

2022年10月23日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

## 东华测试 (300354)

### 三季度净利率创同期新高，四季度业绩或加速兑现

#### ◆ 业绩持续提升，营业收入增长稳定

公司10月20日发布了2022年三季度报告，2022年前三季度营业收入2.23亿元（同比+34.76%），归母净利润0.56亿元（同比+40.70%），毛利率66.03%（同比-1.50pcts），净利率24.96%（同比+1.06pcts）。2022Q3营业收入0.83亿元（同比+31.35%），归母净利润0.29亿元（同比+19.37%），毛利率65.81%（同比-5.45pcts），净利率34.64%（同比-3.48pcts）。

基于上述业绩指标，我们认为：

- 1) 营业收入增加主要系在市场国产化需求增加之下，公司注重研发投入，提高产品性能与质量，以及通过专业技术服务能力，保持产品技术领先，带动订单持续增长。
- 2) 2022年前三季度毛利率同比虽略微下降，但仍保持在高位，而净利率则创下历史同期新高，我们认为主要系公司规模效应有所体现，期间费用率（39.29%，同比-4.25pcts）降幅较大所致；单看2022Q3，毛利率和净利率同比均降幅明显，主要系2021Q3指标基数（毛利率71.26%，净利率38.12%）较高。

费用方面看，公司三费率（29.04%，同比-3.40pcts）下降幅度较大，其中销售费用率12.54%（同比-3.04pcts），管理费用率16.65%（同比-0.38pcts），财务费用率-0.15%（同比+0.03pcts）。管理费用（0.37亿元，同比+31.71%）增速较高主要系报告期内限制性股票成本摊销所致。与此同时，公司持续加强研发，研发费用0.23亿元（同比+24.38%），研发费用率10.26%（同比-0.86pcts）。

#### ◆ 下游景气度无疑，公司积极准备，冲刺四季度

公司2022年前三季度应收账款1.91亿元，较2021年增加71.91%，大幅增加主要系销售增加；预付款项0.14亿元，较2021年增加43.84%，主要系购买原材料增加，为四季度生产进行储备所致；应付账款0.11亿元，较2021年增加40.12%，主要系本报告期末应付供应商货款增加所致，我们

投资评级

买入

维持评级

2022年10月21日

收盘价(元): 41.21

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	138.32
总市值(百万)	5,700.18
流通股本(百万股)	79.94
流通市值(百万)	3,294.35
12月最高/最低价(元)	45.89/19.80
资产负债率(%)	9.19
每股净资产(元)	3.88
市盈率(TTM)	59.30
市净率(PB)	10.63
净资产收益率(%)	10.38

#### 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

王绮文 研究助理  
SAC执业证书: S0640121120018  
邮箱: wangqw@avicsec.com

#### 相关研究报告

东华测试 (300354) 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 加大技术创新与市场拓展, 毛利率及净利率创近八年新高 - 2022-04-24

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

认为下游需求旺盛毋庸置疑，公司生产将在四季度进行冲刺，业绩或将加快兑现。

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

#### ◆ 股权激励条件严苛，第四季度业绩需加速追赶

根据公司 2021 年执行的股权激励计划来看，2022 年公司层面的业绩指标营业收入最低需达到 4.04 亿元（目标值为 4.50 亿元），方可按照相应比例解锁归属于激励对象的股票，结合 2022 前三季度营业收入占 2022 年度解锁条件触发值的 55.20%推算，2022 年第四季度营业收入需达到 1.81 亿元以上方可按比例以调整后授予价格为 16.3750 元/股解锁相应股票。

在 2022 年前三季度实现历史同期最佳的营业收入（2.23 亿元）和归母净利润（0.56 亿元）势头下，根据股权激励解锁条件推算得出第四季度营业收入需达到 1.81 亿元，约将近 2021 年第四季度营业收入 0.92 亿元的两倍，若实现该业绩指标，则意味着公司 2022 年第四季度业绩也将创历史同期最佳，全年业绩有望更上台阶。

