

2023 年 10 月 29 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

华曙高科 (688433)

2023 年三季报点评：行业应用迸发，业绩平稳增长

业绩概要：2023 年前三季度公司实现营业收入 3.7 亿元 (+35.2%)，实现归母净利润 0.73 亿元 (+32.6%)，对应基本 EPS 为 0.18 元，扣非归母净利润 0.63 亿元 (+36.3%)；其中 2023Q3 公司实现营业收入 1.3 亿元 (同比+32.4%，环比-7.0%)，实现归母净利润 0.30 亿元 (同比+30.3%，环比+37.5%)，扣非归母净利润 0.24 亿元 (同比+26.3%，环比+13.1%)；

增材制造应用迸发，性价比因素提升：三季度以来，增材制造行业在民用领域的应用加速推进，从荣耀手机的折叠屏铰链轴盖采用钛合金 3D 打印，到苹果手表或采用 3D 打印技术，增材制造应用从航空航天领域逐步走向消费电子、医疗植入物等领域，并形成百万件级别的规模应用，我们判断这些领域的应用将有效打开行业天花板，提升行业知名度，加速增材制造在制造业领域的渗透率提升；与此同时，终端用户对于成本敏感度的提升也牵引着行业积极做出调整，一方面，性价比更高的国产零部件逐步得到应用，另一方面，高效率、大层厚的打印设备销售力度提高，带来了行业内新的风向；

公司业绩符合预期，盈利能力保持稳定：前三季度收入增速 35.15%，位于此前业绩披露公告的预测上沿 (23.7%~35.12%)，符合预期，主要系公司在多元化增材制造应用领域方面取得进展，截至报告期末累计销售增材设备超过 950 台，其中金属增材制造设备超 500 台；盈利能力方面，2023Q3 公司毛利率 51.8% (环比持平)，净利率 23.3% (环比+7.5pcts)，净利率较毛利率提升较多主要系期间费用率控制较好 (环比-3.5pcts)，销售费用率和研发费用率环比下降较多 (-1.2pcts、-3.3pcts)，且报告期内收到政府补助 (617.6 万元) 所致；

财务数据：相比于年初，公司存货增加 45.1%、经营活动现金流转负，主要系公司年初至今经营规模扩大，备货较多导致设备配件采购增加以及员工支付薪酬大幅增加所致；在建工程增加 65.6%，主要系公司投资建设产能所致；

投资评级

买入

维持评级

2023 年 10 月 27 日

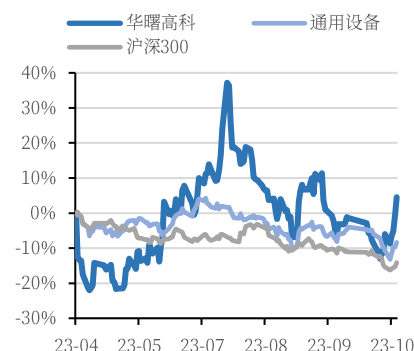
收盘价(元):

32.30

公司基本数据

总股本(百万股)	414.17
总市值(百万)	13,377.65
流通股本(百万股)	37.21
流通市值(百万)	1,201.73
12 月最高/最低价(元)	43.98/23.49
资产负债率(%)	15.95
每股净资产(元)	4.51
市盈率(TTM)	114.24
市净率(PB)	7.16
净资产收益率(%)	3.90

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
联系电话:
邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

国际化、多元化的增材制造设备商 —2023-04-15

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

行业将进入马太效应，头部企业竞争力持续增强：进入 2023 年，头部企业融资进度加快，以华曙高科等为代表的头部公司在融资成本、付款条件以及市场知名度方面将具备领先优势并不断扩大。上市后公司进行了产能建设，建成后设备产能达到 720 台/年。我们判断，在上述层面的优势将使得行业内头部公司在供给和需求两个层面持续扩大优势，从而保持领先地位；

公司积极拓展产业客户，消费电子打开市场天花板：报告期内，公司积极推进增材制造在不同领域的多元化应用，其中重要的产业化客户在消费电子领域采用 3D 打印，解决了钛合金加工难、成品率低等问题，有效的打开了增材制造的行业天花板；我们判断，由于消费电子领域单一产品的规模较大，因此头部企业如华曙高科将更有机会满足需求，享受行业红利；

投资建议：公司作为多元化、国际化的增材制造设备制造商，报告期内取得了较快增长，随着公司在航空航天、医疗、汽车、模具以及消费电子等领域的不断突破，公司业绩将保持较快增速。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 6.0 亿元、8.2 亿元、11.8 亿元，同比增长 32.2%、35.4 %、44.1%，实现归母净利润 1.3 亿元、1.9 亿元、2.7 亿元，同比增长 31.2%、41.9%、47.7%，对应 PE 103X、72X、49X，给予“买入”评级。

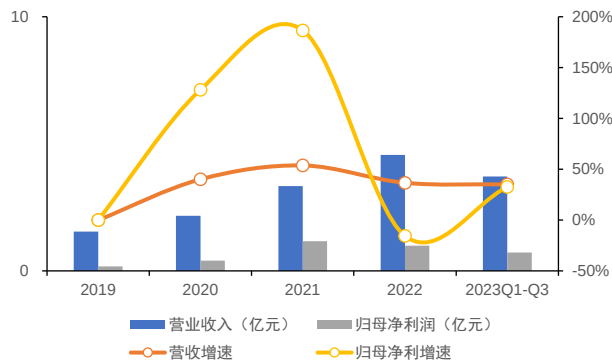
风险提示：市场供需变动、行业竞争加剧、海外进出口政策带来的毛利率波动风险、项目建设不及预期、国产化零部件替代不及预期、下游推广不及预期等风险

盈利预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	334	457	604	818	1,178
增速（%）	53.75%	36.67%	32.21%	35.43%	44.10%
归母净利润（百万元）	117	99	130	185	273
增速（%）	186.60%	-15.52%	31.20%	41.85%	47.71%
每股收益（元）	0.28	0.24	0.31	0.45	0.66
市盈率（倍）	113.95	134.88	102.80	72.47	49.06

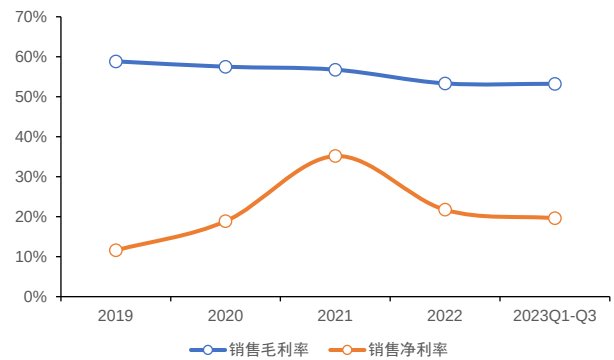
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营收、利润及其同比增速



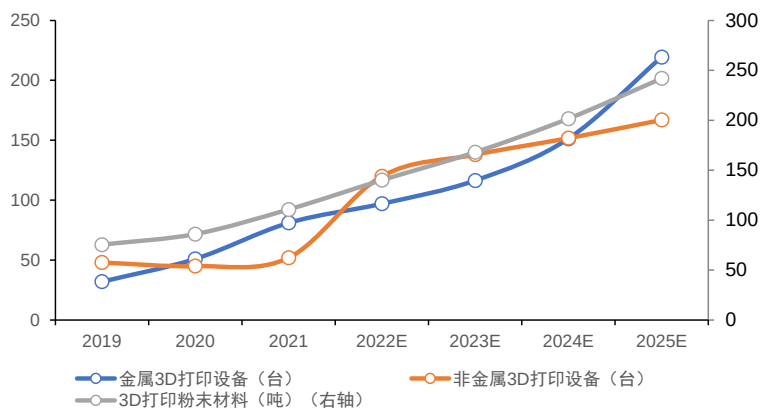
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率及净利率



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 公司分产品销量及预测



资料来源：iFinD，中航证券研究所

注：2022 年销量数据系预测结果

图4 单季度财务数据

	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4
营业收入(百万元)	130	140	101	182	98	98	78	149
营业成本(百万元)	63	68	43	86	45	49	33	290
销售费用率	11.9%	13.2%	13.8%	8.6%	13.4%	11.7%	11.5%	1.3%
管理费用率	8.1%	7.6%	9.5%	5.5%	9.7%	10.0%	12.5%	32.6%
财务费用率	-3.7%	-4.4%	-2.9%	-0.7%	-3.8%	-2.1%	-2.7%	8.3%
研发费用率	14.7%	18.1%	13.3%	7.9%	15.6%	15.9%	12.2%	16.7%
资产减值损失(百万元)	0.27	0.52	0.32	0.05	-0.06	0.30	0.00	0.69
利润总额(百万元)	32	23	23	50	26	13	22	89
所得税费用(百万元)	1	1	3	6	3	0	3	10
净利润(百万元)	30	22	20	44	23	13	19	86
EPS	0.07	0.05	0.05	0.12	0.06	0.04	0.00	0.23
毛利率	51.8%	51.8%	57.0%	52.6%	54.6%	49.8%	57.8%	-94.8%
期间费用率	31.0%	34.5%	33.7%	21.3%	34.9%	35.4%	33.5%	58.9%
所得税率	3.9%	3.9%	12.8%	11.8%	12.0%	1.0%	14.5%	11.0%
净利率	23.3%	15.7%	20.3%	24.3%	23.6%	13.3%	23.9%	57.5%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 财务报表预测及比率分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	277.54	371.81	374.41	1444.38	1454.67	1601.65	营业收入	217.27	334.06	456.57	603.64	817.53	1178.06
应收票据及账款	64.33	128.35	167.11	224.92	295.65	414.74	营业成本	92.38	144.50	213.14	270.68	355.86	497.29
预付账款	2.37	2.54	12.27	14.72	17.69	22.59	税金及附加	2.28	2.43	4.17	4.83	6.54	9.42
其他应收款	1.21	1.39	4.05	4.96	5.60	6.46	销售费用	33.33	41.43	49.37	63.38	83.39	117.81
存货	74.54	141.43	215.44	281.80	365.61	490.48	管理费用	21.19	29.69	39.07	47.69	65.40	93.07
其他流动资产	20.13	12.74	15.45	13.88	17.99	25.80	研发费用	31.41	39.03	54.89	84.51	116.09	170.82
流动资产总计	440.14	658.26	788.73	1984.66	2157.22	2561.72	财务费用	-2.05	-2.08	-9.25	-2.96	-4.86	-5.17
长期股权投资	10.79	10.22	9.73	9.23	8.83	8.43	资产减值损失	-0.63	-1.46	-0.29	-2.41	-2.45	-2.59
固定资产	15.73	124.36	195.93	213.46	285.28	336.40	信用减值损失	-5.88	-3.74	-12.24	-7.24	-6.54	-8.25
在建工程	0.00	21.80	43.12	85.93	103.75	71.56	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1.41	31.33	79.24	82.70	99.49	109.62	投资收益	2.09	-0.35	-0.27	-0.29	-0.20	-0.20
长期待摊费用	14.60	12.36	9.28	4.64	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.28	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	10.91	59.15	12.54	32.00	33.60	35.00	资产处置收益	0.01	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39
非流动资产合计	53.45	259.21	349.84	427.96	530.95	561.01	其他收益	11.30	53.78	18.53	20.00	21.00	22.00
资产总计	493.58	917.47	1138.57	2412.62	2688.17	3122.73	营业利润	45.92	127.67	111.27	145.95	207.31	306.17
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.24	0.28	0.32	0.30	0.10	0.20
应付票据及账款	33.37	71.72	150.83	170.56	216.44	299.74	营业外支出	0.06	0.01	0.04	0.04	0.00	0.01
其他流动负债	110.85	100.19	134.87	173.17	226.74	312.25	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	144.22	171.90	285.70	343.74	443.19	611.99	利润总额	46.09	127.94	111.55	146.21	207.41	306.36
长期借款	0.00	4.18	4.78	4.47	4.21	3.13	所得税	5.13	10.54	12.37	16.08	22.81	33.70
其他非流动负债	1.34	84.35	82.83	64.50	56.27	50.44	净利润	40.96	117.40	99.18	130.13	184.59	272.66
非流动负债合计	1.34	88.53	87.61	68.97	60.48	53.57	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	145.56	260.43	373.31	412.71	503.66	665.56	归属母公司股东净手	40.96	117.40	99.18	130.13	184.59	272.66
股本	64.80	372.74	372.74	414.17	414.17	414.17	EBITDA	55.99	137.35	115.79	204.09	290.75	412.14
资本公积	149.29	242.52	251.17	1314.26	1314.26	1314.26	NOPLAT	38.72	114.88	90.37	126.92	179.83	267.54
留存收益	133.94	41.78	141.36	271.49	456.08	728.74	EPS(元)	0.10	0.28	0.24	0.31	0.45	0.66
归属母公司权益	348.02	657.04	765.26	1999.92	2184.51	2457.17	主要财务比率						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度						
股东权益合计	348.02	657.04	765.26	1999.92	2184.51	2457.17	成长能力						
负债和股东权益合计	493.58	917.47	1138.57	2412.62	2688.17	3122.73	营收增长率	40.13%	53.75%	36.67%	32.21%	35.43%	44.10%
现金流量表							营业利润增长率	134.90%	178.05%	-12.84%	31.17%	42.04%	47.69%
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EBIT增长率	230.38%	185.84%	0.00%	40.02%	41.39%	48.70%
税后经营利润	40.96	117.40	99.18	112.01	165.64	252.74	EBITDA增长率	114.70%	145.29%	-15.69%	76.25%	42.46%	41.75%
折旧与摊销	11.96	11.48	13.49	60.83	88.21	110.95	归母净利润增长率	128.19%	186.60%	-15.52%	31.20%	41.85%	47.71%
财务费用	-2.05	-2.08	-9.25	-2.96	-4.86	-5.17	经营现金流增长率	85.74%	114.52%	-13.89%	22.05%	77.29%	40.79%
投资损失	-2.09	0.35	0.27	0.29	0.20	0.20	盈利能力						
营运资金变动	-6.43	-23.06	-36.53	-72.92	-62.82	-88.72	净利率	57.48%	56.74%	53.32%	55.16%	56.47%	57.79%
其他经营现金流	9.61	7.37	28.81	19.89	21.30	22.39	毛利率	18.85%	35.14%	21.72%	21.56%	22.58%	23.15%
经营性现金净流量	51.96	111.46	95.98	117.14	207.67	292.39	营业利润率	21.13%	38.22%	24.37%	24.18%	25.36%	25.99%
资本支出	-0.34	133.97	108.92	158.33	198.23	145.83	ROE	11.77%	17.87%	12.96%	6.51%	8.45%	11.10%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.30%	12.80%	8.71%	5.39%	6.87%	8.73%
其他投资现金流	37.02	-72.34	4.18	3.99	-3.75	-3.67	ROIC	44.75%	146.20%	28.44%	29.09%	28.99%	32.80%
投资性现金净流量	37.35	-206.31	-104.74	-154.34	-201.98	-149.50	估值倍数						
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	326.59	113.95	134.88	102.80	72.47	49.06
长期借款	0.00	4.18	0.59	-0.31	-0.26	-1.08	P/S	61.57	40.05	29.30	22.16	16.36	11.36
普通股增加	0.00	307.94	0.00	41.43	0.00	0.00	P/B	38.44	20.36	17.48	6.69	6.12	5.44
资本公积增加	1.76	93.24	8.65	1063.09	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他筹资现金流	-1.76	-215.80	-11.74	2.96	4.86	5.17	EV/EBIT	297.69	103.59	127.54	83.75	59.29	39.50
筹资性现金净流量	0.00	189.55	-2.50	1107.18	4.60	4.09	EV/EBITDA	234.10	94.93	112.69	58.79	41.30	28.87
现金流量净额	89.13	93.34	-7.32	1069.97	10.29	146.98	EV/NOPLAT	338.50	113.49	144.39	94.53	66.78	44.47

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10% 之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637