

环境可靠性试验领军企业，服务和设备双轮驱动

投资要点

- **事件：**公司发布2022年年报，2022年实现营收18.1亿元(+20.2%)，归母净利润实现2.7亿元(+41.8%)，扣非归母净利润实现2.4亿元(+41.7%)。其中2022年Q4单季度实现营收5.45元(同比+22.6%，环比+18.3%)，实现归母净利润0.9亿元(同比+55.0%，环比+25.8%)。下游需求高景气，2022年业绩稳步增长。
- **下游需求回暖叠加实验室产能释放助推营收增长。**2022年，环境试验服务实现营收8.4亿元，同比增长27.9%，毛利率56.94%，同比下降0.17pp，收入增长主要系实验室产能扩展以及客户维度拓展；设备销售业务实现营收6.1亿元，同比增长15.1%，毛利率33.76%，同比提升0.15pp，业务持续扩张；集成电路验证与分析业务实现营收2.5亿元，同比增长14.7%，毛利率57.07%，同比提升2.88pp，由于相关业务受疫情影响较为严重，收入增速放缓。
- **环试+集成电路占比提升，综合毛利率微升；实验室产能释放，期间费用控制良好，净利率回升。**2022年公司综合毛利率46.7%，同比提升0.6pp，毛利率提升主要系高毛利的环试服务和集成电路检测业务占比提升；净利率17.3%，同比提升2.6pp，主要系公司产能扩张、下游需求恢复、规模效应提升。2022年公司期间费用率为28.3%，同比下降1.35pp，期间费用下降主要系公司经营效率提升、实验室产能释放摊薄费用；其中，销售、管理、研发和财务费用率分别为6.4%、12.6%、7.5%、1.9%，分别同比-0.07、+0.22、-0.33、-1.17pp。
- **优质赛道横向拓展：第三方检测国内市场超4090亿元，市场处于竞争充分期；**公司从设备延伸服务，客户资源丰富优质，全国实验室网络布局完善，即将进入收获期。公司深耕环境设备六十余年，设备延伸服务，处于价值链高点，具备先发和产业协同优势；下游客户资源优质丰富，在航空航天(中航工业)、汽车和轨道交通(中国中车、中国汽车技术研究中心)、船舶(中船重工)、电子电器(中国电科、华为)以及数十家大学科研院所拥有坚实的客户基础，积极拓展风电、光伏、核电(中国核建)、电力通讯设备(国家电网、中兴)等新兴行业，持续提升公司环试服务市场份额。公司实验室资质齐全，前期扩产的苏州、西安、青岛、成都等规模以上实验室开始陆续释放产能，2023-2025年将逐渐进入投产、爬坡和达产期，业绩放量未来可期。
- **半导体行业纵向布局：我们测算集成电路检测市场规模2021年超300亿，公司持续深拓集成电路测试与分析服务，成功打造业绩增长新引擎。**1)收购上海宜特，引入多个外部投资者，增强宜特资本实力，助力公司进军芯片测试领域，成功实现产业协同、客户资源互补，优化公司产业布局。2)苏州广博面向集成电路全产业链的全方位可靠度验证与失效分析工程技术服务平台建设项目将在1-2年内建设完成，达产后将有助于进一步拓展公司半导体检测存量客户的增量需求，提高公司在晶圆测试及芯片成品测试领域的市占率。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润分别为3.7亿元、4.9亿元、6.4亿元，对应EPS分别为0.94、1.24、1.64元，对应当前股价PE分别为31、23、18倍，未来三年归母净利润复合增长率34%。给予公司2023年40X目标PE，六个月目标价37.60元；首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**政策和行业标准变动风险、原材料成本上涨风险、下游实验室能力提升不及预期的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1805.14	2295.58	2860.11	3528.94
增长率	20.21%	27.17%	24.59%	23.38%
归属母公司净利润(百万元)	269.91	368.28	486.24	642.66
增长率	42.03%	36.45%	32.03%	32.17%
每股收益EPS(元)	0.69	0.94	1.24	1.64
净资产收益率ROE	12.97%	15.43%	17.30%	19.07%
PE	42	31	23	18
PB	5.17	4.55	3.90	3.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邵桂龙
执业证号: S1250521050002
电话: 021-58351893
邮箱: tgl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.91
流通A股(亿股)	3.89
52周内股价区间(元)	22.5-35.54
总市值(亿元)	113.84
总资产(亿元)	37.72
每股净资产(元)	5.82

相关研究

目 录

1 苏试试验：环境试验领跑者，业绩稳定增长	1
1.1 深耕试验领域 60 余载，成就服务+设备一体化龙头	1
1.2 多业务多领域布局，盈利能力稳中有升	4
1.3 股权结构清晰稳定，员工持股发展动力充足	5
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测	6
2.2 相对估值	7
3 风险提示	8

图 目 录

图 1：深耕环境试验领域 60 余载，是国内领先的环境与可靠性试验设备和试验服务及解决方案提供商.....	1
图 2：公司的主营业务包括试验服务和试验设备两大板块.....	2
图 3：2022 年，公司环境可靠性试验服务占比为 46.5%.....	3
图 4：公司环试服务和集成电路测试毛利率高.....	3
图 5：公司实验室网络遍布全国.....	3
图 6：2022 年，苏试试验实现营收 18.1 亿元.....	4
图 7：2022 年，苏试试验实现归母净利润 2.7 亿元.....	4
图 8：2022 年，苏试试验毛利率稳中有升、净利率增幅较大.....	5
图 9：2022 年，苏试试验期间费用率稳步下降.....	5
图 10：公司实控人钟琼华先生合计持有公司 11.12%股份.....	5

表 目 录

表 1：苏试试验拥有 20 家子公司.....	6
表 2：公司分业务收入及毛利率预测.....	7
表 3：可比公司估值（截至 2023 年 4 月 12 日）.....	7
附表：财务预测与估值.....	9

1 苏试试验：环境试验领跑者，业绩稳定增长

1.1 深耕试验领域 60 余载，成就服务+设备一体化龙头

公司深耕环境试验领域 60 余载，是国内领先、国际知名的环境与可靠性试验设备和试验服务及解决方案提供商。公司自成立以来，以试验设备制造为基础，积极向制造服务业战略转型，其发展历程可分为三个阶段：

1) 初创和积累发展期 (1956-2005 年)：公司前身苏州试验仪器总厂创建于 1956 年，创建初期，公司主要以引进、消化、吸收国外先进技术和再创新形式开展振动台设备研发与制造。1998 年，为适应市场经济，公司成为苏州市首批改制企业，实现员工控股，增强企业活力，发展迈入新阶段。2003 年，公司开始参与中国载人航天“神五”、“神六”工程研制、建设、试验的协作配套工作，成功开启环境设备到服务的转型扩张。

3) 实验室全国布局期 (2006-2017)：从 2006 年起，公司逐步开始在苏州、北京、广州、上海、成都、西安、武汉等地建设环境与可靠性实验室，为用户提供第三方环境与可靠性试验服务。2009 年，首家实验室苏州广博成立，全国实验室布局战略开启；此后 10 年间，公司先后设立或控股子公司扬州英迈克、北京苏试创博、广州苏试众博、成都苏试广博、西安苏试广博等约 14 家实验室，初步建成全过实验室网络布局；同时公司在 2015 年成为检验检测领域首家上市公司，缓解资金约束，不断进行试验设备+服务双轮驱动布局。

3) 服务+设备业务深化期 (2018-至今)：2018 年以来，公司先后四次通过增发、募投等融资项目，进行实验室扩建与产能提升，开拓业务版图。2019 年，收购重庆四达，深化气候实验设备布局；收购上海宜特，业务延伸至全新的芯片等半导体领域；2021-2022 年，新建设青岛、武汉、广州等实验室；随着公司试验服务网点规模不断拓展、实验室网络扩建不断提升，保证了公司在行业内的竞争优势。

