

航天智造(300446)

汽零和油气开采核心配套商，开拓军品点燃
新发展引擎

买入(首次)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	5,860	7,781	9,201	10,634	12,099
同比(%)	20.10	32.78	18.25	15.58	13.78
归母净利润(百万元)	423.33	791.71	927.14	1,113.71	1,370.34
同比(%)	61.36	87.02	17.10	20.12	23.04
EPS-最新摊薄(元/股)	0.50	0.94	1.10	1.32	1.62
P/E(现价&最新摊薄)	43.81	23.43	20.01	16.65	13.54

投资要点

- 乘新能源汽车产业东风，迎来快速发展契机：**公司从事汽车内外饰件的设计、生产与销售，产品包括汽车塑料内外饰件、智能座舱部件、动力总成部件等；公司依托其深厚的研发实力，与新能源车领域的龙头企业达成深度合作；近年来，政府陆续推出多项政策支持新能源汽车发展，新能源汽车产业成为汽车零部件市场发展的重要引擎；
- 油气开发提供新增长点，海洋经济有望提供更大增长空间：**公司从事射孔器材、高端完井装备、机电控制类产品的研发、制造，在射井工程技术、完井系统、射孔技术与完井技术的系统集成等方面具有行业领先优势；公司下游客户主要是中石油、中石化等油气开采巨头，公司客户近几年实现了页岩油气等非常规资源开采的重大突破，增加油气装备的需求，后续随着海洋经济相关政策的陆续推出，以及下游客户资本开支的增加，公司有望深度受益；
- 践行强军首责，精准布局驱动军工业务成长：**公司依托深厚的涉火涉爆专业技术和完备的军品科研生产资质，2025年10月对军用爆破器材生产线实施重要战略调整，将产能精准聚焦于已获得订单的“大药量药柱”及“火工品协作生产”任务。在国防现代化加速推进、武器装备持续升级的背景下，公司军品业务有望快速成长，成为新的业绩增长点，充分彰显了公司履行强军首责的使命担当。同时公司是航天七院唯一上市平台，母公司航天七院有多管火箭武器系统设计和制造的技术，资产注入可期，实现协同发展。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到新能源汽车产业和非常规油气开发产业的快速发展，我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为9.3/11.1/13.7亿元，对应PE分别为20/17/14倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**1)运营风险;2)财务风险;3)生产安全风险;4)股价波动风险。

2025年12月13日

证券分析师 苏立赞

执业证书：S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书：S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

证券分析师 高正泰

执业证书：S0600525060001

gaozht@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.77
一年最低/最高价	14.93/23.40
市净率(倍)	3.10
流通A股市值(百万元)	7,758.84
总市值(百万元)	17,559.17

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.70
资产负债率(% ,LF)	44.92
总股本(百万股)	845.41
流通A股(百万股)	373.56

相关研究

内容目录

1. 军民融合扩大市场，协同布局铸就领先地位	4
1.1. 主营业务行业领先，巩固企业市场地位.....	4
1.2. 发展历史悠久，重组确立发展新路径.....	4
1.3. 依托雄厚技术实力，积极拓展产品布局.....	5
1.4. 股权结构合理，子公司助力公司创收.....	5
1.5. 营业收入稳定增长，成本控制能力增强.....	7
1.6. 项目重大调整，聚焦战斗部核心业务，优化资源配置.....	7
2. 汽车内外饰件产品多样，与头部整车厂紧密合作	8
2.1. 汽车行业快速发展，汽车零部件市场广阔.....	8
2.2. 与下游头部厂家合作稳定，巩固既有市场地位.....	9
2.3. 政策推动新能源产业发展，汽车零部件产业有望受益.....	10
3. 下游产业需求增加，市场规模稳定增长	11
3.1. 国家高铁“走出去”战略项目落地，为磁票业务发展带来机遇.....	11
3.2. 研发高性能电子功能材料产品，借下游产业东风加速发展.....	12
4. 非常规油气开发技术优势显著，深海经济带来新的发展增量	13
4.1. 油气开发实现新突破，带动油气装备市场规模增长.....	14
4.2. 凭借系统集成能力和产品开发技术，减缓市场需求波动的影响.....	15
4.3. 系航天七院唯一上市平台，资产注入可期.....	15
5. 军工业务新增长极，大药量药柱与火工品协作履行强军首责	16
5.1. 国防现代化建设提速，弹药及火工系统需求旺盛.....	16
5.2. 政策强力支撑国防安全，核心配套企业持续受益.....	17
6. 投资建议	17
6.1. 业务拆分.....	17
6.2. 估值评级.....	18
7. 风险提示	19

图表目录

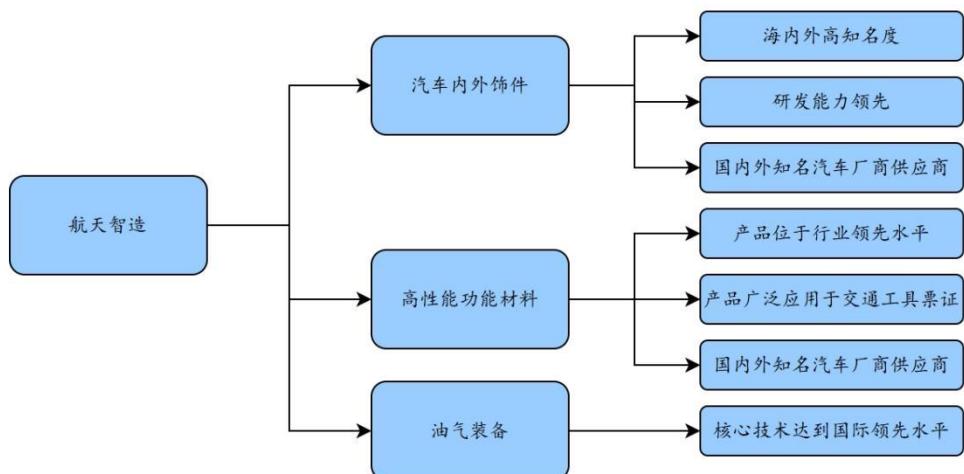
图 1: 航天智造具体业务板块.....	4
图 2: 航天智造发展沿革.....	5
图 3: 航天智造公司产品新布局.....	5
图 4: 公司股权结构（截至 2025/9/30）.....	6
图 5: 航天智造控股子公司业务分布.....	6
图 6: 2020-2025Q3 公司营业收入及增速	7
图 7: 2020-2025Q3 公司归母净利润及增速	7
图 8: 2020-2024 公司销售毛利率	7
图 9: 2020-2024 公司四费率	7
图 10: 公司汽车内外饰件产品.....	8
图 11: 国内汽车销量呈增长趋势.....	9
图 12: 国内汽车出口量呈增长趋势.....	9
图 13: 公司处于汽车产业链中游，聚焦汽车内外饰件领域.....	10
图 14: 国内新能源汽车产量呈增长趋势.....	11
图 15: 航天智造高性能功能材料部分产品.....	11
图 16: 信息防伪材料获得发展新机遇.....	12
图 17: 下游产业发展，增加对电子功能材料的需求.....	13
图 18: 航天智造油气装备领域的系列产品.....	14
图 19: 民用爆破产业链.....	14
图 20: 航天智造的技术优势.....	15
图 21: 作为航天七院唯一上市平台，资产注入可期.....	16
图 22: 我国公共预算国防支出保持稳定增长.....	17
图 23: 航天智造业务拆分.....	18
图 24: 可比公司估值（截至 2025/12/12）	19
表 1: 军用爆破器材生产线项目调整前后对比.....	8
表 2: 同行业主要竞争对手.....	10

1. 军民融合扩大市场，协同布局铸就领先地位

1.1. 主营业务行业领先，巩固企业市场地位

航天智造隶属于四川航天技术研究院，是一家以汽车内外饰件、高性能功能材料、油气装备为主营业务的专业化企业，在海内外具有很高知名度，具有汽车内外饰件和功能件的研发能力，为国内外知名汽车厂商的供应商。在高性能功能材料领域，航天智造的热敏磁票、磁条、压力测试膜、光稳定剂、抗氧化剂等产品技术处于行业领先水平，产品广泛应用于铁路、地铁、轻轨等 AFC 自动售检票系统的票证。在油气装备方面，精密涂布、微胶囊制备、分簇选发射孔、连续油管隔板延时分簇射孔等十余项核心技术达到国际领先水平。

图1：航天智造具体业务板块



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 发展历史悠久，重组确立发展新路径

1958 年，乐凯磁带车间成立，专注于高性能功能材料领域；2000 年，成都航天模塑有限责任公司成立；2005 年，航天智造前身保定乐凯新材料股份有限公司成立；2013 年，川南航天能源科技有限公司成立；2015 年，乐凯新材上市；2018 年，川南航天能源科技有限公司实现页岩气分簇射孔系统国产化；2021 年，成都航天模塑有限责任公司进入汽车内外饰件总成领域；2023 年，保定乐凯新材料股份有限公司与四川航天技术研究院旗下的成都航天模塑有限责任公司、川南航天能源科技有限公司进行重大资产重组，更名为航天智造科技有限公司，明确“航天+”与“智能制造”的产业主线，在汽车内外饰件、高性能功能材料、油气装备三个领域进行业务布局，服务军民两用市场。

图2：航天智造发展沿革

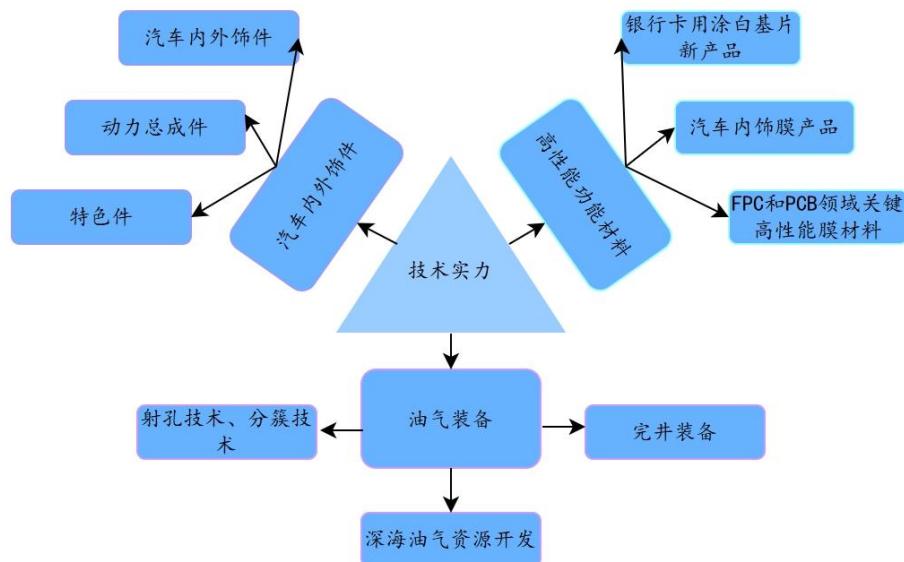


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.3. 依托雄厚技术实力，积极拓展产品布局

近年来，公司顺应行业发展潮流，依托技术积累，积极拓展产品体系和市场布局，提高产品竞争力，巩固市场主导地位。在汽车内外饰件方面，公司具有深厚的技术与研发优势，积极拓展产品布局，在汽车外饰件、内饰件等领域开展产品开发和市场布局，为众多知名汽车厂商提供具有安全性、功能性、装饰性的汽车零部件，同时致力于开发汽车动力总成件和特色件，在业内建立较强的竞争优势。在高性能功能材料方面，公司拓展业务布局，开发银行卡用涂白基片新产品，研发汽车内饰膜产品，实现与汽车内外饰件业务板块的产业协同，推动FPC和PCB领域关键高性能膜材料国产替代。在油气装备方面，公司依托成套技术体及研发基础，推动射孔技术、分簇技术等在射孔器材领域的应用，突破完井装备领域的密封技术和抗强腐蚀技术，以支撑深海油气资源的开发。

图3：航天智造公司产品新布局



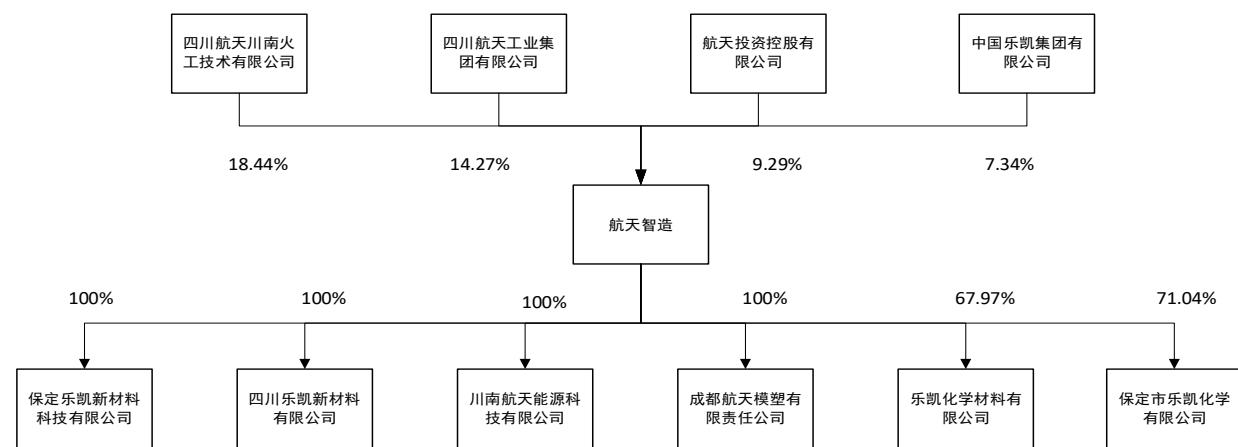
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.4. 股权结构合理，子公司助力公司创收

截至 2025 年 9 月 30 日，公司主要控股股东有四川航天川南火工技术有限公司（18.44%），四川航天工业集团有限公司（14.27%），航天投资控股有限公司（9.29%），中国乐凯集团有限公司（7.34%）。主要股东以机构法人为主，股权结构稳定，有利于公司不断完善治理结构，规范运作机制。

