

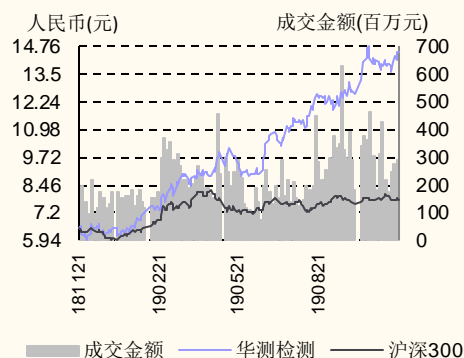
华测检测 (300012.SZ) 买入 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 13.88 元
 目标价格 (人民币): 17.50-17.50 元

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 16.58 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 15.06 |
| 总市值(亿元) | 241.34 |
| 年内股价最高最低(元) | 14.56/13.62 |
| 沪深 300 指数 | 3908 |
| 创业板指 | 1720 |



民营检测龙头业绩拐点已至，未来提升空间大

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,118 | 2,681 | 3,333 | 4,126 | 4,938 |
| 营业收入增长率 | 28.20% | 26.56% | 24.34% | 23.78% | 19.69% |
| 归母净利润(百万元) | 134 | 270 | 458 | 616 | 767 |
| 归母净利润增长率 | 31.87% | 101.63% | 69.50% | 34.70% | 24.47% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.081 | 0.163 | 0.276 | 0.372 | 0.463 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.21 | 0.41 | 0.38 | 0.55 | 0.68 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 5.38% | 9.94% | 14.80% | 17.08% | 17.97% |
| P/E | 55.21 | 40.21 | 50.27 | 37.32 | 29.98 |
| P/B | 2.97 | 4.00 | 7.44 | 6.37 | 5.39 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 第三方民营检测龙头，初步完成全国实验室投资布局、进行国际化初探

1) 国内第三方民营综合型检测龙头，现阶段初步完成全国实验室投资布局，并进行国际化初探，通过新建、并购等方式建立了 132 个实验室，业务涵盖生命科学、贸易保障、消费品、工业品四大板块。

2) 前期快速扩张致使公司运作效率较低，现进入调整、收获阶段。近 5 年业绩增速不及营收，CAGR 分别为 19%、29%；平均 ROE 为 6.4%，相比国际检测龙头改善空间大。

■ 第三方检测具“GDP+”增长能力，中国市场成长性好，有望孕育国际龙头

1) 第三方检测本质是覆盖下游全行业、贯穿全产业链的服务活动，在质量管理、市场经济及国际贸易中扮演重要角色。我们认为，未来经济高质量发展、贸易全球化与服务外包趋势将为第三方检测提供“GDP+”增长动能。

2) 对比欧美等成熟市场，我们认为，中国具备孕育成熟检测市场与全球性检测龙头的基础条件与发展前提。①市场容量大、产业转型升级是催生大检测市场的基础条件；②机构改革、标准体系接轨国际、产业链完备等将加快中国检测行业市场化、全球化、集中化，孕育出国际检测龙头。

■ 成长路径明晰，提升实验室利用率贡献高业绩弹性，中长期培育新增长极

1) 检测行业商业模式优质，其以实验室为核心运营平台，是现金流创造机器，随着使用效率提升，盈利能力将不断增强，进入“投→产”良性循环。

2) 对标国际检测龙头，公司成长路径明晰，未来 2-3 年以提升实验室利用率为重点，盈利能力、ROE 改善空间大，我们测算，仅以实验室所处阶段变化、效率提升情况为预测基础，2019 年业绩弹性为 51%；中长期积极培育新业务、拓展客户渠道，获取未来持续增长力。

投资建议与估值

■ 预计公司 19-21 年营业收入 33/41/49 亿元，同比增长 24%/24%/20%；归母净利润为 4.6/6.2/7.7 亿元，同比增长 70%/35%/24%，复合增速为 42%；摊薄 EPS 为 0.28/0.37/0.46 元。给予公司盈利能力提升期 47 倍 PE，2020 年合理市值 290 亿元，6-12 个月目标价 17.5 元。首次覆盖，“买入”评级。

风险提示

■ 公司声誉受不利事件影响；公司精细化管理不善；收购及拓展下游领域不及预期；检测行业受到政策冲击；贸易增长不及预期。

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
wanghuajun@gjzq.com.cn

赵玥玮 分析师 SAC 执业编号: S1130519070001
zhaoyuewei@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

投资要件

1、关键假设

- 1) 第三方检测行业兼具成长性与优商业模式：**①成长性：未来经济高质量增长、贸易全球化与服务外包趋势将为第三方检测提供“GDP+”增长动力。同时，“大容量+市场化+全球化”使中国市场相比欧美更具成长性；②商业模式优质：检测业务是现金流创造机器，随着实验室使用效率提升，盈利能力将不断增强，资产轻化、边际成本小，进入“投→产”的良性循环。
- 2) 公司阶段性进入盈利能力提升时期，业绩弹性大：**未来 2-3 年以提升实验室利用率为重点，对比国际检测机构，有望通过提高资产周转率、财务杠杆改善 ROE；同时，公司盈利能力有望抬升，我们测算，仅以实验室所处阶段变化、效率提升情况为预测基础，2019 年业绩弹性为 51%。

2、我们区别于市场的观点

- 1) 市场担心公司放缓扩建实验室导致收入驱动力不足，我们认为公司可通过提升实验室效率、增加设备与人员来满足订单增长：**公司目前进入阶段性业绩收获期，会放缓实验室投资，市场认为这会使公司收入增长乏力。我们估计公司目前处于成熟期的实验室约 70 个，仍有约 60 个实验室处于微利、盈亏平衡甚至亏损状态，仍留有较大的业务施展空间；同时，实验室可通过增加设备、人员进行灵活调节，以满足日渐增长的检测需求。
- 2) 市场担心公司对收购标的管控能力不足，我们认为管理团队调整后，公司对并购前、中、后管控将加强。**公司此前由于管理粗犷，投前调研、投后管理力度不够，出现华安无损等管理不善的公司。我们认为，SGS 原全球执行副总裁申屠献忠、原中国工业、交通及消防科技事业群总经理曾啸虎加盟公司后，在收购标的质量与管理、全球化拓展上将不断加强。
- 3) 市场担心国内检测机构数量庞大、市场较分散，可能会引起价格战等问题，我们认为检测是以公信力为核心竞争力的业务，且占下游的成本较小，因价失信的概率相对小。**目前，政府、国际贸易等对检测质量要求越来越高，有公信力的检测服务开始成为必需品，且成本占比小，因此价格战可能性小。同时，进入大客户有较高的门槛，涉及到布局情况、检测技术能力等等，目前我国具有跨区域服务、全球化能力的检测机构很少。

3、股价上涨的催化因素

公司实验室使用率、协同能力提升较快，业绩实现超预期增长；公司进入大客户供应链；公司并购海内外优质检测标的；国内集中化提升超预期，比如政策倡导并购、企业合作加快等；政府开放部分原来是政府检测机构的领域，推动市场化进展超预期。

4、估值和目标价格

- 公司是国内民营第三方检测龙头，其成长路径、业务布局与海外检测龙头较为类似。相对于成熟的海外检测龙头，公司仍然处于发展初期，资本开支对其收入、利润的影响仍然较大。
- 发展处于较前期阶段的海外检测机构欧陆集团相对能够更好刻画公司各阶段的估值水平。我们结合对标机构（45 倍 PE）与公司历史估值水平（相比处于同一阶段的对标机构更高），给予 47 倍 PE，2020 年对应合理市值为 290 亿元，目标价 17.5 元，给予“买入”评级。

5、投资风险

公司声誉受不利事件影响；公司精细化管理不善；收购及拓展下游领域不及预期；检测行业受到政策冲击；贸易增长不及预期。

内容目录

| | |
|-----------------------------------------------------------|----|
| 投资要件 | 2 |
| 一、为什么我们看好华测检测? | 6 |
| 二、第三方检测：具备“GDP+”持续增长能力，中国市场成长性好 | 7 |
| 2.1 全球化贸易、高质量发展与服务外包驱动“GDP+”持续增长..... | 7 |
| 2.2 中国市场成长性好，具备孕育国际检测龙头的市场条件 | 10 |
| 2.3 资本对接、重组整合、全球化是成长为国际检测龙头的必经路径 | 15 |
| 三、商业模式：高盈利能力的现金流创造机器 | 20 |
| 3.1 实验室具有阶段性运营特点，提升产能利用率是关键..... | 20 |
| 3.2 盈利能力不断提升、现金流持续增长是检测商业模式的核心特征 | 21 |
| 四、公司成长路径：未来 2-3 年重在提升实验室效率，中长期培育新增长极..... | 24 |
| 4.1 对标海外检测龙头，公司从“跑马圈地”进入“精耕细作”阶段..... | 24 |
| 4.2 未来 2-3 年：重在提升实验室利用率，盈利能力、ROE 改善空间大 | 26 |
| 4.3 中长期战略：循序渐进、有节奏推动各项业务，积极培育新增长极..... | 30 |
| 五、盈利预测与估值：2019-2021 年业绩复合增速 42%，2020 年对应合理市值 290 亿元 | 34 |
| 5.1 盈利预测：预计 2019-2021 年净利润复合增速为 42%..... | 34 |
| 5.2 估值讨论：给予 47 倍 PE，2020 年合理市值 290 亿元，“买入”评级 | 35 |
| 六、风险提示：精细化管理不善、声誉受不利事件影响、拓下游不达预期等 | 37 |

图表目录

| | |
|------------------------------------------|----|
| 图表 1：华测检测的核心逻辑框架梳理..... | 6 |
| 图表 2：第三方检测增长动力：经济高质量增长、全球贸易活动与服务外包 | 7 |
| 图表 3：检测行业具备全行业、全产业链服务属性..... | 8 |
| 图表 4：高质量追求促使检测报告数量、单价不断提升..... | 8 |
| 图表 5：第三方检测是全球贸易发展需求下的产物..... | 9 |
| 图表 6：全球第三方检测市场占比约为 40%..... | 9 |
| 图表 7：检测业务外包趋势确定，兼具经济性与社会性..... | 9 |
| 图表 8：全球检测行业 2010-2018 年 CAGR 为 9.6%..... | 10 |
| 图表 9：检测发展趋势与 GDP 基本一致且增速相对稳定..... | 10 |
| 图表 10：世界上主要经济、贸易大国均孕育出全球性检测认证机构..... | 10 |
| 图表 11：欧洲市场检测行业蓬勃发展离不开政府与检测机构的相互协同..... | 11 |
| 图表 12：中国具备孕育国际检测龙头机构的条件..... | 12 |
| 图表 13：中国是全球第二大经济体（2018 各国 GDP） | 12 |
| 图表 14：2018 年中国进出口总额排名第一..... | 12 |
| 图表 15：产业转型升级中，检验检测认证行业不可或缺..... | 13 |
| 图表 16：过去 10 年中国检测市场复合增速约为 19%..... | 13 |
| 图表 17：中国将于 2020 年成为全球最大检测检验市场..... | 13 |

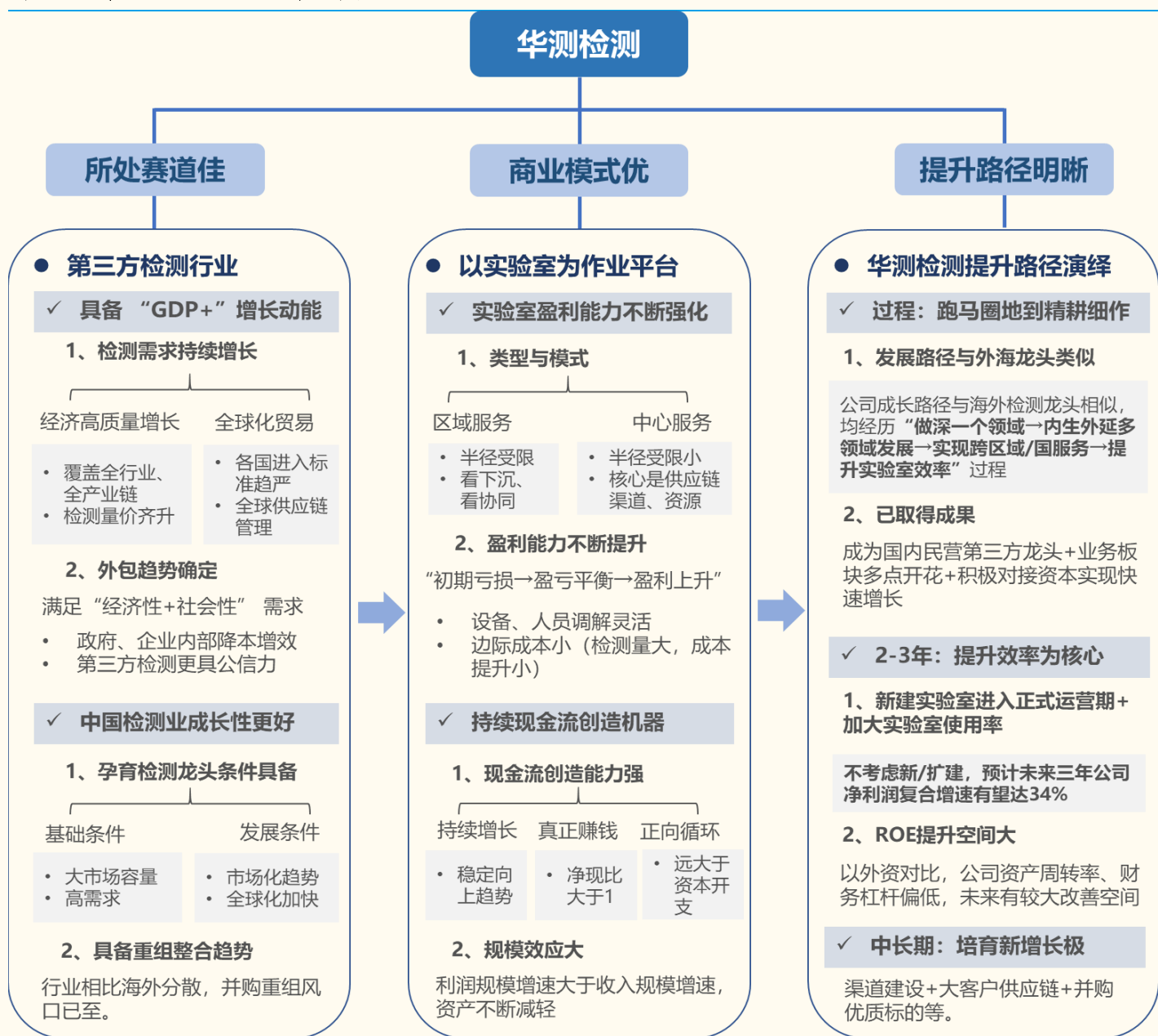
| | |
|-----------------------------------------------------|----|
| 图表 18: 检测行业的市场化推动、机构改革、体系标准接轨重要政策梳理... | 14 |
| 图表 19: 民营检测机构数量占比从 32%提升至 49%..... | 15 |
| 图表 20: 民营检测机构数量实现快速增长..... | 15 |
| 图表 21: 民营检测机构营收总额占比从 17%提升至 33%..... | 15 |
| 图表 22: 历年外资检测机构营收总额保持平稳增长..... | 15 |
| 图表 23: 全球检测行业市场规模约为 2000 亿欧元、细分市场较为分散..... | 16 |
| 图表 24: 全球领先检测机构市场占有率约为 1%-5%..... | 16 |
| 图表 25: 2013-2018 年主要检测机构并购累计 397 起..... | 16 |
| 图表 26: SGS 复盘成功因素: 全球化、前瞻布局、重组并购与资本对接..... | 17 |
| 图表 27: 2018 年 SGS 并购 7 家机构, 重点布局美国与欧洲市场..... | 17 |
| 图表 28: 中国 2018 年检测机构数量约为 4 万家..... | 18 |
| 图表 29: 中国检测机构与相比国际机构效率较低..... | 18 |
| 图表 30: 中国 2018 年 <100 人检验检测机构占 96.3%..... | 18 |
| 图表 31: 中国 2018 年本地化检验检测机构占 79.94%..... | 18 |
| 图表 32: 各大国内外优秀检测机构(区域)负责人对中国检测业的趋势表述 | 18 |
| 图表 33: 我国检测机构 2018-2019 年上半年并购、资金对接情况梳理(不完全统计)..... | 19 |
| 图表 34: 检测行业商业模式依托实验室为核心运营平台..... | 20 |
| 图表 35: 实验室运营周期: 经历“初期亏损→盈亏平衡→盈利上升”过程..... | 21 |
| 图表 36: 实验室固定成本、可变成本划分..... | 21 |
| 图表 37: 从成本角度刻画产能利用率提升过程..... | 21 |
| 图表 38: 国际检测机构经营性现金流持续稳定增长..... | 22 |
| 图表 39: 国际检测机构历年净现比大于 1..... | 22 |
| 图表 40: 国际检测机构经营性现金流与资本开支比值落于 2-4 区间..... | 22 |
| 图表 41: 国际检测机构营业利润率较高..... | 23 |
| 图表 42: 国际检测机构资本开支占收入比例仅 3%-7%..... | 23 |
| 图表 43: 公司发展路径与海外龙头相似: 阶段性特征明显, “内生+外延”双轮驱动成长..... | 24 |
| 图表 44: 自上市以来公司收入规模增长 9 倍..... | 25 |
| 图表 45: 公司成为中国民营第三方检测龙头(收入)..... | 25 |
| 图表 46: 生命科学板块对公司营收贡献提升至 50%以上..... | 25 |
| 图表 47: 公司历年收购、子公司/合资公司设立情况汇总..... | 25 |
| 图表 48: 公司积极参与设立基金投资优质检测服务标的..... | 26 |
| 图表 49: 截至 2018 年公司共拥有 132 个实验室..... | 26 |
| 图表 50: 公司已实现全国布局、国际化市场初探..... | 26 |
| 图表 51: 公司实验室所处阶段、未来成熟实验室占比预测(不考虑新/扩建)..... | 27 |
| 图表 52: 从实验室所处阶段变化预测公司未来业绩弹性(不考虑新/扩建)..... | 27 |
| 图表 53: 公司 ROE 水平有较大改善空间..... | 28 |

| | |
|------------------------------------------------------|----|
| 图表 54: 杜邦分析: 公司 ROE 拆分 | 28 |
| 图表 55: 公司营业利润率较国际检测龙头波动大..... | 28 |
| 图表 56: 公司 2014、2016 年因投资加快而净利润滑坡 | 28 |
| 图表 57: 公司资本开支占营收比较国际检测龙头高..... | 29 |
| 图表 58: 公司资产周转率较国际检测龙头低..... | 29 |
| 图表 59: 2018 年公司人均创收 32 万元, 仍有 50% 以上的提升空间..... | 29 |
| 图表 60: 公司资产负债率约 20%, 财务杠杆提升空间大 | 29 |
| 图表 61: 公司上市以来平均净现比为 1.9, 与外资比肩 | 29 |
| 图表 62: 公司在手现金较为充沛 | 30 |
| 图表 63: 公司应收账款周转率基本维持在 65 天以内..... | 30 |
| 图表 64: 公司不同业务种类所处阶段、服务类型及增长动力总示意图..... | 30 |
| 图表 65: 公司现阶段以生命科学、贸易保障板块为毛利润主要来源..... | 31 |
| 图表 66: 我国进出口贸易额及增速..... | 31 |
| 图表 67: 中国对欧洲的进出口额及增速..... | 31 |
| 图表 68: 全国环境污染治理投资总额..... | 32 |
| 图表 69: 国家节能环保财政支出持续增长..... | 32 |
| 图表 70: 环境监测市场空间 2020 年有望达 480 亿元..... | 32 |
| 图表 71: 食品检测部分重要标准规范..... | 33 |
| 图表 72: 食品安全检测市场增速范围为 15% 至 30%..... | 33 |
| 图表 73: 食品安全检测: 政府回归“裁判员”角色释放更多第三方检测市场 | 33 |
| 图表 74: 公司消费品、工业品领域处于不断加强建设阶段..... | 33 |
| 图表 75: 公司业务收入分拆与毛利率预测..... | 35 |
| 图表 76: Eurofins 2014-2018 年加快投资到收获期的 PE 水平值得参考 | 36 |
| 图表 77: 过去 3 年公司 PE 中枢为 62 倍..... | 36 |

一、为什么我们看好华测检测？

- 华测检测成立于 2003 年，是国内最大的第三方民营综合性检测服务机构，集检测、检验、认证及技术服务为一体。截至 2018 年底，公司在全国各地设立了分公司和实验室，并进行国际化初探，已建立 132 个实验室，网络覆盖广东、上海、北京等多个省份，涵盖生命科学、贸易保障、消费品、工业品四大业务领域。
- 我们构建了华测检测核心逻辑框架，认为公司未来有充足的成长空间，主要有三大理由：**1) 所处赛道佳**：第三方检测行业具备“GDP+”增长动能，同时，“大容量+市场化+全球化”使中国市场相比欧美更具成长性；**2) 商业模式优**：检测行业是现金流创造机器，且实验室随着产能利用率提升，边际成本变小、盈利能力将不断增强，进入良性循环；**3) 公司提升路径明晰**：从跑马圈地进入精耕细作阶段，2-3 年以提升效率为核心，净利润增速将大于收入增速；中长期培育新业务、拓展客户渠道，获取持续增长力。

图表 1：华测检测的核心逻辑框架梳理



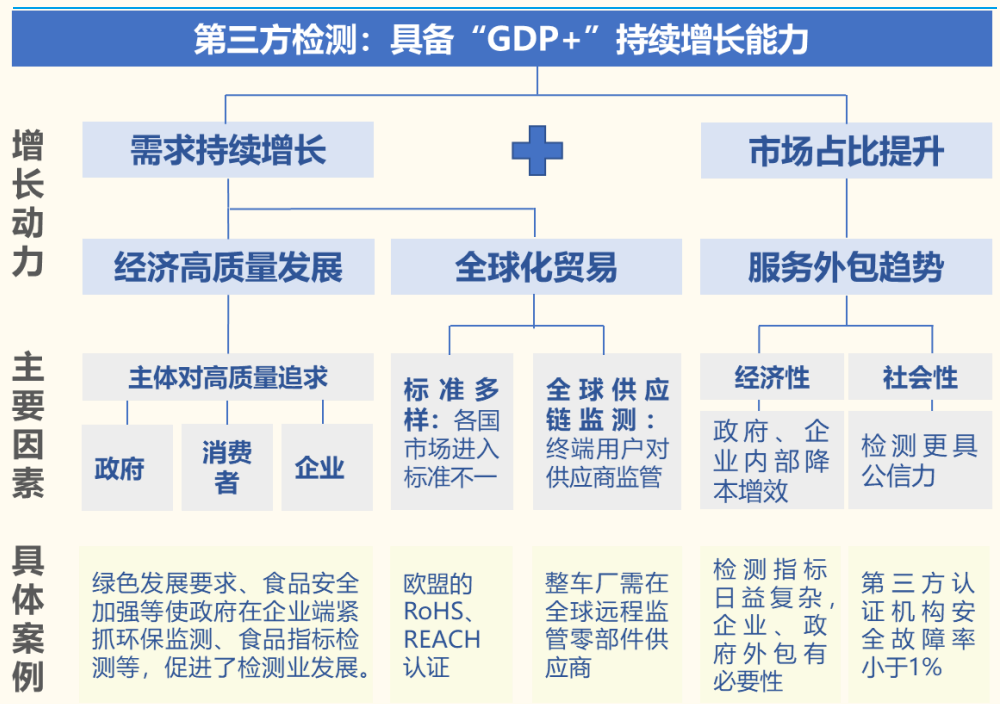
来源：国金证券研究所研究、整理、绘制

二、第三方检测：具备“GDP+”持续增长能力，中国市场成长性好

2.1 全球化贸易、高质量发展与服务外包驱动“GDP+”持续增长

- 第三方检测行业通常被称为 TIC 行业，包含检测(Testing)、检验(Inspection)和认证(Certification)三大类，本质为服务行业，是质量管理、市场信用及国际贸易中不可或缺的重要组成部分。
 - 第三方检测行业包括检测、检验、认证三大类，是指机构接受客户委托，综合运营科学方法及专业技术对某种产品的质量、安全、性能及环保等方面进行评定，并出具评定报告。
 - 检测检验认证是市场监管工作的重要组成部分。根据国家认监委的表述，检测检验认证属于市场经济条件下加强质量管理、提高市场效率的基础性制度，是市场监管工作的重要组成部分，其被称为质量管理的“体检证”、市场经济的“信用证”、国际贸易的“通行证”。
- 我们认为，经济高质量增长、全球贸易活动与服务外包趋势使第三方检测有能力实现“GDP+”的持续增长。
 - 经济增长与全球贸易活动是检测行业持续增长的根本动力。第三方检测本质上是覆盖下游全行业、贯穿全产业链的服务活动，因此，其市场规模往往伴随着全球贸易活动、经济增长等趋势而实现持续增长。
 - 结构性变化将提升第三方检测的增长速度与市场规模。一方面，高质量经济发展要求对检测需求与标准有所增加，从而扩大与增加检测的范围与指标；另一方面，将检测部门工作外包是大势所趋，原因包括国际市场限制、成本控制等。

图表 2：第三方检测增长动力：经济高质量增长、全球贸易活动与服务外包

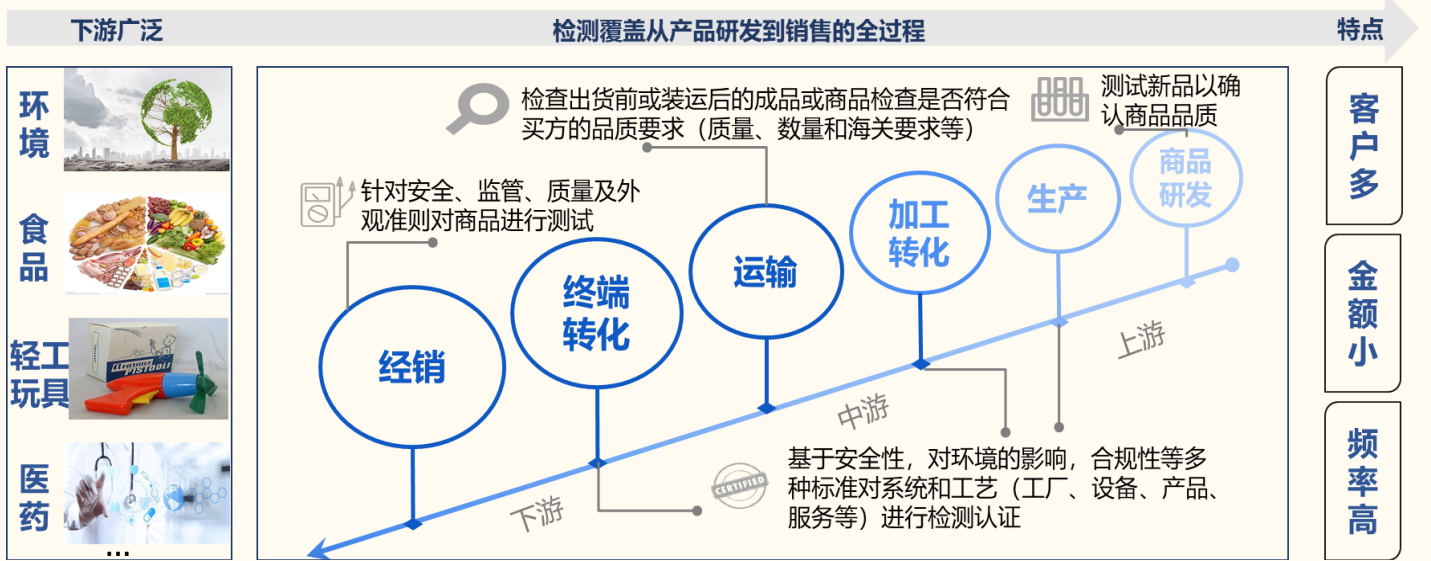


来源：国金证券研究所总结、绘制

- 经济高质量增长的过程伴随检测市场增长。检测报告的使用者主要是政府、消费者及生产制造商的下游厂商，这些主体对环境保护、食品安全、产品质量等要求的不断提高是第三方检测市场规模成长的长期动力。
- 检测行业可一定程度映射经济发展状况。检测具备全行业服务属性，下游广泛且覆盖全产业链，领域涵盖环境、食品、消费品、医药、建筑建材等诸多领域，同时覆盖从产品研发、生产至销售的全产业链，

具有客户多、项目多且频率高的特点，因此市场规模、增长情况与经济增长及其质量息息相关。

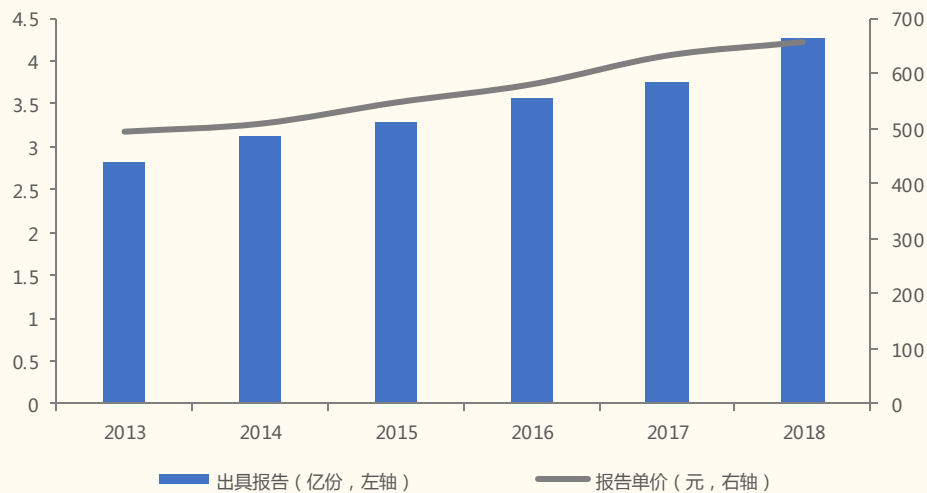
图表 3：检测行业具备全行业、全产业链服务属性



来源：国金证券研究所总结、绘制

- 检测报告的使用者是政府、消费者及生产制造商的下游厂商，当这些使用主体对环境保护、食品安全及产品质量提出更高的要求，将会带来检测范围扩大、指标增多等需求，从而带动检测报告数量增加、单价上升，最终促使检测行业市场规模增长快于经济增长。例如，中国奶制品三聚氰胺等事件的发生促进了政府、企业及消费者对乳制品乃至整个食品行业安全情况的关注，食品检测迎来发展。

图表 4：高质量追求促使检测报告数量、单价不断提升

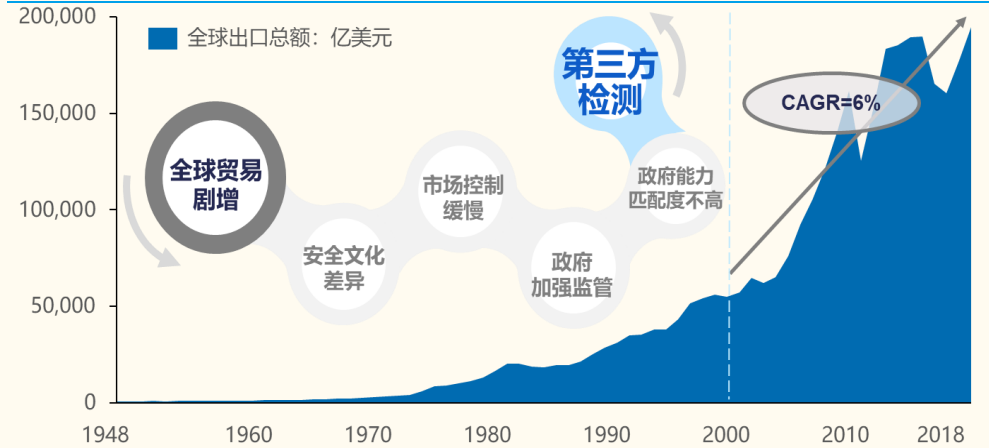


来源：国家市场监督管理总局，国金证券研究所

- **贸易全球化驱动第三方检测行业发展。**国际贸易背景下，不同市场的进入标准及全球供应链监管对独立、更具备公信力的第三方检测提出更大需求。
 - 全球贸易中，各国的市场监管趋严且进入标准不一，政府、企业内部的检测机构面临资源、公信度相对欠缺的问题，具备非当事人身份的第三方检测行业可以为贸易者出具有效的检测报告。
 - 全球化加大第三方检测需求的主要原因在于各国不一的贸易标准与全球供应链监管。1) 国际贸易壁垒的形式正从传统关税壁垒向绿色贸易

壁垒转化，以欧盟为例，RoHS 认证¹和 REACH 认证²是欧盟的强制性环保法规，分别针对电子电器产品与化学品，相关产品销售到欧盟必须出具有效的第三方检测机构报告；2) 供应链全球化需要第三方检测保障产品品质，比如整车厂需要远程监管零部件供应商。

图表 5：第三方检测是全球贸易发展需求下的产物

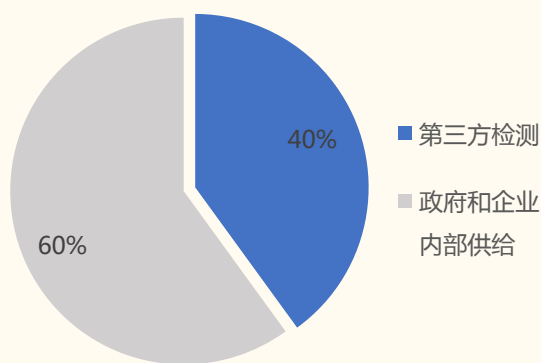


来源：WTO，国金证券研究所绘制

■ 检测部门业务外包兼具经济性与社会性，将加大第三方检测的增长前景。

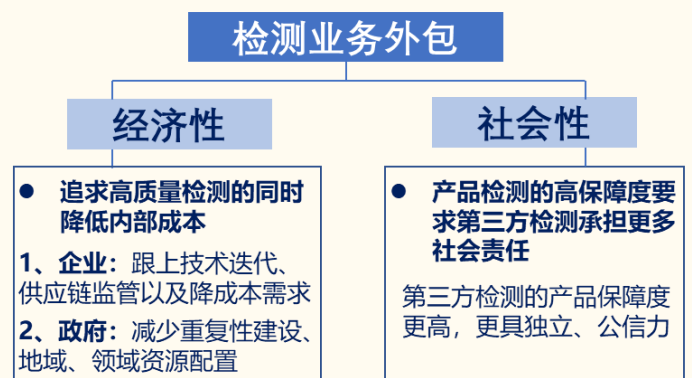
- 检测市场参与者可以分为政府检测机构、企业检测部门与独立的第三方检测机构。根据全球检测机构 BV 的研究，国际市场第三方检测市占率约为 40%，仍有 60% 的检测业务在政府与企业内部。
- 产品多样化、全球经济化、学科交叉化趋势下，检测外包具有一定的经济性。1) 企业方面，检测的产品种类、指标数量越来越多，这对于企业，尤其是技术迭代快速的企业来说，将造成无法快速跟上供应链情况与重复投入的问题；2) 政府方面，目前也正将检测工作逐步外包给专业的第三方检测机构，能够避免大量的重复性实验室建设，打破地域限制，大大减少检测活动的成本开支。
- 检测结果高可靠信要求第三方检测承担更多社会责任。根据国际 TIC 理事会的研究，17% 自称符合标准的产品存在安全关键故障。而来自相同类别但已由独立的、经认证的第三方机构认证的产品，安全关键故障率不到 1%。

图表 6：全球第三方检测市场占比约为 40%



来源：Bureau Veritas，国金证券研究所

图表 7：检测业务外包趋势确定，兼具经济性与社会性



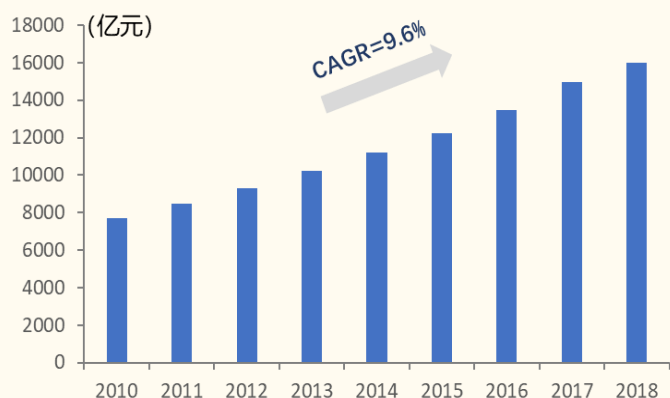
来源：国金证券研究所总结、绘制

¹ RoHS: 《关于限制在电子电器设备中使用某些有害成分的指令》，主要针对电子电器产品的有害物质的检测

² REACH: 《化学品的注册、评估、授权和限制》，该法规几乎覆盖所有产品（食品、药品除外）

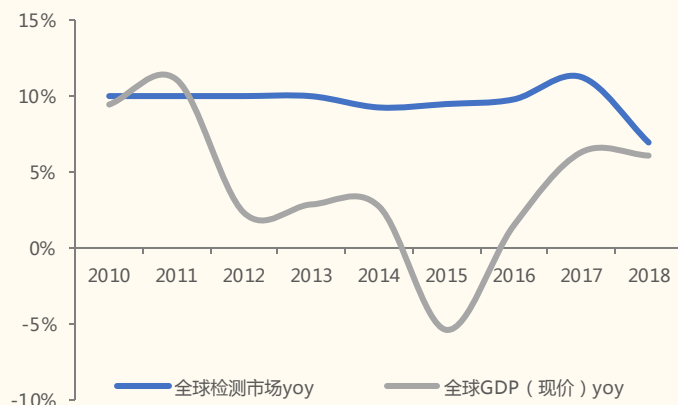
- 从过去发展情况看，大部分年份检测行业发展速度较 GDP 快，且相比整体经济更具抗风险能力，验证具有“GDP+”的持续增长能力。
- 2010 年以来，全球检测行业复合增速为 9.6%，高于 GDP 复合增速 3.3%。同时，检测行业的增长趋势与 GDP 保持基本一致，且从各年情况来看，检测行业相比整体经济的增长态势更为稳定，具有较强的抗风险能力。这是因为对检测服务的支付占整个企业的成本较低，即使在整体经济下滑的年份，仍然有必要进行检测活动，根据全球检测机构 BV 的研究，检测服务支付占产品或资产价值 0.1%至 0.8%之间。

图表 8：全球检测行业 2010-2018 年 CAGR 为 9.6%



来源：NeueZurcher, 国金证券研究所

图表 9：检测发展趋势与 GDP 基本一致且增速相对稳定

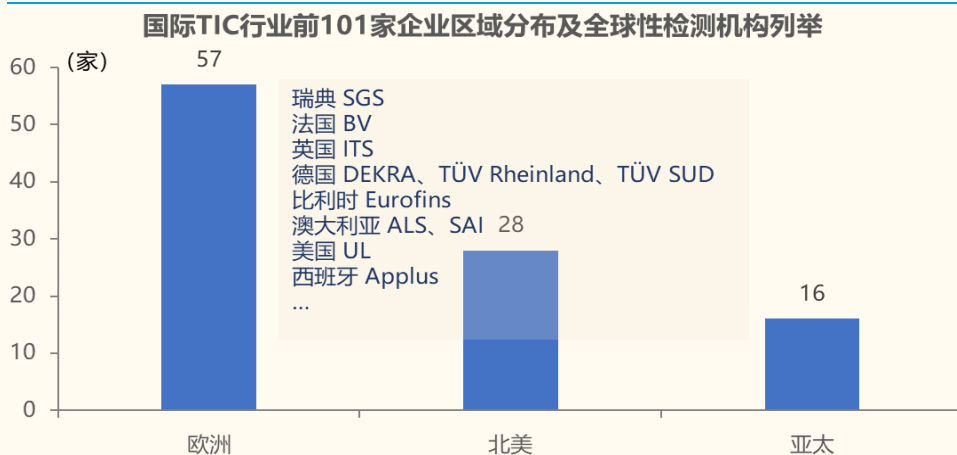


来源：NeueZurcher, 世界银行, 彭博, 国金证券研究所

2.2 中国市场成长性好，具备孕育国际检测龙头的市场条件

- 检测行业在我国属于新兴产业，欧美等发达国家已经有千百多年的发展历史，形成比较成熟的产业和市场，孕育出全球性的检测认证机构。
- 检测行业是伴随工业化发展而兴起的，欧洲、美国与日本等的工业化时代始于 19 世纪，叠加市场经济制度较为完善，已形成一批在国际上有公信力的第三方检测机构。相比之下，中国工业化、对外开放起步较晚，因而检测认证行业发展相对落后，处于起步阶段。
- 结合华测检测总裁申屠献忠先生在第十一届中国第三方检测实验室发展论坛上的发言，市场容量大的国家/经济体均已拥有全球性检测认证机构，比如瑞典 SGS、法国 BV、英国 ITS、比利时 Eurofins 等；检测认证市场成熟的欧洲、北美地区分别在国际 TIC 行业前 101 家企业中占据 57 席、28 席，而亚太地区仅占 16 席。

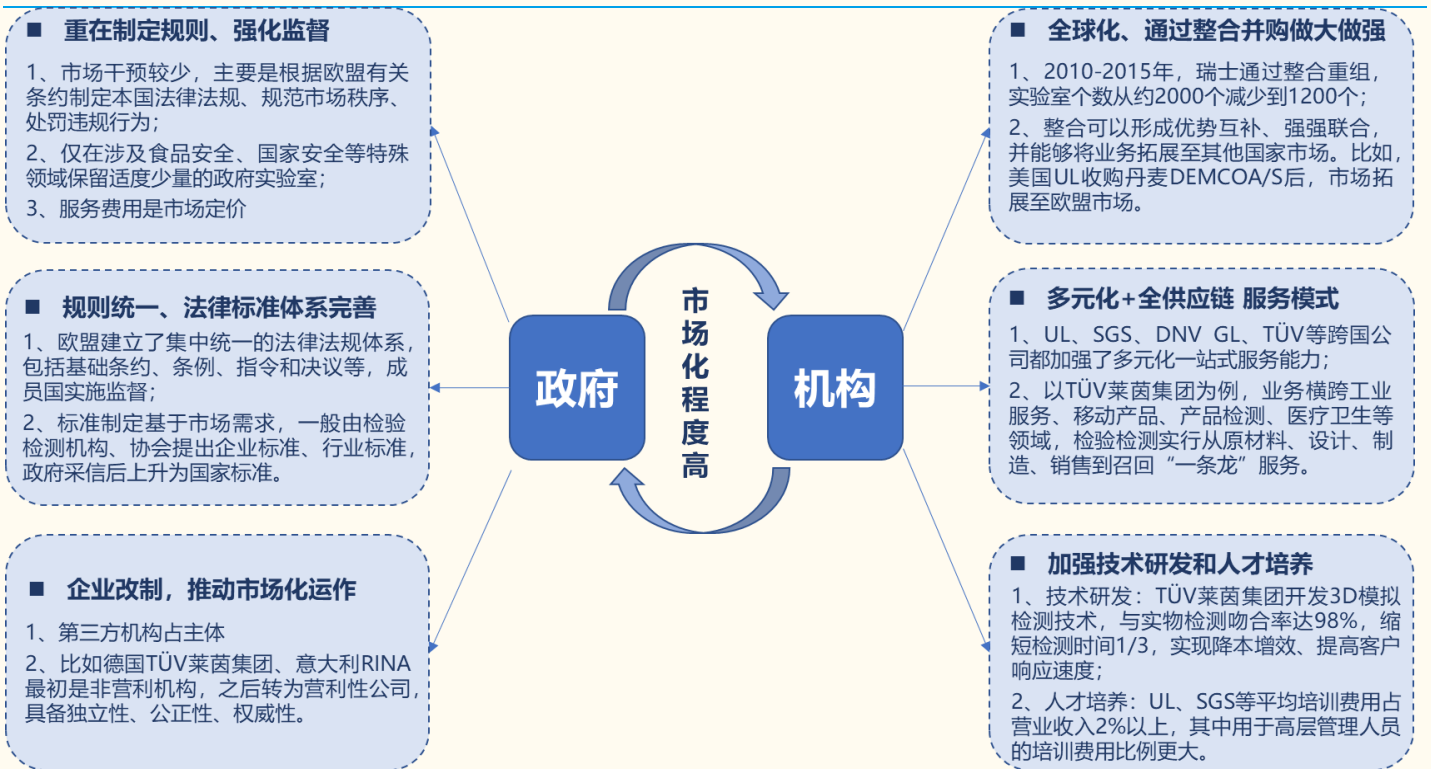
图表 10：世界上主要经济、贸易大国均孕育出全球性检测认证机构



来源：第十一届中国第三方检测实验室发展论坛（2019 年 9 月），国金证券研究所

- 以检测业最为成熟的欧洲市场为例，行业的蓬勃发展离不开政府与检测认证机构的相互协同。我们看到，一个成熟的检测产业市场中，政府端侧重规则、标准制定与强化监督；机构端以第三方检测为主体，通过整合、技术研发等实现“多元化+全供应链”服务模式，具备全球竞争力。
- 政府主要承担制定规则、法律标准与强化监督的责任，并积极推进市场化改革。欧洲相关政府部门仅在关系公共安全的产品领域，比如食品安全、药品安全、消费安全以及计量校准等领域设立必要的政府实验室，主要职能重在产品质量监督检查、重大风险防控、国家标准物质研制等，但不会接受企业/社会委托检验检测；同时，积极推动市场化改革，比如德国 TÜV 莱茵集团、意大利 RINA 等最初均是非营利机构，之后转为营利性公司，推动整体检测认证行业的市场化进程。
- 检测机构发展经验主要是三个层面，包括全球化布局、多元化布局以及技术与人才加强。国际检测机构均通过整合并购实现多国、多领域布局，加强实验室之间的协同、避免过度建设。瑞士市场曾通过整合重组在 5 年间将实验室个数减少约 40%；以德国 TÜV 莱茵集团为例，其业务已遍布全球，实现从原材料至召回的全供应链覆盖，其开发的 3D 模拟检测技术能够实现降本增效，缩短检测时间 1/3，提高响应速度。此外，人才培养与稳定性对公司稳定、持续发展较为重要。

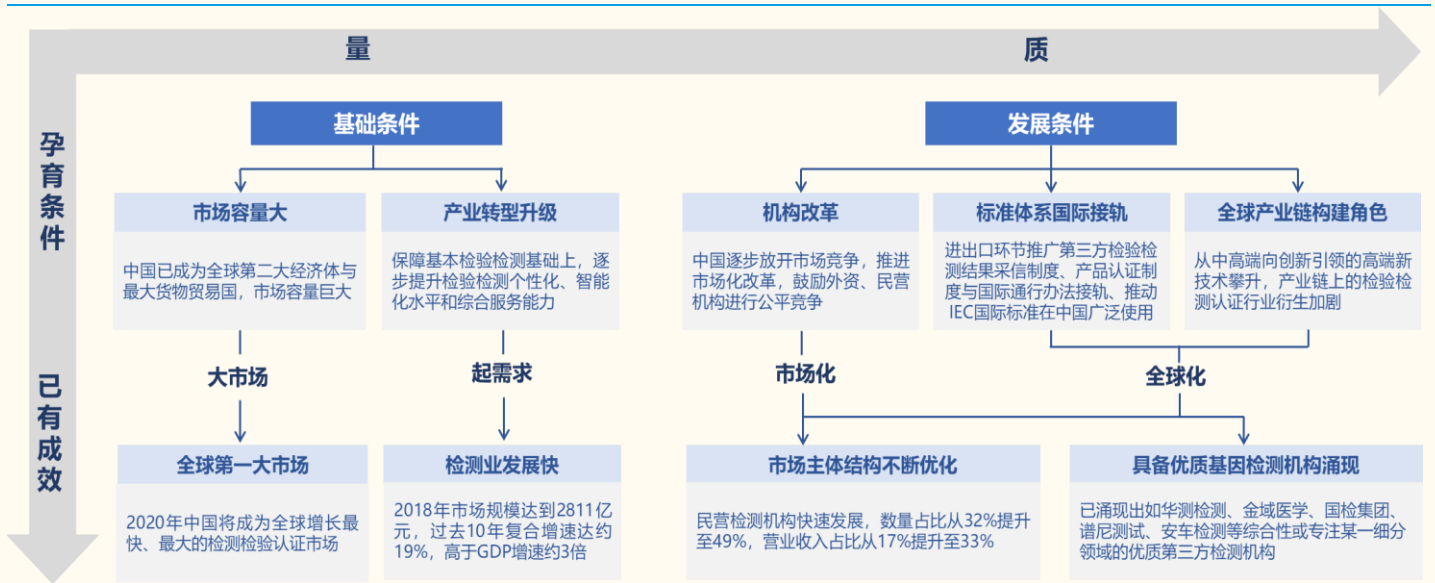
图表 11：欧洲市场检测行业蓬勃发展离不开政府与检测机构的相互协同



来源：《欧洲三国检验检测认证机构发展的启示》、《欧洲三国检验检测认证行业发展扫描》（中国质量报），国金证券研究所

- 对比欧洲市场，我们认为，中国具备未来孕育成熟检测市场与全球性检测机构的基础条件与发展前提。1) 市场容量大、产业转型升级是催生大检测市场的基础条件；2) 机构改革、标准体系国际接轨、产业链完备与转移等发展前提将加快检测行业市场化、全球化，培养出具备核心竞争力的机构。

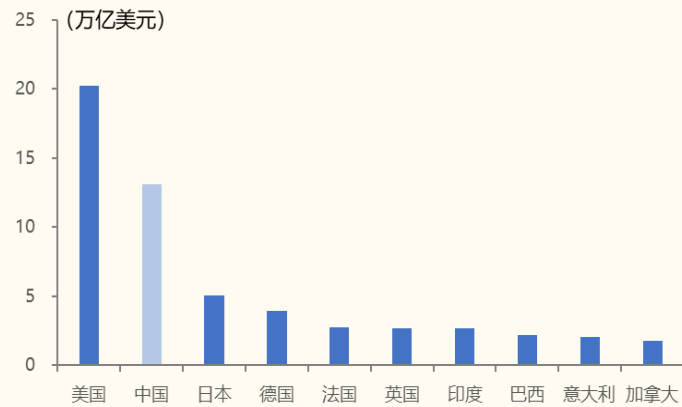
图表 12：中国具备孕育国际检测龙头机构的条件



来源：国金证券研究所总结、绘制

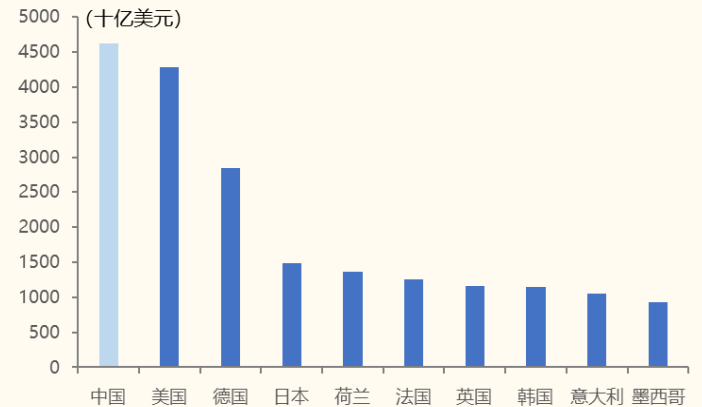
- 我们认为，中国具有发展大检测市场的基础条件，体现在市场容量大、产业转型升级，形成“大市场+起需求”的快速发展态势。近十年，中国检测市场规模复合增速高达 19%，2020 年有望成为全球最大的检验市场。
- 中国已成为全球第二大经济体与最大货物贸易国，市场容量巨大。根据世界银行与 WTO 的数据统计，2018 年中国 GDP 总量为 13.12 万亿美元，稳居第二地位；2018 年进出口总额为 4623 亿美元，排名全球第一。未来，中国仍将保持对世界经济主要驱动力地位，根据国际货币基金组织（IMF）预测，2024 年中国对全球 GDP 增长的贡献度将占全球的 28.3%，位居第一。

图表 13：中国是全球第二大经济体（2018 各国 GDP）



来源：世界银行，国金证券研究所

图表 14：2018 年中国进出口总额排名第一



来源：WTO，国金证券研究所

- 中国产业结构升级将为检测行业带来增量需求。我国经济正处于由高速增长向高质量发展的阶段，产业转型升级以培育未来新动能成为重要任务。2017 年 5 月，国家认监委发布《2017 年检验检测行业质量提升行动方案》，指出在保障基本检验检测公共服务的基础上，逐步提升检验检测的个性化、智能化水平和综合服务能力，以解决产品创新和质量提升的技术难题。此后，国务院确定推行质量认证体系建设及推动重大技术装备研发创新、检测评定与示范应用体系的建设。

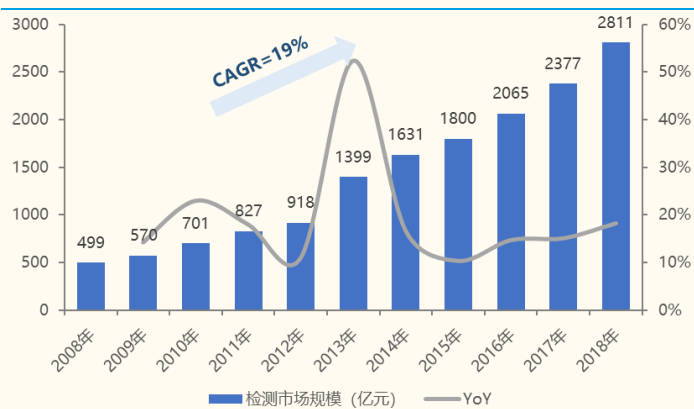
图表 15：产业转型升级中，检验检测认证行业不可或缺



来源：科技部、国务院、国家认监委等，国金证券研究所

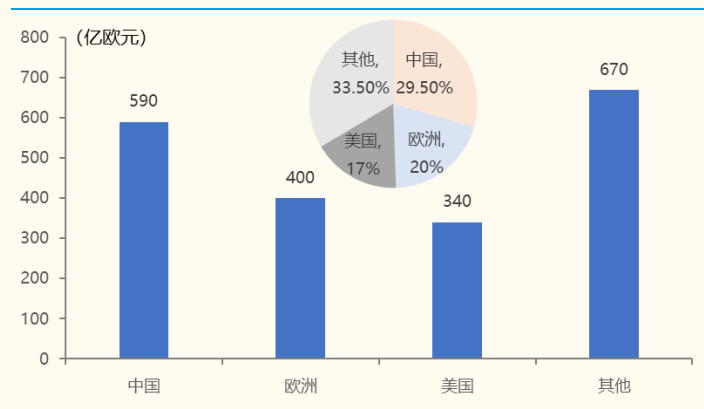
- 得益于大市场容量以及产业转型升级，我国检测行业近年来发展迅速。根据国家认监委的统计数据，2018 年我国检测市场规模达到 2811 亿元，过去 10 年复合增速达约 19%，高于 GDP 增速约 3 倍。同时，伴随经济高质量发展，中国检测行业预计将实现快速、持续发展，根据 IHS 预测，2020 年中国将成为全球增长最快、最大的检测市场，预计市场规模达 590 亿欧元，全球占比达 29.5%。

图表 16：过去 10 年中国检测市场复合增速约为 19%



来源：国家认监委，国金证券研究所

图表 17：中国将于 2020 年成为全球最大检测检验市场



来源：IHS，国金证券研究所

- 检测行业从“量”到“质”的转变需要相对成熟的发展环境，主要包括机构改革、标准体系国际接轨与全球产业链构建，将带来“市场化+全球化”的发展条件。目前，我国市场主体结构不断优化，具备较强竞争力的第三方检测机构不断涌现。
- 市场化改革的推动将赋予检测行业蓬勃的生命力。中国检测行业从 1984 年起步，发展至今约 30 余年，从最初的仅政府机构具备质检职能，到目前的民营、外资企业踊跃参与，这离不开市场的逐步开放。2013 年以来，中国逐步放开市场竞争，不断推进市场化改革，鼓励外资、民营机构进行公平竞争，以逐步形成一批具有知名品牌的综合性检验检测认证集团。
- 标准体系完善、与国际接轨是适应市场变化的重要一步。现行标准采用国际标准的覆盖率还相对较低，与国际标准差距较大。为了能够接轨国际标准、提升检测能力与水平，我国正不断出台相应的支持政策，比如在进出口环节推广第三方检验检测结果采信制度、产品认证制度与国际通行办法接轨（2019 年以玩具为试点）、推动 IEC 国际标准在中国广泛使用等。

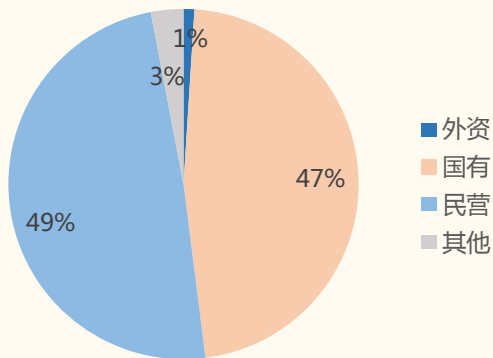
图表 18：检测行业的市场化推动、机构改革、体系标准接轨重要政策梳理

| 分类 | 时间 | 具体文件 | 相关内容/意义 |
|---------|---------|-----------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 市场化推动 | 2018.11 | 国务院办公厅发布《国务院办公厅关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》 | 在 2018 年底前组织各地区、各有关部门完成对清理废除妨碍统一市场和公平竞争政策文件、执行公平竞争审查制度情况的自查，并向全社会公示，接受社会监督 |
| | 2018.07 | 国务院办公厅发布《关于成立国务院推进政府职能转变和“放管服”改革协调小组的通知》 | 放权方面，压缩企业开办时间，全面推开“证照分离”改革，深化“多证合一”改革，推进工业产品生产许可证制度改革，推行简易注销改革。 |
| | 2015.03 | 质检总局《全国质检系统检验检测认证机构整合指导意见》 | 到 2020 年，基本完成质检系统检验检测认证机构政事分开、管办分离、转企改制等改革任务，经营类检验检测认证机构专业化提升、规模化整合、市场化运营、国际化发展取得显著成效，形成一批具有知名品牌的综合性检验检测认证集团。 |
| | 2015.03 | 中共中央、国务院《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》 | 完善中小企业创新服务体系，加快推进创业孵化、知识产权服务、第三方检验检测认证等机构的专业化、市场化改革，壮大技术交易市场。 |
| | 2014.03 | 国办发 8 号《关于整合检验检测认证机构实施意见的通知》 | 提出总体目标为：到 2015 年，基本完成事业单位性质的机构整合，转企改制工作基本到位，市场竞争格局初步形成，相关政策法规比较完善，进一步做大做强检验检测认证机构 |
| | 2003.11 | 质检总局第 58 号令《进出口商品检验检疫鉴定管理办法》 | 国家逐步放开第三方检测市场，允许和鼓励外资第三方检测机构进入中国市场 |
| 标准与国际接轨 | 2019.10 | 国际电工委员会《可再生能源和混合系统指南—第 9-5 部分：成套系统—离网可再生能源产品的测试方法》技术规范中文版 | 发布 IEC 国际标准中文版，对于进一步推动 IEC 国际标准更好地在中国广泛使用，促进 IEC 国际标准的共建、共享、共用具有积极作用，对于推动我国相关企业对标国际标准、提高产品质量水平，进而推动中国经济高质量发展，具有重要意义。 |
| | 2018.10 | 国务院关于印发《优化口岸营商环境促进跨境贸易便利化工作方案的通知》 | 引入市场竞争机制，发挥社会检验检测机构作用，在进出口环节推广第三方检验检测结果采信制度。 |
| | 2018.08 | 国务院办公厅印发《全国深化“放管服”改革转变政府职能电视电话会议重点任务分工方案》 | 深化工业产品生产许可证制度改革，全面清理各类许可，加快向产品认证转变；规范和完善现行产品认证制度，与国际通行办法接轨。2019 年以玩具产品为试点。 |
| | 2018.07 | 国务院办公厅转发商务部等部门《关于扩大进口促进对外贸易平衡发展的意见》 | 开展海关“经认证的经营者”(AEO)国际互认，推动检测报告和认证证书的国际互认，提高进口贸易便利化水平。 |

来源：国务院、国际电工委员会等，国金证券研究所

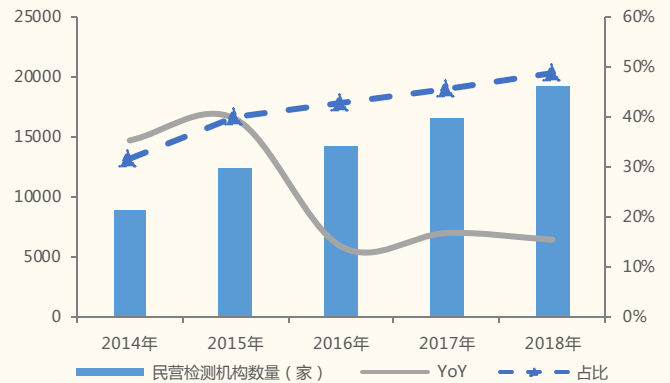
- 中国已成为全球产业链构建中的重要一环，并从中高端向创新引领的高端新技术攀升，产业链上的检验行业衍生加剧。中国在产业链呈现明显的高技术制造业比重上升特点，在中高端科技产业上占主导地位，全球份额在过去十年间几乎增长两倍，2018 年中国高科技产品出口总额约为对外贸易总额的 31%。随着中国在全球产业链中地位的提升，检测行业作为不可或缺的一部分，其衍生将加剧，有望跟随诸多产业不断走出国门。
- 我们看到，“市场化+全球化”双轮驱动下，我国检测行业整体结构、开放程度不断优化，更多优质的第三方检测机构开始涌现。过去五年，我国民营检测机构数量占比从 32% 提升至 49%，营业收入占比从 17% 提升至 33%，实现快速增长；与此同时，国有机构数量占比不断下降，外资机构保持平稳增长。市场开放竞争趋势下，已涌现出如华测检测、金域医学、国检集团、谱尼测试、安车检测等综合性或专注某一细分领域的优质第三方检测机构。

图表 19: 民营检测机构数量占比从 32% 提升至 49%



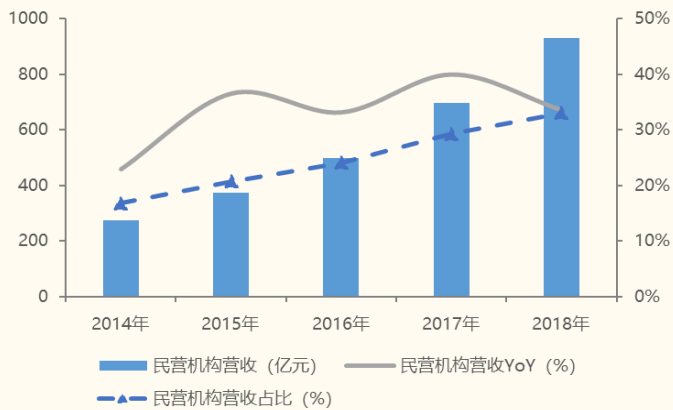
来源: 市场管理总局, 国金证券研究所

图表 20: 民营检测机构数量实现快速增长



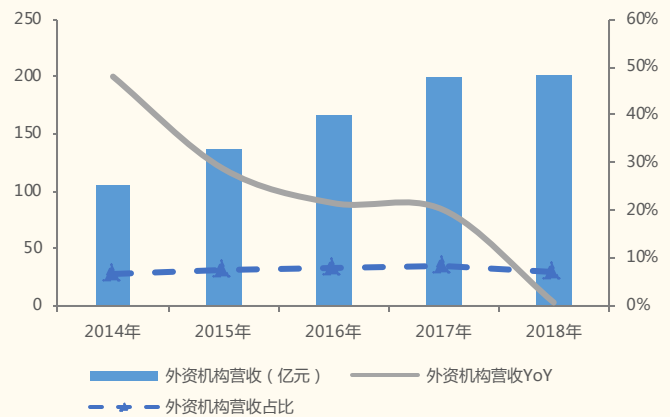
来源: 市场管理总局, 国金证券研究所

图表 21: 民营检测机构营收总额占比从 17% 提升至 33%



来源: 市场管理总局, 国金证券研究所

图表 22: 历年外资检测机构营收总额保持平稳增长

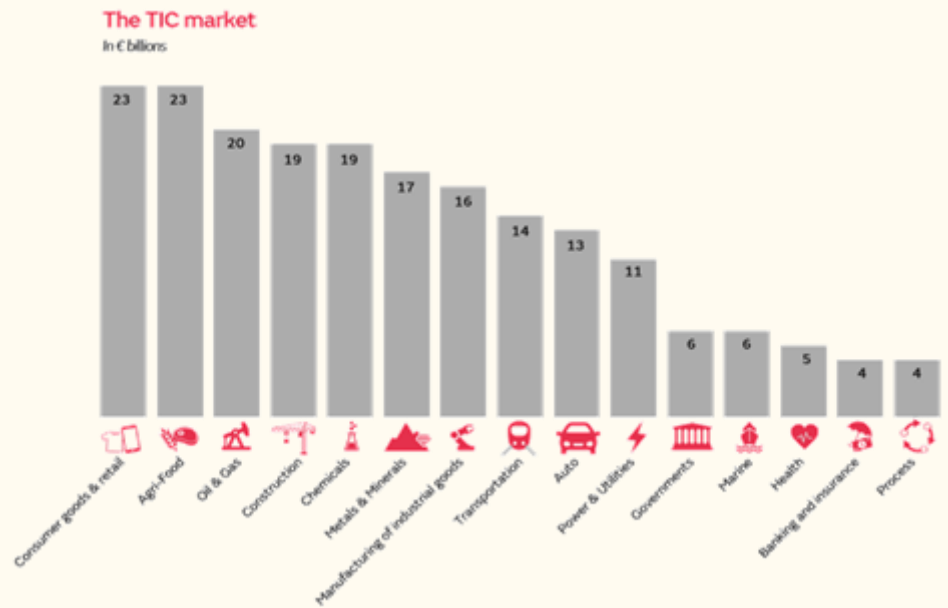


来源: 市场管理总局, 国金证券研究所

2.3 资本对接、重组整合、全球化是成长为国际检测龙头的必经路径

- 检验检测认证行业的下游广泛, 能够成为众多新技术的落地场景, 且各细分领域发展特征、所处阶段不同, 因此该行业具备防御性、成长性的同时, 还具有碎片化这一重要特点。下游小而散、多样性的特征决定了检测检验认证行业天然拥有通过重组整合实现增长、全球化的基因。
- 从全球市场来看, 检测行业市场规模与下游行业性质直接相关、且相对分散。目前, 全球领先的检测机构市占率均不到 5%, 重组整合是机构实现全球化扩张、获得持续成长动力的必经路径。
- 根据全球检测机构 BV 的研究, 全球检测行业市场规模约为 2000 亿欧元, 细分领域市场较为分散, 其中规模最大的是与消费、农产品相关的市场, 分别占总市场规模的 10%。这表明, 检测行业自身具有较强的下游属性, 具有全球化性质的下游领域能够衍生出更大的检测市场, 比如消费、农产品、油气等行业, 而政府、医疗、银行与保险等国界相对明确的领域市场规模大约为 40-60 亿欧元, 占比为 2%-3%。

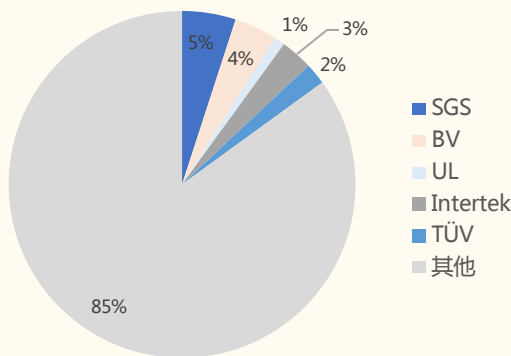
图表 23：全球检测行业市场规模约为 2000 亿欧元、细分市场较为分散



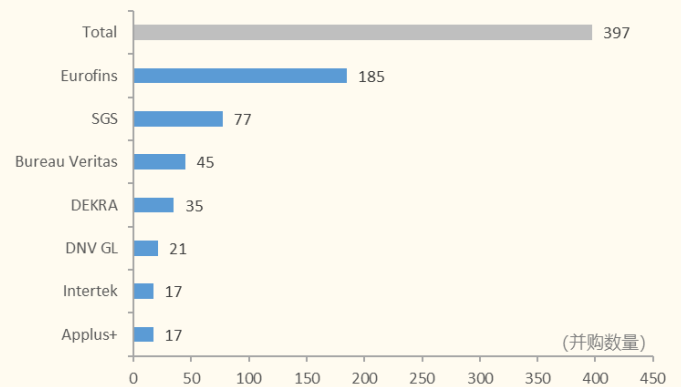
来源：BV，国金证券研究所

- 从整体领域看，全球检测行业仍然呈现高度分散的格局，领先的国际检测机构市场占有率集中于 1%-5%，绝大部分的检测机构仍以本土业务为主。目前，重组整合仍然是检测行业的主旋律，核心是跨国并购。根据我们的统计，2013 年至 2018 年，7 家全球主要检测机构共成功并购 397 起，其中，Eurofins 近几年全球扩张步伐最激进，为 185 起。

图表 24：全球领先检测机构市场占有率约为 1%-5%



图表 25：2013-2018 年主要检测机构并购累计 397 起



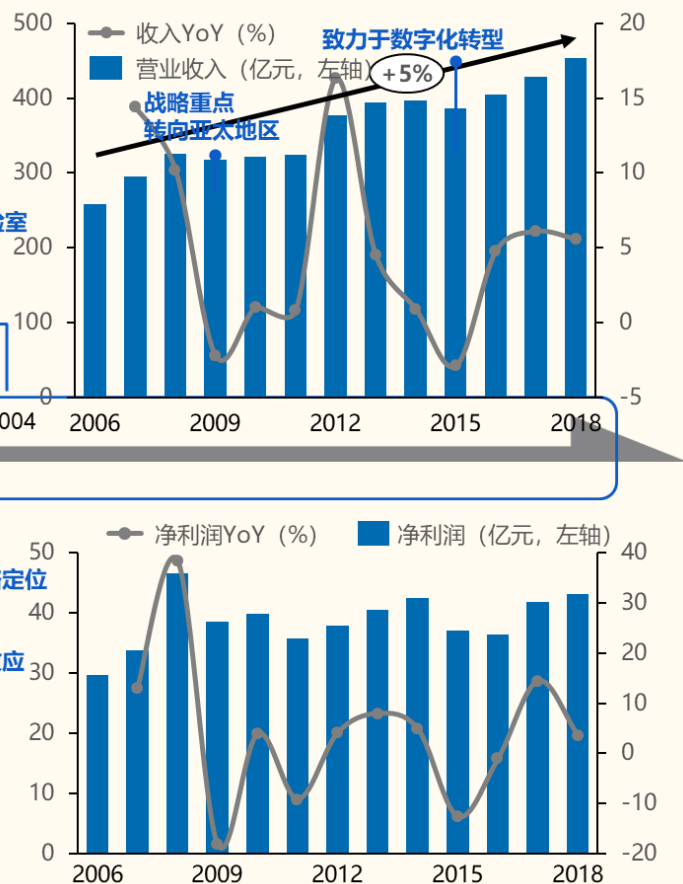
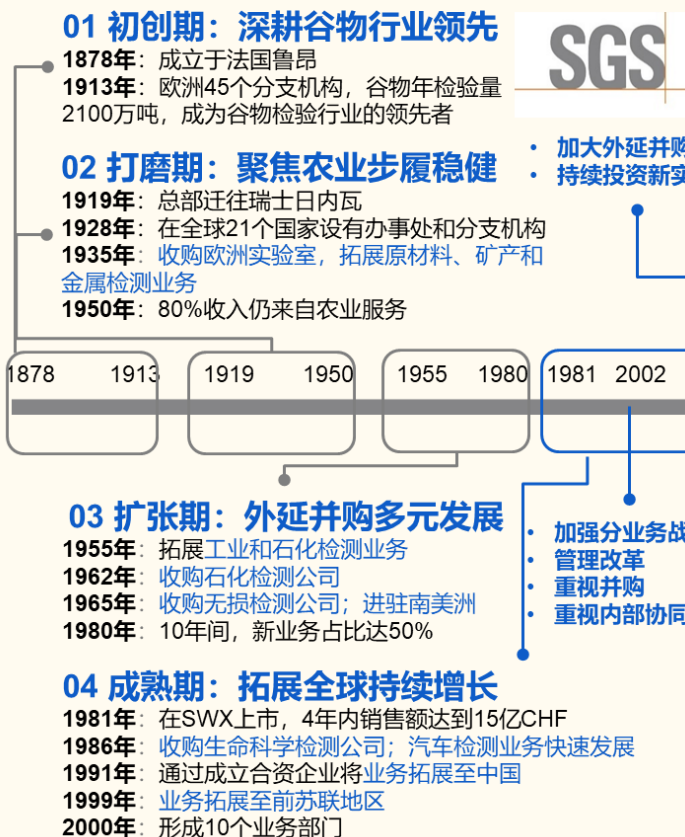
来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所（注：全球市场占有率数据统计来源不一，且市场规模、企业规模的统计口径未必相同，数据仅作为一个概念参考）

来源：彭博，公司官网、公告，国金证券研究所

- 对于检测机构个体成长而言，较为重要的成功因素有三：前瞻性、重组并购与资本对接。以全球最大的检测机构 SGS 为例，其在领域布局、全球化以及资本运用上均实现良好协同，实现稳步持续增长。
- SGS 成立于 1878 年，在其发展的四个阶段的布局、实现路径是有所侧重的，初期以培育谷物行业为主，着重在一个细分领域取得绝对领先优势；打磨期进行同一领域的品类延伸，聚焦农业检测，并同时布局原材料、矿产等其他产业领域；扩张期以全球拓展新业务、新渠道为主，在此前布局的工业、石化与无损检测上发力，10 年间新业务营收占比达 50%；1981 年上市以来，SGS 充分利用资本运作，不断拓展新领域、进入新市场，实现持续稳健增长。

图表 26: SGS 复盘成功因素: 全球化、前瞻布局、重组并购与资本对接

140年历史底蕴深厚，核心战略卓有成效



来源：公司官网、公告，国金证券研究所总结、绘制

- SGS 是全球化、资本对接最为成功的检测机构之一，在过去 6 年间进行了 77 起并购，同时积极建立产业培育平台，运用市场资金助力业务拓展。2018 年，SGS 仍然在全球范围内并购优质检测机构，重点仍然布局美国与欧洲市场，领域涉及材料、食品、农业、消费品等具有全球市场属性的产业。根据 SGS 中国集团战略发展部总监朱海俊在第十一届中国第三方检测实验室发展论坛上的介绍，SGS 成立了产业孵化机为小企业提供客户资源、市场资源与销售网络，同时进行资本对接。我们认为，孵化机将成为未来 SGS 发展的加速器。

图表 27: 2018 年 SGS 并购 7 家机构，重点布局美国与欧洲市场

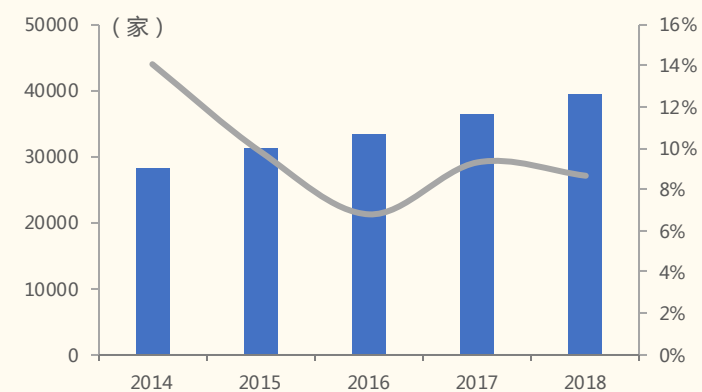
| 收购标的 | 国家 | 业务内容 |
|--------------------------------------------------|-----|---------------|
| Polymer Solutions Incorporated | 美国 | 材料测试实验室 |
| Advanced Metrology Solutions S.L. (AMS) | 西班牙 | 3D 计量 |
| Oleotest NV(Oleotest) | 比利时 | 食品饲料和农产品 |
| Vanguard Sciences Inc. | 美国 | 食品安全咨询、检测 |
| TraitGenetics GmbH | 德国 | 植物育种研究 |
| Laboratoire de Contrôle et d'Analyse | 比利时 | 化学和微生物测试 |
| SIT Skin Investigation & Technology Hamburg GmbH | 德国 | 化妆品和个人护理研究 |
| IBR Laboratories | 美国 | 过滤性能验证测试 |
| LeanSis Productividad (进行中) | 西班牙 | 运营和制造培训以及能力建设 |

来源：彭博，国金证券研究所

- 我们认为，相比国际市场，中国更应该加快重组整合与全球化脚步。相比国际市场，我们看到，中国 TIC 行业有较大的差距，整体行业格局更为分散、效率较低且全球化步伐缓慢。

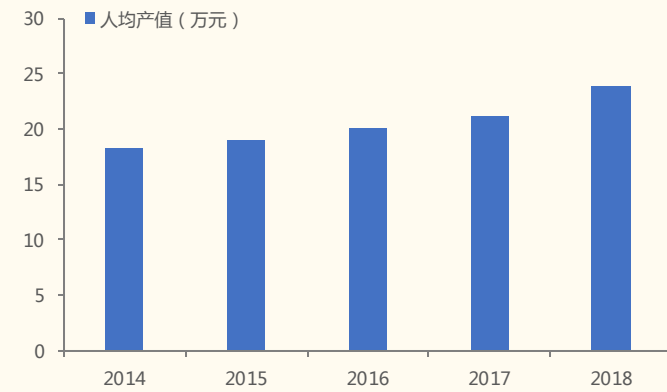
- 过去 5 年，中国检测机构数量不断增长，2018 年数量到达 39472 家，复合增速达 9.7%；人均产值从 18 万元提升至 24 万元，仍与国际机构的 42 万元有较大差距。同时，市场格局分散，绝大部分检验检测机构规模偏小且过于“本土化”，从业人数在 100 以下的机构占比达 96%，仅在本省区域内开展服务的机构为 80%。此外，国际市场拓展能力十分薄弱，能在境外开展业务的机构仅 273 家。

图表 28：中国 2018 年检测机构数量约为 4 万家



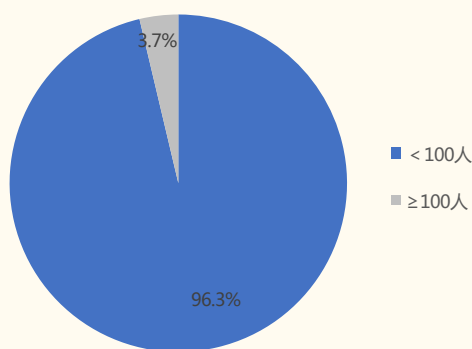
来源：市场管理总局，国金证券研究所

图表 29：中国检测机构与相比国际机构效率较低



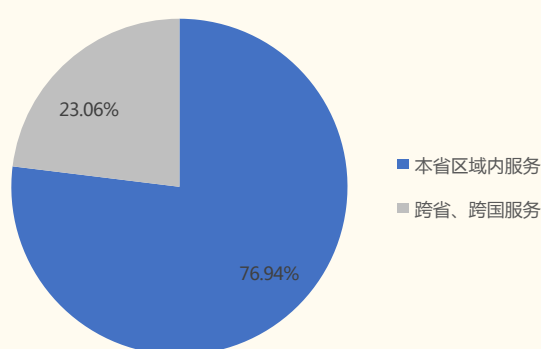
来源：市场管理总局，国金证券研究所

图表 30：中国 2018 年 <100 人检验检测机构占 96.3%



来源：市场管理总局，国金证券研究所

图表 31：中国 2018 年本地化检验检测机构占 79.94%



来源：市场管理总局，国金证券研究所

- 目前中小型检测机构过多、国际竞争力薄弱正要求中国抓紧并购整合的风口，发挥企业间的协同效应、规模效应与资源效应。近几年，包括 SGS、Eurofins、华测检测等国内外优秀检测机构的中国区战略负责人、总裁均有相关表述：TIC 行业高度碎片化，细分领域天花板比较低，单个企业在单一领域市场规模做到 1 亿元已相当不错；绝大部分需寻找 1000-2000 万元规模向 3000-5000 万元规模的突破口；中国 TIC 行业需要资本助力，加快合作，实现突破、提高国际竞争力。

图表 32：各大国内外优秀检测机构（区域）负责人对中国检测业的趋势表述

| 人物 | 公司 | 核心观点 |
|------|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 申屠献忠 | 华测检测 | 1、经济下行与中美贸易战带来部分压力，但带动中国 TIC 行业的动力没有改变； 2、中国 2019 年 TIC 开始进入下半场，上半场是跑马圈地，下半场要精耕细作，小企业要抱团取暖，获取资源协同、提升效率。 |
| 朱海俊 | SGS | 1、TIC 高度碎片化，每个细分领域天花板非常低，细分市场中小企业做到 1 亿元营收已经相当不错 2、行业比较重资产，会天然拥有并购整合来进行增长的基因，内拓外延是 TIC 企业必走的一条路。 |
| 秦殊涵 | Eurofins | 1、TIC 行业市场发展方向应向相对分散的方向过渡，再向比较集中的方向发展； 2、绝大部分企业需寻找 1000-2000 万元规模向 3000-5000 万元规模的突破口，预计自 2019、2020 年起，TIC 行业内的整合并购活动将逐渐活跃起来。 |

来源：实地调研、质量与认证等，国金证券研究所总结、整理（注：排名不分先后）

- 我们统计了 2018 年至 2019 年上半年我国 TIC 行业重组整合的情况，从去年 4 月以来，并购数量有所增加，公开信息显示，2018 年、2019 年上半年分别有 17 起、8 起行业并购，下游领域较为分散，涵盖医疗、工程技术、建筑工程、电子电器与消费品、汽车检测等等。从并购企业数量上来看，发生并购整合的机构还不到 5%³，数量较少；从拓展市场来看，国际并购几乎为 0。未来，我国 TIC 行业的重组整合、国际化拓展有望不断加快。

图表 33：我国检测机构 2018-2019 年上半年并购、资金对接情况梳理（不完全统计）

| 2018 | | | | | |
|------------|-----|----------|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 机构名称 | 时间 | 交易额 (万元) | 收购标的 | 持股 | 标的主营业务 |
| 迪安诊断 | 4月 | 57630 | 青岛智颖医疗科技有限公司 | 51% | 医疗产品销售 |
| 九通衢 | 4月 | 304 | 北京特希达交通设施顾问有限公司 | 100% | 工程技术 |
| 西南检测 | 4月 | 175 | 浙江中岩工程技术研究有限公司 | 66% | 建筑工程检测 |
| 鑫安利 | 5月 | 153 | 河南迅普环保科技有限公司 | 51% | 环评 |
| | 5月 | - | 山东鑫安泰注册安全工程师事务所有限公司 | - | 安全技术咨询 |
| | 8月 | 280.50 | 中环慧博(北京)国际工程技术咨询有限公司 | 51% | 工程技术咨询 |
| 倍通检测 | 5月 | 0.0001 | 深圳市倍通新能源检测有限公司 | 100% | 电子电器、消费品检测 |
| 华测检测 | 5月 | 7600 | 浙江方圆电器设备检测有限公司 | 13% | 高低压电器检测 |
| 广电计量 | 6月 | 5982 | 深圳康来士标准测试技术有限公司 | 100% | 电子电器销售 |
| 瀚海检测 | 8月 | 0 | 上海瀚策汽车技术有限公司 | 55% | 汽车科技 |
| 安车检测 | 9月 | 3500 | 兴车检测 | 70% | 机动车安全技术及尾气检测 |
| | 10月 | 30000 | 中检检测 | 75% | 机动车检测 |
| 博天环境 | 9月 | 35000 | 高频美特利环境科技(北京)有限公司 | 70% | 为高端制造业提供废水处理系统 |
| 苏州建筑科学院 | 10月 | 3900 | 太仓市建设工程质量检测中心有限公司 | 65% | 建筑材料的质量检测 |
| 健研检测 | 10月 | 6300 | 河北浦安 | 70% | 环境检测、职业病危害因素检测 |
| 苏交科 | 11月 | 7200 | 江苏益铭检测科技有限公司 | 36% | 环境检测、食品检测 |
| 建纬检测 | 12月 | 260 | 淮安市平安消防检测有限公司 | 100% | 建筑消防设施消防检测 |
| 2019H1 | | | | | |
| 机构名称 | 时间 | 交易额 (万元) | 收购标的 | 持股 | 标的主营业务 |
| 中国建材检验认证集团 | 1月 | - | 中国中材投资(香港)有限公司 | 100% | 非金属材料科研建造 |
| 新疆天富检测有限公司 | 2月 | 22.9 | 石河子泽众水务有限公司 | 100% | 水质监测 |
| 苏伊士新创建 | 2月 | - | 澳实中国环境检测业务 | 100% | 空气质量监测和修复服务、流域质量管理和河流整治、土壤修复行业 |
| 祥源科技 | 4月 | 21.6 | 中科创新院 | 8% | 研发、孵化、转移、检测检验等 |
| 苏州建研院 | 5月 | 29050 | 上海中测行工程检测咨询有限公司 | 100% | 工程检测 |
| 中国力鸿 | 5月 | 2621 | 新加坡 Saybolt (Singapore)Pte.Ltd | 100% | 石油、天然气检测 |
| 安车检测 | 6月 | 2625 | 中检汽车 | 75% | 机动车检测 |
| 山东高创 | 6月 | 2625 | 格林检测 | 51% | 环境、工业检测 |

来源：公司公告、官网，国金证券研究所

³ 《投资 TIC 行业切莫功利急躁——访欧陆科技集团中国区董事长秦殊涵》（《质量与认证》，2018 年第 5 期 28-31）

三、商业模式：高盈利能力的现金流创造机器

3.1 实验室具有阶段性运营特点，提升产能利用率是关键

- TIC 属于资本密集型行业，其商业模式是以实验室为核心作业平台，检测机构根据业务性质设立区域或者中心实验室，以直接满足不同类别、不同阶段行业的检测需求。
 - 根据服务流程可分为三类，包括送样检测实验室、采样检测实验室与仪器校准实验室。其中，采样检测实验室、仪器校准实验室在性质上更偏向于区域性服务，距离的远近会直接影响测试准确性与成本，比如环境、食品领域等；送样检测实验室的模式是实验室接收样品并进行检测，大部分只需要建立中心实验室，服务半径限制小，比如玩具轻工等领域。
 - 实验室是带有下游行业属性的，可分为区域服务与中心服务模式，两者运行的核心点不同。区域服务有明显的运输半径限制，完善网点布局与相互协同是扩大业务规模、提升效率的重要手段；中心服务不需要进行现场采样，受到的半径限制小，核心是进入下游大客户供应链、获取行业资源，以将业务辐射到其他品牌、走向全球市场。

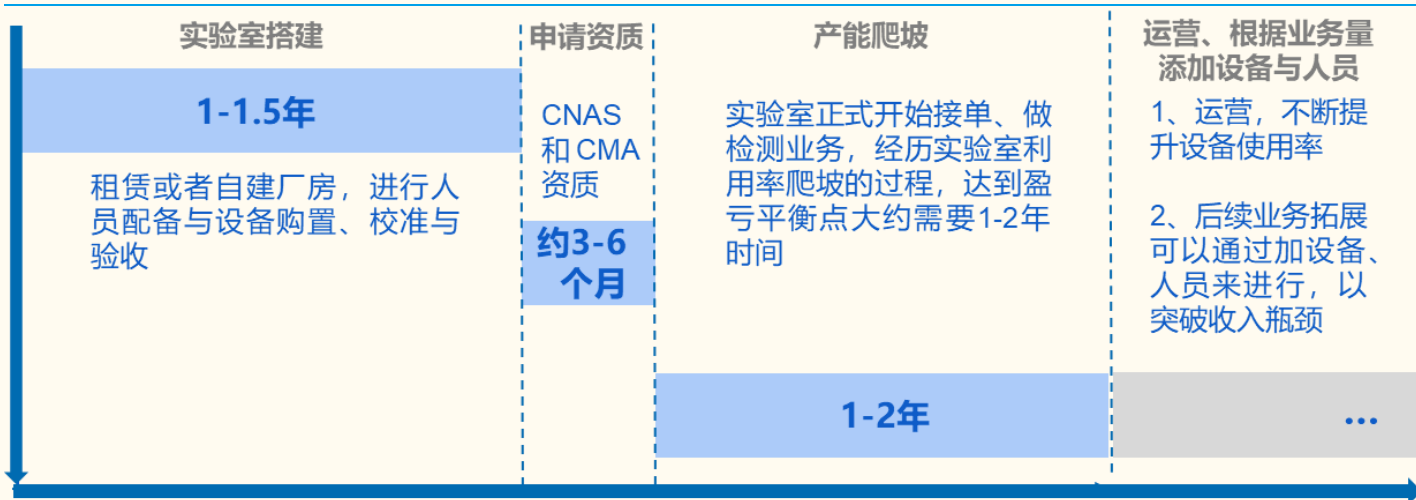
图表 34：检测行业商业模式依托实验室为核心运营平台



来源：华测检测招股说明书，国金证券研究所总结、绘制

- 单个实验室具有明显的运营周期，从设立到盈亏平衡大约需要 3-4 年时间，经历“初期亏损→盈亏平衡→盈利上升”的过程。此外，在营收达到一定规模时，实验室可以通过增加设备、人员以扩大接单能力。
- 实验室是较典型成本前置的运营模式，搭建阶段需要 1-1.5 年，主要进行实验室用地确定、人员配备与购置设备，在此期间无法进行检测业务，不产生收入，仅支出成本；申请资质约需要 3-6 个月，一般现场审查在提交申请的 3 个月内，如遇到整改要求则后续需要更长的时间；此后，实验室开始进入正式运营，经历产能爬坡的过程，根据检测机构经验，通常达到盈亏平衡点需要 1-2 年。
- 实验室在第 3-4 年进入利润上升时期，随着接单量的增大，规模效应不断扩大，净利率实现不断提升，逐步达到实验室运营最佳状态。同时，单个实验室的业务体量具备弹性，可通过增加设备及人员扩大接单能力、满足新增检测项目需求。

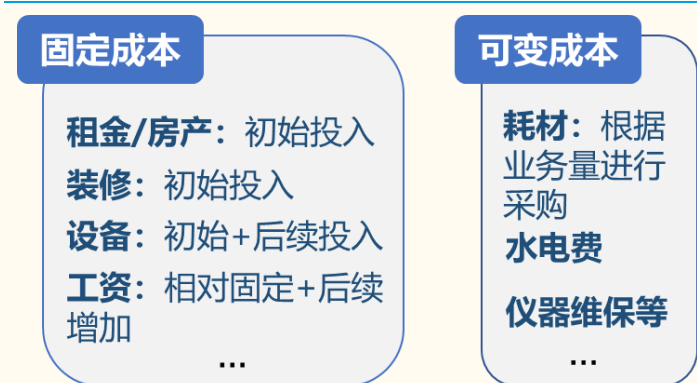
图表 35：实验室运营周期：经历“初期亏损→盈亏平衡→盈利上升”过程



来源：草根调研，中国合格评定国家认可委员会等，国金证券研究所整理、绘制

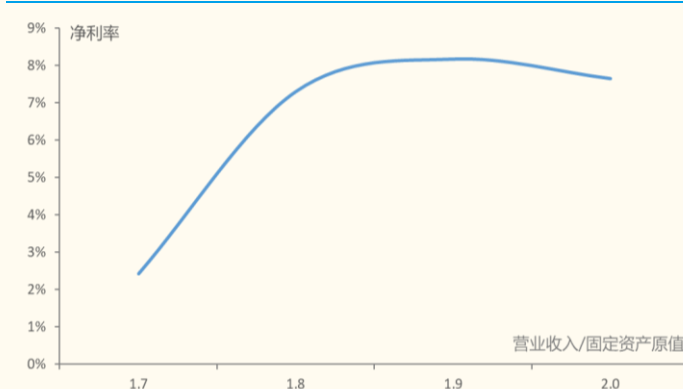
- 对于单个实验室来说，产能利用率是关键指标。我们看到，实验室模式具有较大规模效应，随着产能利用率提升，盈利能力不断增强。
 - 从实验室经营阶段来看，我们可以对成本类型进行划分，仅看一个运营周期（从实验室搭建到盈利提升），租金/房产、装修、设备与人员工资均可视为固定成本，耗材等可视为可变成本。当拉长实验室运营时间，后续会增加设备、人员，这两项在较长时间内可视为半固定成本，有一定的变化空间。
 - 结合以上分析，我们认为可以选取（营业收入/固定资产原值）作为对产能利用率的刻画指标，即从成本端看利用率提升。以 Eurofins 为例，2007 至 2018 年，公司经历了净利率从 1%-4% 提升至 7%-9%，对过程数据进行处理后，我们看到公司营业收入与固定资产原值的比值从约 1.7 提升至 2。这表明，检测机构业务模式有较大的规模效应，产能利用率提升将使其盈利能力不断加强。需要指出的是，本文仅以此描述这个过程，但不同区域、不同业务线、不同阶段的产能利用率对应的盈利能力完全不同，影响因子也非常多样。

图表 36：实验室固定成本、可变成本划分



来源：国金证券研究所总结

图表 37：从成本角度刻画产能利用率提升过程



来源：彭博，国金证券研究所（注：仅作为过程示范。1）选取 Eurofins 历年数据，经过样本处理；2）同样产能利用率在不同阶段对应净利率不尽相同；3）同样阶段同样产能利用率在不同企业体现的净利率不尽相同）

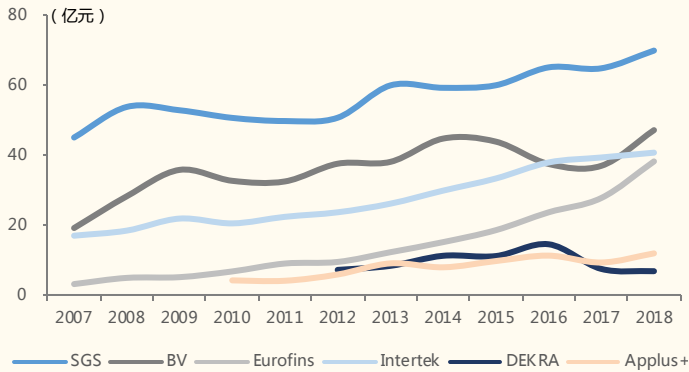
3.2 盈利能力不断提升、现金流持续增长是检测商业模式的核心特征

- 国际检测机构已发展百余年，相比我国检测机构悠久且模式运作更为成熟，部分已进入相对稳态阶段，这对我国检测机构后续的发展、改善空间判断

有一个较好的参照。国际龙头检测机构均具备现金流持续稳定、盈利能力强且规模效应大的特点，形成“投资→盈利→再投资”的正向循环。

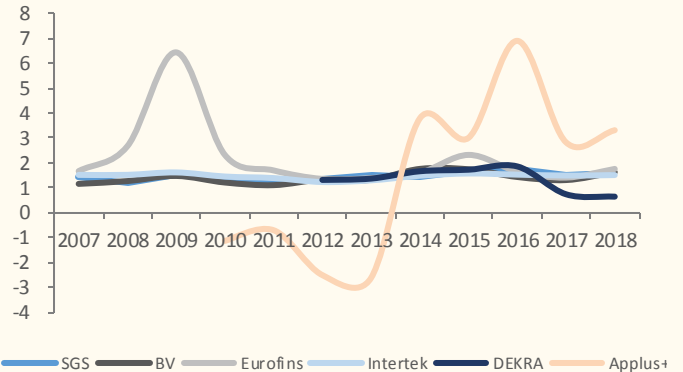
- 检测行业是一个现金流创造机器，国际检测机构的经营性现金流持续稳定增长，且能够覆盖内生增长所需的资本开支。
 - 国际检测机构历年净现比大于 1，是一种真正赚钱的商业模式。其中，艾普拉斯认证公司 (Applus+) 相较 SGS、BV、Intertek 发展时间较短 (始创于 1996 年)，业务规模、领域范围较小，经营性现金流在初期略不稳定，2013 年开始创造现金流能力实现较快提升。

图表 38：国际检测机构经营性现金流持续稳定增长



来源：彭博，国金证券研究所

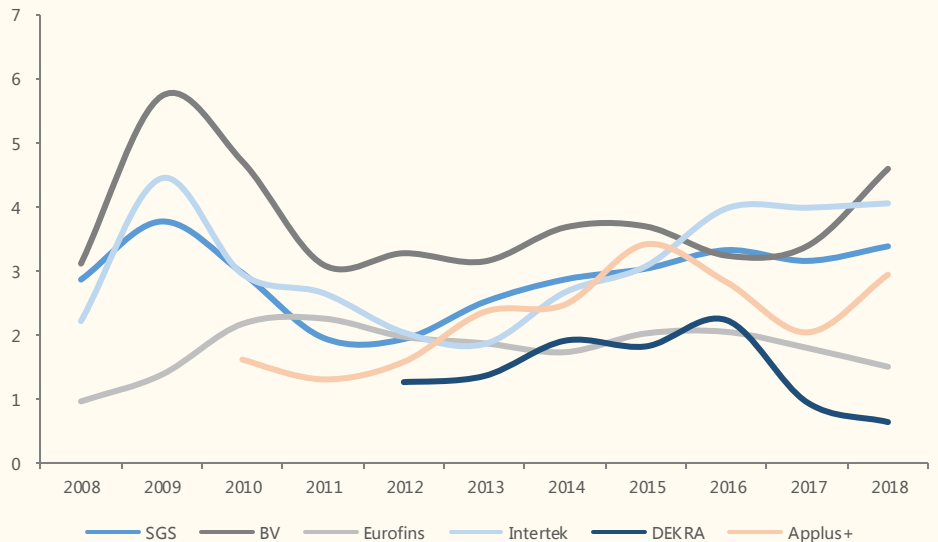
图表 39：国际检测机构历年净现比大于 1



来源：彭博，国金证券研究所

- 检测机构所产生的现金流为内生增长需求提供足够支撑。发展成熟的机构经营性现金流与资本开支的比值在 2 至 4 之间，这表明，机构经营活动所产生的现金流能够满足内生增长所需的资本支出。与此同时，随着业务规模扩大及经营良性循环，资本支出对经营性现金流的影响会逐步减弱，比如 SGS 相比 BV、Intertek 等更为稳定。

图表 40：国际检测机构经营性现金流与资本开支比值落于 2-4 区间

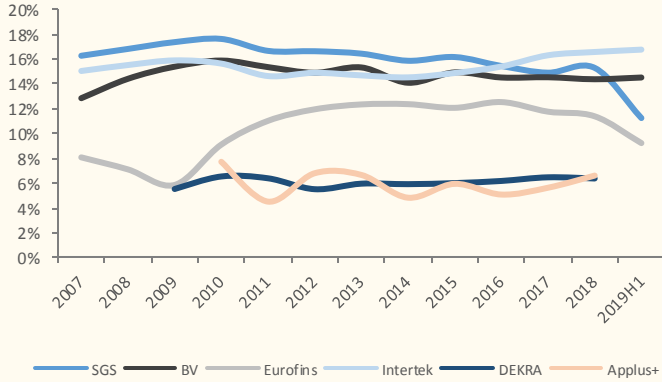


来源：彭博，国金证券研究所

- 我们看到，盈利能力强、规模效应大是检测行业的重要特点。
 - 从海外龙头检测机构来看，营运利润率通常在 12% 至 18%，盈利能力较强；发展时间较短、某年正好进行大额资本开支的机构盈利能力会随着规模不断扩大而实现快速提升，营运利润率可从初期的 5% 提升至 12% 以上。

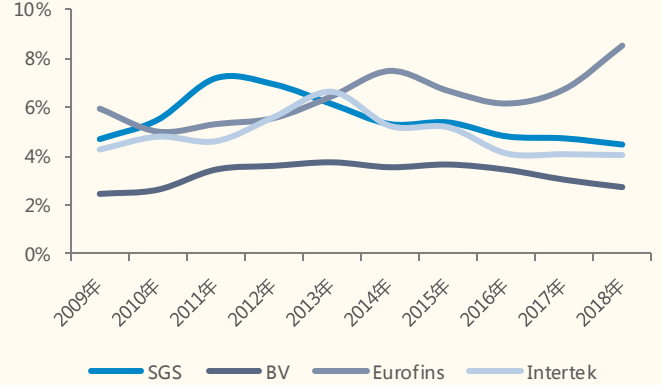
- 同时，检测机构运作模式具有较大的规模效应。我们看到，SGS、BV、Eurofins 以及 Intertek 等国际龙头检测机构，资本开支与收入的比值仅为 3%-7%，中间值约为 5.5%，这些公司业务规模不断扩大，实验室综合使用率不断提升，对成本摊薄，即资本支出的增长速度不及收入的增长速度，形成运营正向循环、资产不断减轻。而仍在发展初期、收入规模较小的检测机构，这一比值会出现阶段性 30% 的高点，之后随着实验室使用率提升、收入规模扩大而逐步降低。

图表 41：国际检测机构营业利润率较高



来源：彭博，国金证券研究所

图表 42：国际检测机构资本开支占收入比例仅 3%-7%



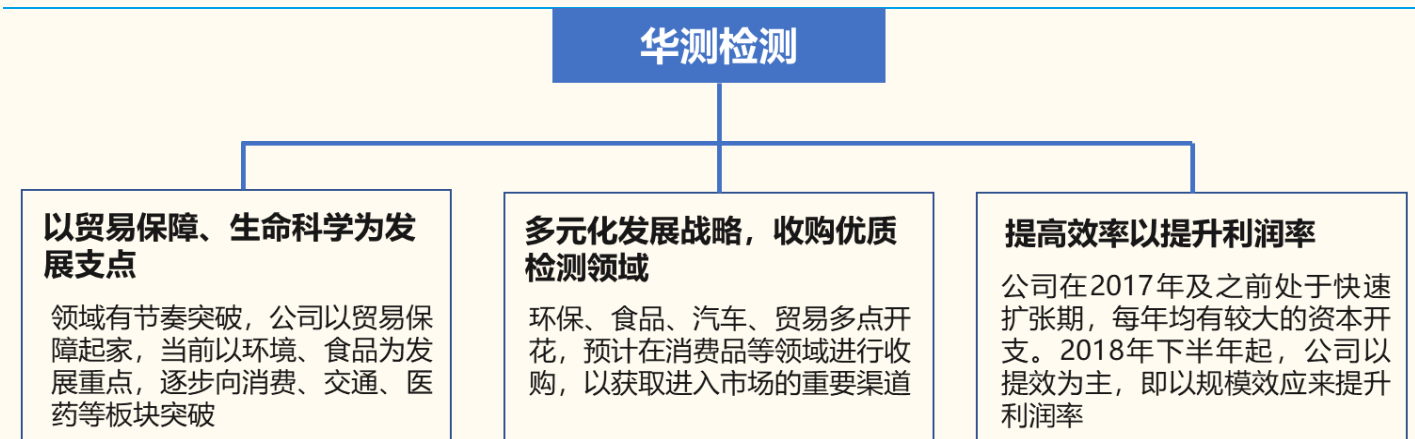
来源：彭博，国金证券研究所

四、公司成长路径：未来 2-3 年重在提升实验室效率，中长期培育新增长极

4.1 对标海外检测龙头，公司从“跑马圈地”进入“精耕细作”阶段

- 我们看到，公司成长路径与海外检测龙头相似，均经历“做深一个领域→内生外延多领域发展→实现跨区域/国服务→提升实验室效率”过程。在此过程中，公司积极借助资本力量进行快速扩张，并积极吸取并购失误的经验，目前已从“跑马圈地”进入“精耕细作”阶段。
- 公司历程可划分为三个时期，包括多领域初拓、跑马圈地与精耕细作阶段，每个阶段公司的策略各有侧重。成立至上市期间，公司业务以贸易保障为主，逐步拓展环境、食品及消费品领域，初步布局全国。
- 2009 年上市至 2017 年，公司处于快速扩张时期，借助资本力量进行大规模资本开支投入。其中，2013 年至 2017 年公司投资速度明显加快，收购与设立数十家公司、资本开支达到近年高峰。与此同时，快速扩张造成了公司粗犷的经营模式，净利润于 2014 年、2016 年出现了下滑情况，且收购公司经营不达预期。
- 2018 年至今，原国际检测机构龙头 SGS 集团执行副总裁加盟公司，实行精耕细作改革，以提升实验室效率、控制资本开支、提高人均产值为公司重点任务。此外，在公司领域开拓方面，申屠总积极吸取并购失败经验，对过往运营不畅的标的、实验室进行调整，同时前瞻布局大交通、新材料等新检测领域。

图表 43：公司发展路径与海外龙头相似：阶段性特征明显，“内生+外延”双轮驱动成长



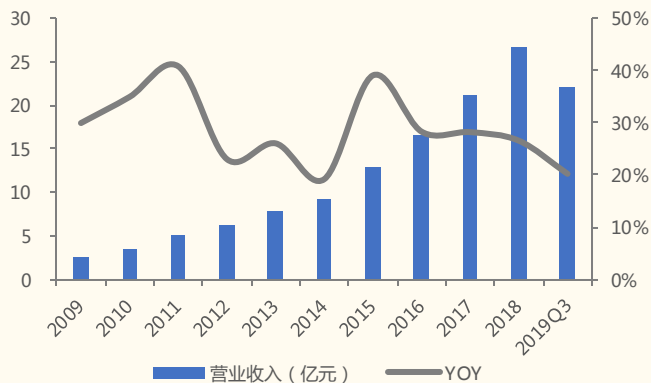
华测检测战略、规模曲线示意



来源：Wind，公司官网，国金证券研究所整理、绘制

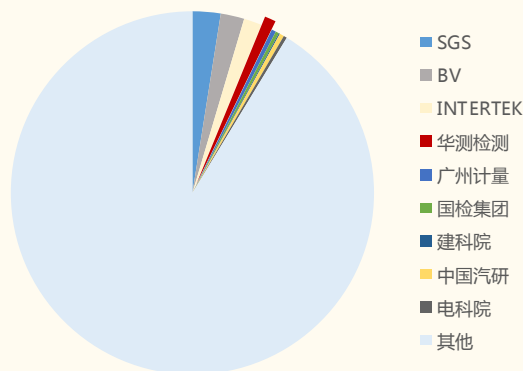
- 经过十余年发展，公司已成为国内民营第三方检测龙头，业务结构不断拓宽、优化。公司 2018 年收入规模为 26.8 亿元，相比 10 年上市之初增长 9 倍，复合增速达 29%，2018 年国内市占率约 1.6%，紧跟国际检测龙头 SGS、BV、Intertek 在华规模，成为最大的民营第三方检测机构。同时，公司业务结构从最初的贸易保障逐步转变为环境、食品、工业品、消费品（轻工、汽车）多点开花的业务结构，成长性不断增强。

图表 44：自上市以来公司收入规模增长 9 倍



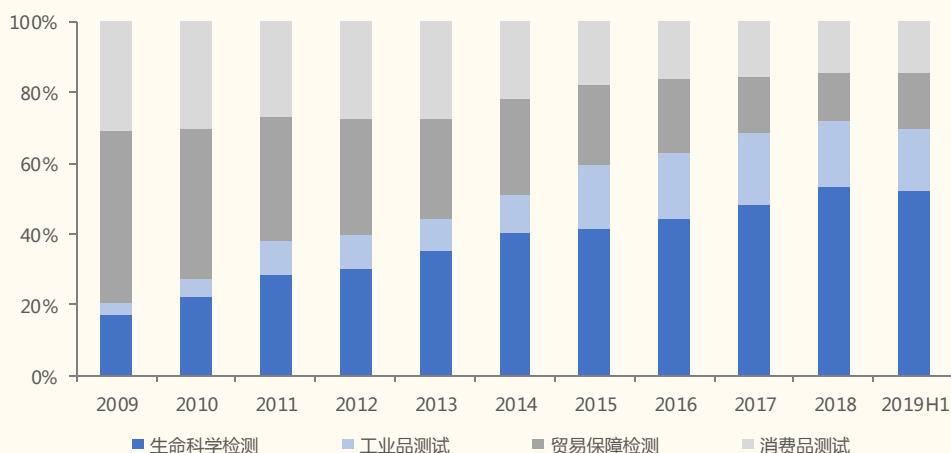
来源：Wind，国金证券研究所

图表 45：公司成为中国民营第三方检测龙头（收入）



来源：彭博，Wind 等，国金证券研究所（注：根据公司公告营业收入及行业数据进行估算，其中 SGS 无中国地区，按照亚太区 50%进行估算）

图表 46：生命科学板块对公司营收贡献提升至 50% 以上



来源：Wind，国金证券研究所

- 近年来，公司内生外延并行，积极借助资本力量，通过自建、收购、设立投资基金等方式进行实验室建设、多领域拓展与寻求优质标的，为未来发展提供源源不断的动力。

图表 47：公司历年收购、子公司/合资公司设立情况汇总

| 年份 | 公司名称 | 方式/状态 | 年份 | 公司名称 | 方式/状态 |
|-------------|-------------------|-------|------------------|-------------------|-------|
| 2010 | 深圳鹏程进口商品检验鉴定事务所 | 并购 | 2011 | 杭州华测瑞欧科技有限公司 | 并购 |
| | 深圳华测鹏程国际认证有限公司 | 并购 | | 苏州华测生物技术有限公司 | 合资 |
| | 天津滨滨华测产品检测中心有限公司 | 合资 | | 广州市华测检测有限公司 | 注销 |
| | 上海华测先越 | 合资 | 独资设立 3 家子公司 | | |
| | 上海市华测软件科技有限公司 | 合资 | 2012 独资设立 5 家子公司 | | |
| 独资设立 4 家子公司 | | | 2014 | 大连华信理化检测中心有限公司 | 并购 |
| 2013 | 苏州华测安评化学品技术服务有限公司 | 并购 | | 黑龙江省华测检验技术有限公司 | 并购 |
| | CEM | 子公司购买 | | 杭州华安无损检测技术有限公司 | 并购 |
| | 沈阳博鉴检测有限公司 | 合资 | | 西安东仪综合技术实验室有限责任公司 | 并购 |
| | 杭州华钛智测股权投资合伙企业 | 子公司设立 | | | |

| | 另独资设立 7 家子公司 | | | 新加坡 POLY | 子公司购买 |
|------|-----------------|-------|------|------------------|--------------|
| | | | | 独资设立 3 家子公司 | |
| 2015 | 河南华测检验技术有限公司 | 并购 | 2016 | 宁波唯质检测技术服务有限公司 | 并购 |
| | 广州市衡建工程检测有限公司 | 并购 | | 镇江华测金太医学检验有限公司 | 并购 |
| | 福州特安泉检测技术有限公司 | 并购 | | 江阴华测电子认证有限责任公司 | 并购 |
| | 舟山市经纬船舶服务有限公司 | 并购 | | 北京华测食弄认证服务有限公司 | 并购 |
| | 浙江久正工程检测有限公司 | 并购 | | 华测电子认证有限责任公司 | 并购 |
| | 深圳市华测软件科技有限公司 | 注销 | | 福建尚维测试有限公司 | 并购 |
| | 华测奢侈品检测(深圳)有限公司 | 合资设立 | | 浙江盛诺检测技术有限公司 | 并购 |
| 2017 | 四川华测建信检测技术有限公司 | 并购 | | 深圳华测有害生物管理有限公司 | 合资 |
| | 镇江华测金太医学检验有限公司 | 出售 | | 深圳市华测实验室技术服务有限公司 | 合资 |
| | 浙江久正工程检测有限公司 | 出售 | | 另独资设立 4 家子公司 | |
| | 杭州华测瑞欧科技有限公司 | 丧失控制权 | | 上海华测品创检测技术有限公司 | 注销 |
| | 另独资设立 13 家子公司 | | | | 越南华安技术服务有限公司 |
| 2018 | 苏州市吴中经济开发区佳康门诊部 | 子公司收购 | | 2018 | 另新设 4 家子公司 |
| | 浙江方圆电气设备检测有限公司 | 并购 | | | |
| | 福州特安泉检测技术有限公司 | 出售 | | | |

来源：公司公告、官网，国金证券研究所整理

图表 48：公司积极参与设立基金投资优质检测服务标的

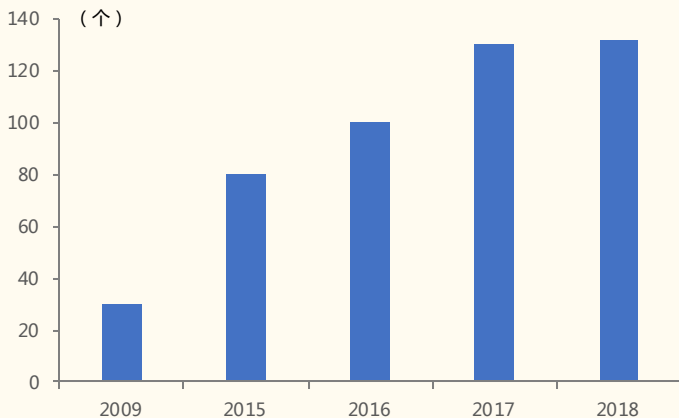
| 首次公告时间 | 基金名称 | 投资方向 | 基金规模(亿元) | 华测出资比例 | 合作方 | 出资比例 | 目前进展 |
|----------|--------|--------------------|-----------|----------------|---------------------|------|----------------|
| 2016年10月 | 元谷产业基金 | 投资医疗健康行业和第三方检测服务行业 | 3 | 10% | 钛和资管 | 12% | 2017年7月已完成首期募资 |
| | | | | | 广州维力医疗器械 | 10% | |
| | | | | | 苏州工业园区股份有限公司 | 10% | |
| | | | | | 南京新港高新技术资管 | 10% | |
| | | | | | 杭州永增科技 | 3% | |
| | | | | | 宁波梅山保税港区程智资管 | 30% | |
| | | | | | 其他投资者 | 15% | |
| 2019年10月 | 华凌基金 | 检测、检验、认证领域的优质标的 | 5(实募金额为准) | 不大于25%(1.25亿元) | 上海凌越创业投资中心 其他投资者 | 75% | 首次公告 |

来源：公司公告，国金证券研究所（注：此前的国采、钛和常山产业基金已终止）

4.2 未来 2-3 年：重在提升实验室利用率，盈利能力、ROE 改善空间大

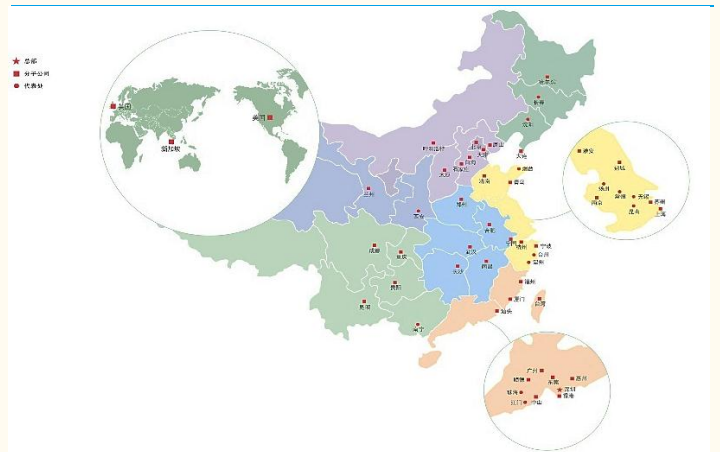
- 公司已基本完成阶段性实验室建立，截至 2018 年，公司共拥有 132 个实验室，下游领域涵盖环保、食品、医学、汽车、计量校准等领域。目前，公司已实现全国重要领域的跨区域服务布局，同时在美国、新加坡、英国等海外市场进行初探。

图表 49：截至 2018 年公司共拥有 132 个实验室



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 50：公司已实现全国布局、国际化市场初探

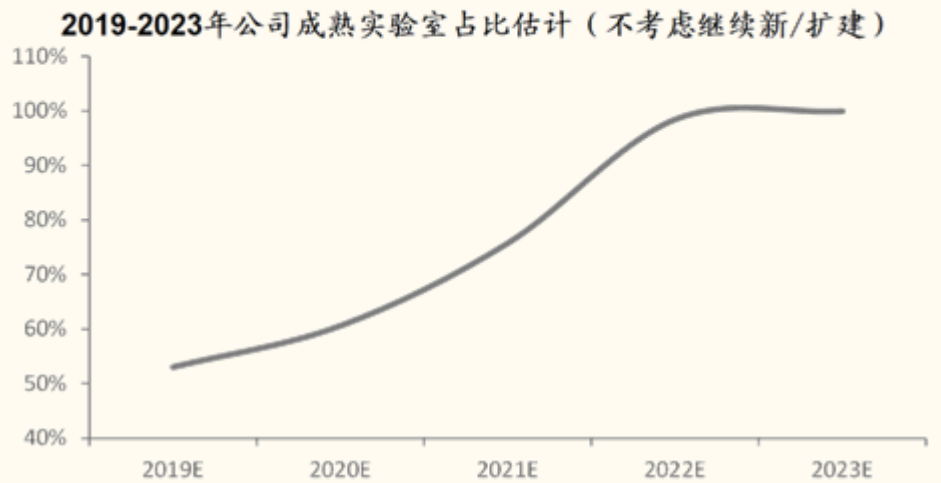


来源：公司官网，国金证券研究所

- 2018年起，公司进入精耕细作阶段，即以提升实验室效率为重点工作。我们以实验室所处阶段变化、效率提升情况为预测基础，预计未来三年公司净利润复合增速有望达33%。
- 我们对公司实验室进行梳理，预计2019年，处于成熟期（实验室年限5年以上）的实验室个数约为70个。基于实验室阶段性经营特点，不考虑后续新/扩建，我们预计2019-2023年处于成熟阶段的实验室占比从53%提升至95%以上。

图表 51：公司实验室所处阶段、未来成熟实验室占比预测（不考虑新/扩建）

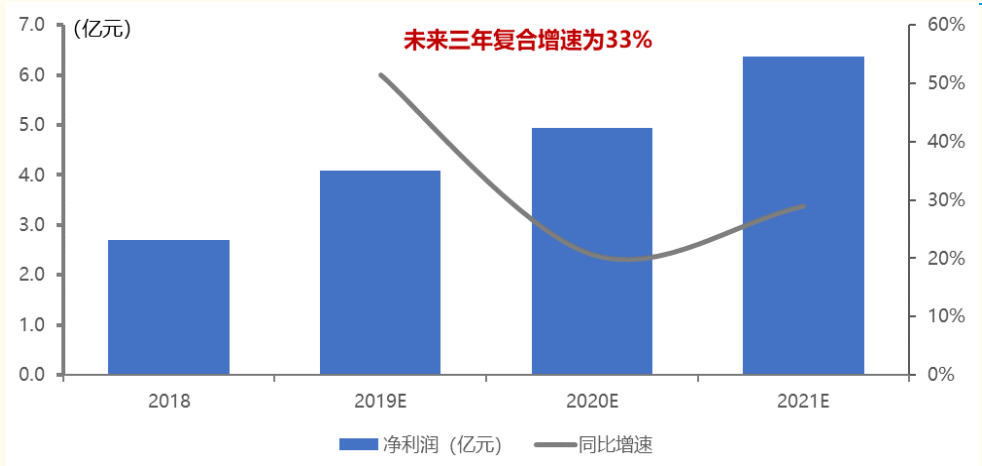
| 公司实验室所处阶段情况 | | | | | |
|-------------|------|------|------|------|-----|
| 项目 | 5年以上 | 4-5年 | 3-4年 | 2-3年 | 约1年 |
| 所处阶段 | 成熟期 | 微利状态 | 盈亏平衡 | 亏损末期 | 亏损 |
| 个数（约） | 70 | 9-10 | 20 | 30 | 2 |



来源：公司公告，国金证券研究所（注：数据为根据公司公告实验室数量、历年收购/建立公司情况）

- 从当前阶段来看，公司近50%的实验室未到成熟期，处于亏损到微利的状态，即后续使用率、盈利能力有较大的提升空间，此外，实验室间加大协同能够继续提升实验室产能利用率。不考虑新/扩建情况，仅以实验室所处阶段、贡献利润平均情况为估算基础，我们预计2018-2021E公司净利润复合增速约33%，其中，2019年净利润弹性较大，同比增长约51%。

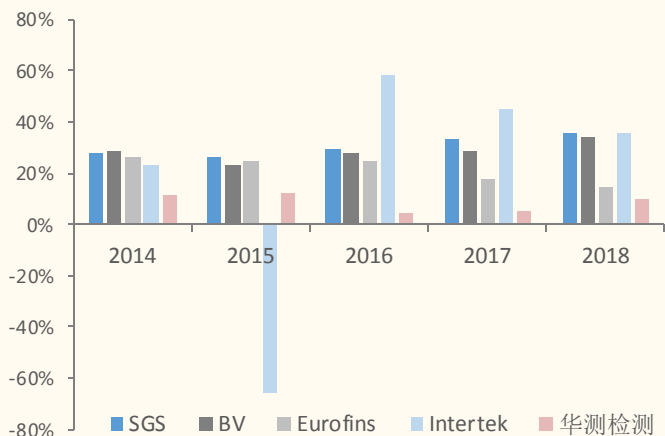
图表 52：从实验室所处阶段变化预测公司未来业绩弹性（不考虑新/扩建）



来源：国金证券研究所测算

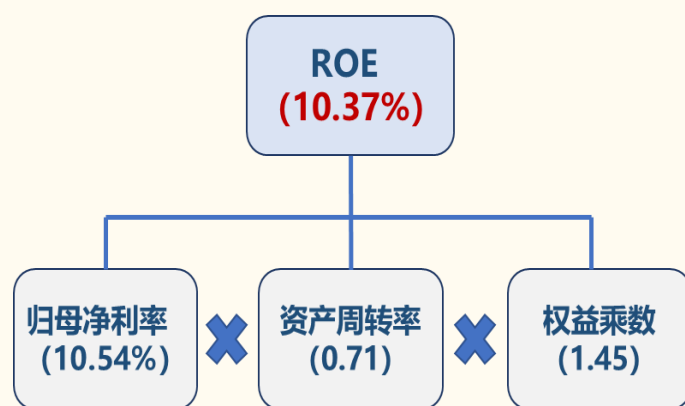
- 另一个角度，我们从公司核心经营数据来看公司与国际检测龙头的差距与未来改善空间，公司 ROE 水平有较大改善空间，主要待改善指标是资产周转率和财务杠杆。
- 由于前期处于快速扩张、粗犷阶段，公司资产利用率、财务杠杆状况距国际检测龙头有一定差距，且因业务规模较小，投入与产出还未进入稳定状态。因此，公司 ROE 水平相比海外（大部分年份 ROE 落于 25%-35% 区间）仍有较大改善空间。

图表 53：公司 ROE 水平有较大改善空间



来源：彭博，Wind，国金证券研究所

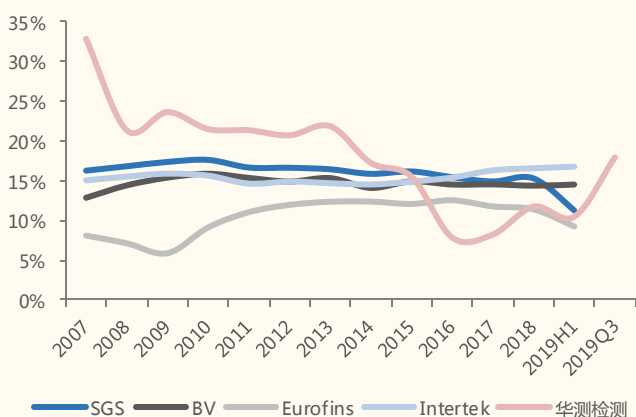
图表 54：杜邦分析：公司 ROE 拆分



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司盈利能力较强，但实验室模式叠加业务规模较小使得利润率水平较国际检测龙头波动较大。上市以来，公司业绩实现较快增长，复合增速达 19%，2019 年前三季度归母净利润同比增长 123%，其中 2014 年、2016 年净利润滑坡，主要是因为投资加快后，大部分实验室处于初步建设状态，处于亏损状态；同时，业务规模较小的情况下，快速、大量的投入将大幅拉低公司盈利水平，而规模大、相对成熟的国际检测机构盈利水平往往更为稳定。

图表 55：公司营业利润率较国际检测龙头波动大



来源：彭博，Wind，国金证券研究所

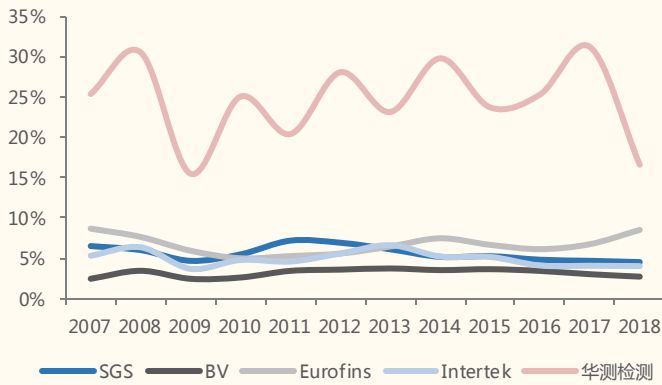
图表 56：公司 2014、2016 年因投资加快而净利润滑坡



来源：Wind，国金证券研究所

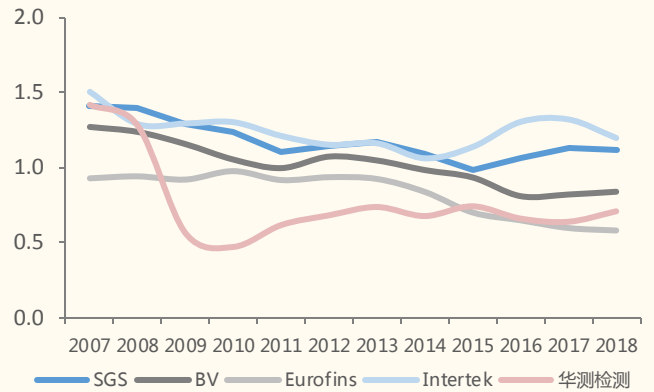
- 公司处于发展较前期，面临资产较重、利用率不高问题。从历年数据来看，公司资本开支占营收比例在 15% 至 35% 之间，对比来看，SGS、BV 等国际检测龙头这一比例基本控制在 10% 以下，且相对稳定，这主要是因为这些机构的业务规模较大，规模效应显著，资产逐步“轻量化”；公司资产周转率为 0.71，利用率处于较低水平，指标是国际检测机构的约 60%。同时，检测及管理等相关人员在发展初期可视为相对固定的资产，2018 年公司人均创收 32 万元，仍有 50% 以上的提升空间。

图表 57: 公司资本开支占营收比较国际检测龙头高



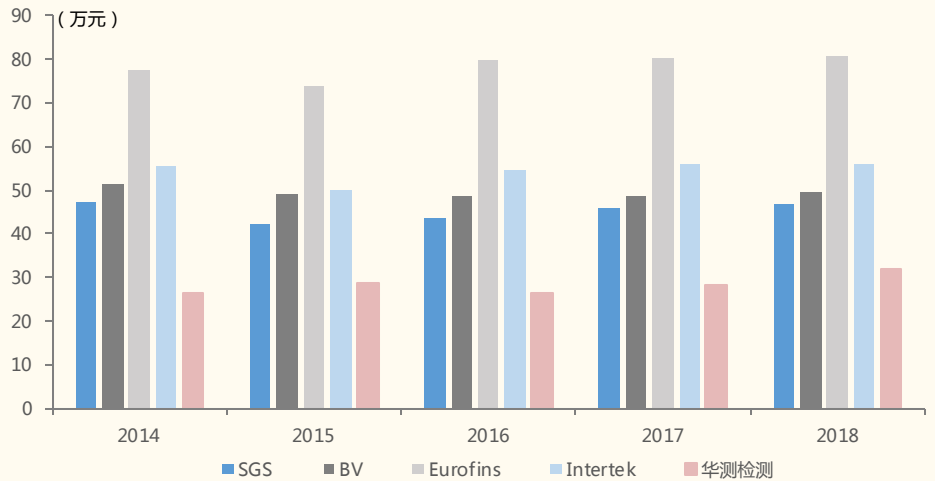
来源: 彭博, Wind, 国金证券研究所

图表 58: 公司资产周转率较国际检测龙头低



来源: 彭博, Wind, 国金证券研究所

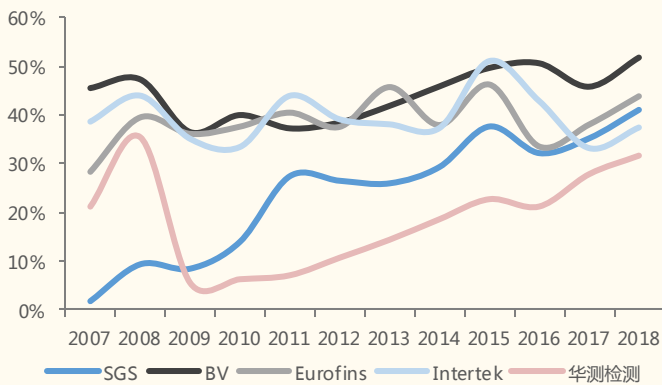
图表 59: 2018 年公司人均创收 32 万元, 仍有 50% 以上的提升空间



来源: 彭博, Wind, 国金证券研究所

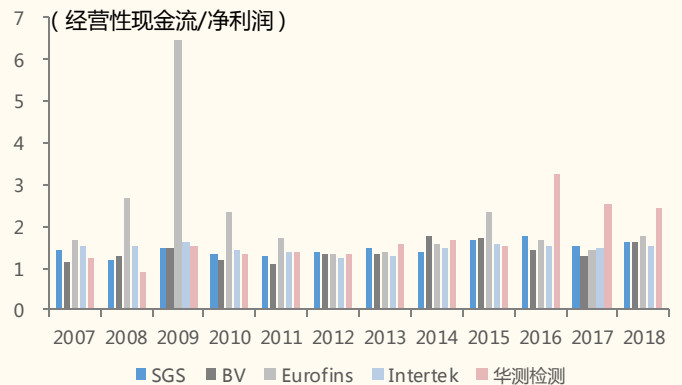
- 公司未来财务杠杆提升空间较大、现金流创造能力强, 将为后续进一步扩张奠定坚实基础。公司资产负债率较低, 2018 年、2019 年前三季度资产负债率为 32%、21%, 相比之下, 国际检测机构近年来的资产负债率基本维持在约 40% 以上, 其中, 2018 年 SGS 资产负债率达到了 52%, 充分发挥财务杠杆效益, 举债经营加快扩张速度。同时, 公司现金流创造能力较强, 上市以来年均净利润现金比率为 1.9, 与国际检测龙头比肩, 可以满足未来内生增长需求。

图表 60: 公司资产负债率约 20%, 财务杠杆提升空间大



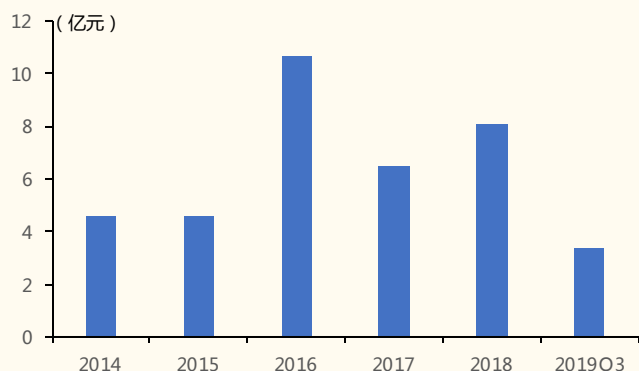
来源: 彭博, Wind, 国金证券研究所

图表 61: 公司上市以来平均净现比为 1.9, 与外资比肩



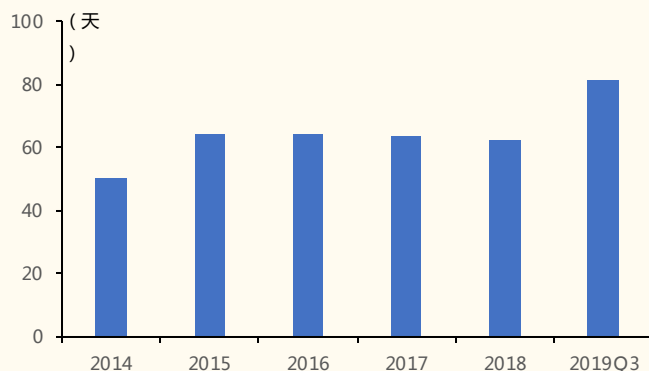
来源: 彭博, Wind, 国金证券研究所

图表 62：公司在手现金较为充沛



来源：Wind，国金证券研究所

图表 63：公司应收账款周转率基本维持在 65 天以内



来源：Wind，国金证券研究所

4.3 中长期战略：循序渐进、有节奏推动各项业务，积极培育新增长极

- 公司的业务战略是循序渐进、有节奏突破。未来 2-3 年，贸易保障、生命科学板块将为公司提供大部分利润，工业品与消费品逐步加强与开拓。
- 我们对公司业务所处阶段、服务类型及增长动力进行了详细梳理，从发展阶段来看，贸易保障目前处于稳定期，后续增长主要看进出口贸易量与检测新规；生命科学板块下的环境与食品检测业务正处于效率爬坡期，其增长速度相比下游领域更快，同时企业端会提供更多市场增量。同时，公司对消费品、工业品检测能力与渠道进行加强，并积极培育大交通、大消费及大健康各细分领域。

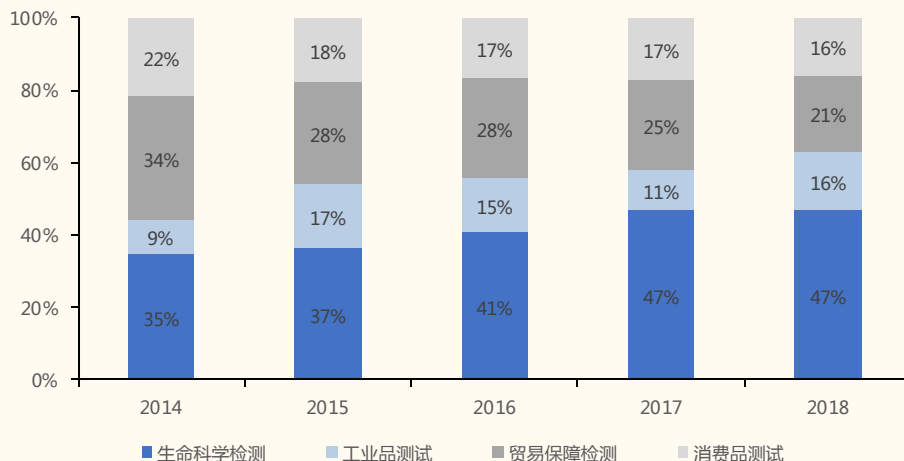
图表 64：公司不同业务种类所处阶段、服务类型及增长动力总示意图



来源：公司公告、官网，国金证券研究所整理、绘制

- 未来 2-3 年，我们认为，贸易保障仍然将为公司提供稳中有升的利润；生命科学板块中，环境、食品检测将由于产能爬坡、效率提升而实现利润较快攀升。此外，公司正不断加强及培育的消费品、工业品领域未来有望接棒贸易保障及生命科学板块，成为新增长极。

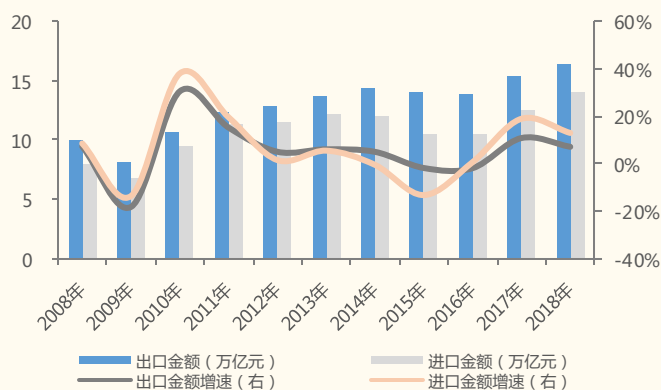
图表 65：公司现阶段以生命科学、贸易保障板块为毛利润主要来源



来源：公司公告，国金证券研究所

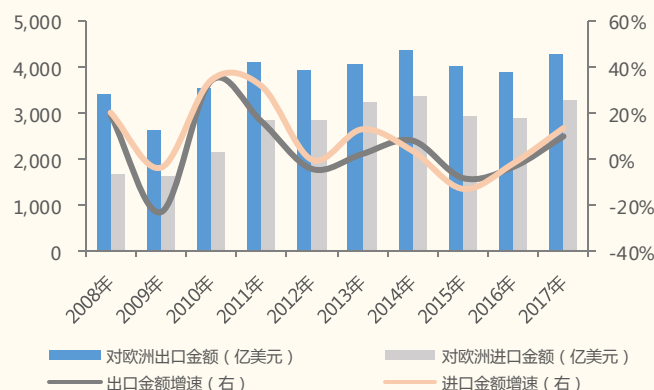
- 贸易保障板块今年有望实现较快增长，明后年逐步恢复至约 10%-15% 的稳定增长状态。
- 公司贸易保障板块主要依靠电子产品的有害物质检测和可靠性检测业务，目前这部分涉及欧盟进出口。我们看到，历年中国进出口贸易额与对欧洲进出口额增速较为稳定，平均增速约为 10% 至 15%，部分年份的波动与国际准入规定、贸易合作等有关。

图表 66：我国进出口贸易额及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

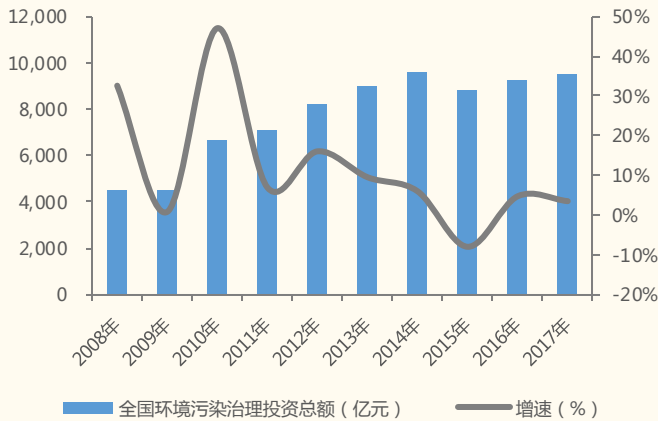
图表 67：中国对欧洲的进出口额及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

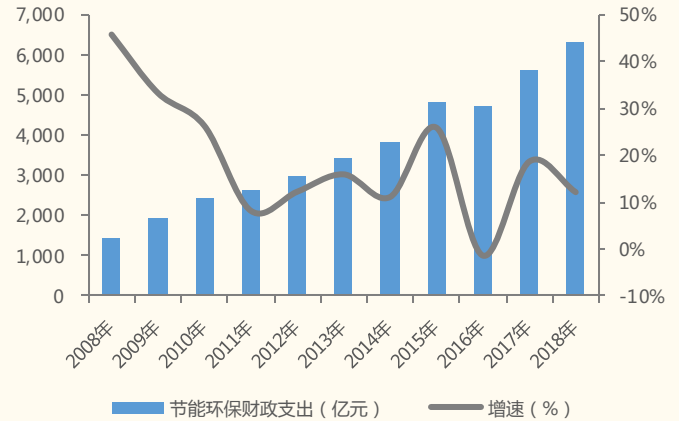
- 今年 7 月 22 日起，欧盟 ROHS2.0 标准开始执行，所有输欧电子电器产品（除医疗和监控设备）均需满足新限制要求，相比之前要求，新标准从六项管控物质变为十项管控物质。新标准将加大公司贸易保障板块的检测业务量，今年有望实现超贸易额的增速。
- 环境检测业务与环保政策、污染治理投资相关度较高，目前监测指标越来越多，预计 2-3 年市场规模增长速度约为 15%，叠加公司新建实验室检测产能逐步释放，将获取快于市场规模的增速，约为 25-30%。
- 近三年国家环保治理投入相对维持稳定增长。根据财政部、国家统计局的数据，全国环境污染治理投资、节能环保财政支出近年来持续增长，近三年平均增长率约 10%，实现稳定增长。

图表 68：全国环境污染治理投资总额



来源：国家统计局，国金证券研究所

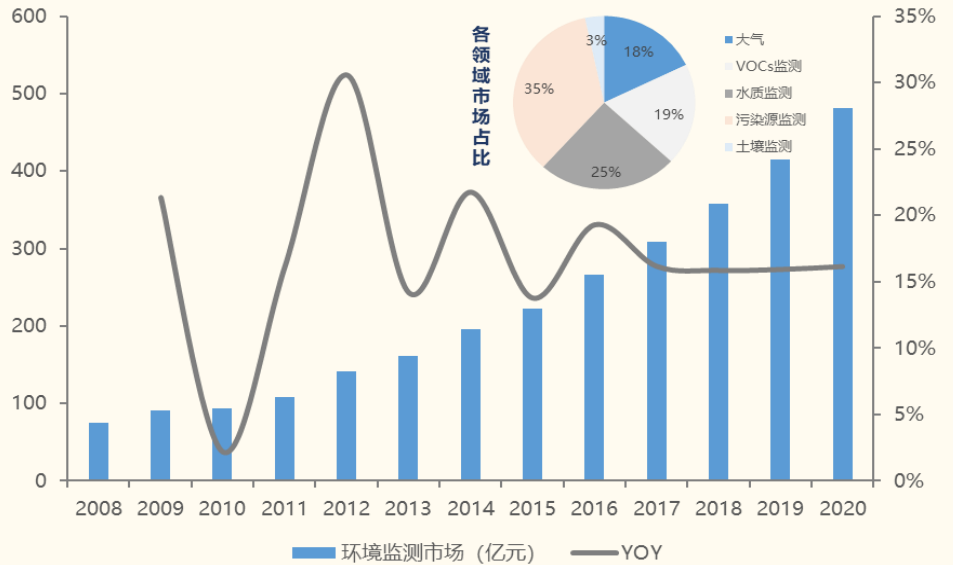
图表 69：国家节能环保财政支出持续增长



来源：财政部，国金证券研究所

- 环境监测市场规模未来有望维持 15% 以上增速。“十三五”规划提出实行“省以下环保机构监测监察执法垂直管理”，使得环保执法重心下移，国控、省控污染源监测点显著增加。目前，国家对空气、水、土壤等监测需求不断加大，以空气质量为例，今年全国空气质量排名拓展至 169 个，2013 年仅有 74 个。同时，2018 年 1 月环境税正式开征，工业企业的检测需求不断加大。根据预测，包括大气、水质、污染源、土壤等领域的监测市场规模在 2020 年有望达 480 亿元。

图表 70：环境监测市场空间 2020 年有望达 480 亿元



来源：产业信息网，国金证券研究所

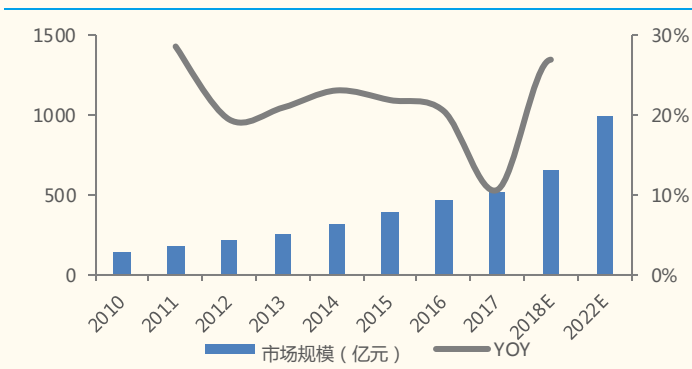
- 食品检测与政策标准、企业本身要求均有关，未来政府有望回归“裁判员”角色，将催生第三方市场扩大。同时，随着公司不断拓宽业务渠道、新实验室开始经营，有望实现 25% 以上的较快增长。
- 相比美国、日本，我国食品安全检测行业起步较晚，但研究、应用方面已取得较快发展。2010-2018 年，我国食品安全检测行业规模增速基本保持在约 20%。根据前瞻产业研究院预测，我国食品安全检测市场到 2022 年有望达 1000 亿元。

图表 71：食品检测部分重要标准规范

| 时间 | 政策 | 核心内容 |
|---------|---------------------------|------------------------------------------------------|
| 2017.06 | 《GB2763-2016 食品中农药最大残留限量》 | 与旧版标准相比，新标准涉及敌草快等 5 种农药每日允许摄入量等信息进行核实修订。 |
| 2018.07 | 《食品安全国家标准 食品生产通用卫生规范》 | 食品生产过程卫生要求标准，国内外食品安全管理科学研究和实践经验证明，严格执行食品生产过程卫生要求标准等。 |
| 2018.10 | 《2018 年度食品安全国家标准立项计划》 | 制定了食品相关产品标准食品产品标准及食品添加剂质量规格标准、食品添加剂质量规格标准及检验方法标准。 |

来源：国家市场监督管理总局、农业部等，国金证券研究所

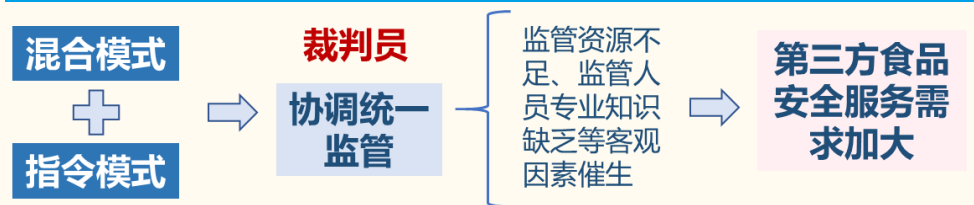
图表 72：食品安全检测市场增速范围为 15%至 30%



来源：中国食品协会，前瞻产业研究院，国金证券研究所

- 政府将回归“裁判员”角色，释放出更多第三方检测市场。我国食品安全监管已经由指令模式、混合模式向协调统一监管模式变迁，政府回归“裁判员”角色，监管资源不足、监管人员专业知识缺乏等客观因素催生第三方食品安全服务机构诞生。⁴

图表 73：食品安全检测：政府回归“裁判员”角色释放更多第三方检测市场



来源：禧云食安联合，国金证券研究所总结、绘制

- 公司在消费品、工业品检测上正处于不断加强的阶段，在相关领域还未获取市占率靠前的地位。我们认为，在全球战略并购、渠道建设具备显著优势的专业人士——SGS 原全球执行副总裁申屠献忠、原中国工业、交通及消防科技事业群总经理曾啸虎加入公司，将为后续消费品检测全球布局、国内优质标的/领域投资、工业品领域重整带来更多资源与机会。

图表 74：公司消费品、工业品领域处于不断加强建设阶段

| 板块 | 具体领域 | 行业情况、格局 | 公司地位 | 增长判断 |
|-----|---------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 消费品 | 汽车预研 | 1、汽车预研阶段检测相较于汽车检测，对销量、保有量的敏感性相对较低，只要车企需要进行研制新车型，检测投入是刚性需求；但终端销量存在影响投资、研发信心的可能。 2、国内该业务主要以中国汽研、SGS等海外检测机构为主 | 公司与多家车企进行合作，市占率相比中国汽研、SGS等海外机构较低，大约在 10%左右 | 1、2019年由于整体汽车销量增长较为乏力，影响了整车厂投入信心，增速有所下滑，预计约15%-20%（此前30%以上） 2、2020年至2021年增长有望逐步回暖，新能源车型的预研开发有望使行业回归25%及以上的增速 |
| | 玩具轻工、纺织品等 | 该领域市场中主要为海外检测机构，国内机构所做的业务规模均较小，主要是该市场属性全球化，且大客户的供应链体系进入相对难 | 公司轻工玩具实验室获得美国、欧洲部分资质认可，但目前在大客户供应链体系相对欠缺 | 1、不考虑海外收购情况（进入大客户供应链较难），开拓商超等用户，未来预计增长率为5%-10%，相对平稳 2、若收购海外优质标的，公司客户有望得到快速开拓，实现大幅增长 |
| 工业品 | 计量校准、无损检测、数字认证、建筑工程 | 工业品领域较为分散，竞争中海外、国内机构均有 | 公司在工业品检测上没有形成绝对优势，主要是此前团队一般、收购较为失败所致。今年4月，SGS原中国工业、交通及消防科技事业群总经理曾啸虎加盟华测负责工业品板块 | 以中国历年工业增加值及增长率来看，目前进入一个相对稳态过程，增长率基本落于5%-15%之间 |

来源：公司公告、公司官网、国家统计局、整车厂研发数据等，国金证券研究所

⁴ 《政策加码食品安全监管逐渐透明化，检测行业市场规模超 600 亿》（华夏时报网，2019 年 6 月 26 日）
<http://finance.sina.com.cn/roll/2019-06-26/doc-ihytcerk9449464.shtml>

五、盈利预测与估值：2019-2021 年业绩复合增速 42%，2020 年对应合理市值 290 亿元

5.1 盈利预测：预计 2019-2021 年净利润复合增速为 42%

- 根据公司公告，我们将公司业务板块分为生命科学、工业品、贸易保障、消费品四大检测类别，基于以下假设对公司主要业务的收入与毛利率预测。
 - 1) 生命科学检测：实验室产能利用率提升，收入、利润贡献 50%以上
 - 生命科学板块主要包括环境、食品和医学检测，预计环境、食品收入占比超 95%以上。结合下游行业与公司新建实验室逐步正式运营，我们认为未来三年该板块增长约 25%-30%。
 - 毛利率有望实现较快跃升。公司 2017 年是近年资本开支高峰，新建 20 余个实验室，主要集中于环境与食品安全检测领域。在前 2-3 年，新实验室处于亏损状态，我们预计 2019 年开始新建实验室逐步投入正式运营，盈利能力逐步抬升。其中，2019、2020 年，由于从亏损到盈利，毛利率抬升速度较快，后期逐步进入稳健提升状态。
 - 2) 工业品测试：预计收入增长约 15%，毛利率相对稳健提升
 - 工业品领域较为分散，包括计量校准、无损检测、数字认证、建筑工程等，预计行业增长相对稳定；SGS 原中国工业、交通及消防科技事业群总经理曾啸虎加入公司负责工业品板块，预计后续能够有相对行业更好的表现，预计收入增长在 15%、毛利率稳中有升。
 - 3) 贸易保障：2019 年增长较快，2020 年后逐步恢复 10%-15%稳健增速
 - 历年中国进出口贸易额与对欧洲进出口额增速较为稳定，平均增速为 10%至 15%，部分年份的波动与国际准入规定、贸易合作等有关。今年 7 月欧盟 ROHS2.0 标准开始执行，从六项管控物质变为十项管控物质，将加大公司贸易保障板块的检测业务量，今年有望实现超贸易额的增速。毛利率稳定在 70%左右。
 - 4) 消费品测试：后续看并购、渠道开拓，目前增速在 10%左右
 - 消费品具有全球化属性，做大业务需要进行大客户开拓、全球化布局。目前，公司已布局玩具轻工、汽车等领域，盈利水平相比海外龙头仍有较大提升空间，预计随着效率提升、商超等大客户开拓，毛利率水平有望提升。
- 公司进入精耕细作阶段，以提升实验室使用率为核心，盈利能力有望实现较快提升；与此同时，未来 3 年将控制投资节奏，预计资本开支的营收占比控制在 10%-15%左右；利用率提升使得固定资产周转天数实现较快下降，营运效率不断提升。以上动因将在未来持续助推公司 ROE 提升。
- 综上所述，我们预计公司 2019-2021 年净利润复合增速为 42%。
 - 预计 2019-2021 年公司实现营业收入 33/41/49 亿元，同比增长 24%/24%/20%；归母净利润将达 4.6/6.2/7.7 亿元，同比增长 70%/35%/24%，复合增速为 42%；摊薄 EPS 为 0.28/0.37/0.46 元。

图表 75：公司业务收入分拆与毛利率预测

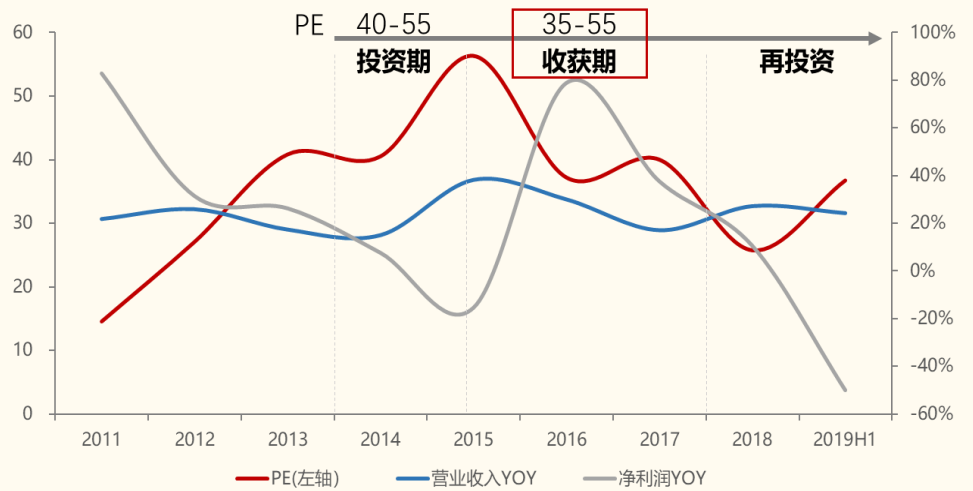
| 项目 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 生命科学检测 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 728.16 | 1,026.06 | 1,425.08 | 1,852.60 | 2,445.44 | 3,056.80 |
| 增长率(YOY) | 36.44% | 40.91% | 38.89% | 30.00% | 32.00% | 25.00% |
| 毛利率 | 46.75% | 42.74% | 39.64% | 43.00% | 45.00% | 45.50% |
| 毛利(百万元) | 340.41 | 438.54 | 564.90 | 796.62 | 1,100.45 | 1,390.84 |
| 占总销售额比重 | 44.07% | 48.44% | 53.16% | 55.58% | 60.04% | 62.63% |
| 占主营业务利润比重 | 40.71% | 46.66% | 47.04% | 50.24% | 55.68% | 58.40% |
| 工业品测试 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 314.53 | 431.02 | 500.43 | 575.49 | 661.82 | 761.09 |
| 增长率(YOY) | 35.54% | 37.04% | 16.10% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 40.14% | 24.64% | 38.10% | 41.00% | 41.50% | 42.00% |
| 毛利(百万元) | 126.25 | 106.20 | 190.66 | 235.95 | 274.65 | 319.66 |
| 占总销售额比重 | 19.04% | 20.35% | 18.67% | 17.26% | 16.25% | 15.59% |
| 占主营业务利润比重 | 15.10% | 11.30% | 15.88% | 14.88% | 13.90% | 13.42% |
| 贸易保障检测 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 342.59 | 326.84 | 365.35 | 456.69 | 525.19 | 577.71 |
| 增长率(YOY) | 18.22% | -4.60% | 11.78% | 25.00% | 15.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 67.41% | 71.37% | 69.85% | 71.00% | 70.00% | 70.00% |
| 毛利(百万元) | 230.94 | 233.27 | 255.20 | 324.25 | 367.63 | 404.40 |
| 占总销售额比重 | 20.73% | 15.43% | 13.63% | 13.70% | 12.89% | 11.84% |
| 占主营业务利润比重 | 27.62% | 24.82% | 21.25% | 20.45% | 18.60% | 16.98% |
| 消费品测试 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 266.99 | 334.32 | 390.02 | 448.52 | 493.38 | 542.71 |
| 增长率(YOY) | 14.92% | 25.22% | 16.66% | 15.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 51.89% | 48.44% | 48.76% | 51.00% | 53.00% | 55.00% |
| 毛利(百万元) | 138.54 | 161.94 | 190.17 | 228.75 | 261.49 | 298.49 |
| 占总销售额比重 | 16.16% | 15.78% | 14.55% | 13.46% | 11.96% | 10.99% |
| 占主营业务利润比重 | 16.57% | 17.23% | 15.84% | 14.43% | 13.05% | 12.37% |
| 销售总收入(百万元) | 1,652.27 | 2,118.24 | 2,680.88 | 3,333.31 | 4,125.82 | 4,938.31 |
| 销售总成本(百万元) | 816.12 | 1,178.29 | 1,479.94 | 1,747.74 | 2,121.60 | 2,524.92 |
| 毛利(百万元) | 836.15 | 939.95 | 1,200.94 | 1,585.57 | 2,004.22 | 2,413.39 |
| 平均毛利率 | 50.61% | 44.37% | 44.80% | 47.57% | 48.58% | 48.87% |

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 估值讨论：给予 47 倍 PE，2020 年合理市值 290 亿元，“买入”评级

- 公司是国内民营第三方检测龙头，其成长路径、业务布局与海外检测龙头较为类似。相对于成熟的海外检测龙头，公司仍然处于发展初期，资本开支对其收入、利润的影响较大。
- 我们认为，在此前提下，发展处于较前期阶段的海外检测机构欧陆集团相对能够更好刻画公司各阶段的估值水平。我们结合对标机构（45 倍 PE）与公司历史估值水平（相对对标机构高），给予 47 倍 PE，2020 年对应合理市值为 290 亿元，目标价 17.5 元，“买入”评级。
- 欧陆集团 2014-2018 年是一个完整的“投资期→收获期”，2014-2016 年，营收实现约 20% 增长，净利润由于效率较低有所下降；2016-2018 年，随着效率逐步提升，欧陆盈利能力不断提升，净利润实现较快增长，增长率在 20% 至 80% 左右。
- 公司目前所处阶段是类似欧陆集团 2016-2018 年阶段，即进入稳扩张、盈利能力不断提升的过程，这期间，公司保持营收在 20%-25% 的增长，净利润能够实现大幅增长。对比欧陆集团估值中枢，我们认为公司对应的合理估值为 45 倍 PE。

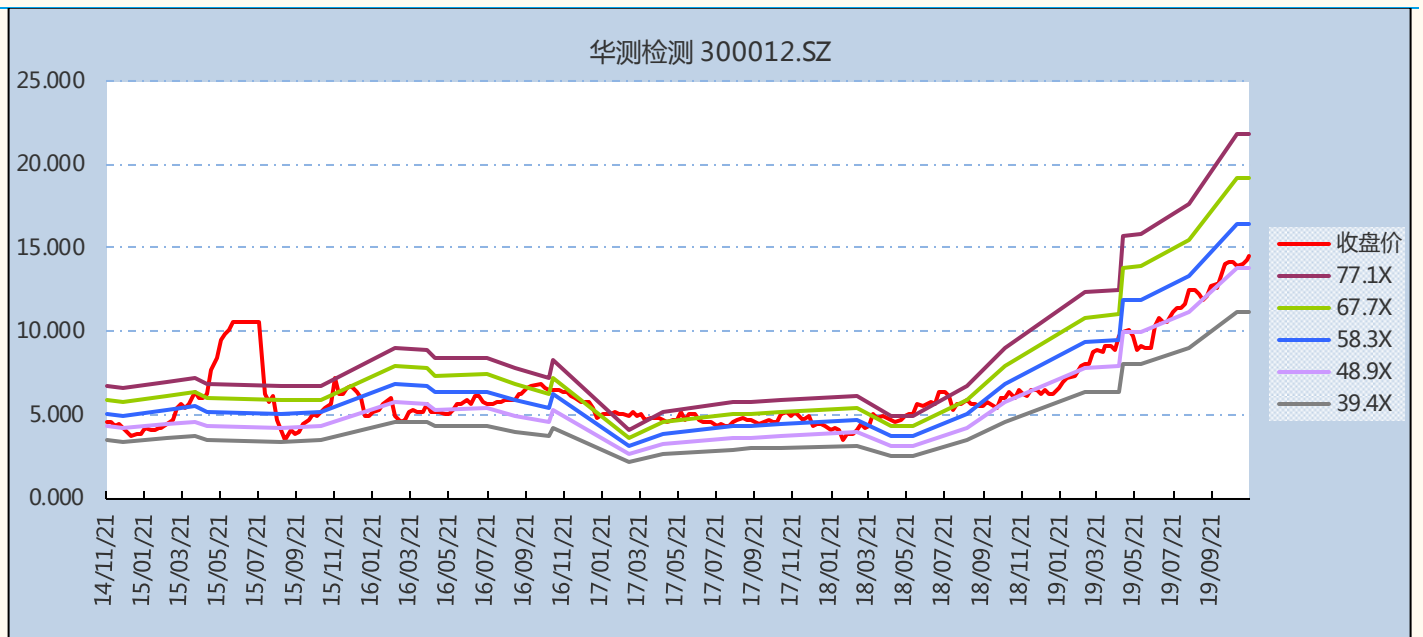
图表 76: Eurofins2014-2018 年加快投资到收获期的 PE 水平值得参考



来源：彭博，国金证券研究所总结、绘制

- 由于国内市场的成长性相比国际成熟的欧美市场更足，从公司历史 PE 来看，过去 3 年公司的 PE 中枢为 62 倍，相比投资期的欧陆集团更高。因此，我们认为在收获期阶段，公司仍然能够取得相比欧陆等外资机构更高的估值水平，达到 50 倍 PE。

图表 77: 过去 3 年公司 PE 中枢为 62 倍



来源：Wind，国金证券研究所

六、风险提示：精细化管理不善、声誉受不利事件影响、拓下游不达预期等

- **公司声誉受不利事件影响：**公司的公信力是核心竞争力，一旦出现问题报告、虚假报告以及其他不利于公司声誉的事件，部分实验室可能会出现检测资格/暂停业务情况，从而对公司经营造成较大影响。如，此前公司武汉检测公司出现过不利情况。
- **公司精细化管理不善：**公司目前是采取精细化管理，以提升利润率为核心，如果出现在实验室协调不佳、对子公司、实验室控制力不够等问题，将致使公司未来业绩增长不及预期。
- **收购及拓展下游领域不及预期：**检测行业下游十分分散，做大收入与规模的必经路径之一就是收购，若收购受到限制或遇到问题，检测公司将面临无法顺利发展的问题。
- **检测行业受到政策冲击：**检测行业仍然属于政策影响较大的行业，若政策限制行业、尤其是第三方检测业的发展，就会面临较大的风险。
- **贸易增长不及预期：**贸易进出口情况是检测行业全球化的重要驱动力，若各国贸易出现较大的问题，检测业的可拓展性、市场空间会缩减。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 1,652 | 2,118 | 2,681 | 3,333 | 4,126 | 4,938 |
| 增长率 | | 28.2% | 26.6% | 24.3% | 23.8% | 19.7% |
| 主营业务成本 | -816 | -1,178 | -1,480 | -1,748 | -2,122 | -2,525 |
| %销售收入 | 49.4% | 55.6% | 55.2% | 52.4% | 51.4% | 51.1% |
| 毛利 | 836 | 940 | 1,201 | 1,586 | 2,004 | 2,413 |
| %销售收入 | 50.6% | 44.4% | 44.8% | 47.6% | 48.6% | 48.9% |
| 营业税金及附加 | -7 | -8 | -9 | -11 | -14 | -17 |
| %销售收入 | 0.4% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 销售费用 | -312 | -401 | -506 | -633 | -780 | -923 |
| %销售收入 | 18.9% | 18.9% | 18.9% | 19.0% | 18.9% | 18.7% |
| 管理费用 | -302 | -331 | -181 | -217 | -256 | -296 |
| %销售收入 | 18.3% | 15.6% | 6.7% | 6.5% | 6.2% | 6.0% |
| 研发费用 | 0 | 0 | -222 | -283 | -351 | -420 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 8.3% | 8.5% | 8.5% | 8.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 215 | 200 | 283 | 441 | 604 | 757 |
| %销售收入 | 13.0% | 9.4% | 10.5% | 13.2% | 14.6% | 15.3% |
| 财务费用 | -5 | -8 | -22 | -7 | 5 | 14 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.4% | 0.8% | 0.2% | -0.1% | -0.3% |
| 资产减值损失 | -80 | -55 | -50 | -52 | -55 | -55 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 2 | 44 | 80 | 90 | 100 |
| %税前利润 | 0.2% | 1.1% | 13.7% | 14.8% | 12.4% | 11.1% |
| 营业利润 | 129 | 174 | 315 | 521 | 704 | 876 |
| 营业利润率 | 7.8% | 8.2% | 11.7% | 15.6% | 17.1% | 17.7% |
| 营业外收支 | 26 | 15 | 9 | 20 | 22 | 25 |
| 税前利润 | 155 | 189 | 323 | 541 | 726 | 901 |
| 利润率 | 9.4% | 8.9% | 12.1% | 16.2% | 17.6% | 18.2% |
| 所得税 | -44 | -51 | -41 | -68 | -91 | -114 |
| 所得税率 | 28.3% | 27.0% | 12.6% | 12.6% | 12.6% | 12.6% |
| 净利润 | 111 | 138 | 283 | 473 | 634 | 787 |
| 少数股东损益 | 10 | 4 | 13 | 15 | 18 | 20 |
| 归属于母公司的净利润 | 102 | 134 | 270 | 458 | 616 | 767 |
| 净利率 | 6.1% | 6.3% | 10.1% | 13.7% | 14.9% | 15.5% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 净利润 | 111 | 138 | 283 | 473 | 634 | 787 |
| 少数股东损益 | 10 | 4 | 13 | 15 | 18 | 20 |
| 非现金支出 | 219 | 244 | 312 | 318 | 368 | 425 |
| 非经营收益 | 6 | 9 | 1 | -78 | -101 | -112 |
| 营运资金变动 | 27 | -41 | 88 | -87 | 13 | 21 |
| 经营活动现金净流 | 363 | 349 | 684 | 626 | 915 | 1,121 |
| 资本开支 | -417 | -660 | -444 | -456 | -439 | -476 |
| 投资 | -96 | -5 | -84 | -49 | -45 | -50 |
| 其他 | -446 | -95 | 106 | 80 | 90 | 100 |
| 投资活动现金净流 | -959 | -759 | -422 | -426 | -394 | -426 |
| 股权募资 | 923 | 10 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 103 | 188 | 71 | -365 | 39 | 4 |
| 其他 | -60 | -63 | -76 | -104 | -110 | -120 |
| 筹资活动现金净流 | 967 | 135 | 0 | -469 | -71 | -116 |
| 现金净流量 | 371 | -275 | 262 | -269 | 451 | 580 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 1,070 | 653 | 808 | 539 | 990 | 1,570 |
| 应收款项 | 374 | 476 | 545 | 602 | 697 | 800 |
| 存货 | 3 | 10 | 15 | 24 | 26 | 28 |
| 其他流动资产 | 262 | 545 | 580 | 583 | 591 | 599 |
| 流动资产 | 1,710 | 1,684 | 1,948 | 1,748 | 2,304 | 2,997 |
| %总资产 | 54.8% | 47.9% | 48.0% | 42.2% | 47.1% | 51.9% |
| 长期投资 | 29 | 41 | 167 | 217 | 262 | 312 |
| 固定资产 | 950 | 1,237 | 1,374 | 1,441 | 1,516 | 1,590 |
| %总资产 | 30.4% | 35.2% | 33.8% | 34.8% | 31.0% | 27.5% |
| 无形资产 | 372 | 441 | 500 | 577 | 638 | 689 |
| 非流动资产 | 1,413 | 1,833 | 2,112 | 2,395 | 2,591 | 2,776 |
| %总资产 | 45.2% | 52.1% | 52.0% | 57.8% | 52.9% | 48.1% |
| 资产总计 | 3,123 | 3,516 | 4,059 | 4,142 | 4,895 | 5,773 |
| 短期借款 | 247 | 437 | 508 | 143 | 183 | 187 |
| 应付款项 | 186 | 262 | 446 | 440 | 547 | 668 |
| 其他流动负债 | 168 | 191 | 234 | 272 | 338 | 405 |
| 流动负债 | 601 | 890 | 1,187 | 856 | 1,068 | 1,260 |
| 长期贷款 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 58 | 89 | 97 | 122 | 128 | 133 |
| 负债 | 662 | 979 | 1,285 | 978 | 1,195 | 1,394 |
| 普通股股东权益 | 2,401 | 2,490 | 2,717 | 3,092 | 3,609 | 4,269 |
| 其中：股本 | 837 | 1,658 | 1,658 | 1,658 | 1,658 | 1,658 |
| 未分配利润 | 621 | 684 | 910 | 1,285 | 1,802 | 2,462 |
| 少数股东权益 | 59 | 48 | 57 | 72 | 90 | 110 |
| 负债股东权益合计 | 3,123 | 3,516 | 4,059 | 4,142 | 4,895 | 5,773 |

比率分析

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.121 | 0.081 | 0.163 | 0.276 | 0.372 | 0.463 |
| 每股净资产 | 2.868 | 1.502 | 1.639 | 1.866 | 2.177 | 2.575 |
| 每股经营现金净流 | 0.434 | 0.211 | 0.413 | 0.378 | 0.552 | 0.676 |
| 每股股利 | 0.050 | 0.025 | 0.035 | 0.050 | 0.060 | 0.065 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 4.23% | 5.38% | 9.94% | 14.80% | 17.08% | 17.97% |
| 总资产收益率 | 3.25% | 3.81% | 6.65% | 11.05% | 12.59% | 13.29% |
| 投入资本收益率 | 5.68% | 4.91% | 7.47% | 11.49% | 13.42% | 14.32% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 28.30% | 28.20% | 26.56% | 24.34% | 23.78% | 19.69% |
| EBIT增长率 | -0.29% | -6.84% | 41.30% | 55.97% | 36.97% | 25.36% |
| 净利润增长率 | -43.77% | 31.87% | 101.63% | 69.50% | 34.70% | 24.47% |
| 总资产增长率 | 65.35% | 12.61% | 15.44% | 2.04% | 18.16% | 17.94% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 65.3 | 64.6 | 63.5 | 63.5 | 63.0 | 63.0 |
| 存货周转天数 | 1.0 | 2.0 | 3.0 | 5.0 | 4.5 | 4.0 |
| 应付账款周转天数 | 30.5 | 39.4 | 61.5 | 65.0 | 66.0 | 67.0 |
| 固定资产周转天数 | 159.9 | 185.0 | 157.0 | 122.6 | 96.9 | 79.0 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -33.31% | -8.51% | -10.82% | -12.50% | -21.82% | -31.58% |
| EBIT利息保障倍数 | 39.6 | 25.4 | 13.1 | 59.2 | -118.1 | -52.8 |
| 资产负债率 | 21.21% | 27.83% | 31.64% | 23.60% | 24.41% | 24.14% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 1 | 8 | 13 | 15 | 41 |
| 增持 | 1 | 11 | 17 | 19 | 27 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 1 | 4 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.50 | 1.58 | 1.57 | 1.60 | 1.49 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH