

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	13.53
总股本/流通股本(亿股)	8.45 / 3.12
总市值/流通市值(亿元)	114 / 42
52周内最高/最低价	19.90 / 10.01
资产负债率(%)	50.6%
市盈率	21.76
第一大股东	四川航天川南火工技术有限公司

研究所

分析师: 鲍学博
SAC 登记编号: S1340523020002
Email: baoxuebo@cnpsec.com
分析师: 马强
SAC 登记编号: S1340523080002
Email: maqiang@cnpsec.com

航天智造(300446)

军技民用产业化典范，航天七院上市平台

● 投资要点

前身为乐凯新材，2023年注入航天能源、航天模塑，成为四川航天上市平台。航天智造前身为乐凯新材，于2015年4月23日登陆资本市场。2020年，公司主营业务为信息防伪材料和电子功能材料。公司于2023年完成重大资产重组，以发行股份购买资产的方式获得航天能源100%股权和航天模塑100%股权，公司成为航天七院上市平台。2023年，公司完成重大资产重组后，整体实现营业收入58.60亿元，同比增长20.10%，实现归母净利润4.23亿元，同比增长61.36%；2024Q1，公司实现营业收入18.96亿元，同比增长70.14%，实现归母净利润1.67亿元，同比增长295.34%，业绩保持快速增长。

航天能源产品主要用于非常规油气开采，产品作为耗材与油气开采量强相关、正相关，有望获得长期较快增长。航天能源成立于2013年，是一家从事油气设备领域射孔器材、高端完井装备研发与制造的高新技术企业。航天能源生产的页岩油气分簇射孔装备整体处于国际先进水平，部分处于国际领先水平，市场占有率在国内排名第一、全球排名第二。2022年，航天能源非常规油气开采产品营收为3.47亿元，占航天能源主营业务收入比例高达69%；2023年，航天能源页岩气(油)等非常规市场产品收入占比持续增加。随着国内油气增储上产推动产量提升，非常规油气开采前景广阔，公司产品作为耗材与油气开采量强相关、正相关，有望获得长期较快增长。

航天模塑从事汽车零部件业务，新能源汽车业务占比高，向智能座舱延伸提升单车价值量，航天模塑业绩有望保持较快增长。航天模塑成立于2000年，致力于研发和生产汽车内外饰件、智能座舱部件、发动机轻量化部件等产品，是国内少数营业收入超过50亿元的汽车内外饰件企业。2023年，航天模塑合计为1095万辆整车提供零部件，占全国乘用车总销量的42%，新能源相关产品收入占比在2022年已经近50%，2023年，公司在新能源车企市场持续发力，新获取产品中新能源车占比55.9%，超过行业渗透率，同时，公司已成功进入蔚来汽车、问界等造车新势力的供应商体系并开展内外饰件产品的协同设计，部分产品已获得量产订单，未来公司向智能座舱拓展提升单车价值量，业绩有望保持较快增长。

公司作为航天七院上市平台未来资产注入可期。航天七院隶属航天科技集团，是我国航天重大装备生产基地、重要航天产品配套协作基地、防务产品和宇航产品研制生产基地，承担了常规运载火箭47%的箱体、运载火箭95%的火工品、载人飞船80%的火工品等研制生产

任务。航天七院自成立以来致力于建成世界一流航天装备制造公司，为加快实现战略目标和发展规划，航天七院迫切需要将旗下优质资产注入上市公司，打造产业发展上市平台，统筹推进智能装备、先进制造、航天应用等业务板块的资源整合和能力布局，借力资本市场为航天七院军民品业务发展提供充足及时的资金支持，促进军品主业和优质民品产业做大做强。我们认为，公司作为航天七院上市平台，未来有望进一步获得军品主业和优质民品产业资产注入。

我们预计，公司 2024-2026 年归母净利润为 5.56、6.90、8.65 亿元，同比增长 31%、24%、25%，当前股价对应公司 PE 为 21、17、13 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

页岩气等非常规油气开采不及预期；汽车市场增速下降；市场竞争加剧等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5860	6892	8019	9302
增长率(%)	20.10	17.60	16.35	16.00
EBITDA(百万元)	1042.03	926.81	1096.04	1310.23
归属母公司净利润(百万元)	423.33	556.00	690.19	865.03
增长率(%)	61.36	31.34	24.14	25.33
EPS(元/股)	0.50	0.66	0.82	1.02
市盈率(P/E)	27.02	20.57	16.57	13.22
市净率(P/B)	2.52	2.25	1.98	1.72
EV/EBITDA	10.79	7.73	5.78	4.06

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 2023 年注入航天能源、航天模塑，成为四川航天上市平台	5
1.1 公司前身为乐凯新材，主要从事信息防伪材料和电子功能材料业务	5
1.2 2023 年注入航天能源、航天模塑，均为军技民用产业化典范	5
1.3 作为航天七院上市平台未来资产注入可期	6
2 我国油气开采持续增长，航天能源产品作为耗材充分受益	7
2.1 国内油气井射孔工程领先企业，保持较强盈利能力	7
2.2 公司在非常规油气开采领域竞争优势突出	10
2.3 国内油气增储上产推动产量提升，页岩气开采前景广阔	15
2.4 不同于耐用装备，公司产品用量与油气开采量正相关强相关	19
3 航天模塑从事汽车零部件业务，业绩保持较快增长	20
3.1 新能源车占比提升并进军新势力，公司营收高于汽车行业增速	20
3.2 向智能座舱拓展提升单车价值量，公司业绩有望保持较快增长	21
4 盈利预测与投资建议	22
5 风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司 2020-2022 年营业收入	5
图表 2: 公司 2020-2022 年归母净利润	5
图表 3: 航天能源和航天模塑业绩承诺及 2023 年完成情况	6
图表 4: 航天能源主要产品	8
图表 5: 航天能源营业收入	9
图表 6: 航天能源分产品营收 (亿元)	9
图表 7: 航天能源盈利能力	10
图表 8: 航天能源 2022 年主要客户收入 (亿元) 及占比	10
图表 9: 航天能源产品竞争力	11
图表 10: 航天能源相关产品在主要客户同类产品的采购比例	12
图表 11: 航天能源的射孔器材产品与竞争对手比较分析	13
图表 12: 航天能源常规单次管串下井作业市场占有率 (单位: 个、元)	14
图表 13: 航天能源非常规单次管串下井作业市场占有率 (单位: 个、元)	14
图表 14: 我国天然气数据统计	15
图表 15: 2023 年中国 LNG 进口来源	15
图表 16: 2013-2022 年中国页岩气产量	16
图表 17: 全球页岩气发展历程	17
图表 18: 2000-2022 年全球页岩气产量	17
图表 19: 涪陵页岩气田	18
图表 20: 中国页岩分布图	19
图表 21: 分簇射孔技术示意图	19
图表 22: 航天模塑主要产品示例	20
图表 23: 航天模塑营业收入	21
图表 24: 航天模塑盈利能力	21
图表 25: 航天模塑智能座舱部件产品	22
图表 26: 分产品收入预测	23

1 2023 年注入航天能源、航天模塑，成为四川航天上市平台

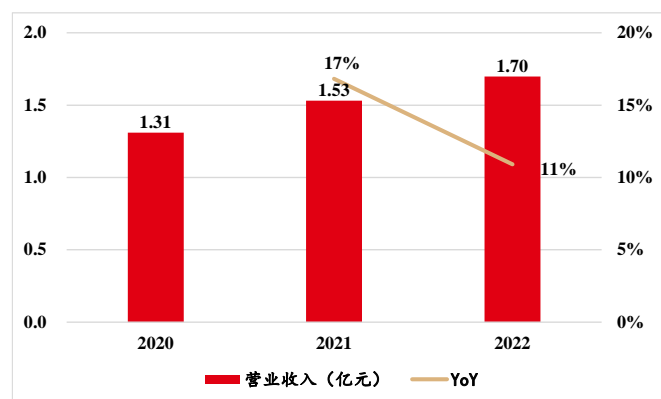
1.1 公司前身为乐凯新材，主要从事信息防伪材料和电子功能材料业务

公司前身为乐凯新材，于 2015 年 4 月 23 日登陆资本市场。2020 年，公司主营业务为信息防伪材料和电子功能材料。信息防伪材料主要包括热敏磁票、磁条等产品，其中，热敏磁票主要应用在国内铁路客运领域，为我国铁路客运自动售检票系统提供票务支持，产品全部销往国铁集团下属印刷企业；磁条广泛应用于商业零售、交通、金融、社保等领域。电子功能材料主要包括电磁波防护膜、压力测试膜等产品，其中，电磁波防护膜是一种应用于柔性电路板（PCB）的新型电子材料贴膜，应用终端为消费电子、汽车电子、通信设备；压力测试膜是一种测试压力的消耗性膜材料，应用于汽车、半导体、电子电路、机械设备等领域。

