www.research.cicc.com

华曙高科

3D 打印设备快速增长，定增扩产打开成长空间



鲁烁 分析员
机械军工
SAC 执证编号：S0080524070023
shuo.lu@cicc.com.cn

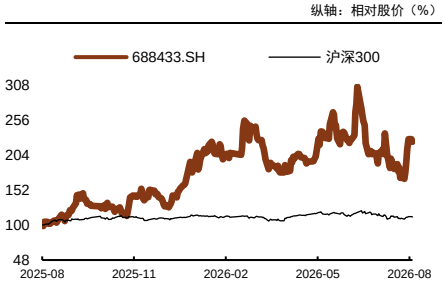


刘中玉 分析员
机械军工
SAC 执证编号：S0080521060003
SFC CE Ref：BSP722
zhongyu.liu@cicc.com.cn

维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
688433.SH	→ 跑赢行业	人民币 96.00

股票代码	688433.SH
最新收盘价	人民币 91.48
52 周最高价/最低价	人民币 129.99~37.86
总市值(亿)	人民币 380.2



(人民币 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	492	715	1,193	1,870
增速	-18.8%	45.4%	66.7%	56.8%
归属母公司净利润	67	69	107	316
增速	-48.8%	2.7%	55.7%	194.2%
扣非后净利润	55	57	90	299
增速	-53.6%	4.8%	56.6%	232.0%
每股净利润	0.16	0.17	0.26	0.76
每股净资产	4.68	4.98	5.23	6.00
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.08	0.00	-0.11	0.28
市盈率	565.7	550.9	353.9	120.3
市净率	19.6	18.4	17.5	15.3
EV/EBITDA	579.3	434.7	286.9	110.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	2.8%	2.6%	3.6%	8.6%
平均净资产收益率	3.5%	3.4%	5.1%	13.5%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

业绩回顾

1H26 公司业绩符合我们预期

公司公布 1H26 业绩：1H26 实现营收 3.41 亿元，同比+42.3%，单 Q2 实现营收 2.11 亿元，同比+86.1%；1H26 归母净利润 0.08 亿元，同比+87.1%，单 Q2 归母净利润 0.12 亿元，同比+289.8%；我们认为公司 1H26 业绩符合我们预期。

毛利率承压，研发投入力度持续加大：1H26 公司毛利率 42.3%，同比-1.0ppt；单 Q2 公司毛利率 40.7%，同比-4.5ppt。费用端，1H26 公司研发费用率 20.4%，同比-3.4ppt，公司持续的高研发费用给公司净利率带来一定压力。

发展趋势

1H26 公司设备与材料业务高增、外销提速，叠加新品落地与定增扩产布局，经营动能持续强化。1）从业务结构来看：1H26 公司核心业务呈现高速增长态势，3D 打印设备营收 2.71 亿元，同比+52%；3D 打印服务营收 0.18 亿元；3D 打印粉末材料营收 0.38 亿元，同比+46%。**2）从销售地区来看：**1H26 年公司内销收入 2.63 亿元，同比+35%；外销收入 0.78 亿元，同比+74%。**3）从技术创新来看：**2026 年上半年，公司发布 FS1311M-U、FS812M-U 两款大尺寸金属增材制造设备新品，满足高端制造领域超米级大尺寸、复杂结构的制造需求。**4）从定增扩产公告来看，**“先进增材制造设备产能提升项目”总投资 10.75 亿元、“增材制造综合服务平台建设项目”总投资 23.56 亿元。我们认为公司前期技术积累正加速兑现为收益；依托从原材料到成品制造的完整技术体系与定增扩产加码，成长空间可期。

盈利预测与估值

我们维持 26 年和 27 年归母净利润不变。考虑到 3D 打印行业目前尚处发展初期，公司研发投入较大，下游市场需求 3-5 年或带动公司业绩进入快速释放期，我们切换远期估值方法到 2030 年，考虑到公司国内设备龙头地位和较强的技术优势，后续随着规模上量利润水平有望进一步优化，我们给予 2030 年 40x P/E，给予目标价 96 元（上调 16%），维持跑赢行业评级，较当前股价有 5%的上行空间。

风险

消费电子 3D 打印产业化进度不及预期；竞争加剧超预期。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表				
营业收入	492	715	1,193	1,870
营业成本	259	404	671	1,056
税金及附加	5	9	16	25
销售费用	63	69	105	109
管理费用	128	186	295	359
财务费用	-17	-12	-11	-10
其他	4	8	-13	-25
营业利润	59	66	104	307
营业外收支	8	1	1	1
利润总额	66	67	105	308
所得税	-1	-2	-3	-8
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	67	69	107	316
扣非后净利润	55	57	90	299
EBITDA	64	86	130	339
资产负债表				
货币资金	865	789	640	649
应收账款及票据	296	402	657	1,010
预付款项	2	12	16	21
存货	360	437	711	1,096
其他流动资产	166	105	118	136
流动资产合计	1,690	1,746	2,142	2,911
固定资产及在建工程	714	784	869	949
无形资产及其他长期资产	100	252	250	248
非流动资产合计	814	1,036	1,118	1,197
资产合计	2,504	2,782	3,260	4,108
短期借款	1	1	1	1
应付账款及票据	351	416	682	1,063
其他流动负债	107	168	274	423
流动负债合计	459	586	956	1,488
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	101	128	129	129
非流动负债合计	101	128	129	129
负债合计	560	714	1,085	1,617
归母所有者权益	1,944	2,068	2,175	2,491
少数股东权益	0	0	0	0
负债及股东权益合计	2,504	2,782	3,260	4,108
现金流量表				
净利润	67	69	107	316
折旧和摊销	15	30	36	40
营运资本变动	-71	-63	-204	-270
其他	22	-35	15	28
经营活动现金流	33	1	-45	115
资本开支	-353	-101	-118	-118
其他	29	-72	3	3
投资活动现金流	-324	-173	-115	-115
股权融资	8	75	1	0
银行借款	-2	0	0	0
其他	-69	41	9	10
筹资活动现金流	-63	115	10	10
汇率变动对现金的影响	3	0	0	0
现金净增加额	-351	-57	-150	9

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-18.8%	45.4%	66.7%	56.8%
营业利润	-57.3%	12.9%	56.5%	195.9%
EBITDA	-53.1%	33.5%	52.2%	160.0%
净利润	-48.8%	2.7%	55.7%	194.2%
扣非后净利润	-53.6%	4.8%	56.6%	232.0%
盈利能力				
毛利率	46.5%	42.2%	42.4%	42.2%
营业利润率	12.0%	9.3%	8.7%	16.4%
EBITDA 利润率	13.0%	12.0%	10.9%	18.1%
净利润率	13.7%	9.6%	9.0%	16.9%
扣非后净利率	11.1%	8.0%	7.5%	16.0%
偿债能力				
流动比率	3.68	2.98	2.24	1.96
速动比率	2.90	2.24	1.50	1.22
现金比率	1.89	1.35	0.67	0.44
资产负债率	22.4%	25.7%	33.3%	39.4%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	2.8%	2.6%	3.6%	8.6%
净资产收益率	3.5%	3.4%	5.1%	13.5%
每股指标				
每股净利润(元)	0.16	0.17	0.26	0.76
每股净资产(元)	4.68	4.98	5.23	6.00
每股股利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流(元)	0.08	0.00	-0.11	0.28
估值分析				
市盈率	565.7	550.9	353.9	120.3
市净率	19.6	18.4	17.5	15.3
EV/EBITDA	579.3	434.7	286.9	110.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部



公司简介

华曙高科十余年来专注于工业级增材制造设备的研发、生产与销售，致力于为全球客户提供金属(SLM)增材制造设备和高分子(SLS)增材制造设备，并提供 3D 打印材料、工艺及服务。公司是全球少数同时具备 3D 打印设备、材料及软件自主研发与生产能力的增材制造企业，销售规模位居全球前列，是我国工业级增材制造设备龙头企业之一。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 1：1H26 业绩回顾

（人民币百万元）	1H25	2H25	1H26	YoY	HoH	2026E
收入	239	476	341	42.3%	-28.5%	**1,193**
毛利	103	208	144	39.1%	-30.7%	**522**
营业利润	-4	70	1	-135.0%	-98.2%	**104**
净利润	5	64	8	87.1%	-86.9%	**107**
全面摊薄每股收益（元）	**0.01**	**0.16**	**0.02**	**87.1%**	-86.9%	**0.26**
毛利率	43.2%	43.6%	42.3%	-1ppt	-1.3ppt	43.8%
营业利润率	-1.5%	14.7%	0.4%	1.9ppt	-14.3ppt	8.7%
净利润率	1.9%	13.5%	2.5%	0.6ppt	-11.1ppt	9.0%

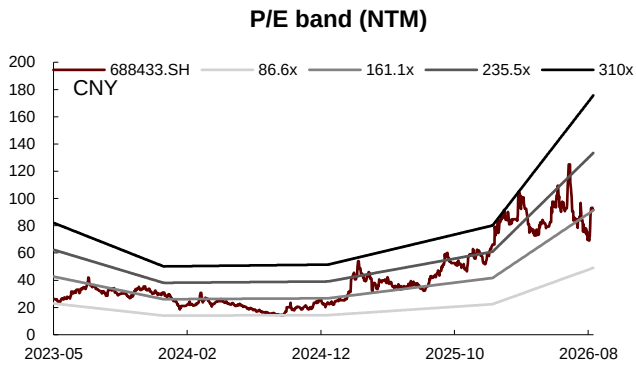
注：毛利未扣除税金及附加
资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

图表 2：远期估值表

（人民币 百万元）	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业总收入	1,193	1,870	2,483	3,228	4,196
归母净利润	107	316	600	828	1,215
目标P/E估值倍数					40
2030E目标估值					48,609
折现率（%）					7.0%
2026E目标估值					39,633
总股本（百万股）					414
目标股价（元）					96

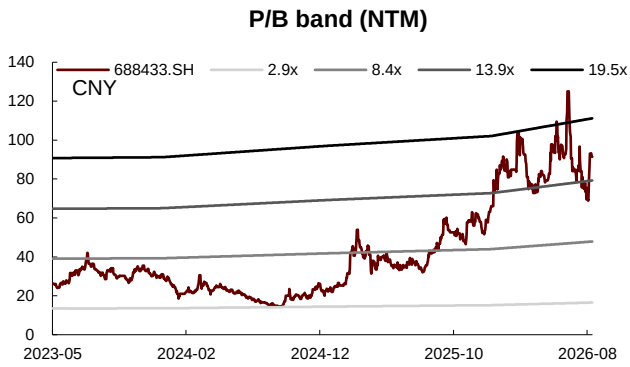
资料来源：Wind，公司公告，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 4：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 5：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价 08-11	市盈率		市净率		净资产收益率（%）	
				2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
688333.SH	铂力特	CNY	108.70	58.6	44.3	3.9	3.6	6.4	7.9
301021.SZ	英诺激光	CNY	67.03	51.7	34.5	3.9	3.6	7.1	9.7
688188.SH	柏楚电子*	CNY	103.01	21.7	17.9	4.4	4.0	21.5	23.5
平均值				**44.0**	**32.2**	**4.1**	**3.7**	**11.7**	**13.7**
688433.SH	华曙高科*	CNY	91.48	353.9	120.3	17.5	15.3	5.1	13.5

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：赵静

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。