

苏试试验 (300416.SZ)

买入 (首次评级)

试验设备+环试服务融合共振, IC 第三方检测打开新空间

当前价格: 11.21 元

投资要点:

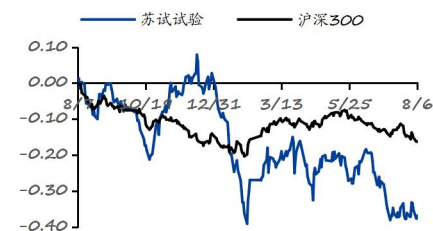
基本数据

总股本/流通股本(百万股)	508.55/505.15
流通 A 股市值(百万元)	5,662.72
每股净资产(元)	5.04
资产负债率(%)	38.13
一年内最高/最低价(元)	19.46/10.28

深耕试验设备领域, 试验服务业务高速发展

公司以试验设备制造为基础, 主要产品有力学环境试验设备、气候环境试验设备等, 同时积极向制造服务业战略转型, 从 2006 年起逐步在国内建设环境与可靠性实验室, 为用户提供第三方环境与可靠性试验服务。2019 年公司成功收购上海宜特, 进军集成电路检测领域。2018-2023 年, 公司营业收入 CAGR 达到 27.5%, 归母净利润 CAGR 达到 34.3%, 公司业绩保持逐年稳健上升的趋势。2024 年 Q1 公司业绩出现短期波动, 营业收入、归母净利润分别同比+1.0%、-4.9%。

一年内股价相对走势



设备+服务双轮驱动, 业务融合协同打造核心竞争力

全社会研究与试验发展经费支出持续提升, 我国的环境试验与可靠性试验的需求也水涨船高, 市场空间广阔。公司试验设备与试验服务业务相互引领、互相促进, 构建了公司持续发展的独特优势。在试验设备领域, 公司持续深耕研发创新, 重点布局的综合环境试验设备有望为公司打开更广阔的市场空间。在试验服务领域, 公司不断完善的试验能力建设及网络布局, 随着国内委托第三方实验室进行环境与可靠性试验的市场需求不断扩大, 公司试验业务发展空间广阔。

团队成员

分析师: 俞能飞(S0210524040008)
ynf30520@hfzq.com.cn
分析师: 卢大炜(S0210524050019)
ldw30564@hfzq.com.cn

收购宜特进军 IC 第三方检测, 行业蓬勃发展市场空间广阔

随着半导体行业技术快速迭代、Labless 模式认可度逐步提升, 半导体第三方实验室检测行业蓬勃发展, 预计市场需求增速将超过半导体行业整体增速。2019 年公司收购上海宜特进军集成电路检测领域, 而后公司持续加强对苏试宜特试验能力建设的投入。2024 年第二季度, 预计上海宜特的新购设备将基本到位并安装调试完成, 后续将开始陆续释放产能。

相关报告

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.26 亿元、30.21 亿元、35.25 亿元, 归母净利润分别为 3.85 亿元、4.89 亿元、5.96 亿元, 对应 PE 分别为 14.8X、11.7X、9.6X。我们预计苏试试验将在 2024-2026 年保持持续高速增长, 首次覆盖给予苏试试验“买入”评级。

风险提示

宏观经济波动风险, 市场竞争加剧风险, 项目投资进展、收益不及预期风险。

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,805	2,117	2,526	3,021	3,525
增长率	20%	17%	19%	20%	17%
净利润(百万元)	270	314	385	489	596
增长率	42%	16%	23%	27%	22%
EPS(元/股)	0.53	0.62	0.76	0.96	1.17
市盈率(P/E)	21.1	18.1	14.8	11.7	9.6
市净率(P/B)	2.6	2.3	2.0	1.8	1.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键变量

试验服务：随着全社会研究与试验发展经费支出持续提升，我国的环境试验与可靠性试验的需求也水涨船高，公司将深度受益。随着公司实验室网络的持续完善，以及试验能力的持续提升，我们预计公司的试验服务业务将持续提升。我们假设 2024-2026 年公司试验服务业务收入分别增长 20.9%、17.6%、17.3%，毛利率稳定在 58.5%。

设备销售：公司不断推出新产品，为设备销售业务长期稳定增长打造坚实基础。此外，我们认为综合环境试验设备拥有更大的附加值以及更高的市场天花板，将为公司打开更广阔的市场空间。我们假设 2024-2026 年公司设备销售业务收入分别增长 17%、17%、15%，毛利率稳定在 33.0%。

集成电路验证与分析服务：公司收购宜特后，不断完善试验能力建设，预计宜特的新购设备在 2024Q2 基本完成安装调试，产能将陆续开始释放，设备利用率将持续提升。我们假设 2024-2026 年公司集成电路验证与分析服务业务收入分别增长 27%、40%、22%，毛利率分别为 48.0%、52.0%、55.0%。

我们区别于市场的观点

市场主要观点认为环境试验设备市场接近饱和，未来增长空间较小。我们认为，综合环境试验设备拥有更大的产品附加值和需求潜力，环境试验设备未来增长空间广阔。

股价上涨的催化因素

试验设备、试验服务（包括集成电路验证与分析服务）获得大额订单。

估值和目标价格

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.26 亿元、30.21 亿元、35.25 亿元，归母净利润分别为 3.85 亿元、4.89 亿元、5.96 亿元，对应 PE 分别为 14.8X、11.7X、9.6X。

我们选择华测检测、广电计量、谱尼测试、伟测科技作为公司估值可比公司。截止 2024/8/7，可比公司 2024-2026 年 PE 预测值的平均值分别为 19.9X、15.4X、12.8X，高于苏试试验的 PE 水平。考虑到苏试试验预计在 2024-2026 年将保持持续高速增长，首次覆盖给予苏试试验“买入”评级。

投资风险

宏观经济波动风险，市场竞争加剧风险，项目投资进展、收益不及预期风险。



正文目录

1 公司介绍.....	5
1.1 深耕试验设备领域，向试验服务转型.....	5
1.2 业绩持续稳健增长.....	7
2 环境与可靠性试验市场空间广阔，设备+服务双翼齐飞.....	9
2.1 中国 R&D 经费持续提升，环境与可靠性试验空间广阔.....	9
2.2 设备+服务双翼齐飞，融合协同打造核心竞争力.....	12
2.2.1 持续研发创新，综合试验设备打开广阔市场空间.....	12
2.2.2 以设备为基向服务转型，业务布局持续完善.....	14
3 收购宜特进军 IC 第三方检测，行业蓬勃发展市场空间广阔.....	16
3.1 Labless 模式认可度提升，IC 第三方检测行业蓬勃发展.....	16
3.2 收购宜特检测，IC 检测能力持续增强.....	18
4 盈利预测与投资建议.....	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 投资建议.....	21
5 风险提示.....	23

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	5
图表 3: 苏试试验主营业务.....	6
图表 4: 苏试试验收入结构（按产品）.....	6
图表 5: 苏试试验收入结构（按行业）.....	6
图表 6: 苏试试验营业收入及增速.....	7
图表 7: 苏试试验归母净利润及增速.....	7
图表 8: 公司利润率情况.....	7
图表 9: 公司各主要业务毛利率情况.....	7
图表 10: 公司费用率情况.....	8
图表 11: 公司研发投入情况.....	8
图表 12: 销售商品、提供劳务收到的现金及收现比.....	8
图表 13: 经营活动产生的现金流量净额及净现比.....	8
图表 14: 应收票据及账款和周转率情况.....	8
图表 15: 存货和周转率情况.....	8
图表 16: 环境与可靠性试验广泛应用于产品开发周期的各个环节.....	9
图表 17: 环境与可靠性试验广泛应用于产品开发周期的各个环节.....	10
图表 18: 全国研究与试验发展经费支出.....	10
图表 19: 全国环境与可靠性试验市场规模（亿元）.....	11
图表 20: 2022 年环境与可靠性试验细分市场构成.....	11
图表 21: 2022 年中国检验检测行业市占率情况.....	11
图表 22: 规模以上检验检测企业数量占比持续提升.....	11
图表 23: 振动试验设备不断突破打破国外限制.....	12
图表 24: 公司 2023 年主要研发项目.....	12
图表 25: 苏试试验一体化振动、温度、湿度三综合环境.....	13
图表 26: 公司实验室网络.....	14
图表 27: 公司下属实验室子公司拥有的主要业务资质证书情况.....	15
图表 28: 公司持续募资建设实验室网络.....	15
图表 29: 各类半导体检测与半导体产业链对应情况.....	16
图表 30: 各类半导体检测对比情况.....	17
图表 31: Labless 模式与 Fabless 模式对比.....	17
图表 32: 全球半导体第三方实验室检测分析市场规模及预测.....	17
图表 33: 中国半导体第三方实验室测试分析市场预测.....	17



图表 34:	半导体第三方检测主要检测服务 (胜科纳米)	18
图表 35:	半导体第三方检测重点企业	18
图表 36:	苏试宜特历史沿革	19
图表 37:	苏试宜特主要业务	19
图表 38:	苏试宜特主要财务数据情况	20
图表 39:	公司业务拆分预测	20
图表 40:	可比公司估值表	22
图表 41:	财务预测摘要	24

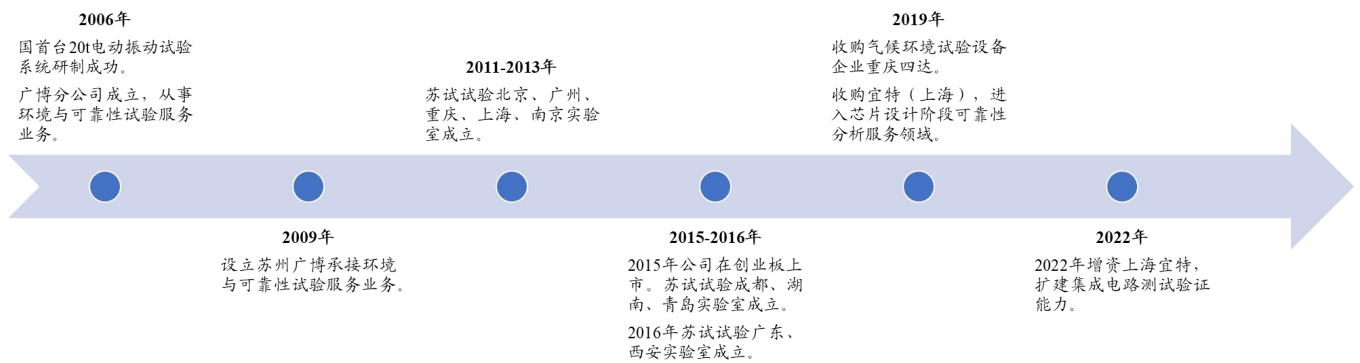


1 公司介绍

1.1 深耕试验设备领域，向试验服务转型

苏试试验集团前身是苏州试验仪器总厂，创建于1956年，2008年引入战略投资者，组建苏州苏试试验仪器有限公司，2011年整体变更为苏州苏试试验仪器股份有限公司。2015年1月22日公司在创业板上市。公司以试验设备制造为基础，主要产品有力学环境试验设备、气候环境试验设备等，同时积极向制造服务业战略转型，从2006年起逐步在苏州、北京、广州、上海、成都、西安、武汉等地建设环境与可靠性实验室，为用户提供第三方环境与可靠性试验服务。2019年10月公司成功收购上海宜特，进军集成电路检测领域，为客户提供集成电路供应链验证分析解决方案。

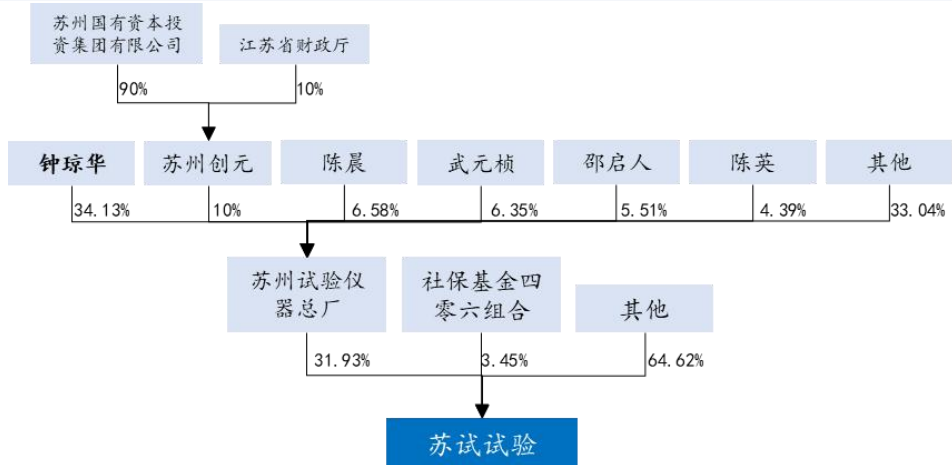
图表 1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

苏州试验仪器总厂是公司的控股股东，直接持有公司31.93%的股份。董事长钟琼华先生为公司实际控制人，持有苏州试验仪器总厂34.13%的股份。截至2024年Q1末，公司的机构持股比例为46.47%，其中基金、保险和社保基金公司的持股比例合计为9.7%。

图表 2: 公司股权结构



数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所



公司主营业务可分为试验设备、试验服务两大类。其中试验设备主要产品包括电动振动试验系统，机械、液压振动、冲击试验系统，综合环境试验系统，气候环境试验系统，分析测试系统及传感器制造等。试验服务主要包括环境试验，可靠性试验，电磁兼容试验，材料性能试验，软件测评，技术咨询及其他服务等，此外还包括上海宜特的集成电路 FA、RA、MA 业务。

图表 3: 苏试试验主营业务

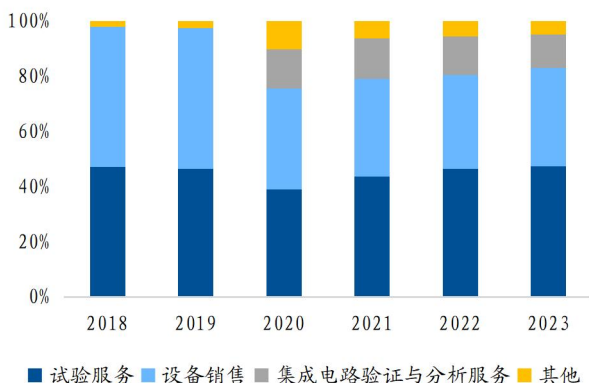
苏试试验	
试验设备	试验服务
电动振动试验系统	环境试验
机械、液压振动、冲击试验系统	可靠性试验
综合环境试验系统	电磁兼容试验
气候环境试验系统	材料性能试验
分析测试系统及传感器制造	集成电路 FA、RA、MA
	软件测评
	技术咨询及其他服务

数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

试验服务成为公司第一大业务板块, IC 验证与分析服务收入占比稳定。

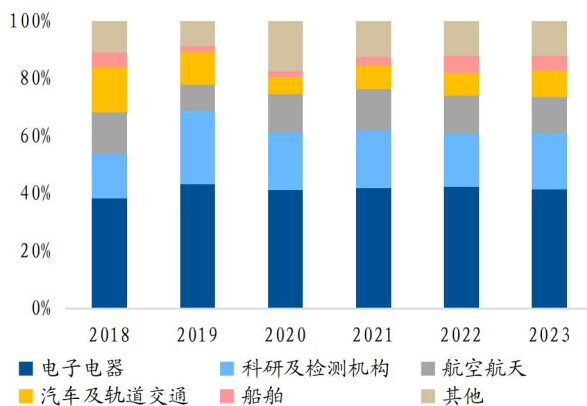
2018-2023 年, 公司试验服务的收入占比基本保持在 47% 左右, 为公司最大的收入板块。设备销售收入占比从 2018 年的 50.8% 下降到 2023 年的 35.6%。随着上海宜特并表, 集成电路验证与分析服务也成为公司的主要业务之一, 2023 年收入占比为 12.1%。分行业来看, 电子电器、科研及检测机构、航空航天是公司主要的下游领域, 2023 年来自以上三个行业的收入占比分别为 41.5%、19.5%、12.7%。

图表 4: 苏试试验收入结构 (按产品)



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 5: 苏试试验收入结构 (按行业)



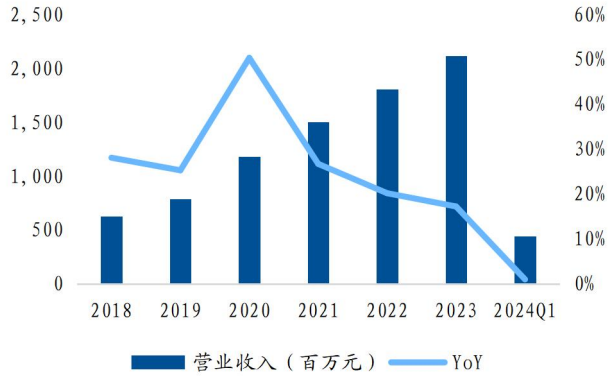
数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所



1.2 业绩持续稳健增长

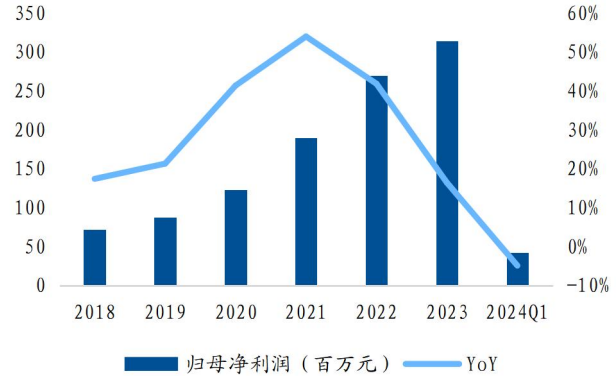
2018-2023年,公司营业收入从6.29亿元增长到21.17亿元,5年CAGR达到27.5%;归母净利润从7196万元增长到3.14亿元,5年CAGR达到34.3%,公司业绩保持逐年稳健上升的趋势。2024年Q1公司业绩出现短期波动,营业收入、归母净利润分别为4.42亿元、4217万元,分别同比+1.0%、-4.9%。

图表 6: 苏试试验营业收入及增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 7: 苏试试验归母净利润及增速

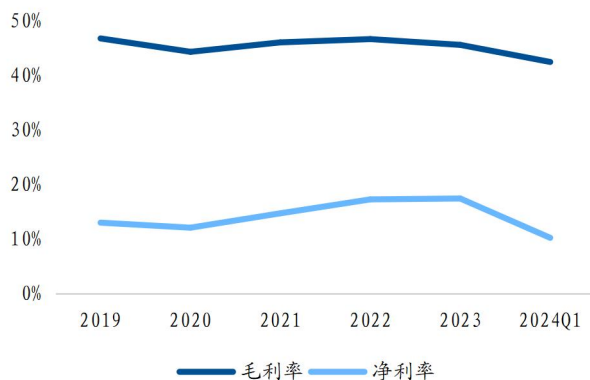


数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

毛利率稳定, 净利率提升。2023年公司毛利率、净利率分别为45.6%、17.4%,分别同比-1.1pct、+0.2pct。2018-2023年,公司毛利率基本维持在46%左右,净利率呈现提升趋势。2024年Q1,公司毛利率、净利率分别为42.5%、10.2%。

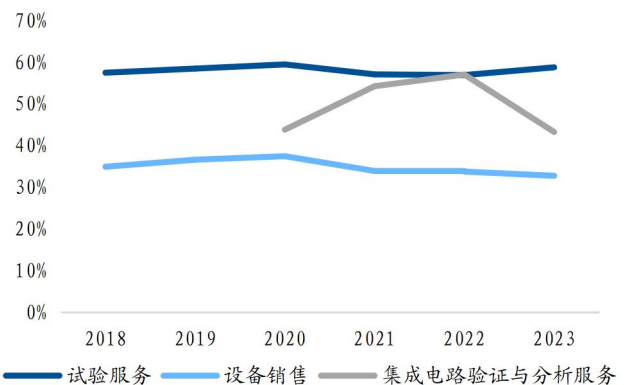
分业务来看,公司的服务类业务毛利率较高,2023年试验服务、集成电路验证与分析服务毛利率分别为58.8%、43.3%。设备销售毛利率相对较低,2023年为32.8%。总体来看,公司的试验服务、设备销售业务的毛利率较为稳定。

图表 8: 公司利润率情况



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

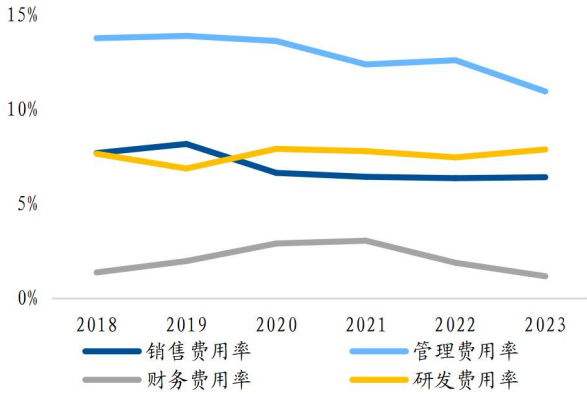
图表 9: 公司各主要业务毛利率情况



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

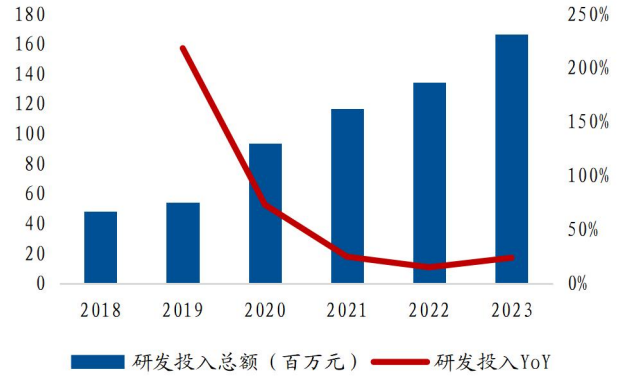
管理费用率下降, 研发投入持续加强。2018-2023年,公司管理费用率从13.8%下降到10.9%,公司管理效率持续提升。公司重视研发,研发投入持续增强,2023年研发费用率为7.9%,研发投入达到1.67亿元,同比增长23.9%。

图表 10: 公司费用率情况



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

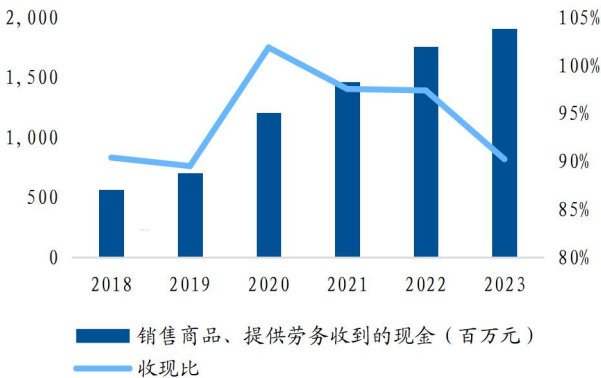
图表 11: 公司研发投入情况



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

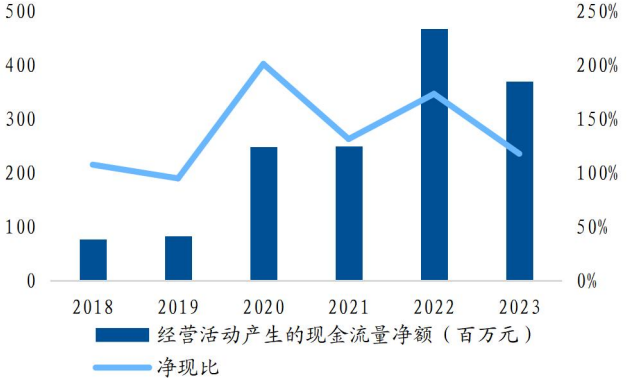
现金流稳健, 收现比、净现比较高。2023 年, 公司销售商品、提供劳务收到的现金为 19.10 亿元, 收现比为 90.2%; 经营活动产生的现金流量净额为 3.70 亿元, 净现比为 117.8%。公司现金流情况较为稳健, 近年来收现比基本维持在 90%以上, 净现比基本维持在 100%以上。

图表 12: 销售商品、提供劳务收到的现金及收现比



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 13: 经营活动产生的现金流量净额及净现比



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

2023 年公司应收票据及账款为 12.17 亿元, 周转率为 2.0, 2023 年周转率有所下滑。2023 年公司存货为 3.40 亿元, 周转率为 3.13, 存货周转率逐年提升。

图表 14: 应收票据及账款和周转率情况



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 15: 存货和周转率情况



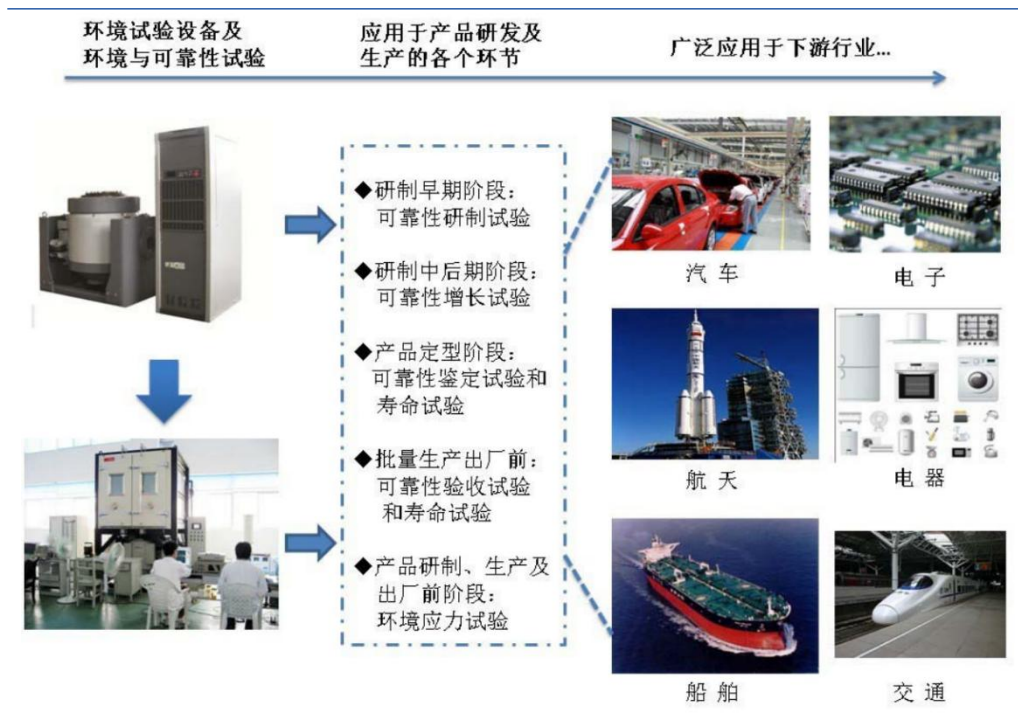
数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

2 环境与可靠性试验市场空间广阔，设备+服务双翼齐飞

2.1 中国 R&D 经费持续提升，环境与可靠性试验空间广阔

环境与可靠性试验最初源于军用电子、航天系统等，是为提高军用电子设备及航天器的高可靠性要求而发展起来的综合性测试手段；随着现代工业发展和市场竞争的日趋激烈，民用领域对产品性能和质量安全的要求不断提高，使得产品环境与可靠性试验对于提高产品性能稳定性、质量及安全性，以及提升品牌竞争能力的重要程度不断提升，因此环境与可靠性试验目前广泛应用于汽车、电子、轨道交通、建筑桥梁等领域。

图表 16: 环境与可靠性试验广泛应用于产品开发周期的各个环节



数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

产品的环境试验与可靠性试验是相互联系又彼此独立的两类试验。**环境试验是考核产品在极值环境条件下正常工作的能力，即环境适应性的试验；可靠性试验是按可靠性要求设计和进行的、有可靠性目标并在典型环境条件下的试验，是验证产品在规定条件下和规定时间内能否实现预定功能而进行的试验。**环境试验是可靠性试验的基础和前提,为可靠性试验提供信息和依据；而环境试验与可靠性试验所采用的试验设备和试验方法，包括试验的夹具设计原则等都可以相互借鉴。环境试验是产品的基本试验，主要应用于产品的研制阶段；而产品可靠性试验则贯穿产品从研制到生产、出厂的整个生产周期。



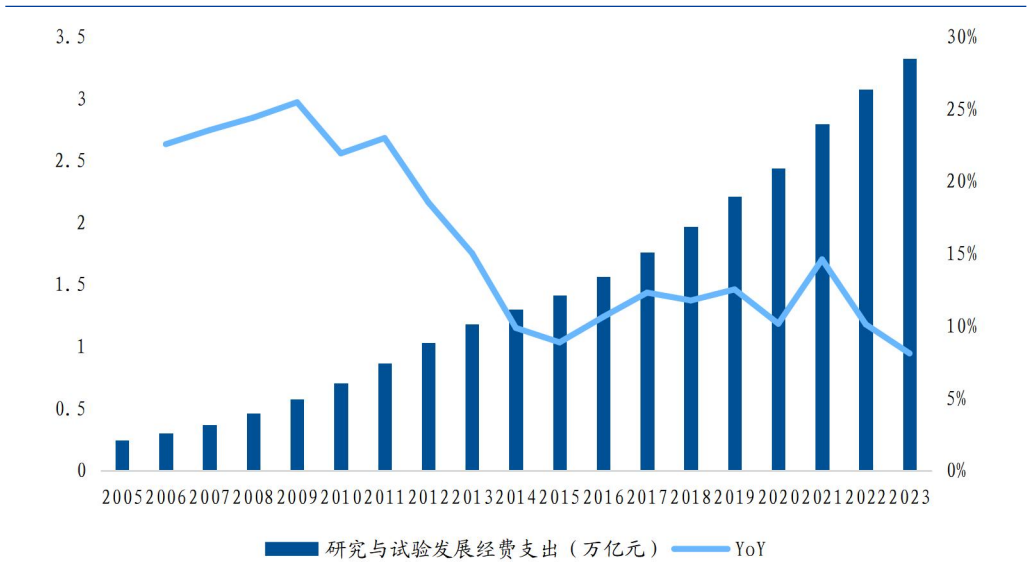
图表 17: 环境与可靠性试验广泛应用于产品开发周期的各个环节

试验名称	应用阶段	试验目的
环境应力试验	研制阶段和生产阶段工艺过程和产品出厂前	发现和剔除早期故障,提高产品使用可靠性或排除早期故障对其他试验的干扰
可靠性研制试验	工程研制阶段早期	发现产品设计缺陷,提高产品固有可靠性水平
可靠性增长试验	工程研制阶段中后期	发现产品设计缺陷,将产品可靠性增长到规定的目标值
可靠性鉴定试验和寿命试验	工程研制阶段结束前,定型阶段	评估产品的可靠性水平和寿命,为设计定型提供决策依据
可靠性验收试验和寿命试验	批生产产品出厂以前	评估产品的可靠性和寿命是否保持设计定型水平,为验收提供决策依据

数据来源: 公司招股说明书, 华福证券研究所

环境与可靠性试验服务的需求与国家和企业整体研发经费投入水平高度相关。根据国家统计局的数据, 2023 年, 全社会研发支出总金额为 3.33 万亿元, 占当年国内生产总值的 2.64%。2018-2023 年全社会研究与试验发展经费支出 CAGR 达到 11.1%, 促进了我国环境与可靠性试验设备及服务需求的高速增长。

图表 18: 全国研究与试验发展经费支出

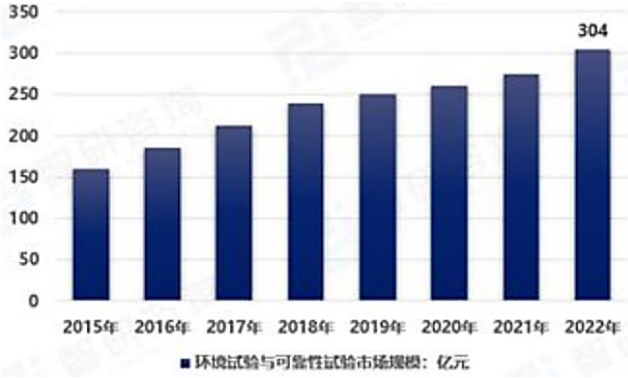


数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

随着全社会研究与试验发展经费支出持续提升, 我国的环境试验与可靠性试验的需求也水涨船高。根据智研咨询的数据测算, 2015 年全国环境试验与可靠性试验市场规模在 150 亿元左右, 2022 年上升至 304 亿元, 其中试验设备、试验服务的市场规模各占 50%左右。

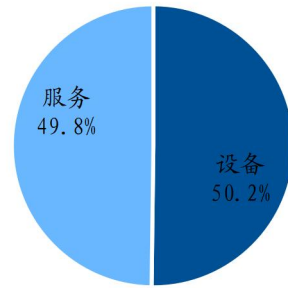


图表 19: 全国环境与可靠性试验市场规模 (亿元)



数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

图表 20: 2022 年环境与可靠性试验细分市场构成

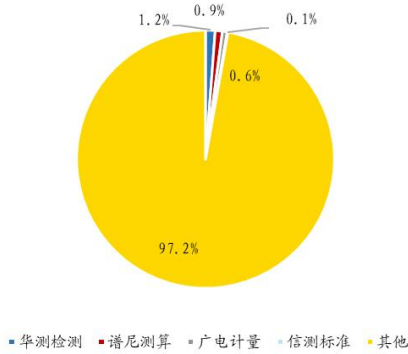


数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

我国检验检测行业“小而散”。目前我国检验检测行业集中度较低, 在 2022 年国内检验检测行业市场中, 华测检测为国内第三方检测民用龙头企业, 市占率仅为 1.2%左右。目前我国检验检测行业以小微企业为主, 中商产业研究院预计 2023 年我国检验检测机构数量将达 60411 家, 其中规模以上企业预计为 8334 家, 规模以上企业数量占比仅为 13.8%。

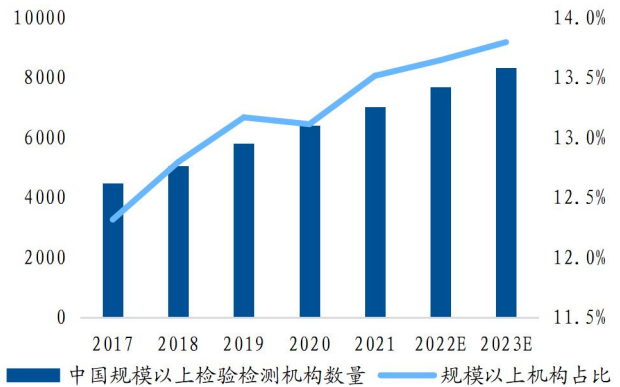
规模效应显著, 规模以上企业占比提升。从海外检验检测行业发展的经验来看, 检验检测机构通常需要通过新设或者并购的方式去扩张服务网络、扩大规模, 而大型机构通常在投资建设、对外收购方面具有优势, 尤其是上市公司可以借助资本市场进行融资扩张, 大型企业的规模优势推动行业向集中化方向发展。近年来, 我国规模以上检验检测企业数量占比持续提升, 侧面反映出了行业的集中化趋势。

图表 21: 2022 年中国检验检测行业市占率情况



数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所

图表 22: 规模以上检验检测企业数量占比持续提升



数据来源: 中商产业研究院引用国家市场监督管理总局认可与检验检测监督管理局, 华福证券研究所



2.2 设备+服务双翼齐飞，融合协同打造核心竞争力

2.2.1 持续研发创新，综合试验设备打开广阔市场空间

振动试验设备领军者，不断突破打破国外限制。我国振动试验设备制造业起步于上世纪五十年代末六十年代初，经历了仿制、引进、消化、吸收、自主创新的不同阶段。在发展初期，由于欧美发达国家对我国振动试验技术、振动试验设备采取了较为严格的管制措施，使得产品试验需求长期得不到满足，严重影响了我国装备工业现代化的进程。1962年，公司前身苏州试验仪器厂成功研制了第一台电动振动台产品，而后陆续完成了20t、40t等负载的电动振动试验系统国产化突破，为我国振动试验设备行业的发展做出了巨大贡献。

图表 23: 振动试验设备不断突破打破国外限制

时期	美国限制与公司突破
上世纪五十年代	美国开始对我国限制1吨级以上的推力振动台
1962年	苏试制造了国内第一台电动振动台产品
80年代	限制对中国出口5吨级的振动台
90年代	限制对中国出口9吨级的振动台
2002年	苏试推出首台50KN大推力振动台
2006年	苏试研制成功国内首台20t电动振动试验系统
2009年	苏试研制成功国内首台40t电动振动试验系统

数据来源：新浪军事，新华日报，公司官网，华福证券研究所

以技术引领市场，持续深耕研发创新。经过六十多年的发展，公司已完成了单台推力从98N到588kN的全系列电动振动试验系统，并成功研制出填补国内空白的、最大推力可达1,176kN的多激励同振电动振动试验系统、国内推力最大的多自由度振动试验系统、国内首创的三轴同振电动振动试验系统、高加速寿命试验和应力筛选系统及一体化综合环境试验系统等一系列国内领先、国际先进的环境与可靠性试验设备产品，为我国环境与可靠性试验设备行业的发展做出了巨大贡献。公司始终坚持深耕研发创新，推动产品系列化设计生产及数字化转型，形成了较为完整的、具有自主知识产权的技术链条。截止2023年末，公司及子公司累计拥有有效专利651件，获软件著作权187件，每年向市场推出新产品和新服务，以技术创新赋能公司发展。

图表 24: 公司 2023 年主要研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
50吨高速液压振动系统	用于核电设备、储能设备的地震模拟以及整机和部件的阻拦冲击测试。	装配调试
4吨四综合试验系统	用于电子产品及装备在高原及航空航天等综合极端环境下的性能及可靠性测试。	图样下发准备
10000g冲击响应谱	冲击响应谱用于评估产品或结构在受到冲击时的动态响应特性。在航空、航天等领域，其产品会遭受到非常高量级的冲击，如爆炸冲击。通过高量级的冲击响应谱模拟试验，验证产品在极端条	已完成



	件下功能和结构的完整性。	
300kg 水平冲击台	用于模拟航空航天、电子、汽车等工业科研领域的中大型试件的水平抗冲击试验，区别与自由落体结构，利用蓄气式冲击结构，实现更高量级的水平向冲击试验。	调试、测试阶段
宇航产品热真空试验系统(系列产品)的研发	模拟航天环境下的温度变化，帮助评估产品在不同温度条件下的性能表现，验证产品在真空环境下的性能稳定性，以确保其能够正常运行，提高产品可靠性。	完成样机制作

数据来源：公司公告，华福证券研究所

根据王雷在《温、湿、振三综合环境试验技术的应用研究》中的论述，温度、湿度、振动这三种环境应力中的任何一种都可以引发产品的失效故障，而如果三种环境应力同时施加在产品上，则可使产品失效的几率上升 3-5 倍。多种的环境因素综合能相互的产生某些效应，这些效应是单个环境无法产生的，针对这三种环境应力与产品失效关系的试验，最有效的方法还是进行综合试验。**综合环境试验的研究，对产品真实的环境进行模拟显得越来越重要。**

公司响应行业需求，推出了综合环境试验设备主要产品包括一体化振动-温度二综合系统、一体化振动-温度-湿度三综合环境试验系统、一体化振动-温度-湿度-低气压四综合环境试验系统等，可模拟“温度+振动”，“温湿度+振动”，“温湿度+摇摆”，“温湿度+振动+低气压”，“温湿度+盐雾”，“温湿度+光照”，“温湿度+噪声”等综合环境试验条件。我们认为，综合环境试验设备拥有更大的附加值以及更高的市场天花板，为公司打开更广阔的市场空间。

图表 25: 苏试试验一体化振动、温度、湿度三综合环境



数据来源：公司官网，华福证券研究所



2.2.2 以设备为基向服务转型，业务布局持续完善

以试验设备制造为基础，向试验服务行业战略转型。从2006年起，公司逐步在苏州、北京、广州、上海、成都、西安、武汉等地建设环境与可靠性实验室，为用户提供第三方环境与可靠性试验服务。实验室运行以来，已为航空航天、船舶、核电、通信、汽车、轨交、电子、家电等领域产品进行了大量的环境与可靠性试验。

图表 26：公司实验室网络

广州实验室	苏州实验室	北京实验室	重庆实验室
青岛实验室	上海实验室	南京实验室	成都实验室
广东实验室	湖南实验室	西安实验室	北京软件工程实验室

数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司以试验设备制造为基础，拓展试验服务业务，在技术、业务融合协同、资质、客户基础等方面优势明显：

设备与服务业务融合协同：公司试验设备的客户基于对公司的了解和信任，以及其自身实验室规模和试验人才的限制，会由试验设备需求延伸至试验服务需求；而公司的试验设备研发和制造能力为公司试验服务业务提供了强大的技术支撑和配置齐全的试验设备，客户在试验服务中基于对公司设备性能及技术实力的了解，亦会将需求延伸至试验设备采购。公司试验设备制造与试验服务业务在技术上相互引领，在业务上互相促进，构建了公司持续发展的独特优势。

技术优势：公司实验室拥有全系列电动振动试验系统，多规格液压台振动试验系统、三轴同振电动振动试验系统等各种先进齐全的试验设备。依托公司试验设备制造业务雄厚的技术实力和技术专业团队，实验室承担了国家多种型号、技术复杂的大型产品环境可靠性试验任务。

资质优势：公司主要实验室子公司均已获得国家认可委员会（CNAS）颁发的实验室认可证书。此外，公司下属实验室根据客户的不同需求进行资质认证，如中国船级社（CCS）、国家航空航天和国防合同方授信项目（NADCAP）、国际安全运输协会（ISTA）等机构的相关认可证书。


图表 27: 公司下属实验室子公司拥有的主要业务资质证书情况

公司	CMA 证书	CNAS 证书	CCS 证书	ISTA 认证	IECQ 认证
苏州广博	√	√	-	-	
北京创博	√	√	√	-	-
重庆广博	√	√	-	-	-
广州众博	√	√	-	-	-
上海众博	√	√	-	-	-
南京广博	√	√	-	-	-
成都广博	-	√	-	-	-
青岛海测	√	√	√	-	-
湖南广博	√	√	-	-	-
广东广博	√	√	-	√	-
西安广博	√	√	-	-	-
北京惟真	-	√	-	-	-
上海宜特	-	-	-	-	√
深圳宜特	-	-	-	-	√

数据来源：公司公告，华福证券研究所

募资建设实验室网络，持续完善试验能力及实验室布局。公司不断完善的试验能力建设及网络布局，更好的贴近客户、服务客户，增强客户粘性，构筑差异化竞争壁垒，进一步提升公司环试服务的市场影响力。自 IPO 以来，公司多次募资建设实验室网络，完善试验服务能力。随着国内委托第三方实验室进行环境与可靠性试验的市场需求不断扩大，公司试验业务发展空间广阔。

图表 28: 公司持续募资建设实验室网络

募投项目		投资实验室	计划总投资 (万元)	计划投入募资 (万元)
IPO	实验室网络扩建项目	苏州广博	2800	2800
		重庆广博	2300	1403
		上海众博	1356	1356
2018 年 增发	实验室网络改扩建项目	苏州广博	11440	11440
		上海众博	8975	8975
		西安广博	13500	6885
		广东广博	5000	3000
2020 年 可转债	实验室网络扩建项目	苏试试验北方检测中心	15000	13000
		苏试广博武汉实验室	10000	8908
2022 年 增发	面向集成电路全产业链的全方位可靠度验证与失效分析工程技术服务平台建设项目		29,700	28639
	宇航产品检测实验室扩建项目		7800	7475
	高端制造中小企业产品可靠性综合检测平台		7501.7	6836.8

数据来源：公司官网，华福证券研究所



3 收购宜特进军 IC 第三方检测，行业蓬勃发展市场空间广阔

3.1 Labless 模式认可度提升，IC 第三方检测行业蓬勃发展

集成电路产品量产工艺复杂，针对 14nm 芯片，采用 EUV 光刻技术的工序需要 700 步以上，而采用多重图形技术的工序则为 1000 步以上，需要每一步都做到几乎“零缺陷”，才能使整体工序达到一个令人满意的良率水平，及时发现并调整工艺品质问题是保障制造厂生产效率、效益的关键。半导体检测分析作为半导体设计、生产、封装、测试流程中的重要步骤，是指运用专业技术手段，通过对半导体产品的检测以区别缺陷、失效原因、验证产品是否符合设计目标或分离良品与坏品的过程。

半导体检测根据对应的不同工序，可分为前道量检测、后道检测以及实验室测试。与前后道检测相比，实验室检测分析贯穿从设计到终端产品的整个半导体产业链。

图表 29: 各类半导体检测与半导体产业链对应情况

半导体生产环节		前道量检测	后道检测	实验室检测
芯片设计	逻辑设计		可应用于测试设计阶段流片后产品的有效性	针对半导体各类型样品进行检测分析，包括失效分析 (FA)、材料分析 (MA)、可靠性分析 (RA) 等，该类检测分析贯穿半导体产业链
	电路设计			
	图形设计			
晶圆制造	生长	针对生产过程中的晶圆进行检测与量测，包括晶圆结构缺陷检测、薄膜厚度量测等，主要为物理性测试		
	切磨			
	外延			
	氧化			
	光刻			
	刻蚀			
	曝光			
清洗				
芯片封装	切片		针对加工完的晶圆进行晶圆测试 (CP)，封装后的芯片进行成品测试 (FT)，主要为电性测试及功能性测试	
	装片			
	连线			
	封装			
原材料生产				
半导体设备				
终端产品				

数据来源：胜科纳米招股说明书，华福证券研究所

IC 行业专业化分工趋势明显，第三方检测分析行业快速发展。专业分工模式以其较高的研发效率和良好的产业链协同，更好地适应了集成电路产品的技术和产品趋势，已成为集成电路行业主要运营模式之一。随着半导体产业专业化分工趋势的不断发展，半导体检测这一产业链重要环节也逐步成为独立产业。在专业化分工的发展浪潮下，凭借更强的专业性、更高的检测效率、更中立客观的测试结果，半导体第三方检测分析行业得到快速发展。

随着 IC 产业的专业化分工持续深化，Labless 概念逐步受到市场认可。Labless 模式即半导体企业将失效分析等检测分析工作交由专业第三方实验室执行的模式，可以协助半导体企业迈过长期以来在半导体分析服务的高额投入的硬件壁垒与检测分析人才壁垒，加速半导体技术的更新迭代，聚焦核心竞争力的提升，是行业追求

更高效率的必然结果。

图表 30: 各类半导体检测对比情况

半导体生产环节	前道量检测	后道检测	实验室检测
检测对象	加工中的晶圆	加工后的晶圆封装后的芯片	产业链任一环节的样品
检测项目	薄膜厚度量测、晶圆图形缺陷检测等	晶圆测试 (CP)、成品测试 (FT) 等	失效分析 (FA)、材料分析 (MA)、可靠性分析 (RA) 等
检测方式	全检	全检	非全检, 针对特定失效样品检测或针对完好样品的抽检
	非破坏性	非破坏性	破坏性、非破坏性
主要检测目的	控制生产工艺缺陷	监控前道工艺良率, 保证出厂产品合格率	确定样品失效原因, 测定材料结构与成分, 验证产品可靠性
服务机构	厂内产线在线监控	厂内产线在线监控	厂内自建实验室
		第三方测试	第三方实验室检测

数据来源: 胜科纳米招股说明书, 华福证券研究所

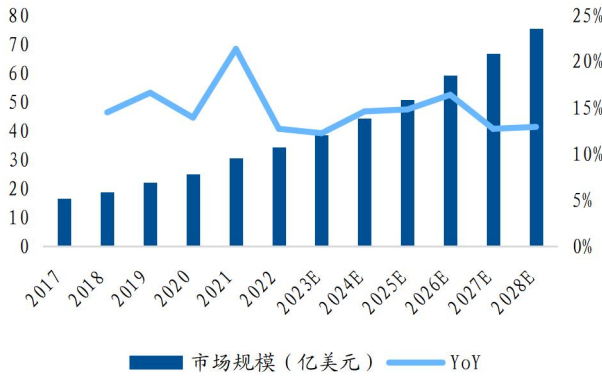
图表 31: Labless 模式与 Fabless 模式对比

类型	Labless 模式	Fabless 模式
外包环节	失效分析等实验室测试需求	晶圆制造、封测需求
需求承接方	Lab (第三方实验室)	Foundry+OSAT (晶圆代工、封测厂商)
需求承接方所需条件	①检测场地与检测设备 ②检测分析产能 ③检测分析技术	①制造、封测生产场地与生产设备 ②制造、封测产能 ③制造、封测技术
需求承接方代表厂商	闳康、宜特、胜利纳米、苏试宜特	台积电、中芯国际、日月光、长电科技
运用该模式下企业类型	覆盖全产业链, 包括设计企业、制造企业、封测企业、材料企业、设备企业等	设计企业

数据来源: 胜科纳米招股说明书, 华福证券研究所

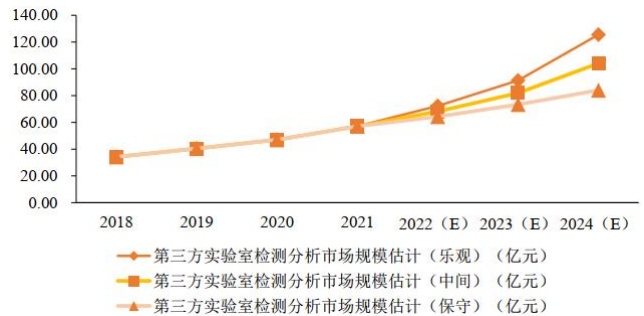
根据 QY Research 数据, 2017-2022 年, 全球半导体第三方实验室检测分析市场规模由 16.54 亿美元增长至 2022 年的 34.44 亿美元, 5 年 CAGR 达到 15.8%; 预计 2028 年将增长到 75.41 亿美元, 2022-2028 年 CAGR 达到 14.0%。国内市场方面, 根据中国半导体协会数据, 到 2024 年我国半导体第三方实验室检测分析市场规模有望超过 100 亿元, 2027 年有望达到 180-200 亿元, 年复合增长率将超过 10%。随着半导体行业技术快速迭代、Labless 模式认可度逐步提升, 预计半导体第三方实验室检测行业蓬勃发展, 市场需求增速将超过半导体行业整体增速。

图表 32: 全球半导体第三方实验室检测分析市场规模及预测



数据来源: 胜科纳米招股说明书, 中商产业研究院, QY Research, 华福证券研究所

图表 33: 中国半导体第三方实验室测试分析市场预测



数据来源: 胜科纳米招股说明书, 中国半导体行业协会, 中商产业研究院, 华福证券研究所

半导体第三方实验室检测主要可分为失效分析 (FA)、材料分析 (MA)、可靠性分析 (RA) 三个类别。失效分析主要指通过实验分析手段确定元器件既有的失效现象的原因及失效机理, 或判断可能存在的失效情况; 材料分析主要指对样品进行材料成分及结构的分析, 包括化学组分、元素、元素价态、元素百分比、元素分布结构等; 可靠性分析指考察特定实验条件下产品的寿命特征、环境适应能力等, 通过特定实验环境模拟的方式对产品的性能进行分析, 研究特定时间、特定使用环境对产品实现某种特定功能的影响程度。



图表 34: 半导体第三方检测主要检测服务 (胜科纳米)

服务类型	主要服务类型	主要检测项目类型	典型检测项目
失效分析	主要指通过实验分析手段确定元器件既有的失效现象的原因及失效机理, 或判断可能存在的失效情况。	无损检测分析	超高分辨率光学检测分析、超声波扫描检测分析、常规 X 射线无损检测分析、纳米 CT 无损检测分析等。
		电性检测分析	电流-电压曲线特性测量、晶体管级电性参数测量、红外热成像显微检测、微光光电成像分析、红外激光故障激发失效定位分析等。
		物性检测分析	样品制备包括开封制样、去层制样、研磨制样、聚焦离子束制样加工等; 样品检测分析包括扫描电子显微形貌成像分析、芯片线路修改、材料分析等。
材料分析	对样品进行材料成分及结构的分析, 实现对样品的结构组织分布、元素比例构成、污染物情况等深入分析判断。	表面分析	X 光电子成分及价态分析、原子力表面形貌分析、飞行时间二次离子质谱分析、动态二次离子质谱分析、傅里叶有机光谱分析等。
		微区结构成分分析	透射电镜微观结构表征等。
可靠性分析	考察特定实验条件下产品的寿命特征、环境适应能力等, 确定特定条件下产品的可靠性水平。	环境测试	高低温冲击试验、高加速寿命试验、高低温湿热试验、高温存储试验、高温烘烤试验等。
		老化测试	高温工作寿命试验、低温工作寿命试验、高温高湿反向偏压老化试验、高温反向偏压老化试验、高温栅极偏压老化试验等。
		静电测试	传输线脉冲静电测试、人体放电模式静电测试、组件充电模式静电测试等。

数据来源: 胜科纳米招股说明书, 华福证券研究所

根据 QY Research 数据, 全球半导体第三方实验室检测服务核心厂商有 EAG、台湾 iST 宜特和苏试宜特等, 目前全球 CR3 大约为 7%。检测类型方面, 可靠性分析的市场份额大约为 38%, 是最大的细分领域。

图表 35: 半导体第三方检测重点企业

地区	企业
欧美地区	Eurofins、SGS、EAG 等
中国台湾	宜特、闽康等
中国大陆	利扬芯片、伟测科技、苏试试验、思科瑞、西测测试、广电计量、赛宝实验室、季丰电子等。

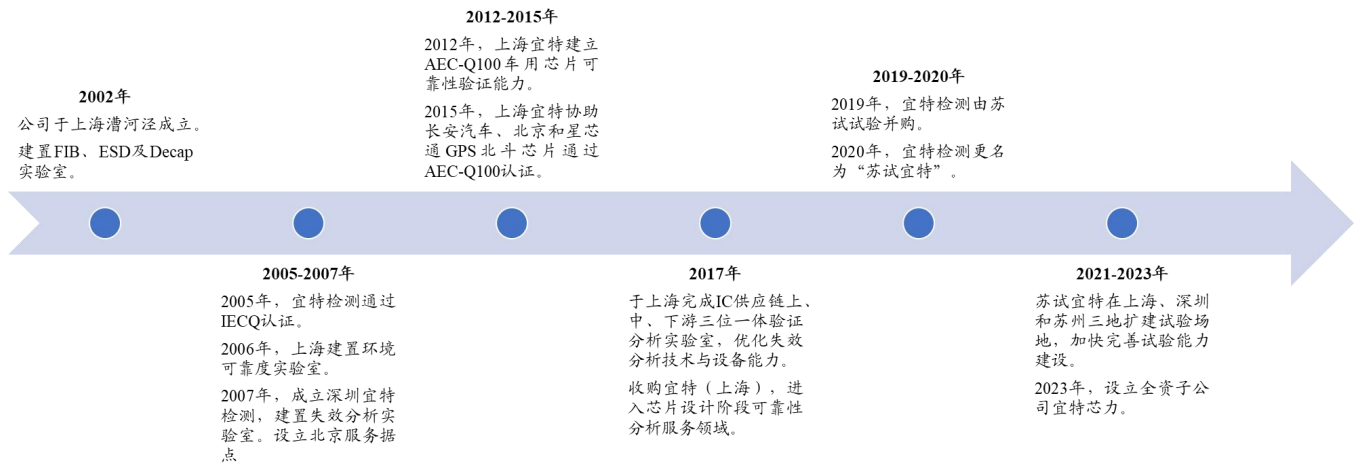
数据来源: 中商产业研究院, 华福证券研究所

3.2 收购宜特检测, IC 检测能力持续增强

深耕行业 22 年, 建构完整 IC 供应链验证与分析工程服务平台。苏试宜特创建于 2002 年上海漕河泾, 深耕集成电力检测领域 20 余年, 从 IC 线路除错及修改起家, 逐年拓展了材料分析、失效分析、可靠性验证等新服务, 构建了完整的集成电路供应链验证与分析工程服务平台, 在集成电路工程验证分析领域积累了大量相关数据与经验, 技术储备丰富, 在失效分析专业、业务规模和经验能力上具有显著优势。



图表 36: 苏试宜特历史沿革



数据来源：苏试宜特官网，公司公告，华福证券研究所

在集成电路验证分析领域，上海宜特拥有高功率老化、SMT验证产线、超高分辨率3D X-Ray显微镜、双束聚焦离子束、扫描式电子显微镜、穿透式电子显微镜、纳米探针、原子力显微镜等国内/国际先进的集成电路验证分析试验设备，可提供AEC-Q车规芯片的可靠性测试服务、5nm及以下制程芯片的线路修改服务、先进封装芯片（CoWoS, 2D/3Dpackage, FlipChip, Wafer level package & TSV等）的失效分析服务、高阶工艺芯片的可靠性设计测试技术服务等，服务质量获得国内多家龙头集成电路设计公司的肯定。

图表 37: 苏试宜特主要业务

	<p>失效分析</p> <ul style="list-style-type: none"> 先进工艺DPA验证分析，非破坏分析，电性检测，失效点定位，破坏性物理分析，物性分析，工程样品封装服务，竞争力分析。
	<p>晶圆材料分析</p> <ul style="list-style-type: none"> 芯片电路修改，结构观察，成份分析，光谱能量分析仪，失效样品切片（FA-FIB）。
	<p>可靠度验证</p> <ul style="list-style-type: none"> 车载集成电路可靠度验证，板阶/焊点可靠度验证，工作寿命试验验证，设计与封装可靠度验证，电路设计、布局与调试，SMT组装与小批量生产。

数据来源：苏试宜特官网，华福证券研究所

完善试验能力建设，盈利能力有望持续改善。2019年，苏试试验收购上海宜特，而后更名为苏试宜特。收购完成后，公司持续加强对苏试宜特试验能力建设的投入，在上海、深圳和苏州三地扩建试验场地，加快完善试验能力建设，苏试宜特资产总额从2018年的3.99亿元提升至2023年的9.11亿元。收购后，苏试宜特的业绩迈上新的台阶，2018-2023年苏试宜特营业收入由1.79亿元增长至2.81亿元，净利润由



1249万元提升至4382万元，净利率由7.0%提升至15.6%。2024年第二季度，预计上海宜特的新购设备将基本到位并安装调试完成，后续将开始陆续释放产能，上海宜特继续巩固技术优势，完善试验能力建设，提升设备利用率，盈利能力将有所改善。

图表 38: 苏试宜特主要财务数据情况

时间	资产总额 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	净利率
2018年	39,905.79	17,880.22	1,248.95	7.0%
2019年上半年	36,727.23	9,467.28	295.69	3.1%
2020年	31,836.23	26,033.15	2,239.98	8.6%
2021年	38,775.47	26,323.77	5,536.50	21.0%
2022年	52,433.68	29,964.71	5,542.49	18.5%
2023年	91,064.24	28,093.20	4,382.08	15.6%

