮箱：qianliang@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**10926**	**12770**	**12774**	**13049**	**13179**
现金	2993	2974	3034	3124	3156
应收票据及应收账款	2712	3198	3345	3389	3413
其他应收款	301	489	34	42	51
预付账款	646	759	767	858	857
存货	3282	4325	4569	4612	4678
其他流动资产	991	1024	1024	1024	1024
非流动资产	**5802**	**6288**	**4656**	**4804**	**4956**
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3347	3688	2123	2345	2568
无形资产	412	468	434	400	370
其他非流动资产	2043	2131	2099	2058	2017
资产总计	**16728**	**19057**	**17431**	**17853**	**18135**
流动负债	**7257**	**9282**	**9529**	**9677**	**9782**
短期借款	5324	6675	6745	6809	6875
应付票据及应付账款	1016	1525	1645	1689	1703
其他流动负债	917	1082	1138	1178	1204
非流动负债	**2455**	**1606**	**1462**	**1255**	**1037**
长期借款	2086	1242	1098	891	673
其他非流动负债	368	364	364	364	364
负债合计	**9712**	**10888**	**10991**	**10931**	**10819**
少数股东权益	558	602	681	780	898
股本	1335	1509	1509	1509	1509
资本公积	3004	4028	4028	4028	4028
留存收益	2255	2200	2504	2879	3578
归属母公司股东权益	6458	7568	5759	6142	6418
负债和股东权益	**16728**	**19057**	**17431**	**17853**	**18135**

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**178**	**-657**	**1515**	**1427**	**1697**
净利润	594	287	790	995	1174
折旧摊销	275	321	289	316	340
财务费用	174	195	209	227	248
投资损失	-28	64	-1	-1	0
营运资金变动	-895	-1563	225	-112	-67
其他经营现金流	57	39	2	2	3
投资活动现金流	**-861**	**-549**	**1341**	**-465**	**-493**
资本支出	839	769	-1631	148	152
长期投资	3	2	0	0	0
其他投资现金流	-19	223	-290	-318	-342
筹资活动现金流	**1100**	**987**	**-346**	**-632**	**-621**
短期借款	1370	1351	0	0	0
长期借款	59	-845	-143	-208	-218
普通股增加	0	174	0	0	0
资本公积增加	9	1024	0	0	0
其他筹资现金流	-337	-717	-203	-424	-403
现金净增加额	**392**	**-261**	**2510**	**330**	**583**

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**46311**	**53751**	**58394**	**62173**	**65596**
营业成本	44554	52141	56222	59712	62830
营业税金及附加	142	182	187	187	184
营业费用	113	120	117	118	118
管理费用	353	346	350	367	380
研发费用	995	1149	1168	1181	1181
财务费用	174	195	209	227	248
资产减值损失	-20	-20	-18	-19	-20
其他收益	684	841	703	664	582
公允价值变动收益	-2	-5	-2	-2	-3
投资净收益	28	-64	1	1	0
资产处置收益	-3	-1	0	0	0
营业利润	**637**	**298**	**861**	**1062**	**1255**
营业外收入	10	6	0	7	8
营业外支出	11	11	20	11	13
利润总额	**636**	**293**	**841**	**1058**	**1249**
所得税	42	5	50	63	75
净利润	**594**	**287**	**790**	**995**	**1174**
少数股东损益	65	58	79	99	117
归属母公司净利润	**529**	**230**	**711**	**895**	**1057**
EBITDA	1282	1011	1485	1725	1935
EPS（元）	0.35	0.15	0.47	0.59	0.70

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	14.1	16.1	8.6	6.5	5.5
营业利润(%)	260.0	-53.2	188.9	23.4	18.2
归属于母公司净利润(%)	295.9	-56.6	209.4	25.9	18.1
获利能力					
毛利率(%)	3.8	3.0	3.7	4.0	4.2
净利率(%)	1.1	0.4	1.2	1.4	1.6
ROE(%)	8.5	3.5	8.8	10.2	10.9
ROIC(%)	6.6	4.2	6.7	7.7	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	58.1	57.1	63.1	61.2	59.7
净负债比率(%)	68.8	67.0	59.7	52.6	46.0
流动比率	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	3.0	3.0	3.2	3.5	3.6
应收账款周转率	18.1	18.2	18.2	18.2	18.2
应付账款周转率	50.7	41.0	41.0	41.0	41.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.15	0.47	0.59	0.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	-0.44	1.00	0.95	1.12
每股净资产(最新摊薄)	4.15	4.97	5.44	5.89	6.48
估值比率					
P/E	25.0	57.6	18.6	14.8	12.5
P/B	2.1	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.2	18.9	12.9	11.0	9.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 03 月 31 日收盘价

内容目录

1. 楚江新材：军工碳材料+铜基材料+特种热工装备三主业 4
2. 江苏天鸟：国内军工碳纤维预制体龙头，未来 3 年有望迎来高弹性增长 6
3. 金属材料：主业收入体量大，需求等因素决定利润贡献 9
4. 顶立科技：国内特种热工装备小巨人，未来将登陆北交所 11
5. 投资建议 13
6. 风险提示 15

