

# 中国电研 (688128.SH)

## 23Q1 业绩同比+27.08%，公司订单高增经营持续向好

**买入**

### 核心观点

**2022 年营收/归母净利润同比+11.36%/+15.32%**。公司 2022 年实现营业收入 37.95 亿元，同比增长 11.36%；归母净利润 3.63 亿元，同比增长 15.32%；扣非归母净利润 3.11 亿元，同比增长 28.62%。公司业绩增速大于收入增速，主要系公司前期布局产能释放，精益管理提升运营效率所致。**单季度看**，22Q4 营收 12.70 亿元，同比增长 30.02%；归母净利润 1.07 亿元，同比增长 40.29%。

**盈利能力持续提升，现金流情况大幅改善**。2022 年公司毛利率/净利率为 28.45%/9.44%，同比变动+1.10/+0.26 个 pct。**期间费用方面**，销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.11%/6.50%/-0.68%/7.58%，同比变动+0.04/+0.60/-0.46/+0.32 个 pct，期间费用率整体保持稳定。**现金流方面**，经营性现金净额 7.06 亿元，同比+552.67%，公司现金流质量大幅改提升。

**检验认证稳定增长，电气装备表现亮眼**。分业务看，质量技术服务/智能装备/环保涂料及树脂收入分别为：8.97/15.58/12.76 亿元，同比分别变动+13.69%/+14.22%/+7.41%；毛利率分别为 48.22%/28.02%/13.73%，同比变动+2.35/+1.30/+0.03 个 pct。**子公司看**，1) 擎天实业（锂电设备为主）收入 9.72 亿元（+54.99%），净利润 1.19 亿（+48.51%）；2) 擎天材料（环保涂料为主）收入 11.86 亿元（+6.05%），净利润 0.50 亿元（+19.10%），盈利能力改善主要系原材料价格有所回调所致；3) 威凯检测收入 6.32 亿元（+10.63%），净利润 1.19 亿元（+18.85%）。

**锂电业务订单饱满，合同负债同比增长 105%**。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，公司合同负债总额截至 22 年末达 14.68 亿元，同比+115.53%；截至 23Q1 末达 16.51 亿元，同比+114.87%，在手订单饱满。公司在持续巩固老客户的基础上开拓了中创新航、远景动力、浙江天能等优质新客户，并将客户群扩大至广汽、吉利、北汽等车企，有力保障了公司业务的稳定性及市场竞争力。

**23Q1 经营向好，业绩同比增长 27.08%**。营业收入 8.56 亿元，同比增加 15.69%；归母净利润 0.62 亿元，同比增长 27.08%；扣非归母净利润 0.47 亿元，同比增加 26.48%。毛利率/净利率为 27.76%/7.14%，同比变动-0.39/+0.78 个 pct。**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 2023-25 年归母净利润为 4.41/5.44/6.60 亿元，对应 PE22/18/15 倍，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,407	3,795	4,640	5,484	6,430
(+/-%)	35.2%	11.4%	22.3%	18.2%	17.2%
净利润(百万元)	315	363	441	544	660
(+/-%)	11.4%	15.3%	21.4%	23.3%	21.4%
每股收益(元)	0.78	0.90	1.09	1.34	1.63
EBIT Margin	7.5%	7.5%	9.6%	10.2%	10.5%
净资产收益率 (ROE)	12.9%	13.7%	15.1%	15.5%	16.9%
市盈率 (PE)	30.9	26.8	22.1	17.9	14.7
EV/EBITDA	36.4	35.6	25.8	21.7	19.3
市净率 (PB)	3.98	3.66	3.33	2.77	2.49

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

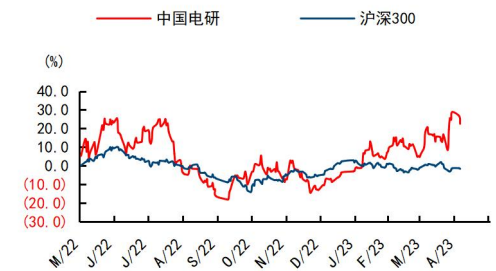
liyuxuan@guosen.com.cn

S0980521100001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	24.06 元
总市值/流通市值	9732/9732 百万元
52 周最高价/最低价	26.80/15.78 元
近 3 个月日均成交额	100.20 百万元