数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，华福证券研究所；2018年、2019年上半年采用宜特(上海)检测技术有限公司相关数据。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年业绩做出以下假设：

试验服务：随着全社会研究与试验发展经费支出持续提升，我国的环境试验与可靠性试验的需求也水涨船高，公司将深度受益。随着公司实验室网络的持续完善，以及试验能力的持续提升，我们预计公司的试验服务业务将持续提升。我们假设 2024-2026 年公司试验服务业务收入分别增长 20.9%、17.6%、17.3%，毛利率稳定在 58.5%。

设备销售：公司不断推出新产品，为设备销售业务长期稳定增长打造坚实基础。此外，我们认为综合环境试验设备拥有更大的附加值以及更高的市场天花板，将为公司打开更广阔的市场空间。我们假设 2024-2026 年公司设备销售业务收入分别增长 17%、17%、15%，毛利率稳定在 33.0%。

集成电路验证与分析服务：公司收购宜特后，不断完善试验能力建设，预计宜特的新购设备在 2024Q2 基本完成安装调试，产能将陆续开始释放，设备利用率将持续提升。我们假设 2024-2026 年公司集成电路验证与分析服务业务收入分别增长 27%、40%、22%，毛利率分别为 48.0%、52.0%、55.0%。

图表 39: 公司业务拆分预测

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
试验服务				
营业收入	1003	1213	1426	1673
YoY	19.5%	20.9%	17.6%	17.3%



营业成本	413	503	592	694
毛利率	58.8%	58.5%	58.5%	58.5%
设备销售				
营业收入	753	881	1030	1185
YoY	23.0%	17.0%	17.0%	15.0%
营业成本	506	590	690	794
毛利率	32.8%	33.0%	33.0%	33.0%
集成电路验证与分析服务				
营业收入	257	326	456	556
YoY	2.3%	27.0%	40.0%	22.0%
营业成本	146	169	219	250
毛利率	43.3%	48.0%	52.0%	55.0%
其他				
营业收入	105	107	109	111
YoY	1.6%	2.0%	2.0%	2.0%
营业成本	87	91	92	94
毛利率	17.2%	15.0%	15.0%	15.0%
合计				
营业收入	2117	2526	3021	3525
YoY	17.3%	19.3%	19.6%	16.7%
营业成本	1151	1353	1593	1833
毛利率	45.6%	46.4%	47.3%	48.0%

数据来源：同花顺 iFinD，公司公告，华福证券研究所

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.26 亿元、30.21 亿元、35.25 亿元，归母净利润分别为 3.85 亿元、4.89 亿元、5.96 亿元，对应 PE 分别为 14.8X、11.7X、9.6X。

4.2 投资建议

我们选择华测检测、广电计量、谱尼测试、伟测科技作为公司估值可比公司。其中华测检测是一家集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体的综合性第三方机构；广电计量主要提供计量服务、可靠性与环境试验、电磁兼容检测等专业服务；谱尼测试主营业务是生命科学与健康环保、汽车及其他消费品、安全保障、电子电器检测、计量校准服务；伟测科技主要产品和服务是集成电路测试、其他服务等。以上公司与苏试试验在业务、下游领域等方面具有可比性。截止 2024/8/7，可比公司 2024-2026 年 PE 预测值的平均值分别为 19.9X、15.4X、12.8X，高于苏试试验的 PE 水平。考虑到苏试试验预计在 2024-2026 年将保持持续高速增长，首次覆盖给予苏试试验“买入”评级。


图表 40: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2024/8/7	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300012.SZ	华测检测	11.82	0.55	0.62	0.72	0.84	21.59	19.14	16.35	14.14
002967.SZ	广电计量	12.43	0.35	0.54	0.69	0.86	35.51	22.84	18.04	14.50
300887.SZ	谱尼测试	7.03	0.20	0.50	0.63	0.77	35.61	13.95	11.14	9.09
688372.SH	伟测科技	39.32	1.04	1.67	2.45	2.95	37.81	23.52	16.05	13.31
平均值							36.31	19.86	15.39	12.76
300416.SZ	苏试试验	11.21	0.62	0.76	0.96	1.17	18.14	14.80	11.66	9.56

数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所; 可比公司盈利预测数据采用同花顺一致预测。



5 风险提示

- 1. 宏观经济波动风险:** 公司下游行业主要为集成电路、航空航天、电子电器、石油化工、轨道交通、汽车制造、特殊行业、船舶制造以及大专院校和科研院所。上述行业大多与国家宏观经济政策及产业政策导向关联性较高, 如果国内宏观经济形势出现较大的波动, 将会影响科研经费的投入, 并间接影响公司试验设备及试验服务市场需求。
- 2. 市场竞争加剧风险:** 随着我国环境与可靠性试验及验证分析服务行业市场化程度不断加深, 机构之间的市场竞争日趋激烈, 规模化竞争凸显。若公司的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。
- 3. 项目投资进展、收益不及预期风险:** 公司试验服务业务的发展需要持续投资, 以完善实验室网络和实验室能力的建设, 如果投资项目在实施过程中出现项目延期、市场环境变化以及行业竞争程度显著加剧等情况, 或者项目完成后, 出现市场营销乏力、业务管理不善以及专业人才缺乏等情况, 则公司项目投资可能存在不能达到预期目标的风险。



图表 41: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	931	1,297	1,669	1,844
应收票据及账款	1,217	1,418	1,695	1,978
预付账款	74	81	96	110
存货	340	406	478	550
合同资产	32	40	44	53
其他流动资产	132	155	183	214
流动资产合计	2,695	3,357	4,121	4,696
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	1,338	1,421	1,494	1,538
在建工程	163	123	83	63
无形资产	115	107	99	91
商誉	61	61	61	61
其他非流动资产	459	470	480	492
非流动资产合计	2,155	2,201	2,236	2,264
资产合计	4,850	5,558	6,357	6,960
短期借款	527	570	681	496
应付票据及账款	418	473	573	669
预收款项	0	0	0	0
合同负债	170	361	413	443
其他应付款	25	25	25	25
其他流动负债	308	340	367	395
流动负债合计	1,448	1,770	2,060	2,028
长期借款	166	176	186	196
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	271	271	271	271
非流动负债合计	437	447	457	467
负债合计	1,885	2,217	2,517	2,495
归属母公司所有者权益	2,528	2,837	3,250	3,769
少数股东权益	436	504	590	695
所有者权益合计	2,964	3,341	3,840	4,465
负债和股东权益	4,850	5,558	6,357	6,960

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	370	662	595	688
现金收益	588	677	804	931
存货影响	56	-66	-72	-72
经营性应收影响	-300	-208	-292	-297
经营性应付影响	5	54	101	95
其他影响	21	204	55	30
投资活动现金流	-622	-260	-261	-263
资本支出	-529	-247	-247	-247
股权投资	10	0	0	0
其他长期资产变化	-103	-13	-14	-16
融资活动现金流	131	-36	38	-250
借款增加	39	53	120	-174
股利及利息支付	-93	-122	-126	-125
股东融资	242	0	0	0
其他影响	-57	33	44	49

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,117	2,526	3,021	3,525
营业成本	1,151	1,353	1,593	1,833
税金及附加	12	30	30	35
销售费用	135	164	196	229
管理费用	232	278	332	388
研发费用	167	202	242	282
财务费用	25	12	7	-1
信用减值损失	-29	-30	-30	-30
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-4	-3	-3	-4
其他收益	44	45	45	45
营业利润	405	498	632	771
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	405	498	632	771
所得税	36	45	57	70
净利润	369	453	575	701
少数股东损益	54	68	86	105
归属母公司净利润	315	385	489	596
EPS (按最新股本摊薄)	0.62	0.76	0.96	1.17

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	17.3%	19.3%	19.6%	16.7%
EBIT 增长率	16.6%	18.6%	25.2%	20.5%
归母公司净利润增长率	16.4%	22.6%	26.9%	22.0%
获利能力				
毛利率	45.6%	46.4%	47.3%	48.0%
净利率	17.4%	17.9%	19.0%	19.9%
ROE	10.6%	11.5%	12.7%	13.4%
ROIC	11.7%	12.4%	13.5%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	38.9%	39.9%	39.6%	35.9%
流动比率	1.9	1.9	2.0	2.3
速动比率	1.6	1.7	1.8	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	164	173	171	173
存货周转天数	115	99	100	101
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	0.76	0.96	1.17
每股经营现金流	0.73	1.30	1.17	1.35
每股净资产	4.97	5.58	6.39	7.41
估值比率				
P/E	18	15	12	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	5	4	4	3

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn