

谱尼测试 (300887.SZ)

逆势增长彰显韧性, 2022H1 业绩再超预期

核心观点:

- **扩张步伐坚定有力, 扣非业绩同比增速超 580%。**公司发布 2022 年半年报, 2022H1 实现营业收入 16.84 亿元 (同比+128.0%), 归母净利润 0.91 亿元 (同比+243.9%), 扣非归母净利润 0.78 亿元 (同比+580.5%)。公司控费力度加大, 2022H1 期间费用率同比下降 15pct, 归母净利率同比增加 1.82pct 至 5.4%。受益于公司加大回款力度, 公司 2022H1 经营性现金流金额为 -0.41 亿元 (去年同期 -0.95 亿元), 改善明显。
- **逆势增长、韧性彰显, 综合性检测机构优势突出。**生命科学与健康环保为主要成长驱动, 2022H1 实现营收 15.27 亿元 (同比+149.60%), 公司持续扩张实验室布局、销售网络, 核酸检测业务贡献较大收入增量, 医学、CXO、食品环境等业务稳健发展。汽车及其他消费品板块受到疫情的短期冲击, 实现营业收入 9575 万元 (同比+21.57%), 增速略低; 但上半年成功获得多家下游车企的认可/通过审核, 实验室产能亦大幅扩充, 看好疫情影响因素消退后板块的长期发展。此外, 安全保障、电子电气亦齐头并进, 彰显综合性检测机构的成长性。
- **内生及外延并举, 运营效率攀升加速业绩释放。**内生及外延并举成长预期加速: (1) 深圳通测 2022H1 表现优异, 彰显公司布局眼光及整合能力; (2) 上海、武汉基地于 2022 年逐步投产、达产, 西安基地、青岛基地有望于 2023 年投产。此外, 2022H1 营业收入/检验检测设备原值比显著提升、人均产值同比翻倍, 运营效率提升将加速业绩释放。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.08、4.01、5.20 亿元, 对应 PE 为 41.46/31.83/24.55 倍。公司核酸及医学板块持续放量、自建并购加快扩张, 管理优化加速利润释放, 给予 2022 年 45 倍 PE, 对应合理价值 48.23 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**产业政策变动; 公信力受不利事件影响; 管理难度提升等。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,426	2,007	3,321	4,137	5,007
增长率 (%)	10.8	40.7	65.5	24.6	21.0
EBITDA (百万元)	314	432	625	755	959
归母净利润 (百万元)	164	220	308	401	520
增长率 (%)	30.9	34.5	39.7	30.3	29.6
EPS (元/股)	2.15	1.61	1.07	1.40	1.81
市盈率 (x)	36.15	42.11	41.46	31.83	24.55
ROE (%)	9.0	10.9	8.5	10.1	11.9
EV/EBITDA (x)	16.72	20.96	18.44	15.50	12.14

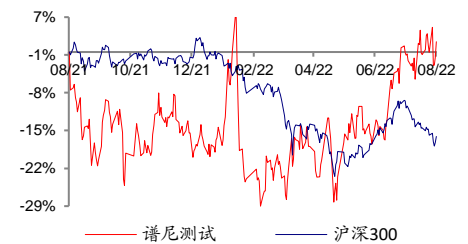
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	44.44 元
合理价值	48.23 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-07

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师:

许洁



SAC 执证号: S0260518080004

SFC CE No. BNU965



021-38003625



xujie@gf.com.cn

相关研究:

谱尼测试 (300887.SZ): 扩	2022-07-14
张步伐坚定有力, 2022H1 延续高速增长	
谱尼测试 (300887.SZ): 新	2022-04-28
兴赛道放量期已至, 扣非业绩同比增长 39%	
谱尼测试 (300887.SZ): 扩	2022-02-24
产提效成果显现, 2021 扣非业绩同比+49%	

目录索引

一、2022H1 业绩高增超预期，扩产提效效果明显	4
二、逆势增长、韧性彰显，综合性检测机构优势突出	7
三、内生及外延并举，运营效率攀升加速业绩释放.....	10
四、盈利预测和投资建议.....	13
五、风险提示	16

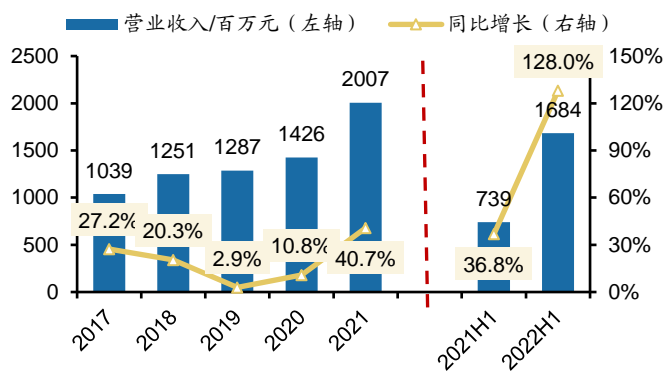
图表索引

图 1: 2022H1 公司营收 16.84 亿元, 同比+128.0%.....	4
图 2: 2022H1 公司归母净利润 0.91 亿元	4
图 3: 2021 年公司实现扣非归母净利润 0.78 亿元, 同比+580.5%	4
图 4: 2022H1 公司期间费用总额为 4.11 亿元	5
图 5: 2021 年公司期间费用率降至 33.89%	5
图 6: 2022H1 毛利率为 34.9%、净利率为 5.4%	5
图 7: ROE-加权及 ROA 情况.....	5
图 8: 2022H1 公司计提信用减值损失 0.93 亿元	6
图 9: 截至 2022H1 公司应收账款为 12.31 亿元	6
图 10: 截至 2022H1, 1 年以内应收账款占比下降至 72%	6
图 11: 公司历年现金流情况	6
图 12: 公司单季度经营活动现金流入、流出额	7
图 13: 2022H1 公司负债结构	7
图 14: 2021 年公司资产负债率为 27.36%.....	7
图 15: 公司分部主营业务收入 (单位: 百万元)	8
图 16: 公司分部业务毛利率 (单位: %)	8
图 17: 累计 21 家实验室成为土壤三普的检测实验室	8
图 18: 2022H1 公司在医学医药等领域取得重大突破.....	8
图 19: 公司成功中标国家市场监督管理总局的 2022 年本级食品安全承检机构	9
图 20: 2021 年公司通过了多家车企的认可或现场审核	9
图 21: 截至 2020 年底, 公司检验检测产能合计 295 万件	11
图 22: 2022Q2 单季度 Capex 占营收比例降至 10%	12
图 23: Q2Capex 支出为 1.2 亿元, 同比略有下滑	12
图 24: 2022H1 营业收入/检测设备原值比例提升明显	12
图 25: 2022H1 检测设备原值达 12.66 亿元	12
图 26: 2021 年公司人均产值达 27.54 万元/人.....	13
图 27: 2021 年公司人均净利润达 3.02 万元/人	13
表 1: 2021 年以来主要收购项目 (截止 2022 年 7 月)	10
表 2: 公司 2 次融资募投项目及新增基地情况.....	10
表 3: 谱尼测试收入拆分 (单位: 百万元, %)	14
表 4: 可比公司估值表 (收盘价日期: 2022/08/05)	15

一、2022H1 业绩高增超预期，扩产提效效果明显

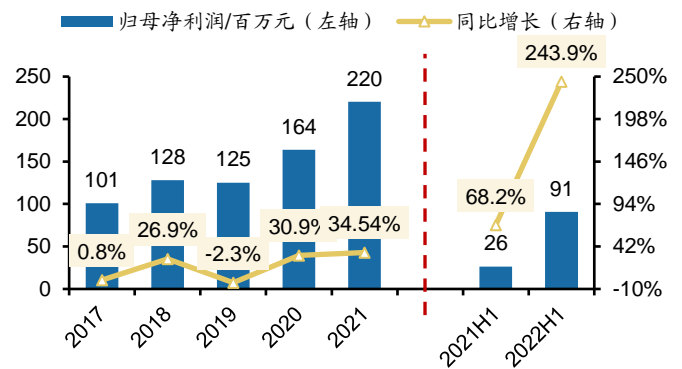
2022H1 淡季不淡，扣非业绩同比增速超580%。公司发布2022年半年报，2022H1 实现营业收入16.84亿元（同比+128.0%），归母净利润0.91亿元（同比+243.9%），扣非归母净利润0.78亿元（同比+580.5%）。其中单二季度贡献营业收入11.50亿元（同比+169.4%）、归母净利润0.85亿元（同比+23.6%）。公司继2022Q1实现近3年一季度首次净盈利后，持续扩张实验室布局、销售网络，加强精细化管理，单二季度收入及利润再创新高。上半年淡季不淡，凸显出公司综合性检测机构的竞争实力，为全年高增奠定基础。

图 1：2022H1 公司营收16.84亿元，同比+128.0%



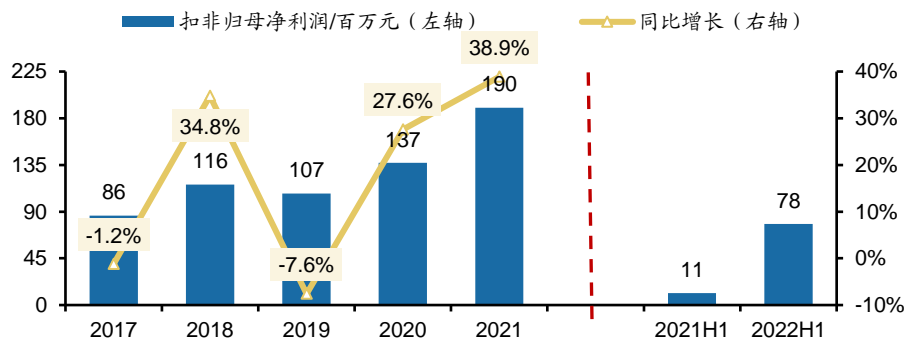
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 2：2022H1 公司归母净利润 0.91 亿元



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2021 年公司实现扣非归母净利润0.78亿元，同比+580.5%

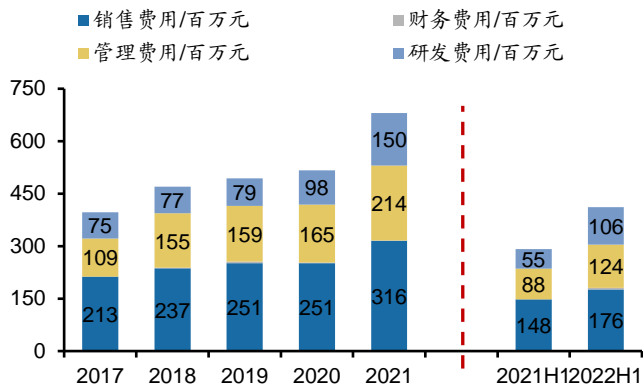


数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

备注：2022H1 扣非归母净利润同比增长 580.5%

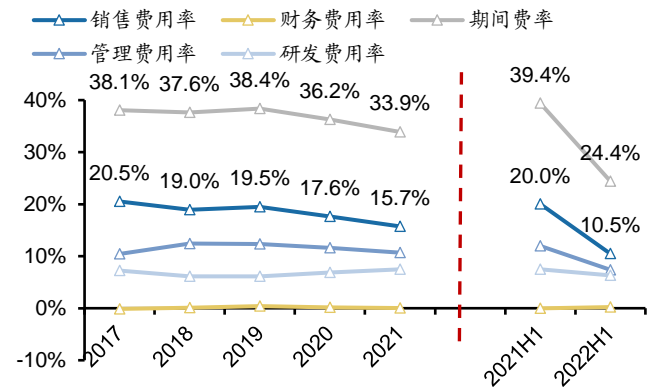
控费力度加大，2022H1 期间费用率同比下降15pct至24.4%。公司控费力度加大，2022H1 公司期间费用合计达4.11亿元，期间费用率同比下降15pct至24.4%。其中，管理费用率为7.38%（同比-4.57pct），销售费用率为10.50%（同比-9.54pct）。2022 年公司毛利率同比下降7.62pct至34.9%，主要系毛利率较低的核酸检测业务占比提升所致；公司归母净利率同比增加1.82pct至5.4%。

图 4: 2022H1公司期间费用总额为4.11亿元



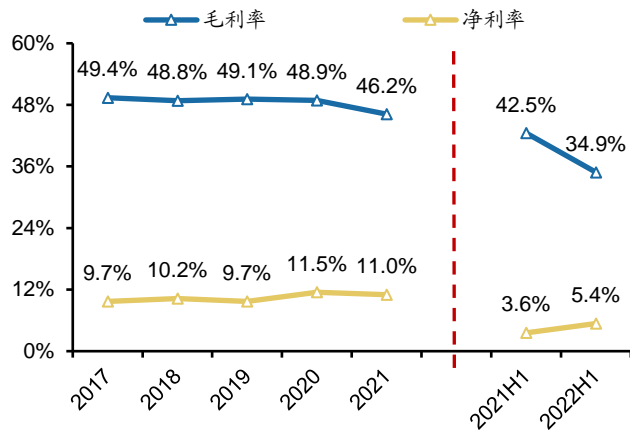
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 2021年公司期间费用率降至33.89%



