

2021年06月17日

谱尼测试 (300887.SZ)

## 激励草案落地，渐入盈利性提升周期

■诞生伟大企业的赛道：高ROE+稳健成长+高回报。

检测服务行业（TIC）是随着社会的进步和发展，基于全社会对使用产品的质量、对生活健康水平、对生产生活的安全性、对社会环境保护等方面要求的不断提高，并随着检测技术的不断进步而逐渐发展起来的行业。检测服务业务实现了消费者（购买服务或商品方）和付款者（出售服务或商品方）的分离，消费者希望得到完整充分的检测服务，付款人希望通过权威的检测实现商品的广泛销售。当消费者缺乏了解而主要依赖于中介时，便产生了代理问题，而当代理牵涉其中的时候客户愿意支付的更多。在检测服务行业，产品定制化情况明显，检测成本占产品总成本比例较低，且获得权威认证后的产品消费者更买账，上述几大特点或是检测服务企业往往能获得高额回报率的本质原因。统计发现，国际四大检测巨头的股价和基本每股收益复合增速均展现出远远胜通胀和美债收益率的优秀特质。

■国内检测服务行业正兴盛。

根据国家认证认可监督管理委员会数据，中国检测行业市场规模由2013年的1,399亿RMB提升至2020年的3,586亿RMB，复合增速达14.4%，超过期间GDP增速（8.0%）及全球检测服务市场增速（11.0%）。建筑工程、环境监测、建筑材料、机动车检验、电子电器、食品级食品接触材料等行业的检测市场容量靠前。2016-2019年收入复合增速较快的领域分别是电力（含核电）（+30.4%）、机动车检验（+29.0%）、环境监测（+25.8%）、电子电器（+24.8%）等。

■谱尼测试：渐入盈利性提升周期。

检测服务核心竞争力在于品牌塑造，而品牌的塑造需要足够多的实验室（布点）+检测种类足够多（平台化）+涉足领域足够多（多领域）+足够强的信用度（类似评级公司）。目前食品+环境检测合计占公司总收入的82.87%，公司目前在国内主要大中型城市建立了26个检验检测基地（集中在14-16年拿证，理论上3-4年后大概是18年左右进入利润集中释放期，2020年疫情打乱了的节奏）。2020年开始，公司毛利率开始触底，期间费用率开始改善，净利率开始触底反弹，随着公司的IPO，资本开支（新建实验室）大概率会继续，但节奏可能会有所控制（参考国际经验，资本支出/营收合理区间在5%-10%，超额投资持续时间不会很长），公司目前人均创收能力处在行业低位，且公司开始布局人均产值更高的医学检测领域，预计未来我们将看到公司的人效提升+毛利率提升+净利率提升的状况。近期股权激励草案落地，明确发展规划。

■投资建议：预计公司2021-2022年净利润2.09亿元、2.67亿元，对应EPS分别为1.53元、1.96元，给予买入-A评级，6个月目标价为

## 公司深度分析

证券研究报告

仪器仪表

投资评级 买入-A

调高评级

6个月目标价： 91.8元

股价（2021-06-17） 87.6元

### 交易数据

总市值(百万元)	9,165.60
流通市值(百万元)	2,062.78
总股本(百万股)	136.80
流通股本(百万股)	30.79
12个月价格区间	51.17/119.00元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	19.17	59.46	-28.24
绝对收益	19.17	67.94	

李哲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040001  
lizhe3@essence.com.cn

### 相关报告

谱尼测试：鉴证优良品质，成就权威谱尼/李哲 2021-05-23

91.8 元，相当于 2021 年 60 倍的动态市盈率。

■风险提示：1.实验室盈利性难以提升风险；2.继续大规模资本支出导致折旧继续大幅攀升风险。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,287.3	1,426.2	1,863.6	2,366.9	2,887.7
净利润	125.1	163.7	208.2	266.4	357.6
每股收益(元)	0.91	1.20	1.52	1.95	2.61
每股净资产(元)	6.49	13.31	15.16	16.90	19.16

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	79.8	61.0	47.9	37.5	29.0
市净率(倍)	11.2	5.5	4.8	4.3	3.8
净利润率	9.7%	11.5%	11.2%	11.3%	12.4%
净资产收益率	14.1%	9.0%	10.0%	11.5%	13.6%
股息收益率	0.0%	23.2%	7.7%	10.3%	13.8%
ROIC	19.0%	22.6%	17.5%	25.2%	32.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 诞生伟大企业的赛道：高 ROE+稳健成长+高回报</b>	<b>5</b>
<b>2. QHSE 驱动 TIC 行业发展，代理属性造就高盈利性</b>	<b>6</b>
2.1. TIC 行业的代理属性造就行业高盈利性	7
2.2. TIC 行业的 SaaS 属性带来业务的高粘性	8
<b>3. TIC 全球市场超 2,000 亿欧元，CAGR≈11%</b>	<b>9</b>
3.1. TIC 全球市场超 2,000 亿欧元，CAGR≈11%	9
3.2. TIC 行业分散，并购是常见扩张方式	9
3.3. TIC 企业固定&商誉占比较高，现金流优越	10
3.4. 单体检测实验室财务模型	10
3.5. 实验室的扩张指标：资本支出/营收	11
<b>4. 国内检测服务行业正兴盛</b>	<b>12</b>
4.1. 2020 年全国 TIC 空间 3,586 亿 RMB，CAGR≈14.4%	12
4.2. 检测行业市场集中度持续提升，人均产值稳步提升	12
4.3. 新兴领域认证证书发放量增速更快	13
4.4. 新兴行业人均产值高于传统行业，国内外资高于内资	14
4.5. 我国目前大约有 30 大类产品实施强制检测	15
4.6. 国内企业规模与海外巨头差距较大，但增速更快	15
<b>5. 谱尼测试：渐入盈利性拐点</b>	<b>16</b>
5.1. 主营食品+环境，多品类扩张	16
5.2. 高管持股平台 2011 年已进入	18
5.3. 26 大检测基地遍布全国，进军高产值的医学检测领域	18
5.4. 渐入人效提升周期	22
5.5. 股权激励草案落地，考核业绩迎拐点	23
<b>6. 风险提示：</b>	<b>25</b>

## 图表目录

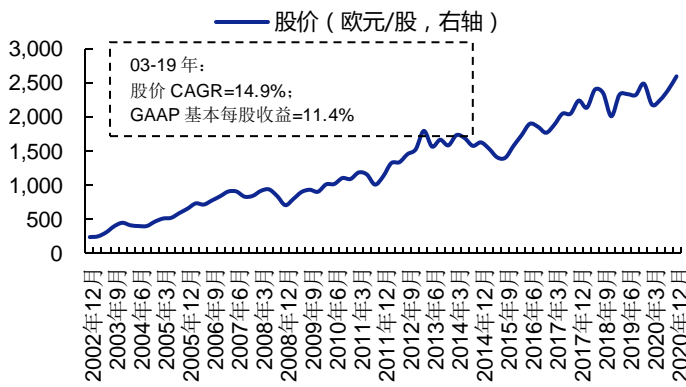
图 1: SGS 股价及基本每股收益走势情况	5
图 2: BVI 股价及基本每股收益走势情况	5
图 3: Intertek 股价及基本每股收益走势情况	5
图 4: Eurofince 股价及基本每股收益走势情况	5
图 5: SGS 杜邦分析情况	5
图 6: BVI 杜邦分析情况	5
图 7: Intertek 杜邦分析情况	6
图 8: Eurofince 杜邦分析情况	6
图 9: 检测服务行业驱动力分析	7
图 10: 检测服务企业的功能	8
图 11: 覆盖整个资产生命周期的服务组合（以 BV 业务为例）	9
图 12: 全球检测服务行业市场规模情况	9
图 13: 全球检测服务行业分行业市场规模情况	9
图 14: 全球四大检测巨头全球市占率情况	10
图 15: 全球 4 大检测巨头商誉占总资产情况	10

图 16: SGS 资产构成情况 .....	10
图 17: SGS 现金流情况 (单位: 百万 CHF) .....	10
图 18: 单体检测实验室前五年收入变化趋势模拟 .....	11
图 19: SGS 资本支出/营收情况 .....	11
图 20: BVI 资本支出/营收情况 .....	11
图 21: Intertek 资本支出/营收情况 .....	11
图 22: Eurofins 资本支出/营收情况 .....	11
图 23: 中国 TIC 行业市场规模情况 .....	12
图 24: 中国 TIC 行业机构数情况 .....	12
图 25: 我国检测机构数量占比情况 .....	13
图 26: 我国民营检测机构数量, 同比及占比情况 .....	13
图 27: 我国规模以上检测机构收入及占市占率情况 .....	13
图 28: 我国检测机构人均年产值情况 (万元/人) .....	13
图 29: 谱尼测试业务构成情况 .....	17
图 30: 食品行业主要上市公司的市占率情况 .....	17
图 31: 环境行业主要上市公司的市占率情况 .....	17
图 32: 电子电器行业主要上市公司的市占率情况 .....	17
图 33: 计量校准行业主要上市公司的市占率情况 .....	17
图 34: 谱尼测试股权结构情况 (截止 2021Q1) .....	18
图 35: 谱尼测试实验室首次获证时间情况 .....	18
图 36: 三家检测公司在健康与环保行业指标对比情况 .....	18
图 37: 谱尼测试人均产值情况 (万元/人) .....	22
图 38: 谱尼测试营收、成本增速情况 .....	22
图 39: 谱尼测试资本支出及资本支出占营收比例 .....	23
图 40: 谱尼测试毛利率、净利率及期间费用率 .....	23
表 1: 国际四大检测巨头的财务表现 (单位: 百万 RMB) .....	6
表 2: 各领域检测营业收入 (单位: 亿元) .....	12
表 3: 认证证书发证量 (份) .....	13
表 4: 25 家检测服务公司人均年产值情况 (单位: 万元/人) .....	14
表 5: 我国强制认证产品及国家指定认证机构名称 .....	15
表 6: 国际和国内检测龙头的布局领域、实验室个数、员工人数及营收情况 .....	16
表 7: 公司实验室分布及主要资质情况 .....	18
表 8: 公司 IPO 募资拟投资项目 (单位: 万元) .....	20
表 9: 公司核心技术来源及与同行业公司对比的具体情况 .....	20
表 10: 公司参与的相关国家标准、行业标准的起草制定工作情况 .....	20
表 11: 公司未来布局重点及研发战略 .....	21
表 12: 公司目前公司正在从事的主要研发项目及进展情况 .....	22
表 13: 公司 2021 年限制性股票激励计划 (草案) 业绩考核 .....	23
表 14: 激励股份解锁比例估算方法 .....	23
表 15: 公司收入成本拆分情况 .....	24

## 1. 诞生伟大企业的赛道：高 ROE+稳健成长+高回报

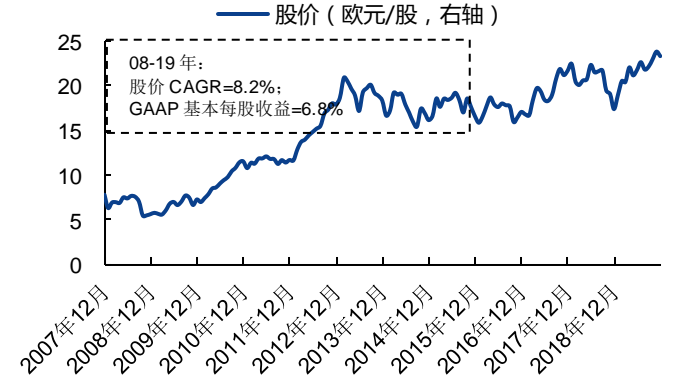
检测服务行业 (TIC) 具备高 ROE (2019 年全球四大检测巨头均值近 30%)、稳健成长 (行业增速大约是 GDP 增速 2 倍) 及高回报 (2000-2019 年 (剔除 2020 年, 因为受到疫情影响波动较大, 同时 BVI、Intertek 最早可获数据自 2004 年和 2001 年) **SGS (1878 年成立) /BVI (1828 年成立) /Intertek (1885 年成立) /Eurofinc (1878 年成立)** 的收入复合增速分别是 7.5%、6.8%、9.2%、7.5%, 而净利润复合增速分别达 10.0%、6.2%、11.9%、35.9% (进行了一些特殊数据的剔除处理), 战胜通胀 (2000-2019 年美国 CPI 复合增速 2.3%) 和美债收益率 (2000-2019 年收益率均值为 3.3%) 的属性。

图 1: SGS 股价及基本每股收益走势情况



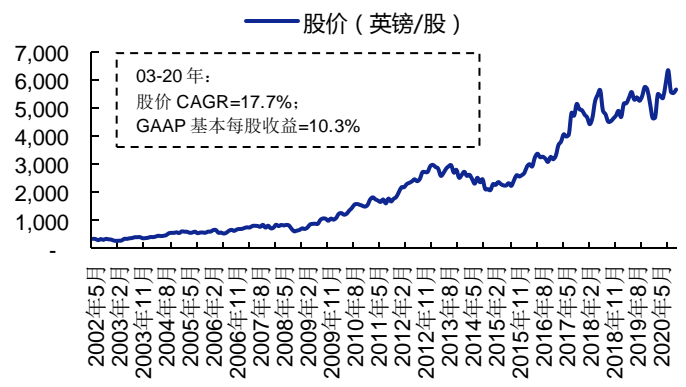
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 2: BVI 股价及基本每股收益走势情况



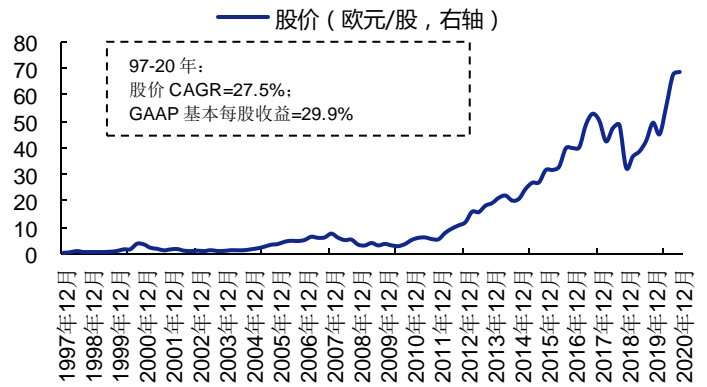
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 3: Intertek 股价及基本每股收益走势情况



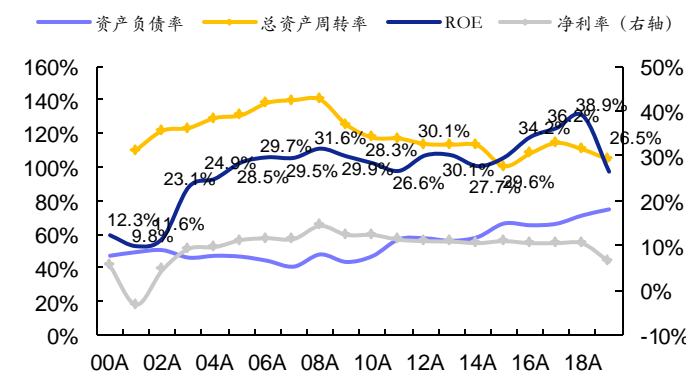
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 4: Eurofinc 股价及基本每股收益走势情况



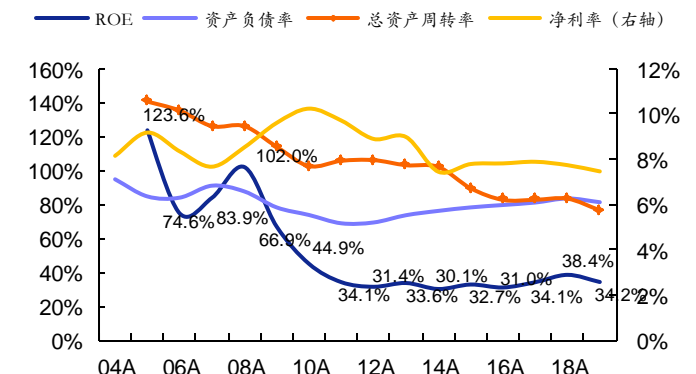
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 5: SGS 杜邦分析情况



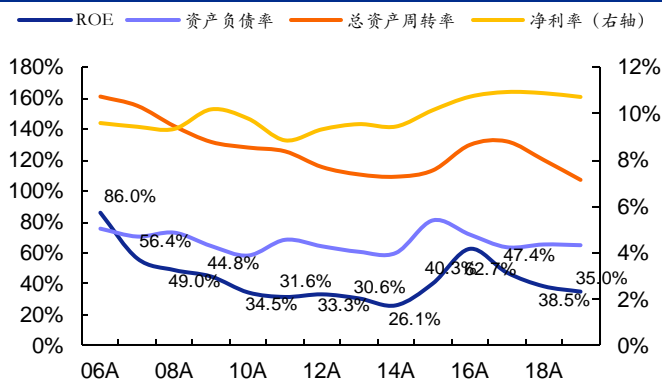
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 6: BVI 杜邦分析情况



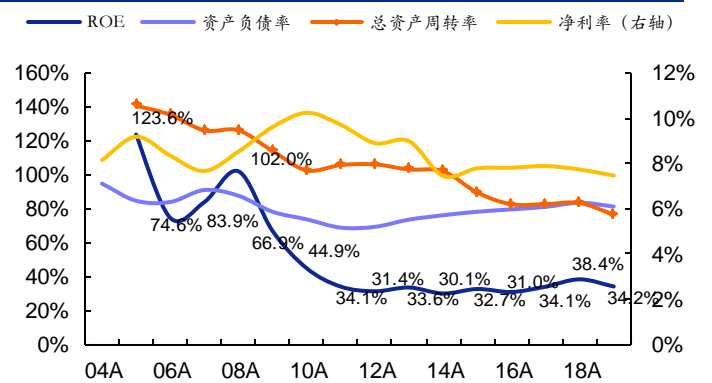
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 7: Intertek 杜邦分析情况



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 8: Eurofince 杜邦分析情况



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

表 1: 国际四大检测巨头的财务表现 (单位: 百万 RMB)

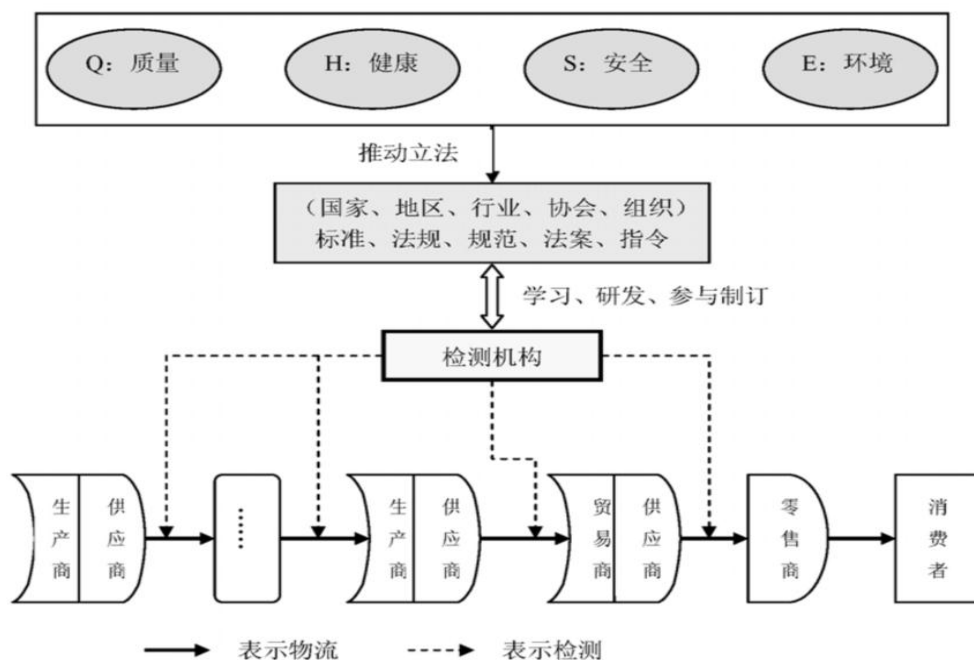
单位	公司	2000	2001	2002	2003	2004	...	2015	2016	2017	2018	2019	CAGR
营收	SGS	11,621	11,448	12,768	15,121	19,248	...	37,309	40,365	43,547	45,364	45,902	
	BVI					14,643	...	32,332	33,438	35,744	37,455	39,440	
	Intertek		5,381	5,737	6,377	7,579	...	20,809	23,088	24,084	24,725	26,342	
	Eurofins	389	941	1,265	1,581	1,808	...	13,604	18,645	22,649	29,533	35,288	
营收 yoy	SGS		-1.5%	11.5%	18.4%	27.3%	...	-5.9%	8.2%	7.9%	4.2%	1.2%	7.5%
	BVI						...	-5.3%	3.4%	6.9%	4.8%	5.3%	6.8%
	Intertek			6.6%	11.2%	18.8%	...	-2.1%	11.0%	4.3%	2.7%	6.5%	9.2%
	Eurofins		142.0%	34.4%	25.0%	14.3%	...	17.8%	37.1%	21.5%	30.4%	19.5%	26.8%
净利润	SGS	631	-369	582	1,399	1,855	...	4,090	4,240	4,581	4,722	2,927	
	BVI					1,193	...	2,516	2,611	2,817	2,896	2,941	
	Intertek		-175	418	651	789	...	2,114	2,478	2,634	2,692	2,825	
	Eurofins	-2	-14	1	15	81	...	797	1,426	1,963	2,171	2,044	
净利润 yoy	SGS		-158.4%	257.7%	140.4%	32.6%	...	-1.9%	3.7%	8.1%	3.1%	-38.0%	10.0%
	BVI						...	-1.0%	3.8%	7.9%	2.8%	1.5%	6.2%
	Intertek			-338.5%	55.8%	21.2%	...	5.3%	17.3%	6.3%	2.2%	4.9%	11.9%
	Eurofins		707.9%	-107.6%	1290.4%	434.1%	707.9%	...	-15.4%	79.0%	37.7%	10.6%	-5.9%

资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

## 2. QHSE 驱动 TIC 行业发展, 代理属性造就高盈利性

“检测服务行业 (TIC) 是随着社会的进步和发展, 基于全社会对使用产品的质量 (Q)、对生活健康水平 (H)、对生产生活的安全性 (S)、对社会环境保护 (E) 等方面要求的不断提高, 并随着检测技术的不断进步而逐渐发展起来的行业”。可以看出, 检测行业是一个弱周期+稳健成长+消费属性较强的行业, 同时, 行业的需求会随着经济 and 生活方式的变化不断新增。

图 9：检测服务行业驱动力分析



资料来源：华测检测招股书，安信证券研究中心

## 2.1. TIC 行业的代理属性造就行业高盈利性

检测服务业务实现了消费者（购买服务或设备方）和付款者（出售服务或设备方）的分离，消费者希望得到完整充分的检测服务，付款人希望通过权威的检测实现商品的广泛销售。当消费者缺乏了解而主要依赖于中介时，便产生了代理问题，而当代理牵涉其中的时候客户愿意支付的更多<sup>1</sup>。在检测服务行业，产品定制化情况明显，检测成本占产品总成本的比例较低，且获得权威认证后的产品消费者更买账，上述几大特点或是 4 大检测巨头（SGS/BVI/Intertek/Eurofins）能获得高额回报的本质原因。

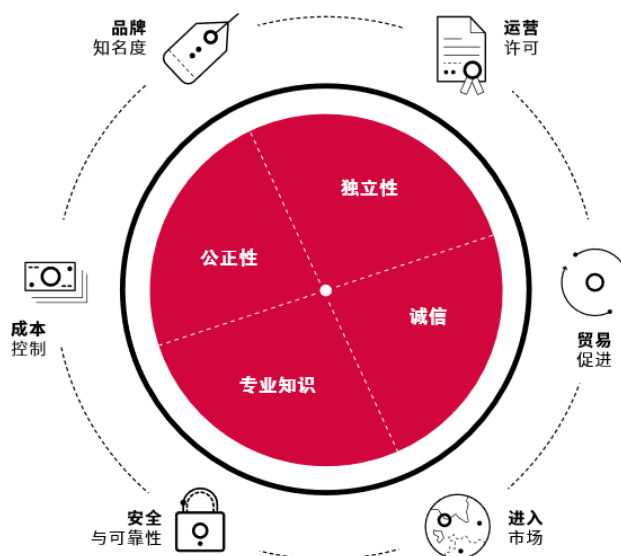
检测企业在全球经济发展或企业发展中起到下述 6 大功能：

- ✓ **获得许可证 (Obtain licenses)**：检测机构与大量的国家国际标准组织合作，获得标准授权，可以帮助企业按照当地/国际的监管（标准）要求开展业务（此处要求检测机构获得的官方机构认可越多越好）；
- ✓ **促进贸易 (Facilitating trade)**：国际贸易需要第三方证明交换的货物符合双方合同中规定的质量和数量，第三方检测公司在其中发挥重要作用；
- ✓ **进入全球市场 (Accessing global markets)**：资本货物或大众消费品必须符合国家和超国家标准，才能在特定国家的市场上销售。这些标准构成了 WTO 意义上的技术性贸易壁垒。公司设计和制造的产品和设备，以满足几个国家的标准。为此，他们要求检测企业进行测试，优化测试计划，并最终缩短投放市场的时间；
- ✓ **降低风险 (Reducing risks)**：管理质量、健康、安全、环境保护和社会责任领域的风险可以提高组织的效率和绩效。检测公司帮助其客户识别和管理这些风险，从项目设计到竣工和退役；
- ✓ **控制成本 (Control costs)**：通过第三方测试、检查和审计，企业可以确定其资产的实际状况，并在成本、时间和质量都在控制之下的情况下安全推出新项目和产品。在运行阶段，检查有助于优化维护和工业设备的使用寿命；
- ✓ **保护品牌 (Protect brands)**：近年来社交网络的蓬勃发展，促使全球品牌管理方式发生了根本性变化。品牌可能会由于他们的供应链或分销链的某个环节出现故障而遭受重

<sup>1</sup> 《Capital Returns》(Edward Chancellor)

创。可以利用声誉很高的检测公司进行服务，提升风险管理。

图 10：检测服务企业的功能



资料来源：BV 集团，安信证券研究中心

## 2.2. TIC 行业的 SaaS 属性带来业务的高粘性

以 BV 集团业务为例，其为其工业客户提供支持，涵盖所有类型的工业设施的生命周期内对设备、资产和工艺进行合格评估。这包括评估设备的符合性、资产的可靠性和完整性、过程的安全性以及它们是否符合客户的规范，以及国家和国际法规和标准。**SaaS 业务带来是客户需求的高粘性，复购率较高。** BV 集团提供的解决方案主要分为 2 大类：

- ✓ **在工程、采购和施工阶段(Capex)**：为工业项目提供服务，包括设计审查、风险和安全研究、可靠性研究、车间和现场检查，从可行性到调试；独立第三方认证的设备、设施和项目，符合地区、国家或国际法规和标准；
- ✓ **在运营阶段(Opex)**：提供与生产连续性和资产完整性管理相关的服务，以优化资产性能，降低风险和最小化成本。这些服务包括工业设施运行期间的监管和自愿检查和审计，资产管理解决方案，无损检测和瞬时性排放测量；为行业提供 HSE 服务，对员工进行技术培训，提供与技术标准和客户规范相关的资质。

可见，检测服务业务不仅能享受到企业投资扩张阶段带来的收益，也可以享受到运营阶段稳定的检测需求。



图 11：覆盖整个资产生命周期的服务组合（以 BV 业务为例）



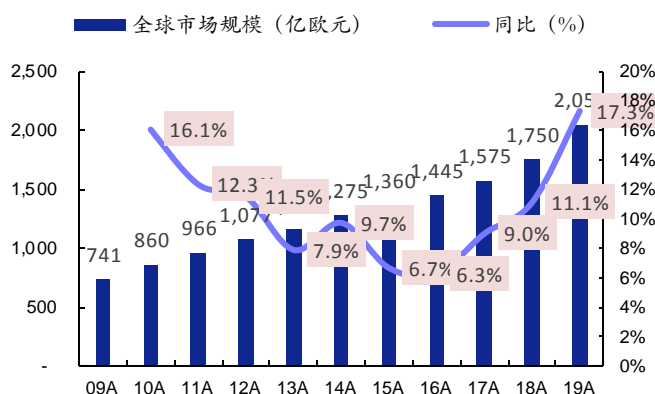
资料来源：BV 集团，安信证券研究中心

### 3. TIC 全球市场超 2,000 亿欧元，CAGR ≈ 11%

#### 3.1. TIC 全球市场超 2,000 亿欧元，CAGR ≈ 11%

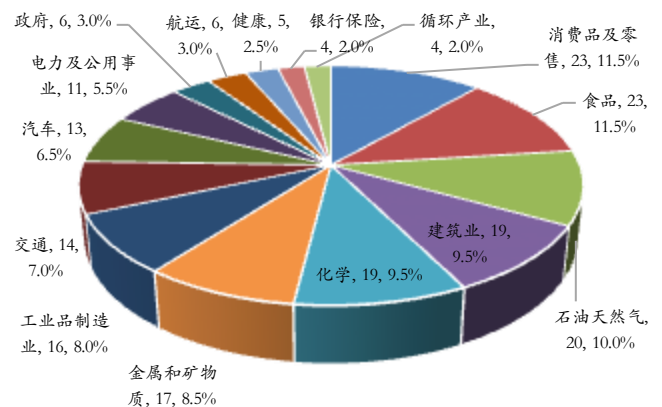
根据瑞士银行 Neue Zürcher 银行数据显示，全球检测行业市场规模由 2009 年的 741 亿欧元提升至 2019 年的 2,053 亿欧元，复合增速高达 10.7%，大约是全球 GDP 增速（5.0%，按照购买力平价）的 2 倍，超过期间美国（4.0%）、欧盟（2.6%）GDP 增速。根据 BV 集团披露数据，消费品及零售（11.5%）、食品（11.5%）、石油天然气（10.0%）、建筑（9.5%）、化学（9.5%）、金属和矿物质（8.5%）等行业的检测市场容量靠前。

图 12：全球检测服务行业市场规模情况



资料来源：Neue Zürcher，安信证券研究中心

图 13：全球检测服务行业分行业市场规模情况



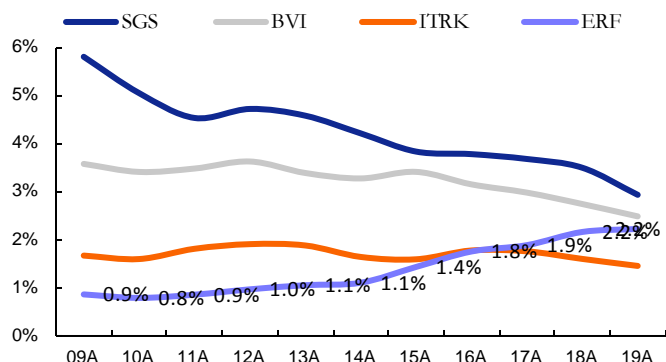
资料来源：BV 集团，安信证券研究中心（单位：十亿欧元）

#### 3.2. TIC 行业分散，并购是常见扩张方式

2009-2019 年：全球 4 大检测服务龙头的市占率并没有明显的提升，且略有下滑，其中 SGS 由 09 年的 5.1% 降至 2019 年的 2.8%，BVI 由 4.3% 降至 2.4%，Intertek 由 2.3% 降至 1.6%，唯一出现大幅提升是 Eurofins，由 09 年的 1.0% 提升至 19 年的 2.2%，这里反映行业存在的 2 大特点：1) 检测服务行业格局十分分散，4 大全球检测龙头存在已经上百年，仍未有出现超级巨头，这一市场格局情况在国内也同样存在，可见检测服务行业是一个可以容纳众多参

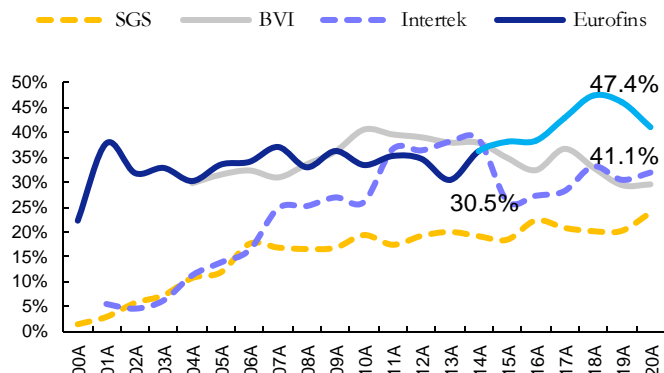
与者的行业,结合前面的 ROE 情况,行业的龙头收益率都很好;2) Eurofins 最近 5 年(15-19 年)实现市占率的快速提升也是其商誉占总资产比例快速提升的 5 年,指向并购是检测服务行业发展壮大的重要手段,这对资本金或资金筹措能力提出较高要求。

图 14: 全球四大检测巨头全球市占率情况



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 15: 全球 4 大检测巨头商誉占总资产情况



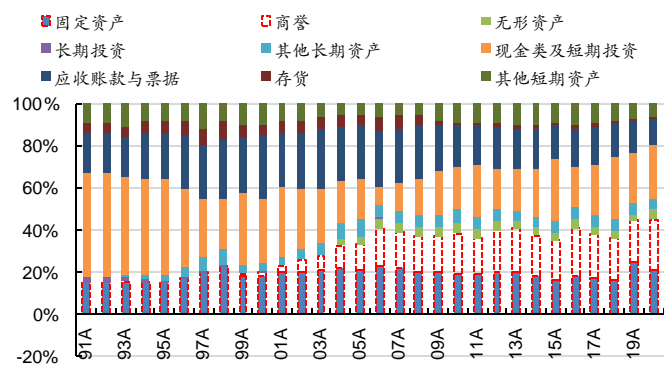
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

### 3.3. TIC 企业固定&商誉占比较高, 现金流优越

从 SGS 的资产结构来看, 固定资产净值占公司资产比例维持在 20% 附近, 从 1999 年开始, 公司加大外延并购导致商誉增加较快, 目前固定资产净值+商誉占了公司总资产的 40%, 偏重资产行业(检测服务需要建设实验室)。公司人员 1991 年时 2.76 万人, 2018 年达到峰值的 9.65 万人, 增 2.5 倍(检测服务是实验室+人的业务模式, 因此人效也是观察的核心指标)。

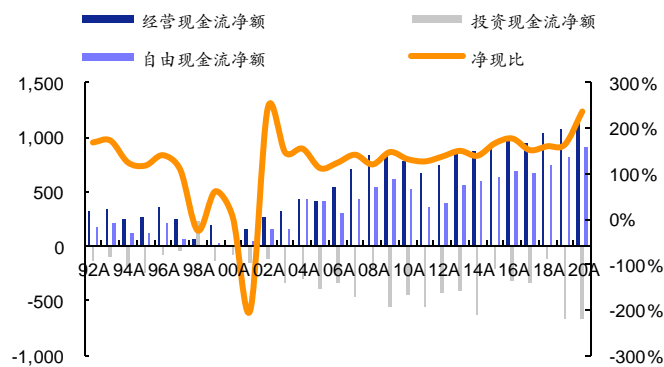
检测服务下游客户以企业、消费者为主, 现金流优越, 从 1992-2020 年 SGS 的净现比来看, 除了 1998-2001 年的异常时间(金融危机), 其余时间基本在 150% 附近, 最近几年提升至 160%-170%。SGS 的自由现金流除了特殊时期, 基本都是正值, 随着经营现金流的提升逐步提升。SGS 的资本支出呈现明显的阶段性, 没有趋势性的增长, 反映的是行业实验室建设的阶段性特点, 非典型的重资产特点(因为人效也是重要指标)。

图 16: SGS 资产构成情况



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 17: SGS 现金流情况(单位: 百万 CHF)

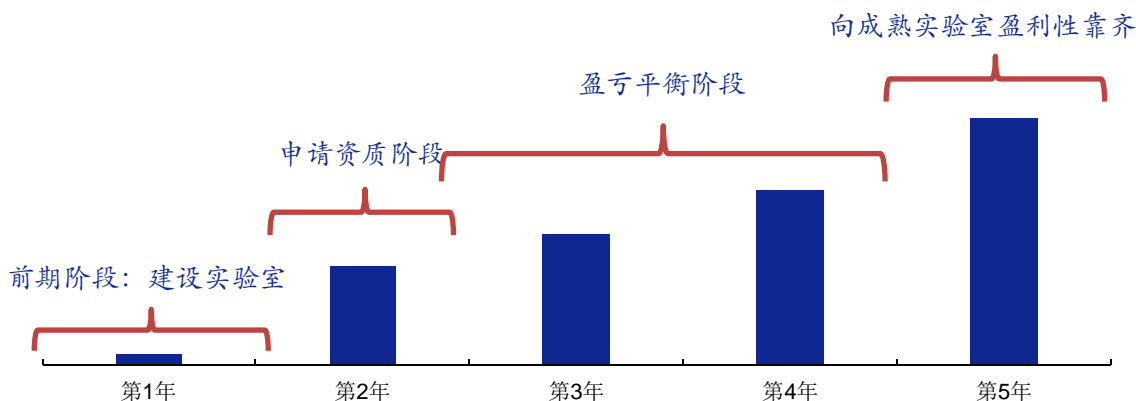


资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

### 3.4. 单体检测实验室财务模型

一般来说, 新建的检测实验室大概需要 3 年达到盈亏平衡点(第 1 年: 建设实验室; 第 2 年: 申请牌照; 第 3-4 年: 盈亏平衡; 第 4-5 年盈利性向成熟实验室靠齐), 即 EBITDA ≥ 0。从资本开支角度, 建设期最多, 后续增量资本支出较少。

图 18: 单体检测实验室前五年收入变化趋势模拟

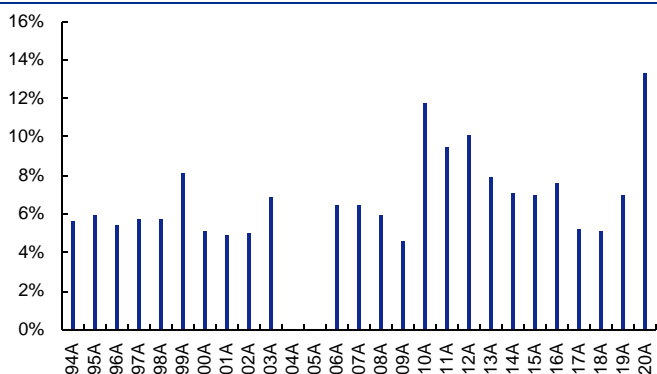


资料来源: Eurofins 官网, 安信证券研究中心

### 3.5. 实验室的扩张指标: 资本支出/营收

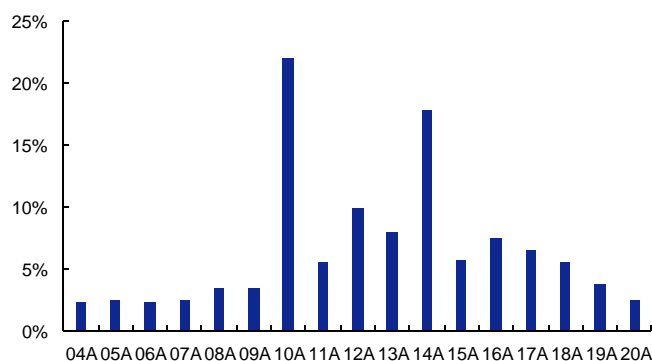
根据全球四大检测服务龙头的财务数据来看, 平均情况来看, 每年资本支出 (新建 OR 收购实验室) 占营收的比例在 5%-10%左右比较稳健, 在急速扩张时期 (类似 Eurofins 的 17-18 年) 该比例可以达到 40%-60%, 但很难维持, 这与检测服务行业的特性有关 (单体项目爬坡需要时间)。一般情况下, 资本支出对应 3-4 年后集中释放利润, 因此可以从这个角度看待资本支出问题。

图 19: SGS 资本支出/营收情况



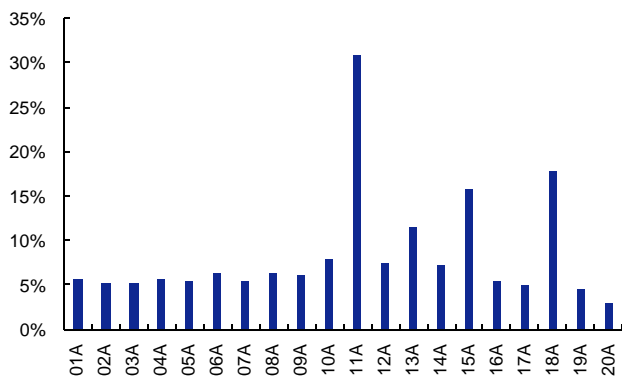
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 20: BVI 资本支出/营收情况



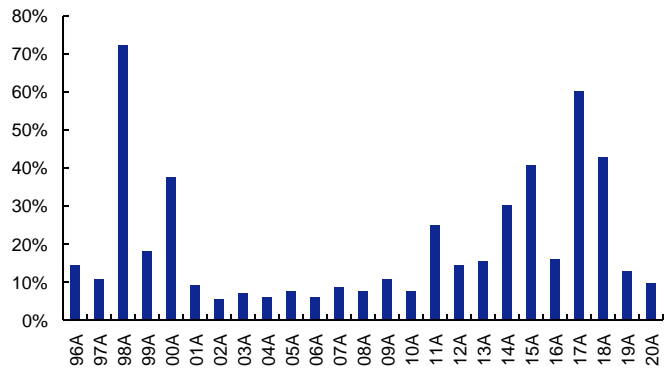
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 21: Intertek 资本支出/营收情况



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 22: Eurofins 资本支出/营收情况



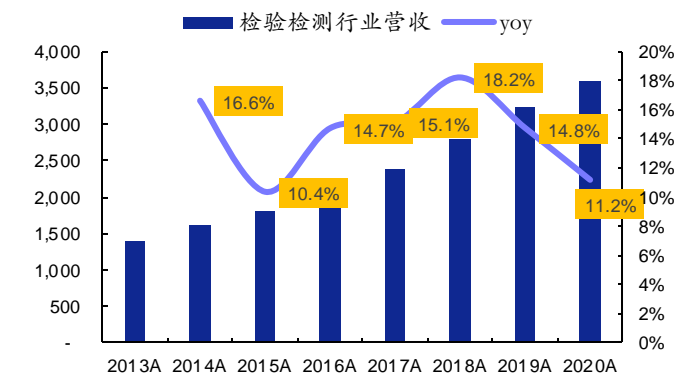
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

## 4. 国内检测服务行业正兴盛

### 4.1. 2020 年全国 TIC 空间 3,586 亿 RMB，CAGR ≈ 14.4%

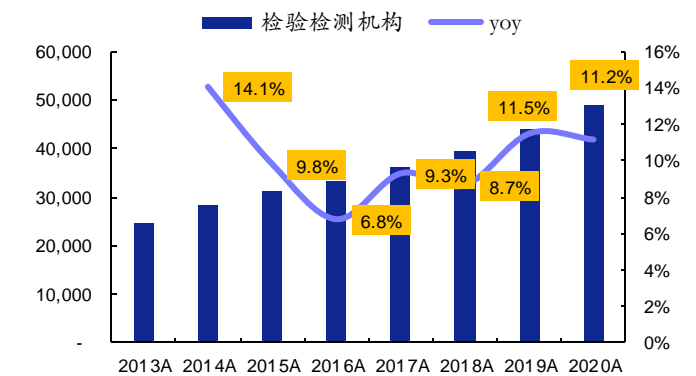
根据国家认证认可监督管理委员会(CNCA)数据,中国检测行业市场规模由 2013 年的 1,399 亿 RMB 提升至 2020 年的 3,586 亿 RMB,复合增速高达 14.4%,超过期间中国 GDP 增速(8.0%)及全球检测服务市场增速(11.0%)。建筑工程、环境监测、建筑材料、机动车检验、电子电器、食品级食品接触材料等行业的检测市场容量靠前。16-19 年收入复合增速较快的主要检测领域分别是电力(含核电)(+30.4%)、机动车检验(+29.0%)、环境监测(+25.8%)、电子电器(+24.8%)等。

图 23: 中国 TIC 行业市场规模情况



资料来源: CNCA, 安信证券研究中心

图 24: 中国 TIC 行业机构数情况



资料来源: CNCA, 安信证券研究中心

表 2: 各领域检测营业收入 (单位: 亿元)

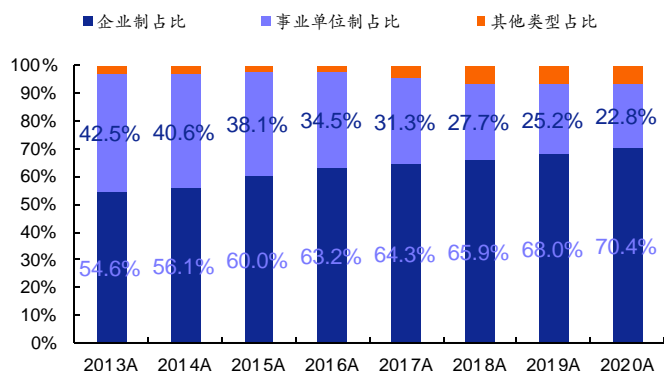
检测子领域	2016A	2017A	2018A	2019A	16-19CAGR
建筑工程	324.5	365.5	454.9	543.5	18.8%
环境监测	157.4	150.2	236.4	313.6	25.8%
建筑材料	182.4	211.0	268.3	300.1	18.0%
机动车检验	108.9	140.1	212.7	233.7	29.0%
电子电器	92.5	104.5	136.9	179.6	24.8%
食品及食品接触材料	127.7	147.9	159.7	160.1	7.8%
特种设备	92.6	108.2	134.2	150.5	17.6%
机械(包含汽车)	71.2	94.3	119.4	123.2	20.0%
计量校准	56.7	67.6	80.3	87.9	15.7%
卫生疾控	73.5	83.1	91.5	86.4	5.5%
纺织服装、棉花	55.8	61.1	53.2	74.6	10.2%
材料测试	41.1	51.5	57.3	72.1	20.6%
电力(包含核电)	32.1	36.2	55.9	71.0	30.4%

资料来源: CNCA, 安信证券研究中心

### 4.2. 检测行业市场集中度持续提升，人均产值稳步提升

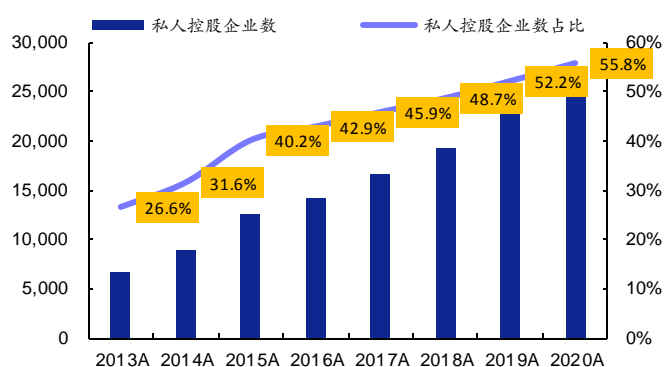
检测机构进一步优化: 1) 事业单位制检验检测机构比重进一步下降, 企业制成为检验检测市场主流; 2) 检验检测机构集约化发展势头显著, 规模以上(年收入 1000 万元以上)机构产值占比稳步提升, 但龙头市占率仍偏低; 3) 年均人产值稳步提升, 结构性分化严重, 与外资机构仍有较大差距。

图 25：我国检测机构数量占比情况



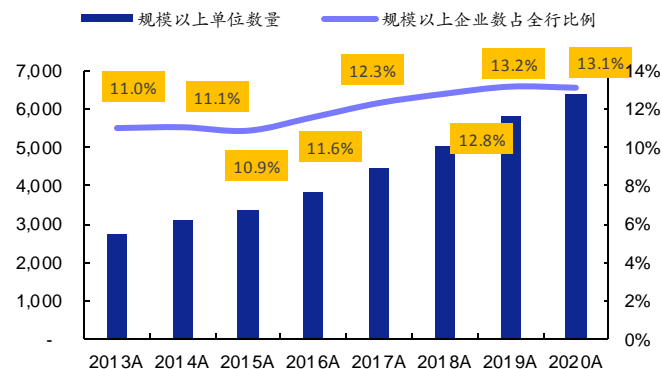
资料来源：CNCA，安信证券研究中心

图 26：我国民营检测机构数量，同比及占比情况



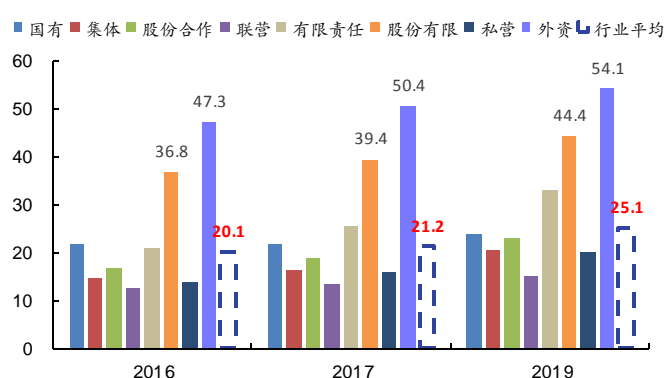
资料来源：CNCA，安信证券研究中心

图 27：我国规模以上检测机构收入及占市占率情况



资料来源：CNCA，安信证券研究中心

图 28：我国检测机构人均年产值情况（万元/人）



资料来源：CNCA，安信证券研究中心

### 4.3. 新兴领域认证证书发放量增速更快

截止 2020 年底，我国认证证书发证量 127.6 万份，其中信息安全认证、信息技术服务、能源管理、森林认证及服务认证证书发证量增速靠前，传统的质量管理体系、环境管理体系等增速较低。但从发证量的绝对量来看，强制性产品认证、质量管理体系、环境管理体系、自愿型产品认证、职业健康安全管理体系等认证较多。

表 3：认证证书发证量（份）

领域	2006A	2007A	2008A	2009A	...	2018	2019	2020	CAGR
质量管理体系 (QMS)	163,298	194,262	179,400	183,327	...	288,980	285,440	334,244	5.2%
环境管理体系 (EMS)	18,979	28,536	31,341	35,416	...	125,415	129,975	161,949	16.5%
职业健康安全管理体系 (OHSMS)	10,064	14,782	17,381	20,760	...	109,937	117,744	143,577	20.9%
食品安全管理体系认证	1,440	2,682	2,576	3,507	...	10,535	11,638	12,390	16.6%
信息安全认证 (ISMS)				71	...	5,495	8,185	12,121	59.6%
信息技术服务 (ITSMS)					...	2,278	3,717	5,405	99.3%
危害分析与关键控制点 (HACCP)					...	6,040	8,024	10,073	80.3%
良好生产规范 (GMP)					...	223	195	253	25.9%
软件过程及能力成熟度 (SPCA)	21	18	26	16	...	8	11	20	-0.3%
能源管理					...	2,111	2,907	3,725	99.0%
大型活动可持续发展管理体系					...			2	
自愿性产品认证	13,520	13,200	9,217	10,099	...	4,708	107,982	155,763	19.1%
强制性产品认证	190,236	212,496	242,444	260,633	...	646,674	620,689	419,965	5.8%
有机产品认证	999	2,370	2,688	3,104	...	9,076	15,161	10,875	18.6%
良好农业规范认证		50	93	201	...	733	720	849	24.3%

森林认证	...	249	353	338	59.3%				
复合木制品	...			55					
服务认证	...	417	2,003	3,756	65.7%				
低碳认证	...	21	24	17	3.2%				
人员认证	...	53	90	71					
温室气体审定/核查 (GHG)			18	73					
<b>合计</b>		<b>398,557</b>	<b>468,396</b>	<b>485,166</b>	<b>517,134</b>	<b>1,212,953</b>	<b>1,314,876</b>	<b>1,275,521</b>	<b>8.7%</b>

资料来源: CNCA, 安信证券研究中心

#### 4.4. 新兴行业人均产值高于传统行业，国内外资高于内资

25 家样本数据显示：1) 新兴领域人均产值偏高（消费锂电池、新能源车、医学诊断、电子电器、新材料）；2) 传统领域因发展成熟人均产值较低（环境、职业卫生、食品、农产品、计量等）；3) 样本公司中人均创收的是储融检测，因涉及消费锂电池认证和新能源车三电检测，人均年创收可达 100 万元以上；而传统的环境、职业卫生、计量等业务人均产值甚至低于全国行业均值（2020 年为 25.4 万元）；4) 国内外资企业人均产值是国内均值的 2 倍。

表 4：25 家检测服务公司人均年产值情况（单位：万元/人）

公司简称	代码	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	主营检测领域
储融检测	836944					210	140	137	119	123	116	消费锂电池认证、新能源车三电检测
金城医学	603882		24	26	30	34	40	43	49	56	77	医学诊断
电科院	300215	39	44	41	33	28	40	51	54	58	56	电子电器
航天检测	832007				46	46	35	38	40	45	53	桥梁、隧道检测
中检测试	836325					38	46	43	44	39	42	电子电器、日用消费品、新能源产品、化学与环境检测
国检集团	603060			38	38	38	39	43	47	49	39	建筑工程、建筑装饰
广电计量	002967				23	26	30	30	31	38	38	环境可靠性、计量、电测兼容性、环保、食品等
美信检测	835052					19	21	21	27	36	38	材料检测
华测检测	300012	25	26	28	26	28	26	28	32	34	35	食品、环境、工业品等
中一检测	430385			16	19	20	21	22	30	29	35	健康、环保检测
元本检测	833617					37	27	36	28	35	35	房屋、桥梁检测
实朴检测	A20516							36	34	36	32	环境
凯威检测	833981					24	19	22	26	26	29	认证、计量
贝源检测	834399					22	22	26	32	31	28	环境
欧莎咨询	430319			15	13	17	16	19	22	27	27	职业卫生、公共场所、环境检测
谱尼测试	300887						18	18	20	20	22	食品、环境
倍通检测	832172				15	17	33	25	39	47		新能源、新材料产品、电子电器、日用消费品检测，电磁兼容检测
中震检测	837025					18	23	26	36	40		建筑工程
鑫安利	831209				28	27	42	42	30	28		安全、职业卫生评价
建科股份	834049					81	72	64	61			建筑工程
海润检测	836559					15	19	22	28			食品、农产品、饲料、化妆品检测
乐普基因	836092					28	48	55				医疗诊断
瀚海检测	835918					26	38	52				汽车检测
天朔计量	833812					13	18	20				计量校准
康达检测	835677					25	27	20				环境、职业卫生检测
<b>行业均值</b>			<b>18.0</b>	<b>18.8</b>	<b>19.0</b>	<b>20.1</b>	<b>21.2</b>	<b>23.9</b>	<b>25.1</b>	<b>25.4</b>		

国内外资企业	47.3	50.4	54.1	52.3
--------	------	------	------	------

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4.5. 我国目前大约有 30 大类产品实施强制检测

我国目前有 30 大类产品采取强制认证（其他的非强制产品可申请 CQC 非强制认证标志），集中在电器及元器件，机动车及零部件，音视频、信息技术、电信设备，火灾报警、消防、灭火装置，装饰，童车、玩具等。一般强制认证产品，国家指定机构最少 2 家，最多 9 家，平均 3.9 家；每个产品指定实验室最少 2 家（防盗报警产品），最多 47 家（照明电器），平均 19 家。从上市公司层面，中国电研涉及 10 款产品，电科院涉及 6 款产品，华测检测涉及 5 款产品，中国汽研涉及 3 款产品，国检集团涉及 3 款产品，谱尼测试涉及 2 款产品。

表 5：我国强制认证产品及国家指定认证机构名称

代码	产品	国家指定认证机构家数（个）	国家指定实验室个数（个）	涉及上市公司（含三板）情况
CNCA-C01-01	电线电缆	3	40	中国电研
CNCA-C02-01	电路开关及保护或连接用电器装置	3	29	中国电研
CNCA-C03-01	低压成套开关设备	3	31	电科院
CNCA-C03-02	低压元器件	3	20	电科院
CNCA-C04-01	小功率电动机	2	33	中国电研
CNCA-C05-01	电动工具	2	9	/
CNCA-C06-01	电焊机	3	7	中国电研
CNCA-C07-01	家用和类似用途设备	8	42	中检测试
CNCA-C08-01	音视频设备	9	32	中检测试、电科院、华测检测、中国电研
CNCA-C09-01	信息技术设备	9	35	中检测试、电科院、华测检测、中国电研
CNCA-C10-01	照明电器	4	47	中检测试、电科院、华测检测、信通检测、中国电研
CNCA-C11-01	汽车	4	18	中国汽研
CNCA-C11-02	摩托车	2	7	/
CNCA-C11-15	摩托车乘员头盔	2	6	/
CNCA-C11-16	电动自行车	6	20	中国电研
CNCA-C11-20	汽车用制动器衬片	6	11	国检集团
CNCA-C12-01	机动车辆轮胎	2	8	中国汽研
CNCA-C13-01	安全玻璃	2	12	国检集团
CNCA-C14-01	农机产品	2	8	/
CNCA-C16-01	电信终端设备	9	23	国检集团、华测检测、巴伦技术
CNCA-C18-01	火灾报警产品	2	4	/
CNCA-C18-03	灭火设备产品	2	4	/
CNCA-C18-04	消防装备产品	2	4	/
CNCA-C19-01	防盗报警产品	3	2	/
CNCA-C21-01	装饰装修产品	5	30	谱尼测试
CNCA-C22-01	童车类产品	3	21	中国电研
CNCA-C22-02	玩具	4	27	华测检测、中国电研
CNCA-C22-03	机动车儿童乘员用约束系统	4	14	中国汽研、谱尼测试
CNCA-C23-01	防爆电气	6	14	电科院
CNCA-C24-01	家用燃气器具	3	14	/

资料来源：国家认监委，安信证券研究中心

#### 4.6. 国内企业规模与海外巨头差距较大，但增速更快

我国累计颁发认证认可检验检测证书、获证组织数量连续多年位居世界第一，检验检测认证

服务产值超过 3,500 亿 RMB，成为全球增长最快、最具潜力的检验检测认证市场<sup>2</sup>。相比于国际巨头，国内几家上市公司：1) 覆盖领域仍相对较少；2) 实验室个数相差较大；3) 人员人数目前仅华测上万，但与国际巨头的差距仍很大；4) 营收相差较大，但国内企业的成长速速明显快于国际巨头，处于高速成长期。

表 6: 国际和国内检测龙头的布局领域、实验室个数、员工人数及营收情况

国内/国际	公司简称	布局领域及收入占比 (%)	实验室 (个)	员工数(人)	营收 (亿 RMB)	
国际	SGS (2019)	1. 油气和化工品 (16.3%); 2. 消费品 (15.5%); 3. 工业品 (14.1%); 4. 资源品 (11.5%);	5. 认证服务 (6.8%); 6. 农产品 (16.3%); 7. 环境 (8.2%); 8. 汽车 (7.6%);	9. 政府和机构服务 (3.9%); 10. 生命科学 (0%); 11. 贸易保障 (0%);	2,600+	94,494 (19 年报) 459.0 (19 年报) <b>12-19CAGR=2.9%</b>
	BVI (2019)	1. 船舶和海上设施 (7.2%); 2. 农产品和大宗品 (22.9%); 3. 工业品 (21.8%);	4. 建筑工程&建筑材料 (27.0%); 5. 认证服务 (7.3%);	6. 消费品 (13.8%);	1,615	74,930 (20 年报) 394.4 (19 年报) <b>12-19CAGR=3.2%</b>
	Intertek (2014 年)	1. 资源品 (17.1%); 2. 工业服务 (30.7%); 3. 贸易保障;	4. 大宗商品 (25.9%); 5. 消费品 (17.9%); 6. 化学和电力 (17.2%);	7. 石油、化工、农业 (8.3%); 8. 政府服务;	1,000+	44,775 (19 年报) 263.4 (19 年报) <b>12-19CAGR=2.6%</b>
	Eurofins	1. 食物与饲料; 2. 消费品; 3. 药品;	4. 数字化; 5. 化妆品; 6. 工业服务;	7. 感官分析; 8. 医疗器械; 9. 农业科技;	856	51,458 (20 年报) 352.9 (19 年报) <b>12-19CAGR=22.6%</b>
国内	华测检测 (2020 年)	1. 生命科学 (主要是环境和食品) (55.8%);	2. 工业品 (19.5%); 3. 贸易保障 (13.4%);	4. 消费品 (11.3%);	150+	10,068 (20 年报) 35.7 (20 年报) <b>12-20CAGR=24.5%</b>
	广电计量 (2020 年)	1. 可靠性与环境检测 (29.4%); 2. 电磁兼容性 (9.9%);	3. 环境 (8.5%); 4. 食品 (8.3%); 5. 化学 (6.6%);	6. 计量校准 (27.3%); 7. ESH 评估 (4.7%);	23 个实验室 +50 个分子公司	4,786 (20 年报) 18.4 (20 年报) <b>12-20CAGR=36.5%</b>
	谱尼测试 (2020 年)	1. 食品 (44.5%); 2. 环境 (38.3%); 3. 商品质量 (11.2%);	4. 电子及安规 (2.8%); 5. 安全保障 (2.7%);	6. 计量校准 (0.4%); 7. 认证服务 (0.1%);	26 个实验室 +82 个分子公司	6,557 (20 年报) 14.3 (20 年报) <b>16-20CAGR=14.9%</b>
	国检集团 (2020 年)	1. 建筑工程&建筑材料 (79.5%);	2. 认证服务 (5.1%);		33 个子公司	3,757 (20 年报) 14.7 (20 年报) <b>12-20CAGR=17.9%</b>
	电科院 (2020 年)	1. 电器 (92.4%);	2. 环境 (6.3%);		-	1,247 (20 年报) 7.0 (20 年报) <b>12-20CAGR=9.1%</b>

资料来源: Bloomberg, Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

## 5. 谱尼测试: 渐入盈利性拐点

检测服务核心竞争力在于品牌塑造，而品牌的塑造需要足够多的实验室（布点）+检测种类足够多（平台化）+涉足领域足够多（多领域）+足够强的信用度（类似评级公司）。

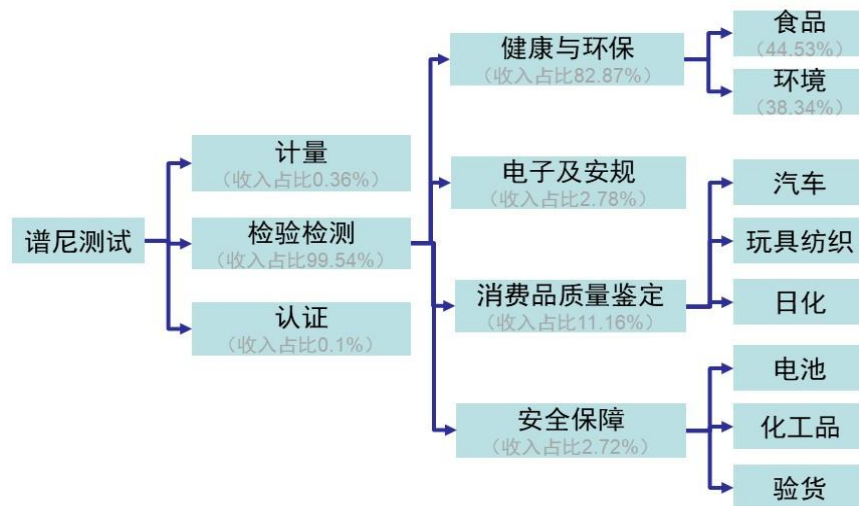
### 5.1. 主营食品+环境，多品类扩张

谱尼测试主营检验检测，其中食品(2020 年主营占比 44.5%)+环境(2020 年主营占比 38.3%) 合计占公司收入 82.87%，其次为消费品质量鉴定 (11.16%，包含汽车、玩具纺织、日化)、电子及安规 (2.78%) 和安全保障 (2.72%); 此外，公司还布局了计量和认证业务，但收入占比较低。谱尼测试涉及 2 款国家强制检测产品（装饰装修产品、机动车儿童乘员用约束系统）。

<sup>2</sup> 《认证认可检验检测基本情况》(国家认监委, 2019-02-27)



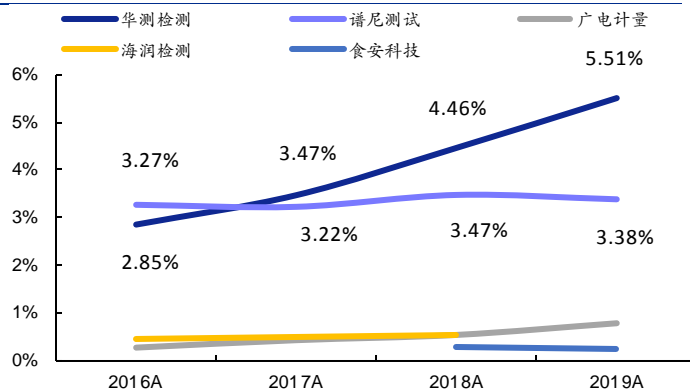
图 29：谱尼测试业务构成情况



资料来源：谱尼测试招股说明书，安信证券研究中心

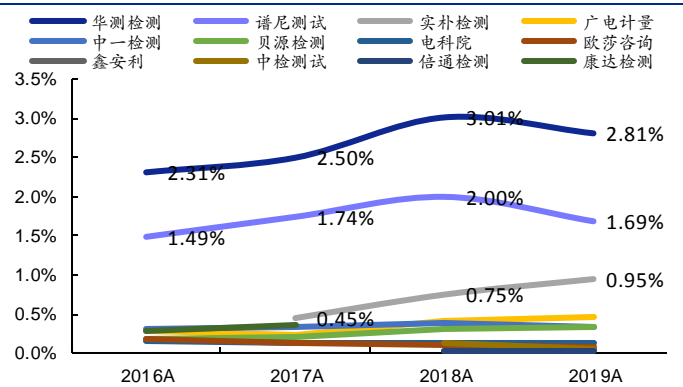
谱尼测试目前在食品、环境行业的市占率仅次于华测检测（假设 2019 年及以前华测检测生命科学业务中 50%为环境监测,50%为食品检测），但食品领域的市占率一直维持在 3%-3.5%，增速基本与行业增速类似，华测检测则呈现明显的上行趋势，一方面与华测检测前期大规模建设实验室进入收获期有关，另一方面，华测检测 2018 年进行了管理体制改革，2019 年推出激励，效益明显。谱尼测试 2020 年完成上市，完成了资本市场的对接。环境监测竞争相对激烈，子领域较多，谱尼测试在 2016-2018 年处于增长趋势，2019 年略有下滑。

图 30：食品行业主要上市公司的市占率情况



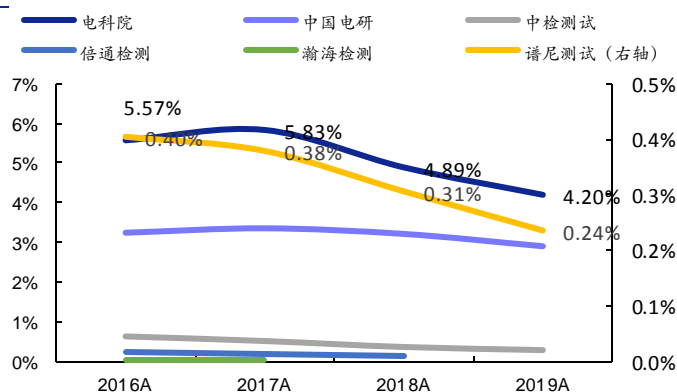
资料来源：CNCA，公司公告，安信证券研究中心（华测检测为估算值）

图 31：环境行业主要上市公司的市占率情况



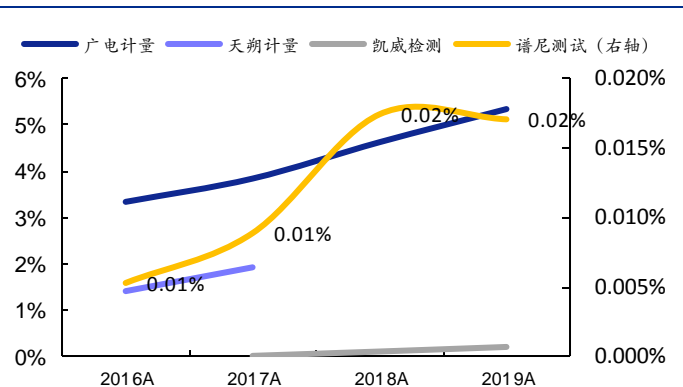
资料来源：CNCA，公司公告，安信证券研究中心（华测检测为估算值）

图 32：电子电器行业主要上市公司的市占率情况



资料来源：CNCA，公司公告，安信证券研究中心

图 33：计量校准行业主要上市公司的市占率情况

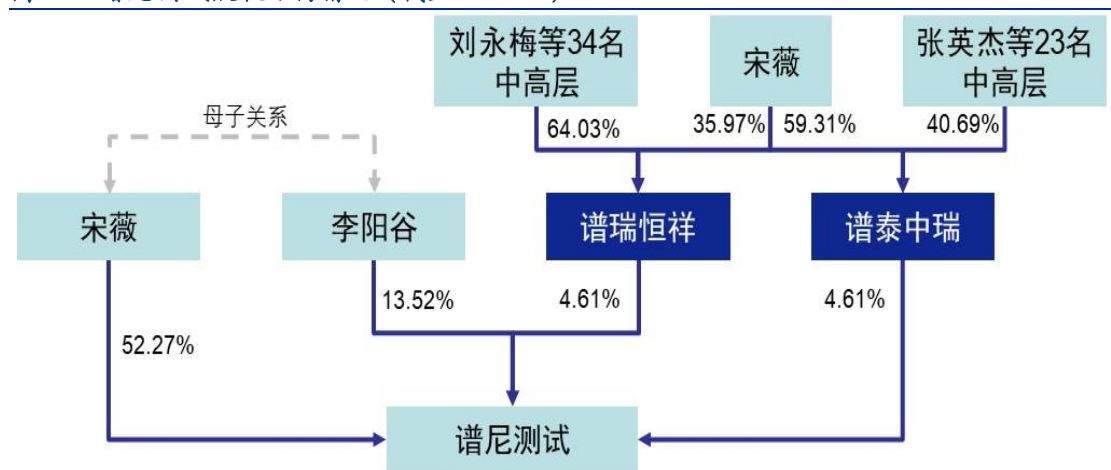


资料来源：CNCA，公司公告，安信证券研究中心

## 5.2. 高管持股平台 2011 年已进入

谱尼测试由宋薇女士牵头于 2002 年设立，宋薇女士 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，曾入选“2017 年度科技北京百名领军人才培养工程”、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”。公司 2010 年完成股份制改制，2011 年引入谱瑞恒祥和谱泰中瑞 2 个高管持股平台。

图 34：谱尼测试股权结构情况（截止 2021Q1）

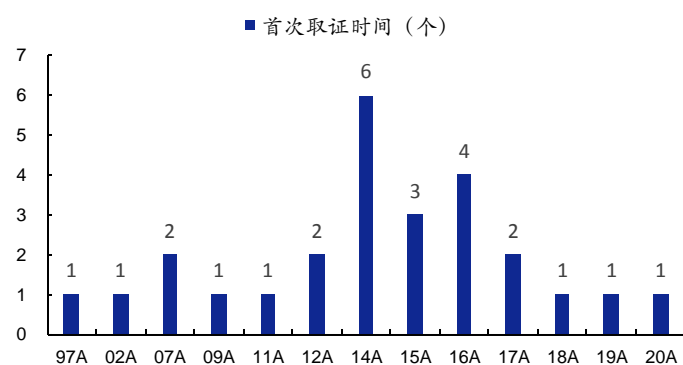


资料来源：谱尼测试招股说明书，安信证券研究中心

## 5.3. 26 大检测基地遍布全国，进军高产值的医学检测领域

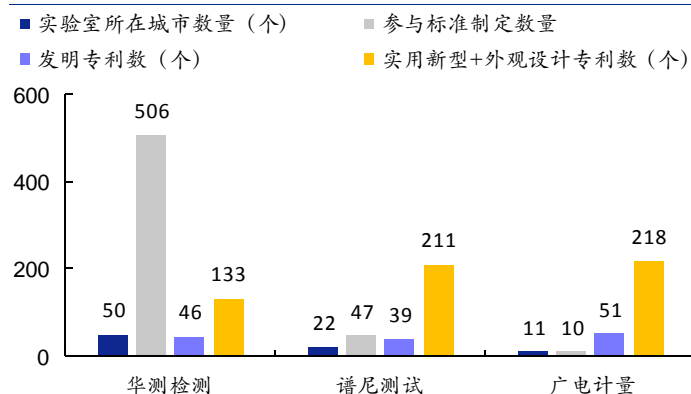
根据公司 2020 年报，公司目前在国内主要大中型城市建立了 26 个检验检测基地（集中在 2014-2016 年拿证，理论上 3-4 年后大概是 2018 年左右进入利润集中释放期，2020 年疫情打乱的节奏），获得了食品、环境、电子、安规、汽车、玩具、纺织、日化、电池、化工品等多个领域检验检测项目的 CMA 资质认定和 CNAS 认可。公司全资子公司谱尼医学于 2020 年 2 月 28 日取得了北京市海淀区卫健委颁发的医疗机构执业许可证，可开展医学检验检测业务。美国消费品安全委员会（CPSC）自 2008 年 9 月 25 日起先后授予公司及子公司资质，获准开展美国消费品安全推进法案（CPSIA）要求的系列检验检测项目。

图 35：谱尼测试实验室首次获证时间情况



资料来源：谱尼测试招股说明书，安信证券研究中心

图 36：三家检测公司在健康与环保行业指标对比情况



资料来源：谱尼测试招股说明书，安信证券研究中心

表 7：公司实验室分布及主要资质情况

序号	检验检测基地	地点	取得的主要资质	有效期	首次取得时间	净利润		人均产值 (2019, 万元/人)	主要业务范围
						2019	20120		
1	谱尼测试	北京	CMA 资质	2018.06.04-2022.09.13	2002.11.04			55	食品、环境

			CNAS 资质	2018.07.24-2023.02.25	2003.05.12				
			CNAS 资质	2018.07.24-2023.10.13	2011.10.14				
			认证机构批准证书	2016.06.02-2022.06.02	2016.06.02	-27			
2	上海谱尼	上海	CMA 资质	2016.04.26-2022.04.25	2007.04.06				
			CNAS 资质	2019.05.15-2024.05.09	2007.05.11	2,996	4,489	39	食品、消费品质鉴定、环境、电子及安规、安全保障
			CNAS 资质	2018.08.08-2024.08.13	2012.08.14				
3	深圳谱尼	深圳	CMA 资质	2016.03.07-2022.03.06	2007.11.09				
			CNAS 资质	2018.09.03-2024.09.11	2007.09.12	1,396	2,058	46	食品、环境、安全保障、电子及安规、消费品质质量鉴定
			CNAS 资质	2019.09.04-2023.08.28	2011.08.31				
4	青岛谱尼	青岛	CMA 资质	2015.11.26-2021.11.25	2010.01.06	1,460	3,204	55	食品、环境、电子及安规、
			CNAS 资质	2018.12.05-2025.01.21	2009.12.28				
5	江苏谱尼	苏州	CMA 资质	2015.12.25-2021.09.10	2015.09.11	220		40	环境、食品、消费品质质量鉴定
			CNAS 资质	2018.11.21-2022.09.11	2016.09.12				
6	天津谱尼	天津	CMA 资质	2018.07.31-2023.03.07	2012.02.17	1,594			
			CNAS 资质	2019.08.07-2025.08.06	2019.08.07				
7	郑州谱尼	郑州	CMA 资质	2016.10.18-2022.10.17	2014.12.04	902			
			CNAS 资质	2019.09.25-2025.09.24	2019.09.25				
8	郑州职业卫生		CMA 资质	2016.08.31-2022.08.30	2016.08.31	40			
9	武汉谱尼		CMA 资质	2017.03.09-2023.03.08	2014.05.28	517			
10	武汉车附所	武汉	CMA 资质	2018.06.11-2024.06.10	1997.12.17	328			
			CNAS 资质	2018.06.05-2024.06.14	2001.07.25				
11	黑龙江谱尼	哈尔滨	CMA 资质	2018.12.26-2021.10.18	2015.10.19	862			
			CNAS 资质	2019.06.12-2024.02.11	2018.02.12				
12	大连谱尼	大连	CMA 资质	2017.05.12-2023.05.11	2014.12.03	273			
13	宁波谱尼	宁波	CMA 资质	2017.12.26-2023.12.25	2012.03.16	363			
14	杭州谱尼	杭州	CMA 资质	2018.05.30-2023.10.12	2014.11.25	204			
15	广州谱尼	广州	CMA 资质	2018.09.03-2023.06.21	2011.10.31	66			
16	厦门谱尼	厦门	CMA 资质	2017.05.11-2023.05.10	2014.05.07	-426			
17	吉林谱尼	吉林	CMA 资质	2017.09.20-2023.09.19	2014.09.28	428			
18	乌鲁木齐谱尼	乌鲁木齐	CMA 资质	2018.08.21-2024.08.20	2015.08.24	329			
19	四川谱尼	成都	CMA 资质	2016.12.05-2022.12.04	2016.12.05	23			
20	陕西谱尼	西安	CMA 资质	2017.05.04-2023.05.04	2017.05.04	-9			
21	内蒙古谱尼	呼和浩特	CMA 资质	2016.11.29-2022.11.28	2016.11.29	143			
22	河北谱尼	石家庄	CMA 资质	2016.09.14-2022.09.13	2016.09.14	53			
23	山西谱尼	太原	CMA 资质	2019.11.22-2024.04.09	2018.04.10	-257			
24	合肥谱尼	合肥	CMA 资质	2017.04.06-2023.04.05	2017.04.06	99			
25	北京谱尼科技	北京	CMA 资质	2019.09.25-2025.09.24	2019.09.25	-381			
26	谱尼医学	北京	医疗机构执业许可证	2020.2.28-2024.12.31	2020.02.28		1,910		

资料来源：谱尼测试招股说明书，安信证券研究中心(人均产值按照计入成本的人数计算得出)

截止 2020 年底,公司 IPO 募集资金到位进一步推动了集团上海及武汉自建实验室建设进度,集团募投项目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在报告期内完成了基建工作,上海谱尼认证技术有限公司已经取得了不动产权证书,下一步将推进装修及设备购置扩充产能工作。

**表 8：公司 IPO 募资拟投资项目（单位：万元）**

项目名称	投资总额	拟投入募集资金	建设期+产能爬坡期（年）	达产后年营收
新建生产及辅助用房项目（华东运营总部建设项目，上海）	54,419	42,967	3+3	50,632
谱尼测试研发检测基地及华中区运营总部建设项目（武汉）	21,000	16,243	3+3	24,492
生物医药诊断试剂研发中心项目	7,000	7,000	建设期 2.5 年	-
补充流动资金项目	17,000	17,000	-	-
<b>合计</b>	<b>99,419</b>	<b>83,210</b>	<b>-</b>	<b>75,124</b>

资料来源：谱尼测试招股说明书，安信证券研究中心

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，目前主要布局的 4 大业务领域技术来源均为自主研发。

**表 9：公司核心技术来源及与同行业公司对比的具体情况**

检验检测领域	主要技术内容	技术来源	取得时间	技术水平及领先程度
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：谱尼测试招股说明书，安信证券研究中心

**表 10：公司参与的相关国家标准、行业标准的起草制定工作情况**

标准编号	标准名称	发布时间	标准编号	标准名称	发布时间
SJ/T 11363-2006	电子信息产品中有毒有害物质的限量要求	2006-11-6	GB/T 33465-2016	电感耦合等离子体发射光谱法测定汽油中的氯和硅	2016-12-30
SJ/T 11365-2006	电子信息产品中有毒有害物质的检测方法	2006-11-6	GB/T 34405-2017	家用纸制品中丙烯酰胺迁移量的测定液相色谱串联质谱法	2017-9-29
GB 30000.8-2013	化学品分类和标签规范易燃固体	2013-10-10	GB/T 35771-2017	化妆品中硫酸二甲酯和硫酸二乙酯的测定气相色谱-质谱法	2017-12-29
GB 30000.9-2013	化学品分类和标签规范第 8 部分：易燃固体	2013-10-10	GB/T 35772-2017	聚氯乙烯制品中邻苯二甲酸酯成分的快速检测方法红外光谱法	2017-12-29
GB 30000.12-2013	化学品分类和标签规范第 9 部分：自反应物质和混合物	2013-10-10	GB/T 35773-2017	包装材料及制品气味的评价	2017-12-29
GB 30000.14-2013	化学品分类和标签规范第 12 部分：自热物质和混合物	2013-10-10	T/CATCM 001.1-2017	保健类眼贴第 1 部分：通用要求	2017-2-23
GB 30000.15-2013	化学品分类和标签规范第 14 部分：氧化性液体	2013-10-10	T/CATCM 001.2-2017	保健类眼贴第 2 部分：检测方法	2017-2-23
GB 30000.18-2013	化学品分类和标签规范第 15 部分：氧化性固体	2013-10-10	GB/T 31321-2014	冷冻饮品检验方法	2014-10-14
GB 30000.21-2013	化学品分类和标签规范第 18 部分：急性毒性	2013-10-10	GB/T 33427-2016	胶鞋多环芳烃含量试验方法	2016-12-30
GB 30000.25-2013	化学品分类和标签规范第 21 部分：呼吸道或皮肤致敏	2013-10-10	DB37/T 2854-2016	石塑装饰板通用技术要求	2016-10-8
GB 30000.26-2013	化学品分类和标签规范第 25 部分：特异性靶器官毒性一次	2013-10-10	DB34/T 3081-2018	农村饮水安全工程水质抽检规程	2018-4-16

接触					
QC/T 941-2013	汽车材料中汞的检测方法	2013-10-17	T/CIMA 0010-2019	食品中硼砂测定试纸	2019-7-18
QC/T 942-2013	汽车材料中六价格的检测方法	2013-10-17	T/CIMA 0011-2019	食品中黄曲霉素 B1 胶体金免疫层析检测卡	2019-7-18
QC/T 943-2013	汽车材料中铅、镉的检测方法	2013-10-17	DB11/T 1497-2017	学校及托幼机构饮水设备使用维护规范	2017-12-15
QC/T 944-2013	汽车材料中多溴联苯 (PBBs) 和多溴二苯醚 (PBDEs) 的检测方法	2013-10-17	T/ZZB 1277—2019	低挥发性有机化合物汽车座椅用皮革	2019-10-23
GB/T 28495-2012	竹木玩具通用技术条件	2012-9-3	T/SZS 2161—2019	供深食品 节瓜	2019-9-29
GB/T 30419-2013	玩具材料中可迁移元素镉、砷、钡、镉、铬、铅、汞、硒的测定电感耦合等离子体原子发射光谱法	2013-12-31	T/SZS 2162—2019	供深食品 甘薯	2019-9-27
GB 6675.4-2014	玩具安全第 4 部分特定元素的迁移	2014-5-6	T/SZS 2165—2019	供深食品 瓠瓜	2019-9-30
GB/T 30590-2014	冷冻饮品分类	2014-9-30	T/SZS 2166—2019	供深食品 笋瓜	2019-9-28
NY/T 2979-2016	绿色食品天然矿泉水	2016-10-26	T/JFIA 007-2019	酱牛肉	2019-12-10
NY/T 2980-2016	绿色食品包装饮用水	2016-10-26	T/JFIA 008-2019	速冻烧麦	2019-12-10
RB/T 214-2017	检验检测机构资质认定能力评价检验检测机构通用要求	2017-10-16	T/JFIA 009-2019	凤梨酥	2019-12-10
RB/T 215-2017	检验检测机构资质认定能力评价食品检验机构要求	2017-10-16	T/ZZB 1130-2019	纳米改性聚氯乙烯无轮窗帘导轨	2019-6-30
RB/T 216-2017	检验检测机构资质认定能力评价食品复检机构要求	2017-10-16			

资料来源：谱尼测试招股说明书，安信证券研究中心

**公司未来聚焦食品、环境和医学检测领域。**其中，食品将加大标准数据库在线服务平台搭建、食品及初级农产品的污染物高通量筛查技术研究，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；环境集中在有机污染物、土壤研究、海洋监测等；医学检测处于布局阶段，未来加大检测方法和标准的研究、早期诊断技术、建立病原微生物菌毒种库、体外诊断试剂开发、毒理学研究。

**表 11：公司未来布局重点及研发战略**

业务领域	研发战略	未来研发侧重领域	领军人物
食品检测/环境检测/医学检测	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
		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
		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：谱尼测试招股说明书，安信证券研究中心

公司目前主要研发项目涉及环境空气污染物采样技术（环境、产品评估阶段）、幽门螺旋杆菌快速检测技术（医学、产品评估阶段）、机器人环境可靠性实验（产品质量鉴定）、特殊膳食食品中磷脂酰丝氨酸的分离鉴定技术（食品）、新能源汽车 PTC 液体加热器综合测试系统（产品质量鉴定）、基于 UPLC-QTOF 的典型中药材指纹图谱技术（医学）、环境空气中未知污染物的鉴别技术（环境）、基于顶空质谱技术的风味鸭特征性风味成分分析技术研究（食

品)、基于气相质谱联用技术的生物提取物残留溶剂成分鉴别技术(环境)及农产品污染物筛查与质量安全大数据分析技术(食品)。

**表 12: 公司目前公司正在从事的主要研发项目及进展情况**

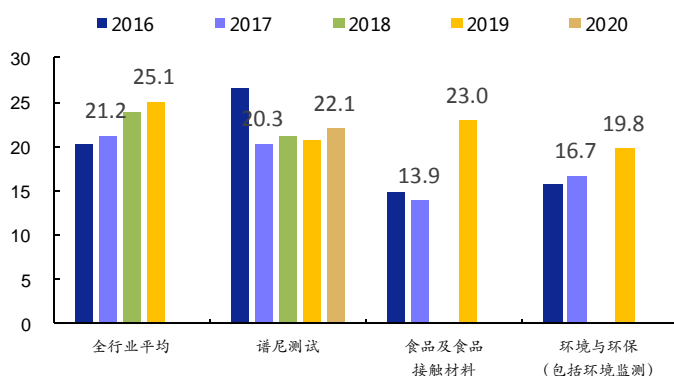
项目名称	研发内容及拟达到的目标	所处阶段	与现有技术水平的比较	主要人员
环境空气污染物采样技术及配套产品研发	建立采样技术模型, 开发高准确度的采样产品	产品评价	先进的多模式采样技术, 提高采样的效率和准确性	王席之、孙晓明
幽门螺旋杆菌快速检测技术及配套产品研发	开发适用于唾液、餐具等基质中幽门螺旋杆菌的快速检测技术, 优化、调整并验证产品参数	产品评价	应用简便、范围广, 有效降低成本	周建业、徐丽清
机器人环境可靠性检验技术研究	建立机器人产品研发阶段、试产阶段和量产抽检阶段的环境可靠性检验技术	项目实施	建立专属检验标准, 更具针对性	叶政通、吴良田、张许州
特殊膳食食品中磷脂酰丝氨酸的分离鉴定技术研究	分析磷脂酰丝氨酸的色谱和质谱裂解行为, 构建磷脂酰丝氨酸的高分辨质谱库和筛查技术	项目实施	相比于传统技术, 可实现高通量、高分辨率的靶向筛查应用	马彪奇、谢晓敏
新能源汽车 PTC 液体加热器综合测试系统开发研究	开发高安全性、高稳定性的新能源汽车 PTC 液体加热器综合测试系统	项目实施	构建专属测试系统, 更具针对性	徐剑豪
基于 UPLC-QTOF 的典型中药材指纹图谱技术研究	优化预处理和分析条件, 建立不同区域的 5 种典型中药材的 UPLC-QTOF 指纹图谱	项目实施	前沿技术, 利用高分辨质谱和组学技术建立质量评价标准和产地差异分析	贾翠莉
环境空气中未知污染物的鉴别技术研究	基于高分辨质谱对空气中未知污染物准确性	项目实施	可实现非靶向识别潜在污染风险	陈峰、何灯军
基于顶空质谱技术的风味鸭特征性风味成分分析技术研究	定性分析并建立风味鸭的特征性风味成分列表	项目编制	基于 SPME、GC-MS 或嗅辨技术, 分析呈味成份差异	陈致冬
基于气相质谱联用技术的生物提取物残留溶剂成分鉴别技术研究	利用色谱与质谱串联技术实现生物提取物残留溶剂的准确性	项目实施	非靶向鉴定未知峰值, 为优化工艺和提高产品质量提供技术基础	曹玮璠、高上
农产品污染物筛查与质量安全大数据分析技术研究	农产品污染物筛查创新技术研究, 挖掘基层农产品质量安全大数据及风险建模	项目实施	基于大数据建立模型, 识别和聚焦潜在风险	许杭、邓晶、高雪莹、郝海亮

资料来源: 谱尼测试招股说明书, 安信证券研究中心

### 5.4. 渐入人效提升周期

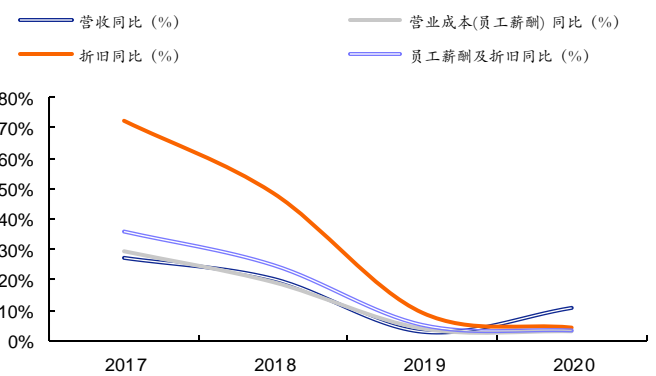
2019 年公司人均创收 (20.6 万元) 低于食品级食品接触材料全国均值 (23.0 万元), 仅比环境与环保监测国家均值 (19.8 万元) 高一点, 明显偏低 (根据全国数据, 股份制企业的人均创收能力仅次于外资, 远高于全国均值, 且 17 年公司的人均创收在 20.3 万元, 高于食品级食品接触材料和环境与环保全国均值, 谱尼 2020 年人均创收水平 (22.1 万元) 低于华测 2011 年的表现 (26.6 万元))。2020 年开始, 公司的毛利率开始触底, 期间费用率开始同比改善, 净利率开始触底反弹, 随着公司的 IPO, 资本开支 (新建实验室) 大概率会继续, 但节奏可能会有所控制 (参考国际经验, 资本支出/营收合理区间在 5%-10%, 超额投资持续时间不会很长), 且公司开始布局高效益的医学检测板块, 未来我们可能看到人效提升+毛利率提升+毛利率提升。

**图 37: 谱尼测试人均产值情况 (万元/人)**



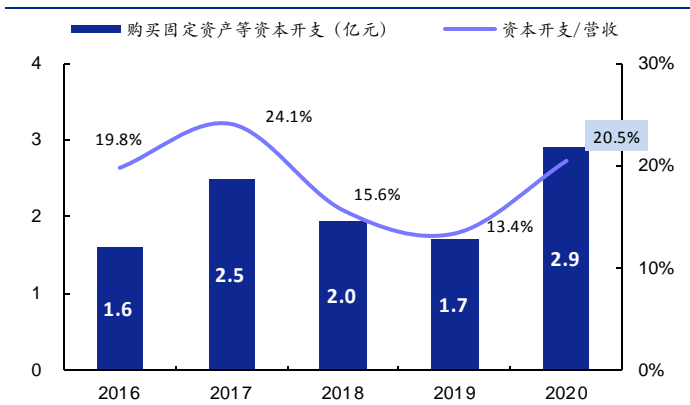
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

**图 38: 谱尼测试营收、成本增速情况**



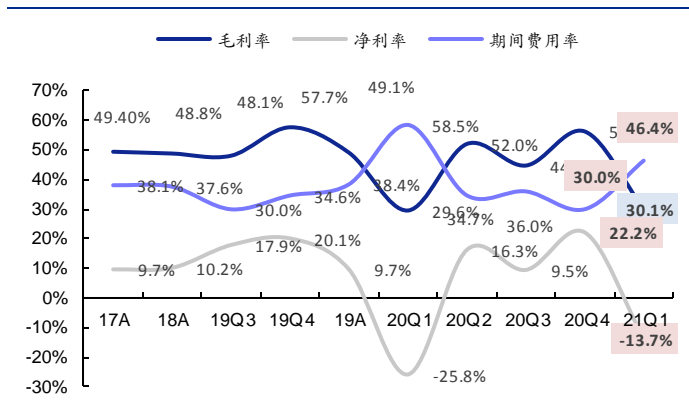
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 39：谱尼测试资本支出及资本支出占营收比例



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 40：谱尼测试毛利率、净利率及期间费用率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 5.5. 股权激励草案落地，考核业绩迎拐点

2021年6月17日，公司发布2021年限制性股票激励计划（草案），公告明确激励对象包括董事长、董事、董事会秘书以及董事会认为需要激励的其他人员等358人，激励股数为总股本的1.92%，约262.9万股（分为第一类限制性股票（约32.57万股，公司根据本激励计划规定的条件和价格，授予激励对象一定数量的公司股票，该等股票设置一定期限的限售期，在达到本激励计划规定的解除限售条件后，方可解除限售流通）和第二类限制性股票（约230.29万股，符合本激励计划授予条件的激励对象，在满足相应归属条件后分次获得并登记的本公司股票），授予价格36.39元/股，业绩考核分为收入、归母净利润两个指标，且分为触发值（达标概念）和目标值（超过100%），其中收入和归母净利润考核指标采取二选一的关系。同时，根据首次授予和预留将业绩考核分为2021-2023年（收入目标CAGR=27%，归母净利润目标CAGR=28.1%）及2021-2024年（收入目标CAGR=27%，归母净利润目标CAGR=27.9%），而公司2016-2020年收入CAGR=14.9%，归母净利CAGR=13.1%，相比而言，公司本次股权激励草案目标规划增速明显超过2016-2020年增速表现。

表 13：公司 2021 年限制性股票激励计划（草案）业绩考核

第一类激励对象					
解除限售期	考核年度	各年度营业收入相对于 2020 年增长率 (A)		各年度净利润相对于 2020 年增长率 (B)	
		目标值 (Am)	触发值(An)	目标值 (Am)	触发值(An)
第一个解除限售期	2021 年	27%	21%	28%	22%
第二个解除限售期	2022 年	61%	46%	64%	49%
第三个解除限售期	2023 年	105%	77%	110%	82%
第二类激励对象					
解除限售期	考核年度	各年度营业收入相对于 2020 年增长率 (A)		各年度净利润相对于 2020 年增长率 (B)	
		目标值 (Am)	触发值(An)	目标值 (Am)	触发值(An)
第一个归属期	2021 年	27%	21%	28%	22%
第二个归属期	2022 年	61%	46%	64%	49%
第三个归属期	2023 年	105%	77%	110%	82%
第四个归属期	2024 年	160%	114%	168%	122%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 14：激励股份解锁比例估算方法

考核指标	业绩完成度	公司层面归属比例 (X)
各年度营业收入相对于 2020 年增长率 (A)	$A \geq Am$	$X=100\%$
	$An \leq A < Am$	$X=A/Am*100\%$
	$A < An$	$X=0$

各年度净利润相对于 2020 年增长率 (B)	$B \geq B_m$	$X=100\%$
	$B_n \leq B < B_m$	$X=B/B_m * 100\%$
	$B < B_n$	$X=0$
确定公司层面归属比例 X 的规则	当考核指标出现 $A \geq A_m$ 或 $B \geq B_m$ 时, $X=100\%$ ; 当考核指标出现 $A < A_n$ 且 $B < B_n$ 时, $X=0$ ; 当考核指标 A、B 出现其他组合分布时, $X=A/A_m * 100\%$ 或 $X=B/B_m * 100\%$ 。若营业收入增长率、净利润增长率均达到触发值及以上, 则公司层面归属比例 (X) 以孰高者确定。	

资料来源: 谱尼测试招股说明书, 安信证券研究中心

预计公司 2021-2022 年净利润 2.09 亿元、2.67 亿元, 对应 EPS 分别为 1.53 元、1.96 元, 给予买入-A 评级, 6 个月目标价为 91.8 元, 相当于 2021 年 60 倍的动态市盈率。

表 15: 公司收入成本拆分情况

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
营业总收入	817	1039	1251	1287	1426	1864	2367	2888	3422
yoy		27.2%	20.3%	2.9%	10.8%	30.7%	27.0%	22.0%	18.5%
检测服务	817	1039	1249	1285	1420	1850	2346	2856	3381
yoy		27.2%	20.3%	2.9%	10.4%	30.4%	26.8%	21.8%	18.4%
健康与环保	652	835	1028	1070	1182	1482	1713	1983	2256
yoy		28.1%	23.1%	4.2%	10.4%	25.4%	15.6%	15.8%	13.8%
健康检测	0	477	555	541	635	826	991	1189	1367
yoy			16.4%	-2.5%	17.3%	30.0%	20.0%	20.0%	15.0%
环境检测	0	358	473	529	547	656	722	794	889
yoy			32.0%	11.9%	3.3%	20.0%	10.0%	10.0%	12.0%
商品质量鉴定	101	130	141	127	159	255	458	642	834
yoy			8.0%	-9.8%	25.4%	60.0%	80.0%	40.0%	30.0%
电子及安规	37	40	42	42	40	64	114	160	208
yoy			5.8%	0.8%	-6.0%	60.0%	80.0%	40.0%	30.0%
安全保障	27	34	39	46	39	50	61	71	82
yoy			14.1%	17.9%	-15.4%	30.0%	20.0%	18.0%	15.0%
计量业务	0	1	1	1	5	10	17	25	32
yoy			143.1%	8.7%	244.8%	100.0%	60.0%	50.0%	30.0%
认证服务	0	0	0	0	1	3	5	7	9
yoy			406.8%	108.1%	206.4%	100.0%	60.0%	50.0%	30.0%
毛利	432	513	611	633	697	893	1140	1431	1705
检测服务	432	513	615	638	700	893	1138	1422	1687
健康与环保	336	398	491	518	561	715	829	966	1100
健康检测	0	243	269	262	318	413	497	600	690
环境检测	0	155	222	256	244	302	332	365	409
商品质量鉴定	55	69	72	66	88	115	211	321	417
电子及安规	24	25	28	26	25	33	62	93	121
安全保障	17	21	24	28	24	30	36	43	49
计量业务	0	0	-1	-3	-1.0	0.5	1.7	7.4	16.1
认证服务	0	0	-3	-2	-1.8	0.1	0.5	1.4	2.7
毛利率(%)	52.9%	49.4%	48.8%	49.1%	48.9%	47.9%	48.2%	49.6%	49.8%
检测服务	52.9%	49.4%	49.2%	49.7%	49.3%	48.2%	48.5%	49.8%	49.9%
健康与环保	51.6%	47.7%	47.7%	48.4%	47.5%	48.2%	48.4%	48.7%	48.7%
健康检测		51.0%	48.5%	48.4%	50.0%	50.0%	50.2%	50.5%	50.5%
环境检测		43.2%	46.9%	48.5%	44.6%	46.0%	46.0%	46.0%	46.0%
商品质量鉴定	54.3%	52.7%	51.5%	51.7%	55.6%	45.0%	46.0%	50.0%	50.0%
电子及安规	64.8%	63.5%	65.6%	61.9%	64.2%	52.0%	54.0%	58.0%	58.0%



安全保障	63.5%	62.7%	61.6%	61.1%	62.7%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
计量业务	94.2%	66.8%	-65.4%	-219.7%	-19.0%	5.0%	10.0%	30.0%	50.0%
认证服务		-65.9%	-1306.7%	-526.9%	-128.9%	5.0%	10.0%	20.0%	30.0%
<b>营业成本</b>	<b>384</b>	<b>526</b>	<b>640</b>	<b>655</b>	<b>729</b>	<b>970</b>	<b>1226</b>	<b>1457</b>	<b>1717</b>
检测服务	384	526	635	647	720	958	1208	1434	1694
健康与环保	316	437	537	552	621	767	883	1017	1157
健康检测	0	234	286	279	318	413	493	588	677
环境检测	0	203	251	273	303	354	390	429	480
商品质量鉴定	46	62	68	61	71	140	248	321	417
电子及安规	13	14	14	16	14	30	53	67	87
安全保障	10	13	15	18	14	20	24	29	33
计量业务	0	0	2	5	6	10	15	17	16
认证服务	0	0	3	3	3	3	4	5	6

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 6. 风险提示:

1. 实验室盈利性难以提升风险;
2. 继续大规模资本支出导致折旧继续大幅攀升风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,287.3	1,426.2	1,863.6	2,366.9	2,887.7	成长性					
减:营业成本	654.8	729.4	970.4	1,226.5	1,456.7	营业收入增长率	2.9%	10.8%	30.7%	27.0%	22.0%
营业税费	9.4	7.6	10.0	12.7	15.5	营业利润增长率	-3.7%	35.0%	7.5%	30.3%	36.2%
销售费用	250.9	251.1	326.1	411.8	502.5	净利润增长率	-2.3%	30.9%	27.1%	28.0%	34.2%
管理费用	159.1	165.2	214.3	269.8	329.2	EBITDA 增长率	9.8%	18.2%	18.0%	22.0%	26.2%
财务费用	78.8	98.3	130.5	165.7	202.1	EBIT 增长率	6.9%	29.1%	34.7%	31.6%	34.8%
资产减值损失	5.3	2.3	-9.4	-7.8	-7.0	NOPLAT 增长率	0.1%	28.1%	1.2%	32.6%	37.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-22.4	-28.4	-34.7	投资资本增长率	7.2%	30.8%	-7.7%	5.8%	-15.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	15.5%	105.0%	13.9%	11.5%	13.3%
营业利润	1.1	0.4	0.9	1.2	1.4	利润率					
加:营业外净收支	138.0	186.3	200.3	261.0	355.5	毛利率	49.1%	48.9%	47.9%	48.2%	49.6%
利润总额	0.4	0.1	36.6	42.2	51.4	营业利润率	10.7%	13.1%	10.8%	11.0%	12.3%
减:所得税	138.4	186.3	236.9	303.2	406.9	净利润率	9.7%	11.5%	11.2%	11.3%	12.4%
净利润	13.3	22.6	28.7	36.8	49.4	EBITDA/营业收入	18.8%	20.1%	18.1%	17.4%	18.0%
	125.1	163.7	208.2	266.4	357.6	EBIT/营业收入	10.5%	12.3%	12.6%	13.1%	14.5%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	128	123	93	58	35
货币资金	2019	2020	2021E	2022E	2023E	流动营业资本周转天数	41	45	45	49	47
交易性金融资产	265.8	668.9	1,155.5	1,355.1	1,807.3	流动资产周转天数	154	240	295	291	292
应收帐款	-	141.0	-	-	-	应收帐款周转天数	70	87	90	85	82
应收票据	288.0	403.6	528.2	589.5	726.0	存货周转天数	1	2	1	1	1
预付帐款	0.2	0.2	1.8	0.8	2.4	总资产周转天数	338	432	446	392	361
存货	18.6	22.8	29.5	37.2	42.9	投资资本周转天数	198	213	178	138	107
其他流动资产	3.3	12.0	0.4	17.0	6.2	投资回报率					
可供出售金融资产	53.6	24.1	66.5	48.1	46.3	ROE	14.1%	9.0%	10.0%	11.5%	13.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	7.7%	8.3%	10.0%	11.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	19.0%	22.6%	17.5%	25.2%	32.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	-	-	-	-	-	销售费用率	19.5%	17.6%	17.5%	17.4%	17.4%
在建工程	445.9	529.7	431.6	333.4	235.3	管理费用率	12.4%	11.6%	11.5%	11.4%	11.4%
无形资产	120.1	183.3	183.3	183.3	183.3	财务费用率	6.1%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	71.0	73.6	69.4	65.2	61.0	三费/营业收入	0.4%	0.2%	-0.5%	-0.3%	-0.2%
资产总额	43.9	53.9	36.1	25.1	25.5	偿债能力	38.4%	36.2%	35.5%	35.5%	35.6%
短期债务	1,310.3	2,113.1	2,502.2	2,654.8	3,136.1	资产负债率	32.2%	13.8%	17.1%	12.9%	16.4%
应付帐款	110.2	-	-	-	-	负债权益比	47.5%	16.1%	20.7%	14.8%	19.7%
应付票据	58.5	84.3	61.6	152.2	100.5	流动比率	1.87	5.18	4.68	6.94	5.62
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.86	5.13	4.68	6.88	5.61
长期借款	167.6	161.6	319.4	142.9	367.7	利息保障倍数	25.81	74.56	-24.95	-39.62	-60.05
其他非流动负债	37.7	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	48.0	46.7	48.0	47.6	47.4	DPS(元)			0.12	0.20	0.36
少数股东权益	422.0	292.6	428.9	342.6	515.5	分红比率					
股本	-	-	-	-	-	股息收益率	0.0%	23.2%	7.7%	10.3%	13.8%
留存收益	57.0	76.0	136.8	136.8	136.8						
股东权益	831.2	1,744.4	1,936.5	2,175.4	2,483.8						
	888.3	1,820.6	2,073.3	2,312.2	2,620.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EPS(元)	0.91	1.20	1.53	1.95	2.51
净利润	125.1	163.7	208.7	266.5	343.8	BVPS(元)	6.49	13.31	15.16	16.91	19.07
加:折旧和摊销	122.9	125.7	102.3	102.3	102.3	PE(X)	79.8	61.0	47.9	37.5	29.0
资产减值准备	-	21.3	-	-	-	PB(X)	11.2	5.5	4.8	4.3	3.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	68.7	-46.6	56.1	38.1	24.6
财务费用	5.4	6.1	3.0	3.5	2.9	P/S	7.8	7.0	5.4	4.4	3.5
投资损失	-1.1	-0.4	-0.6	-0.7	-0.5	EV/EBITDA	-	17.7	26.2	21.4	16.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	28.7%	28.1%	17.7%	28.7%	28.1%
营运资金的变动	11.2	-36.8	-116.9	-96.1	-38.9	PEG	2.8	2.2	2.7	1.3	1.0
经营活动产生现金流量	194.0	172.4	196.5	275.6	409.6	ROIC/WACC	1.8	2.2	2.1	2.6	3.3
投资活动产生现金流量	-107.3	-394.9	141.6	0.7	0.5	REP					
融资活动产生现金流量	58.3	626.2	43.2	-30.5	-51.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

李哲声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓萱		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034