

2025 年 03 月 20 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

华曙高科 (688433)

2024 年报点评：轻舟已过万重山

业绩概述：2024 年公司实现营业收入 4.9 亿元 (-18.8%)，实现归母净利润 0.67 亿元 (-48.8%)，对应 EPS 为 0.16 元，扣非归母净利润为 0.55 亿元 (-53.6%)。公司 Q4 实现营业收入 1.5 亿元 (同比-37.4%，环比+24.8%)，实现归母净利润 0.23 亿元 (同比-59.9%，环比+114.8%)，实现扣非净利润 0.13 亿元 (同比-76.0%，环比+8.6%)；

行业调整期已近尾声，新兴需求进入加速期：在年初的年度策略中，我们判断过去两年为行业的调整期，在此过程中行业头部企业苦练内功，降本增效的同时积极拓展新的应用。随着增材制造技术在人形机器人、低空经济、商业航天等前沿领域的应用拓展以及其对于消费电子、热管理以及汽车等传统领域的颠覆式创新，我们判断除了航空航天领域订单恢复性增长以外，其他新兴领域的需求已进入新一轮的加速期。与此同时，尾部企业面临融资困难、价格战失血、持续研发能力不足等问题，在量产化要求日益突出以及设计需求深度融合的新发展阶段，马太效应持续加大。基于上述情况，我们判断行业调整期已近尾声，或于 2025 年下半年迎来拐点；

行业调整，公司表现顽强：受到行业调整影响，公司分行业收入和利润均有所扰动。分行业来看，航空航天实现收入 2.5 亿元 (-34.1%)，毛利率 49.8% (-1.6pcts)，航空航天领域下游需求及周期波动是 2024 年板块收入下降较多的主要因素，而工业领域实现收入 1.8 亿元 (+10.3%)，毛利率 43.8% (-3.3pcts)，我们推测公司工业领域收入逆势增长主要得益于公司前期布局部分产业收入提升以及公司以价换量所致。分产品来看，打印设备实现营业收入 4.0 亿元 (-25.7%)，毛利率 45.4% (-4.9pcts)，主要系下游需求波动影响，而原材料方面实现收入 0.43 亿元 (+8.3%)，毛利率 53.0% (+10.5pcts)，体现出益阳基地投产后公司积极降本增效，提升生产效率。而 Q4 公司营业收入、净利润、扣非净利润均环比有所上升 (环比+24.8%、+114.8%、+8.6%)，主要系公司部分订单确认收入、Q4 政府补助等因素；

财务数据：报告期内，研发费用率提升 6.5pcts，体现出公司在行业调整期仍坚持以技术推动创新和产业发展的决心；经营活动现金流增加较多，主要系公司加大对应收款项的跟进力度，拓宽票据等付款方式，优化了备货节奏等，综合提升了公司现金流经营水平；存货水平提升较多，公司设备库存量增加 73.0%，主要系公司为在手订单储备库存的同时，进军部件加工领域，为新增加工产线备货等因素；

新基地投产，打开公司产能瓶颈：公司新基地已于 2024 年 12 月正式投产，根据招股书，2019-2021 年公司产能利用率保持在 80%以上，2021 年产能利用率达到 113%，产

投资评级

增持

下调评级

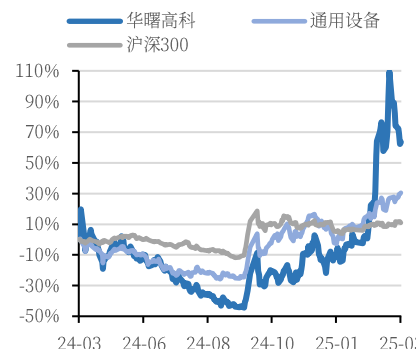
2025 年 03 月 20 日

收盘价(元): 42.17

公司基本数据

总股本(百万股)	414.17
总市值(百万)	17,465.50
流通股本(百万股)	200.45
流通市值(百万)	8,452.85
12 月最高/最低价(元)	57.68/14.14
资产负债率(%)	22.38
每股净资产(元)	4.69
市盈率(TTM)	259.88
市净率(PB)	8.99
净资产收益率(%)	3.46

股价走势图



作者

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

王勇杰 分析师
SAC 执业证书: S0640524090001
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

2023 年报及 2024Q1 点评：行业快速发展，公司稳健向前 —2024-05-03

2023 年三季度点评：行业应用迸发，业绩平稳增长 —2023-10-31

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

能瓶颈问题突出。而根据规划，新基地达产后设备产能达到 720 台/年，此外公司南县高分子材料生产基地一期（500 吨/年）已经投产，用以满足日益增长的市场需求。公司新产能的投放将极大的缓解公司产能瓶颈问题，并为迎接更大的市场应用需求做好产能准备；

国际化、多元化的增材制造设备商 —2023-04-15

新技术新应用，公司引领行业：公司引领新技术发展——报告期内，推出首个国产控制卡，将振镜运动控制与激光器功率控制完美结合，实现了从高斯光斑向环形光斑的转变，有效的提升了打印效率；公司发布冷金属熔融技术和大尺寸铜合金打印技术，实现了钛合金低成本打印，解决了高反材料大尺寸打印的难题；公司 MES 系统逐步成熟，实现了人力成本降低 70%，目前已在用户实现装机。**公司引领应用突破——**航空航天领域公司通过了空客高强铝合金认证，低空经济领域与国际知名飞行汽车企业合作，模具和消费电子行业，公司发布批量生产的精细加工方案，有效满足大规模批产需求；

投资建议：公司作为增材制造国际化、多元化的产业引领者，面对行业调整，积极研发，苦练内功，拓展多领域多层次客户合作，我们判断随着公司产能的释放以及下游需求的爆发，在未来几年内，公司业绩将迎来新一轮的快速增长。我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入 6.9 亿元、10.9 亿元、16.2 亿元，同比增长 40.8%、57.6%、48.1%，实现归母净利润 0.89 亿元、1.1 亿元、1.7 亿元，同比增长 31.9%、29.0%、49.0%，对应 PE 为 197X、153X、103X，给予“增持”评级。

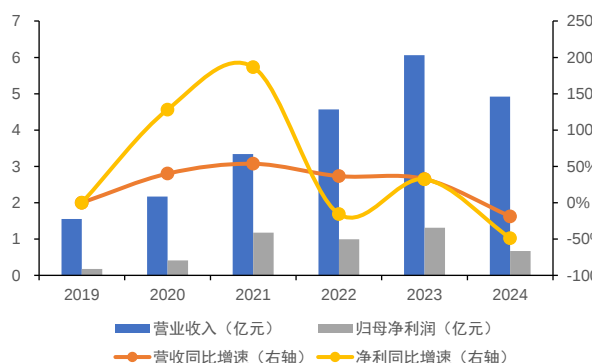
风险提示：需求恢复不及预期、竞争格局恶化、毛利率大幅波动等

盈利预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	606	492	692	1,091	1,616
增速（%）	32.74%	-18.82%	40.75%	57.61%	48.06%
归母净利润（百万元）	131	67	89	114	170
增速（%）	32.24%	-48.76%	31.88%	28.95%	48.92%
每股收益（元）	0.32	0.16	0.21	0.28	0.41
市盈率（倍）	133.16	259.88	197.05	152.82	102.62

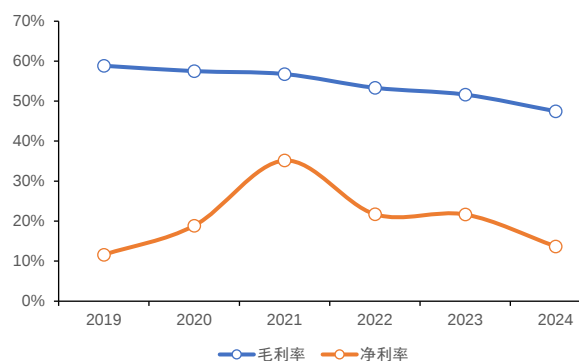
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、归母净利润及其同比增速



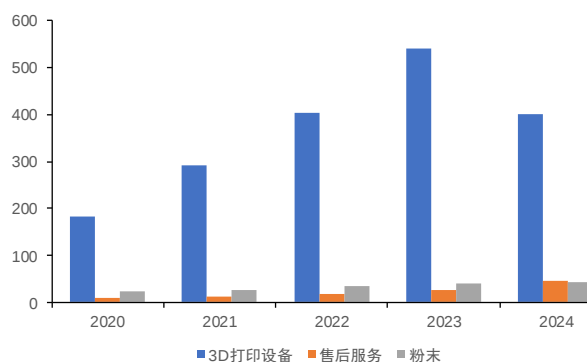
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率



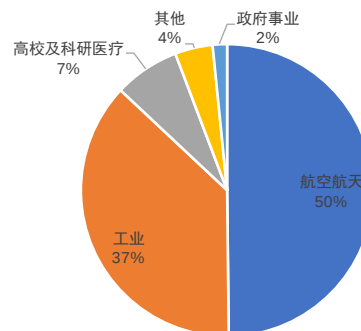
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 公司近年来分产品销售情况（百万元）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 2024年公司分行业销售情况



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图5 分季度数据

	2024Q4	2024Q3	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业收入(百万元)	147	118	103	124	235	130	140	101
营业成本(百万元)	79	65	57	57	120	63	68	43
销售费用率	8.6%	14.3%	17.9%	12.1%	6.0%	11.9%	13.2%	13.8%
管理费用率	8.9%	6.7%	10.6%	7.7%	5.5%	8.1%	7.6%	9.5%
财务费用率	-4.0%	-1.9%	-6.1%	-2.0%	-1.6%	-3.7%	-4.4%	-2.9%
研发费用率	20.3%	13.6%	24.1%	13.1%	9.2%	14.7%	18.1%	13.3%
资产减值损失(百万元)	2.02	-0.26	0.59	-0.04	0.79	0.27	0.52	0.32
利润总额(百万元)	23	11	2	30	66	32	23	23
所得税费用(百万元)	-1	1	-4	4	7	1	1	3
归母净利润(百万元)	23	11	7	26	58	30	22	20
扣非归母净利润(百万元)	13	12	5	24	55	24	21	18
EPS (元)	0.06	0.03	0.02	0.06	0.14	0.07	0.05	0.05
毛利率	46.3%	44.7%	44.4%	53.9%	49.1%	51.8%	51.8%	57.0%
期间费用率	33.7%	32.7%	46.6%	30.9%	19.0%	31.0%	34.5%	33.7%
所得税率	-3.3%	5.1%	-176.1%	11.9%	11.0%	3.9%	3.9%	12.8%
净利润率	15.9%	9.2%	6.5%	21.1%	24.8%	23.3%	15.7%	20.3%

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	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	374.41	1221.42	865.14	950.28	505.64	161.59	营业收入	456.57	606.04	491.97	692.44	1091.37	1615.86
应收票据及账款	167.11	299.78	314.62	436.33	705.65	1071.34	营业成本	213.14	293.32	258.53	364.73	602.78	897.80
预付账款	12.27	3.78	2.42	2.85	5.98	9.30	税金及附加	4.17	5.64	4.75	6.72	10.59	15.67
其他应收款	4.05	6.77	6.03	8.54	13.75	20.81	销售费用	49.37	67.38	62.94	79.63	125.51	177.75
存货	215.44	277.21	360.45	509.62	845.54	1261.85	管理费用	39.07	43.55	41.47	58.16	87.31	122.81
其他流动资产	15.45	24.33	141.49	15.93	24.01	35.39	研发费用	54.89	79.67	86.80	110.79	163.71	234.30
流动资产总计	788.73	1833.28	1690.14	1923.55	2100.58	2560.26	财务费用	-9.25	-17.79	-16.83	-3.14	-2.49	2.03
长期股权投资	9.73	9.32	0.00	-0.50	-0.90	-1.30	资产减值损失	-0.29	-1.89	-2.30	-2.77	-3.82	-6.46
固定资产	195.93	194.83	715.53	670.69	703.96	778.88	信用减值损失	-12.24	-10.71	-7.79	-6.92	-10.91	-16.16
在建工程	43.12	185.14	0.00	0.00	166.67	183.33	其他经营损益	-0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	79.24	78.48	76.35	80.29	97.57	108.18	投资收益	-0.27	0.38	-2.72	0.30	0.58	0.70
长期待摊费用	9.28	5.61	2.09	1.05	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	12.54	14.75	19.88	32.00	33.60	35.00	资产处置收益	0.39	1.04	0.25	0.39	0.39	0.39
非流动资产合计	349.84	488.12	813.85	783.53	1000.90	1104.09	其他收益	18.53	14.65	17.04	26.50	30.00	35.00
资产总计	1138.57	2321.40	2504.00	2707.08	3101.47	3664.35	营业利润	111.27	137.76	58.79	93.04	120.21	178.97
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	142.86	营业外收入	0.32	5.80	8.19	0.30	0.10	0.20
应付票据及账款	150.83	151.70	323.52	399.71	569.75	686.27	营业外支出	0.04	0.05	0.59	0.04	0.00	0.01
其他流动负债	134.87	155.36	135.36	209.92	327.02	466.00	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	285.70	307.06	458.89	609.62	896.77	1295.13	利润总额	111.55	143.51	66.39	93.30	120.31	179.16
长期借款	4.78	3.78	1.04	0.62	1.81	1.95	所得税	12.37	12.35	-0.82	4.66	6.02	8.96
其他非流动负债	82.83	81.52	100.38	64.50	56.27	50.44	净利润	99.18	131.16	67.21	88.63	114.29	170.20
非流动负债合计	87.61	85.30	101.42	65.12	58.08	52.39	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	373.31	392.36	560.30	674.75	954.85	1347.53	归属母公司股东净	99.18	131.16	67.21	88.63	114.29	170.20
股本	372.74	414.17	414.17	414.17	414.17	414.17	EBITDA	115.79	142.11	68.51	152.11	191.65	269.00
资本公积	251.17	1241.88	1249.67	1249.67	1249.67	1249.67	NOPLAT	90.37	108.69	42.23	85.04	111.46	171.58
留存收益	141.36	272.99	279.85	368.49	482.78	652.98	EPS(元)	0.24	0.32	0.16	0.21	0.28	0.41
归属母公司权益	765.26	1929.04	1943.70	2032.33	2146.62	2316.82	主要财务比率						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
股东权益合计	765.26	1929.04	1943.70	2032.33	2146.62	2316.82	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益合计	1138.57	2321.40	2504.00	2707.08	3101.47	3664.35	成长能力						
现金流量表							营收增长率	36.67%	32.74%	-18.82%	40.75%	57.61%	48.06%
							营业利润增长率	-12.84%	23.80%	-57.32%	58.24%	29.20%	48.89%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBIT增长率	-18.71%	22.88%	0.00%	81.91%	30.67%	53.79%
税后经营利润	99.18	131.16	67.21	62.56	84.77	135.74	EBITDA增长率	-15.69%	22.73%	-51.79%	122.03%	26.00%	40.36%
折旧与摊销	13.49	16.39	18.95	61.95	73.83	87.81	归母净利润增长率	-15.52%	32.24%	-48.76%	31.88%	28.95%	48.92%
财务费用	-9.25	-17.79	-16.83	-3.14	-2.49	2.03	经营现金流增长率	-13.89%	-120.91%	265.39%	105.77%	-316.61%	-94.09%
投资损失	0.27	-0.38	2.72	-0.30	-0.58	-0.70	盈利能力						
营运资金变动	-36.53	-184.21	-70.65	-82.52	-334.53	-548.24							
其他经营现金流	28.81	34.77	31.79	29.74	31.08	36.29	毛利率	53.32%	51.60%	47.45%	47.33%	44.77%	44.44%
经营性现金净流量	95.98	-20.06	33.19	68.28	-147.91	-287.07	净利率	21.72%	21.64%	13.66%	12.80%	10.47%	10.53%
资本支出	108.92	152.33	226.75	75.88	298.23	195.83	营业利润率	24.37%	22.73%	11.95%	13.44%	11.01%	11.08%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	12.96%	6.80%	3.46%	4.36%	5.32%	7.35%
其他投资现金流	4.18	3.91	-97.58	90.01	-2.18	-2.12	ROA	8.71%	5.65%	2.68%	3.27%	3.69%	4.64%
投资性现金净流量	-104.74	-148.42	-324.33	14.14	-300.41	-197.95	ROIC	28.44%	24.91%	5.51%	8.15%	9.68%	9.79%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	142.86	估值倍数						
长期借款	0.59	-0.99	-2.75	-0.41	1.19	0.14							
普通股增加	0.00	41.43	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	176.10	133.16	259.88	197.05	152.82	102.62
资本公积增加	8.65	990.71	7.79	0.00	0.00	0.00	P/S	38.25	28.82	35.50	25.22	16.00	10.81
其他筹资现金流	-11.74	-15.08	-67.98	3.14	2.49	-2.03	P/B	22.82	9.05	8.99	8.59	8.14	7.54
筹资性现金净流量	-2.50	1016.07	-62.93	2.72	3.68	140.97	股息率	0.00%	0.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
现金流量净额	-7.32	849.85	-351.43	85.14	-444.64	-344.05	EV/EBIT	167.50	93.71	176.88	183.95	144.89	97.19
							EV/EBITDA	147.99	82.90	127.97	109.04	89.07	65.47
							EV/NOPLAT	189.63	108.39	207.60	195.04	153.16	102.64

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。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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, 形成业务层面一二二级市场协同。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

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

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

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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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