#### 市场走势

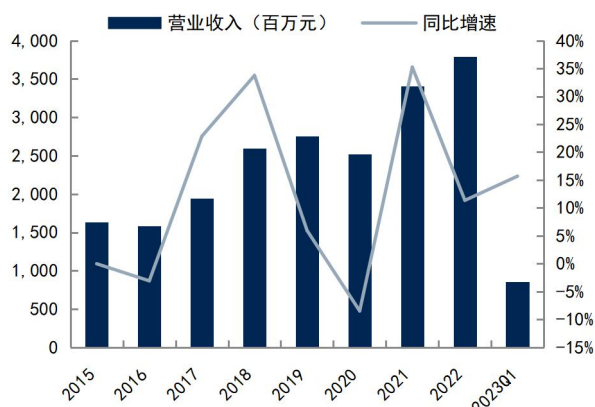


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中国电研 (688128.SH) - 锂电业务带动订单持续向好，合同负债同比增长 105%》——2022-08-23
- 《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 2023Q1 营收同比+15.69%



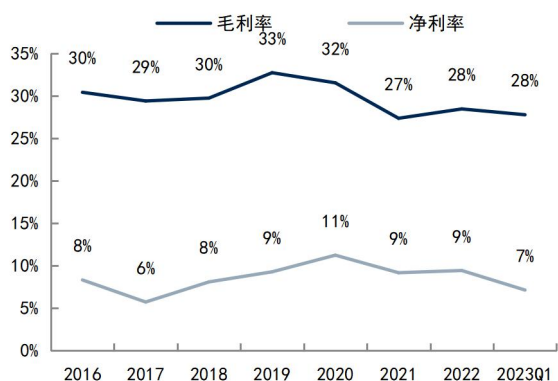
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 中国电研 2023Q1 归母净利润同比+27.08%



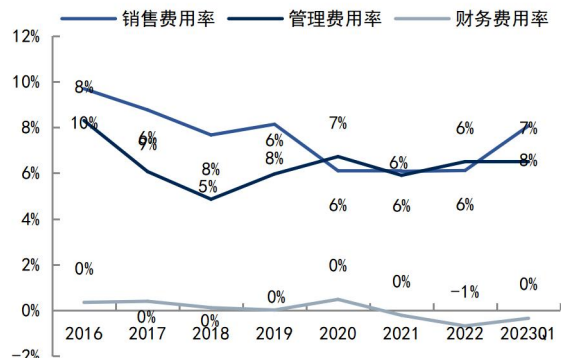
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 中国电研盈利能力基本稳定



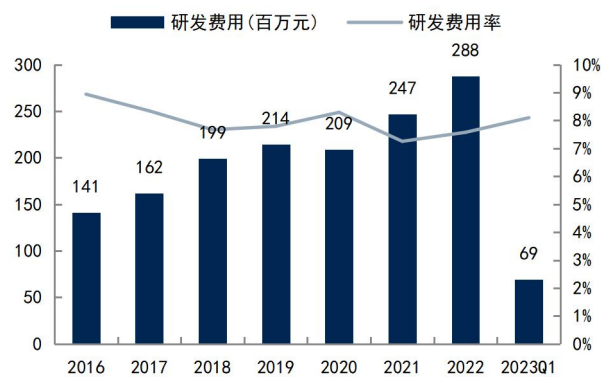
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 中国电研期间费用率整体保持稳定



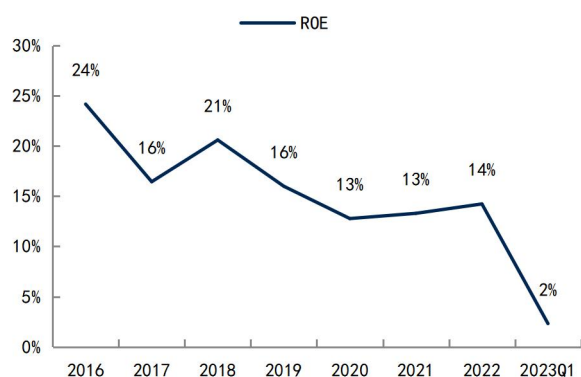
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 中国电研研发费用持续提升



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 有所回升



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 20230505	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2021A	2022A	2023E	2024E	2021A	2022A	2023E	2024E
苏试试验	买入	27.53	107.69	0.61	0.69	0.96	1.29	45	40	29	21
华测检测	买入	19.01	319.91	0.35	0.55	0.65	0.79	55	34	29	24
广电计量	买入	22.07	126.95	0.44	0.32	0.61	0.81	50	69	36	27
谱尼测试	买入	35.48	101.83	0.44	1.12	1.26	1.71	81	32	28	21
							平均值	58	44	31	23
中国电研	买入	24.06	97.32	0.42	0.90	1.09	1.34	57	27	22	18

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	535	913	1457	1566	1933	<b>营业收入</b>	<b>3407</b>	<b>3795</b>	<b>4640</b>	<b>5484</b>	<b>6430</b>
应收款项	1145	1386	1609	1916	2275	营业成本	2476	2715	3239	3795	4420
存货净额	919	1602	1372	1763	2188	营业税金及附加	22	27	29	36	43
其他流动资产	504	520	587	752	858	销售费用	207	232	279	327	380
<b>流动资产合计</b>	<b>3608</b>	<b>4618</b>	<b>5025</b>	<b>5999</b>	<b>7256</b>	管理费用	201	247	291	342	405
固定资产	576	656	750	835	916	研发费用	247	288	356	426	506
无形资产及其他	100	101	92	83	74	财务费用	(7)	(26)	(10)	(13)	(19)
投资性房地产	550	856	856	856	856	投资收益	22	(2)	16	12	9
长期股权投资	17	18	18	18	18	资产减值及公允价值变动	4	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4851</b>	<b>6249</b>	<b>6741</b>	<b>7791</b>	<b>9119</b>	其他收入	(190)	(216)	(356)	(426)	(506)
短期借款及交易性金融负债	49	74	251	125	150	营业利润	346	380	472	583	703
应付款项	1039	1300	1581	1766	2119	营业外净收支	6	2	4	4	3
其他流动负债	1034	1957	1737	2135	2696	<b>利润总额</b>	<b>352</b>	<b>382</b>	<b>475</b>	<b>587</b>	<b>706</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2122</b>	<b>3332</b>	<b>3569</b>	<b>4026</b>	<b>4965</b>	所得税费用	39	24	41	51	55
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(2)	(5)	(7)	(8)	(10)
其他长期负债	265	241	241	241	241	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>315</b>	<b>363</b>	<b>441</b>	<b>544</b>	<b>660</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>265</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2387</b>	<b>3573</b>	<b>3810</b>	<b>4267</b>	<b>5206</b>	<b>净利润</b>	315	363	441	544	660
少数股东权益	20	15	11	6	0	资产减值准备	10	(0)	0	0	0
股东权益	2444	2661	2920	3518	3912	折旧摊销	78	87	79	89	99
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4851</b>	<b>6249</b>	<b>6741</b>	<b>7791</b>	<b>9119</b>	公允价值变动损失	(4)	1	0	0	0
						财务费用	(7)	(26)	(10)	(13)	(19)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(568)	(86)	3	(281)	25
每股收益	0.78	0.90	1.09	1.34	1.63	其它	(12)	(3)	(4)	(5)	(6)
每股红利	0.31	0.35	0.45	0.54	0.66	<b>经营活动现金流</b>	<b>(180)</b>	<b>363</b>	<b>518</b>	<b>347</b>	<b>778</b>
每股净资产	6.04	6.58	7.22	8.70	9.67	资本开支	0	(160)	(165)	(165)	(171)
ROIC	25%	24%	30%	35%	39%	其它投资现金流	251	308	196	0	0
ROE	13%	14%	15%	15%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>254</b>	<b>147</b>	<b>31</b>	<b>(165)</b>	<b>(171)</b>
毛利率	27%	28%	30%	31%	31%	权益性融资	(1)	0	0	273	0
EBIT Margin	7%	8%	10%	10%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	11%	12%	12%	支付股利、利息	(126)	(143)	(182)	(219)	(266)
收入增长	35%	11%	22%	18%	17%	其它融资现金流	(19)	154	176	(126)	25
净利润增长率	11%	15%	21%	23%	21%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(272)</b>	<b>(131)</b>	<b>(6)</b>	<b>(72)</b>	<b>(241)</b>
资产负债率	50%	57%	57%	55%	57%	<b>现金净变动</b>	<b>(198)</b>	<b>378</b>	<b>543</b>	<b>110</b>	<b>366</b>
息率	1.3%	1.5%	1.9%	2.2%	2.7%	货币资金的期初余额	734	535	913	1457	1566
P/E	30.9	26.8	22.1	17.9	14.7	货币资金的期末余额	535	913	1457	1566	1933
P/B	4.0	3.7	3.3	2.8	2.5	企业自由现金流	0	110	324	151	574
EV/EBITDA	36.4	35.6	25.8	21.7	19.3	权益自由现金流	0	264	509	38	617

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中所提及的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