资源与环境研究中心

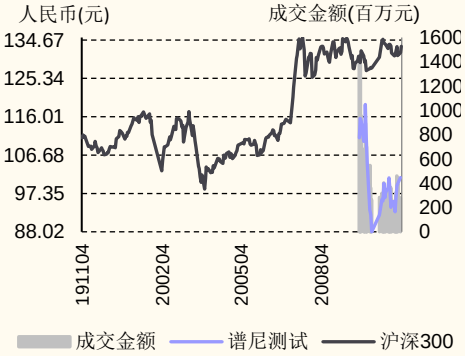
谱尼测试 (300887.SZ) 增持（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：101.24 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	.76
已上市流通 A 股(亿股)	.16
总市值(亿元)	76.94
年内股价最高最低(元)	119.00/88.02
沪深 300 指数	4778
创业板指	2708



多年淬炼锻内功，区域扩张展新图

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,251	1,287	1,473	1,768	2,204
营业收入增长率	20.34%	2.93%	14.41%	20.03%	24.69%
归母净利润(百万元)	128	125	156	196	246
归母净利润增长率	26.88%	-2.30%	24.60%	25.83%	25.60%
摊薄每股收益(元)	2.246	2.194	2.050	2.580	3.241
每股经营性现金流净额	2.95	3.16	4.44	5.73	6.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.65%	14.08%	15.36%	16.74%	18.00%
P/E	N/A	N/A	48.62	38.64	30.77
P/B	N/A	N/A	7.47	6.47	5.54

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **成长性行业竞争加剧，深度优化+多维度扩张成为竞争重点。**2019 年我国第三方检测市场规模 3225 亿元，近三年 CAGR 为 16.02%。经济规模增长、全球化扩张和消费者安全意识加强等因素，共同推动了我国第三方检测市场的快速增长。2019 年起检测行业竞争加剧，蓝海即将开发完毕，未来竞争的重点将转向口碑、服务等多维度持续深度优化。成为多行业、遍全国的综合性检测企业，尤其是在区域维度上，开拓华东地区沪江浙等头部市场和皖桂冀等新兴市场，将为检测企业提供更为广阔的成长空间。
- **食品+环境检测基本盘稳固，医疗+汽车检测增新业务长潜力可观，具备多重经营亮点。**①公司食品检测市占率 3.5%，环境检测近三年 CAGR 达到 31%，食品+环境检测基本盘稳固。②公司在疫情期间开发医疗检测业务，贡献 2020H1 营业收入接近 11%，公司未来重点拓展的汽车检测业务预计市场规模 370 亿元增速约 10%，医疗+汽车检测增新业务长潜力可观。③公司经营亮点：设立 26 个实验室 23 个联络处覆盖全国，具备 CMA、CNAS、食品复检机构、医疗机构执业许可证等多梯度检测能力，员工激励+民营背景具备高市场活力，与优质政府和企业客户群深度长期合作。
- **实验室投产+深耕华东华中，公司业绩增长将上新台阶。**产能增长是公司业绩增长的核心驱动因素。我们认为公司在北方地区具有优势地位，但是北方地区报告单价较低、市场规模较小、市场规模增速较慢等特点限制了公司的人均创收上限和销售净利率。从区域分析角度看，华东尤其沪江浙区域市场，规模大、增速高、毛利丰厚，具有更大的增长空间。公司本次募资项目的主要目标即增强华东、华中地区的检验检测能力和销售服务能力，预计随着两地区扩建的实验室投产，公司业绩将上一个新台阶。

投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 14.73/17.68/22.04 亿元，归母净利润分别为 1.56/1.96/2.46 亿元，对应 EPS 分别为 2.1/2.6/3.2 元，综合公司现处投资扩张阶段与可比公司估值情况，我们给予公司 2021 年 45 倍 PE 水平，目标价 116 元，给予“增持”评级。

风险提示

- 企业品牌公信力受损；实验室投产不达预期；新客户开拓不达预期；应收账款周转率下降；限售股解禁。

杜旷舟 分析师 SAC 执业编号：S1130520090003
dukz@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号：S1130519100005
guojingpu@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

投资要件

■ **关键假设**

（1）成长性行业竞争加剧，深度优化+多维度扩张成为竞争重点。2019年我国第三方检测市场规模达到 3225 亿元，近三年 CAGR 达到 16.02%。经济规模增长、全球化扩张和消费者安全意识加强等因素，共同推动了我国第三方检测市场的快速增长。2019 年起检测行业竞争加剧，蓝海即将开发完毕，未来竞争的重点将从快速占领未开发市场转向口碑、服务等多维度持续深度优化。成为多行业、遍全国的综合性检测企业，尤其是在区域维度上，开拓华东地区上海、浙江、江苏等规模大、增速稳健的头部市场，和安徽、广西、河北等规模尚可、增速亮眼新兴市场，将为检测企业提供更为广阔的成长空间。

（2）食品+环境检测基本盘稳固，医疗+汽车检测增新业务长潜力可观，具备多重经营亮点。①公司食品检测市占率 3.5%，环境检测近三年 CAGR 达到 31%，食品+环境检测基本盘稳固。②公司在疫情期间抓住市场新增需求，开发医疗检测业务，贡献 2020H1 营业收入接近 11%，公司未来重点拓展的汽车检测业务预计市场规模 370 亿元增速约 10%，医疗+汽车检测增新业务长潜力可观。③公司经营亮点：设立 26 个实验室 23 个联络处覆盖全国，具备 CMA、CNAS、食品复检机构、医疗机构执业许可证等多梯度检测能力，员工激励+民营背景具备高市场活力，与优质政府和企业客户群深度长期合作。

（3）实验室投产+深耕华东华中，公司业绩增长将上新台阶。产能增长是公司业绩增长的核心驱动因素。公司未来资本开支目标一方面在于增强华东、华中地区的检验检测能力和销售服务能力，向市场更为活跃、需求增长更为快速的地区扩张；另一方面在于向汽车检测、医学检测等具备增长潜力的领域延伸拓展业务范围，发展新的利润增长点。**预计 2020 年底华东、华中扩建实验室投产后，公司将实现业绩高速增长。**

■ **我们区别于市场的观点**

市场担心公司人均创收金额低于同行，我们认为公司人均创收金额低于同行的原因在于公司虽然在北方地区具有强势地位，但是**北方地区报告单价较低、市场规模较小、市场规模增速较慢等特点限制了公司的人均创收上限和销售净利率。**①北京市场竞争激烈，虽然一定程度限制了公司发展，但是公司在此仍然取得优势地位，从侧面证明了公司优秀的行业竞争力和企业经营能力。②人均创收金额和销售净利率具有同源性质，公司通过优秀的资产周转率达到和同行同一水平 15%的 ROE。从区域分析角度看，华东尤其上海、浙江、江苏区域市场，规模大、增速高、毛利丰厚，具有更大的增长空间。公司本次募资项目主要目标即增强华东、华中地区的检验检测能力和销售服务能力，**预计随着两地区扩建的实验室投产，公司人均创收金额和销售净利率将上一个新台阶。**

■ **股价上涨的催化因素**

华东、华中扩建实验室实现盈利；公司与优质政府或企业客户达成深度长期合作；公司收购同行业公司；公司毛利率、净利率等经营指标提高；行业集中化趋势加速，如政府推进行业整合，鼓励兼并收购；政府推进市场化超预期。

■ **估值和目标价格**

公司目前处于投资扩张阶段，大约相当于 2016-2017 年的华测检测，此阶段的华测检测处于投资期到收获期过渡阶段，PE 估值中枢为 60 倍。结合可比公司估值水平，我们给出 2021 年 45 倍估值水平。

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 14.73/17.68/22.04 亿元，归母净利润分别为 1.56/1.96/2.46 亿元，对应 EPS 分别为 2.1/2.6/3.2 元，我们给予公司 2021 年 45 倍 PE 水平，目标价 116 元，给予“增持”评级。

■ **投资风险**

企业品牌公信力受损；实验室投产不达预期；新客户开拓不达预期；应收账款周转率下降；限售股解禁。

内容目录

投资要件 2
一、检测行业分析：竞争加剧，集中度提升窗口期来临 6
行业总体呈现竞争加剧趋势，竞争重点转向深度优化 6
检测行业从两个维度呈现分散特点：行业/产业链维度和地区维度 9
二、公司分析：实验室投产+深耕华东华中，业绩将上新台阶 13
食品+环境检测基本盘稳固，医疗+汽车检测新业务潜力可观 13
遍全国多梯度检测能力+高市场活力+优质客户群 16
公司经营分析：募资项目即将投产，公司再续增长 19
公司经营分析：北方市场占据优势，华东、华中市场有提升空间 20
公司经营分析：实行“薄利多销”策略，向华东扩张有望提升净利率 21
三、盈利预测与投资建议 23
四、风险提示 25

图表目录

图表 1：检测行业规模增长情况 6
图表 2：检测行业出具报告数量 6
图表 3：检测行业机构数量 6
图表 4：检测行业从业人员数量 6
图表 5：检测行业仪器设备数量 7
图表 6：我国检验检测行业重要指标增速对比 7
图表 7：检验检测行业机构平均营业收入 8
图表 8：检验检测行业人均创收 8
图表 9：行业内不同所有制企业规模（亿元） 8
图表 10：行业内民营企业规模增长显著超过其他类型企业 8
图表 11：行业内规模以上机构营收增速高于全行业 9
图表 12：行业市场正在向头部缓慢集中 9
图表 13：第三方检测市场细分行业市场规模（亿元） 9
图表 14：各地区市场规模（亿元） 10
图表 15：各地区市场规模占比 10
图表 16：各地区三年 CAGR 10
图表 17：各地区经营毛利率 10
图表 18：检验检测行业各省份市场规模 11
图表 19：检验检测行业三年 CAGR 11
图表 20：行业各省份人均创收变化（万元） 12
图表 21：行业各省份报告单价变化（元） 12
图表 22：公司主营业务收入及增速 13
图表 23：公司国内检测市场占有率 0.4% 13

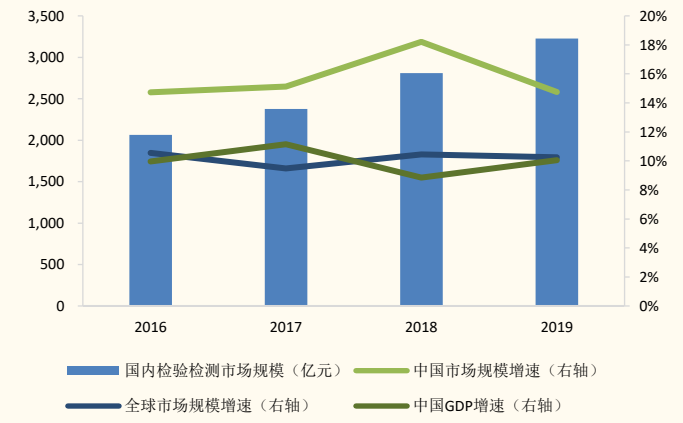
图表 24：公司营业收入结构 14
图表 25：公司食品检测和环境检测市占率 14
图表 26：各版块业务 2016-2019 年 CAGR 14
图表 27：公司各板块业务毛利率 15
图表 28：公司毛利结构 15
图表 29：食品检测市场规模预计 2020 年接近 900 亿元 15
图表 30：环境与可靠性检测市场快速增长 15
图表 31：2020H1 新增业务情况 16
图表 32：我国机动车保有量近三年增速 6%左右 16
图表 33：我国汽车检测市场规模预计接近 400 亿元 16
图表 34：公司业务分布 16
图表 35：公司检测资质情况 17
图表 36：公司战略配售情况 18
图表 37：公司为众多政府职能部门提供检测服务 18
图表 38：公司各行业龙头企业客户 18
图表 39：公司前五大政府客户和企业客户 18
图表 40：2017、2018 年新实验室投产推动业绩增长 19
图表 41：公司募投项目情况 20
图表 42：公司前五大子公司毛利率 20
图表 43：公司前五大子公司样品检测单价（元） 20
图表 44：公司前五大子公司产能利用率 21
图表 45：样品数量/检测设备原值 21
图表 46：公司业务分布区域 21
图表 47：公司与同业可比公司杜邦分析 22
图表 48：公司与同业可比公司 ROE（摊薄） 22
图表 49：公司与同业可比公司人均创收金额（万元） 22
图表 50：公司与同业可比公司销售净利率 22
图表 51：公司与同业可比公司应收账款周转天数（天） 22
图表 52：公司与同业可比公司营业收入（亿元） 22
图表 53：公司与同业可比公司营业收入增速 22
图表 54：公司营业利润预测 23
图表 55：华测检测 PE-band 24
图表 56：同业可比公司估值 25

一、检测行业分析：竞争加剧，集中度提升窗口期来临

行业总体呈现竞争加剧趋势，竞争重点转向深度优化

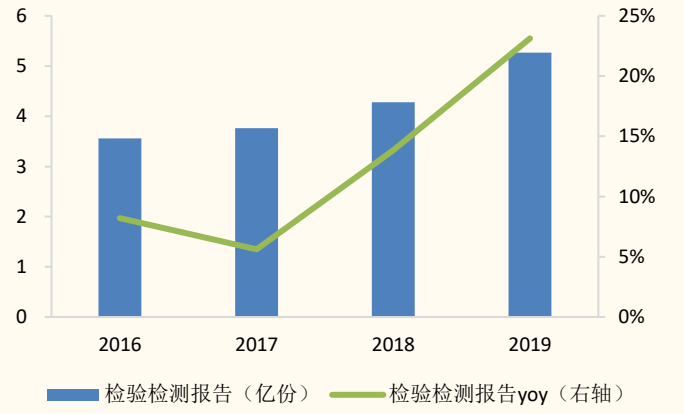
- **我国第三方检测市场具有高成长性。**2019 年我国第三方检测市场规模达到 3225 亿元，近三年 CAGR 达到 16.02%，超过我国近三年 GDP 的 CAGR 6.00pct。经济规模增长、全球化扩张和消费者安全意识加强等因素，共同推动了我国第三方检测市场的快速增长。第三方检测需求遍布产业链，服务渗透生产消费的各个环节，也使得第三方检测下游极度分散，是典型的长尾市场。以上特点决定了我国第三方检测市场以高于 GDP 增速的速率增长。相比海外，我国第三方检测市场仍处于成长期，且由于更高的 GDP 增速和全球化推进，我国第三方检测市场规模相比全球第三方检测市场规模具有更高的增长速度。
- 2019 年我国检验检测行业蓬勃发展，多项指标都保持二位数以上的增长。行业实现营业收入 3225 亿元，相比去年增长 14.75%；共向社会出具检验检测报告 5.27 亿份，相比去年增长 23.13%；全国共有各类检验检测机构 44007 家，相比去年增长 11.49%；行业内共有从业人员 128.47 万人，相比去年增长 9.40%；共拥有各类仪器设备 710.82 万台套，相比去年增长 12.16%。

图表 1：检测行业规模增长情况



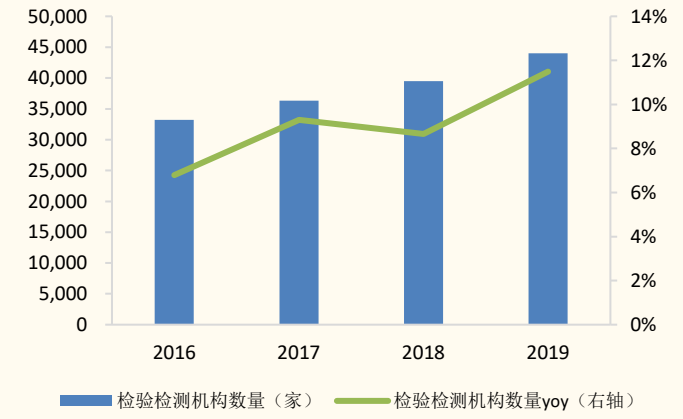
来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

图表 2：检测行业出具报告数量



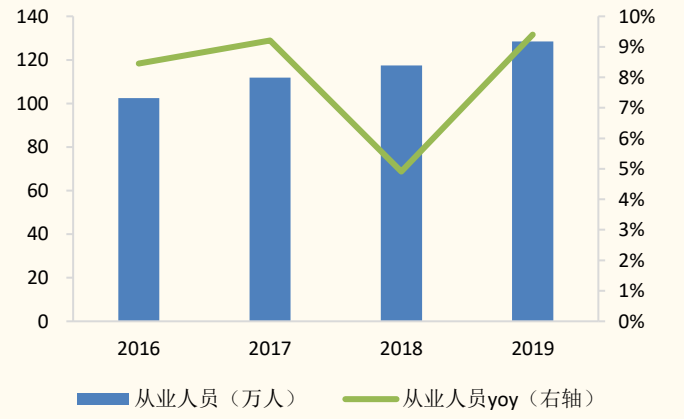
来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

图表 3：检测行业机构数量



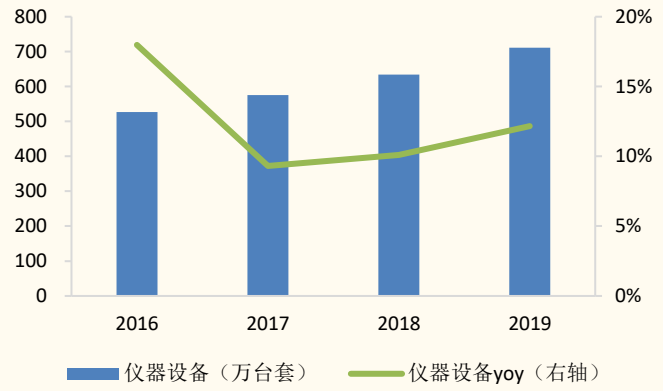
来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

图表 4：检测行业从业人员数量



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

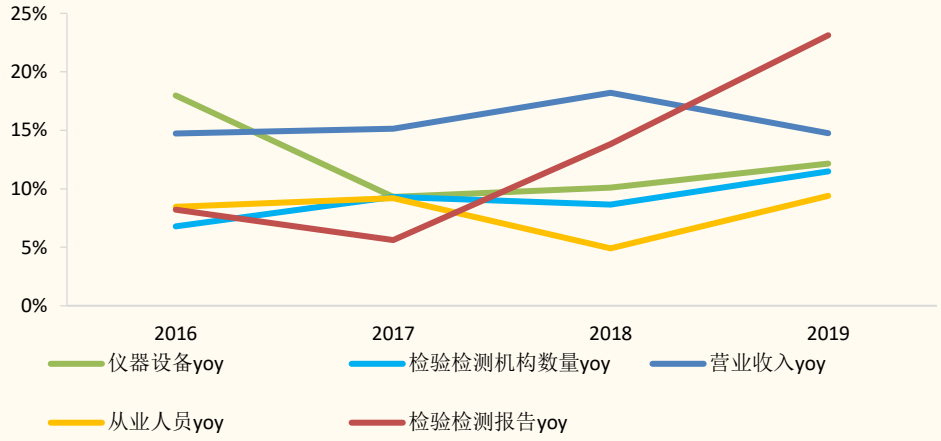
图表 5：检测行业仪器设备数量



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

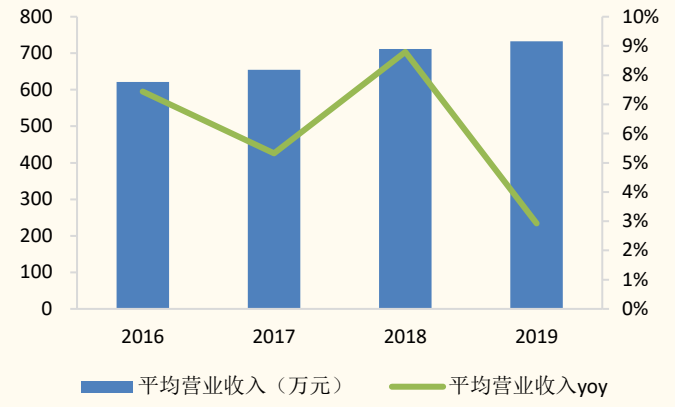
- **2019 年起行业竞争开始加剧，蓝海即将开发完毕，竞争重点转向深度优化。**但是与 2016-2018 年相比，检验检测行业发生了一些新的变化。多个行业指标对比看，检验检测行业在 2019 年首次出现营业收入增速缩窄，但从业人员数量增速、行业机构数量增速、仪器设备数量增速仍在不断扩大，且低于行业营业收入增速，说明行业仍然处于蓝海阶段。2019 年行业内机构平均营业收入 732.86 万元，相比去年增长 2.93%；行业人均创收 25.10 万元，相比去年增长 4.89%；二者增速在 2019 年缩小。人均创收的增速下降，提示行业粗放型增长的蓝海阶段即将结束。当行业整体营业收入增速下降至等于从业人员增速或机构数量增速时，行业内机构平均营业收入和人均创收增长停滞，届时检验检测行业内，尚未开发的细分行业及区域基本消失，**未来竞争的重点将从快速占领未开发市场转向口碑、服务等多维度持续深度优化。**

图表 6：我国检验检测行业重要指标增速对比



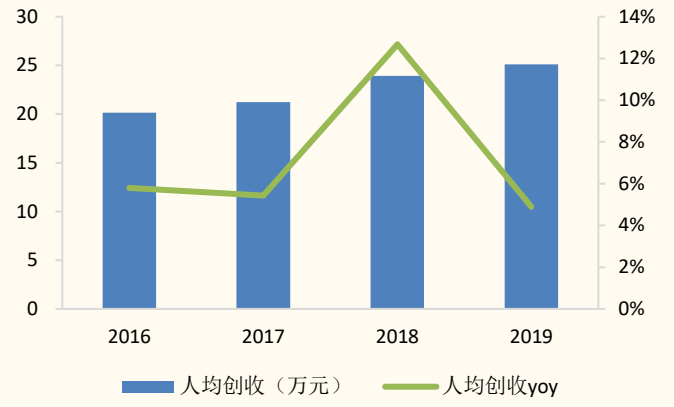
来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

图表 7：检验检测行业机构平均营业收入



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

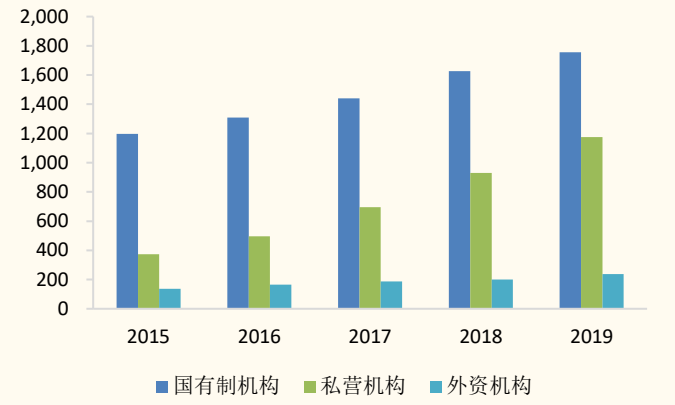
图表 8：检验检测行业人均创收



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

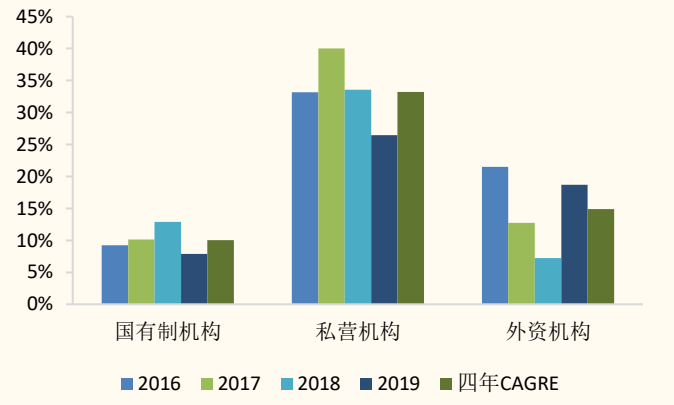
- **民营企业在检测行业表现出更高活力。**自从 2015 年国家颁布政策推动第三方检验检测认证机构的专业化、市场化改革后，民营企业在检验检测行业表现出更高的活力。2015 年国有企业、民营企业、外资企业营业收入占比分别为 70%、22%、8%，到 2019 年三者占比分别为 55%、37%、8%。民营企业规模快速扩张，2015-2019 年 CAGR 达到 33%，远超国有企业和外资企业分别 10%、15%的 CAGR。

图表 9：行业内不同所有制企业规模（亿元）



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

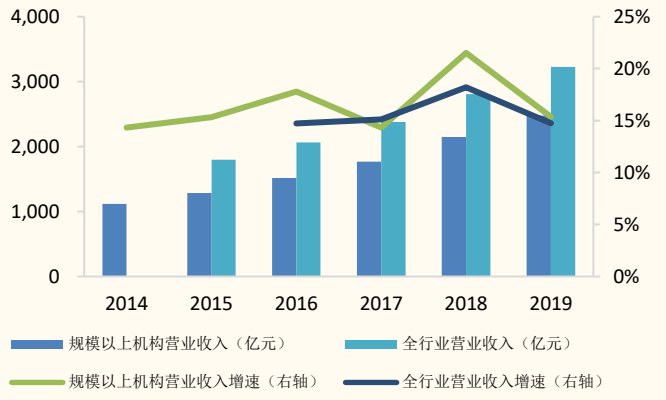
图表 10：行业内民营企业规模增长显著超过其他类型企业



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

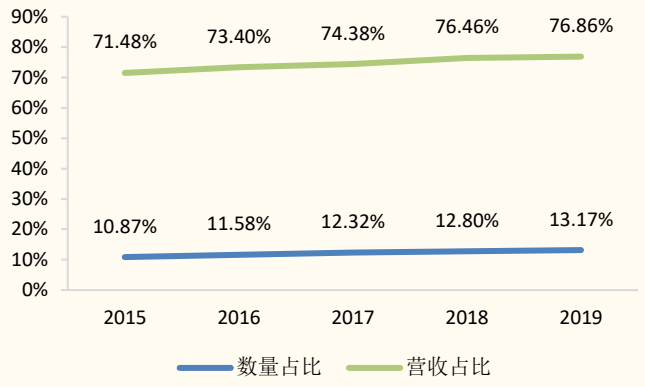
- **国内行业集中度逐渐提高。**检验检测行业内规模以上机构（年营业收入 1000 万元以上）2016-2019 年营业收入 CAGR 为 17.81%，超过同期全行业 15.70%的 CAGR。2015-2019 年五年内，规模以上机构数量占全行业比例从 10.87%提升至 13.17%，上升 2.30 个百分点；营业收入占全行业比例从 71.48%提升至 76.86%，上升 5.38 个百分点。2016-2019 年检验检测行业内规模以上机构营业收入占比提升幅度高于数量提升幅度，行业集中度正在逐步提高。

图表 11：行业内规模以上机构营收增速高于全行业



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

图表 12：行业市场正在向头部缓慢集中

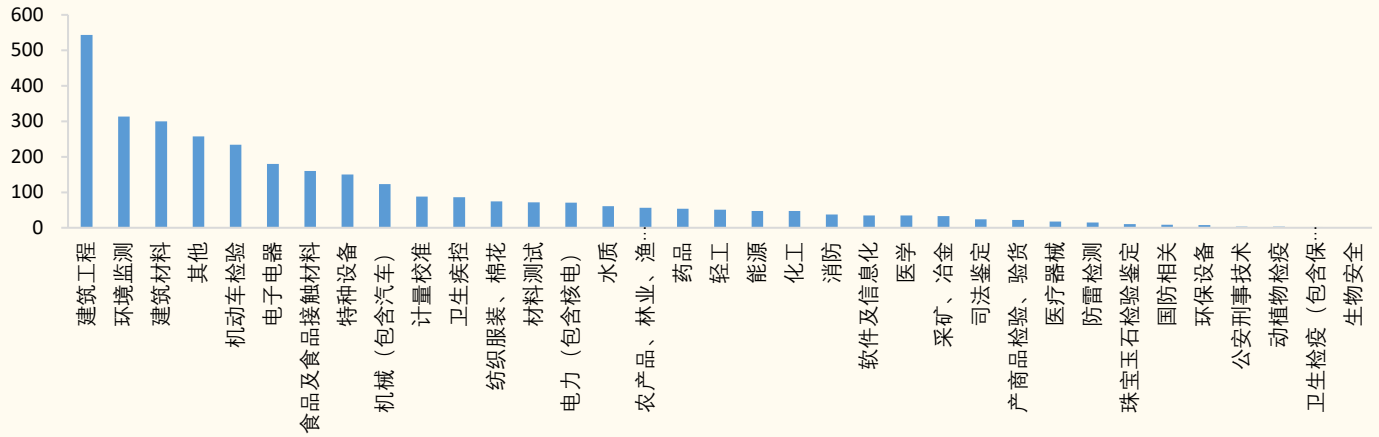


来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

检测行业从两个维度呈现分散特点：行业/产业链维度和地区维度

- 在行业/产业链维度方面，（1）不同检测细分行业所面对的客户群体、监管部门不同，（2）所需实验室设施和仪器设备也有一定程度差异，导致检测市场存在行业维度的分散。我国检验检测行业可细分为三十多个行业领域，其中规模较大的细分检测行业有建筑工程检测、环境检测、食品检测、机动车检测、医学检测等。
- 在地区维度方面，（1）检测行业下游客户尤其政府客户，本身即存在区域归属不同；（2）在不同的行政地区，对行业实行监管的行政部门不同；（3）样品采集、检测等需要专人操作，样品需要在一定条件下保存。多重因素决定检测市场存在地区维度的分散。

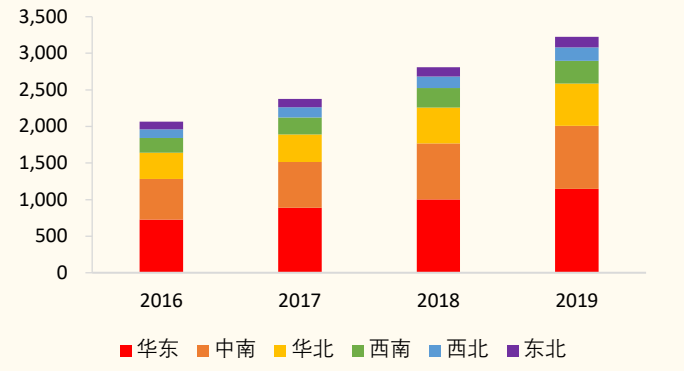
图表 13：第三方检测市场细分行业市场规模（亿元）



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

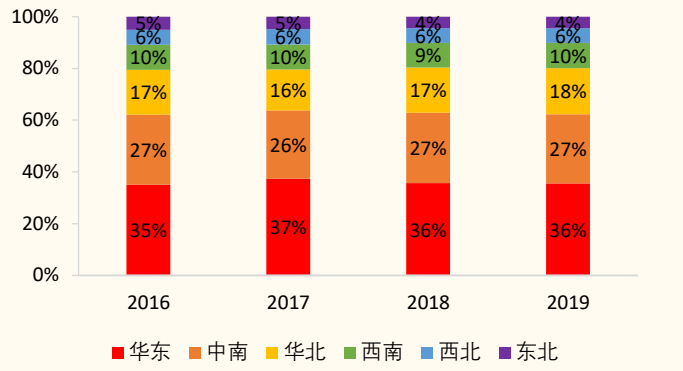
- **我国检验检测市场区域差异化明显。**华东、中南、华北三地区的市场规模总计全国占比在 80%左右，且有扩大趋势，华东市场规模约为华北市场的两倍。三地区 2017-2019 三年 CAGR 超过 15%，华东和华北区域更是高达 16.56%和 16.99%。西南和西北地区市场规模增速接近前三地区，东北地区的市场规模增速与其他区域有较大差异，预计长期来看，华东、中南、华北三地区的市场规模占比会进一步扩大。

图表 14：各地区市场规模（亿元）



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

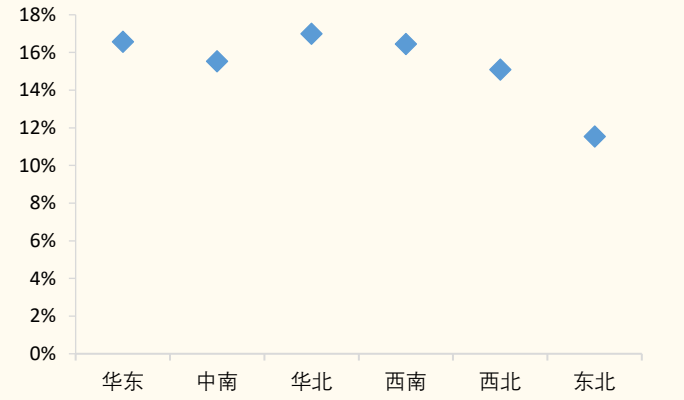
图表 15：各地区市场规模占比



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

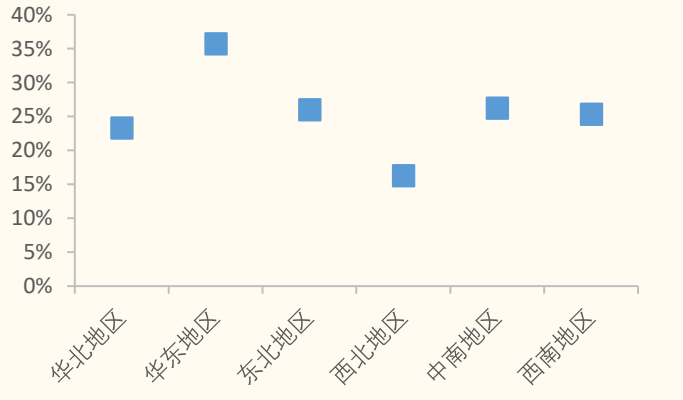
- 对比各地区毛利率，华东地区检验检测行业毛利率最高，达到 35.75%；华北、中南、西南、东北地区毛利率水平接近，在 22%-27%之间；西北地区毛利率较低。**综合各指标，我们认为华东地区是最佳的区域市场，规模大，增速高，毛利丰厚。中南、华北地区稍次之。**

图表 16：各地区三年 CAGR



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

图表 17：各地区经营毛利率

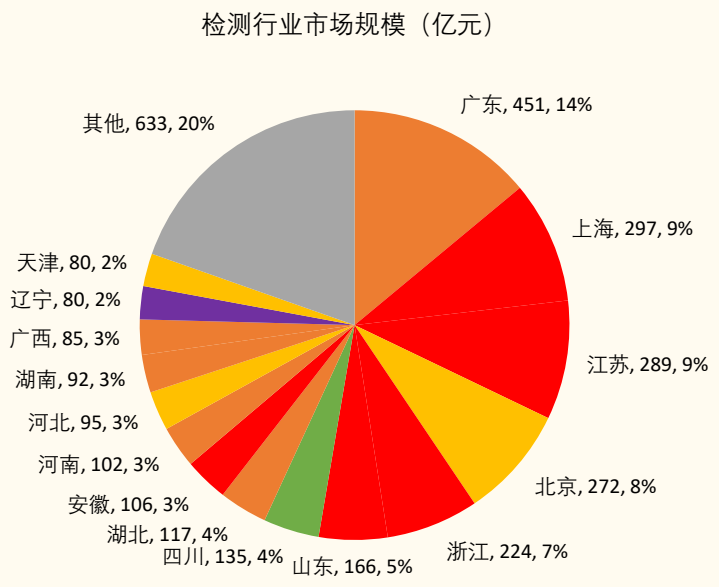


来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

- **从省份层面看，我国检验检测市场区域差异化更加显著。**CR3 为 32%占全国市场规模比例接近三分之一；CR6 为 53%超过二分之一。市场规模最大的前 6 省份中，上海、江苏、浙江、山东同属华东地区，广东属中南地区，北京属华北地区。

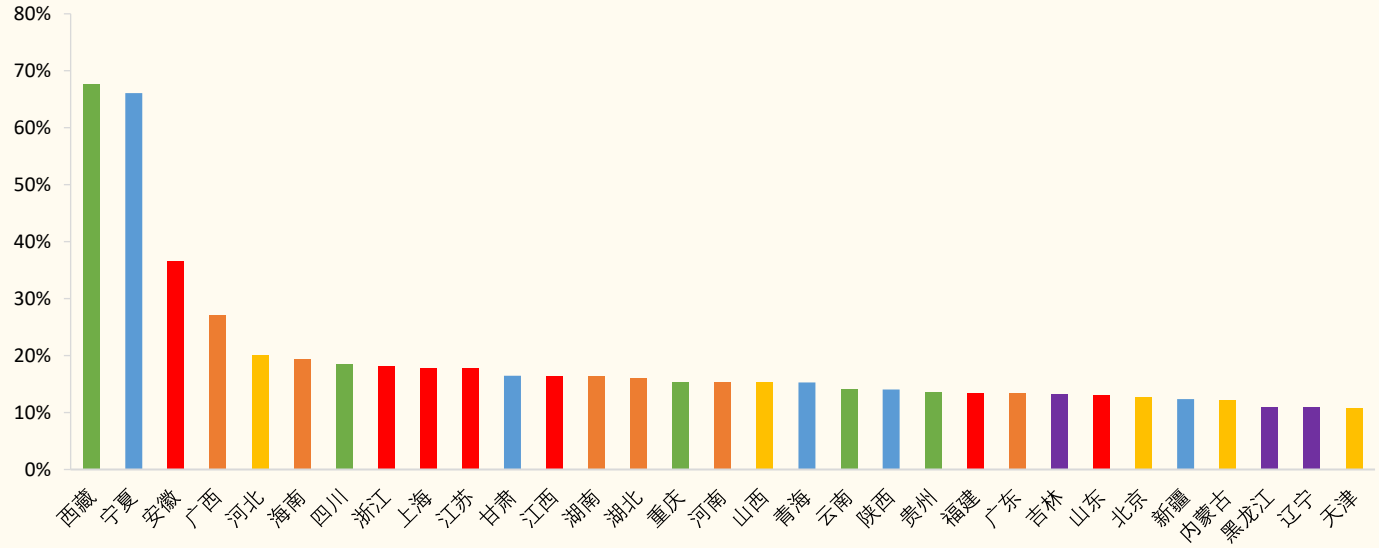
- 将市场规模和三年 CAGR 结合分析，有两类市场值得关注：**第一类是规模大、增速稳健的头部市场，主要有上海、江苏、浙江三省市。**此类省份市场规模都在 200 亿以上，CAGR 增速 18%左右。**第二类是规模尚可、增速亮眼新兴市场，主要有安徽、广西、河北三省。**此类省份市场规模在 100 亿左右，但 CAGR 增速在 20%以上，增长潜力巨大。北京市规模增至 272 亿元，全国占比 8%，但三年 CAGR 为 12.70%排在全国 26 位，后续增长潜力略有欠缺。

图表 18：检验检测行业各省份市场规模



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

图表 19：检验检测行业三年 CAGR



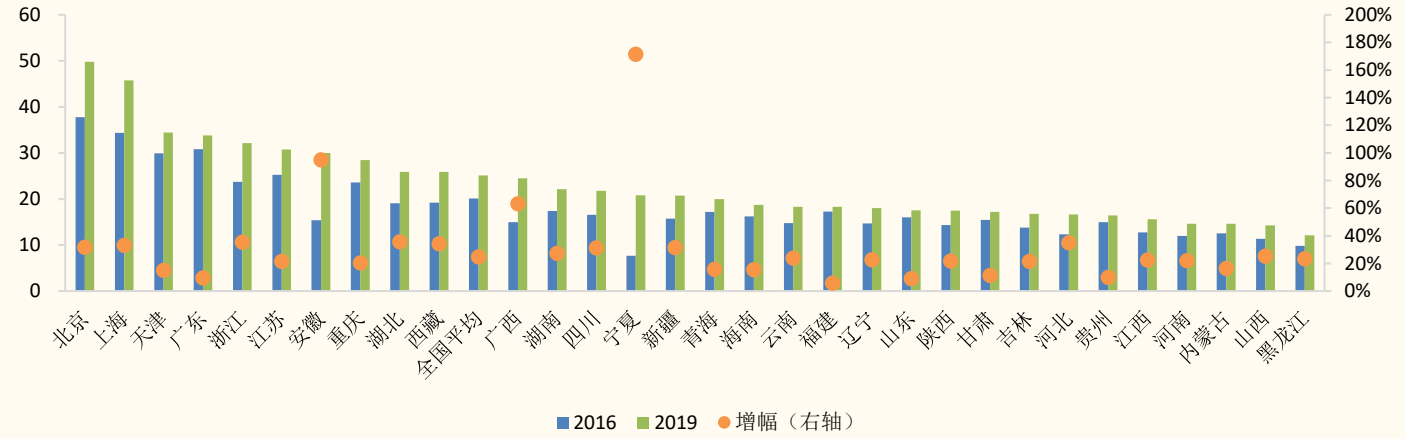
来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

- 从 2016-2019 年各省份人均创收和报告单价变化看，2016、2019 年全国行业人均创收分别为 20.12、25.10 万元，增幅 24.77%；2016、2019 年全国行业报告单价分别为 475.40、574.32 元，增幅 28.78%。
- **北上两城市场竞争激烈，但对区域布局和公司口碑有加成。**北京、上海两城与其他省市表现出明显差别。二者人均创收从 2016 年的 30 万元以上增长至 2019 年接近 50 万元，增幅 30%以上，人均创收和增幅均显著高于全国平均水平。但北京、上海 2019 年报告均价相比 2016 年分别下降 55.59%、18.02%，两个城市的检测行业在报告单价下降的情况下实现了人均创收金额上升，有赖于当地检测市场的深度挖掘和客户精细化服务开拓，也反映了二城检验检测行业竞争在几年内快速加剧。这主要是由于北京、上海两城在我国经济地位特殊，政企客户需求集中，规模效应作用显著，如果在两城能够获取优质稳定客户，能够有效降低客户维护成本和检

测成本，对公司口碑有正向加成，还能够带动周边省市，因此成为行业内的“兵家必争之地”，竞争更为激烈。

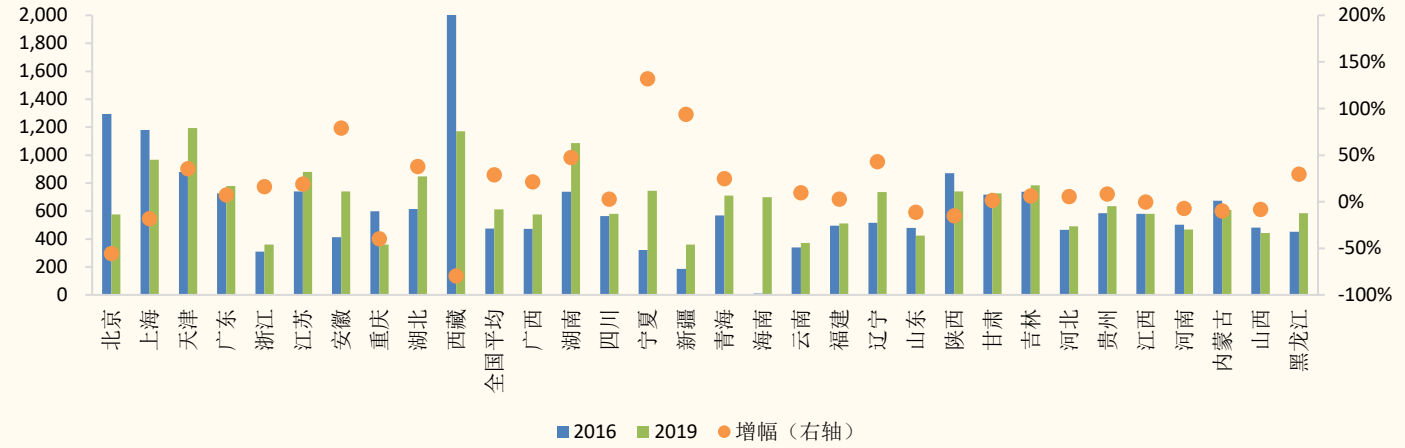
- **广东、浙江、江苏三省行业整体处于做大蛋糕的阶段。**广东、浙江、江苏三省 2016-2019 年人均创收增幅分别为 9.65%、35.55%、21.69%，报告均价增幅分别为 7.24%、16.23%、19.06%。虽然存在一定程度的竞争，但是行业整体上处于正向增长、做大蛋糕的阶段。
- **安徽、广西、河北三省具有很大增长潜力。**安徽、广西、河北三省 2016-2019 年人均创收增幅分别为 95.08%、63.34%、35.08%，报告均价增幅分别为 78.89%、21.49%、5.50%，人均创收和报告均价增幅可观，具有很大增长潜力。

图表 20：行业各省份人均创收变化（万元）



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

图表 21：行业各省份报告单价变化（元）



来源：全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

- **成为多行业、遍全国的综合性检测企业提升成长空间。**由于上述多维度分散的特点，单个细分行业或区域的检测企业增长天花板是相对有限的。涉足多个行业、遍布全国布局不仅能够帮助企业成长为综合性检测公司，提高未来的增长空间，而且能够有效平滑不同行业的季节性甚至周期性波动，实现收入的稳健增长。**尤其是在区域维度上，开拓华东地区上海、浙江、江苏等规模大、增速稳健的头部市场，和安徽、广西、河北等规模尚可、增速亮眼新兴市场，将提供更为广阔的成长空间。**

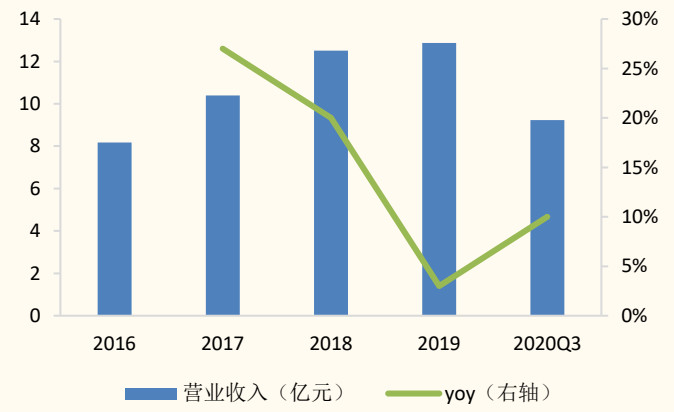
- **对于以检测报告作为服务核心形式的检测企业而言，公司的品牌公信力是其核心壁垒。**成为多行业、遍全国的综合性检测公司，不仅能够在不同行业和地区的检测市场之间实现协同效应和规模效应，增加收入降低成本，而且能够有效延伸、巩固公司品牌公信力，不断增强公司核心竞争力。
- **检测企业扩张主要有两种方式，其一是自建实验室，其二是兼并收购。**对于新投产实验室，从开工建设、申请资质成功、到开始运营承担检测业务，一般需要 1.5-2 年，从开始运营至盈亏平衡或满产，仍需要几个月到几年时间不等。兼并收购则能在较短时间内达到企业扩张目的，避免局部区域内过度竞争，但可能需要一定时间进行内部管理消化，增强公司各部门、各区域、子公司与总部之间的协同。
- 从上述国内检测市场分析来看，2019 年开始，检测市场竞争加剧，蓝海即将开发完毕，未来竞争的重点将从快速占领未开发市场转向口碑、服务等多维度持续深度优化。且 2020 年上半年疫情影响国内和全球的整体经济活力，短期内行业需求下降竞争加剧，长期或将促进行业集中度提升。**基于行业发展规律基本面分析，结合检测行业分散度高的特点和竞争加剧的趋势，我们推测未来几年行业内部整合行为或有增多趋势，也将是优质企业市场份额扩大的窗口期。**

二、公司分析：实验室投产+深耕华东华中，业绩将上新台阶

食品+环境检测基本盘稳固，医疗+汽车检测新业务潜力可观

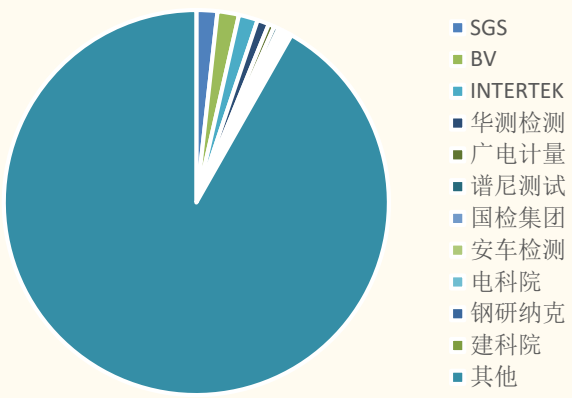
- 公司主要服务为检验检测、计量、认证及相关技术服务，其中检验检测为公司深耕多年的业务领域。公司服务的核心形式是为各类监管单位及市场参与主体提供检验检测报告，并以品牌公信力背书。经过接近二十年发展，公司成长为以食品检测和环境检测为基本盘，在多个检测行业均有涉足的综合性第三方检测机构。2019 年公司在国内市场占有率 0.4%，除 SGS、BV、INTERTEK 国际巨头外，居华测检测之后，稍落后于广电计量。
- 2017、2018 年，公司新建和扩建多个食品、环境实验室，并在 2018 年大力推进汽车领域的消费品质量鉴定业务，在 2017、2018 年分别实现 27%、20%的营业收入增长。2019 年公司增长速度下降，2020 年疫情期间公司拓展了医学检测和抗疫物资检测业务，Q1-Q3 实现 10%的营收增长。目前公司在建的华东和华中运营中心将在年底投产，预计 2020、2021 年实现更加可观的成长。

图表 22：公司主营业务收入及增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 23：公司国内检测市场占有率 0.4%



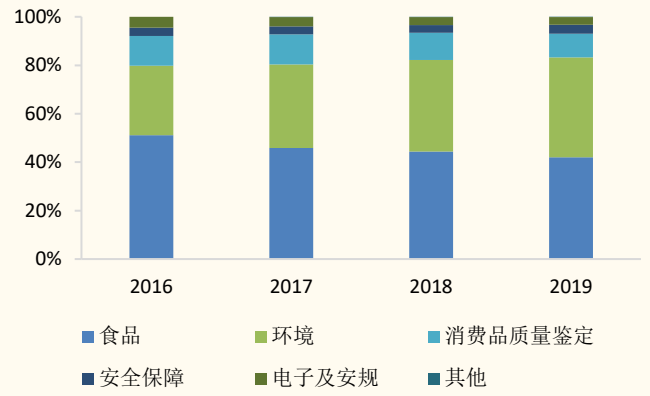
来源：各公司公告，国金证券研究所

- **食品检测和环境检测业务是公司基本盘。**食品检测和环境检测业务是公司竞争力最强的检测服务领域，市占率分别为 3.4%和 1.7%。食品检测和环境检测业务分别在公司总营业收入中占比 42%和 41%，此外公司还有消费品质量鉴定（9%）、安全保障（4%）、电子及安规（3%）业务板块。环境

检测业务也是公司营业收入增长最快的业务板块，2016-2019 年 CAGR 达到 31.24%，总营收占比从 2016 年 28.71%增加至 2019 年 41.05%。公司在食品检测和环境检测两个领域深耕多年，多次承担各地市场监督管理局、生态环境局的政府抽检任务，在该领域市场中有较好的声誉。

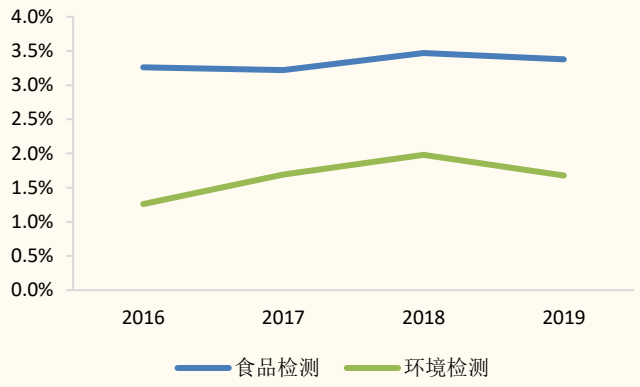
- 2020H1 食品检测和环境检测业务营业收入有大约 5%的下降，其主要原因是疫情导致了客户需求在 2020H1 无法释放。食品检测和环境检测业务本身即存在季节性，下半年三四季度是需求释放、订单更加丰满的季节。今年的疫情导致上半年的检测需求延后，下半年全国恢复正常后这部分延后的需求将叠加在正常的三四季度检测需求一起释放，实质上加剧了检测业务的季节性。**我们预计疫情对公司食品检测和环境检测业务的负面影响较小，预计在下半年两板块业务将会由于需求叠加释放实现较高增长。**

图表 24：公司营业收入结构



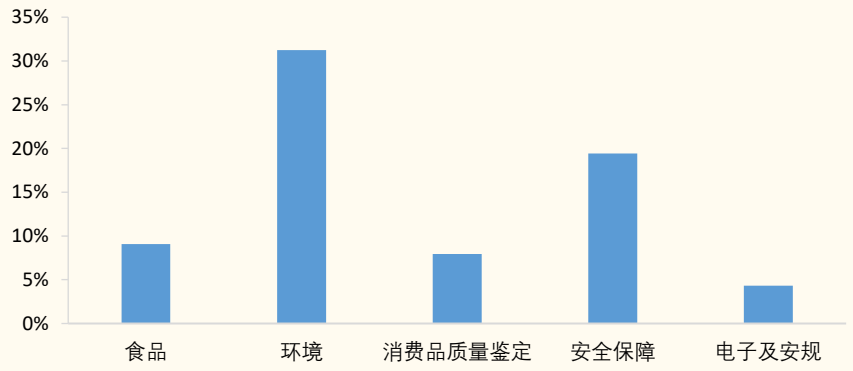
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 25：公司食品检测和环境检测市占率



来源：公司招股说明书，全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

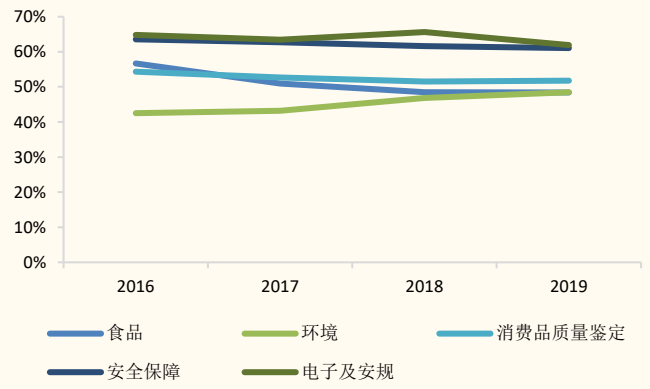
图表 26：各版块业务 2016-2019 年 CAGR



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

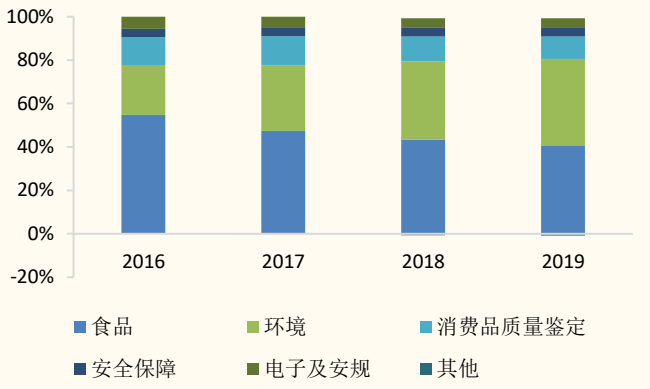
- 公司主营收入版块毛利率比较接近，食品检测、环境检测、消费品质量鉴定板块毛利率分别为 48%、48%、52%，安全保障和电子安规板块较高，但由于该营业收入很小，因此公司毛利结构与营业收入结构接近。

图表 27：公司各板块业务毛利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

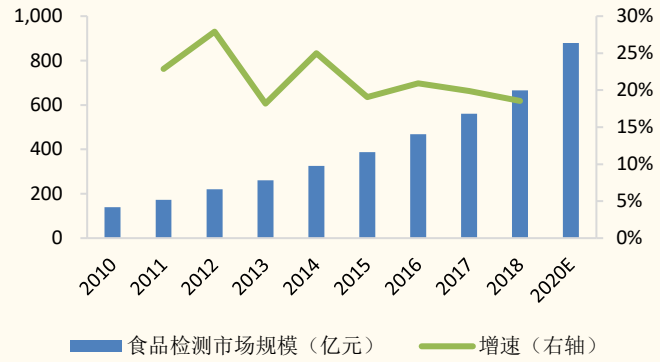
图表 28：公司毛利结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

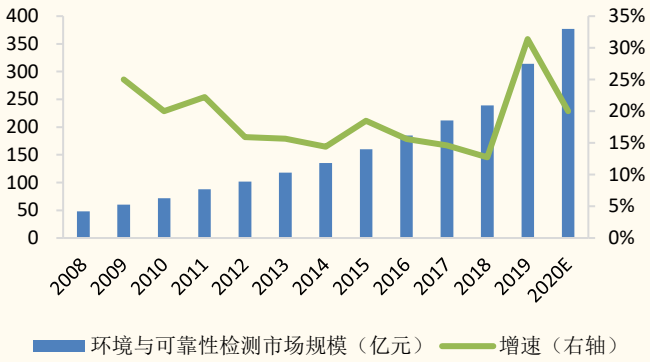
- **食品检测和环境检测市场具有高成长属性。**食品检测行业和环境检测行业在细分检测行业中，相对更加接近终端消费市场，容易受到居民生活水平上升安全意识提高、政策立法管理等因素推动，从而达到较高的行业规模增速。我国检测细分行业大多数增速在 10%-30%之间，食品检测行业和环境检测行业是我国检测细分市场中增长较快的两个细分行业。
- 食品检测行业市场规模近三年增速在 18-20%之间，假设做相对保守预测未来增速 15%，预计 2020 年有望达到 900 亿元规模。环境检测市场近年规模在 15%-30%之间，若假设 2020 年增速 20%，预计有望达到 400 亿元市场规模。

图表 29：食品检测市场规模预计 2020 年接近 900 亿元



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

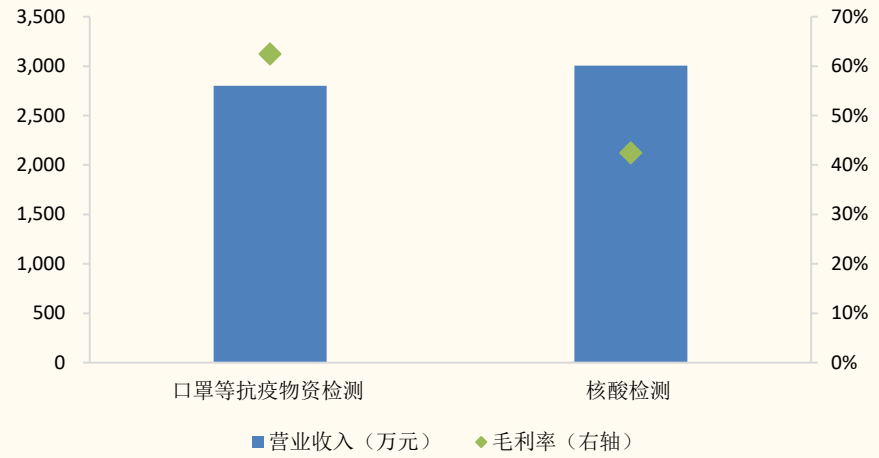
图表 30：环境与可靠性检测市场快速增长



来源：中国产业信息网，智研咨询，国金证券研究所

- **2020H1 新开发的医疗检测和抗疫物资检测短期内潜力可观。**公司全资子公司谱尼医学于 2020 年 2 月 28 日取得了北京市海淀区卫健委颁发的医疗机构执业许可证，入选北京市新冠病毒核酸检验机构，开展了北京的核酸检测业务。2020 年 1-6 月，谱尼医学实验室累计进行新冠核酸检测 24 万余人次，实现营业收入 3005.64 万元，毛利率 42.50%。三、四季度公司再次派出检测团队承担新疆、青岛新冠病毒核酸检测业务。口罩等抗疫物资检测业务在往年营业收入金额小，通常计入消费品质量鉴定业务。在 2020H1 该业务板块实现营业收入 2800.02 万元，毛利率 62.50%。
- 预计中短期内随着疫情在国内局部地区反复、秋冬季节来临气温降低，核酸检测和抗疫物资检测在未来 1-2 年内仍将持续性贡献收入；长期来看，疫情增强了人们的安全意识，未来医学检测需求提升，且可能和食品、环境检测业务等实现协同开发出如食品、环境中的病毒检测等新业务需求，有望成长为公司新的业务增长点。

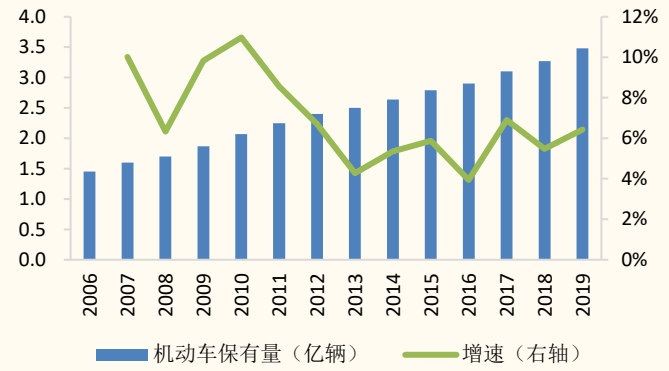
图表 31：2020H1 新增业务情况



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

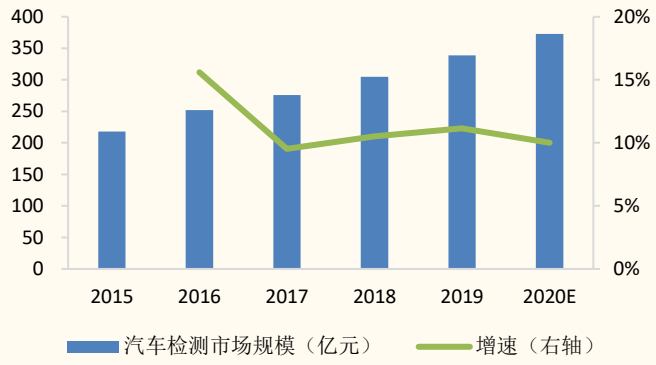
- **公司计划重点开发的汽车检测市场预计规模 370 亿元，增速约 10%。**我国是机动车保有量增速最快的国家，2019 年我国机动车保有量已达到 3.5 亿辆，近年增速在 6%左右。2019 年我国汽车检测市场规模 339 亿元，近年增速 10%左右，预计 2020 年汽车检测市场规模将达到 370 亿元。汽车检测是公司近年大力拓展的业务领域。公司已有上海实验室和武汉车附所开展汽车检测相关业务，目前已与中车集团、上汽集团下属主体建立密切合作，2020 年底公司在上海和武汉新扩建的汽车检测实验室将投产，届时公司在该领域的检测能力将进一步提高。

图表 32：我国机动车保有量近三年增速 6%左右



来源：公安部，国金证券研究所

图表 33：我国汽车检测市场规模预计接近 400 亿元



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

遍全国多梯度检测能力+高市场活力+优质客户群

- **公司检测能力实现全国覆盖。**公司目前拥有集团总部（北京）、集团运营总部（上海）、华东区总部（苏州）、华中区总部（武汉）四大区域总部。实验室方面，公司在全国 22 个大中城市建立了 26 个检验检测实验基地，覆盖全国主要省市的实验室布局使得公司有能力承接大批量、高规格、多地域检验检测任务。销售服务方面，公司在全国建立了 52 家子公司和 28 家分公司，设置了 23 个联络处，完善的销售和服务网络使得公司能够高效服务全绝大部分区域客户。未来在公司华中运营总部、上海子公司扩建完毕后，将增强公司在华中、华东地区业务布局，实现向周边省市的进一步扩张。

图表 34：公司业务分布

区域	实验室数量	联络处数量	全国市场占比

华北	7	0	18%
东北	3	1	4%
西北	2	1	6%
中南	6	10	27%
华东	7	10	36%
西南	1	1	10%

来源：公司招股说明书，全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

- CMA 资质即检验检测机构资质认定，取得 CMA 资质后，方可在资质认定的范围内从事检验检测活动。 CMA 资质通常由省及省级以上市场监督管理部门核发，为一项行政许可。CNAS 资质是指经中国合格评定国家认可委员会（CNAS）评审，对符合 ISO/IEC17025:2017《检测和校准实验室能力的通用要求》的实验室颁发证书。 CNAS 资质由检验检测机构自愿申请，经严格审核通过后授予。

- **公司具备 CMA、CNAS 资质的实验室基本覆盖国内主要地区。**公司在国内主要大中型城市建立了 26 个检验检测基地，获得了食品、环境、电子、安规、汽车、玩具、纺织、日化、电池、化工品等多个领域检验检测项目的 CMA 资质认定和 CNAS 认可，公司具有认证机构批准证书和计量标准考核证书，检验检测服务网络覆盖国内的主要城市和地区。

- **公司具备食品检测领域的最高检测资质——食品复检机构资质。**公司 2016 年获得“食品复检机构”资质，该资质由国家认监委、原国家食品药品监管总局、原国家卫计委、原农业部等四部委经联合考核认定后颁发，代表获颁机构具有食品检测领域最终检测结果争议的复测认定权，是食品检测领域的最高检测资质。

- **公司获得医疗机构执业许可证、美国 CPSIA 要求资质。**公司全资子公司谱尼医学于 2020 年 2 月 28 日取得了北京市海淀区卫健委颁发的医疗机构执业许可证，可开展医学检验检测业务。美国消费品安全委员会（CPSC）自 2008 年 9 月 25 日起先后授予公司及子公司资质，获准开展美国消费品安全推进法案（CPSIA）要求的系列检验检测项目。目前谱尼测试、深圳谱尼、上海谱尼、青岛谱尼均获得其认可，可以开展对出口至美国的消费品的多项检验检测服务。

图表 35：公司检测资质情况

检测资质	实验室数量
CMA	25
CNAS	9
认证机构批准证书	1
医疗机构执业许可证	1

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **公司高管公司具备行业相关和企业经营背景。**公司创办于 2002 年，实控人为宋薇家族，直接持股和穿透股权合计 70.17%，控股股权集中。宋薇女士为公司创始人，具有化工和商科的复合背景，在检测行业具有二十多年的资深经验。除宋薇女士外，公司高管层大多具备行业相关经验或企业经营背景，在行业耕耘多年。

- **公司向高管和核心员工发行战略配售与员工利益绑定。**2020 年 9 月，公司拿出 10%的发行股份向公司员工发行战略性配售。参与配售人员由公司高管、行政骨干、销售骨干组成。公司业绩与员工深度绑定，这将在公司现在所处的开发新业务领域、深耕华东华中市场的关键节点上发挥积极作用。

- 民营企业的高活力特点和核心员工持股能够促使公司充分发挥主观能动性，在当前行业竞争转向激烈的背景下，深入挖掘检测行业这一多维度分散市场。

图表 36：公司战略配售情况

职务	人数	配售金额（万元）	参加比例	发行后持股比例
高管	4	2810	33.33%	0.83%
行政骨干	5	1160	13.76%	0.34%
销售骨干	41	4,460	52.91%	1.32%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司拥有众多政府机构和行业龙头客户，对单一客户依赖度低。**检测服务具备长尾特征，客户分散度高，营收占比最高的客户仅占比 1.41%，前五大政府客户和前五大企业客户营业金额总计占比 6.14%。客户分散度高能够有效降低对单一客户的依赖性，且能够平滑公司收入受客户所属行业周期性变化的影响。公司大客户中，政府客户有各省市食品药品监督管理局、质量监督委员会等政府监管机构，企业客户有伊利集团、中国石化、中国中车、宝洁等各行业龙头企业，对增强公司公信力和品牌口碑都有积极作用。

图表 37：公司为众多政府职能部门提供检测服务

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 38：公司各行业龙头企业客户

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 39：公司前五大政府客户和企业客户

		2017	占比	2018	占比	2019	占比
政府客户	北京市食品药品监督管理局	1434.93	1.38%	1336.74	1.07%	1819.69	1.41%
	黑龙江食品药品监督管理局	741.71	0.71%	1307.4	1.05%	1379.02	1.07%
	深圳市市场和质量监督管理委员会	609.22	0.59%	676.08	0.54%	1010.96	0.79%
	江苏省食品药品监督管理局	599.89	0.58%	829.44	0.66%	876.75	0.68%
	吉林省市场监督管理厅	未披露		未披露		597.84	0.46%
	山东省食品药品监督管理局	648.25	0.62%	588.7	0.47%	未披露	
企业客户	中国石油化工集团有限公司下属企业	424.84	0.41%	520.65	0.42%	671.9	0.52%
	华域汽车系统股份有限公司下属企业	235.83	0.23%	297.84	0.24%	337.32	0.26%
	内蒙古伊利实业集团股份有限公司下属企业	未披露		未披露		451.99	0.35%

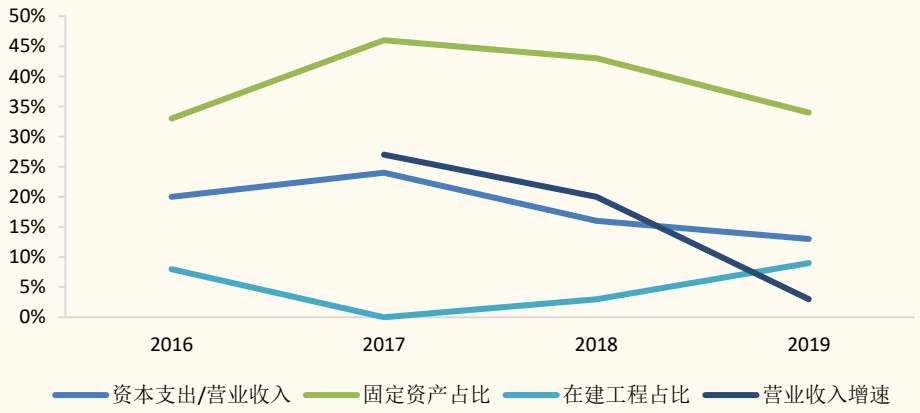
中国雄安集团生态建设投资有限公司	未披露		未披露		446.78	0.35%
海南钧达汽车饰件股份有限公司下属企业	未披露		395.47	0.32%	326.16	0.25%
联合汽车电子有限公司	392.14	0.38%	410.23	0.33%	未披露	
中国石油天然气集团有限公司下属企业	306.15	0.29%	未披露		未披露	
大陆汽车有限责任公司下属企业	211.85	0.20%	未披露		未披露	
中国中车股份有限公司下属企业	未披露		325.86	0.26%	未披露	

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司经营分析：募资项目即将投产，公司再续增长

- **公司在现阶段增长的核心驱动因素为产能扩大。**2017、2018 年公司营业收入分别实现 27%、20%的高速增长，这是在新建或扩建多个实验室、推进汽车领域的消费品质量鉴定业务的基础上实现的。2017 年公司固定资产占总资产比重大幅提高至 46%，公司资本支出/营业收入比例提高至 24%（在此期间公司资本支出绝大部分用于固定资产投入）。在新建实验室投产后，大约需要 3-6 个月进行实验室资质认证后可以开始运营，2017 年新投产的实验室产能在 2017-2018 年逐步释放，推动公司在此期间的业绩高增速。2019 年公司在建工程占比提升，但在建工程尚未转化为固定资产，公司增长速度下降。

图表 40：2017、2018 年新实验室投产推动业绩增长



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司计划围绕主营业务投资以下项目：（1）计划将 4.30 亿元用于新建上海子公司生产及辅助用房项目，扩充公司华东地区汽车、电子可靠性等领域的检验检测能力，建设华东地区人力资源、研发测试、财务共享、市场推广等职能部门，以强化公司区域化管理能力；（2）计划将 1.62 亿元用于谱尼测试研发检测基地及华中区运营总部建设项目，扩充公司华中地区汽车、电子可靠性等领域的检验检测能力，同时加强公司华中地区研发能力建设，改善生产经营环境；（3）计划将 0.70 亿元以公司北京地区现有实验场地和技术能力为基础，购置相关仪器设备，打造分子诊断试剂关键原材料研发平台、多种病原同时检测的高通量技术研发平台、抗体检测技术研发平台，构建生物医药诊断试剂研发中心，为公司生物医药领域的布局提供技术支撑。

- 公司已有上海实验室和武汉车附所开展汽车检测相关业务，已与中车集团、上汽集团下属主体建立密切合作。公司上市募资目的即扩建华东、华中地区的汽车检测实验室和北京的医疗检测实验室。**预计在 2020 年底上海和**

武汉扩建实验室产能投产后，公司检测能力将进一步提高，公司业绩将持续增长。

图表 41：公司募投项目情况

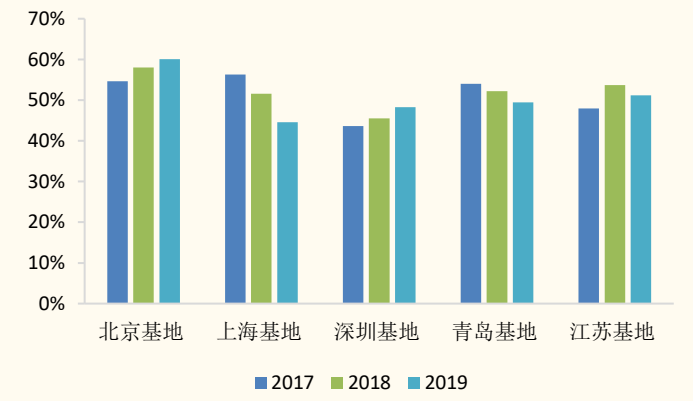
序号	项目名称	投资总额（亿元）	实施主体	建设期	建设进度	业务目标领域	业务目标区域
1	新建生产及辅助用房项目	5.44	上海谱尼	3 年	厂房基本建设完成	汽车、电子可靠性	上海等华东地区
2	谱尼测试研发检测基地及华中区运营总部建设项目	2.10	谱尼集团武汉	3 年	厂房基本建设完成	汽车、电子可靠性	武汉等华中地区
3	生物医药诊断试剂研发中心项目	0.70	谱尼测试	1.5 年	研发工作进行中	生物医药	以北京地区为基础扩展
4	补充流动资金项目	1.70	谱尼测试				
合计		9.94					

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

公司经营分析：北方市场占据优势，华东、华中市场有提升空间

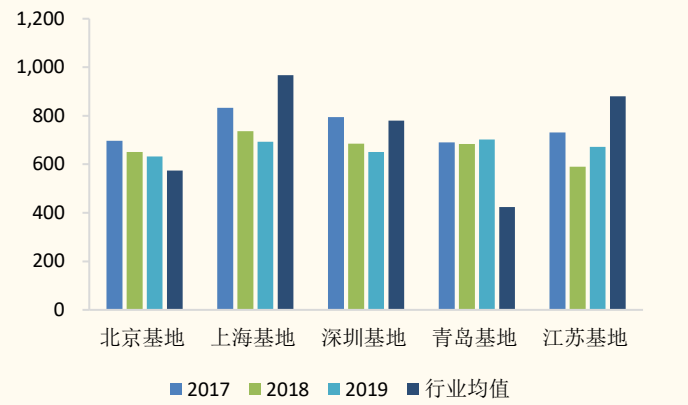
- **公司在北方地区尤其北京具有显著优势地位。**公司营收前五大子公司中，北京基地毛利率显著高于其他基地 9-15 pct。公司前五大检测基地中，北京基地均取得高于当地平均的样品均价，但在前五大子公司仅处于末位。上海、江苏基地检测单价处于中上游，但均高于当地均价，仍有提高空间。

图表 42：公司前五大子公司毛利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 43：公司前五大子公司样品检测单价（元）

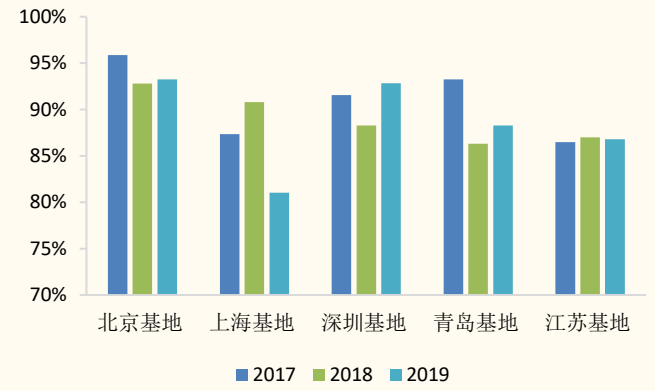


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：深圳行业均值为广东省数据；青岛行业均值为山东省数据

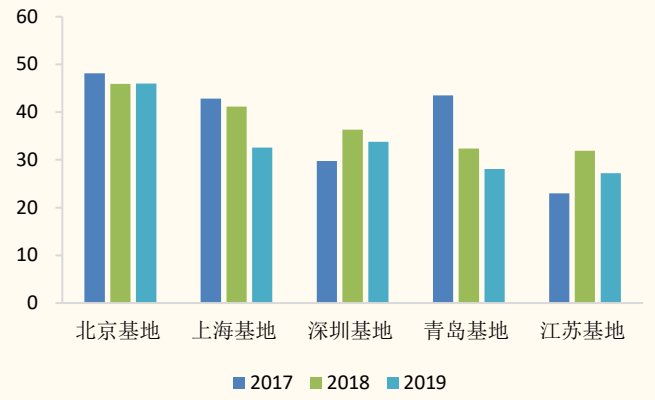
- 从产能利用率角度分析，北京基地的设备使用最为充分，这也是北京基地虽然报告单价较低但是毛利率在五大子公司中居于首位的原因。江苏和上海产能利用率分别为 87%、81%，在五大子公司中较低。若以（检测样品数量/检测设备原值）衡量公司产能利用效率，目前江苏基地只达到北京基地的 70%水平。华东市场的实验室利用效率还有很大提高空间。

图表 44：公司前五大子公司产能利用率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 45：样品数量/检测设备原值



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **华东、中南大量联络处反映当地市场增量空间。**从公司现有实验室和联络处分布看，公司在华北、东北、西北合计在国占比 28%的区域市场中，设立了 12 个实验室和 2 个联络处。但在华东、中南、西南合计 72%的区域市场中，仅设立 14 实验室和 21 个联络处。联络处是公司在有检测需求、但业务规模较小的城市设立的驻扎销售人员的办事处，一定程度反映了所处区域具备市场需求潜力。公司在华东、中南区域的联络处数量较多，也反映了当地具备更大的市场增量空间。

图表 46：公司业务分布区域

区域	实验室数量	联络处数量	全国市场占比
华北	7	0	18%
东北	3	1	4%
西北	2	1	6%
中南	6	10	27%
华东	7	10	36%
西南	1	1	10%

来源：公司招股说明书，全国检验检测服务业统计报告，国金证券研究所

- 从上述分析看，公司在北方区域市场，特别是在北京这一行业竞争最为激烈的地区，公司依然取得了全方位的优势，基本盘稳固，**也证明了公司优秀的经营能力。**
- 但北方地区相对偏低的市场规模、增速和报告均价限制了公司业绩增长上限。华东地区市场规模、规模增速、报告均价等普遍高于北方地区，**公司在华东地区仍然有充足的提高空间。**

公司经营分析：实行“薄利多销”策略，向华东扩张有望提升净利率

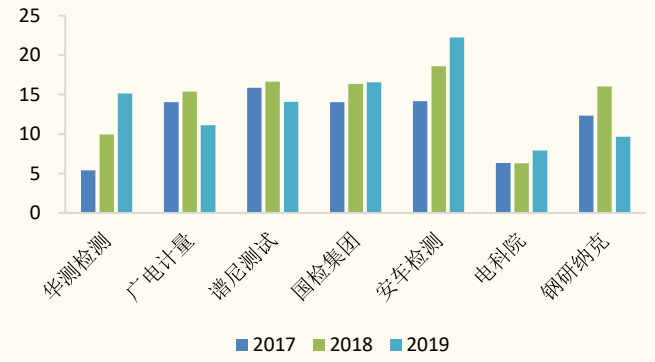
- 从杜邦分析结果来看，谱尼测试、华测检测、广电计量三家企业 ROE 处于相同水平，但各自结构不同。华测检测销售净利率较高，通过“高毛利”获取利润。广电计量权益乘数较高，借助国企资金成本较低优势通过高杠杆盈利。**谱尼测试优势在于资产周转率显著高于同行，说明公司在上市前资金较为有限的条件下，将已有的资产高效运用，采取“薄利多销”策略，获得了与同行同一水平的 ROE。**
- 此外，公司应收账款水平较佳。2019 年应收账款周转天数为 64 天，低于可比公司平均水平 74 天，在行业内处于中上游水平。虽然 2020 年由于疫情应收账款周转天数上升，但仍处于可控范围，且四季度是公司客户结账付款高峰期，预计年底将会好转。

图表 47：公司与同业可比公司杜邦分析

	ROE	销售净利率	资产周转率	权益乘数
谱尼测试	15.09%	9.72%	1.06	1.46
华测检测	16.25%	14.97%	0.75	1.45
广电计量	14.61%	10.67%	0.65	2.12

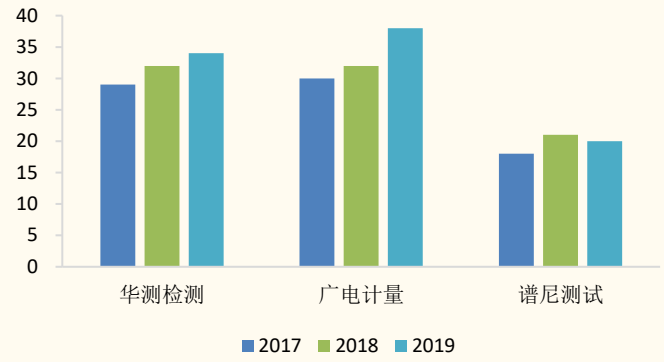
来源：wind，国金证券研究所

图表 48：公司与同业可比公司 ROE（摊薄）



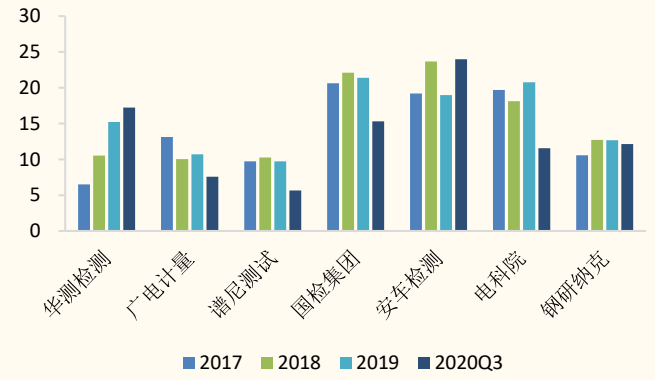
来源：公司招股说明书，wind，国金证券研究所

图表 49：公司与同业可比公司人均创收金额（万元）



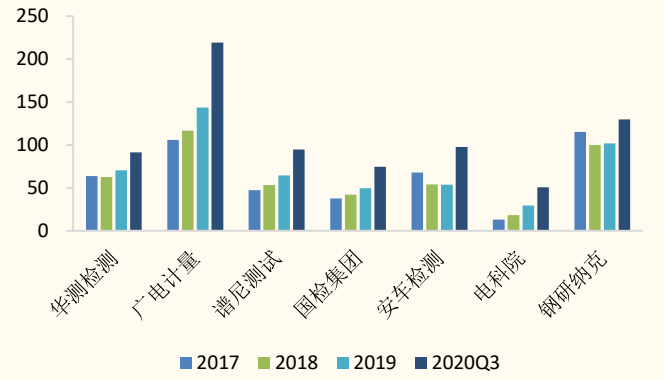
来源：公司招股说明书，wind，国金证券研究所

图表 50：公司与同业可比公司销售净利率



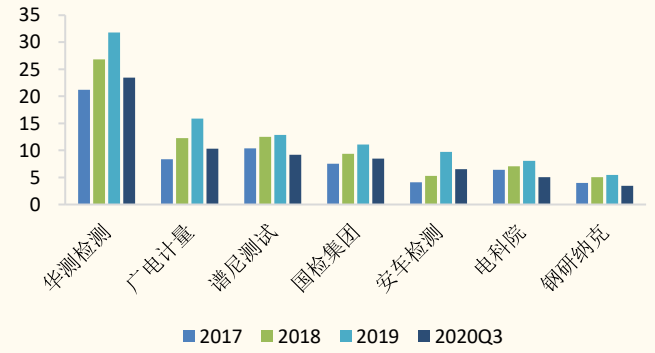
来源：公司招股说明书，wind，国金证券研究所

图表 51：公司与同业可比公司应收账款周转天数（天）

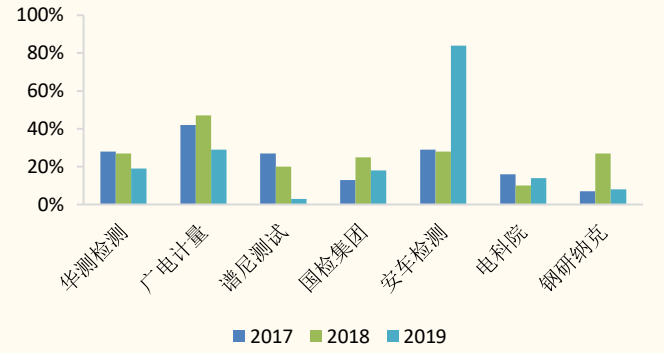


来源：公司招股说明书，wind，国金证券研究所

图表 52：公司与同业可比公司营业收入（亿元）



图表 53：公司与同业可比公司营业收入增速



来源：公司招股说明书，wind，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，wind，国金证券研究所

- 公司目前销售净利率较低，这实际与公司人均创收相比同业可比公司较低同源，是因为公司业绩增长一定程度受限于公司主力所在的北方市场空间有限。公司未来资本开支目标一方面在于增强华东、华中地区的检验检测能力和销售服务能力，**向市场更为活跃、需求增长更为快速的地区扩张**；另一方面在于向汽车检测、医学检测等具备增长潜力的领域**延伸拓展业务范围，发展新的利润增长点。**预计在华东、华中运营中心投产运营后，在股权激励作用下，公司能够充分发挥在竞争激烈的北京市场炼就的优秀经营能力，有效提升公司在对应省份及周边地区的检验检测能力和销售服务能力，销售净利率和人均创收金额有望提高。

三、盈利预测与投资建议

- 我们预计在公司的传统强势领域食品检测和环保检测领域，随着公司向华东、华中区域扩张、公司经营改善，将会实现比行业更高的增速，且环境领域毛利将现微幅提高。
- 公司大力开拓的汽车检测归属于消费品质量鉴定板块。预计上海、武汉实验室投产运营将会大幅提高该板块的营业收入。
- 医疗检测是 2020 年新开发业务，抗疫物资检测往年营业金额很小，计入消费品质量鉴定板块，我们在此单列。预计 2020 年医疗检测和抗疫物资检测的营业收入分别为 0.6 和 0.5 亿元，预计未来 2 年内新冠病毒疫情在国内局部地区有反复的可能性，该板块的需求持续存在但增速逐渐变得平缓。
- 安全保障、电子及安规、认证、计量业务将维持往年增速，合并计入其他业务板块。

图表 54：公司营业利润预测

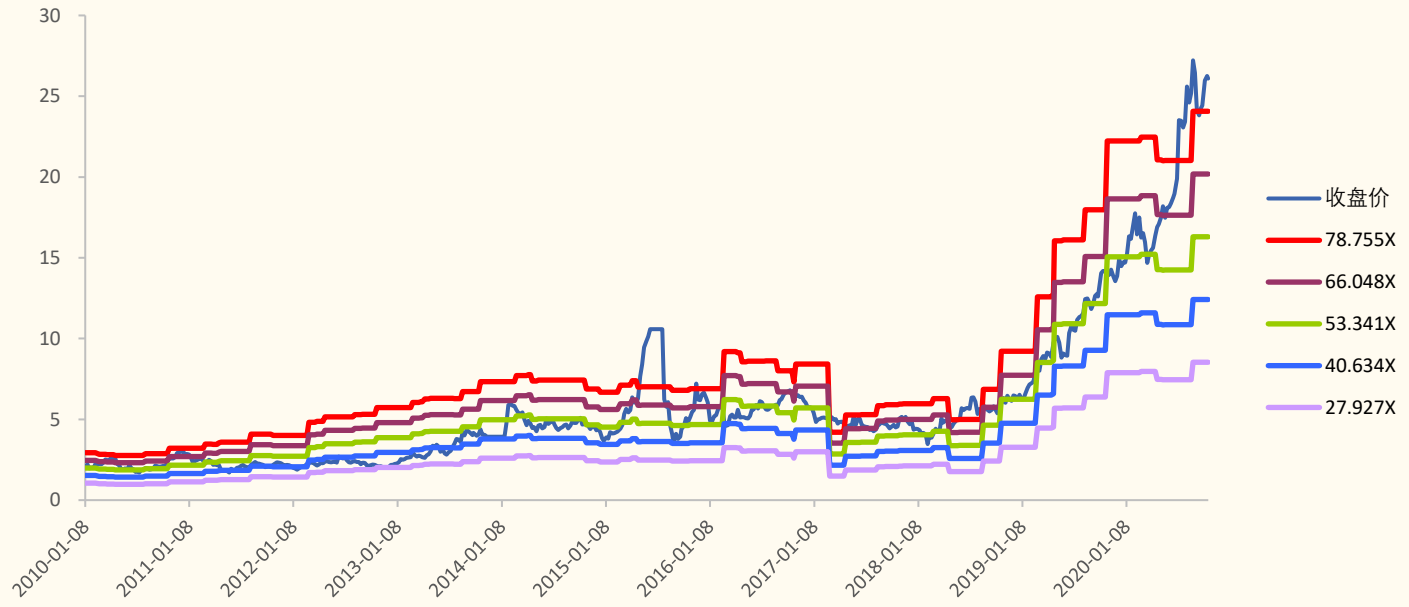
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总计						
营业收入（亿元）	10.39	12.51	12.87	14.73	17.68	22.04
YoY	27%	20%	3%	14%	20%	25%
毛利（亿元）	5.13	6.11	6.33	7.28	8.81	11.08
毛利率	49%	49%	49%	49%	50%	50%
食品检测						
营业收入（亿元）	4.77	5.55	5.41	5.68	6.53	7.84
YoY	14%	16%	-3%	5%	15%	20%
毛利（亿元）	2.43	2.69	2.62	2.73	3.15	3.80
毛利率	51%	48%	48%	48%	48%	49%
环境检测						
营业收入（亿元）	3.58	4.73	5.29	5.82	6.98	8.73
YoY	53%	32%	12%	10%	20%	25%
毛利（亿元）	1.55	2.22	2.56	2.79	3.42	4.36
毛利率	43%	47%	48%	48%	49%	50%
消费品质量鉴定						
营业收入（亿元）	1.30	1.41	1.27	1.27	1.78	2.67

YoY	29%	8%	-10%	0%	40%	50%
毛利（亿元）	0.69	0.72	0.66	0.66	0.92	1.39
毛利率	53%	51%	52%	52%	52%	52%
医疗检测和抗疫物资检测						
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	1.00	1.32	1.62
YoY					32%	23%
毛利（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.52	0.66	0.80
毛利率				52%	50%	49%
其他业务						
营业收入（亿元）	0.74	0.82	0.90	0.96	1.06	1.19
YoY	14%	11%	10%	7%	11%	12%
毛利（亿元）	0.46	0.48	0.49	0.59	0.65	0.73
毛利率	62%	59%	54%	61%	61%	61%

来源：wind，国金证券研究所

- 华测检测上市多年，资金充足，企业发展过程呈现清晰的“扩张期-整理期-收获期”三个阶段。谱尼测试目前处于投资扩张阶段，大约相当于 2016-2017 年的华测检测。由于检测行业大趋势发生变化，竞争加剧、集中度将提升，我们判断公司未来可能会出现外部扩张+内部整理并举，扩张期和整理期重叠的情况，达到收获期的时间或将缩短。
- 2016-2017 年华测检测处于投资期到收获期过渡阶段，PE 估值中枢为 60 倍。结合可比公司估值水平，我们给出 2021 年 45 倍估值水平。
- 综合公司现处发展阶段与可比公司估值情况，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 14.73/17.68/22.04 亿元，归母净利润分别为 1.56/1.96/2.46 亿元，对应 EPS 分别为 2.1/2.6/3.2 元，我们给予公司 2021 年 45 倍 PE 水平，目标价 116 元，给予“增持”评级。

图表 55：华测检测 PE-band



来源：wind，国金证券研究所

图表 56：同业可比公司估值

股票代码	股票名称	收盘价（元）	EPS（一致预期）		PE（一致预期）		PE(TTM)
			2020E	2021E	2020E	2021E	
300012.SZ	华测检测	25.86	0.34	0.44	76	59	85
002967.SZ	广电计量	32.19	0.41	0.62	79	52	190
603060.SH	国检集团	19.03	0.57	0.69	33	28	42
300572.SZ	安车检测	45.80	1.36	1.90	34	24	48
300215.SZ	电科院	7.74	0.23	0.35	34	22	55
平均					51	37	65

来源：wind，国金证券研究所

四、风险提示

- **企业品牌公信力受损：**品牌公信力是检测企业的核心竞争力。若出现数据造假、检测数据失真等给公司品牌公信力带来负面影响的事件，可能发生公司被要求实验室暂停运营、大量政府或重要企业客户流失等情况，将对公司经营造成重大影响。
- **实验室投产不达预期：**实验室是公司进行生产的核心固定资产，若公司实验室投产进度不达预期，将影响公司订单获取和未来业绩增长。
- **新客户开拓不达预期：**公司未来业务增长重点在汽车检测和医疗检测领域，以及华东、华中新客户的开拓。如果在两个领域和区域新客户开拓进展不佳，将影响公司未来业绩增长。
- **应收账款周转率下降：**2020H1 受疫情影响，客户回款延迟，公司应收账款周转率下降。如果在下半年国内各行业运行恢复后，公司部分客户仍然无法及时回款，将有可能导致公司坏账损失提高、企业经营成本增加，现金流受损。
- **限售股解禁：**2020 年 9 月 16 日公司解禁首发 1621.94 万股，占总股本 21%，占解禁后流通股本 100%；2021 年 3 月 16 日公司将解禁首发 88.50 万股，占总股本 1%，占解禁后流通股本 5%。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,039**	**1,251**	**1,287**	**1,473**	**1,768**	**2,204**
增长率		20.3%	2.9%	14.4%	20.0%	24.7%
主营业务成本	-526	-640	-655	-745	-887	-1,096
%销售收入	50.6%	51.2%	50.9%	50.6%	50.2%	49.7%
毛利	513	611	633	728	881	1,108
%销售收入	49.4%	48.8%	49.1%	49.4%	49.8%	50.3%
营业税金及附加	-5	-7	-9	-11	-13	-15
%销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-213	-237	-251	-295	-354	-441
%销售收入	20.5%	19.0%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
管理费用	-109	-155	-159	-191	-225	-276
%销售收入	10.4%	12.4%	12.4%	13.0%	12.7%	12.5%
研发费用	-75	-77	-79	-90	-106	-132
%销售收入	7.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%
息税前利润（EBIT）	111	134	134	142	184	244
%销售收入	10.7%	10.7%	10.4%	9.6%	10.4%	11.1%
财务费用	1	-1	-5	-4	-6	-7
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
资产减值损失	12	8	14	13	16	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1	1
%税前利润	0.2%	0.2%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%
营业利润	117	143	138	173	218	274
营业利润率	11.2%	11.5%	10.7%	11.8%	12.3%	12.4%
营业外收支	1	0	0	0	0	0
税前利润	117	143	138	173	218	274
利润率	11.3%	11.4%	10.8%	11.8%	12.3%	12.4%
所得税	-17	-15	-13	-17	-22	-27
所得税率	14.1%	10.6%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	101	128	125	156	196	246
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**101**	**128**	**125**	**156**	**196**	**246**
净利率	9.7%	10.2%	9.7%	10.6%	11.1%	11.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	101	128	125	156	196	246
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	65	99	123	140	194	278
非经营收益	-4	9	8	3	8	10
营运资金变动	-17	-67	-76	26	22	-26
经营活动现金净流	**145**	**168**	**180**	**325**	**420**	**508**
资本开支	-250	-194	-172	-250	-472	-372
投资	21	-76	64	0	0	0
其他	0	0	1	1	1	1
投资活动现金净流	**-229**	**-270**	**-107**	**-249**	**-471**	**-371**
股权募资	0	0	0	2	0	0
债权募资	0	83	69	36	43	53
其他	-6	-2	-11	-39	-49	-61
筹资活动现金净流	**-6**	**81**	**58**	**-1**	**-6**	**-8**
现金净流量	**-90**	**-20**	**131**	**74**	**-57**	**129**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	123	119	266	340	283	412
应收款项	194	214	289	383	413	517
存货	3	3	3	10	12	14
其他流动资产	62	138	71	29	33	39
流动资产	382	473	630	763	742	981
%总资产	40.9%	42.7%	48.0%	48.8%	40.6%	45.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	432	511	566	642	912	1,000
%总资产	46.4%	46.1%	43.2%	41.1%	49.9%	46.1%
无形资产	93	100	91	94	97	100
非流动资产	551	635	681	801	1,085	1,187
%总资产	59.1%	57.3%	52.0%	51.2%	59.4%	54.8%
资产总计	**932**	**1,108**	**1,310**	**1,564**	**1,826**	**2,168**
短期借款	0	83	115	151	193	245
应付款项	67	57	59	67	80	99
其他流动负债	183	149	163	246	296	369
流动负债	250	290	336	464	569	712
长期贷款	0	0	38	38	38	38
其他长期负债	47	49	48	47	48	49
负债	297	339	422	549	655	799
普通股股东权益	635	769	888	1,015	1,172	1,369
其中：股本	57	57	57	73	73	73
未分配利润	549	677	796	921	1,078	1,275
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**932**	**1,108**	**1,310**	**1,564**	**1,826**	**2,168**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.770	2.246	2.194	2.050	2.580	3.241
每股净资产	11.145	13.490	15.584	13.351	15.415	18.008
每股经营现金净流	2.545	2.955	3.162	4.443	5.734	6.940
每股股利	0.102	0.000	0.102	0.426	0.536	0.673
回报率						
净资产收益率	15.88%	16.65%	14.08%	15.36%	16.74%	18.00%
总资产收益率	10.82%	11.55%	9.54%	9.97%	10.74%	11.36%
投入资本收益率	15.01%	13.98%	11.54%	10.50%	11.72%	13.21%
增长率						
主营业务收入增长率	27.23%	20.34%	2.93%	14.41%	20.03%	24.69%
EBIT 增长率	-0.62%	20.96%	0.09%	5.36%	29.91%	32.49%
净利润增长率	0.79%	26.88%	-2.30%	24.60%	25.83%	25.60%
总资产增长率	24.09%	18.89%	18.22%	19.34%	16.79%	18.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.9	54.1	65.2	90.0	80.0	80.0
存货周转天数	2.0	1.5	1.6	5.0	5.0	4.5
应付账款周转天数	25.0	25.0	19.2	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	151.0	137.9	126.4	104.6	122.2	104.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.38%	-4.60%	-12.71%	-14.94%	-4.49%	-9.48%
EBIT 利息保障倍数	-83.2	104.4	25.6	33.8	32.1	33.0
资产负债率	31.86%	30.63%	32.21%	35.11%	35.85%	36.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

单击此处输入文字。

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