图表目录

图表 1: 公司业务情况（单位：亿元） 4
图表 2: 公司收入情况 4
图表 3: 公司归母净利润情况 4
图表 4: 公司股权结构 5
图表 5: 公司产品所处产业链环节 6
图表 6: 中航沈飞和中航西飞合同负债和收入增速情况 6
图表 7: 国产大飞机 C919 发展进程 7
图表 8: 碳纤维预制体在航天领域应用介绍 7
图表 9: 江苏天鸟收入情况 7
图表 10: 江苏天鸟净利润情况 7
图表 11: 导弹产业核心上市公司收入和归母净利润情况 8
图表 12: 江苏天鸟产品介绍和行业地位 8
图表 13: 金属材料产品介绍 9
图表 14: 金属材料收入 9
图表 15: 金属材料毛利率 9
图表 16: 金属材料产销量 9
图表 17: 2024 年公司金属材料业务成本拆分 9
图表 18: 金属材料核心子公司收入和净利润情况 10
图表 19: 公司铜基材料在新兴领域应用 10
图表 20: 热工装备产业链 11
图表 21: 顶立科技产品介绍 11
图表 22: 中国热处理设备和工艺材料市场规模 12
图表 23: 顶立科技收入情况 12
图表 24: 顶立科技净利润情况 12
图表 25: 楚江新材盈利预测 13
图表 26: 可比公司估值对比 14

1. 楚江新材：军工碳材料+铜基材料+特种热工装备三主业

公司旗下包括三块核心业务：军工碳材料、铜基材料和特种热工装备。军工碳材料经营主体是子公司江苏天鸟，其是国内航空航天碳纤维预制体龙头企业。铜基材料业务是上市公司主业，铜导体材料、铜合金线均是细分行业龙头，2024 年高精度铜合金板带材产销量超 34 万吨，排名全国第一。特种热工装备经营主体是子公司顶立科技，其是国内特种热工装备领先企业，部分产品达到国际先进水平。

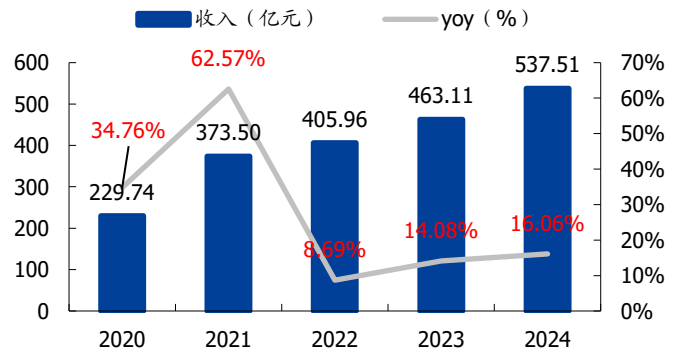
图表1：公司业务情况（单位：亿元）

业务/子公司	介绍	2024 年收入	2024 年净利润	2024 年净利率（%）	图片
铜基材料	主业，包括铜导体材料、铜合金线等	517.71	-	-	
江苏天鸟	上市公司持股 90%，主营碳纤维预制体	6.21	0.94	15.14%	
顶立科技	上市公司持股 66.72%，主营特种热工装备	6.48	1.17	18.06%	
上市公司	-	537.51	2.30	0.53%	-

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

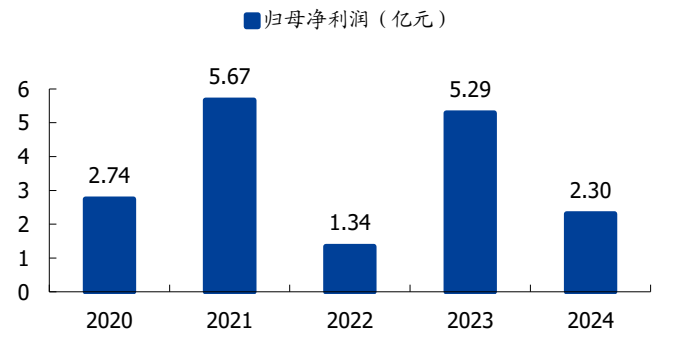
历史上归母净利润波动大主要系需求等因素影响主业盈利能力。由于主业铜基材料贡献上市公司绝大部分收入，因此上市公司整体收入跟铜基材料高度相关，比如 2021 年公司收入大幅增长主要系铜基材料受益于 TMT 产业快速发展带来的高精密度板带材需求增长。归母净利润方面，2022 年大幅下滑主要系国内外宏观经济环境、铜价下跌及消费市场疲软等因素影响，2022 年公司金属材料毛利率 2.91%，同比-2.15pct，2024 年归母净利润表现不佳也主要系下游需求走弱、加工费下降等因素。

图表2：公司收入情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

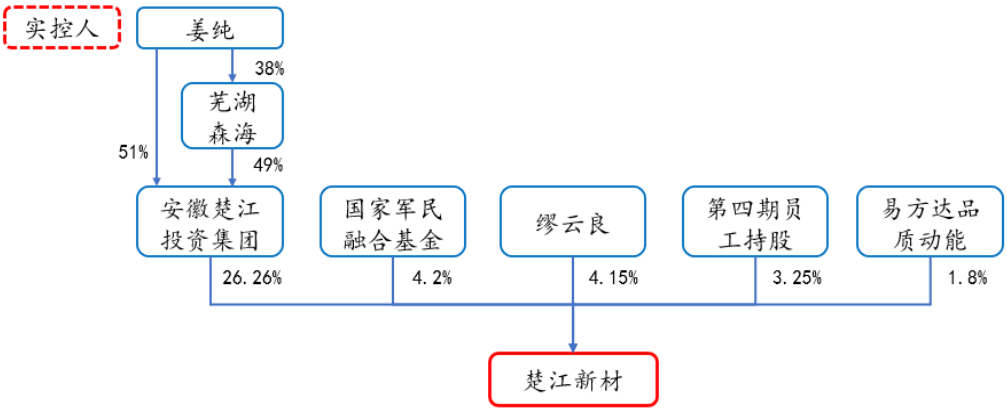
图表3：公司归母净利润情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司深受产业资本青睐，员工持股平台彰显公司发展积极性。目前国家军民融合产业基金是上市公司第二大股东，持股比例高达 4.2%，表明其对于公司在军工预制体领域市场地位的认可。此外第四期员工持股平台是公司第四大股东，持股比例高达 3.25%，表明公司对于未来发展具备积极性。

图表4：公司股权结构

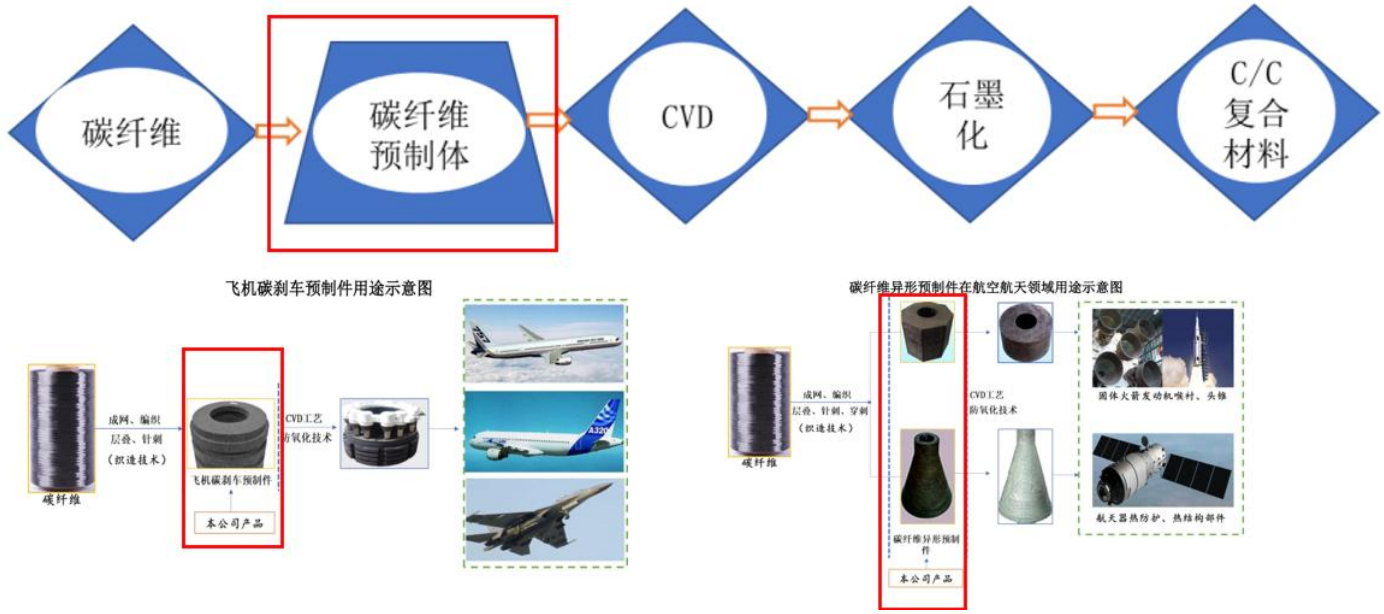


资料来源：Wind，国盛证券研究所（日期为 2025 年 3 月 28 日）

2. 江苏天鸟：国内军工碳纤维预制体龙头，未来 3 年有望迎来高弹性增长

子公司江苏天鸟是国内碳纤维预制体龙头，目前产品广泛用于航空航天领域。碳纤维预制体是碳/碳复合材料最基本的结构增强材料，是由碳纤维的长纤维或短切纤维，通过纺织、编织或其他方法等制成的具有特定外形的纺织品、编织品的织物类碳纤维预成形体的总称。碳纤维预制体经 CVD 工艺复合制成的碳/碳复合材料具有质轻、比强度和比弹性模量高、热膨胀系数小、抗热冲击性好、耐烧蚀性好和耐摩擦磨损等优异物理性能，被广泛应用在固体火箭发动机喷管及头锥、飞机刹车盘、航天飞行器结构部件等方面。

图表5：公司产品所处产业链环节



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

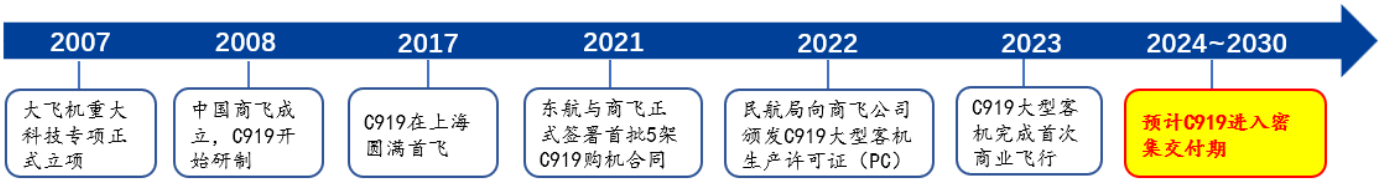
飞机碳刹车预制体方面，未来有望受益于“十五五”新一轮军机放量+国产大飞机产业化持续推进+消耗属性。第一，“十四五”初军机主机厂合同负债大幅提升，表明大额预付款落地，“十四五”期间军机主机厂收入整体保持稳定增长趋势，我们认为“十五五”随着新一轮军机订单落地，军机碳刹车预制体行业有望跟随军机行业保持稳定增长。第二，国产大飞机 C919 产业化持续推进，也有望给国内民机碳刹车预制体行业带来新成长空间。第三，飞机碳刹车盘是飞机重要消耗性部件，在我国平均使用 1 年左右就需要更换，其消耗属性进一步拉大飞机碳刹车预制体市场空间。

图表6：中航沈飞和中航西飞合同负债和收入增速情况

公司	合同负债（亿元）					营收增速（%）				
时间	2020	2021	2022	2023	2024（1-9）	2020	2021	2022	2023	2024（1-9）
中航沈飞	47.3	365.3	221.1	67.1	58.1	15.0%	24.8%	19.9%	11.2%	-27.0%
中航西飞	97.0	65.9	228.6	188.0	91.8	4.4%	-2.3%	15.2%	7.0%	1.4%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表7：国产大飞机 C919 发展进程



资料来源：央广网，中国商飞，中华人民共和国中央人民政府官网，国盛证券研究所

航天碳纤维预制体方面，未来有望受益于导弹、卫星等航天装备放量列装。航天领域中，碳纤维预制件制备的碳/碳复合材料广泛应用于固体火箭发动机的喉衬、喷管等耐烧蚀材料和高超声速飞行器头锥、机翼前缘等热防护材料，目前碳/碳复合材料已经在运载火箭、导弹、卫星等航天装备上发挥不可替代的作用，其应用水平和规模关系到武器装备的跨越式提升和型号研制的成败，未来航天碳纤维预制体有望充分受益于航天装备发展。

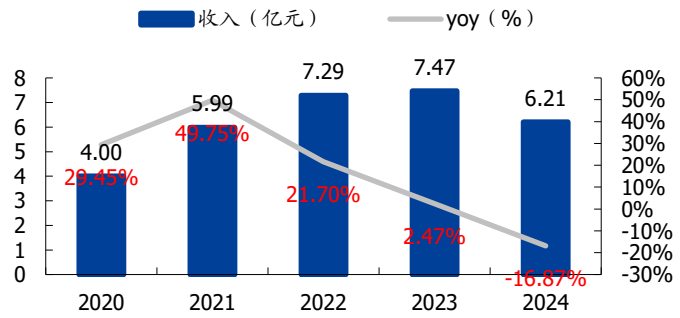
图表8：碳纤维预制体在航天领域应用介绍

应用领域	介绍
固体火箭发动机	喷管位于发动机燃烧室尾部，由入口段、喉部和出口锥三部分组成，其中喉衬烧蚀条件最为恶劣，要经受3000 多度的高温和高速燃气流的烧蚀和高速粒子冲刷，碳/碳复合材料可承受高温、高压和高速二相燃气流的冲刷和化学侵蚀过程，是理想的固体火箭发动机喉衬材料。
飞行器热防护系统	飞行器热防护系统通过一定的散热和隔热措施使航空器内壁温度保持在允许范围内，是航天飞行器上的关键部件之一。碳/碳复合材料具有高强高模、比重轻、热膨胀系数小、抗腐蚀性、抗热冲击、耐摩擦性能好、化学稳定性好等一系列优异性能，被广泛应用于航天飞行器防热结构部件以及发动机的热端部件。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

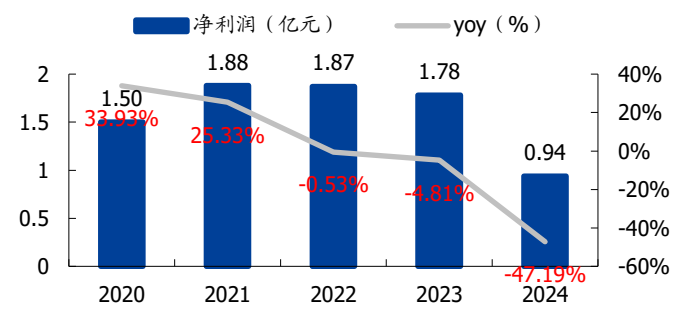
我们认为公司作为国内航空航天碳纤维预制体龙头企业，卡位十分核心，有望充分受益于“十四五”积压订单的快速交付以及“十五五”导弹等武器装备的新一轮放量，未来 3 年有望迎来高弹性增长。

图表9：江苏天鸟收入情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：江苏天鸟净利润情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

第一，2025 年是“十四五”和“十五五”承上启下的一年，导弹产业在过去几年受多因素影响导致不及预期，将充分受益于“十四五”积压订单的快速交付和“十五五”新一轮放量建设。根据人民网，2025 年 3 月 7 日，习主席出席十四届全国人大三次会议解放军和武警部队代表团全体会议并发表重要讲话，提出**实现我军建设“十四五”规划圆满收官，对如期实现建军一百年奋斗目标，对以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业，都具有重要意义**。导弹产业在过去几年受多因素影响导致不及预期，预计是“十四五”规划完成度较低的方向，未来训练、补库需求迫切，有望带来较大弹性。

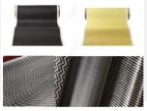
图表11：导弹产业核心上市公司收入和归母净利润情况

公司	营收增速					归母净利润增速				
	2020	2021	2022	2023	2024/2024（1-9）	2020	2021	2022	2023	2024/2024（1-9）
江苏天鸟	29%	50%	22%	2%	-17%	34%	25%	-1%	-5%	-47%
菲利华	11%	42%	41%	22%	-12%	24%	55%	32%	10%	-43%
新雷能	9%	75%	16%	-14%	-38%	98%	122%	3%	-66%	-187%
鸿远电子	61%	41%	4%	-33%	-11%	74%	70%	-3%	-66%	-44%
盟升电子	50%	12%	1%	-31%	-54%	47%	26%	-81%	-315%	-375%
智明达	25%	38%	20%	23%	-48%	44%	30%	-32%	28%	-115%

资料来源：Wind，国盛证券研究所（江苏天鸟、盟升电子、鸿远电子为 2024 年数据，其余为 2024 年前三季度数据）

第二，公司在国内军用碳纤维预制体市占率高，是导弹赛道卡位非常核心的企业。江苏天鸟 1997 年成立，董事长缪云良先生从事碳纤维织造技术研究超 20 年，自行研究设计了适合碳纤维立体成型预制件的特种针刺机和无纺非织造设备，担任中国复合材料学会第四届科技发展与咨询工作委员会副主任委员等职务。江苏天鸟作为国内飞机碳刹车预制体、特种纤维立体仿形预制体及碳纤维热场预制体的原创企业，承担着国内所有生产飞机碳刹车单位的碳纤维预制体，以及几乎全系列航天固体火箭发动机喷管喉衬纤维预制体供应。

图表12：江苏天鸟产品介绍和行业地位

产品	特种纤维预制体			特种纤维布类
	特种纤维仿形预制体	碳纤维刹车预制体	碳纤维热场预制体	
图片				
介绍	航天领域飞行器导航透波部件、火箭发动机高温燃烧室、喷管、喉衬等石英纤维/碳纤维预制体	军民机、高铁、汽车刹车预制体	单晶炉热场坩埚、隔热屏、加热器、保温筒预制体	各类高性能纤维织物、纤维预浸料等
行业地位	几乎供应国内全系列航天固体火箭发动机喷管喉衬纤维预制体	供应国内所有飞机刹车预制体	-	-

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3. 金属材料：主业收入体量大，需求等因素决定利润贡献

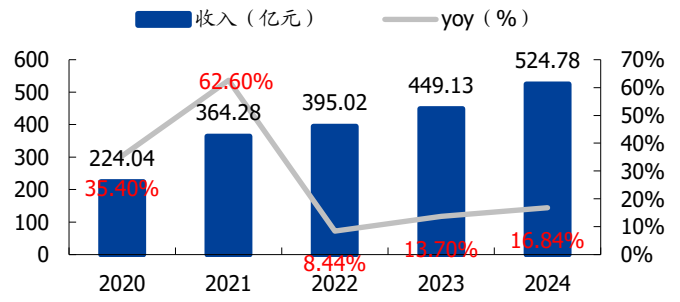
公司是国内铜基材料龙头企业，铜板带材收入规模全国第一，对公司利润贡献核心看需求等因素对盈利能力影响。根据中国有色金属加工工业协会，中国铜加工材产量由 2021 年的 1990 万吨增至 2024 年的 2125 万吨，行业整体保持稳定增长趋势。公司作为国内铜基材料龙头企业，金属材料业务销量和收入实现稳定增长，销量由 2021 年的 81.41 万吨增至 2024 年的 100.05 万吨，收入由 2021 的 364.28 亿元增至 2024 年的 524.78 亿元，但是毛利率受铜价波动（2024 年金属材料业务原材料成本占比 96.12%）、市场需求等因素影响出现波动。**我们认为未来公司作为国内铜基材料龙头有望保持收入稳定增长，若盈利能力保持稳定则有望给公司贡献可观利润。**

图表13：金属材料产品介绍

产品	精密铜带	高端铜导体	铜合金线材	精密特钢
图片				
介绍	紫铜、黄铜、青铜等系列品种	电铜杆、高精度电工圆铜线、镀锡软铜线、软铜绞并线等系列品种	黄铜、白铜及青铜合金三大系列	精密带钢、冷轧特种钢材及精密焊管三大系列
应用领域	5G、LED、新能源汽车、轨道交通、光伏、国防军工	新能源汽车、轨道交通、智能制造、信息技术、电力装备、光伏	精密模具、电子电器、五金配件	电子电器、五金配件、灯饰家具、电动车、汽车座椅

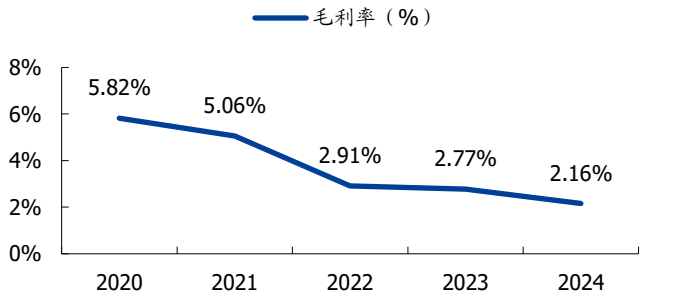
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表14：金属材料收入



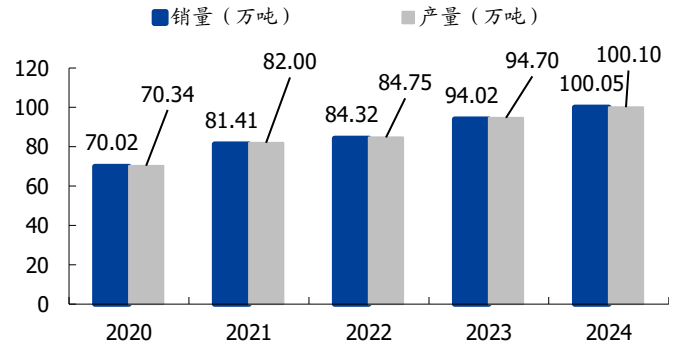
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表15：金属材料毛利率



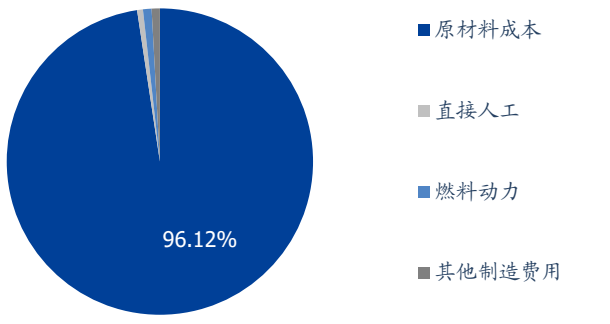
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表16：金属材料产销量



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表17：2024 年公司金属材料业务成本拆分



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表18：金属材料核心子公司收入和净利润情况

子公司	截至 2024 年底上市公司持股比例	营收（亿元）			净利润（亿元）		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
楚江高新电材	100%	71.62	81.27	84.57	0.14	0.63	-0.52
楚江高精铜带	100%	25.28	48.07	65.14	0.11	0.69	-0.77
江苏鑫海高导	89.97%	127.48	125.92	129.79	0.58	0.47	0.35
清远楚江高精	100%	13.06	46.54	44.59	0.10	0.41	0.84
楚江合金铜材	100%	19.59	15.72	21.59	0.00	0.33	0.49

资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司积极布局铜基材料在新兴领域应用，未来有望进一步打开铜基材料利润和估值空间。子公司安徽鑫海高导通过“新能源汽车及机器人电子信号通讯用超细铜导体产业化项目”积极布局公司铜基材料在机器人、AI 算力、高速铜缆（公司已成为《224Gbps 高速直连铜缆技术要求》团体标准的参编单位之一）、新能源汽车等新兴领域应用，未来不仅有望给公司带来利润增长点，也有望提升铜基材料业务整体估值。

图表19：公司铜基材料在新兴领域应用

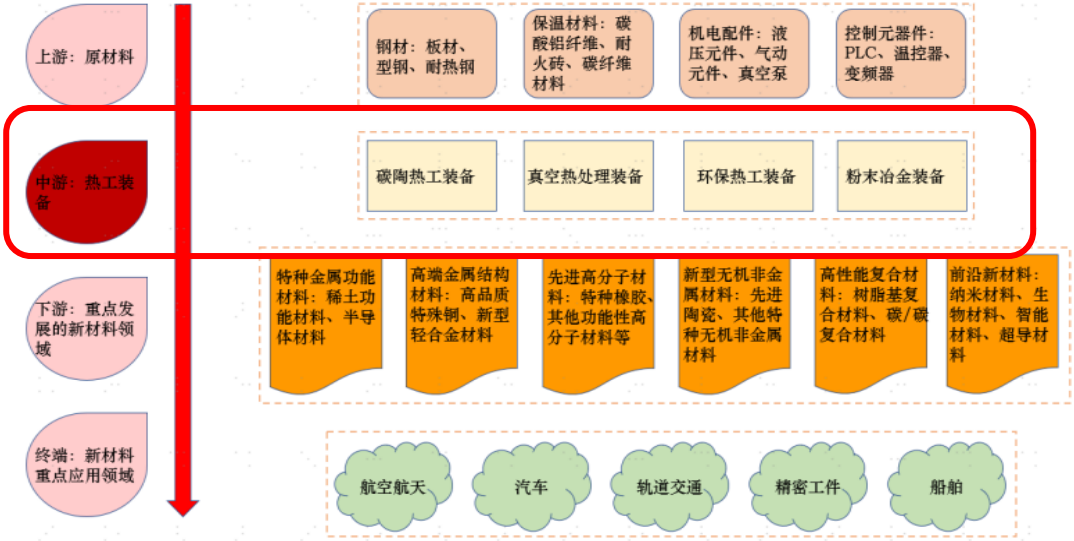
应用领域	介绍
机器人	子公司安徽鑫海高导实现双零级超细径多股微细伸裸铜/镀锡铜导体技术突破，直径 0.05-0.08mm 的双零级超细径多股微细伸裸铜/镀锡铜导体正式通过实验室检测，已具备规模化量产条件，正配合国内知名大厂进行机器人用伺服电机内镀锡铜导体送样认证工作。
AI 算力	子公司安徽鑫海高导研发的 0.10mm 规格级的编织并线锭已实现全面量产，产品与国际知名企业达成战略合作协议，签订年度采购订单，应用于高速链接铜缆数据屏蔽层、5G 通讯、AI 算力等领域。
新能源汽车	子公司鑫海高导的镀锡铜导体通过在纯铜表面覆盖一层薄锡层，不仅提高了铜线的耐腐蚀性和抗氧化性，还增强了可焊性，并且对铜线的导电性不造成影响，新能源汽车作为未来交通的主流方向，其电动化、智能化进程加速，车内电子系统复杂度大幅提升，对超细镀锡铜线的需求与日俱增。

资料来源：公司公开投资者交流纪要，国盛证券研究所

4. 顶立科技：国内特种热工装备小巨人，未来将登陆北交所

子公司顶立科技（截至 2024 年底上市公司持股 66.72%）是国内特种热工装备领先企业。顶立科技是国家专精特新“小巨人”企业，产品包括碳基/陶瓷基复合材料热工装备、先进热处理/真空扩散焊热工装备、粉末冶金/环境保护热工装备等，已发展成为国内特种热工装备领域创新能力强、规模大、产品系列全、技术先进的领先企业，下游主要是航空航天、半导体等新兴产业。

图表20：热工装备产业链



资料来源：顶立科技公司公告，国盛证券研究所

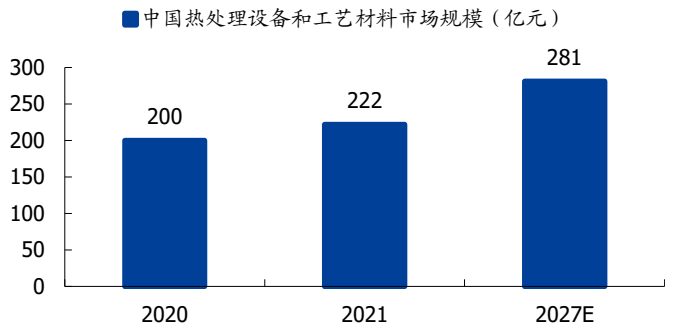
图表21：顶立科技产品介绍

产品	特种热工装备			新材料
	碳陶热工装备	先进热处理热工装备	粉冶环保热工装备	
图片				
2024 年收入	4.23 亿元	1.00 亿元	0.93 亿元	-
2024 年毛利率	34.87%	40.64%	14.96%	-
应用领域	航空航天、半导体、新能源等领域研发碳/碳复合材料、陶瓷基复合材料制备所需新型智能热工装备	航空航天、半导体、机械制造等领域金属结构件的真空热处理，可显著提高结构件的综合力学性能	面向新能源电池、新材料研发满足高端粉末冶金制品制备所需节能高效、多功能粉末冶金热工装备	用于航空等领域关键零部件金属基 3D 打印粉体材料及制品和用于半导体材料领域的表面沉积加工

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

国内热处理设备和工艺材料市场规模持续增长，顶立科技是国内领先企业。根据中国热处理行业协会数据，中国热处理设备和工艺材料市场规模将从 2021 年的 222 亿元增至 2027 年的 281 亿元。目前国内特种热工装备行业集中度低，高端热工装备市场主要由外商独资和合资企业占据（约占 1/3），科研院所以及国有转制企业、民营规模企业在中档热处理设备市场具有优势。顶立科技先后完成多项国家急需的新材料热工装备的研制，已发展成为国内特种热工装备领域创新能力强、规模大、产品系列全、技术先进的领先企业，主要客户群体为大型军工集团、大型企业、科研院所、高校等。

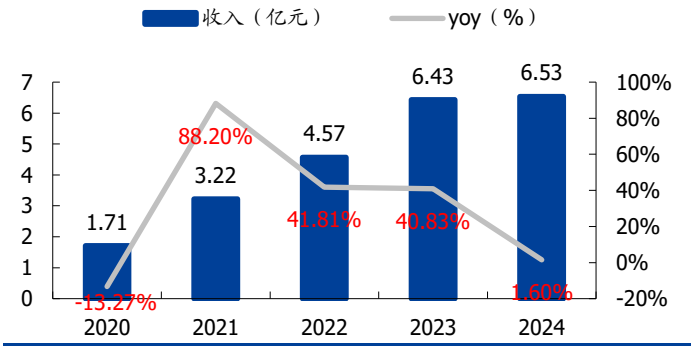
图表22：中国热处理设备和工艺材料市场规模



资料来源：顶立科技公司公告，国盛证券研究所

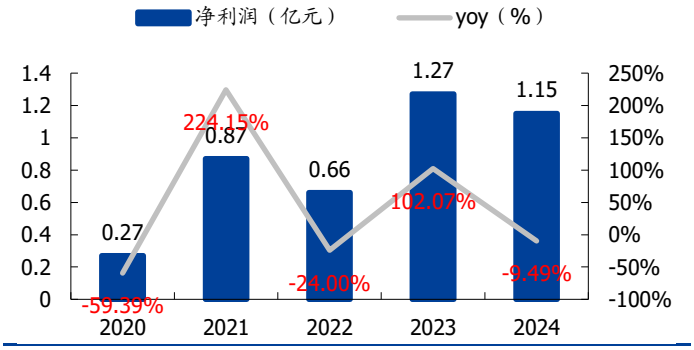
军工是顶立科技下游重要应用领域，顶立科技有望受益于未来 3 年军工产业高景气度。2020~2023 年顶立科技收入由 1.71 亿元增至 6.43 亿元，期间复合增速为 55.50%，主要系军品和民品光伏热场材料等需求增加，2024 年顶立科技收入 6.53 亿元，同比+1.60%。未来 3 年随着军工产业迎来高景气增长，顶立科技也有望充分受益。

图表23：顶立科技收入情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表24：顶立科技净利润情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

顶立科技拟登陆北交所，未来有望被资本市场充分定价。2024 年 12 月 25 日顶立科技公告拟公开发行股票并在北交所上市并通过中国证监会湖南监管局的辅导验收。根据北交所官网，2025 年 1 月 20 日顶立科技已经收到北交所第一轮审核问询函。

5. 投资建议

公司具备军工碳材料、铜基材料、特种热工装备三大主业，未来 3 年军工碳材料有望充分受益于导弹等武器装备放量列装，铜基材料主业有望贡献可观利润，特种热工装备发展势头良好并将在北交所上市。

1、军工碳材料：子公司江苏天鸟是国内碳纤维预制体龙头，承担国内所有飞机碳刹车碳纤维预制体、几乎全系列航天固体火箭发动机喷管喉衬纤维预制体供应，卡位非常核心，未来 3 年将充分受益于导弹在“十四五”积压订单快速交付和“十五五”放量建设。

2、铜基材料：公司作为国内铜基材料龙头企业，金属材料收入由 2021 年的 364.28 亿元增至 2024 年的 524.78 亿元，但是毛利率受宏观经济环境、铜价波动及消费市场需求等因素的影响出现波动。我们认为未来公司金属材料收入有望保持稳定增长趋势，若盈利能力保持稳定则有望给公司贡献可观利润。此外公司积极布局铜基材料在机器人、AI 算力、高速铜缆等新兴领域应用，未来有望进一步打开铜基材料利润和估值空间。

3、特种热工装备：子公司顶立科技是国内特种热工装备领先企业，下游主要是航空航天、半导体等新兴产业，未来有望充分受益于新兴产业发展。2024 年 12 月 25 日顶立科技公告拟公开发行股票并在北交所上市，2025 年 1 月 20 日收到第一轮审核问询函。

金属材料研发及制造行业，公司作为行业龙头积极布局高附加值的新兴领域，未来有望实现收入稳定增长，毛利率稳步提升，我们预计 2025~2027 年收入增速分别为 8.00%、6.00%、5.00%，毛利率分别为 2.65%、2.70%、2.75%。

高端装备、碳纤维复合材料研发及制造行业，我们认为碳纤维复合材料有望受益于武器装备“十四五”积压订单快速交付和“十五五”放量建设，同时高端装备有望受益于下游航空航天、半导体等新兴产业发展，我们预计 2025~2027 年收入增速分别为 35.00%、22.00%、20.00%，毛利率分别为 39.00%、40.00%、41.00%。

我们预计 2025~2027 年公司收入增速分别为 8.64%、6.47%、5.51%，毛利率分别为 3.72%、3.96%、4.22%。

图表25：楚江新材盈利预测

-	2024	2025E	2026E	2027E
总营收（百万元）	53750.76	58394.48	62173.07	65596.17
yoy(%)	16.06%	8.64%	6.47%	5.51%
毛利率（%）	3.00%	3.72%	3.96%	4.22%
毛利润（百万元）	1609.99	2172.04	2460.59	2766.09
金属材料研发及制造收入（百万元）	52477.98	56676.21	60076.79	63080.63
yoy(%)	16.84%	8.00%	6.00%	5.00%
毛利率（%）	2.16%	2.65%	2.70%	2.75%
毛利润（百万元）	1131.75	1501.92	1622.07	1734.72
高端装备、碳纤维复合材料研发及制造收入（百万元）	1272.79	1718.27	2096.28	2515.54
yoy(%)	-8.96%	35.00%	22.00%	20.00%
毛利率（%）	37.57%	39.00%	40.00%	41.00%
毛利润（百万元）	478.24	670.12	838.51	1031.37

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

我们预计 2025~2027 年归母净利润 7.11、8.95、10.57 亿元，对应 PE 为 19X、15X、13X。用中简科技（军工碳纤维）、中航高科（航空复材）、菲利华（军工石英纤维）三家企业作为可比公司，公司估值低于平均水平。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表26：可比公司估值对比

公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
		2025E	2026E	2025E	2026E
中简科技	149.72	4.29	5.28	34.90	28.33
中航高科	331.96	12.82	13.81	25.89	24.04
菲利华	233.51	6.87	9.15	33.98	25.53
平均值	-			31.59	25.97

资料来源：Wind，国盛证券研究所（中简科技和菲利华采用 Wind 一致预期，中航高科数据采用国盛证券研究所预测，日期为 20250331）

6. 风险提示

1）军工订单落地不及预期：军工订单计划性较强，若军工碳纤维预制体订单落地不及预期，则可能影响公司业绩。

2）军品价格波动超出预期：若公司军工碳纤维预制体价格出现较大波动，则可能影响公司业绩。

3）铜价波动超出预期：主业铜加工材盈利能力跟铜价相关，若铜价出现较大波动，则可能影响公司业绩。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com