

华测检测 (300012)

证券研究报告

2021年07月10日

对标海外龙头，内生外延成长路径清晰

公司成立于2003年，是一家集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体的综合性第三方机构，在全球范围内为企业一站式解决方案。公司盈利与成长性良好，营业收入自2016年16.52亿元增长至2020年35.68亿元，公司近五年营收CAGR达16.64%，归母净利润自2016年1.02亿增长至2020年5.78亿，近五年归母净利润复合增速达41.58%。

市场竞争格局：海外龙头业务成熟，国内企业大步追赶。由于行业目前较为分散，头部企业市占率提升空间较大。从营收看，海外检测龙头SGS、BV、Intertek 2019年营收分别为66亿瑞士法郎、51亿欧元、29.87亿英镑；国内检测龙头企业华测检测、广电计量、中国汽研、谱尼测试、国检集团2019年营收（中国汽研只计算检测业务）分别为31.83、15.88、14.75、12.87、11.07亿元，我们估算市占率分别为2.47%、1.23%、1.14%、1.00%、0.86%。国内龙头企业CR5仅为6.7%，对比全球检测市场2016年CR5为13.96%，国内龙头企业市占率提升的空间巨大。

短期视角：疫情企稳，下游需求触底回升。检测行业的需求与国民经济的发展息息相关，随着国内新冠疫苗普及率提高、疫情影响退去，检测行业各下游的需求有望触底回升。

中期视角：公司竞争力强，内生外延双轮驱动，积极抓住新兴机遇。公司全面布局各类型实验室，17年前通过大量资本开支将实验室数量提升至130间以上。由于检测行业下游众多，检测方法具有差异性，通常外延并购是扩产自身业务板块的最佳选择。与海外巨头SGS以及BV的并购策略相似，华测近年来通过对多家公司的并购，对公司下游业务进行了延展和提升。

长期视角：第三方检测长坡厚雪，多下游共筑高需求。我国检测行业增速有望长期保持在不错的水平，并且具备四大特点：1)具备消费和产业升级属性，产业转型的背景下，政策的不断加强加快了第三方检测的发展；2)具备下游分散、频次高、客户宽泛的特点，检测需求趋向多元化；3)相比政府检测，第三方检测更具市场化和多元化；4)品牌+声誉+规模，具备较高进入壁垒。在检测赛道公司作为龙头企业先发优势明显，业务布局全面、规模效应好、经营效率高、盈利能力强、品牌积累深。对比海外检测龙头SGS，公司在市值和营收规模上还有很大的提升空间，未来可期。

盈利预测：预计2021-2023年公司营业收入分别为44.14亿、54.64亿、67.60亿，YOY为23.72%、23.78%、23.72%；归母净利润分别为7.56亿、9.43亿、11.91亿，YOY为30.88%、24.71%、26.32%，对应PE 65X、52X、41X。选择2021年84X作为目标估值，目标市值635.02亿元，上涨空间为35.23%，对应目标价38.00元，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情反复、下游产业发展不及预期、市场竞争加剧、政策不及预期、并购决策风险及并购整合风险、公信力和品牌受不利事件影响的风险、贸易往来恢复不达预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,183.26	3,567.71	4,414.08	5,463.64	6,759.61
增长率(%)	18.74	12.08	23.72	23.78	23.72
EBITDA(百万元)	1,075.45	1,160.50	1,118.04	1,373.13	1,699.75
净利润(百万元)	476.40	577.61	755.98	942.77	1,190.92
增长率(%)	76.45	21.25	30.88	24.71	26.32
EPS(元/股)	0.29	0.35	0.45	0.56	0.71
市盈率(P/E)	102.61	84.63	64.66	51.85	41.05
市净率(P/B)	15.53	13.06	11.11	9.35	7.79
市销率(P/S)	15.36	13.70	11.07	8.95	7.23
EV/EBITDA	21.87	37.85	41.88	33.42	26.49

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	综合/综合
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	28.1元
目标价格	38.00元

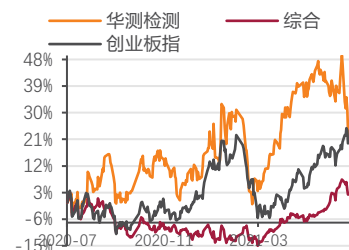
基本数据

A股总股本(百万股)	1,671.17
流通A股股本(百万股)	1,516.58
A股总市值(百万元)	46,959.85
流通A股市值(百万元)	42,615.97
每股净资产(元)	2.32
资产负债率(%)	28.85
一年内最高/最低(元)	35.30/22.50

作者

李鲁靖	分析师
SAC执业证书编号：S1110519050003	
lilujing@tfzq.com	
郭丽丽	分析师
SAC执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuye@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《华测检测-年报点评报告:Q1归母净利润实现高增长,内生外延凸显持续性》 2021-04-23
- 2 《华测检测-半年报点评:Q2业绩修复强劲,单季度归母净利润+56.3%,净利率+5.26个百分点》 2020-08-26
- 3 《华测检测-公司点评:Q2归母扣非大增63.5~73.8%,综合性检测商呈现强抗冲击+成长性》 2020-07-10

内容目录

1. 第三方检测龙头，打造一站式解决方案	5
1.1. 深耕第三方检测，业务完备覆盖面广	5
1.2. 专攻四大重点板块，不断开拓新兴客户	5
1.3. 财务分析：业务结构逐步优化，现金流稳定	6
2. 第三方检测长坡厚雪，多下游共筑高需求	8
2.1. 国内新兴市场，具备良好成长性	8
2.2. 发展特点：处于快速发展节点，品牌+声誉+规模带来高壁垒	10
2.2.1. 具备消费和产业升级属性，我国检测行业正处于快速发展的节点。	10
2.2.2. 具备下游分散、频次高、客户宽泛的特点，检测需求趋向多元化	11
2.2.3. 相比政府检测，第三方检测具备市场化和多元化的特点。	12
2.2.4. 品牌+声誉+规模，具备较高进入壁垒	13
2.3. 市场下游分析：多行业打开市场空间	13
2.3.1. 生命科学检测：安全意识不断提升，市场空间不断扩大	13
2.3.2. 贸易保障检测：新标准持续带来新需求	16
2.3.3. 工业品检测：制造业升级推动工业品检测持续发展	17
2.3.4. 消费品检测：消费升级趋势下市场高速发展	18
3. 市场竞争格局：海外龙头业务成熟，国内企业大步追赶	19
3.1. 市场分散，检测龙头有望凭借规模、品牌优势快速提升市占率	19
3.2. 海外对标标的：国际检测龙头 SGS 与 BV	20
3.3. 国内竞争对手比较：初步布局阶段，华测具备先发优势	21
4. 公司竞争力：内生外延双轮驱动，积极抓住新兴机遇	23
4.1. 内生外延双轮驱动，实验室稳定增长，推进战略并购	23
4.2. 管理层改动提升管理品质，股权激励促进发展动力	26
4.3. 研发驱动品质提升，打造品牌公信力	28
5. 盈利预测与投资建议	29
6. 风险提示	30

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构（截止 2021 年一季报）	5
图 3：2016-2021Q1 公司营收及增长情况（单位：百万元）	6
图 4：2016-2021Q1 公司归母净利润及增长（单位：百万元）	6
图 5：2016-2020 公司各项业务营收情况（单位：百万元）	6
图 6：2016-2020 公司海内外营收情况（单位：百万元）	6
图 7：2016-2021Q1 公司毛利率及净利率情况	7
图 8：2016-2020 公司各项业务毛利率情况	7
图 9：2016-2021Q1 公司资产负债率情况	7

图 10: 2016-2021Q1 公司存货及应收账款周转天数 (天)	7
图 11: 2016-2021Q1 经营性现金流及期末现金情况 (百万元)	8
图 12: 2016-2021Q1 公司 ROE 及 ROA 情况	8
图 13: 第三方检测产业链	9
图 14: 2010-2021E 全球检验检测行业规模	9
图 15: 我国检测市场发展历程	10
图 16: 产业转型背景下, 政策扶持加快第三方检测的发展	10
图 17: 2014-2019 年我国第三方检测机构数量不断增长	10
图 18: 2014-2019 年我国第三方检测行业营收不断增长	10
图 19: 全球检测行业下游应用广泛 (单位: 亿美元)	11
图 20: 大中小微企业占比	11
图 21: 我国民营第三方检测机构占比近年来不断提升	12
图 22: 全球第三方检测机构占比	12
图 23: 第三方实验室的投资回报周期基本在 5 年左右, 在 3-4 年时达到盈亏平衡点	13
图 24: 环境检测市场规模 (亿元)	13
图 25: 食品检测分类	14
图 26: 食品检测行业生态	14
图 27: 食品安全检测市场规模	14
图 28: 我国 60 岁以上人口占比及人均卫生费用(美元)	16
图 29: 近年欧盟累计出口金额及同比增速	16
图 30: 近年欧盟累计进口金额及同比增速	16
图 31: 我国历年进出口贸易总额 (亿)	16
图 32: 工业类检测占据检测市场半壁江山	17
图 33: PPP 项目投资额: 轨道交通 (亿)	18
图 34: 社消总额持续增长	19
图 35: 居民人均可支配收入持续增长	19
图 36: 国内第三方检测市场市占率	19
图 37: SGS 多样化的业务线 (2020)	20
图 38: BV 专注于六大业务线 (2020)	20
图 39: SGS&BV 持续增长	20
图 40: SGS 坚定的并购策略	20
图 41: 国内龙头营收及增速 (亿, %)	21
图 42: 国内龙头资本开支 (亿)	22
图 43: 国内企业经营性现金流/资本支出	22
图 44: 海外企业经营性现金流/资本支出	22
图 45: 华测检测历年净利率水平	23
图 46: BV 历年营收贡献拆分	23
图 47: 华测检测历年并购金额 (万元)	24
图 48: 并购次数 (次)	24
图 49: 并购金额 (万元)	24
图 50: 公司近年来研发支出及占比情况 (单位: 亿元)	28

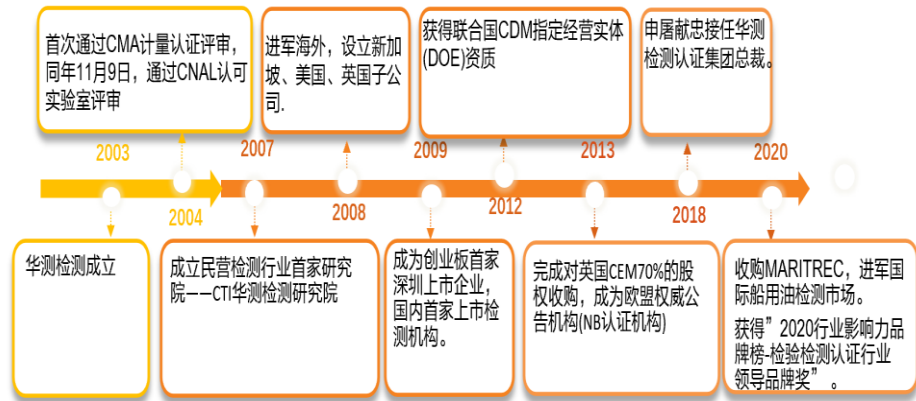
图 51: 华测检测取得了各类权威认证	28
图 52: 华测检测获得各界客户认可	28
表 1: 公司四大检测板块	5
表 2: 第三方检测市场逐渐放开, 政测支持民营第三方检测机构发展	12
表 3: 近年食品安全检测行业相关政策	15
表 4: 华测检测主要工业品检测业务	17
表 5: 华测检测主要消费品检测业务	18
表 6: 主要竞争对手业务构成	21
表 7: 近年来公司实验室增长情况 (单位: 间)	23
表 8: 公司近年来收购标的梳理 (投资金额单位: 万元)	25
表 9: 华测检测主要高管成员介绍	27
表 10: 2018 年股权激励分配情况	27
表 11: 2019 年股权激励分配情况	28
表 12: 公司未来三年业务拆分 (单位: 亿元)	29
表 13: 公司相对估值 (亿元)	30

1. 第三方检测龙头，打造一站式解决方案

1.1. 深耕第三方检测，业务完备覆盖面广

公司成立于 2003 年，公司是一家集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体的综合性第三方机构，在全球范围内为企业一站式解决方案，主要从事工业品、消费品、生命科学以及贸易保障领域的技术检测服务。截止 2020 年，公司在全国拥有化学、生物、物理、机械、电磁等领域近 150 个实验室，集团及各分子公司每年出具超过 200 万份具有公信力的检测认证报告，服务客户 10 万多家。公司于 2009 年创业板上市。

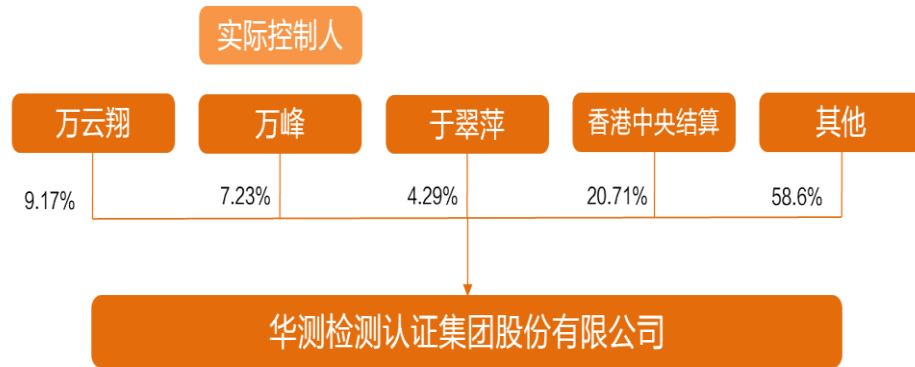
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构集中且稳定。公司实际控制人万峰系公司创始人，持有公司股份 7.23%，万云翔为万峰之子，持有股份 9.17%，与万峰系一致行动人，于翠萍为万峰前妻，持有股份 4.29%，通过离婚取得的股票对应的投票权自愿无偿委托万峰先生行使。

图 2：公司股权结构（截止 2021 年一季报）



资料来源：wind、天风证券研究所

1.2. 专攻四大重点板块，不断开拓新兴客户

公司检测领域众多，主要分为四大板块，分别为贸易保障板块、消费品板块、生命科学板块、以及工业测试板块，涵盖食品、环境、医学、消费品、工业品、建筑工程等诸多细分领域，可提供检测、检验、鉴定、认证、计量校准等技术服务，为企业一站式解决方案。

表 1：公司四大检测板块

检测领域	委托者	检测内容	达到目标
贸易保障检测	采购商、品牌商、销售商、	提供货物测试服务，为贸易过程	确保货物符合进口国和地区产品

	制造商	提供货物品质的鉴证	法规要求
消费品测试	生产商或消费者	消费品的使用性能、安全性、耐用性等测试、验证和技术服务	确保产品质量、安全、性能等方面达到政府或消费者要求
工业品测试	工业用品的制造商或使用者	工业品性能、安全性等测试、验证、评估服务	确保产品性能、安全等方面达到使用者要求或政府法规要求
生命科学检测	关注人类和生命健康的群体	涉及人类健康的检测、研究开发和技术服务	确保生命处于健康安全状态

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

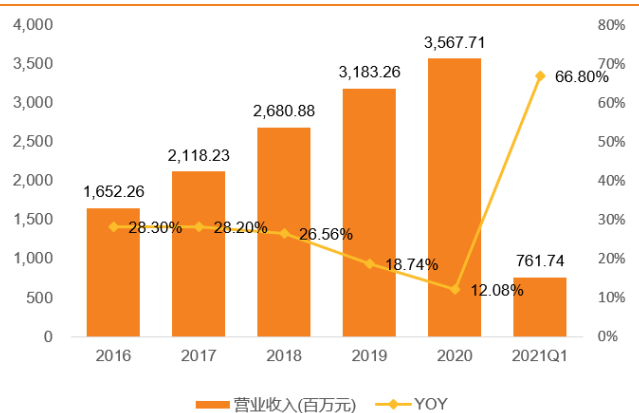
检测行业存在“客户多、金额小、频率高”的典型特点，分布于全国各地的各类生产商构成检测行业庞大的客户群。公司 2019 年前五大客户销售金额仅占年度销售总额比例 3.24%，分别为中国环境检测总站（0.9%）、深圳市市场监督管理局（0.78%）、华为技术有限公司（0.65%）、浙江天猫（0.54%）以及每日优鲜（0.38%），客户群体较为分散。2020 年公司不断开拓新的客户群体，已成功与天虹、永旺、中石化、青岛啤酒、中粮集团等优秀企业签署了服务合同。

1.3. 财务分析：业务结构逐步优化，现金流稳定

2020 年公司实现营收 35.68 亿元，同比增长 12.08%，归属上市公司股东净利润 5.78 亿元，同比增长 21.25%，综合毛利率 49.96%，同比增加 0.55%。

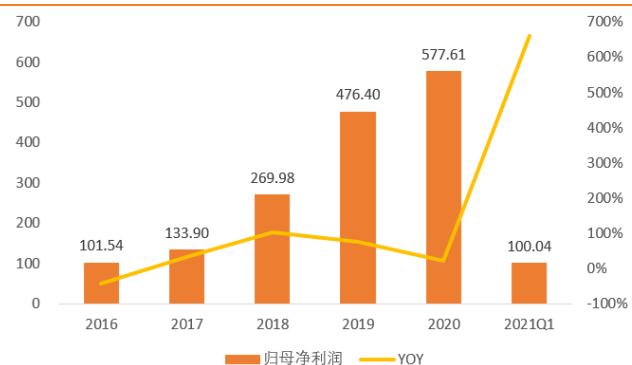
2016 年至 2020 年，公司业绩呈稳定增长。公司营业收入自 2016 年 16.52 亿元增长至 2020 年 35.68 亿元，公司近五年营收年均复合增速达 16.64%。公司归母净利润自 2016 年 1.02 亿增长至 2020 年 5.78 亿，近五年归母净利润复合增速达 41.58%。2021Q1，公司营收 7.62 亿，同比增长 66.80%；实现归母净利润 1 亿，同比增长 660.16%。

图 3：2016-2021Q1 公司营收及增长情况（单位：百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2016-2021Q1 公司归母净利润及增长（单位：百万元）



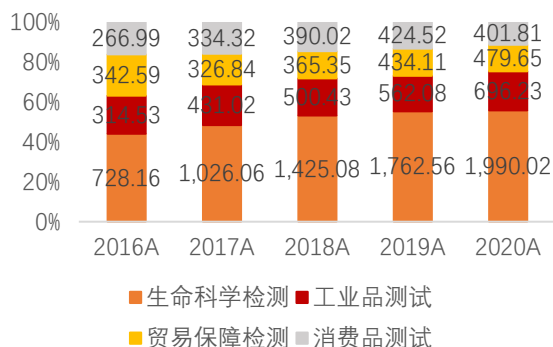
资料来源：wind，天风证券研究所

从营收结构来看，公司主要业务主要分为生命科学检测、工业品测试、贸易保障检测与消费品测试，其中主营业务生命科学检测营收占比逐年增加，2020 年生命科学检测占比达 55.78%，而贸易保障检测收入占比降低至 13.44%。

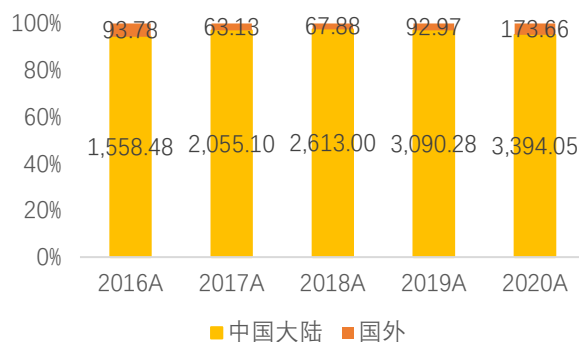
从客户结构来看，2020 年公司整体收入以国内为主，占比达 95.13%。检验检测行业由西方传入中国，在美欧日等发达国家率先形成较为成熟的市场，中国检测行业始于 20 世纪初国家对外贸易统一管制时期，后来随着市场化发展政府垄断放开，允许外资及民资成立独立第三方检测机构，公司在此期间积极发展、深耕国内市场，2019 年国内市占率约 2.47%，排名第四。同时检验检测行业呈碎片化，通过并购获取市场份额是国际龙头一贯的做法，公司近年来多次并购国内外优质标的，扩大检测业务范围。

图 5：2016-2020 公司各项业务营收情况（单位：百万元）

图 6：2016-2020 公司海内外营收情况（单位：百万元）



资料来源: wind, 天风证券研究所

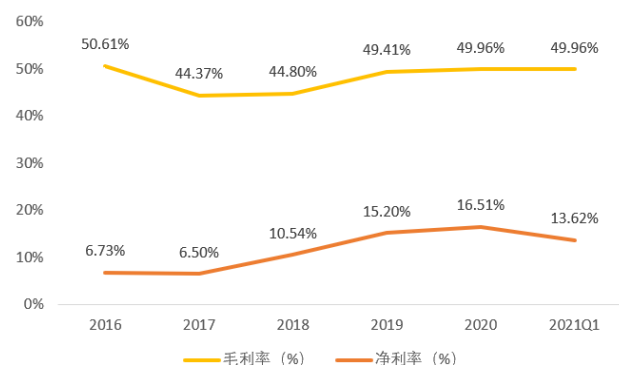


资料来源: wind, 天风证券研究所

2016年至2021Q1, 公司毛利率稳定在45-50%, 净利率水平持续攀升。2021Q1公司毛利率达49.96%, 净利率达13.62%。2017年, 公司处于高速扩张期, 投资建设全国实验室网络, 利用地理便利优势扩大公司市场辐射面积, 扩大资本支出, 致使毛利率下降。2019年, 公司推行全员利润考核, 将薪资指标与公司利润挂钩以提升员工积极性, 叠加规模效应以及实验室盈利水平提升, 毛利率有所提升。

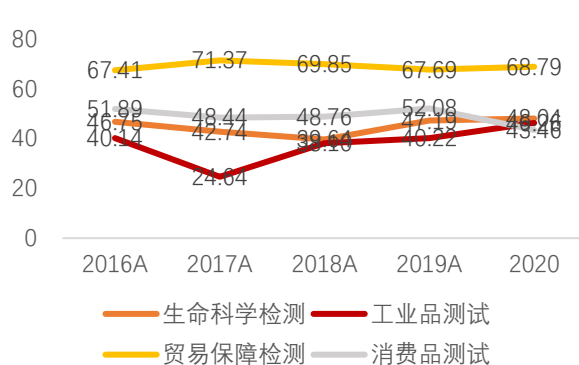
从公司四大业务板块毛利率看, 贸易保障检测业务毛利率最高。2016-2019年保障贸易检测业务毛利率稳定在67-70%, 2020年达68.79%, 长期高于其他业务板块毛利率, 是公司发展初期的核心业务, 但贸易保障检测依赖国际贸易的增长, 随着国内消费市场迅速扩张、国际贸易增长的减速, 公司贸易保障检测板块收入占比也逐年下降至13%。

图 7: 2016-2021Q1 公司毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 8: 2016-2020 公司各项业务毛利率情况



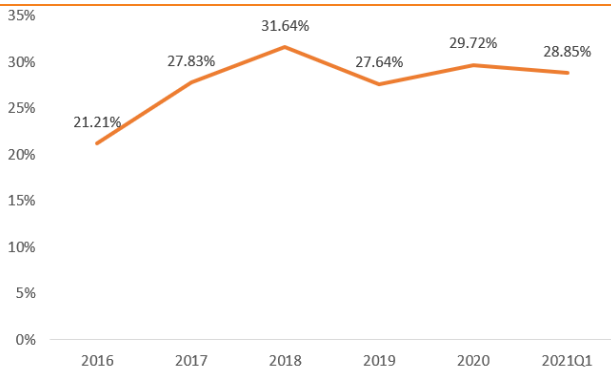
资料来源: wind, 天风证券研究所

从资产负债率来看, 2020年公司固定资产占总资产26.01%。我们认为这是因为公司所处的检验检测行业呈高度碎片化, 公司为寻求扩张和占领市场需要在每个城市市场设立检测实验室中心, 而导致固定资产占比较高, 属于行业特征, 公司杠杆率较为稳定, 资产负债处于行业上游水平, 有利于公司使用更多的资金杠杆进行业务扩张。

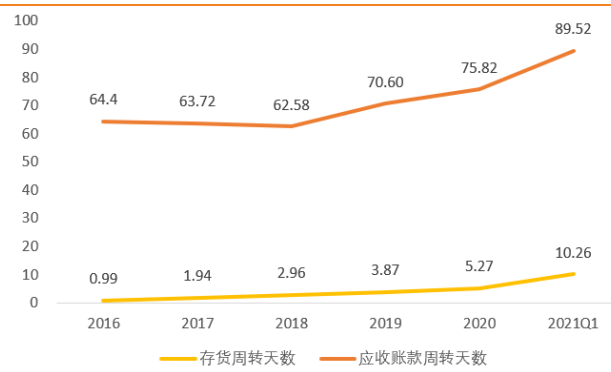
从公司存货与应收账款周转天数来看, 受新冠疫情影响, 公司客户或延长付款时间, 存货与应收账款周转天数均有提升。2020年公司存货0.32亿元, 占总资产0.59%, 而2020年组合应收账款坏账计提0.94亿元, 占应收账款12.00%。我们认为2021年随着新冠疫情好转, 付款时间到期, 公司客户或归还应收账款, 降低应收账款周转天数。

图 9: 2016-2021Q1 公司资产负债率情况

图 10: 2016-2021Q1 公司存货及应收账款周转天数 (天)



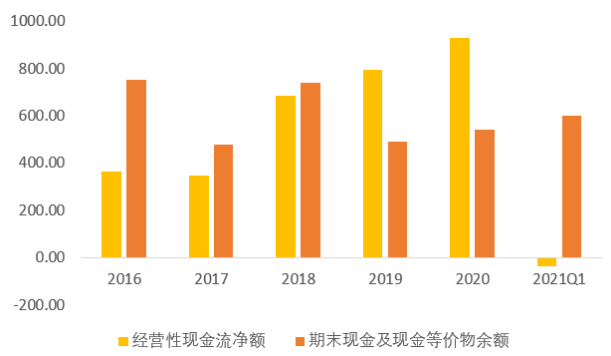
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

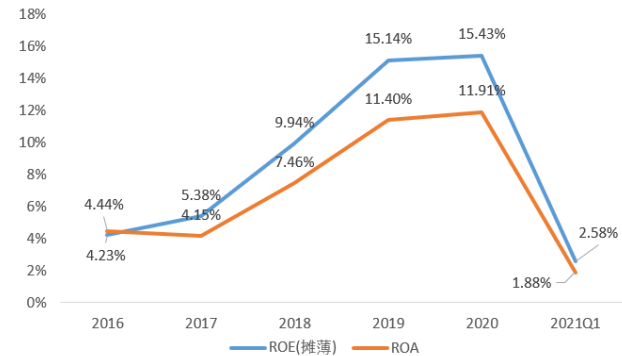
公司资产流动性整体稳定, ROE 水平迅速攀升, 显现出公司对资产的高效利用和对风险的稳定把控。2016-2020 年, 公司经营性现金流净额从 3.63 亿元提升至 9.31 亿元, 五年复合增速达 20.72%, 与营收复合增速接近, 体现了公司有效回收现金的能力, 净资产回报率 ROE (摊薄) 从 4.23% 提升至 15.43%, 五年来提升了 11.20 个百分点。我们认为随着公司精细化管理的逐步推进, 华测检测的人均产值将进一步提升至国际一线水平, 公司 ROE 水平有望向海外成熟运营企业靠拢。

图 11: 2016-2021Q1 经营性现金流及期末现金情况 (百万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 2016-2021Q1 公司 ROE 及 ROA 情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

2. 第三方检测长坡厚雪, 多下游共筑高需求

2.1. 国内新兴市场, 具备良好成长性

按照检验机构性质的不同, 我国的检测行业主要分为以下 3 个种类:

- 1) 隶属于国家政府机关的检测机构。这一类主要是享受国家财政拨款的事业单位, 承担各项法定的强制性检验任务, 属于官方性质的检测机构。
- 2) 科研院所和高等学校的实验室, 这一类自身技术能力较强, 主要承担国家和企业的一些发展项目和研发测试等检验业务, 属于半官半民性质的检测机构。
- 3) 企业性质的第三方检测机构。第三方检测是指处于买卖利益之外的第三方, 以公正、权威的非当事人身份, 根据有关法律、标准或合同进行的商品检验活动, 这一类分外资、民营 2 种检测机构, 主要承揽除政府强制性检测之外的其他检测业务。

第三方检测行业 (TIC) 业务结构主要包括三大板块: 检测 (Testing)、检验 (Inspection) 和认可 (Certification), 其中, 检测业务是指对材料、产品的性能、质量和标准规定等进行检测, 检验业务是针对个体产品审查其设计、过程、安装直接确定其是否符合标准, 认可业务是指根据标准、标注性文件作出认证或提供保证。

第三方检测行业针对的上游产业链主体是设备和试剂等行业，下游产业链主体是终端的工业品和消费品，检测报告的使用者有政府、消费者或生产制造商的下游厂商。

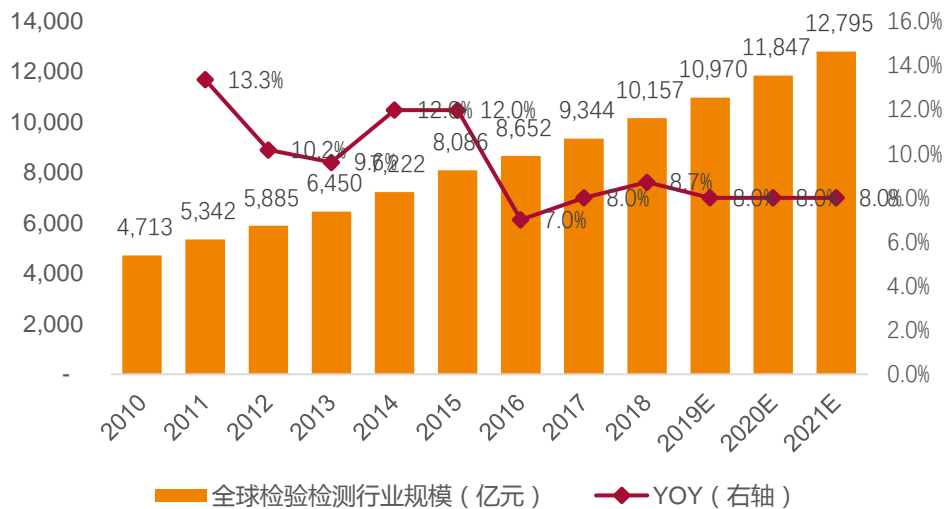
图 13：第三方检测产业链



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

第三方检测最先起源于欧洲，早在 15 世纪初欧洲国家就开始引入第三方检测，至 19 世纪中叶，成熟的第三方检测机构在欧美已非常普遍，采用第三方检测进行商品检验成为企业一种自觉的商业行为。根据 HIS 的数据，近 10 年全球检测行业市场规模 CAGR 为 10% 左右，2018 年全球检验检测市场空间约为 10,157 亿元，预计未来几年全球检测行业规模 CAGR 有望保持在 8% 左右，据此测算 2021 年全球检测市场空间约为 1.3 万亿元。

图 14：2010-2021E 全球检验检测行业规模



资料来源：HIS，前瞻产业研究院，天风证券研究所

检测行业伴随工业化发展而兴起，我国工业化、对外开放起步较晚，故检测行业在我国属于新兴产业。我国检测行业起步较晚，以质检、商检为主的官方检测机构在 1995 年后才逐渐成立发展起来。

- 1、萌芽期（1949-1978）：贸易受到政府严格的统一管制，检验检测市场由商品检验总局统一管理，一些基础业务开始出现。
- 2、奠基期（1978-1989）：改革开放后对外贸易开始发展，相关的进出口商品检测市场初步发展，打下基础。1984 年《中华人民共和国进出口商品检验条例》颁布，禁止外国资本进入市场，所有业务均由国家检验机构完成。
- 3、发展期（1989-2002）：1989 年《中华人民共和国进出口商品检验法》颁布，放开民间资本进入市场的限制。

4、调整期（2002-2005）：对外方面，中国入世，对外贸易开始加速发展，检测市场的发展土壤大大改善；对内，修订商检法，明确了民间检测机构的法律地位，明确划分民间检测机构的业务范围，取消检测机构接受海外委托的限制。

5、开放期（2005-至今）：履行入世承诺，允许外资检验机构进入市场。同时政府大力推动检测市场化改革，逐步放开强制性检验对于第三方检测机构的限制，第三方检测市场飞速发展。

图 15：我国检测市场发展历程



资料来源：华测检测招股说明书，天风证券研究所

2.2. 发展特点：处于快速发展节点，品牌+声誉+规模带来高壁垒

2.2.1. 具备消费和产业升级属性，我国检测行业正处于快速发展的节点。

我国作为全球第二大经济体，具备检测行业发展所需要的市场容量。近年来我国第三方检测行业发展加速，正是由于国民经济的不断发展、人民生活质量不断提升，使得食品，药品质量，环境保护等问题的关注度日益提高，消费者对于这些问题的关注，能够倒逼消费品制造商以及上游供货商提供更详尽的质量安全数据，在这样的过程中，第三方检测市场不断扩大。

产业转型的背景下，政策的不断加强加快了第三方检测的发展。政府对于针对食品，消费品，工业制品，生态环境等方面完善，制定了更为严格的法律法规，同时加大了检查执法力度，使得制造商与供货商更为积极的采用第三方检测业务，客观上促进了第三方检测市场的发展。

图 16：产业转型背景下，政策扶持加快第三方检测的发展

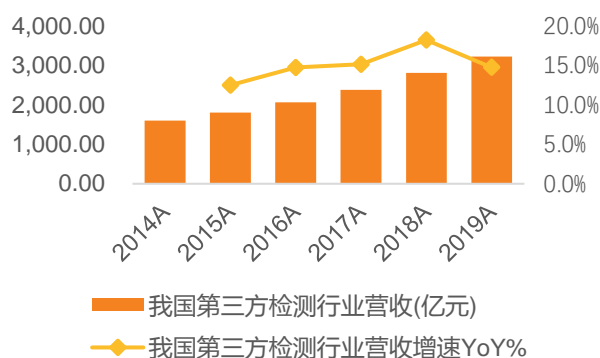
时间	政策	主要内容
1984.1.28	《中华人民共和国进出口商品检验条例》	国家商检局统一监管进出口商品检验检测工作；所有业务一律由国家检验检测机构实施；在中国境内不得设立外国检测机构
1989.2.21	《中华人民共和国进出口商品检验法》	明确进出口商品检验名录；经国家商检部门许可的检验机构，可以接受对外贸易关系人或者外国检验机构的委托，办理进出口商品检验鉴定业务；
2006.2	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）》	重点研究智能化检测控制技术、制造工艺和检测技术、制造过程在线检测与评估技术；重点研发高精度检测仪器、高温超导无损检测装置。加强科学仪器设备及检测技术的自主研发，完善检测实验室体系
2011.12	《国务院办公厅关于加快发展高技术服务业的指导意见》	推进检验检测服务机构市场化运营，提升专业化服务水平。加强战略性新兴产业和农业等重点行业产品质量检验检测体系建设
2012.2	《质量发展纲要（2011-2020年）》	加强质量管理、检验检测、计量校准、合格评定、信用评价等社会中介组织建设，推动质量服务的市场化进程
2013.3	《计量发展规划（2013-2020）》	量传溯源体系更加完备，测试技术能力显著提高，进一步扩大在食品安全、生物医药、节能减排、环境保护等重点领域的覆盖范围
2014.8.6	《国务院关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》	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，不断增强权威性和公信力，为提高产品质量提供有力的支持保障服务
2015.3.13	《全国质检系统检验检测认证机构整合指导意见》	到2020年基本完成质检系统检验检测认证机构政事分开、管办分离、转企改制等改革任务，经营类检验检测认证机构专业化提升、市场化运营、形成一批具有知名品牌的综合检验检测认证机构
2016.12.13	《认证认可检验检测发展“十三五”规划》	预计到2020年，检验检测认证服务业总收入达到3000亿元左右，比“十二五”末增长55%左右
2018.1.26	《关于加强质量认证体系建设促进全面质量管理的意见》	打破部门垄断和行业壁垒，鼓励和支持社会力量开展检验检测认证业务，加大政府购买服务力度，营造各类主体公平竞争的市场环境

资料来源：智研咨询、产业信息网、天风证券研究所

近年来消费升级和政策监管趋严共同推进了检测行业的快速发展：2019 我国检测行业营业收入 3,225.09 亿元，同比增长 14.8%，检验检测机构 44,007 家，同比增长 11.5%，从业人员 128.47 万人，拥有各类仪器设备 710.82 万台套，资产原值 3,681.17 亿元，出具检验检测报告 5.27 亿份。

图 17：2014-2019 年我国第三方检测机构数量不断增长

图 18：2014-2019 年我国第三方检测行业营收不断增长



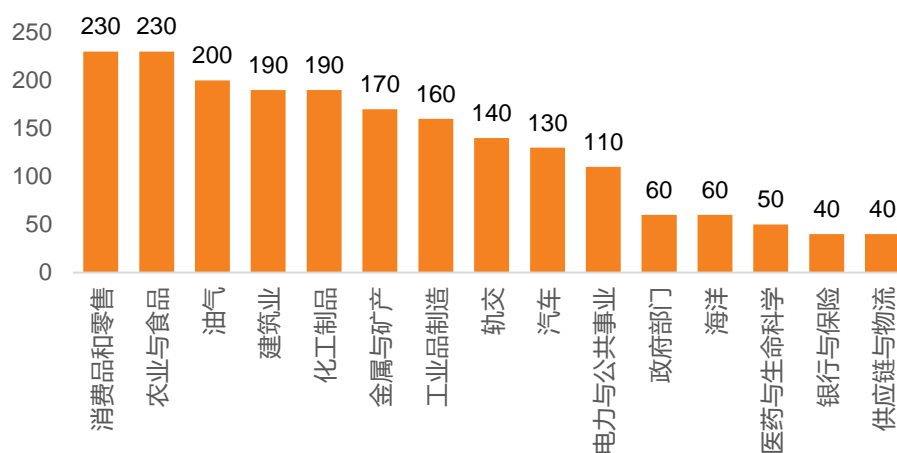
资料来源：我要测、检科院、国联质检、中国市场监管报、天风证券研究所

资料来源：我要测、检科院、国联质检、中国市场监管报、天风证券研究所

2.2.2. 具备下游分散、频次高、客户宽泛的特点，检测需求趋向多元化

由于各行各业都有检测的需求，检测行业的下游非常广泛。根据 BUREAU VERITAS 的数据，2019 年全球检测行业应用最为广泛的分别是消费品和零售、农业与食品、油气、建筑业、化工制品、金属与矿产、工业品制造、轨交、汽车、电力与公共事业等板块，全球的市场空间均高于 100 亿美元。

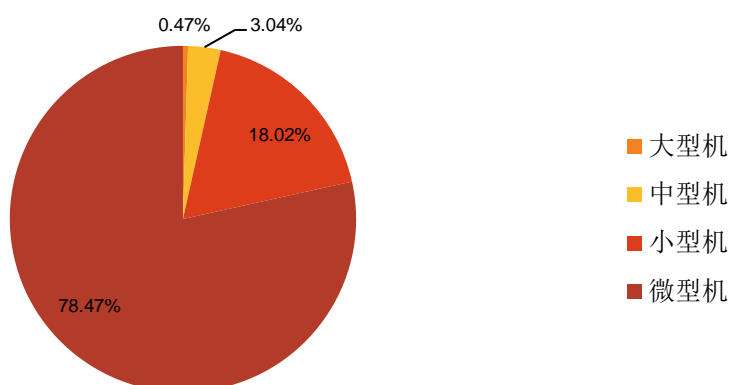
图 19：全球检测行业下游应用广泛（单位：亿美元）



资料来源：BUREAU VERITAS，天风证券研究所

由于检验检测行业市场分散，目前市场集中度仍然较低。检验检测行业发展至今，行业仍然非常分散，小微企业数量众多，截至 2019 年底，微型机构、小型机构分别占比 18.02%、78.47%，合计占比达 96.49%。

图 20：大中小微企业占比



资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

2.2.3. 相比政府检测，第三方检测具备市场化和多元化的特点。

产业升级的背景下，检测市场的放开促进了第三方检测的发展。近年来为加强市场在资源配置中的决定性作用，检验检测行业的市场化改革不断深化，国务院、原国家质检总局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，支持社会力量开展检验检测业务，鼓励不同所有制检验检测机构平等参与市场竞争，打造一批检验检测知名品牌。检验检测市场的整合开放将为第三方检验检测机构的发展提供更多的市场空间。

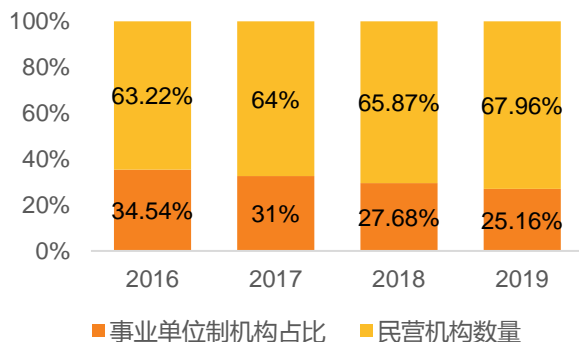
表 2：第三方检测市场逐渐放开，政策支持民营第三方检测机构发展

时间	文件	主要内容
2013 年 10 月	《检验检测统计报表制度》	自 2013 年起全面实施检验检测统计工作
2014 年 2 月	《关于整合检验检测认证机构的实施意见》	有序开放第三方检验检测认证市场
2016 年 7 月	《质量监督检验检疫事业发展“十三五”规划》	打造一批第三方检验检测认证知名品牌。
2017 年 12 月和 2018 年 10 月	《中华人民共和国计量法》两次修订	使检验检测企业从政府繁杂沉重的日常监督检查中抽身，给予企业更加充沛的活力聚力于服务市场。
2017 年 9 月	《关于开展质量提升行动的指导意见》	提升了第三方检验检测行业在国民经济发展中的地位，推动广大企业和全社会加强全面质量管理，全面提高产品和服务质量
2018 年 1 月	《关于加强质量认证体系建设促进全面质量管理的意见》	
2018 年 11 月	《战略性新兴产业分类（2018）》	将检测服务划分为重点战略性新兴产业，从而使得检验检测行业享受战略性新兴产业相关政策待遇
2019 年 10 月	《关于进一步推进检验检测机构资质认定改革工作的意见》	贯彻“放管服”改革要求，认真落实“证照分离”工作部署，营造公平竞争、健康有序的检验检测市场营商环境，充分激发检验检测市场活力

资料来源：认监委、国务院、天风证券研究所

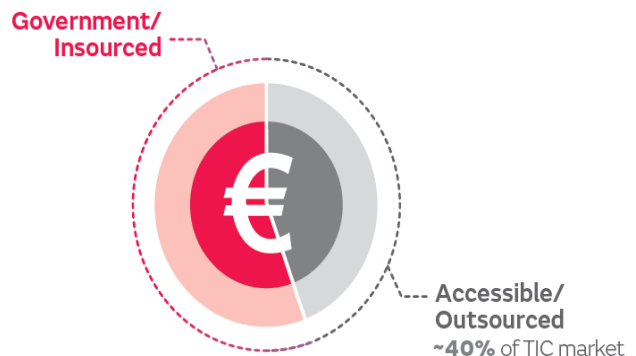
体制优化改革下，2019 年，事业单位制检验检测机构数量下降至机构总数的 25.16%，而企业制检验检测机构数量占比提升到 67.96%。根据 BUREAU VERITAS 的数据，目前全球范围内政府检测机构与第三方检测机构的占比大约为 6: 4，我国第三方检测机构的数量占比已超过全球平均水平。

图 21：我国民营第三方检测机构占比近年来不断提升



资料来源：市场监管总局、天风证券研究所

图 22：全球第三方检测机构占比



资料来源：BUREAU VERITAS，天风证券研究所

相比于政府检测，我国第三方检测具备更加市场化、可跨区域等优点。由于政府检测一般属于强制性检测，依赖政策的支持，缺少主动性，并且检测机构主要建立在当地，无法跨区域产生规模效应，打造专业品牌；第三方检测相比政府检测，更具备市场化特征，需要根据市场需求自主选择重点检测领域，挖掘新兴检测市场需求，同时可做到打破区域的限

制，在多地区同时发展打造具备公信力的专业品牌，产生规模效应。

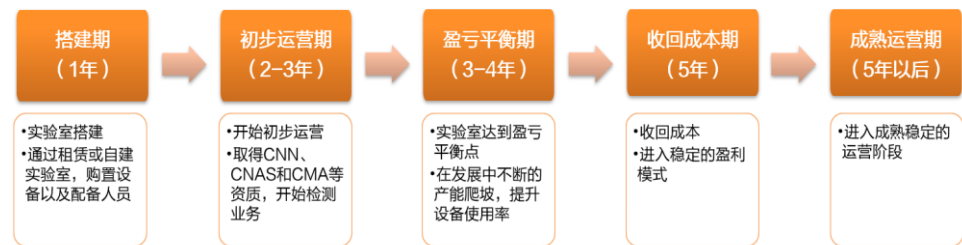
2.2.4. 品牌+声誉+规模，具备较高进入壁垒

通常第三方检测企业与机构发展前期需要依靠大规模投入，中后期靠管理优化与品牌力叠加，最终以品牌+声誉+规模形成较高壁垒。

在初期投资方面，由于不同产业产品检测技术、检测标准不同，第三方检测机构每进入一个新产业或新领域都需要大量投入资金建立专业实验室，同时检测实验室中的检测设备均需要一次性投入。由于检测技术、检测方法不断创新，检测标准不断提高，为保证检测质量、提高检测水平，检测机构需要不断投入购买最新检测设备。

根据公司公告，新的第三方实验室从开始建成到达到盈亏平衡点基本需要花费 3-4 年的时间，期间经过实验室搭建，取得相关检测资质，发展中不断的产能爬坡，最终在 5 年时间左右收回成本，因此对企业具备一定的资本需求，属于资本密集型行业。

图 23：第三方实验室的投资回报周期基本在 5 年左右，在 3-4 年时达到盈亏平衡点



资料来源：公司公告，天风证券研究所

品牌力和公信力构筑行业高壁垒。制造商往往按照其客户或政府的要求选择检测机构，而检测机构的公信力和信誉在选择的过程中会起到重要的作用。规模较小或成立时间较短的检测机构由于尚未积累起口碑信誉，很难被客户选择。因此企业在开展检测服务前需要通过各类权威机构取得进行一系列的资质认证，同时需要在长期的时间沉淀中构筑自身的品牌力和公信力。

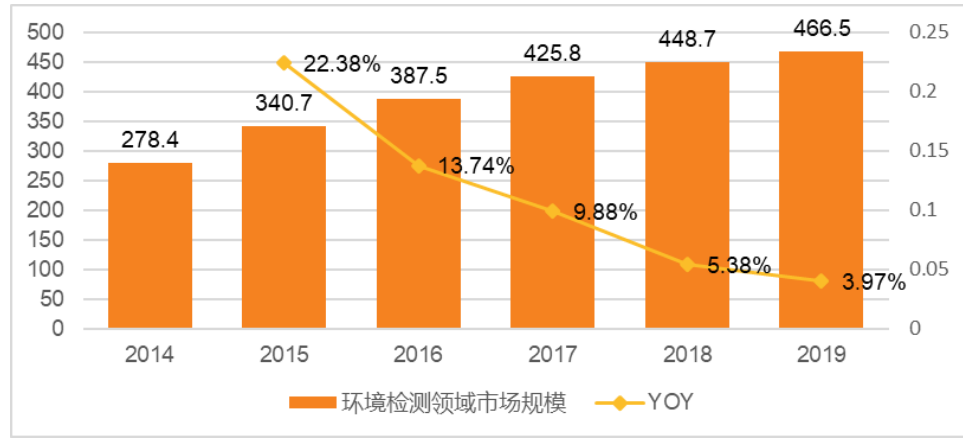
2.3. 市场下游分析：多行业打开市场空间

2.3.1. 生命科学检测：安全意识不断提升，市场空间不断扩大

生命科学检测是公司重点发展的板块，业务范围包括食品检测，环境检测，医学检测等。

环境检测作为生命科学检测的重要子行业，具有高成长性、政策支持力度大、市场增量空间大、技术壁垒较高，同时遍及环保产业各个环节的特点。受益于需求带动，第三方环境检测市场迅速发展。目前华测检测已成为该领域国内规模最大的检测机构，具备一定先发优势。

图 24：环境检测市场规模（亿元）



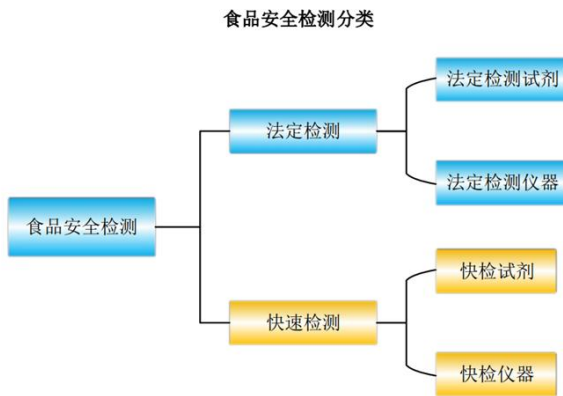
资料来源：产业信息网、天风证券研究所

伴随着一系列的环境污染问题。我国政府出台了许多相关法规政策，客观上增加了环境检测的需求。随着环保监控体系的逐步建立，执法力度的不断加大，环境检测业务前景看好。

食品检测又称食品安全检测，按照检测方法可分为法定检测和食品安全快速检测。

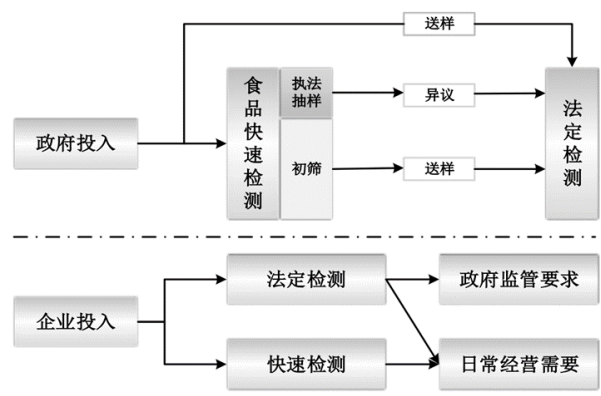
- **法定检测。**综合运用专业技术和检测装备，依照国家法律法规的规定，按照食品检验工作规范和食品安全标准对食品进行检测，出具检测报告，从而评定该产品是否达到质量安全及法定标准的行为。法定检测通常在实验室进行，流程繁杂、检测时间长、设备复杂、结果详细准确。
- **食品安全快速检测。**指包括样品制备在内，能够在短时间内出具检测结果的检测方法。操作简便、检测速度快、检测时间短、反应灵敏。

图 25：食品检测分类



资料来源：易瑞生物招股书、天风证券研究所

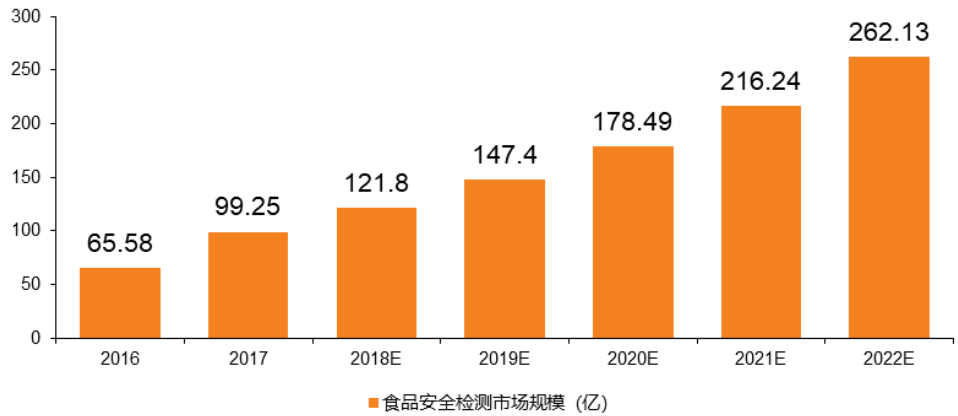
图 26：食品检测行业生态



资料来源：易瑞生物招股书、天风证券研究所

食品检测方面，由于食品安全关乎民生，国家对于食品检测规范化、标准化的要求不断提升，食品检测需求也随之变多。食品安全检测行业主要通过检测仪器及配套试剂等食品安全检测设备提供包括质量认证、食品检验检疫等方面的服务，根据中国连锁经营协会食品安全委员会的测算，2017 年食品检测的市场规模为 99.25 亿。预计 2017-2021 期间 CAGR 为 21.44%，2022 年市场规模将达到 262.13 亿。

图 27：食品安全检测市场规模



资料来源：中国连锁经营协会食品安全委员会、天风证券研究所

食品检测行业具有消费属性，品牌壁垒强。食品检测贴近终端消费者，具有一定消费属性。华测检测这样深耕食品检测领域多年的检测机构品牌力强，在终端消费者心中认可度高，先发优势明显。

近年来市场监管总局、教育部、国家卫健委等相关部门陆续出台了有关食品安全管理的细化政策，对食品安全检验管理体系的重视程度日益加强，食品检测的需求弹性不断释放。

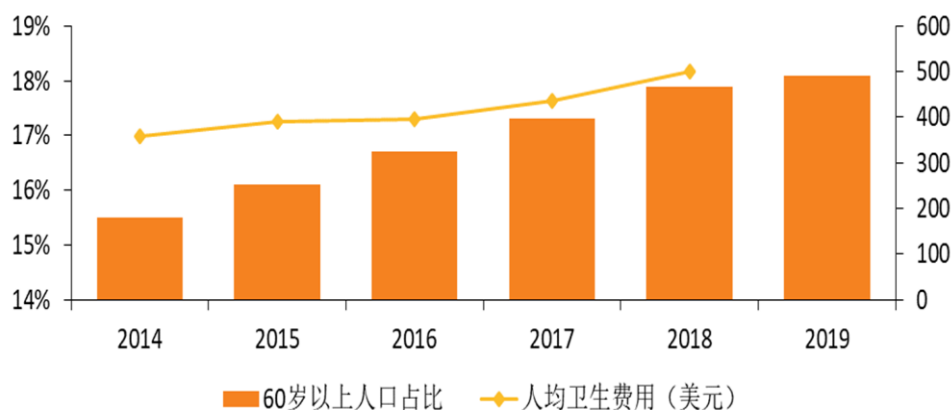
表 3：近年食品安全检测行业相关政策

日期	政策名称	内容
2020.4	《食品安全国家标准食品中兽药最大残留限量》（GB31650-2019）	该标准规定了 260 余种（类）兽药在畜禽产品、水产品、蜂产品等产品中的 2100 余项残留限量及使用要求。新增兽药品种 70 余项，残留限量标准 640 余项。兽药残留检测项目增多，对检测产品的检测种类，灵敏度提出了新要求，检测产品应用范围拓展。
2019.12	《中华人民共和国食品安全法实施条例》	强化了食品安全监管，要求县级以上人民政府建立统一权威的监管体制；对食品安全风险监测、食品检测等进一步细化规定；落实生产经营者的食品安全主体责任，完善食品安全违法行为的法律责任。
2019.5	《关于深化改革加强食品安全工作的意见》	明确到 2020 年初步建立基于风险分析和供应链管理的食品安全监管体系，到 2035 年基本实现食品安全领域国家治理体系和治理能力现代化的总体目标。
2019.2	《地方党政领导干部食品安全责任制规定》	对地方党政领导干部食品安全职责、考核监督、奖惩等作出了明确规定。
2018.12	《中华人民共和国食品安全法》	该部法律自 2015 年修订版起，肯定了食品快速检测技术在监管中的作用。
2017.6	《国家食品药品监督管理总局关于规范食品快速检测方法使用管理的意见》	省（区、市）食品药品监管部门可以对对不属于国家规定的食品快检方法开展评价，并规定食品快检产品的评价方法。
2017.5	《“十三五”食品科技创新专项规划》	提出加强食品安全风险评估，创新抗体制备、生物传感等技术，重点开发快速检测试剂与装备，推动智能监管
2017.4	《“十三五”生物技术创新专项规划》	推进生物技术与生物技术产业发展，加快培育生物技术高新企业和新兴产业，重点突破抗体制备、免疫治疗等关键技术，推动生物检测技术发展。
2017.2	《“十三五”国家食品安全规划》	要求制定食品安全标准，严格源头治理，严格过程监管，强化抽样检验；制定食品安全监管行动计划。
2017.1	《关于促进食品工业健康发展的指导意见》	要求提升食品安全监管和技术能力，构建科学高效的食品安全检测体系；改善基层执法装备配备，加强监管能力。

资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

医学检测是蓝海市场。随着经济的发展和医疗水平的进步，我国的人口结构趋于老龄化，2019 年 60 岁以上人口占比已达到 18.10%；同时人均卫生费用不断增长，消费者对于医疗领域的投入也不断加大。医学检测的需求有望持续增加。

图 28：我国 60 岁以上人口占比及人均卫生费用(美元)



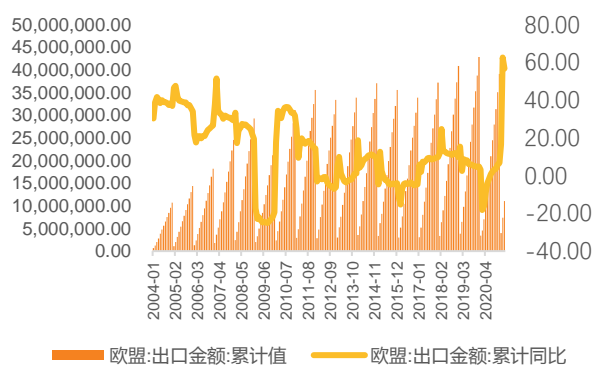
资料来源：wind、天风证券研究所

2.3.2. 贸易保障检测：新标准持续带来新需求

贸易保障检测主要为采购商、品牌商、销售商、制造者等贸易双方提供货物验证服务，为贸易过程提供货物品质的鉴证，以确保货物符合进口国和地区产品法规要求，该项服务的需求主要来自于全球贸易量尤其是中国对外贸易量快速增长。

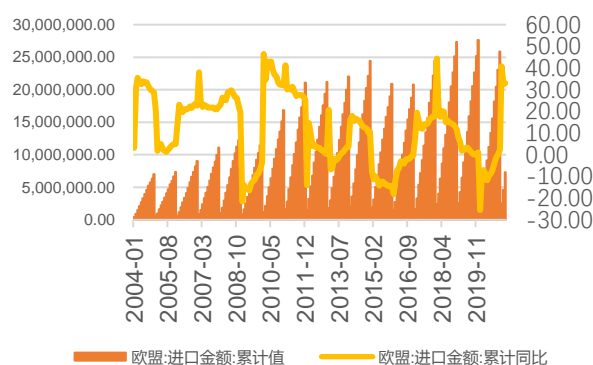
公司的贸易检测业务主要为中国与欧盟的进出口产品检测，2008 年欧盟颁布的 REACH 法规要求出口商出口的产品须通过第三方检测机构的检测并出具报告，公司抓住此次行业发展契机，进入贸易保障检测领域，并达到稳定的盈利水平。2019 年 RoHS2.0 正式落地，检测需求持续增加。

图 29：近年欧盟累计出口金额及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

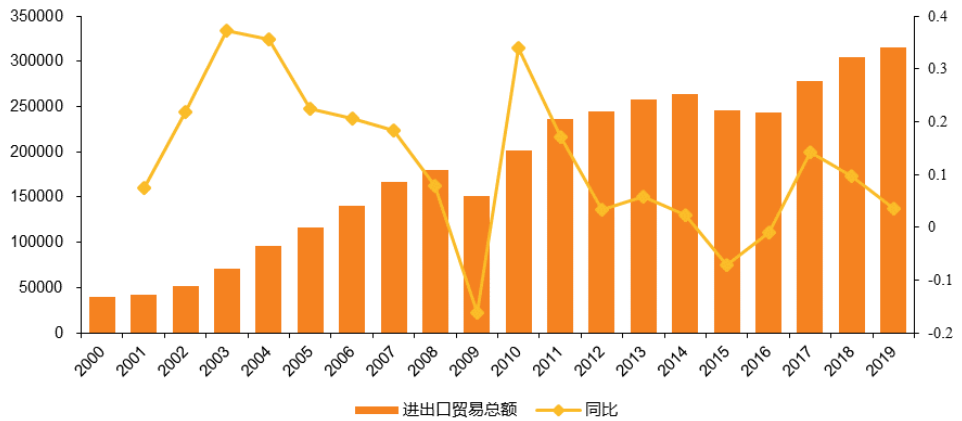
图 30：近年欧盟累计进口金额及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

市场规模大。贸易保障检测是与进出口贸易直接相关的检测市场，受益于我国庞大的进出口市场，贸易保障检测的市场规模非常大，根据立鼎产研的数据，2016 年贸易保障检测的市场规模达到 757 亿元。同时我国进出口贸易规模持续保持着高速增长，未来贸易保障检测的市场有望持续提升

图 31：我国历年进出口贸易总额(亿)



资料来源: wind、天风证券研究所

2.3.3. 工业品检测：制造业升级推动工业品检测持续发展

公司第二大业务板块，毛利率相对较低。2019 年公司工业品板块营收 5.6 亿，占总营收 17.66%，为第二大业务板块。毛利率 40.22%，在四大业务板块中最低。

下游细分市场众多。工业品测试主要为工业品的制造商以及使用企业提供工业品性能、安全性等测试、验证、评估服务。下游客户众多，来自石油、燃气、工业材料、机械、船舶、工业设备、仪器、新能源等等行业。

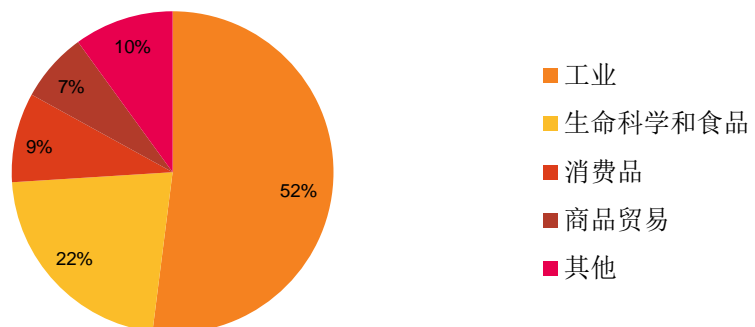
表 4：华测检测主要工业品检测业务

业务	具体内容
计量校准	仪器校准、尺寸检测、充电设施检验、医药医疗计量校准、通信行业校准等
石油化工	润滑油油液状态检测、石油产品服务、燃料油品、化工产品测试
设备	风度设备监造、风力发电机组检验、特种设备
船舶轨交	连接紧固件检验、轨道交通检验、船舶有害物质测试、航空材料检验
工业产品检测	无损检测、钢管检验
建筑工程	地基基础检测、工程现场监控量测、建筑材料检测等

资料来源: wind、天风证券研究所

最为广阔的下游市场，空间充满想象。工业类检测占据着检测市场的半壁江山，根据前瞻产业研究院的数据，工业类检测市场份额占到整个检测市场的 52%。同时工业的发展与人类社会生产力的发展息息相关，未来随着工业制造高端化、智能化等趋势的推进，势必带来更多的检测需求。

图 32：工业类检测占据检测市场半壁江山



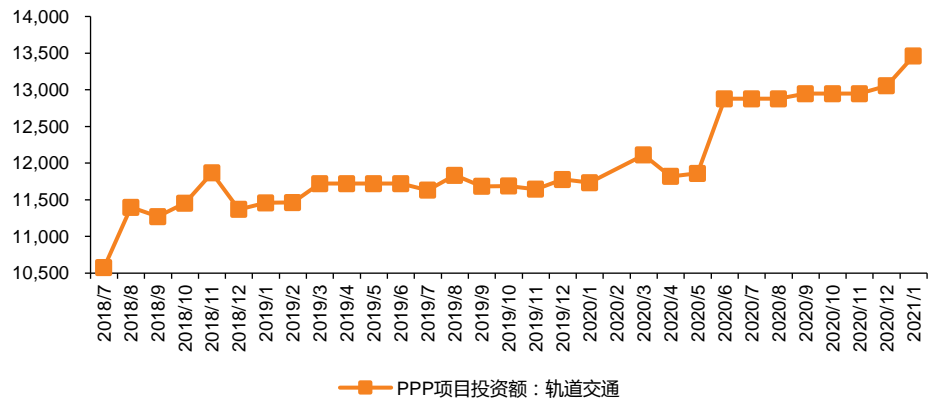
资料来源: 前瞻产业研究院、天风证券研究所

制造业升级驱动工业检测市场持续增长。制造业升级是我国工业未来重要的趋势，政府、产业等多个层面都将协同合作推进制造业发展，工业检测作为制造业的“服务业”，也将从中受益。

- **政府端，政策持续加码，提升工业检测渗透率。**推动经济高质量发展已经是政府工作的重点，制造业升级刻不容缓，对工业检测的**强制性需求**将越来越多。2019年9月8日，国务院印发的《关于调整工业产品生产许可证管理目录加强事中事后监管的决定》就明确规定，对涉及安全、健康、环保的产品，将转为强制性产品认证管理。
- **产业端，新材料新技术新设备等不断出现，打开工业检测需求天花板。**制造业的材料技术设备等是不断的迭代的，每次迭代更新都会要求检测技术也同步更新，产生新的需求。例如近年来应用较为广泛的高分子材料多属碳氢结构，易燃性强，就带来了高分子材料的阻燃性检测需求。

轨道交通是未来工业检测可能的增长点。城镇化是我国长期坚定的政策之一，而轨道交通（铁路、地铁等）的建设对于城镇化的推进有着重要的作用，轨道交通的投资额也一直在持续的增长，截至2021.1，轨道交通PPP项目投资额已达13462亿元。检测是轨道交通行业安全运行的重要保障，轨道交通行业的发展将大大带动工业检测的需求提升。

图 33：PPP 项目投资额：轨道交通（亿）



资料来源：wind、天风证券研究所

2.3.4. 消费品检测：消费升级趋势下市场高速发展

公司新兴业务板块，毛利率较高。2019年公司消费品业务板块营收4.25亿，占比13.34%，为公司新兴业务板块。毛利率52.08%，在四大业务板块中位列第二。

消费品检测业务布局全面，品牌效应有望凸显。公司在纺织、玩具、家具、汽车电子等市场均有布局，产品线完整，是国内较早一批在消费检测市场全面布局的企业之一。而消费检测往往直接面对消费者，品牌效应更强，随着时间的积累，先发优势将不断巩固。

表 5：华测检测主要消费品检测业务

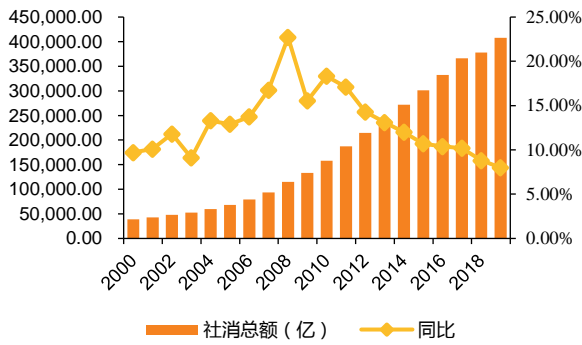
业务	具体内容
纺织服装	材质鉴定、功能性项目测试、皮革制品及配件测试、箱包测试、成分分析测试、电商平台入驻测试、服装面料国标强标 GB18401 测试等
美妆个护	化妆品及日化产品热门套餐测试、化妆品功效测试、消毒剂及抗/抑菌制剂测试等
玩具家居	餐厨具产品测试、婴童产品测试、CPSIA 测试、Reach 测试等
汽车电子	电池包测试、高压线束隔离度测试
消费品通用检测	生产初期检验 IPC、生产中期检验 DUPRO、生产终期检验 FRI、抽烟服务、货损检验等

资料来源：华测官网、天风证券研究所

居民人均可支配收入&社消总额持续增长，驱动消费品检测市场高速发展。2000-2019年，社消总额从3.9万亿元增长至40.8万亿元，增长10倍多；2013-2019年，居民人均可支

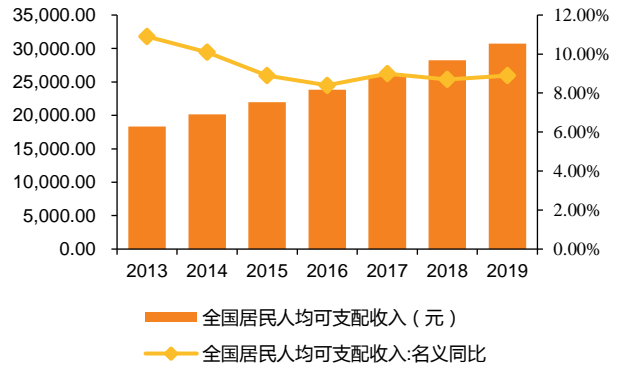
配收入由 18311 元增长至 30733 元，增长近 1 倍。消费品检测的潜在市场是一个空间巨大且不断增长的市场，市场天花板高。

图 34：社消总额持续增长



资料来源：wind、天风证券研究所

图 35：居民人均可支配收入持续增长



资料来源：wind、天风证券研究所

政策推动+消费者端追求产品质量，有望提升消费品检测渗透率。1) 政策方面，政府一直在积极的推动消费品的质量安全监管工作，国务院《关于开展消费品工业“三品”专项行动营造良好市场环境的若干意见》就明确提出要推进消费品质量检验检测和认证。2) 消费端消费者对于产品质量也越来越重视，将倒逼消费品生产企业增加检测需求，以增强自身产品在消费者心中的信任度。

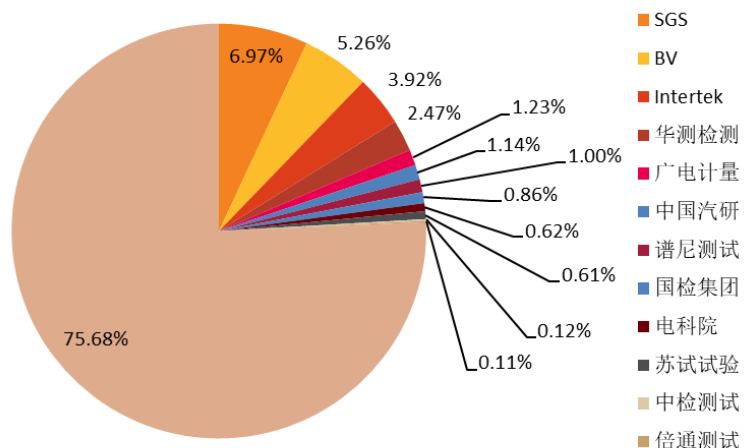
车联网、智能家居等新应用场景的或将成为消费品检测新的需求增长点。目前整个社会处于智能化、数字化的发展阶段，车联网、智能家居等是未来可预见的庞大的市场。《2018 中国智能网联汽车市场与用户洞察白皮书》预测，到 2025 年，车联网产业市场规模预计将达到 2000 亿元；MarketsandMarkets 预测到 2025 年，全球智能家居市场规模预计将增长至 1353 亿美元。庞大的消费市场将成为消费品检测持续增长的有力保障。

3. 市场竞争格局：海外龙头业务成熟，国内企业大步追赶

3.1. 市场分散，检测龙头有望凭借规模、品牌优势快速提升市占率

由于行业目前较为分散，头部企业市占率提升空间较大。从营收看，海外检测龙头 SGS、BV、Intertek 2019 年营收分别为 66 亿瑞士法郎、51 亿欧元、29.87 亿英镑；国内检测龙头企业华测检测、广电计量、中国汽研、谱尼测试、国检集团 2019 年营收（中国汽研只计算检测业务）分别为 31.83、15.88、14.75、12.87、11.07 亿元，我们估算市占率分别为 2.47%、1.23%、1.14%、1.00%、0.86%。国内龙头企业 CR5 仅为 6.7%，对比全球检测市场 2016 年 CR5 为 13.96%，国内龙头企业市占率提升的空间巨大。

图 36：国内第三方检测市场市占率



资料来源：wind、SGS 年报、天风证券研究所（SGS 中国区营收未披露，以 60%亚太区收入预估）、天风证券研究所

3.2. 海外对标标的：国际检测龙头 SGS 与 BV

时间积累带来品牌公信力。SGS 集团和 BV 集团作为全球检测市场的龙头企业，其发展历程具有一定的相似性。SGS 创立于 1878 年，BV 创立于 1828 年，存续时间都超过百年，在漫长的时间中建立起了品牌公信力。

图 37：SGS 多样化的业务线（2020）

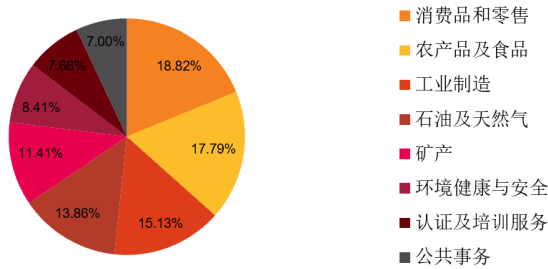
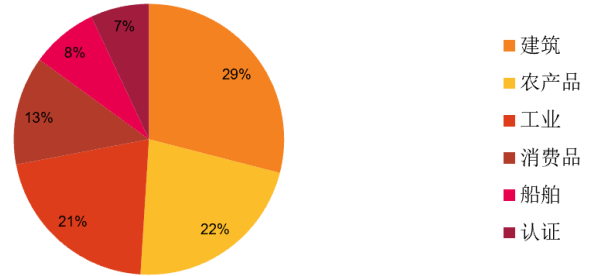


图 38：BV 专注于六大业务线（2020）



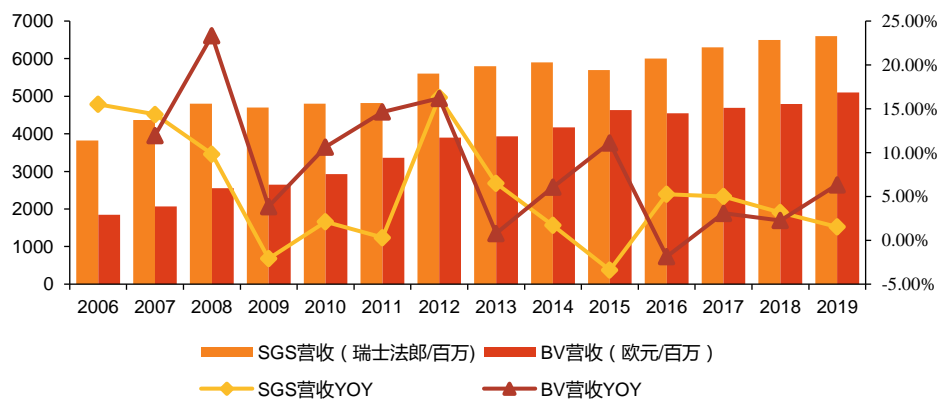
资料来源：SGS 年报、天风证券研究所

资料来源：BV 年报、天风证券研究所

凭借内生优势抓住时代机遇。SGS 凭借其多样化的扩张策略不断的在时代发展中拓展其商业版图，在二战、贸易全球化、全球基建狂潮等趋势中不断向相场景拓展，最终形成了覆盖 8 大检测领域、全球 2600 个办事处的商业帝国；BV 集团以船只检测起家，一直坚持技术创新，凭借扎实的技术深耕工业、建筑等领域，最终成长为全球市占率第二的龙头。

全球化 3.0 期间，SGS&BV 营收持续增长。2006-2019 期间，SGS 营收从 38.2 亿瑞士法郎增长至 66.0 亿瑞士法郎；BV 营收从 18.5 亿欧元增长至 51.0 亿欧元。增速上两者都呈现前高后低的趋势，与世界经济格局高度相关。在 2006-2015 持续的全球化进程期间增速较高，2016 年英国脱欧公投拉开逆全球化序幕后两大龙头增速逐步走低。

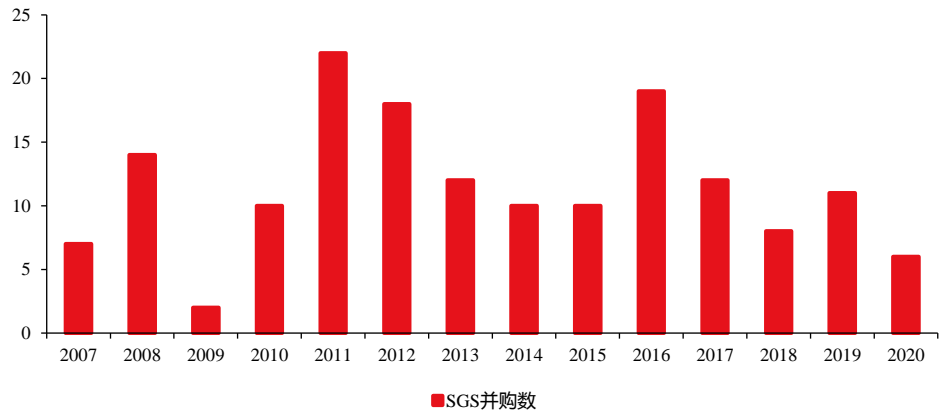
图 39：SGS&BV 持续增长



资料来源：wind、SGS 年报、天风证券研究所

碎片化的下游市场，坚定的并购策略是海外龙头扩张的关键。检测行业的下游非常分散，并购是海外龙头实现快速扩张的重要策略。以 SGS 为例，在 2007-2020 期间，SGS 平均每年并购 11.5 家企业，是营收保持增长的关键。华测检测截至目前共完成 24 次收购，尚处于发展初期，未来并购节奏加快，规模有望进入快速增长期。

图 40：SGS 坚定的并购策略



资料来源：SGS 年报、天风证券研究所

我国经济正处在向海外高质量发展模式转型的关键时期，检测行业作为国民经济的“服务业”也将“复制”海外检测行业的高速发展时期。1) 政府自 2014 年以来一直在推进检测行业的市场化改革，目前国内第三方检测市场规模占比在 40%左右，未来仍有提升空间。2) 随着我国经济飞速发展，GDP 总量达到世界第二，我国经济发展进入了一个新的阶段，不仅要追求数量更要追求质量。近年来非洲猪瘟、新冠疫情等黑天鹅事件也提升了社会对于安全、环保的追求，各行各业对于检测的需求有望持续增长，检测渗透率有望提升。

3.3. 国内竞争对手比较：初步布局阶段，华测具备先发优势

业务专注细分领域。谱尼测试与电科院体量相对较小，业务线更集中。电科院主营业务为电器检测，2019 年营收 7.5 亿，占比 93.5%，其它业务为环境检测；谱尼测试主营业务为食品与环境检测，2019 年营收 10.7 亿，占比 83.15%，其它业务为消费品检测、电子及安规、认证等。

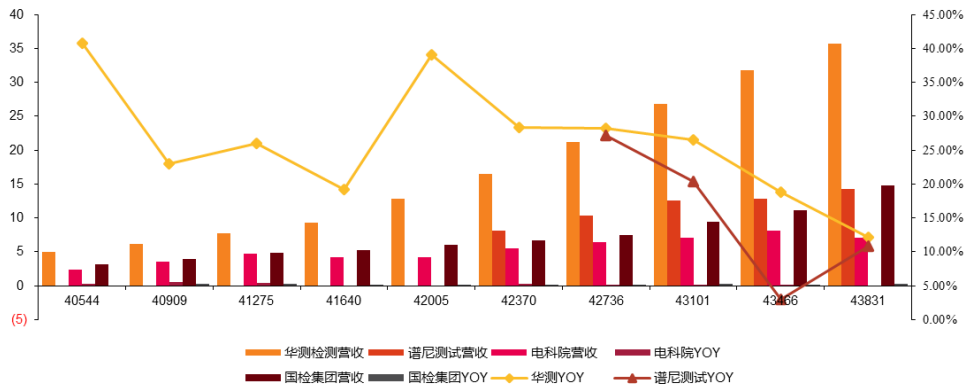
表 6：主要竞争对手业务构成

标的	概况	业务
电科院	公司是一家全国性的独立第三方综合电器检测机构，是我国电器检测行业的龙头企业之一。	高压电器检测、低压电器检测、环境检测
谱尼测试	公司是大型综合性检测机构，具备为客户提供综合化、一站式检测服务的能力，检测报告得到美国、英国、德国等 71 个国家和地区互认，具有国际公信力。	检验检测(健康与环保、消费品、安规、安保)、计量、认证
广电计量	公司是一家全国性、综合性的独立第三方计量检测服务机构，是国家火炬计划重点高新技术企业，主营业务是计量服务、检测服务、检测装备研发等专业技术服务。	计量校准、环境与可靠性测试、电磁兼容检测、化学分析、失效分析、食品农产品检测等
苏试试验	公司是一家国内领先、国际知名的力学环境试验设备及解决方案提供商，是我国力学环境试验设备行业的领导者之一。	集成电路验证与分析、环境可靠性试验等
国检集团	公司现已经发展成为国内建筑材料及建设工程领域内规模最大的、综合性、第三方检验认证服务机构。	建材检测、工程检测、产品认 C 证等

资料来源：wind、天风证券研究所

增速长期领先竞争对手。对比谱尼测试与电科院，华测检测的营收与营收增速均大幅领先于竞争对手。2011-2020 年期间，华测检测营收从 5.01 亿增长到 35.69 亿，CAGR 为 24.37%；电科院营收从 2.36 亿增长到 7.02 亿，CAGR 为 14.94%；2016-2020，谱尼测试营收从 8.17 亿增长到 14.26 亿，CAGR 为 12.88%。

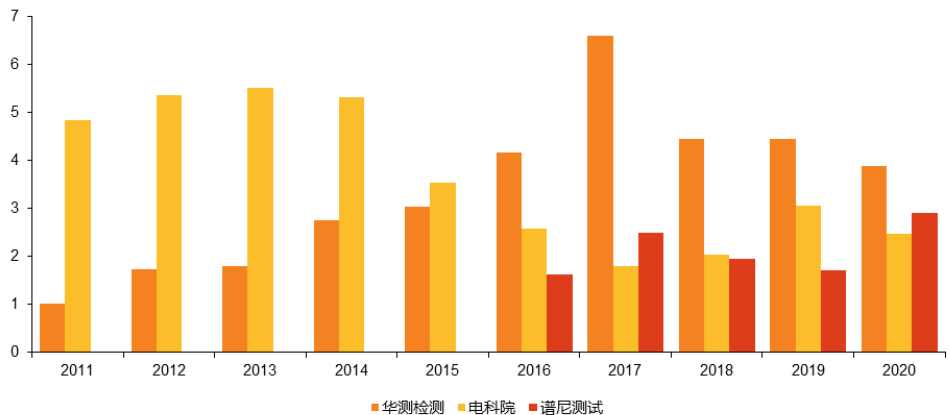
图 41：国内龙头营收及增速 (亿, %)



资料来源: wind、天风证券研究所

资本开支后来居上。检测行业资本开支主要用于实验室建设，体现了检测公司自身业务的扩张速度。2011-2020 期间，华测检测资本开支后来居上，2016 年开始跃居行业第一，国内第一龙头地位愈加巩固。

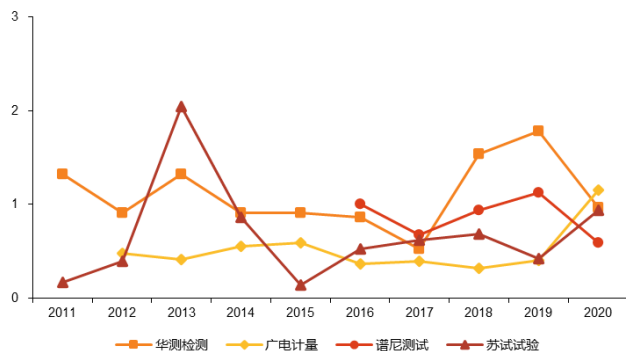
图 42: 国内龙头资本开支 (亿)



资料来源: wind、天风证券研究所

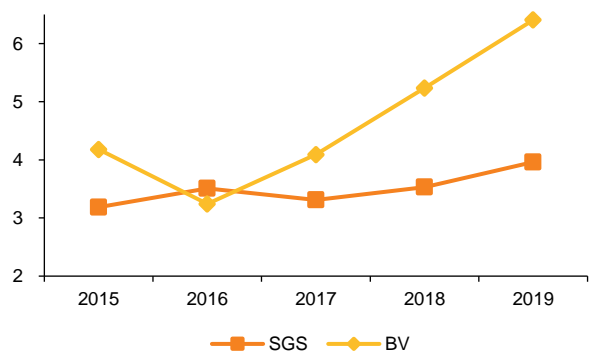
对比经营性现金流/资本支出，国内企业尚处于发展期，未来布局逐步完善，有望达到海外水平。国内方面，华测、广电计量、苏试试验、谱尼测试经营性现金流/资本支出大致在 1-2 区间，而海外龙头 SGS、BV 则在 3-5 的水平，现金流产出更高。系国内检测龙头大多处于布局阶段，投入较大，未来随着发展的成熟布局的完善，现金流/资本支出有望达到海外龙头水平。

图 43: 国内企业经营性现金流/资本支出



资料来源: wind、天风证券研究所

图 44: 海外企业经营性现金流/资本支出



资料来源: wind、天风证券研究所

4. 公司竞争力：内生外延双轮驱动，积极抓住新兴机遇

4.1. 内生外延双轮驱动，实验室稳定增长，推进战略并购

全面布局各类型实验室。公司 17 年前通过大量资本开支将实验室数量提升至 130 间以上，根据 3-4 年达到盈亏平衡点的速度来看，未来几年公司大量实验室将逐步进入稳定的盈利阶段。

表 7：近年来公司实验室增长情况（单位：间）

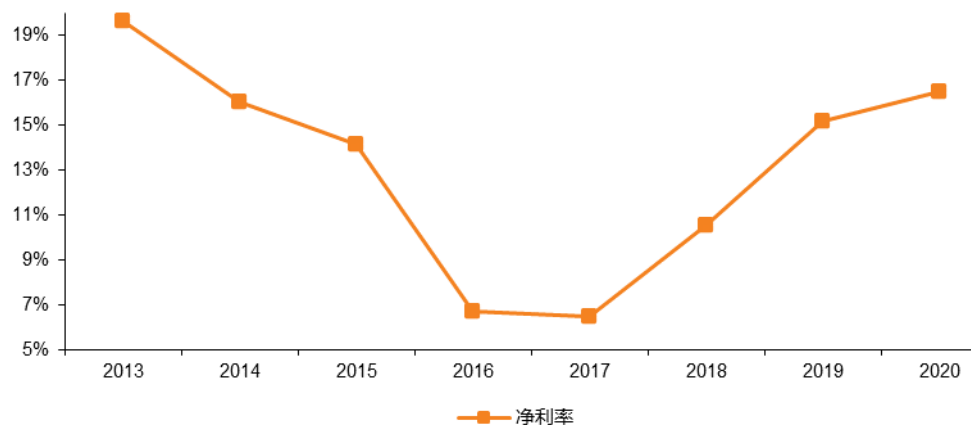
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
实验室数量	80+	100+	130+	130+	近 140	近 150

资料来源：公司年报，天风证券研究所

实验室快速增长拉动营收快速增长。从数量上看，华测检测实验室快速增长的时期是 2015-2017 年，对应的 2016-2018 年华测检测的营收增速处于高位，分别为 28.30%/28.20%/26.56%，实验室的增加对业绩拉动明显。

2018 年后实验室数量增长速度放缓，战略转向求质不求量。进入 2018 年后，华测检测实验室数量的增长速度相对于 2015-2017 期间有所放缓，公司 19 年开始将考核指标由营收变为利润，在实验室战略上也从快速的扩张转向追求单实验室利润产出和实验室之间的规模效应。从公司的净利率水平变动我们也可以看出，在公司实验室快速扩张的 16-17 年，净利率水平迅速跌落至 6.5% 左右，在 19 年改变战略后，净利率连年大幅改善，2020 年增长至 16.51%，效果显著。

图 45：华测检测历年净利率水平

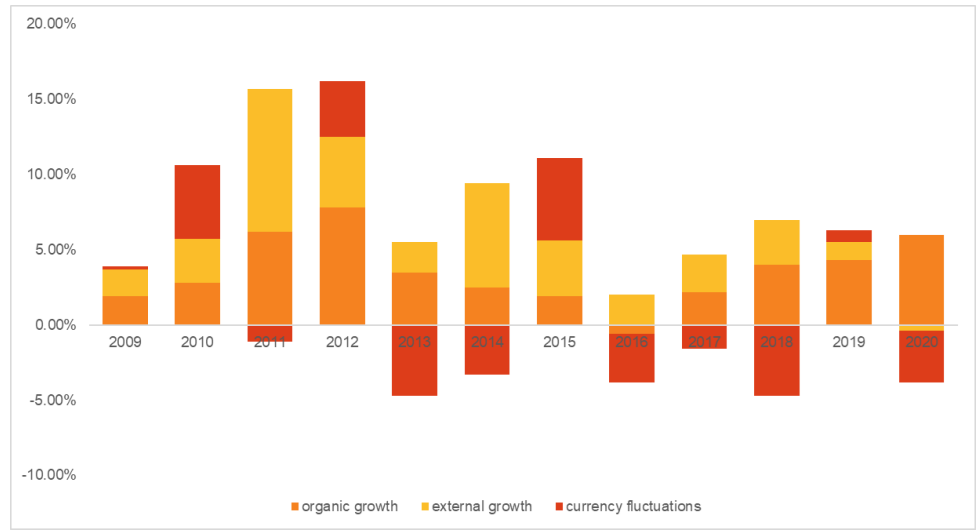


资料来源：wind，天风证券研究所

由于检测行业下游众多，检测方法具有差异性，通常外延并购是扩产自身业务板块的最佳选择。与海外巨头 SGS 以及 BV 的并购策略相似，华测近年来通过对多家公司的并购，对公司下游业务进行了延展和提升：1）除华安无损检测、MARITEC PTE LTD 以及德国易马外，收购公司的投资金额均在 1 亿以内，大部分集中在一千万左右，主要借助收购公司进入新兴领域；2）收购标的主要集中在公司近年来重点发展的工业品和消费品测试中，在 14-16 年进行了大量的收购。

从 BV 的发展历程看，并购对于业绩增长的贡献显著。我们分析了 BV 集团 2009-2020 期间的业绩增长因素，发现并购起到了非常关键的作用。并购（external growth）平均每年贡献 3.32% 的业绩增长，而内生增长率（organic growth）为 3.54%，两者基本持平。

图 46：BV 历年营收贡献拆分

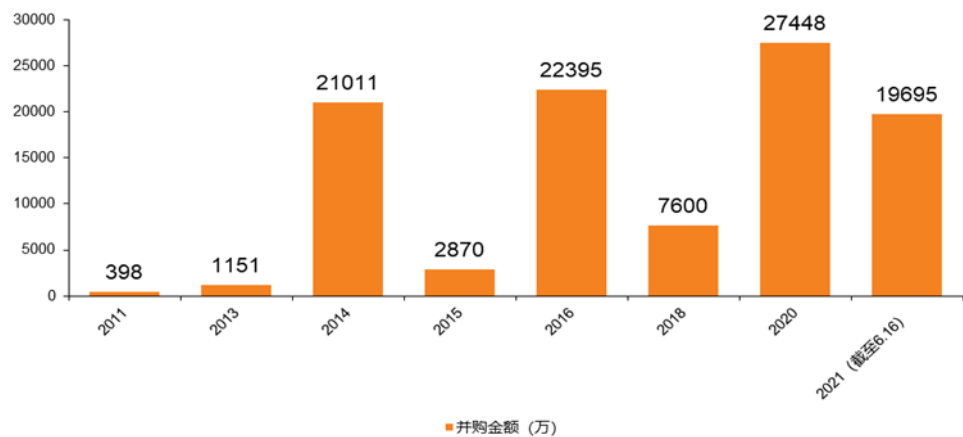


资料来源: BV 年报, 天风证券研究所

16年后逐步减缓收购步伐，专注自身产品以及财务质量的提升。2016年后，公司策略从不断抓住市场机会增长规模转变为进行具体的战略规划，减缓了收购的速率，2011年至2016年公司共进行了19次收购，而2017年开始收购速度大幅放缓，将重心转至对现有业务和市场进行梳理和规整，提升公司整体财务质量。

20年开始再度加快并购步伐，业绩增长有望再次提速。进入2020年后，华测检测再次加快了并购的步伐，截至2021H1，华测检测共有4起并购，合计金额47143万元。分别布局船舶、汽车、IDC领域，为未来几年的业绩高速增长打下了基础。

图 47: 华测检测历年并购金额 (万元)



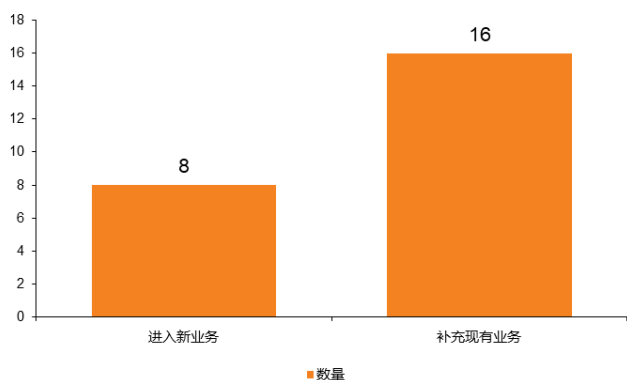
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

梳理华测检测 2011-2021 期间的并购案例，其并购逻辑主要有两点：

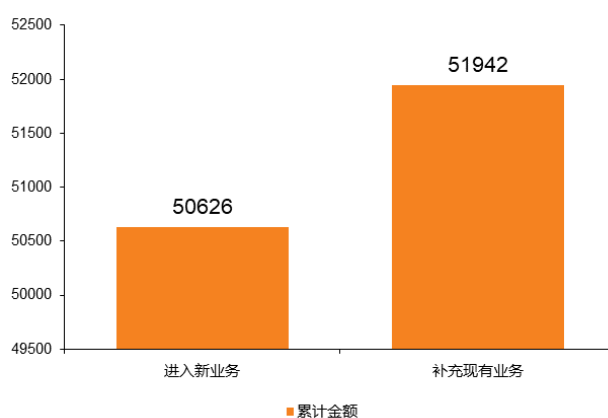
- **进入新业务领域。**24起并购案例中共有8起是为了进入新业务领域，数量较少但单笔金额大。8笔收购共耗资50626万元，占总耗资接近一半。
- **抢占市场份额，强化现有业务。**24起并购案例中共有16起是为了强化完善现有业务，单笔收购金额相对少，24笔收购共耗资51942万元。

图 48: 并购次数 (次)

图 49: 并购金额 (万元)



资料来源：公司公告、天风证券研究所



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 8：公司近年来收购标的梳理（投资金额单位：万元）

项目名称	收购时间	股权比例	投资金额	投资目的	标的简介
杭州瑞欧科技有限公司	2011	51%	398	进入化学品领域，为为广大客户提供包括化学品法规服务、检测、检验、认证在内的第三方综合服务平台以及一站式服务模式	一家专业为国内外企业提供产品全球市场准入咨询、代理、技术服务的高科技创新型企业，为全球 3000 余家企业提供了包括欧盟 REACH 法规注册、欧盟生物杀灭剂注册、欧盟饲料添加剂注册、欧盟 CLP 通报、RoHS、PAHs 等在内的国际贸易壁垒综合应对服务等。
苏州华测安评化学品技术服务有限公司	2013	100%	577	完善化学品领域业务布局	2004 年成立，主要业务为化学品生态毒理分析、测试、咨询、评估服务
CEM INTERNATIONAL LTD	2013	70%	564	借助 CEM 的资质成为欧洲权威公告机构	2004 年成立，公司类别属于担保有限公司。
杭州华安无损检测技术有限公司	2014	100%	18000	进入国内无损检测市场，更快的被市场认可	2001 年成立，专业从事特种设备、轨道交通、建筑钢结构、石油化工、电力设施、船舶海工、桥梁网架、五金型材等行业的无损检测
新加坡 POLY NDT LIMITED	2014	70%	1703	进入新加坡船舶无损检测领域，打入全球船舶供应链绿色服务领域。在技术咨询、检验业务以及认证方面产生很好的协同效应。	1975 年成立，经营范围为船舶、油轮以及其他海上交通工具的维修。
黑龙江省华测检测技术有限公司	2014	100%	1300	加速公司的战略布局，强化公司食品业务在东北地区布局。使华测检测食品事业部实现可持续性增长。	哈尔滨市食品工业研究所有限公司将食品检测中心的资产和人员剥离注册成立的新公司。
河南华测检测技术有限公司	2015	100%	550	为了扩展自身食品检测业务，强化河南周边的布局。	2015 年成立，经营范围包括食品、食品添加剂、食品产品等业务
广州市衡建工程检测有限公司	2015	65%	180	增强自身在建筑业的检测业务，如房屋的主体结构检测，地基基础工程检测以及钢结构工程资质检测	2004 年成立，公司主要从事的市政道路工程、房屋建筑工程的建筑材料等的检测工作。
福州特安泉检测	2015	51%	120	为了强化国内的无损检测市场，提	2004 年成立，公司主要经营无损检测技术

技术有限公司				升市占率。	咨询、技术研究和技术服务等业务。
舟山市经纬船舶服务有限公司	2015	60%	1020	扩展公司船舶无损检测，测厚及海洋工程装备无损检测等业务，进军国内船舶无损检测等业务。	2005年成立，公司经营范围包括船舶无损检测、测厚、海洋工程装备无损检测等业务。
浙江久正工程检测有限公司	2015	51%	1000	强化公司建筑工程检测业务，以及工程中的消防检测以及人防检测等业务。	2007年成立，经营范围包括许可项目：建设工程质量检测；检验检测服务等业务。
宁波唯质检测技术服务有限公司	2016	100%	4387	提升纺织品检测业务，如家纺检测，服装鞋帽检测，玩具轻工等业务。	2005年成立，公司经营范围包括：纺织品、服装、面辅料、鞋帽等的检测服务等。
镇江华测金太医学检验所有限公司	2016	51%	1020	扩展自身医学检测业务，借助平台进入国内的医学检测业务市场。	2016年成立，公司主要经营医学检验科以及生物新产品的科技研发、生产、技术转让、技术咨询。
江阴华测职安门诊部有限公司	2016	67%	1000	进入国内职业健康检查市场。	2003年成立，是一家集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体的综合性第三方机构
北京华测食农认证服务有限公司	2016	100%	319	扩展自身食品管理体系以及食品农产品认证等业务。	2005年成立，经营范围包括认证；技术转让、技术咨询、技术服务；会议服务。
华测电子认证有限责任公司	2016	71%	7100	扩展自身电子认证检测业务，借助平台扩展电子签章，时间戳系统，统一认证服务器以及手写签名。	2003年成立，经营范围包括电子认证服务；数字证书的制作、颁发和管理等业务。
福建尚维测试有限公司	2016	51%	1173	借助平台提升公司现有的服装及纺织品，鞋类及皮革等检测业务的市场。	2012年成立，公司主营业务为纺织品、服装、鞋类及其鞋材、皮革制品、装饰品、玩具、儿童用品等业务。
浙江盛诺检测技术有限公司	2016	51%	296	进军国内塔式起重机，高空升降级以及汽车起重机等起重机械的检测与评估业务。	2013年成立，经营范围包括服务：起重机械、电梯、厂（场）内机动车、安全阀、工程机械、建筑工程等的安全检测
河南省数字证书有限责任公司	2016	71.26%	7100	加快公司业务在河南省及周边地区的布局，实现规模效益和协同效应。	2003年成立，公司经营范围包括电子认证服务；从事全省数字证书的制作、颁发和管理等。
浙江方圆电气设备检测有限公司	2018	13%	7600	扩展公司的电器实验室的业务范围，如低压、中高压检测领域，使公司电器事业部实现可持续性增长。	2005年成立，公司主营业务为高、中、低压电器、电力变压器及其他电器产品等的检验。
新加坡 MARITEC PTE LTD	2020	100%	27448	进军亚太地区的船用油品检测市场	1999年成立，主营包括技术测试和分析服务，燃料和润滑油测试和咨询服务，其他船级社以外的海洋测量业务。
迈格安（南通）汽车安全检测服务有限公司	2021	100%	3500	加快汽车检测领域布局	2016年成立，公司主营为汽车及汽车零部件的安全检测及相关咨询和技术支持等配套服务。
北京国信天元质量测评认证中心	2021	20%	1300	加快公司业务在北京市及周边地区的布局，实现规模效益和协同效应。	2009年成立，公司主营为认证服务；技术检测；技术咨询、技术推广、技术服务；会议服务；计算机系统服务。
德国易马 Imatuv GmbH	2021	90%	14895	加快汽车检测领域布局，加强与国内德系车企合作	2002年成立，公司主营为提供机动车测试服务，与德系知名品牌客户有长期良好的合作基础。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 管理层改动提升管理品质，股权激励促进发展动力

原 SGS 中国总裁及全球执行副总裁申屠献忠加入公司，公司消费品检测业务稳步提升。2018 年，原 SGS 中国总裁及全球执行副总裁申屠献忠加入公司，申屠献忠广阔的国际化视野和丰富的管理经验为公司带来国际先进的管理理念和方法，助推公司消费品检测业务走上高质量发展的道路。

增加人员的多样性以适应市场需求的变化，不断更新公司业务布局。原 SGS 中国工业、交通和消防科技事业群总经理兼 SGS 东北亚区交通服务负责人曾啸虎受聘加入公司。目前国内工业品测试市场规模庞大，是公司目前的战略重心所在。曾啸虎具有丰富的管理经验和相关领域长时间的从业经历有望加速公司工业品测试业务的增长。

表 9：华测检测主要高管成员介绍

姓名	职务	工作经历
万峰	董事长；董事	2003 年参与筹建华测公司，2004 年 7 月起担任副总裁； 2007/08-至今；华测检测认证集团股份有限公司董事长、董事、法定代表人(2010 年 8 月,2013 年 8 月,2016 年 8 月获得连任)； 2016/08-2018/06；华测检测认证集团股份有限公司总裁。
申屠献忠	总裁；董事	曾任职 SGS 集团全球执行副总裁,负责全球消费品检测服务,SGS 中国区总裁,SGS 全球消费品检测和工业服务多个副总裁职务.曾任职通标标准技术服务有限公司董事和瑞士 bluesign Technologies ag. 董事长等多个董事会职务； 2018/06-至今；华测检测认证集团股份有限公司总裁； 2018/06-至今；华测检测认证集团股份有限公司董事；
曾啸虎	副总裁；	曾任职 SGS 中国工业、交通和消防科技事业群总经理兼 SGS 东北亚区交通服务负责人, SGS 中国消费品检测事业群总经理,SGS 全球轻工产品业务副总裁等管理职务； 2019/01-至今；华测检测认证集团股份有限公司副总裁；

资料来源：wind，天风证券研究所。

股权激励计划增强管理层及其他核心管理人员凝聚力。公司近年于 2018 年 12 月 17 日及 2019 年 5 月 21 日共发布两次股权激励计划。第一期股权计划拟以 6.31 元/股的价格向 38 名激励成员授予 2065 万份股票期权，约占激励计划公告时公司总股本 1,657,530,714 股的 1.2458%，18 年和 19 年已达成预期目标。

表 10：2018 年股权激励分配情况

行权安排	行权期间	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2018 年归属于上市公司股东净利润达到 2.4 亿
第二个行权期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2019 年归属于上市公司股东净利润达到 3 亿
第三个行权期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%	2020 年归属于上市公司股东净利润达到 3.6 亿或 2018 年-2020 年累计达到 10 亿

资料来源：公司公告，天风证券研究所

第二期股权激励计划拟向 9 名激励成员以 9.23 元/股的价格授予 470 万份股票期权，约占激励计划公告时公司总股本 1,657,530,714 股的 0.28%，19 年已达成预期目标。

表 11：2019 年股权激励分配情况

行权安排	行权期间	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2019 年归属于上市公司股东净利润达到 3 亿
第二个行权期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2020 年归属于上市公司股东净利润达到 3.6 亿
第三个行权期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%	2021 年归属于上市公司股东净利润达到 4.32 亿或 2018 年-2020 年累计达到 11.5 亿

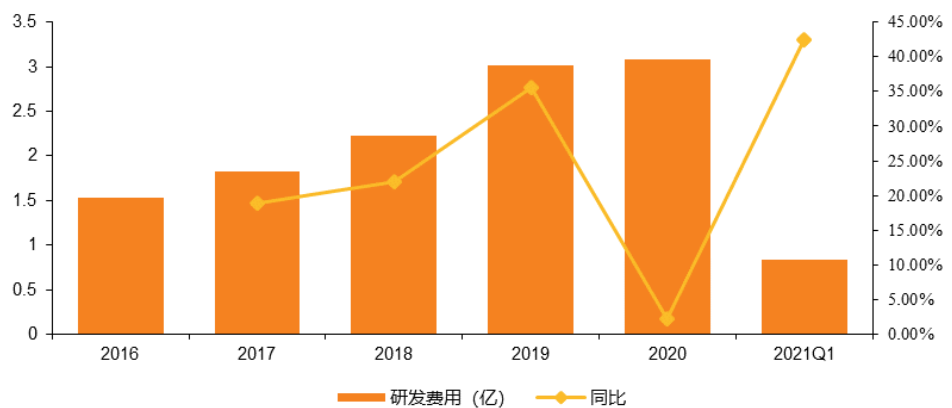
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 研发驱动品质提升，打造品牌公信力

公司具备行业领先的研发能力。公司作为国内民营检测机构设立最早、投入最多的专业研究机构之一，并成立了集团研究院，依托研究院的技术支持，不断提高公司检测技术领域核心竞争力，以行业专家为核心的研发队伍潜心研究行业前沿技术，为各大事业部的业务拓展提供强大的技术支撑。

近年来公司的研发支出在营收的占比均高达 8%以上，并参与制修订国际、国家、行业标准 536 项，其中国际标准 4 项，国家标准 304 项，强制性标准 20 项，在行业内具备领先的研发能力。

图 50：公司近年来研发支出及占比情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

企业作为较早一批进入检测行业企业，具备较强的公信力，获得社会各界的认可。检测机构的公信力和信誉是核心壁垒，在客户选择的过程中起到重要作用，而公信力、信誉的积累需要企业长年累月的提供优质服务，行业先发优势明显。华测检测成立于 2003 年，是国内最早的一批第三方检测企业，也是最早上市的检测企业，公信力是其核心竞争力。在不断的发展过程中，其品牌受到了各界认可，其大客户既有中国环境监测总站这样的政府组织，也有华为这样的知名企业。同时，公司通过了各类权威机构的认证，也是许多行业标准的制定者。

重视公信力和品牌维护，通过内部质控保障服务质量。公司通过成立 QHSE 部门，对质量、健康、安全、环境进行垂直管理，并出台了《QHSE 监督管理办法》等内部法规，严控质量风险，对违规行为采取零容忍政策，保障服务质量，维护公司公信力和品牌形象。

图 51：华测检测取得了各类权威认证

图 52：华测检测获得各界客户认可



资料来源：华测检测年度报告、天风证券研究所



资料来源：华测检测年度报告、天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

我们对公司业务进行拆分，分别为生命科学检测、工业品测试、贸易保障检测、消费品测试，2020 年收入分别为 19.9、7.0、4.8 和 4.0 亿元，毛利率分别约为 48.0%、46.3%、68.8%、43.5%。我们认为：

- 1) 生命科学检测作为公司的传统业务，受碳中和政策的支持以及消费升级的影响，将进入稳定增长的状态，因此假设 21-23 年销售额增速分别为 26%、25%、24%，收入将分别达到 25.1、31.3、38.9 亿元。
- 2) 贸易保障检测作为公司保持优势的传统业务，20 年受到疫情一定影响增速放缓，21 年开始疫情逐渐褪去中欧贸易往来有望恢复，因此假设 21-23 年销售增速分别为 15%、6%、17%，收入将分别达到 5.5、6.4、7.5 亿元。
- 3) 工业品测试作为公司新进入市场，开拓期收入增速将有望增加，假设 21-23 年销售额增速分别为 30%、30%、30%，收入将分别达到 9.1、11.8、15.3 亿元。
- 4) 消费品测试作为公司新进入市场，开拓期收入增速将有望增加，假设 21-23 年销售额增速分别为 12%、14%、16%，收入将分别达到 4.5、5.1、6 亿元。

基于此，预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 44.14 亿、54.64 亿、67.60 亿，YOY 为 23.72%、23.78%、23.72%；归母净利润分别为 7.56 亿、9.43 亿、11.91 亿，YOY 为 30.88%、24.71%、26.32%，对应 PE 65X、52X、41X。

表 12：公司未来三年业务拆分（单位：亿元）

报告期	2015	2016	2017	2018	2019	2020A	2021E	2022E	2023E
生命科学检测									
收入	5.34	7.28	10.26	14.25	17.63	19.90	25.07	31.34	38.86
YOY		36.45%	40.91%	38.89%	23.68%	12.90%	26.00%	25.00%	24.00%
成本	2.79	3.88	5.88	8.60	9.31	9.56	12.91	16.08	19.82
毛利	2.54	3.40	4.39	5.65	8.32	9.56	12.16	15.26	19.04
毛利率(%)	47.64	46.75	42.74	39.64	47.19	48.04	48.50	48.70	49.00
工业品测试									
收入	2.32	3.15	4.31	5.00	5.62	6.96	9.05	11.76	15.29
YOY		35.54%	37.04%	16.10%	12.32%	23.83%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	1.12	1.88	3.25	3.10	3.36	3.74	4.80	6.18	7.95
毛利	1.20	1.26	1.06	1.91	2.26	3.22	4.25	5.59	7.34

毛利率(%)	51.69	40.14	24.64	38.10	40.22	46.26	47.00	47.50	48.00
贸易保障检测									
收入	2.90	3.43	3.27	3.65	4.34	4.8	5.52	6.40	7.49
收入 YOY		18.22%	-4.60%	11.78%	18.82%	10.57%	15.00%	16.00%	17.00%
成本	0.93	1.12	0.94	1.10	1.40	1.50	1.71	1.98	2.32
毛利	1.97	2.31	2.33	2.55	2.94	3.30	3.81	4.42	5.17
毛利率(%)	67.91	67.41	71.37	69.85	67.69	68.8	69.0	69.0	69.0
消费品测试									
收入	2.32	2.67	3.34	3.90	4.25	4.02	4.50	5.13	5.95
收入 YOY		14.92%	25.22%	16.66%	8.84%	-5.30%	12.00%	14.00%	16.00%
成本	1.09	1.28	1.72	2.00	2.03	2.27	2.30	2.59	2.98
毛利	1.24	1.39	1.62	1.90	2.21	1.75	2.21	2.54	2.98
毛利率(%)	53.27	51.89	48.44	48.76	52.08	43.5	49.0	49.5	50.0
收入总计	12.88	16.52	21.18	26.81	31.83	35.68	44.14	54.64	67.60
毛利总计	6.95	8.36	9.40	12.01	15.73	17.83	22.43	27.81	34.53
毛利率	53.95%	50.61%	44.37%	44.80%	49.41%	49.97%	50.81%	50.90%	51.08%
营业收入增长率		28.30%	28.20%	26.56%	18.74%	12.09%	23.72%	23.78%	23.72%

资料来源: wind, 天风证券研究所

公司是检测服务企业, 我们选取同为检测服务企业的广电计量、谱尼测试作为可比公司。可比公司 21 年 PE 平均值为 60X, 广电计量为 68X, 谱尼测试为 52X。华测检测作为国内营收规模最大的检测企业, 毛利率、净利率水平都优于国内的同业企业, 业务覆盖面最广、实验室网络布局完善, 且近年来并购动作频频, 未来业绩增长有保障。我们看好公司在本行业的核心竞争力和发展潜力, 作为国内检测行业的龙头企业应给予较高的估值, 因而选择 2021 年 84X 作为目标估值, 目标市值 635.02 亿元, 上涨空间为 35.23%, 对应目标价 38.00 元, 维持“买入”评级。

表 13: 公司相对估值 (亿元)

代码	股票	净利润				总市值		PE			
		2020	2021E	2022E	2023E	2021/7/9	2020	2021E	2022E	2023E	
002967.SZ	广电计量	2.35	3.33	4.56	5.97	227.39	96.61	68.21	49.88	38.10	
300887.SZ	谱尼测试	1.64	2.09	2.70	2.70	109.58	66.92	52.43	40.64	40.64	
	平均值	2.00	2.71	3.63	4.33	168.48	81.77	60.32	45.26	39.37	
300012.SZ	华测检测	5.78	7.56	9.43	11.91	469.60	81.30	62.12	49.81	39.43	

资料来源: wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

- 1) 新冠疫情反复。新冠疫情和国民经济发展相关, 若疫情反复, 则整体经济发展将放缓, 检测行业作为服务业也将受到影响。
- 2) 下游产业发展不及预期。检测行业市场规模与下游产业产值有关, 若下游产业发展不及预期, 检测企业业绩将受到影响。
- 3) 市场竞争加剧。检测行业为高毛利的优质赛道, 若海外检测企业加大对中国市场投入, 国内检测企业业绩可能受到影响。
- 4) 政策不及预期。第三方检测行业的市场空间与政策的开放程度相关, 若政策市场化程度收紧, 检测企业业绩可能受到影响。
- 5) 并购决策风险及并购整合风险。若并购后标的经营情况不及预期, 公司业绩可能受到影

响。

6)公信力和品牌受不利事件影响的风险。公司所处行业为第三方公正检测，若发生出具虚假检测报告等不利事件可能会有被取消资质等风险，影响公司业绩。

7)贸易往来恢复不达预期。贸易保障检测为公司第三大业务板块，与国家贸易息息相关，若贸易往来恢复不达预期，公司贸易保障检测业务业绩可能受到影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	507.07	560.62	1,260.63	2,252.76	3,165.62	营业收入	3,183.26	3,567.71	4,414.08	5,463.64	6,759.61
应收票据及应收账款	757.69	779.60	973.77	1,090.27	1,576.02	营业成本	1,610.47	1,785.12	2,171.42	2,682.88	3,306.91
预付账款	35.81	52.72	43.79	81.63	73.56	营业税金及附加	13.48	18.26	14.57	20.76	25.69
存货	19.88	32.34	14.71	42.68	27.14	营业费用	604.73	667.77	816.61	999.85	1,223.49
其他	921.17	1,242.12	1,309.79	1,336.98	1,357.94	管理费用	222.67	235.13	273.67	327.82	392.06
流动资产合计	2,241.62	2,667.39	3,602.68	4,804.31	6,200.27	研发费用	300.59	308.23	370.78	458.95	567.81
长期股权投资	105.75	118.07	118.07	118.07	118.07	财务费用	7.67	11.42	3.42	(0.52)	(7.75)
固定资产	1,276.28	1,418.65	1,343.98	1,267.04	1,173.61	资产减值损失	(13.52)	4.28	0.00	0.00	0.00
在建工程	116.98	212.14	163.28	157.97	142.78	公允价值变动收益	(0.91)	9.37	0.00	0.00	0.00
无形资产	151.00	144.70	137.22	129.73	122.25	投资净收益	84.44	29.09	60.00	60.00	60.00
其他	542.63	893.73	754.33	712.46	686.04	其他	(168.47)	(153.04)	(120.00)	(120.00)	(120.00)
非流动资产合计	2,192.64	2,787.28	2,516.88	2,385.26	2,242.75	营业利润	522.11	652.08	823.61	1,033.90	1,311.40
资产总计	4,434.27	5,454.68	6,119.72	7,189.63	8,443.09	营业外收入	23.05	3.63	30.00	30.00	30.00
短期借款	192.78	160.15	400.00	400.00	400.00	营业外支出	8.91	4.44	5.55	6.30	5.43
应付票据及应付账款	413.20	548.93	440.27	752.12	717.62	利润总额	536.25	651.27	848.06	1,057.60	1,335.97
其他	502.62	648.52	652.88	566.94	778.76	所得税	52.27	62.17	80.57	100.47	126.92
流动负债合计	1,108.59	1,357.61	1,493.15	1,719.06	1,896.38	净利润	483.97	589.10	767.49	957.13	1,209.05
长期借款	0.00	84.82	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	7.58	11.49	11.51	14.36	18.14
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	476.40	577.61	755.98	942.77	1,190.92
其他	117.26	178.78	125.00	125.00	135.00	每股收益(元)	0.29	0.35	0.45	0.56	0.71
非流动负债合计	117.26	263.61	125.00	125.00	135.00						
负债合计	1,225.85	1,621.22	1,618.15	1,844.06	2,031.38	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	61.28	89.18	100.69	115.04	133.18	成长能力					
股本	1,657.53	1,665.14	1,671.17	1,671.17	1,671.17	营业收入	18.74%	12.08%	23.72%	23.78%	23.72%
资本公积	51.37	113.43	113.43	113.43	113.43	营业利润	65.92%	24.89%	26.30%	25.53%	26.84%
留存收益	1,485.37	2,064.46	2,729.72	3,559.36	4,607.37	归属于母公司净利润	76.45%	21.25%	30.88%	24.71%	26.32%
其他	(47.13)	(98.74)	(113.43)	(113.43)	(113.43)	获利能力					
股东权益合计	3,208.42	3,833.46	4,501.57	5,345.57	6,411.71	毛利率	49.41%	49.96%	50.81%	50.90%	51.08%
负债和股东权益总计	4,434.27	5,454.68	6,119.72	7,189.63	8,443.09	净利率	14.97%	16.19%	17.13%	17.26%	17.62%
						ROE	15.14%	15.43%	17.18%	18.02%	18.97%
						ROIC	22.28%	30.65%	35.69%	40.00%	52.78%
						偿债能力					
						资产负债率	27.64%	29.72%	26.44%	25.65%	24.06%
						净负债率	-9.79%	-7.38%	-18.88%	-34.39%	-42.83%
						流动比率	2.02	1.96	2.41	2.79	3.27
						速动比率	2.00	1.94	2.40	2.77	3.26
						营运能力					
						应收账款周转率	5.03	4.64	5.03	5.29	5.07
						存货周转率	183.79	136.64	187.64	190.42	193.65
						总资产周转率	0.75	0.72	0.76	0.82	0.86
						每股指标(元)					
						每股收益	0.29	0.35	0.45	0.56	0.71
						每股经营现金流	0.48	0.56	0.46	0.77	0.76
						每股净资产	1.88	2.24	2.63	3.13	3.76
						估值比率					
						市盈率	102.61	84.63	64.66	51.85	41.05
						市净率	15.53	13.06	11.11	9.35	7.79
						EV/EBITDA	21.87	37.85	41.88	33.42	26.49
						EV/EBIT	28.38	49.05	56.61	44.40	34.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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