

2023年03月17日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

东华测试 (300354)

营收增速创近十年新高，净利率创历史新高

报告摘要

◆ **事件:** 公司3月10日公告, 2022年实现营收(3.67亿元, +42.81%), 归母净利润(1.22亿元, +52.17%), 毛利率(67.54%, -0.25pcts), 净利率(33.17%, +2.04pcts)。

◆ **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**
公司自成立以来, 一直专注于智能化测控系统的研发和生产, 对工程系统、设备的结构性能进行整体测试分析、故障诊断预警, 在航空航天、桥梁建筑、水利工程等领域拥有较大市场空间。公司根据市场和客户需求不断更新、丰富产品线, 目前拥有四大类产品, 按照功能分为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、基于 PHM 的设备智能维保管理平台、电化学工作站。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超 60%, 是公司主要收入来源。

◆ **收入增速创十年新高, 22Q4 为最好季度业绩**
公司 2022 年全年营业收入 (3.67 亿元, +42.81%), 归母净利润 (1.22 亿元, +52.17%)。营收增速创近十年新高, 但与股权激励目标仍有 0.37 亿元的差距。结合公司 2022 年末已签订合同、但尚未履行或尚未履行完毕的履约义务所对应的收入金额为 0.86 亿元来看, 我们认为业绩未达到目标值的主要原因系 2022 年疫情影响生产及订单确认所致, 同时公司 2022 年 Q4 创最好季度业绩(收入 1.44 亿元, +57.37%, 净利润 0.66 亿元, +63.39%)。

从四大类主要产品来看:

1. **结构力学性能测试分析系统:** 2022 年实现收入 (2.16 亿元, +22.25%), 总体保持稳定增长, 2022 年相关产品销售 2.9 万套 (+23.19%), 公司为适应不同行业的现场应用需求, 研发了如便携式测试系统、无线测试系统、微型测试系统等多规格多类型的产品, 同时随着数字化转型的深入、对生产工具的结构优化、结构安全的要求逐步提高, 国防工业投入的不断加强, 科研与生产越来越紧密, 结构力学性能测试分析系统市场需求不断增加;

投资评级

买入
维持评级

2023年03月14日

收盘价(元): 46.52

目标价(元): 55.82

公司基本数据

总股本(百万股)	138.32
总市值(百万)	6,434.66
流通股本(百万股)	79.91
流通市值(百万)	3,717.39
12月最高/最低价(元)	50.00/19.80
资产负债率(%)	13.36
每股净资产(元)	4.34
市盈率(TTM)	52.84
市净率(PB)	10.73
净资产收益率(%)	20.30

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

梁晨 分析师
SAC 执业证书: S0640519080001
联系电话: 010-59562536
邮箱: liangc@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

2. 结构安全在线监测及防务装备故障预测与健康管理系统: 2022 年实现营收 (0.82 亿元, +70.36%), 业务维持较高增长, 实现销售 9405 套 (+71.28%), 该业务主要利用智能传感、云计算、大数据、5G 等新技术, 对桥梁、大型建筑、水利工程、港口机械、重大装备等结构进行实时监测、安全评估和健康管理系统, 而目前以预测技术为核心的故障预测和健康管理系统获得越来越多的重视和应用, 带动公司该业务快速发展, 业务占比稳步提升 (22.38%, +3.62pcts);

3. 基于 PHM 的设备智能维保管理平台: 2022 年实现营收 (0.32 亿元, +94.49%), 该业务主体为子公司上海东昊, 2022 年实现销售 402 套 (+93.27%), 作为公司重点发展业务以及民用领域的放量, 助力业务快速扩张, 业务占比有所增长 (8.84%, +2.35pcts);

4. 电化学工作站: 2022 年实现营收 (0.31 亿元, +167.82%), 该业务主体为子公司东华分析, 2022 年销售量大幅增长 (620 台, +167.24%), 带动收入实现跨越式增长, 主要受益于材料腐蚀分析和新能源电池领域需求的提升, 公司快速占领市场, 业务占比也相应提高 (8.45%, +3.94pcts)。

整体来看, 我们认为 2022 年末确认订单有望在 2023 年确认, 同时公司紧跟国产替代发展机遇, 叠加 2023 年军用领域的高景气度、民用领域加速放量、以及自定义测控分析系统和实验与仿真融合分析平台两大新业务板块的推广, 公司业绩有望延续高增长态势。

◆ 费用管控效果较好, 净利率创历史新高

公司 2022 年毛利率 (67.54%, -0.25pcts), 基本维持稳定; 净利率 (33.17%, +2.04pcts), 创下历史同期新高, 我们认为主要系公司规模效应的体现, 同时公司费用管控较好, 期间费用率 (32.11%, 同比-5.34pcts) 降幅较大所致。具体来看, 销售费用率 (11.38%, -2.18pcts), 管理费用率 (11.41%, -2.08pcts), 财务费用率 (-0.12%, +0.04pcts)。

