



内生外延穿越周期，检测龙头行稳致远

2025年02月05日

核心观点

- 国内第三方检测龙头，精益管理经营稳健。** 华测检测自2003年成立以来，经历从前期跑马圈地快速扩张到精耕细作提升经营质量的发展历程，快速成长为我国第三方检测龙头。2018年原SGS高管申屠献忠先生的加入开启了公司战略和管理转型之路，开始迈入高质量发展和全球化发展的全新阶段。公司内生增长与外延并购并重，实现业绩的持续稳定增长。2009-2024年公司营收和净利润CAGR均在20%以上。根据业绩快报，2024年公司实现收入60.81亿元，同比增长8.49%；实现归母净利润9.34亿元，同比增长2.64%。
- 高成长与高回报兼备，广阔需求孕育全球万亿市场。** 检测服务贯穿经济社会发展，“GDP+”属性显著，行业增速约为经济增速的2倍左右。2023年，全球检验检测行业市场规模达到2785亿欧元。近年来下游检测领域发展差异化明显，全球科技革命和产业变革下，半导体、医药医学、绿色低碳等新兴领域需求不断涌现。从竞争格局来看，检测行业仍呈“小弱散”局面，全球检测龙头市占率也仅在3%以下。我国检测机构快速崛起，市场竞争力持续提升。
- 精益管理+前瞻布局，迈向全球打造世界华测。** 公司在食品、环境、贸易保障等领域深耕多年，建立了全方位的竞争优势，行业龙头地位稳固，传统检测业务基本盘稳健。2021年以来，公司加码半导体、医药医学、大消费、大交通、数字化、绿色低碳等新兴赛道，加快国际化进程，培育中长期增长点。公司护城河深厚，自2018年起持续推进精细化管理，财务状况和经营质量领先同行。多元业务布局和精益管理助力公司穿越周期，实现稳健和可持续的发展。
- 投资建议：** 预计公司2024-2026年将分别实现归母净利润9.34亿元、10.66亿元、12.06亿元，对应EPS为0.56、0.63、0.72元，对应PE为22倍、20倍、17倍，首次覆盖给予推荐评级。
- 风险提示：** 宏观经济增长不及预期的风险；下游新兴领域发展不及预期的风险；并购整合及投后管理未达预期的风险；公信力和品牌受不利事件影响的风险；市场竞争加剧的风险等。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5604.62	6080.53	6701.46	7305.01
收入增长率%	9.24	8.49	10.21	9.01
归母净利润(百万元)	910.20	934.25	1066.13	1205.91
利润增速%	0.83	2.64	14.12	13.11
毛利率%	48.06	49.47	50.13	50.43
摊薄EPS(元)	0.54	0.56	0.63	0.72
PE	22.98	22.39	19.62	17.35
PB	3.37	3.02	2.68	2.38
PS	3.73	3.44	3.12	2.86

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

华测检测 (股票代码: 300012.SZ)

推荐 首次评级

分析师

鲁佩

☎: 021-20257809

✉: lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521060001

王霞举

☎: 021-68596817

✉: wangxiaju_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070007

市场数据

2025-02-05

股票代码	300012
A股收盘价(元)	12.43
上证指数	3270.16
总股本(万股)	168283
实际流通A股(万股)	143177
流通A股市值(亿元)	178

相对沪深300表现图

2025-02-05



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、国内第三方检测龙头，精益管理经营稳健	3
(一) 发展历程：从粗放扩张到精耕细作	3
(二) 财务分析：业绩增长稳健，精益管理提升经营质量	4
(三) 股权结构：股权稳定，核心团队激励充分	6
二、高成长与高回报兼备，广阔需求孕育万亿市场	8
(一) 检测服务贯穿经济社会发展，“GDP+”属性显著	8
(二) 需求端：新兴领域空间广，结构性机会不断涌现	10
(三) 供给端：市场格局分散，第三方检测百舸争流	14
三、内生外延穿越周期，布局全球打造世界华测	17
(一) 业务多元化布局，抢跑优质蓝海赛道	17
(二) 精益管理提质增效，内外兼修构筑深厚护城河	21
(三) 拓展海外服务网络，国际化进程持续推进	26
四、盈利预测与估值	28
(一) 盈利预测	28
(二) 绝对估值	29
(三) 相对估值	30
五、风险提示	31

一、国内第三方检测龙头，精益管理经营稳健

（一）发展历程：从粗放扩张到精耕细作

华测检测自 2003 年成立以来，经历二十余年的发展，快速成长为我国第三方检测龙头。复盘公司的发展历程，可以大致划分为四个阶段，公司前期通过跑马圈地式的扩张，迅速扩大了业务版图和服务网络的全国覆盖，建立了先发优势；2018 年以来公司持续深化精益管理，提升运营效率，前期投入转化为利润释放，实现公司的持续稳健发展。

1、2003-2014：主业成长，布局全国

在公司成立初期，主要立足于自身业务成长和实验室及服务网点的全国性扩张，目的是扩大公司业务规模，增强品牌和公信力，建立先发优势。2009 年公司成为创业板首家上市检测机构；2010 年公司通过收购深圳鹏程进入认证领域，完善业务布局。在此阶段公司陆续取得海内外检测和认证资质，并开始初步进军海外市场。上市以来，公司收入利润快速增长，2009-2013 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别达到 30.98%和 27.37%。

2、2014-2018：跑马圈地，粗放扩张

2014 年起，公司开始寻求外延扩张，加大投资并购力度，2014-2017 年间公司合计完成收并购项目 17 个，实现下游应用领域的横向和纵向拓展，持续完善业务矩阵。2017 年公司资本开支达到 6.61 亿元的历史高峰，占收入比重达到 31.21%；公司实验室数量由上市之初的 30 余个增长至 130 余个，基本完成实验室的网络布局。依托业务版图的迅速扩张，公司收入规模保持 30%以上的年均增长，净利润和盈利能力受产能爬坡等因素影响有所下滑。

3、2018-2021：精耕细作，利润导向

2018 年是公司战略转向的重要节点，通过引入关键人物原 SGS 高管申屠献忠先生，开启了精细化管理改革进程。一方面，考核机制重点由营收转向利润；另一方面，强化投资管理，摒弃激进投资方式，更加关注投资回报。公司整体运营效率得到大幅提升，由此进入“精细化、全球化”发展的新阶段。

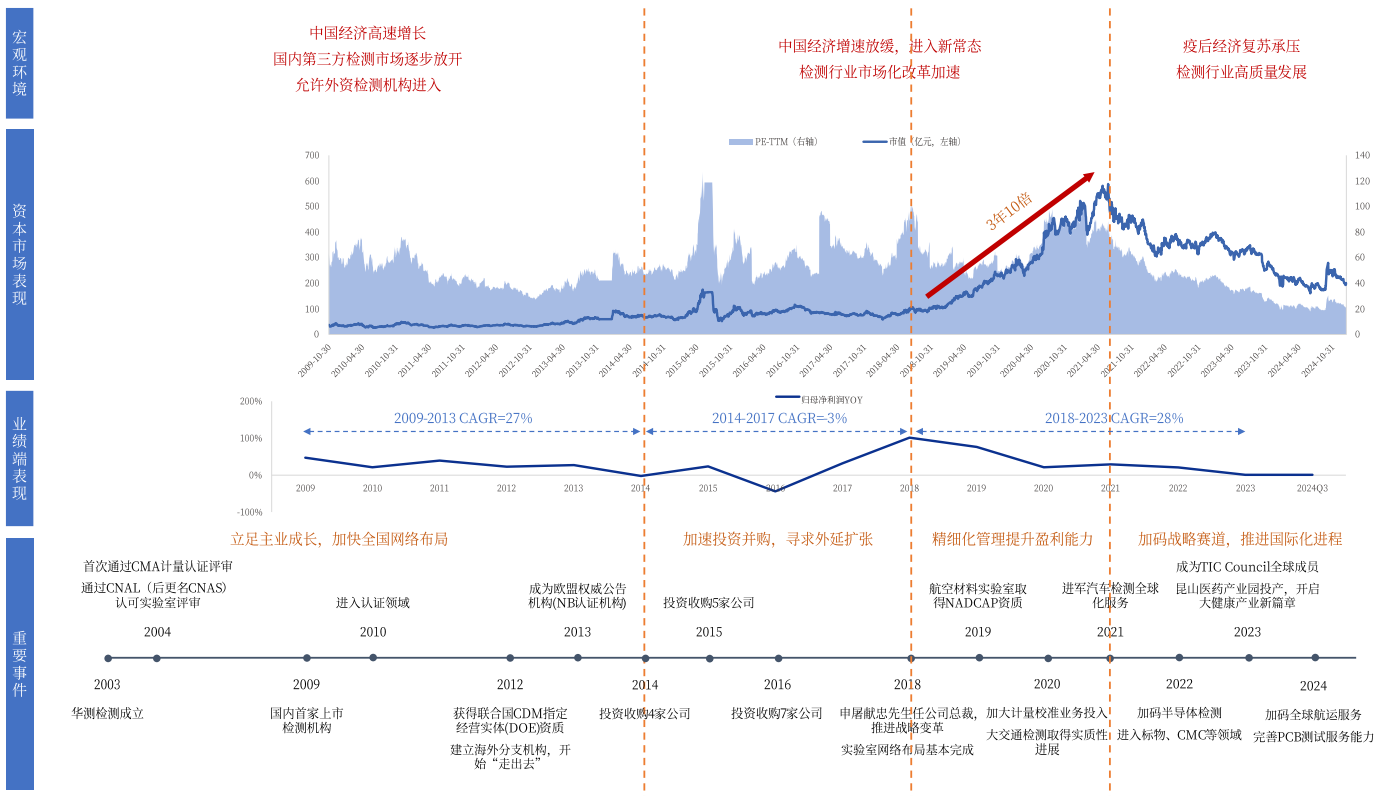
从业绩表现来看，随着公司精细化管理举措的持续推进，以及实验室产能建设进入获利期，规模效应逐步显现，公司业绩实现大幅改善，2018 年公司归母净利润同比实现翻倍增长，盈利水平企稳回升。得益于公司经营质量和业绩的持续改善，公司市值在 3 年内实现 10 倍增长。

4、2021-至今：精益管理，加码新兴+国际

2021 年公司进一步深化管理改革，通过持续推进精益管理，继续提升经营效率和质量。同时，鼓励用二次创业精神加码战略赛道，积极布局半导体芯片、医药医学、标准物质、新能源、大交通领域、半导体芯片等领域，培育未来中长期增长点；并将战略并购迈向全球化，陆续收购了 Maritec、德国易马、希腊 NAIAS 等公司，拓展海外市场。

在精益管理和战略并购的双轮驱动下，面对国内宏观经济疫后复苏不及预期、医药医学板块短期承压等不利影响，公司业绩仍实现稳健增长，彰显强劲韧性。2018-2024 年公司营收和净利润 CAGR 分别为 14.63%和 22.98%。

图1：华测检测发展历程

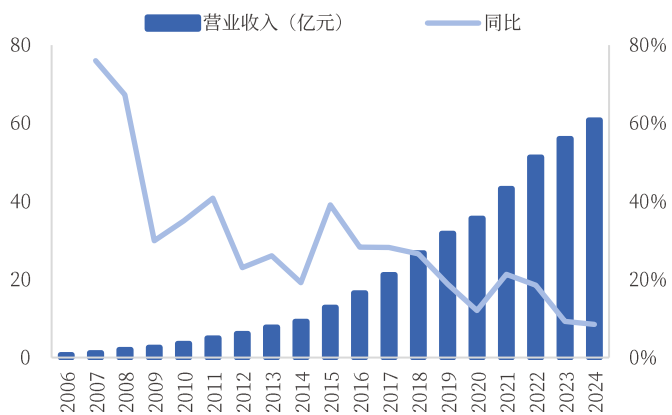


资料来源: Wind, 公司公告, 公司官网, 中国银河证券研究院

(二) 财务分析：业绩增长稳健，精益管理提升经营质量

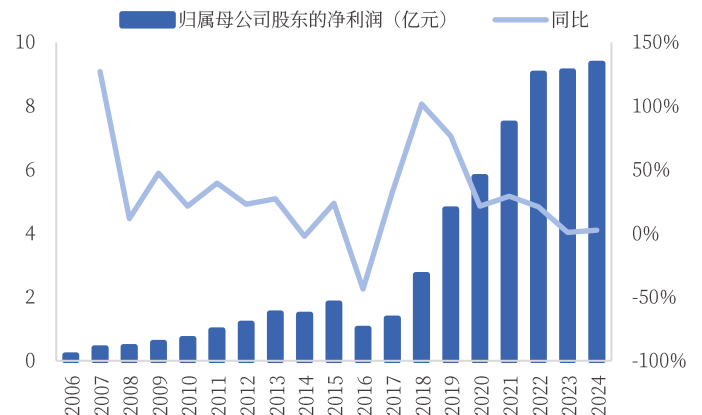
上市以来公司营收利润整体增长趋势稳健。公司战略路径清晰，内生增长与外延并购并重，实现营业收入的持续稳定增长，2009-2024年公司营业收入年均复合增速为23.26%。公司前期粗放式扩张影响业绩表现，2014-2017年公司归母净利润整体呈下滑趋势；随着公司精益管理举措的逐步落地和并购战略的调整，2018-2022年公司净利润显著修复，实现大幅增长。2009-2024年公司归母净利润年均复合增速为20.49%，增长动能强劲。根据业绩快报，2024年公司实现收入60.81亿元，同比增长8.49%；实现归母净利润9.34亿元，同比增长2.64%。

图2：华测检测营业收入及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 2024年为业绩快报数据)

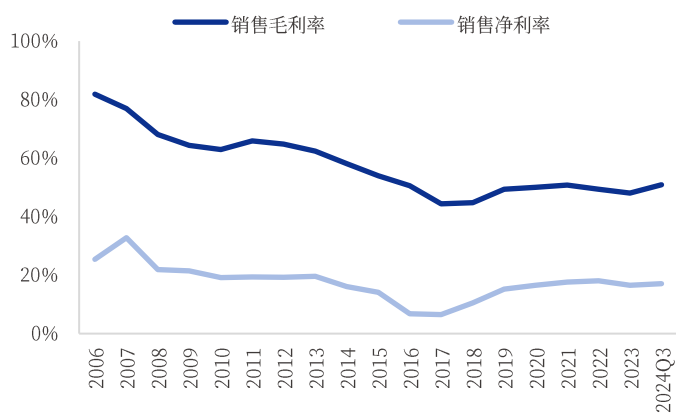
图3：华测检测归母净利润及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 2024年为业绩快报数据)

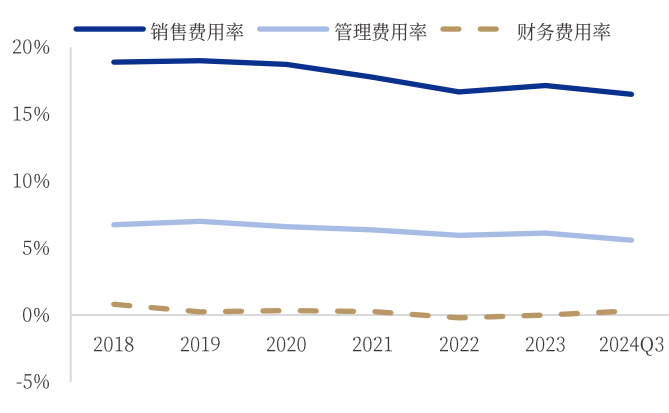
费用率控制良好，盈利水平稳步提升。检测行业下游客户分散，看重品牌和公信力，对价格敏感度相对较低，成本主要为人工成本和折旧摊销。2009年上市以来公司盈利水平先降后升，一方面系公司经营战略经历了从跑马圈地到精细化管理的战略转变。实验室在前期基地建设和设备采购后，还需取得相应资质才能开展检测业务，以环保和食品类检测实验室为例，从建设到完全达产至少需要一年半到两年的时间，存在费用前置影响。另一方面系收入结构变化影响，随着公司业务版图的扩张，毛利率较高的贸易保障业务占比逐步下降。公司综合毛利率由上市时的64.32%下滑至2017年的44.37%，净利率从21.45%下滑近15个百分点至6.50%。2018年起受益于精益管理和数字化赋能，公司运营效率持续提升，盈利能力逐步修复。2024Q3公司毛利率和净利率分别为50.88%和17.11%，同比分别提升0.5pct和下降1.47pct。费用端，随着产能的释放实验室规模效应逐步显现，公司费用率整体呈下降趋势。2024Q3公司销售/管理/财务费用率分别为16.49%/5.59%/0.31%，同比+0.05pct/-0.23pct/+0.54pct。

图4：华测检测盈利能力



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：华测检测费用率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

国内检测行业兴起于进出口贸易检测，贸易保障为公司起家业务，上市前在收入中占据半壁江山。随着经济发展，国家社会对环境、食品、消费品等领域的安全和质量问题重视程度不断加深，检测市场需求加速增长，相关业务收入快速提升。公司生命科学板块收入占比攀升，自2013年起跃升为第一大业务板块，收入占比保持在40%以上。从毛利率来看，随着国内第三方检测市场化程度不断加深，行业竞争加剧，各业务板块毛利率整体呈下降趋势。由于贸易保障大多为化学类检测，实验室运转效率高，故公司贸易保障业务毛利率远超其他板块，近年来始终保持在65%以上。

图6：华测检测分板块收入结构

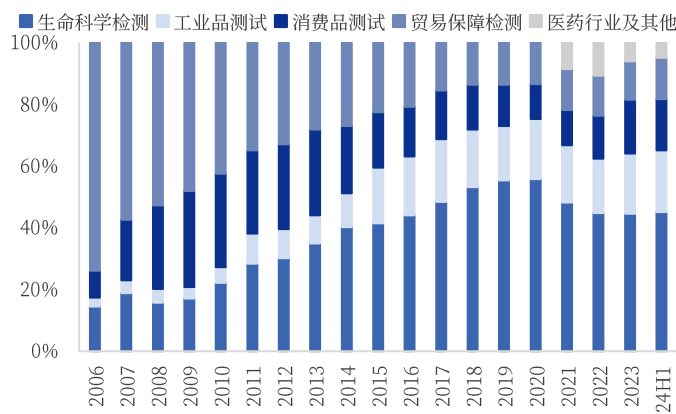
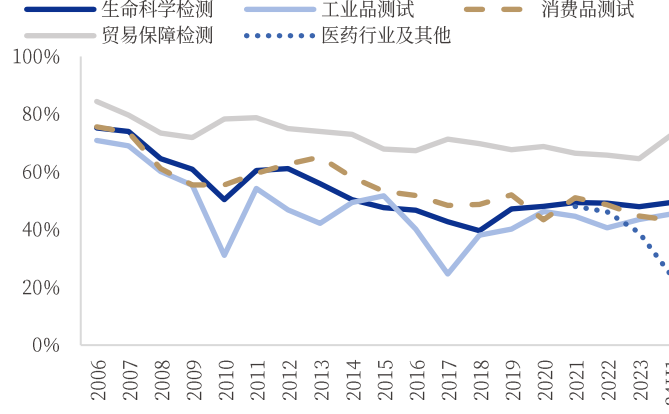


图7：华测检测分板块毛利率

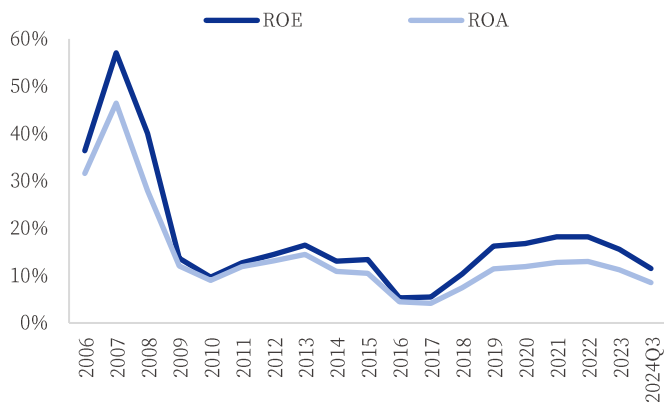


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

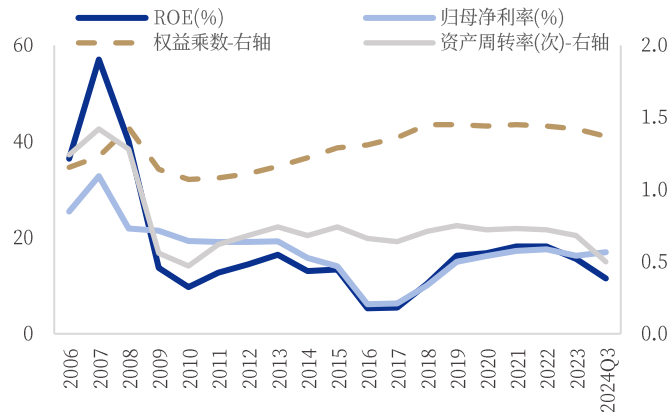
2018年公司实现从追求规模到追求经营质量和效益的转变, ROE水平明显提升。从杜邦拆解来看, 公司资产周转率基本保持平稳, ROE的变化主要受净利率水平的驱动。公司权益乘数始终保持在1.0-1.5的较低水平, 除了提高盈利能力, 通过适当抬升财务杠杆水平, 公司ROE仍存在较大提高空间。

图8: 华测检测 ROE 及 ROA



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

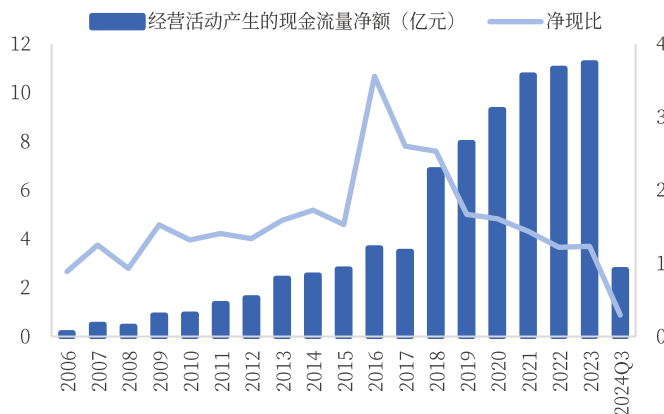
图9: 华测检测 ROE 杜邦分析



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

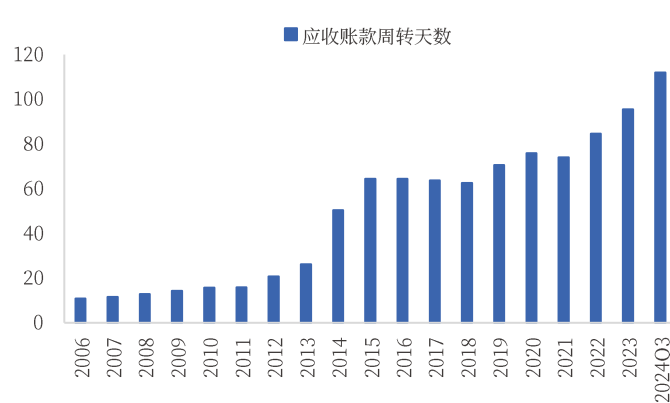
公司现金流充足。2018年公司改变激进投资扩张模式, 注重投资回报分析, 重点投资战略赛道, 利润水平迅速修复, 公司现金流水平显著改善, 近年来净现比保持在1.5上下的优秀水平。随着业务规模的不断扩大, 公司应收账款周转天数有所增加。2022年以来宏观经济承压, 地方政府债务压力加剧, 公司应收账款周转天数有所增加。近年来公司不断优化客户结构, 提高企业客户占比, 叠加内需复苏预期下的新一轮政府化债工作, 公司应收账款情况有望改善。

图10: 华测检测经营活动现金流及净现比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 华测检测应收账款周转天数

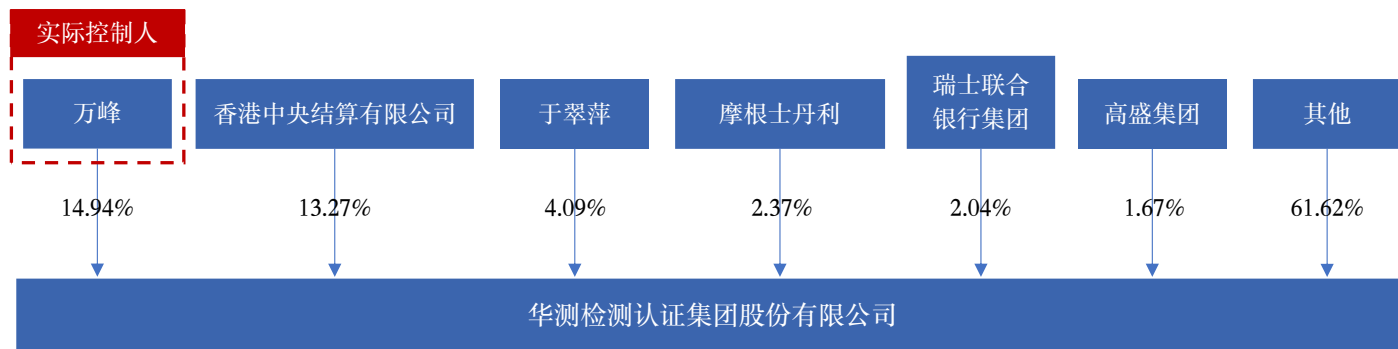


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 股权结构: 股权稳定, 核心团队激励充分

公司股权结构相对稳定。公司实控人为董事长万峰先生, 系公司发起人之一, 直接持有公司股权14.94%。于翠萍女士系万峰先生前妻, 持股比例4.09%。截至2023年底, 实控人万峰先生及一致行动人合计持有公司股权比例为22.06%。

图12: 华测检测股权结构 (截至 2024 年三季报)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

引入行业资深人才打造优质管理团队。公司自创立之初便采用职业经理人经营模式, 2018年6月, 国内检测认证行业领军人物之一, 原SGS高管申屠献忠先生加入公司担任总裁一职, 开启了公司战略和管理转型之路。随后公司又引入多名来自SGS及其他各领域的优秀管理人才和行业专家, 打造具备行业竞争力的优秀管理团队, 公司迈入高质量发展和全球化发展的全新发展阶段。

表1: 华测检测董事及高管团队引入多名SGS人才

姓名	职务	履历
申屠献忠	总裁、董事	1968年生, 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。2018年6月加入公司, 现任公司总裁、董事。
戚观成	董事	硕士生学历。从事验证检测行业超过30年, 曾任SGS集团管理委员会成员达十七年。历任SGS集团首席营运官, 负责中国香港区、北美消费品和东北亚地区; SGS中国、SGS香港总裁、SGS全球消费品检测和工业服务事业群多个副总裁职务。曾任通用标准技术服务有限公司、SGS香港、台湾、韩国、日本、越南董事。于2022年创立睿衡网投有限公司, 主要从事TIC行业收购并购事务及提供管理顾问服务, 现为执行董事。2023年10月16日起担任华测检测董事。
曾啸虎	副总裁	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管理职务。2019年1月加入公司, 现任公司副总裁。

资料来源: 公司公告, 公司官网, 中国银河证券研究院

多元激励方案并举, 绑定核心团队, 激发员工积极性。公司通过实施全员绩效考核方案, 员工持股计划及股权激励计划等激励方式, 激发公司核心团队的积极性。上市以来, 公司开展了三次股权激励和四次员工持股计划, 高管及核心团队激励较为充分。

表2: 华测检测股权激励及员工持股计划

时间	事件	对象
2011	关于对中层管理人员及核心技术(业务)人员的股票期权激励计划	首次授予涉及激励对象176人, 股票期权数量239万股
2017	首期员工持股	参加对象包括5名公司高管及部分核心管理人员, 总人数不超过100人
	第二期员工持股	参加对象包括3名公司高管及部分核心管理人员, 总人数不超过40人
2018	2018年股票期权激励计划	激励对象包括申屠献忠等7名董事、高管及31名核心管理人员, 授予2065万份股票期权
2019	2019年股票期权激励计划	激励对象包括曾啸虎及其他8名核心管理人员, 授予470万份股票期权
2021	华测医药员工持股计划	对象包括华测医药董事、高级管理人员和核心员工, 华测检测管理层与董事长万峰先生共同参与跟投
2024	2024年第一期员工持股计划	覆盖公司管理骨干、业务骨干共333人

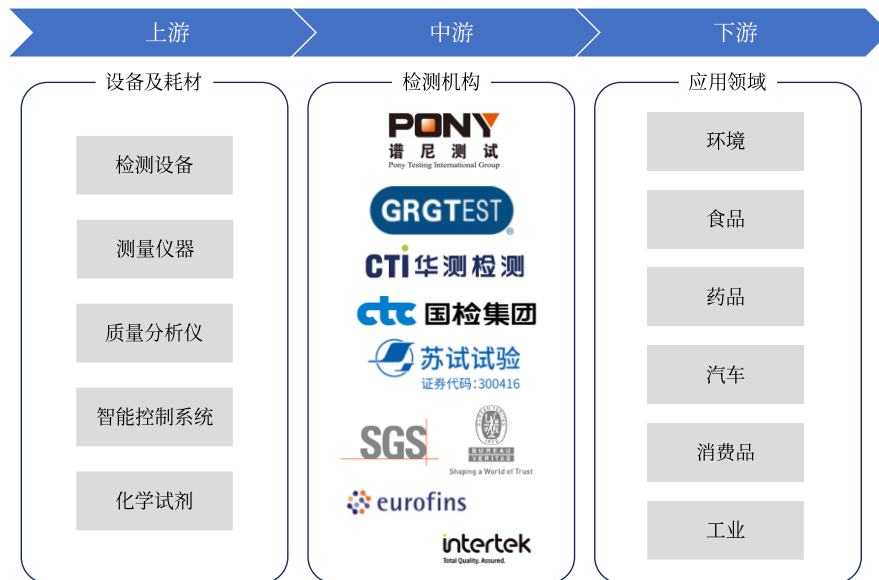
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二、高成长与高回报兼备，广阔需求孕育万亿市场

（一）检测服务贯穿经济社会发展，“GDP+”属性显著

检测行业产业链上游包括检测设备、测量仪器、质量分析仪等设备以及化学试剂等耗材。中游为检测服务机构，主要包括民营检测机构、外资检测机构以及国资机构三种类型。下游应用市场广泛涉及国民经济各大领域，主要包括食品制造业、药品制造业、汽车制造业、消费品制造业等。

图13：检测行业产业链



资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

中国检测行业起步相对较晚，市场化程度不断加深。我国检测行业的发展可以划分为以下几个阶段：**1) 1989年以前为政府垄断期。**新中国成立后，政府开始实行国家对外贸易的统一管制，建立独立自主的对外贸易管理体系，对外贸易部下设商品检验总局，统一领导和管理全国的进出口检验机构和开展检验检测工作。1984年，国务院发布了《中华人民共和国进出口商品检验条例》，规定国家商检局为统一监督管理全国进出口商品检验检测工作的主管机关，所有业务由国家检验检测机构实施，并特别规定在中国境内不得设立外国检验机构。**2) 1989-2002年检测市场开始向民营机构放开。**1989年《中华人民共和国进出口商品检验法》颁布，确定了多种检验主体的合法性，规定符合条件的国内外检验检测机构可承担委托的进出口商品检验检测工作，开始对民间资本开放商品检验检测市场。2002年《中华人民共和国进出口商品检验法》修改进一步明确，列入国家规定的进出口商品检验目录的商品，由商检机构实施检验检测。**3) 2002-2014年市场开放度进一步扩大。**2005年我国根据加入WTO时的承诺，允许外资机构进入中国的检验检测服务业市场，凭借着雄厚的资本实力和技术实力，外资机构逐渐成为中国检验检测服务业市场中的重要组成部分。**4) 2014年以来检测行业加快市场化、国际化、专业化发展。**2014年原国家质检总局发布《关于整合检验检测认证机构的实施意见》，鼓励和支持社会力量开展检验检测认证业务，检测行业发展开始进入快速发展阶段。近年来我国持续加强对检测行业的支持力度，鼓励检测机构市场化、国际化、专业化发展。

