

2019年08月19日

## 第三方检测龙头，业绩进入快速放量期 增持（首次）

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001  
021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 倪正洋

执业证号：S0600518070003  
021-60199793

nizhy@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,681	3,277	3,981	4,844
同比（%）	27	22	21	22
净利润（百万元）	270	409	562	713
同比（%）	102	51	37	27
每股收益（元/股）	0.16	0.25	0.34	0.43
P/E（倍）	77	51	37	29

### 投资要点

- 第三方检测民营龙头，上市 9 年营收复合增速+29.4%：**华测检测成立于 2003 年，起家于贸易保障检测业务，通过多年来的内生外延，已成为国内最大的民营综合性检测服务机构。公司目前已覆盖生命科学、工业品、消费品和贸易保障四大领域。以食品检测和环境监测为主的生命科学检测板块 2018 年收入占比 53.2%，是公司最大业务板块。公司 2018 年营收和归母净利润分别为 26.8 亿/2.7 亿元，9 年营收/归母净利润 CAGR 分别为+29.4%/+18.9%，增长稳定。根据 19 年半年报，公司 19H1 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 13.3 亿/1.6 亿/1.2 亿元，同比+22.2%/+213.6%/+417.4%，显示出公司精细化管理取得成效。
- 检测行业抗周期属性明显，第三方模式突破千亿市场规模。**第三方检测市场下游细分领域和涉及地域广，行业下游既有工业、石油燃气和矿产品等顺周期品种，也包含基建产业链相关的逆周期品种，同时具备日用消费品等周期不敏感品种。因此，业务布局广泛的公司能更好的把握市场碎片化特征，强化自身抗周期性；同时，下游行业检测业务外包与政府强检放开使市场逐渐向第三方检测业务倾斜，根据前瞻产业研究院预测，2020 年我国第三方检测规模将达到 1469 亿元，七年 CAGR 达 18.2%，占整体检测市场比重将达到 43.0%，较 13 年+10.5pct。
- 前期布局+核心人员引进提升公司公信力，精细化管理驱动长效发展：**公信力是第三方检测企业的核心竞争力。为提升公信力，公司获取中国认可委员会 CNAS、美国消费品 CPSC 等资质，与沃尔玛、伊利等大客户确立长期合作关系，在全国建设 130 多个实验室，进行 20 多次增资与并购。18 年以来公司先后引入前 SGS 的中国区总裁申屠献忠先生为公司总裁，前 SGS 中国工业、交通及消防科技部总经理曾啸虎先生为公司副总裁，并授予相应团队 2535 万份股票期权。SGS 中国区带头人的加入及长效激励措施强化了公司在消费品和工业品领域的布局，带动业内精英更踊跃加盟华测，叠加前期布局推动公司迈向国际大公司。此外，公司从 18 年中旬开始大力推行精细化管理，人均产值首次突破 30 万元，净利率逼近 SGS，预计随着公司进一步降本增效，公司盈利能力有望进一步提升。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司将搭乘检测行业国产化的趋势，把握市场碎片化特点，继续实现营收 20% 以上的增长速度，同时在推进精细化管理，提升投资回报率和人均产值的基础上，公司的盈利能力将进一步增强，业绩有望进入快速放量期。预计公司 2019-21 年归母净利润 4.09、5.62、7.13 亿元，对应 PE 51、37、29X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**各事业部质量控制风险；收入增速不及预期；成本控制不及预期；行政处罚影响公司检测资质风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.47
一年最低/最高价	5.09/12.79
市净率(倍)	7.33
流通 A 股市值(百万元)	18774.63

### 基础数据

每股净资产(元)	1.70
资产负债率(%)	21.25
总股本(百万股)	1657.53
流通 A 股(百万股)	1505.58

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 第三方检测民营龙头，营收稳健增长，投入厚积薄发</b>	<b>4</b>
1.1. 国内民营第三方检测领跑者，实验室覆盖广泛	4
1.2. 业务广泛覆盖四大领域，生命检测领域营收占比超半成	5
1.3. 长期稳健增长，投入厚积薄发，毛利拐点兑现	6
<b>2. 行业进入加速上升期，把握市场碎片化特征增强行业抗周期性</b>	<b>8</b>
2.1. 检测市场逐渐向第三方倾斜，国内市场打开千亿空间	8
2.2. 下游需求旺盛+政策扶持双轮驱动，行业加速上升	10
2.2.1. 生命科学检测需求最旺盛，增速最快	10
2.2.2. 消费品检测增速稳定，汽车检测市场广阔	11
2.2.3. 工业品和贸易保障受周期和出口影响较大，增长平缓	12
2.2.4. 政策推动市场化改革，第三方检测行业迎来历史性机遇	13
2.3. 把握市场碎片化特征增强行业抗周期性	14
<b>3. 公信力提升提高竞争壁垒，精细化管理驱动长效发展</b>	<b>16</b>
3.1. 全方位资质认可助力公信力提升，内生外延克服碎片化特征	16
3.2. 新总裁推行精细化管理，资本投入效率与人均产值提升，盈利能力增强	18
3.3. 长效激励招贤纳士，锁定人才锁定未来成长	20
<b>4. 对标海外龙头，路径相似，上升空间大</b>	<b>21</b>
4.1. 长期驱动因素：内生增长+外延并购，改革提升人均产值	21
4.2. 跨地域跨行业均衡布局，消费品检测优势明显	22
4.3. 改革发展路径相似，上升空间大	23
<b>5. 盈利预测与投资评级：</b>	<b>25</b>
<b>6. 风险提示：</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图表 1: 公司稳步发展, 逐步拓展业务.....	4
图表 2: 公司实验室分布广泛.....	4
图表 3: 公司业务广泛覆盖四大领域.....	5
图表 4: 贸易保障领域毛利率维持在 70% 左右.....	5
图表 5: 公司生命科学检测业务占比过半.....	6
图表 6: 公司生命科学检测业务上市九年收入 CAGR 达+52.47%.....	6
图表 7: 公司营业收入上市九年 CAGR 达+29.37%.....	7
图表 8: 公司归母净利润 2019H1 同比增长 213.61%.....	7
图表 9: 研发费用占比维持 8% 以上.....	7
图表 10: 2018 年毛利率与净利率同时上升.....	8
图表 11: 国内第三方检测产业链覆盖广泛.....	8
图表 12: 18 年全球检测市场规模达 1.02 万亿.....	9
图表 13: 16 年工业检测占据全球检测市场半壁江山.....	9
图表 14: 我国检测行业的市场规模近 5 年 CAGR 达+15.4%.....	9
图表 15: 我国第三方检测行业市场规模突破千亿.....	9
图表 16: 食品安全检测需求持续增加.....	10
图表 17: 环保制度的推进刺激环境监测市场延续高速增长.....	10
图表 18: 消费品检测市场规模进一步扩大.....	12
图表 19: 工业品检测市场规模平稳增长.....	12
图表 20: 我国出口总额近年保持稳定.....	13
图表 21: 我国检测市场逐步向第三方独立检测机构开放.....	14
图表 22: 检测行业竞争格局较分散.....	15
图表 23: 我国检测行业市场碎片化程度较高.....	15
图表 24: 公司获得海内外多项权威机构认证.....	16
图表 25: 公司参与多项行业标准制定.....	17
图表 26: 公司通过新设、并购实现快速扩张.....	18
图表 27: 公司 2018 年资本支出同比-32.67%.....	19
图表 28: 18 年公司人均产出首次突破 30 万元.....	19
图表 29: 申屠先生出任新总裁增添公司增长新动力.....	20
图表 30: SGS 02-08 年营收增长迅速 CAGR 12%.....	21
图表 31: SGS 2018 年营收增速主要靠内生贡献.....	22
图表 32: SGS 2010 年后加快外延并购步伐.....	22
图表 33: 对标 SGS, 华测人均产值上升空间较大.....	22
图表 34: SGS 消费品利润贡献达 25%.....	23
图表 35: 公司净利率逼近 SGS (2018 年).....	24
图表 36: 公司营销布局优势明显, 发展提升空间较大.....	24
图表 37: 华测检测分业务盈利预测 (百万元).....	26
图表 38: 可比公司估值 (截止时间为 2019/08/16).....	26

## 1. 第三方检测民营龙头，营收稳健增长，投入厚积薄发

### 1.1. 国内民营第三方检测领跑者，实验室覆盖广泛

**多年深耕第三方检测行业。**华测检测成立于2003年，总部位于深圳，是国内最大的民营综合性检测服务机构。公司于2009年登陆A股创业板市场，成为国内首家上市的检测机构；2015年入围国家强制性产品认证指定实验室，2016年获得国家食药监督总局GLP资质认证。历经15年的发展，公司已成为集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体的综合性第三方机构，在全球范围内为企业一站式解决方案。

为适应检测业务“客户多、金额小、频率高”的特点，公司采用贴近客户、贴近市场的原则，在不同地区设立实验室。公告显示，截至2018年底，公司已建立130多个实验室，覆盖了除西藏之外的所有省区，并在台湾、香港、美国、英国、新加坡等地设立了海外办事机构。

图表 1: 公司稳步发展，逐步拓展业务



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 2: 公司实验室分布广泛



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 业务广泛覆盖四大领域，生命检测领域营收占比超半成

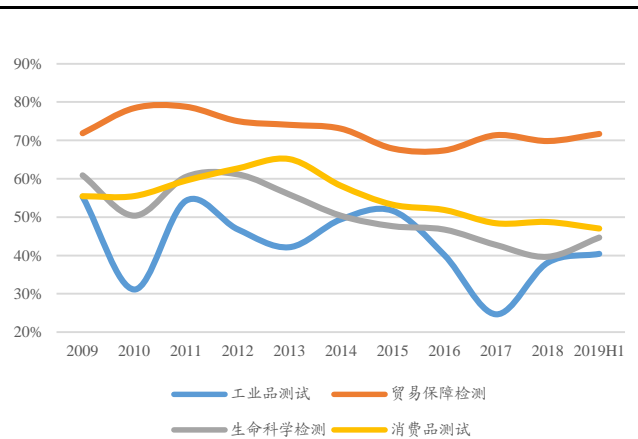
**业务广泛覆盖四大领域，贸易检测领域毛利最高。**根据中国产业信息网 2018 年公布的数据，从检测行业下游来看，全球第三方检测主要包含工业检测、生命科学检测、消费品检测、贸易保障检测，这四大领域涵盖了整体行业 90% 的市场规模。公司目前业务已覆盖生命科学、工业品、消费品和贸易保障四大领域，包括食品检测、环境监测、医学检测、汽车检测等诸多细分领域。**贸易保障领域是公司最早涉足领域，也是毛利率最高的领域，过去十年始终维持在 70% 左右的高毛利水平。**生命科学检测行业具有相对较高的成长空间，收入占比从 2009 年的 17.06% 上升至 2018 年的 53.17%，成为公司营收最大的业务板块。消费品领域中汽车检测规模增速较快，获得了 OEM 资质认可，是公司优势项目。工业品检测领域公司发展进度较慢，毛利率低于其他三大板块，公司 19 年迎来前 SGS 中国工业、交通及消防科技部总经理曾啸虎先生，未来有望依托其在工业品领域的经验打造新的盈利增长点。

图表 3: 公司业务广泛覆盖四大领域

检测领域	主要检测内容
生命科学检测	环境监测和食品检测
工业品检测	包含工程检测、计量校准、地产商项目、电子认证等
消费品检测	含纺织品、鞋类、皮革检测。玩具产品检测，奢侈品检测，汽车整车及零部件检测等
贸易保障检测	为各种贸易货物提供质量性能检测及相关认证服务

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

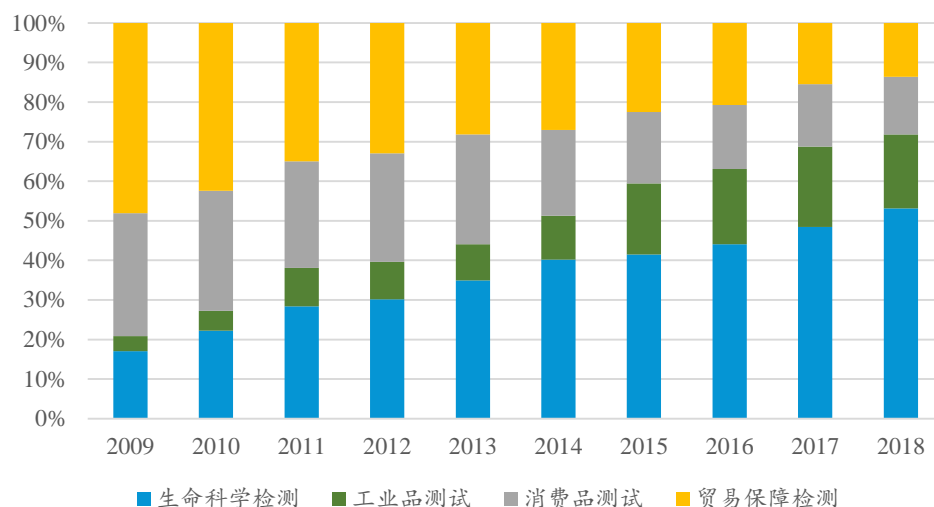
图表 4: 贸易保障领域毛利率维持在 70% 左右



资料来源：wind，东吴证券研究所

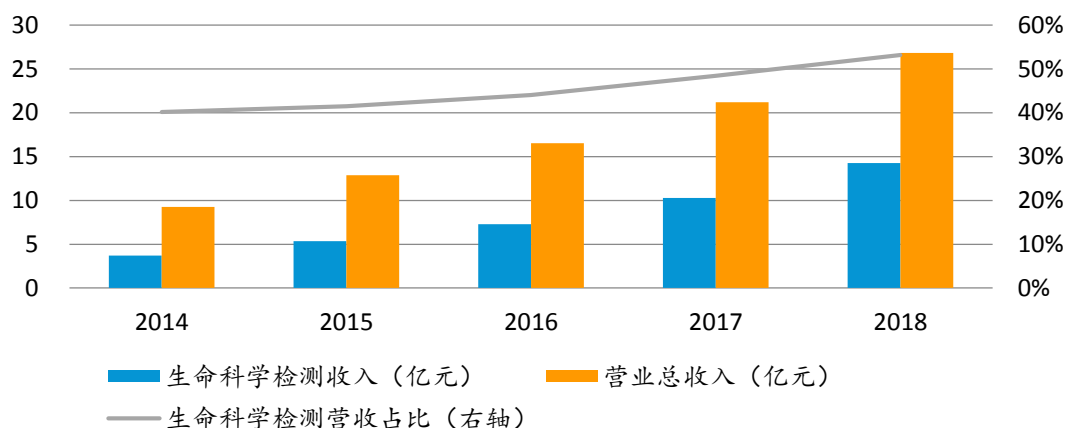
**生命科学领域上市九年营收 CAGR 高达 52.47%，占比过半。**2015-2018 年，公司发展最快的是生命科学板块，收入占比从 2009 年的 17.04% 上升至 2018 年的 53.17%。在食品、环境、医学三大细分领域中，食品检测和环境监测营收占比较大。公司共有环境监测实验室 35 个（覆盖了除了西藏之外的所有省区，基本布局完毕），食品检测实验室 24 个（包括 2 个保健品和 2 个农产品实验室），是国内在环境和食品领域布局最广泛的第三方检测企业。同时公司积极布局医学检测领域，旗下苏州华测生物的 CRO 项目获得国家食品药品监督管理总局药物 GLP 认证以及美国 FDA 的相关资质，18 年实现大幅减亏。由于公司不断加强在环境、食品、医疗和职业卫生检测领域的布局拓展业务，以及政府检测需求的支撑，2009-2018 年公司生命科学检测收入从 0.45 亿元增加至 14.25 亿元，CAGR 高达 52.47%。毛利从 0.27 亿元增加至 5.65 亿元，CAGR 高达 40.20%。

图表 5: 公司生命科学检测业务占比过半



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 公司生命科学检测业务上市九年收入 CAGR 达+52.47%



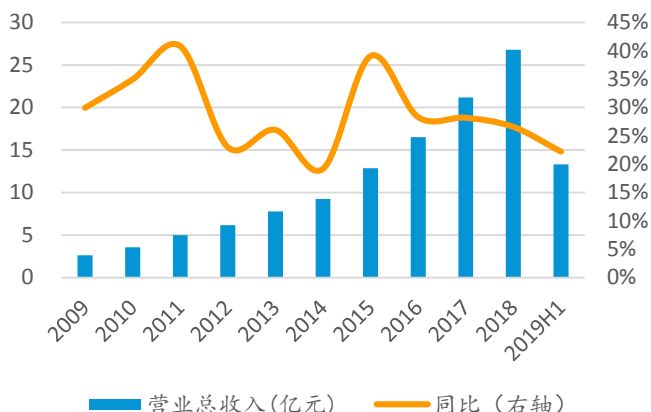
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 长期稳健增长，投入厚积薄发，毛利拐点兑现

营收稳步增长，19 年 H1 归母净利润同比+213.61%。2009 年至 2018 年，公司营业收入从 2.64 亿元上升至 26.81 亿元，年均复合增速为+29.37%；归母净利润从 0.57 亿元增长至 2.70 亿元，年均复合增速为+18.87%。营业收入连续九年稳健增长，归母净利润在 2014 年和 2016 年下滑，主要原因为加大生命科学检测资本支出致折旧和减值的显著增加，以及子公司华安检测并入公司后未完成业绩承诺引致商誉减值。受益于资本支出效率提高、费用管控及前期建设实验室投入产出，公司 19H1 营收、归母净利和扣非归母净利分别为 13.31 亿/1.60 亿/1.21 亿元，同比+22.22%/+213.61%/+417.43%，显示出公

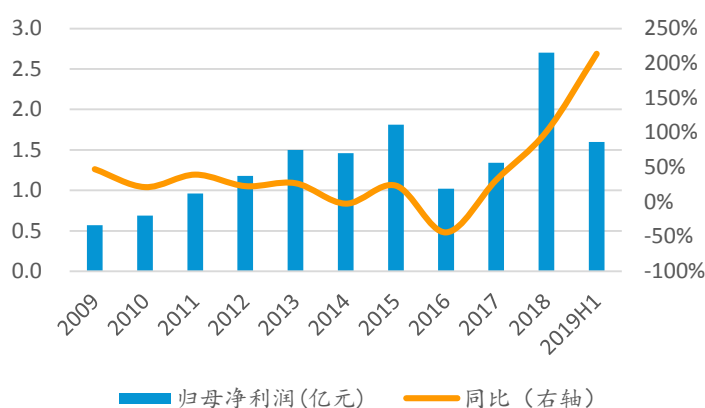
司精细化管理取得成效。

图表 7: 公司营业收入上市九年 CAGR 达+29.37%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

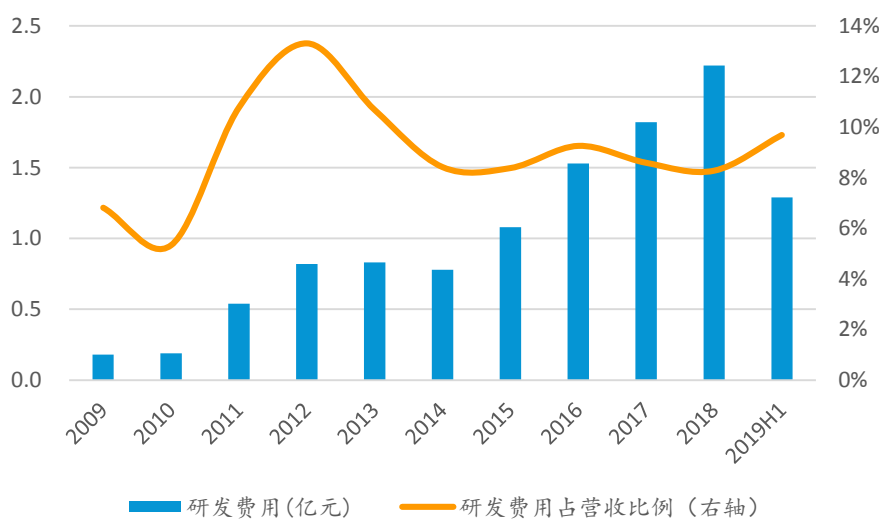
图表 8: 公司归母净利润 2019H1 同比增长 213.61%



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

公司研发费用占比持续处于高位。2011 年以来, 研发费用率均维持在 8% 以上, 包括净利润下滑的 2014/2016 年, 研发费用率也维持在高位。体现公司对于技术水平不断创新的高要求。

图表 9: 研发费用占比维持 8% 以上

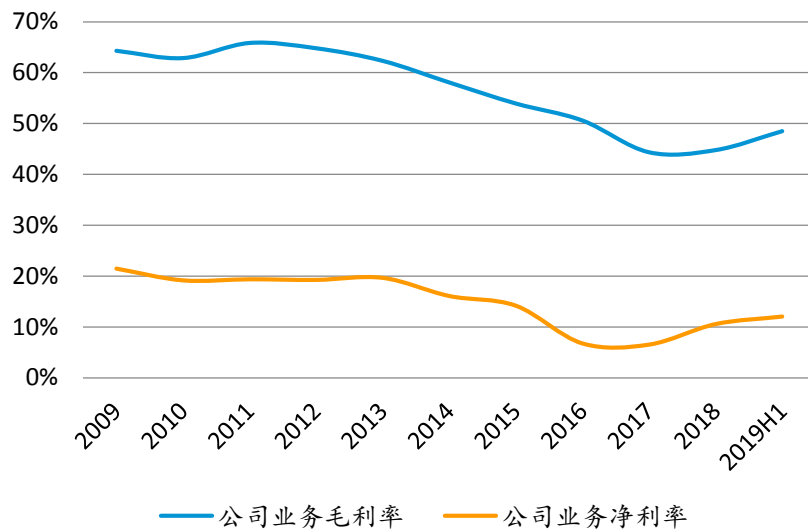


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

前期新建实验室释放产能, 利润拐点兑现。第三方检测行业细分领域众多, 地域分布广, 为积累优势, 加快布局, 公司近年来新建大量实验室和检测基地, 拓展新业务。资本开支快速增长导致折旧显著增加, 同时新业务毛利率显著低于传统的贸易保障检测业务。导致公司毛利率和净利率不断下滑。随着 18 年公司逐步控制人工成本和三大费用, 以及之前在环境和食品领域新建实验室陆续释放产能, 公司毛利率和净利率同比分别+0.4pct, +4pct, 实现自 13 年以来的首次增长, 19 年 H1 公司毛利率与净利率分别为

48.52%和 12.34%，继续稳步提升。

图表 10: 2018 年毛利率与净利率同时上升



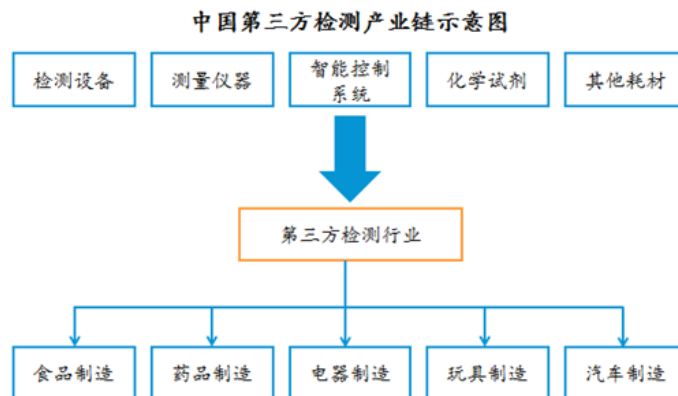
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 行业进入加速上升期，把握市场碎片化特征增强行业抗周期性

### 2.1. 检测市场逐渐向第三方倾斜，国内市场打开千亿空间

第三方检测行业是指第三方检测机构接受客户委托，综合运用科学方法及专业技术对某种产品的质量、安全、性能、环保等方面进行评定，并出具评定报告。第三方检测行业产业链上游主要为检测设备、检测试剂等行业，产业链下游主要为终端的工业品和消费品生产制造商，检测报告的使用者是政府、消费者或生产制造商的下游厂商。第三方检测产业链覆盖广泛，市场未来的发展空间较大。

图表 11: 国内第三方检测产业链覆盖广泛



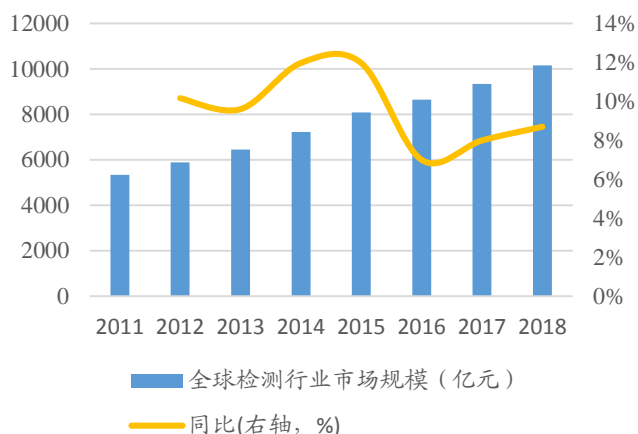
资料来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

全球检测市场规模超万亿。根据前瞻研究院的统计，2011-2018 年全球检测市场 CAGR 为 9.6%，2018 年检测市场规模将达到 1.02 万亿元。分地区来看，中国检测市场规模从 2013 年的 1399 亿元发展到 2018 年的 2869 亿元，占全球市场规模的 28.2%，位



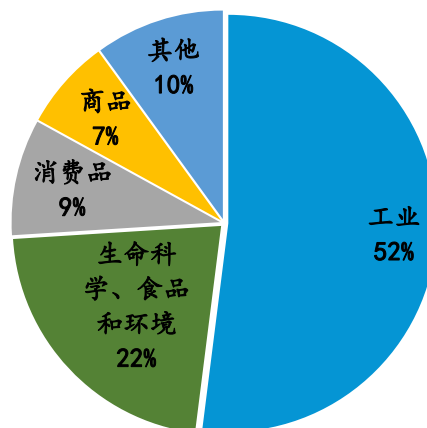
列全球第三，年均复合增速为 15.4%，高于全球检测市场发展速度，发展潜力大，美国、德国分别占据检测市场规模前两位。从行业分布来看，检测市场主要分为四大类，工业、生命科学食品和环、消费品及商品的检测，2016 年工业检测占据全球检测市场半壁江山，生命科学检测增长最快。

图表 12: 18 年全球检测市场规模达 1.02 万亿



资料来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

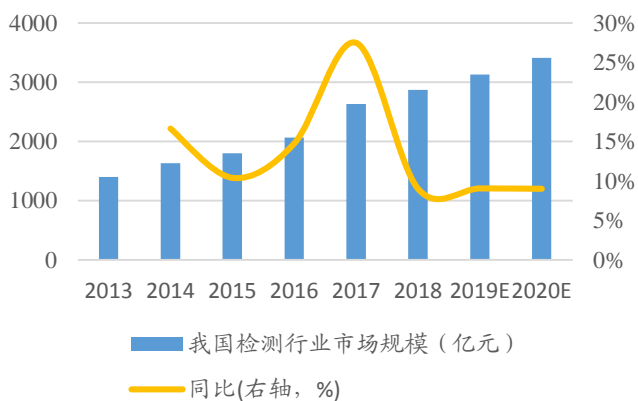
图表 13: 16 年工业检测占据全球检测市场半壁江山



资料来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

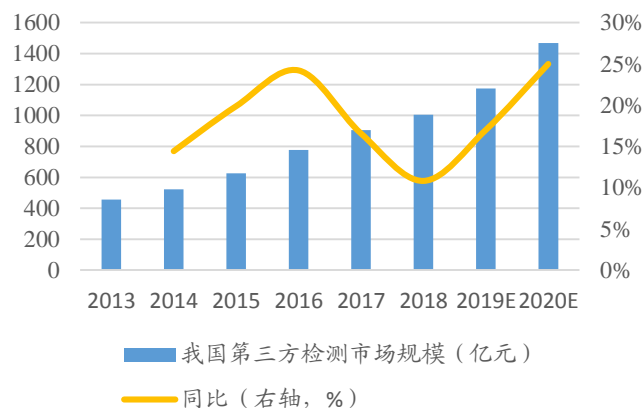
国内第三方检测市场占整体检测市场比例提升，打开千亿空间。我国检测行业近几年开始市场化改革，各细分行业逐步向第三方检测机构放开。第三方检测行业市场规模从 2013 年的 456.3 亿元增长到 2018 的 1004.28 亿元，随着检测市场进一步向第三方检测机构放开，下游行业外包检测业务以及民营和外资第三方检测企业的活跃，第三方检测市场的增速和占比都将逐渐提高。根据前瞻产业研究院预测，2020 年我国第三方检测规模将达到 1469 亿元，七年 CAGR 达 18.2%，占整体检测市场比重将达到 43.0%，较 13 年+10.5pct。据 IHS 预测，2020 年中国将超越欧洲和美国，成为全球规模最大的检测市场，国内第三方检测也有望加速发展。

图表 14: 我国检测行业的市场规模近 5 年 CAGR 达 +15.4%



资料来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

图表 15: 我国第三方检测行业市场规模突破千亿



资料来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

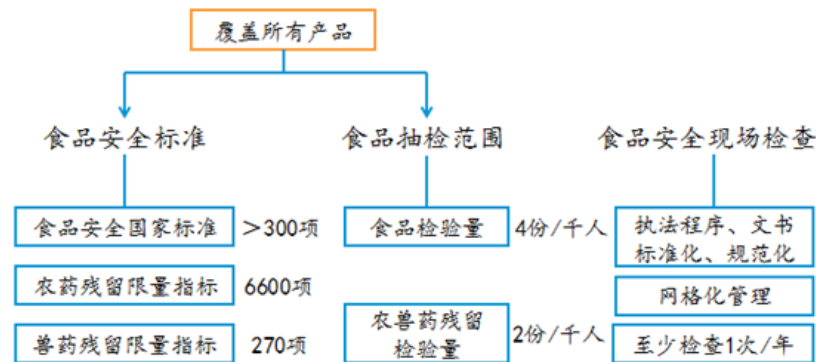
## 2.2. 下游需求旺盛+政策扶持双轮驱动，行业加速上升

### 2.2.1. 生命科学检测需求最旺盛，增速最快

生命科学检测主要包括食品检测、环境监测和医学检测，据前瞻产业研究院统计，2018 年我国生命科学检测市场规模达到 1744 亿元，三年 CAGR 将达到 16.5%，高于我国检测市场 15.4% 的增速，是检测所有领域中增长最快的领域。其中食品和环境领域市场份额较大，合计占比达 73.52%。

**食品安全检测有望维持高景气度。**近年我国食品安全问题不断，从三聚氰胺、毒豇豆到奶粉性早熟、五常大米掺假等事件，推动食品安全检测不断增加新的检测指标。截至目前，我国已制定公布了乳品安全标准、真菌毒素、农兽药残留、食品添加剂和营养强化剂使用、预包装食品标签和营养标签通则等多部食品安全国家标准，覆盖了超过 6000 余项食品安全指标。随着民众对食品安全质量要求不断提高，监管趋严，产品标准和抽检覆盖范围继续扩大，食品厂商和政府购买食品检测服务的需求不断增加。我国食品安全检测市场规模从 2013 年的 260 亿元增长至 2017 年的 537 亿元，CAGR 达 19.9%，高于我国检测市场 15.4% 的增速，估计 2018 年我国食品检测市场规模为 665 亿元。在政策和需求双重驱动下，未来我国食品检测需求仍将延续高增长。

图表 16: 食品安全检测需求持续增加



资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

**环境监测领域延续高速增长，强检放开第三方迎来机遇。**根据中国产业信息网发布的数据，环境监测行业市场规模 2016 年为 434 亿元，预计 2018 年达到 617 亿元，CAGR 为 19.3%，市场规模增长空间较大。目前国家对环境问题尤为重视，将建立常态化的环保督查体系，有利于新增更多环境监测需求。未来随着“气十条”、“水十条”和“土十条”的推进，环保投资规模迅速扩大有望推动环境监测市场需求持续释放，刺激环境监测市场延续高速增长，同时随着国家强检中环境监测领域逐渐向第三方机构放开，第三方检测迎来发展机遇。

图表 17: 环保制度的推进刺激环境监测市场延续高速增长

环境保护措施	具体内容
“气十条”	减少污染物排放
	严控高耗能、高污染行业新增产能
	大力推行清洁生产，大力发展公共交通
	加快调整能源结构，加大清洁能源供应
	强化节能环保指标约束
	推行节能减排新机制，加大排污费征收力度
	用法律、标准“倒逼”产业转型升级
	建立区域联防联控机制
“水十条”	将重污染天气纳入地方政府突发事件应急管理
	树立全社会“同呼吸、共奋斗”的行为准则
	全面控制污染物排放
	推动经济结构转型升级
	着力节约保护水资源
	强化科技支撑
	充分发挥市场机制作用
	严格环境执法监管
“土十条”	切实加强水环境管理
	全力保障水生态环境安全
	明确和落实各方责任
	强化公众参与和社会监督
	开展土壤污染调查，掌握土壤环境质量状况
	推进土壤污染防治立法，建立健全法规标准体系
	实施农用地分类管理，保障农业生产环境安全
	实施建设用地准入管理，防范人居环境风险
强化未污染土壤保护，严控新增土壤污染	
加强污染源监管，做好土壤污染预防工作	
开展污染治理与修复，改善区域土壤环境质量	
加大科技研发力度，推动环境保护产业发展	
发挥政府主导作用，构建土壤环境治理体系	
加强目标考核，严格责任追究	

资料来源：生态环境部官网，东吴证券研究所

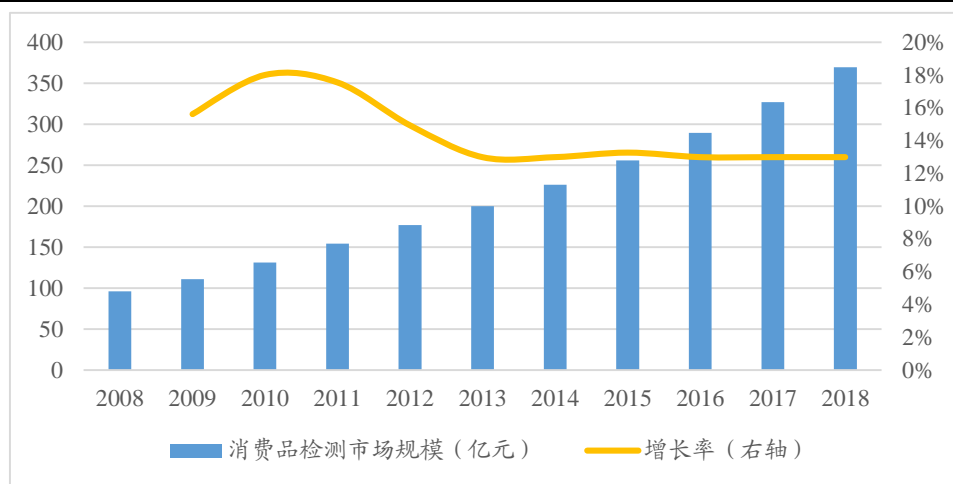
**医药检测市场规模将进一步扩大。**近几年我国药品安全重大事件时有发生，2016年“疫苗事件”更是震惊全国。据 WHO 统计，在全球销售的药品中，假药比例高达 10%。而发展中国家患者服用的药品中，有 25%的药品是假药或不符合药品检验质量标准。各国都面临对国内药品生产、流通、使用以及国际贸易进行政府管制为主题的全球性问题。据前瞻产业研究院统计，我国医学检测市场规模从 15 年 348 亿元发展到 18 年 462 亿元，CAGR 为 9.9%。“十三五”期间，中央财政投入新药创制将达 260 亿元，较“十一五”和“十二五”时期合计投入新药创制 134.7 亿元增幅非常大。新药的研制与生产将会产生大量的检测需求，我们预计市场规模将会进一步扩大。

### 2.2.2. 消费品检测增速稳定，汽车检测市场广阔

**消费升级+消费品质量标准提高推动检测行业发展，当前市场外资占主导。**消费品检测为公司的传统业务，主要对象为汽车、玩具、纺织品、电子电器等领域。08 年金融危机之后中国消费品检测市场规模不断提升，2008 年至 2015 年，消费品检测市场规模从 96 亿元上升至 256 亿元，CAGR 达 15.0%，维持中高速增长，2018 年市场规模将达到 369 亿元。2016 年 9 月，国务院发布《消费品标准和质量提升规划(2016—2020 年)》，要求主要消费品与国际标准一致性程度达到 95%以上，消费品质量国家监督抽查合格率稳定在 90%以上。国家提高消费品质量标准和监管力度将进一步推动消费品检测行业发展。但是当前市场外资占主导，Intertek 是全球规模最大的消费品测试、检验和认证公司之一，SGS 消费品服务得益于中国市场的增长，单板块利润占其公司利润的 25%。中国

公司在消费品检测领域起步较晚，前景广大。

图表 18: 消费品检测市场规模进一步扩大



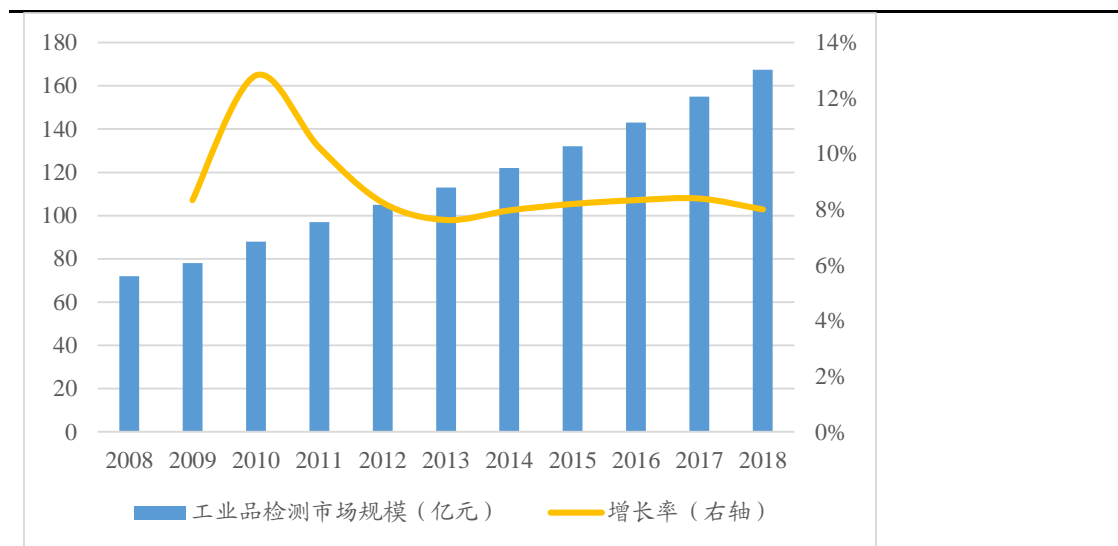
资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

受益于下游机动车保有量提升和汽车公司外包检测业务，汽车检测发展迅速。全球汽车制造业加速向中国转移，我国汽车产量快速增加，分别从 2001 年的 233.4 万辆增长到 2018 年的 2781.9 万辆，CAGR 超过了 28%，连续十年成为世界第一汽车产销大国。此外，由于汽车检测领域设备投入规模较大，在汽车行业整体增速驱缓时汽车公司倾向于将自身的检测业务外包给第三方检测以减少资本投入，进一步加强了第三方汽车检测市场的发展。汽车检测领域人力成本低，人均产值高，但我国 90% 的汽车检测市场都被政府垄断，未来随着强检放开，第三方检测将获得更多市场份额。

### 2.2.3. 工业品和贸易保障受周期和出口影响较大，增长平缓

工业品检测市场受下游周期影响大，规模增长较为平稳。工业品检测服务内容包括工业品性能、安全性等测试、验证、评估服务，致力于确保产品性能、安全等方面达到使用者要求或政府法规要求。近年来原油价格的大幅度下降导致石油、化工行业景气度较低，以及环保政策趋严使得很多石化产业工程项目建设进度放缓或者暂停，下游不景气导致对应的检测行业虽有所发展，但增速相对较慢。2008 至 2015 年，工业品检测市场规模从 72 亿元增加至 132 亿元，CAGR 为 9.0%，明显低于同期其他检测领域增速，预计 2018 年工业品检测市场规模为 167 亿元。当前原油化工行业景气度有所好转，工业品检测增速有望提升。

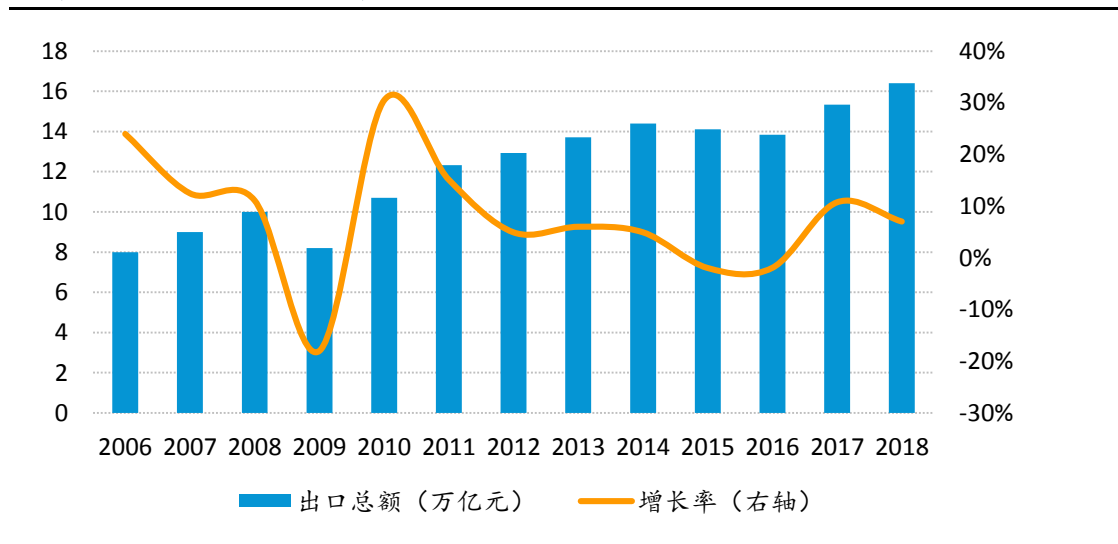
图表 19: 工业品检测市场规模平稳增长



资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

**非关税壁垒催生贸易保障检测需求，但出口放缓使行业增速趋缓。**在复杂严峻的国际贸易环境和低迷的国际市场需求下，传统的关税壁垒正在逐步弱化，国际贸易壁垒的主要形式正逐渐演变成以技术性绿色贸易壁垒为主。出于环保、安全等方面的考虑，美国、欧盟等国外发达国家或经济体纷纷出台一系列更为严厉的法规，加大了对中国出口产品的贸易壁垒。为了绕开壁垒，出口企业将寻求高质量检测服务需求，这就给第三方检测机构带来一个全新的市场机遇。但是受相对低迷的国际贸易环境影响，近年来我国出口总额增速明显放缓，导致贸易检测行业规模增速也相对平稳。根据前瞻产业研究院数据显示，2016年我国贸易检测市场规模为337亿，假设贸易监测市场规模增速与出口增速一致，2018年我国贸易监测市场规模约为395亿，CAGR为8.26%，增速趋缓。

图表 20：我国出口总额近年保持稳定



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

#### 2.2.4. 政策推动市场化改革，第三方检测行业迎来历史性机遇

政策不断深化改革，推动市场向第三方检测进一步打开。2010年后，食品、环保、贸易、医疗行业均发布相关政策推荐独立第三方检测机构建设，强制市场逐渐向第三方

独立检测机构开放。2015 年环保部发布《国家环境质量检测事权上收方案》，积极推进政府购买方式委托第三方对环境监测点进行运营维护，随着国控点第三方运维开展，地方第三方运维市场空间有望将逐级打开。2015 年 6 月，发改委发布《关于放开部分检验检测经营服务收费的通知》，放开包括船舶及船用产品检验费、国家级特种设备检验检测费、计量校准和测试费、认可收费、强制性产品认证费等在内的 9 项经营服务收费。2018 年国家统计局发布《战略性新兴产业分类（2018）》，将检验检测认证、标准化服务被正式写入分类。随着检测服务的进一步放开，工业品检测市场有望维持平稳增长。

图表 21：我国检测市场逐步向第三方独立检测机构开放

时间	行业	内容
2003 年	全行业	检测行业向民营第三方检测机构开放
2005 年	全行业	检测行业完全向外资独立第三方检测机构开放
2010 年	食品	十一届全国人大常委会要求有关部门和单位按照全国食品安全整顿工作部署，即强调务必要加快推进检验检测资源和信息共享，并积极推进第三方技术机构建设。
2012 年 6 月	交通运输	铁道部发布新的《铁路产品认证管理办法》，铁路产品认证工作改成“由具备法定资质的认证机构对相关铁路产品是否符合标准和技术规范要求实施合格评定活动”。认证工作监督部门改为国家认证认可监督管理委员会，2012 年 7 月起实施。
2012 年 12 月	食品	国务院办公厅印发《关于印发国家食品安全监管体系“十二五”规划的通知》，要求完善食品安全检验检测体系，通过政策引导和政府购买服务等多种方式，促进第三方食品检测机构发展。
2013 年 8 月	环保	浙江省环保厅印发《关于推进环境检测市场化工作的意见》，提出了市场化的检测业务的九项内容。
2013 年 9 月	医疗	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》提出要大力发展第三方服务。引导发展专业的医学检验中心和影像中心。支持发展第三方的医疗服务评价、健康管理服务评价，以及健康市场调查和咨询服务。公平对待社会力量提供视食品药品检测服务。
2013 年 9 月	贸易	国务院批准《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》，要求推进贸易发展方式的转变，鼓励设立第三方检验鉴定机构，按照国际标准采信其检测结果。
2013 年 9 月	出口	商务部等出台《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策意见的通知》，明确要求实施集中申报、集中办理相关检验检疫手续的便利措施。新的检验检疫监管模式建立后，将对电子商务出口企业及其产品进行检验检疫备案或准入管理，利用第三方检验鉴定机构进行产品质量安全的合格评定。
2014 年 3 月	全行业	中央编办、质检总局联合下发国务院同意的《关于整合检验检测认证机构的实施意见》，表明检验检测行业由国有机构垄断的局面将有所改变，第三方检测市场将通过不同形式扩大（企业不再依赖政府部门的检测机构，可以找第三方检测机构；政府部门可以购买第三方检测机构的服务，通过外包形式扩大规模）。

资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

### 2.3. 把握市场碎片化特征增强行业抗周期性

**检测行业具有区域性特征。**检测行业具有一定的服务半径，超过这一范围检测效果将明显下降，客户通常依据“就近原则”选择检测机构，形成以实验室为核心的业务模式。

检测过程一般需要客户送样或者检测机构到现场采样，然后在实验室用专业仪器设备完成检测，距离的远近影响送样、采样成本，使得检测服务具有一定区域性。受运送成本和检测时效影响，食品检测和环境监测的服务半径更短。因此，检测服务机构多采用就近设立实验室的方法进行业务拓展。据国家市场监督管理总局统计，我国 80.3% 的检验检测机构仅为本省区域内提供检验检测服务，形成跨区域业务布局的公司数量较少。

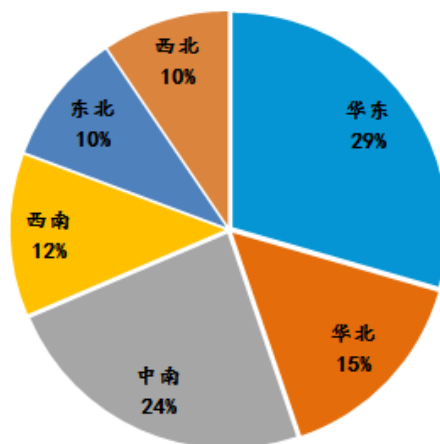
**细分领域独立，市场碎片化程度较高。**检测行业服务于各行各业，每个细分领域都有不同的技术特点和监管要求，细分市场相对独立。全球 Top5 检测公司分别为 SGS、BV、Intertek、DEKRE 和 Eurofins，2017 年合计市场份额仅占全球市场份额的 12.8% 左右，其中全球龙头 SGS 市占率仅为 3.7%。整体来看，各检测巨头都拥有各自强势领域，行业竞争格局较为分散。目前我国检测行业受地区、行业不同，也呈现布局散、壁垒多、规模小、竞争激烈的市场格局。从机构数量来看，根据国家认监委数据统计，截止 2017 年底，我国共有检测机构 36327 家，其中国有及国有控股机构 18066 家，民营机构 16660 家，港澳台及外商投资企业 257 家，其他机构 502 家。从区位布局来看，各地区检测机构数量占比为：华东 29.47%，华北 15.32%，中南 23.78%，西南 12.12%，东北 9.85%，西北 9.47%，布局较为分散。

图表 22: 检测行业竞争格局较分散

公司	优势领域	2016 收入 (亿欧元)	2017 收入 (亿欧元)	同比	市占率
SGS	化学品测试、船检、消费品检测	54.9	57.2	4.10%	3.70%
BV	船舶、建筑服务、消费品服务、工业服务检测	45.5	46.9	3.10%	3.10%
Intertek	纺织品测试、电子电器认证、医学检测	31.4	31.6	0.60%	2.10%
DEKRE	机动车检测、工业检测、	28.7	31	8.00%	2.00%
Eurofins	食品、制药、环境、消费品	25.4	29.7	17.10%	1.90%

资料来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图表 23: 我国检测行业市场碎片化程度较高



资料来源：国家质检总局，东吴证券研究所

**碎片化+周期性行业检测外包加强抗周期能力。**第三方检测行业地域与下游细分领域的碎片化特征加强了行业整体抗周期性。实力较强的第三方检测公司业务分布广泛，全球行业龙头 SGS 业务遍布欧非中东地区、美洲地区和亚太地区，**收入来源广泛，单一地区不确定因素对公司整体收入影响较小。**此外第三方检测行业下游既有工业、石油燃气和矿产品等受经济周期影响较大的领域，也包含耐用品、基建等逆周期能力较强的领域，使第三方检测业务在周期变动时收入稳定；同时，**周期性行业检测业务的外包也增加了第三方检测的抗周期能力**，08 年金融危机时期，全球行业龙头 SGS 承接了汽车、工业等周期性公司自身的检测业务，自身净利率保持稳定，体现了行业内有实力的大公司在把握市场碎片化特征，广泛布局业务后展现的较强抗周期能力。

### 3. 公信力提升提高竞争壁垒，精细化管理驱动长效发展

#### 3.1. 全方位资质认可助力公信力提升，内生外延克服碎片化特征

**全方位的资质认可助力公司建立公信力壁垒。**检测市场高度分散，公司通过各类权威机构的认证，获取全方位的资质认可，实现跨领域、跨区域的业务拓展，抢占更多的市场份额，从而成长为行业龙头。截至 2018 年底，公司在国内拥有 60 多家分支机构组成的业务网络，拥有化学、生物、物理、机械、电磁等诸多领域的 130 多个实验室，公司依据 ISO/IEC17025 建立实验室管理体系，依据 ISO/IEC17020 建立检查机构管理体系，具有中国合格评定国家认可委员会 CNAS 认可及计量认证 CMA 资质，取得 CQC 中国质量认证中心授权，并获得英国皇家认可委员会 UKAS、美国消费品安全委员会 CPSC、新加坡 SPRING 等诸多国际认证机构认可，全方位的资质认可保障公司检测报告更具有国际公信力。公司具备向社会独立出具公正数据的资质，检测报告得到包括美国、英国、德国、法国、意大利、日本、韩国、中国台湾和香港地区在内的共 42 个国家和地区的认可。

图表 24: 公司获得海内外多项权威机构认证





资料来源：国家质检总局，东吴证券研究所

**技术优势+客户认可拓展公司影响力。**公司设立研究院，提高研发支出，紧密跟踪国家标准、国际标准、产品法规的发展趋势，结合市场需求和客户个性化建议，进行标准项目研发，创新检测技术和方法，参与多项行业标准制定，技术影响力不断扩大。公司还通过与**沃尔玛、每日优鲜、伊利集团**等大客户保持长期合作关系，提高大客户认可度，获取大客户供应链上下游检测资质提高公司公信力和市场影响力。

图表 25：公司参与多项行业标准制定

参与制定行业	具体数量
参与制定、修订标准	436 项
已公布标准	368 项
国家标准	215 项
强制标准	17 项
已取得专利	151 项
发明专利	38 项
实用新型专利	113 项

资料来源：公司年报，东吴证券研究所

**外延并购扩充业务领域，克服业务碎片化。**检测行业碎片化的特质让检测机构难以通过复制快速扩张，战略性并购是成为国际化检测机构的必要手段，也是国际检测机构通行做法，通过并购切入新领域和新地域，实现跨领域、跨区域发展，最终变成全球性检测机构。公司并购数量从 2012 年起快速上升，在 2014-2016 年积极实施并购策略，仅 2016 年一年就有 7 家公司纳入财务报表，截止目前，**公司进行了超过 20 次对各个子检测行业公司的增资与并购**，涉及细分领域包括食品、医疗、防治、电气等，丰富了公司的业务领域。由于 2016 和 2017 年公司前期收购的少数标的出现业绩对赌不达预期的情况，2017 年起开始审慎收购，更注重整合，加大了对已并购公司的内部整顿，改善并购战略。外延并购不仅帮助公司快速打入新的业务领域，同时树立起检测领域多元化的竞争壁垒。

内生增长完善实验室分布，克服地域碎片化。除了检测领域不断丰富以外，公司还通过增加资本投入、研发费用等方式新建大量实验室抢占国内市场，完善实验室在不同地域的布局。在 18 年以前公司每年资本性投入占营收 20% 左右，截至 2018 年底，公司已在全国布局 130 多个实验室。其中环境监测实验室由于性质特殊，具有地域性较强的特点，需要在不同地区布局实验室。截至目前，公司已有 30 多个环境实验室，除西藏以外中国所有省市皆有布局。

公司内生+外延强化食品、环境等细分领域。公司最早布局的业务领域是贸易保障及消费品出口检测，2009 年该领域占公司营收的 75% 以上。由于食品、环境和汽车等下游行业对检测需求的日益提升，公司大力发展相关板块，16-17 年新建多个食品、环境和汽车实验室，截至 18 年公司共有环境监测实验室 30 多个，是国内在环境和食品领域布局最广泛的第三方检测企业，生命科学领域营收在公司内占比过半。

汽车领域预计保持 30% 以上增长。公司抓住汽车行业对检测业务需求的提升，大力发展汽车检测，16-18 年新建多个汽车实验室，19 年预计还将继续扩展航天材料领域的实验室，目标建设大交通板块。现公司已有多个汽车实验室，通过 OEM 产品认证，人均产值领先公司其他业务领域，超过 40 万，预计未来汽车领域还将实现每年 30% 左右的营收增长。

图表 26: 公司通过新设、并购实现快速扩张

	华策收购并购情况	收购比例	出资额	领域
2016	宁波唯质检测技术服务有限公司	100%	80.5 万	纺织品、服装、面辅料、鞋帽、玩具及食品接触材料的检测、检查服务
2016	江阴华测职安门诊部有限公司	67%	420 万	健康信息咨询、医学检测、健康体检诊疗
2016	北京华测食农认证服务有限公司	100%		农产品、食品领域
2016	福建尚维测试有限公司	51%		立足福建的，独立第三方检测机构
2016	河南省数字证书有限责任公司，2017 年 3 月，更名为华测电子认证有限责任公司	71%	7100 万	电子认证服务；数字证书的制作、颁发和管理；相关产品的开发、生产和销售；信息系统集成及服务；计算机软件开发、技术服务等
2017	四川华测建信检测技术有限公司	68%	918 万	专业技术服务业；科技推广和应用服务业
2018	浙江方圆电气设备检测有限公司	13%	7600 万	电器检测

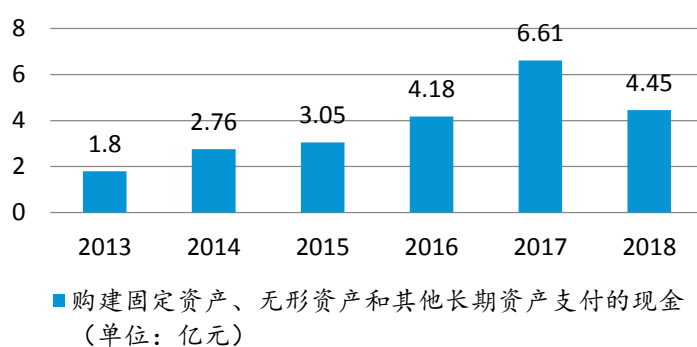
资料来源：公司公告，公司年报，东吴证券研究所

### 3.2. 新总裁推行精细化管理，资本投入效率与人均产值提升，盈利能力增强

精细化管理提高资本投入效率。公司过往以收入为考核指标，注重资本投入，管理较为粗放。以公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为参考，2013-

2017 年公司支付的现金一路攀升，CAGR 达到 38%，高资本投入在带来营收快速提升的同时，也带来了产能利用率不高，利润率水平下降的弊端。18 年 6 月，公司宣布由全球检测行业领军人物申屠献忠先生担任公司新一任总裁。申屠先生曾任 SGS 的中国区总裁、SGS 全球执行副总裁。在申屠总裁带领下，公司改变以往以收入为考核指标的管理模式，**推行以利润为考核指标的精细化管理**，并于 18 年六月开始削减资本开支，控制人工成本，提高产能利用率，2018 年公司资本开支 4.45 亿元，同比-32.67%，与此同时 18 年公司营收同比+26.56%，归母净利润同比+101.49%，净利率实现上升。预计未来在保证营收增速不变的情况下，每年的资本支出将从每年占营收比重 20%下降到 10%左右，但与国外检测设备龙头 SGS 5%的资本支出占比还有一定差距，优化空间较大。

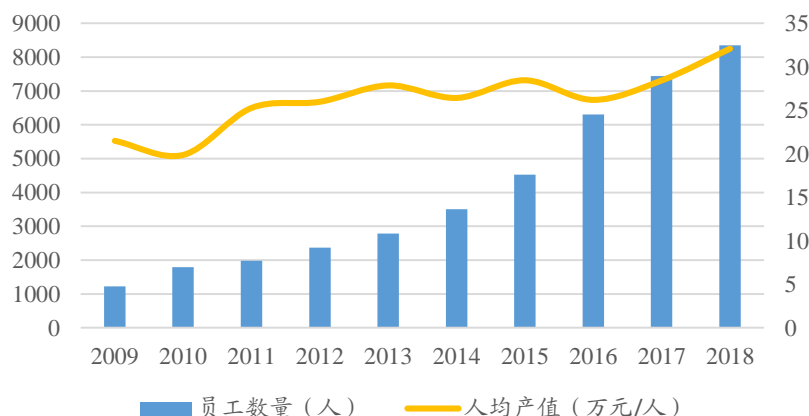
图表 27：公司 2018 年资本支出同比-32.67%



资料来源：Wind，东吴证券研究所

**人均产值首次突破 30 万元。**公司过往通过粗放投资的方式抢占了全国大部分第三方检测市场，基本完成了国内的实验室布局，为驱动长效发展，公司逐渐向行业龙头 SGS 学习，提升公司人均产值。公司以往人工成本占比约 40%左右，人数增长与营收增长同步，人均产值没有显著提升。新总裁到来后，着手提升人均产值与单位面积产值，**公司 18 年员工增速 12%，大幅低于同期收入增速 (+26.6%)**，人均产值首次突破 30 万，逐渐接近行业龙头 SGS。公司 19 年新员工将按利润目标考核分配奖金，未来公司将进一步推动精细化管理，降低公司资本开支，提高人均产值。

图表 28：18 年公司人均产出首次突破 30 万元



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

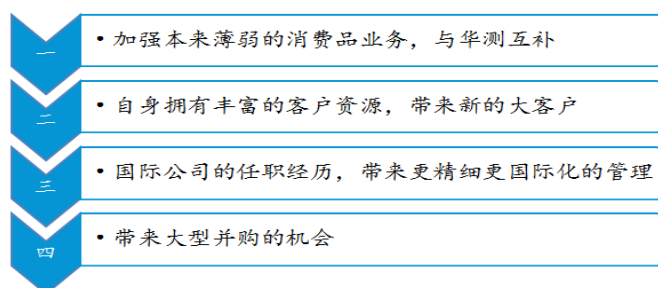
**精细化管理提高成本管控能力，核心业务盈利能力增强。**根据公司 19 年半年报显示，随着公司深入推行精细化管理，公司上半年营业成本仅同比+7.27%，低于营业收入增速（+22.22%），归母净利和扣非归母净利分别同比+213.6%/+417.4%，整体毛利率达到 48.52%，同比+7.18pct，净利率 12.34%，同比+7.1pct，显出公司精细化管理取得成效。分业务看，**生命科学和消费品领域营业成本增速大幅缩减，较 18H1 同比-54.87pct、-38.21pct**，毛利率方面除贸易保障检测领域稳定维持在 70%左右外，**生命科学、工业测试、消费品测试板块毛利率达到 44.66%、40.43%、47.06%**，分别较去年同期+11.08pct、+8.23pct、+3.05pct，核心业务盈利能力进一步增强。

**强化现金流管理，经营现金流量同比+744.64%**。检测行业现金回款快，公司强化现金管理能力，优化应收账款和应付账款管理，19H1 经营性净现金流达到 1.15 亿元，同比+744.64%，显示出公司管理和经营效率的提升。

### 3.3. 长效激励招贤纳士，锁定人才锁定未来成长

继公司 18 年 6 月聘任原 SGS 的中国区总裁、SGS 全球执行副总裁申屠献忠先生为公司总裁后，19 年 4 月公司又聘任曾啸虎先生为公司副总裁。**申屠先生在消费品、工业品等领域拥有广泛的海内外行业资源**，有望帮助公司寻找到优良的并购标的，尤其是海外标的，以促进华测国际化的进军步伐，取得更多品牌大客户的认可，拉动国内国外业务并举发展。**曾啸虎先生原是 SGS 中国工业、交通及消防科技事业群总经理**，他的到来弥补了公司原本工业、电子两大细分领域不足，有望接力食品和环境监测成为公司新的盈利增长点。公司同时公告与曾啸虎共同收购浙江远鉴 61% 股权，并购快速进入燃烧测试领域，使公司未来各项领域更加均衡发展。

图表 29：申屠先生出任新总裁增添公司增长新动力



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**长效激励助力内生增长。**2017 年 6 月 2 日，公司推出首次员工持股计划，授予部分董事、高管及公司管理骨干、业务骨干。2018 年，公司分别实施和审议通过了《第二期员工持股计划》和《2018 年股票期权激励计划》，向 38 名激励对象授予了 2065 万份股票期权。近期，公司又公告了《2019 年股票期权激励计划》，拟向包括曾啸虎在内 9 名激励对象授予 470 万份股票期权。采用员工持股计划和股票期权激励计划相结合的方式

有利于为进一步提升公司治理水平，完善员工与全体股东的利益共享机制，促进公司建立、健全激励约束机制，充分调动公司员工的积极性，有望助力效率站上新台阶。

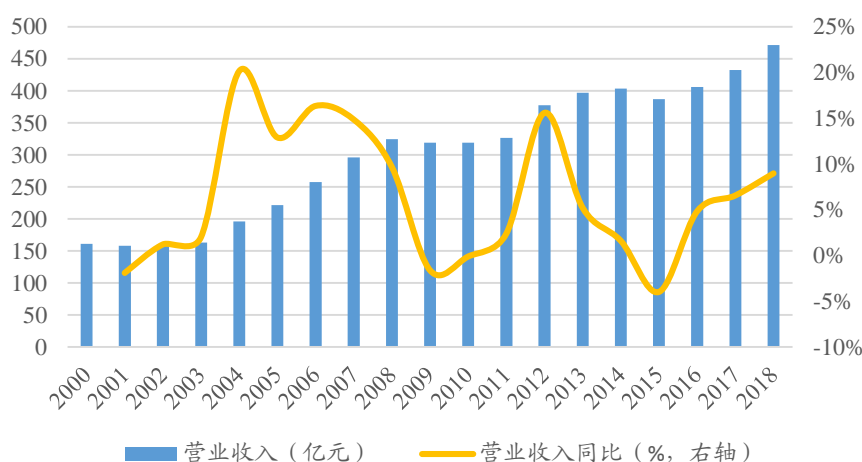
## 4. 对标海外龙头，路径相似，上升空间大

### 4.1. 长期驱动因素：内生增长+外延并购，改革提升人均产值

**全球第三方检测龙头，历史悠久。**海外第三方检测服务起步远早于我国，相关企业商业模式成熟，检测项目覆盖范围广，技术储备雄厚，从规模、市场占比和声望来说，行业龙头为 SGS。SGS 是目前世界上规模最大、历史最悠久的第三方检测公司，有 141 年历史，在全球 143 个国家共有超过 2600 家分支机构、实验室以及 97000 名员工，覆盖传统行业如农业，矿产，石化和汽车等，同时在环境保护和新能源等新兴行业也拥有较强的技术能力。

**内生增长强化优势板块，助力规模扩张。**2018 年 SGS 营业收入为 67 亿瑞士法郎，近 500 亿元人民币，同比+6.0%，净利润 6.9 亿瑞士法郎，近 50 亿元人民币，同比+3.9%。从利润表数据来看，**02-08 年为公司快速增长期，营收 CAGR 为 12%**。营收快速增长的原因是公司以内生为主，外延为辅的成长路线。内生增长方面，01 年以来公司资本支出占营收的 5%-7%，资金优先投放在农产品和食品以及消费品等公司盈利能力较强的领域，用于购买设备和建设实验室。从实验室数量来看，SGS 在中国区有超过 150 家实验室，在全球有超过 2600 家分支机构和实验室，实验室布局全球领先。

图表 30: SGS 02-08 年营收增长迅速 CAGR 12%

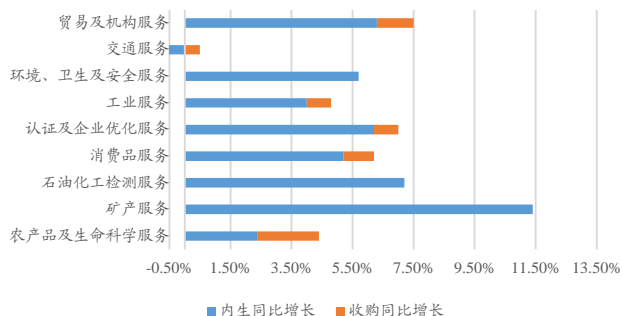


资料来源：SGS 公司年报，东吴证券研究所

**外延并购拓展业务覆盖领域和地域。**公司自 2000 年以来完成 169 家收购，其中 2012-2017 年平均每年收购兼并数量均在 10 家以上，主要目的为扩展业务覆盖领域及地域。通过内生+外延的发展途径，公司核心产品业务线个数从最初的 6 个发展为 2018 年

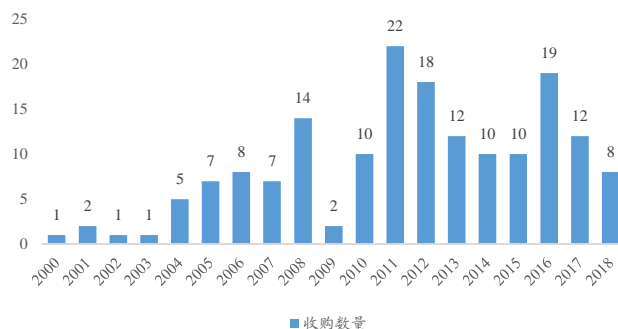
的 9 个,覆盖欧非中东地区、美洲地区和亚太地区,成为全球第三方检测行业龙头企业。

图表 31: SGS 2018 年营收增速主要靠内生贡献



资料来源: SGS 年报, 东吴证券研究所

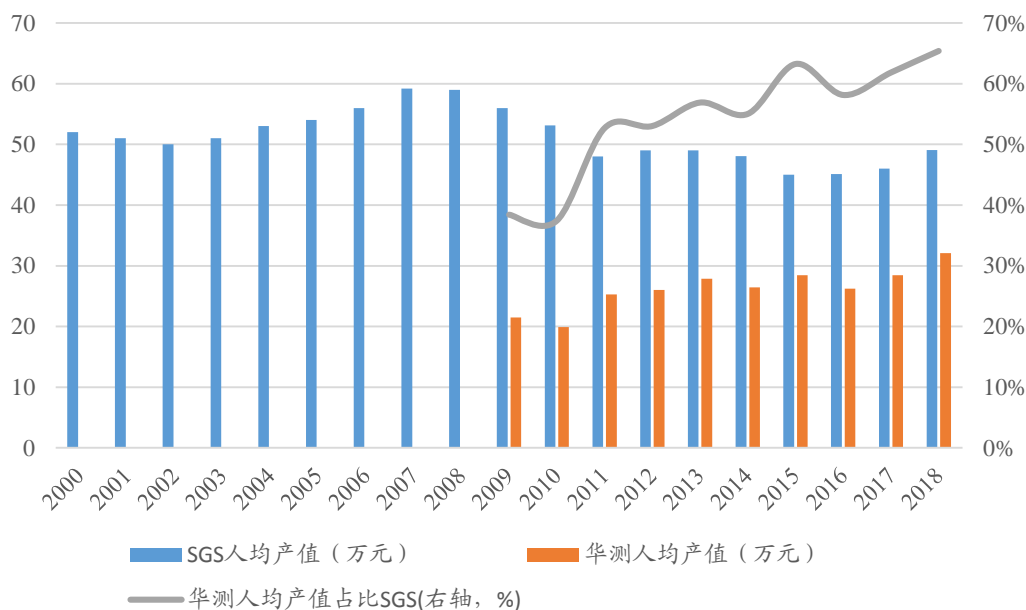
图表 32: SGS 2010 年后加快外延并购步伐



资料来源: SGS 年报, 东吴证券研究所

**新 CEO 改革带动人均产值提升。**公司 02-08 年利润 CAGR 为 37%, 利润快速增长主要因为 2002 年初新上任的 CEO 采取加强预算考核管理、提升实验室利用效率等多项改革措施,使公司人均产值和投资效率提升。公司人均产值 08 年达到历史最高 59 万元, 02-08 年平均为 54.6 万元, 08 年后受经济危机影响,人均产值降低到 45 万元左右。随着规模扩大公司更加注重投资效率的提升, 18 年资本性投入占营收的比重从之前的 5%-7%降为 4.14%, 投资回报率为 24.20%, 投资回报率同比+2.9pct。

图表 33: 对标 SGS, 华测人均产值上升空间较大



资料来源: SGS、华测检测年报, 东吴证券研究所

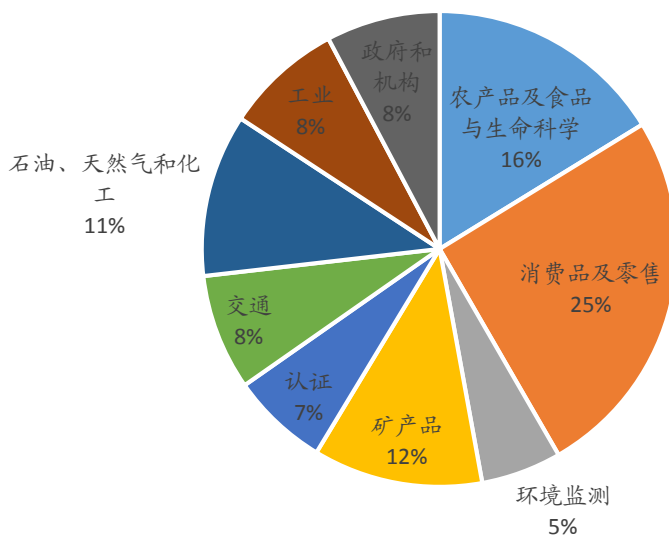
#### 4.2. 跨地域跨行业均衡布局, 消费品检测优势明显

**业务布局地域广。**从地域布局来看, SGS 的业务主要分布在三大地区: 欧非中东地区、美洲地区和亚太地区, 其营业收入一半以上均来自海外。2008 年经济危机之后, 2009 年欧洲、非、中东、美洲等地区经济增长放缓。但是, 亚太地区得益于中国的 GDP

的快速增长而呈现较快增速。随着亚太地区对检测服务的需求快速增长，亚太板块的收入占比也在逐步提高，现已是 SGS 的第二大业务区域。

**多领域均衡发展，消费品检测优势明显。**SGS 核心业务板块分为 9 个，分别为：矿产品服务、石油燃气化工产品服务、农产品、食品及生命科学服务、消费品服务、系统认证服务、工业服务、交通运输服务、政府和机构服务以及环境服务，基本覆盖第三方检测行业所有细分领域。SGS 各业务收入结构均衡，各分业务板块营收占比均在 10% 左右，组合防御性强。18 年营收占比最高的三个板块分别是石油燃气化工产品服务、工业服务及消费品服务，合计占比 47%，其中消费品板块利润占比长期领先其他版块，18 年占比达 25%。主要原因是一方面消费品板块是公司传统优势项目，另一方面消费品更能凸显规模效应。总体来看公司各版块业务分布均衡，分版块营收占比稳定，业务发展相对成熟。

图表 34: SGS 消费品利润贡献达 25%



资料来源：SGS 年报，东吴证券研究所整理

#### 4.3. 改革发展路径相似，上升空间大

**管理改革提升人均产值，净利率有望进一步提升。**华测检测 2003 年成立，相较于拥有百年历史的 SGS 来说体量较小，但发展迅速，上升空间大。公司在发展过程中同样采用内生+外延并购方式扩大业务领域和地理布局，其在中国的实验室数量已逐渐逼近 SGS。18 年华测检测净利率接近 SGS，主要原因是公司采用了与 02 年 SGS 相似的管理改革，通过引入新总裁施行精细化管理，提升投资效率，减少费用支出，提高人均产值。公司 18 年投资回报率为 9.84%，较 SGS 还有一定差距，主要原因是公司自 18 年中旬才开始改革，且之前建设的实验室还没有完全释放产能。预计随着改革成效进一步落地，公司的投资回报率和人均产值将进一步提升，公司的净利率有望进一步提升。

图表 35: 公司净利率逼近 SGS (2018 年)

对比指标	SGS	华测检测
营业收入 (亿元)	471.2	26.8
净利率	10.30%	10.07%
资本投入率	4.14%	16.60%
投资回报率	24.20%	9.84%
员工人数	97000	8351
人均产值 (万元/人)	48.58	30.1
实验室数量(中国区)	150	132
收购个数 (2000 年以来)	169	20

资料来源: wind, 东吴证券研究所

**补齐短板业务完善布局。**华测检测业务主要分为四大领域,其细分领域与 SGS 的九大模块基本吻合。相较于 SGS 各业务板块营收占比,华测检测较依赖食品和环境两大领域的贡献,其合计营收占比接近半成。公司将汽车检测放入消费品大类,汽车检测是公司发展较好项目,人均产值能到 40 万元以上,除去汽车检测以外,公司的消费品和工业品检测较 SGS 还有一定差距。公司 19 年引入曾啸虎先生作为公司副总裁,计划提升公司在工业品检测,包括计量校准、材料和无损检测领域的市场份额,同时积极寻找弱势领域的优良标的,加快横向并购。

**海外市场前景广阔。**从地域分布来看,相较于 SGS 一半以上营收来自海外,华测检测业务基本布局在国内,据华测 18 年年报显示,其国内营业收入占收入比重的 97.4%,在国内市场,华测相比于外资检测龙头具有较为明显的营销布局优势以及后续服务运营优势。在巩固国内业务同时,公司也在积极寻找国外标的,开拓海外市场。

图表 36: 公司营销布局优势明显,发展提升空间较大

检测机构	优势	劣势	机会
SGS	品牌知名度高; 企业规模大; 涉及领域广	服务意识淡薄; 管理极其复杂	市场需求大; 中国检测市场全面开放
BV	全球化品牌; 技术领先; 资本雄厚; 国际融资渠道	本土化不足	市场需求大; 中国检测市场全面开放
INTERTEK	品牌认可度高; 技术领先; 涉及领域广; 资本雄厚, 本土化运作成功	营销手段单薄; 客户资源丰富度不够	市场需求大; 中国检测市场全面开放
华测检测	技术研发实力强; 涉及领域广; 营销布局广	国际影响力不足	市场需求大; 政府政策扶持; 提供整体解决方案

资料来源: wind, 东吴证券研究所



## 5. 盈利预测与投资评级:

### 一：生命科学检测板块有望实现收入、利润的稳步发展。

公司生命检测板块盈利能力较强，19年H1显示毛利率达44.66%，系该领域成本把控到位，19年H1该领域营业成本同比+7.45%，增速较18H1同比-54.87pct，一方面源于前期高资本投入结束，产能开始释放，另一方面源于精细化管理显现成效。预计随着公司收入水平的提高，精细化管理的推进，该板块有望实现收入、利润的稳步发展。该板块包含环境、食品和医学三个领域，其中环境监测与食品检测是公司两个较大规模事业部。

前期公司投入较大精力建设食品和环境实验室，18年之后两者实验室逐渐投入产出，环境领域是公司实验室分布最广泛的领域，预计之后环境领域毛利率每年提升一个点，食品领域在把握好排单能力，提升实验室利用率的基础上预计每年毛利率提升两到三个点。

医学领域18年实现大幅减亏，预计今年可以实现盈亏平衡，未来保持15%的营收增长。

在环境和食品实验室先前建设的实验室投入产出，医学领域逐步从减亏走向盈利的情况下，结合2019上半年生命科学领域营业成本增速大幅下降，我们预计生命科学领域在2019年之后将保持40%左右毛利率。

### 二：贸易保障毛利率、市占率预计稳定维持高位。

贸易保障测试的毛利率长期维持在70%，产能利用率比较高，是公司涉足最早的优势项目。在出口频率、总量和法规都没有太大变动的情况下，该领域营收增长稳定，预计未来将保持10%的增速，毛利率将继续稳定在现有70%左右的水平。

### 三：消费品测试领域继续依托汽车领域高增长。

消费品领域分为四大细分板块，18年汽车领域是消费品板块最主要部分，主要做汽车研发阶段检测，随着人均产值的继续提升，预计未来将保持30%左右的营收增速。

由于18、19两年公司继续投资建设汽车实验室，新产能释放尚需时间，我们预计消费品领域毛利率将在未来三年维持现有水平。

### 四、曾啸虎副总裁加盟有望整合提升工业品领域业务盈利能力。

工业品测试领域包括计量校准、工程建材、无损、数字认证等业务，种类繁多，分业务体量不大。

计量校准业务是工业品中营收占比最高的业务，预计未来在持续资本投入支持下将

保持 20%以上的增速。

图表 37: 华测检测分业务盈利预测 (百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
生命科学检测	1026.1	1425.1	1781.4	2226.7	2783.4
YOY	40.9%	38.9%	25.0%	25.0%	25.0%
毛利率 (%)	42.7	39.6	40.0	41.0	41.0
工业品测试	431.0	500.4	625.5	750.6	900.8
YOY	37.0%	16.1%	25.0%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)	24.6	38.1	39.0	40.0	41.0
消费品测试	334.3	390.0	468.0	561.6	674.0
YOY	25.2%	16.7%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率 (%)	48.4	48.8	48.0	48.0	48.0
贸易保障检测	326.8	365.3	438.4	526.1	631.3
YOY	-4.6%	11.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	71.4	69.9	70.0	70.0	70.0
收入合计	2118.2	2680.9	3276.8	3981.0	4844.4
YOY	28.2%	26.6%	22.2%	21.5%	21.7%
综合毛利	44.4	44.8	44.6	45.0	44.9

资料来源: wind, 东吴证券研究所

可比公司估值方面, 由于华测检测是国内第三方检测民营龙头, 业务覆盖范围广, 我们选择了机动车检测龙头公司的安车检测, 和从事建筑材料、建筑装饰装修材料、建设工程检测的国检集团作为对比公司。由于对比公司与华测检测同样在检测领域具有较高的公信力, 叠加行业本身上升趋势, 故享有较高水平估值。

图表 38: 可比公司估值 (截止时间为 2019/08/16)

	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
安车检测	89.37	1.09	1.54	2.10	42	30	22
国检集团	60.92	0.75	0.92	1.10	26	21	18
华测检测	199.90	0.25	0.34	0.43	49	36	28

资料来源: wind, 东吴证券研究所整理

备注: 安车检测与国检集团 2 家盈利预测来自 wind 一致预期

公司是国内第三方检测龙头, 我们预计公司在业务前期布局完备、新建实验室投入产出、精细化管理深入推进和新任核心人员提升公司公信力的基础上, 将搭乘检测行业国产化的趋势, 借助行业上升通道, 把握市场碎片化特点, 继续实现营收 20%以上的增长速度。

基于公司投资回报率和人均产值增加的基础上, 公司的盈利能力将进一步增强, 业

绩有望进入快速放量期。预计公司 2019-21 年归母净利润 4.09、5.62、7.13 亿元，对应 PE 51、37、29X，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 6. 风险提示：

### 各事业部质量控制风险：

公司拥有实验室较多，且行业属性导致公司外延并购项目较多，而检测行业对于检测质量要求较高。因此，事业部的质量控制是保证公司品牌公信力的关键。

### 收入、利润增速不及预期：

公司已经历了跑马圈地阶段，但业务线布局较广。如果公司产品拓展较缓，收入增速不及预期，则会造成公司产线利用率不高，盈利能力不及预期。

### 成本控制不及预期：

公司长期注重提升收入规模，近期公司逐渐转变为利润为导向的管理方式，注重成本控制。由于公司管理事业部、实验室较多，成本控制效果可能存在不及预期可能性。

### 行政处罚影响公司检测资质风险：

19 年 4 月公司的武汉分公司在咸宁市中德环保电力有限公司监督性检测中被生态环境部监测司判定存在弄虚作假行为，预计将影响武汉分公司环境监测业务资质。但由于公司各分公司都是独立法人，不会影响其他公司检测资质。

## 华测检测三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1947.8</b>	<b>1891.3</b>	<b>2109.5</b>	<b>2585.5</b>	<b>营业收入</b>	<b>2680.9</b>	<b>3276.8</b>	<b>3981.0</b>	<b>4844.4</b>
现金	808.0	1089.6	1144.8	1425.3	减:营业成本	1479.9	1814.3	2188.8	2670.0
应收账款	544.2	713.1	854.6	1025.8	营业税金及附加	9.0	12.9	14.9	17.8
存货	14.8	13.3	18.6	22.9	营业费用	506.4	515.8	596.8	691.6
其他流动资产	580.9	75.4	91.6	111.4	管理费用	409.9	442.6	508.5	614.6
<b>非流动资产</b>	<b>2111.6</b>	<b>2568.4</b>	<b>2968.9</b>	<b>3290.5</b>	财务费用	21.6	27.4	27.0	26.6
长期股权投资	94.7	94.7	94.7	94.7	加:投资净收益	44.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	1373.7	1844.9	2258.3	2591.6	其他收益	16.2	14.4	12.9	11.6
无形资产	143.6	129.3	116.3	104.7	<b>营业利润</b>	<b>314.7</b>	<b>478.2</b>	<b>658.0</b>	<b>835.3</b>
其他非流动资产	499.5	499.5	499.5	499.5	加:营业外净收支	8.8	3.0	3.0	3.0
<b>资产总计</b>	<b>4059.4</b>	<b>4459.7</b>	<b>5078.4</b>	<b>5876.1</b>	<b>利润总额</b>	<b>323.5</b>	<b>481.2</b>	<b>661.0</b>	<b>838.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>1187.4</b>	<b>1262.8</b>	<b>1440.8</b>	<b>1688.7</b>	减:所得税费用	40.9	72.2	99.2	125.7
短期借款	507.7	533.1	559.8	587.7	少数股东损益	12.6	0.0	0.0	0.0
应付账款	326.5	292.0	386.5	496.7	<b>归属母公司净利润</b>	<b>270.0</b>	<b>409.0</b>	<b>561.9</b>	<b>712.6</b>
其他流动负债	353.2	437.6	494.6	604.2	EBIT	282.7	505.6	685.0	862.0
<b>非流动负债</b>	<b>97.1</b>	<b>115.3</b>	<b>134.6</b>	<b>149.8</b>	EBITDA	497.2	666.4	901.2	1136.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	97.1	115.3	134.6	149.8	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1284.5</b>	<b>1378.1</b>	<b>1575.4</b>	<b>1838.5</b>	每股收益(元)	0.16	0.25	0.34	0.43
少数股东权益	57.5	57.5	57.5	57.5	每股净资产(元)	1.64	1.82	2.08	2.40
归属母公司股东权益	2717.5	3024.2	3445.6	3980.0	发行在外股份(百万股)	1657.5	1657.5	1657.5	1657.5
<b>负债和股东权益</b>	<b>4059.4</b>	<b>4459.7</b>	<b>5078.4</b>	<b>5876.1</b>	ROIC(%)	8.1%	13.3%	16.9%	19.5%
					ROE(%)	9.9%	13.5%	16.3%	17.9%
					毛利率(%)	44.8%	44.6%	45.0%	44.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>EBIT Margin(%)</b>	10.5%	15.4%	17.2%	17.8%
经营活动现金流	683.8	925.9	785.7	1026.9	销售净利率(%)	10.1%	12.5%	14.1%	14.7%
投资活动现金流	-422.3	-567.4	-616.7	-596.2	资产负债率(%)	31.6%	30.9%	31.0%	31.3%
筹资活动现金流	-3.0	-76.9	-113.8	-150.2	收入增长率(%)	26.6%	22.2%	21.5%	21.7%
现金净增加额	261.6	281.7	55.2	280.6	净利润增长率(%)	102%	51%	37%	27%
企业自由现金流	279.2	378.8	189.3	450.8					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