◆ 持续加强研发, 以市场需求为导向

2022 年公司研发费用 (0.35 亿元, +27.73%) 增幅较大, 研发费用率 (9.43%, -1.11pcts) 较为稳定, 2022 年研发人员 241 名, 较 2021 年增长 30.98%, 研发人员占比也提升了 6.01pcts 达到 37.31%。公司持续加强研发, 以市场需求为导向, 优化研发体系, 技术开发的模块化程度超过 50%, 提升了研发效率, 保证研发质量和进度; 同时加强技术基础管理和流程规范, 加快技术管理信息化平台建设, 加强技术标准化建设, 优化公司产品技术总类。在持续改进和升级现有主导产品的同时, 紧跟工业互联网迅速发展的大趋势, 加大新产品和新技术的研发力度。

相关研究报告

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

具体研发投入可大致分为以下几方面：

1. 测试仪器部分：①开发自定义测控系统，做到控制系统的国产化替代，通过测试系统与控制的结合，实现测试与控制的无缝衔接，扩大产品的应用方向和领域；②优化现有产品，在保证性能指标不变或指标更优的前提下对部分产品进行降成本处理，进一步增强板卡通用性与兼容性，提升产品竞争力；③完成了 DH5960N 坚固型高速数据测试分析系统的升级换代，并进入批量阶段，满足航空航天、武器兵器、汽车工业、机械工程等行业在恶劣环境下精准捕捉瞬态信号的要求；完成了 YJC220 矿用隔爆兼本安型数据采集器产品的开发并获矿用产品安全标志证书，为开拓煤矿设备健康管理领域市场提供产品支撑；④持续投入研发力量进行新技术的开发，丰富现有产品体系；

2. 传感器部分：①公司优化改造传感器生产线，提高了传感器的生产供应能力；②进一步加大传感器的研发的投入，对多款传感器产品进行性能升级，进一步提高产品性能和竞争力；③为应对市场需求，进行了大量新品开发，一体化电涡流、声发射传感器、高温压力传感器等都已经进入量产状态，完成了 GZW50/120 本安型振动温度传感器产品的开发并申办矿用产品安全标志证书，光纤传感器也进入试制阶段。

3. 软件部分：①东华测试全新数据采集与分析软件平台 DHDAS 已经完成基本功能与实验模态分析模块的研发，并已经推向市场，逐步替换现有软件平台，实现软件模块化设计，全新人机交互界面，更加流畅的软件操作逻辑，下阶段将开始着手研发专用大型实验软件，包括：阶次分析软件等；②东昊测试推出了基于 B/S 架构的 CMA3.0 旋转机械状态监测软件和设备运营维保软件平台，具有档案信息管理、巡检管理、在线管理、无线监测、运行状态、诊断工具、检修管理、统计报表、轴承库管理、系统维护、维保管理等功能，24 小时“保姆式”维护，精准锁定故障设备，定时掌握零部件损耗，有效减少停机维护时间和成本，为安全生产保驾护航。

◆ 巩固公司优势地位，拓宽业务领域

公司未来在结构力学测试领域进一步巩固公司市场领导地位、设备的健康管理和运营维保领域，构造可适配不同行业的综合平台，实现业务快速扩张、以及电化学分析领域通过高校市场的突破来带动重点行业的市场突破，保持主营业务持续发力的同时，重点推广自定义测控分析系统、实验与仿真融合分析平台两大新业务板块，进一步拓宽业务领域，满足客户多元化需求。

为用户提供高性能、高可靠性的产品，最大限度地满足日新月异的工程测试需求；以严格的管理，及时、高水准的专业性服务和不断提高的产品质量，

确保用户满意；以拥有完整技术链、产品线及服务平台的优势，提升产品档次保持公司在行业优势地位，提高与国际知名品牌的竞争力。

◆ 股权激励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，公司于 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）、2024 年营收最低需达到 8.11 亿元（目标值为 8.99 亿元）、2025 年营收最低需达到 10.80 亿元（目标值为 12.01 亿元），方可按照相应比例解锁归属于激励对象的股票。若公司今年达成业绩指标目标值，则意味着公司 2023 年业绩增速将达到 77.26%，将创历史同期最佳。

◆ 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) 2023 年公司在巩固结构力学测试领域龙头地位的同时，加速开拓民用市场和电化学分析应用领域，叠加自定义测控分析系统以及实验与仿真融合分析平台的重点推广，将进一步拓宽业务领域，抢占市场，带动业绩提升。

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，目标价 55.82 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 40.16 倍、30.34 倍、23.26 倍。

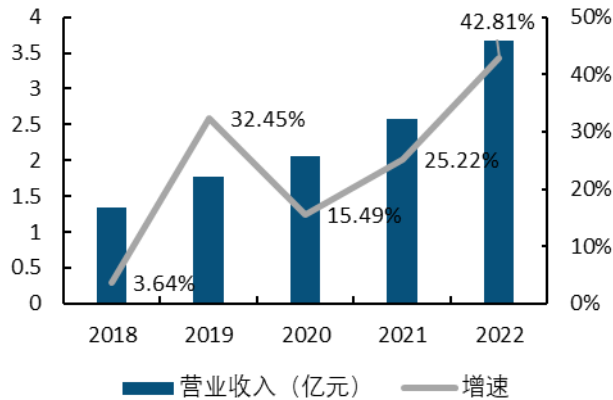
◆ 风险提示

原材料成本上升、产品研发不及预期、市场开拓不及预期

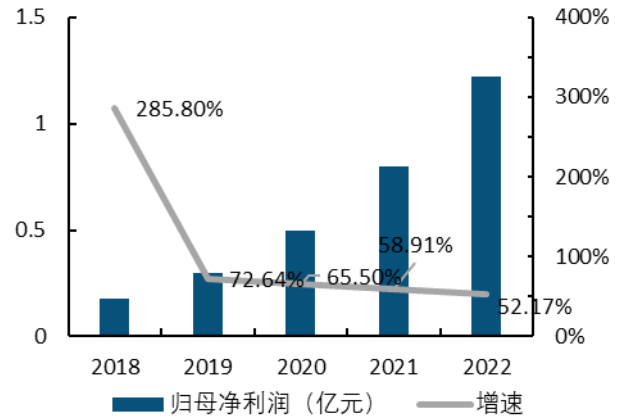
◆ 盈利预测

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

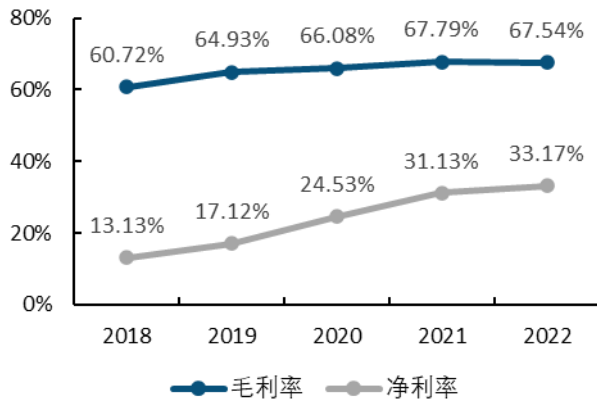
资料来源：iFind，中航证券研究所

◆ 公司年报主要财务数据
图 1 营业收入及增速（单位：亿元；%）


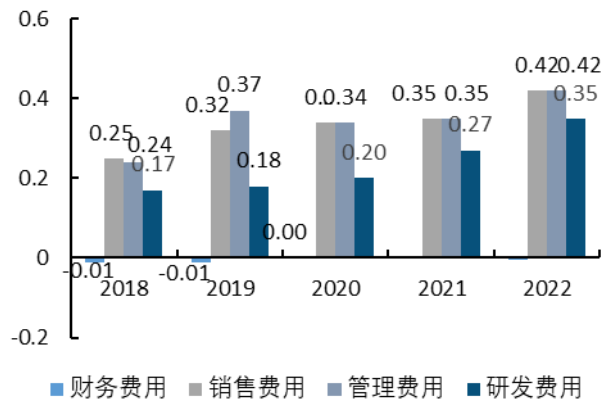
资料来源：Wind，中航证券研究所

图 2 归母净利润及增速（单位：亿元；%）


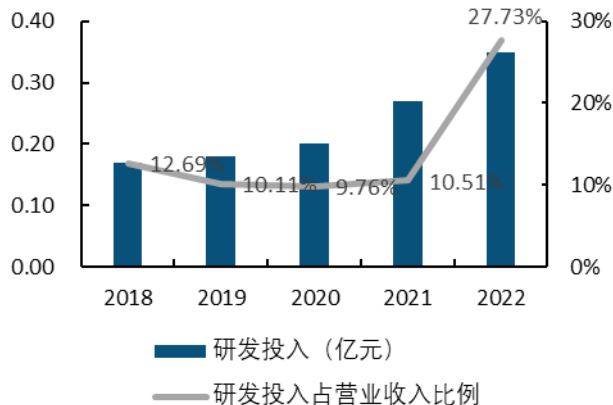
资料来源：Wind，中航证券研究所

图 3 毛利率及净利率（%）


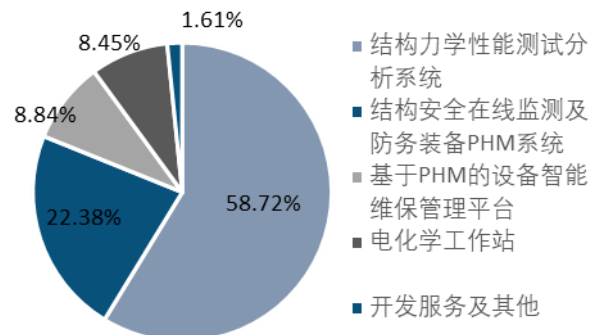
资料来源：Wind，中航证券研究所

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 2022 年产品结构（%）


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