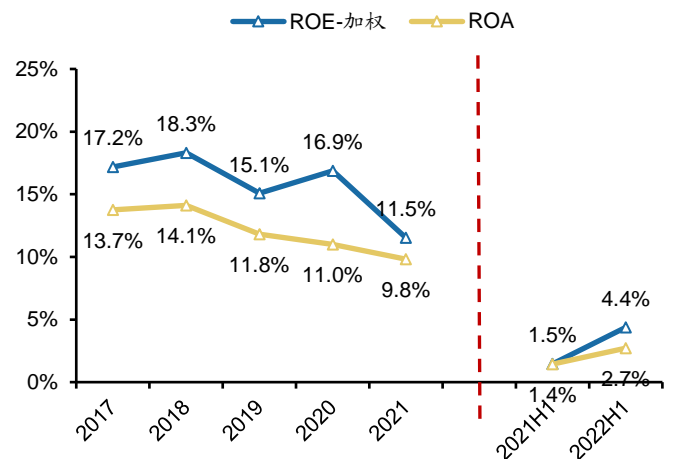
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 2022H1毛利率为34.9%、净利率为5.4%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

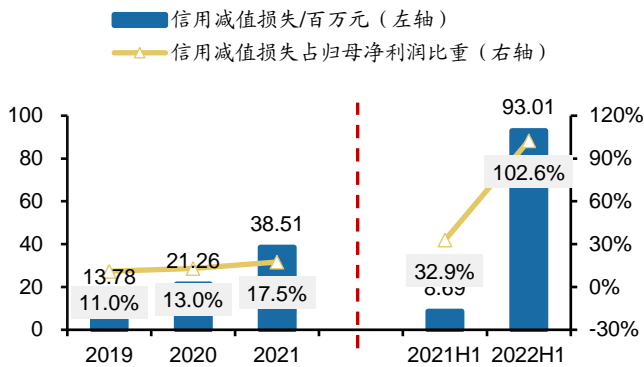
图 7: ROE-加权及 ROA 情况



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

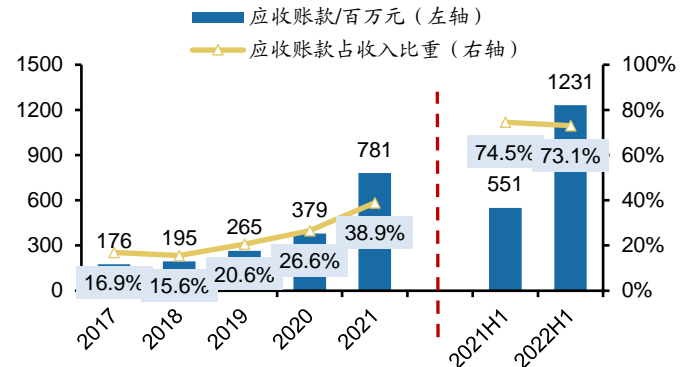
2022H1计提信用减值损失0.93亿元, 未来应收账款回款可控。2022H1公司出于谨慎性原则, 计提信用减值损失0.93亿元, 高于2022H1年公司归母净利润。截至2022H1公司应收账款总额为12.31亿元(与2021年底相比增长57.6%), 占营业收入的比重为73.1%。根据公司的业务及营收结构, 我们认为, 公司1-2年应收账款占比提升主要系2021年核酸等生命科学与健康环保板块的应收账款未及时收回, 考虑核酸等业务下游客户主要系政府机构且2年以内应收账款占比达96.3%, 未来回款可控。

图 8: 2022H1公司计提信用减值损失0.93亿元



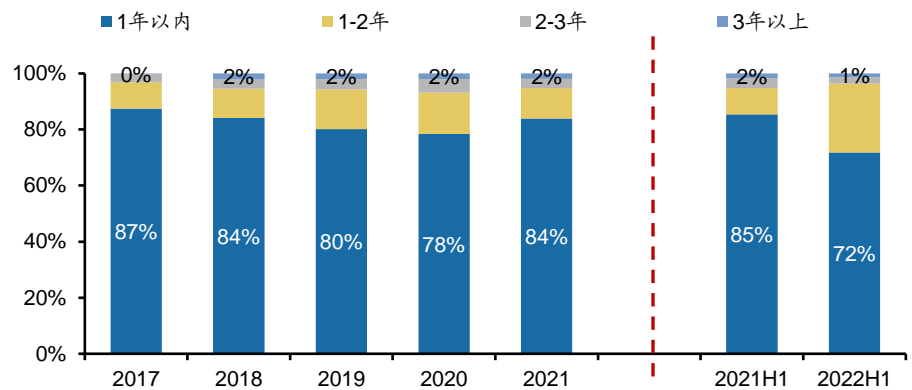
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 9: 截至 2022H1 公司应收账款为 12.31 亿元



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

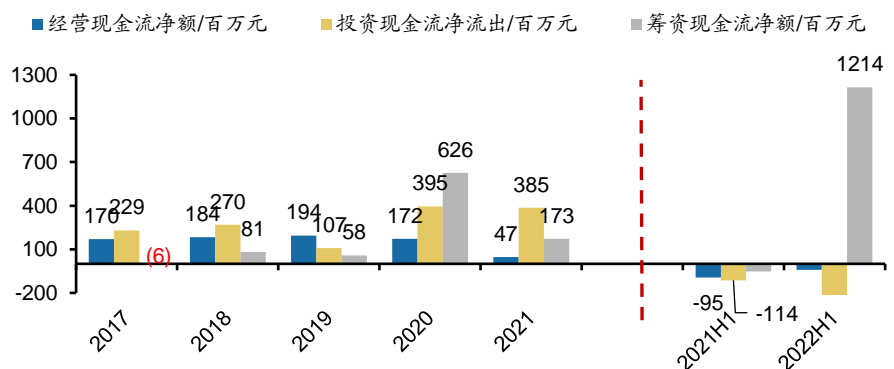
图 10: 截至2022H1, 1年以内应收账款占比下降至72%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

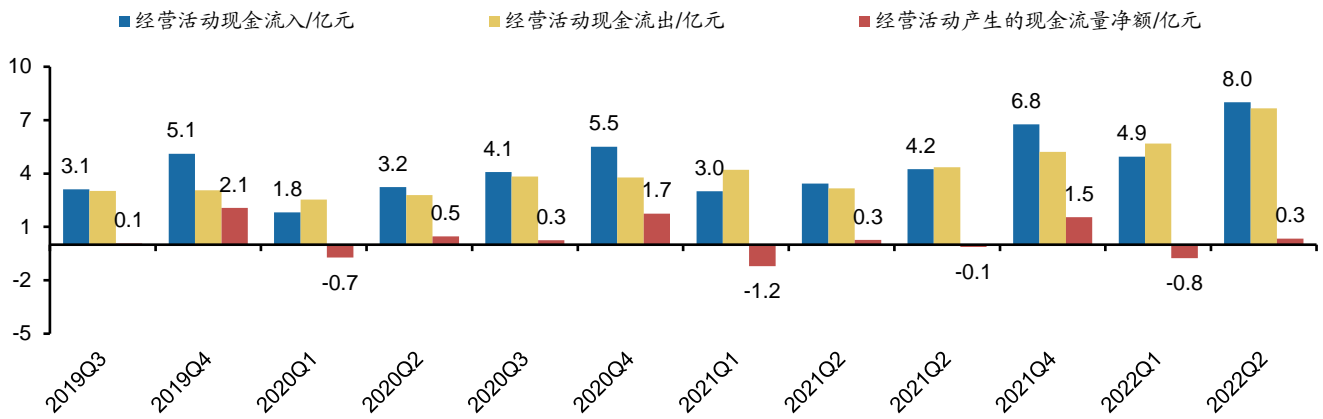
Q2经营性现金流净额为0.34亿元, 同比增长32.1%、改善明显。受益于公司加大回款力度, 公司2022H1经营性现金流金额为-0.41亿元, 与2021H1的-0.95亿元相比有大幅改善。2022年单二季度经营性现金流净流入额达8.0亿元创2019年以来的新高、经营性现金流净额为0.34亿元 (同比+32.1%)。

图 11: 公司历年现金流情况



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

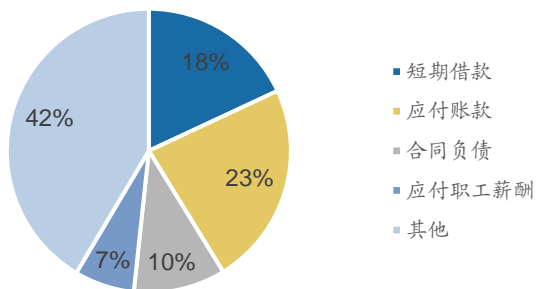
图 12: 公司单季度经营活动现金流入、流出额



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

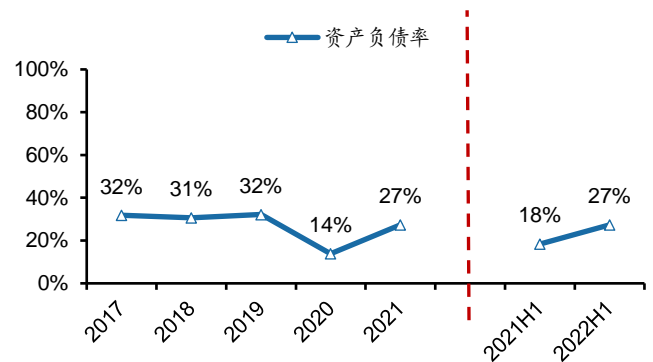
多元化融资工具保驾护航, 公司 2022H1 资产负债率为 27%。从负债结构来看, 截至 2022H1, 公司尚无长期借款, 有息负债比例为 21.84% (全部为短期借款)。受益于充沛的经营性现金流、IPO 及定增募资, 公司资产负债表结构健康, 2022H1 公司资产负债率为 27%。

图 13: 2022H1 公司负债结构



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 2021 年公司资产负债率为 27.36%

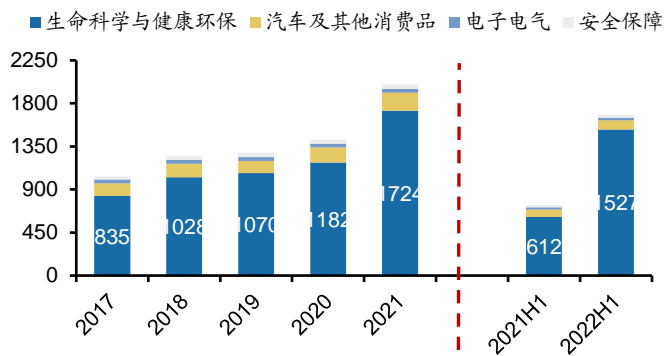


数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

二、逆势增长、韧性彰显, 综合性检测机构优势突出

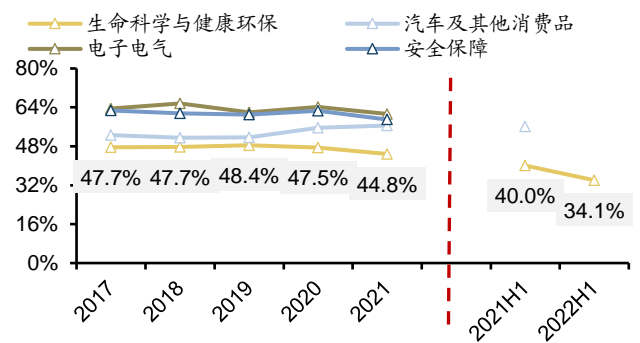
生命科学与健康环保为主要成长驱动, 其他三大板块齐头并进, 彰显综合性检测机构的成长性。分业务来看, 公司四大检测业务均表现亮眼: 生命科学与健康板块领跑, 2022H1 实现营收 15.27 亿元 (同比+149.60%); 汽车及其他消费品实现营收 9574.69 万元 (同比+21.57%); 安全保障板块实现营收 3000.70 万元 (同比+28.02%), 电子电气板块实现营收 2661.50 万元 (同比+24.62%)。

图 15: 公司分部主营业务收入 (单位: 百万元)



数据来源: 招股说明书, Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 公司分部业务毛利率 (单位: %)



数据来源: 招股说明书, Wind, 广发证券发展研究中心
备注: 2022 中报仅披露生命科学与健康环保板块的毛利率。

生命科学与健康环保板块: 医学领域前景广阔, 土壤检测或迎新契机。

(1) **环境及食品领域:** 完成冬奥会、冬残奥会的保障任务、累计 21 家实验室成为全国土壤三普检测实验室、成功中标国家市场监管总局的 2022 年本级食品安全承检机构等, 有望在后续国家级项目中承担重要角色。

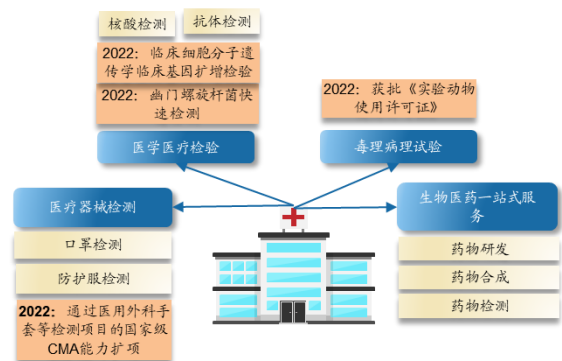
(2) **医学、医疗等领域:** 医疗器械检测成功扩项、谱尼上海成功获批《实验动物使用许可证》等。多重驱动下, 该板块 2022H1 实现营业收入 15.27 亿元 (同比 +149.6%); 由于核酸检测毛利率较低且收入体量较大, 板块毛利率同比下滑 5.99pct 至 34.1%。考虑到未来核酸检测单次价格趋于稳定, 且伴随医学、CXO 等放量, 食品及环境业务稳健发展, 我们认为该板块收入及利润有望持续高增长。

图 17: 累计21家实验室成为土壤三普的检测实验室



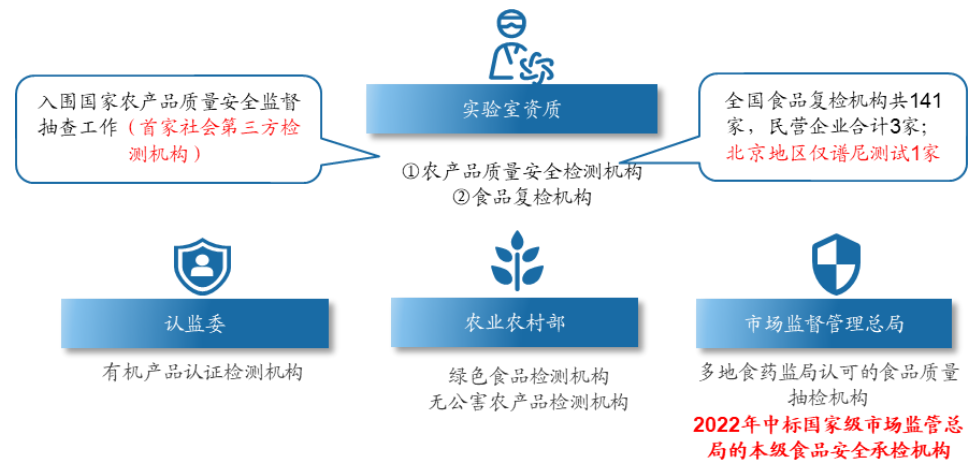
数据来源: 定期报告, 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 18: 2022H1 公司在医学医药等领域取得重大突破



数据来源: 定期报告, 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 19: 公司成功中标国家市场监督管理总局的2022年本级食品安全承检机构



数据来源: 定期报告, 公司官网, 广发证券发展研究中心

汽车及其他消费品: 获多家车企认可, 全年高增趋势不改。2022H1 汽车及其他消费品板块收到疫情的短期冲击, 实现营业收入 9575 万元 (同比+21.57%), 增速略低于其他板块。但公司上半年成功获得多家下游车企的认可/通过审核, 如中国重汽、大众汽车等, 实验室产能亦大幅扩充, 看好疫情影响因素消退后板块的长期发展。

安全保障: 北京谱尼取得装备承制单位资格证书, 达到军品采购标准; 集团深圳公司通过 CBTL 评审, 电池检测认证领域达到国际标准化水平; 板块 2022H1 实现营业收入 3000.70 万元 (同比+28.02%)。

电子电气: 收购深圳通测成功填补公司华南地区电子电气检测的空白, 助力该板块业务 2022H1 营收同比增长 24.62%达 2661.50 万元。

图 20: 2021年公司通过了多家车企的认可或现场审核



数据来源: 定期报告, 公司官网, 广发证券发展研究中心

三、内生及外延并举，运营效率攀升加速业绩释放

深圳通测 2022H1 表现优异，彰显公司布局眼光及整合能力，内生及外延并举成长预期加速。自建实验室需要 3~4 年才可达到盈亏平衡，收购对检测企业来说可缩短获取资质、实现盈利的时间。公司上市以来，收购步伐明显加快，2021 年收购 6 家公司，2022 年仅 3 月就收购了 3 家公司，增强自身在医学、电子电气领域的检测能力。根据公司 2022 年半年报，深圳通测成功填补了公司在西南地区的空白，彰显公司布局眼光及整合能力。

表 1：2021 年以来主要收购项目（截止 2022 年 7 月）

被购买方名称	股权取得时点	领域	地点	股权取得成本 (万元)	股权取得 比例	股权取得方式
吉林谱尼医学检验实验室有限公司	2021/2	医学	吉林	500.00	100.00%	现金收购
郑州协力润华医学检验所有限公司	2021/2	医学	河南	550.00	100.00%	现金收购
贵州谱尼测试技术有限公司	2021/3	综合	贵州	720.00	100.00%	现金收购
西安北宇航空技术发展有限公司	2021/4	军工	陕西	1,240.00	100.00%	现金收购
西安查德威克辐射技术有限公司	2021/8	环境	陕西	\	100.00%	现金收购
三河市核康科技有限公司	2021/11	环境	河北	\	100.00%	\
深圳米约、成都米约	2022/3	医学	广东	\	100.00%	\
深圳通测检测技术有限公司	2022/3	电子电气	广东	4900.00	70.00%	现金收购

数据来源：定期报告，投资者关系活动记录表，公司官网，广发证券发展研究中心

上海、武汉基地于 2022 年逐步投产、达产，布局医学、CRO/CDMO、汽车检测等领域。公司通过 8.4 亿元 IPO 及 12.4 亿元定增募资（2022 年 4 月完成），加速布局医学、CRO/CDMO、汽车、军工等领域。2 次募资主要建设上海、武汉、青岛、西安基地，其中上海基地于 2021 年底投产，武汉基地 2022H1 逐步投产；西安基地有望年底投入使用、青岛基地或将于 2023 年投产。四大基地投资总额 17.25 亿元，预计增加产能 256 万件，与 2020 年底相比可实现翻倍。

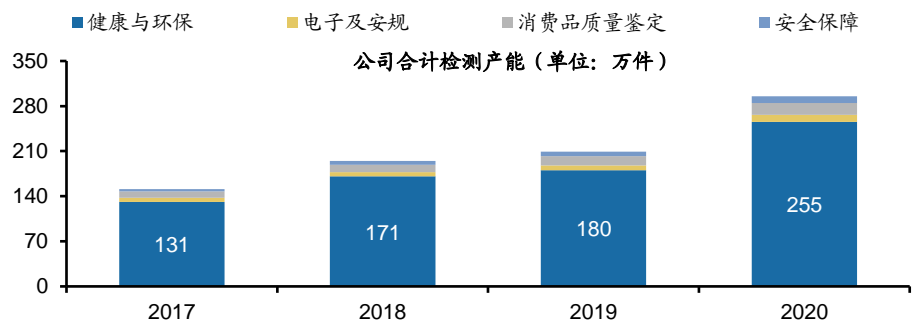
表 2：公司 2 次融资募投项目及新增基地情况

融资 轮次	项目	重点拓展领域	投资总额 (亿元)	拟投入募 集资金 (亿元)	预计产能 (万件)	单位产能 投资额 (元/件)	截至 2022H1 底 投资进度	预计 达产时间
2020 年 IPO 募 资 8.4 亿元	华东基地 (上海)	汽车、电子可靠性、基 因、医学	5.44	4.30	78.39	694.21	99.7%	2021/12/31
	华中基地 (武汉)	汽车、电子可靠性	2.10	1.62	37.92	553.80	99.8%	2022/6/30
	生物医药诊断 试剂研发中心 项目	生物医药	0.70	0.70	-	-	-	-

	补充流动资金	-	1.70	1.70				
	项目							
	合计		9.94	8.32				
2022年 定增募 资总额 12.40 亿元	山东总部基地 (青岛)	食品、环境、电子、可 靠性、日化、安全评 价、油品等	5.20	5.09	82.39	631.14	3.68%	-
	西北总部(西 安)	CRO/CDMO、新能源 汽车、环境可靠性、电 磁兼容 EMC、医学医 疗器械检验、化妆品等	4.61	4.61	57.74	798.63	4.65%	-
	补充流动资金		2.70	2.58	-	-	-	-
	合计		12.51	12.28				
	合计		17.35		256.44	-	-	-

数据来源：《申请向特定对象发行股票问询函回复报告（修订稿）》，定期报告，广发证券发展研究中心

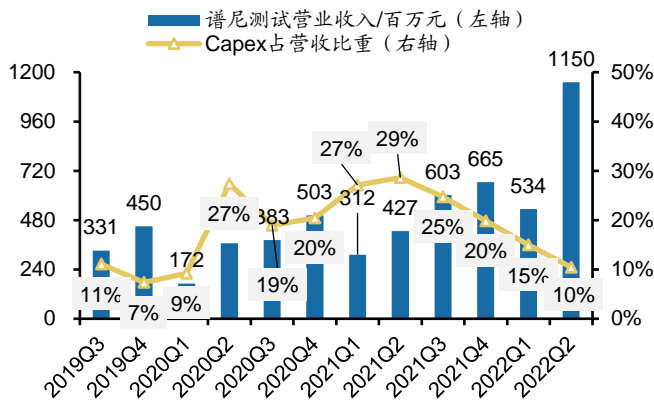
图 21：截至2020年底，公司检验检测产能合计295万件



数据来源：招股说明书，定期报告，广发证券发展研究中心

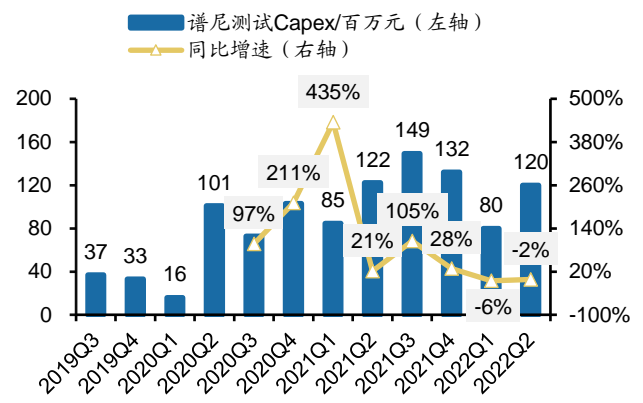
2022H1 保持高 Capex，设备及其他固定资产使用效率显著提升。我们选取“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”科目代表公司的 Capex，从公司单季度 Capex 可以看出，2020Q2 以来投资明显加速，2021Q1-Q4 单季度 Capex 分别同比增长 435%、21%、105%、28%。2022Q1-2 公司投资规模与 2021 年同期基本持平，收入增速却大幅提升，反映出公司对当前固定资产的使用效率的显著增强。展望未来，后续西安基地、青岛基地的投产、达产后，有望给公司带来更高的收入、业绩增速。

图 22: 2022Q2单季度Capex占营收比例降至10%



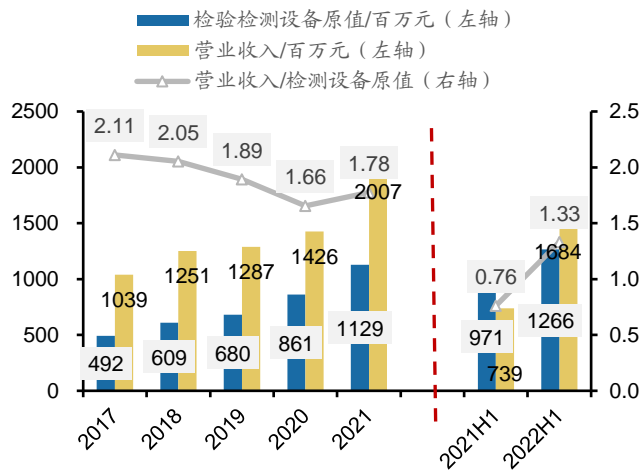
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: Q2Capex支出为 1.2 亿元, 同比略有下滑



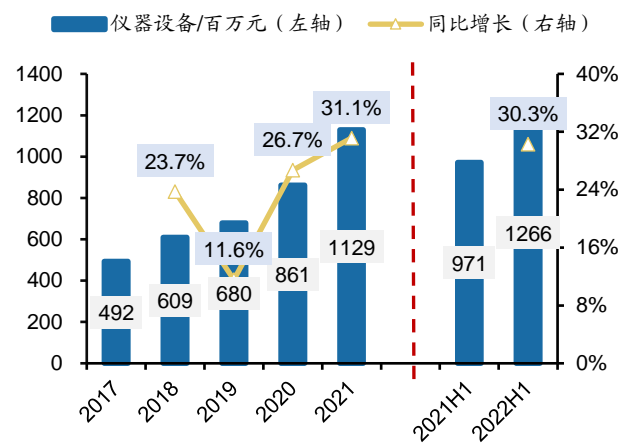
数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 2022H1营业收入/检测设备原值比例提升明显



数据来源: 招股说明书, Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 2022H1 检测设备原值达 12.66 亿元



数据来源: 招股说明书, Wind, 广发证券发展研究中心

营收及人员结构持续改善提升利用效率, 2021 年人均产值达 27.54 万元/人, 2022H1 人均产值同比翻倍。伴随公司高自动化业务的放量, 以及员工结构持续改善, 2021 年公司人均产值达 27.54 万元/人 (同比+26.6%), 人均归母净利润达 3.02 万元/人 (同比+21.08%)。2022 年以来公司采用先进实验室系统实现数据共享、自动化设备提升工作效率、加大人均产值考核力度, 2022H1 人均产值同比实现翻倍、人均净利润实现 2 倍增长。

图 26: 2021年公司人均产值达27.54万元/人

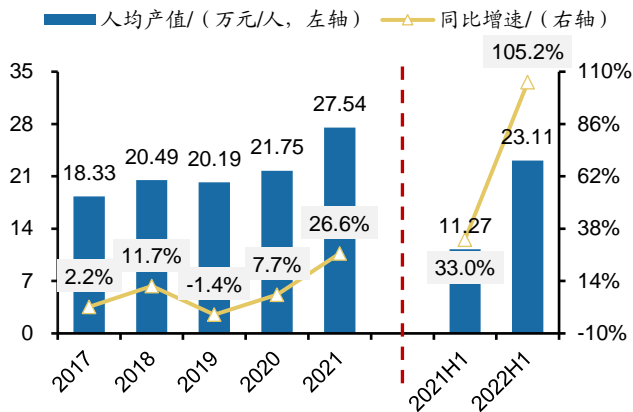
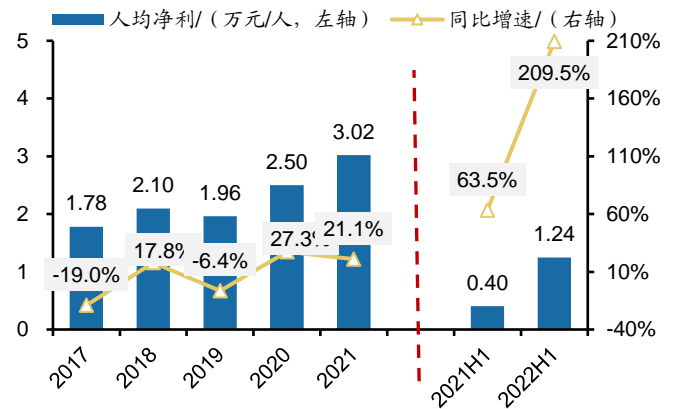


图 27: 2021年公司人均净利润达3.02万元/人



数据来源: 招股说明书, Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: 招股说明书, Wind, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

主营业务核心假设:

生命科学与健康环保: 预计板块 2022-2024 年增速为 74%、25%、20%，对应毛利率均为 39%、38%、38%。具体业务拆分如下:

(1) 核酸检测: 受益于全国核酸检测实验室的拓展, 在 2022 年全国疫情反复的大环境下, 公司核酸检测业务订单及收入均超预期, 带动 2022H1 营业收入大幅增长。一方面考虑到后续常态化疫情防控需求持续存在, 以及核酸价格经过多次调价后现已趋于稳定, 核酸检测业务依然有望贡献稳定的收入及利润。

(2) 医药、CRO/CDMO 业务: 实验室产能利用率稳步提升, 2022 年该业务将快速增长。且根据公司规划未来 3~5 年, 计划将 CXO 业务发展为主要板块之一, 故我们假设 CXO 业务 2022-2024 年收入增速为 85%、70%、60%。

(3) 食品检测业务: 根据公司官方微信公众号, 2022 年 7 月公司中标国家市场监督管理总局食品安全承检任务; 此次总局食品招标项目在全国公开招标承检机构, 近 80 余家检测机构参与, 谱尼测试获得第 9 名, 有助于公司后续获取食品检测业务订单。我们预计食品检测业务 2022-2024 年营业收入增速为 18%、15%、12%, 对应毛利率为 48%左右。

(4) 环境检测业务: 土壤三普将于 2022-2025 年完成, 累计 21 家实验室成为全国土壤三普检测实验室。伴随土壤检测景气度提升, 公司或将率先受益。其他传统环境检测业务保持稳健。综合来看, 我们预计环境检测业务 2022-2024 年营收增速为 20%、15%、15%, 对应毛利率为 45%左右。

汽车及其他消费品: 汽车检测业务在该板块占比较大, 目前 IPO 募投项目已经建设完毕。考虑到 2022 年疫情反复对汽车供应链产生了较大冲击, 预计该业务 2022 年营收增速为 10%。后续等疫情好转后, 汽车检测业务自动化程度较高, 具备大客户

优势，能够实现快速放量，预计 2023-2024 年营收增速分别为 20%、25%，毛利率稳定在 57% 水平。

电子电气：该业务对电子产品的安全及可靠性进行的物理化学检验检测，预测 2022-2024 营收增速为 8%，毛利率稳定在 61% 左右水平。

安全保障：2021 年军工检测实现了从 0 到 1 的突破，实验室 2022 年预计将实现快速放量；军工检测领域竞争者少，公司定价主动权更大，预计 2022-2024 年该板块营收增速均为 50%，毛利率为 59%。

表 3：谱尼测试收入拆分（单位：百万元，%）

人民币 百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总计						
营业总收入	1287	1426	2007	3321	4137	5007
yoy/%	3%	11%	41%	65%	25%	21%
营业成本	655	729	1080	1969	2486	2987
毛利润	633	697	926	1352	1651	2020
毛利率/%	49%	49%	46%	41%	40%	40%
1.检测						
营业收入	1285	1420	1998	3312	4128	4997
yoy/%	3%	10%	41%	66%	25%	21%
营业成本	647	720	1068	1960	2477	2978
毛利润	638	700	930	1352	1651	2019
毛利率/%	50%	49%	47%	41%	40%	40%
生命科学与健康环保						
营业收入	1070	1182	1724	2993	3730	4483
yoy/%	4%	10%	46%	74%	25%	20%
营业成本	552	621	951	1825	2309	2761
毛利润	518	561	772	1168	1421	1722
毛利率/%	48%	47%	45%	39%	38%	38%
汽车及其他消费品						
营业收入	127	159	188	207	249	311
yoy/%	-10%	25%	18%	10%	20%	25%
营业成本	61	71	82	90	108	135
毛利润	66	88	106	117	141	176
毛利率/%	52%	56%	57%	57%	57%	57%
电子电气						
营业收入	42	40	41	44	47	51
yoy/%	1%	-6%	2%	8%	8%	8%
营业成本	16	14	16	17	18	20
毛利润	26	25	25	27	29	31
毛利率/%	62%	64%	61%	61%	61%	61%
安全保障						
营业收入	46	39	45	68	102	153

yoy/%	18%	-15%	17%	50%	50%	50%
营业成本	18	14	19	28	42	63
毛利润	28	24	27	40	60	90
毛利率/%	61%	63%	59%	59%	59%	59%
2. 计量						
营业收入	1.50	5.16	7.59	7.74	7.89	8.05
yoy	8.69%	244.97%	47.05%	2%	2%	2%
营业成本	4.78	6.14	10.17	7.35	7.50	7.65
毛利润	(3.29)	(0.98)	(2.59)	0.39	0.39	0.40
毛利率	-219.65%	-18.98%	-34.09%	5%	5%	5%
3. 认证						
营业收入	0.46	1.43	1.31	1.34	1.36	1.39
yoy	107.79%	208.06%	-8.35%	2%	2%	2%
营业成本	2.91	3.27	2.64	1.27	1.30	1.32
毛利润	-2.44	-1.84	-1.33	0.07	0.07	0.07
毛利率	-526.69%	-128.59%	-101.25%	5%	5%	5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议。预计公司2022-2024年归母净利润为3.08、4.01、5.20亿元，对应PE为41.46/31.83/24.55倍。考虑到公司核酸检测业务将增加收入弹性，叠加医学、CXO、食品环境等业务放量带动业绩增长超预期，管理优化加速利润释放；参考同业公司估值，并给予一定的溢价，我们给予公司2022年45倍PE，对应合理价值48.23元/股，维持“买入”评级。

表 4: 可比公司估值表 (收盘价日期: 2022/08/05)

公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	PE				归母净利润 (亿元)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
华测检测	346	20.57	60.25	37.14	30.07	24.42	7.46	9.31	11.50	14.16
国检集团	92	12.66	46.10	29.58	23.63	19.32	2.53	3.10	3.88	4.75
广电计量	142	24.60	85.51	54.54	39.29	30.96	1.82	2.59	3.60	4.57

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 谱尼测试盈利预测来自广发证券发展研究中心, 其余公司来自 Wind 一致预期

五、风险提示

产业政策变动风险。第三方检测实行资质许可准入制度，若产业政策、行业资质认证标准、市场准入规则、行业标准出现不利调整，则将会对公司经营产生不利影响。

公信力受不利事件影响。品牌和公信力是检测企业的立身之本，若公司出现业务质量管控不当等事件，则公司的品牌和公信力将会严重受损，进而影响公司的订单数量和质量，严重情况下还会出现公司业务资质被暂停或吊销的风险。

业务扩张带来的管理难度提升。公司为综合性检测企业，伴随着公司不断拓展自己的业务边界和业务体量，对公司管理层能力的要求逐渐提升。若公司管理能力不能够与公司快速扩张的业务规模相匹配，则有可能会对公司发展造成不利影响。

其他风险。市场竞争加剧的风险，人才流失和短缺风险等。

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,273	1,434	2,872	3,333	3,870
货币资金	669	513	1,507	1,591	1,814
应收及预付	402	820	1,223	1,573	1,859
存货	12	25	43	54	65
其他流动资产	190	76	99	114	131
非流动资产	840	1,347	1,608	1,855	2,026
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	530	941	1,104	1,263	1,353
在建工程	183	56	105	151	194
无形资产	74	102	111	119	126
其他长期资产	54	248	288	323	353
资产总计	2,113	2,781	4,480	5,188	5,896
流动负债	246	679	658	925	1,063
短期借款	0	215	100	238	249
应付及预收	58	141	243	306	368
其他流动负债	188	323	316	381	446
非流动负债	47	82	182	302	452
长期借款	0	0	100	220	370
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	47	82	82	82	82
负债合计	293	761	840	1,227	1,515
股本	76	137	287	287	287
资本公积	756	720	1,937	1,937	1,937
留存收益	989	1,171	1,424	1,744	2,164
归属母公司股东权益	1,821	2,020	3,640	3,961	4,380
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,113	2,781	4,480	5,188	5,896

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,426	2,007	3,321	4,137	5,007
营业成本	729	1,080	1,969	2,486	2,987
营业税金及附加	8	8	13	17	20
销售费用	251	316	425	538	651
管理费用	165	214	289	360	436
研发费用	98	150	232	290	350
财务费用	2	0	8	11	21
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	3	4	5
营业利润	186	240	334	436	566
营业外收支	0	1	2	2	2
利润总额	186	241	336	438	568
所得税	23	21	29	38	49
净利润	164	220	308	401	520
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	164	220	308	401	520
EBITDA	314	432	625	755	959
EPS (元)	2.15	1.61	1.07	1.40	1.81

至 12 月 31 日	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	172	47	198	474	752
净利润	164	220	308	401	520
折旧摊销	126	194	233	308	396
营运资金变动	-145	-400	-470	-292	-217
其它	28	33	127	58	53
投资活动现金流	-395	-385	-489	-549	-559
资本支出	-292	-488	-477	-543	-559
投资变动	-103	101	0	0	0
其他	0	1	-12	-6	0
筹资活动现金流	626	173	1,285	159	31
银行借款	182	215	-15	258	161
股权融资	785	0	1,367	0	0
其他	-341	-42	-67	-99	-130
现金净增加额	404	-166	994	84	223
期初现金余额	263	666	513	1,507	1,591
期末现金余额	666	501	1,507	1,591	1,814

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	10.8%	40.7%	65.5%	24.6%	21.0%
营业利润增长	35.0%	28.8%	39.4%	30.5%	29.8%
归母净利润增长	30.9%	34.5%	39.7%	30.3%	29.6%
获利能力					
毛利率	48.9%	46.2%	40.7%	39.9%	40.3%
净利率	11.5%	11.0%	9.3%	9.7%	10.4%
ROE	9.0%	10.9%	8.5%	10.1%	11.9%
ROIC	9.1%	9.4%	9.1%	9.1%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	13.8%	27.4%	18.8%	23.7%	25.7%
净负债比率	16.1%	37.7%	23.1%	31.0%	34.6%
流动比率	5.18	2.11	4.36	3.60	3.64
速动比率	5.03	2.02	4.20	3.45	3.48
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.72	0.74	0.80	0.85
应收账款周转率	3.76	2.57	2.88	2.79	2.86
存货周转率	119.08	79.95	76.96	75.93	76.47
每股指标 (元)					
每股收益	2.15	1.61	1.07	1.40	1.81
每股经营现金流	2	0	1	3	5
每股净资产	23.96	14.74	12.68	13.80	15.26
估值比率					
P/E	36.15	42.11	41.46	31.83	24.55
P/B	3.25	4.59	3.50	3.22	2.91
EV/EBITDA	16.72	20.96	18.44	15.50	12.14

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 许 洁：联席首席分析师，复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 张 淼：资深分析师，武汉大学经济学硕士，武汉大学金融学学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。
- 姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：高级研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：研究员，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：研究员，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：研究员，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：研究员，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。