

谱尼测试（300887.SZ）： 高弹性第三方检测龙头，成长拐点向上迎戴维斯双击

首席证券分析师：周尔双

执业证书编号：S0600515110002

zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 罗悦

执业证书编号：S0600120100013

luoyue@dwzq.com.cn

2022年 6月

图：第三方检测具有“全产业链”属性，医学检测及食品检测报告示意图

PONY 检测结果
Pony Testing International Group (Test Results)

报告编号(Report ID): BLA58VLG59337501 第1页, 共2页 (page 1 of 2)

样品名称 (Sample Description)	猪肉	样品规格 (Sample Specification)	散装
委托单位 (Applicant)	贵州务川科华生物科技有限公司	商标 (Trade Mark)	—
到样日期 (Received Date)	2017.11.24	生产日期或批号 (Manufacturing Date or Lot No.)	—
检测日期 (Test Date)	2017.11.24-2017.12.08	样品等级 (Sample Grade)	—
样品数量 (Sample Quantity)	1270g	检测类别 (Test Type)	委托检测
样品状态 (Sample Status)	正常 新鲜	检测环境 (Test Environment)	符合要求
检测项目 (Test Items)	见下页		
检测依据 (Test Methods)	见下页		
所用主要仪器 (Main Instruments)	原子吸收光谱仪、原子荧光光谱仪、电子分析天平等		
备注 (Note)	限值依据: GB 2763-2017、中华人民共和国农业部公告第 235 号、 整顿办函(2010)50 号 以上样品信息由委托单位提供		
	编制人 (Sailed by)	吴晓霞	
	审核人 (Checked by)	何向	
	批准人 (Approved by)	陈	
	签发日期 (Issued Date)	2017.12.08	

PONY 谱尼测试
Pony Testing International Group
2017.12.08 400-879-3635 www.ponytest.com

核酸检测报告

北京谱尼医学检验实验室
PONY Medical Laboratory

二维码 扫描 解读 报告
PONY-YJBG143-2020A1

委托单位: 黑龙江信诚龙牧农业发展有限公司 样本编号: B013995E2
样品名称: 京东跑山猪黑猪肉馅 商标: /
生产日期/批号: 2020-10-11 采样日期: 2020-11-03
生产单位: / 样品规格: /
样品来源: / 样品状态: /

检验项目	检验方法	检验结果
新型冠状病毒核酸检测 (SARS-CoV-2 RNA)	实时荧光 PCR 法	阴性

备注: 商品条码: 100007575584 产地: 中国 包装重量: 425 克 净含量: 400 克

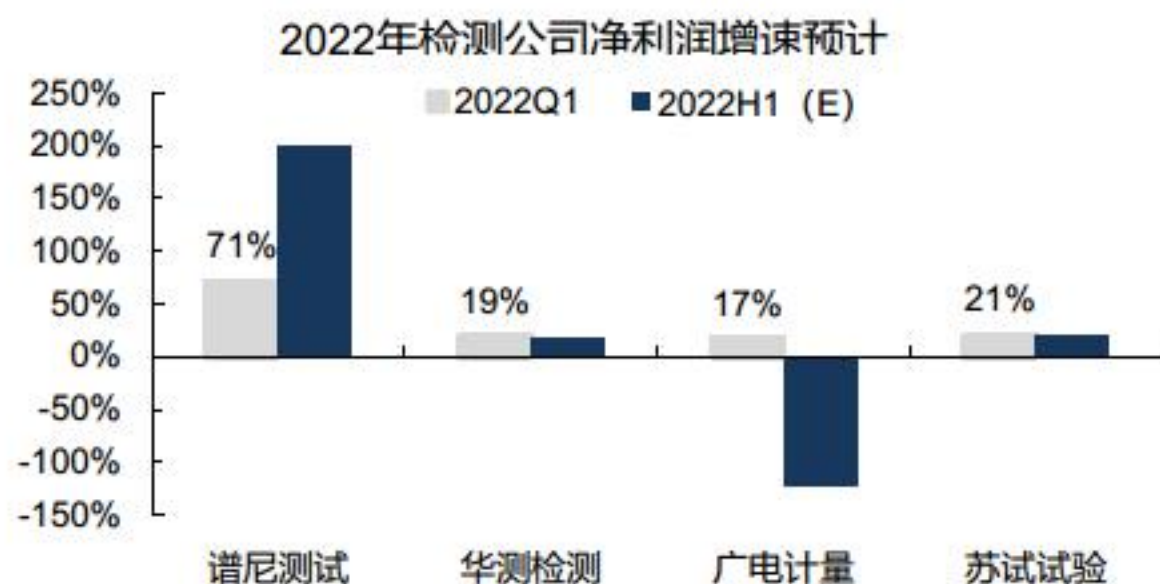
检验者: 马志豪 审核者: 冯新天 接收时间: 2020-11-03 16:18:31 报告时间: 2020-11-04 10:05:27

声明:
1、此报告仅对本次送检标本负责。
2、本检测结果可能受到采样部位、采样时间及检测方法的局限性等因素影响, 结果需结合临床进行分析。

地址: 北京市海淀区锦带路 66 号院 1 号楼 电话: 4008195688

- 2022年中报业绩强势引领行业，全年业绩有望上调5%~10%。谱尼测试在全国14个城市设有医学实验室，2022年上半年核酸检测贡献业绩增量，我们预计谱尼测试2022年中报业绩有望强势引领行业，2022年全年净利润增速有望上调至40%左右，超出目前Wind一致预期5-10%。

图：我们预计谱尼测试2022年上半年净利润三位数增长，强势引领行业增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

图：2022年谱尼净利润有望上调至3.1亿元，同比+40%（高于目前Wind一致预期33%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

逻辑一：检测行业弹性最大标的之一，成长提速迎戴维斯双击

图：上市后公司产能大幅增长，2021年固定资产9.41亿元，同比+78%，内生增长提速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2022Q1谱尼测试收入5亿元，同比+71%，业绩增长提速居行业前列



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表：2020年上市以来公司在手现金充裕，外延并购提速



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

图：2022年一季度公司归母净利润首次扭亏为盈



数据来源：Wind，东吴证券研究所

逻辑二：有望复制2018年华测检测模式，利润率提升极具潜力

图：2018年至2021年6月，华测检测股价上涨10倍



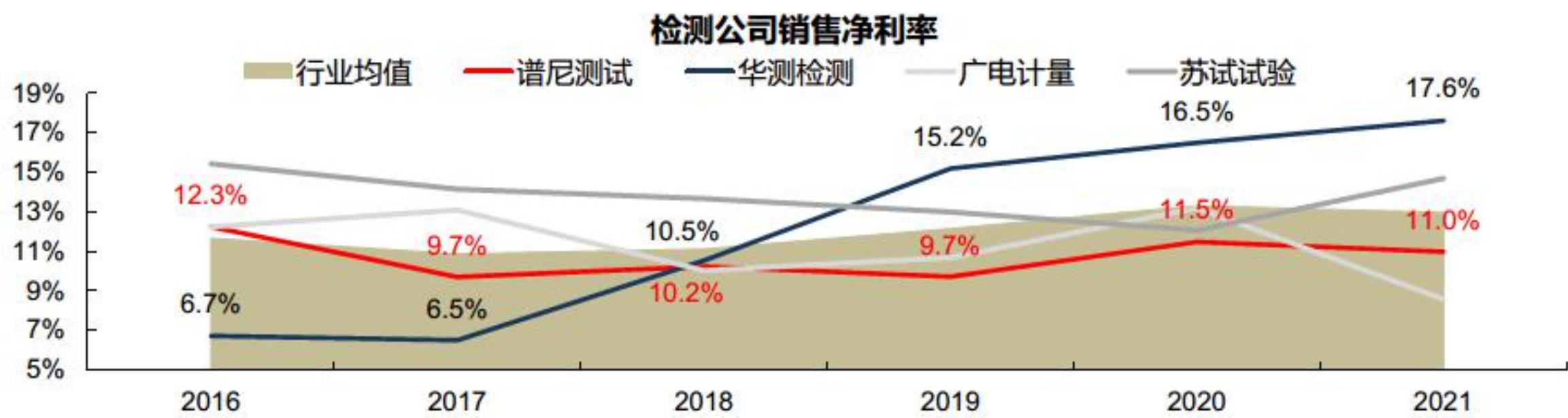
图：2018年华测检测迎盈利拐点，估值由40倍提升至近80倍



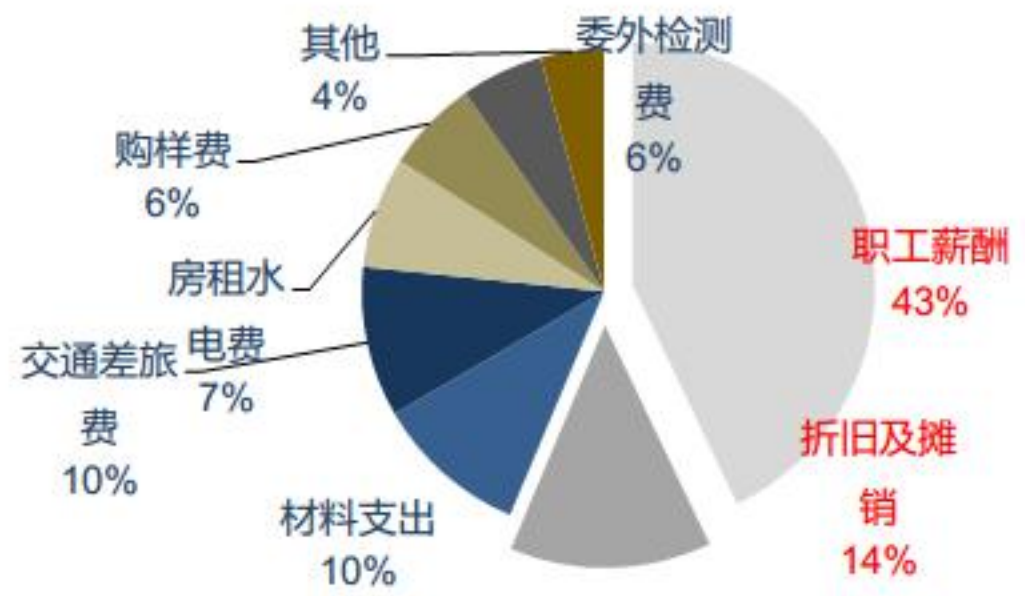
数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：PE=年底总市值/当年净利润）

逻辑二：有望复制2018年华测检测模式，利润率提升极具潜力

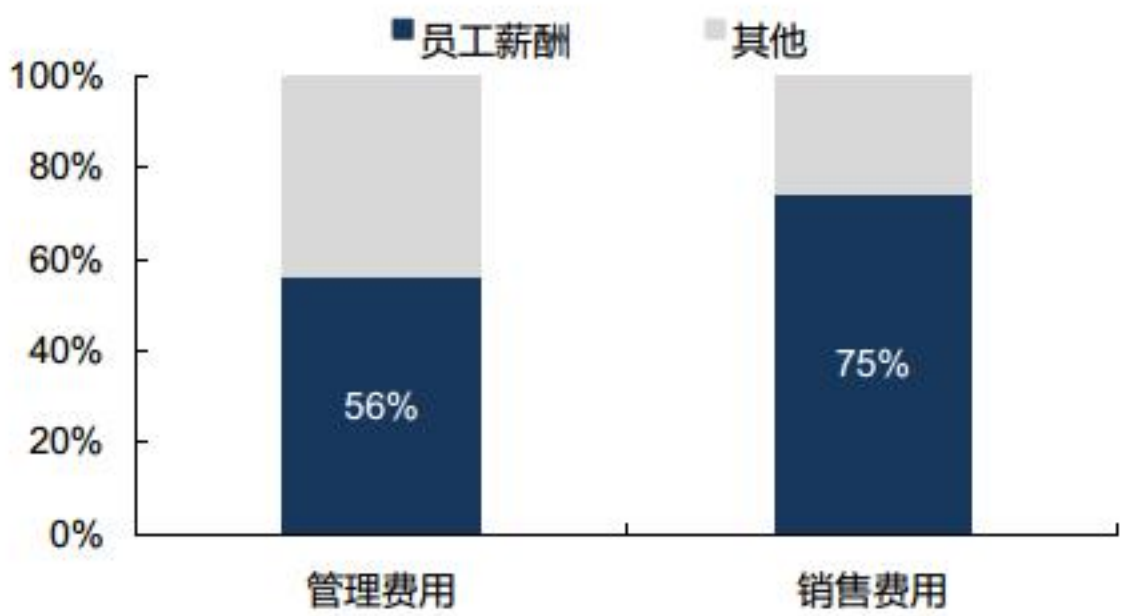
图：2021年谱尼测试净利率仅为11%，远低于华测检测18%，提升潜力大



图：谱尼测试营业成本中，职工薪酬和折旧摊销分别占比43%、14%



图：谱尼测试管理费用、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

◆推荐逻辑

1、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。

2、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。

3、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2022-2024年公司归母净利润分别为2.93/3.89/5.26元，同比增长33%/33%/35%。公司业绩增速拐点向上，迎戴维斯机会，2022年目标估值50倍，目标市值空间145亿，目标价52元，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。



- 一、谱尼测试：高弹性第三方检测龙头，业绩拐点向上
- 二、第三方检测行业：永续增长的黄金赛道，优选内资民营龙头
- 三、看好未来三年业绩复合增速30%以上，成长性行业前列，迎戴维斯双击机会
- 四、盈利预测与投资建议

1.1 综合性第三方检测稀缺龙头，二十年持续领跑行业

- “南华测北谱尼”，国内少有的综合性第三方民营检测机构。谱尼测试创立于2002年总部设于北京，前身为国家科研院，二十年来依托公信力持续领跑行业，素有“南华测北谱尼”称号。依托创始人宋薇女士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：谱尼测试发展历程



资料来源：Wind，东吴证券研究所整理

1.1 综合性检测业务布局，服务网络覆盖全国

- **业务布局全面：**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。
- **服务网络覆盖全国：**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。
- **一站式服务：**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：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：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

1.1 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：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

1.1 政府端、中大型企业端客户拓展具备突出优势

- **政府端：**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。
- **中大型企业端：**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。

图：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

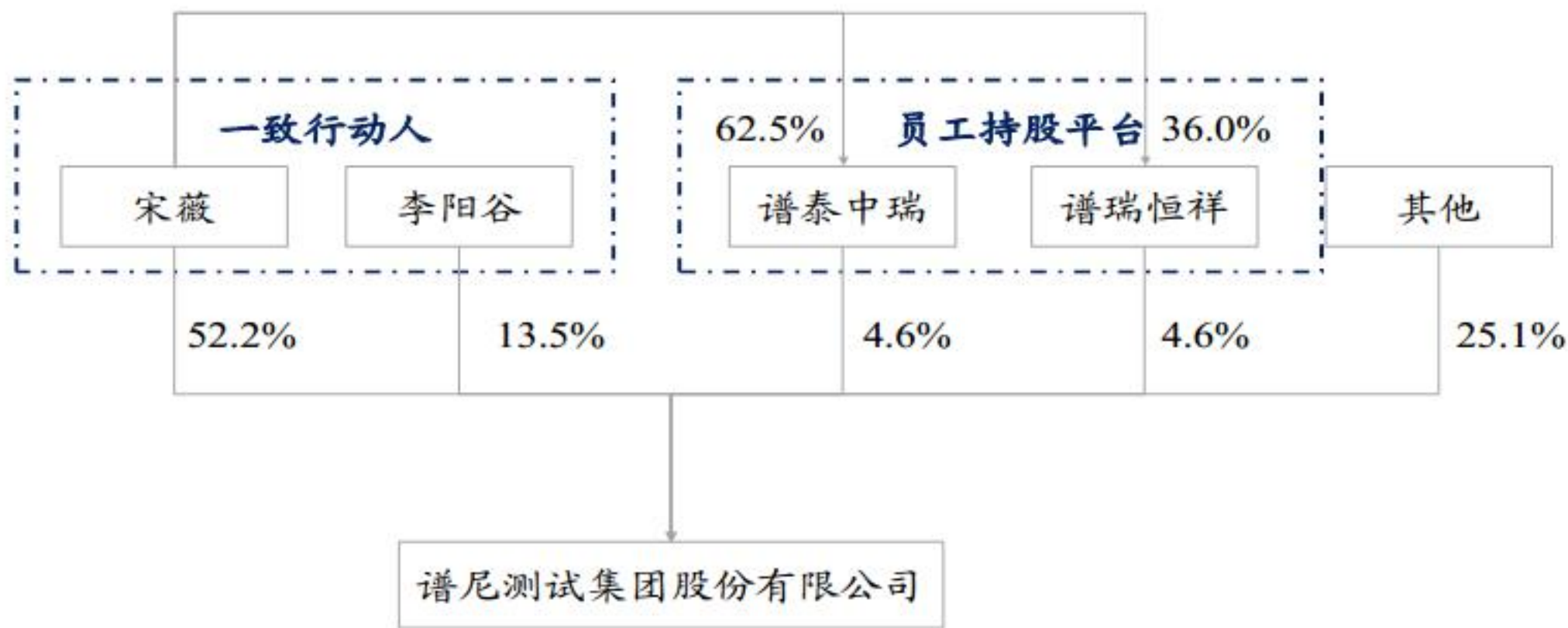
业务领域	时间	政府项目	中大型企业客户
环境	2008	北京 奥运会 比赛场馆环境水质检测	中国石油、中国石化、中国中车、华域汽车、一汽大众、北京奔驰、特斯拉、小鹏汽车、蔚来、玛氏食品、宝洁公司、蒙牛、伊利等
	2010	广州 亚运会 城市环境监测任务	
食品	2014	北京 APEC 峰会 期间食品安全检测工作	
	2016	杭州 G20 峰会 食品安全保障抽检任务	
	2019	全国网球公开赛食品安全保障抽检任务	
	2019	建国七十周年 大庆等重大活动食品安全保障抽检任务	
	长期	航天员训练基地 食品安全和营养的检测任务	
	长期	市场监管局 流通领域重大节假日食品安全抽检	
农产品	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

1.1 公司股权集中稳定，绑定核心员工激励充分。

- **股权集中：**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%。
- **创始人技术出身：**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。
- **股权激励：**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：公司股权集中稳定，员工激励充分（截至2021年三季度）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2 行业扩产力度最大，业绩增速拐点向上，迎戴维斯双击

图：2020年上市后公司固定资产大幅增长，前期限制业绩增长因素缓解



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表：2020年上市以来公司在手现金充裕，并购进程提速



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

图：2022Q1谱尼测试收入5亿元，同比+71%，业绩增长提速居行业前列



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2022年一季度公司归母净利润首次扭亏为盈

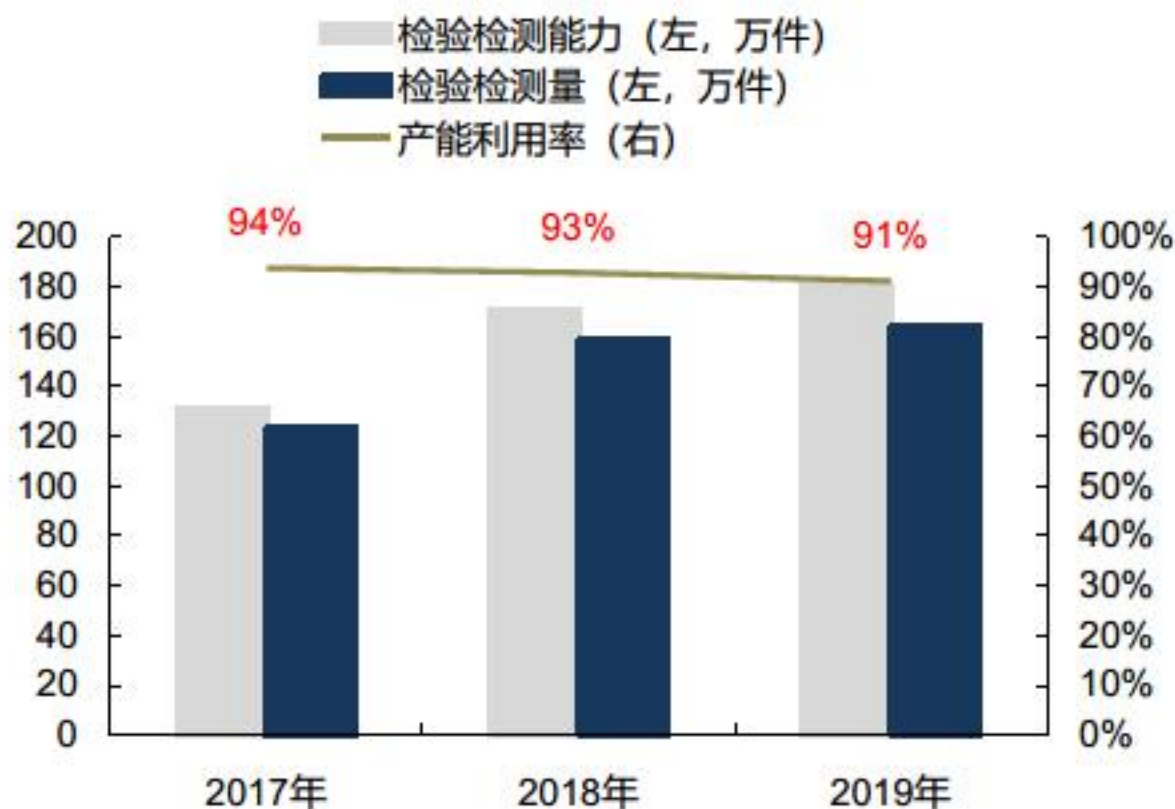


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2 产能瓶颈缓解，预计未来三年业绩CAGR升至30%以上

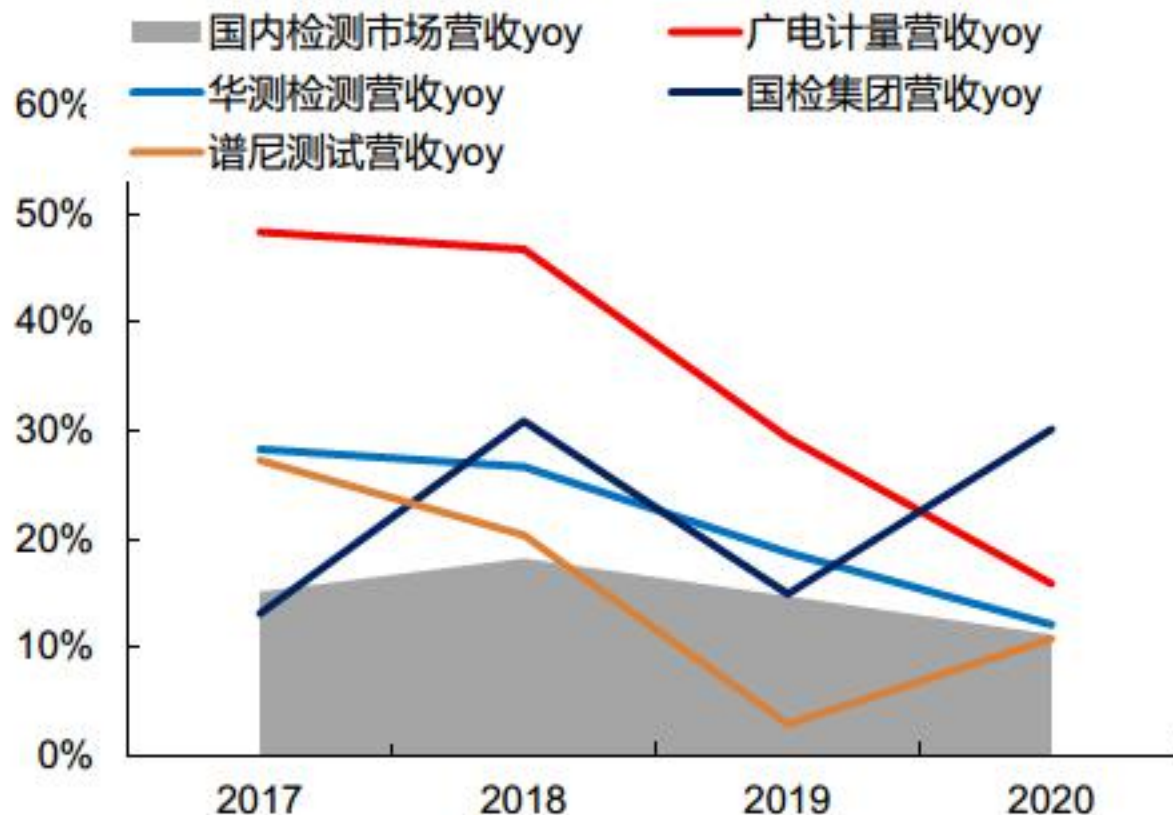
- 产能瓶颈缓解+两大实验室建成投产，未来三年公司业绩复合增长率有望保持30%以上增长。根据公司招股书，2017-2019年主要业务健康与环保板块产能利用率90%以上，产能瓶颈成为限制公司增长的主要瓶颈。
- 2020年9月公司A股上市募投资金，投入近10亿元用于扩建实验室及增加设备，2020年起固定资产明显大幅增长，产能瓶颈得到缓解。
- 2022年公司上海、武汉两大实验室也开始投产，并在未来两年逐步实现满产。根据公司招股书，两个实验室于2018年建设，建设期3年，达产首年产能利用率目标50%，2023年达到80%，2024年正式达产。

图：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：2020年谱尼测试收入增速低于行业平均，主要受限于产能瓶颈



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2 食品、环境为传统业务，大力发展医药检测等前景板块

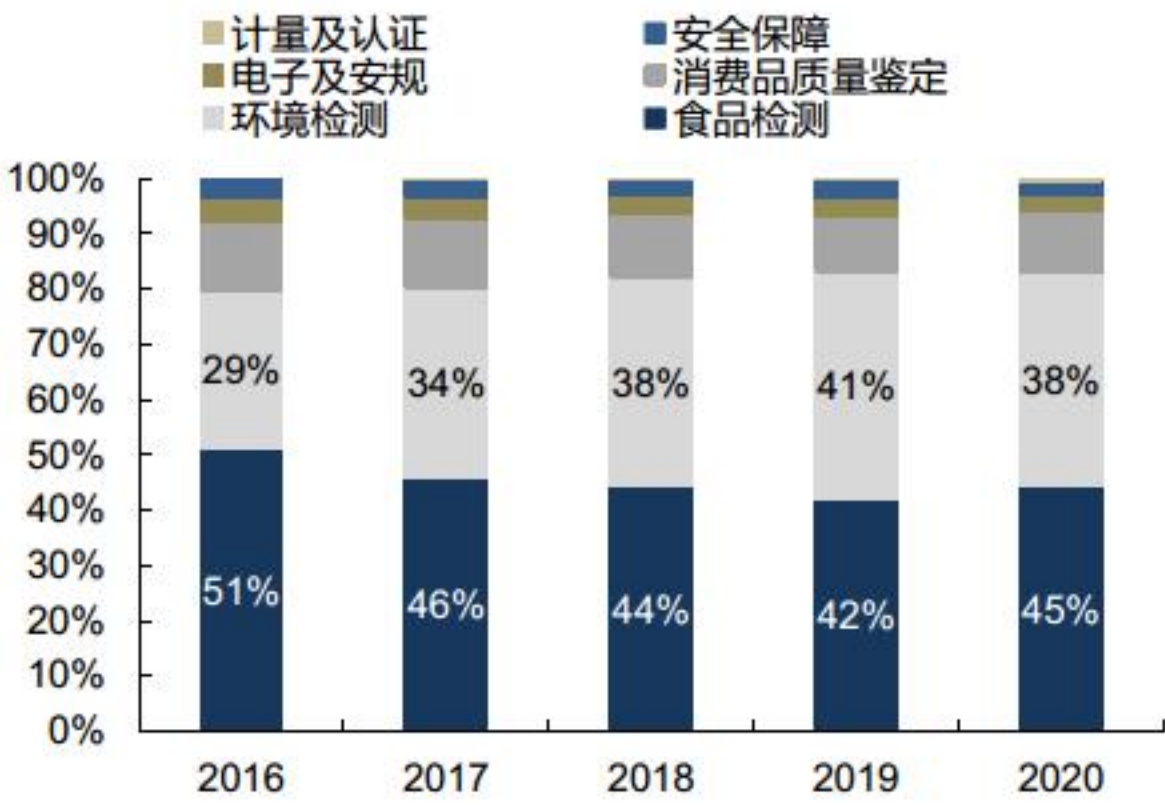
- **食品、环境检测为公司传统优势项目。**谱尼测试拥有全面的资质，构建了覆盖全国主要区域的实验室及销售网络，其中食品检测、环境检测为公司传统优势项目，2016-2020年合计占比基本维持在公司收入八成左右。其中，2020年公司食品、环境检测营收占总收入比例分别为45%、38%，合计占比83%。
- **医学相关检测有望高速增长为第三大板块。**2020年，公司取得医疗机构执业许可证、医疗器械生产许可证，同时是北京市首批新冠核酸检测单位。公司生物医药、医学检测逐步取得相应资质，并且逐步完善高端实验室及人才队伍，有望高速发展成为公司第三大板块。

图：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

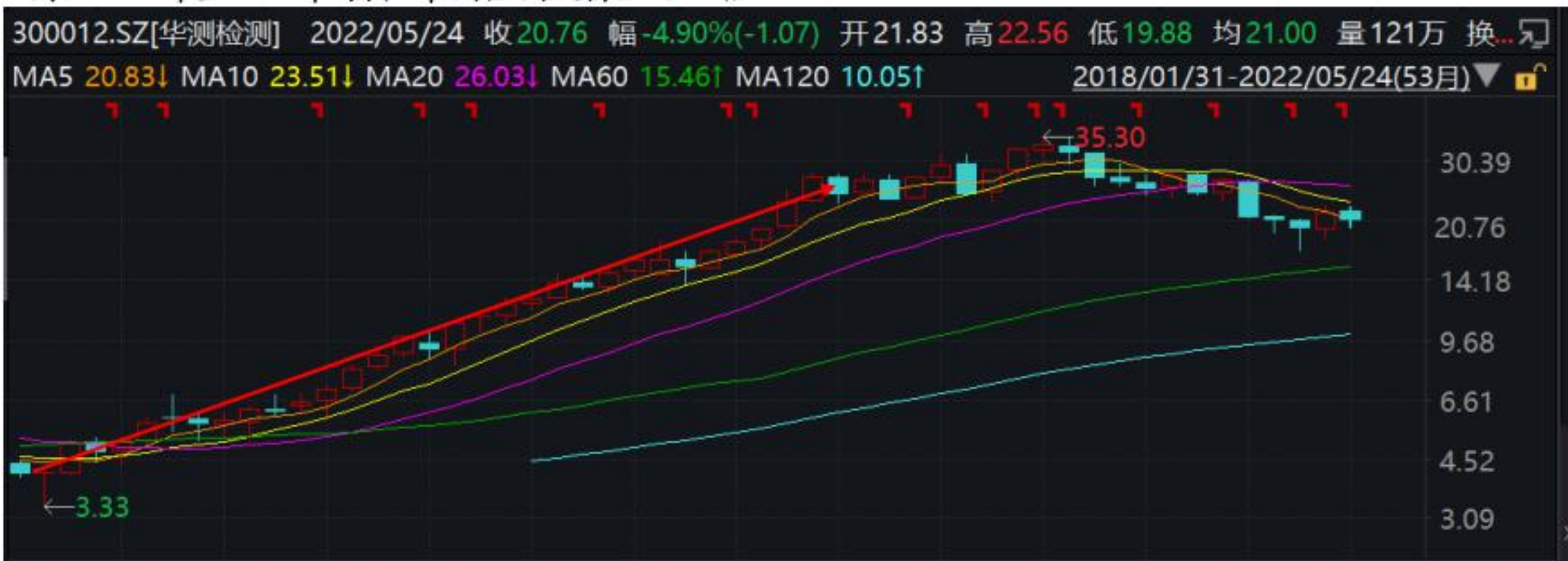
图：2016-2020年谱尼测试分业务收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3 有望复制2018年华测检测模式，利润率提升极具潜力

图：2018年至2021年6月，华测检测股价上涨10倍



图：2018年华测检测迎盈利拐点，估值由40倍提升至近80倍



数据来源：Wind，东吴证券研究所（注：PE=年底总市值/当年净利润）

1.3 有望复制2018年华测检测模式，利润率提升极具潜力

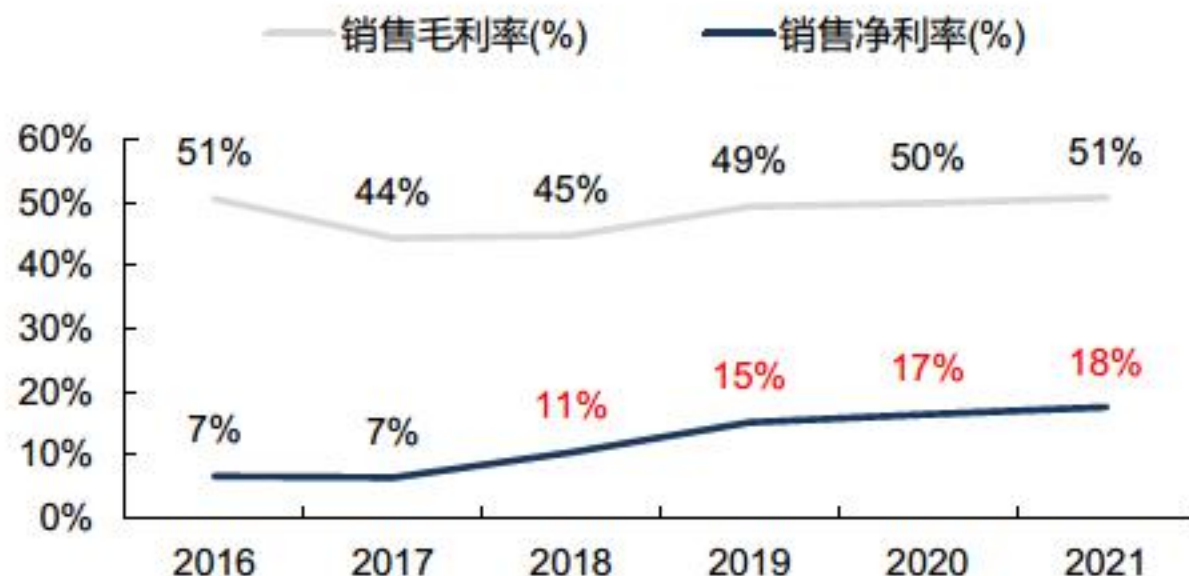
图：2012-2021年华测检测收入YOY稳定于20%-30%，净利润YOY受利润率影响较大



