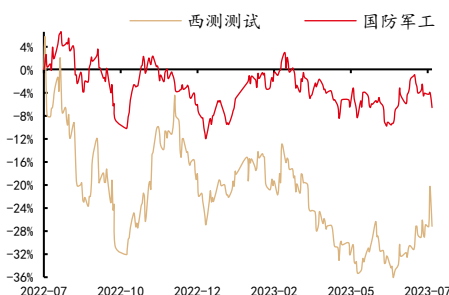


## 股票投资评级

增持|首次覆盖

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	40.60
总股本/流通股本(亿股)	0.84 / 0.21
总市值/流通市值(亿元)	34 / 9
52 周内最高/最低价	59.19 / 35.80
资产负债率(%)	11.7%
市盈率	45.11
第一大股东	李泽新
持股比例(%)	41.2%

## 研究所

分析师: 鲍学博  
SAC 登记编号: S1340523020002  
Email: baouxuebo@cnpsec.com  
分析师: 王煜童  
SAC 登记编号: S1340523070004  
Email: wangyutong@cnpsec.com

## 西测测试(301306)

股权激励考核目标彰显发展信心，募投项目逐步投产助力公司较快发展

### ● 事件

公司披露 2023 年限制性股票激励计划(草案)，该激励计划拟向激励对象授予不超过 262.25 万股限制性股票，首次授予的激励对象总人数为 118 人，限制性股票(含预留部分)的授予价格为 19.48 元/股。

### ● 点评

1、股权激励考核目标的设置反映公司对其竞争力和业务发展前景的信心。公司披露 2023 年限制性股票激励计划(草案)，拟向 118 位激励对象授予不超过 262.25 万股限制性股票，授予价格为 19.48 元/股。公司为本次限制性股票计划设置业绩考核目标值：以 2022 年营业收入为基数，2023 年-2025 年营业收入增长率分别不低于 25%、75%、162%。

2、公司深耕军用装备和民用飞机产品检测，具备从元器件筛选、电装、环境与可靠性试验、电磁兼容性试验为一体的“一站式”服务能力。公司是行业内少数能够提供上述全方位检验检测服务的机构，近年来承担了多种型号军用装备、航天工程以及民用飞机产品的检测试验任务，与航空工业、中国航天、中国电科、兵器工业集团、中国航发、中国船舶等军工集团下属子公司及科研院所建立了长期的合作关系。同时，公司持续加强在商用飞机方面的布局，取得了中国商用飞机有限责任公司的试验资格证书，并与为商飞配套的众多服务商建立了良好的合作关系。2022 年，公司实现营业收入 3.04 亿元，同比增长 23.87%；实现归母净利润 6466.72 万元，同比减少 3.55%。近三年，公司营收复合增速为 23%，利润复合增速为 25%。

3、募投项目投产叠加规模效应，业绩有望实现加速释放。新型号军用设备从研发定型到批量生产的过程中需要进行大量试验，将有效拉动相关的第三方检验检测业务的增长。公司募投项目成果将显著提高公司西安和成都两大实验基地的检测能力，进一步满足客户在检测领域的需求，增强公司的竞争力。我们认为，随着公司募投项目逐步投产，叠加规模效应，公司业绩有望实现加速释放。

4、盈利预测与投资评级：我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 0.83、1.22、1.84 亿元，同比增长 29%、46%、52%，对应当前股价 PE 分别为 42、28、19 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### ● 风险提示：

军品订单不及预期；行业竞争加剧；市场拓展不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	304	382	537	809
增长率(%)	23.87	25.60	40.60	50.60
EBITDA（百万元）	110.18	147.22	213.48	297.56
归属母公司净利润（百万元）	64.67	83.14	121.64	184.40
增长率(%)	-3.55	28.57	46.30	51.60
EPS(元/股)	0.77	0.99	1.44	2.18
市盈率（P/E）	53.52	41.63	28.45	18.77
市净率（P/B）	2.81	2.66	2.42	2.14
EV/EBITDA	27.92	23.12	16.88	12.44

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	304	382	537	809	营业收入	23.9%	25.6%	40.6%	50.6%
营业成本	144	177	243	362	营业利润	2.5%	24.2%	46.5%	53.0%
税金及附加	1	1	2	3	归属于母公司净利润	-3.6%	28.6%	46.3%	51.6%
销售费用	35	46	59	81	<b>获利能力</b>				
管理费用	37	53	75	105	毛利率	52.6%	53.8%	54.7%	55.2%
研发费用	18	30	42	63	净利率	21.3%	21.8%	22.6%	22.8%
财务费用	-1	-12	-7	-3	ROE	5.3%	6.4%	8.5%	11.4%
资产减值损失	-3	-5	-5	-3	ROIC	4.9%	5.4%	7.8%	10.9%
<b>营业利润</b>	<b>82</b>	<b>102</b>	<b>149</b>	<b>228</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	11.7%	12.5%	13.9%	16.1%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	8.50	6.39	4.93	4.35
<b>利润总额</b>	<b>82</b>	<b>101</b>	<b>148</b>	<b>227</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	16	17	25	40	应收账款周转率	1.27	1.19	1.25	1.28
<b>净利润</b>	<b>66</b>	<b>84</b>	<b>123</b>	<b>187</b>	存货周转率	29.19	49.05	52.67	55.00
<b>归母净利润</b>	<b>65</b>	<b>83</b>	<b>122</b>	<b>184</b>	总资产周转率	0.31	0.26	0.34	0.45
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.77</b>	<b>0.99</b>	<b>1.44</b>	<b>2.18</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.77	0.99	1.44	2.18
货币资金	615	393	193	95	每股净资产	14.58	15.43	16.92	19.14
交易性金融资产	165	165	165	165	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	348	437	614	925	PE	53.52	41.63	28.45	18.77
预付款项	10	12	17	25	PB	2.81	2.66	2.42	2.14
存货	7	9	12	18	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>1158</b>	<b>1030</b>	<b>1019</b>	<b>1251</b>	净利润	66	84	123	187
固定资产	133	248	349	309	折旧和摊销	31	58	72	74
在建工程	31	46	60	74	营运资本变动	-92	-72	-143	-250
无形资产	14	70	139	203	其他	13	3	0	-5
<b>非流动资产合计</b>	<b>254</b>	<b>478</b>	<b>662</b>	<b>700</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>18</b>	<b>72</b>	<b>53</b>	<b>6</b>
<b>资产总计</b>	<b>1412</b>	<b>1508</b>	<b>1681</b>	<b>1951</b>	资本开支	-67	-244	-257	-113
短期借款	20	20	20	20	其他	-163	-36	6	9
应付票据及应付账款	61	74	102	152	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-230</b>	<b>-279</b>	<b>-251</b>	<b>-104</b>
其他流动负债	56	67	84	115	股权融资	853	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>136</b>	<b>161</b>	<b>207</b>	<b>287</b>	债务融资	-36	2	0	0
其他	28	27	27	27	其他	-45	-14	-1	-1
<b>非流动负债合计</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>773</b>	<b>-12</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>负债合计</b>	<b>165</b>	<b>188</b>	<b>234</b>	<b>314</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>561</b>	<b>-219</b>	<b>-199</b>	<b>-99</b>
股本	84	84	84	84					
资本公积金	962	962	962	962					
未分配利润	164	223	331	491					
少数股东权益	17	18	19	21					
其他	20	33	51	78					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1247</b>	<b>1319</b>	<b>1447</b>	<b>1637</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1412</b>	<b>1508</b>	<b>1681</b>	<b>1951</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048