

西测测试 (301306)

受益于军用武器装备快速发展，业绩稳步提升

◆ 事件

公司 8 月 28 日发布了 2022 年半年度报告，2022 H1 营业收入 1.19 亿元 (+20.36%)，归母净利润 0.23 亿元 (+19.29%)，毛利率 55.18% (+1.16pcts)，净利率 19.46% (+0.14pcts)。2022 Q2 营业收入 0.68 亿元 (同比+23.28%，环比+36.52%)，归母净利润 0.15 亿元 (同比+49.64%，环比+86.17%)。

◆ 军用装备和民用飞机领域双重受益，带动业绩持续向好

西测测试成立于 2010 年，于 2022 年 7 月 26 日在创业板上市，公司是主要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，为客户提供环境与可靠性试验、电子元器件检测筛选、电磁兼容性试验等检验检测服务，同时涉及检测设备的研发、生产和销售业务，并于 2021 年进军电装业务，开始布局产业链配套业务。

随着陆海空等新型号武器装备的逐步列装，以及航天产业的蓬勃发展，推动了军用装备采购量的提升，有效带动了军工第三方检验检测业务的增长；同时，C919 等民用大飞机的崛起为公司民用检测业务领域带来的巨大的发展空间。2022 H1 公司营业收入（1.19 亿元，+20.36%）稳定增长，主要系项目逐步完成验收，以及西安、成都实验室产能逐步扩大所致。

分业务来看：

1) 检验检测服务实现营业收入 1.11 亿元 (+20.59%)，业务收入占比 (93.70%，+0.18pcts) 保持在稳定水平，其中：

- 环境与可靠性试验业务实现营收 0.69 亿元 (+4.47%)，业务收入占比下降了 8.84pcts 至 58.12%，仍占有较多业务份额，主要系 2022 Q1 西安疫情影响，以及军工可靠性试验有较明显的季节性特征，导致报告期内营收增速较慢，随着产品交付进度加快以及新投入设备的产能释放，下半年业务收入将有较大增长；
- 电子元器件检测筛选业务实现营收 0.31 亿元 (+58.19%)，业务收入占比提高了 6.28pcts 至 26.25%，主要系公司 2021 年

投资评级

买入

首次覆盖

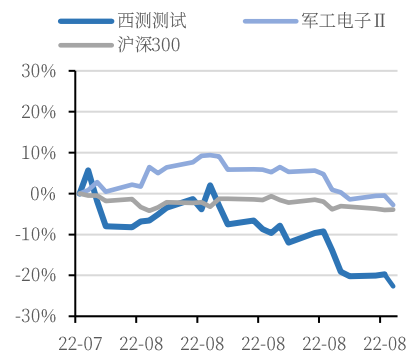
2022 年 08 月 31 日

收盘价(元): 43.31

公司基本数据

总股本(百万股)	84.40
总市值(百万)	3,655.36
流通股本(百万股)	20.01
流通市值(百万)	866.63
12 月最高/最低价(元)	61.50/43.08
资产负债率(%)	30.93
每股净资产(元)	6.02
市盈率(TTM)	57.31
市净率(PB)	3.21
净资产收益率(%)	6.12

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王绮文 研究助理
SAC 执业证书: S0640121120018
邮箱: wangqw@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

底承接的自主可控项目逐步完成验收。公司在程序开发、技术迭代方面的投入增加，相关筛选业务随之增加；

➤ 电磁兼容性试验业务实现营收 0.11 亿元 (+70.44%)，业务收入占比提高了 2.74pcts 至 9.33%，主要系 2021 年上半年新建电磁试验能力产能释放，电磁业务量增势迅猛。

2) 检测设备销售实现营业收入 0.05 亿元 (-17.00%)，业务收入占比 (3.91%，-1.56pcts) 有所下降，我们认为或主要系疫情影响导致发出商品 (84.62 万元，-46.51%) 大幅减少所致；

3) 电子装联业务是对电子元器件检测筛业务进行的横向延伸，实现营业收入 0.03 亿元 (+493.34%)，业务收入占比 (2.30%，+0.84pcts) 有小幅提升。

归母净利润 (0.23 亿元，+19.29%) 增速有所下降，我们认为主要系子公司扭亏为盈导致所得税费用 (582.93 万元，+46.02%) 大幅增长所致；毛利率 (55.18%，+1.16pcts) 有所提升，我们认为主要系电子元器件筛选业务毛利率提高了 10.74pcts 至 67.39%，同时叠加此业务的业务占比大幅增加，带动整体毛利率的提高。

◆ 研发能力持续提升，关注回款情况

费用方面看，公司期间费用 0.37 亿元 (+22.61%)，期间费用率 31.47% (+0.58pcts) 小幅提升，主要系公司加强研发投入，如提高大型装备试验能力、增强射频类器件自动化测试系统研发及电子元器件自主可控技术等投入，报告期内研发费用 (0.06 亿元，+41.57%)、研发费用率 (5.23%，+0.78pcts) 均有所提升。公司三费费用 0.31 亿元 (+19.42%)，三费费用率 (26.24%，-0.21pcts) 管控较好，其中除管理费用率 (12.57%，+0.28pcts) 小幅增加外，销售费用率 (12.23%，-0.26pcts) 和财务费用率 (1.44%，-0.23pcts) 均有所下降。

从资产负债情况来看，公司 2022 H1 应收账款 2.41 亿元，较 2021 年末增加 23.60%，主要系受军工行业采购计划、结算流程等因素影响，应收账款随着业务规模扩大而增长；存货 0.18 亿元，较 2021 年末增加 28.70%，主要系公司尚未完成试验的自主可控验证项目导致合同履行成本 (0.16 亿元，+60.82%) 增加所致，我们认为随着自主可控项目的逐渐交付，叠加军工客户下半年回款特征，2022 年下半年业绩可期。

从现金流情况来看，公司 2022 H1 经营活动产生的现金流量净额 -0.08 亿元 (-233.32%)，主要系受西安疫情影响回款未达预期；投资活动产生的现金流量净额 -0.20 亿元 (+63.64%)，主要系投入大量专用设备用以扩大产

能所致；筹资活动产生的现金流量净额 0.08 亿元（-400.58%），主要系融资业务带来现金流入增加。

◆ 检测区域较为局限，有待实现全国性业务覆盖

公司目前在西安和成都拥有检测基地，报告期内，西安实验室经营业绩和财务状况良好，产能也在逐步扩大。成都实验室也进入成长期，IPO 募集的资金将助力扩建成都实验室，扩大检验检测规模、增加试验覆盖范围、提高检验检测能力，进一步满足客户的检验检测需求，更好地服务西南地区的客户，增强公司竞争力。

未来公司计划以点带面，陆续完成华东、华北、华南、华中等区域实验室的布局，形成全国性的服务网络，扩大服务半径，提高检测时效性。

◆ IPO 募投项目实施，将增强公司盈利能力

公司 IPO 项目募集资金将用于西安总部检测基地建设项目和成都检测基地的扩建项目，实施后将扩充公司在主营业务检验检测服务业务的能力，于此同时，西安总部项目通过建设信息化系统，实现合理分配实验室资源、全方位监管检测过程，有效提高公司的管理水平和服务效率。

研发中心建设项目通过对航空发动机零部件环境与可靠性测试、海洋综合环境试验、温度-湿度-振动-高度四应力的综合试验及电子元器件国产化验证四部分进行研发，在助力公司进军发动机零部件检测产业的同时，为公司进行技术储备，显著提高公司的技术水平和整体竞争力。

图1 公司募集资金用途

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集 资金(万元)	实施主体	项目建 设期
1	西测测试西安总部检测基地建设项目	21,328.44	21,328.44	西测测试	18 个月
2	成都检测基地购置设备扩建项目	5,344.50	4,810.05	成都西测	12 个月
3	西测测试研发中心建设项目	3,916.25	3,916.25	西测测试	18 个月
4	补充流动资金	10,000.00	10,000.00	西测测试	-
合计		40,589.19	40,054.74		

资料来源：招股说明书，中航证券研究所

◆ 投资建议

我们认为：

- 1) 公司受益于军用武器装备和民用飞机产业发展的双重利好，未来业绩有望持续提升；
- 2) 公司进军电装业务，完善产业链布局，满足客户在完成电子元器件筛选后的进一步电装需求，为客户提供更全面、配套更完善的服务；

- 3) 公司未来在全国多地区实验室网点的覆盖, 或将助力公司业务量的增加;
- 4) 募投项目的落地, 实现公司产能扩建、资源合理化配置、以及进入发动机零部件检测领域等, 均将提高公司整体竞争力, 推动业绩的提高。

基于以上观点, 我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 3.02 亿元、3.70 亿元、4.51 亿元, 归母净利润分别为 0.83 亿元、1.00 亿元、1.20 亿元, EPS 分别为 0.98 元、1.18 元、1.42 元, 给予“买入”评级, 2022 年 8 月 31 日收盘价 43.31 元, 对应 2022-2024 年 PE 分别为 44.19 倍、36.70 倍、30.50 倍。

◆ 风险提示

产品研发不及预期、募投项目不及预期、应收账款规模较大以及季节性回款风险

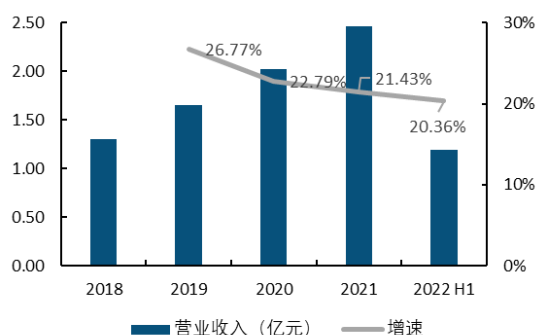
◆ 盈利预测

单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	245.53	302.00	369.96	451.35
增长率	21.43%	23.00%	22.50%	22.00%
归属母公司股东净利润	67.02	82.85	99.79	119.80
增长率	34.78%	23.63%	20.44%	20.05%
每股收益(EPS) (元)	0.79	0.98	1.18	1.42

资料来源: iFind, 中航证券研究所

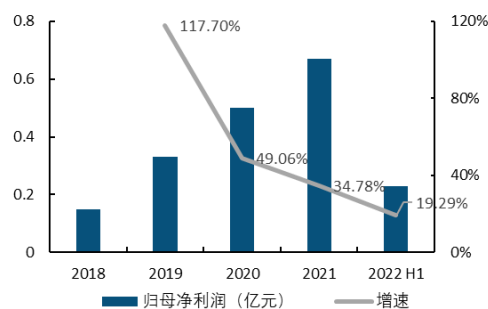
◆ 公司主要财务数据

图2 营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

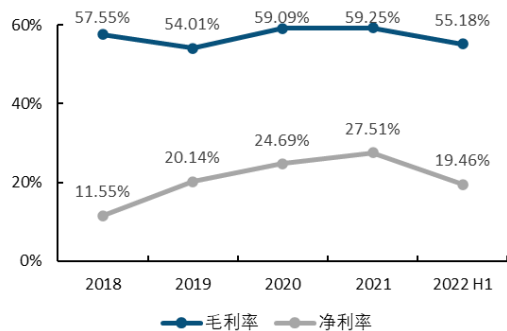
图3 归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

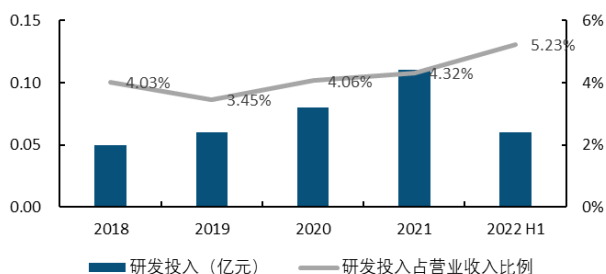
图4 毛利率及净利率 (%)

图5 期间费用情况 (单位: 亿元)

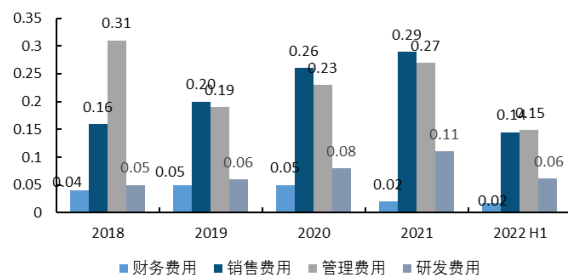


资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 研发占营收占比（单位：亿元；%）

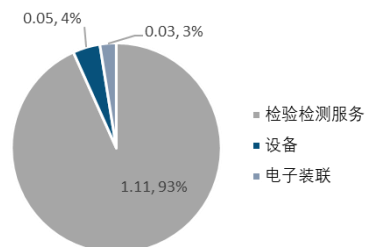


资料来源：Wind，中航证券研究所



资料来源：Wind，中航证券研究所

图7 公司 2022 H1 主要产品结构（单位：亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（数据单位：百万元）

利润表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	245.53	302.00	369.96	451.35	货币资金	51.23	90.60	110.99	135.40
营业成本	100.06	118.11	143.36	174.40	应收票据及账款	272.49	325.69	398.97	486.74
税金及附加	1.12	1.25	1.53	1.87	预付账款	7.32	8.02	9.82	11.98
销售费用	29.33	37.24	45.62	55.66	其他应收款	1.12	2.44	2.99	3.65
管理费用	27.24	34.26	41.97	51.20	存货	13.84	6.01	7.29	8.87
研发费用	10.61	11.91	14.59	17.80	其他流动资产	1.27	1.39	1.70	2.07
财务费用	2.31	2.11	4.52	6.93	长期股权投资	8.79	9.84	10.89	11.94
资产减值损失	0.00	-0.22	-0.27	-0.33	固定资产	150.34	134.85	139.27	152.01
信用减值损失	-3.44	-3.99	-4.88	-5.96	在建工程	1.93	47.80	165.14	212.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	13.96	11.64	9.31	6.98
投资收益	2.26	1.21	1.21	1.21	长期待摊费用	5.64	4.82	3.00	4.00
公允价值变动损益	-0.19	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	7.90	7.90	7.90	7.90
资产处置收益	0.01	0.00	0.00	0.00	资产总计	535.83	650.99	867.26	1043.56
其他收益	6.30	5.84	5.84	5.84	短期借款	40.32	68.27	155.95	182.66
营业利润	79.82	99.97	120.27	144.26	应付票据及账款	53.39	62.19	75.48	91.83
营业外收入	0.01	0.01	0.01	0.01	其他流动负债	58.90	55.87	67.97	82.75
营业外支出	0.49	0.64	0.64	0.64	流动负债合计	152.60	186.33	299.41	357.24
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	13.84	12.54	15.75	14.17
利润总额	79.33	99.33	119.63	143.62	其他非流动负债	10.02	9.73	9.73	9.73
所得税	11.79	16.31	19.64	23.58	非流动负债合计	23.86	22.27	25.48	23.90
净利润	67.54	83.02	99.99	120.04	负债合计	176.47	208.61	324.89	381.14
少数股东损益	0.53	0.17	0.20	0.25	股本	63.30	84.40	84.40	84.40
归属母公司股东净利润	67.02	82.85	99.79	119.80	资本公积	175.69	154.59	154.59	154.59
现金流量表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E	留存收益	119.25	202.10	301.89	421.68
经营性现金净流量	11.77	75.44	93.19	113.29	归属母公司权益	358.24	441.09	540.88	660.67
投资性现金净流量	-15.51	-60.62	-159.17	-107.06	少数股东权益	1.12	1.29	1.50	1.74
筹资性现金净流量	10.78	24.54	86.36	18.20	股东权益合计	359.36	442.38	542.37	662.41
现金流量净额	7.03	39.37	20.39	24.42	负债和股东权益合计	535.83	650.99	867.26	1043.56

数据来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637