

业绩稳步增长，综合检测龙头未来可期

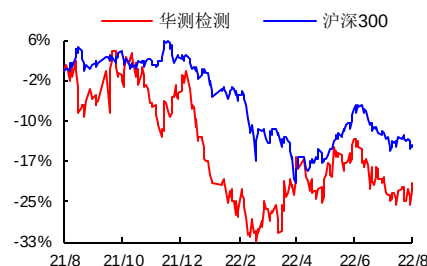
投资要点

- **事件：**公司公布2022半年报，2022H1实现营收21.72亿元，同比增长20.07%；归母净利润3.61亿元，同比增长19.82%；扣非净利润3.23亿元，同比增长31.58%；Q2单季度看，实现营收12.64亿元，同比增长20.74%，环比增长39.25%；归母净利润2.41亿元，同比增长19.83%，环比增长101.17%；扣非净利润2.19亿元，同比增长24.64%，环比增长110.48%。上半年收入与利润实现高增长，Q2单季度盈利能力大幅提升。
- **公司加大医药和消费品领域产能投资，下游需求及订单旺盛，推动营收高速增长。**2021H1，公司的医药及医学服务、消费品测试两大业务分别实现同比增长70.0%和43.0%，且毛利率较高，分别达44.36%和49.5%，主要受益于公司加大了医药和消费品领域产能投资，自建的药品等实验室和新能源汽车等消费品网点架设逐步完善，实现医药行业和汽车头部客户订单认可，成功带动公司上半年营收高速增长。另外，公司传统的生命科学、贸易保障、工业测试三大业务分别同比增长10.0%、17.2%、10.1%；受疫情影响，工业测试的建工领域增速放缓，但医药及新能源汽车行业的计量服务实现快速发展；随着国内疫情形势逐步好转，公司将继续深耕食品检测、贸易保障等优势项目，不断向芯片、新能源汽车、轨交、宠物食品等新兴行业拓展，驱动公司业绩高速增长。
- **公司贯彻精细化管理，期间费用控制良好，公司毛利率微降，但仍保持高位。**2022H1公司综合毛利率为49.3%，同比减少2.7个百分点，但仍然保持高位；公司净利率保持相对稳定，2022H1公司净利率为16.9%，同比微降0.3个百分点。公司贯彻精细化管理，运营效率不断提升，2022H1期间费用率为31.4%，同比下降4.2个百分点。细分来看，2022H1，公司销售、管理、财务和研发费用率分别为16.4%、6.1%、-0.4%和9.3%，分别同比下降1.9、0.8、0.7和0.8个百分点。随着公司持续加强精细化管理、实验室产能爬坡带动利润率改善，未来期间费用率仍有下降空间。
- **持续深耕五大板块，外延扩张丰富下游产品线，培育业务新增长点。**1) 生命科学板块，2022H1公司先后中标了国家环境空气站和地表水监督检查项目、23个实验室入围全国第三次土壤普查公示名录，业绩增长性确定；食品检测业务横向开拓化妆品与宠物食品等市场，已完成人体功效评价中心布局，实现了与国内外高端化妆品品牌及阿里、抖音、快手、京东、唯品会等电商平台深度合作，随着公司持续扩充检测项目，该业务有望加速推进。2) 医学及医学服务板块，公司通过合作共建、自建等模式加码投资，组建了行业内专家型服务人才团队，建立了医药、肿瘤、细胞检测等实验室或检测平台，目前行业需求旺盛。3) 贸易保障板块，公司持续深耕口岸业务，重点关注环保法规、芯片半导体等新兴市场，优化渠道布局，可靠性测试需求逐渐增多。4) 消费品测试板块平台能力已成功跻身头部检测机构，2022H1新能源汽车电子及车载电子产品检测在疫情期间实现逆势上涨，获国内主要新能源厂商及重要零部件供应商的认可和订单，目前正在加大产能投资以及新网点架设，收购德国易马等整合进展顺利，未来有望受益汽车网联等实验室的联动，带来营收及利润双提升。5) 工业测试板块，公司抓住新能源电力、医药生产、轨交等领域的计量发展计划，积极成

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)	16.82
流通A股(亿股)	15.23
52周内股价区间(元)	18.11-28.19
总市值(亿元)	348.37
总资产(亿元)	59.93
每股净资产(元)	2.55

相关研究

立实验室，计量服务下游拓展顺利，且双碳及 ESG 业务处在行业领先地位，未来有望有益于国家计量发展规划和双碳目标驱动，实现快速发展。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.33、11.60、14.42 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 25%，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、新业务拓张不及预期风险、并购外延整合风险、疫情反复风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4329.09	5226.78	6298.10	7554.62
增长率	21.34%	20.74%	20.50%	19.95%
归属母公司净利润（百万元）	746.19	933.37	1160.16	1441.94
增长率	29.19%	25.09%	24.30%	24.29%
每股收益 EPS（元）	0.44	0.55	0.69	0.86
净资产收益率 ROE	16.75%	17.82%	18.68%	19.42%
PE	47	37	30	24
PB	7.82	6.67	5.62	4.70

数据来源：Wind，西南证券



目 录

1 国内第三方检测龙头，五大板块稳健发展.....	1
1.1 深耕行业二十余载，内生外延不断拓展业务边界.....	1
1.2 医学检测成为新增长极，业绩稳步提升.....	3
1.3 股权结构清晰稳定，股权激励动力足.....	4
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 国内第三方检测龙头，五大板块稳健发展

1.1 深耕行业二十余载，内生外延不断拓展业务边界

公司是国内第三方综合检验检测机构龙头，致力于为全球客户提供一站式检验、测试、认证、计量、审核、培训以及技术服务。公司成立于2003年，是中国首家上市检验检测类机构，也是目前国内最大的民营综合性检测服务机构，其发展历程可分为三个阶段：

1) 业务初创期（2003-2009年）：业务发展初期，公司先后通过了CMA计量认证评审和CNAL认可实验室评审，于2007年成立民营检测行业首家研究院——CTI华测检测研究院；2008年底，公司设立新加坡、美国、英国子公司，开始进军海外。

2) 并购扩张期（2010-2019年）：2009年成功在深交所上市，缓解资金约束，开启外延并购快速扩张之路；此后，公司收购华测检测（黑龙江）、华安无损检测、英国CEM70%股权、浙江方圆13%股权等众多公司，不断深化产品线布局，顺利进军食品、环保、船舶无损检测、药物、医疗器械、珠宝检测等众多领域；10年间，通过新设、并购与合作，累计收购（含参股）90余家公司，实验室数量由最初的30个增长为130多个，主营业务主要仍集中在消费品和工业品检验检测领域。

3) 稳步提升期（2020-至今）：2020年起，公司先后收购新加坡MARITEC100%股权、灏图公司40%股权、国信天元20%股权、德国易马90%股权，加速医药、船舶、数据中心、轨道交通、汽车、IDC检测等新兴产业领域布局；并通过精细化管理不断提升运营效率，加码战略投资，保证公司在行业内的竞争优势。

图1：深耕检验检测行业近20年，是中国第三方检测与验证服务的开拓者和领先者



数据来源：公司官网，西南证券整理

目前公司的主营业务包括生命科学、贸易保障、消费测试品、工业测试和医药与医学服务五大板块。1) 生命科学主要包括食品检测、环境检测两大业务：食品检测领域涵盖食品及农产品、保健食品、日化产品、饲料等，业务能力覆盖种植、养殖、生产、加工及包装等环节。环境检测服务领域包括环境检测、环境自动监测、海洋环境检测、职业卫生评价等。2) 贸易保障包括为贸易双方提供货物验证服务和为贸易过程提供货物品质的鉴证等服务。3) 消费品测试指为客户提供日用消费品的使用性能、安全性、耐用性等测试、验证和技术服务。

4) 工业测试包括计量服务、建工检测、船舶检测、双碳和 ESG 业务。5) 医学检测板块可提供精准的临床检验、基因检测、药物筛选、仿制药质量一致性、核酸检测等服务。

表 1：公司的主营业务为生命科学、贸易保障、消费品、工业测试、医药与医学服务五大板块

业务领域		业务介绍	业务优势
生命科学检测	食品	重点关注食品安全，涉及食品、农产品、保健品和日化产品五大行业	该业务具备行业竞争优势，是国内首家入围国本级任务的民营三方机构
	环境	面向对环境管理有需求的企业或个人，为其提供生产过程中对环境污染的检测，如家居、办公室、交通工具、厂房车间等空气中有害物质和生活污水、工业废气废水、食堂废气、噪音等外排口及饮用水等检测分析服务 服务领域包括环境技术咨询、环境监测及检测、职业卫生、轨道交通、环境自动监测运维、海洋环境监测、农业环境监测、司法鉴定等，涵盖电力、水泥、玻璃、化工、钢铁、有色、造纸、陶瓷、电网、机械、电子、食品、公共建筑、交通运输等众多行业	环境检测业务市场占有率、部署的网络及技术能力在全国范围内均处于领先水平 深耕“碳中和”领域，拥有 CCER、CDM、GS、VCS 等众多全球和中国资质认证，完成 CCER/CDM/GS/VCS 温室气体审定/核证项目超 1500 个，各省市重点单位温室气体排放核查项目超 2000 个等
贸易保障测试		为贸易双方提供货物验证服务，为贸易过程提供货物品质的鉴证，以确保货物符合进口国和地区产品法规要求。包括工厂审核、验货、有害物质检测与控制、WEEE 评估及技术服务，REACH 法规相关的技术服务、EuP 测试、可靠性评估、失效分析等。	贸易保障是公司深耕多年的优势业务
工业测试		提供机械测试、仪器设备校准、金属材料及零部件警车、半导体、电子、新材料检测分析、船舶检测、建筑与工程检测和认证、新能源检测维护等一系列检测服务	2019 年公司重点投资轨道交通、阻燃防火实验室等领域，目前在轨交领域已取得国内轨交安全评估资质
消费品测试		提供日用消费品的使用性能、安全性、耐用性等测试、验证和技术服务，主要包括电商品控质检，电子电器、玩具、儿童用品、礼品、杂货、纺织品、服装、皮革、鞋类、汽车、摩托车、钟表、眼镜、家具、日用品、家用品等的测试服务	2020 年，公司航空材料实验室已取得 NADCAP 资质，是国内首家通过 NADCAP 材料实验室认证的综合性民营上市第三方检测机构。
医药与医学服务		提供医疗器械产品测试、药效学、药代动力学、动物疾病、安全性等研究评价服务；设有病理、生化、免疫、血液、分子和细胞遗传、微生物等专业科室及基因测序平台；可提供就地临床检验、临床试验、高级临床诊断服务和伴随诊断、健康管理及远程医疗、常态化的核酸检测等服务	是公司的重点投资对象，通过自建、合资和收购等多种方式，快速整合资源，促进公司发展

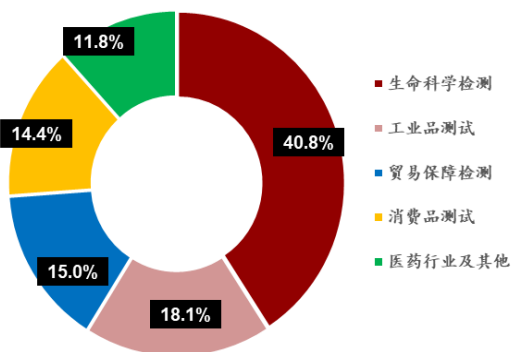
数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

- 1) 生命科学检测营收占比高，毛利率整体稳步提升。**生命科学检测是公司第一大业务板块，2022H1 营收 8.7 亿元，同比增长 10.0%，营收占比由 2021 年的 48.2%下降为 40.8%；该板块毛利率整体稳步提升，由 2017 年的 42.7%提升至 2021 年的 49.4%，2022H1 毛利率为 46.7%，同比微降 0.5 个百分点。其中，公司深耕食品检测领域，保持行业竞争优势；环境检测业务克服疫情影响，稳步发展；积极探索化妆品测试等细分领域，受益于国内外高端品牌合作拓展实现了快速发展。未来，将持续深入布局宠物等快检与饲料检测业务，助力该板块营收与持续提升。
- 2) 工业测试受益于计量业务发展增速较快，毛利率较高。**受益于新能源电力、医药生产、轨交等领域的计量需求旺盛，公司工业品测试业务营收稳步提升。2021 年该业务营收 8.0 亿元，同比增长 15.4%，收入占比 18.1%，毛利率为 44.6%；2022H1

营收为 3.9 亿元，同比增长 10.1%，收入占比 18.1%，毛利率为 42.9%，同比下降 5.2 个百分点。

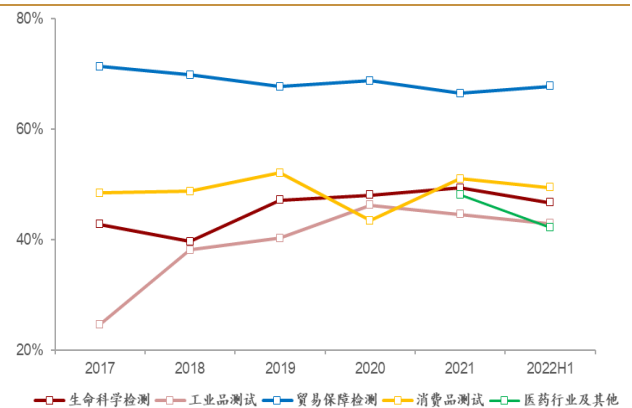
- 3) **消费品测试增速快，毛利率相对稳定。**2021 年以来，公司加快扩充新能源汽车、汽车电子等相关服务，陆续获得各大主流车厂、电池厂的认可并展开深度合作。2021 年该业务实现营收 4.95 亿元，同比增长 23.3%，营收占比为 11.4%；2022H1，实现营收 3.1 亿元，同比增长 43.0%，毛利率为 49.5%，保持相对稳定。
- 4) **贸易保障检测发展稳健，毛利率最高。**2021 年公司贸易保障实现营收 5.7 亿元，同比增长 19.6%，营收占比为 13.2%；2022H1，营收 3.2 亿元，同比增长 43.0%，营收占比提升至 15.0%。公司以贸易保障业务起家，贸易保障检测毛利率常年保持在高位，2022H1 毛利率为 67.8%，同比下降 5.0 个百分点。
- 5) **医药及医学服务维持高增速，毛利率较高。**公司在医药及医学服务领域持续通过合作共建、自建等模式加码投资，实现营收高增长。2021 年该业务实现营收 3.7 亿元，同比增长 78.1%，收入占比 8.5%，毛利率为 48.0%；2022H1 营收为 2.6 亿元，同比增长 70.0%，收入占比提升至 11.8%，毛利率为 42.3%。

图 2：2022H1 公司生命科学检测占比为 40.8%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：贸易保障检测的毛利率最高

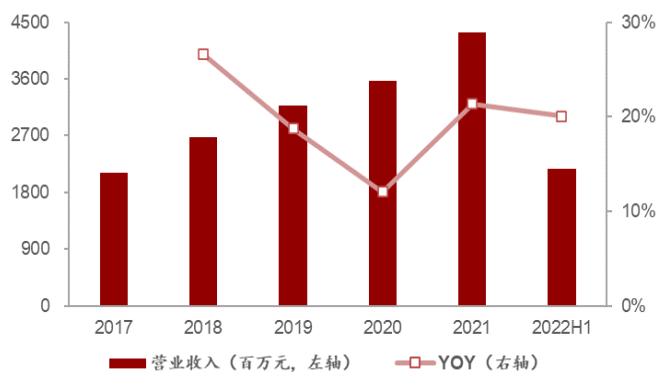


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 医学检测成为新增长极，业绩稳步提升

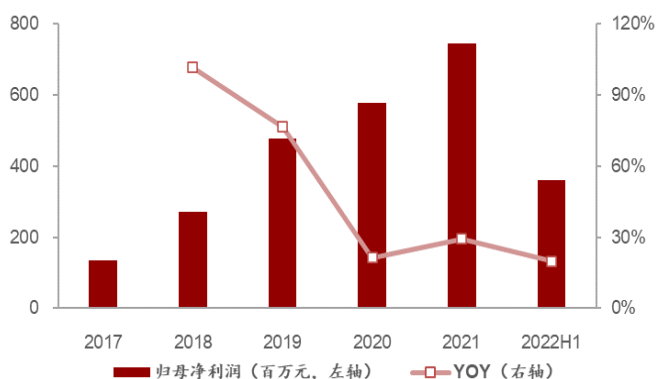
公司积极培育医学检测等新增长机，营收、归母净利润稳步提升。整体来看，公司上市以来，营收稳步增长，2009-2021 年营收由 2.6 亿元提升至 43.3 亿元，CAGR 为 26.3%，2009-2021 年归母净利润由 0.6 亿元提升至 7.5 亿元，CAGR 为 23.9%。2022H1 实现营收 21.7 亿元，同比增长 20.1%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 19.8%，2021 年以来，公司医药及医学服务板块和消费品测试板块营收均实现高速增长，其他三大板块营收稳定增长，五大板块共带动公司业绩稳定增长。

图 4：2022H1 实现营收 21.7 亿元



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：2022H1 实现归母净利润 3.6 亿元

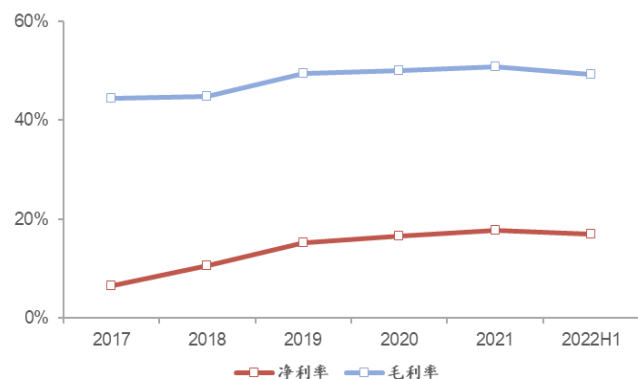


数据来源：Wind，西南证券整理

检验检测行业壁垒高，公司毛利率保持较高水平。检验检测行业的高壁垒包括：1) 品牌的影响力和社会的公信力需要长期积累；2) 资金投入需求较大；3) 需要拥有相关业务资质；4) 专业人才储备要求较高；5) 对检测计量技术的综合运用能力要求较强。公司作为综合性检测机构龙头，毛利率水平高，2021 年，公司综合毛利率为 50.8%，同比增加 0.9 个百分点；2022H1 公司综合毛利率为 49.3%，同比减少 2.7 个百分点，但仍然保持高位。公司净利率保持相对稳定，2022H1 公司净利率为 16.9%，同比微降 0.3 个百分点。

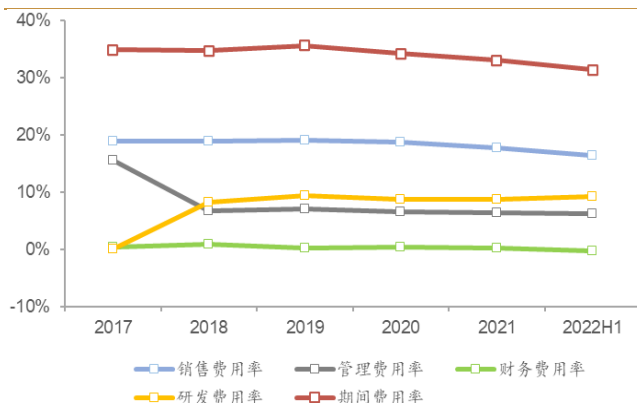
贯彻精细化管理，运营效率不断提升，公司期间费用率持续下降。2021 年公司期间费用率为 33.1%，同比下降 1.2 个百分点；2022H1 期间费用率为 31.4%，同比下降 4.2 个百分点。细分来看，2022H1，公司销售、管理、财务和研发费用率分别为 16.4%、6.1%、-0.4% 和 9.3%，分别同比下降 1.9、0.8、0.7 和 0.8 个百分点。自 2018 年，公司实施精细化管理以来，通过改变考核机制、强化投资管理、加强实验室协同、提升效率指标、加强现金流管控等措施，期间费用率逐年下降，未来随着公司持续加强精细化管理、实验室产能爬坡带动利润率改善、未来期间费用率仍有下降空间。

图 6：公司毛利率保持高位，净利率稳步提升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司期间费用率逐年下降

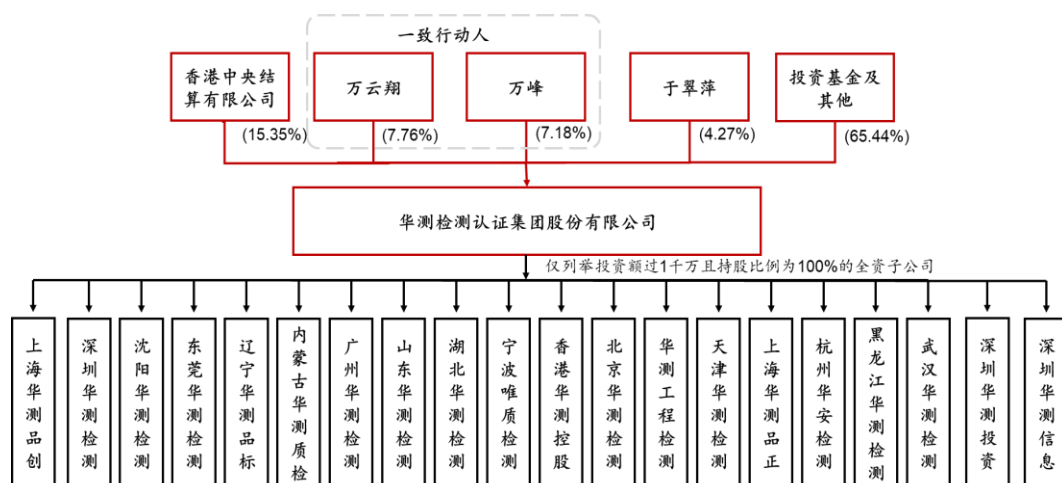


数据来源：Wind，西南证券整理

1.3 股权结构清晰稳定，股权激励动力足

股权结构清晰稳定，员工持股动力足。公司实际控制人为万峰先生，直接持有公司 7.18% 股权；万云翔先生是万峰先生之子，直接持有公司 7.76% 股份，万云翔先生、万峰先生是一致行动人，合计直接持有公司 14.95% 的股权；另外股东于翠萍女士直接持有公司股份 4.27%，委托公司实际控制人万峰行使投票权，因此，实际控制人万峰及一致行动人万云翔持股比例 14.95%，投票权 19.22%。公司多次实行股权激励计划，通过股权激励将核心员工利益与公司利益绑定，有利于激发管理层经营活力。另外，公司自 2003 年创立起，始终坚持职业经理人模式，中高层团队经验丰富、能力突出，助推公司稳步发展。

图 8：万云翔先生、万峰先生是一致行动人，合计持股 14.95%



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：生命科学检测是公司的传统业务，收入占比大。受碳中和政策的推动以及消费升级的影响，公司在环境、食品领域稳步发展，并积极探索化妆品、宠物食品等细分领域。预计 2022-2024 年该业务订单增速分别为 13%、14%、15%，毛利率逐步提升；

假设 2：贸易保障检测是公司的传统优势项目，随着疫情的好转，公司继续优化渠道布局，深入拓展可靠性项目。预计 2022-2024 年该业务订单增速分别为 15%、15%、15%，毛利率稳中有升；

假设 3：公司加速布局工业测试与消费品测试，收入增速有望快速增长。预计工业品测试和消费品测试 2022-2024 年订单增速分别为 15%、15%、15%和 40%、30%、25%。

假设 4：公司在医药领域的业务发展迅猛，行业需求旺盛，预计 2022-2024 年订单增速分别为 60%、50%、40%。

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
生命科学检测	收入	2087.32	2358.67	2688.89	3092.22
	增速	17.09%	13.00%	14.00%	15.00%
	毛利率	49.39%	47.00%	48.00%	48.00%
工业品测试	收入	803.47	923.99	1062.59	1221.97
	增速	15.40%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	44.59%	44.00%	45.00%	46.00%
贸易保障检测	收入	573.56	659.59	758.53	872.31
	增速	19.58%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	66.48%	67.00%	67.00%	68.00%
消费品测试	收入	495.31	693.43	901.46	1126.83
	增速	23.27%	40.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	51.03%	50.00%	50.00%	50.00%
医药行业及其他	收入	369.43	591.09	886.63	1241.28
	增速	78.13%	60.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	48.03%	44.00%	45.00%	45.00%
合计	收入	4329.09	5226.78	6298.10	7554.62
	增速	21.34%	20.74%	20.50%	19.95%
	毛利率	50.83%	53.48%	52.04%	51.22%

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广电计量、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 37、27、21 倍。公司是全国性综合性检测龙头企业，在食品检测、环境检测、贸易保障测试、工业消费品等优势板块行业领先，同时深入布局医学药学、新材料测试、半导体芯片、轨交、新能源汽车等领域，成功打造医药与医学服务新增长极，增长动能充沛。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.33、11.60、14.42 亿元，未来三年归母净利润复合增长率 25%，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 3：可比公司估值（截至 2022 年 8 月 25 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
002967.SZ	广电计量	21.93	0.32	0.47	0.66	0.87	69.25	47.09	33.38	25.51
300887.SZ	谱尼测试	40.16	1.61	1.08	1.44	1.88	24.98	37.28	27.99	21.37
603060.SH	国检集团	11.07	0.42	0.43	0.54	0.66	26.45	26.21	20.94	17.12
可比公司平均值							40.22	36.86	27.44	21.33

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) 新业务拓张不及预期风险。公司近年来加大在医药医学、半导体等领域投资，新业务扩张有可能低于预期，从而导致新建实验室产能利用率低，将对公司的盈利能力产生不利影响。

4) 并购外延整合风险。检测认证行业具有碎片化的特性，横跨众多行业，且每个细分行业相对独立，难以快速复制，无法通过资本进行快速扩张，采用并购手段快速切入新领域是国际检测认证巨头通行的做法，也是公司的长期发展战略之一。并购标的选取，以及并购后的整合关系到并购工作是否成功，存在较大风险。

5) 疫情反复风险。受疫情影响，公司工业品测试的建工等业务增速放缓，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	4329.09	5226.78	6298.10	7554.62	净利润	763.23	952.68	1184.84	1472.72
营业成本	2128.45	2431.28	3020.48	3685.38	折旧与摊销	350.23	170.97	170.97	170.97
营业税金及附加	22.52	26.20	32.08	38.41	财务费用	11.71	32.26	33.94	35.60
销售费用	768.97	888.55	1007.70	1133.19	资产减值损失	-2.45	0.00	0.00	0.00
管理费用	275.56	784.02	881.73	1019.87	经营营运资本变动	-108.87	18.40	47.59	11.16
财务费用	11.71	32.26	33.94	35.60	其他	58.76	0.00	2.00	-1.00
资产减值损失	-2.45	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1072.61	1174.32	1439.35	1689.45
投资收益	37.59	0.00	0.00	0.00	资本支出	-336.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	19.61	0.00	0.00	0.00	其他	214.97	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-121.24	0.00	0.00	0.00
营业利润	850.16	1064.47	1322.17	1642.16	短期借款	-155.41	-4.75	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.62	-5.93	-5.68	-5.80	长期借款	-41.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	849.54	1058.54	1316.49	1636.35	股权融资	81.21	0.00	0.00	0.00
所得税	86.32	105.85	131.65	163.64	支付股利	-58.49	-149.24	-186.67	-232.03
净利润	763.23	952.68	1184.84	1472.72	其他	-173.23	-182.89	-33.94	-35.60
少数股东损益	17.04	19.31	24.68	30.77	筹资活动现金流净额	-347.87	-336.87	-220.61	-267.63
归属母公司股东净利润	746.19	933.37	1160.16	1441.94	现金流量净额	598.11	837.45	1218.73	1421.81
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	1163.19	2000.64	3219.38	4641.19	成长能力				
应收和预付款项	1129.21	1327.25	1597.97	1930.02	销售收入增长率	21.34%	20.74%	20.50%	19.95%
存货	55.38	63.25	76.58	94.88	营业利润增长率	30.38%	25.21%	24.21%	24.20%
其他流动资产	637.62	516.17	535.71	558.62	净利润增长率	29.56%	24.82%	24.37%	24.30%
长期股权投资	215.61	215.61	215.61	215.61	EBITDA 增长率	23.09%	4.59%	20.46%	21.06%
投资性房地产	33.06	33.06	33.06	33.06	获利能力				
固定资产和在建工程	1817.93	1681.78	1545.62	1409.47	毛利率	50.83%	53.48%	52.04%	51.22%
无形资产和开发支出	734.90	714.22	693.54	672.85	三费率	24.40%	32.62%	30.54%	28.97%
其他非流动资产	689.26	675.12	660.98	646.85	净利率	17.63%	18.23%	18.81%	19.49%
资产总计	6476.16	7227.10	8578.45	10202.55	ROE	16.75%	17.82%	18.68%	19.42%
短期借款	4.75	0.00	0.00	0.00	ROA	11.79%	13.18%	13.81%	14.43%
应付和预收款项	1057.61	1253.47	1557.54	1885.53	ROIC	29.39%	35.89%	45.92%	58.36%
长期借款	42.87	42.87	42.87	42.87	EBITDA/销售收入	28.00%	24.25%	24.25%	24.47%
其他负债	813.34	584.99	634.11	689.54	营运能力				
负债合计	1918.56	1881.34	2234.52	2617.94	总资产周转率	0.73	0.76	0.80	0.80
股本	1673.09	1682.12	1682.12	1682.12	固定资产周转率	3.01	3.76	5.03	6.77
资本公积	186.69	186.69	186.69	186.69	应收账款周转率	4.86	4.72	4.79	4.76
留存收益	2582.25	3366.38	4339.86	5549.78	存货周转率	48.53	40.99	42.59	42.25
归属母公司股东权益	4457.31	5226.16	6199.65	7409.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.03%	—	—	—
少数股东权益	100.29	119.60	144.28	175.05	资本结构				
股东权益合计	4557.60	5345.76	6343.93	7584.61	资产负债率	29.62%	26.03%	26.05%	25.66%
负债和股东权益合计	6476.16	7227.10	8578.45	10202.55	带息债务/总负债	2.48%	2.28%	1.92%	1.64%
					流动比率	2.00	2.68	3.00	3.29
					速动比率	1.96	2.64	2.96	3.25
					股利支付率	7.84%	15.99%	16.09%	16.09%
					每股指标				
					每股收益	0.44	0.55	0.69	0.86
					每股净资产	2.65	3.11	3.69	4.40
					每股经营现金	0.64	0.70	0.86	1.00
					每股股利	0.03	0.09	0.11	0.14
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1212.10	1267.70	1527.08	1848.73					
PE	46.69	37.32	30.03	24.16					
PB	7.82	6.67	5.62	4.70					
PS	8.05	6.67	5.53	4.61					
EV/EBITDA	26.90	24.95	19.91	15.68					
股息率	0.17%	0.43%	0.54%	0.67%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 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	zymf@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	xyy@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	cyrif@swsc.com.cn