

2023年08月30日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

东华测试 (300354)

2023年中报点评：净利润增长67%，技术赋能业务多元化发展

◆ 事件

公司8月22日公告，2023H1实现营收（2.00亿元，+42.72%），归母净利润（0.45亿元，+66.59%），毛利率（66.03%，-0.13pcts），净利率（22.47%，+3.22pcts）。2023Q2实现营收（1.28亿元，同比+36.87%，环比+78.66%），归母净利润（0.35亿元，同比+55.98%，环比+237.43%），毛利率（66.34%，同比+0.57pcts，环比+0.86pcts），净利率（27.04%，同比+3.31pcts，环比+12.72pcts）。

◆ 国内领先的结构力学性能研究和电化学工作站整体解决方案提供商

公司专注于智能化测控系统的研发和生产，对工程系统、设备的结构性性能进行整体测试分析、故障诊断及预警，在航空航天、桥梁建筑、水利工程等领域拥有较大市场空间。公司紧跟行业技术发展趋势，结合客户需求持续更新、完善产品线，在传统业务结构力学性能测试分析系统、结构安全在线监测及防务装备PHM系统的基础上，发展了面向民用领域的基于PHM的设备智能维保管理平台和电化学工作站业务，另外今年新业务自定义测控分析系统的推出进一步丰富了公司产品品类。公司业务覆盖航空航天、国家重大装备领域、机械制造、交通能源以及高校等行业，其中军工客户业务占比60%左右，是公司主要收入来源。

◆ 产品、技术持续改进，产品结构进一步丰富

公司2023H1营业收入（2.00亿元，+42.72%）和归母净利润（0.45亿元，+66.59%）均实现大幅增长，主要系公司技术领先，业务量随着国产化需求而增加，同时公司降本增效效果显现，盈利能力增幅较大。毛利率（66.03%，-0.13pcts）维持稳定，净利率（22.47%，+3.22pcts）有所增长，创历史同期最高水平。单看2023Q2，公司实现营收1.28亿元（同比+36.87%，环比+78.66%），归母净利润0.35亿元（同比+55.98%，环比+237.43%），毛利率66.34%（同比+0.57pcts，环比+0.86pcts），净利率

投资评级

买入

维持评级

2023年08月29日

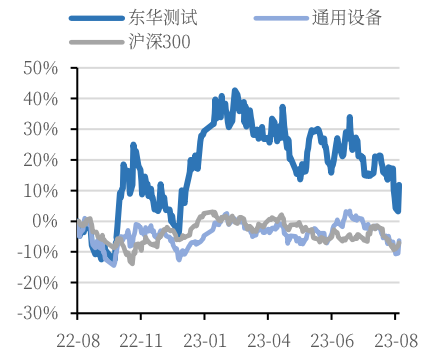
收盘价(元):

38.75

公司基本数据

总股本(百万股)	138.32
总市值(百万)	5,359.91
流通股本(百万股)	79.97
流通市值(百万)	3,098.72
12月最高/最低价(元)	50.00/29.10
资产负债率(%)	10.60
每股净资产(元)	4.52
市盈率(TTM)	38.35
市净率(PB)	8.57
净资产收益率(%)	7.19

股价走势图



作者

梁晨	分析师
SAC执业证书: S0640519080001	
联系电话: 010-59562536	
邮箱: liangc@avicsec.com	
张超	分析师
SAC执业证书: S0640519070001	
联系电话: 010-59219568	
邮箱: zhangchao@avicsec.com	
王绮文	研究助理
SAC执业证书: S0640121120018	
邮箱: wangqw@avicsec.com	

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

27.04%（同比+3.31pcts，环比+12.72pcts），各指标均处于增长态势。2023H1 从业务板块情况来看：

①**结构力学性能测试分析系统**，通过对结构强度、刚度等指标的采集检测，对结构性能进行整体分析，为产品性能、质量及安全提供保障，实现收入 1.35 亿元，毛利率 66.19%，业务占比 67.22%；

②**结构安全在线监测及防务装备故障预测与健康管理（PHM）系统**，用于对装备结构进行实时监测、安全评估和预警，使设备维修理念由定期维修向视情维修转变，实现收入 0.35 亿元，毛利率 66.15%，业务占比 17.27%；

③**基于 PHM 的设备智能维保管理平台**，主要面向民用领域，以预测性维护为核心对设备进行全生命周期的管理，减少人员参与，实现降本增效，此业务由子公司上海东昊承载，实现收入 0.10 亿元，毛利率 65.08%，业务占比 5.23%；

④**电化学工作站**，通过测量组成电化学电池待测物溶液所产生的电势、电流、电容及阻抗的变化，从而对电化学体系的特性、浓度、温度、反映速度进行分析，广泛应用于新能源等领域，目前此业务由子公司东华分析承载，实现收入 0.11 亿元，主要来自于高校，毛利率 65.58%，业务占比 5.47%；

⑤**自定义测控分析系统**，作为公司今年新推出项目，能够根据用户现场要求，构建专属的测试控制分析系统平台，具有实时性、稳定性、可靠性的特点，实现收入 0.05 亿元，毛利率 65.00%，业务占比 2.41%。另外，公司在研项目实验与仿真融合分析平台，以中小微制造业企业为目标客户，为其提供产品力学性能优化、结构减重设计和产品减振降噪综合治理技术服务，帮助其实现技术与产品的双升级，此项目的落地将进一步丰富公司产品矩阵。

◆ 降本增效实施效果显现，公司需求稳中有升

费用端来看，公司 2023H1 期间费用率（37.90%，同比-5.70pcts）大幅下降，主要系在公司流程优化举措下，不断提升模块化、自动化程度，提高效率，管理费用率（13.45%，同比-4.82pcts）降幅较大，带动三费率（26.84%，同比-5.63pcts）整体下降，同时销售费用率（13.49%，同比-0.92pcts）的小幅下降也为费用管控效果做出了贡献。除此之外，财务费用率（-0.10%，同比+0.11pcts）小幅增长，主要系汇兑收益和利息收入减少。

公司持续进行研发投入，研发费用（0.22 亿元，同比+41.88%）大幅增加，研发费用率（11.07%，同比-0.07pcts）基本稳定。

资产负债端来看，公司 2023H1 预付款项 0.20 亿元，较 2022 年增加 48.55%，主要系购买原材料所致；合同负债 0.17 亿元，较 2022 年增加

相关研究报告

东华测试（300354）2022 年年报点评：营收增速创近十年新高，净利率创历史新高 — 2023-03-18

东华测试（300354）2022 年三季报点评：三季度净利率创同期新高，四季度业绩或加速兑现 —2022-10-24

东华测试（300354）2022 年半年报点评：上半年业绩创历史同期最佳，预计下半年继续提速 —2022-08-08

93.46%，主要系预收货款增加。我们认为以上两项指标的增幅表明公司需求稳中向上，下半年业绩或将进一步提升。

◆ 国家科技水平及国防建设重要体现，受益于国产化需求

结构无处不在，结构力学是结构设计的基础，结构力学性能测试是科学研究、技术创新、设备维护、安全监督的重要手段，结构力学性能测试仪器的发展与国家科技水平、国防安全密切相关，在保障军事装备及大型民用装备的优化设计、性能检测、安全运行方面起着重要作用。随着“嫦娥”、“天宫”等航天工程、大飞机工程、西气东输等重大项目的实施，促进了国产结构力学性能测试仪器的发展，但高端仪器应用市场仍主要由国外厂商所占据，随着自主可控、国产化需求的加速，国产仪器逐步替代国外产品的空间加大。

◆ 股权解锁条件或将激励业绩提升

基于对公司业绩增长的信心，同时为了调动核心员工的积极性和凝聚力，公司 2021 年推出股权激励计划。按照本激励计划行权目标推算，2023 年公司层面的业绩指标营业收入最低需达到 5.85 亿元（目标值为 6.51 亿元），方可按照相应比例解锁归属于激励对象的股票。

结合 2023H1 营业收入 2.00 亿元推算，2023 年下半年营业收入最低需达到 3.85 亿元（目标值为 4.50 亿元），占 2023 年度解锁条件中营业收入比例为 65.77%（目标比例为 69.22%）。从公司 2022 年和 2021 年下半年营业收入分别占全年业绩比例的 61.77%和 60.11%来看，下半年业绩指标的达成具有一定压力，但随着去年订单的递延以及季节性调整、下半年收入确认的到来，公司业绩或有望实现较大幅度增长。

◆ 投资建议

我们认为：

- 1) 公司 2022 年未验收订单将递延至 2023 年，为公司 2023 年业绩带来增量；
- 2) 在巩固结构力学性能测试分析业务基础上，军队信息化、智能化建设将牵引结构安全在线监测及防务装备 PHM 系统的需求，带来业务增量；
- 3) 公司新增业务自定义测控分析系统与传统项目结构力学性能测试客户存在较大程度的重合，有助于新业务的拓展；
- 4) 随着电化学工作站业务从高校逐步向企业拓展，叠加储能电站和新能源电池行业发展前景，将打开公司成长空间。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 6.10 亿元、8.25 亿元、10.91 亿元，归母净利润分别为 1.93 亿元、2.55 亿元、3.32 亿元，EPS 分别为 1.39 元、1.84 元、2.40 元，维持“买入”评级，2023 年 8 月 29 日收盘价 38.75 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 27.88 倍、21.06 倍、16.15 倍。

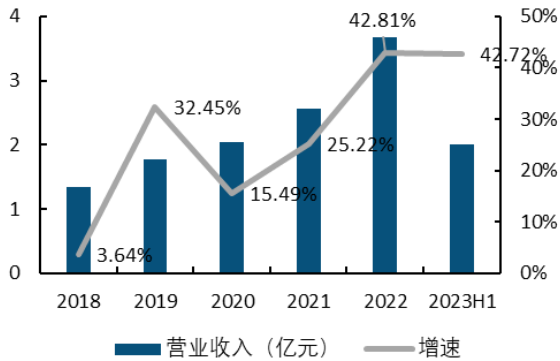
◆ 风险提示

原材料成本上升、产品研发不及预期、市场开拓不及预期

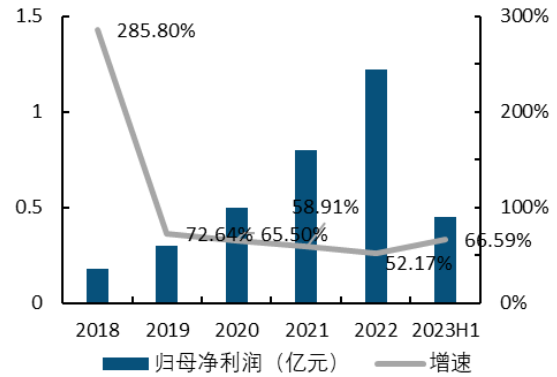
◆ 盈利预测

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	367.08	610.35	824.95	1090.50
增长率	42.81%	66.27%	35.16%	32.19%
归属母公司股东净利润	121.77	192.74	255.16	332.42
增长率	52.17%	58.28%	32.38%	30.28%
每股收益(EPS) (元)	0.88	1.39	1.84	2.40

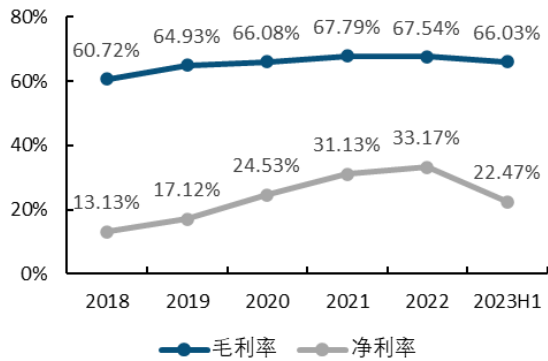
资料来源：iFind，中航证券研究所

◆ 公司年报主要财务数据
图 1 营业收入及增速（单位：亿元；%）


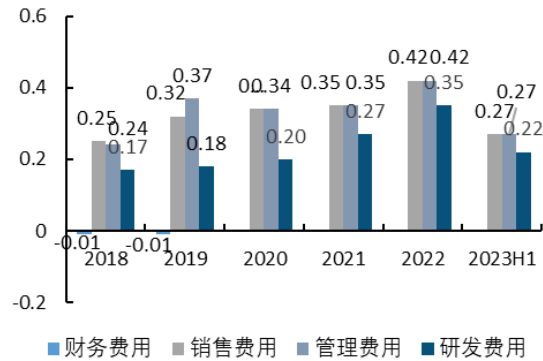
资料来源：Wind，中航证券研究所

图 2 归母净利润及增速（单位：亿元；%）


资料来源：Wind，中航证券研究所

图 3 毛利率及净利率（%）


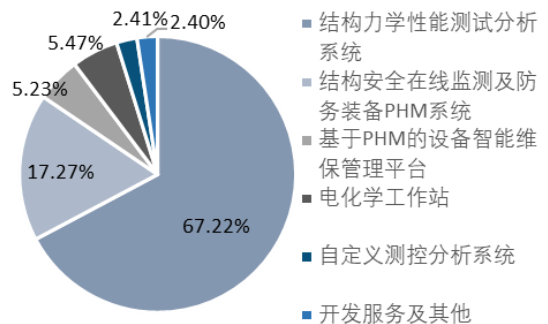
资料来源：Wind，中航证券研究所

图 4 期间费用情况（单位：亿元）


资料来源：Wind，中航证券研究所

图 5 研发占营收占比（单位：亿元；%）


资料来源：Wind，中航证券研究所

图 6 公司 2023H1 产品结构（%）


资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（数据单位：百万元）

利润表	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	367.08	610.35	824.95	1090.50	货币资金	121.36	178.98	289.87	457.41
营业成本	119.15	200.38	271.74	360.41	应收票据及账款	241.72	320.70	412.81	509.52
税金及附加	6.14	9.67	13.07	17.28	预付账款	13.67	23.43	32.52	43.56
销售费用	41.78	69.03	92.06	120.28	其他应收款	33.42	51.25	64.71	79.14
管理费用	41.89	69.46	92.97	121.37	存货	136.82	219.72	290.86	375.78
研发费用	34.62	59.26	80.68	107.85	其他流动资产	0.00	0.06	0.08	0.11
财务费用	-0.44	-0.53	-0.82	-1.31	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.50	-0.06	0.06	0.07	固定资产	115.07	97.07	79.06	61.05
信用减值损失	-8.81	-9.21	-12.45	-16.46	在建工程	0.18	0.15	0.12	0.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	16.31	13.59	10.87	8.16
投资收益	0.56	0.67	0.79	0.83	长期待摊费用	0.74	0.37	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	13.01	13.01	13.01	13.01
资产处置收益	-0.04	0.00	0.00	0.00	资产总计	692.31	918.34	1193.93	1547.83
其他收益	20.05	20.59	20.98	21.67	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	136.20	215.05	284.61	370.72	应付票据及账款	13.15	24.16	34.91	48.06
营业外收入	0.06	0.08	0.09	0.11	其他流动负债	76.66	137.95	199.21	274.70
营业外支出	0.26	0.23	0.21	0.19	流动负债合计	89.81	162.11	234.12	322.75
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.68	0.51	0.35	0.19
利润总额	136.01	214.90	284.49	370.64	其他非流动负债	2.04	2.04	2.04	2.04
所得税	14.23	22.16	29.33	38.21	非流动负债合计	2.71	2.55	2.38	2.23
净利润	121.77	192.74	255.16	332.42	负债合计	92.52	164.65	236.51	324.98
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	138.32	138.32	138.32	138.32
归属母公司股东净利润	121.77	192.74	255.16	332.42	资本公积	113.72	113.72	113.72	113.72
现金流量表	2022	2023E	2024E	2025E	留存收益	347.75	501.64	705.38	970.80
经营性现金净流量	31.38	97.61	163.11	234.87	归属母公司权益	599.79	753.69	957.42	1222.84
投资性现金净流量	-7.34	-1.51	-1.45	-1.49	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-24.20	-38.49	-50.77	-65.85	股东权益合计	599.79	753.69	957.42	1222.84
现金流量净额	-0.13	57.61	110.89	167.54	负债和股东权益合计	692.31	918.34	1193.93	1547.83

数据来源：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:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

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发送或为任何就送发、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