图：2018年以来华测检测员工降低至10%左右，仅为收入增速一半



图：2018年起，华测检测毛利率及净利率稳步提升

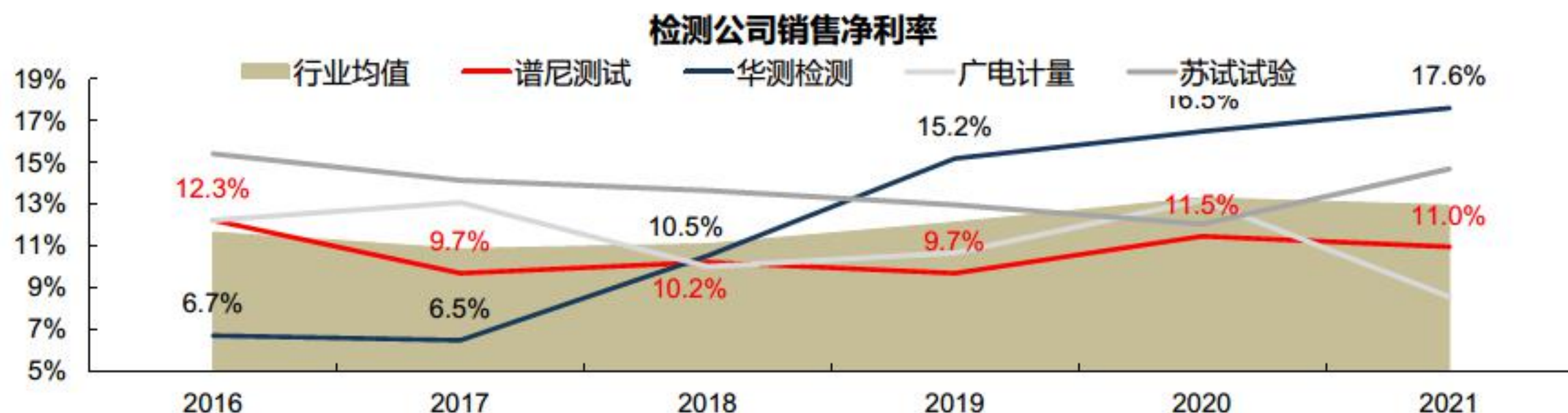


图：2018-2021年华测检测资本支出占营收比例10%-20%，投资精细化

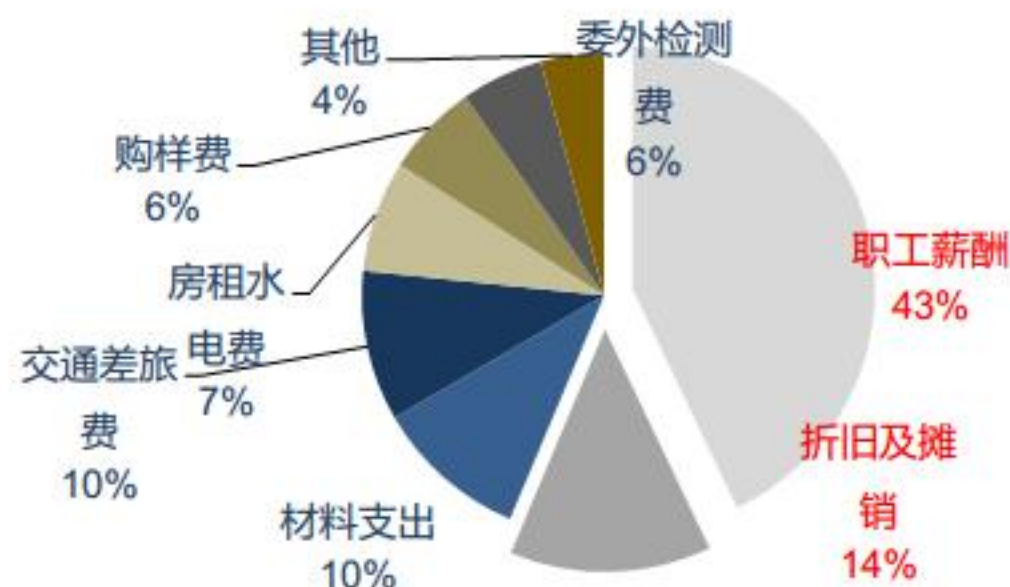


1.3 有望复制2018年华测检测模式，利润率提升极具潜力

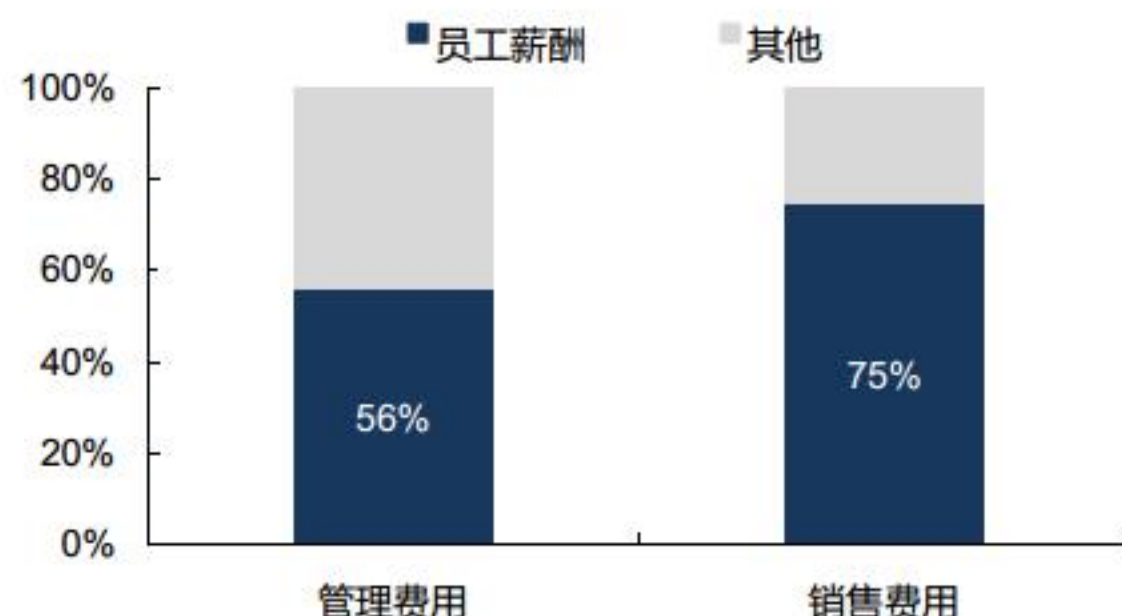
图：2021年谱尼测试净利率仅为11%，远低于华测检测18%，极具提升潜力



图：谱尼测试营业成本中，职工薪酬和折旧摊销分别占比43%、14%



图：谱尼测试管理费用、销售费用中员工薪酬占比分别高达56%、75%

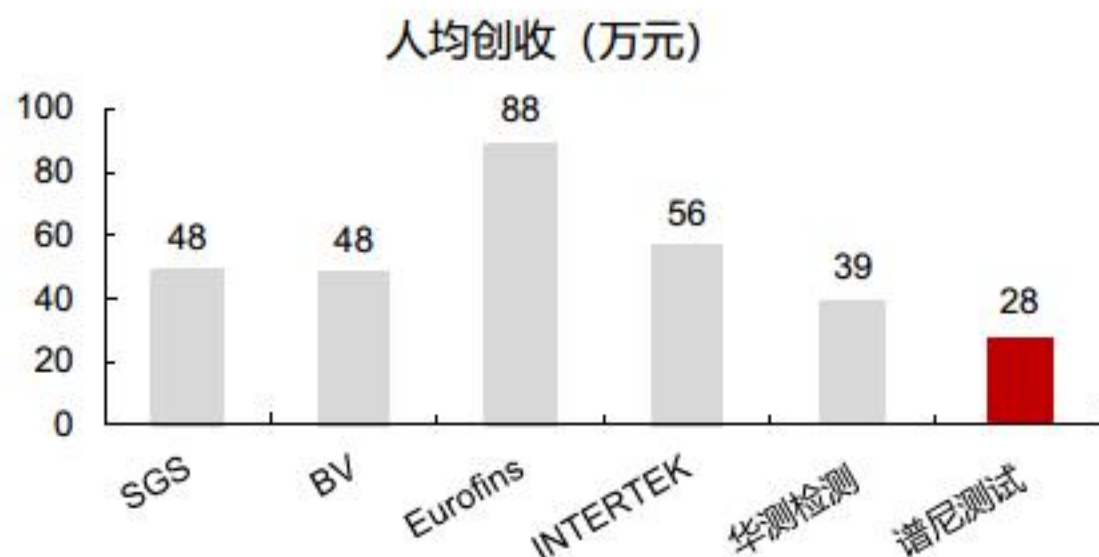


1.3 有望复制2018年华测检测模式，利润率提升极具潜力

图：2020年以来谱尼测试员工增速低于10%，仅为收入增速1/3



图：2021年谱尼测试人均创收28万元，未来保持提升趋势



图：2016-2020年谱尼测试资本开支约占营收20%，整体稳定

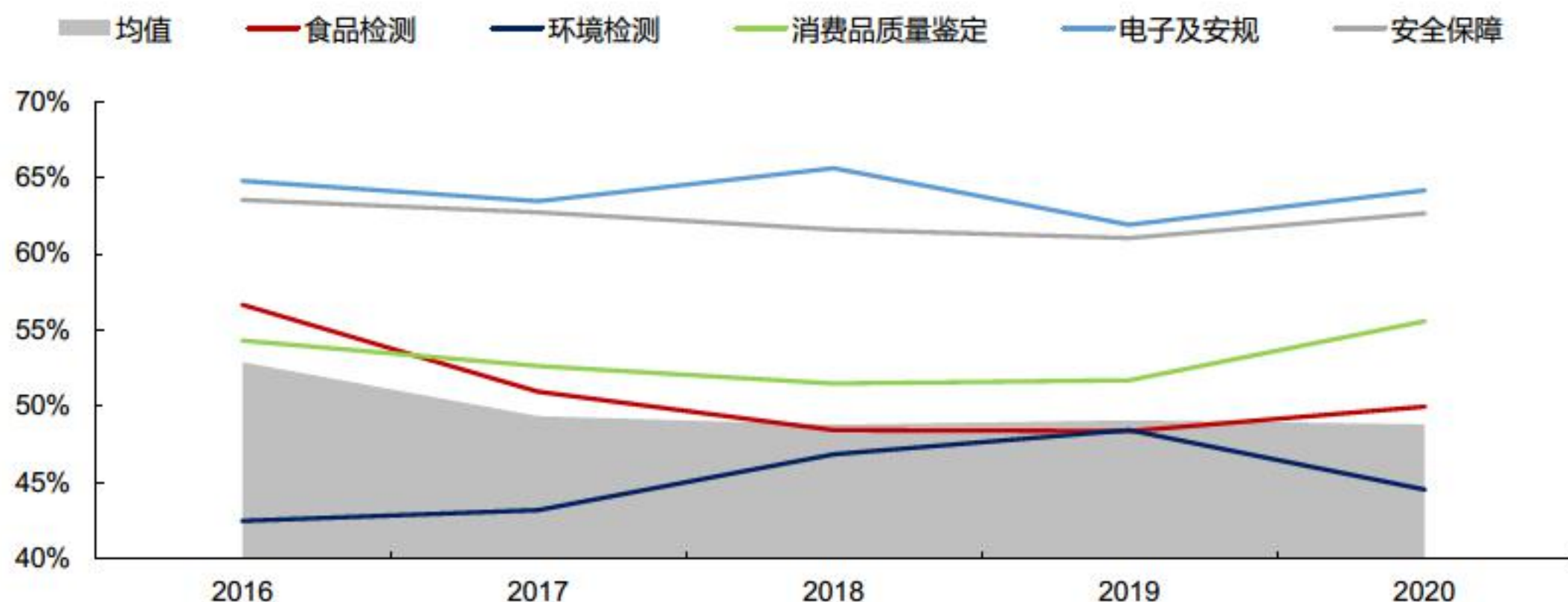


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3 有望复制2018年华测检测模式，利润率提升极具潜力

- 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。
- 大力发展高毛利前景板块，盈利水平提升趋势。

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

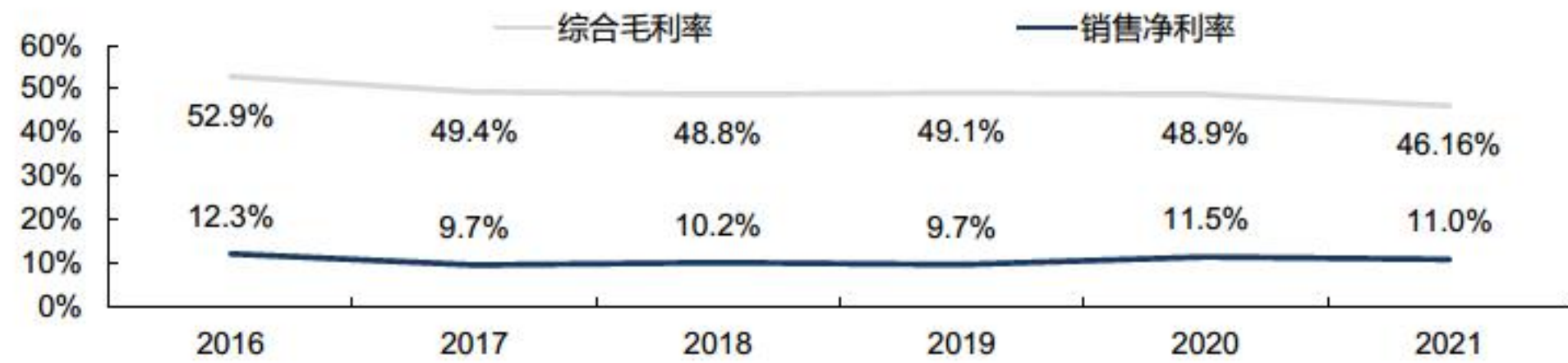


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3 有望复制2018年华测检测模式，利润率提升极具潜力

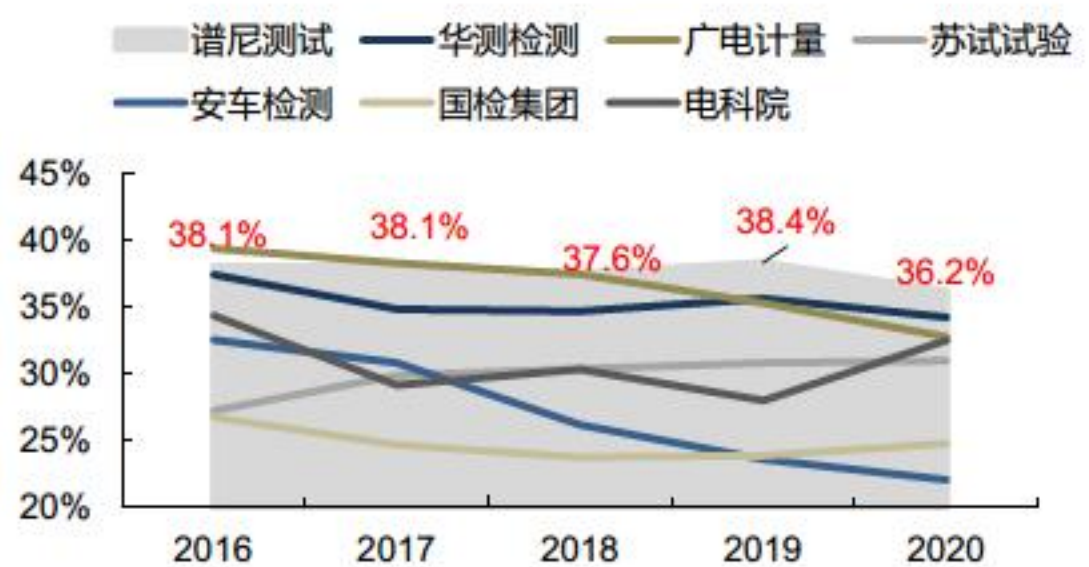
- 2021年公司综合毛利率46.2%、销售净利率11.0%，净利率在同行相对处于低位，远低于华测检测同期水平18%，极具提升潜力。
- 随着业绩增长提速、员工及资本开支放缓、高毛利业务结构优化，未来公司净利率呈现提升趋势，释放规模效应贡献业绩弹性。

图：2021年谱尼测试综合毛利率46.2%、销售净利率11.0%



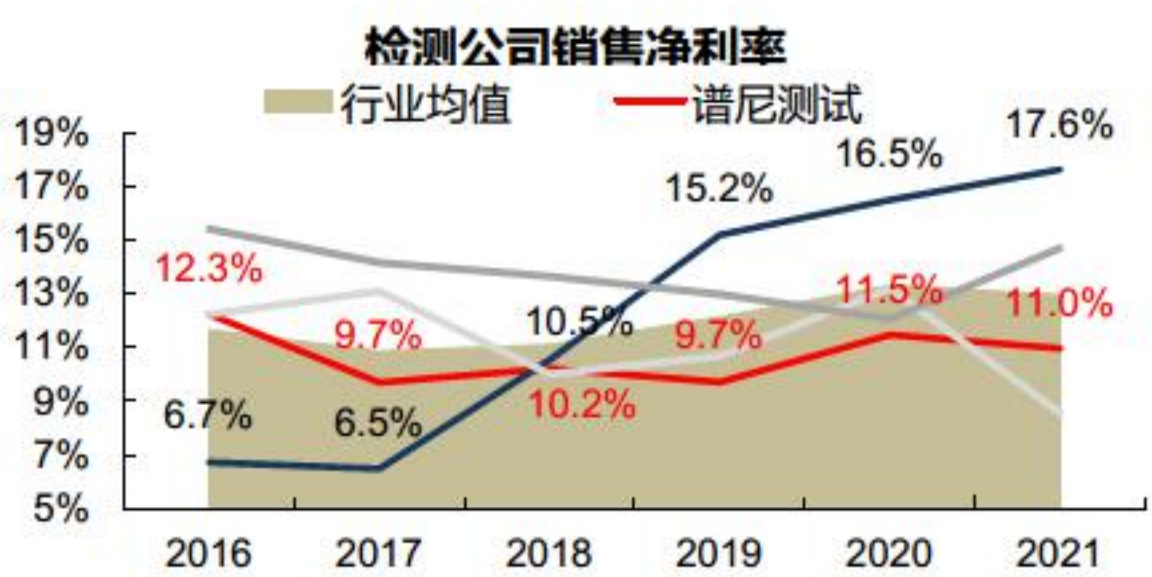
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2020年公司期间费用率为36.2%，相对同行平均+10.8pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2021年谱尼测试净利率仅为11%，远低于华测检测18%，极具提升潜力



数据来源：Wind，东吴证券研究所



- 一、谱尼测试：高弹性第三方检测龙头，业绩拐点向上
- 二、第三方检测行业：永续增长的黄金赛道，优选内资民营龙头
- 三、看好未来三年业绩复合增速30%以上，成长性行业前列，迎戴维斯双击机会
- 四、盈利预测与投资建议

图：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：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：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：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

- ◆ 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。

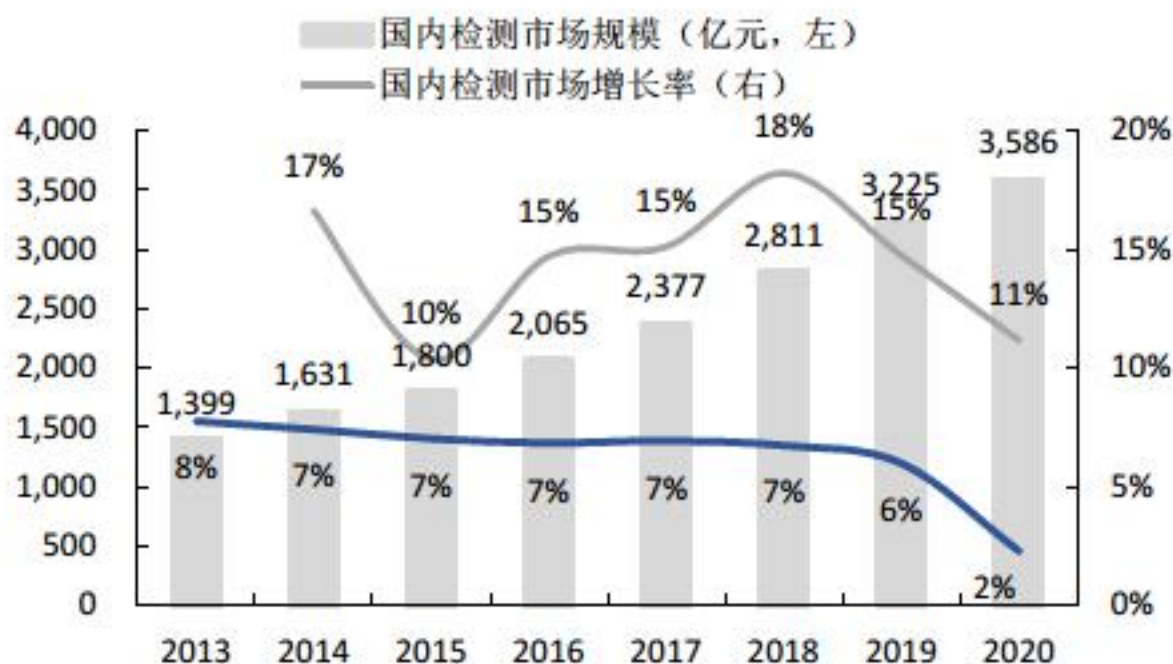
图：第三方检测行业研究框架



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

2.1 “永续增长”的朝阳行业，成长空间足够大

图：2013-2020年国内检测市场规模CAGR为14%



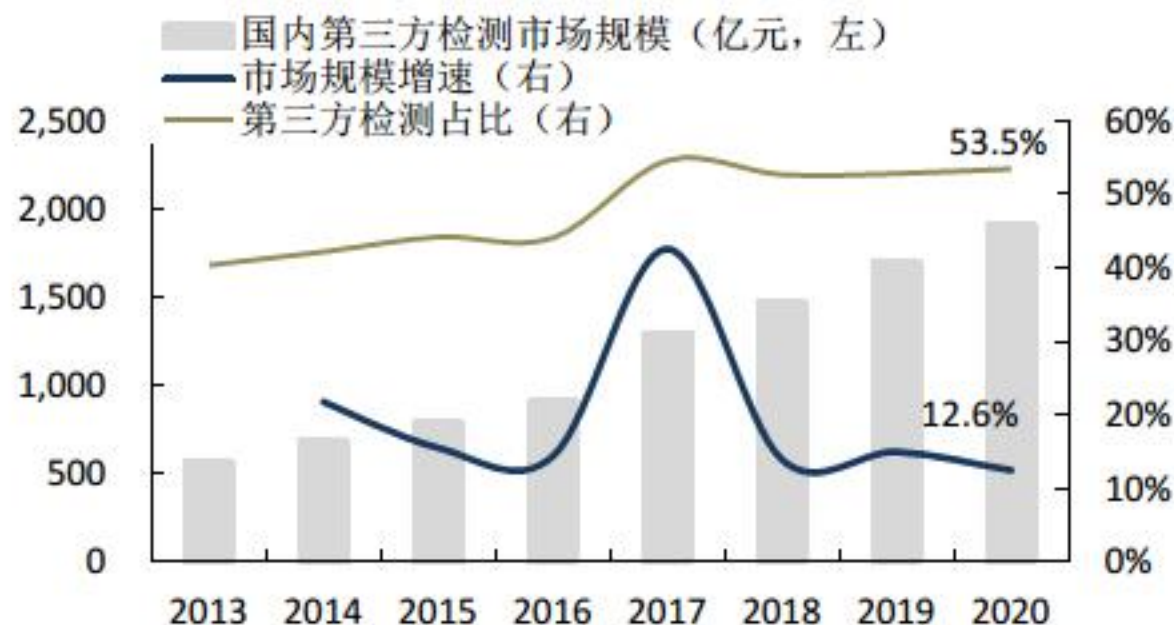
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2020年国内检测市场“小散弱”，具有集约化趋势



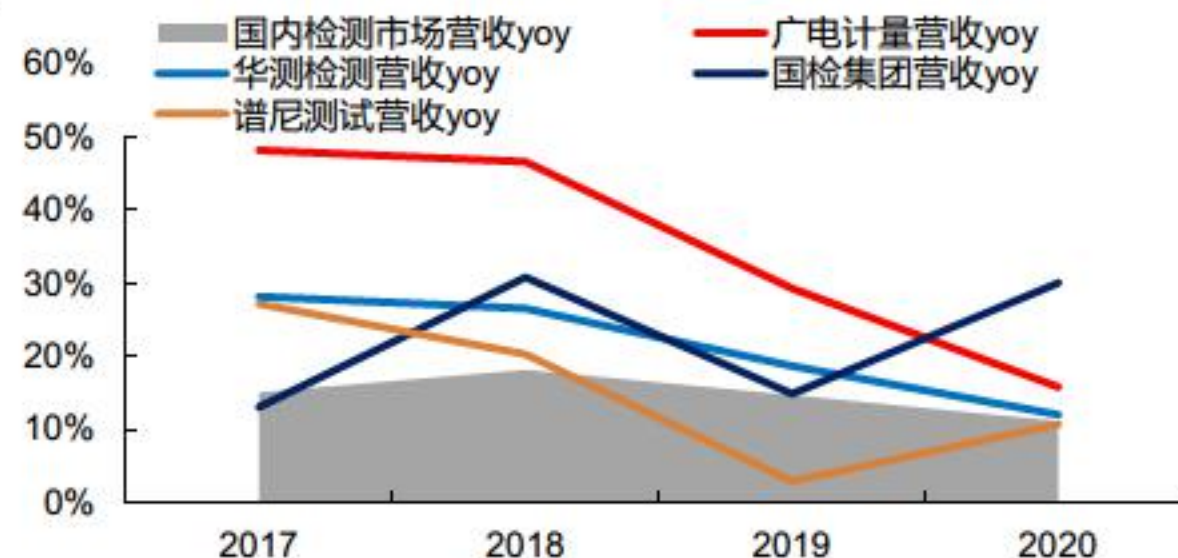
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2013-2020年国内第三方检测市场规模CAGR为19%，增速稳定，约为GDP增速三倍



