

产业链自上而下，芯片检测服务龙头扬帆起航

——广电计量（002967）首次覆盖报告

买入（首次）

日期：2020年04月13日

报告关键要素：

公司是一家全国性、综合性的独立第三方计量检测服务机构，专注于为客户提供计量、检测、认证以及技术咨询与培训等专业技术服务，为A股第二家综合性检测公司，下游客户覆盖包括特殊行业、汽车、电子电器、轨道交通在内的领域，业务范围覆盖全国的56家分、子公司。2019年度，公司实现营收15.88亿元（+29.34%），归母净利润1.70亿元（+39.15%）。近年来公司增长迅速，随着前期投资逐步进入回收期，未来3年内有望成长加速。

投资要点：

- **检测行业受多重利好驱动，迎来发展的历史性机遇：**政策放宽加速市场化进程，制造业升级背景下相关产业对检验检测需求持续扩大，且行业受宏观经济影响弱，第三方检测行业迎来历史性发展机遇，景气度有望持续。
- **计量、检测双驱动，业务成长迅速，市场、财务表现皆亮眼：**计量业务龙头地位稳固，2019年营收4.7亿元（5年内CAGR达40.16%，同行业为19.12%），先发优势+成熟布局+不断投资，将进一步巩固已有优势。检测业务上，一站式服务+全国布局优势明显，2019年营收10.62亿元（5年CAGR达44.89%）。随着前期新建实验室产能陆续释放，产能利用率的攀升，将带动后续业绩表现持续造好。
- **雄厚国资助力，市场化基因导入，充分激励增强动力：**背靠国资大股东广州无线电集团，显著增强公司在所处的资金密集型行业中的竞争力；公司较早完成混改，核心管理层股权激励充分，增强发展动力；股权集中度高+一体化管控，可保证公司稳定实现高效决策与执行。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计2020-2022年公司实现营业收入为21.05、31.00、45.43亿元，归母净利润分别为3.01、4.53、7.00亿元，对应EPS为0.91、1.37、2.12元，现价对应PE为39.78X、26.46X、17.12X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险因素：**行业政策及标准变动风险、服务公信力及品牌受不利因素影响风险、扩张整合导致的管理风险。

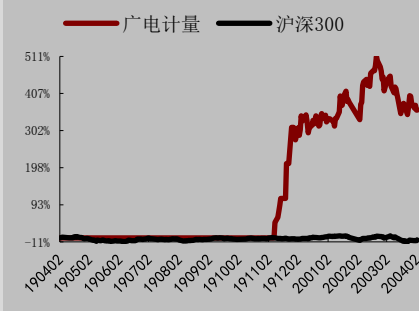
	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1,588	2,105	3,100	4,543
增长比率(%)	29.3%	32.5%	47.3%	46.5%
净利润(亿元)	169	301	453	700
增长比率(%)	39.0%	77.7%	50.4%	54.6%
每股收益(元)	0.51	0.91	1.37	2.12
市盈率(倍)	70.7	39.8	26.5	17.1

资料来源：万联证券研究所

基础数据

行业	综合
公司网址	
大股东/持股	广州无线电集团有限公司/39.92%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	330.67
流通A股(百万股)	82.67
收盘价(元)	34.20
总市值(亿元)	113.09
流通A股市值(亿元)	28.27

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年04月10日

相关研究

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：徐益彬

电话：075583220315

邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

研究助理：贺潇翔宇

电话：13305506080

邮箱：hexxy@wlzq.com.cn

目录

1. 贯穿产业链，多业务协同，稀缺的国有综合性检验检测机构	4
1.1 发展沿革：充分发挥混合所有制的制度优势	5
1.2 尽享混改红利，运营效率不断提升	5
1.3 市场化运行先行者，业务规模迅速扩张	7
1.4 高度重视自主研发，与国内顶级单位合作密切	9
2. 全球行业快速增长不受经济周期影响，国内加速明显	10
2.1 并购扩张推动全球行业高速发展	11
2.2 中国发展 TIC 行业具备多重优势	13
2.3 独立第三方机构将成为行业主流，发展迎来黄金期	14
2.4 国内并购扩张大幕已然拉开，并且有望持续加速	16
3. 各业务齐头并进，业绩保持高速增长	17
3.1 差异化优势业务成熟稳定，带动业绩稳步增长	17
3.1.1 计量业务	17
3.1.2 可靠性与环境试验	19
3.1.3 电磁兼容检测	20
3.2 重点培育业务发展迅猛，拓宽成长新赛道	21
3.2.1 食品检测	21
3.2.2 环保检测	22
3.2.3 化学分析	23
3.3 产能逐步释放过程中控费效果明显，业绩向上动力充足	23
4. 关键假设和盈利预测	24
5. 风险提示	26
图表 1：公司部分可出具的产品认证标志	4
图表 2：2018 年中国检验检测机构企事业单位数量比例	5
图表 3：广电计量历史沿革	5
图表 4：前十大股东持股情况（截至 2019/11/08）	6
图表 5：主要控股或参股公司（截至 2019/10/21）	6
图表 6：2012-2019 年营业总收入情况	7
图表 7：2012-2019 年归母净利润	7
图表 8：全产业链计量检测服务	8
图表 9：全国性实验室布局	8
图表 10：市场占有率情况	9
图表 11：近年来研发费用占营收比例	10
图表 12：近年来研发费支出情况	10
图表 13：QHSE 需求为检测行业发展的源动力	11
图表 14：国家 2018 年战略性新兴产业分类	11
图表 15：全球检验检测市场规模及增速	12
图表 16：2017 年全球第三方检测机构竞争格局	12
图表 17：2018 年全球第三方检测机构竞争格局	12
图表 18：2013-2018 年外资并购情况（家）	13
图表 19：Eurofins 自由活动现金流	13
图表 20：国内检测行业规模及增速	13
图表 21：我国检测行业市场规模增长率与 GDP 增长率对比	14

图表 22: 中国第三方检测行业发展走势	14
图表 23: 中国检测行业事业&民营机构占比走势	15
图表 24: 第三方检测行业市场规模预测	15
图表 25: 中国检验检测机构数量(家)	15
图表 26: 2018 年我国检验检测机构占比情况	16
图表 27: 2018 年国内上市大型检测企业情况	17
图表 28: 2018-2019 业绩增长情况	17
图表 29: 2018 年公司各业务占比情况	17
图表 30: 公司计量业务营业收入情况	18
图表 31: 全国计量行业营收总额	18
图表 32: 计量行业可比公司营收对比	18
图表 33: 公司可靠性与环境试验营收及增速	19
图表 34: 全国可靠性与环境试验市场规模及增速	19
图表 35: 可靠性与环境试验行业可比公司试验服务营收及毛利率对比	20
图表 36: 公司电磁兼容业务检测营收情况及增速	20
图表 37: 差异性优势业务毛利率情况(%)	21
图表 38: 食品检测服务渗透全产业链	21
图表 39: 公司食品安全检测业务营收及增速	22
图表 40: 全国食品检测机构营收及增速	22
图表 41: 公司环保检测业务营收及增速	22
图表 42: 计量行业可比公司营收对比	22
图表 43: 化学分析业务营收及增速	23
图表 44: 同行业可比公司营收及增速对比	23
图表 45: 18 年至今公司新建实验室一览	24
图表 46: 公司前十大客户占比逐年上升	24
图表 47: 公司销售、管理费用同比下降	24
图表 48: 盈利预测拆分	25

1. 贯穿产业链，多业务协同，稀缺的国有综合性检验检测机构

广电计量（002967.SZ）全称广州广电计量检测股份有限公司，2011年由广州广电计量测试技术有限公司整体变更设立。公司专注于为客户提供计量、检测、认证以及技术咨询与培训等专业技术服务。其中**计量业务**为公司的核心根基业务，经过多年发展，公司目前已拥有业务面覆盖全国的十余个计量校准实验基地，服务范围覆盖计量校准服务行业的十大领域，包括无线电计量、电磁计量、光通信计量等。公司**检测业务**在无线电检测、装备定型试验、汽车电子及零部件检测、能效检测、环境可靠性分析和失效分析等领域建立了技术优势。在**认证服务**方面，广电计量与众多国内外认证机构建立了密切的合作关系，能够为企业在最短时间内取得全球 60 余种产品认证，包括中国 CCC、北美 FCC、欧盟 CE 等。

图表 1：公司部分可出具的产品认证标志

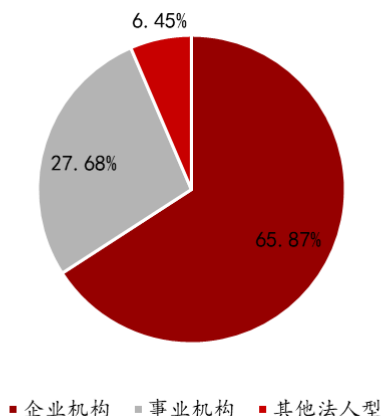


资料来源：公开资料、万联证券研究所

与国内其他第三方检测机构相比，广电计量是综合性的检测机构，业务领域覆盖广泛。国内目前第三方检测服务机构大多注重细分领域，如国检集团侧重建材和工程质量的检测；苏试试验主要针对振动试验设备环境与可靠性试验；电科院是电器检测龙头企业。而广电计量、华测检测、中国检验认证集团（未上市）、普尼检测（未上市）是国内仅有的几家大型综合检验检测服务机构，能够为客户提供“一站式”综合化专业技术服务。

此外，近年来国有事业单位检验检测服务机构的比重逐年下降，在国退民进的趋势下属于国有控股民营企业的广电计量有机会进一步发展壮大。2019年8月1日国家市场监督管理总局认可与检验检测监督管理司司长许新建在“第三届国际可持续发展实验室高峰论坛”上表示我国检验检测行业的产业结构持续优化，事业单位制检验检测机构数量占比首次下降到 30% 以下，企业检验检测机构占比达到 65.87%。

图表 2：2018 年中国检验检测机构企事业单位数量比例



资料来源：公开资料、万联证券研究所

1.1 发展沿革：充分发挥混合所有制的制度优势

广电计量历经三阶段发展，成功登陆 A 股市场。

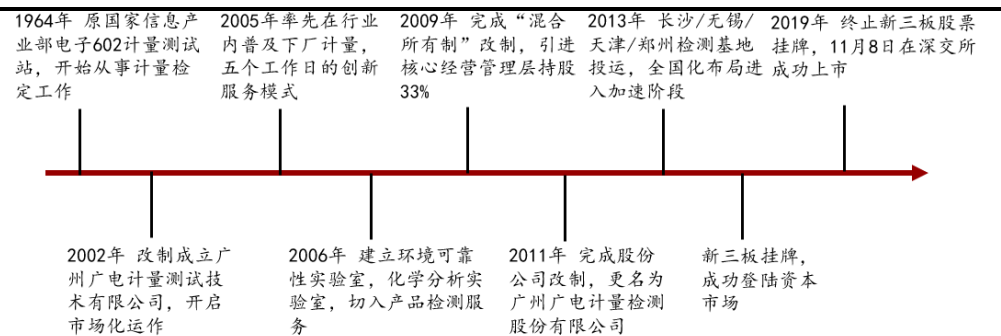
初创期：公司发展初期为国家信息产业部电子 602 计量测试站，于 1964 年开始从事计量检定工作，在 80~90 年代初也曾遭遇成长阵痛，但最终在行业变革的大潮中经受住考验，以改革谋发展，以创业实干和创新超越的精神掀开发展新篇章。

