

华测检测 (300012.SZ)

“质量回报双提升”方案发布，看好公司中长期投资价值

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 机械设备 · 通用设备

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 吴双 0755-81981362 wushuang2@guosen.com.cn 执证编码: S0980519120001
证券分析师: 李雨轩 0755-81981140 liyuxuan@guosen.com.cn 执证编码: S0980521100001

事项:

- ◆ 2月4日,为提升上市公司质量和投资价值,公司发布关于“质量回报双提升”行动方案,通过推进股份回购、深耕检测主业、提升创新能力、完善治理结构、优化分红方式等手段提升公司整体经营质量、增强投资者获得感,实现稳市场、稳信心的目标。
- ◆ **投资建议:**公司所处检测行业是长坡厚雪优质赛道,需求稳定、长期确定性强。公司作为我国综合性检测龙头,有望充分受益行业长坡厚雪特征实现稳健持续成长。“质量回报双提升”方案发布进一步明确了公司高质量发展举措,有望提升公司中长期投资价值。考虑到市场环境仍有一定不确定性,我们下调公司2023-25年归母净利润为9.11/10.64/12.33亿元(前值10.81/12.99/15.62亿元),对应PE 21/18/16倍,维持“买入”评级。

评论:

◆ 公司发布“质量回报双提升”方案,有望提升中长期投资价值

“质量回报双提升”行动方案公布,公司有望持续高质量发展。根据2024年2月4日公告,华测检测制定并发布了“质量回报双提升”行动方案,具体措施包括推进股份回购、深耕检测主业、提升创新能力、完善治理结构、优化分红方式共五大方面,目标进一步提升公司的可投性,切实增强投资者的获得感,为稳市场、稳信心积极贡献力量。

1) **以投资者为本,切实推进股份回购。**2023年3月15日,公司公告拟使用自有资金以不超过25元/股价格回购公司300万-500万股股份,用于员工持股计划或股权激励。截至2024年1月31日,公司共回购公司股份470万股,约占公司总股本的0.28%,成交总金额为6,814.95万元。回购计划充分反映了管理层对公司内在价值的肯定和对未来可持续发展的坚定信心,有利于实现全体股东价值的回归和提升,增强投资者信心。

2) **深耕检验检测行业,稳步提升运营效率。**检验检测行业长坡厚雪特征显著,长期发展驱动力来自于全社会对QHSE重视度的提升,需求相对刚性、具有抗周期性特点,2022年全球/我国检测市场规模2527亿欧元/4276亿元,近9年CAGR达9%/13%+,均呈现稳健增长态势。公司自2003年成立起始终扎根检验检测行业,2018年起通过精益化管理持续提升运营效率,毛利率/净利率自2017年的44.37%/6.50%持续提升至2022年的49.39%/18.02%,ROE自2017年的5.38%稳定提升至2022年的16.49%,经营质量显著优化。

3) **不断提升创新研发能力,增强核心竞争力。**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。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2022年底,公司参与制定、修订标准682项,已公布标准595项,其中国家标准388项,强制标准20项。**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。

4) **建设职业经理人制度,成体系推出激励制度绑定人才。**2018年6月,华测检测引入前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,有利于公司长期持续经营。同时,公司为了吸

引和保留优秀管理人才和业务骨干，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。

5) 注重股东回报，持续提升信披质量。公司上市至今定期制定《未来三年股东回报规划》，严格执行股东分红回报规划及利润分配政策。截至 2022 年度，公司坚持每年实施现金分红，累计分红金额达 7.43 亿。考虑到我国检测行业发展趋于成熟，公司业务及网点布局逐步完善，迈向高质量发展阶段，公司有望通过逐步增加现金分红、优化分红节奏等方式，积极回报投资者。

◆ 公司经营短期承压，长期作为龙头有望充分受益行业发展

公司是检测行业龙头，阶段性经营承压不改长期趋势。公司是我国检测认证行业首家上市公司，成立二十余年来始终坚持聚焦主业发展、深耕检验检测行业，2009-2022 年公司收入/归母净利润 CAGR 达 25.6%/23.8%，保持稳健成长。复盘公司发展历程，始终做到平稳穿越经济下行、部分行业加剧等下行周期，基本面始终稳健向好。23 年公司预计实现收入 55.41-56.95 亿元，同比增长 8%至 11%，归母净利润 9.05-9.21 亿元，同比增长 0.2%至 2%，增速阶段性放缓，主要系特殊检测业务、医药反腐、三普延迟、基建趋弱等原因所致，短期看经营承压，中长期基本面仍在，有望持续保持稳健增长。

◆ 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的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 2023-2025 年营业收入增速分别为 5.00%/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，同时此前收购的德国易马并表将增加较多收入，因此预计 2023-2025 年营业收入增速分别为 41.55%/16.47%/18.33%，毛利率水平保持稳健；
- 3) 生命科学检测中环境业务原计划在 2023-2025 年迎来第三次全国土壤普查检测增量需求，公司入围实验室及获得订单数量均行业领先，预期为 2023 年贡献较多收入增长，然而受客观因素影响整体检测推进速度较慢，预计 2023-2025 年营业收入增速分别为 8.91%/11.21%/11.32%，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，2023-2025 年营收增速分别达 19.96%/18.43%/18.48%，毛利率水平稳步提升；
- 5) 医药医学检测短期由于特殊检测业务需求消失、医药行业反腐、CRO 业务需求减少等影响，2023-2025 年营收变动分别为-40.65%/+11.19%/+18.80%，毛利率水平先受产能利用率下降影响降低、后伴随需求恢复稳步提升。

整体看，由于受到医药医学特殊检测业务需求消失、医药行业反腐、CRO 业务需求减少，土壤全国第三次普查进度滞后，贸易保障业务的机场消杀业务需求消失等影响，公司未来收入增速下降，实验室订单饱和程度降低导致整体利润率水平承压。根据上述假设，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 56.23/63.97/73.36 亿元，同比增长 9.59%/13.77%/14.68%，归属母公司净利润 9.11/10.64/12.33 亿元，同比增长 1.0%/16.8%/15.9%。

表1: 盈利预测简要结果

利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5131	5623	6397	7336
营业成本	2596	2891	3280	3761
营业税金及附加	26	29	33	37
销售费用	855	937	1060	1208
管理费用	306	331	369	415
研发费用	435	484	543	618
财务费用	(11)	(36)	(48)	(53)
投资收益	44	37	35	39
资产减值及公允价值变动	12	13	16	13
其他收入	(392)	(484)	(543)	(618)
营业利润	1022	1037	1210	1401
营业外净收支	2	0	0	1
利润总额	1024	1037	1210	1402
所得税费用	99	104	121	139
少数股东损益	22	22	26	30
归属于母公司净利润	903	911	1064	1233

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表2: 盈利预测假设基础

	2022	2023E	2024E	2025E
生命科学检测				
营业收入 (亿元)	22.97	25.02	27.82	30.97
同比增速	10.04%	8.91%	11.21%	11.32%
成本 (亿元)	11.69	12.65	14.07	15.66
毛利 (亿元)	11.28	12.36	13.75	15.31
毛利率 (%)	49.12%	49.42%	49.42%	49.42%
医药医学检测				
营业收入 (亿元)	5.51	3.27	3.64	4.32
同比增速	49.14%	-40.65%	11.19%	18.80%
成本 (亿元)	2.96	2.41	2.76	3.32
毛利 (亿元)	2.55	0.86	0.88	1.00
毛利率 (%)	46.23%	26.23%	24.23%	23.23%
工业品测试				
营业收入 (亿元)	9.04	10.85	12.84	15.22
同比增速	12.52%	19.96%	18.43%	18.48%
成本 (亿元)	5.37	6.23	7.25	8.51
毛利 (亿元)	3.67	4.62	5.60	6.71
毛利率 (%)	40.58%	42.58%	43.58%	44.08%
消费品测试				
营业收入 (亿元)	7.16	10.14	11.81	13.97
增速	44.63%	41.55%	16.47%	18.33%
成本 (亿元)	3.68	5.26	6.07	7.11
毛利 (亿元)	3.48	4.88	5.74	6.86
毛利率 (%)	48.59%	48.09%	48.59%	49.09%
贸易保障检测				
营业收入 (亿元)	6.62	6.95	7.86	8.88
增速	15.48%	5.00%	13.00%	13.00%
成本 (亿元)	2.26	2.35	2.66	3.01
毛利 (亿元)	4.36	4.60	5.20	5.87
毛利率 (%)	65.85%	66.15%	66.15%	66.15%
营业总营业收入				
营业收入 (亿元)	51.31	56.23	63.97	73.36
增速	18.54%	9.59%	13.77%	14.68%
营业成本 (亿元)	25.96	28.91	32.80	37.61
营业成本/营业收入	50.61%	51.42%	51.28%	51.26%
毛利率	49.39%	48.58%	48.72%	48.74%
毛利 (亿元)	25.34	27.32	31.17	35.75

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

◆ **投资建议：“质量回报双提升”方案发布，公司中长期投资价值有望提升，维持“买入”评级**

公司所处检测行业是长坡厚雪优质赛道，需求稳定、长期确定性强。公司作为我国综合性检测龙头，有望充分受益行业长坡厚雪特征实现稳健持续增长。“质量回报双提升”方案发布进一步明确了公司高质量发展举措，有望提升公司中长期投资价值。考虑到市场环境仍有一定不确定性，我们下调公司 2023-25 年归母净利润为 9.11/10.64/12.33 亿元（前值 10.81/12.99/15.62 亿元），对应 PE 21/18/16 倍，维持“买入”评级。

◆ **风险提示**

经济下行；公信力受不利事件影响；业务增速不及预期。

表3: 可比公司估值表

证券简称	投资评级	收盘价 20240205	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
苏试试验	买入	10.90	55.43	0.70	0.69	0.93	1.20	15.57	15.80	11.72	9.08
广电计量	买入	9.98	57.41	0.32	0.45	0.63	0.88	31.19	22.18	15.84	11.34
谱尼测试	买入	7.03	38.39	1.12	0.66	0.90	1.17	6.28	10.65	7.81	6.01
							平均值	17.68	16.21	11.79	8.81
华测检测	买入	11.57	194.70	0.54	0.54	0.63	0.73	21.57	21.36	18.30	15.78

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1163	1602	2392	2743	2965	营业收入	4329	5131	5623	6397	7336
应收款项	1101	1475	1453	1584	1820	营业成本	2128	2596	2891	3280	3761
存货净额	55	97	121	118	145	营业税金及附加	23	26	29	33	37
其他流动资产	245	713	493	604	785	销售费用	769	855	937	1060	1208
流动资产合计	2985	3887	4458	5049	5715	管理费用	276	306	331	369	415
固定资产	1818	2194	2664	3180	3752	研发费用	376	435	484	543	618
无形资产及其他	146	144	139	135	130	财务费用	12	(11)	(36)	(48)	(53)
投资性房地产	1311	1310	1310	1310	1310	投资收益	38	44	37	35	39
长期股权投资	216	244	290	348	392	资产减值及公允价值变动	22	12	13	16	13
资产总计	6476	7780	8861	10021	11299	其他收入	(331)	(392)	(484)	(543)	(618)
短期借款及交易性金融负债	140	128	49	100	100	营业利润	850	1022	1037	1210	1401
应付款项	554	749	881	877	942	营业外净收支	(1)	2	0	0	1
其他流动负债	800	830	1016	1150	1278	利润总额	850	1024	1037	1210	1402
流动负债合计	1493	1707	1946	2127	2321	所得税费用	86	99	104	121	139
长期借款及应付债券	43	4	4	4	4	少数股东损益	17	22	22	26	30
其他长期负债	382	397	490	594	664	归属于母公司净利润	746	903	911	1064	1233
长期负债合计	425	401	494	598	668	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1919	2108	2440	2725	2989	净利润	746	903	911	1064	1233
少数股东权益	100	198	218	241	268	资产减值准备	23	15	16	16	17
股东权益	4457	5474	6203	7054	8041	折旧摊销	290	304	208	257	311
负债和股东权益总计	6476	7780	8861	10021	11299	公允价值变动损失	(22)	(12)	(13)	(16)	(13)
关键财务与估值指标						财务费用	12	(11)	(36)	(48)	(53)
每股收益	0.45	0.54	0.54	0.63	0.73	营运资本变动	(299)	(627)	647	10	(164)
每股红利	0.04	0.06	0.11	0.13	0.15	其它	(7)	4	4	7	10
每股净资产	2.66	3.25	3.69	4.19	4.78	经营活动现金流	731	587	1773	1339	1394
ROIC	29%	25%	25%	28%	29%	资本开支	0	(698)	(676)	(769)	(881)
ROE	17%	16%	15%	15%	15%	其它投资现金流	581	421	0	0	0
毛利率	51%	49%	49%	49%	49%	投资活动现金流	483	(306)	(722)	(826)	(925)
EBIT Margin	18%	18%	17%	17%	18%	权益性融资	(5)	315	0	0	0
EBITDA Margin	24%	24%	21%	21%	22%	负债净变化	(42)	(39)	0	0	0
收入增长	21%	19%	10%	14%	15%	支付股利、利息	(65)	(108)	(182)	(213)	(247)
净利润增长率	29%	21%	1%	17%	16%	其它融资现金流	(392)	136	(79)	51	0
资产负债率	31%	30%	30%	30%	29%	融资活动现金流	(611)	157	(261)	(161)	(247)
息率	0.3%	0.6%	1.0%	1.1%	1.3%	现金净变动	603	438	790	352	221
P/E	24.9	20.7	20.5	17.5	15.1	货币资金的期初余额	561	1163	1602	2392	2743
P/B	4.2	3.4	3.0	2.6	2.3	货币资金的期末余额	1163	1602	2392	2743	2965
EV/EBITDA	19.5	17.1	18.2	15.6	13.5	企业自由现金流	0	(198)	1035	500	434
						权益自由现金流	0	(101)	989	595	481

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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所提及的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：518046 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