

检测认证服务行业专题报告（四）

不同的国界，相似的路径——Eurofins 成长探究

分析师： 罗立波



SAC 执证号: S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师： 刘芷君



SAC 执证号: S0260514030001



021-60750802



liuzhijun@gf.com.cn

请注意，罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

国际检测龙头大多具有百年发展史，Eurofins 作为 1987 年创立的后起之秀，30 年内便跻身行业前列，其发展历史和经验值得我们深思。

● Eurofins：深耕食品、环境与医药检测的后起之秀

公司 1997 年于法国上市，业务布局侧重于食品、环境和医药检测，在相关领域具有全球领先地位。根据年报的披露，公司 2018 年收入 37.8 亿欧元，同比增长 27.3%，超过 Intertek 成为全球第三大检测公司；净利润 2.78 亿欧元，同比增长 7.9%，净利率在起伏中上升。分地区来看，公司近几年北美市场发展迅速，2018 年来自欧洲、北美地区的收入分别为 19.26、12.57 亿欧元，占比分别为 50.9%、33.2%。

● 三条线索思考 Eurofins 成长因素：外延式并购、周期性内生成长与财务杠杆

我们认为，Eurofins 的快速发展取决于几点因素：1.以并购为主，通过外延式扩张提升行业竞争力，从最初的酒品检测扩充到食品、医药、环境检测，从法国本土进军全球市场，目的皆在于深化扩充业务线、或进入新市场。根据年报的披露，公司 2018 年用于并购支付的现金为 12.56 亿欧元，占收入比重的 33%；2.新建实验室补充并购战略，进军高增速市场。从 2000 年至今，Eurofins 经历了三轮资本开支周期，共开展了三批实验室建设计划，与此对应的是自由现金流呈现三段阶梯式上涨。3.享受低利率红利，灵活运用财务杠杆实现扩张，公司通过高利率的长期债务再融资并以优惠利率发行新债务，大幅降低其平均资金成本。

● 华测检测与 Eurofins：不同的国界，相似的路径

两家公司业务布局相似，地区布局互为补充。通过对比我们发现，2018 年的华测检测和 2010 年前后的 Eurofins 具有一定的相似性，二者在经历了前期的扩张后实现阶段性的战略改变，带来利润率与自由现金流的拐点。而在未来，华测检测的资本开支放缓、生产效率提升已经形成趋势，资产负债率还有一定的提升空间。

投资建议：随着技术进步和国际分工深化，第三方检测认证服务行业一直保持良好的增长态势，我们建议两条主线把握行业投资机会：（1）先发优势显著，已经初步具备一定规模优势的综合性检测认证机构，重点关注国内第三方检测服务民营龙头华测检测，公司 11-18 年收入复合增速 27.08%，在经营效率提升、资本支出放缓的情况下，业绩实现快速释放。（2）专注细分领域，依托优势业务进一步拓展的优秀企业，关注机动车检测设备龙头安车检测。

风险提示：宏观经济波动对于检测服务需求的影响；并购的决策及整合风险；公信力受不利事件影响风险；资本支出过快导致盈利下滑。

相关研究：

广发机械“传道”系列之八：或许我们正在经历一轮超级景气周期

2019-09-09

机械设备行业：进入低增速区间，景气周期有望持续

2019-09-01

光伏设备深度（二）：异质结（HJT）：一代工艺，一代设备

2019-08-26

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人： 孙柏阳 021-60750636 sunboyang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
华测检测	300012	CNY	12.50	2019-08-16	增持	13.05	0.25	0.34	48.99	35.93	28.01	21.66	13.1	15.1
安车检测	300572	CNY	55.12	2019-07-30	买入	56.10	1.10	1.47	42.41	31.90	37.67	27.44	22.3	22.8

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

EUROFINS: 深耕食品、环境与医药检测的后起之秀	6
EUROFINS 的成长要素是什么?	10
2.1 外延式并购: 深化业务布局, 提升竞争力	10
2.2 内生式增长: 新建实验室补充并购战略, 进军高增速市场	12
2.3 举债经营: 运用财务杠杆, 实现快速扩张	15
全方位业务布局, 三大主线引领增长	16
3.1 放眼全球, 食品、环境、生物制药检测蓬勃发展	17
3.2 展望国内, 检测市场空间较高	19
3.3 高估值的逻辑: 低利率抬升整体估值, 布局未来引领检测浪潮	22
华测检测与 EUROFINS: 不同的国界, 相似的路径	26
4.1 回顾对比: 2018 年的华测检测与 2010 年的 EUROFINS	26
4.2 展望未来: 控费提效是趋势, 未来有望走向国门	27
投资建议与风险提示	30

图表索引

图 1: Eurofins 各国市场布局情况 (部分)	6
图 2: Eurofins 发展历程	7
图 3: Eurofins 2000-2018 年主营业务收入与增速	7
图 4: Eurofins 2000-2018 年净利润与净利润率	7
图 5: Eurofins 2004-2018 年分地区营业收入 (百万欧元)	8
图 6: Eurofins 2004-2018 年分地区营业收入比重	8
图 7: Eurofins 各地区 EBITDA (百万欧元)	9
图 8: Eurofins 各地区 EBITDA 利润率	9
图 9: Eurofins 2004-2018 年分地区员工数量	9
图 10: Eurofins 2004-2018 年分地区人均产值 (万欧元/人)	10
图 11: Eurofins 收购支付现金净额及占营业收入比重	11
图 12: 2014-2018 年 Eurofins 并购数量	12
图 13: Eurofins 资本支出 (百万欧元) 及同比增速	13
图 14: Eurofins 经营活动现金净流量 (百万欧元) 及同比增速	14
图 15: Eurofins 自由现金流量 (百万欧元)	14
图 16: 检测认证服务行业龙头企业财务杠杆率对比	15
图 17: 检测认证服务行业龙头企业资本支出 (百万欧元)	15
图 18: 检测认证服务行业龙头企业资本支出增速 (%)	16
图 19: 检测认证服务行业龙头企业资本支出/净利润	16
图 20: Eurofins 业务布局	17
图 21: Eurofins 食品检测产品线	17
图 22: Eurofins 环境检测产品线	18
图 23: Eurofins 生物制药检测产品线	18
图 24: 我国检验检测服务业营业收入 (亿元)	20
图 25: 我国检验检测机构数量	20
图 26: 我国食品、环境、医药检测营收情况 (亿元)	22
图 27: 国际检测行业龙头公司市盈率 (P/E) 对比	23
图 28: 国际检测行业龙头公司 EV/EBITDA 对比	23
图 29: Eurofins 净利润与自由现金流	24
图 30: 各国十年国债到期收益率对比	25
图 31: 全球各指数市盈率 (P/E) 对比	25
图 32: 华测检测和 Eurofins 资本支出对比 (百万元)	26
图 33: 华测检测和 Eurofins 自由现金流对比 (百万元)	27
图 34: 华测检测和 Eurofins 净利润率对比	27
图 35: 华测检测和 Eurofins 资本支出对比	28
图 36: 华测检测和 Eurofins 人均产值对比 (万元/人)	28
图 37: 华测检测和 Eurofins 员工数量对比	29
图 38: 2011-2018 年华测检测实验室数量	29
图 39: 华测检测和 Eurofins 资产负债率对比	30

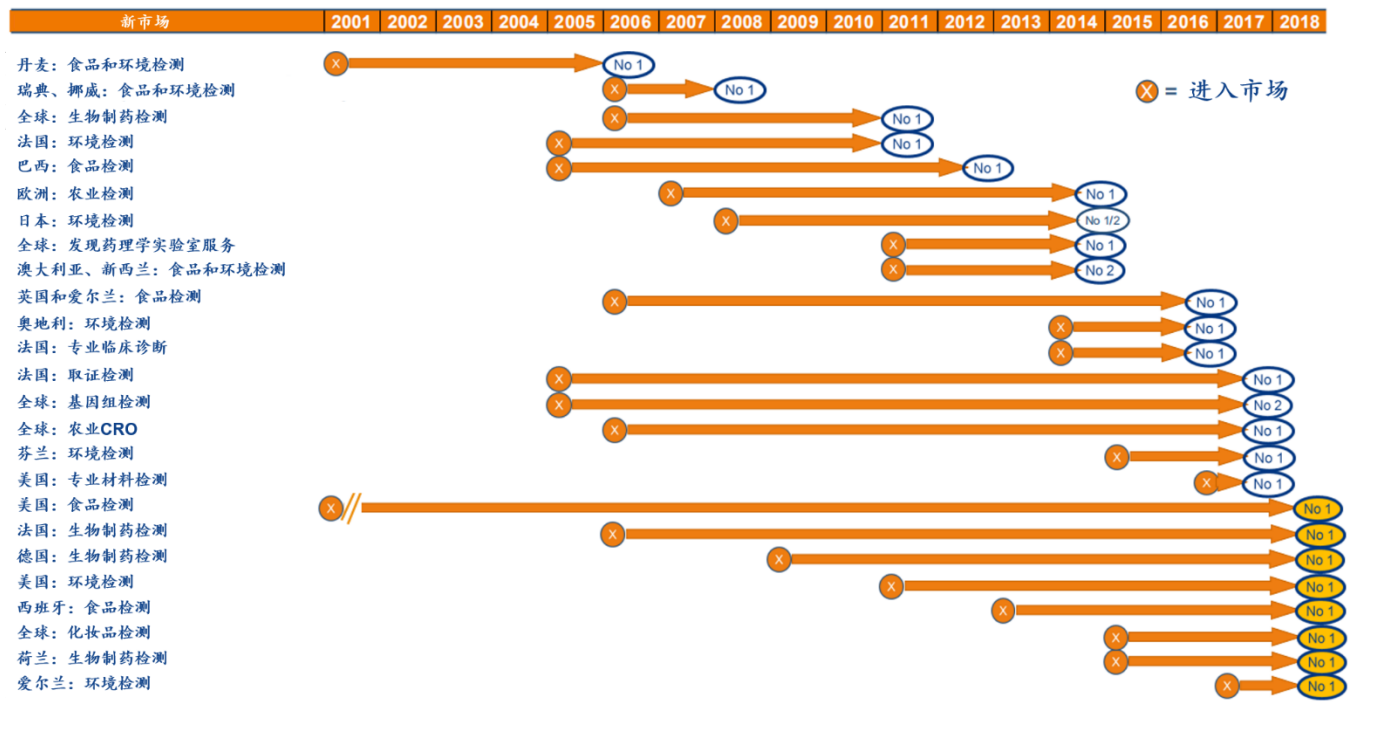
表 1: 2000 年以来 Eurofins 收购公司列表 (部分)	11
表 2: Eurofins 每年实验室新增面积.....	13
表 3: 全球食品检测、环境检测和生物制药检测市场概况.....	18
表 4: 全球食品、环境和生物制药检测行业领先公司概况.....	18
表 5: 有关检测认证服务市场的国家政策	20
表 6: 国内食品、环境和生物制药检测行业领先公司概况.....	22
表 7: Eurofins2012-2018 年业务发展趋势.....	24
表 8: 检测认证行业国际公司 PE 估值对比 (市值统计截止 2019.09.11 收盘) .	30

检测行业伴随着商品贸易而诞生，需要在漫长的历史进程中不断发展和巩固自身公信力，先发优势显著。因而，国际龙头公司大多历史悠久，例如 SGS（创立于 1878 年）、BV（1828 年）、Intertek（1888 年）。而 Eurofins（欧陆集团）作为 1987 年才建立的后起之秀，在 30 年内便跻身国际龙头的行列，其发展历史和经验值得我们深思。本文将探讨 Eurofins 高速发展的成长要素。

Eurofins：深耕食品、环境与医药检测的后起之秀

Eurofins 是全球第三大检验、检测和认证机构，于 1997 年在巴黎证券交易所上市，2000 年在法兰克福二次上市。根据年报的披露，截止 2018 年底，Eurofins 全球共有 36518 名员工，在 47 个国家和地区拥有超过 800 个实验室。Eurofins 主要业务范围包括食品、环境、制药、消费品检测和临床诊断，同时也提供农业、基因组、法医和先进材料的实验室检测服务。其中，食品、环境和生物制药检测三大业务板块已布局多个国家并取得市场第一的份额。

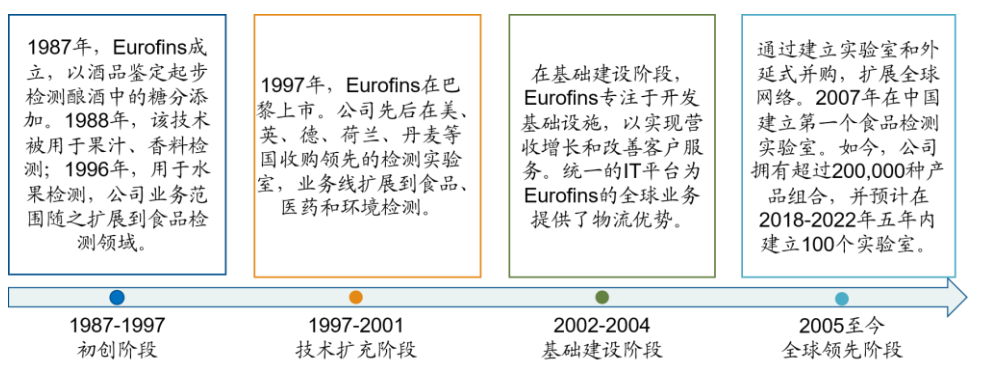
图 1：Eurofins 各国市场布局情况（部分）



数据来源：公司 2018 年报，广发证券发展研究中心

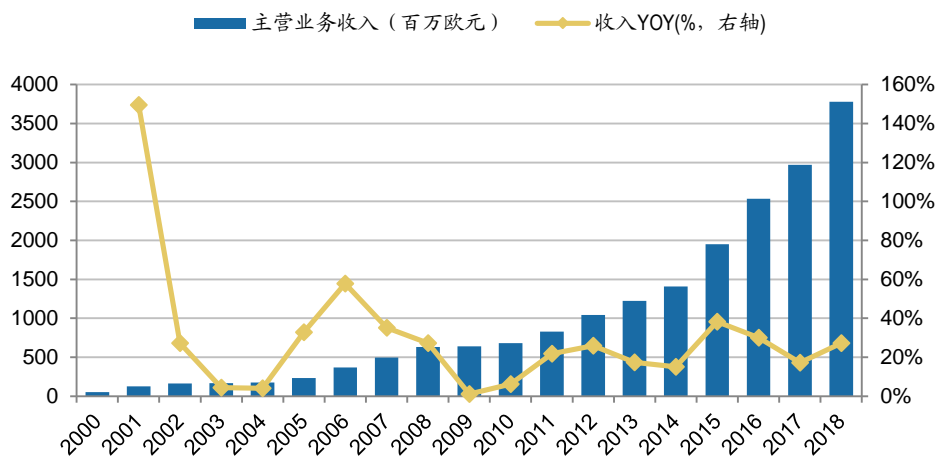
近 20 年，Eurofins 的营业规模快速扩张，2000-2018 年年均复合增速 27.04%。其中，09-10 年受到金融危机的影响，增速有所放缓，彼时环境检测与临床业务部分检测项目停止，导致部分市场出现负增长，叠加英镑和瑞典克朗相对于欧元的贬值以及并购收紧。06-10 年间，根据年报的披露，公司在 15 个国家新建了 17 个实验室，进入了 13 个新市场，升级扩建了将近 50 个大型现代实验室，确立了食品、环境和医药检测领域的市场领先地位。2010 年 Eurofins 完成了为期五年的投资建设项目和为期两年的重组项目，后者是指将小规模实验室整合到更大、更现代化的实验室网络中，实验室运行效率，带动收入增速逐步恢复，2018 年 Eurofins 营业收入达 37.8 亿欧元，超过 Intertek 成为全球第三大检测公司。

图 2: Eurofins发展历程



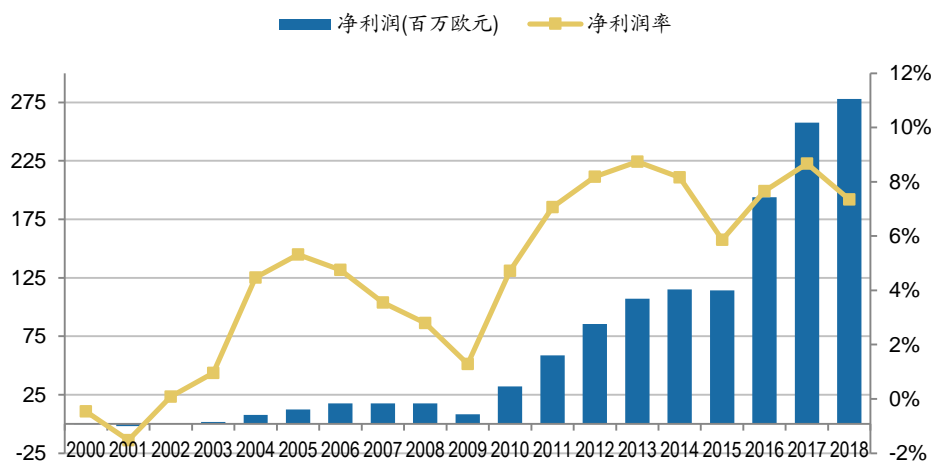
数据来源: Eurofins 官网, 广发证券发展研究中心

图 3: Eurofins 2000-2018年主营业务收入与增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 4: Eurofins 2000-2018年净利润与净利润率



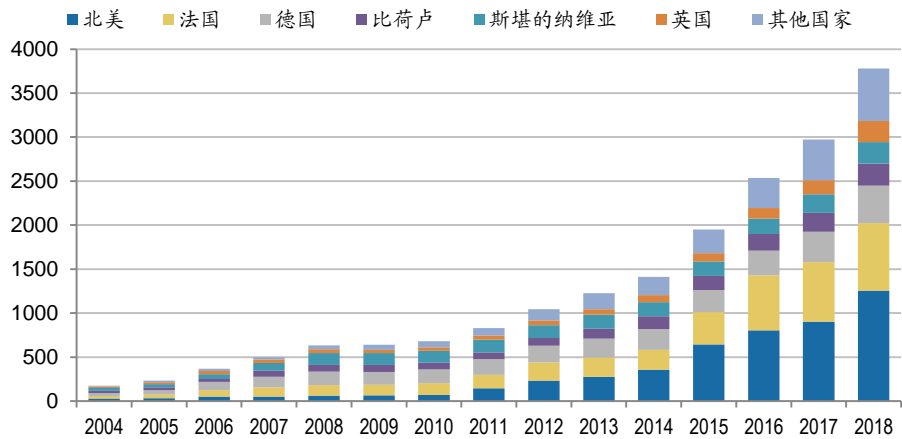
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

利润率在起伏中上升。公司2009年出现亏损，一方面在于当年营业收入较低，另一方面归因于公司重组计划带来的一次性重组费用。2010年之后，公司开始从重

大投资的运营杠杆中受益，净利润稳步上升。2016年，公司财务成本基本稳定，在营业收入大幅增长的背景下，净利润同比增长99%，达到1.74亿欧元。2011-2018年，Eurofins净利润CAGR达22.1%，净利润率稳定在6%-8%左右，成熟的业务体系、新建实验室和并购的成功，使得公司盈利能力稳定在较高水平。

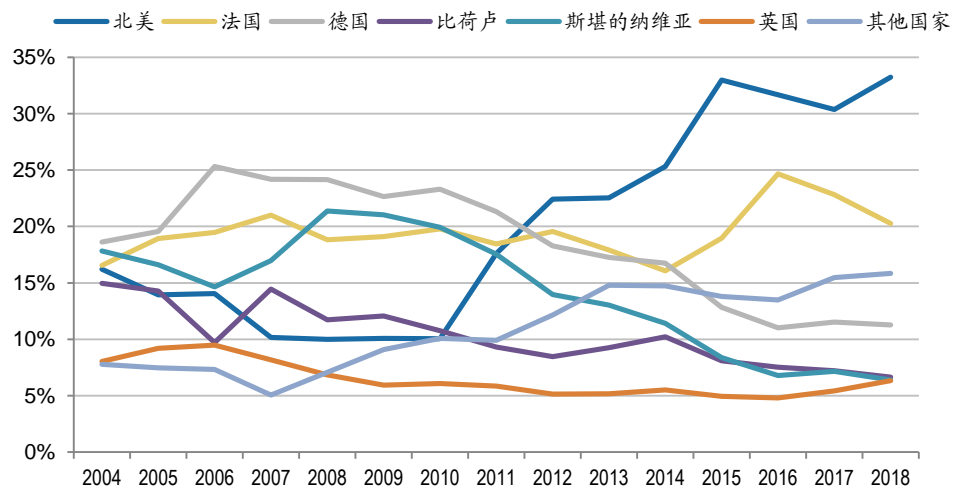
分地区来看，公司过去十年各地区的收入占比有较大的变化。2010年之前，Eurofins的主要市场集中于德国、法国和斯堪的纳维亚。从2010年开始，Eurofins大力发展北美市场，营业收入比重不断提升。2018年，公司来自欧洲、北美地区的收入分别为19.26、12.57亿欧元，占比分别为50.9%、33.2%。但各地区的盈利水平已经走出差异化路线，北美市场近几年发展较快，随着实验室产能释放，其盈利水平持续抬升，而西欧市场相对成熟。根据年报的披露，2018年公司北美、西欧的EBITDA利润率分别为21.8%、17.0%。

图 5: Eurofins 2004-2018年分地区营业收入（百万欧元）



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 6: Eurofins 2004-2018年分地区营业收入比重



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 7: Eurofins各地区EBITDA (百万欧元)

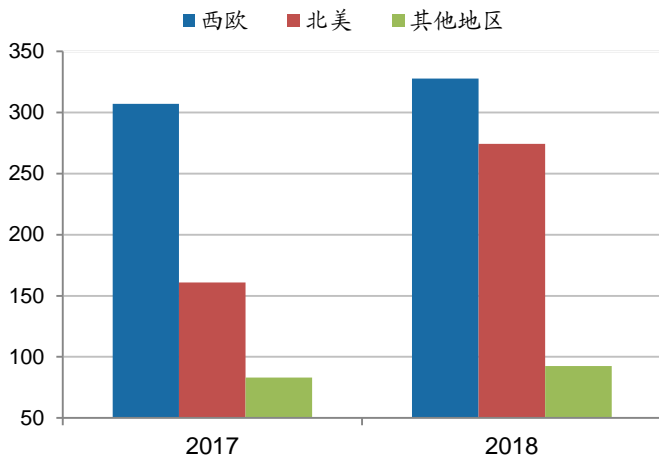
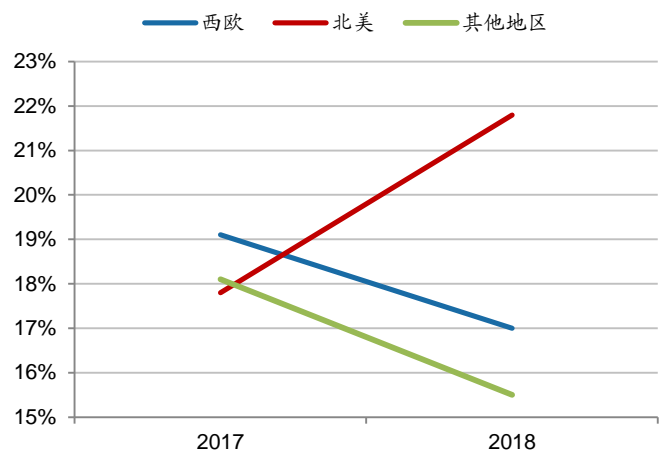


图 8: Eurofins各地区EBITDA利润率



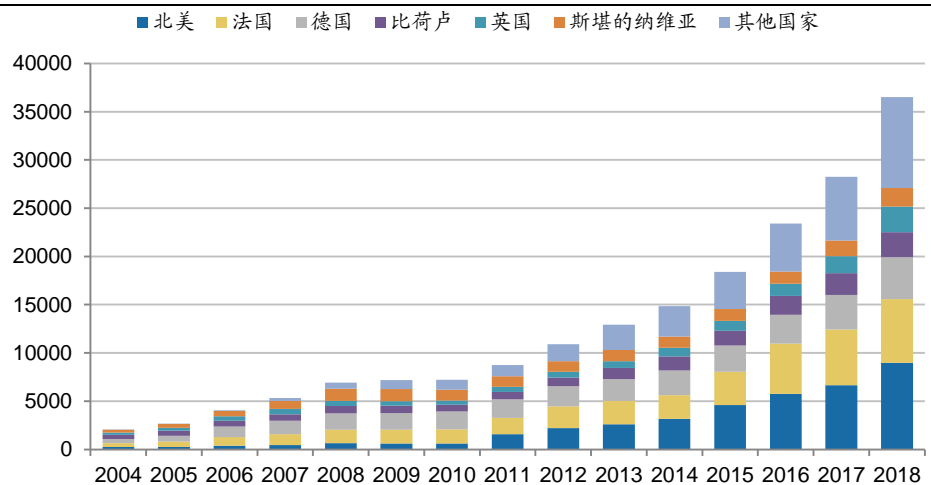
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

在员工数量方面, 随着业务规模的快速扩张, 公司员工数量从2004年的2083人增加到2018年的36518人。其中, 北美地区员工数量04-18年的CAGR为29.4%, 其他地区CAGR49.1%, 扩张速度最快。与此相对, 比荷卢、斯堪的纳维亚作为Eurofins较早进入的市场, 因市场容量有限, 员工扩招速度缓慢。

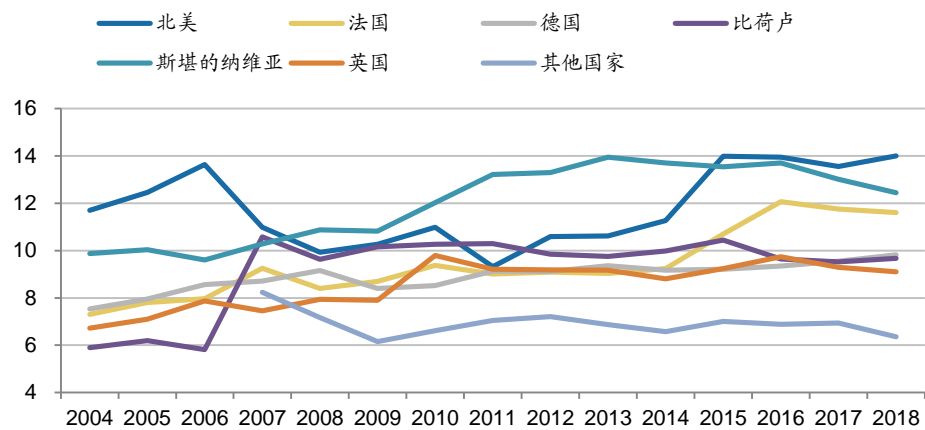
从人均产值来看, 公司生产效率呈现稳定上升的趋势, 2018年人均产值10.35万欧元, 相比2004年增长22.9%; 北美地区经历前期扩张后, 生产效率逐步提升, 2018年人均产值14万欧元, 处于最高位; 同期, 其他地区人均产值仅6.36万欧元, 主要在于这些市场收入规模相对较小, 而公司在当地员工招聘速度较快, 拉低了整体生产效率。

图 9: Eurofins 2004-2018年分地区员工数量



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 10: Eurofins 2004-2018年分地区人均产值 (万欧元/人)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

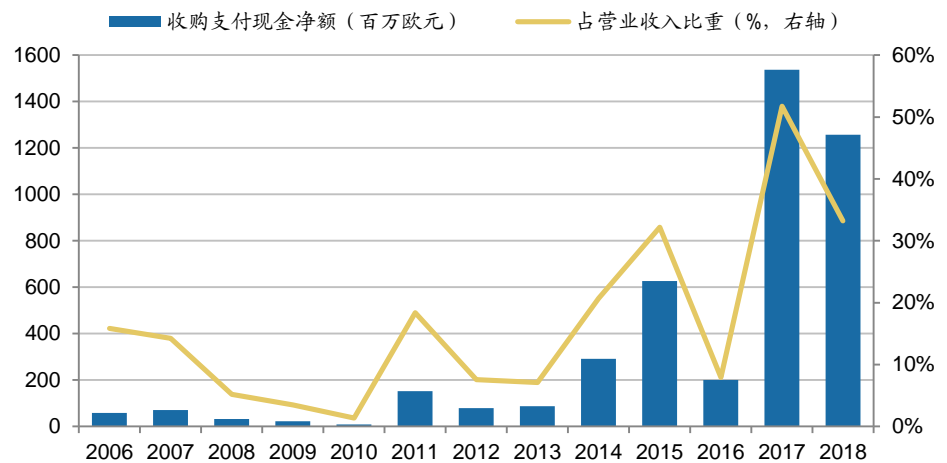
Eurofins 的成长要素是什么?

作为行业内的后起之秀,我们把Eurofins的快速发展总结为几点因素: **1.通过外延式扩张提升行业竞争力。**Eurofins的外延策略具有高度选择性,从最初的酒品检测扩充到食品、医药、环境检测,从法国本土进军全球市场,目的皆在于深化扩充业务线、或进入新市场。 **2.实验室建设补充并购战略,进军高增速市场。**从2000年至今, Eurofins共计新建了145个实验室,其中约40%在欧洲,30%在亚太地区,约20%在北美地区。 **3.享受低利率红利,灵活运用财务杠杆实现扩张。**公司通过高利率的长期债务再融资并以优惠利率发行新债务,大幅降低其平均资金成本,2018年资本开支高于SGS与BV。

2.1 外延式并购: 深化业务布局, 提升竞争力

Eurofins的外延策略具有高度选择性,目的皆在于深化或扩充业务线、或进入新市场。1987年Eurofins刚成立时,只开展酒品检测这一项业务,丰富的并购帮助Eurofins业务线从单一的酒品检测,扩充到食品、医药和环境检测,再到如今的食物、医药、环境、基因组、消费品、临床诊断和材料检测等的全球领先的全方位业务布局。2010年以前, Eurofins收入体量较小,并购行为较为谨慎。2014-2018年公司实现大量并购,根据年报的披露,2018年公司用于收购支付的现金净额为12.5亿欧元,占收入的33.2%。

图 11: Eurofins收购支付现金净额及占营业收入比重



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

外延并购也是Eurofins从法国本土到进军全球市场的一大助推器: 2007年收购ERC Lab, 进入比利时市场; 2009年收购Strasburger & Siegel, 进入北美东海岸市场; 2013年收购mgt-LabMark, 进入澳大利亚市场; 2014年收购Anatech, 进入巴西市场等。收购外国实验室不仅能让Eurofins在最短时间内进入当地市场, 更能利用实验室长久积累的运营经验和丰富的客户资源, 从而尽快地适应当地市场, 提升公司竞争力。

在过去5年内, Eurofins积极推进并购战略, 根据公司年报披露, 2014-2018年间Eurofins合计并购了175家公司, 其中2017年达到了60次, 强化相关领域市场地位。2017年, Eurofins收购了英国法医检测市场中最大的公司LGC Forensics, 使Eurofins成为欧洲法医检测市场龙头, 提供全面的法医取证测试服务, 包括DNA分析、法医毒理学分析和数字取证等服务。同在2017年, Eurofins通过收购Alphora Research Inc.、Amatsigroup和Advinus Therapeutics三家公司, 加强了在生物制药测试方面的全球领导地位, 并进入了CDMO行业。

2018年8月, Eurofins从LabCorp收购了美国公司Covance Food Solutions (CFS), 后者是跨越整个食品供应链的食品检测、产品安全和咨询的领先供应商, 多年来与大多数美国顶级食品和饮料跨国公司建立了稳定的客户关系。同在2018年, Eurofins收购了TestAmerica, 一家美国的领先环境检测公司, 在美国各地运营着一个由24个全方位服务测试实验室和40个服务中心组成的综合网络。TestAmerica使Eurofins占据美国环境检测市场第一的位置。

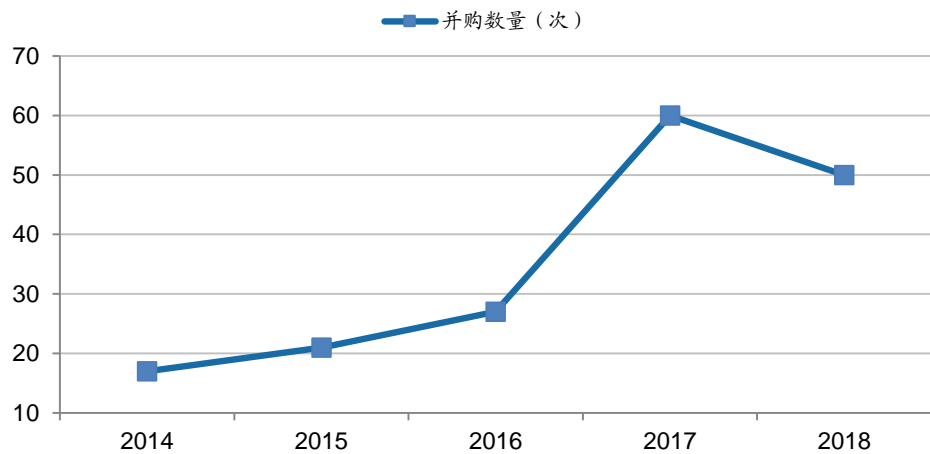
表 1: 2000年以来Eurofins收购公司列表 (部分)

收购时间	目标公司	公司简介与收购影响
2001	Miljö-Kemi	丹麦的环境检测实验室, 帮助 Eurofins 加快进入北欧市场
2001	Analytico	荷兰的医药检测公司, 使 Eurofins 进入全球的医药检测市场、接触医药行业的新客户
2001	Medigenomix	德国的生物分析公司, 扩大了 Eurofins 的 DNA 测序分析和基因分型服务的范围, 完善了 Eurofins 在制药、兽医和食品行业的分析检测方法
2002	AgroGene	法国的 DNA 分析实验室, 特别关注植物基因分型和转基因生物测试。让 Eurofins 获得了转基因生物测试市场中生产成本最低的技术和在农业生物技术领域的优质品牌。

2007	Lantmännen Analycen AB	瑞典的食品、环境检测实验室，帮助 Eurofins 成为斯堪的纳维亚食品检测市场龙头
2007	ERC Lab	比利时的环境检测实验室，使 Eurofins 进入比利时市场
2008	Defence Forensics	英国的法医学与应用遗传学实验室
2009	Strasburger & Siegel	北美的食品检测实验室，完善了 Eurofins 在北美的食品检测市场布局，并开始进入东海岸市场
2011	Lancaster Laboratories	北美地区领先的药品测试和药品生产质量控制供应商，运营着全球最大的单站点独立药品测试实验室和美国领先的环境检测实验室。这次收购巩固了 Eurofins 在食品、环境和医药检测的全球领先地位。
2012	NZ Labs	新西兰第二大的食品检测实验室，深化了 Eurofins 在亚太地区的布局，帮助 Eurofins 进入新西兰的食品检测领域
2013	mgt-LabMark	澳大利亚的环境检测实验室，帮助 Eurofins 进入澳大利亚检测市场
2014	Anatech	巴西领先的环境检测实验室，专注于土壤、空气、水和石油化学检测，帮助 Eurofins 进入巴西市场
2014	ViraCor-IBT	美国最大的私人独立实验室之一，专注于专业诊断、帮助医生治疗移植患者，能够显著提升 Eurofins 在医药检测和基因组测试的能力
2015	Emory Genetics Laboratory	美国的专业诊断实验室，提供复杂的分子、生物化学和细胞遗传学检测，推动 Eurofins 在临床诊断测试市场的遗传学和基因组领域的发展
2016	EAC Corporation	日本的环境检测实验室，完善了 Eurofins 在日本的市场布局和环境检测服务，尤其是水和二噁英检测

数据来源：国务院，商务部，广发证券发展研究中心

图 12: 2014-2018年Eurofins并购数量



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2.2 内生式增长：新建实验室补充并购战略，进军高速增长市场

公司新建的实验室往往设立在收购价格过高或选择有限的高速增长的新兴市场中，为并购提供了替代方案，从而补充了集团的并购战略。因此，新建实验室使 Eurofins 能够进入高速增长市场或加强其在高速增长市场的领导地位，避免因过度收购所带来的财务风险。以中国市场为例，2005年Eurofins在苏州投资建设了食品测试实验室，切入中国市场；2009年起，Eurofins先后在上海、深圳和杭州投资建立了消

费品实验室，业务覆盖电子电器、玩具、纺织品、杂货、食品接触材料、化妆品等行业。

2000年以来，Eurofins共启动了三个实验室计划，共计新建了145个实验室。2000-2009年：开设了25个实验室；2010-2013年：开设18个实验室；2014-2018年：开设102个实验室，实验室计划大幅加速。其中，17-18年分别开设30、15个实验室。从地区来看，新建的145个实验室中约40%在欧洲，约30%在亚太地区，约20%在北美地区，剩余约10%在拉丁美洲。从产品线来看，约40%的新建实验室在食品和饲料检测领域，超过20%在制药检测、生物科技和农业科技领域，超过20%在环境检测领域。

表 2: Eurofins每年实验室新增面积

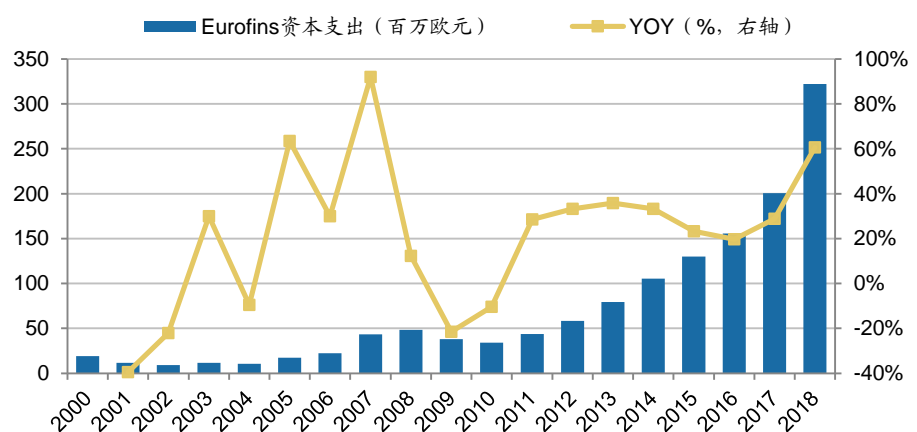
年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
实验室新增面积 (万平方米)	2	4	6	5.5	4.6	5.3	6.4

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

近5年，Eurofins年均新建约20个实验室，这些实验室初始资本支出大，主要包括建造实验室、雇用员工、获得相关认证和客户批准、部署基础设施、开发销售和营销渠道等。而实验室的盈利周期通常达到几年时间，根据公司2018年报，平均而言，成熟市场的新建实验室达到盈亏平衡需要2-3年，而在新兴市场则需要2-5年左右。

实验室进入盈利区间后，会对公司的经营状况进行反哺。在2012年，Eurofins营收同比增速达到26%，净利润率6.3%，很大程度上得益于公司在上一个周期中的大量投资。在2018年，自身设立的145个初创实验室实现了2.1亿欧元的营业收入，占公司营收的5%以上，内生增长率贡献了60个基点。这种内生式扩张也体现在现金流上，2011年以来，资本支出每年增长约30%，2017-2018年，公司加大实验室建设力度，资本支出增速分别为60%和30%。

图 13: Eurofins资本支出（百万欧元）及同比增速



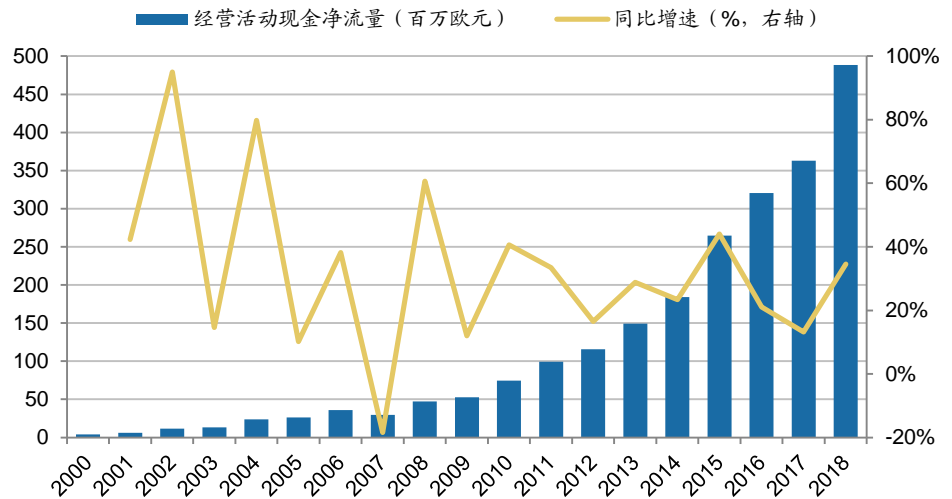
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

现金流优异，经营情况稳健。检测认证服务的商业模式优势，单价低、频率高，回款周期较短，其现金流就相对优异。根据年报的披露，2018年公司经营性现金流净额4.88亿欧元，同比增长34.5%。从自由现金流量来看，在2009年以前，公司净

利润较低且资本支出相对较大，导致自由现金流量低。2010年以来，随着第一批新建实验室计划完成，带动营收和净利润增长，使自由现金流量明显改善。2016年之后，公司规模稳步提升，但新建实验室步伐加快，资本支出明显增加，两者对冲之下自由现金流量稳定在1.6亿欧元左右，无明显提升。

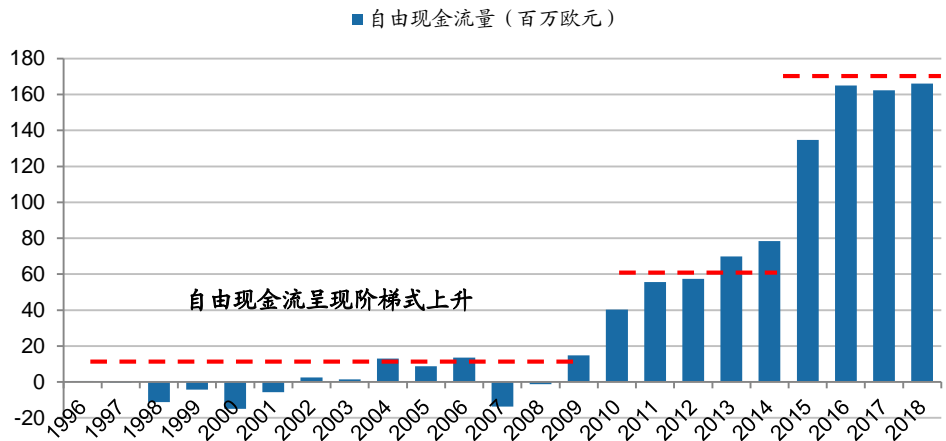
纵向来看，公司2000年以来经历了三轮资本开支周期，共开展了三批实验室建设计划，与此对应的是自由现金流的三段阶梯式上升。

图 14: Eurofins经营活动现金净流量（百万欧元）及同比增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 15: Eurofins自由现金流量（百万欧元）



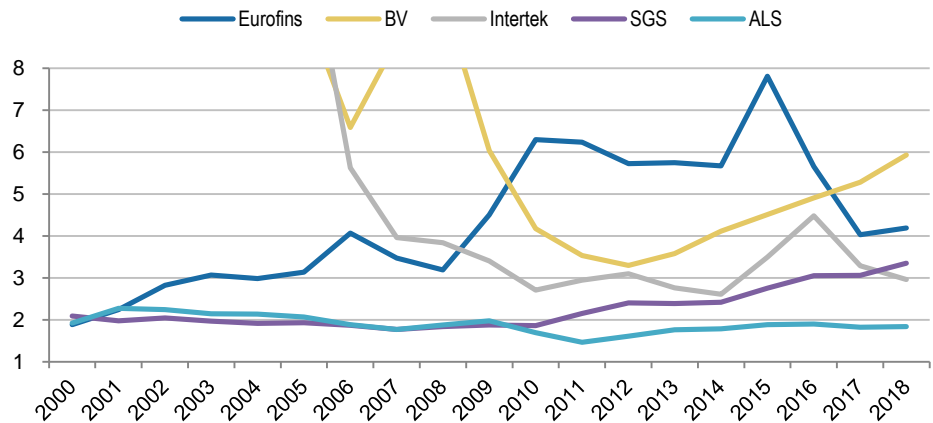
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

展望未来，根据2018年报的披露，2020年公司计划建成一个大型的中心辐射型实验室基础设施平台：1.公司计划在2019-2020年计划建设大型高产量实验室，以作为中心辐射型结构的核心。2.将低效的小型实验室整合到大型高产量实验室中，与一次性成本和非经常性损失有关的费用将逐渐减少（即整合、重组、扩张和初创实验室费用等）。

2.3 举债经营：运用财务杠杆，实现快速扩张

检测行业外延式扩张已经成为常态，而Eurofins也通过举债经营的方式加快扩张速度，例如通过长期债务再融资并以优惠利率发行新债务，大幅降低其平均资金成本，大部分债务为长期、低利率负债，财务费用压力相对较低。根据公司年报的披露，在2018年11月偿还了高利率3.125%的300万欧元债券后，2019年Eurofins优先债的平均利率低于2%。从财务杠杆率来看，检测行业国际龙头企业中，Eurofins处于较高水平，截止2018年底，财务杠杆率为4.2x。

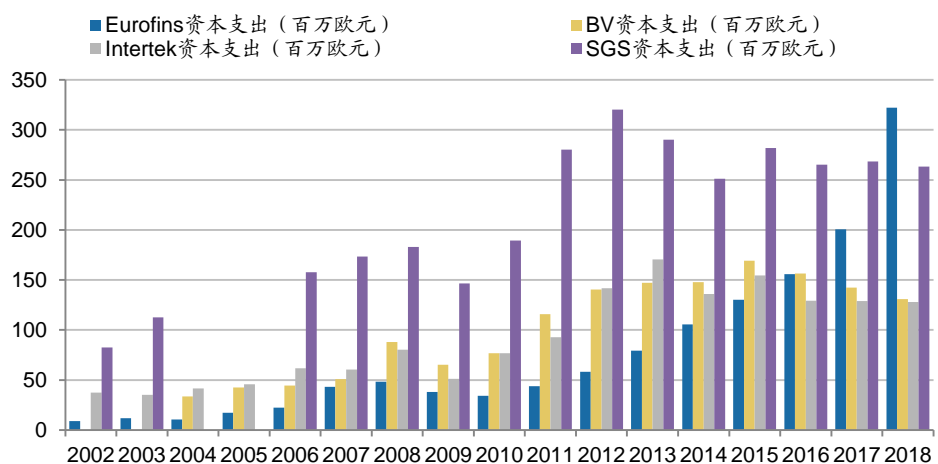
图 16：检测认证服务行业龙头企业财务杠杆率对比



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

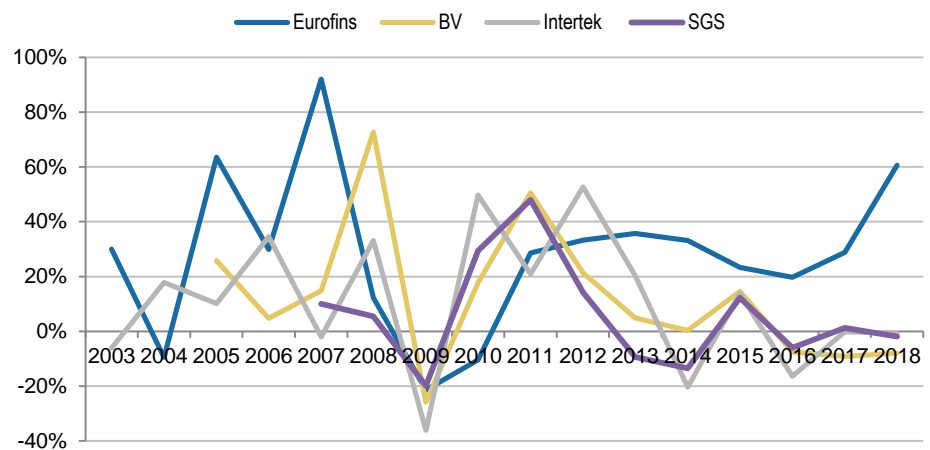
从资本支出来看，Eurofins在初期的收入体量较小，资本支出显著低于SGS、BV、Intertek等老牌检测企业，但其增速较高，尤其在2012年后，其他企业处在资本支出停滞阶段，而公司在2014-2018年第三轮新建实验室计划中，资本开支增速基本保持在30%以上，绝对规模已经超越SGS，并基本都大于当年的净利润，投入力度是相对更高的。

图 17：检测认证服务行业龙头企业资本支出（百万欧元）



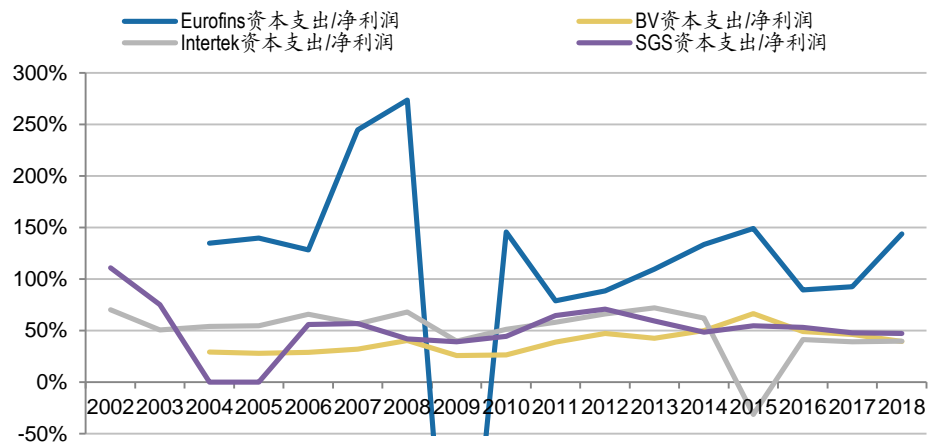
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 18: 检测认证服务行业龙头企业资本支出增速 (%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 19: 检测认证服务行业龙头企业资本支出/净利润



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

全方位业务布局, 三大主线引领增长

从业务布局来看, Eurofins相对更有侧重。其中, 食品检测、环境检测和生物制药检测是公司主要的三大业务板块, 具备全球领先的地位。

图 20: Eurofins业务布局



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

3.1 放眼全球，食品、环境、生物制药检测蓬勃发展

Eurofins的食品检测业务起源于1987年，在细分领域内处于全球第一，与全球十大食品饮料厂商中的九个公司建立了稳定的合作关系。食品检测业务边界广泛，检测产品包括谷物、肉类、果蔬、蛋奶制品、婴儿食品和包装食品等常见食品。在食品检测板块，Eurofins的竞争对手为BV、Intertek、Merieux和SGS，其中，BV、Intertek和SGS是综合性的检测龙头，Merieux NutriSciences擅长食品安全和质量管理，后期也发展了环境、制药和医疗等其他业务领域。根据Eurofins年报披露，2018年全球食品和饲料检测市场规模约30亿欧元。

图 21: Eurofins食品检测产品线



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

Eurofins的环境检测业务起源于2000年，主要客户包括工厂、水厂、建筑公司、地方政府等，检测项目包括水、空气、土壤、建筑材料和废物等。在环境检测板块，Eurofins的竞争对手为ALS、BV、SGS和Idexx，其中，Idexx实验室擅长宠物、牲畜、水质和乳制品测试。根据Eurofins年报披露，2018年全球环境检测市场规模约40亿欧元。

图 22: Eurofins环境检测产品线



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

公司生物制药检测业务起源于2000-2005年, 位于全球前三, 客户包括全球前十大制药公司的九个公司。公司生物制药检测业务涵盖了整个药物开发链条, 产品包括药品、临床诊断、医疗器械等。在该业务板块, 公司的竞争对手为Pharmaceutical Product Development、Icon、Charles River、IQVIA、LabCorp、Wuxi和Evotec等, 大多为专业的药物开发和临床测试实验室。根据Eurofins年报披露, 2018年全球生物制药检测市场规模约50亿欧元。这个领域发展时间较短, 但涌现了一批技术精湛的专业化医药实验室, 其中, 美国相关企业及实验室较多。

图 23: Eurofins生物制药检测产品线



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表 3: 全球食品检测、环境检测和生物制药检测市场概况

	食品检测	环境检测	生物制药检测
2018 年全球市场规模	30 亿欧元	40 亿欧元	50 亿欧元
领先公司	BV、Intertek、Merieux、SGS	ALS、BV、SGS、Idexx	PPD、Icon、Charles River、IQVIA、LabCorp、药明康德、Evotec

数据来源: Eurofins 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 市场规模数据来源于 Eurofins2018 年报

表 4: 全球食品、环境和生物制药检测行业领先公司概况

公司名称	公司简介	2018 收入
BV	创立于 1828 年, 总部位于法国, 在 140 个国家拥有约 76,000 名员工, 共有 1,400 多个办事处和实验室。业务范围包括建筑、食品、消费品、工业服务和海洋检测等	56.6 亿美元
Intertek	创立于 1888 年, 总部位于英国。在 100 多个国家拥有超过 42,000 名员工。业务范围包括消费品、建筑、医疗保健、食品和交通运输检测等	37.4 亿美元
SGS	创立于 1878 年, 总部位于瑞士, 是全球 TIC 行业最大的公司。在全球共有 97,000 多名员工, 2,600 多	68.6 亿美元

个分支机构和实验室。业务领域包括农产和食品、消费品和零售、生命科学、化学、能源、矿产、建筑和工业制造检测等

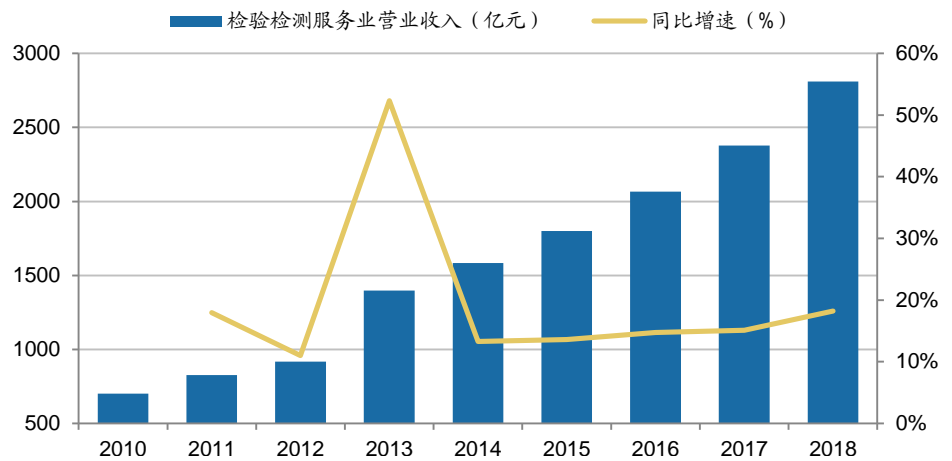
ALS	创立于 1863 年，总部位于澳大利亚。在全球超过 65 个国家拥有 15,000 多名员工。业务范围包括消费品、药品、环境、食品、地球化学、工业卫生、冶金和石油天然气检测等	11.2 亿美元
Merieux	总部位于美国芝加哥，在 25 个国家拥有 7000 多名员工，是 InstitutMérieux 的子公司。公司擅长食品安全与质量检测，同时也涉足环境、消费品、化妆品、农用化学品和制药检测等领域	--
Idexx	创立于 1983 年，总部位于美国，在全球超过 175 个国家拥有 8000 多名员工。业务范围包括水质、宠物、牲畜和乳制品测试	22.1 亿美元
PPD	Pharmaceutical Product Development 创立于 1985 年，总部位于美国，是一家全球 CRO，在 48 个国家拥有超过 21000 名员工。提供全面的综合药物开发，实验室和生命周期管理服务，业务范围覆盖药理学、医学、临床研究与开发、生物分析、临床用品与设备等	--
Icon	创立于 1990 年，在全球 40 个国家拥有约 14400 名员工，是制药、生物技术、医疗设备以及政府和公共卫生组织的外包开发和商业化服务的全球提供商。业务范围包括自适应试验、生物仿制药、生物技术、临床研究、早期临床开发、公共卫生服务等	26.0 亿美元
Charles River	创立于 1947 年，总部位于美国，在 20 个国家拥有 14,700 多名员工。专门为制药、医疗设备和生物技术提供各种临床前和临床实验室服务，也提供生物医药产品和研发外包服务，涉足的行业包括农用化学品、生物制药和技术、CRO、医疗装置、透析、保健品和化妆品等	22.7 亿美元
IQVIA	IQVIA 是生物制药开发和商业外包服务的提供商，创立于 1982 年，总部位于美国，在 100 多个国家拥有超过 58,000 名员工，是世界上最大的合同研究组织之一。	104.1 亿美元
LabCorp	创立于 1978 年，总部位于美国，拥有超过 60,000 名员工，运营着世界上最大的临床实验室网络之一。业务范围包括基因组测试、其他分子诊断、肿瘤学测试、诊断临床学、临床试验、人类免疫缺陷病毒基因分型和表型分型的服务	113.3 亿美元
Evotec	创立于 1993 年，总部位于德国，拥有超过 2100 名员工。主要业务包括药物发现、临床前开发和临床开发，包括中枢神经系统/神经病学、代谢性疾病、癌症、炎症和传染病等	4.4 亿美元

数据来源：各公司官网，Bloomberg，广发证券发展研究中心

3.2 展望国内，检测市场空间较高

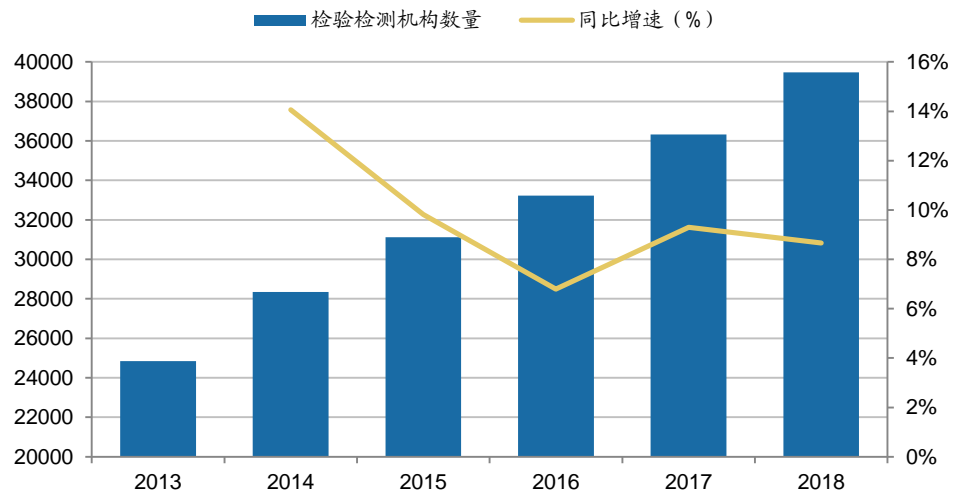
从2013年到2018年，中国检验检测服务业飞速发展，营业收入和检测机构家数均呈现快速增长的趋势。在政策的支持下，根据国家认监委的数据，2010至2018年，我国检测市场规模从701亿元增长至2811亿元，复合年均增长率为19.0%。从机构数量来看，2018年全国检验检测机构共有39472家，相比2013年增长58.9%，其中，民营机构共有19231家，占机构总量的48.72%，民营机构全年取得营收929.28亿元，营收同比增长率高于全国检验检测行业的平均增长率。

图 24: 我国检验检测服务业营业收入 (亿元)



数据来源: 《2013-2018 年度全国检验检测服务业统计简报》, 广发证券发展研究中心

图 25: 我国检验检测机构数量



数据来源: 《2013-2018 年度全国检验检测服务业统计简报》, 广发证券发展研究中心

政府政策驱动是近年来中国检验检测服务市场高速增长的主要原因。例如, 在 2012-2013 年, 国家密集出台针对不同领域的政策, 加大了对检验检测服务的需求, 促使两年内检测检验市场迅速发展, 市场规模和机构数量都显著提升。随着人们健康意识的增强, 政府陆续出台针对环境、食品等领域的相关政策, 使检测服务需求得到快速释放, 环境和食品检测市场蓬勃发展。

表 5: 有关检测认证服务市场的国家政策

时间	行业	主体	文件	内容及影响
2003	全行业	-	-	检测行业向民营第三方检测机构开放
2005	全行业	-	-	检测行业完全向外资独立第三方检测机构开放
2012	交通运输	铁道部	《铁路产品认证管理办法》	铁路产品认证工作不再必须由中铁认证中心执行, 改由具备法定资质的认证机构实施合格评定活动

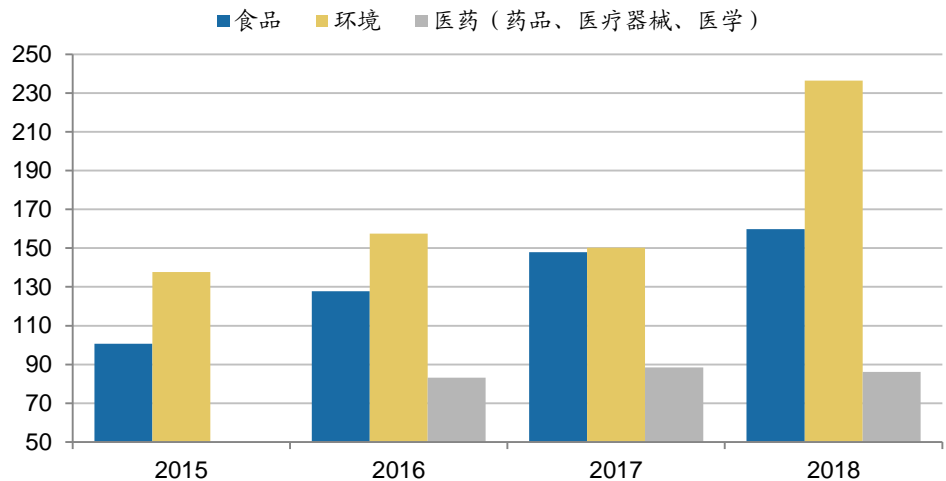
2012	食品	国务院	《关于印发国家食品安全监管体系“十二五”规划通知》	要求完善食品安全检验检测体系，通过政策引导和政府购买服务等多种方式，促进第三方食品检测机构发展
2013	环境	浙江环保厅	《关于推进环境检测市场化工作的意见》	提出了市场化的环境检测业务的九项内容
2013	医疗	国务院	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	提出要大力发展第三方服务。引导发展专业的医学检验中心和影像中心。支持发展第三方医疗服务评价、健康管理服务评价
2013	环境	国务院	《大气污染防治十条》	部署大气污染防治十条措施，包括提高环境监管能力、建立监测预警应急体系等
2014	全行业	质检总局	《关于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
2015	环境	国务院	《水污染防治行动计划》	到 2020 年，全国水环境质量得到阶段性改善，污染严重水体较大幅度减少，饮用水安全保障水平持续提升。确立了十个方面的措施，包括严格环境执法监管、切实加强水环境管理等
2018	全行业	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》	打破部门垄断和行业壁垒，鼓励社会力量开展检验检测认证业务，加大政府购买服务力度
2018	全行业	中共中央	《深化党和国家机构改革方案》	将国家工商行政管理总局、国家质量监督检验检疫总局和国家食品药品监督管理总局的职责整合，组建国家市场监督管理总局，对市场的监管力度将加大，对产品质量的要求也会更高
2018	全行业	国家统计局	《战略性新兴产业分类（2018）》	将检验检测认证服务正式写入分类。国家政策不断深化改革，监管逐步放开，市场化程度逐步提高，为检测行业创造良好的市场环境
2019	食品	国务院	《中共中央国务院关于深化改革加强食品安全工作的意见》	到 2020 年，基于风险分析和供应链管理的食品安全监管体系初步建立，农产品和食品抽检量达到 4 批次/千人，主要农产品质量安全监测总体合格率和食品抽检合格率分别稳定在 97%和 98%以上

数据来源：国务院，商务部，国家统计局，广发证券发展研究中心

从市场规模来看，根据国家认监委的数据，我国检测市场规模较高的几个细分领域主要为建工建材、环保与环境、食品检测等。从行业特征来看，建筑工程检测是保障工程质量的重要方式，涉及建筑工程中的建设、使用、拆除的全生命过程，并且这类检测企业的资产投入相对其他检测机构要高，其收入规模也是最高的。而食品检测的种类繁多、组成复杂，包含了包装食品、食用农产品（蔬菜和畜禽制品）、保健品、化妆品和特殊食品（婴幼儿辅食和功能性食品）等，检验目的不同、检测项目各异，其空间也较高。

根据国家认监委的数据，2018年我国食品检测收入为159.73亿元，环境检测收入为236.41亿元，医药检测收入为86.15亿元。受益于政策红利和健康意识的提升，环境检测营收增长最显著，2015-2018年CAGR为19.7%。

图 26: 我国食品、环境、医药检测营收情况 (亿元)



数据来源: 《2015-2018 年度全国检验检测服务业统计简报》, 广发证券发展研究中心

在竞争格局方面, SGS、BV、INTERTEK 和 EUROFINS 等国际检测龙头具备更完善的业务体系和更先进的检测技术, 在不受政策保护的领域, 拥有较高的市场地位和价格优势。华测检测作为国内领先的综合性第三方检测机构, 与国际龙头尚有一定距离。除此以外, 近年来也涌现了一批增速快、潜力大、深耕某一领域的专业检测实验室, 例如金城医学、迪安诊断、广电计量、苏交科和电科院等。

表 6: 国内食品、环境和生物制药检测行业领先公司概况

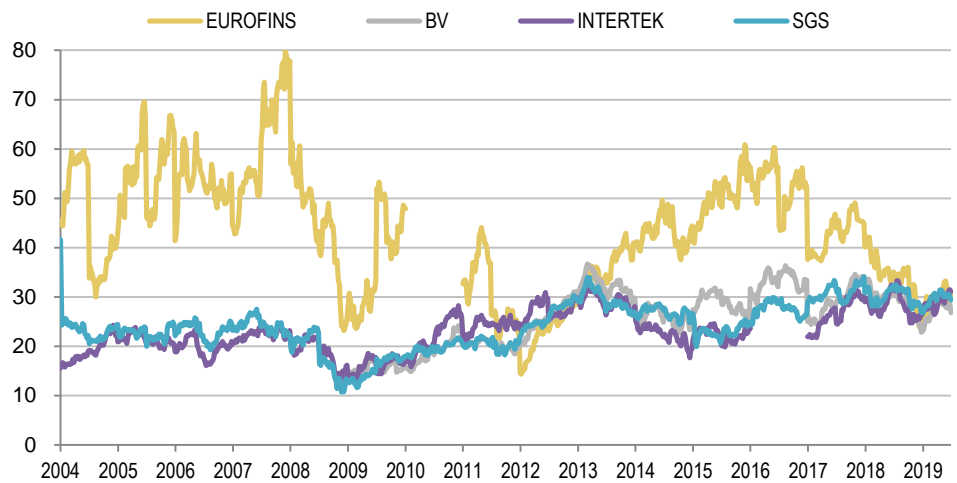
公司名称	中国/亚太区收入	食品业务	环境业务	医药业务	领先领域
瑞士通用公证行 (SGS)	17.88 亿欧元	9.21 亿欧元	4.48 亿欧元	-	食品、环境和医药检测
必维国际检验集团 (BV)	14.87 亿欧元	-	-	-	食品、环境检测
英国天祥集团 (Intertek)	5.99 亿欧元	-	-	-	食品、医药检测
欧陆科技集团 (Eurofins)	-	-	-	-	食品、环境和医药检测
华测检测	26 亿元	生命科学检测收入共 14.25 亿元		-	食品、环境和医药检测
金城医学	45.25 亿元	-	-	42.35 亿元	医药检测
迪安诊断	69.67 亿元	-	-	23.62 亿元	医药检测
广电计量	8.05 亿元	0.63 亿元	-	-	食品、环境检测
苏交科	49.43 亿	-	12.67 亿元	-	环境检测
电科院	7.01 亿元	-	0.32 亿元	-	环境检测

数据来源: 各公司官网, Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

3.3 高估值的逻辑: 低利率抬升整体估值, 布局未来引领检测浪潮

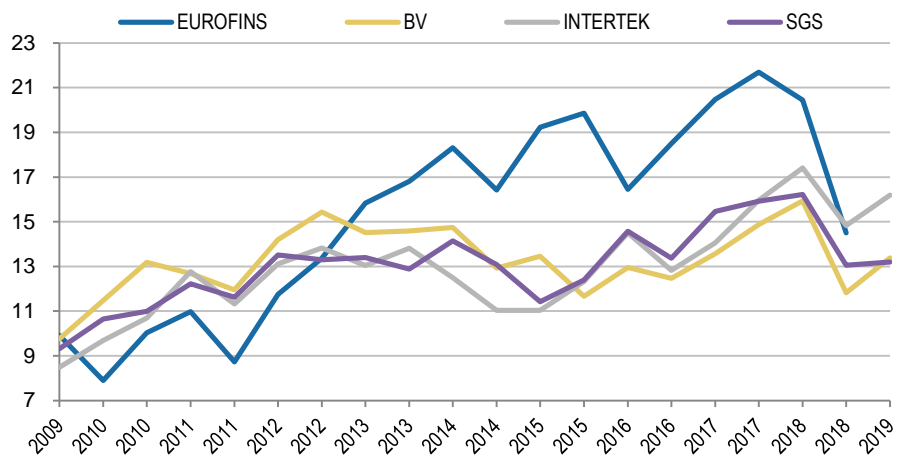
Eurofins 作为行业的后起之秀, 其发展速度相对较快, 估值水平也较高。拉长时间线来看, 其历史 PE 估值中枢在 40x 左右, EV/EBITDA 在 15x-17x 左右, 估值中枢显著高于行业内其他龙头。我们认为, 公司的高估值主要在于 3 点因素:

图 27: 国际检测行业龙头公司市盈率 (P/E) 对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 28: 国际检测行业龙头公司EV/EBITDA对比

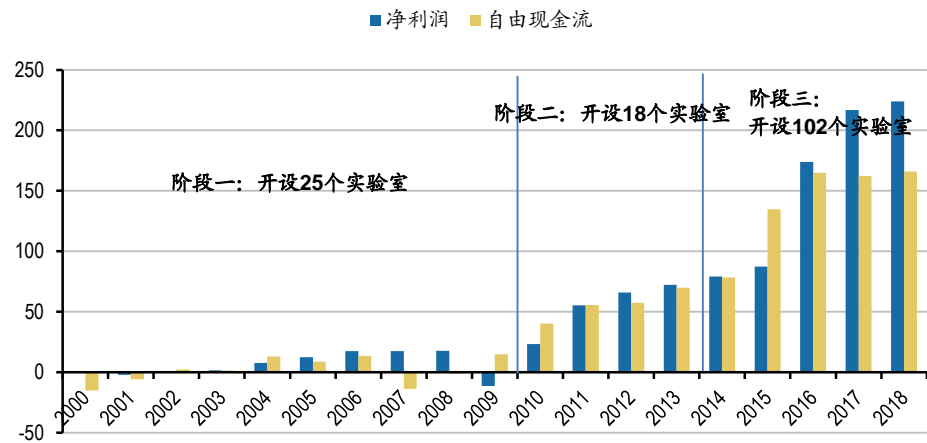


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

1. 资本开支与业绩的周期性匹配，迎来“双击”。

2000年以来, Eurofins共实施了第三批新建实验室计划, 2000-2009、2010-2013、2014-2018三个时间段分别建设了25、18、102个实验室。尤其在2010年之后, 随着第一批实验室产能的逐步释放, 盈利能力显著改善, 带动公司净利润与自由现金流实现阶梯式增长, 2010-2017年也是公司估值显著提升的过程, 这段时期是典型的业绩与估值的“双击”。

图 29: Eurofins净利润与自由现金流 (百万欧元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2.面向未来, 积极布局高潜力业务, 成长属性凸显

Eurofins的高估值还得益于面向未来的业务布局。虽然公司的主要业务在于食品检测、环境检测和医药检测, 但是Eurofins近年来积极开发新领域, 在市场规模小但具有高增长潜力的新领域布局实验室, 主要是专注于人类健康的先进医学领域。在2018年, Eurofins已经开发出5条面向未来的业务线, 包括基因组服务、法医学服务、药物CDMO、临床遗传学等。根据公司年报的披露, Eurofins的基因组服务排名全球第2, 包括合成DNA和RNA寡核苷酸、定制DNA测序、下一代基因测序、基因合成与分子生物学、基因分型和基因表达服务。法医学服务排名欧洲第1, 包括法医DNA分析和法医毒理学。

自2014年来, Eurofins建立了专注于临床遗传学的全球实验室网络, 包括印度, 日本, 法国, 德国, 西班牙, 意大利和美国等国家。2017年, Eurofins收购了Alphora Research Inc和Amatsigroup两家CDMO服务领先的公司, 进入了药物CDMO领域。药物CDMO服务主要为药物物质、活性药物成分、新生物实体、新化学实体等的临床前和临床外包服务提供解决方案, 帮助缩短制药公司的药物开发周期。

在新进的临床医学检测领域, 根据年报的披露, 国际龙头Labcorp、Quest 2018年的总体营业收入分别为113.3、75.3亿美元。公司积极布局面向未来的高潜力业务, 成长属性凸显。

表 7: Eurofins2012-2018年业务发展趋势

年份	2012	2015	2018	2012-2018
实验室数量	>170	>225	>800	增长 4 倍以上
国家	34	39	47	+13
拥有领先地位的业务线	4 条: 食品检测; 环境检测; 生物制药检测; 药品检测	4 条: 食品检测; 环境检测; 生物制药检测; 药品检测	7 条: 食品检测; 环境检测; 生物制药检测; 药品检测; 专业材料科学测试; 化妆品测试; 农业科学 CRO 服务	增加 3 条
面向未来的业务线	基因组服务	基因组服务; 临床遗传学	基因组服务; 法医学服务; 药物 CDMO; 临床遗传学; Eurofins 技术	增加 4 条

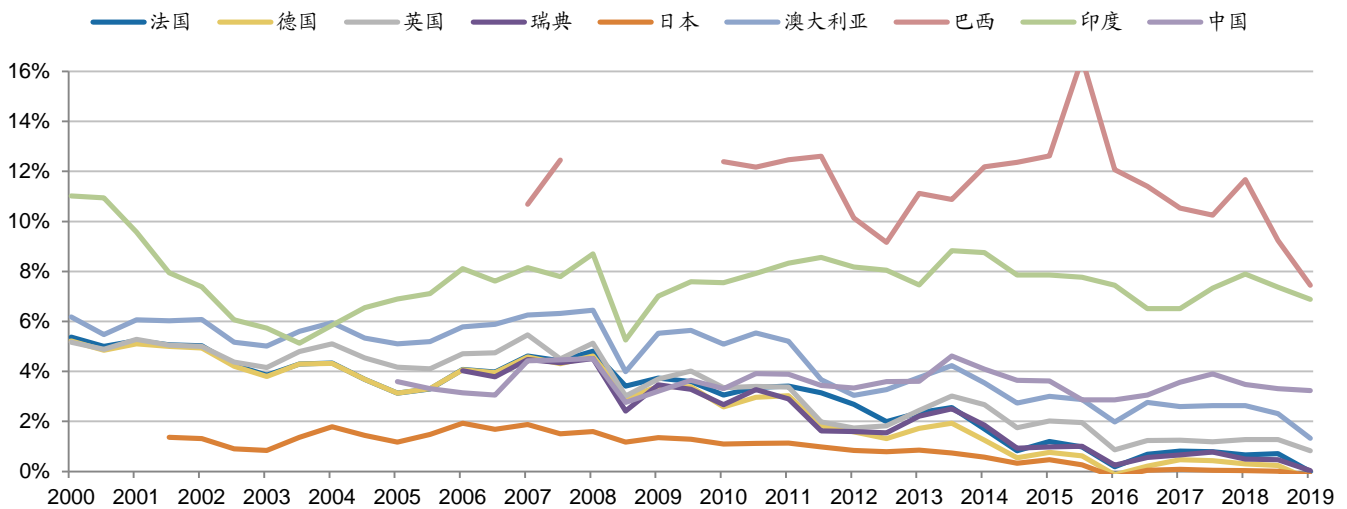
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

3. 较低的无风险收益率提升市场整体估值水平

我们梳理了全球主要国家的十年期国债到期收益率，可以看到，欧洲整体的利率环境最为宽松。其中，英国、瑞典十年期国债利率分别为0.83%和0.03%，而法国、德国的利率则为负数；中国的融资成本居中，十年期国债利率分别为3.2%和2.0%；而经济较为落后的巴西和印度，十年期国债利率分别高达7.45%和6.88%。

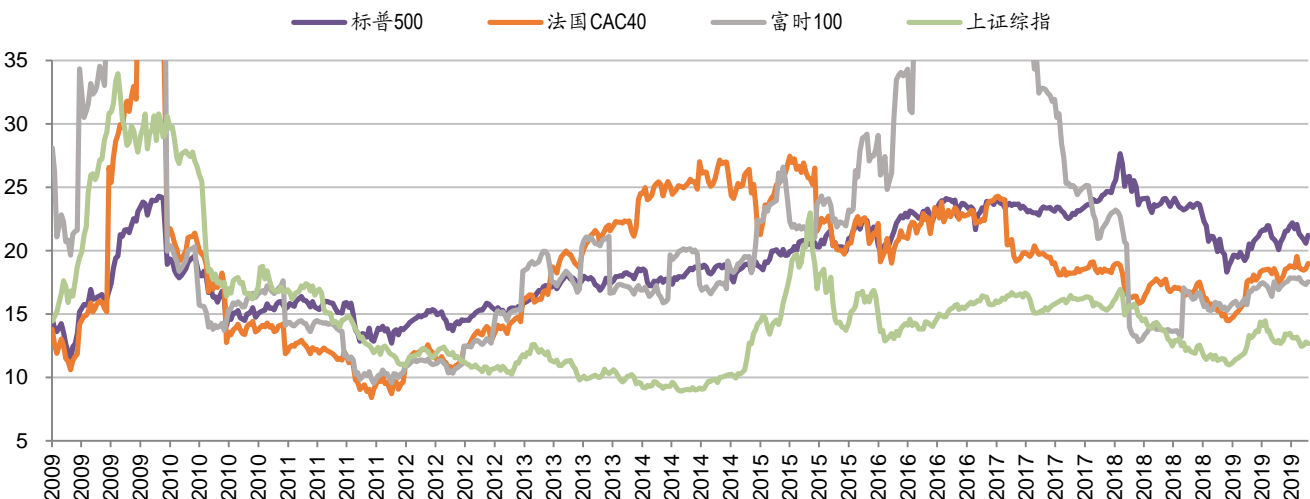
在不同的利率环境下，各国主要指数的估值水平也略有差异。在过去十年中，法国CAC40指数估值相对较高，Eurofins作为在法国创立并上市的公司，它的高估值与法国市场整体的低利率环境和高估值水平是密切联系的。同时，较低的利率使Eurofins得以享受较低的融资成本，灵活运用财务杠杆进行扩张。

图 30: 各国十年国债到期收益率对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 31: 全球各指数市盈率 (P/E) 对比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

华测检测与 Eurofins: 不同的国界, 相似的路径

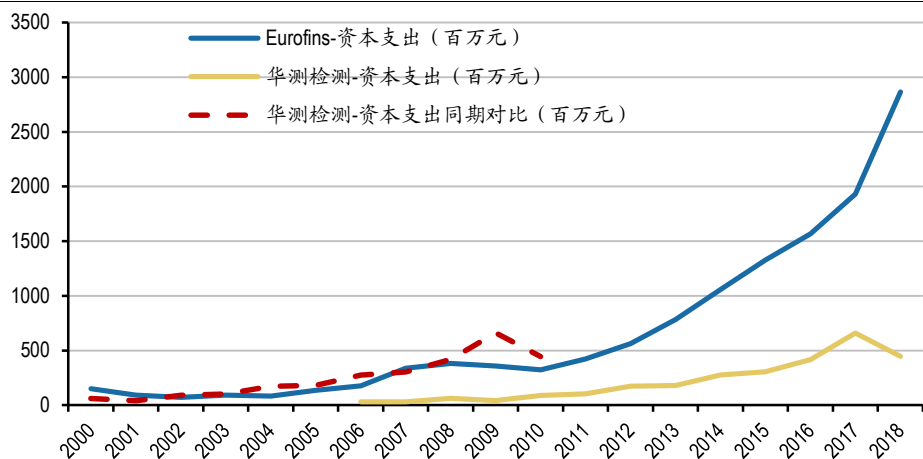
4.1 回顾对比: 2018 年的华测检测与 2010 年的 Eurofins

在国内的上市公司中, 华测检测是先发优势显著的综合检测认证机构, 并且已经初步具备一定规模优势。华测检测成立于2003年, 拥有化学、生物、物理、机械、电磁等领域的130多个实验室, 并在中国台湾、中国香港、美国、英国、新加坡等地设立子公司。目前业务领域主要分为四块: 生命科学、贸易保障、消费品测试和工业品测试。其中, 生命科学检测包括环境检测、食品检测、医学检测, 根据年报的披露, 2018年生命科学板块收入14.25亿元, 同比增长39%, 占公司总体收入的53%, 已经成为公司的主要业务领域。

对于来看, Eurofins的主要业务同样也是食品检测、环境检测和医学检测, 三大检测板块占据全球领先地位。在综合对比了两家公司的发展历程和财务数据后, 我们发现, **2018年的华测检测和2010年前后的Eurofins具有一定的相似性。**

从资本开支来看, 2010年的Eurofins在经历了2000-2009年的第一批新建实验室计划后(共计开设25个实验室), 资本开支出现相对放缓的趋势。根据年报的披露, Eurofins 2010年购建固定资产等支付的现金为3.22亿元, 同比下降10.17%, 连续两年收缩。而华测检测在2016-2017年新建了大约50个实验室, 主要集中于环境、食品检测领域, 使得资本开支迅速增长, 而2018年公司引入申屠献忠任新总裁, 公司的经营风格由提升规模为主的粗犷式发展, 转向提升利润率为主的精细化管理, 采取了一系列措施, 例如收缩资本开支、减少人员招聘、加强成本管控、着力提升人均产值、设备利用率、场地利用率和投入产出率等指标, 其2018年购建固定资产等支付的现金为4.45亿元, 同比下降32.7%。

图 32: 华测检测和Eurofins资本支出对比 (百万元)



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

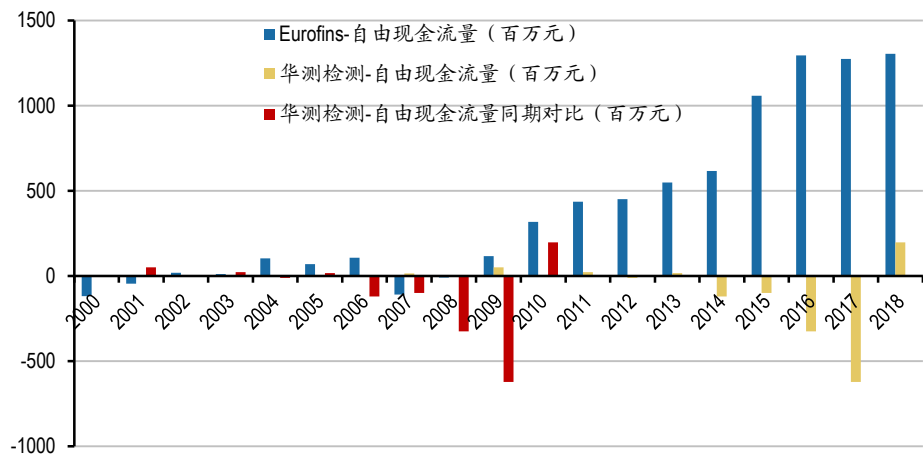
注: 欧元按 2018 年 12 月 31 日汇率换算人民币 (1 欧元=7.8573 人民币)

两家公司在经历了前期的扩张后, 实现阶段性的战略改变, 以提升实验室效率为主, 从而带来利润率与现金流的拐点。从净利率率来看, Eurofins在2000-2009年的快速扩张期内, 其净利率率呈现不断下降趋势, 叠加金融危机影响, 公司净利率率已经降低至负值, 但2010年后, 伴随着前期实验室产能的释放, 大量实验室进入盈利阶段, 净利率率也随之提升; 同样, 华测检测在前几年也处在快速扩张期, 资本投入

持续增长，且折旧摊销费用和人力成本上涨，叠加部门子公司计提资产减值损失，导致净利率快速下滑，直到2018年公司战略转型后有所回升。

我们将华测检测2018年的资本开支、自由现金流、净利率等数据平移至2010年（2017年平移至2009年，依次类推），可以发现，两家公司财务数据的趋势性和拟合度均较高。根据华测检测中报的披露，2019上半年公司毛利率较大幅度的改善，发展逻辑不断强化。我们预计在未来，随着华测检测于2016-2017年建设的实验室逐步成熟化和规模化，设备利用率的提升有望带动净利率在未来3年持续提升，其自由现金流也有望迎来阶梯式增长。

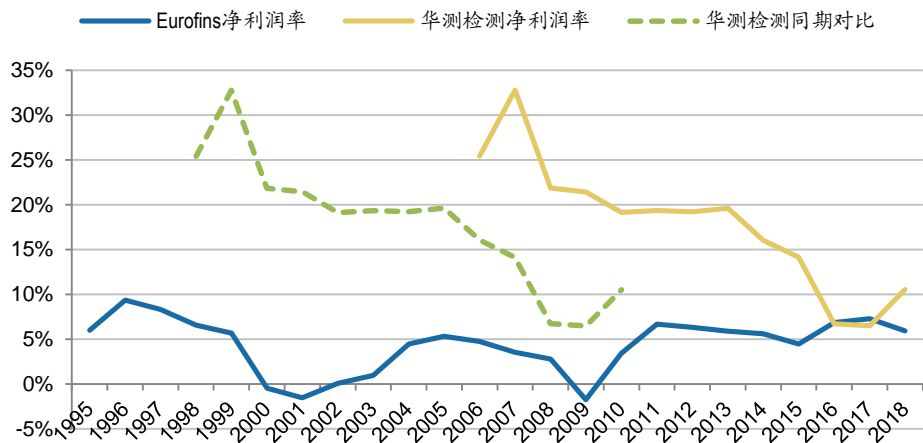
图 33: 华测检测和Eurofins自由现金流对比 (百万元)



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 欧元按 2018 年 12 月 31 日汇率换算人民币 (1 欧元=7.8573 人民币)

图 34: 华测检测和Eurofins净利率对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

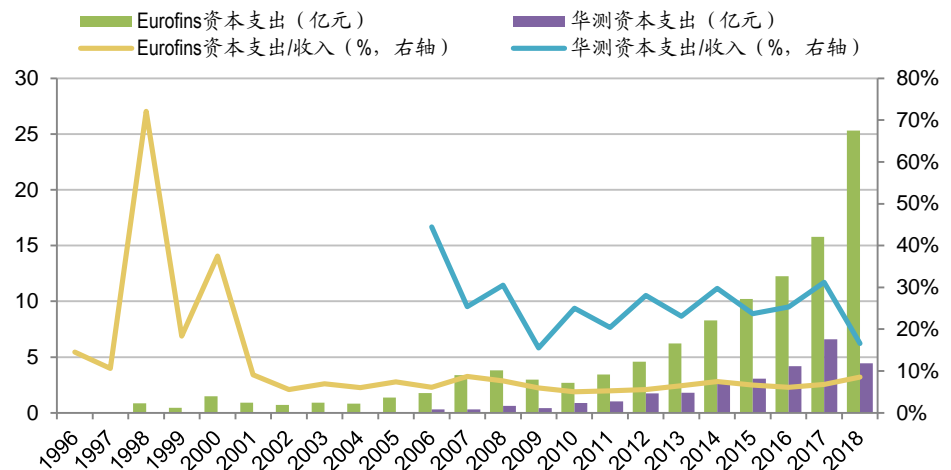
4.2 展望未来: 控费提效是趋势, 未来有望走出国门

在资本支出方面, Eurofins经历了前期的高投资后, 投资节奏显著放缓, 2001年后资本开支占当年营业收入的比重稳定在10%左右。而在2009年上市以来, 华测

检测的资本开支占收入的比重保持在20%-30%之间，2018年下降到16.6%。随着公司的战略转型，资本开支规模开始收缩，并有望下降到10%左右的水平。

在生产效率方面，2000年以来Eurofins的人均产值也经历了3轮提升。其中2000-2010年人均产值上升到75万左右，2018年为81.4万元/人。而华测检测2011-2016年员工扩张速度较快，其人均产值保持平稳，而2018年伴随着实验室产能释放及人员招聘放缓，更注重员工素质和工作效率的提升，员工数量增速下降到12.2%，人均产值达到32万元/人，对标国际龙头50-60万元/人的产出水平，公司还有一定的提升空间。

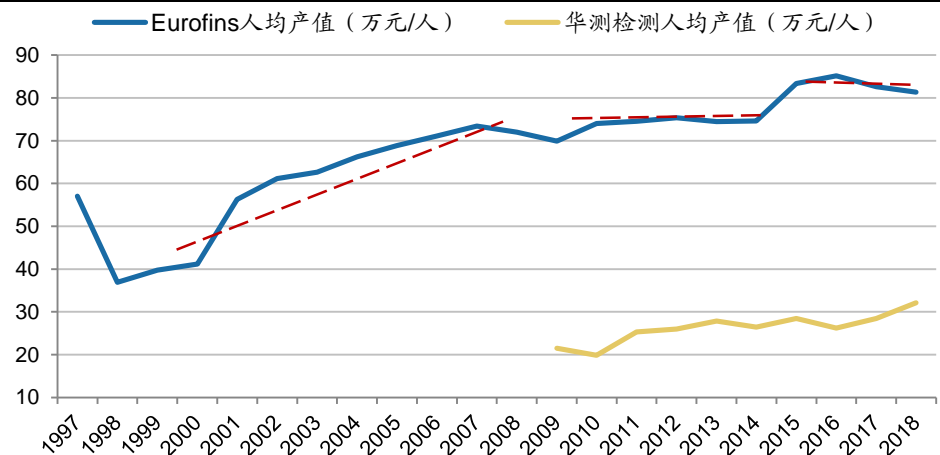
图 35: 华测检测和Eurofins资本支出对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 欧元按 2018 年 12 月 31 日汇率换算人民币 (1 欧元=7.8573 人民币)

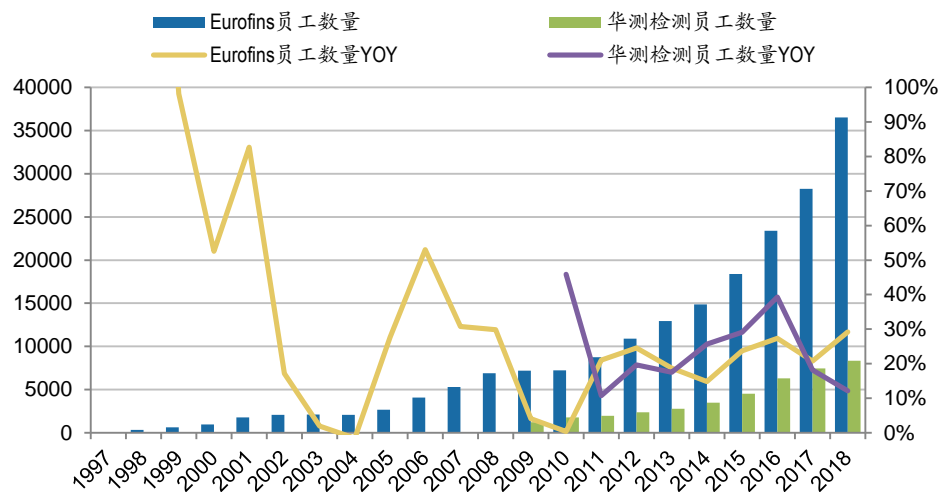
图 36: 华测检测和Eurofins人均产值对比 (万元/人)



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 欧元按 2018 年 12 月 31 日汇率换算人民币 (1 欧元=7.8573 人民币)

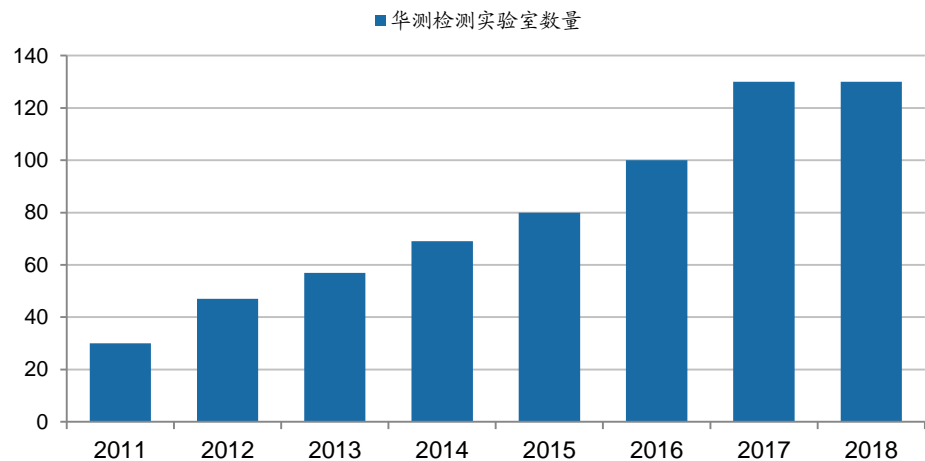
图 37: 华测检测和Eurofins员工数量对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

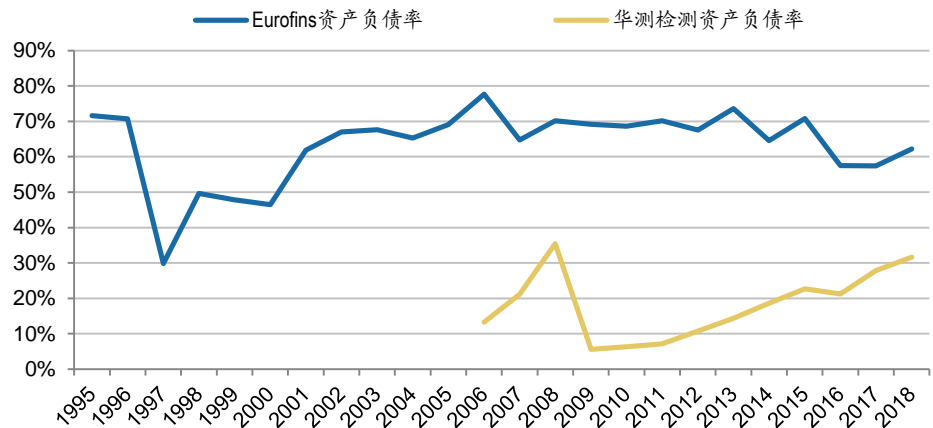
在实验室数量方面，华测检测结束了16-17年的快速扩张，2011-2017年实验室数量从30个增加到130个，CAGR达到27.7%，主要业务范围集中在国内，也进入了美国、英国、新加坡、越南和希腊市场。而Eurofins的全球布局更加完善，截止2018年底，Eurofins共有800+个实验室，资产负债率超过60%。考虑到华测检测新总裁申屠献忠之前负责SGS全球消费品业务线条，其人脉资源有望帮助公司走出国门，公司整体较低的负债率水平，给予了海外并购更加灵活的操作空间，扩展全球业务布局。

图 38: 2011-2018年华测检测实验室数量 (个)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 39: 华测检测和Eurofins资产负债率对比



数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

投资建议与风险提示

投资建议: 随着技术进步和国际分工深化, 第三方检测认证服务行业一直保持良好的增长态势, 以中国为代表的新兴市场得益于国际贸易的迅速增长, 行业规模快速扩张。参考国际龙头企业的发展路径, 我们建议两条主线把握行业投资机会:

(1) 先发优势显著, 已经初步具备一定规模优势的综合性检测认证机构, 重点关注国内第三方检测服务民营龙头华测检测, 公司涉及生命科学、贸易保障、消费品检测等多个领域, 11-18年收入复合增速27.08%, 在经营效率提升、资本支出放缓的情况下, 有望迎来利润率的拐点。(2) 专注细分领域, 依托优势业务进一步拓展的优秀企业, 关注机动车检测设备龙头安车检测, 检测站新建+更新需求持续提升行业景气度, 公司进一步向下游运营市场延伸。

表 8: 检测认证行业国际公司PE估值对比 (市值统计截止2019.09.11收盘)

公司名称	代码	业务类型	单位	市值 /亿元	净利润 (百万元)			PE 估值水平		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
SGS	SGSN SW	检测认证	EUR	17025	604.53	672.55	729.46	28.16	25.31	23.34
BVI	BVI FP	检测认证	EUR	9667	370.78	460.50	502.64	26.07	20.99	19.23
Eurofins	ERF FP	检测认证	EUR	7377	278.02	366.13	441.75	26.53	20.15	16.70

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: SGS、Intertek、Eurofins盈利预测来源于Bloomberg。

风险提示:

并购的决策风险及整合风险: 检测认证服务行业碎片化特征显著, 每个市场相对独立, 难以快速复制。因此, 采用并购手段快速切入新领域是国际巨头通行的做法。对于国内企业来说, 并购标的的选取、以及并购后的整合关系到并购工作是否

成功，存在较大风险。

公信力受不利事件影响风险：公信力和品牌是第三方检测认证服务机构持续发展的原动力，只有在技术和公正性方面不断得到客户的认可，才能在市场竞争中处于有利位置，一旦出现质量问题导致公信力和品牌受损，将会丧失客户，影响企业的业务拓展和盈利状况。

资本支出过快导致盈利下滑：在业务的快速扩张期，在建工程、设备采购等资本支出呈现快速增长。新实验室的建设需要装修、招聘、采购设备、评审扩项等一系列流程，需要一定的周期后才能正式运营，期间无法产生利润。资本支出过快将对盈利水平造成影响。

广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。