

业绩扭亏为盈, 打造一站式综合检测服务平台

投资要点

- **事件:** 公司公布 2022 半年报, 2022H1 实现营收 9.95 亿元, 同比增长 20.61%; 归母净利润 0.19 亿元, 扭亏为盈; 扣非净利润-0.02 亿元, 同比减亏; Q2 单季度看, 实现营收 6.34 亿元, 同比增长 22.70%, 环比增长 75.47%; 归母净利润 0.99 亿元, 同比增长 84.05%, 环比增加 1.78 亿元; 扣非净利润 0.84 亿元, 同比增长 81.64%, 环比增加 0.88 亿元。上半年收入与利润实现高增长, Q2 单季度业绩大幅改善, 盈利能力得到显著提升。
- **公司积极落实实验室产能提升和订单消化, 大客户和高端项目开发效果显著, 推动营收高速增长。** 2021H1, 公司的计量业务、可靠性与环境试验、电磁兼容检测三大传统优势业务分别实现同比增长 15.2%、22.4%、27.5%, 且三大业务毛利率高, 分别达 42.6%、42.3%和 48.1%, 主要受益于 2022H1 公司通讯、电子电器、轨交、汽车、特殊行业等大客户开发效果显著, 其中, 公司中标多项特殊行业大型试验项目和多家通信企业的计量服务、电磁辐射检测项目, 新增 3 家汽车主机厂认可资质等, 大客户开发成功带动公司上半年营收高速增长。虽然公司 EHS 评价咨询受天津总部疫情影响承压明显, 2022H1 营收仅 0.8 亿元, 同比下降 14.6%; 同比实现增长的计量业务也因疫情影响, 上门服务受阻, 业绩增速放缓; 但随着国内疫情形势逐步好转, 公司将持续布局行业大客户开发战略, 特殊行业、汽车等业务需求高景气, 将驱动公司业绩高速增长。
- **公司积极转移重心做强子公司, 加强内部精细化管理, 期间费用控制良好, 盈利水平得到改善。** 2022H1 公司综合毛利率为 36.4%, 同比微降 0.3 个百分点; 净利率为 1.8%, 同比增加 4.0 个百分点; 净利率提升主要系公司做强做优子公司策略, 业务流程下放子公司, 基本实现子公司内部订单闭环, 提升公司整体经营管理效率。2022H1 期间费用率为 37.5%, 同比下降 4.7 个百分点; 细分来看, 销售、管理、财务、研发费用率分别为 16.4%、7.5%、0.9%和 12.7%, 分别同比下降 0.7、1.1、2.1 和 0.8 个百分点。随着公司规模持续扩大、管理能力逐步提升, 期间费用率仍有下降空间。
- **化学分析、食品检测、环境检测新业务稳步培育中, 营收同比增长, 业务结构不断优化。** 1) 在化学分析方面, 公司与多家车企和知名电子电器厂展开合作; 随着数字化实验室建设不断落地, 分析水平和效率逐步提升, 该业务有望加速推进。2) 在食品检测方面, 2022H1 实现营收 0.65 亿元, 同比增长 48.1%, 毛利率提升 9.7 个百分点至 1.0%, 毛利率承压明显, 主要系受政府委托采购占比大, 项目价格低; 目前公司已成功与多家重点企业客户建立合作关系, 未来有望受益企业客户占比提升带来营收及利润双提升。3) 在环保检测方面, 2022H1 实现营收 0.65 亿元, 同比增长 23.5%, 占收入比重 6.5%, 毛利率为 4.20%; 公司已承接 17 省(市) 国家地下水监测工程水质监测项目, 10 家实验室顺利入围第三次全国土壤普查第一批及第二批检测实验室名录, 业绩成长性确定。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.59、3.77、4.99 亿元, 未来三年归母净利润复合增长率 40%, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 公信力和品牌受不利事件影响的风险、政策和行业标准变动风险、新建实验室产能不达预期风险、骨干员工流失的风险、疫情反复风险。

| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2246.95 | 2765.70 | 3476.46 | 4309.97 |
| 增长率 | 22.09% | 23.09% | 25.70% | 23.98% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 182.17 | 258.76 | 377.48 | 498.52 |
| 增长率 | -22.60% | 42.04% | 45.88% | 32.06% |
| 每股收益EPS(元) | 0.32 | 0.45 | 0.66 | 0.87 |
| 净资产收益率 ROE | 5.55% | 7.31% | 9.80% | 11.65% |
| PE | 71 | 50 | 34 | 26 |
| PB | 3.81 | 3.60 | 3.30 | 2.98 |

