

双轮驱动打造航天七院优质上市平台

华泰研究

2025 年 11 月 30 日 | 中国内地

首次覆盖

其他军工

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

26.00

首次覆盖航天智造并给予“买入”评级，目标价 26.00 元，基于 26 年 20 倍 PE 估值。我们看好公司“技术壁垒+政策红利”双轮驱动增长，公司通过航天技术转化，在油气装备、汽车智能座舱等领域构建了技术壁垒与客户优势，并拓展大药量药柱业务，有望保持长期稳健成长。

经过重大资产重组，成为航天七院核心上市平台

航天智造前身为乐凯新材，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，成为航天七院上市平台。23/24 年，公司整体实现营业收入 58.60/77.81 亿元，同比+20.10%/32.78%，实现归母净利润 4.23/7.92 亿元，同比+61.36%/87.02%。25Q1-Q3 得益于汽车零部件客户需求增长驱动，公司归母净利润同比+21%，业绩保持稳健增长，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 CAGR 达 17%。

汽车零部件业务占比高，向智能座舱延伸提升单车价值量

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。行业层面，“两新”政策在汽车领域取得显著成效，有效促进了汽车消费，汽车传统内饰产品向智能化的升级已成为全新发展趋势。公司层面，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%。2024 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 72%，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，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，我们预计公司汽车零部件业务 2025-2027 年收入 CAGR 为 20.96%。

油气装备：产品耗材属性强，有望跟随下游放量获得长期较快增长

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，2021 年公司国内非常规油气开采市占率超 60%，常规油气开采领域市占率约为 35%。随着国内油气增储上产推动产量提升，深海、深地等领域逐步开发，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，有望获得长期较快增长。另外，公司新获取大药量药柱批产任务，装备建设需求迫切，市场前景广阔。我们预计公司油气装备业务 2025-2027 年收入 CAGR 为 17.94%。

我们与市场观点不同之处

市场对公司的长期成长性认知不足，我们认为公司汽车零部件业务受益于下游客户电动化、网联化、智能化转型带来的单车价值量提升；油气装备业务受益于深海科技、深地科技等政策支持，相关新型领域资源勘探需求带来的射孔器材及完井装备用量持续提升，另外，公司新拓展的药柱业务前景广阔。

盈利预测与估值

预计公司 25-27 年归母净利润 9.48/11.02/12.76 亿元，选取拓普集团（汽车零部件研发、生产和销售）、万丰奥威（汽车金属部件轻量化及飞机制造）、双林股份（汽车零部件及配件、模具设计、开发和制造）、迪威尔（油气设备）作为可比公司。可比公司 26 年 Wind 一致预期 PE 均值为 30 倍，考虑到可比公司估值中存在一定人形机器人业务的预期，而航天智造业务暂不涉及机器人零部件，给予 26 年 20X 目标 PE，目标价 26.00 元，“买入”。

风险提示：汽车零部件主要客户流失风险；汽车零部件毛利率下滑风险；油气装备产品销量及单价波动风险。

鲍学博*

SAC No. S0570525080004

研究员

baoxuebo@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

王兴

SAC No. S0570523070003
SFC No. BUC499

研究员

wangxing@htsc.com
+(86) 21 3847 6737

朱雨时*

SAC No. S0570521120001

研究员

zhuyushi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

马强*, PhD

SAC No. S0570525110002

研究员

maqiang@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

田莫充*

SAC No. S0570523050004

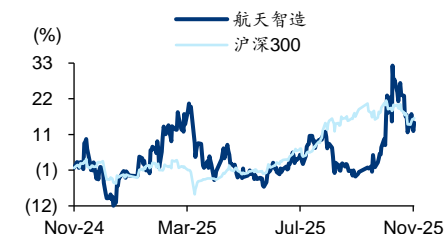
研究员

tianmochong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价(人民币 截至 11 月 28 日)	19.47
市值(人民币百万)	16,460
6 个月平均日成交额(人民币百万)	376.00
52 周价格范围(人民币)	15.26-22.53

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	7,781	9,535	11,440	13,520
+/-%	32.78	22.55	19.97	18.19
归属母公司净利润(百万)	791.71	948.14	1,102	1,276
+/-%	87.02	19.76	16.22	15.83
EPS(最新摊薄)	0.94	1.12	1.30	1.51
ROE(%)	15.74	15.83	15.71	15.54
PE(倍)	20.79	17.36	14.94	12.90
PB(倍)	3.14	2.70	2.31	1.98
EV EBITDA(倍)	9.39	9.04	7.28	5.85
股息率(%)	0.51	0.51	0.51	0.51

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,953	7,034	8,029	9,400	10,663
现金	3,014	2,638	3,073	3,515	4,099
应收账款	1,218	1,770	1,892	2,501	2,689
其他应收账款	11.65	13.96	17.43	20.23	24.28
预付账款	54.95	52.09	79.09	78.28	107.71
存货	1,269	1,765	1,981	2,431	2,682
其他流动资产	1,385	793.76	987.44	854.93	1,061
非流动资产	2,747	3,064	3,563	3,909	4,187
长期投资	83.48	93.64	120.64	150.64	180.64
固定投资	1,783	1,924	2,222	2,405	2,515
无形资产	220.70	263.26	300.70	342.51	391.01
其他非流动资产	660.46	783.35	919.82	1,011	1,100
资产总计	9,700	10,098	11,593	13,310	14,849
流动负债	4,552	4,175	4,623	5,267	5,544
短期借款	835.71	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,955	2,661	2,334	3,318	2,816
其他流动负债	1,761	1,514	2,288	1,948	2,728
非流动负债	353.38	357.13	458.47	418.14	377.80
长期借款	60.00	60.00	161.34	121.01	80.67
其他非流动负债	293.38	297.13	297.13	297.13	297.13
负债合计	4,905	4,532	5,081	5,685	5,922
少数股东权益	264.48	321.90	404.35	500.17	611.15
股本	845.41	845.41	845.41	845.41	845.41
资本公积	2,065	2,065	2,065	2,065	2,065
留存公积	1,602	2,309	3,229	4,299	5,538
归属母公司股东权益	4,531	5,244	6,107	7,125	8,316
负债和股东权益	9,700	10,098	11,593	13,310	14,849

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金	838.24	1,049	1,344	1,488	1,730
净利润	525.40	875.77	1,031	1,198	1,387
折旧摊销	413.46	583.26	468.06	615.38	787.37
财务费用	38.66	(3.46)	(4.14)	(15.45)	(19.31)
投资损失	0.56	(7.98)	(11.05)	(11.05)	(11.05)
营运资金变动	(178.42)	(446.57)	(128.23)	(296.12)	(414.36)
其他经营现金	38.58	47.72	(10.82)	(2.15)	(0.07)
投资活动现金	(223.85)	(431.66)	(940.68)	(936.79)	(1,040)
资本支出	(430.60)	(445.46)	(921.27)	(908.35)	(998.54)
长期投资	198.68	0.00	(27.00)	(30.00)	(30.00)
其他投资现金	8.06	13.80	7.59	1.56	(11.52)
筹资活动现金	1,730	(990.56)	30.45	(109.42)	(105.57)
短期借款	835.71	(835.71)	0.00	0.00	0.00
长期借款	40.00	0.00	101.34	(40.34)	(40.34)
普通股增加	69.96	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,064	0.21	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,280)	(155.06)	(70.89)	(69.09)	(65.23)
现金净增加额	2,345	(371.65)	434.17	442.14	584.26

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,860	7,781	9,535	11,440	13,520
营业成本	4,495	6,028	7,493	9,044	10,736
营业税金及附加	44.83	58.09	71.20	85.41	100.95
营业费用	101.71	107.95	119.19	137.28	155.49
管理费用	288.95	293.41	352.81	411.83	473.22
财务费用	38.66	(3.46)	(4.14)	(15.45)	(19.31)
资产减值损失	(35.24)	(27.88)	(28.61)	(28.60)	(29.75)
公允价值变动收益	(1.64)	9.06	12.00	10.00	10.00
投资净收益	(0.56)	7.98	11.05	11.05	11.05
营业利润	580.65	952.44	1,120	1,301	1,507
营业外收入	8.16	4.74	4.74	4.74	4.74
营业外支出	0.53	4.96	4.00	3.00	3.00
利润总额	588.28	952.22	1,121	1,302	1,508
所得税	62.88	76.45	89.96	104.55	121.10
净利润	525.40	875.77	1,031	1,198	1,387
少数股东损益	102.07	84.05	82.45	95.82	110.98
归属母公司净利润	423.33	791.71	948.14	1,102	1,276
EBITDA	1,040	1,531	1,565	1,891	2,263
EPS (人民币, 基本)	0.62	0.94	1.12	1.30	1.51

主要财务比率

会计年度 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	3,351	32.78	22.55	19.97	18.19
营业利润	11,591	64.03	17.57	16.14	15.85
归属母公司净利润	8,344	87.02	19.76	16.22	15.83
获利能力 (%)					
毛利率	23.29	22.53	21.42	20.94	20.60
净利率	8.97	11.26	10.81	10.47	10.26
ROE	10.96	15.74	15.83	15.71	15.54
ROIC	24.58	34.81	33.43	33.29	33.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.57	44.88	43.83	42.71	39.88
净负债比率 (%)	(40.47)	(43.05)	(41.76)	(41.99)	(42.86)
流动比率	1.53	1.68	1.74	1.78	1.92
速动比率	1.22	1.21	1.26	1.28	1.39
营运能力					
总资产周转率	1.11	0.79	0.88	0.92	0.96
应收账款周转率	9.20	5.21	5.21	5.21	5.21
应付账款周转率	4.52	2.61	3.00	3.20	3.50
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.94	1.12	1.30	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.24	1.59	1.76	2.05
每股净资产(最新摊薄)	5.36	6.20	7.22	8.43	9.84
估值比率					
PE (倍)	38.88	20.79	17.36	14.94	12.90
PB (倍)	3.63	3.14	2.70	2.31	1.98
EV EBITDA (倍)	14.21	9.39	9.04	7.28	5.85

正文目录

投资要点	5
与市场观点不同之处	5
股价复盘	5
前身为乐凯新材，2023 年完成重组成为航天七院上市平台	7
注入航天模塑和航天能源后，汽零和油气装备成为公司主要业务	7
航天模塑利润稳健增长，航天能源业务前景广阔	10
航天模塑：受益于国产自主品牌崛起，向智慧座舱等业务拓展	12
受益于国产自主品牌崛起，公司营收增速持续高于行业平均水平	12
向智慧座舱等业务拓展，提升单车价值量	14
航天能源：油气装备业务壁垒高，拓展大药量药柱业务空间广阔	17
我国油气资源对外依存度高，增储上产行动带动公司长期发展	17
深耕非常规油气开采射孔器材，深海深地资源开采前景广阔	19
拓展大药量药柱业务，开辟新增长点	23
盈利预测、估值与投资建议	27
估值与投资建议	29
风险提示	29

图表目录

图表 1： 航天智造股价复盘	6
图表 2： 公司发展历程	7
图表 3： 公司重组前营业收入情况	7
图表 4： 公司重组前归母净利润情况	7
图表 5： 公司股权结构情况（截至 2025/11/10）	8
图表 6： 公司主要产品	8
图表 7： 公司重组后营业收入情况	9
图表 8： 公司重组后归母净利润情况	9
图表 9： 公司营业收入构成情况	9
图表 10： 公司毛利润构成情况	9
图表 11： 公司毛利率情况	10
图表 12： 公司费用率及净利率情况	10
图表 13： 航天模塑营收情况	10
图表 14： 航天模塑归母净利润情况	10
图表 15： 航天能源营收情况	11
图表 16： 航天能源归母净利润情况	11
图表 17： 我国乘用车销量情况	12
图表 18： 我国商用车销量情况	12