#### ◆ 投资建议

我们认为：

- 1) 2022 年上半年公司订单交付和市场开拓等方面受到疫情影响，第三季度生产逐步恢复，业绩恢复稳定增长。同时，民用领域业务作为公司重点发展方向，其市场开拓有望加速；
- 2) 从公司收入确认节奏来看，第二季度和第四季度收入确认比例相对较高，叠加股权激励条件，我们判断公司 2022 年第四季度订单有望加速交付，带动业绩快速增长。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 4.50 亿元、6.51 亿元、8.99 亿元，归母净利润分别为 1.14 亿元、1.46 亿元、1.87 亿元，EPS 分别为 0.82 元、1.05 元、1.35 元，维持“买入”评级，2022 年 10 月 21 日收盘价 41.21 元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 50.26 倍、39.25 倍、30.53 倍。

#### ◆ 风险提示

原材料价格上涨、产品研发不及预期、市场开拓不及预期

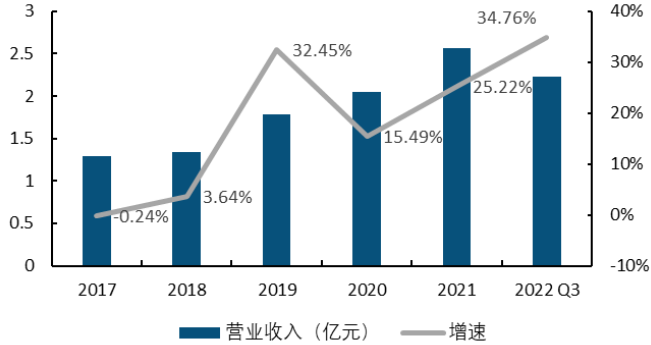
#### ◆ 盈利预测

单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	257.04	449.54	650.71	899.09
增长率	25.22%	74.89%	44.75%	38.17%
归属母公司股东净利润	80.02	113.46	145.38	186.16
增长率	58.91%	41.78%	28.14%	28.05%
每股收益(EPS) (元)	0.58	0.82	1.05	1.35

资料来源: iFind, 中航证券研究所

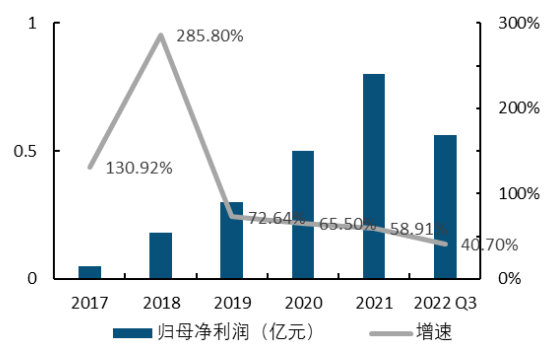
### ◆ 公司主要财务数据

图1 营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



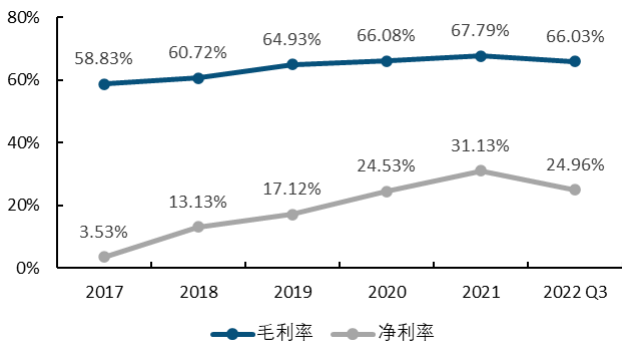
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



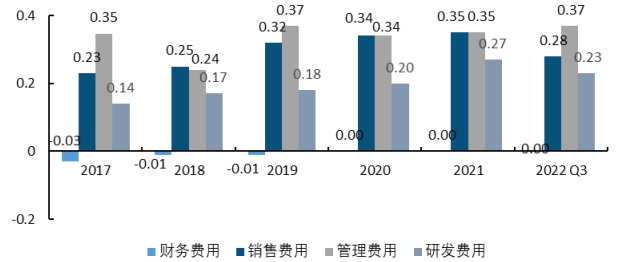
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 毛利率及净利率 (%)



