

证券研究报告—深度报告

机械设备

工业机械

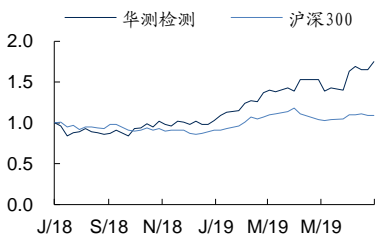
华测检测(300012)

买入

合理估值: 12-16 元 昨收盘: 11.18 元 (调高评级)

2019年07月22日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,658/1,503
总市值/流通(百万元)	18,531/16,805
上证综指/深圳成指	2,924/9,155
12个月最高/最低(元)	11.30/5.08

相关研究报告:

《华测检测-300012-2019 半年报业绩预告点评:精细化管理日渐成效,业绩持续高增长》——2019-07-09  
《华测检测-300012-2018 年报暨 2019 年一季度点评:降本增效成效显著,业绩持续高增长》——2019-04-30

证券分析师: 贺泽安

E-MAIL: hezean@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080003  
联系人: 吴双  
E-MAIL: wushuang2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

扬帆起航的民营第三方检测龙头,行稳致远打造百年老店

● 检测市场空间大、增长稳,第三方检测市场发展更快

检测行业是一个人力和知识密集型的服务行业,受全社会对QHSE(质量、健康、安全、环境)要求不断提高而持续发展,其需求稳定性高,长期积累形成的公信力是强大护城河,行业内公司现金流优异。全球/中国检测市场规模超10000/2700亿元,近10年CAGR达9%/19%,行业竞争格局极为分散,全球/中国Top3市占率均不到10%,全球龙头SGS/国内民营龙头华测检测全球市占率仅3.64%/0.21%。国内第三方检测市场受益监管逐步放开、市场化进程加速而快速发展,其市场规模超1000亿元,CAGR达25%,占国内整体检测市场的比例从2008年的31.46%稳步提升至2016年的44.02%。未来第三方检测市场将有望持续快速成长,民企深度受益。

● 第三方检测国内龙头,内生+外延提份额、扩赛道,稳定持续增长

华测检测战略目标清晰,一直将发展放在第一位,自2005年以来持续进行多产品线、多网点布局,一方面通过新设实验室和成立地区分公司完善布局加快内生发展,另一方面通过持续收购新的检测机构外延拓展新市场,公司2007-2018年收入/净利润CAGR达33%/19%,逐步成长为国内最大的民营第三方检测机构。公司目前已基本完成业务布局和建立遍及全国的区域网络,形成了明显的先发优势,基于国内领先的研发能力和诚信、独立的原则多年来逐步构筑了强大的市场公信力护城河。受益于此,公司将有望持续快速成长,对标全球龙头SGS,公司具备极大的成长空间。

● 公司全面战略转型,管理提效,利润快速释放

公司因扩张较快叠加管理粗放等导致近几年利润受到压制,18年起公司开始战略转型,以利润为导向,通过精细化管理推动人均产值和实验室产能利用率的提升,强调高质量增长,18年已初见成效,实现归母净利润2.70亿元,同比增长101.63%,19年上半年业绩预计同比增长195%-225%,延续这一趋势。

● 投资建议:赛道好,经营提效利润加速释放,调高至“买入”评级

预计公司2019-2021年净利润分别为4.05/5.48/7.28亿元,对应EPS为0.24/0.33/0.44元,当前股价对应PE分别为45/33/25x,调高至“买入”评级。

● 风险提示:并购整合不及预期;公司管理改革不及预期;行业政策变动,公信力受不利事件影响。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,681	3,447	4,270	5,305
(+/-%)	26.6%	28.6%	23.9%	24.2%
净利润(百万元)	270	405	548	728
(+/-%)	101.6%	50.1%	35.2%	32.9%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.24	0.33	0.44
EBIT Margin	18.8%	14.6%	15.8%	16.8%
净资产收益率(ROE)	9.9%	13.4%	16.0%	18.3%
市盈率(PE)	67.7	45.1	33.3	25.1
EV/EBITDA	27.2	29.0	22.0	17.2
市净率(PB)	6.72	6.05	5.32	4.59

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

注:摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

检测行业赛道好，空间大，增长稳定，中国第三方检测市场受益监管逐步放开、市场化进程加速发展更快，近年来 CAGR 高达 25%。华测检测作为民营第三方检测龙头，一方面深度受益于第三方检测市场的快速发展，另一方面公司自身核心竞争力强，内生+外延提升份额、扩宽赛道，营收长期平稳持续增长，且自 18 年以来实施战略转型，以利润为导向，推行精细化管理强质增效，利润率稳步回升，业绩加速释放，有望超预期增长。

预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.05/5.48/7.28 亿元，对应 EPS 为 0.24/0.33/0.44 元，当前股价对应 PE 分别为 45/33/25x，调高至“买入”评级。

### 核心假设或逻辑

**(1) 检测市场空间大、增长稳，第三方检测市场发展更快。**检测行业是一个人力和知识密集型的服务业，受全社会对 QHSE（质量、健康、安全、环境）要求不断提高而持续发展，其需求稳定性高，长期积累形成的公信力是强大护城河，行业内公司现金流优异。全球/中国检测市场规模超 10000/2700 亿元，近 10 年 CAGR 达 9%/19%，行业竞争格局分散，全球/中国 Top3 市占率均不到 10%，不过持续并购推动集中度提升是趋势。国内第三方检测市场受益监管逐步放开而快速发展，其市场规模超 1000 亿元，CAGR 达 25%，占国内整体检测市场的比例从 2008 年的 31.46% 提升至 2016 年的 44.02%。未来第三方检测市场将持续快速成长，民企深度受益。

**(2) 国内民营第三方检测龙头，具备核心竞争力，有望打造百年老店。**检测行业的商业模式决定具有足够的资质、强大的公信力和完善的业务及服务网络布局是关键因素。华测检测是伴随我国检测市场政府监管放开成长起来的第一批民营检测机构，在很多放开的检测领域资质申请上都是第一个“吃螃蟹”的机构，且提前谋划、积极布局建立了遍及全国的业务布局和服务网络，具备显著的先发优势，且基于国内领先的研发能力和诚信、独立的原则多年来逐步构筑了强大的市场公信力护城河，通过内生+外延并购 10 多年来保持了 30% 以上的营收复合增速，未来有望长期实现稳健成长。

**(3) 战略目标清晰，从发展第一到高质量发展，全面战略转型业绩进入兑现期。**华测检测战略目标清晰，一直将发展放在第一位，自 2005 年以来持续进行多产品线、多网点布局，一方面通过新设实验室和成立地区分公司完善布局加快内生发展，另一方面通过持续收购新的检测机构外延拓展新市场，公司 2007-2018 年收入/净利润 CAGR 达 33%/19%，逐步成长为国内最大的民营第三方检测机构。2018 年起，公司开始战略转型，以利润为导向，通过精细化管理推动人均产值和实验室产能利用率的提升，强调高质量增长，18 年已初见成效，实现归母净利润 2.70 亿元，同比增长 101.63%，19 年上半年业绩预计同比增长 195%-225%，预计未来几年业绩将保持快速成长。

### 与市场预期的差异之处

我们认为华测检测是处于好赛道中的好公司，业绩处于加速释放期，当前估值处于合理水平。1) 检测行业赛道好，受全社会对 QHSE（质量、健康、安全、环境）要求不断提高而持续发展，其需求稳定性高，行业现金流极好，可见未来能实现永续经营；2) 公司自 18 年以来实施战略转型，以利润为导向，推行

精细化管理强制增效，利润率稳步回升，业绩加速释放，有望超预期增长；3）我们认为对于营收增长稳健的赛道里，业绩高速增长的公司可以采用 PEG 估值，当前估值处于合理水平。

#### 股价变化的催化因素

- （1）精细化管理带来公司业绩增速超预期；
- （2）政府放开新的检测领域，允许民营检测机构参与市场化竞争；
- （3）公司在重要检测领域实现成功并购，比如成功并购海外消费品检测公司切入消费品大客户的指定检测机构名录。

#### 核心假设或逻辑的主要风险

- （1）并购整合不及预期；
- （2）公司管理改革不及预期；
- （3）行业政策变动；
- （4）公司公信力、品牌和声誉受不利事件影响。

## 内容目录

<b>估值与投资建议</b> .....	<b>9</b>
相对估值法.....	9
绝对估值法.....	10
投资建议.....	12
<b>检测行业：大空间、稳增长，中国的新兴战略产业</b> .....	<b>13</b>
行业概况：政策放开，国内检测行业市场化进程加快.....	13
商业模式：资质+公信力称王+“开店”模式.....	15
行业特点：稳增长的现金奶牛行业，可做百年老店.....	16
市场空间：第三方检测国内近千亿元，平稳快速成长.....	19
竞争格局：小而散，民企高速发展.....	24
<b>华测检测：高确定性持续成长的民营第三方检测龙头</b> .....	<b>27</b>
专注第三方检测，国内民营龙头.....	27
业务布局与展望：四驾马车共驱成长，内外兼修打造百年老店.....	31
财务分析：高增长、良好现金流，战略转型迎来净利率拐点.....	41
<b>国际龙头对标：长期稳健增长，并购加速成长</b> .....	<b>47</b>
瑞士通用公证行 SGS.....	47
必维国际检测集团 BV.....	48
天祥集团 Intertek.....	49
欧陆科技集团 Eurofins.....	51
财务数据对比分析.....	53
<b>盈利预测</b> .....	<b>57</b>
盈利预测假设基础及结果.....	57
净利率敏感性分析.....	59
<b>风险提示</b> .....	<b>60</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>61</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>62</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>62</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>62</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>62</b>

## 图表目录

图 1: 华测检测 PE (TTM) 值处于历史中间水平 .....	10
图 2: 华测检测 PB 值处于合理水平 .....	10
图 3: 检测市场产生并不断发展的根本动力 .....	13
图 4: 中国检测市场主要参与者的关系 .....	14
图 5: 中国检测市场发展历史的重要节点 .....	15
图 6: 检测行业商业模式的关键要素 .....	16
图 7: 检测公司的员工薪酬占营收比例超 40% .....	17
图 8: 中国检测行业本科及以上学历员工超过一半 .....	17
图 9: 检测行业检测报告数量逐年提升 .....	17
图 10: 全球前四大检测机构近三年年均收购交易超 60 宗 .....	18
图 11: SGS 自 2002 年管理改革后营收快速增长 .....	18
图 12: SGS 自 2002 年管理改革后业绩快速增长 .....	18
图 13: 我国检测机构检测频次高 .....	19
图 14: 我国检测机构检测单价低 .....	19
图 15: SGS 等检测机构的经营性现金流净额/净利润均远超 100% .....	19
图 16: 全球检测市场规模超万亿元, 可持续稳定增长 .....	20
图 17: 中国检测市场规模稳定增长 .....	20
图 18: 中国第三方检测市场规模占比稳定向上 .....	20
图 19: 中国检验检测机构数量稳定增长 .....	21
图 20: 中国不同所有制检验检测机构数量分布情况 .....	21
图 21: 中国检验检测报告每年稳定增长 .....	21
图 22: 2016 年三类所有制检验检测机构营收增长情况 .....	21
图 23: 中国规模以上检测机构数量稳定增长 .....	22
图 24: 中国规模以上检测机构数量占比稳定在 12% 左右 .....	22
图 25: 中国规模以上检测机构营收较快增长 .....	22
图 26: 中国规模以上检测机构营收占比超 75% .....	22
图 27: 中国检测行业前 20 个细分子行业数量分布 .....	23
图 28: 中国检测行业前 20 个细分子行业市场规模 (亿元) .....	23
图 29: 2018 年中国检测行业细分子行业市场份额 .....	24
图 30: 我国大中小检测机构数量分布情况 (2016 年) .....	25
图 31: 我国大中小检测机构营收情况 (2016 年) .....	25
图 32: 2016 年不同所有制检验检测机构市占率情况 .....	25
图 33: 2018 年全球检测市场 Top3 市占率不到 10% .....	26
图 34: 2018 年国内检测市场市占率情况 .....	26
图 35: 全球检测市场行业集中度逐步提升 .....	26
图 36: 中国检测市场行业集中度逐步提升 .....	26
图 37: 华测检测股权结构稳定, 激励充分 .....	28
图 38: 公司历史重要事件 .....	29
图 39: 公司 2018 年销售收入一半来自生命科学检测 .....	32
图 40: 公司 2008-2018 年生命科学检测营收占比不断提高 .....	32

图 41: 公司 2018 年生命科学检测毛利贡献比例最高.....	32
图 42: 公司 2008-2018 年生命科学检测毛利贡献比重增大 .....	32
图 43: 公司各业务营收同比增速情况 .....	32
图 44: 公司各业务毛利率情况 .....	32
图 45: 华测检测实验室主要分布在环境、食品、汽车等领域 .....	33
图 46: 华测检测历年新增实验室数量 .....	33
图 47: 中国对欧盟出口金额及同比增速 .....	33
图 48: 华测检测贸易保障检测营收稳定增长 .....	34
图 49: 华测检测贸易保障检测营收增速远超出口欧盟金额增速 .....	34
图 50: 我国实物商品网上零售额增长更快 .....	35
图 51: 中国消费品检测（不含汽车）市场规模及增速 .....	35
图 52: 机动车检测行业分类 .....	36
图 53: 以大众集团为例，在中国市场投放车型数量逐年增长 .....	37
图 54: 商用车及乘用车历年上公告数量 .....	37
图 55: 中国汽车检测市场规模及增速 .....	37
图 56: 华测检测消费品检测营收平稳较快增长 .....	37
图 57: 中国环境检测市场规模及增速 .....	38
图 58: 中国食品检测市场规模及增速 .....	38
图 59: 华测环境检测项目类型 .....	39
图 60: 中国医学检测市场规模及增速 .....	40
图 61: 华测检测生命科学检测业务营收快速增长 .....	40
图 62: 中国建筑建材检测市场规模及增速 .....	40
图 63: 华测检测工业检测业务营收快速增长 .....	40
图 64: 华测检测工业品检测业务营收快速增长 .....	41
图 65: 公司营业收入持续稳健高增长 .....	41
图 66: 公司业绩逐步修复创历史新高 .....	41
图 67: 公司净利率自 2014 年逐步下滑, 2018 略有回升 .....	42
图 68: 公司期间费用率近 5 年整体稳中有降 .....	42
图 69: 华测检测实验室建设具有较长周期, 压制公司短期盈利能力 .....	42
图 70: 公司营业总成本结构 .....	43
图 71: 公司职工薪酬及折旧&摊销占营收比重超过一半 .....	43
图 72: 公司资本开支逐年提升, 占营收比重超 20% .....	44
图 73: 公司历年新增实验室数量情况, 17 年达到高峰 .....	44
图 74: 公司员工数量快速增长 .....	44
图 75: 公司职工薪酬快速增长 .....	44
图 76: 公司人均产值和人均薪酬稳中有升 .....	45
图 77: 公司员工数量增速与人均产值呈一定的反向关系 .....	45
图 78: 公司应收账款周转率下降到 5 左右 .....	45
图 79: 公司 1 年以内应收账款占据 80% 以上 .....	45
图 80: 公司现金回款能力较强 .....	46
图 81: 公司经营性现金流净额近 3 年持续大幅超过净利润 .....	46
图 82: SGS 营业收入持续增长 .....	47
图 83: SGS 净利润稳步提升 .....	47
图 84: SGS 业务构成 .....	47



图 85: 亚太是 SGS 最大的市场 .....	47
图 86: SGS 股价走势图 .....	48
图 87: SGS 通过收购公司持续扩张 .....	48
图 88: BV 营业收入持续增长 .....	48
图 89: BV 净利润稳步提升 .....	48
图 90: BV 业务构成 .....	49
图 91: BV 业务分布 .....	49
图 92: BV 股价走势图 .....	49
图 93: BV 通过收购公司持续扩张 .....	49
图 94: Intertek 营业收入持续增长 .....	50
图 95: Intertek 净利润稳步提升 .....	50
图 96: Intertek2018 年业务构成 .....	50
图 97: Intertek 业务按地区分布 .....	50
图 98: Intertek 股价走势图 .....	51
图 99: Intertek 通过收购公司持续扩张 .....	51
图 100: Eurofins 营业收入稳步增长 .....	51
图 101: Eurofins 净利润稳步提升 .....	51
图 102: Eurofins 西欧业务占比超过一半 .....	52
图 103: Eurofins 股价走势图 .....	52
图 104: Eurofins 通过收购公司持续扩张 .....	52
图 105: 华测检测与全球龙头的营收差距逐步缩小 .....	53
图 106: 华测检测营收同比增速远超其他公司 .....	53
图 107: 华测检测与全球龙头的净利润差距逐步缩小 .....	54
图 108: 华测检测 2018 年净利润增速大幅提升 .....	54
图 109: 华测检测 ROE 处于相对较低位置, 呈稳步上升趋势 .....	54
图 110: 华测检测营业利润率近两年逐步回升 .....	55
图 111: 华测检测净利率回升至行业平均水平 .....	55
图 112: 华测检测权益乘数处于行业较低水平 .....	55
图 113: 华测检测总资产周转率处于行业较低水平 .....	55
图 114: 华测检测人均产值存在较大提升空间 .....	56
图 115: 华测检测资本支出占营收比例远超其他公司 .....	56
图 116: 华测检测员工人数增速更快, 18 年逐步控制 .....	56
表 1: 可比公司和华测检测近 10 年估值及业绩增速情况 .....	9
表 2: 可比公司和华测检测相似发展阶段的估值及业绩增速情况 .....	9
表 3: 可比公司的预期估值情况 .....	10
表 4: 估值假设 .....	11
表 5: FCFE 估值表 .....	11
表 6: 针对折现率和永续增长率敏感性分析 .....	12
表 7: 中国认监委详细分类对应华测检测分类 .....	24
表 8: 华测检测的主要检测领域及检测内容 .....	27
表 9: 华测检测上市以来新设&收购公司目录 .....	30
表 10: 盈利预测假设基础 .....	58
表 11: 盈利预测简要结果 .....	59

---

表 12: 针对员工人数增速和资本开支占营收比例的净利率敏感性分析 ..... 59



## 估值与投资建议

### 相对估值法

国内检测行业上市公司主要有国检集团、电科院、安车检测、中国汽研等，主要是单一检测领域的国内检测机构，国外检测行业上市公司主要有 SGS、BV、Intertek 和 Eurofins，全球排名前四，与华测检测都是综合性检测机构，业务横跨多个检测细分领域，相比而言受单一领域波动更小，增长更为稳健，因此我们选取 SGS、BV、Intertek 和 Eurofins 作为可比公司。

从发展阶段看，前四大检测机构已步入较为稳定的发展阶段，其近 10 年 PE 静态均值在 25-35x 之间，我们预计未来华测检测长期的估值中枢也将在 25-35x 左右；中短期看，华测检测还处于管理提效业绩加速释放的高速成长期，未来几年有望超预期增长，其当前发展阶段和 SGS、Intertek 和 Eurofins 的部分历史发展阶段具有相似的特点。我们以这些检测机构相似历史发展阶段为参考，用 PEG 对华测检测进行估值。考虑到华测检测业绩增速更快，我们给予其未来三年预计同比增速的 1.3-1.5 倍作为其 19 年 PE 预计值，预计市盈率约为 51-59 倍，对应合理估值 12.24-14.16 元。

表 1: 可比公司和华测检测近 10 年估值及业绩增速情况

公司名称	近 10 年 PE 静态均值	近 10 年归母净利润 CAGR	未来 2 年归母净利润 CAGR
BV	25.71	4.35%	14.52%
SGS	25.18	-0.73%	9.55%
INTETEK	24.07	11.73%	11.05%
ERF	35.58	28.88%	29.63%
平均值	28.70	11.06%	16.19%
华测检测	48.52	19.79%	42.47%

资料来源: Bloomberg、wind、国信证券经济研究所预测

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

2、计算 PE 均值时剔除 INTETEK 2015 年的负值，剔除华测 2016 年的较大偏离值，剔除 Eurofins 2009 年的负值；

3、可比公司为 Bloomberg 一致预期，华测检测为自己预测。

表 2: 可比公司和华测检测相似发展阶段的估值及业绩增速情况

公司名称	平稳增长期	归母净利润 CAGR	PE 静态均值	PEG
SGS	2003-2008	24.97%	23.10	0.93
INTETEK	2006-2011	18.18%	20.92	1.15
ERF	2012-2017	26.88%	43.85	1.63
平均值				1.23
华测检测	2018-2021	39.19%		

资料来源: Bloomberg、wind、国信证券经济研究所预测

注: 可比公司为 Bloomberg 一致预期，华测检测为自己预测。

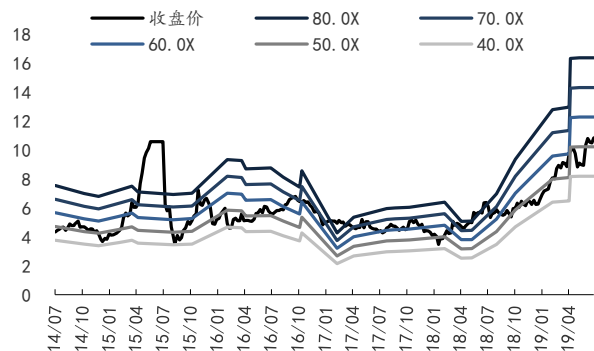
表 3: 可比公司的预期估值情况

公司	投资评级	市值 (亿元)	货币	EPS			PE		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
BV	未评级	94.15	欧元	0.75	0.88	0.99	28.31	24.13	21.58
SGS	未评级	185.73	瑞士法郎	84.23	93.85	101.09	28.88	25.92	24.07
INTETEK	未评级	88.73	英镑	1.76	2.02	2.17	31.20	27.19	25.30
ERF	未评级	66.97	欧元	12.60	15.66	21.17	29.90	24.05	17.80
						国外平均值	29.57	25.32	22.19
国检集团	未评级	55.07	人民币	0.87	0.75	0.92	20.55	23.69	19.53
电科院	未评级	50.20	人民币	0.17	0.23	0.30	38.94	28.57	22.01
安车检测	未评级	89.95	人民币	1.03	1.04	1.50	45.10	44.47	30.98
中国汽研	未评级	69.45	人民币	0.42	0.50	0.60	17.05	14.26	12.01
						国内平均值	30.41	27.75	21.13
华测检测		182.66	人民币	0.16	0.24	0.32	67.66	45.67	34.39

资料来源: Bloomberg、wind, 国信证券经济研究所整理及预测  
注: 未评级公司为 Bloomberg、wind 一致预期。

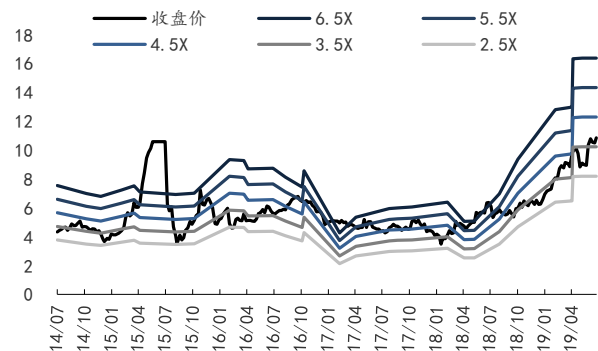
从华测检测本身的历史估值水平来看, 公司当前 PE (TTM) 值为 53x, 处于近 5 年的中间水平; 公司当前 PB 值为 6.7x, 处于近 5 年来的偏高水平, 仍处于合理水平。

图 1: 华测检测 PE (TTM) 值处于历史中间水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 华测检测 PB 值处于合理水平



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 绝对估值法

我们认为当前国内检测行业依旧处于成长阶段, 行业集中度非常低, 随着人们对 QHSE (使用产品的质量、生活健康水平、生产生活的安全性、社会环境保护等方面) 等问题的愈发重视, 以及政府监管逐步开放、市场化进程的逐步加速, 国内检测市场有望保持平稳增长。基于这样的判断, 我们假设:

- 1、公司的营收将随着行业的发展将保持长期稳定增长;
- 2、随着收入规模的扩大, 三费有望持续降低;
- 3、公司作为高科技企业, 可享受 15% 的企业所得税税率;
- 4、无风险利率选取当前的 10 年期国债收益率来评估;
- 5、风险溢价考虑到新兴市场波动较大, 因而选取成熟市场叠加新兴市场溢价的方式来测算, 这里我们选取道琼斯工业指数近 20 年复合年均收益率为基础, 新

兴市场溢价通常为 2%-5%，考虑到中国经济增长势头较好，这里选择了 3%；  
6、Kd 值为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考；

按此假设条件，测算 WACC 值为 9.37%，采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值区间为 12.33-16.19 元/股。

**表 4: 估值假设**

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	0.826	计算主要检测上市公司的均值
无风险利率	3.27%	10 年期国债收益率
股票风险溢价	7.36%	道琼斯 20 年复合收益率 4.36%+新兴市场溢价 3%
公司股价	11.02	
发行在外股数	1658	
股票市值(E)	18266	
债务总额(D)	541	
<b>Kd</b>	<b>5.85%</b>	AA 级中债企业债收益率
T	15.00%	所得税税率
Ka	9.35%	
有杠杆 Beta	0.85	
<b>Ke</b>	<b>9.50%</b>	
E/(D+E)	97.12%	
D/(D+E)	2.88%	
<b>WACC</b>	<b>9.37%</b>	

资料来源：国信证券经济研究所预测

**表 5: FCFF 估值表**

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	TV
EBIT	502.0	675.4	891.3	1,165.6	1,514.6	1,888.0	2,351.4	2,800.3	3,331.8	3,787.4	
所得税税率 (%)	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	426.7	574.1	757.6	990.7	1,287.4	1,604.8	1,998.7	2,380.3	2,832.0	3,219.3	
折旧与摊销	178.8	223.6	270.7	320.7	374.5	429.9	484.9	545.4	613.8	690.8	
营运资金净变动	(127.6)	(136.9)	(104.7)	(149.8)	(217.6)	(223.5)	(280.0)	(285.7)	(346.3)	(267.3)	
资本性投资	(345.7)	(342.6)	(425.4)	(398.9)	(498.3)	(398.9)	(478.4)	(550.0)	(632.4)	(695.5)	
FCFF	132.1	318.2	498.2	762.8	946.1	1,412.3	1,725.2	2,090.0	2,467.2	2,947.2	40,777.7
PV(FCFF)	120.8	266.0	380.8	533.0	604.5	825.1	921.5	1,020.7	1,101.6	1,203.2	16,647.8
<b>核心企业价值</b>	<b>23,625.0</b>										
减：净债务	421.2										
<b>股票价值</b>	<b>23,203.9</b>										
<b>每股价值</b>	<b>14.00</b>										

资料来源：国信证券经济研究所预测

**表 6: 针对折现率和永续增长率敏感性分析**

<b>14.00</b>	9.0%	9.2%	<b>9.37%</b>	9.6%	9.8%
1.4%	14.15	13.65	13.19	12.75	12.33
1.6%	14.44	13.93	13.44	12.99	12.55
1.8%	14.75	14.22	13.71	13.24	12.79
<b>2.0%</b>	15.08	14.52	<b>14.00</b>	13.50	13.04
2.2%	15.43	14.85	14.30	13.78	13.30
2.4%	15.80	15.19	14.62	14.08	13.57
2.6%	16.19	15.55	14.95	14.39	13.86

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 投资建议

检测行业赛道好，空间大，增长稳定，中国第三方检测市场受益监管逐步放开、市场化进程加速发展更快，近年来 CAGR 高达 25%。华测检测作为民营第三方检测龙头，一方面深度受益于第三方检测市场的快速发展，另一方面公司自身核心竞争力强，内生+外延提升份额、扩宽赛道，营收长期平稳持续增长，且自 18 年以来实施战略转型，以利润为导向，推行精细化管理强制增效，利润率稳步回升，业绩加速释放，有望超预期增长。我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.05/5.48/7.28 亿元，对应 EPS 为 0.24/0.33/0.44 元，当前股价对应 PE 分别为 45/33/25x，调高至“买入”评级。

## 检测行业：大空间、稳增长，中国的新兴战略产业

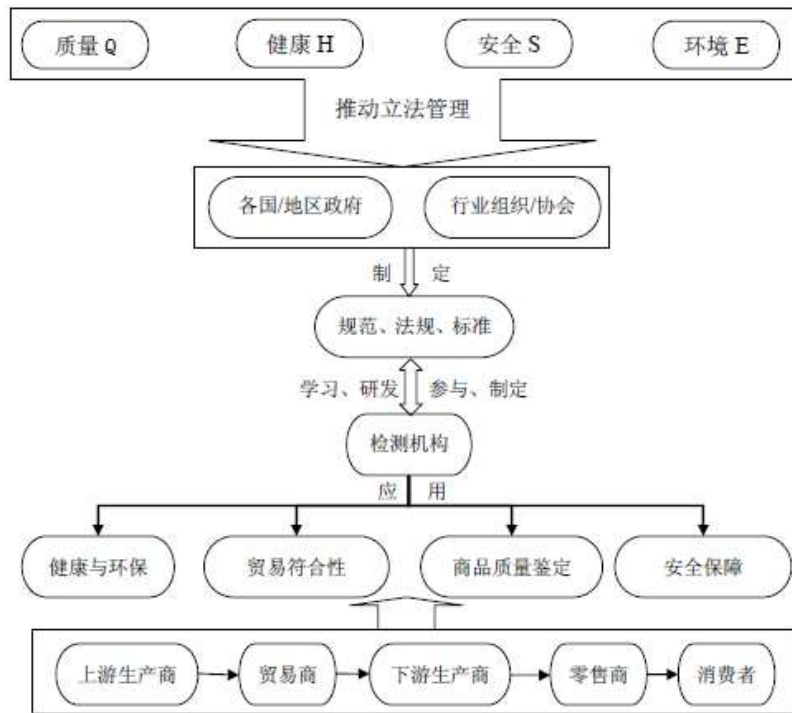
### 行业概况：政策放开，国内检测行业市场化进程加快

**检测**是指通过专业技术方法对各种产品及其他需要鉴定的物品进行检验、鉴定等活动。检测涉及电子、计算机、食品科学、生物学、化学、药学、医学、材料科学、机械等多门专业学科，需要将多种科学技术融为一体并综合运用。

**检测服务**是指检测机构接受生产商或产品用户的委托，综合运用各种科学方法及专业技术对某种产品的质量、安全、性能、环保等方面指标进行检测并出具检测报告的过程，从而评定该产品是否符合政府、行业 and 用户在质量、安全、性能等方面的标准和要求。检测机构根据检测工作量向委托者收取检测费用。

**检测行业长期发展的根本动力来自社会的“认知”需求。**检测行业是基于全社会对 QHSE（使用产品的质量、生活健康水平、生产生活的安全性、社会环境保护）等问题的持续关注而产生的。随着社会的进步和发展，对健康和环保重视程度的不断加强，人们对身边事物的“认知”需求不断增强，越来越希望知道食品能否安全食用，企业排放废气、废水等是否超出了环境可承受的极限，手机电池是否会爆炸等问题。而检测即是通过相应的技术手段对这些要素进行技术验证，以检验其否满足相关法律、法规的要求或是否达到了一定的标准，这里政府立法及相应的规范化管理为检测行业健康发展提供了重要保障。

图 3：检测市场产生并不断发展的根本动力

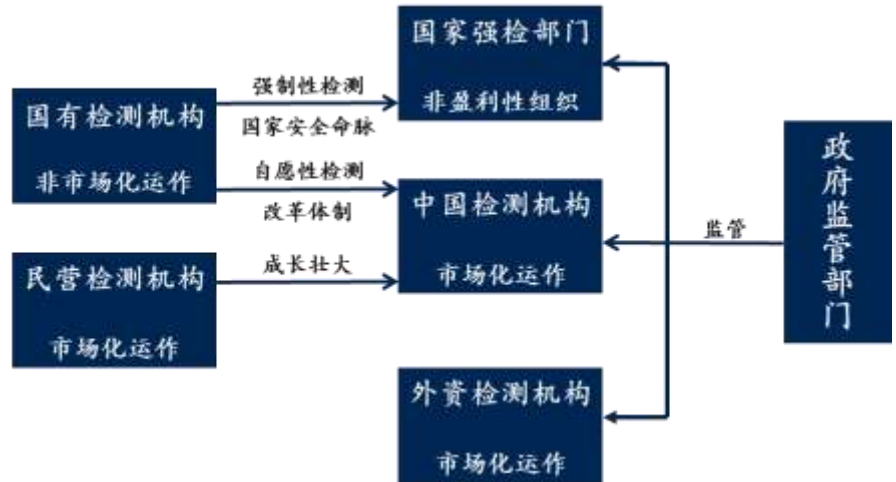


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

检测服务的需求方主要包括政府监管部门、消费者、产品的生产商及贸易商，检测市场参与者主要分为政府检测机构、企业内部检测实验室及独立第三方检测机构。在国民经济各个领域，政府检验检测主要以保护人民生命财产安全为目的，业务涉及市场准入、监督检验检测、3C 认证、生产许可证、定检、评优、免检等方面；企业内部检测实验室则服务于企业自身的产品质量管控需求，在

来料进厂和成品出厂环节进行把关，并在产品研发过程中提供各项数据以辅助研发工作；独立第三方检测机构包括外资和民营两大类，由于其所出具的检测数据具有独立性及公正性的特点，因此已被市场各方所广泛接受。

图 4：中国检测市场主要参与者的关系



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

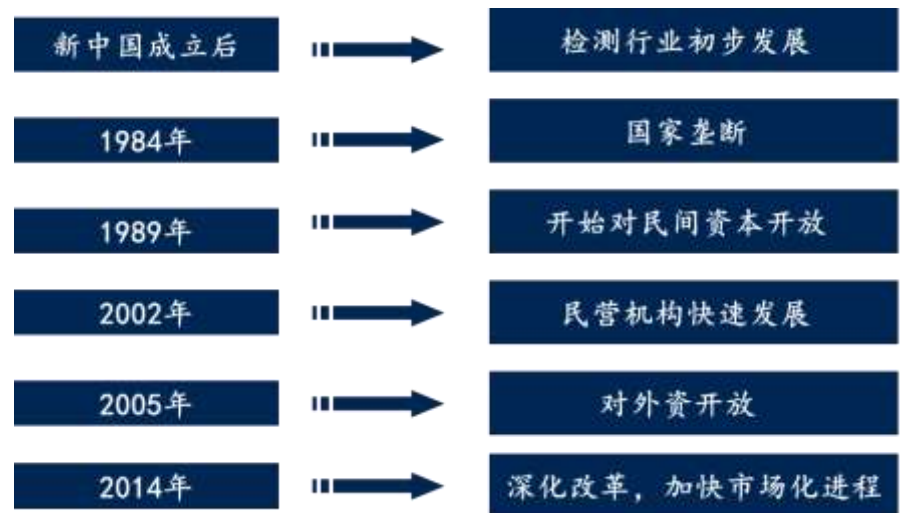
我国检测市场以政府检测为主，不过受益于政策放开、市场化进程加速，第三方检测市场快速成长起来。我国检测市场发展的关键历程如下：

- 1) 新中国成立后，我国政府实行对外贸易的统一管制，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开展检测工作；
- 2) 1984 年，国务院发布《中华人民共和国进出口商品检验条例》，所有检测业务一律由国家检验检测机构实施，还特别规定在中国境内不得设立外国检测机构；
- 3) 1989 年，《中华人民共和国进出口商品检验法》颁布，国内检测市场开始对民间资本开放；
- 4) 2002 年，《中华人民共和国进出口商品检验法》的进一步修改加速了检测行业的市场化进程，民营机构取得快速发展；
- 5) 2005 年，我国政府根据 WTO 承诺，允许外资机构进入中国市场，进一步促进了国内第三方检测市场的发展；
- 6) 2014 年，以中央编办、国家质检总局颁布的《关于整合检验检测认证机构的实施意见》为标志性文件，我国政府将有序开放检测市场，打破部门垄断和行业壁垒，鼓励和支持社会力量开展检验检测认证业务，积极发展混合所有制检验检测认证机构，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。

我国检测行业正处于政府监管逐步开放、市场化进程逐步推进的阶段，在一个良好的政策环境中，第三方检测市场有望持续获得快速发展。



图 5：中国检测市场发展历史的重要节点



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

### 商业模式：资质+公信力称王+“开店”模式

检测行业的商业模式极具特色，通常是检测机构通过获得制造商和采购商的认可，成为其产品及项目的指定检测机构，制造商和采购商为获得的每笔检测服务向检测机构支付检测费用，该费用即为检测机构逐步成长发展的收入来源。在这其中最关键的三个要素在于：**具有足够的资质**（具备拓展市场的前提条件）、**强大的公信力**（受到被服务机构、上下游公司及终端消费者的认可）和**完善的业务及服务网络布局**（拥有足够广泛的业务和服务网络布局以给来自不同区域、不同行业的企业就近提供多样化的检测服务）。当前检测行业全球前四的第三方检测机构 SGS、BV、Eurofins 及 Intertek 以及中国第三方检测龙头华测检测都是遵循这一路径成长起来的。

**具有足够的资质是展开相关检测业务的前提**，这个一方面需要检测机构具备的检测实力并向相应管理机构申请资质，另一方面也与所在国家地区检测行业相关政策息息相关，比如政策是否允许第三方检测机构从事该领域的检测工作。在中国，如前文所述检测行业就深受政府监管的影响，也因检测资质是否放开主要分为政府检测机构垄断的检测领域和第三方检测机构也可参与进行市场化竞争的检测领域。从当前形势来看，检测行业正处于政府监管逐步放开、市场化进程加速的快速发展阶段，未来仍将延续这一趋势。

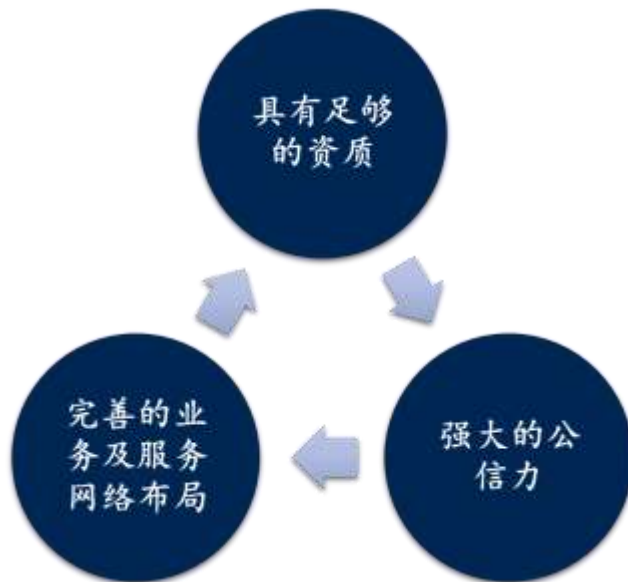
**强大的公信力是检测机构赖以生存和发展的核心竞争力**。社会公信力及由此带来的品牌影响力对检测机构至关重要，只有检测机构拥有社会各界尤其是众多大型跨国企业客户广泛认可的技术能力和公正性，才会获得更多的业务机会。而强大的公信力是建立在先进的检测技术、准确的检测数据的基础上，需要较长时间的积累才能建立，**这也是检测行业高门槛所在**，新成立的检测机构往往在此方面面临较大压力。对检测机构而言，他们也会自觉维护自身的市场公信力，譬如加强研发能力，参与相关行业标准的制定；加强内部控制，建立多级复核制度，确保检测质量及检测报告质量等，且制定严格的内控机制以杜绝出具虚假检测报告，因为一旦检测机构被发现出具虚假检测报告，多年培育的市场公信力将完全丧失，失去客户的认同，并可能被取消检测资格，**所以坚决抵制虚假检测报告、维持较高的市场公信力是检测机构的立身之本**。

**业务及服务网络布局需求决定“开店”模式是检测机构快速成长的方式**。检测行业作为服务行业，不仅需要建立丰富的检测产品线，还需要建立广泛的销售



服务网络布局，满足不同地理分布、行业维度以及客户结构的检测服务需求，将已有的公信力最大化转化为盈利能力，一方面保证对客户检测服务需求的可实现性和快速响应性，另一方面规模效应带来的边际成本递减使其建立一定的成本优势。而“开店”模式是实现快速规模化的最佳选择，检测机构通常一方面依托自身进行多产品线+多网点布局，建立新的地区分公司和实验室，另一方面外延并购加速切入新的检测领域和地理区域。

图 6：检测行业商业模式的关键要素



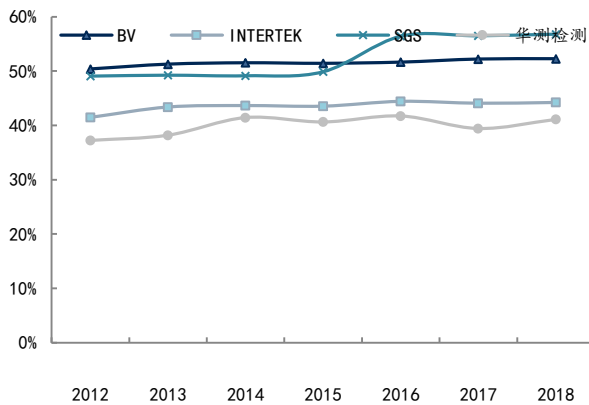
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

**行业特点：稳增长的现金奶牛行业，可做百年老店**

从全球范围看，检测行业是一个已处于成熟阶段的服务性行业，行业防御性强，已经出现了诸如 SGS、BV 及 Intertek 等具有百年历史、享誉全球的第三方检测机构。从中国市场来看，检测行业的政策监管正逐步放开，当前仍处于一个快速成长的阶段。为了更好地理解检测行业，我们梳理了检测行业如下的重要特点。

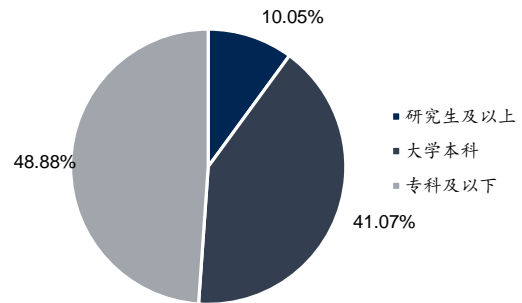
**特点一：检测行业是一个服务型行业，具有人力密集和知识密集的特点。**由于检测业务需要大量的销售和技术人员来及时响应客户需求并完成客户的检测任务，因此需要较多的人员，主要检测公司员工薪酬占营收的比例都超过 40%，全球检测龙头 SGS 员工薪酬占营收的比例更是高达 57%；另外，检测行业对专业技术人员的技术水平要求较高，不仅需要技术人员具备较强的理论水平、技术综合运用能力，还需要具备多年的检测工作经验，熟悉实验流程，拥有较强的问题解决能力，因此检测行业也是一个知识密集型行业。根据中国认监委数据统计，我国检测行业一半以上从业人员拥有本科学历；华测检测的员工学历程度更高，本科及以上学历近 60%，专科及以上学历 90%以上。检测行业人力和知识密集的特点也使得检测行业具有一定的人员和技术壁垒。

图 7：检测公司的员工薪酬占营收比例超 40%



资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

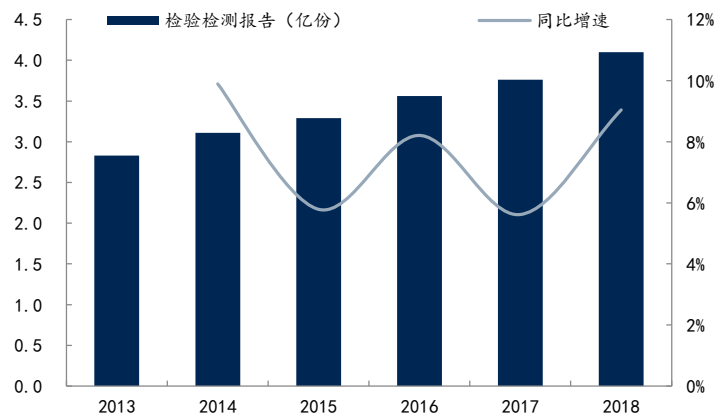
图 8：中国检测行业本科及以上学历员工超过一半



资料来源: 中国认监委, 国信证券经济研究所整理

**特点二：检测行业可长期稳定增长，行业防御性强。**检测行业服务于社会的各行各业，检测需求分布广泛，其长期增长动力来自于人们对 QHSE（使用产品的质量、生活健康水平、生产生活的安全性、社会环境保护）等问题的愈发重视，检测项目总是有增无减；短期受事件驱动还会加速这一过程，比如，2007 年 6 月欧盟颁布实施 REACH 法规（要求进入欧盟境内的任何化学品和产品的制造商需注册产品中的每一种化学成分，并衡量其对公众健康的潜在危害）促使出口欧洲产品的检测需求大幅增加；2008 年三聚氰胺事件使得国内食品检测需求大幅增加。

图 9：检测行业检测报告数量逐年提升



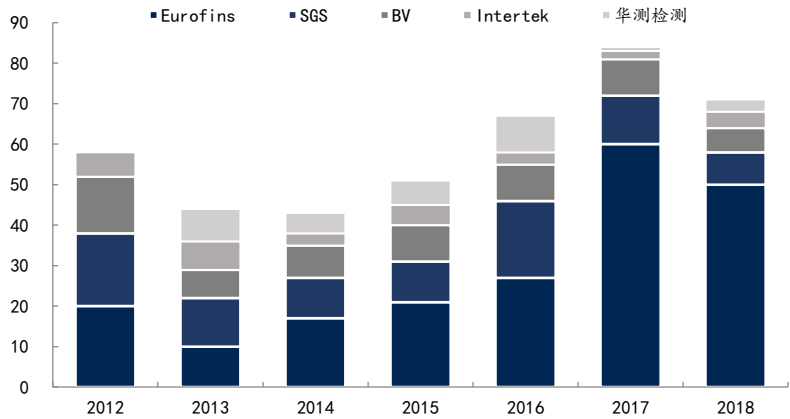
资料来源: 中国认监委, 国信证券经济研究所整理

**特点三：检测行业的市场具有碎片化的特性，采用并购手段快速切入新领域是国际的检测认证巨头通行的做法。**检测行业的市场为碎片市场，横跨众多行业，且每个市场相对独立，难以快速复制，无法通过资本进行快速扩张。采用并购手段快速切入新领域是国际的检测认证巨头通行的做法。

**特点四：检测机构通过“开店”模式更快完成布局将建立显著的先发优势，这也使得外延并购成为检测机构发展的必要手段。**具备完善的业务及服务网络布局才能充分满足不同地理分布、行业维度以及客户结构的检测服务需求，这是检测机构在某检测细分领域发展成熟后的必然结果。而对检测机构而言，完成这样的布局一方面需要投入大量资金进行实验室建设、设备投入和后期维护、人力资源配置等工作，另一方面需要花费大量的时间和精力进行业务和服务渠道开拓，特别是进入新的检测领域难度会更大，因此更快完成布局的检测机构

可以建立明显的先发优势，这就使得外延并购成为检测机构快速发展的必要手段。根据公司年报统计，全球前四大检测机构近年来收购交易频繁，近三年年均收购交易超 60 宗。以 2018 年为例，SGS、BV、Intertek、Eurofins 分别进行收购交易 8、6、4、50 宗，华测检测也完成了 3 起收购交易。

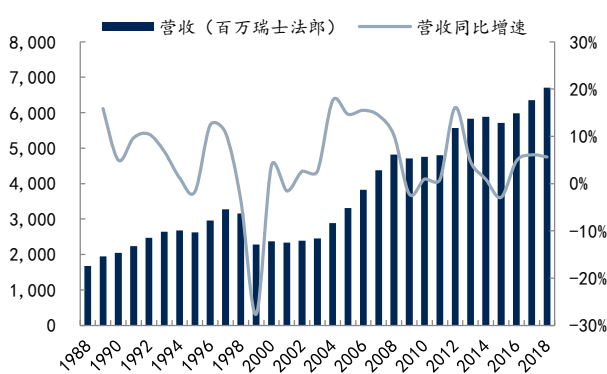
图 10：全球前四大检测机构近三年年均收购交易超 60 宗



资料来源: Bloomberg、公司年报, 国信证券经济研究所整理

**特点五：检测机构的多业务、多网点布局叠加持续并购成长到一定阶段后，是否具有高超的管理水平是决定其能否可持续发展的关键因素。**检测机构的“开店”模式决定其实验室和分支机构众多，且不同检测业务所面对的市场环境、客户群体等均有所不同，且其外延并购的发展方式决定了如何将收购后的公司融入自身企业并有效管控管理也是重中之重。以上两点就使得检测机构在成长到一定规模后是否具有高超的管理水平是决定其能否可持续发展的关键因素。从 SGS 等检测公司的发展历程来看，通过构筑矩阵式管理架构、加强预算和考核、推动实验室内部协同等多种方式推进精细化管理是提升公司管理水平的重要手段，SGS 在 2002 年通过逐步推行一系列管理措施后，营收和业绩进入新一轮成长期；华测检测自 2018 年起也开始战略转型，推行精细化管理。

图 11：SGS 自 2002 年管理改革后营收快速增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12：SGS 自 2002 年管理改革后业绩快速增长

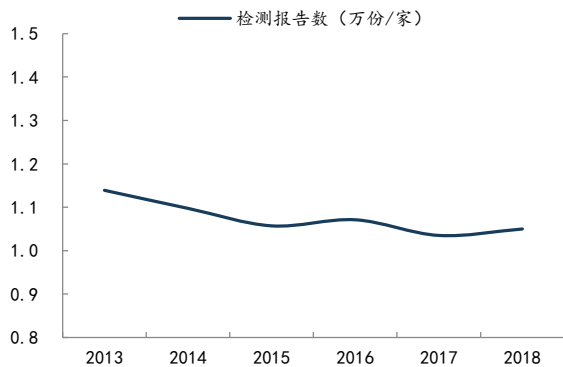


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**特点六：检测业务客户广、频率高、金额小，行业现金流非常优秀。**由于某个产品或某类产品的生产商众多，因此检测机构的客户群广泛，以华测检测为例，2018 年服务客户超 9 万家；由于产品每一次改进或每推出一个新产品、每一次批量出货均需提供第三方检测报告，因此客户的检测频率较高；由于每次检测

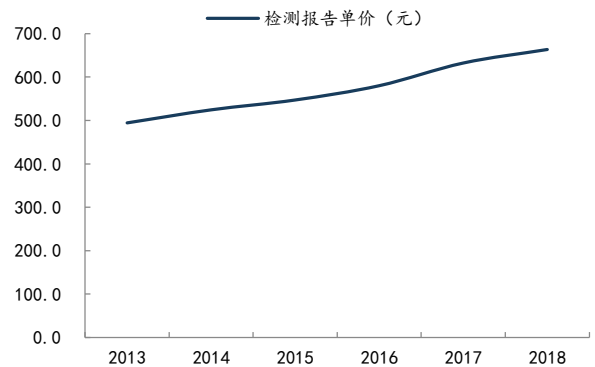
均为抽样检测，样品价值相对于新产品价值、出货产品价值极小，检测单价相对产品价值较低。根据认监委统计数据，我们拥有近 4 万家检测机构，平均每家每年出具检测报告份数超 1 万份，每份报告检测单价在 500-700 元之间，呈逐年上升趋势。检测业务“客户多、金额小、频率高”的特点也使得具有公信力的检测机构在与客户开展业务过程中并不处于弱势地位，检测业务通常可采用先付款后服务的结算方式，即使是部分大客户也可采用月结的结算方式，这就使得检测行业的回款周期短，现金流状况较好。从数据来看，2012-2018 年全球前四的检测机构 SGS、BV、Eurofins、Intertek 及国内龙头华测检测经营性现金流金额都远超当年净利润。

图 13：我国检测机构检测频次高



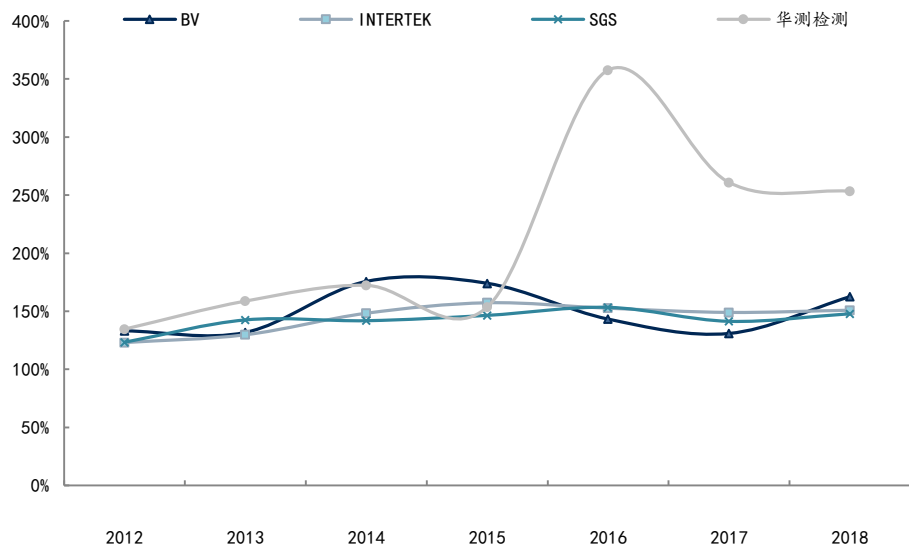
资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

图 14：我国检测机构检测单价低



资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

图 15：SGS 等检测机构的经营性现金流净额/净利润均远超 100%



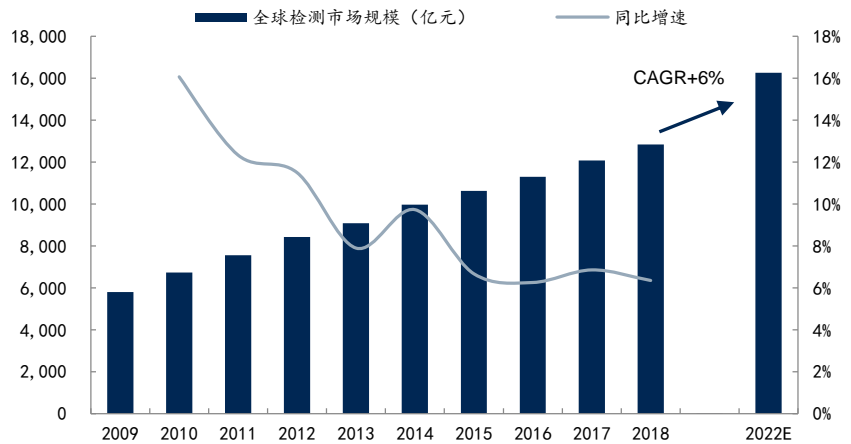
资料来源：Bloomberg、Wind，国信证券经济研究所整理

### 市场空间：第三方检测国内近千亿元，平稳快速成长

**全球检测市场万亿空间，常年持续稳健增长。**全球检测市场是一个常年稳健增长且仍具有极大增长潜力的市场。根据前瞻产业研究院的数据统计，2018 年全球检测市场容量约为 1642 亿欧元，相当于 12828 亿人民币。影响全球检测市场增长的因素主要包括国际贸易活跃程度、产品质量法规升级、工业技术与质量标准化提升、环保节能需求增长等，这些因素使得检测行业具有刚性需求的

特征。近年来，全球检测市场始终显现出朝阳行业的特征。根据前瞻产业研究院的数据统计，过去 30 年间全球检测市场年平均增速维持在 5%到 6%之间，近 10 年全球年复合增速更高达约 9%，预计未来 5 年仍将保持每年 6%的年复合增速。在国际检测市场中，独立第三方检测机构是市场的主要参与者。

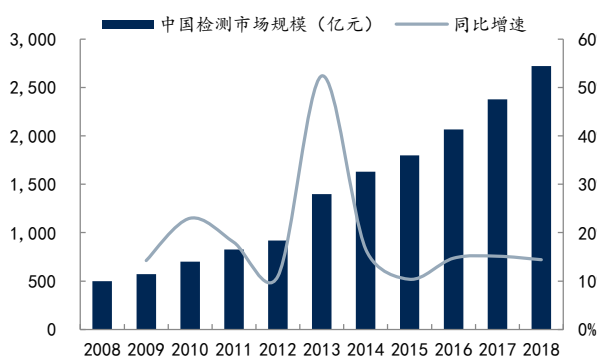
图 16：全球检测市场规模超万亿元，可持续稳定增长



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

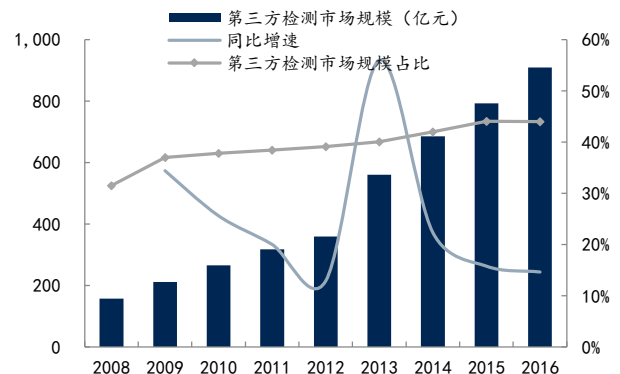
我国第三方检测市场快速增长，国内近千亿元空间。2002 年以来，伴随着全球化趋势和国际贸易额的快速增长，检测行业成为中国发展前景最好、增长速度最快的服务行业之一。根据中国认监委的数据，我国检测市场规模从 2008 年的 499 亿元提升至 2018 年的超 2700 亿元，年复合增速约 18.5%，同比增速远超全球平均增速；第三方检测市场从 2008 年的 157 亿元提升至 2016 年的 909 亿元，年复合增速约 24.6%，第三方检测增速高于行业整体，预计 2018 年市场规模已超 1000 亿元。从占比情况来看，我国第三方检测市场占总的检测市场的比例逐年稳步提高，从 2008 年的 31.46%稳步提升至 2016 年的 44.02%。从当前的行业情况来，第三方检测市场份额还有望持续提升。

图 17：中国检测市场规模稳定增长



资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

图 18：中国第三方检测市场规模占比稳定向上

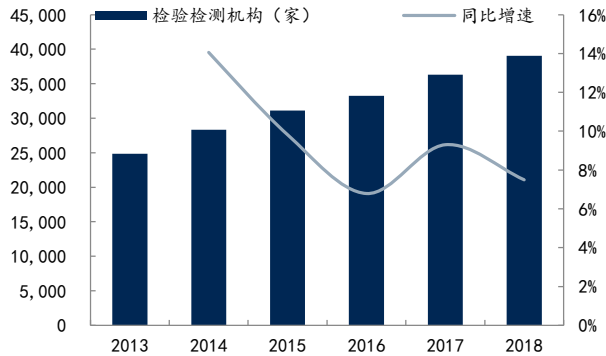


资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

我国检测机构数量随行业发展稳步增长，第三方检测企业发展更快。根据中国认监委统计数据，截至 2018 年底，我国共有各类检验检测机构 3.9 万余家，同比增长约 8.66%，近 5 年年复合增速约 9.70%。其中，2017 年国有及国有控股机构为 18066 家，占机构总数约 50%，私营企业为 16660 家，占机构总数

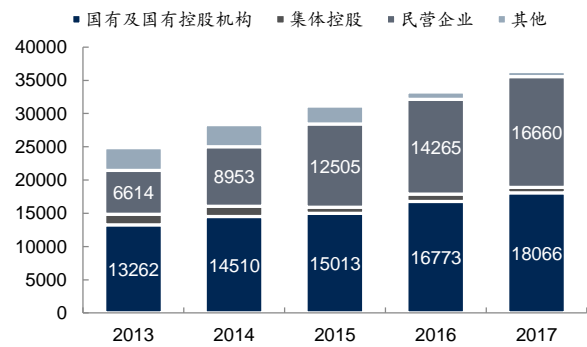
约 46%。近年来民营检测企业保持高速发展，年均复合增速超 25%，机构数量占比也从 2013 年的 27% 快速提升至 2017 年的 46%，成为推动检验检测市场发展的核心动力。另外，检测报告数量也从 2013 年的 2.83 亿份提升至 2018 年的 4.1 亿份，年复合增速约 7.70%。

图 19：中国检验检测机构数量稳定增长



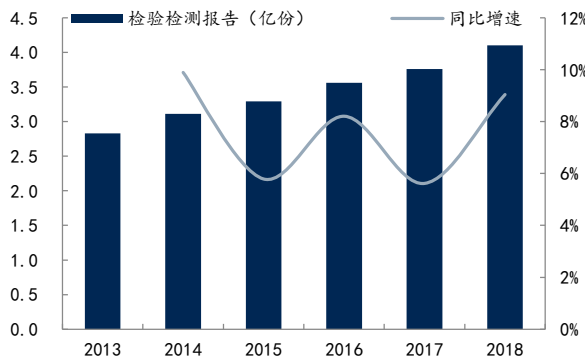
资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

图 20：中国不同所有制检验检测机构数量分布情况



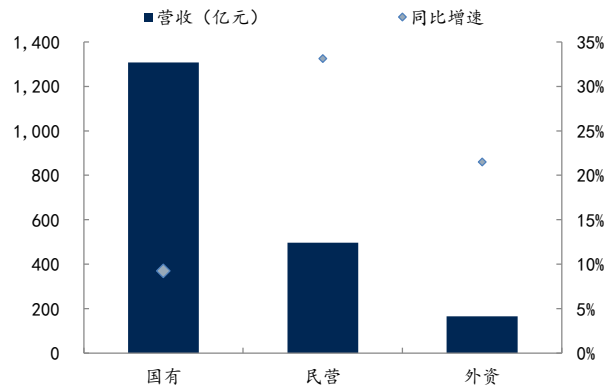
资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

图 21：中国检验检测报告每年稳定增长



资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

图 22：2016 年三类所有制检验检测机构营收增长情况

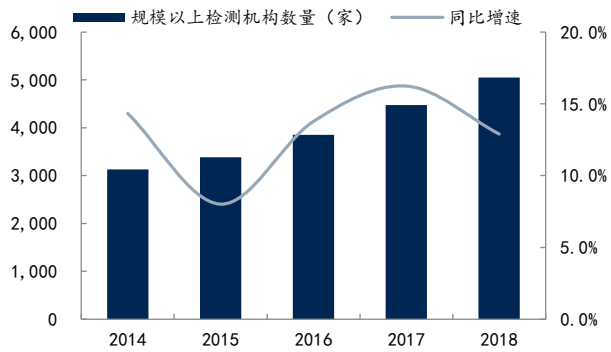


资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

我国检测机构集约化发展势头显著，规模以上机构数量稳步增长。我国规模以上检测机构数量从 2014 年的 3132 家稳步增长至 2018 年的 5051 家，CAGR 达 12.69%，其营业收入从 2014 年的 1115.7 亿元增长至 2018 年的 2148.8 亿元，CAGR 达 17.80%。规模以上检测机构数量仅占全行业的 11%-13%，但营业收入占比高达 70% 以上，且稳步提升，集约化发展趋势显著。

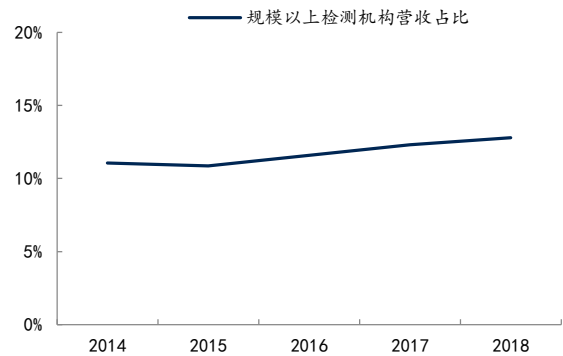


图 23：中国规模以上检测机构数量稳定增长



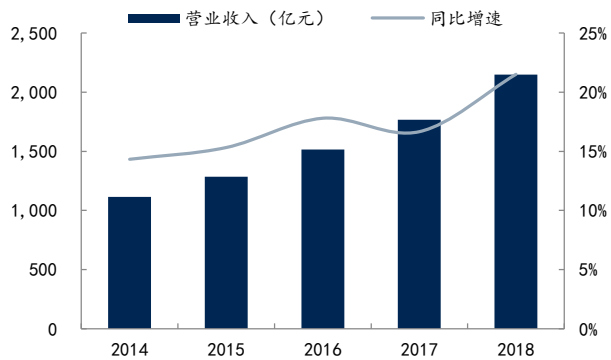
资料来源:中国认监委, 国信证券经济研究所整理

图 24：中国规模以上检测机构数量占比稳定在 12%左右



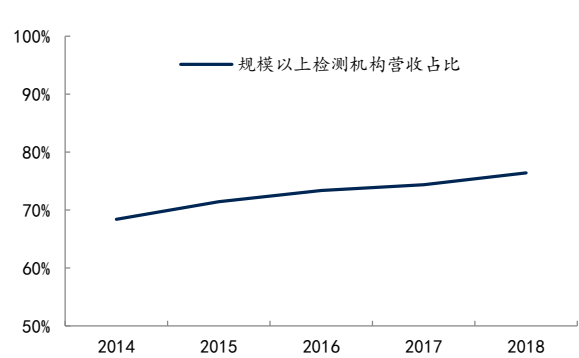
资料来源:中国认监委, 国信证券经济研究所整理  
注: 规模以上检测机构是指年内营业收入 1000 万元及以上的检测机构。

图 25：中国规模以上检测机构营收较快增长



资料来源:中国认监委, 国信证券经济研究所整理

图 26：中国规模以上检测机构营收占比超 75%

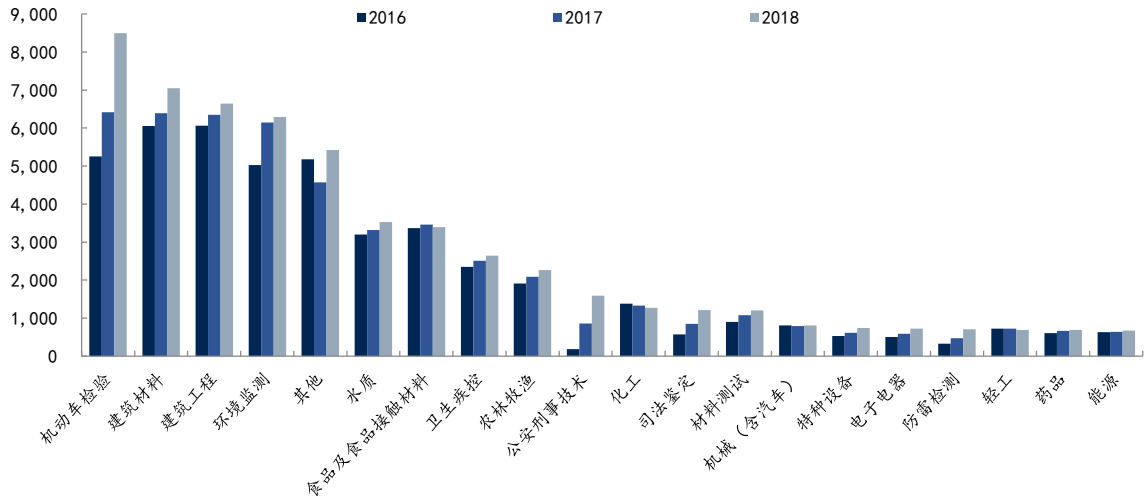


资料来源:中国认监委, 国信证券经济研究所整理  
注: 规模以上检测机构是指年内营业收入 1000 万元及以上的检测机构。

我国市场规模最大的细分子行业为建筑建材、环境监测、机动车检验及食品检测。根据中国认监委统计数据，从检测专业领域来看，2018 年检测机构数量最多的五个细分子行业为：机动车检验、建筑材料、建筑工程、环境监测、水质；检测市场规模最大的五个细分子行业为：建筑工程、建筑材料、环境监测、机动车检验、食品及食品接触材料，近两年增速最快的五个细分子行业为：电力（含核电）、机械（含汽车）、机动车检验、环境监测、电子电器。

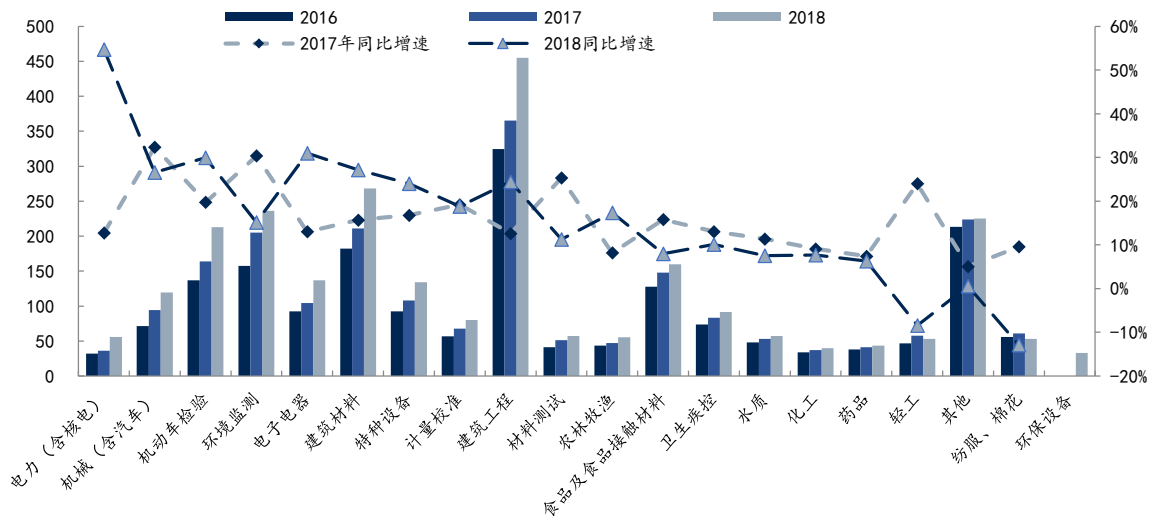


图 27：中国检测行业前 20 个细分子行业数量分布



资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

图 28：中国检测行业前 20 个细分子行业市场规模（亿元）



资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

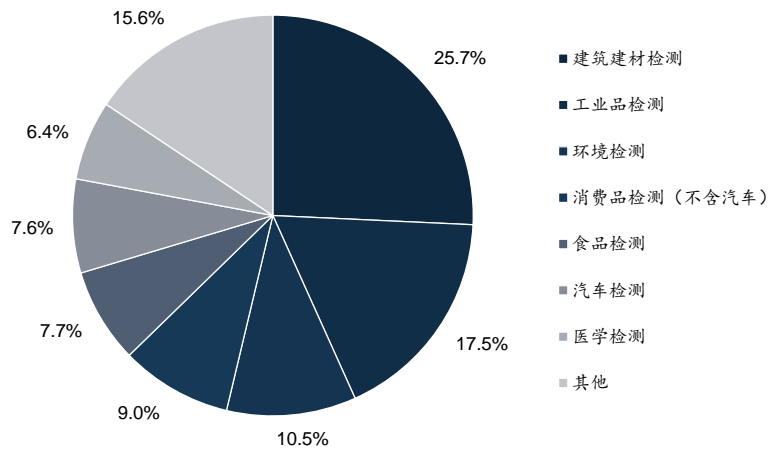
为方便后文分析进行简化分类，分类后建筑建材检测、工业检测、环境检测是市场规模最大的三个细分领域。为了方便后文对华测检测相关业务的分析和研究，我们参考 BV 公司年报所披露的细分行业和相关服务内容，将中国认监委发布的检验检测统计报告中的细分子行业重新简化分类，分类后我国检测行业营收规模前五的检测细分领域有：建筑建材检测、工业检测、食品检测、环境检测、医学检测，其 2018 年市场规模分别为 723、493、294、253、215 亿元，占比分别为 26%、18%、11%、9%、8%，合计市场规模占比约 70%。

表 7: 中国认监委详细分类对应华测检测分类

中国认监委详细分类	简化后分类	对应华测检测分类
建筑工程、建筑材料	建筑建材检测	工业品检测
机械(含汽车)、特种设备、化工、计量校准、能源、电力(含核电)、采矿冶金	工业检测	
食品及食品接触材料、农林牧渔	食品检测	生命科学检测
环境与环保、水质、环境监测	环境检测	
卫生疾控、医学、医疗器械、药品、卫生检验(含保健中心)、生物安全	医学检测	消费品检测
机动车安检、机动车环检、机动车综检	汽车检测	
电子电器、轻工、纺织服装、珠宝玉石检验鉴定	消费品检测(不含汽车)	
消防、材料测试、软件及信息化、司法鉴定、商品检验货、防雷检测、国防相关、公安刑事技术、其他	其他	---

资料来源:中国认监委、公司招股说明书,国信证券经济研究所整理

图 29: 2018 年中国检测行业细分子行业市场份额

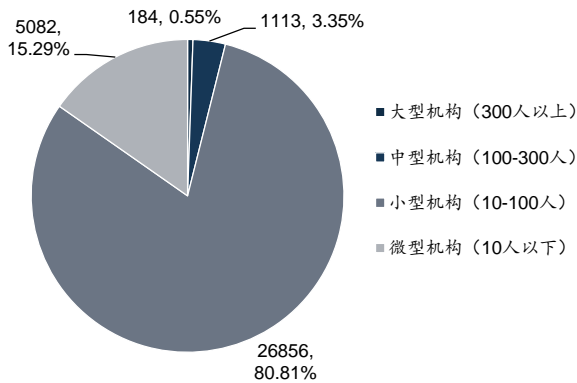


资料来源:中国认监委,国信证券经济研究所整理

### 竞争格局: 小而散, 民企高速发展

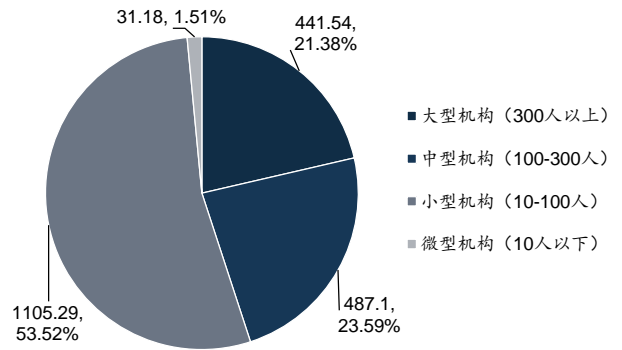
检测行业整体呈“小而散”的竞争格局,行业集中度较低。在我国检测市场中,小微型检测机构是行业的主体。根据认监委统计数据,我国 100 人以下的小微型检测机构占比超过 95%,大/中型检测机构为 184/1113 家,占比约 0.55%/3.35%;从营收规模来看,2016 年大/中/小/微型检测机构营收规模为 442/487/1105/31 亿元,同比增速 23.74%/13.19%/12.56%/1.07%,呈现机构规模越大,经营状况越好,增长幅度越大的趋势,整体行业集中度持续提升。

图 30：我国大中小检测机构数量分布情况（2016 年）



资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

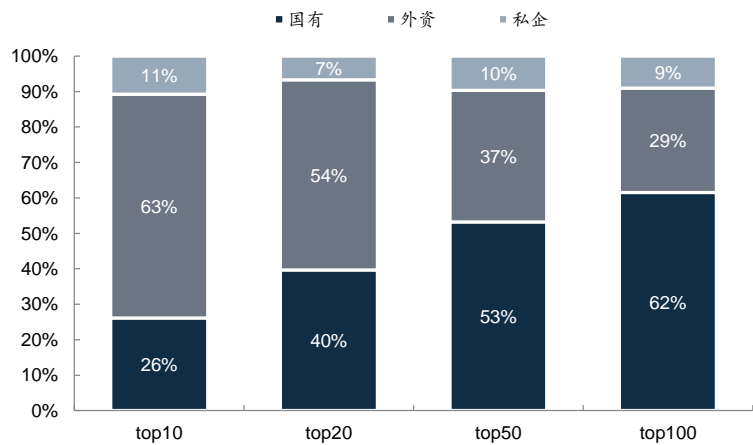
图 31：我国大中小检测机构营收情况（2016 年）



资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

检测行业头部企业中民企占比还较小。从所有制类型来看，在前 10 名企业中，国有机构/外资企业/民企分别为 3/6/1 家，其中外资企业处于主要地位，营收占比约 63%；在前 20 名企业中，国有机构/外资企业/民企分别为 9/10/1 家，其中外资企业仍处于主要地位，营收占比约 54%；在前 100 名企业中，国有机构/外资企业/民企分别为 70/21/9 家，其中国有机构占据主要地位，营收占比约 54%，民营企业在头部检测机构中数量占比较小，整体规模也偏小。

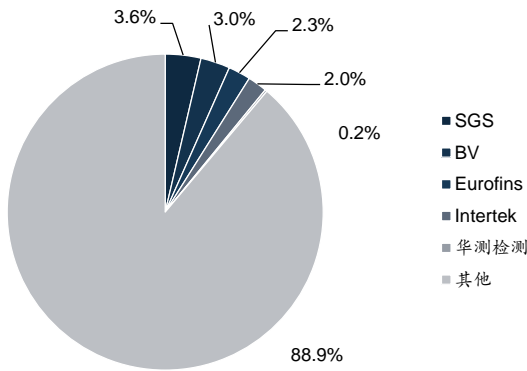
图 32：2016 年不同所有制检验检测机构市占率情况



资料来源：中国认监委，国信证券经济研究所整理

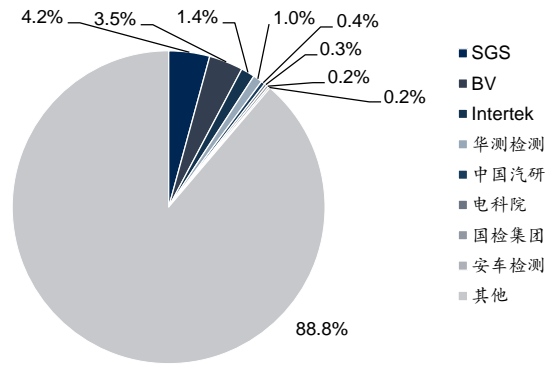
从具体企业来看，SGS 为全球龙头，华测检测为国内民营龙头。在国际检测市场中，行业集中度很低，前四大国外独立第三方检测机构占据约 11% 的市场份额，SGS、BV、Eurofins、Intertek 是全球四大检测龙头，市占率分别约为 3.6%、3.0%、2.3%、2.0%；在国内检测市场中，我们按外资检测企业中国收入约占其亚太区收入的 80% 估算，得出 SGS 在国内市场份额约为 4.2%，华测检测为国内的第三方检测民营龙头，市场份额约为 1%。

图 33：2018 年全球检测市场 Top3 市占率不到 10%



资料来源：前瞻产业研究院、Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

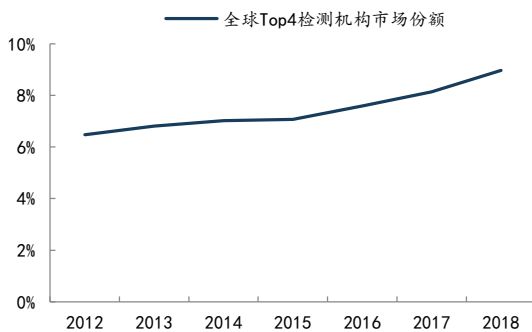
图 34：2018 年国内检测市场市占率情况



资料来源：中国认监委、Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理  
注：SGS、BV、Intertek 只有亚太区的收入数据，中国区收入按亚太区收入的 80%估算。

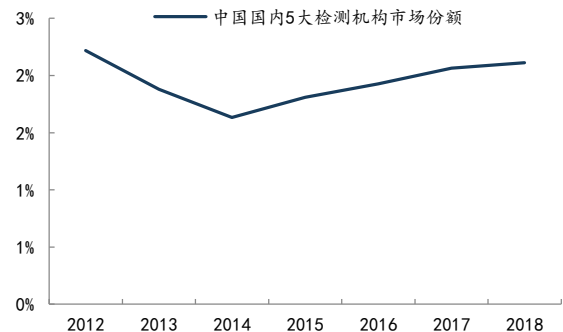
从发展趋势来看，行业集中度呈稳步提升的态势。在国际检测市场中，全球四大检测机构 SGS、BV、Eurofins、Intertek 的市占率呈逐年提升之势，从 2012 年的 6.48% 提升至 2018 年的 8.98%。在国内检测市场中，考虑国内华测检测、中国汽研、电科院、国检集团、安车检测 5 家检测机构的情况，其合计市占率自 2014 年来也逐步提升，从 2014 年的 1.63% 提升至 2018 年的 2.11%。

图 35：全球检测市场行业集中度逐步提升



资料来源：前瞻产业研究院、Wind、Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 36：中国检测市场行业集中度逐步提升



资料来源：中国认监委、Wind，国信证券经济研究所整理  
注：SGS、BV、Intertek 无中国区收入数据，此处计算华测检测、中国汽研、电科院、国检集团、安车检测 5 家合计市占率。

## 华测检测：高确定性持续成长的民营第三方检测龙头

### 专注第三方检测，国内民营龙头

华测检测是中国最大的民营第三方检测与认证服务机构，成立于 2003 年，2009 年上市，已发展成为一家集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体的综合性第三方机构。公司总部位于深圳，在全国设立了 60 多个分支机构，拥有化学、生物、物理、机械、电磁等领域的 130 多个实验室，并在台湾、香港、美国、英国、新加坡等地设立子公司。公司服务客户 9 万多家，其中世界五百强客户近百家，目前主要包括生命科学、贸易保障、消费品和工业品四大服务领域：

**1) 生命科学检测：**是公司当前重点发展的板块，主要包括食品、环境、医学等，其中营业收入占比最大的是环境检测和食品检测。**环境检测**主要得益于环保问题日益受到重视，政策支持力度大，行业成长性高，在需求带动下第三方环境检测市场迅速发展，另外由于环境检测具有地域性较强的特点，需要在不同地区布局实验室，截止当前公司共有近 30 个实验室，已基本完成全国布局；**食品检测**主要受益食品安全问题日益受到重视，食品检测规范化、标准化要求不断提升，行业快速发展，目前公司共有 20 多个相关实验室，公司是国内环境和食品检测的龙头。

**2) 贸易保障检测：**是公司深耕多年的传统优势业务，主要受益欧盟 RoHS 标准、REACH 法规等带来的需求，当前营业收入和利润率较稳定，业务中占比最大的是电子材料化学检测。

**3) 消费品检测：**主要包括纺织品、鞋类、皮革检测、玩具产品检测、奢侈品检测及汽车整车及其零部件检测等，其中**汽车检测**是公司目前消费品领域的优秀产品线，公司在上海、深圳、天津等二十多座城市设有服务网点，并在东北、华北、华东、华南及西部地区建立了超过 10 个汽车实验室，目前已获得中国大陆地区各大汽车厂商的普遍认可。

**4) 工业品检测：**主要包括建材与工程检测、计量校准、地产商项目、电子认证等，目前公司共有 20 多个实验室，该部分业务是公司未来发展的重要增长点。

表 8：华测检测的主要检测领域及检测内容

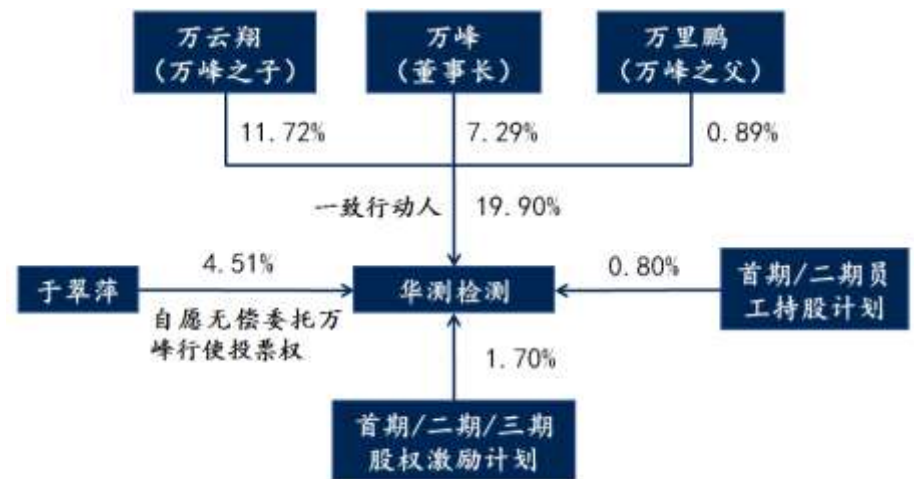
产品分类	检测目的	检测领域	检测内容
生命科学	为关注人类和生命健康的群体提供检测、研究开发和技术服务，确保生命处于健康安全状态。	环境	环境检测与咨询，环境污染治理设施运行，污染源在线监控设施委托运行等
		食品/农产品/保化	食品、药品、日化产品、农产品、保健品、饲料、食品包装和接触材料检测及认证，工业化学品、农药等测试评价
		医学/生命安全	分子及基因检测、诊断，药效、毒理学，生物分析，职业安全卫生，健康体检，医疗器械代理、注册、咨询
贸易保障	为进出口贸易双方提供货物验证服务，为贸易过程提供货物品质鉴证，以确保货物符合进口国和地区产品法规要求。	进出口贸易	工厂审核、验货、有害物质检测与控制、WEEE 评估及技术服务，REACH 法规相关的技术服务、EUP 测试、可靠性评估、失效分析等
消费品测试	为生产商或消费者提供日用消费品的使用性能、安全性、耐用性等测试、验证和技术服务，以确保产品质量、安全、性能等方面达到政府或消费者要求。	消费品	有害物质检测，可靠性与失效分析，金属材料检测，非金属材料分析，纺织品、鞋类、箱包检测，玩具、婴童产品、学习用品、家具、餐厨具等食品接触材料及杂货检测，贵金属、宝玉石检测鉴定评估，名表鉴定评估保养
		交通运输	<b>汽车整车及其零部件检测</b> ，金属分析，船舶及工程，货物适运鉴定
工业测试	为工业用品的制造和使用企业提供工业品性能、安全性等测试、验证、评估服务，以确保产品性能、安全等方面达到使用者要求或政府法规要求。	工程	建材与工程检测、检验及认证，特种设备无损检测，风电机组检测及制造
		电器/工业品	安规检测，EMC 检测，CCC 认证，CB 测试，国内国际贸易货物检测鉴定评估，有害生物管理，计量校准、尺寸测量及仪器维修及相关领域检测分析
其他技术服务	---	---	验货与合规服务，审核服务，体系咨询，产品认证，能力验证，标准物质研发和销售，法律法规注册/咨询，化学品、食品、消费品等法规咨询和产品注册、培训等

资料来源:公司官网、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

公司实际控制人为董事长万峰先生。万峰先生直接持有公司 7.29% 股份，万云翔(万峰之子)2017 年 9 月受让万里鹏(万峰之父)股权，直接持有公司 11.72% 股份，万里鹏还持有公司 0.89% 股份，万峰、万云翔、万里鹏系一致行动人。此外，于翠萍女士直接持有公司 4.51% 股份，其股票对应的投票权自愿无偿委托万峰先生行使。

公司激励充分，上市以来已开展两次员工持股计划和三次股权激励计划。公司为了吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，更好地促进公司长期、持续、健康发展，分别于 2017 年、2018 年开展两次员工持股计划，目前已顺利完成。另外，公司进行了三次股票期权激励计划，2011 年进行第一次股票期权激励计划，授予激励对象股票期权数量为 282 万股，占总股本的 1.53%，3 年业绩承诺均超额完成；2018 年 12 月进行第二次股票期权激励计划，授予激励对象股票期权 2065 万股，占总股本的 1.25%，其中申屠献忠为新增的核心高管，聘任为公司总裁，申屠献忠曾是 SGS 的中国区总裁、SGS 全球执行副总裁，具有全球龙头检测企业的前沿管理经验，同时在消费品、工业品等领域深耕多年，在国内和海外拥有广泛的行业资源，其加入有助于促进华测国际化的进军步伐，取得更多品牌大客户的认可，拉动公司国内、国外业务并举发展；2019 年 4 月进行第三次股票期权激励计划，授予激励对象股票期权 470 万股，占总股本的 0.28%，其中曾啸虎为新增的核心高管，聘任为公司副总裁，曾啸虎曾是 SGS 中国工业、交通及消防科技事业群总经理，在工程检测等领域深耕多年，其加入有助于华测将工程检测业务发展壮大，成为公司未来一个新的增长驱动力。目前来看，2018 年归母净利润 2.4 亿元的业绩考核目标已顺利完成，2019/2020/2021 年业绩考核目标为 3/3.6/4.32 亿元，CAGR+20%。

图 37：华测检测股权结构稳定，激励充分



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

我们分析华测检测的成长历程，将其主要分为两个阶段：

**2003-2017 年：发展第一，内生外延加速扩张成就国内民营检测龙头**

公司以贸易保障检测起家，受益事件性驱动快速成长。华测检测由万里鹏、万峰父子以及郭冰、郭勇等人于 2003 年联合创立，其中万峰、郭冰都是英国 IRCA 注册主任审核员。2003 年 2 月 13 日，欧盟 RoHS 指令（全称 The Restriction of the use of Certain Hazardous Substances in Electrical and Electronic Equipment，即欧盟管控电子电气类产品中有害物质的指令）发布，公司创始人抓住这一事件性行业机遇，切入贸易保障中的电子电气产品检测领域，公司得以快速成长，到 2006 年公司贸易保障检测收入已突破 5000 万元；2007 年 6



月，欧盟颁布实施 REACH 法规，要求进入欧盟境内的任何化学品和产品的制造商需注册产品中的每一种化学成分，并衡量其对公众健康的潜在危害，凡不能达到要求者，欧盟会限制或禁止使用该产品。得益于 REACH 法规，公司贸易保障检测业务持续稳定增长，并成为该领域的国内龙头。

**公司上市前进行多产品线+多网点布局，树立了良好的品牌形象和公信力。**公司自成立以来不断进行产品线和网点布局，特别是在 2005-2006 年，公司进入发展快车道，在全国范围内先后成立了 22 家分公司和代表处，在检测业务中贯彻诚信、独立的原则，逐步得到了包括富士康、台达、飞利浦、理光、华硕、明基等国际知名企业的认可，树立了公司的良好品牌形象和公信力。截止 2009 年上市，公司营收已达到 2.64 亿元，拥有 30 多家分支机构及 30 个实验室，业务范围拓展到了生命科学、工业品、消费品、贸易品等四个检测领域，其中贸易品占比从 90% 以上稳步下滑至约 48%，区域收入主要集中在华东和华南地区，两地收入占比超过 90%。

**公司上市后借助资本市场力量，建立遍布全国的实验室检测服务网络，不断并购扩张实验室检测范围。**公司一直将发展放在第一位，制定的总体发展目标为坚持自主创新，建立遍布全国的实验室检测服务网络，扩充实验室检测服务的范围，并逐步向海外市场拓展，发展成为具有国际竞争力的大型综合性检测服务提供商。在这样的战略导向下，公司不断延伸业务，加大并购力度，一方面巩固已有的华东/华南基地，一方面加大全国及海外布局，截止目前，公司上市后新设&收购子公司超 80 家，在全国设立了 60 多个分支机构，拥有 130 多个实验室，设立 5 个海外子公司，营收规模超 25 亿元，已经成为国内最大的民营第三方检测机构。

图 38: 公司历史重要事件



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理



**表 9: 华测检测上市以来新设&收购公司目录**

序号	公司名称	方式	持股比例	序号	公司名称	方式	持股比例
<b>2009</b>				<b>2015</b>			
1	上海华测品标检测技术有限公司	新设	79%	4	南昌市华测检测认证有限公司	新设	100%
<b>2010</b>				5	贵州省华测检测技术有限公司	新设	100%
1	深圳市华测计量技术有限公司	新设	100%	6	上海华测品正检测技术有限公司	新设	100%
2	天津津滨华测产品检测中心有限公司	新设	70%	7	河北华测检测服务有限公司	收购	100%
3	上海华测先越材料技术有限公司	新设	100%	8	广州华测衡建工程检测有限公司	收购	65%
4	厦门市华测检测技术有限公司	新设	100%	9	河南华测检测技术有限公司	收购	100%
5	宁波市华测检测技术有限公司	新设	100%	10	<b>福州特安泉检测技术有限公司</b>	<b>收购</b>	<b>51%</b>
6	<b>深圳市华测软件科技有限公司</b>	<b>新设</b>	<b>100%</b>	11	舟山市经纬船舶服务有限公司	收购	60%
7	深圳华测鹏程商品检验有限公司	收购	51%	12	<b>浙江久正工程检测有限公司</b>	<b>收购</b>	<b>51%</b>
8	深圳华测鹏程国际认证有限公司	收购	81%	<b>2016</b>			
<b>2011</b>				1	深圳市华测实验室技术服务有限公司	新设	67%
1	成都市华测检测技术有限公司	新设	100%	2	南京华测医药技术服务有限公司	新设	60%
2	深圳市华测培训中心	新设	100%	3	深圳华测有害生物管理有限公司	新设	72%
3	广东华测微量物证司法鉴定所	新设	100%	4	江苏华测品标检测认证技术有限公司	新设	100%
4	苏州华测生物技术有限公司	新设	86%	5	甘肃华测检测认证有限公司	新设	100%
5	<b>杭州华测瑞欧科技有限公司</b>	<b>收购</b>	<b>51%</b>	6	广西华测检测认证有限公司	新设	100%
<b>2012</b>				7	华测电子认证有限责任公司	收购	71%
1	深圳市华测标准物质研究所	新设	100%	8	福建尚维测试有限公司	收购	51%
2	上海华测艾源生物科技有限公司	新设	100%	9	江阴华测职安门诊部有限公司	收购	80%
3	深圳华测投资管理有限公司	新设	100%	10	北京华测食农认证服务有限公司	收购	100%
4	武汉市华测检测技术有限公司	新设	100%	11	宁波唯质检测技术服务有限公司	收购	100%
<b>2013</b>				12	镇江华测金太医学检验所有限公司	收购	51%
1	深圳市华测信息技术有限公司	新设	100%	13	浙江盛诺检测技术有限公司	收购	51%
2	重庆市华测检测技术有限公司	新设	100%	14	两端(上海)检测技术有限公司	收购	20%
3	上海华测艾普医学检验所有限公司	新设	100%	15	灏图企业管理咨询(上海)有限公司	收购	20%
4	广州华测职安门诊部有限公司	新设	100%	<b>2017</b>			
5	广州市华测品标检测有限公司	新设	100%	1	宁国市华测检测技术有限公司	新设	100%
6	安徽华测检测技术有限公司	新设	100%	2	沈阳华测检测技术有限公司	新设	100%
7	<b>上海华测品创检测技术有限公司</b>	<b>新设</b>	<b>100%</b>	3	东莞市华测检测认证有限公司	新设	100%
8	沈阳华测新能源检测技术有限公司	收购	70%	4	中山市华测检测技术有限公司	新设	100%
9	苏州华测安评技术服务有限公司	收购	100%	5	辽宁省华测品标检测认证有限公司	新设	100%
10	英国 CEM 公司	收购	70%	6	温州市华检检测技术有限公司	新设	100%
11	北京中商华测商业标准咨询中心有限责任公司	收购	20%	7	福州市华测品标检测有限公司	新设	100%
12	广州公尺鹏程商品检验有限公司	收购	45%	8	深圳市华测标准物质研究中心有限公司	新设	100%
13	天津天质检测技术有限公司	收购	20%	9	苏州华测工程检测有限公司	新设	100%
14	杭州华钰智测股权投资合伙企业(有限合伙)	收购	10%	10	内蒙古华测质检技术服务有限公司	新设	100%
15	沈阳博鉴检测有限公司	收购	10%	11	广州市华测检测认证技术有限公司	新设	100%
<b>2014</b>				12	天津华测品正石油化工检测技术有限公司	新设	100%
1	湖南品标华测检测技术有限公司	新设	100%	13	四川华测建信检测技术有限公司	收购	68%
2	杭州华测检测技术有限公司	新设	100%	<b>2018</b>			
3	淮安市华测检测技术有限公司	新设	100%	1	山西华测检测认证有限公司	新设	100%
4	西安东仪综合技术实验室有限责任公司	收购	22%	2	陕西华测检测技术有限公司	新设	100%
5	黑龙江省华测检测技术有限公司	收购	100%	3	华测检测认证集团(山东)有限公司	新设	100%
6	大连华信理化检测中心有限公司	收购	100%	4	上海华测智科材料技术有限公司	新设	51%
7	杭州华安无损检测技术有限公司	收购	100%	5	浙江方圆电气设备检测有限公司	收购	13%
8	新加坡 POLY NDT 公司	收购	70%	6	深圳华测职安门诊部	收购	100%
<b>2015</b>				7	苏州市吴中经济开发区佳康门诊部有限公司	收购	100%
1	华测奢侈品检测(深圳)有限公司	新设	70%	<b>2019</b>			
2	云南华测检测认证有限公司	新设	100%	1	浙江远鉴检测有限公司	收购	51%
3	天津华测检测认证有限公司	新设	100%	<b>新设/收购合计公司数量 53/36 家</b>			

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

注:其中加粗为孩子公司后续已注销/处置或者丧失控制权,合计5家。

### 2018年-至今:利润第一,战略转型迈向高质量成长

公司扩张激进,2014年业绩增速首次同比转负。2014年,公司实现归母净利润1.46亿元,同比下降2.35%,属于历史上首次增速为负,主要原因是公司在

高速扩张的过程中通过新建和收购实验室进行了大量资本投入，其带来的人工成本和折旧摊销占营收比重非常高且其增速远高于营收增速，而相应投资的实验室暂未产生收益。此时，公司管理层初步强调了管理的重要性，在 2014 年报的下一年经营计划中明确提出：加强内部控制，规范公司治理，提升公司管理水平。

**公司持续扩张叠加管理粗放等问题，2016 年业绩大幅下滑，2017 年持续低迷。**2016 年，公司实现归母净利润 1.01 亿元，同比大降 43.77%，在收入较 2011 年增长 3 倍的情况下利润回归到 2011 年水准，主要原因一方面折旧&摊销和人工成本快速增长显著影响公司的短期盈利能力，另一方面是受收购的华安检测、CEM 等子公司计提商誉减值因素的影响。2017 年业绩略有好转，但净利润仍明显受到压制。从这里可以看出，在公司强调发展第一、抢占市场的过程中，收购过程中也相应出现了一些问题，主要体现在公司扩张较快带来管理较为粗放以及部分收购公司经营不善计提大量商誉减值或直接处置再卖出。

**公司战略转向利润导向，迈向高质量成长方向，2018 年业绩大幅复苏。**基于公司当前的发展状况，公司在 2017 年年初开始着重强调全面推行内部体制改革，转变总部业务职能，提升服务品质，并着力推进集团管控进程，规范公司治理；在 2018 年年初首次提出“以营收为导向”向“以利润为导向”转变的管理理念，并于 2018 年中再次引入职业经理人，聘任 SGS 前中国区总裁任新总裁；在 2019 年初进一步提出全面推行精细化管理，实现高质量可持续发展，向全球化迈进。从这些陈述中可以看到，公司的发展战略发生了根本性转变：在成长为国内最大的民营第三方检测机构后，**利润的增长将放在第一位**。公司未来的经营策略将逐步控制人员数量和资本开支增长的幅度，重点放在提高现有实验室的产能利用率和公司的精细化管理上来，带动公司人均产值稳步上升，持续修复净利率。

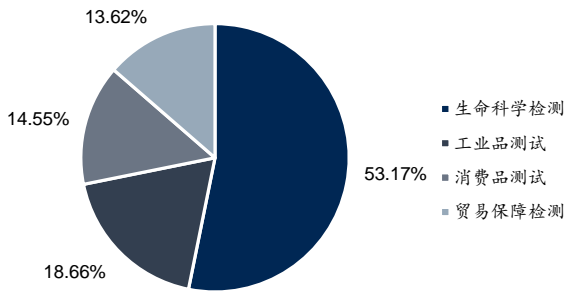
接下来，我们将从公司的具体业务布局 and 关键财务指标对公司展开分析。

### 业务布局与展望：四驾马车共驱成长，内外兼修打造百年老店

**整体情况：贸易保障起家，生命科学占比最大**

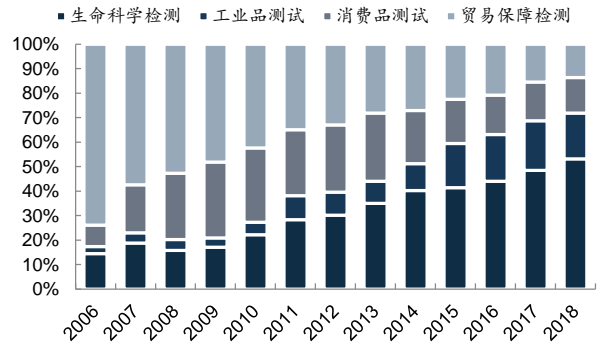
从业务结构来看，公司以贸易保障检测起家，生命科学检测逐步成长为占比最大的业务。从营收角度看，公司以贸易保障检测起家，2012 年前一直是公司贡献收入最大的业务，该业务比较成熟，营收增长持续稳健，但业务比重稳步下滑，从 2006 年最高的 73.60% 下滑至 2018 年的 13.63%，2008-2018 年营收复合增长率约 13.06%；消费品检测业务也较为成熟，营收占比从 2009 年最高的 30.96% 逐步下滑至 2018 年的 14.55%，2008-2018 年营收复合增长率达 21.64%，未来汽车检测有望拉动该板块快速增长；生命科学检测是公司发展的重点业务，主要包括环境检测和食品检测等，营收占比从 2006 年的 14.44% 稳步提升至 2018 年的 53.16%，已成为公司的第一大业务，未来营收占比还将继续提升，2008-2018 年营收复合增长率高达 46.17%；工业品检测一直以来也保持较快增长，营收占比从 2006 年的 3.63% 稳步提升至 2018 年的 18.67%，未来是公司成长的重要增长极，2008-2018 年营收复合增长率高达 49.44%。**从盈利能力看**，贸易保障检测的毛利率在 70% 以上且保持稳健；消费品检测和生命科学检测主要受持续不断的实验室和业务布局投入影响而暂未产生足够的收益，毛利率呈现逐年下滑的趋势，从当前看，汽车、环境及食品检测等核心业务已布局完成，未来毛利率有望稳步回升；工业品检测一方面也受持续的实验室和业务布局投入影响，另一方面受部分收购公司经营不善影响，导致毛利率在 16、17 年出现大幅下滑，18 年开始回升。

图 39：公司 2018 年销售收入一半来自生命科学检测



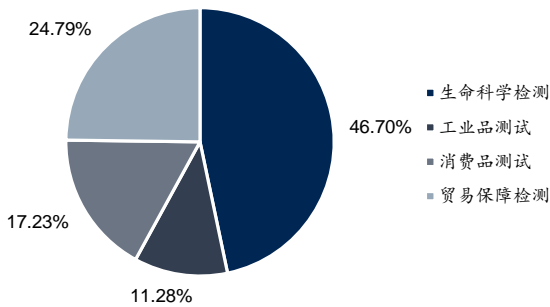
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40：公司 2008-2018 年生命科学检测营收占比不断提高



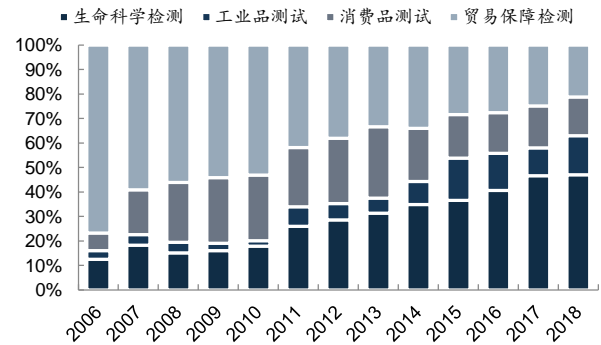
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 41：公司 2018 年生命科学检测毛利贡献比例最高



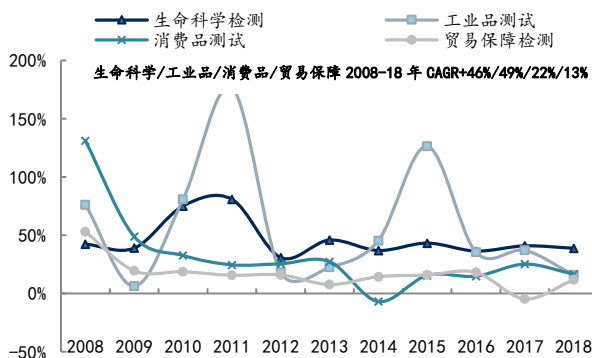
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 42：公司 2008-2018 年生命科学检测毛利贡献比重增大



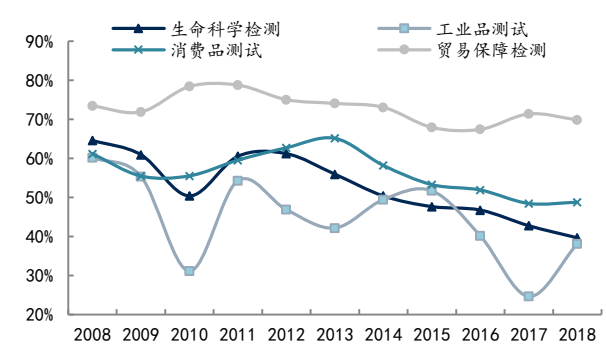
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 43：公司各业务营收同比增速情况



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 44：公司各业务毛利率情况

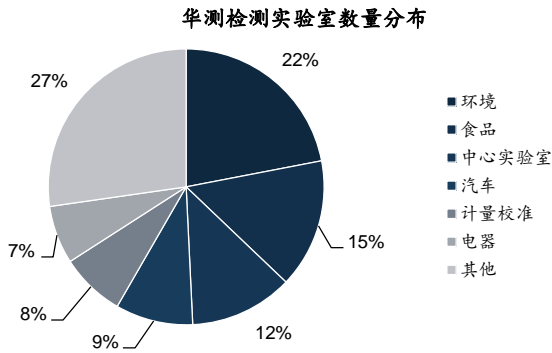


资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

整体来看，环境检测、食品检测和汽车检测将是未来 3 年拉动公司营收增长的主要业务。对于环境检测和食品检测业务而言，公司经过多年的发展通过内生和外延已基本完成网点布局，后续随着实验室产能利用率的提升，经营性杠杆有望推动公司营收业绩持续增长，从下游客户需求来看，环境和食品检测市场受益当前国家、人民对于环保问题和食品安全问题的日益重视有望保持快速增

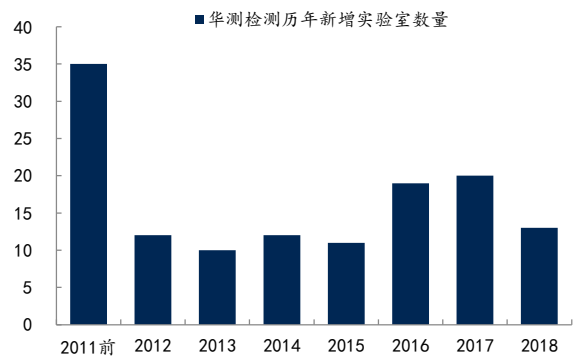
长。对于汽车检测业务而言，这是公司近几年开拓并取得快速发展的新业务，当前公司几乎获得了国内所有大型汽车厂商的认可并拿到了订单，后续有望随着与汽车大客户合作的加深而取得持续快速发展。

图 45：华测检测实验室主要分布在环境、食品、汽车等领域



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 46：华测检测历年新增实验室数量



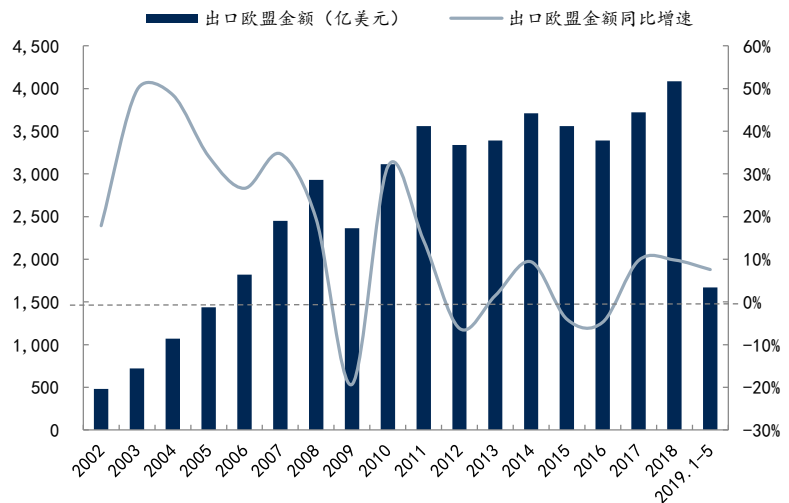
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 贸易保障检测：出口欧盟业务为主，营收保持平稳增长

贸易保障检测业务是华测检测的传统优势业务，长期保持平稳增长。我们预计公司该业务有望继续以年均 10% 以上增速平稳增长，一方面系我国对欧盟出口额整体保持稳健增长，另一方面系公司处于该细分领域的领先地位，市场份额不断提升。

华测检测贸易保障检测业务以对欧盟出口产品检测为主。华测检测的贸易保障检测业务主要面向出口欧盟的产品进行检测服务，其市场规模主要与我国对欧盟出口市场规模直接相关。根据海关总署统计，我国对欧盟的出口金额整体保持平稳增长，近两年实现较快增长，2018 年对欧盟出口金额达 4086 亿美元，同比增长 9.83%，2019 年 1-5 月对欧盟出口金额达 1672 亿美元，同比增长 7.59%，仍然保持了不错的增长，相应地贸易保障检测市场也将实现平稳增长。当前我国贸易保障检测市场规模已超 700 亿元（根据前瞻研究院预测数据），行业集中度偏低，呈现 SGS 和华测检测寡头垄断的竞争格局。

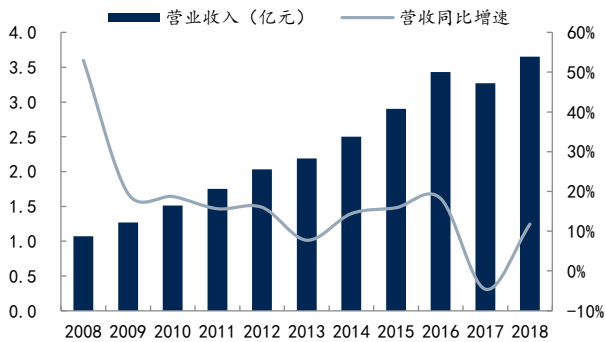
图 47：中国对欧盟出口金额及同比增速



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

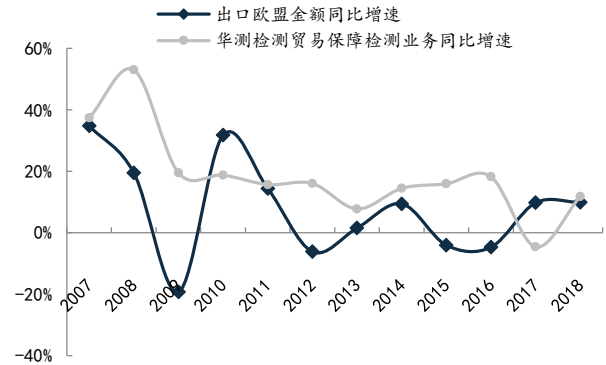
贸易保障检测是公司的传统优势业务，整体保持平稳增长，预计未来仍将保持这一趋势。贸易保障检测是公司的传统优势业务，公司共有 16 个中心实验室，业务保持了多年的平稳增长，营收从 2009 年的 1.27 亿元提升至 2018 年的 3.65 亿元，CAGR 达 14.61%。其中，2017 年业务出现下滑主要系公司丧失了对 2011 年收购的华测瑞欧的控制权，当年无法实现财务并表。整体上看，我们预计公司贸易保障检测业务将继续保持平稳增长，不仅受益于我国进出口规模的稳定增长，还受益于公司处于市场领先定位，市场份额持续提升，未来年均增速有望保持在 10% 以上，毛利率仍将维持在 70% 左右。

图 48：华测检测贸易保障检测营收稳定增长



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 49：华测检测贸易保障检测营收增速远超出口欧盟金额增速



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 消费品检测：受益行业较快增长，汽车检测打开新空间

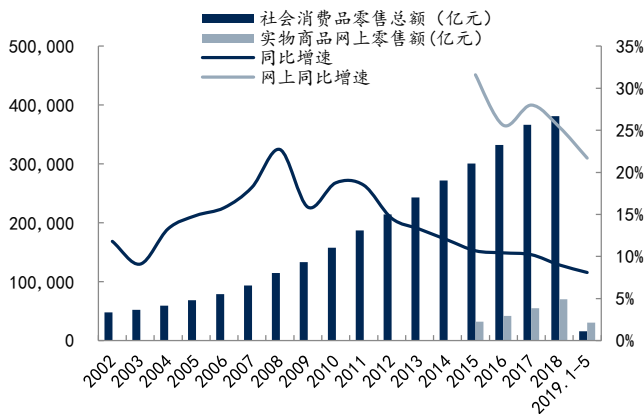
华测检测消费品检测主要包括纺织品、鞋类、皮革检测、玩具产品检测、奢侈品检测及汽车整车及其零部件检测等，我们将其主要分为消费品（不含汽车）检测和汽车检测展开讨论，我们预计公司消费品（不含汽车）检测业务受益行业较高景气及公司线上网购商品检测大客户突破将保持稳健增长，公司汽车检测业务将有望快速增长，维持 30% 以上增速，一方面得益于各大车企加大对新车研发的投入以及新能源汽车新增部件带来的检测需求增加，另一方面得益于公司受到各大车企的充分认可，随着后续与各大汽车客户合作的加深，渠道将逐步打开。

### 消费品（不含汽车）检测：稳健的传统业务

我国消费品市场规模不断扩大，检测市场稳步增长。随着人们生活水平和消费水平的不断提高，消费者对产品性能、质量、安全意识也不断提升，消费品市场规模不断扩大，总体发展平稳，增速快。根据国家统计局统计，全年社会消费品零售总额一直持续增长，从 2002 年的 4.81 万亿元逐步增长至 2018 年的 38.10 万亿元，CAGR 达 13.8%，2019 年 1-5 月仍然延续平稳增长，同比增速达 8.10%。相应地，消费品检测市场也将保持持续较快增长。根据认监委数据统计，我国消费品（不含汽车）检测市场规模从 2015 年的 144.5 亿元稳步提升至 2018 年的 252.96 亿元，CAGR 达 21%。

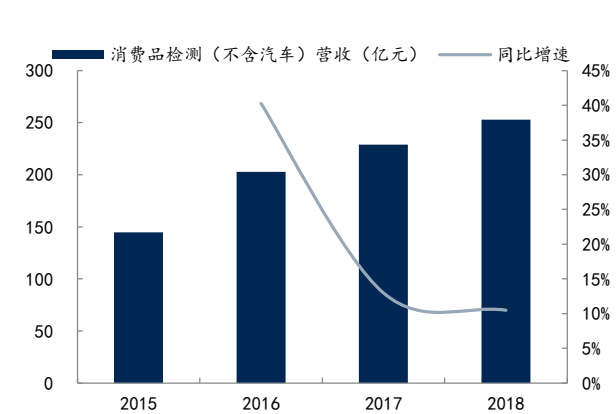


图 50：我国实物商品网上零售额增长更快



资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 51：中国消费品检测（不含汽车）市场规模及增速



资料来源:中国认监委, 国信证券经济研究所整理

我国消费品检测市场外资处于主导地位，华测检测保持稳健增长。包括纺织品、鞋类、皮革检测、玩具产品检测、奢侈品检测等细分检测领域主要由 Intertek、SGS、BV 等外资检测机构占据市场主导地位，一方面系他们都是以合资的形式较早进入了中国并设立了众多分支机构、布局完善，与政府和行业保持了良好的合作关系，引领着消费品检测领域行业标准的制定及发展方向，另一方面是他们已和下游掌握话语权的重要大客户（且主要为欧美企业）形成了深度合作的关系，对于后进者构筑了极难跨越的客户壁垒。因此，对华测检测而言，要想取得上述检测领域业务的重大突破，关键在于获得消费品重要大客户的认可，通过自建实验室周期长，难度很大，因此未来通过海外并购有客户资源的检测机构是实现业务突破的关键手段，这样不仅能和公司国内实验室形成协同效应，还能通过得到海外大客户的认可切入其供应链，拓展其供应链国内厂家的检测业务。当前看，华测检测在纺织、电器、玩具轻工、奢侈品等细分领域已布局了超 20 个实验室，国内市场占有率约 0.8%，整体处于跟随者位置保持稳健增长。另外，公司取得了线上网购商品检测平台大客户的突破，在 2017 年与沃尔玛、京东、淘宝、当当网、亚马逊等形成了合作关系，该业务也带来了一定的增量空间。

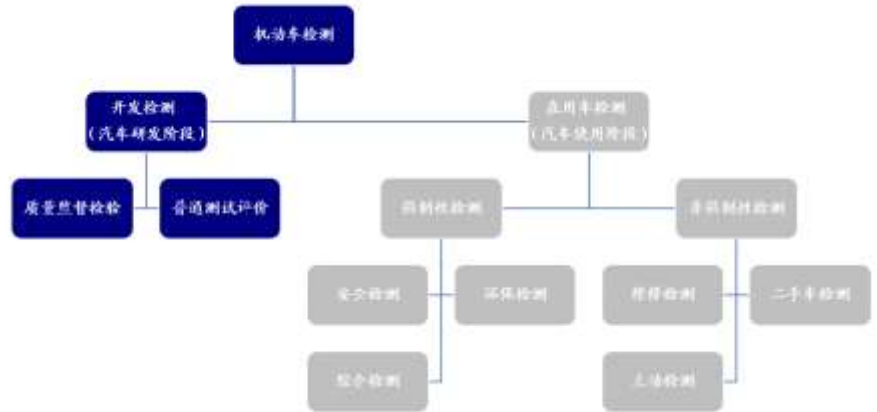
### 汽车检测：获得国内所有车企客户认可的快速成长业务

汽车检测行业主要包括新车下线检测与在用车检测。

**新车下线检测**主要针对汽车增量市场，包括“强制性检测（质量监督检验）”与“研发性检测（普通测试评价）”，主要针对整车厂（企业），检测费用相对较高，一般在 100-300 万元/款。强制性检测是指在车型导入大批量生产线前需要经由国家授权的检测机构对新上市车型执行的强制性定型试验，以确定是否符合国家标准。比如排放，安全，照明等，合格后才可批量生产及上市销售。质量监督检验项目包含四部委的法规要求，分别是：1）工信部的“车辆生产企业及产品公告”相关要求；2）国家质监总局“中国强制性产品认证（CCC）”的认证制度；3）环保部的“机动车环保公告”的相关要求；4）交通部的“道路运输车辆燃料消耗量达标车型的公告”相关要求。具体项目按照国家发改委、经贸委颁布的《实施汽车强制性项目检验和定型试验规程的规范性要求》进行检验。研发型检测主要是指为整车及零部件企业新产品开发及产品性能改进提供试验验证、工程咨询服务等，具体来讲包括汽车研发与设计服务，汽车风洞实验室等。

在用车检测主要针对存量市场，主要针对消费者（个人），检测费用相对较低，一般在 100-500 元/次，主要包括由公安部分管的安全检测、环保部门分管的环保检测以及交通部门分管的综合检测。非强制性检测主要包括二手车检测、维修检测、保险检测等。目前非强制性检测行业尚不成熟，后期随着政策法规完善以及相关商业模式逐步成熟成长空间较大。

图 52：机动车检测行业分类



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

华测检测的汽车检测业务主要是针对新车下线检测中国家放开的研发性检测市场，从产品的研发、生产、装运到售后服务，为汽车产业链的各个环节提供质量监控，同时针对各种已知和潜藏的问题为各大汽车厂商提供解决方案，服务范围涵盖绿色环保测试及化学法规符合性服务、汽车材料测试、汽车零部件测试、汽车整车检验、第二方和第三方审核、汽车化工产品测试等领域。

中国新车下线检测行业发展的驱动力主要有：**第一是国内行业竞争加剧，新车型推出周期加快，新车型数目逐步增长（主要指乘用车）**：一款新车上市需要通过工信部的公告披露，从历年乘用车和商用车的上公告数目来看，2011-2018 年乘用车上公告数量的年均复合增速为 14%，商用车在不考虑排放升级影响的情况下年均复合增速约为 20%。我们预计随行业竞争加剧，乘用车后期较大概率呈现提速的趋势，而商用车在经历排放升级后，在下一轮排放升级前会呈现较大幅度逐步增长的趋势。**第二是电动化与智能化带来检测行业的业务横向拓展**：新能源汽车相对传统汽车增加了动力电池、电机、电控、充电装置等部件，因此在新车检测层面需要新增动力电池系统检测、电磁兼容性测试、电机及控制器检测、充电系统测试等新增项目，但新能源汽车少了发动机、变速箱（或者变速箱简化）等板块，与之相关的检测项目也会减少，但整体来看新能源汽车检测单价高于传统汽车。

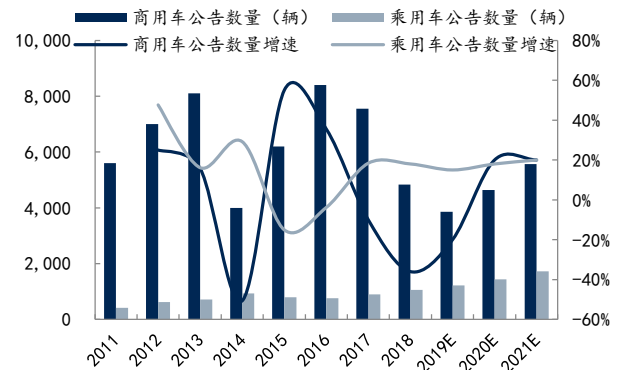


图 53: 以大众集团为例, 在中国市场投放车型数量逐年增长



资料来源: 汽车之家, 上汽集团公告, 国信证券经济研究所整理  
备注: 核心车型的定义为新上市车型记为 1 款, 换代车型记为 1 款, 中期改款车型记为 0.5 款

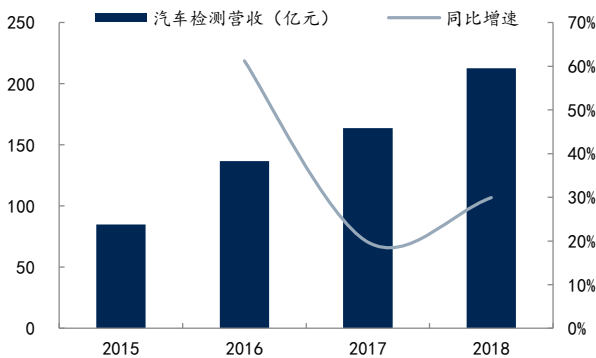
图 54: 商用车及乘用车历年上公告数量



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理及预测

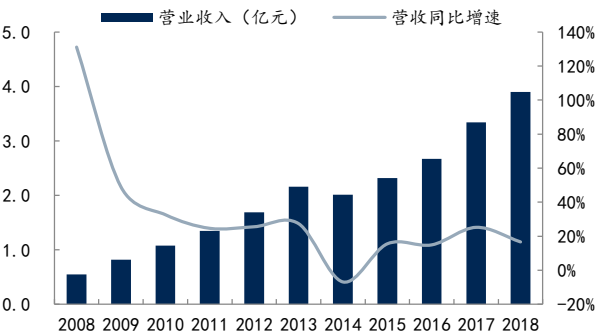
国内汽车检测市场规模平稳较快增长, 汽车检测业务将成为华测检测消费品检测的主要增长点。根据认监委数据统计, 我国汽车检测市场规模从 2015 年的 84.79 亿元稳步提升至 2018 年的 212.69 亿元, CAGR 达 36%, 受益于上述三重驱动汽车检测有望继续较快增长。在汽车检测市场中, 安车检测主要聚焦在用车检测, 中国汽研主要是研发性检测中的强制性检测, 华测检测与中国汽研呈现互补性竞争, 其主要直接竞争对手是 SGS 等检测机构, 市占率约 1%。华测检测近年来广泛布局, 在上海、深圳、天津、重庆、武汉、广州、南京、苏州等二十多座城市设有服务网点, 并在东北、华北、华东、华南及西部地区先后建立了多个汽车实验室, 目前已取得中国大陆几乎所有汽车大厂商的认可和**合作, 还成为北汽新能源指定的第三方实验室**。我们预计受益于行业较好景气以及和各大汽车客户合作的进一步加深, 华测检测汽车检测业务未来几年有望保持高速增长。

图 55: 中国汽车检测市场规模及增速



资料来源: 中国认监委, 国信证券经济研究所整理及预测

图 56: 华测检测消费品检测营收平稳较快增长



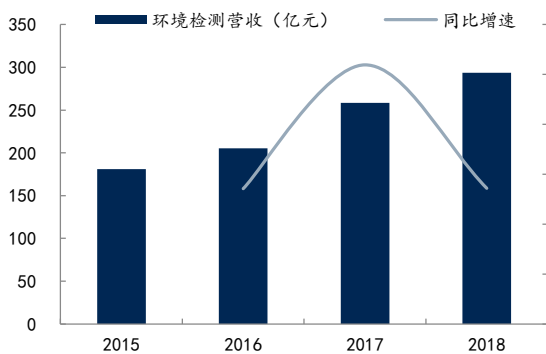
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 生命科学检测: 全国布局基本完成, 环境、食品检测步入快速增长期

华测检测生命科学检测主要包括食品检测、环境检测、医学检测、农产品检测、基因检测等, 其中环境检测和食品检测分别是公司的第一和第二大产品线, 合计公司营收占比近 50%。我们主要对环境检测、食品检测及医学检测展开讨论, **预计公司环境和食品检测业务有望保持 30% 以上快速增长, 主要得益于环保问题和食品安全问题日益受到重视, 行业景气度持续向好, 预计公司医学检测业务有望成为公司未来新的增长点, 当前临床前 CRO 业务发展态势良好。**

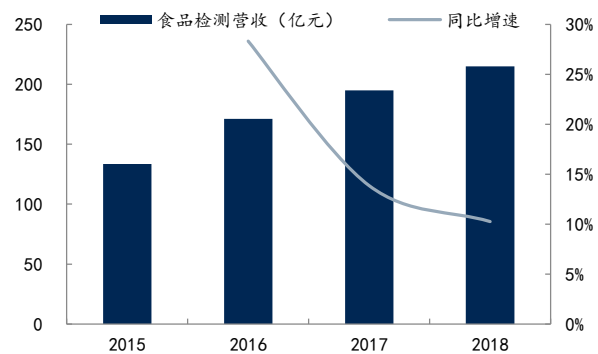
**环境检测和食品检测市场空间大发展快,成长前景广阔。**根据中国认监委数据,食品检测和环境检测的检测市场规模都超过了 200 亿元。我国环境检测市场规模从 2015 年的 180.80 亿元稳步提升至 2018 年的 293.74 亿元,CAGR 达 18%;食品检测市场规模从 2015 年的 133.51 亿元稳步提升至 2018 年的 215.09 亿元,CAGR 达 17%。从行业发展趋势来看,1)近年来,政府对环境保护的重视程度越来越高,检测的频率和需求越来越大,先后颁布了《大气污染防治行动计划》、《水污染防治行动计划》、《土壤污染防治行动计划》、《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》等重要文件,环境检测已经成为一个高成长性、政策支持力度大、市场增量空间大,同时遍及环保产业各个环节的细分行业,行业保持高景气;特别是 2015 年《全国环保系统环评机构脱钩工作方案》提出,消除环评机构的环保部门背景,彻底解决环评技术服务市场“红顶中介”问题,防止产生利益冲突和不当利益输送,这使得我国环境检测市场逐步由几乎完全垄断的政府检测机构向市场化竞争发展,第三方环境检测机构迎来重大发展机遇。2)随着食品安全问题日益受到重视,食品检测规范化、标准化要求不断提升,食品检测市场规模有望也保持较高增速。

图 57: 中国环境检测市场规模及增速



资料来源:中国认监委,国信证券经济研究所整理及预测

图 58: 中国食品检测市场规模及增速



资料来源:中国认监委,国信证券经济研究所整理

**公司在环境检测领域具备先发优势,充分受益行业市场化程度提高,是拉动公司快速增长的核心业务,预计增速 30%以上。**环境检测具有显著的地域性特征,由于需要进行现场采样且需在规定时间内返回实验室,服务半径较短,需要在不同地区布局实验室及时响应客户需求。公司在环境检测领域布局较早,2017 年已完成全国除青海、西藏外其他省份的业务和网点布局,涉及地表水、地下水、污水、饮用水、降水、废气、环境空气、土壤、底泥、危险废弃物、噪声、振动、辐射、照度、高低温等各个领域,先发优势显著。公司近年来环境检测业务快速发展,已成为国内环境检测业务龙头,2018 年市场占有率约 2.5%,也是唯一布局全国的环境检测机构,其竞争对手主要是服务于部分区域的当地小型检测机构,公司具有显著的共享品牌和规范化管理优势,未来市场份额有望持续提升,预计营收增速 30%以上,且随着实验室产能利用率的提升,业务利润率有望显著改善。

图 59: 华测环境检测项目类型



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

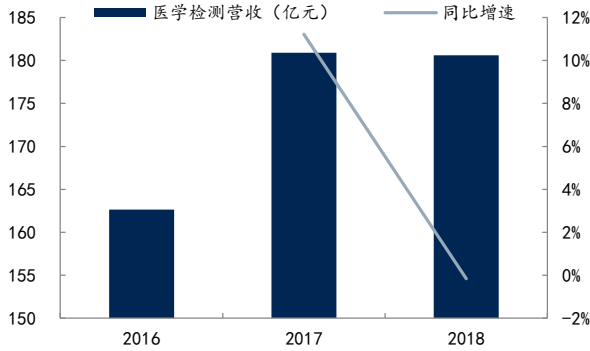
公司在食品检测布局完善, 充分受益行业发展, 也是拉动公司快速增长的核心业务之一, 预计增速 30%以上。食品检测跟环境检测一样具有一定的地域性特征, 受限于检测食品的保质期, 其服务半径也不能太大, 需要在不同地区布局实验室及时响应客户需求, 该业务是华测检测的传统优势业务, 业务齐全布局完善, 涉及食品、药品、农产品、保健品和日化产品五大行业。华测检测食品检测业务近年来快速发展, 2018 年市场占有率约 2.6%, 主要与国有检测机构展开竞争, 凭借市场化机制竞争力突出, 今年 6 月青岛子公司中标国家市场监督管理总局的食品安全抽检检测城建项目进一步彰显公司实力, 我们预计公司食品检测业务有望保持快速增长, 近两年由于大力投资新的实验室利润率显著下滑, 不过从 2019 年开始随着新的实验室逐步投入使用利润率有望稳步回升。

医学检测市场空间广阔, 未来有望成为公司未来新的增长点。根据认监委数据统计, 我国医学检测市场规模从 2016 年的 162.66 元稳步提升至 2018 年的 180.62 亿元, CAGR 达 5%, 行业平稳增长。华测检测近年来不断布局医学检测业务, 通过投资设立苏州华测生物实验室切入临床前 CRO 业务, 设立上海华测艾普切入临床普检业务, 通过新设广州华测职安、先后收购江阴华测职安、深圳华测职安及苏州佳康门诊进入职业健康体检服务领域。当前临床前 CRO 业务发展态势良好。

整体看, 公司生命科学检测业务保持高增长。公司生命科学检测收入从 2008

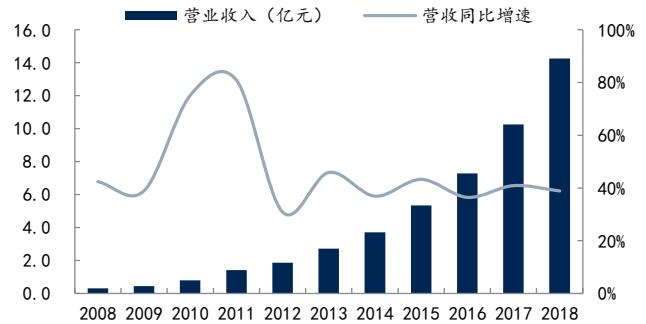
年的 0.32 亿元增加至 14.25 亿元，CAGR 高达 46.17%，营收占比也从 2008 年的 15.95% 稳步提升至 2018 年的 53.16%。

图 60: 中国医学检测市场规模及增速



资料来源: 中国认监委, 国信证券经济研究所整理及预测

图 61: 华测检测生命科学检测业务营收快速增长



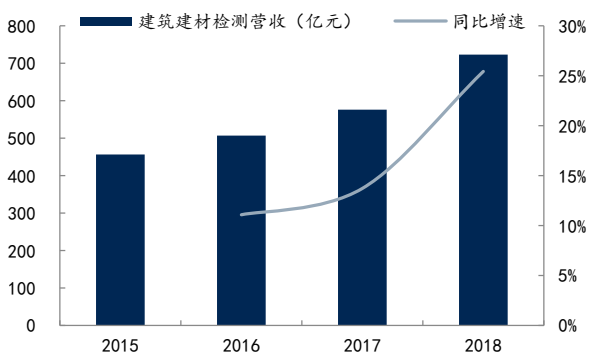
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**工业品检测: 受下游周期性影响较大, 预计将触底回升**

华测检测工业品检测主要包括计量校准、建材检测、无损检测、新能源化工相关检测及船舶检测等。公司去年底引进 SGS 前中国工业、交通及消防科技事业群总经理曾啸虎负责公司工业品检测相关业务, 当前进入业务转型期, 我们预计其中计量校准业务有望保持较快增长, 建材检测业务保持稳健, 受益于公司原有布局将保持稳健增长, 未来随着业务转型与突破, 有望成为公司新的主要增长点。

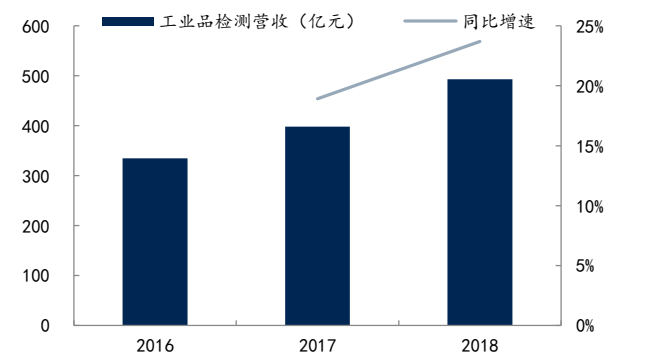
工业品检测是检测行业中市场规模最大的细分领域, 保持较快增长。按照前文分类, 工业品检测包括建筑建材检测和工业检测, 其中建筑建材检测市场规模从 2015 年的 456.3 亿元稳步提升至 2018 年的 723.13 亿元, CAGR 达 17%; 工业检测市场规模从 2015 年的 177.84 亿元稳步提升至 2018 年的 492.91 亿元, CAGR 达 21%, 均保持了较快增长。

图 62: 中国建筑建材检测市场规模及增速



资料来源: 中国认监委, 国信证券经济研究所整理及预测

图 63: 华测检测工业检测业务营收快速增长



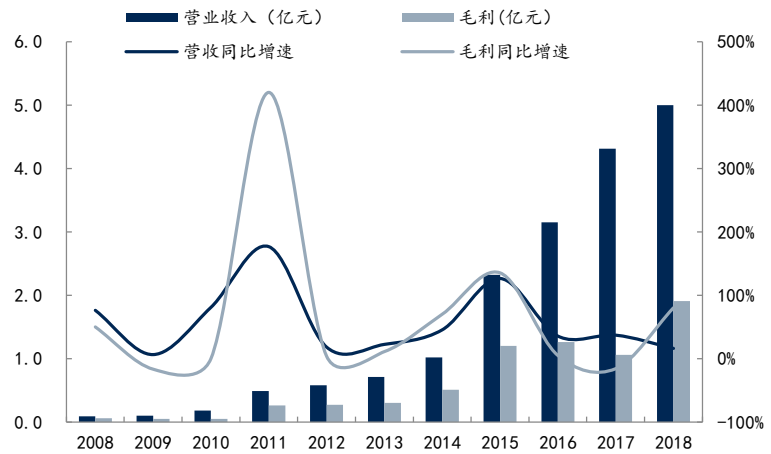
资料来源: 中国认监委, 国信证券经济研究所整理

整体看, 公司工业品检测业务保持较快增长, 盈利能力企稳回升。公司工业品检测收入从 2008 年的 0.09 亿元增加至 2018 年 5 亿元, CAGR 高达 49.44%, 营收占比也从 2008 年的 15.95% 稳步提升至 2018 年的 53.16%; 从近三年看, 公司工业品检测收入从 2013 年的 3.15 亿元增加至 2018 年的 5 亿元, CAGR 达 29.17%, 仍然保持了较快增长。2016 年公司工业品检测营收增速出现大幅



放缓，毛利增速明显下降，主要系公司收购的华安检测受石油、化工行业周期影响，未达到承诺业绩，2017年华测对华安进行大幅计提商誉减值，2018年管理经营呈现明显好转，业绩大幅减亏，预计后续整体有望保持稳健增长。

图 64：华测检测工业品检测业务营收快速增长



资料来源:中国认监委, 国信证券经济研究所整理

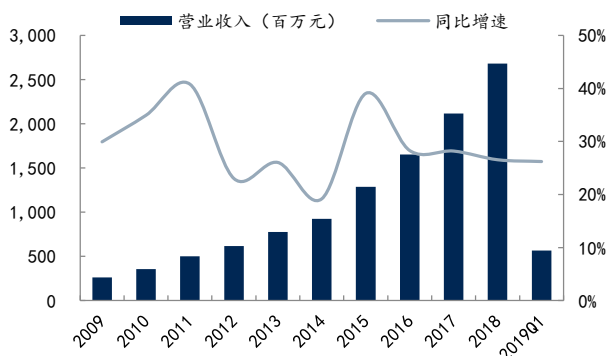
财务分析：高增长、良好现金流，战略转型迎来净利率拐点

经营规模：近 10 年营收 CAGR 超 30%

收入端：发展是第一位，持续稳健增长，CAGR 超 30%。从 2007 到 2018 年，在发展放在第一位的战略导向下，公司营业收入一直保持了持续稳健的高增长，从 2007 年的 1.21 亿元增长至 2018 年的 26.81 亿元，11 年 20 倍，CAGR 高达 32.50%。

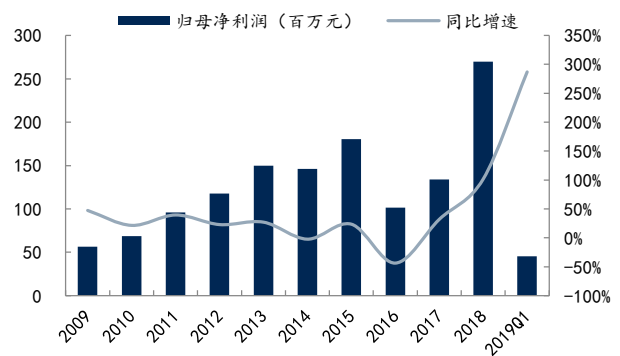
利润端：实施战略转型，利润最重要，利润修复创历史新高。2007 年以来，公司归母净利润整体上保持了成长的态势，从 2007 年的 0.40 亿元增长至 2018 年的 2.70 亿元，CAGR 约 19.01%。具体来看公司 2007-2013 年保持了稳健增长，2014-2016 年因扩张过快和商誉减值出现大幅放缓甚至下滑，2017 年业绩小幅复苏，2018 年快速修复，同比大增 101.63%，2019Q1 延续高增长，同比大增 286.93%，最新年度和季度业绩均创历史新高。

图 65：公司营业收入持续稳健高增长



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 66：公司业绩逐步修复创历史新高



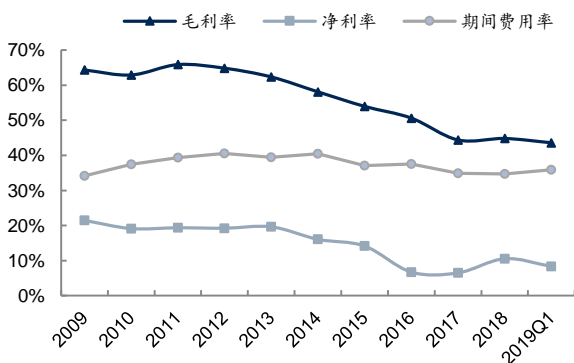
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力：净利率长期有望提升 5 个 pct 以上

**盈利能力: 呈逐年下降趋势, 近两年逐步企稳回升, 长期有望回升至 15%以上。** 2009-2013 年, 公司毛利率基本维持在 60%以上, 净利率约 20%左右; 2013 年以后, 随着公司的快速成长, 公司毛利率/净利率出现快速下滑, 从 2013 年的 62.34%/19.63%下降至 2017 年的 44.37%/6.50%, 2018 年略有回升, 毛利率/净利率分别为 44.80%/10.54%。公司在 2013-17 年盈利能力持续下滑主要系公司快速扩张, 资本投入持续大幅增长带来公司折旧&摊销和人力成本上涨过快所致。检测行业具有“先投入后逐步产出”的特征, 检测机构为完成检测, 必须建立专门的实验室, 需要一次性投入建立专业实验室、购置检测设备并配备相关专业人员, 从开始建设实验室、获取相关资质再到产能爬坡实现盈利通常需要 3-4 年的周期, 因此在项目投入前期尚未产生收益, 此时折旧&摊销和人工成本快速增长会显著影响公司的短期盈利能力。从历史数据来看, 公司在 2014 年和 2016 年净利率出现阶梯式显著下滑, 主要就是受人工成本和折旧&摊销增长过快所致, 且 2016 年还受收购的华安检测、CEM 等子公司计提大量商誉减值因素的影响。我们预计随着实验室逐步投入运营及产能利用率的不断提升, 再叠加公司战略导向从收入转向利润, 公司的盈利能力未来几年有望持续修复, 长期净利率水平可达 15%以上。

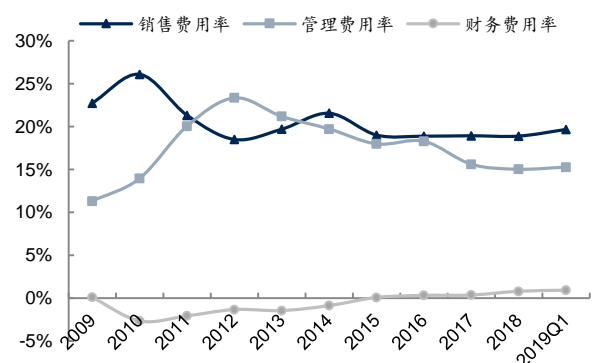
公司期间费用率整体保持稳健, 2009-2012 年受管理/销售费用综合作用整体小幅上升, 2013-2018 年稳步持续下降, 主要受管理费用率下降影响。

图 67: 公司净利率自 2014 年逐步下滑, 2018 略有回升



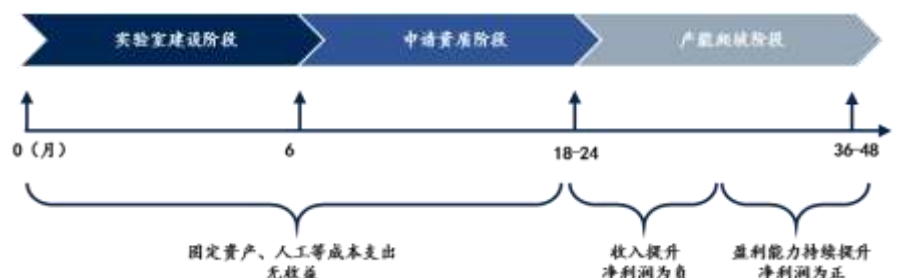
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 68: 公司期间费用率近 5 年整体稳中有降



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 69: 华测检测实验室建设具有较长周期, 压制公司短期盈利能力



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**成本分析: 折旧、人力成本占比高, 逐步下降是趋势**

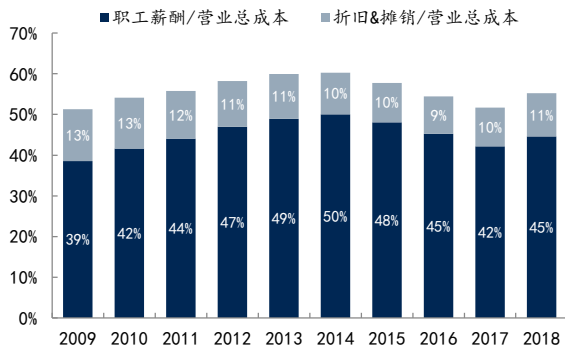


**成本分析:** 从价格端看, 公司检测业务处于充分竞争的状态, 产品价格是市场定价, 通常新的检测项目价格会处于一个相对较高的位置, 后续会缓步下降并保持在一个稳定的水平。从成本端看, 考虑后续分析公司盈利弹性的便捷性, 我们从营业总成本的维度进行成本分析。从年报披露的成本明细来看, 公司成本主要包括职工薪酬、折旧&摊销、外包费、实验耗品、房租水电费等, 我们重点分析占比较大的折旧&摊销和职工薪酬的影响。

**公司职工薪酬+折旧&摊销占营收比重高且不断提升。** 检测行业是一个人力密集型行业, 公司从上市以来一直处于业务扩张期, 不断拓展新业务, 成立新的营业网点或收购相关公司, 使得其职工薪酬+折旧摊销一直处于较高位置, 合计占营业总成本超过 50%, 2018 年超过了 55%, 即使看职工薪酬+折旧摊销占营收的比重也长期超过 45%, 且整体呈上升趋势, 从 2009 年的 39% 稳步提升至 2018 年的 51%。

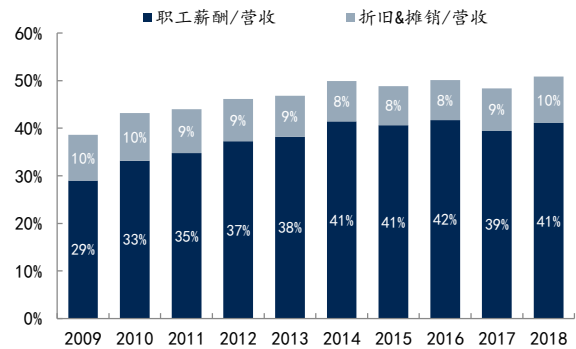
**折旧&摊销占比远超同行, 长期看有望下降。** 公司折旧&摊销占成本的比重在 9%-13% 之间, 一方面系公司采用较为谨慎的固定资产折旧政策, 大部分设备折旧年限为 5 年 (极个别长周期设备如 EMC 电波暗室采用 10 年), 另一方面系资本开支快速增长, CAPEX 从 2009 年的 0.41 亿元增长至 2017 年的 6.61 亿元, 年均复合增长率高达 41.62%, CAPEX 占营收的比重常年维持在 20% 以上, 2017 年达到高峰占比超过 30%, 2018 年因为公司战略的转变有所下降, CAPEX 占营收的比重达 16.59%。对标同行来看, SGS、Intertek、BV 等的 CAPEX 占营收比重保持在 3%-5% 之间。我们预计随着公司战略从收入导向转入利润导向, 资本开支占营收的比重有望持续下降, 长期看有望降到 10% 以下, 随后将带来折旧&摊销比重的稳步下降。

图 70: 公司营业总成本结构



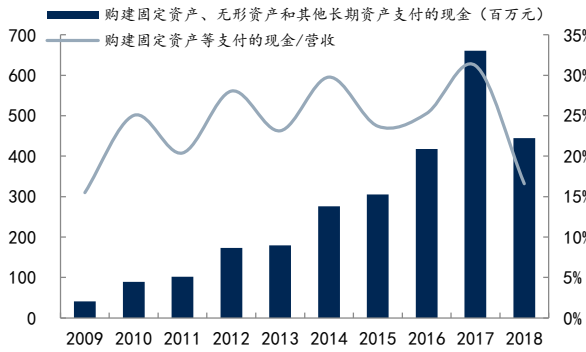
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 71: 公司职工薪酬及折旧&摊销占营收比重超过一半



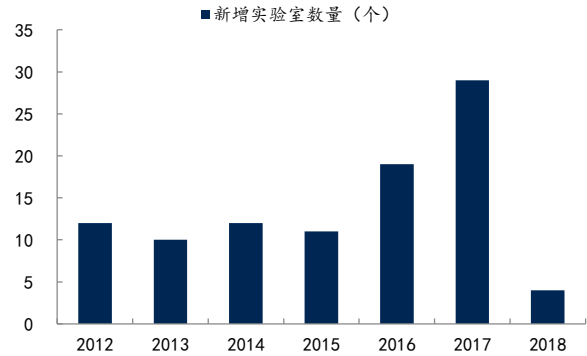
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 72：公司资本开支逐年提升，占营收比重超 20%



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 73：公司历年新增实验室数量情况，17 年达到高峰

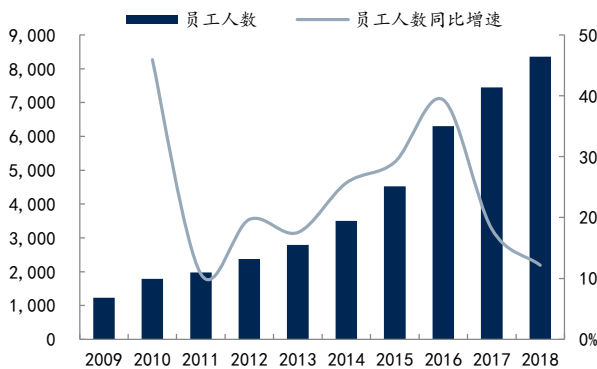


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

**人工成本占比高，趋势稳中向上。**公司扩张期职工薪酬占成本的比重逐年稳步上升，从 2009 年的 39% 逐步上升至 2014 年的 50% 达到高峰，随后几年维持在 45% 左右，占营收的比重也从 2009 年的 29% 稳步提升至 2018 年的 41%，主要系公司扩张期间员工人数快速增长所致。

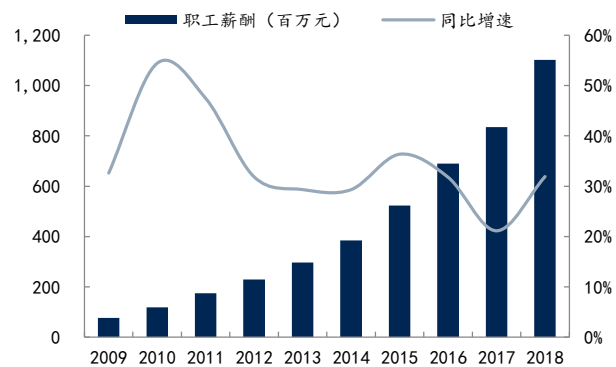
**公司人均产值约 30 万元，长期看还有提升空间。**从人均情况来看，公司的人均产值增长并不明显，从 2009 年的 21.51 万元缓步提升至 2017 年的 28.45 万元，CAGR+3.56%，明显低于人均薪酬的同比增速（CAGR+7.62%），且人均产值/薪酬同比增速与员工人数呈现一定的反向关系，这一方面说明公司在早期的成长中主要依靠人员数量驱动公司收入增长，另一方面也体现了扩张期间实验室投入的成本前置和效益滞后，新增人员未即时贡献收入业绩。2018 年，公司员工人数同比增速与往年相比呈现显著放缓仅 12.17%，此时公司人均产值/薪酬显著提升，达 32.10/13.19 万元，同比增长 12.83%/17.60%。我们预计随着公司战略从收入导向转入利润导向，实施精细化管理，员工人数增长有望控制在营收增速的一半以下，再叠加实验室产能利用率的提升，人均产值还有较大提升空间，对标 SGS，长期看还有一倍以上的提升空间。

图 74：公司员工数量快速增长



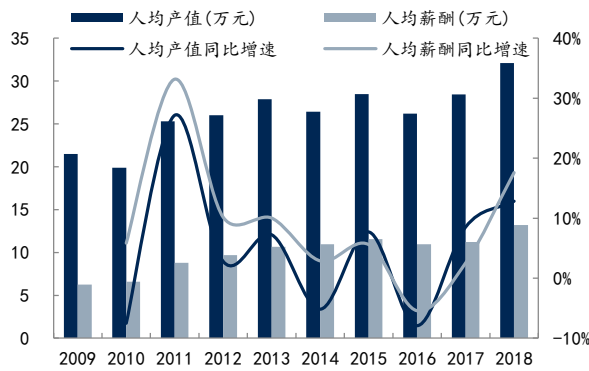
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 75：公司职工薪酬快速增长



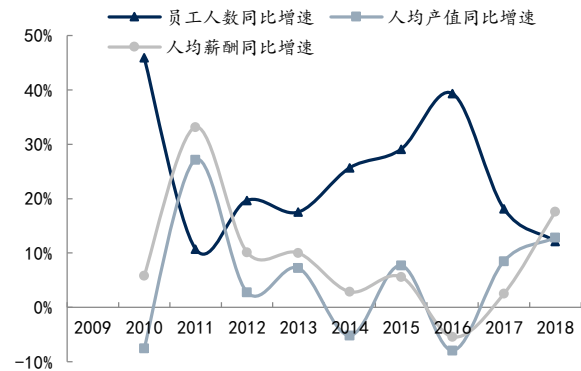
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 76: 公司人均产值和人均薪酬稳中有升



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 77: 公司员工数量增速与人均产值呈一定的反向关系



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 盈利质量: 现金流状况非常优异

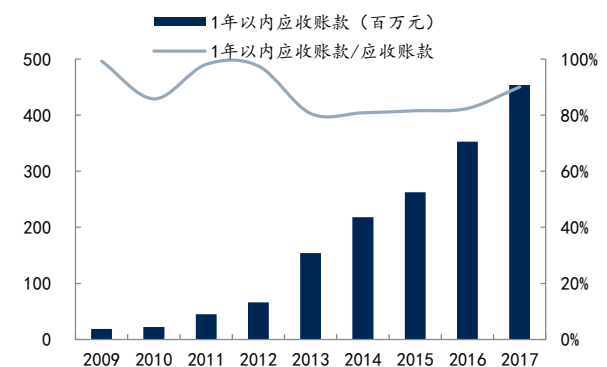
公司检测业务具有“客户多、金额小、频率高”的特点，回款周期短，公司应收账款较少，且 80%以上为一年以内应收账款，应收账款周转率逐步从 2009 年的 14.35 下降至 2015-2018 年的 5 左右，主要系包括工商抽检/食药监抽检/环境监测等政府订单及部分工程项目检测订单的付款周期相对较长所致。不过即使在相关政府订单及工程订单增加的情况下，公司的现金流表现仍然非常优异，现金回款能力很强，收现比维持在 1 左右；经营性现金流净额持续超越净利润，且其比值近三年还成不断上升的趋势，从另一个角度看，公司的净利润可能也存在被压低的情况。

图 78: 公司应收账款周转率下降到 5 左右



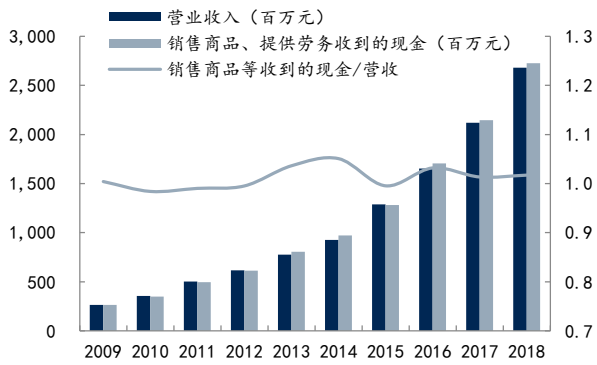
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 79: 公司 1 年以内应收账款占据 80% 以上



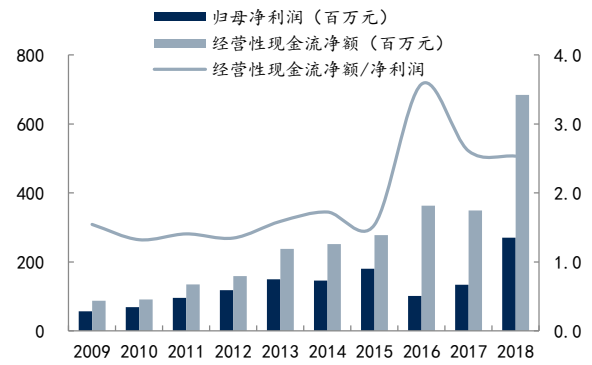
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 80: 公司现金回款能力较强



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 81: 公司经营性现金流净额近 3 年持续大幅超过净利润



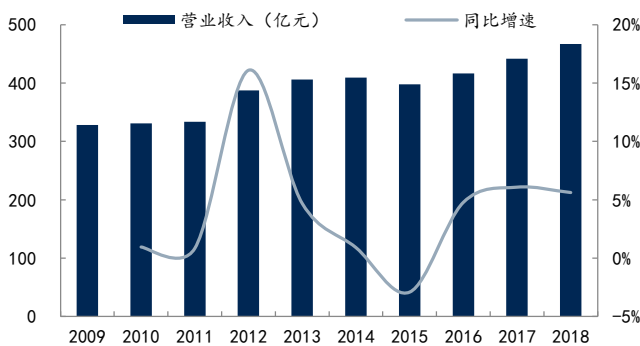
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

## 国际龙头对标：长期稳健增长，并购加速成长

### 瑞士通用公证行 SGS

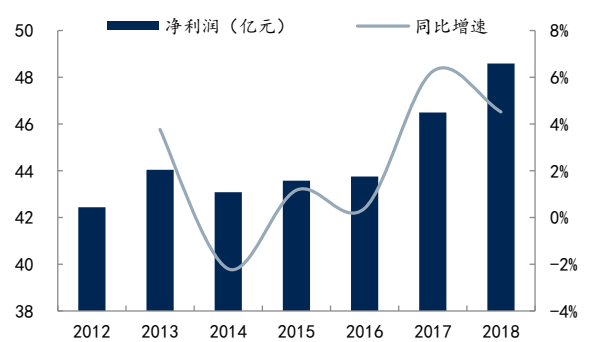
SGS 成立于 1878 年，总部位于瑞士日内瓦，是全球检验、鉴定、测试及认证服务的领导者。SGS 集团在全球拥有 2400 多个分支机构和实验室、9500 多名员工，业务覆盖消费品、能源、工业品、矿产、农业、环境、汽车、生命科学等 10 个领域。2018 年，公司实现营业收入 466.74 亿元，同比增长 5.62%。2009-2018 年，公司营业收入从 327.96 亿元达到 466.74 亿元，年均复合增速达到 4.00%；归母净利润从 2012 年的 42.44 亿元增长到 2018 年的 48.59 亿元，年复合增长率达 2.28%。

图 82：SGS 营业收入持续增长



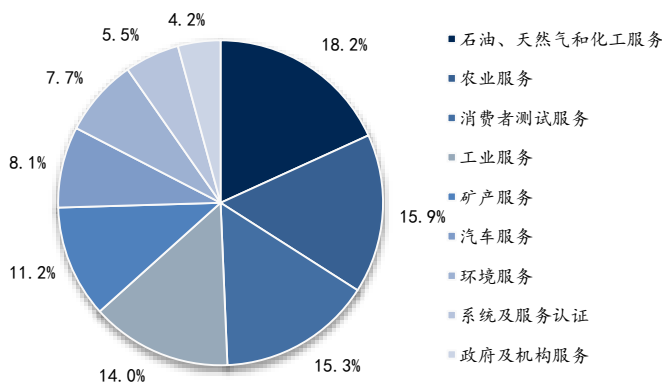
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理, 注: 1 瑞士法郎= 6.96 元

图 83：SGS 净利润稳步提升



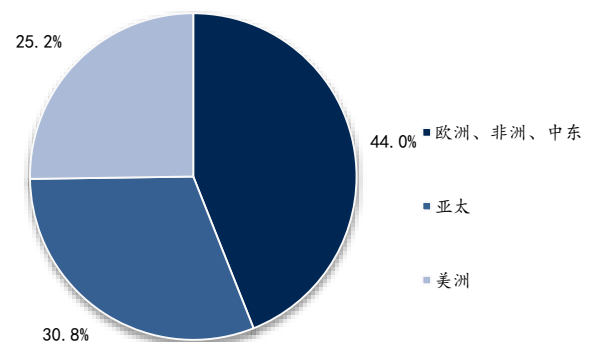
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理, 注: 1 瑞士法郎= 6.96 元

图 84：SGS 业务构成



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 85：亚太是 SGS 最大的市场



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

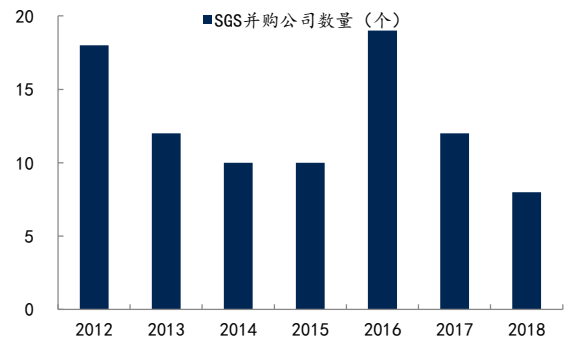
分业务看，SGS 收入主要来自石油、天然气和化工服务、农业服务和消费者测试服务，占比分别为 18.2%、15.9%和 15.3%；分地区看，亚太是 SGS 最大的市场，占比 30.8%，其次是美洲，占比 25.2%。

图 86: SGS 股价走势图



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 87: SGS 通过收购公司持续扩张



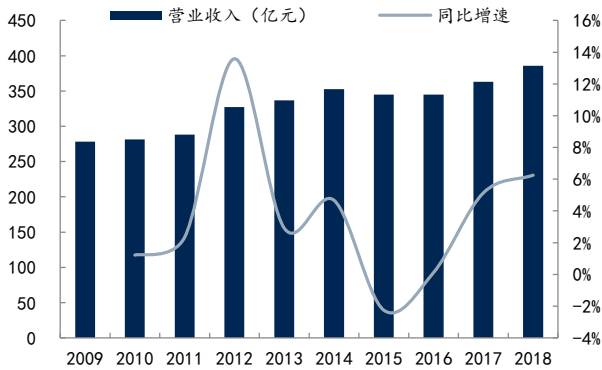
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

### 必维国际检测集团 BV

必维国际检验集团 (BV), 创立于 1828 年, 总部位于巴黎, 是一家国际知名的检验、认证、咨询及工程质量控制的机构, 提供全球业界领先的质量、健康、安全和环境 (QHSE) 以及社会责任领域的服务。集团在全球范围内拥有 66500 多名员工, 14000 个办公室和实验室, 遍布 140 个国家, 为 40 万客户提供检测和认证服务。

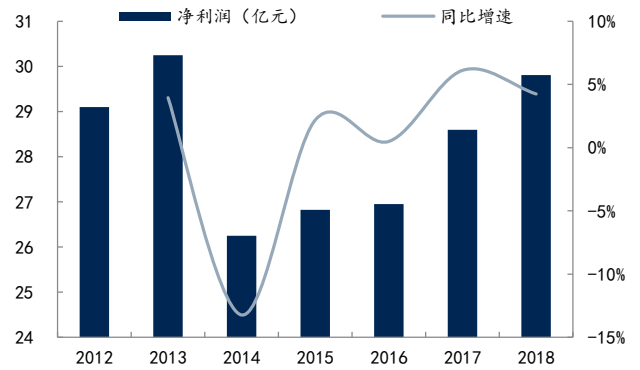
2018 年, 公司实现营业收入 385.54 亿元, 同比增长 6.26%。2009-2018 年, 公司营业收入从 278.18 亿元达到 385.54 亿元, 复合增速达到 3.69%; 归母净利润从 2014 年的 26.25 亿元增长到 2018 年的 29.81 亿元, 年复合增长率达 3.23%。

图 88: BV 营业收入持续增长



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理, 注: 1 瑞士法郎= 6.96 元

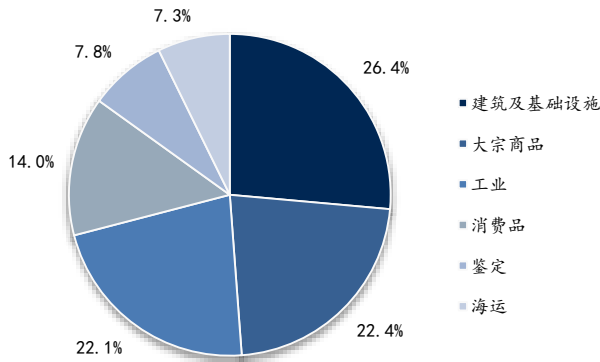
图 89: BV 净利润稳步提升



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理, 注: 1 瑞士法郎= 6.96 元

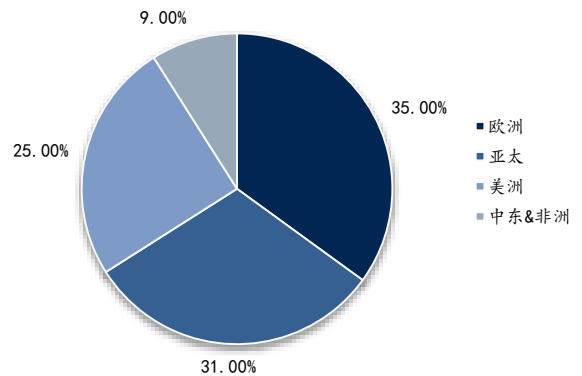


图 90: BV 业务构成



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 91: BV 业务分布



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

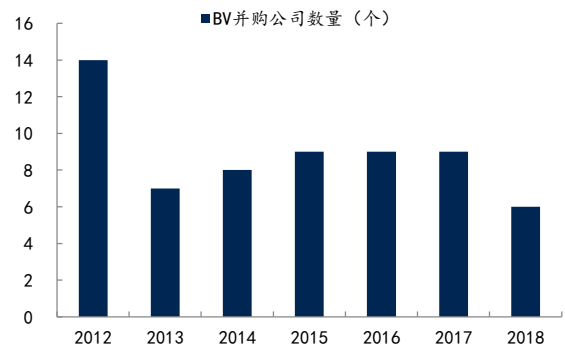
分业务看, BV 收入主要来自建筑及基础设施及大宗商品, 占总收入的 48.8%, 其中建筑及基础设施实现营业收入 101.88 亿元, 占比 26.4%, 大宗商品实现营业收入 86.32 亿元, 占比 22.4%; 分地区看, 欧洲是 BV 最大的市场, 占比 35%, 其次是亚太, 占比 31%。

图 92: BV 股价走势图



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 93: BV 通过收购公司持续扩张



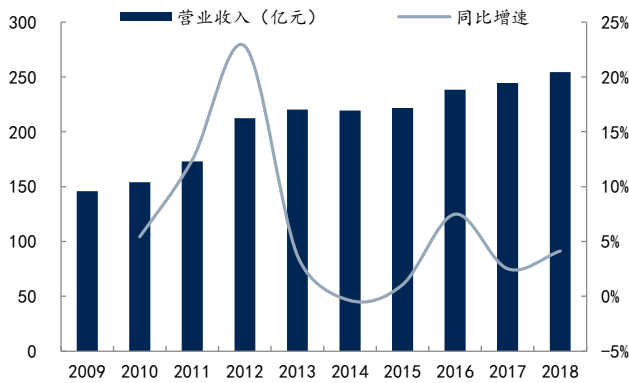
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

### 天祥集团 Intertek

英国天祥集团 (Intertek) 创立于 1880 年, 总部位于伦敦, 是全球规模最大的消费品测试、检验和认证公司之一。1989 年, 天祥集团在中国深圳成立合资公司, 成为第一家由外资参与投资的第三方检测检验认证机构。从此, 天祥集团以独资或合资的方式分别在上海、广州、北京、天津、无锡、杭州、青岛、厦门等中国逾 40 个大中城市设立了超过 100 家实验室或分支机构。截止到 2018 年底, Intertek 在全球已拥有超过 44000 名员工, 拥有超过 1000 个实验室, 遍布全球 100 多个国家, 业务范围涵盖石油化工、电子电气、汽车零部件、食品与农产品、矿产品、能源及新能源、建材、纺织及鞋类、玩具及轻工产品、化学及药业等等所有我们在工作和生活中所能遇到的行业, 为超过 20 万个客户提供检测服务。

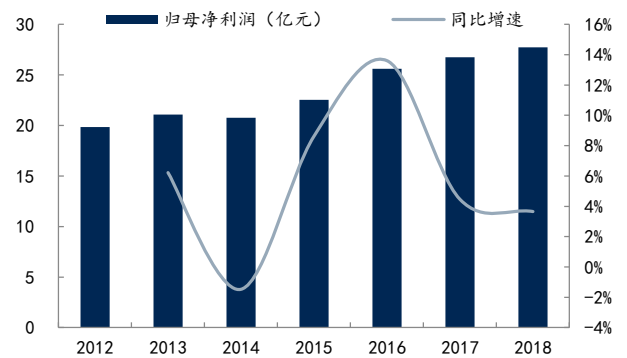
2018 年, 公司实现营业收入 254.56 亿元, 同比增长 4.13%。2009-2018 年, 公司营业收入从 145.97 亿元达到 254.56 亿元, 复合增速达到 6.37%; 归母净利润从 2012 年的 19.82 亿元增长到 2018 年的 27.72 亿元, 年复合增长率达 5.75%。

图 94: Intertek 营业收入持续增长



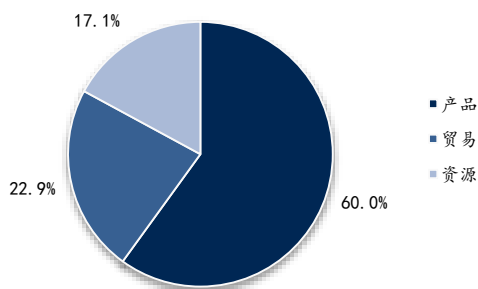
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理, 注: 1 瑞士法郎= 6.96 元

图 95: Intertek 净利润稳步提升



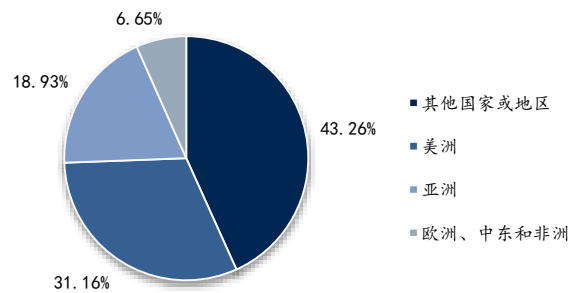
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理, 注: 1 瑞士法郎= 6.96 元

图 96: Intertek 2018 年业务构成



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 97: Intertek 业务按地区分布

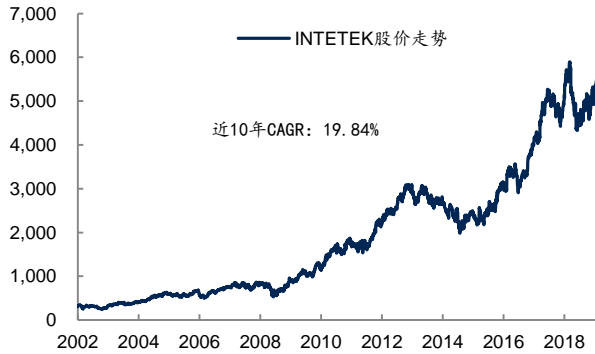


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

2018 年公司三大业务板块均存在不同程度的增长。2018 年, Intertek 产品收入为 152.69 亿元, 占其总收入的 60%, 同比增长 5.2%, 是其营收增长的主要贡献者; 贸易收入为 58.35 亿美元, 占其总收入的 22.9%, 同比增长 2.2%; 资源收入为 43.52 亿元, 占其总收入的 17.1%, 同比增长 0.3%。

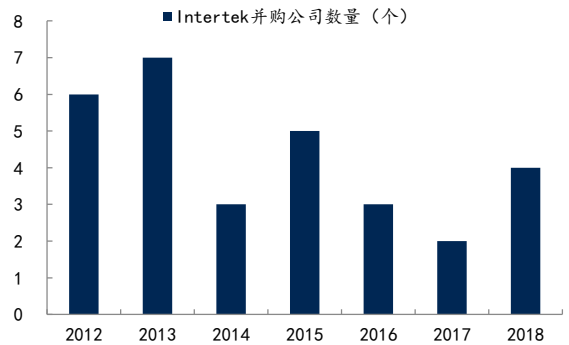
分地区看, 美洲是 Intertek 最大的市场, 其次是亚洲。2018 年, Intertek 营业收入为 254.56 亿元, 其中来自美洲市场收入为 79.32 亿元, 占比高达 31.16%; 亚洲市场收入为 48.19 亿元, 占比为 18.93%。

图 98: Intertek 股价走势图



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 99: Intertek 通过收购公司持续扩张

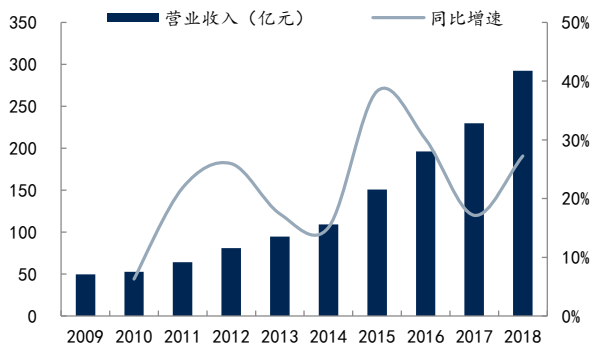


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

### 欧陆科技集团 Eurofins

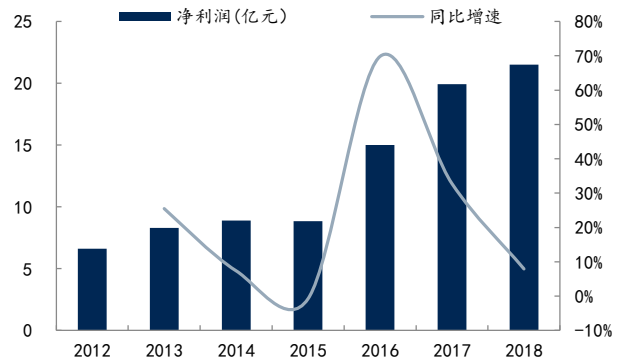
Eurofins (欧陆科技集团) 成立于 1987 年, 创建于 1987 年法国南特的欧陆科技集团, 在食品、制药、环境等检测领域具有国际领先地位, 是欧洲检测领域的顶级测试机构。公司在 47 个国家拥有 8000 多个实验室及 45000 名员工, 每年进行 4 亿多项测试, 以确定生物物质和产品的安全性、身份、成分、真实性、来源、可追踪性和纯度。

图 100: Eurofins 营业收入稳步增长



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理, 注: 1 欧元= 7.7364 元

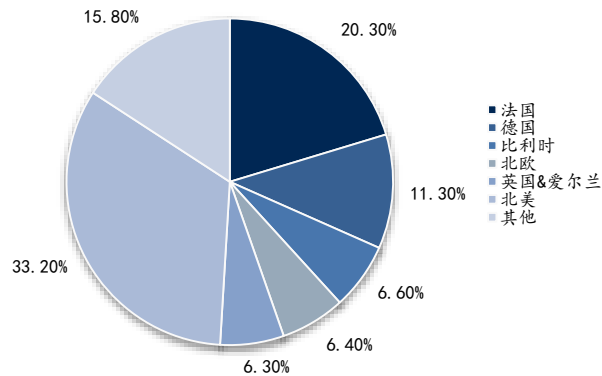
图 101: Eurofins 净利润稳步提升



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理, 注: 1 欧元= 7.7364 元

2018 年, 公司实现营业收入 292.52 亿元, 全部来自于检测服务, 同比增长 27.25%。公司上市以来一直保持持续地增长, 2009-2018 年, 营业收入从 49.52 亿元达到 292.52 亿元, 增长 6 倍, 复合增速达到 21.82%; 归母净利润从 2012 年的 6.61 亿元增长 3 倍达到 2018 年的 21.51 亿元, 年复合增长率高达 21.76%。2012-2018 年公司毛利率/净利率维持在 7% 左右, Eurofins 盈利能力稳定。

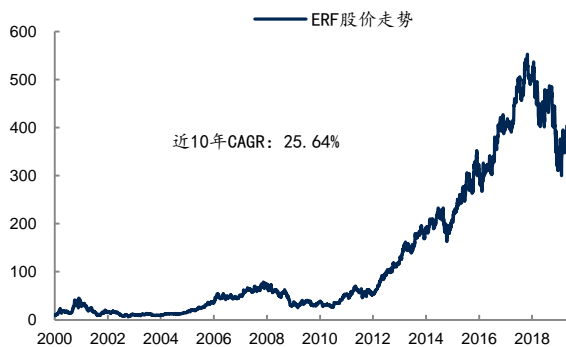
图 102: Eurofins 西欧业务占比超过一半



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

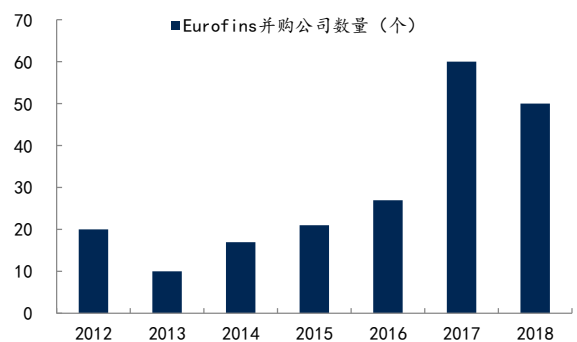
西欧是 Eurofins 最大的市场。分地区看，西欧是 Eurofins 最大的市场，占比 50.9%，其次是北美。在西欧分国家中，法国是 Eurofins 最大的市场，占比 20.30%，其次是德国及比利时等，占比最低的为北欧和英国&爱尔兰，分别为 6.40%、6.30%。另外，公司持续进行并购，2018 年完成约 50 项收购，总收购支出约 12 亿欧元，业务进一步拓展。

图 103: Eurofins 股价走势图



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 104: Eurofins 通过收购公司持续扩张



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

### 财务数据对比分析

我们将华测检测与全球四大检测机构的财务数据进行对比研究，结合其当前所处发展阶段及经营发展战略，我们认为华测检测是当前全球成长最好的综合性检测机构，管理提效带动公司业绩加速释放，未来有望超预期增长，详细要点如下：

**1) 华测检测成长空间极大：**华测检测经营规模还较小，其营收仅占 SGS 营收的 6%，不过其成长性最高，与全球龙头的差距逐步缩小，未来成长空间广阔；

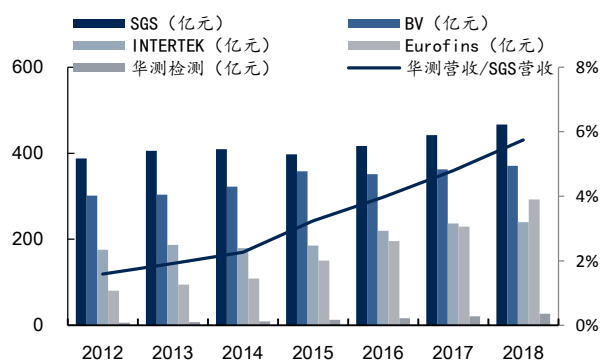
**2) 华测检测 ROE 有望稳步提升，预计 ROE 中枢 20%以上：**华测检测 ROE 处于相对较低水平，拆分来看净利率、权益乘数和资产周转率均处于相对较低位置，近三年来净利率回升带动其 ROE 水平稳步上行，预计未来净利率和资产周转率都还有较大提升空间，有望带动 ROE 进一步提升。

**3) 华测检测人均产值长期有望达 50 万元以上，还有 50%以上提升空间：**华测检测内生+外延提份额、扩赛道，使其资本开支较为激进，员工增速更快，相应人均产值处于相对较低位置，后续随着公司实施管理提效，适当控制资本开支幅度和人员增长速度，人均产值还有较大的提升空间。

#### 经营规模及成长性比较：华测成长最快

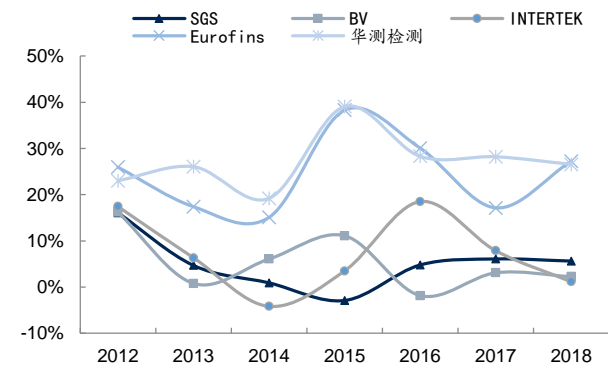
华测检测成长性高，营收增速远超其他可比公司。华测检测营业收入从 2012 年到 2018 年的年复合增长率达 27.78%，远高于 SGS 的 3.14%，BV 的 3.49%，INTERTEK 的 5.30% 及 Eurofins 23.92%。华测检测与 SGS 的收入之比从 2012 年的 1.58% 逐步提升到 2018 年的 5.72%，与 BV 的收入之比从 2012 年的 1.88% 提升到 2018 年的 6.93%，与 INTERTEK 的收入之比从 2012 年的 2.89% 提升到 2018 年的 10.50%，与全球龙头的差距逐步缩小。

图 105：华测检测与全球龙头的营收差距逐步缩小



资料来源: Bloomberg、Wind，国信证券经济研究所整理

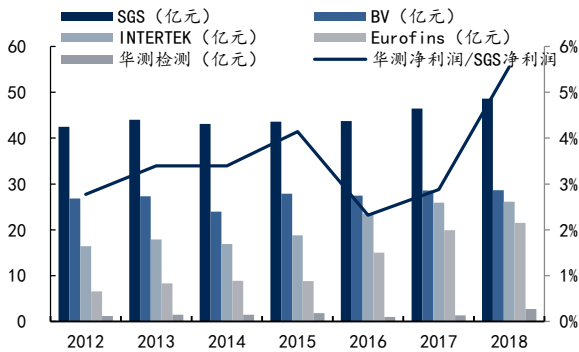
图 106：华测检测营收同比增速远超其他公司



资料来源: Bloomberg、Wind，国信证券经济研究所整理

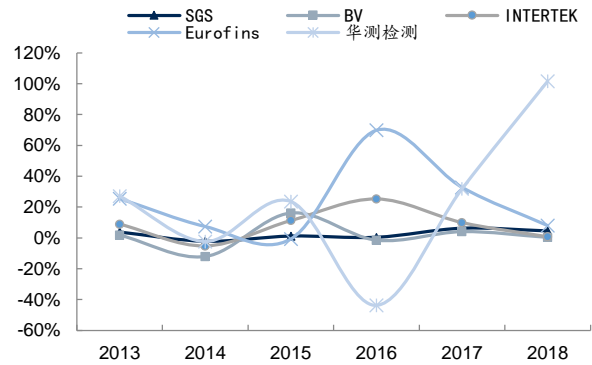
华测检测业绩加速释放，净利润增速远超其他可比公司。2016-2018 年，公司规模净利润年复合增长率达 63.06%，远高于 SGS 的 5.38%、BV 的 2.16%、INTERTEK 的 5.21% 及 Eurofins 的 19.70%，主要系公司开始全面推行精细化管理，强质增效，后续随着实验室逐步投入运营及产能利用率的不断提升，利润率将继续稳步回升，业绩有望加速释放。

图 107: 华测检测与全球龙头的净利润差距逐步缩小



资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

图 108: 华测检测 2018 年净利润增速大幅提升

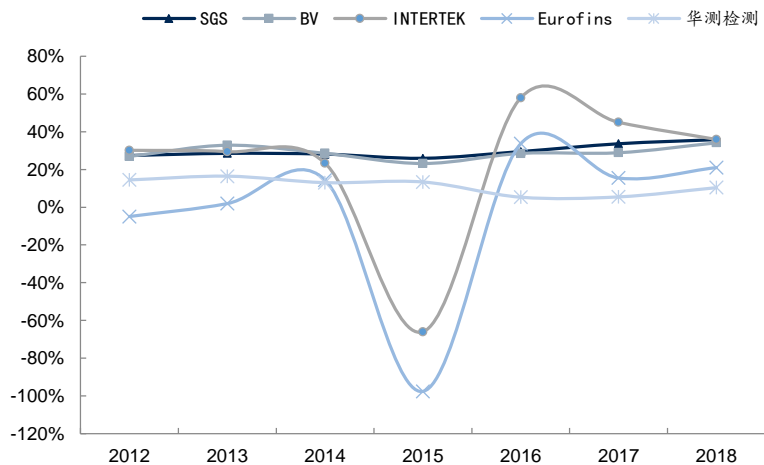


资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

### ROE 水平比较: 华测处于相对较低水平, 净利率回升带动 ROE 上行

从 ROE 水平来看, 华测检测处于相对较低水平, 未来 ROE 中枢有望提升至 20% 以上。2015-2016 年, 华测检测因资本扩张较快叠加商誉减值因素影响, 净利率和资产周转率下行使其 ROE 水平呈下行趋势, 从 13.80% 下滑到 5.30%; 2017-2018 年, 华测检测净利率快速修复带动 ROE 水平从 5.48% 快速回升至 10.37%。与同行相比, 华测检测 ROE 当前仍处于较低水平, 我们认为后续随着净利率和资产周转率提升华测 ROE 中枢有望提升至 20% 以上。

图 109: 华测检测 ROE 处于相对较低位置, 呈稳步上升趋势

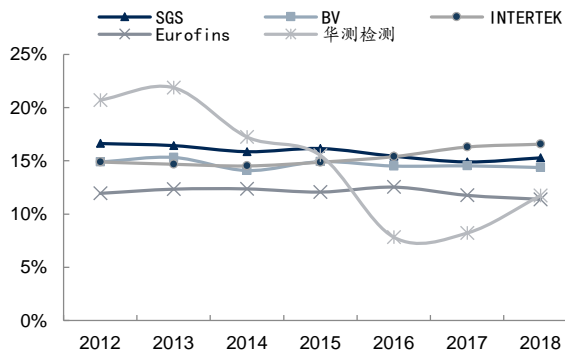


资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所整理

从净利率看, 2013-2017 年, 华测检测净利率从 2013 年的 19.63% 下降至 2017 年的 6.50%, 2018 年公司净利率大幅回升至 10.54%, 同比增加 4.04 个 pct。比较而言, 国外龙头已进入稳定增长期, SGS、INTERTEK 净利率维持在 10% 左右, BV 维持在 8% 左右。华测检测当前处于战略转型期, 随着后续业绩逐步释放, 公司的营业利润率有望回升至 15% 以上, 长期净利率也将保持在 15% 以上。从资产周转率看, 华测检测资产周转率稳定在 0.6-0.7 左右, 低于行业平均水平, 后续随着近两年新投入实验室产能利用率的提升, 公司资产周转率对比行业平均水平还有 20% 以上提升空间。

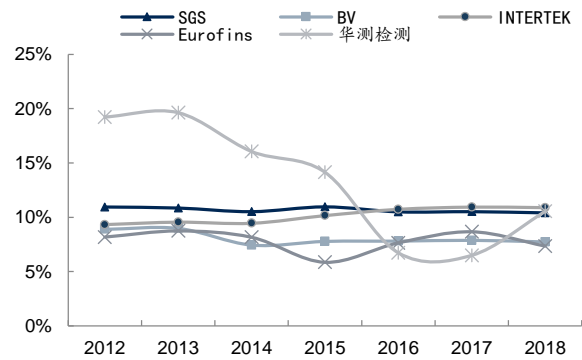


图 110: 华测检测营业利润率近两年逐步回升



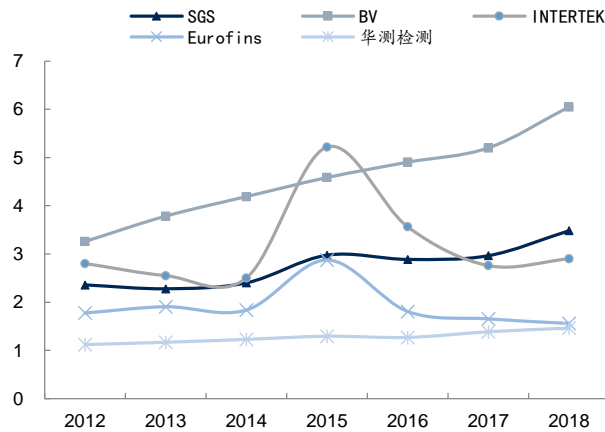
资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 111: 华测检测净利率回升至行业平均水平



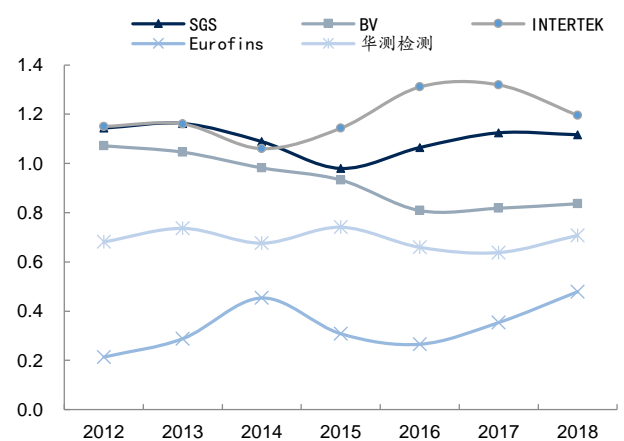
资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 112: 华测检测权益乘数处于行业较低水平



资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 113: 华测检测总资产周转率处于行业较低水平

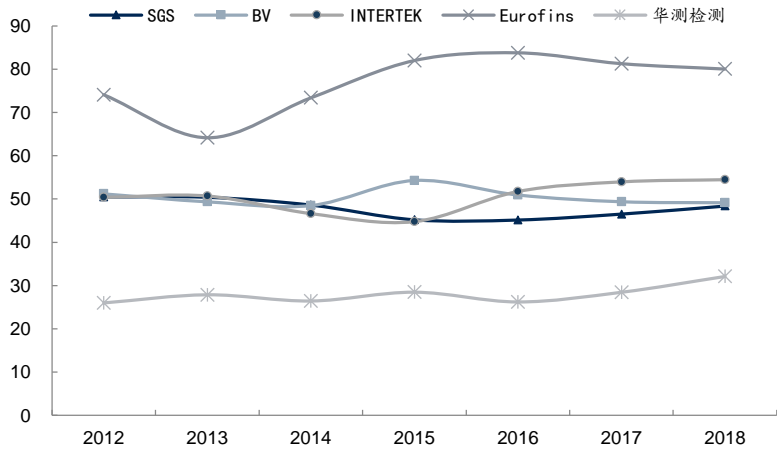


资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

人均产值比较: 华测处于相对较低水平, 提升空间大

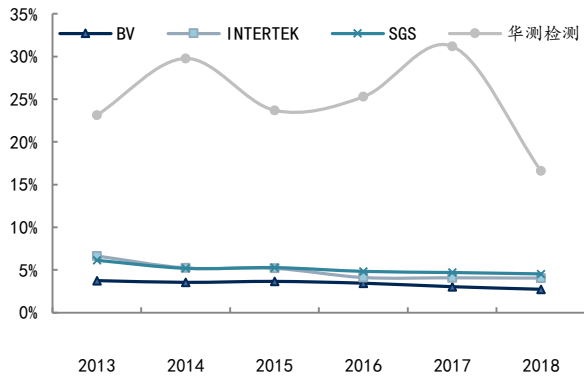
华测检测人均产值存在较大提升空间, 长期看有望达 50 万元以上。公司近年来人均产值增长并不明显, 从 2012 年的 26 万元缓步提升至 2017 年的 28.45 万元, CAGR+1.82%; 2018 年, 公司人均产值显著提升, 达 32.10 万元, 同比增长 12.83%, 主要系公司战略从收入导向转入利润导向, 实施精细化管理, 一方面放缓资本开支的增速, 另一方面控制员工人数的增长, 从 18 年看已取得不错的效果, 未来随着资本开支和员工人数增速的有效控制, 再叠加实验室产能利用率的提升, 华测人均产值有望持续提升。

图 114: 华测检测人均产值存在较大提升空间



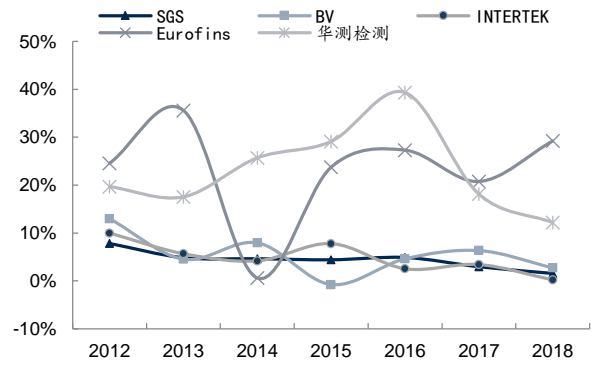
资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 115: 华测检测资本支出占营收比例远超其他公司



资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 116: 华测检测员工人数增速更快, 18 年逐步控制



资料来源: Bloomberg、Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 盈利预测假设基础及结果

华测检测业务主要分为贸易保障检测、生命科学检测、消费品测试和工业品检测四部分，均是公司业绩增长的重要贡献者。华测检测在 2018 年年初首次提出“以营收为导向”向“以利润为导向”转变的管理理念，在 2018 年中引入职业经理人，聘任 SGS 前中国区总裁申屠献忠任新总裁，全面推行精细化管理，高度关注实验室人均产值、设备利用率、场地利用率及产出率等指标的提升，希望推动公司实现高质量可持续发展，向全球化迈进。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 2019-2021 年营收增速分别为 12%/11%/10%，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拉动，预计 2019-2021 年营收增速分别为 20%/20%/20%，毛利率水平受益于规模效应稳步提升；
- 3) **生命科学检测**主要受益于环境和食品检测业务，拉动，预计 2019-2021 年营收增速分别为 40%/30%/30%，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 2019-2021 年营收增速分别为 15%/15%/15%，整体保持稳健。
- 5) **员工数量控制**：将人员增速控制在营收增速的一半左右，预计 2019-21 年同比增长 14%/12%/12%；
- 6) **CAPEX 水平控制**：预计 2019-21 年 CAPEX 占营业收入的比例控制在 10% 左右。

根据上述假设，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 34.47 亿元、42.70 亿元和 53.05 亿元，毛利分别为 16.17 亿元、20.21 亿元和 25.35 亿元。

**表 10: 盈利预测假设基础**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>生命科学检测</b>				
营业收入 (亿元)	14.25	19.95	25.94	33.72
同比增速	38.89%	40.00%	30.00%	30.00%
成本 (亿元)	8.60	11.37	14.52	18.54
毛利 (亿元)	5.65	8.58	11.41	15.17
毛利率(%)	39.64%	43.00%	44.00%	45.00%
<b>工业品测试</b>				
营业收入 (亿元)	5.00	5.75	6.61	7.60
同比增速	16.01%	15.00%	15.00%	15.00%
成本 (亿元)	3.10	3.45	3.97	4.56
毛利 (亿元)	1.91	2.30	2.65	3.04
毛利率(%)	38.10%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>消费品测试</b>				
营业收入 (亿元)	3.90	4.68	5.62	6.74
增速	16.77%	20.00%	20.00%	20.00%
成本 (亿元)	2.00	2.25	2.64	3.10
毛利 (亿元)	1.90	2.43	2.98	3.64
毛利率(%)	48.76%	52.00%	53.00%	54.00%
<b>贸易保障检测</b>				
营业收入 (亿元)	3.65	4.09	4.54	4.99
增速	11.62%	12.00%	11.00%	10.00%
成本 (亿元)	1.10	1.23	1.36	1.50
毛利 (亿元)	2.55	2.86	3.18	3.49
毛利率(%)	69.85%	70.00%	70.00%	70.00%
<b>营业总收入</b>				
营业收入 (亿元)	26.81	34.47	42.70	53.05
增速	26.58%	28.56%	23.89%	24.24%
营业成本 (亿元)	14.80	18.29	22.49	27.70
营业成本/营业收入	55.20%	53.08%	52.67%	52.22%
毛利率	44.80%	46.92%	47.33%	47.78%
毛利 (亿元)	12.01	16.17	20.21	25.35

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

得出以下详细盈利预测结果如下:

**表 11: 盈利预测简要结果**

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2681	3447	4270	5305
营业成本	1480	1829	2249	2770
营业税金及附加	9	14	16	20
销售费用	506	614	739	902
管理费用	181	488	591	722
财务费用	22	2	(0)	(6)
投资收益	44	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(50)	0	0	0
其他收入	(163)	0	0	0
营业利润	315	500	676	898
营业外净收支	9	0	0	0
利润总额	323	500	676	898
所得税费用	41	75	101	135
少数股东损益	13	19	26	35
归属于母公司净利润	270	405	548	728

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

### 净利率敏感性分析

我们对员工人数增速和资本开支占营收比例对净利率的影响进行敏感性分析。设定基准假设条件如下:

- 1、选择公司 2018 年员工人数增速 12.2% 为基准, 变动区间  $\pm 2\%$ , 资本开支占营收比例为 16.6%, 变动区间  $\pm 4\%$ ;
- 2、公司人均薪酬增速为 9% (参考公司上市以来的人均薪酬平均增速 8.69%);
- 3、资本开支投入转为固定资产或无形资产后, 整体平均折旧年限为 10 年。

**敏感性分析结果显示:** 员工人数增速每增加/减少 1%, 净利率相应减少/增加 0.35%; 资本开支占营收比例每增加/减少 2%, 净利率相应减少/增加 0.2%, 其中资本开支结构 (设备购买支出与房屋建筑物支出的比例) 会影响折旧年限, 平均折旧年限越低, 资本开支占营收比例对净利率影响越大。

**表 12: 针对员工人数增速和资本开支占营收比例的净利率敏感性分析**

		员工数量增幅				
		10.20%	11.20%	12.20%	13.20%	14.20%
资本	12.60%	1.10%	0.75%	0.40%	0.05%	-0.30%
开支	14.60%	0.90%	0.55%	0.20%	-0.15%	-0.50%
占营	16.60%	0.70%	0.35%	0.00%	-0.35%	-0.70%
收的	18.60%	0.50%	0.15%	-0.20%	-0.55%	-0.90%
比例	20.60%	0.30%	-0.05%	-0.40%	-0.75%	-1.10%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 1. 并购整合不及预期的风险

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

### 2. 公司管理改革不及预期的风险

公司管理层发生变动，导致经营管理模式发生变革，存在管理效率不及预期的风险；另外，公司近年来收购了多家行业内企业，累计商誉近 2 亿元，存在一定的商誉减值风险。

### 3. 行业政策变动风险

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

### 4. 公司公信力、品牌和声誉受不利事件影响的风险

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



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	808	844	896	1176	营业收入	2681	3447	4270	5305
应收款项	544	674	804	951	营业成本	1480	1829	2249	2770
存货净额	15	14	20	25	营业税金及附加	9	14	16	20
其他流动资产	580	728	892	1073	销售费用	506	614	739	902
<b>流动资产合计</b>	<b>1948</b>	<b>2261</b>	<b>2612</b>	<b>3225</b>	管理费用	181	488	591	722
固定资产	1374	1537	1656	1809	财务费用	22	2	(0)	(6)
无形资产及其他	144	139	134	129	投资收益	44	0	0	0
投资性房地产	500	500	500	500	资产减值及公允价值变动	(50)	0	0	0
长期股权投资	95	120	152	193	其他收入	(163)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4059</b>	<b>4556</b>	<b>5053</b>	<b>5857</b>	营业利润	315	500	676	898
短期借款及交易性金融负债	508	541	447	451	营业外净收支	9	0	0	0
应付款项	326	309	359	414	<b>利润总额</b>	<b>323</b>	<b>500</b>	<b>676</b>	<b>898</b>
其他流动负债	353	494	581	733	所得税费用	41	75	101	135
<b>流动负债合计</b>	<b>1187</b>	<b>1345</b>	<b>1387</b>	<b>1598</b>	少数股东损益	13	19	26	35
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>270</b>	<b>405</b>	<b>548</b>	<b>728</b>
其他长期负债	97	115	135	150					
<b>长期负债合计</b>	<b>97</b>	<b>115</b>	<b>135</b>	<b>150</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1285</b>	<b>1460</b>	<b>1522</b>	<b>1748</b>	净利润	270	405	548	728
少数股东权益	57	75	99	130	资产减值准备	(5)	8	6	6
股东权益	2717	3021	3432	3979	折旧摊销	215	179	224	271
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4059</b>	<b>4556</b>	<b>5053</b>	<b>5857</b>	公允价值变动损失	50	0	0	0
					财务费用	22	2	(0)	(6)
					营运资本变动	72	(128)	(137)	(105)
					其它	14	10	18	26
					<b>经营活动现金流</b>	<b>615</b>	<b>474</b>	<b>658</b>	<b>926</b>
					资本开支	(289)	(346)	(343)	(425)
					其它投资现金流	(0)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(357)</b>	<b>(371)</b>	<b>(375)</b>	<b>(467)</b>
					权益性融资	6	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(77)	(101)	(137)	(182)
					其它融资现金流	46	34	(94)	3
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(103)</b>	<b>(68)</b>	<b>(231)</b>	<b>(179)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>155</b>	<b>36</b>	<b>53</b>	<b>280</b>
					货币资金的期初余额	653	808	844	896
					货币资金的期末余额	808	844	896	1176
					企业自由现金流	438	132	318	498
					权益自由现金流	484	164	224	507

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
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