

国内顶尖计量检测服务机构，发展空间可期 增持（首次）

2019 年 12 月 21 日

投资要点

■ 广电计量：国内顶尖计量检测服务机构

公司是综合性第三方检验检测服务机构，主营业务为计量、检测服务。下游客户覆盖广泛但较为分散，前五大客户占比维持在 12% 左右，稳定大客户为航空工业、中船重工和电子科技集团等军工企业。且和中国航空工业集团有限公司、中国船舶重工集团有限公司和中国电子科技集团有限公司建立良好的合作关系。公司收入保持高速增长，2016-2018 年营收年复合增长率为 44.69%；毛利率维持在 50% 左右，净利率维持在 11% 左右，在同行中处于较高水平。

■ 2020 年中国检测行业市场空间将达 3400 亿元，国内龙头发展可期

第三方检测行业当前占比 43%，占比提高的趋势将会持续：2012-2018 年，国际检测市场规模从 9317 亿元增长到 16010 亿元，CAGR 为 9.44%，其中中国市场营销规模 2020 年有望达 3400 亿，占比逐年上升。预计其中的第三方检测行业市场规模超千亿，占整体市场比例提升至 43%，2020 年达 1469 亿元，我们预计未来随着对研发重视的程度加深，第三方检测行业占比提高的趋势会持续。目前国内检测行业市场集中度低，竞争者数目增加导致短期内竞争更激烈。

公司业务涉足行业涵盖范围广，下游需求碎片化：可靠性与环境试验、电磁兼容、食品、环保检测等业务需求会为广电计量业务增长带来多元动力和可以抵御下游行业的周期扰动因素。

竞争格局国内龙头潜力大：外资巨头 SGS、BV、ITS 等具备显著的规模优势，但营收增速和毛利率较国内龙头低。国内龙头基数低增速稳，深耕细分领域，市占率和业务广度均有较大的提升空间，且长远看，均有望发展成地域广、业务全的综合性跨国检测公司。

■ 发展空间大+高毛利+跨行业、地域布局，看好公司未来发展

我国检验检测行业增速超过全球，2020 年有望成为全球最大检测检验市场。广电计量 2018 年市占率仅 0.43%，随着行业集中度逐渐提高，公司具有先发优势，看好公司未来发展空间。

全能型人才保证高毛利率和高人均创利：公司成本主要来自人力，但随着全能型培养落实，员工可操作其他细分领域检测设备，带动人均产值提升，人力成本下降，毛利率提升。

公司从计量业务起家，不断扩展其他领域的检测服务：服务范围较国内多数竞争对手更全面，更易为客户提供一揽子解决方案。公司拥有 56 家分、子公司，地域覆盖范围广。且国有背景助公司打破军工检测壁垒，大股东无线电集团和大客户海格通信均有军工背景，助公司拓展应用下游。

技术能力强长期保障公信力和品牌效应：广电计量的技术能力获得了众多国内外权威机构和组织的认可和授权，通过了 CNAS 和 CMA 等认证，优势的品牌效应和较高的市场公信力将有助于提升公司服务溢价，增强公司盈利能力

■ 盈利预测与投资评级：

公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.44、0.60、0.80 元，当前股价对应动态 PE 分别为 74 倍、55 倍、41 倍。由于公司新上市，当前股价对应 2019 年 PE 高于行业平均，但公司作为国内领先的独立第三方检验检测服务机构，我们看好公司后续的新的客户和新的下游产品的拓展，业绩存在超预期可能，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示：汽车行业周期性波动，新产品拓展不及预期，风险技术创新不及预期风险。

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001

021-60199769

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

zhubb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.95
一年最低/最高价	8.92/34.22
市净率(倍)	12.72
流通 A 股市值(百万元)	2723.98

基础数据

每股净资产(元)	2.59
资产负债率(%)	63.85
总股本(百万股)	330.67
流通 A 股(百万股)	82.67

相关研究

内容目录

1. 广电计量：国内顶尖计量检测服务机构	4
1.1. 主要提供计量与检测服务，下游客户领域分散，单一客户依赖度低	4
1.2. 前身为国家计量测试站，股权集中于实力雄厚集团与业内技术人才	5
1.3. 营业收入持续增长，盈利能力总体稳定：	6
1.4. 注重科研投入，积极合作研发利好科技优势保持	8
2. 检测行业：外资巨头显著领先，国内龙头飞速发展，未来增长空间大	9
2.1. 全球及国内检测市场稳定增长，国内第三方检测市场增长空间大	9
2.2. 行业集中度低，竞争者数目增加导致竞争更趋激烈	12
2.3. 行业业务涵盖范围广，下游需求碎片化	13
2.4. 外资巨头具备显著竞争优势，国内龙头增速稳定	16
2.5. 国内检测行业展望：未来增长空间大，集中度有望提升	18
3. 发展空间大+高毛利+跨行业地域布局，看好公司未来发展	19
3.1. 大行业小公司+业绩高增速，看好广电计量的未来发展空间	19
3.2. 全能型人才保证高毛利率和高人均创利	20
3.3. 服务范围全，地域覆盖广，打造“一站式”品牌	21
3.4. 国有背景+技术优势，增强公信力，打破军工检测壁垒	22
4. 盈利预测与投资建议	23
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 公司主营业务构成以计量、检测服务为主, 2019H1 收入占比 97%	4
图 2: 公司客户集中度低, 前五大客户占比波动维持在 12%	5
图 3: 公司前五大股东总占比 64%, 无线电集团直接或间接持股 45%, 股权结构稳定	5
图 4: 公司近三年收入高增长, 同比增长均超过 30%	6
图 5: 公司毛利率和净利润率均维持较高水平, 新季下降系扩建规模影响	7
图 6: 销售、管理费用率稳定, 财务费用率大幅提升系为实验室建设增加融资	7
图 7: 研发费用逐年上升, 费用率波动维持在 11% 左右	8
图 8: 公司成立专门研究院作为研发部门, 负责计量、检测新技术与新方法研发	8
图 9: 2012-2018 年, 国际检测市场规模从 9317 到 16010 亿元, CAGR 为 9.44%	10
图 10: 国内检测市场营收 CAGR 达 15%, 占全球检验市场比例逐年上升	10
图 11: 第三方检测占检测市场比例逐年上升, 预计 2020 年达 1469 亿元	11
图 12: 2008 年金融危机中, 三大国际巨头 SGS、BV 和 ITS 营收依旧稳中有增	11
图 13: 市场集中度低, 2016 年前 20 家公司市占率约 9%	12
图 14: 机构数量稳定增长, CAGR 为 9.76%	12
图 15: 检测报告数量稳定上升, CAGR 为 8.63%	12
图 16: 广电计量各业务项目个数或订单批数的变化	14
图 17: 2018 年我国环境与可靠性试验服务市场容量在 101 亿, 同比增长超过 18%	15
图 18: 国内检测行业龙头 2019H1 数据比较, 华测各指标均明显超过广电	17
图 19: 广电计量营收增速处于 40% 上下, 远超业务有重叠的三个主要竞争对手	18
图 20: 毛利率有略下降趋势, 总体仍处于高于 40% 水平	18
图 21: 2018 年公司市占率 0.43%, 为全国第五, 在国内公司中仅次于华测检测。	20
表 1: 公司在研项目	9
表 2: 行业龙头 BV 年报所披露细分行业与国内行业对照表	13
表 3: 广电计量检测服务四大重要细分板块简介及下游	14
表 4: 外资巨头规模远超国内龙头, 但后者毛利和营收增速远高于前者	17
表 5: 随着实验室产能提升、规模效应逐步体现, 人均收入有望快速提升	20
表 6: 公司拓展业务, 提升“一站式”服务能力	21
表 7: 广电计量实验室数量较多, 业务种类较全	22
表 8: 公司分业务收入 (亿元)	24
表 9: 同类可比公司估值	25

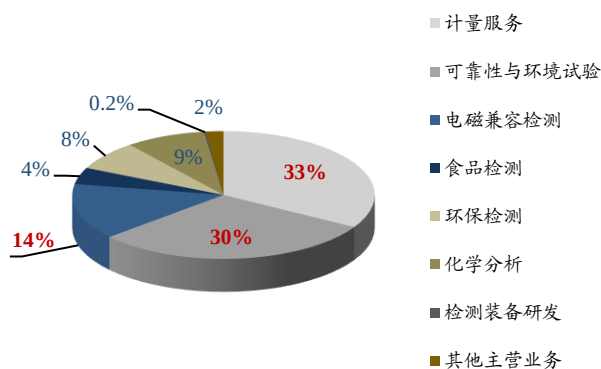
1. 广电计量：国内顶尖计量检测服务机构

1.1. 主要提供计量与检测服务，下游客户领域分散，单一客户依赖度低

公司是一家全国性、综合性的独立第三方检验检测服务机构，主营业务为计量服务、检测服务、检测装备研发等技术服务。其中检测服务主要为可靠性与环境试验、电磁兼容检测、环保检测、食品检测和化学分析。

公司近几年成长态势良好，2016-2018 年分别实现营收 5.9 亿、8.37 亿和 12.28 亿，同比增长 43%、42% 和 47%，CAGR 为 44.69%。其中收入主要来自检测服务和计量业务两大业务板块，2016 年至今两大类业务的占总营收比重保持在 95%。2019H1 两大业务板块占比为 97%，其中计量服务占比 33%，检测服务占比 64%；检测服务中又分可靠性与环境试验、电磁兼容检测等，占比分别为 29.91%、14.04%。

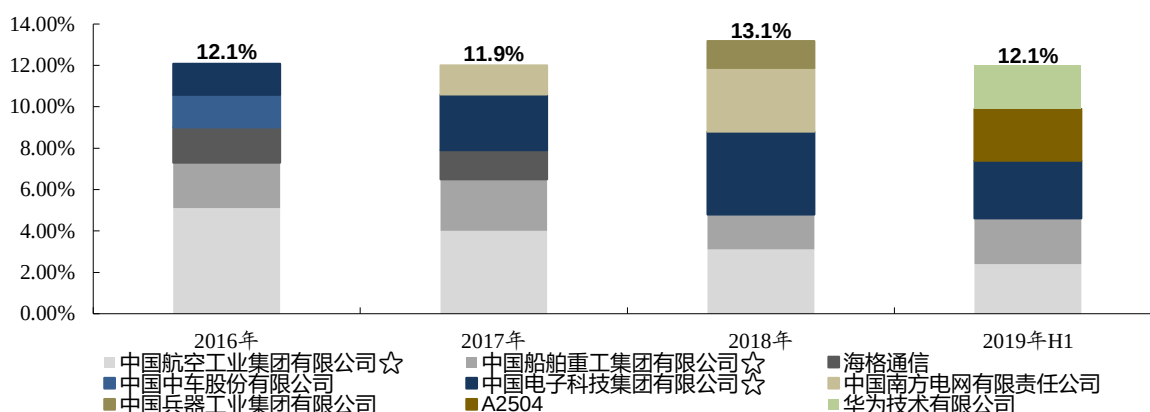
图 1：公司主营业务构成以计量、检测服务为主，2019H1 收入占比 97%



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

客户主要集中于汽车、航天航空、轨道交通、电子电器、环保、食品等行业。凭借一站式检验检测服务和相关技术优势，公司的主要客户集中于汽车、航天航空、轨道交通、电子电器、环保、食品等行业已形成了一定的影响力，获众多政府机构、科研院所以及大型知名企业认可。公司客户数量众多，下游行业分布相对较为分散，2016-2019H1 间，公司较稳定的大客户主要为中国航空工业集团有限公司、中国船舶重工集团有限公司和中国电子科技集团有限公司三家，且前五大客户占公司营收比重维持在 12%，不存在严重依赖单一客户的情形。

图 2：公司客户集中度低，前五大客户占比波动维持在 12%



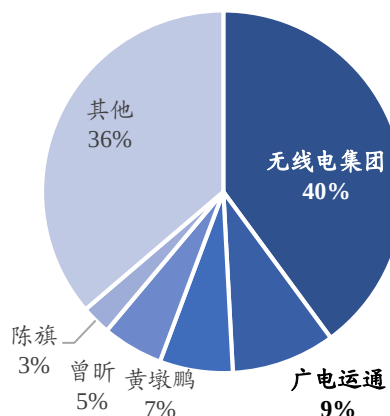
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.2. 前身为国家计量测试站，股权集中于实力雄厚集团与业内技术人才

公司前身为原国家信息产业部电子 602 计量测试站，经过多年发展，集结、培养了一支以专家和骨干为核心的专业技术队伍，成员包括国家级技术委员会委员、国家认可委评审员、相关专业机构技术专家，截止到 2019H1 技术人员占比 62.5%，优秀的技术团队与水平能有效保障公司的服务质量与公信力。

公司股权结构集中，决策效率高。公司实际控股股东为无线电集团，除直接持有公司 39.9%的股权外，通过控股子公司广电运通持有公司 4.9%的股权。广州无线电集团是国有资本投资公司改革试点企业，由广州市国资委履行出资人职责，是行业领先的无线通信导航设备整机研发制造商、中国实力最强的金融电子设备和服务供应商、业绩优良的房地产开发商。集团进入了中国大企业竞争力 500 强、中国最大 1000 家企业集团排行榜。实力雄厚集团集中控股能保障公司稳健长远发展。

图 3：公司前五大股东总占比 64%，无线电集团直接或间接持股 45%，股权结构稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所

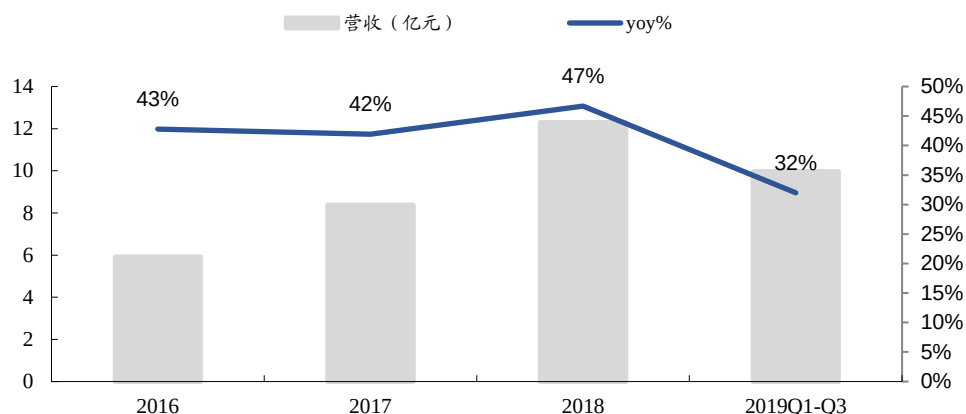
公司前五大股东合计持有公司约 64% 的股份,其中黄墩鹏自 05 年即任公司总经理,从业与带队经验丰富;曾昕、陈旗均为公司核心技术高管,从业经验近 20 年。剩余股权集中于业内技术人才之手,有助于保障公司长久的技术优势。

1.3. 营业收入持续增长,盈利能力总体稳定:

公司近几年收入保持高速增长,2016-2018 年分别实现营收 5.9 亿、8.37 亿和 12.28 亿,同比增长 43%、42% 和 47%, CAGR 为 44.69%。

营业收入的快速增长主要源于下游行业需求旺盛,近年来,国内高端装备行业处于“进口替代”的快速发展阶段,诸多设备企业加大研发力度的同时采购公司的计量和检测服务。加之整车制造企业新车型的不断推出,新能源汽车的快速发展和无人驾驶技术的突破,公司来自于汽车行业的检测收入持续提升。与此同时,公司的技术经验不断提升,已能为广泛客户领域提供国家认可委员会认可(CNAS)的“一站式”检验检测服务,公司具备的各种必要的资质保障了较高客户黏性且不断继续挖掘潜在客户,两个因素综合推动公司主要产品收入的快速增长。

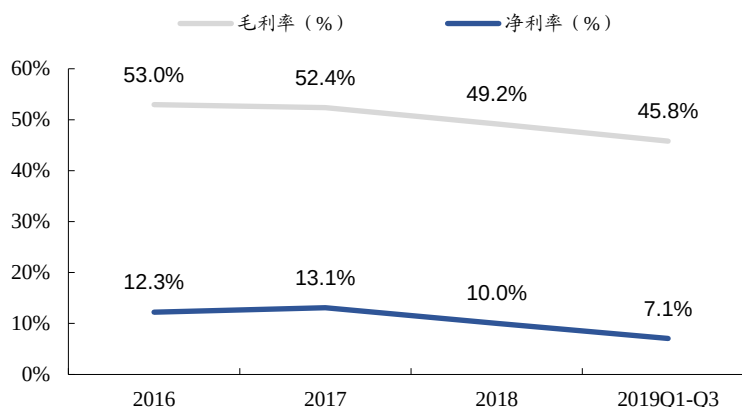
图 4: 公司近三年收入高增长,同比增长均超过 30%



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

公司毛利率和净利润率近三年维持较高水平,其中毛利率基本保持在 50% 左右,净利率基本保持在 10% 左右。2016-2019 H1 公司的整体毛利率分别为 53%、52.4%、49.2% 和 44.91%,分业务看,计量业务毛利率分别为 51.3%、51.37%、51.98% 和 46.1%,检测服务毛利率分别为 54.97%、55.18%、48.97% 和 44.92%。2016-2019H1 销售净利率分别为 12.3%、13.1%、10% 和 5.03%,近几年净利润率的下滑是由于近年来扩大生产规模、增加资本开支、新建实验室造成,我们预计未来随着各个实验室进入盈利期,公司的净利润率水平有望企稳回升。

图 5：公司毛利率和净利润率均维持较高水平，新季下降系扩建规模影响

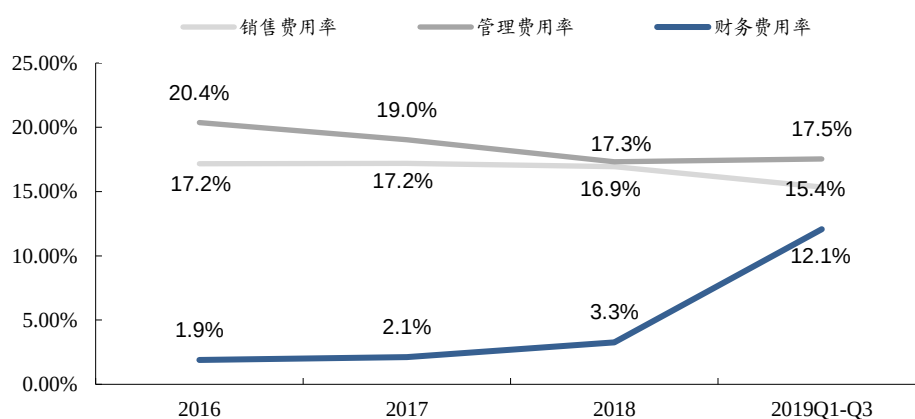


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

与 2018 年年度相比，2019H1 主营毛利率下降 4.29 个百分点，主要是受计量、食品检测、环保检测和化学分析业务影响。公司 2018 年新设青岛、江西、合肥、杭州、昆明 5 家子公司，投建计量、环保检测和食品检测实验室。实验室建设周期较长，新增产能尚未完全达产，从而导致毛利率有所下降。

公司近三年费用率总体维持稳定，2016-2018 年，管理费用率分别为 20.4%，19%，17.3%，销售费用率分别为 17.2%，17.2%，16.9%。管理和销售费用稳中有降，主要系管理研发规模效应、政府补贴增多以及战略性行业大客户拓展战略效果显现，销售人员人均销售额提升影响。

图 6：销售、管理费用率稳定，财务费用率大幅提升系为实验室建设增加融资



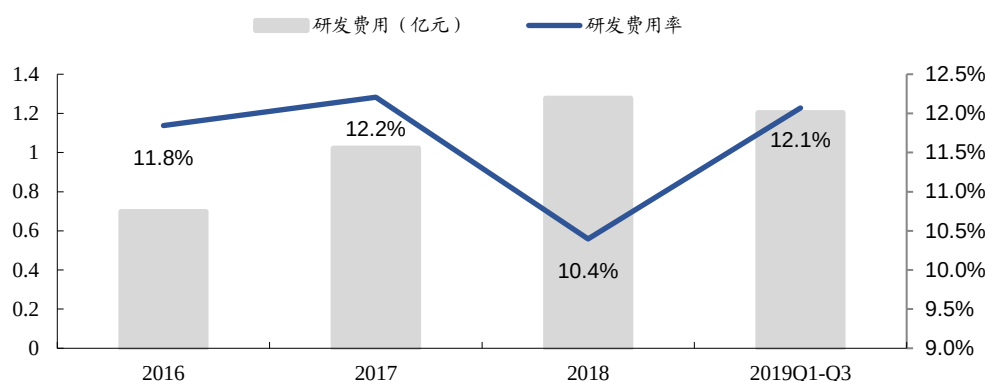
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

财务费用率 2016-2018 年分别为 1.9%、2.1%和 3.3%，财务费用率持续增加主要系加快全国重点地区实验室建设，从而加大了外部融资力度。

1.4. 注重研发投入，积极合作研发利好科技优势保持

公司重视研发，2016-2018 年公司研发支出分别为 0.7 亿、1.02 亿和 1.28 亿，占营业收入比重分别为 11.8%、12.2% 和 10.4%，截至 2018 年底，公司共有技术人员 2528 人，占员工总数的 64%。

图 7：研发费用逐年上升，费用率波动维持在 11% 左右

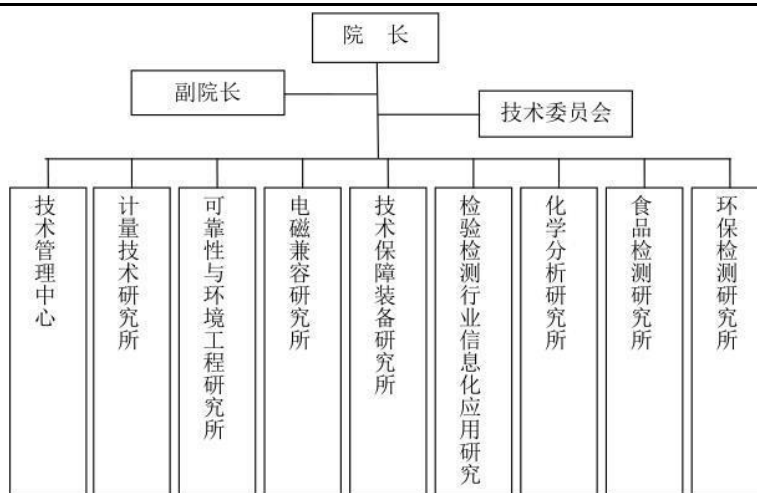


数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司是国内极少数同时通过 CMA、CNAS、CATL 等资质认证的第三方检验检测服务机构之一，经营资质的全面性代表了公司领先且全面的技术能力。公司长期以来建立起了一批重点、优势的计量、检测服务项目，在无线电计量、时间频率计量、电磁计量、元器件筛选与失效分析、可靠性试验、环境试验等领域建立了技术优势。

同时，公司设有技术研究院，搭建了良好运作的技术创新体系，组建了一只高水准的技术创新队伍。截至上市前，公司已获得 46 项发明专利授权，170 项实用新型专利授权，31 项外观设计专利授权，并主导、参与编写了多项行业、地方标准。

图 8：公司成立专门研究院作为研发部门，负责计量、检测新技术与新方法研发



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

截至目前，仍有多项在研项目，主要涉及航空机载、轨道交通、汽车、石化、光通信等领域技术的研究，研究内容主要为计量校准方法、检测方法。且公司积极探索以企业为主体、市场为导向、技术为纽带、高等院校和科研院所为技术依托的产学研结合长效机制，与国内著名高校、科研院所等开展产学研合作。

表 1：公司在研项目

项目	所处阶段
汽车电点火干扰模拟器校准规范	研发项目方案论证阶段
电梯平衡系数检测仪校准规范	研发项目方案论证阶段
半导体激光器测试仪校准规范	研发项目方案论证阶段
模拟断路器校准规范	研发项目方案论证阶段
网络 RTK 接收机 校准规范	研发项目方案论证阶段

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

目前，公司正在研发的“VLC 设备检验系统的关键仪器研制与集成示范”项目，为与暨南大学、广东省标准化研究院、华南理工大学、广州市仪器仪表学会合作研发项目；另外，公司也在与江南大学合作共建“校企协同创新实验室”项目，推动食品检测领域技术的发展。

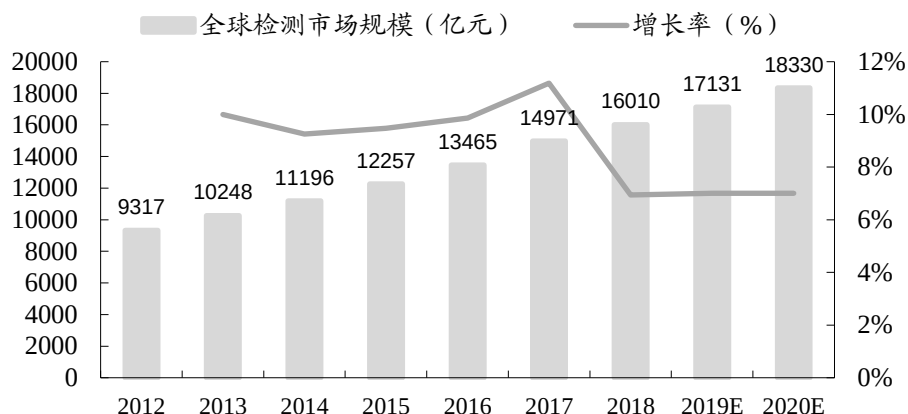
我们认为，公司持续增加的科研投入，科学的科研体制机制以及积极合作的实践将会有利于公司业内技术优势的长久保持。

2. 检测行业：外资巨头显著领先，国内龙头飞速发展，未来增长空间大

2.1. 全球及国内检测市场稳定增长，国内第三方检测市场增长空间大

随着技术进步、产品更新换代加快和国际分工深化，近年来全球检验行业保持了 10% 左右的快速增长。瑞士 NeueZurcher 银行数据显示，2012-2018 年，国际检测市场规模从 9317 亿元增长到 16010 亿元，CAGR 为 9.44%，相对往年，2018 年全球检测市场规模增速显著下滑到 6.9%。我们预计，未来几年全球检测市场将保持 6%-8% 的年均增速，2020 年全球检测市场规模有望超过 18000 亿元。

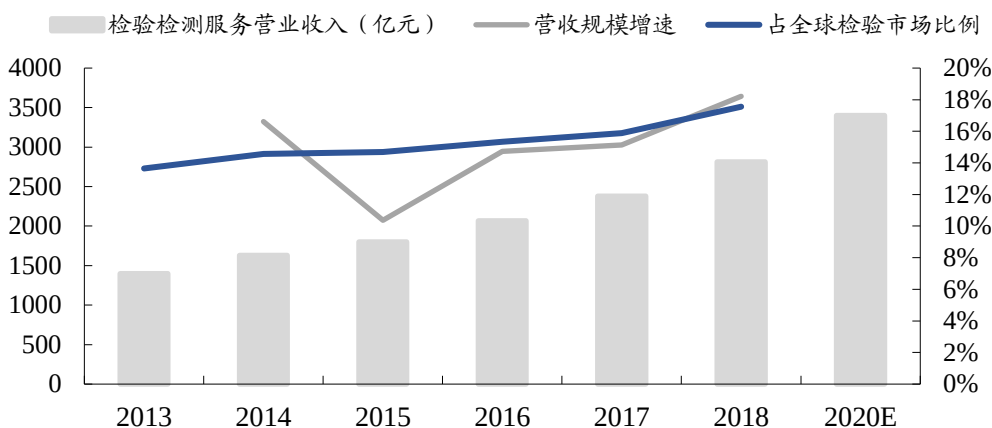
图 9: 2012-2018 年, 国际检测市场规模从 9317 到 16010 亿元, CAGR 为 9.44%



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

尽管 2018 年全球检测市场增速有所下滑, 但国内检测市场规模增速仍然有显著提升。自 2015 年起, 国内检测市场营收增速呈上升趋势, 2018 年达 18.2%。据统计, 我国检验检测服务业现已覆盖建筑工程、环保、卫生、农业、质检、食品、药品、机械等国民经济各个领域。2013-2018 年, 国内检测市场营收规模从 1398 亿到 2811 亿元, CAGR 为 14.98%, 中国市场占全球检测市场比例也从 13.6% 逐年上升到 17.6%。

图 10: 国内检测市场营收 CAGR 达 15%, 占全球检测市场比例逐年上升



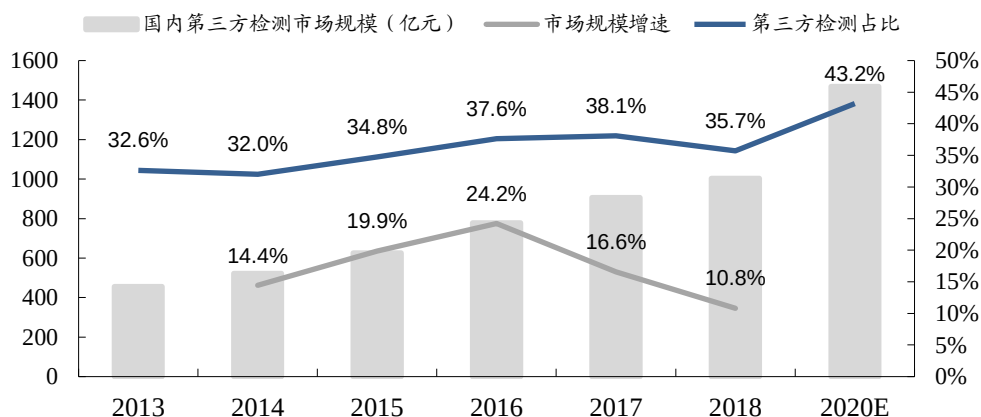
数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

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。国内第三方检测市场占整体检测市场比例正在提升中, 即将打开千亿空间。

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 年的 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，我们预计第三方检测市场的增速未来会有所回升且占比将进一步提高。

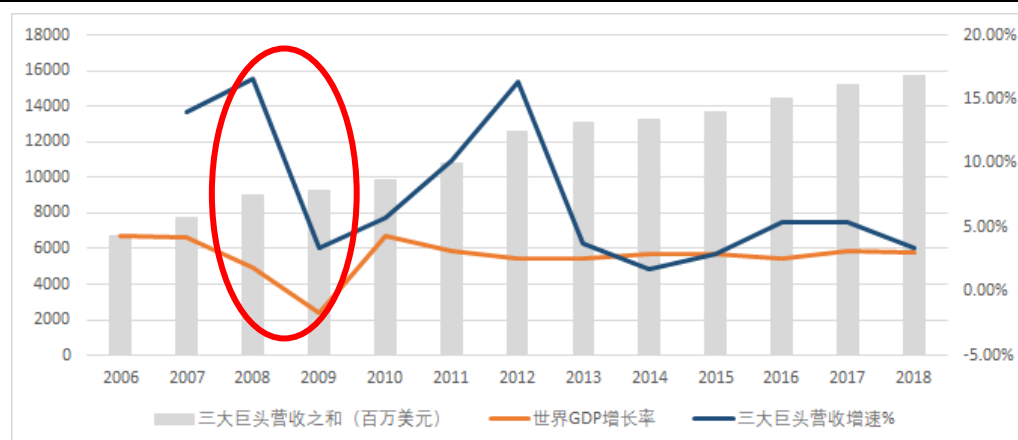
图 11：第三方检测占检测市场比例逐年上升，预计 2020 年达 1469 亿元



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

检验检测服务业有受经济周期影响的一面，也有逆经济周期的一面。若经济长期大幅下行，整个市场出现一定数量的企业停工破产，或企业利润微薄导致多数无法投资新产品的研发，则检验检测行业将受到影响。若经济增幅放缓但不严重，或者下行期间短，企业决定继续生产；同时为了减少经济周期带来的影响，企业也更有动力进行新产品的研发，这就为公司可靠性与环境试验、电磁兼容检测提供了空间。综合来看，若经济衰退情况并不严重，则检验检测服务业仍有其逆周期的特点。如下图所示，在近 10 年，尽管宏观经济形势有所波动，但检测市场总体是呈现稳定上升态势（以三大国际巨头 SGS、BV 和 ITS 营收为例），我们预计随着企业对研发重视的程度加深，检测市场平稳上升的趋势会继续保持。

图 12：2008 年金融危机中，三大国际巨头 SGS、BV 和 ITS 营收依旧稳中有增

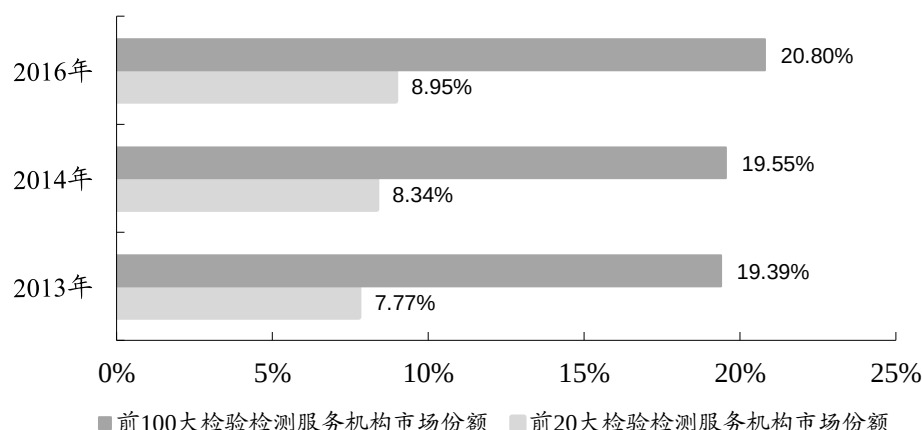


数据来源：各公司官网，东吴证券研究所

2.2. 行业集中度低，竞争者数目增加导致竞争更趋激烈

行业整体集中度不高，龙头公司市占率逐年有小幅提升，但总体水平较低。2015 年、2017-2018 年认监委未披露该项统计数据；2016 年前 100 家检验检测服务机构营业收入占同期全国市场总规模的 20.80%，前 20 家营业收入占同期全国市场总规模的 8.95%。

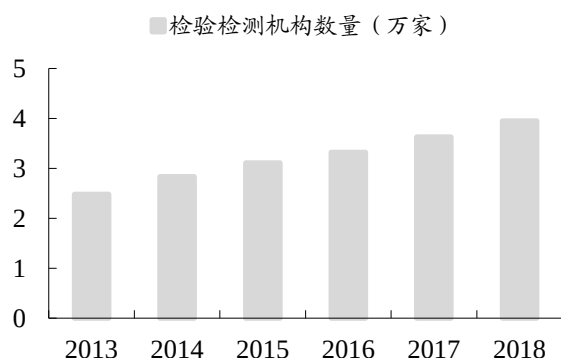
图 13：市场集中度低，2016 年前 20 家公司市占率约仅 9%



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

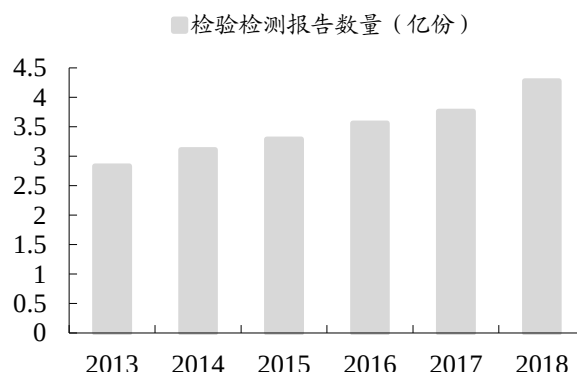
国内检测机构数量多规模小，预计未来规模企业将会整合市场提高集中度。2013-2018 年，国内各类检验检测服务机构数量和报告数量总和稳定增长，CAGR 分别为 9.76% 和 8.63%。随着检验检测服务机构家数的不断上升，市场化竞争更趋激烈。根据国家认监委发布的《2018 年度全国检验检测服务业报告》，2018 年我国检测机构为 39472 家，同比增长 7.3%，近五年年均增长 9.7%，共实现营业收入 2811 亿元，平均收入仅 712 万。根据目前小机构收入规模小，业务类型少的特点，我们预计未来规模企业将会整合市场+收购小检测机构，从而提高集中度。我们预计未来 3-5 年同行业之间的收购兼并将会普遍，通过同行业不同细分领域之间机构之间的整合来提高规模企业的竞争优势。

图 14：机构数量稳定增长，CAGR 为 9.76%



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 15：检测报告数量稳定上升，CAGR 为 8.63%



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

2.3. 行业业务涵盖范围广，下游需求碎片化

计量服务业务增速稳健但集中度低，公司未来营收保持增长+市占率提升可期。据认监委发布的全国检验检测服务业统计简报，2016-2018 年计量校准机构营收总额为 56.68 亿元、67.56 亿元和 80.29 亿元，CAGR 为 19%。其中广电计量 2016-2018 年度计量业务收入为 1.89 亿元、2.60 亿元和 3.72 亿元，市场占有率分别为 3.34%、3.84%和 4.63%。现有上市公司中，未有单独披露计量业务收入的公司，无合适对标标的。但从检验检测服务业整体快速发展的趋势来看。随着检验检测服务业进一步市场化，第三方计量服务机构因更具有市场服务意识，将会获得更多的市场份额，并保持继续发展的态势。

检测检验服务的下游行业众多且分散。我们根据检测行业龙头 BV 年报所披露细分行业及相关服务内容介绍将我国《2017 年度中国认证认可检验检测统计分析报告》中的细分行业进行重分类，具体分类情况如下表。

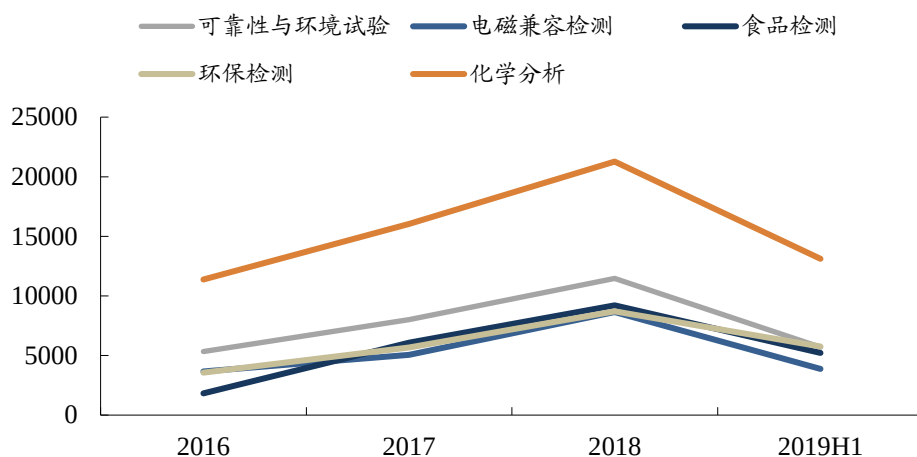
表 2：行业龙头 BV 年报所披露细分行业与国内行业对照表

BV 年报所披露细分行业	对应国内行业
食品检测行业	食品与食品接触材料、农林牧渔
零售品检测行业	纺织服装、产商品检验/验货、电子电器
油气检测行业	能源
建筑建材检测行业	建筑工程、建筑材料
金属矿产检测行业	采矿冶金
工业检测行业	机械(包含汽车)、特种设备、化工、轻工、计量校准
汽车检测行业	机动车环检、机动车综检、机动车安检
电力和公共设施检测行业	电力（包括核电）
医疗健康检测行业	卫生疾控、医学、医疗器械、生物安全、卫生检疫、药品
政府与公共组织检测行业	司法鉴定、动植物检疫
环保	环境与环保、水质、环境监测
其他	消防、材料测试、珠宝玉石检验鉴定、软件及信息化、防雷检测、国防相关、公安刑事技术、其他

数据来源：BV2015 年年报，wind，东吴证券研究所

2016-2018 年的数据显示，广电计量的可靠性与环境试验、电磁兼容检测、食品检测、环保检测和化学分析五大检测服务业务项目个数的 CAGR 依次为 46.64%、53.66%、124.57%、56.25%和 36.72%。综合公司近几年的业务占比得出可靠性与环境试验、电磁兼容检测、食品检测和环保检测为公司几大最重要和最具备潜力的业务板块。我们将重点关注这四个业务板块：

图 16: 广电计量各业务项目个数或订单批数的变化



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

表 3: 广电计量检测服务四大重要细分板块简介及下游

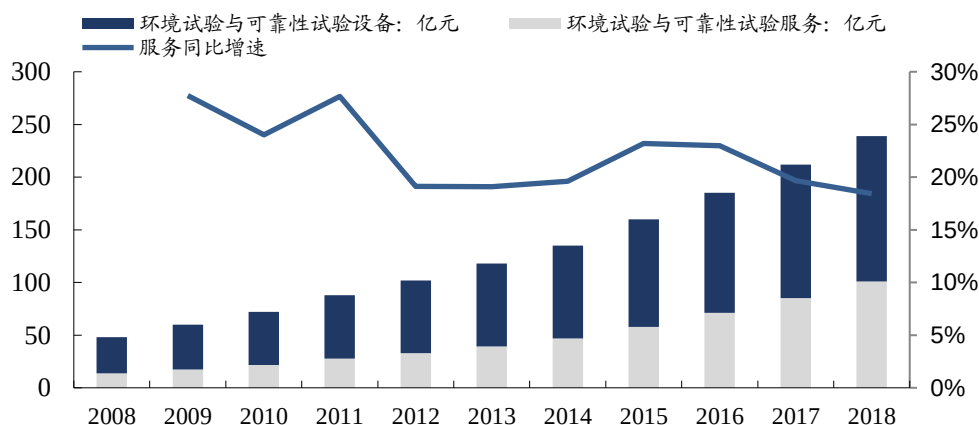
业务简介	下游行业	主要国内竞争者
可靠性与环境试验 可靠性与环境试验是为了保证产品在规定的寿命期间, 在预期的使用、运输或贮存的所有环境下, 保持功能可靠性而进行的活动	特殊行业, 航空航天, 汽车, 轨道交通, 船舶工业, 电子电器, 通信、物联网等	苏试试验, 工业和信息化部电子第五研究所
电磁兼容检测 电磁兼容性是指系统或设备在所处的电磁环境中能正常工作, 同时不会对其他系统和设备造成干扰的特性, 主要包括设备在正常运行过程中对所在环境产生的电磁干扰不超过一定限值、对所在环境中存在的电磁干扰具有一定程度的抗扰度两个方面。	特殊行业, 汽车, 航空航天, 轨道交通等	电科院
环保检测 环保检测是指依据国家相关法律法规、检测技术规范 and 标准方法, 连续或者间断地测定环境中污染物的性质、浓度, 观察、分析其变化及对环境的影响并出具检测数据与结果的过程。	农业系统, 环保系统, 水利、卫生系统, 国土、住建系统, 海洋渔政系统等	华测检测, 海润检测
食品检测 食品检测包括营养物质检测、有害物质检测、辅助材料及食品添加剂检测等。公司提供的食品检测服务, 主要是按照国家指标来检测食品中的有害物质, 为食品安全提供基础技术支撑和决策依据, 支撑政府把关食品安全, 帮助食品企业规避风险, 保障消费者饮食放心和安全使用。	食药系统, 农业系统, 林业系统, 畜牧系统, 渔业系统, 食品相关系统等	中一检测, 贝源检测, 中持检测, 华测检测

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

可靠性与环境试验市场：细分市场整体逐年稳定发展。主要分设备与服务两大板块，广电计量主要提供相关服务，故主要聚焦服务市场的变化。从市场空间角度来看，2018 年我国环境与可靠性试验服务市场容量在 101 亿，同比增长超过 18%（根据中国产业信息网）。对于试验服务市场，实验室业务规模、品牌知名度和公信力对市场份额起决定作用，国内龙头这些指标的不断提升，将导致市场份额将更加集中。

试验服务行业未来发展方向：业务规模大、覆盖面广、能满足多元化需求的第三方实验室。下游行业的不断发展催生出社会对独立于供求双方，为社会提供大规模广覆盖、多元化检测和校准服务的专业第三方实验室的需求。目前国内为社会提供环境与可靠性试验服务的第三方专业实验室数量较少，市场竞争程度较低。

图 17：2018 年我国环境与可靠性试验服务市场容量在 101 亿，同比增长超过 18%



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

电磁兼容检测市场：截止目前，认监委并未对电磁兼容检测业务市场进行统计；现有上市公司中，电科院虽从事电器的电磁兼容检测，但其披露口径为高压电器和低压电器，未按照电磁兼容等业务口径进行分类。电磁兼容检测服务涉及的下游领域包括乘用车制造业、航空航天、电子电器等领域，客户包括一批大型乘用车整车制造企业、船舶制造企业、航空机载设备制造企业和知名电子电器制造企业。

从电磁兼容检测行业整体发展情况来看，电磁兼容检测着眼于解决电子设备的干扰与抗干扰问题。随着手机、GPS、笔记本电脑、无线鼠标和键盘等各类电器设备推陈出新，互相之间的电磁干扰、对人体的电磁辐射危害均是个人和政策制订者需要更加予以关注和解决的问题，将会推动电磁兼容检测业务需求。

环保检测市场：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。

食品安全检测市场：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%，高于我国检测市场整体 15% 的增速，估计 2018 年我国食品检测市场规模为 665 亿元。随着居民对食品安全需求的日益增长，未来我国食品检测市场仍将延续高增长。

2.4. 外资巨头具备显著竞争优势，国内龙头增速稳定

公司行业内的主要竞争对手为大型跨国综合机构、国内大型综合机构和细分领域与公司有业务重叠的竞争对手三类：

大型跨国综合机构主要为 SGS、BV、ITS 等，选取标准为与公司多项检测业务存在竞争关系的大型龙头跨国企业；

国内大型综合机构主要为中国检验认证集团有限公司、华测检测和谱尼测试集团股份有限公司，选取标准为与公司多项检测业务存在竞争关系的国内知名大型企业或上市公司；

细分领域与公司有业务竞争关系的主要为苏试试验（可靠性与环境试验）、电科院（电磁兼容检测）和工业和信息化部电子第五研究所（可靠性与环境试验），选取标准为某项检测业务与公司存在竞争关系的国内知名企业或上市公司。

2005 年，中国政府允许外资机构进入国内检验检测服务业市场。凭借着雄厚的资本实力和技术实力，外资机构逐渐成为国内检验检测服务业市场中的重要组成部分。本土机构占据了检验检测服务机构的绝大部分，外资机构 2018 年仅 336 家。

本土检验检测服务机构体量均微小，技术水平低，且服务范围也仅限于当地省市。据统计，2018 年全国 3.95 万家检验检测服务机构，76.94% 仅能在本省区域提供服务。只有少数像华测检测、广电计量、谱尼测试集团股份有限公司这样的全国性、综合性大型检验检测服务机构。

而外资机构家数虽少，但像 SGS、BV、ITS 在中国设立的检验检测服务机构，在国内市场具有非常强的竞争力。2018 年检测行业平均每家机构收入为 712 万元，但不同类型的机构营收能力差别较大。外资企业凭借其成熟的管理体系和品牌知名度，2018 年

在中国外资企业的平均收入高达 5973 万元，为行业平均值的 8.4 倍。

总而言之，外资巨头呈现规模体量大，营收增速小；国内龙头呈规模体量小，营收增速大的特点。

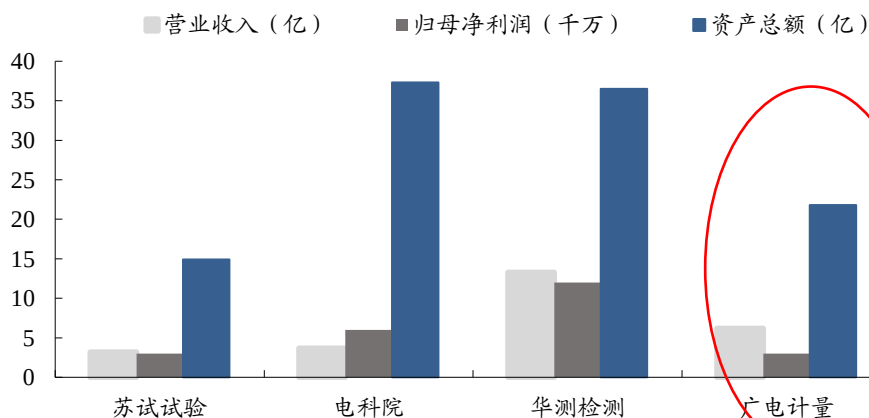
表 4：外资巨头规模远超国内龙头，但后者毛利和营收增速远高于前者

公司名称	国家	员工人数	分支机构和实验室数量	2018 年毛利率	2018 年归母净利润 (万元)	2018 年全球总营收 (亿元)	营收同比 YOY
瑞士通用公证行 (SGS)	瑞士	9.7 万	>2600	13.54%	48976	475	5.96%
必维国际检验集团 (BV)	法国	7.6 万	>1400	11.35%	25884	372	2.28%
天祥集团 (Intertek、ITS)	英国	4.3 万	>1000	15.57%	27705	254	1.16%
德国莱茵 TÜV 集团 (TÜV)	德国	2 万		6.90%	8510	155	1.32%
苏试实验	中国	908	18	46.06%	720	6.25	28.10%
电科院	中国	1322	46	49.45%	1279	6.99	10.27%
华测检测	中国	8351	130	44.80%	2700	26.72	26.56%
广电计量	中国	3858	56	49.18%	1219	12.3	46.70%

数据来源：各公司官网，wind，东吴证券研究所

国内同行业公司中，披露财务数据的国内上市公司有华测检测、苏试试验和电科院三家，分别对应公司食品和环保检测、可靠性与环境试验以及电磁兼容检测几大重要业务板块。以下是几家公司的 2019H1 数据的比较：

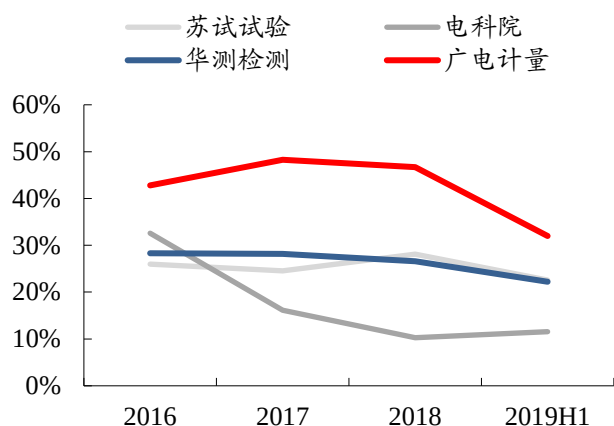
图 18：国内检测行业龙头 2019H1 数据比较，华测各指标均明显超过广电



数据来源：wind，东吴证券研究所

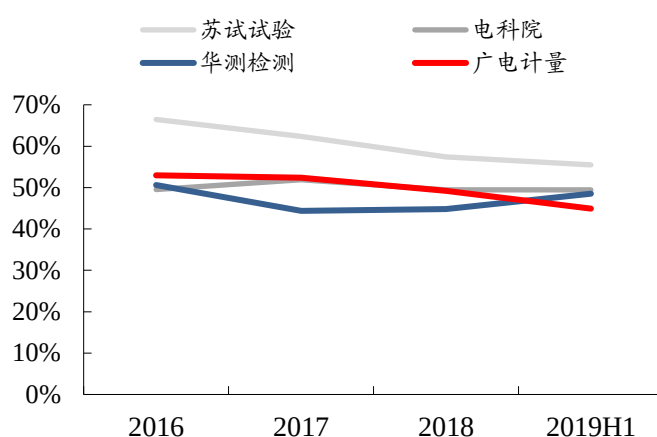
从业务角度，华测检测的服务范围涵盖了公司的计量、可靠性与环境试验、电磁兼容检测、环保检测、食品检测和化学分析业务，还包括安规检测、认证等公司未开展业务，与广电计量重叠最大。从财务数据角度，华测检测营业收入、归母净利润和资产总额规模均为广电计量对应指标的 1.5 倍以上。综合来看，广电计量在国内龙头中规模居中，华测检测为广电计量的重点对标企业，广电的后续发展或可借鉴华测发展经验。

图 19: 广电计量营收增速处于 40% 上下，远超业务有重叠的三个主要竞争对手



数据来源: wind 东吴证券研究所

图 20: 毛利率有略下降趋势，总体仍处于高于 40% 水平



数据来源: wind, 东吴证券研究所

(注: 因苏试试验有可靠性与环境试验、设备销售等两种业务,故此处其毛利率数据为可靠性与环境试验业务的毛利率数据,其余三家公司的毛利率为综合毛利率数据)

由图可知，尽管营业收入和资产规模处于国内龙头企业当中的居中水平，但广电计量的营业收入增速处于 40% 上下，显著高于主要对标公司华测检测 30% 的营收增速，但是波动幅度稍大。整体来看，国内几家龙头的增速相对稳定，且总体高于外资机构增速。随着检验检测服务业的进一步市场化，行业内涌现出越来越多的检验检测服务机构，检验检测服务业内的竞争也日趋激烈，行业利润水平有一定幅度的下降趋势，但毛利率总体仍处于 40% 以上的较高水平。

2.5. 国内检测行业展望：未来增长空间大，集中度有望提升

1) 未来检测行业发展增长空间大。我们预计 2020 年中国检测行业市场空间有望达到 3400 亿元。主要从两个角度测算：其一，在国内经济整体增幅放缓、各行各业发展普遍承压的情况下，检验检测服务业发展势头良好。如按过去 10% 的稳定增速估算，2020 年国内检测市场营收将达 3400 亿元；其二，2018 年全球检测市场增速有所下滑，我们预计未来几年全球检测市场将保持 6%-8% 的年均增速，2020 年规模有望超过 18000 亿元。但是中国检测市场占比逐年上升，我们预计上升趋势不变且 2020 年中国区域占比全球市场将达 19%，即为国内检测市场空间约为 3420 亿元。

根据前瞻产业研究院预测 2020 年我国第三方检测规模将达 1469 亿元，七年 CAGR

达 18.2%，占整体检测市场比重将达到 43.2%，较 2013 年+10.6 pct。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，国内第三方检测占国内检测市场比例逐年增加，市场未来的发展空间较大。

2) 行业集中度提升，规模企业发展快。我国检验检测服务业市场地域条块分割明显，绝大多数机构尚未形成网络优势，整体品牌影响力较小，服务业品牌化建设滞后。据市场监管总局对 2018 年度检验检测服务业的统计，**全国 76.94% 以上的检验检测服务机构仅在本省区域提供服务，“本地化”现象严重。**但国内部分发达地区涌现出一批全国范围内具有一定网络优势和品牌影响力的知名检验检测服务机构，如华测检测，其在工业品、消费品、生命科学以及贸易保障四大检测领域，相对来说业务范围最广，品牌公信力最强，通过收购达成了较全的检测产业链覆盖，有望成为行业整合的领跑者。

从国际检测巨头和华测的发展路线看，国内检验检测服务业龙头机构均有望发展成**地域覆盖广的跨国企业、检测范围齐全的综合型检测企业**，市占率和业务广度具有较大的提升空间。目前，我国的大型检验检测服务机构也已积极通过新设、并购等方式，拓宽自己的地域范围和检测范围。随着包括广电计量等龙头公司综合化及国际化的演变，其公信力和市占率将有所提升，最终市场集中度有望进一步提升。

3. 发展空间大+高毛利+跨行业地域布局，看好公司未来发展

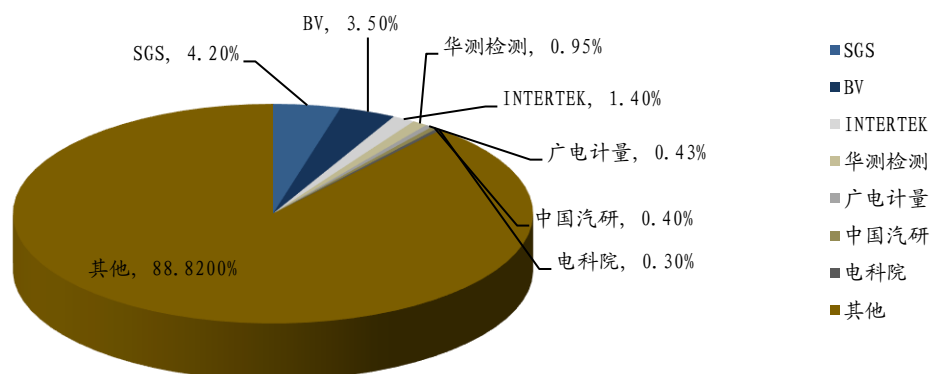
3.1. 大行业小公司+业绩高增速，看好广电计量的未来发展空间

我国检验检测行业增速超过全球，2020 年有望成为全球最大检测检验市场。近十年来全球检测行业保持了 10% 增长速度，2018 年全球检测市场空间为 16010 亿元。与此同时，我国检验检测行业增长速度超过全球检测检验行业，从 2008 年到 2018 年我国检验检测服务收入从 499 增长至 2811 亿元，年复合增长率达到 15%，高于全球市场增速，发展潜力大。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。

我国第三方检测行业市场规模突破千亿，占整体检测市场比例提升至 43%。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 1004.3 亿元。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 43.2%，较 2013 年+10.6 pct。

行业集中度逐渐提高，看好公司未来发展空间。现在检验检测市场具有碎片化的特征，2018 年四大国际检测巨头（SGS、BV、Intertek 和 Eurofins）全球市占率之和为 7%，在中国国内，前四大公司市占率之和为 10.1%。公司 2018 年在整个检验检测服务领域的市场占有率仅为 0.43%。随着行业竞争愈发激烈，集中度逐渐提高，公司近年营收增长率在 40% 左右，远高于行业平均水平，我们认为公司将获得更高的市场份额。

图 21：2018 年公司市占率 0.43%，为全国第五，在国内公司中仅次于华测检测。



数据来源：招股书，wind，东吴证券研究所整理

3.2. 全能型人才保证高毛利率和高人均创利

由于计量服务和检测服务都是非标定制化的服务，故毛利率高，而其成本主要是人力成本。2016-2018 年度公司主营业务毛利率分别为 52.61%、52.19%、48.83%。总体毛利率保持较高水平且较为稳定。公司主要提供的计量服务、检测服务，主要成本来自于外包费用、设备折旧、人工支出及运营费用，日常使用的主要是一次性摊销实验室耗材，因此行业平均毛利率较高。

跨专业全能型人才的培养提高人均产值，降低人工成本，维持高毛利率。检验检测服务业细分市场比较分散，因此在拓展新的细分市场时，购入新设备和培养新人才的成本较高，导致毛利率有所下降。但是随着员工全能型培养，员工可以操作其他细分领域里的检验设备，带动人均产值提升，人力成本有望下降，毛利率有望提升。以 2015 到 2018 年人均产值为例，公司人均产值由 25 万元提升至 31 万元，但是人均创利尚未提升明显。我们判断，随着实验室产能提升、规模效应逐步体现，人均收入增速将会快于员工增长速度，也将会带动人均产值快速提升。

表 5：随着实验室产能提升、规模效应逐步体现，人均收入有望快速提升

证券代码	证券简称	人均创利（万元）			人均创收（万元）		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
300012.SZ	华测检测	1.61	1.8	3.23	26.22	28.45	32.1
300215.SZ	电科院	5.07	9.94	9.68	39.67	50.76	53.61
300416.SZ	苏试试验	8.45	7.9	7.92	61.7	63.26	69.26
002967.SZ	广电计量	3.69	3.92	3.06	30.56	30.5	30.86

数据来源：wind，东吴证券研究所

3.3. 服务范围全，地域覆盖广，打造“一站式”品牌

公司不断开发新业务，打造自身“一站式”服务能力。以检验检测服务业内的国际巨头 SGS、BV、ITS 等为例，他们的一个核心优势就是能够向客户提供大多数类型的检验检测服务。但客户的需求普遍具有多样性，如汽车行业部分内饰件需要做化学分析以明确是否含有有毒物质，部分电子器件需要做电磁兼容检测，部分零部件需要做可靠性与环境试验。通常大型检验检测服务机构能提供综合服务，但也无法满足大型客户的全部需求。公司的“一站式”服务能力可以帮助客户节省成本，进而增强了自身的市场竞争力。

公司从计量业务起家，不断扩展其他领域的检测服务。在 2015 和 2016 年，公司合资建设方圆广电检验检测股份有限公司，参股云南航天工程物探检测股份有限公司、天津世纪天源安全卫生评价监测有限公司，进军建筑工程检测、安全评价和电器安全检测等领域。检测服务营业占比从 2013 年的 50% 增加到了 2019 年第三季度的 64%。作为国内检验检测领域内的大型综合性机构，不断打造自身的“一站式”服务能力，目前能向客户提供计量、可靠性与环境试验、电磁兼容检测、环保检测、食品检测和化学分析在内的多项检验检测服务，下游行业包括汽车、轨道交通、电子电器、环保、食品、通信、船舶、电力等，可帮助各行业产业链上下游客户提升自身竞争力，实现产品全生命周期的质量管控。服务范围较国内多数竞争对手更为全面，更容易为客户提供一揽子解决方案。随着公司不断向新的检验检测细分领域拓展，公司的市场竞争力将进一步提升。

表 6：公司拓展业务，提升“一站式”服务能力

服务类别	2019H1 营收占比（%）	涉及行业	
计量服务	33.1	国防军工、汽车、通信、轨道交通、电子电器、食品药品、石油化工、医疗卫生、检测实验室	
检测服务	可靠性和环境 试验	29.9	国防军工、航空航天、汽车、轨道交通、船舶、电子电器、通讯物联网等
	电磁兼容检测	14.0	国防军工、汽车、航空航天、轨道交通等
	环保检测	7.4	农业、环保、水利卫生、国土住建、海洋渔政等
	食品检测	4.2	食药、农业、林业、畜牧、渔业等
	化学分析	8.5	汽车、轨道交通、电子电器、船舶、纺织皮革等

数据来源：招股书，东吴证券研究所

公司拥有 56 家分、子公司，地域覆盖范围广。检验检测服务地域性明显，与客户距离较近也能有效节约各方的物流、时间等成本。为满足不同地域客户的时效性要求，公司作为业内知名的大型检验检测服务机构，现已在广州、天津、长沙、无锡、郑州、武汉、北京、西安、成都、沈阳、南宁等地设立了计量校准、检测实验室，拥有业务范

国覆盖全国的 56 家分、子公司，并且以每年 3~4 个点速度持续增加，能够为全国各地内的客户提供便捷的服务。公司总部位于广州，销售收入原集中在广东省所在的华南片区，但随着公司各地子公司的业务开展，华北、华东和华中地区的收入占比不断提高。随着公司在外开设子公司的数量增多，市场拓展力度的加强，未来几年内公司业务的覆盖面将进一步扩大。2018 年全国 3.95 万家检验检测服务机构，76.94%仅能在本省区域提供服务，相比之下，公司全国布局策略优势明显。全国范围的综合性业务布局帮助公司规避因为单一地区或者单一行业而造成的损失。

表 7：广电计量实验室数量较多，业务种类较全

	实验室数量	业务种类
苏试试验	18	环境可靠性（军工方向）
电科院	46	高压低压电器检测
华测检测	130	几乎全品类覆盖
广电计量	56	计量业务，环境可靠性（汽车、通信、航空航天、船舶等），电测兼容检测

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

3.4. 国有背景+技术优势增强公信力，是稀缺的具备军工客户资质的检测服务机构

作为第三方检测机构，坚定保持中立性和信息的保密性，保障企业公信力，是留住客户的关键因素。只有放心第三方机构的中立性和公信力，客户才能放心把正在研发的前沿产品给公司检验。

公司的国有背景增强企业公信力，体制机制是影响企业竞争力的核心因素。作为市场化程度较高的国家控股第三方检验检测服务机构，公司是国内极少数较早完成市场化改制的公司，同时也是较早完成混合所有制改制、建立多元化的国有控股治理结构的公司。广电计量有别于同行业其他机构的独特体制机制，是支撑公司在检验检测服务业长期保持快速发展的核心动力：对内有利于凝聚全体员工，提升内部向心力；对外有利于获得各级政府部门、特殊行业、轨道交通等行业大型客户的认可，有利于公司集聚、整合社会资源。

技术能力强也保障了公司的公信力，广电计量的技术能力获得了众多国内外权威机构和组织的认可和授权，通过了中国合格评定国家认可委员会认可实验室（CNAS），获得检验检测机构资质认定（CMA），是农业部“三品一标”检测实验室、全国土壤污染详查推荐检测实验室、中国 CB 实验室，出具的证书、报告具有国际公信力，可帮助客户稳健开拓本地市场乃至全球市场。

国有背景帮助公司打破军工检测壁垒，技术实力支持公司获得稀有军工资质。在航

航空航天、军工、船舶、重工等高端装备制造领域，由于行业的特殊性，国外对其技术封锁，导致相关设备和技术难以引进，仅有广电计量等少数国内计量、检测服务厂商具备相应的技术实力和经验，有能力参与竞争。广电计量前身为原国家信息产业部电子 602 计量测试站，**大股东无线电集团和大客户海格通信都有军工背景**。国有背景帮助公司拓展应用下游，相关业务稳定性强，保障公司稳步发展。并且**军工领域具有很高的资质门槛**。公司 2013 年获解放军总装备部军用实验室认可，2014 年获二级保密资格，2015 年获国防科技工业实验室认可（DILAC），这些资质一定程度上提升了行业门槛，也保障了公司在军工领域的公信力，提高了竞争力。目前国内从事国防相关的检验的机构数量不多，公司在这一领域的主要竞争对手有**苏试试验和电科院，都是稀缺的具备军工资质的实验室**。

近年来，“广电计量”被评为广东省著名商标，获评国家火炬计划重点高新技术企业、国家中小企业公共服务示范平台、中国计量测试学会第六届计量诚信建设优秀单位、广东省战略性新兴产业骨干企业、广东省优秀企业、广州市优秀企业等品牌荣誉。**优势的品牌效应和较高的市场公信力将有助于提升公司服务溢价，增强公司盈利能力**。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

1) 公司将不断巩固、提升现有优势业务板块，有望在“十三五”期末实现**计量校准、可靠性与环境试验、电磁兼容测试**等业务板块服务市场份额达到、保持细分行业**第一**。

持续加大市场和技术投入，大力发展现有潜力业务板块，有望在“十三五”期末实现**环保检测、食品检测、化学分析**等业务市场份额进入**细分行业前 3-5 名**。

2) **核心业务可靠性与环境试验业务**会在进一步开拓新的业务，比如元器件筛选、失效分析等，另外一些针对军用民用的芯片检测，还有无人汽车、5G 等也是重点加强研究，适当时机发展，**预计未来毛利率水平将会维持在 50%以上的高位**。

3) **核心业务电磁兼容业务**继续定位以军工、汽车、航空航天、轨交这些行业客户为主，具体业务上会在设计、整改、仿真等有技术门槛的方面拓展，**毛利率水平将会维持在 55%-60%**。

4) **公司会不断发展非国企客户**，政府客户和国企客户的订单量大但毛利率较低，而市场化竞争的企业客户的毛利率较高，未来随着客户结构的改善（做大政府客户的同时，大力发展企业客户），**综合毛利率水平有望稳定在 40%以上**。

盈利预测：

基于以上假设,我们预计公司 2018 年、2019 年、2020 年的营业收入分别为 16.8 亿、23.1 亿、31.8 亿,分别同比增长 37%、37%、38%。公司 2018 年、2019 年、2020 年的净利润分别为 1.5 亿、2.0 亿、2.7 亿,分别同比增长 20%、35%、35%。

表 8: 公司分业务收入 (亿元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
检测服务	3.71	5.31	8.07	11.05	15.17
yoy		43%	52%	37%	37%
毛利率 (%)	55	55	49	46	43
可靠性与环境试验	1.62	2.46	3.54	4.78	6.45
yoy		52%	44%	35%	35%
毛利率 (%)	58	62	55	54	52
电测兼容检测	0.79	1.19	1.71	2.39	3.35
yoy		51%	44%	40%	40%
毛利率 (%)	64	68	60	60	55
化学分析	0.38	0.56	0.98	1.47	2.21
yoy		47%	75%	50%	50%
毛利率 (%)	60	65	60	50	45
环保检测	0.46	0.47	0.99	1.39	1.94
yoy		2%	111%	40%	40%
毛利率 (%)	46	12	27	12	12
食品检测	0.34	0.63	0.85	1.02	1.22
yoy		85%	35%	20%	20%
毛利率 (%)	47	29	13	13	13
计量业务	1.89	2.60	3.72	5.21	7.29
yoy		38%	43%	40%	40%
毛利率 (%)	51	51	52	46	46

检测设备研发及其他	0.23	0.39	0.38	0.42	0.46
yoy		70%	-3%	10%	10%
毛利率 (%)	25	17	15	7	7
其他业务	0.07	0.07	0.12	0.16	0.20
yoy		0%	71%	30%	30%
毛利率 (%)	25	0	0	0	0
合计	5.90	8.37	12.29	16.82	23.13
YOY		42%	47%	37%	37%
毛利合计	3.1	4.4	6.0	7.6	10.1
综合毛利率 (%)	53	52	49	45	44

数据来源: wind, 东吴证券研究所测算

投资建议:

公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.44、0.60、0.80 元, 当前股价对应动态 PE 分别为 74 倍、55 倍、41 倍。由于公司新上市, 当前股价偏高, 对应 2019 年 PE 高于行业平均, 但公司作为国内领先的独立第三方检验检测服务机构, 我们看好公司后续的新的客户和新的下游产品的拓展, 业绩存在超预期可能, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 9: 同类可比公司估值

公司	市值	2019/12/19	净利润 (亿元)			PE		
	(亿元)	股价	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
华测检测	240.51	14.5	2.70	4.8	6.2	89.1	50.1	38.8
电科院	48.61	6.4	1.28	1.7	2.2	38.0	29.1	22.4
苏试试验	38.31	28.3	0.72	0.9	1.1	53.2	42.1	34.8
可比公司平均	-	-	-	-	-	60.1	40.4	32.0
广电计量	108.96	33.0	1.22	1.5	2.0	89.3	74.5	55.1

数据来源: wind, 东吴证券研究所

备注: 华测检测, 苏试试验, 广电计量的盈利预测取自东吴预测, 电科院取自 wind 一致预期

5. 风险提示

1、政策和行业标准变动风险: 但随着各方机构不断涌入, 检验检测服务供给量快

速增加，市场竞争加剧，可能存在现有产业政策、行业资质认证标准、市场准入规则和行业标准的调整，可能出现局部的不利于行业市场化发展的政策和规定，将对公司的经营发展产生不利影响。

2、市场竞争加剧的风险：我国检验检测服务机构数量众多，市场集中度相对较低。随着政府对检验检测服务市场的逐步放开，民营机构面临着较好的发展机会，外资机构也凭借雄厚的资本实力和丰富的运作经验进入我国检验检测服务市场，行业内市场竞争将日趋激烈。面对激烈市场竞争，公司可能存在较难开拓新市场且既有市场份额被竞争对手挤占的风险，将对公司经营发展产生不利影响。

3、品牌和声誉受不利事件影响的风险：公司作为独立第三方检验检测服务机构进行经营活动，将技术和服务融入品牌，公信力、品牌和声誉是公司生存和发展的根本，也是取得检验检测服务订单的重要原因。公司一旦发生公信力、品牌和声誉受损的事件，将严重影响客户的选择，进而影响公司业务开展，严重情况下，将影响公司的持续经营。

广电计量三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	945	1558	1799	2329	营业收入	1228	1682	2311	3184
现金	315	540	400	400	减:营业成本	624	922	1298	1797
应收账款	569	921	1266	1745	营业税金及附加	3	5	7	10
存货	8	13	18	25	营业费用	208	286	370	509
其他流动资产	53	84	116	159	管理费用	91	287	394	542
非流动资产	1061	1203	1439	1376	财务费用	40	25	30	41
长期股权投资	110	110	110	110	资产减值损失	18	0	0	0
固定资产	668	762	946	956	加:投资净收益	3	0	0	0
在建工程	1	50	102	31	其他收益	-122	1	1	1
无形资产	24	23	22	22	营业利润	124	157	213	286
其他非流动资产	259	259	259	259	加:营业外净收支	6	0	0	0
资产总计	2006	2762	3238	3705	利润总额	130	157	213	286
流动负债	958	1070	1448	1782	减:所得税费用	7	11	15	20
短期借款	784	800	1073	1264	少数股东损益	1	0	0	0
应付账款	49	76	107	148	归属母公司净利润	122	146	198	266
其他流动负债	125	194	268	370	EBIT	308	183	243	327
非流动负债	250	250	250	250	EBITDA	405	258	336	437
长期借款	33	33	33	33	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	217	217	217	217		2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1208	1320	1698	2032	每股收益(元)	0.49	0.44	0.60	0.80
少数股东权益	6	6	6	6	每股净资产(元)	3.19	4.34	4.64	5.04
归属母公司股东权益	792	1436	1534	1667	发行在外股份(百万 股)	248	331	331	331
负债和股东权益	2006	2762	3238	3705	ROIC(%)	22.1%	9.5%	9.9%	11.3%
					ROE(%)	15.4%	10.2%	12.9%	15.9%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	49.2%	45.2%	43.8%	43.6%
	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	9.9%	8.7%	8.6%	8.3%
经营活动现金流	136	-88	15	-10	资产负债率(%)	60.2%	47.8%	52.4%	54.8%
投资活动现金流	-483	-199	-329	-47	收入增长率(%)	46.7%	36.9%	37.4%	37.8%
筹资活动现金流	363	513	174	58	净利润增长率(%)	13.5%	20.0%	35.1%	34.5%
现金净增加额	16	225	-140	0	P/E	89.31	74.48	55.13	41.00
折旧和摊销	98	76	94	110	P/B	10.32	7.59	7.10	6.54
资本开支	-257	-199	-329	-47	EV/EBITDA	23.15	47.29	37.45	29.61
营运资本变动	-166	-310	-277	-386					

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>

