

信测标准（300938.SZ）

汽车及电子电气检测领先企业，行业高景气有望加速成长

买入

核心观点

22H1 营收/归母净利润同比增长 48%/56%。公司 22H1 实现营收 2.51 亿元，同比增长 47.65%；归母净利润 0.56 亿元，同比增长 55.58%。**单季度看**，22Q2 营收 1.37 亿元，同比增长 46.03%；归母净利润 0.34 亿元，同比增长 47.79%。业绩增长亮眼，主要系**一是**受益于新能源车高景气，高毛利率可靠性检测服务占比提升；**二是**子公司三思纵横并表增厚公司收入；**三是**精细化管理提升运营效率、期间费用率显著降低。**分业务看**，可靠性检测/理化检测/电磁兼容检测/产品安全检测/试验机分别实现营收 0.87/0.47/0.32/0.27/0.48 亿元，前四类业务同比变动+31.21%/+2.62%/+8.19%/-1.58%，试验机为 21Q4 并表三思纵横的新增业务。**盈利能力看**，22H1 毛利率/净利率分别为 58.85%/23.37%，同比变动-2.47/+2.08 个 pct。

公司深耕汽车及电子电气检测服务，占总收入的 75%以上。公司成立于 2000 年，服务行业涵盖汽车、电子电气、消费品、工业品、生命科学等，可提供检测、认证、标准研发等服务。经过二十多年发展，公司通过资质齐全的实验室、完善的研发体系和布局合理的营销网络，在汽车和电子电气产品领域检测形成品牌效应，积累了相关行业知名度较高的优质客户，如李尔、东风、广汽、上汽、佛吉亚等汽车领域客户，以及联想、华为、飞利浦、创维和小米等电子电气产品领域客户。两大优势业务总计贡献公司收入的 75%以上。

股权激励设置较高业绩考核目标，充分彰显发展信心。公司于 2021 年 9 月发布最新一期股权激励计划，拟授予不超过 195.30 万股限制性股票，占总股本的 3.00%；激励对象 202 人，基本涵盖所有中高层管理人员和核心技术人员；2022-24 年业绩考核目标归母净利润同比增速不低于 40%/20.71%/24.85%，充分彰显公司对于业绩提升和发展前景的信心。

下游汽车及电子电气行业高景气，公司产能释放把握发展机遇。根据认监委数据，2021 年我国电子电器类检验检测机构营收 222.96 亿元，同比+29.49%，近 5 年 CAGR 达 19.24%，反映公司主要下游需求维持高增速。现阶段募投项目进展顺利、产能逐步释放，公司有望把握下游高景气发展机遇、加速成长。

风险提示：公信力受不利事件影响；下游需求不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：公司是小而美的综合性检测公司，在汽车检测与电子电气检测具备领先优势，且拓展至食品/环境检测等领域，有望受益下游汽车等领域高景气及新业务拓展加速发展，公司股权激励目标进一步彰显发展信心。我们预计公司 22-24 年归母净利润为 1.11/1.62/2.03 亿元，对应 PE38/26/21 倍。公司合理目标价格区间为 44.42-49.35 元（对应 2022 年 PE 45-50 倍），首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	287	395	569	719	918
(+/-%)	-4.6%	37.6%	44.15%	26.44%	27.55%
净利润(百万元)	60	80	111	162	203
(+/-%)	-19.3%	32.9%	38.94%	46.08%	24.81%
每股收益(元)	1.23	1.20	0.98	1.44	1.79
EBIT Margin	22.7%	19.4%	21.1%	22.4%	22.5%
净资产收益率(ROE)	14.6%	7.9%	10.0%	13.0%	14.3%
市盈率(PE)	30.0	30.8	37.6	25.7	20.6
EV/EBITDA	20.2	24.2	28.8	22.8	18.7
市净率(PB)	4.37	2.43	3.77	3.35	2.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：李雨轩

