

公司点评
联测科技 (688113)
国防军工 | 航空装备
公司业绩稳定增长，航空与新能源双足鼎立

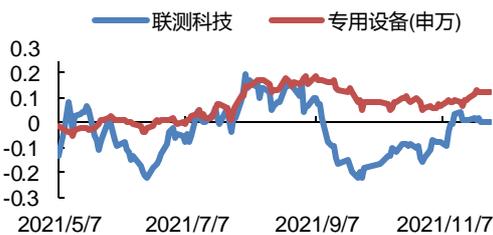
2021年11月29日

评级 谨慎推荐

评级变动 调低

合理区间 69.09-77.55 元
交易数据

当前价格(元)	67.48
52周价格区间(元)	50.08-82.27
总市值(百万)	4298.48
流通市值(百万)	1025.70
总股本(万股)	6370.00
流通股(万股)	1520.00

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
联测科技	19.20	-12.09	0.18
专用设备	6.82	-3.36	16.79

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

分析师

0731-84779574

张看

zhangkan@cfzq.com

研究助理
相关报告

1 《联测科技: 联测科技(688113.SH)公司点评: 航空测试替代进口有望高速增长, 新能源持续发力》 2021-08-05

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	315.83	358.49	423.02	507.62	619.30
净利润(百万元)	61.60	72.57	80.28	89.80	105.20
每股收益(元)	0.97	1.14	1.26	1.41	1.65
每股净资产(元)	4.42	5.58	6.84	8.25	9.90
P/E	69.78	59.23	53.54	47.87	40.86
P/B	15.28	12.09	9.86	8.18	6.81

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- 公司为国内动力测试领域龙头企业，主营业务为动力测试装备及动力测试验证服务。**公司2021年前三季度业绩保持稳定，共实现营收2.51亿元，同比增长3.67%；实现归母净利润0.51亿元，同比增长20.80%；扣非归母净利润0.46亿元，同比增长13.60%。公司整体毛利率为38.35%，同比增长2.27pct，环比下降3.11pct；公司净利率20.23%，同比增长2.87pct，环比下降2.13pct。根据公司2021年中报披露，智能测试设备的营收占比为83.10%（同比+3.79pct），测试服务的营收占比为10.35%（同比-6.14pct），备件及维修的营收占比为6.55%（同比+2.35pct）。按下游应用分类，2021年中报期公司新能源汽车营收占比为51.27%（同比+5.77pct）、燃油车营收占比为28.85%（同比-3.53pct）、船舶营收占比为11.14%（同比-7.81pct）、航空营收占比为5.57%（同比+3.34pct）、工程机械及其他营收占比为3.19%（同比+2.25pct）。
- 航空动力测试领域国内唯一上市公司，进口替代持续进行。**在航空领域，由于航空发动机高转速、大功率、控制难的特点，其动力测试所需的水力测功机主要由国外厂商掌握。目前由于中美博弈导致我国与美国KAHN公司合作终止，与英国Froude Hofmann公司合作也受到一定程度影响，在此背景下国内联测科技进口替代持续进行。公司近年来与中国航发集团单位保持深度合作，在航空动力测试设备研发上进展迅速并获得国内领先地位，目前公司水力测功机产品已获得客户认可，并获得5719、331、602、606、608、624等重点单位相关订单。我们测算到全国军用航空动力测试年均采购与维修市场合计超过10亿元。根据中国航发招标网信息，2021年公司水力测功机中标总金额已达5425.57万元，公司正处在航空动力测试业务成长起点，未来有望替代进口实现航空业务板块的高速增长。
- 新能源汽车动力测试领域需求旺盛，后续有望在生产端起速。**随着新能源车产销量的不断提升，新车型研发与生产对动力测试的需求也逐渐加大。根据Markets and Markets及我国汽车市场增速及新能源车渗透率计算，到2025年我国新能源汽车测试设备市场规模约为13.6亿元。目前我国新能源车领域处于快速发展期，对测试的需求主要集中在

在研发端，众多新型号车型的研发测试需求约占新能源车测试总需求约 80%，生产端需求只占约 20%；而参考燃油车测试设备市场，生产端的需求占比达到 60%。未来随着新能源车产量的进一步提升，生产端的动力测试需求有望随之增长。

- **盈利预测：**预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 0.80 亿元、0.90 亿元、1.05 亿元，EPS 分别为 1.26 元、1.41 元、1.65 元，对应当前股价 PE 倍数为 54、48 和 41 倍。考虑到公司新能源业务持续增长与公司在航空动力测试领域有望替代进口高速发展，给予公司 2022 年 49-55 倍 PE 估值，对应价格区间为 69.09 元~77.55 元。给予公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**新客户拓展不及预期，产品研发交付不及预期。

1 国内动力测试领域龙头企业，航空与新能源营收占比逐渐提升

公司成立于 2002 年，前身是启东市天木机电技术有限公司，2014 年收购常测机电后公司顺利进入新能源动力测试领域，2015 年公司业务逐步拓展至燃油车测试验证服务，2017 年公司进行股改更名为江苏联测机电科技股份有限公司，2019 年公司进一步拓展了航空发动机的测试服务，开启了航空发动机动力测试进口替代之路。

图 1：公司发展历程



资料来源：iFinD、财信证券

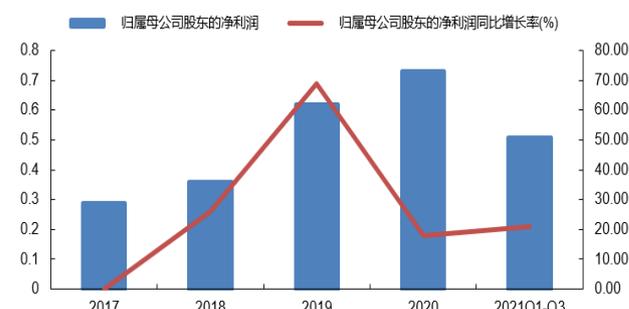
公司 2021 年前三季度业绩保持稳定，共实现营收 2.51 亿元，同比增长 3.67%；实现归母净利润 0.51 亿元，同比增长 20.80%；扣非归母净利润 0.46 亿元，同比增长 13.60%。公司整体毛利率为 38.35%，同比增长 2.27pct，环比下降 3.11pct；公司净利率 20.23%，同比增长 2.87pct，环比下降 2.13pct。

图 2：公司营收及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD、财信证券

图 3：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：iFinD、财信证券

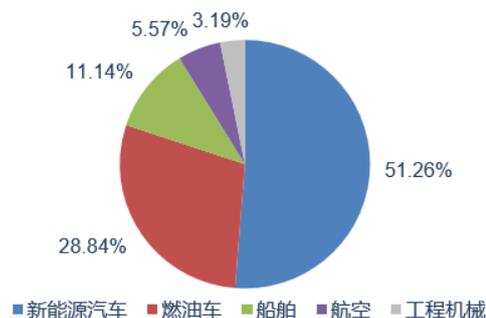
根据公司 2021 年中报披露，智能测试设备的营收占比为 83.10%（同比+3.79pct），测试服务的营收占比为 10.35%（同比-6.14pct），备件及维修的营收占比为 6.55%（同比+2.35pct）。按下游应用分类，2021 年中报期公司新能源汽车营收占比为 51.27%（同比+5.77pct）、燃油车营收占比为 28.85%（同比-3.53pct）、船舶营收占比为 11.14%（同比-7.81pct）、航空营收占比为 5.57%（同比+3.34pct）、工程机械及其他营收占比为 3.19%（同比+2.25pct）。

图 4：按产品类别列示的公司收入构成情况



资料来源：iFinD、财信证券

图 5：按下游应用领域类别列示的公司收入构成情况



资料来源：iFinD、财信证券

2 航空动力测试领域国内唯一上市公司，进口替代持续进行

航空动力测试领域国内唯一上市公司，进口替代持续进行。在航空领域，由于航空发动机高转速、大功率、控制难的特点，其动力测试所需的水力测功机主要由国外厂商掌握。目前由于中美博弈导致我国与美国 KAHN 公司合作终止，与英国 Froude Hofmann 公司合作也受到一定程度影响，在此背景下国内联测科技进口替代持续进行。公司近年来与中国航发集团单位保持深度合作，在航空动力测试设备研发上进展迅速并获得国内领先地位，目前公司水力测功机产品已获得客户认可，并获得 5719、331、602、606、608、624 等重点单位相关订单。我们测算到全国军用航空动力测试年均采购与维修市场合计超过 10 亿元。根据中国航发招标网信息，2021 年公司水力测功机中标总金额已达 5425.57 万元，公司正处在航空动力测试业务成长起点，未来有望替代进口实现航空业务板块的高速增长。

表 1：公司航空水力测功机中标情况

航空水力测功机	中标时间	中标客户	中标项目	中标金额 (万元)
	2021 年 7 月 13 日	331	水力测功机	936.05
	2021 年 5 月 28 日	606	水力测功机 (A227/A226)	1839.6/1068.8
	2021 年 5 月 24 日	331	水力测功机	785.36
	2021 年 4 月 20 日	331	水力测功机	397.76
	2021 年 3 月 23 日	606	水力测功机	398
	2020 年 11 月 10 日	331	水力测功机	789.36
	2019 年 1 月 24 日	608	水力测功机	599

资料来源：中国航发招标网、联测科技官网、财信证券

3 新能源汽车动力测试领域需求旺盛，后续有望在生产端起速

新能源汽车动力测试领域需求旺盛，后续有望在生产端起速。随着新能源车产销量的不断提升，新车型研发与生产对动力测试的需求也逐渐加大。公司新能源汽车测试业务快速增长。公司新能源汽车领域相关客户包括上汽集团、广汽集团、华为公司、蔚来

汽车、日本电产、联合汽车电子、比亚迪、长安汽车、广汽三菱、广汽菲亚特、江铃汽车、神龙汽车等。

在技术方面，公司新能源汽车整车模拟测试台架性能接近国际领先水平，同时在拓展性、兼容性方面更为完善。公司开发的新能源汽车整车模拟台架，能够模拟车辆在实际行驶过程中的工况以及测试整车的能耗分布，实现四电机同时高动态模拟道路加载测试，在稳态工况下的测试精度、稳定性已接近国外领先同行。目前公司新能源整车模拟测试台架已经获得了蔚来、华为以及中汽研等客户的相关订单。

根据 Markets and Markets 及我国汽车市场增速及新能源车渗透率计算，到 2025 年我国新能源汽车测试设备市场规模约为 13.6 亿元。目前我国新能源车领域处于快速发展期，对测试的需求主要集中在研发端，众多新型号车型的研发测试需求约占新能源车测试总需求约 80%，生产端需求只占约 20%；而参考燃油车测试设备市场，生产端的需求占比达到 60%。未来随着新能源车产量的进一步提升，生产端的动力测试需求有望随之增长。

表 2：公司航空水力测功机中标情况

公司新能源汽车领域客户	客户名称	期间	数量（台）	金额（万元）
     	上海蔚来	2019 年	2	1557.23
上汽集团 广汽集团 华为 蔚来汽车 江铃汽车 广汽三菱	上海蔚来	2018 年	1	668.04
     	华为公司	2019 年	2	1150.44
长安汽车 广汽菲亚特 日本电产 比亚迪 联合汽车电子 神龙汽车	华为公司	2018 年	1	192.31
	中汽研	2020 年	2	709.59
	合计		8	4227.61

资料来源：联测科技招股说明书、财信证券

4 盈利预测

预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 0.80 亿元、0.90 亿元、1.05 亿元，EPS 分别为 1.26 元、1.41 元、1.65 元，对应当前股价 PE 倍数为 54、48 和 41 倍。考虑到公司新能源业务持续增长与公司在航空动力测试领域有望替代进口高速发展，给予公司 2022 年 49-55 倍 PE 估值，对应价格区间为 69.09 元~77.55 元。给予公司“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

