

华测检测（300012.SZ）

全球综合性检测龙头 SGS 百年成长的启示

买入

核心观点

SGS 创立于 1878 年，经历两次世界大战、三次工业革命及多次经济危机，稳步成长为全球综合性检测龙头，是全球公认的质量和诚信基准，近 15 年 ROE 水平维持在 25% 以上。有感于其近 150 年的稳健经营，本报告试图分析 SGS 成为百年老店的核心要素及由此带来对华测检测成长的启示：

SGS 是如何做到跨越周期、稳健成长至今的？我们分析了 SGS 的成长历程，归纳出 3 个核心要素：1) **检测是服务行业，契合社会的“认知”需求，为经济高质量发展做支撑，可见未来永续存在：**行业长期驱动力来自全社会对 QHSE（质量、健康、安全、环境）等问题的重视，需求整体稳健，检测项目总是有增无减；2) **SGS 业务多元化、全球化领先布局，经营抗周期性强：**SGS 主导/参与行业标准设立，抓住全球发展机遇从 1 到 N 内生外延完成业务多元化、全球化，基于长期形成的公信力及领先的资质、业务及服务网络布局构建牢固的领先优势，得益于相对刚性的检测需求及新业务/领域不断拓展具备较强的抗周期经营能力；3) **优化公司治理，精益管理提效降本：**SGS 在经历 1998 年金融危机造成收入业绩大幅下滑之后，优化公司治理，推行职业经理人制度并给予充分激励，以绩效理念为抓手，重组业务线，内部推行 6 Sigma 精益管理，带动公司营收恢复增长，盈利能力显著提升。

华测检测是否有机会成长为百年老店？通过研究 SGS 的历史经验，我们认为华测检测具备成长为百年老店的基因和机遇：1) **中国检测市场仍处于成长阶段，为华测提供快速发展机遇：**长期看行业需求稳健向上，中短期看全球/中国检测行业 2013-20 年 CGAR 达 9.02%/14.27%，国内市场从垄断走向开放，市场化稳步推进，各行业标准逐步形成及完善，行业仍有望保持较快成长，华测作为龙头充分受益；2) **业务布局框架基本完成，内生外延查漏补缺、把握新业务发展先机：**华测把握中国市场成长机遇，自成立以来持续进行多产品线、多网点布局，目前已基本完成业务布局并建立遍及全国的服务网络，形成了明显的先发优势，公信力日益增强，新老业务巩固和发展及国际化布局进一步打开公司成长天花板，对标 SGS 还有极大成长空间；3) **更早战略转型，推行精益管理，实现高质量发展：**华测通过多种激励机制绑定优秀人才，2018 年起战略转型以利润为导向，通过精益化管理持续提升运营效率，公司盈利能力、人均产值等显著提升，经营质量显著改善。

投资建议：检测行业长坡厚雪，公司行稳致远，我们看好行业及公司的长期成长机遇，公司有望成为植根于中国本土、有竞争力的领先国际检测认证机构。我们预计 2022-24 年归母净利润为 9.31/11.44/14.08 亿元，对应 PE40/32/26 倍，综合绝对估值和相对估值，给予 2023 年 40-45 倍，对应一年期目标市值为 458-515 亿元，对应目标价为每股 27.35-30.77 元，维持“买入”评级。

风险提示：经济持续下行；公信力受不利事件影响；行业竞争加剧等。

公司研究 · 深度报告

机械设备 · 通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：李雨轩

0755-81981140

liyuxuan@guosen.com.cn

S0980521100001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	27.35 - 30.77 元
收盘价	22.12 元
总市值/流通市值	37162/33667 百万元
52 周最高价/最低价	35.28/17.10 元
近 3 个月日均成交额	235.76 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华测检测（300012.SZ）-公司经营极具韧性，疫情下业绩持续稳步兑现》——2022-04-26
 《华测检测（300012.SZ）-22Q1 归母净利润同比增长 17%-21%，疫情下业绩稳步兑现》——2022-04-11
 《华测检测-300012-2021 年业绩预告点评：内生外延增收，精细化管理提效》——2022-01-25
 《华测检测-300012-重大事件快评：医学子公司增资扩股绑定核心人才，彰显发展信心》——2021-12-20
 《华测检测-300012-2021 年三季报点评：经营持续稳中向好，看好公司长期发展》——2021-10-30

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,568	4,329	5,356	6,401	7,684
(+/-%)	12.1%	21.3%	23.7%	19.5%	20.0%
净利润(百万元)	578	746	931	1144	1408
(+/-%)	21.2%	29.2%	24.8%	22.8%	23.1%
每股收益(元)	0.35	0.45	0.56	0.68	0.84
EBIT Margin	15.5%	17.5%	18.0%	18.6%	19.2%
净资产收益率 (ROE)	15.4%	16.7%	17.9%	18.7%	19.4%
市盈率 (PE)	63.8	49.6	39.7	32.4	26.3
EV/EBITDA	47.0	37.2	34.5	28.3	23.2
市净率 (PB)	9.84	8.30	7.11	6.05	5.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

全球综合性检测龙头 SGS 的成长之路.....	7
发展现状：检测行业领导者，全球质量和诚信的基准.....	7
历史复盘：以谷物船运检测起家，跨行业跨地域多元化布局全球.....	10
财务情况：经营稳健，精益管理夯实经营质量.....	13
SGS 股价复盘：行业长坡厚雪、公司经营稳健，业绩驱动股价上涨 20 年 CAGR 达 9.17%.....	16
SGS 实现百年成长的 3 个核心要素.....	17
华测检测：是否有机会成长为百年老店.....	26
中国检测市场仍处于成长阶段，为华测提供快速发展机遇.....	26
基本完成国内业务领先布局，内生外延促发展.....	30
战略转型推行精益管理，实现高质量发展.....	34
盈利预测.....	38
估值与投资建议.....	40
绝对估值法.....	40
相对估值法.....	41
投资建议.....	42
风险提示.....	43
附表：财务预测与估值.....	45
免责声明.....	46
国信证券经济研究所.....	47

图表目录

图 1: SGS 的第一大业务为工业及环境 (亿元/占比 %)	9
图 2: SGS 收入最大来源为欧/非/中东地区 (亿元/占比 %)	9
图 3: SGS 的消费品、农业、政府和机构业务占比持续提升	9
图 4: SGS 细分业务营业利润率情况	9
图 5: SGS 控股股东为 GBL 公司, 由比利时弗里尔集团和加拿大德马雷集团间接控制	10
图 6: SGS 股利支付率持续提升	10
图 7: SGS 多次实施股份回购计划	10
图 8: SGS 以谷物检验起家, 逐步成长为全球领先的测试、检验和认证机构	11
图 9: 1988-1997 年营业收入稳健增长, 9 年 CAGR 达 7.69%	12
图 10: 1988-1997 年净利润持续稳健增长, 9 年 CAGR 达 7.00%	12
图 11: SGS 度过金融危机, 营收开启新一轮成长	13
图 12: SGS 1999 年至今净利润先迅速增长, 之后保持稳定	13
图 13: SGS 员工人数由 2002 至 2008 年 6 年 CAGR 约为 9%	13
图 14: SGS1999-2021 年人均创收/薪酬/创利基本稳定	13
图 15: SGS 1988 年至 2021 年营业收入 CAGR 为 4.14%	14
图 16: SGS 1988-2021 年净利润 CAGR 达 5.16%	14
图 17: SGS 盈利能力近几年保持稳定	14
图 18: SGS 经营性现金流状况健康	14
图 19: SGS 的 ROE 近年来保持稳定增长, 2021 年高达 58%	15
图 20: SGS 的销售净利率近年来保持在 10%左右水平	15
图 21: SGS 总资产周转率基本稳定在 1-1.4 的区间波动	15
图 22: SGS 的杠杆比率呈稳定上升态势	15
图 23: SGS 股价复盘	17
图 24: 球检验检测行业的市场规模 7 年 CAGR 达 9.02%	18
图 25: 四大检测机构收入均呈现稳定增长态势	18
图 26: 四大检测公司现金流表现优秀	19
图 27: 华测检测现金流指标均超同类公司平均水平	19
图 28: SGS 地域及业务领域拓展时间线	20
图 29: SGS2006 年起亚太地区收入占比逐步提升	21
图 30: SGS 欧非中东收入小幅稳定增长	21
图 31: SGS 亚太地区收入增速最快	21
图 32: SGS 美洲地区收入先高速增长后明显回落	21
图 33: SGS 不断丰富业务类型, 夯实服务能力	22
图 34: 工业和环境、自然资源板块并购数量占 2001 年以来收购总量的 48%/24%	23
图 35: SGS 收入增长以内生性为主, 外延并购可在内生增长动力不足时平滑业绩波动	23
图 36: SGS 不断丰富业务类型, 夯实服务能力	24
图 37: SGS 不同 CEO 任职期间公司经营情况	25

图 38: 我国检测市场快速扩张, 2013-2020 年 CAGR14.27%.....	27
图 39: 我国检测机构数量迅速增长, 13-20 年 CAGR 为 10.18%.....	27
图 40: BV 估计 2020 年第三方检测机构占比约为 40%.....	28
图 41: BV 估计 2021 年第三方检测机构占比约为 45%.....	28
图 42: 我国民营检测市场规模快速扩张.....	28
图 43: 我国民营检测机构数量迅速增长.....	28
图 44: 华测检测盈利能力稳中有升.....	29
图 45: 我国 GDP 增速中期有望保持高增长.....	29
图 46: 2020 年规模以上检验检测机构数量占比达 13.11%.....	29
图 47: 2020 年规模以上检验检测机构营业收入占比达 77.36%.....	29
图 48: 公司基本完成业务布局和全国区域网络建立.....	30
图 49: 华测检测营业收入稳定增长, 2021 年同比+21.33%.....	35
图 50: 华测检测归母净利润 2017-2021 年 CAGR 达 53.64%.....	35
图 51: 华测检测盈利能力稳中有升.....	36
图 52: 华测检测期间费用率控制良好.....	36
图 53: 华测检测员工人数增速显著放缓.....	36
图 54: 华测检测人均产值人均产值首次突破 40 万元.....	36
图 55: 华测检测员收现比保持稳定在 1.0 左右.....	37
图 56: 华测检测 2013-2021 年现金流得以改善.....	37
图 57: 华测检测 2013-2020 年股东收益情况.....	37
图 58: 华测检测 ROE 仍有提升空间.....	37
图 59: 华测检测 PE (TTM) 值处于历史中间水平.....	42
图 60: 华测检测 PB 值处于合理水平.....	42
表 1: 全球四大综合性检测机构发展现状.....	7
表 2: SGS 三大核心业务: 检测、检验和认证.....	8
表 3: SGS 业务主要分为 5 大板块, 覆盖 11 个行业.....	8
表 4: 经过 100 年发展, SGS 业务拓展至全球、规模不断提升.....	12
表 5: 1998 年 SGS 业务重组计划.....	12
表 6: SGS 历任 CEO 及重点发展战略.....	25
表 7: 2021 年 SGS 运营委员会成员薪酬构成.....	26
表 8: SGS 主要的股票期权激励计划.....	26
表 9: 政策支持下, 我国第三方检验检测机构发展环境不断改善.....	27
表 10: 华测检测目前主要服务类型涵盖生命科学、医药医学、贸易保障、消费品和工业品五大领域.....	31
表 11: 华测检测上市后收购公司情况.....	32
表 12: 华测检测董事及高管人员情况.....	33
表 13: 华测检测上市后激励安排及完成情况.....	33
表 14: 我国上市检测机构参与制定、修订国家标准及行业标准情况.....	34
表 15: 华测检测 2018 年起实行的精细化管理策略显著提升公司效率.....	34
表 16: 盈利预测简要结果.....	39

表 17: 盈利预测假设基础.....	39
表 18: 绝对估值法假设条件.....	40
表 19: FCFF 估值表.....	40
表 20: 针对折现率和永续增长率敏感性分析.....	41
表 21: 可比公司和华测检测近 10 年估值及业绩增速情况.....	41
表 22: 可比公司估值表.....	41

全球综合性检测龙头 SGS 的成长之路

发展现状：检测行业领导者，全球质量和诚信的基准

SGS 是全球第三方综合性检测机构龙头，成立至今已 144 年。瑞士通用公证行 SGS 成立于 1878 年，总部位于瑞士日内瓦，早期以谷物船运检测业务起家，逐步成长为全球领先的测试、检验和认证机构，是全球公认的质量和诚信基准。截止目前，SGS 员工人数超过 9.6 万人，在全球拥有超过 2600 个分支机构及实验室，业务几乎覆盖世界每个国家。2021 年公司实现营业收入 64.05 亿瑞郎，约合人民币 440 亿元，同比增长 14.29%；实现净利润 6.55 亿瑞郎，约合人民币 45 亿元，同比增长 29.70%。截至 2022 年 5 月 30 日，SGS 市值约 1249 亿元，为目前全球市值第一的第三方综合性检测机构。

表 1：全球四大综合性检测机构发展现状

公司	公司基本情况			办事处及实验室数	员工数	资本市场表现		2021 年经营业绩情况			
	成立时间	总部	业务领域			PE (T)	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	人均产值 (万元)
 瑞士通用公证行 SGS	1878 年	瑞士日内瓦	涵盖互联与产品、健康与营养、工业及环境、自然资源、知识 5 大领域的检测、检验、认证、培训及咨询服务	2600	96000	30	1249	442	45	10.23%	46
 天祥集团 Intertek	1880 年	英国伦敦	涵盖石油化工、电子电气、汽车零部件、食品与农产品、矿产品、能源及新能源、建材等行业的检验、认证、检测等服务	1000	43800	26	641	237	24	11.01%	54
 必维国际检测集团 BV	1828 年	法国巴黎	涵盖船舶与海上设施、农产品和大宗商品、工业、建筑工程与基础设施等行业的检验、认证、咨询及工程质量控制服务	1600	80000	29	851	349	29	8.96%	44
 欧陆科技集团 Eurofins	1987 年	法国南特	涵盖食品、环境、药品和化妆品、农业科学、CRO 服务等行业的科学分析和检测检验服务	900	58000	18	1176	470	55	15.53%	81

资料来源：各公司年报、英为财情、国信证券经济研究所整理

注：市值、PE 数据截至 5 月 30 日；兑换人民币参考汇率：瑞郎：6.9；欧元：7；英镑：8.5。

SGS 业务分为 5 大板块，服务范围覆盖各行各业。SGS 业务涉及检验、测试、认证等，主要分为 5 大板块，分别是：互联与产品（C&P）、营养与健康（H&N）、工业与环境（I&E）、自然资源（NR）、知识与管理（KN），进一步可细分为 11 个行业，分别是：1）石油天然气；2）消费品和零售；3）食品和农产品；4）生命科学；5）建筑；6）交通运输；7）工业制造；8）能源；9）矿产；10）化工；11）公共事业 11 大类，涉及人类生活及工作的方方面面。

表2: SGS 三大核心业务: 检测、检验和认证

业务类型	检测 (Testing)	检验 (Inspection)	认证 (Certification)
业务描述	依据技术标准和规范, 使用仪器设备, 进行评依靠人的经验和知识, 利用测试数据或者其他由具备第三方性质的认证机构证明产品、服务的活动, 其评价结果为测试数据。	评价信息, 作出是否符合相关规定的判定活动。	务、管理体系、人员符合相关标准和技术规范的合格评定活动。
示例	玩具产品测试 	风电设备监造 	童车类产 CCC 认证 
	依据不同地区玩具安全法规标准对儿童玩具整机及主要零部件监造, 常驻施工现场的认证机构经认证批准可为童车类产品提供进行检测, 涉及机械、标签、燃烧、电子、有监工工程师为风机基础施工提供全过程的质量CCC 认证服务, 3C 认证是强制性认证, 由于机、无机化学等要求, 服务对象主要为: 玩具把控, 协助客户实施质量提升和管理。		童车在 3C 的强制目录里, 在国内市场销售前必须通过 3C 认证。

资料来源: SGS 官网、华测检测官网、国际标准 ISO/IEC17000《合格评定词汇和通用原则》、国信证券经济研究所整理

表3: SGS 业务主要分为 5 大板块, 覆盖 11 个行业

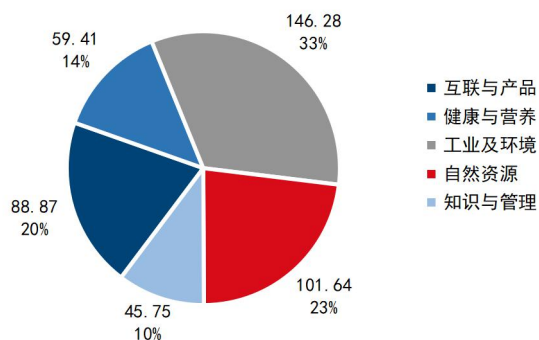
部门名称	细分行业	具体服务	2021 年营业收入 (亿元)	占比	营业利润率
互联与产品 C&P	物联网、通信、人工智能	维护网络安全连接、降低风险, 并建立消费者信任, 确保产品和服务的安全性、质量和监管一致性	88 (+8.8%)	20%	24.50%
健康与营养 H&N	农产和食品	涵盖农药、种子、生物燃料、肥料、食品和林业。从生产到消费, 提供法律合规、储藏、运输、包装和分销, 及进出口产品检验等协助	59 (+30.1%)	13%	17.30%
	消费品和零售	确保到达消费者手中的商品是可信的、符合要求的。实验室可进行材料和功能测试, 以验证产品具备客户所声称的性能; 可对生产过程的各个阶段执行检验和审核, 并对零售店进行检查			
	生命科学	确保制药、生物制药和医疗器械产品优质、安全及合规, 缩短产品上市周期, 提供从开发、测试、生产到销售各阶段服务			
工业及环境 I&E	建筑	对建筑进行风险评估、施工监理和项目管理; 对材料进行化学和物理测试; 提供设施、排废和能源审计; 使用实时传感器技术监测结构的缺陷和表现	146 (+18%)	33%	11.30%
	工业制造	医药设备/农业机械/航空航天/汽车制造等的独立测试和合规服务, 根据完成品提出改进建议, 帮助客户在整个生产过程中达到高性能标准			
	交通运输	从汽车、铁路、海洋到航空航天, 为运输行业的产品和服务提供质量改进和效率验证的服务, 助力客户实现更短交付时间、更少成本和更高价值			
自然资源 NR	化工	在化学原料转化至消费品过程中, 确保化学成分的质量和成品的安全性及合规性; 提供实验室设计、包工和营运协助, 包括采购和调试的咨询服务	101 (+6.2%)	23%	14.30%
	能源	提供石油、天然气、电力、煤炭或可再生能源全方位的独立检查和审核服务			
	矿产	覆盖矿产勘探、生产、应用、退役和关闭等各阶段。在工业矿物、稀有金属及基本金属提取等环节, 协助提升资产价值并优化回收效率			
	石油和天然气	为石油、天然气和其他碳氢化合物的勘探、开采、提炼、物流和零售提供量身定制的解决方案。上游可提供如地表下层咨询、计量和试井等解决方案。下游服务为全球贸易过程中的物流、零售和新型燃料运输等提供支持			
知识 KN	公共事业	覆盖广泛的控制服务, 包括扫描仪安装、运输监控以及风险评估, 为世界各地的公共部门降低贸易风险。	46 (14.7%)	11%	21.10%

资料来源: SGS 官网、2021 年 SGS 年报、国信证券经济研究所整理

SGS 业务结构趋于稳定, 前 3 大细分业务收入占比超 50%。经过 144 年发展, SGS 已完成业务多元化、全球化布局, 业务结构趋于稳定。1) 按地区分类, SGS 在欧/非/中东地区、亚太地区、美洲地区地区收入占比分别为 46%/35%/19%, 同比分别变动+1.37/-0.63/-0.74 个 pct; 2) 按 5 大板块分类, SGS 互联与产品/健康与营养/工业及环境/自然资源/知识与管理业务收入占比分别为 20%/13%/33%/23%/10%, 同比分别变动+1.01/-1.91/-0.88/+1.70/+0.07 个 pct; 3)

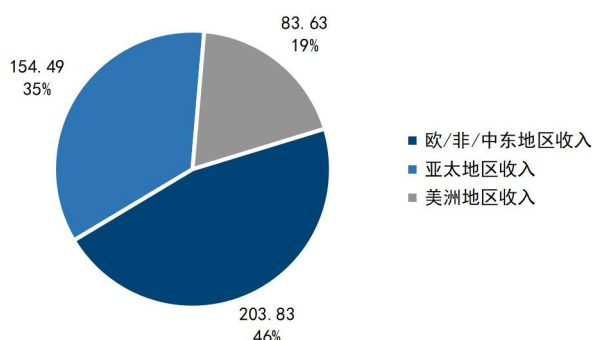
进一步按细分行业分类，2020 年 SGS 的农业、消费品、工业业务合计营收占比约为 52%，同比增长约 2 个 pct，占比持续提升；盈利能力方面，消费品、认证、政府和机构业务为 SGS 营业利润率最高的三类子业务，分别为 25.05%/19.11%/19.90%，同比基本保持稳定。

图1：SGS 的第一大业务为工业及环境（亿元/占比 %）



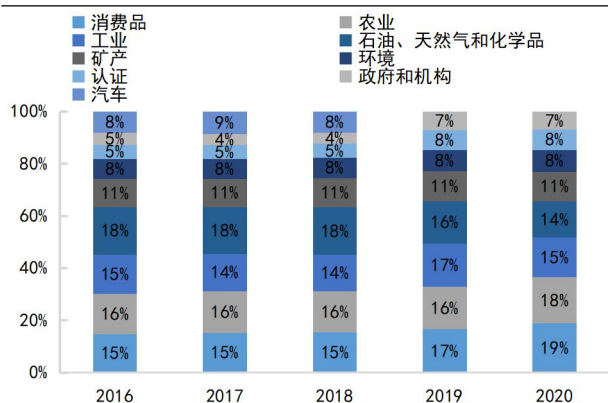
资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

图2：SGS 收入最大来源为欧/非/中东地区（亿元/占比 %）



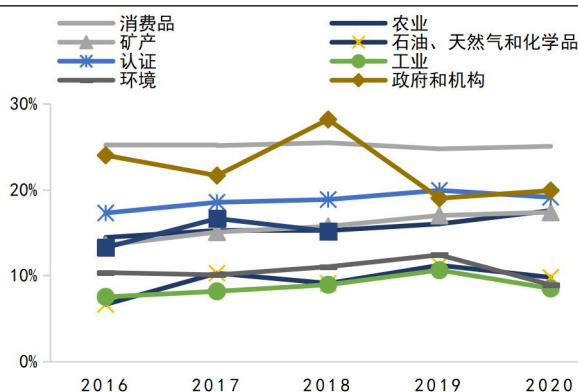
资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

图3：SGS 的消费品、农业、政府和机构业务占比持续提升



资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

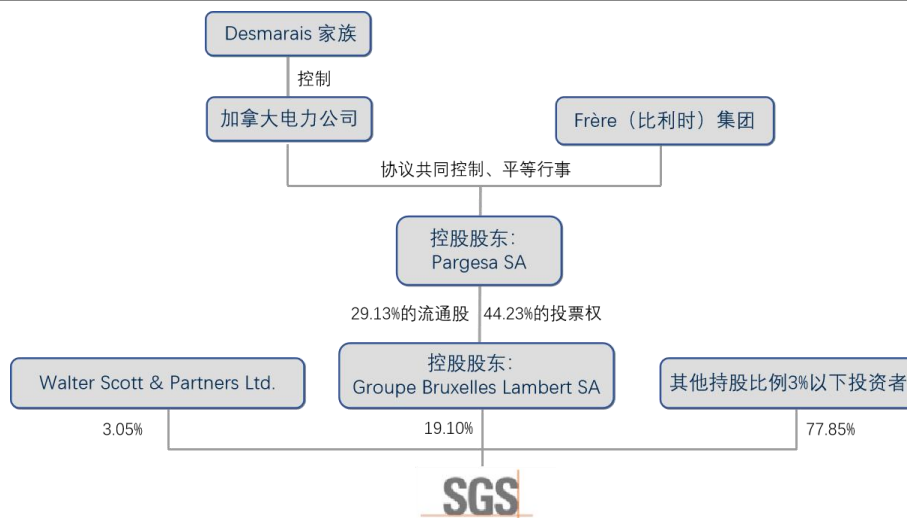
图4：SGS 细分业务营业利润率情况



资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

SGS 股权结构稳定，控股股东为加拿大及比利时的两大家族，实施职业经理人制度。SGS 于 1981 年在瑞士证券交易所（SIX）上市，实际控制人为比利时弗里尔（Frère）集团和加拿大德马雷（Desmarais）集团，双方各持有 SGS 控股股东 Pargesa SA 50%股权，再通过 GBL 间接持有上市公司 19.10%的股权；SGS 股权结构自 1990 年以来长期保持稳定，管理上自 1998 年建立职业经理人制度，由 Mr. Antony M. Czura 接任公司创始人曾孙女 Elisabeth 担任公司 CEO，自此之后公司延续了职业经理人制度，这更有利于公司的可持续健康发展。

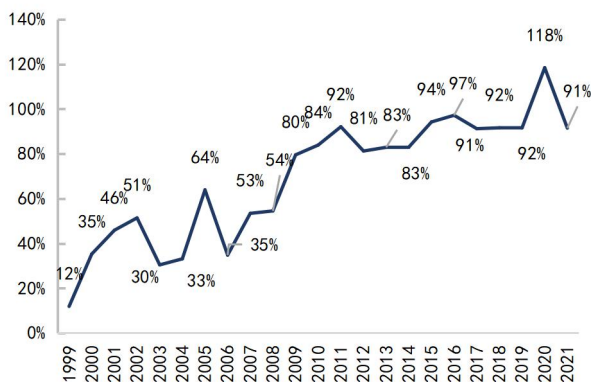
图5: SGS 控股股东为 GBL 公司, 由比利时弗里尔集团和加拿大德马雷集团间接控制



资料来源: Pargesa 官网、GBL 官网、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

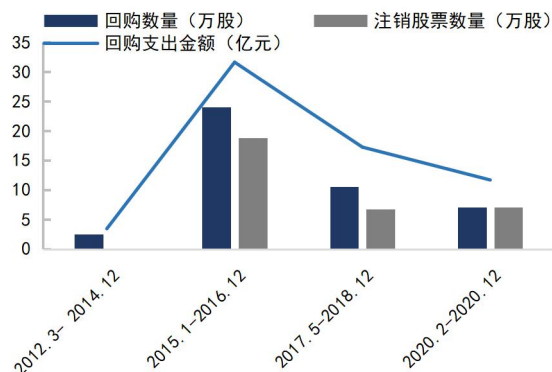
SGS 进入发展稳定期, 持续实施高分红+股份回购回报股东。SGS 自 2010 年之后进入发展稳定期, 通过高分红持续回报股东, 股利支付率从 1999 年的 12%持续提升至 2010 年的 84%, 此后稳步提升至 90%以上, 换算成股息率约 3%+。除定期分红外, 回购股份并注销也是 SGS 直接回报股东的方式之一。2012 年来, SGS 共实施 4 次股份回购计划, 支出 9.27 亿瑞郎 (约合人民币 64 亿元) 回购了 44.25 万股股份, 其中 32.74 万股被注销。

图6: SGS 股利支付率持续提升



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图7: SGS 多次实施股份回购计划



资料来源: SGS 官网、国信证券经济研究所整理

历史复盘: 以谷物船运检测起家, 跨行业跨地域多元化布局全球

初始发展阶段 (1878-1918): “由 0 到 1”, SGS 成为谷物检验行业单项冠军

公司创始人发现谷物检验商机, SGS 发展成为细分行业领先者。1878 年的法国鲁昂码头, 公司创始人 Henri Goldstuck 观察到码头的粮食运输会发生损耗导致出口商利益受损, 他认为通过检验与核实谷物运抵进口商处的数量与品质可保护出口商的权益, 因此成立公司提供这一服务并从出口商处收取佣金。由于此项服务可显著减少出口商损失, 公司业务量迅速增加, 业务范围由最早的仅检查俄国出口至法国的粮食货船, 逐步拓展到欧美。1913 年, 公司已建立起遍布欧洲的 45

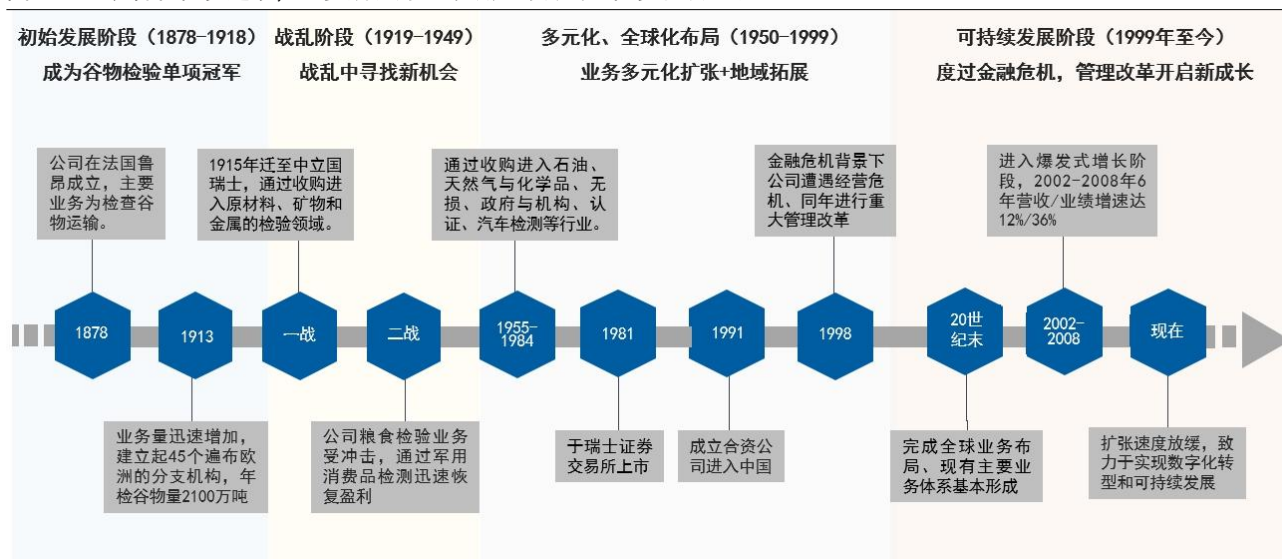
个分支机构，每年检验的谷物量达 2100 万吨，成为了谷物检验行业的领先者。

战乱阶段（1919-1949）：战乱中寻找机会，实现业务多元化扩张+地域拓展

一战时 SGS 将总部迁至中立国瑞士，开始进行业务多元化扩张及地域拓展。1914 年，第一次世界大战开始，SGS 于 1915 年将总部从法国巴黎迁至瑞士日内瓦，以便在中立国更好开展业务。此后，SGS 的业务逐步拓展至南美、澳洲，到 1928 年时已在全球 21 个国家设立了办事处和分支机构。除地域拓展外，公司还通过收购欧洲实验室，将业务类型扩展到原材料、矿物和金属的检验和分析领域。

二战时核心谷物业务受重创，SGS 积极把握新增需求恢复盈利状态。第二次世界大战（1939 年-1945 年）严重破坏了全球贸易，公司的核心粮食检验业务受到巨大冲击，不过公司抓住机遇，通过与同盟国签订检查运往前线的军用消费品合同，在 1946 年迅速恢复盈利。二战结束后，美国向欧洲提供了 130 多亿美元长期低息贷款（也即“马歇尔计划”），为 1948 年至 1951 年间欧洲的经济复苏提供资金，其中纺织业被确定为振兴欧洲的途径之一，欧洲因此产生大量从美国进口棉纤维的需求。根据 SGS2018 年发布的通讯新闻稿，其曾被北大西洋公约组织任命检查欧洲进口棉花产品的工作，在其中发挥了重要作用。

图8：SGS 以谷物检验起家，逐步成长为全球领先的测试、检验和认证机构



资料来源：SGS 官网、国信证券经济研究所整理

多元化、全球化布局（1950-1999）：向综合性检测机构迈进，公司快速成长

SGS 业务多元化、全球化发展，开始向综合性检测机构大步迈进。1950 年，SGS 80% 的收入仍然来自其核心的农产服务，存在收入太过单一的问题，管理层意识到，要长期生存就需要多元化的业务。随后数年，SGS 朝着多元化的方向扩张，先后进入石油、石化、无损检测等领域。到 1980 年，SGS 一半营业收入已来自于 1970 年后新增的业务，此时公司已有 113 个分支机构、57 个实验室，和遍布世界 140 多个国家的 9500 名员工。1981 年，SGS 成功上市，此后不到 4 年 SGS 营业收入达到 15 亿瑞郎（约合 104 亿元）。

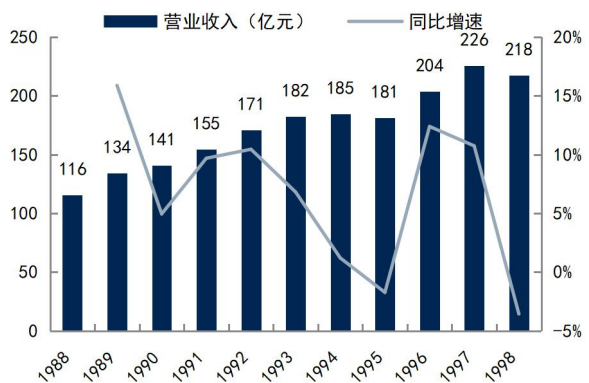
表4: 经过 100 年发展, SGS 业务拓展至全球、规模不断提升

年份	业务涉及国家	实验室及办公室数量	员工数
1879	1	3	N/A
1913	N/A	45	N/A
1928	21	N/A	N/A
1980	140	170	9500

资料来源: SGS 官网、SGS 公司年报、国信证券经济研究所整理

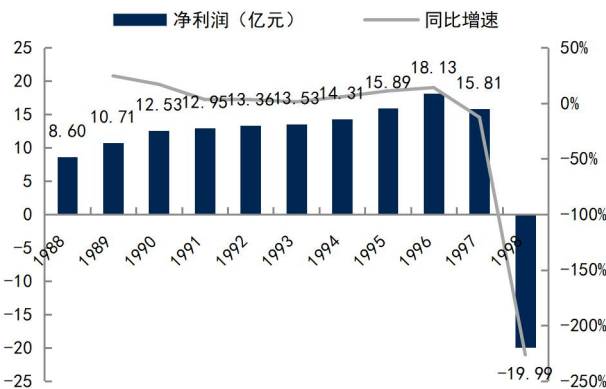
SGS 受益多元化、全球化发展, 营收业绩稳健增长。1988 年起, SGS 营业收入和净利润迎来连续 9 年的稳定增长, 收入/净利润由 1988 年的 115.85/8.60 亿元增长至 1997 年的 225.67/15.81 亿元, 9 年 CAGR 为 7.69%/7.00%。

图9: 1988-1997 年营业收入稳健增长, 9 年 CAGR 达 7.69%



资料来源: Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

图10: 1988-1997 年净利润持续稳健增长, 9 年 CAGR 达 7.00%



资料来源: Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

可持续发展阶段（1999 年至今）：度过金融危机，管理改革开启新成长

SGS 遭遇亚洲金融危机, 通过优化治理、重组业务跨过危机。1997 年, 亚洲金融危机爆发, SGS 的主要客户拖欠账款, 且先后丢失印尼、巴基斯坦两个重要政府进口检查合同, 叠加大宗商品和能源行业低迷, SGS 遭遇严重经营危机, 收入/净利润从 1997 年的 225.67/15.81 亿元下滑至 1998 年的 217.64/-19.99 亿元, 1999-2002 年持续恶化, 收入下滑至 150-160 亿元, 净利润大幅波动, 经营性现金流大幅减少, 面临流动性危机。SGS 1998 年开始优化内部治理, 通过设立职业经理人制度任命新的 CEO 应对危机。经历两任 CEO Czura 和 Mr. Sergio Marchionne 的一系列管理改革之后, SGS 在 2002 年之后终于跨越危机进入新一轮成长。

表5: 1998 年 SGS 业务重组计划

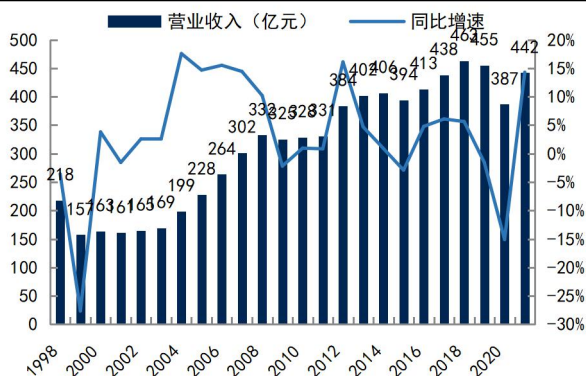
举措类型	具体内容
成立新的管理层、调整董事会人员	在 SGS 工作了 16 年的老将 Czura 先生于 8 月接任首席执行官, 接替了自 1989 年以来一直经营公司的 SGS 创始家族成员 Elisabeth Salina Amorini, 并将 Elisabeth 从董事会中移出
剥离非核心业务	出售了 GAB Robins (全球第二大保险损失调整公司)、医疗保健和生物技术子公司
专注核心业务	专注于农业、矿产和石油检验服务、消费品验证、国际认证和政府服务
减少员工人数	减少 3,000 至 3,500 个工作岗位, 占 30,000 名员工的 10% -12%
股权结构调整	SGS 股东结构更加平衡

资料来源: 华尔街日报、国信证券经济研究所整理

SGS 内部管理改革夯实经营质量, 2002 年起进入新一轮成长, 2008 年至今整体平稳。经过 1999-2002 年恢复性建设, SGS 进入了连续 5 年的高速增长时期, 员工人数由 2002 年的 3.23 万人增长至 2008 年的 5.5 万人, 6 年 CAGR 约为 9%。产能迅速提升下, 公司营收从 2002 年的 165 亿元快速增长至 2008 年的 332 亿元, CAGR

达 12.38%，此后稳定增长至 2018 年历史最高值的 463 亿元，10 年 CAGR 达 5.84%；归母净利润从 2002 年扭亏后增长至 2008 年的 48 亿元，6 年 CAGR 达 36.08%，此后在 38-48 亿元波动。**进入 2008 年后**，SGS 扩张速度明显放慢，实验室数量维持 3 年无变化，员工人数甚至减少，收入及利润增速中枢下移，整体稳中有增。回顾 SGS 发展历程，不难发现公司仅在 1998、2000 年发生过全年业绩净亏损，主要系 SGS 丢失重要政府客户订单、被控告贿赂巴基斯坦政府严重影响经营等内部原因所致。此后无论是 2009 年的全球经济危机还是 2020 年的新冠疫情，公司收入基本稳健，同比分别下滑 2.20%/15%；业绩同比减少 15.86%/28%，但仍维持较高盈利水平。

图 11: SGS 度过金融危机，营收开启新一轮成长



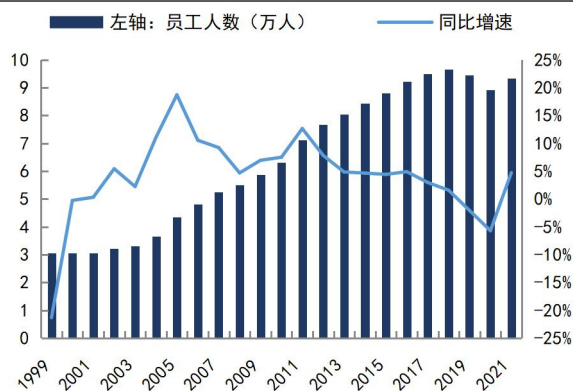
资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

图 12: SGS 1999 年至今净利润先迅速增长，之后保持稳定



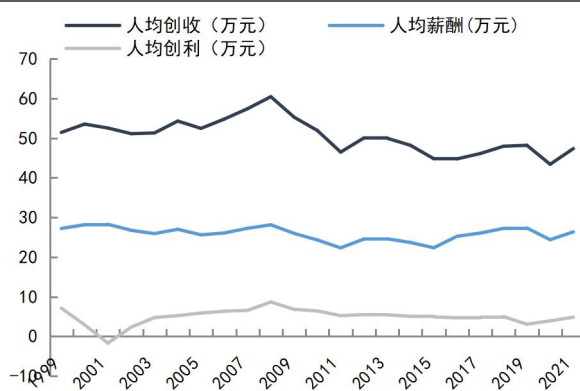
资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

图 13: SGS 员工人数由 2002 至 2008 年 6 年 CAGR 约为 9%



资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

图 14: SGS 1999-2021 年人均创收/薪酬/创利基本稳定



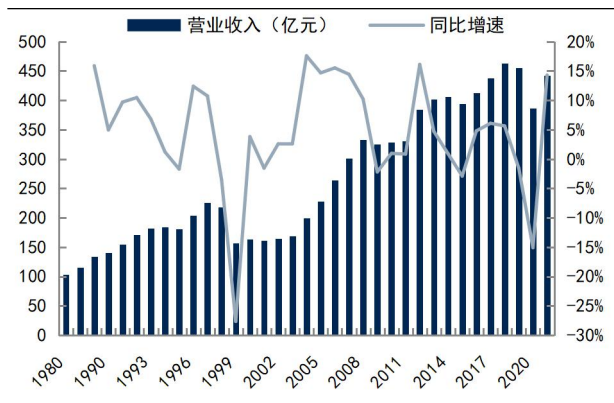
资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

财务情况：经营稳健，精益管理夯实经营质量

SGS 营收业绩整体稳健，1988-2021 年收入/业绩 CAGR 达 4.14%/5.16%。由于数据可得性，我们从 1988 年起对公司经营情况进行复盘梳理。SGS 经营整体稳健，营收/净利润从 1988 年的 116/9 亿元到 2021 年的 442/45 亿元，CAGR 为 4.14%/5.16%。具体从收入端看，公司营业收入从 1980 年的 104 亿元稳步增长至 1997 年的 226 亿元。1998 年公司发生经营危机，1999 年收入大幅减少至 157 亿元，同期业绩净亏损约 13 亿元。经过 5 年的修复，SGS 迎来了收入及业绩的连续数年快速提升，

此后稳定增长至 2018 年公司实现营业收入约 463 亿元, 约占当年全球检测市场份额的 2.89%, 位居全球市占率第一。**从业绩端看**, 公司归母净利润在 1998 年前随收入稳定增长, 1998 年公司发生经营危机后连续 4 年大幅波动, 2002 年后持续 5 年快速增长, 净利润从 7.52 亿元增长至 2008 年的 47.75 亿元, 6 年 CAGR 达 36%, 远高于营业收入同期 CAGR 的 12.38%。2021 年公司收入/净利润分别为 442/45 亿元, 同比增长 14%/30%, 增速较高主要系 2020 年疫情影响下基数较低所致。

图 15: SGS 1988 年至 2021 年营业收入 CAGR 为 4.14%



资料来源: Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

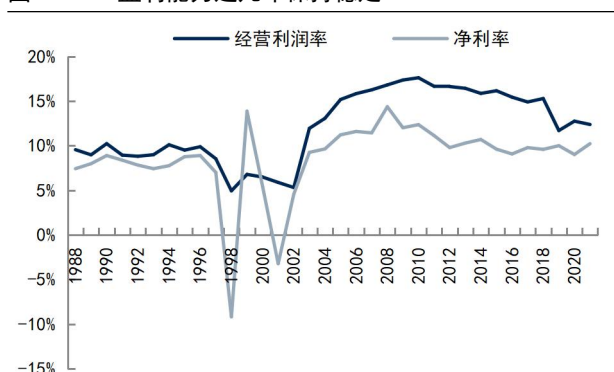
图 16: SGS 1988-2021 年净利润 CAGR 达 5.16%



资料来源: Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

SGS 盈利能力稳定, 现金流优异。从利润率看, 2002 年起, SGS 在公司内部进行了一系列管理改革, 公司规模快速扩张, 盈利能力显著提升, 净利润率中枢从 1988-1996 年的约 8.15% 提升至 2002-2021 年的 10.28%, 盈利能力整体保持稳定;**从经营性现金流看**, SGS 现金流长期保持较好状态, 其经营性净现金流自 2002 年起始终超过净利润且呈稳定增长态势, 经营性净现金流与净利润比值长期稳定在 1.2-1.5 左右, 其中 1998-2002 年波动主要系金融危机影响造成净利润大幅波动所致, 2019-2021 年主要系新冠疫情影响导致净利润大幅减少所致。

图 17: SGS 盈利能力近几年保持稳定



资料来源: Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

图 18: SGS 经营性现金流状况健康



资料来源: Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

SGS 的 ROE 水平长期维持在 20% 以上, 2021 年提升至 58%。SGS 的 ROE 水平长期维持较高水平, 从净利率、资产周转率和财务杠杆拆分, 主要得益于较高的资产周转率和财务杠杆。具体看, 1989 年至 1997 年, SGS 的 ROE 水平基本稳定在 20% 左右, 1998-2002 年业绩修复期间受销售净利率正负切换影响波动剧烈, 此后稳定提升至 2021 年的 58%。为明确不同阶段 ROE 变化的驱动原因, 我们分别对三因素历史变化情况进行分析:

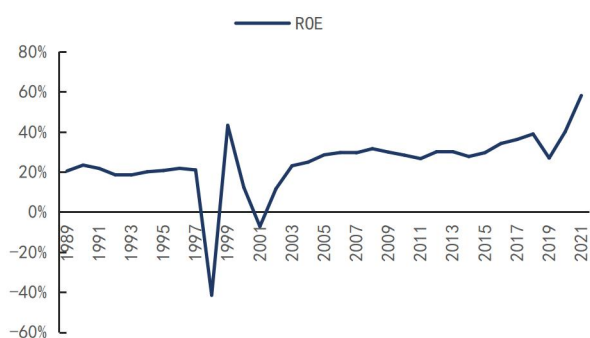
1) **销售净利率:** 1989-1997 年, SGS 净利率在 7%-9% 间波动, 此阶段 SGS 的高 ROE

主要得益于公司资产周转率、杠杆比率自 1992 年起就分别维持在 1.0/2.3 以上的较高水平。1998-2002 年公司遭遇经营危机，期间销售净利率正负切换下导致 ROE 水平大幅波动。2002 年起，公司施行“6 Sigma”管理框架，通过优化管理水平实现了盈利能力的大幅提升，净利率自 2002 年的 4.56% 稳定提升至 2010 年的 12.34%，叠加同期资产周转率稳定提高，ROE 自 2002 年的 11.60% 显著提高至 2010 年的 28.34%。2011 年起销售净利率呈稳定小幅下滑趋势，基本维持在 10% 左右。

2) **资产周转率**：SGS 的资产周转率自 1989 年起基本稳定在 1.0-1.4，远高于一般企业标准的 0.8，处于周转较快的水平。2002-2008 年为公司收入快速增长的时期，受益于此资产周转率最高提升至 2007 年的 1.41；此后由于收入增速中枢下移，叠加公司总资产仍保持稳定提升态势，资产周转率逐渐降低至 2021 年的 0.92。

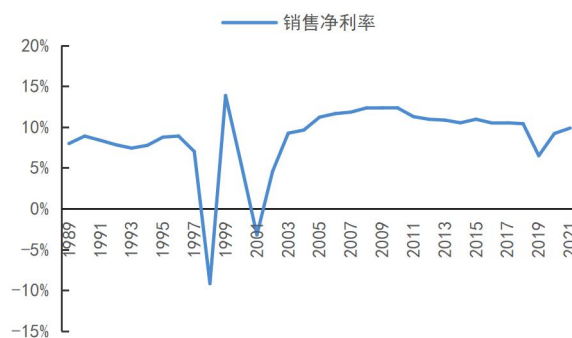
3) **杠杆比率**：2015 年起，SGS 的销售净利率及资产周转率下行趋势明显，但受益于杠杆比率大幅提高，ROE 水平仍保持稳定上升，至 2021 年达到 58% 以上。杠杆比率显著提升的主要原因为：第一、**SGS 债务融资成本更低、总负债持续提高**。由于 SGS 维持高分红水平，股利支付率稳定在 90% 以上，换算成股息率约 3%+，而 SGS 债务成本经测算低于 2%，公司经营稳健、现金流优异的情况下，进行债务融资优势显著。第二、**公司所有者权益持续减少**。2012 年来，SGS 共实施 4 次股份回购计划，回购了 44.25 万股股份，其中 32.74 万股被注销；此外，公司高分红政策下留存收益自 2016 年以来持续下滑。因此，截至 2021 年底，公司总负债/总权益相比于 2014 年分别变动+73%/-50%，公司杠杆率大幅提升，由 2014 年的 2.42 倍迅速增长至 2021 年的 6.39 倍，受此影响公司 ROE 提升至 58% 以上。

图 19：SGS 的 ROE 近年来保持稳定增长，2021 年高达 58%



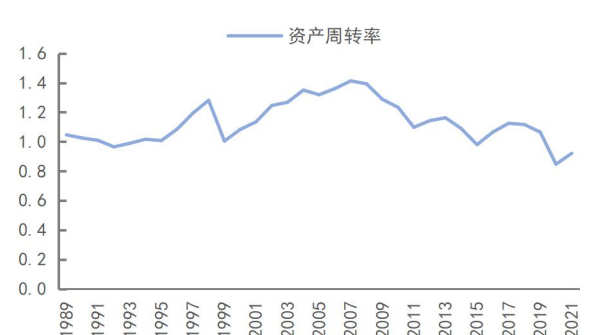
资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

图 20：SGS 的销售净利率近年来保持在 10% 左右水平



资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

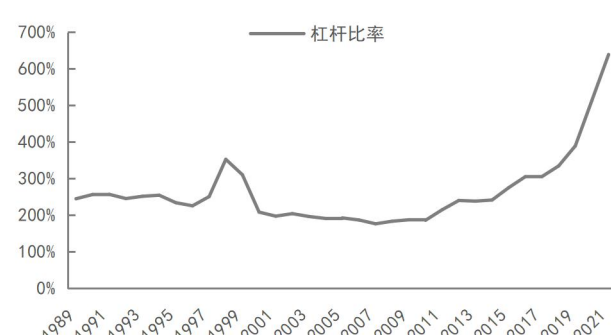
图 21：SGS 总资产周转率基本稳定在 1-1.4 的区间波动



资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

注：资产周转率=年收入/平均资产

图 22：SGS 的杠杆比率呈稳定上升态势



资料来源：Bloomberg、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

注：杠杆比率=全年平均资产/平均股权

SGS 股价复盘：行业长坡厚雪、公司经营稳健，业绩驱动股价上涨 20 年 CAGR 达 9.17%

SGS 于 1981 年在瑞士证券交易所（SIX）上市，股价自 2002 年 4 月的 2868 元/股持续涨至目前的 17402 元/股，20 年 CAGR 达 9.43%，远超同期 SWI20 指数的 2.84%。为了解 SGS 股价变动催化因素，我们对 SGS 不同经营发展阶段的股价进行复盘：

业绩兑现期（1988-1997 年）：上世纪 80 年代末，SGS 基本完成全球化布局，进入业绩带动股价稳定上升的阶段。1988-1997 年，SGS 营业收入及净利润稳定持续提升，9 年 CAGR 分别为 7.69%/7%。受益于业绩稳步兑现，SGS 股价由 1988 年初的 1354 元/股增长至 1998 年初的 4000 元/股，9 年 CAGR 为 14%，远高于同期业绩增速。

经营修复期（1998-2001 年）：1998 年，SGS 公司丢失重要政府客户订单，还被起诉贿赂巴基斯坦政府，经营受到严重影响，加之亚洲金融危机背景下大宗商品和能源行业低迷、客户欠款等负面因素众多，公司发生成立以来最大经营危机，当年净亏损约 20 亿元，公司股价在连续 8 年稳定增长后下挫到 90 年代初水平。为摆脱危机，公司于 1998 年四季度提出耗资 4.3 亿瑞郎（约合人民币 30 亿元）的重组计划，投资者信心恢复；1999 年公司业绩表现亮眼实现净利润 21.84 亿元，股价于 1999 年 12 月当月上涨 36.39%，全财年上涨 130%+。2001 年初，公司股价大幅下滑，主要系公司业绩严重不达预期，2001 年公司收入/净亏损分别为 160.91/-5.19 亿元。此外，2001 年 4 月 SGS 就 1998 年被控告贿赂巴基斯坦政府一事起诉巴基斯坦政府，这一事件影响下 SGS 股价持续下滑至 9 月，最终导致公司两年股价最大跌幅达 74%，一度跌回至 1988 年初水平。

业绩高增期（2002-2008 年）：在此期间，全球经济强劲复苏，全球名义 GDP 的 6 年 CAGR 达 10.65%，同期 SGS 经过业务重组及精益化管理，营业收入及利润双高增，6 年 CAGR 分别为 12.38%/36%，带动公司股价连续攀升，于 2007 年初突破每股 10000 元，6 年 CAGR 接近 40%。

平稳发展期（2009 至今）：2007-2009 年金融危机导致全球经济下滑，SGS 经营也受到影响，2009 年实现营业收入 325.13 亿元，同比下降 2.20%；实现净利润 40.17 亿元，同比下降 15.86%。公司股价回调发生在 2008 年 5 月至 11 月，跌幅约 30%；次年初，公司宣告 2009 年股利支付率首次达到 80%以上，投资者信心大增、股价触底反弹。此后公司进入平稳发展阶段，业绩增速中枢下移，2011-2019 年 8 年 CAGR 约 2.64%，但公司经营杠杆率不断提升和股份支付率维持 90%以上，ROE 持续提高，公司股价波动上涨至 2021 年底达 1.3 万元/股。

复盘 SGS 近 35 年股价变动情况，可以发现宏观因素影响下公司经营极具韧性，极少发生收入同比下降的情况，但由于 TIC 行业资产、人力密集型特点突出，人力成本、折旧&摊销等刚性成本较高，业绩变动幅度常大于收入。综合看，TIC 行业在经济上行时可把握需求高增机遇、经济下行时抗风险能力优秀的特点显著。

图 23: SGS 股价复盘



资料来源：英为财经、Bloomberg、Wind、SGS 年报、国信证券经济研究所整理

SGS 实现百年成长的 3 个核心要素

通过分析 SGS 发展历程，我们将其稳序经营近 150 年的原因归纳为 3 个核心要素：

- 1) **检测契合社会的“认知”需求，为经济高质量发展做支撑，可见未来永续存在：**随着社会的进步和发展，人们对 QHSE（质量、健康、安全、环境）的重视程度以及“认知”需求显著提升，检测行业在其中可发挥重要作用，整体需求往往有增无减；
- 2) **SGS 业务多元化、全球化领先布局，经营极具韧性：**SGS 成立已有 140 余年，期间经历了两次世界大战、三次工业革命、全球化、世界格局由“一超多强”向“多极化”的演变。SGS 抓住全球发展机遇从 1 到 N 内生外延完成业务多元化、全球化布局，基于长期形成的公信力及领先的资质、业务及服务网络构建牢固的领先优势，得益于相对刚性的检测需求及新业务/领域不断拓展具备较强的抗周期经营能力；
- 3) **SGS 优化公司治理，精益管理提效降本：**2002 年以前，SGS 对外进行并购、内部自建实验室迅速提升了自身的服务类型和可覆盖地域，营业收入因此稳健增长，但同期业绩增速较低。2002 年后，公司优化治理，推行职业经理人制度并给予充分激励，以绩效理念为抓手，重组业务线，内部推行 6 Sigma 精益管理，带动公司营收恢复增长，盈利能力显著提升。接下来我们从这三个核心要素分别进行探讨：

检测行业长坡厚雪，可见未来永续存在

检测行业长期发展的根本动力来自社会的“认知”需求。检测行业是基于全社会对 QHSE（使用产品的质量、生活健康水平、生产生活的安全性、社会环境保护）等问题的持续关注而产生的。随着社会的进步和发展，对健康和环保重视程度不

断加强，人们的“认知”需求不断增强，越来越希望知道食品是否安全，企业排放废气、废水是否污染环境等问题。而检测即是通过相应技术手段对这些进行验证，以检验其否满足相关法律、法规的要求或是否达到一定标准，这里政府立法及相应的规范化管理为检测行业健康发展提供了重要保障。

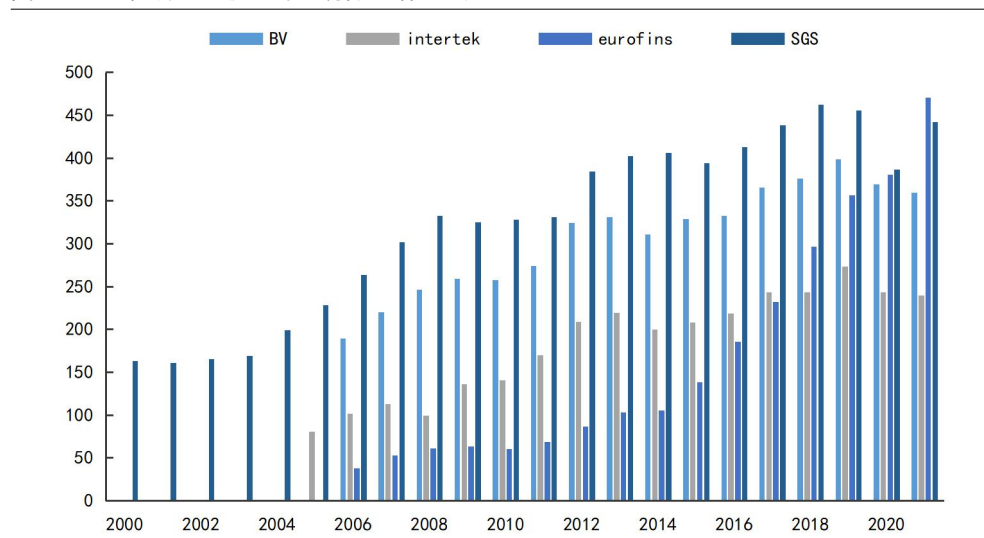
图 24：全球检验检测行业的市场规模 7 年 CAGR 达 9.02%



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

20 年全球检测市场近 1.5 万亿空间，常年持续稳健增长。全球检测市场是一个常年稳健增长且仍具有极大增长潜力的市场。根据前瞻产业研究院的数据统计，全球检验检测行业的市场规模从 2013 年的 8134 亿元增长至 2020 年的 14889 亿元，7 年 CAGR 达 9.02%。四大检测龙头收入看，2005 年 BV/Intertek/Eurofins/SGS 四家机构的营业收入分别为 190/102/38/264 亿元，2021 年分别为 360/240/470/442 亿元，15 年 CAGR 分别为 4.36%/5.88%/18.31%/3.50%，均呈现稳定持续性增长态势。展望未来，Vynz research 预计全球检测市场仍将随着社会进步持续提升，由 2020 年的 2410 亿美元增长至 2025 年的 3271 亿美元，5 年 CAGR 为 6.3%。

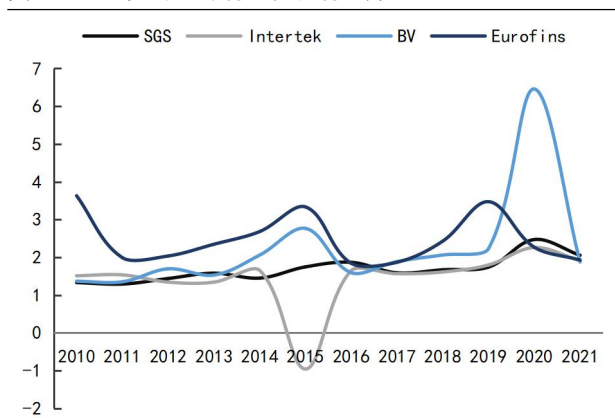
图 25：四大检测机构收入均呈现稳定增长态势



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

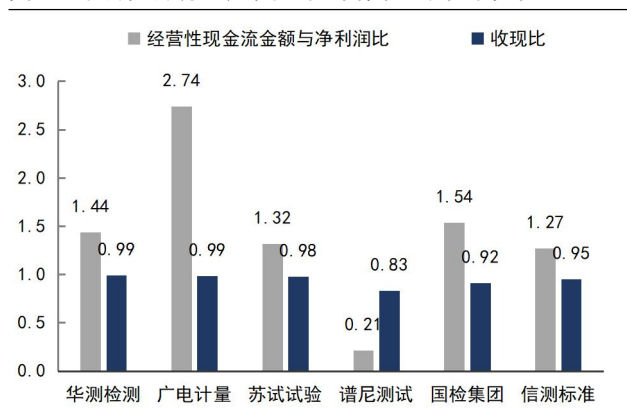
龙头公司具有一定议价权，现金流极其优异。检测业务客户广、频率高、金额小，行业现金流非常优秀。1) **客户广**：各行各业都有检测需求，因此检测机构客户群广泛，以华测检测为例，2021 年公司服务客户超 10 万家、出具 200 多万份检测认证报告，客户群体十分分散；2) **频率高**：由于产品每次改进或每个新产品推出、每次批量出货均需提供第三方检测报告，因此检测频率较高；3) **金额小**：每次检测均为抽样检测，检测单价相对产品价值较低。根据 BV 数据，检测价格约为产品或资产价值的 0.1%-0.8%。检测业务“客户多、金额小、频率高”的特点使得具有公信力的检测机构相对客户并不处于弱势地位，常采用先付款后服务方式结算，即使是部分大客户也可采用月结、季结的结算方式，这就使得检测行业的回款周期短，现金流状况优秀。具体指标看，四大检测龙头经营性现金流净额基本稳定超越净利润，排除 Intertek2015 年净利润为负的异常情况，SGS、Intertek、BV 和 Eurofins 近 11 年两者平均比值分别为 1.69/1.65/2.24/2.49，现金流表现普遍亮眼。国内检测机构看，华测检测 2021 年收现比/经营性现金流净额与净利润比值分别为 0.99/1.44，均略高于我国六家上市检测公司平均水平 0.94/1.42。

图 26：四大检测公司现金流表现优秀



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 27：华测检测现金流指标均超同类公司平均水平

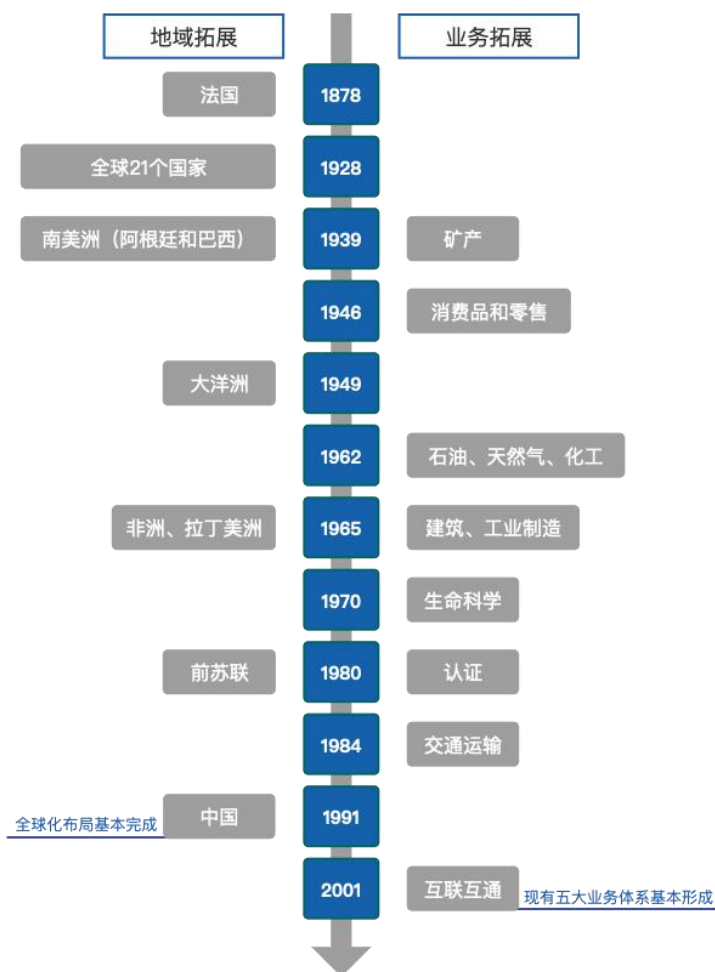


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

SGS 业务全球化、多元化领先布局，经营抗周期性强

SGS 积极把握全球化发展机遇，于上世纪末完成全球化、多元化布局。地域拓展方面，上世纪中后期，原先许多封闭或经济落后的国家和地区逐步开放或加速发展，SGS 把握机遇将业务拓展至非洲、拉丁美洲、前苏联、中国等地，于上世纪 90 年代末完成全球化布局。**业务拓展方面**，在新的检测领域，SGS 多次收购成熟公司实现快速切入。1965 年-2015 年，SGS 先后通过收购进入无损检测、生命科学、贵金属回收和生产、商业种子检测、油气、航空业、自动化与传感器等领域。全球化发展机遇下，SGS 基本完成服务领域和业务框架的搭建。

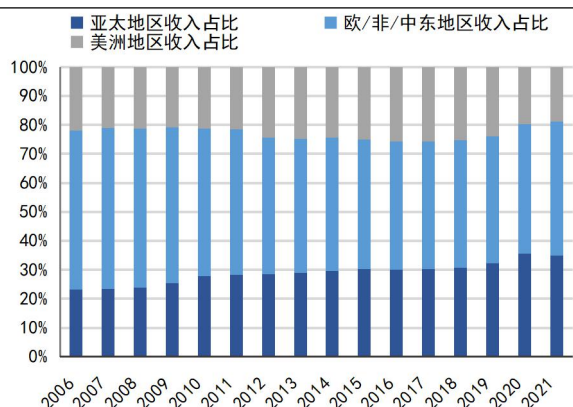
图 28: SGS 地域及业务领域拓展时间线



资料来源：《SGS group history》、SGS 官网、国信证券经济研究所整理

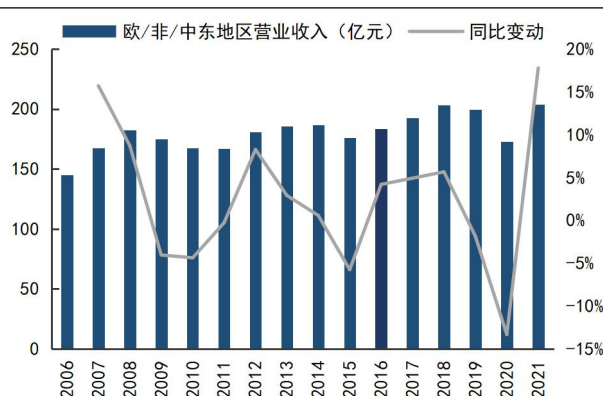
亚太地区收入占比稳步提升，有效补充欧美市场需求下降。SGS 过去 16 年各业务区域收入看，亚太/欧非中东/美洲三地区营业收入年增长率中枢分别为 7.49%/2.60%/5.72%，16 年内各有 2/6/5 次营收负增长拖累公司总收入水平，亚太地区对于收入支撑最大。由此可见，SGS 完成全球化布局后成长空间进一步打开，亚太及美洲部分经济欠发达地区的快速发展有效补充了原有欧美成熟市场增速放缓带来的需求下降，也有利于平滑周期性、地域间差异带来的收入波动。

图29: SGS2006年起亚太地区收入占比逐步提升



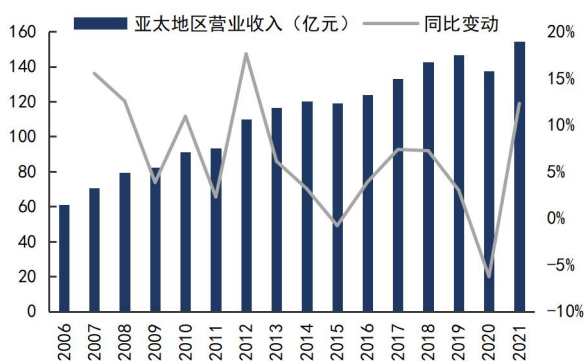
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图30: SGS 欧非中东收入小幅稳定增长



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图31: SGS 亚太地区收入增速最快



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

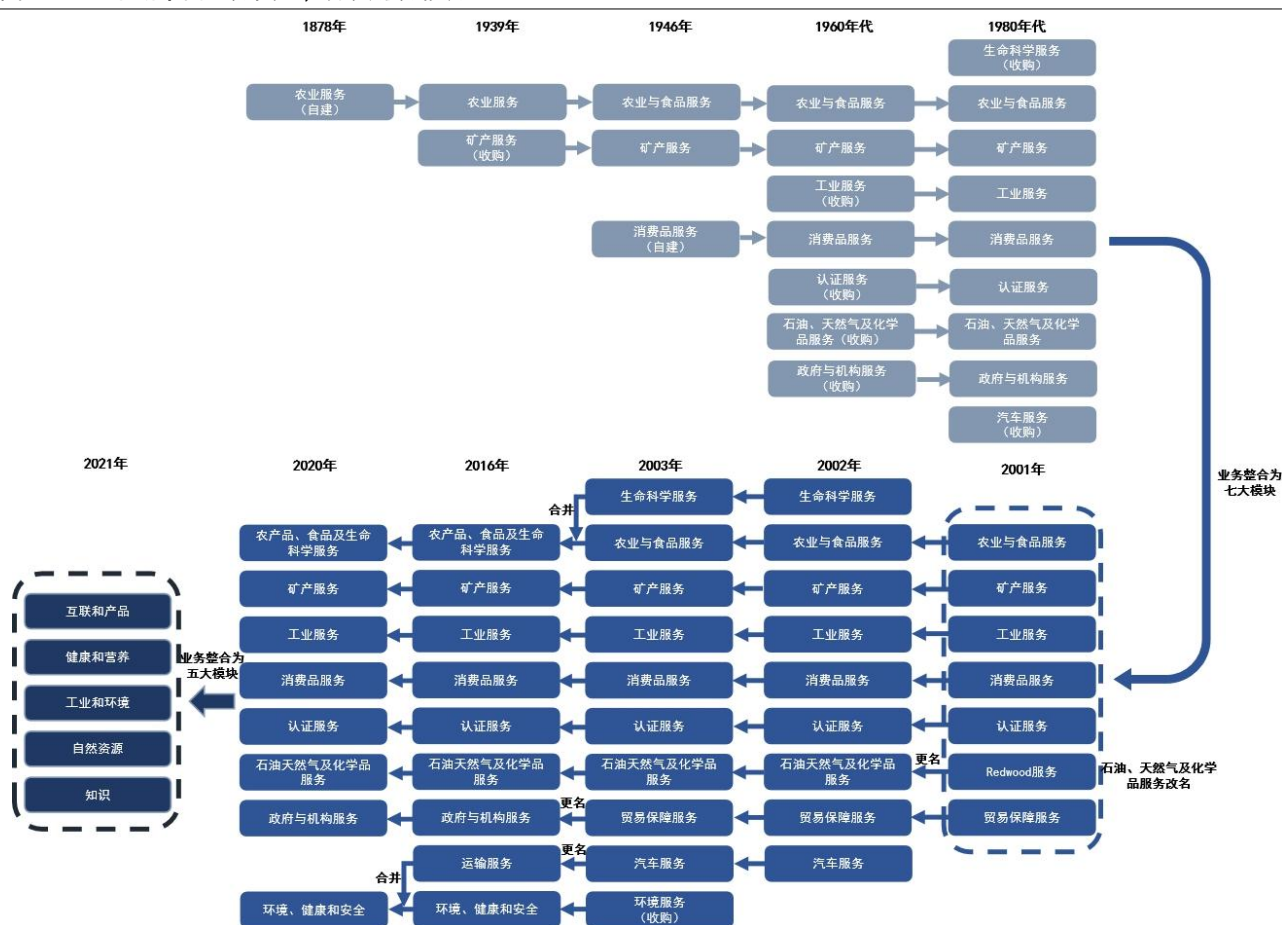
图32: SGS 美洲地区收入先高速增长后明显回落



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

SGS 业务多元化持续推进，夯实综合性检测机构服务能力。1950 年，由于收入过分依赖传统粮食检测，公司开始多元化扩张，1939 年首次通过收购进入矿产服务行业；1946 年自建消费品检测服务能力。1960 年起，SGS 多元化进程提速。1962 年，公司收购了多个石油及石化产品测试领先公司，开始其石油、天然气与化学品业务；1965 年，公司收购无损检测公司进入工业品检测领域，同年公司获得刚果海关装运前检验服务合同，开启其政府与机构检测业务；1983 年，SGS 通过收购获得生命科学检测服务及认证资质；1984 年，公司通过收购汽车亏损调整服务切入汽车检测领域，自此九大业务板块形成，此后 SGS 结构多次调整，最新于 2021 年整合为五大板块。

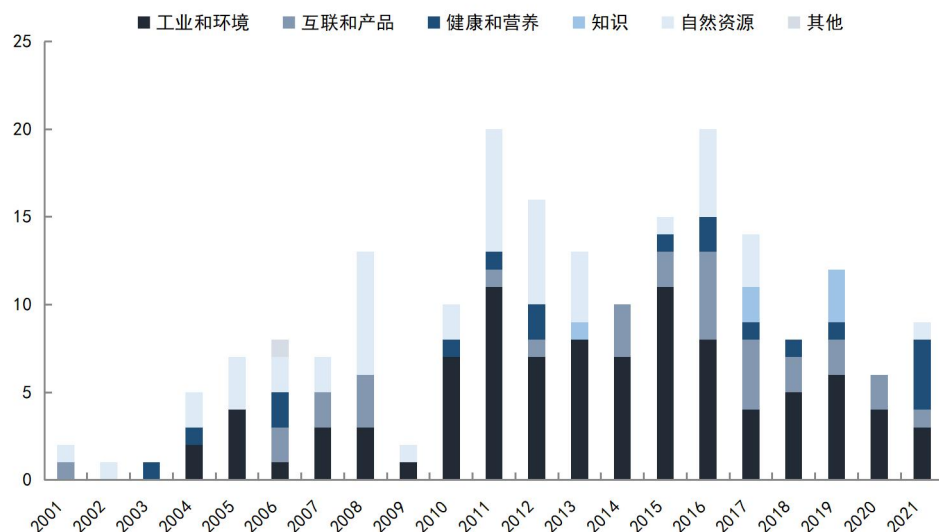
图 33: SGS 不断丰富业务类型, 夯实服务能力



资料来源:《SGS group history》、SGS 官网、国信证券经济研究所整理

并购是检测公司发展的必要手段, SGS 通过并购加速业务全球化、多元化。并购对综合性检测公司的发展有其必要性和特殊性: 第一、外延并购可以在增长动力不足时对营业收入进行补充、平滑公司业绩波动; 第二、经济下行时并购标的会增加、价格更理想; 第三、公司可迅速切入新行业建立相应能力, 把握细分领域爆发式增长机遇。但并购契机不可控, 也存在投资不当风险及投后管理问题。因此, 在综合性检测公司发展过程中, 常结合自身情况、外部环境及并购机遇采取“内生外延”并举的发展策略。进入 21 世纪后 SGS 完成了共约 200 次收购, 其中工业和环境、自然资源板块一直是 SGS 并购的重点领域, 数量分别为 100 和 48 笔, 占 2001 年以来收购总量的 50%/24%, 数量较多主要系以上几类检测业务具有需就近开展的特点, SGS 通过收购可在短期内建立对新区域客户的服务能力。

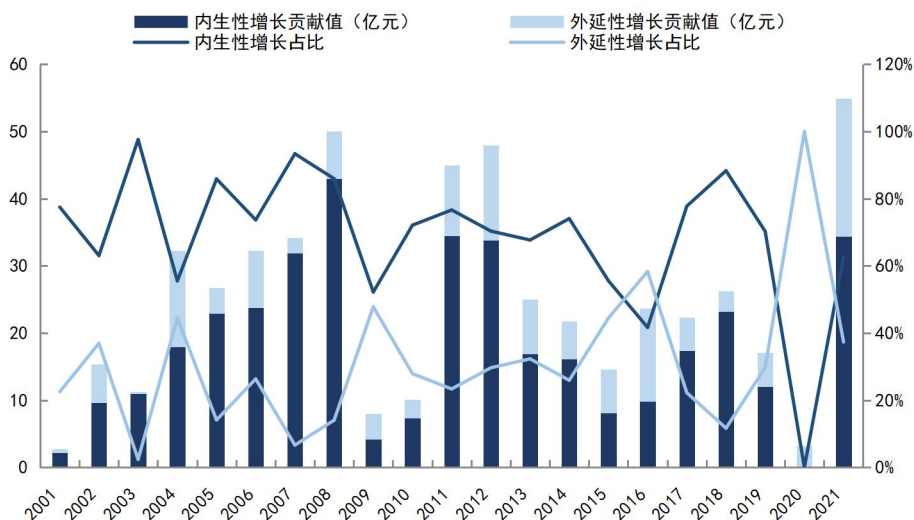
图 34: 工业和环境、自然资源板块并购数量占 2001 年以来收购总量的 48%/24%



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

SGS 营收增长整体以内生为主，外延并购为辅。对营业收入贡献看，SGS 的内生贡献占收入增长比显著高于外延并购，自 2001 年以来平均占比分别为 63%/37%，但内生增长更易受宏观环境影响，波动性明显。例如：2009–2010 年受全球金融危机影响，内生性增长陷入停滞；再如：2020 年全球性疫情下大宗商品、工业不景气，内生贡献甚至为负，此时进行外延并购优势显著。

图 35: SGS 收入增长以内生性为主，外延并购可在内生增长动力不足时平滑业绩波动



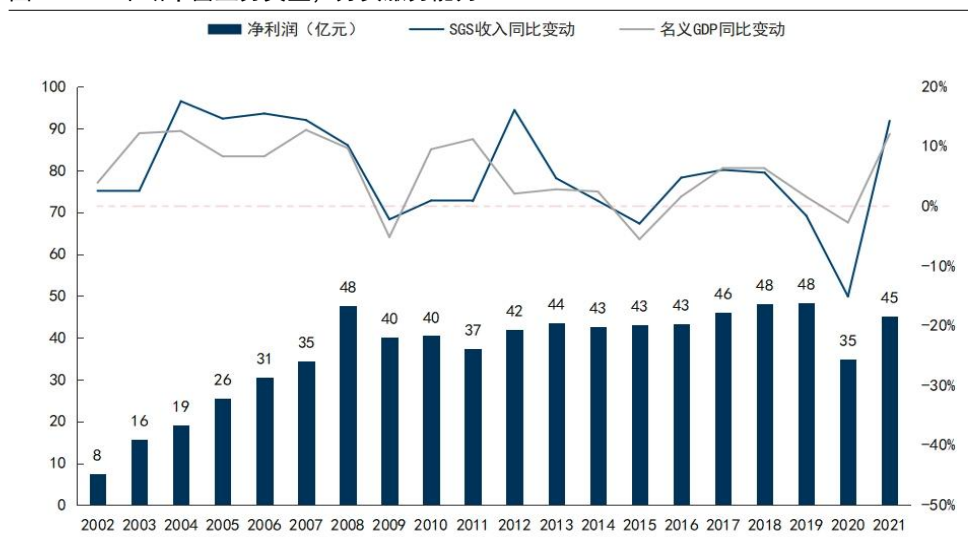
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

注：2020 年内生性增长为负，偏离较大在此剔除，用 0 表示。

SGS 全球化、多元化发展显著提升了抗周期的能力，整体经营稳中向上。全球化、多元化布局为 SGS 后续 20 年来的稳健经营奠定良好基础。一方面，SGS 亚太地区的高增长很好弥补了 20 世纪初占比近 70% 的欧美成熟市场的增速放缓，有效平滑了地域间发展差异导致的收入波动。此外，丰富的业务类型显著提升公司抗周期

能力，由于综合性检测机构下游行业分散，部分行业如食品/医学/消费品检测、计量校准等需求刚性，多元化业务布局能够平滑宏观环境和经济周期带来的波动。2009 年、2015 年两次世界经济危机导致全球名义 GDP 分别同比变动 -5.16%/-5.52%，而同期 SGS 收入同比变动 -1.56%/-2.20%，降幅更低。同时，公司 20 年来从未发生业绩亏损，且大基数下仍保持稳中有增态势，综合看抗宏观风险能力优异，整体经营稳中向上。

图 36: SGS 不断丰富业务类型，夯实服务能力



资料来源：Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

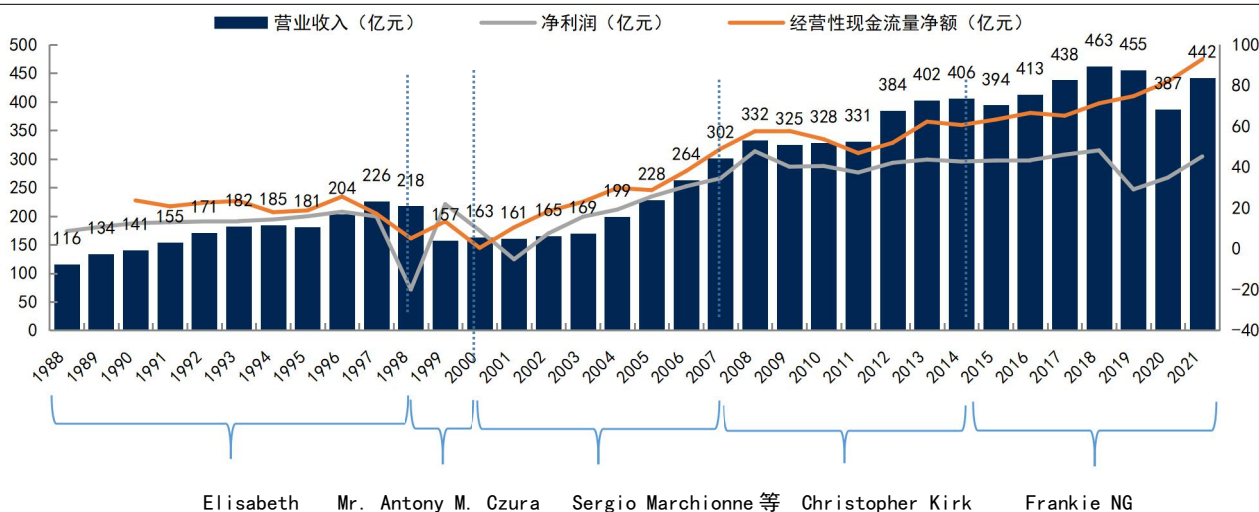
基于多元化，全球化发展，SGS 已建成完善的业务及服务网络布局。SGS 目前在全球 125 个国家开展业务，共有 2600 个实验室和办公室以及 96000 名员工，可提供服务的行业覆盖：石油天然气、消费品和零售、食品和农产品、生命科学、建筑、交通运输、工业制造、能源、矿产、化工、公共事业 11 大类，涉及人类生活及工作的方方面面。受益于检测行业先发优势显著的特点，SGS 能够基于其完善的业务布局和服务网络在竞争中占据优势地位。

优化公司治理，精益管理提效降本

提质增效措施显著提升 SGS 盈利能力，6 年净利润 CAGR 达 36%。SGS 最早在 2002 年提出了“6 Sigma 运行框架”，具体措施有：改进服务质量及生产力、缩短交货时间、加强实验室协同等。SGS 官网显示，“6 Sigma”可显著提升交付效率、资金利用和现金流水平，将不良成本（流程缺陷导致的成本）由 90%降至 75%等。**财务结果看**，2002-2008 年 SGS 营业收入快速增长的同时利润率显著提升，营业收入/净利润 CAGR 分别为 12.38%/36.08%，人均营业收入由 51 万元提升到 60 万元，经营质量大幅提高。

职业经理人制度保证了公司稳序经营。检测行业作为专业技术服务行业，技术领军人物对于细分行业的发展至关重要，但战略决策者可影响公司未来的整体规模，以及能否实现高质量可持续发展。SGS 职业经理人制度较好保证了公司在不同阶段的发展需求，防止出现核心管理人员断层导致公司发展受阻的情况。复盘 1988 年以来 SGS 历任 CEO，可以看出公司的关键管理者通常是有行业基础、产业背景和管理经验的复合型人才。他们针对公司不同阶段的发展情况，制定了适合的业务发展战略和内部管理措施，这一制度的建立帮助公司实现了此后 20 年的连续、稳定成长。

图 37: SGS 不同 CEO 任职期间公司经营情况



资料来源:《SGS group history》、SGS 官网、国信证券经济研究所整理

表 6: SGS 历任 CEO 及重点发展战略

阶段	1988-1998	1998-2000	2001-2006	2007-2014	2015 至今
姓名	Elisabeth	Mr. Antony M. Czura	Sergio Marchionne 等	Christopher Kirk	Frankie NG
任职背景	家族化企业管理	公司增长动力不足、盈利能力下降，在全球性衰退背景下，1998 年遭遇经营危机。	公司重组计划基本完成，装运前检验业务 (PSI) 下降，全球经济放缓。	七项业务营业收入持续增长，全球采矿业低迷，欧洲市场低迷，有机营业收入增长创下最高纪录。公司开启 TIC 录，收购和投资力度加大，服 4.0 计划拥抱数字化，创造新商务范围和地理覆盖范围扩大。	全球采矿业低迷，欧洲市场低迷，有机营业收入增长创下最高纪录。公司开启 TIC 录，收购和投资力度加大，服 4.0 计划拥抱数字化，创造新商务范围和地理覆盖范围扩大。
高管履历	公司创始人曾孙女，1982 年成为 SGS 董事会成员。	出生于 1958 年，英国国籍，曾任 SGS 集团工作近 20 年。	出生于 1952 年，加拿大温莎大学 MBA 和商学学位，曾担任 Lonza Group Ltd. 公司 CEO 等。	动物物理学学士，任 CEO 前在 SGS 集团工作了近 27 年。曾负责东南亚、澳、纽及印度，后执行副总裁以及工业服务部门执领导全球矿产及环境事业群。行副总裁。	出生于 1966 年，瑞士和中国公民，曾任 SGS 消费品测试服务负责东南亚、澳、纽及印度，后执行副总裁以及工业服务部门执领导全球矿产及环境事业群。行副总裁。
重点战略	重视政府客户	1、剥离非重点业务，专注优势主业； 2、规范公司管理：董事长与 CEO 双重领导；成立各委员会加强公司治理。	1、业务结构：梳理业务条线，战略重点缩小至工业、环保和汽车业务； 2、公司管理：矩阵式管理架构、扁平化管理； 3、激励机制：改革薪酬制度，推行营效率、加强成本管控；投资企业财务绩效确定奖金政策。 4、企业文化：绩效管理，诚信透明。	1、加强外延并购：强调多元化； 2、重视人才团队建设； 3、分市场管理：欧洲等提升运营实验室、人员管理； 4、发展战略：重心转向中国和北美，扩大市场份额。	1、业务结构：加强电子商务和数字化服务业务； 2、公司管理：通过信息系统优化运营； 3、分市场管理：欧洲等提升运营实验室、人员管理； 4、发展战略：重心转向中国和北美，扩大市场份额。
任职成就	政府合同占比营业收入企稳、利润和管理效率提升，SGS 自 2002 年起营共进行近 90 次主要并购，开拓注重 ESG，全球业务扩张。自 2015 高，在职 10 年现金流好转，带领集团营业收入/利润连续高增，6 年 CAGR 新兴市场。7 年营业收入/利润年至 2021 年，6 年营业收入 CAGR 营收 CAGR 6.51% 走出危机。	达 12.38%/36.08%。	8 年 CAGR 达 4.33%/3.10%。	为 1.93%。	

资料来源: 华尔街日报、SGS 官网、SGS 年报、纽约时报、国信证券经济研究所整理

薪酬制度全面且灵活，有效激发员工工作热情。以 2021 年 SGS 的运营委员会成员为例，其薪资构成分为固定薪酬和可变薪酬两部分。固定薪酬包括年度基本工资和福利；可变薪酬包括以 50% 现金和 50% 权益结算的短期激励和以权益结算的长期激励。

表7：2021年SGS运营委员会成员薪酬构成

薪酬要素	薪金工具	激励依据	绩效指标	目的	计划期
固定薪酬					
年度基本工资	现金	职位和经验、市场情况（对标）		N/A吸引和留住关键高管	连续的
福利	对养老金和保险的供款、津贴、实物福利	市场情况		N/A保护高管免受风险，吸引、留住高管	连续的
可变薪酬					
短期激励	50%现金；50%限制性股票	年度财务绩效、个人绩效与领导能力集团营业收入、集团 NPAT、集团 ROIC、模型和 ESG 指标对比集团自由现金流、区域和业务线利润等		为绩效付费	1 年业绩期 3 年延期期
长期激励	绩效分享单位（PSU）	长期财务和非财务业绩	相对 TSR、ESG 指标	长期业绩奖励，薪酬与股东利益相一致	3 年业绩期

资料来源：SGS 年报、国信证券经济研究所整理

股权激励到位、可实现核心人员的长期绑定。综合性检测机构的业务类型延伸离不开管理能力优秀的核心管理团队和技术实力过硬的细分行业领头人。为实现各类人才的深度绑定，SGS 定期制定长期激励（LTI）计划，旨在激励领导团队实现集团的长期既定目标，主要以授予集团选定数量的高级管理人员、技术人员以及其他员工的期权和限制性股票的方式实施，以吸引和留住业内最优秀的人才，激励员工和管理人员通过创造长期可持续的财务成果为股东创造价值。

表8：SGS 主要的股票期权激励计划

	激励计划	目标	认股权证数	期权行使价格	完成情况
股票期权激励计划	2003 LTI Plan	2005 年 EPS 达到 45 瑞士法郎	5475000	416 瑞士法郎	已完成
	2006 LTI Plan	2008 年 EPS 达到 80 瑞士法郎	6410000	1033 瑞士法郎	未完成，修订计划以延长期权归属条件
	2008 LTI Plan	2011 年 EPS 达到 105 瑞士法郎	5937500	1349 瑞士法郎	未完成
	2011 LTI Plan	2014 年 EPS 达到 115-140 瑞士法郎	9000000	1617 瑞士法郎	已完成

资料来源：SGS 年报、国信证券经济研究所整理

华测检测：是否有机会成长为百年老店

通过研究 SGS 的历史经验，我们认为华测检测具备成长为百年老店的基因和机遇：

- 1) 中国检测市场仍处于成长阶段，为华测提供快速发展机遇：**长期看行业需求稳健向上，中短期看全球/中国检测行业 2013-20 年 CAGR 达 9.02%/14.27%，国内市场从垄断走向开放，市场化稳步推进，各行业标准逐步形成及完善，行业仍有望保持较快成长，华测作为龙头充分受益；
- 2) 业务布局框架基本完成，内生外延查漏补缺、把握新业务发展先机：**华测把握中国市场成长机遇，自成立以来持续进行多产品线、多网点布局，目前已基本完成业务布局并建立遍及全国的服务网络，形成了明显的先发优势，公信力日益增强，新老业务巩固和发展及国际化布局进一步打开公司成长天花板，对标 SGS 还有极大成长空间；
- 3) 更早战略转型，推行精益管理，实现高质量发展：**华测通过多种激励机制绑定优秀人才，2018 年起战略转型以利润为导向，通过精益化管理持续提升运营效率，公司盈利能力、人均产值等显著提升，经营质量显著改善。

中国检测市场仍处于成长阶段，为华测提供快速发展机遇

我国检测行业起步较晚，政策支持下迎来良好成长机遇。我国检测行业起始于上世纪中期新中国成立后，当时政府实行对外贸易的统一管制，所有检测业务由政府机构垄断。1984 年后，受益于国家质量认证体系建设的不断完善、检测市场准入逐步放宽、市场化改革稳步推进，我国检测市场逐渐由政府检测为主向市场化机构主导转变，再到目前鼓励不同所有制检验检测认证机构平等参与市场竞争，为我国第三方检验检测机构的发展创造了良好的政策环境。

表9：政策支持下，我国第三方检验检测机构发展环境不断改善

发展阶段	时间	主要政策/文件名称	政策主要内容的行业影响
政府机构垄断	1984 年	《中华人民共和国进出口商品检验条例》	所有检测业务一律由国家检验检测机构实施，还特别规定在中国境内不得设立外国检测机构
向民间资本开放	1989 年	《中华人民共和国进出口商品检验法》	取消了中国境内不允许设立外国检验机构的条款，国内检测市场开始对民间资本开放
明确界定行政性强制和民事性检测	2002 年	《中华人民共和国进出口商品检验法》修订	明确界定了行政执法性质的强制性检验检测工作与民事行为的检验检测业务，为检验检测市场的对内对外开放奠定法律基础。加速了检测行业的市场化进程，民营机构取得快速发展
向外资独资检测机构放开	2005 年	WTO 承诺	允许外资机构进入中国市场，进一步促进了国内第三方检测市场的发展
检测行业加快市场化、国际化、专业化发展	2014 年	《关于整合检验检测认证机构的实施意见》	我国政府将有序开放检测市场，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，积极发展混合所有制检验检测认证机构，营造各类主体公平竞争的市场环境。
	2017 年	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	首次将检验检测服务业列入我国重点发展的战略性新兴产业。
	2018 年	《关于加强质量认证体系建设促进全面质量管理的意见》	鼓励和支持社会力量开展检验检测认证业务，制定促进检验检测认证服务业发展的产业政策，对符合条件的检验检测认证机构给予高新技术企业认定。
	2021 年	《关于加快推进制造业高质量发展意见》	明确要加快检验检测认证服务业市场化、国际化、专业化、集约化、规范化改革和发展。
	2022 年	《关于促进内外贸一体化发展的意见》	促进标准认证衔接；鼓励国内企事业单位积极参与国际标准化活动，参与标准制定；支持检验检测、认证认可等第三方合格评定服务机构为内外贸企业提供一站式服务，鼓励第三方合格评定服务机构国际化发展。

资料来源：华测检测招股说明书、谱尼测试招股说明书、国信证券经济研究所整理

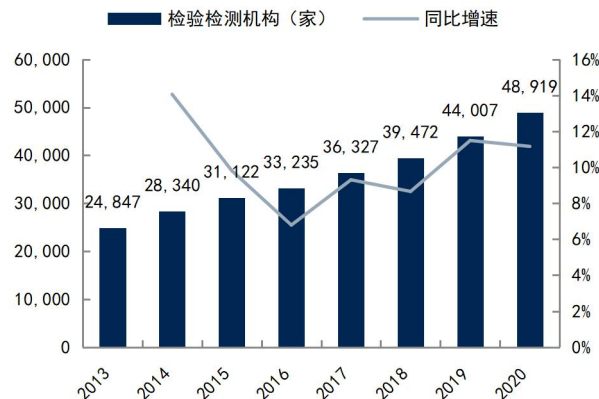
我国检测行业方兴未艾、发展动力充分。根据中国认监委数据，我国检测市场正处在高速增长阶段，检测市场规模和机构数量分别从 2013 年的 1399 亿元/2.48 万家提升至 2020 年的 3550 亿元/4.89 万家，7 年 CAGR 分别为 14.27%/10.18%。2020 年市场规模和机构数同比增长 10.08%/11.16%，疫情期间不降反增。我国检测行业历史仅三十余年，经济高增速，叠加政策持续放开，人民生活质量不断提升下检测行业有望保持高增长。

图38：我国检测市场快速扩张，2013-2020 年 CAGR14.27%



资料来源：认监委、国信证券经济研究所整理

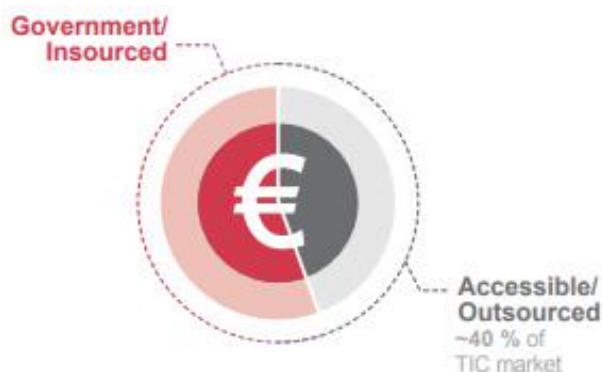
图39：我国检测机构数量迅速增长，13-20 年 CAGR 为 10.18%



资料来源：认监委、国信证券经济研究所整理

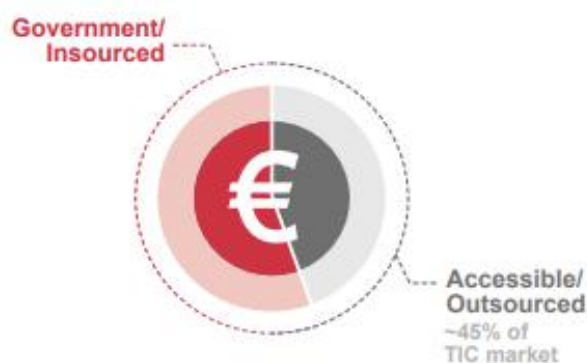
第三方检测机构具有独立和公正的特点，重要性逐渐提高。检测服务的需求方主要包括政府监管部门、消费者、产品的生产商及贸易商，检测市场参与者主要分为政府检测机构、企业内部检测实验室及独立第三方检测机构。由于第三方检测机构出具的检测数据具有独立性及公正性的特点，已被市场各方广泛接受。根据 BV 估计，2020 年全球检测市场中第三方检测占比约为 40%，2021 年大幅提升至 45%，受益于产品和标准多样化加强，第三方检测机构占比提高的趋势还将继续。

图40: BV 估计 2020 年第三方检测机构占比约为 40%



资料来源: BV 年报、国信证券经济研究所整理

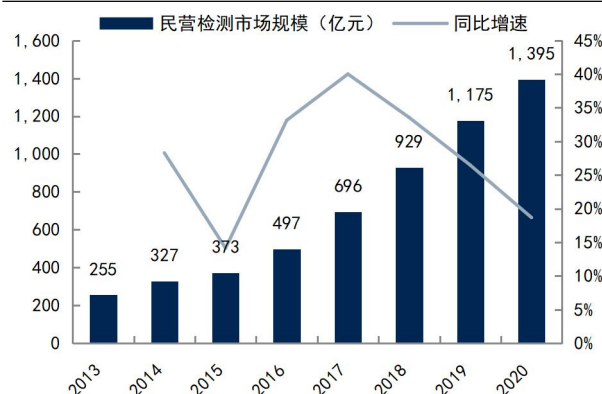
图41: BV 估计 2021 年第三方检测机构占比约为 45%



资料来源: BV 年报、国信证券经济研究所整理

我国民营检测市场规模尚小、政策逐渐放开将提供增量。认监委数据显示，我国民营检测市场规模从 2013 年的 255 亿元提升至 2020 年的 1395 亿元，7 年 CAGR 约 27.48%，显著高于同期整体检测市场的 14.27%；民营检测机构数量从 2013 年的 6614 家提升至 2020 年的 27302 家，年复合增速 22.45%，也高于同期全市场检测机构增速的 10.18%。占比情况看，民营检测机构营业收入/数量占整体检测行业营业收入/数量从 2013 年的 18.22%/26.62%提升至 2020 年的 39.29%/55.81%。综上，受益于我国检测行业从垄断走向开放、政策推动市场准入逐步放宽、市场化进程加快，民营检测机构有望实现更快成长。

图42: 我国民营检测市场规模快速扩张



资料来源: 认监委、国信证券经济研究所整理

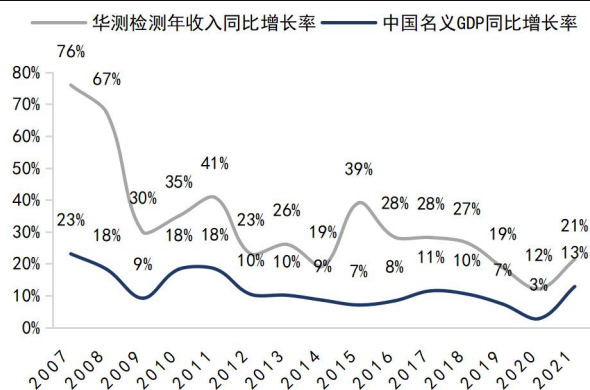
图43: 我国民营检测机构数量迅速增长



资料来源: 认监委、国信证券经济研究所整理

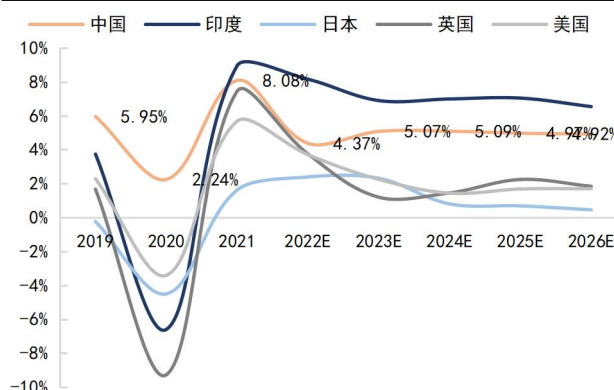
中期看我国经济相对增速较高，华测检测将充分受益。经济总量高增速下，华测检测成长速度通常更快。从 2007-2021 年公司营业收入增长率与我国名义 GDP 增长率比看，两者比值在 1.66-5.55 倍不等，15 年平均倍数为 2.93 倍。根据 IMF 发布的各国 GDP 增速预测，相比其他主要经济体，我国未来几年 GDP 增速仍将维持高位、发展动力强劲，公司有望充分受益。

图44：华测检测盈利能力稳中有升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图45：我国 GDP 增速中期有望保持高增长



资料来源：IMF、国信证券经济研究所整理

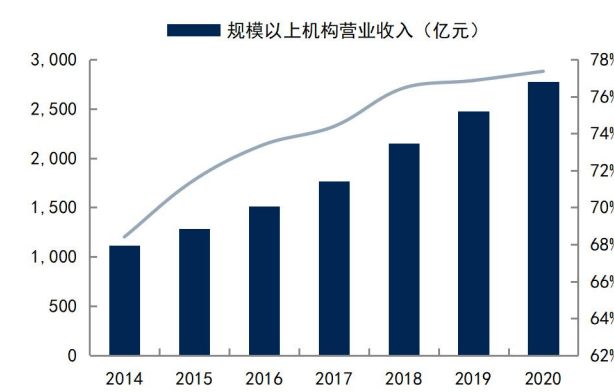
部分细分行业竞争加剧，行业出清下格局有望改善。我国第三方检测市场在经历了十多年高速发展后，出现了如：管理及运营效率低下，机构多、小、散，没有规模效应，竞争力不强等问题，但近年来，我国检测行业集约化发展趋势明显。规模以上检验检测机构数量占比、营业收入占比分别由2014年的11.05%/68.41%增长至2020年的13.11%/77.36%。2021年，国家发改委、市场监管总局等13部门出台《关于加快推进制造业高质量发展意见》。其中明确要加快检验检测认证服务业市场化、国际化、专业化、集约化、规范化改革和发展。如果中小企业运营效率不提高、优胜劣汰无法避免，行业有望迎来加速出清后的竞争格局改善。

图46：2020年规模以上检验检测机构数量占比达13.11%



资料来源：《2020年度全国检验检测服务业统计简报》、国信证券经济研究所整理

图47：2020年规模以上检验检测机构营业收入占比达77.36%



资料来源：《2020年度全国检验检测服务业统计简报》、国信证券经济研究所整理

相比于SGS，华测检测具有本土竞争优势。SGS于1991年通过合资公司形式进入中国市场，华测检测2003年成立，在我国都深耕多年、享有较高知名度，相比于SGS，我们认为华测检测在把握国内市场方面具有以下优势：**第一、背景优势。**公司决策层及管理层深耕国内多年，更加熟悉国内经济、政治环境，能更好把握政策动态、市场环境、竞争格局变化；**第二、成本优势。**以占成本比重最大的人力成本为例，2021年华测检测人均薪酬约17万元，显著低于SGS同期的26万元。公司具备成本优势下相应利润空间和定价范围更大，同等条件下更有市场竞争优势；**第三、后发优势。**华测检测于2003年成立，可充分借鉴SGS、Intertek等成

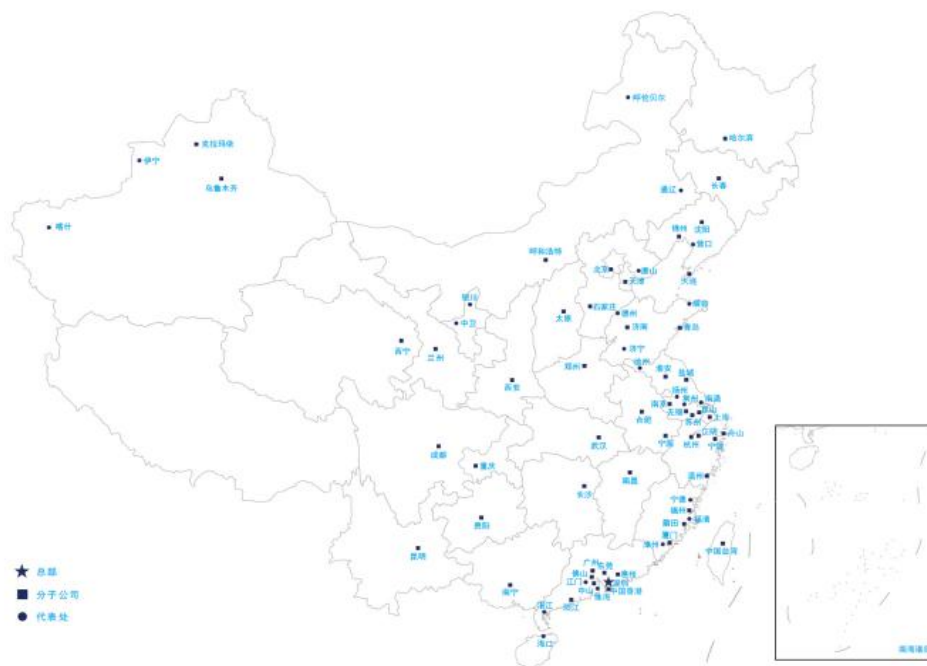
立 100 年以上国际龙头的发展经验，避免发展过程中曾发生的经营错误。综上，华测检测作为本土综合性检测机构，更有望受益我国检测市场的高速成长。

顺应经济高质量发展主基调，把握内需增长机遇。我国“十四五”规划提出要以推动高质量发展为主题，建设高标准市场体系，完善国家质量基础设施，加强标准、计量等体系和能力建设，深入开展质量提升行动，中国经济将向高质量发展迈进。作为全球增长最快、最具潜力的检验检测市场之一，随着政策持续放开、人民生活质量不断提升、我国检测行业有望保持高增长。因此，公司基于已有龙头优势、先发优势以及本土公司优势等，有望受益行业高发展实现持续稳定增长。

基本完成国内业务领先布局，内生外延促发展

公司实验室兴建重心由“跑马圈地”向“补空白+强协同”转变。截至 2017 年，华测检测基本完成业务布局 and 全国区域网络建立，形成明显先发优势。2018 年起，公司新增实验室速度明显放缓，相比数量更强调提升实验室效率。2020 年来，疫情下政府开辟临床检测实验室绿色通道、食品快检需求高增，公司新增了多个 PCR 实验室、食品实验室，中短期将加强在业务空白区域、以及可形成优势互补区域加强布点。

图 48：公司基本完成业务布局 and 全国区域网络建立



资料来源：华测检测官网、国信证券经济研究所整理

表 10：华测检测目前主要服务类型涵盖生命科学、医药医学、贸易保障、消费品和工业品五大领域

产品分类	检测目的	检测领域	检测内容
生命科学	为关注人类和生命健康的群体提供检测、研究开发和技术服务，确保生命处于健康安全状态。	环境	环境技术咨询、环境监测及检测、环境自动监测运维、海洋环境监测、农业环境监测、司法鉴定等。
		食农及健康产品服务	食品、农产品、保健食品、化妆品、日化产品、饲料、宠物食品及食品包装材料，可提供检测、认证、审核、培训、咨询、快检六大类服务及一站式质量管理解决方案。
医药及医学	为企业专业定制化医学检测服务及一站式解决方案。	医药	CRO：药物筛选、临床前安全性评价、临床试验监察、药物分析、仿制药质量一致性评价等。生物药：安全性评价、病毒清除验证蛋白解析相关服务。
		医学	临床检验、基因检测、功能医学、病理诊断、代谢组学、科研服务等。
		职业体检	健康体检、职业健康体检、健康证、入职体检等。
贸易保障	为进出口贸易双方提供货物验证服务，为贸易过程提供货物品质鉴证，以确保货物符合进口国和地区产品法规要求。	进出口贸易	工厂审核、验货、有害物质检测与控制、WEEE 评估及技术服务，REACH 法规相关的技术服务、EuP 测试、可靠性评估、失效分析；口岸大宗产品检验、熏蒸及有害生物风险控制管理等。
消费品测试	为生产商或消费者提供日用消费品的使用性能、安全性、耐用性等测试、验证和技术服务，以确保产品质量、安全、性能等方面达到政府或消费者要求。	消费品	有害物质检测，可靠性与失效分析，金属材料检测，非金属材料分析，纺织品、鞋类、箱包检测，玩具、婴童产品、学习用品、名表鉴定评估保养等。
		汽车	汽车材料测试、环保及化学类测试、内外饰件测试、结构件测试、汽车光学部件测试、紧固件测试以及航空材料测试、智能网联汽车、汽车整车检验等。
		电子科技	涵盖电子电器、汽车电子零部件、轨道交通机车及零部件、电力设备、大型机械及医疗器械等，可提供安全测试、能效测试、电磁兼容测试、汽车电子 EMC 测试等服务一级机械指令及多国认证服务。
工业测试	为工业用品的制造和使用企业提供工业品性能、安全性等测试、验证、评估服务，以确保产品性能、安全等方面达到使用者要求或政府法规要求。	建工及工业	覆盖民用和公用建筑、市政工程、建材、轨交、防火和阻燃材料、金属和非金属材料、工业产品和成套装备，以及大型工业工程的全周期管理等。
		计量	计量校准、实验室技术服务、商用密码产品及服务等。
		海事	涵盖船用燃油测试及解决方案、船舶压载水（调试试验和 VGP 测试）及生活污水、饮用水、脱硫塔水、舱底水测试、船舶有害物质清单（IHM）准备及 IHM 维护、石棉调查/移除/管理及无石棉认证等海事环保服务。
		低碳环保和管理体系认证	（3C 强制性认证）、ESG 报告编制/管理提升和数据库服务等。

资料来源：华测检测官网、公司招股说明书、华测检测年报、国信证券经济研究所整理

华测以内生发展为主，兼顾并购加速完善布局现有业务及拓展新业务。除内延发展外，华测检测自上市以来多次通过收购切入新业务领域，例如：2014 年收购华安无损切入无损检测行业、2020 年收购新加坡 MARITEC 进军亚太地区的船用油品检测市场等，以更快完成布局、建立先发优势。公司现阶段并购主要有三大方向：**一是能与公司现有业务形成协同的公司**，例如公司汽车检测业务原仅限于国内车企，2021 年并购德国易马后有望切入德系汽车检测；**二是朝阳行业**，例如新能源、半导体芯片、自动驾驶车联网等；**三是地域拓展**，公司已是行业龙头，但布局仍有完善空间，例如食品检测仅有 20 个实验室，30 多个地级市未完全覆盖。除标的选择外，公司经过十多年、数十次大型并购的经验总结，已形成一套完整、成熟的并购流程：并购前审慎调查、充分论证；并购后因地制宜进行管理，有效防止并购风险、优化并购效果。

表 11: 华测检测上市后收购公司情况

日期	公司名称	业务板块	具体业务简介	持股比例	收购价
2010					
2010.11	深圳华测鹏程商品检验有限公司	贸易保障	计算机软硬件、计算机系统集成及周边设备的技术开发等	51%	159 万元
2010.11	深圳华测鹏程国际认证有限公司	贸易保障	报检服务; 能源、环保、职业卫生、质量、认证等	81%	1701 万元
2011					
2011.7	杭州瑞欧科技有限公司	贸易保障	工程和技术研究和试验发展; 软件开发; 互联网数据服务等	51%	398 万元
2013					
2013.6	沈阳华测新能源检测技术有限公司	工业品	风力发电机组及主要零部件性能检测、数据分析、评估与诊断	60%	300 万元
2013.12	苏州华测安评技术服务有限公司	生命科学	化学品生态毒理分析、测试、咨询、评估服务	100%	577 万元
2013.2	英国 CEM 公司	贸易保障	欧盟权威公告机构 (NB 认证机构)	70%	564 万元
2013	北京中商华测商业标准咨询公司	贸易保障	经济信息咨询; 市场调查; 技术服务等	20%	N/A
2013	广州公尺鹏程商品检验有限公司	贸易保障	货物检验代理服务; 进出口商品检验鉴定等	45%	N/A
2013	天津天质检测技术有限公司	工业品	产品质量、产品安全检测; 科技成果检测鉴定等	20%	N/A
2013.6	沈阳博鉴检测有限公司	工业品	风力发电机组及主要零部件性能检测, 数据分析、工业设备性能检测	10%	N/A
2014					
2014.3	西安东仪综合技术实验室公司	消费品等	电工电子产品和机械产品的环境可靠性试验及电磁兼容试验与评定等	22%	440 万元
2014.11	黑龙江省华测检测技术有限公司	贸易保障等	进出口商品检验鉴定; 林业有害生物防治服务; 白蚁防治服务等	100%	1300 万元
2014.2	大连华信理化检测中心有限公司	生命科学等	海洋服务, 工程管理服务, 工程技术服务, 环境保护监测, 生态资源监测	100%	811 万元
2014.11	杭州华安无损检测技术有限公司	工业品	特种设备、轨道交通、建筑钢结构、电力设施、船舶海工等的无损检测	100%	1.8 亿元
2014.3	新加坡 POLY NDT 公司	工业品	船舶、油轮以及其他海上交通工具的维修	70%	1703 万元
2014.4	哈尔滨市食品工业研究所有限公司	生命科学	食品专业领域相关的科技情报、信息咨询等	100%	1300 万元
2015					
2015.12	广州华测衡建工程检测有限公司	工业品	主要从事市政道路工程、房屋建筑工程的建筑材料等的检测工作	65%	780 万元
2015.7	河南华测检测技术有限公司	生命科学	食品、食品添加剂、食品产品等业务	100%	550 万元
2015.10	福州特安泉检测技术有限公司	工业品	主要经营无损检测技术	51%	120 万元
2015.11	舟山市经纬船舶服务有限公司	工业品	船舶无损检测、测厚、海洋工程装备无损检测等业务	60%	1020 万元
2015.11	浙江久正工程检测有限公司	工业品	建设工程质量检测、检验检测服务等业务	51%	1000 万元
2016					
2016.8	华测电子认证有限责任公司	工业品	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	71%	7100 万元
2016.9	福建尚维测试有限公司	消费品	纺织品、服装、鞋类及其鞋材、皮革制品、装饰品等测试	51%	1173 万元
2016.3	江阴华测职安门诊部有限公司	医药医学	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	67%	1000 万元
2016.7	北京华测食农认证服务有限公司	生命科学	食农产品认证; 技术转让、技术咨询、技术服务; 会议服务	100%	319 万元
2016.3	宁波唯质检测技术服务有限公司	消费品	纺织品、服装、面辅料、鞋帽等的检测服务等	100%	4387 万元
2016.1	镇江华测金太医学检验所有限公司	医药医学	医学检验科以及生物新产品的科技研发、生产、技术转让。	51%	1020 万元
2016.9	浙江盛诺检测技术有限公司	工业品	起重机械、电梯、安全阀、工程机械、建筑工程等的安全检测	51%	296 万元
2016	两端 (上海) 检测技术有限公司	生命科学等	在检测、生物、医药、计算机、网络科技专业领域内从事技术开发等	20%	100 万元
2016	颍图企业管理咨询有限公司	生命科学	光电、生物、日用化学品、化妆品、化工设备检测等技术服务	20%	250 万元
2016.7	河南省数字证书有限责任公司	工业品	电子认证服务: 起重机械、电梯、工程机械、建筑工程等的安全检测	71.26%	7100 万元
2017					
2017.1	四川华测建信检测技术有限公司	工业品	建设工程质量检测; 室内环境检测; 雷电防护装置检测等	68%	918 万元
2018					
2018.11	浙江方圆电气设备检测有限公司	消费品	电气设备检验检测	13%	7600 万元
2018.1	深圳华测职安门诊部	医药医学	急诊科, 内科, 外科, 儿科, 中医科, 妇科等诊疗服务	100%	80 万元
2018.12	苏州市吴中经济开发区佳康门诊	医药医学	预防保健科/内科/外科/妇产科/超声诊断等诊疗服务	100%	500 万元
2019					
2019.8	浙江远鉴检测有限公司	工业品	实验室检测及技术服务; 检测技术咨询服务	51%	961 万元
2019.3	天津津滨华测产品检测中心	消费品	电子电器产品、环境有害物质检测; 汽车材料检测; 纺织品检测等	30%	723 万元
2019.6	广州华测衡建工程检测有限公司	工业品	空气污染监测; 建筑材料检验服务; 无损检测; 化工产品检测服务等	94%	512 万元
2020					
2020.6	新加坡 MARITEC	工业品	技术测试和分析服务, 燃料和润滑油测试和咨询服务等	100%	2.88 亿元
2020.3	新加坡 POLY NDT 公司	工业品	船舶、油轮以及其他海上交通工具的维修	100%	791 万元
2020.1	天纺标检测认证股份有限公司	消费品	纺织检测及检测标准的技术咨询、技术服务	4.9%	1717 万元
2020.9	天津生态城环境技术股份有限公司	生命科学	国内环境相关技术服务发展引擎和技术 (能力) 中心	51%	3496 万元
2021					
2021.4	迈格安 (南通) 汽车安全检测公司	消费品	汽车零部件技术问题的第三方实验室, 提供汽车座椅、内外饰等检测服务	100%	3500 万元
2021.4	北京国信天元质量测评认证中心	工业品	认证服务; 技术检测; 技术咨询、技术推广、技术服务; 计算机系统服务	20%	1300 万元
2021.1	颍图企业管理咨询有限公司	生命科学	企业管理咨询、商务信息咨询, 市场信息咨询与调查, 化妆品检测等	60%	1920 万元
2021.5	德国易马 Imatuv GmbH	消费品	主营为提供机动车测试服务	90%	1.45 亿元
2021.10	上海复深蓝软件股份有限公司	其他	软件及信息服务, 在金融科技、智能测试等领域深耕多年	12.10%	6500 万元
2021.12	吉林省安信食品技术服务公司	生命科学	食品、农产品、饲料、化肥、环境、化工产品检验检测	70%	713 万元

资料来源: 华测检测公告、华测检测年报, 国信证券经济研究所整理

注: 加粗公司为该子公司后续已注销/处置或者丧失控制权, 合计 4 家。

华测检测以人才为引领，落实精细化管理推动各项业务可持续健康发展。2018年6月，公司引入前SGS全球副总裁、SGS通标中国区总裁申屠献忠先生，建立职业经理人制度。申屠先生1990年大学毕业后即进入SGS，拥有对于行业的深刻理解、大型机构管理及并购经验、深厚的行业资源积累，为公司带来了强劲发展活力；职业经理人制度的建立也有利于公司长期持续经营。此外，公司坚持外部人才引进与内部人才培养并行：近年来引入多位优秀管理人才及产业人才，同时在内部开展多期人才培养项目，为公司发展做好人才培养和储备。

表12：华测检测董事及高管人员情况

姓名	职务及任职日期	个人履历	持股数：万股
万峰	董事长、董事（2007年）	研究生学历，资深管理咨询师，英国IRCA注册主任审核员。2003年参与筹建华测公司，2004年7月起担任副总裁；2007年8月起任本公司董事长	12,083.43
陈砚	董秘（2007年）、董事（2014年）、行政总裁（2019年）	研究生学历，曾任职于广东发展银行，历任深圳分行信贷部业务负责人，CMS移行组，CMS项目推广部，深圳分行授信部综合经理，2006年加入公司	267.24
申屠献忠	董事、总裁（2018年）	博士研究生学历，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	890.00
刘极地	董事（2020年12月）	美国杜克大学经济学和环境学双硕士，2008年-2018年期间曾任职花旗银行投资银行部分分析员，经理，副总裁，2015-2018年，在中国香港、上海管理30多家中资金融机构及全球子公司，负责客户关系维护，开发，信用风险管理及新业务及产品的拓展。在企业融资及战略并购等领域拥有丰富经验	\
钱峰	副总裁（2007年8月）	研究生学历，曾任职于大连华兴集装箱运输有限公司，深圳海事局，历任科员，副主任科员，主任科员和副处长，2006年加入公司	217.71
徐江	副总裁（2010年5月）	研究生学历，1998年至2001年，就职于华为技术有限公司；2001年至2010年，就职于艾默生网络能源有限公司；2010年5月28日加入公司	42.00
周璐	副总裁（2013年8月）	研究生学历，曾任职于挪威船级社，历任大中国区能效产品开发与运营经理，大中国区能效和气候变化服务运营总监，北京公司经理等职务，2010年11月加入公司，担任认证发展部总监等职务	74.80
李丰勇	副总裁（2016年8月）	研究生学历，曾任职于滨州市惠民县外贸总公司业务经理，青岛艾诺智能仪器公司市场部经理，2008年加入公司，担任食品药品事业部总经理，青岛市华测检测技术有限公司总经理	53.32
王皓	副总裁，财务负责人（2016年8月）	研究生学历，美国注册会计师，具有15年中美工作经验的财务高级管理人员，2006年到2015年任职于福瑞博德软件开发公司，历任财务经理，财务总监及亚太区财务副总裁，2016年4月加入公司	30.00
曾啸虎	副总裁（2019年4月）	硕士研究生学历，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职务，2019年1月加入公司	52.50

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：持股数为2021年年报数据

华测检测实施多次期权激励、员工持股、增资扩股计划，深度绑定核心人员。为了吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，公司分别于2017年、2018年开展两次员工持股计划；于2011、2018、2019年进行三次股票期权激励计划，三期考核目标全部超额完成；2021年12月，实施子公司华测医药增资扩股计划。公司上市以来的多期股权激励计划，已充分覆盖公司董事、高管及管理、业务骨干，有利于保障核心人员稳定，促进公司长期、持续、健康发展。

表13：华测检测上市后激励安排及完成情况

激励方式	激励计划名称	激励方案
员工持股计划	2017年员工持股计划	持有股票总额367万股，占总股本的0.22%；人员包括公司及下属子公司董事、高管、管理技术骨干共55人。
	2018年员工持股计划	持有股票总额142.45万股，占总股本的0.09%；人员包括公司及下属子公司董事、高管、管理技术骨干共20人。
	2011年首次股票期权激励计划	授予核心人员、中层管理人员合计190人股票期权282万股，占总股本的1.53% 目标：2010年为基数，净利润目标：2010年为基数，净利润+20%/营收+25%以上； 实际：净利润+42%，营收+41%
	2018年第二次股票期权激励计划	授予总裁申屠献忠及其他6位高管、31位核心管理人员股票期权2065万股，占总股本的1.25% 目标：归母净利润2.4亿元； 实际：归母净利润2.7亿元。
子公司增资扩股	2019年第三次股票期权激励计划	授予副总裁曾啸虎及其他8位核心管理人员股票期权470万股，占总股本的0.28% 目标：归母净利润3亿元； 实际完成：4.76亿元。
	2011年首次股票期权激励计划	2011 2012 2013 目标：2010年为基数，净利润目标：2010年为基数，净利润+20%/营收+25%以上； 实际：净利润+42%，营收+41%
	2018年第二次股票期权激励计划	2018 2019 2020 目标：归母净利润2.4亿元； 实际：归母净利润2.7亿元。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

华测检测基于龙头地位能更多参与甚至主导行业标准设立，进一步巩固领先优势。公司通过参与相关标准制定、获得大企业和政府客户认可持续提升自身公信力与品牌力。**参与标准制定**一方面可以提升公司自身专业技术服务能力，另一方面还可以通过引导标准建立从而催生相应检测需求。为此，华测检测成立了研发部门，专门研究国内外不同层级标准，研发新的检测方法，以提升检测能力、扩大检测范围。截至 21 年底，公司在各个标准化技术委员会拥有 56 个席位，参与制定、修订标准达 647 项，已公布标准 545 项，其中国家标准 345 项，强制标准 20 项，在同类机构中优势显著。2021 年 8 月，公司主导修订的首个国际 ISO 标准正式发布，标志着公司迈上了主导国际标准制修订工作的新台阶。**客户认可度方面**。公司服务于诸多大型知名企业客户，涵盖沃尔玛、耐克等一百多家世界五百强，中国环境监测总站、市场监督管理局等政府客户，近年来还开拓了华为、天猫、京东、每日优鲜等大体量、高成长优质企业客户，政府机构、国内外大型企业客户认可度高。

表 14：我国上市检测机构参与制定、修订国家标准及行业标准情况

公司名称	成立时间	参与制定、修订标准数量	涉及领域
华测检测	2003 年	国际、国家、行业 647 项，其中已公布的国家标准 345 项	食品、消费品、电子通信、电气设备、电磁兼容等
谱尼测试	2002 年	国际、国家、行业标准近 100 项	化学品、电子通信、消费品、食品等
苏试试验	2007 年	国家标准 27 项，行业标准 9 项	力学环境试验设备
实朴检测	2008 年	行业标准 10 项	土壤检测
广电计量	2002 年	行业标准 4 项	计量校准

资料来源：实朴检测招股说明书、各上市公司 2021 年年度报告（若 2021 年年报未披露则为 2020 年年报数据）、国信证券经济研究所整理

战略转型推行精益管理，实现高质量发展

2018 年起实施战略转型，推行精细化管理强质增效。检测机构的多业务、多网点布局叠加并购成长到一定阶段后，是否具有高超管理水将决定其能否可持续发展。SGS 自 2002 年推行“6 Sigma 管理框架”后，营业收入和业绩进入新一轮成长期；华测检测经过 2013 年起的高速发展，成长为国内最大的民营第三方检测机构，经营体量和业务复杂度大幅提升，也对公司的整体管理水平提出更高的要求。因此，公司于 2018 年起开始实施“精细化管理”战略，由收入导向转为利润导向，关注实验室人均产值、设备利用率、投资效率、资金利用效率、场地利用率及产出率等指标的提升，实现高质量可持续发展，向全球化迈进。公司未来仍将深入贯彻精细化管理，不断提升运营效率，提升利润率水平。

表 15：华测检测 2018 年起实行的精细化管理策略显著提升公司效率

目标	具体举措
改变考核机制	2019 年开始实行由营业收入考核变为利润考核，奖金包按利润目标层层下分到各个实验室。
提升效率	控制实验室面积。 研发设备利用率监控系统，实时监控统筹调配资源，用以淘汰利用率低下的设备。 进一步减少亏损实验室数量，扭亏实验室通过持续增收确保利润增长；在业务量饱和的实验室推行 LEAN，提升利润空间。 制定预算控制人数增长比例。
强化投资管理	提升经营性现金流，合理布局资本开支、分红等资金分配；关注投资回报。
加强内部协同	深化同一区域不同产品线的协同以及区域内部的协同，提高公司设备、人员等资源内部流动使用的灵活性。
降低成本	集团采购中心统一负责检测设备的采购、使用、租赁和维保，有效降低了采购成本。 调整人员结构，减少大量行政人员。

资料来源：华测检测官网、华测检测年报、华测检测公告、国信证券经济研究所整理

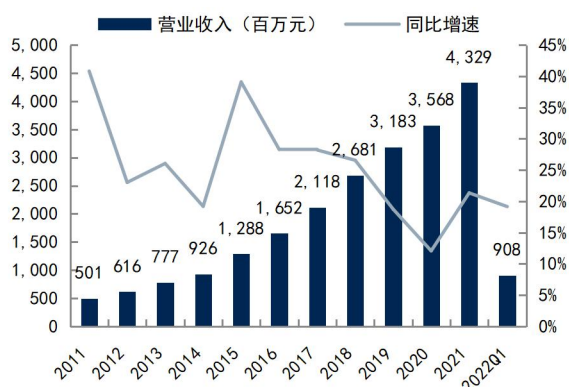
精细化管理策略效果显著，净利率自 2017 年 6.50% 提升至 2021 年 17.24%。公司一直将发展放在第一位，营业收入持续稳定高增，从 2013 年的 7.77 亿元增长至 2017 年的 21.18 亿元，4 年 CAGR 高达 28.50%；同期净利润却因扩张过快和商誉减值大幅放缓甚至下滑，由 1.50 亿元降至 1.34 亿元，净利率由 19.63% 降至 6.50%。

进入 2018 年后，精细化管理策略稳步推进下，公司经营数据表现持续优化。2021 年，公司分别实现营业收入/净利润 43.29/7.46 亿元，近 4 年 CAGR 达 20%/54%，毛利率/净利率分别为 50.83%/17.24%，相比 2017 年增长 6.46/10.73 个 pct。人效方面，公司严格控制人数预算增长比例，人均产值自 2017 年的 30.82 万元提升至 2021 年的 40.92 万元。现金流方面，公司收现比基本稳定在 1.0 左右，经营性现金流净额持续超过归母净利润，2021 年比值为 1.44，现金流情况良好。精细化管理持续推进下，公司在人效、盈利能力、现金流、回款情况等都有显著改善。

经营情况：收入稳定增长、盈利能力显著提升

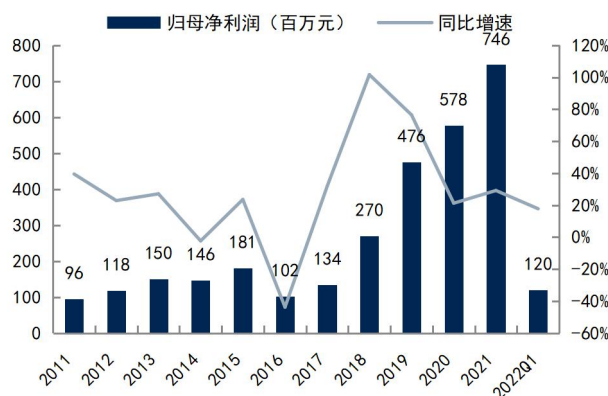
华测检测营业收入和净利润近 4 年 CAGR 达 20%/54%。公司营业收入持续稳定增长，由 2011 年的 5.01 亿元增长至 2021 年的 43.29 亿元，多数年份同比增速超过了 20%，10 年 CAGR 达 24%，随着公司体量提升，收入近 4 年 CAGR 仍维持 20% 高位。公司归母净利润 2011 年至 2015 年稳步增长，2016 年同比减少主要系计提资产减值损失较多所致；2017 年后，随着精细化管理战略推进，归母净利润迅速增长；2021 年达到 7.46 亿元，4 年 CAGR 达 53.64%。

图 49：华测检测营业收入稳定增长，2021 年同比+21.33%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

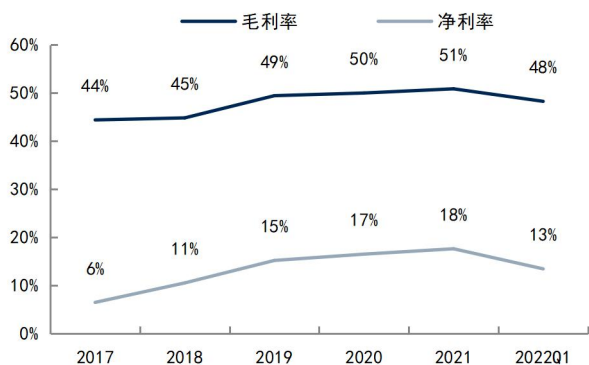
图 50：华测检测归母净利润 2017-2021 年 CAGR 达 53.64%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

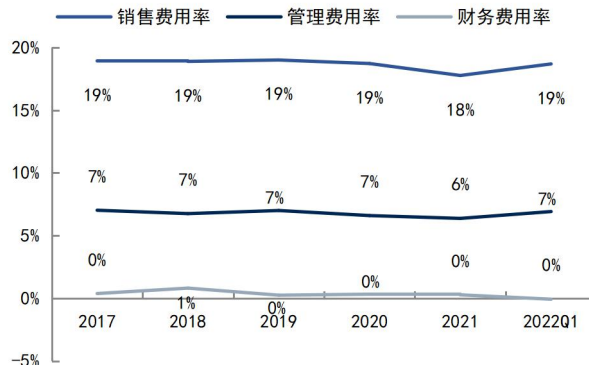
经营效率提升显著，毛利率/净利率提升至 50.83%/17.63%。公司自 2018 年进入精细化管理的高质量发展阶段，战略由收入导向转为利润导向。公司毛利率/净利率自 2017 年的 44.37%/6.50% 持续提升至 2021 年的 50.83%/17.63%，随着公司体量增长、规模效应加强，净利率有望稳定提升至 20%。费用方面，2021 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 17.76%/6.37%/0.27%/8.68%，同比变动 -0.95/-0.23/-0.05/+0.05 个 pct，期间费用率整体下降约 1.18 个 pct，期间费用控制良好。精细化管理战略推进下，公司经营效率显著提升。

图51：华测检测盈利能力稳中有升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图52：华测检测期间费用率控制良好



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

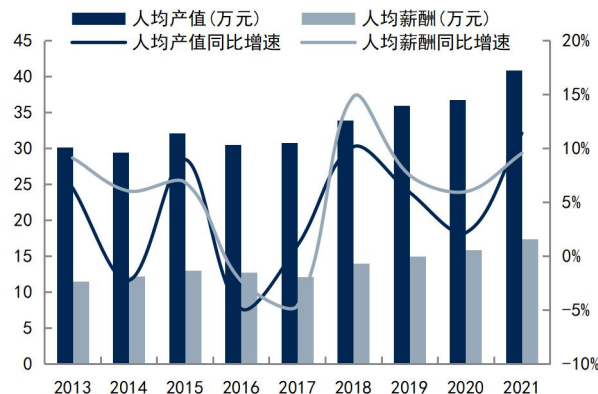
2021 年华测检测人均产值突破 40 万元。2013 年起，华测检测的员工人数持续增长，2017 年起增速放缓，至 2021 年员工人数为 11091 人。从收入及员工人数变化对比看，第一、人数增速基本与营收增速趋势一致，符合 TIC 行业人力密集型特点；第二、2017 年起收入增速持续高于人员增速，主要系精细化管理效果显著。人均产值和人均薪酬自 2018 年起稳定增长、同向变动，由 2017 年的 30.82/12.15 万元增至 2021 年的 40.92/17.41 万元，人均产值首次突破 40 万元。

图53：华测检测员工人数增速显著放缓



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图54：华测检测人均产值首次突破 40 万元



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

收现比稳定，经营性现金流净额持续超越净利润。公司收现比多年来基本在稳定在 1.0 水平，高于 2021 年国内主要上市检测公司平均水平 0.94；经营性现金流净额稳定增长，持续超过归母净利润，2016 年以来呈下降趋势，处在 1.5-3.5 区间，对比 SGS 连续十几年稳定在 1.4 左右。综上，公司现金流情况良好。

图55：华测检测员收现比保持稳定在 1.0 左右



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

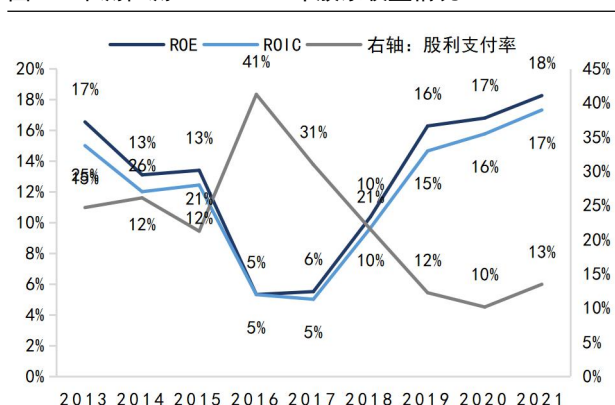
图56：华测检测 2013-2021 年现金流得以改善



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

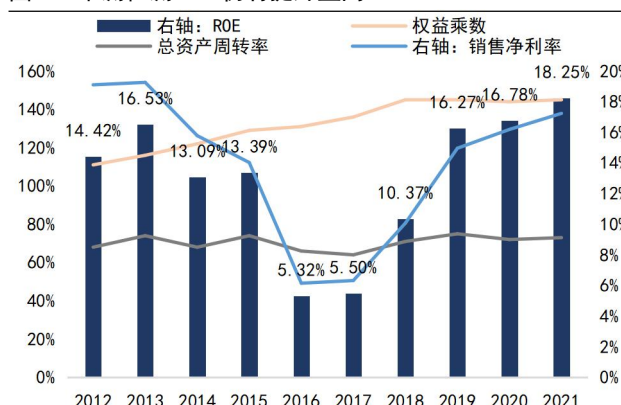
ROE 自 2016 年起稳定提升至 18.25%。华测检测 ROE 自 2017 年的 5.50% 稳定提升至 2021 年的 18.25%，相比 2021 年申万机械设备板块平均 ROE 约为 6.86%，公司的投资回报情况理想。公司分红政策偏保守，基本稳定在 10%-30% 之间，主要系我国检测行业和公司仍处在发展前期，发展机遇多、公司需进行相应布局所致。

图57：华测检测 2013-2020 年股东收益情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图58：华测检测 ROE 仍有提升空间



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

华测检测 ROE 有望继续提升。2009-2017 年间，公司上市后资本充足下进行了跑马圈地式的扩张，公司实验室数量由 30 个增长至 130 个，员工人数平均同比增速达 26%，远超同期净利润的 15%，粗放式发展导致销售净利率连续下降、拖累 ROE 水平。2017 年以来，公司精细化管理战略持续推进，销售净利率稳步提升，在其余两因素基本平稳的情况下，公司 ROE 水平快速提升至 2021 年的 18.25%。2021 年，华测检测净利率/总资产周转率/杠杆比率分别为 17.24%/0.73/1.45，对比 SGS 分别为 10.23%/0.92/5.79，可以看出公司成本和费用控制良好下盈利能力优异，但资产周转水平和债务资本使用还有提升空间。展望未来，若公司能进一步提升资产利用水平、灵活使用债务融资工具、销售净利率稳定提升至 20%，ROE 仍有较大提升空间。

盈利预测

盈利预测假设基础及结果

华测检测业务主要分为生命科学检测、工业品检测、贸易保障检测、消费品测试、医学检测五部分。自 2018 年起全面推行精细化管理至今,公司运营效率不断提升、业绩稳步兑现。利润率水平、人均产值、设备及场地利用率、亏损实验室个数、资金使用效率等指标都有显著改善。现阶段,公司已形成全面的服务网络和一站式服务能力、实现深厚技术积累和核心人才团队深度绑定,有望凭借先发优势奠定龙头地位及公信力与管理水平构建的核心竞争力充分受益行业发展,成为具有全球竞争力的中国检测品牌。基于这样的公司发展战略,我们对盈利预测模型做出如下假设:

- 1) 贸易保障检测是公司传统优势业务,经营稳健,预计 2022-2024 年营业收入增速分别为 13.00%/13.00%/13.00%,毛利率水平保持稳健;
- 2) 消费品检测主要受益于汽车检测业务显著回升,2022 年预计德国易马并表将增加较多收入,因此预计 2022-2024 年营业收入增速分别为 43.64%/25.42%/25.62%,毛利率水平保持稳健;
- 3) 生命科学检测一方面受益于环境业务在 2023-2025 年迎来第三次全国土壤普查检测增量需求,另一方面食品检测有望受益于化妆品功效测试、食品快检等业务短期高增速,预计 2022-2024 年营业收入增速分别为 15.51%/20.69%/17.95%,毛利率水平受益于实验室产能利用率逐步提升而稳步提升;
- 4) 工业品检测预计受益于计量政策放开、新船舶法规出台等拉动,2022-2024 年营收增速分别达 20.58%/23.29%/23.69%,毛利率水平稳步提升;
- 5) 医药医学检测短期由于上海疫情、核酸检测常态化等影响核酸检测需求大增,2022-2024 年营收增速分别达 66.91%/9.03%/22.87%,毛利率水平先受 CRO 产能建设期、核酸检测利润率较低影响小幅降低、后稳步提升;
- 6) 员工数量控制:将人员增速控制在营业收入增速的一半以内,预计 2022-2024 年同比增长 11%/10%/10%;
- 7) CAPEX 水平控制:预计 2022-2024 年 CAPEX 占营业收入的比例控制在 10%左右。

根据上述假设,我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 53.55/63.99/76.82 亿元,归属母公司净利润 9.31/11.44/14.08 亿元。

表 16: 盈利预测简要结果

利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4329	5356	6401	7684
营业成本	2128	2634	3138	3757
营业税金及附加	23	26	32	39
销售费用	769	941	1111	1319
管理费用	276	322	371	428
研发费用	376	467	556	668
财务费用	12	(25)	(38)	(53)
投资收益	38	41	46	52
资产减值及公允价值变动	22	21	21	21
其他营业收入	(331)	(467)	(556)	(668)
营业利润	850	1054	1298	1599
营业外净收支	(1)	4	1	2
利润总额	850	1058	1299	1601
所得税费用	86	106	129	161
少数股东损益	17	21	26	32
归属于母公司净利润	746	931	1144	1408

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

按假设前提,我们预计公司未来 3 年归母净利润 9.31/11.63/14.83 亿元,利润年增速分别为 24.8%/24.9%/27.5%。

表 17: 盈利预测假设基础

	2021	2022E	2023E	2024E
生命科学检测				
营业收入 (亿元)	20.87	24.11	29.09	34.32
同比增速	4.87%	15.51%	20.69%	17.95%
成本 (亿元)	10.56	12.15	14.61	17.16
毛利 (亿元)	10.31	11.96	14.49	17.16
毛利率 (%)	49.40%	49.60%	49.80%	50.00%
医药医学检测				
营业收入 (亿元)	3.69	6.17	6.72	8.26
同比增速	78.13%	66.91%	9.03%	22.87%
成本 (亿元)	1.92	3.27	3.50	4.21
毛利 (亿元)	1.77	2.90	3.23	4.05
毛利率 (%)	48.03%	47.00%	48.00%	49.00%
工业品测试				
营业收入 (亿元)	8.03	9.68	11.94	14.77
同比增速	15.33%	20.58%	23.29%	23.69%
成本 (亿元)	4.45	5.23	6.41	7.88
毛利 (亿元)	3.58	4.45	5.53	6.88
毛利率 (%)	44.58%	46.00%	46.30%	46.60%
消费品测试				
营业收入 (亿元)	4.95	7.11	8.92	11.20
增速	23.20%	43.64%	25.42%	25.62%
成本 (亿元)	2.42	3.48	4.37	5.49
毛利 (亿元)	2.53	3.63	4.55	5.71
毛利率 (%)	51.03%	51.00%	51.00%	51.00%
贸易保障检测				
营业收入 (亿元)	5.74	6.49	7.33	8.28
增速	19.67%	13.00%	13.00%	13.00%
成本 (亿元)	1.92	2.21	2.49	2.82
毛利 (亿元)	3.82	4.28	4.84	5.47
毛利率 (%)	66.48%	66.00%	66.00%	66.00%
营业总营业收入				
营业收入 (亿元)	43.28	53.55	64.00	76.83
增速	21.32%	23.72%	19.51%	20.04%
营业成本 (亿元)	21.28	26.34	31.37	37.56
营业成本/营业收入	19.20%	23.77%	19.13%	19.72%
毛利率	49.16%	49.18%	49.02%	48.89%
毛利 (亿元)	50.84%	50.82%	50.98%	51.11%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

绝对估值法

我们认为当前国内检测行业依旧处于高速成长阶段，且检验检测认证服务业的市场化、国际化、专业化、集约化、规范化改革和发展是必然趋势。基于这样的判断，我们假设：

- 1、公司的营业收入将随着行业的发展将保持 20%以上成长；
- 2、随着营业收入规模的扩大和精细化管理推进，三费有望持续降低；
- 3、公司作为高科技企业，可享受 15%的企业所得税税率；
- 4、无风险利率选取当前的 10 年期国债收益率来评估；
- 5、风险溢价选取道琼斯指数过去 20 年的复合增长率 6.35%；
- 6、Kd 值为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考；

按此假设条件，测算 WACC 值为 8.09%，采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值区间为 23.25-33.42 元/股。

表 18: 绝对估值法假设条件

指标	合理值	指标	合理值
无杠杆 Beta	0.8	Kd	5.85%
无风险利率	3.00%	T	10.02%
股票风险溢价	6.35%	Ka	7.83%
公司股价	22.12	有杠杆 Beta	0.80
发行在外股数	1673	Ke	8.09%
股票市值 (E)	37009	E/(D+E)	99.70%
债务总额 (D)	113	D/(D+E)	0.30%
WACC	8.09%		

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 19: FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	966.4	1,193.1	1,473.0	1,787.4	2,188.8	2,660.8	3,179.6	3,792.9	4,500.8	4,997.4	
所得税税率 (%)	10.02%	9.91%	10.03%	9.99%	9.97%	10.00%	9.99%	9.99%	9.99%	9.99%	
EBIT*(1-所得税税率)	869.6	1,074.9	1,325.3	1,608.9	1,970.5	2,394.8	2,862.1	3,414.1	4,051.2	4,498.3	
折旧与摊销	174.3	213.9	258.5	307.0	359.5	419.7	490.3	573.6	671.7	784.5	
营运资金净变动	207.9	203.7	69.9	293.4	198.7	179.0	252.5	200.4	203.4	163.7	
资本性投资	(536.6)	(641.1)	(769.4)	(738.6)	(882.5)	(1,050.0)	(1,244.0)	(1,467.8)	(1,724.4)	(1,896.8)	
FCFF	715.1	851.3	884.3	1,470.7	1,646.2	1,943.6	2,360.9	2,720.4	3,202.0	3,549.8	71,898.0
PV(FCFF)	661.6	728.7	700.3	1,077.6	1,116.0	1,219.0	1,370.0	1,460.5	1,590.4	1,631.3	33,040.6
核心企业价值	44,596.0										
减：净债务	(1,161.4)										
股票价值	45,757.5										
每股价值	27.35										

资料来源：国信证券经济研究所预测

表20：针对折现率和永续增长率敏感性分析

27.35	7.7%	7.9%	8.09%	8.3%	8.5%
3.6%	33.42	31.69	30.12	28.68	27.37
3.4%	32.18	30.58	29.12	27.78	26.55
3.2%	31.05	29.56	28.20	26.94	25.79
3.0%	30.01	28.62	27.35	26.17	25.09
2.8%	29.06	27.76	26.56	25.46	24.43
2.6%	28.18	26.96	25.84	24.79	23.82
2.4%	27.37	26.22	25.16	24.17	23.25

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值法

国内第三方综合性检测机构主要有华测检测、谱尼测试、广电计量、国检集团等，国外检测行业上市公司主要有 SGS、BV、Intertek 和 Eurofins，全球排名前四。与国内检测机构相比，华测检测作为第三方综合性检测龙头，公司精细化管理体现出的经营质量水平及多元化业务抗周期性能力远超竞争对手；与国外检测机构相比，四大检测机构已进入营收业绩已进入个位数增长的平稳发展阶段，华测检测受益于国内检测行业的发展以及管理提效仍处于业绩的较快成长期。综合考虑，我们认为华测检测可以适当享受估值溢价，给予 2023 年 40-45 倍，对应一年期目标市值为 458-515 亿元，对应目标价为每股 27.35-30.77 元。

表21：可比公司和华测检测近 10 年估值及业绩增速情况

公司名称	近 10 年 PE 静态均值	近 10 年归母净利润 CAGR	未来 2 年归母净利润 CAGR
BV	33.44	1.83%	10.58%
SGS	30.29	1.02%	6.59%
INTETEK	27.73	5.91%	7.09%
ERF	36.32	28.17%	7.90%
平均值	31.95	9.23%	8.04%
华测检测	55.56	20.27%	

资料来源：Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所预测

注：1、PE 静态均值是按年度计算出的 PE 均值，年度 PE 均值=年末市值/当年归母净利润；

2、可比公司为 Bloomberg 一致预期，华测检测为自己预测。

表22：可比公司估值表

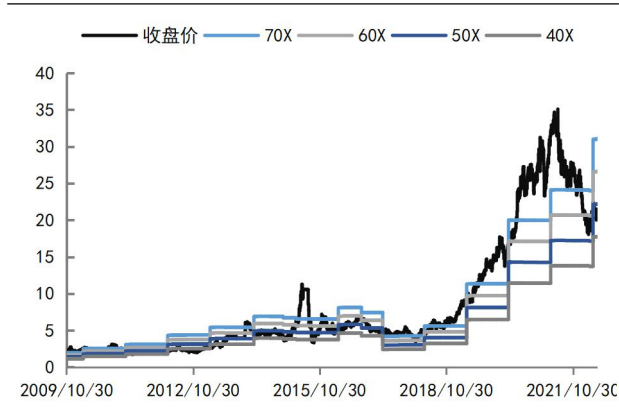
证券简称	投资评级	总市值（亿元）	收盘价（元）	EPS			PE		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E
SGS	未评级	1,244.02	16670.40	565.18	693.25	742.89	29.50	24.05	22.44
INTETEK	未评级	638.32	496.15	15.22	22.83	24.68	32.61	21.73	20.10
BV	未评级	851.29	188.30	6.51	8.32	8.93	28.92	22.62	21.08
ERF	未评级	1,175.64	614.46	28.49	26.89	27.71	21.57	22.85	22.18
						平均值	28.15	22.81	21.45
国检集团	买入	81.80	13.55	0.42	0.48	0.60	32.26	28.23	22.58
广电计量	买入	97.56	16.96	0.32	0.44	0.59	53.00	38.55	28.75
谱尼测试	未评级	108.71	68.18	1.61	1.85	2.47	42.35	36.85	27.60
						平均值	42.54	34.54	26.31
华测检测	买入	371.72	22.12	0.45	0.56	0.68	49.60	39.74	32.35

资料来源：Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理及预测

注：未评级公司为 Bloomberg、Wind 一致预期；数据更新至 2022 年 5 月 30 日。

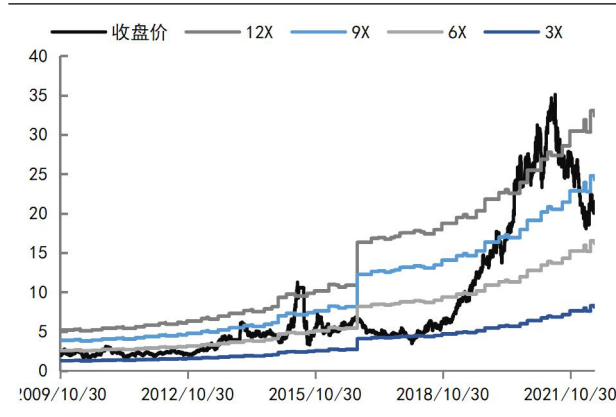
从华测检测本身的历史估值水平来看，公司当前 PE（TTM）值为 45.96，处于近 5 年的中间水平；公司当前 PB 值为 7.59，处于近 5 年来的中间水平。

图59：华测检测 PE（TTM）值处于历史中间水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图60：华测检测 PB 值处于合理水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

检测行业赛道好、空间大、增长稳定。中国民营检测市场受益监管逐步放开、市场化进程加速发展更快，2013-2020 年 CAGR 高达 27.48%。华测检测作为民营第三方检测龙头，业务体系及服务网络布局已基本完成，凭借长期积累形成的品牌公信力+管理水平构筑公司层面的高护城河。公司自 18 年实施战略转型、推行精细化管理措施增效以来，业绩持续兑现。即使在经历 2020 年疫情爆发/反复、经济下行、部分行业竞争加剧的情况下，公司基本面始终稳健向好，经营表现出极强的韧性。受益于行业高增速及自身先发优势，有望成长为植根于中国本土的、有竞争力的国际检测认证机构。我们预计 2022-24 年归母净利润为 9.31/11.44/14.08 亿元，对应 PE40/32/26 倍，综合绝对估值和相对估值，给予 2023 年 40-45 倍，对应一年期目标市值为 458-515 亿元，对应目标价为每股 27.35-30.77 元，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对营业收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的一年期合理估值在40-45倍之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期营业收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为3.00%、风险溢价6.35%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:我们选取了与公司业务相同或相近的全球综合性检测机构企业比如SGS、BV、Intertek和Eurofins等的相对估值指标进行比较,选取了可比公司2022年平均PE做为相对估值的参考,同时考虑公司成长性,最终给予公司23年40-45倍PE估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来3年营业收入增长24%/20%/20%,可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来3年毛利分别为51%/51%/51%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估,从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

并购整合不及预期的风险:检测认证行业的市场为碎片市场,横跨众多行业,且每个市场相对独立,难以快速复制,无法通过资本进行快速扩张。采用并购手段快速切入新领域是国际的检测认证巨头通行的做法。并购战略是公司的长期发展战略之一。并购标的选取是否合适及并购后能否较好地整合到公司体系都会对公司的业绩产生影响。若并购标的选择不当或者并购后经营不善,可能对公司业绩造成负面影响。

公司管理改革不及预期的风险:公司管理层发生变动,导致经营管理模式发生变革,存在管理效率不及预期的风险;另外,公司近年来收购了多家行业内企业,累计商誉近6亿元,存在一定的商誉减值风险。

公司公信力、品牌和声誉受不利事件影响的风险:作为第三方检测机构,公信力和品牌是检测认证机构持续发展的原动力,也是生存的根本,只有在技术和公正性方面不断得到客户的认可,才能逐渐扩大市场份额,在市场竞争中处于有利位置,一旦出现质量问题导致公信力和品牌受损,将会丧失客户,影响企业的业务拓展和盈利状况,严重情况下,可能会被取消检测认证资格,影响公司的持续经营。

政策风险

检测行业是政策导向较强的行业，政府对检测行业的发展政策影响着检测行业的发展速度。随着全球检测行业的发展，各国检测体制总体趋势一致，即政府或行业协会通过考核、认可等市场准入规则对检测机构进行行业管理，将检测、合格评定的业务市场化，提升服务品质，促进行业发展。各独立检测机构根据委托人的要求，按照自身提供的服务进行市场化运作，服务费用由双方协商确定。我国检测行业长期受计划经济体制的影响，加入 WTO 后，面临着国际社会要求加快开放服务市场的压力，在这种背景下，检测行业亟需与国际规则相趋同的行业准则对该行业行为加以规范与约束。虽然开放式的市场化发展已经被国家政策方针所确认，但仍有可能出现局部的不利于行业市场化发展的政策和规定。政府对检测的开放程度仍存在不确定性因素，会给公司带来一定程度的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	561	1163	1403	2076	2707	营业收入	3568	4329	5356	6401	7684
应收款项	832	1101	1202	1396	1659	营业成本	1785	2128	2634	3138	3757
存货净额	32	55	54	71	89	营业税金及附加	18	23	26	32	39
其他流动资产	241	245	423	433	520	销售费用	668	769	941	1111	1319
流动资产合计	2667	2985	3741	4637	5634	管理费用	235	276	322	371	428
固定资产	1631	1818	2196	2638	3162	研发费用	308	376	467	556	668
无形资产及其他	145	146	141	136	131	财务费用	11	12	(25)	(38)	(53)
投资性房地产	894	1311	1311	1311	1311	投资收益	29	38	41	46	52
						资产减值及公允价值变动	5	22	21	21	21
长期股权投资	118	216	256	306	369	其他收入	(232)	(331)	(467)	(556)	(668)
资产总计	5455	6476	7644	9028	10608	营业利润	652	850	1054	1298	1599
短期借款及交易性金融负债	193	140	70	100	100	营业外净收支	(1)	(1)	4	1	2
应付款项	549	554	789	874	926	利润总额	651	850	1058	1299	1601
其他流动负债	616	800	944	1153	1386	所得税费用	62	86	106	129	161
流动负债合计	1358	1493	1803	2127	2412	少数股东损益	11	17	21	26	32
长期借款及应付债券	85	43	43	43	43	归属于母公司净利润	578	746	931	1144	1408
其他长期负债	179	382	477	597	737	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	264	425	520	640	780	净利润	578	746	931	1144	1408
负债合计	1621	1919	2323	2767	3192	资产减值准备	(31)	23	11	11	13
少数股东权益	89	100	119	143	172	折旧摊销	265	290	174	214	258
股东权益	3744	4457	5202	6117	7244	公允价值变动损失	(5)	(22)	(21)	(21)	(21)
负债和股东权益总计	5455	6476	7644	9028	10608	财务费用	11	12	(25)	(38)	(53)
						营运资本变动	2	(299)	208	204	70
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	其它	41	(7)	8	12	16
每股收益	0.35	0.45	0.56	0.68	0.84	经营活动现金流	850	731	1311	1564	1744
每股红利	0.04	0.04	0.11	0.14	0.17	资本开支	0	(514)	(537)	(641)	(769)
每股净资产	2.25	2.66	3.11	3.66	4.33	其它投资现金流	(446)	581	(239)	0	0
ROIC	27%	29%	31%	37%	42%	投资活动现金流	(458)	(30)	(816)	(691)	(832)
ROE	15%	17%	18%	19%	19%	权益性融资	(8)	55	0	0	0
毛利率	50%	51%	51%	51%	51%	负债净变化	85	(42)	0	0	0
EBIT Margin	16%	18%	18%	19%	19%	支付股利、利息	(68)	(65)	(186)	(229)	(282)
EBITDA Margin	23%	24%	21%	22%	23%	其它融资现金流	(363)	61	(70)	30	0
收入增长	12%	21%	24%	20%	20%	融资活动现金流	(338)	(98)	(256)	(199)	(282)
净利润增长率	21%	29%	25%	23%	23%	现金净变动	54	603	240	674	630
资产负债率	31%	31%	32%	32%	32%	货币资金的期初余额	507	561	1163	1403	2076
息率	0.2%	0.2%	0.5%	0.6%	0.8%	货币资金的期末余额	561	1163	1403	2076	2707
P/E	63.8	49.6	39.7	32.4	26.3	企业自由现金流	0	158	715	851	884
P/B	9.8	8.3	7.1	6.0	5.1	权益自由现金流	0	177	668	915	932
EV/EBITDA	47.0	37.2	34.5	28.3	23.2						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032