0755-81981140

liyuxuan@guosen.com.cn

S0980521100001

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

37.00 元

收盘价

4181/1924 百万元

总市值/流通市值

59.33/23.88 元

52 周最高价/最低价

75.06 百万元

近 3 个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

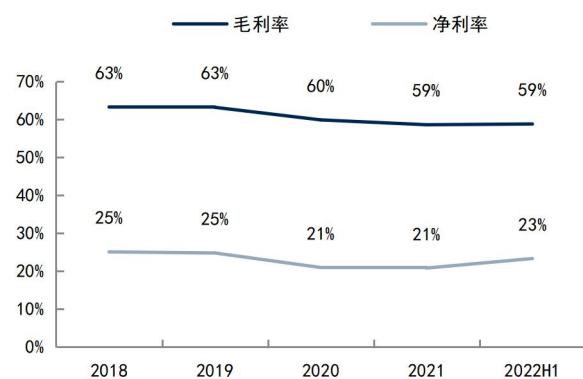
相关研究报告

图1：信测标准 2022H1 营业收入同比+47.65%

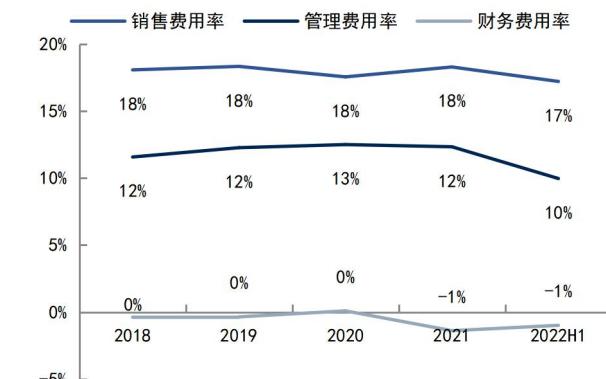

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：信测标准 2022H1 归母净利润同比+55.58%

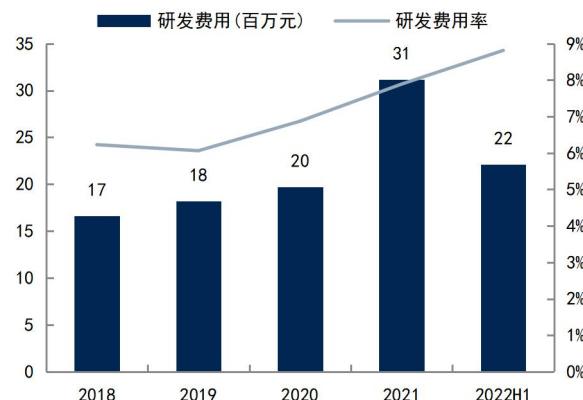

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：信测标准盈利能力稳中向好


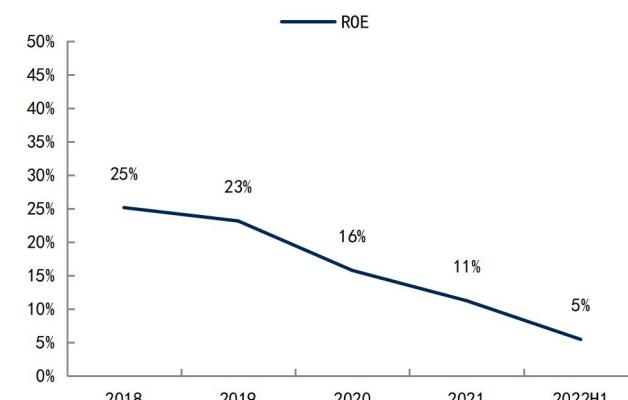
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：信测标准期间费用率稳中有降


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：信测标准研发投入持续增长


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：信测标准 ROE 有所回落


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

加速发展的汽车和电子电气检测领先企业

公司成立于 2000 年，是国内首家商业运营的第三方检测机构，最初业务为对电视、冰箱等电子产品的检测，后逐步扩展至汽车、消费品、新能源、工业品、生命科学检测领域，可提供可靠性、理化、电磁兼容及产品安全等类型的检测服务。公司发展至今已成为业务较全面的综合性检测机构，在全球设有二十余家分子公司及办事处、八十余间专业实验室，每年出具检测、认证等各类报告 20 万余份。现阶段公司传统主业汽车检测需求旺盛、业务能力进一步拓展，公司有望加速成长。

表1：公司主营业务及主要客户类型

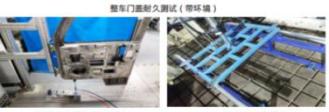
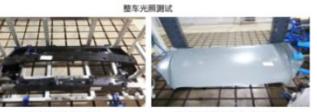
检测业务	主要客户类型
可靠性检测	汽车领域客户、电子电气产品领域客户和工业品领域客户等
理化检测	汽车领域客户、电子电气产品领域客户和日用消费品领域客户等
电磁兼容检测	汽车领域客户、电子电气产品领域客户和工业品领域客户等
产品安全检测	电子电气产品领域客户和工业品领域客户等

资料来源：信测标准招股说明书，国信证券经济研究所整理

汽车和电子电气为主要下游客户，占公司收入 75%以上。公司由电子产品检测起家，经 20 余年深耕细作，现已形成汽车和电子电气两大优势业务，稳定贡献总收入的 75%以上。根据最近一次按客户行业分类的收入情况，2020 年上半年，公司汽车检测/电子电气检测/工业品检测/日用消费品检测/其他收入分别为 0.48/0.44/0.11/0.10/0.07 亿元，收入占比 40%/37%/9%/8%/6%，汽车和电子电气检测贡献了总营收的 76%。

深耕汽车检测多年，形成较好品牌效应。公司于 2014 年起进入汽车检测行业，通过多年发展，已建成武汉、苏州、广州三大汽车检测基地，在汽车材料、零部件、总成研究领域具有明显技术优势，技术研发能力突出，可为汽车材料的选择、汽车零部件和总成的开发试验提供标准解读、方案设计、测试试验以及测试数据解读和分析等一站式服务。发展至今，公司已形成良好汽车检测品牌效应，积累了一批行业知名度较高的优质客户，如比亚迪、上汽、广汽、长安、理想、威马等。

表2：信测标准部分汽车检测项目及主要合作品牌情况

检测项目	合作品牌																
																	
																	
																	
																	
																	

资料来源：信测标准官网，国信证券经济研究所整理

股权激励落地提振士气，业绩有望加速提升。2021年9月27日，公司发布了最新一期向激励对象授予限制性股票的公告，拟授予不超过195.30万股限制性股票，占公司总股本的3.00%。激励对象202人，基本涵盖了公司所有中高层管理人员和核心技术人员。2022-2024年业绩考核目标为2021年净利润基数下增长不低于40%/69%/111%，对应同比增速为40%/20.71%/24.85%。公司最新股权激励方案确定较高净利润增长目标，对公司收入和盈利能力的提升提出了较高要求，证明公司对于业绩提升和发展前景充满信心。

表3：公司2021年限制性股票激励计划

激励对象	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占总股本比例
吕杰中	董事长	14.50	7.42%	0.22%
王建军	董事、总经理	17.30	8.86%	0.27%
李国平	董事、副总经理	9.00	4.61%	0.14%
李生平	董事、副总经理	4.00	2.05%	0.06%
肖国中	董事、总经理助理	1.00	0.51%	0.02%
蔡大贵	副总经理、董秘	3.00	1.54%	0.05%
苌桂梅	财务总监	1.00	0.51%	0.02%
核心技术（业务）人员、中层管理 人员及其他骨干人员（195人）		116.42	59.61%	1.79%
预留部分		29.08	14.89%	0.45%
合计		195.30	100.00%	3.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表4：公司股票激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标	同比前一期目标增速
第一个解除限售期	以2021年公司净利润为基数，2022年净利润增长率不低于40%	同比增长不低于40%
第二个解除限售期	以2021年公司净利润为基数，2023年净利润增长率不低于69%	同比增长不低于20.71%
第三个解除限售期	以2021年公司净利润为基数，2024年净利润增长率不低于111%	同比增长不低于24.85%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

前期建设项目逐步完成，产能开始释放。公司目前正处于资本投入较集中阶段，IPO募投项目进展顺利，已逐步投产。其中，华东基地（苏州）已于2021年第三季度转固，子公司苏州信测迁扩建华东检测基地项目正在搬迁中，已逐步投入使用，将扩大公司在长江经济带的影响力。华南基地（广州）汽车材料与零部件检测平台建设项目已基本投产，进入使用状态。随着募投项目投入运营，公司产能逐步释放，更好支撑公司把握下游高景气下的发展机遇。

表5：公司募投项目及最新进展情况

项目名称	预计投资规模（万元）	项目建设期	项目进展
迁扩建华东检测基地项目	21,501.67	2年	正在搬迁中，已逐步投入使用
广州检测基地汽车材料与零部件检测平 台建设项目	7,382.32	1年	基本投产完成，进入使用状态
研发中心和信息系统建设项目	6,633.10	1年	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

盈利预测假设基础及结果

按假设前提，我们预计公司 22-24 年归母净利润为 1.11/1.62/2.03 亿元，对应 PE38/26/21 倍，增速分别为 32%/37%/35%。

我们对盈利预测模型做出如下假设：

可靠性检测: 公司是国内规模位居前列的可靠性检测服务机构之一，特别是在汽车零部件功能可靠性试验等领域具有领先一站式服务能力。现阶段新能源车高景气、前期募投项目陆续投产，收入有望实现较快增长。预计公司 2022-2024 年可靠性检测收入分别为 1.97/2.56/3.33 亿元，同比增长 35%/30%/30%。

理化检测: 公司理化检测主要下游客户为汽车、电子电气和日用消费品领域等，为产品全生命周期的“绿色环保”及“品质管控”提供技术支撑服务。预计 2022-2024 年理化检测收入分别为 1.01/1.11/1.22 亿元，同比增长 10%/10%/10%。

电磁兼容: 公司电磁兼容主要检测对象为电子电气、汽车电子零部件、通信设备、医疗器械等，随着信息化、电子化推进，需求有望维持稳健增长。假设 2022-2024 年理化检测收入分别为 0.76/0.98/1.28 亿元，同比增长 20%/30%/30%。

表6: 信测标准业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
可靠性检测					
收入	1.00	1.46	1.97	2.56	3.33
增速	-16.67%	46.00%	35.00%	30.00%	30.00%
成本	0.40	0.52	0.65	0.84	1.08
毛利率(%)	59.85%	64.52%	67.00%	67.30%	67.60%
理化检测					
收入	0.84	0.92	1.01	1.11	1.22
增速	0.00%	9.52%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	0.24	0.26	0.26	0.29	0.32
毛利率(%)	71.24%	71.98%	74.00%	74.00%	74.00%
电磁兼容检测					
收入	0.53	0.63	0.76	0.98	1.28
增速	6.00%	18.87%	20.00%	30.00%	30.00%
成本	0.21	0.24	0.27	0.35	0.45
毛利率(%)	59.88%	62.38%	64.00%	64.30%	64.60%
产品安全					
收入	0.50	0.55	0.61	0.73	0.87
增速	6.38%	10.00%	10.00%	20.00%	20.00%
成本	0.30	0.31	0.34	0.40	0.47
毛利率(%)	40.93%	43.08%	44.08%	45.08%	46.08%
健康与环保					
收入		0.05	0.15	0.38	0.75
增速			200.00%	150.00%	100.00%
成本		0.11	0.15	0.34	0.60
毛利率(%)		-128.63%	0.00%	10.00%	20.00%
试验机					
收入		0.34	1.00	1.20	1.44
增速			-	20.00%	20.00%
成本		0.19	0.57	0.68	0.81
毛利率(%)		42.59%	43.00%	43.50%	44.00%
合计					
总营收(百万元)	2.87	3.95	5.69	7.19	9.18
增速	-4.65%	37.63%	44.15%	26.44%	27.55%
营业成本(百万元)	1.15	1.63	2.44	3.11	3.99
毛利率(百万元)	59.89%	58.65%	57.08%	56.82%	56.60%
毛利(百万元)	1.72	2.32	3.25	4.09	5.20
增速	-9.73%	34.77%	40.29%	25.88%	27.04%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

根据上述假设，我们预计公司 2022–2024 年的营业收入分别为 5.69/7.19/9.18 亿元，同比增长 44.15%/26.44%/27.55%，毛利率分别为 57.08%/56.82%/56.60%，毛利 3.25/4.09/5.20 亿元，同比增长 40.29%/25.88%/27.04%。

未来 3 年业绩预测

表7：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	395	569	719	918
营业成本	163	244	311	398
销售费用	72	93	110	139
管理费用	49	64	77	96
研发费用	31	45	57	73
财务费用	(5)	(13)	(16)	(17)
营业利润	97	135	196	242
利润总额	97	134	195	242
归属于母公司净利润	80	112	163	201

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2022–2024 年营收分别为 5.69/7.19/9.18 亿元，同比增长 44.15%/26.44%/27.55%，归母净利润分别为 1.11/1.62/2.03 亿元，同比增长 38.94%/46.08%/24.81%。

盈利预测的敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1) 乐观假设下，公司 2022–2024 年净利润分别为 1.33/1.92/2.43 亿元，同比增长 66.10%/44.28%/26.54%；2) 中性假设下，公司 2022–2024 年净利润分别为 1.11/1.62/2.03 亿元，同比增长 38.94%/46.08%/24.81%；3) 悲观假设下，公司 2022–2024 年净利润分别 0.90/1.35/1.66 亿元，同比增长 12.94%/49.14%/22.97%。

表8：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测				
营业收入(百万元)	395	578	738	952
(+/-%)	37.6%	46.36%	27.76%	28.92%
净利润(百万元)	80	133	192	243
(+/-%)	32.9%	66.10%	44.28%	26.54%
中性预测				
营业收入(百万元)	395	569	719	918
(+/-%)	37.6%	44.15%	26.44%	27.55%
净利润(百万元)	80	111	162	203
(+/-%)	32.9%	38.94%	46.08%	24.81%
悲观预测				
营业收入(百万元)	395	560	701	884
(+/-%)	37.6%	41.94%	25.11%	26.17%
净利润(百万元)	80	90	135	166
(+/-%)	32.9%	12.94%	49.14%	22.97%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：45.26–57.50 元

基于公司经过二十余年发展，已在汽车、电子电气产品和日用消费品领域形成了具备特色的业务模式，树立了较高的品牌知名度和市场公信力。我们预计公司未来收入业绩端保持一定增长，未来五年估值假设条件见下表：

表9：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	-4.58%	37.56%	44.15%	26.44%	27.55%	30.00%	29.50%
营业成本/营业收入	40.07%	41.35%	42.92%	43.18%	43.40%	43.20%	43.00%
管理费用/营业收入	12.17%	11.91%	10.91%	10.41%	10.31%	10.54%	10.42%
研发费用/营业收入	6.87%	7.89%	7.99%	7.99%	7.99%	7.99%	7.99%
销售费用/销售收入	17.56%	18.30%	16.30%	15.30%	15.10%	14.90%	14.70%
营业税及附加/营业收入	0.30%	0.73%	0.44%	0.49%	0.55%	0.49%	0.51%
所得税税率	13.78%	14.96%	14.1%	14.3%	14.5%	14.3%	14.3%
股利分配比率	0.62%	24.85%	15.03%	13.50%	17.79%	15.44%	15.58%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

表10：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.92	T	14.13%
无风险利率	2.72%	Ka	8.95%
股票风险溢价	6.77%	有杠杆 Beta	0.92
公司股价（元）	37	Ke	8.96%
发行在外股数（百万）	113	E/(D+E)	99.86%
股票市值（E，百万元）	4181	D/(D+E)	0.14%
债务总额（D，百万元）	6	WACC	8.95%
Kd	4.70%	永续增长率（10年后）	1%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 45.26–57.50 元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.5%	8.7%	8.95%	9.1%	9.3%
永续增长率变化	1.6%	57.50	55.48	53.57	51.77	50.07
	1.4%	56.30	54.37	52.54	50.81	49.17
	1.2%	55.17	53.31	51.55	49.89	48.31
	1.0%	54.10	52.31	50.62	49.01	47.49
	0.8%	53.08	51.36	49.73	48.18	46.71
	0.6%	52.12	50.46	48.88	47.39	45.97
	0.4%	51.20	49.60	48.08	46.63	45.26

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：44.42–49.35 元

公司主要从事可靠性检测、理化检测、电磁兼容检测和产品安全检测等检测服务，为汽车、电子电气产品、日用消费品和工业品等领域的客户提供检测报告或证书，可靠性检测收入占比为 1/3 以上。我们选择华测检测、苏试试验、广电计量作为可比上市公司，均与公司业务具有相似性。可比公司 2022 年 PE 均值为 41.86 倍，考虑到公司的成长性，给予 2022 年 PE 45–50 倍，合理目标价格区间为 44.42–49.35 元。

表12：可比公司估值表

公司	投资评级	股价 2022/09/09 (元)	市值 (亿元)	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
苏试试验	买入	28.30	104.70	0.61	0.73	1.01	1.42	46.39	38.92	28.14	19.90
华测检测	买入	21.64	364.01	0.35	0.55	0.68	0.84	62.38	39.10	31.82	25.85
广电计量	买入	22.33	128.45	0.44	0.47	0.62	0.81	50.75	47.57	35.78	27.68
							平均值	53.18	41.86	31.91	24.48
信测标准	买入	37.00	41.98	0.42	0.98	1.43	1.79	88.10	37.82	25.92	20.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

投资建议

公司是小而美的综合性检测公司，在汽车检测与电子电气检测具备领先优势，且拓展至食品/环境检测等领域，有望受益下游汽车等领域高景气及新业务拓展加速发展，公司股权激励目标进一步彰显发展信心。我们预计公司 22–24 年归母净利润为 1.11/1.62/2.03 亿元，对应 PE38/26/21 倍。公司合理目标价格区间为 44.42–49.35 元（对应 2022 年 PE 45–50 倍），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的 2022 年合理估值在 45-50 倍之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期营业收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.72%、风险溢价 6.77%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的华测检测、广电计量、苏试试验的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2022 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，最终给予公司 22 年 45-50 倍 PE 估值，可能存在可比公司可参考性不足、未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设，其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性，可能和实际结果有所偏差，导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

公司公信力、品牌和声誉受不利事件影响的风险：作为第三方检测机构，公信力和品牌是检测认证机构持续发展的原动力，也是生存的根本。公司非常重视社会公信力、品牌和声誉，但是一旦出现公司出具的检测报告或证书不实等不利事件使公司社会公信力、品牌和声誉受损，将直接对公司业务发展和利润率水平产生不利影响，严重情况下，甚至将对公司持续经营造成影响。

汽车检测需求下降的风险。公司汽车检测业务收入占比较大。2020H1 公司汽车领域检测收入占公司营业收入的比例为 40%。虽然新能源车行业快速发展，带来主要汽车厂商研发投入增加，检测需求增长，公司仍存在受汽车行业景气度影响，汽车检测业务需求下降的风险。

行业竞争加剧的风险：我国检测机构数量众多，市场集中度较低。随着我国检测行业市场化程度不断加深，检测机构之间的市场竞争日趋激烈。公司当前在检测能力、服务范围、技术研发等方面具备一定实力，但与国际检测机构相比，公司需进一步提高检测技术水平和市场影响力。若现有或潜在竞争对手通过技术创新、经营模式创新、扩大经营规模、低价竞争等方式不断渗透公司的主要业务领域和客户，可能导致公司市场份额下滑、收入下降，公司可能面临市场竞争加剧的风险。

政策风险

检测行业是政策导向较强的行业，政府对检测行业的发展政策影响着检测行业的发展速度。我国检测行业已被认定为重点战略性新兴产业。检测行业一系列有利于行业发展的法律法规、产业政策文件陆续实施，对于优化检测行业发展格局，增强创新能力，提高行业发展质量和水平具有重要意义。然而，现有产业政策方向的变化，可能导致行业资质认可标准发生重大调整。相关调整有可能导致公司现有资质受限或无法取得新的资质，公司经营范围受到限制。公司经营发展存在政策和行业标准变动的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	88	408	613	718	845	营业收入	287	395	569	719	918
应收款项	74	159	154	209	280	营业成本	115	163	244	311	398
存货净额	0	37	20	34	60	营业税金及附加	1	3	3	4	5
其他流动资产	20	28	35	48	61	销售费用	50	72	93	110	139
流动资产合计	182	801	879	1067	1302	管理费用	36	49	64	77	96
固定资产	231	315	347	391	446	研发费用	20	31	45	57	73
无形资产及其他	17	43	42	41	41	财务费用	0	(5)	(12)	(16)	(19)
投资性房地产	62	173	173	173	173	投资收益	0	7	(7)	10	14
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	8	8	5
资产总计	492	1332	1441	1671	1962	其他收入	(14)	(24)	(45)	(57)	(73)
短期借款及交易性金融负债	0	18	6	8	10	营业利润	71	97	134	195	244
应付款项	15	49	53	66	89	营业外净收支	(1)	0	(1)	(1)	(0)
其他流动负债	28	91	82	115	166	利润总额	70	97	133	195	244
流动负债合计	43	158	141	189	265	所得税费用	10	14	19	28	35
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	2	3	5	6
其他长期负债	35	98	126	164	207	归属于母公司净利润	60	80	111	162	203
长期负债合计	35	98	126	164	207	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	79	256	267	353	472	净利润	60	80	111	162	203
少数股东权益	0	62	64	68	74	资产减值准备	3	1	0	0	1
股东权益	413	1015	1109	1250	1417	折旧摊销	28	36	34	38	43
负债和股东权益总计	492	1332	1441	1671	1962	公允价值变动损失	0	(0)	(8)	(8)	(5)
						财务费用	0	(5)	(12)	(16)	(19)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	1	(80)	38	1	8
每股收益	1.23	1.20	0.98	1.44	1.79	其它	(3)	1	3	4	5
每股红利	0.01	0.30	0.15	0.19	0.32	经营活动现金流	89	38	178	198	254
每股净资产	8.46	15.20	9.82	11.06	12.54	资本开支	0	(120)	(58)	(73)	(93)
ROIC	19%	14%	15%	20%	25%	其它投资现金流	0	(170)	113	0	0
ROE	15%	8%	10%	13%	14%	投资活动现金流	0	(290)	56	(73)	(93)
毛利率	60%	59%	57%	57%	57%	权益性融资	(0)	603	0	0	0
EBIT Margin	23%	19%	21%	22%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	29%	27%	28%	27%	支付股利、利息	(0)	(20)	(17)	(22)	(36)
收入增长	-5%	38%	44%	26%	28%	其它融资现金流	(87)	8	(12)	2	3
净利润增长率	-19%	33%	39%	46%	25%	融资活动现金流	(88)	572	(28)	(20)	(33)
资产负债率	16%	24%	23%	25%	28%	现金净变动	1	320	205	105	127
息率	0.0%	0.8%	0.7%	0.9%	1.5%	货币资金的期初余额	87	88	408	613	718
P/E	30.0	30.8	37.6	25.7	20.6	货币资金的期末余额	88	408	613	718	845
P/B	4.4	2.4	3.8	3.3	3.0	企业自由现金流	0	(98)	117	104	135
EV/EBITDA	20.2	24.2	28.8	22.8	18.7	权益自由现金流	0	(90)	116	120	154

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032