

西测测试 (301306.SZ)

军工及民用飞机检测领先企业，有望受益下游高景气加速成长

买入

核心观点

22年前三季度营收/归母净利润同比增长 10.77%/49.02%。公司 2022 年前三季度实现营业收入 1.75 亿元，同比增长 10.77%；归母净利润 0.46 亿元，同比增长 49.02%；扣非归母净利润 0.26 亿元，同比减少 7.16%，与净利润差异较大主要系 Q3 公司收到的计入当期损益的政府补助 0.18 亿元所致。**单季度看**，Q3 实现营收 0.56 亿元，同比减少 5.17%；归母净利润 0.24 亿元，同比增长 96.01%。**盈利能力看**，公司 2022 年前三季度毛利率/净利率分别为 53.39%/26.82%，同比变动-3.78/+7.05 个 pct。**期间费用看**，2022 年前三季度公司销售/管理/财务/研发费用率 11.55%/13.86%/1.38%/4.57%，同比变动+1.46/+0.62/-1.12/+1.74 个 pct，公司期间费用率小幅增长。

深耕军用装备和民用飞机产品检验检测，近 3 年业绩 CAGR 达 64%。公司成立于 2010 年，服务类型主要包括环境与可靠性试验、电子元器件检测筛选、电磁兼容性试验三大板块，已成为西部地区涉及认可全面、测试标准丰富、服务领域广泛的第三方检验检测服务机构。营收/归母净利润从 2018 年的 1.30/0.15 亿元增至 2021 年的 2.46/0.67 亿元，CAGR 达 24%/64%；公司 2021 年毛利率/净利率达 59.25%/27.51%，盈利能力优异。具体业务看，公司环境与可靠性试验是核心业务，2021 年收入 1.51 亿元，占总收入的 61%以上。

军用装备检验检测需求旺盛，第三方检测大势所趋，公司有望加速成长。国防科技工业作为国家战略性产业，是国防现代化建设的重要基础，也是国家发展先进制造业、推动产业升级的重要力量。目前我国国防军工投入与世界先进国家有一定差距，军工领域处于补偿式发展阶段。环境与可靠性试验主要用于检验产品在特定环境条件下正常工作的能力，是军用装备从研发到生产过程中不可缺少的环节。现阶段我国国防投入持续加大、军品装备比测有序推进、第三方检测水平不断提高，我国第三方军用装备检测市场空间有望不断扩大，公司具有显著领先优势、有望进一步受益。**竞争格局看**，由于我国军品领域向民营企业开放时间较短，以及民用航空产业尚处于起步发展阶段，且行业进入有较高要求，专业从事军用装备和民用飞机产品检验检测竞争者数量较少。公司在西安、成都建设了实验室，在及时响应及服务西北、西南区域客户方面具有差异化的区域优势。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；业务增速不及预期。

投资建议：公司是我国军工及民用飞机检测领先企业，所处行业需求旺盛且仍处快速发展阶段。受益于军用装备可靠性检测需求提升，以及第三方机构占比提高，公司成长潜力巨大。我们预计公司 22-24 年归母净利润为 0.87/1.15/1.47 亿元，对应 PE46/35/28 倍，首次覆盖给予“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)	202	246	314	420	526
(+/-%)	22.8%	21.4%	27.93%	33.73%	25.14%
净利润(百万元)	50	67	87	115	147
(+/-%)	49.1%	34.8%	29.7%	32.4%	27.4%
每股收益(元)	0.79	1.06	1.03	1.37	1.75
EBIT Margin	30.6%	31.4%	32.8%	33.3%	34.1%
净资产收益率 (ROE)	17.1%	18.7%	19.7%	20.8%	21.1%
市盈率 (PE)	61.1	45.3	46.3	35.0	27.5
EV/EBITDA	42.8	34.7	38.4	28.1	22.3
市净率 (PB)	10.42	8.47	9.12	7.29	5.80

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·通用设备

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(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	47.96 元
总市值/流通市值	4029/959 百万元
52 周最高价/最低价	61.50/37.45 元
近 3 个月日均成交额	96.54 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

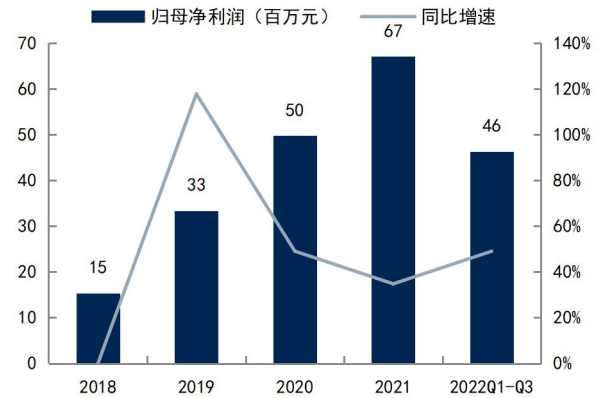
相关研究报告

图1: 西测测试 2022 前三季度营业收入同比+10.77%



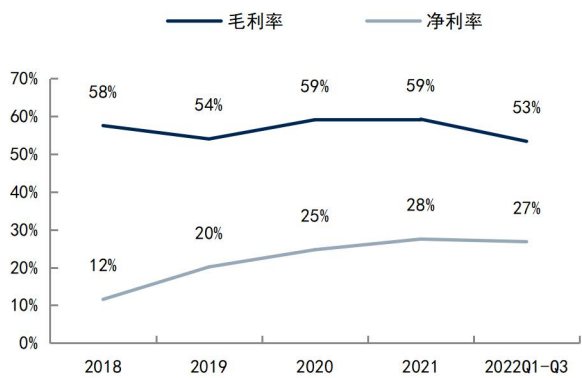
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 西测测试 2022 前三季度归母净利润同比+49.02%



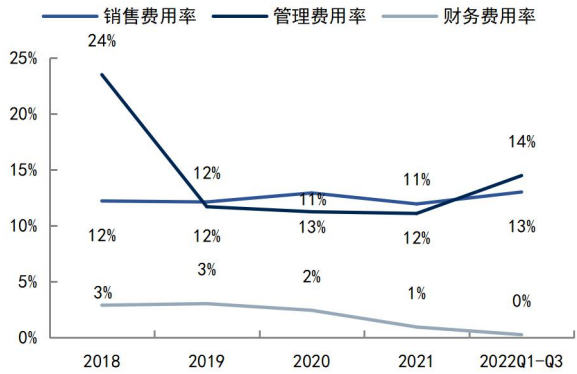
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 西测测试盈利水平维持高位



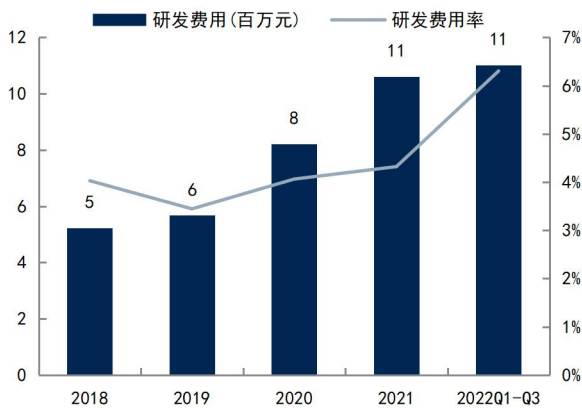
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 西测测试期间费用率维持稳定



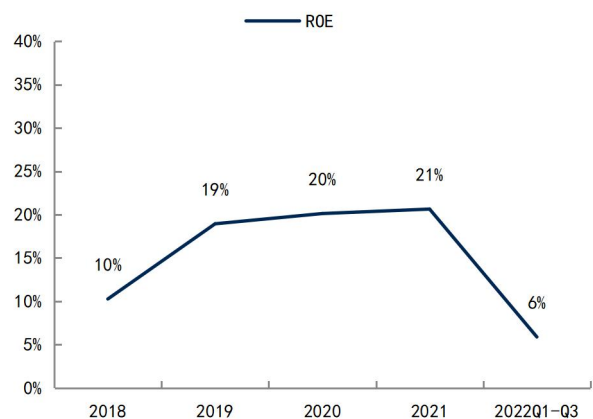
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 西测测试研发投入持续增长



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 西测测试 ROE 水平较高



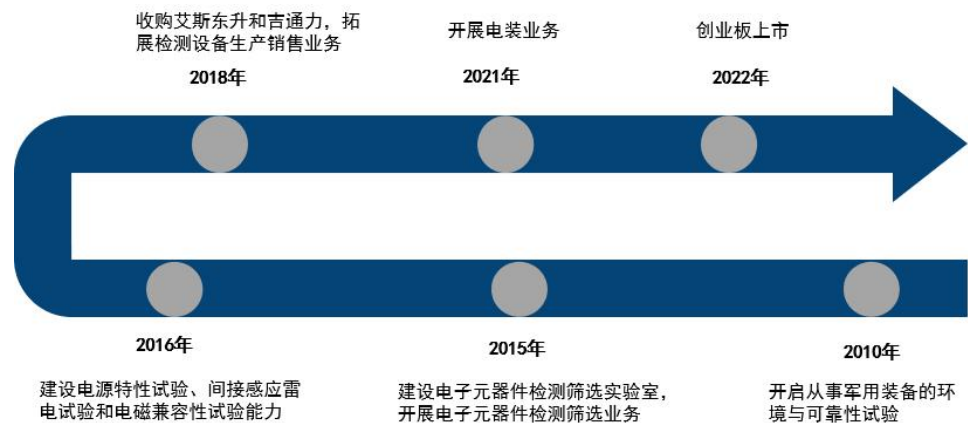
资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

深耕军用装备检验检测的第三方服务机构

公司成立于 2010 年，是一家从事军用装备和民用飞机产品检验检测的第三方检验检测服务机构，服务类型主要包括环境与可靠性试验、电子元器件检测筛选、电磁兼容性试验三大板块，涵盖航天、航空、兵器、船舶、电子、民用飞机等多个行业及领域。公司深耕军用装备检测领域多年，已成为西部地区涉及认可全面、测试标准丰富、服务领域广泛的第三方检验检测服务机构。受益于军用装备可靠性检测需求提升，以及第三方检测机构占比提高，公司长期成长潜力巨大。

立足传统优势主业军用装备的环境与可靠性试验，完善军用装备服务产业链。公司设立时主要从事军用装备的环境与可靠性试验，随着公司技术实力提高，检验检测项目逐步拓宽。2015 年，公司建设电子元器件检测筛选实验室，开展电子元器件检测筛选业务；2016 年，公司建设电磁兼容性实验室，先后建成电源特性试验、间接感应雷电试验和电磁兼容性试验能力；2018 年，公司收购艾斯东升和吉通力，向检测设备生产销售领域拓展；2021 年，公司为进一步完善军用装备服务产业链，满足客户在电子元器件检测筛选后的电装需求，建设电装车间，开展电子装联业务。

图 7：西测测试深耕军用装备检测领域，不断完善军用装备服务产业链



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

主业环境与可靠性试验、电子元器件检测筛选、电磁兼容性试验需求向好，国产大飞机适航符合性验证打开成长空间：

1) 环境与可靠性试验：环境与可靠性试验是检验产品在特定环境条件下正常工作的能力，通过试验来评估产品在规定的条件下和规定的时间内，完成规定功能的情况，即评估产品的环境适应性可靠性。公司是我国规模较大的第三方环境与可靠性试验服务机构之一，检测试验项目较齐全，包括高低温试验、太阳辐射试验、爆炸性大气试验等 35 项试验，可为客户提供从产品研发、设计、定型、量产各阶段的环境与可靠性检测试验服务。

2) 电子元器件检测筛选：电子元器件在使用之前，需要依照军用试验标准对元器件进行二次检测筛选，剔除有潜在缺陷的元器件，提升装备的可靠性。公司接受电子元器件的生产研制方或使用方委托，结合相应元器件详细规范，按照国军标或国标规定的测试及试验方法开发对应的测试程序，对元器件进行检测、筛选、分析、评价，剔除存在缺陷的元器件并提出改进意见。公司是我国民营企业中规

模较大的元器件检测筛选企业，具备覆盖 1.6 万种电子元器件及集成电路能力，有望受益电子元器件筛选行业需求高景气实现快速发展。

3) 电磁兼容性试验：电磁兼容性试验（EMC）主要是为了在复杂的电磁环境中，保证电子设备的正常工作运行以及周围人员的安全，是军用装备研制过程中必须解决的问题，现阶段已被广泛运用到国防军工、航空航天、电子电器等行业。电磁兼容试验包括电磁干扰（EMI）和电磁敏感度（EMS）两个方面的检测，电磁干扰检测是评定产品正常工作状态下对其所处环境中其他电子设备的电磁干扰情况，电磁敏感度检测是指检测产品对电磁干扰的抗干扰能力。

4) 适航符合性验证：飞机安全性要求极高，必须从设计、制造、使用、维护等方面制定一系列保证安全的最低标准进行适航管理。近年来，西测民机中心承担了 C919、ARJ21、MA700、AG600、MA60/600 等多种机型研制配套检测任务，及波音、空客等机型北斗定位系统、卫星通信系统加改装项目；获得了 CAAC 及 EASA 等中外局方的一致认可。2022 年 9 月，C919 国产大客机获得民航管理局颁发的合格证证书，即将迎来集中交付。公司已取得了中国商飞试验服务资质等，并具备 RTCA/D0160 民机测试要求的试验能力，随着后续大飞机自主可控的不断推进和订单的逐步落地，潜在市场空间巨大。

表 1：西测测试主营业务占比及盈利能力情况

业务板块	业务描述	2021 年收入 (亿元)/占比	2021 年毛利率
环境与可靠性试验	环境与可靠性试验是检验产品在特定环境条件下正常工作的能力，通过试验来评估产品在规定的条件下和规定的时间内，完成规定功能的情况。公司是我国规模较大的第三方环境与可靠性试验服务机构之一，检测试验项目较齐全。	1.51/61.89%	63.70%
电子元器件检测筛选	公司可提供元器件检测筛选试验、测试软件/硬件开发以及提供关于元器件检测筛选检测技术咨询等服务。通过选择适当的电子元器件二次筛选流程激发电子元器件潜在设计、生产缺陷，有效剔除早期失效产品，提高整机系统的可靠性。	0.53/21.72%	59.26%
电磁兼容性试验	公司的兼容性测试中心拥有测试仪器设备百余台/套，其 3 米法、5 米法电磁兼容半电波暗室均配备德国罗德施瓦茨集成测试系统，可满足军用装备和分系统电磁兼容性测试要求。	0.23/9.43%	76.76%
检测设备销售	为满足公司检验检测业务的设备需求及部分客户需求，公司还提供高低温环境试验箱、快速温度变化试验箱、温湿度试验箱等检测设备，该类检测设备主要提供高度、温度、湿度等环境模拟试验条件。	0.12/4.70%	18.44%
电装业务	电子装联是按照预定的电路设计功能，通过一定的技术手段将电子元器件、印刷电路板、结构件、导线、连接器等组合成具有独立电路功能的产品。公司为满足客户在电子元器件检测筛选后的电装需求，于 2021 年建设电装车间，开展电装业务。	0.04/1.53%	-87.68%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

军工检测行业进入壁垒高，规模较大的民企检测机构数量较少。由于我国军品领域向民营企业开放时间较短，以及民用航空产业尚处于起步发展阶段，且行业进入有较高要求，专业从事军用装备和民用飞机产品检验检测竞争者数量尚不多。在环境与可靠性试验以及电磁兼容试验领域，业务规模较大的主要竞争对手包括：广电计量和苏试试验，电子元器件筛选领域的主要竞争者为京瀚禹、思科瑞、西谷微电子等。

表2: 我国军用装备检验检测及电子元器件筛选主要民营企业情况

名称	股票代码	收入规模	公司简介	市场布局情况
广电计量	002967.SZ	2021年可靠性与环 境试验收入6.51 亿元,电磁兼容检测 收入2.43亿元。	公司成立于2002年,是一家全国性、综合性的独立第三方计量检 测、检测装备研发等专业技术服务,是国内极少数同时通过CNAS、环境实验室; DILAC、CMA、CMAF和总装军用实验室认可的质检机构之一。	全国共有广州、深圳、东莞、北京、 成都、杭州、青岛、上海等16个 电磁兼容实验室。
苏试试验	300416.SZ	2021年环境与可靠 性试验服务收入 6.56亿元。	公司成立于2007年,总部位于江苏苏州,是一家工业产品环境与 质量可靠性试验验证与综合分析服务解决方案提供商,致力于环境 试验设备的研发和生产,及为客户提供从芯片到部件到终端整机产 品全面的、全产业链的环境与可靠性试验验证及分析服务。	全国已建成苏州、西安、成都、北 京、青岛、南京等13个环境与可 靠性试验实验室。
京瀚禹	母公司北摩高科 (002985.SZ)	2021年总收入5.56 亿元。	公司成立于2008年,总部位于北京市,在西安(含实验室)、上 海、南京、成都、深圳、无锡设有分公司,是一家面向社会、特别 是军工科研生产单位提供元器件可靠性检测筛选服务的专业试验 中心,可提供集成电路等元器件的筛选、破坏性物理分析(DPA)、 鉴定检测、失效分析(FA)等可靠性检测试验,以及元器件封装测 试,测试程序开发等服务。2020年9月,北摩高科(002985.SZ) 收购京瀚禹51%股权。	总部在北京,并在西安设立了有实 验室的分公司。
西安西谷	母公司旋极信息 (300324.SZ)	2019年总收入3.64 亿元。	公司成立于2000年,总部位于西安市高新技术产业开发区,是国 内第一家独立第三方电子元器件检验检测机构,主要从事电子元器 件测试、筛选、破坏性物理分析、失效分析及相关技术服务。2015 年11月,旋极信息(300324.SZ)收购西安西谷100%股权。2021 年3月,西安西谷增资扩股后,旋极信息持有西安西谷75%股权。	总部在西安。
思科瑞	688053.SH	2021年电子元器件 检测筛选业务收入 为1.79亿元。	公司成立于2014年,总部位于成都市,主要从事电子元器件的测 试与可靠性筛选试验、破坏性物理分析(DPA)、失效分析与可靠 性管理技术支持。	总部在成都,在无锡、西安设有全 资子公司(均含实验室)。
西测测试	301306.SZ	2021年主营业务收 入为2.44亿元。	公司成立于2010年,总部位于西安市,主要从事军用装备和民用 飞机的环境与可靠性试验、电磁兼容性测试、元器件检测筛选等的 检验检测技术服务和咨询服务。	总部在西安,以环境与可靠性试验 为主,在成都建有实验室。

资料来源:西测测试招股说明书、思科瑞招股说明书、各公司官网, Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

盈利预测假设基础及结果

按假设前提,我们预计公司 22-24 年归母净利润为 0.87/1.15/1.47 亿元,对应 PE 46/35/28 倍,增速分别为 30%/32%/27%。

我们对盈利预测模型做出如下假设:

环境与可靠性试验:公司传统优势主业,随着我国各军兵种的信息化、智能化进程持续推进,国防战略转型将推动军队加大对武器装备的采购,军用装备环试需求有望维持高景气。假设 2022-2024 年营收增速为 10%/20%/20%,毛利率保持稳定。

电子元器件测试与可靠性筛选试验:在国防信息化不断发展、军品装备比测有序推进、第三方检测水平不断提高的共同作用下,我国第三方军用电子元器件检测市场空间有望持续扩大。公司业务体量较小,预计公司 2022-2024 年营业收入增速分别为 60%/50%/30%,毛利率水平保持稳定。

电磁兼容性试验:公司先发优势明显,现阶段积极提升产能。随着军队信息化建设不断深入,军用装备电磁环境的复杂性加剧,电磁兼容试验需求有望维持高增,公司业务体量较小,预计 2022-2024 年营业收入增速分别为 80%/60%/30%。

检测设备:预计 2022-24 年营业收入增速分别为 0%/10%/10%,毛利率稳定提升。

电子装联:预计 2022-24 年营业收入增速分别为 100%/50%/50%,毛利率稳定提升。

表 3: 西测测试业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
环境与可靠性试验					
收入(百万元)	1.44	1.51	1.66	1.99	2.39
增速	21.01%	4.86%	10.00%	20.00%	20.00%
成本(百万元)	0.53	0.55	0.63	0.75	0.88
毛利率	63.01%	63.70%	62.00%	62.50%	63.00%
元器件筛选试验					
收入(百万元)	0.33	0.53	0.85	1.27	1.65
增速	106.25%	60.61%	60.00%	50.00%	30.00%
成本(百万元)	0.14	0.22	0.27	0.41	0.53
毛利率	58.59%	59.26%	68.00%	68.00%	68.00%
电磁兼容性试验					
收入(百万元)	0.12	0.23	0.41	0.66	0.86
增速	33.33%	91.67%	80.00%	60.00%	30.00%
成本(百万元)	0.05	0.05	0.14	0.23	0.30
毛利率	60.57%	76.76%	65.17%	65.00%	65.00%
检测设备					
收入(百万元)	0.11	0.12	0.12	0.13	0.15
增速	-47.62%	9.09%	0.00%	10.00%	10.00%
成本(百万元)	0.10	0.09	0.10	0.11	0.12
毛利率	14.55%	18.44%	20.00%	20.00%	20.00%
电子装联					
收入(百万元)		0.04	0.08	0.12	0.18
增速			100.00%	50.00%	50.00%
成本(百万元)		0.07	0.08	0.11	0.14
毛利率		-87.68%	0.00%	10.00%	20.00%
合计					
总营收(百万元)	2.02	2.46	3.15	4.21	5.27
增速	22.42%	21.78%	27.93%	33.73%	25.14%
营业成本(百万元)	0.82	0.99	1.23	1.61	1.99
毛利率(百万元)	59.41%	59.76%	60.77%	61.64%	62.16%
毛利(百万元)	1.20	1.47	1.91	2.59	3.27
增速	33.33%	22.50%	30.09%	35.65%	26.19%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

根据上述假设，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 3.15/4.21/5.27 亿元，同比增长 27.93%/33.73%/25.14%，毛利率分别为 60.77%/61.64%/62.16%，毛利 1.91/2.59/3.27 亿元，同比增长 30.09%/35.65%/26.19%。

估值与投资建议

绝对估值法

公司股票合理估值区间在 43.47-53.49 元，给予买入评级。

国防科技工业作为国家战略性产业，是国防现代化建设的重要基础，也是国家发展先进制造业、推动产业升级的重要力量。目前我国国防军工投入与世界先进国家有一定差距，军工领域处于补偿式发展阶段。环境与可靠性试验是军用装备从研发到生产过程中不可缺少的环节。现阶段我国国防投入持续加大、军品装备比测有序推进、第三方检测水平不断提高，我国第三方军用装备检测市场空间有望不断扩大。基于这样的判断，我们假设：

- 1、公司的营业收入将随着行业的发展将保持 25%以上成长；
- 2、随着营业收入规模的扩大和规模效应提升，三费有望持续降低；
- 3、公司作为高科技企业，可享受 15%的企业所得税税率；
- 4、无风险利率选取当前的 10 年期国债收益率来评估；
- 5、风险溢价选取 10 年沪深指数平均收益率来评估；
- 6、Kd 值为税前债务成本，我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考；

按此假设条件，测算 WACC 值为 8.82%，采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值区间为 43.47-53.49 元/股。

表4：绝对估值法假设条件

指标	合理值	指标	合理值
无杠杆 Beta	0.80	Kd	5.85%
无风险利率	2.67%	T	16.42%
股票风险溢价	7.56%	Ka	8.72%
公司股价	47.96	有杠杆 Beta	0.86
发行在外股数	84	Ke	9.19%
股票市值 (E)	4029	E/(D+E)	91.51%
债务总额 (D)	374	D/(D+E)	8.49%
WACC	8.82%		

资料来源：国信证券经济研究所预测

表5：FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	103.1	139.7	179.1	241.2	318.8	417.0	537.5	695.1	894.1	987.8	
所得税税率 (%)	16.42%	15.97%	15.75%	16.05%	15.92%	15.91%	15.96%	15.93%	15.93%	15.94%	
EBIT*(1-所得税率)	86.1	117.4	150.9	202.5	268.0	350.7	451.7	584.4	751.6	830.4	
折旧与摊销	14.6	18.6	24.2	29.3	33.9	39.0	45.3	53.3	63.4	75.6	
营运资金净变动	(37.7)	(83.8)	(90.1)	(112.5)	(159.6)	(202.9)	(250.8)	(328.5)	(413.6)	(192.4)	
资本性投资	(51.0)	(121.0)	(81.0)	(55.7)	(71.8)	(92.3)	(118.3)	(151.2)	(192.5)	(211.7)	
FCFF	12.0	(68.9)	4.0	63.7	70.6	94.5	128.0	158.0	208.9	502.0	8,883.7
PV(FCFF)	11.1	(58.2)	3.1	45.4	46.2	56.9	70.8	80.3	97.6	215.6	3,815.0
核心企业价值	4,383.8										
减：净债务	347.8										
股票价值	4,036.1										
每股价值	48.05										

资料来源：国信证券经济研究所预测

表6：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.6%	8.7%	8.82%	8.9%	9.0%
永续 增长 率 变 化	3.3%	53.49	52.05	50.66	49.32	48.03
	3.2%	52.51	51.11	49.76	48.46	47.20
	3.1%	51.56	50.20	48.89	47.62	46.41
	3.0%	50.64	49.32	48.05	46.82	45.64
	2.9%	49.76	48.48	47.24	46.04	44.89
	2.8%	48.91	47.66	46.45	45.29	44.17
	2.7%	48.08	46.87	45.70	44.56	43.47

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值法

现有上市公司中，环境与可靠性试验服务行业主要参与者有苏试试验、广电计量、信测标准，其中苏试试验、广电计量部分业务涉及军工领域，信测标准目前主要面向民用产品；思科瑞的业务涉及电子元器件检测筛选，因此选取苏试试验、广电计量、思科瑞作为可比公司。可比公司 2023 年 PE 均值为 35.43 倍，考虑到公司军工业务占比较大，且基数较小、弹性更大，我们给予公司 2023 年 40-45 倍，对应一年期目标市值为 46.00-51.75 亿元，对应目标价为每股 54.50-61.32 元。

表7：可比公司估值表

公司	投资评级	股价（元） 20221104	市值（亿元）	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
苏试试验	买入	34.13	126.27	0.51	0.73	1.01	1.42	47.12	46.94	33.94	24.01
广电计量	买入	18.68	107.45	0.32	0.48	0.68	0.92	85.51	38.79	27.62	20.20
思科瑞	买入	78.25	78.25	0.97	1.28	1.75	2.35	80.62	61.13	44.71	33.30
							平均值	71.08	48.95	35.43	25.83
西测测试	买入	47.96	40.48	0.82	1.03	1.36	1.74	58.66	46.53	35.20	27.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：未评级公司系 WIND 一致预期

投资建议

公司是我国军工及民用飞机检测领先企业，所处行业需求旺盛且仍处快速发展阶段。受益于军用装备可靠性检测需求提升，以及第三方检测机构占比提高，公司成长潜力巨大。我们预计公司 22-24 年归母净利润为 0.87/1.15/1.47 亿元，对应 PE46/35/28 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的一年期合理估值在 40-45 倍之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期营业收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，可能存在对相关参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的广电计量、苏试试验、思科瑞的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2022 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，最终给予公司 23 年 40-45 倍 PE 估值，可能存在可比公司可参考性不足、未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年营业收入增长 27.93%/36.36%/36.37%，可能存在对公司业务需求及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分增速别为 60.77%/61.71%/62.57%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

公司公信力、品牌和声誉受不利事件影响的风险：作为第三方检测机构，公信力和品牌是检测认证机构持续发展的原动力，也是生存的根本。公司所提供可靠性检测服务质量与军用装备可靠性密切相关，若公司一旦发生重大的可靠性检测质量事故，公司的公信力、品牌将受影响，进而可能影响公司的持续经营。

核心技术人员及骨干员工流失的风险：检验检测服务行业属于人才和知识密集型行业，优秀的检验检测技术人员对于公司的技术研发起着关键作用。我国检验检测服务业发展速度较快，检验检测服务机构面临的高素质专业人才缺口日益增大，行业内对人才争夺日趋激烈。如果公司不能维持有效的人才考核以及激励机制，并根据市场的变化予以完善，公司将存在技术人员流失导致经营发展受到不利影响的风险。

行业竞争加剧的风险：由于我国军品领域向民营企业开放时间较短，以及民用航空产业尚处于起步发展阶段，且行业进入有较高要求，专业从事军用装备和民用飞机产品检验检测竞争者数量尚不多，但随着国家支持民营军工企业和加快民用航空产业发展等系列政策的实施，未来随着更多社会资本进入该领域，市场竞争将更加充分。如果公司未来不能在技术创新、管理水平及服务效率等方面保持先进水平，将可能导致公司竞争力下降，被同行业或新

进的其他竞争对手赶超，从而对公司未来业务发展造成不利影响。

市场波动风险

军工领域作为特殊的经济领域，主要受国际环境、国家安全形势、地缘政治、国防发展水平等多种因素影响。我国长期坚持以经济建设为中心，国防军工投入与世界先进国家有一定差距，目前我国军工领域处于补偿式发展阶段。若未来国际形势出现重大变化，导致国家削减军费支出，或者军方改变了产品交付时间，则可能对公司的生产经营带来不利影响。

财务风险

应收账款规模较大的风险。公司客户主要为航空工业、中国航天、中国电科、兵器工业集团、中国航发、中国船舶等军工集团下属子公司及科研院所，受军工行业采购计划、结算流程等因素影响，应收账款规模较大，符合军工行业的特点。2019-2021年，公司应收账款余额分别为1.46亿元、1.73亿元和2.10亿元，占总资产的比例分别为46.63%、41.08%和39.14%。随着公司业务规模的增长，如未来不能及时回款，应收账款增长较快，将会占用大量流动资金，影响资金周转，同时应收账款发生坏账的可能性加大，对公司的生产经营造成不利影响。

经营活动现金流量波动的风险。2019-2021年，公司经营活动所产生的现金流量净额分别为2,878.41万元、1,290.76万元和2,104.58万元。公司所处行业固定资产投资规模较大，为了保持公司的市场竞争力需要持续的研发投入，日常生产经营亦需要维持一定的营运资金，若公司在主业扩张进程中不能合理的安排资金使用，将会影响公司的资金周转及使用效率，对日常经营带来不利影响。

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	35	51	340	142	178	营业收入	202	246	314	420	526
应收款项	210	251	318	423	524	营业成本	83	100	123	161	199
存货净额	3	14	10	15	21	营业税金及附加	1	1	1	2	2
其他流动资产	16	31	28	41	55	销售费用	26	29	36	47	57
流动资产合计	285	347	703	627	785	管理费用	23	27	36	50	61
固定资产	111	127	171	279	339	研发费用	8	11	15	21	27
无形资产及其他	0	14	14	15	15	财务费用	5	2	7	10	10
投资性房地产	17	38	38	38	38	投资收益	0	2	1	1	1
长期股权投资	7	9	12	16	19	资产减值及公允价值变动	1	(0)	8	8	5
资产总计	420	536	938	975	1195	其他收入	(5)	(8)	(15)	(21)	(27)
短期借款及交易性金融负债	27	70	366	255	303	营业利润	61	80	105	139	176
应付款项	43	53	60	81	95	营业外净收支	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	27	29	41	53	64	利润总额	60	79	105	138	175
流动负债合计	97	153	467	389	461	所得税费用	10	12	17	22	28
长期借款及应付债券	16	0	0	0	0	少数股东损益	0	1	1	1	1
其他长期负债	15	24	27	31	36	归属于母公司净利润	50	67	87	115	147
长期负债合计	31	24	27	31	36	现金流量表（百万元）					
负债合计	128	176	494	419	497	净利润	50	67	87	115	147
少数股东权益	1	1	2	3	4	资产减值准备	0	1	1	2	2
股东权益	291	358	442	553	694	折旧摊销	12	16	15	19	24
负债和股东权益总计	420	536	938	975	1195	公允价值变动损失	(1)	0	(8)	(8)	(5)
关键财务与估值指标						财务费用	5	2	7	10	10
每股收益	0.79	1.06	1.03	1.37	1.75	营运资本变动	(33)	(65)	(38)	(84)	(90)
每股红利	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06	其它	(0)	(0)	(0)	(1)	(1)
每股净资产	4.60	5.66	5.26	6.58	8.27	经营活动现金流	28	18	56	43	76
ROIC	21%	21%	16%	17%	20%	资本开支	0	(32)	(51)	(121)	(81)
ROE	17%	19%	20%	21%	21%	其它投资现金流	(20)	20	(7)	0	0
毛利率	59%	59%	60.77%	61.64%	62.16%	投资活动现金流	(27)	(14)	(61)	(125)	(84)
EBIT Margin	31%	31%	33%	33%	34%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	38%	37%	38%	39%	负债净变化	16	(16)	0	0	0
收入增长	23%	21%	28%	34%	25%	支付股利、利息	(2)	(2)	(3)	(4)	(5)
净利润增长率	49%	35%	30%	32%	27%	其它融资现金流	(28)	49	296	(112)	48
资产负债率	31%	33%	53%	43%	42%	融资活动现金流	1	13	293	(116)	43
息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	现金净变动	2	16	289	(198)	36
P/E	61.1	45.3	46.3	35.0	27.5	货币资金的期初余额	33	35	51	340	142
P/B	10.4	8.5	9.1	7.3	5.8	货币资金的期末余额	35	51	340	142	178
EV/EBITDA	42.8	34.7	38.4	28.1	22.3	企业自由现金流	0	(17)	12	(69)	4
						权益自由现金流	0	16	303	(189)	44

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