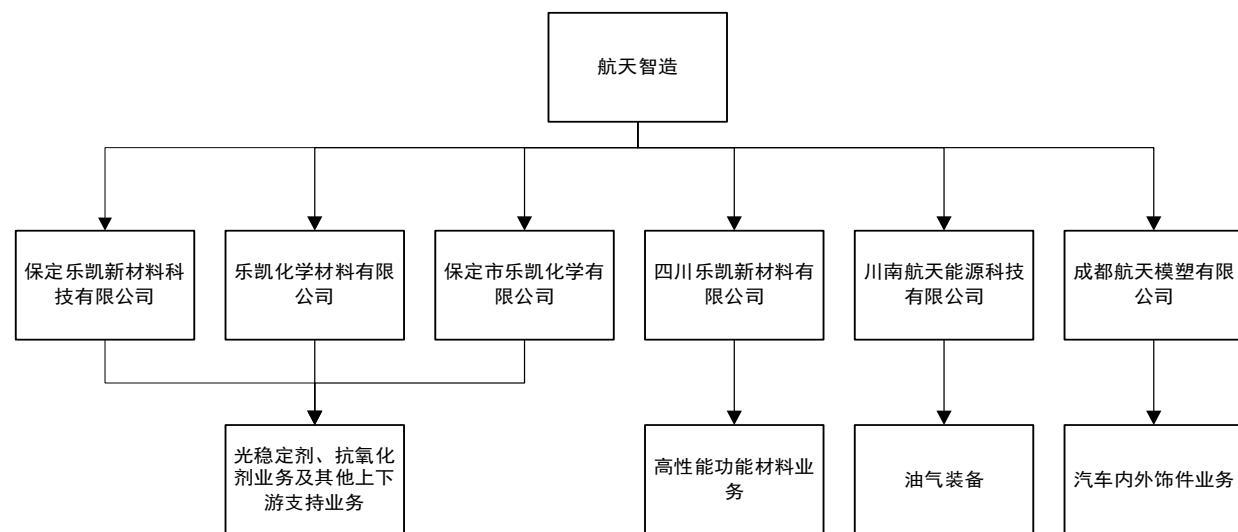
公司主营业务由三家全资公司分别承担。其中，川南航天能源科技有限公司（100%）主要承担油气装备业务，成都航天模塑有限责任公司（100%）主要承担汽车内外饰件业务，四川乐凯新材料有限公司（100%）主要承担高性能功能材料业务。其他控股公司承担光稳定剂、抗氧化剂业务及其他上下游支持业务。公司产业布局充分利用不同子公司和控股公司的研发体系，提高其业务专业化水平和经营效率，协同推进业务融合，拓展公司的业务范围，增强盈利能力。

图4：公司股权结构（截至 2025/9/30）



数据来源：公司官网，东方财富 Choice，东吴证券研究所

图5：航天智造控股子公司业务分布

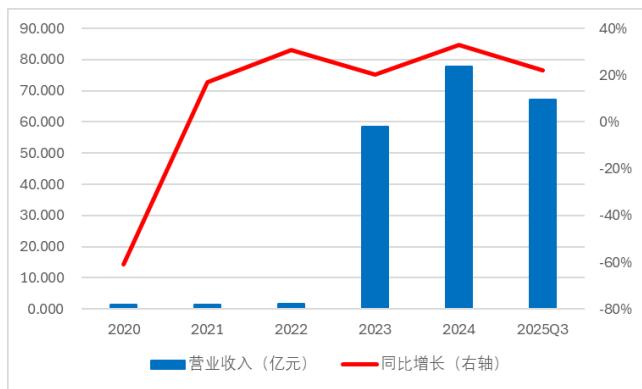


数据来源：公司官网，东方财富 Choice，东吴证券研究所

1.5. 营业收入稳定增长，成本控制能力增强

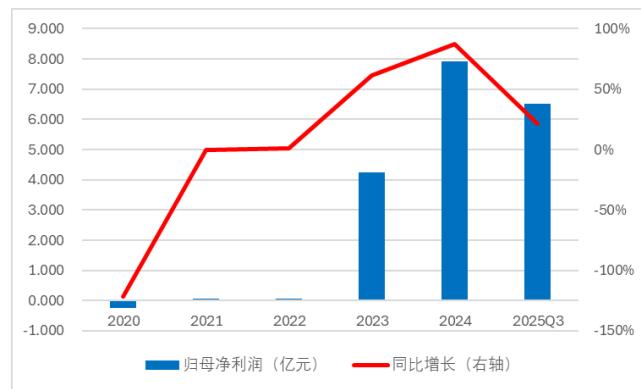
公司 2021-2025Q3 增速保持在 20%以上。2025 前三季度实现总营收 67.07 亿元，归母净利润 6.51 亿元，经营情况良好。

图6：2020-2025Q3 公司营业收入及增速



数据来源：公司财务报表，东吴证券研究所

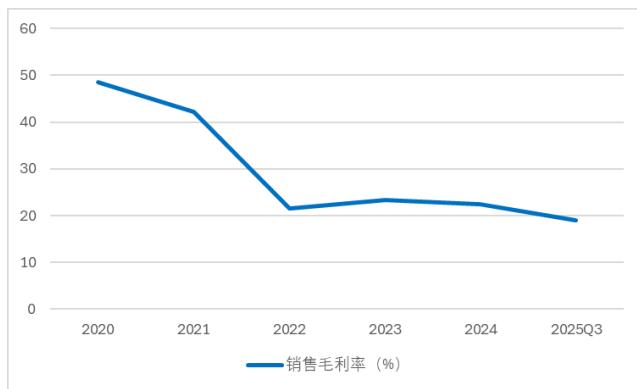
图7：2020-2025Q3 公司归母净利润及增速



数据来源：公司财务报表，东吴证券研究所

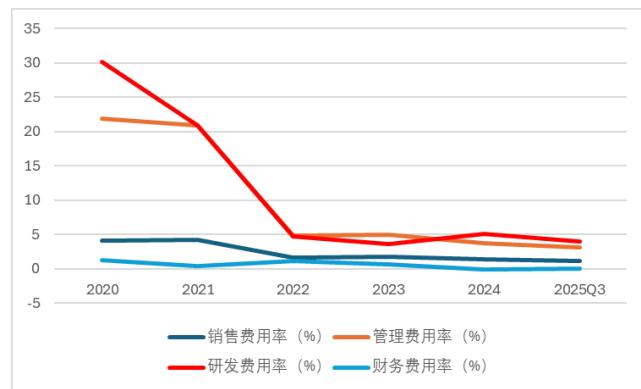
2020-2025Q3 销售毛利润率总体呈波动下降趋势，期间研发费用率、销售费用率、管理费用率整体呈下降趋势，2025 年前三季度，四费率合计为 8.26%。

图8：2020-2024 公司销售毛利率



数据来源：公司财务报表，东吴证券研究所

图9：2020-2024 公司四费率



数据来源：公司财务报表，东吴证券研究所

1.6. 项目重大调整，聚焦战斗部核心业务，优化资源配置

航天智造于 2025 年 10 月 29 日发布公告，宣布对其“军用爆破器材生产线自动化升级改造项目”进行重大调整。公司放弃原军用爆破器材批量生产布局，转而深耕战斗部核心部件（大药量药柱）及火工品协作批量生产，仅保留原产品研制与小批量生产能力。此次调整通过扩大基建规模、精简非核心设备、优化投资结构（总投资从 1.71 亿元缩减至 1.05 亿元）及延长建设周期，实现资源向高价值赛道倾斜。公司将依托航天科技集团唯一战斗部生产单位的定位，叠加稳定订单与技术优势，显著提升军品收入占比，筑牢业绩增长根基，结余募集资金亦为业务远期拓展提供支撑。