图表 19: 中国汽车零部件产业链结构.....	13
图表 20: 我国汽车零部件出口金额情况.....	13
图表 21: 中国乘用车内外饰件市场规模.....	13
图表 22: 航天模塑主要产品示例.....	14
图表 23: 中国汽零制造业收入情况.....	15
图表 24: 中国乘用车智能座舱解决方案市场规模情况.....	15
图表 25: 国内汽车零部件主要上市公司收入情况.....	15
图表 26: 航天模塑与主要客户合作关系情况.....	16
图表 27: 我国天然气消费量情况.....	17
图表 28: 我国天然气产量情况.....	17
图表 29: 我国天然气进口量情况.....	18
图表 30: 2024 年我国 LNG 进口来源分布.....	18
图表 31: 中国页岩分布图.....	19
图表 32: 航天能源产品竞争力.....	19
图表 33: 航天能源相关产品在主要客户同类产品的采购比例.....	20
图表 34: 航天能源的射孔器材产品与竞争对手比较分析.....	21
图表 35: 2021 年航天能源常规单次管串下井作业市场占有率 (单位: 个、元).....	21
图表 36: 2021 年航天能源非常规单次管串下井作业市场占有率 (单位: 个、元).....	21
图表 37: 海洋石油 982 钻井平台.....	22
图表 38: 蓝鲸 1 号钻井平台.....	22
图表 39: 海底富钴结壳采矿系统示意图.....	22
图表 40: 大洋钻探船“梦想”号.....	23
图表 41: 公司募投项目修改内容.....	23
图表 42: 导弹上的火工品需求情况.....	24
图表 43: 2010-2025 财年导弹和弹药预算申请趋势 (十亿美元).....	25
图表 44: 美军主要导弹和弹药 2023-2025 财年采购数量及经费情况 (百万美元).....	25
图表 45: 军用炸药、火工品、推进剂厂商梳理.....	26
图表 46: 航天智造: 盈利预测.....	27
图表 47: 可比公司估值.....	29
图表 48: 航天智造 PE-Bands.....	30
图表 49: 航天智造 PB-Bands.....	30

投资要点

我们看好公司“技术壁垒+政策红利”双轮驱动增长，公司通过航天技术转化，在油气装备、汽车智能座舱等领域构建了技术壁垒与客户资源优势，积极拓展新业务，有望保持长期稳健成长：

1) 短期：汽车零部件板块，需求端伴随新能源车产业结构性增长及单车价值量提升，公司收入端有望维持增长，公司是国内少有的同时具备汽车零部件和模具设计生产同步研发、制造能力的公司，近年来，随着全球汽车产业逐步向“四化”（即电动化、网联化、智能化和共享化）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。2024 年公司在新新能源车企市场持续发力，新获取产品中新能源车占比 72%。我们预计公司汽零业务 2025-2027 年收入 CAGR 为 20.96%。

2) 中期：油气装备领域，航天能源主要产品包括射孔器材及高端完井装备，相关产品谱系覆盖全面，据公司重大资产重组报告书，2021 年公司在国内常规/非常规单次管串下井作业市占率分别达 34.96%/65.50%，同时公司已率先完成油气井用电子雷管研制。2025 年我国政府工作报告首次将发展“深海科技”列入工作任务，深海油气、深海采矿开发潜力大，公司主要产品为强耗材，有望跟随下游新兴开采领域实现高增；另外，公司新获取大药量药柱批产任务，装备建设需求迫切，市场前景广阔。我们预计公司油气装备业务 2025-2027 年收入 CAGR 为 17.94%。

3) 长期：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（根据公司 Wind 端 2025-11-04 发布的投资者调研纪要，作为航天七院所属唯一上市平台，公司将通过资本运作与产业发展“双轮驱动”，推动发挥上市公司资本运作、融合发展、产业发展、体制机制创新“四个平台”功能，分阶段稳步实现公司做强做优做大）。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，七院有望统筹推进智能装备、先进制造、航天应用等业务板块的资源整合和能力布局。

与市场观点不同之处

市场对公司的长期成长性认知不足，我们认为公司汽车零部件业务受益于下游客户电动化、网联化、智能化转型带来的单车价值量提升；油气装备业务受益于深海科技、深地科技等政策支持，相关新型领域资源勘探需求带来的射孔器材及完井装备用量持续提升，另外，公司新拓展的大药量药柱业务前景广阔。

股价复盘

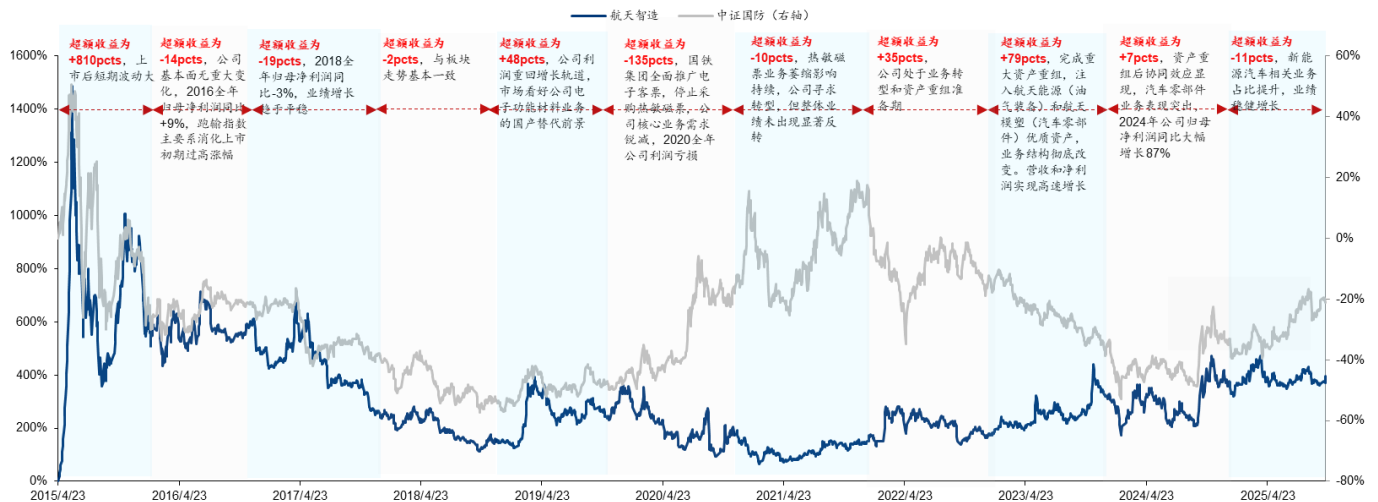
通过复盘航天智造 (300446.SZ) 自 2015 年上市以来的股价走势，公司的发展历程和股价驱动因素可以清晰地分为两个阶段：**传统业务衰退期**（上市至 2022 年资产重组前）和**“新生”增长期**（2023 年资产重组后至今）。

1) 第一阶段（上市至 2022 年）：传统信息防伪材料业务（热敏磁票）因电子客票推广而面临需求萎缩，公司业绩承压。由于在重大资产重组前公司尚无军工业务，只有军工国企改革、资产注入等主题，公司基本面与军工板块主题关联度不高，在板块走强时（如 2019 年）可能大幅跑输指数；在板块调整时，因市值较小、缺乏亮点，亦难有独立行情。

2) 第二阶段（2023 年至今）：完成重大资产重组，注入航天能源（油气装备）和航天模塑（汽车零部件）优质资产，基本面和成长逻辑彻底重塑。营收和利润实现高速增长（2023-2024 归母净利润增速分别为 61.36%/87.02%）。

2023 年的重大资产重组是公司发展的分水岭。重组后，公司主营业务转变为汽车零部件、油气装备和高性能功能材料三大板块，其中汽车零部件业务成为核心业绩支撑（2024 年收入占比近 80%）。这次重组注入了强劲的增长动力，使其从一家面临困境的传统材料企业转型为具有“航天+智能制造”概念的多元化公司。

图表1： 航天智造股价复盘



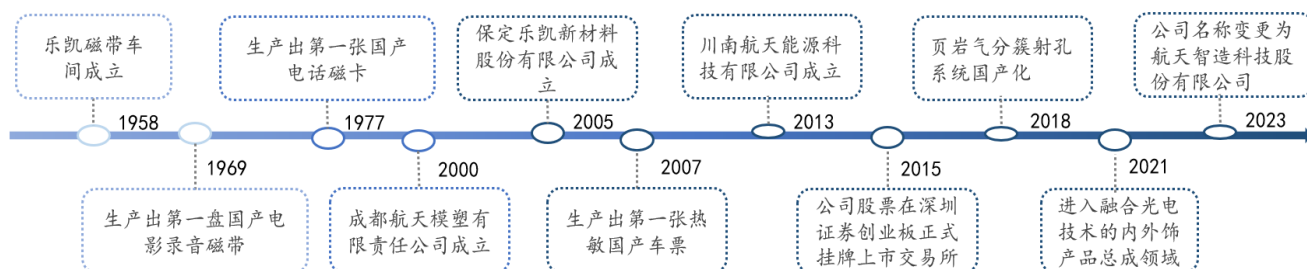
资料来源: Wind, 华泰研究

前身为乐凯新材，2023 年完成重组成为航天七院上市平台

注入航天模塑和航天能源后，汽零和油气装备成为公司主要业务

公司成立于 2005 年 2 月 3 日，前身为“保定乐凯信息化工材料有限公司”，2010 年完成整体变更设立股份有限公司，2015 年 4 月 23 日在深圳证券交易所创业板正式上市，2023 年完成重大资产重组，业务结构由单一化工材料拓展至多元智能制造领域，形成覆盖高性能材料、油气装备与汽车零部件制造三大板块的综合产业格局。

图表2：公司发展历程



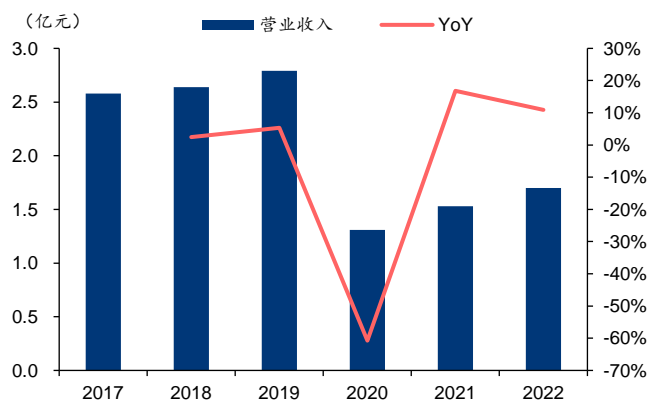
资料来源：航天智造官网，华泰研究

公司前身乐凯新材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。2021-2022 年公司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 10.91%，归母净利润为 501 万元，同比基本持平，整体利润规模不大，盈利能力较差。

图表3：公司重组前营业收入情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：公司重组前归母净利润情况

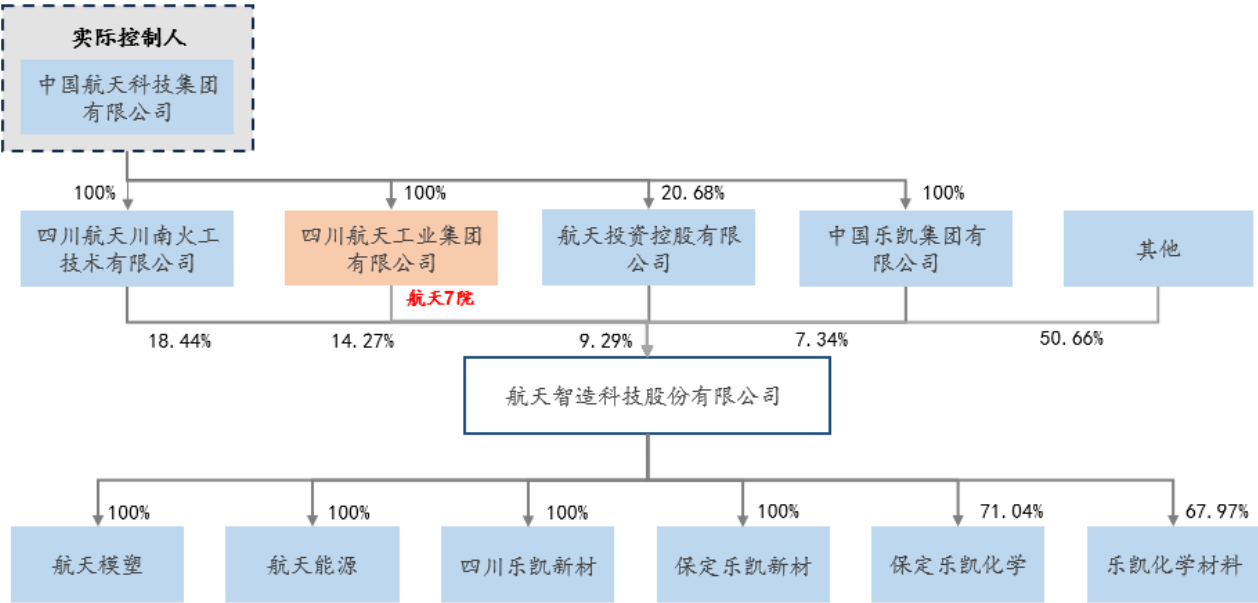


资料来源：Wind，华泰研究

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。此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。

公司控股股东为四川航天集团，实控人为中国航天科技集团。四川航天川南火工技术有限公司为公司第一大股东，持股 18.44%；四川航天工业集团有限公司位列第二，持股 14.27%。公司旗下共有 4 家全资子公司，分别从事石油钻采专用设备制造（航天能源）、汽车零部件及配件制造（航天模塑）、信息防伪材料和电子功能材料制造（四川乐凯、保定乐凯）。




图表5：公司股权结构情况（截至 2025/11/10）



资料来源：Wind，华泰研究

重组完成后，公司主营业务包括汽车零部件、油气装备和高性能功能材料。在汽车零部件领域，公司主要从事汽车内外饰件、发动机轻量化部件、智能座舱部件和模具研发与制造；在油气装备领域，公司主要从事油气设备领域射孔器材、高端完井装备及机电控制类产品研发与制造；在高性能功能材料领域，公司主要有信息防伪材料、电子功能材料和耐候功能材料三种，各类产品广泛用于信息存储、电子、化工等行业的生产活动。

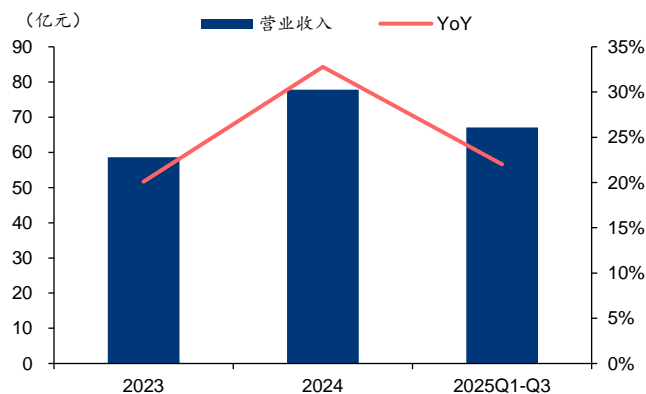
图表6：公司主要产品

产品类别	主要产品	应用领域	2024 年营收 (亿元)	2024 年收入占比	2024 年毛利率	产品示例
高性能功能材料	信息防伪材料、热敏影像膜、电磁屏蔽膜、光稳定剂、电子功能膜	金融防伪、电子显示、通信航天	2.32	2.99%	33.81%	
汽车内外饰件	智能座舱饰件、发动机轻量化件、模具设计制造	乘用车、商用车主机厂配套	70.03	90.00%	18.68%	
油气装备及工程服务	聚能射孔弹、电雷管、坐封工具、分簇射控系统	油气开采、非常规能源工程服务等	5.46	7.01%	67.18%	

资料来源：Wind，航天智造官网，华泰研究

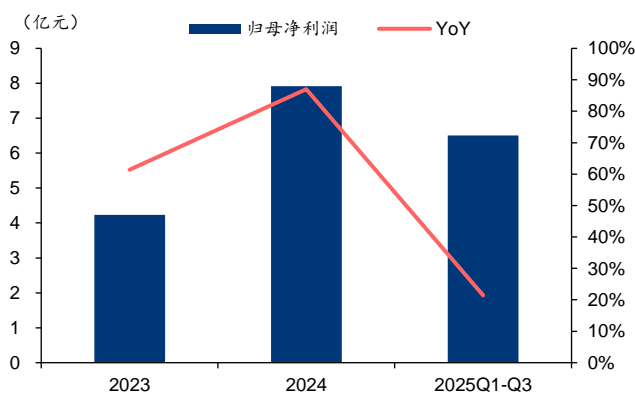
收入持续增长,净利率显著提升。2024 年公司实现营业总收入 77.81 亿元,同比增长 32.78%;归母净利润 7.92 亿元,同比增长 87.02%,延续了 2023 年以来的高增长趋势。2025Q1-Q3 公司实现营业收入 67.07 亿元,同比增长 22.01%,归母净利润 6.51 亿元,同比增长 21.43%。收入增长主要得益于高性能材料与油气装备业务的订单放量,同时汽车内外饰板块恢复态势良好。公司积极拓展下游应用场景,军品与民品结构优化推动整体收入稳步提升。

图表7: 公司重组后营业收入情况



资料来源: Wind, 华泰研究

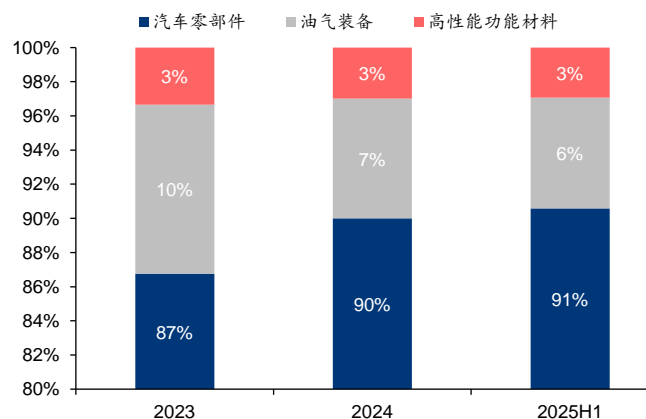
图表8: 公司重组后归母净利润情况



资料来源: Wind, 华泰研究

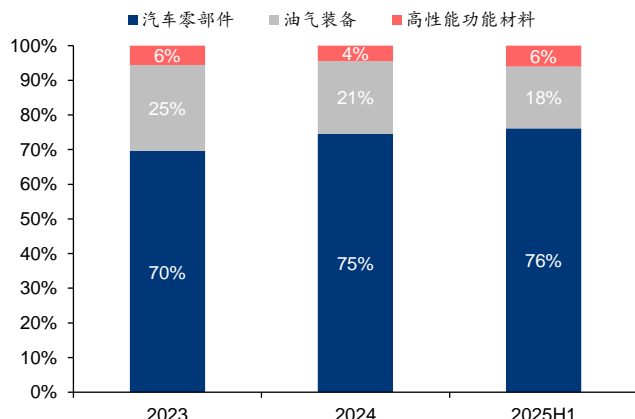
并购重组后,汽车零部件业务为营收主要来源,营收占比超过 85%。2023-2025H1 公司汽车零部件业务收入占比分别为 87%/90%/91%,占比持续提升,汽车零部件毛利润占比分别为 70%/75%/76%,占比较为稳定。

图表9: 公司营业收入构成情况



资料来源: Wind, 华泰研究

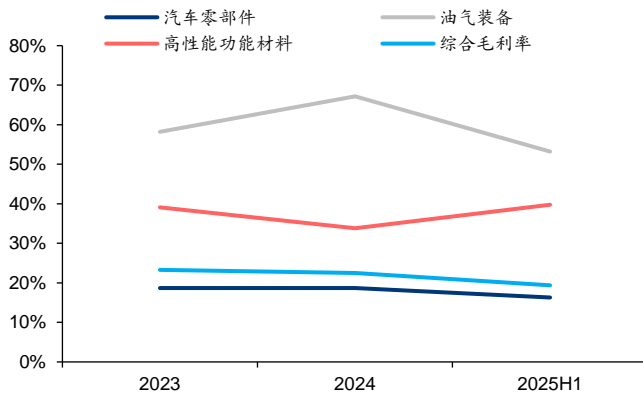
图表10: 公司毛利润构成情况



资料来源: Wind, 华泰研究

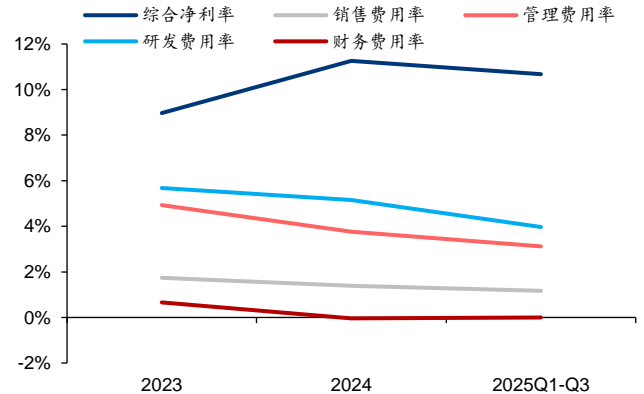
毛利率整体保持稳健,2024 年净利率创历史新高。航天模塑是国内少数营业收入超过 70 亿元的汽车内外饰件企业,其汽车零部件业务持续受益于国内新能源车产业的发展和自身良好的品牌形象,毛利率基本保持稳定,2023-2024 年航天模塑毛利率分别为 18.69%/18.68%。航天能源的页岩油气分簇射孔装备整体处于国际先进水平,公司 2023-2024 年毛利率分别为 58.22%/67.18%,2024 年毛利率高增主要系高温超高压射孔器材订单增长,以及降本增效取得良好进展。2025Q1-Q3 航天智造综合毛利率同比下滑 2.15pcts 至 18.94%,主要系汽车零部件部分产品有所降价。

图表11：公司毛利率情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表12：公司费用率及净利率情况

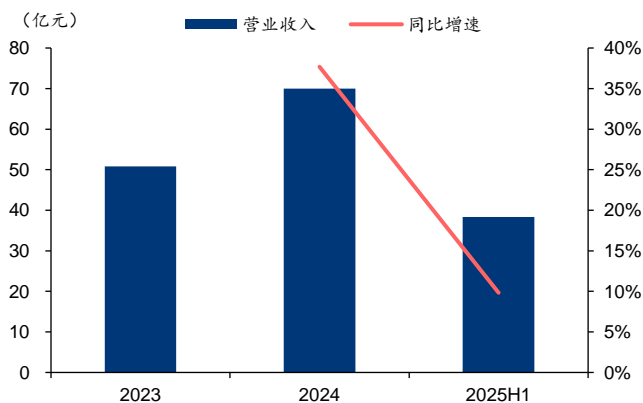


资料来源：Wind，华泰研究

航天模塑利润稳健增长，航天能源业务前景广阔

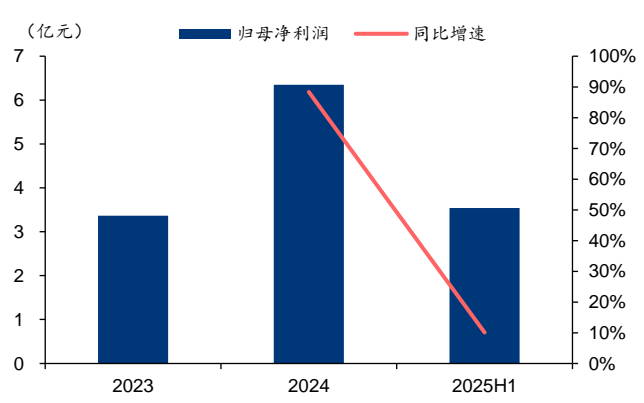
航天模塑成立于2000年1月，是一家主要从事汽车内外饰件、智能座舱部件、发动机轻量化部件和模具研发与制造的高新技术企业，公司坚持培育汽车内外饰、发动机轻量化部件的自主研发制造能力，实现技术研发制造全流程自主可控。依托自主品牌强势崛起、智能与新能源汽车加速迭代的机遇，公司业务呈现较好发展态势。近年来，航天模塑营收和净利润实现快速增长。公司2024年营收/归母净利润同比增速分别达37.68%/88.35%，主要受益于航天模塑主要客户整车销量增长以及吉利汽车、长安汽车、一汽大众、奇瑞汽车及造车新势力等客户的新项目投产。2025H1收入增速下滑主要系部分收入确认延后所致，根据2025.10.14公司发布的《2025年前三季度业绩预告》，2025Q1-Q3公司汽车零部件业务在客户需求增长的驱动下，实现营业收入同比增长约25%。

图表13：航天模塑营收情况



资料来源：Wind，华泰研究

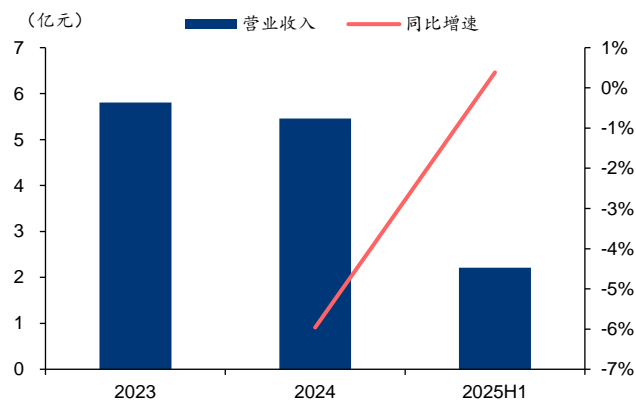
图表14：航天模塑归母净利润情况



资料来源：Wind，华泰研究

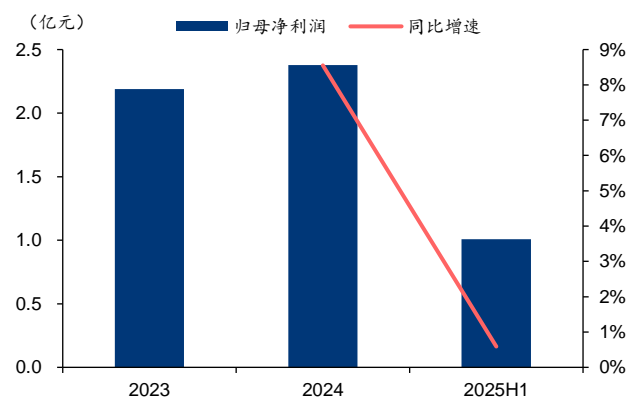
航天能源全名为川南航天能源科技有限公司，于2013年7月设立，是一家从事油气设备领域射孔器材、高端完井装备研发与制造的高新技术企业。自成立以来，航天能源实现了页岩气（油）分簇射孔器材及国内海洋油田射孔器材、高端完井装备国产化。近年来，我国油气行业围绕“稳油增气”发展战略，持续加大勘探开发投入力度，原油稳产2亿吨的基本盘进一步夯实、天然气产量连续8年增产百亿立方米，随着易采掘油气储量的逐步减少，油气公司开始投入大量资金加强对老油井的再开采，加大深海深地油气井的投入，增加页岩油气等非常规油气的开采，为公司带来持续增长动力，同时，公司修改募投项目新增大药量药柱业务。2024年公司实现营收/归母净利润5.46/2.38亿元，同比-5.96%/+8.55%，2025H1实现营收/归母净利润2.21/1.01亿元，同比均基本持平。近两年航天能源业绩未实现明显增长，主要受军品市场需求变动导致24年销售收入下降等因素影响，25H1公司收入小幅增长，主要系民品收入稳健增长所致。

图表15: 航天能源营收情况



资料来源: Wind, 华泰研究

图表16: 航天能源归母净利润情况



资料来源: Wind, 华泰研究

航天模塑：受益于国产自主品牌崛起，向智慧座舱等业务拓展

受益于国产自主品牌崛起，公司营收增速持续高于行业平均水平

“两新”政策（即新技术、新消费）在汽车领域持续落地，显著提振汽车消费需求，推动产业结构优化。2024 年，我国汽车产业保持稳中向好的发展态势，转型升级步伐加快，高质量发展成效显著。据中国汽车工业协会数据，2024 年中国汽车产销分别达到 **3128.2 万辆** 和 **3143.6 万辆**，同比分别增长 **3.7%** 和 **4.5%**，连续 16 年位居全球第一。乘用车产销分别为 **2747.7 万辆** 和 **2755.3 万辆**，同比分别增长 **5.2%** 和 **5.9%**。新能源汽车继续引领行业增长，全年产销分别为 **1288.8 万辆** 和 **1286.6 万辆**，同比分别增长 **34.4%** 和 **35.5%**，渗透率达到 **40.9%**，较上年提高 **9.3 个百分点**，成为拉动行业增长的核心动力。出口方面，汽车出口 **585.9 万辆**，同比增长 **19.3%**，其中新能源汽车出口 **128.4 万辆**，同比增长 **6.7%**，中国汽车出口总量继续稳居全球首位，国际竞争力持续增强。

图表 17：我国乘用车销量情况



资料来源：中汽协，华泰研究

图表 18：我国商用车销量情况

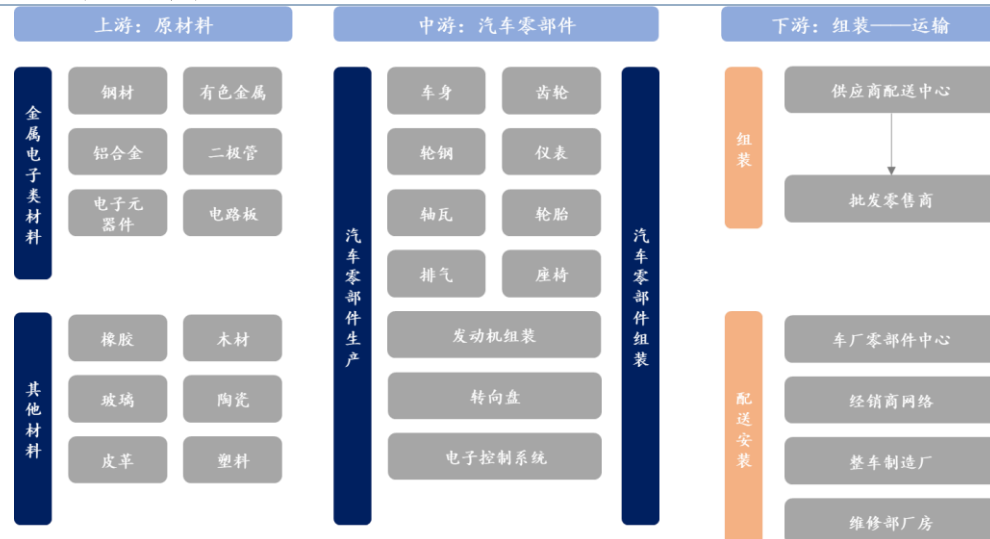


资料来源：中汽协，华泰研究

2024 年汽车以旧换新政策推出并加码。2024 年 4 月 26 日，商务部等 7 部门印发了《汽车以旧换新补贴实施细则》。2024 年 7 月 24 日，发改委和财政部发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》：提高乘用车报废更新补贴标准至 1.5/2 万元；支持国三及以下营运类柴油货车加快更新为低排放货车并提供每辆车 3/3.5/8 万补贴；推动城市公交车电动化替代，为符合标准的新能源公交车更新提供平均每辆车 6 万补贴。本次政策力度较 4 月 24 日发布的实施细则有较大幅度提升，尤其对货车、客车板块的更新补贴超预期，看好政策加码带来增量需求。

根据《乐凯新材料股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，汽车零部件是组成汽车的各个部分的基本功能单元所需要使用的配件，通常一辆整车由上万个汽车零部件组成。从市场规模来看，2022 年汽车零部件行业的市场规模约占整个汽车行业市场规模的 50%；在欧美等成熟汽车市场，汽车零部件行业的市场规模通常占比更高，汽车零部件行业与汽车整车行业的市场规模比例超过 60%。

图表19：中国汽车零部件产业链结构



资料来源：前瞻产业研究院，华泰研究

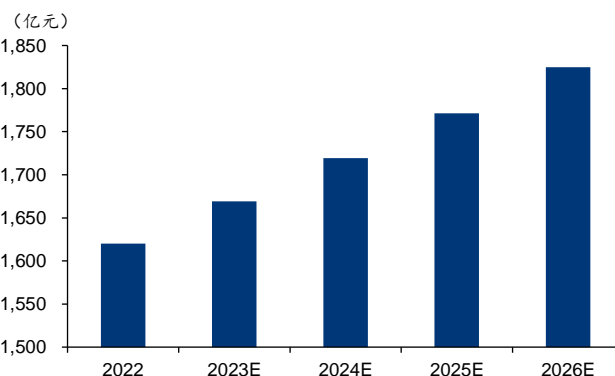
在汽车零部件全球化采购的浪潮下，我国汽车零部件行业面临良好发展机遇。根据《乐凯新材料股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，随着我国汽车零部件行业整体制造水平和技术水平的不断提升，在汽车产业链全球化配置的趋势下，我国汽车零部件行业出口市场保持着良好的增长态势，并已成为我国汽车产业的重要组成部分。根据中汽协数据，2011年至2024年，我国汽车零部件出口金额从230亿美元增长至934亿美元，2012-2024年CAGR达11.38%。随着我国汽车零部件企业在质量管理体系、全球供应能力和国际产品认证等方面不断提升，我国汽车零部件企业的国际市场竞争力逐步增强，出口市场依然具有较好发展前景。

图表20：我国汽车零部件出口金额情况



资料来源：中汽协，华泰研究

图表21：中国乘用车内外饰件市场规模



资料来源：华经产业研究院，华泰研究

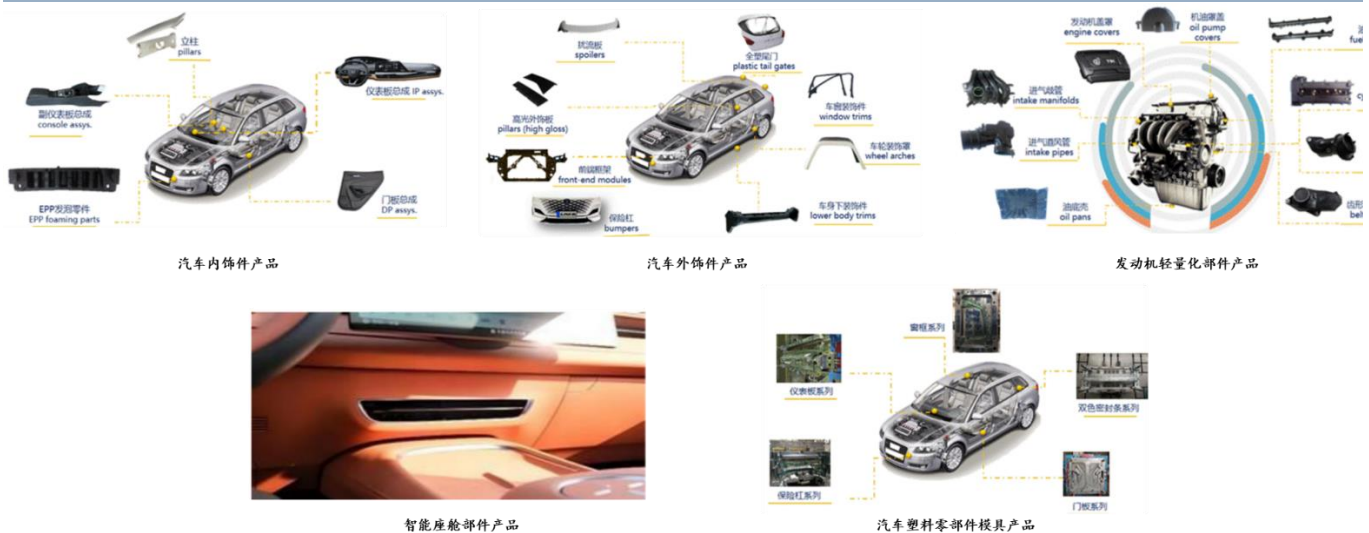
自主品牌表现突出，渗透率不断提升。2024年全年自主品牌销量1797万辆，同比增长23.1%，市场份额提升至65.2%，较上年同期上升9.2个百分点，品牌集中度进一步提升。自主品牌增速持续高于行业平均增速。

依托自主品牌强势崛起、智能与新能源汽车加速迭代的机遇，公司汽车零部件业务呈现较好发展态势。航天模塑拥有稳定的优质客户群体，客户包括吉利汽车、长安汽车、一汽集团、广汽乘用车、奇瑞汽车、比亚迪汽车等多家国内主流整车厂商及全球知名的汽车零部件一级供应商，与华为鸿蒙智行、蔚来等主流新兴造车新势力厂商建立了良好合作关系。2022年，公司前四大客户为长安、吉利、一汽、广汽，销售额分别为12.57、9.24、7.51、2.06亿元，占公司营业收入比例分别为30%、22%、18%、5%。自主品牌强势崛起，驱动公司业绩增长。

向智慧座舱等业务拓展，提升单车价值量

公司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22： 航天模塑主要产品示例



资料来源：公司年报，华泰研究

汽车传统内饰产品向智能化的升级已成为全新发展趋势。根据《乐凯新材料股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，随着 5G、物联网及人工智能技术的快速发展，汽车内饰产品正加速向智能化升级，智慧座舱成为行业主要发展方向。智慧座舱作为人车交互核心载体，集成驾驶辅助、语音控制等功能，是衡量汽车智能化水平的重要标志。当前，智慧座舱设计逐步融合航天噪声控制、视觉环境及工效仿真等技术成果，将空间站适居性理念应用于车辆内部空间，通过虚拟现实与情境交互，为用户提供更安全、舒适、沉浸的驾乘体验，成为整车智能化转型的重要突破口。

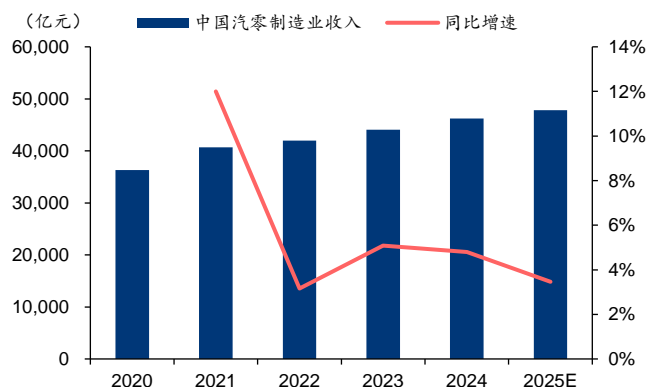
航天模塑以“技术创新驱动”为战略引领，围绕智能光电、电动化、环保轻量化三大技术领域开展“内外饰+”、“双跨越”技术升级与创新工作；坚持培育汽车内外饰、发动机轻量化部件的自主研发制造能力，实现技术研发制造全流程自主可控。同时，航天模塑推动汽车电子技术与传统内外饰技术、动力系统零部件技术的深度融合，为创新产品发展赋能，不断推出具有市场竞争力的产品，稳步提升品牌影响力。

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。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。

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。

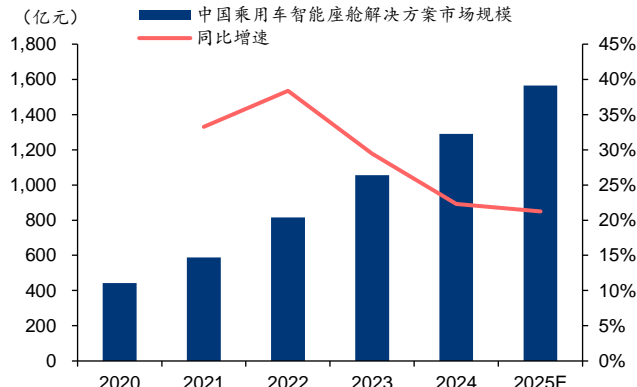
根据中商情报网数据，2022 年我国汽车零部件制造业营收约为 41953 亿元，2023 年约为 44086 亿元，2024 年约为 46200 亿元。2025 年汽车零部件制造业营收将进一步增长至 47800 亿元。尤其在智能座舱领域，随着国内人工智能、5G 通信、物联网等技术的融合应用，中国智能座舱市场均展现出较大潜力。2024 年中国乘用车智能座舱解决方案市场规模达到 1290 亿元，同比增长 22.27%，2025 年中国乘用车智能座舱解决方案市场规模将达到 1564 亿元。

图表23：中国汽零制造业收入情况



资料来源：中商情报网，华泰研究

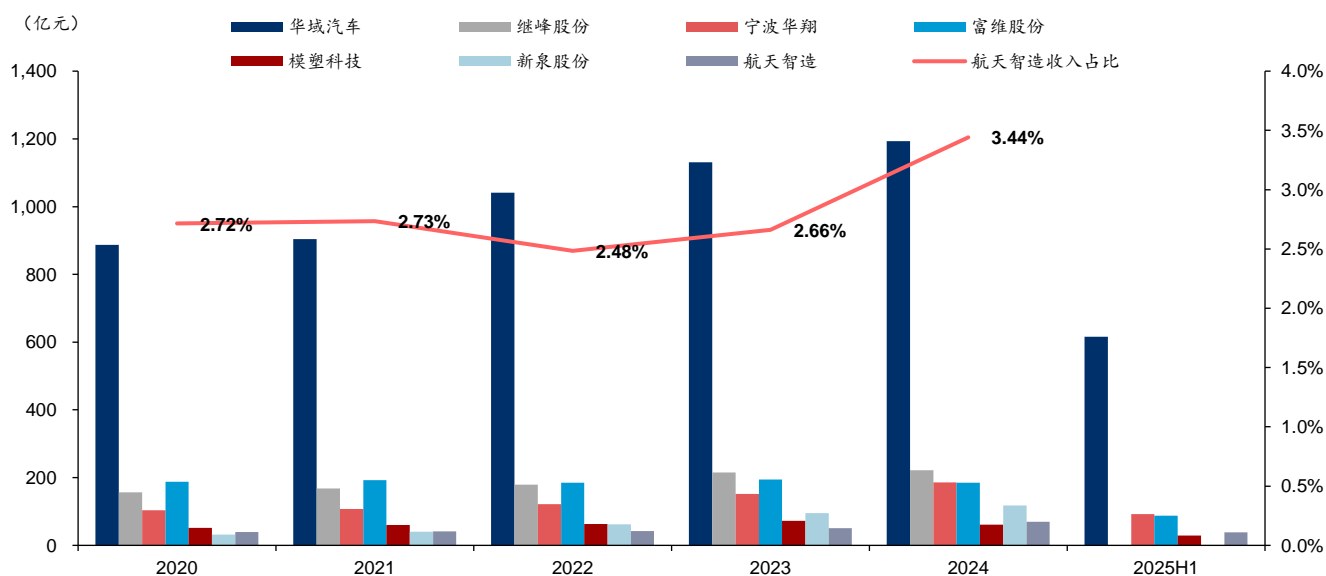
图表24：中国乘用车智能座舱解决方案市场规模情况



资料来源：中商情报网，华泰研究

竞争格局方面，从国内市场来看，我国汽车内外饰件行业呈现“一超多强”的竞争格局，华域汽车凭借全资子公司延锋汽饰在我国内外饰件行业处于绝对龙头地位，2024 年华域汽车内外饰件业务收入达 1193.57 亿元，位居国内汽车内外饰件行业首位。2024 年，我国内外饰件收入超 60 亿元的汽车零部件企业除航天模塑外，仅包括继峰股份、宁波华翔、富维股份、模塑科技、新泉股份等少数几家公司，因此，航天模塑是我国汽车内外饰件行业的主要厂商之一。

图表25：国内汽车零部件主要上市公司收入情况



注：华域汽车选取内外饰件类产品收入；继峰股份选取汽车零部件收入；宁波华翔选取内外饰件系统收入；富维股份选取汽车零部件收入；模塑科技选取塑化汽车装饰件收入；新泉股份选取汽车零部件行业收入

资料来源：Wind，华泰研究

由于整车厂对一级供应商的产品质量、交付能力和技术水平的要求较高，对一级供应商考核周期长、更换风险高，双方确立合作关系后整车厂不会轻易更换供应商，客户黏性相对较强。作为我国汽车内外饰件的主要厂商之一，航天模塑与主要整车厂客户的合作关系均保持多年，合作关系较为稳定。

图表26： 航天模塑与主要客户合作关系情况

客户名称	开始合作时间
重庆长安汽车股份有限公司	2000 年以前
一汽—大众汽车有限公司	2002 年
一汽丰田汽车有限公司	2004 年
浙江吉利汽车零部件采购有限公司	2009 年
上汽通用汽车有限公司	2012 年
广汽乘用车有限公司	2016 年
神龙汽车有限公司	2000 年以前

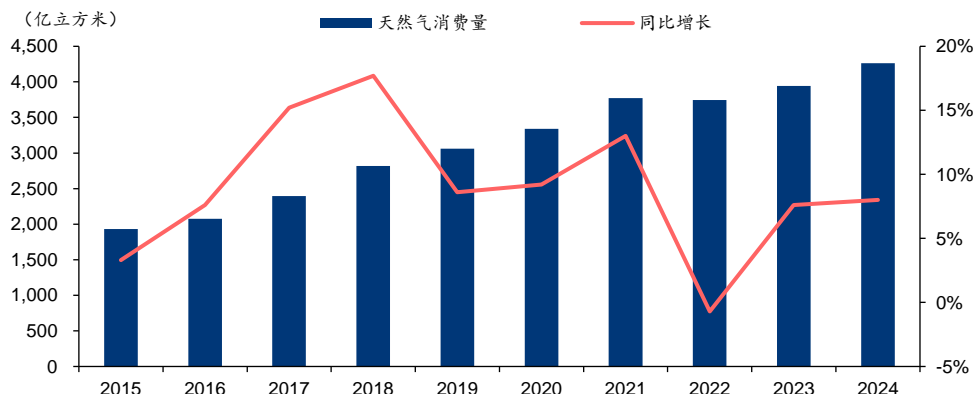
资料来源：公司重组方案说明书，华泰研究

航天能源：油气装备业务壁垒高，拓展大药量药柱业务空间广阔

我国油气资源对外依存度高，增储上产行动带动公司长期发展

近两年我国天然气消费量持续增长。根据发改委数据，2024 年全国天然气表观消费量 4260.5 亿立方米，同比增长 8%。随着稳经济政策及接续措施加快推进并落地生效，国内经济持续呈现复苏向好态势。各个领域的用气需求皆展现出积极向好趋势，有力带动了天然气需求稳定增长。其中，城市燃气需求持续增长，车用 LNG 是最亮眼要素，燃气管线铺设范围持续拓展，2024 年新增约 2000 万用气人口，带来 20 亿立方米以上的城乡居民生活用气量增长。

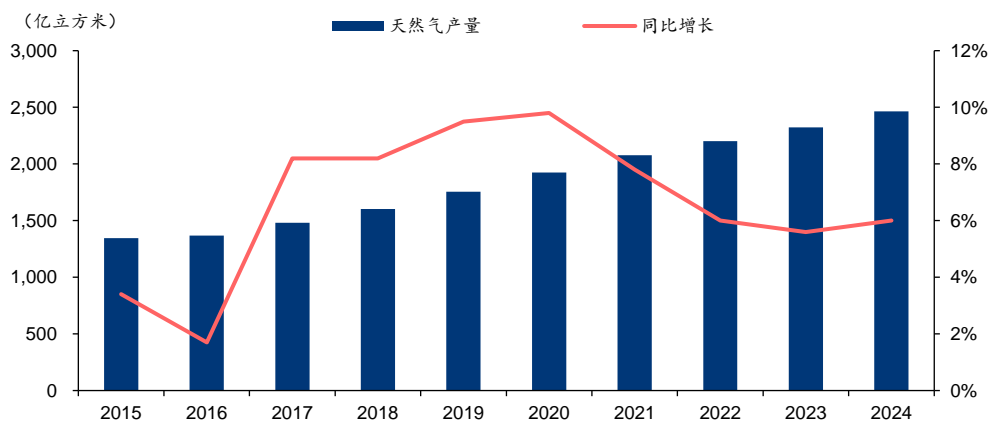
图表27：我国天然气消费量情况



资料来源：国家发改委，华泰研究

根据国家统计局数据，2024 年我国天然气产量达到 2464.51 亿立方米，同比增长 6.0%，这是我国天然气产量连续 8 年增产超过 100 亿立方米。2024 年，海洋油气、非常规油气继续成为上产“主阵地”。海洋油气快速上产，建成多个新油气田，产量当量超 8500 万吨。页岩气产量保持 250 亿立方米以上规模；深层煤岩气年产量仅用 3 年时间快速提升至 25 亿立方米，成为天然气增产新亮点。国内常规、非常规和海域天然气勘探开发均取得新突破，深地油气钻探能力及配套技术跻身国际先进水平，建成了首口设计井深超万米的科学探索井，自主攻克了万米级特深井钻探技术瓶颈，四川盆地深层页岩气勘探取得重要突破，海南岛东南海域勘探发现首个超深水超浅层气田。

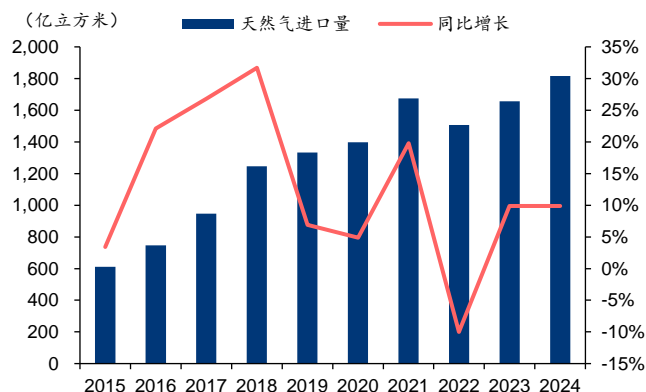
图表28：我国天然气产量情况



资料来源：国家统计局，华泰研究

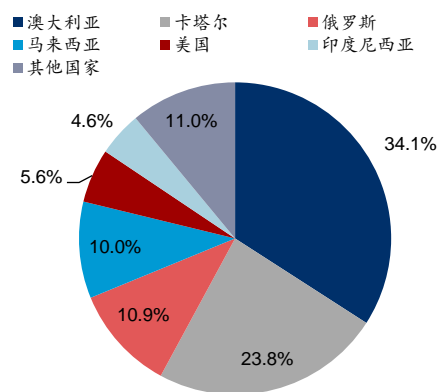
我国天然气对外依存度仍然较高。2024 年我国天然气进口 13169 万吨(约 1817 亿立方米)，同比增长 9.9%，LNG 和管道气进口量实现双增长。其中，LNG 进口量 7665 万吨、同比增长 7.7%，进口金额 3135.71 亿元、同比下降 0.8%；管道气进口量 5504 万吨、同比增长 13.1%，进口金额 1501.77 亿元、同比上涨 10.1%。相比之下，管道气进口量增长更加显著。2024 年，我国天然气对外采买度小幅提升至 42% 以上。我国 LNG 进口来源国主要有澳大利亚、卡塔尔、俄罗斯、马来西亚、美国、印度尼西亚、巴布亚新几内亚等。其中，澳大利亚仍是我国 LNG 第一大进口来源国，占进口总量的 34.1%，共计 2619.3 万吨，随后分别是卡塔尔、俄罗斯、马来西亚、美国、印度尼西亚，在进口总量中的占比分别为 23.8%、10.9%、10.0%、5.6%、4.6%。我国管道气进口来源国为土库曼斯坦、俄罗斯、缅甸、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦。其中，土库曼斯坦仍是我国最大的管道气供应国，而管道气进口增量则主要来自俄罗斯。

图表29：我国天然气进口量情况



资料来源：国家统计局，海关总署，华泰研究

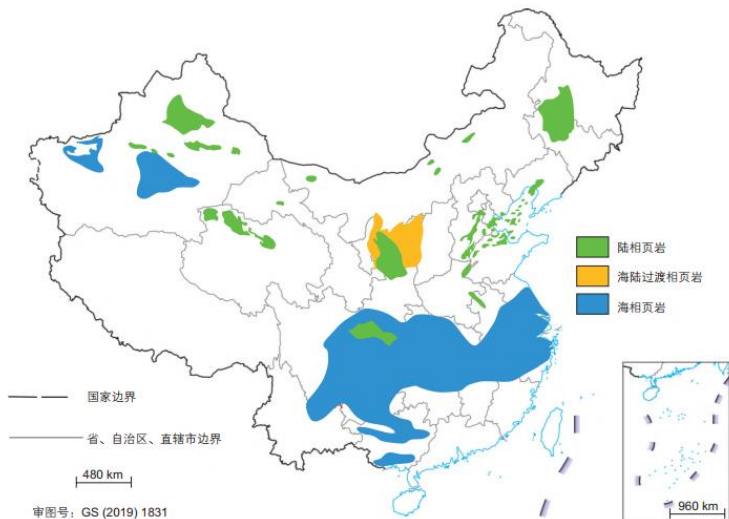
图表30：2024 年我国 LNG 进口来源分布



资料来源：海关总署，华泰研究

根据国家能源局发布的《中国天然气发展报告（2025）》中对未来天然气开采的展望探讨，勘探开发成效显著，非常规将成为重要接替。根据该报告，2024 年，国内天然气陆上超深层、深水、非常规气勘探取得重大突破。鄂尔多斯盆地发现两个探明储量规模千亿立方米级的深部煤层气田。四川盆地深层页岩气攻关取得积极进展，评价资源量超千亿立方米；川中茅口组常规气勘探获重大突破，有望成为继安岳气田后第二大整装常规气田；梓潼凹陷陆相致密气获重大突破，发现千亿立方米级致密气规模增储新领域。塔里木盆地深地钻探深度突破万米，刷新亚洲最深直井纪录；塔西南柯克亚气田取得新突破，有望成为塔里木盆地战略接替领域。海域勘探发现全球首个超深水超浅层千亿立方米级大气田。全国天然气（含页岩气、煤层气）新增探明地质储量超 1.6 万亿立方米。非常规天然气产量首次突破千亿立方米，占天然气总产量的 44.5%，成为常规天然气资源的重要接替。

图表31：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，【石油科学通报】，2023年8月），华泰研究

深耕非常规油气开采射孔器材，深海深地资源开采前景广阔

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32：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°C/4h、230°C/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：公司重组方案说明书，华泰研究

根据航天智造 2023 年重组方案书，2022 年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33： 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：”）	常规油气开采产品	非电起爆器类（起爆器等）
		65%以上
		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）
	非常规油气开采产品	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
	非常规油气开采产品	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
		电起爆装置类（多级点火装置、多级智能电子控制系统等）
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	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
	非常规油气开采产品	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
	非常规油气开采产品	65%以上
		传爆类
		50%以上
		做功类
		20%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：”）	非常规油气开采产品	射孔器类
		10%以上
		电起爆器类
		80%以上
		起爆装置工具类
	非常规油气开采产品	70%以上
		非电起爆器类
		95%以上
		传爆类
		60%以上
	非常规油气开采产品	做功类
		30%以上
		射孔器类
		30%以上
		射孔非电起爆类（起爆器、压力起爆装置、投棒起爆装置等）
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：”）	非常规油气开采产品	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
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：”）	非常规油气开采产品	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
		60%以上

资料来源：公司重组方案说明书，华泰研究

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34： 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器材。	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造发控制技术。	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
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。	
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：公司重组方案说明书，华泰研究

航天能源常规/非常规油气射孔产品占比较高，在高附加值、高技术含量的非常规油气开采产品中，2021年公司市占率超60%；在常规油气开采领域市占率约为35%。

图表35： 2021年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：公司重组方案说明书，华泰研究

图表36： 2021年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：公司重组方案说明书，华泰研究

在深海深地资源开采带动下，公司油气装备业务有望保持长期增长态势。在全球范围内，随着新兴经济体工业化进程的加快推进，国际能源需求在长期内仍将呈现持续增长态势，而石油、天然气作为传统化石能源和战略能源，在工业生产以及日常生活中占有重要地位。全球石油和天然气的需求稳步增长，驱动油气设备的需求同步日益增长，油气设备行业长期发展趋势良好。同时，随着易采掘油气储量的逐步减少，油气公司开始投入大量资金加强对老油井的再开采，加大深海深地油气井的投入，增加页岩油气等非常规油气的开采。



图表37：海洋石油 982 钻井平台



资料来源：《中国深水钻井关键技术与装备现状及展望》（杨进等，2024 年），华泰研究

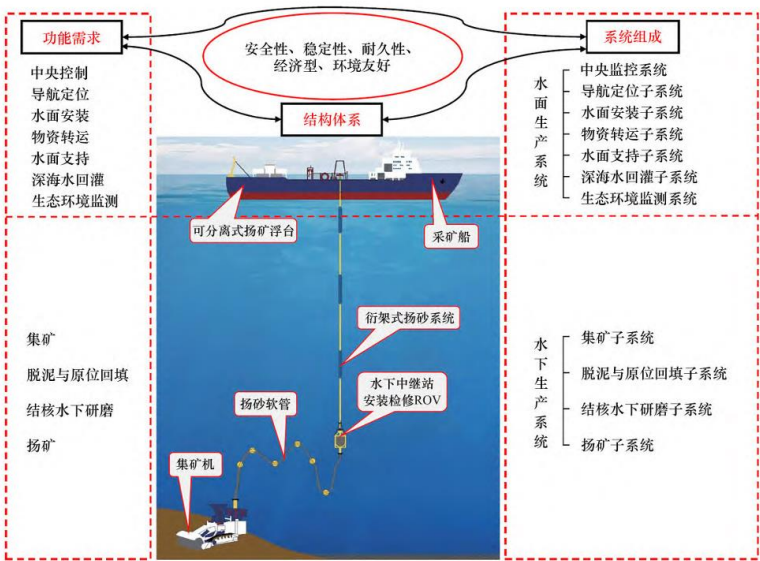
图表38：蓝鲸 1 号钻井平台



资料来源：《中国深水钻井关键技术与装备现状及展望》（杨进等，2024 年），华泰研究

深海采矿是深钻新兴方向，逐步进入试验开采阶段。深海矿产开发聚焦多金属结核（铜、钴、镍）、富钴结壳及可燃冰等，典型的海底采矿方案通常包括海底集矿机、提升泵、提升硬管、水面支持系统等。目前，海内外已完成深海采矿海上试验，验证了技术方案可行性，逐步推进深海矿产的商业化开发。我国自 20 世纪 80 年代开始深海采矿研究工作，1999 年中国首次通过国际合作完成南海大洋钻探航次，验证了区域地质理论。2010 年代起，我国开始推进深海采矿自主研发突破，2018 年，“鲲龙号”海底采矿车完成 500 米级海试，定位精度达 0.72 米；2021 年上海交通大学“开拓一号”突破 1305 米深海试验，迈出工程化、智能化第一步。“十四五”阶段我国正式进入深海采矿的技术跨越期，2024 年，“开拓二号”实现 4102.8 米深海试采，创下 6 项国内纪录，包括复杂地形高机动行进、多矿类复合钻采等核心技术。未来我国深海矿产开采的技术发展方向包括突破核心装备开发能力、提升装备深水运行可靠性、加强基础装备与基础元器件国产替代等。

图表39：海底富钴结壳采矿系统示意图



资料来源：《深海矿产资源开发装备现状及发展方向》（王国荣等，2023 年），华泰研究

深海科学钻探——国际合作的科学高地。深海科学钻探是直接了解地球内部的关键手段，核心目标是突破地壳与地幔的界面（莫霍面），获取地幔样本。国际大洋钻探计划（IODP）主导深海地壳研究，其核心成果包括验证海底扩张理论、发现深部生物圈、揭示南海张裂机制。1998 年我国正式加入大洋钻探计划，1999 年南海 ODP184 航次实现零突破，2014-2018 年完成 IODP349、367/368 航次，钻获玄武岩基底样本，修正南海成因模型；2024 年，我国“梦想号”大洋钻探船正式入列，突破万米级（11000 米）的钻探能力，标志着我国深海探测关键技术装备取得重大突破。

图表40：大洋钻探船“梦想”号



资料来源：新华社，华泰研究

拓展大药量药柱业务，开辟新增长点

2025.10.28 公司发布公告，对 2023 年乐凯新材重组方案募投项目之一的军用爆破器材生产线自动化升级改造项目进行调整。公司根据军用爆破器材自研项目批产任务状态、新获取的大药量药柱生产任务及新增火工品协作生产任务等变化情况，拟调整项目建设目标，相应调整该项目工艺设备和工房改扩建建设内容。

图表41：公司募投项目修改内容

序号	调整内容	调整前	调整后
1	建设目标	将原有军民共线的产线改造为独立的军用爆破器材产线，达产年预计收入 19,600.00 万元。	新增大药量药柱、火工品协作批量生产能力，缩减部分军用爆破器材的批量生产条件，达产年预计收入 15,000.27 万元。
2	建设内容	改造建设工房和库房，总建筑面积为 7,493.85 平方米；新增生产工艺软硬件设备及生产辅助营具设施共计 1,022 台（套）。	新建工房、库房，并配套建设岗哨、消防水池、水泵房等建构物，建筑面积共计 9,845 平方米；新增生产工艺设备 118 台（套）。
3	总投资额	17,102.33 万元	10,454.47 万元
3.1	工程建设投资	4,410.34 万元	7,261.64 万元
3.2	软硬件设备投资	12,356.65 万元	3,168.26 万元
3.3	基本预备费	335.34 万元	24.57 万元
4	拟使用募集资金	17,102.33 万元	10,454.47 万元
5	建设周期	36 个月	44 个月

资料来源：航天智造公告，华泰研究

根据公司公告，本次募投项目变更主要因：

1) 原军用爆破器材产品因无人化、智能化升级未能形成批量市场需求：公司已完成燃气发生器、助推器、特战高能、切割产品等军用爆破器材产品的研制工作，并以相关项目为牵引先后通过了军品质量管理体系认证、保密资格认证，取得了武器装备科研生产相应许可资质。但因现代战争形态的演进和装备技术的持续升级，上述军用爆破器材产品的应用需求正逐步向无人化、智能化方向发展，对产品性能提出了更高要求，原自研项目未能获取批量市场需求。目前，公司正密切跟踪行业前沿技术趋势，持续优化产品技术体系，推动现有军用爆破器材产品向智能化、无人化方向转型升级，以更好地适应新时期装备发展需求。

2) 新获取大药量药柱批量生产任务：公司近年来结合自身涉火涉爆专业技术优势积极开展市场调研，了解到装备建设需要的大药量药柱具有广阔的市场前景和较大市场需求，经与某核心客户沟通达成一致，拟由航天能源承担大药量药柱批量生产任务，通过在本项目中新增工房改扩建工程和工艺设备调整等新增大药量药柱产能。

3) 新增火工品协作生产任务：2022 年，航天能源与某核心客户联合签发了协作生产通知，由航天能源开展火工品协作生产。航天能源利用既有民用爆破器材生产线共线开展了多品种火工品协作生产。现由于共线生产无法满足产能需求，对民用爆破器材产能形成制约以及军民分线生产的安全要求等因素，基于火工品生产工房和设备等共通性，拟通过调整项目建设内容新增火工品协作生产等军品产能，促进军品业务做大做强。

火工品是装有火药、炸药等药剂，可在较弱外界能量作用下发生燃烧或爆炸，以引燃火药、引爆炸药或作为某种特定动力能源的一次性使用的元器件或装置的总称。装有火炸药的一次性元器件或装置，起到引燃引爆弹药的功能。传统 16 大类火工品，大多都在导弹领域使用，包括战斗部、引信、爆炸螺栓等；以大型火箭为例，其弹上火工品需要 100~200 件，需求量较大。

图表 42：导弹上火工品需求情况

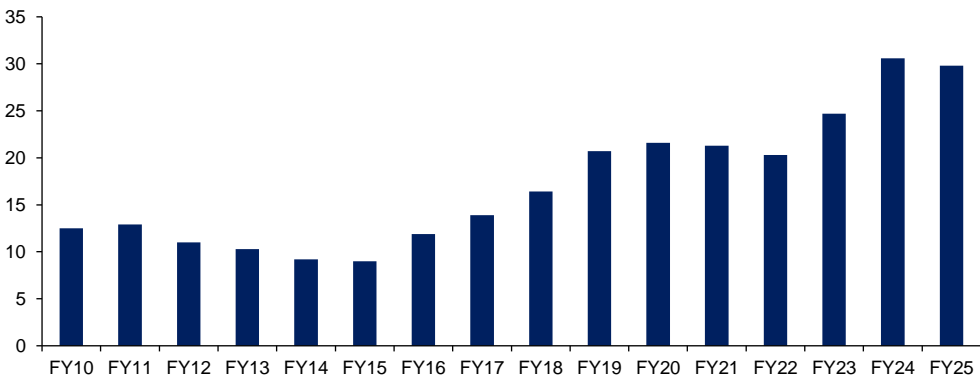
火工品种类	结构特点及作用	炸药种类	装药量级/g	化学反应形式
战斗部	导弹舱段，爆炸杀伤威力大	猛炸药	103~105	爆轰
固体发动机	导弹舱段，不爆炸	推进剂	104~106	爆燃或燃烧
燃气发生器	部件，不爆炸	火药、烟火剂	101~102	爆燃或燃烧
引信、爆炸螺栓	部件，爆炸，有一定杀伤力	起爆药、中级炸药	100~102	起爆、引爆、爆炸燃烧
曳光管	部件，不爆炸	烟火剂	102~103	燃烧
电点火管、成对电嘴、烟火点火器	配套件，爆炸，杀伤力较小	起爆药、中级炸药	10-1~101	起爆、引爆或引燃

资料来源：《弹上火工品报废处理技术研究》（齐伟，【装备环境工程】，2020 年 11 月），华泰研究

根据 2021 年论文《奥克托今合成制备研究》，我国 HMX 年产量约 600 吨，单价为 1.31 万美元/吨，而美国上世纪 70 年代产能达 6800 吨/年，成本在 1300 美元/吨左右。美陆军在 2020 财年弹药采办预算中提出，计划投资 5 亿美元对霍尔斯特顿陆军弹药厂进行全面的设施现代化改造，使其黑索今、IMX 系列不敏感熔铸炸药年产能分别提高到原来的 2 倍和 2.6 倍，达到 7256 吨和 3628 吨，以满足当前和未来常规弹药对炸药的需求。

2025 财年美国国防预算申请总额为 8498 亿美元，其中导弹和弹药部分申请 298 亿美元，占全部武器系统采办经费的 9.6%。

图表43： 2010-2025 财年导弹和弹药预算申请趋势（十亿美元）



资料来源：美国国防部，华泰研究

图表44： 美军主要导弹和弹药 2023-2025 财年采购数量及经费情况（百万美元）

武器系统	FY2023		FY2024		FY2025	
	数量	经费	数量	经费	数量	经费
“战斧”	68	781.7	34	811.5	22	564.7
“联合防区外空地导弹”	600	835	550	1685.7	550	825.1
“远程反舰导弹”	123	431.3	118	827.3	205	680.5
“海军打击导弹”	154	233.4	103	244.7	102	204.1
“精确打击导弹”（PrSM）	42	162.9	110	384.1	230	492.6
增程型“先进反辐射导弹”（AARGM-ER）	142	259.3	97	237.6	285	422
“海尔法”	1762	228.1	876	116	40	29.9
“联合空地导弹”（JAGM）	1004	294.4	1165	382.7	205	124.4
“小直径炸弹”Ⅰ（SDB Ⅰ）	740	52.7	874	48.7	604	42.3
“小直径炸弹”Ⅱ（SDB Ⅱ）	2385	581.1	1170	357.5	1148	404.5
“联合直接攻击弹药”（JDAM）	7275	328.7	3236	206.1	2960	200.4
“制导多管火箭发射系统”	/	2177.5	/	951.2	/	1221.4
“标枪”	3728	1132.4	632	254.4	1053	387.7
AIM-9X 空空导弹	619	422.3	339	173.8	36	193.1
“先进中程空空导弹”	625	707	831	1140.7	723	727
“标准”-6 导弹	125	489.1	125	196.8	125	755.2

资料来源：美国国防部，华泰研究

美军对导弹和弹药预算申请呈现震荡上行的趋势，2025 财年美国国防预算中，导弹和弹药部分占全部武器系统采办经费的 9.6%。我国虽没有导弹、弹药相关预算及增速情况的公开资料，但可以预见到，随着现代战争模式正式进入到信息化战争阶段，前期巡航导弹打击重点目标，后期制导炸弹大量消耗或成为未来一段时期内的作战形式之一，对导弹及相关弹药的消耗量有望持续增长。

航天智造作为七院下属上市平台，有望依托集团优势打造高自动化水平产线。2022 年 9 月 13 日，中国兵器工业集团公司召开“人机隔离、机器换人、黑灯工厂”工作动员部署会。2024 年 9 月，根据中国兵器工业集团新闻，黑灯工厂三大目标：一要全面实现“无人化、零伤害”。要在既定时间内，全面完成“黑灯工厂”建设，把中国兵器司相关单位危险操作人员全部撤到后台，消除所有危险作业场所和危险作业岗位。二要全面实现“建新替旧、撤旧建新”。尽快建成一流的自动化、数字化、智能化、无人化生产线，实现含能材料和相关装备生产条件的革命性提升。三要实现生产工艺、生产安全 and 产品质量的全面升级。“黑灯工厂”建设不只是设备和生产条件的更新，还要以硬件条件的改造升级促进生产工艺、生产安全 and 产品品质的全面提升。

图表45：军用炸药、火工品、推进剂厂商梳理

单位	所属集团	概况
广东宏大	-	孙公司江苏红光是国家定点黑索今系列产品生产企业，现有员工 400 余人，工程技术人员 137 人。公司主要生产钝化黑索今、紫胶造粒黑索今、石墨造粒黑索今、导爆管专用黑索今等 5 大系列多个品种的黑索今产品。
国泰集团	-	全资孙公司九江国泰建设 3000-4300 吨（多品种柔性）含能新材料生产线。
长城军工	兵器装备	公司是我国重要的迫击炮弹、光电对抗弹药、单兵火箭、引信、子弹药、火工品的研制和生产基地，火工品主要是雷管、发射装药等，由公司子公司红星机电作为生产主体。
国科军工	-	公司子公司航天经纬前身为我军第一代海防固体导弹发动机推进剂（动力模块）研制生产企业，技术储备丰厚。
新余国科	-	公司军品业务主要包括军用火工品（包括火工组件、火工装置等）研发、生产和销售。
甘肃银光	兵器工业（北化集团）	公司能够生产 160 余种高能炸药产品，其中 60 余个品种为国内独有，占全国高能炸药装备量的 80% 以上。公司是我国生产品种最多，保军生产能力最大的高能单质炸药、混合炸药科研生产企业。
庆阳化工	兵器工业（北化集团）	公司是国家级含能材料研究和生产基地，主要产品分为含能材料、有机中间体及精细化工和民爆器材三大系列，近 200 个品种。现有员工 3000 余人。
北方兴安	兵器工业（北化集团）	是我国最大的推进剂和发射药生产基地，产品覆盖海陆空、火箭军、工程、防化等各军兵种，配套兵器、航天、航空、船舶等国防工业 100 多个厂家，品种达 300 余种。固定资产 12.19 亿元。
泸州北方	兵器工业（北化集团）	公司军品主要从事发射药、推进剂、含能及功能材料的科研和生产，在轻武器、中小口径火炮、高膛压武器用发射药领域处于国内领先地位。主要产品有单基发射药、双基球扁发射药、双基及改性双基推进剂等。
北方惠安	兵器工业（北化集团）	是我国最早研制、生产复合固体推进剂及装药的单位之一，也是兵器工业唯一的复合固体推进剂专业装药研发生产一体化企业和我国唯一的可燃军械元器件专业科研生产基地。工厂占地面积 682 万平方米，在职员工 3459 人，其中军品人员 2482 人。
西安庆华	兵器工业（特能集团）	承担着我国武器系统大部分火工品的科研和生产任务，98% 的产品属自主研制。公司现有员工 2300 余人，其中技术人员达 600 余人，资产总额达到 14 亿元，占地面积 290 万平方米。
山西晋东	兵器工业（特能集团）	公司致力于特种弹药、发射装药、火工品、火工烟火药剂、军用包装的研制与生产，是国防工业唯一保留军用黑火药研制与生产能力企业，是舰载光电干扰弹、军用信号弹、迫（榴）炮发射装药的主要研制与生产单位。
辽宁华丰	兵器工业（特能集团）	新中国首家火工品厂，曾为第一颗原子弹、氢弹、人造卫星及“神舟”系列飞船等国防工程提供关键配套火工品。配套产品创造了我国火工品发展史的 13 项第一。
航天四院 42 所	航天科技	我国大多数固体推进的火箭和导弹，都使用航天四院 42 所研制的固体燃料推进剂。目前，42 所已交付的宇航产品数万件，涵盖我国空间站的“箭、站、船、员、服”五大系统。
航天七院 692 厂	航天科技	692 厂是我国航天火工品研制的领军企业。

资料来源：江苏红官网，国泰集团公告，长城军工公告，国科军工公告，新余国科公告，甘肃银光官网，河北工业大学官网，吉林大学官网，华泰研究

盈利预测、估值与投资建议

考虑到公司汽车零部件业务中新能源车收入占比增长及单车价值量提升、油气装备产品伴随深海油气开发的深入而稳步增长以及公司拓展大药量药柱业务，我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 95.35/114.40/135.20 亿元，同比增长 22.55%/19.97%/18.19%，归母净利润分别为 9.48/11.02/12.76 亿元，同比增长 19.76%/16.22%/15.83%。

图表46： 航天智造：盈利预测

(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	5860.04	7780.71	9535.41	11439.76	13520.50
增长率 (YoY)		32.78%	22.55%	19.97%	18.19%
汽车零部件收入	5084.19	7002.62	8753.27	10503.92	12394.63
YoY		37.73%	25.00%	20.00%	18.00%
油气装备收入	580.27	545.68	572.96	716.20	895.25
YoY		-5.96%	5.00%	25.00%	25.00%
高性能功能材料收入	195.57	232.41	209.17	219.63	230.61
YoY		18.84%	-10.00%	5.00%	5.00%
总毛利	1364.74	1753.03	2042.37	2395.58	2784.62
增长率 (YoY)		28.45%	16.50%	17.29%	16.24%
总毛利率	23.29%	22.53%	21.42%	20.94%	20.60%
汽车零部件毛利率	18.69%	18.68%	18.20%	17.80%	17.50%
油气装备毛利率	58.22%	67.18%	66.00%	63.00%	60.00%
高性能功能材料毛利率	39.10%	33.81%	34.00%	34.00%	34.00%
销售费用率	1.74%	1.39%	1.25%	1.20%	1.15%
管理费用率	4.93%	3.77%	3.70%	3.60%	3.50%
研发费用率	5.68%	5.15%	5.00%	4.90%	4.80%
归母净利润	423.33	791.71	948.14	1101.93	1276.32
增长率 (YoY)		87.02%	19.76%	16.22%	15.83%

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

1) 汽车零部件：

该业务 2023-2024 年实现收入 50.84/70.03 亿元，2024 年同比增速为 37.73%，主要系：1) 客户结构、收入集中度持续优化，新获取项目中新能源汽车占比 72%，远超行业渗透率；2) 公司持续深挖传统车企潜力，进入上汽大众仪表板供应商体系，吉利、长安等成熟优质客户新项目单价达到新高；3) 持续拓展布局新势力市场，实现华为鸿蒙智行、蔚来等主流造车新势力多款畅销车型的全面覆盖，重点造车新势力市场战略初见成效。2025H1 公司汽车零部件业务实现营收 38.38 亿元，同比增长 9.88%。公司客户结构与产品结构进一步优化，持续加大中大型内外饰总成件、新能源汽车内外饰件市场开拓力度，上半年获取中大型总成、新能源项目订单占比分别约为 80%、61%。根据 2025.10.14 公司发布的《2025 年前三季度业绩预告》，2025 年公司坚持稳中求进、以进促稳的工作主基调，前三季度经营业绩延续增长态势，其中汽车零部件业务在客户需求，增长的驱动下，实现营业收入同比增长约 25%，带动公司整体收入与利润同比增长。航天模塑是国内少数营业收入超过 70 亿元的汽车内外饰件企业，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，但考虑到公司汽零业务收入基数较高，未来同比增速或略微下滑。我们预计公司汽车零部件业务 2025-2027 年收入分别为 87.53/105.04/123.95 亿元，同比增速分别为 25.00%/20.00%/18.00%。

毛利率方面，汽车零部件业务 2023-2024 年分别为 18.69%/18.68%，2025H1 汽车内饰件/外饰件毛利率分别同比下滑 1.73/3.76pcts，我们认为主要系部分成熟车型零部件面临年度降价，展望未来，我们认为汽车零部件行业普遍的年度阶梯降价趋势不会改变，但随着公司高附加值新能源汽车及高端车型收入占比提升，降价对毛利率的影响趋于平稳，我们预计 2025-2027 年汽车零部件业务毛利率为 18.20%/17.80%/17.50%。

2) 油气装备:

该业务 2023-2024 年收入分别为 5.80/5.46 亿元, 2024 年同比增速为-5.96%, 其中 2024 年军品销售收入下降 75.72%, 主要系军品市场需求变动所致, 除军品业务外的油气装备收入同比基本持平。在民爆行业耐温药剂持续紧缺的情况下, 公司药剂获取与转化应用持续取得较好成效, 不仅保障了市场对耐温产品的需要, 还牵引带动了其他相关产品的订单增长; 超大孔密、大孔径射孔弹研制完成并获取批量订单。2025H1 公司油气装备业务经营情况较为稳定, 销售收入实现 2.21 亿元, 同比增长 0.38%。根据公司《2025 年前三季度业绩预告》, 2025Q1-Q3 公司油气装备业务延续稳健态势, 经营业绩与上年同期基本持平。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, 2025 年两会提出“深海科技”, 非常规油气和深海领域需求将进一步释放。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, 有望获得长期较快增长。同时考虑到公司新拓展大药量药柱业务, 2026 年有望逐步贡献收入。我们预计油气装备 2025-2027 年收入分别为 5.73/7.16/8.95 亿元, 同比增速分别为 5.00%/25.00%/25.00%。

毛利率方面, 2023-2024 油气装备毛利率分别为 58.22%/67.18%, 2024 年毛利率高增主要系高温超高压射孔器材订单增长, 以及降本增效取得良好进展, 2025H1 油气装备毛利率同比+0.02pct, 根据半年报, 公司主要产品射孔器材在国内、国际市场表现持续向好, 高附加值订单增加, 产品毛利率保持在较高水平。我们认为 2025 年公司油气高附加值订单占比维持高位, 全年毛利率有望延续 2024 年的高水平, 2026-2027 年随着公司订单结构趋于均衡, 或面临毛利率小幅下滑, 但规模效应提升或使得毛利率持续高于 2023 年的 58%, 预计公司油气装备业务 2025-2027 年毛利率为 66.00%/63.00%/60.00%。

3) 高性能功能材料:

该业务 2023-2024 年收入分别为 1.96/2.32 亿元, 2024 年同比增速为 18.84%, 其中信息防伪材料主要产品热敏磁票和磁条存量市场保持稳定, 24 年收入同比增长 5.26%; 以压力测试膜为主导的电子功能材料市场进一步拓展, 收入同比增长 14.05%; 耐候功能材料市场逐步回暖, 收入同比增长 54.82%。2025H1 公司高性能功能材料业务销售收入实现 1.05 亿元, 同比下降 11.76%, 主要受铁路客票无纸化政策影响, 信息防伪材料主要产品热敏磁票收入同比下降 22.61%。公司高性能功能材料主要有信息防伪材料、电子功能材料和耐候功能材料三种, 各类产品广泛用于信息存储、电子、化工等行业的生产活动, 相对处于产业链上游位置, 整体下游需求趋于平稳。我们预计公司该业务 2025-2027 年实现营收 2.09/2.20/2.31 亿元, 同比增长-10.00%/5.00%/5.00%。

毛利率方面, 2023-2024 年高性能功能材料毛利率为 39.10%/33.81%, 2024 年毛利率下滑主要系产品结构动态调整, 根据公司年报, 核心产品盈利能力未发生显著变化。考虑到后续该业务成长性有限, 规模效应不明显, 我们预计该业务 2025-2027 年毛利率分别为 34.00%/34.00%/34.00%。

费用率预测:

1) 销售费用率: 2023-2024 分别为 1.74%/1.39%, 2025Q1-Q3 销售费用率为 1.17%, 同比-0.09pct, 费用率基本稳定。由于航天模塑、航天能源已经通过多年的积累在行业内建立了权威的行业地位, 公信力和权威性已得到市场认可, 因此公司在销售资源上投入较少。我们预计 2025-2027 年公司持续开拓市场使得销售费用稳定上升, 费用率随着营收规模扩张或略有下滑, 预计 2025-2027 年销售费用率为 1.25%/1.20%/1.15%。

2) 管理费用率: 2023-2024 分别为 4.93%/3.77%, 2025Q1-Q3 公司管理费用率为 3.12%, 同比-0.36pct。公司近两年管理费用绝对值随着人员扩张小幅提升, 费用率因营业收入增长而下滑, 我们预计未来公司管理费用率或延续此趋势, 预计 2025-2027 年管理费用率分别为 3.70%/3.60%/3.50%。

3) 研发费用率: 2023-2024 分别为 5.68%/5.15%, 2025Q1-Q3 公司研发费用率为 3.97%, 同比-0.76pct, 研发费用绝对值保持稳定提升, 费用率随着营收规模扩大而下滑。考虑到公司需要保持预研一代、研制一代、生产一代的研产销节奏, 公司需要不断进行研发投入以完善产品体系, 因此我们预计公司将继续加强研发投入, 研发费用率随着公司营收规模扩大而略有下滑, 预计 2025-2027 分别为 5.00%/4.90%/4.80%。

估值与投资建议

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、航天模塑两子公司业绩有望保持较快增长, 我们预计公司 25-27 年分别实现归母净利润 9.48/11.02/12.76 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 17/15/13X。选取拓普集团 (汽车零部件研发、生产和销售)、万丰奥威 (汽车金属部件轻量化及飞机制造)、双林股份 (汽车零部件及配件、模具设计、开发和制造)、迪威尔 (油气设备) 作为可比公司。可比公司估值 2026 年 Wind 一致预期 PE 均值为 30 倍, 公司在油气装备领域具有较强的竞争壁垒和议价能力, 在汽车零部件领域随着产业转型升级, 产品需求提供新的成长空间, 但可比公司估值中存在一定人形机器人业务的预期, 而航天智造业务暂不涉及机器人零部件, 给予公司 2026 年 20X 目标 PE, 对应目标价 26.00 元, 给予“买入”评级。

图表 47: 可比公司估值

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		市盈率(x)			市净率(x)			ROE(%)		
		2025/11/28	2025/11/28	25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
拓普集团	601689 CH	63.01	109,501	37	29	24	4.9	4.4	3.8	14%	15%	16%
万丰奥威	002085 CH	16.11	34,206	33	27	23	4.6	4.2	3.8	14%	15%	16%
双林股份	300100 CH	37.55	21,478	40	33	28	6.9	5.8	4.7	18%	18%	18%
迪威尔	688377 CH	36.77	7,158	49	32	25	3.8	3.4	3.1	8%	11%	12%
平均值			55,062	40	30	25	5.1	4.4	3.9	13%	15%	16%
航天智造	300446 CH	19.47	16,460	17	15	13	2.7	2.3	2.0	16%	16%	16%

注: 除航天智造外, 其余公司盈利预测来自于 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰研究预测

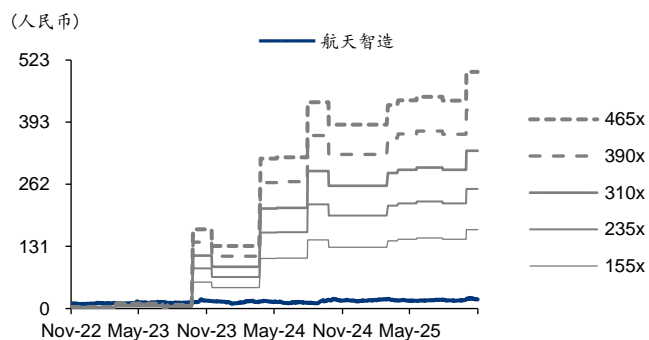
风险提示

汽车零部件主要客户流失风险。航天模塑与主要客户的合作关系较为稳定, 未来如果主要客户因其自身经营原因或因宏观经济环境发生重大不利变化而减少对公司产品的采购, 或因航天模塑的产品质量、技术创新和产品开发、生产交货等无法满足客户需求而导致与客户的关系发生不利变化。

汽车零部件毛利率下滑风险。受汽车零部件行业普遍存在的“年降”机制影响, 航天模塑现有产品销售价格存在下降的风险; 另一方面, 受原材料采购价格波动等因素影响, 航天模塑现有产品的生产成本存在上升的风险, 销售价格的下降和成本的上升将导致航天模塑存在综合毛利率下滑的风险。

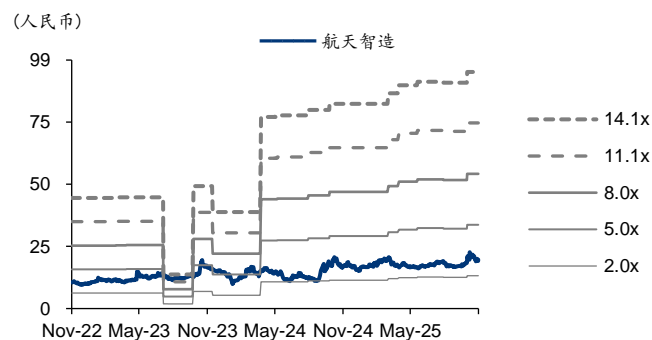
油气装备产品销量及单价波动风险。航天能源属于油气设备制造行业, 相关产品种类众多, 且产品定制化特征明显, 不同产品的销量和单价与行业竞争格局、产品生命周期、下游客户实际需求密切相关。若行业发展过程中出现市场供应结构变化、原材料价格波动、技术进步、客户需求变动等情况, 则航天能源不同产品的销量和价格也将会相应出现波动, 进而会对业绩产生一定影响。

图表48: 航天智造 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表49: 航天智造 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，鲍学博、王兴、朱雨时、马强、田莫充，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师鲍学博、王兴、朱雨时、马强、田莫充本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司