

股票投资评级

增持 | 维持

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)	32.14
总股本/流通股本 (亿股)	0.84 / 0.39
总市值/流通市值 (亿元)	27 / 13
52周内最高/最低价	53.49 / 30.88
资产负债率(%)	11.7%
市盈率	35.71
第一大股东	李泽新

研究所

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

西测测试 (301306)

发展期投入较大业绩短期承压，看好长期发展

● 事件

10月26日，西测测试发布2023年第三季度报告。2023Q1-Q3，公司实现营收1.86亿元，同比增长6%，实现归母净利润-1600万元，同比下降135%。

● 点评

1、毛利率下滑叠加实验室建设投入较大，业绩短期承压。2023Q1-Q3，公司实现营收1.86亿元，同比增长6%。2023Q1-Q3，公司实现综合毛利率40.46%，同比下降13pcts，主要系部分业务毛利率下降较大所致。2023Q1-Q3，公司期间费用率50.93%，同比增长16.88pcts，其中，销售、管理、研发和财务费用率分别为17.20%、25.18%、8.11%和0.45%，销售费用率同比增长4.19pcts，管理费用率同比增长10.7pcts，研发费用率同比增长1.80pcts，财务费用率同比增长0.2pcts。其中，管理费用同比增长85%，主要系北京、西安、成都新试验场所建设以及人员增加所致。2023Q1-Q3，公司实现归母净利润-1600万元，同比下降135%，业绩短期承压。

2、尚处高速发展期，看好长期发展。公司目前尚处于快速发展期，公司持续在西安、北京、成都等地成立子公司，并持续加大在优势业务领域的投入。2023Q1-Q3，公司固定资产余额为1.83亿元，较年初增长38%；在建工程余额1.56亿元，较年初增长399%，表明公司正在加速扩产。同时，公司将使用自筹资金1.22亿元对募集资金投资项目“西测测试西安总部检测基地建设项目”追加投资。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，公司业绩有望迎来拐点。

3、发布股权激励计划，彰显公司发展信心。公司于2023年7月5日发布股权激励计划，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。从业绩考核目标来看，以2022年营业收入为基数，公司2023年-2025年营业收入增长率分别不低于25%、75%、162%。公司考核目标的设置彰显公司对其竞争力和业务发展前景的信心。

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 0.68、0.94、1.41 亿元，同比增长 5%、39%、50%，对应当前股价 PE 分别为 40、29、19 倍，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	381	532	797
增长率（%）	23.87	25.27	39.57	49.81
EBITDA（百万元）	110.18	92.28	135.51	205.46
归属母公司净利润（百万元）	64.67	67.86	94.24	141.03
增长率（%）	-3.55	4.94	38.87	49.64
EPS(元/股)	0.77	0.80	1.12	1.67
市盈率（P/E）	41.95	39.97	28.78	19.23
市净率（P/B）	2.20	2.11	1.96	1.78
EV/EBITDA	27.92	24.16	17.45	12.19

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表									
营业收入	304	381	532	797	营业收入	23.9%	25.3%	39.6%	49.8%
营业成本	144	211	303	461	营业利润	2.5%	4.5%	38.9%	49.6%
税金及附加	1	1	2	3	归属于母公司净利润	-3.6%	4.9%	38.9%	49.6%
销售费用	35	38	52	72	获利能力				
管理费用	37	57	74	97	毛利率	52.6%	44.7%	43.0%	42.1%
研发费用	18	19	23	27	净利率	21.3%	17.8%	17.7%	17.7%
财务费用	-1	-12	-11	-8	ROE	5.3%	5.3%	6.8%	9.3%
资产减值损失	-3	0	0	0	ROIC	4.9%	4.3%	5.9%	8.5%
营业利润	82	85	119	178	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	11.7%	14.9%	17.3%	20.4%
营业外支出	0	1	1	1	流动比率	8.50	5.93	4.75	3.91
利润总额	82	85	118	177	营运能力				
所得税	16	16	23	34	应收账款周转率	1.27	1.26	1.37	1.38
净利润	66	69	95	143	存货周转率	29.19	33.05	24.94	26.89
归母净利润	65	68	94	141	总资产周转率	0.31	0.26	0.33	0.44
每股收益(元)	0.77	0.80	1.12	1.67	每股指标(元)				
资产负债表									
货币资金	615	585	449	310	每股收益	0.77	0.80	1.12	1.67
交易性金融资产	165	165	165	165	每股净资产	14.58	15.26	16.38	18.05
应收票据及应收账款	348	407	574	874	估值比率				
预付款项	10	14	21	31	PE	41.95	39.97	28.78	19.23
存货	7	16	27	33	PB	2.20	2.11	1.96	1.78
流动资产合计	1158	1215	1272	1455	现金流量表				
固定资产	133	190	263	298	净利润	66	69	95	143
在建工程	31	42	51	68	折旧和摊销	31	19	28	37
无形资产	14	19	25	28	营运资本变动	-92	-27	-130	-218
非流动资产合计	254	320	421	485	其他	13	-3	-4	-7
资产总计	1412	1535	1693	1940	经营活动现金流净额	18	57	-10	-46
短期借款	20	20	20	20	资本开支	-67	-100	-128	-98
应付票据及应付账款	61	104	146	214	其他	-163	18	3	6
其他流动负债	56	81	102	138	投资活动现金流净额	-230	-82	-125	-92
流动负债合计	136	205	268	372	股权融资	853	5	0	0
其他	28	24	24	24	债务融资	-36	6	0	0
非流动负债合计	28	24	24	24	其他	-45	-14	-1	-1
负债合计	165	229	292	397	筹资活动现金流净额	773	-3	-1	-1
股本	84	84	84	84	现金及现金等价物净增加额	561	-27	-135	-139
资本公积金	962	967	967	967					
未分配利润	164	206	286	406					
少数股东权益	17	17	19	20					
其他	20	30	45	66					
所有者权益合计	1247	1305	1401	1544					
负债和所有者权益总计	1412	1535	1693	1940					

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
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。 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。	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，可随时更改且不予以通告。

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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