2020 年，受电子客票推广等外部因素影响，国铁集团下属印刷企业停止采购热敏磁票产品，公司信息防伪材料业务市场需求下降，导致盈利水平出现较大下滑。为缓解前述不利影响，公司于 2020 年 12 月以协议转让的方式受让乐凯集团和乐凯胶片合计持有的乐凯化学 71.04% 股份，整合乐凯化学的精细化工材料业务，将公司主营业务拓展到以光稳定剂和光敏剂产品为主的精细化工材料领域。2021 年至今，公司已形成以信息防伪材料、电子功能材料和精细化工材料为支撑的业务布局。

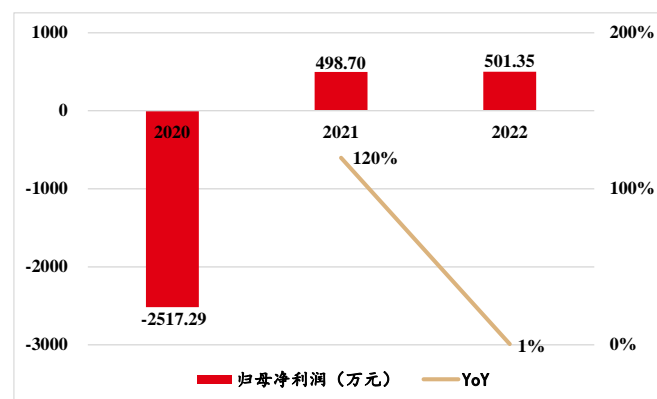
2022 年，公司整体营业收入为 1.70 亿元，同比增长 11%，归母净利润为 501 万元，同比基本持平，整体营收规模不大，盈利能力较差。

图表1：公司 2020-2022 年营业收入



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：公司 2020-2022 年归母净利润



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 2023 年注入航天能源、航天模塑，均为军技民用产业化典范

2023 年，公司完成重大资产重组，以发行股份购买资产的方式，向四川航天集团等 35 名交易对方购买航天能源 100% 股权及航天模塑 100% 股份。本次发行股份购买资产的股份发行价格为 7.13 元/股，标的资产作价 33.03 亿元，其中航天能源作价 22.05 亿元，航天模塑作价 10.98 亿元；并募集配套资金 21 亿元，发行价格 11.70 元/股。

航天能源全名为川南航天能源科技有限公司，于 2013 年 7 月设立，是一家从事油气设备领域射孔器材、高端完井装备研发与制造的高新技术企业。自成立以来，航天能源实现了页岩气（油）分簇射孔器材及国内海洋油田射孔器材、高端完井装备国产化。

航天能源坚持航天军工装备产业和航天技术应用产业协同发展，是国家级制造业单项冠军企业，正加快建设成为世界一流的井下装备技术服务公司和四川航天“智能弹药”产业发展平台。军品方面，制导炮弹、军用爆破器材等业务正蓬勃开展。民品方面，公司面向石油工业上游完井产业链，开发油气井射孔装备和高端完井装备超 30 年，实现了油气井射孔完井技术系统集成，客户涵盖了中石油、中石化、中海油各大油气田，产品出口俄罗斯、北美、东南亚等 20 多个国家和地区，是国内油气井射孔工程技术领先、集成配套能力最强的企业之一。

航天模塑成立于 2000 年 1 月，是一家主要从事汽车内外饰件、智能座舱部件、发动机轻量化部件和模具研发与制造的高新技术企业，旗下拥有 1 个国家认可实验室和 4 个省级技术中心。

航天模塑以“技术创新驱动”为战略引领，围绕智能光电、电动化、环保轻量化三大技术领域开展“内外饰+”、“双跨越”技术升级与创新工作；坚持培育汽车内外饰、发动机轻量化部件的自主研发制造能力，实现技术研发制造全流程自主可控。同时，航天模塑推动汽车电子技术与传统内外饰技术、动力系统零部件技术的深度融合，为创新产品发展赋能，不断推出具有市场竞争力的产品，稳步提升品牌影响力。

2023-2025 年，航天能源业绩承诺分别为 2.04 亿、2.26 亿、2.38 亿；航天模塑业绩承诺为 0.96 亿、1.06 亿、1.14 亿。2023 年，航天能源、航天模塑均超额完成业绩承诺，其中航天模塑远超业绩承诺。

图表3：航天能源和航天模塑业绩承诺及 2023 年完成情况

公司	业绩承诺（扣非归母净利润/亿元）			完成情况（扣非归母净利润/亿元）	
	2023 年	2024 年	2025 年	2023 年	完成度
航天能源	2.04	2.26	2.38	2.16	106%
航天模塑	0.96	1.06	1.14	2.35	244%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2023 年公司完成重大资产重组后，整体实现营业收入 58.60 亿元，同比增长 20.10%，实现归母净利润 4.23 亿元，同比增长 61.36%，经营性净现金流为 8.38 亿元，同比增长 15.65%。2024Q1，公司实现营业收入 18.96 亿元，同比增长 70.14%，实现归母净利润 1.67 亿元，同比增长 295.34%，业绩保持快速增长。

1.3 作为航天七院上市平台未来资产注入可期

航天七院隶属航天科技集团，是我国航天重大装备生产基地、重要航天产品配套协作基地、防务产品和宇航产品研制生产基地，在国家载人航天工程、探月工程等国家重大工程及商业卫星发射任务中，承担了大量科研生产任务。航天七院在载人航天工程、探月工程等重大项目任务和商业卫星发射任务中，承担了常规运载火箭 47% 的箱体、运载火箭 95% 的火工品、载人飞船 80% 的火工品等研制生产任务，为我国航天事业和国防现代化建设做出了突出贡献。

航天七院下辖企事业单位 27 家，其中企业单位 6 家、事业单位 12 家、全资及控股公司 9 家，分布在四川省成都市、泸州市、万源市、彭山县以及重庆市，从业人员近 2 万人。下属单位包括七部、四川航天长征装备制造有限公司、四川航天电子设备研究所、四川航天烽火伺服控制技术有限公司、四川航天川南火工技术有限公司、四川航天中天动力装备有限责任公司等。2020 年，航天七院实现营业收入 167 亿元，净利润 6.84 亿元。在“十四五”期间，伴随着国内军工和商业航天领域的快速发展，航天七院业绩有望保持较快增长。

公司作为航天七院军品主业和优质民品产业发展平台，未来优质资产进一步注入可期。航天七院自成立以来致力于建成世界一流航天装备制造公司，为加快实现战略目标和发展规划，航天七院迫切需要将旗下优质资产注入上市公司，打造产业发展上市平台，统筹推进智能装备、先进制造、航天应用等业务板块的资源整合和能力布局，借力资本市场为航天七院军民品业务发展提供充足及时的资金支持，促进军品主业和优质民品产业做大做强。**我们认为，公司作为航天七院上市平台，未来有望进一步获得军品主业和优质民品产业资产注入。**






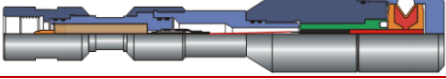
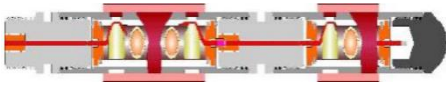
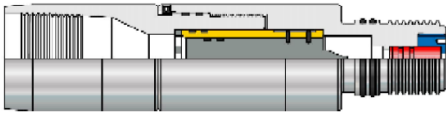


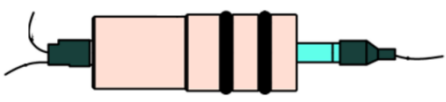
2 我国油气开采持续增长，航天能源产品作为耗材充分受益

2.1 国内油气井射孔工程领先企业，保持较强盈利能力

航天能源成立于 2013 年 7 月，是一家从事油气设备领域射孔器材、高端完井装备研发与制造的高新技术企业。自成立以来，航天能源实现了页岩气（油）分簇射孔器材及国内海洋油田射孔器材、高端完井装备国产化，目前已发展成为国内油气井射孔工程技术领先、集成配套能力最强的企业之一。2024 年，航天能源收到《工业和信息化部关于印发第八批制造业单项冠军企业及通过复核的第二批、第五批制造业单项冠军企业名单的通知》，正式被认定为第八批制造业单项冠军企业。

航天能源主要产品涵盖射孔器材、高端完井装备和机电控制类产品。射孔器材主要包括油气井用电雷管及电子雷管、起爆器、延期起爆管、导爆索、聚能射孔弹、射孔枪、桥塞火药、坐封工具以及相配套的油管传输射孔工具、电缆传输射孔工具、连续油管传输射孔工具和多级选发射孔控制系统等；高端完井装备主要包括深水井下安全阀、高温合金井下安全阀、V0 级生产封隔器、液控智能完井用封隔器、液控智能滑套、大位移井用气举工具等产品，共计 38 个大类，220 个品种。机电控制类产品主要包括多级电射孔点火头、桥塞坐封工具点火头、多级选发模块等产品。

图表4：航天能源主要产品

产品大类	产品小类	产品图片	产品描述
	射孔枪及零部件		射孔枪用于油气井射孔的器材及其配套件的组合体
	油气井用起爆器		起爆器用于油管传输射孔作业中，受击针撞击后起爆，输出冲击波引爆传爆管
	工业导爆索		油气井用导爆索用于射孔作业中引爆射孔弹，也可用于其他油气井火工作业
	工业电雷管		工业电雷管用于电缆输送射孔作业中，由电能激发，输出爆轰冲击波
射孔装备	聚能射孔弹		射孔弹是在射孔过程中用于穿透套管、水泥环和地层的火工品
	聚能切割弹		切割弹用于油气井修井作业中切割套管、油管或钻杆
	复合射孔器		复合射孔器内置有含能材料，在射孔弹爆炸后点燃，产生高温高压气体，对地层进行压裂
	其他油气井用爆破器材	/	其他油气井用爆破器材是指取芯药盒、火药、传爆管、延期起爆管等其他油气井特种作业所需的传爆类或输出类爆破器材
	起爆装置		起爆装置用于油管传输射孔作业中，通过加压或投棒的方式，引爆射孔枪
	多级电射孔点火头		用于电缆分簇射孔时，连接在射孔枪最上端，导通电路并实现承压密封
机电控制类产品	桥塞坐封工具点火头		用于电缆分簇射孔时，连接在桥塞坐封工具上端，导通电路并承压密封
	过线器		用于电缆分簇射孔时导通上下级射孔枪，并确保各级间的承压密封

多级选发模块



用于电缆多次点火起爆的每一级的选发开关

多级选发控制仪



用于电缆多次点火起爆的地面控制

采油工具



如气举阀、工作筒等采油工具，用于采油采气过程中排液或举升

完井装备

完井工具



安全阀、封隔器、滑套等完井用具，用于完井作业中的安全控制、地层封堵和打开

军用爆破器材

线性切割装药

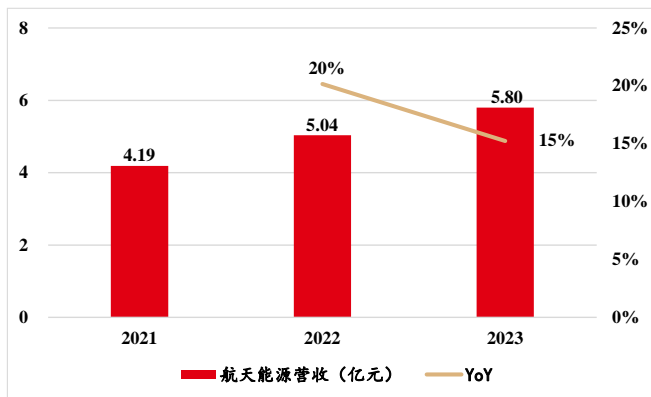
/

/

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

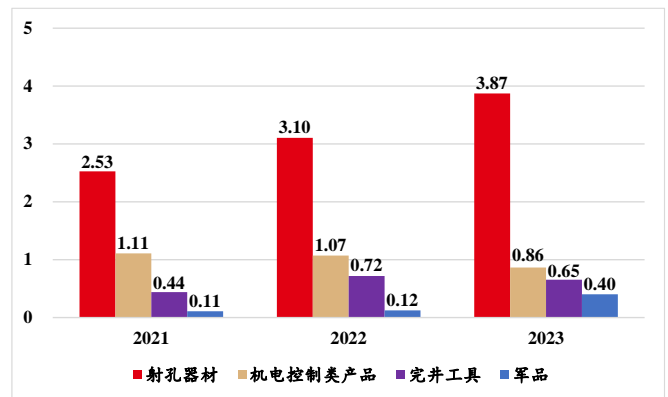
2023年，航天能源实现营业收入5.80亿元，同比增长15%。其中，射孔器材收入3.87亿元，机电控制类产品营收0.86亿元，完井工具0.65亿元，军品0.40亿元。

图表5：航天能源营业收入



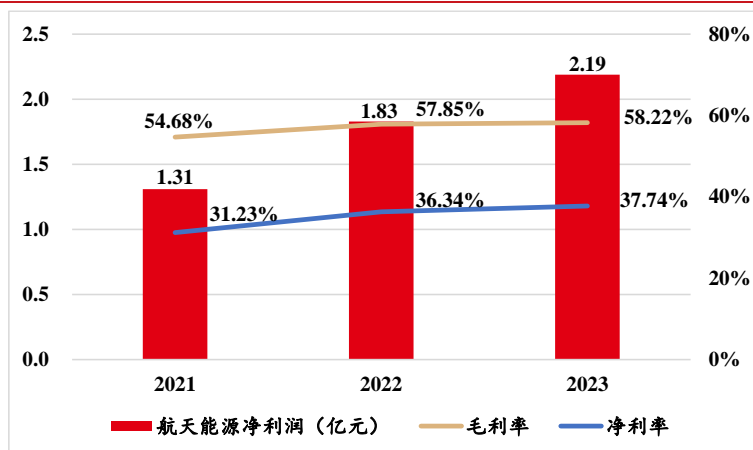
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表6：航天能源分产品营收 (亿元)



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

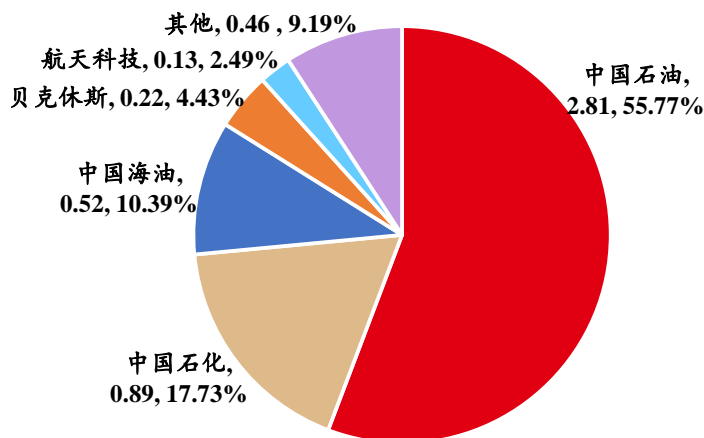
公司2023年整体毛利率为58.22%，同比提升0.37个百分点。公司2023年实现净利润2.19亿元，净利率为37.74%，同比提升1.40个百分点，维持较强的盈利能力。

图表7：航天能源盈利能力


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：2023年毛利率为合并报表中“油气装备”业务毛利率

航天能源主要客户包括中石油、中石化、中海油、哈利伯顿、贝克休斯等国内外知名能源企业。同时，航天能源亦从事军用爆破器材相关业务，提供质量稳定、安全可靠的军用爆破器材产品，助力航天强国和军工能力建设。2022年，公司前五大客户分别为中石油、中石化、中海油、贝克休斯、航天科技，占公司营收比例分别为56%、18%、10%、4%、2%；2023年，航天能源营业收入构成上，中石油、中石化和中海油占公司营业收入比重与2022年相比基本保持稳定，军品收入同比高速增长。

图表8：航天能源2022年主要客户收入（亿元）及占比


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 公司在非常规油气开采领域竞争优势突出

近年来，我国能源需求持续增加，在保障能源安全且降低对外依存度的情况下，国家要求强化石油天然气勘探开发保障工作，要加大海洋油气和非常规油气资源的勘探开发力度。

根据2016年9月国家能源局发布的《页岩气发展规划（2016-2020年）》，“十四五”及“十五五”期间，我国页岩气产业加快发展，海相、陆相及海陆过渡相页岩气开发均获得突破，新发现一批大型页岩气田，并实现规模有效开发，2030年实现页岩气产量800-1000亿立方米。

我国《“十四五”现代能源体系规划》等政策都提出在未来的几年要加大常规石油、天然气资源勘探开发力度，同时也要加快页岩气、煤层气等非常规油气资源和海洋油气资源的开发。

航天能源主要产品作为解决客户实际需求的油气开采设备，除了具备领先的技术体系与研发基础外，产品竞争力具体体现在非常规化、国产化、定制化、集成化和智能五个方面。

图表9：航天能源产品竞争力

发展方向	产品竞争力的具体体现
非常规化	航天能源研制的第三代分簇射孔系统已推向市场，进一步巩固在页岩气分簇射孔领域的市场和技术领先地位。目前，正持续推进油气井用电子雷管、电磁无线传输系统、电液坐封工具、可重复使用坐封系统等“页岩气2.0”产品研制
国产化	先后实现了国内海洋油田射孔装备、高端完井装备以及陆地油田页岩气分簇射孔装备国产化和超高温超高压射孔系统国产化，为客户提供安全可靠的本土化采购来源，降低客户采购成本，缩短供货周期，确保关键装备自主可控
定制化	依托多专业集成能力，针对客户的个性化需求进行定向研制，如针对低渗透等非常规地质条件，定向研制等孔径射孔弹、超级射孔弹、自清洁射孔弹等新型产品，有效提高油气井采收效率，支撑我国油气开采向深层和非常规地层迈进；针对新疆、华北等地超深油气井面临的超高温地层油气开采难题，航天能源研制了260℃/4h、230℃/72h的超高温射孔系统，打破国外技术垄断；研制的连续油管隔板传爆装置有效解决了页岩气开发过程中因井筒套变而无法开采的技术难题
集成化	依托特种能源、精密机械和智能控制“三位一体”的技术能力，将油气井射孔八大类产品及完井装备产品进行有机技术集成，形成了系列化、系统化优势，能够为客户提供整套射孔完井系统和多样化的技术解决方案，解决了客户“多处采购，现场安装”带来的操作不便及成套系统质量稳定性的问题
智能化	建立起电子控制产品的自主研发设计能力，正加快进行智能化产品研发和传统产品智能化升级。比如公司研制的井下张力数字化检测系统、射孔数字化检测系统和电子控制释放系统等数字化、智能化产品，可通过电子终端实时反馈井下作业关键信息，对事故进行提前预警并有效处理，有效降低了事故发生率。研制了液控滑套、液控封隔器等智能化完井工具，正在研制的电磁无线传输等产品后期也将逐步应用于完井工具领域

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

根据主要客户出具的相关说明，航天能源各主要产品在代表性客户同类产品采购比例中占比较高，特别是附加值较高的海洋油气开采产品及陆上非常规油气开采产品占比更高，多数产品均占据主要客户同类产品采购50%以上，部分产品占比达90%以上。

图表10：航天能源相关产品在主要客户同类产品的采购比例

客户	产品类别	航天能源占比	
中国石油集团测井有限公司（2022年3月，中国石油集团测井有限公司出具说明，主要内容如下：“川南航天能源科技有限公司与我公司下属12家分公司一直有着紧密的合作关系， 目前已成为我公司在中石油系统外最大的射孔配套器材供应商 ，核心器材的市场占有率分别如下：”）	非常规油气开采产品	非电起爆器类（起爆器等） 65%以上	
	常规油气开采产品	非电起爆装置类（减震器、开孔装置、安全装置等）	65%以上
		传爆类（传爆管、导爆索、隔板传爆装置等）	50%以上
		做功类（射孔弹、切割弹等）	10%以上
		射孔器类（各型号射孔枪）	10%以上
		电起爆器类（高安全耐温电雷管、桥塞火药总成等）	80%以上
		非电起爆器类（连续油管多级延时起爆装置等）	90%以上
	非常规油气开采产品	电起爆装置类（多级点火装置、多级智能电子控制系统等）	80%以上
		传爆类（传爆管、导爆索、隔板传爆装置等）	75%以上
		做功类（射孔弹、切割弹等）	10%以上
		射孔器类（各型号射孔枪）	10%以上
		非电起爆类	65%以上
非电起爆工具类		65%以上	
中石化经纬有限公司物资装备中心（2022年3月，中石化经纬有限公司物资装备中心出具说明，主要内容如下：“川南航天能源科技有限公司是中石化经纬有限公司供应商，为我公司下属6家分公司提供产品情况如下：”）	常规油气开采产品	传爆类 50%以上	
	非常规油气开采产品	做功类	20%以上
		射孔器类	10%以上
		电起爆器类	80%以上
		起爆装置工具类	70%以上
		非电起爆器类	95%以上
		传爆类	60%以上
		做功类	30%以上
		射孔器类	30%以上
	中海油田服务股份有限公司（2022年3月，中海油田服务股份有限公司出具说明，主要内容如下：“航天能源在我国海洋油田射孔器材和上部完井工具的市场占有率分别如下：”）	射孔非电起爆类（起爆器、压力起爆装置、投棒起爆装置等）	95%以上
射孔传爆类（传爆管、导爆索、延时起爆装置、隔板传爆装置等）		95%以上	
射孔工具类（流量阀、环空加压装置、减震器、开孔装置等）		90%以上	
射孔做功类（射孔弹等）		70%以上	
	上部完井工具（井下安全阀、滑套、气举工具、钢丝工具等）	60%以上	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

在油气井用射孔器材方面，公司在国内的主要竞争对手主要包括物华能源科技有限公司，中石油下属的大庆油田射孔器材有限公司和四川石油射孔器材有限责任公司，以及营口市双龙射孔器材有限公司等民营射孔弹企业。物华能源科技有限公司隶属于中国兵器工业集团公司北方特种能源集团有限公司，主要面向常规油气资源开发提供射孔产品，市场主要分布在我

国陕北、西北及东北部分地区；大庆油田射孔器材有限公司和四川石油射孔器材有限责任公司为中石油下属企业，主要为中石油旗下服务公司的特定市场区域（大庆油田以及西南油气田）提供常规射孔弹和射孔枪两类产品；营口市双龙射孔器材有限公司等民营射孔弹企业主要专注于射孔弹和射孔枪两类产品，产品结构相对较为单一。

对于常规射孔器材产品，在竞争对手均具备生产能力的情况下，航天能源凭借特色技术和专有技术、长期稳定的产品质量以及智能化升级构筑自身竞争壁垒；对于附加值高的非常规射孔器材类产品，航天能源通过长期的技术积累形成了客户资源优势、技术优势和质量优势，竞争对手及新进入者短期内赶超难度较大。此外，航天能源在射孔器材产品领域具备完整齐套的设计生产能力，也是其维持产品竞争力和市场地位的优势之一。

图表11：航天能源的射孔器材产品与竞争对手比较分析

常规/非常规	产品类别	对标分析	航天能源优势分析	航天能源劣势分析
常规&非常规	起爆-传爆类	上述竞争对手中仅物华能源科技有限公司拥有该类产品生产资质，其余射孔器材竞争对手均无法生产该类产 品。	与物华能源科技有限公司相比，航天能源针对施工作业中的特殊需求开发了诸多新型产品，如多级隔板延时起爆装置解决了套变井无法泵送射孔的问题。同时航天能源持续进行产品智能化升级，研发推广了页岩气开采用第三代智能选发控制技术。	
常规	做功类（射孔弹）	竞争对手均能生产。	常规射孔弹产品领域，航天能源发展多项特色射孔弹产品，如自清洁射孔弹、无碎屑射孔弹等，解决了客户开采作业过程中的特殊需求。	航天能源目前产线产能利用率已较高，未来如订单进一步增加导致生产任务增加，则航天能源面临较为显著的产能不足劣势
非常规	做功类（射孔弹）	竞争对手中物华能源科技有限公司可以生产，目前市场上暂未发现其余竞争对手批量供货。	非常规射孔弹在使用过程中既要保证深穿透，又要保证大孔径（通常情况下穿透越深，孔径越小或孔径越大，穿透越浅），因此大孔径深穿透射孔弹是该领域的研究重点。目前，航天能源大孔径深穿透射孔弹已投入市场使用多年，客户反馈良好。	
常规	射孔枪类	竞争对手均可以生产。	航天能源通过为客户长期提供质量可靠的产品，建立了客户壁垒和质控优势。	
非常规	射孔器类	竞争对手中物华能源科技有限公司可以生产，目前市场上暂未发现其余竞争对手批量供货。	非常规作业中使用的射孔器类产品多数涉及定面、定向等特殊要求，且根据不同井况要求需设计生产不同相位角射孔器、根据施工要求设计生产触点式模块化连接的射孔器等，产品质量可靠。	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

航天能源常规/非常规油气射孔产品占比较高，特别是在高附加值、高技术含量的非常规油气开采产品中占比超 60%；在常规油气开采领域市占率约为 35%。

图表12：航天能源常规单次管串下井作业市场占有率（单位：个、元）

序号	产品分类 A	单套所需产品数量 B	单价 C	金额 D=B*C	平均市场占有率 (权重) E	加权计算 F=D*E
1	非电起爆器类	3	1,607	4,821	65.00%	3,134
2	非电起爆装置类	2	179	358	65.00%	233
3	传爆类	11	26	286	50.00%	143
4	做功类	58	98	5,684	15.00%	853
5	射孔器类	5	373	1,865	10.00%	187
合计				13,014	/	4,550
航天能源常规单次管串下井占有率						34.96%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表13：航天能源非常规单次管串下井作业市场占有率（单位：个、元）

序号	产品分类 A	单套所需产品数量 B	单价 C	金额 D=B*C	平均市场占有率 (权重) E	加权计算 F=D*E
1	电起爆器类	4	291	1,164	80.00%	931
2	电起爆装置类	5	550	2,750	75.00%	2,063
3	非电起爆器类	2	3,702	7,404	92.50%	6,849
4	传爆类	6	55	330	67.50%	223
5	做功类	20	62	1,240	20.00%	248
6	射孔器类	5	823	4,115	20.00%	823
合计				17,003	/	11,137
航天能源非常规单次管串下井占有率						65.50%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

近年来，以页岩油气为代表的非常规油气资源逐渐发展成为我国油气资源“增储上产”的主要支撑，是端稳能源“饭碗”、保障国家油气能源安全的战略接替资源。随着页岩气等非常规油气在现有能源开发体系中的占比不断提高，油气开发的环境趋于复杂，使得油气开发公司对油气设备的性能要求越来越高。2022年，航天能源非常规油气开采产品营收为3.47亿元，占航天能源主营业务收入比例高达69%；2023年，航天能源页岩气（油）等非常规市场产品收入占比持续增加。

航天能源生产的页岩油气分簇射孔装备整体处于国际先进水平，部分处于国际领先水平，市场占有率在国内排名第一、全球排名第二。分簇射孔技术作为打开储层的“临门一脚”，此前长期被国外企业垄断。我国页岩油气储量丰富，但储藏条件复杂，国外分簇射孔产品不仅价格高、供货周期长，且常常难以解决我国不同储藏条件下页岩油气开发面临的差异化难题。

2013年，公司针对国内页岩油气储藏特点，成功开发出页岩油气分簇射孔装备，一举打破国外技术垄断。此后通过10年来更新与迭代，该技术实现了从第一代跟跑、第二代并跑到第三代的领跑，大幅降低了我国页岩油气开发的射孔作业成本，为我国页岩油气加快开发、推

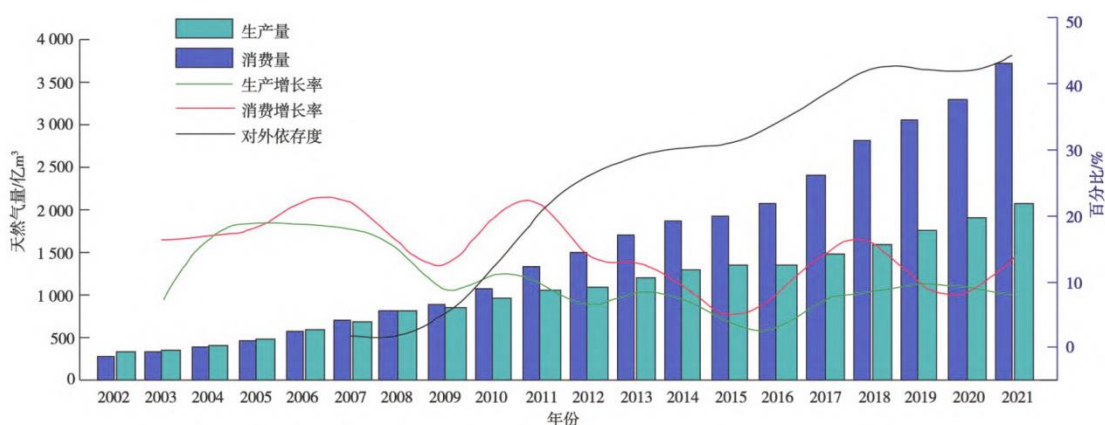
进“页岩气革命”提供了关键技术支撑，实现了“卡脖子”装备的自主供应。特别是聚焦客户关键需求定向研制的连续油管隔板延时分簇射孔系统，成功解决了高压页岩油气开发经常遇到的井筒套管变形的国际难题。

后续，公司将始终坚持“专精特新”发展方向，积极履行“在关键领域‘补短板、填空白’，提升产业链、供应链稳定性”的使命担当，强化自主创新研发，围绕“卡脖子”装备进口替代等细分领域和产业链关键环节，持续推进新产品、新技术开发，为我国油气能源安全作出新的贡献。

2.3 国内油气增储上产推动产量提升，页岩气开采前景广阔

2016年开始，受低油价冲击，国内油气勘探开发投资持续下降，原油产量连续3年下滑，天然气对外依存度快速攀升，国家能源安全隐患加剧。

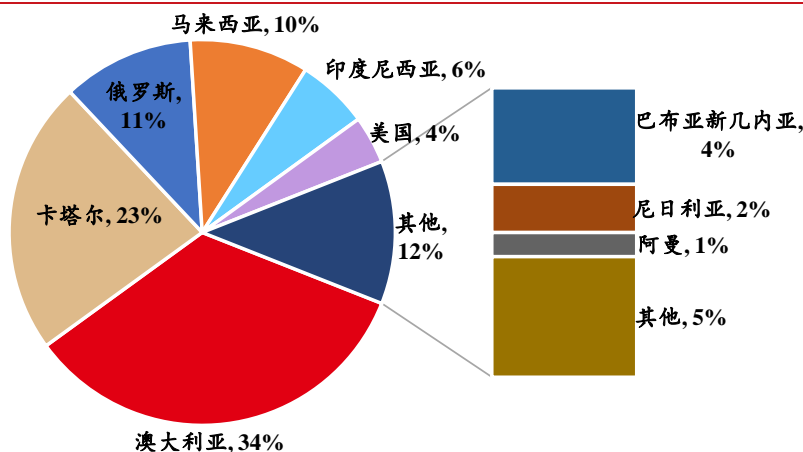
图表14：我国天然气数据统计



资料来源：《“双碳”背景下我国页岩气产业发展潜力分析》-薛晓辉等，中邮证券研究所

2023年，国内天然气消费量为3917亿立方米，国内天然气产量为2353亿立方米，对外依存度依然高达40%，其中，进口天然气中，管道气进口量为671亿立方米，主要来自中俄东线，LNG进口量为984亿立方米，主要来自澳大利亚、卡塔尔、俄罗斯等国。

图表15：2023年中国LNG进口来源



资料来源：《2023年国内外天然气市场回顾与2024年展望》-段兆芳等，中邮证券研究所

2019年，国家能源局正式实施油气行业增储上产“七年行动计划”，国内石油企业加大勘探开发资金和科技投入力度，上游勘探成果密集显现，原油产量止跌回升。

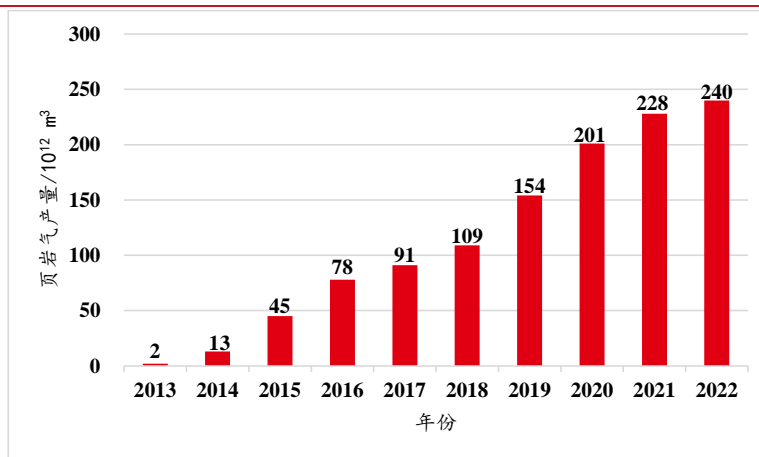
俄乌冲突影响下，油气供应成为全球能源安全的核心关注。面对复杂多变的国际局势，油气增储上产工作仍不可松懈。一方面，推动油气增储上产是保障国家能源安全的战略选择。国际油气市场剧烈动荡，再次给国家能源安全敲响了警钟。油气安全是能源安全的核心，我国油气对外依存度分别高达70%、40%以上，只有不断增强油气自给能力，才能将能源饭碗牢牢地端在自己手上。另一方面，推动油气增储上产是实现“双碳”目标的关键。据预测，2035年左右我国天然气需求将达到6000亿立方米以上，天然气在能源消费结构中的占比将增加至14%左右。如不继续加强天然气自主供应能力，天然气对外依存度还将大幅攀升。

为有效保障油气供应，国务院发布的《2030年前碳达峰行动方案》提出，加快推进页岩气、煤层气、致密油（气）等非常规油气资源规模化开发。此后，国务院国资委召开中央企业负责人会议再次强调，加大国内资源勘查力度，推动国内油气增储上产，更好发挥重要能源资源生产自给的支撑作用。

从资源条件来看，未来我国油气增储上产仍具较大潜力。石油方面，近3年来我国年新增原油探明地质储量均超10亿吨，该规模有望继续保持；天然气方面，我国煤层气、页岩气等非常规天然气资源非常丰富，具有很好的勘探开发前景。过去5年，非常规天然气（页岩气、煤层气）产量占全国天然气总产量的比例由不足7%提升到约14%，占比翻番。未来，随着勘探开发不断拓展和工程技术进步，非常规天然气的产量和经济性有望继续提升，有望成为未来我国天然气供应的重要组成部分。

自2012年涪陵页岩气田取得重大勘探突破以来，经过十几年的探索，四川盆地页岩气成为我国天然气产量增长的重要阵地。我国已在四川盆地建成了涪陵、威远—长宁和昭通三个国家级页岩气示范区，累计探明了涪陵、长宁、昭通、威远、泸州、威荣、永川和綦江共8个页岩气田，年产气量达240亿立方米，有效保障国家能源安全。2023年，国内页岩气产量达250亿立方米，实现稳步增长。