表3：检测行业重要政策文件

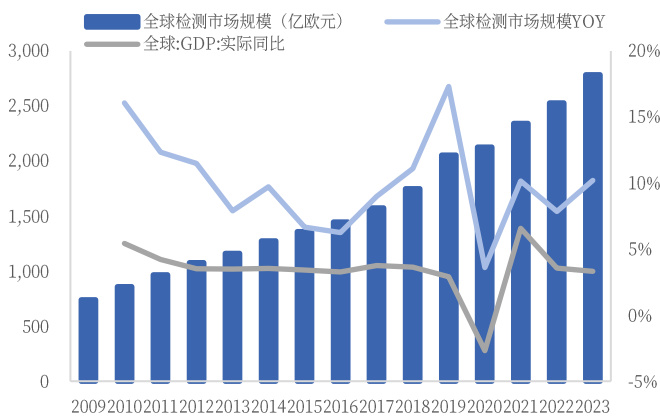
时间	文件	内容
----	----	----

2011	《国务院办公厅关于加快发展高技术服务业的指导意见》	推进检验检测服务加快发展，加强战略性新兴产业和农业等重点行业产品质量检验检测体系建设。鼓励检验检测技术服务机构由提供单一认证型服务向提供综合检测服务延伸
2014	《国务院关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》	加快发展第三方检验检测认证服务，鼓励不同所有制检验检测认证机构平等参与市场竞争，不断增强权威性和公信力，为提高产品质量提供有力的支持保障服务
2014	《关于整合检验检测认证机构的实施意见》	有序开放检验检测认证市场，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，加大政府购买服务力度，营造各类主体公平竞争的市场环境
2015	《全国质检系统检验检测认证机构整合指导意见》	到2020年，基本完成质检系统检验检测认证机构政事分开、管办分离、转企改制等改革任务，经营类检验检测认证机构专业化提升、规模化整合、市场化运营、国际化发展取得显著成效，形成一批具有知名品牌的综合性检验检测认证集团
2017	《中共中央国务院关于开展质量提升行动的指导意见》	促进生产性服务业专业化发展。支持发展工业设计、计量测试、标准试验验证、检验检测认证等高新技术服务业。加快培育产业计量测试、标准化服务、检验检测认证服务、品牌咨询等新兴质量服务业态
2017	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016版）》	首次将检验检测服务业列为我国重点发展的战略性新兴产业
2018	《国务院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，加大政府购买服务力度，营造各类主体公平竞争的市场环境。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
2019	《市场监管总局关于进一步推进检验检测机构资质认定改革工作的意见》	进一步推进检验检测机构资质认定改革，创新完善检验检测市场监管体制机制，优化检验检测机构准入服务，加强事中事后监管，营造公平竞争、健康有序的检验检测市场营商环境，充分激发检验检测市场活力
2021	《关于进一步深化改革促进检验检测行业做优做强的指导意见》	到2025年，检验检测体系更加完善，创新能力明显增强，发展环境持续优化，行业总体技术能力、管理水平、服务质量和公信力显著提升，涌现一批规模效益好、技术水平高、行业信誉优的检验检测企业，培育一批具有国际影响力的检验检测知名品牌，打造一批检验检测高新技术服务业集聚区和公共服务平台，形成适应新时代发展需要的现代化检验检测新格局。支持中小型检验检测机构“专精特新”发展道路，弘扬企业家精神和工匠精神，培育一批“单项冠军”“隐形冠军”
2021	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	建设生产应用示范平台和标准计量、认证认可、检验检测、试验验证等产业技术基础公共服务平台。聚焦提高产业创新力，加快发展研发设计、工业设计、商务咨询、检验检测认证等服务
2022	《“十四五”市场监管科技发展规划》	提升检验检测机构国际竞争力，培育一批具有国际影响力的检验检测知名品牌，完善认证国际合作互认体系，构建“一带一路”质量认证合作机制，不断提高“中国认证”的国际影响力；加快绿色低碳相关质量基础设施服务平台建设，为企业提供计量、标准、检验检测、认证认可“一站式”绿色低碳咨询服务；发挥认证认可技术机构在合格评定领域科技支撑作用，不断完善认证认可技术体系
2022	《“十四五”认证认可检验检测发展规划》	围绕“市场化、国际化、专业化、集约化、规范化”发展要求，加快构建统一管理、共同实施、权威公信、通用互认的认证认可检验检测体系，更好服务经济社会高质量发展
2022	《关于推进国家级质量标准实验室建设的指导意见》	到2025年，力争在高端制造、新材料、信息技术、生物医药等重点领域建设若干国家级质量标杆；到2035年，基本建成同现代产业体系发展与安全保障相适应的国家级质量标准实验室体系，形成重点突出、布局合理、规模适度、技术先进、运行高效的良性发展格局
2024	《关于深入实施检验检测促进产业优化升级行动的通知》	推动检验检测与产业融合发展。围绕构建现代化产业体系打造高水平检验检测服务平台，支持检验检测行业头部机构充分发挥示范引领作用，构建覆盖全链条、全生命周期的检验检测服务体系，推动提升产业链供应链韧性和安全水平。鼓励检验检测机构与高校、科研院所、产业链上下游企业共同组建创新联合体，开展检验检测关键共性技术和仪器设备协同攻关，破解“卡脖子”难题，推动科技创新和产业创新深度融合，加快创新成果转化落地

资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院

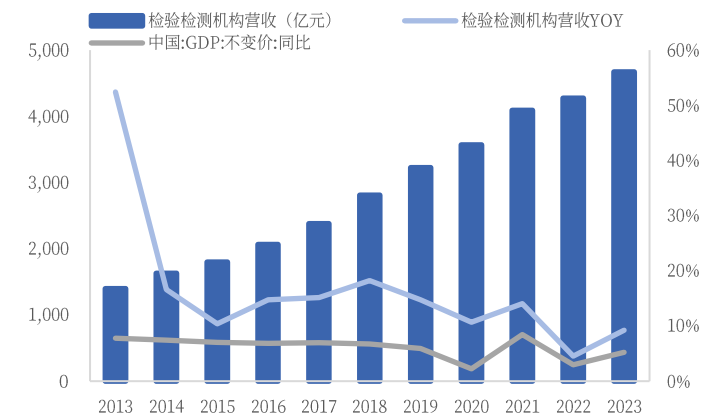
检测行业具备“GDP+”属性，市场规模稳健提升。检测行业基于全社会对QHSE（即产品质量、健康水平、生活安全性、社会环境保护）等问题的持续关注而兴起，与国家经济和人民生活紧密相连，行业增速约为经济增速的2倍左右，具有“GDP+”的属性。庞大的需求孕育了全球万亿元大市场。全球检验检测行业市场规模从2012年的1,077亿欧元上升至2023年的2785亿欧元，复合增长率达到9.02%；预计未来5年仍将保持4-5%的稳定增速。随着近十年来我国经济的飞速发展，我国检测行业规模实现快速提升，2013-2023年复合增速达到12.81%，近年来在经济复苏压力下，行业增速有所放缓。截至2023年底，我国共有检验检测机构53834家，同比增长2.02%。全年实现营业收入4670.09亿元，同比增长9.22%。

图14：全球检测市场规模及GDP增速



资料来源：Wind，国家市场监督管理总局，普华有策，中国银河证券研究院

图15：中国检测市场营收及GDP增速

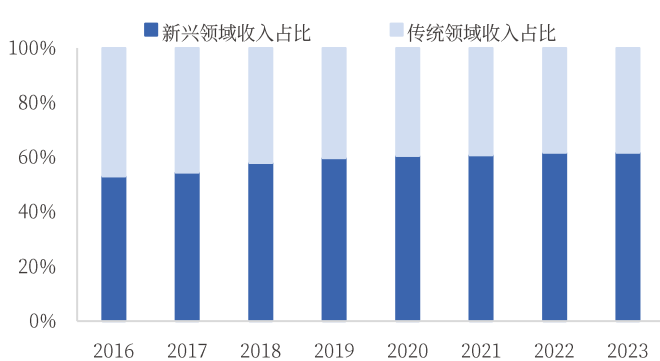


资料来源：Wind，国家市场监督管理总局，中国银河证券研究院

（二）需求端：新兴领域空间广，结构性机会不断涌现

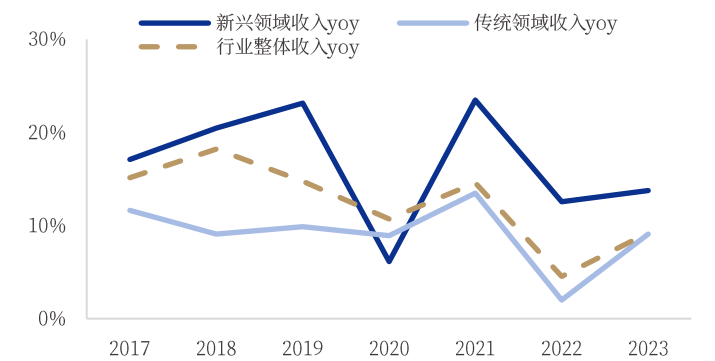
下游检测领域发展差异化显著，新兴领域快速增长。受益近年来下游市场的快速发展和产业新技术的不断迭代，新兴领域（包括电子电器、机械（含汽车）、材料测试、医学、电力（包含核电）、能源和软件及信息化）检测服务需求持续保持高速增长，2023年实现收入944.75亿元，同比增长13.76%，高于全行业营收增速4.54pct；传统领域（包括建筑工程、建筑材料、环境与环保（不包括环境监测）、食品、机动车检验、农产品林业渔业牧业）2023年实现收入1,789.51亿元，同比增长9.09%。从收入结构上看，传统领域占行业总收入的比重持续呈下降趋势，由2016年的47.09%下降至2023年的38.32%。

图16：新兴领域检测收入占比提升



资料来源：国家市场监督管理总局，中国银河证券研究院

图17：新兴领域收入增速高于行业

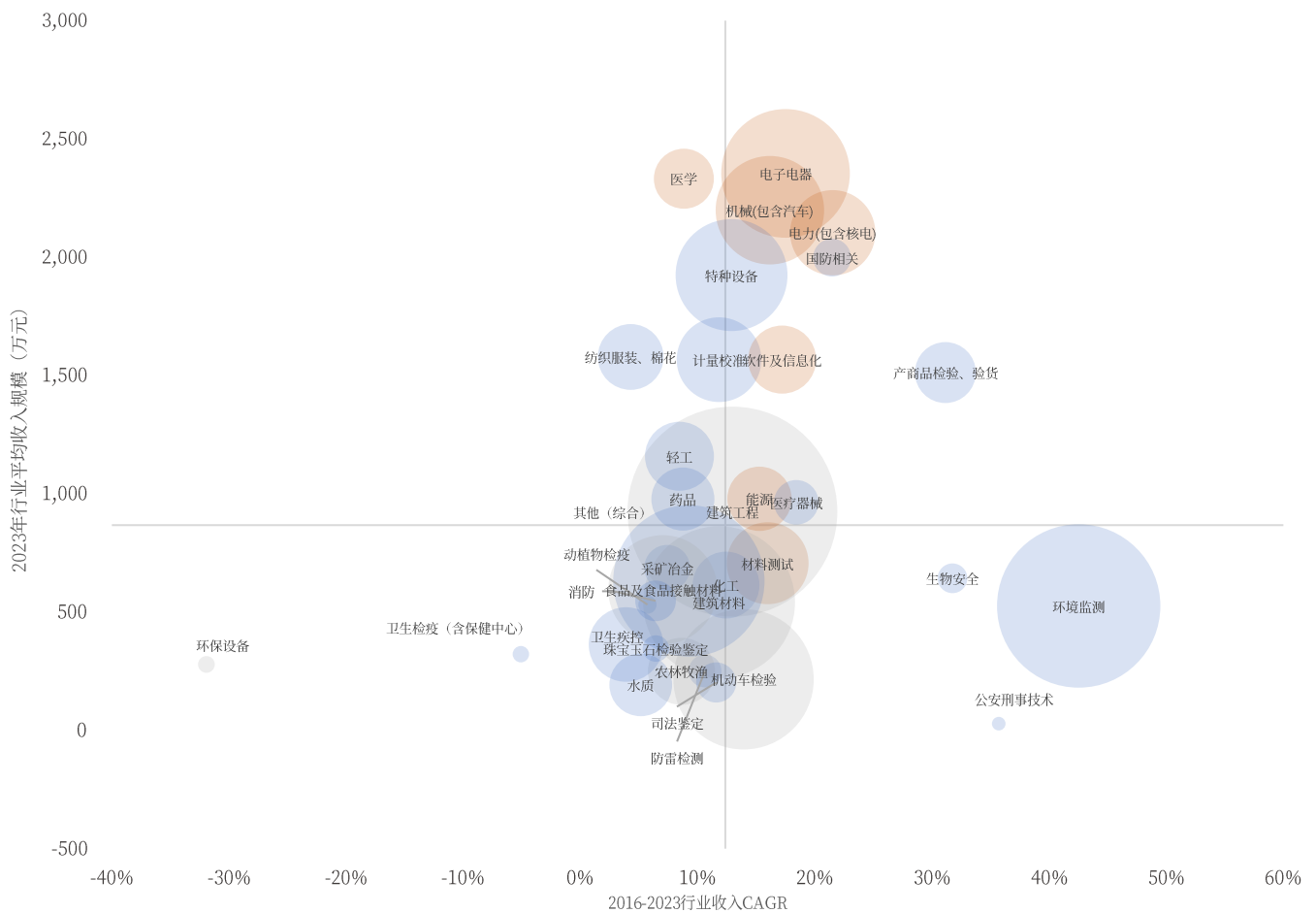


资料来源：国家市场监督管理总局，中国银河证券研究院

从细分行业增速来看，2023 年产商品检验、验货/软件及信息化/能源/化工/计量校准/生物安全/材料测试检测营收增速均超 20%，表现亮眼；建工/建材检测略有回暖，低基数下营收增速均在 10%-11%。价格竞争压力下，食品检测/机动车检测营收增速下降；受医疗反腐、军工反腐等不利因素影响，医学/国防相关/消防/卫生疾控营收均下滑超 17%。2016-2023 年复合增速最快的行业分别为环境监测、公安刑事技术、生物安全、产商品检验和电力(包含核电)，年均增速分别为 42.53%、35.70%、31.75%、31.15%、21.53%。

从细分行业格局来看，2023 年规模排名前五的细分赛道包括建筑工程（761.94 亿元，占比 16.3%）、环境监测（461.53 亿元，占比 9.8%）、建筑材料（398.99 亿元，占比 8.5%）、机动车检验（340.47 亿元，占比 7.3%）、电子电器检测（286.05 亿元，占比 6.1%），合计营收占比 48.1%。2023 年机构数量排名前五的领域包括机动车检验（15760 家）、环境监测（8601 家）、建筑工程（8241 家）、建筑材料（7366 家）、水质检测（3532 家）。行业内企业平均规模最大的细分领域为电子电器、医学、机械(包含汽车)、电力(包含核电)、国防相关。

图18：2023 年中国检测服务细分行业格局



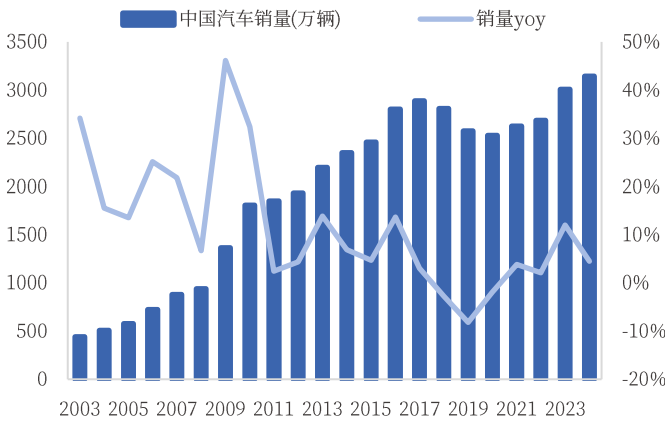
资料来源：国家市场监督管理总局，中国银河证券研究院（注：1、气泡大小代表 23 年细分行业整体收入规模，橙色代表新兴领域，灰色代表传统领域；2、纵横坐标轴位置为检测行业整体水平；3、环境监测为 17-23 年 CAGR，环保设备为 18-23 年 CAGR）

我国经济增长处于新旧动能转换时期，产业加快转型升级，新质生产力成为未来投资重点，不断为检测行业带来新增需求，新兴领域结构性机会不断涌现。

1、新能源汽车检测

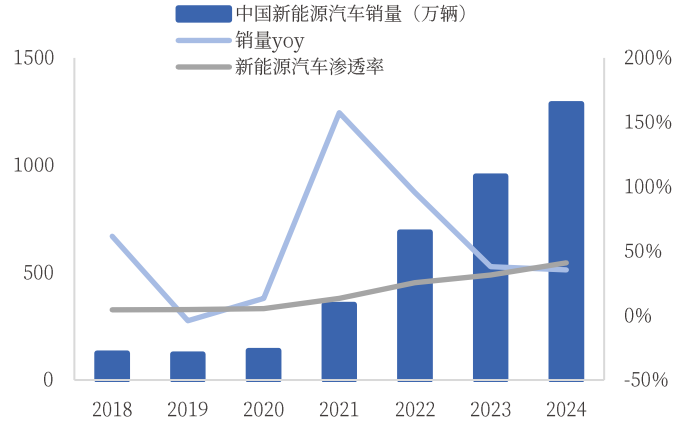
新能源汽车市场快速增长，研发+下线检测需求不断攀升。2024年我国新能源汽车继续保持快速增长，年产销首次突破1000万辆，销量占比超过40%，迎来高质量发展新阶段。一方面，随着国内汽车行业的长足发展及市场竞争的日趋激烈，国内汽车企业的研发需求不断提升，研发投入持续加大，研发端检测需求有望持续提升；另一方面，新能源汽车相对于传统汽车新增了动力电池、电机、电控等部件，需相应新增动力电池系统检测、电机及控制器检测、充电系统测试等环节，带来增量市场需求。

图19：中国汽车销量及增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图20：中国新能源汽车销量及增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

2、半导体检测

半导体检测是半导体产业链不可或缺的重要环节。半导体生产制造的各个环节，包括设计、制造、封装，甚至原材料的制备、半导体设备的制造、终端产品的组装生产，均有可能引起最终产品的失效。为保证半导体芯片、器件等产品的制造良率，在半导体产品整个生产工艺中，存在大量的检测需求，半导体第三方检测行业快速发展。目前半导体第三方检测分析服务主要集中于后道检测与实验室检测。

表4：各类半导体检测与半导体产业链对应情况

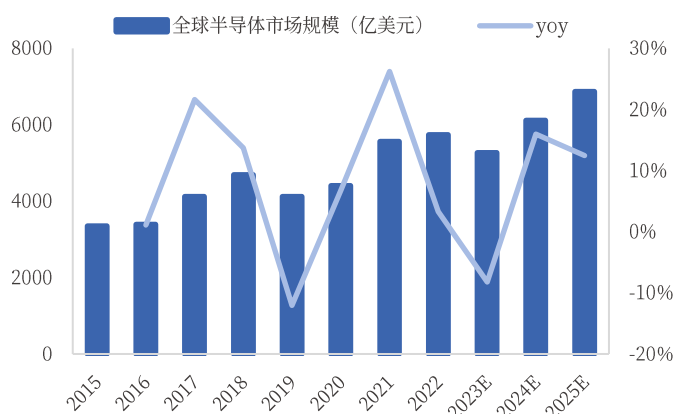
半导体生产环节		前道量检测	后道检测	实验室检测
芯片设计	逻辑设计		可应用于测试设计阶段流片后产品的有效性	针对半导体各类型样品进行检测分析，包括失效分析（FA）材料分析（MA）、可靠性分析（RA）等，该类检测分析贯穿半导体产业链
	电路设计			
	图形设计			
晶圆制造	生长	针对生产过程中的晶圆进行检测与量测，包括晶圆结构缺陷检测、薄膜厚度量测等，主要为物理性测试		
	切磨			
	外延			
	氧化			
	光刻			
	刻蚀			
	曝光			
清洗				
芯片封装	切片		针对加工完的晶圆进行晶圆测试（CP），封装后的芯片进行成品	
	装片			
	连线			

	封装		测试 (FT), 主要为电性测试及功能性测试
	原材料生产		
	半导体设备		
	终端产品		

资料来源: 胜科纳米招股书, 中国银河证券研究院

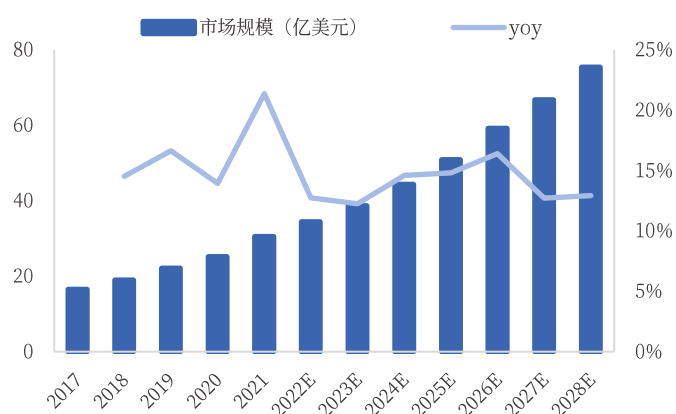
全球半导体景气上行, 第三方实验室检测分析市场空间广阔。根据 WSTS 预测, 在存储芯片及逻辑芯片等推动下, 全球半导体市场将迎来强劲复苏, 2024 年全球半导体市场规模预计同比增长 16.0%, 有望达到 6112 亿美元, 2025 年预计同比增长 12.5%, 达到 6873 亿美元。根据 QY Research 数据, 包括失效分析等测试项目在内的全球半导体第三方实验室检测分析市场规模目前已突破 30 亿美元, 预计在 2028 年达到 75 亿美元, 在半导体行业整体技术快速迭代的发展过程中, 半导体检测分析的需求增速将超过半导体行业整体市场增速。

图21: 全球半导体市场规模及增速



资料来源: WSTS, 中国银河证券研究院

图22: 全球半导体第三方实验室检测分析市场规模及预测



资料来源: QY Research, 中国银河证券研究院

3、低空经济

低空经济是以各种有人驾驶和无人驾驶航空器的各类低空飞行活动为牵引, 辐射带动相关领域融合发展的综合性经济形态, 涉及低空飞行、航空旅游、科研教育等行业和应用产经, 产品包括无人机、直升机等。低空经济作为战略性新兴产业, 产业链长、带动性强, 在医疗、气象、农业等领域都有广泛应用。

据工信部下属机构赛迪顾问发布《中国低空经济发展研究报告(2024)》(以下简称“报告”), 2023 年中国低空经济规模达 5059.5 亿元, 增速达 33.8%。乐观预计, 到 2026 年, 低空经济规模有望突破万亿元, 达到 10644.6 亿元。作为新质生产力的代表, 低空经济催生万亿规模“新蓝海”, 有望带来包括环境可靠性试验、电磁兼容试验、有害物质检测、失效分析、化学分析、VOC 测试、零部件强度试验、材料性能测试、适航认证等在内的广阔检测认证增量需求。

图23: 低空经济产业链

上游	中游		下游
航空材料 合金材料 (钛合金、铝合金) 低空飞行器钢材 航空涂料 特种橡胶	装备制造		低空经济+文旅 城市空游 航空展览 航拍摄影 娱乐飞行
关键零部件 芯片 锂电池	整机制造 无人机制造 固定翼无人机 多旋翼无人机 无人直升机 垂直起降固定翼无人机	部件制造 飞行控制 系统 主控芯片 陀螺仪	低空经济+物流 数字物流 智能配送
低空基础设施 地面保障基础设施: 起降场地 充电设施 新型基础设施: 空管系统 雷达监控 通信与导航系统	航空器制造 北斗技术 5G技术 人工智能技术	机体结构件 机身 起落架 机翼 螺旋桨	低空经济+交通 城市空中交通UAM 共享出行 飞行汽车
	航空器制造 军用航空器 民用航空器	动力系统 电池 电调 电机	低空经济+交通 农林植保 作物监测 农田测绘 渔牧业飞行
	地面系统 遥控监测 辅助设备 监控系统 起降系统 数据处理系统 指挥系统	飞行控制 云台 图传系统 摄像机	低空经济+军管 低空巡检 救援搜索 特种作战 警务飞行
		低空飞行保障 地面保障服务 检测检验服务 空中保障服务 适航审定	低空经济+公共服务 应急救援 城市消防
		低空飞行培训 维修培训 飞行培训	

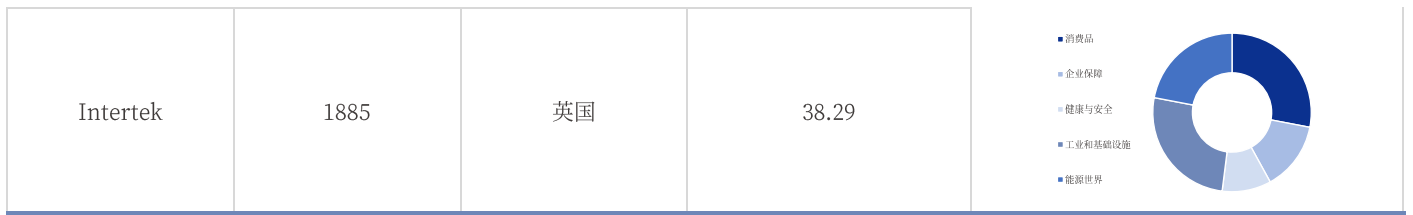
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 供给端: 市场格局分散, 第三方检测百舸争流

现代检验检测服务行业从欧洲兴起, 在 19 世纪中期逐渐发展成熟。目前全球范围内的大型综合性检测机构主要来自于欧洲, 部分检验检测机构经过多年发展已成为跨国集团, 在全球建立分支机构和拓展海外市场同时不断合并重组调整公司结构。全球检测行业四大龙头分别为 SGS、Eurofins、Bureau Veritas 和 Intertek, 目前已有百年历史。与海外龙头相比, 我国第三方检测机构历史较短, 规模体量仍较小, 全球检测龙头 2023 年收入规模是我国前几大综合性检测公司的 10 倍以上。

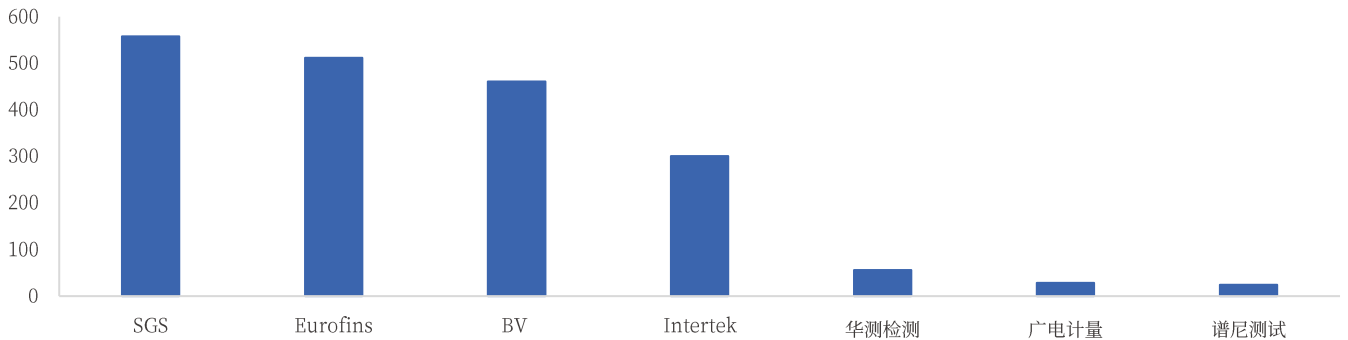
表5: 全球检测行业龙头简介

公司名称	成立时间	总部地点	2023 年收入 (亿欧元)	2023 年收入结构
SGS	1878	瑞士	70.93	<ul style="list-style-type: none"> 工业与环境 自然资源 互联与产品 营养与健康 管理与保证 
Eurofins	1987	比利时	65.15	<ul style="list-style-type: none"> 生命科学 生物制药 诊断服务和产品 消费与科技产品检测 
BV	1828	法国	58.68	<ul style="list-style-type: none"> 建筑工程与基础设施 农产品和大宗商品 工业 消费品 船舶与海上设施 认证 



资料来源：各公司官网，各公司 2023 年报，Wind，中国银河证券研究院

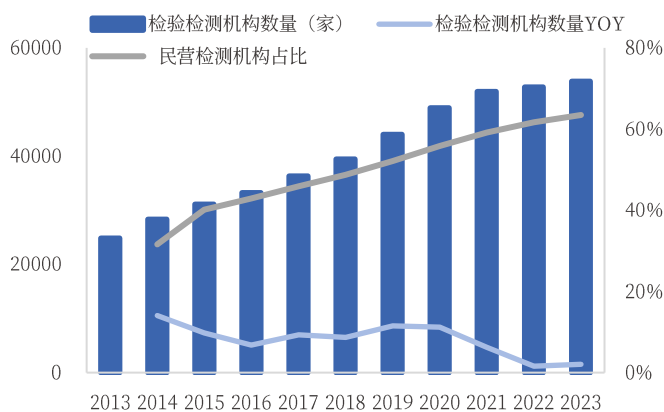
图24：国内外检测龙头 2023 年收入规模（亿元）对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

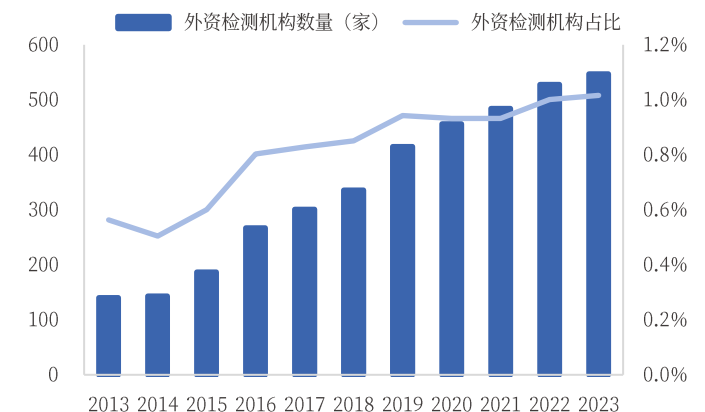
民营检测机构崛起，市场结构持续优化。截至 2023 年底，我国共有检验检测机构 53834 家，同比增长 2.02%。其中，取得资质认定的民营检验检测机构共 34171 家，同比增长 5.03%，民营检验检测机构数量占比 63.47%。近 10 年，随着我国检测行业市场化改革的推进，民营机构市场份额实现翻倍。2023 年取得检验检测机构资质认定的外资企业共有 547 家，同比增长 3.60%；实现营业收入 291.98 亿元，同比增长 8.98%。外资机构数量占比仅为 1% 左右，但收入占比超过 6%。我国民营检测机构与外资品牌相比仍存较大差距。

图25：中国检测机构数量及民营企业占比



资料来源：国家市场监督管理总局，中国银河证券研究院

图26：中国外资检测机构数量及占比

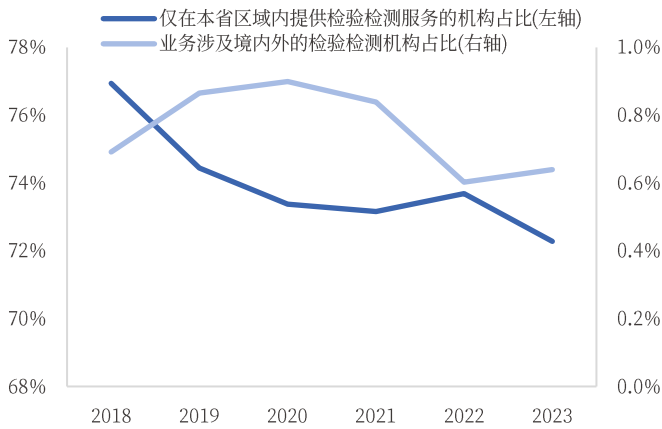


资料来源：国家市场监督管理总局，中国银河证券研究院

行业仍呈“小弱散”局面，集约化程度持续提升。检测服务市场格局分散，以小微型企业为主。截至 2023 年底，就业人数在 100 人以下的检验检测机构共 51814 家，占比达到 96.25%；全国规模以上检验检测机构数量达到 7558 家，同比增长 6.63%，营业收入达到 3751.22 亿元，同比增长 11.50%。规模以上检验检测机构数量仅占全行业的 14.04%，但营业收入占比达到 80.32%，集约化

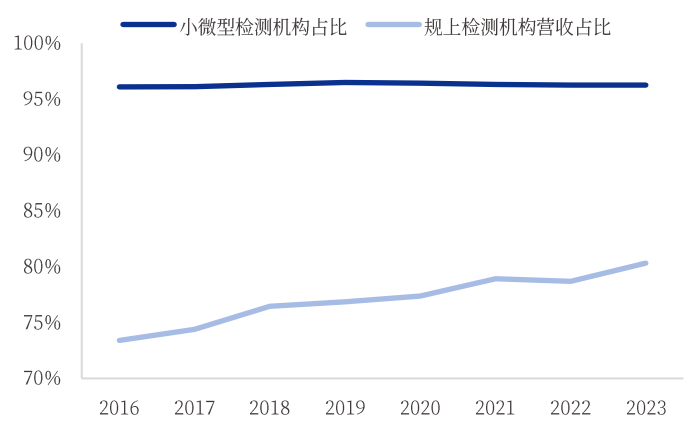
发展趋势显著。从服务半径来看,仅在本省区域内提供检验检测服务的机构共 38911 家,占比 72.28%,本地化特征明显;业务范围涉及境内外的检验检测机构 347 家,占比仅 0.64%。我国检测行业发展之路任重道远。

图27: 国内检测机构服务半径



资料来源: 国家市场监督管理总局, 中国银河证券研究院

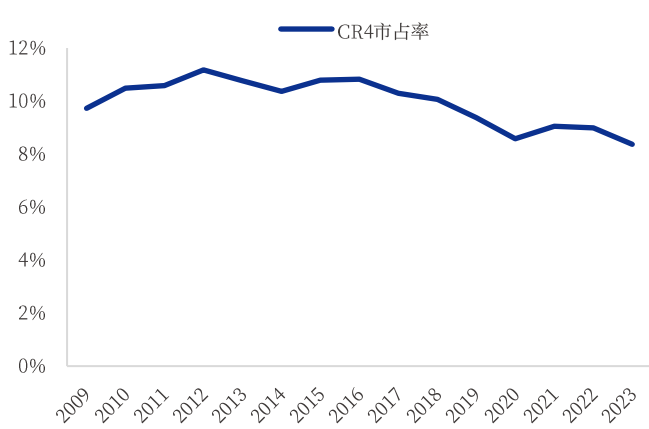
图28: 国内检测行业集约化程度提升



资料来源: 国家市场监督管理总局, 中国银河证券研究院

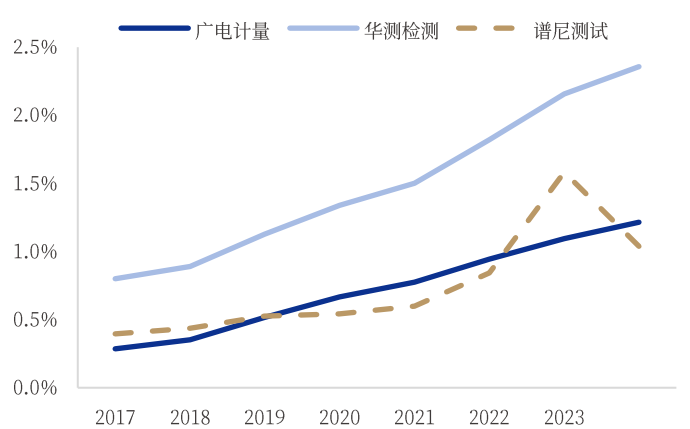
检测行业碎片化特征显著, 格局极为分散。我们测算 2023 年全球检测行业 CR4 仅为 8.37%,且近年来呈持续下滑态势,全球龙头 SGS 市场份额也仅为 2.55%。国内主要综合性检测公司市占率虽持续提升,但单一机构市占率也同样极低,均在 3%以下。面对市场容量巨大,但竞争格局十分分散的行业特征,第三方检测机构大有可为。

图29: 全球检测行业 CR4 市占率



资料来源: Wind, 国家市场监督管理总局, 普华有策, 中国银河证券研究院

图30: 国内主要综合性检测公司市占率



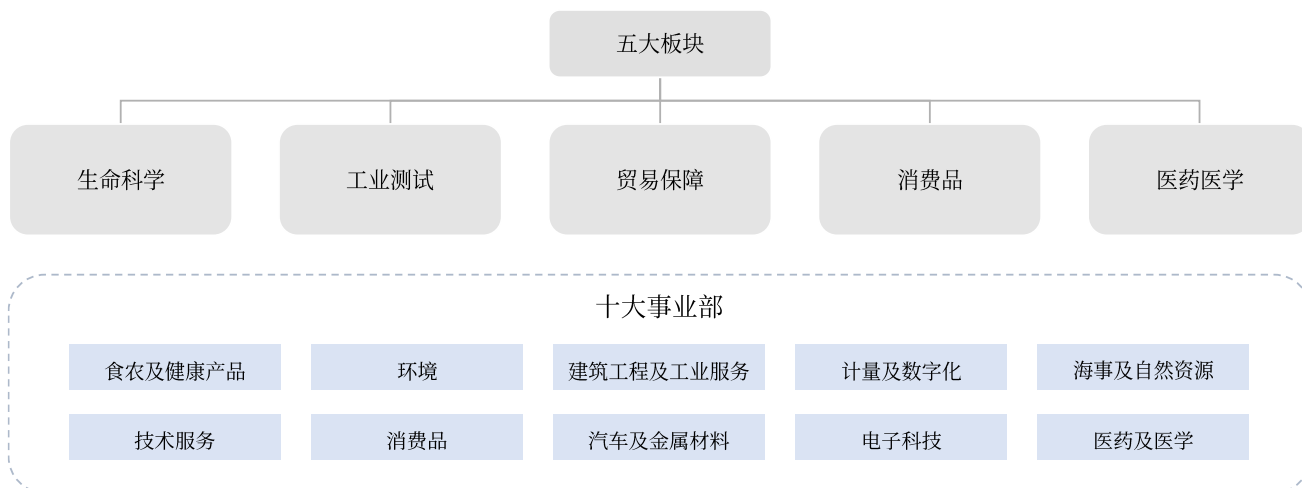
资料来源: Wind, 国家市场监督管理总局, 中国银河证券研究院

三、内生外延穿越周期，布局全球打造世界华测

(一) 业务多元化布局，抢跑优质蓝海赛道

经过二十余年的发展，目前公司已形成生命科学、工业测试、贸易保障、消费品、医药医学五大业务板块，拥有 30 余条产品线，可向客户提供“一站式”服务。多元化的业务布局可以平滑经济周期波动对公司业绩的不利影响，有助于公司保持稳健的业绩增长。

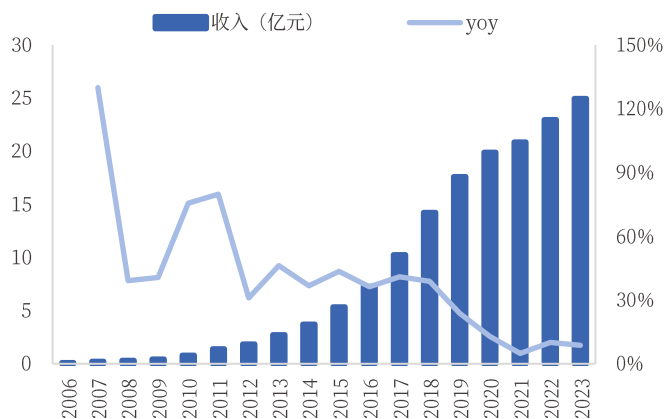
图31：华测检测业务板块及事业部线条



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

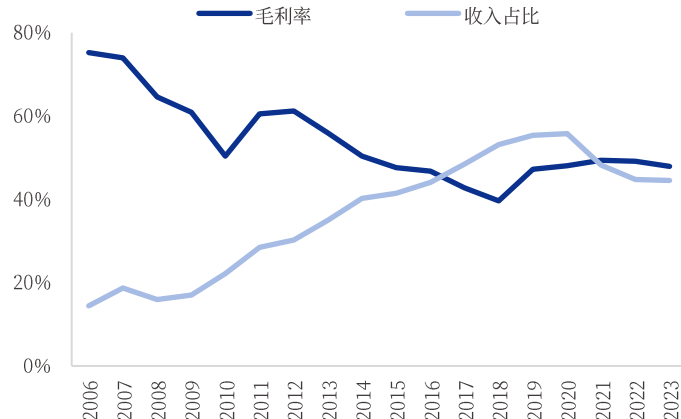
传统检测基本盘稳健，市场地位稳固。公司在食品、环境、贸易保障等领域深耕多年，建立了全方位的竞争优势，行业龙头地位稳固，传统检测业务基本盘稳健。2009-2023 年公司生命科学板块收入复合增速达到 33.23%，在收入中占比持续提升，近年来基本保持在 50% 上下，毛利率接近 50%。食品检测领域，公司在保证传统食品检测及政府抽检保持稳定发展的同时，积极向企业研发端进行拓展，加大专项实验室的投入，率先开发乳制品中活性蛋白检测技术、血糖生成指数（GI）服务、营养评价系列等前沿项目；并重点拓展宠物食品和用品检测、化妆品和原料毒理检测等检测新需求。

图32：华测检测生命科学板块营收及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图33：华测检测生命科学板块毛利率及收入占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

环境检测领域,公司作为国内最早的民营第三方环境检测机构,积累了丰富的经验和领先优势。在 2022 年启动的我国第三次土壤普查中,公司入围 25 个检测实验室,15 个实验室被授予农业农村部耕地质量标准化实验室,领先同行。在巩固传统环境检测业务的同时,公司前瞻布局新污染物监测、海水检测等新赛道,有利于平抑传统检测业务的波动。

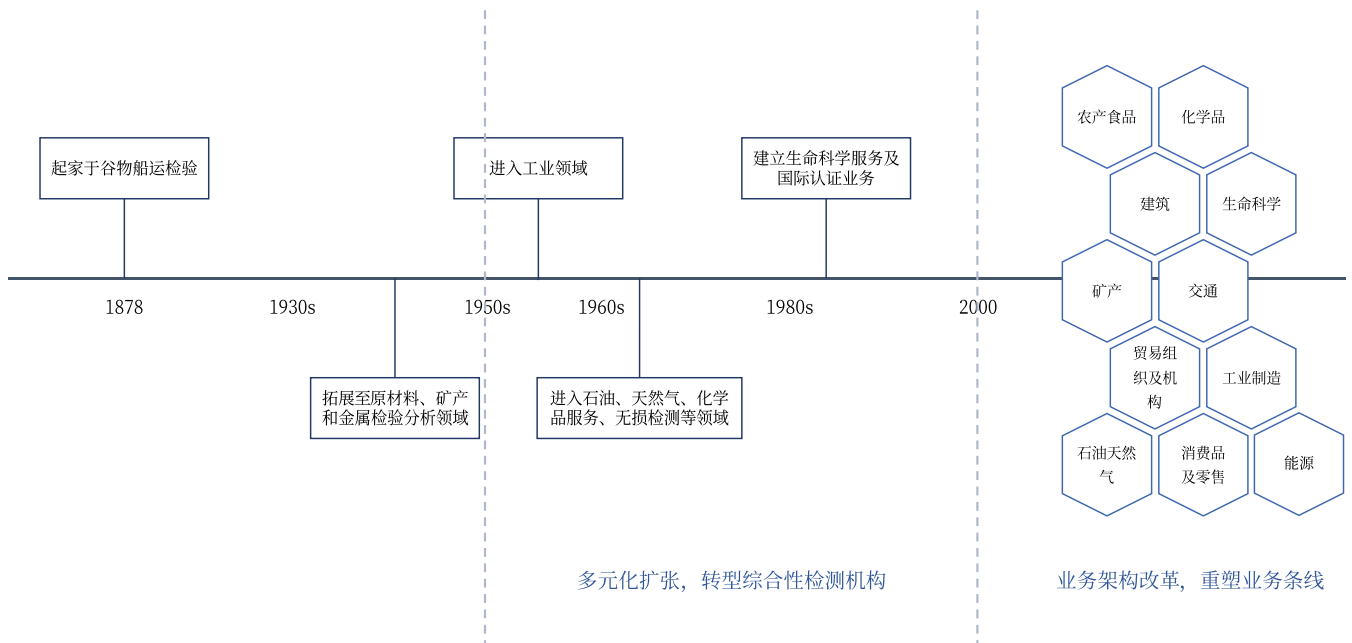
表6: 第三次全国土壤普查时间安排及实验室中标情况

年份	三普进度安排	华测实验室中标情况
2022	启动土壤三普工作,完成技术规程制订、工作平台构建、外业采样点规划布设及培训宣传等工作,在 31 个省(自治区、直辖市)选择若干个县开展全面试点。对重点区域开展盐碱地调查,完成全面盐碱地普查	第一批 126 个实验室,中标 9 个 第二批 359 个实验室,中标 15 个 第三批 283 个实验室,中标 1 个 合计共有 25 个实验室中标
2023-2024	各省(自治区、直辖市)全面开展普查,2024 年底前完成全部外业采样和内业化验等工作,初步建成省级土壤普查数据库与样品库	-
2025	完成省级普查成果汇总、验收,初步建成国家级数据库、样品库,形成全国耕地质量报告和土壤利用适宜性评价报告等,汇总形成全国土壤普查各类成果	-

资料来源: 农业农村部, 中国银河证券研究院

纵观全球检测巨头的发展历程,外延并购是实现业务版图和区域版图快速扩张的通用做法。以全球龙头 SGS 为例,SGS 是检测认证行业的百年企业,在全球拥有超过 9.9 万名员工和 2700 多个分支机构及实验室,通过一系列并购加速业务全球化、多元化布局,发展成为国际公认的测试、检验和认证机构。SGS 从检验谷物船运起家,1950 年起开始寻求多元化扩张,先后进入了石油、石化、无损检测、生命科学等领域,逐步转型为一家综合性检测机构。1991 年,SGS 通过与国家市场监督管理总局系统下的中国标准科技集团合资成立 SGS 通标进入中国市场。2010 年以来,SGS 完成收购超过 150 次,前瞻布局氢能、储能、智能网联新能源汽车等新兴产业。

图34: SGS 业务拓展历程

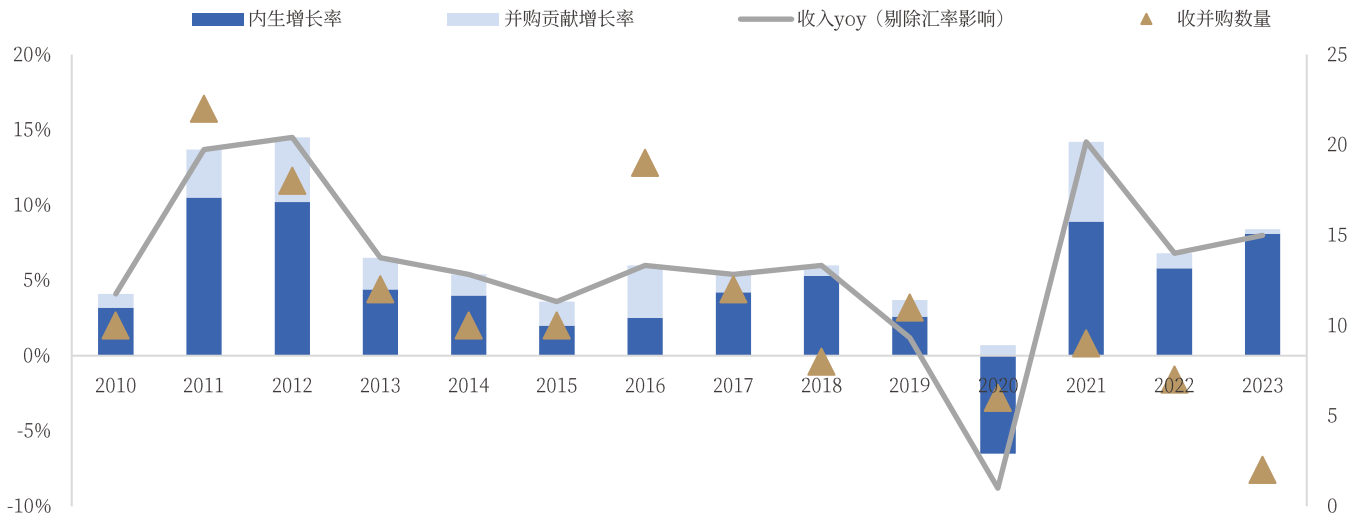


资料来源: SGS 微信公众号, SGS 年报, 中国银河证券研究院

剔除汇率等因素影响,2010 年至今,SGS 收入规模增速变化趋势与历年收并购数量变动基本趋

同，SGS 内生增长率和并购贡献增长率中枢分别为 4.66%和 1.95%，外延并购为公司收入的持续增长贡献有力支撑。

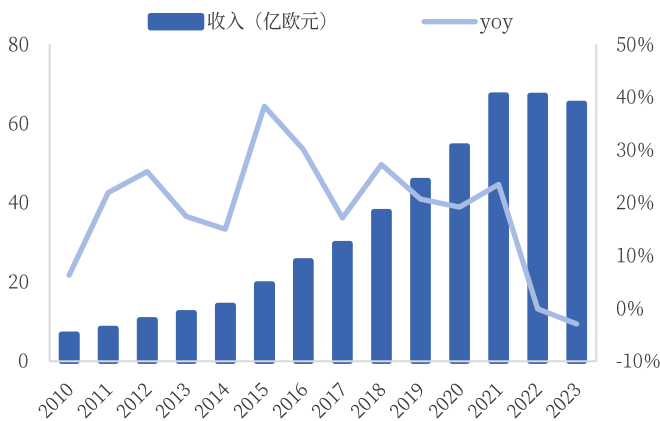
图35: SGS 历年收入增长贡献拆分及收并购数量 (个)



资料来源: SGS 年报, Bloomberg, 中国银河证券研究院

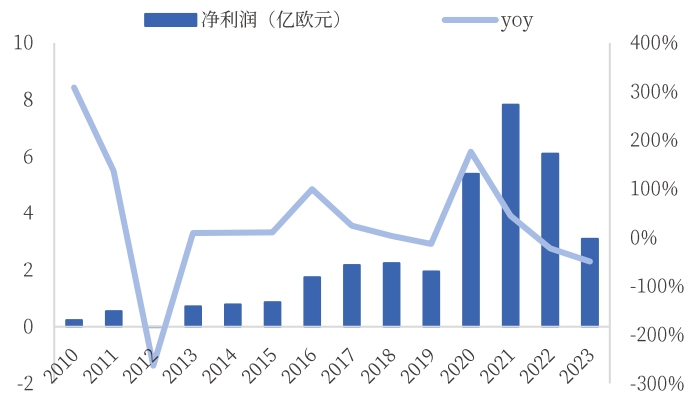
从 Eurofins 的成长路径来看，外延并购的贡献则更为显著。Eurofins 成立至今仅不到四十年的时间，便迅速崛起成为全球检测龙头。截至 2023 年，Eurofins 累计完成收并购超 500 起，为公司的全球业务扩张贡献强劲动能。2010-2023 年 Eurofins 收入增长近 10 倍，全球市场份额迅速攀升，从 2010 年的 0.79%快速提升至 2023 年的 2.34%，成为全球第二大检测认证机构。

图36: Eurofins 营收及增速



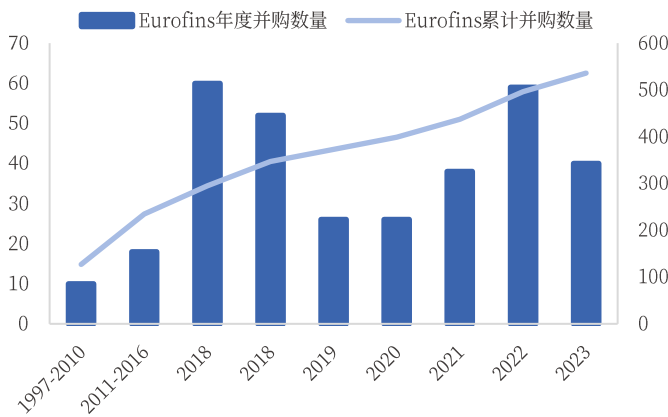
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图37: Eurofins 净利润及增速



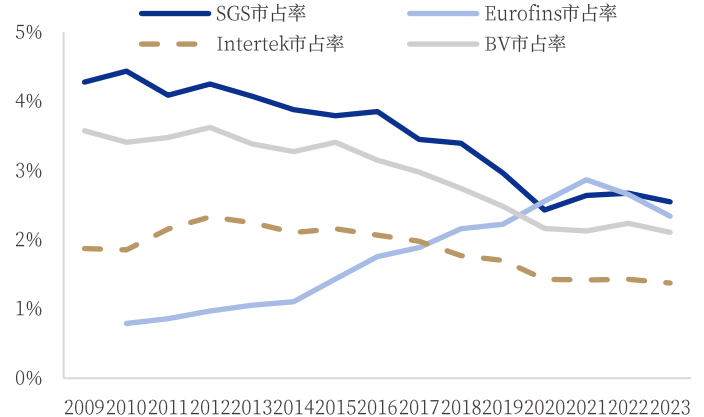
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图38: Eurofins 历年收购情况



资料来源: Eurofins 年报, 中国银河证券研究院

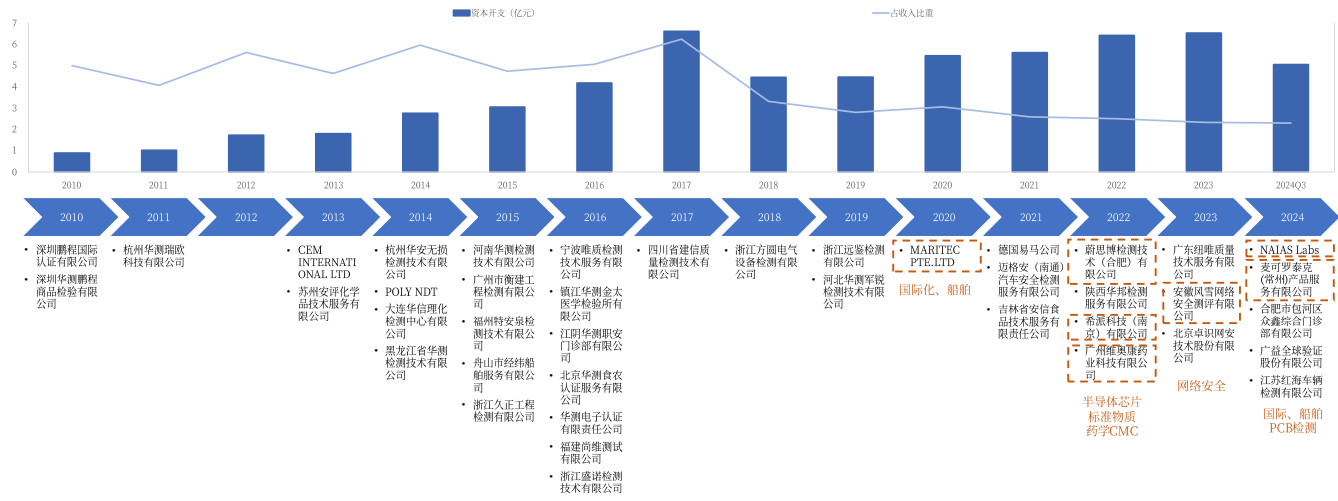
图39: Eurofins 市占率快速提升



资料来源: Wind, 国家市场监督管理总局, 普华有策, 中国银河证券研究院

公司加码投资新兴领域, 培育中长期增长极。2018年以来公司注重对资本开支比例的控制, 关注投资回报率, 投资方向主要聚焦战略赛道。全球新一轮科技革命和产业变革加速发展背景下, 新质生产力成为支撑经济社会发展的重要动能, 相关产业链上下游快速成长, 新能源汽车、集成电路、人工智能、绿色低碳等行业迅速崛起, 为检测行业带来众多新机遇。近年来公司发挥“二次创业”精神, 不断开拓芯片半导体、医药医学、大消费、大交通、数字化、绿色低碳等新市场和新业务领域。将外延并购重点投向符合国家产业升级方向的, 具备较大市场潜力的细分赛道。不断拓展新蓝海市场, 为公司中长期的稳健经营培育增长点。

图40: 华测检测历年并购及资本开支情况



资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

2025年公司各大事业部和产品线将全面落实“123战略”, “1”代表传统优势业务, 保持稳健经营, 通过精益管理和数字化、智能化手段提高运营效率; “2”代表已具有一定规模的新项目, 加大资源投入, 打造第二增长曲线; “3”代表各事业部产品线的培育项目, 积极探索新领域、新技术, 逐步培育成“2”业务。

表7: 公司部分战略赛道业务布局

行业领域	业务布局
新能源汽车检测	专注新能源汽车研发类测试和新车下线检测, 布局车载电子可靠性、汽车电子 EMC、车联网、动力电池、电机及电驱等测试环节。

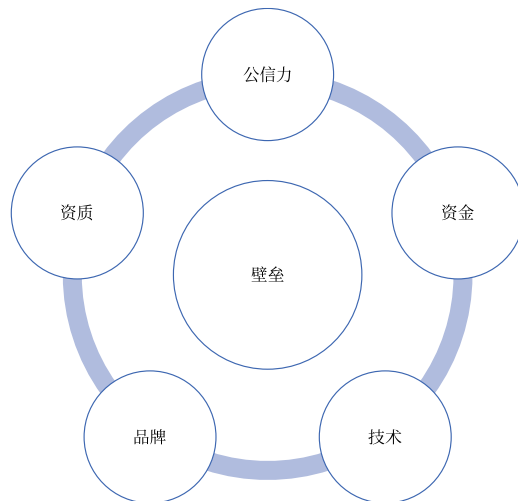
半导体芯片检测	收购蔚思博，完善半导体检测布局。华测蔚思博专注于电子产品验证服务，可提供超高功耗（AI/GPU/CPU）、显示驱动芯片(LCD Driver IC)、汽车电子(AEC-Q 系列)相关可靠性验证、Burn-in 量产服务；先进封装 DPA 分析技术与失效分析、ESD 静电防护验证等服务。 收购常州麦克罗泰克 51%股权，完善 PCB 检测业务。
低空经济	为民用有人驾驶和无人驾驶航空器等提供包括环境可靠性试验、电磁兼容试验、有害物质检测、失效分析、化学分析、VOC 测试、零部件强度试验、材料性能测试、无线射频检测以及功能安全评估与多国认证等服务。未来将积极拓展无人机及飞行汽车等各类航空器从材料到零部件及整机的全生命周期检测服务能力。
绿色低碳	可提供温室气体减排项目审定和核证、碳核查和碳足迹认证、双碳规划、全球回收标准（GRS/RCSCCS）认证、碳中和认证、ESG 报告、管理提升、战略规划、数据库和评级服务、社会责任审核、绿色金融信息披露、环境咨询和环保工程管理、绿色发展与评价等可持续发展服务，推动客户节能降碳，实现 ESG 目标。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）精益管理提质增效，内外兼修构筑深厚护城河

品牌和公信力、资金实力和资质等要素构成了检测行业的进入壁垒。1) 取得资质是检测机构开展业务的基本要求。2) 公信力是第三方检验检测机构的立身之本。第三方检测机构独立于供需双方和监管双方，将技术水平、服务质量融入自身品牌，在供需双方监管双方之间传递质量可靠的信息，这就对检测机构的品牌认可度和公信力提出较高要求。国内仅有少数优质检测机构具备一定的品牌效应。3) 公信力的逐步建立以企业加强研发能力，确保检测及报告质量和可靠性为基础。同时，全面的服务网络也是加强品牌影响力的重点之一。作为高技术和科技服务业，检测机构的技术实力十分重要，需不断进行研发迭代。一方面检测机构需引进和培养专业化人才，另一方面需投入资金采购先进设备，建立覆盖面广的实验室网络。对检测机构的技术和资金实力都提出了更高要求。

图41：多因素构建检测行业壁垒



资料来源：智研咨询，华测检测招股书，广电计量招股书，中国银河证券研究院

公司快速成长成为我国第三方检测机构的龙头企业，我们认为，其核心竞争力的构筑主要源自以下几个方面：

1) 海内外多领域资质的取得：公司多年来陆续取得国内 CNAS、CMA 资质，是欧盟 NB 指定认证机构，也是国内唯一获得 GCC（全球碳委员会）资质的机构。全方位的资质认可为公司在全

球范围内的业务开展提供保障，有力增强公司的国际公信力。

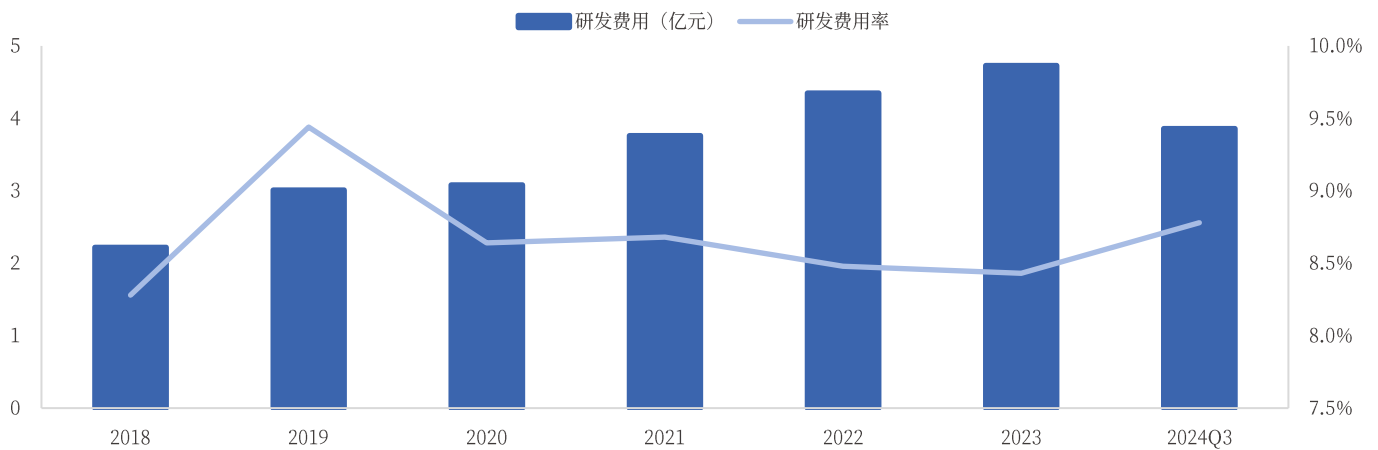
表8：公司取得的部分海内外资质

国内	海外
中国合格评定国家认可委员会 CNAS 认可	欧盟 NB 指定认证机构
计量认证 CMA 资质	APSCA Full Member
中国国家强制性产品认证（CCC）指定认证机构	PPE 产品欧盟 CE 认证机构
CCC 认证玩具及童车类全套认证和检测实验室资质	FOSTA 认可检验机构
	南非国家标准局授权测试机构
	GCC（全球碳委员会）资质

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2) 研发投入和技术实力：早在 2007 年，华测检测就成立了集团研究院，是国内最早设立、投入研究院的民营检测机构，致力于研发新的测试方法和检测设备，攻克行业难题，以行业专家为核心的研发团队潜心研究行业前沿技术，为各事业部的业务拓展提供强大的技术支撑。2018 年，公司又设立博士后创新实践基地，为公司的科技创新提供人才支撑。近年来公司大力投入研发，不断吸纳各领域优质人才，研发费用率始终保持在 8% 以上的高位。2024 年前三季度，公司聚焦二十余项新项目的开发，投入研发费用 3.86 亿元，占收入比重达到 8.78%。

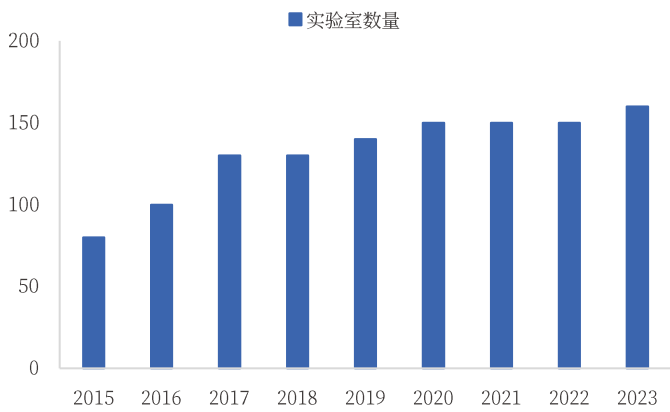
图42：公司研发投入情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3) 完善的实验室和一站式服务能力：得益于公司发展初期的大力扩张，目前公司在全国主要城市的实验室网络布局已较为完善。截至 2023 年，公司已在全球 10 多个国家和地区设立了约 160 间实验室和 260 多个服务网络，服务能力全面覆盖各下游行业。

图43：华测检测实验室数量（个）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图44：华测检测服务区域布局（截至2023年）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

4) 精益管理提升经营质量和效率：2018年关键人物申屠献忠先生加入公司后，开始推行精细化管理。在管理架构方面进行优化调整，成立集团经营管理委员会、QHSE部门等部门，加强对投资决策、风险防范的保障。在运营方面，强调加强实验室协同，通过提高设备使用率和自动化率提高运营效率；强化对现金流、资本开支比例、应收账款回款等财务指标的把控，将考核制度从收入导向改为利润导向，实施全员考核。在人才方面，加大专业人才的引进力度，建立针对不同层级员工的培养体系，并对高管和核心员工实施充分的激励，绑定核心团队，提升员工积极性。2022年起，公司成立集团精益管理委员会，在全国实验室推行精益管理，持续提升公司经营质量和运营效率，保障更加稳健的财务状态，为公司持续增长奠定基础。

表9：华测检测精益管理举措

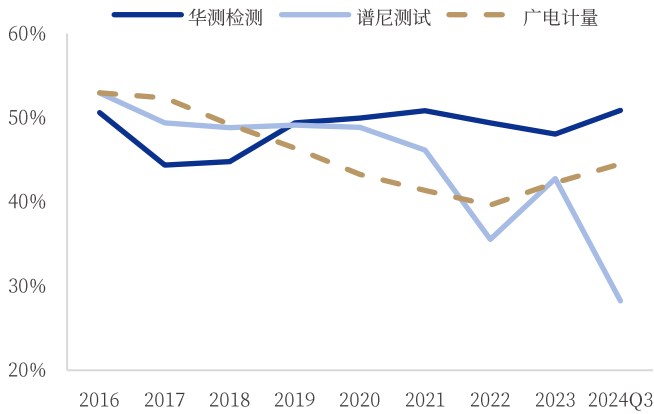
	组织架构	实验室管理	运营管理	人才培养	激励机制
2018	成立集团经营管理委员会，保障投资决策	加强实验室协同	加强大区管理职能，发挥矩阵式架构优势	设立“博士后创新实践基地”，寻找环境、食品、机械、消费品等方面人才	实施全员绩效考核方案
	成立QHSE部门，对质量、健康、安全、环境进行集团垂管				员工持股计划
	人力资源部门集团垂管				股权激励计划
2019		加强对主要设备的实时监控，提高设备使用率	预算管理控制人数增长，提升人均产值 改变绩效考核制度，全员实施利润考核	启动“光华LAP领导力提升项目”，对高潜管理人才进行系统培养	股权激励计划
		加强内部实验室协同，通过流程优化提升效率	设定固定资产投资比例控制，注重投资回报分析、投后管理 制度化应收账款	建立针对不同层级员工的培养体系	
2020		落实亏损实验室扭亏方案，减少亏损实验室数量	根据各部门实际情况讨论精细化管理、运营效率提升及现金流管理方案	推出E-Learning在线学习平台，扩大培训覆盖面	股权激励计划
			推动同一产品线不同城市、同一城市不同产品线间的协同	启动第二期“光华LAP领导力提升项目”	
			进一步推动集团共生项目		

			集团采购中心统一负责检测设备的采购、使用、租赁和维保，降低采购成本	对海外地区采取一致的人才发展战略和政策。鼓励使用并购公司的优秀骨干担任核心管理及技术岗位，同时辅以集团委派的管理人员，助力并购后团队稳定	
2021	组建国际发展部，完成国际销售网络的初步组建、商业团队架设及策略规划	合理控制实验室面积扩张	在合同评审、应收账款催收、预付账款控制等关键环节落实系统化管控措施	针对领导力发展设置“辉华(EDP)高管发展项目”、“光华 LAP 领导力提升项目”、“菁华(MAP)管理能力提升项目”、“青华(MT)管理培训生项目”，全面提升各层次管理人员的领导力能力	华测医药通过增资扩股方式实施员工持股计划，公司管理层与董事长万峰先生共同参与跟投
			举办首届创新项目答辩活动，涵盖 RPA 机器人流程自动化、样品管理自动识别等方面	在医药、消费品等领域引进多名重磅人才	
2022	成立集团精益管理委员会，推行精益管理	计划 5 年内完成精益管理在全国实验室的落地推广	“精益”被纳入更新后的集团核心价值观	通过培养带头人的方式搭建集团内部精益人才梯队	
			事业部开展十几个 Lean 精益项目 在集团推动 RPA 项目，实现流程自动化		
2023		加强自动化、数字化应用，优化实验室流程。消费品、食品线部分实验室已使用自动化机器人，环境、消费品、食品、建工等事业部引入多种前自动化处理及测试设备	任命各主要基地城市总经理，进一步发挥矩阵架构中的横向作用	正式发布《华测领导力素质模型能力项及行为标准》，并完成了 C5 级及以上全员共 201 人领导力素质模型评估。将创新能力纳入领导力素质模型的能力项。	
		重点关注亏损实验室，实现扭亏为盈	推动十个项目精益管理第一阶段改善，以及多个项目第二阶段改善	通过攀登营项目开展价值观工作坊及实践案例大赛，提高创新提案积极性 博士后创新实践基地升级为企业博士后工作站	
2024		建立食品、环境、建工、特化、日化和饲料等重点领域实验室的分级管理机制，实行差异化管理	遵循三级 HSE 检查机制，推动各子公司全面落实 HSE 管理要求	启动 LAP 光华项目第六期第三期基层管理者攀登赢项目	员工持股计划
			QHSE 部策划并实施集团年度飞行检查	开设精益 Lean leader 实验室专项人才培养项目 打造集团内部讲师队伍 销售专项人才培养项目	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

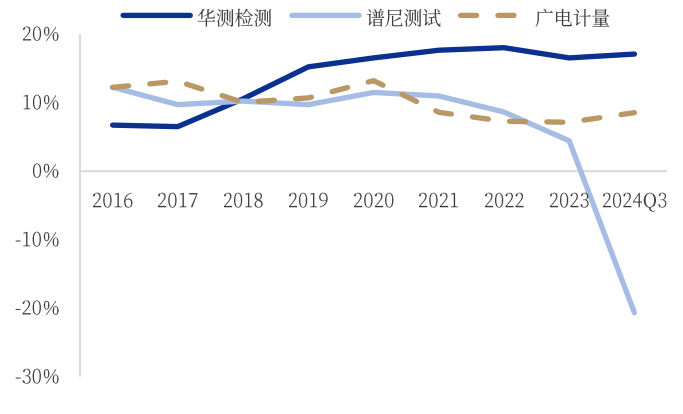
疫后经济复苏承压，环境、食品等传统检测业务内卷严重，医药医学领域也受到医疗反腐、竞争加剧等因素的不利影响。面对复杂多变的宏观环境，受益近几年来精益管理措施的持续落地深化，公司业绩实现稳健增长。2018年以来公司毛利率和净利率水平超越同行并实现稳步提升，盈利能力显著优于主要竞争对手。

图45：华测/谱尼/广电毛利率对比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

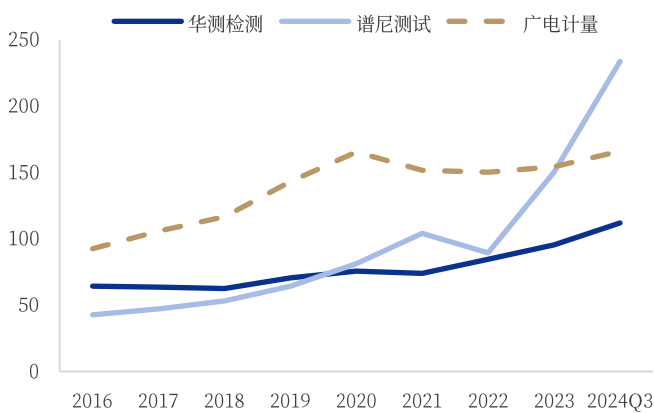
图46：华测/谱尼/广电净利率对比



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

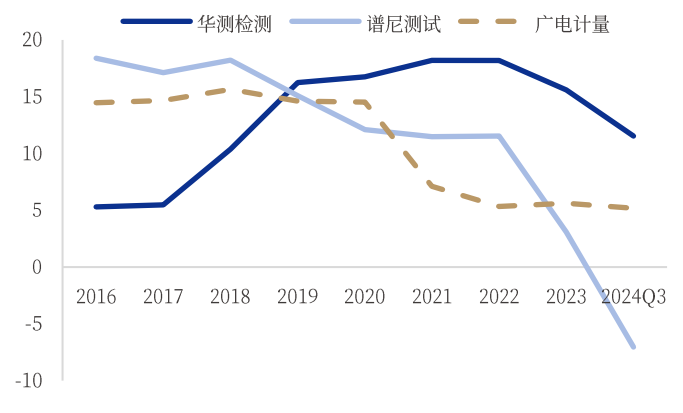
从运营效率来看，一方面公司持续优化客户结构，降低政府客户占比；另一方面加强对应收账款的管控，公司回款能力明显好于同行。经营质量方面，公司资产负债率相对较低，经营活动现金流净额大幅超过同行，2019年起 ROE 水平超越并持续领先同行。公司精益管理的各项举措有效转化为更加稳健的财务状况和可持续的发展。

图47：华测/谱尼/广电应收账款周转天数对比



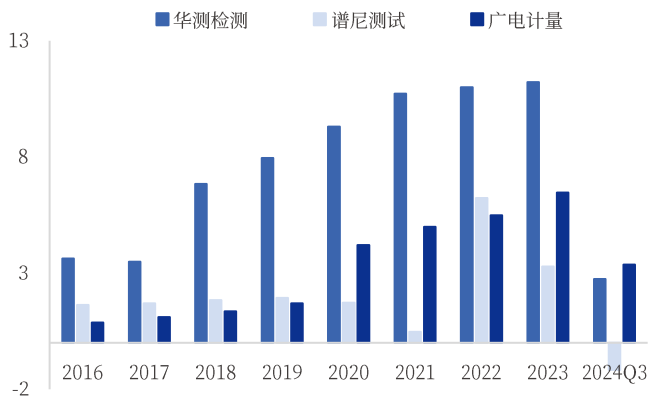
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图48：华测/谱尼/广电 ROE (%) 对比



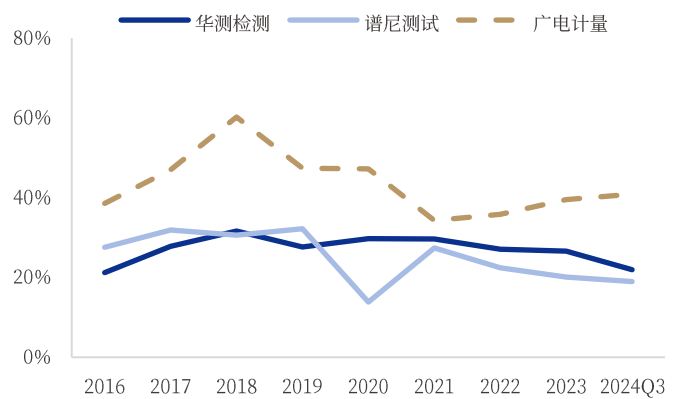
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图49：华测/谱尼/广电经营性现金流净额对比（亿元）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图50：华测/谱尼/广电资产负债率对比

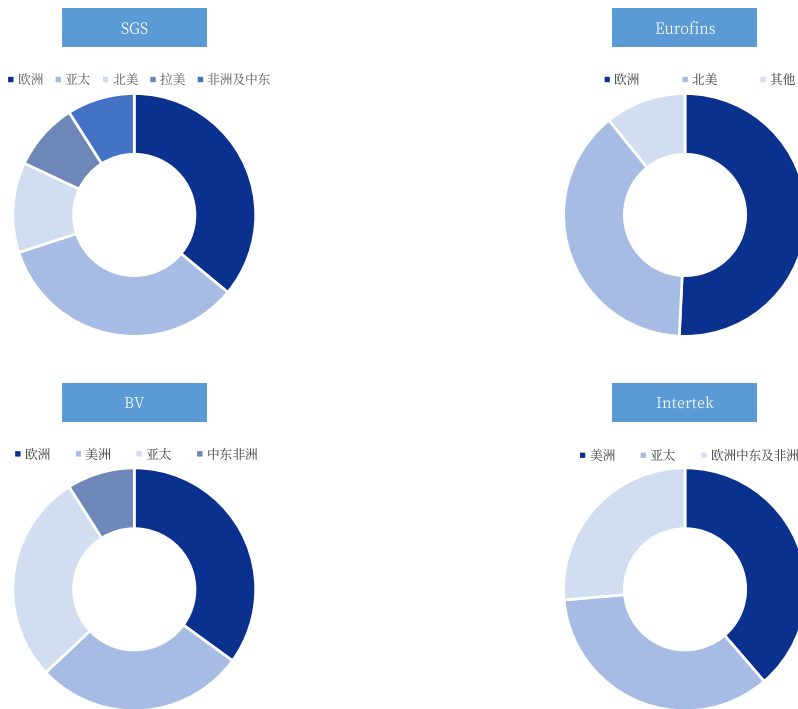


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（三）拓展海外服务网络，国际化进程持续推进

全球检测巨头经历数百年的发展布局，逐步建立起覆盖全球的服务能力，成长为国际化检测认证服务机构。从四大全球检测龙头 2023 年的区域收入结构来看，欧洲、美洲和亚太地区为主要收入来源，占比均在 30% 上下。一方面，欧美发达国家经济和产业发展领先，检测需求稳定，高端需求市场广阔；另一方面，拉美和亚太新兴市场近年来经济迅速发展，催生大量检测需求。

图51：海外检测龙头 2023 年区域收入结构

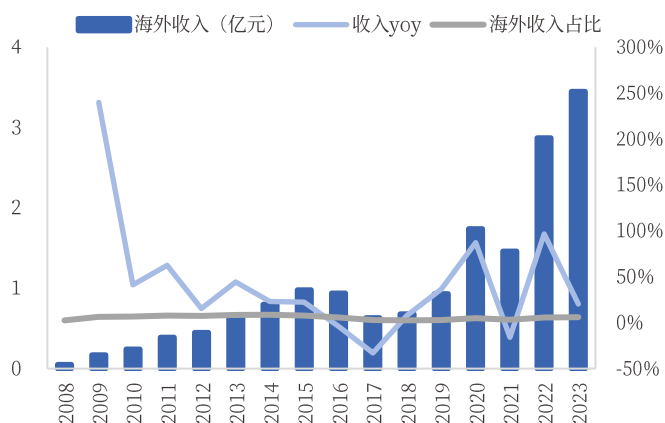


资料来源：各公司年报, 中国银河证券研究院

公司自 2021 年起加速全球化进程，成立国际发展部进行国际销售网络组建、商业团队架设及策略规划。同时，积极推动国际并购，重点布局消费品、船舶、食品等领域，近年来陆续完成对 MARITEC、德国易马、希腊 NAIAS 等标的的并购。近两年公司海外收入增长显著，2023 年公司实

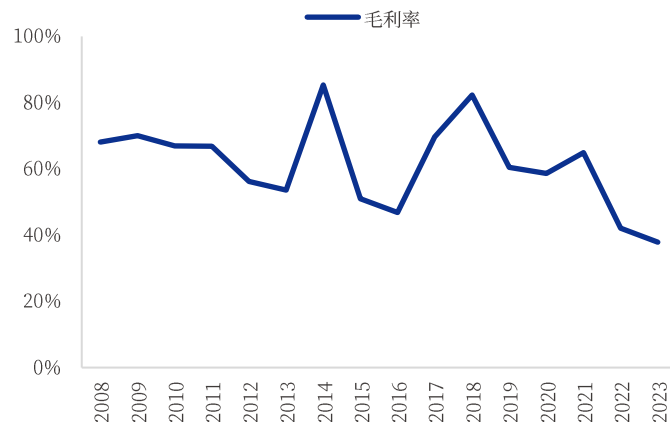
现海外收入 3.45 亿元，在总收入中占比 6.15%。

图52: 海外收入情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图53: 海外收入毛利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司通过自建和收并购等方式不断拓展海外服务网络，截至 2024 年年中，已经在全球包括日本、印尼、越南、欧洲等国家和地区的 90 多个城市设立约 160 间实验室和 260 多个服务网络。自成立以来，公司相继成为欧盟 NB 指定认证机构、APSCA Full Member、PPE 产品欧盟 CE 认证机构、FOSTA 认可检验机构等，并于 2023 年成为 TIC Council 全球成员，国家品牌公信力和客户认可度持续提升。未来随着国际化战略的持续推进，公司海外业务收入占比有望进一步提升，向全球型检测机构迈进。

图54: 华测检测海外布局



资料来源: 公司公告, 公司微信公众号, 中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值

(一) 盈利预测

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 60.81 亿元、67.01 亿元、73.05 亿元，同比分别增长 8.49%、10.21%、9.01%；归母净利润分别为 9.34 亿元、10.66 亿元、12.06 亿元，同比分别增长 2.64%、14.12%、13.11%。主要基于如下假设：

1) 生命科学板块：环境检测领域，2025 年是三普的收官之年，海洋监测、新污染物环境监测等新业务布局进展顺利。食农检测领域，公司龙头地位稳固，口腔护理产品等新兴领域功效评价验证业务拓展取得较好成效。公司生命科学板块有望实现稳健增长，预计 2024-2026 年收入增长分别为 12%/11%/10%；

2) 工业测试板块：公司积极应对房地产下行影响，对建筑工程板块进行战略调整，新一轮地方政府化债的推进有利于应收账款回款情况的改善，建工板块有望企稳回升。计量、数字化、双碳和 ESG 等业务增长较快。预计 2024-2026 年收入增长分别为 9%/10%/8%；

3) 贸易保障板块：公司起家业务，细分领域地位稳固。叠加半导体、新能源等新兴行业市场机会，预计保持稳定增长趋势，2024-2026 年收入增速分别为 7%/8%/5%；

4) 消费品板块：轻工玩具、纺织品等业务增长良好，汽车检测高景气。半导体检测领域，随着蔚思博业务和团队整合的推进和产能的持续爬坡，协同效应有望逐步体现。预计 2024-2026 年收入增速分别为 11%/10%/10%。

5) 医药医学板块：医疗反腐不利影响短期可能持续，医疗器械、CMC 等细分领域快速增长，CRO 业务有望筑底回升。预计 2024-2026 年收入增速分别为-20%/10%/10%。

表10：华测检测盈利预测与业绩拆分

业绩拆分	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
生命科学							
收入（百万元）	1990.02	2087.32	2296.99	2497.27	2785.62	3092.03	3401.24
YOY	12.91%	4.89%	10.04%	8.72%	11.55%	11.00%	10.00%
收入占比	55.78%	48.22%	44.77%	44.56%	45.81%	46.14%	46.56%
毛利率	48.04%	49.39%	49.12%	47.90%	48.67%	50.00%	50.50%
工业测试							
收入（百万元）	696.23	803.47	904.07	1091.42	1189.65	1308.61	1413.30
YOY	23.87%	15.40%	12.52%	20.72%	9.00%	10.00%	8.00%
收入占比	19.51%	18.56%	17.62%	19.47%	19.56%	19.53%	19.35%
毛利率	46.26%	44.59%	40.58%	43.56%	45.50%	46.00%	45.50%
贸易保障							
收入（百万元）	479.65	573.56	662.32	699.62	748.59	808.48	848.90
YOY	10.49%	19.58%	15.48%	5.63%	7.00%	8.00%	5.00%
收入占比	13.44%	13.25%	12.91%	12.48%	12.31%	12.06%	11.62%
毛利率	68.79%	66.48%	65.85%	64.58%	69.00%	69.00%	70.00%
消费品测试							
收入（百万元）	401.81	495.31	716.38	979.42	1087.16	1195.87	1315.46
YOY	-5.35%	23.27%	44.63%	36.72%	11.00%	10.00%	10.00%

收入占比	11.26%	11.44%	13.96%	17.48%	17.88%	17.84%	18.01%
毛利率	43.46%	51.03%	48.59%	44.77%	45.00%	45.00%	45.50%
医药医学							
收入（百万元）		369.43	550.96	336.89	269.51	296.46	326.11
YOY		78.13%	49.14%	-38.85%	-20.00%	10.00%	10.00%
收入占比		8.53%	10.74%	6.01%	4.43%	4.42%	4.46%
毛利率		48.03%	46.23%	39.02%	39.00%	39.00%	40.00%
合计							
收入（百万元）	3567.71	4329.09	5130.71	5604.62	6080.53	6701.46	7305.01
YOY	12.08%	21.34%	18.52%	9.24%	8.49%	10.21%	9.01%
毛利率	49.96%	50.83%	49.39%	48.06%	49.47%	50.13%	50.43%
归母净利润（百万元）	577.61	746.19	902.73	910.20	934.25	1066.13	1205.91
YOY	21.25%	29.19%	20.98%	0.83%	2.64%	14.12%	13.11%

资料来源:Wind, 中国银河证券研究院

（二）绝对估值

采用 FCFF 法分增长期（2024-2026 年）、过渡期（2027-2036 年）、永续增长期（2037 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 2 月 5 日公司最新股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 10.22%、永续增长率（g）为 2% 时，公司合理每股价值为 15.87 元，对应市值 267.12 亿元。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.3%、永续增长率（g）正负波动 0.1% 的情况下，公司合理每股价值区间为 15.16-16.66 元，对应市值区间为 255.10-280.36 亿元。

表11: FCFF 估值参数假设及说明

参数	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	2%	参考中国 10 年期国债收益率 6 个月平均值
市场预期收益率 Rm	7%	参考沪深 300 指数历史 20 年年化收益率
贝塔系数β	1.68	参考公司历史贝塔系数
加权平均资本成本 WACC	10.22%	$WACC = Kd * Wd * (1 - T) + Ke * (1 - Wd)$ 计算得到
过渡期增长率	8%	假设过渡期公司年均复合增长率 8%
永续增长率 g	2%	假设公司永续增长率 2%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表12: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	9.32%	9.62%	9.92%	10.22%	10.52%	10.82%	11.12%
1.70%	17.72	16.96	16.26	15.60	15.00	14.44	13.91
1.80%	17.84	17.07	16.35	15.69	15.08	14.51	13.98
1.90%	17.97	17.18	16.45	15.78	15.16	14.58	14.04
2.00%	18.09	17.29	16.56	15.87	15.24	14.66	14.11
2.10%	18.23	17.41	16.66	15.97	15.33	14.73	14.18
2.20%	18.36	17.53	16.77	16.06	15.41	14.81	14.25

2.30%	18.50	17.65	16.88	16.16	15.50	14.89	14.32
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 相对估值

结合公司业务情况, 我们选取广电计量、苏试试验、谱尼测试、国检集团作为可比公司。截至2025年2月5日, 2024-2026年剔除负值后可比公司PE均值分别为28倍、21倍、17倍。我们认为, 华测检测作为国内第三方检测龙头, 业务布局多元, 传统检测业务基本盘稳健, 战略加码新兴领域培育中长期增长点, 同时公司持续推进精益管理, 盈利能力和经营质量优异, 未来有望实现持续稳健发展。给予公司25年25倍PE, 对应市值266.53亿元。

表13: 可比公司估值 (截至2025年2月5日)

公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE(X)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
广电计量 (002967.SZ)	18.38	107.20	0.35	0.55	0.67	0.82	43.30	33.64	27.49	22.50
苏试试验 (300416.SZ)	11.38	57.87	0.62	0.56	0.71	0.88	29.73	20.31	15.98	12.86
谱尼测试 (300887.SZ)	7.65	41.75	0.20	-0.01	0.37	0.51	59.84	-1188.20	20.59	15.06
国检集团 (603060.SH)	7.09	57.00	0.32	0.25	0.35	0.39	26.22	28.92	20.12	18.35
平均			0.37	0.34	0.53	0.65	39.77	27.62	21.05	17.19

资料来源: Wind 一致预期、中国银河证券研究院 (注: 2024年PE平均值为剔除谱尼测试负值后计算)

综上, 结合相对估值和绝对估值两种估值方法, 公司合理市值区间为255.10-280.36亿元, 对应2025年PE为24-26倍, 首次覆盖给予“推荐”评级。

五、风险提示

- 1、宏观经济增长不及预期的风险：检测行业需求来自国民经济各大领域及各个环节，具有较强的“GDP+”属性，在当前复杂多变的国际经济环境和地缘政治局势下，我国经济复苏面临不确定性因素，对行业需求和公司经营带来一定程度风险；
- 2、下游新兴领域发展不及预期的风险：近年来全球各领域新技术不断涌现，带来检测新需求，但新技术、新产业在发展初期存在较强的不确定性，带来一定程度风险；
- 3、并购整合及投后管理未达预期的风险：检测行业碎片化特征明显，通过并购手段快速切入新领域是国际检测认证巨头通行的做法，并购标的的选择及投后管理工作对公司业务版图的拓展十分重要，存在一定风险；
- 4、公信力和品牌受不利事件影响的风险：公信力和品牌是检测机构长期发展的根本，也是获取客户，扩大市场份额的核心竞争力之一，若公信力和品牌不慎受损，将会对公司的业务拓展和持续经营带来一定风险；
- 5、市场竞争加剧的风险：检测行业竞争格局分散，全球龙头市占率仅在3%以下，我国检测市场仍呈“小弱散”局面，食品、环境等传统检测领域竞争尤为激烈，存在竞争进一步加剧的风险。

。

图表目录

图 1: 华测检测发展历程.....	4
图 2: 华测检测营业收入及增速	4
图 3: 华测检测归母净利润及增速	4
图 4: 华测检测盈利能力.....	5
图 5: 华测检测费用率.....	5
图 6: 华测检测分板块收入结构	5
图 7: 华测检测分板块毛利率	5
图 8: 华测检测 ROE 及 ROA	6
图 9: 华测检测 ROE 杜邦分析.....	6
图 10: 华测检测经营活动现金流及净现比	6
图 11: 华测检测应收账款周转天数.....	6
图 12: 华测检测股权结构（截至 2024 年三季报）	7
图 13: 检测行业产业链.....	8
图 14: 全球检测市场规模及 GDP 增速.....	10
图 15: 中国检测市场营收及 GDP 增速.....	10
图 16: 新兴领域检测收入占比提升.....	10
图 17: 新兴领域收入增速高于行业.....	10
图 18: 2023 年中国检测服务细分行业格局	11
图 19: 中国汽车销量及增速.....	12
图 20: 中国新能源汽车销量及增速.....	12
图 21: 全球半导体市场规模及增速.....	13
图 22: 全球半导体第三方实验室检测分析市场规模及预测.....	13
图 23: 低空经济产业链.....	14
图 24: 国内外检测龙头 2023 年收入规模（亿元）对比.....	15
图 25: 中国检测机构数量及民营企业占比	15
图 26: 中国外资检测机构数量及占比	15
图 27: 国内检测机构服务半径.....	16
图 28: 国内检测行业集约化程度提升	16
图 29: 全球检测行业 CR4 市占率	16
图 30: 国内主要综合性检测公司市占率	16
图 31: 华测检测业务板块及事业部条线	17
图 32: 华测检测生命科学板块营收及增速	17

图 33: 华测检测生命科学板块毛利率及收入占比	17
图 34: SGS 业务拓展历程	18
图 35: SGS 历年收入增长贡献拆分及收并购数量 (个)	19
图 36: Eurofins 营收及增速	19
图 37: Eurofins 净利润及增速	19
图 38: Eurofins 历年收购情况	20
图 39: Eurofins 市占率快速提升	20
图 40: 华测检测历年并购及资本开支情况	20
图 41: 多因素构建检测行业壁垒	21
图 42: 公司研发投入情况	22
图 43: 华测检测实验室数量 (个)	23
图 44: 华测检测服务区域布局 (截至 2023 年)	23
图 45: 华测/谱尼/广电毛利率对比	25
图 46: 华测/谱尼/广电净利率对比	25
图 47: 华测/谱尼/广电应收账款周转天数对比	25
图 48: 华测/谱尼/广电 ROE (%) 对比	25
图 49: 华测/谱尼/广电经营性现金流净额对比 (亿元)	26
图 50: 华测/谱尼/广电资产负债率对比	26
图 51: 海外检测龙头 2023 年区域收入结构	26
图 52: 海外收入情况	27
图 53: 海外收入毛利率	27
图 54: 华测检测海外布局	27
表 1: 华测检测董事及高管团队引入多名 SGS 人才	7
表 2: 华测检测股权激励及员工持股计划	7
表 3: 检测行业重要政策文件	8
表 4: 各类半导体检测与半导体产业链对应情况	12
表 5: 全球检测行业龙头简介	14
表 6: 第三次全国土壤普查时间安排及实验室中标情况	18
表 7: 公司部分战略赛道业务布局	20
表 8: 公司取得的部分海内外资质	22
表 9: 华测检测精益管理举措	23
表 10: 华测检测盈利预测与业绩拆分	28
表 11: FCFE 估值参数假设及说明	29
表 12: FCFE 估值敏感性分析	29
表 13: 可比公司估值 (截至 2025 年 2 月 5 日)	30

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3930.48	4334.89	5339.76	6587.37
现金	1450.68	1834.24	2791.56	3899.69
应收账款	1585.86	1593.74	1608.53	1705.57
其它应收款	66.48	81.32	84.22	92.05
预付账款	37.12	38.26	40.76	45.14
存货	98.62	89.73	95.65	100.84
其他	691.71	697.61	719.03	744.07
非流动资产	4818.63	5220.57	5286.99	5232.87
长期投资	336.11	408.78	473.18	523.18
固定资产	2424.11	2690.13	2694.21	2616.76
无形资产	165.59	202.86	228.13	241.90
其他	1892.82	1918.79	1891.48	1851.03
资产总计	8749.11	9555.46	10626.75	11820.24
流动负债	1834.17	1883.94	2054.79	2226.97
短期借款	7.60	7.60	7.60	7.60
应付账款	883.40	872.41	975.46	1061.32
其他	943.17	1003.92	1071.73	1158.05
非流动负债	495.75	511.77	511.77	511.77
长期借款	7.29	7.29	7.29	7.29
其他	488.45	504.48	504.48	504.48
负债合计	2329.92	2395.71	2566.57	2738.74
少数股东权益	213.85	229.49	262.46	299.76
归属母公司股东权益	6205.35	6930.26	7797.72	8781.74
负债和股东权益	8749.11	9555.46	10626.75	11820.24

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1122.39	1630.63	1941.20	2047.39
净利润	927.20	949.89	1099.11	1243.20
折旧摊销	492.36	737.19	806.01	866.41
财务费用	17.28	0.52	0.52	0.52
投资损失	-71.15	-79.05	-87.12	-94.97
营运资金变动	-265.17	-156.55	13.32	-68.31
其它	21.88	178.63	109.36	100.53
投资活动现金流	-844.55	-1030.48	-784.69	-716.85
资本支出	-651.69	-1001.42	-751.73	-699.53
长期投资	-291.12	-72.68	-64.39	-50.00
其他	98.25	43.62	31.43	32.68
筹资活动现金流	-427.85	-213.75	-199.19	-222.41
短期借款	5.60	0.00	0.00	0.00
长期借款	3.19	0.00	0.00	0.00
其他	-436.64	-213.75	-199.19	-222.41
现金净增加额	-149.68	383.55	957.33	1108.13

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5604.62	6080.53	6701.46	7305.01
营业成本	2911.29	3072.49	3341.87	3621.12
营业税金及附加	33.40	42.56	46.91	51.14
营业费用	960.78	1039.77	1145.95	1241.85
管理费用	343.59	376.99	413.48	449.26
财务费用	-0.75	-28.49	10.52	10.52
资产减值损失	-9.72	-10.00	-10.00	-1.00
公允价值变动收益	14.99	0.00	0.00	0.00
投资净收益	71.15	79.05	87.12	94.97
营业利润	1007.49	1031.74	1220.59	1380.86
营业外收入	10.73	7.05	7.64	8.47
营业外支出	6.91	6.31	7.00	8.00
利润总额	1011.30	1032.49	1221.23	1381.34
所得税	84.11	82.60	122.12	138.13
净利润	927.20	949.89	1099.11	1243.20
少数股东损益	16.99	15.64	32.97	37.30
归属母公司净利润	910.20	934.25	1066.13	1205.91
EBITDA	1421.08	1741.18	2037.76	2258.26
EPS (元)	0.54	0.56	0.63	0.72

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9.24%	8.49%	10.21%	9.01%
营业利润	-1.46%	2.41%	18.30%	13.13%
归属母公司净利润	0.83%	2.64%	14.12%	13.11%
毛利率	48.06%	49.47%	50.13%	50.43%
净利率	16.24%	15.36%	15.91%	16.51%
ROE	14.67%	13.48%	13.67%	13.73%
ROIC	12.52%	12.25%	13.14%	13.24%
资产负债率	26.63%	25.07%	24.15%	23.17%
净负债比率	-16.64%	-20.33%	-29.94%	-38.77%
流动比率	2.14	2.30	2.60	2.96
速动比率	1.70	1.87	2.19	2.57
总资产周转率	0.68	0.66	0.66	0.65
应收账款周转率	3.77	3.82	4.19	4.41
应付账款周转率	3.57	3.50	3.62	3.56
每股收益	0.54	0.56	0.63	0.72
每股经营现金	0.67	0.97	1.15	1.22
每股净资产	3.69	4.12	4.63	5.22
P/E	22.98	22.39	19.62	17.35
P/B	3.37	3.02	2.68	2.38
EV/EBITDA	16.06	11.18	9.08	7.70
P/S	3.73	3.44	3.12	2.86

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩，机械首席分析师 伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业 10 年，2021 年加入中国银河证券研究院，曾获新财富最佳分析师、IAMAC 最受欢迎卖方分析师、万得金牌分析师、中证报最佳分析师、Choice 最佳分析师、金翼奖等。

王震举，机械行业分析师。南开大学本科，2022 年加入中国银河证券研究院，从事机械行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn