

投资评级 优于大市 维持

#### 股票数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 11 月 06 日收盘价(元) | 23.35       |
| 52 周股价波动(元)     | 19.60-44.49 |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 203/202     |
| 总市值/流通市值(百万元)   | 4749/4713   |

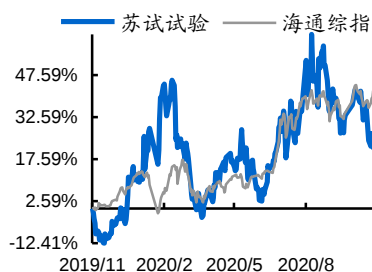
#### 相关研究

《收入快速增长, 利润同比略有亏损, 继续看好全年发展》2020.05.05

《收入快速增长, 净利润增速逐年提速》2020.04.13

《环境与可靠性试验龙头快速成长, 收购进军集成电路检测领域前景广阔》2020.03.12

#### 市场表现



|           |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|
| 沪深 300 对比 | 1M    | 2M    | 3M    |
| 绝对涨幅(%)   | -9.2  | -20.0 | -12.2 |
| 相对涨幅(%)   | -15.7 | -22.4 | -14.8 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师:张恒昶

Email:zhx10170@htsec.com

证书:S0850517110002

分析师:张高艳

Tel:0755-82900489

Email:zgy13106@htsec.com

证书:S0850520060001

联系人:刘砚菲

Tel:021-2321-4129

Email:lyf13079@htsec.com

## 2020 前三季度营收同增 65.71%, 双轮驱动业务融合转型

### 投资要点:

- 事件: 公司发布 2020 年三季报。**公司年 1-9 月实现营业收入 8.16 亿元, 同比增长 65.71%; 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 41.63%; 扣非归母净利润 0.64 亿元, 同比增长 37.50%; 实现每股收益 0.38 元/股。
- 子公司拉动营收, 制造与服务深度融合。**公司 2019 年 7 月和 12 月分别完成对重庆四达和上海宜特的收购, 2020Q3 公司营业收入增长主要系增加上海宜特并表所致。上海宜特 2020 上半年营收达 1.18 亿元, 同比增长 24.31%; 净利润 561.62 万元, 同比增加 89.94%。重庆四达 2020 上半年实现营收 5169.65 万元, 净利润 351.87 万元, 在手订单充足, 营收同比翻倍增长。公司原有业务保持稳健增长, 2020H1 公司营收同比+58.00%, 净利润同比+49.50%。扣除重庆四达和上海宜特的影响后, 营收增长 8.47%, 净利润同比增长 27.15%。
- 双轮驱动, 业务转型进行时。**2019 年公司传统的制造业务开始向产品制造服务业转型。2020H1 试验服务营收同比增长 69.52%, 占营收比例从 19 年同期 45.64%提升至 48.97%; 试验设备营收同比增长 23.15%, 占营收比例从 19 年同期 51.67%大幅降至 40.27%, 推动制造与服务深度融合。
- 融合发展实现共赢, 为战略构想助力。**2020 年 1-9 月公司毛利率、净利率分别为 41.87%、10.60% (19 年同期为 46.15%、12.04%)。下降原因主要在于并表的上海宜特毛利率与净利率较低, 2019H1 分别为 3.78%、3.12%。公司通过收购上海宜特切入第三方检测领域, 与之融合发展有助于公司逐步完成全产业链可靠性测试服务的战略构想, 使集团在检测领域成为领军者之一。上海宜特也借力公司的平台与资源实现营收与净利率的显著提升, 其 2020H1 营收同比增加 24.31%, 净利率 4.77%, 同比提高了 1.65pct。
- 期间费用降低, 经营现金流改善。**2020 年前三季度公司期间费用率较 19 年同期 31.36%降低 0.54pct, 为 30.82%。其中销售费用占营收 7.07%, 同比下降 1.08pct; 管理费用占比 20.68%, 同比下降 0.48pct; 财务费用占比 3.07%, 同增 1.02pct。公司经营现金流量净额 3242 万元, 同比增长 173.32%。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.24/1.51/1.86 亿元, 对应 EPS 分别为 0.61/0.74/0.91 元/股。参照可比公司估值, 给予公司 2021 年 35-45 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 25.90-33.30 元/股, “优于大市”评级。
- 风险提示。**(1) 收购公司发展不及预期, (2) 需求波动。

### 主要财务数据及预测

|             | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 629   | 788   | 1226  | 1493  | 1819  |
| (+/-)YoY(%) | 28.1% | 25.3% | 55.6% | 21.7% | 21.9% |
| 净利润(百万元)    | 72    | 87    | 124   | 151   | 186   |
| (+/-)YoY(%) | 17.4% | 21.3% | 41.5% | 21.9% | 23.3% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.35  | 0.43  | 0.61  | 0.74  | 0.91  |
| 毛利率(%)      | 46.1% | 46.8% | 42.6% | 42.5% | 42.5% |
| 净资产收益率(%)   | 9.0%  | 10.3% | 11.9% | 12.5% | 13.3% |

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比上市公司估值表（2021 年预测 PE，倍）

| 上市公司           | 证券代码   | 收盘价（元） | PE（倍，2021E） |
|----------------|--------|--------|-------------|
| 广电计量           | 002967 | 27.61  | 45.89       |
| 振华科技           | 000733 | 42.00  | 31.33       |
| 天银机电           | 300342 | 14.60  |             |
| 中航高科           | 600862 | 22.44  | 48.87       |
| 中航光电           | 002179 | 60.33  | 39.81       |
| 平均 PE（倍，2021E） |        |        | 41.48       |

资料来源：Wind，海通证券研究所

备注：按 2020 年 11 月 06 日收盘价计算（以上均来自 Wind 一致预测）

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标            | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 利润表（百万元）           | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标（元）</b>    |             |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>788</b>  | <b>1226</b>  | <b>1493</b>  | <b>1819</b>  |
| 每股收益              | 0.43        | 0.61         | 0.74         | 0.91         | 营业成本               | 419         | 704          | 858          | 1046         |
| 每股净资产             | 4.15        | 5.12         | 5.90         | 6.89         | 毛利率%               | 46.8%       | 42.6%        | 42.5%        | 42.5%        |
| 每股经营现金流           | 0.41        | -0.32        | 1.57         | 1.75         | 营业税金及附加            | 5           | 8            | 10           | 12           |
| 每股股利              | 0.15        | 0.13         | 0.16         | 0.20         | 营业税金率%             | 0.6%        | 0.7%         | 0.7%         | 0.7%         |
| <b>价值评估（倍）</b>    |             |              |              |              | 营业费用               | 64          | 98           | 118          | 145          |
| P/E               | 55.86       | 39.47        | 32.38        | 26.26        | 营业费用率%             | 8.2%        | 8.0%         | 7.9%         | 8.0%         |
| P/B               | 5.77        | 4.69         | 4.06         | 3.48         | 管理费用               | 109         | 169          | 206          | 252          |
| P/S               | 4.13        | 3.98         | 3.27         | 2.68         | 管理费用率%             | 13.9%       | 13.8%        | 13.8%        | 13.8%        |
| EV/EBITDA         | 23.56       | 15.32        | 12.61        | 10.57        | EBIT               | 136         | 158          | 194          | 234          |
| 股息率%              | 0.6%        | 0.5%         | 0.7%         | 0.8%         | 财务费用               | 15          | 22           | 28           | 30           |
| <b>盈利能力指标（%）</b>  |             |              |              |              | 财务费用率%             | 2.0%        | 1.8%         | 1.9%         | 1.6%         |
| 毛利率               | 46.8%       | 42.6%        | 42.5%        | 42.5%        | 资产减值损失             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 净利率               | 11.1%       | 10.1%        | 10.1%        | 10.2%        | 投资收益               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 净资产收益率            | 10.3%       | 11.9%        | 12.5%        | 13.3%        | <b>营业利润</b>        | <b>118</b>  | <b>167</b>   | <b>204</b>   | <b>251</b>   |
| 资产回报率             | 3.9%        | 4.4%         | 4.7%         | 5.0%         | 营业外收支              | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 投资回报率             | 7.8%        | 6.8%         | 7.4%         | 8.0%         | <b>利润总额</b>        | <b>118</b>  | <b>167</b>   | <b>204</b>   | <b>251</b>   |
| <b>盈利增长（%）</b>    |             |              |              |              | EBITDA             | 192         | 349          | 425          | 505          |
| 营业收入增长率           | 25.3%       | 55.6%        | 21.7%        | 21.9%        | 所得税                | 15          | 23           | 27           | 34           |
| EBIT 增长率          | 32.8%       | 16.5%        | 22.5%        | 20.5%        | 有效所得税率%            | 13.1%       | 13.5%        | 13.4%        | 13.4%        |
| 净利润增长率            | 21.3%       | 41.5%        | 21.9%        | 23.3%        | 少数股东损益             | 15          | 21           | 26           | 32           |
| <b>偿债能力指标</b>     |             |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>87</b>   | <b>124</b>   | <b>151</b>   | <b>186</b>   |
| 资产负债率             | 58.4%       | 58.6%        | 58.2%        | 57.2%        |                    |             |              |              |              |
| 流动比率              | 1.06        | 1.12         | 1.16         | 1.23         | <b>资产负债表（百万元）</b>  | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 速动比率              | 0.77        | 0.74         | 0.76         | 0.80         | 货币资金               | 420         | 400          | 450          | 500          |
| 现金比率              | 0.33        | 0.25         | 0.25         | 0.24         | 应收账款及应收票据          | 480         | 692          | 850          | 1045         |
| <b>经营效率指标</b>     |             |              |              |              | 存货                 | 292         | 471          | 575          | 705          |
| 应收账款周转天数          | 208.42      | 189.11       | 190.93       | 193.24       | 其它流动资产             | 139         | 203          | 234          | 272          |
| 存货周转天数            | 254.18      | 244.15       | 244.70       | 246.10       | 流动资产合计             | 1331        | 1767         | 2109         | 2522         |
| 总资产周转率            | 0.35        | 0.44         | 0.46         | 0.49         | 长期股权投资             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产周转率           | 1.34        | 1.93         | 2.29         | 2.82         | 固定资产               | 588         | 634          | 653          | 645          |
|                   |             |              |              |              | 在建工程               | 57          | 87           | 122          | 156          |
|                   |             |              |              |              | 无形资产               | 110         | 134          | 160          | 184          |
|                   |             |              |              |              | 非流动资产合计            | 926         | 1025         | 1106         | 1155         |
| <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>2256</b> | <b>2791</b>  | <b>3215</b>  | <b>3677</b>  |
| 净利润               | 87          | 124          | 151          | 186          | 短期借款               | 520         | 806          | 870          | 902          |
| 少数股东损益            | 15          | 21           | 26           | 32           | 应付票据及应付账款          | 176         | 285          | 352          | 427          |
| 非现金支出             | 80          | 190          | 231          | 271          | 预收账款               | 200         | 304          | 373          | 454          |
| 非经营收益             | 10          | 24           | 30           | 32           | 其它流动负债             | 363         | 183          | 220          | 262          |
| 营运资金变动            | -109        | -424         | -119         | -165         | 流动负债合计             | 1260        | 1578         | 1815         | 2045         |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>83</b>   | <b>-64</b>   | <b>318</b>   | <b>356</b>   | 长期借款               | 41          | 41           | 41           | 41           |
| 资产                | -195        | -259         | -269         | -266         | 其它长期负债             | 17          | 17           | 17           | 3            |
| 投资                | -54         | 0            | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 58          | 58           | 58           | 58           |
| 其他                | 10          | 0            | 0            | 0            | <b>负债总计</b>        | <b>1318</b> | <b>1636</b>  | <b>1873</b>  | <b>2103</b>  |
| <b>投资活动现金流</b>    | <b>-239</b> | <b>-259</b>  | <b>-269</b>  | <b>-266</b>  | 实收资本               | 136         | 203          | 203          | 203          |
| 债权募资              | 477         | 286          | 64           | 32           | 归属于母公司所有者权益        | 845         | 1040         | 1201         | 1401         |
| 股权募资              | 5           | 68           | 0            | 0            | 少数股东权益             | 94          | 115          | 141          | 174          |
| 其他                | -280        | -50          | -64          | -72          | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>2256</b> | <b>2791</b>  | <b>3215</b>  | <b>3677</b>  |
| <b>融资活动现金流</b>    | <b>201</b>  | <b>303</b>   | <b>1</b>     | <b>-41</b>   |                    |             |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>      | <b>44</b>   | <b>-20</b>   | <b>50</b>    | <b>50</b>    |                    |             |              |              |              |

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 06 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2019），海通证券研究所

# 信息披露

## 分析师声明

张恒昶 军工行业  
张高艳 军工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 宏大爆破,中航科工,内蒙一机,柯力传感,中航光电,新光光电,中航电子,中航电测,航天发展,航天电器,中航飞机,钢研高纳,火炬电子,爱乐达,中航机电,中直股份,康达新材,振华科技,西部超导,中国海防,中航高科,北摩高科,苏试试验,星网宇达

## 投资评级说明

| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br><b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A 股市场以海通综指为基准；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。 | 类 别    | 评 级  | 说 明                            |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|--------------------------------|
|                                                                                                                                                                                  | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；           |
|                                                                                                                                                                                  |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；     |
|                                                                                                                                                                                  |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；         |
|                                                                                                                                                                                  |        | 无评级  | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。   |
|                                                                                                                                                                                  | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|                                                                                                                                                                                  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|                                                                                                                                                                                  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。