改革期：2002 年进行市场化改革，成立广州广电计量测试技术有限公司，为国内率先实行市场化运作的国有检测机构。历经多次增资，推行混合所有制改革，引进核心经营管理层持股，激发内生动力，终于在 2011 年完成股改，2015 年完成新三板挂牌，2016 年进入新三板创新层。

发展期：通过市场化改革以来 17 年的不懈努力，公司于 2019 年 9 月在新三板摘牌，并于同年 11 月在中小板成功挂牌，标志着公司募集资金的快速通道有效打开，有利于完善公司业务链条、拓宽市场领域、增强公司的持续盈利能力。

值得一提的是，公司 2012-2018 年归母净利润 CAGR 达 47.49%，在可比上市公司中增速最快。

图表3：广电计量历史沿革



资料来源：公开资料、万联证券研究所

1.2 尽享混改红利，运营效率不断提升

背靠国有大型高科技企业集团。公司实际控制人为广州市国资委，大股东为国有独资广州无线电集团，直接持股比例达 39.92%。公司产品和服务涵盖全球 80 多个国

家和地区，员工 4 万余人，先后被认定为国家创新型企业、中国电子百强企业、中国服务业企业 500 强等。无线电集团旗下拥有 3 家 A 股上市公司分别为：广电运通——综合实力排名全球前四强；海格通信——短波电台等多个军用通信产品市场份额全国首位；广电计量——规模排名全国领先。

高管持股稳定集中，决策效率高，有益于公司未来持续性发展。广电计量实行核心管理层股权激励计划，公司总经理黄敦鹏持股 6.5%、副总经理曾昕持股 5.4%、副总经理陈旗持股 2.6%，核心人员持股能够激发公司业务积极性、维持核心员工稳定性，有效解决了国企效率相对较低的问题。此外公司股权集中，广州无线电集团通过与广电运通股权控制关系及与核心管理层之间的行动一致关系，对广电计量股权控制合计达 63.7%，大大提升决策的效率，有利于公司良好的运转。

一体化垂直管理构建高效公司治理结构。据广电计量负责人介绍，公司大力打造全国一体化管控，确保每个地方的市场、技术、职能等各个部门都能快速响应，达到统一号令、整体联动、“全国一盘棋”的效果。公司目前已上线九大核心业务系统，五大管理平台以及两大辅助业务管理系统，形成一体化的信息服务平台，为一体化管理提供支撑平台。

图表4：前十大股东持股情况（截至2019/11/08）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	广州无线电集团有限公司	132,000,005	39.9190
2	广州广电运通金融电子股份有限公司	30,594,400	9.2522
3	黄敦鹏	21,600,000	6.5322
4	曾昕	17,964,000	5.4326
5	陈旗	8,736,004	2.6419
6	无锡国联创投基金企业(有限合伙)	5,000,000	1.5121
7	宁波鼎锋明道万年青投资合伙企业(有限合伙)	5,000,000	1.5121
8	广州越秀诺成六号实业投资合伙企业(有限合伙)	5,000,000	1.5121
9	广州盈锐产业投资基金合伙企业(有限合伙)	5,000,000	1.5121
10	黄英龄	1,800,200	0.5444
	合 计	232,694,609	70.3707

资料来源：wind、万联证券研究所

图表5：主要控股或参股公司（截至2019/10/21）

被参控公司	参控关系	直接持股比例	主营业务
广电计量检测(湖南)有限公司	子公司	100.00	计量服务,检测服务
广州广电计量检测无锡有限公司	子公司	100.00	计量服务,检测服务
云南航天工程物探检测股份有限公司	联营企业	9.80	工程检测,试验,监测,勘察
广电计量检测(北京)有限公司	子公司	100.00	计量服务,检测服务
方圆广电检验检测股份有限公司	联营企业	44.00	工业品,消费品检测
雄安广电计量检测有限公司	子公司	100.00	计量器具校准检定服务
中安广源检测评价技术服务股份有限公司	联营企业	35.05	劳动安全卫生技术咨询及评价
广电计量检测(西安)有限公司	子公司	100.00	计量服务,检测服务
广电计量检测(成都)有限公司	子公司	100.00	计量服务,检测服务
广电计量检测(沈阳)有限公司	子公司	100.00	计量服务,检测服务
广州山锋测控技术有限公司	子公司	100.00	检测装备研发

资料来源：wind、万联证券研究所

拥有雄厚资本实力的国有检测机构在第三方检测服务业更具优势，能够快速发展。第三方检测服务业为知识密集型、资金密集型行业，需要提供高技术含量的服务，因此无论是在人才方面的投入还是设备方面的投入对资金需求都非常大。以广电计量为例，仅在技术改造方面 2020 年公司及子公司计划合计投入 3.3 亿元，其中 1.1 亿元用于计量校准标准仪器的购置，1.9 亿元用于检测设备的购置，2109 万元用于实验室场

地的装修和改造，738 万元用于信息化的建设。在人才投入方面目前已集结、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。据公司现金流量表显示，2018 年与职工相关的现金流出达 4.58 亿。目前国内本土机构占据了检验检测服务机构的绝大部分，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。据国家认监委实验室统计检测机构规模与增长率成正相关，大型机构同比收入平均增幅为 23.57%，而微型企业仅为 1.92%，差距悬殊，因此广电计量这样的全国性、综合性第三方检测机构在检测行业中竞争力更强。

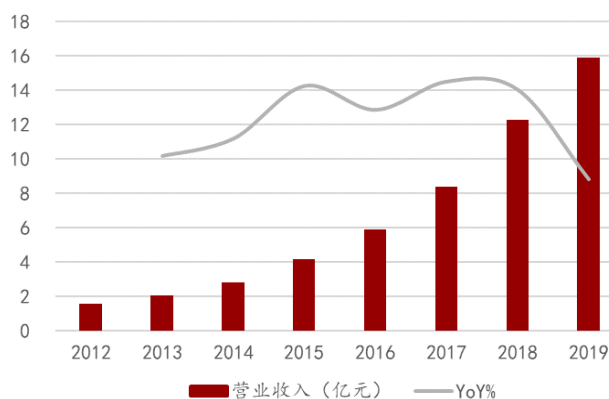
综上所述，公司是较早完成混改及市场化改革国有控股第三方检验检测服务机构，核心管理层股权激励充分，实现高效决策；一体化管控保证全国各部门整体联动；雄厚资本实力支撑公司在检测行业快速发展。

1.3 市场化运行先行者，业务规模迅速扩张

事业单位、机关单位占比不断下降，检验检测行业市场化趋势正在加速。根据国家市场监管总局发布的《关于 2018 年度全国检验检测服务业统计报告》显示，全国共有检验检测机构 39472 家，其中事业单位及机关单位共计 12925 家，占比进一步下滑至 32.74%。2019 年 3 月财政部、税务总局、中央宣传部就联合发布《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》，对于从事生产经营活动的事业单位包括一般性评审认证，咨询服务，评估鉴定单位，2020 年前将全部转企改制。检验检测行业市场化成为必然趋势。在市场化过程中，国有检测机构需要整合检测资源，确定发展战略，探索独立的企业文化管理模式。广电计量是国内较早完成市场化改革的国有计量检测机构，是继广电运通、海格通信之后，无线电集团自主培育的第三家 A 股上市公司，同时也是广州市国资系统 2019 年上市第一股。根据公司公告，公司化学类检测的业务发展迅速，以政府采购为主，同时也在积极拓展企业客户，提高相应占比。

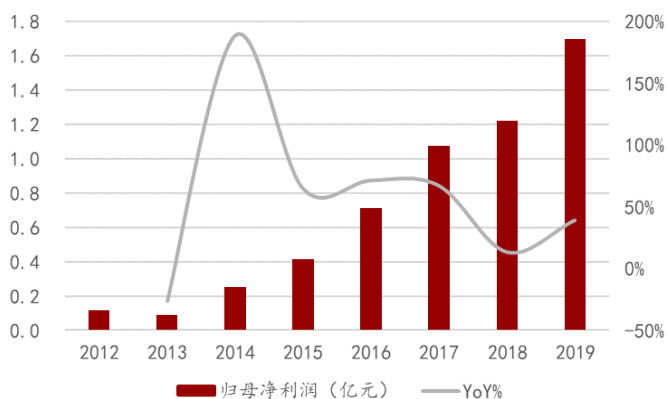
近年来公司成长迅速，各项业务均表现亮眼。公司 2012-2019 年营收、归母净利润 CAGR 高达 39.69%、45.92%。其中，计量作为公司传统业务，2019 年收入同比增长 26.35%；检测服务作为公司未来业绩的主要驱动力，2019 年收入合计增长 32.26%，优秀的发展历程，侧面反映公司已为未来保持高速增长打下坚实的基础。

图表 6：2012-2019 年营业总收入情况



资料来源：wind、万联证券研究所

图表 7：2012-2019 年归母净利润



资料来源：wind、万联证券研究所

多年的资质积累，使得公司能够为各类客户提供面向产品设计开发、制造、售后服务在内的一站式综合化专业技术服务。一站式服务一方面可以为客户提供更为便捷

的服务，节省了不同检测项目需要寻找有相应资质机构的成本，让客户省时省心；另一方面各项业务也具有很强的协同性，可增强公司对现有客户的业务开拓能力，保障了较高的客户黏性且能不断挖掘潜在客户，重点为国防军工、航空航天、汽车、轨道交通、通信等国民经济重要行业领域提供“全产业链”计量检测技术解决方案。

图表 8：全产业链计量检测服务



资料来源：公开资料、万联证券研究所

紧扣全国性实验室布局这一保证营收大幅增长的重要基石。2013 年，公司同时在长沙、无锡、天津三地设立三家业务子公司，建设综合试验基地，标志着公司正式进入快速扩张阶段。自此之后，公司在全国保持每年 2-3 家子公司的扩张速度。目前，已在广州、天津、长沙、无锡、郑州、西安、武汉等地设立了计量、检测实验室，拥有业务范围覆盖全国的 56 家分、子公司。随着公司新增实验室逐渐达产，可提供的检测服务范围及区域范围持续增加，各类专业技术人员加快聚集，因此公司围绕特殊行业、汽车、通信、电力、轨道交通、食品、环保等战略性行业领域大客户的“一站式”检验检测服务能力得到提升。

图表 9：全国性实验室布局



资料来源：公开资料、万联证券研究所

以公信力作为立身之本，一站式服务为特色，进行全国性实验室布局，公司业务在全国开花态势一片向好。在检验检测服务业市场“碎片化”的情形下，广电计量 2018 年市占率为 0.43%，仅次于 SGS、BV、Intertek 等外资在华巨头和华测检测，成为第三方综合检测国企龙头。在未来，随着公司全国实验室产能的逐步释放，特别是部分前期投资等待资质的实验室集中乏力，公司在行业的市占率有望进一步提升。

图表 10：市场占有率情况



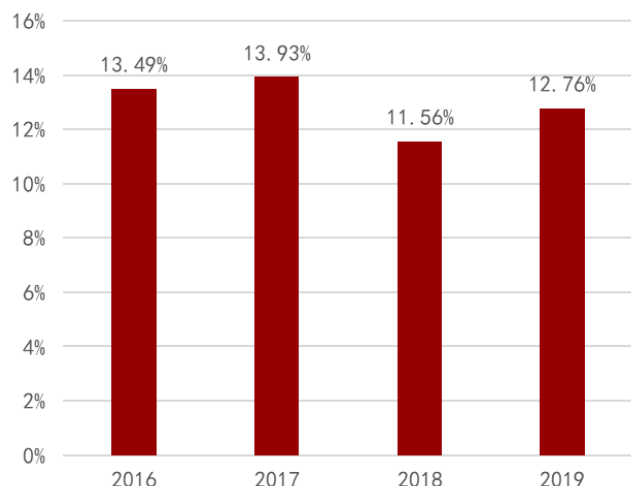
资料来源：公司招股说明书、万联证券研究所

1.4 高度重视自主研发，与国内顶级单位合作密切

持续的高研发投入是公司高速成长的充分条件。源于检验检测行业是知识密集型特征，公司一直以来高度重视研发工作，在研发经费方面持续投入，2012 年至今研发费用逐年增加且各期研发费用占营业收入的比例均不低于 10%，2018 年公司研发支 1.81 亿元，同比增涨 41.41%。为进一步推动公司创新工作，建立了激励机制，鼓励申请知识产权，发表技术论文等行为。公司持续加强研发投入和加快资质认证认可工作，截至 2019 年 12 月 31 日，累计获得专利授权 269 项，填补多项国内检测检测技术运用空白。

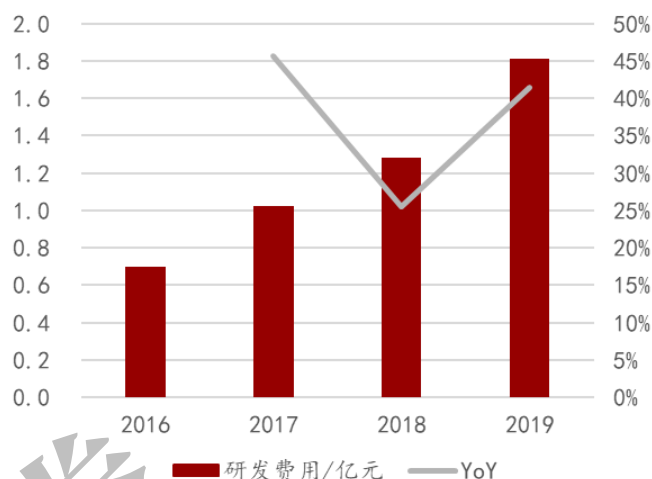
积极探索“检学研”战略合作。此外，公司与中国计量大学、江南大学等国内多所行业顶尖高校达成“检学研”战略合作，获得国家、地方政府部门认可，成为政府、科研机构和企业信赖的服务提供商和技术支撑单位。“检学研”战略的实施既为高校学子提供了专业知识的实践教育基地，也为企业自身构建了高水平科研平台，为推进计量检测技术科研成果的产业化应用、增强科技创新能力提供了技术和人才支撑，实现了经济效益与社会效益的“双赢”。

图表11：近年来研发费用占营收比例



资料来源：公司年报、万联证券研究所

图表12：近年来研发费支出情况



资料来源：公司年报、万联证券研究所

2. 全球行业快速增长不受经济周期影响，国内加速明显

检验检测行业（TIC），是运用科学技术方法测试设备和产品，为客户提供分析、测试、检验、认证、计量等服务的行业。检测行业主要分计量、检测及认证三大板块。TIC 供应商活跃于各种行业，覆盖产品研发到销售的全过程，被誉为“工业之眼”。

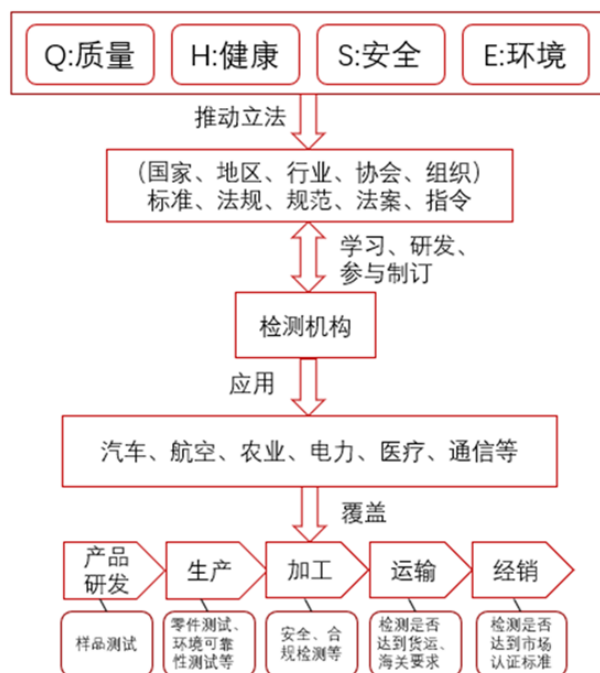
计量是实现单位统一、确保量值准确可靠的活动，包括仪器设备计量、无线电计量、电磁计量、光学、声学计量等。计量科学是整个科学技术体系的前沿，也是现代工业发展的三大支柱之一，是国民经济和社会发展的关键技术基础。

检测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。

认证使需求方能证明其产品、流程、系统或服务符合国家或国际的法规与标准，并出具认证证书，通常包含在检测业务中。

社会的 QHSE 需求（使用产品的质量、生活健康水平、生产生活的安全性、社会环境保护）是推动检验检测行业长期发展的根本动力。随着消费水平提升，社会 QHSE 需求提高，消费者愈加希望知道产品质量、安全、性能等能否过关，检测通过相应技术手段对这些要素进行技术验证，以检验其否满足相关法律、法规的要求，是否达到了公认标准。QHSE 需求推动相应法规的制订与完善，不断产生新的质量标准，从而推动产品质检需求量上升、需求环节增加，从根源上推动检测行业发展。

图表 13: QHSE 需求为检测行业发展的源动力



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

2016 年检验检测行业被首次纳入国家战略性新兴产业。战略性新兴产业是以重大技术突破和重大发展需求为基础,对经济社会全局和长远发展具有重大引领带动作用,知识技术密集、物质资源消耗少、成长潜力大、综合效益好的产业。不难看出,作为战略性新兴产业重点发展对象,第三方检测产业将会在政府的大力支持下迎来新的转折点。

图表 14: 国家 2018 年战略性新兴产业分类

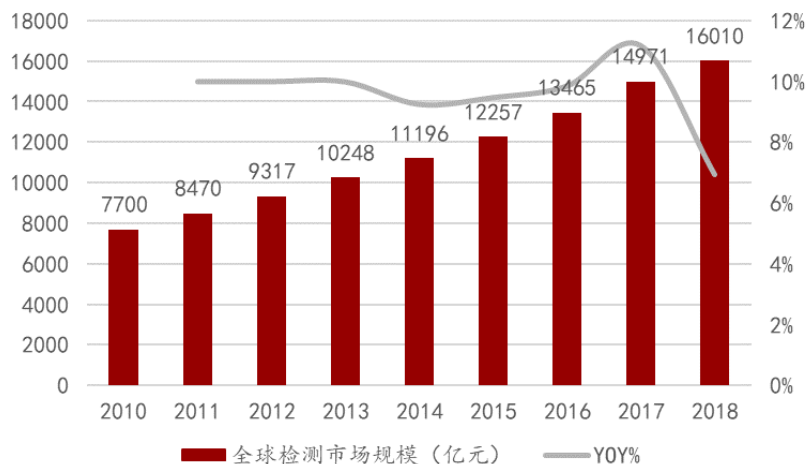
9	相关服务业		
9.1	新技术与创新创业服务		
9.1.1	研发服务	7310*	自然科学研究和试验发展
		7320*	工程和技术研究和试验发展
		7330*	农业科学研究和试验发展
		7340*	医学研究和试验发展
		7350	社会人文科学研究
9.1.2	检验检测认证服务	7451	检验检疫服务
		7452*	检测服务
		7453*	计量服务
		7455*	认证认可服务
9.1.3	标准化服务	7454*	标准化服务
9.1.4	其他专业技术服务	7410	气象服务
		7420	地震服务
		7431	海洋气象服务
		7441*	遥感测绘服务
		7449	其他测绘地理信息服务
		7471*	能源矿产地质勘查
		7472*	固体矿产地质勘查
		7473*	水、二氧化碳等矿产地质勘查

资料来源：国家统计局、万联证券研究所

2.1 并购扩张推动全球行业高速发展

随着科技进步,质量需求提升及国际分工深化,全球检验检测市场保持稳步增长状态。据智研咨询统计,2010-2018 年行业 CAGR 达 9.58%,2018 年全球检测市场规模突破 1.6 万亿元,据 IHS 预测,2020 年全球潜在检验检测服务业市场规模将超过 1.9 万亿元。行业整体增长空间较大。

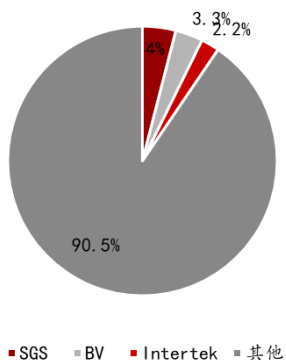
图表 15: 全球检验检测市场规模及增速



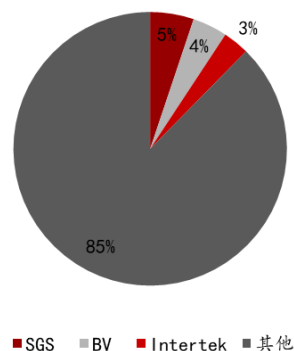
资料来源: 公开资料整理、万联证券研究所

全球 TIC 市场 CR3 企业的市场份额 12% 左右, 并购扩张成为行业发展趋势。全球范围的检测龙头机构主要包括: 欧盟的瑞士通用公证行 (SGS)、比利时欧陆集团 (Eurofins)、法国必维国际检验集团 (BV); 日本的日本海事检定协会 (NKKK)、新日本检定协会 (SK)、日本海外货物检查株式会社 (OMIC); 美国的大型检测机构主要有美国安全试验所 (UL)、美国材料与试验学会 (ASTM) 等。在整个行业的发展还处于上升阶段的背景下, 检测机构的并购也更为活跃。国际多家检测机构如 SGS、BV、Eurofins 通过大肆并购来实现行业内的快速扩张。2017 年, 全球 CR3 企业市占率为 9.5%, 一年后提升至 12%, 表明行业竞争格局在逐渐由分散变为集中。并购扩张既能以丰富的产品线提高客户的粘性, 又能以多层次的行业分布抵抗经济周期波动的影响, 成为检测机构发展壮大有效渠道。

图表 16: 2017 年全球第三方检测机构竞争格局



图表 17: 2018 年全球第三方检测机构竞争格局



资料来源: 前瞻产业研究院、万联证券研究所

资料来源: 前瞻产业研究院、万联证券研究所

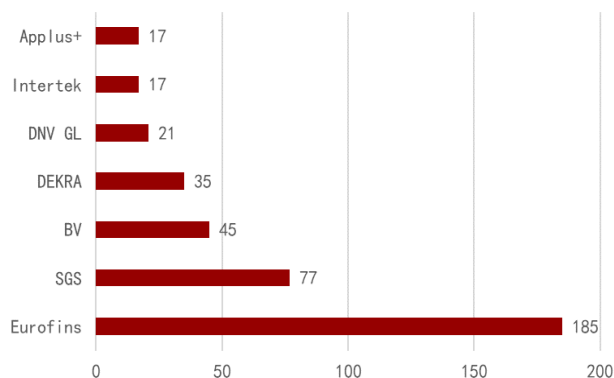
我们根据公开信息不完全统计, 2013-2018 年外资机构收并购活跃, 7 家全球主要检测机构共成功并购 397 起。以国际检测龙头机构 Eurofins 为例, 其发展迅速 30 年便跻身行业前列的重要因素在于:

1. 通过外延式扩张提升行业竞争力。公司积极深化扩充业务线、进入新市场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, 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。2000 年至今, Eurofins 历经三

轮资本开支周期，开展了三批实验室建设计划，实现自由现金流三段阶梯型上涨。

图表18：2013-2018年外资并购情况（家）



资料来源：公开资料、万联证券研究所

图表19：Eurofins自由活动现金流



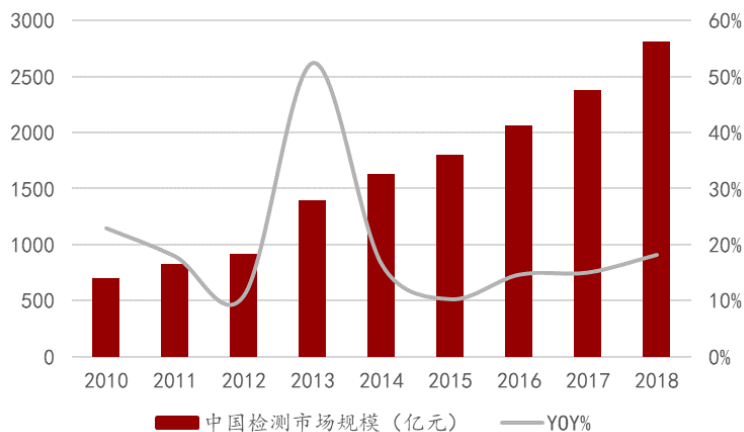
资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

2.2 中国发展TIC行业具备多重优势

空间大：国人生活水平提升，国内检测市场发展潜力十足。随着生活水平提升，人们开始重视健康和环保，对身边事物 QHSE 认知需求不断增强，希望消费品质量得到保障，从根源上推动检验检测行业的发展。横向来看，2016 年中国检测行业收入占 GDP 比仅约为 0.1%，而美国高达 1.4%，国内市场成长空间巨大。

提升快：相对欧美成熟检测市场，国内检测行业起步较晚，快速增长。欧美国家检测行业萌芽于 18 世纪，如今已形成规范成熟的市场；而直到 1988 年我国检测行业才开始初步发展。起步时间晚表明我国检测市场还未进入成熟期，增长速度具有优势。我国检测市场 10-18 年 CAGR 为 18.96%，远超全球市场增速。且检测行业具有广阔应用性，随着中国产业结构升级、消费水平提升，检测行业将渗透至更多生产及消费领域，未来随着全球化产业转移，检测行业将在中国得到更快发展。

图表 20：国内检测行业规模及增速

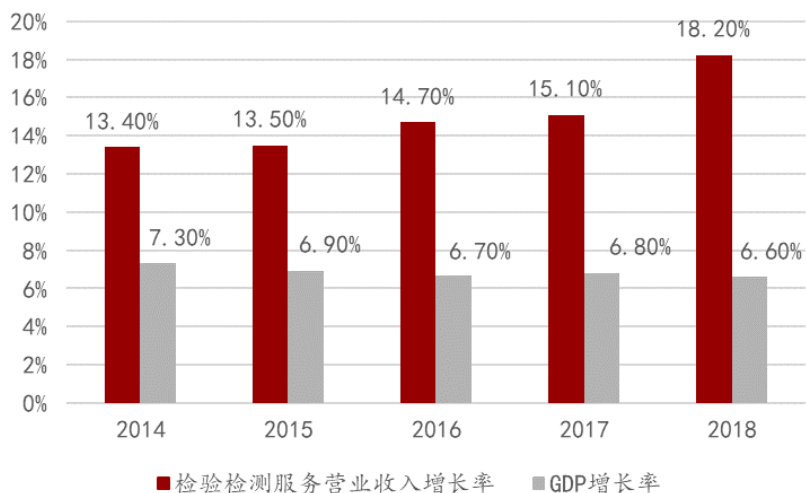


资料来源：智研咨询整理、万联证券研究所

风险小：检验检测服务业具备穿越经济周期特征，行业增速一直以来远超 GDP 增速。由于 TIC 行业下游遍布全国经济各个领域，总体需求受单一下游波动的影响较少，因此行业抗周期波动能力强。在 2008-2009 年恶劣的国际经济危机冲击下，检验检测认证行业的规模仍然有所上升；2014-2018 年，在国内经济整体增幅放缓背景下，GDP 增长率由 2014 年的 7.3% 下降至 2018 年的 6.6%，而同期我国检测行业市场规模增长率

由 13.44% 增长至 18.21%。随着国内改革持续深入推进，为第三方检测机构提供成长沃土，未来十年仍将是检验检测行业发展的黄金期。

图表 21：我国检测行业市场规模增长率与 GDP 增长率对比

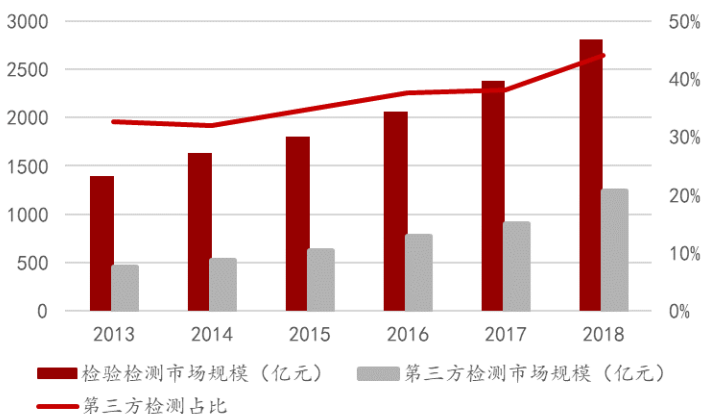


资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

2.3 独立第三方机构将成为行业主流，发展迎来黄金期

检测认证机构分为政府检测机构、企业内部检测结构与第三方检测机构三类。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。当前，第三方检测行业发展空间巨大，增长快，加上国家政策推动及自身独特竞争优势，迎来重要的历史发展机遇期。目前全球检测市场中第三方检测机构市占率仅为 40%，60% 的检测业务为政府与企业内部机构，第三方检测机构仍有巨大增长空间。我国第三方检验检测机构数量稳步增长，近十年 CAGR 达 21% 以上，超越检测市场总体增速，市占率由 2013 年 32.59% 逐年提升至 2018 年 44.01%。

图表 22：中国第三方检测行业发展走势



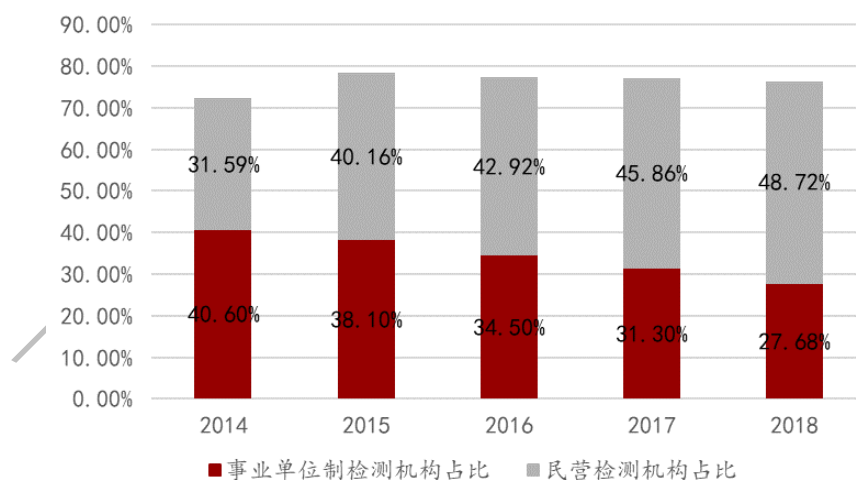
资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

第三方检测机构具有专业优势，安全故障率低。检测的产品种类、指标数量越来越多，这对于企业内部实验室将会出现无法快速跟上供应链情况与重复投入的问题。根据国际 TIC 理事会的研究，符合标准的产品中有 17% 仍存在安全关键故障。而来自相同类别但由独立第三方机构认证的产品，安全关键故障率不到 1%。

相比自建实验室,第三方检测成本优势凸显。检测服务支付占产品或资产价值 0.1% 至 0.8% 之间,而自行检测成本高昂,以计量实验室为例,建设成本动辄几千万,甚至上亿,但计量服务单价只需 300-400 元/次。在检测需求不断增长的情况下,很多需求方倾向选择检测单价低的第三方检测机构以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。

国家政策深化检测事业单位改制,促进第三方检测持续发展。我国第三方检测起步于 1989 年,但直至 2014 年,国有检测机构垄断的局面才开始改变。而自 2015 年以来,国务院、发改委加速检测行业市场化改革,多次发文提出要大力发展检验检测第三方专业服务,进一步深入第三方检测机构的专业化、市场化改革。我国检测行业正处于国家加强质量认证体系建设、深化检测行业市场化改革的阶段,在良好的政策环境中,第三方检测市场有望持续获得快速发展。

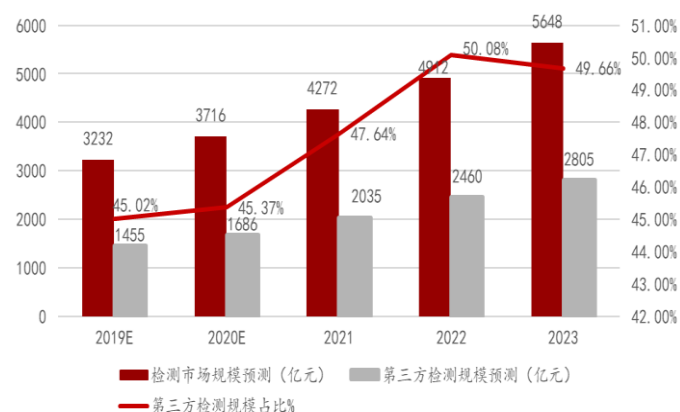
图表 23: 中国检测行业事业 & 民营机构占比走势



资料来源: 国家质检总局、万联证券研究所

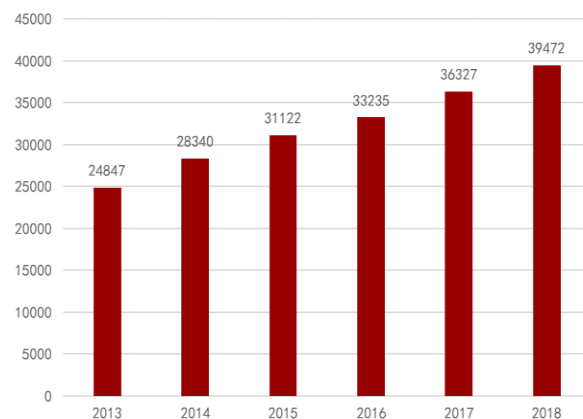
国家政策推动及自身独特竞争优势,使得第三方检测市场蓬勃发展。预计随着中国检测市场日益成熟,第三方检测机构将更多受到业界青睐及社会重视,迎来进一步发展。预计 2021 年市场规模将超 2000 亿元,占检测行业 47.64%,预计到 2023 年,第三方检测机构将达到约 50% 市占率。

图表 24: 第三方检测行业市场规模预测



资料来源: 公开资料、万联证券研究所

图表 25: 中国检验检测机构数量 (家)

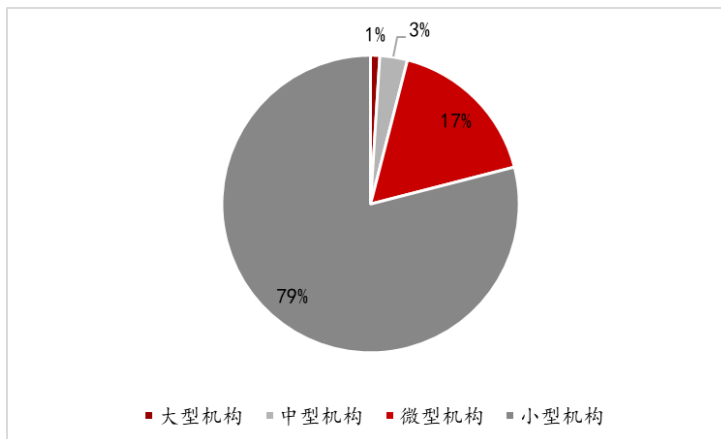


资料来源: 国家市场监督管理总局、万联证券研究所

2.4 国内并购扩张大幕已然拉开，并且有望持续加速

目前国内检验检测认证行业仍处在改革整合期，大部分机构呈“小、散、弱”特点，国际竞争力薄弱。我国第三方检测行业仍处于较初期发展阶段，整个行业格局相比国际市场更为分散且相对低效，检验检测机构规模普遍较小，区域化严重，未形成一家具有全球竞争力的综合性检测机构。绝大部分机构规模偏小且过于“本土化”，仅在本省区域内开展服务的机构为 80%。

图表26：2018年我国检验检测机构占比情况



资料来源：国家市场监督管理总局、万联证券研究所

国内行业并购扩张大幕已然拉开。依照国际检测行业发展经验，为了避免单一检测业务带来的瓶颈，国内具备一定规模的检测企业通过外延并购的方式不断进入新的细分领域以提升占有率，并购扩张成为行业主题。检测认证行业下游市场广泛，涉及国民经济各个行业，各行有不同的技术特点和政府监管要求，技术和资质门槛使得每个市场相对独立。检测认证机构难以快速复制，无法通过直接投资进行快速扩张，采用并购手段快速切入新领域是检测认证行业外延普遍的做法。

并购整合助力加速追赶国际先进水平。虽然起步时间较晚，但通过并购整合，我国第三方检测机构开始去区域化，实现资源整合，缩短与国际先进水平的差距。2016年，苏交科收购全球最大的环境检测公司 Test America 标志着国内第三方检测机构不但进行国内沟通，还拉开国际并购帷幕。同年华测检测通过收购宁波唯质检测和河南数字证书公司分别进入纺织品检测行业以及数字认证行业。广电计量在 2016 年收购航天检测 10.07% 股权，正式进入建设工程检测领域；12 月收购世纪天源 35.05% 股权，公司进入安全评价，环境影响评价等新领域；公司上市后收购方圆广电 56% 股权，涉足安规检测及认证服务。

我国部分优质的第三方检测机构通过外延并购的方式不断拓展下游行业的覆盖，提升整体经营能力和经营范围，已在一些领域形成绝对优势。华测检测、迪安诊断、广电计量、电科院等检测机构分别在环境食品、医学诊断、计量校准、电力等领域具有绝对优势，形成全国性布局，公司综合竞争力较强。

行业格局将由分散变为相对集中，经过并购扩张后的综合性企业竞争力得到显著提升。

图表27：2018年国内上市大型检测企业情况

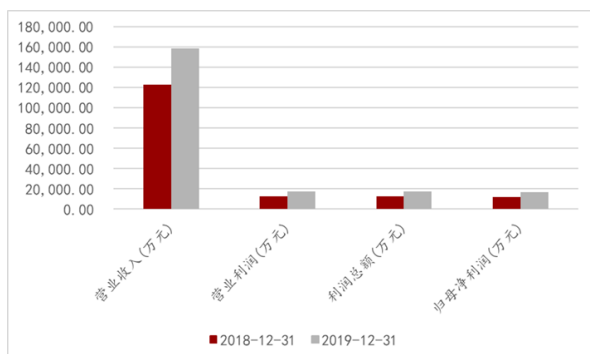
公司名称	实验室数量 (个)	优势业务
华测检测	130+	环境食品等
苏试试验	13	环境可靠性
广电计量	20	计量、环境可靠性、电磁兼容等
迪安诊断	38	医学诊断
电科院	46 (大类实验室)	电器检测
中国汽研	11	汽车产品设计相关测试
金域医学	37	医学诊断服务等

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

3. 各业务齐头并进，业绩保持高速增长

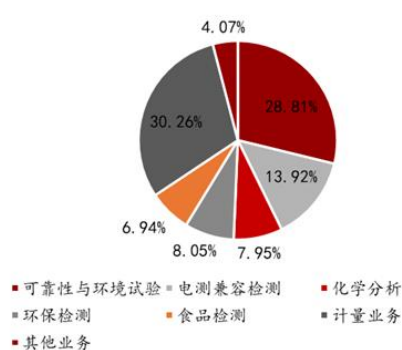
计量起家，巩固发展可靠性与环境试验以及电磁兼容检测，已形成各业务环节差异化优势互补。2017年起，公司除主力计量、可靠性与环境测试、电磁兼容检测业务以外，还重点培育环保、食品、化学分析业务。差异化业务发展成熟，已形成规模优势，保证公司营收稳步增长及较高利润；重点培育业务处于新赛道，发展势头足，有望冲破业绩成长天花板。各类齐头并进，计量检测双驱动，公司业绩驶向快车道。2019年度实现营收 15.88 亿元，同比增长 29.34%；归属于上市公司股东的净利润 1.70 亿元，同比增长 39.15%。

图表 28：2018-2019 业绩增长情况



资料来源：wind、万联证券研究所

图表 29：2018 年公司各业务占比情况



资料来源：wind、万联证券研究所

3.1 差异化优势业务成熟稳定，带动业绩稳步增长

3.1.1 计量业务

公司以计量业务起家，具有先发优势及全国性布局，在行业具有龙头地位。公司前身为国家信息产业部电子 602 计量测试站，始建于 1964 年，如今业务范围已覆盖全部十个专业领域，具有领先技术优势及全国化的服务网络。且在计量市场格局分散的情况下，18 年达到 4.63% 市占率，属于行业龙头企业。2019 年该业务营收达到 4.7 亿元，近五年 CAGR 高达 40.16%。

中国计量检测市场稳步增长，2018 年规模达 80 亿。计量校准行业具有良好发展前景，保持较快增速。原因有四：

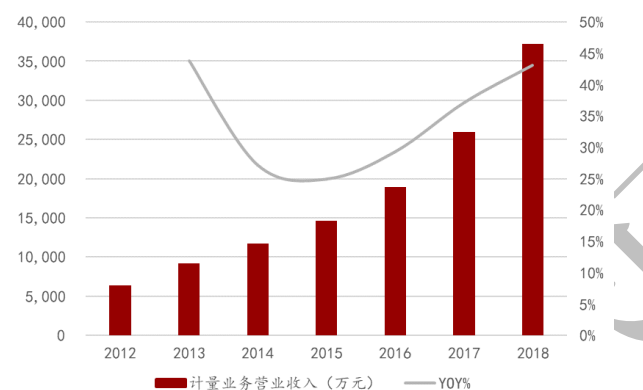
(一) 计量校准的应用领域愈加广泛：未来生产愈加依靠仪器设备，对设备质量、测量准确性等要求也在提升。测量指标升级，测量范围增加。

(二) 内校市场潜力较大：目前大部分仪器设备都在企业内部校验。但内校不代表第三方公证。随着社会对产品质量要求的提高，内校将转外校。

(三) 未通过质量体系认可的企业有潜在需求：这些企业所占的比例估计为 20%，在用的仪器基本没有校验。企业必须通过计量校验服务渠道获得质量体系认可。

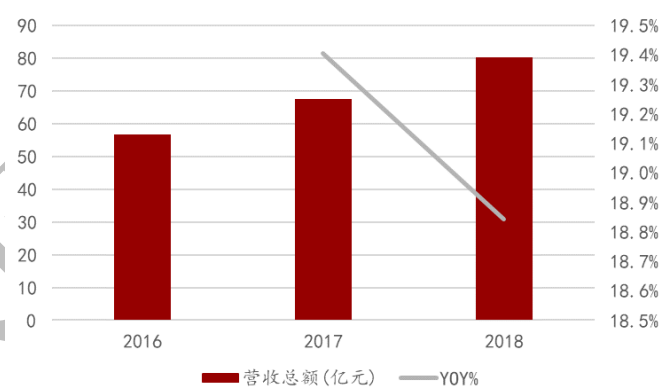
(四) 计量校准对象为存量概念而非流量：存量即为目前为止需要计量校准的设备总量，大多数设备需要进行至少一年一次校准，计量业务需求总量只会不断上升。

图表30：公司计量业务营业收入情况



资料来源：wind、万联证券研究所

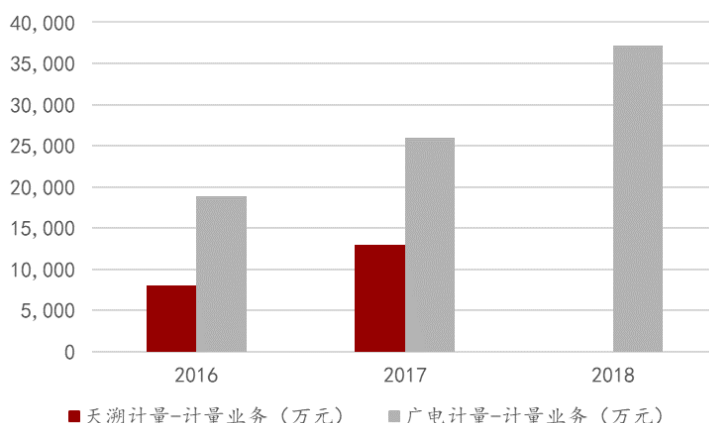
图表31：全国计量行业营收总额



资料来源：wind、万联证券研究所

相比其他计量检测机构，公司计量业务为行业绝对龙头、客户结构更优。可比竞争对手有天溯计量，谱尼测试，华测检测等，其中谱尼测试与华测检测均只承接少量计量业务，故我们选取天溯计量与广电计量进行对比。与广电计量相比天溯计量规模较小且客户均为中小型客户，业务范围仅局限于珠三角地区，很难形成全国性布局。而广电计量在全国范围内有多家分公司，已完成全国布局，未来规模优势将得到更多体现；且实行大客户战略，下游需求稳定。

图表32：计量行业可比公司营收对比



资料来源：wind、万联证券研究所

增速远超行业水平，龙头地位不断巩固。2016-2018 年公司计量业务营收 CAGR 高达 40.12%，远超同期行业 CAGR19.12%的总营收增速。在计量行业竞争优势向规模大、公信力强、全国性高的机构偏移的背景下，我们认为，公司计量业务未来将继续保持

高速增长。这一方面是由于中国计量检测市场发展较快，潜力巨大；另一方面是由于公司作为行业领先机构，具有成熟布局 and 先发优势，加上公司加大投资不断巩固现有优势业务，必然将带动计量营收和利润快速上升。

3.1.2 可靠性与环境试验

在可靠性与环境试验业务上公司也有显著竞争优势。2019 年该业务营收达 4.67 亿元，增速高达 31.92% 远超市场水平，发展势头不容小觑。一方面公司在该业务上具有成熟布局、技术优势及独特军工壁垒优势，在市场中极具竞争力；另一方面该业务的整体市场下游需求不断提升，发展趋势向好，我们预计公司该业务将继续保持稳步较高速增长。

可靠性与环境试验通常可分为力学环境试验、气候环境试验和综合环境试验。下游客户包括诸多大型乘用车整车制造企业，大型船舶制造企业，航空机载设备企业等。

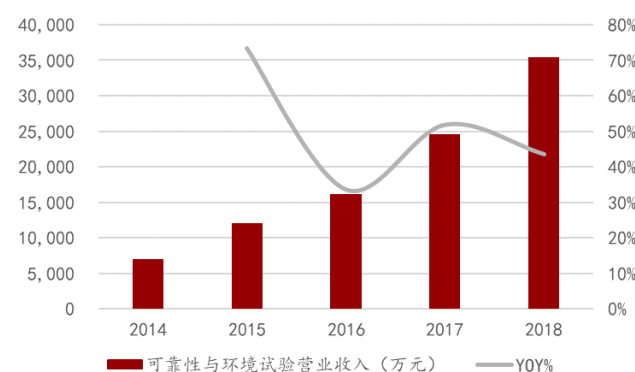
公司业务成熟，具有规模和技术优势，及军工检测壁垒优势。公司 2006 年开始发展可靠性与环境试验业务，如今已基本成熟，具备全国布局和领先一站式服务能力；可靠性与环境试验的重要下游为军工检测，进入壁垒较高，而广电计量具有军工背景，在该领域形成独特竞争优势。

全国可靠性与环境试验行业规模达 239 亿，近年高速增长，未来向好。可靠性与环境试验市场规模由近十年 CAGR 达 17.41%。我们认为未来将持续向好理由有二：

（一）近年我国研发投入逐年提升，带动可靠性与环境试验市场需求拉升：研发产品需要可靠性与环境试验来保证成功率，企业研发投入与试验业务正相关。2018 年我国共投入研究与试验发展（R&D）经费 19677.9 亿元，同比增长 11.8%，增速世界领先；但 R&D 经费投入与 GDP 之比为 2.19%，相比发达国家尚且偏低，故有潜在增长空间。

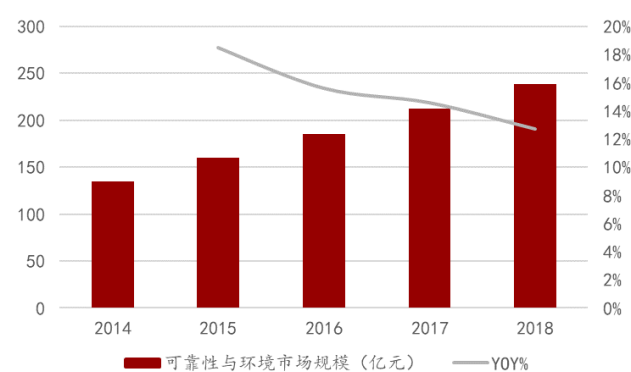
（二）国家政策扶持密切行业相关的制造业，带动可靠性与环境试验高速增长：按照《中国制造 2025》的规划，2015 年制造业研发经费内部支出占主营业务收入的比重为 0.95，到 2025 年要升至 1.68。制造业研发经费占比不断提升，成为行业持续高速增长的动力。

图表33：公司可靠性与环境试验营收及增速



资料来源：wind、万联证券研究所

图表34：全国可靠性与环境试验市场规模及增速

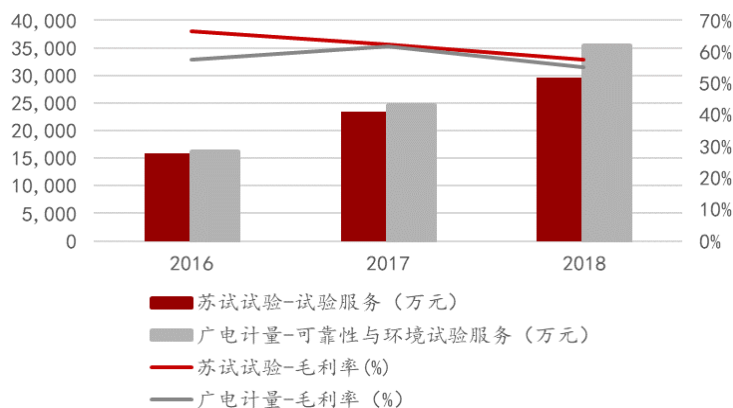


资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

可靠性与环境试验业内上市公司主要包含苏试试验，电科院。由于电科院主要从事电器检测，因此选取苏试试验作为可比竞争对手。营收方面，广电计量该业务和苏试试验近年来保持了大致相同的高增长速度，且营收略高于苏试试验。可见作为行业

领先机构，独有竞争优势使得营收维持近年高增长速度；**利润方面**，广电计量此项业务毛利率略低于苏试试验，主因于苏试试验的业务还包括可靠性与环境试验设备的生产与销售，其开展可靠性与环境试验的实验设备部分可使用自己生产的设备，成本相对较低。

图表35：可靠性与环境试验行业可比公司试验服务营收及毛利率对比



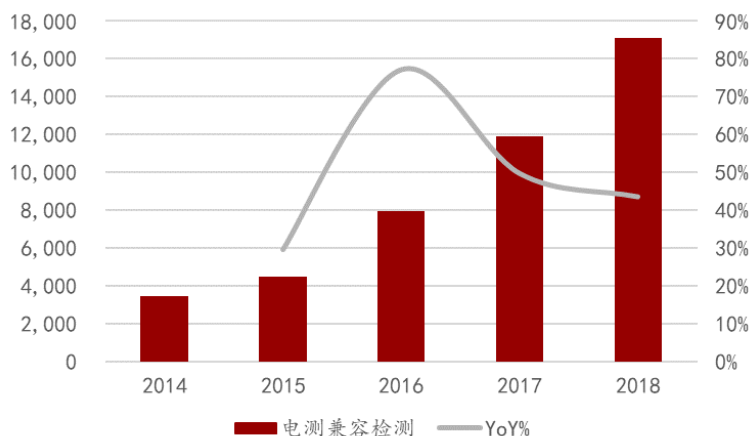
资料来源：公司招股书、万联证券研究所

3.1.3 电磁兼容检测

电磁兼容性 (EMC) 测试，是指测试设备或系统在其电磁环境中符合要求运行并不对其环境中的任何设备产生无法忍受的电磁干扰的能力。电磁兼容检测业务主要应用在装备与系统、汽车及汽车电子电器、航空机载产品、外场试验方面。

公司实验室布局早，具有先发优势。2006 年开始建设实验室，已形成全国布局，实验室数量和技术服务能力位居全国前列。且电磁兼容检测与可靠性环境试验能够形成协同效应，公司两项业务均为优势业务，具有一站式服务能力。2019 年电磁兼容业务营收达 2 亿。

图表36：公司电磁兼容业务检测营收情况及增速



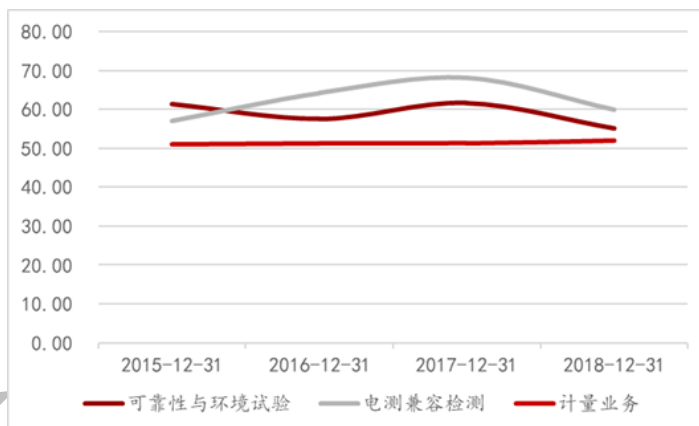
资料来源：公司招股书、万联证券研究所

电磁兼容整体行业处于快速成长期，未来需求也将旺盛增长。据认监委披露，2018 年中国电子电器类检验检测机构营收总额为 136.91 亿，近两年 CAGR 超 21%。

随着手机、GPS、笔记本电脑等电子设备不断推陈出新，辐射危害成为个人及政策制定者需要重点关注的问题，会推动电磁兼容检测业务需求进一步上升。即将到来的 5G 建设浪潮也对电磁兼容检测市场有带动作用。

计量检测，电磁兼容检测和可靠性与环境试验业务为公司成熟、优势业务，能够保持稳定增长，带来较高利润。2018 年这三项业务占总业务收入的 73%，为公司重要盈利业务。公司未来将继续升级改造实验室，加大研发力度，引进人才，继续强化现有优势业务，巩固优势业务竞争力。预计毛利率在现有基础上略有提高且保持稳定，业绩继续稳定上升。

图表 37：差异性优势业务毛利率情况（%）



资料来源：公司招股书、万联证券研究所

3.2 重点培育业务发展迅猛，拓宽成长新赛道

3.2.1 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，可为客户提供“从农田到餐桌”的全产业链质检服务。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。

图表 38：食品检测服务渗透全产业链



资料来源：公开资料、万联证券研究所

食品检测业务为公司重点发展业务，正在向全国高速扩张，且公司具有三大优势。公司食品检测业务收入高速增长，2016-2019 年 CAGR 高达 54.34%，远超整体市场增

速，2019 年该业务营收达到 1.25 亿元。公司三大优势凸显：

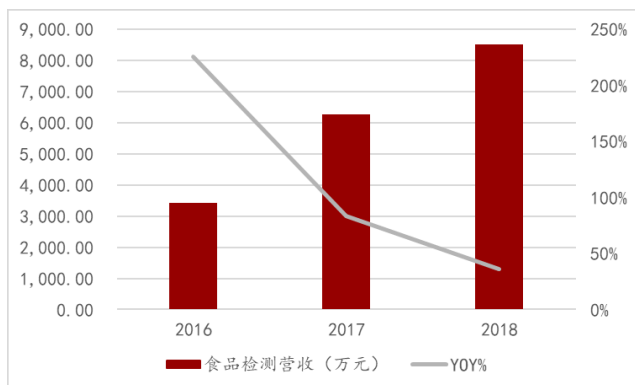
（一）公司积极拓宽业务范围，布局完善：公司已在大部分重点城市建设食品检测实验室，未来将进一步完善全国食品实验室布局，资质能力扩展迅猛。

（二）公司主要客户为政府机构，客户结构优良：公司为国省级重大食品安全检测项目承接单位，检测能力得到政府部门信赖。

（三）公司重视提升食品检测能力，实验室技术领先：公司与江南大学等高校食品学院共建协同创新实验室，未来将争取取得更多专项抽检项目突破及食品检验高端资质等。

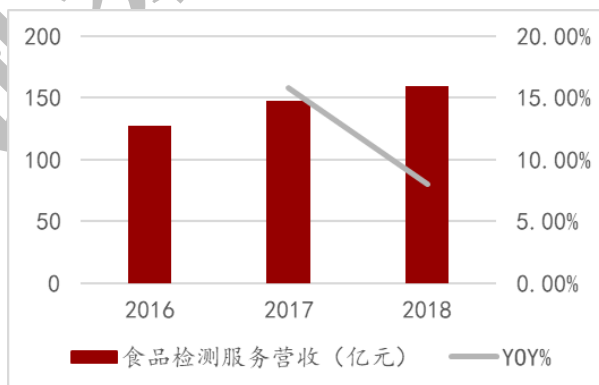
我国食品安全检测行业起步较晚，但研究应用方面已取得快速发展。我国食品安全检测行业市场规模近年增速保持在 20% 左右，预计到 2022 年有望达 1000 亿元规模。且我国食品检测机构营收稳定增长，16-18 年 CAGR 为 11.82%。

图表 39：公司食品安全检测业务营收及增速



资料来源：wind、万联证券研究所

图表 40：全国食品检测机构营收及增速



资料来源：公司招股书、万联证券研究所

3.2.2 环保检测

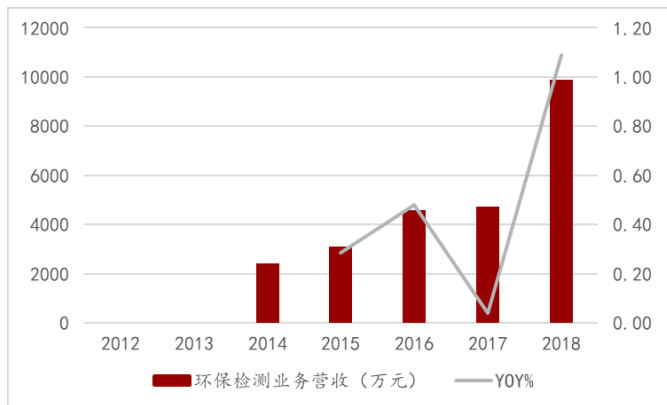
公司环保检测业务主要包括环境与环保、水质两个领域，目前处于高速增长期，与食品检测业务类似，环保检测也是公司重点新培育业务，主要客户是政府的环保部门。公司环保业务增长迅猛，近年来 CAGR 超过 40%，2018 年营收更是实现翻番。

环保检测业务主要是服务于政府环保部门监管，受政策因素影响较大。2016 年国务院发布《土壤污染防治行动计划》，受政策影响，土壤检测、基站辐射业务增长较快。国家近年实行绿色环保政策直接带动环保检测行业未来向好。

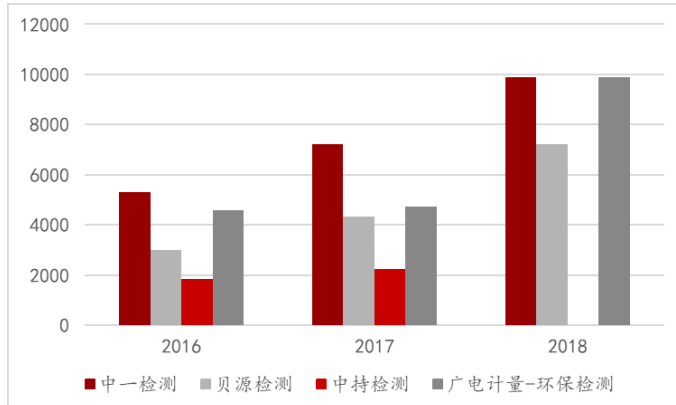
除公司外，行业内华测检测、中一检测、贝源检测等挂牌企业环保检测业务也持续增长，共同侧面反映环保检测行业发展良好趋势。

图表 41：公司环保检测业务营收及增速

图表 42：计量行业可比公司营收对比



资料来源: wind、万联证券研究所



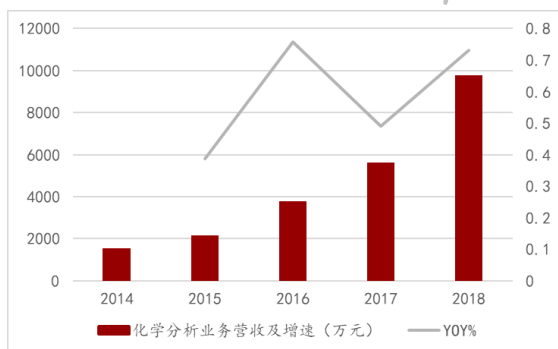
资料来源: 公司招股书、万联证券研究所

3.2.3 化学分析

公司化学分析业务涉及的下游领域包括乘用车整车制造业、家电制造业、轨道交通、电子电器、船舶制造等行业，客户包含一批大型乘用车整车制造企业、家电制造企业、轨道交通和船舶制造等行业的大型制造企业。

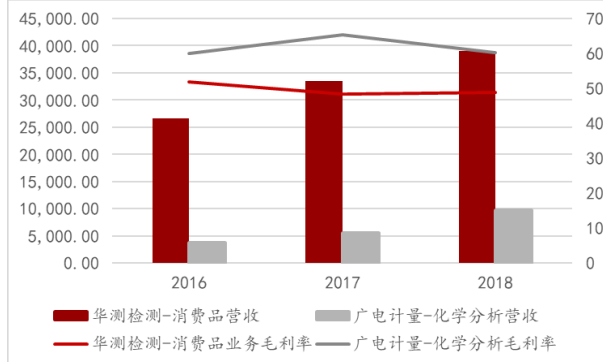
客户资源优质，持续合作情况良好。公司客户包括中车股份、格力电器等大型制造企业，下游客户稳定，保证需求端良好。公司资质全面升级，取得重大突破：公司提供一站式有害物质检测及材料分析服务，在船舶、轨道交通等业务线的培育均取得较大突破影响，获得海尔、格兰仕等著名电子电器制造商认可及中、美、英、德 4 国船级社认可。

图表43: 化学分析业务营收及增速



资料来源: wind、万联证券研究所

图表 44: 同行业可比公司营收及增速对比



资料来源: wind、万联证券研究所

和华测检测消费品检测业务相比，尽管广电化学分析业务规模相对较小，但毛利率更具有优势。广电计量化学分析业务目前均为公司自建实验室开展，经过前期培育，已具备一定规模，近三年投入相对稳定，公司采用大客户供应链等多种拓展模式，不断取得市场突破，规模效益已经开始显现，未来将保持可持续发展。

3.3 产能逐步释放过程中控费效果明显，业绩向上动力充足

近两年公司加大技术改造与项目投入，着眼全国性布局。目前为止，公司已经建立多个综合性实验室基地，新增人才设备、加大研发力度。部分新建实验室尚未达产，随着未来实验室设备投入使用，各项业务产能逐步释放，有望由高投入转为高利润。经测算，公司各项目达产后，年均新增营收约为投资额 1.62 倍，年均新增利润为投资额的 20%。

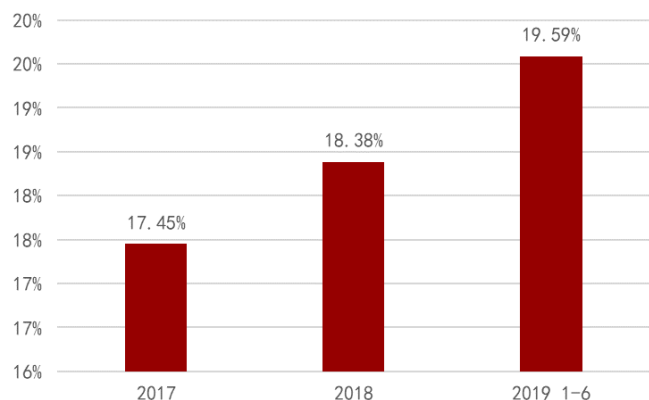
图表45：18年至今公司新建实验室一览

建设时间	新建实验室	预期达产时间
2018年	合肥等5地 环保、食品检测实验室	1.5-2年
2018年	青岛 可靠性与环境实验室	2-3年
2018年	3地 电磁兼容实验室	2-3年

资料来源：公司招股书、万联证券研究所

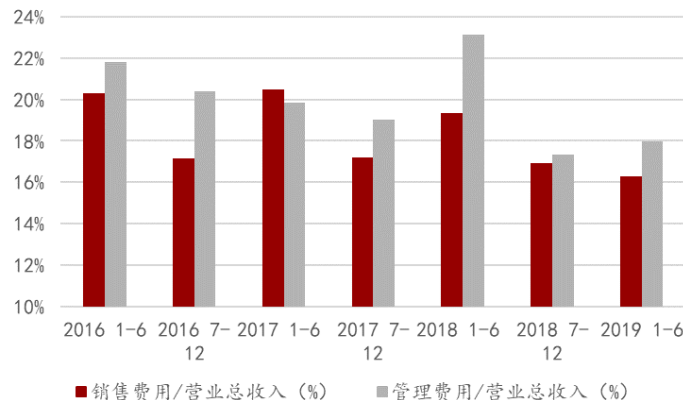
公司经营、销售战略效果显著，各项费用率均有所下降。公司战略性拓宽行业大客户如中航工业、中国船舶、南方电网、东风汽车等，大客户业务收入占总收入比例逐年上升，并在各地建立起了覆盖全国范围的区域化业务分部，采取直销模式，提升销售效益，销售人员人均销售额提升，2019 上半年销售费用率较上年同期下降 3.01%。同时，公司优化管理结构，重视规模发展，管理及研发规模效应开始显现，管理费用率较上年同期下降 5.60%。

图表 46：公司前十大客户占比逐年上升



资料来源：公司招股书、万联证券研究所

图表 47：公司销售、管理费用同比下降



资料来源：wind、万联证券研究所

目前全国化布局完善，前期高投资已开始逐渐回收；且经营、销售战略带来良好效果，各项费用率呈下降趋势。因此我们预测未来高投资将转化为高收益，公司利润将加速释放。

4. 关键假设和盈利预测

广电计量的业务可分为六个板块：计量、可靠性与环境试验、电磁兼容检测、食品检测、化学分析、环保检测及其他业务。关键假设和盈利预测如下所示：

1) 计量业务：由于公司为计量业务龙头企业，具有成熟布局 and 先发优势；且中国计量检测市场发展较快，潜力巨大，我们预测计量业务 2020-2022 年营收增长率分别为 30%、40%、40%。2019 年毛利率下滑至 45.13%，是由于新设实验室业务周期较长，预测未来随着产能释放，实际合同履行完成时间将逐步落地，毛利率将回升稳定至 50% 左右。

2) 可靠性与环境检测业务：公司可靠性与环境试验业务高速增长，整体市场向好，且该业务为公司成熟业务，我们预测 2020-2022 年增长率分别为 35%、40%、40%，通过复盘公司历史业绩及对标行业同类型公司情况，我们认为毛利率将稳定至 55% 左右。

3) 电磁兼容检测: 公司电磁兼容检测业务发展快, 收入增速远超行业整体增速, 由于公司具备技术和一站式服务优势, 未来一段时间内将成为公司业绩增长的主要动力。特别是在公司部分重点客户处, 还获得了重点突破, 我们预测 2020-2022 年增长率为 30%、50%、50%, 毛利率将恢复至正常的 60%附近。

4) 食品检测: 公司食品检测业务正处于重点布局发展期, 预测 2020-2022 年增速分别为 50%、60%、70%, 随着前期建设实验室的产能逐步释放, 预计毛利率会迅速企稳回升, 预计同期毛利率分别为 40%、45%、40%。

5) 环保检测: 公司 18 年环保检测增速迅猛, 为公司增速亮眼业务; 而我们预计 2020 年后随着产能释放业绩将快速上升, 预计 2020-2022 年增速为 40%、50%、50%; 毛利率为 30%左右。

6) 化学分析: 公司化学分析投入基本稳定, 规模化效应开始显现。预计 2020-2022 年营收增速为 60%、60%、60%。化学分析业务则大部分是在实验室对委托方送检的样品进行分析检测, 采样成本较低, 故毛利率相对较高, 预计毛利率将处于 60%附近区间。

图表 48: 盈利预测拆分

	2019	2020E	2021E	2022E
计量业务				
营业收入 (百万元)	469.54	610.40	854.56	1196.39
增速 (%)	26.35	30	40	40
毛利率 (%)	45.13	50	50	50
可靠性与环境试验				
营业收入 (百万元)	466.75	630.11	882.16	1235.02
增速 (%)	31.96	35	40	40
毛利率 (%)	52.53	55	55	55
电磁兼容检测				
营业收入 (百万元)	199.70	259.61	389.42	584.12
增速 (%)	16.86	30	50	50
毛利率 (%)	61.64	60	60	60
化学分析				
营业收入 (百万元)	122.48	159.97	313.55	501.68
增速 (%)	25.49	60	60	60
毛利率 (%)	49.66	60	60	60
环保检测				
营业收入 (百万元)	148.43	207.80	311.70	467.55
增速 (%)	50.08	40	50	50
毛利率 (%)	34.53	30	30	30
食品检测				
营业收入 (百万元)	124.57	186.86	298.97	508.25
增速 (%)	46.21	50	60	70
毛利率 (%)	23.13	40	45	40
其他				
营业收入 (百万元)	56.68	50	50	50
增速 (%)	-	-	-	-
毛利率 (%)	-	-	-	-

营收合计	1588.15	2104.75	3100.36	4543.01
------	---------	---------	---------	---------

资料来源: wind、万联证券研究所

基于以上假设,我们预计 2020-2022 年公司实现营业收入为 21.05、31.00、45.43 亿元,归母净利润分别为 3.01、4.53、7.00 亿元,对应 EPS 为 0.91、1.37、2.12 元,现价对应 PE 为 39.78X、26.46X、17.12X。首次覆盖,给予“买入”评级。

5. 风险提示

行业政策及标准变动风险。公司近年的快速发展离不开政府对 TIC 行业推向市场化的政策支持,若未来发生不可控因素导致政策方向发生转变或政策开放停滞,将直接影响构思的业务进展及并购扩展计划,对公司未来业绩的成长带来不确定性。

服务公信力及品牌受不利因素影响风险。TIC 行业客户对服务及认证提供者的公信力及品牌有极大的依赖性,若公司公信力及品牌持续正面发展将会给公司业绩带来持续正面效应,反之,若公司公信力及品牌受到影响,将给公司业务带来负面影响,从而导致公司业绩下滑。

扩张整合导致的管理风险。尽管公司具备全国布局管理的高效经验,但随着未来业务成长过程中的不断扩张,将使管理体系迎来新的挑战。若公司的组织架构、管理制度及人员未能随着规模的扩大而做出适当的调整,从而导致公司应变能力和发展活力收到制约,竞争力削弱,使得公司未来的经营增加不确定性负面因素。

资产负债表		单位:百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	1,477	2,372	3,524	5,253	
货币资金	526	1,148	1,841	2,933	
应收票据及应收账款	811	1,031	1,431	1,971	
其他应收款	64	85	125	183	
预付账款	17	28	36	55	
存货	5	11	12	20	
其他流动资产	55	70	80	90	
非流动资产	1,429	1,647	1,900	2,132	
长期股权投资	107	107	107	107	
固定资产	964	1,156	1,384	1,594	
在建工程	1	1	1	1	
无形资产	35	41	46	48	
其他长期资产	321	342	362	382	
资产总计	2,906	4,018	5,423	7,385	
流动负债	1,109	1,910	2,851	4,121	
短期借款	604	1,200	1,900	2,800	
应付票据及应付账款	147	150	223	338	
预收账款	52	60	86	127	
其他流动负债	306	499	641	856	
非流动负债	268	318	388	468	
长期借款	80	130	200	280	
应付债券	0	0	0	0	
其他非流动负债	188	188	188	188	
负债合计	1,377	2,227	3,239	4,589	
股本	331	331	331	331	
资本公积	742	742	742	742	
留存收益	454	715	1,108	1,718	
归属母公司股东权益	1,526	1,788	2,181	2,791	
少数股东权益	2	3	4	6	
负债和股东权益	2,906	4,018	5,423	7,385	

现金流量表		单位:百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	170	368	413	644	
净利润	170	302	454	701	
折旧摊销	158	152	164	161	
营运资金变动	(204)	(114)	(248)	(296)	
其它	46	29	44	77	
投资活动现金流	(461)	(336)	(377)	(345)	
资本支出	(422)	(347)	(394)	(371)	
投资变动	(42)	0	0	0	
其他	3	12	17	25	
筹资活动现金流	501	589	656	794	
银行借款	854	646	770	980	
债券融资	0	0	0	0	
股权融资	582	0	0	0	
其他	(934)	(56)	(114)	(186)	
现金净增加额	211	622	693	1,093	
期初现金余额	314	526	1,148	1,841	
期末现金余额	525	1,148	1,841	2,933	

利润表		单位:百万元			
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	1,588	2,105	3,100	4,543	
营业成本	851	1,100	1,590	2,320	
营业税金及附加	5	6	9	14	
销售费用	225	274	403	559	
管理费用	90	114	164	227	
研发费用	181	248	388	600	
财务费用	65	88	105	127	
资产减值损失	(2)	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	30	32	37	45	
资产处置收益	0	0	0	0	
营业利润	174	311	485	751	
营业外收入	3	4	4	4	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	176	314	488	754	
所得税	7	13	34	53	
净利润	170	302	454	701	
少数股东损益	0	1	1	2	
归属母公司净利润	169	301	453	700	
EBITDA	395	515	710	985	
EPS (元)	0.51	0.91	1.37	2.12	

主要财务比率		2019A	2020E	2021E	2022E
至12月31日					
成长能力					
营业收入	29.3%	32.5%	47.3%	46.5%	
营业利润	40.2%	79.1%	55.7%	54.9%	
归属于母公司净利润	39.0%	77.7%	50.4%	54.6%	
获利能力					
毛利率	46.4%	47.7%	48.7%	48.9%	
净利率	10.7%	14.3%	14.6%	15.4%	
ROE	11.1%	16.8%	20.8%	25.1%	
ROIC	9.5%	10.4%	11.2%	12.4%	
偿债能力					
资产负债率	47.4%	55.4%	59.7%	62.1%	
净负债比率	90.1%	124.4%	148.2%	164.1%	
流动比率	1.33	1.24	1.24	1.27	
速动比率	1.31	1.22	1.22	1.26	
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.52	0.57	0.62	
应收账款周转率	2.06	2.15	2.28	2.43	
存货周转率	317.02	200.02	252.43	226.50	
每股指标 (元)					
每股收益	0.51	0.91	1.37	2.12	
每股经营现金流	0.51	1.11	1.25	1.95	
每股净资产	4.62	5.41	6.59	8.44	
估值比率					
P/E	70.71	39.78	26.46	17.12	
P/B	7.85	6.70	5.49	4.29	
EV/EBITDA	27.46	24.07	17.60	12.61	

资料来源: 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场