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
联系人: 周鑫雨
电话: 021-58351893
邮箱: zxyu@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) | 5.75 |
| 流通 A 股(亿股) | 2.36 |
| 52 周内股价区间(元) | 14.0-36.35 |
| 总市值(亿元) | 130.00 |
| 总资产(亿元) | 52.80 |
| 每股净资产(元) | 5.93 |

相关研究

目 录

| | |
|-------------------------------------|----------|
| 1 第三方检测领军企业，三大板块协调发展 | 1 |
| 1.1 第三方检测领军企业，打造一站式计量检测综合服务平台 | 1 |
| 1.2 传统优势业务贡献业绩增量，实现扭亏为盈..... | 3 |
| 1.3 广州国资委控股，股权结构稳定集中 | 5 |
| 2 盈利预测与估值 | 5 |
| 2.1 盈利预测..... | 5 |
| 2.2 相对估值..... | 6 |
| 3 风险提示 | 7 |

1 第三方检测领军企业，三大板块协调发展

1.1 第三方检测领军企业，打造一站式计量检测综合服务平台

公司是第三方综合检测领军企业，致力于打造计量、检测、认证、评价咨询等“一站式”综合服务平台。公司成立于 2002 年，是具备高成长性、综合性的第三方计量检测企业，其发展历程可分为三个阶段：

1) 计量业务综合发展期 (2002-2007 年)：公司前身为广电有限，广电有限系无线电集团二级经营单位校准测试中心改制设立，是原国家信息产业部电子 602 计量测试站，始建于 1964 年，有着深厚的技术积累。公司成立初期，专注于计量检测业务；2007 年，公司投建 RoHS、电磁兼容试验等实验室，正式开启计量检测一站式布局。

2) 全国布局快速扩张期 (2008-2018 年)：2008 年底，公司完成收购北京英科信，走出广东省，开启全国业务布局；2013 年，公司同时在长沙、无锡、天津三地设立 3 家业务子公司，建设综合实验室基地，此后以每年 2-3 家子公司的建设速度在华北、华东、华中等业务大区相继设立分公司，不断深化全国业务布局，增强公司在服务范围与服务半径方面的地域优势。

3) 深化业务布局期 (2019-至今)：2019 年，公司在深交所上市，并控股方圆广电，进军军规检测；2020 年，收购中安光源，持续深化 EHS 评价咨询业务布局；2021 年控股海南广电计量，填补计量检定资质板块短板，同年收购江西福康，正式开启医疗检测服务；2022 年，控股博林达，技术服务链向标准物质业务延伸。目前，公司的业务范围不断深化，从物理类拓展至化学类检测业务，成功打造计量、检测、认证、评价咨询等“一站式”综合服务平台。

图 1：立足计量业务，打造计量、检测、认证、评价咨询等“一站式”检验检测综合服务平台



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

公司主营业务可分为计量服务、检测服务和 EHS 评价咨询三大板块。1) 计量服务主要指为客户日常使用的、用于测量各种参数的仪器仪表进行一系列计量操作，保证客户生产、服务所用设备量值的准确性和稳定性。2) 检测服务包括可靠性与环境实验、电磁兼容检测、

环保检测、食品检测、化学分析等，其中：可靠性与环境实验、电磁兼容检测是公司的传统优势业务，盈利能力强；环保检测、食品检测和化学分析等化学类检测业务是公司近年来培育的新业务。3) EHS 评价咨询包括安全评价、环境影响评价、职业卫生评价等，主要由公司 2021 年收购的中安广源提供。

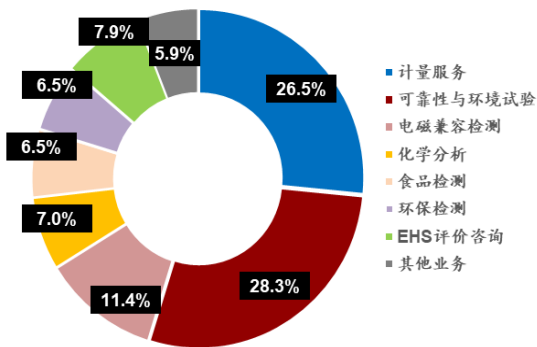
表 1：公司主营业务为计量服务、检测服务和 EHS 评价咨询三大板块

| 板块 | 业务简介 | | 服务行业 | 服务项目示例 |
|----------|---|--|--|---|
| 计量服务 | 对仪器仪表进行计量操作，确认仪器仪表精确程度 国内服务市场范围最广、服务资质最齐全的大型第三方计量机构之一 覆盖电磁学/无线电学/时间频率学/光学/几何量学/力学/热学/化学/声学/电离辐射十大计量专业领域，在无线电学、时间频率学、电磁学领域技术底蕴深厚 | | 特殊行业、汽车、轨交、通信、电子电器、食品药品、石油化工、医疗卫生、检测实验室等 |  |
| 检测服务 | 可靠性与环境试验 | 将产品放置在自然或人工环境条件下，进行性能评价等检测工作 国内规模最大的可靠性与环境试验服务机构之一 在元器件筛选与失效分析、可靠性试验工程、环境试验等专业领域具备国内领先的“一站式”服务能力 | 特殊行业、航空航天、汽车、轨交、船舶工业、电子电器、通信、物联网等 |  |
| | 电磁兼容检测 | 评价设备或系统电磁兼容性水平 装备与系统、汽车及汽车电子电器、航空机载、外场试验方面实力深厚 | 特殊行业、汽车、航空航天、轨道交通等 |  |
| | 环保检测 | 连续或者间断地测定环境中污染物的性质、浓度，观察、分析其变化及对环境影响并出具检测数据与结果 | 农业、环保、卫生、住建、海洋渔政等 |  |
| | 食品检测 | 包括营养物质检测、有害物质检测、辅助材料及食品添加剂检测等 | 食品、药品、农林渔牧等 |  |
| | 化学分析 | 对产品全生命周期各个阶段中的有毒、有害物质或元素进行检测，严格控制其含量，尽早发现质量问题并制定解决方案 | 汽车、轨道交通、电子电器、船舶等 |  |
| EHS 评价咨询 | 对建设项目存在的安全、环境、职业卫生等问题依据评价导则等标准进行评价并出具报告，评定其是否达到国家法律法规和行业标准要求 由控股子公司中安广源提供，包括安全评价、环境影响评价、职业卫生评价等 | | 政府、园区、企业 |  |

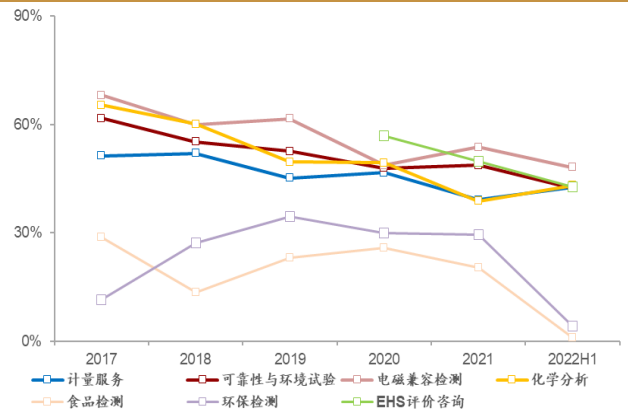
数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

- 1) **计量业务受疫情影响增速放缓，毛利率高，2022H1 营收占比 26.5%**。公司为国内服务市场范围最广、服务资质最齐全的大型第三方计量机构之一，2021 年该业务营收 5.0 亿元，收入占比 22.4%，毛利率为 39.1%；2022H1 营收为 2.64 亿元，同比增长 15.9%，收入占比提升至 26.5%，毛利率为 42.6%；受疫情影响，计量上门服务开展受阻，该板块营收增速下滑。
- 2) **可靠性与环境试验业务稳步增长，毛利率高，持续贡献业绩增量**。2021 年可靠性与环境试验营收 6.5 亿元，营收占比 29.0%。2022H1 营收 2.8 亿元，同比增长 24.4%，营收占比 28.3%，毛利率为 42.3%，主要系公司把握特殊行业、汽车等业务需求复苏机遇，大客户开发效果显著。
- 3) **电磁兼容检测是公司的成熟优势业务，毛利率最高**。2021 年电磁兼容检测营收 2.4 亿元，收入占比 10.8%，毛利率为 53.7%；2022H1 营收 1.3 亿元，同比增长 27.5%，营收占比提升至 11.4%，毛利率为 48.1%。2022H1，公司积极探索 e-Call 及 V2X 车载通信类测试领域，该板块业绩增长带动了公司总体收入规模同比提升。

- 4) 化学分析业务汽车客户拓展顺利, 营收实现较高增长。2021 年营收 1.2 亿元, 收入占比 5.4%, 毛利率为 38.8%; 2022H1 营收为 0.70 亿元, 同比增长 22.0%, 营收占比为 7.0%, 毛利率为 43.1%。
- 5) 食品检测和环保检测仍处于市场开拓阶段, 增速高, 毛利承压。食品检测 2022H1 营收 0.65 亿元, 同比增长 48.1%, 营收占比为 7.1%, 毛利率为 1.0%。环保检测 2022H1 营收 0.65 亿元, 同比增长 23.5%, 营收占比为 7.7%, 毛利率为 4.2%。环保检测、食品检测行业竞争激烈, 公司仍处培育阶段, 毛利率短期承压具备较大上升空间。
- 6) EHS 评价咨询业务受疫情影响较大, 占比下降至 7.9%。2021 年营收 2.4 亿元, 收入占比 10.7%, 毛利率为 49.9%; 2022H1 营收 0.78 亿元, 同比下降 14.6%, 营收占比为 7.9%, 毛利率为 42.8%。2022H1 天津本部受疫情, 该板块受冲击较大。

图 2: 2022H1, 可靠性与环境试验业务占比最高为 28.3%


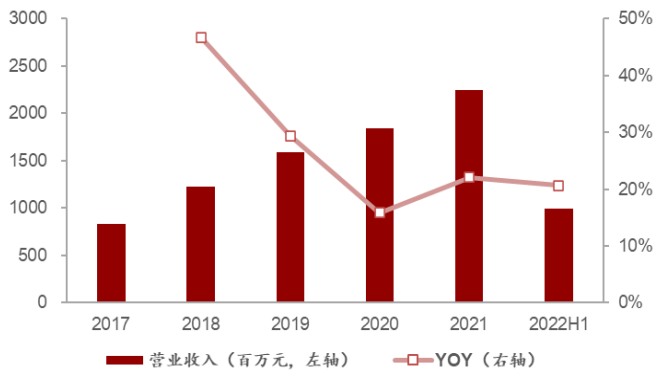
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 3: 计量服务、可靠性与环境试验、电磁兼容检测和 EHS 评价咨询毛利率较高


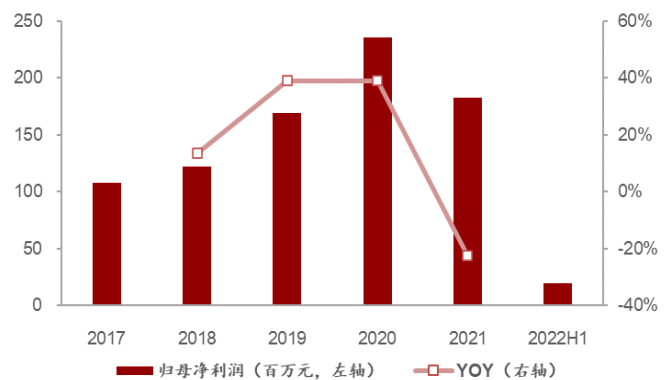
数据来源: Wind, 西南证券整理

1.2 传统优势业务贡献业绩增量, 实现扭亏为盈

公司加快推动疫后复工复产, 营业收入同比持续增长, 归母净利润实现扭亏为盈。2020 年以来, 受新冠肺炎疫情等因素影响, 公司营收增速放缓, 但公司职工薪酬、折旧费用及房屋租金等成本费用较快增长, 导致利润大幅下滑。2021 年实现营收 22.5 亿元, 同比增长 22.1%; 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比下降 22.6%。2022H1 实现营收 9.95 亿元, 同比增长 20.6%; 归母净利润 0.19 亿元, 扭亏为盈; 扣非净利润 0.52 亿元, 同比增长 37.9%。公司传统优势的计量服务、可靠性与环境试验和电磁兼容检测三大业务的高速增长带动了公司上班业绩增长。

图 4：2022H1 实现营收 9.95 亿元


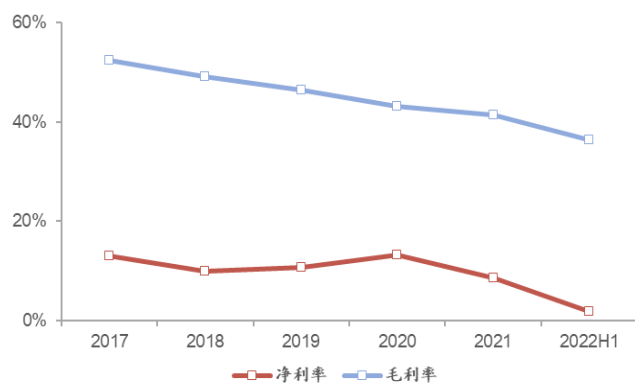
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：2022H1 实现归母净利润 0.19 亿元，扭亏为盈


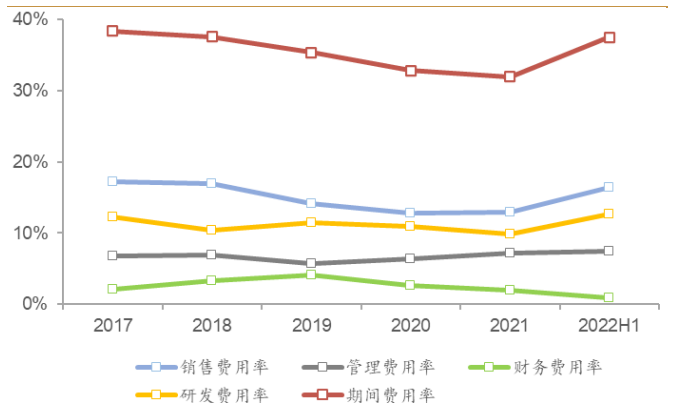
数据来源：Wind, 西南证券整理

毛利率略有下滑、净利率提升，未来具备较大提升空间。2021 年，公司综合毛利率为 41.4%，同比下降 1.9 个百分点，主要系疫情影响导致公司各业务毛利率出现下滑；净利率为 8.6%，同比下降 4.6 个百分点。2022H1 公司综合毛利率为 36.4%，同比微降 0.3 个百分点；净利率为 1.8%，同比增加 4.0 个百分点；净利率提升主要系公司做强做优子公司策略，业务流程下放子公司，基本实现子公司内部订单闭环，提升公司整体管理经营效率。目前公司食品检测、环保检测等业务处于积极培育中，未来随着公司业务结构进一步优化，企业大客户和高附加值的 EHS 环评咨询等业务占比提升，毛利率有望回升。

受益于规模效益，公司期间费用率逐年下降。2021 年，公司期间费用率为 31.93%，同比减少 0.9 个百分点；2022H1 期间费用率为 37.5%，同比下降 4.7 个百分点；细分来看，销售、管理、财务、研发费用率分别为 16.4%、7.5%、0.9%和 12.7%，分别同比下降 0.7、1.1、2.1 和 0.8 个百分点。随着公司规模持续扩大、管理能力逐步提升，期间费用率仍有下降空间。

图 6：公司毛利率、净利率水平略有下滑


数据来源：Wind, 西南证券整理

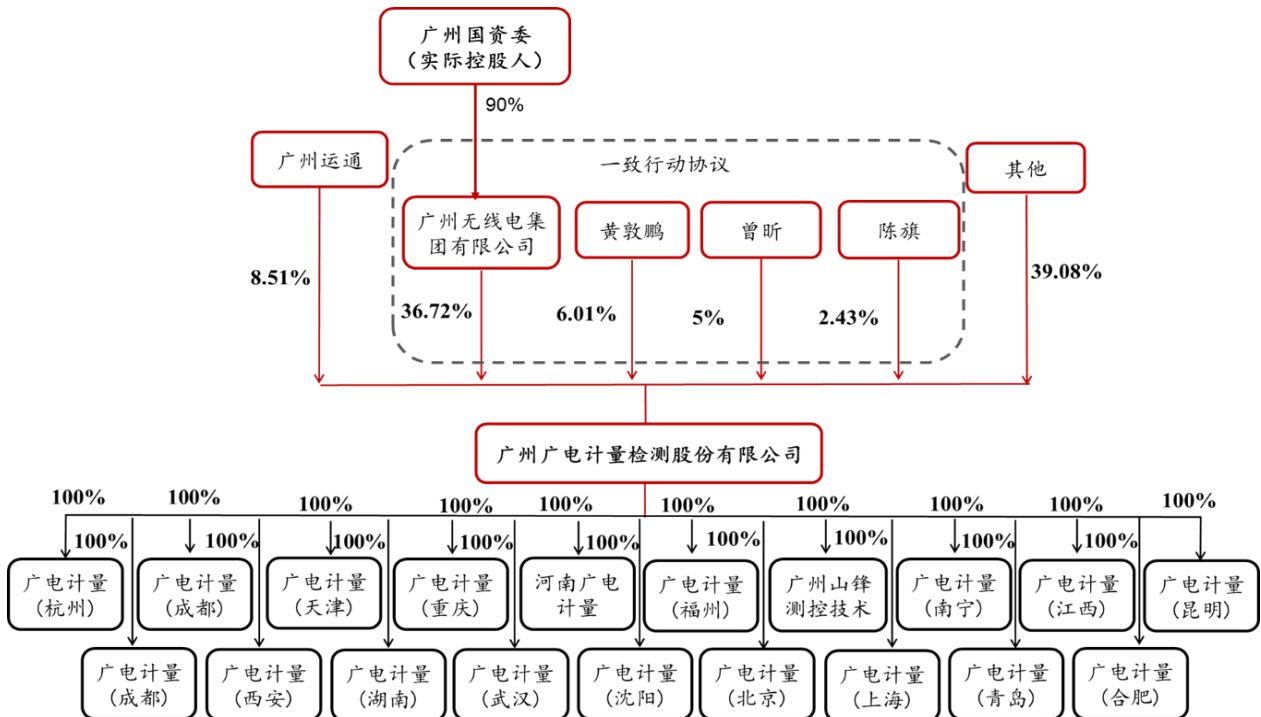
图 7：公司期间费用率逐年下降


数据来源：Wind, 西南证券整理

1.3 广州国资委控股，股权结构稳定集中

广州国资委控股，股权结构稳定集中。目前，广电计量的最大股东为广州无线电集团有限公司，持股比例达到 36.72%，其实际控制人为广州市国资委；公司第二大股东为广州无线电集团控股的广州广电运通，持股比例为 8.51%；公司核心管理人员黄敦鹏、曾昕、陈旗分别持股 6.01%、5%、2.43%，且与广州无线电集团存在一致行动关系。广电计量背靠广州市国资委，控股股东资金实力雄厚，国企背景利于公司稳固发展；另外公司核心管理人员持股有利于深度绑定公司与员工的利益、激发管理层经营活力，助推公司稳步发展。

图 8：公司实际控制人为广州国资委，占股 33%



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：

公司主营业务为计量服务、检测服务和 EHS 环评咨询服务，隶属于具备运营属性和持续增长属性的检验检测赛道。2017-2021 年，我国检测行业规模逐年增长，CAGR 为 14.5%。

假设 1：在市场极为分散的情况下，2018-2020 年公司计量业务市占率在 4.6-5.4%，作为国内服务市场范围最广、服务资质最齐全的大型第三方计量机构之一，随着武汉、北京、广州计量实验室等扩建完成，预计该业务 2022-2024 年市占率将稳中有升，分别为 5.9%、6.4%、7.0%。

假设 2: 可靠性与环境试验、电磁兼容检测业务是公司的成熟优势业务，近年来该板块投入的技术改造资金较多，2021 年成都建成了相对规模较大的集成电路和元器件筛选实验室，后续产能将逐步释放；且公司在新能源汽车及智能驾驶检测领域布局较早，受益国防军工及汽车检测行业需求景气，预计 2022-2024 年可靠性与环境试验、电磁兼容检测业务订单增速分别为 23%、22%、20% 和 27%、29%、30%。

假设 3: 公司环保检测、食品检测和化学分析业务板块均属于培育发展期，该板块对技术人员专业技能要求高，此前公司人员增速在 5% 左右，2022 年的人员增长预计将达到 10%-15%，服务能力将进一步提升，预计 2022-2024 年环保检测、食品检测和化学分析业务订单增速将分别在 23%、20%、15%；35%、30%、25% 和 20%、20%、15%。

假设 4: EHS 评价咨询该业务主要由控股子公司中安广源提供，考虑到该行业受疫情影响较大，预计 2022-2024 年该业务订单增速分别为 15%、40%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 计量服务 | 收入 | 504.33 | 590.07 | 702.18 | 849.64 |
| | 增速 | 0.41% | 17.00% | 19.00% | 21.00% |
| | 毛利率 | 39.13% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 检测服务 | 收入 | 1349.05 | 1684.49 | 2086.69 | 2536.26 |
| | 增速 | 16.74% | 24.86% | 23.88% | 21.54% |
| | 毛利率 | 42.89% | 39.54% | 40.22% | 40.85% |
| EHS 评价咨询 | 收入 | 73.53 | 99.27 | 138.97 | 194.56 |
| | 增速 | 0.00% | 35.00% | 40.00% | 40.00% |
| | 毛利率 | 32.65% | 38.00% | 39.00% | 39.00% |
| 其他业务 | 收入 | 154.13 | 215.78 | 302.09 | 422.93 |
| | 增速 | 59.51% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| | 毛利率 | 22.36% | 23.00% | 23.00% | 23.00% |
| 合计 | 收入 | 2246.95 | 2765.70 | 3476.46 | 4309.97 |
| | 增速 | 22.09% | 23.09% | 25.70% | 23.98% |
| | 毛利率 | 41.38% | 38.89% | 39.21% | 39.41% |

数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 相对估值

我们选取与公司同属于检验检测行业的华测检测、谱尼测试和国检集团 3 家公司作为可比公司，3 家可比公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 41、31、23 倍。公司是行业领先的全产业链布局国有大型综合检测服务提供商，计量、电磁兼容检测和可靠性与环境试验等传统业务优势明显，食品检测、环保检测等新业务拓展顺利，增长动能充沛。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.59、3.77、4.99 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 40%，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2022 年 8 月 20 日）

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|--------|--------|------|------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 21A | 22E | 23E | 24E | 21A | 22E | 23E | 24E |
| 688598.SH | 华测检测 | 344.95 | 6.25 | 7.31 | 9.55 | 12.47 | 55.21 | 48.29 | 37.00 | 28.32 |
| 300351.SZ | 谱尼测试 | 20.38 | 0.32 | 0.43 | 0.56 | 0.78 | 63.97 | 49.14 | 37.34 | 26.85 |
| 300696.SZ | 国检集团 | 31.05 | 1.04 | 1.26 | 1.76 | 2.32 | 29.74 | 25.09 | 18.04 | 13.64 |
| 可比公司平均值 | | | | | | | 49.64 | 40.84 | 30.80 | 22.94 |

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

1) 公信力和品牌受不利事件影响的风险。公信力和品牌是第三方计量检测服务机构的立身之本，若出现质量问题则会导致公信力和品牌受损，公司挖掘客户受阻甚至损失客户，进而影响企业的业务拓展和盈利状况。

2) 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。

3) 新建实验室产能不达预期风险。近年来，公司新建的实验室或检测基地导致公司固定资产、折旧费用、房屋租金等成本费用较快增长，而实验室达到盈亏平衡需要一定的周期，新建实验室产能不达预期可能会对公司利润造成影响。

4) 骨干员工流失的风险。检验检测服务业属于知识密集型行业，若公司管理、技术等核心员工的流失会导致公司人员配置问题，将对公司经营产生不利影响。

5) 疫情反复风险。受疫情影响，公司的计量服务（上门服务）业务人员派出受阻，2022H1 公司该业务增速放缓，如果未来新冠肺炎疫情无法得到有效控制，将对公司经营产生不利影响。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 2246.95 | 2765.70 | 3476.46 | 4309.97 | 净利润 | 192.62 | 269.01 | 394.22 | 520.90 |
| 营业成本 | 1317.09 | 1690.09 | 2113.31 | 2611.32 | 折旧与摊销 | 373.98 | 121.66 | 121.66 | 121.66 |
| 营业税金及附加 | 7.50 | 8.69 | 11.03 | 13.75 | 财务费用 | 43.19 | 50.46 | 49.41 | 56.70 |
| 销售费用 | 289.63 | 318.06 | 382.41 | 474.10 | 资产减值损失 | -11.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 161.55 | 414.85 | 504.09 | 603.40 | 经营营运资本变动 | -21.17 | -179.21 | -189.07 | -244.00 |
| 财务费用 | 43.19 | 50.46 | 49.41 | 56.70 | 其他 | -78.37 | -3.21 | -2.41 | -4.72 |
| 资产减值损失 | -11.54 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 498.71 | 258.71 | 373.81 | 450.54 |
| 投资收益 | 5.82 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -178.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 6.46 | 3.23 | 3.77 | 4.04 | 其他 | -294.16 | 3.23 | 3.77 | 4.04 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -472.16 | 3.23 | 3.77 | 4.04 |
| 营业利润 | 200.99 | 286.79 | 419.99 | 554.75 | 短期借款 | -163.48 | -492.12 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 3.51 | -0.61 | -0.61 | -0.60 | 长期借款 | 72.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 204.50 | 286.18 | 419.38 | 554.15 | 股权融资 | 1485.52 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 11.89 | 17.17 | 25.16 | 33.25 | 支付股利 | 0.00 | -36.43 | -51.75 | -75.50 |
| 净利润 | 192.62 | 269.01 | 394.22 | 520.90 | 其他 | -187.25 | -271.62 | -49.41 | -56.70 |
| 少数股东损益 | 10.45 | 10.25 | 16.74 | 22.38 | 筹资活动现金流净额 | 1207.16 | -800.18 | -101.17 | -132.20 |
| 归属母公司股东净利润 | 182.17 | 258.76 | 377.48 | 498.52 | 现金流量净额 | 1233.35 | -538.23 | 276.42 | 322.39 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 1564.12 | 1025.89 | 1302.31 | 1624.70 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1141.87 | 1515.78 | 1884.57 | 2320.90 | 销售收入增长率 | 22.09% | 23.09% | 25.70% | 23.98% |
| 存货 | 14.79 | 19.13 | 22.73 | 29.23 | 营业利润增长率 | -13.42% | 42.69% | 46.45% | 32.09% |
| 其他流动资产 | 242.69 | 83.33 | 103.08 | 126.25 | 净利润增长率 | -20.77% | 39.66% | 46.54% | 32.13% |
| 长期股权投资 | 50.03 | 50.03 | 50.03 | 50.03 | EBITDA 增长率 | 14.50% | -25.76% | 28.80% | 24.03% |
| 投资性房地产 | 57.56 | 57.56 | 57.56 | 57.56 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1327.31 | 1233.41 | 1139.50 | 1045.59 | 毛利率 | 41.38% | 38.89% | 39.21% | 39.41% |
| 无形资产和开发支出 | 367.45 | 348.02 | 328.59 | 309.17 | 三费率 | 22.00% | 28.32% | 26.92% | 26.32% |
| 其他非流动资产 | 514.29 | 505.97 | 497.64 | 489.31 | 净利率 | 8.57% | 9.73% | 11.34% | 12.09% |
| 资产总计 | 5280.11 | 4839.11 | 5386.01 | 6052.74 | ROE | 5.55% | 7.31% | 9.80% | 11.65% |
| 短期借款 | 492.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 3.65% | 5.56% | 7.32% | 8.61% |
| 应付和预收款项 | 520.18 | 644.05 | 821.53 | 1011.14 | ROIC | 10.06% | 13.07% | 17.26% | 21.00% |
| 长期借款 | 87.93 | 87.93 | 87.93 | 87.93 | EBITDA/销售收入 | 27.51% | 16.59% | 17.00% | 17.01% |
| 其他负债 | 709.68 | 425.39 | 452.34 | 484.06 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1809.91 | 1157.37 | 1361.80 | 1583.12 | 总资产周转率 | 0.52 | 0.55 | 0.68 | 0.75 |
| 股本 | 575.23 | 575.23 | 575.23 | 575.23 | 固定资产周转率 | 1.81 | 2.20 | 2.99 | 4.03 |
| 资本公积 | 1981.74 | 1981.74 | 1981.74 | 1981.74 | 应收账款周转率 | 2.37 | 2.45 | 2.41 | 2.42 |
| 留存收益 | 831.86 | 1054.18 | 1379.91 | 1802.93 | 存货周转率 | 124.31 | 96.07 | 94.98 | 94.48 |
| 归属母公司股东权益 | 3409.86 | 3611.15 | 3936.88 | 4359.90 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 98.56% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 60.34 | 70.60 | 87.33 | 109.72 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 3470.20 | 3681.74 | 4024.21 | 4469.61 | 资产负债率 | 34.28% | 23.92% | 25.28% | 26.16% |
| 负债和股东权益合计 | 5280.11 | 4839.11 | 5386.01 | 6052.74 | 带息债务/总负债 | 32.05% | 7.60% | 6.46% | 5.55% |
| | | | | | 流动比率 | 2.11 | 3.52 | 3.46 | 3.48 |
| | | | | | 速动比率 | 2.10 | 3.49 | 3.44 | 3.46 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 14.08% | 13.71% | 15.14% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.32 | 0.45 | 0.66 | 0.87 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.93 | 6.28 | 6.84 | 7.58 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.87 | 0.45 | 0.65 | 0.78 |
| | | | | | 每股股利 | 0.00 | 0.06 | 0.09 | 0.13 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | | | | |
| EBITDA | 618.16 | 458.91 | 591.06 | 733.11 | | | | | |
| PE | 71.36 | 50.24 | 34.44 | 26.08 | | | | | |
| PB | 3.81 | 3.60 | 3.30 | 2.98 | | | | | |
| PS | 5.79 | 4.70 | 3.74 | 3.02 | | | | | |
| EV/EBITDA | 18.78 | 24.95 | 18.91 | 14.80 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 0.28% | 0.40% | 0.58% | | | | | |

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

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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。

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 | 高级销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 高级销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 高宇乐 | 销售经理 | 13263312271 | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330 | zmyf@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 |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| 广深 | 郑龔 | 广州销售负责人 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xyf@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 |