

航天智造 (300446.SZ)

航天七院唯一上市平台，资产优质支撑长期增长

公司作为航天七院唯一上市平台，重组后核心子公司航天模塑、航天能源均为行业内优质公司，汽车零部件、油气装备需求持续提升，后续具备持续的资产注入预期。募投项目改投带来军品新增长点，支撑长期发展。

□ **航天七院唯一上市平台，未来具备资产注入预期。**公司自 23 年重组后成为航天七院唯一上市平台，业务聚焦高性能电子功能材料研发应用、汽车内外饰件设计制造、油气装备研制与工程服务三大领域。控股股东航天七院隶属航天科技集团，自成立以来致力于建成世界一流航天装备制造公司，先后承担并圆满完成了国家多种航天产品的研制生产任务，并成功开发了卫士系列多管火箭武器系统，七院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，我国常规运载火箭 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均来自七院，为我国航天事业和国防现代化建设做出了突出贡献。公司自重组之后成为航天七院唯一上市平台，未来有望持续接受七院优质资产注入。

□ **核心子公司航天模塑：布局新能源自主品牌，拓展智慧座舱等高端产品。**行业方面：购置税减免叠加以旧换新政策，2025 年汽车行业延续良好态势。25 年 1-10 月，汽车产销分别完成 2769.2 万辆和 2768.7 万辆，同比分别增长 13.2% 和 12.4%。其中，乘用车产销分别完成 2423.7 万辆和 2420.9 万辆，同比分别增长 13.5% 和 12.9%。自主品牌乘用车占比持续提升，增速高于行业均值，销量占有率达到 69.4%。新能源车快速增长态势保持，1-10 月，新能源汽车产销分别完成 1301.5 万辆和 1294.3 万辆，同比分别增长 33.1% 和 32.7%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 46.7%。**航天模塑：**1) 紧密跟踪自主品牌需求，已形成较为完善的国内产业布局，基本实现国内主流车企客户全覆盖，产品广泛应用于吉利汽车、长安汽车、一汽集团、奇瑞汽车、广汽乘用车、比亚迪等多家国内主流整车厂。2) 提升新能源订单占比，新能源订单占比超过新能源汽车渗透率。25 年上半年，公司新能源订单占比达到 61%。3) 积极拓展智慧座舱等高端产品，与相关主机厂联合研发，已经形成部分销售。

□ **核心子公司航天能源：非常规油气开发为长期趋势，大药量药柱业务带来新增长点。**非常规油气资源是中国战略接替资源之一，处于勘探突破向规模效益开发的关键时期，推动高性能油气设备需求提升，深海深地技术逐步成熟，进入资源开发阶段。当前我国油气对外依存度仍处在高位，24 年为 71.9%。随着易采掘油气储量的逐步减少和原油价格的攀升以及国内，促使油气公司加大对老油井再开采、深海油气开发以及压裂等非常规油气开采的投入，这直接带动了对高性能油气设备的需求提升。航天能源：从事油气设备领域射孔器材、高端完井装备研发与制造，非常规油气装备市占率显著高于常规油气装备，21 年达到 65%，竞争格局良好，差异化策略效果显著。另外，根据 25 年公司公告，拟对募投项目之一的军用爆破器材生产线自动化升级改造项进行调整，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，拟调整军用爆破器材自

强烈推荐 (首次)

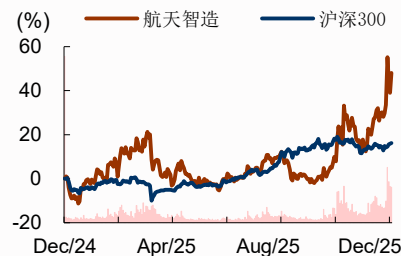
中游制造/军工
目标估值: NA
当前股价: 25.03 元

基础数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本 (百万股) | 845 |
| 已上市流通股 (百万股) | 374 |
| 总市值 (十亿元) | 21.2 |
| 流通市值 (十亿元) | 9.4 |
| 每股净资产 (MRQ) | 6.7 |
| ROE (TTM) | 16.0 |
| 资产负债率 | 44.9% |
| 主要股东 | 四川航天川南火工技术有限 |
| 主要股东持股比例 | 18.44% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 32 | 54 | 52 |
| 相对表现 | 28 | 35 | 36 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

王超 S1090514080007
✉ wangchao18@cmschina.com.cn
汪刘胜 S1090511040037
✉ wangls@cmschina.com.cn
战泳壮 S1090525070011
✉ zhanyongzhuang@cmschina.com.cn
杨岱东 S1090523040002
✉ yangdaidong1@cmschina.com.cn

研项目，改由航天能源承担大药量药柱批量生产任务，并新增火工品协作生产任务，调整后达产年预计收入 1.5 亿，带来业务新增长点。

- **盈利预测：**预测 2025-2027 年归母净利润分别为 9.38 亿、11.19 亿和 13.93 亿元，对应 PE 分别为 23/19/15 倍，首次给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**下游需求波动风险、原材料价格波动风险、产品销量及单价波动风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 5860 | 7781 | 9199 | 10671 | 12538 |
| 同比增长 | 3351% | 33% | 18% | 16% | 18% |
| 营业利润(百万元) | 581 | 952 | 1129 | 1347 | 1676 |
| 同比增长 | 11591% | 64% | 18% | 19% | 24% |
| 归母净利润(百万元) | 423 | 792 | 938 | 1119 | 1393 |
| 同比增长 | 8344% | 87% | 18% | 19% | 24% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.94 | 1.11 | 1.32 | 1.65 |
| PE | 50.0 | 26.7 | 22.6 | 18.9 | 15.2 |
| PB | 4.7 | 4.0 | 3.6 | 3.1 | 2.7 |

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 一、 航天智造：航天七院唯一上市平台 | 5 |
| 1、公司概况 | 5 |
| 2、控股股东：航天七院，未来具备资产注入预期 | 5 |
| 3、公司财务分析 | 7 |
| 4、公司主营业务及产品 | 8 |
| 二、 航天模塑：布局新能源自主品牌，拓展智慧座舱等高端产品 | 12 |
| 1、汽车行业延续良好态势，开启市场主导的新发展阶段 | 12 |
| 2、航天模塑拥抱自主品牌崛起趋势，新能源订单占比超过行业渗透率 | 13 |
| 三、 航天能源：深海深地开发推动长期增长，大药量药柱业务带来新增量 ... | 15 |
| 1、非常规油气——战略接替资源，高性能油气设备需求提升 | 15 |
| 2、航天能源非常规油气领域具备显著优势 | 17 |
| 3、募投项目改投大药量药柱业务，带来业务新增长点 | 20 |
| 四、 盈利预测 | 21 |
| 五、 投资建议 | 22 |

图表目录

| | |
|------------------------------|----|
| 图 1：航天智造发展沿革 | 5 |
| 图 2：航天智造股权结构 | 6 |
| 图 3：卫士系列多管火箭武器系统 | 7 |
| 图 4：公司近年营收情况（单位：亿元） | 7 |
| 图 5：公司近年归母净利润情况（单位：亿元） | 7 |
| 图 6：公司盈利能力情况 | 8 |
| 图 7：25 年中报构成情况 | 8 |
| 图 8：乘用车月度销量及增长率 | 12 |
| 图 9：乘用车自主品牌占有率持续提升 | 12 |
| 图 10：新能源汽车销量及增长率 | 13 |
| 图 11：中国汽车零部件产业链 | 14 |
| 图 12：公司智慧座舱产品 | 14 |
| 图 13：公司智慧座舱产品 | 14 |

