



Research and
Development Center

固北征南，迈向新征程

—谱尼测试(300887)公司深度报告

2021年5月25日

罗政

S1500520030002

luozheng@cindasc.com

刘卓

S1500519090002

010-83326753

liuzhuoa@cindasc.com

证券研究报告

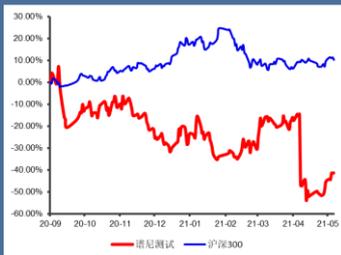
公司研究

公司深度报告

谱尼测试 (300887)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	62.70
52周内股价波动区间(元)	39.43-72.34
最近一月涨跌幅(%)	21.57
总股本(亿股)	1.37
流通A股比例(%)	22.5
总市值(亿元)	86

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

固北征南，迈向新征程

2021年05月25日

本期内容提要：

- ◆ **民营第三方综合性检测巨头雏形显现。**公司成立于2002年，由北京市科学技术研究院下属科研院所组建而成，上市于2020年，在上市前已基本完成全国渠道网络搭建和重点业务领域覆盖。公司目前前五大检验检测基地为北京、上海、深圳、青岛、江苏基地，IPO募集资金用于进一步扩大上海、武汉、北京基地产能。公司目前已布局健康与环保、电子及安规、消费品质量鉴定和安全保障四大板块，涵盖食品、环境（包括碳核查）、医学（去年首批入选北京市指定核酸检测机构）、汽车、军工等多重点领域，包含32个重点产品线。公司自成立以来定位综合性检测机构，多年来持续扩大布局区域和业务领域，驱动收入和利润保持较高速的复合增长。2008-2020年公司收入复合增长25%，归母净利润复合增长24%。目前全国区域和业务版图基本建立，将由横向发展过渡到同时注重“量”和“质”的纵向深化阶段。
- ◆ **技术、规模、公信力构筑核心竞争力。**公司始终高度重视技术创新研发工作，坚持走“自主研发、持续创新”技术发展之路，经过近20年发展掌握了较为成熟的检测方法和技术。综合性检测优势逐步显现，细分品类扩张有望持续加快。公司目前基本完成全国范围区域网络构建和重点业务板块的布局，综合检测服务能力较强。公司横向（全国区域、业务领域）布局基本完成，各版块可形成资源协同（去年由食品和环境采样人员协助完成核酸检测大规模采样），已具备较强的综合检测服务能力。事实上，公司在过去“三聚氰胺”、“毒胶囊”、“非洲猪瘟”等大型突发事件中均能快速响应，充分彰显综合性检测优势。我们认为，公司作为综合性检测领先企业，未来有望把握更多的事件型机会，同时通过纵向深耕持续增强各板块竞争力，实现多点开花。此外，公司品牌和公信力持续强化，不断夯实核心竞争力，上市后融资能力增强，助力高成长。
- ◆ **检验检测行业空间广阔，民营第三方仍大有可为。**国内检测行业市场规模年均增速近15%，具有“长赛道、高增长”的特征，检测行业随经济增长、产业升级长期需求有望保持较高增速。2013-2019年国内检测行业市场规模保持快速增长，年复合增速为14.94%，市场化份额持续提升，第三方检测规模增速高于行业平均。规模效应是支撑当前及未来行业集中度继续提升的核心驱动因素。大型机构能够在经营中实现规模优势，具体体现在有效降低成本、抗风险能力提升和具备提供全方位服务的能力等方面，由此在不断市场竞争中胜出。在竞争程度日益加剧的行业背景下，小微机构生存空间将不断受到挤压，未来面临被并购或淘汰退出，国内检验检测行业集中度提升和超大型企业开始涌现的趋势较为明确。检测行业中CRO/CDMO领域处于成长阶段，增速较高，空间广阔，公司已布局CRO/CDMO领域，有望打造成重要的独立板块。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021年至2023年净利润分别为2.16亿元、3.03亿元和4.21亿元，相对应的EPS分别为1.58元/股、2.22元/股和3.08元/股，对应当前股价PE分别为40倍、28倍和20倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**医学、药品、军工等板块取得重要进展。
- ◆ **风险因素：**新业务拓展不达预期风险、新冠疫情反复风险、行业竞争加剧风险、政策变动风险、原材料价格波动风险等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,287	1,426	1,786	2,212	2,752
增长率 YoY %	2.9%	10.8%	25.2%	23.9%	24.4%
归属母公司净利润(百万元)	125	164	216	303	421
增长率 YoY%	-2.3%	30.9%	32.2%	40.1%	38.9%
毛利率%	49.1%	48.9%	48.3%	48.1%	48.0%
净资产收益率ROE%	14.1%	9.0%	10.5%	12.8%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	0.91	1.20	1.58	2.22	3.08
市盈率 P/E(倍)	/	65.08	39.62	28.29	20.37
市净率 P/B(倍)	/	5.85	4.16	3.63	3.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年05月25日收盘价

目录

与市场的不同.....	6
民营第三方综合性检测巨头雏形显现.....	7
服务网络遍布全国，重点领域梯次发力.....	7
10余年收入复合增长25%，稳健增长铸就第三方检测龙头.....	9
推进精细化管理，盈利能力有望逐步改善.....	10
技术、规模、公信力构筑核心竞争力.....	12
研发实力较强，积累多年造就成熟的技术水平.....	12
综合性检测优势逐步显现，细分品类扩张有望持续加快.....	13
品牌公信力持续强化，上市助力公司发展提速.....	15
检验检测行业空间广阔，民营第三方仍大有可为.....	17
国内检测行业仍处于成长期，规模增速仍有15%.....	17
检测行业集中度提升大势所趋，大型机构增长强劲.....	19
CRO/CDMO方兴未艾，公司持续深化布局.....	23
国内CRO/CDMO行业处于成长期，增速远超全球.....	23
公司重点布局CRO/CDMO业务，有望打造新增长极.....	25
盈利预测、估值与投资评级.....	26
1、盈利预测与假设.....	26
2、估值与投资评级.....	26
相对估值.....	26
风险因素.....	26

表目录

表1：公司IPO募投项目情况（万元，平方米）.....	7
表2：公司前五大实验基地基本情况（2019年）.....	7
表3：公司检验检测业务分类.....	8
表4：公司核心技术来源和技术水平.....	13
表5：公司近年获得多项荣誉彰显科研实力.....	13
表6：公司检测资质和同行业综合性检测公司对比.....	14
表7：公司研发战略和重点板块领军人物.....	15
表8：公司前五大政府类和企业类客户（2019年）.....	16
表9：不同收入规模机构收入对比和增长情况.....	21
表12：可比公司盈利及估值对比.....	26

图目录

图1：公司已基本构建完成全国性渠道网络（近30家实验基地）.....	7
图2：公司主要业务领域.....	8
图3：公司32个重点产品线.....	8
图4：公司发展历程.....	9
图5：公司收入及同比变化情况（万元）.....	9
图6：公司净利润及同比变化情况（万元）.....	9
图7：公司资本开支与利润率负相关性较强（万元）.....	9
图8：2020年公司分业务收入占比.....	10
图9：2019年公司分区域收入占比.....	10
图10：公司食品和环境检测业务收入及增速（万元）.....	10
图11：公司商品质量鉴定业务收入及增速（万元）.....	10
图12：公司和华测、广电人均产值（万元）.....	11
图13：公司和华测、广电净利率%（万元）.....	11
图14：公司和华测、广电毛利率%对比.....	11
图15：公司和华测、广电销售费用率%对比.....	11
图16：公司和华测、广电管理费用率%对比.....	11
图17：公司和华测、广电财务费用率%对比.....	11
图18：公司员工总数（人）.....	12
图19：公司销售和行政人员数量（人）.....	12
图20：公司研发投入及占比和同比情况（万元）.....	12
图21：公司人员数量及占比（人）.....	12
图22：公司研发投入和营收占比目前处于行业中等偏上水平（亿元，%）.....	12
图23：公司股权结构（截至2021年一季度末）.....	14
图24：公司承担多项重大活动检测任务.....	15

图 25: 公司营业成本构成.....	16
图 26: 公司与广电、华测、信测 2016-2020 年营收 CAGR%.....	16
图 27: 我国检验检测行业市场规模 (亿元) 及同比	17
图 28: 我国检验检测机构数量 (家) 及同比	17
图 29: 我国检验检测行业出具报告数量 (亿份) 及同比	17
图 30: 我国检验检测行业设备数量 (万台) 及价值 (亿元)	17
图 31: 我国检验检测不同机构数量占比%	18
图 32: 我国检验检测机构数量 (个) 及变化情况	18
图 33: 我国检验检测不同机构营收增速%	18
图 34: 我国检验检测分类别报告数量 (万份)	18
图 35: 我国检验检测机构中标数量 (家) 及同比变化	19
图 36: 我国企业制和事业制检测机构中标率	19
图 37: 我国检验检测机构按员工数量划分	19
图 38: 我国检测机构数量按服务半径分类	19
图 39: 我国检验检测行业商标数量 (个)	20
图 40: 我国检测机构数量按成立年数分类	20
图 41: 我国检验检测机构数量分布 (家数)	20
图 42: 我国检测机构营收分布 (亿元)	20
图 43: 我国检验检测机构行业分布 (家)	20
图 44: 我国检验检测行业规模以上机构数量 (家) 及同比	21
图 45: 我国检验检测行业规模以上机构营收 (亿元) 及同比	21
图 46: 全球检测龙头收入及同比 (亿元人民币)	22
图 47: 我国检验检测行业不同类型机构平均利润 (万元)	22
图 48: 我国检验检测行业不同类型机构人均产值 (万元)	22
图 49: 新药研发和 CRO 服务流程	23
图 50: 全球 CRO 市场规模	24
图 51: 国内 CRO 市场规模及预测	24
图 52: 全球 CRO 分阶段市场规模占比	24
图 53: 国内 CRO 分阶段市场规模占比	24
图 54: 全球 CRO 龙头昆泰收入及同比 (亿元)	25
图 55: 国内医药外包主要企业收入增速 (%)	25
图 56: 公司提供的一站式 CRO/CDMO 服务所包含的主要服务项目	25

与市场的不同

(1) 我们认为，公司是国内老牌稳健型检测企业，经过 19 年深耕，实现区域和业务方面的全国性和综合性检测布局，多年来保持较高增速。2008-2020 年公司收入复合增长 25%，归母净利润复合增长 24%。公司目前前五大检验检测基地为北京、上海、深圳、青岛、江苏基地，IPO 募集资金用于进一步扩大上海、武汉基地产能，进一步提升北京基地技术水平，将“固北征南”，稳固优势区域，强化全国布局。公司目前已布局健康与环保、电子及安规、消费品质量鉴定和安全保障四大板块，涵盖食品、环境（包括碳核查）、医学（去年首批入选北京市指定核酸检测机构）、汽车、军工等多重点领域，包含 32 个重点产品线。目前全国区域和业务版图基本建立，将由横向发展过渡到同时注重“量”和“质”的纵向深化阶段。

(2) 我们认为，公司通过推进精细化管理，盈利能力有较大改善空间。在上市前已基本完成全国渠道网络搭建和重点业务领域覆盖，上市后进入新的发展阶段，由过去的横向拓展区域和业务领域为主导，进入纵向深化布局、注重“量”和“质”的新阶段，纵向深化表现为在各重要板块上的细分品类拓展，在此基础上加强精细化管理。2020 年公司销售和管理费用率有所改善，销售、行政人员数量上有一定精减。2020 年公司员工总数 6557 人，同比增加 182 人，连续多年稳步增长，但销售人员由 2019 年的 1217 人降至 1120 人，行政人员数量由 2019 年的 554 人降至 534 人，管理效率持续提升，2020 年净利率明显回升，管理成效显著，预计盈利能力将稳步提升。

(2) 我们认为，公司综合性检测优势明显，实现多领域多品类持续深化布局，支撑长期成长。公司横向（全国区域、业务领域）布局基本完成，各版块可形成资源协同（去年由食品和环境采样人员协助完成核酸检测大规模采样），已具备较强的综合检测服务能力。公司综合性检测优势逐步显现，细分品类扩张有望持续加快。去年国内新冠疫情发生后，公司凭借多年技术积累，首批入选北京市新冠病毒核酸检测机构，开展核酸检测业务。2020 年公司核酸和医疗器械检测业务收入突破亿元。事实上，公司在过去“三聚氰胺”、“毒胶囊”、“非洲猪瘟”等大型突发事件中均能快速响应，充分彰显综合性检测优势。我们认为，公司作为综合性检测领先企业，未来有望把握更多的事件型机会，同时通过纵向深耕持续增强各板块竞争力，实现多点开花。

(3) 我们认为，检验检测行业是一个很长的赛道，并且根据我国所处的经济发展阶段，国内检测行业处于成长期，检测需求中长期保持较高增速，且市场化份额和集中度均有望持续提升。2013-2019 年国内检测行业市场规模年均增速近 15%，具有“长赛道、高增长”的特征，检测行业随经济增长、产业升级长期需求有望保持较高增速。2013-2019 年国内检测行业市场规模保持快速增长，年复合增速为 14.94%，市场化份额持续提升，第三方检测规模增速高于行业平均。规模效应也将驱动未来行业集中度持续提升。检测行业中 CRO/CDMO 领域处于成长期，增速较高，空间广阔，公司已布局 CRO/CDMO 领域，公司将加大医药研发和服务推广力度，已积累丰富的产业经验，未来公司将持续强化在 CRO/CDMO 领域的布局，有望打造成重要的独立板块。

民营第三方综合性检测巨头雏形显现

服务网络遍布全国，重点领域梯次发力

公司成立于2002年，由北京市科学技术研究院下属科研院所组建而成，于2020年登陆创业板，在上市前已基本完成全国范围的渠道网络搭建和重点业务领域覆盖。公司目前拥有逾6000余名员工，近30个大型实验基地，已投产实验室面积超过13万平方米（2020年内蒙、宁波、深圳实验室进一步扩建），近100家全资子、分公司，服务客户超过8.5万家。公司已具备CMA、CNAS、食品复检机构、CATL、CCC、DILAC、医疗机构执业许可证、医疗器械生产许可证等资质，是服务网络遍布全国的大型综合性检验认证集团。

图1：公司已基本构建完成全国性渠道网络（近30家实验基地）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

区域方面，公司前五大检验检测基地位于北京、上海、深圳、青岛和江苏，IPO募集资金用于进一步扩大上海、武汉基地产能，进一步提升北京基地技术水平。其中上海和武汉实验基地建设规模较大，投资总额分别为5.4亿、2.1亿，设备投入和占地面积也均超过现有基地，今年起陆续投入使用。

表1：公司IPO募投项目情况（万元，平方米）

募投项目	投资总额	设备投入	新增面积	实验基地	业务范围	预期收入
新建生产及辅助用房项目	54,419.00	18,000.00	32,273.10	上海	汽车、电子可靠性等领域	50,632
谱尼测试研发检测基地及华中区运营总部建设项目	21,000.00	11,000.00	23,237.65	武汉	汽车、电子可靠性等领域	24,492
生物医药诊断试剂研发中心项目	7,000.00	4,200.00	改造和增置设备	北京	体外诊断领域	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

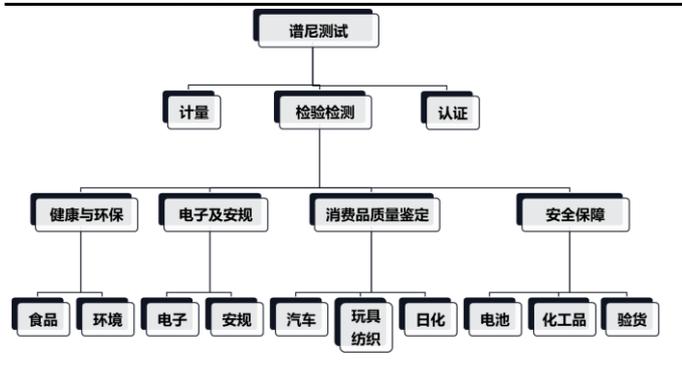
表2：公司前五大实验基地基本情况（2019年）

实验基地	收入（万元）	人员人数（人）	检测设备原值（万元）	检测设备净值（万元）	实验室产能（件）	实验室产量（件）	产能利用率
北京基地	33,432.73	604	11,487.39	8,217.69	566,982	528,626	93.24%
上海基地	23,740.67	605	10,523.78	4,019.57	422,760	342,537	81.02%
深圳基地	11,839.80	256	5,391.87	1,695.23	196,035	182,003	92.84%
青岛基地	10,301.74	186	5,229.40	1,505.45	166,312	146,831	88.29%
江苏基地	10,213.76	258	5,590.55	2,534.08	175,154	152,030	86.80%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

行业方面，公司目前已布局健康与环保、电子及安规、消费品质量鉴定和安全保障四大板块，涵盖食品、环境（包括碳核查）、医学（去年首批入选北京市指定核酸检测机构）、汽车、军工等多重点领域，包含 32 个重点产品线。公司服务模式具体为样品接收或现场采样获取样品后进行检测，包括样品前处理、设置仪器操作条件、样品检测、检测结果汇总、数据分析、检测过程中异常情况处置及问题的解决等环节，在完成检测并经多级审核后向客户交付报告。

图 2：公司主要业务领域



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：公司 32 个重点产品线

食品/白酒/啤酒/红酒/饮料检测	农产品检测	保健品检测	生态环境监测	环境咨询与运维/环
保管家/空气治理净化	节能环保/碳交易/碳中和/碳核查	职业/公共/学校卫生检测与评价	饮用水/矿泉水及涉水产品检测评价	医学医疗检验
医疗器械检测	生物医药一站式服务	毒理病理实验	汽车整车/零部件/新能源汽车/燃料电池	电子电气检测/电器设备检测
电池检测/锂电池安全测试/危险品货运鉴定	建筑材料与工程检测/新材料检测	化妆品检测	化妆品人体功效实验	日用消费品/纺织/玩具/油品检测
消毒产品/油墨涂料/化工产品检测	计量校准服务	验货/审厂	认证服务/三方审核	培训咨询
消毒灭菌	无损检测	环境与可靠性试验	电磁兼容 EMC 测试	软件测评/网络安全
快速检验	电商(电子商务)检测	能力验证(PT)/标准物质(RM)		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：公司检验检测业务分类

业务	检验检测领域	细分	内容
检验检测	健康与环保	食品	食品、农产品、保健品等检验检测；具体包含常规理化指标、营养成分、食品添加剂和非食用物质、微生物指标、农药残留、兽药残留、其他有毒有害物质以及食品接触材料检验检测等。
		环境	水和废水检测、饮用水检测、海洋环境保护相关检测、环境监测、环境噪声、室内环境检测、公共场所卫生检测、产地环境检测、振动与辐射检测、土壤、污泥及肥料检测和固体废物检测等。
	电子及安规	/	对电子产品的安全及可靠性进行的物理化学检验检测。电子电气等设备在进出口过程中通常有着较强的安全控制要求，该类检验检测主要服务于电子电气等设备制造商和贸易商获取产品进口国的质量认可
	汽车	按照中国、欧盟、美国、日本等各国玩具及儿童用品生产标准对产品进行检验检测	
	消费品质量鉴定	玩具	按照中国、欧盟、美国、日本等各国玩具及儿童用品生产标准对产品进行检验检测
		纺织品	对纺织品的物理性能和化学成分进行分析（起毛起球、色牢度、纤维含量、甲醛、pH 值、标识标注等），以判断此类与人体直接接触的产品是否符合环保健康和安全方面的要求
		日化	对化妆品、洗涤用品及纸制品等各类产品的重金属、化学禁用限用物质、功效成分、微生物、毒理学指标、物理性能进行测试
	安全保障	电池	包括电池货运和电池跌落测试，即保证各类型电池和各类型仪器设备中的电池在运输、碰撞、跌落等情形下的安全性。
		化工品	对试剂、建材和化工品的各项化学指标参数进行的检验检测
		验货	按委托方或者买家的要求，代表委托方或者买家根据定货、购销合同中的相关约定，对供货质量及其他相关内容进行检查验收的活动。
计量	/	/	利用专业的技术手段实现单位统一和量值溯源及准确可靠的测量校准活动，公司可提供化学、力学、热学、长度等多领域多方面的计量校准服务。
认证	/	/	公司提供的认证服务包括质量管理体系（QMS）认证、环境管理体系（EMS）认证、职业健康与管理体系（OHSMS）认证、食品安全管理体系认证、危害分析与关键控制点体系（HACCP）认证、有机产品认证、良好农业规范（GAP）认证和化妆品良好生产规范（GMPC）认证等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

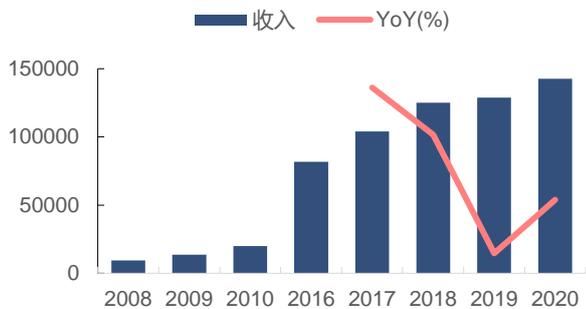
图 4：公司发展历程


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

10 余年收入复合增长 25%，稳健增长铸就第三方检测龙头

公司自成立以来定位综合性检测机构，多年来持续扩大布局区域和业务领域，驱动收入和利润保持较高速增长。公司成立至今近 20 年来发展重心主要在扩大区域和业务版图，在保障需求增长的前提下新建实验基地，进入新业务领域时采取稳健策略，目前全国区域和业务版图基本建立，将由横向发展过渡到同时注重“量”和“质”的纵向深化阶段。

2008-2020 年公司收入复合增长 25%，归母净利润复合增长 24%。公司营收和净利润增速近年来有一定波动，一是因为 2017 年之前公司资本开支增长较快，2018 年后资本开支有所回落，导致 2018 年后收入增速有所下滑，2020 年切入新冠核酸检测领域，带动收入和利润增速回升，2020 年快速增加的资本开支将对后续年份产生积极影响；二是新建实验室投产增加折旧，对当年盈利能力产生一定影响，资本开支与利润率具有一定的负相关性。

图 5：公司收入及同比变化情况（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：公司净利润及同比变化情况（万元）

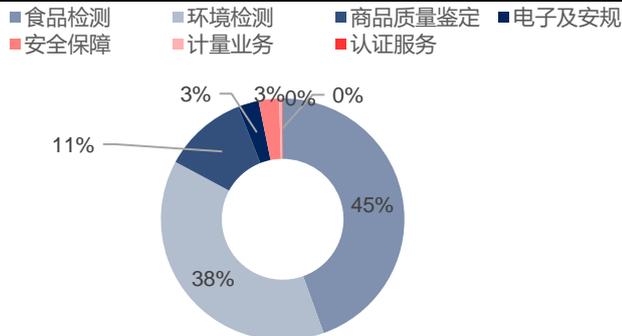

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：公司资本开支与利润率负相关性较强（万元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

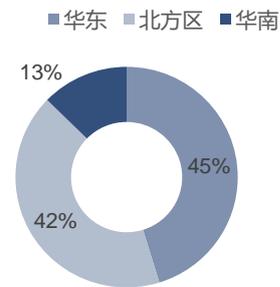
公司立足食品和环境检测，主要市场目前仍集中在华东和北方地区。2020 年公司实现营业收入 14.26 亿元，其中健康与环保板块占比较大，食品检测收入 6.35 亿元，占比 45%，环境检测收入 5.47 亿元，占比 38%，健康和环保板块合计占比达 83%，第三大业务电子与安规 2020 年收入 1.59 亿，占比 11%，前三大业务板块合计占比 94%。分区域来看，公司主要市场仍集中在华东和北方区，收入占比分别达到 45%和 42%，合计占比 87%，主要原因在于北京总部优势以及发达地区需求量较大，华南地区主要竞争对手华测检测和广电计量实力较强，竞争压力相比其他区域较大。

图 8：2020 年公司分业务收入占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：2019 年公司分区域收入占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2018 年后资本开支速度放缓致公司主业收入增速回落，2020 年切入新冠疫情核酸检测领域，食品业务收入增速回升，受益汽车检测需求回暖商品质量鉴定业务收入增速大幅回升。2020 年公司食品检测业务收入同比增长 17.34%，收入增速快速回升，主要是由于公司多年技术沉淀，疫情爆发后快速切入核酸检测和口罩等医疗器械检测领域，对业绩产生明显贡献。2020 年汽车检测需求回暖，商品质量鉴定业务收入同比增长 25.40%，增速大幅回升。我们认为，公司多年技术沉淀综合检测实力不断增强，驱动公司各事业部深化纵向发展。

图 10：公司食品和环境检测业务收入及增速（万元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

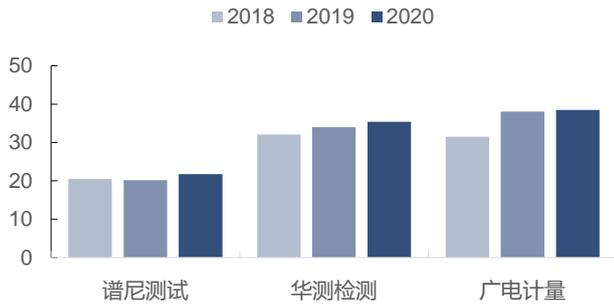
图 11：公司商品质量鉴定业务收入及增速（万元）



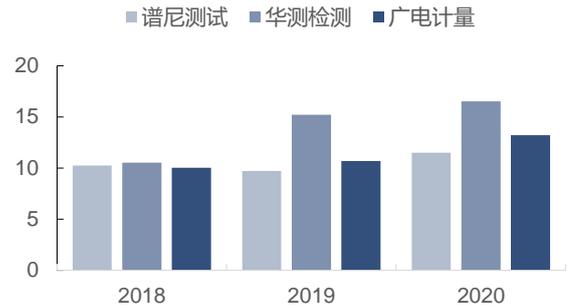
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

推进精细化管理，盈利能力有望逐步改善

公司人均产值和净利率与华测检测、广电计量相比略低，主要原因与公司的业务结构和经营模式有关，随着精细化管理稳步推进，公司经营效率和盈利能力存在改善空间。2020 年公司人均产值只有 21.75 万元，而华测和广电人均产值分别为 35.43、38.45 万元，公司净利率 11.48%，华测和广电分别为 16.51%、13.21%。公司政府类客户占比较大，采样人员占比较高，同时集团化管控力度较强，管理费用略高，致盈利能力相对偏低。

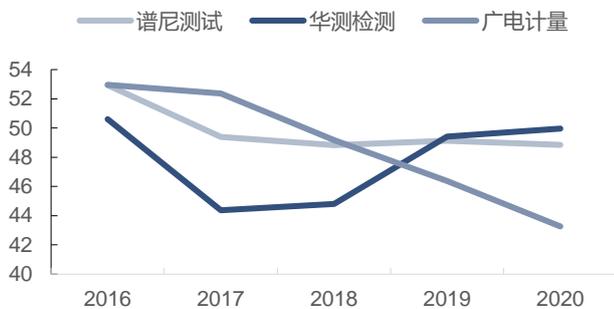
图 12: 公司和华测、广电人均产值 (万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

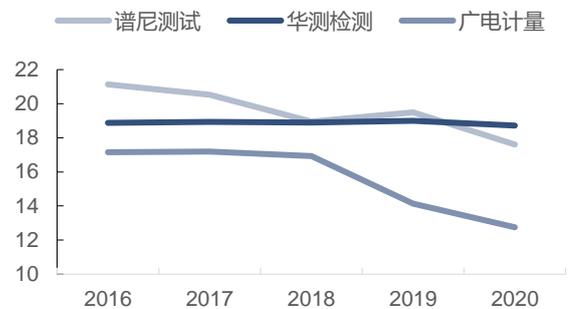
图 13: 公司和华测、广电净利率% (万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

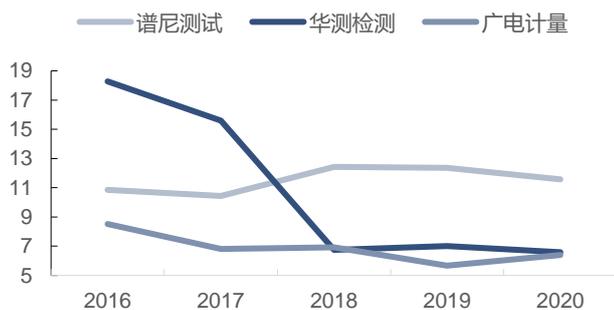
公司毛利率近年来基本稳定, 2020 年毛利率 48.86%, 略低于华测检测 49.96%, 高于广电计量 43.27%; 销售费用率呈现下降趋势, 2020 年公司销售费用率 17.61%, 同比下降 1.88 个百分点, 低于华测 18.72%, 高于广电计量的 12.75%; 管理费用率有所下降, 2020 年公司管理费用率 11.58%, 较上年有所下降, 但相较于华测的 6.59% 和广电的 6.39% 仍然较高; 财务费用率较低, 2020 年公司财务费用率 0.16%, 低于华测 0.32% 和广电 2.70%。

图 14: 公司和华测、广电毛利率%对比


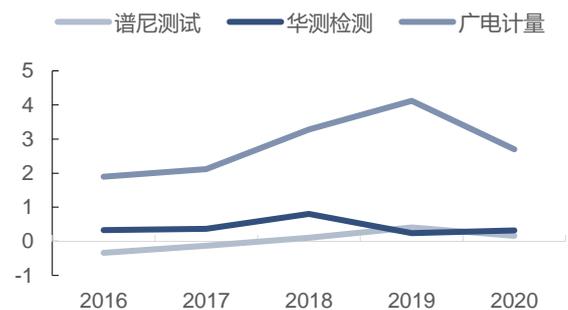
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 公司和华测、广电销售费用率%对比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

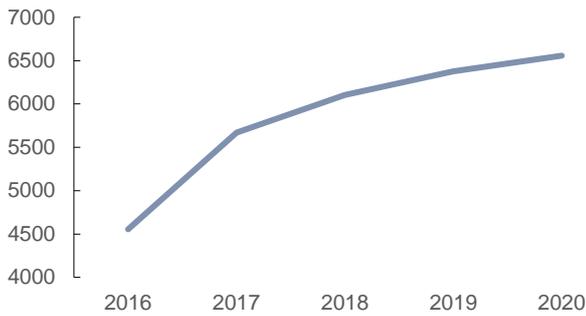
图 16: 公司和华测、广电管理费用率%对比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

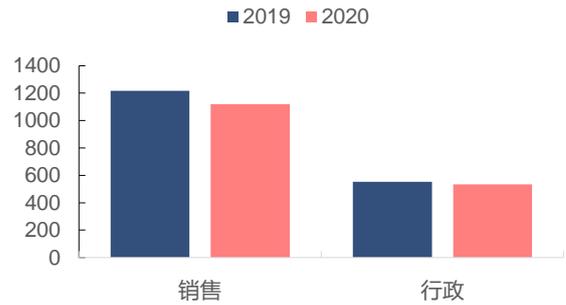
图 17: 公司和华测、广电财务费用率%对比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司精细化管理稳步推进, 2020 年销售费用率和管理费用率均有所下降, 盈利能力存在提升空间。随着业务规模扩张, 公司将加强集团化运营管理能力, 公司通过集团财务管理中心和人力资源管理中心, 强化总部对各分子公司的管控能力, 实现集团资源的统一调配, 确保各分子公司根据集团规划实现战略目标。同时, 在现有横向分子公司区域管理的基础上, 巩固各专业纵向行业事业部管控模式, 将重业务规模提升为质量和效益并重。此外, 公司对信息系统进行持续升级改造, 构建高效的管理及决策体系, 提升精细化管理水平。2020 年公司销售和管理费用率有所改善, 人员数量上也有一定精减。2020 年公司员工总数 6557 人, 同比增加 182 人, 连续多年稳步增长, 但销售人员由 2019 年的 1217 人降至 1120 人, 行政人员数量由 2019 年的 554 人降至 534 人, 管理效率持续提升。

图 18: 公司员工总数 (人)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 公司销售和行政人员数量 (人)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

技术、规模、公信力构筑核心竞争力

研发实力较强, 积累多年造就成熟的技术水平

公司始终高度重视技术创新研发工作, 坚持走“自主研发、持续创新”技术发展之路, 经过近 20 年发展掌握了较为成熟的检测方法和技术。截至 2020 年底, 集团已取得授权专利 300 项, 参与制定、修订国家标准及行业标准达 55 项, 承担国家多项科研课题研发项目。继 2019 年 11 月集团总部在北京设立“博士后科研工作站”后, 黑龙江谱尼测试科技有限公司亦于 2020 年 11 月获批设立公司第二个“博士后科研工作站”, 充分体现了公司的技术积淀。

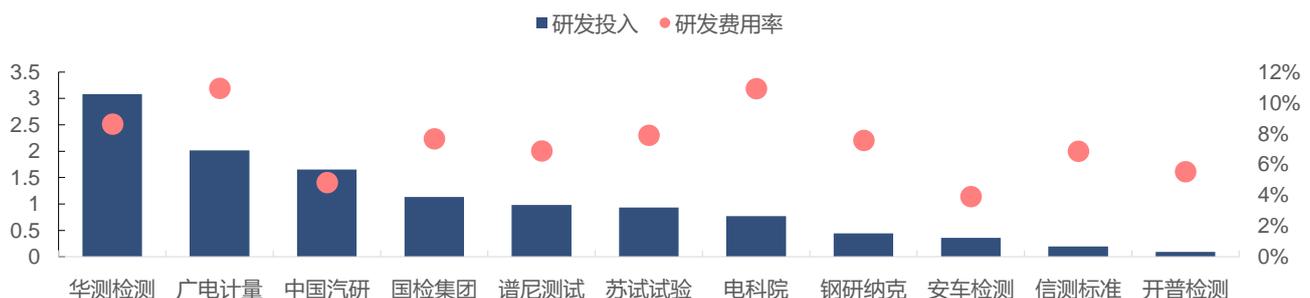
公司研发投入稳步增长, 不断投入新的测试方法和标准项目的研发, 技术实力持续增强。2020 年研发投入 9834.05 万元, 同比增长 24.83%, 公司研发人员占总员工数量比例不断上升, 截至 2020 年公司共有技术研发人员 672 人, 占员工总数的 10.25%。同时公司不断加强校企合作, 未来将以博士后科研工作站为依托, 持续加快人才培养、提升专业技术门槛。

图 20: 公司研发投入及占比和同比情况 (万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 公司人员数量及占比 (人)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 公司研发投入和营收占比目前处于行业中等偏上水平 (亿元, %)


资料来源: 相关公司公告, 信达证券研发中心

公司核心技术均为自主研发。公司技术创新以自主研发为主，坚持从市场需求到技术支持、从主动研发到市场推广两方面相结合的方式，根据市场需求和行业发展状况提出研发计划，并通过追踪世界前沿科技、最新检测技术和检测方法，研究制定适合公司应用的检验检测技术方法，以应用于日常检验检测业务。在日常经营中，公司研发部门跟踪研究国内外最新国家标准、行业标准、大型企业标准，通过配备精密检测设备和熟悉设备的实验人员，确定检测业务运作流程，提升检测能力、扩大检测范围。

表 4：公司核心技术来源和技术水平

业务领域	主要技术内容	技术来源	取得时间	技术水平和领先程度
健康与环保	涉及食品和环境等相关领域，利用化学分析和代谢组学技术等前沿理论，基于高分辨质谱等先进技术，深入探究并建立有机污染物、功效成分、营养因子的高通量、高灵敏度的鉴定检测技术，可有效应用于食品安全监管和环境污染防治工作。	自主研发	2014 年至今	可实现更高通量、更高分辨率的靶向筛查和非靶向识别潜在污染风险。涉及前沿的代谢组学领域，同时可以有效或及时地解决了行业难点（乳粉中低聚半乳糖）和热点（鸡蛋中氟虫腴）问题。
电子及安规	实时跟进欧盟指令更新并完善新增禁用物质的创新检测技术开发工作，尤其是针对高关注物质候选清单、持久性污染物等行业热点、难点项目，保持全项检测服务能力。	自主研发	2012 年至今	及时跟进更新变化并完成创新检测技术开发，快速全面地响应检测业务需求。
消费品质量鉴定	致力于日化、玩具和汽车等消费品中有毒有害物质高通量筛查鉴定和可靠性检验等化学和物理性技术开发，重点研发应用性强且质量精度高的相关方法，为切实保障消费品质量安全和防范潜在质量风险提供技术基础。	自主研发	2014 年至今	达到有效识别潜在质量安全风险的目的，基于更为高端的分析设备和经验丰富的技术人员团队，检测项目更为全面。
安全保障	包括电池、化工品和验货等领域，主要涉及依据联合国标准执行 9 类危险品鉴定测试。	自主研发	2014 年至今	多项创新研发测试，可有效应用于新检测任务执行。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 5：公司近年获得多项荣誉彰显科研实力

主体	荣誉/资格名称	授予单位	获取时间
谱尼测试	工程技术研究中心	北京市科学技术委员会	2016 年 12 月
	北京市工程实验室	北京市发展和改革委员会	2017 年 3 月
	园区类博士后科研工作站分站	北京市人力资源和社会保障局	2019 年 11 月
上海谱尼	上海市专利试点企业	上海市知识产权局	2016 年 6 月
	徐汇区企业技术中心	上海市徐汇区科学技术委员会	2016 年 12 月
青岛谱尼	上海市“专精特新”企业	上海市经济和信息化委员会	2017 年 12 月
	山东省服务名牌	山东省质量技术监督局	2017 年 12 月
宁波谱尼	青岛市工程技术研究中心	青岛市发展和改革委员会	2018 年 5 月
	宁波市高新区工程中心	宁波市高新区科学技术委员会	2018 年 7 月
郑州谱尼	郑州市工程技术研究中心	郑州市科技局	2019 年 5 月

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

综合性检测优势逐步显现，细分品类扩张有望持续加快

公司目前基本完成全国范围区域网络构建和重点业务板块的布局，综合检测服务能力较强。公司拥有集团总部（北京）、集团运营总部（上海）、华东区总部（苏州）、华中区总部（武汉）4 大区域总部，已在国内主要大中城市建立了近 30 个检测实验基地，配备了大量检测仪器设备和专业技术人员，实现了服务网络遍布全国，检测辐射各地的检测架构体系。公司已布局健康与环保、电子及安规、消费品质量鉴定和安全保障四大板块，涵盖食品、环境、医学药品、汽车、军工等多重点领域，包含 32 个重点产品线，同时各项资质齐全。

公司横向（全国区域、业务领域）布局基本完成，各板块可形成资源协同（去年由食品和环

收占比来看仍以食品和环境为主，但其他板块如医学、药品、汽车、军工等领域也将纵向深耕，逐步发力，由于前期已经积累技术、经验，综合性检测体系打造成熟，未来在细分品类的扩张方面有望快速推进。国内目前检测机构数量较多，主要以专注某一区域和领域的专业化机构居多，外延布局难度较大，综合性检测机构具有天然体系壁垒。

公司综合性检测优势持续显现。去年国内新冠疫情发生后，公司凭借多年技术积累，首批入选北京市新冠病毒核酸检验机构，开展核酸检测业务。2020年公司核酸和医疗器械检测业务收入突破亿元。未来公司将进一步加大在医学检验行业的投入，通过收购或者自建实验室的方式，以新冠病毒核酸检测为切入点，争取更多健康筛查项目，增强公司在生命健康检测行业的竞争实力。事实上，公司在过去“三聚氰胺”、“毒胶囊”、“非洲猪瘟”等大型突发事件中均能快速响应，充分彰显综合性检测优势。我们认为，公司作为综合性检测领先企业，未来有望把握更多的事件型机会，同时通过纵向深耕持续增强各板块竞争力，实现多点开花。

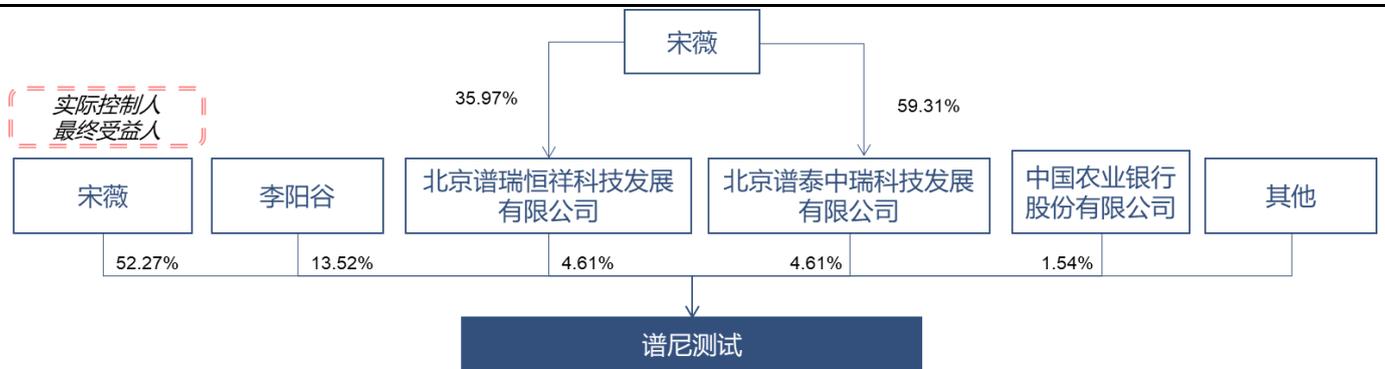
表 6：公司检测资质和同行业综合性检测公司对比

资质&项目	华测检测	谱尼测试	广电计量
CMA	是	是	是
CNAS	是	是	是
CATL	是	是	是
农业部“三品一标”检测实验室	是	是	是
全国土壤污染详查推荐检测实验室	是	是	是
实验室所在城市数量(个)	50	22	11
参与标准制定数量	506	47	10
发明专利数量	46	39	51
实用新型专利数量	133	209	218
外观设计专利数量	-	2	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

董事长技术背景雄厚，产业经验丰富，亲自领导食品检测和医学检测两大板块研发任务，股权集中，决策高效，公司凝聚力强。董事长宋薇女士毕业于中国人民解放军防化指挥工程学院工程技术系防化学工程专业，曾工作与军事医学科学院毒物药物研究所和北京市理化分析测试中心，专业性强，行业经验丰富，目前牵头食品、医学、军工、医药 CRO 等板块的战略和研发。环境检测板块研发带头人张雪莲女士曾任中石油环境检测站主任工程师，也有深厚的技术背景。目前公司主要仍以区域横向管理为主，总经理张英杰任华东区域和黑龙江子公司总经理，未来公司将强化事业部纵向管理，增强精细化管理水平。

图 23：公司股权结构（截至 2021 年一季度末）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 7：公司研发战略和重点板块领军人物

业务领域	研发战略	未来研发侧重领域	领军人物	履历
食品检测	紧跟国际国内最新检测标准，借鉴国际先进标准经验，不断提高检验检测技术水平的先进性，抢占市场，在竞争中保持技术与市场的强有力的竞争地位	①食品检测标准数据在线服务创新平台构建；②食品及初级农产品中污染物高通量筛查技术研究；③建立保健食品中涵盖声称功能化合物成分和潜在性危害性成分化合物谱图数据库	宋薇	1991年7月毕业于中国人民解放军防化指挥工程学院工程技术系防化学工程专业，自1991年至1996年工作于军事医学科学院毒物药物研究所；1996年至2002年，工作于北京市理化分析测试中心；2002年至2010年，先后任谱尼中心、谱尼有限执行董事；2010年至今，任公司董事长。宋薇女士2016年11月入选“2017年度科技北京百名领军人才培养工程”，2018年入选国家中组部“国家高层次人才特殊支持计划领军人才（万人计划）”、“北京市高层次人才创新创业人才支持计划领军人才”。
环境检测		①环境有机污染物监测检测关键技术创新研究；②土壤研究领域：污染土壤修复方向，场地调查项目，土壤相关项目的新方法、新仪器研究及探讨，用于土壤中半挥发性有机污染物检测的新型技术研发；③海洋监测：利用人工智能、大数据、超高性能计算机，建立监控海洋生态动态变化的数学模型	张雪莲	高级工程师。1980年9月至1984年9月，任中国石化前郭炼油厂质量检查科技术员；1984年9月至1986年9月，任中国石油前郭石化分公司环境监测站技术员；1986年9月至1988年7月，在北京理工大学学习；1988年7月至2009年12月，任中国石油前郭石化分公司环境监测站、安全环保处高级工程师、主任工程师；2010年2月至今，任青岛谱尼环境事业部技术副总监。
医学检测		①检测方法和标准的研究；智能化、信息化检测设备或检测平台的研究，实用检测工具和装置的研究，医疗器械检测相关标准物质的研究开发；②建立高通量测序，早期发现致病性基因突变，快速处理重大传染病疫情，早期诊断技术；③建立病原微生物菌毒种库，建设生物资源平台，深入研究其药敏等特性，为治疗做技术指导；④生物医药领域：体外诊断试剂开发；中药质量标准提升与全过程质量控制关键技术服务模块的建设和完善；⑤毒理学研究：建立用于药物代谢评价的人源化细胞、人源化动物模型或基因重组酶系模型	宋薇	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

品牌公信力持续强化，上市助力公司发展提速

检测行业具有“唯结果论”的特点，检测机构最终为需求方提供的是一纸报告，对过程无法把控，因此检测服务需要建立在充分信任的基础上，因此品牌和公信力对于检测机构来讲尤为重要。公司以综合性检测机构为定位，经过近20年发展获得政府监管部门和企业客户的广泛认可，品牌知名度和社会公信力较高。公司企业类客户包括宝洁、摩托罗拉、三星、戴尔、可口可乐、肯德基、麦当劳等众多国际知名企业，新能源汽车检测业务客户包括特斯拉、蔚来、理想、小鹏等知名品牌。公司成立以来一直在多项国内外重大活动及赛事中承担高规格、大批量重要紧急的检测任务，对品牌影响力的提升带来重要影响。

图 24：公司承担多项重大活动检测任务

公司承担多项国内外重大活动检测任务

2008年北京奥运会比赛场馆环境水质检测

2010年上海世博会中心展馆环境水质检测

2010年广州亚运会城市环境监测任务

2011年深圳大运会危险品物资鉴定及技术支持工作

2014年北京APEC峰会期间食品安全检测工作

2016年杭州G20峰会食品安全保障抽检任务

2019年建国七十周年大庆等重大活动食品安全保障抽检任务

2019年全国网球公开赛食品安全保障抽检任务

2020年中国国际服务贸易交流核检测保障任务

为2022年北京冬奥会测试赛完成核检测保障任务

进入“三聚氰胺”检测机构名录，承担大量乳制品检测任务

进入“非洲猪瘟”检测机构名录，承担大量猪肉制品检测任务

长期承担航天员训练基地食品安全和营养的检测任务

“毒胶囊”事件期间，承担国家市场监督管理总局、北京市市场监督管理局等多批次胶囊明胶检验任务

长期承担全国各级农业农村部门三品质量监督抽检及风险检测任务

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

检测行业下游高度分散，公司客户集中度较低，政府类客户占比较大，主要政府客户是各地方市场监督管理局，彰显公司品牌优势。2019 年公司前五大政府类客户分别为北京市、黑龙江省、深圳市、江苏省、吉林省市场监督管理部门，收入合计占比 4.41%，其中北京市市场监督管理局既是公司第一大政府类客户，也是第一大客户，收入占比 1.41%，公信力基础牢固；前五大企业类客户分别为中石化、伊利集团、雄安集团、华域汽车、韵达汽车，收入合计占比 1.73%。公司政府和国企类客户占比相对较高，彰显出公司较强的品牌影响力。

表 8：公司前五大政府类和企业类客户（2019 年）

前五大政府类客户	收入 (万元)	占比	前五大企业类客户	收入 (万元)	占比
北京市市场监督管理局	1,819.69	1.41%	中国石油化工集团有限公司下属企业	671.9	0.52%
黑龙江省市场监督管理局	1,379.02	1.07%	内蒙古伊利实业集团股份有限公司下属企业	451.99	0.35%
深圳市市场监督管理局福田监管局	1,010.96	0.79%	中国雄安集团生态建设投资有限公司	446.78	0.35%
江苏省市场监督管理局	876.75	0.68%	华域汽车系统股份有限公司及下属企业	337.32	0.26%
吉林省市场监督管理厅	597.84	0.46%	海南韵达汽车饰件股份有限公司下属企业	326.16	0.25%
合计	5,684.26	4.41%		2,234.15	1.73%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

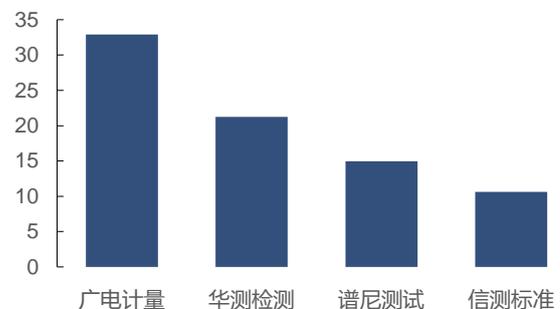
其次，检测行业是资金、技术、人力密集型行业，生产和技术人员工资以及设备折旧占成本的绝大比重。2020 年公司职工薪酬和折旧摊销的成本占比分别为 42.9%、13.5%，占比合计超过 50%。资金实力也是检测企业发展的重要推手。国内民营综合性检测龙头华测检测于 2009 年上市，上市后收入保持高速增长。广电计量背靠广州国资委，具有一定融资优势，多年来保持较高增速。公司与信测标准等上市时间较晚，多年来扩张速度相较同行较慢。2016-2020 年广电、华测、谱尼、信测营收复合增速分别为 32.9%、21.2%、14.9%、10.6%。我们认为公司在上市后融资能力增强，为实验室改扩建、并购整合创造更好条件，有望助力公司加快成长。

图 25：公司营业成本构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26：公司与广电、华测、信测 2016-2020 年营收 CAGR%



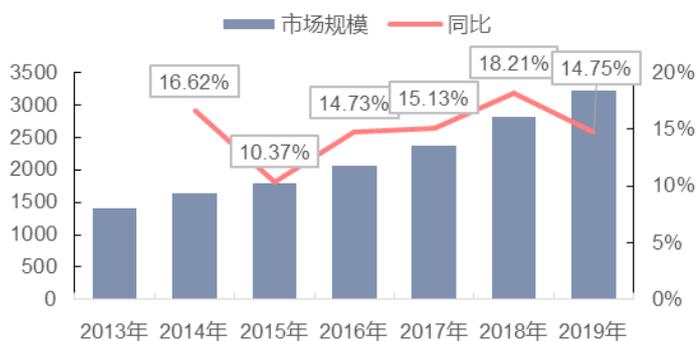
资料来源：相关公司公告，信达证券研发中心

检验检测行业空间广阔，民营第三方仍大有可为

国内检测行业仍处于成长期，规模增速仍有 15%

国内检测行业市场规模年均增速近 15%，具有“大赛道、高增长”的特征，检测行业随经济增长、产业升级长期需求有望保持较高增速。2013-2019 年国内检测行业市场规模保持快速增长，年复合增速为 14.94%，同时检测机构数量增长较快，且增速稳中有升。2019 年我国检验检测服务行业市场规模达到 3225.1 亿元，同比增长 14.75%，已经占到全球检测市场的 20% 左右。截至 2019 年底，国内检测机构数量达到 44007 家，较上年增长 11.49%，增速同比提升 2.83 个百分点。我国检测行业市场规模和机构数量的同步快速增长充分展现出行业大周期内的成长属性。2019 年中美贸易摩擦和 2020 年新冠疫情使国内经济不断承压，检验检测服务需求增速短期或有所回落，但随着疫情消退，经济逐步企稳，检测需求增速有望回升，中长期的成长趋势不会因此动摇。

图 27：我国检验检测行业市场规模（亿元）及同比



资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

图 28：我国检验检测机构数量（家）及同比



资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

从出具报告的数量来看，我国检验检测行业出具报告数量从 2013 年的 2.83 亿份增长到 2019 年的 5.7 亿份，几年内实现翻番。且近几年行业每年出具的报告数量增长也在不断加快，2019 年检测报告数量同比增速为 23.13%，较上年提升 9.3 个百分点。

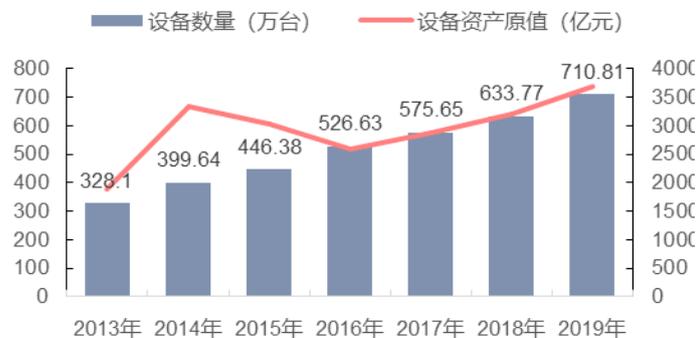
从仪器设备的投入来看，2013 年全行业拥有的单价在 5 万元以上的仪器设备有 328 多万台套，2019 年上升到 710 多万台套，翻了一倍多。其中，单价在 50 万元以上的大型仪器设备台套数由 7.05 万台增至 14.55 万台，增长 106.4%；进口仪器设备数由 29.18 万台增至 62.63 万台，增长 114.63%。人均用量由 4.23 增至 5.5 台。

图 29：我国检验检测行业出具报告数量（亿份）及同比



资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

图 30：我国检验检测行业设备数量（万台）及价值（亿元）



资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

检测行业市场化份额不断提升，“实际增速”超过“名义增速”。我国检验检测行业一度带有浓厚的行政色彩，参与机构中事业单位始终占据较大市场份额，但随着行业管理体制改革的

的持续推进,事业单位的数量占比不断下降,且由于缺乏竞争力其营收增速也持续保持低位,因此如果仅考虑企业单位的营收规模,其增速还将显著提高。

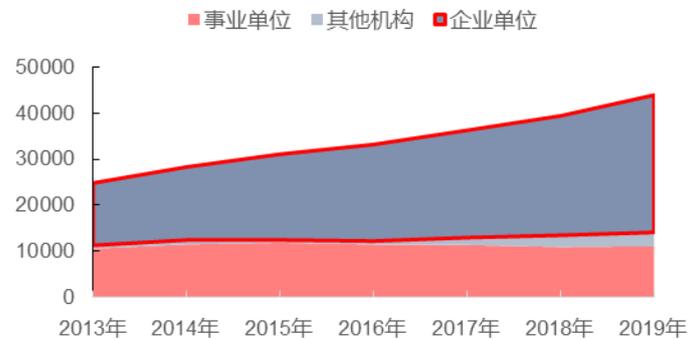
从行业结构来看,我国检验检测行业的参与机构发生了较大变化,2013年事业单位制检测机构比重为42.55%,此后逐年下降,到2019年下降至25.16%,同时企业制机构增长到67.96%。从机构数量来看,企业数逐年增长,事业单位数保持平稳。

图 31: 我国检验检测不同机构数量占比%



资料来源: 市场监督管理总局, 信达证券研发中心

图 32: 我国检验检测机构数量(个)及变化情况



资料来源: 市场监督管理总局, 信达证券研发中心

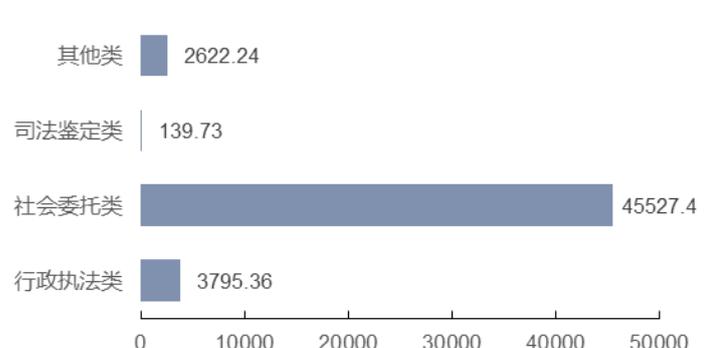
事业单位营收规模基本停滞不前,企业单位营收增速超过行业平均。2019年事业单位制机构营收增速为1.97%,而企业制机构增速为20.97%,超过14.75%的行业平均增速。从历年变化情况看,事业单位制机构营收增速近年来始终保持较低增速且逐年下降,而企业制机构营收增速始终高于行业平均。目前委托检验已经成为主要业务来源,2019年全行业出具的报告为5.27亿份,其中委托检验就达到45527.45万份,占比86%左右,而政府的行政执法类仅3795.36万份。

图 33: 我国检验检测不同机构营收增速%



资料来源: 市场监督管理总局, 信达证券研发中心

图 34: 2019年我国检验检测分类别报告数量(万份)



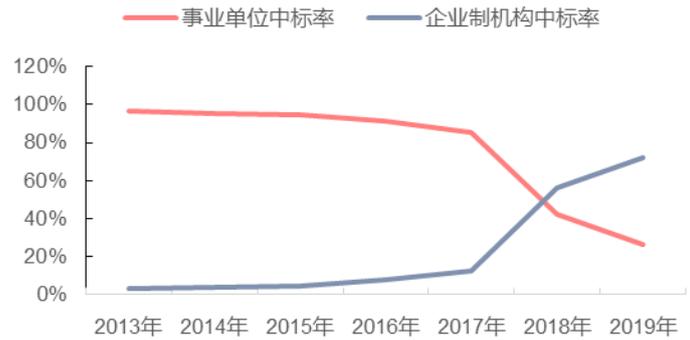
资料来源: 市场监督管理总局, 信达证券研发中心

我国检验检测行业市场化程度不断提升,为企业成长奠定根基。招投标方式日益成为市场上政府发布检测业务的主要手段,取代原来的指定授权方式,更加市场化、公开透明化。2013年企业中标数量为2.48万家,到2018年中标企业数量上升至27.77家,2019年也有24.15万家,达到10倍左右的增长。

2013年96.74%的中标单位为事业制机构,企业制中标单位只有3.10%,随着时间推移,企业制中标单位逐渐增多,2018年企业制中标单位数量超过事业制单位,2019年事业单位中标占比26.19%,企业单位中标占比达到72.11%。

图 35：我国检验检测机构中标数量（家）及同比变化

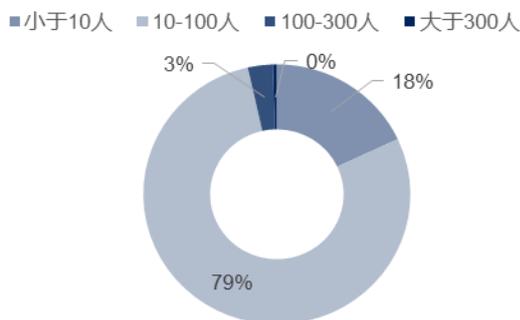

资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

图 36：我国企业制和事业制检测机构中标率


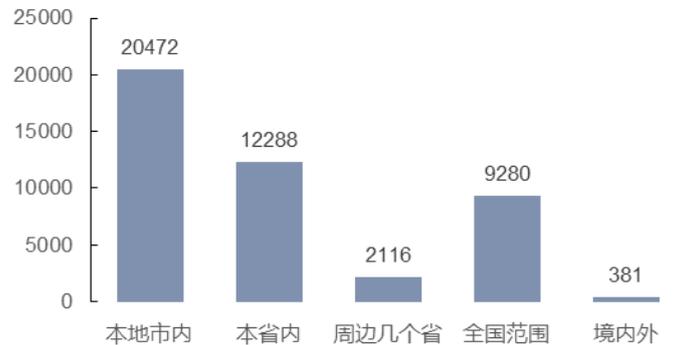
资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

检测行业集中度提升大势所趋，大型机构增长强劲

检测行业集中度较低，规模以下机构占比较高。我国检验检测行业处于成长期，市场规模和参与机构数量仍在不断增长，行业集中度目前仍然较低，规模以下机构占绝大多数，且大部分检测机构具有明显的区域性特征，服务半径主要在本省或本市内。2019 年员工人数在 100 人以下的检验检测机构数量占比达到 96.49%，户均人数仅 29.2 人，超过 100 人的机构仅 1543 家，占比不到 4%。截至 2019 年底，服务半径在本市内或本省内的机构数量达 3.28 万家，占比达到 73.56%，全国性机构数量 9280 家，占比仅 20.84%。

图 37：2019 年我国检验检测机构按员工数量划分


资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

图 38：2019 年我国检测机构数量按服务半径分类


资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

我国检验检测行业商标数量较少，且多数为成立时间较短的新进入机构。2019 年我国检验检测行业商标数量仅 4187 个，占检测机构数量的比例不足 10%，成立不足 5 年的机构数量达到 1.41 万家，成立不足 10 年的机构数量占比超过 50%。

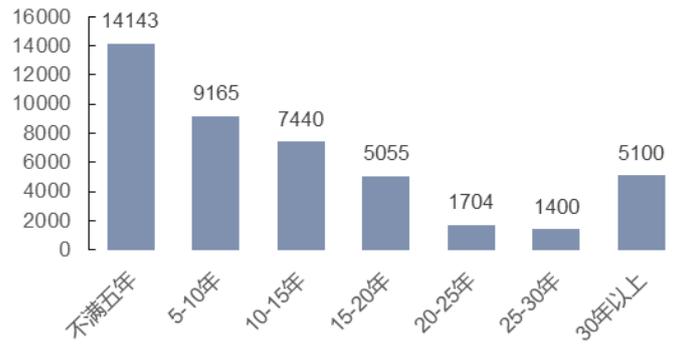
国内检测机构区域差异显著，大型机构主要集中在一线城市或经济发达地区，这一点可以通过对比机构数量分布和营收分布情况直观看出。广东和山东的机构数量接近，但广东的机构营收是山东的 3 倍；上海的机构数量 1103 家，排全国第 21 位，但营收达到 296.55 亿元，排名全国第 2 位；北京仅 1220 家，排名全国第 19 位，营收 272.41 亿元，排名全国第 4 位。

图 39：我国检验检测行业商标数量（个）


资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

图 41：我国检验检测机构数量分布（家数）


资料来源：我要测，信达证券研发中心

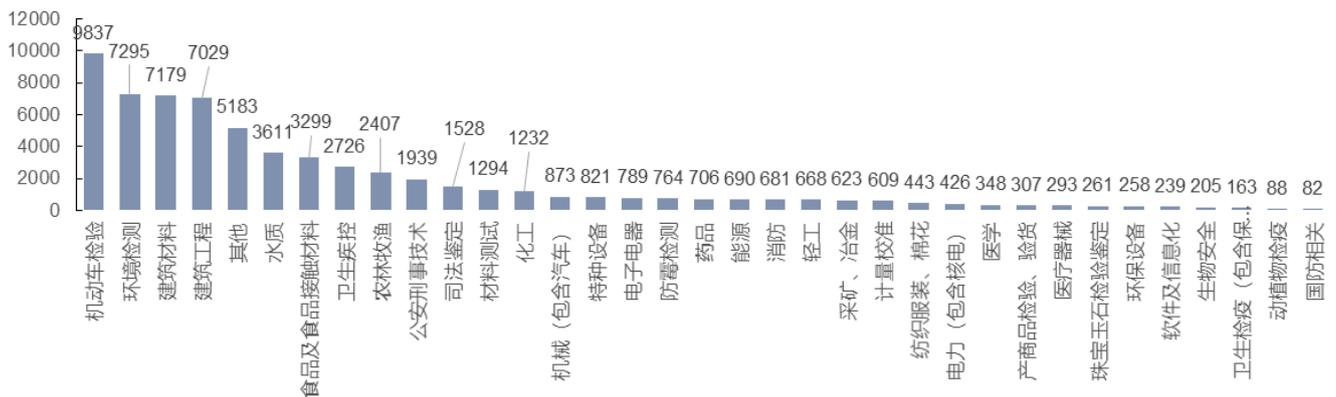
图 40：我国检测机构数量按成立年数分类（2019 年）


资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

图 42：我国检测机构营收分布（亿元）


资料来源：我要测，信达证券研发中心

目前国内检验检测领域主要在机动车、环境和建筑建材等行业。2019 年国内机动车检测机构数量达到 9837 家，占比 22%。

图 43：我国检验检测机构行业分布（家）（2019 年）


资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

规模企业增长更为强劲，行业集中度提升趋势明显。我国规模以上检测机构（年收入千万以上）数量及规模以上机构总收入近年来保持快速增长，机构数量每年保持两位数增速，规模以上收入基本超过行业平均增速，行业集中度不断提升。2019 年受中美贸易战影响，宏观经济进一步承压，规模以上机构营收同比增速较上年有所回落，而规模以上机构数量增速同比提升约 2pct，表明大型机构内生增长和并购整合正同步进行。

图 44：我国检验检测行业规模以上机构数量（家）及同比


资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

图 45：我国检验检测行业规模以上机构营收（亿元）及同比


资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

规模越大，增长越快，超大型检测机构市场份额提升更加明显。我们通过继续将收入分层发现，收入规模越大，其收入增长越快，且市场份额有更加明显的提升。2013 年千万级规模机构收入占比 45.6%，到 2019 年占比下降至 43.8%，期间增长率为 121.68%，而亿万级规模的机构收入占比从 2013 年的 22.5% 提升至 2019 年 28.0%，期间增长率为 187.75%，年收入 10 亿元以上的超大型机构营收占比由 2013 年的 1.75% 提升至 2019 年的 5.0%，期间增长超过 5 倍。因此，即便考虑规模以上机构数量变动的因素，但依然可以在一定程度上说明规模和增速成正相关关系。

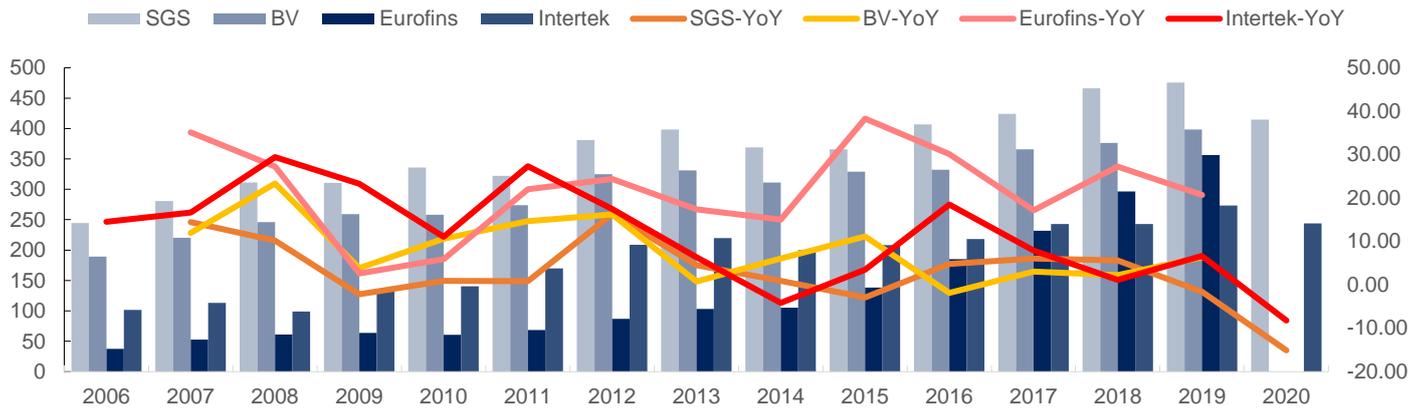
表 9：不同收入规模机构收入对比和增长情况

类别 (年收入)	2013 年总收入 (万元)	2013 年比重	2019 年总收入 (万元)	2019 年比重	增长率 (比 2013 年增长)
总计	13985100		32250872.5		
100 万元以下	377636.2	2.70%	494788.4	1.53%	31.02%
100-1000 万元	3847279.4	27.51%	6987489.8	21.67%	81.62%
1000 万元-1 亿元	6375029.9	45.58%	14132265.6	43.82%	121.68%
1-10 亿元	3140013.5	22.45%	9035423.4	28.02%	187.75%
10 亿元以上	245141	1.75%	1600905.3	4.96%	553.05%

资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

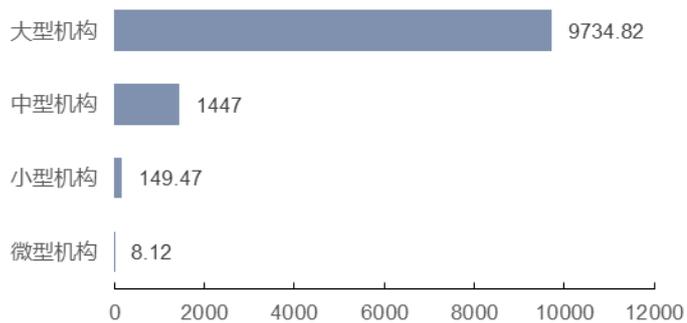
全球来看，集中度持续提升是全球检测行业的通用特性。国际四大检测巨头包括瑞士 SGS、法国 BV、英国 Intertek、法国 Eurofins，起步较早，均有过百年的历史，目前已发展成为国际化检测龙头。国际龙头的成长路径仍靠内生增长和外延并购驱动，大多从单一领域逐步向多元化、宽领域扩展，但这个过程需要大量的并购整合经验和较长的时间铺垫，如前所述，我们认为专业化机构向综合性检测机构转变壁垒较高。

SGS 最初起源于谷物检测，BV 集团则起源于航运业，Intertek 起源于电器，三家检测龙头均成立于 19 世纪，经过百年发展均形成全品类覆盖，但也各有侧重。Eurofins 成立较晚（1987 年），但并购整合能力较强，源于食品等生命科学检测，而后将其服务范围扩大至医疗健康、汽车等领域，2018 年收入规模超过天祥跃居第三。2006-2019 年 SGS、BV、Eurofins、Intertek 收入复合增速分别为 5.25%、5.88%、18.85%、7.89%。

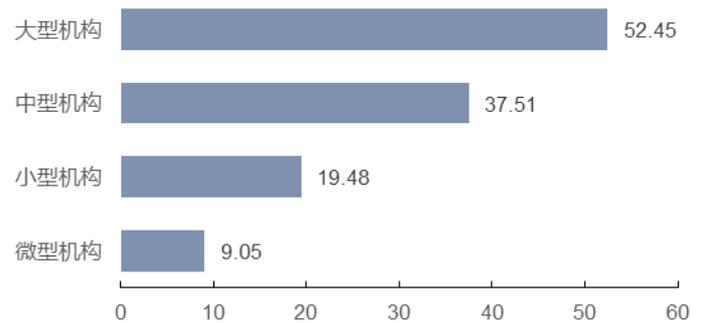
图 46：全球检测龙头收入及同比（亿元人民币）


资料来源：相关公司公告，信达证券研发中心

规模效应是支撑当前及未来行业集中度继续提升的核心驱动因素。大型机构能够在经营中实现规模优势，具体体现在有效降低成本、抗风险能力提升和具备提供全方位服务的能力等方面，由此在不断市场竞争中胜出。小微机构利润极薄，产值极低，长期竞争中面临被整合或淘汰。2019年我国小型检测机构平均利润149.47万元，人均产值19.48万元。微型机构平均利润和人均产出仅8.12万元、9.05万元。在竞争程度日益加剧的行业背景下，小微机构生存空间将不断受到挤压，未来面临被并购或淘汰退出，国内检验检测行业集中度提升和超大型企业开始涌现的趋势较为明确。

图 47：我国检测行业不同类型机构平均利润（万元）（2019年）


资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

图 48：我国检测行业不同类型机构人均产值（万元）（2019年）


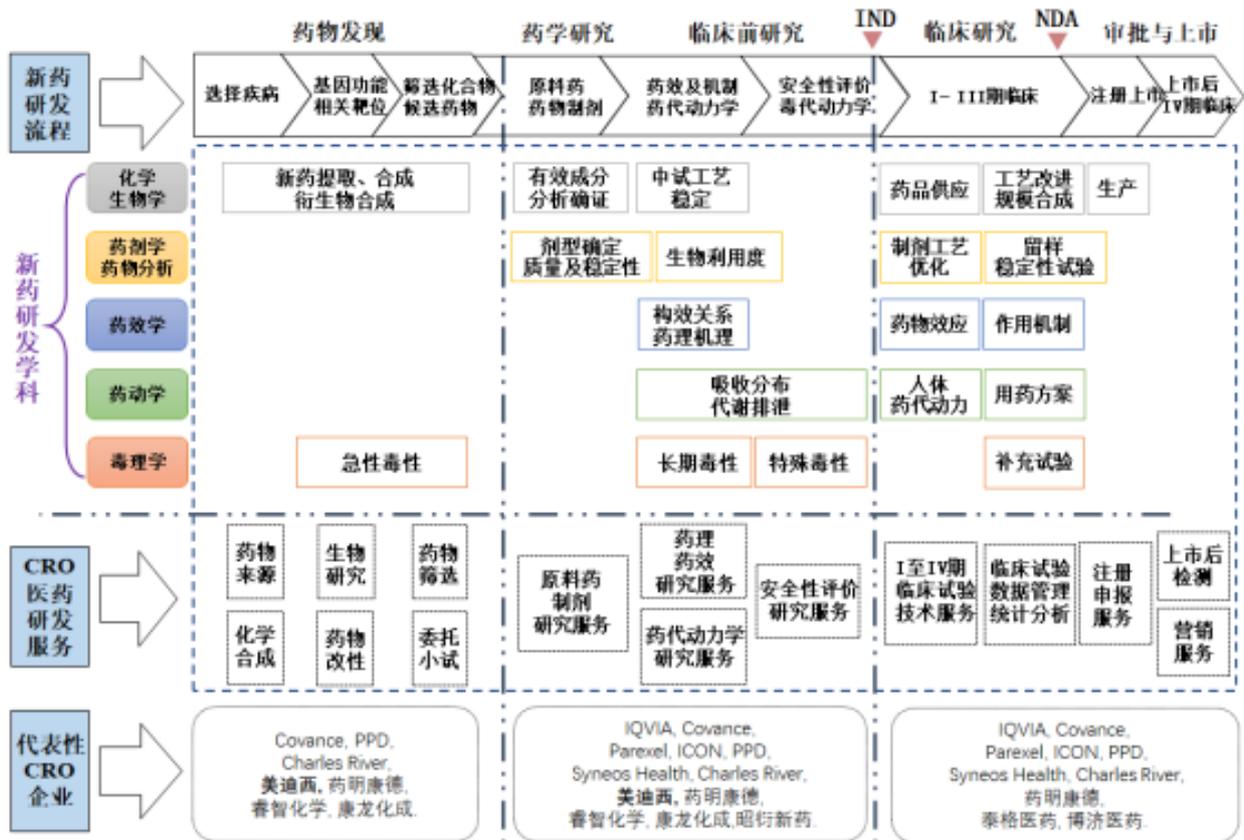
资料来源：市场监督管理总局，信达证券研发中心

CRO/CDMO 方兴未艾，公司持续深化布局

国内 CRO/CDMO 行业处于成长期，增速远超全球

CRO/CDMO 分别指合同研究组织和合同生产组织，为医药企业提供包括新药产品开发、临床前研究及临床试验、数据管理、新药申请、药品定制化生产等服务，涵盖了新药研发和生产的整个过程，属于医药研发和生产的外包服务。药物研发是一项高风险、高技术、高投入、长周期和精细化的系统性工程，一款创新药的研发可能需要数十年的时间。以化学药为例，一款创新药的研发流程包括药物发现、药学研究、临床前研究、临床研究、药品审批与药品上市等阶段。

图 49：新药研发和 CRO 服务流程



资料来源：美迪西招股说明书，信达证券研发中心

全球 CRO 市场规模保持稳定增长，CRO 占研发投入比例稳步提升。随着全球制药企业研发投入成本上升、研发周期变长、研发成功率降低，作为社会分工专业化的产物，CRO 企业凭借其低成本、高效率、专业化的特点，服务范畴已涵盖药物研发的整个过程，成为医药研发产业链中不可缺少的环节。目前全球已有超过 50% 的制药公司和生物技术企业应用研发外包服务，进一步促进了药物 CRO 行业的快速发展。从市场规模看，2010 年-2018 年全球药物 CRO 行业的销售额稳步增长，由 251 亿美元上升至 489 亿美元，年均增长率达到 8.69%，占全球药物研发费用的比例由 2010 年的 23% 上升至 2018 年的 36%。

国内 CRO 行业处于成长期，增速远高于全球。药物外包服务行业是我国近二十年来发展起来的新兴行业。1996 年，默沙东投资设立了中国第一家真正意义上的 CRO，从事药物的临床研究业务。随后昆泰 30、科文斯 31 等跨国 CRO 公司开始陆续在中国设立分支机构。近几年来，一方面，我国医药行业陆续出台相关政策鼓励 1 类创新药，许多自主研发创新药企业方兴未艾；另一方面，我国 60%-70% 的传统医药企业不具有新药研发能力，需要借助专

业的药物研发服务公司完成；此外，由于我国医药研发服务企业相对于欧美国家具有成本优势，国外大型药企近年来也将部分研发外包服务向中国等地区转移。

图 50：全球 CRO 市场规模



资料来源：成都先导招股说明书，信达证券研发中心

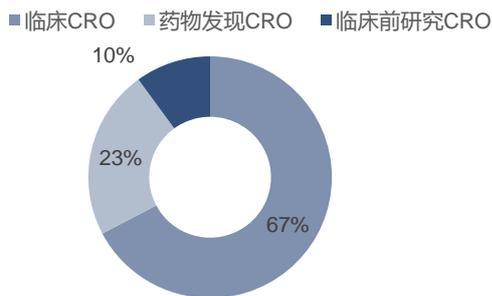
图 51：国内 CRO 市场规模及预测



资料来源：成都先导招股说明书，信达证券研发中心

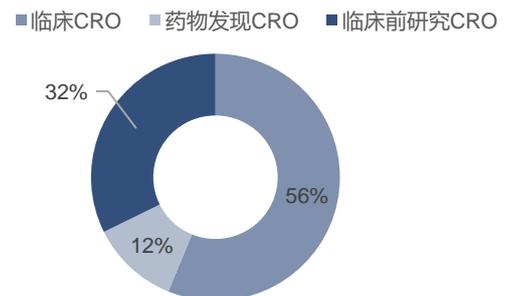
CRO 分阶段市场规模占比来看，临床研究占比最高。全球临床研究、药物发现、临床前研究 CRO 市场规模占比分别为 67%、23%、10%；国内临床研究、药物发现、临床前研究 CRO 市场规模占比分别为 56%、12%、32%。国内临床前研究 CRO 与全球相比占比较高，主要是由于临床前研究对劳动力需求较高，国内具有相对优势，该阶段国内市场规模较大。

图 52：全球 CRO 分阶段市场规模占比（2019 年）



资料来源：成都先导招股说明书，信达证券研发中心

图 53：国内 CRO 分阶段市场规模占比（2019 年）

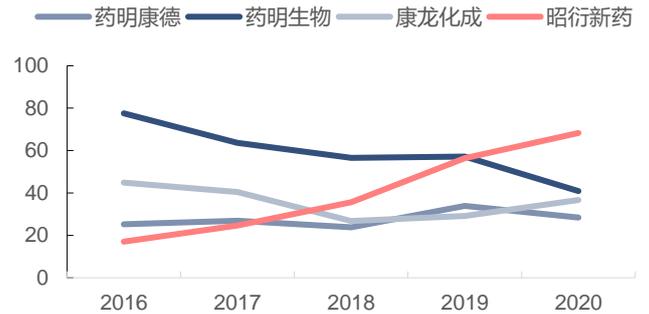


资料来源：成都先导招股说明书，信达证券研发中心

国外 CRO 行业已经逐步成熟，涌现了昆泰 (IQVIA)、科文斯 (Covance)、PPD、查尔斯河实验室 (CharlesRiversLabs)、百瑞精鼎 (Parexel) 等大型 CRO 公司，占据了国际 CRO 行业大部分的市场份额。中国 CRO 行业兴起较晚，但近年来发展势头强劲，随着创新药政策宽松、国际 CRO 需求转移等宏观环境变化而快速增长，成立较早的药明康德、睿智化学、泰格医药、博济医药、美迪西等本土 CRO 公司已在国内市场具有较强的市场竞争力。在临床前阶段，药明康德、康龙化成、昭衍新药、美迪西等主要临床前 CRO 企业具备直接参与国际竞争的较强实力。2020 年受疫情影响全球龙头昆泰收入有所回落，但收入整体仍保持较高增速。国内医药外包前三大企业药明康德、药明生物、康龙化成均保持高成长性，规模相对小的昭衍新药增速更高，充分享受行业成长期红利。

图 54：全球 CRO 龙头昆泰收入及同比（亿元）

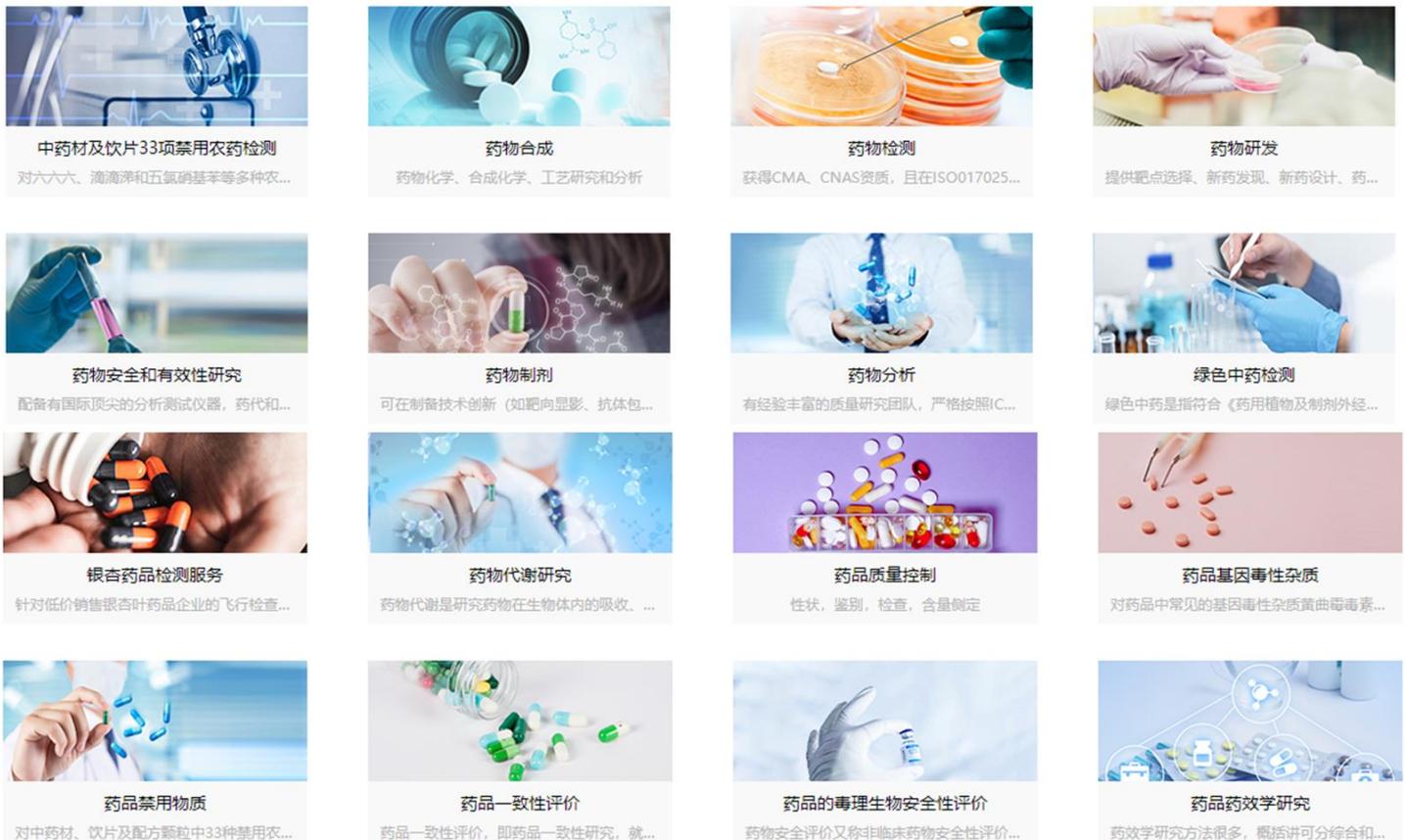

资料来源：昆泰公告，信达证券研发中心

图 55：国内医药外包主要企业收入增速（%）


资料来源：相关公司公告，信达证券研发中心

公司重点布局 CRO/CDMO 业务，有望打造新增长极

公司已布局 CRO/CDMO 领域，目前可提供药物发现、药物合成、药物制剂、药物分析、药理毒理研究、药品检测、药物生产等工作，可为医药的研发、生产及检测提供一站式 CRO/CDMO 服务。公司目前正加大医药研发和服务推广力度，由创始人、董事长宋总带领，专业和技术背景雄厚，CRO 关键环节自 2016 年开始切入，已积累丰富的产业经验，未来公司将持续强化在 CRO/CDMO 领域的布局，有望打造成重要的独立板块。

图 56：公司提供的一站式 CRO/CDMO 服务所包含的主要服务项目


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测与假设

(1) 营业收入：2020 年新冠疫情发生以来公司核酸检测业务需求增长较快，我们预计 2021-2022 年公司核酸检测业务收入均达到 1.5 亿元（归入食品检测业务板块），食品检测板块其他业务收入增速为 20%。考虑到检测行业需求中长期预计保持较高增速，同时市场化规模增长较快，市场集中度有望逐步提升，公司技术实力较强，综合性检测优势不断显现，品牌影响力持续提高，融资能力进一步提升，具备竞争优势，我们预计公司 2021-2023 年营收同比增速分别为 25.2%、23.9%、24.4%。

(2) 盈利能力：公司募投项目于 2021 年起陆续投产，同时公司未来将持续纵向深耕各业务板块，目前产能利用率较高，上市后有望发挥融资优势，持续满足实验室改扩建和产业资源并购整合需求。我们预计公司中长期毛利率有望稳中有降。此外，公司将持续加强精细化管理，2020 年已显成效，未来费用率有较大改善空间。我们预计公司净利率将稳步提升，2021-2021 年公司净利率分别为 12.1%、13.7%、15.3%。

基于以上假设，我们预计公司 2020 年至 2022 年净利润分别为 2.16 亿元、3.03 亿元和 4.21 亿元，相对应的 EPS 分别为 1.58 元/股、2.22 元/股和 3.08 元/股，对应当前股价 PE 分别为 40 倍、28 倍和 20 倍。

2、估值与投资评级

相对估值

我们选取华测检测、广电计量作为可比公司进行估值参考，上述公司 2021/2022 平均 PE 估值为 59/45 倍。公司作为国内老牌综合性检测企业（早于华测），技术实力较强，综合性检测优势不断显现，品牌影响力持续提高，融资能力进一步提升，具备明显的竞争优势，成长性较强，2021/2022 年业绩对应估值仅 41/29 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 10：可比公司盈利及估值对比

股票代码	证券简称	股价(元)	市值 (亿元)	PE (倍)				EPS (元)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300012.SZ	华测检测	34.77	581.07	100.14	78.10	62.67	51.83	0.35	0.45	0.55	0.67
002967.SZ	广电计量	35.20	186.23	80.00	56.07	41.06	31.17	0.44	0.63	0.86	1.13
平均				90.07	67.08	51.87	41.50	0.39	0.54	0.71	0.90

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：股价为 2021 年 5 月 25 日收盘价

风险因素

新业务拓展不达预期风险、新冠疫情反复风险、行业竞争加剧风险、政策变动风险、原材料价格波动风险等。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	630	1,273	1,429	1,662	2,060	
货币资金	266	669	737	834	1,061	
应收票据	0	0	0	1	1	
应收账款	265	379	440	545	678	
预付账款	19	23	28	34	43	
存货	3	12	18	25	35	
其他	76	190	205	223	242	
非流动资产	681	840	987	1,131	1,248	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	446	530	610	687	761	
无形资产	71	74	78	82	86	
其他	164	237	300	363	401	
资产总计	1,310	2,113	2,416	2,793	3,308	
流动负债	336	246	310	384	477	
短期借款	110	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	33	58	76	94	118	
其他	194	188	234	289	360	
非流动负债	86	47	47	47	47	
长期借款	38	0	0	0	0	
其他	48	47	47	47	47	
负债合计	422	293	357	430	524	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	888	1,821	2,060	2,363	2,784	
负债和股东权益	1,310	2,113	2,416	2,793	3,308	

重要财务指标

 单位:百万
 元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,287	1,426	1,786	2,212	2,752
同比 (%)	2.9%	10.8%	25.2%	23.9%	24.4%
归属母公司净利润	125	164	216	303	421
同比 (%)	-2.3%	30.9%	32.2%	40.1%	38.9%
毛利率 (%)	49.1%	48.9%	48.3%	48.1%	48.0%
ROE%	14.1%	9.0%	10.5%	12.8%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	0.91	1.20	1.58	2.22	3.08
P/E	/	65.08	39.62	28.29	20.37
P/B	/	5.85	4.16	3.63	3.08
EV/EBITDA	-0.44	17.49	25.11	18.91	13.89

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	1,287	1,426	1,786	2,212	2,752	
营业成本	655	729	924	1,147	1,430	
营业税金及附加	9	8	10	12	15	
销售费用	251	251	304	343	385	
管理费用	159	165	204	232	264	
研发费用	79	98	134	173	223	
财务费用	5	2	-10	-6	0	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	1	0	1	1	1	
其他	8	14	24	32	43	
营业利润	138	186	246	344	479	
营业外收支	0	0	0	0	0	
利润总额	138	186	246	345	479	
所得税	13	23	30	41	57	
净利润	125	164	216	303	421	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	125	164	216	303	421	
EBITDA	257	300	312	409	541	
EPS(当年)(元)	0.91	1.20	1.58	2.22	3.08	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	194	172	298	349	480
净利润	125	164	216	303	421
折旧摊销	123	126	101	104	107
财务费用	5	6	0	0	0
投资损失	-1	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-76	-145	-14	-53	-67
其它	17	23	-5	-5	20
投资活动现金流	-107	-395	-252	-252	-252
资本支出	-172	-292	-235	-235	-235
长期投资	64	-103	-10	-10	-10
其他	1	0	-7	-7	-7
筹资活动现金流	58	626	23	0	0
吸收投资	0	785	61	0	0
借款	69	-153	0	0	0
支付利息或股息	-11	-6	-38	0	0
现金流净增加额	145	404	68	96	228

研究团队简介

罗政，复旦大学金融学硕士，曾任新华社上海分社记者、中信建投证券研究发展中心中小市值组研究员、国盛证券机械设备行业机械组负责人，2020年3月加入信达证券，负责机械设备行业研究工作。

刘卓，对外经济贸易大学金融学硕士，2017年加入信达证券研发中心，曾任农林牧渔行业研究员，现从事机械设备行业研究。

刘崇武，中国科学院大学材料工程硕士，曾任财信证券研究发展中心机械设备行业研究员，2020年6月加入信达证券，从事机械设备行业研究。

刘俊奇，上海交通大学动力工程硕士，2021年加入信达证券研发中心，现从事机械设备行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。