

谱尼测试 (300887.SZ)

国内领先综合性检测公司，2022年归母净利润同比+45.63%

买入

核心观点

2022年营收/归母净利润同比+87.48%/+45.63%。公司2022年实现营业收入37.62亿元，同比增长87.48%；归母净利润3.21亿元，同比增长45.63%；扣非归母净利润2.74亿元，同比增长44.01%。公司各实验室有效扩大订单承接能力及交付能力，带动业务收入高增。**单季度看**，22Q4公司实现营收10.80亿元，同比增长62.43%；归母净利润1.40亿元，同比增长10.97%。

盈利能力承压，现金流情况大幅改善。2022年公司毛利率/净利率为35.55%/8.62%，同比变动-10.61/-2.36个pct。主要系核酸检测收入高增而盈利水平较低拉低整体盈利能力。**期间费用方面**，销售/管理/财务/研发费用率分别为9.71%/7.70%/0.15%/7.38%，同比变动-6.02/-2.97/+0.13/-0.10个pct，期间费用率整体下降8.95个pct。**现金流方面**，公司经营性现金净额6.23亿元，同比+1217.69%。现金流状况大幅改善。

传统领域持续补强，新兴业务快速发展。分业务看，生命科学与健康环保/汽车及其他消费品/安全保障/电子电器/计量/认证业务收入分别为：32.35/2.87/1.57/0.71/0.10/0.02亿元，同比分别变动+87.69%/+52.54%/+247.90%/+74.43%/+31.22%/+39.85%；生命科学与健康环保毛利率为32.07%，同比变动-12.74个pct。**1) 传统业务**：公司收购北京博雅康康医学，为公司体外诊断试剂研发生产奠定基础，多个实验室检测资质成功扩项。**2) 新兴业务**：收购深圳通测，中标海关国家新能源电池产品安全遴选项目；电子电器和5G检测领域的竞争实力进一步增强；收购深圳米约、成都米约计量检测有限公司，拓展医疗计量领域。公司通过内生外延方式，不断完善传统及新兴业务领域布局，为长期发展奠定良好基础。

23Q1收入总体平稳，业绩同比增长68.08%。公司23Q1营收5.25亿元，同比减少1.50%；归母净利润0.09亿元，同比增长68.08%；扣非归母净利润0.04亿元，同比减少65.18%。毛利率/净利率为40.67%/1.77%，同比变动+1.54/+0.74个pct。2023年一季度疫情管控政策放开，核酸检测业务骤降导致公司医学业务出现经营波动。

风险提示：经济下行；公信力受不利事件影响；业务增速不及预期。

投资建议：公司是我国领先的综合性检测机构，检测行业长坡厚雪、公司自身行业领先。伴随新能力建设及产能释放、“内生外延”双轮驱动战略推进，公司有望快速发展。我们预计公司23-25年归母净利润为3.63/4.90/6.40亿元，对应PE30/22/17倍。公司合理目标价格区间为37.94-50.63元（对应23年PE30-40倍），首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,007	3,762	3,003	3,537	4,079
(+/-%)	40.7%	87.5%	-20.2%	17.8%	15.3%
净利润(百万元)	220	321	363	490	640
(+/-%)	34.5%	45.6%	13.1%	35.1%	30.7%
每股收益(元)	1.61	1.12	1.26	1.71	2.23
EBIT Margin	11.9%	10.5%	13.5%	15.3%	17.3%
净资产收益率(ROE)	10.9%	9.1%	9.5%	10.9%	12.8%
市盈率(PE)	23.6	34.0	30.1	22.3	17.0
EV/EBITDA	15.7	20.6	22.3	18.8	15.2
市净率(PB)	2.58	3.08	2.85	2.43	2.18

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

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：李雨轩

0755-81981140

liyuxuan@guosen.com.cn

S0980521100001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	37.94 - 50.63元
收盘价	38.01元
总市值/流通市值	10909/3877百万元
52周最高价/最低价	75.16/30.60元
近3个月日均成交额	73.12百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《谱尼测试-300887-2021年中报点评：新业务布局加快，长期成长可期》——2021-09-06

2022 年营收/归母净利润同比+87.48%/+45.63%。公司 2022 年实现营业收入 37.62 亿元，同比增长 87.48%；归母净利润 3.21 亿元，同比增长 45.63%；扣非归母净利润 2.74 亿元，同比增长 44.01%。公司各实验室有效扩大订单承接能力及交付能力，带动业务收入高增。单季度看，22Q4 公司实现营收 10.80 亿元，同比增长 62.43%；归母净利润 1.40 亿元，同比增长 10.97%。23Q1 公司实现营收 5.25 亿元，同比减少 1.50%；归母净利润 0.09 亿元，同比增长 68.08%；扣非归母净利润 0.04 亿元，同比减少 65.18%。毛利率/净利率为 40.67%/1.77%，同比变动+1.54/+0.74 个 pct。

图1：谱尼测试 2023Q1 营收同比-1.50%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

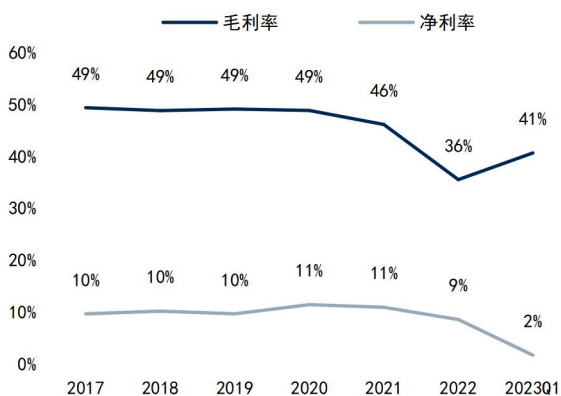
图2：谱尼测试 2023Q1 归母净利润同比+68.08%



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

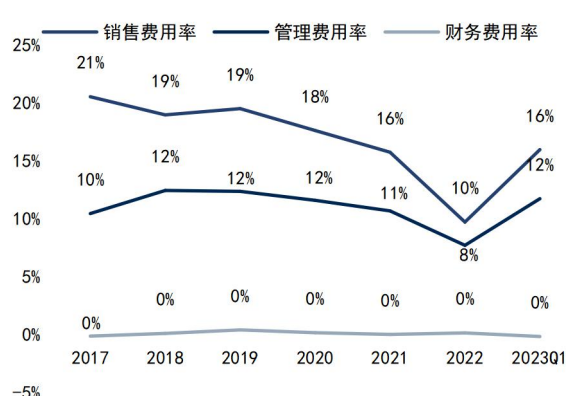
毛利率短期下滑，期间费用显著下降。2022 年公司毛利率/净利率为 35.55%/8.62%，同比变动-10.61/-2.36 个 pct。期间费用方面，销售/管理/财务/研发费用率分别为 9.71%/7.70%/0.15%/7.38%，同比变动-6.02/-2.97/+0.13/-0.10 个 pct，三费费用率整体下降 8.95 个 pct。22 年公司研发费用为 2.78 亿元，同比增长 85.07%，公司持续加大新产品研发投入巩固行业领先地位。

图3：谱尼测试毛利率短期下滑



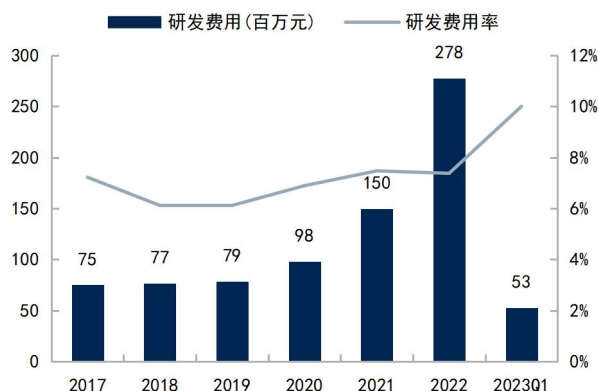
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：谱尼测试期间费用率整体下降



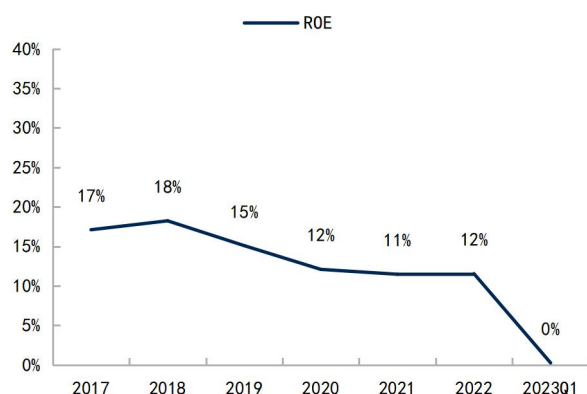
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 谱尼测试研发费用率持续提升



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 谱尼测试 ROE 趋于稳定



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内领先的第三方综合性检测公司

谱尼测试是一家综合性的第三方检验检测认证技术服务集团，成立于2002年，现已形成集团总部（北京）、集团运营总部（上海）、华东区总部（苏州）、华中区总部（武汉）4大区域总部，共有员工8000余人，拥有30多个大型实验基地、100多家全资子公司。具备完备的服务体系，可提供综合的检验检测、计量、认证及相关技术服务。

公司根据检验检测服务对象与检验检测内容的不同，将检验检测业务划分为生命科学与健康环保、电子电器、汽车及其他消费品和安全保障四大领域：

1) 生命科学与健康环保：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，截止当前公司在国内主要大中城市建立了二十多个检验检测试验基地，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。

2) 电子电器：电子及安规检验检测是指对电子产品的安全及可靠性进行的物理化学检验检测。电子电气等设备在进出口过程中通常有着较强的安全控制要求，该类检验检测主要服务于电子电气等设备制造商和贸易商获取产品进口国的质量认可。

3) 汽车及其他消费品：对消费品是否符合国家、行业标准要求进行的检验检测，涉及消费品及轻工产品的生产、流通和消费环节，主要汽车、玩具、纺织品、日化等领域检测。

4) 安全保障：主要为工业用品的制造和使用客户提供机械物理性能、安全性能等方面的检验检测服务，服务领域主要涉及电池、化工品和验货等。

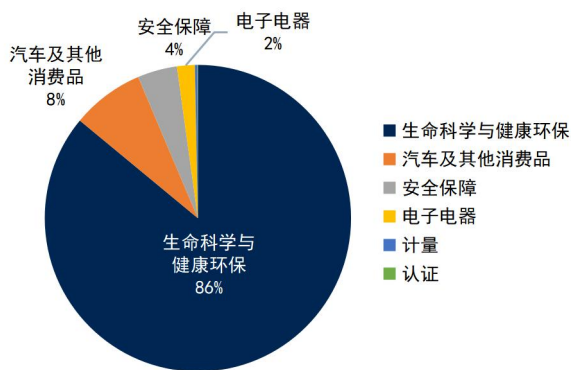
表1: 公司主要业务介绍

业务分类	服务领域	主要内容
生命科学与健康环保	食品	食品、农产品、保健品等检验检测；具体包含常规理化指标、营养成分、食品添加剂和非食用物质、微生物指标、农药残留、兽药残留、其他有毒有害物质以及食品接触材料检验检测等。
	环境	水和废水检测、饮用水检测、海洋环境保护相关检测、环境监测、环境噪声、室内环境检测、公共场所卫生检测、产地环境检测、振动与辐射检测、土壤、污泥及肥料检测和固体废物检测等。
	医学检测/病理诊断	临床病理学、临床免疫学、临床化学、临床体液/血液学、临床细胞分子遗传学等检测
	毒理病理实验	化妆品、保健食品、新食品原料、消毒产品、医疗器械、药品和肥料等产品的注册或备案的毒理安全性和功能性评价服务。
	CRO/CDMO	药物发现、药物合成、药物制剂、药物分析、药理毒理研究、药品检测、药物生产等，为医药的研发、生产及检测提供一站式 CRO/CDMO 服务。
电子电器	电子电器	对电子产品的安全及可靠性进行的物理化学检验检测。电子电气等设备在进出口过程中通常有着较强的安全控制要求，该类检验检测主要服务于电子电气等设备制造商和贸易商获取产品进口国的质量认可。
	汽车	各项汽车物理性能、可靠性能及化学测试专业服务，主要包括ELV限用有害物质检验检测、车内空气和车内材料有机挥发物检验检测、车辆废气排放检验检测、燃油及车用油品测试、金属和高分子材料测试、零部件安全和可靠性测试等
汽车及其他消费品	玩具	公司按照中国、欧盟、美国、日本等各国玩具及儿童用品生产标准对产品进行检验检测
	纺织品	对纺织品的物理性能和化学成分进行分析（起毛起球、色牢度、纤维含量、甲醛、pH值、标识标注等），以判断此类与人体直接接触的产品是否符合环保健康和安全方面的要求
	日化	对化妆品、洗涤用品及纸制品等各类产品的重金属、化学禁用限用物质、功效成分、微生物、毒理学指标、物理性能进行测试
安全保障	电池	包括电池货运和电池跌落测试，即保证各类型电池和各类型仪器设备中的电池在运输、碰撞、跌落等情形下的安全性。
	化工品	对试剂、建材和化工品的各项化学指标参数进行的检验检测。
	验货	按委托方或者买家的要求，代表委托方或者买家根据定货、购销合同中的相关约定，对供货质量及其他相关内容进行检查验收的活动。
计量服务	-	利用专业的技术手段实现单位统一和量值溯源及准确可靠的测量校准活动。目前公司可提供化学、力学、热学、长度等多领域多方面的计量校准服务。
认证服务	-	公司目前主要提供的认证服务包括质量管理体系（QMS）认证、环境管理体系（EMS）认证、职业健康与管理体系（OHSMS）认证、食品安全管理体系认证、危害分析与关键控制点体系（HACCP）认证、有机产品认证、良好农业规范（GAP）认证和化妆品良好生产规范（GMPC）认证等。

资料来源：公司年报、公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

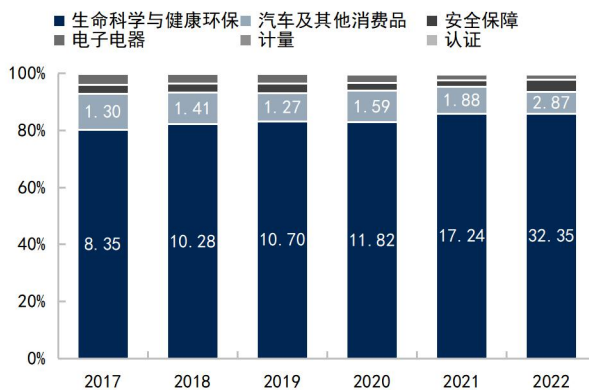
公司收入主要来自于生命科学与健康环保检测。公司 2017-2022 年收入主要来自于生命科学与健康环保检测，收入占比超过 85%，是公司的第一大业务，占比持续提升；汽车及其他消费品检测占比从 2017 年 12.52% 降至 2022 年 7.64%，占比略有下滑；安全保障收入占比从 2017 年 3.28% 提升至 2022 年的 4.18%。

图7: 公司 2022 年营收主要来自生命科学与健康环保检测



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

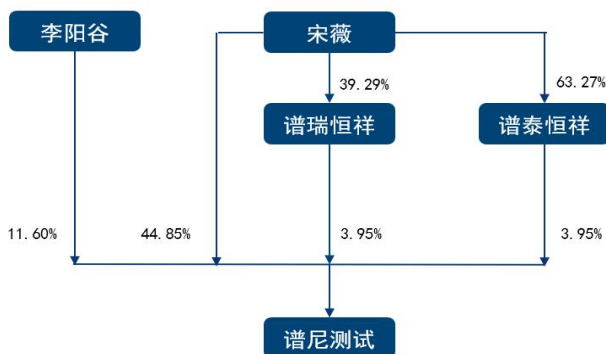
图8: 公司 2017-2022 年生命科学与健康环保营收占比较高



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

股权结构集中，公司控股权稳定。公司的实际控制人为宋薇女士和李阳谷先生。宋薇女士直接持有公司 44.85% 的股份、李阳谷先生（宋薇女士之子）直接持有公司 11.60% 的股份。谱瑞恒祥和谱泰恒祥，分别持有公司 3.95% 的股份，其中宋薇女士持有谱瑞恒祥 39.29% 的股份、谱泰恒祥 63.27% 的股份。截止 2022 年 12 月 31 日，公司下设 77 家子公司、26 家分公司。

图9：公司股权结构集中，管理结构稳定



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

滚动式募投积极扩产，产能逐步释放奠定快速发展基础。公司分别于 2021 年、2022 年通过 IPO 以及定向增发募投项目以提升检验检测服务能力，完善实验室全国布局。公司在华中、山东、西北地区持续募投建设研发检测基地及总部项目，优化全国实验室布局，加快检验检测资质扩项，提高实验室订单承接能力和交付能力，为后续产能释放打下坚实基础。

表2：谱尼测试 IPO 及定向增发募投项目情况

募投方式	发行时间	项目名称	拟投资金额 (万元)	项目概况	规划建设期	项目达产后情况
IPO	2021 年 1 月	新建生产及辅助用房项目	54,419.00	新建现代化实验室、采购相关仪器设备，建设华东地区人力资源、研发测试、财务共享、市场推广等职能部门。	3 年	项目达产后，主要开展汽车、电子可靠性等领域的检验检测预计可实现年均营业收入 50632 万元，年均利润总额 8354 万元。
		谱尼测试研发检测基地及华中区运营总部建设项目	21,000.00	新建实验室场地、采购相关检验检测设备，扩充公司华中地区汽车、电子可靠性等领域的检验检测能力。	3 年	项目达产后，主要开展汽车、电子可靠性等领域的检验检测，预计可实现年均营业收入 24,492 万元，年均利润总额 4,041 万元。
		生物医药诊断试剂研发中心项目	7,000.00	以公司北京地区现有实验场地和技术能力为基础，购置相关仪器设备，打造分子诊断试剂关键原材料研发平台、多种病原同时检测的高通量技术研发平台、抗体检测技术研发平台，构建生物医药诊断试剂研发中心。	1.5 年	建成分子诊断试剂关键原材料研发平台、高通量技术研发平台、抗体检测技术研发平台及生物医药诊断试剂研发中心，为公司生物医药领域的布局提供技术支撑
		补充流动资金项目	17,000.00	补充公司日常生产经营所需流动资金。	-	-
定向增发	2022 年 3 月	谱尼测试集团山东总部大厦暨研发检测中心项目	52,000.00	建设科技型双创企业研发仪器支持共享平台、食品安全综合实验室、基因实验室、环境实验室、电子实验室、海洋工程实验室、可靠性实验室、日化洗涤/护理用品实验室、毒理学安全评价与功能实验室、油品检验实验室等功能实验室，新建谱尼西北总部大厦，扩大化妆品检测实验室、新能源汽车实验室、环境可靠性实验室、电磁兼容 EMC 测试实验室、医学医疗器械检验实验室、医药 CRO/CDMO 实验室等。	2.5 年	满足山东和华北地区不断增长的检测需求。
		谱尼西北总部大厦（西安）项目	46,113.00	进一步增强公司资金实力支持公司业务发展。	2 年	进一步扩充西北地区的检测实力，实现对周边省的有效辐射。
		补充流动资金项目	27,000.00	增强公司资金实力支持公司业务发展。	-	-

资料来源：公司招股说明书、公司公告，国信证券经济研究所整理

检测行业空间大、增长稳，助力高质量发展

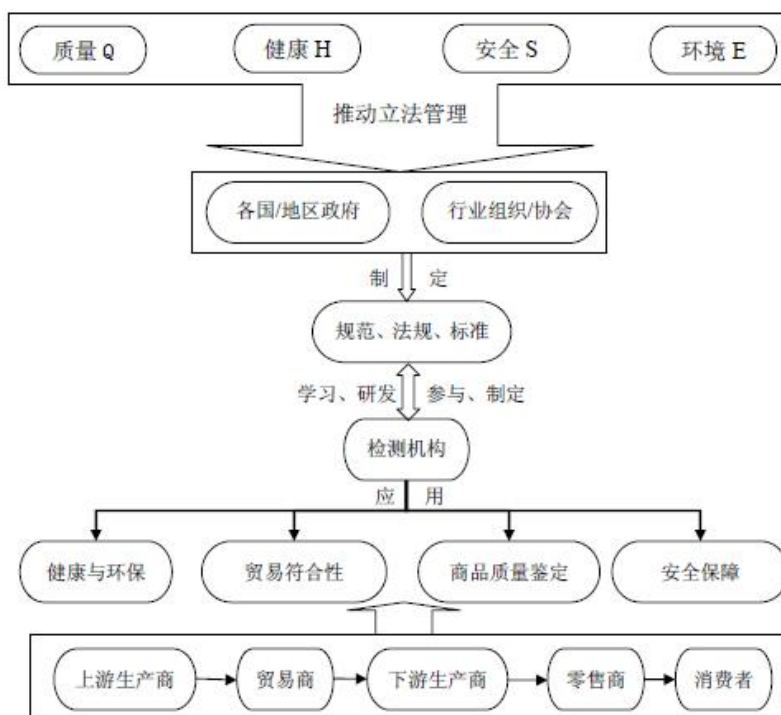
行业概况：政策推动检测市场准入放宽，行业市场化进程加快

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）等问题的不断关注而产生的。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10: 检测市场产生并不断发展的根本动力

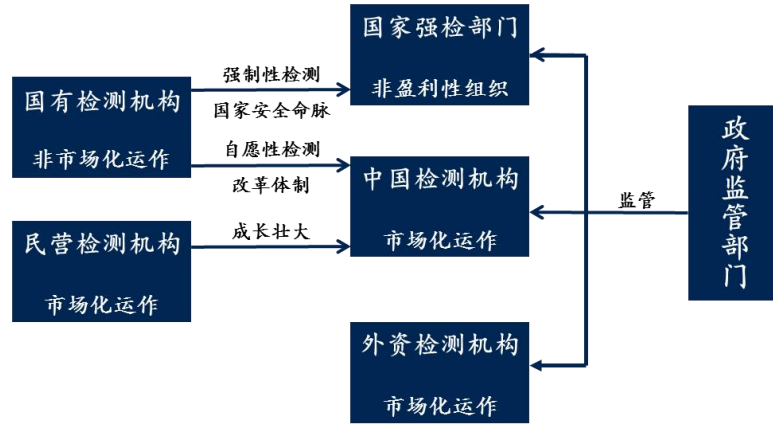


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

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11：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

商业模式：资质+公信力称王+业务布局及服务网络

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机构华测检测、广电计量、谱尼测试都是遵循这一路径成长起来的。

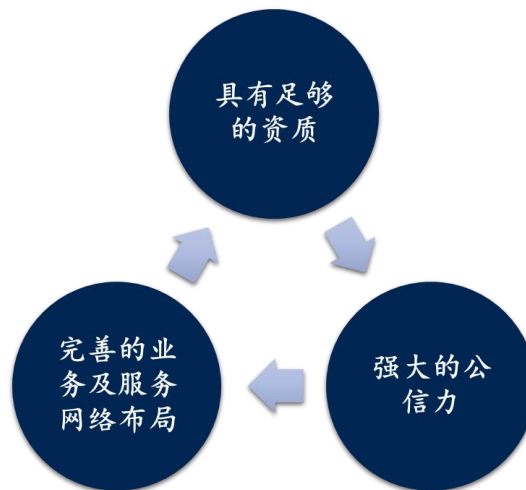
具有足够的资质是展开相关检测业务的前提，这个一方面需要检测机构具备的检测实力并向相应管理机构申请资质，另一方面也与所在国家地区检测行业相关政策息息相关，比如政策是否允许第三方检测机构从事该领域的检测工作。检测行业存在明显的资质壁垒，其难度主要体现在以下几个方面：**1) 技术门槛**：一般地诸如食品、环保检测等通用领域技术门槛相对并不高，不过部分专业性较强的细分领域具备明显的技术壁垒，需要极强技术实力才能具备提供检测服务的能力，比如电磁兼容检测、半导体相关检测、高压电器检测等；**2) 资质积累**：检测下游行业分布广泛，地域分布广泛，检测业务种类极其繁多，以华测检测为例，其可提供检测项目超过2万个，每一个项目都需要申请相应的资质，且资质都有一定有效期，这需要多年不断发展积累才能逐步构建一个完成的覆盖体系，一家新进入公司很难快速具备这样的能力；**3) 牌照壁垒**：检测行业通用的CMA、CNAS资质通常申请门槛并不高，不过牌照壁垒主要体现在两方面，一是政府是否允许你从事该检测领域的检测工作，从当前形势来看，检测行业正处于细分市场不断从垄断走向开放、市场化进程加速的快速发展阶段，未来仍将延续这一趋势，二是在部分细分行业还需要相应的行业资质，比如特殊行业还需要保密资格、相应实验室认可及装备承制资格等，这些资质获取难度较大。

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获得广泛认可，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。

完善的业务及服务网络布局是检测机构占领市场、开展业务的必要条件。检测行业是碎片化市场，细分市场和客户多而散，检测频次高，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，才能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理想选择之一，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12: 检测行业商业模式的关键要素

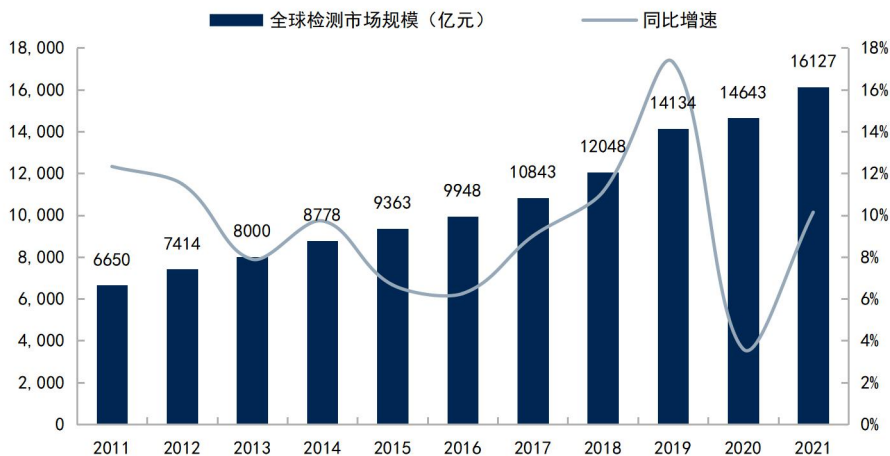


资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

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，2021年全球检测市场容量约为16127亿元，同比增长10.14%。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10%。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13: 全球检测市场规模超 1.6 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好、增长速度快的服务行业之一。根据中国认监委的数据, 我国检测市场规模从 2011 年的 827 亿元提升至 2021 年的 4090 亿元, 10 年复合增速约 17.33%, 21 年同比+14.06%, 约为我国 2021 年 GDP 增速 8.1% 的 1.88 倍。**整体机构数量看,**我国检测机构数量从 2013 年的 2.48 万家提升至 2021 年的 5.19 万家, 近 8 年复合增速 9.66%, 2021 年同比增长 6.19%。检测市场空间和机构数量的快速增长反映了我国检测行业仍处于快速增长的阶段, 而检测机构数量同比增速大幅下降, 远低于之前历年增速, 说明新进入者减少、行业格局有所优化。

图14: 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15: 中国第三方检测市场规模占比约 40%

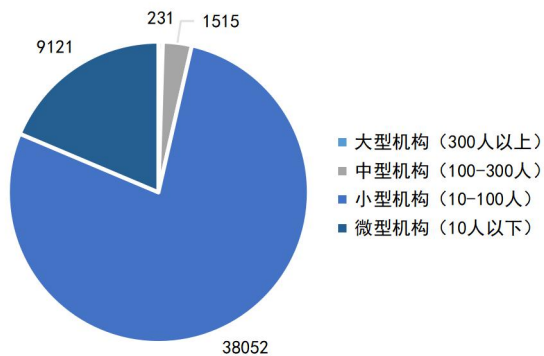


资料来源: 中国认监委、华经产业研究院, 国信证券经济研究所整理
注: 2016-2020 年认监委未披露第三方市场数据

竞争格局: 小而散, 民企高速发展

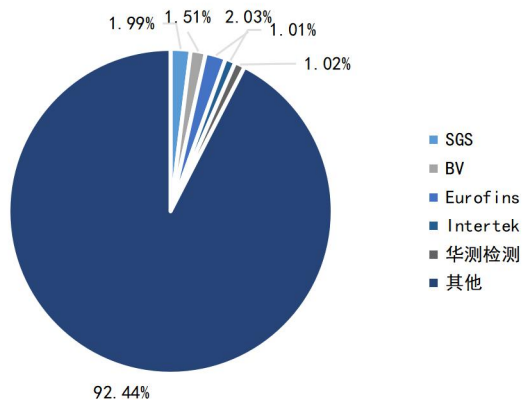
检测行业整体呈“小而散”的竞争格局, 行业集中度较低。在我国检测市场中, 小微型检测机构是行业的主体。根据认监委统计数据, 我国 100 人以下的小微型检测机构占比达 96.43%, 大/中型检测机构为 231/1515 家, 占比约 0.47%/3.10%。

图16: 我国大中小检测机构数量分布情况 (2020年)



资料来源: 中国认监委, 国信证券经济研究所整理

图17: 2021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 仅有亚太区的收入数据, 中国区收入按中国占全球收入 18%估算

具体企业看, 华测检测为国内民营龙头。国内检测市场中, 我们按外资检测企业的中国区收入按中国占全球收入 18%估算, 得出 SGS 在国内市场份额约为 2.03%, 华测检测为国内的第三方检测民营龙头, 市场份额约为 1.02%, 广电计量市场份额约 0.55%, 谱尼测试市场份额约 0.49%。

盈利预测假设基础及结果

谱尼测试业务主要分为生命科学与健康环保、汽车及其他消费品、安全保障、电子电器四部分，此外还有部分计量及认证业务。公司分别于 2021 年、2022 年通过 IPO 以及定向增发募投项目以提升检验检测服务能力，完善实验室全国布局，伴随产能释放，公司收入体量及行业地位不断提升。现阶段，公司已基本形成全面的服务网络和一站式服务能力，有望凭借先发优势及品牌力构建的核心竞争力充分受益行业发展，成为中国领先检测品牌。我们对盈利预测模型做出如下假设：

生命科学与健康环保：公司传统优势业务，经营稳健。受益于环保业务在 2023-2025 年迎来第三次全国土壤普查检测增量需求，以及公司 CRO/CDMO 业务产能释放，预计 2023-2025 年营业收入增速分别为-30.06%/14.66%/12.70%；

汽车及其他消费品：公司汽车检测能力全面、客户认可度高，2022 年苏州谱尼新建汽车座椅实验室和汽车电子实验室，为汽车业务发展奠定产能基础。预计 2023-2025 年营业收入增速分别为 28.28%/20.00%/16.61%；

安全保障：公司锂电池认证及检测认可度高、有望受益于下游景气度提升；此外，公司加大军品检测能力提升，伴随西安实验室投产，公司军工检测收入有望大幅提升。2023-25 年营收增速分别达 54.98%/36.95%/26.52%；

电子电器：公司电子检测技术优良，可提供 RoHS、Reach 等多种指令合规性检测，收购深圳通测，中标海关国家新能源电池产品安全遴选项目，电子电器检测能力持续提升。预计 2023-2025 年营收增速分别达 60.00%/30.00%/30.00%；

根据上述假设，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 30.30/35.37/40.79 亿元，归属母公司净利润 3.63/4.90/6.40 亿元。

表 6：谱尼测试业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1. 生命科学与健康环保					
收入	17.24	32.35	22.62	25.94	29.24
增速	45.83%	87.69%	-30.06%	14.66%	12.70%
毛利	7.72	10.37	8.80	10.45	12.16
毛利率 (%)	44.80%	32.07%	38.90%	40.27%	41.58%
2. 汽车及其他消费品					
收入	1.88	2.87	3.69	4.42	5.16
增速	18.35%	52.54%	28.28%	20.00%	16.61%
毛利	1.07	1.64	1.77	2.17	2.58
毛利率 (%)	56.54%	56.94%	48.04%	49.03%	49.99%
3. 安全保障					
收入	0.45	1.57	2.44	3.34	4.22
增速	16.55%	247.90%	54.98%	36.95%	26.52%
毛利	0.27	0.96	1.41	1.96	2.52
毛利率 (%)	59.01	60.80	57.70%	58.82%	59.57%
4. 电子电器					
收入	0.41	0.71	1.13	1.47	1.91
增速	2.06%	74.41%	60.00%	30.00%	30.00%
毛利	0.25	0.46	0.67	0.88	1.16
毛利率 (%)	61.31	64.47	59.47%	59.97%	60.47%
合计					
总营收 (亿元)	20.07	37.62	30.03	35.37	40.79
增速	40.70%	87.48%	-20.17%	17.78%	15.31%
营业成本 (亿元)	10.80	24.25	17.41	19.92	22.33
毛利率	46.16%	35.55%	42.04%	43.69%	45.25%
毛利 (亿元)	9.26	13.37	12.63	15.45	18.46

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

未来 3 年业绩预测

表 7: 未来 3 年盈利预测表(百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3762	3003	3537	4079
营业成本	2425	1741	1992	2233
销售费用	365	326	366	410
管理费用	290	294	356	414
研发费用	278	225	268	301
财务费用	6	0	0	0
营业利润	348	406	542	706
利润总额	348	404	540	704
归属于母公司净利润	321	363	490	640

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 30.03 /35.37 /40.79 亿元, 同比变动 -20.2%/+17.8%/+15.3%, 归母净利润分别为 3.63/4.90/6.40 亿元, 同比变动+13.1%/+35.1%/+30.7%。

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：38.42–50.63 元

公司为我国领先的第三方综合性检测公司，公司已基本形成全面的服务网络和一站式服务能力，有望凭借先发优势及品牌力构建的核心竞争力充分受益行业发展。我们预计公司未来收入业绩端保持稳定增长，未来五年估值假设条件见下表：

表 8：FCFF 估值中公司经营活动主要假设

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
营业收入增长率	40.7%	87.5%	-20.2%	17.8%	15.3%	18.0%	17.0%	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
营业成本/销售收入	53.8%	64.5%	58.0%	56.3%	54.7%	54.5%	54.3%	54.1%	54.0%	53.9%	53.8%	53.7%
管理费用/销售收入	10.4%	7.4%	9.7%	10.0%	10.1%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
研发费用/销售收入	7.5%	7.4%	7.5%	7.6%	7.4%	7.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
销售费用/销售收入	15.7%	9.7%	10.8%	10.3%	10.0%	9.9%	9.8%	9.7%	9.6%	9.6%	9.5%	9.5%
营业税及附加/营业收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
所得税税率	8.6%	6.8%	9.2%	8.2%	8.0%	8.5%	8.2%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
股利分配比率	18.3%	21.9%	20.0%	20.1%	20.7%	20.2%	20.3%	20.4%	20.3%	20.3%	20.4%	20.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

表 9：绝对估值法假设条件

无杠杆 Beta	0.8	T	9.16%
无风险利率	2.86%	Ka	9.08%
股票风险溢价	7.77%	有杠杆 Beta	0.84
公司股价（元）	38.81	Ke	9.36%
发行在外股数（百万股）	287	E/(D+E)	95.21%
股票市值（E）（百万元）	11139	D/(D+E)	4.79%
债务总额（D）（百万元）	560	WACC	9.13%
Kd	5.04%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 10：FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
EBIT	406.0	541.9	706.2	856.7	1,037.2	1,223.3	1,422.0	1,648.9	1,911.5	2,215.7	
所得税税率（%）	9.16%	8.18%	8.05%	8.46%	8.23%	8.25%	8.31%	8.26%	8.27%	8.28%	
EBIT*（1-所得税税率）	368.8	497.6	649.4	784.2	951.9	1,122.5	1,303.8	1,512.6	1,753.4	2,032.2	
折旧与摊销	141.6	173.9	199.4	225.9	252.7	279.6	306.5	333.3	360.1	386.9	
营运资金净变动	(81.5)	(736.0)	(155.2)	(251.4)	(313.3)	(299.0)	(346.7)	(400.1)	(448.3)	(524.4)	
资本性投资	(501.0)	(401.0)	(401.0)	(401.0)	(401.0)	(401.0)	(401.0)	(401.0)	(401.0)	(401.0)	
FCFF	(72.0)	(465.5)	292.6	357.7	490.3	702.1	862.5	1,044.9	1,264.2	1,493.7	21,365.6
PV(FCFF)	(66.0)	(390.9)	225.1	252.2	316.8	415.6	467.9	519.4	575.8	623.4	8,917.3
核心企业价值	11,856.7										
减：净债务	(679.5)										
股票价值	12,536.1										
每股价值	43.68										

资料来源：国信证券经济研究所预测

根据以上假设条件，采用 FCFF 估值方法得出公司价格区间为 38.42–50.63 元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.7%	8.9%	9.13%	9.3%	9.5%
永续 增长 率变 化	2.6%	50.63	48.61	46.73	44.97	43.31
	2.4%	49.36	47.45	45.65	43.97	42.38
	2.2%	48.18	46.35	44.64	43.02	41.50
	2.0%	47.06	45.32	43.68	42.13	40.67
	1.8%	46.01	44.34	42.77	41.29	39.88
	1.6%	45.02	43.42	41.91	40.49	39.14
	1.4%	44.08	42.55	41.10	39.73	38.42

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：37.94-50.59 元

谱尼测试为我国领先的第三方综合性检测机构，在化学检测领域具有领先优势。我们选取主营产品、业务结构、经营模式、营收规模及行业上下游产业与公司相同或相近的华测检测（300012.SZ）、广电计量（002967.SH）、国检集团（603060.SH）以及苏试试验（300416.SZ）作为同行业可比上市公司，可比公司 2023 年 PE 均值为 30 倍，由于公司正处于快速发展阶段，增速较快，给予公司 2023 年 PE 30-40 倍，合理目标价格区间为 37.94-50.59 元。

表 12：可比公司估值表

公司	投资评级	股价（元） 20230424	市值（亿元）	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
华测检测	买入	18.37	309.14	0.45	0.55	0.65	0.79	41	33	28	23
国检集团	买入	11.80	86.08	0.42	0.40	0.50	0.61	28	30	24	19
广电计量	买入	20.98	120.68	0.32	0.32	0.59	0.80	66	66	35	26
苏试试验	买入	27.65	108.16	0.61	0.69	0.96	1.29	45	40	29	21
							平均值	45	42	29	23
谱尼测试	买入	38.01	109.09	0.77	1.12	1.26	1.71	50	34	30	22

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

投资建议

公司是我国领先的综合性检测机构，所在检测行业为长坡厚雪赛道，自身行业地位领先。伴随新业务能力建设及产能释放、“内生外延”双轮驱动战略持续推进，公司有望快速发展。我们预计公司 23-25 年归母净利润为 3.63/4.90/6.40 亿元，对应 PE30/22/17 倍。公司合理目标价格区间为 37.94-50.63 元（对应 23 年 PE30-40 倍），首次覆盖给予“买入”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	513	754	1854	1566	1744	营业收入	2007	3762	3003	3537	4079
应收款项	821	1145	998	1630	1907	营业成本	1080	2425	1741	1992	2233
存货净额	25	42	34	940	1077	营业税金及附加	8	11	12	13	14
其他流动资产	75	53	84	548	603	销售费用	316	365	326	366	410
流动资产合计	1434	2819	2972	4685	5332	管理费用	214	290	294	356	414
固定资产	997	1277	1690	1913	2111	研发费用	150	278	225	268	301
无形资产及其他	102	117	116	114	112	财务费用	0	6	0	0	0
投资性房地产	248	366	366	366	366	投资收益	2	8	(0)	(0)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	32	0	0	(0)
资产总计	2781	4580	5144	7078	7920	其他收入	(149)	(359)	(225)	(268)	(301)
短期借款及交易性金融负债	246	136	560	566	587	营业利润	240	348	406	542	706
应付款项	141	265	192	682	783	营业外净收支	1	(0)	(2)	(2)	(1)
其他流动负债	292	485	405	1175	1380	利润总额	241	348	404	540	704
流动负债合计	679	887	1157	2422	2751	所得税费用	21	24	37	44	57
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	3	4	5	7
其他长期负债	82	142	142	142	142	归属于母公司净利润	220	321	363	490	640
长期负债合计	82	142	142	142	142	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	761	1029	1299	2564	2893	净利润	220	321	363	490	640
少数股东权益	0	13	16	20	26	资产减值准备	17	64	(52)	6	6
股东权益	2020	3539	3829	4494	5002	折旧摊销	142	184	142	174	199
负债和股东权益总计	2781	4580	5144	7078	7920	公允价值变动损失	0	(32)	(0)	(0)	0
						财务费用	0	6	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(413)	5	(81)	(736)	(155)
每股收益	1.61	1.12	1.26	1.71	2.23	其它	(17)	(62)	55	(2)	(1)
每股红利	0.29	0.24	0.25	0.34	0.46	经营活动现金流	(51)	481	426	(68)	690
每股净资产	14.74	12.33	13.34	15.66	17.43	资本开支	0	(550)	(501)	(401)	(401)
ROIC	18%	25%	19%	20%	21%	其它投资现金流	141	(825)	823	0	0
ROE	11%	9%	9%	11%	13%	投资活动现金流	141	(1375)	322	(401)	(401)
毛利率	46%	36%	42%	44%	45%	权益性融资	0	1228	0	273	0
EBIT Margin	12%	10%	14%	15%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	15%	18%	20%	22%	支付股利、利息	(40)	(70)	(73)	(98)	(132)
收入增长	41%	87%	-20%	18%	15%	其它融资现金流	(165)	48	424	6	21
净利润增长率	35%	46%	13%	35%	31%	融资活动现金流	(246)	1136	351	181	(111)
资产负债率	27%	23%	26%	37%	37%	现金净变动	(156)	241	1100	(288)	178
息率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	669	513	754	1854	1566
P/E	23.6	34.0	30.1	22.3	17.0	货币资金的期末余额	513	754	1854	1566	1744
P/B	2.6	3.1	2.8	2.4	2.2	企业自由现金流	0	7	(72)	(465)	293
EV/EBITDA	15.7	20.6	22.3	18.8	15.2	权益自由现金流	0	55	351	(459)	314

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032