



联合研究 | 公司深度 | 广电计量 (002967.SZ)

再论广电计量：新团队新策略，科技研发检测龙头企业

报告要点

公司为全国性综合性检测服务龙头，尤其在科技研发领域的检测能力名列前茅，契合未来国内战略发展方向。2023 年底广电计量更换“年轻化、专业化”的领导班子，转变管理思路进行精细化管理，加强利润考核；2024 年落地股权激励、回购计划、中期分红，彰显长期发展信心。我们认为 2024 年为公司盈利性拐点确认的一年，未来通过营收挖潜、结构调整、降本控费等措施将持续实现 ROE 的提升；重点推荐。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001

SFC: BUV415



赵智勇

SAC: S0490517110001

SFC: BRP550



贾少波

SAC: S0490520070003



曹小敏

SAC: S0490521050001



盛意

广电计量 (002967.SZ)

再论广电计量：新团队新策略，科技研发检测龙头企业

联合研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 维持

广电计量是国内高端制造检测龙头，聚焦特殊行业、汽车、航空航天、集成电路、通信等领域，提供计量、可靠性、集成电路、电磁兼容检测等技术服务。2023 年底公司管理层换届、经营战略调整，2024 年前三季度逐步兑现盈利释放；在此我们再论广电计量后续的发展潜力。

管理变化：新团队新策略，激励、回购、分红同步推进

1) 团队：公司 2023 年底更换管理层，组建更加“年轻化、专业化”的新一届董事会；2024 年全面推行精细化管理，加强净利润考核。**2) 激励：**2024 年 7 月公司完成限制性股票及期权激励计划股份授予，目标 2024-2026 年扣非归母净利润年同比增长约 34%/25%/21%，同时考核现金、研发、盈利，对比公司历史及同业情况，公司股权激励目标设置合理，实现路径均有一定依据，具备较强可行性。**3) 回购+分红：**10 月初公告拟回购 2-4 亿元，12 月初推出中期分红，预计分配现金 1.40 亿元，为上市以来分红金额最大的一次。公司为国有企业，执行激励、回购、分红计划反应管理层对公司盈利改善信心足，且 2023 年底以来已能够感受到公司诸多管理变化；2024 年 Q1-3 公司销售净利率同比提升 2.06pct，看好公司未来的盈利改善趋势。

营收潜力：高端制造检测持续增长，公司具备良好禀赋

1) 市场：实现产业升级，建设制造强国是我国既定战略方向，2018-2023 年六年间 11 个先进行业检测营收复合增速达到 15.4%，高端制造及科技研发型产业检测机会突出。**2) 禀赋：**目前公司已设立 30 多个综合检测基地、拥有 30 余万平方米实验室场地面积，完成全国化布局；客户覆盖面广，与军工/汽车/通信等领域的龙头企业深度合作；近几年研发费用率均在 10% 左右，名列前茅，公司已在多个前瞻性新质生产力产业布局了相关检测能力，包括但不限于汽车智能驾驶、卫星互联网、低空经济、国产大飞机、数据要素、医疗器械检测、第三代半导体等。**3) 产能：**过去 10 年公司产能保持高速增长，设备原值复合增速达 36%；过去 5 年广电计量投入产出比均值为 1.36，对标同业优秀公司华测检测（约 2.1）仍有巨大的提升潜力。

降本控费：参考同业，利润率有一定挖潜空间

1) 鉴龙头：华测检测实践精细化管理先例。2018 年年中，华测检测进行以“有质量的增长”为核心的改革，ROE 从 2018 年的 10.4% 提升至最高的 18.2%，运营效率明显提升；2018 年起公司股价表现随业绩同步走强，最高市值达到 588 亿元，较 2018 年初涨幅超 700%。**2) 观广电：降本增效策略实施中，未来仍具优化潜力。**2024Q1-3 净利率同比提升约 2.0pct，盈利能力加速改善；去年已经开始对人员规模进行控制；近几年谨慎进行技改投入；2024 年 Q1-3 经营性现金流净额同比提升 18.5%。后续公司利润率可从环保、食品检测公司收缩整合/中安广源减亏/人员、设备效率提升三方面进行进一步挖潜。**3) 看空间：2024 年开始预计净利率将持续提升。**公司自身的净利率在 2020 年达阶段性顶点 13.2%、华测检测一度达到 18%；预计 2024 年公司净利率仅为 9.0% 左右，仍有较大提升空间。

盈利预测：预计公司 2024-2026 年归母净利润复合增速为 33.9%

预计 2024-2026 年公司营收 32.84 亿元/36.46 亿元/40.50 亿元，同比增 13.7%/11.0%/11.1%；实现归母净利润 3.05 亿元/3.84 亿元/4.78 亿元，同比增 52.9%/25.9%/24.6%，对应 PE 估值 31.4x/24.9x/20.0x；我们看好公司后续的盈利修复潜力，维持“买入”评级。

风险提示

1、生态环境和食品检测减亏不及预期风险；2、产能利用率不及预期导致净利率不及预期风险；3、下游需求不及预期风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

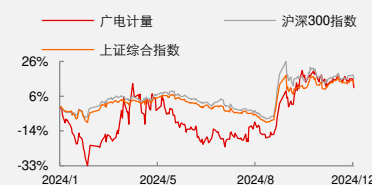
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	16.40
总股本(万股)	58,325
流通A股/B股(万股)	54,101/0
每股净资产(元)	6.34
近12月最高/最低价(元)	18.18/9.48

注：股价为 2024 年 12 月 31 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《广电计量 2024Q3 点评：Q3 归母净利润同比增 50.2%，盈利能力改善提速》2024-10-25
- 《广电计量 2024H1 点评：Q2 归母净利润同比增 25%，盈利修复持续兑现》2024-08-24
- 《广电计量 2024H1 预告点评：Q2 归母净利润同比提升 18%-33%，净利率同比提升 1.2pct》2024-07-08



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：高端制造检测龙头，精细化管理再出发	6
管理变化：新团队新策略，激励、回购、分红同步推进	7
团队：2023 年底更换管理层，2024 年采取新经营策略	7
激励：盈利能力提升为核心，具备可行性	8
股票回购+中期分红：彰显长期发展信心	11
营收潜力：高端制造检测持续增长，公司具备良好禀赋	12
市场：制造升级提升检测必要性，结构性机会突出	12
禀赋：全国化综合化布局，打造技术引领型检测龙头	15
产能：十余年的产能扩张，奠定提质增效基础	19
降本控费：参考同业，利润率有一定挖潜空间	21
鉴龙头：华测检测实践精细化管理先例	21
观广电：降本增效策略实施中，未来仍具优化潜力	23
看空间：2024 年开始预计净利率将持续提升	26
盈利预测：预计公司 2024-2026 年归母净利润复合增速为 33.9%	27
风险提示	28

图表目录

图 1：广电计量上市以来行情回顾	7
图 2：广电计量管理提升方案及截至 2024H1 成效情况	8
图 3：公司扣非归母净利润情况	10
图 4：公司 EBITDA（亿元）&EOE 情况	10
图 5：公司研发费用情况	10
图 6：公司现金营运指数情况	10
图 7：EOE 同业对比	11
图 8：现金营运指数同业对比	11
图 9：广电计量 2024 年 10 月份发布的回购方案	12
图 10：广电计量历史分红统计	12
图 11：广电计量单季度营收及归母净利润情况（单位：亿元）	12
图 12：广电计量单季度毛利率、净利率情况	12
图 13：我国质量基础设施体系构成	13
图 14：我国研究与实验发展经费支出同比增速（%）	13
图 15：2021 年我国及部分国家和地区研发支出/GDP 比重	13
图 16：我国检测行业不同类型领域营收占比	14
图 17：我国检测行业不同领域营收同比增速	14
图 18：检测服务各领域 2022-2023 年营收复合增速	14
图 19：广电计量业务范围	15
图 20：广电计量“一站式”服务能力	16

图 21: 广电计量技术研究院架构	16
图 22: 广电计量研发人员学历结构.....	16
图 23: 广电计量及同行业上市公司研发费用（亿元）	17
图 24: 广电计量及同行业上市公司研发费用率	17
图 25: 广电计量卫星互联网性能测试与评估重点实验室	19
图 26: 广电计量低空经济领域能力.....	19
图 27: 广电计量航空产业链能力布局	19
图 28: 广电计量数据要素一站式解决方案.....	19
图 29: 广电计量检测设备原值及建筑原值情况（单位：亿元）	20
图 30: 广电计量分业务投入产出比（2016 年-2018 年）	20
图 31: 单位设备原值创收比较.....	20
图 32: 华测检测毛利率、净利率情况	21
图 33: 华测检测外资持股比例	21
图 34: 华测检测上市以来股价表现.....	22
图 35: 华测检测成本费用变化情况.....	23
图 36: 广电计量员工数量情况	24
图 37: 广电计量技术改造项目拟投资金额情况	24
图 38: 广电计量单季度毛利率、净利率情况	24
图 39: 广电计量单季度现金流情况.....	24
图 40: 广电计量环境检测、食品检测营收（亿元）	25
图 41: 广电计量生命科学检测毛利率	25
图 42: 检测行业人均产值（单位：万元）	26
图 43: 综合型检测企业毛利率情况.....	26
图 44: 综合型检测企业净利率情况.....	26
图 45: 主营汽车、军工检测企业毛利率情况	27
图 46: 主营汽车、军工检测企业整体净利率情况.....	27
表 1: 广电计量管理层变更前后对比情况.....	7
表 2: 广电计量限制性股票&期权计划基本情况	8
表 3: 股权激励考核情况	9
表 4: 检测公司业务领域对比	15
表 5: 公司 2016-2018 年前十大客户情况.....	17
表 6: 公司不同交易规模大小与数量情况.....	17
表 7: 广电计量历年技术改造项目及拟投资金额（单位：万元）	20
表 8: 中安广源并购以来业及商誉情况（单位：万元）	25
表 9: 广电计量核心财务指标（2024-12-31）	27

引言：高端制造检测龙头，精细化管理再出发

我们在 2020 年 4 月份发布广电计量首次覆盖深度报告《广电计量：迈向全国聚焦高端，盈利提升可期》，此后持续跟踪点评。2023 年底公司管理层换届，经营战略调整，2024 年前三季度逐步兑现盈利释放；在此，我们再论广电计量后续的发展潜力。

广电计量上市以来股价走势一波三折，具体来看，分为以下几个阶段：

- **业绩增长期 (2019/11-2021/06)**：2019 年底上市以来，广电计量由于其上市前的高业绩复合增速和高端制造领域布局备受关注；2019 年/2020 年公司归母净利润分别同比增长 38.95%/38.92%，扣非归母净利润分别同比增长 20.34%/14.93%，增长势头强劲；彼时，同样为“核心资产”的检测服务行业龙头华测检测股价仍然处于上升期，广电计量估值持续提升；
- **估值回归期 (2021/07-2022/04)**：2021 年 7 月公司发布中报业绩预告，Q2 单季度业绩增速降至-27.9%~-12.8%，表现低于预期，主要与前期投资实验室产能扩张放缓、2021H1 部分地区公共卫生事件爆发影响客户招标进度、2020Q1 部分订单延迟至 Q2 执行带来高基数等因素相关；2021H2 趋势延续，业绩持续低于预期，2021 全年公司归母净利润同比-22.60%；且彼时公司 PE (2021E) 在 70x 以上，估值处于历史高位，市场风格从长久期类资产切换至高成长股赛道，估值开始均值回归；
- **股价震荡期 (2022/05-2023/11)**：2022 年一季报披露后公司股价开始上涨，推测主因市场认为上年业绩风险出清叠加单二季度有业绩修复预期，但受公共卫生事件影响，2022 年下半年公司单季度业绩增速均为负，尤其 2022Q4 受子公司中安广源未完成业绩承诺影响，当期计提大额资产及信用减值；2023 年上半年公司在中特估主题机会加持下股价出现上涨，但基本面未兑现致股价回落；2023Q2 起军工行业特殊事件逐步开始影响相关订单释放及节奏，受中安广源政府类客户压力偏大、环保&食品业务收缩、军工订单周期拉长影响，2023 年中报业绩再度低于预期。公司业绩持续低于预期，股价表现持续震荡；
- **盈利修复期 (2023/12 至今)**：2023 年 12 月公司更换董事长/总经理/董秘，新管理团队调整经营思路，“以质量和效益为中心，全面推行精细化管理，大力促进经营降本增效”、“建立以利润为核心的考核模式”；2024 年 3 月低空经济主题下股价积极表现随后回落；2024Q1/Q2/Q3 公司归母净利率逐季度同比提升 0.7pct/1.2pct/3.4pct，盈利能力加速改善。公司 7 月授予股权激励，10 月发布回购方案，12 月发布中期分红方案，积极提升上市公司投资价值展现良好发展预期，带动股价同步上行。

图 1：广电计量上市以来行情回顾



资料来源：Wind，长江证券研究所

本文将对广电计量未来的盈利改善趋势进行分析。

管理变化：新团队新策略，激励、回购、分红同步推进

团队：2023 年底更换管理层，2024 年采取新经营策略

2023 年底“年轻化、专业化”班子新上任。2023 年 12 月，公司更换董事长、总经理、董秘，组建了更加“年轻化、专业化”的新一届董事会。新董事长杨文峰先生系广电计量母公司数科集团董秘、资本运营专家；新总经理明志茂先生为公司技术研究院院长，1998 年入行，曾任中国卫星海上测控中心工程师、高级工程师，2016 年 8 月进入公司任技术专家，2017 年 8 月起任公司副总经理；新董秘史宗飞曾任广州无线电集团资本运营部副部长；9 位新任董事中 4 位具备博士学位，为公司转型升级链入丰富的产学研平台资源。

表 1：广电计量管理层变更前后对比情况

管理层	职位	变更前人员	变更后人员	变更后人员履历
董事会	董事长	李瑜	杨文峰	数科集团董秘
	董事	曾昕	明志茂	技术研究院院长
	董事	黄敦鹏	黄沃文	计量负责人
	董事	-	赵倩	曾任公司财务负责人
高管	总经理	黄敦鹏	明志茂	技术研究院院长
	董事会秘书	欧楚勤	史宗飞	曾任广州无线电集团资本运营部副部长

资料来源：公司公告，长江证券研究所

转变思路，深耕精细化管理运营。更换新管理班子后，2023 年报公司提出管理提升方案，“以质量和效益为中心，全面推行精细化管理，大力促进经营降本增效，加快推动数字化转型”、“推进内生增长与外延并购齐头并进”。截至 2024 年上半年（净利率同比提升 1.19pct）：

- 在经营管理方面，广电计量已实现考核办法等多项运营管理制度修订，组织开展实施了多项降本增效专项行动，且关闭部分亏损实验室，预计对 2024 年的净利润将有良好的贡献；
- 在业务布局方面，战略角度已布局多个新兴产业领域，对 10 个重点方向建立专门实验室，收缩部分食品、环境实验室。启用广州总部实验室，为长期稳定发展做好准备。

图 2：广电计量管理提升方案及截至 2024H1 成效情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

激励：盈利能力提升为核心，具备可行性

股权激励计划于 2024 年 7 月份完成授予。2023 年 10 月 18 日，公司发布《2023 年股票期权与限制性股票激励计划(草案)》；2024 年 5 月 29 日发布草案修订稿，对激励对象名单(草案激励对象系前任领导班子)及行权/授予价格(主因 2023 年派发现金红利)进行修订；2024 年 7 月 1 日，公告以 2024 年 7 月 1 日为激励计划的授予日，以 14.56 元/份的行权价格、8.68 元/股的价格向 623 位激励对象授予 862.50 万份股票期权及 862.50 万股限制性股票。参考 7 月 1 日收盘价 12.18 元/股，激励计划合计产生股权激励费用 4092 万元，2024-2028 年分别为 736/1473/1135/573/174 万元。

表 2：广电计量限制性股票&期权计划基本情况

姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占授予股票期权总量的比例	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总量的比例	合计占股本总额的比例
杨文峰	董事长	11.5	1.33%	11.5	1.33%	0.04%
明志茂	董事、总经理	11.5	1.33%	11.5	1.33%	0.04%
吴乃林	副总经理	7.5	0.87%	7.5	0.87%	0.03%

李军	副总经理	7.5	0.87%	7.5	0.87%	0.03%
李世华	副总经理	7.5	0.87%	7.5	0.87%	0.03%
陆裕东	副总经理	7.5	0.87%	7.5	0.87%	0.03%
史宗飞	董事会秘书	7.5	0.87%	7.5	0.87%	0.03%
习星平	财务负责人	5	0.58%	5	0.58%	0.02%
其他管理人员及核心骨干		797	92.41%	797	92.41%	2.77%
合计		862.5	100.00%	862.5	100.00%	3.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

激励考核指标：1) **业绩：**以 2020-2022 年扣非归母净利润均值为基数，2024-2026 年净利润增长率不低于 82%/128%/175%（即年同比增长约 34%/25%/21%）；2) **盈利能力：**2024-2026 年净资产现金回报率（ $EOE = EBITDA \div \text{平均净资产}$ ）不低于 25%/27%/28.5%；3) **现金流：**2024-2026 年现金营运指数不低于 0.93/0.95/0.97；4) **研发能力：**以 2020-2022 年研发投入均值为基数，2024-2026 年研发投入增长率不低于 52%/75%/100%（即年同比增长 19%/15%/14%）。

表 3：股权激励考核情况

考核方向	股权激励考核指标	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
业绩	扣非归母净利润（亿元）	1.48	1.39	0.97	1.74	2.33	2.92	3.52	
	YoY	14.9%	-5.7%	-30.2%	78.9%	34.0%	25.3%	20.6%	
	平均值	1.28							
	扣非业绩相较于基数增长率 不低于						82%	128%	175%
EOE	EOE 不低于						25.0%	27.0%	28.5%
现金	现金营运指数不低于						0.93	0.95	0.97
研发	研发费用（亿元）	2.02	2.23	2.63	2.93	3.49	4.01	4.59	
	YoY	11.2%	10.6%	18.0%	11.2%	19.1%	15.1%	14.3%	
	平均值	2.29							
	研发费用相较于基数增长率 不低于						52%	75%	100%

资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：黑色字体为实际发生值，灰色字体为测算值，红色字体为目标值； $EOE = EBITDA$ （反推法） $\div$ 平均净资产；现金营运指数 = 经营现金净流量 $\div$ 经营所得现金）

我们从公司历史数据和同行业上市公司比较来看股权激励目标设置的可行性。

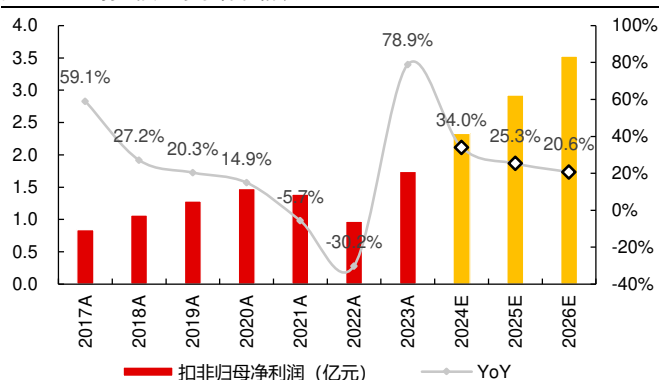
1) 从公司股权激励指标的历史情况和可行性来看：

- **扣非归母净利润：**2024-2026 年扣非归母净利润目标绝对值高于历史最高值（2023 年），预计公司将通过收缩亏损的食品、环境实验室，改善亏损子公司中安广源的方式实现目标；此外，公司布局新兴、高毛利领域，预计也将对归母净利润产生贡献。截至 2024 年三季度，公司已实现扣非归母净利润 1.65 亿元，已完成 2024 年目标的 71%（通常 Q4 为营收和利润确认的高峰期）。

- **EOE**：2017-2020 年公司 EOE 水平平均高于激励计划中 2024-2026 年目标，2021 年公司完成非公开发行股票，当年资本公积增加 14.4 亿元，带动公司 EOE 下滑至 26.9%，2024-2026 年 EOE 目标与 2021 年水平基本接近。
- **研发费用**：2024-2026 年研发费用目标年平均增速为 16.2%，高于过去 3 年的 13.2%，推测主要由于公司开始进行新兴领域业务布局，需适度提升研发费用投入。
- **现金营运指数**：2024-2026 年现金营运指数目标在 2022-2023 年指标情况之间，且 2024 年上半年间已实现修订《销售业务回款管理办法》，预计现金营运情况将保持良好水平。

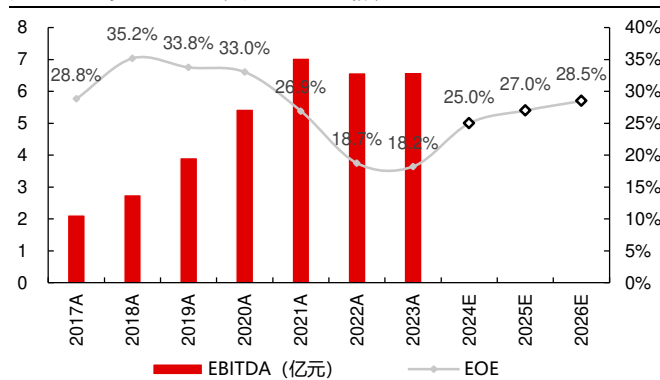
可见，公司股权激励目标设置相对合理，实现路径均有一定依据，具备较强可行性。

图 3：公司扣非归母净利润情况



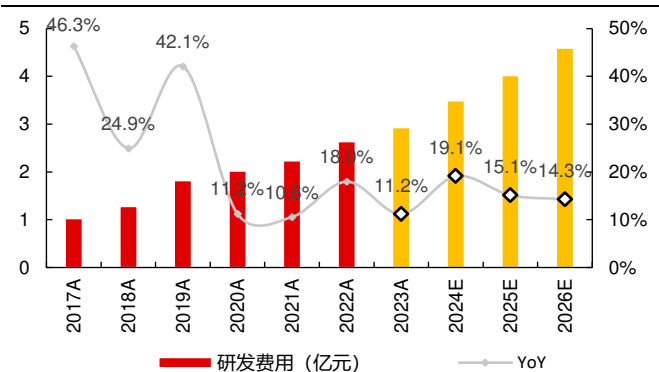
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：公司 EBITDA (亿元) &EOE 情况



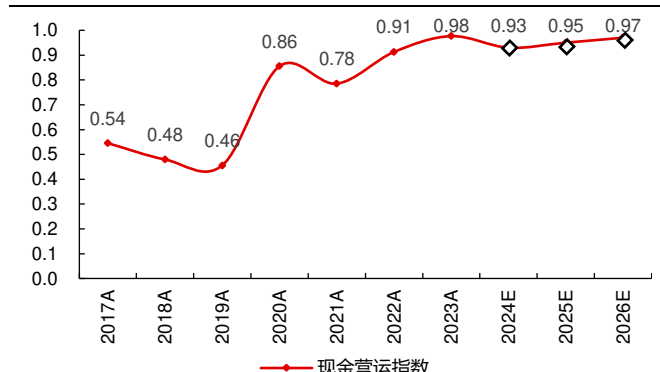
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：公司研发费用情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：公司现金营运指数情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

2) 从公司股权激励指标的同业对比来看：

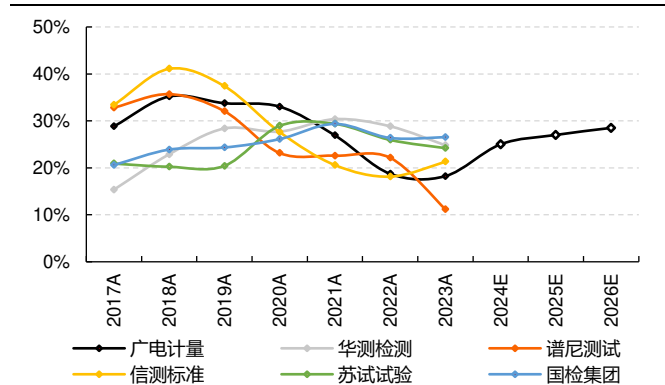
- **EOE**：公司 2024-2026 年 EOE 目标基本与华测检测、苏试试验、国检集团在 2021-2023 年的 EOE 水平一致，说明在 EOE 目标在同行内具备可实现性。
- **现金营运指数**：2020 年以来受地方财政压力影响，检测行业 To-G 业务回款承压，致过去 3 年业内公司现金营运指数较低。2017-2019 年华测检测现金营运指数平

均值为 102%，表明综合性检测服务公司在运营稳定阶段可能具备较好现金流表现。

广电计量 2024-2026 年现金营运指数目标为 93%/95%/97%，相对合理。

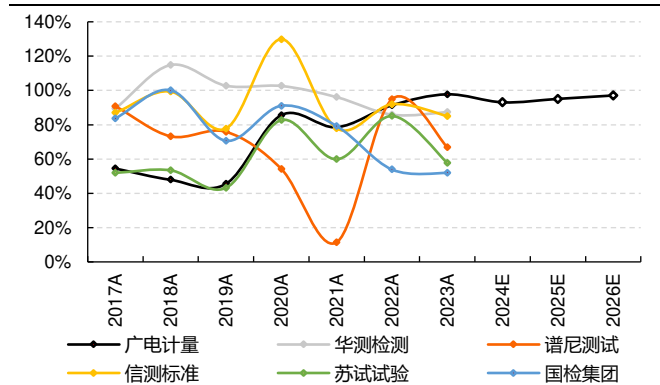
可见，公司股权激励目标对于业内优秀龙头而言具备一定可行性。

图 7：EOE 同业对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：现金营运指数同业对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

股票回购+中期分红：彰显长期发展信心

响应《上市公司监管指引第 10 号——市值管理（征求意见稿）》号召，公司发布回购、分红文件，提升上市公司投资价值，彰显长期发展信心：

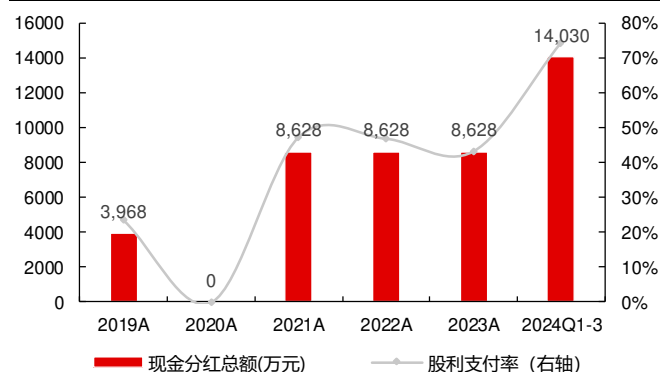
- **回购计划：**2024 年 10 月 8 日，广电计量发布《关于回购股份方案的公告》，计划在 6 个月内使用 2-4 亿元通过集中竞价方式回购 1111 万-2222 万股（占公司总股本的 1.91%-3.81%），用于转换公司计划未来发行的可转债；10 月 20 日，公告公司收到建行出具的《股票回购专项贷款承诺函》，建设银行授权分支机构承诺为公司提供不超过 2.99 亿元的贷款资金专项用于股票回购；截至 12 月 9 日，公司已回购股份 0.22 亿股，占总股本的 3.78%。
- **中期分红：**2021-2023 年广电计量累计分红比例为 45.8%，在检测服务公司里名列前茅。2024 年 12 月 9 日，广电计量发布《关于 2024 年中期利润分配预案的公告》，计划向全体股东每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），参考当日总股本（减去回购股份数量），本次利润分配预计现金分红总额 1.40 亿元，为公司自 2019 年上市以来分红金额最大的一次。

图 9：广电计量 2024 年 10 月份发布的回购方案

回购金额	总股本占比	回购用途
- 不低于2亿元 - 不超过4亿元	- 不低于1.91% - 不超过3.81%	3年内用于转换公司计划发行的可转债或注销

资料来源：Wind，长江证券研究所

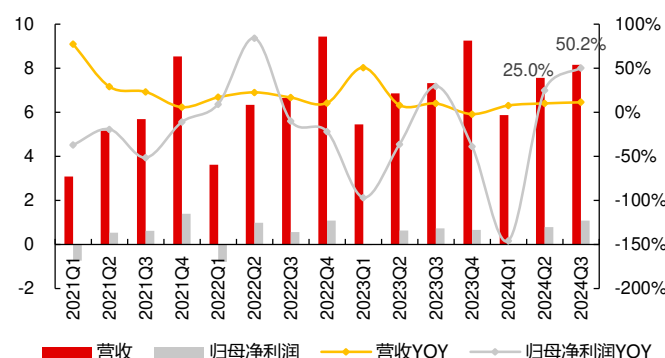
图 10：广电计量历史分红统计



资料来源：Wind，长江证券研究所

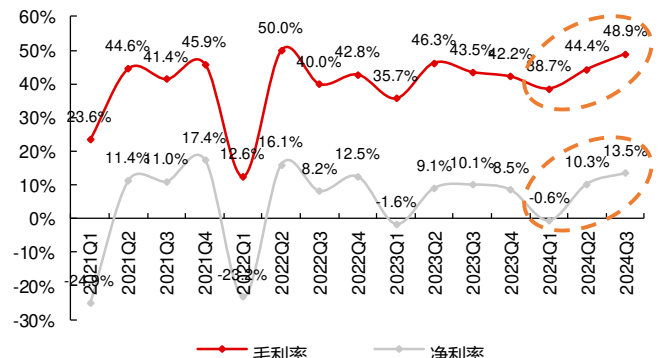
总结而言，2023 年底以来，我们能够感受到广电计量诸多管理上的变化。公司更换“年轻化、专业化”的领导班子，转变管理思路进行精细化管理，以净利润、盈利能力、现金流、研发为考核设置股权激励计划，通过回购、中期分红提升自身投资价值，彰显长期发展信心。2024 年前三季度公司营收/归母净利润同比增速分别为 10.0%/42.2%，销售净利率同比提升 2.06pct，我们看好公司未来的盈利改善趋势。下面将从公司营收潜力及降本控费两方面进行讨论。

图 11：广电计量单季度营收及归母净利润情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：广电计量单季度毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

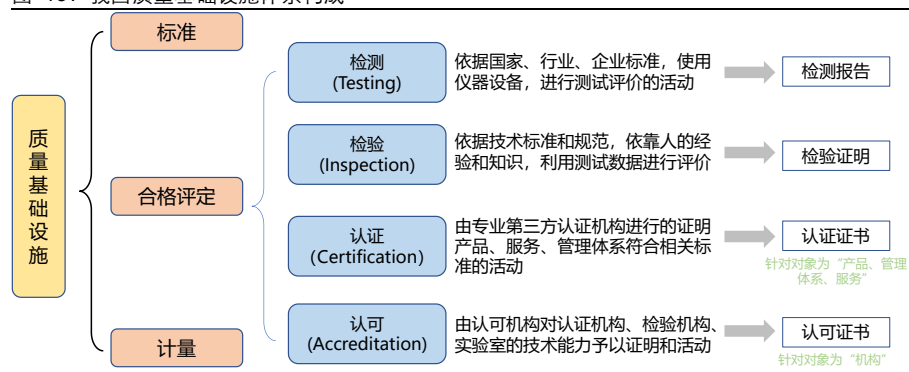
营收潜力：高端制造检测持续增长，公司具备良好禀赋

市场：制造升级提升检测必要性，结构性机会突出

实现产业升级，建设制造强国是我国既定战略方向；检验检测必不可少。2021 年发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出“加快推进制造强国、质量强国建设”、“推动集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、高端数控机床、医药及医疗设备等产业创新发展”；2023 年工信部等 8 部门发布的《关于加快传统制造业转型升级的指导意见》同样提出“实施制造业技术改造升级工程，加快设备更新、工艺升级、数字赋能、管理创新”、“打造一批具有国际竞争力的‘中国制造’高端品牌”。诸如

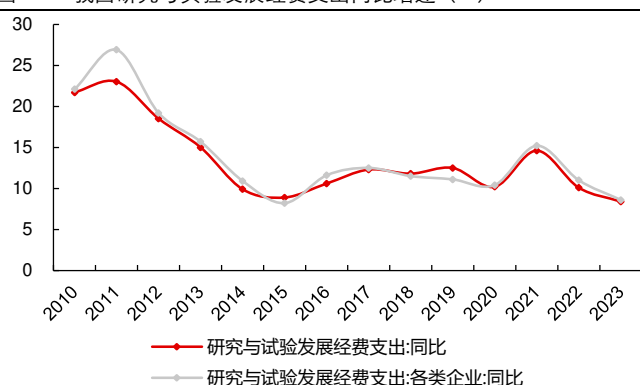
此类的政策不断出台，预计将持续带动国内高端制造产业的发展；而技术革新、产品升级、标准完善都需要检测检验认证行业的支撑。**2023 年 2 月份，中共中央、国务院印发的《质量强国建设纲要》**重点提及“加强质量基础设施能力建设”，质量基础设施被称为“基础之基础”，在国家治理体系建设、促进经济转型升级、推动科技创新、保障和改善民生、参与国际竞争以及保障国家核心利益等方面发挥着重要的基础性作用。

图 13：我国质量基础设施体系构成



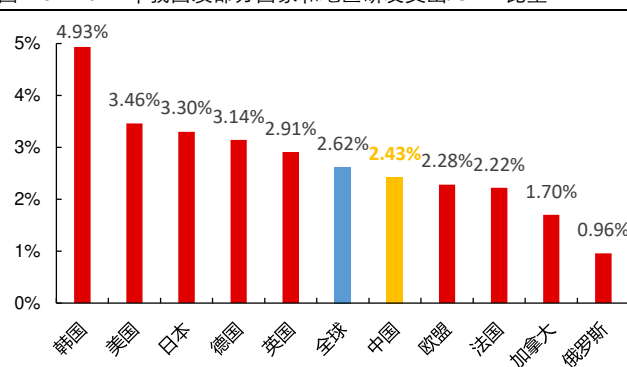
资料来源：爱认证，质量与认证微信公众号，长江证券研究所

图 14：我国研究与试验发展经费支出同比增速 (%)



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 15：2021 年我国及部分国家和地区研发支出/GDP 比重

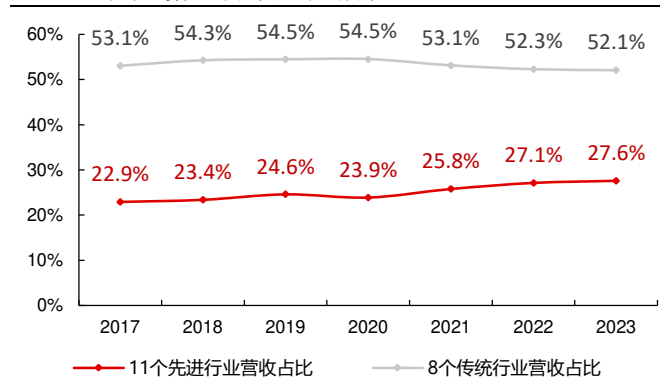


资料来源：iFinD，长江证券研究所

即使在总量增速放缓的背景下，检测服务行业的结构性机会依旧突出。根据国家市场监督管理总局每年发布的检测行业统计公报，从 2017 年至 2023 年，11 个先进行业的检测营收占比从 22.9% 提升至 27.6%，而传统行业的检测营收占比略有下降至 52.1%；2018-2023 年六年期间先进行业检测营收复合增速达到 15.4%，传统行业检测仅为 11.6%，略低于行业整体营收复合增速 (11.9%)。¹检测服务下游领域广泛，涉及生产、流通、消费、监管各个环节，具备“东方不亮西方亮”的特征，因而每年均有结构性机会；上市公司也在通过内生及外延的方式不断拓宽业务边界，提升业绩续航力。

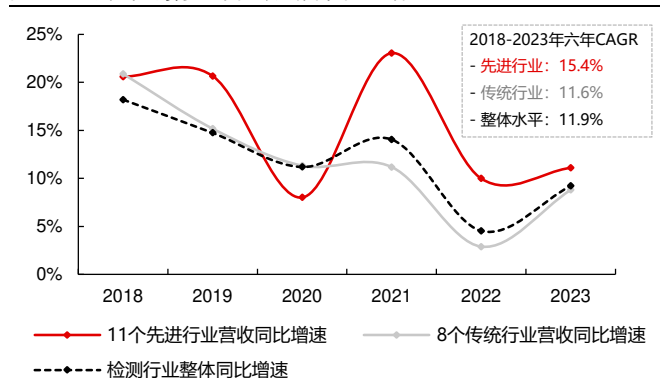
¹ 根据国家市场监督管理总局每年发布的检测行业统计公报，我们将 35 个行业进行分类整合，分为：1) 先进行业检测：包括电子电器、特种设备、机械（含汽车）、国防相关、材料测试、电力、能源、软件及信息化、医学、药品、医疗器械 11 个；2) 传统行业检测，包括建筑工程、建筑材料、环境监测、食品及食品接触材料、农林牧渔、机动车检验、计量校准、水质检测 8 个行业。

图 16：我国检测行业不同类型领域营收占比



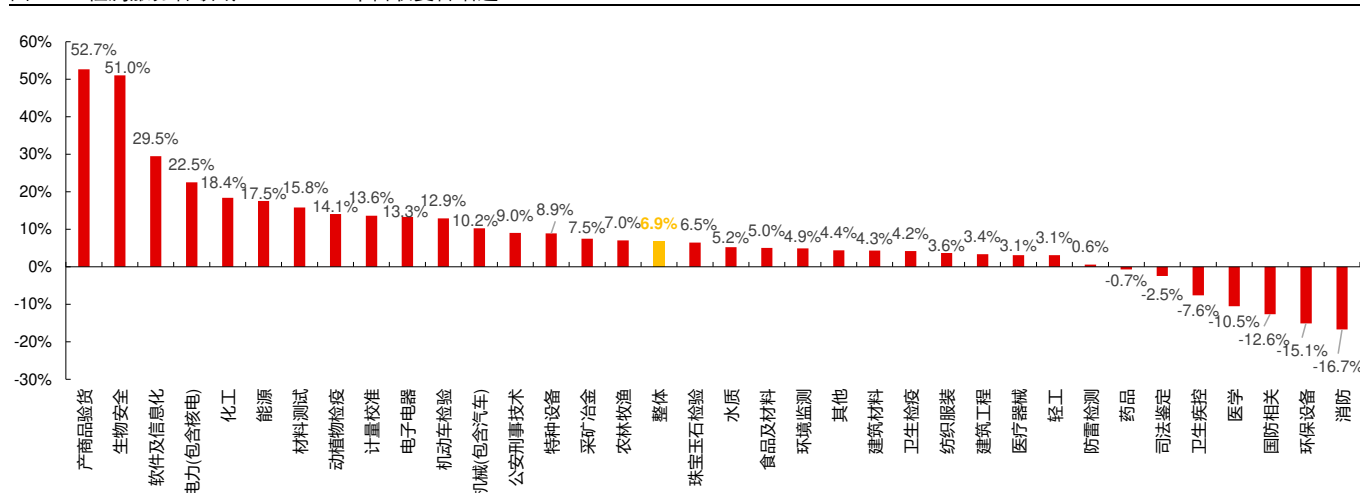
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 17：我国检测行业不同领域营收同比增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 18：检测服务各领域 2022-2023 年营收复合增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

广电计量是国内高端制造检测龙头，公司围绕国家战略产业、国家科技创新、国家质量保障等重点方向，聚焦特殊行业、汽车、航空航天、集成电路、通信等科技研发型领域，形成了覆盖全国的计量、检测、EHS 评价等技术服务体系 and 业务营销体系，向客户提供计量、可靠性与环境试验、集成电路测试与分析、电磁兼容检测、化学分析、食品检测、生态环境检测、EHS 评价服务、数据科学等“一站式”计量检测技术服务。

图 19：广电计量业务范围



资料来源：公司官网，长江证券研究所

禀赋：全国化综合化布局，打造技术引领型检测龙头

广电计量实验室网络已完成全国化布局。检测实验室有服务约束半径，全国化布局可满足客户对检测报告的时效性要求。目前公司已设立 30 多个综合检测基地、60 多家分子公司、拥有 30 余万平方米实验室场地面积，已经形成了覆盖全国的技术服务网络和业务营销体系。

业务领域广，服务能力全面。通过多年积累，公司业务已覆盖特殊行业、汽车、航空航天、通信、轨道交通、电力、船舶、石化、医药、环保、食品等领域，技术能力涵盖计量、可靠性与环境试验、集成电路测试与分析、电磁兼容检测、化学分析、食品检测、生态环境检测、EHS 评价服务等，具备从产品研发、生产、供应、贸易的一站式服务能力。当前公司战略聚焦高端制造检测领域，在原有客户、技术、产能储备基础上进行高附加值业务的储备与开拓。

表 4：检测公司业务领域对比

业务布局	广电计量	华测检测	谱尼测试	苏试试验	信测标准	国检集团
环境	✓	✓	✓		✓	✓
食品	✓	✓	✓		✓	✓
日用品		✓	✓		✓	✓
电子电器	✓	✓	✓		✓	✓
军工	✓		✓	✓		
汽车	✓	✓	✓	✓	✓	
集成电路	✓	✓		✓		
建工建材		✓	✓			✓
新能源/光储充等	✓	✓	✓	✓	✓	
船舶	✓	✓		✓		
医疗器械	✓	✓	✓	✓		
医学普检特检		✓	✓			✓
药学 CRO 等		✓	✓			

贸易保障检测

✓

✓

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 20：广电计量“一站式”服务能力



资料来源：公司官网，长江证券研究所

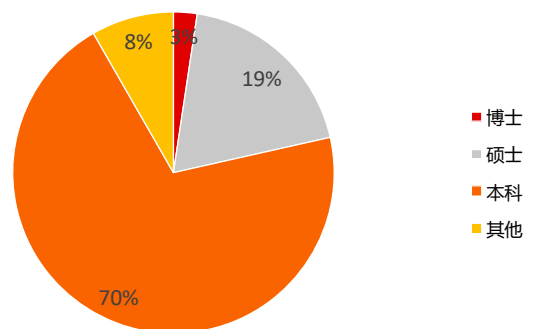
重视技术研发，具备资质优势。公司下设 8 大研究所，持续进行技术升级与突破，组建高层次人才队伍，聘请中国科学院院士为进站院士，博士人数超 40 名，硕士人数超 500 名。当前已主导或参与 260 项国家、行业、地方标准修订，承接 167 项国家、省市重点科研项目和平台建设，拥有授权专利 539 项、著作权登记 324 项，行业资质较全面。2019-2023 年公司研发费用 CAGR 为 18%，每年研发费用率均在 10% 左右。

图 21：广电计量技术研究院架构



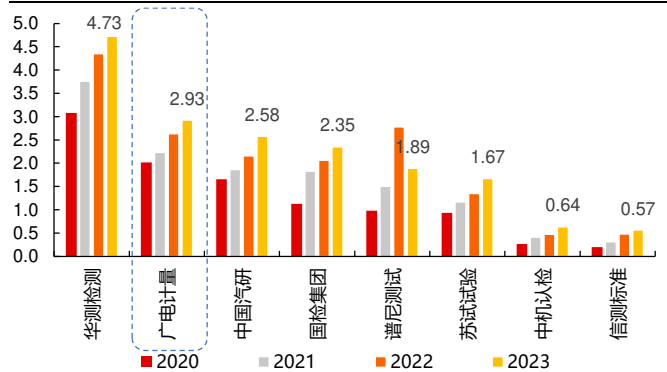
资料来源：公司公众号，长江证券研究所

图 22：广电计量研发人员学历结构



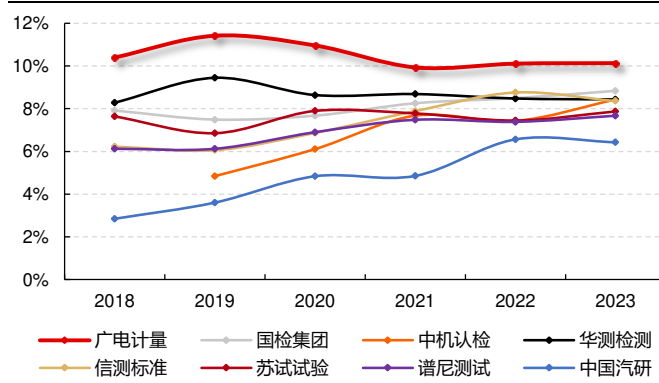
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 23：广电计量及同行业上市公司研发费用（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 24：广电计量及同行业上市公司研发费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

客户覆盖面广，与高端制造各领域龙头企业深度合作。从公司招股说明书披露的 2016-2018 年前十大客户情况来看，彼时公司主要客户为中国电科、航空工业、南方电网、中船重工、兵器重工、中国中车等特殊、航空、汽车、通信行业相关企业，均为各自领域的头部领先企业。2018 年全年交易规模大于等于 100 万元的交易主体交易总金额占主营收入比例为 35.6%，交易规模在 10-100 万元的交易主体交易总金额占比约 41.8%，大客户贡献营收比例较高，与公司合作粘性较强。

表 5：公司 2016-2018 年前十大客户情况

2016				2017			2018		
序号	公司	金额 (万元)	占公司营收 比例	公司	金额 (万元)	占公司营收 比例	公司	金额 (万元)	占公司营收 比例
1	航空工业	2,996	5.1%	航空工业	3,317	4.0%	中国电科	4,814	3.9%
2	中船重工	1,273	2.2%	中国电科	2,214	2.6%	航空工业	3,742	3.0%
3	海格通信	1,015	1.7%	中船重工	2,033	2.4%	南方电网	3,737	3.0%
4	中国中车	925	1.6%	南方电网	1,162	1.4%	中船重工	2,108	1.7%
5	中国电科	859	1.5%	海格通信	1,160	1.4%	兵器工业	1,575	1.3%
6	华为	846	1.4%	华为	1,113	1.3%	中国中车	1,479	1.2%
7	郑州食品药品 监管局	770	1.3%	兵器工业	1,000	1.2%	A2504	1,400	1.1%
8	南方电网	666	1.1%	中国中车	954	1.1%	广州易牛	1,308	1.1%
9	江苏辐环中心	617	1.0%	JADE	805	1.0%	华为	1,278	1.0%
10	东方汽车	575	1.0%	广州易牛	717	0.9%	法雷奥	920	0.7%
合计		10542	18%	14,476		17%	22,360		18%

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

表 6：公司不同交易规模大小与数量情况

交易规模 (万元)	2016			2017			2018		
	交易主体数量 (个)	交易主体数量 占整体比例	交易总金额占 主营业务收入 比	交易主体数量 (个)	交易主体数量 占整体比例	交易总金额占 主营业务收入 比	交易主体数量 (个)	交易主体数量 占整体比例	交易总金额占 主营业务收入 比
≥100	68	0.4%	26.1%	95	0.4%	27.8%	183	0.7%	35.6%

≥10 且 < 100	969	5.7%	43.7%	1,398	6.3%	45.4%	1,879	7.3%	41.8%
≥1 且 < 10	4,606	27.3%	24.8%	5,788	26.2%	22.4%	7,125	27.8%	19.2%
< 1	11,257	66.6%	5.4%	14,827	67.1%	4.4%	16,462	64.2%	3.4%
总计	16,900	100.0%	100.0%	22,108	100.0%	100.0%	25,649	100.0%	100.0%

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究所

公司已在多个前瞻性新质生产力产业布局了相关检测能力，包括但不限于汽车智能驾驶、卫星互联网、低空经济、国产大飞机、数据要素、医疗器械检测、第三代半导体等。

- **卫星互联网**：公司依托技术研究院，以博士专家团队领衔，前瞻建立了“卫星互联网性能测试与评估重点实验室”，构建卫星互联网产业一站式检测咨询服务能力。公司承接并圆满完成了多项重点型号卫星导航装备的检验检测任务，承担多宽收发系统及关键组件的性能测试和国产化应用验证任务；公司承建了国家发改委“北斗导航产品板级组件质量检测公共服务平台”，客服改北斗全频点测试；在卫星制造环节，具有卫星平台、载荷系统及原材料和元器件测试与分析能力，在微型发射环节，具有火箭组部件空间环境实用性验证技术能力等。
- **低空经济**：公司为国内低空飞行器检测市场上能力最全的第三方检测机构之一，可为 eVTOL 等低空飞行器提供科研咨询、试验验证、适航取证等综合技术服务，助力完成全球首个载人 eVTOL 型号 TC 适航取证、国内首张人用降落伞适航取证、新疆本土首架民用直升机适航取证等；作为主要成员参与由民航局无人机适航审定中心牵头的《无人直升机电磁兼容适航审定指南》编写，参与适航标准立项论证和技术研究工作。
- **国产大飞机**：公司是航空领域内认可覆盖能力最全的机构之一，也是中国商飞认可能力最全的第三方机构，技术能力获得欧航局、美航局、中国商飞、中国航发商发等机构和行业大客户的认可，承担了 C919、AG600、ARJ21、MA700 等上百个重要型号的鉴定与试验保障，是国内参与航空型号最多的第三方检测机构之一。
- **数据要素服务**：近年来，公司持续完善数据要素服务能力，是中国电子信息行业联合会制定 DCMM 评估机构，入围了河南省、广西省、山东省、云南省、天津市等区域数据要素市场培育支撑服务机构和数字化转型服务机构，并着力构建数据要素相关标准建设，主编或参编了相关标准 20 余项，填补了多项行业空白。

图 25：广电计量卫星互联网性能测试与评估重点实验室



资料来源：广电计量企业服务微信公众号，长江证券研究所

图 26：广电计量低空经济领域能力



资料来源：广电计量企业服务微信公众号，长江证券研究所

图 27：广电计量航空产业链能力布局



资料来源：广电计量企业服务微信公众号，长江证券研究所

图 28：广电计量数据要素一站式解决方案



资料来源：广电计量企业服务微信公众号，长江证券研究所

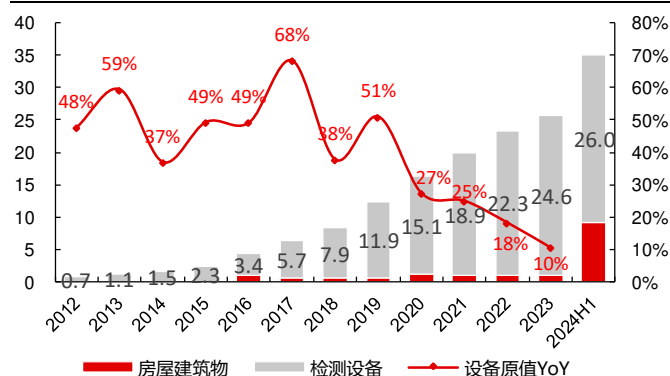
产能：十余年的产能扩张，奠定提质增效基础

过去 10 年持续布局产能，未来有望通过运营管理优化提升投入产出比。检测行业产能主要涉及实验室设备及场地，

- **产能业内领先：**2014-2023 年十年公司产能保持高速增长，设备原值复合增速达 36%，2024H1 末公司检测设备原值达到 26.0 亿元，仅次于电科院（32.5 亿元，业务属性原因，资产较重）、华测检测（31.6 亿元）、中国汽研（26.7 亿元）。另外，2024 年上半年公司广州总部基地投入使用，带来房屋建筑物原值明显提升。
- **投入产出比尚低：**过去 5 年广电计量投入产出比均值为 1.36；而华测检测/谱尼测试/国检集团/苏试试验过去 5 年投入产出比均值分别为 2.07/1.62/2.39/1.74，均高于广电计量。公司投入产出比较低，一方面与公司在 2023 年之前更加注重规模扩张，资本开支投入较大有关，另一方面也受 2022 年以来公共卫生事件影响以及内部环境检测/食品检测/EHS 板块营收表现不佳拖累。

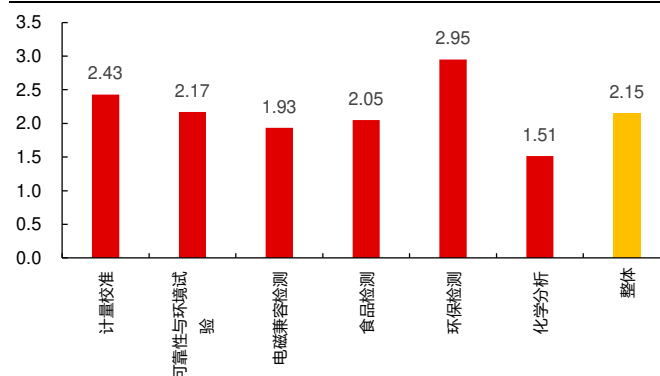
可见，公司产能具备向内挖潜空间，后续有望通过精细化运营管理提升投入产出比。参考 2022 及 2023 年末公司检测设备原值情况，若 2023 年投入产出比提升至 2.0，对应年收入可达 46.9 亿元（当年实际营收为 28.9 亿元）。

图 29：广电计量检测设备原值及建筑原值情况（单位：亿元）



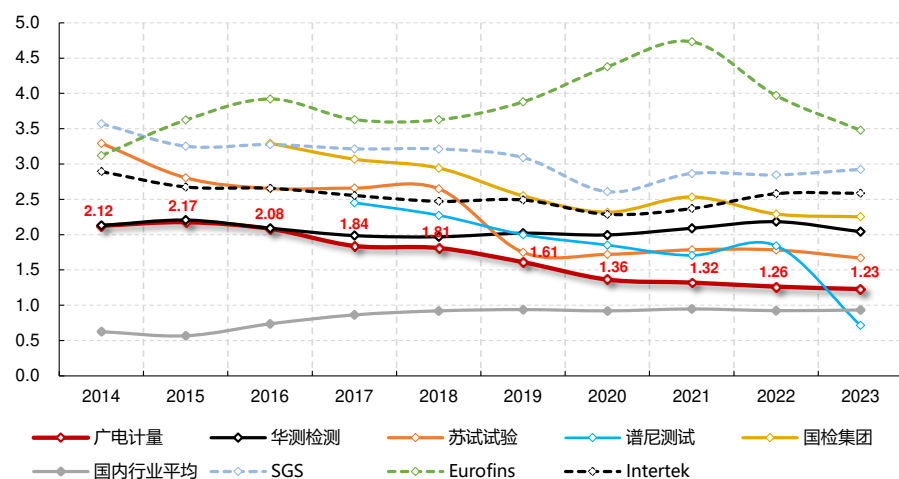
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 30：广电计量分业务投入产出比（2016 年-2018 年）



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：食品检测、环保检测、化学分析 3 个业务在 2016-2018 年尚处于培育阶段。）

图 31：单位设备原值创收比较



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

计划性扩充实验能力，分区进行实验室技改。2020 年以来公司每年初均会按实验室区域发布当年技术改造项目及拟投资金额计划（年中可能对计划进行一定调整）。2020-2023 年公司年均投入技改资金 4.3 亿元，平均完成率为 80.8%。公司因地制宜，计划性进行实验室扩建，从近几年拟投资金额来看，重点投向华南及华东区域实验室建设，推测主因长三角及珠三角经济活力旺盛，检测需求较多，2023 年广东省/江苏省/上海市/浙江省检测营收占比位居全国前 4，分别为 14.8%/9.7%/8.1%/7.4%，合计 40.0%。

表 7：广电计量历年技术改造项目及拟投资金额（单位：万元）

技术改造项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
华北区域实验室建设 (北京、天津、青岛)	3,441	6,450	2,165	3,731	2,140
东北区域实验室建设 (沈阳、长春)	988	850	792	806	492
华东区域实验室建设 (上海、无锡、杭州、合肥)	8,651	13,092	11,681	12,396	5,496
华中区域实验室建设 (武汉、长沙、郑州、南昌)	22,082	30,424	3,231	6,412	2,742

华南区域实验室建设 (广州、深圳、东莞、南宁、福州、海口)			10,205	14,372	15,749
西南区域实验室建设 (重庆、成都、昆明)	7,360	3,165	981	2,304	2,124
西北区域实验室建设 (西安)	1,939	2149	1,180	1,351	1,069
合计	44,461	56,130	30,235	41,371	29,812
技术改造计划已签订的合同金额	33,413	44,529	27,615	32,037	-
完成率	75.2%	79.3%	91.3%	77.4%	-

资料来源：公司公告，长江证券研究所

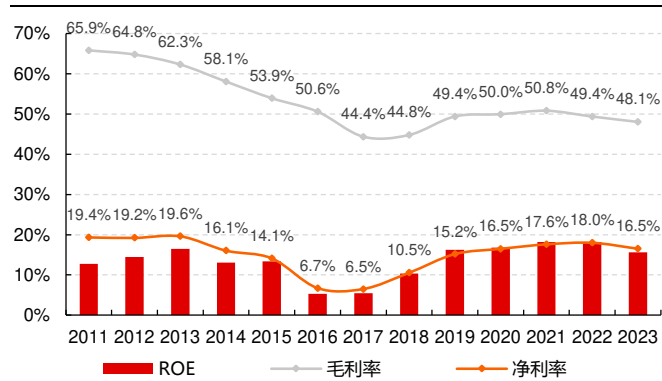
降本控费：参考同业，利润率有一定挖潜空间

鉴龙头：华测检测实践精细化管理先例

行业龙头华测检测在 2018 年聘请原 SGS 的全球副总裁申屠献忠担任公司总裁，调整经营思路，从 2018 年初至 2021 年中走出一波估值和业绩双升的趋势，为检测服务龙头公司的发展路径提供了非常好的借鉴。从具体指标来看：

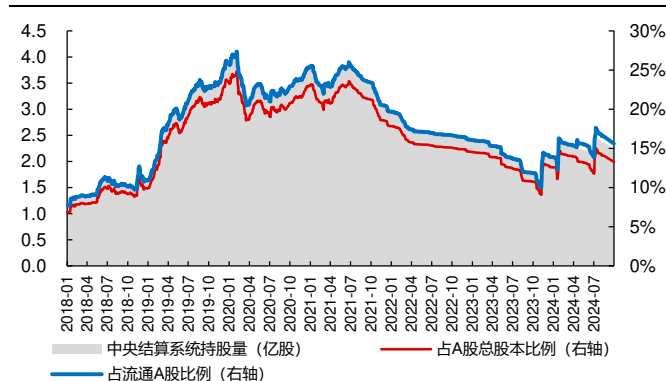
- **盈利能力**：2018 年起华测检测盈利能力持续提升，净利率从 2018 年的 10.5% 提升至 2022 年的 18.0%，ROE 也从 10.4% 提升至 18.2%；根据小组测算，公司人均产值从 2017 年的 30.8 万元提升至 2023 年的 44.5 万元，单位设备原值创收扭转了 2011 年以来的下滑趋势，运营效率明显提升。
- **资金驱动**：国际上有 SGS 等百年老店，华测检测在 2018 年呈现盈利拐点趋势的过程中，外资也在持续流入，在流通股的持股比例从 2018 年初的 7.76% 提升至 2019 年底的 25.78%，带动公司股价的进一步上涨。
- **股价表现**：2018/2019/2020/2021 年公司归母净利润增速为 102%/76%/21%/29%，2018 年起公司股价表现随业绩同步走强，最高市值达到 588 亿元，较 2018 年初涨幅超 700%。

图 32：华测检测毛利率、净利率情况



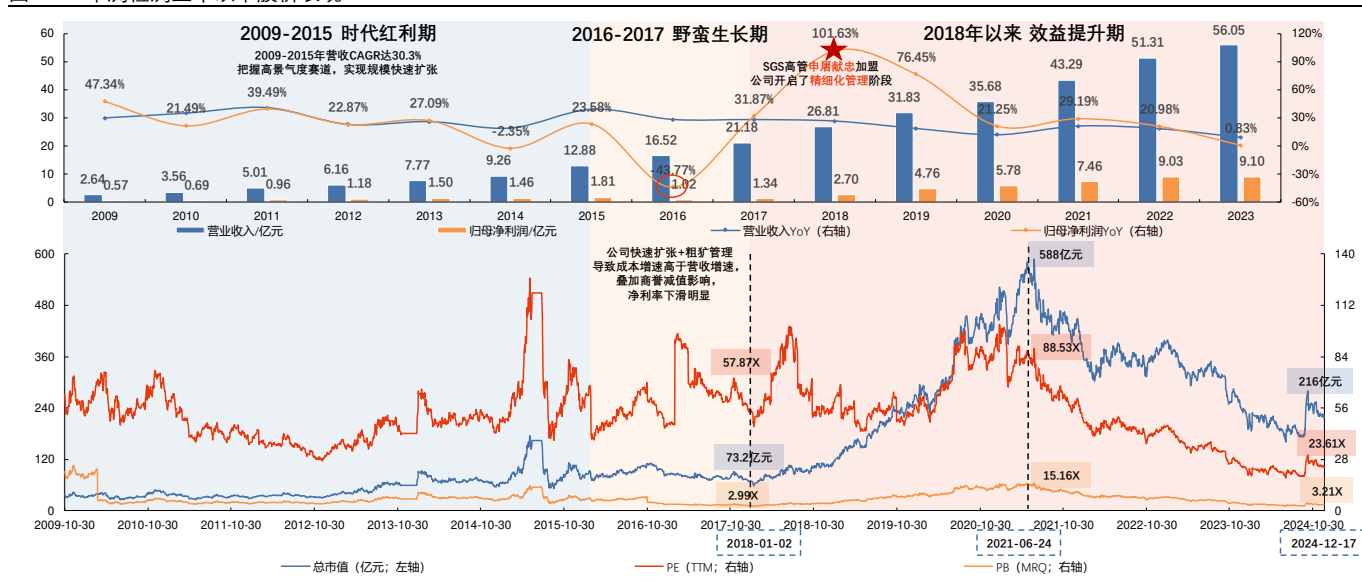
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 33：华测检测外资持股比例



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：上述仅显示沪深港通的持股情况，并未包含 QFII/RQFII 的数据。）

图 34：华测检测上市以来股价表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

那么，华测检测是如何实现上述的盈利性持续改善的呢？我们认为主要有两大方面的原因：**1) 基础布局已完成**：2017年及之前华测检测持续处于业务条线扩张、实验室数量扩张的阶段，至2017年底已建立130多个实验室，初步形成了一站式服务能力，为后续的盈利改善打好了基础；**2) 经营管理策略的调整**：2017年前后华测检测遭遇利润率、人均产值增长瓶颈，且因前期激进投资，公司现金流陷入紧张；为此，2018年公司提出“从以营业收入为导向向以利润为导向转变的管理理念”；2018年年中，曾任全球检测龙头SGS全球执行副总裁的申屠献忠先生出任华测检测CEO，提出“有质量的增长”理念，具体改革举措包括三方面：

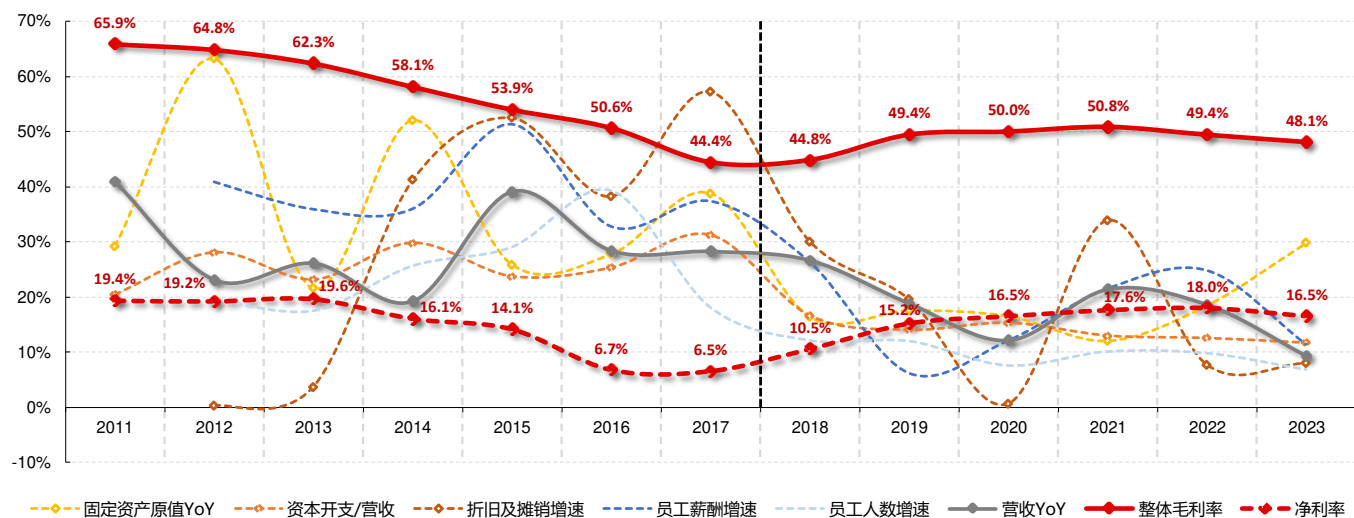
- **组织架构**：强化了矩阵式管理架构，要求区域职能部门协调推动当地业务的发展，考核与当地的收入和利润挂钩，事业部与区域之间的相辅相成效果更加显著。
- **战略方向**：公司梳理产品线，仔细分析判断业务市场竞争力和未来发展潜力，进行战略选择，扬长避短，从不具备竞争力的领域逐渐退出，选择8个方向重点发力。
- **考核机制**：从以前的“以收入为核心”转变到“以利润为核心”，实行全员绩效考核与利润挂钩，为此，严格控制人员数量增长和资本开支投资强度，注重提升人均产值和设备使用效率，加强现金流管控等。

从财务指标来看，2018年以来华测检测毛利率及净利率持续提升，期间费用率持续下降。

- **2017年及之前**公司整体处于粗放式扩张阶段，成本增速快于营收增速，毛利率下降，例如2012-2017年员工人数增速20%-40%，员工薪酬增速30%-50%；资本开支/营收比例在20%-30%之间，固定资产原值增速20%-50%，折旧及摊销增速40%-60%。

- **2018 年开始**公司更加精打细算，成本增速低于营收增速，毛利率企稳回升，例如 2018-2023 年员工人数增速 7%-12%，员工薪酬增速 6%-26%；资本开支/营收比例在 13%-17%之间，固定资产原值增速 12%-18%，折旧及摊销增速 1%-34%。
- **期间费用：**在销售费用、管理费用、研发费用中主要构成项也是相关人员薪酬，在员工数量得到控制的情况下，2019 年后期间费用率明显下降。例如，2018 年申屠总就任总裁后叫停公司所有招人计划，让各个产品线预估产值，根据业务情况重新分配人员名额，当年年底，仅食品部一个事业部，就比原定计划少招 500 名员工，减少了 5000 万元的设备投入。

图 35：华测检测成本费用变化情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

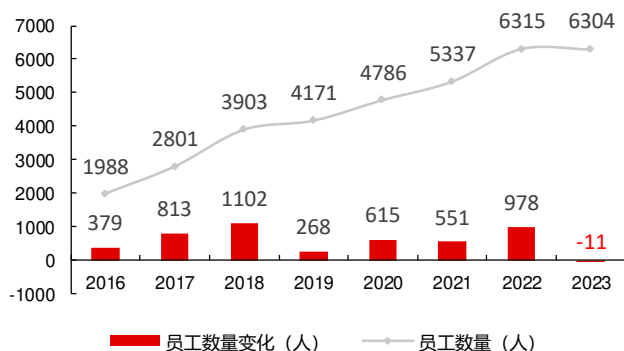
观广电：降本增效策略实施中，未来仍具优化潜力

2023 年底以来公司全面推行精细化管理，大力促进经营降本增效，从管理架构、人员结构、设备利用、费用管控、薄弱板块收缩等方面进行改善。

- **经营策略调整：**2023 年年报中公司披露，2024 年将“，以质量和效益为中心，全面推行精细化管理，大力促进经营降本增效”、“建立以利润为核心的考核模式”；相较于此前更加注重规模扩张的思路发生较大变化。2024 年前三季度实现归母净利润同比增 42.2%，Q1/Q2/Q3 单季度净利率同比提升 1.02pct /1.23pct/3.41pct，盈利能力加速改善，推测系食品、环境实验室减亏取得初步成效（上半年生命科学板块毛利率提升 9.55pct）。
- **调整业务结构：**1) 对于**优势成熟业务**，例如计量、可靠性与环境试验、电磁兼容检测等，加强细分领域特色能力构建，更加聚焦无人机、新能源、新材料、高端装备、生物医药及高端医疗装备、安全应急装备、机器人、量子信息等新兴战略行业；2) 对于**薄弱培育业务**，例如食品检测、生态环境检测要及时收缩亏损实验室，推动客户结构调整，加强此前并购的 EHS 板块的中安广源与公司的融合管理。

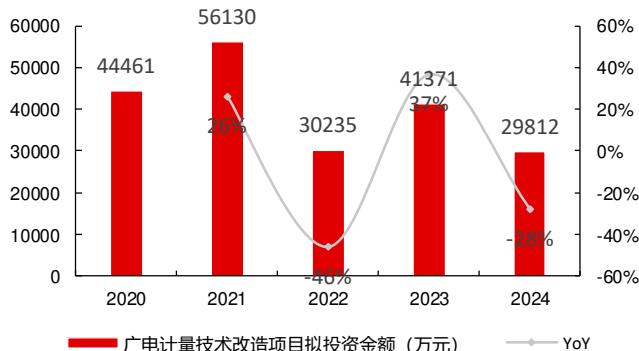
- **控制人员规模：**2016-2022 年公司员工数量 CAGR 为 21.6%，2023 年底人员数量较 2022 年底少 11 人，系 2016 年以来公司首次单年度人员净变动为负，去年起公司已经开始对人员规模进行控制，力图降本增效。
- **控制资本开支：**2020-2023 年广电计量设备原值增速分别为 27%/25%/18%/10%，逐年放缓；近几年公司技改拟投入资金整体呈下降趋势，2024 年拟投入技改资金 2.98 亿元，同比降低 28%，谨慎进行产能扩充。
- **优化现金流：**前三季度经营性现金流净额同比提升 18.5%，Q2/Q3 单季度经营性现金流净额均高于过去 3 年同期水平，回款管理办法改革效果明显。

图 36：广电计量员工数量情况



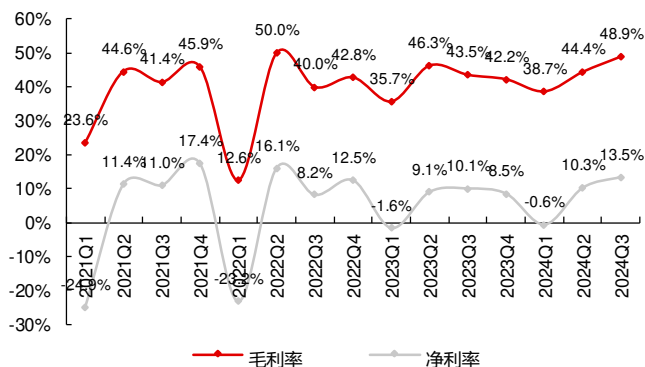
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：广电计量技术改造项目拟投资金额情况



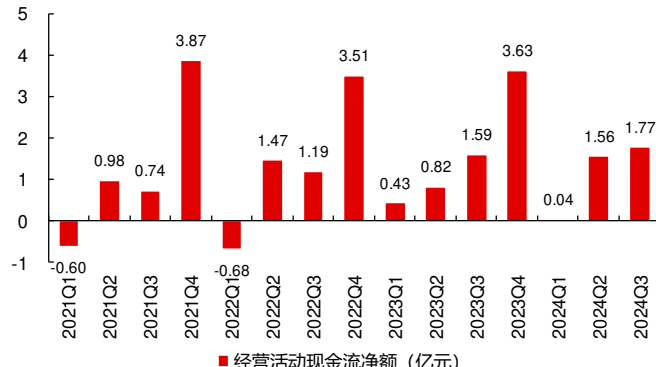
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：广电计量单季度毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 39：广电计量单季度现金流情况

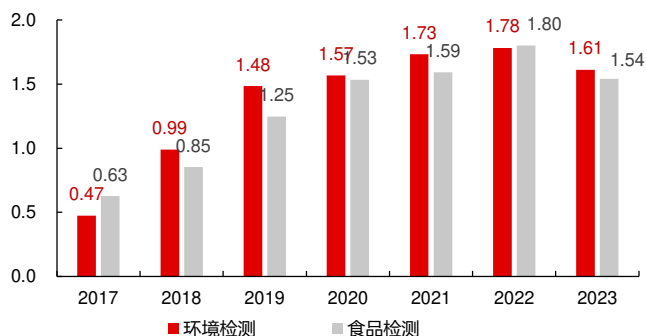


资料来源：Wind，长江证券研究所

我们认为广电计量未来利润率仍有挖潜空间。

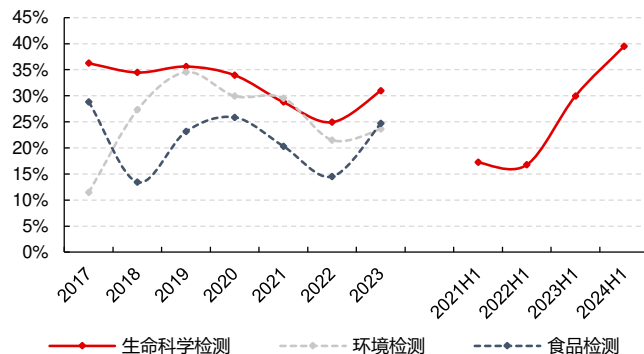
1) 环保、食品检测收缩整合：公司前期战略定位为综合性检测服务机构，并购部分环保、食品检测相关子公司，后续持续有亏损情况存在，2024 年以来公司已关闭部分食品检测、生态环境检测实验室，大力推进内部资源整合；叠加土壤三普的贡献，2024 年盈利改善已取得部分成效，2024H1 生命科学（环境检测+食品检测+化学分析）检测毛利率同比提升 9.55pct 至 39.52%。

图 40：广电计量环境检测、食品检测营收（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 41：广电计量生命科学检测毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：生命科学检测包括环境检测、食品检测、化学分析检测；2024 年上半年公司对三个业务做了合并，改称“生命科学”。）

2) 中安广源改善预期：公司 2020 年收购中安广源 34.95%股权，再加上此前持有的部分股权，实现对中安广源的控股和并表。中安广源专注于为政府、园区和企业提供安全应急、职业健康、环保节能以及智慧产业等领域的评价咨询。由于该部分业务主要 To-G，2020 年起地方政府财政压力偏大，2021-2022 年中安广源均未完成业绩承诺，且 2023 年经营性现金流为负、2024 年上半年净利润情况延续此前偏弱趋势。2021-2023 年广电计量已对中安广源计提合计 0.99 亿元商誉减值，2023 年末剩余商誉约 0.81 亿元；**短期看 2024 年可能仍有计提商誉减值的风险；当前公司已在着力推进中安广源经营提质、加强订单拓展，未来存改善预期。**

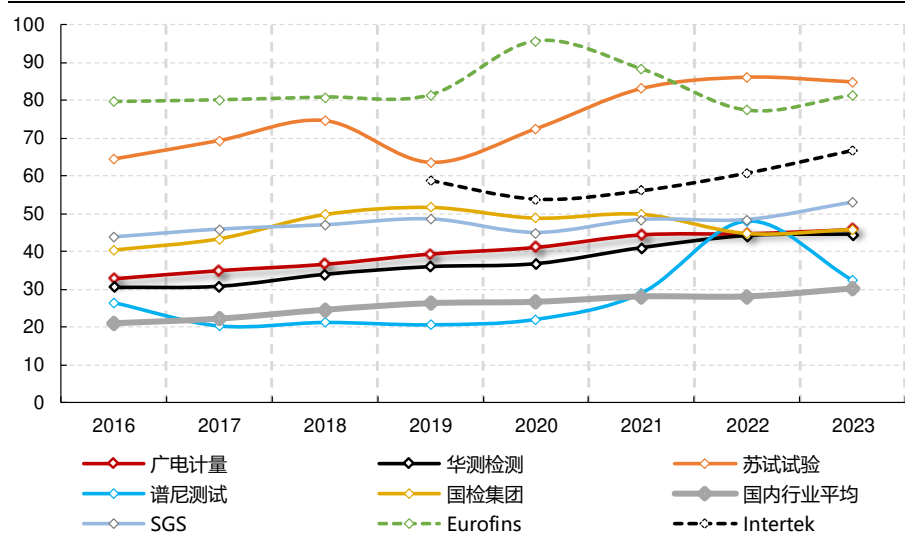
表 8：中安广源并购以来业及商誉情况（单位：万元）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
营业收入	22965	24008	19811	17701	9156	7863	4882	4721
净利润	3473	3391	1230	510	513	-185	-2725	-2517
经营活动现金流量	1163	-1820	1846	-1829	-3186	-2436	-4431	-2098
承诺业绩	3400	3800	4300					
实际业绩	3417	3238	1070					
完成率	101%	85%	25%					
商誉减值金额		591	4194	5067				
期末剩余商誉 (账面原值-减值准备)	17927	17336	13142	8075				

资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：中安广源承诺业绩口径为“扣非归母净利润”。）

3) 人员、设备效率提升：2023 年公司人均产值为 45.8 万元/人，相较国际龙头如 SGS（53.1 万元/人）、Eurofins（81.4 万元/人）等仍有较大改善空间；2023 年广电计量投入产出比为 1.23，明显低于华测检测（2.04）、国检集团（2.25）等其他国内龙头，距 SGS（2.92）、Eurofins（3.48）等国际龙头差距较大。

图 42：检测行业人均产值（单位：万元）

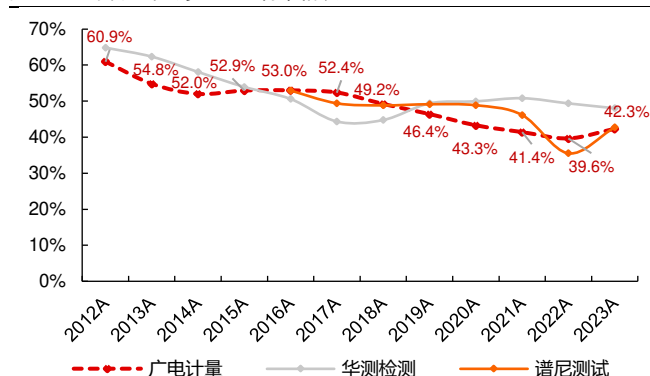


资料来源：各公司公告，长江证券研究所

看空间：2024 年开始预计净利率将持续提升

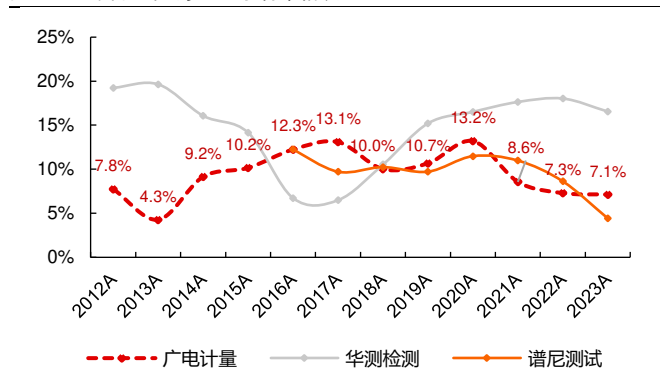
对比全国性综合型检测企业，广电计量近几年毛利率、净利率均偏低。截至 2023 年年报，广电计量下游业务相对综合，与同为综合型检测龙头的华测检测、谱尼测试相比，广电计量近 3 年毛利率、净利率均属低位，反应公司经营管理方面存一定改善空间。行业优秀的标杆企业华测检测净利率在 2022 年一度达到 18.0%，即便 2023 年受医学药理学拖累有所下降，仍然能够达到 16.5% 的较高水平；而广电计量自身的净利率在 2020 年达阶段性顶点 13.2%；预计 2024 年公司净利率为 9.0% 左右，较历史净利率顶点及同样为综合性检测的华测检测净利率水平仍有较大提升空间。

图 43：综合型检测企业毛利率情况



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 44：综合型检测企业净利率情况



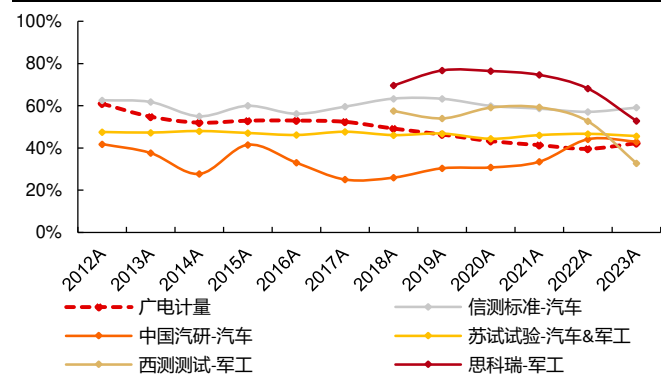
资料来源：iFinD，长江证券研究所

对比主营汽车、军工检测的上市公司，广电计量的毛利率、净利率仍有较大提升空间。

对比与广电计量业务领域类似的信测标准（汽车）、中国汽研（汽车）、苏试试验（汽车&军工）、西测测试（军工）、思科瑞（军工），2019-2022 年平均毛利率、净利率水平分别为 54% 左右、24% 左右，2023 年受军工行业特殊事件影响利润率有下滑。剔除下游明显受特殊事件影响的西测测试，2023 年其他可参考公司毛利率/净利率分别为

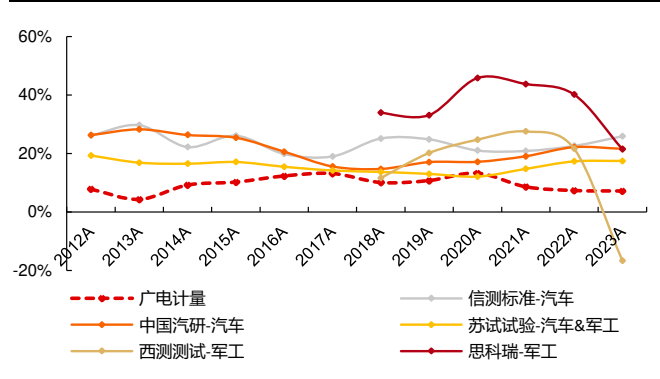
50.1%/21.6%，广电计量为 42.3%/7.1%，可见部分低毛利业务及商誉减值对广电计量净利率存在明显制约，后续伴随公司深耕高端制造检测领域战略的推进，预计未来公司净利率水平将持续提升。

图 45：主营汽车、军工检测企业毛利率情况



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 46：主营汽车、军工检测企业整体净利率情况



资料来源：iFinD，长江证券研究所

盈利预测：预计公司 2024-2026 年归母净利润复合增速为 33.9%

预计 2024-2026 年公司营收 32.84 亿元/36.46 亿元/40.50 亿元，同比增 13.7%/11.0%/11.1%；实现归母净利润 3.05 亿元/3.84 亿元/4.78 亿元，同比增 52.9%/25.9%/24.6%，对应 PE 估值 31.4x/24.9x/20.0x；我们看好公司后续的盈利修复潜力，维持“买入”评级。

表 9：广电计量核心财务指标（2024-12-31）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,247	2,604	2,889	3,284	3,646	4,050
YoY	—	15.89%	10.94%	13.67%	11.01%	11.10%
归母净利润（百万元）	182	184	199	305	384	478
YoY	—	0.98%	8.39%	52.86%	25.92%	24.59%
ROE	5.34%	5.27%	5.55%	7.80%	8.94%	10.24%
净利率	8.11%	7.06%	6.90%	9.28%	10.53%	11.81%
资产负债率	34.3%	35.8%	39.5%	35.0%	33.7%	31.9%
市盈率（PE）	86.7	53.2	43.9	31.4	24.9	20.0
市净率（PB）	4.63	2.80	2.43	2.45	2.23	2.05

资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

1、生态环境和食品检测减亏不及预期风险：环保检测和食品检测目前仍以政府类客户为主，若行业竞争加剧或第三次全国土壤普查进度不及预期，则公司环保检测和食品检测营收增速和毛利率恢复程度可能不及预期。

2、产能利用率不及预期导致净利率不及预期风险：公司近年持续进行资本开支以扩充实验室产能，若实验室产能利用率不及预期，则营收增速可能放慢，而营业成本中员工薪酬、折旧摊销偏刚性支出，可能导致公司利润率提升速度不及预期。

3、下游需求不及预期风险：公司下游主要为特殊行业、汽车、通信等行业企业，若下游行业景气度下降，可能导致公司订单不及预期。

4、盈利预测假设不成立或不及预期风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于公司盈利改善进度及订单预测进行系列假设，基于上述假设，我们预计 2024-2026 年公司营收 32.84 亿元/36.46 亿元/40.50 亿元，同比增 13.7%/11.0%/11.1%；实现归母净利润 3.05 亿元/3.84 亿元/4.78 亿元，同比增 52.9%/25.9%/24.6%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司盈利改善进度不及预期、订单需求不及预期等，悲观假设下，若后续盈利改善不及预期，则 2024-2026 年公司营业收入同比增速分别降低至 13.7%/5.5%/11.1%；对应测算归母净利润同比增速分别为 52.9%/18.6%/24.9%。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2889	3284	3646	4050	货币资金	1460	607	757	793
营业成本	1668	1860	2043	2243	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1221	1424	1602	1807	应收账款	1274	1350	1398	1443
%营业收入	42.3%	43.4%	44.0%	44.6%	存货	40	10	11	12
营业税金及附加	8	9	11	12	预付账款	28	37	41	45
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	500	572	597	656
销售费用	411	460	510	559	流动资产合计	3302	2577	2805	2948
%营业收入	14.2%	14.0%	14.0%	13.8%	长期股权投资	57	57	57	57
管理费用	212	233	259	281	投资性房地产	55	55	55	55
%营业收入	7.3%	7.1%	7.1%	7.0%	固定资产合计	1355	2198	2470	2750
研发费用	293	328	365	405	无形资产	155	150	142	134
%营业收入	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	商誉	199	164	149	139
财务费用	17	18	12	10	递延所得税资产	99	99	99	99
%营业收入	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	其他非流动资产	850	849	849	849
加: 资产减值损失	-53	-35	-15	-10	资产总计	6071	6148	6625	7031
信用减值损失	-48	-45	-50	-54	短期贷款	754	200	200	200
公允价值变动收益	-4	0	0	0	应付款项	317	408	448	492
投资收益	1	10	7	12	预收账款	0	0	0	0
营业利润	200	330	415	517	应付职工薪酬	122	186	204	224
%营业收入	7%	10%	11%	13%	应交税费	21	66	73	81
营业外收支	8	5	6	8	其他流动负债	458	557	562	600
利润总额	208	334	421	524	流动负债合计	1672	1416	1487	1597
%营业收入	7%	10%	12%	13%	长期借款	440	450	460	360
所得税费用	1	19	24	30	应付债券	0	0	0	0
净利润	206	315	397	494	递延所得税负债	24	24	24	24
归属于母公司所有者的净利润	199	305	384	478	其他非流动负债	262	262	262	262
少数股东损益	7	10	13	16	负债合计	2398	2152	2233	2243
EPS (元)	0.34	0.52	0.66	0.82	归属于母公司所有者权益	3596	3908	4292	4670
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	77	87	100	117
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	3673	3996	4393	4787
经营活动现金流净额	647	718	623	734	负债及股东权益	6071	6148	6625	7031
取得投资收益收回现金	1	10	7	12	基本指标				
长期股权投资	-7	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	48	-1017	-471	-495	每股收益	0.34	0.52	0.66	0.82
其他	-686	6	6	8	每股经营现金流	1.11	1.23	1.07	1.26
投资活动现金流净额	-644	-1001	-458	-475	市盈率	43.91	31.38	24.92	20.00
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.43	2.45	2.23	2.05
股权融资	0	8	0	0	EV/EBITDA	11.78	17.30	14.66	12.44
银行贷款增加 (减少)	1270	-544	10	-100	总资产收益率	3.3%	5.0%	5.8%	6.8%
筹资成本	-121	-33	-25	-123	净资产收益率	5.5%	7.8%	8.9%	10.2%
其他	-972	0	0	0	净利率	6.9%	9.3%	10.5%	11.8%
筹资活动现金流净额	178	-569	-15	-223	资产负债率	39.5%	35.0%	33.7%	31.9%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	181	-853	150	36	总资产周转率	0.48	0.53	0.55	0.58

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。