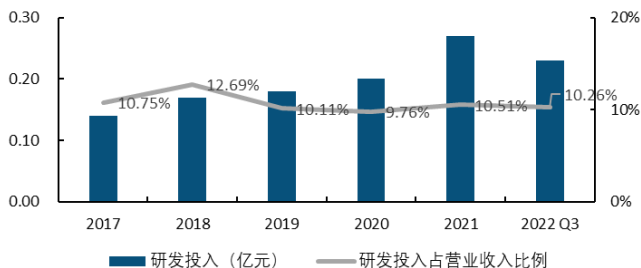
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 期间费用情况 (单位: 亿元)



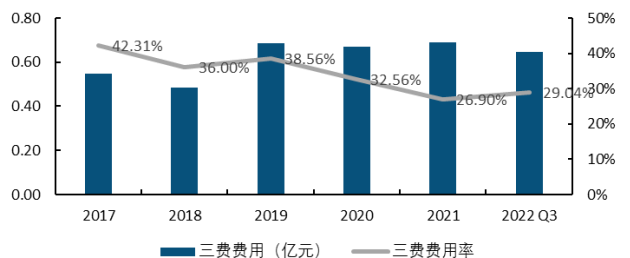
资料来源: Wind, 中航证券研究所

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 三费费用占营收占比 (单位: 亿元; %)



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（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	257.04	449.54	650.71	899.09	货币资金	120.19	179.82	260.28	359.64
营业成本	82.79	148.62	217.47	307.67	应收票据及账款	120.09	188.44	269.20	367.03
税金及附加	3.67	7.17	10.37	14.33	预付账款	10.06	17.24	24.96	34.49
销售费用	34.86	63.03	92.92	128.84	其他应收款	17.35	24.12	34.91	48.24
管理费用	34.68	63.92	96.89	134.95	存货	132.78	214.17	311.01	438.32
研发费用	27.10	48.46	71.45	101.24	其他流动资产	0.01	0.02	0.03	0.04
财务费用	-0.40	1.23	4.86	9.41	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.08	-0.29	-0.42	-0.58	固定资产	114.89	97.02	79.12	61.21
信用减值损失	-1.05	-4.84	-7.01	-9.68	在建工程	0.92	0.77	0.61	0.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	16.26	13.55	10.84	8.13
投资收益	0.03	0.69	0.69	0.69	长期待摊费用	1.41	0.70	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	11.35	10.80	10.26	9.72
资产处置收益	-0.02	0.01	0.01	0.01	资产总计	545.29	746.65	1001.23	1327.26
其他收益	12.66	12.15	12.15	12.15	短期借款	0.00	80.80	178.17	304.28
营业利润	85.88	124.83	162.16	205.23	应付票据及账款	8.18	19.54	28.60	40.46
营业外收入	0.22	0.17	0.17	0.17	其他流动负债	38.40	65.59	98.75	142.35
营业外支出	0.38	0.15	0.15	0.15	流动负债合计	46.58	165.94	305.52	487.09
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	85.73	124.85	162.18	205.25	其他非流动负债	4.03	4.03	4.03	4.03
所得税	5.70	11.39	16.80	19.09	非流动负债合计	4.03	4.03	4.03	4.03
净利润	80.02	113.46	145.38	186.16	负债合计	50.61	169.97	309.55	491.12
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	80.02	113.46	145.38	186.16	资本公积	106.19	106.19	116.12	126.05
<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	留存收益	250.17	332.16	437.23	571.76
经营性现金净流量	27.48	12.00	18.98	24.84	归属母公司权益	494.68	576.68	691.67	836.14
投资性现金净流量	-11.92	-0.47	-0.63	-0.50	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-15.22	48.11	62.12	75.01	股东权益合计	494.68	576.68	691.67	836.14
现金流量净额	0.34	59.63	80.47	99.35	负债和股东权益合计	545.29	746.65	1001.23	1327.26

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, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@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。

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