新客户拓展不及预期，产品研发交付不及预期。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	56.57	125.88	74.15	50.76	76.84	营业收入	315.83	358.49	423.02	507.62	619.30
应收票据及账款	173.87	199.58	230.04	276.04	336.77	营业成本	190.43	216.01	256.47	309.14	380.50
预付账款	13.47	6.56	16.46	19.76	24.10	营业税金及附加	2.45	2.42	3.36	4.04	4.92
其他应收款	3.58	2.72	6.45	7.74	9.45	销售费用	12.75	13.40	18.02	21.62	26.38
存货	206.21	190.22	293.52	353.79	435.45	管理费用	14.52	16.04	18.61	21.83	26.01
其他流动资产	3.07	1.40	5.10	6.12	7.46	研发费用	19.23	23.17	27.54	34.42	43.16
流动资产总计	456.78	526.36	625.72	714.22	890.08	财务费用	-0.10	-0.42	-0.35	4.68	6.63
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-2.78	-5.35	-5.54	-6.65	-8.11
固定资产	95.13	96.84	139.44	349.25	462.05	信用减值损失	-4.16	-1.32	-2.37	-2.85	-3.48
在建工程	12.93	0.00	68.50	211.00	5.40	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	10.86	10.96	9.14	7.31	5.48	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	22.48	22.85	22.85	22.85	22.85	资产处置收益	0.10	0.03	0.04	0.04	0.04
非流动资产合计	141.41	130.65	239.92	590.40	495.78	其他收益	1.47	4.88	2.27	2.27	2.27
资产总计	598.19	657.02	865.64	1304.62	1385.86	营业利润	71.20	86.11	93.76	104.71	122.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	135.22	0.00	营业外收入	0.27	0.95	0.42	0.42	0.42
应付票据及账款	87.67	86.78	101.50	122.34	150.57	营业外支出	1.04	4.45	1.85	1.85	1.85
其他流动负债	211.64	197.30	310.93	373.51	456.53	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	299.31	284.08	412.43	631.06	607.11	利润总额	70.44	82.61	92.33	103.28	120.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	130.54	130.54	所得税	8.84	10.04	12.05	13.48	15.79
其他非流动负债	17.51	17.30	17.30	17.30	17.30	净利润	61.60	72.57	80.28	89.80	105.20
非流动负债合计	17.51	17.30	17.30	147.84	147.84	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	316.82	301.38	429.73	778.90	754.95	归母净利润	61.60	72.57	80.28	89.80	105.20
股本	47.70	47.70	47.70	47.70	47.70	EBITDA	79.75	93.06	119.71	179.48	233.04
资本公积	130.15	130.18	130.18	130.18	130.18	NOPLAT	62.17	75.68	81.36	95.26	112.36
留存收益	103.51	177.76	258.04	347.84	453.04	EPS(元)	0.97	1.14	1.26	1.41	1.65
归属母公司权益	281.37	355.63	435.91	525.72	630.91	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股东权益合计	281.37	355.63	435.91	525.72	630.91	营收增长率	41.37%	13.51%	18.00%	20.00%	22.00%
负债和股东权益合计	598.19	657.02	865.64	1304.62	1385.86	营业利润增长率			8.88%		
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT 增长率	64.47%	16.85%	11.91%	17.38%	18.21%
税后经营利润	61.60	72.57	79.51	89.04	104.43	EBITDA 增长率	64.50%	16.69%	28.63%	49.93%	29.84%
折旧与摊销	9.41	10.88	27.73	71.52	105.42	归母净利润增长率	68.84%	17.81%	10.62%	11.87%	17.14%
财务费用	-0.10	-0.42	-0.35	4.68	6.63	经营现金流增长率	35.85%	11.16%	19.58%	38.47%	23.15%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	盈利能力					
营运资金变动	-19.71	-27.87	-22.73	-28.47	-38.52	毛利率	39.71%	39.74%	39.37%	39.10%	38.56%
其他经营现金流	8.93	12.53	0.00	-0.00	-0.00	净利率	19.50%	20.24%	18.98%	17.69%	16.99%
经营性现金净流量	60.13	67.68	84.16	136.77	177.96	营业利润率	22.54%	24.02%	22.16%	20.63%	19.77%
资本支出	35.58	8.15	137.00	422.00	10.80	ROE	21.89%	20.41%	18.42%	17.08%	16.67%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.30%	11.05%	9.27%	6.88%	7.59%
其他投资现金流	-71.00	-13.25	-273.23	-843.23	-20.83	ROIC	32.13%	29.52%	30.63%	23.58%	14.20%
投资性现金净流量	-35.42	-5.11	-136.23	-421.23	-10.03	估值倍数					
短期借款	0.00	0.00	0.00	135.22	-135.22	P/E	69.78	59.23	53.54	47.87	40.86
长期借款	-4.61	0.00	0.00	130.54	0.00	P/S	13.61	11.99	10.16	8.47	6.94
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	15.28	12.09	9.86	8.18	6.81
资本公积增加	5.41	0.02	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他筹资现金流	-26.17	-13.30	0.35	-4.68	-6.63	EV/EBIT	45.41	38.07	34.65	32.28	26.13
筹资性现金净流量	-25.37	-13.28	0.35	261.08	-141.85	EV/EBITDA	40.05	33.62	26.62	19.41	14.31
现金流量净额	-0.67	49.28	-51.72	-23.39	26.08	EV/NOPLAT	51.37	41.34	39.17	36.58	29.68

资料来源: iFinD, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438