

投资评级 优于大市 维持

费用管控良好，海外业务亟待突破

股票数据

04月18日收盘价(元)	32.68
52周股价波动(元)	14.78-34.08
总股本/流通A股(百万股)	1006/1005
总市值/流通市值(百万元)	31221/31205

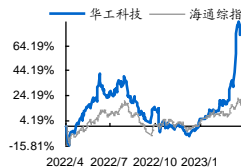
相关研究

《通信校企改革龙头发力，业绩增长加速》
2023.03.02

《经营稳步向上，发力新业务未来可期》
2022.11.01

《半年业绩快速增长，经营逐步再上台阶》
2022.07.28

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	45.1	60.1	71.7
相对涨幅(%)	40.3	57.2	71.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

联系人:夏凡

Tel:(021)23154128

Email:xf13728@haitong.com

投资要点:

- **事件:** 华工科技发布 2023 年一季报, 公司 2023Q1 收入 26.65 亿元 (同比 -6.76%), 归母净利润 3.08 亿元 (同比+36.34%), 扣非归母净利润 2.76 亿元 (同比+33.17%), 毛利率 21.16% (同比+3.14PCT)。
- **费用管控良好, 研发投入稳定提升。** 公司存货 21.79 亿元 (同比-8.36%), 合同负债 4.59 亿元 (同比-3.52%), 经营性净现金流 2.27 亿元 (同比+266.32%); 销售费用 1.21 亿元 (同比-18.12%), 管理费用 0.71 亿元 (同比-2.35%), 财务费用-0.17 亿元 (基本持平), 研发费用 1.28 亿元 (同比+23.40%), 成本&费用控制进一步显现。
- **华工正源北美业务亟待突破。** 公司与北美十几家客户面对面的进行了非常深入的技术路线和长期合作方面的交流, 预计今年在北美的销售收入有望达到 1.5 亿美元规模, 其中大概约 8 成是用于 AI 的光模块, 出货产品从 100G\200G\400G\800G 全覆盖, 并确定了 1.6T 产品研发计划。此外, 公司的相干光模块产品在北美市场表现亮眼, 全球第一个推出了 400G ZR+PRO 产品, 在发射光功率、接收灵敏度、光的性噪比方面优于业界水平, 技术上处于领先, 开始送样并收获小批量订单。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 154.43 亿元、191.05 亿元、236.67 亿元, 归母净利润分别为 11.96 亿元、15.82 亿元、20.43 亿元, EPS 为 1.19 元、1.57 元、2.03 元。参考公司历史估值及可比公司平均估值水平, 给予公司 2023 年动态 PE 区间 30-35X, 对应合理价值区间 35.70-41.65 元, “优于大市”评级。

- **风险提示。** 激光设备行业景气度低于预期、光器件价格竞争超预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10167	12011	15443	19105	23667
(+/-)YoY(%)	65.6%	18.1%	28.6%	23.7%	23.9%
净利润(百万元)	761	906	1196	1582	2043
(+/-)YoY(%)	38.2%	19.1%	32.0%	32.2%	29.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.76	0.90	1.19	1.57	2.03
毛利率(%)	17.0%	19.2%	20.0%	20.5%	20.7%
净资产收益率(%)	10.3%	11.0%	12.7%	14.4%	15.7%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002281.SZ	光迅科技	25.86	202.48	0.81	0.94	1.06	32	28	24
002008.SZ	大族激光	29.05	305.64	1.15	1.61	2.03	25	18	14
002222.SZ	福晶科技	30.34	129.70	0.51	0.64	0.79	59	48	38
300024.SZ	机器人	11.66	180.75	0.03	0.12	0.19	405	100	62
300620.SZ	光库科技	55.20	90.57	0.72	1.06	1.44	77	52	38
002371.SZ	北方华创	328.90	1739.07	4.46	5.87	8.00	74	56	41
						平均	75	54	40

备注: 收盘价日期为 2023 年 4 月 17 日, 可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 海通证券研究所

我们预计 2023-2025 年公司光器件业务增速有所回升; 22 年激光业务逆势增长, 预计 23-25 年将维持较快增长趋势; 目前公司新能源车热管理业务需求旺盛, 我们判断 23-25 年敏感元器件有望保持快速增长。伴随公司相关产品规模扩大及成本管控效果显现, 整体毛利率有望平稳回升。

表 2 华工科技主营业务分拆预测 (亿元)

年份		2021	2022	2023E	2024E	2025E
光器件系列	营业收入	53.80	57.10	68.52	82.22	98.67
	增速	80.00%	5.48%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	7.09%	8.94%	9.00%	9.00%	9.00%
激光加工业务	营业收入	26.07	32.89	42.76	53.44	66.81
	增速	40.00%	21.73%	30.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	30.34%	32.38%	33.00%	34.00%	34.00%
敏感元器件	营业收入	14.15	23.20	34.80	45.24	58.81
	增速	50.00%	60.42%	50.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	21.59%	21.24%	22.00%	22.00%	22.00%
激光全息防伪	营业收入	4.89	5.73	7.17	8.96	11.20
	增速	20.00%	5.39%	25.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	35.51%	38.77%	39.00%	39.00%	39.00%
计算软件及集成	营业收入	0.61	0.00	0.00	0.00	0.00
	增速	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	20.37%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	营业收入	2.15	1.19	1.19	1.19	1.19
	增速	-	-	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	32.00%	12.21%	12.21%	12.21%	12.21%
合计	营业收入	101.67	120.11	154.43	191.05	236.67
	增速	65.65%	18.14%	28.57%	23.72%	23.88%
	毛利率	17.04%	19.19%	19.99%	20.50%	20.72%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	12011	15443	19105	23667
每股收益	0.90	1.19	1.57	2.03	营业成本	9709	12356	15189	18762
每股净资产	8.19	9.37	10.94	12.97	毛利率%	19.2%	20.0%	20.5%	20.7%
每股经营现金流	0.58	0.29	0.91	1.12	营业税金及附加	60	74	92	115
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	608	741	841	1018
P/E	23.33	17.67	13.36	10.35	营业费用率%	5.1%	4.8%	4.4%	4.3%
P/B	2.57	2.24	1.92	1.62	管理费用	426	618	764	947
P/S	1.76	1.37	1.11	0.89	管理费用率%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	17.92	17.78	11.96	8.73	EBIT	642	1005	1493	1973
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-86	-63	-90	-125
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.7%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
毛利率	19.2%	20.0%	20.5%	20.7%	资产减值损失	59	42	21	22
净利润率	7.5%	7.7%	8.3%	8.6%	投资收益	240	100	100	100
净资产收益率	11.0%	12.7%	14.4%	15.7%	营业利润	1006	1326	1762	2277
资产回报率	5.4%	6.7%	7.6%	8.4%	营业外收支	3	10	10	10
投资回报率	7.3%	10.3%	14.2%	17.2%	利润总额	1009	1336	1772	2287
盈利增长 (%)					EBITDA	899	1151	1636	2111
营业收入增长率	18.1%	28.6%	23.7%	23.9%	所得税	119	146	199	254
EBIT 增长率	92.5%	56.5%	48.5%	32.1%	有效所得税率%	11.8%	10.9%	11.2%	11.1%
净利润增长率	19.1%	32.0%	32.2%	29.1%	少数股东损益	-16	-6	-8	-10
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	906	1196	1582	2043
资产负债率	50.7%	47.5%	47.1%	46.6%					
流动比率	1.6	1.8	1.9	1.9	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.4	货币资金	3356	3196	3997	5035
现金比率	0.5	0.5	0.5	0.5	应收账款及应收票据	3788	4494	5559	6887
经营效率指标					存货	2378	2815	3460	4274
应收帐款周转天数	106.2	106.2	106.2	106.2	其它流动资产	1447	1645	2030	2494
存货周转天数	83.2	83.2	83.2	83.2	流动资产合计	10969	12150	15047	18690
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	长期股权投资	821	821	821	821
固定资产周转率	7.0	8.8	11.0	14.0	固定资产	1759	1763	1715	1658
					在建工程	40	44	43	43
					无形资产	268	287	302	312
					非流动资产合计	5246	5277	5244	5196
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	16755	17967	20831	24427
净利润	906	1196	1582	2043	短期借款	739	300	200	100
少数股东损益	-16	-6	-8	-10	应付票据及应付账款	4114	4272	5367	6640
非现金支出	345	188	164	159	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-198	-179	-95	-101	其它流动负债	1862	2178	2472	2863
营运资金变动	-459	-910	-726	-964	流动负债合计	6715	6749	8039	9602
经营活动现金流	579	290	917	1126	长期借款	1497	1497	1497	1497
资产	-294	-167	-100	-79	其它长期负债	280	280	280	280
投资	113	0	0	0	非流动负债合计	1777	1777	1777	1777
其他	-1000	200	100	100	负债总计	8492	8526	9816	11379
投资活动现金流	-1181	33	0	21	实收资本	1006	1006	1006	1006
债权募资	866	-439	-100	-100	归属于母公司所有者权益	8238	9422	11003	13046
股权募资	4	0	0	0	少数股东权益	26	20	12	2
其他	-182	-43	-15	-9	负债和所有者权益合计	16755	17967	20831	24427
融资活动现金流	688	-483	-115	-109					
现金净流量	86	-160	801	1038					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 17 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余伟民 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：光迅科技,中国联通,沪电股份,深南电路,大族激光,天孚通信,中控技术,中国移动,锐捷网络,源杰科技,三环集团,烽火通信,亨通光电,博创科技,迪普科技,中瓷电子,长光华芯,星网锐捷,中兴通讯,光库科技,锐科激光,华测导航,拓邦股份,移远通信,亿联网络,浩瀚深度,紫光国微,紫光股份,广和通,工业富联

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。