

# 中国电研 (688128.SH)

锂电业务带动订单持续向好，合同负债同比增长 105%

买入

## 核心观点

**22H1 营收/扣非归母净利润同比增长 4%/22%**。公司 22H1 实现收入 16.47 亿元，同比增长 4.17%；归母净利润 1.67 亿元，同比增长 6.54%；扣非归母净利润 1.38 亿元，同比增长 21.81%。**单季度看**，22Q1/Q2 收入 7.40/9.07 亿元，同比变动+26.59%/-8.97%；归母净利润 0.49/1.18 亿元，同比变动+5.26%/+7.09%；扣非归母净利润 0.37/1.01 亿元，同比变动+37.20%/+16.97%。**盈利能力看**，22H1 毛利率/净利率分别为 28.95%/9.86%，同比变动+1.30/-0.21 个 pct。**期间费用看**，22H1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.57%/6.38%/-0.99%/7.66%，同比变动+0.01/+0.83/-0.48/+0.10 个 pct，期间费用控制良好。**现金流看**，公司经营性现金流净额为 3.14 亿元，同比去年-0.43 亿元大幅改善。

**检测服务盈利能力提升，新能源装备业务加速向好。分业务看**，质量技术服务/智能装备/环保涂料及树脂收入 3.39/6.44/6.41 亿元，同比变动+9.00%/-6.67%/+15.91%。**子公司看**，装备业务为主的擎天实业收入/净利润 3.98/0.60 亿元，同比变动+34%/+38%；环保涂料为主的擎天材料收入/净利润 5.86/0.22 亿元，同比变动-1%/-26%，业绩同比下滑主要系原材料价格处于高位；威凯检测收入/净利润 2.71/0.54 亿元，同比变动+5%/+25%。

**质量技术服务营收业绩有望持续提速**。公司已在全球 7 个国家和地区、33 个城市，设立了 21 个服务网点、实验室超 12 万平方米，服务渠道不断完善、网点布局持续推进。下游行业中，智能家居等优势业务占比较大且稳定，智能汽车、能源装备、5G 通信等新建产能将陆续投运，有望带来新增量。

**新能源装备业务订单饱满，合同负债同比增长 105%**。22H1 公司智能装备收入、利润同比下滑，主要系成套装备受境外疫情影响项目拓展、执行放缓，叠加国际物流等成本持续上涨所致。但受益于新能源电池自动检测系统业务持续进行技术迭代及客户拓展，公司整体合同负债达 10.73 亿元，同比增长 105%，相比 21 年底增长 58%，在手订单饱满、持续向好。公司新签或中标比亚迪、蜂巢能源、国轩高科、欣旺达、天能等客户的多个产线项目，客户群扩大至广汽、吉利等头部车企，锂电业务继续快速增长，营收占比持续提升。

**风险提示**：检测业务发展不及预期；锂电订单不及预期；市场竞争加剧。

**投资建议**：公司是电器综合性检测龙头，有央企背景、有技术、有行业地位、有成长动力，管理层目标明确战略清晰，检测业务加大投入加速发展，有串联技术优势的锂电业务订单持续向好有弹性。我们预计公司 2022-24 年归母净利润为 3.98/5.11/6.56 亿元（22-23 年前值 5.40/7.40 亿元），对应 PE23/18/14 倍，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,520	3,407	3,998	4,580	5,318
(+/-%)	-8.5%	35.2%	17.3%	14.6%	16.1%
净利润(百万元)	283	315	398	511	656
(+/-%)	12.1%	11.4%	26.5%	28.3%	28.3%
每股收益(元)	0.70	0.78	0.99	1.26	1.62
EBIT Margin	9.9%	7.5%	11.0%	12.1%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	12.3%	12.9%	14.9%	15.8%	18.1%
市盈率 (PE)	31.8	28.5	22.6	17.6	13.7
EV/EBITDA	33.6	34.2	22.5	18.5	15.4
市净率 (PB)	3.92	3.68	3.36	2.77	2.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 机械设备·专用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：李雨轩

0755-81981140

liyuxuan@guosen.com.cn

S0980521100001

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	22.22 元
总市值/流通市值	8999/2133 百万元
52 周最高价/最低价	51.88/13.92 元
近 3 个月日均成交额	65.54 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

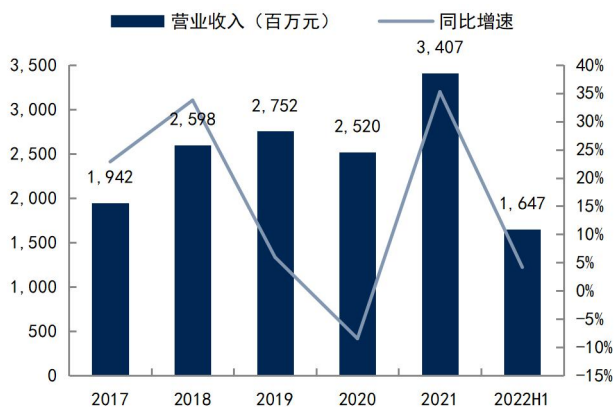
### 相关研究报告

《中国电研-688128-2021 年三季报点评：订单趋势向好，关注后续业绩兑现》——2021-11-03

《中国电研-688128-2021 年中报点评：业绩符合预期，检测+锂电业务将加速成长》——2021-08-25

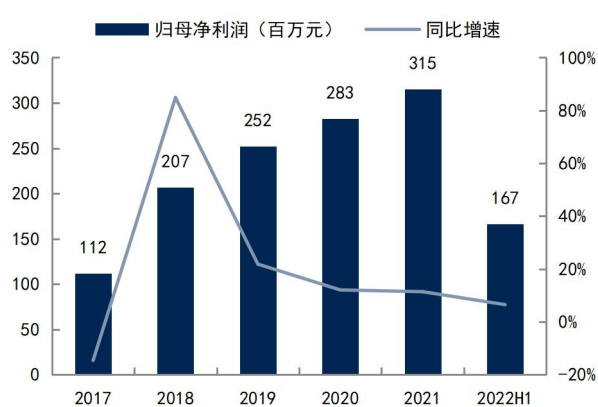
《中国电研-688128-深度报告：厚积薄发的电器综合性检测龙头》——2021-07-28

图1: 中国电研 2022H1 营业收入同比+4.17%



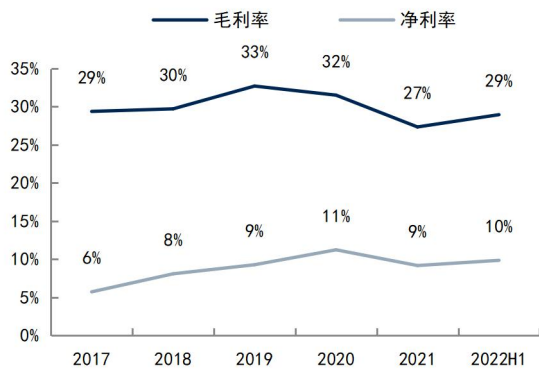
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 中国电研 2022H1 归母净利润同比+6.54%



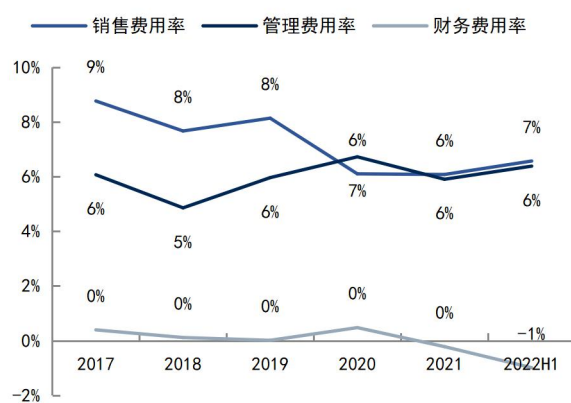
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 中国电研毛利率水平有所回升



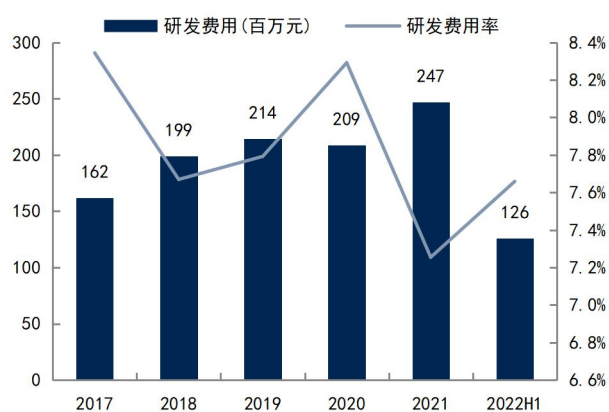
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 中国电研期间费用率基本稳定



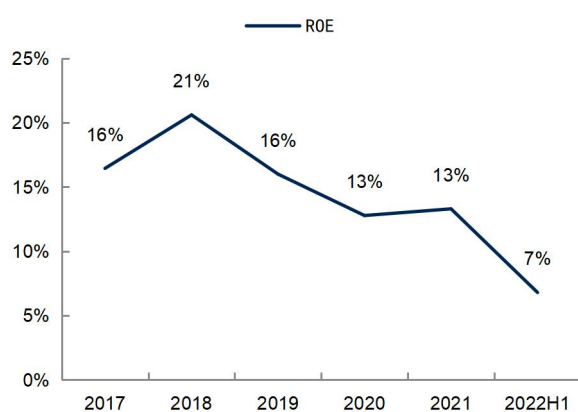
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 中国电研研发投入持续增长



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 中国电研 ROE 有所下降



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

**表1：可比公司估值表**

证券简称	投资评级	收盘价总市值（亿元）		EPS				PE			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
广电计量	买入	22.63	130.17	0.44	0.48	0.68	0.92	51.43	46.99	33.46	24.47
华测检测	买入	20.78	349.20	0.35	0.55	0.68	0.84	59.37	37.51	30.52	24.80
杭可科技	买入	74.49	301.49	0.58	1.94	3.36	5.40	128.29	38.31	22.18	13.80
埃斯顿	增持	22.28	193.67	0.14	0.25	0.37	0.50	158.75	88.03	60.90	44.22
							平均值	99.46	52.71	36.77	26.82
中国电研	买入	22.22	89.88	0.78	0.98	1.26	1.62	28.53	22.58	17.59	13.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	734	535	1645	1805	1996	营业收入	2520	3407	3998	4580	5318
应收款项	854	1145	1274	1516	1747	营业成本	1726	2476	2743	3105	3561
存货净额	511	919	839	1014	1195	营业税金及附加	13	22	25	27	33
其他流动资产	237	504	401	523	643	销售费用	154	207	239	265	297
<b>流动资产合计</b>	<b>3091</b>	<b>3608</b>	<b>4161</b>	<b>4860</b>	<b>5583</b>	管理费用	169	201	250	274	304
固定资产	533	576	669	753	825	研发费用	209	247	300	353	420
无形资产及其他	102	100	81	62	43	财务费用	12	(7)	(9)	(18)	(23)
投资性房地产	248	550	550	550	550	投资收益	28	22	(9)	(6)	2
长期股权投资	20	17	17	17	17	资产减值及公允价值变动	(5)	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3994</b>	<b>4851</b>	<b>5478</b>	<b>6242</b>	<b>7017</b>	其他收入	(162)	(190)	(300)	(353)	(420)
短期借款及交易性金融负债	29	49	230	103	127	营业利润	306	346	441	567	728
应付款项	671	1039	1197	1298	1516	营业外净收支	3	6	4	4	5
其他流动负债	790	1034	1094	1320	1473	<b>利润总额</b>	<b>309</b>	<b>352</b>	<b>445</b>	<b>572</b>	<b>733</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1490</b>	<b>2122</b>	<b>2521</b>	<b>2721</b>	<b>3116</b>	所得税费用	26	39	49	64	82
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	(2)	(3)	(4)	(5)
其他长期负债	187	265	265	265	265	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>283</b>	<b>315</b>	<b>398</b>	<b>511</b>	<b>656</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>187</b>	<b>265</b>	<b>265</b>	<b>265</b>	<b>265</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1677</b>	<b>2387</b>	<b>2786</b>	<b>2986</b>	<b>3381</b>	净利润	283	315	398	511	656
少数股东权益	22	20	18	16	13	资产减值准备	(48)	10	0	0	0
股东权益	2295	2444	2673	3240	3623	折旧摊销	69	78	82	91	100
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3994</b>	<b>4851</b>	<b>5478</b>	<b>6242</b>	<b>7017</b>	公允价值变动损失	5	(4)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	12	(7)	(9)	(18)	(23)
每股收益	0.70	0.78	0.99	1.26	1.62	营运资本变动	(14)	(568)	273	(213)	(160)
每股红利	0.31	0.31	0.42	0.54	0.68	其它	48	(12)	(2)	(3)	(3)
每股净资产	5.67	6.04	6.61	8.01	8.96	<b>经营活动现金流</b>	<b>343</b>	<b>(180)</b>	<b>751</b>	<b>387</b>	<b>594</b>
ROIC	28%	25%	35%	40%	45%	资本开支	0	(131)	(156)	(156)	(153)
ROE	12%	13%	15%	16%	18%	其它投资现金流	(66)	251	503	0	0
毛利率	32%	27%	31%	32%	33%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(75)</b>	<b>123</b>	<b>347</b>	<b>(156)</b>	<b>(153)</b>
EBIT Margin	10%	7%	11%	12%	13%	权益性融资	(2)	0	0	273	0
EBITDA Margin	13%	10%	13%	14%	15%	负债净变化	(12)	0	0	0	0
收入增长	-8%	35%	17%	15%	16%	支付股利、利息	(126)	(126)	(170)	(217)	(274)
净利润增长率	12%	11%	26%	28%	28%	其它融资现金流	66	111	182	(128)	25
资产负债率	43%	50%	51%	48%	48%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(212)</b>	<b>(142)</b>	<b>12</b>	<b>(72)</b>	<b>(249)</b>
息率	1.4%	1.4%	1.9%	2.4%	3.0%	<b>现金净变动</b>	<b>56</b>	<b>(198)</b>	<b>1110</b>	<b>160</b>	<b>191</b>
P/E	31.8	28.5	22.6	17.6	13.7	货币资金的期初余额	678	734	535	1645	1805
P/B	3.9	3.7	3.4	2.8	2.5	货币资金的期末余额	734	535	1645	1805	1996
EV/EBITDA	33.6	34.2	22.5	18.5	15.4	企业自由现金流	0	(394)	590	216	412
						权益自由现金流	0	(283)	780	104	457

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032