

华测检测 (300012.SZ)

面向未来，新常态与新布局

核心观点:

- **新常态：高质量发展，全面实现效率提升。** 公司是国内第三方检测行业民营龙头，2006-2019 年收入复合增速 34.3%。自 2018 年起，公司内部战略转型实施精细化管理，全面实现效率提升，体现在几个方面：1.提升设备利用率，强化成本费用管控。19 年综合毛利率 49.41%，提升 4.61 pct，销售费用率还存在压缩空间。2. 19 年公司人均产值提升至 34 万元，ROE 达到 15%以上。对比 SGS 亚洲地区人均产值 42.6 万元，还存在提升空间。3.服务业的产能扩张与利润率呈现负相关性，对比 Eurofins，公司资本开支扩张放缓，有望迎来现金流阶梯式上升。
- **新布局：对标海外，扩张全球。** 国际龙头均经历了跑马圈地到扩张地区和业务版图的发展之路，公司历史上也有并购的基因，多位管理层曾任职 SGS、Intertek 等外资品牌，具有丰富的从业经验，为公司未来多领域、全球化发展保驾护航。
- **几个问题的探讨：** 1.受益优异的赛道属性，公司全方位布局实现了持续而稳定的成长，这是支撑高估值的核心要素。2.以实验室为核心的业务模式，其业务规模取决于设备的利用率、报价体系、资本开支节奏等因素。对标外资龙头，我们测算了公司当前固定资产下的目标收入规模。3.实验室的成本与产能释放周期的不匹配，导致公司业绩的波动，但长期来看，行业龙头的长期增长动力来源于不断再投资的能力。
- **投资建议：** 我们预测 20-22 年营业收入分别为 39.09/47.28/55.70 亿元，EPS 为 0.35/0.44/0.53 元/股，当前股价对应 PE 为 51/41/34x。综合考虑行业平均估值以及公司成长性，我们维持 20 年合理 PE 55x 的观点不变，对应合理价值 19.34 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示：** 宏观经济大幅波动的风险，并购的决策风险及整合风险，公信力受不利事件影响风险，资本支出过快导致盈利下滑。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,681	3,183	3,909	4,728	5,570
增长率 (%)	26.6	18.7	22.8	21.0	17.8
EBITDA (百万元)	545	738	831	1,035	1,252
归母净利润 (百万元)	270	476	583	732	873
增长率 (%)	101.6	76.5	22.3	25.5	19.3
EPS (元/股)	0.16	0.29	0.35	0.44	0.53
市盈率 (P/E)	40.21	51.88	51.48	41.01	34.38
市净率 (P/B)	4.00	7.85	8.05	6.73	5.63
EV/EBITDA	19.37	33.08	35.12	27.96	22.85

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

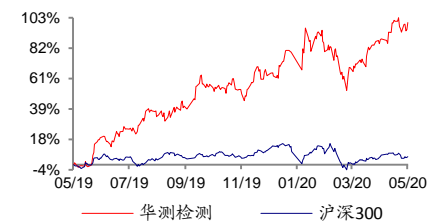
增持

当前价格	18.1 元
合理价值	19.34 元
前次评级	增持
报告日期	2020-05-31

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1663.40/1509.95
总市值/流通市值 (百万元)	30108/27330
一年内最高/最低 (元)	18.44/8.90
30 日日均成交量/成交额 (百万)	15.61/275.92
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	10.61/33.50

相对市场表现



分析师:

罗立波



SAC 执证号: S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

请注意，罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

华测检测 (300012.SZ):精细 2020-04-21
化管理效果显著，迈入新阶段

联系人:

孙柏阳 021-60750636

sunboyang@gf.com.cn

目录索引

一、第三方检测：成长稳定的优质赛道.....	5
（一）商业模式：以公信力、实验室为基础的核心竞争力.....	5
（二）中国市场：第三方检测认证逐步开放.....	6
（三）行业特征：需求碎片化，先发优势显著.....	8
二、华测检测：综合性检测龙头，快速布局新兴领域.....	12
（一）生命科学：政策推动，生命科学迎来黄金发展期.....	13
（二）工业品：市场空间高，受下游周期性影响.....	16
（三）贸易保障：老牌 RoHS 检测厂商，新指令注入新活力.....	18
（四）消费品：受益消费稳定增长，战略布局新方向.....	20
三、新常态：高质量发展，全面实现效率提升.....	22
（一）受益精细化管理，费用率仍有压缩空间.....	22
（二）人均产值还有提升空间，ROE 逐步回升.....	25
（三）资本开支扩张放缓，有望迎来现金流阶梯式上升.....	28
四、新布局：对标海外，扩张全球.....	31
（一）复盘：海外龙头的扩张之路——以 SGS 为例.....	31
（二）并购：海外并购，开启全球化之路.....	34
（三）人才：引进全球人才，护航未来发展.....	38
五、几个核心问题的探讨.....	40
（一）高估值来源于何处？.....	40
（二）以现有的的固定资产，能支撑多大的规模？.....	42
（三）持续的增长动力来源于何处？.....	44
六、投资建议与风险提示.....	45

图表索引

图 1: 检测认证服务行业产业链分布	5
图 2: 国内市场规模 (亿元) 及第三方占比	6
图 3: 中国检测市场规模增速与名义 GDP 增速对比	7
图 4: 2018 年国内检验检测认证行业市场空间 (亿元)	7
图 5: 全球龙头营业收入增速与 GDP 对比	9
图 6: 检测认证龙头公司 2019 年营业收入 (百万人民币)	9
图 7: SGS 2018 年各部门营业收入增速	10
图 8: 检测报告平均价格	11
图 9: 海外龙头企业现金流与净利润 (百万欧元) 的比值	12
图 10: 华测检测业务部门及实验室全球布局	12
图 11: 华测检测分业务营收占比	13
图 12: 生命科学业务营收 (百万元)、毛利 (百万元) 及毛利率	14
图 13: 环境相关检测机构营收 (亿元) 及数量 (个)	14
图 14: “十三五”食品安全检测部分目标	16
图 15: 食品检测机构营收 (亿元) 及数量 (个)	16
图 16: 工业品测试营收 (百万元)、毛利 (百万元) 及毛利率	17
图 17: 建筑工程、建筑材料检测市场空间 (亿元) 及建筑工程和材料检测增速	17
图 18: 固定资产投资完成额:城市轨道交通设备制造 (亿元) 及增速	18
图 19: 贸易保障检测营收 (百万元)、毛利 (百万元) 及毛利率	18
图 20: 欧盟出口累计值:电机、电气、音像设备及零附件 (亿元) 及增速	19
图 21: 消费品测试营收 (百万元)、毛利 (百万元) 及毛利率	20
图 22: 汽车检测业务分类	21
图 23: 社会消费品零售总额及增速	21
图 24: 公司归母净利润及增速	22
图 25: 华测检测净利率与毛利率	23
图 26: 相关公司财务费用率对比	23
图 27: 相关公司管理费用率对比	23
图 28: 相关公司销售费用率对比	24
图 29: 相关公司研发支出/营业总收入对比	24
图 30: 华测检测 2019 年销售费用结构	24
图 31: 广电计量 2019 年销售费用结构	24
图 32: 公司 2019 年成本结构	25
图 33: 公司员工数量 (人) 及增速	25
图 34: 公司人均产值和人均净利润 (万元)	26
图 35: 华测检测与 SGS 全球及亚洲区人均产值对比 (万元/年)	26
图 36: 华测检测与国际龙头公司固定资产周转率比较	27
图 37: 华测检测与国际龙头公司 ROE 比较	27
图 38: 华测检测 ROE 的杜邦拆解	28
图 39: Eurofins 自由现金流量 (百万欧元)	29

图 40: 华测检测资本开支 (百万元) 及增速	29
图 41: 华测检测和 Eurofins 资本支出对比 (百万元)	30
图 42: 华测检测和 Eurofins 自由现金流对比 (百万元)	30
图 43: 华测检测和 Eurofins 净利率率对比	31
图 44: SGS 发展历程	32
图 45: SGS 各地区营收 (百万元)	32
图 46: 2019 年 SGS 各地区营收占比	32
图 47: SGS 管理模式	33
图 48: SGS 历年并购数量	33
图 49: 2019 年各公司资产负债率对比	34
图 50: 新加坡抵港船只数量 (艘)	36
图 51: Maritec 业务布局	36
图 52: 新加坡港船用燃料油销售 (千吨)	37
图 53: 2017 年船用油加油量 (万吨)	37
图 54: 2007 年以来公司收入增速	41
图 55: BV 预测 2020 年全球各细分领域潜在市场规模 (十亿欧元)	41
图 56: 公司经营性现金流净额及归母净利润 (百万万)	42
图 57: 检测相关公司固定资产周转率	43
图 58: 检测认证服务龙头企业发展历程	44
图 59: SGS 内延外生增长率	44
图 60: 2019 年 SGS 收入结构	45
图 61: 2019 年 SGS 营业利润结构	45
表 1: TIC 行业类型及下游市场	5
表 2: 下游各市场特征及增长动力	8
表 3: 检测认证服务国际企业截止 2019 年底员工数量 (人) 与创立时间	11
表 4: 华测检测的四大检测业务领域	13
表 5: 近年环境检测政策梳理	15
表 6: ROHS、WEEE 1.0、2.0 版对比	19
表 7: Eurofins 每年实验室新增面积	28
表 8: SGS 2019 年收购情况	34
表 9: 华测检测重要并购列表及投资金额 (万元)	35
表 10: 华测检测董事会成员	38
表 11: 华测检测董事会成员介绍	38
表 12: 除申屠献忠、陈砚外其他高管介绍	40
表 13: 检测各公司人均产值、实验室平均产值对比 (金额单位: 万元)	42
表 14: 华测检测收入规模相对价格、固定资产增长率的变化	43
表 15: 公司分项业务拆分及预测 (百万元)	46
表 16: 华测检测可比公司 PE 估值对比 (市值统计截止 2020.05.29 收盘)	47

一、第三方检测：成长稳定的优质赛道

（一）商业模式：以公信力、实验室为基础的核心竞争力

一般而言，TIC行业包含三大服务：测试（Testing）、检测（Inspection）和认证（Certification）。其中，测试通常指在产品的原型阶段是否具备某些特征，包括性能、可靠性、寿命、成分等，比如某种食品的重金属含量。检测是指针对一批产品，检测其是否符合特定或一般要求，类似工厂检查产品是否符合出厂标准。认证则是对生产和工艺流程、系统和人员是否符合标准的判断，其时效性是长期的。

检测行业发展至今，已经逐步演化出咨询、测试、验证、计量、认证等多种服务。存在于商品产业链的各个环节。出于对产品质量、身体健康、安全、环境的要求，检测行业的需求具备刚性和连续性。

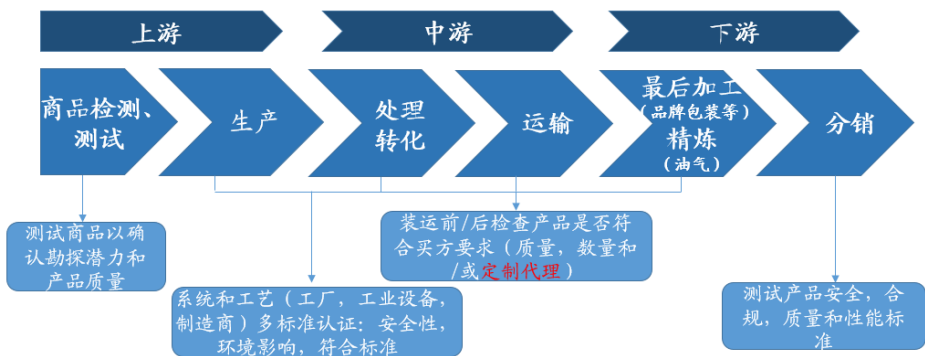
按照参与主体的不同，检测机构可分三类，一类为企事业单位性质的监管方检验检测机构、需求方内部设置的验收检验检测机构，另一类为被监管企业、交易供给方内部的检验检测机构，最后一类为独立于监管关系、供需双方等的外部第三方检验检测服务机构。检测服务可以用于消费或者制造业价值链的任何阶段，涵盖了从最初的设计、生产，到中间的转化处理、运输，以及最后的加工包装、分销等商品的全生命流程，下游需求广泛，涵盖了环境、食品、医学等各行各业。

表 1: TIC行业类型及下游市场

环节	类型	下游应用市场
Testing 测试	第一方：企业内部审核	
Inspection 检测	第二方：购买方检测	环境、食品、医学、加工建材、消费品、交通、能源、化工、纺织服装等各行各业
Certification 认证	第三方：独立第三方检测	

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 1: 检测认证服务行业产业链分布



数据来源：Mergers Alliance，广发证券发展研究中心

以公信力为核心的无形资产。类似审计行业，第三方检测需要用品牌和公信力为检测报告作背书。而这种优秀品牌与市场公信力需要长时间的积累，形成检测机构的无形资产。

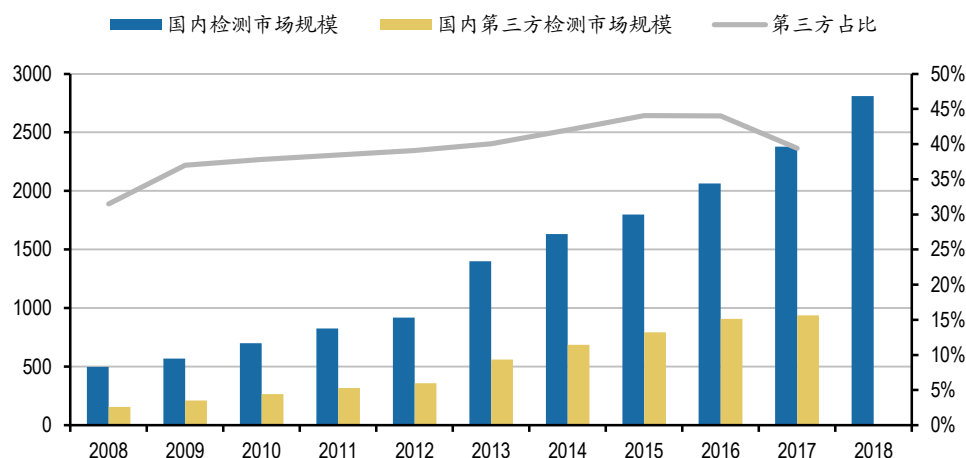
以实验室为核心的业务模型：（1）地域性：行业具备“客户多、金额小、频率高”的特点，距离的远近会影响测试准确性和成本；（2）需求多样化：每个实验室均具备不同的能力项，单一实验室无法满足全部的检测认证需求，综合性检测认证服务机构往往会按类别设立不同的实验室。基于以上原因，检测认证行业形成以实验室为核心的业务模式。

（二） 中国市场：第三方检测认证逐步开放

受下游行业及政府政策驱动，中国第三方检测认证服务市场高速增长。2018年国务院颁布《关于加强质量认证体系建设促进全面质量管理的意见》，打破部门垄断和行业壁垒，鼓励社会力量开展检验检测认证业务，加大政府购买服务力度。目前中国第三方检测服务业已覆盖建筑工程、环保、卫生、农业、食品、药品、机械、电子、轻工、纺织、航空等各个领域。

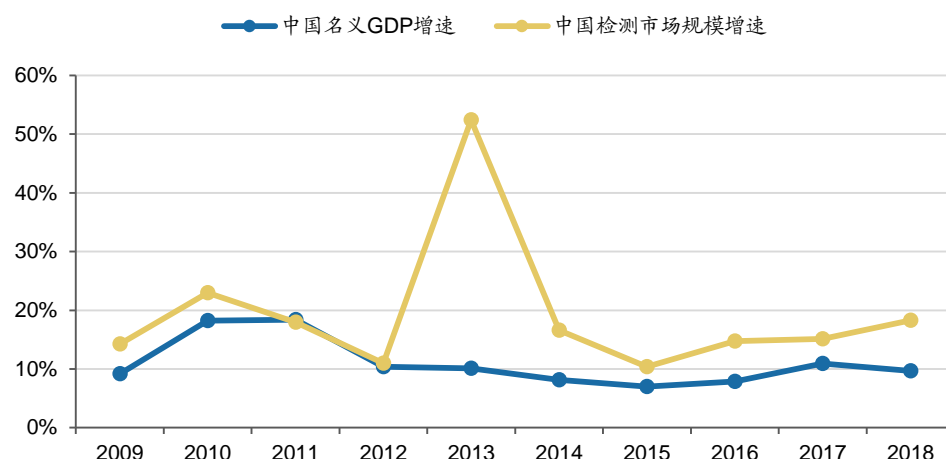
根据国家认监委的数据，我国检验检测行业实现收入2810.5亿元，同比增长18.21%，2008-2018年间行业复合增速18.9%。检测行业的下游需求分散而复杂，因而与国民经济息息相关；考虑到当前法律法规要求的日趋严格，以及产品种类的增多，行业增速基本大于当年国内名义GDP增速。

图 2：国内市场规模（亿元）及第三方占比



数据来源：国家认监委，广发证券发展研究中心

图 3：中国检测市场规模增速与名义GDP增速对比

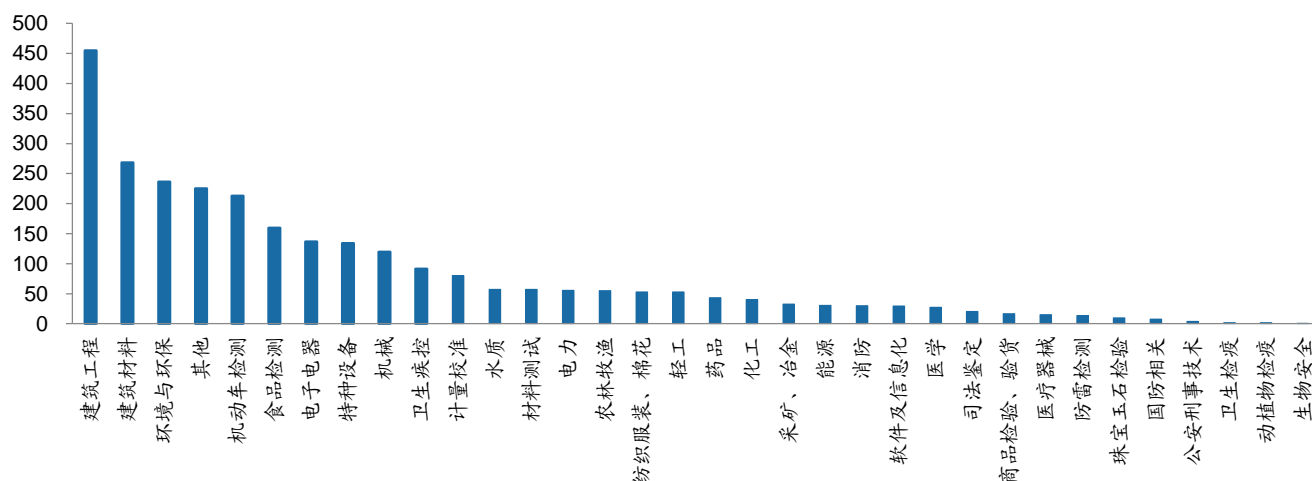


数据来源：国家认监委，广发证券发展研究中心

我国检测市场下游需求分散。从市场规模看，根据国家认监委的数据，2018年我国建筑工程检测市场规模最高，为455亿元，其次是建筑材料、环保与环境、机动车检测、食品检测等。

1. 建筑工程检测是保障工程质量的重要方式，涉及建筑工程中的建设、使用、拆除的全生命过程，并且这类检测企业的资产投入相对其他检测机构要高，其收入规模也是最高的。
2. 食品检测的种类繁多、组成复杂，包含了包装食品、食用农产品（蔬菜和畜禽制品）、保健品、化妆品和特殊食品（婴幼儿辅食和功能性食品）等。
3. 开放程度不同、检测项目各异，细分领域的规模差异较大。

图 4：2018年国内检验检测认证行业市场空间（亿元）



数据来源：《中国认证认可检验检测统计分析报告》，广发证券发展研究中心

从驱动力来看，各行业的检测认证服务需求与行业自身的周期性息息相关，其增长动力也各不相同。食品检测主要受到各国对食品安全的重视，不断促进食品检测规范化、标准化；汽车检测方面，直接受到宏观经济的影响较小，主要受到汽车销量、

使用寿命、下游检测站数量的影响，另外替代燃料的出现也在促进汽车产业升级换代。从外包程度看，在一些检测标准化程度较高的领域，市场外包的程度相对较高。

表 2：下游各市场特征及增长动力

细分领域	增长动力	周期性	外包程度
大宗商品	国际贸易增长，监管要求，商品需求，石油和天然气勘探和生产，实验室测试外包	石油和天然气：占市场总量的 70 % 矿物：65 % 由采矿资本投资驱动 农业：65 % 的总量（粮食检查）	中
工业	能源投资增长，工业基础设施增加，离岸制造业，新的安全法规	由于资产老化，安全性提高和降低对环境的影响，65 % 由市场资本投资驱动，35 % 由运营成本驱动和再发生	中
消费品	创新率提高，产品生命周期缩短，健康与安全方面的新法规出台，实验室测试外包	周期性较小，因为较少依赖于产量而不是推出新产品，食品分部门主要是经常性业务	中
汽车	汽车使用寿命、销量，替代燃料的出现，更严格的法规	周期性较小。由于法定车辆测试，主要是经常性业务。	高
公用事业	国际贸易增长，国际贸易安全需求增加	有一定的周期性，对全球贸易存在依赖	高
生命科学	新产品和药品，生物仿制药增加，药品检测外包	波动性较小，由于推出的新产品数量以及生物仿制药的增加需要测试和质量控制	中
环境服务	QHSE 法规增加（水，土壤，空气，现场测试），政府外包	有一些周期性，因为和建筑、汽车相关。水土测试基本稳定	高
认证服务	ISO 标准全球化和协调化，私有化，外包，新产品和服务的认证项目	经常性业务与长期合同，较少周期性，不依赖于全球贸易量	高
海运	国际海上贸易和对新货船的需求增长，关于效率和海上平台的新规定出台	高度周期性，因为 50 % 的市场与船舶建造有关，另外 50% 的市场由于定期船只检查而反复性强	高

数据来源：Mirabaud Sec.，广发证券发展研究中心

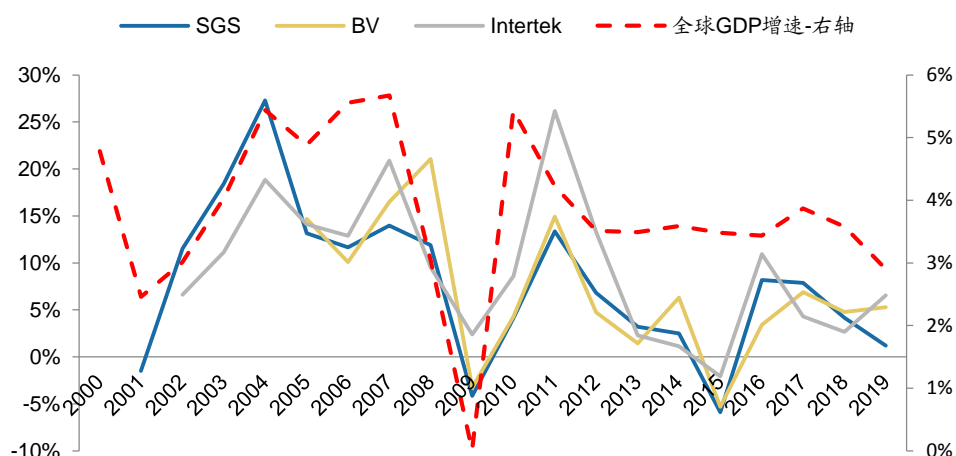
（三）行业特征：需求碎片化，先发优势显著

检测行业经过百年发展，已经形成了特定的发展模式，我们系统总结了行业的几大特征：

特征一：下游需求碎片化，波动较小。检测行业下游领域众多，分散化的需求平滑了宏观经济对于单一行业的波动性，国际龙头SGS、BV、Intertek的收入增速与全球GDP具有一致性，但波动性相对较低。

根据IHS预测，2020年全球潜在检测认证市场规模接近1800亿欧元，细分领域可以分为三个层次。第一层次：200亿欧元以上，包括消费品、农产品、油气；第二层次：100到200亿欧元，包括建筑、化学品、矿业、制造、交通、汽车、电力；第三层次：100亿欧元以下，包括政府、船舶、健康、银行、其他等。

图 5：全球龙头营业收入增速与GDP对比



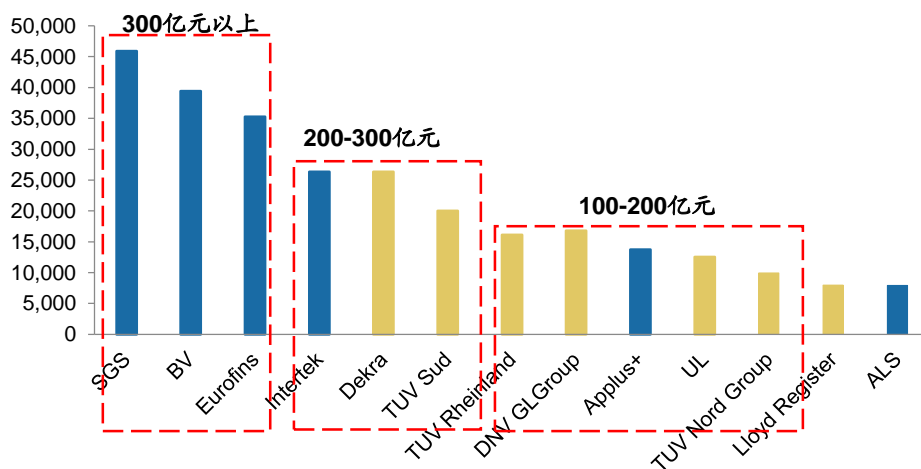
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

特征二：集中度较低，行业地位依靠时间的积累。按照2019年营业收入规模，我们可以将全球龙头划分为三个档次。

根据国际检测认证机构联盟（CEOC）的数据，全球前10名检测认证企业合计的市场份额不足25%，按照收入规模分为三档：第一档次：营业收入在300亿人民币以上，包括SGS、BV和Eurofins。SGS与BV创立百年之久，几乎覆盖所有下游行业，这两家龙头与其他企业最大的差异是在船舶、政府检测、日用品检测等发展较早、成熟度更高的领域具有高度优势。从收入规模来看，2019年SGS、BV营业收入分别为459、394亿元；而由于基因检测、药品检测等生命科学领域近年来发展迅速，叠加较快的外延式扩张，Eurofins的成长速度较快，2019年收入353亿元，同比增长19.5%，超越英国Intertek集团成为全球第三大检测认证服务公司。

第二档次：收入在200-300亿元之间，包括英国Intertek、德国Dekra、TUV Sud等；第三档次是规模在200亿元以下的公司。

图 6：检测认证龙头公司2019年营业收入（百万人民币）

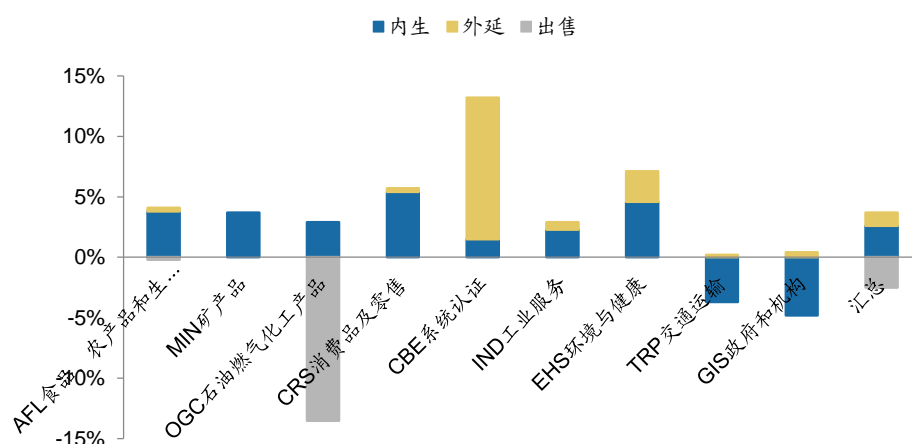


数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

特征三：外延扩张是行业必修课。各领域之间检测方法和项目千差万别，通过不断的跨行业并购来提升规模 and 市场份额是最佳选择。以SGS为例，近几年都保持两位数的收购数量，2019年消费品、认证、环境检测等3个业务实现了5%以上的增长，其中认证与环境检测主要依赖于外生的并购行为；而石油燃气等化工产品检测剥离部分业务，19年收入同比下降10.6%。

并购一方面是能够在短时间内获得新的资质、渠道和人才，拓展业务范围，例如美国很多已形成规模的消费品或工业品检测认证公司被欧洲巨头收购，成为其美国分公司。另一方面，能够避免单一行业天花板，多元化的业务分布能够平滑企业业绩的波动，抗周期能力增强。

图 7：SGS 2018年各部门营业收入增速



数据来源：公司年报，2019 Full Year Presentation，广发证券发展研究中心

特征四：壁垒高，竞争格局短期内难以撼动。检测认证服务行业的国际龙头大多由成立百年的公司构成，SGS、BV、Intertek创立百年之久，近乎做到了全领域覆盖，先发优势显著。行业新进入者很难颠覆现有的竞争格局，这主要得益于较高的竞争壁垒：

- 1. 行业公信力：**品牌代表了该机构的市场公信力，直接决定了市场的接受程度。这种公信力需要漫长的时间积累，SGS、BV、Intertek的创立时间均超过百年。
- 2. 检测认证资质的获取：**实验室需要得到政府机构的能力资质认可，才能开展相关检测工作。
- 3. 实验室布局：**由于需求的差异性显著，且单个实验室的覆盖半径有限，需要一定的网点布局。
- 4. 综合性技术运用能力较高：**一方面需要对产品特性熟悉，另一方面需要对行业标准深入理解。新的检测标准出台，则意味着实验方法需要进一步改进，对于综合技术的运用提出较高要求。
- 5. 技术密集型行业：**检测行业对于实验室操作人员要求较高。以华测检测为例，在各项营业成本中，人工薪酬的占比相对较高。

表 3: 检测认证服务国际企业截止2019年底员工数量(人)与创立时间

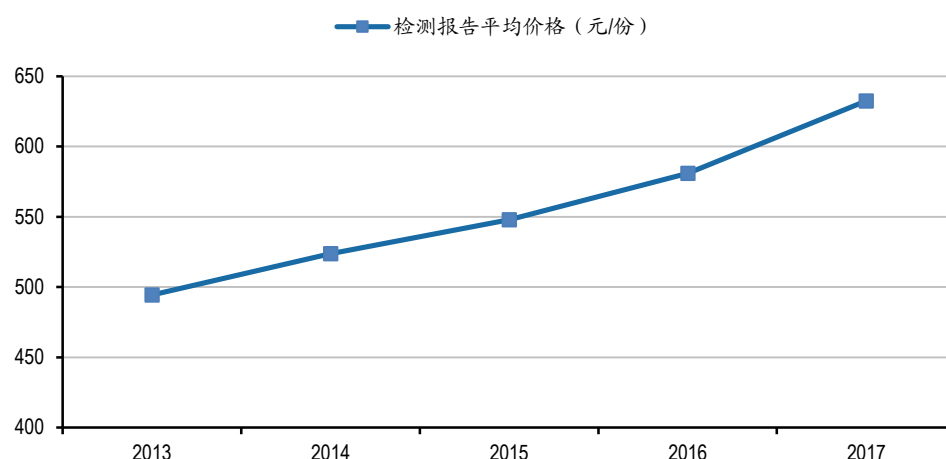
公司	SGS	BV	Intertek	Eurofins	Dekra
创立时间	1878	1828	1885	1987	1925
员工人数	94494	78395	44775	43320	-

公司	TUV Sud	TUV Rheinland	Applus+	ALS	TUV Sud
创立时间	1866	1872	1996	1974	1866
员工人数	22117	-	22852	-	22117

数据来源: 公司年报及公司官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

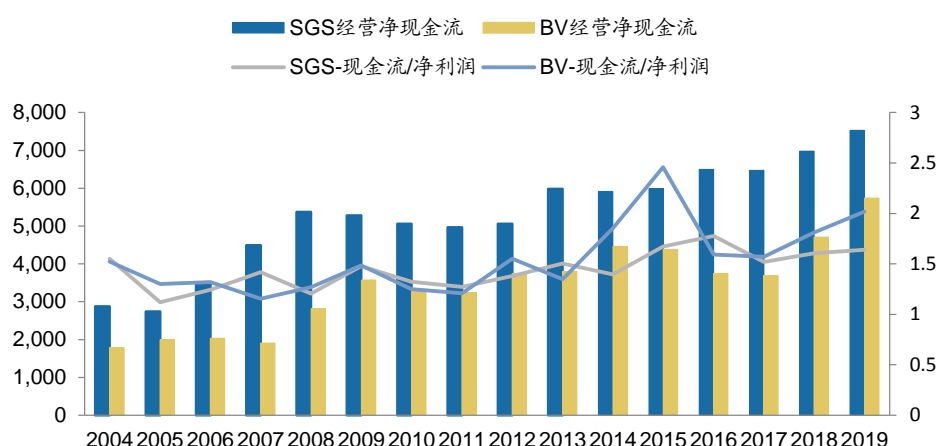
特征五: 以实验室为核心的商业模式能够创造较为稳定的现金流。根据年报的披露, 2004年以来, SGS与BV两家公司每年经营性净现金流均大于当年的净利润, 2019年SGS经营性净现金流75亿元, 同比增长7.9%。行业现金流较好, 主要在于: (1) 检测需求具有“客户多、频率高、金额小”的特点, 一份检测报告的平均价格在500-650元之间, 对于客户来说检测价格相对产品产值较小, 不存在拖款的动因。(2) 结算模式较好, 新客户通常先付款后服务, 长期合作的大客户采用月结或季结的方式。(3) 从账款结构来看, 大部分客户的账款周期在一年以内, 坏账风险较低。

图 8: 检测报告平均价格



数据来源: 国家认监委, 广发证券发展研究中心

图 9：海外龙头企业现金流与净利润（百万欧元）的比值



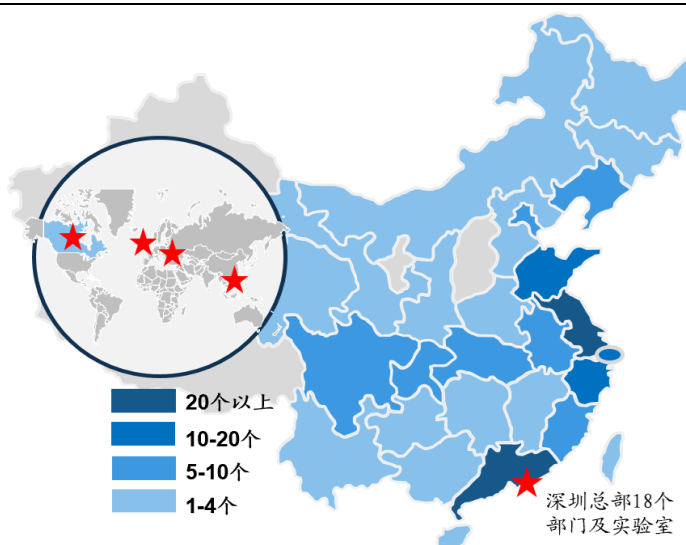
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

二、华测检测：综合性检测龙头，快速布局新兴领域

公司是国内第三方检测认证服务民营龙头。根据检测领域的不同，公司将检测业务分为如下四大类：生命科学检测、贸易保障检测、消费品检测、工业品检测。其中生命科学检测主要包含食品检测、环境检测、医学检测；贸易保障检测主要是为贸易商品进行质量检测 and 认证；消费品检测是面向纺织品、玩具、汽车等的检测；工业品检测为工业品提供计量校准、无损检测等业务。公司不仅具备传统领域的先发优势，近几年还积极进军轨道交通、5G等新兴领域。

目前华测检测已在全国设立了上百家分支机构，拥有化学、生物、物理、机械等领域的130多个实验室，基本完成全国实验室布局；并在美国、英国等地设立了子公司，逐步开拓海外市场。

图 10：华测检测业务部门及实验室全球布局



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 4：华测检测的四大检测业务领域

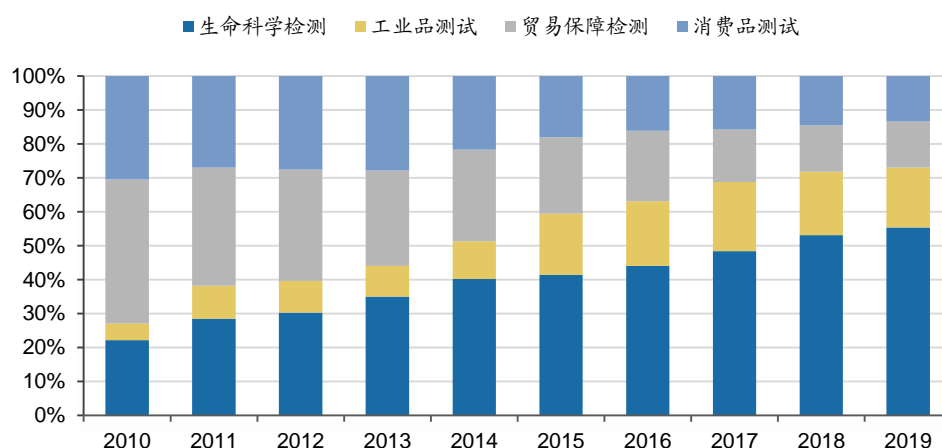
检测领域	委托者	检测内容	细分领域	达到目标
生命科学检测	关注人类和生命健康的群体	涉及人类健康的检测、研究开发和技术服务	食品、环境、医学检测	确保生命处于健康安全状态
贸易保障检测	采购商、品牌、销售商、制造商	提供货物测试服务，为贸易过程提供货物品质的鉴定	RoHS指令、船舶有害物质管理、货物适运鉴定	确保货物符合进口国家和地区产品法规要求
消费品检测	生产商或消费者	消费品的使用性能、安全性、耐用性等测试、验证和技术服务	纺织品、鞋类、皮革检测、玩具产品检测、汽车检测	确保产品质量、安全、性能等方面达到政府或消费者要求
工业品检测	工业用品的制造商或使用者	工业品性能、安全性等测试、验证、评估服务	计量校准、无损检测、建工建材、数字认证	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

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

以贸易保障检测起家。公司创立初期抓住国家开放商检的机会，快速布局RoHS检测市场，在2012年之前，贸易保障检测板块一直是对公司营收和毛利贡献最大的板块，当前发展较为成熟，具备较高的规模效应。

近年来生命科学业务（环境、食品、医学检测）实现快速增长。生命科学领域是公司近年来重点发展的业务，根据年报的披露，公司16-17年布局了约50个实验室，大多为环境、食品检测实验室，随着产能利用率的持续提升，2010-2019年其营收占比从22.13%迅速上升至55.37%。

图 11：华测检测分业务营收占比

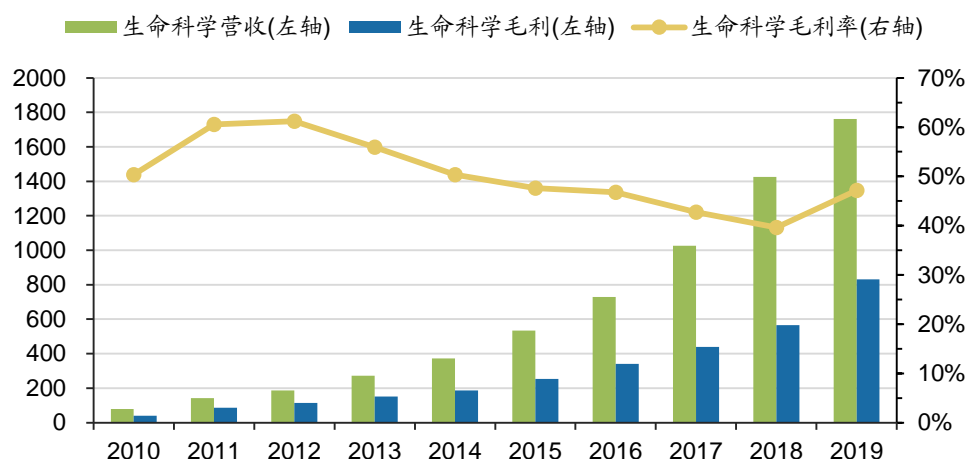


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（一）生命科学：政策推动，生命科学迎来黄金发展期

生命科学板块包括环境、食品和医学检测，其中环境和食品检测是公司前两大业务线条。2010-2019年生命科学业务营收从0.79亿元上升到17.63亿元，CAGR高达41.25%。近几年生命科学板块快速发展，但利润率承担了较大的压力，公司渡过前期的资本开支周期，随着实验室产能的爬坡，毛利率大幅修复。2019年该业务毛利率同比改善7.55pct。

图 12: 生命科学业务营收（百万元）、毛利（百万元）及毛利率



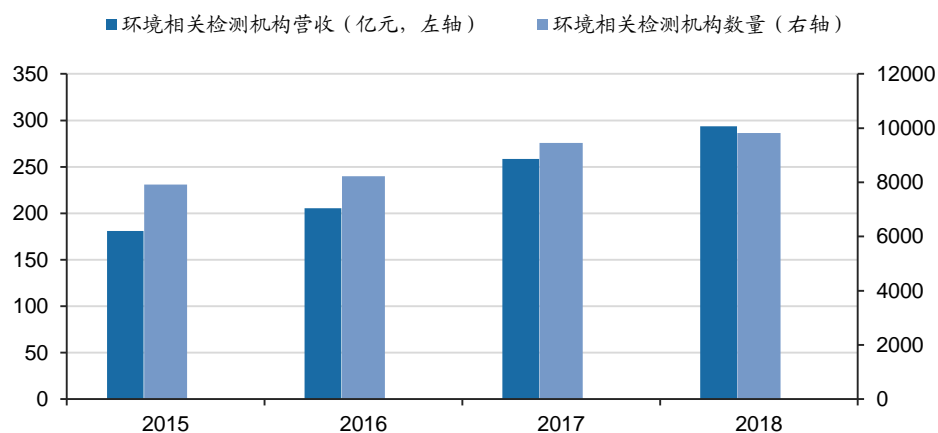
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

环境检测具备显著先发优势，充分受益市场化程度提升。环境检测涵盖诸多细分业务，包括水质检测、气体检测、土壤检测、海洋生态等。2017年公司就已完成全国除青海、西藏外其他省份的网点布局，也是唯一布局全国的环境检测机构。在这一领域，公司主要与当地中小型检测企业竞争，具有显著的品牌优势和全国联动优势。

随着国家对生态环境越发重视，环境治理的力度不断加大，环境检测的相关政策也层出不穷。自2013年以来，“大气十条”、“土十条”、“水十条”相继出台。根据中国认监委披露，2018年环境检测市场规模（环境与环保、水质检测的加总）达293.74亿元，同比增长13.59%，2015-2018年复合增速17.56%。截止2018年底，环境检测领域机构已超过9000家，包括综合性第三方民营企业、地方国有改制企业等。在检测行业细分领域中，其竞争格局最为激烈。

环境检测成为高增长、支持力度大、市场空间高的细分领域。

图 13: 环境相关检测机构营收（亿元）及数量（个）



数据来源：中国认监委，广发证券发展研究中心

注：环境与环保、水质加总数据

表 5：近年环境检测政策梳理

名称	时间	主体	主要影响
大气污染防治行动计划（大气十条）	2013.09	国务院	加强环境检测力度，建设统一布局的国家空气质量监测网络，提高监测数据质量，强调数据客观反映空气质量情况，强化重点污染源的在线监控体系，建成国家、省、市三级机动车排污监管平台
水污染防治行动计划（水十条）	2015.04	国务院	多方位权利保障水环境安全；地方各级人民政府及供水单位应当定期开展监测、检测和评估工作；强调县级及以上城市饮水安全状况向社会公开
土壤污染防治行动计划（土十条）	2016.05	国务院	鼓励社会机构参与土壤监测；完善土壤监测及上下游产业链；加大土壤污染治理专项资金的财政投入；培育相关领域的龙头企业和若干小企业
“十三五”生态环境保护规划	2016.11	国务院	水质方面，实施全面全程监管；地方各级政府及供水单位开展定期监测、检测和评估工作；加强信息公开。大气方面，深化大气污染联防联控；落实区域统一监测、统一放置的管理协调机制；建立部分行业的质量监测网。土壤方面，推动土壤质量监测点位的全覆盖；强化重点区域的土壤防治
生态环境监测质量监督三年行动计划（2018年-2020年）	2018.08	生态环境部	将利用三年时间对生态环境监测机构、排污单位和运维机构三类主体实行全面覆盖的检查，重点检查京津冀及周边区域、长三角区域、汾渭平原等区域的造纸、火电等行业；生态环境部将联合市场监管部门建立信息共享机制
2019年地级及以上城市环境空气挥发性有机物监测方案	2019.04	生态环境部	要求全国337个地级及以上城市均要开展环境空气非甲烷总烃(NMHC)和VOCs组分指标监测工作；加强对各地的工作指导，以提高挥发性有机物（VOCs）治理的科学性、针对性和有效性
关于做好农业生态环境监测工作的通知	2019.05	农业农村部	全面部署农业生态环境监测工作，强调要做好土壤环境监测、农田氮磷流失监测、农田地膜残留监测和外来生物入侵的监测

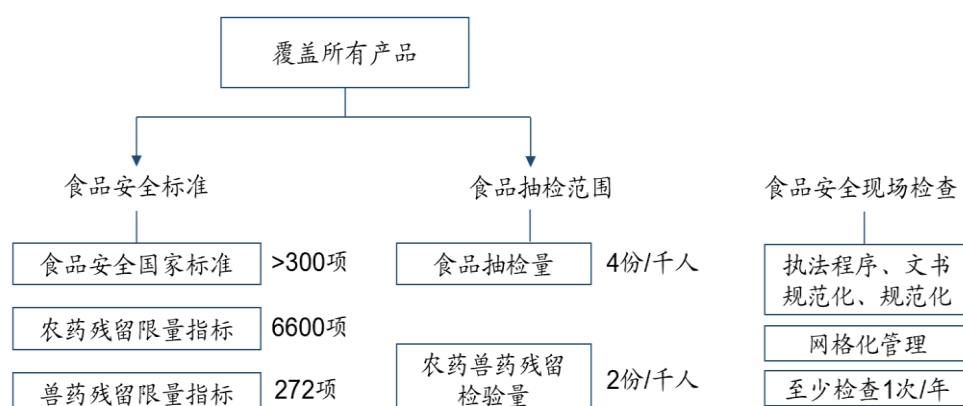
数据来源：国务院、生态环境部、农业农村部、质量监督检验检疫总局，广发证券发展研究中心

食品检测包括食品、农产品、药品、保健品和日化品检测。在这一领域，华测检测的业务和网点布局齐全，2019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项目彰显公司实力。近年来食品检测相关政策也频频出台，推动食品检测迅速发展：

1. **食品抽检规定使食品抽检领域迎来黄金发展期。**“十三五”规划指出，到2020年，农业产品和食品抽检量达到4批次/千人的意见。据国家市场监管总局数据披露，2018年全国完成食品及农用产品抽检335.59万次，同比上涨42%。虽然上升幅度较大，但距4批次/千人仍有较大空间。作为第三方检测龙头，华测检测将分得可观的市场份额。
2. **规划指出要加快制修订农药残留、兽药残留等食品安全通用标准。**到2020年农药兽药残留限量指标达到1万项，而目前我国限量指标还有一定距离，有广阔的增长空间。一旦大量限量指标出现，新的有害物质食品检测需求将随之增加。

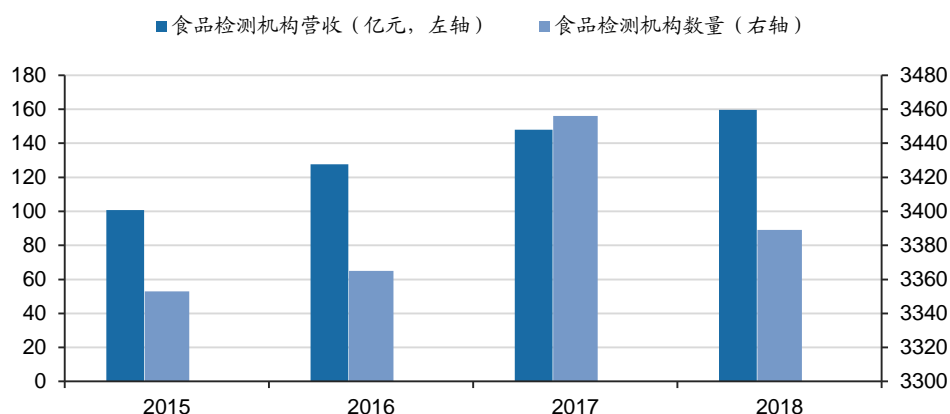
根据国家认监委的数据，2018年食品检测市场规模160亿元，同比增长8%，2015-2018年复合增速为16.6%。2018年市场增速放缓主要是受宏观环境影响，食品行业的发展增速相对放缓，波及食品检测。该领域的检测机构数量也较多，2018年已达到3389家，竞争相对激烈。

图 14: “十三五”食品安全检测部分目标



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图 15: 食品检测机构营收（亿元）及数量（个）



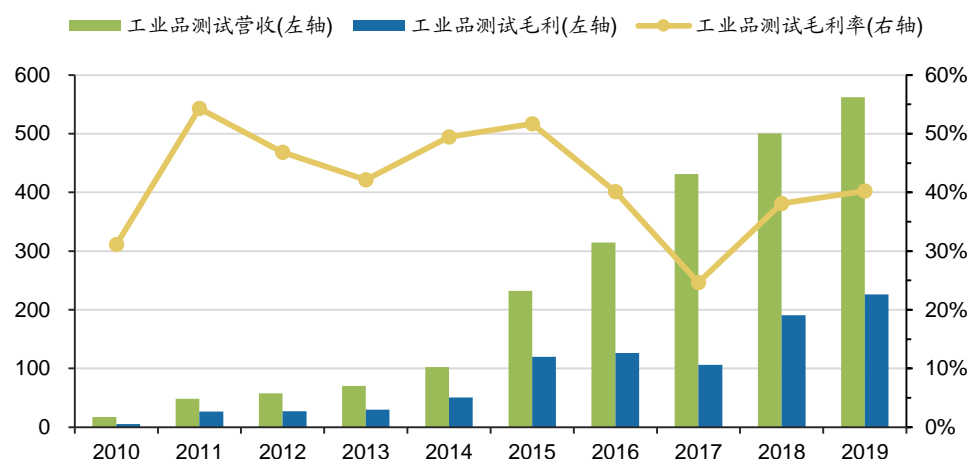
数据来源：中国认监委，广发证券发展研究中心

（二）工业品：市场空间高，受下游周期性影响

工业品测试的增速是公司四大业务中仅次于生命科学的板块，营收规模从2010年的0.18亿元上升至2019年的5.62亿元，CAGR达到46.93%。主要包括计量校准、工程检测、地产商项目、电子认证等。

该业务受到下游行业周期性影响，利润率水平承担一定压力。主要在于2015-2016年国内石油化工行业放缓，部分项目出现缓建现象，导致华安业绩出现较大幅度波动。后者是公司2014年收购的子公司，主要从事压力容器、船舶、电力等的无损检测，2017年业绩不及预期计提了大量的商誉减值。但随着所处行业景气度回复、公司自身加强成本控制，2019年该业务毛利率回升至40%。

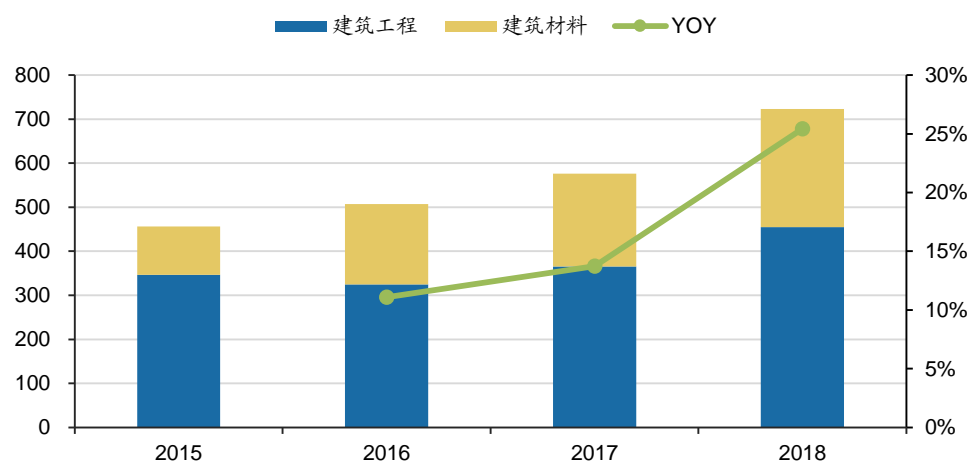
图 16: 工业品测试营收(百万元)、毛利(百万元)及毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

在工业品测试领域中，**建筑工程与材料**是我国检测行业中规模最大的细分领域。2018年这两个细分领域合计市场空间达到723亿元，同比增长25.44%。建筑工程和材料涵盖下游领域广泛，包括市政工程、金属材料、民用建筑等。随着新冠疫情的逐步修复，基建行业作为逆周期调节器，有望持续出台政策，促进下游需求回暖，预计未来市场规模增速将依旧稳中有升。

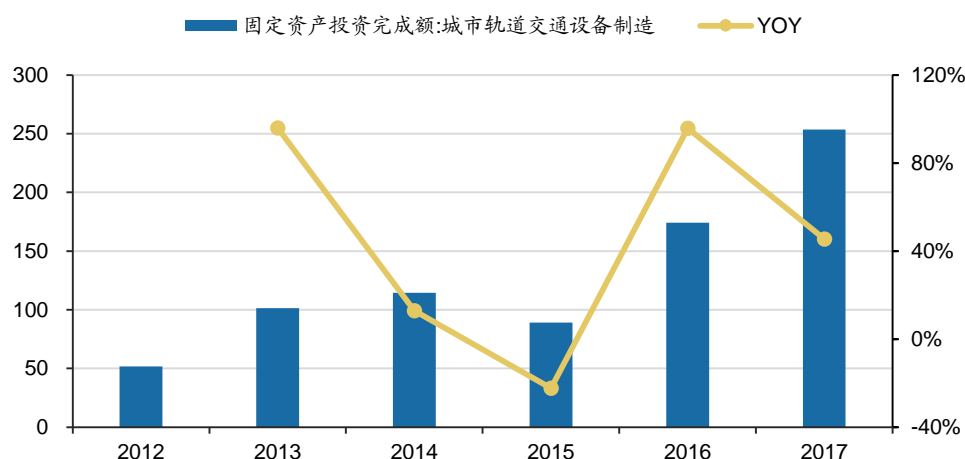
图 17: 建筑工程、建筑材料检测市场空间(亿元)及建筑工程和材料检测增速



数据来源: 中国认监委, 广发证券发展研究中心

公司于2018年底聘请原SGS中国工业、交通及消防科技事业群总经理曾啸虎先生，负责公司工业品检测相关业务。2019年重点投资轨道交通、阻燃防火实验室等领域，其中轨交领域已取得国内轨交安全评估资质，期望后续成为公司新的业绩增长点。根据国家统计局披露，2012-2017年间，我国城市轨道交通设备制造的固定资产投资从51.7亿元上升至253.46亿元，CAGR高达37.43%。

图 18: 固定资产投资完成额:城市轨道交通设备制造 (亿元) 及增速

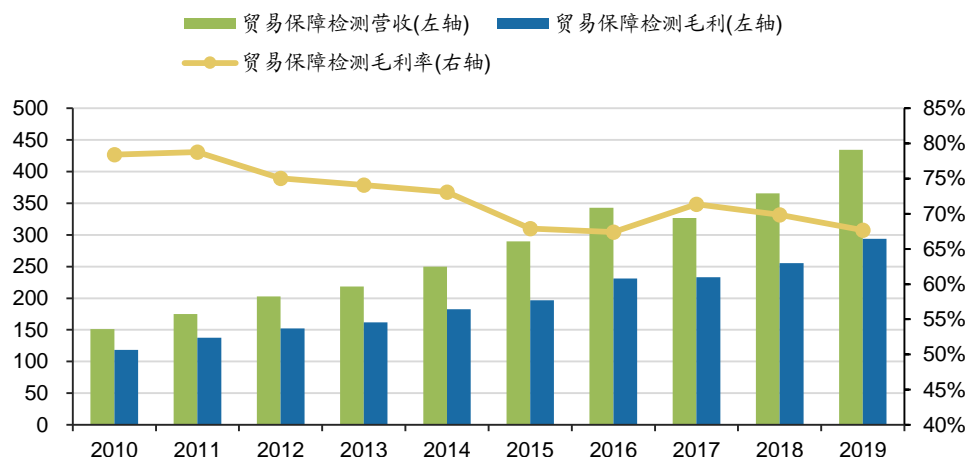


数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

(三) 贸易保障: 老牌 RoHS 检测厂商, 新指令注入新活力

公司抓住欧盟RoHS指令颁布的机会, 进入贸易保障检测领域, 经过十数年的发展, 规模效应达到最大化, 营业收入和利润率水平稳定。2017年公司失去对杭州瑞欧控制权, 当年不再并表导致贸易保障业务出现下滑, 其余年份均保持稳定较高的增速; 2019年公司处置杭州瑞欧51%股权, 实现投资收益5224.44万元。该业务毛利率稳定在65%-75%区间。

图 19: 贸易保障检测营收 (百万元)、毛利 (百万元) 及毛利率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

RoHS检测推出2.0版本。作为中国跨境出口电商重要的品类之一, 电子电器在欧盟市场有着严格的准入规范——符合ROHS、WEEE、REACH三大强制性指令。经过多年发展, 2018、2019年WEEE、ROHS均有更新, 分别推出2.0版。ROHS 2.0版要求自2019年7月22日起, 所有输欧电子电器产品 (除医疗和监控设备) 均需满足ROHS2.0限制要求, 1.0版本限制六类物质浓度, 而2.0版本增加至十类。此外, WEEE2.0自2018年8月15日开始实施, 在WEEE 1.0的检测产品种类基础上新增温

度交换设备、灯管等，覆盖到几乎所有的电子电气设备。

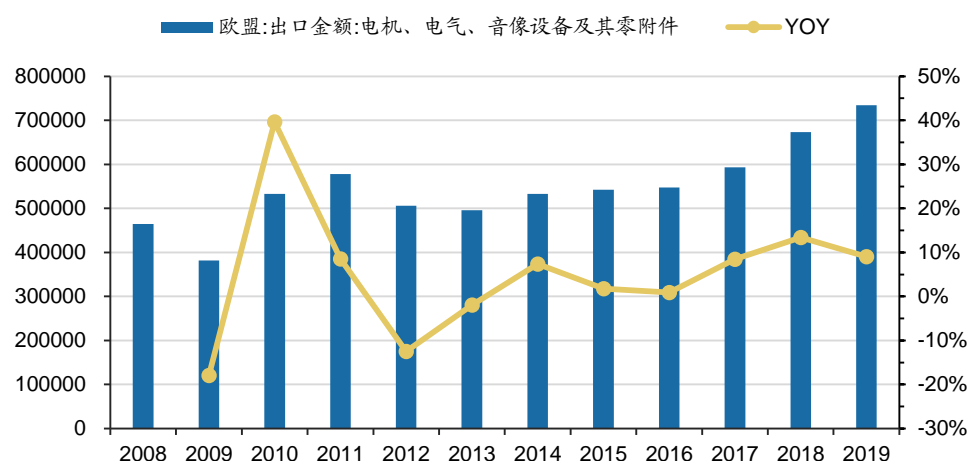
受益标准升级，公司贸易保障业务19年收入4.34亿元，同比增长18.82%，同时加大对大客户开发深度，市场份额有所增加。据海关总署披露，自2014年以来，我国出口欧盟的电机、电气、音像设备及零附件金额呈稳定上升趋势，2019年高达7341亿人民币，同比增长9.06%，增速较为稳定。

表 6: ROHS、WEEE 1.0、2.0版对比

指令简介	版本	时间	产品范围	具体限制
ROHS主要用于规范电子电气产品的材料及工艺标准	ROHS1.0版	2006年7月1日	10类产品：大型家用电器、小型机家用电器、IT及通讯仪器、消费性设备、照明器具、电子电器工具、玩具/休闲和运动设备、医疗设备、监测和控制设备、自动售货机；及其他电子电器	必测六类物质浓度：铅、镉、汞、六价铬、多溴联苯、多溴二苯醚
	ROHS2.0版增加项目	2019年7月22日	第11类产品：除医疗和监控设备，不被1~10类产品涵盖的其他所有电子电气设备,包括线缆及其它零部件	新增四类物质：邻苯二甲酸二(2-乙基己)酯DEHP、邻苯二甲酸丁基苄酯、邻苯二甲酸二正丁酯、邻苯二甲酸二异丁酯
WEEE鼓励环保及可再生利用，防止产生电子电器废弃物，造成环境污染	WEEE1.0版	2005年8月13日	10类产品：大型家用电器、小型机家用电器、IT及通讯仪器、照明器具、电子电器工具、玩具/休闲和运动设备、医疗设备、监测和控制设备、自动售货机、消费类（用户）设备	2005年8月13日之后投放的新产品，生产商应为各自废弃的电子电器产品支付回收费用，除非与买者有协议
	WEEE2.0版增加项目	2018年8月15日	新增温度交换设备、显示器监视器和带有表面积大于100cm ² 的显示屏设备、灯管等，覆盖几乎所有电子电器设备	-

数据来源：中国认监委，广发证券发展研究中心

图 20: 欧盟出口累计值：电机、电气、音像设备及零附件（亿元）及增速



数据来源：海关总署，广发证券发展研究中心

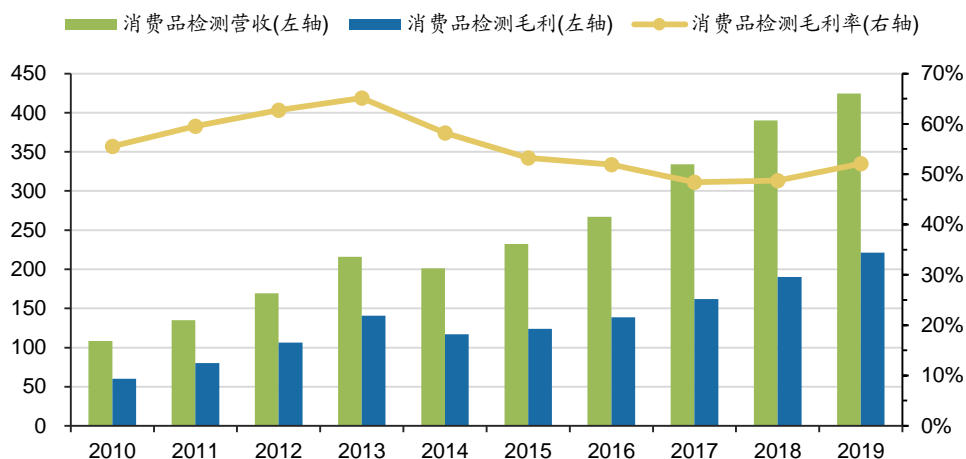
注：按 1 美元兑 7.1 人民币计算

（四）消费品：受益消费稳定增长，战略布局新方向

公司消费品检测包含纺织品、鞋类、皮革检测，玩具产品检测，奢侈品检测，汽车整车及其零部件检测等。以SGS、BV、ITS为首的外资检测机构占据消费品检测的主导地位，主要在于两点因素：1.外资进入国内较早，实验室布局完善；2.消费品行业大多为跨国公司，SGS与下游重要大客户（以欧洲企业为主）深度合作，存在一定的客户壁垒。

2015年来，公司消费品检测毛利率稳定在47%-53%，与京东、淘宝、当当网、亚马逊等形成合作关系，取得了线上网购商品检测平台大客户的突破。从SGS的报表结构来看，消费品测试的营业利润率在25%左右，盈利水平在各业务中仅次于石油天然气等化工品检测。

图 21：消费品测试营收（百万元）、毛利（百万元）及毛利率

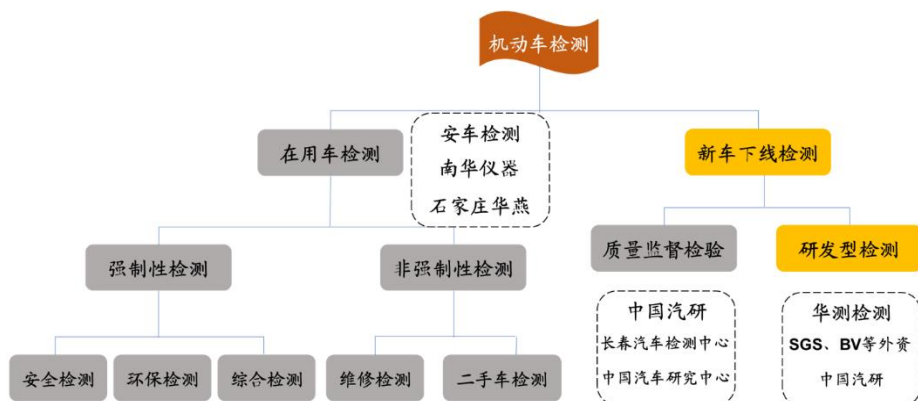


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司的消费品业务主要分为汽车检测、玩具轻工等其他检测两大类。其中，汽车检测主要从事新车下线检测的研发性检测。汽车检测分为新车下线检测和在用车检测，在用车检测是针对消费者的强制性检测，价格在300-500元左右，以安车检测、Applus+等公司为主。新车下线检测分为质量监督检验（强制性检验）和研发型检测（普通测试评价），前者是指在车型导入批量生产线前需要经由国家授权的检测机构执行的强制性定型试验，比如排放、安全、照明等；后者是指为整车及零部件企业产品开发提供试验验证、工程咨询服务等。

汽车检测的发展机遇在于新车型的不断推出，与终端销量并不直接挂钩。据乘联会的披露，2019年中国乘用车销量同比下降9.6%，在此背景下，乘用车生产制造商纷纷推出新车型以保持竞争力。根据工信部2015年-2017年间发布的《道路机动车辆生产企业及产品公告》，2015年汽车生产企业推出新车型4960种，2017年上升至6560种，复合增速15%。据年报披露，公司凭借品牌优势，已经获得几乎国内所有大型汽车厂商的充分认可。随着公司销售渠道拓展和客户新车型推出，我们认为汽车检测业务有望带动消费品检测实现快速增长。

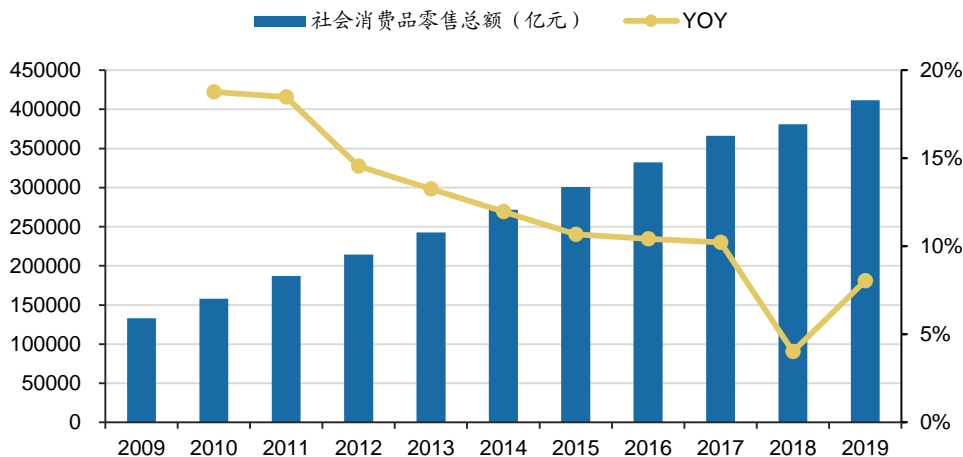
图 22: 汽车检测业务分类



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

除汽车检测之外，电子电器检测有望在5G浪潮下快速发展。根据年报的披露，从战略方向考量，公司投资航空材料、汽车电子、无线通讯等领域的实验室，培育新业务的增长点。新投资的实验室正在稳步推进中，2020年1月公司航空材料实验室已拿到 NADCAP 资质（国内企业共有44家公司），公司是国内首家通过NADCAP材料实验室认证的综合性民营上市第三方检测机构。根据国家统计局披露，2009-2019年间我国消费品零售总额稳步快速增长，从13.3万亿元增长至41.17万亿元，CAGR 达到11.96%。

图 23: 社会消费品零售总额及增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

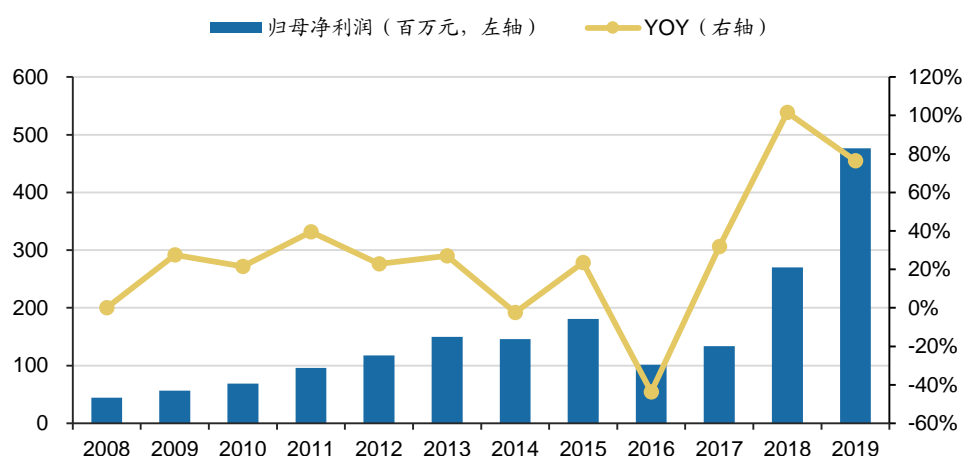
三、新常态：高质量发展，全面实现效率提升

（一）受益精细化管理，费用率仍有压缩空间

受益于行业的稳定扩张，自2006年以来，公司的营业收入进入稳步增长的通道，14年间增速保持在20%-40%的区间范围，2006-2019年收入复合增速34.3%。但在15-17年间公司承担了较大的业绩压力，我们认为主要原因有几点：

1. **业务结构变化，整体利润率下行。**生命科学检测占总收入的比重从2009年的17%增加至2016年的41%。由于生命科学检测新建实验室较多，初期投入较大，2016年该业务毛利率47%，对整体利润率形成拖累。
2. **部分收购企业业绩不达预期，对利润造成影响。**这方面主要是杭州华安检测的影响，2015-2016年均低于业绩承诺，公司对子公司的商誉和应收账款计提了减值准备80.17百万元，2017年进一步计提商誉减值准备11.62百万元。
3. **资本开支较高，短期产能无法释放。**15-17年公司处于快速扩张阶段，资本开支较高，投入的实验室和员工人数快速上行，带动成本端的抬升，但产能在短期无法充分释放。

图 24：公司归母净利润及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

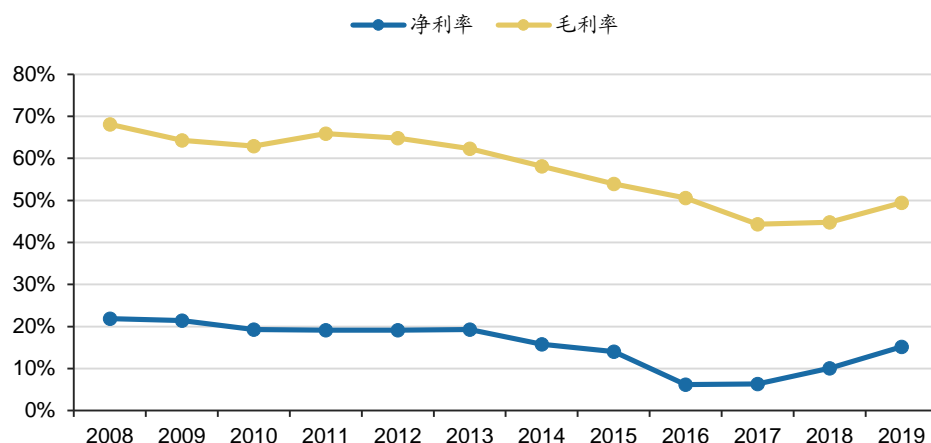
自2018年起，公司内部战略转型实施精细化管理，将发展重心从规模扩张转向利润增长，业绩进入快速增长通道，具体来看：

1. **加强实验室协同，资本开支适度放缓。**2018年之前，公司为抢占先发优势、快速扩张版图大量新建实验室；而转型后公司更关注提升原有实验室的产能利用率、发挥实验室的协同作用，减少不必要的资本开支。
2. **提升人均产值，推行利润考核制度。**此前公司以收入为人员考核重点，关注资本投入，却带来了利润率下降、收入低效的问题。自2018年以来，公司推行以利润为重点的考核方式，旨在修复净利率、提升盈利效率。此外，公司人员招聘速度放缓，更注重提升人均产值。

3. **加强成本费用管控。**在精细化管理下，公司营业成本增速放缓，带来毛利率显著提升；费用率降低，更注重管理效率。

2019年公司实现归母净利润4.76亿元，增长76.5%，业绩规模达到历史高点。其中，投资收益8444万元，增长90.6%，主要在于出售了杭州瑞欧。从利润率来看，公司19年综合毛利率49.41%，相比上一年提高4.61个pct。公司渡过前期的资本开支周期，随着实验室产能的爬坡，毛利率大幅修复。其中，生命科学、贸易保障、消费品、工业品2019年的毛利率相比上一年分别改善7.55/-2.16/2.32/2.11 pct。

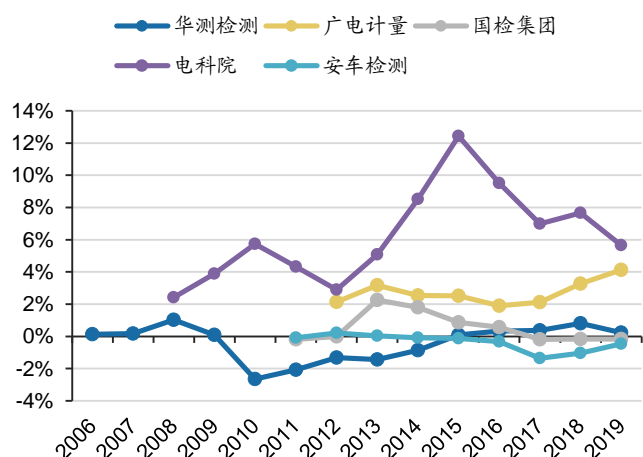
图 25：华测检测净利率与毛利率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

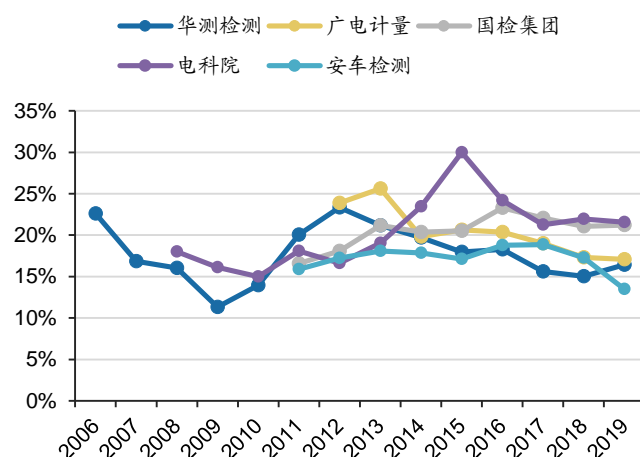
从费用率结构来看，2019年公司销售费用率19.00%，管理费用率16.44%（加回研发费用），财务费用率0.24%。公司下游客户分散，应收账款账龄结构健康，现金流状况良好，同时减少了银行借款和融资租赁等融资方式的开支，财务费用率维持在行业较低水平。19年管理费用率有所增长，主要在于研发费用率提升1.16pct，同时股份支付费用增加，整体来看管理费用处于行业平均水平。

图 26：相关公司财务费用率对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 27：相关公司管理费用率对比

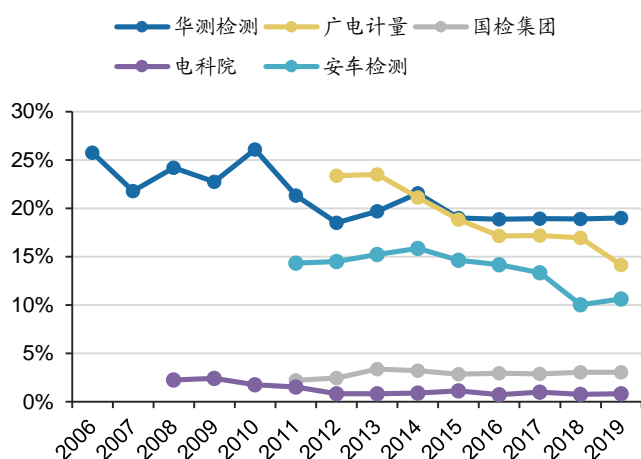


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

销售费用率相对较高，存在一定压缩空间。2019年公司销售费用率19%，同比增长0.11pct，在行业内处于较高水平，高于电科院、国检集团较多水平，主要在于电科院属于高端电器检测，细分领域竞争者较少。而华测检测和广电计量是综合性检测机构，下游客户结构分散。值得注意的是，2019年广电计量销售人员仅增加2人，销售费用率被压缩至14.14%，大客户战略带来的边际费用增长较低，同期收入增长29.34%，而同期公司销售人员增加262人。

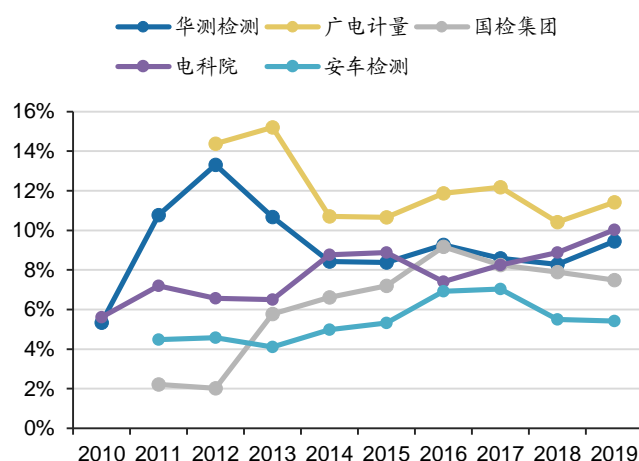
从结构来看，19年公司销售费用中，差旅费、招待费、市场拓展费用占比合计为33%，广电计量的差旅、业务招待和其他费用占比合计为22%（由于统计口径不同，广电计量将市场开拓费等并入“其他”科目计算）。对标来看，我们认为公司销售费用率仍有一定压缩空间。

图 28：相关公司销售费用率对比



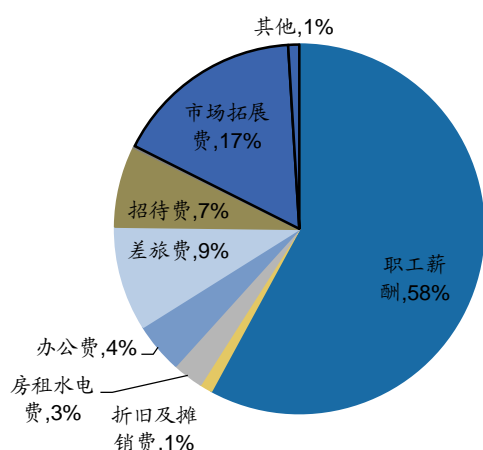
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 29：相关公司研发支出/营业总收入对比



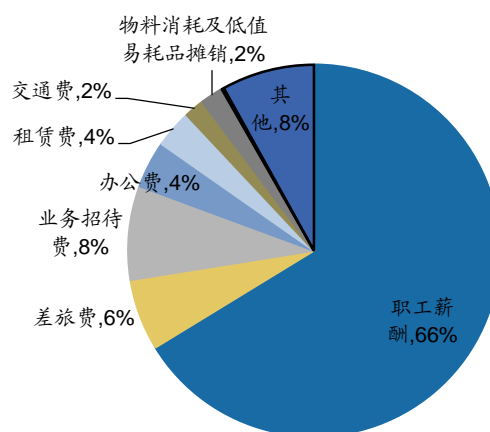
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 30：华测检测2019年销售费用结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 31：广电计量2019年销售费用结构

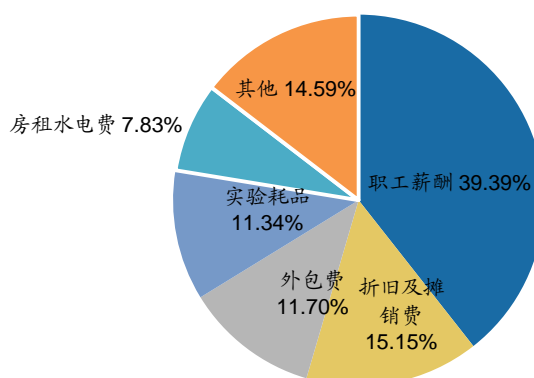


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（二）人均产值还有提升空间，ROE 逐步回升

从成本结构看，检测认证服务属于人力密集型产业。实质上，检测业务可分为偏化学（如环境、食品检测）和偏物理类业务（如计量、可靠性检测等），物理类检测对于设备要求较高，产生的折旧和摊销较多；而化学类检测对耗材、人工要求较高，产生的人工成本较高。对于公司来说，产品结构以化学类检测为主，人工成本占比最高，根据年报的披露，其成本结构占比最大的两块分别是职工薪酬、折旧及摊销，2019年上述两大成本占比分别为39%、15%，因此效率提升可以从人工效率、设备使用率两方面着手。

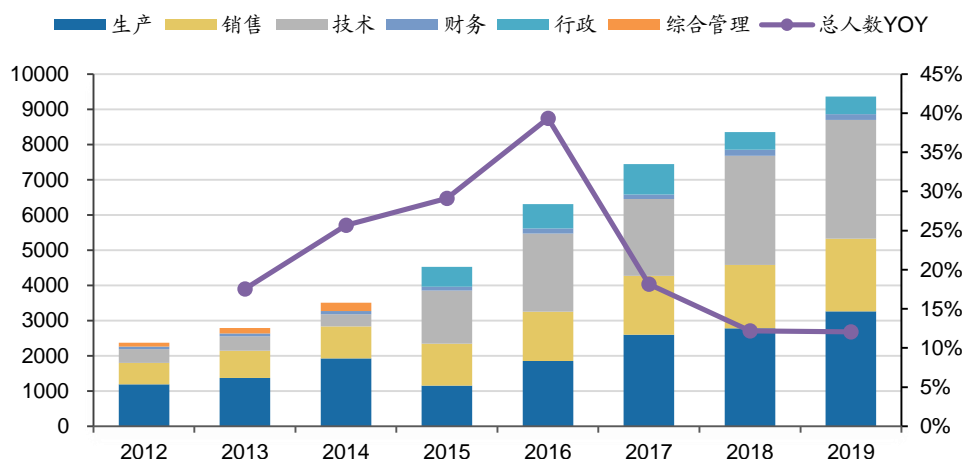
图 32：公司2019年成本结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

员工增速放缓。2011-2016年间，公司员工总数从1981人增长至6302人，CAGR为23.41%。2018年申屠献忠总裁上任后，员工人数扩张得到有效控制，18-19年增速回落至12%。从人员构成来看，公司更加注重发展专业技术，根据年报的披露，18年引进了近1000位技术员工；公司践行精细化管理，18年减少了363位行政人员，提升管理效率；2019年新招聘262位销售人员，增幅较大。

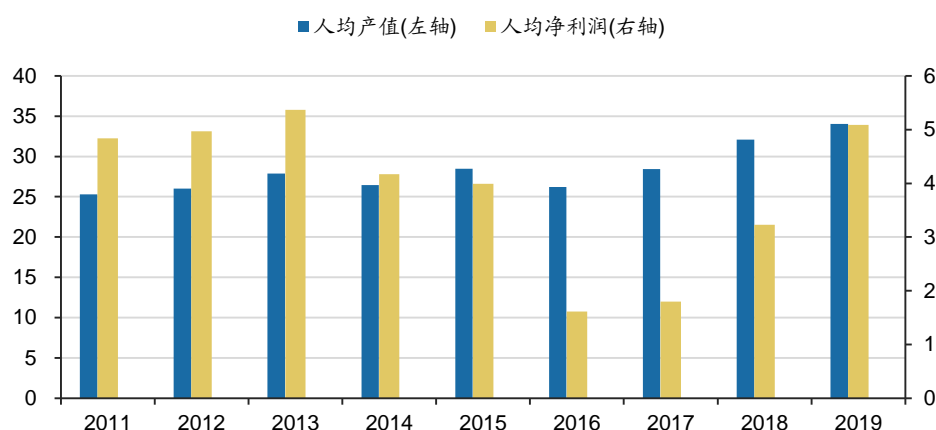
图 33：公司员工数量（人）及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

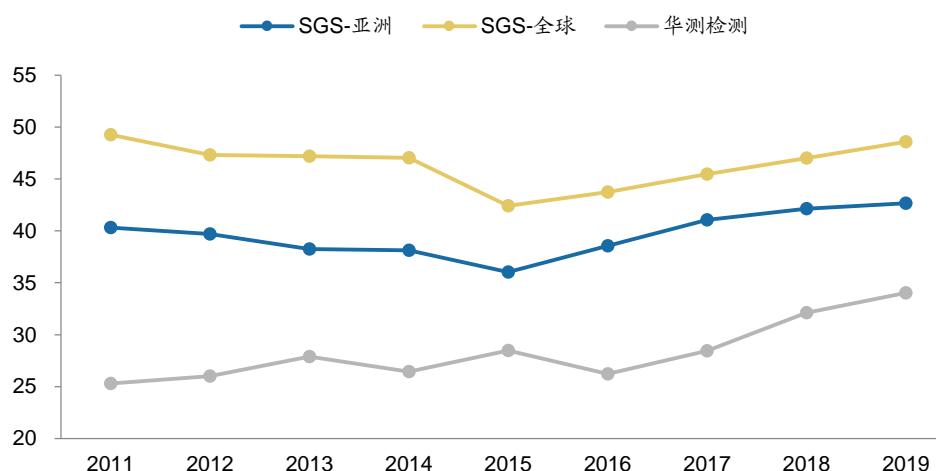
效率提升，人均产值和净利润持续增长，与SGS还有一定差距。16-17年公司人均净利润下降明显，主要是受利润下降、员工人数快速增长的影响。随着人员扩张放缓，2016-2019年间华测检测人均创收提升了7.8万元/年，达到34万元/年。对比国外龙头，2019年SGS全球人均产值48.6万元，亚洲区人均产值42.6万元。我们认为公司2018年开始放缓资本开支节奏，减少非必要投资、控制员工人数，目前效益初现，未来人均产值等指标仍有较大提升空间。

图 34：公司人均产值和人均净利润（万元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 35：华测检测与SGS全球及亚洲区人均产值对比（万元/年）



数据来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

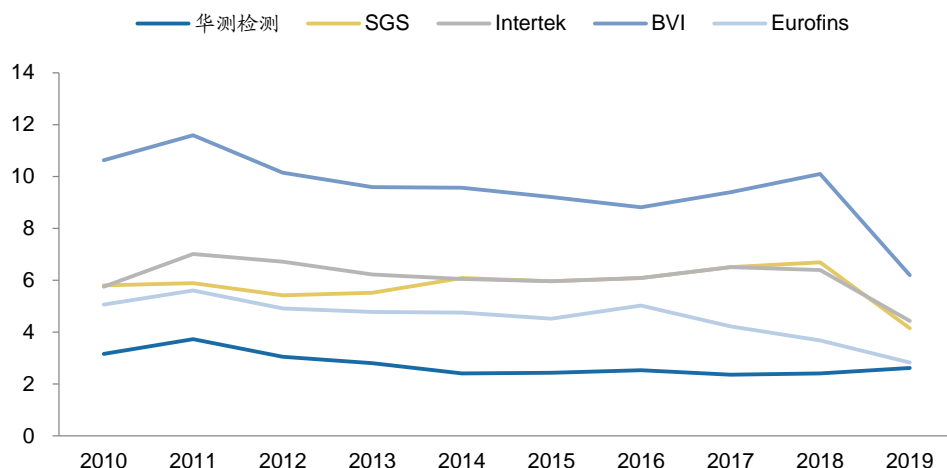
注：SGS 为 Asia/Pacific 地区人均产值

除员工薪酬外，折旧和摊销也占据了营业成本的15%，提升产能利用率也是提高经营效率的重要举措。固定资产周转率可以衡量公司实验室的利用效率，19年华测检测的固定资产周转率为2.62次，分别高于苏试试验、广电计量的1.72、1.95次，在国内检测行业处于领先地位。但距离国外龙头仍有一定差距，2019年SGS和BV的固定资产周转率就高达4.14、6.20次。

对比来看，我们认为公司的产能利用率仍可以改善，主要因为：（1）新建实验室达

产释放产能。考虑到公司之前新建的实验室，尤其是2017年新建的大量实验室有望在今年实现盈亏平衡，有望驱动产能利用率提升；（2）存量设备在各实验室之间的再分配，进一步提升设备利用率。

图 36：华测检测与国际龙头公司固定资产周转率比较

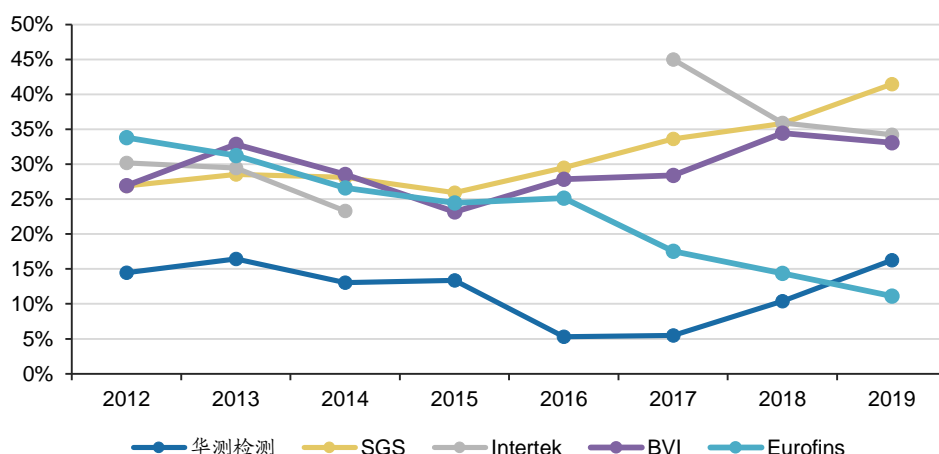


数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

高质量发展，推动ROE回升。从杜邦拆解来看，2018年以来得益于经营效率提升，公司净利率、资产周转率全部抬升，2019年分别达到15%、0.75次。自2015年起，公司权益乘数呈上升趋势，主要是因为公司扩张、建设实验室借款带动资产负债率上升。综合作用下，使ROE从2017年的5.48%上升到2019年的16.25%。

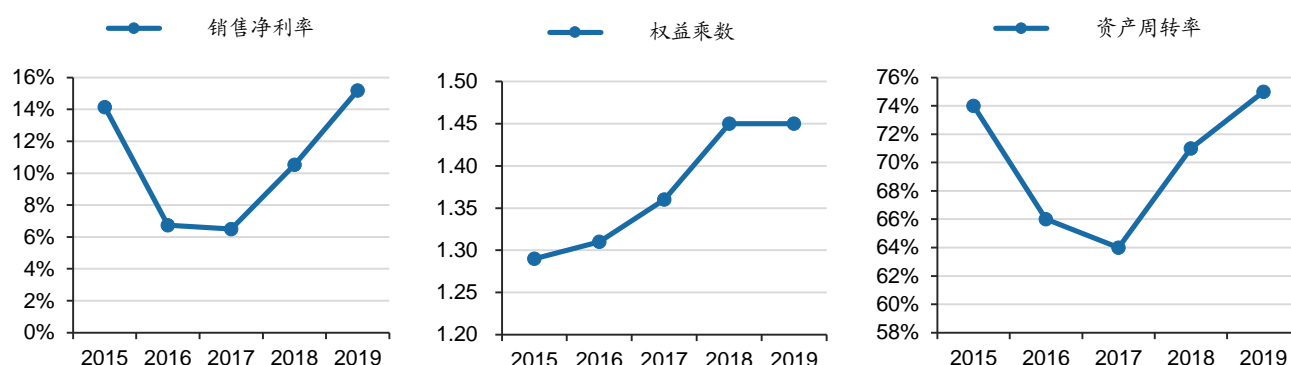
横向对比，2019年国际龙头SGS、Intertek、BV的ROE都在30%以上，明显高于公司，差别主要产生于周转速度和权益乘数。一方面，海外公司由于较高的价格，同时其实验室运营更加成熟，驱动较高的资产周转率；另一方面，国际龙头普遍位于欧洲，而欧洲市场较低的利率也是其借贷成本较低，更倾向于举债经营，从而产生更高的权益乘数。我们认为华测检测的ROE将延续稳中有升的态势，15%仅为初级目标。

图 37：华测检测与国际龙头公司ROE比较



数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图 38：华测检测ROE的杜邦拆解



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(三) 资本开支扩张放缓，有望迎来现金流阶梯式上升

实验室是第三方检测企业开展业务的核心，其产能扩张对于报表存在一定的边际影响，资本开支与利润率往往呈现负相关性。为直观分析这种影响，我们复盘了近几年增速迅猛的Eurofins，后者同样主营食品、环境和医学检测。我们发现，2018年的华测检测和2010年前后的Eurofins具有一定的相似性。

自2000年起，Eurofins共进行了三次实验室建设计划，截止2018年共新建了145个实验室。2000-2009年：建立25个实验室；2010-2013年：建立18个实验室；2014-2018年：建立102个实验室，实验室计划加速。从产品线来看，约40%的新建实验室在食品检测领域，超过20%在制药检测、生物科技和农业科技领域，超过20%在环境检测领域。

近5年，Eurofins年均新建约20个实验室，这些实验室初始资本支出大，主要包括建造实验室、雇用员工、获得相关认证和客户批准、部署基础设施、开发销售和营销渠道等。而实验室的盈利周期通常达到几年时间，根据Eurofins 2019年报，平均而言，成熟市场的新建实验室达到盈亏平衡需要2-3年，而在新兴市场则需要2-5年左右。

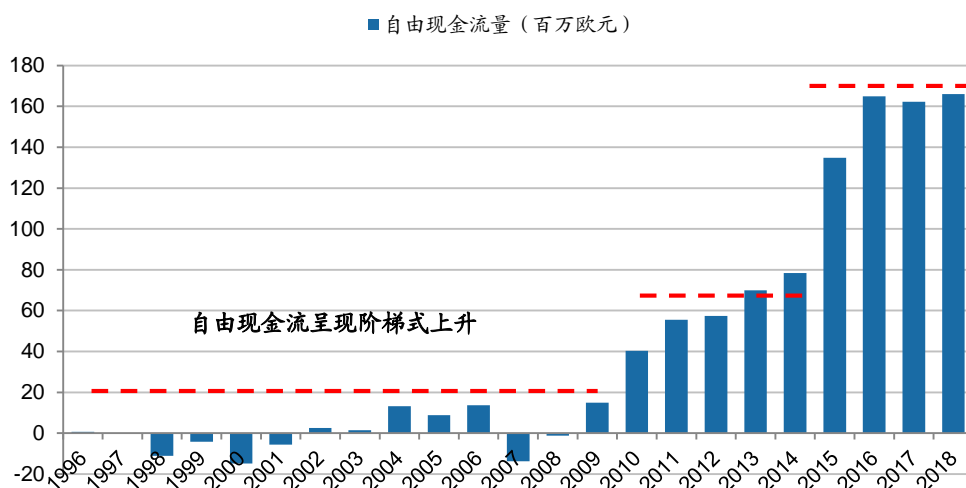
表 7：Eurofins每年实验室新增面积

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
实验室新增面积 (万平方米)	2	4	6	5.5	4.6	5.3	6.4

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

三次实验室建设计划，带来自由现金流的三段阶梯式上升。2009年以前，公司净利润较低且实验室建设的资本支出相对较大，导致自由现金流量低。2010年以来，第一批新建实验室计划完成，带动营收和净利润增长，使自由现金流量明显改善。2016年之后，公司规模稳步提升，但新建实验室步伐加快，资本支出增加，两者对冲之下自由现金流量稳定在1.6亿欧元左右。纵向来看，公司2000年以来经历了三轮资本开支周期，共开展了三批实验室建设计划，与此对应的是自由现金流的三段阶梯式上升。

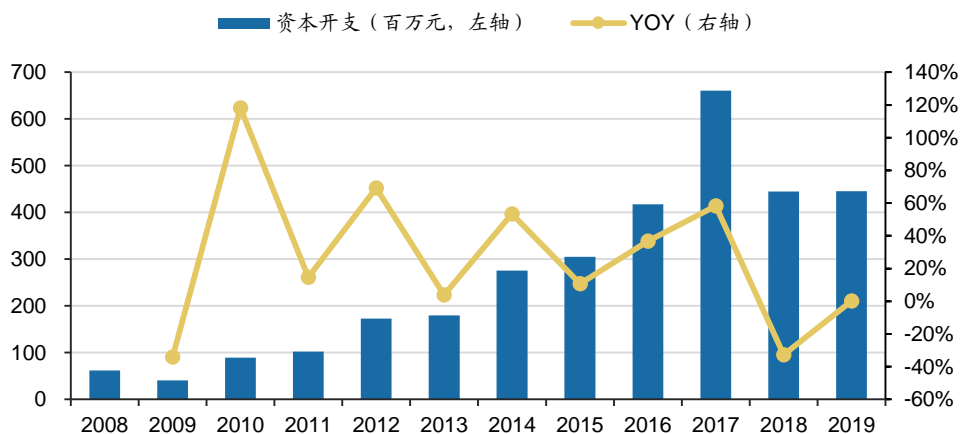
图 39: Eurofins 自由现金流量 (百万欧元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

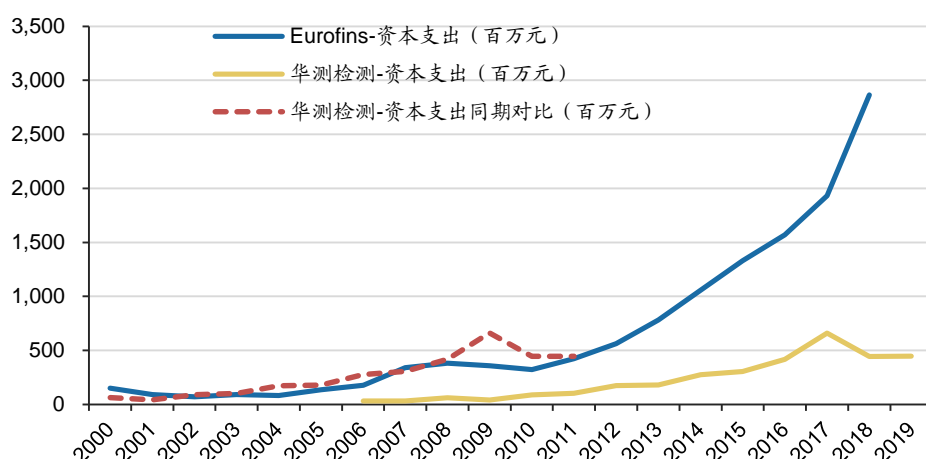
从资本开支来看, 2017年是华测检测资本开支的大年, 比去年同期增长58%, 达到6.61亿元, 这一年公司新增约30个实验室, 着重布局环境和食品检测领域; 而2018年开始公司显著放慢扩张速度, 专注改良现有实验室产能, 提升设备场地利用率、注重协同效应等, 资本开支减少了33%, 降至4.45亿元, 2019年基本持平, 扩张速度明显放缓。与之相似, Eurofins在2000-2009年开设了25个实验室, 2010年资本开支速度显著放缓, 购建固定资产等支付的现金为3.22亿元, 同比下降10.17%。

图 40: 华测检测资本开支 (百万元) 及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 41：华测检测和Eurofins资本支出对比（百万元）



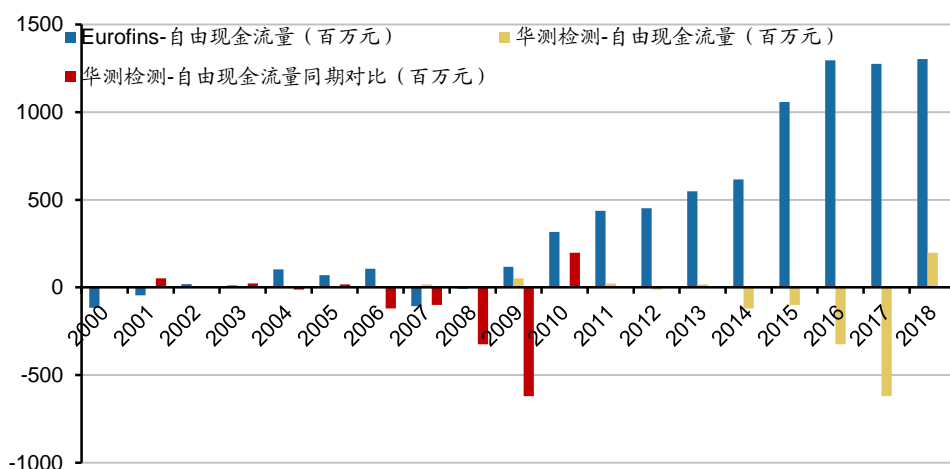
数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注：欧元按 2018 年 12 月 31 日汇率换算人民币（1 欧元=7.8573 人民币）

两家公司均在快速扩张后，将业务重心转向提升实验室效率，同时净利率和现金流出现拐点。从净利率来看，华测检测16-17年处于快速扩张期，资本支出持续上涨，人工成本和折旧摊销费用升高，加上子公司的减值损失，使净利润显著下滑，直至2018年战略转型后有所改善。相似的，Eurofins在2000-2009年新建大量实验室，净利率不断下滑，同时受金融危机影响，净利率一度跌为负值。2010年后，Eurofins资本开支放缓，实验室逐步达产，有效带动净利率回升。

此外，我们将华测检测资本开支、自由现金流、净利率数据前移8年，发现两家公司财务数据和趋势性拟合程度较高。2019年华测检测净利率也出现大幅改善，与Eurofins相似的发展逻辑不断强化。因此，我们认为随着华测检测前几年新建的实验室逐步投产释放利润，以及产能利用率不断提升，将带动净利率在未来持续提升，并迎来自由现金流的阶梯式上涨。

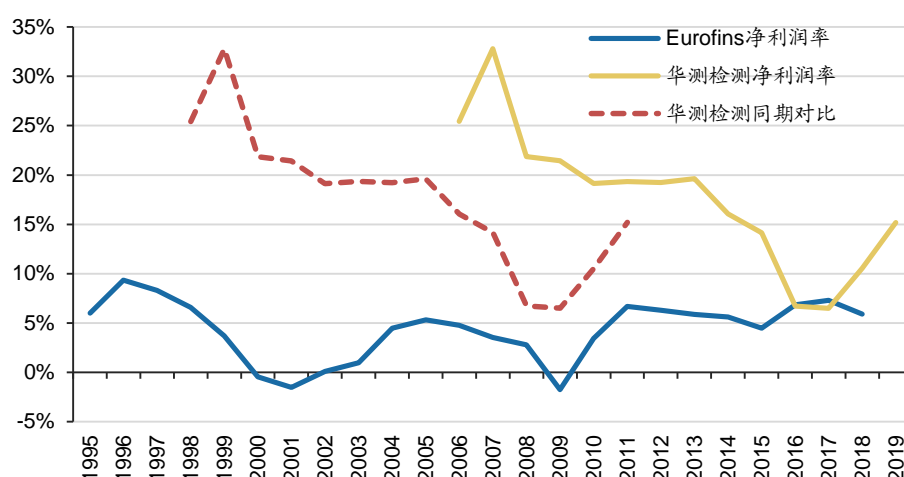
图 42：华测检测和Eurofins自由现金流对比（百万元）



数据来源：Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注：欧元按 2018 年 12 月 31 日汇率换算人民币（1 欧元=7.8573 人民币）

图 43：华测检测和Eurofins净利润率对比



数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

四、新布局：对标海外，扩张全球

（一）复盘：海外龙头的扩张之路——以 SGS 为例

2020年3月，公司拟收购新加坡Maritec 100%股权，开启全球化发展之路。纵观国际龙头的发展之路，基本都经历了深耕某业务起家→新建实验室跑马圈地→外延并购扩张地区和业务版图的发展道路。以SGS为例，我们将其全球化布局分为五大阶段，各个阶段均有不同的侧重点。

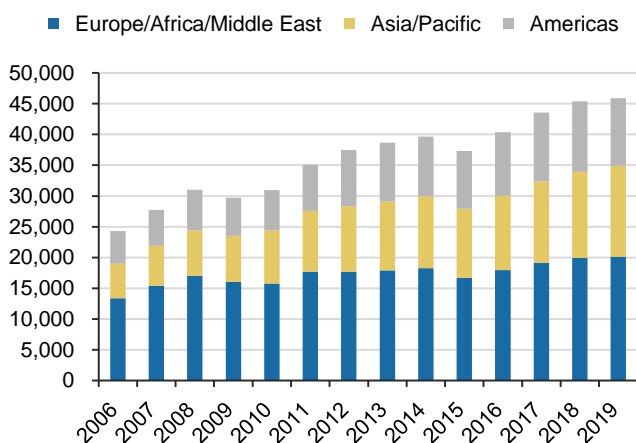
1. 初创期1878-1931年：SGS成立于1878年，以谷物运输检测起家，北美为其主要市场。1931年，公司在欧洲设立了45个分支机构，初步进入欧洲市场。
2. 起步期1915-1950年：1915年公司总部迁往瑞士，以中立国公司身份从事业务。1928年，已经在全球21个国家设立了分支机构。1935年，公司收购了欧洲实验室，拓展了原材料、矿产、金属检测业务。并充分受益于中立国立场和马歇尔计划，战后迅速成长为农产品检测龙头。
3. 多元发展期1955-1980年：在1955-1965十年间，SGS先后收购了石化检测公司、无损检测公司，拓展了工业和石化检测业务，并拓展了南美市场。
4. 扩张期1981-1991年：上市之后，SGS又收购生命科学检测的业务，并在1991年成立合资公司，占领中国市场。
5. 稳健期1992年至今：SGS继续全球布局，于1999年进军苏联地区。目前公司已经布局了8大生产线和全球7大区，业务区域覆盖5大洲的几乎所有地区。成为全球最大、实力最强的第三方检测机构。

图 44: SGS发展历程



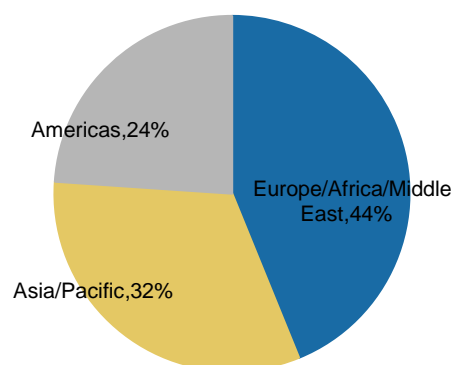
数据来源：广发证券发展研究中心

图 45: SGS各地区营收（百万元）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 46: 2019 年 SGS 各地区营收占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

在SGS的全球布局中，管理团队也起到了至关重要的作用。SGS实行矩阵化管理模式，横向将管理层划分为业务、运营和地区三条线，再分别细分业务种类、运营角度、地域，每一细分部门均设置管理层。这确保了全球各个地区均有首席运营官，他们主要负责寻找区域内潜在的市场机会，提供前沿的投资信息，利于公司做出及时、高效、精准的市场反应。

图 47: SGS管理模式

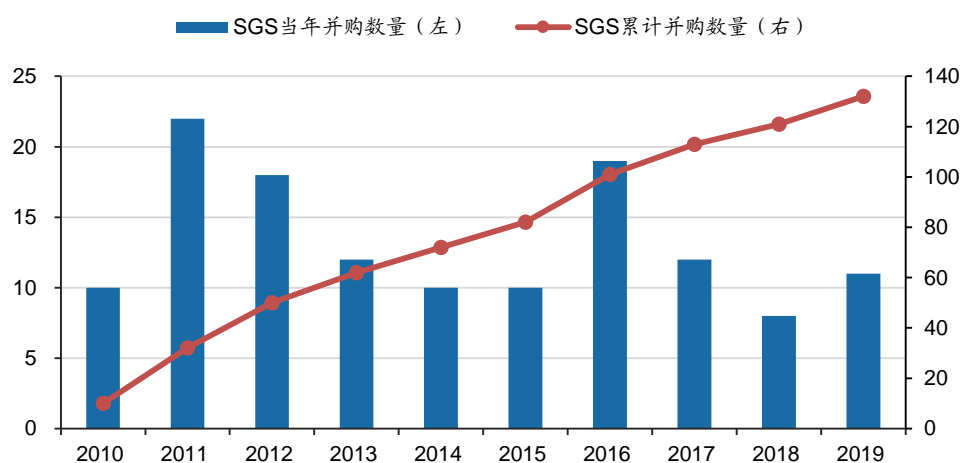


数据来源: SGS 官网, 广发证券发展研究中心

SGS的全球化之路离不开多业务、多国家的并购。2010-2019年间, SGS累计进行了132起并购, 积极运用资本力量构筑新业务的先发优势、扩大全球服务范围, 并在规模经济和协同效应中获利。以2019年为例, SGS共进行了11起收购, 标的位于美国、西班牙、中国等6个国家, 业务范围涵盖了培训、消防安全、环境检测、食品检测、航空市场等诸多领域。

回顾SGS的全球化历程, 我们可以看到龙头企业的崛起, 离不开三个重要步骤: 1. 全球扩张, 建立分支机构; 2. 崛起之路与多地区多业务并购息息相关; 3. 高效、全球化的管理运营团队不可或缺。

图 48: SGS历年并购数量



数据来源: SGS 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 8: SGS 2019 年收购情况

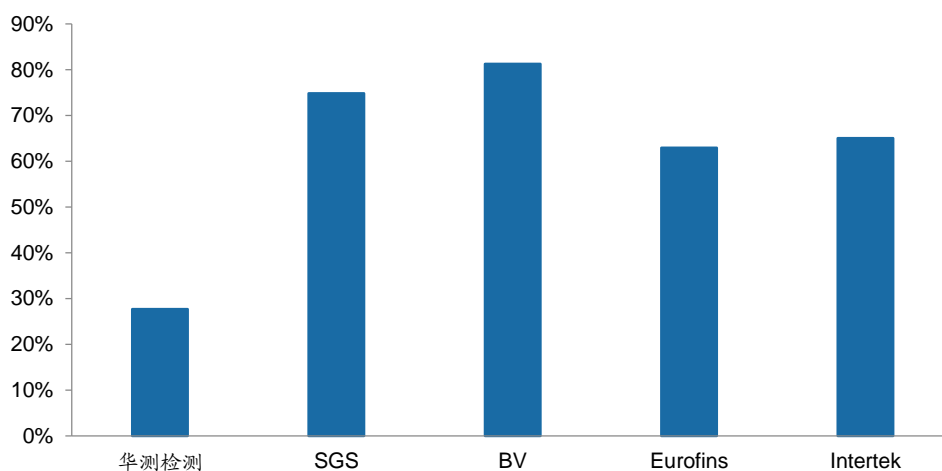
收购标的	国家	业务介绍
LEANSIS PRODUCTIVIDAD	西班牙	运营和制造培训以及能力建设
FLORIAAN B.V.	荷兰	为荷兰的工业和房地产公司提供全面的消防安全服务
TESTING, ENGINEERING AND CONSULTING SERVICES, INC.	美国	建筑行业测试、工程和咨询服务
PT WLN INDONESIA	印度尼西亚	水、土壤和空气检测
CHEMICAL SOLUTIONS LTD.	美国	食品、营养食品、医药和化妆品检测
i2i INFINITY LTD.	英国	利用创新的专有软件解决方案向出口商提供海关合规服务
MAINE POINTE LLC	美国	供应链和运营咨询公司
VIRCON LTD.	中国香港	VDC/BIM咨询
ASSETS AND OPERATIONS OF FORENSIC ANALYTICAL LABORATORIES, INC.	美国	工业卫生、模具、细菌、金属、颗粒、污染控制和石棉及纤维检测
DMW ENVIRONMENTAL SAFETY LTD.	英国	石棉测量、监测和分析、建筑合规服务、水卫生服务、消防安全
ARGUS INTERNATIONAL, INC.	美国	为全球航空市场提供数据和信息，以作出明智的决定和管理风险

数据来源: SGS 年报, 广发证券发展研究中心

(二) 并购: 海外并购, 开启全球化之路

第三方检测行业较为分散, 涉及的细分领域较多, 不同细分领域的检测项目和要求有巨大差别, 并购是高效的业务扩张手段。华测检测拥有开展并购的优势: (1) 目前资产负债率较低, 2019年仅有28%, 对比之下, 国外龙头由于当地较低的利率, 资产负债率普遍在60%以上; (2) 现金流状况优异, 拥有充足的战略投资和并购的资本。通过并购不断开拓新行业, 进而培育公司中长期的业务增长点, 将为公司的发展提供源源不断的动力。

图 49: 2019年各公司资产负债率对比



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

我们整理了公司自2014年以来的几次重要并购, 共投资金额6.36亿元, 涵盖了贸易

保障、工程技术、船舶无损、电器检测、燃烧测试等诸多领域，建立起国内外多元竞争壁垒。其中，对新加坡POLY NDT公司和Maritec公司的并购是公司国际化布局的重要举措。

表 9：华测检测重要并购列表及投资金额（万元）

项目名称	并购时间	股权比例	投资金额	并购原因	标的简介	后续
杭州瑞欧	2011	51%	398	解决杭州瑞欧多方股东在管理上的分歧，有利于华测聚焦主业	2009 年成立，主要从事计算机软硬件、检测技术、网络技术的技术开发、技术服务、技术咨询；成年人非证书劳动职业技能培训，承办会展，商务信息咨询	11 年曾收购过杭州瑞欧 51% 股份，2017 年失去管理控制权后，再次竞拍得到股权
杭州华安无损检测技术有限公司	2014	100%	18000	工程技术行业市场容量巨大，有发展前景	2001 年设立，专业从事锅炉、压力容器、压力管道、游乐设施、大型桥梁、网架、建筑钢结构、混凝土等无损检测、理化试验、热处理工程及相关领域的技术咨询服务	2015-2016 年国内石油化工行业放缓，业绩出现较大幅度波动
新加坡 POLY NDT 公司	2014	70%	1711	进入船舶的无损检测领域，发展船舶产品线	1975 年设立，客户主要是来自新加坡本地的船公司、造船厂、工程公司以及为船公司服务的船舶类服务公司。公司的主业范围主要分为超声波无损探伤检测以及船体结构测量厚度的检测服务	2015-2017 年行业不景气；新产品开拓不及预期，未达到三年业绩承诺
哈尔滨市食品工业研究所	2014	100%	1300	拓广东地区食品检测覆盖面，提高食品检测产值	2007 年改制为哈食研所，主营业务之一为食品检测，在黑龙江欧较高的知名度和认可度	公司营收稳定增长，利润情况良好
华测电子认证有限责任公司	2016	71%	7100	拓展公司数字认证业务	子公司原名“河南省数字证书有限责任公司”，公司以竞拍方式 7100 万元获得 71.26% 的股权；2016 年 8 月并表，当期实现收入 1967 万元，净利润 324 万元。	2019 年受国家政策的影响，净利润大幅下滑
浙江方圆电气设备检测有限公司	2018	13%	7600	进入低压、中高压检测领域，使公司电器事业部实现可持续性增长	2005 年设立，具有 CCC、CQC、CGC、CCS 等检测资质。主营业务：高、中、低压电器、电力变压器及其他电器产品的检验、检测业务；检测设备制造及应用技术的开发、转让、咨询服务	公司营收稳定增长，利润情况良好
Maritec	2020	100%	27448	拓展船用油检测全球市场	1999 年成立，Maritec 公司总部位于新加坡，在全球的船用油品检测市场份额位居前列。公司营业收入稳定，盈利能力强，现金流稳定。	-

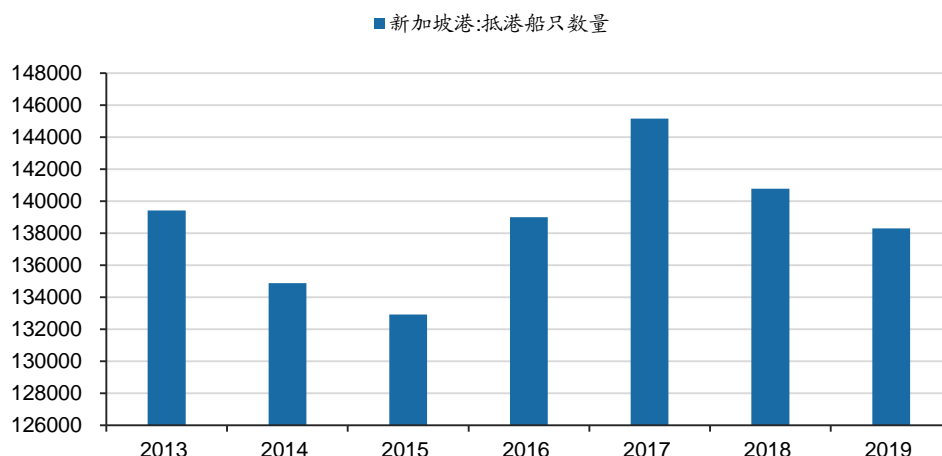
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2014年香港子公司出资0.17亿元收购POLY NDT公司70%的股权，并签订三年业绩承诺。POLY DNT成立于1975年，是新加坡一家船舶无损探伤检测的公司，主要从事船舶的无损探伤检测以及船体的测厚业务。目前POLY NDT已经获得了世界上绝大多数船级社的认可，与新加坡本地的船公司、造船厂等建立了稳定的合作关系。

新加坡注册船舶数量在小幅波动中逐步上升。新加坡当地的船运及船舶服务比较发达，凭借优越的地理位置和政策的大力支持，世界各地的商贸船舶都会在新加坡临时停靠和周转，并进行船舶检测，保障出航安全。从2013到2019年，新加坡抵港船只数量稳定在13万艘以上，2017年最高，达到14.5万艘，较大的体量为船舶检测业

务提供了稳定的市场空间。**POLY DNT**可以在船舶的能效管理、温室气体排放管理、生态设计等方面处于领先地位，公司也借助这一契机迅速进入新加坡船舶无损检测领域，进而打造“全球供应链绿色服务”布局。然而**POLY NDT**未完成三年业绩承诺，主要原因是：（1）2014年经济周期下滑，新开工项目不足，收入下滑；（2）坏账费用同比增加，导致利润下滑；（3）新产品开拓不及预期。

图 50：新加坡抵港船只数量（艘）



数据来源：The Maritime and Port Authority of Singapore，广发证券发展研究中心

2020年3月，公司发布公告，香港子公司再次出资2.74亿元收购 **Maritec 100%** 的股权，后者成立于1999年，在2004年被从NDV公司辞职的管理人员收购。Maritec总部位于新加坡，在中国、日本、印尼等均有业务机构，是全球船用油品检测的龙头之一，公司员工均由海洋、石油和化学领域的专业人士组成。

从财务方面看，**Maritec**公司利润率较高。根据公告的披露，2019年Maritec未经审计的资产总额、净资产分别为4819万、3243万，全年实现营收和净利润分别为7071万、1915万，净利率27.1%，本次收购有望助公司拓展船舶产品线，显著增厚公司业绩，提升利润水平。

图 51：Maritec业务布局

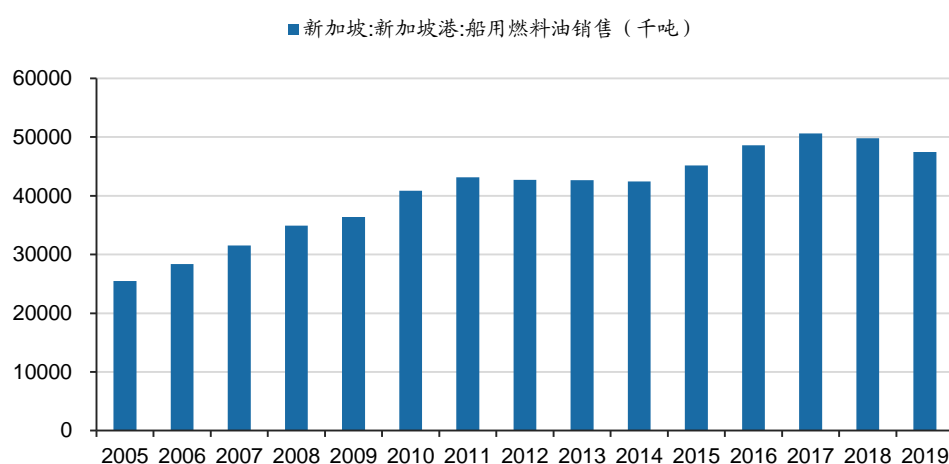


数据来源：Maritec 官网，广发证券发展研究中心

亚太地区是全球最大船用油消费市场。根据国际媒体披露，仅2018年以来，劣质燃油已损坏了数百艘油轮和集装箱船的发动机，促使运营商在全球范围内进行更严格的燃料质量检测。根据公告的披露，亚太地区船用油市场增长迅速，占全球市场份额比例已经超过45%，成为最大的船用油消费市场。

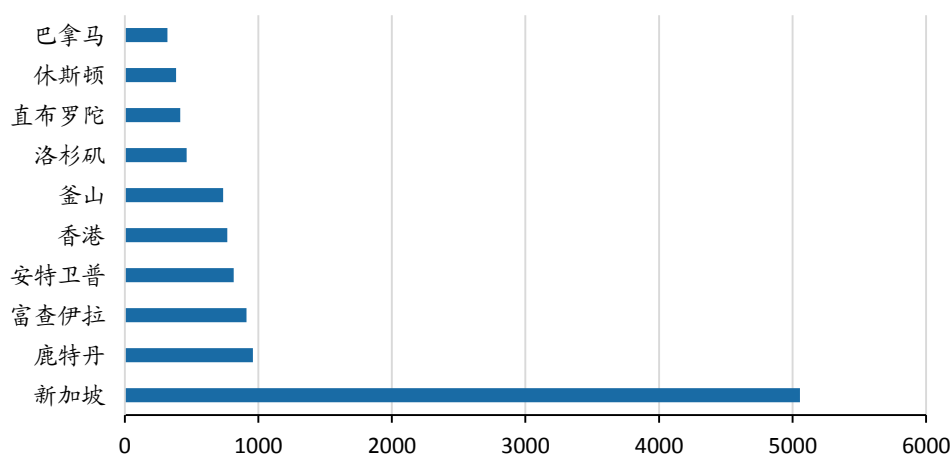
值得注意的是，新加坡港船用油销量在全球遥遥领先。纵向来看，2005年至2019年，新加坡港船用燃料油销售从2548万吨上升至4746万吨，CAGR为4.5%，体量庞大。横向对比，2017年新加坡港船用油加油量高于5000万吨，远高于鹿特丹、富查伊拉、安特卫普等大型海港城市（1000万吨以下）。在亚洲、新加坡船用油市场蓬勃发展的趋势下，预计Maritec将为公司快速拓展海外市场，贡献可观的经营效益。

图 52：新加坡港船用燃料油销售（千吨）



数据来源：The Maritime and Port Authority of Singapore，广发证券发展研究中心

图 53：2017年船用油加油量（万吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(三) 人才：引进全球人才，护航未来发展

综合性检测公司，需要根据当前的市场需求持续布局新的业务线条，对于管理人员的从业经验、战略眼光提出较高要求。目前华测检测董事会共有7名成员，6位拥有硕士及博士学位。其中，2014年担任董事的邝志刚原是Intertek创始人之一，创立了大部分亚太地区及部分欧美地区网络，包括中国天祥公司，也是华测检测早期引入的国际化人才之一。截止2019年报，万峰、陈砚和申屠献忠分别持有公司12083、237、410万股股份。

表 10：华测检测董事会成员

姓名	董事会职务	任职日期	年龄	学历	2019 年薪酬（万元）	持股数量（万股）
万峰	董事长，董事	2007-08-25	51	硕士	114	12083
陈砚	董事	2014-07-28	47	硕士	112	237
邝志刚	董事	2014-07-28	73	专科	7	0
申屠献忠	董事	2018-08-08	52	博士	172	410
张汉斌	独立董事	2014-07-28	54	硕士	9	0
程虹	独立董事	2016-08-12	57	博士	8	0
曾繁礼	独立董事	2019-12-02	56	硕士	0	0
合计					422	12730

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

引入外资人才，拓展全球视野。2018年6月，华测检测聘任原SGS中国区总裁、SGS全球执行副总裁申屠献忠为公司总裁。申屠先生在消费品、工业领域拥有深厚的经验和广泛的海外资源，让公司成长为具备国际竞争力的检测龙头企业，引领公司走上国际化、精细化管理之路。具体体现在：

- 精细化管理是走向国际化的第一步。**申屠先生借鉴国际先进管理理念，对华测检测进行管理改革。在考核机制上，2018年考核重点由营收转向利润，优化资源配置、减少浪费；投资管理上，改变过去过于激进的投资方式，关注固定资产投资回报；实验室配置上，发挥各个实验室的协同效应，关注投资回报率，提高生产效率。
- 海外并购编制全球网络。**国际并购是铺垫全球网点布局的高效手段。申屠先生曾任职全球执行副总裁3年，以及不同业务线全球副总9年，二十多年的全球经验为寻找海外并购标的积累了丰富的经验。新的国际并购将更注重标的与中国市场的协同效应，注重引进国际管理人才。

表 11：华测检测董事会成员介绍

姓名	职务	简历
万峰	董事长，董事	研究生学历，资深管理咨询师，英国 IRCA 注册主任审核员
		1998 年：创办深圳市冠智达实业有限公司董事长
		2003 年：参与筹建华测有限，2004 年 7 月起担任副总裁
		2007/08—至今：华测检测认证集团股份有限公司董事长、董事、法定代表人
		2010/08—至今：华测检测认证集团股份有限公司薪酬与考核委员会委员
		2016/08—2018/06：华测检测认证集团股份有限公司总裁

陈砚	董事，副总裁，董事会秘书，行政总裁	2019/12—至今：华测检测认证集团股份有限公司战略委员会、提名委员会委员
		2012/07—2016/08：华测检测认证集团股份有限公司财务负责人
		2007/08—至今：华测检测认证集团股份有限公司董事会秘书
		2007/08—至今：华测检测认证集团股份有限公司副总裁
		2014/07—至今：华测检测认证集团股份有限公司董事
		2019/12—至今：华测检测认证集团股份有限公司行政总裁
邝志刚	董事	Intertek 创始人之一，创立大部分亚太地区及部分欧美地区网络，包括中国天祥公司
		1973—2006：Intertek 集团全球消费品总裁、集团董事
		2014/07—至今：华测检测认证集团股份有限公司董事
		2016/08—至今：华测检测认证集团股份有限公司审计委员会委员
申屠献忠	总裁，董事	2019/12—至今：华测检测认证集团股份有限公司战略委员会委员
		曾任 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
		2018/06—至今：华测检测认证集团股份有限公司总裁
		2018/08—至今：华测检测认证集团股份有限公司董事
张汉斌	独立董事	2019/12—至今：华测检测认证集团股份有限公司战略委员会委员
		国际会计学硕士，中国注册会计师，高级会计师，香港华人会计师公会境外会员
		2011/02—2017/04：深圳兆日科技股份有限公司独立董事
		2013/01—2016/05：深圳市劲拓自动化设备股份有限公司独立董事
		2013/01—2019/02：深圳市佳士科技股份有限公司独立董事
		2014/08—2019/12：华测检测认证集团股份有限公司薪酬与考核委员会委员
程虹	独立董事	2014/07—至今：华测检测认证集团股份有限公司独立董事审计委员会委员
		经济学博士，教授，博士生导师，现任武汉大学质量学院院长
		湖北省广播电视信息网络股份有限公司独立董事
		2016/08—2019/12：华测检测认证集团股份有限公司薪酬与考核委员会主任
		2016/08—至今：华测检测认证集团股份有限公司独立董事 薪酬与考核委员会委员
曾繁礼	独立董事	2019/12—至今：华测检测认证集团股份有限公司战略委员会主任
		1997—1999：深圳监管局认证法规处长
		1999—2004：历任深圳国检局食品监管处长，办公室主任
		2009—2013：皇岗检验局(副厅级局)局长，党组书记
		2013—2015：深圳检验局副局长(副厅)，党组成员，党委委员
		2016/06—2019/02：深圳市怡亚通供应链股份有限公司副总经理
		2019/12—至今：华测检测认证集团股份有限公司独立董事、薪酬与考核委员会主任、提名委员会主任、战略委员会委员

数据来源：广发证券发展研究中心

2019年4月，公司聘任曾啸虎先生为高级管理人员，负责工业品检测相关业务。曾啸虎先生曾是SGS中国工业、交通和消防科技事业群总经理，兼SGS东北亚地区交通服务负责人，将为公司工业品测试带来新的发展方向和管理经验。除此之外，公司高管团队中，还有多人曾任职各行业龙头企业，为公司多领域、全球发展打下坚实基础。

表 12: 除申屠献忠、陈砚外其他高管介绍

姓名	职务	简历
钱峰	副总裁	1994/09—2006/06: 历任深圳海事局科员, 副处长 2006/06—至今: 深圳华测投资管理有限公司法定代表人 2007/08—至今: 华测检测认证集团股份有限公司副总裁
徐江	副总裁	1998—2001: 就职于华为技术有限公司 2001—2010: 就职于艾默生网络能源有限公司 2010/05—至今: 华测检测认证集团股份有限公司副总裁 2016/04—至今: 中人时代教育科技(北京)股份有限公司监事
周璐	副总裁	曾任职于挪威船级社, 历任大中国区能效产品开发与运营经理, 大中国区能效和气候变化服务运营总监, 北京公司经理等职务 2010/11: 加入华测检测技术股份有限公司, 担任认证发展部总监等职务 2013/08—至今: 华测检测认证集团股份有限公司副总裁
李丰勇	副总裁	曾任职于滨州市惠民县外贸总公司业务经理, 青岛艾诺智能仪器公司市场部经理 2008 — : 加入华测检测认证集团股份有限公司食品药品事业部总经理 青岛市华测检测技术有限公司总经理 2016/08—至今: 华测检测认证集团股份有限公司副总裁
王皓	副总裁, 财务负责人	美国注册会计师 2006—2015: 福瑞博德软件开发有限公司财务经理、财务总监、亚太区财务副总裁 此前曾任职于华润涂料集团和美国会计师事务所 2016/08—至今: 华测检测认证集团股份有限公司副总裁财务负责人
曾啸虎	副总裁	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 2019/04—至今: 华测检测认证集团股份有限公司副总裁

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

五、几个核心问题的探讨

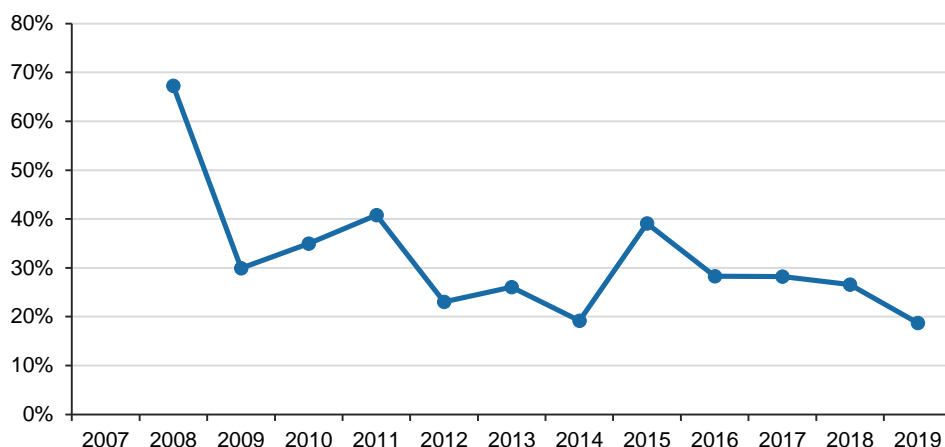
(一) 高估值来源于何处?

2014年至今, 公司PE (TTM) 估值长期在50x以上, 短期曾突破到60x以上。那么公司的高估值来源于何处? 我们认为主要有3点因素:

1. 长时间的连续、稳定成长, 增速的波动率较低

纵向来看, 2007-2019年间, 公司营收从1.21亿元增至31.83亿元, CAGR为31.3%。值得注意的是, 华测检测的高增速是连续而稳定的。自2009年开始, 华测检测营收增速基本稳定在20%-40%的较高区间, 且波动较小。持续而稳定的成长, 包含了市场对于公司未来业绩稳定增长的预期, 这是高估值的第一要素。

图 54：2007年以来公司收入增速

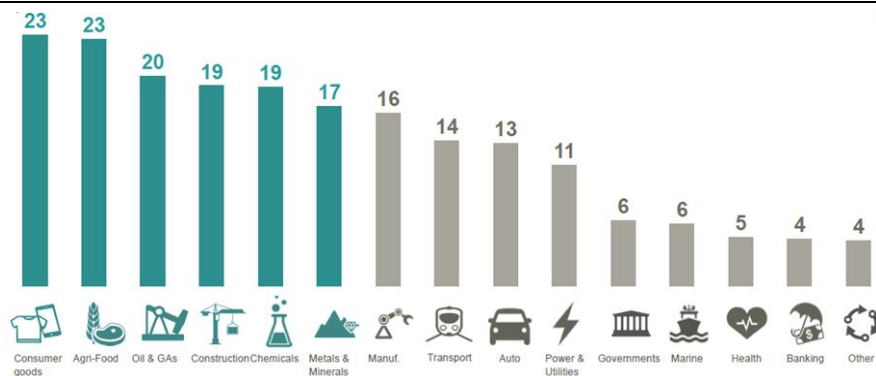


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2. 行业赛道属性优异，公司全方位布局对冲风险

（1）处于优质赛道，充分享受检测行业红利。我们在前文提到，检测认证服务行业赛道属性优异，具有高空间、稳增长的特征。商品种类的增多、产品生命周期的缩短，均带来行业需求的自然增长；检测行业覆盖的领域逐年增加、各类产品的检测率提高，打造了一条优质的行业赛道。同时，检测市场逐步开放，国家鼓励第三方检测发展，为民营企业创造了良好的市场环境。**（2）内生+外延，全方位布局。**公司通过并购、新建实验室等，将业务拓展至四大类别，并根据时代发展，持续布局新兴业务。广泛的布局可以对冲各个下游行业的风险，也利于不断优化调整结构。

图 55：BV预测2020年全球各细分领域潜在市场规模（十亿欧元）



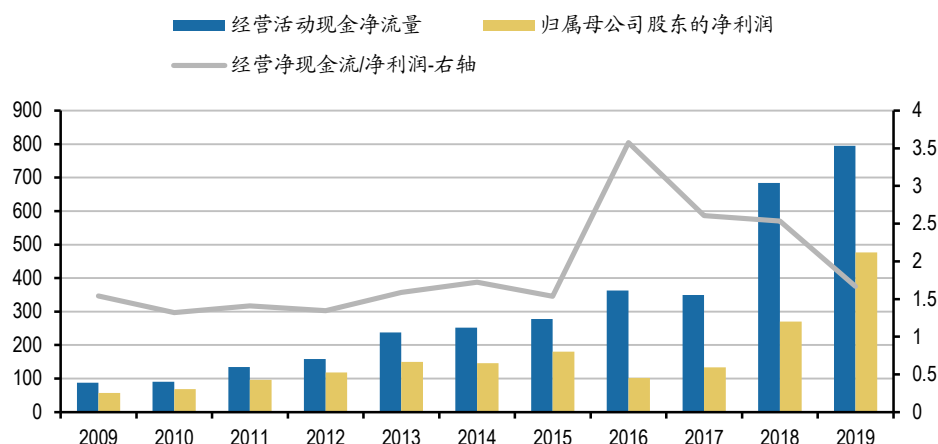
数据来源：BV，广发证券发展研究中心

3. 优秀的创造现金流能力

虽然历史上出现过业绩压力，但公司一直保持优异的现金流，并基本大于当年净利润，显示检测服务行业较高的收款质量。从绝对体量来看，2016年以前，公司的经营现金流净额与购置长期资产支付的现金基本相当，2017年公司经营活动产生的现金流量净额为3.49亿元。公司下游的主要客户是质量监督委员会、环境检测局等政府部门，信用较好，形成的应收账款大多集中于一年以内。2019年，公司经营性净现金流7.95亿元，同比增长16.3%；其中销售商品等收到的现金30.91亿元，与营业

收入基本持平。

图 56: 公司经营性现金流净额及归母净利润 (百万万)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(二) 以现有的固定资产, 能支撑多大的规模?

在实验室建设方面, 截止2019年底, SGS全球实验室超过2600个, 员工数量9.45万人, 同比下降2.1%, 主要在于去年剥离了部分业务。从地理分布来看, 欧洲和亚太地区的员工占比分别为40%、37%。而公司当前全国拥有超过130个实验室, 员工9357人, 人均产值34万元/人, 而国际龙头基本维持在50万元以上; 但从平均单个实验室的平均产值来看, 截止2019年底, 公司单个实验室的平均产值为2341万元, 已经超越SGS, 接近BV与Intertek。

表 13: 检测各公司人均产值、实验室平均产值对比 (金额单位: 万元)

	营业收入	员工总数	人均产值	实验室数量	实验室产值
SGS	45902	94494	48.58	2600	1765
BVI	39440	78395	50.31	1400	2817
Intertek	26342	44775	58.83	1000	2634
Eurofins	35288	43320	81.46	800	4411
华测检测	3183	9357	34.02	136	2341

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 数据来自于各公司年报、Presentation, 与真实数据可能存在个位数的差别。

检测认证服务行业以实验室为核心开展业务, 其收入规模取决于设备的利用率、报价体系、资本开支的节奏等因素。当前, 公司资本开支逐步放缓, 前期实验室产能利用率自然提升带来业绩红利, 但有较多投资者也关心公司减少资本开支是否会影响未来的业务规模。我们尝试基于公司当前的固定资产, 结合价格因素、海外龙头的周转速度、公司的资本开支节奏, 来测算理论的收入规模。

假设条件如下:

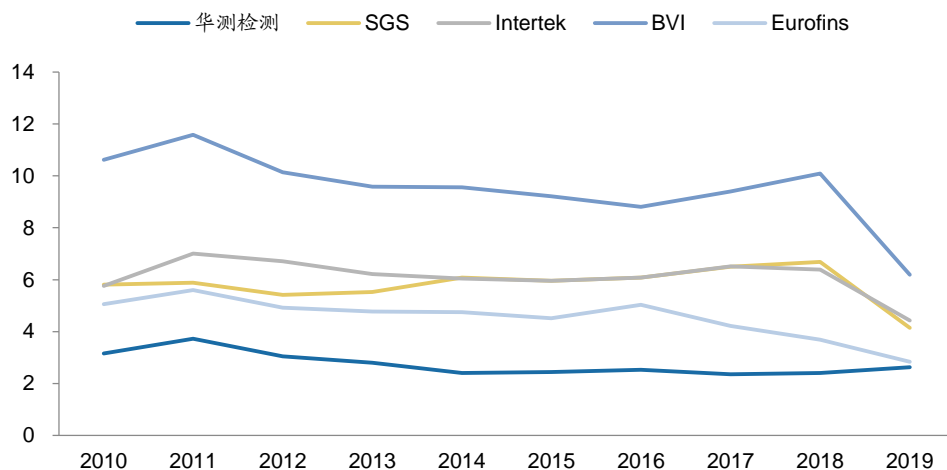
1.历史上SGS与Intertek的固定资产周转率维持在6次左右；Eurofins通过大规模并购实现快速增长，但在2014-2018年，Eurofins建立102个实验室，实验室计划加速，导致周转率相对较低。考虑到业务结构，我们取SGS、Intertek、Eurofins的均值，即目标固定资产周转率为5.59次。

2.华测检测当前进入精细化管理阶段，资本开始放缓，我们假设固定资产呈现缓慢增长的状态；当前公司优势业务（例如环境检测）与外资龙头价格差距不大，部分发展业务还存在一定价差，我们假设整体上公司价格比外资低10%左右。

3.不考虑并购、资产剥离带来的额外影响。

结论：相比2019年底，当公司未来2-3年固定资产增长在[5%，15%]之间；整体价格与龙头的价格缩小到[-15%，0%]之间时，基于当前的投资节奏，公司固定资产所支撑的理论收入规模在64-82亿元之间。

图 57：检测相关公司固定资产周转率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 14：华测检测收入规模相对价格、固定资产增长率的变化

营业收入（百万元）		华测检测价格相对外资龙头价格的变化						
		-25%	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	10%
公司 固定 资产 增长 率	-5%	5081	5420	5759	6098	6436	6775	7114
	0%	5349	5705	6062	6419	6775	7132	7488
	5%	5616	5991	6365	6739	7114	7488	7863
	10%	5884	6276	6668	7060	7453	7845	8237
	15%	6151	6561	6971	7381	7791	8201	8612
	20%	6419	6846	7274	7702	8130	8558	8986
	25%	6686	7132	7577	8023	8469	8915	9360

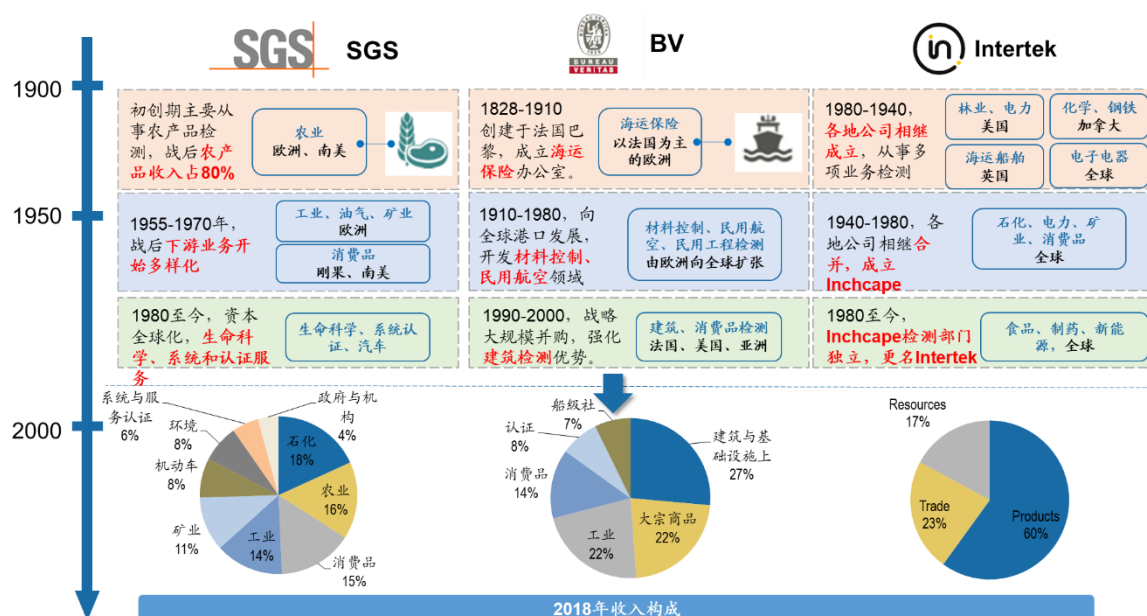
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

(三) 持续的增长动力来源于何处？

单一实验室在渡过前期的资质获取、环评等阶段后，随着产能利用率的提升将迎来一段快速成长期，但进入成熟期后的自然增速相对有限。因此，长期来看，检测认证服务龙头的长期增长动力，来源于不断再投资的能力(包括自建实验室+投资并购)，运用自身较强的现金流持续补充现有网点、或投资新产业方向，而海外龙头还存在低利率下的杠杆经营这一额外红利。

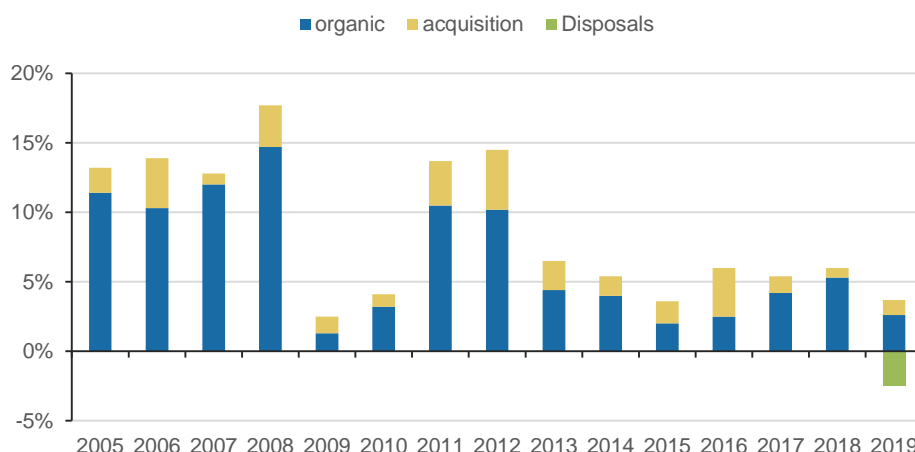
以SGS为例，公司在二战时期发展为全球最大的农产品检测龙头，1955-1970年间通过不断的投资并购，下游业务向工业、预期、矿业、消费品等领域延伸，实现高速增长。2013年之后SGS的收入增速基本降到了5%左右，其中包括外延式并购每年能贡献1-2个pct的增速。

图 58：检测认证服务龙头企业发展历程



数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

图 59：SGS内延外生增长率

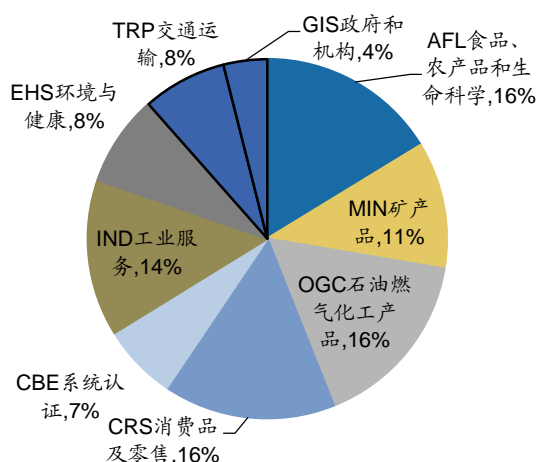


数据来源：2019 Full Year Presentation，广发证券发展研究中心

未来的投资方向：消费品检测利润率高，是全球龙头的利润来源。根据年报的披露，2019年SGS消费品检测占收入结构的16%，但营业利润占比达到22%，营业利润率位23.6%。消费品检测是深度参与供应链管理，具备鲜明的客户规模效应，品牌认可度和全球化布局是获得大客户的关键因素，考虑到该领域下游大多为跨国集团，SGS等龙头已经与客户形成深度绑定。

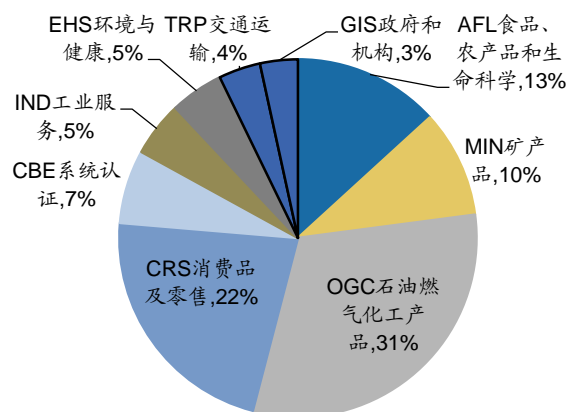
公司现任总裁中屠献忠曾担任SGS集团全球副总裁，负责消费品业务线条，丰富的从业经验和产业资源有望带领华测在消费品线条实现突破。目前，公司在运动品牌有突破，例如nike和puma；在5G浪潮下，有望加强电子电器业务的布局。根据年报的披露，公司在环境、食品、汽车等领域将持续关注细分领域的专项实验室建设，保持原有优势领域的持续增长。新领域投资重点关注航空材料、汽车电子、工业和工程（包括轨道交通、工业材料）、消费品、电子科技、防火阻燃、医药健康等方向，通过自建、合资与收购、兼并等多种方式结合，整合国内外优质资源，促进公司持续快速增长。

图 60：2019年SGS收入结构



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 61：2019年SGS营业利润结构



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

六、投资建议与风险提示

公司业务主要分为生命科学检测、消费品测试、贸易保障检测、工业品检测4大类。

生命科学检测：包括环境、食品、医学检测，19年收入17.6亿元，同比增长24%。公司的环境检测业务市场占有率、部署的网络及技术能力在全国范围内均处于领先水平；食品检测业务保持行业竞争优势，着重发展企业客户。随着公司持续加强实验室效率内部管理，提升运营效率，我们预计20-22该业务收入增速保持22%以上的增速水平，随着部分实验室产能利用率的继续提升，今年该业务毛利率有望进一步提高，并在21-22年维持稳中有升的态势。

贸易保障测试：该业务公司深耕多年的优势业务，规模效应达到最大化，营业收入和利润率水平稳定我们预计20-22年毛利率保在68%-70%之间。19年该业务实现了

19%的收入增速，但主要受益RoHS2.0正式落地，检测项目有所增加，这种增速不可持续，我们预计20-22年收入增速在10%左右。

消费品检测：该业务是公司下一个发展领域，2019年从战略方向考量，投资航空材料、汽车电子、无线通讯等领域的实验室，培育新业务的增长点。我们预计20-22年收入增速分别为20%、15%、13%，毛利率保持在51%左右。

工业品测试：2019年工业品板块各业务发展平稳，公司重点投资轨道交通、阻燃防火实验室等领域，其中轨交领域已取得国内轨交安全评估资质，期望后续成为公司新的业绩增长点。我们预计20-22年收入增速分别为20%、20%、12%，毛利率小幅改善。

表 15：公司分项业务拆分及预测（百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,652.27	2,118.24	2680.88	3183.27	3908.57	4728.12	5570.46
YoY	28.30%	28.20%	26.56%	18.74%	22.78%	20.97%	17.82%
营业成本	816.08	1,178.26	1479.87	1610.47	1915.64	2299.25	2690.27
毛利	836.19	939.98	1201.00	1572.79	1992.94	2428.87	2880.19
毛利率	50.61%	44.38%	44.80%	49.41%	50.99%	51.37%	51.70%
一、生命科学检测							
收入	728.16	1,026.06	1,425.08	1,762.56	2,238.45	2,798.06	3,413.64
YoY (%)	36.44%	40.91%	38.89%	23.68%	27.00%	25.00%	22.00%
成本	387.73	587.51	860.13	930.76	1,119.23	1,385.04	1,672.68
毛利	340.43	438.55	564.95	831.80	1,119.23	1,413.02	1,740.96
毛利率(%)	46.75%	42.74%	39.64%	47.19%	50.00%	50.50%	51.00%
二、贸易保障测试							
收入	342.59	326.84	365.35	434.11	486.20	534.82	588.31
YoY (%)	18.22%	-4.60%	11.78%	18.82%	12.00%	10.00%	10.00%
成本	111.65	93.57	110.14	140.25	155.59	165.80	176.49
毛利	230.94	233.27	255.21	293.85	330.62	369.03	411.81
毛利率(%)	67.41%	71.37%	69.85%	67.69%	68.00%	69.00%	70.00%
三、消费品测试							
收入	266.99	334.32	390.02	424.52	509.42	585.84	662.00
YoY (%)	14.92%	25.22%	16.66%	8.85%	20.00%	15.00%	13.00%
成本	128.44	172.37	199.86	203.43	249.62	287.06	324.38
毛利	138.55	161.95	190.16	221.09	259.81	298.78	337.62
毛利率(%)	51.89%	48.44%	48.76%	52.08%	51.00%	51.00%	51.00%
四、工业品检测							
收入	314.53	431.02	500.43	562.08	674.50	809.40	906.52
YoY (%)	35.54%	37.04%	16.10%	12.32%	20.00%	20.00%	12.00%
成本	188.26	324.81	309.74	336.03	391.21	461.36	516.72
毛利	126.27	106.21	190.68	226.05	283.29	348.04	389.80
毛利率(%)	40.15%	24.64%	38.10%	40.22%	42.00%	43.00%	43.00%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

投资建议：我们预测20-22年营业收入分别为39.09/47.28/55.70亿元，EPS为0.35/0.44/0.53元/股，当前股价对应PE为51/41/34x。综合考虑行业平均估值以及公司成长性，我们维持20年合理PE 55x的观点不变，对应合理价值19.34元/股，维持“增持”评级。

表 16：华测检测可比公司PE估值对比（市值统计截止2020.05.29收盘）

公司名称	代码	业务类型	市值	净利润（百万元）			PE 估值水平		
			1/亿元	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
数字认证	300579.SZ	电子认证服务及产品	73.26	98.53	126.96	205.73	74.35	57.70	35.61
金城医学	603882.SH	医学检测	321.07	402.33	538.22	668.78	79.80	59.65	48.01
广电计量	002967.SZ	综合检测	135.07	169.42	209.71	324.13	79.73	64.41	41.67

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：数字认证、金城医学盈利预测来自wind一致预期，广电计量盈利预测来源于广发证券。

风险提示：

并购的决策风险及整合风险：检测认证服务行业碎片化特征显著，每个市场相对独立，难以快速复制。因此，采用并购手段快速切入新领域是国际巨头通行的做法。对于国内企业来说，并购标的的选取、以及并购后的整合关系到并购工作是否成功，存在较大风险。

公信力受不利事件影响风险：公信力和品牌是第三方检测认证服务机构持续发展的原动力，只有在技术和公正性方面不断得到客户的认可，才能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。

资本支出过快导致盈利下滑：在业务的快速扩张期，在建工程、设备采购等资本支出呈现快速增长。新实验室的建设需要装修、招聘、采购设备、评审扩项等一系列流程，需要一定的周期后才能正式运营，期间无法产生利润。资本支出过快将对盈利水平造成影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,948	2,242	2,732	3,560	4,569	经营活动现金流	684	795	746	683	785
货币资金	808	507	1,021	1,374	1,805	净利润	283	484	601	754	900
应收及预付	548	794	754	911	1,073	折旧摊销	262	306	241	284	327
存货	15	20	16	19	22	营运资金变动	88	21	-58	-334	-426
其他流动资产	578	921	942	1,256	1,669	其它	50	-17	-38	-21	-15
非流动资产	2,112	2,193	2,236	2,432	2,605	投资活动现金流	-422	-658	-250	-422	-442
长期股权投资	99	106	106	106	106	资本支出	-444	-444	-310	-462	-462
固定资产	1,153	1,276	1,293	1,418	1,501	投资变动	-84	48	0	0	0
在建工程	221	117	167	217	267	其他	106	-262	60	40	20
无形资产	144	151	173	194	214	筹资活动现金流	-3	-390	18	93	88
其他长期资产	496	543	498	498	518	银行借款	71	-316	7	100	100
资产总计	4,059	4,434	4,968	5,992	7,174	股权融资	6	9	0	0	0
流动负债	1,187	1,109	1,071	1,336	1,613	其他	-79	-83	11	-8	-13
短期借款	508	193	200	300	400	现金净增加额	259	-253	513	354	430
应付及预收	403	499	485	583	683	期初现金余额	479	740	507	1,021	1,374
其他流动负债	276	416	387	453	530	期末现金余额	740	490	1,021	1,374	1,805
非流动负债	97	117	92	97	102	主要财务比率					
长期借款	0	0	0	0	0	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力					
其他非流动负债	97	117	92	97	102	营业收入增长	26.6%	18.7%	22.8%	21.0%	17.8%
负债合计	1,285	1,226	1,163	1,433	1,715	营业利润增长	80.8%	65.9%	25.5%	26.6%	19.7%
股本	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658	归母净利润增长	101.6%	76.5%	22.3%	25.5%	19.3%
资本公积	42	51	51	51	51	获利能力					
留存收益	1,016	1,434	2,017	2,748	3,621	毛利率	44.8%	49.4%	51.0%	51.4%	51.7%
归属母公司股东权益	2,717	3,147	3,726	4,457	5,330	净利率	10.5%	15.2%	15.4%	16.0%	16.2%
少数股东权益	57	61	79	102	129	ROE	9.9%	15.1%	15.6%	16.4%	16.4%
负债和股东权益	4,059	4,434	4,968	5,992	7,174	ROIC	10.1%	16.6%	21.6%	22.8%	23.5%
利润表						偿债能力					
单位: 百万元						资产负债率	31.6%	27.6%	23.4%	23.9%	23.9%
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净负债比率	12.5%	4.3%	4.1%	5.0%	5.6%
营业收入	2,681	3,183	3,909	4,728	5,570	流动比率	1.64	2.02	2.55	2.67	2.83
营业成本	1,480	1,610	1,916	2,299	2,690	速动比率	1.60	1.97	2.48	2.60	2.77
营业税金及附加	9	13	16	19	22	营运能力					
销售费用	506	605	743	889	1,031	总资产周转率	0.71	0.75	0.83	0.86	0.85
管理费用	181	223	274	322	373	应收账款周转率	5.69	5.03	5.62	5.62	5.62
研发费用	222	301	371	449	529	存货周转率	121.52	92.98	121.67	121.67	121.67
财务费用	22	8	0	-3	-3	每股指标 (元)					
资产减值损失	50	14	-35	-24	-25	每股收益	0.16	0.29	0.35	0.44	0.53
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0	每股经营现金流	0.41	0.48	0.45	0.41	0.47
投资净收益	44	84	40	40	40	每股净资产	1.64	1.90	2.25	2.69	3.22
营业利润	315	522	655	829	993	估值比率					
营业外收支	9	14	20	18	18	P/E	40.21	51.88	51.48	41.01	34.38
利润总额	323	536	675	847	1,011	P/B	4.00	7.85	8.05	6.73	5.63
所得税	41	52	74	93	111	EV/EBITDA	19.37	33.08	35.12	27.96	22.85
净利润	283	484	601	754	900						
少数股东损益	13	8	18	23	27						
归属母公司净利润	270	476	583	732	873						
EBITDA	545	738	831	1,035	1,252						
EPS (元)	0.16	0.29	0.35	0.44	0.53						

广发机械行业研究小组

罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富机械行业第一名。

刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。

代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

周静：资深分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

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

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

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

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

重要声明

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

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

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

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

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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