

谱尼测试 (300887)

有望对标行业龙头的 PONY

证券研究报告

2021 年 06 月 01 日

投资评级

行业	综合/综合
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	65.01 元
目标价格	102 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	136.80
流通 A 股股本(百万股)	30.79
A 股总市值(百万元)	8,893.37
流通 A 股市值(百万元)	2,001.52
每股净资产(元)	23.39
资产负债率(%)	18.93
一年内最高/最低(元)	130.90/50.50

作者

郭丽丽 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520030001
guolili@tfzq.com

杨阳 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520050001
yangyang@tfzq.com

王茜 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090005
wangqian@tfzq.com

许杰 联系人
xujiea@tfzq.com

吴鹏 联系人
wupenga@tfzq.com

谱尼测试：检测行业领跑者，利润规模稳步增长。谱尼测试创立于 2002 年，于 2020 年 9 月上市，现已发展成由近 30 个大型实验基地及近 100 家全资子公司、分公司组成的全国大型综合性检验认证集团。谱尼测试集团是由国家科研院所改制而成，创始人具有多年的技术研发能力及实验室管理经验，公司实际控制人具有化学和工商管理双重背景。2017 年以来，公司不断扩建、新建实验室，规模效应推动收入稳步增长，2020 年收入 14.26 亿，同比增长 10.87%，归母净利润 1.64 亿元，同比增长 30.91%。

检测行业规模可观且格局分散，集约化发展趋势显著。近年我国检测行业蓬勃发展，多项指标逐年呈现稳步增长的态势。据国家认监委统计，截至 2019 年，我国共有检验检测机构 44007 家，相比去年增长 11.49%；2019 年行业实现营业收入 3225.09 亿元，同比增长 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%。我国检测行业格局较为分散，小型及各类国有检验检测机构较多，从业人员在 100 人以下的小型检验检测机构数量占比为 96.49%。在市场机制推动及政府整合检验检测机构政策措施的双重推动下，我国检验检测行业集约化发展趋势明显。

公司竞争优势明显，布局新业务有望多点开花。公司经过 18 年的发展积累，已经拥有齐全的检测资质，并建立了较高的品牌知名度和社会公信力。多次参与政府部门监督抽检及重大活动保障，先后为 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会等国家重大活动提供环境和食品安全检测服务。为实现规模和市场的进一步壮大，谱尼测试近几年在汽车、医疗、军工等领域进行了新的业务布局。医疗方面，公司已取得北京、深圳等 7 地新冠病毒核酸检测资质，募投项目生物医药诊断试剂研发中心项目将有效提升公司诊断试剂的研发能力和整体技术水平；汽车方面，公司已经同特斯拉、一汽大众等公司达成合作关系；军工方面，2021 年 4 月公司取得了《武器装备科研生产单位保密资格申请批准通知书》。

对标行业龙头，公司盈利能力具备提升空间。2020 年华测检测、广电计量和谱尼测试的 ROE 分别为 16.8%、14.5%和 12.1%，谱尼测试 ROE 处于较低水平。对比发现谱尼测试的销售净利率相对较低，主要原因是管理费用率偏高，2020 年谱尼测试的管理费用率高达 12%，较同行的 6-7%明显较高。若公司未来能持续改善管理效率、扩张业务规模，使得管理费用率有所下降，那么公司的盈利能力有望再上一个台阶，向行业龙头看齐。

盈利预测与投资建议：预测公司 2021-2023 年实现归母净利润 2.14、2.79 和 3.63 亿，对应 PE 为 42.8、32.8 和 25.2 倍。我们给予公司 2021 年目标 PE 为 65 倍，目标价格为 102 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业需求不及预期、新业务拓展不及预期、行业竞争加剧、原材料大幅波动、品牌和公信力受到不利影响、产业政策变动、业务扩张带来的管理风险

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,287.33	1,426.17	1,770.58	2,176.31	2,625.41
增长率(%)	2.93	10.78	24.15	22.92	20.64
EBITDA(百万元)	321.01	384.68	287.98	374.08	479.09
净利润(百万元)	125.07	163.73	214.23	279.42	363.43
增长率(%)	(2.30)	30.91	30.84	30.43	30.07
EPS(元/股)	0.91	1.20	1.57	2.04	2.66
市盈率(P/E)	73.28	55.98	42.78	32.80	25.22
市净率(P/B)	10.32	5.03	4.41	3.96	3.49
市销率(P/S)	7.12	6.43	5.18	4.21	3.49
EV/EBITDA	0.00	13.14	25.95	20.16	14.35

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 谱尼测试：检测行业领跑者，利润规模稳步增长	5
1.1. 谱尼测试：检测行业领跑者	5
1.2. 利润规模稳步增长，华东和北方地区是主战场	8
2. 检测行业规模可观且格局分散，集约化发展趋势显著	11
2.1. 行业规模超 3000 亿，整体增速较为稳定	11
2.2. 竞争格局分散，集中度提升趋势明显	13
2.3. 竞争对手：海外巨头历史悠久，公司业务结构类似国内龙头	15
3. 公司竞争优势明显，布局新业务有望多点开花	16
3.1. 业务资质齐全，品牌效应显著	16
3.2. 加大力度布局医疗、汽车和军工业务	18
3.2.1. 抓住新冠疫情契机，发展医疗业务	18
3.2.2. 积极拓展汽车领域业务发展	19
3.3. 持续进行区域扩张，重点突破华东和华中区域市场	20
4. 对标行业龙头，公司盈利能力具备提升空间	20
4.1. ROE 对比：资产周转率优势明显，净利率有提升空间	20
4.2. 管理费用率过高拖累公司净利率，控费增效有望提升公司盈利水平	22
5. 盈利预测与投资建议	25
6. 风险提示	26

图表目录

图 1：公司地理布局	5
图 2：公司业务领域示意图	5
图 3：2020 年业务营收占比（%）	7
图 4：2017-2020 年主营业务营收变动（单位：百万元）	7
图 5：业务营收占比变动（%）	7
图 6：股权结构图	8
图 7：公司营业收入情况（单位：亿元）	8
图 8：公司归母净利润情况（单位：亿元）	8
图 9：各地区营业收入占比	9
图 10：分地区营业收入规模（亿元）	9
图 11：检测板块毛利率	9
图 12：检测板块各业务毛利率	9
图 13：期间费用规模、期间费用率情况	10
图 14：各类费用率情况	10
图 15：销售费用情况	10
图 16：管理费用情况	10

图 17: 研发费用情况.....	10
图 18: 2016-2019 年检验检测机构数量情况	11
图 19: 2016-2019 年检验检测行业从业人员数量情况.....	12
图 20: 2016-2019 年检验检测行业仪器设备数量情况.....	12
图 21: 2016-2019 年检验检测行业营收情况	12
图 22: 2016-2019 年检验检测行业出具检验检测报告数量情况	12
图 23: 2019 年按行业领域划分的检验检测机构数量分布情况	13
图 24: 2019 年营收在 100 亿元以上的检验检测行业机构营收情况	13
图 25: 2019 年不同类型检验检测机构数量占比情况.....	14
图 26: 2013-2019 年机构数量占比 (%)	14
图 27: 2019 年机构营收 (单位: 亿元) 及增长率 (%)	14
图 28: 2016-2019 年规模以上检验检测机构数量及营收情况.....	15
图 29: 公司部分医学医疗检验业务.....	19
图 30: 公司部分汽车行业检验检测业务	19
图 31: 检测行业各地区营收规模 (单位: 亿元)	20
图 32: 公司分区域营收 (单位: 亿元)	20
图 33: ROE 比较	21
图 34: 销售净利率	21
图 35: 权益乘数.....	21
图 36: 资产周转率	21
图 37: 毛利率	22
图 38: 期间费用率	22
图 39: 销售费用率对比.....	22
图 40: 销售人均创造收入 (单位: 万元/人)	23
图 41: 三家公司管理费用比较	23
图 42: 三家公司研发费用比较	25
表 1: 谱尼测试业务简介.....	6
表 2: 谱尼测试业务领域.....	11
表 3: 行业的主要政策	14
表 4: 行业内主要企业基本情况.....	15
表 5: 2015 年以来, 公司各实验室新增 CMA 资质的情况	16
表 6: 公司获得资质、荣誉情况.....	17
表 7: 公司参与国内外重大活动检测任务情况	18
表 8: 募集资金运用概况.....	20
表 9: 2019 年三家公司销售人员情况	23
表 10: 谱尼测试管理费用构成 (单位: 元)	24
表 11: 华测检测管理费用构成 (单位: 元)	24
表 12: 公司收入预测.....	25

表 13: 毛利率预测26

表 14: 可比估值表26

1. 谱尼测试：检测行业领跑者，利润规模稳步增长

1.1. 谱尼测试：检测行业领跑者

PONY 谱尼测试集团作为中国检测行业持续领跑者，创立于 2002 年，于 2020 年 9 月在深交所上市，成为创业板注册制后首家上市的第三方检验认证集团。现已发展成为拥有逾 6000 余名员工，由近 30 个大型实验基地及近 100 家全资子、分公司组成的服务网络遍布全国的大型综合性检验认证集团，拥有 30 多万种分析方法，每年进行 2700 多万次的检测。

图 1：公司地理布局

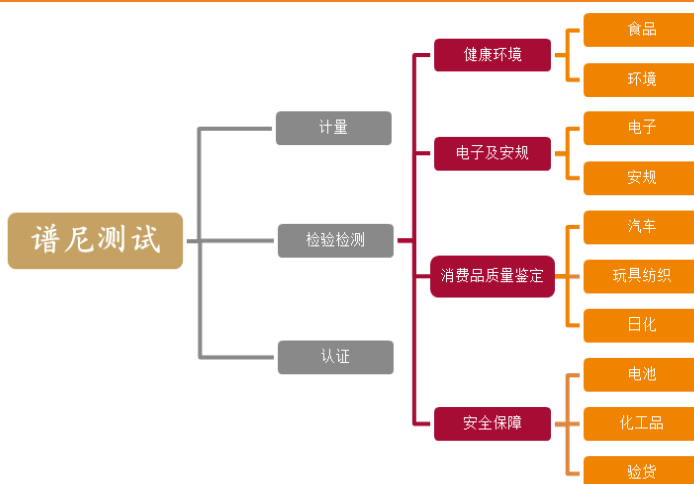


公司业务分布图

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

公司主要服务为检验检测、计量、认证及相关技术服务，业务领域涵盖食品、农产品、药品、生态环境、节能环保、医学医药检验、口罩、医美材料检验、化妆品、日用品、汽车、电器、电池、计量、网络安全、电子商务等，可提供综合性、专业化、一站式技术解决方案。

图 2：公司业务领域示意图



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

检验检测：检验检测是指根据委托方的相关需求，利用自身专业的设备、技术对委托产品进行检验、测试等活动并出具相关检测报告供委托方对产品进行判定。根据服务对象和内容不同，可具体划分为健康与环保、消费品质量鉴定、电子及安规和安全保障四大领域。

计量：计量是指利用专业的技术手段提供准确可靠的测量校准、单位统一以及量值溯源服务。计量校准服务对于现代制造业、服务业愈加重要，目前公司可提供化学、力学、热学、

长度等多领域多方面的计量校准服务。

认证服务：公司目前主要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。

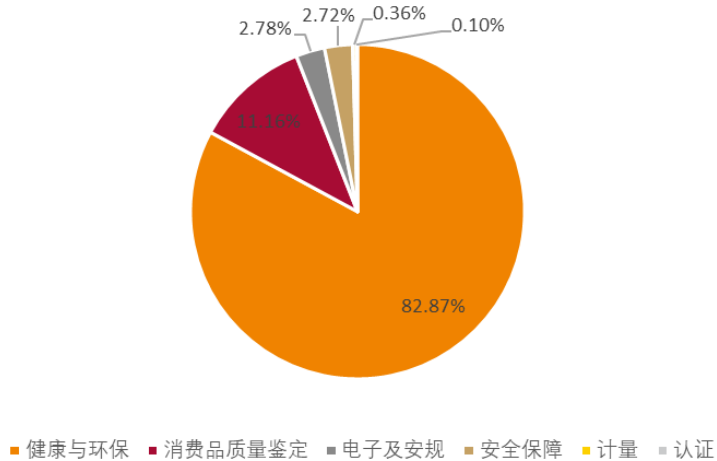
表 1：谱尼测试业务简介

业务领域	细分领域、服务对象和内容
健康与环保	与人们生活直接相关的健康、安全及环保领域的检验检测，如食品、农产品、药品、保健品及化妆品检验检测，水质、环境监测，基因测试、医学检验等。
	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。
检验检测	电子及安规 对电子产品的安全及可靠性等指标进行的物理化学检验检测。
	对消费品是否符合国家、行业标准要求进行的检验检测，涉及消费品及轻工产品的生产、流通和消费环节，包括汽车、玩具、纺织、日化产品等。
	汽车 ELV 限用有害物质检验检测、车内空气和车内材料有机挥发物检验检测、车辆废气排放检验检测、燃油及车用油品测试、金属和高分子材料测试、零部件安全和可靠性测试等
	消费品质量鉴定 玩具 公司按照中国、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 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 与工业用品的相关的检验检测，涉及机械物理性能、安全性能及运输安全等方面，以确保产品的机械物理性能、安全性能及运输安全等达到使用者或政府法规的要求，包括化工、矿产、工业材料、货物运输、电池等。
计量	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。
认证	主要服务于轨道交通、通信等生产领域的精密计量，计量校准服务对于现代制造、服务业的发展愈加重要。目前公司可提供化学、力学、热学、长度等多领域多方面的计量校准服务。
认证	公司目前主要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：招股说明书，天风证券研究所

检验检测业务为公司目前占比最大的业务，其中健康与环保业务贡献最大。检验检测业务为公司目前占比最大的业务，2020 年实现营收 14.20 亿元，占公司总营收的比重为 99.54%；其中健康与环保占比最大，对应占公司总收入 82.87%，其次为消费品质量鉴定（11.16%）、电子与安规（2.78%）、安全保障（2.72%）；计量与认证业务历年来占比较小。

图 3：2020 年业务营收占比（%）

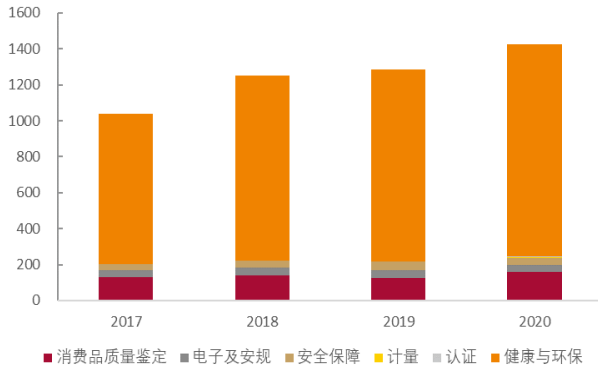


资料来源：公司公告、天风证券研究所

从主营业务营收来看，健康与环保业务实现近三年连续稳步增长，2020 年营收达到 11.82 亿元；消费品质量鉴定业务近年营收有所波动，但呈现增长趋势；电子及安规、安全保障业务营收较为稳定，在 0.4 亿元左右，计量与认证业务体量较小，但近几年营收也出现了增长趋势。

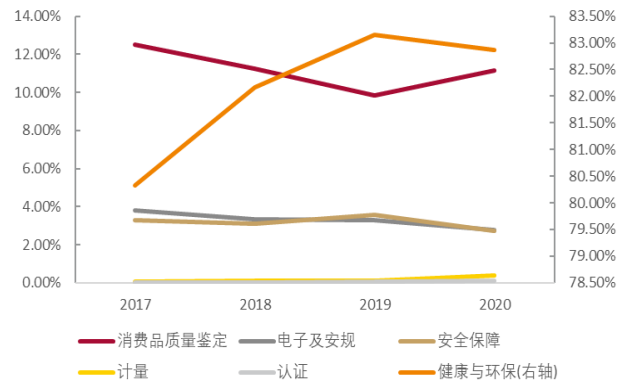
从各大业务板块占比来看，健康与环保业务作为公司体量最大的业务在 2018 年、2019 年占比不断提升，2020 年有所回落，主要原因是消费品质量鉴定业务在 2020 年占比有所回升，达到 11.16%。

图 4：2017-2020 年主营业务营收变动（单位：百万元）



资料来源：公司公告、招股说明书、天风证券研究所

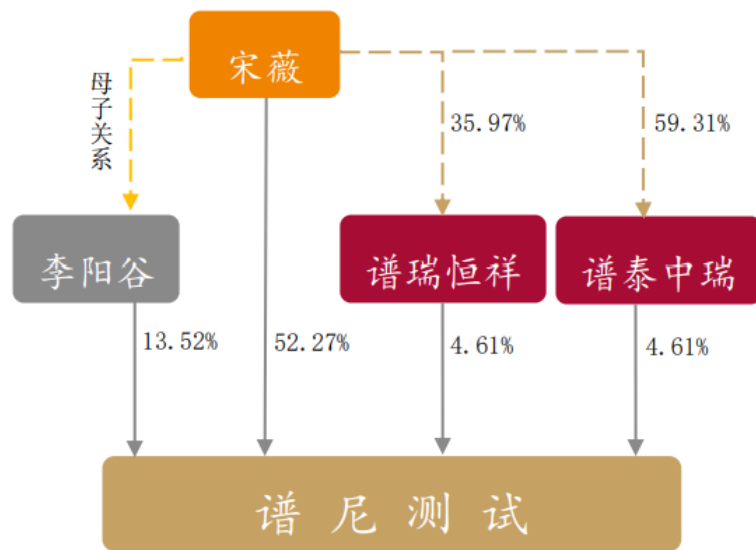
图 5：业务营收占比变动（%）



资料来源：公司公告、招股说明书、天风证券研究所

公司股权集中，实际控制人具备行业背景。截至 2021 年 3 月 31 日，公司实际控制人为宋薇女士直接持有公司股权比例为 52.27%；李阳谷先生与宋薇女士为母子关系，系一致行动人，持有公司股权比例为 13.52%；同时宋薇女士通过谱泰中瑞(59.31%)、谱瑞恒祥(35.97%) 间接持有 4.61%股份，股权分布较为集中。

图 6：股权结构图



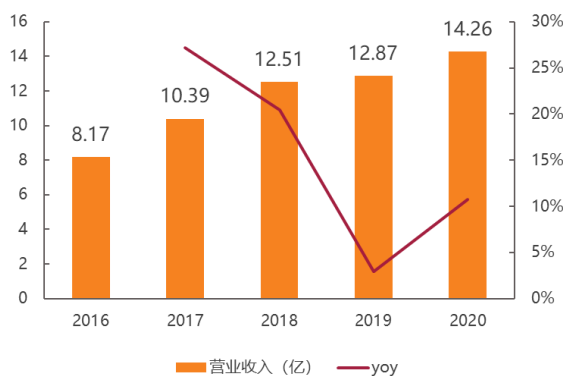
资料来源：Wind、天风证券研究所

谱尼测试集团是由国家科研院所改制而成，创始人具有多年的技术研发能力及实验室管理经验。公司实际控制人宋薇女士具有化学和工商管理双重背景，曾经就职于军事医学科学院毒物药物研究所、北京市理化分析测试中心，2010 年至今，任公司董事长。宋薇女生在 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）”、“北京市高层次创新创业人才支持计划领军人才”。

1.2. 利润规模稳步增长，华东和北方地区是主战场

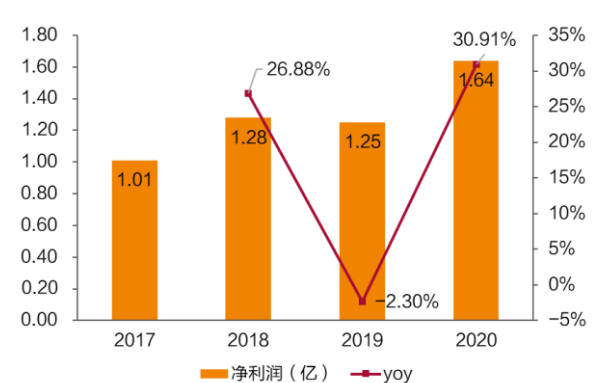
公司营业收入和利润规模稳步上升。2017 年以来，公司不断扩建、新建实验室，规模效应推动收入稳步增长，2020 年收入 14.26 亿，同比增长 10.78%。随着公司规模扩大，归母净利润不断攀升，2020 年实现 1.64 亿元，同比增长 30.91%。

图 7：公司营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：公司归母净利润情况（单位：亿元）

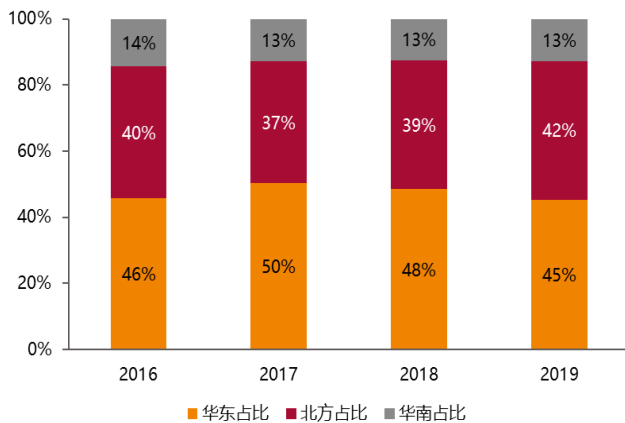


资料来源：招股说明书、wind、天风证券研究所

华东收入占比最高，北方地区收入增速较快。公司的检测服务主要集中于境内市场，分为华东、北方、华南三个地区。各地区占比相对稳定，华东地区占比最高，稳定于 45%到 50%；华南地区占比 13%左右，比重最低。

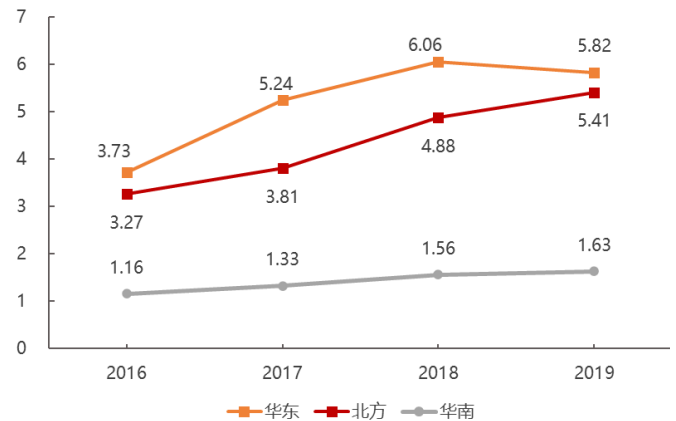
各地区营收规模基本呈上升趋势，华东地区 16 到 18 年快速增长，19 年有所回落；北方地区营业收入从 2016 年的 3.27 亿增长至 2019 年的 5.41 亿；华南地区营业收入增幅较小。

图 9：各地区营业收入占比



资料来源：Wind、天风证券研究所

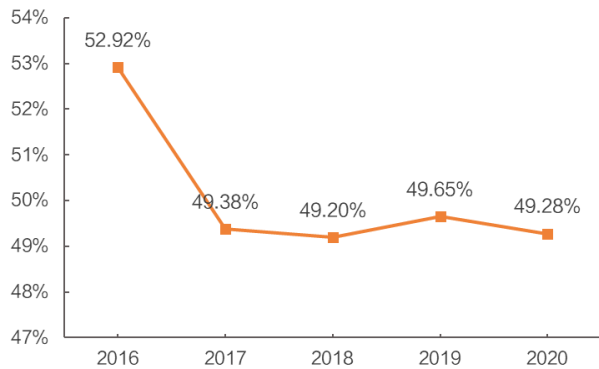
图 10：分地区营业收入规模（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

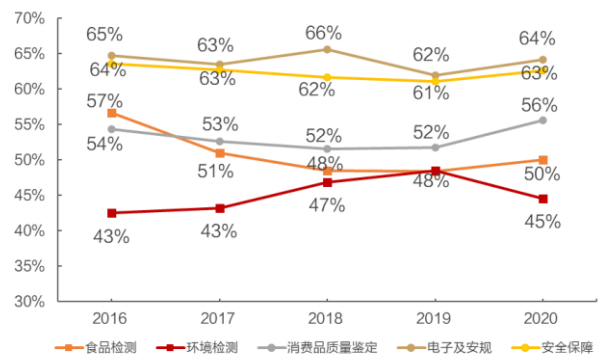
公司检测板块毛利率总体稳定，各类型业务有所分化。2017年以来，公司检测板块毛利率稳定于49%左右。2017-2019年食品检测服务的毛利率逐年下降，主要由市场价格下降、固定资产折旧增多、人工成本增多导致，2020年食品检测服务毛利率有所回升；得益于产能的快速释放，且营收增长速度快于成本，2017-2019年环境检测服务毛利率稳步上升。消费品质量鉴定检测板块毛利率稳定于52%及以上，电子及安规检测、安全保障检测两个板块毛利率基本平稳且水平相当。

图 11：检测板块毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：检测板块各业务毛利率

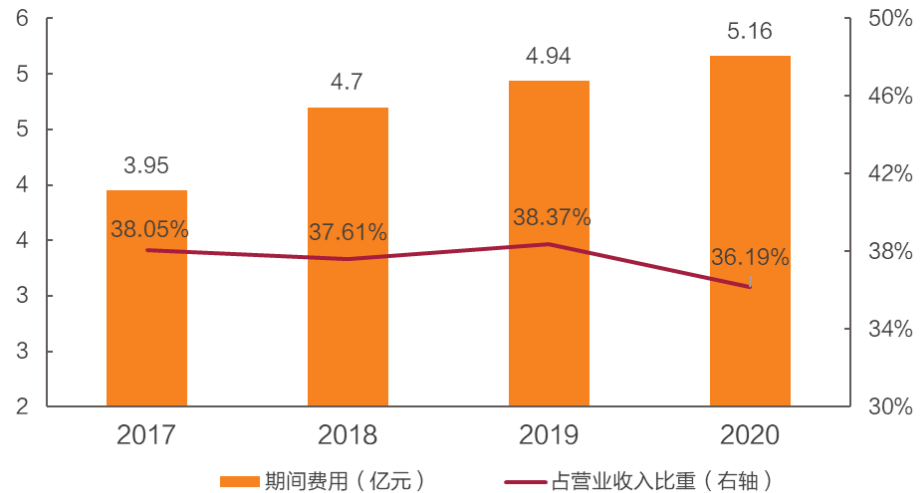


资料来源：Wind、天风证券研究所

公司计量、认证服务毛利率水平低。2017至2019年，计量板块毛利率为66.92%、-65.39%和-219.65%，认证板块毛利率为-66.67%，-1,304.20%和-526.69%。受新增设备和人力成本上升，且业务产能未完全释放的影响，两类业务毛利率水平较低。

公司期间费用率水平略有下降。2017至2020年，公司期间费用分别为3.95、4.7、4.94、5.16亿元，呈增长态势。2017至2020年，期间费用占各期营业收入的比例略有下降，分别为38.1%、37.6%、38.4%、36.2%。

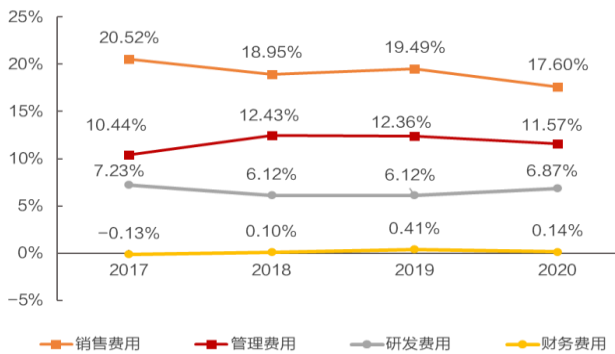
图 13：期间费用规模、期间费用率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

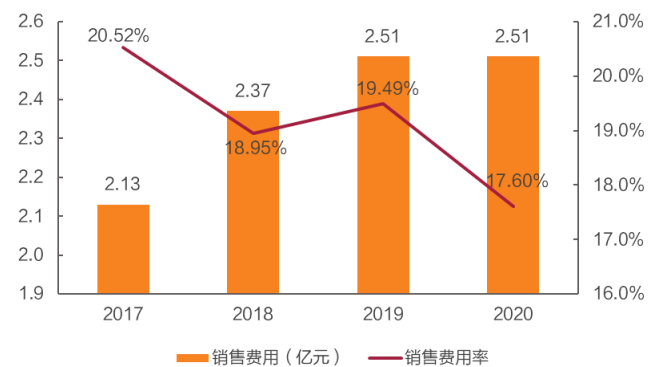
销售费用率占比最高，研发费用有所增长。公司期间费用中销售费用占比最大，2017 至 2020 年以来，销售费用率稍有下降，从 20.52%降至 17.6%。管理费用率占比仅次于销售费用，2017 年以来有所增长，主要由于公司加大了集团化管控力度，管理人员增加且薪酬增长。研发费用率 2020 年有所抬升，费用规模也大幅上升，但占营收的比重仍较低。

图 14：各类费用率情况



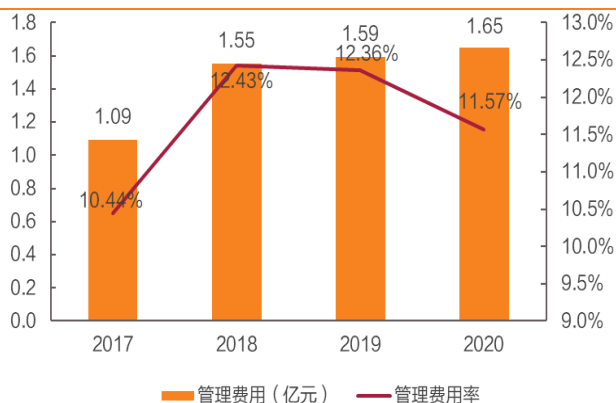
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 15：销售费用情况



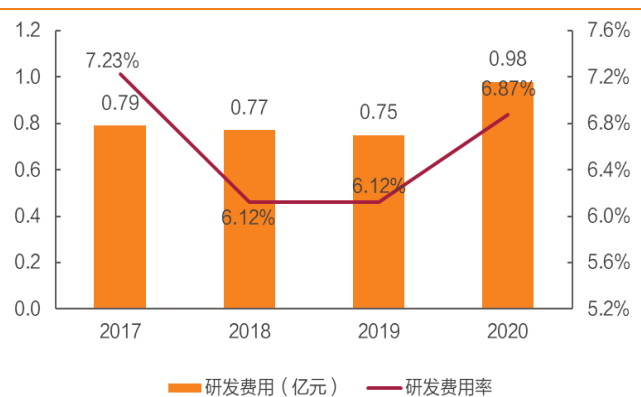
资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 16：管理费用情况



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

图 17：研发费用情况



资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

2. 检测行业规模可观且格局分散，集约化发展趋势显著

2.1. 行业规模超 3000 亿，整体增速较为稳定

检测行业专业性强，覆盖领域广泛。检验检测通过运用标准以及专业的技术方法对需要鉴定的物品进行检验、鉴定，并按照相关标准和技术规范进行判定的活动，检验检测行业涉及化学、材料、电子、生物学、食品科学等多个领域。

具体而言，也就是说检验检测机构接受监管机构、生产商或产品用户的委托，运用专业技术对产品的质量、安全、性能等方面指标进行检验检测并出具检验检测报告，而且检验检测报告使用者可据此评定该产品是否符合政府、行业以及用户在质量、安全、性能等方面的标准和要求。

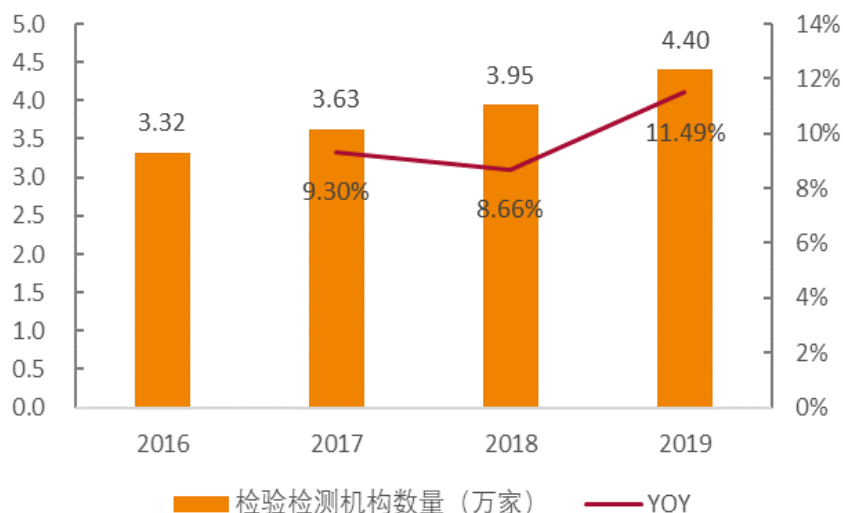
表 2：谱尼测试业务领域

谱尼测试业务领域			
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
医学医疗保险	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	电子电执理机构/电气设备检测	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	化妆品人体功能试验	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 / 二方审核	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：公司官网、天风证券研究所

近年来，我国检测行业蓬勃发展，整体发展形式良好，多项指标逐年呈现稳步增长的态势。据国家认监委统计，截至 2019 年，我国共有检验检测机构 44007 家，相比去年增长 11.49%，全行业共有从业人员 128.47 万人，同比增长 9.40%；共拥有各类仪器设备 710.82 万台套，相比去年增长 12.16%；仪器设备资产原值 3681.17 亿元。

图 18：2016-2019 年检验检测机构数量情况



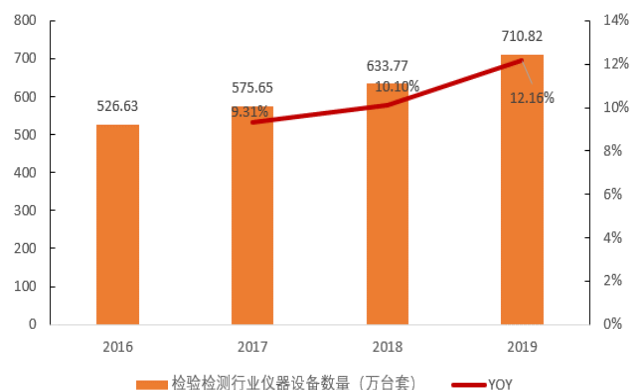
资料来源：国家认监委、天风证券研究所

图 19：2016-2019 年检验检测行业从业人员数量情况



资料来源：国家认监委，天风证券研究所

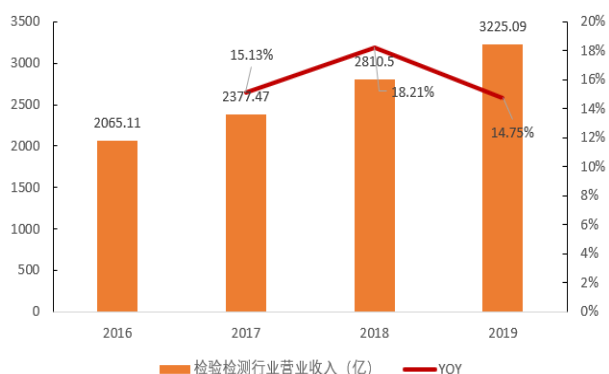
图 20：2016-2019 年检验检测行业仪器设备数量情况



资料来源：国家认监委，天风证券研究所

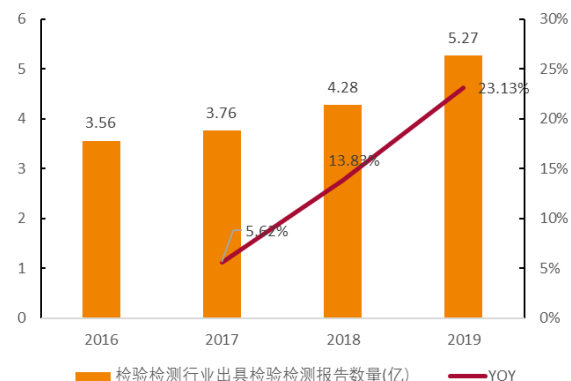
检测市场空间超 3000 亿元，行业规模逐年稳定增长。根据国家认监委的统计，2019 年行业实现营业收入 3225.09 亿元，同比增长 14.75%；共向社会出具检验检测报告 5.27 亿份，相比去年增长 23.13%。

图 21：2016-2019 年检验检测行业营收情况



资料来源：国家认监委，天风证券研究所

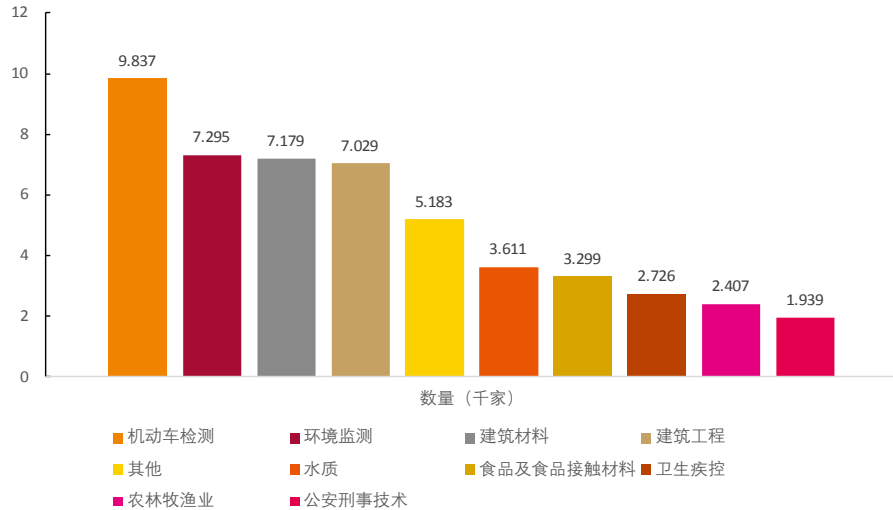
图 22：2016-2019 年检验检测行业出具检验检测报告数量情况



资料来源：国家认监委，天风证券研究所

机动车检验机构数量最多，建筑工程行业营收最大。从检验检测行业领域来看，2019 年，机构数量排在前列的检验检测领域为：机动车检验(9837 家)、环境监测(7295 家)、建筑材料(7179 家)、建筑工程(7029 家)、其他(5183 家)、水质(3611 家)、食品及食品接触材料(3299 家)、卫生疾控(2726 家)、农林渔牧业(2407 家)和公安刑事技术 (1939 家)。

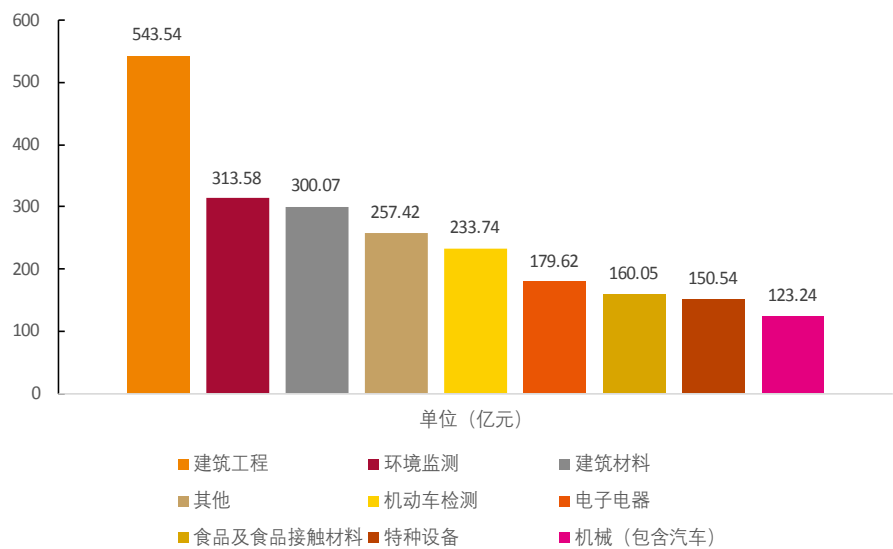
图 23：2019 年按行业领域划分的检验检测机构数量分布情况



资料来源：国家认监委，天风证券研究所

从各子行业的营收情况来看，2019 年建筑工程检测行业营收最高，达 543.54 亿元，环境监测、建筑材料检测机构总营收规模分别为 313.58 和 300.07 亿元，排名第二、三位。后依次为机动车检验、电子电器检测、食品及食品接触材料检测、特种设备检测等领域。

图 24：2019 年营收在 100 亿元以上的检验检测行业机构营收情况

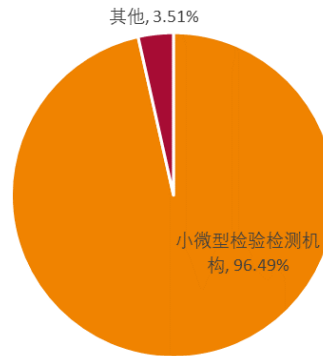


资料来源：国家认监委，天风证券研究所

2.2. 竞争格局分散，集中度提升趋势明显

目前我国检验检测市场“小、散、弱”问题突出。由于我国工业化起步晚，我国检测行业格局较为分散，小型及各类国有检验检测机构较多。根据国家认监委发布的统计数据，截至 2019 年，我国共有 44007 家检验检测机构，其中，从业人员在 100 人以下的小微型检验检测机构数量占比为 96.49%，高达 74.44%的检验检测机构仅在本省区域内提供检验检测服务。

图 25：2019 年不同类型检验检测机构数量占比情况

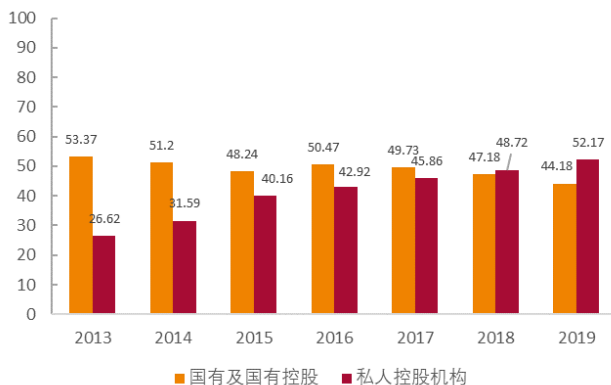


资料来源：国家认监委，天风证券研究所

国有检验检测机构收入依旧保持较高水平，民营企业营收增速显著。随着市场化的不断提升，国有企业营收虽依旧保持龙头地位，但我国民营检验检测机构继续快速发展。从机构数量来看，截止 2019 年底，民营检验检测机构共 22,958 家，占全行业的 52.17%，超过行业总量的“半壁江山”，标志着我国检验检测市场的格局将进一步发生结构性改变。

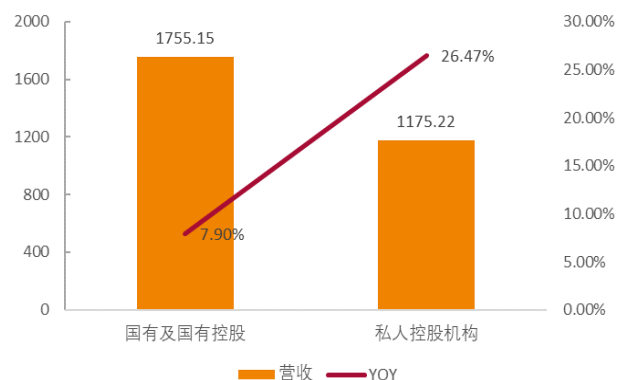
从营收规模来看，2019 年，检验检测行业国有企业、民营企业分别实现营收 1755.15 亿元、1175.22 亿元，国有企业依旧保持较高水平，但是民营企业 2019 年增长率达到 26.47%，高于全国检验检测行业 14.75%的平均年增长率。

图 26：2013-2019 年机构数量占比 (%)



资料来源：检验检测机构综合监管服务平台，天风证券研究所

图 27：2019 年机构营收 (单位：亿元) 及增长率 (%)



资料来源：检验检测机构综合监管服务平台，天风证券研究所

国有检验检测机构整合和检验检测市场的开放为第三方检验检测机构的发展创造了良好环境。近年来检验检测行业的市场化改革不断深化，国务院等相关部门出台了一系列政策，推动各类国有检验检测机构整合并向第三方检验检测机构转变。

国家对检测行业发展的积极推动，对社会力量开展检测认证业务的支持以及对不同所有制检测认证机构平等参与市场竞争的鼓励，为包含集团在内的第三方检测机构的发展提供了强有力的政策支持，创造了良好的营商环境。

表 3：行业的主要政策

主要政策	政策内容及发展
《认证认可检验检测发展“十三五”规划》	2016 年 11 月，原国家质检总局等 32 部委联合印发了《认证认可检验检测发展“十三五”规划》，提出鼓励民营企业和其他社会资本参与投资检验检测认证产业，支持第三方检验检测认证机构提供第二方合格评定服务。有序推进对外开放，探索实行准入前国民待遇加负面清单管理制度，积极稳妥引入境外资金和先

进的认证认可检验检测技术，健全风险防范机制。

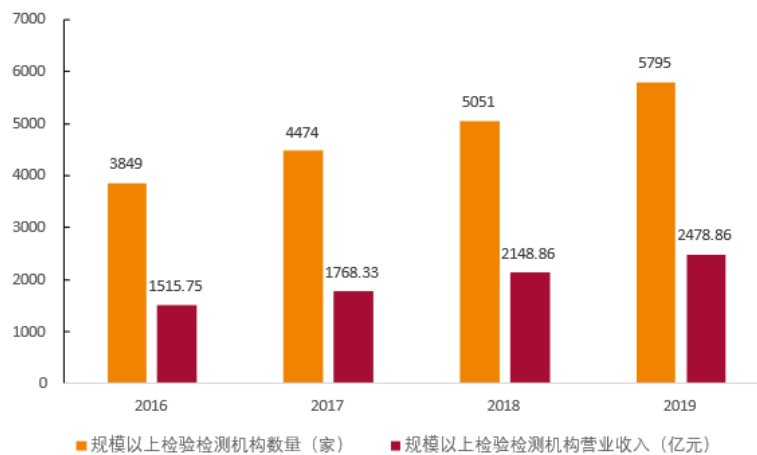
《国务院关于加快科技服
务业发展的若干意见》

2014 年 10 月，国务院印发了《关于加快科技服务业发展的若干意见》，提出应重点发展研究开发、技术转移、检验检测认证、创业孵化、知识产权、科技咨询、科技金融、科学技术普及等
专业科技服务和综合科技服务，提升科技服务业对科技创新和产业发展的支撑能力。应加快发展第三方检验检测认证服务，鼓励不同所有制检验检测认证机构平等参与市场竞争。

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

行业集约化发展趋势显著。根据国家认监会的统计，2016-2019 年，全国检验检测服务业规模以上(年收入 1000 万元以上)检验检测机构数量由 3849 家上升至 5795 家，2019 年市场份额为 13.17%；规模以上机构营业收入达到 2478.86 亿元，所占比重为 76.86%。在市场机制推动及政府整合检验检测机构政策措施的双重推动下，我国检验检测行业集约化发展趋势明显。

图 28：2016-2019 年规模以上检验检测机构数量及营收情况



资料来源：国家认监委，天风证券研究所

2.3. 竞争对手：海外巨头历史悠久，公司业务结构类似国内龙头

目前公司的主要竞争对手为瑞士通用公证行 (SGS)、必维国际检验集团 (BV) 等国际检验检测机构以及华测检测、广电计量等国内检验检测机构。

与欧美国家相比，我国第三方检验检测行业发展起步晚，在技术能力、业务规模、国际化等方面存在较大的劣势，以 SGS、BV 为代表的国际化检验机构目前已经建立了全球业务体系，覆盖了全球主要国家和地区的大多数业务领域，客户范围广、市场地位高。

与国内检验检测企业相比，公司与行业龙头华测检测业务领域具有很大的重合度，在公司规模方面稍微逊色；与同作为龙头企业之一的广电计量相比来讲，公司的业务重合度较低，规模相似，竞争关系较弱；不过作为行业的龙头企业，公司相较其他企业依旧具有业务领域广、业务规模大、技术能力强、综合性等特点。

表 4：行业内主要企业基本情况

公司	主要业务领域	20 年营 收	20 年底总 资产	20 年归母 净利	主要客户	实验室数量
谱尼 测试	健康与环保、电子及安规、消费品 质量鉴定、安全保障的检验检测， 计量、认证等	14.26 亿 元	21.13 亿 元	1.63 亿元	食品、环境、电子、轻工、汽车 等各领域生产流通企业，及相关 政府监管机构等	26 个
SGS	农产品及食品、能源、消费品和零 售、工业制造、矿产、健康与安全、	412.19 亿	509.37 亿	35.31 亿	全球主要国家和地区的消费 品和工业品生产流通企业，及相 关	2600+

	运输等领域的检验检测、认证等				政府监管机构等	
BV	船舶与海上设施、农产品和大宗商品、工业、建筑工程与基础设施、消费品等领域的检验检测、认证等	51 亿欧元				1500+
华测检测	生命科学、贸易保障、消费品测试和工业品测试，校准、认证等	35.68 亿元	54.54 亿元	5.77 亿元	食品、环境、电子、轻工、汽车等各领域生产流通企业，及相关政府监管机构等	150+
广电计量	计量校准、可靠性与环境试验、电磁兼容检测、环保检测、食品检测、化学分析等	18.40 亿元	33.45 亿元	2.35 亿元	大型仪器设备制造和使用方，食品环境等领域生产流通企业，相关政府监管机构等	23 个

资料来源：各公司公告，招股说明书，天风证券研究所

瑞士通用公证行 (SGS): SGS 总部位于瑞士日内瓦，1981 年于瑞士证券交易所 (SWX) 挂牌上市。SGS 业务范围覆盖了绝大部分的检验检测、合格评定领域，核心业务可分为检验、测试、认证、鉴定四类，是全球公认的质量和诚信基准，目前在全球运作 2600 个分支结构和实验室，2020 年实现营收 56 亿瑞士法郎。

必维国际检验集团 (BV): 必维集团成立于 1828 年，总部位于法国巴黎，公司根据终端市场形成了船舶与海上设施、农产品和大宗商品、工业、建筑工程与基础设施、认证、消费品六大业务，目前必维集团在全球 140 个国家设有 1500 余个办公室和实验室，拥有 40 万客户，2019 年必维集团实现营业收入 51 亿欧元。

华测检测: CTI 华测检测成立于 2003 年，总部位于深圳，是中国检测认证行业首家上市公司。公司业务主要覆盖食品、环境、电子、轻工等领域，目前，公司在全球 10 多个国家和地区，70 多个城市，设立了 150 多间实验室和 260 多个服务网络，拥有客户 10 万+，2020 年实现营收 35.67 亿。

广电计量: 广电计量始建于 1964 年，于 2019 年登陆中小企业板，主营业务为计量服务、检验检测服务、检验检测装备研发等技术服务，目前在国内建有 23 个计量检测基地和 50 多家分子公司，实验室总面积超过 16 万平方米，配置国内外高端设备仪器 30000 多台/套，2020 年实现营收 18.4 亿元。

3. 公司竞争优势明显，布局新业务有望多点开花

3.1. 业务资质齐全，品牌效应显著

公司深耕多年，拥有资质齐全。检验检测行业具有政府强监管和行业资质准入的特点，作为技术密集型产业，检验检测机构在开展检验检测业务前必须取得 CMA 资质，而 CMA 资质的取得以及能力附表项目数量的增加扩大了公司检测业务的范围，对公司收入增长具有强推动作用。2015 年至今，公司及子公司拥有的 CMA 资质逐渐增加，可检测业务范围扩大，为公司业务扩张和收入增长奠定基础。

表 5：2015 年以来，公司各实验室新增 CMA 资质的情况

年度	CMA 资质	
	公司名称	首次取得时间
2018 年	温州谱尼	2018.7.20
	山西谱尼	2018.4.10
2017 年	合肥谱尼	2017.4.6
	陕西谱尼	2017.5.4
2016 年	四川谱尼	2016.12.5
	内蒙古谱尼	2016.11.29
	河北谱尼	2016.9.14
	郑州职业卫生	2016.8.31

	黑龙江谱尼	2015.10.19
2015 年	江苏谱尼	2015.9.11
	乌鲁木齐谱尼	2015.8.24

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

作为国内成立较早的检验检测机构之一，公司深耕检验检测行业 18 年，具备较为齐全的资质。目前，公司拥有 CMA、CNAS、食品复检机构、CATL、CCC、计量、认证、医疗机构执业许可证等资质，其中全资子公司谱尼医学于 2020 年取得了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。

表 6：公司获得资质、荣誉情况

资质/荣誉		
实验室资质	检验检测机构资质认定（CMA）	食品复检机构
	ISO/IEC 17025 检测实验室认可	强制性产品认证（CCC）指定实验室
	ISO/IEC 17020 检验机构认可	DILAC 实验室认可
	农产品质量安全检测机构（CATL）	
农业农村部	农产品地理标志产品品质鉴定检测机构	绿色食品、无公害农产品产地环境检测机构
	无公害农产品检测机构	土壤污染状况详查检测实验室
	绿色食品检测机构	
认监委	从事统一推行的电子信息产品污染控制自愿性认证实验室	有机产品认证检测机构
市场监督管理总局	原食药监总局备案的特殊食品验证评价技术机构	多地食药监局认可的食品质量抽检机构
	原食药监总局备案的非特殊用途化妆品备案检验机构	
各地生态环境 环境保护 部门	多地生态环境厅认可的油气回收治理工程环保检测机构	多地建设项目环境现状监测社会化环境检测机构
	多地建设项目竣工环境保护验收监测社会化试点单位	多地生态环境局认可的社会化环境监测机构
其他部委	商务部“援外物资社会化商检机构指导名录”入围机构	多地市场监管部门流通领域商品质量监督合作检测机构
	中华人民共和国海关总署进出口商品检验鉴定机构	卫健委职业卫生技术服务机构
	民航总局货物运输条件鉴定机构	安监部门职业卫生技术服务机构
	机关事务管理局卫生检测机构	
行业机构 认可资格	质量认证中心（CQC）认可委托合作实验室之一	环境保护产业协会绿色之星产品委托检测机构
	机械工业联合会机械工业产品质量检验机构	美国消费品安全委员会（CPSC）认可实验室
	中汽认证中心汽车产品认证委托检测实验室	北京市食品药品安全企业联盟食品质量检验中心
	机电产品进出口商会认可检测机构	
成员单位	电工电子产品与系统的环境标准化技术委员会（SAC/TC297）	汽车标准化技术委员会车辆回收利用标准工作组成员单位
	标准化管理委员会货运代理标准化委员会委员	汽车标准化技术委员会汽车节能分委会委员单位
	认证认可监督管理委员会电子信息产品污染控制认证技术专家组	玩具协会玩具技术标准化技术委员会委员
	电工委员会 IEC TC111 WG3 工作组	物理化学计量技术委员会委员
	标准化管理委员会环境意识设计分技术委员会	能源基础与管理标准化技术委员会成员单位
	进出口商品检验鉴定机构分会专家委员会成员单位	首都科技条件平台能源环保领域平台成员单位

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公信力是检验检测机构发展的核心竞争力，是第三方检验检测机构的立身之本。检验检测

机构通过专业的技术分析，向社会出具具有证明作用的检验检测报告，具有公信力才能被社会大众所认可。

公司经过 18 年的发展积累，建立了较高的品牌知名度和社会公信力。多次参与政府部门监督抽检及重大活动保障，先后为 2008 年北京奥运会、2010 年上海世博会、2010 年广州亚运会、2014 年北京 APEC 峰会等国家重大活动提供环境和食品安全检测服务，并将于 2022 年为北京冬奥会提供核酸检测保障服务；曾在 2007 年成为国家认监委认可的“三聚氰胺”检测机构，承担乳制品检测任务；曾在 2013 年承担原国家食药监局胶囊明胶检验任务，谱尼医学于 2020 年 4 月获批成为北京市首批新冠病毒核酸检测单位之一，开始对外提供新冠病毒核酸检测服务。

公司综合检测服务能力强，凭借多年的技术和资质积累，可为客户提供综合性、一站式检验检测，在众多行业与多个企业建立紧密合作关系，有效提升公司的知名度和公信力。同时，公司具有严格的质量控制体系，优质的检验检测服务质量获得了行业及客户的认可，有力保障了公司社会公信力的持续提升。

表 7：公司参与国内外重大活动检测任务情况

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	为 2022 年北京冬奥会测试赛完成核酸检测保障任务
2010 年上海世博会中心展馆环境水质检测	进入“三聚氰胺”检测机构名录，承担大量乳制品检测任务
2010 年广州亚运会城市环境监测任务	进入“非洲猪瘟”检测机构名录，承担大量猪肉制品检测任务
2011 年深圳大运会危险品物资鉴定及技术支持工作	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
2014 年北京 APEC 峰会期间食品安全检测工作	长期承担航天员训练基地食品安全和营养的检测任务
2016 年杭州 G20 峰会食品安全保障抽检任务	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
2019 年全国网球公开赛食品安全保障抽检任务	长期承担市场监管局流通领域重大节假日食品安全抽检任务
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	
2020 年中国国际服务贸易交流会核酸检测保障任务	

资料来源：招股说明书、公司官网、天风证券研究所

3.2. 加大力量布局医疗、汽车和军工业务

检验检测机构多通过多元化的发展打开更大的市场空间。一方面，随着社会经济的发展，客户对于检验检测的需求种类不断增加，同时考虑到成本等方面的因素，客户更倾向于拥有“一站式”服务的检测机构；另一方面，考虑到检验检测行业的特征，具有扁平化的发展结构，因此检验检测机构一般通过设立分、子公司以及并购的方式横向拓展新的业务领域，实现市场空间的扩大和规模的提升。

谱尼测试作为成立较早的检测机构之一，目前已获得众多领域的多项资质，服务涵盖生物医药、食品、生态环境、电子汽车以及消费品等众多领域，构建了综合性一站式检验认证服务体系。为实现规模和市场的进一步壮大，谱尼测试近几年在汽车、医疗、军工等领域进行了新的业务布局。

3.2.1. 抓住新冠疫情契机，发展医疗业务

公司高管具有医疗行业背景。公司实际控制人宋薇女士自 1991 年至 1996 年工作于军事医学科学院毒物药物研究所；公司监事孙兆增先生 2006 年 6 月至 2018 年 2 月，先后担任军事医学科学院实验动物中心的助理研究员、副研究员和研究员。

公司从新冠病毒核酸检测业务切入医疗检测。公司全资子公司谱尼医学于 2020 年 2 月取得了北京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，并于 2020 年 4 月入选北京市新冠病毒核酸检验机构，开展核酸检测业务。截至 2021 年 3 月 31 日，公司已取得北京、深圳、黑龙江、郑州、长春、厦门、武汉 7 地新冠病毒核酸检测资质；公司在 2021 年一季度主要承担了北京、石家庄、张家口等地抗疫保障任务，及冬奥组委会外

事活动相关人员新冠疫苗免后抗体评价工作。

生物医药诊断试剂研发中心项目将有效整合公司现有生物医学领域的检验检测能力，提升公司诊断试剂的研发能力和整体技术水平。

图 29：公司部分医学医疗检验业务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2.2. 积极拓展汽车领域业务发展

谱尼测试集团在汽车检测领域具备多项资质，参与中国《道路车辆禁用物质要求》（简称中国汽车 ELV）等多个汽车国家标准制定工作，并与中国汽车工业协会、日本汽车工业协会、中国汽车技术研究中心等专业机构保持良好深入的合作关系。旗下武汉实验室（武汉车附所）具备认监委指定汽车产品强制性认证（CCC）实验室和工信部汽车零部件公告检验机构资质，是中国机械工业产品质量监督检验机构、中国质量认证中心（CQC）及中汽认证中心（CCAP）的签约检测机构。

谱尼测试集团目前可对传统燃油汽车、新能源汽车的整车、零部件、内外饰件等进行检测，与特斯拉、一汽大众、上海汽车、大陆汽车、华域汽车、海南钧达等多家汽车厂商及其配套供应商建立合作关系，越来越多的承担其检测任务。

图 30：公司部分汽车行业检验检测业务



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司此前上市资金募集主要用于新建生产及辅助用房项目（谱尼测试集团华东运营总部建设项目）、谱尼测试研发检测基地及华中区运营总部建设项目，将新建实验室、扩充公司现有业务产能，同时提升公司在汽车、电子可靠性等领域的检验检测能力。

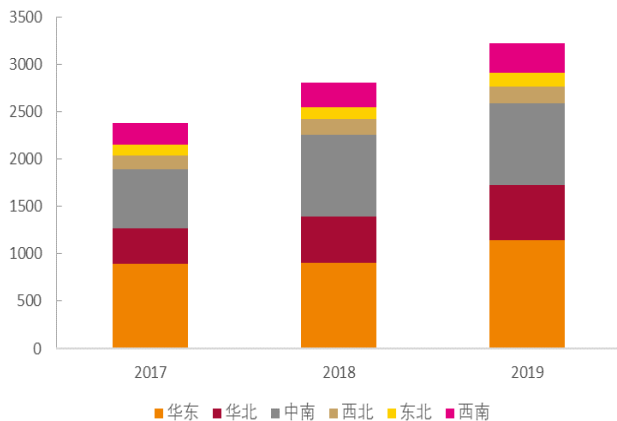
为进一步拓展公司的业务领域，完善公司服务体系，在军工领域公司最近也取得了一定的进展，2021年4月公司全资子公司北京谱尼测试科技有限公司于近期取得由北京市武器装备科研生产单位保密资格认定委员会办公室颁发的《武器装备科研生产单位保密资格申请批准通知书》，进一步完善了公司的资质体系。

3.3. 持续进行区域扩张，重点突破华东和华中区域市场

根据认监委统计，华东和中南地区是我国检验检测市场最大的两个区域。2019 年华东地区检验检测市场实现营收 1147.56 亿元，占比 35.58%，位于第二的是中南地区，占比为 26.71%，华东和中南地区是检验检测市场的两个高地。

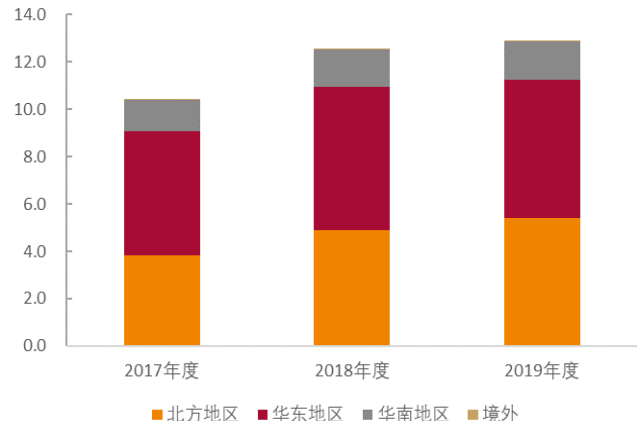
为积极拓展华东及中南地区市场，公司较早的分别在上海、武汉设立实验室，辐射周边市场，从公司的营收结构来看，北方地区和华东地区优势明显，合计占比高达 80%以上，2019 年营收占比分别为 42.06%、45.23%，中南地区市场规模有待提升。

图 31：检测行业各地区营收规模（单位：亿元）



资料来源：检验检测机构综合监管服务平台，天风证券研究所

图 32：公司分区域营收（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

目前，公司通过持续的资金投入，加强了实验室建设和销售服务网络的布局，已发展成为拥有集团总部（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。但受制于场地等因素，公司在以上海和武汉为中心的华东和华中地区产能较为紧张，为此公司利用上市契机募集资金于上海地区建设新建生产及辅助用房项目（谱尼测试集团华东运营总部建设项目）、于武汉投资建设谱尼测试研发检验检测基地及华中区运营总部建设项目，将在一定程度上提升公司在华中及华东地区的检验检测能力，使得公司整体业务规模及市场占有率得到进一步的提升。

表 8：募集资金运用概况

项目名称	投资总额	项目达到预定可使用状态日期
新建生产及辅助用房项目	5.44 亿	2021 年 12 月 31 日
谱尼测试研发检测基地及华中区运营总部建设项目	2.1 亿	2021 年 6 月 30 日
生物医药诊断试剂研发中心项目	0.7 亿	2021 年 9 月 30 日
补充流动资金项目	1.7 亿	2021 年 3 月 31 日

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 对标行业龙头，公司盈利能力具备提升空间

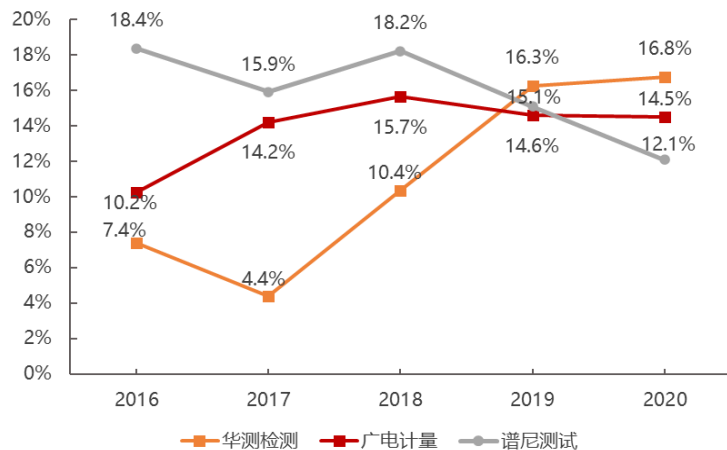
4.1. ROE 对比：资产周转率优势明显，净利率有提升空间

2020 年谱尼测试 ROE 相对较低。我们选取华测检测和广电计量两家公司同谱尼测试进行对比分析，2020 年华测检测、广电计量和谱尼测试的 ROE 分别为 16.8%、14.5%和 12.1%，谱尼测试 ROE 处于较低水平。

三家公司的趋势也有较大不同，华测检测 ROE 经历了 2017 至 2019 年的大幅抬升后，稳定于 16%左右；广电计量则保持稳中有进，从 2016 年的 10.2%上升至 2020 年的 14.5%；谱尼测试自 2016 至 2020 年，公司 ROE 从 18.4%逐年下降至 12.1%，2020 年 ROE 下行明显同

公司上市融资权益规模增加有较大关系。

图 33: ROE 比较

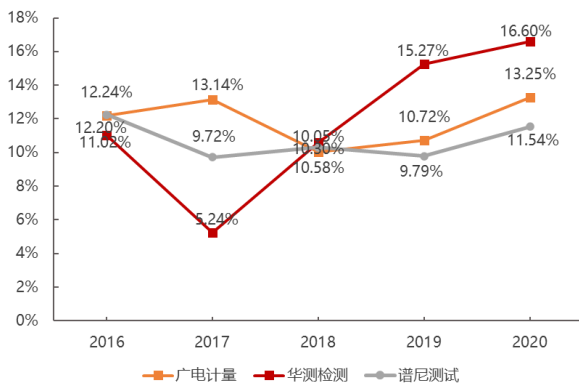


资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

销售净利率偏低，资产周转率优势明显。影响 ROE 指标的三个因素是销售净利率、资产周转率和权益乘数。销售净利率方面，2020 年华测检测、广电计量和谱尼测试净利率分别为 16.6%、13.25%和 11.54%；谱尼测试的权益乘数同样处于较低水平，2020 年底仅有 1.16，明显低于华测检测（1.42）和广电计量（1.89）；谱尼测试资产周转率显著高于另两家公司，近年虽有下降趋势，优势仍明显。

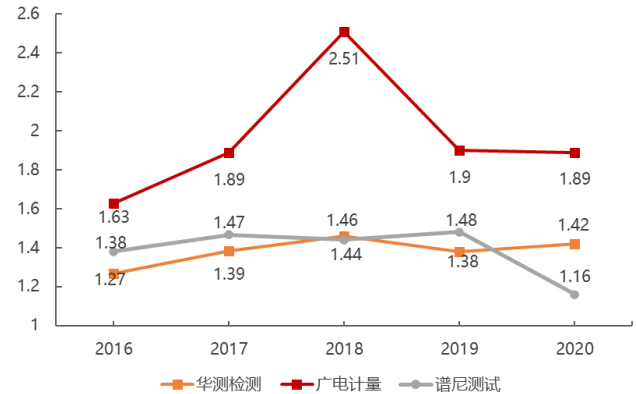
综上，三家公司的特征明显，华测检测的盈利能力最强，广电计量的资产负债率最高，谱尼测试的资产周转率最快，公司若要提升 ROE 水平，提高权益乘数和净利率将是主要手段。

图 34: 销售净利率



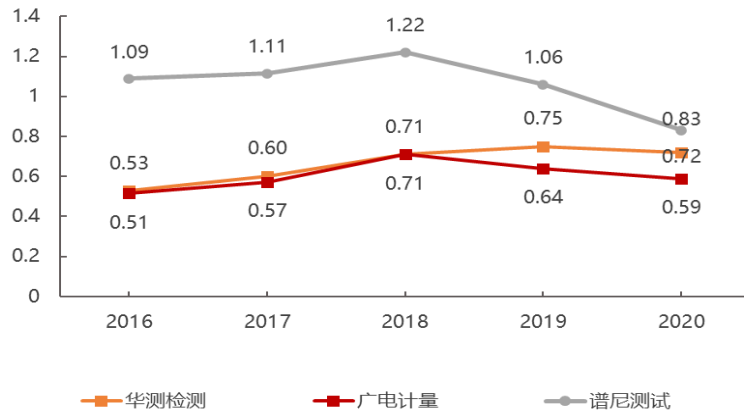
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 35: 权益乘数



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 36: 资产周转率

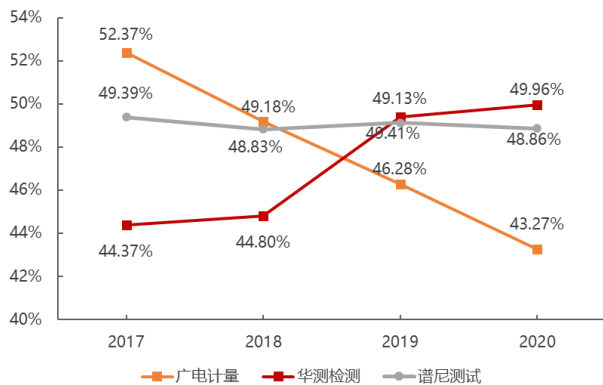


资料来源: Wind、天风证券研究所

4.2. 管理费用率过高拖累公司净利率，控费增效有望提升公司盈利水平

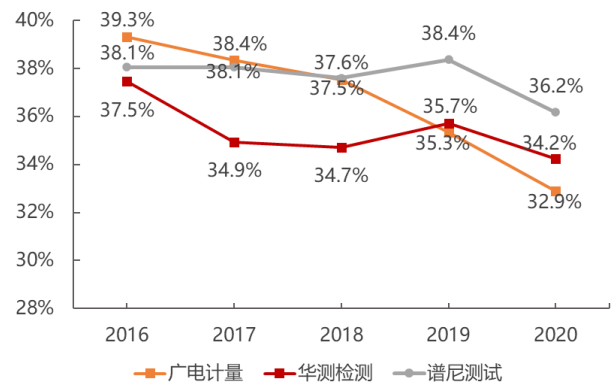
期间费用率较高是造成谱尼测试净利率偏低的原因。对比三家公司，谱尼测试毛利率稳定且绝对水平较高。2019 年华测检测毛利率提升 4.61%，稍超谱尼测试 0.28%；2017 年以来，广电计量毛利率逐年下降，两年下降 6.09%。同行业可比公司业务领域构成有所不同，因此综合毛利率存在一定差异。同时，近年来公司期间费用率显著高于可比公司，这是公司净利率水平较低的直接原因。

图 37: 毛利率



资料来源: 巨潮资讯网、天风证券研究所

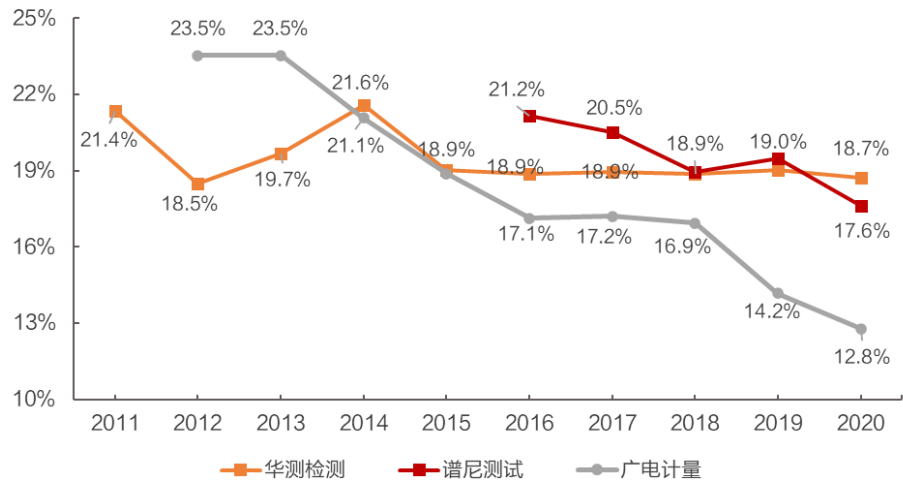
图 38: 期间费用率



资料来源: Wind、天风证券研究所

销售费用率略低于华测检测。2017 年以来，谱尼测试与华测检测销售费用率相当，稳定于 19%左右，2020 年谱尼测试销售费用率略有下降至 17.6%。广电计量的销售费用率最低，2020 年的销售费用率仅为 12.8%。

图 39: 销售费用率对比



资料来源: Wind、天风证券研究所

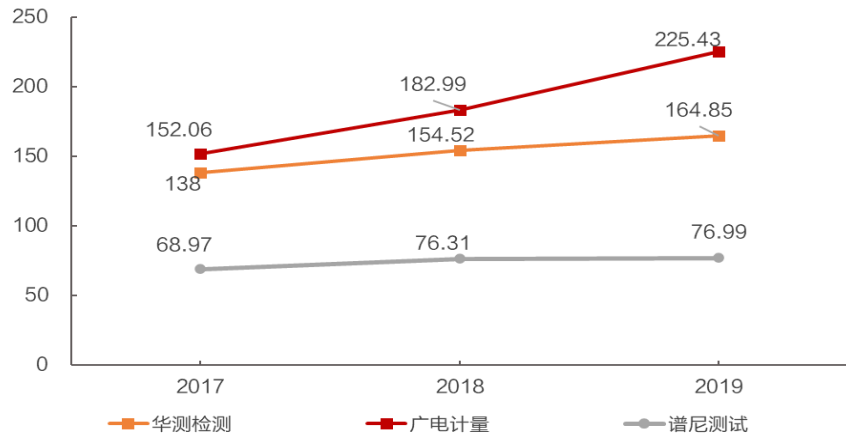
谱尼测试销售人员数量相对较多，人均销售额偏低。虽然谱尼测试销售费用率同华测检测持平甚至略低于华测检测，但谱尼测试的 2019 年人均销售额明显低于华测检测。谱尼测试的销售人员平均薪酬低、数量多，主要原因是公司客户分散且客单价较低，维护客户关系的人员较多，人均销售额较低。同时，销售人员包括了薪资较低的客服人员，也拉低了人均薪酬、人均销售。

表 9：2019 年三家公司销售人员情况

	人均销售额(万元/人)	数量(人)	平均薪酬(万元)
华测检测	164.85	1,931	18.14
广电计量	225.43	705	21.12
谱尼测试	76.99	1,672	11.45

资料来源: 招股书、天风证券研究所

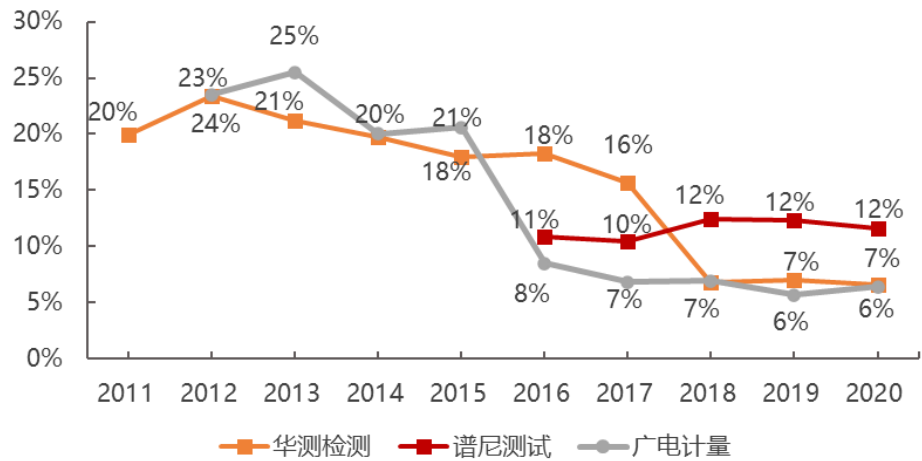
图 40：销售人均创造收入（单位：万元/人）



资料来源: 招股说明书、天风证券研究所

公司管理费用率明显偏高。2018 年，华测检测将研发费用列示于管理费用外，管理费率大幅下降，后续稳定在 7% 左右；广电计量近年来管理费用水平较低，且有稳中下行趋势；近年来，谱尼测试管理费用率稳定在 12% 左右，要明显高于可比公司。

图 41：三家公司管理费用比较



资料来源：Wind、天风证券研究所

根据2020年谱尼测试年报披露数据,公司管理费用中核心支出为职工薪酬,2019年和2020年占比分别为55.52%、56.36%,其他重要支出包括房租水电费、维修费、咨询服务费、办公通讯费等。

表 10: 谱尼测试管理费用构成 (单位: 元)

项目	2020	2019
职工薪酬	92,974,836.62	88,306,893.77
房租水电费	13,972,000.43	15,005,211.79
维修费	13,758,477.43	11,401,949.13
咨询服务费	12,714,209.08	10,982,572.62
办公通讯费	12,017,213.32	8,261,334.58
折旧及摊销	7,912,453.48	7,488,919.61
交通差旅费	4,522,805.62	10,200,973.78
快递费	2,008,801.36	1,123,881.66
业务招待费	1,461,294.65	2,248,545.11
印刷费	577,659.99	817,031.77
会议培训费	140,954.34	568,342.44
其他	3,116,632.50	2,647,228.51
合计	165,177,338.82	159,052,884.77

资料来源：公司公告、天风证券研究所

同谱尼测试类似,华测检测的管理费用最大项支出也是职工薪酬,华测检测2020年管理费用列支的职工薪酬达1.4亿,占管理费用的59.5%。

表 11: 华测检测管理费用构成 (单位: 元)

项目	2020	2019
职工薪酬	139,900,058.46	126,087,932.84
股份支付	9,664,000.00	13,825,157.99
折旧及摊销	14,533,659.87	12,712,233.70
房租水电费	9,817,557.35	8,467,759.82
办公费	21,238,613.63	23,716,827.32
差旅费	5,651,210.49	7,941,059.54
咨询培训费	19,677,790.24	18,112,179.53
认证费用	1,574,634.02	380,730.18
物料消耗品	1,010,777.51	1,338,469.45

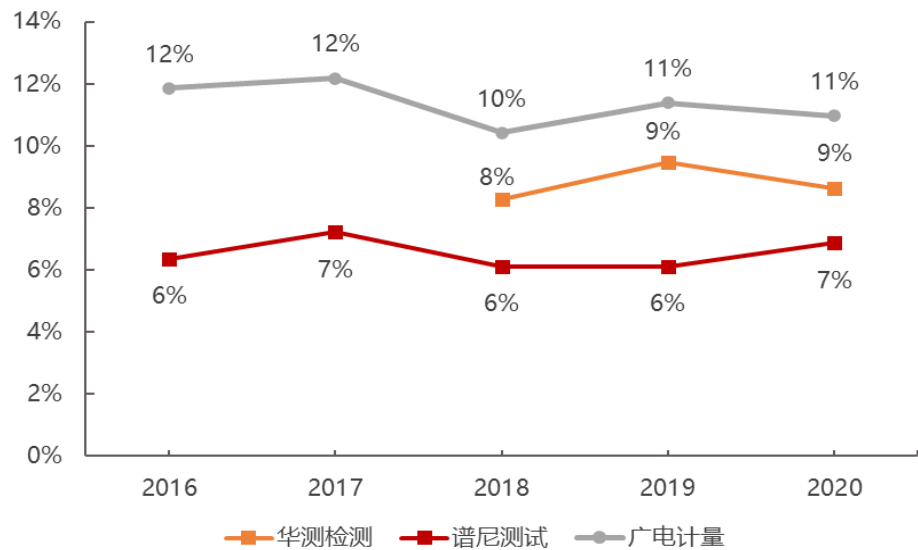
其他	12,065,616.38	10,088,857.14
合计	235,133,917.95	222,671,207.51

资料来源：华测检测年报、天风证券研究所

但从效率上讲，我们以营业收入/管理费用中的职工薪酬来衡量，华测检测 2020 年营业收入/管理费用中的职工薪酬为 25.5，谱尼测试仅为 15.3，谱尼测试的管理费用的支出效率要落后于华测检测，还有较大的提升空间。

研发费用率低于龙头公司，研发投入仍需加强。2017 年至 2019 年，公司研发费用分别为 0.75、0.76、0.78 亿，2020 年增长至 0.98 亿。研发费用率较为稳定，略低于华测检测，显著低于广电计量，检测公司的研发实力至关重要，公司的研发投入未来仍需加强。

图 42：三家公司研发费用比较



资料来源：Wind、天风证券研究所

综上，谱尼测试的管理费用投入较多，拉高了期间费用率，影响了公司销售净利率，若公司未来能持续改善管理效率、扩张业务规模，使得管理费用率有所下降，那么公司的盈利能力有望再上一个台阶，向行业龙头看齐。

5. 盈利预测与投资建议

检测行业市场规模大且增速稳定，行业正从小而散乱的格局逐步走向集中化趋势，谱尼测试作为检测行业第一梯队企业具备较强的竞争力，我们预测公司食品检测和环境检测服务整体收入增速将超过 20%，其中环境检测因疫情带来的业务而增速稍快；电子、安规等业务因公司在军工以及汽车方便的业务而实现加速增长，2021 年收入增速有望达到 40%。综上，我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 17.71、21.76 和 26.25 亿，同比增长 24.1%、22.9%和 20.6%

表 12：公司收入预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022 E	2023 E
食品检测服务（百万元）	476.76	554.80	541.21	635.07	781.14	952.99	1143.58
同比	14.3%	16.4%	-2.4%	17.3%	23.0%	22.0%	20.0%
环境检测服务（百万元）	358.09	472.83	529.15	546.85	683.56	840.78	1008.94
同比	52.7%	32.0%	11.9%	3.3%	25.0%	23.0%	20.0%
商品质量鉴定（百万元）	130.17	140.64	126.92	159.16	190.99	229.19	275.03
同比	29.4%	8.0%	-9.8%	25.4%	20.0%	20.0%	20.0%
电子、安规及安全保障（百万元）	73.68	80.80	88.09	78.49	109.89	148.35	192.85
同比	14.7%	9.7%	9.0%	-10.9%	40.0%	35.0%	30.0%

计量认证及其他业务（百万元）	0.61	1.7	1.96	6.59	5	5	5
收入合计（百万元）	1039.31	1250.77	1287.33	1426.16	1770.58	2176.30	2625.40
增速	27.2%	20.3%	2.9%	10.8%	24.1%	22.9%	20.6%

资料来源：Wind、天风证券研究所

毛利率方面，公司过去毛利率整体稳定，波动幅度较小，但具体业务也有分化，我们认为公司食品检测和电子、安规及安全保障毛利率相对稳定；环境监测服务随着医疗业务的持续布局，毛利率有望小幅提高；商品质量鉴定毛利率 2020 年增长较快，随着业务扩张，这部分毛利率或将走低，我们预测公司 2021-2023 年毛利率分别为 49.3%、49.5%和 49.5%。

表 13：毛利率预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021 E	2022 E	2023 E
食品检测服务	56.7%	51.0%	48.5%	48.4%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
环境检测服务	42.5%	43.2%	46.9%	48.5%	44.6%	45.0%	46.0%	46.0%
商品质量鉴定	54.3%	52.7%	51.5%	51.7%	55.6%	55.0%	53.0%	52.0%
电子、安规及安全保障	64.3%	63.1%	63.7%	61.5%	63.4%	63.0%	63.0%	63.0%
计量认证及其他业务	93.9%	57.4%	-223.5%	-292.3%	-42.8%	-50.0%	-50.0%	-50.0%
综合毛利率	52.9%	49.4%	48.8%	49.1%	48.9%	49.3%	49.5%	49.5%

资料来源：Wind、天风证券研究所

预测公司 2021-2023 年实现归母净利润 2.14、2.79 和 3.63 亿，同比增长 30.8%、30.4%和 30.1%，对应 PE 为 42.8、32.8 和 25.2 倍。我们选取华测检测、苏试试验和广电计量为可比公司，三家可比公司 2021 年平均 PE 为 54 倍，但从业务类型来看，公司同广电计量和华测检测更相似，我们取两家公司估值的中间值，我们给予谱尼测试 2021 年目标 PE 为 65 倍，目标价格为 102 元。

我们看好公司未来通过提升自身经营效率和管理能力，并不断拓展业务种类以及经营区域持续发展壮大，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比估值表

股票代码	公司名称	收盘价	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2021/5/28	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
300012.SZ	华测检测	34.08	0.35	0.45	0.55	0.67	97.37	75.73	61.96	50.87
300416.SZ	苏试试验	18.79	0.61	0.61	0.79	0.98	30.80	30.80	23.78	19.17
002967.SZ	广电计量	35.10	0.44	0.63	0.86	1.13	79.77	55.71	40.81	31.06
	行业平均						69.32	54.08	42.19	33.70
300887.SZ	谱尼测试	67.00	1.20	1.57	2.04	2.66	55.98	42.78	32.80	25.22

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

行业需求不及预期的风险：检测行业下游同宏观经济关联度高，若宏观经济下行则可能会造成检测行业需求下滑，影响公司营业收入增长；

新业务拓展不及预期的风险：公司上市后不断拓展军工、医疗和汽车等业务，若新业务拓展不及预期，则可能会导致公司收入增长不及预期；

行业竞争加剧的风险：检测行业空间大，但竞争者众多，行业格局分散，若行业竞争关系恶化，则可能会造成产品价格下行；

原材料大幅波动的风险：公司部分检测业务成本结构中原材料占比较高，若原材料价格波动加大，则可能对公司毛利率造成影响；

品牌和公信力受到不利影响的风险：若公司发生品牌和公信力受损的情况，则可能会有影

响公司业务的风险；

产业政策变动的风险：公司下游行业较分散，若某个下游行业的产业政策发生变化，则可能会影响公司业务开展；

业务扩张带来的管理风险：公司在扩张过程中，若不能持续提高管理能力，则可能会导致公司经营效率下滑。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	265.82	668.92	1,627.35	1,659.18	2,295.40
应收票据及应收账款	265.52	379.49	309.07	476.82	398.32
预付账款	18.61	22.76	25.58	34.13	38.71
存货	3.30	11.98	11.45	4.17	13.11
其他	76.28	189.55	290.44	312.16	349.91
流动资产合计	629.53	1,272.69	2,263.90	2,486.46	3,095.46
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	445.88	529.70	751.23	873.16	1,088.42
在建工程	120.07	183.29	226.63	261.31	289.05
无形资产	70.96	73.56	69.39	65.22	61.04
其他	43.91	53.90	161.41	66.87	81.15
非流动资产合计	680.82	840.45	1,208.66	1,266.56	1,519.65
资产总计	1,310.35	2,113.14	3,472.56	3,753.02	4,615.11
短期借款	110.20	0.00	150.00	142.00	160.00
应付票据及应付账款	32.54	58.36	415.66	194.41	578.50
其他	193.58	187.53	695.03	800.22	886.31
流动负债合计	336.32	245.89	1,260.69	1,136.64	1,624.81
长期借款	37.70	0.00	85.00	100.00	65.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	48.03	46.67	48.00	200.00	300.00
非流动负债合计	85.73	46.67	133.00	300.00	365.00
负债合计	422.05	292.56	1,393.68	1,436.64	1,989.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	57.00	76.00	136.80	136.80	136.80
资本公积	6.33	755.84	755.84	755.84	755.84
留存收益	831.17	1,744.42	1,942.07	2,179.58	2,488.50
其他	(6.20)	(755.67)	(755.84)	(755.84)	(755.84)
股东权益合计	888.30	1,820.58	2,078.87	2,316.38	2,625.30
负债和股东权益总	1,310.35	2,113.14	3,472.56	3,753.02	4,615.11

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	125.07	163.73	214.23	279.42	363.43
折旧摊销	122.88	125.72	39.30	47.57	61.18
财务费用	5.40	6.06	0.15	2.54	1.09
投资损失	(1.11)	(0.36)	(0.59)	(0.59)	(0.59)
营运资金变动	11.32	(36.82)	724.18	(60.79)	584.05
其它	(69.52)	(85.93)	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	194.03	172.39	977.27	268.13	1,009.15
资本支出	161.26	262.45	298.67	48.00	200.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(268.52)	(657.37)	(598.08)	(247.41)	(499.41)
投资活动现金流	(107.26)	(394.92)	(299.41)	(199.41)	(299.41)
债权融资	152.90	0.00	236.67	244.22	226.30
股权融资	(5.16)	766.20	60.48	(2.54)	(1.09)
其他	(89.47)	(139.99)	(16.57)	(278.58)	(298.74)
筹资活动现金流	58.28	626.21	280.58	(36.89)	(73.53)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	145.05	403.69	958.44	31.83	636.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,287.33	1,426.17	1,770.58	2,176.31	2,625.41
营业成本	654.83	729.41	898.14	1,098.13	1,324.99
营业税金及附加	9.36	7.64	10.92	13.64	15.57
营业费用	250.91	251.08	301.00	365.62	433.19
管理费用	159.05	165.18	194.76	235.04	275.67
研发费用	78.78	98.34	115.09	137.11	157.52
财务费用	5.25	2.35	0.15	2.54	1.09
资产减值损失	0.00	0.00	2.59	0.86	1.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.11	0.36	0.59	0.59	0.59
其他	(9.93)	(14.47)	(1.19)	(1.19)	(1.19)
营业利润	137.97	186.28	248.53	323.98	416.82
营业外收入	0.62	0.50	0.81	0.64	0.65
营业外支出	0.19	0.45	5.89	7.10	4.48
利润总额	138.40	186.33	243.45	317.52	412.99
所得税	13.33	22.60	29.21	38.10	49.56
净利润	125.07	163.73	214.23	279.42	363.43
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	125.07	163.73	214.23	279.42	363.43
每股收益（元）	0.91	1.20	1.57	2.04	2.66

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2.93%	10.78%	24.15%	22.92%	20.64%
营业利润	-3.74%	35.02%	33.41%	30.36%	28.66%
归属于母公司净利润	-2.30%	30.91%	30.84%	30.43%	30.07%
获利能力					
毛利率	49.13%	48.86%	49.27%	49.54%	49.53%
净利率	9.72%	11.48%	12.10%	12.84%	13.84%
ROE	14.08%	8.99%	10.31%	12.06%	13.84%
ROIC	18.97%	22.65%	22.86%	74.41%	53.00%
偿债能力					
资产负债率	32.21%	13.84%	40.13%	38.28%	43.12%
净负债率	-12.71%	-36.74%	-66.90%	-61.09%	-78.81%
流动比率	1.87	5.18	1.80	2.19	1.91
速动比率	1.86	5.13	1.79	2.18	1.90
营运能力					
应收账款周转率	5.57	4.42	5.14	5.54	6.00
存货周转率	437.74	186.77	151.18	278.70	303.87
总资产周转率	1.06	0.83	0.63	0.60	0.63
每股指标（元）					
每股收益	0.91	1.20	1.57	2.04	2.66
每股经营现金流	1.42	1.26	7.14	1.96	7.38
每股净资产	6.49	13.31	15.20	16.93	19.19
估值比率					
市盈率	73.28	55.98	42.78	32.80	25.22
市净率	10.32	5.03	4.41	3.96	3.49
EV/EBITDA	0.00	13.14	25.95	20.16	14.35
EV/EBIT	0.00	18.51	30.05	23.10	16.45

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com