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：国内检测龙头营收增长率明显高于行业

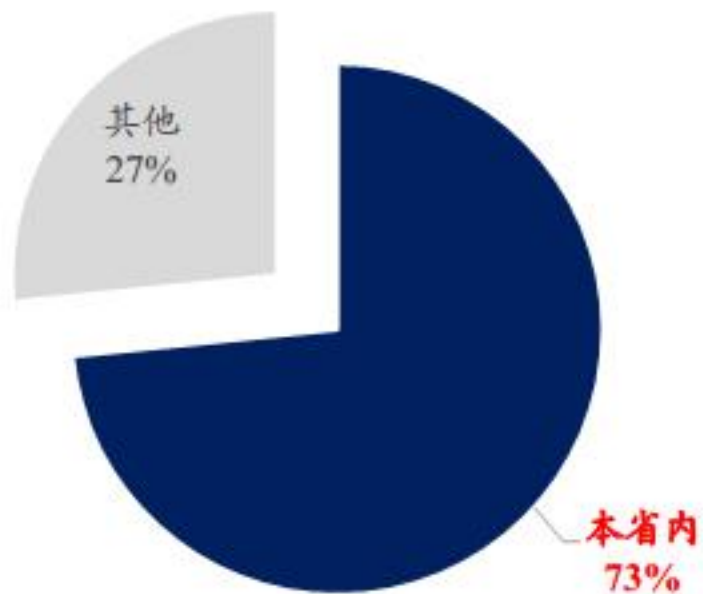


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2 重资产模式+公信力壁垒，优选内资民营龙头

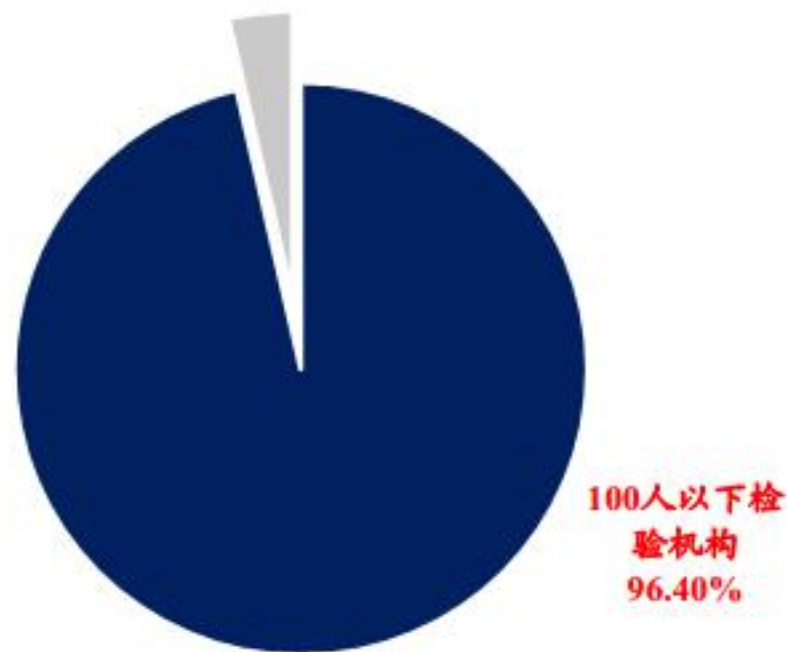
- ◆ **“重资产”发展逻辑：**受限于实验室服务半径限制，业务扩张需新建实验室。检测行业具有区域性，客户通常就近选择服务机构，形成以实验室为中心，区域性明显的检测市场。
- ◆ **国内检测行业服务范围“本地化”，小型机构占比高。**2020年，我国检测机构共有48919家，其中服务范围为本省内的占比为73.4%，而能够提供本省以外服务的占比为26.6%。绝大多数检测机构规模偏小，100人以下的检测机构数量占比为96.40%，缺乏在全国开展服务的能力。

图：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：2020年国内100人以下的检测机构占比96%

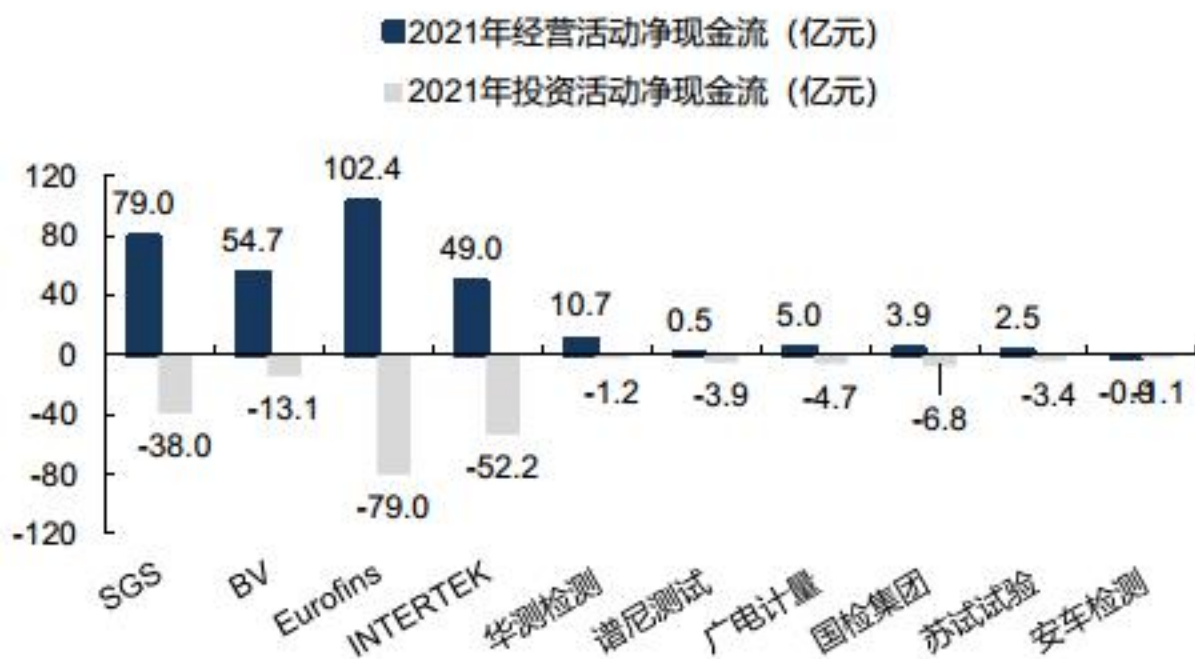


数据来源：认监委，东吴证券研究所

2.2 重资产模式+公信力壁垒，优选内资民营龙头

- ◆ “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：龙头现金流充裕，有助于开启扩张正循环



数据来源：认监委，东吴证券研究所

图：并购是检测行业常态，2010-2018年海外龙头SGS累计收购121笔

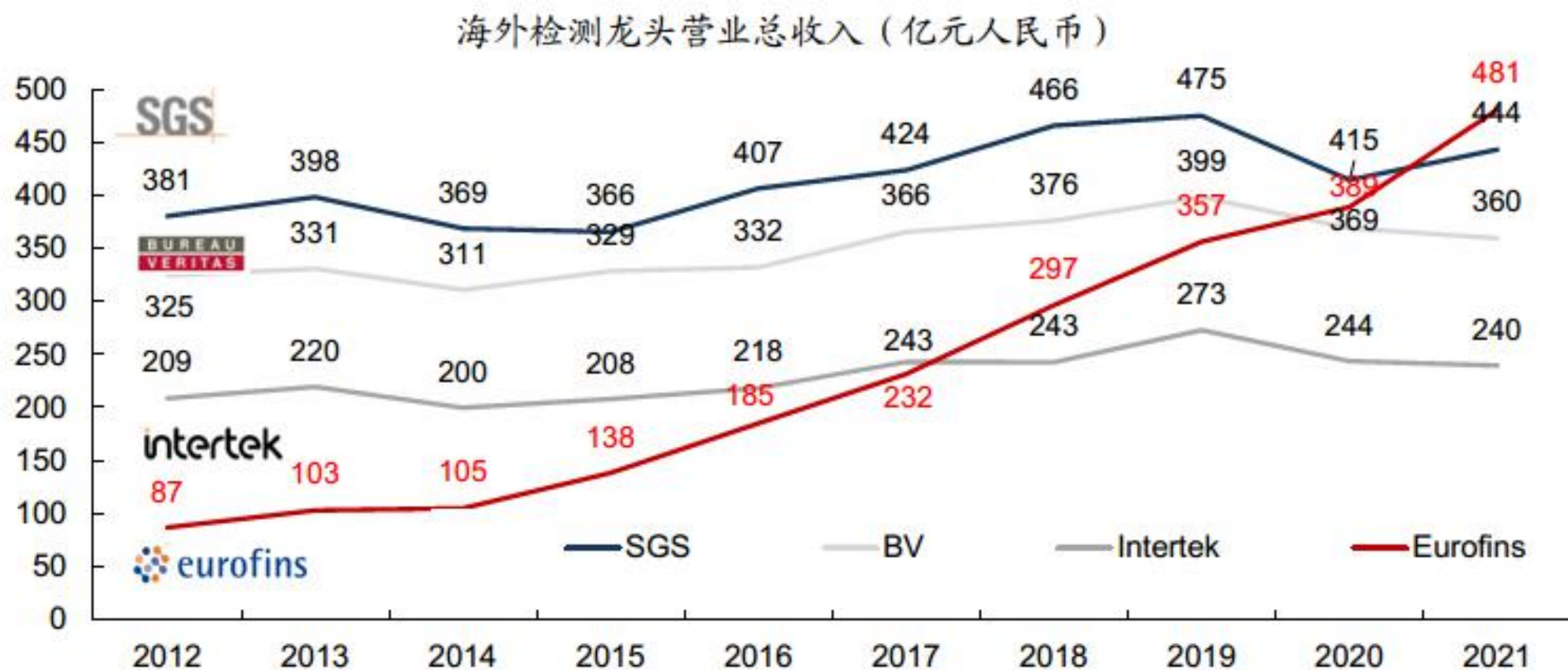


数据来源：SGS公司年报，东吴证券研究所

2.3 高景气细分赛道+并购模式，内资龙头成长空间10倍以上

- 2021年最大内资检测龙头华测检测收入43亿元，不及海外龙头1/10。Eurofins（欧陆集团）成立于1987年，相对SGS、BV等百年历史成立较晚，但仅用30余年即成长为检测行业巨头。
- 复盘Eurofins成长史，检测龙头成长基因：1）聚焦高景气赛道：Eurofins业务聚焦于食品、环境和医药检测，尤其是医学检测细分赛道，与华测检测聚焦于生命科学领域类似；2）并购：利润及现金流稳定增长，股权结构简单，顺利完成一系列并购。

图：2021年Eurofins总营收481亿元人民币，超过SGS成为行业第一



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

2.3 未来国内检测龙头净利润有望保持20%+永续增长

图：2017-2021年谱尼测试归母净利润CAGR=21% 图：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



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：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：2012-2021年苏试试验归母净利润CAGR=20%

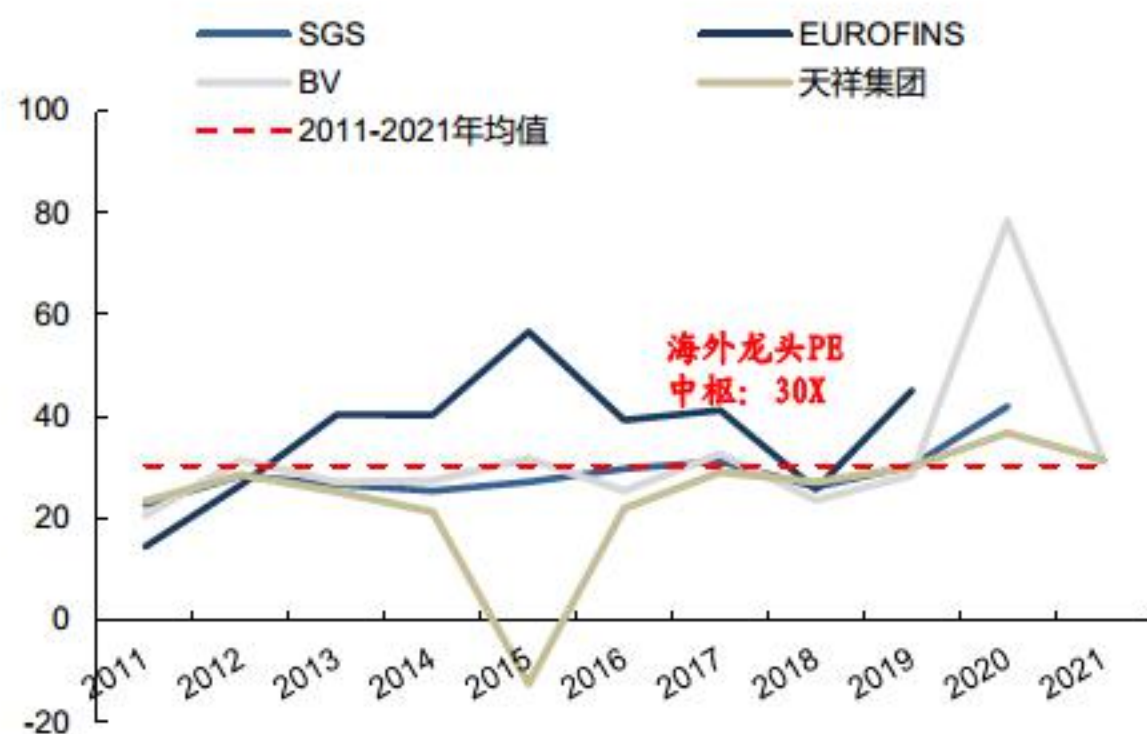


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3 海外检测龙头2011-2021年估值中枢约30倍，历年波动较小

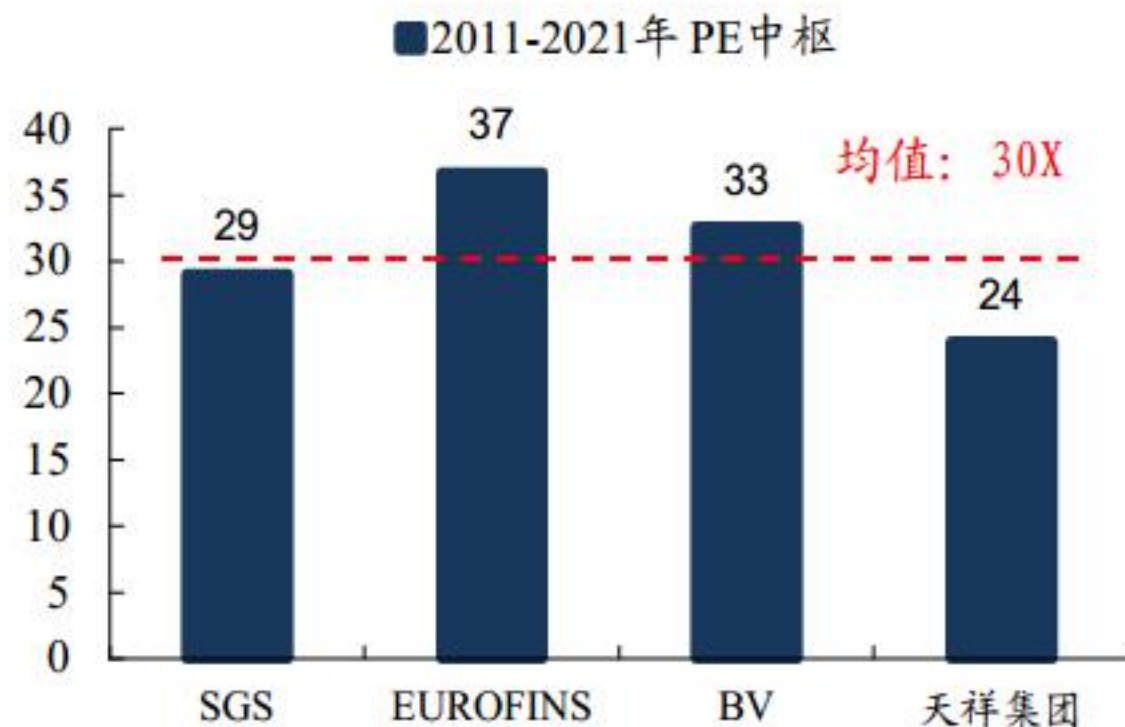
- ◆ 海外检测龙头享有市场估值溢价，2011-2021年估值中枢约30倍。基于检测行业增速快、增长稳、穿越牛熊的特征，以及龙头公司份额及业绩稳定提升的优势，海外检测赛道牛股频出，享有较高估值。按照当年PE计算（年底总市值/当年净利润），2011-2021年海外检测龙头PE估值平均中枢为30倍，历年估值波动较小。

图：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：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

2.3 国内检测龙头成长性更好，合理估值应为50倍左右

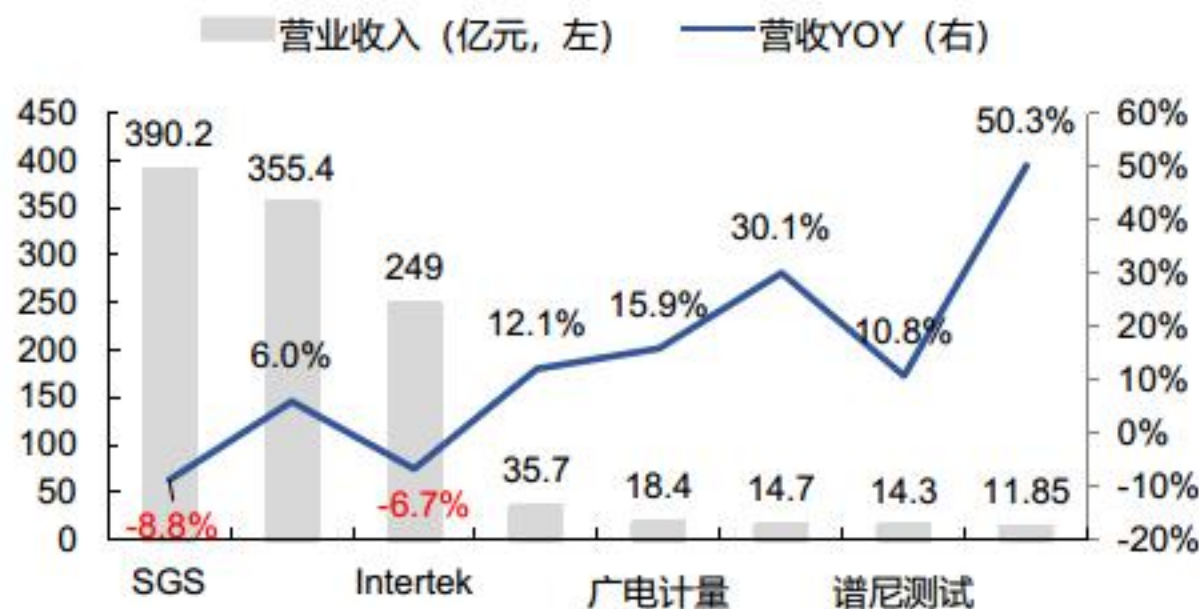
图：2011-2021年内资检测公司PE估值波动



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：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

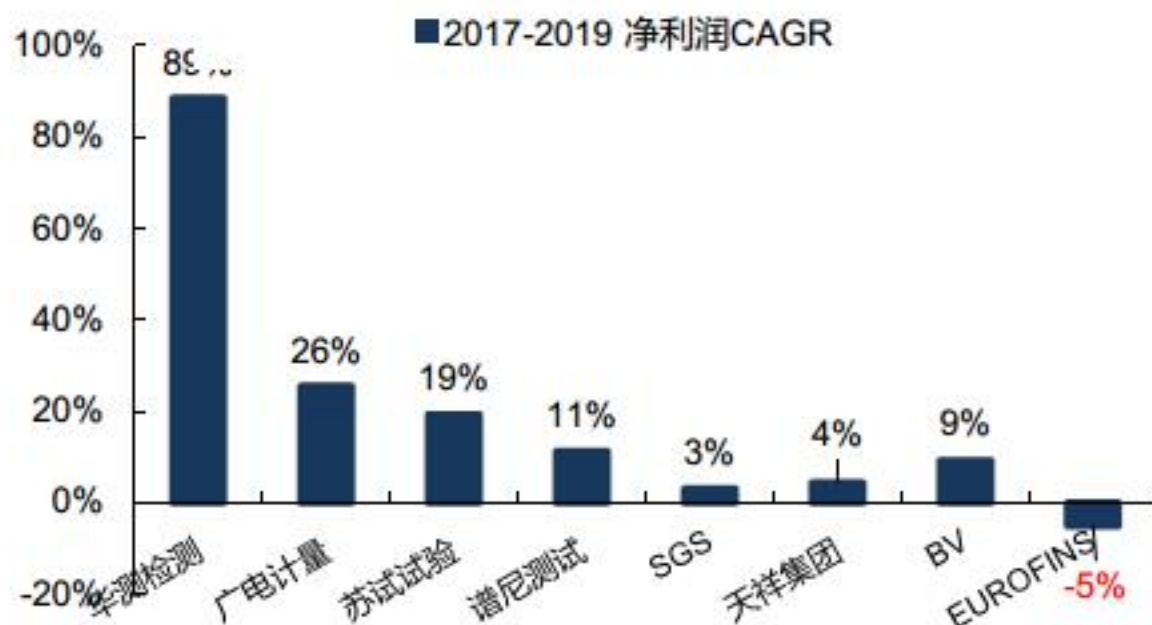
图：2011-2021年内资检测公司PE中枢约40-70倍



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

图：2017-2019年国内外检测企业归母净利润CAGR对比

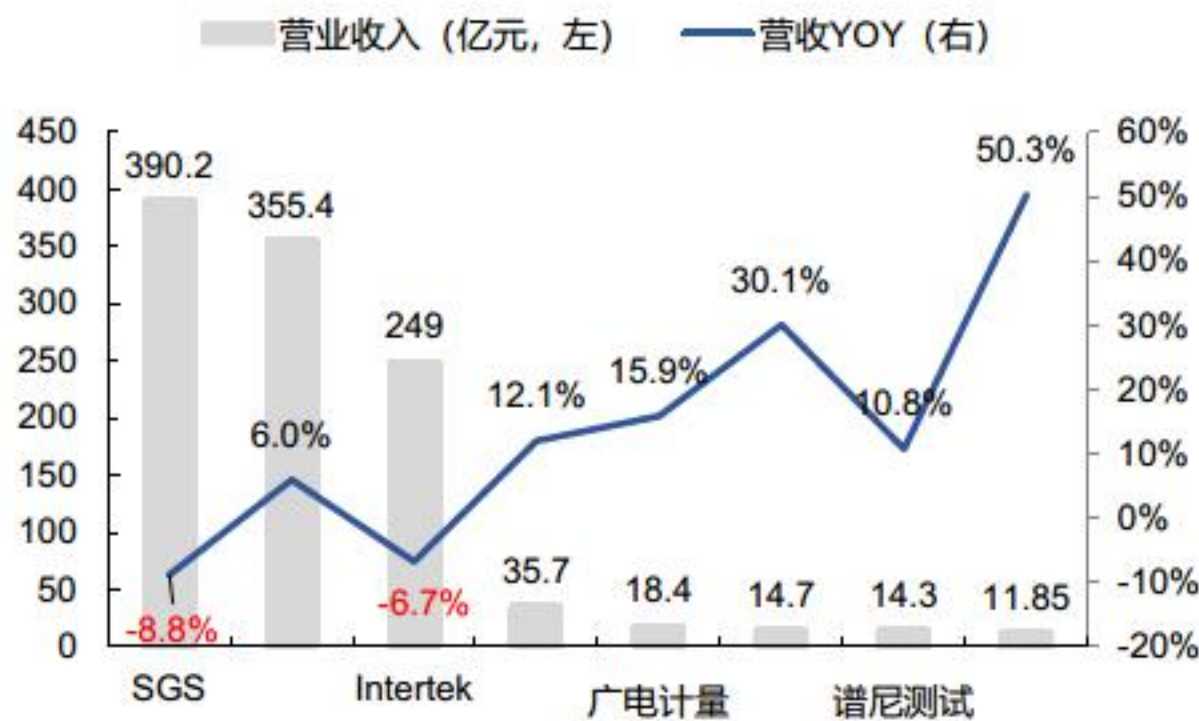


数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

2.3 内资检测龙头合理估值应为50倍左右

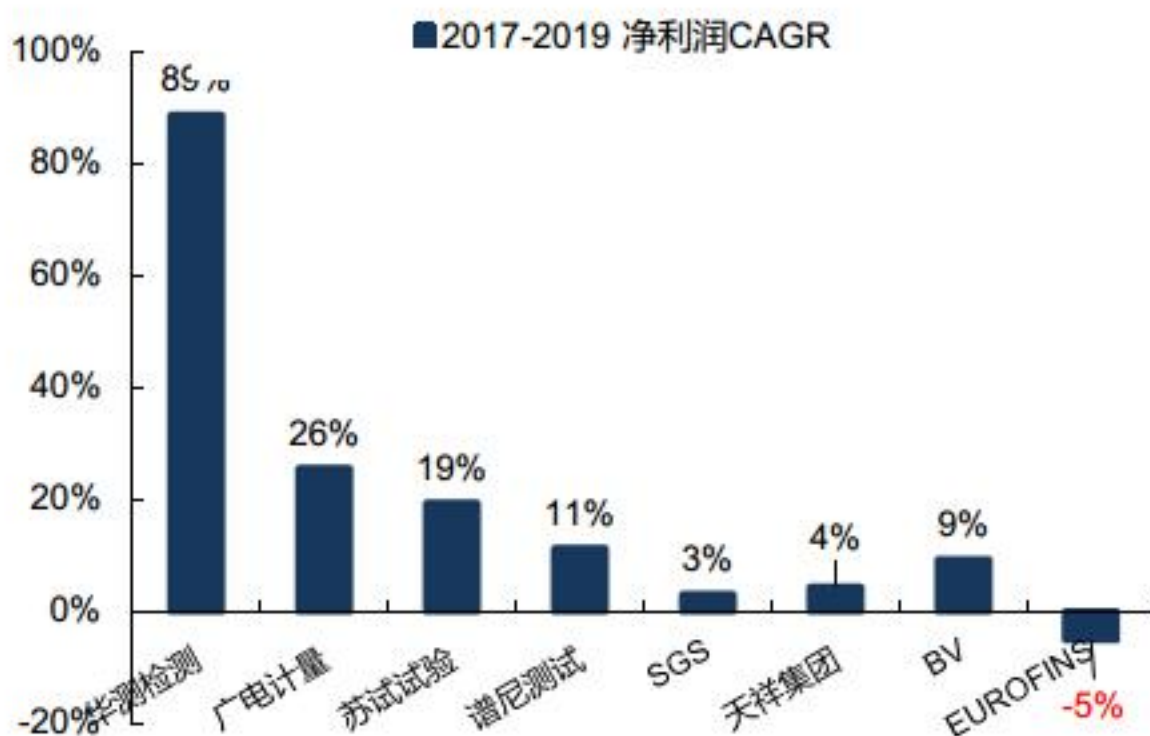
- ◆ 外资龙头收入增速个位数或0增长，内资龙头收入增速保持2位数以上，我们认为内资检测企业合理估值应为50倍左右。
- ◆ 相较欧美成熟检测市场，国内检测行业仍处于快速发展阶段。外资检测龙头业绩增速约为个位数，而内资龙头普遍保持两位数增长，是外资龙头2倍以上。
- ◆ 2020年海外龙头SGS全球收入390亿元人民币，是同期内资营收体量最大内资龙头之一华测检测10倍以上。内资检测龙头增速快，空间大，相较外资检测龙头应具有估值溢价，我们认为内资龙头合理估值中枢应为50倍左右。

图：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：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



- 一、谱尼测试：高弹性第三方检测龙头，业绩拐点向上
- 二、第三方检测行业：永续增长的黄金赛道，优选内资民营龙头
- 三、看好未来三年业绩复合增速30%以上，成长性行业前列，迎戴维斯双击机会
- 四、盈利预测与投资建议

3.1 四因素共振，看好业绩复合增速30%，成长性行业前列

◆ 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。
- 2、高速增长的分赛道机会。
- 3、并购逐步向中大型开展，增厚业绩。
- 4、员工、折旧等固定成本增速放缓，规模效应释放业绩弹性。

3.1.1 四因素之一：实验室产能扩张，前期压制业绩因素消除

◆ 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。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。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。

图：2022年起公司上海、武汉两大募投实验室投产

项目	实验室	投资额 (亿元)	开始建设	建设期	年份		正式达产
					首年达产 50%	第二年达产 80%	
IPO	①上海松江	5.4	2018年	3年	2022	2023	2024
	②武汉	2.1					
定增	③青岛（山东总部）	5.2	2021年10月	2.5年	2023	2024	2025
	④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

3.1.2 四因素之二：拓展医学、汽车等高景气细分赛道

图：2014-2020年我国医学检测市场规模由54亿增长到302亿元，CAGR达33.7%



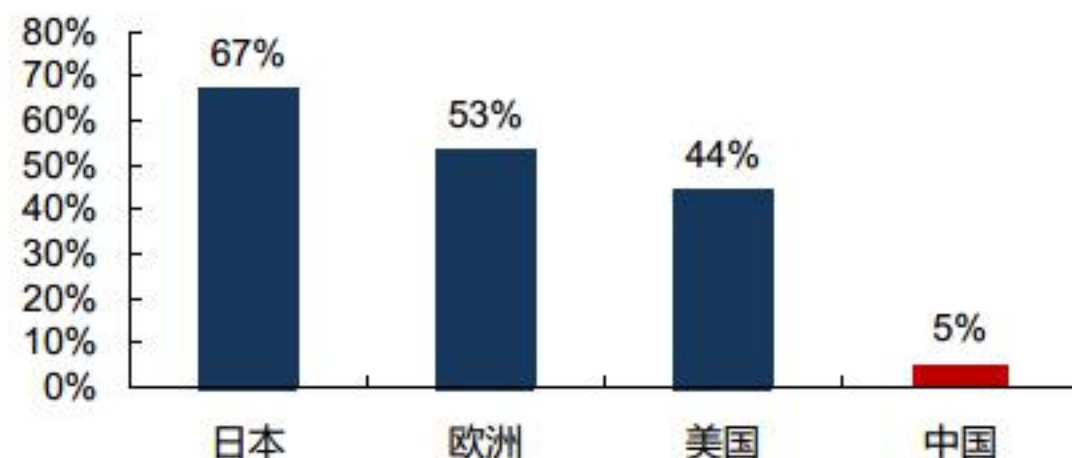
图：2014-2019年我国CRO (Contract Research Organization) 市场由18亿增至63亿元，CAGR达28.5%



图：2010-2019年我国ICT (第三方医学实验室) 市场规模由12亿元增长到189亿元，CAGR达35.8%



图：2018年我国ICL渗透率仅5%，远低于发达国家40%以上水平，发展潜力广阔

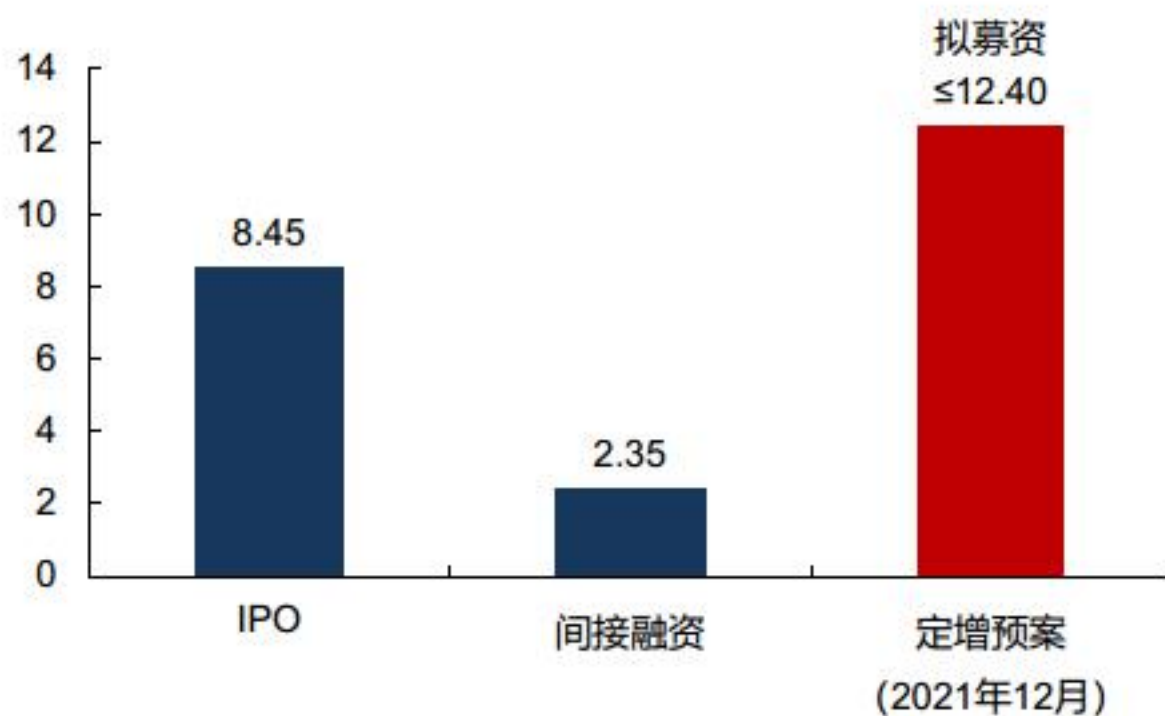


数据来源：Frost&Sullivan, 中国产业信息网, 东吴证券研究所

3.1.3 四因素之三：并购逐步向中大型开展，增厚业绩

- ◆ **行业“内生+并购”两条腿走路：**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。
- ◆ **谱尼上市后并购进程提速。**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。
- ◆ **未来并购方向：新兴细分赛道+完善地域布局。**展望未来，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：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

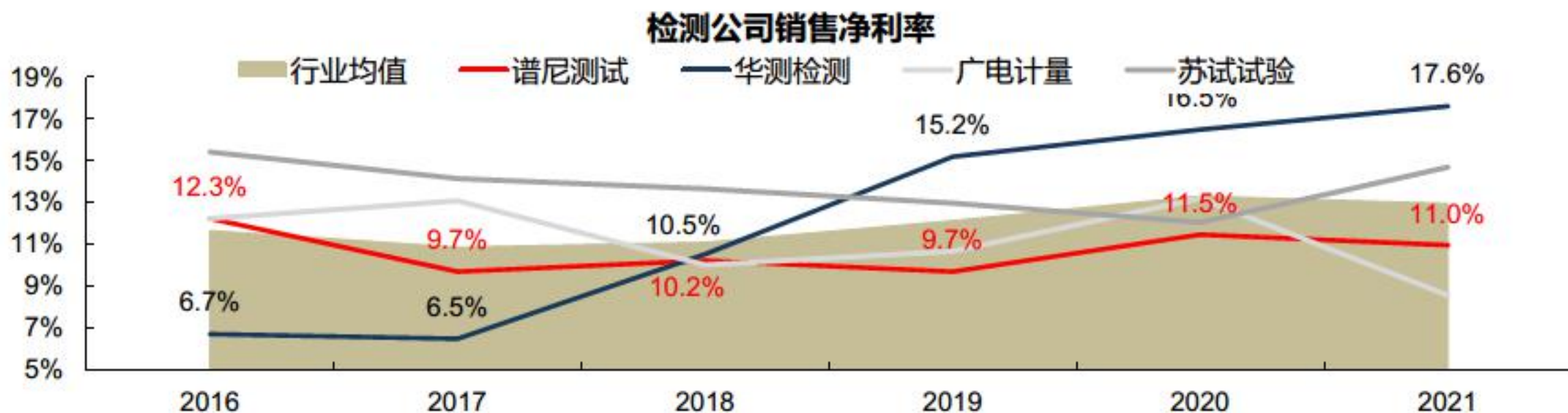
表：2020年上市以来公司在手现金充裕



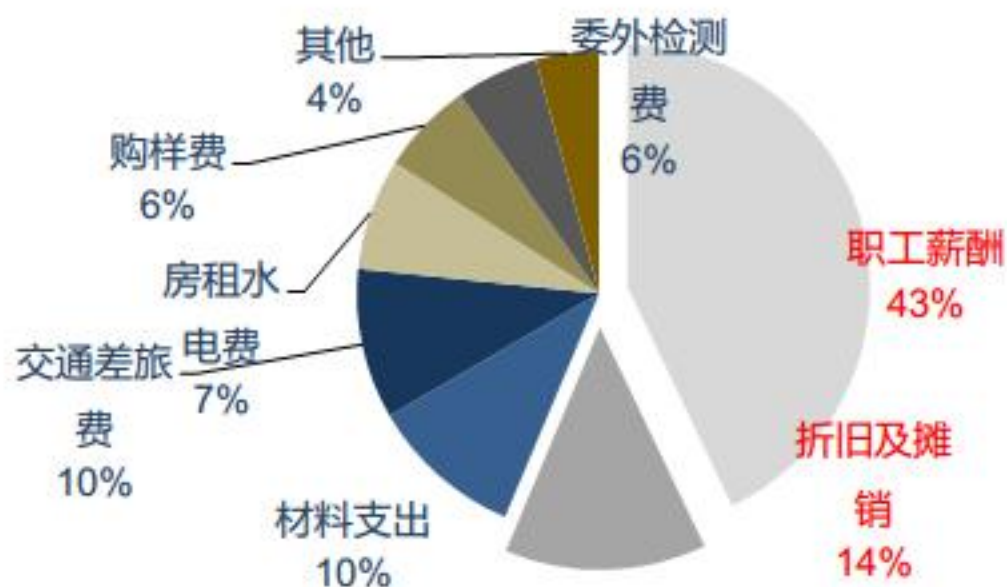
数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

3.1.4 有望复制2018年华测检测模式，利润率拐点渐近

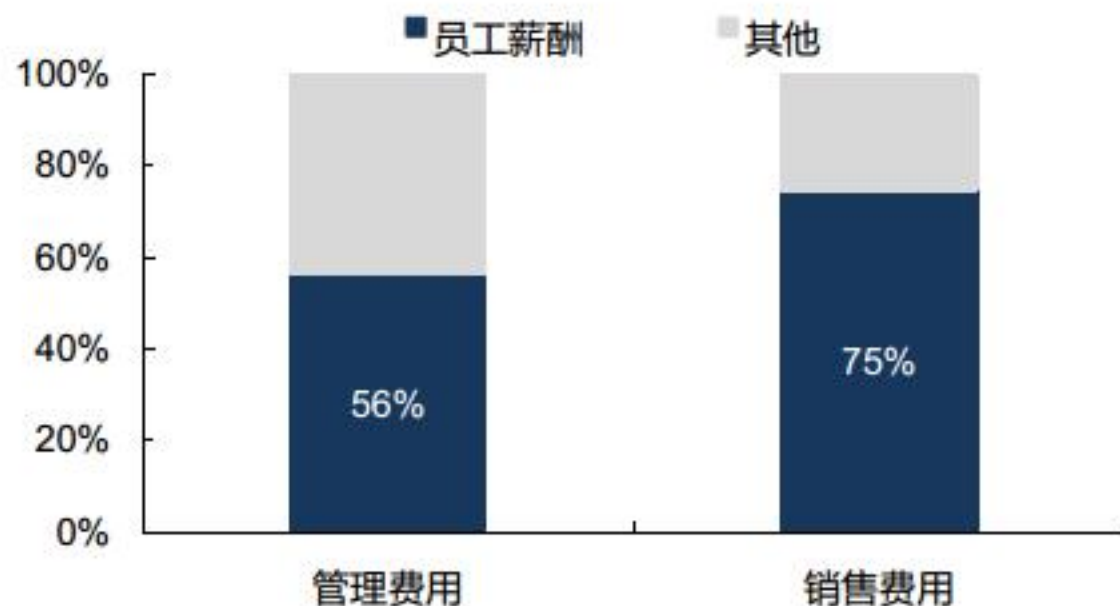
图：2021年谱尼测试净利率仅为11%，远低于华测检测18%，极具提升潜力



图：谱尼测试营业成本中，职工薪酬和折旧摊销分别占比43%、14%



图：谱尼测试管理费用、销售费用中员工薪酬占比分别高达56%、75%

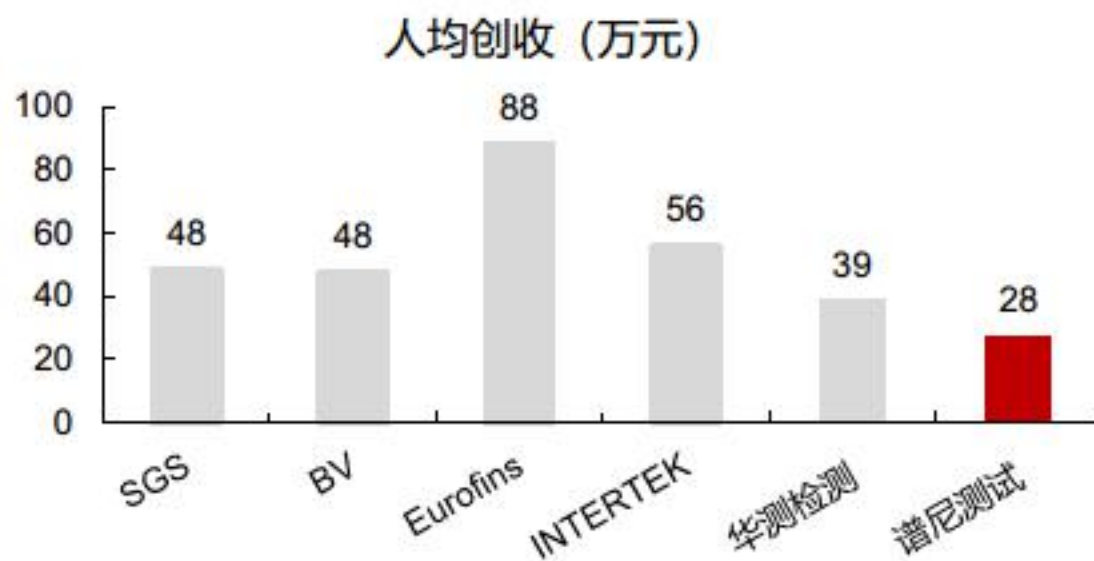


3.1.4 有望复制2018年华测检测模式，利润率拐点渐近

图：2020年以来公司员工增速低于10%，仅为收入增速1/3



图：2021年谱尼测试人均创收28万元，未来保持提升趋势



图：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。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。

表：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

3.2 股权激励绑定核心人才，高考核目标彰显信心

- ◆ 本次激励范围包括董监高在内358名员工，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%，激励对象对象24人），授予价35.39元/股。
- ◆ 若当年公司未满足业绩目标，相关权益不得递延至下期，激励对象持有的限制性股票由公司回购注销。

表：2021年限制性股票激励计划（草案）公司层面绩效考核要求

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%

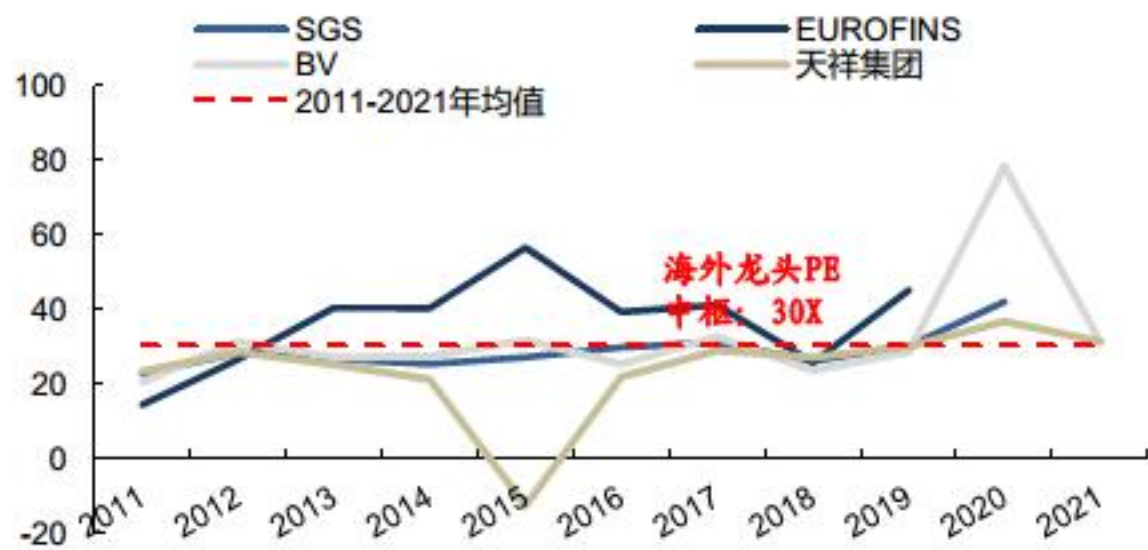
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



- 一、谱尼测试：高弹性第三方检测龙头，业绩拐点向上
- 二、第三方检测行业：永续增长的黄金赛道，优选内资民营龙头
- 三、看好未来三年业绩复合增速30%以上，成长性行业前列，迎戴维斯双击机会
- 四、盈利预测与投资建议

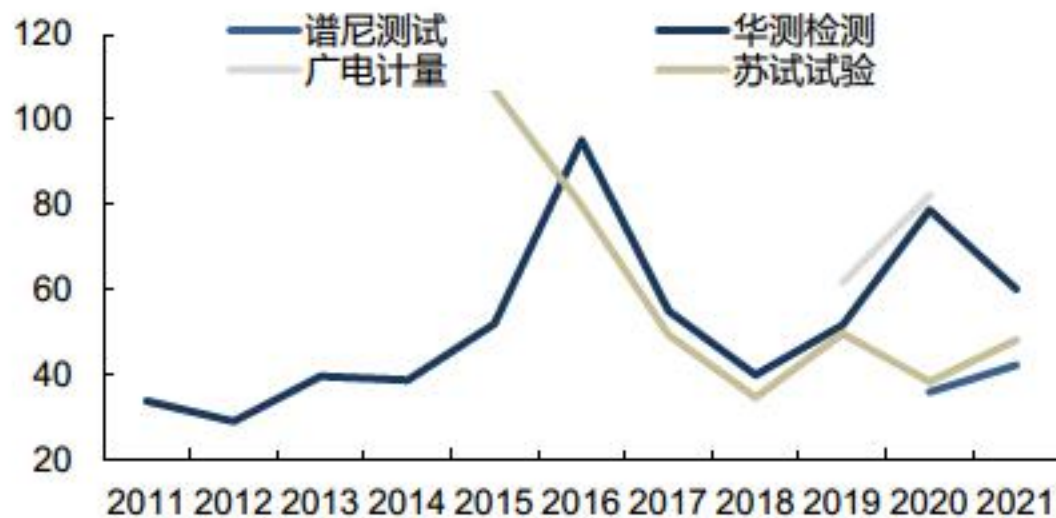
4. 估值讨论：长坡厚雪穿越牛熊赛道，海外龙头估值中枢30倍

图：2011-2021年海外检测巨头PE估值稳定在30倍左右



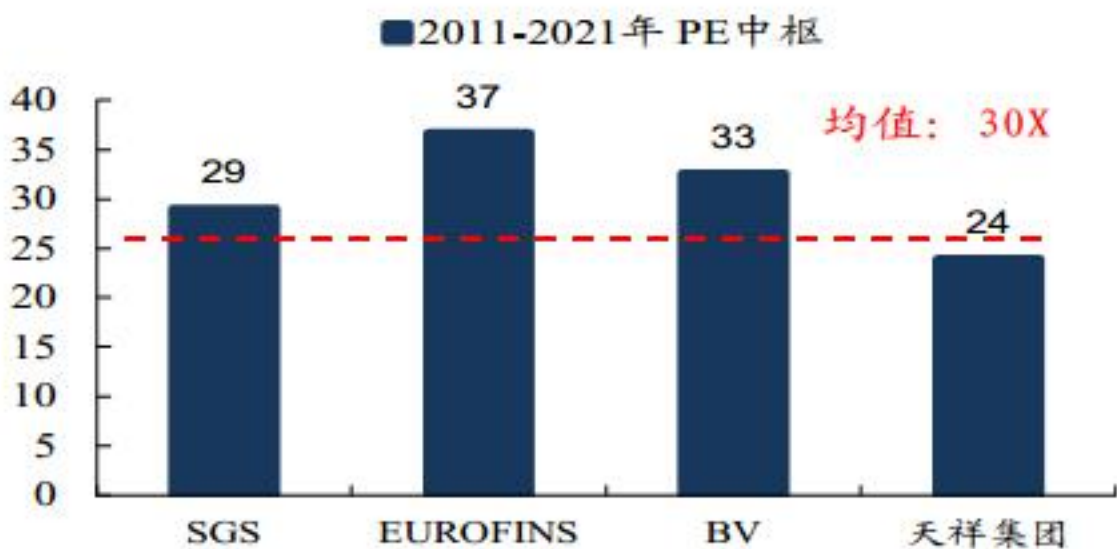
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所
注：PE计算方式=年底总市值/当年净利润

图：2011-2021年内资检测公司PE估值波动较大



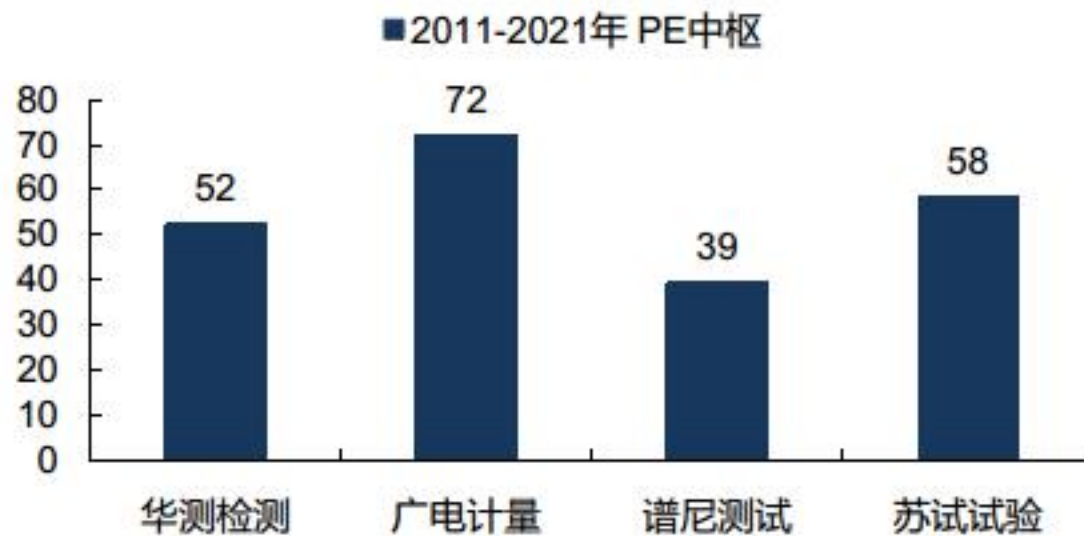
数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：PE计算方式=年底总市值/当年归母净利润

图：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

图：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

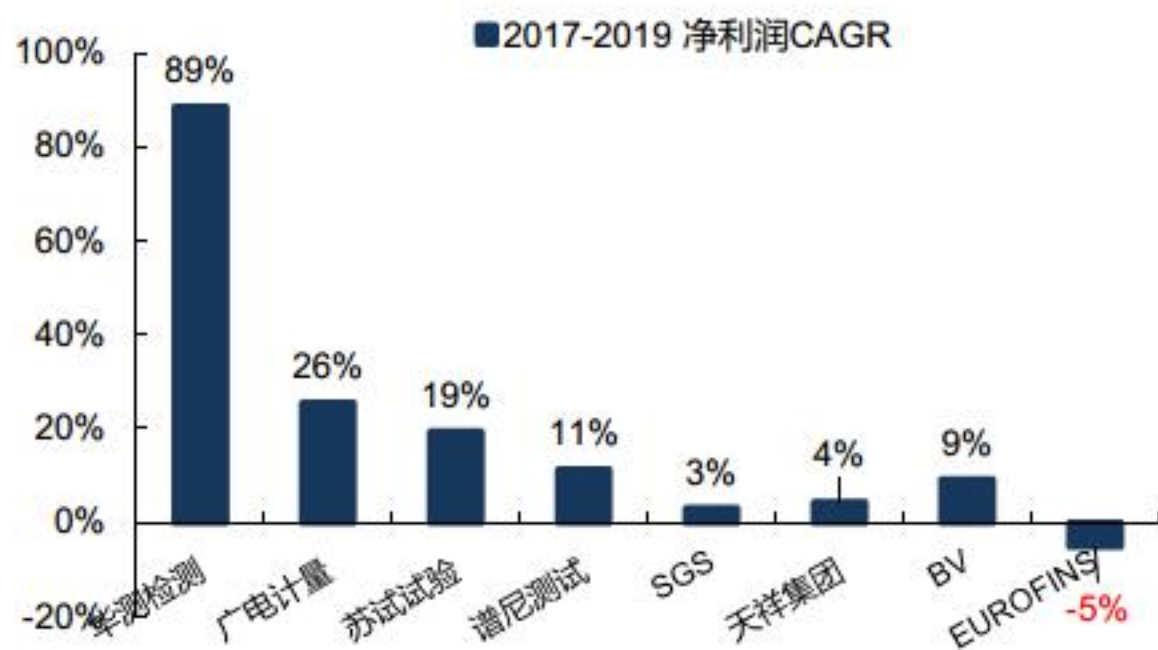
4. 估值讨论：内资龙头成长性突出，合理估值应为50倍

图：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：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

表：检测行业可比公司估值表（2022/06/18）

证券代码	可比公司	货币	总市值 (亿)	归母净利润 (亿)				PE				2021-2024 CAGR
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
300012	华测检测	CNY	371	7.46	9.43	11.36	14.15	50	39	33	26	23%
300887	谱尼测试	CNY	109	2.20	2.89	3.78	4.88	50	38	29	22	31%
002967	广电计量	CNY	101	1.82	2.76	4.17	5.36	55	37	24	19	51%
300416	苏试试验	CNY	86	1.90	2.48	3.30	4.20	45	35	26	20	32%
SGSN.SIX	SGS	USD	158	6.92	7.44	7.98	8.46	23	21	20	19	7%
ERF.PA	欧陆	USD	149	9.67	7.91	8.19	9.17	15	19	18	16	-8%
BVL.PA	必维	USD	114	5.30	5.42	5.83	6.68	22	21	20	17	5%
ITRK.L	天祥	USD	85	3.91	4.22	4.61	4.90	22	20	18	17	9%

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。

4. 投资建议：业绩强势迎成长拐点，仍有30%-50%空间

谱尼测试(百万元) 【东吴机械】	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2021-2024 CAGR
1、检测服务	817	1039	1249	1285	1420	1997	2716	3377	4259	29%
YOY	27.2%	20.3%	2.9%	10.4%	30.4%	40.6%	36.0%	24.4%	26.1%	
毛利率	52.9%	49.4%	49.2%	49.7%	49.3%	46.7%	46.0%	47.6%	48.5%	
(1) 健康与环保	652	835	1028	1070	1101	1723	2224	2643	3261	24%
yoy	28.1%	23.1%	4.2%	10.4%	25.4%	56.5%	29.1%	18.8%	23.4%	
毛利率	51.6%	47.7%	47.7%	48.4%	47.5%	45.2%	43.6%	45.2%	46.6%	
①健康检测		477	555	541	554	693	901	1171	1523	30%
yoy	16.4%	2.5%	16.4%	-2.5%	2.4%	25.1%	30.0%	30.0%	30.0%	
毛利率	56.7%	51.0%	48.5%	48.4%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	
②环境检测		358	473	529	547	630	725	855	1009	17%
yoy	32.0%	11.9%	3.3%	20.0%	10.0%	15.2%	15.0%	18.0%	18.0%	
毛利率	42.5%	43.2%	46.9%	48.5%	44.6%	42.0%	42.0%	42.0%	42.0%	
③医学检测					81	310	419	293	146	-22%
yoy						282.7%	35.0%	-30.0%	-50.0%	
毛利率						37.5%	30.0%	30.0%	30.0%	
④CRO、CDMO						90	180	324	583	86%
yoy							100.0%	80.0%	80.0%	
毛利率						56.5%	50.0%	50.0%	50.0%	
(2) 汽车及其他消费品	101	130	141	127	159	188	282	395	513	40%
yoy	8%	10%	25%	60%	80%	18%	50%	40%	30%	
毛利率	54%	53%	52%	52%	56%	55%	55%	55%	55%	
①汽车检测						120	168	235	306	37%
②日用化工品						50	90	135	176	52%
③日用消费品						18	25	33	43	33%
(3) 电子电器	37	40	42	42	40	45	113	158	205	66%
yoy	5.8%	0.8%	6.0%	60.0%	80.0%	12.5%	150.0%	40.0%	30.0%	
毛利率	64.8%	63.5%	65.6%	61.9%	64.2%	61.3%	60.0%	60.0%	60.0%	
(4) 安全保障	27	34	39	46	39	41	97	182	280	90%
yoy	14.1%	17.9%	15.4%	30.0%	20.0%	5.1%	120.0%	80.0%	50.0%	
毛利率	63.6%	62.7%	61.6%	61.1%	62.7%	59.0%	59.0%	55.0%	50.0%	
2、其他业务	0	1	1	1	6	9	16	23	30	51%
YOY	27.2%	20.3%	2.9%	10.4%	30.4%	48.3%	75.6%	50.0%	30.0%	
毛利率						-85.0%	-5.0%	0.0%	10.0%	
(1) 计量	0	1	1	1	5	8	14	20	27	52%
(2) 认证	0	0	0	0	1	1	2	3	4	43%
营业总收入	817	1039	1251	1287	1426	2006	2731	3401	4289	29%
YOY		27.2%	20.3%	2.9%	10.8%	41%	36%	25%	26%	
归母净利润	100	101	128	125	164	220	293	389	526	33%
YOY		0.8%	26.9%	-2.3%	30.9%	35%	33%	33%	35%	
综合毛利率	52.9%	49.4%	48.8%	49.1%	48.9%	46.16%	45.7%	47.2%	48.2%	
期间费用率	38.1%	38.1%	37.6%	38.4%	36.3%	33.9%	34.5%	34.8%	35.2%	
归母净利润率	12.3%	9.7%	10.2%	9.7%	11.5%	11.0%	10.2%	11.4%	12.0%	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

(1) 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。

(2) 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。

(3) 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。

(4) 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。

(5) 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。

(6) 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。

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>

东吴证券 财富家园