

2023年03月11日  
 东华测试(300354.SZ)

ESSENCE


**公司快报**

证券研究报告

国防军工

## 22年归母净利润同比+52.17%，盈利能力持续提升

**■ 事件：**3月9日，公司发布2022年年报，报告期内公司实现收入(3.67亿元，+42.81%)，归母净利润(1.22亿元，+52.17%)，扣非归母净利润(1.17亿元，+52.36%)。

**■ 业绩实现稳步增长，盈利能力持续提升。**2022年度公司实现营业收入3.67亿元，同比增长42.81%；实现归母净利润1.22亿元，同比增长52.17%，主要系公司紧抓国产替代持续深化机遇，完善销售体系，客户订单有序交付。具体来看，Q1-Q4公司分别实现营业收入0.47/0.94/0.83/1.44亿元，Q4环比增长73%；Q1-Q4实现归母净利润0.05/0.22/0.29/0.66亿元，Q4环比增长128%，Q4业绩快速提升，或与军工订单Q4确认收入较多有关。

**具体业务板块方面，**(1)结构力学性能测试分析主业实现营业收入2.16亿元(+22.25%)，主要受益于国产化需求增加，销售订单持续增长；(2)结构安全在线监测及防务装备PHM系统业务实现营业收入0.82亿元(+70.36%)，下游订单亦稳步增加；(3)基于PHM的设备智能维保管理平台实现营业收入0.32亿元(+94.49%)，主要系在工业互联网大趋势下，公司积极开拓新用户，目前已取得较大进展，在冶金石化、港口机械等行业积累了一批稳定客户；(4)电化学工作站业务实现营业收入0.31亿元(+167.82%)，报告期内公司积极开拓市场，业务进展迅速，目前已在清华大学、上海交通大学、中船\*所等高校及院所客户中得到广泛使用，并已成功将客户拓展至工业应用领域。23年国防经费增速延续“7%时代”，军工行业有望持续高景气度，预计公司结构力学主业及军用PHM将继续保持稳健增长；此外，民用PHM和电化学工作站业务已步入正轨，随着民用市场加速打开，有望为公司构筑新成长曲线。

**盈利能力同比改善，费用控制能力不断增强。**2022年公司毛利率为67.54%，同比下降0.25pct，或与公司原材料采购、产品运输受疫情影响有关。其中，Q1-Q4毛利率分别为66.95%/65.77%/65.81%/69.88%，Q4毛利率有所提升，或与四季度高毛利产品占比增加有关。2022年公司净利率为33.17%，同比增加2.04pct，主要系公司积极推进生产工艺技术升级、设备改造、费用管控等降本增效措施。Q1-Q4净利率分别为10.23%/23.72%/34.64%/45.89%，季度间呈现稳步增长趋势，盈利能力持续加强。报告期内，期间费用率同比减少5.34pct至

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6个月目标价	60元
股价(2023-03-10)	46.40元

### 交易数据

总市值(百万元)	6,418.06
流通市值(百万元)	3,707.80
总股本(百万股)	138.32
流通股本(百万股)	79.91
12个月价格区间	20.2/49.62元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.4	29.4	64.2
绝对收益	-2.0	28.6	56.6

**郭倩倩** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120004

guoqq@essence.com.cn

**张宝涵** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030001

zhangbh@essence.com.cn

### 相关报告

利好政策助力业务发展，国产替代打开成长空间	2023-02-15
收入端高速增长，有望受益专项设备改造需求	2022-10-24

32.10%，其中管理费率同比下降 2.08pct，销售费率同比下降 2.18pct。随着公司持续加强费用管控，整体盈利能力有望进一步提升。

#### ■ 新产品自定义测控分析系统落地，有望成为业绩增长新引擎。

自定义测控分析系统将测试与控制系统相结合，可根据用户现场要求，构建专属测试控制分析系统平台，是公司业务拓展板块中重要战略组成之一。据公司官网信息，2022 年 7 月，公司与某部签订飞行器供油自定义测控分析系统项目采购合同，并成功通过相关技术鉴定；11 月，XX 发动机测试控制分析系统完成小批量生产，各项性能指标优于用户要求，已进入可靠性与环境适应性验证阶段。公司依托新产品成功解锁装备新市场，随着列装步伐加快，有望成为公司业绩增长新引擎。

■ **投资建议：**公司是结构力学性能测试行业龙头企业，优势主业为公司业绩增长提供有力支撑，同时公司积极拓展 PHM 智能维保平台及电化学工作站新业务，有望为公司构筑第二成长曲线，我们预计公司 2023-2025 年的净利润分别为 1.9 亿、2.8 亿和 3.7 亿，对应 33、23、17X 估值，维持买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：**电化学站、民用 PHM 拓展低于预期；疫情影响交付；核心技术管理人员流失。

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2.6	3.7	5.8	8.2	10.8
净利润	0.8	1.2	1.9	2.8	3.7
每股收益(元)	0.58	0.88	1.40	2.01	2.67
每股净资产(元)	3.58	4.34	5.45	7.13	9.47

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	80.2	52.7	33.2	23.1	17.4
市净率(倍)	13.0	10.7	8.5	6.5	4.9
净利润率	31.1%	33.2%	33.4%	33.8%	34.3%
净资产收益率	16.2%	20.3%	25.7%	28.2%	28.2%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.6%	0.7%	0.7%
ROIC	27.6%	33.6%	40.5%	43.9%	41.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2.6	3.7	5.8	8.2	10.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	0.8	1.2	1.9	2.7	3.6	营业收入增长率	25.2%	42.8%	58.0%	42.0%	30.9%
营业税费	-	0.1	0.1	0.1	0.2	营业利润增长率	51.7%	58.6%	53.7%	45.9%	33.3%
销售费用	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0	净利润增长率	58.9%	52.2%	59.0%	43.7%	32.9%
管理费用	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0	EBITDA 增长率	51.5%	70.9%	60.5%	42.4%	31.5%
研发费用	0.3	0.3	0.5	0.7	0.9	EBIT 增长率	61.2%	66.9%	69.1%	46.0%	33.4%
财务费用	-	-	-	-	-	NOPLAT 增长率	59.7%	52.3%	54.7%	46.0%	33.4%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.0%	28.3%	34.9%	39.8%	36.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	15.7%	21.2%	25.8%	30.7%	32.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	0.9	1.4	2.1	3.1	4.1	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-	-	0.1	-	-	毛利率	67.8%	67.5%	67.2%	66.7%	66.6%
利润总额	0.9	1.4	2.2	3.1	4.1	营业利润率	33.4%	37.1%	36.1%	37.1%	37.8%
减:所得税	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	净利润率	31.1%	33.2%	33.4%	33.8%	34.3%
净利润	0.8	1.2	1.9	2.8	3.7	EBITDA/营业收入	32.2%	38.5%	39.1%	39.2%	39.4%
						EBIT/营业收入	28.8%	33.7%	36.0%	37.0%	37.7%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	160	112	66	39	24
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	280	279	265	284	319
货币资金	1.2	1.2	1.2	1.0	1.0	流动资产周转天数	517	465	396	373	387
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	157	190	145	150	185
应收帐款	1.3	2.6	2.1	4.8	6.3	存货周转天数	167	132	155	155	150
应收票据	-	-	0.1	0.1	0.1	总资产周转天数	723	607	480	423	420
预付帐款	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	投资资本周转天数	456	405	338	328	346
存货	1.3	1.4	3.6	3.5	5.5						
其他流动资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	20.3%	25.7%	28.2%	28.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.7%	17.6%	22.7%	25.7%	25.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	27.6%	33.6%	40.5%	43.9%	41.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	1.1	1.1	1.0	0.8	0.6	销售费用率	13.6%	11.4%	10.5%	10.0%	9.5%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	13.5%	11.4%	10.2%	9.5%	9.0%
无形资产	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	研发费用率	10.5%	9.4%	9.0%	8.7%	8.8%
其他非流动资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	财务费用率	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
资产总额	5.5	6.9	8.5	10.8	14.3	四费/营业收入	37.4%	32.1%	29.6%	28.2%	27.3%
短期债务	-	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	0.1	0.2	0.4	0.4	0.6	资产负债率	9.3%	13.4%	11.7%	8.8%	8.7%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	10.2%	15.4%	13.3%	9.7%	9.5%
其他流动负债	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6	流动比率	8.60	6.09	7.64	10.62	11.13
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	5.75	4.57	3.83	6.84	6.55
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-184.12	-283.96	-522.34	-762.45	-1,016.99
负债总额	0.5	0.9	1.0	1.0	1.2	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.18	-	0.28	0.34	0.33
股本	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	分红比率	30.2%	0.0%	20.2%	16.8%	12.3%
留存收益	3.6	4.6	6.2	8.5	11.7	股息收益率	0.4%	0.0%	0.6%	0.7%	0.7%
股东权益	4.9	6.0	7.5	9.9	13.1						
						<b>现金流量表</b>					
						(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	0.8	1.2	1.9	2.8	3.7
						加:折旧和摊销	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
						资产减值准备	-	0.1	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	-	-	-	-	-
						投资收益	-	-	-	-	-
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-0.6	-0.9	-1.8	-2.7	-3.4
						<b>经营活动产生现金流量</b>	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
						投资活动产生现金流量	-0.1	-0.1	-	-	-
						融资活动产生现金流量	-0.2	-0.2	-0.4	-0.5	-0.5
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.58	0.88	1.40	2.01	2.67
						BVPS(元)	3.58	4.34	5.45	7.13	9.47
						PE(X)	80.2	52.7	33.2	23.1	17.4
						PB(X)	13.0	10.7	8.5	6.5	4.9
						P/FCF	845.4	326.4	202.8	220.5	138.1
						P/S	25.0	17.5	11.1	7.8	6.0
						EV/EBITDA	62.4	36.5	27.7	19.5	14.9
						CAGR(%)	51.5%	44.8%	56.7%	51.5%	44.8%
						PEG	1.6	1.2	0.6	0.4	0.4
						ROIC/WACC	2.6	3.2	3.9	4.2	4.0
						REP	5.4	3.5	2.6	1.7	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明**

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034