

2024 年 04 月 28 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

华曙高科 (688433)

2023 年报及 2024Q1 点评：行业快速发展，公司稳健向前

业绩概要：2023 年公司实现营业收入 6.1 亿元 (+32.7%)，实现归母净利润 1.3 亿元 (+32.3%)，对应 EPS 为 0.33 元，扣非归母净利润 1.2 亿元 (+30.0%)。2024Q1 公司实现营业收入 1.2 亿元 (同比+23.5%，环比-47.0%)，实现归母净利润 0.26 亿元 (同比+28.4%，环比-55.0%)，扣非归母净利润 0.24 亿元 (同比+32.8%，环比-55.9%)；

行业快速发展：2023 年增材制造行业在下游客户需求波动、宏观环境承压的背景下快速发展，先后开拓出消费电子、汽车模具以及鞋模等领域的重点客户。全球增材制造市场规模整体增速 11.1%，其中金属机增速快于非金属机（金属机增长 24.4%），头部企业增速快于尾部（大型企业营收增速 40-50%），国内增速快于海外（国内 3D 打印设备产量增长 36.2%）等趋势明显；

公司业绩保持稳健，盈利性维持高位：收入层面，分行业来看，航空航天收入 3.7 亿元 (+120.6%)，体现出下游领域服务客户增长较快且大型设备占比提升，工业/高校及科研医疗分别收入 1.7/0.4 亿元，同比下滑 25.1%/1.6%，推测工业领域下降较多主要系设备价格有所下滑；分产品看，3D 打印设备/打印原材料/售后服务收入 5.4/0.4/0.3 亿元，同比增长 34.0%/16.7%/44.3%，设备销量 172 台 (-7.5%)，单价 313 万元/台 (+43.4%)，主要系公司大型打印设备的占比有所提升；分地区来看，境内/境外收入 4.6/1.4 亿元，同比增长 60.5%/-14.7%，体现出国内市场需求增长较海外明显。**盈利性方面，分领域来看，**公司除了高校及科研医疗领域毛利率有所上升，在航空航天、工业领域毛利率为 52.4%、47.8%，分别下降 4.8pct、1.8pct，我们推测主要系公司产品结构有所调整且大型设备面临一定的价格竞争压力；**分产品来看，**公司打印设备/打印原材料毛利率 51.3%/42.4%，分别下降 1.8pct/5.2pct，打印材料的毛利率下降更多，我们推测主要系非金属原材料价格有所下降所致；**分地区来看，**境内毛利率持平，而境外毛利率下降 3.3pct，体现出境内需求更加旺盛的情况；

财务数据：2023 年内，公司经营性现金流减少较多，主要系公司生产规模扩大导致备货较多所致；货币现金增长 226%，是由于收到投资款所致；应收票据、应收账款增加较多，推测是公司提供了更好的付款条件所致；在建工程增加较多，主要系公司扩产项目较多所致；

投资评级

买入

维持评级

2024 年 04 月 26 日

收盘价(元):

24.58

公司基本数据

总股本(百万股)	414.17
总市值(百万)	10,180.27
流通股本(百万股)	169.12
流通市值(百万)	4,156.87
12 月最高/最低价(元)	43.98/16.53
资产负债率(%)	14.09
每股净资产(元)	4.73
市盈率(TTM)	74.32
市净率(PB)	5.20
净资产收益率(%)	1.34

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2023 年三季度点评：行业应用迸发，业绩平稳增长 —2023-10-31

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

2024Q1 增长稳健：2024Q1 单季度收入 1.2 亿元（+23.5%），毛利率 53.9%（环比 +4.8pct），主要系公司在航空航天领域的客户需求增长较快所致，净利率环比下降 3.7pct，主要系期间费用率环比有较大提升（+9.6pct），主要是管理费用率/研发费用率/销售费用率环比增长了 2.3pct/3.8pct/3.8pct，推测是由于四季度基数较低所致；

新兴领域带动增材制造行业需求高增：低空经济刺激新工艺渗透——低空经济领域增材制造发挥着重要作用，公司与海外客户 H 合作多年，主要合作内容包括设备、粉末以及售后服务等，3D 打印工艺在一体化制造、异形复杂结构件制造、高强度轻量化制造方面具有显著优势，因此低空经济的快速发展将带动 3D 打印行业在低空飞行器领域的渗透率和市场空间不断提高；**商业航天需求旺盛——**随着商业航天的发展，增材制造已经成为不可或缺的核心工艺，国内头部火箭公司深蓝航天采用华曙高科设备，其中 80% 以上的零部件均采用增材制造打印，利用一体化成型和轻量化制造的优势，大幅减少零部件价格，提高生产速度并获得优异的产品性能和高可靠性。星网计划的提出使得国内商业航天火箭需求空前旺盛，公司将充分受益于行业快速崛起的时代红利；

投资建议：公司凭借自身较强的行业地位和技术实力，在日趋激烈的增材制造行业竞争中取得了稳健的业绩表现，同时随着商业航天、低空经济等新兴领域的快速发展，公司有望保持稳增长态势。我们预计公司 2024-2026 年实现收入 8.3 亿元、12.6 亿元、17.5 亿元，同比增长 36.8%、51.6%、39.0%，实现归母净利润 1.8 亿元、2.6 亿元、3.5 亿元，同比增长 34.7%、46.9%、34.4%，对应 PE 58X、39X、29X，维持买入评级。

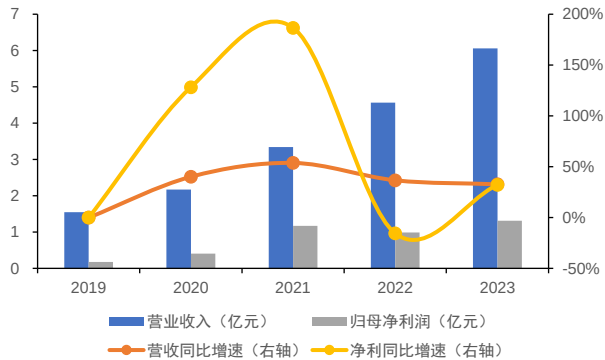
风险提示：市场供需变动、行业竞争加剧、海外进出口政策带来的毛利率波动风险、项目建设不及预期、国产化零部件替代不及预期、下游推广不及预期等风险

盈利预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	457	606	829	1,257	1,747
增速（%）	36.67%	32.74%	36.83%	51.60%	38.96%
归母净利润（百万元）	99	131	177	259	349
增速（%）	-15.52%	32.24%	34.70%	46.87%	34.37%
每股收益（元）	0.24	0.32	0.43	0.63	0.84
市盈率（倍）	102.64	77.62	57.62	39.24	29.20

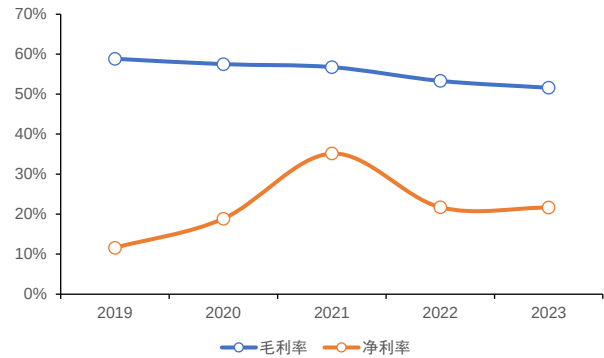
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营收、利润及同比增速



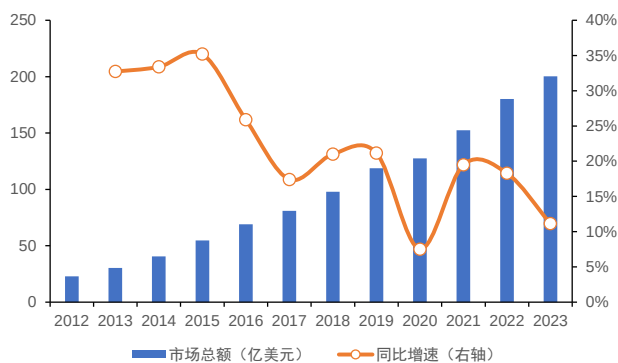
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率及净利率



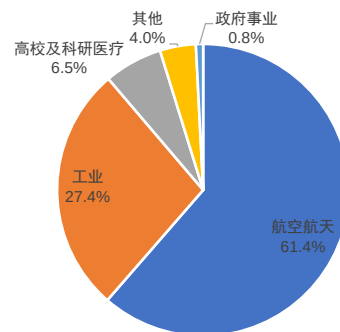
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 增材制造全球市场规模及增速



资料来源：《Wohlers report》，中航证券研究所

图4 2023年公司分领域收入结构



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 单季度财务数据

	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2
营业收入(百万元)	124	235	130	140	101	182	98	98
营业成本(百万元)	57	120	63	68	43	86	45	49
销售费用率	12.1%	8.3%	11.9%	13.2%	13.8%	8.6%	13.4%	11.7%
管理费用率	7.7%	5.5%	8.1%	7.6%	9.5%	5.5%	9.7%	10.0%
财务费用率	-2.0%	-1.6%	-3.7%	-4.4%	-2.9%	-0.7%	-3.8%	-2.1%
研发费用率	13.1%	9.2%	14.7%	18.1%	13.3%	7.9%	15.6%	15.9%
资产减值损失(百万元)	-0.04	0.79	0.27	0.52	0.32	0.05	-0.06	0.30
利润总额(百万元)	30	66	32	23	23	50	26	13
所得税费用(百万元)	4	7	1	1	3	6	3	0
归母净利润(百万元)	26	58	30	22	20	44	23	13
扣非归母净利(百万元)	24	55	24	21	18	43	19	0
EPS(元)	0.06	0.14	0.07	0.05	0.05	0.12	0.06	0.04
毛利率	53.9%	49.1%	51.8%	51.8%	57.0%	52.6%	54.6%	49.8%
期间费用率	30.9%	21.3%	31.0%	34.5%	33.7%	21.3%	34.9%	35.4%
所得税率	11.9%	11.0%	3.9%	3.9%	12.8%	11.8%	12.0%	1.0%
净利润率	21.1%	24.8%	23.3%	15.7%	20.3%	24.3%	23.6%	13.3%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 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	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	371.81	374.41	1221.42	1257.36	1356.89	1493.93	营业收入	334.06	456.57	606.04	829.25	1257.11	1746.83
应收票据及账款	128.35	167.11	299.78	340.79	499.40	670.02	营业成本	144.50	213.14	293.32	390.34	581.78	794.52
预付账款	2.54	12.27	3.78	6.82	12.05	19.14	税金及附加	2.43	4.17	5.64	7.46	11.31	15.72
其他应收款	1.39	4.05	6.77	6.82	8.61	9.57	销售费用	41.43	49.37	67.38	92.88	142.05	199.14
存货	141.43	215.44	277.21	385.00	565.84	794.52	管理费用	29.69	39.07	43.55	59.71	90.51	127.52
其他流动资产	12.74	15.45	24.33	19.07	27.66	38.26	研发费用	39.03	54.89	79.67	111.95	170.97	239.32
流动资产总计	658.26	788.73	1833.28	2015.85	2470.45	3025.44	财务费用	-2.08	-9.25	-17.79	-4.14	-4.38	-4.83
长期股权投资	10.22	9.73	9.32	8.82	8.42	8.02	资产减值损失	-1.46	-0.29	-1.89	0.00	-1.26	-1.75
固定资产	124.36	195.93	194.83	253.58	337.91	376.74	信用减值损失	-3.74	-12.24	-10.71	0.00	-3.14	-5.24
在建工程	21.80	43.12	185.14	229.28	173.42	142.57	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	31.33	79.24	78.48	82.07	98.99	109.24	投资收益	-0.35	-0.27	0.38	0.30	0.58	0.70
长期待摊费用	12.36	9.28	5.61	2.81	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	59.15	12.54	14.75	32.00	33.60	35.00	资产处置收益	0.39	0.39	1.04	0.39	0.39	0.39
非流动资产合计	259.21	349.84	488.12	608.54	652.33	671.56	其他收益	53.78	18.53	14.65	26.50	30.00	22.00
资产总计	917.47	1138.57	2321.40	2624.40	3122.78	3697.00	营业利润	127.67	111.27	137.76	198.25	291.43	391.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.28	0.32	5.80	0.30	0.10	0.20
应付票据及账款	71.72	150.83	151.70	208.54	342.69	457.12	营业外支出	0.01	0.04	0.05	0.04	0.00	0.01
其他流动负债	100.19	134.87	155.36	241.37	354.98	472.92	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	171.90	285.70	307.06	449.91	697.67	930.04	利润总额	127.94	111.55	143.51	198.51	291.53	391.74
长期借款	4.18	4.78	3.78	4.28	3.67	2.70	所得税	10.54	12.37	12.35	21.84	32.07	43.09
其他非流动负债	84.35	82.83	81.52	64.50	56.27	50.44	净利润	117.40	99.18	131.16	176.67	259.47	348.65
非流动负债合计	88.53	87.61	85.30	68.78	59.94	53.14	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	260.43	373.31	392.36	518.69	757.61	983.18	归属母公司股东净手	117.40	99.18	131.16	176.67	259.47	348.65
股本	372.74	372.74	414.17	414.17	414.17	414.17	EBITDA	137.35	115.79	142.11	260.69	384.56	508.68
资本公积	242.52	251.17	1241.88	1241.88	1241.88	1241.88	NOPLAT	114.88	90.37	108.69	172.40	255.13	343.83
留存收益	41.78	141.36	272.99	449.65	709.12	1057.77	EPS (元)	0.28	0.24	0.32	0.43	0.63	0.84
归属母公司权益	657.04	765.26	1929.04	2105.70	2365.17	2713.82	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	657.04	765.26	1929.04	2105.70	2365.17	2713.82	成长能力						
负债和股东权益合计	917.47	1138.57	2321.40	2624.40	3122.78	3697.00	营收增长率	53.75%	36.67%	32.74%	36.83%	51.60%	38.96%
现金流量表							营业利润增长率	178.05%	-12.84%	23.80%	43.91%	47.01%	34.35%
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EBIT增长率	185.84%	-18.71%	0.00%	54.60%	47.74%	34.74%
税后经营利润	117.40	99.18	131.16	152.24	231.81	327.93	EBITDA增长率	145.29%	-15.69%	22.73%	83.44%	47.52%	32.27%
折旧与摊销	11.48	13.49	16.39	66.33	97.41	121.77	归母净利润增长率	186.60%	-15.52%	32.24%	34.70%	46.87%	34.37%
财务费用	-2.08	-9.25	-17.79	-4.14	-4.38	-4.83	经营现金流增长率	114.52%	-13.89%	-120.91%	1256.80%	6.86%	13.65%
投资损失	0.35	0.27	-0.38	-0.30	-0.58	-0.70	盈利能力						
营运资金变动	-23.06	-36.53	-184.21	-8.77	-107.31	-185.58	毛利率	56.74%	53.32%	51.60%	52.93%	53.72%	54.52%
其他经营现金流	7.37	28.81	34.77	26.76	31.08	23.29	净利率	35.14%	21.72%	21.64%	21.30%	20.64%	19.96%
经营性现金净流量	111.46	95.98	-20.06	232.11	248.03	281.88	营业利润率	38.22%	24.37%	22.73%	23.91%	23.18%	22.41%
资本支出	133.97	108.92	152.33	207.02	148.23	145.83	ROE	17.87%	12.96%	6.80%	8.39%	10.97%	12.85%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.80%	8.71%	5.65%	6.73%	8.31%	9.43%
其他投资现金流	-72.34	4.18	3.91	6.21	-4.05	-2.87	ROIC	146.20%	28.44%	24.91%	22.48%	27.27%	30.22%
投资性现金净流量	-206.31	-104.74	-148.42	-200.81	-152.28	-148.70	估值倍数						
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	86.72	102.64	77.62	57.62	39.24	29.20
长期借款	4.18	0.59	-0.99	0.50	-0.61	-0.98	P/S	30.47	22.30	16.80	12.28	8.10	5.83
普通股增加	307.94	0.00	41.43	0.00	0.00	0.00	P/B	15.49	13.30	5.28	4.83	4.30	3.75
资本公积增加	93.24	8.65	990.71	0.00	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	-215.80	-11.74	-15.08	4.14	4.38	4.83	EV/EBIT	78.19	96.29	93.71	46.36	31.18	22.91
筹资性现金净流量	189.55	-2.50	1016.07	4.64	3.77	3.86	EV/EBITDA	71.65	85.08	82.90	34.56	23.28	17.43
现金流量净额	93.34	-7.32	849.85	35.95	99.53	137.04	EV/NOPLAT	85.66	109.01	108.39	52.26	35.09	25.78

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、内容或其复印本给予任何其他人。

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