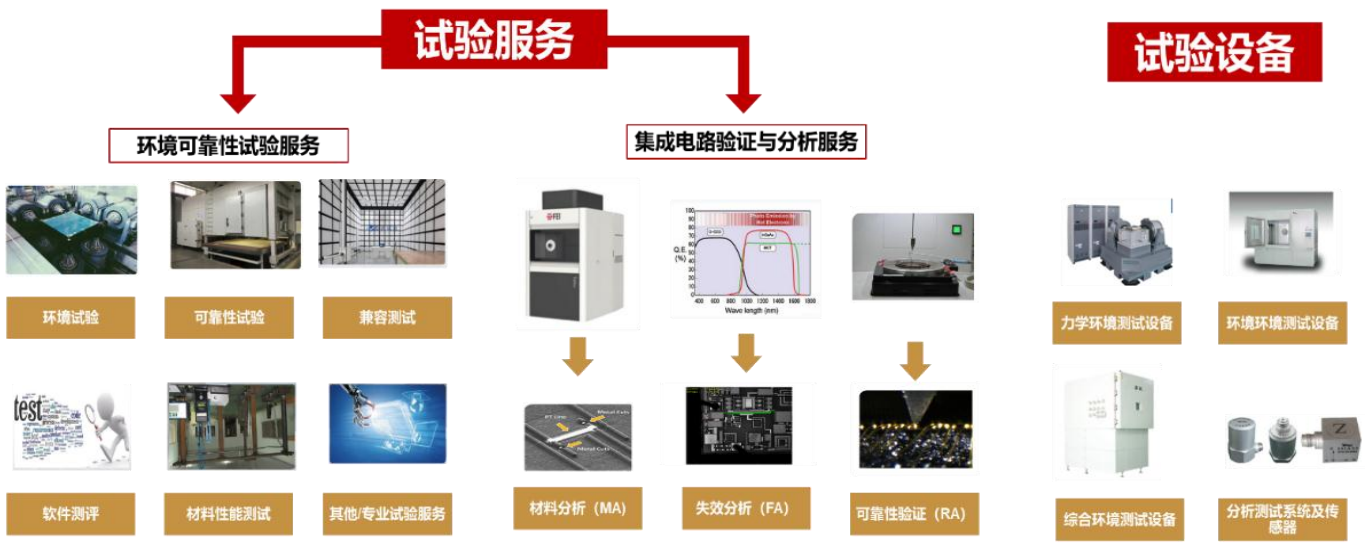
图 1：深耕环境试验领域 60 余载，是国内领先的环境与可靠性试验设备和试验服务及解决方案提供商



数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

目前公司的主营业务包括试验服务和试验设备两大板块。1) 试验服务包括环境与可靠性试验服务（环试服务）、集成电路验证与分析服务等。其中，环试服务指通过模拟各类物理、气候、化学、电磁等环境试验条件，对客户产品的设计、研制、批产及使用全周期提供试验服务，保证并提升产品的环境适应性和使用可靠性；集成电路验证与分析服务主要为芯片设计、制造、封装、测试全产业链提供芯片线路修改、材料分析、失效分析、可靠性验证等一站式的分析验证技术服务。2) 试验设备包括力学、气候和综合环境试验设备三大类，主要用于模拟力学、气候及综合环境条件，以考核工业产品质量可靠性。

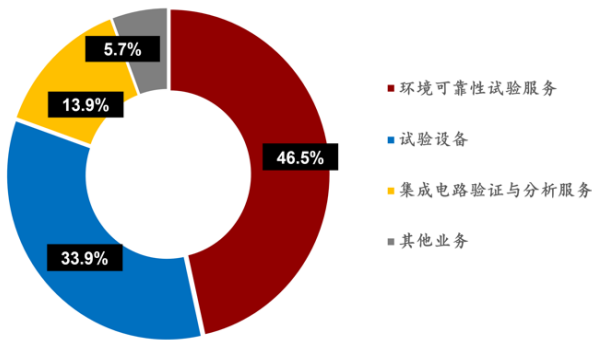
图 2：公司的主营业务包括试验服务和试验设备两大板块



数据来源：公司官网，西南证券整理

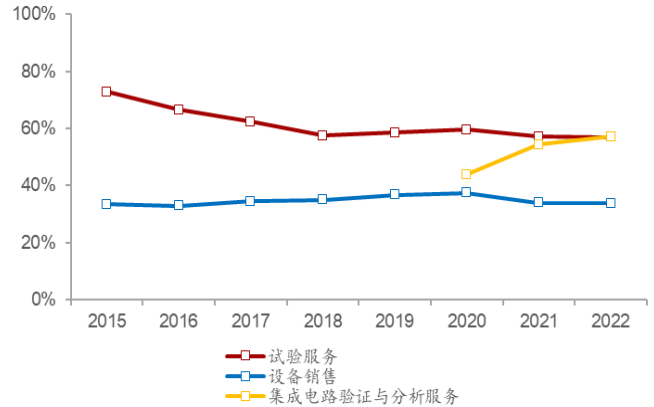
- 1) **环境可靠性试验服务**毛利率高，增速较快，占比逐年提高。该业务 2022 年营收 8.4 亿元，同比增长 27.9%，营收占比由 2021 年底的 43.7% 提升至 46.5%，毛利率为 56.9%，同比下降 0.17 个百分点，毛利率微降主要系上半年疫情影响部分业务无法开展，但该板块毛利率整体仍然位于公司业务高位。
- 2) **设备销售业务**增速保持相对稳定，毛利率受原材料涨价影响短期承压，产品结构持续优化。公司的环境可靠性试验设备制造具有几十年的研制技术积累，是公司的立业之基。2022 年该业务营收为 6.1 亿元，同比增长 15.1%，收入占比 33.9%，同比下降 1.5 个百分点，毛利率为 33.8%，同比下降 0.15 个百分点，近年来毛利率下降主要系原材料价格上涨，公司已经通过提升高毛利的综合类试验设备占比来减弱原材料涨价导致的毛利下降不利影响。
- 3) **集成电路验证与分析服务**增速较 2021 年有所放缓，毛利率持续提升。公司 2019 年收购上海宜特，成功拓展至半导体领域，目前已获得国内多家龙头集成电路设计公司的肯定并展开深度合作。2022 年公司该板块实现营收 2.5 亿元，同比增长 14.7%，占比 13.9%，毛利率为 57.1%，同比提升 2.8 个百分点；业绩增速略有下降，主要系该业务布局在上海，受 2022 年上半年江浙沪疫情影响较为严重，增速略微放缓。

图 3：2022 年，公司环境可靠性试验服务占比为 46.5%



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：公司环试服务和集成电路测试毛利率高



数据来源：Wind, 西南证券整理

全国实验室网络布局，规模效应逐渐显现。试验服务通常具有一定的服务半径，截止 2022 年底，公司已基本完成全国范围内重点区域中心实验室的建设任务，在北京、成都、上海、南京、青岛、广东等全国重点城市建立了 17 家规模以上实验室，能够实现就近服务当地和周边地区的客户，极大提高公司试验服务的精准性和即时性，并可为客户提供一体化的环境试验解决方案。其中成都广博、西安广博、湖南广博、广东广博和青岛海测均为 2015 年后成立，成都广博和西安广博 2021 年净利润已突破 5000 万，2022 年，前期扩产的子公司南京广博、青岛海测实验室也开始陆续释放产能，成为公司试验服务业绩新的驱动引擎。

图 5：公司实验室网络遍布全国

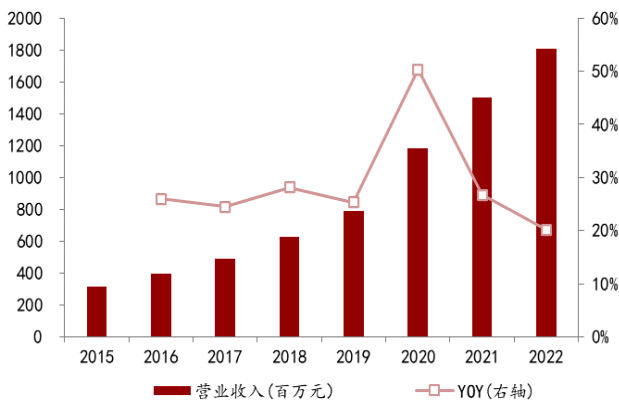


数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

1.2 多业务多领域布局，盈利能力稳中有升

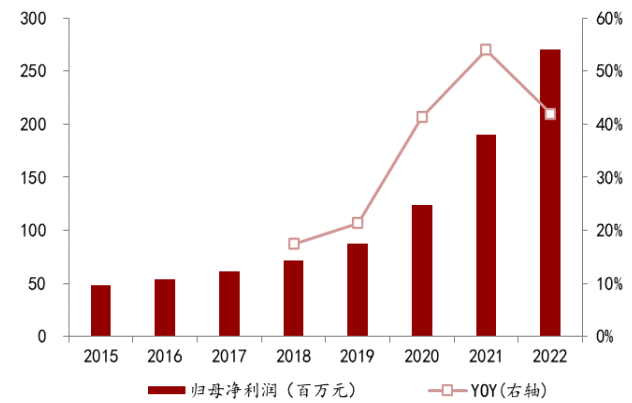
多业务多领域布局，公司营收、归母净利润稳步提升。2016-2022 年营收由 3.9 亿元提升至 18.1 亿元，CAGR 为 28.9%，2016-2022 年归母净利率由 0.5 亿元提升至 2.7 亿元，CAGR 为 31.2%。2022 年公司营收和归母净利润分别同比增长 20.2% 和 42.0%，前期扩产的子公司南京广博、苏州广博武汉、青岛海测等实验室已开始释放产能；2020 年以来，上海宜特实现合并报表后，集成电路检测等半导体检测业务呈现良好发展势头；未来随着公司全国实验室网络的不断完善和产能不断释放，公司业绩有望持续快速提升。

图 6：2022 年，苏试试验实现营收 18.1 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

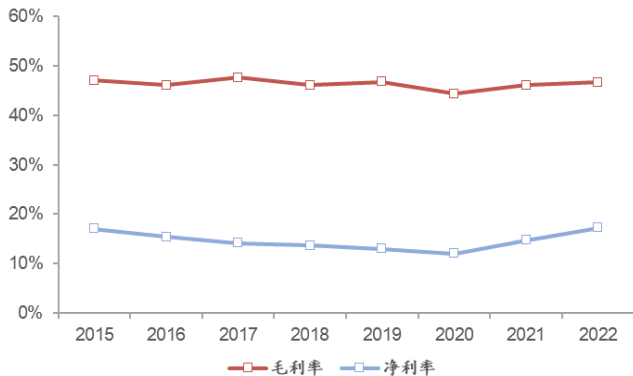
图 7：2022 年，苏试试验实现归母净利润 2.7 亿元



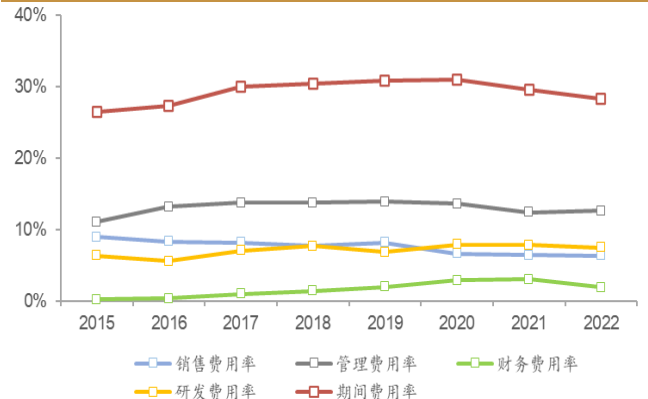
数据来源：Wind，西南证券整理

公司毛利率保持较高水平、净利率略有提升。公司作为环境与可靠性试验设备和试验服务龙头，毛利率水平高，2021 年，公司综合毛利率 46.1%，同比提升 1.7 个百分点；2022 年公司综合毛利率为 46.7%，同比提升 0.6 个百分点，毛利率提升主要系高毛利的环试服务和集成电路检测业务占比提升。近年来，公司净利率保持略有提升，2021 年公司净利率为 14.7%，同比提升 2.6 个百分点；2022 年公司净利率为 17.3%，同比提升 2.6 个百分点，主要系费用率控制良好。

实验室产能释放、规模效应显现，公司期间费用率稳中有降。2016-2020 年，公司销售规模扩大及银行贷款、发行可转债等使公司期间费用率提升至 2020 年的 31.0%。2021 年，公司规模效应显现，期间费用率为 29.6%，同比下降 1.2 个百分点；2022 年期间费用率为 28.3%，同比下降 1.35 个百分点，期间费用下降主要系公司经营效率提升、实验室产能释放摊薄费用。细分来看，2022 年公司销售、财务和研发费用率分别为 6.4%、1.9% 和 7.5%，分别同比下降 0.07、1.17 和 0.33 个百分点；管理费用率为 12.6%，同比增加 0.22 个百分点。未来随着公司实验室产能继续爬坡、达产，能够继续带动经营效率改善，未来期间费用率有望稳中有降。

图 8：2022 年，苏试试验毛利率稳中有升、净利率增幅较大


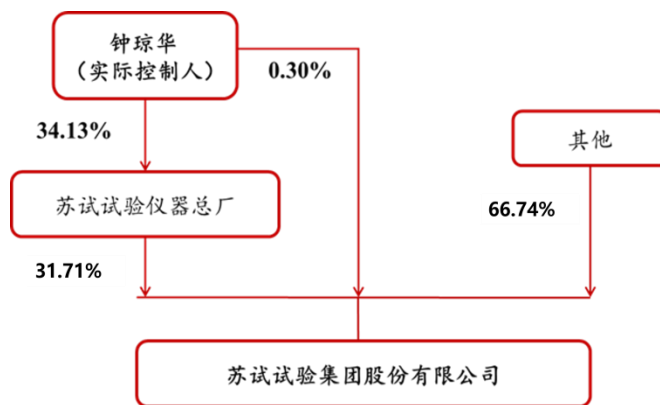
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：2022 年，苏试试验期间费用率稳步下降


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 股权结构清晰稳定，员工持股发展动力充足

股权结构清晰稳定，员工持股动力足。目前，苏试试验集团股份有限公司的最大持股股东为苏试试验仪器总厂，持股比例为 31.71%。公司实际控制人及最终受益人为钟琼华，钟琼华先生持有苏试试验仪器总厂 34.13% 股权，因此钟琼华先生通过苏试试验仪器总厂间接持有苏试试验 10.82% 的股份，其直接持有苏试试验 0.30% 股份，合计持有苏试试验 11.12% 股份，现任苏试试验董事长，深耕试验设备领域多年，行业丰富经验。另外，公司曾设立多个员工持股平台，对核心人员进行股权激励，核心员工持股有利于将员工个人利益与公司利益绑定，激发员工经营活力。

图 10：公司实控人钟琼华先生合计持有公司 11.12% 股份


数据来源：wind, 西南证券整理

拥有多家全资子公司，覆盖国内重要城市。目前公司在上海、苏州、北京、西安、成都等多个重要地区设立或收购了多家全资或控股子公司及参股公司，在全国进行实验室网络布局，分别提供环境服务、设备制造服务和集成电路分析等技术服务。其中，苏州苏试仪器、重庆四达、苏州科虹和苏州科虹覆盖制造业，进行实验设备的生产和销售；上海宜特主要负责集成电路验证与分析服务等。各个子公司能够独立承接客户、为客户提供完整的试验服务，因此全国全方位布局能够有效拓展公司业务的地理范围，利于公司长期发展。

表 1：苏试试验拥有 20 家子公司

业务分类	名称	成立/收购时间	主营业务	控股比例
试验服务	上海苏试众博	2012 年 2 月	从事环境适应性和可靠性综合试验	100%
	重庆苏试广博	2011 年 12 月	从事装备环境及可靠性试验	100%
	苏州苏试广博	2009 年 10 月	为各类产品提供多种环境适应性与可靠性试验服务	100%
	青岛苏试广博	2019 年 6 月	提供工业产品试验检测服务、试验检测技术咨询	100%
	天津苏试广博	2021 年 12 月	可靠性测试延伸至元器件级	100%
	北京苏试创博	2011 年 1 月	从事科技推广、提供环境可靠性试验服务	92.5%
	上海苏试宜特	2019 年 9 月	提供集成电路第三方验证	90%
	成都苏试广博	2015 年 4 月	为军用装备等产品提供环境适应性和可靠性试验服务	69.5%
	成都苏试创博	2017 年 8 月	主要从事研究、试验发展，提供环境与可靠性试验技术服务	69.5%
	南京苏试广博	2013 年 5 月	为各类产品，包括军用装备提供环境适应性和可靠性试验服务	66%
	北京苏试惟真	2008 年 11 月	提供环境试验设备及解决方案	65%
	广东苏试广博	2016 年 10 月	为客户提供试验工装夹具设计、环境与可靠性试验服务	60%
	湖南苏试广博	2015 年 8 月	主要从事机电、电子产品环境与可靠性设计、试验与评估	51%
	西安苏试广博	2016 年 10 月	为各类产品提供环境适应性和可靠性实验服务	54.5%
	广州苏试众博	2011 年 12 月	提供力学环境振动试验、环境适应性和可靠性鉴定试验服务	51%
	深圳广博摩尔环境	2012 年 1 月	电子、通信、安全、环保、节能等产品检测与认证测试	51%
	苏试拓为	2022 年 10 月	新设立，未来可能从事无线测试等业务	70%
试验设备生产与销售	苏州苏试仪器	2003 年 4 月	生产销售试验设备，提供环境试验设备试验服务及维修服务	100%
	苏州苏试设备	2017 年 5 月	生产销售环境试验设备、仪器等	100%
	重庆苏试四达	2019 年 6 月	生产销售环境试验设备、仪器等	78%
	扬州英迈克	2011 年 4 月	研发生产销售传感器、振动加速度计、动态数据采集与分析系统等产品，其中以各类传感器为主	64%

数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：环试服务（环境与可靠性试验）：第三方检验市场高速发展，公司具有完善的全国实验室网络布局，2018 年募投项目相关的实验室扩建已经进入收获期，依托本身试验设备先发及协同优势，受益与行业增长及公司自身产能扩张，预计 2023-2025 年该业务订单增速分别为 40%、30%、30%，毛利率保持相对稳定。

假设 2：设备销售：公司的传统优势项目，技术国内领先，随着公司三综合、四综合设备高端应用不断突破，试验设备有望长期受益于军工需求高景气，预计 2023-2025 年该业务设备销量增速分别为 20%、20%、10%，毛利率稳中微升。

假设 3：集成电路验证与分析服务：随着上海宜特业务结构的不断优化，叠加公司苏州广博实验室集成电路检测能力建设逐渐落地，考虑集成电路验证与分析服务业务与公司环试

业务在技术与业务层面的协同发展，我们预计 2023-2025 年该业务订单增速分别为 35%、30%、30%，毛利率稳中有升。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 2：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
环试服务	收入	839.70	1175.58	1528.25	1986.73
	增速	27.93%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	57.11%	57.00%	57.00%	57.00%
设备销售	收入	611.90	668.36	767.37	833.28
	增速	0.42%	25.21%	14.81%	8.59%
	毛利率	33.76%	34.00%	34.00%	34.00%
集成电路验证 与分析服务	收入	250.70	338.45	439.98	571.97
	增速	14.69%	35.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	54.27%	54.50%	55.00%	55.00%
其他业务	收入	102.90	113.19	124.51	136.96
	增速	8.20%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	13.99%	13.00%	13.00%	13.00%
合计	收入	1805.14	2295.58	2860.11	3528.94
	增速	20.21%	27.17%	24.59%	23.38%
	毛利率	46.66%	47.77%	48.61%	49.54%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取与公司同属于检验检测行业的思科瑞、广电计量和谱尼测试 3 家公司作为可比公司，3 家可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 36、27、20 倍。公司是国内领先的环境试验设备及环境试验服务全国性综合性检测龙头，设备技术领先，成功打造集成电路检测服务第三增长极，试验设备综合化、高端化产品升级，全国实验室网络布局完善、产能进入业绩收获期，有望迎来快速发展。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.7 亿元、4.9 亿元、6.4 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 34%。公司属于环试设备和服务龙头，理应享受估值溢价，给予公司 2023 年 40 倍 PE，六个月目标价 37.60 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2023 年 4 月 12 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E
002967.SZ	广电计量	21.15	0.56	0.79	1.06	37.45	26.65	19.99
688053.SH	思科瑞	60.16	1.63	2.34	3.08	37.02	25.67	19.56
300887.SZ	谱尼测试	38.47	1.11	1.38	1.82	34.75	27.79	21.14
可比公司平均值						36.41	26.70	20.23

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 政策和行业标准变动风险。检验检测服务业是政策导向较强的行业，若现有产业政策、市场准入规则和行业标准等调整，可能出现局部不利于行业市场化发展情况，将对公司的经营发展产生不利影响。

2) 原材料成本上涨风险。公司的设备销售业务受原材料下降影响较大，如果未来出现原材料价格短期大幅波动，而公司未能及时采取有效措施应对，将对公示的设备销售业务产生不利影响。

3) 下游实验室能力提升不及预期的风险。近年来，公司对武汉、青岛、天津、广州等地的实验室均进行了产能提升或实验室扩建等升级措施，未来如果实验室产能利用率低、未能达到预期盈利目标，将对公司的盈利能力产生不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1805.14	2295.58	2860.11	3528.94	净利润	311.64	426.45	562.85	743.69
营业成本	962.86	1199.09	1469.92	1780.80	折旧与摊销	162.17	95.14	95.14	95.14
营业税金及附加	8.66	10.60	13.03	16.29	财务费用	33.82	55.97	59.77	62.83
销售费用	114.63	137.73	171.61	211.74	资产减值损失	-1.05	0.00	0.00	0.00
管理费用	227.21	459.12	557.72	670.50	经营营运资本变动	-140.07	-454.93	-296.61	-363.91
财务费用	33.82	55.97	59.77	62.83	其他	101.57	32.28	37.71	41.57
资产减值损失	-1.05	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	468.08	154.90	458.86	579.33
投资收益	-3.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	-178.35	-120.00	-100.00	-60.00
公允价值变动损益	0.00	0.50	0.50	0.50	其他	-186.19	0.50	0.50	0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-364.54	-119.50	-99.50	-59.50
营业利润	336.68	433.57	588.56	787.28	短期借款	-125.29	-121.72	-120.00	-120.00
其他非经营损益	-1.77	29.96	29.96	29.96	长期借款	135.33	100.00	120.00	120.00
利润总额	334.91	463.53	618.52	817.24	股权融资	253.46	0.00	0.00	0.00
所得税	23.27	37.08	55.67	73.55	支付股利	-42.65	-53.98	-73.66	-97.25
净利润	311.64	426.45	562.85	743.69	其他	-244.76	-59.00	-63.94	-60.75
少数股东损益	41.74	58.17	76.62	101.03	筹资活动现金流净额	-23.91	-134.71	-137.60	-157.99
归属母公司股东净利润	269.91	368.28	486.24	642.66	现金流量净额	84.34	-99.30	221.76	361.83
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1059.64	960.34	1182.10	1543.93	成长能力				
应收和预付款项	1013.07	1226.91	1533.65	1901.49	销售收入增长率	20.21%	27.17%	24.59%	23.38%
存货	395.89	492.93	602.36	731.16	营业利润增长率	36.76%	28.78%	35.75%	33.76%
其他流动资产	82.90	38.11	47.48	58.58	净利润增长率	41.09%	36.84%	31.99%	32.13%
长期股权投资	29.32	29.32	29.32	29.32	EBITDA 增长率	26.21%	9.76%	27.16%	27.14%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1157.10	1208.25	1239.41	1230.57	毛利率	46.66%	47.77%	48.61%	49.54%
无形资产和开发支出	184.18	168.87	153.56	138.25	三费率	20.81%	28.44%	27.59%	26.78%
其他非流动资产	356.59	345.61	334.62	323.63	净利率	17.26%	18.58%	19.68%	21.07%
资产总计	4278.69	4470.34	5122.50	5956.94	ROE	12.97%	15.43%	17.30%	19.07%
短期借款	421.72	300.00	180.00	60.00	ROA	7.28%	9.54%	10.99%	12.48%
应付和预收款项	504.83	586.40	730.56	890.09	ROIC	17.92%	19.34%	21.47%	24.99%
长期借款	276.94	376.94	496.94	616.94	EBITDA/销售收入	29.51%	25.47%	25.99%	26.79%
其他负债	672.51	443.22	462.03	490.49	营运能力				
负债合计	1876.00	1706.56	1869.52	2057.51	总资产周转率	0.45	0.52	0.60	0.64
股本	386.99	391.19	391.19	391.19	固定资产周转率	1.91	2.32	3.11	4.15
资本公积	910.33	910.33	910.33	910.33	应收账款周转率	2.27	2.27	2.30	2.27
留存收益	892.66	1206.96	1619.54	2164.96	存货周转率	2.57	2.70	2.68	2.66
归属母公司股东权益	2201.35	2504.27	2916.86	3462.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.41%	—	—	—
少数股东权益	201.34	259.51	336.12	437.15	资本结构				
股东权益合计	2402.69	2763.78	3252.98	3899.42	资产负债率	43.85%	38.18%	36.50%	34.54%
负债和股东权益合计	4278.69	4470.34	5122.50	5956.94	带息债务/总负债	40.29%	43.01%	39.26%	35.68%
					流动比率	1.91	2.54	3.03	3.59
					速动比率	1.61	2.08	2.49	2.97
					股利支付率	15.80%	14.66%	15.15%	15.13%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	532.68	584.68	743.47	945.25	每股收益	0.69	0.94	1.24	1.64
PE	42.18	30.91	23.41	17.71	每股净资产	5.63	6.40	7.46	8.85
PB	5.17	4.55	3.90	3.29	每股经营现金	1.20	0.40	1.17	1.48
PS	6.31	4.96	3.98	3.23	每股股利	0.11	0.14	0.19	0.25
EV/EBITDA	20.24	18.59	14.32	10.88					
股息率	0.37%	0.47%	0.65%	0.85%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn