

2022 年 08 月 22 日

国缆检测 (301289.SZ)

线缆检测行业稀缺性标的, 成长性突出

■ **国资背景线缆检测行业龙头, 具备多项行业内唯一检测能力:** 国缆检测脱胎自 1983 年上海电缆所成立的线缆检测中心, 是我国最早、产品范围最广、综合实力最强的线缆第三方检测服务机构之一, 也是全球范围内少数能够覆盖电力电缆、通讯电缆及光纤、裸电线及裸导体制品、电气装备用电线电缆、电磁线 (绕阻线) 五大线缆产品领域的检测机构。针对超高压直流电缆检测、高压海缆全性能检测等高端检测领域具备多项行业内唯一检测能力, 认证资质齐全, 主持并参与行业标准的制定和修订, 掌握一定行业话语权。公司具备较强的品牌公信力和线缆检测技术优势, 是线缆检测行业的稀缺性标的。

■ **公司有望深度受益于下游新能源电力及配套产业高景气:** 线缆检测行业需求涉及到线缆产品研发、制造、使用等多个环节, 下游线缆应用行业投资驱动线缆制造业的产销两旺, 进而驱动检测业务需求增长。在其众多下游应用领域中, 以新能源电力产业成长性最为突出, 这也是公司线缆检验检测业务的优势领域, 有望深度受益:

① **海上风电快速发展, 带动风电装机高景气:** 风电中高压电缆检测需求主要集中在海风送出电缆上。综合中天海缆招股书、CWEA 数据, 2014-2020 年, 我国海缆交付量和海风新增装机 CAGR 分别为 62.45%、60%, 海缆需求与海风装机成长节奏基本同步。根据沿海各省规划, 我们预计 2022-2025 年海风新增装机复合增速有望达到 41.5%, 海风快速发展带来大量的中高压电线电缆需求, 促进线缆检测行业的成长。

② **风光大基地建设催化特高压外送通道投资提速:** 我国风光大基地总体规划高达约 550GW, 一批 97.05GW 已全面开工, 二批预计有 200GW 将于十四五期间落地, 而为了解决消纳问题, 特高压投资重启加速节奏, 根据中商产业研究院数据, 2021-2025 年特高压投资规模将保持稳定增长, CAGR 达 10.98%。特高压工程的输配电线路及架空线需求催生线缆检测需求增长。

③ **新型电网系统作为新能源发电配套, 是电力产业投资重要组成部分:** 构建新型电网系统即推动电力系统向适应大规模高比例新能源方向演进, 除了需要特高压消纳体系适应大规模集中式新能源外, 量大面广的分布式能源则需要源网荷储一体化发展。根据国家电网和南方电网规划, 预计十四五期间电网投资累计超过 2.9 万亿元, 较十三五增长约 13%。

■ **持续补强高端线缆检测能力, 多领域、多区域两手布局拓宽成长边界:** IPO 募投项目体现公司高端化、多领域、多区域布局发展思路。① **高端化:** 在电力线缆检测的传统优势领域, 公司加码超高压大容量试验

公司深度分析

证券研究报告

投资评级 **买入-A**

首次评级

6 个月目标价: **62.4 元**
 股价 (2022-08-19) **53.35 元**

交易数据

总市值 (百万元)	3,201.00
流通市值 (百万元)	800.25
总股本 (百万股)	60.00
流通股本 (百万股)	15.00
12 个月价格区间	40.49/57.53 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.1	51.68	68.93
绝对收益	1.5	59.02	59.02

郭倩倩

分析师
 SAC 执业证书编号: S1450521120004
 guoqq@essence.com.cn

高杨洋

报告联系人
 gaoyy3@essence.com.cn

相关报告

及安全评估能力建设，增强超高压线缆检测竞争力，对应投资 1.2 亿，占总投资规模 39.52%，预计达产后增收 4500 万元，增利 1513 万元；

②**多领域**：在新应用领域方面，拓展高端装备用线缆检测能力，包括航天航空、工业互联网、新能源等领域，对应投资约 1 亿元，占总投资规模 32.58%，预计达产后增收 4300 万元，增利 1368 万元；③**多区域**：设立广东分支机构，对应投资 0.4 亿，占总投资规模 13.2%，形成“本部-华东”、“分部-华南”的实验室布局，有效扩大服务半径，预计达产后增收 2500 万元，增利 564.8 万，广东地区线缆产业相对集中，也有利于辐射东南亚海外市场，随着广东子公司硬件布局的不断完善，未来收入增长潜力较大。

■**投资建议**：预计 2022-2024 年，公司收入分别为 2.57、3.53、4.76 亿元，同比增长 17.58%、37.23%、34.85%，净利润分别为 0.87、1.25、1.73 亿元，同比增长 19.3%、42.5%、39.0%，对应 PE 分别为 27.5、19.3、13.9X；公司趁下游新能源电力产业发展东风，持续增强线缆检测综合竞争实力，进入业务规模扩张期，未来市占率有望稳步提升，首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 62.4 元，相当于 2023 年 30 倍的动态市盈率。

■**风险提示**：海风新增装机不及预期，包含特高压、新型电网系统在内的电力产业投资落地不及预期，公司募投项目建设进度不及预期。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	178.1	218.5	257.0	352.6	475.6
净利润	55.7	73.2	87.4	124.6	173.1
每股收益(元)	0.93	1.22	1.46	2.08	2.89
每股净资产(元)	5.27	6.57	8.28	10.35	13.24

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	57.5	43.7	36.6	25.7	18.5
市净率(倍)	10.1	8.1	6.4	5.2	4.0
净利率	31.3%	33.5%	34.0%	35.3%	36.4%
净资产收益率	17.6%	18.6%	17.6%	20.1%	21.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	56.8%	65.3%	233.7%	307.4%	859.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司分析：国资背景线缆检测行业龙头，财务表现优秀	5
1.1. 发展历程：深耕行业近四十年，线缆检测综合实力强大	5
1.2. 股权结构：国资控股技术背景深厚，管理团队经验丰富	5
1.3. 主营业务：检验检测收入占比超 90%，线缆检测为核心业务	6
1.4. 财务分析：业绩稳步提升，盈利能力强	8
1.5. 客户群体：市场分散、客户多样化特征明显	9
2. 行业监管趋严配合下游新能源电力景气，有望驱动线缆检测行业持续扩容	10
2.1. 驱动力一：行业市场化、监管严格化发展，推动线缆检测市场扩容	11
2.2. 驱动力二：新能源电力及配套产业高景气驱动线缆检测需求增长	13
2.2.1. 风电：海上风电高速发展，催化海缆需求持续扩张	13
2.2.2. 特高压：风光大基地建设催化特高压外送通道投资提速	14
2.2.3. 新型电网系统：为适应大规模高比例新能源，新型电网配套同样是未来投资重点	16
3. 公司品牌、技术优势明显，多领域、多区域两手布局拓宽成长边界	17
3.1. 公司资质认证齐全，品牌公信力优势突出，具备获客的扎实基础	17
3.2. 凭多项业内唯一检测能力，在新能源电力及配套产业线缆检测领域优势明显	19
3.3. 设备投入增强订单执行力，向高端化、多领域、多区域布局发展	20
3.3.1. 提高超高压电力线缆检测竞争力，增强高端装备领域线缆检测实力	21
3.3.2. 增设分支机构扩大服务半径，实现国内外市场全面拓展	22
4. 盈利预测与投资建议	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：国缆检测公司发展历程	5
图 2：强大国资背景，共助企业前行	5
图 3：国缆检测核心业务检验检测收入占比维持 90%以上	7
图 4：2018-2021 年检验检测细分业务收入结构不断优化	7
图 5：2018-2021 年国缆检测营业收入及增速	8
图 6：2018-2021 年国缆检测归母净利润及增速	8
图 7：2018-2021 年公司盈利能力保持高位稳定	8
图 8：国缆检测核心业务毛利率	8
图 9：国缆检测营运效率较高	9
图 10：经营性现金流量状况良好，盈利质量较高	9
图 11：2017-2021 年电力领域检测市场规模增速达 23.35%	10
图 12：中国检验检测行业趋于规范化、市场化	11
图 13：线缆下游应用领域投资增长带动检测需求提升	13
图 14：我国海上、陆上风电新增吊装规模及预测	14
图 15：“十四五”大型清洁能源基地及输电通道布局示意图	14
图 16：国家电网在建在运特高压工程示意图	15
图 17：中国特高压累计输电量持续提升	15
图 18：2021-2025 中国特高压投资规模预期保持增长	15

图 19: 2017-2021 年中国电源投资额.....	16
图 20: 中国新型储能累计装机预测.....	16
图 21: 2010-2021 年全国电网投资规模.....	17
图 22: “十四五”全国电网计划投资规模创新高.....	17
图 23: 国缆检测本科及以上学历超 60%.....	19
图 24: 公司研发投入不断提升.....	19
图 25: 国缆检测资本开支主要用于检测设备更新和补充.....	20
图 26: 2018-2021 年国缆检测固定资产规模.....	20
图 27: 华东地区贡献国缆检测约 65% 的营业收入, 其他地区及海外贡献相对有限.....	22
图 28: 2021 年全国检验检测机构营收地区分布图, 长三角、珠三角产业优势明显.....	24
表 1: 公司管理团队及核心技术人员经验丰富.....	6
表 2: 核心业务检验检测.....	6
表 3: 检测项目丰富, 能满足下游客户多元需求.....	7
表 4: 国缆检测不同客户结算方式.....	9
表 5: 2018-2021 年公司前五大客户情况.....	10
表 6: 检测行业政策、法律法规及规章制度的制定或修订对行业造成的影响.....	12
表 7: 清洁能源基地、海上风电基地、输电通道分布.....	15
表 8: 国缆检测认证资质齐全.....	17
表 9: 国缆检测获认可的国内外判定标准和检测方法标准.....	18
表 10: 国缆检测作为召集人主持起草 7 项标准.....	18
表 11: 公司高级管理人员、核心技术人员担任多重专家身份.....	19
表 12: 国缆检测依靠六大核心技术引领行业.....	20
表 13: IPO 募投项目进一步拓宽公司检测业务覆盖领域, 扩大服务半径.....	21
表 14: 国缆检测超高压大容量试验项目和高端装备线缆检测项目投资明细及收益估计.....	22
表 15: 设立广东全资子公司项目中设备投资明细.....	23
表 16: 公司重要电缆客户在广东有新增产能规划.....	23
表 17: 国缆检测业务拆分及收入预测 (百万元)	25

1. 公司分析：国资背景线缆检测行业龙头，财务表现优秀

1.1. 发展历程：深耕行业近四十年，线缆检测综合实力强大

国缆检测是我国最早、产品范围最广、综合实力最强的线缆第三方检测服务机构之一，早在1983年上海电缆所便成立了线缆检测中心，在1985年取得中国电工行业首张检测机构认可证书获得机构（证书编号：电检字001），1990年成为首家获得国家级线缆质检中心授权的检测机构。2003年，公司前身上海赛克力成立，2015年，上海电缆研究所将30余年积累发展的检测资源和资质进行公司制整合，赛克力更名为上海国缆检测中心有限公司，2022年成功于创业板上市。公司是全球范围内少数能够覆盖电力电缆、通讯电缆及光纤、裸电线及裸导体制品、电气装备用电线电缆、电磁线（绕组线）五大线缆产品领域的检测机构。

图 1：国缆检测公司发展历程

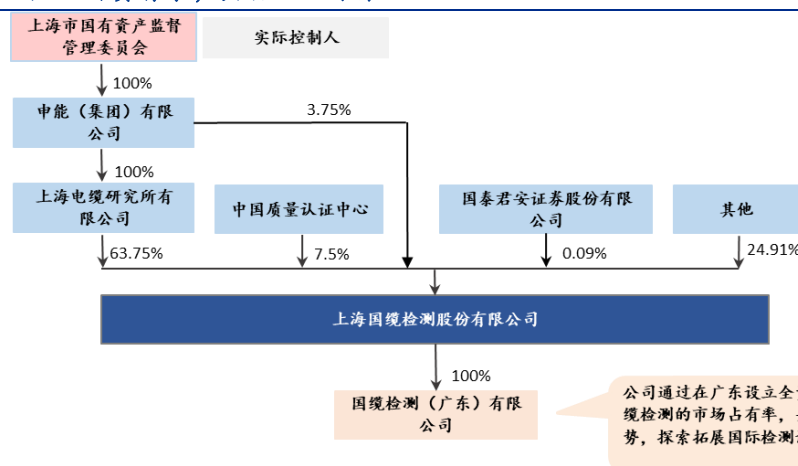


资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 股权结构：国资控股技术背景深厚，管理团队经验丰富

公司股权集中，国资控股背景，技术研发底蕴深厚。上海电缆研究所直接持有公司 63.75% 的股权，是公司直接控股股东，中能集团作为上海电缆研究所控股股东，通过直接、间接方式合计持有公司 67.5% 的股权，属于公司间接控股股东。前者上海电缆研究所是中国唯一的集电线电缆研究开发、工程设计、测试检验、信息会展服务及行业工作于一体的研究机构，后者中能集团是上海市重大能源基础设施的投资建设主体和主要的电、气能源产品供应商，先后涉足风力和太阳能发电、天然气发电、分布式供能等多个业务领域。两者在科研资源、业务拓展方面有望持续给予公司有力支持。

图 2：强大国资背景，共助企业前行



资料来源：wind，安信证券研究中心

管理团队经验丰富，技术人才队伍是公司主力。公司现任管理层及核心技术人员多数出身于上海电缆所，具备工程师职称，且大部分人拥有过超过 20 年以上相关技术、管理工作经验，整体产业背景深厚。公司主要围绕以技术人才为主的发展模式，2021 年，公司员工总人数 175 人，其中技术人员 128 人，占比 73%。

表 1：公司管理团队及核心技术人员经验丰富

管理层	职务	履历
周赤忠	董事长,董事	本科学历,硕士研究生学位,高级工程师职称.2005 年 8 月至 2006 年 12 月,就职于上海联合滚动轴承有限公司,任总经理,党委书记.2006 年 12 月至 2010 年 6 月,就职于上海电站辅机厂有限公司,任执行董事,总经理,党委书记.2018 年 5 月至今,就职于上海电缆所,历任总经理,党委副书记,现任上海电缆所党委书记,执行董事.2019 年 7 月至今,任中能集团副总裁.2018 年 7 月至今任公司董事长.
黄国飞	总经理、核心技术人员	本科学历,正高级工程师职称.2002 年 7 月至 2015 年 12 月就职于上海电缆所,历任科技开发中心项目工程师,技术经理,副主任.2016 年 1 月至 2021 年 4 月,任公司副总经理;2021 年 4 月至今,任公司总经理.
范玉军	副总经理、核心技术人员	研究生学历,正高级工程师职称.2005 年 7 月至 2016 年 12 月就职于上海电缆所,历任检测中心工程师,研究室主任.2017 年 1 月至 2017 年 7 月,任公司中高压产品部部长.2017 年 7 月至今,任公司副总经理.
丁薇霞	副总经理	本科学历,高级工程师职称.1993-2001 年,上海电缆所技术服务;2001-2014 年,上海赛克力光电有限公司,任副总经理;2014-2018 年,就职于上海电缆所,任行政管理办公室主任(2018 年兼任国缆有限副总经理);2019 年 1 月至今,任公司副总经理.
褚晓平	财务总监	大专学历,中级会计师职称.1991 年起,历任上海电缆所财务处财务核算,上海赛克力光电有限公司财务主管,国缆检测财务部副部长.2021 年 4 月至今,任公司财务总监.
王晨生	董事会秘书	研究生学历,工程师职称.2002 年起,历任上海电缆所项目工程师,EMTC 副经理,项目经理,质管办主任.2017-2020 年,就职于国缆有限,任工会主席,综合管理部部长,技术发展部部长;2020 年 12 月起至今,任公司职工代表董事,董事会秘书,工会主席.

资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

1.3. 主营业务：检验检测收入占比超 90%，线缆检测为核心业务

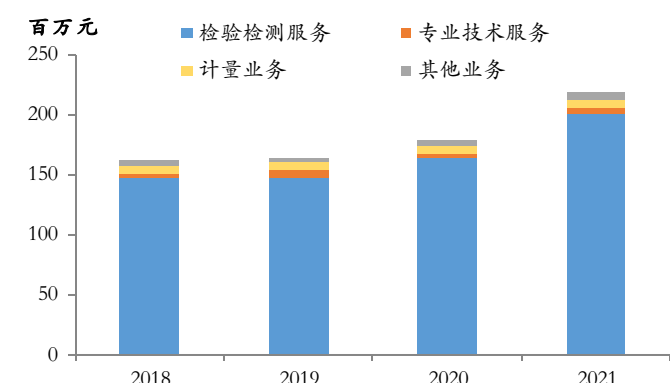
公司主营业务包括检验检测服务、计量服务以及专业技术服务。2021 年公司检验检测服务营业收入约 2 亿元，占公司总营收的 91.48%，是第一大主营业务收入来源。公司根据工业产品分类、标准体系以及用户需求，将检验检测业务主要划分为中高压线缆、低压电缆、通信电缆及光纤光缆、电工材料及电器附件、能力验证五大领域，其中中高压和低压线缆检测业务 2021 年营收分别为 1.0、0.7 亿元，合计占比超 70%，是公司经营的核心所在。

表 2：核心业务检验检测

主营业务	业务介绍	2021 年收入 (百万元)	占比
检验检测服务	检验检测即公司根据委托方的检验检测需求，运用专业的仪器设备、科学方法、标准和技术规范以及相关技术对委托产品的质量、安全、性能等方面进行检验、测试、鉴定等活动，并向委托方或其检测相关方出具检验检测报告，供委托方或其检验检测相关方依据检验检测结果评定委托检验产品是否符合相关标准和技术规范的要求。	199.93	91.48%
专业技术服务	公司除提供检验检测及计量服务外，还凭借自身在线缆检测领域突出的技术优势，为客户提供专业培训、检查监造、标准制定、工厂审查、应用评估、工程服务等专业技术服务。	4.84	2.21%
计量业务	计量是指利用专业的技术手段实现单位统一和量值溯源及准确可靠的测量校准活动，亦称设备校准，与检验检测以产品作为检测对象不同，计量对设备进行相应测试。	7.46	3.41%
其他业务	-	6.32	2.89%

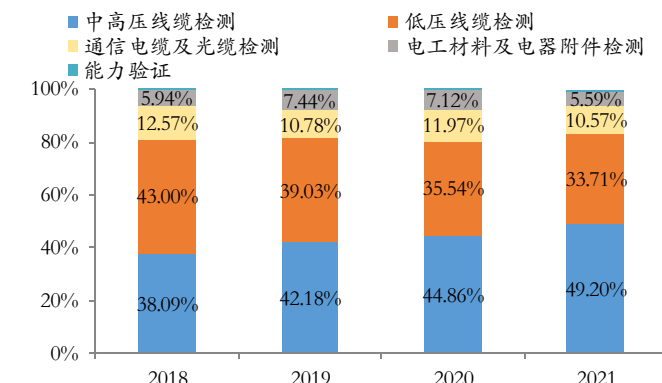
资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

图 3：国缆检测核心业务检验检测收入占比维持 90%以上



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2018-2021 年检验检测细分业务收入结构不断优化



资料来源：wind，安信证券研究中心

检验检测内容丰富，满足不同下游客户多元化检测需求。检验检测是公司深耕多年的业务领域，具备技术和经验优势。目前公司检验资质认可齐全，可以按照国标、行标、团标以及主要发达国家标准等进行测试，可检验产品相对多样，客户群体庞大，每年对外提供检测报告逾万份。针对不同的下游产品，公司提供的检测项目种类丰富且内容全面，可以满足绝大部分客户的检测需求，一般包括电气性能、非电气性能和机械物理性能等。其中电线电缆是用以传输电（磁）能、信息和实现电磁能转换的线材产品，由一根或多根导体线芯，以及它们各自可能具有的包覆层、总保护层及外护层组成，特别是中高压线缆，其指电压为 10kV 及以上用于输电与配电的电缆和架空输电线，其主要检测项目、参数、性能相对丰富、多样。

表 3：检测项目丰富，能满足下游客户多元需求

业务类别	检验产品对象	主要检验参数或性能
中高压线缆检测	高压及超高压交流陆缆及附件、中压交流陆缆及附件、交流海缆及附件、直流电缆及附件、管型母线系统、电缆用金具和架空导线/地线及其金具等	电缆的主要非电气性能：结构尺寸；老化前后机械性能；热塑性能；空气烘箱失重性能，热冲击性能，耐臭氧性能，热延伸性能，吸水性能，收缩性能，外护套刮磨性能，透水性能，燃烧特性等； 电缆的主要电气性能：局部放电性能、工频耐压性能、冲击耐压性能、弯曲性能及随后的局部放电性能；tanδ 参数；加热循环性能及随后的局部放电性能；冲击电压性能及随后的工频电压性能等； 中压电缆附件性能：恒压负荷循环性能，浸水性能，短路动热稳定性能，耐潮湿或盐雾性能等； 高压电缆附件性能：接头的外保护层性能，终端组装后的密封性能，支柱绝缘子的电压性能，户外终端短时工频电压性能（湿试），无线电干扰性能等； 架空导/地线及金具性能：总拉断力、应力应变性能、弹性模量、交直流电阻比、振动疲劳性能、蠕变性能、线膨胀性能、绞线电晕及无线电干扰性能、温度-弧垂特性、大跨越导线消振性能等
低压线缆检测	1kV 及以下电力电缆、电气装备用线缆、控制电缆	直流电阻、绝缘电阻、耐压性能、绝缘抗张强度和伸率、护套抗张强度和伸率、阻燃耐火性能、耐环境性能、寿命疲劳参数等
通信电缆及光缆检测	同轴通信电缆、对称通信电缆、通信用光缆、室内室外通信光缆及附件、电力架空光缆及金具附件、海底光缆及附件、各类光电复合缆等	通信电缆参数：工作电容、电容耦合及电容不平衡、阻抗及阻抗不均匀性、特性阻抗、串音、衰减、屏蔽系数、电阻、传播延迟、反射系数、回波损耗、驻波比、转移阻抗等； 光缆及光电复合缆参数及性能：光学几何和传输参数、光纤环境性能、光缆机械性能、光缆环境性能； 电力光缆及金具参数及性能：盐雾、握力、功率特性、防振效果评估、振动疲劳、转向角、垂直载荷、舞动、过滑轮、拉伸应变、张力下弯曲、风振、应力应变、蠕变性能、耐电痕性能、紫外老化性能等
电工材料及电器附件检测	聚氯乙烯料、低烟无卤阻燃电缆料、聚乙烯电缆料、半导电屏蔽料、电缆用云母带、电缆用阻水带/纱、自粘带、金属塑料复合带、电缆用油脂、铜铝等单线产品和电器附件等	物理化学参数及性能：密度、硬度、熔体流动速率、金属单线的强度和伸长率、热变形、低温冲击、耐臭氧性能、热老化性能、光老化性能、浸热水、浸油，耐酸碱性能、耐环境应力开裂性能、耐热应力开裂、200 度热稳定、熔点、玻璃化转变温度、活化能、热寿命、氧化诱导温度和时间、碳黑分散、红外分析、凝胶含量、维卡软化温度、防白蚁性能、耐电痕性能、抗开裂性能等； 电气性能：体积/表面电阻率、击穿电压、耐电压、介电常数、介质损耗、绝缘电阻和电气强度等； 机械力学参数及性能：拉伸/抗撕裂性能、冲击强度、弯曲强度/模量、环刚度、定伸变形、低温拉伸等； 燃烧参数及性能：氧指数、烟密度、垂直燃烧性能、水平燃烧性能、毒性指数、产烟毒性分级、碳黑含量、pH 值和电导率、氟含量、卤酸气体含量等
能力验证	针对各类型的检验检测机构，包括线缆制造/用户实验室、第三方检测机构、科研院所、海关技术中心等。	2013 年 9 月 25 日起获得 CNAS 认可，并符合 ISO/IEC17043《能力验证计划提供者能力》的要求。 能力验证的检测项目能够覆盖电气领域中材料试验、电学试验、结构判定、性能测试等四大领域 ，获认可的检测领域能力范围包括导体直流电阻、绝缘电阻、绝缘或护套平均厚度、高温压力、抗张强度、绝缘热延伸、金属导体拉力试验、单根绝缘电线电缆火焰垂直蔓延试验等

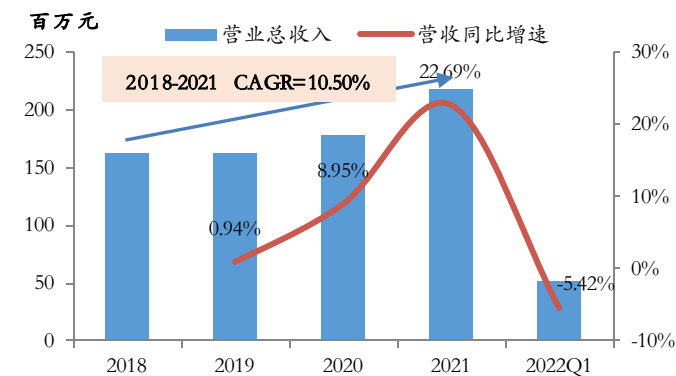
资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

1.4. 财务分析：业绩稳步提升，盈利能力强

公司业务规模稳定扩张，整体业务量受疫情影响较小。2018-2021 年，公司营业收入从 1.6 亿元增长至 2.19 亿元，复合年均增长率为 10.50%；归母净利润从 0.56 亿元增长至 0.73 亿元，复合年均增长率为 9.32%。根据公司招股书，2022 年 H1，公司估计营收 0.78-0.88 亿元，同比下滑 15.5%-25.1%，归母净利润 0.26-0.29 亿元，同比下滑 16.5%-25.3%，主要系上半年上海地区疫情防控影响客户检测样品寄送、报告邮寄等环节所致。

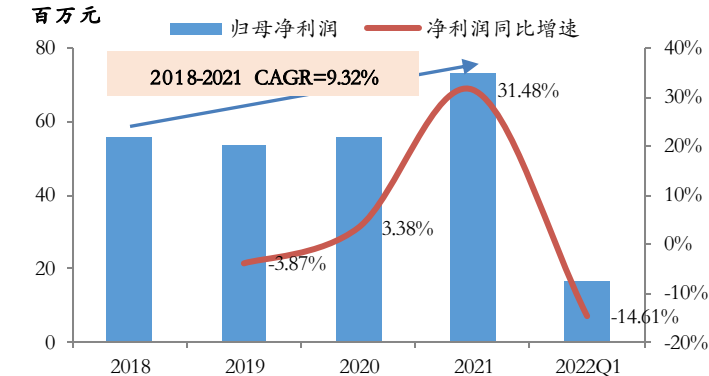
我们认为，疫情主要影响收入确认进度，并没有压制行业需求，预计全年仍有望实现正增长，主要系：①在手订单充足：疫情期间公司参与招投标、签署订单的工作持续开展，为复工后积累了充足的业务订单。根据招股书披露，截至 2022 年 5 月，在手订单合计超过 0.8 亿元，较去年同期略有增长，且预计基本能够在本年实现收入；②检测需求刚性：公司所在地与我国华东线缆产业聚集区域高度重合，华东地区竞争对手亦受疫情波及，但由于向第三方机构采购检测报告是刚性需求，因此积压了较多的未检样品，目前华东地区顺利复工复产，预计将逐步释放积压需求。

图 5：2018-2021 年国缆检测营业收入及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

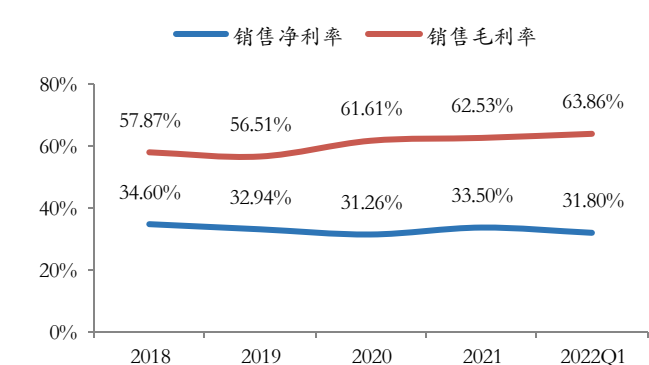
图 6：2018-2021 年国缆检测归母净利润及增速



资料来源：wind，安信证券研究中心

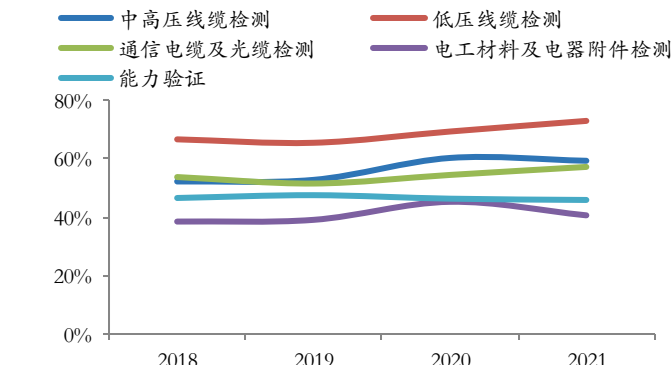
盈利水平基本保持高位稳定。2018-2021 年，公司销售毛利率由 57.87% 提升至 62.53%，主要系①新能源电力行业快速发展背景下，质量检测不断趋严；②公司趁宝山新基地的建设，加强对高压、超高压线缆检测试验能力，中高压线缆检测业务毛利率由 52.3% 提升至 59.4%；③为以航空线缆为代表的高端装备用线缆检测业务占比提升，低压线缆检测业务毛利率由 66.7% 提升到 73.0%；净利率方面，公司销售净利率稳定在 30% 以上，盈利能力强且稳定。

图 7：2018-2021 年公司盈利能力保持高位稳定



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8：国缆检测核心业务毛利率



资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

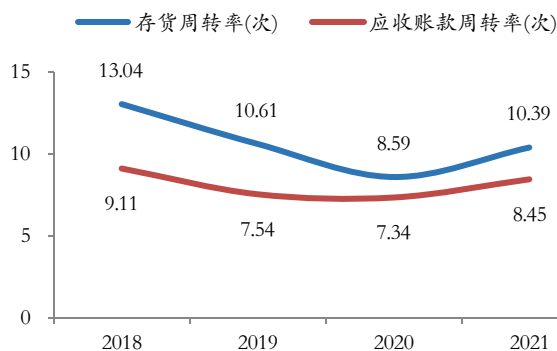
公司经营周期短，现金流表现良好。从营业周期来看，2019-2021 年，公司营业周期分别为 68.5、76.2、62.8 天，存货、应收账款周转率均处于较高水平，经营周期相对较短。从结算方式来看，分为定期结算和按订单结算两种，同时公司按照信用级别将客户分为三类，账期通常都在一年以内，销售回款良好，2019-2021 年经营活动产生的现金流量净额占净利润的比例分别为 139.4%、123.8%、162.5%，公司经营活动获现能力较强，盈利质量较高。

表 4：国缆检测不同客户结算方式

类别	分类标准	结算方式
VIP 客户	与公司持续保持稳定的业务往来，且年度委托金额达到一定标准的客户	优先检测并向客户发送报告，信用周期大多为 1 年，每年分次结算
白名单客户	与公司发生业务往来，但年度委托金额未达到 VIP 标准的客户	合约型 根据合同约定给予信用期，信用周期通常不超过 1 年，按合同约定结算
		非合约型 公司要求客户在报告发出前进行付款
风控客户	与公司业务往来频率较低，且信用风险相对较高的客户	通常情况下，客户先行付款，公司再安排检测并发送报告，合同另有约定的按合同执行

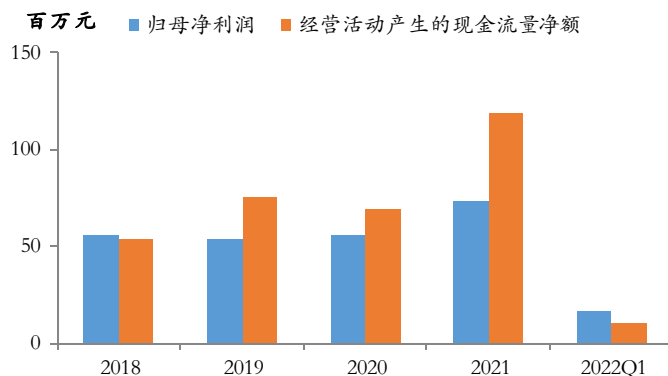
资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

图 9：国缆检测营运效率较高



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 10：经营性现金流量状况良好，盈利质量较高



资料来源：wind，安信证券研究中心

1.5. 客户群体：市场分散、客户多样化特征明显

公司前五大客户占比有限，侧面印证市场分散，客户类型多样化的市场特征。2019-2021 年，公司前五大客户收入占比基本维持在 15% 左右，每年对外提供检测报告逾万份，客户群体庞大，主要客户分三类：①**线缆制造**：中天科技、宝胜股份、汉缆股份、亨通集团、上上电缆、普睿司曼、特变电工、杭电股份、起帆电缆等国内外知名电线电缆及光纤光缆生产企业；②**线缆用户**：国家电网、南方电网、中石油、中石化等重要用户，以及轨道交通（磁浮、高铁、地铁等）、航空航天等重大工程建设企业；③**其他独立检测、认证机构**：CTC、CRCC、UL、TUV、DEKRA、CQC 等产品认证机构。综合来看，单一客户对公司影响有限，因此扩大有效服务覆盖区域和下游线缆行业增长对公司业务规模扩大相对重要。

表 5：2018-2021 年公司前五大客户情况

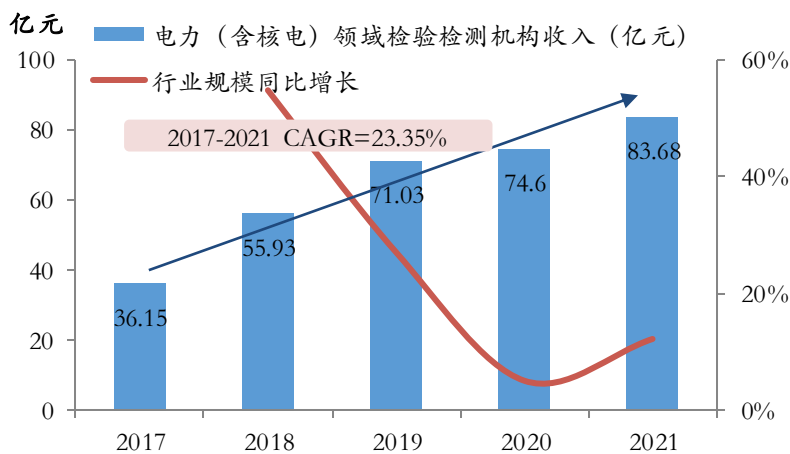
报告期	序号	单位名称	销售金额（百万元）	销售占比（%）
2019	1	中天科技集团有限公司	10.52	6.43
	2	特变电工股份有限公司	4.66	2.85
	3	宝胜科技创新股份有限公司	3.91	2.39
	4	青岛汉缆股份有限公司	3.84	2.35
	5	亨通集团有限公司	3.48	2.13
	前五大客户合计		26.41	16.15
2020	1	中天科技集团有限公司	10.29	5.77
	2	亨通集团有限公司	6.36	3.57
	3	普睿司曼（中国）投资有限公司	3.57	2.00
	4	特变电工股份有限公司	3.05	1.71
	5	青岛汉缆股份有限公司	2.95	1.66
	前五大客户合计		26.21	14.71
2021	1	中天科技集团有限公司	12.51	5.72
	2	特变电工股份有限公司	9.52	4.36
	3	宝胜科技创新股份有限公司	4.76	2.18
	4	青岛汉缆股份有限公司	4.32	1.98
	5	亨通集团有限公司	3.81	1.74
	前五大客户合计		34.92	15.98

资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

2. 行业监管趋严配合下游新能源电力景气，有望驱动线缆检测行业持续扩容

线缆检测行业规模稳步增长。根据国家市场监督管理总局、中国认监委发布的《全国检验检测服务业统计报告》，2017-2021 年，电力（含核电）检测领域的收入规模从 36.15 亿元增长到 83.68 亿元，四年复合增速达 23.35%。电力（含核电）细分领域主要包含线缆检验检测，此外还有输变电类设备检测、发电设备检测、安全变压器及类似设备检测、充电桩和整流逆变设备等其他检测小类。

图 11：2017-2021 年电力领域检测市场规模增速达 23.35%



资料来源：《全国检验检测服务业统计报告》，安信证券研究中心

2.1. 驱动力一：行业市场化、监管严格化发展，推动线缆检测市场扩容

中国检验检测市场不断完善，行业发展趋于规范化、市场化。检验检测与计量、标准化、认证认可共同构成国家质量基础设施，是现代服务业的重要组成部分。作为重要生产性服务业，我国检验检测行业发展历程按照市场化程度，具体可划分为以下四个阶段：

(1) 1980-1990 年：检验检测行业初步发展，政府管制特征明显。改革开放后，我国检验检测行业特别是进出口商品检验得到了初步发展，中国检验认证集团的前身中国进出口商品检验总公司于 1980 年 7 月成立，标志着我国检验检测机构的诞生，但政府管制特征明显行业，国家检验检测机构实施所有商检工作。

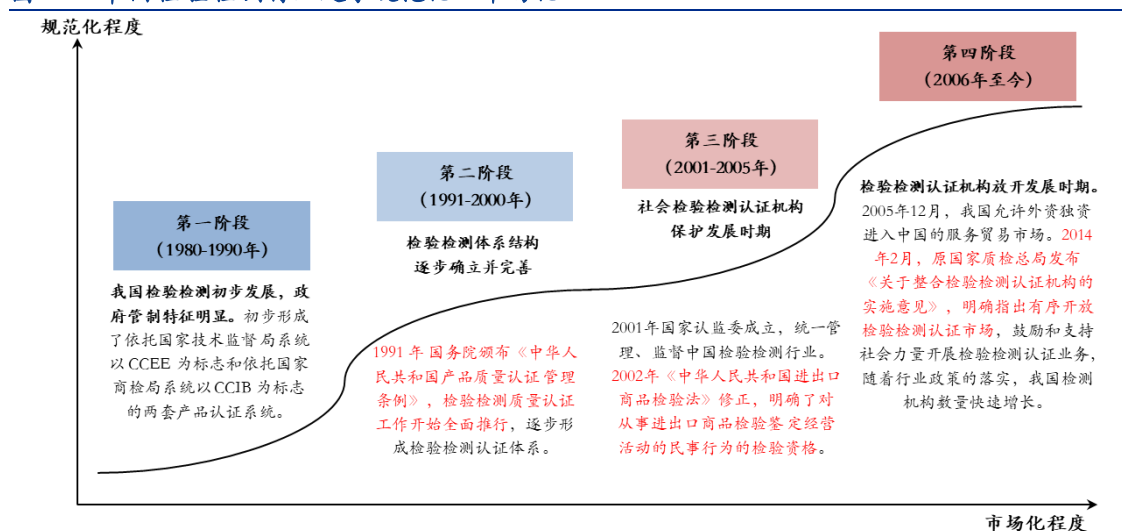
(2) 1991-2000 年：检验检测体系结构逐步确立并完善。1991 年 5 月国务院正式颁布了《中华人民共和国产品质量认证管理条例》，检验检测体系结构逐步确立并完善，形成了包括组织结构、法律制度、监督管理、认证认可、实验室资质评价、国际合作等在内的检验检测认证体系。

(3) 2001-2005 年：社会检验检测认证机构保护发展时期。随着 2021 年国家认监委的成立，行业进入统一管理和监管的新阶段；2002 年，《中华人民共和国进出口商品检验法》修正，明确了对从事进出口商品检验鉴定经营活动的民事行为的检验资格，部分社会资本开始进入检验检测领域，行业由政府管制转为政府监管，市场化程度提高。

(4) 2006 年至今：各种检验检测认证机构放开展展时期。2006 年，外资检测机构开始进军中国市场，基本形成当前国有检测机构、民营检测机构、外资检测机构三大类独立第三方检测机构格局。2014 年 2 月，原国家质检总局发布《关于整合检验检测认证机构的实施意见》进一步检验检测认证市场。

行业成长趋于规范化、市场化，符合第三方质量信用服务机构的属性，有利于检测机构依靠创新与研发优势抓住新产品、新技术等新业态催生的新型检验检测认证需求带来的机遇，助力企业自身成长并逐步扩大优质检测企业市场份额。

图 12：中国检验检测行业趋于规范化、市场化



资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

国家对电线电缆制造的监督力度持续加强、检测标准的不断完善。在监管趋严背景下，线缆检测需求持续增长的同时，研发实力强、品牌及公信力认可度高的检测机构有望优先受益。

(1) 行业政策推动检测行业加速成长。2018 年 1 月国务院发布《国务院关于加强质量认证体系建设促进全面质量管理的意见》，明确制定促进检验检测认证服务业发展的产业政策，逐步提升检验检测行业在国民经济发展中的地位，推动广大企业和全社会加强全面质量管理，全面提高产品、工程和服务质量，使全社会产生更多的检测需求，进而促进检验检测行业的

加速成长。2021 年 3 月国家发改委等十三部门联合发布《关于加快推动制造业高质量发展的意见》，提出加快检验检测认证服务业市场化、国际化、专业化、集约化、规范化改革和发展，并支持符合条件的制造业企业到主板、创业板及境外资本市场上市融资，该文件的出台进一步明确检验检测行业未来发展格局。

(2) **法律法规及行业规章制度明确质量监管趋严趋势。**2021 年 4 月 8 日，国家市场监督管理总局发布《检验检测机构监督管理办法》，全面落实检验检测机构对检验检测行为和结果的主体责任，加强监管部门监管力度，丰富其监管手段。2021 年 4 月 22 日，国家市场监督管理总局修订《检验检测机构资质认定管理办法》，在检测机构资质认定的程序上进行了必要简化，同时提出对检验检测机构更高的执业质量要求，使检验检测营商环境进入有序自调节的良性循环，优化检验检测行业的竞争格局。

(3) **国家对电线电缆生产标准要求不断完善与严格。**2020 年国家标准化管理委员会对 GB/T12706.2 等多项检测标准进行了修订，GB/T12706.2-2020 增加了无卤混合护套料(ST₈)、增加了 ST₈ 无卤混合护套料的机械性能、高温压力、低温性能等试验、增加了粗圆金属丝直径的规定、修改了外护套厚度等要求，相比 GB/T12706.2-2008 在材料和性能方面均有更高及更全面的要求。

表 6：检测行业政策、法律法规及规章制度的制定或修订对行业造成的影响

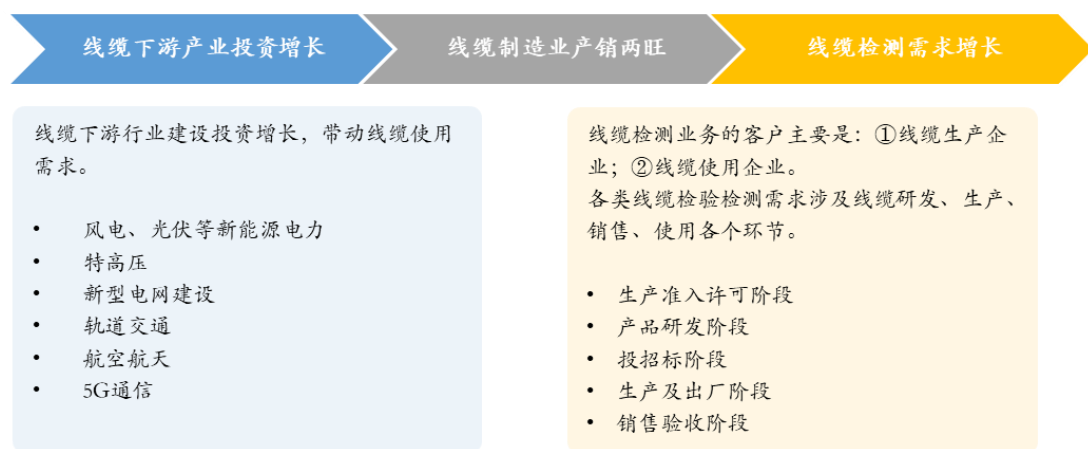
	法律法规及行业政策	时间	制定/修订单位	内容/影响
行业政策	发布《国务院关于加强质量认证体系建设促进全面质量管理的意见》	2018 年 1 月	国务院	将制定促进检验检测认证服务业发展的产业政策，对符合条件的检验检测认证机构给予高新技术企业认定，鼓励组建产学研用一体化的检验检测认证联盟，推动检验检测认证与产业经济深度融合。该文件的出台，极大地提升了检验检测行业在国民经济发展中的地位，推动广大企业和全社会加强全面质量管理，全面提高产品、工程和服务质量，而且使得全社会产生更多的检测需求，促进了检验检测行业的加速成长。
	发布《战略性新兴产业分类（2018）》	2018 年 11 月	国家统计局	将“检验检测认证服务”列为战略性新兴产业
	发布《关于加快推动制造业高质量发展的意见》	2021 年 3 月	国家发改委等十三部门	提出加快检验检测认证服务业市场化、国际化、专业化、集约化、规范化改革和发展，提高服务水平和公信力，此外，支持符合条件的制造业企业到主板、创业板及境外资本市场上市融资。该文件的出台进一步促进检验检测行业快速成长。
	发布《市场监管总局关于进一步深化改革促进检验检测行业做优做强的指导意见》	2021 年 9 月	国家市场监督管理总局	促进检验检测行业做优做强的总体考虑和发展目标，到 2025 年，检验检测行业的总体技术能力、管理水平、服务质量和公信力显著提升，涌现一批规模效益好、技术水平高、行业信誉优的检验检测企业，培育一批具有国际影响力的检验检测知名品牌。
法律法规及规章制度	发布《检验检测机构监督管理办法》	2021 年 4 月 8 日	国家市场监督管理总局	该管理办法为首部规范检验检测机构从业行为、营造公平有序市场环境的规章制度。主要内容包括：规定了检验检测机构的主体责任和从业要求，明确机构对检验检测报告承担主体责任，规定了监督管理要求，确立了“双随机、一公开”的监管方式，规定了能力验证、分类监管、信用监管等新型监管手段，规定了法律责任及处罚条款。 《检验检测机构监督管理办法》全面落实了检验检测机构对检验检测行为和结果的主体责任，健全对参与检验检测活动从业人员的全过程责任追究机制，为监管部门加强监管力度、丰富监管手段提供了制度性支撑。
	修订《检验检测机构资质认定管理办法》	2021 年 4 月 22 日	国家市场监督管理总局	本次修订将“告知承诺”的资质认定形式写入了国家部委的部门规章中，将检验检测机构获得资质认定的途径由“先评后证”政府背书，转换为“先证后核”的市场主体首责，并加大后续监督核查力度。该项规章制度的修订，在检测机构资质认定的程序上进行了必要简化，同时提出对检验检测机构更高的执业质量要求，使检验检测营商环境进入有序自调节的良性循环，优化检验检测行业的竞争格局。

资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

2.2. 驱动力二：新能源电力及配套产业高景气驱动线缆检测需求增长

下游线缆应用行业投资驱动检测业务需求增长。线缆检测的市场景气状况与终端应用领域的投资建设密切相关，与线缆制造业销售规模亦呈正向相关关系。线缆检验检测行业下游客户主要分两类：①**线缆生产企业**：特点为制造厂家众多，集中度低，产品种类繁多；②**线缆用户**：如国家电网、南方电网以及大量基建企业等在线缆的使用过程中也需进行进一步的检测。因此，一方面，产品检测需求深入到线缆研发、制造、使用等多个环节；另一方面，线缆下游应用相对广泛，包括电力、石油、化工等传统工业领域以及城市轨道交通、汽车、造船等高端装备领域，下游行业快速发展，带动我国电线电缆消费升级，产品结构持续优化。在线缆众多下游应用领域中，以新能源电力产业成长性最为突出，也是公司线缆检验检测业务的优势领域，贡献营收比重较高。

图 13：线缆下游应用领域投资增长带动检测需求提升



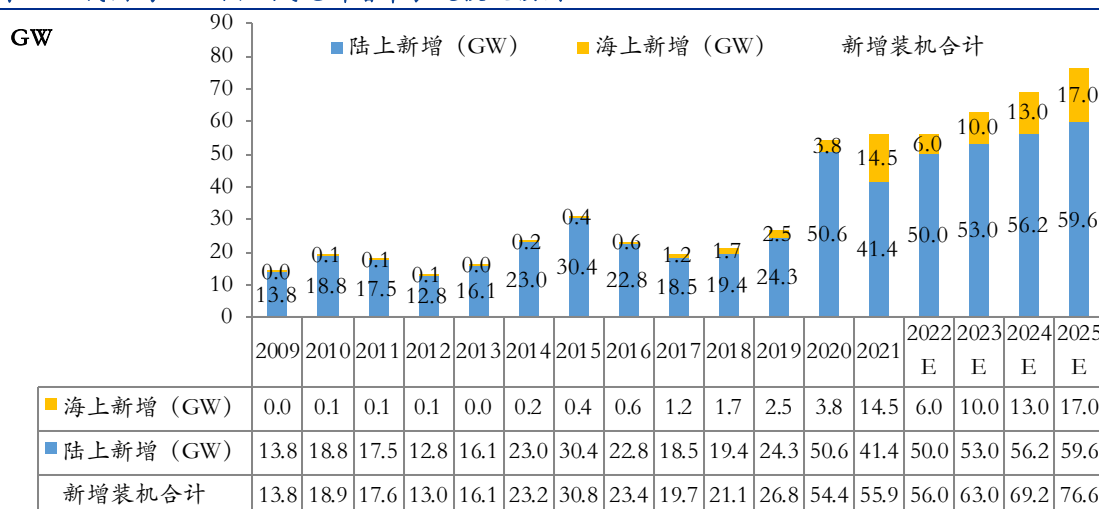
资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

2.2.1. 风电：海上风电高速发展，催化海缆需求持续扩张

海缆需求与海风装机同步增长，海风产业发展创造线缆检测需求成长契机。风电产业中，除了海陆风都需要的 35kV 级集电线路电缆外，线缆检测需求主要集中在海风送出电缆上，属于中高压电缆且技术壁垒更高，对应价值量显著高于陆缆，以东方电缆 2021 年年报数据为例，海缆均价约为 230 万元/公里，陆用电缆均价一般为 10-50 万元/公里。根据中天海缆招股书提供的 4C Offshore 数据，2014-2020 年，我国海缆交付量从 158km 增长至 2904km，年均复合增速达 62.45%。对比海风年新增装机规模成长，根据 CWEA 数据，2014-2020 年，我国海风新增装机从 0.23GW 增长至 3.85GW，复合增速达 60%，同海缆交付量增速基本吻合。

海风是风电新增装机增长主要动力。继 2020 年陆风抢装、2021 年海风抢装后，我国风电产业迎来平价上网阶段，其发展核心驱动力由政策转变为市场竞争为导向，新增装机水平有望保持稳定增长。据水规院《中国可再生能源发展报告 2021》，预计 2022 年新增规模将在 56GW 以上，其中陆风 50GW，海风 6GW。2022-2025 年，假设年新增装机保持增长趋势，其中陆风年均复合增速约为 6%，海风参考沿海各省规划，预计各年新增分别约为 6、10、13、17GW，年均复合增速 41.5%，保持较快增长，是拉动新增装机规模提升的主要动力。海上风电的高速发展将会带来大量的中高压电线电缆需求，进而促进线缆检测行业的成长。

图 14：我国海上、陆上风电新增吊装规模及预测



资料来源：CWEA，沿海各省份关于十四五海风装机政策规划，安信证券研究中心测算（《风电大型化专题报告：大型化降本良性循环，海风成长无惧“产值通缩”》）

2.2.2. 特高压：风光大基地建设催化特高压外送通道投资提速

风光大基地建设提速。“十四五”规划提出建设九大集风光（水火）储于一体的大型清洁能源基地以及五大海上风电基地，一、二批合计申报规模超过 550GW。2021 年年底，国家发改委和能源局印发了第一批大型风电光伏基地建设项目清单，总规模为 97.05GW，截至 2022 年 7 月已经全面开工建设；第二批风光大基地项目规模超过 450GW，根据国家发改委和国家能源局得规划布局方案，其中 200GW 预计于十四五期间落地。

特高压外送通道解决消纳难题，为风光大基地的按期落地保驾护航。特高压是指 $\pm 800\text{KV}$ 及以上的直流电和 1000 千伏及以上交流电的电压等级，具有输送容量大、距离远、效率高和损耗低等技术优势，能大大提升电网的输送能力。依托特高压电网，可以实现风能、太阳能等清洁能源远距离传输和大范围消纳，解决风光大基地电力输送问题。“十四五”期间国家电网规划特高压建设投资加码，配合三北地区新能源电力建立，同步规划建设特高压工程“24 交 14 直”共 38 条特高压线路，涉及线路 3 万多公里，其中今年计划开工“10 交 3 直”共 13 条特高压线路。

图 15：“十四五”大型清洁能源基地及输电通道布局示意图



资料来源：《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》，安信证券研究中心

图 16：国家电网在建在运特高压工程示意图



资料来源：国家电网，安信证券研究中心

表 7：清洁能源基地、海上风电基地、输电通道分布

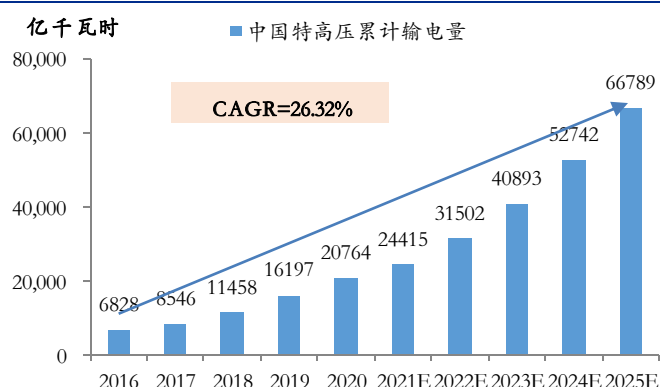
九大清洁能源基地		五大海上风电基地
松辽	风光储一体化	广东、福建、浙江、江苏、山东
冀北	风光储一体化	
黄河几字湾	风光火储一体化	输电通道
河西走廊	风光火储一体化	
黄河上游	风光水储一体化	
新疆	风光水火储一体化	
金沙江上游	风光水储一体化	
雅砻江流域	风光水储一体化	
金沙江下游	风光水储一体化	

建设白鹤滩至华东、金沙江上游外送等特高压输电通道，实施闽粤联网、川渝特高压交流工程。研究论证陇东至山东、哈密至重庆等特高压输电通道

资料来源：新华网，安信证券研究中心（《风电专题：产值通缩背景下，全产业链降本赛跑孕育结构性投资机会》）

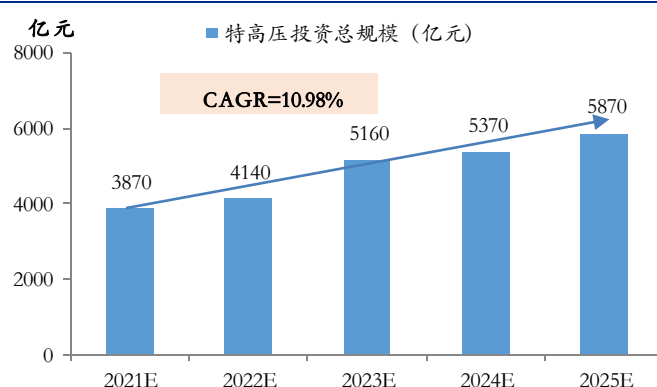
特高压投资进一步增长，有望催生大量电线电缆需求。根据国家电网预测，截至 2025 年中国特高压累计输电量将达到 66789 亿千瓦时，2020-2025 年特高压累计输电量将保持高速增长，CAGR 为 26.32%。国家电网规划“十四五”期间针对特高压工程项目总投资 3800 亿元，约可带动社会投资 7600 亿元。根据中商产业研究院数据，2020、2022、2025 年我国特高压产业及其产业链上下游相关配套环节所带动的总投资规模估计分别为 3000、4140、5870 亿元，2021-2025 年特高压投资规模将保持稳定增长，CAGR 为 10.98%。随着特高压工程建设加速重启，需要电缆行业大量的架空线供给，输电和配电的线路也对电力电缆产生巨大需求，有望带动线缆行业及相应线缆检测行业快速发展。

图 17：中国特高压累计输电量持续提升



资料来源：国家电网，安信证券研究中心

图 18：2021-2025 中国特高压投资规模预期保持增长



资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心

2.2.3. 新型电网系统：为适应大规模高比例新能源，新型电网配套同样是未来投资重点

构建新型电网系统即推动电力系统向适应大规模高比例新能源方向演进。构建以新能源为主体的电力系统，以电网为基础平台，增强电力系统资源优化配置能力，提升电网智能化水平，推动电网主动适应大规模集中式新能源和量大面广的分布式能源发展。其中，大规模集中式新能源需要建立稳定安全可靠的特高压输电线路为载体的新能源供给消纳体系，而量大面广的分布式能源则需要源网荷储一体化发展：

(1) “源”：增强电源协调优化运行能力，提高风电和光伏发电功率预测水平，因地制宜建设天然气调峰电站和发展储热型太阳能热发电，推动气电、太阳能热发电与风电、光伏发电融合发展、联合运行。

(2) “网”：加快配电网改造升级，推动智能配电网、主动配电网建设。

(3) “荷”：大力提升电力负荷弹性，开展工业可调节负荷、楼宇空调负荷、大数据中心负荷、用户侧储能、新能源汽车与电网（V2G）能量互动等各类资源聚合的虚拟电厂示范。

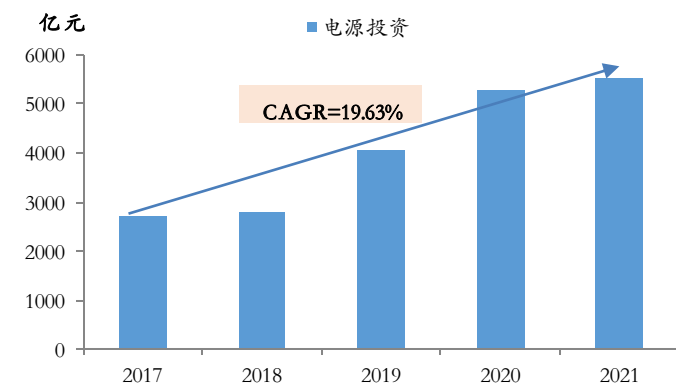
(4) “储”：加快新型储能技术规模化应用，大力推进电源侧储能发展，合理配置储能规模，改善新能源场站出力特性，支持分布式新能源合理配置储能系统。

新能源发电量占比提升、用电负荷结构变化等因素导致电网结构复杂性大幅提高，电网加速升级改造的需求显著提升。十四五期间，新型电力领域投资规模增长有望带动各类电线电缆产品需求提升，并产生相应检测服务的需求。以电源投资建设、新型储能及全国电网投资规模三个角度为例分析：

(1) 电源投资规模：根据中国电力企业联合会数据，2017-2021 年中国电源固定资产投资额从 2700 亿元增长至 5530 亿元，CAGR 为 19.63%，是近年来带动电力行业固定资产投资增长的主要动力，未来在新型电力系统建设规划下，仍有望保持较高增长。

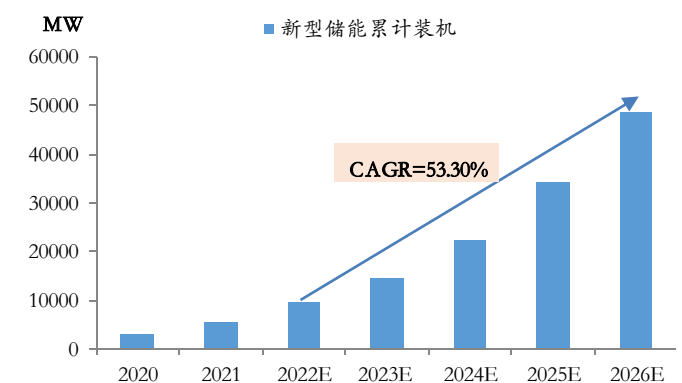
(2) 新型储能配套建设：根据中国能源研究会储能专委会、中关村储能产业技术联盟数据，2021 年中国新型储能市场累计规模 5.73GW，新增规模首次突破 2GW，同比增长 74.5%，截至 2021 年，投运的百兆瓦项目仅 7 个，规划在建的百兆瓦超过 70 个；在保守场景下，预计 2026 年新型储能累计规模达到 48.5GW，2022-2026 年复合年均增长率为 53.3%，市场将呈现稳步、快速增长的趋势。

图 19：2017-2021 年中国电源投资额



资料来源：中国电力企业联合会，安信证券研究中心

图 20：中国新型储能累计装机预测



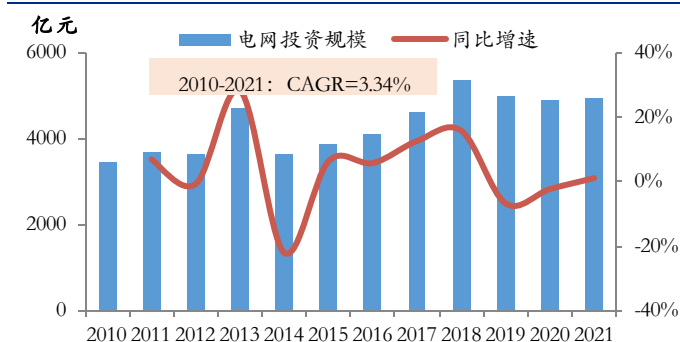
资料来源：《储能产业研究白皮书 2022》，安信证券研究中心

(3) 全国电网投资规模：根据中国电力企业联合会数据，2010-2021 年全国电网投资规模从 3448 亿增长至 4951 亿元，复合年均增速 3.34%。十二五及十三五期间全国电网投资总规模分别为 1.96 万亿、2.57 万亿元，十四五期间国家电网和南方电网规划电网投资累计超过 2.9 万亿元，较十二、十三五分别增长 48%、13%。

①国家电网：根据《求是》专栏文章，国家电网董事长辛保安指出“十四五”期间国家电网计划投资 2.4 万亿元；2022 年 1 月 13 日国家电网年度工作会议中指出，2022 年电网计划投资将达 5012 亿元，为国家电网年度电网投资计划首次突破 5000 亿元，创历史新高。

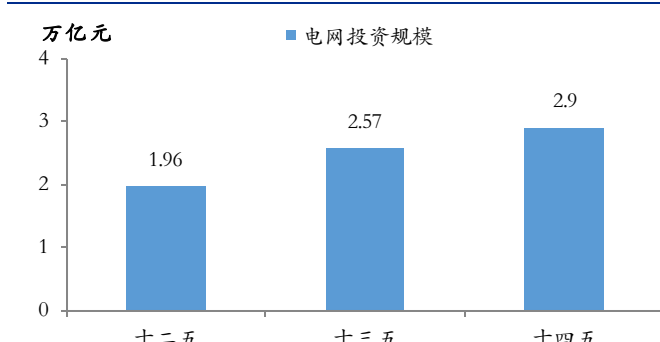
②南方电网：根据南网发布的《南方电网“十四五”电网发展规划》，“十四五”期间南网将规划电网投资约 6700 亿元，年均 1340 亿元，以加快数字电网建设和现代化电网进程，推动以新能源为主体的新型电力系统构建。

图 21：2010-2021 年全国电网投资规模



资料来源：中国电力企业联合会，安信证券研究中心

图 22：“十四五”全国电网计划投资规模创新高



资料来源：中国电力企业联合会，安信证券研究中心

3. 公司品牌、技术优势明显，多领域、多区域两手布局拓宽成长边界

3.1. 公司资质认证齐全，品牌公信力优势突出，具备获客的扎实基础

依托丰富经验与先进技术，国缆检测认证资质齐全。根据招股说明书，国缆检测作为国内最早一批开展线缆检验检测的机构之一，依靠丰富的行业经验和先进的线缆检测技术，拥有检验检测机构资质认定证书（CMA）、国家认可委实验室认可证书（CNAS）、国家认证认可监督管理委员会资质认定授权证书（CAL）、国际电工委员会电工产品合格与认证组织认证证书（CB）、国家认证认可监督管理委员会指定实验室（CCC）等 10 项资质。

表 8：国缆检测认证资质齐全

序号	认证名称	资质名称	资质主体	发证机关	有效期（年检）
1	CMA	检验检测机构资质认定证书	国缆检测	中国国家认证认可监督管理委员会	2021.1.7-2022.9.20
2	CMA	检验检测机构资质认定证书	国家质检中心（隶属于国缆检测）	中国国家认证认可监督管理委员会	2021.8.27-2022.9.20
3	CMA	检验检测机构资质认定证书	机械工业电工材料及特种线缆产品质量监督检测中心（隶属于国缆检测）	中国国家认证认可监督管理委员会	2021.1.6-2022.9.20
4	CMA	检验检测机构资质认定证书	机械工业电线电缆专用测试设备检测中心（隶属于国缆检测）	中国国家认证认可监督管理委员会	2021.1.6-2022.9.28
5	CNAS	检验机构认定证书	国缆检测	中国合格评定国家认可委员会	2021.1.6-2022.9.9
6	CNAS	能力验证提供者认可证书	国缆检测	中国合格评定国家认可委员会	2021.1.27-2022.9.24
7	CNAS	实验室认可证书	国缆检测	中国合格评定国家认可委员会	2021.1.6-2022.9.18
8	CAL	国家认证认可监督管理委员会	国家质检中心（隶属于国缆检测）	国家认证认可监督管理委员会	2021.1.6-2022.9.20
9	CB	CB 实验室认证	国缆检测	IECEE（国际电工委员会电工产品合格与认证组织）	2021.02.04-
10	CCC	电线电缆、电路电器装置等指定产品	国家质检中心（隶属于国缆检测）	国家认证认可监督管理委员会	长期

资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

主持及参与行业标准的制定和修订，掌握行业重要话语权。在检验检测领域，标准是开展检测业务的基础，参与标准的起草过程是检验检测机构精准把握标准要求、掌握新技术动向的重要途径，也是检验检测机构通过标准话语权展示技术实力的契机。作为行业内的权威检测机构，近年来公司共主持或参与制订 44 项标准，包括国家标准 21 项、行业标准 7 项、团体标准 16 项。其中作为召集人单位主持起草 7 项标准，包括国家标准 3 项、行业标准 3 项、团体标准 1 项。公司依靠国内领先的线缆检测服务能力，获认可的国内外判定标准和检测方法标准超过 1200 个，涵盖了目前国内外电线电缆所有的主流标准。

表 9：国缆检测获认可的国内外判定标准和检测方法标准

标准分类	主要标准
国际标准	IEC、ISO、ITU、IEEE、CIGRE 等
国际区域标准	EN 等
外国标准	美国 ANSI、ASTM、UL、SAE；加拿大 CSA；英国 BS；德国 DIN、VDE；法国 NF；挪威 NEK；澳大利亚 AS；南非 SAN；日本 JIS、JCS；印度 BIS 等
国家行业标准	GB、JB、NB、YB、YD 等

资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

表 10：国缆检测作为召集人主持起草 7 项标准

序号	标准名称	标准类型	标准编号	参与程度
1	电器设备内部连接线缆	国家标准	GB/T 38296-2019	召集人
2	塑料绝缘控制电缆	国家标准	GB/T 9330-2020	召集人
3	额定电压 500kV 及以下直流输电用挤包绝缘电力电缆系统 第 4 部分：直流电缆附件	国家标准	GB/T 31489.4-2020	召集人
4	额定电压 0.6/1kV 硅橡胶绝缘电力电缆	行业标准	JB/T 13106-2017	召集人
5	额定电压 0.6/1kV 及以下硅橡胶绝缘及护套扁电缆	行业标准	JB/T 13107-2017	召集人
6	额定电压 450/750V 及以下硅橡胶绝缘控制电缆	行业标准	JB/T 13108-2017	召集人
7	铝、铝合金导体电力电缆用颈部焊接式压接型铜铝过渡端子	团体标准	T/CEEIA 281-2017	召集人

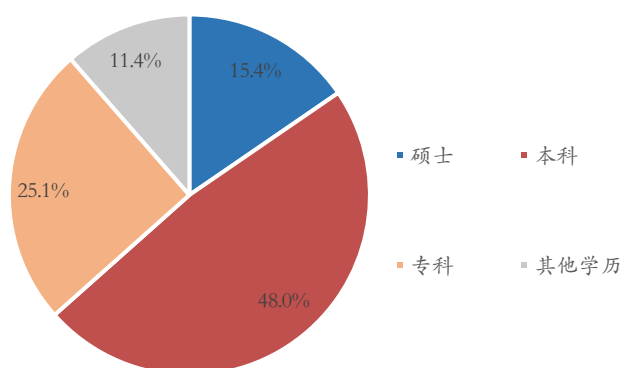
资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

国资背景、长期经验、资质齐全成为公司良好的品牌形象和广泛的市场公信力的最好背书，拥有扎实的获客基础。公司作为全球范围内少数能够覆盖电力电缆、通讯电缆及光纤、裸电线及裸导体制品、电气装备用电线电缆、电磁线（绕组线）五大线缆产品领域的检测机构，是国内外众多认证机构的签约实验室，包括中铁铁路产品认证中心（CRCC）、中国质量认证中心（CQC）、中国船级社（CCS）、美国 UL、荷兰 KEMA、英国 ITS、德国 TUV、VDE、DEKRA 等，与世界主要认证机构、知名电缆企业、最终用户建立长期良好的合作关系。从客户覆盖来看：①**国内知名的线缆制造企业**：根据 2020 年中国电线电缆行业大会，“2020 年中国线缆行业最具竞争力企业 20 强”，20 家线缆行业巨头均为公司客户，包括远东智慧能源、宝胜股份、亨通集团、上上电缆、中天科技、东方电缆、万马股份等；②**国内主要的线缆使用方**：包括国家电网、中国中车、各大城市的轨道交通公司、航天航空工程建设公司等；③**其他检测、认证机构**：根据招股书披露，公司还受到部分地方市场监督管理部门的委托，开展第三方质量检测评价服务。综合来看，公司享有较高的行业和国际品牌知名度，主要客户对公司的检测能力、技术水平和服务质量给予较高认可，使得公司在市场竞争中处于相对有利地位。

3.2. 凭多项业内唯一检测能力，在新能源电力及配套产业线缆检测领域优势明显

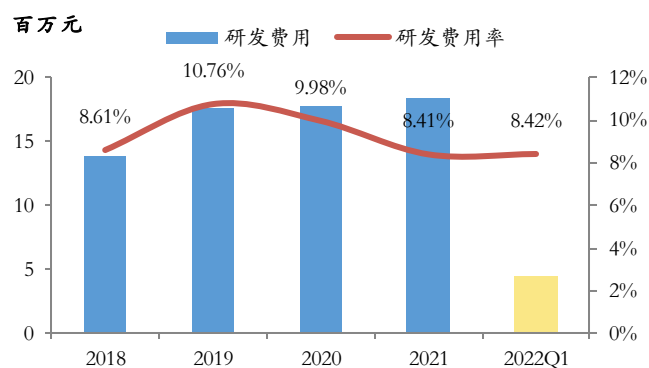
公司重视研发投入与核心技术团队搭建，拥有国内电线电缆检测行业综合实力较强的检测团队。电线电缆检测行业作为技术性服务业，依赖核心技术人员，公司建立的研发技术体系对技术骨干重视程度高，包括晋升职级、绩效奖金、科研专项奖励等多种激励方式。**研发投入方面**，2018-2021 年，公司研发费用分别为 1393、1759、1777、1837 万元，研发投入稳定增长，研发费用率稳定在 8% 以上。**技术人员方面**，截至 2021 年末，公司的员工总数为 192 人，其中研发与技术人员超过 70%，本科及以上学历超过 60%。公司首席技术专家毛庆传曾两次荣获国家科学技术进步奖，多次承担国家重大科技专项项目，其他核心技术人员也在多个行业协会、技术委员会担任委员、注册专家等职务，具备一定行业影响力。公司长期自主研发收获较好成果，掌握了多项成熟的检验检测方法和技术，截至 2022 年 6 月，公司拥有专利 41 项，其中发明专利 9 项，实用新型专利 32 项。

图 23：国缆检测本科及以上学历超 60%



资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

图 24：公司研发投入不断提升



资料来源：wind，安信证券研究中心

表 11：公司高级管理人员、核心技术人员担任多重专家身份

姓名	公司任职	任职情况
黄国飞	总经理、核心技术人员	国际电工委员会架空电导体技术委员会（IEC TC7）召集人、中国电力企业联合会输变电材料标准化技术委员会委员、全国裸电线标准化技术委员会（TC422）秘书长、国家标准化管理委员会国家标准技术评估专家
毛阿兴	副总经理	全国电线电缆标准化技术委员会（SAC/TC213）委员
范玉军	副总经理、核心技术人员	全国电线电缆标准化技术委员会（SAC/TC213）委员、中国电工技术学会电线电缆专委会委员、CIGRE（国际大电网）B1（电缆）中国委员会会员、CIGRE（国际大电网）B4（直流系统）中国委员会会员、CIGRE（国际大电网）亚太区委员会委员、国际电工委员会电缆技术委员会（IEC/TC20）绝缘电缆委员、亚洲线缆合作组织技术委员会委员、IEEE PES 输配电技术委员会电缆技术分委会常务理事
毛庆传	首席技术专家	全国裸电线标准化技术委员会（TC422）主任、中国电工技术学会电线电缆专委会副主任、全国架空输电线路标准化技术委员会（TC202）委员、上海市金属学会理事
龚国祥	核心技术人员	国际电工委员会船舶及移动式及固定式近海设施电气设备技术委员会（IEC/TC18/SC18A）专家、全国电器附件标准化技术委员会（SAC/TC67）委员、全国消防标准化技术委员会第七分技术委员会（TC113/SC7）委员、国际电工委员会电缆技术委员会（IEC/TC20）注册专家
郭毅	核心技术人员	国际电工委员会纤维光学技术委员会（IEC/TC86）注册专家
肖继东	核心技术人员	国际电工委员会电缆技术委员会（IEC/TC20）注册专家

资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

公司在高端线缆等特定产品检测检验服务领域拥有技术引领和绝对的市场领先地位。公司六项成熟的检验检测核心技术集中在超高压/特高压输变电工程、海底电缆、光电复合缆、先进核电站、新能源及高端装备等领域，其中针对超高压直流电缆检测、高压海缆全性能检测等高端检测领域具备多项行业内唯一检测能力，多项检测能力竞争对手不具备替代能力。我们认为，公司将充分受益于以海上风电、特高压、新型电网建设为代表的下游领域迅速增长所带来的电线电缆检测需求提升。

表 12：国缆检测依靠六大核心技术引领行业

核心技术	简要介绍
超高压及特高压输变电工程用架空导线检测技术	首次提出了额定电压 500kV 及以下直流输电用挤包绝缘电力电缆系统—陆地电缆、海底电缆和附件的要求，并形成相关标准。曾为我国 330kV、500kV、750kV、交流 1000kV 以及目前世界上电压等级最高、输送容量最大、输送距离最远、技术水平最先进的 ±1100 千伏特高压输电工程直流、三峡输电工程、西电东送工程、白鹤滩水电站工程等不同时期国家重大输变电工程建设中的新产品研制和供货、工程国产化应用、产品出口等提供了重要的检测技术服务。
超高压交流电缆及海底电缆检测技术	公司具有国内领先的超高压电缆检测条件与能力，拥有两个超高压试验大厅和两个超高压电缆系统户外试验场，可提供交流 500kV 及以下陆地电缆和海底电缆及附件的测试评估服务，满足国内外各电压等级交流电缆系统的型式试验、预鉴定试验、预鉴定扩展试验等测试要求。依托该试验能力制定了高压陆缆和海缆系列标准等，为我国超高压交流输电项目，海上风电输电项目的发展提供了有力支撑。
超高压直流电缆输电检测技术	定量研究了高压直流电缆和附件的绝缘配合中界面空间电荷及对电场分布的影响，提出了高压直流电缆附件的绝缘结构设计及检测方法等，直接推动了超高压直流电缆的国产化进程，对后续我国远海风电项目的建设以及双碳战略的实施具有积极意义。
光电复合缆检测技术	首次建立了海工专用特种光电复合线缆光学、电气综合测试系统，采用大型水密装置对脐带缆耐水压能力进行评估。率先在国内建立光纤复合架空地线（OPGW）等复合缆全性能检测能力，成为国家电网认可的电力通信光缆检测机构。
先进核电站用电缆 LOCA 检测技术	该技术应用于核电 1E 级电缆在事故工况（温度、压力、湿度和化学介质喷淋）下的可运行性验证。真正实现了核电“自主验证”的目的，摆脱了长期以来我国安全壳内电缆必须依赖进口的尴尬局面。
新能源及高端装备用电缆检测技术	在航空用电线电缆、电动车充电电缆、机器人用电缆、风能电缆等领域，均具有快速的测试技术研发及测试设备的设计能力，对客户提出的新技术、新方案具有先行先试的意愿，可以快速响应客户对于特殊产品以及特殊测试方法的需求。

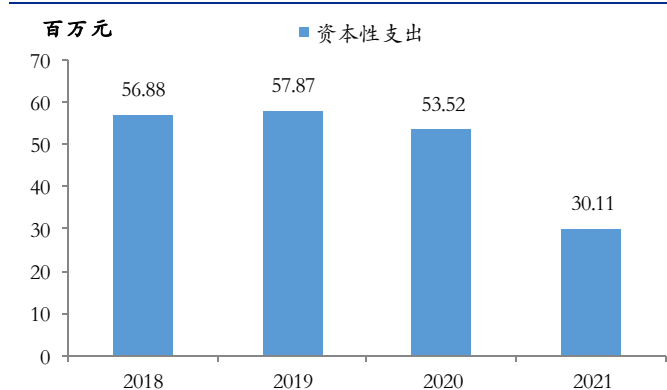
资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

3.3. 设备投入增强订单执行力，向高端化、多领域、多区域布局发展

宝山新基地投入使用提高检测产能，顺应下游领域快速发展。从资本开支角度看，2018-2021 年，公司资本性支出金额分别为 5688、5787、5352、3011 万元，主要用于宝山基地建设和检测设备投入。从固定资产规模来看，2018-2021 年分别为 0.28、0.39、1.73、1.85 亿元，2020 年末固定资产账面价值大幅增长主要系新建宝山基地于 2020 年 9 月建成使用转固，公司主要经营场所搬迁至宝山基地，新建基地和新增设备提升硬件实力，并扩大了公司检测产能，更好的满足下游产业快速发展带来市场需求。

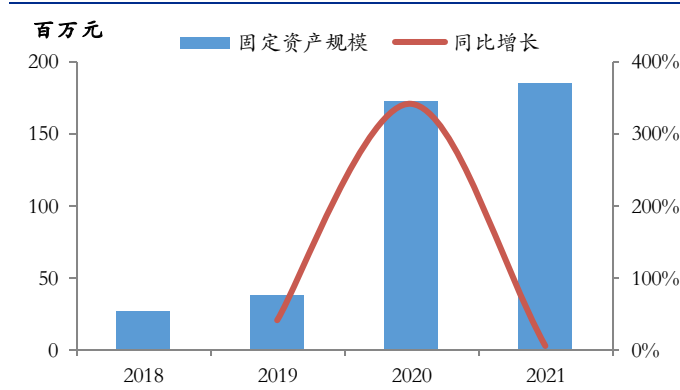
从公司在建工程来看，公司不断补强高端线缆检测项目检测能力。2020 年，随着公司高压及超高压电力电缆试验大厅、超高压架空输电线实验室逐步投用，高端项目试验能力进一步释放，截至 2021 年底，除 IPO 募投项目之外，公司仍有“实验室改造”、“LIMS 检测平台建设”、“面向高端特种电缆的检测技术研究和服务平台建设”、“高端装备用特种电缆检测评估服务基地建设”多个固定资产投入项目正在建设中，持续提升硬件实力。

图 25：国缆检测资本开支主要用于检测设备更新和补充



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 26：2018-2021 年国缆检测固定资产规模



资料来源：wind，安信证券研究中心

从 IPO 募投项目来看，体现公司高端化、多领域、多区域布局发展思路。公司募投项目预计总投资 3.04 亿元，用于①超高压大容量试验及安全评估能力建设项目；②高端装备用线缆检测能力建设项目；③设立广东全资子公司项目；④数字化检测能力建设项目。四个项目拟分别投资 1.2、0.99、0.4、0.45 亿元，分别占总投资规模的 39.52%、32.58%、13.20%、14.17%，其中用于提高公司特高压电缆检测能力、扩大下游覆盖领域、拓宽服务半径的项目投资占比高达 85.3%，旨在增强公司可持续发展能力和综合竞争力。

表 13：IPO 募投项目进一步拓宽公司检测业务覆盖领域，扩大服务半径

序号	项目名称	预计总投资（万元）	预计投入募集资金（万元）	项目建设期
1	超高压大容量试验及安全评估能力建设项目	12,020.00	12,020.00	2 年
2	高端装备用线缆检测能力建设项目	9,910.00	9,910.00	2 年
3	设立广东全资子公司项目	4,015.00	4,015.00	2 年
4	数字化检测能力建设项目	4,470.00	4,470.00	3 年
合计		30,415.00	30,415.00	

资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

3.3.1. 提高超高压电力线缆检测竞争力，增强高端装备领域线缆检测实力

在电力线缆检测的传统优势领域，公司加码超高压大容量试验及安全评估能力建设，增强超高压线缆检测竞争力。“超高压大容量试验及安全评估能力建设项目”（简称项目一）重点针对 $\pm 800\text{kV}$ 及以下的直流电缆、500kV 交流海上和陆上用电缆系统的检测及评估能力，可实现全套的型式试验、预鉴定试验、现场试验以及一些工程模拟试验，尤其是针对海底电缆深水透区透水试验、张力弯曲等关键项目的检测能力的优化升级。项目将进一步增强公司在超高压海上风电海底电缆、超高压陆地电缆以及远距离输送直流电缆的检测能力，保持行业领先的竞争优势。

在新应用领域方面，拓展高端装备用线缆检测能力，包括航天航空、工业互联网、新能源等领域。高端装备领域由于对线缆有部分特定要求，因此“高端装备用线缆检测能力建设项目”（简称项目二）主要搭建了航空线缆检测实验室、通信线缆检测实验室及新能源线缆检测实验室等专项实验室，跟踪国内外电缆技术发展，加强新产品、新应用的测试技术研究，有效促进重大工程的自主创新和国产化。

以上两项目建设地点在公司本部上海宝山基地，硬件实力是投资补强的重点。从投资明细来看，项目一、二设备购置费分别为 0.95、0.73 亿元，分别占各自项目总投资的 79%、74%，分别包含新购置设备仪器 40、358 台/套。项目一涉及的高压大厅建设相对昂贵，四台高压交流发生器价值 1000 万元，一套大容量突发试验系统价值 6000 万元；项目二涉及多样化性能、参数检测项目，因此设备采购数量较多，单价相对有限，其中单价超过 500 万元的设备包括连接器性能测试系统和电缆安全性能分级及评估测试系统。在技术领先、资质齐全的基础上，扩充硬件实力，有利于公司快速扩大业务范围、提升业务规模。

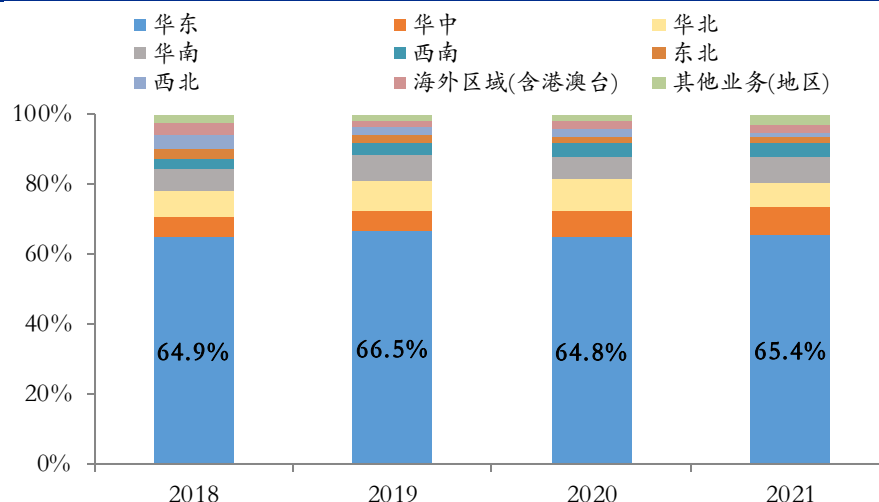
表 14：国缆检测超高压大容量试验项目和高端装备线缆检测项目投资明细及收益估计

序号	费用明细	超高压大容量试验及安全评估能力建设项目 (万元)		高端装备用线缆检测能力建设项目 (万元)	
		投资金额	占比	投资金额	占比
1	建筑工程费	160.00	1.33%	450	4.54%
2	安装工程费	381.44	3.17%	293.64	2.96%
3	设备购置费	9,536.00	79.33%	7,341.00	74.08%
4	工程建设其它费用	417.56	3.47%	401.07	4.05%
5	预备费	525.00	4.37%	424.29	4.28%
6	铺底流动资金	1,000.00	8.32%	1,000.00	10.09%
合计		12,020.00	100.00%	9,910.00	100.00%
达产后新增收入 (万元/年)		4,500.00		4,300.00	
达产后新增净利润 (万元/年)		1,512.98		1,368.34	

资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

3.3.2. 增设分支机构扩大服务半径，实现国内外市场全面拓展

检验检测行业是高技术服务业，服务时效性和样品运输限制了单一机构的服务半径。从公司分地区收入来看，2018-2021 年，华东地区贡献收入占比保持 65%左右，华中、华北、华南地区贡献 5%-10%，西南、东北、西北贡献低于 5%，海外市场收入约 2%左右。国缆检测地处上海，辐射华东地区，由于检测业务需要客户将样品寄送至实验室，其他地区由于考虑到服务效率、运输费用等问题，对公司的业务拓展产生一定影响。因此，通过新建、参股、控股实验室等途径扩大服务范围，是公司实现业务规模扩张有效途径。

图 27：华东地区贡献国缆检测约 65%的营业收入，其他地区及海外贡献相对有限


资料来源：wind，安信证券研究中心

设立国缆广东，旨在扩大南方地区线缆检测的市场占有率。国缆广东是公司唯一全资子公司，成立于 2021 年 4 月 27 日，是公司 IPO 募投项目“设立广东全资子公司项目”的实施主体。该项目建设期为 2 年，计划总投资 4015 万元，其中 1544 万元用于设备采购，建立布电线、低压力缆、阻燃耐火电缆、通信电缆、电器附件、线束连接器试验室，预计达产后可新增销售收入 2500 万元/年，净利润 564.80 万元/年。预期建设周期 2 年，包括人员培训、设备采购安装、完成 CANS 现场评审和资质认证。

表 15：设立广东全资子公司项目中设备投资明细

序号	项目名称	投资金额（万元）	占比
1	布电线试验室	481.32	31.17%
2	低压力缆试验室	118.19	7.65%
3	阻燃耐火电缆试验室	327.00	21.18%
4	通信电缆试验室	312.51	20.24%
5	电器附件	252.38	16.34%
6	线束连接器试验室	52.70	3.41%
总计		1,544.10	100.00%

资料来源：国缆检测招股说明书，安信证券研究中心

广东地区线缆产业相对集中，随着公司广东子公司硬件布局的不断完善，未来收入增长潜力较大。根据公司招股书，广东省是我国线缆产业第二大省份，也是线缆出口第一大省，占全国线缆出口 46%。广东省有超过 2000 家线缆企业，年产值超过 4000 亿元，产业规模体量大，企业数量众多。同时，广东省也是我国海风装机规划大省，根据广东省政府办公厅文件，“十四五”规划新增海风装机有望达到 17GW，公司重要客户中天科技、亨通光电、东方电缆均在广东布局海缆制造新产能。公司广东子公司将针对广东省及周边线缆产业基地展开就地化的高水平服务，同时围绕粤港澳大湾区的大规模汽车电子、电子电器产业拓展新的检测业务，有利于公司充分利用广东产业优势，挖掘线缆检测业务成长潜力。

表 16：公司重要电缆客户在广东有新增产能规划

下游客户	在粤产能规划
中天科技	在广东汕尾建立南海海缆制造基地扩张海缆产能，并在阳江与产业链龙头伙伴合资成立海洋工程施工公司，未来将重点满足东南沿海及周边地区海缆、陆缆市场需求，并辐射东南亚国际市场。目前项目正在按计划有序释放产能，截至 2021 年底工程进度 25%，2025 年预计实现总销售额 50 亿元。
亨通光电	计划在广东揭阳布局海缆产能基地，区位优势明显。
东方电缆	深化南部基地（阳江）产能规划，进一步谋划国际、国内产业布局，完善产业链和供应链发展，预计比南部原有基地规划产能有所新增。目前项目建设已经启动，一期 15 亿海缆项目预计 2023 年下半年投产，海缆叠加公司原有产能合计可达 75 亿元产能。

资料来源：各公司官网，各公司公告，安信证券研究中心

未来公司有望继续通过积极布局分支机构，实现国内外市场的拓展。国内市场来看，电线电缆行业作为配套产业，具备较强的区域性特征，长三角、珠三角和环渤海湾三大经济圈汇聚了我国大量电缆制造企业，公司目前在长三角、珠三角实现布局，未来有望完善三大经济圈分支机构布局，将实现全国覆盖；海外市场来看，公司有望利用广东地缘优势，探索拓展国际检测认证市场，公司具备中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可资质，属于国际认可互认体系的资质，出具的检验检测报告可在全球范围内获得认可。目前公司境外业务涉及为国内企业产品出口和国外工程客户提供检测和见证试验服务，客户遍及全球数十个国家和地区。

图 28：2021 年全国检验检测机构营收地区分布图，长三角、珠三角产业优势明显



资料来源：全国检验检测服务业统计报告，安信证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

预计 2022-2024 年，公司收入分别为 2.57、3.53、4.76 亿元，同比增长 17.58%、37.23%、34.85%。公司业务规模扩张的动力，一方面来自行业 β ，电力行业是公司检测业务的优势领域，有望充分受益于下游新能源电力及配套产业的发展，我们根据对下游各个线缆应用领域未来增长的预判，大致确定公司细分检测业务板块的增速基础；另一方面来自公司 α ，持续扩大检测产能，包括补强高端项目检测能力、拓展高端装备领域检测、扩大服务半径，我们根据公司 IPO 募投项目预计增收情况给予公司收入规模一定的上调。

预计 2022-2024 年，公司净利润分别为 0.87、1.25、1.73 亿元，同比增长 19.3%、42.5%、39.0%，对应 PE 分别为 27.5、19.3、13.9X；首次覆盖，给予买入-A 的投资评级。

表 17：国缆检测业务拆分及收入预测（百万元）

报告期	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	178.10	218.55	256.98	352.65	475.57
yoy	8.94%	22.71%	17.58%	37.23%	34.85%
营业成本（百万元）	68.38	81.88	93.69	125.28	165.94
毛利（百万元）	109.72	136.67	163.28	227.37	309.63
毛利率（%）	61.61%	62.53%	63.54%	64.47%	65.11%
主营业务分项目	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
检验检测服务	92.44%	91.48%	92.14%	93.41%	94.36%
收入	164.64	199.93	236.79	329.42	448.74
YOY	11.60%	21.43%	18.44%	39.12%	36.22%
毛利率(%)	61.72%	62.58%	63.58%	64.46%	65.03%
1.中高压线缆检测	41.47%	45.01%	47.67%	48.49%	48.49%
收入	73.85	98.36	122.50	171.00	230.60
YOY	18.67%	33.19%	24.54%	39.59%	34.85%
毛利率(%)	60.34%	59.37%	61.00%	62.00%	63.00%
2.低压线缆检测	32.85%	30.84%	30.37%	31.74%	32.13%
收入	58.51	67.39	78.04	111.94	152.81
YOY	1.62%	15.18%	15.80%	43.45%	36.51%
毛利率(%)	69.37%	73.01%	73.50%	74.00%	74.50%
3.通信电缆及光缆检测	11.07%	9.67%	8.64%	7.74%	7.71%
收入	19.71	21.14	22.20	27.31	36.67
YOY	23.88%	7.26%	10.70%	13.40%	8.70%
毛利率(%)	54.54%	57.28%	57.00%	57.00%	57.00%
4.电工材料及电器附件检测	6.59%	5.11%	4.61%	4.69%	5.37%
收入	11.73	11.17	11.84	16.55	25.54
YOY	6.93%	-4.77%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利率(%)	45.35%	40.73%	40.50%	40.50%	40.50%
5.能力验证	0.47%	0.86%	0.86%	0.74%	0.65%
收入	0.84	1.87	2.22	2.63	3.11
YOY	0.00%	122.62%	18.50%	18.50%	18.50%
毛利率(%)	46.43%	45.99%	46.00%	46.00%	46.00%
专业技术服务	1.88%	2.21%	2.11%	1.72%	1.43%
收入	3.35	4.84	5.42	6.07	6.80
YOY	-49.32%	44.48%	12.00%	12.00%	12.00%
毛利率(%)	68.96%	65.70%	60.00%	60.00%	60.00%
计量业务	3.61%	3.41%	3.16%	2.51%	2.03%
收入	6.43	7.46	8.13	8.86	9.66
YOY	-0.77%	16.02%	9.00%	9.00%	9.00%
毛利率(%)	34.06%	27.48%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务	2.07%	2.89%	2.58%	2.35%	2.18%
收入	3.68	6.32	6.64	8.30	10.37
YOY	28.22%	71.74%	5.00%	25.00%	25.00%
毛利率(%)	98.10%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：wind，安信证券研究中心测算

5. 风险提示

海风新增装机不及预期，包含特高压、新型电网系统在内的电力产业投资落地不及预期，公司募投项目建设进度不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	178.1	218.5	257.0	352.6	475.6	成长性					
减:营业成本	68.4	81.9	93.7	125.3	165.9	营业收入增长率	9.0%	22.7%	17.6%	37.2%	34.9%
营业税费	0.4	1.7	1.0	1.6	2.6	营业利润增长率	5.5%	29.6%	20.8%	42.6%	39.0%
销售费用	5.4	6.7	8.5	11.3	14.7	净利润增长率	3.4%	31.5%	19.4%	42.5%	39.0%
管理费用	22.1	27.9	34.7	46.7	61.8	EBITDA 增长率	23.2%	28.9%	15.8%	38.4%	36.0%
研发费用	17.8	18.4	21.8	29.1	38.0	EBIT 增长率	26.3%	28.0%	18.0%	42.5%	38.6%
财务费用	-1.3	3.7	-2.4	-3.5	-4.8	NOPLAT 增长率	10.5%	36.9%	13.4%	42.6%	39.0%
资产减值损失	-0.7	-0.6	-0.4	-0.6	-0.6	投资资本增长率	19.1%	-68.3%	8.4%	-50.3%	73.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	21.3%	24.6%	26.0%	25.1%	27.9%
投资和汇兑收益	-	0.3	0.1	0.1	0.2						
营业利润	63.5	82.3	99.3	141.6	196.8	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	1.8	0.6	0.8	1.1	毛利率	61.6%	62.5%	63.5%	64.5%	65.1%
利润总额	63.4	84.1	99.9	142.4	197.9	营业利润率	35.6%	37.6%	38.7%	40.2%	41.4%
减:所得税	7.7	10.9	12.5	17.8	24.7	净利润率	31.3%	33.5%	34.0%	35.3%	36.4%
净利润	55.7	73.2	87.4	124.6	173.1	EBITDA/营业收入	41.0%	43.0%	42.4%	42.7%	43.1%
						EBIT/营业收入	36.3%	37.9%	38.1%	39.5%	40.6%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	215	295	254	177	126
货币资金	176.4	230.7	325.3	467.4	623.0	流动营业资本周转天数	-89	-101	-75	-64	-51
交易性金融资产	-	10.0	10.0	10.0	10.0	流动资产周转天数	420	416	483	493	499
应收帐款	43.4	22.5	56.1	55.6	102.9	应收帐款周转天数	64	54	55	57	60
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	15	11	12	12	11
预付帐款	0.3	0.4	0.8	0.8	1.1	总资产周转天数	780	873	948	827	745
存货	6.6	7.2	10.3	13.4	16.7	投资资本周转天数	213	124	53	30	20
其他流动资产	0.4	7.9	8.3	8.7	9.2						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	17.6%	18.6%	17.6%	20.1%	21.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	12.4%	11.9%	11.8%	14.1%	15.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	56.8%	65.3%	233.7%	307.4%	859.2%
固定资产	173.3	184.9	177.2	170.0	163.4	费用率					
在建工程	1.0	2.2	2.6	3.3	4.1	销售费用率	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%	3.1%
无形资产	20.7	20.0	22.3	24.4	26.4	管理费用率	12.4%	12.8%	13.5%	13.3%	13.0%
其他非流动资产	25.6	127.0	127.1	127.4	129.4	研发费用率	10.0%	8.4%	8.5%	8.3%	8.0%
资产总额	447.6	612.8	739.9	880.8	1,086.3	财务费用率	-0.7%	1.7%	-0.9%	-1.0%	-1.0%
短期债务	-	-	-	-	-	四费/营业收入	24.7%	25.9%	24.4%	23.7%	23.1%
应付帐款	61.9	44.1	40.7	74.7	77.2	偿债能力					
应付票据	0.6	-	0.5	0.4	0.7	资产负债率	29.3%	35.7%	32.9%	29.5%	26.9%
其他流动负债	55.8	58.5	91.9	79.9	114.7	负债权益比	41.4%	55.4%	49.0%	41.8%	36.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.92	2.72	3.09	3.59	3.96
其他非流动负债	12.8	115.9	110.1	104.6	99.4	速动比率	1.86	2.65	3.01	3.50	3.88
负债总额	131.0	218.5	243.2	259.6	291.9	利息保障倍数	-49.65	22.64	-40.30	-40.26	-40.58
少数股东权益	0.1	-	0.0	0.0	-0.0	分红指标					
股本	45.0	45.0	60.0	60.0	60.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	271.4	349.3	436.7	561.3	734.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	316.6	394.3	496.7	621.3	794.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	55.7	73.2	87.4	124.6	173.1	EPS(元)	0.93	1.22	1.46	2.08	2.89
加:折旧和摊销	10.0	17.4	11.1	11.4	11.7	BVPS(元)	5.27	6.57	8.28	10.35	13.24
资产减值准备	0.7	0.6	-	-	-	PE(X)	57.5	43.7	36.6	25.7	18.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.1	8.1	6.4	5.2	4.0
财务费用	0.4	5.4	-2.4	-3.5	-4.8	P/FCF	85.9	19.9	40.2	22.5	20.3
投资损失	-	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	P/S	18.0	14.6	12.5	9.1	6.7
少数股东损益	0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	EV/EBITDA	-	-	25.2	17.2	11.9
营运资金的变动	50.4	-4.2	-8.1	15.1	-20.2	CAGR(%)	30.8%	33.2%	17.5%	30.8%	33.2%
经营活动产生现金流量	68.9	119.0	87.8	147.5	159.7	PEG	1.9	1.3	2.1	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-53.4	-40.0	-5.9	-6.9	-7.8	ROIC/WACC	5.4	6.2	22.3	29.3	81.9
融资活动产生现金流量	4.8	-24.6	12.7	1.5	3.8	REP	-	-	3.1	4.5	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034