

2024 年年报及 2025 年一季报点评：气体运营并表贡献增量，绿氢核心设备验证持续推进

核心观点

2024 年公司实现总营业收入 34.10 亿元，同比增长 21.46%；利润总额达到 2.66 亿元，同比增长 37.7%；实现归母净利润 1.89 亿元，同比增长 1.09%，营收及利润总额大幅增长主要系气体运营业务于 24Q2 并表，传统煤化工设备、工程业务表现平稳，预计核心设备毛利率维持稳定。公司围绕绿氢、绿醇产业链布局电解槽、气化炉、提纯装置等核心设备及工艺，有望在煤化工向绿色化工过渡，绿氢及氢基产品渗透率提升的趋势下成为公司利润的第二增长曲线。

事件

公司 24 年实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 34.1/1.9/1.8 亿元，同比+21%/+1%/-1%；

其中 24Q4 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 17.4/0.6/0.5 亿元，同比+32%/-28%/-38%，环比+209%/+68%/+47%。

公司 25Q1 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 8.5/0.34/0.33 亿元，同比+257%/+164%/+172%，环比-51%/-45%/-37%。

简评

1、煤化工主业：

1) 煤炭高效利用：24 年营收 18.17 亿元，毛利率 24.7%，其中，预计 EPC/设计/咨询营收 5-6E，毛利率 5-8%，气化炉营收预计 13-14 亿元，毛利率约 30%维持稳定。

2) 高端装备制造：24 年营收 3 亿元，毛利率 28.7%，主要为阀门制造业务，从 23 年公告类目中单独拆分（原为设备销售）

2、工业气体运营：

1) 公司于 2024 年 4 月对原参股公司航天氢能进行增资，持有航天氢能 34.35%股权，成为航天氢能的控股股东，并将航天氢能纳入公司合并报表范围。该项增资并购完成后，工业气体运营业务成为公司业务重要组成部分，下属两家公司气体运营业务有序开展，沧州气体二期项目建设进度完成率超 80%，新乡气体项目成功开车。

航天工程 (603698. SH)

维持

买入

许琳

xulin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522110001

SFC 编号:BVU271

屈文敏

quwenmin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524050004

发布日期：2025 年 05 月 18 日

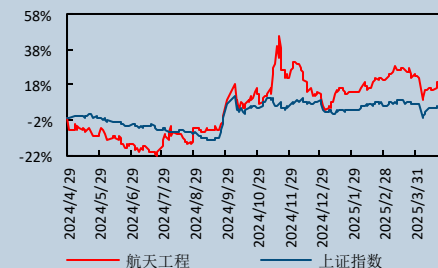
当前股价：15.64 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.56/-2.46	21.81/0.76	8.39/-5.09
12 月最高/最低价 (元)		16.65/10.30
总股本 (万股)		53,599.00
流通 A 股 (万股)		53,599.00
总市值 (亿元)		90.58
流通市值 (亿元)		90.58
近 3 月日均成交量 (万)		509.24
主要股东		
中国运载火箭技术研究院		45.98%

股价表现



相关研究报告

24.11.14 【中信建投电力设备及新能源】航天工程(603698):2024 年三季报点评:营收结构季节性波动影响利润,布局绿氢/醇核心设备打造第二曲线

2) 全年营收预计 12.78 亿元，毛利率 11.5%，净利润预计约为 0.59 亿元。2025Q1 开始全季度并表沧州一期及新乡项目，预计沧州二期逐步投产，预计 25 年气体运营板块营收 30-33 亿元，同比+145%，业绩同比增长 0.3 亿元。

3、氢能产业链核心设备：

1) 绿氢：公司围绕氢能产业链布局核心设备，完成 2000 型碱性水电解槽样机试验，综合性能测试达到国内领先水平，持续推进 5-30-100 标方系列型号 PEM 电解槽的开发，电解槽加工制造纳入三体系认证，荣获中国氢能联盟的“氢能领跑者行动”能效证书和电解制氢产品节能认证标识。

2) 副产氢提纯设备：首套氢气深度纯化系统和痕量除杂系统完成试运行，可用于化工副产氢的提纯；

3) 绿醇：具备生物质气化技术及设备储备，有望在煤化工向绿色化工过渡，绿氢及氢基产品渗透率提升的趋势下成为公司利润的第二增长点。

投资建议：预计 2025、2026、2027 年归母净利润 2.36、3.10、3.45 亿元，对应 PE38、29、26 倍，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,807.38	3,409.72	5,422.87	6,243.94	6,872.78
YoY(%)	12.01	21.46	59.04	15.14	10.07
归母净利润(百万元)	187.16	189.21	235.66	309.53	345.19
YoY(%)	12.00	1.09	24.55	31.35	11.52
毛利率(%)	21.52	20.17	15.70	16.22	16.53
净利率(%)	6.67	5.55	4.35	4.96	5.02
ROE(%)	5.72	5.56	6.48	7.85	8.05
EPS(摊薄/元)	0.35	0.35	0.44	0.58	0.64
P/E(倍)	48.40	47.87	38.44	29.26	26.24
P/B(倍)	2.77	2.66	2.49	2.30	2.11

资料来源：iFinD，中信建投证券（以 5 月 7 日收盘价计）

风险分析

- 1) 煤化工资本开支变弱，公司专用设备主要面向煤化工行业的气化炉等产品，如果下游煤化工领域企业的资本开支下降，会导致新产能建设需求减弱，影响公司营收贡献。假设公司煤化工行业订单与行业整体的资本开支同向变化，则单位资本波动对应公司营收 60-70%占比的专用设备产品将会同向波动。
- 2) 新技术产业化导入不及预期，公司电解槽产品目前处于测试阶段，如果未来新产品向市场导入的进展不及预期，会影响公司在新技术产品方面的营收增长。我们预计 2024 年开始氢能相关设备有望形成销售收入，占比总营收约 4-5%，如果测试进展基客户导入不及预期，则影响该部分营收贡献。
- 3) 行业竞争格局激烈，如果煤化工设备、电解槽等产品的市场竞争加剧，可能导致价格和利润出现下滑，公司业绩会产生一定影响。

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,294.64	4,920.01	5,884.07	6,562.85	7,191.40
现金	2,174.44	2,872.07	3,358.32	3,716.35	4,090.48
应收票据及应收账款合	1,718.18	1,021.08	811.97	854.65	864.19
其他应收款	23.32	29.77	71.02	85.87	99.24
预付账款	121.30	453.74	1,082.44	1,308.65	1,512.47
存货	228.54	240.98	242.83	263.97	275.00
其他流动资产	28.86	302.37	317.48	333.36	350.03
非流动资产	1,167.76	3,604.31	3,495.25	3,191.92	2,888.81
长期投资	205.14	12.80	13.12	13.45	13.80
固定资产	501.81	1,960.73	2,350.66	2,684.86	2,386.87
无形资产	158.08	151.28	143.54	138.09	132.52
其他非流动资产	302.74	1,479.50	987.92	355.51	355.63
资产总计	5,462.39	8,524.31	9,379.32	9,754.77	10,080.21
流动负债	2,124.48	2,257.11	3,043.46	3,278.11	3,419.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款合	1,341.12	1,153.39	1,423.82	1,487.75	1,503.86
其他流动负债	783.36	1,103.72	1,619.64	1,790.36	1,915.40
非流动负债	55.62	1,299.71	1,037.75	774.50	518.10
长期借款	0.00	1,202.85	936.04	667.71	405.97
其他非流动负债	55.62	96.86	101.70	106.79	112.13
负债合计	2,180.10	3,556.82	4,081.20	4,052.61	3,937.37
少数股东权益	10.20	1,567.56	1,662.52	1,757.03	1,852.53
股本	535.99	535.99	535.99	535.99	535.99
资本公积	935.88	935.71	935.71	935.71	935.71
留存收益	1,800.23	1,928.24	2,163.90	2,473.43	2,818.62
归属母公司股东权益	3,272.10	3,399.94	3,635.60	3,945.13	4,290.32
负债和股东权益	5,462.39	8,524.31	9,379.32	9,754.77	10,080.21

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	374.48	614.02	709.45	596.68	620.24
净利润	187.16	227.83	330.62	404.05	440.69
折旧摊销	45.81	88.01	261.35	322.68	324.06
财务费用	-43.53	-63.30	-67.66	-54.94	-42.15
投资损失	-3.79	-0.30	-0.32	-0.33	-0.35
营运资金变动	50.10	279.61	308.53	-86.10	-113.26
其他经营现金流	138.73	82.18	-123.07	11.33	11.26
投资活动现金流	-129.40	35.56	-24.06	-25.26	-26.52
资本支出	131.31	433.88	10.16	10.66	11.20
长期投资	0.00	28.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-260.71	-426.32	-34.21	-35.93	-37.72
筹资活动现金流	-42.35	132.80	-199.14	-213.39	-219.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	1,202.85	-266.81	-268.33	-261.74
其他筹资现金流	-42.35	-1,070.05	67.66	54.94	42.15
现金净增加额	202.72	782.38	486.25	358.03	374.13

资料来源: 公司公告, iFinD, 中信建投证券

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,807.38	3,409.72	5,422.87	6,243.94	6,872.78
营业成本	2,203.22	2,722.08	4,571.61	5,231.06	5,736.45
营业税金及附加	22.37	27.29	37.96	43.71	48.11
销售费用	35.58	57.14	60.02	66.62	73.95
管理费用	146.98	199.26	220.06	244.26	271.13
研发费用	161.04	246.68	256.06	284.23	315.50
财务费用	-43.53	-63.30	-67.66	-54.94	-42.15
资产减值损失	-71.80	49.97	52.47	55.09	57.84
信用减值损失	-39.52	-37.80	-39.69	-41.68	-43.76
其他收益	19.59	29.57	31.05	32.60	34.23
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.79	0.30	0.32	0.33	0.35
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	193.79	262.60	388.96	475.35	518.46
营业外收入	0.21	3.88	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.47	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	193.52	266.48	388.96	475.35	518.46
所得税	6.37	38.65	58.34	71.30	77.77
净利润	187.16	227.83	330.62	404.05	440.69
少数股东损益	0.00	38.62	94.96	94.51	95.50
归属母公司净利润	187.16	189.21	235.66	309.53	345.19
EBITDA	195.81	291.18	582.65	743.09	800.36
EPS (元)	0.35	0.35	0.44	0.58	0.64

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	12.01	21.46	59.04	15.14	10.07
营业利润(%)	10.41	35.51	48.12	22.21	9.07
归属于母公司净利润	12.00	1.09	24.55	31.35	11.52
获利能力					
毛利率(%)	21.52	20.17	15.70	16.22	16.53
净利率(%)	6.67	5.55	4.35	4.96	5.02
ROE(%)	5.72	5.56	6.48	7.85	8.05
ROIC(%)	8.91	10.21	6.86	9.02	10.37
偿债能力					
资产负债率(%)	39.91	41.73	43.51	41.54	39.06
净负债比率(%)	-66.25	-33.60	-45.72	-53.46	-59.98
流动比率	2.02	2.18	1.93	2.00	2.10
速动比率	1.84	1.74	1.39	1.42	1.48
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.40	0.58	0.64	0.68
应收账款周转率	1.64	4.39	8.78	9.24	9.72
应付账款周转率	1.65	3.01	3.77	3.96	4.17
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.35	0.44	0.58	0.64
每股经营现金流(最新)	0.70	1.15	1.32	1.11	1.16
每股净资产(最新摊薄)	6.10	6.34	6.78	7.36	8.00
估值比率					
P/E	48.40	47.87	38.44	29.26	26.24
P/B	2.77	2.66	2.49	2.30	2.11
EV/EBITDA	31.15	30.63	16.10	12.13	10.75

分析师介绍

许琳

中信建投证券新能源汽车锂电与材料行业首席分析师，7 年主机厂供应链管理+2 年新能源车研究经验，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖新能源汽车、电池研究。

屈文敏

中信建投证券电力设备及新能源研究员，2022 年所在团队荣获新财富最佳分析师评选第四名，2022 年上证报最佳电力设备新能源分析师第二名，金麒麟评选光伏设备第二名，金麒麟电池行业第三名，金麒麟新能源汽车第三名，水晶球新能源行业第三名，水晶球电力设备行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk