

谱尼测试 (300887)

综合性第三方检测龙头，成长提速迎戴维斯双击

增持 (首次)

2022 年 04 月 06 日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 罗悦

执业证书: S0600120100013

luoyue@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	1,426	2,002	2,558	3,248
同比 (%)	10.78	40.35	27.77	26.98
归属母公司净利润 (百万元)	164	218	289	373
同比 (%)	30.91	33.01	32.51	29.25
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.19	1.59	2.11	2.72
P/E (现价&最新股本摊薄)	53.64	40.33	30.44	23.55

投资要点

■ 综合性第三方检测龙头，业绩成长提速

谱尼测试是国内少有的综合性第三方检测龙头，业务涵盖检测、环境、医学及消费品检测等全品类布局。公司拥有国家认证委、市场监管总局等完备资质，广泛参与冬奥会、建国七十周年等知名项目，获政府及中大型企业客户高度认可，资质及公信力构筑核心壁垒。2021 年公司收入 20 亿元，同比+40%；归母净利润 2.18 亿元，同比+33%，2016-2021 年 CAGR 分别为 20%、17%，受益于上市后产能瓶颈缓解，业绩增长提速。

■ 第三方检测穿越牛熊，优选内资龙头

第三方检测商业模式类似全产业链信评公司，增速快、增长稳，穿越牛熊，发展前景广阔。2020 年我国第三方检测市场规模为 1918 亿元，同比+13%，2013-2020 年 CAGR 19%，行业增速为 GDP 增速 2 倍以上。行业竞争格局呈碎片化、集约化，2020 年国内检测龙头华测检测份额仅 1%、谱尼测试仅 0.4%，外资合计份额仅 6.3%，2016-2020 年 5 家国内上市检测公司收入 CAGR 24%，高于行业平均，龙头份额提升及增长潜力大。

检测黄金赛道牛股频出，海外检测龙头 SGS、Eurofins、Intertek、BV 长期跑赢大盘，2011-2021 年估值中枢为 30 倍，享有市场估值溢价。相较外资龙头收入增速个位数，内资龙头收入增速保持 2 位数以上，基于优异成长性，我们认为内资检测龙头较外资应具有溢价，合理估值为 50 倍左右。

■ 看好未来三年业绩增速 30%，迎戴维斯双击机会

我们看好 2021-2024 年公司归母净利润复合增速约 30%，较公司 2016-2020 年复合增速 13%明显提速，主要基于以下 4 点：①实验室产能扩充，前期压制业绩增长因素消除；②高速增长的分赛道机会，如 CRO/CDMO、医学检测、特殊行业及环境与可靠性试验、电子电气、化妆品检测及人体功效实验、汽车/新能源汽车检测等；③并购增厚业绩；④员工、折旧等固定成本增速放缓，盈利能力上行。

2021 年 7 月，公司推出限制性股票激励计划，2020-2024 年业绩考核目标收入、净利润 GAGR 分别 27%、28%，高于此前 2016-2020 年 GAGR 分别 15%、13%，彰显成长信心。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.18/2.89/3.73 亿元，同比增长 33%/33%/29%，当前市值对应 PE 分别 40/30/24 倍。公司业绩增长提速迎戴维斯机会，2022 年目标市值空间 145 亿，目标价 105 元，首次覆盖予以“增持”评级。

■ **风险提示：**疫情反复影响正常经营；宏观经济及政策变动；实验室投产进程不及预期；并购后协同效应不及预期；品牌和公信力受到不利影响。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	64.10
一年最低/最高价	51.17/94.80
市净率(倍)	4.66
流通 A 股市值(百万元)	2,190.97
总市值(百万元)	8,783.02

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.76
资产负债率(% ,LF)	24.44
总股本(百万股)	137.02
流通 A 股(百万股)	34.18

相关研究

内容目录

1. 综合性第三方检测龙头，业绩成长提速	5
1.1. 综合性第三方检测龙头，公信力构筑强大护城河	5
1.2. 业绩成长提速，利润率拐点向上	7
2. 第三方检测穿越牛熊，优选内资龙头	10
2.1. 穿越牛熊的朝阳行业，增速约为 GDP 两倍以上	10
2.2. 行业格局分散趋向集中，龙头优于小公司	12
2.2.1. “碎片化”竞争格局，增长空间足够大	12
2.2.2. “重资产”行业属性，龙头份额持续提升	14
2.3. 海外检测赛道牛股频出，A 股估值已极具吸引力	16
3. 看好未来三年业绩复合增速 30%以上，迎戴维斯双击机会	19
3.1. 四因素共振，看好未来三年业绩复合增速 30%以上，成长性行业前列	19
3.2. 股权激励绑定核心人才，高考核目标彰显信心	25
4. 盈利预测	27
5. 风险提示	30

图表目录

图 1: 谱尼测试发展历程	5
图 2: 公司检测服务领域完善, 具有平台化优势	5
图 3: 公司分支机构遍布全国, 客户响应速度快	5
图 4: 公司股权集中稳定, 员工激励充分 (截至 2021 年三季报)	7
图 5: 2016-2021 年谱尼测试营收 CAGR=20%	7
图 6: 2016-2021 年谱尼测试归母净利润 CAGR=17%	7
图 7: 2017-2019 年公司健康与环保板块产能利用率 90%以上	8
图 8: 2020 年上市后公司固定资产大幅增长, 产能释放	8
图 9: 2016-2020 年谱尼测试分业务收入 (亿元)	8
图 10: 2016-2020 年谱尼测试分业务收入占比	8
图 11: 2016-2020 年公司各板块毛利率 40%-70%, 环境检测略低于公司整体	9
图 12: 2020 年谱尼测试综合毛利率 48.9%、销售净利率 11.5%	9
图 13: 2020 年可比公司期间费用率均值 25.4%, 公司为 36.2%, 降费潜力大	10
图 14: 2020 年上述可比公司净利率均值为 13.5%, 公司为 11.5%, 看好盈利能力提升趋势 ..	10
图 15: 第三方检测行业研究框架	10
图 16: 2013-2020 年国内检测市场规模 CAGR 为 14%	11
图 17: 2013-2020 年国内第三方检测市场规模 CAGR 为 19%	11
图 18: 2020 年国内前六省市检测营收占比为 52.7%	11
图 19: 2020 年国内前六省市检测报告数量占比为 52.6%	11
图 20: 2017-2021 年谱尼测试归母净利润 GAGR=21%	12
图 21: 2010-2021 年华测检测归母净利润 CAGR=24%	12
图 22: 2012-2021 年广电计量归母净利润 CAGR=37%	12
图 23: 2012-2021 年苏试试验归母净利润 GAGR=20%	12
图 24: 2020 年国内检测市场市占率情况	13
图 25: 2018 年全球检测行业 CR10 仅为 18.7%	13
图 26: 2020 年全国规模以上检测机构仅占 13.1%	13
图 27: 2020 年国内仅能本省内服务的检测机构占比 73.4%	14
图 28: 2020 年国内 100 人以下的检验机构占比 96%	14
图 29: 并购是检测行业常态, 2010-2018 年海外龙头 SGS 累计收购 121 笔	14
图 30: 华测检测上市以来累计融资达 33 亿元 (单位: 亿元)	15
图 31: 2009-2021 年, 上市以来华测检测实验室数目由 30 个快速增至 150 个 (单位: 个) ..	15
图 32: 2016 年不同规模检测机构的营收规模与增速	15
图 33: 国内检测龙头营收增长率明显高于行业	16
图 34: 2020 年国内规模以上检测机构数量少, 但营收占比高	16
图 35: SGS 自 1989 年上市以来累计涨幅 2129%	16
图 36: Eurofins 自 1997 年上市以来累计涨幅 54573%	16
图 37: Intertek 自 2002 年上市以来累计涨幅 1666%	17
图 38: BV 自 2007 年上市以来累计涨幅 286%	17
图 39: 2011-2021 年海外检测巨头 PE 估值稳定在 30 倍左右	17
图 40: 2011-2021 年海外检测巨头 PE 估值中枢为 30 倍	17
图 41: 2011-2021 年内资检测公司 PE 估值波动	18
图 42: 2011-2021 年内资检测公司 PE 中枢约 40-70 倍	18

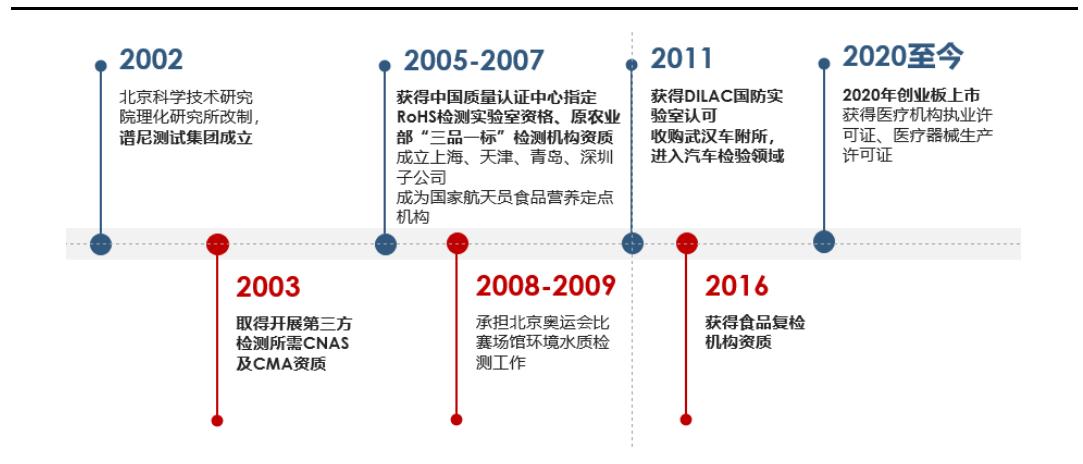
图 43: 2020 年国内外检测企业营收规模及增速	18
图 44: 2017-2019 年国内外检测企业归母净利润 CAGR 对比	19
图 45: 2014-2023E 年国内 CRO 市场规模及 YOY	21
图 46: 2014-2023E 年国内 CMO/CDMO 市场规模及 YOY	21
图 47: 2014-2020 年国内医学检测市场规模及 YOY	22
图 48: 2015-2020 年国内食品检测市场规模及 YOY	22
图 49: 2015-2020 年国内环境检测市场规模及 YOY	22
图 50: 谱尼测试上市以来累计募集资金 (亿元)	23
图 51: 2020 年上市以来公司在手现金充裕	23
图 52: 2020 年公司营业成本中, 职工薪酬、折旧摊销占比分别高达 43%、14%	24
图 53: 2020 年公司管理费用、销售费用中员工薪酬占比分别高达 56%、75%	24
图 54: 2020 年以来公司员工增速远低于收入增速	24
图 55: 2020 年以来公司人均创收加速上行, 未来保持提升趋势	24
图 56: 2016-2020 年谱尼测试资本开支约占营收 20%, 整体稳定	25
表 1: 公司行业资质齐全, 获得认证委、农业农村部、市场监督管理总局多项认证	6
表 2: 广泛参与知名项目, 公信力获政府客户及中大型企业客户高度肯定	6
表 3: 截至 2020 年 9 月底公司主要实验室情布局	20
表 4: 2022 起公司新建大型实验室产能逐步爬坡	21
表 5: 近年来谱尼测试相关并购情况	23
表 6: 2021 年限制性股票激励计划 (草案) 公司层面绩效考核要求	26
表 7: 2021 年公司首次授予限制性股票分配情况	26
表 8: 2017-2024E 谱尼测试分业务拆分	28
表 9: 可比公司估值表 (截至 2022 年 4 月 6 日)	29

1. 综合性第三方检测龙头，业绩成长提速

1.1. 综合性第三方检测龙头，公信力构筑强大护城河

国家科研院所改制而成的第三方检测龙头，二十年持续领跑行业。谱尼测试创立于2002年，前身为国家科学院。依托创始人丰富的研发经历和实验室管理经验，公司始终位居国内检测行业的第一梯队，参与近100项国家和行业标准的修订，业务范围也从最初的食物与环境逐步延伸至汽车、医疗等领域，成长为国内最权威的综合性第三方民营检测机构之一。

图1：谱尼测试发展历程



数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

综合性检测业务布局，服务网络覆盖全国。公司的业务布局全面，不仅覆盖环境、食品等传统领域，还向新能源汽车、医疗检测等高成长性赛道拓展。根据公司官网，截至2021年3月，谱尼已设立近30个大型实验基地和150多个专业实验室，服务网络覆盖全国各地，每年检测量达2700余万次。由于检测报告的时效性强，检测行业对客户响应速度要求较高。遍布全国的分支机构、完善的业务布局，使得谱尼具备极快的客户响应速度，能够为客户提供综合性一站式服务。

图2：公司检测服务领域完善，具有平台化优势



数据来源：谱尼测试招股书，东吴证券研究所整理

图3：公司分支机构遍布全国，客户响应速度快



数据来源：谱尼测试官网，东吴证券研究所

行业资质及社会公信力，构筑公司强大护城河。企业从事检验检测工作，除了取得检验检测机构资质认定（CMA），在从事特定领域的检测工作时，还需要取得不同的资质认证。部分资质的申报条件苛刻，对检测机构的技术和经验要求高，形成天然壁垒。例如食品复检机构的资质要求申报机构连续从事食品检验检测工作 10 年以上，近三年参与过食品相关国标/行标制定工作等。

表 1：公司行业资质齐全，获得认证委、农业农村部、市场监督管理总局多项认证

资质名称	评审机构
中国计量认证（CMA）	省级以上人民政府计量行政部门
实验室认可（CNAS 资质）	中国合格评定国家认可委员会
中国强制性产品认证（CCC 认证）	国家指定的认证机构
食品复检机构资质	市场监管总局、国家卫生健康委、农业农村部
农产品质量安全检测机构资质（CATL）	农村农业部
国防实验室认可（DILAC）	国防认可委
土壤污染状况详查检测实验室资质	环境保护部
医疗机构执业许可证；医疗器械生产许可证	地方卫生行政部门；地方药监局

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所整理

公司在政府端、中大型企业端客户拓展上具备突出优势。政府类客户对检测机构的公信力极其看重，在招投标前就会进行筛选；中大型企业类客户相较于价格，对检测机构资质更为重视。谱尼获得认证委、农业农村部、市场监督管理总局等完备认证，广泛参与冬奥会、G20 峰会、建国 70 周年、建党 100 周年等大型项目承接经验。基于行业公信力，公司在政府端、中大型企业端客户拓展上具有明显优势。

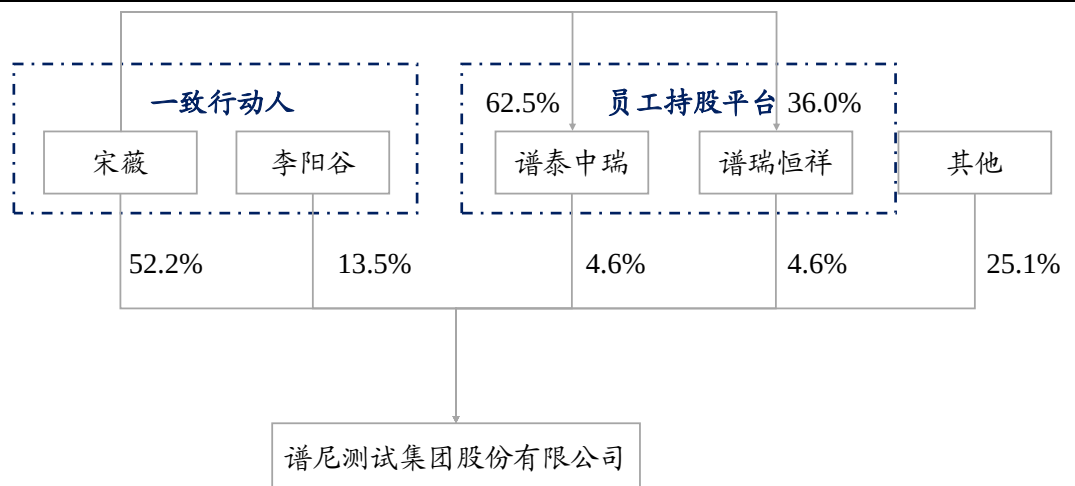
表 2：广泛参与知名项目，公信力获政府客户及中大型企业客户高度肯定

业务领域	时间	政府项目	中大型企业客户
环境	2008	北京奥运会比赛场馆环境水质检测	中国石油、中国石化、中国中车、华域汽车、一汽大众、北京奔驰、特斯拉、小鹏汽车、蔚来、玛氏食品、宝洁公司、蒙牛、伊利等
	2010	广州亚运会城市环境监测任务	
食品	2014	北京 APEC 峰会期间食品安全检测工作	
	2016	杭州 G20 峰会食品安全保障抽检任务	
	2019	全国网球公开赛食品安全保障抽检任务	
	2019	建国七十周年大庆等重大活动食品安全保障抽检任务	
	长期	航天员训练基地食品安全和营养的检测任务	
	长期	市场监管局流通领域重大节假日食品安全抽检	
农产品	长期	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	
安全保障	2011	深圳大运会危险品物资鉴定及技术支持工作	
食品	2021	建党 100 周年大庆等重大活动食品安全保障抽检任务	
医学	2022	北京冬奥会测试赛完成核酸检测保障任务	

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所整理

公司股权集中稳定，绑定核心员工激励充分。创始人技术背景出身。公司董事长宋薇女士与儿子李阳谷是一致行动人，共持股 70.2%，其中宋薇直接持股 52.2%，间接持股 4.5%，李阳谷持股 13.5%。董事长宋薇军校毕业，曾在军事医学科学院毒物药物研究所从事药物合成和药物筛选，利于公司 CRO/CDMO 业务开展；2018 年入选国家万人计划，获自然科学研究员正高级职称。公司两个员工持股平台分别是北京谱瑞恒祥、北京谱泰中瑞，员工合计直接持有公司 4.82% 股份，绑定核心员工激励充分。

图 4：公司股权集中稳定，员工激励充分（截至 2021 年三季报）

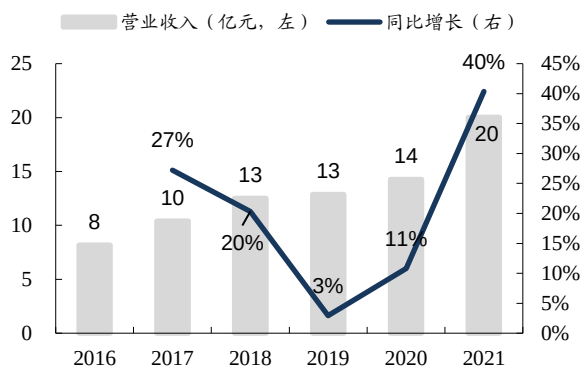


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 业绩成长提速，利润率拐点向上

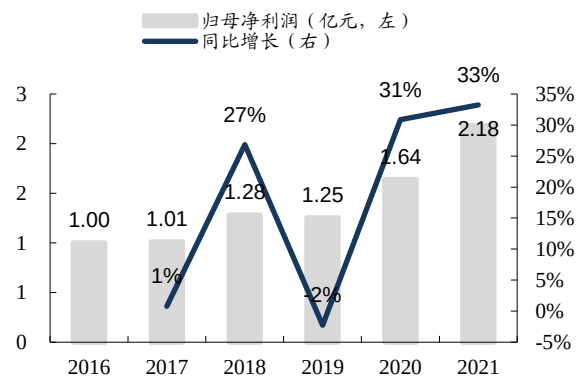
2016-2021 年公司营收 CAGR 为 20%，2021 年起有望成长加速。公司 2016-2021 年 CAGR 为 20%，营收增速高于行业，其中 2021 年收入规模为 20 亿元，同比增长 40%，成长性加速。2021 年归母净利润达 2.18 亿元，同比增长 33%。未来，我们看好公司 CRO/CDMO、医学检验、汽车等细分板块高速增长，增设实验室及并购扩大业务覆盖面，老实验室产能利用率爬坡，预计未来三年公司归母净利润复合增长率仍有望保持 30% 以上增速，增速领先全行业。

图 5：2016-2021 年谱尼测试营收 CAGR=20%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

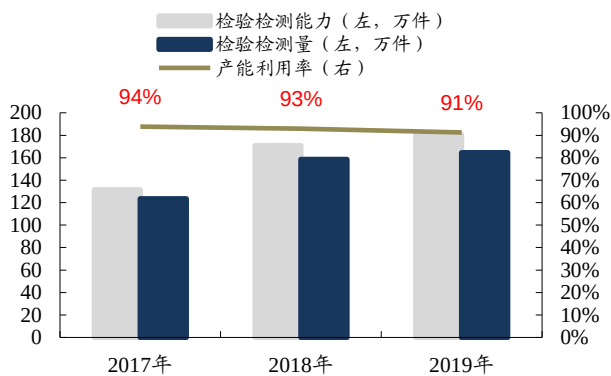
图 6：2016-2021 年谱尼测试归母净利润 CAGR=17%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

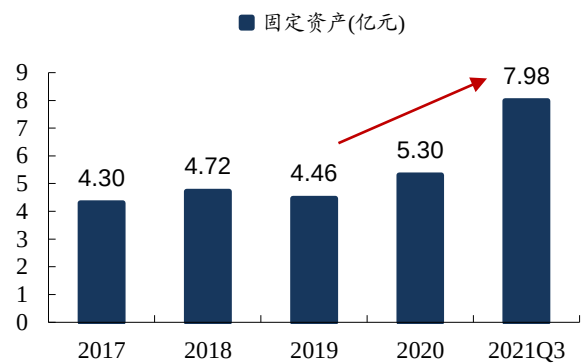
产能瓶颈缓解+两大实验室建成投产，未来三年公司业绩复合增长率有望保持 30% 以上增长。根据公司招股书，2017-2019 年主要业务健康与环保板块产能利用率 90% 以上，产能瓶颈成为限制公司增长的主要瓶颈。2020 年 9 月公司 A 股上市募投资金，投入近 10 亿元用于扩建实验室及增加设备，2020 年起固定资产明显大幅增长，产能瓶颈得到缓解。此外，2022 年公司上海、武汉两大实验室也开始投产，并在未来两年逐步实现满产。根据公司招股书，两个实验室于 2018 年建设，建设期 3 年，达产首年产能利用率目标 50%，2023 年达到 80%，2024 年正式达产。

图 7：2017-2019 年公司健康与环保板块产能利用率 90% 以上



数据来源：谱尼测试招股说明书，东吴证券研究所

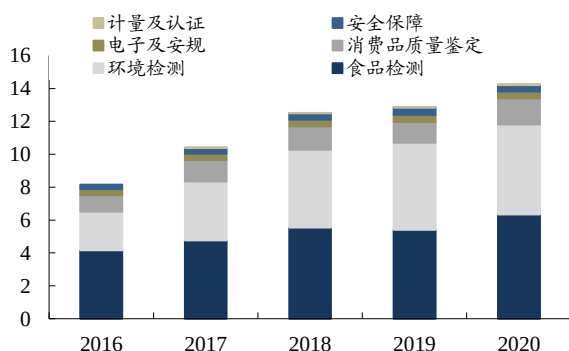
图 8：2020 年上市后公司固定资产大幅增长，产能释放



数据来源：Wind，东吴证券研究所

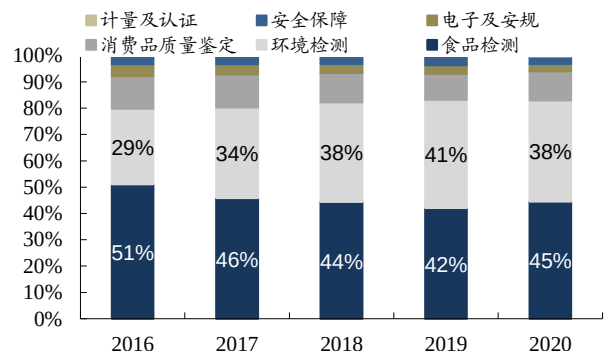
食品、环境检测为公司传统优势项目，医学相关检测有望高速增长为第三大板块。谱尼测试拥有全面的资质，构建了覆盖全国主要区域的实验室及销售网络，其中食品检测、环境检测为公司传统优势项目，2016-2020 年合计占比基本维持在公司收入八成左右。其中，2020 年公司食品、环境检测营收占总收入比例分别为 45%、38%，合计占比 83%。2020 年，公司取得医疗机构执业许可证、医疗器械生产许可证，同时是北京市首批新冠核酸检测单位。公司生物医药、医学检测逐步取得相应资质，并且逐步完善高端实验室及人才队伍，有望高速发展成为公司第三大板块（详情我们在 3.1 节讨论）。

图 9：2016-2020 年谱尼测试分业务收入（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

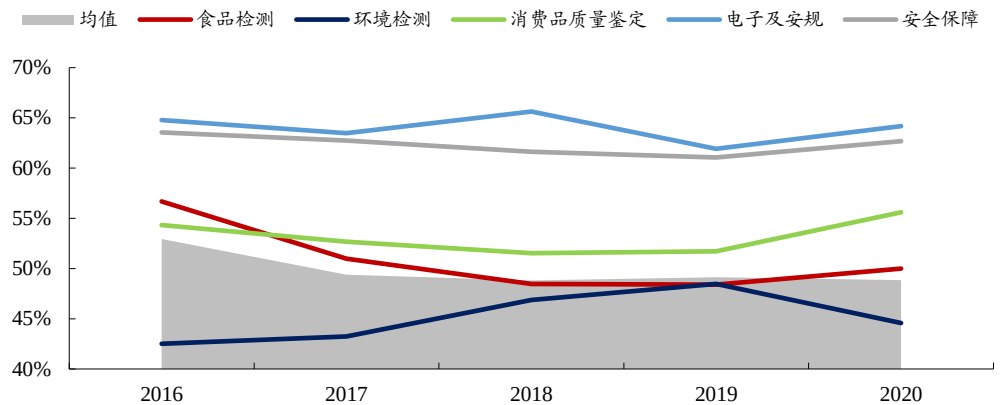
图 10：2016-2020 年谱尼测试分业务收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2016-2020 年公司各板块毛利率 40%-70%，医学检测等高毛利板块有望取得突破。2020 年公司综合毛利率为 48.9%，2016-2020 年公司各板块业务毛利率保持在 40%-70% 区间，维持较高水平。细分业务来看，毛利率从低到高排序分别为电子及安规>安全保障>消费品质量鉴定>食品检测>环境检测。环境检测毛利率略低，主要系该细分板块竞争激烈。值得注意的是，公司目前正积极拓展医学检测板块，有望在利润率高的板块有所突破。

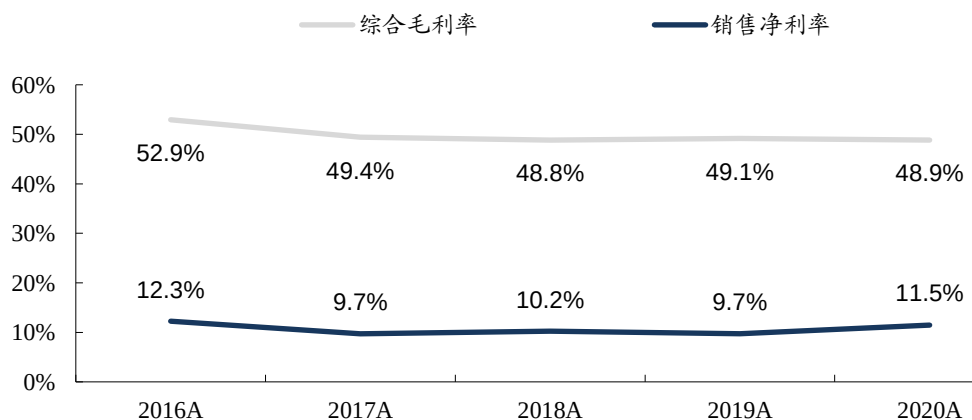
图 11：2016-2020 年公司各板块毛利率 40%-70%，环境检测略低于公司整体



数据来源：Wind，东吴证券研究所

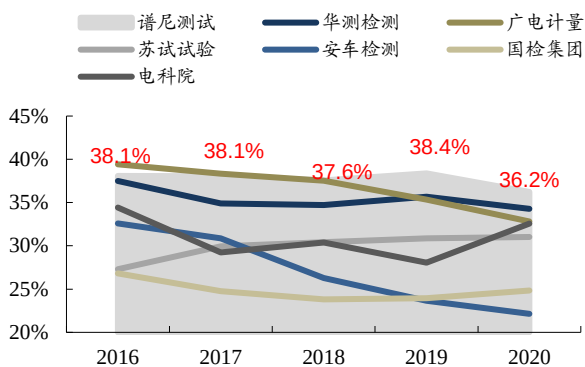
降费潜力大，看好净利率提升释放业绩弹性。2020 年公司综合毛利率 48.9%、销售净利率 11.5%，净利率在同行相对处于低位，降费潜力大。2020 年，检测行业可比公司净利率均值为 13.5%，公司销售净利率为 11.5%，相较同行-2pct；2020 年可比公司期间费用率平均值为 25.4%，谱尼测试为 36.2%，相较同行+10.8pct；2020 年起，随着业绩增长提速、员工及资本开支放缓，公司净利率已呈现提速趋势，未来释放规模效应贡献业绩弹性（详情见 3.2 节）。

图 12：2020 年谱尼测试综合毛利率 48.9%、销售净利率 11.5%



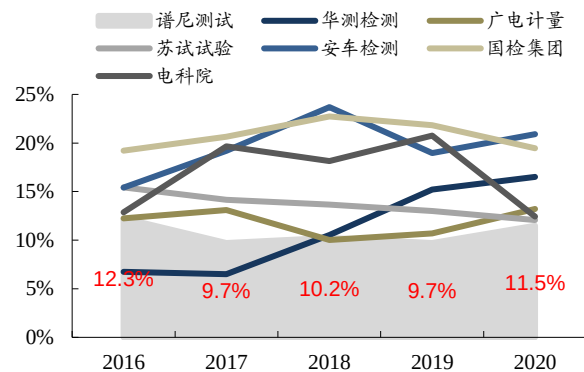
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13: 2020 年可比公司期间费用率均值 25.4%，公司为 36.2%，降费潜力大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 14: 2020 年上述可比公司净利率均值为 13.5%，公司为 11.5%，看好盈利能力提升趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 第三方检测穿越牛熊，优选内资龙头

2.1. 穿越牛熊的朝阳行业，增速约为 GDP 两倍以上

第三方检测产业类似“全产业链信评机构”，商业模式优异，深度受益产业分工、消费升级大趋势。第三方检测行业（TIC）包括测试（Test）、检验（Inspection）、认证（Certification）三大类，简单理解，是第三方向委托方出具检验检测报告，评定委托产品及服务是否符合相关标准。第三方检测商业价值在于“消除信息不对称”，商业模式类似于信评公司，但范围更广，具备全行业、全产业链服务属性。全行业包括消费品、工业品、医学、国际贸易等广泛下游；全产业链指从研发、运输、生产、消费等环节均需要第三方检测服务。第三方检测商业模式优异，深度受益产业分工、消费升级大趋势。

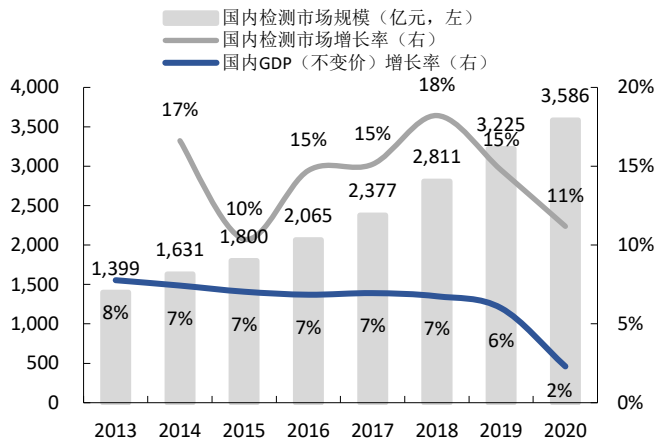
图 15: 第三方检测行业研究框架



数据来源: Intertek, Merger&Alliance, 东吴证券研究所整理

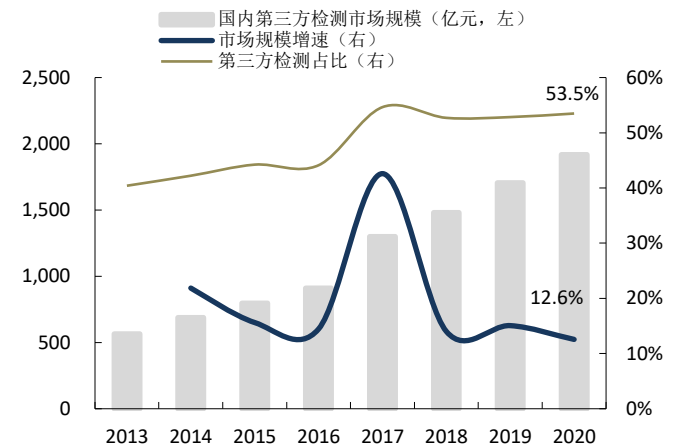
国内朝阳行业，第三方检测行业增速约为 GDP 增速 2 倍以上。2020 年国内检测市场营收规模达到 3586 亿，2013-2020 年复合收入增速为 14.4%。2013-2020 年国内第三方检测占比由 40% 提升至 54%，第三方检测代替企业自检成趋势。国内第三方检测 2013-2020 年 CAGR 为 19%，2020 年市场规模为 1918 亿元，同比增长 13%，多年保持两位数以上增长。

图 16: 2013-2020 年国内检测市场规模 CAGR 为 14%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

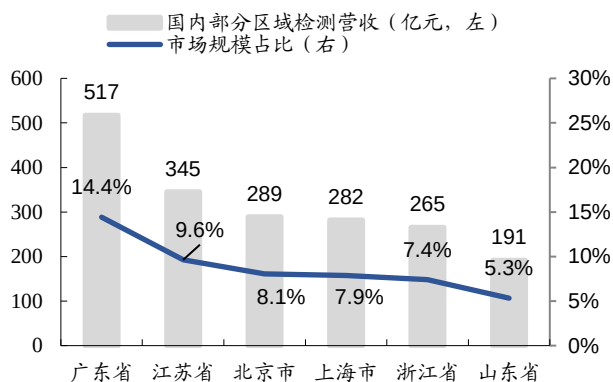
图 17: 2013-2020 年国内第三方检测市场规模 CAGR 为 19%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

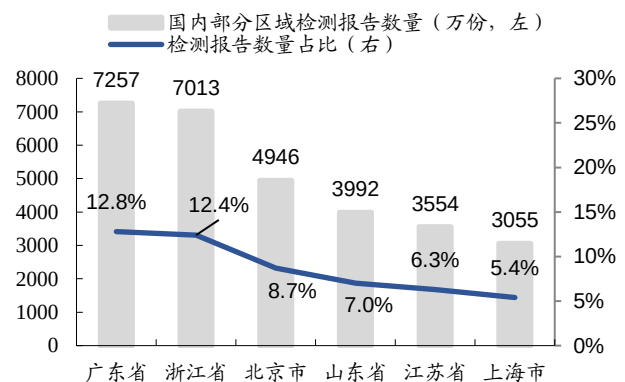
我国检测强度保持提升趋势，检测行业仍有望保持 2 位数增长。分地区看，我国检测市场主要集中珠三角、长三角等经济发达地区，2020 年我国检测前六省市分别为广东省、浙江省、北京市、上海市、浙江省和山东省，合计营收规模近 1900 亿元，占全国行业规模 53%。相较于欧美成熟检测市场，我国检测行业仍处于快速成长阶段，受益于经济发展、社会安全意识提升大趋势。

图 18: 2020 年国内前六省市检测营收占比为 52.7%



数据来源: 认监委, 东吴证券研究所

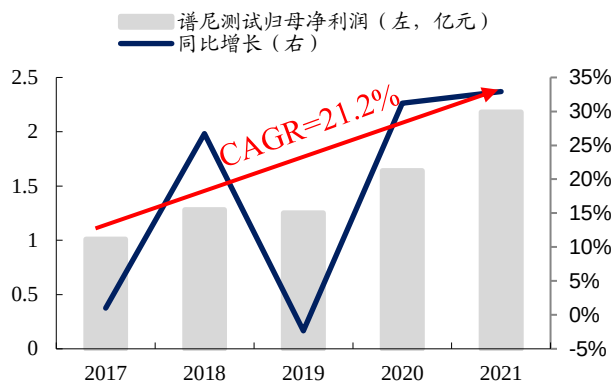
图 19: 2020 年国内前六省市检测报告数量占比为 52.6%



数据来源: 认监委, 东吴证券研究所

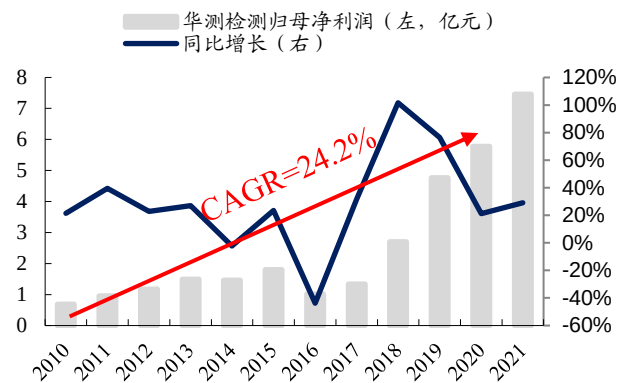
国内第三方检测龙头净利率增速稳定于 20% 以上。谱尼测试归母净利润从 2017 年的 1.01 亿元增长至 2021 年的 2.18 亿元，2017-2021 年 GAGR 为 21.2%，2021 年同比增速为 32.93%。华测检测、广电计量、苏试试验近年来 GAGR 分别为 24.2%、36.5%、19.6%。国内检测龙头公司近几年业绩增速高于行业增速，业绩增速稳定于 20% 以上。

图 20: 2017-2021 年谱尼测试归母净利润 GAGR=21%



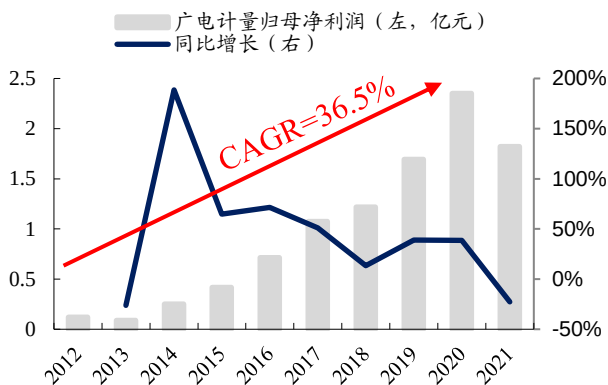
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 21: 2010-2021 年华测检测归母净利润 CAGR=24%



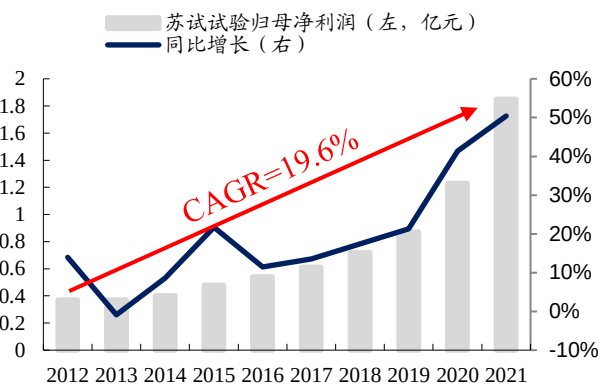
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 22: 2012-2021 年广电计量归母净利润 CAGR=37%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 23: 2012-2021 年苏试试验归母净利润 GAGR=20%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

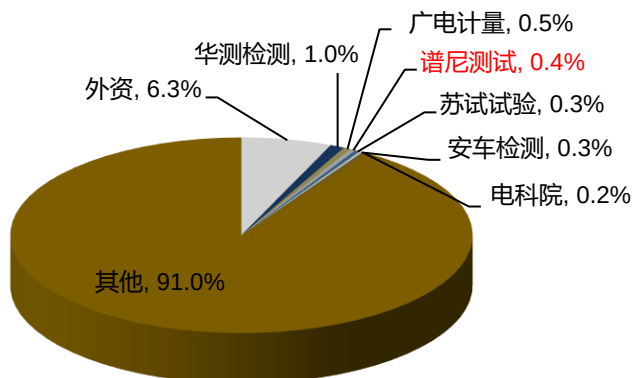
2.2. 行业格局分散趋向集中，龙头优于小公司

2.2.1. “碎片化”竞争格局，增长空间足够大

“碎片化”竞争格局：大行业小公司，检测行业集中度低。2020 年国内检测行业所有外资市占率 6.3%，华测检测 1%，广电计量 0.5%，谱尼测试仅为 0.4%。2020 年，全国检验检测服务业中，规模以上（年收入 1000 万元以上）检验检测机构数量达到 6414 家，规模以上检验检测机构数量仅占全行业的 13.1%。检测行业呈现大行业小公司竞争格局，

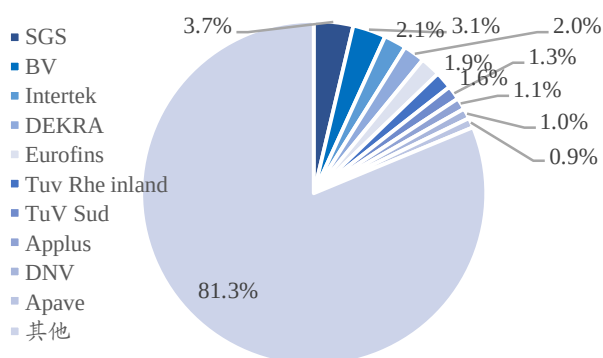
企业成长空间足够大。

图 24：2020 年国内检测市场市占率情况



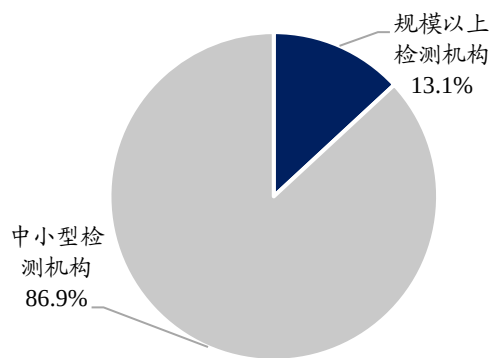
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：2018 年全球检测行业 CR10 仅为 18.7%



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

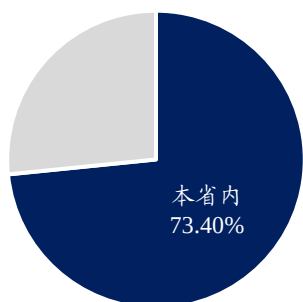
图 26：2020 年全国规模以上检测机构仅占 13.1%



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

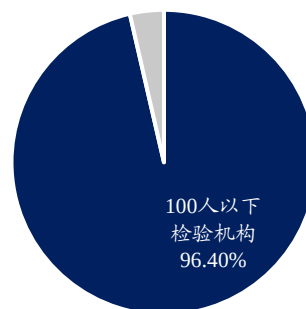
“重资产”发展逻辑：受限于实验室服务半径限制，业务扩张需新建实验室。检测行业具有区域性，客户通常就近选择服务机构，形成以实验室为中心，区域性明显的检测市场。2020 年，我国检测机构共有 48919 家，其中服务范围为本省内的占比为 73.4%，而能够提供本省以外服务的占比为 26.6%。绝大多数检测机构规模偏小，100 人以下的检测机构数量占比为 96.40%，缺乏在全国开展服务的能力。国内检测行业服务范围“本地化”，小型机构占比高。

图 27：2020 年国内仅能本省内服务的检测机构占比 73.4%



数据来源：认监委，东吴证券研究所

图 28：2020 年国内 100 人以下的检验机构占比 96%

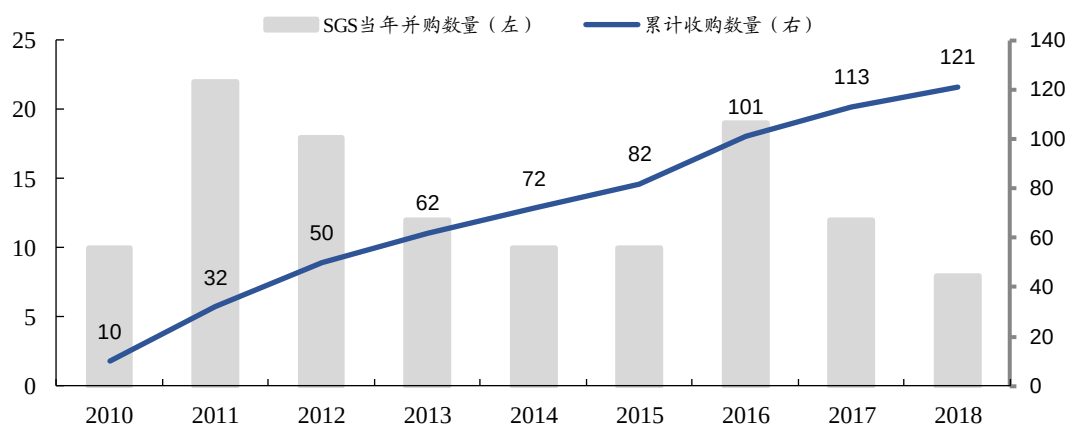


数据来源：认监委，东吴证券研究所

2.2.2. “重资产”行业属性，龙头份额持续提升

“重资产”行业逻辑：新建实验室+外延并购，龙头企业有天然优势。由国内检测行业正处于高速发展阶段，小检测机构难以负担高额的固定资产支出、在建工程投入、对外投资等资本支出；而龙头公司尤其是上市公司，可以借助资本市场以较低的费用进行融资，在综合化扩张和推动行业整合方面具有显著资本优势。此外，国内检测行业法规监管趋严，使得行业违法成本提升，进一步加大行业头部集约化趋势。

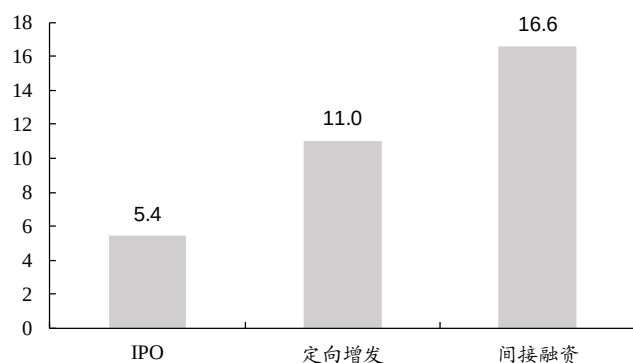
图 29：并购是检测行业常态，2010-2018 年海外龙头 SGS 累计收购 121 笔



数据来源：SGS 公司年报，东吴证券研究所

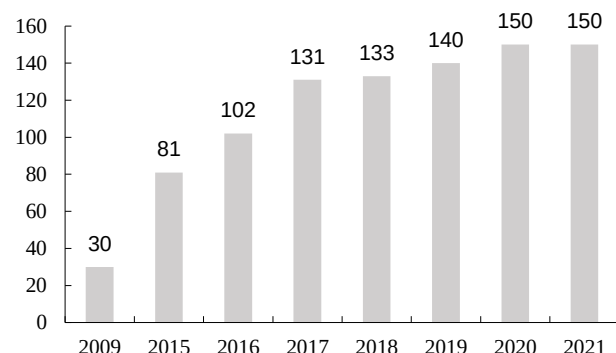
以华测检测为例：华测在国内第三方检测中收入排名前列，同时也是 A 股上市最早的第三方检测公司之一。2009 年上市以来，华测检测通过资本市场累计融资达 33.1 亿元，实验室数目从 2009 年上市初的 30 个增长到 2021 年的 150 个，完成全国化布局，上市后龙头效应明显。

图 30: 华测检测上市以来累计融资达 33 亿元 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

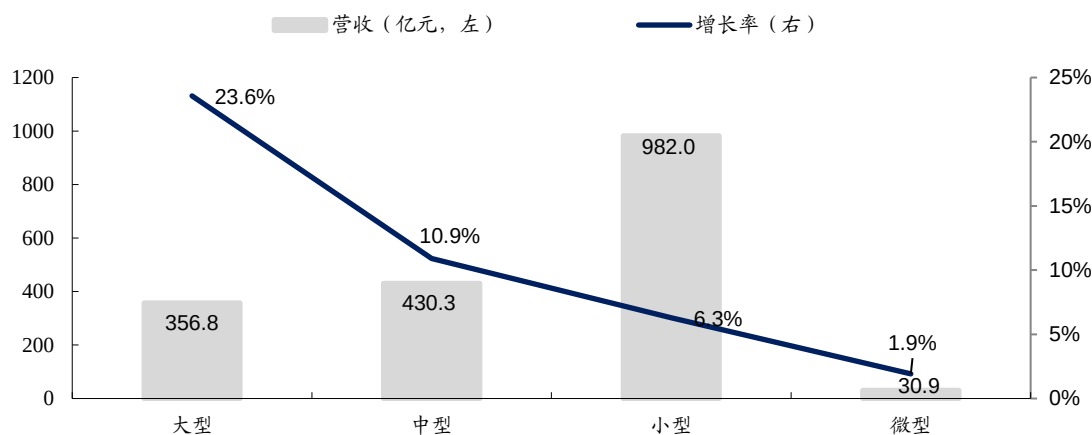
图 31: 2009-2021 年, 上市以来华测检测实验室数目由 30 个快速增至 150 个 (单位: 个)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

检测机构规模与增速正相关, 龙头市占率持续上升。检测行业规模效应显著, 机构规模越大, 其生产能力和竞争能力越强, 因此年收入增幅也会越高。根据认证委数据, 2016 年大型检测机构同比收入平均增幅为 23.6%, 中型机构为 10.9%, 小型机构为 6.3%, 而微型企业仅为 1.9%。该结论也反映了检测行业并购整合的趋势性。

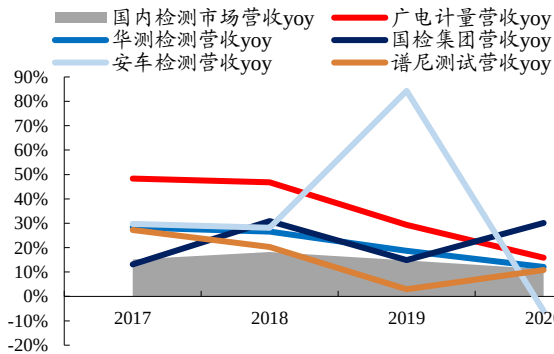
图 32: 2016 年不同规模检测机构的营收规模与增速



数据来源: 认证委, 东吴证券研究所

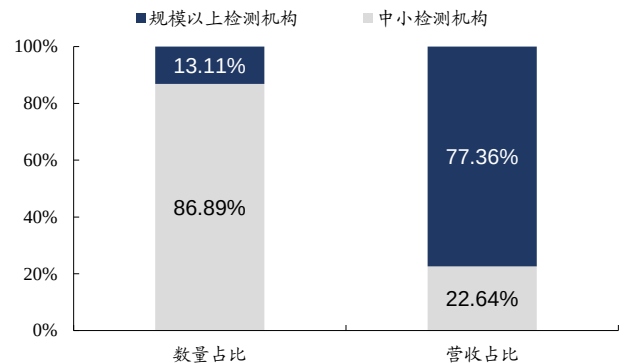
国内检测龙头营收增长率显著高于行业。国内第三方检测行业 2016-2020 年营收的平均增长率约为 14.79%, 而同期 5 家国内上市检测公司营收的平均增长率约为 24.26%, 国内龙头企业的增长率显著高于行业平均, 规模效应显著。2020 年, 国内营收 1000 万元以上的检测机构数量为 6414 家, 仅占全行业的 13.11%, 但营业收入合计 2774.13 亿元, 营收占比达到 77.36%。检测行业规模效应显著, 营收占比高的大检测机构营收增长却更快, 龙头市占率正逐年上升。

图 33: 国内检测龙头营收增长率明显高于行业



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 34: 2020 年国内规模以上检测机构数量少, 但营收占比高

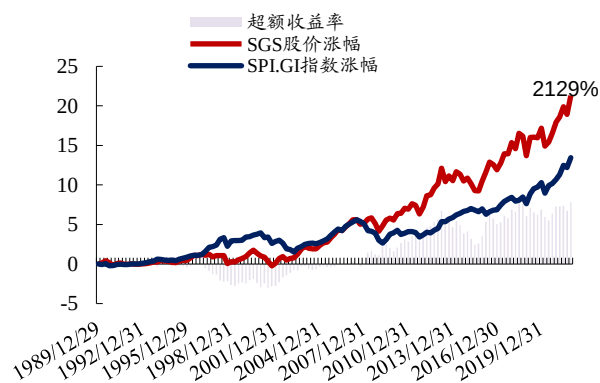


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 海外检测赛道牛股频出, A 股估值已极具吸引力

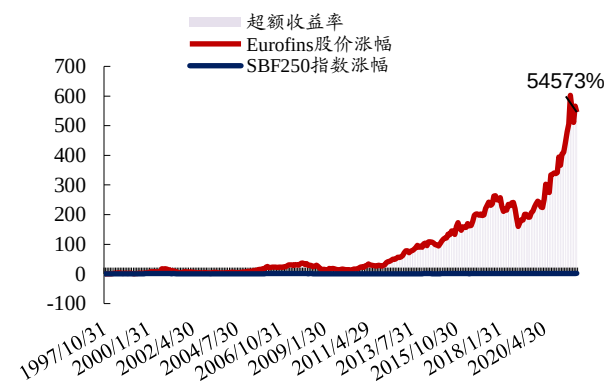
检测黄金赛道牛股频出, 海外龙头 SGS、Eurofins 等远远跑赢大盘。四大国际检测巨头自上市以来股价表现远远跑赢大盘, 截至 2021 年底, SGS、BV、Eurofins、Intertek 累计涨幅分别近 22 倍、3 倍、546 倍、17 倍。BV 公司 2007 年上市, 恰逢金融危机前夜, 自上市以来涨幅仅有 286%, 但也稳稳跑赢大盘。Eurofins 公司自 1997 年上市以来股价涨幅近 546 倍, 仅历时 32 年成长为全球第三大检测巨头。

图 35: SGS 自 1989 年上市以来累计涨幅 2129%



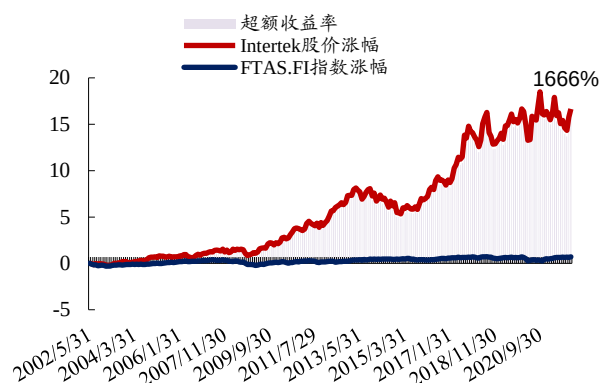
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 36: Eurofins 自 1997 年上市以来累计涨幅 54573%



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 37: Intertek 自 2002 年上市以来累计涨幅 1666%



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

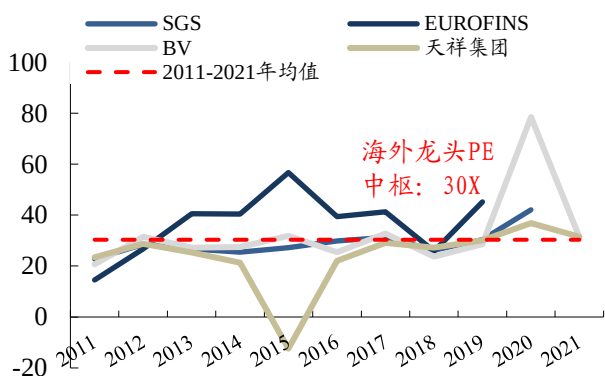
图 38: BV 自 2007 年上市以来累计涨幅 286%



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

海外检测龙头享有市场估值溢价，2011-2021 年估值中枢约 30 倍。基于检测行业增速快、增长稳、穿越牛熊的特征，以及龙头公司份额及业绩稳定提升的优势，海外检测赛道牛股频出，享有较高估值。按照当年 PE 计算（年底总市值/当年净利润），2011-2021 年海外检测龙头 PE 估值平均中枢为 30 倍，历年估值波动较小。

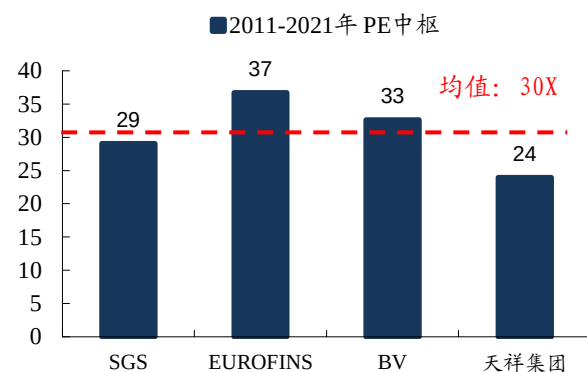
图 39: 2011-2021 年海外检测巨头 PE 估值稳定在 30 倍左右



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

注: PE 计算方式=年底总市值/当年净利润

图 40: 2011-2021 年海外检测巨头 PE 估值中枢为 30 倍

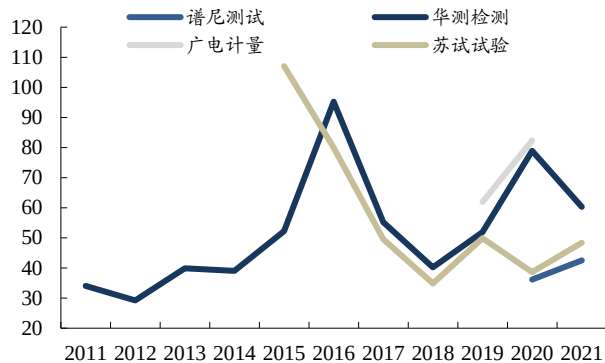


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

注: PE 计算方式=年底总市值/当年净利润

国内检测龙头成长性更好，2011-2021 年估值中枢约 40-70 倍。2011-2021 年内资检测公司估值波动相较外资龙头大，主要系内资公司上市初期规模较小，利润波动较大。2011-2021 年估值中枢约 40-70 倍，相较外资企业 30 倍估值中枢较高，主要系成长性更强。2017-2019 年国内检测企业归母净利润复合增速为 10%-90% 之间，达到两位数，而同期海外检测龙头归母净利润复合增速为 -6% 至 3%，仅为 0 增长或个位数增长。

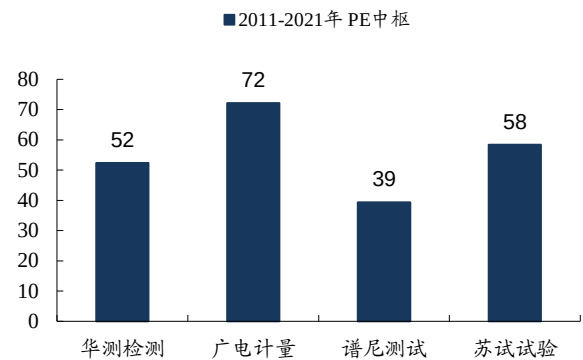
图 41: 2011-2021 年内资检测公司 PE 估值波动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: PE 计算方式=年底总市值/当年归母净利润

图 42: 2011-2021 年内资检测公司 PE 中枢约 40-70 倍

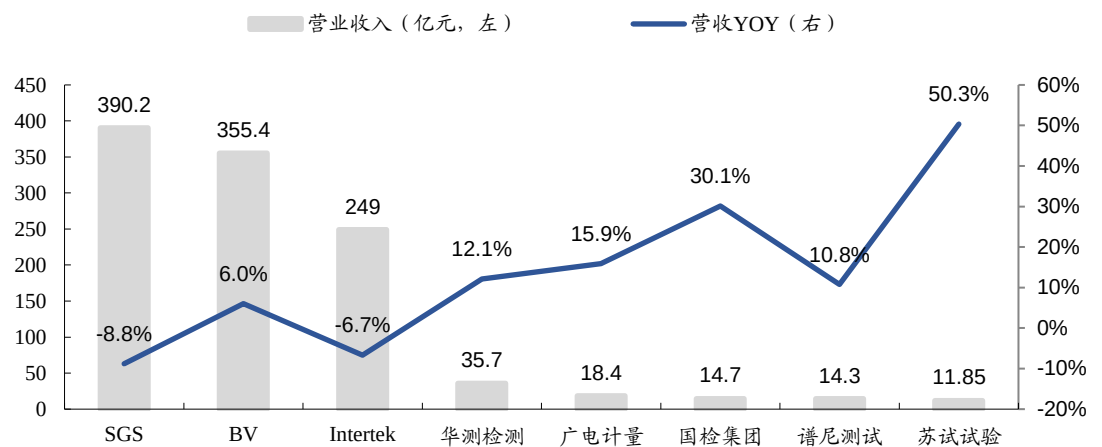


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: PE 计算方式=年底总市值/当年归母净利润

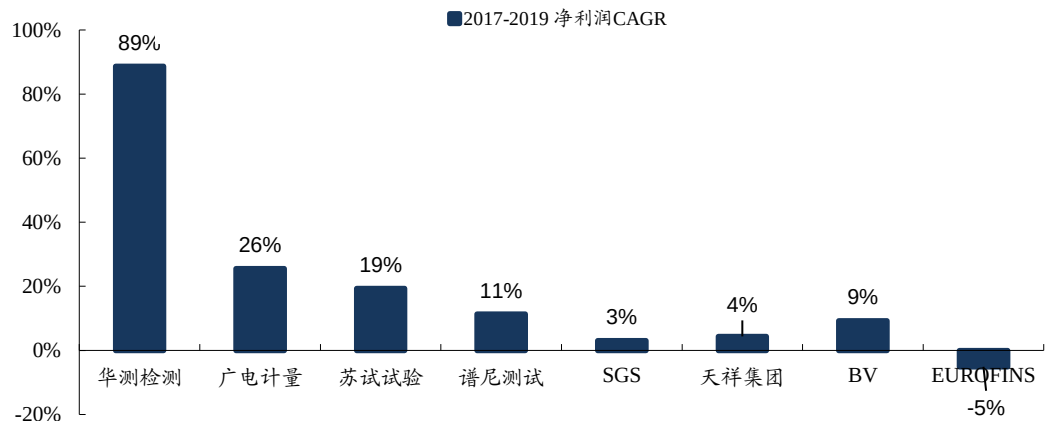
外资龙头收入增速个位数或 0 增长, 内资龙头收入增速保持 2 位数以上, 我们认为内资检测企业合理估值应为 50 倍左右。相较欧美成熟检测市场, 国内检测行业仍处于快速发展阶段。外资检测龙头业绩增速约为个位数, 而内资龙头普遍保持两位数增长, 是外资龙头 2 倍以上。2020 年海外龙头 SGS 全球收入 390 亿元人民币, 是同期内资营收体量最大内资龙头之一华测检测 10 倍以上。内资检测龙头增速快, 空间大, 相较外资检测龙头应具有估值溢价, 我们认为内资龙头合理估值中枢应为 50 倍左右。

图 43: 2020 年国内外检测企业营收规模及增速



数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图 44: 2017-2019 年国内外检测企业归母净利润 CAGR 对比



数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

注: 2020 年外资检测企业多为负增长, 故采用 2017-2019 年计算 CAGR

3. 看好未来三年业绩复合增速 30%以上, 迎戴维斯双击机会

3.1. 四因素共振, 看好未来三年业绩复合增速 30%以上, 成长性行业前列

我们看好未来三年公司归母净利润复合增速 30%以上, 较公司 2016-2020 年归母净利润复合增速 13%明显提速, 高于行业平均增速 10%-15%, 位居行业前列, 迎来戴维斯双击机会, 主要基于以下 4 点:

(1) 上市后前期压制业绩因素消除, 实验室产能扩张贡献产值, 成长性提速。据公司招股书, 截至 2020 年 9 月公司拥有华北、华东、华中等地拥有近 30 个核心实验室。2020 年上市以来, 公司加大实验室设备购置及新实验室建设, 产能瓶颈环节, 前期压制业绩增长因素缓解, (见 1.2 节)。2022-2027 年公司新建大型实验室逐步产能爬坡, 产能逐步释放迎来利润兑现期。据公司招股书, 2022 年起公司 IPO 项目上海松江、武汉实验室开始投产并达到 50%产能, 2023-24 年分别达到 80%及满产。据 2021 年 12 月公司发布定增预案(二次修订稿), 公司青岛、西安实验室有望于 2023 年投产并逐步释放产能。

表 3: 截至 2020 年 9 月底公司主要实验室情布局

区域	序号	实验室	地点	资质	首次取得时间	净利润 (万元)	
						2019	2020
华北	1	谱尼测试	北京	CMA/CNAS/ CNAS/认证机 构批准证书	2002/2003/ 2011/2016	-27	
	2	谱尼医学		医疗机构执业 许可证	2020.02.28		
	3	谱尼科技		CMA 资质	2019.09.25	-381	
	4	天津谱尼	天津	CMA/CNAS	2012/2019	1594	
	5	青岛谱尼	青岛	CMA/CNAS	2010/2009	1460	3204
	6	内蒙古谱尼	呼和浩特	CMA 资质	2016.11.29	143	
	7	河北谱尼	石家庄	CMA 资质	2016.09.14	53	
	8	山西谱尼	太原	CMA 资质	2018.04.10	-257	
	9	乌鲁木齐谱尼	乌鲁木齐	CMA 资质	2015.08.24	329	
	10	陕西谱尼	西安	CMA 资质	2017.05.04	-9	
东北	11	黑龙江谱尼	哈尔滨	CMA/CNAS	2015/2018	862	
	12	大连谱尼	大连	CMA 资质	2014.12.03	273	
	13	吉林谱尼	长春	CMA 资质	2014.09.28	428	
华东	14	上海谱尼	上海	CMA/CNAS/ CNAS	2007/2007/ 2012	2996	4489
	15	江苏谱尼	苏州	CMA/CNAS	2015/2016	220	
	16	杭州谱尼	杭州	CMA 资质	2014.11.25	204	
	17	宁波谱尼	宁波	CMA 资质	2012.03.16	363	
	18	合肥谱尼	合肥	CMA 资质	2017.04.06	99	
	19	郑州谱尼	郑州	CMA/CNAS	2014/2019	902	
华中	20	郑州职业卫生		CMA	2016	40	
	21	武汉谱尼	武汉	CMA	2014	517	
	22	武汉车附所		CMA/CNAS	1997/2001	328	
	23	深圳谱尼	深圳	CMA/CNAS/ CNAS	2007/2007/ 2011	1396	2058
华南	24	广州谱尼	广州	CMA 资质	2011.10.31	66	
	25	厦门谱尼	厦门	CMA 资质	2014.05.07	-426	
西南	26	四川谱尼	成都	CMA 资质	2016.12.05	23	

数据来源: 谱尼测试招股说明书, 东吴证券研究所整理

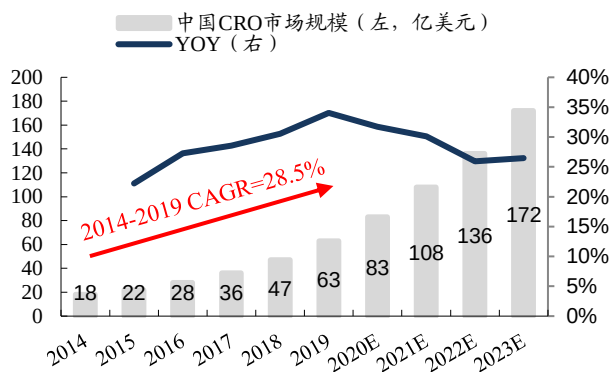
表 4: 2022 起公司新建大型实验室产能逐步爬坡

项目	实验室	投资额 (亿元)	开始建设	建设 期	年份		
					首年达产 50%	第二年达产 80%	正式达产
IPO	上海松江	5.4	2018 年	3 年	2022	2023	2024
	武汉	2.1					
定增	青岛 (山东总部)	5.2	2021 年 10 月	2.5 年	2025	2026	2027
	西安 (西北总部)	4.6	2022 年 2 月				

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所整理

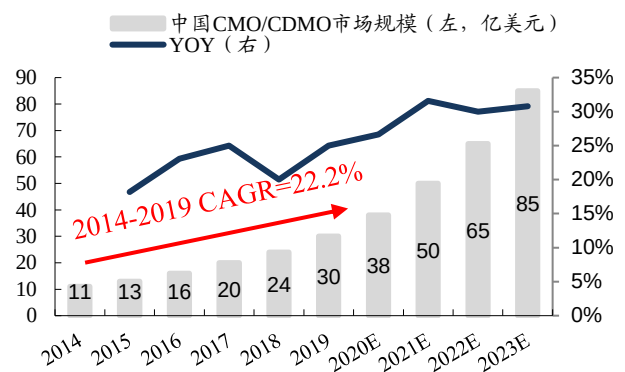
(2) 高速增长的细分赛道机会。①CRO&CDMO: 我们看好公司 2022-2024 年成为公司增速最快板块, 该业务 2016 年布局, 2021 年人才队伍及实验室建设完善, 业务开始逐步爆发, 未来增长亮点之一为上海松江实验室产能爬坡。

图 45: 2014-2023E 年国内 CRO 市场规模及 YOY



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

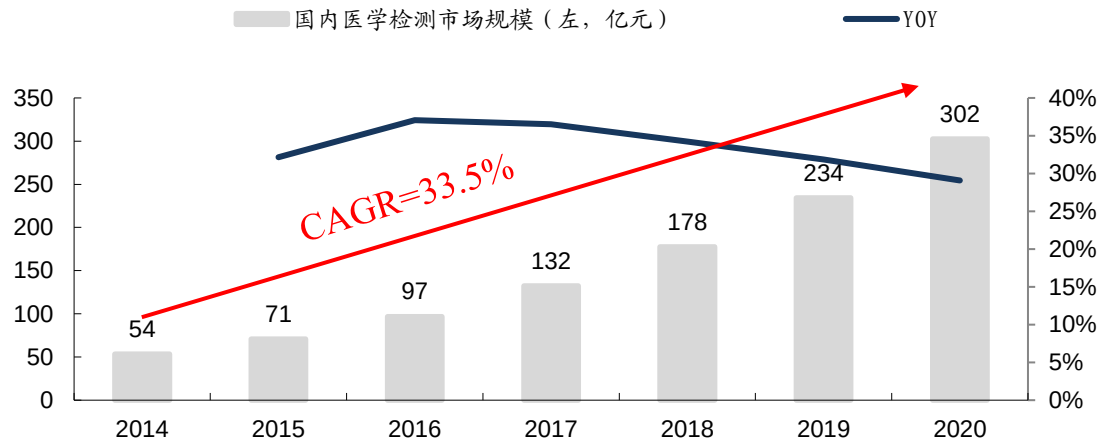
图 46: 2014-2023E 年国内 CMO/CDMO 市场规模及 YOY



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

②医学检测: 医学检测与 CRO&CDMO, 2021 年开始成为公司仅次于食品、环境检测外第三大板块, 其中医学检测业务主要包括新冠核酸检测、临床医学、毒理及病理、医疗器械检测等业务, 公司已取得医疗机构职业许可证、医疗器械生产许可证, 重点看好医疗器械检测赛道。

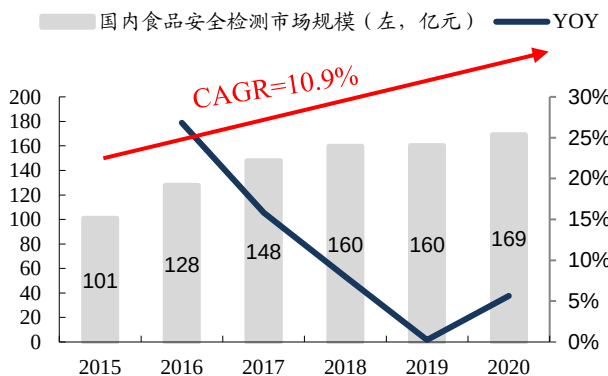
图 47: 2014-2020 年国内医学检测市场规模及 YOY



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

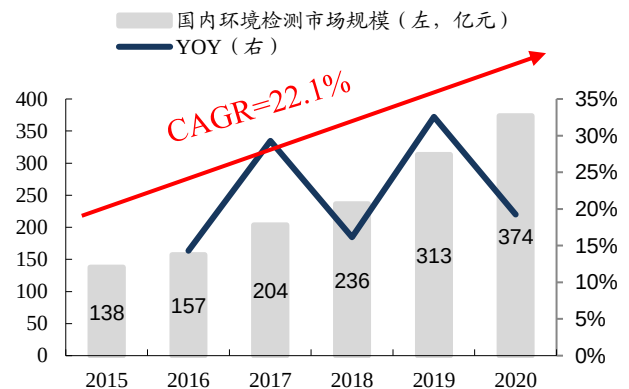
③**食品检测、环境检测**: 公司前两大检测板块。食品板块公司拥有食品复检资质, 承担多地市场食品抽检重大项目, 我们预计随着公司产能瓶颈缓解, 有望达到约 25% 高增速。环境检测板块未来三年有望迎来全国土壤普检机会, 我们预计 2022 年起部分城市试点, 2023 年起全面铺开, 公司环保部、农业农村部长期合作, 全国有用 21 个实验室可开展土壤普检项目, 实验室数量领先行业, 显著受益。

图 48: 2015-2020 年国内食品安全检测市场规模及 YOY



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

图 49: 2015-2020 年国内环境检测市场规模及 YOY



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

其他板块占公司整体收入比例较小, 我们重点看好以下细分板块发展机会: **汽车/新能源汽车检测**板块大客户逐步取得突破, **化妆品检测**板块法规趋严迎来高速发展机遇, **电子电气及环境可靠性实验**等领域有望取得重要突破。综合以上分析, 我们认为未来三年公司各细分板块发展前景向好, 奠定收入端高速增长基础。

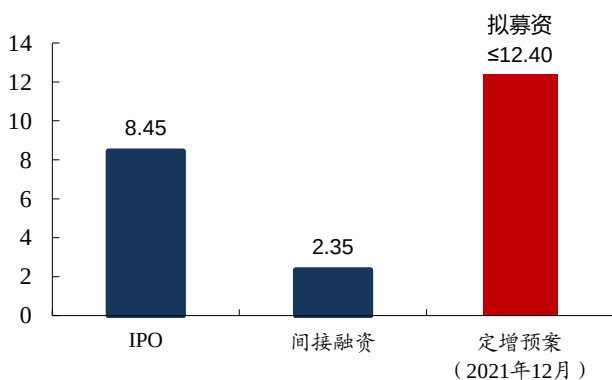
(3) 并购逐步向中大型开展, 增厚业绩。内生增长(细分领域增长、扩充实验室)、外延并购是检测企业发展双轮驱动力, 海外龙头年均发起数起至数十起并购。谱尼测试上市以来资金充裕、融资成本降低, 已收购郑州、长春医疗检测实验室, 西安环境可靠性实验室、西安医学检测实验室等, 绝大部分同年出现盈利, 资质及管理协同效应良好。未来, 公司有望向中大型并购逐步拓展, 我们预计细分前景板块、全国地域布局有望取得突破。

表 5: 近年来谱尼测试相关并购情况

收购标的	主营业务	收购时间	收购金额 (万元)	收购股权
武汉汽车车身附件研究所有限公司	汽车检测	2011.06	155.5	100%
郑州谱尼职业卫生技术服务有限公司	职业卫生检测	2016.09	300	100%
英途前程教育科技有限公司 (北京谱尼测试科技有限公司前身)	/	2018.08	/	100%
贵州谱尼测试技术有限公司	食品检测	2021.3	720	100%
郑州协力润华医学检验所有限公司	医学检测	2021.2	550	100%
长春久和医学检验实验室	医学检测	2021Q3	500	100%
西安创尼信息科技技术发展有限公司	特殊行业	2021.05	1900	100%
深圳市通测检测技术有限公司	综合性检测	2022.03	4900	70%

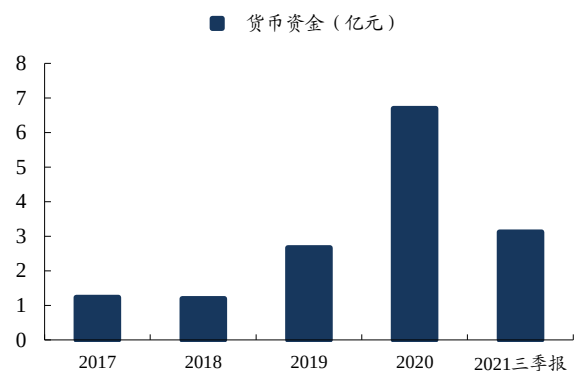
数据来源: 谱尼测试招股说明书, 公司公告, 东吴证券研究所

图 50: 谱尼测试上市以来累计募集资金(亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 51: 2020 年上市以来公司在手现金充裕

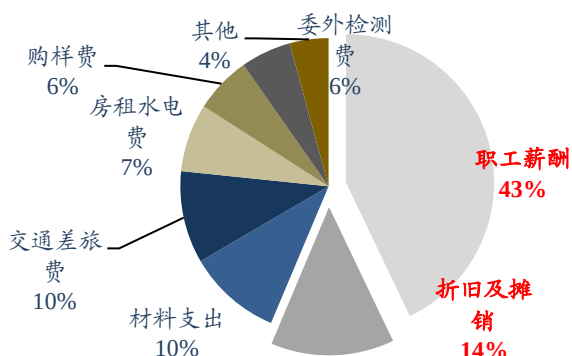


数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

(4) 员工、折旧等固定成本增速放缓, 规模效应释放业绩弹性。从成本构成看, 2020 年谱尼测试营业成本中职工薪酬、折旧摊销占比分别高达 43%、14%, 管理费用及销售费用中员工薪酬分别占比 56%、75%, 员工成本为公司第一大成本, 合计约占总收

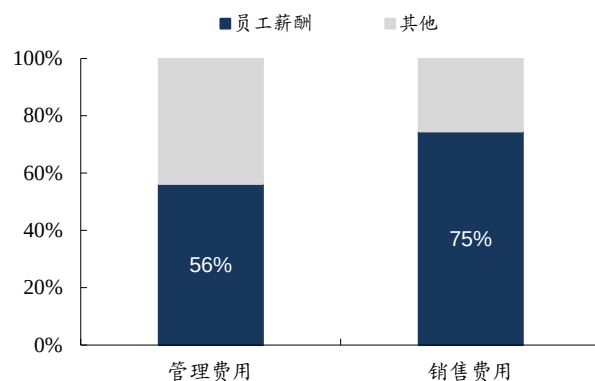
入 42%。2020 年公司上市以来员工数量年增速低于 10%，结合我们判断未来公司收入复合增速 30%，人均创收保持提升趋势。此外，2016-2020 年谱尼测试资本开支约占营收 20%，整体稳定。公司利润率提升空间大，已呈现逐步上行趋势，未来随着业绩增长提速、员工及资本开支放缓，有望释放规模效应贡献业绩弹性。

图 52：2020 年公司营业成本中，职工薪酬、折旧摊销占比分别高达 43%、14%



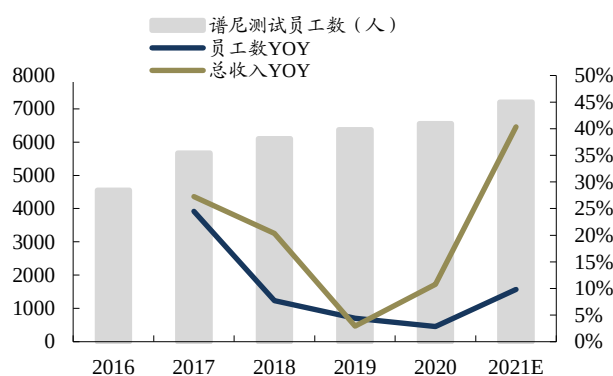
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 53：2020 年公司管理费用、销售费用中员工薪酬占比分别高达 56%、75%



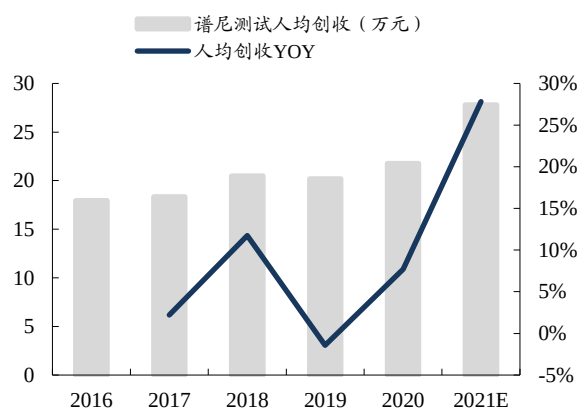
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 54：2020 年以来公司员工增速远低于收入增速



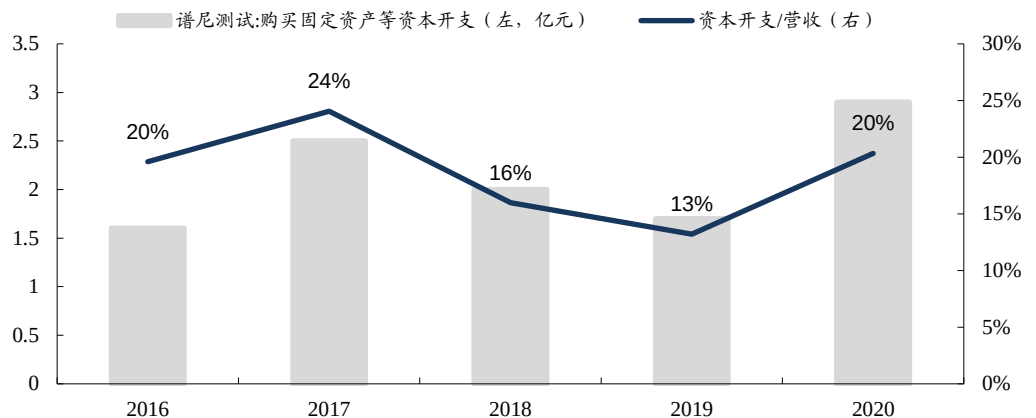
数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

图 55：2020 年以来公司人均创收加速上行，未来保持提升趋势



数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

图 56：2016-2020 年谱尼测试资本开支约占营收 20%，整体稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 股权激励绑定核心人才，高考核目标彰显信心

限制性股票激励计划高考核目标，2020-2024 年营业收入、净利润 GAGR 分别达 27%和 28%。2021 年 7 月，公司发布首次授予限制性股票激励公告，计划授予股份合计 263 万股，约占公司总股本的 1.9%，授予价 35.39 元/股，激励范围包括董监高在内 358 名员工。本计划分为第一类限制性股票（合计 33 万股，占本计划 12%，激励对象 334 人）和第二类限制性股票（合计 230 万股，占本计划 88%，激励对象 24 人）。业绩考核以 2020 年收入及净利润为基准，2020-2024 年 GAGR 分别需达到 27%、28%，相比公司 2016-2020 年营收、净利润 GAGR 15%、13%明显提速。若当年公司未满足业绩目标，激励对象持有的限制性股票由公司回购注销，相关权益不得递延至下期。

表 6：2021 年限制性股票激励计划（草案）公司层面绩效考核要求

第一类激励对象					
解除限售/归属期	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（Bm）	触发值（Bn）
第一个解除限售/归属期	2021 年	27%	21%	28%	22%
第二个解除限售/归属期	2022 年	61%	46%	64%	49%
第三个解除限售/归属期	2023 年	105%	77%	110%	82%
CAGR	2020-2023	27%		28%	
第二类激励对象					
第一个解除限售/归属期	2021 年	27%	21%	28%	22%
第二个解除限售/归属期	2022 年	61%	46%	64%	49%
第三个解除限售/归属期	2023 年	105%	77%	110%	82%
第四个解除限售/归属期	2024 年	160%	114%	168%	122%
CAGR	2020-2024	27%		28%	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 7：2021 年公司首次授予限制性股票分配情况

姓名	职务	授予权益数量（股）	占授予总量比例	占总股本比例
宋薇	董事长	80,000	3.04%	0.06%
刘永梅	董事	35,000	1.33%	0.03%
李小冬	董事会秘书	30,000	1.14%	0.02%
其他人员（355 人）		1,957,850	74.48%	1.43%
预留		525,713	20.00%	0.38%
合计		2,628,563	100.00%	1.92%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测

一、健康与环保

1) 健康检测: 健康检测为公司的传统业务, 包括食品、农产品检测等细分板块。随着 society 对食品安全重视程度提升, 该板块下游需求向好。我们预计 2021-2023 年公司健康检测收入增速分别为 25%、28%、25%, 毛利率稳定于 50%。

2) 环境检测: 环境检测也为公司的传统业务。在第三次全国土壤普查陆续开展, 未来国内环境检测行业有望迎来较大增长。我们预计 2021-2023 年公司环境检测收入增速分别为 12%、15%、18%, 毛利率稳定于 42%。

3) 医学检测: 医学检测业务主要包括核酸检测、临床医学、毒理及病理、医疗器械检测等细分板块。疫情爆发以来公司的新冠检测业务高速增长, 医学检测实验室建设取得重大突破, 布局趋于完善。我们预计随着疫情得到有效控制, 公司医疗器械检测等业务进一步发展, 2021-2023 年公司医学检测收入增速分别为 283%、0%、5%。

4) CRO&CDMO: CRO&CDMO 业务的下游主要为制药企业, 为生物医药的研发和生产提供检测服务。当前国内 CRO&CDMO 行业在全球订单转移和国产创新药研发加速的背景下景气度上行, 公司大型实验室产能逐步落地, 有望迎来快速发展, 我们预计 2021-2023 年公司 CRO&CDMO 检测收入增速分别为 50%、50%、50%。

二、汽车及其他消费品:

1) 汽车检测板块: 双碳目标提振新能源汽车和燃料电池的检测需求, 加上公司在大客户拓展上持续取得突破, 我们预计公司汽车检测业务将维持较高增速。

2) 其他消费品: 消费者对健康和安全的問題日益重视, 国家也接连出台政策规范化妆品等日用消费品质量, 在此背景下消费品检测的需求将持续提升。

综上, 我们预计 2021-2023 年公司汽车及其他消费品收入增速分别为 24%、50%、40%, 毛利率稳定于 55%。

三、其他板块: 业务包括电子电气检测、安全保障检测、计量及认证业务、整体收入占比较小, 预测情况见下表。

表 8: 2017-2024E 谱尼测试分业务拆分

谱尼测试(百万元) 【东吴机械】	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
1、检测服务	1039	1249	1285	1420	1989	2535	3214
YOY	20.3%	2.9%	10.4%	30.4%	40.1%	27.5%	26.8%
毛利率	49.4%	49.2%	49.7%	49.3%	48.4%	49.0%	49.2%
（1）健康与环保	835	1028	1070	1101	1707	2083	2591
yoy	23.1%	4.2%	10.4%	25.4%	55.0%	22.0%	24.4%
毛利率	47.7%	47.7%	48.4%	47.5%	47.1%	47.3%	47.4%
①健康检测	477	555	541	554	692	886	1107
②环境检测	358	473	529	547	615	707	835
③医学检测				81	310	310	326
④CRO&CDMO					90	180	324
（2）汽车及其他消费品	130	141	127	159	197	296	414
yoy	10%	25%	60%	80%	24%	50%	40%
毛利率	53%	52%	52%	56%	55%	55%	55%
①汽车检测					132	185	259
②日用化工品					46	92	138
③日用消费品					19	27	35
（3）电子电气	40	42	42	40	42	105	147
yoy	0.8%	6.0%	60.0%	80.0%	5.0%	150.0%	40.0%
毛利率	63.5%	65.6%	61.9%	64.2%	60.0%	60.0%	60.0%
（4）安全保障	34	39	46	39	43	52	62
yoy	17.9%	15.4%	30.0%	20.0%	10.3%	20.0%	20.0%
毛利率	62.7%	61.6%	61.1%	62.7%	60.0%	60.0%	60.0%
2、其他业务	1	1	1	6	13	23	34
YOY	20.3%	2.9%	10.4%	30.4%	116.7%	73.1%	50.0%
毛利率					30.0%	33.0%	35.0%
（1）计量	1	1	1	5	10	18	27
（2）认证	0	0	0	1	3	5	7
营业总收入	1039	1251	1287	1426	2002	2558	3248
YOY	27.2%	20.3%	2.9%	10.8%	40%	28%	27%
归母净利润	101	128	125	164	218	289	373
YOY	0.8%	26.9%	-2.3%	30.9%	33%	33%	29%
综合毛利率	49.4%	48.8%	49.1%	48.9%	48.3%	48.8%	49.1%
归母净利润率	9.7%	10.2%	9.7%	11.5%	10.9%	11.3%	11.5%

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

综合以上分析，我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 20.02/25.58/32.48 元，同比增长 40%/28%/27%；归母净利润分别为 2.18/2.89/3.73 亿元，分别同比增长 33%/33%/29%，当前市值对应 PE 分别为 40/30/24 倍，归母净利润 CAGR 均值为 31%

可比公司方面，我们选取海外第三方检测龙头 SGS、Eurofins（欧陆）、BV（必维）、Intertek（天祥），海外龙头近十年估值中枢为 30 倍（见 2.3 节）；内资第三方检测综合性龙头华测检测、广电计量，以及国内环境可靠性实验龙头苏试试验。2021-2023 年可比公司估值均值为 36/29/25 倍，归母净利润 CAGR 均值为 19%。

参考可比公司估值，我们预计随着公司产能爬坡，前期限制成长因素缓解，业绩增长提速有望迎来戴维斯机会，给予 2022 年目标估值 50 倍，市值空间 145 亿，目标价 105 元，首次覆盖予以“增持”评级。

表 9：可比公司估值表（截至 2022 年 4 月 6 日）

证券代码	可比公司	货币	总市值 (亿)	归母净利润（ 亿 ）			PE			归母净利润 2021-2023 CAGR
				2021A/E	2022E	2023E	2021A/E	2022E	2023E	
SGSN.SIX	SGS	USD	207	6.92	7.77	8.33	30	27	25	10%
ERF.PA	欧陆	USD	197	9.67	8.25	8.49	20	24	23	-6%
BVI.PA	必维	USD	128	5.19	5.52	5.94	25	23	22	7%
ITRK.L	天祥	USD	111	3.99	4.56	4.94	28	24	23	11%
300012	华测检测	CNY	336	7.46	9.43	11.36	45	36	30	23%
002967	广电计量	CNY	109	1.82	3.28	4.25	60	33	26	53%
300416	苏试试验	CNY	85	1.90	2.48	3.32	45	34	26	32%
可比公司平均							36	29	25	19%
300887	谱尼测试	CNY	88	2.18	2.89	3.73	40	30	24	31%

数据来源：Wind，Bloomberg，东吴证券研究所

注：谱尼测试、华测检测、广电计量、苏试试验为东吴预测，其余公司为 Bloomberg 一致预测。

5. 风险提示

疫情反复影响正常经营。检测通常采取实地检测、邮寄至实验室检测方式，疫情爆发可能导致公司正常业务开展受到影响，导致公司业务增长不及预期。

宏观经济及政策变动。第三方检测行业与宏观经济环境相关，国内市场增速约为 2 倍 GDP 增长，若宏观经济下行可能导致行业增速低于预期。检测行业与政策密切相关，并且环境检测、食品检测等业务，政府、事业单位客户占比较高，若检测政策发生变动，可能导致整体下游需求萎缩。

行业竞争加剧导致利润率下滑。我国检测行业为朝阳行业，常年保持 2 位数以上增速。若行业规范程度提升低于预期，可能导致行业过度竞争，利润下降，龙头企业优势难以凸显。

实验室投产进程不及预期。公司上市后购买设备提升实验室产能，2022 年起公司上海松江、武汉实验室开始投产贡献收入，若经营管理不善，可能导致产能利用率提升缓慢，压缩利润。

并购后协同效应不及预期。并购是检测行业常态，但若公司对并购标的经营、管理不善，可能无法发挥协同效应，降低整体盈利水平。

品牌和公信力受到不利影响。公信力是第三方检测机构核心竞争力，若公司业务质量控制不当而使得公司品牌和公信力受损，不仅会造成业务量的下降，还存在业务资质被暂停的风险。此外，行业内其他机构出现的恶性事件也有可能使得第三方检验检测行业整体公信力受损。

谱尼测试三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,273	1,066	2,170	2,127	营业总收入	1,426	2,002	2,558	3,248
货币资金及交易性金融资产	810	552	1,512	1,286	营业成本(含金融类)	729	1,034	1,309	1,654
经营性应收款项	404	451	577	736	税金及附加	8	11	13	15
存货	12	9	14	27	销售费用	251	360	460	585
合同资产	0	0	0	0	管理费用	165	220	269	325
其他流动资产	47	55	67	78	研发费用	98	150	205	276
非流动资产	840	1,366	1,888	2,417	财务费用	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	35	0	0	0
固定资产及使用权资产	530	977	1,406	1,821	投资净收益	0	2	2	3
在建工程	183	212	255	315	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	74	122	171	220	减值损失	-21	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	28	28	29	34	营业利润	186	228	304	396
其他非流动资产	26	26	26	26	营业外净收支	0	3	0	1
资产总计	2,113	2,432	4,059	4,544	利润总额	186	231	304	397
流动负债	246	347	445	558	减:所得税	23	13	15	24
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	164	218	289	373
经营性应付款项	58	155	168	132	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	76	36	68	172	归属母公司净利润	164	218	289	373
其他流动负债	112	156	209	253	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.19	1.59	2.11	2.72
非流动负债	47	47	47	47	EBIT	210	226	302	393
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	335	332	436	557
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	48.86	48.34	48.83	49.07
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	11.48	10.88	11.28	11.48
其他非流动负债	47	47	47	47	收入增长率(%)	10.78	40.35	27.77	26.98
负债合计	293	394	492	604	归母净利润增长率(%)	30.91	33.01	32.51	29.25
归属母公司股东权益	1,821	2,038	3,567	3,940					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,821	2,038	3,567	3,940					
负债和股东权益	2,113	2,432	4,059	4,544					

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	172	369	375	462	每股净资产(元)	23.96	26.82	30.46	33.64
投资活动现金流	-395	-697	-678	-695	最新发行在外股份 (百万股)	137	137	137	137
筹资活动现金流	626	0	1,240	0	ROIC(%)	12.87	11.05	10.23	9.83
现金净增加额	404	-329	937	-233	ROE-摊薄(%)	8.99	10.68	8.09	9.47
折旧和摊销	126	106	135	164	资产负债率(%)	13.84	16.19	12.12	13.30
资本开支	-292	-628	-656	-687	P/E (现价&最新股本摊薄)	53.64	40.33	30.44	23.55
营运资本变动	-145	14	-87	-103	P/B (现价)	2.68	2.39	2.10	1.91

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