图表16：2013-2022年中国页岩气产量

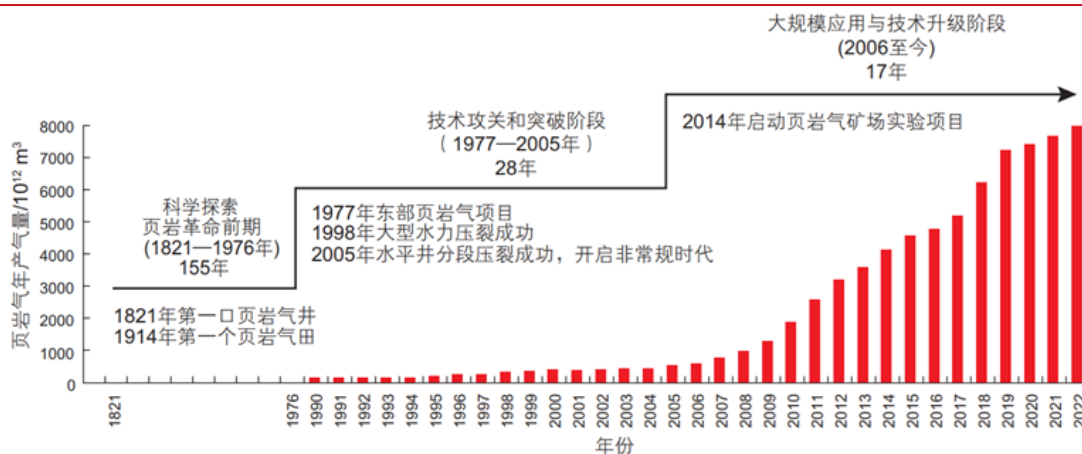


资料来源：《中国页岩气发展前景及挑战》-马新华等，中邮证券研究所

全球页岩气资源丰富，估算地质资源量1014万亿立方米、可采资源量为243万亿立方米（EIA）。页岩气开发历经科学探索（1821-1976年，155年）、技术突破和规模应用（1977-2005年，28年）、技术升级（2006至今，17年）3个阶段。在美国率先突破页岩气商业开发后，加拿

大、中国、阿根廷、沙特和阿联酋五个国家也陆续跟进。2000 年以来，页岩气产量经历了 20 多年的飞速增长(年均增速 17%)，2022 年全球页岩气产量 8547 亿立方米，占全球天然气总产量的 21.2%。

图表17：全球页岩气发展历程

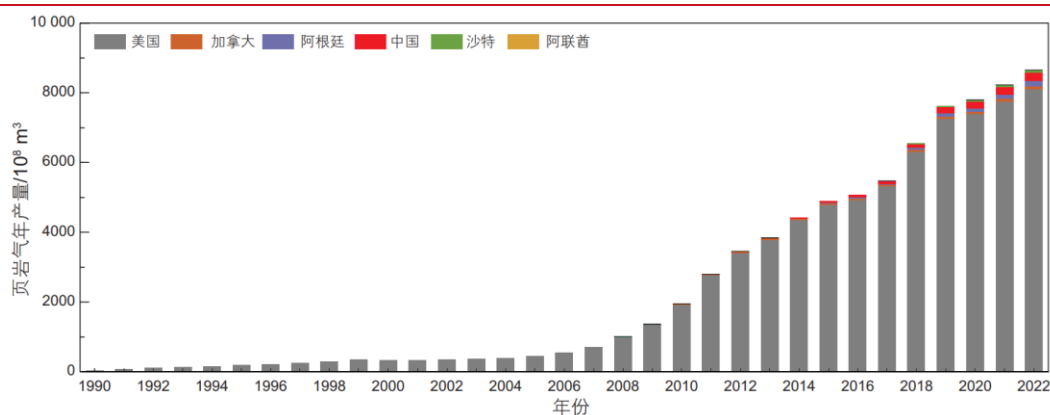


资料来源：《中国页岩气发展前景及挑战》-马新华等，中邮证券研究所

页岩革命是美国在非传统化石能源开采上的突破性进展，页岩革命起先局限在“页岩气革命”，后来也在页岩油的开采上取得了成功，统称“页岩革命”。页岩革命的发展使美国扭转了石油和天然气产量下降的趋势，使美国由能源净进口国变为了净出口国。2009 年美国超过俄罗斯成为世界第一大产气国，2015 年美国超过俄罗斯成为 OPEC 外第一大产油国。2015 年 12 月，美国国会投票解除了长达 40 年的原油出口禁令。

页岩革命的影响不仅仅局限于增加美国页岩气和致密油的产量，它扩大了商业可开采能源的外延，颠覆了非常规油气资源只是常规化石能源的补充的认知。页岩革命改变了全球能源市场、重绘了能源蕴藏地区，让西半球成为了未来的油气生产一大重心地带。美国能源安全提升后，在国家战略选择上将能减少能源因素的掣肘，帮助美国外交战略重心从美国转到亚太地区。美国本土能源价格降低减少了制造业成本，有利于美国制造业回流，帮助美国从次贷危机的经济低迷中恢复，增强了美国实力，减弱了国际舞台上“美国衰落”的声音。

图表18：2000-2022 年全球页岩气产量



资料来源：《中国页岩气发展前景及挑战》-马新华等，中邮证券研究所

从 2004 年《天然气工业》发表该刊第一篇页岩气学术论文——《页岩气成藏机理和分布》至今，中国页岩气研究和勘探开发从起步到初见成效已历经 20 年，正迎来页岩气革命。

从 2009 年渝东南地区渝页 1 井发现页岩气，到 2010 年第一口页岩气气流井——威 201 井的发现；从 2011 年第一口具有商业开发价值的页岩气井——宁 201-H1 井，到 2012 年涪陵页岩气田发现井——焦页 1 井、2014 年上报我国第一个页岩气探明地质储量 1067.5 亿立方米，中国页岩气产业取得了一个又一个重大突破，逐步揭开了页岩气商业化开发的序幕。

20 年间，中国页岩气发展突飞猛进、硕果累累，目前已成为仅次于美国的全球第二大页岩气生产国。迄今为止，借助于成熟的页岩气勘探开发技术，中国已经发现了数个埋深 3500m 以浅、探明储量超过 1000 亿立方米的页岩气田，并在埋深 3500~4500m 深度段获得工业页岩气流，正在攻关深层（埋深介于 3500~4500m）—超深层（埋深超过 4500m）页岩气的勘探开发技术。

图表19：涪陵页岩气田

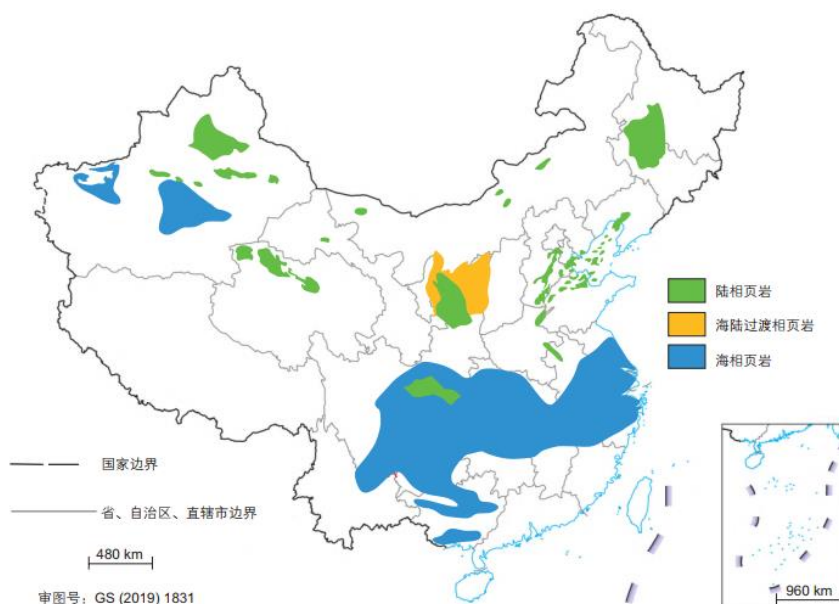


资料来源：国家能源局官网，中邮证券研究所

自涪陵页岩气田投入商业开发以来，历经 10 余年的艰苦攻关与反复实践，中国已经成为全球第二个全面掌握页岩气开发核心技术的国家，实现了页岩气储层改造理论与技术从无到有、从引进来到自主化的跨越式发展。随着页岩气勘探开发进程的深入推进，深层页岩气由于资源量丰富，具有巨大的勘探开发潜力。较之于中浅层页岩气，深层页岩气地质条件更加复杂，总体上表现为裂缝欠发育，地层温度高、压力大，岩石脆性弱、塑性强，地应力高（主体介于 80-100MPa）且方向多变，两向应力差大（15-22MPa），施工压力和破裂压力高，导致储层更难压开、裂缝更难起裂和扩展、裂缝更难转向和支撑，形成复杂缝网的难度大。此外，在四川盆地泸州区块实施的深层页岩气水平井套管变形、压窜风险高，EUR（预期产出量）偏低，钻完井成本高，给深层页岩气全面效益开发带来了巨大的挑战。

中国页岩气可采储量超过 30 万亿立方米，居世界第一。但是中国页岩气富集地区的地质构造及自然环境不大利于大规模开采，中国的油气开发者任重道远。

图表20：中国页岩分布图



资料来源：《中国页岩气发展前景及挑战》-马新华等，中邮证券研究所

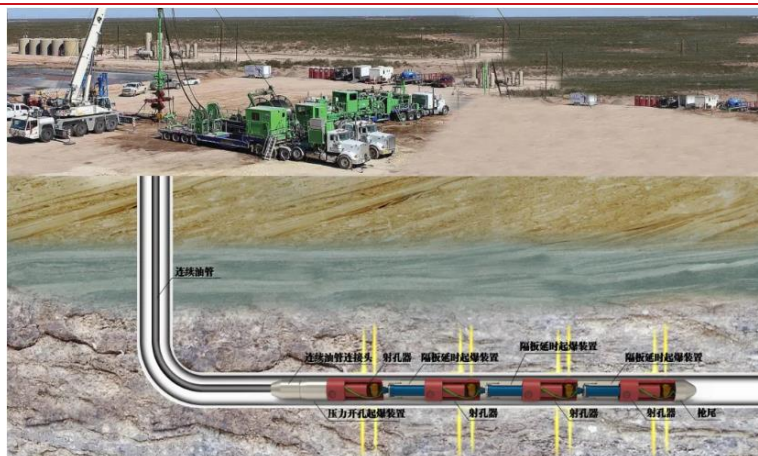
2.4 不同于耐用装备，公司产品用量与油气开采量正相关强相关

油气井爆破是为了穿透套管及水泥环，构成目的层至套管的油气通道。最初，其目的比较单纯，技术手段也比较单一，主要有子弹式射孔器、鱼雷式射孔器等。子弹式射孔器由于穿深极为有限，经常无法形成有效的射孔孔道，影响后续正常生产。

自从将反装甲武器的聚能效应应用于油气井射孔后，极大的提高了射孔穿深，引领了油气井爆破行业的快速发展，也成为了油气井爆破行业的主流技术。经过多年努力，通过引进、吸收和研发，国内的射孔弹、射孔工艺以及施工设计优化也得到了飞速发展。

油气井射孔目的由最初的射穿油气层，打开油气流通道，转变为改造油气层，辅助提高油气单井产能。页岩油气、致密油等非常规油气开采，尤其是国内外开展的以“水平井+体积压裂”为主流的射孔工艺技术的开发，对射孔器材提出更高技术要求。

图表21：分簇射孔技术示意图



资料来源：四川航天微信公众号，中邮证券研究所

射孔器材相对于压裂车，耗材属性较强，其消耗量与油气开采量正相关、强相关。随着油气开采难度提升，单位开采量下射孔器材的消耗量也可能出现进一步提升。随着我国非常规油气开采量不断提升，公司未来业务有望获得长期较快增长。

3 航天模塑从事汽车零部件业务，业绩保持较快增长

3.1 新能源车占比提升并进军新势力，公司营收高于汽车行业增速

航天模塑成立于2000年1月，是国内汽车零部件行业的主要企业之一，致力于研发和生产汽车内外饰件、智能座舱部件、发动机轻量化部件等产品，是国内少数营业收入超过50亿元的汽车内外饰件企业，先后被评为国家高新技术企业、四川省汽车行业先进单位、成都汽车轻量化工程技术研究中心，是中国模具行业标准起草单位，承担四川省重大科技成果转化工程示范项目。

航天模塑以“技术创新驱动”为战略引领，围绕智能光电、电动化、环保轻量化三大技术领域开展“内外饰+”、“双跨越”技术升级与创新工作；坚持培育汽车内外饰、发动机轻量化部件的自主研发制造能力，实现技术研发制造全流程自主可控。同时，航天模塑推动汽车电子技术与传统内外饰技术、动力系统零部件技术的深度融合，为创新产品发展赋能，不断推出具有市场竞争力的产品，稳步提升品牌影响力。

航天模塑的汽车内饰件产品主要包括主仪表板总成、副仪表板总成、门板总成、立柱内护板、EPP发泡件等；航天模塑的汽车外饰件产品主要包括保险杠总成、扰流板总成、全塑尾门总成、车身下装饰件、通风盖板总成、挡泥板等；航天模塑生产的发动机轻量化部件主要包括发动机进气歧管、压力管、燃油轨、汽缸罩盖等。

图表22：航天模塑主要产品示例



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

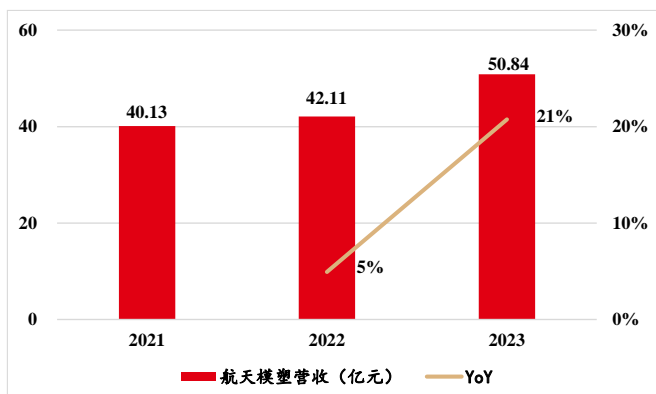
2023年，航天模塑合计为1095万辆整车提供零部件，占全国乘用车总销量的42%。依托强大的模具设计制造能力以及优质的产品和服务，航天模塑获得了客户的普遍认可，产品广泛应用于长安汽车、吉利汽车、一汽集团、广汽乘用车、奇瑞汽车、比亚迪等多家国内主流整车厂。

航天模塑实现了新能源汽车与燃油车内外饰技术的共同发展，新能源相关产品收入占比在2022年已经近50%。航天模塑已成功为比亚迪、广汽埃安、长安汽车、吉利汽车等主流汽车厂商的多款新能源车型提供量产配套；已成功进入蔚来汽车、问界等造车新势力的供应商体

系并开展内外饰产品的协同设计，部分产品已获得量产订单。航天模塑新能源相关产品收入（含新能源版本和燃油版本混合供货收入）占主营业务收入的比例已从2020年的逾20%上升至2022年的近50%，成果相对显著。2023年，公司在新能源车企市场持续发力，新获取产品中新能源车占比55.9%，超过行业渗透率。

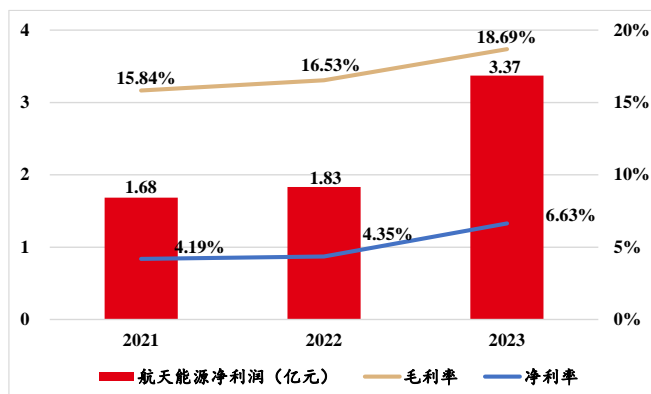
2023年，受益于中国汽车行业的高速发展，以及航天模塑产品结构升级、关键客户开拓、亮点车型中标、核心技术研发方面取得的突破，航天模塑营业收入增长20.75%，经营业绩再创新高，营业收入增速超过行业销量增速。

图表23：航天模塑营业收入



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表24：航天模塑盈利能力



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

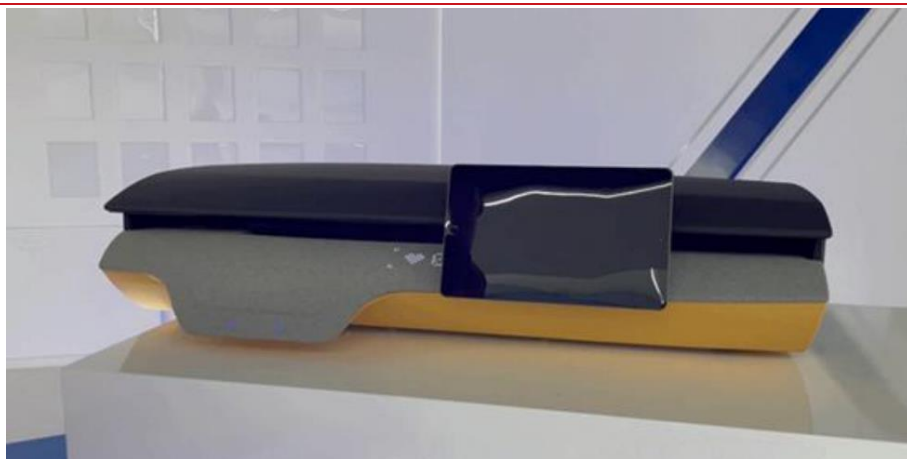
注：2023年毛利率为合并报表中“汽车零部件”业务毛利率

3.2 向智能座舱拓展提升单车价值量，公司业绩有望保持较快增长

近年来，随着全球汽车产业逐步向“四化”发展，汽车传统内外饰产品向智能化的升级已成为全新发展趋势，主机厂对全新技术、全新工艺、全新材料等的应用和要求越来越高，汽车内饰件发展呈现“沉浸化、健康化、低碳化”的特点，零部件生产呈现“集成化、全电化、模块化”的发展趋势；触控导电、软质及透明材料以及再生塑料、生物塑料受到追捧，但再生塑料批量应用仍面临挑战。近年来，航天模塑大力投入相关预研项目，为后续在汽车智慧座舱等智能化内饰产品组的市场开拓奠定了基础。

航天模塑已将高端产品的研发和生产作为公司产品战略的重点，形成了以中高端汽车塑料零部件为核心，以汽车智慧座舱与自动驾驶的融合研发与智能制造为路径的战略发展规划。

汽车智慧座舱充分借鉴了航天器噪声控制技术、视觉环境技术、工效设计与仿真技术等空间站适居性技术，结合色彩、照明、居住等心理学研究数据，将狭小空间的空间站视觉环境设计理念植入车辆座舱，以虚拟现实技术为驾乘人员提供可视及可达的体验环境。针对汽车座舱内饰，还采用了空间站密封环境下的安全技术指标要求，选用具有防火、防毒气、防有害气体、抗菌防霉、防螨等高安全性材料，通过多层、多模复合，集成噪声、触摸、漫发射、驾乘舒适、高安全性等诸多功能为一体。

图表25：航天模塑智能座舱部件产品


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2024年4月，公司调整部分募投项目，新建“成都航天模塑有限责任公司智慧座舱与自动驾驶融合建设项目”，即在四川省成都市龙泉驿区新建智慧座舱与自动驾驶科研综合楼、智能交互内饰数字化制造车间、模具智能制造车间、实验检测中心及相关配套设施，以提升公司的技术研发能力，构建“总部研发+属地量产”的产业布局，形成产品数据设计能力、工艺设计能力、控制器设计能力及模具研发能力。

为顺应汽车行业智能化发展趋势，快速抢占技术与市场的制高点，在智慧座舱与自动驾驶融合业务领域保持竞争力，公司拟通过本项目重点突破智慧座舱与自动驾驶融合集成技术。公司将基于汽车内外饰大型总成的设计技术、工艺技术、测试验证技术以及中大型模具设计制造等技术优势之上，把技术战略定位由传统内外饰技术转向“内外饰+”技术，围绕智能光电、电驱电控、轻量环保、精致装饰四大技术领域升级并开展智慧座舱与自动驾驶融合创新研究，力争成为高科技型集成供应商。

本项目建成后的目标产品集感应识别控制、数字仪表显示、信息娱乐系统、智能情景语音、手势、无线充电、氛围装饰、触控交互等功能于一身，将有效满足下游市场及终端用户对汽车智能化的需求，使得公司产品在未来具有突出的市场竞争能力。

未来，公司汽车零部件业务板块将持续聚焦新能源汽车智能化、网联化趋势，围绕“内外饰+”的战略，大力开展智慧座舱相关产品预研、技术开发和市场拓展工作，实现汽车内外饰、智慧座舱等方面的创新和迭代。随着公司向智能座舱不断拓展，单车价值量有望持续提升，公司业绩有望保持较快增长。

4 盈利预测与投资建议

公司于2023年完成重大资产重组，成为航天七院上市平台，航天能源、航天模塑两个子公司业绩保持较快增长。

1) 航天能源是国内油气井射孔工程领先企业，在非常规油气开采领域竞争优势突出，随着国内油气增储上产推动产量提升，非常规油气开采前景广阔，公司产品作为耗材与油气开产量强相关、正相关，有望获得长期较快增长。

2) 航天模塑是国内少数营业收入超过 50 亿元的汽车内外饰件企业，2023 年，航天模塑合计为 1095 万辆整车提供零部件，占全国乘用车总销量的 42%，新能源相关产品收入占比在 2022 年已经近 50%，2023 年，公司在新能源车市场持续发力，新获取产品中新能源车占比 55.9%，超过行业渗透率，同时，公司已成功进入蔚来汽车、问界等造车新势力的供应商体系并开展内外饰件产品的协同设计，部分产品已获得量产订单，未来公司向智能座舱拓展提升单车价值量，业绩有望保持较快增长。

3) 航天七院隶属航天科技集团，是我国航天重大装备生产基地、重要航天产品配套协作基地、防务产品和宇航产品研制生产基地，承担了常规运载火箭 47%的箱体、运载火箭 95%的火工品、载人飞船 80%的火工品等研制生产任务。公司作为航天七院军品主业和优质民品产业发展平台，未来优质资产进一步注入可期。

我们预计，公司 2024-2026 年归母净利润为 5.56、6.90、8.65 亿元，同比增长 31%、24%、25%，当前股价对应公司 PE 为 21、17、13 倍，维持“买入”评级。

图表26：分产品收入预测

年份	2023A	2024E	2025E	2026E
汽车零部件				
营业收入/百万元	5,084.19	5,999.35	6,959.24	8,003.13
毛利率	18.69%	18.69%	18.69%	18.69%
油气装备				
营业收入/百万元	580.27	667.31	800.77	1,000.97
毛利率	58.22%	58.22%	58.22%	58.22%
高性能功能材料				
营业收入/百万元	195.57	224.91	258.64	297.44
毛利率	39.10%	39.10%	39.10%	39.10%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5 风险提示

页岩气等非常规油气开采不及预期；汽车市场增速下降；市场竞争加剧等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	5860	6892	8019	9302	营业收入	20.1%	17.6%	16.4%	16.0%
营业成本	4495	5294	6150	7106	营业利润	37.7%	27.6%	22.0%	23.2%
税金及附加	45	48	56	65	归属于母公司净利润	61.4%	31.3%	24.1%	25.3%
销售费用	102	120	139	161	获利能力				
管理费用	289	318	350	385	毛利率	23.3%	23.2%	23.3%	23.6%
研发费用	333	366	403	443	净利率	7.2%	8.1%	8.6%	9.3%
财务费用	39	19	24	27	ROE	9.3%	10.9%	11.9%	13.0%
资产减值损失	-35	-41	-48	-56	ROIC	9.7%	10.3%	10.7%	11.4%
营业利润	581	741	903	1113	偿债能力				
营业外收入	8	8	8	8	资产负债率	50.6%	51.2%	51.7%	51.4%
营业外支出	1	1	1	1	流动比率	1.53	1.55	1.59	1.65
利润总额	588	748	911	1121	营运能力				
所得税	63	80	97	120	应收账款周转率	5.01	5.20	5.18	5.17
净利润	525	668	814	1001	存货周转率	5.82	5.06	5.17	5.30
归母净利润	423	556	690	865	总资产周转率	0.72	0.66	0.66	0.66
每股收益(元)	0.50	0.66	0.82	1.02	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.50	0.66	0.82	1.02
货币资金	3014	3783	4914	6125	每股净资产	5.36	6.02	6.84	7.86
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1449	1704	1983	2300	PE	27.02	20.57	16.57	13.22
预付款项	55	65	75	87	PB	2.52	2.25	1.98	1.72
存货	1269	1453	1646	1860	现金流量表				
流动资产合计	6953	8361	10184	12175	净利润	525	668	814	1001
固定资产	1783	1684	1583	1481	折旧和摊销	413	159	161	162
在建工程	238	288	338	388	营运资本变动	-179	-33	-44	-60
无形资产	221	216	211	206	其他	78	65	84	100
非流动资产合计	2747	2848	2835	2820	经营活动现金流净额	838	859	1014	1203
资产总计	9700	11209	13018	14996	资本开支	-424	-92	-92	-92
短期借款	836	1036	1336	1536	其他	200	-161	-47	-47
应付票据及应付账款	3366	3963	4605	5321	投资活动现金流净额	-224	-253	-140	-140
其他流动负债	351	399	453	513	股权融资	2073	0	0	0
流动负债合计	4552	5398	6393	7370	债务融资	-295	198	300	200
其他	353	342	342	342	其他	-48	-35	-43	-52
非流动负债合计	353	342	342	342	筹资活动现金流净额	1730	163	257	148
负债合计	4905	5740	6735	7711	现金及现金等价物净增加额	2345	769	1131	1212
股本	845	845	845	845					
资本公积金	2065	2065	2065	2065					
未分配利润	1443	1916	2502	3238					
少数股东权益	264	377	500	636					
其他	177	267	370	500					
所有者权益合计	4795	5470	6283	7284					
负债和所有者权益总计	9700	11209	13018	14996					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048