表1：军用爆破器材生产线项目调整前后对比

调整事项	调整前	调整后	变化幅度
总投资额	17,102.33万元	10,454.47万元	-38.9%
工程建设投资	4,410.34万元	7,261.64万元	+64.6%
软硬件设备投资	12,356.65万元	3,168.26万元	-74.4%
设备采购规模	1,022台(套)	118台(套)	-88.5%
建设周期	36个月	44个月	+22.2%
达产年预计收入	1.50亿元	1.96亿元	+30.7%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 汽车内外饰件产品多样，与头部整车厂紧密合作

汽车内外饰件，为汽车提供安全性、装饰性与功能性，是汽车生产中的重要零件。公司是国内领先的汽车内外饰件研发、设计、制造及销售的高新技术企业，持续为国内外知名汽车厂商提供各类汽车装饰件、功能件的系统性解决方案。

公司依托其子公司航天模塑开展业务，在成都、武汉等16个地方设有子公司，主要从事汽车零部件研发与制造，产品包括汽车塑料内外饰件、智能座舱部件、动力总成部件、特色工艺件和相关注塑模具。

汽车内外饰件领域，公司依托出色的研发能力、强大的智能制造能力及主机厂同步开发能力，为国内外知名汽车厂商提供可靠的产品及完善的市场服务。公司的产业布局已覆盖国内六大汽车产业聚集区，客户群体包括主流整车厂，包括长安、奇瑞、吉利、广汽等。2023年，航天模塑合计为1,095万辆整车提供零部件，占全国乘用车总销量的42%。

图10：公司汽车内外饰件产品



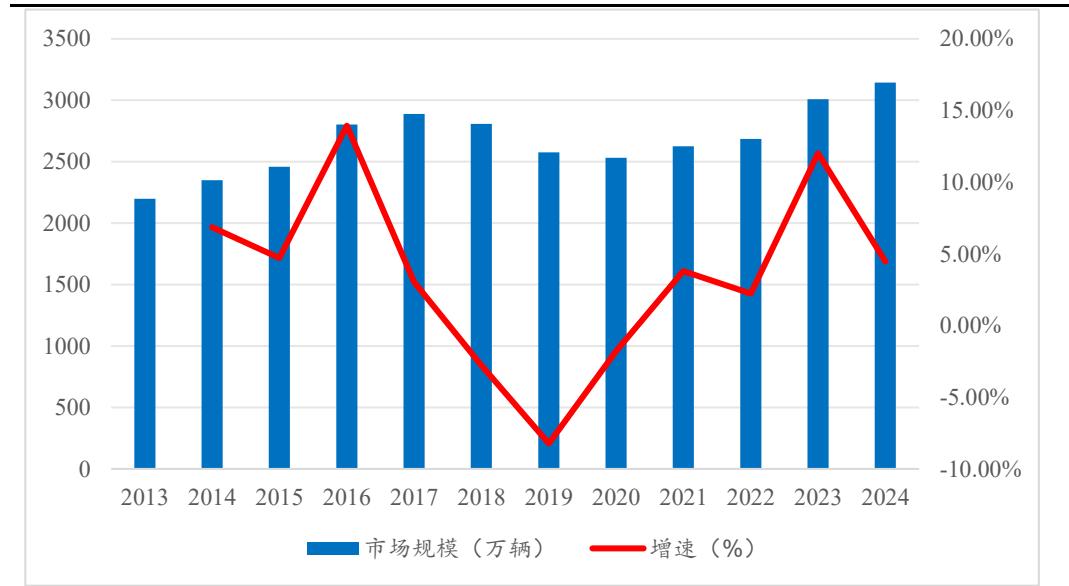
数据来源：航天智造官网，东吴证券研究所

2.1. 汽车行业快速发展，汽车零部件市场广阔

随着新能源汽车的推广、国家推出以旧换新的置换汽车政策、车企的大力研发，汽

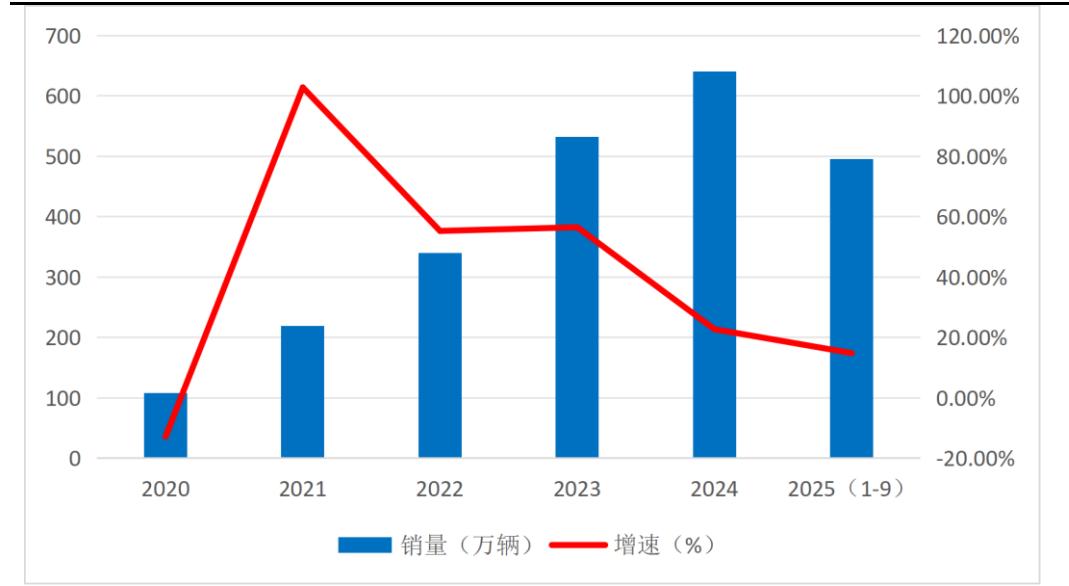
汽车产业面临着“电动化、智能化、网联化、共享化”的转型，汽车市场规模稳健增长，汽车出口呈增长趋势，新能源汽车销量急速增长，相应地对汽车零部件的需求也平稳增长，促使汽车零部件产业向“系统化、平台化、模块化、轻量化、智能化、环保化”趋势发展。近年来，中国汽车市场规模呈稳健增长态势，2021年中国汽车市场规模约为2627万辆，2014-2024年CAGR约2.957%，2024年市场规模达到3143.6万辆。

图11：国内汽车销量呈增长趋势



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

图12：国内汽车出口量呈增长趋势



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

2.2. 与下游头部厂家合作稳定，巩固既有市场地位

汽车零部件产业链结构清晰，公司在产业链中处于中游地位，主要深耕汽车内外饰件领域，包括汽车塑料内外饰件、动力总成部件、特色工艺件和相关注塑模具。产业链上游为原材料供应，包括塑料、钢材、铝合金及螺丝、卡扣、密封件等零部件；中游为

汽车零部件产品制造；下游为汽车整车制造商。

图13：公司处于汽车产业链中游，聚焦汽车内外饰件领域



数据来源：中国报告大厅，东吴证券研究所

随着汽车整车行业的发展，汽车零部件领域竞争较为激烈，目前国内市场竞争差异化发展的格局，多个细分市场内都有企业龙头。公司依托其深厚的研发实力，与新能源车领域的龙头企业达成深度合作，为其新车型提供量产配套零部件。同时，公司不断发掘潜在的客户资源，进入造车新势力的供应商体系进一步拓展业务。

表2：同行业主要竞争对手

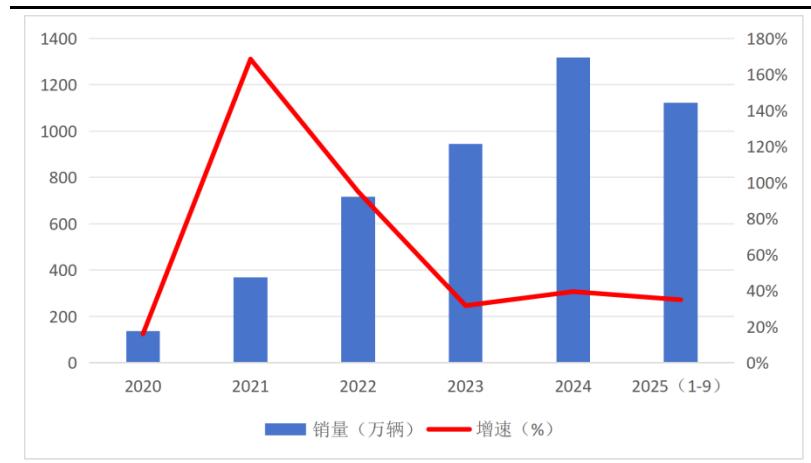
企业名称	主要产品以及竞争优势
华域汽车	“智能行驶”、“智能座舱与车身”以及“智能动力”三大平台的开发和产业化应用、推进数字化转型
均胜电子	域控制器、人机交互、汽车安全(主动、被动安全)、车载信息娱乐、新能源管理和 5G 车载互联等
福耀玻璃	汽车安全玻璃的生产、安装、销售
宁波华翔	专注于高档乘用车零部件的设计、开发、生产、销售
奥联电子	专注于汽车动力控制零部件的开发与生产，同时涉及车身控制系统部件的研发、生产、销售

数据来源：东方财富网，东吴证券研究所

2.3. 政策推动新能源产业发展，汽车零部件产业有望受益

近年来，国务院、财政部、工信部等都陆续印发了支持新能源汽车产业发展的政策，内容涉及《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》、新能源汽车购税减免、新能源汽车下乡、“以旧换新”等内容。根据国家统计局数据，2022 年，新能源汽车产量达 1316.8 万辆，同比增长 39%，汽车销量达 3143.6 万辆，同比增长 4%。新能源汽车市场快速增长，公司汽车零部件领域相关产品有望受益。

图14：国内新能源汽车产量呈增长趋势



数据来源：2022 年通信业统计公报，东吴证券研究所

3. 下游产业需求增加，市场规模稳定增长

公司高性能功能材料业务分为信息防伪材料、电子功能材料、耐候功能材料，产品主要包括磁条、热敏磁票、电磁波屏蔽膜、压力测试膜、光稳定剂、抗氧化剂等，为液晶显示、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提供重要保障，为自动售检票系统的票证，登机牌、存折封面等各种纸票提供技术支持。

公司子公司乐凯新材是航天智造专注于高性能功能材料领域的核心下属子公司，是国内最早生产国产电影录音磁带、国产电话磁卡、热敏国产车票的科技型企业，公司的技术水平和销售水平在国内行业中名列前茅。

图15：航天智造高性能功能材料部分产品



数据来源：航天智造公司官网，东吴证券研究所

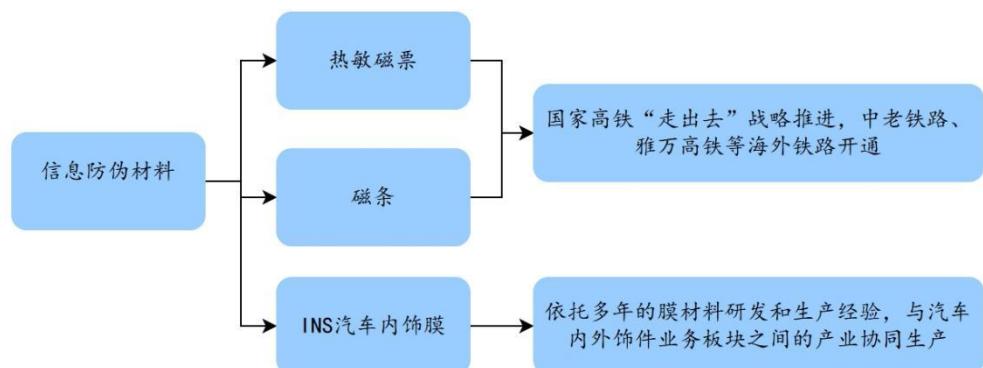
3.1. 国家高铁“走出去”战略项目落地，为磁票业务发展带来机遇

公司的信息防伪材料产品主要包括热敏磁票、磁条产品，INS 汽车内饰膜正处于客户认证和市场推广阶段。热敏磁票是带有全涂磁层和热敏层的磁记录纸，可靠性高，抗

磁干扰性能好，具有信息加密存储功能，可用于铁路、公路、地铁、轻轨等 AFC 自动售检票系统的票证。纸票磁条多用于登机牌、存折封面等各种纸票。公司依托多年的膜材料研发和生产经验，发挥与汽车内外饰件业务板块之间的产业协同效应，开发了 INS 汽车内饰膜。

随着国家高铁“走出去”战略的推进与中老铁路、雅万高铁等海外铁路的开通，热敏磁票与纸票磁条在海外市场迎来发展机遇。航天智造为国铁集团所属印刷企业提供热敏磁票，与其保持着长期良好的合作关系，目前已经通过国铁集团应用于雅万高铁。雅万高铁采用了 BTP-H2200 铁路窗口磁票制票机等机器，具有读票、改票等功能，满足线下窗口售卖纸质磁票的需求。根据官方数据，自 2023 年开通运营至 2025 年 2 月 17 日，雅万高铁已累计发送旅客 801.1 万人次，平均上座率达 60.73%，单日最高旅客发送量达 2.44 万人次。为进一步满足旅客日益增长的出行需求，雅万高铁自 2025 年 2 月 1 日起将缩短发车间隔，将日均运营车次由 48 列增至 62 列。

图16：信息防伪材料获得发展新机遇



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2. 研发高性能电子功能材料产品，借下游产业东风加速发展

公司的电子功能材料产品序列丰富，主要包括压力测试膜、FPC 用电磁波屏蔽膜、感光干膜等。公司具有完备的研发体系和质量管理体系，依托强大的研发实力，聚焦于 FPC 和 PCB 领域关键高性能膜材料国产替代。压力测试膜获评河北省制造业“单项冠军”产品，成功打破海外厂商垄断。

公司处于产业链的上游。压力测试膜通过发色密度精确测量压力分布，压力大小和压力平衡，被广泛应用于汽车产业、半导体产业、电子电路产业等产业中；FPC 用电磁波屏蔽膜在中游 FPC 制造中起到减弱或消除内部电路的电磁干扰的作用，FPC 广泛应用于智能手机、平板电脑、汽车电子、通信及可穿戴设备等电子产品；感光干膜是中游 PCB 制造中的核心原材料，用于图形转移技术，通过曝光和显影将电路图形精确地复制到工膜光刻胶上。

下游汽车产业、半导体产业、电子电路产业等产业发展，带动电子功能材料需求增

加。公司已与其下游京东方、天马微电子、比亚迪等电子、半导体、汽车领域的龙头企业建立稳定合作关系。

图17：下游产业发展，增加对电子功能材料的需求



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

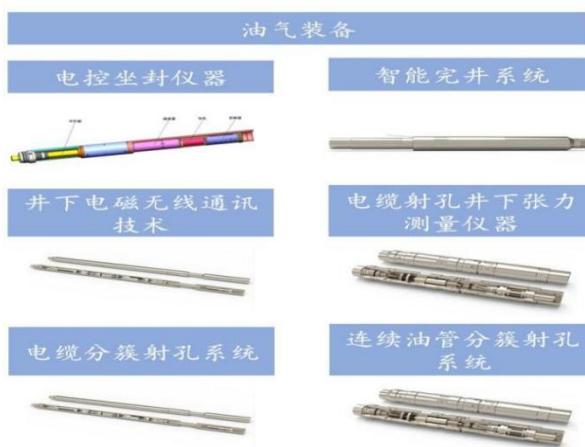
4. 非常规油气开发技术优势显著，深海经济带来新的发展增量

公司油气装备业务为非常规油气开发、井下数据采集传输存储提供技术支持，从事射孔器材、高端完井装备、机电控制类产品的研发、制造和销售，在射井工程技术、完井系统、射孔技术与完井技术的系统集成等方面具有行业领先优势。

公司子公司川南航天能源科技有限公司是负责油气装备业务的核心下属公司，在国内油气井射孔工程领域处于市场和技术领先地位。公司依托成熟的研发体系，大力投入研发，持续取得发明专利和实用新型专利，实现了海洋油田射孔装备、高端完井装备、陆地油田页岩油气分簇射孔装备的国产替代，被评为国家级制造业单项冠军企业、专精特新“小巨人”企业和高新技术企业。

公司拥有整体配套能力和丰富的产品系列。其产品覆盖了产品的起爆、传爆、射孔、火药压裂增产、尾声检测到坐封、井下电子监测与控制等过程，为不同的客户提供多样化的、系统性的油气开采方案。其中，客户包括中石油、中石化、中海油等各大油气田，产品出口至俄罗斯、北非、中亚、东南亚等 20 多个国家和地区。

图18：航天智造油气装备领域的产品系列



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.1. 油气开发实现新突破，带动油气装备市场规模增长

公司油气装备业务属于民用爆破产业链的中游。行业的上游是原材料和生产设备，比如钢铁、电子元件和硝酸铵、乳化剂和膨化剂等的化学品。行业下游包括矿山开采、油田开采、铁路公路建设、水利水电等具体场景的应用。

图19：民用爆破产业链



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

根据 mordor intelligence 的油田设备市场规模和份额分析-增长趋势和预测（2024 - 2029），2024 年油田设备全球市场规模预计为 1342.0 亿美元，在 2029 年将达 1561.8 亿美元，CGAR 将为 3.08%。国内，2019 年，中石油、中石化、中海油，响应国家油气能源安全战略，制定七年行动计划方案。中石油、中石化实现了页岩油气等非常规资源开采的重大突破，中海油发现千亿吨的开平南油田，在 2024 年 9 月正式投产我国首个深水高压气田开发项目。深海深层油气开采逐步发展，增加了非常规油气装备的需求。

石油钻采专用设备制造行业在我国的产业格局相对分散，暂时没有出现类似斯伦贝谢、哈里伯顿和贝克休斯等的巨头企业。公司航天智造在国内射孔器材领域的主要竞争对手包括物华能源科技有限公司、大庆油田射孔器材有限公司、四川石油射孔器材有限责任公司、营口市双龙射孔器材有限公司，主要从事常规射孔器材的生产等企业。公司在机电控制类产品和完井工具领域的主要竞争对手，包括斯伦贝谢、哈里伯顿和贝克休斯等国际巨头，以及杰瑞股份、中海油服等国内企业。航天智造通过技术创新、产品多

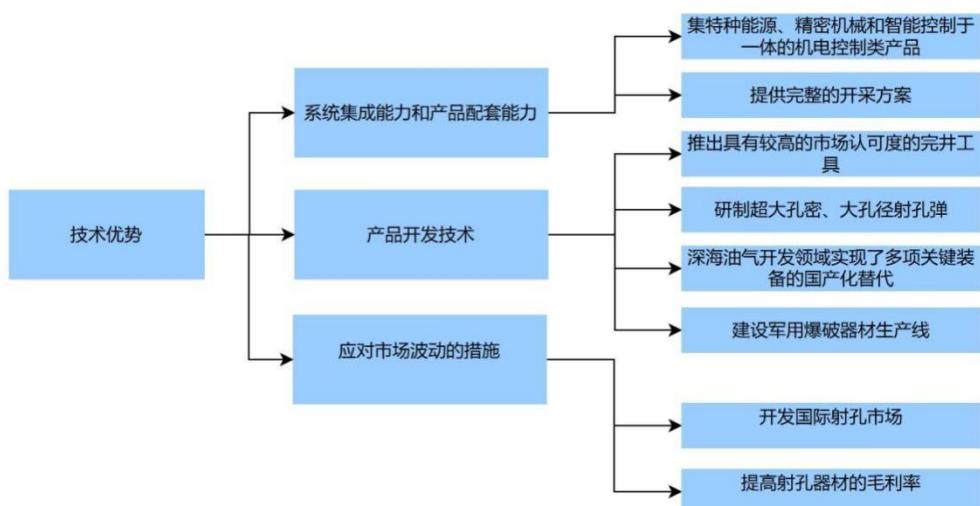
样化和系统集成能力，构建了显著的竞争壁垒，在非常规油气开发领域表现突出。

4.2. 凭借系统集成能力和产品开发技术，减缓市场需求波动的影响

公司航天智造具有优秀的系统集成能力，如通过集成特种能源、精密机械和智能控制三种技术于一体，使得机电控制类产品能够满足客户在爆破等场景的安全需求、效率需求、精度需求。在此基础上，公司发挥其产品配套能力，从设计到生产、提供服务，都考虑了客户的需求，依托技术优势，丰富产品序列，为客户提供完整齐套的设备、服务与开采方案。

公司航天智造利用其产品开发技术，不断创新，推出深水井下安全阀、液控智能完井用封隔器等具有较高的市场认可度的完井工具，研制超大孔密、大孔径射孔弹，进一步满足下游的爆破需求。公司在深海油气开发领域实现了多项关键装备的国产化替代。公司所研制的分簇射孔器材，应用了其自主研发的“无限级压裂技术”，在国内页岩气市场占据主要份额，顺应了非常规油气开发的市场需求。公司正在建设军用爆破器材生产线，扩宽业务，开发军品市场。

图20：航天智造的技术优势



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

4.3. 系航天七院唯一上市平台，资产注入可期

航天智造的实际控制人是中国航天科技集团公司，是四川航天技术研究院唯一的上市平台。四川航天技术研究院隶属于中国航天科技集团公司，是一个以航天为本、军民结合的大型高科技企业集团，是我国重要的航天产品科研生产基地。

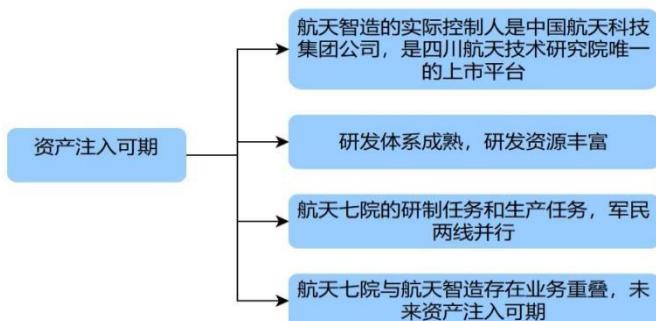
航天七院研发体系成熟，研发资源丰富。航天七院有专业的科研生产体系，有丰富的人才储备，还有多个研发中心、大中型工厂和设计院等研究场所。目前，研究院本部具有地理位置优势，发挥集聚效应，建成集科研、工业、商贸和教育于一体的航天科技园区，建立了以重大装备制造、综合机械加工、精密机械加工、电子控制仪器设备、

液压伺服机构、电液控制系统、火工装置、光电显示技术为核心的科研和工业发展体系。

航天七院的研制任务和生产任务，军民两线并行。航天七院成功开发卫士系列多管火箭武器系统，积累了多管火箭武器系统设计和制造的经验；航天七院的民用产品的经营范围，包括汽车零部件、装备制造业和高新技术产业。

资产注入可期。航天七院与航天智造存在业务重叠，可能通过资产注入，利用航天七院的先进技术和优质资产和航天智造的生产基地，实现协同发展，提高航天智造的核心竞争力。

图21：作为航天七院唯一上市平台，资产注入可期



数据来源：航天七院官网，东吴证券研究所

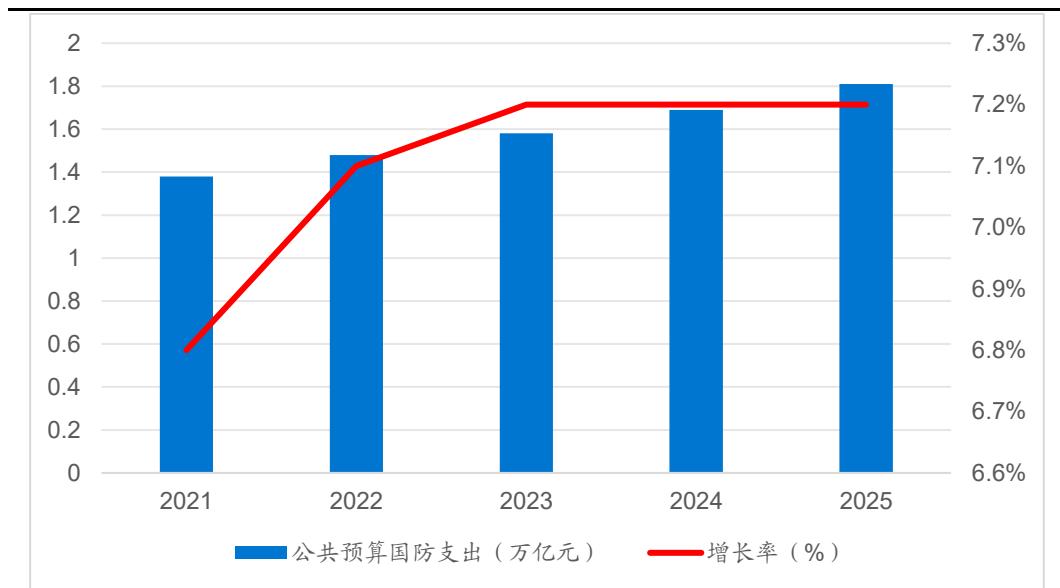
5. 军工业务新增长极，大药量药柱与火工品协作履行强军首责

航天智造于 2025 年 10 月 29 日发布公告，宣布对其“军用爆破器材生产线自动化升级改造项目”进行重大调整：公司将产能从需求不明的原产品转向已获订单的“大药量药柱”及“火工品协作生产”任务，并将项目总投资额由 1.71 亿元精准下调至 1.05 亿元，旨在快速切入高成长赛道并提升资金使用效率。

5.1. 国防现代化建设提速，弹药及火工系统需求旺盛

军用火工品与固体推进剂药柱，作为武器装备的“起搏器”与“心脏”，直接决定了导弹、火箭等装备的可靠性、安全性与动力性能，是国防科技工业的核心组成部分。公司通过全资子公司川南航天能源科技有限公司，依托其深厚的涉火涉爆专业技术和完备的军品科研生产资质，积极调整产能布局，将资源聚焦于新获取的大药量药柱批量生产与火工品协作生产任务，旨在快速形成新增量，履行强军首责。

图22：我国公共预算国防支出保持稳定增长



数据来源：国防部，东吴证券研究所

当前，全球安全形势复杂演变，我国全面推进国防和军队现代化建设，装备采购正朝着“量产交付”与“实战化”方向加速发展。作为导弹、火箭、智能弹药等远程精确打击武器的核心组成部分，大药量固体推进剂药柱和各类火工品的市场需求持续攀升。

5.2. 政策强力支撑国防安全，核心配套企业持续受益

强国必先强军。近年来，国家持续出台多项政策，如《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》明确要求“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一”，并具体指出要“加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展”。这些顶层设计为整个国防军工产业，特别是导弹、智能弹药等核心装备及其关键配套系统带来了长期、确定性的发展机遇。

作为武器装备能源动力和起爆控制系统的供应商，公司此次产能调整精准契合了国家装备建设的方向。新增的大药量药柱和火工品协作生产能力，将直接服务于下游重点型号的批产和交付。在强军政策的持续推动下，公司军品业务有望依托新产能的释放，实现快速成长，成为公司业绩增长的新引擎。

6. 投资建议

6.1. 业务拆分

航天智造业务板块清晰，技术融合拓宽业务边界，传统高性能功能材料业务维持增速，重点布局汽车内外饰件和油气装备，顺应时代发展，为公司提供核心增长点，公司发展势头强劲。

汽车内外饰件：当前汽车市场呈增长趋势，政策推动新能源汽车产业进一步发展，

带动上游汽车零部件产业的快速增长。同时汽车内外饰件市场需求发生变化，行业内企业竞相研发推出新产品，技术迭代周期变短，汽车内外饰件智能化、轻量化、安全性、环保性已然成为趋势。公司回应市场需求设计、创新汽车内外饰件产品，拥有较强的技术优势和稳定的客户资源。综合以上因素，2025-2027 年预计汽车内外饰件业务增速分别为 19%/16%/14%。

油气装备：油气开发关乎国家经济社会发展。随着国家油气能源安全战略的推进及“七年行动计划”的实施，原油和天然气产量快速增长，以及非常规领域油气开发逐步实现突破，页岩气、致密气、煤层气得到大力开发，国内累计新增探明石油和天然气地质储量远超“七年行动计划”的同期目标。油气开发增加对油气装备及服务的需求。公司拥有技术优势，完井工具、射孔器材等适应非常规油气开发的市场需求，实现国产替代。公司进行军工业务布局，拓宽业务领域，利用射孔技术基础开发线性切割装药等军工爆破器材，已陆续承接了多项相关研制任务。2025-2027 年估算该业务营收增速分别为 10%/10%/10%。

高性能功能材料：高性能功能材料业务主要为公共交通提供磁票。在国家高铁“走出去”战略等的引领下，中老铁路、雅万高铁等海外铁路开通，对磁票需求量大幅增长，成功开拓海外市场。公司为汽车、半导体、电子电路提供具备减少电磁干扰、测试压力等性能的膜材料。在人工智能时代，半导体产业、电子电路产业的发展将为电子功能材料产业提供增长动能。叠加以上影响因素，预计 2025-2027 年该业务营收增速分别为 15%/15%/15%。

图23：航天智造业务拆分

按产品	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
汽车零部件					
营收（百万元）	5084	7003	8333	9666	11020
YOY		38%	19%	16%	14%
毛利率	18.7%	18.7%	18.7%	19.1%	19.2%
油气设备					
营收（百万元）	580	546	600	660	726
YOY		-6%	10%	10%	10%
毛利率	58.2%	67.2%	67.2%	67.5%	67.5%
高性能材料					
营收（百万元）	196	232	267	307	353
YOY		19%	15%	15%	15%
毛利率	39.1%	33.8%	36.7%	39.4%	42.1%
合计					
营收（百万元）	5860	7781	9201	10634	12099
YOY		33%	18%	16%	14%
毛利率	23.3%	22.5%	22.4%	22.7%	22.7%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

6.2. 估值评级

根据申万二级行业划分，西菱动力/宗申动力/模塑科技和航天智造均是汽车产业链

上游环节公司，未来发展驱动力也相似，我们选择它们进行相对估值法测算。

图24：可比公司估值（截至 2025/12/12）

证券代码	可比公司	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300733.SZ	西菱动力	57	0.5	1.4	2.0	2.6	114	41	29	22
001696.SZ	宗申动力	251	4.6	9.4	11.3	13.4	55	27	22	19
000700.SZ	模塑科技	101	6.3	6.2	7.5	8.8	16	16	13	11
平均值						62	28	21	17	
300446.SZ	航天智造	185	7.9	9.3	11.1	13.7	23	20	17	14

数据来源：Wind，东吴证券研究所，其中西菱动力/宗申动力/模塑科技数据来自 2025/12/12 的 wind 一致预期，航天智造数据来自东吴证券研究所测算

航天智造深耕汽车内外饰件、油气装备领域多年，基于公司在行业内的领先地位，有望受益于下游产业发展，预计 2025-2027 年归母净利润分别 9.3/11.1/13.7 亿元，对应 PE 分别为 20/17/14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

运营风险：资产重组完成后，公司的资产规模扩大，业务范围扩张，不同板块进行协同生产与发展，多元化业务对公司运营能力提出了更高的要求。同时伴随着标的公司航天能源、航天模塑业绩承诺因宏观经济波动、对市场需求判断失误等因素未达到预期的风险，这会影响投资者的利益。

财务风险：由于受到经济和行业形势的影响，在资产重组后，公司应收账款和应收账款坏账准备占较高，应收账款相对集中，部分款项回收周期较长，为公司管理资金带来压力。公司对提升汽车内外饰件、起爆器材的产能的大力投入，会受到市场环境变化、客户产品定位改变、研发项目进展受阻的影响，导致项目资金使用效率降低，新增产能无法消化，带来一定的财务风险。

安全风险：公司的汽车内外饰件、高性能功能材料业务、油气装备业务，涉及到了危化品和危爆品的生产、试验、销毁、储存和运输，存在火灾、爆炸等危险事件发生的风险，会造成人员伤亡、财产损失、生产中断等不良结果，给公司的声誉带来消极影响。

股价波动风险：2025 年 12 月 31 日之后，新能源车购置税优惠政策弱化，公司短期业绩/订单可能存在波动，公司股价存在波动风险。

航天智造三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,034	7,741	9,060	10,731	营业总收入	7,781	9,201	10,634	12,099
货币资金及交易性金融资产	2,638	2,823	2,919	2,539	营业成本(含金融类)	6,028	7,138	8,223	9,350
经营性应收款项	2,469	3,169	3,692	4,906	税金及附加	58	69	80	91
存货	1,765	1,586	2,284	3,117	销售费用	108	120	138	157
合同资产	0	0	0	0	管理费用	293	350	424	460
其他流动资产	160	163	166	168	研发费用	400	515	553	532
非流动资产	3,064	3,005	3,191	3,257	财务费用	(3)	0	0	0
长期股权投资	94	94	94	94	加:其他收益	86	92	106	121
固定资产及使用权资产	2,034	2,051	2,310	2,423	投资净收益	8	9	11	12
在建工程	358	253	179	128	公允价值变动	9	0	0	0
无形资产	263	264	263	263	减值损失	(51)	0	0	0
商誉	7	7	7	7	资产处置收益	4	2	2	2
长期待摊费用	7	7	7	7	营业利润	952	1,112	1,335	1,645
其他非流动资产	301	328	331	335	营业外净收支	0	3	4	3
资产总计	10,098	10,746	12,252	13,988	利润总额	952	1,115	1,339	1,648
流动负债	4,175	4,087	4,693	5,324	减:所得税	76	89	107	132
短期借款及一年内到期的非流动负债	31	15	15	15	净利润	876	1,026	1,232	1,516
经营性应付款项	3,716	3,569	4,111	4,675	减:少数股东损益	84	98	118	146
合同负债	53	74	85	97	归属母公司净利润	792	927	1,114	1,370
其他流动负债	375	428	482	537	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.94	1.10	1.32	1.62
非流动负债	357	337	337	337	EBIT	935	1,115	1,339	1,648
长期借款	60	60	60	60	EBITDA	1,518	1,710	2,112	2,425
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.53	22.41	22.67	22.72
租赁负债	74	74	74	74	归母净利率(%)	10.18	10.08	10.47	11.33
其他非流动负债	223	202	202	202	收入增长率(%)	32.78	18.25	15.58	13.78
负债合计	4,532	4,423	5,030	5,661	归母净利润增长率(%)	87.02	17.10	20.12	23.04
归属母公司股东权益	5,244	5,902	6,683	7,644					
少数股东权益	322	420	539	684					
所有者权益合计	5,566	6,323	7,222	8,328					
负债和股东权益	10,098	10,746	12,252	13,988					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,049	1,012	1,371	856	每股净资产(元)	6.20	6.98	7.91	9.04
投资活动现金流	(432)	(524)	(942)	(825)	最新发行在外股份(百万股)	845	845	845	845
筹资活动现金流	(991)	(303)	(333)	(410)	ROIC(%)	14.91	16.81	17.80	19.13
现金净增加额	(372)	184	96	(379)	ROE-摊薄(%)	15.10	15.71	16.66	17.93
折旧和摊销	583	595	772	777	资产负债率(%)	44.88	41.16	41.06	40.47
资本开支	(443)	(503)	(950)	(834)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.43	20.01	16.65	13.54
营运资本变动	(447)	(596)	(617)	(1,419)	P/B(现价)	3.54	3.14	2.78	2.43

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

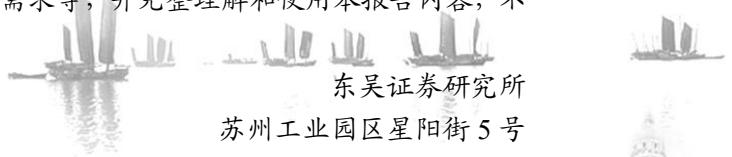
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。



东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

