

24Q1 营收增长，外部环境影响毛利率承压下滑

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报, 23 年公司实现营收 56.0 亿, 同比+9.2%; 归母净利润 9.1 亿, 同比+0.8%。23Q4 营收 15.2 亿, 同比+0.5%, 归母净利润 1.69 亿, 同比-29.3%; 24Q1 营收 11.9 亿, 同比+6.7%, 归母净利润 1.33 亿, 同比-8.1%。阶段性外部环境影响营收增长, 毛利率承压下滑。
- **传统领域稳定发展, 工业测试、消费品检测板块拉动公司营收增长。** 23 年, 公司持续拓展半导体、集成电路、汽车检测等重点行业, 消费品测试板块营收 9.8 亿, 同比+36.7%; 聚焦“新能源+新电网”新赛道, 工业测试板块营收 10.9 亿, 同比+20.7%, 其中石油化工、天然气、风电、光伏领域以及国家电网等检测服务都取得较好增长, 船舶和海洋工程装备无损测试增速明显, 带动工业检测实现全线增长, 该板块毛利率+2.98pp 至 43.56%; 生命科学板块营收 24.9 亿, 同比+8.7%; 贸易保障板块 7.0 亿, 同比+5.6%。
- **生命科学、消费品测试、贸易保障、医药医学等板块毛利率下降、公司综合毛利率净利率承压。** 23 年综合毛利率为 48.1%, 同比-1.3pp; 净利率为 16.5%, 同比-1.5pp。24Q1 综合毛利率为 45.3%, 同比-1.9pp; 净利率为 11.0%, 同比-2.3pp。细分来看, 毛利率下滑主要系公司贸易保障、生命科学等业务板块毛利率下滑, 23 年, 生命科学板块毛利率-1.22pp 至 47.9%; 消费品测试板块毛利率-3.82pp 至 44.77%; 贸易保障板块毛利率-1.27pp 至 64.58%; 阶段性外部环境影响, 医药医学板块短期承压, 医药及医学板块实验营收 3.4 亿, 同比-38.9%, 毛利率-7.21pp 至 39.02%。
- **持续投入战略赛道, 打造第二增长曲线。** 公司聚焦大交通领域、芯片半导体等领域, 加大投资, 持续扩张相关实验室测试能力; 汽车检测方面新增上汽、吉利、奇车、赛力斯等车企认证, 在汽车电子可靠性、汽车 EMC、CAN/LIN 以太网、电机/电控等领域发展趋势良好, 此前收购的 imat-uve gmbh 与汽车产品线业务实现有效联动, 协同效应明显, 汽车检测板块 23 年营收实现增长。航空测试方面公司可为民用无人驾驶和无人驾驶航空器等提供包括环境可靠性试验、电磁兼容试验、有害物质检测、失效分析、化学分析等, 23 年公司的航空材料实验室成立以来首年实现盈利。芯片半导体检测方面, 收购蔚思博、新增金桥芯片实验基地, 长期来看有望受益于半导体市场的整体发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 10.2、12.0、13.8 亿元, 对应 EPS 为 0.61、0.71、0.82 元, 当前股价对应 PE 为 20、17、15 倍, 未来三年归母净利润复合增长率 15%, 维持“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。

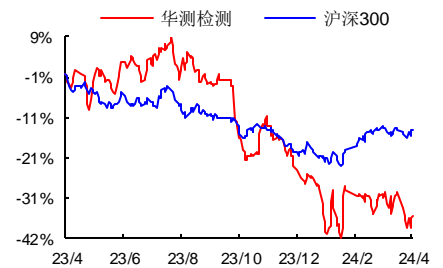
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5604.62	6476.45	7390.19	8253.17
增长率	9.24%	15.56%	14.11%	11.68%
归属母公司净利润(百万元)	910.20	1019.64	1197.92	1383.08
增长率	0.83%	12.02%	17.48%	15.46%
每股收益 EPS(元)	0.54	0.61	0.71	0.82
净资产收益率 ROE	14.44%	14.35%	14.76%	14.94%
PE	22	20	17	15
PB	3.30	2.91	2.55	2.23

数据来源: Wind, 西南证券

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

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.83
流通 A 股(亿股)	14.32
52 周内股价区间(元)	11.09-20.76
总市值(亿元)	204.63
总资产(亿元)	84.27
每股净资产(元)	3.75

相关研究

1. 华测检测(300012): Q3 增速放缓, 业绩略低于预期 (2023-10-25)
2. 华测检测(300012): 业绩符合预期, 多元化布局持续发力 (2023-08-13)
3. 华测检测(300012): 各业务协同发展, 业绩稳定增长 (2023-04-26)

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 2024-2026 年该业务整体增速分别为 14%、13%和 12%，毛利率逐步提升；

假设 2：公司聚焦大交通领域、半导体、汽车等重点行业，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 2024-2026 年订单增速分别为 15%、15%、10%和 25%、20%、15%。

假设 3：贸易保障检测是公司的传统优势项目，公司继续优化渠道布局，深入拓展可靠性项目。预计 2024-2026 年该业务的产品销量同比增速分别为 10%、10%和 10%，毛利率稳中有升；

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表1：公司分业务收入及毛利率预测

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
生命科学检测	收入	2497.27	2856.88	3223.48	3596.32
	增速	8.72%	14.40%	12.83%	11.57%
	毛利率	47.90%	48.00%	48.50%	48.50%
工业品测试	收入	1091.42	1255.13	1443.40	1587.74
	增速	20.72%	15.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	43.56%	44.00%	44.50%	45.00%
贸易保障检测	收入	699.62	769.58	846.54	931.19
	增速	5.63%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	64.58%	65.00%	65.50%	66.00%
消费品测试	收入	979.42	1224.28	1469.13	1689.50
	增速	36.72%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	44.77%	45.00%	45.50%	46.00%
医药行业及其他	收入	336.89	370.58	407.64	448.40
	增速	-38.85%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	39.02%	40.00%	41.00%	42.00%
合计	收入	5604.62	6476.45	7390.19	8253.16
	增速	9.24%	15.56%	14.11%	11.68%
	毛利率	48.06%	48.22%	48.66%	48.94%

数据来源：Wind, 西南证券

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 2024-2025 年平均 PE 分别为 21、16 倍。预计公司 2024-2026 年归母净利润为 10.2、12.0、13.8 亿元，对应 EPS 为 0.61、0.71、0.82 元，当前股价对应 PE 为 20、17、15 倍，未来三年归母净利润复合增长率 15%，维持“持有”评级。

表2：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 18 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			23A	24E	25E	23A	24E	25E
002967.SZ	广电计量	15.48	0.35	0.57	0.72	44.23	27.36	21.47
300887.SZ	谱尼测试	11.24	0.45	0.71	0.93	25.09	15.78	12.14
603060.SH	国检集团	7.78	0.32	0.41	0.51	24.43	18.79	15.22
可比公司平均值						31.25	20.64	16.28

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5604.62	6476.45	7390.19	8253.17	净利润	927.20	1041.50	1221.94	1411.77
营业成本	2911.29	3353.51	3794.42	4214.38	折旧与摊销	388.97	247.19	247.19	247.19
营业税金及附加	33.40	38.86	48.04	53.65	财务费用	-0.75	14.59	14.07	12.91
销售费用	960.78	1101.00	1241.55	1361.77	资产减值损失	-9.72	-5.63	-6.23	-6.61
管理费用	343.59	906.70	1027.24	1138.94	经营营运资本变动	-115.97	47.74	-172.08	-158.84
财务费用	-0.75	14.59	14.07	12.91	其他	-67.34	-53.88	-26.61	-36.39
资产减值损失	-9.72	-5.63	-6.23	-6.61	经营活动现金流净额	1122.39	1291.50	1278.28	1470.03
投资收益	71.15	56.55	59.35	60.38	资本支出	-643.37	-400.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	14.99	14.31	13.93	14.23	其他	-201.18	70.86	73.28	74.62
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-844.55	-329.14	-226.72	-225.38
营业利润	1007.49	1138.29	1344.38	1552.75	短期借款	5.60	-4.60	0.00	0.00
其他非经营损益	3.81	-0.04	-1.59	-1.36	长期借款	3.19	5.00	5.00	5.00
利润总额	1011.30	1138.25	1342.79	1551.39	股权融资	-0.21	0.00	0.00	0.00
所得税	84.11	96.75	120.85	139.63	支付股利	-100.79	-182.04	-203.93	-239.58
净利润	927.20	1041.50	1221.94	1411.77	其他	-335.63	-141.97	-14.07	-12.91
少数股东损益	16.99	21.86	24.02	28.69	筹资活动现金流净额	-427.85	-323.61	-213.00	-247.50
归属母公司股东净利润	910.20	1019.64	1197.92	1383.08	现金流量净额	-149.68	638.75	838.55	997.15
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1450.68	2089.44	2927.99	3925.14	成长能力				
应收和预付款项	1708.96	1902.57	2197.30	2453.88	销售收入增长率	9.24%	15.56%	14.11%	11.68%
存货	98.62	113.60	126.54	141.76	营业利润增长率	-1.46%	12.98%	18.11%	15.50%
其他流动资产	672.22	565.79	645.62	721.01	净利润增长率	0.28%	12.33%	17.33%	15.54%
长期股权投资	336.11	336.11	336.11	336.11	EBITDA 增长率	1.62%	0.31%	14.68%	12.90%
投资性房地产	31.52	31.52	31.52	31.52	获利能力				
固定资产和在建工程	2637.97	2828.59	2919.21	3009.83	毛利率	48.06%	48.22%	48.66%	48.94%
无形资产和开发支出	970.79	946.49	922.18	897.88	三费率	23.26%	31.23%	30.89%	30.46%
其他非流动资产	842.25	828.75	815.24	801.73	净利率	16.54%	16.08%	16.53%	17.11%
资产总计	8749.11	9642.85	10921.70	12318.85	ROE	14.44%	14.35%	14.76%	14.94%
短期借款	7.60	3.00	3.00	3.00	ROA	10.60%	10.80%	11.19%	11.46%
应付和预收款项	1433.98	1659.11	1877.39	2084.82	ROIC	21.79%	22.57%	25.15%	27.40%
长期借款	7.29	12.29	17.29	22.29	EBITDA/销售收入	24.90%	21.62%	21.73%	21.97%
其他负债	881.04	709.37	746.93	759.47	营运能力				
负债合计	2329.92	2383.77	2644.61	2869.58	总资产周转率	0.68	0.70	0.72	0.71
股本	1682.83	1682.83	1682.83	1682.83	固定资产周转率	2.70	2.79	3.50	4.34
资本公积	427.23	427.23	427.23	427.23	应收账款周转率	3.34	3.43	3.46	3.40
留存收益	4195.01	5032.61	6026.60	7170.09	存货周转率	29.71	31.60	31.34	31.07
归属母公司股东权益	6205.35	7023.37	8017.36	9160.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.10%	—	—	—
少数股东权益	213.85	235.71	259.73	288.42	资本结构				
股东权益合计	6419.20	7259.08	8277.09	9449.27	资产负债率	26.63%	24.72%	24.21%	23.29%
负债和股东权益合计	8749.11	9642.85	10921.70	12318.85	带息债务/总负债	0.64%	0.64%	0.77%	0.88%
					流动比率	2.14	2.48	2.76	3.07
					速动比率	2.09	2.42	2.70	3.01
					股利支付率	11.07%	17.85%	17.02%	17.32%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	1395.71	1400.07	1605.65	1812.85	每股收益	0.54	0.61	0.71	0.82
PE	22.48	20.07	17.08	14.80	每股净资产	3.69	4.17	4.76	5.44
PB	3.30	2.91	2.55	2.23	每股经营现金	0.67	0.77	0.76	0.87
PS	3.65	3.16	2.77	2.48	每股股利	0.06	0.11	0.12	0.14
EV/EBITDA	13.14	12.56	10.43	8.69					
股息率	0.49%	0.89%	1.00%	1.17%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