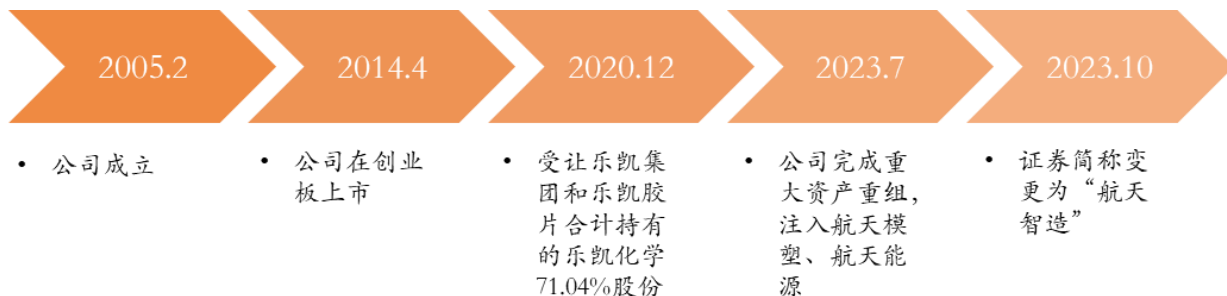
| | |
|--|----|
| 图 14: 行业格局呈现“一超多强” | 15 |
| 图 15: 公司毛利率高于行业均值 | 15 |
| 图 16: 世界油气资源类型及剩余技术可采资源量图 | 16 |
| 图 17: 2000—2023 年中国页岩气、煤层气探明储量及年产气量分布图 | 17 |
| 图 18: 深海一号 | 17 |
| 图 19: 深地塔科 1 井 | 17 |
| 图 20: 航天能源常规油气装备市占率 | 19 |
| 图 21: : 航天能源非常规油气装备市占率 | 19 |
| 图 22: 航天智造历史 PE Band | 23 |
| 图 23: 航天智造历史 PB Band | 23 |
| | |
| 表 1: 公司主营业务产品 | 8 |
| 表 2: 航天能源产品竞争力 | 18 |
| 表 3: 竞争格局情况 | 19 |
| 表 4: 募投调整情况 | 20 |
| 表 5: 销售收入结构预测 | 21 |
| 附: 财务预测表 | 24 |

一、航天智造：航天七院唯一上市平台

1、公司概况

航天科技集团七院唯一上市平台，打造“航天智造”专业化平台。航天智造科技股份有限公司前身为保定乐凯新材料股份有限公司，成立于2005年2月。2015年4月，公司股票在深圳证券交易所创业板正式挂牌上市。主营业务是防伪材料、电子功能材料和精细化工材料的研发、生产和销售。公司的主要产品为信息防伪材料、电子功能材料、精细化工材料。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年后，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。2023年7月，公司完成重大资产重组，注入航天模塑、航天能源两大子公司。重组后，公司注册资本8.45亿元，拥有30余家下属企业，遍布全国近20个省市。作为航天科技集团大型科研生产联合体——四川航天技术研究院的唯一上市平台，公司聚焦高性能电子功能材料研发应用、汽车内外饰件设计制造、油气装备研制与工程服务三大领域，依托航天雄厚的技术实力，着力打造“航天智造”专业化平台，成为具有航天特色的产品与服务提供商。

图 1：航天智造发展沿革

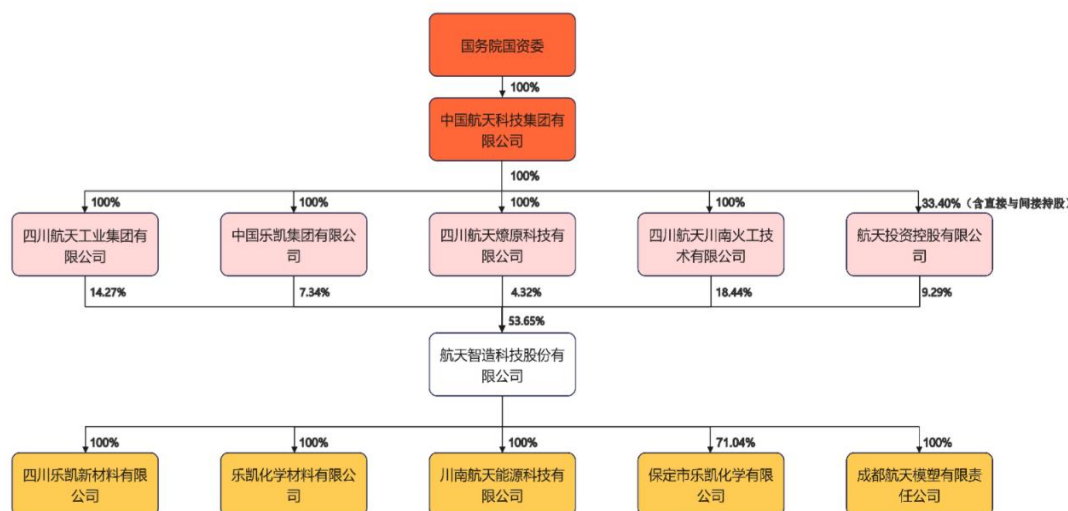


资料来源：公司官网、招商证券

2、控股股东：航天七院，未来具备资产注入预期

公司实际控制人为中国航天科技集团，控股股东为四川航天工业集团有限公司，公司为航天七院唯一上市平台。

图 2: 航天智造股权结构



资料来源: iFind、招商证券

航天七院: 航天科技集团下属重要科研院所。中国航天科技集团有限公司第七研究院始建于 1965 年, 主体位于成都经济技术开发区(国家级)所在地龙泉驿区, 是中国航天科技集团八大科研生产联合体之一, 是中国航天科技集团在西南地区最大的科研生产基地。七院下辖企事业单位 20 余家, 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, 分布在四川省成都市、泸州市、以及重庆市等地。

40 年来, 七院先后承担并圆满完成了国家多种航天产品的研制生产任务, 并成功开发了卫士系列多管火箭武器系统, 现已成为国内乃至世界上具有一定知名度的多管火箭武器系统设计、制造商, 另外, 七院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, 我国常规运载火箭 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均来自七院, 为我国航天事业和国防现代化建设做出了突出贡献。七院积极开展民用产品的生产经营, 重点发展汽车零部件、装备制造业和高新技术产业; 同时, 以建筑与房地产开发为重点, 带动了物业管理、通信网络、物流等服务业务的发展, 并在职业教育、医疗等服务业务领域卓有建树。2020 年航天七院实现营业收入 167.0 亿元; 净利润 6.84 亿元, 同比增长 52.5%。

公司成为航天七院唯一上市平台, 未来具备资产注入预期。航天七院隶属航天科技集团, 自成立以来致力于建成世界一流航天装备制造公司, 成为具有独特优势的防务技术及产品创新发展引领者和具有航天特色民用产品与服务的提供商。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, 充分实现高质量发展。**公司自重组之后成为航天七院唯一上市平台, 未来有望持续接受七院优质资产注入。**

图 3: 卫士系列多管火箭武器系统

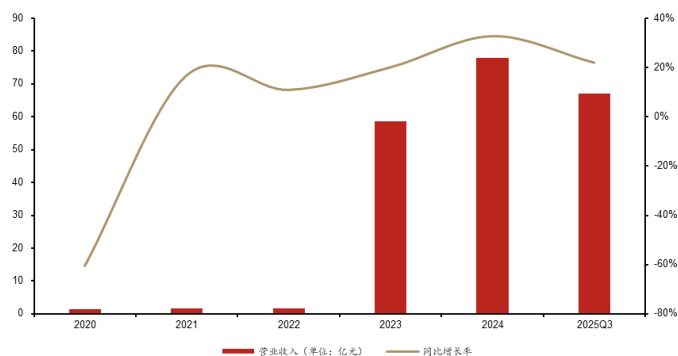


资料来源: 四川在线、招商证券

3、公司财务分析

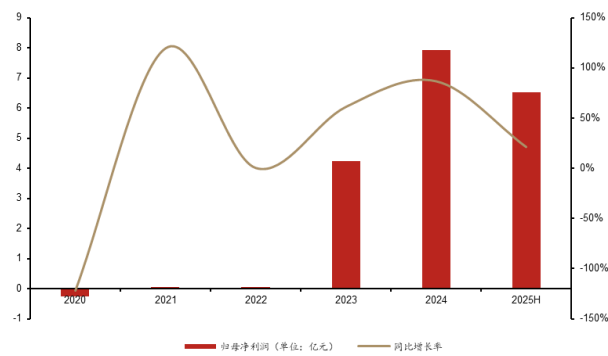
重组之后营收、利润实现快速增长。 1) 营收端: 重组前, 公司受电子客票推进等影响, 营收、利润体量小且波动。2023 年, 公司完成重大资产重组后, 营业收入体量大幅提升, 近年实现快速增长, 23 年、24 年及 25Q3 营收增速分别为 20.1%、32.8%及 22%。2) 利润端: 归母净利润自重组后实现快速增长, 23 年实现归母净利润 4.23 亿, 24 年增长 87%至 7.92 亿, 25Q3 归母净利润实现 6.51 亿 (同比+21.4%)。

图 4: 公司近年营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFind、招商证券

图 5: 公司近年归母净利润情况 (单位: 亿元)

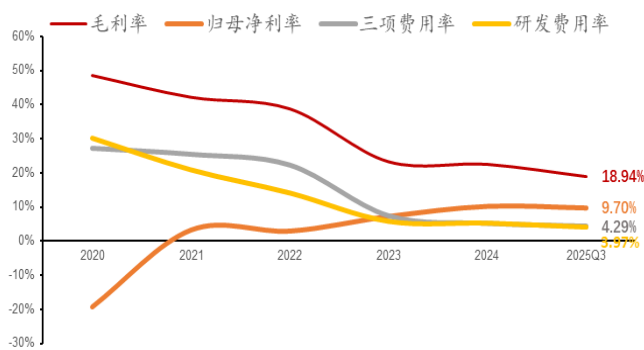


资料来源: iFind、招商证券

重组后盈利能力提升, 三项费用率控制良好。

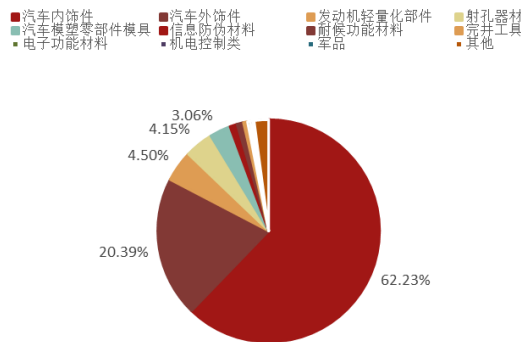
- 毛利率: 自 23 年完成重组后, 毛利率稳定在接近 20%水平。
- 费用率: 公司三项费用率自重组后实现大幅下降, 至 25Q3 降至 4.29%, 费用管控效果显著。
- 归母净利率: 伴随毛利率稳定及费用率管控, 归母净利率有所提升。

图 6: 公司盈利能力情况



资料来源: iFind、招商证券

图 7: 25 年中报构成情况









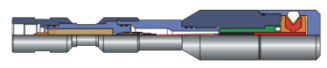
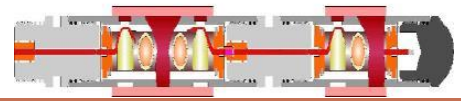
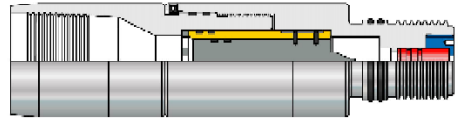


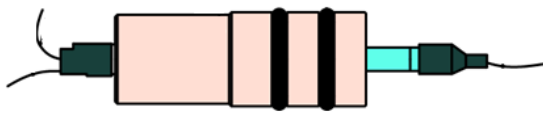
资料来源: 公司公告、招商证券










4、公司主营业务及产品


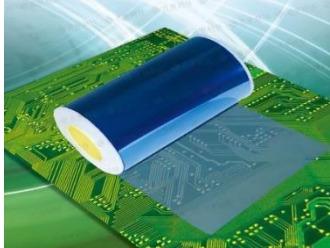

公司主要从事汽车零部件、油气装备和高性能功能材料三大业务。公司汽车零部件业务产品汽车内外饰件、发动机轻量化部件、智能座舱部件和模具研发与制造。公司油气装备业务主要从事油气设备领域射孔器材、高端完井装备研发与制造。公司高性能功能材料业务主要包括信息防伪材料、电子功能材料和耐候功能材料研发与制造。

表 1: 公司主营业务产品

| 产品类 | 细分产品名 | 主要用途/应用领域 | 图片示例 |
|-------|----------|--|------|
| 汽车零部件 | 汽车内饰件 | 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 | |
| | 汽车外饰件 | 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 | |
| | 发动机轻量化部件 | 发动机进气歧管、压力管、燃油轨、汽缸罩盖等 | |
| | 智能座舱部件 | 集成了数字仪表显示、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, 使汽车更加富有功能性、娱乐性、科技感 | |

| 产品类 | 细分产品名 | 主要用途/应用领域 | 图片示例 |
|-----------|--|---|--|
| 汽车塑料零部件模具 | 保险杠、仪表板、副仪表板、门板、立柱、门槛、进气歧管、发动机装饰罩、发动机汽缸罩盖等模具 | |  |
| 射孔枪及零部件 | 射孔枪用于油气井射孔的器材及其配件的组合体 | |  |
| 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 |  |

| 产品类 | 细分产品名 | 主要用途/应用领域 | 图片示例 |
|--------|--------------|--|--|
| | 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仪 |  |
| | 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 | / | / |
| | 磁记录——磁条 | 磁条是一种磁性记录介质，利用磁性载体记录字符与数字信息，用来标识身份或其它用途，广泛应用于信用卡、金融卡、身份证等卡片或存折、登机证 |  |
| 信息防伪材料 | 热敏记录材料——热敏磁票 | 乐凯热敏磁票是带有全涂磁层和热敏层的磁记录纸，厚度约为 0.215mm，主要用于铁路、公路、地铁、轻轨等 AFC 自动售检票系统的票证 |  |
| | 汽车内饰膜 | 汽车内饰膜起到汽车内饰表面图案、纹理和保护等功能，应用于方向盘、中控仪表盘、空调出风口、门饰板扶手、控制面板等部位 |  |
| 电子功能材料 | 压力测试膜 | 压力测试膜是一种通过发色密度精确测量压力分布、压力大小和压力平衡的电子功能材料，广泛应用于液晶显示、半导体、电子电路产业、新能源电池、汽车产业、机械设备生产与检测等领域 |  |

| 产品类 | 细分产品名 | 主要用途/应用领域 | 图片示例 |
|--------|--------|--|--|
| | 电磁波屏蔽膜 | 电磁波屏蔽膜产品主要应用于 FPC（柔性印刷电路板）领域，具有电磁波屏蔽功能和接地功能，能解决电子电路集成化和信号传输的高速化而产生的电磁波干扰问题 |  |
| | 感光干膜 | 干膜是一种高分子的化合物，它通过紫外线的照射后能够产生一种聚合反应，形成一种稳定的物质附着于板面，从而达到阻挡电镀和蚀刻的功能，主要应用在印刷线路板（PCB）领域 |  |
| 耐候功能材料 | 橡塑助剂 | 主要是通过有机合成工艺制备的抗老化助剂，包括光稳定剂产品、抗氧化剂产品，可广泛应用于塑料、橡胶、化学纤维等等高分子聚合物中，能有效解决因光照、冷热、风雨等自然因素侵袭而出现的制品褪色、变色、龟裂、强度下降等一系列问题 |  <p>Lucky UV-100 Lucky UV-40</p> |

资料来源：公司公告、招商证券

分业务来看：

- **汽车零部件业务紧跟市场步伐：**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，汽车零部件业务呈现较好发展态势。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，25 年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%。25 年上半年，公司以汽车内外饰件为主的汽车零部件业务销售收入达到 38.38 亿元，较上年同期增长 9.88%。
- **油气装备业务市场地位不断巩固，突破深海深地关键技术：**结合客户关键需求，进一步强化在相关领域的差异化竞争优势和议价能力。牵头开展油气井用电子雷管标准制定，立项通过工信部评审和公示；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。1) 深海方面，航天能源目前主要向中海油供应射孔器材、完井装备及机电控制类产品。与此同时，航天能源成功突破非弹性密封、耐高温高压射孔装备等多项关键技术和产品，产品覆盖了海上主要产油区块。2) 深地方面，目前公司研发的超高温超高压射孔技术已成功应用于万米深井射孔作业，创下全球最深射孔记录。同时，公司还针对当前我国页岩油气开发深度越来越深的趋势，开发了耐高温高压分簇射孔技术。25 年上半年，油气装备业务经营情况较为稳定，销售收入实现 2.21 亿元，较上年同期增长 0.38%。
- **高性能功能材料业务市场形势逐步向好：**信息防伪材料持续巩固老客户，不断开发新客户，磁条完成国际头部客户批量导入；电子功能材料积极拓展新领域，压力测试膜首次应用于半导体行业，实现重点客户多个订单交付；耐

候功能材料继续巩固现有销售渠道，积极培育新市场，在国内农膜、草丝、改性领域市场取得突破。受铁路客票无纸化政策影响，25 年上半年，信息防伪材料主要产品热敏磁票收入同比下降 22.61%，公司高性能功能业务销售收入实现 1.05 亿元，较上年同期下降 11.76%。

二、航天模塑：布局新能源自主品牌，拓展智慧座舱等高端产品

1、汽车行业延续良好态势，开启市场主导的新发展阶段

购置税减免叠加以旧换新政策，2025 年汽车行业延续良好态势。自 2014 年开始的新能源汽车免征购置税政策以及以旧换新政策的接续，推动 25 年汽车行业延续良好态势。25 年 1-10 月，汽车产销分别完成 2769.2 万辆和 2768.7 万辆，同比分别增长 13.2%和 12.4%。其中，乘用车产销分别完成 2423.7 万辆和 2420.9 万辆，同比分别增长 13.5%和 12.9%。自主品牌乘用车占比持续提升，1-10 月销量 1679.9 万辆，同比增长 21.3%，高于行业均值，销量占有率:69.4%，较去年同期上升 4.8 个百分点。新能源车方面，快速增长态势保持，1-10 月，新能源汽车产销分别完成 1301.5 万辆和 1294.3 万辆，同比分别增长 33.1%和 32.7%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 46.7%。

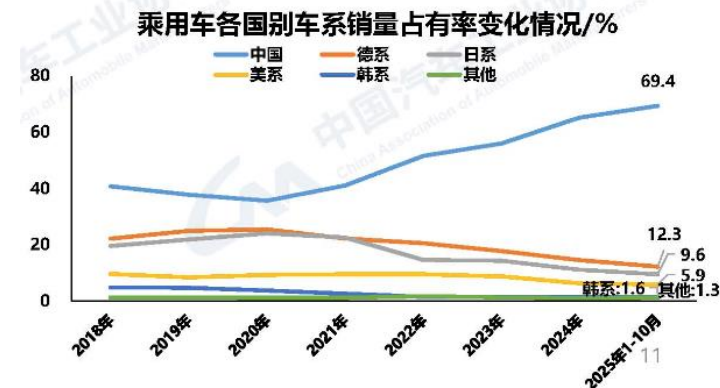
深挖市场提升技术，行业开启市场主导的新发展阶段。自 2026 年 1 月 1 日起，购置税将由免征调整为减半征收。购置税变化标志着汽车行业从政策驱动转向市场主导，长远来看，车企将继续提升用户价值，通过技术进步抵消政策影响。中国汽车流通协会副秘书长郎学红指出，新能源汽车月渗透率已突破 50%，远超早期规划目标。新能源汽车渗透率持续提升，已从市场少数成为绝对主流，在产品竞争力显著提升背景下，政策扶持让位于市场驱动。展望未来，农村新能源渗透率较低，提升低线城市及农村市场渗透率将成为关键，配合农村基础设施建设强化，有望开辟新增长空间。

图 8：乘用车月度销量及增长率



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

图 9：乘用车自主品牌占有率持续提升



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

图 10：新能源汽车销量及增长率



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

2、航天模塑拥抱自主品牌崛起趋势，新能源订单占比超过行业渗透率

公司子公司航天模塑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等业务，分别来看：

- 内饰件：汽车内饰是指具有一定的装饰性及功能性、安全性，以及工程属性的车内零部件，是车身最重要的部分之一。航天模塑配套高分子工程材料内饰组件如汽车仪表盘、中控台、立柱装饰件、储物盒等。
- 外饰件：汽车外饰件是一种安装在车身外部的部件，这些部件的主要功能是装饰和保护车身，同时也有一些特定的功能，例如开启车门或固定物品等。航天模塑配套高分子工程材料外饰件如前后保险杠、轮眉、进气格栅、散热器罩、防擦条、车顶行李架和扰流板等。
- 动力总成件：汽车动力总成产品特指安装在汽车发动机上的部件，主要功能是提供和传输动力，例如调节进气量、输送燃油、储存液体、保护发动机等，同时采用高分子工程材料组件有助于轻量化，以提高汽车的燃油效率。航天模塑配套高分子工程材料动力总成组件如进气歧管、油管、储液罐、发动机罩盖等。
- 特色件：航天模塑特色件通指涵盖了特色工艺的汽车高分子工程材料组件，例如植绒工艺的手套箱、将软质和硬质材料同时注塑形成的挡水条产品、免喷涂的高光外饰盖板、塑电一体化工艺的主动进气格栅产品等。

图 11: 中国汽车零部件产业链

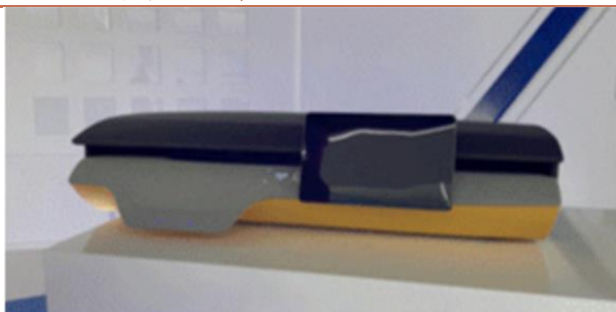


资料来源: 前瞻经济研究院、招商证券

公司在自主品牌强势崛起、新能源汽车渗透率不断提升的行业背景下:

- **紧密跟踪自主品牌需求。**已形成较为完善的国内产业布局,基本实现国内主流车企客户全覆盖,产品广泛应用于吉利汽车、长安汽车、一汽集团、奇瑞汽车、广汽乘用车、比亚迪等多家国内主流整车厂。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%。
- **提升新能源订单占比,新能源订单占比超过新能源汽车渗透率。**25年上半年,公司新能源订单占比达到61%,已成功为长安汽车、吉利汽车、广汽埃安、华为鸿蒙智行等主流品牌多款新能源车型提供量产配套;已成功进入多家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。
- **积极拓展智慧座舱等高端产品。**在汽车行业智慧化、自动化、智能化的趋势下,智慧座舱是和自动驾驶的发展趋势相互融合的。公司积极拓展智慧座舱等高端产品,推进智慧座舱领域的研发和生产能力建设,公司智慧座舱产品与相关主机厂联合研发,已经形成部分销售。拟通过智慧座舱与自动驾驶融合建设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。

图 12: 公司智慧座舱产品



资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 公司智慧座舱产品

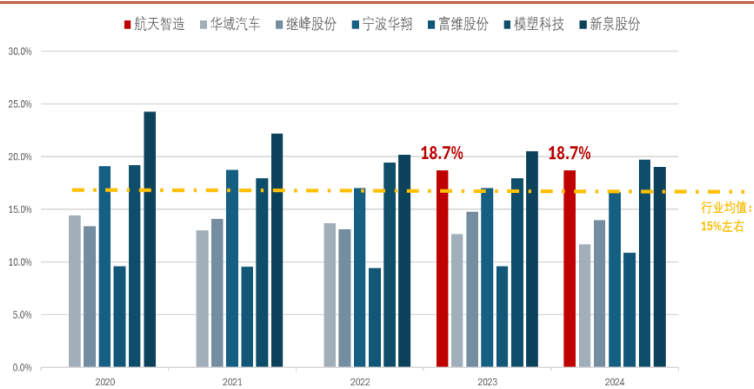
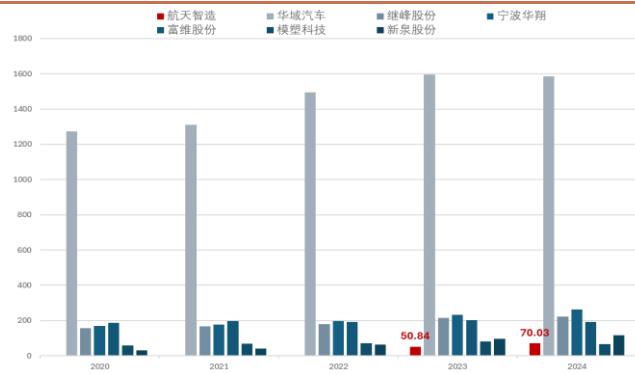


资料来源: 公司公告、招商证券

格局呈现“一超多强”，公司毛利率高于行业均值。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。2021年，我国内外饰件收入超30亿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、一汽富维、模塑科技、新泉股份等少数几家公司。其中，公司汽车零部件业务毛利率高于行业均值，具备较强的管理优势。

图 14: 行业格局呈现“一超多强”

图 15: 公司毛利率高于行业均值



资料来源: Wind、招商证券

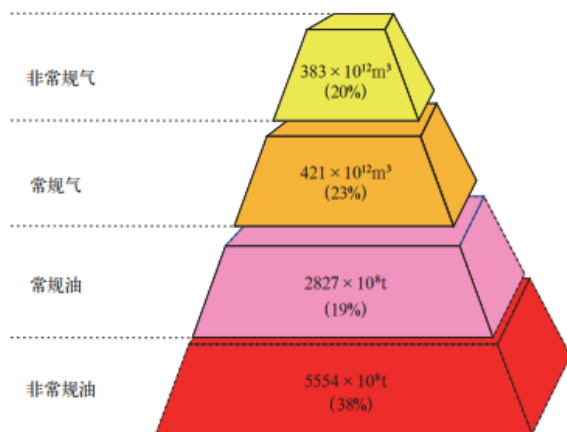
资料来源: Wind、招商证券

三、航天能源：深海深地开发推动长期增长，大药量药柱业务带来新增量

1、非常规油气——战略接替资源，高性能油气设备需求提升

非常规油气是指用传统工程技术无法获得自然工业产量、通过大规模压裂改造储层或化学方式转化油气等新技术才能经济开采的油气资源，主要包括页岩油气、致密油气、煤层气、可燃冰、油页岩等资源类型。非常规油气资源具有源储共生或源储一体、富集规律复杂、钻采成本高、动用难度大等特点，但分布面积广、资源总量大、勘探开发前景广阔。全球非常规油气剩余技术可采资源总量约为 8605×10^8 t 油当量，约占整个油气资源总量的 58%，是常规油气资源量的 1.38 倍，其中非常规油资源量 5554×10^8 t，非常规气资源量 $383 \times 10^{12} m^3$ 。目前世界油气工业的勘探开发领域正从常规向非常规延伸，非常规油气已经成为勘探开发的主流趋势，其有效开发改变了全球油气供给格局。2023 年，世界石油产量为 44.5×10^8 t，其中非常规原油占比 15%，成为全球原油产量的重要组成部分；世界天然气产量为 $4.28 \times 10^{12} m^3$ ，其中非常规天然气占比 25%，成为全球天然气产量增长的主力。美国和中国是世界上非常规油气规模快速发展的两个大国。

图 16: 世界油气资源类型及剩余技术可采资源量图



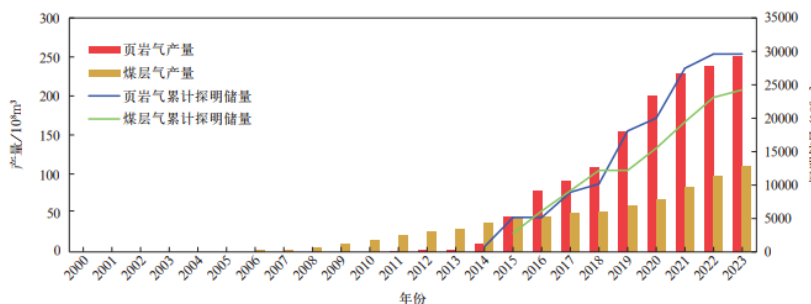
资料来源:《中国非常规油气资源效益开发面临的挑战与对策》、招商证券

非常规油气资源是中国战略接替资源之一,处于勘探突破向规模效益开发的关键时期,推动高性能油气设备需求提升。能源安全是关系国家经济社会发展全局性、战略性的关键问题之一,对国家繁荣发展、人民生活改善和社会长治久安至关重要,当前我国油气对外依存度仍处在高位,24年为71.9%。随着易采掘油气储量的逐步减少和原油价格的攀升以及国内,促使油气公司加大对老油井再开采、深海油气开发以及压裂等非常规油气开采的投入,这直接带动了对高性能油气设备的需求提升。

我国非常规油气发展势头强劲,是未来油气增储上产重要接替。据新一轮全国油气资源评价,国内非常规油气资源规模较大,为常规油气资源量的1.5~2倍,其中非常规油地质资源量为 $514.5 \times 10^8 \text{t}$,非常规天然气地质资源量为 $172.9 \times 10^{12} \text{m}^3$ 。目前从产量方面,中浅层志留系海相页岩气、中浅层煤层气已实现效益开发,深层—超深层海相页岩气、深层煤层气、中高成熟度页岩油实现了勘探突破,海陆过渡相、陆相页岩气、超深层煤层气、中低成熟度页岩油尚处于探索阶段,同时非常规油气新区带、新层系、新类型领域(简称“三新”领域)众多,勘探程度、地质认识程度整体偏低,实现规模效益开发任重道远。根据《中国非常规油气资源效益开发面临的挑战与对策》:

- 煤层气:煤层气勘探开发已经进入快速发展的新阶段,预计2025年中国煤层气产量有望达到 $100 \times 10^8 \text{m}^3$ 。
- 页岩气:预计2025年中国页岩气产量有望达到 $300 \times 10^8 \text{m}^3$ 。
- 页岩油:预计到2025年,吉木萨尔、古龙、济阳、陇东等页岩油示范区/基地页岩油年产量达 $670 \times 10^4 \text{t}$ 以上。

图 17: 2000—2023 年中国页岩气、煤层气探明储量及年产气量分布图



资料来源:《中国非常规油气资源效益开发面临的挑战与对策》、招商证券

技术逐步成熟，油气开采向深海、深地挺进。 1) **深海:** 我国海洋油气勘探开发已实现从 300 米浅水到 1500 米超深水的历史性突破，这一跨越的背后，是钻井技术、大型装备与工程建设的协同创新。数据显示，全球深海油气资源中，水深 1500 米以上的储量占比超过 60%，我国南海深水区油气资源量达 200 亿吨油当量，此前因技术限制长期处于“沉睡”状态。如今，中国海油通过自主研发的系列技术装备，已在南海建成“深海一号”等超深水气田，根据央视报道，截至 25 年 6 月，“深海一号”大气田已经达到最高产能设计状态，年产气量有望超过 45 亿立方米，标志着我国正式迈入深海油气开发的“第一梯队”。五年来，中国海油国内原油产量增长至 5861 万吨，国内海上原油增产量超 1600 万吨，占全国原油总增量的比例超过七成，深海油气已成我国能源供应的重要“补给站”。 2) **深地:** 向地球深部寻找油气资源，已成为石油行业的必由之路。近年来，世界新增油气储量的 60% 来自深部地层，我国深层超深层油气资源达 671 亿吨油当量，约占全国油气资源总量的 34%。25 年 2 月，我国深地工程获得重大突破，首口超万米科探井——深地塔科 1 井完成钻井任务，在全球范围内首次发现地下万米的油气资源，为深地资源开发利用提供了坚实支撑。

图 18: 深海一号



资料来源: 新华社、招商证券

图 19: 深地塔科 1 井



资料来源: 新华社、招商证券

2、航天能源非常规油气领域具备显著优势

子公司航天能源主要从事油气设备领域射孔器材、高端完井装备研发与制造，建立了特种能源、精密机械和电子控制多专业集成发展，具有自主知识产权的核心技术体系，国内油气井射孔工程技术领先，集成配套能力较强，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。在常规/非常规

油气射孔领域，航天能源的高安全电雷管、数码选发电雷管、桥塞慢燃火药、连续油管多级延时起爆装置等核心产品在国内桥射作业覆盖率较高。在高端完井工具领域，航天能源新产品开发能力较强，拥有经过 API 认证的安全阀、封隔器、气举阀、工作筒和钢丝工具等产品，在海洋油田高端完井工具国产化领域较为领先，产品覆盖了海上主要产油区块。

航天能源的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：

表 2: 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、招商证券

非常规油气装备市占率显著高于常规油气装备，21 年达到 65%。根据公司 23 年重组说明书测算，从单套设备价值构成出发（不考虑需求数量），结合代表性客户出具的关于航天能源各类产品在客户中同类产品采购比例，加权计算客户购买单套产品时航天能源所占金额的比重，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%。

图 20: 航天能源常规油气装备市占率

图 21: 航天能源非常规油气装备市占率

单位: 个、元

| 常规单次管串下井作业 | | | | | | |
|-------------------------|---------|------------|-------|----------|----------------|------------|
| 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 G=ΣF/ΣD | | | | | | 34.96% |

单位: 个、元

| 非常规单次管串下井作业 | | | | | | |
|--------------------------|--------|------------|-------|----------|----------------|------------|
| 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 G=ΣF/ΣD | | | | | | 65.50% |

资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 平均市场占有率为中国石油集团测井有限公司和中国石化经纬有限公司物资装备中心关于常规油气开采产品各类产品市场占有率平均值。)

资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 平均市场占有率为中国石油集团测井有限公司和中国石化经纬有限公司物资装备中心关于常规油气开采产品各类产品市场占有率平均值。)

竞争以差异化竞争为主, 格局良好, 替代性弱。

- **射孔器材:** 当前油气井用射孔器材国内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。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; 对于附加值更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。
- **完井工具:** 航天能源主要从事海洋高端完井工具的生产制造, 目前国内竞争对手主要为惟其信石油机械 (天津) 有限公司等民营企业。航天能源践行差异化竞争策略, 国内竞争对手更多侧重陆上油气田完井工具的生产, 而航天能源完井产品则侧重海洋油气开采领域, 主要客户为中海油旗下企业, 完井产品在中海油体系内企业中的采购占比较高, 在海洋油田高端完井工具市场领域处于领先地位, 先后实现了多个海洋油气开采设备的国产替代。

表 3: 竞争格局情况

| 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井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 | 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 | 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 | |

| 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 |
|--------|------|--|---|----------|
| | | 供货 | 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、招商证券

3、募投项目改投大药量药柱业务, 带来业务新增长点

2025年10月28日, 公司发布《关于调整募集资金投资项目的公告》, 拟对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, 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, 调整后达产年预计收入1.5亿。调整主要原因为:

- ▶ **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。
- ▶ **新获取大药量药柱批量生产任务:** 公司为积极履行强军首责, 深入推动融合发展, 加快培育军品业务, 促进企业做强做大, 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。
- ▶ **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。

表 4: 募投调整情况

| 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 | 新增大药量药柱、火工品协作批量生产能力, |

| 序号 | 调整内容 | 调整前 | 调整后 |
|-----|---------|--|--|
| | | 爆破器材产线，达产年预计收入 19,600.00 万元。 | 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：公司公告、招商证券

四、盈利预测

公司系航天科技集团七院唯一上市平台，聚焦高性能电子功能材料研发应用、汽车内外饰件设计制造、油气装备研制与工程服务三大领域，依托航天雄厚的技术实力，着力打造“航天智造”专业化平台，成为具有航天特色的产品与服务提供商。分业务来看：

- **汽车零部件业务：**汽车行业保持良好的增长态势，未来即将转向市场主导的新发展阶段。子公司航天模塑紧密跟踪自主品牌需求，并提升新能源订单占比，新能源订单占比超过新能源汽车渗透率。盈利能力方面，公司生产效率较高，毛利率高于行业均值，后续预计保持稳定。
- **油气装备业务：**国内油气需求保持提升态势，非常规油气作为重要战略接替资源，长期预计将带来高性能油气装备的需求持续提升。子公司航天能源在非常规油气技术及市占率方面均国内领先，预计保持较快增长。另外，随着募投项目改投项目的完成，将带来公司新的增量。盈利能力方面，油气装备竞争格局好，竞争者较少，预计将保持稳定。
- **高性能功能材料业务：**公司信息防伪材料持续巩固老客户，不断开发新客户，磁条完成国际头部客户批量导入；电子功能材料积极拓展新领域，压力测试膜首次应用于半导体行业，实现重点客户多个订单交付；耐候功能材料继续巩固现有销售渠道，积极培育新市场，在国内农膜、草丝、改性领域市场取得突破。预计未来将实现稳步增长，盈利能力保持。

公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 9.38 亿、11.19 亿和 13.93 亿元。

表 5：销售收入结构预测

| 报告期 | | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 合计 | | | | | | |
| 收入 | 百万元 | 5860 | 7781 | 9199 | 10671 | 12538 |
| 成本 | 百万元 | 4495 | 6028 | 7177 | 8295 | 9638 |
| 毛利 | 百万元 | 1365 | 1753 | 2023 | 2376 | 2901 |
| 毛利率 | | 23.3% | 22.5% | 22.0% | 22.3% | 23.1% |
| 汽车零部件 | | | | | | |
| 收入 | 百万元 | 5084 | 7003 | 8284 | 9552 | 11006 |
| 成本 | 百万元 | 4134 | 5695 | 6787 | 7825 | 9017 |
| 毛利 | 百万元 | 950 | 1308 | 1497 | 1727 | 1990 |
| 毛利率 | | 18.7% | 18.7% | 18.1% | 18.1% | 18.1% |

| 油气装备 | | | | | | |
|---------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入 | 百万元 | 580 | 546 | 647 | 811 | 1177 |
| 成本 | 百万元 | 242 | 179 | 212 | 266 | 386 |
| 毛利 | 百万元 | 338 | 367 | 435 | 545 | 791 |
| 毛利率 | | 58.2% | 67.2% | 67.2% | 67.2% | 67.2% |
| 高性能功能材料 | | | | | | |
| 收入 | 百万元 | 196 | 232 | 268 | 308 | 355 |
| 成本 | 百万元 | 119 | 154 | 178 | 204 | 235 |
| 毛利 | 百万元 | 76 | 79 | 91 | 104 | 120 |
| 毛利率 | | 39.1% | 33.8% | 33.8% | 33.8% | 33.8% |

资料来源：公司公告、招商证券

五、投资建议

1、航天七院唯一上市平台，未来具备资产注入预期。

公司自 23 年重组后成为航天七院唯一上市平台，业务聚焦高性能电子功能材料研发应用、汽车内外饰件设计制造、油气装备研制与工程服务三大领域。控股股东航天七院隶属航天科技集团，自成立以来致力于建成世界一流航天装备制造公司，先后承担并圆满完成了国家多种航天产品的研制生产任务，并成功开发了卫士系列多管火箭武器系统，七院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，我国常规运载火箭 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均来自七院，为我国航天事业和国防现代化建设做出了突出贡献。公司自重组之后成为航天七院唯一上市平台，未来有望持续接受七院优质资产注入。

2、核心子公司航天模塑：布局新能源自主品牌，拓展智慧座舱等高端产品。

行业方面：购置税减免叠加以旧换新政策，2025 年汽车行业延续良好态势。25 年 1-10 月，汽车产销分别完成 2769.2 万辆和 2768.7 万辆，同比分别增长 13.2% 和 12.4%。其中，乘用车产销分别完成 2423.7 万辆和 2420.9 万辆，同比分别增长 13.5% 和 12.9%。自主品牌乘用车占比持续提升，增速高于行业均值，销量占有率达到 69.4%。新能源车快速增长态势保持，1-10 月，新能源汽车产销分别完成 1301.5 万辆和 1294.3 万辆，同比分别增长 33.1% 和 32.7%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 46.7%。**航天模塑：**1) 紧密跟踪自主品牌需求，已形成较为完善的国内产业布局，基本实现国内主流车企客户全覆盖，产品广泛应用于吉利汽车、长安汽车、一汽集团、奇瑞汽车、广汽乘用车、比亚迪等多家国内主流整车厂。2) 提升新能源订单占比，新能源订单占比超过新能源汽车渗透率。25 年上半年，公司新能源订单占比达到 61%。3) 积极拓展智慧座舱等高端产品，与相关主机厂联合研发，已经形成部分销售。

3、核心子公司航天能源：非常规油气开发为长期趋势，大药量药柱业务带来新增长点。

非常规油气资源是中国战略接替资源之一，处于勘探突破向规模效益开发的关键时期，推动高性能油气设备需求提升，深海深地技术逐步成熟，进入资源开发阶段。当前我国油气对外依存度仍处在高位，24 年为 71.9%。随着易采掘油气储量的逐步减少和原油价格的攀升以及国内，促使油气公司加大对老油井再开采、深海油气开发以及压裂等非常规油气开采的投入，这直接带动了对高性能油气设

备的需求提升。**航天能源**：从事油气设备领域射孔器材、高端完井装备研发与制造，非常规油气装备市占率显著高于常规油气装备，21 年达到 65%，竞争格局良好，差异化策略效果显著。另外，根据 25 年公司公告，拟对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，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，拟调整军用爆破器材自研项目，改由航天能源承担大药量药柱批量生产任务，并新增火工品协作生产任务，调整后达产年预计收入 1.5 亿，带来业务新增长点。

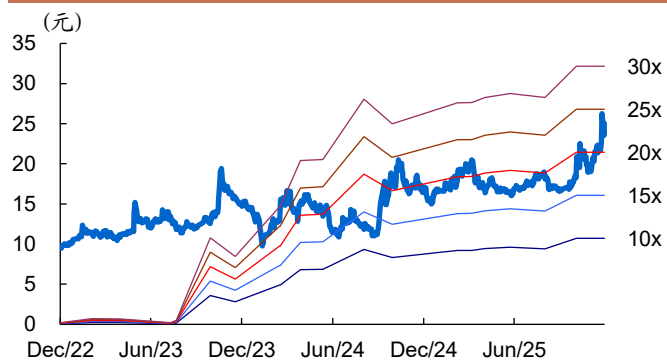
4、盈利预测。

预测 2025-2027 年归母净利润分别为 9.38 亿、11.19 亿和 13.93 亿元，对应 PE 分别为 23/19/15 倍，首次给予“强烈推荐”评级。

六、风险提示

- 1、下游需求波动。公司下游为汽车整机厂、大型能源企业等，其采购需求受宏观规划影响较大，行业需求可能出现波动，给公司的业绩增长带来一定的影响；
- 2、原材料价格波动风险。公司原材料受市场供求关系、国家宏观调控等诸多因素的影响，如果上述原材料价格出现大幅波动，将直接导致公司产品成本出现波动，进而影响盈利能力；
- 3、产品销量及单价波动风险。公司汽车零部件与油气装备业务相关产品种类众多，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，则公司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 22：航天智造历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 23：航天智造历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 6953 | 7034 | 8464 | 10088 | 12122 |
| 现金 | 3014 | 2638 | 3252 | 4051 | 5062 |
| 交易性投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 231 | 106 | 125 | 145 | 171 |
| 应收款项 | 1218 | 1770 | 2093 | 2428 | 2853 |
| 其它应收款 | 12 | 14 | 17 | 19 | 22 |
| 存货 | 1269 | 1765 | 2102 | 2430 | 2823 |
| 其他 | 1209 | 740 | 875 | 1015 | 1192 |
| 非流动资产 | 2747 | 3064 | 3138 | 3185 | 3214 |
| 长期股权投资 | 83 | 94 | 94 | 94 | 94 |
| 固定资产 | 1783 | 1928 | 2030 | 2103 | 2154 |
| 无形资产商誉 | 228 | 271 | 244 | 219 | 197 |
| 其他 | 653 | 772 | 770 | 769 | 768 |
| 资产总计 | 9700 | 10098 | 11602 | 13273 | 15335 |
| 流动负债 | 4552 | 4175 | 4878 | 5593 | 6450 |
| 短期借款 | 836 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 3366 | 3716 | 4425 | 5114 | 5942 |
| 预收账款 | 47 | 53 | 63 | 73 | 85 |
| 其他 | 303 | 405 | 390 | 405 | 423 |
| 长期负债 | 353 | 357 | 357 | 357 | 357 |
| 长期借款 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 其他 | 293 | 297 | 297 | 297 | 297 |
| 负债合计 | 4905 | 4532 | 5235 | 5950 | 6807 |
| 股本 | 845 | 845 | 845 | 845 | 845 |
| 资本公积金 | 2065 | 2065 | 2065 | 2065 | 2065 |
| 留存收益 | 1620 | 2333 | 3034 | 3872 | 4929 |
| 少数股东权益 | 264 | 322 | 421 | 540 | 688 |
| 归属于母公司所有者权益 | 4531 | 5244 | 5945 | 6783 | 7840 |
| 负债及权益合计 | 9700 | 10098 | 11602 | 13273 | 15335 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|--------------|------------|------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 838 | 1049 | 1426 | 1619 | 1877 |
| 净利润 | 525 | 876 | 1038 | 1238 | 1541 |
| 折旧摊销 | 381 | 541 | 593 | 620 | 638 |
| 财务费用 | 42 | 11 | (19) | (26) | (33) |
| 投资收益 | 1 | (8) | (103) | (103) | (103) |
| 营运资金变动 | (114) | (366) | (83) | (110) | (166) |
| 其它 | 3 | (6) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (224) | (432) | (564) | (564) | (564) |
| 资本支出 | (431) | (445) | (667) | (667) | (667) |
| 其他投资 | 207 | 14 | 103 | 103 | 103 |
| 筹资活动现金流 | 1730 | (991) | (249) | (256) | (303) |
| 借款变动 | (1169) | (936) | (31) | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 643 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 2064 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (85) | (237) | (281) | (336) |
| 其他 | 191 | 30 | 19 | 26 | 33 |
| 现金净增加额 | 2344 | (373) | 613 | 799 | 1011 |

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 营业总收入 | 5860 | 7781 | 9199 | 10671 | 12538 |
| 营业成本 | 4495 | 6028 | 7177 | 8295 | 9638 |
| 营业税金及附加 | 45 | 58 | 69 | 80 | 94 |
| 营业费用 | 102 | 108 | 128 | 148 | 174 |
| 管理费用 | 289 | 293 | 347 | 381 | 448 |
| 研发费用 | 333 | 400 | 473 | 549 | 645 |
| 财务费用 | 39 | (3) | (19) | (26) | (33) |
| 资产减值损失 | (30) | (47) | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | (2) | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 其他收益 | 55 | 86 | 86 | 86 | 86 |
| 投资收益 | (1) | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 营业利润 | 581 | 952 | 1129 | 1347 | 1676 |
| 营业外收入 | 8 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 营业外支出 | 1 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 588 | 952 | 1128 | 1346 | 1676 |
| 所得税 | 63 | 76 | 91 | 108 | 135 |
| 少数股东损益 | 102 | 84 | 100 | 119 | 148 |
| 归属于母公司净利润 | 423 | 792 | 938 | 1119 | 1393 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 3351% | 33% | 18% | 16% | 18% |
| 营业利润 | 11591% | 64% | 18% | 19% | 24% |
| 归母净利润 | 8344% | 87% | 18% | 19% | 24% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 23.3% | 22.5% | 22.0% | 22.3% | 23.1% |
| 净利率 | 7.2% | 10.2% | 10.2% | 10.5% | 11.1% |
| ROE | 16.3% | 16.2% | 16.8% | 17.6% | 19.1% |
| ROIC | 17.1% | 15.3% | 16.9% | 17.6% | 18.9% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 50.6% | 44.9% | 45.1% | 44.8% | 44.4% |
| 净负债比率 | 9.6% | 0.9% | 0.5% | 0.5% | 0.4% |
| 流动比率 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 1.9 |
| 速动比率 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.1 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 存货周转率 | 6.8 | 4.0 | 3.7 | 3.7 | 3.7 |
| 应收账款周转率 | 7.8 | 4.7 | 4.5 | 4.5 | 4.5 |
| 应付账款周转率 | 2.6 | 1.7 | 1.8 | 1.7 | 1.7 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.50 | 0.94 | 1.11 | 1.32 | 1.65 |
| 每股经营净现金 | 0.99 | 1.24 | 1.69 | 1.91 | 2.22 |
| 每股净资产 | 5.36 | 6.20 | 7.03 | 8.02 | 9.27 |
| 每股股利 | 0.10 | 0.28 | 0.33 | 0.40 | 0.49 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 50.0 | 26.7 | 22.6 | 18.9 | 15.2 |
| PB | 4.7 | 4.0 | 3.6 | 3.1 | 2.7 |
| EV/EBITDA | 25.1 | 16.8 | 14.5 | 12.7 | 10.8 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。