

谱尼测试 (300887.SZ) / 检测

证券研究报告/公司深度报告

2023年3月10日

评级：增持（首次）

市场价格：35.52元

分析师：皇甫晓晗

执业证书编号：S0740521040001

电话：021-20315125

Email: huangfuxh@r.qlzq.com.cn

研究助理：王旭晖

Email: wangxh@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,426	2,007	3,656	2,694	3,393
增长率 yoy%	11%	41%	82%	-26%	26%
归母净利润(百万元)	164	220	318	374	491
增长率 yoy%	31%	35%	44%	18%	31%
每股收益(元)	2.59	1.61	1.11	1.30	1.71
净资产收益率	12%	11%	14%	14%	15%
P/E	62.5	46.4	32.2	27.3	20.8
P/B	5.6	5.1	4.0	3.4	2.9

备注：股价选取日期为2023年3月9日

报告摘要

- 核心观点：谱尼测试所布局细分行业景气度较高，产能释放配合降本增效，有望使公司2-3年业绩显著增强。此外，行业领先的融资和并购能力，使公司在更长的时间维度中，存在持续快速增长的可能。**
- 景气度和长周期双轮驱动，是检测行业的两大主线。**复盘海外检测巨头的成长史，既有受益于细分行业景气度提升，阶段性获益的企业，也有凭借自身能力，穿越周期，长期保持领先的优质企业。中国检测行业尚处于发展阶段，以景气类投资机会为主，判断超远期长期致胜的企业尚存困难。但是，当下阶段许多新兴细分行业不断涌现，成熟细分行业依然有着不错的增长。行业头部上市公司，在享受细分行业高景气度红利的时候，可以凭借自身资产负债表优势，积极布局新兴细分行业，拉长景气区间，维持规模和利润的快速增长。
- 细分行业景气度升高，产能释放配合降本增效，有望使公司短期业绩显著增强。**谱尼以环境和食品检测业务为主，在高景气度的生物制药、汽车检测等细分行业也皆有布局。当下，公司投建的上海、武汉检测基地等IPO项目已经基本达产，进入产能爬坡阶段，并购项目也已脱离疫情影响，在细分行业高景气度趋势下，业绩有望快速增长。此外，公司采用部分外包、实验室自动化建设等精细化管理方式成效显著，人均创收和管理费用率显著优化。
- 更强的融资和并购能力，积极布局新兴细分行业的战略，使公司具备拉长景气周期的潜力。**检测行业具备伴生属性，细分行业高速增长过后，行业增速将会下降，规模趋于稳定。检测公司想要长期保持快速增长，需要在细分行业中不断选择，持续布局。谱尼测试是化学检测行业龙头，具有上市地位，融资能力更强。在更长的时间跨度里，谱尼测试不断寻找和布局新兴细分行业，公司规模快速增长。公司管理层“内生和并购”双轮驱动的正确战略，以及其优秀的战略眼光，有望延长公司景气周期，持续快速发展。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。**我们预计2022-2024年，谱尼测试收入分别为37、27、34亿元，对应同比增速分别为82%、-26%、26%。归母净利润3.2、3.8、4.9亿元，对应同比增速分别为44%、18%、31%，对应PE为32、27、21倍。考虑公司当下所处细分行业景气度较高，同时具备持续扩张的能力，可以选择新兴细分行业积极布局，有望拉长景气周期，持续成长。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：细分行业景气度不及预期的风险；自建项目投产不及预期的风险；并购项目协同不及预期的风险；信息滞后风险；计算假设风险。**

基本状况

总股本(百万股)	287
流通股本(百万股)	102
市价(元)	35.52
市值(百万元)	10195
流通市值(百万元)	3619

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 检测行业专题研究：商业模式与投资范式工具书（2022.11.25）

内容目录

1.检测行业的两类投资机会	- 4 -
1.1 景气度和长周期双轮驱动	- 4 -
1.2 细分行业的异同与梳理	- 7 -
2.谱尼测试：短期高景气，长期亦可期.....	- 9 -
2.1 细分行业高景气度	- 9 -
2.2 产能释放，降本增效.....	- 11 -
2.3 持续扩张，保持领先.....	- 15 -
3.盈利预测与估值.....	- 16 -
3.1 盈利预测	- 16 -
3.3 估值	- 18 -
4.风险提示.....	- 19 -
4.1 细分行业景气度不及预期的风险.....	- 19 -
4.2 自建项目投产不及预期的风险	- 19 -
4.3 并购项目协同不及预期的风险	- 19 -
4.4 信息滞后风险.....	- 19 -
4.5 计算假设风险.....	- 20 -

图表目录

图表 1: SGS 业务结构持续变化.....	- 4 -
图表 2: 金城医学 2020 年以来股价表现	- 5 -
图表 3: SGS 营收规模及增速	- 5 -
图表 4: SGS 净利润及增速.....	- 5 -
图表 5: SGS 股价表现 (单位: 瑞士法郎)	- 5 -
图表 6: 中国检测行业营业收入.....	- 6 -
图表 7: 中国检测行业机构数量.....	- 6 -
图表 8: 中国检测行业从业人数.....	- 6 -
图表 9: 检测细分行业版图 (气泡大小代表规模, 单位亿元)	- 7 -
图表 10: 环境监测行业规模和增速	- 8 -
图表 11: 国防相关检测行业规模和增速	- 8 -
图表 12: 医疗器械检测行业规模及增速.....	- 8 -
图表 13: 机械 (含汽车) 检测行业规模和增速.....	- 8 -
图表 14: 电子电器检测行业规模及增速.....	- 8 -
图表 15: 公司主要细分行业布局.....	- 9 -
图表 16: 谱尼测试主营业务结构.....	- 10 -
图表 17: 主要企业入围第三次土壤普查实验室数量.....	- 10 -

图表 18: 公司创始人履历.....	- 11 -
图表 19: 主要检测企业上市以来募集金额统计.....	- 12 -
图表 20: 谱尼测试实验室布局	- 12 -
图表 21: 检测行业自建周期.....	- 12 -
图表 22: IPO 募投项目建设进度.....	- 12 -
图表 23: 定增募投项目建设进度.....	- 13 -
图表 24: 谱尼测试并购历史.....	- 13 -
图表 25: 谱尼测试 ROE.....	- 14 -
图表 26: 2021 年广电计量（物理）成本结构.....	- 14 -
图表 27: 2021 年谱尼测试（化学）成本结构.....	- 14 -
图表 28: 谱尼测试管理费用率（不含研发）.....	- 15 -
图表 29: 谱尼测试人均创收.....	- 15 -
图表 30: 谱尼测试货币资金充裕.....	- 15 -
图表 31: 谱尼测试资本开支.....	- 15 -
图表 32: 谱尼测试收入预测.....	- 17 -
图表 33: 谱尼测试盈利预测.....	- 18 -
图表 34: 可比公司估值表.....	- 19 -

我们在检测行业报告《商业模式与投资范式工具书》(下文简称《工具书》)中阐明了检测行业存在两类投资机会:第一类机会是景气类机会:主要来自于根据某一维度的评判和布局,阶段性最为受益的企业。第二类机会是持续成长类机会:主要来自于能够穿越周期、有望成为未来市场龙头的优质企业。

谱尼测试布局优异,公司受益于细分行业高景气度,处于快速发展和扩张期。同时,公司作为化学检测龙头企业,具备较强的融资和并购能力,可以提前布局其他有潜力的细分行业,有望拉长景气周期,持续成长。

1.检测行业的两类投资机会

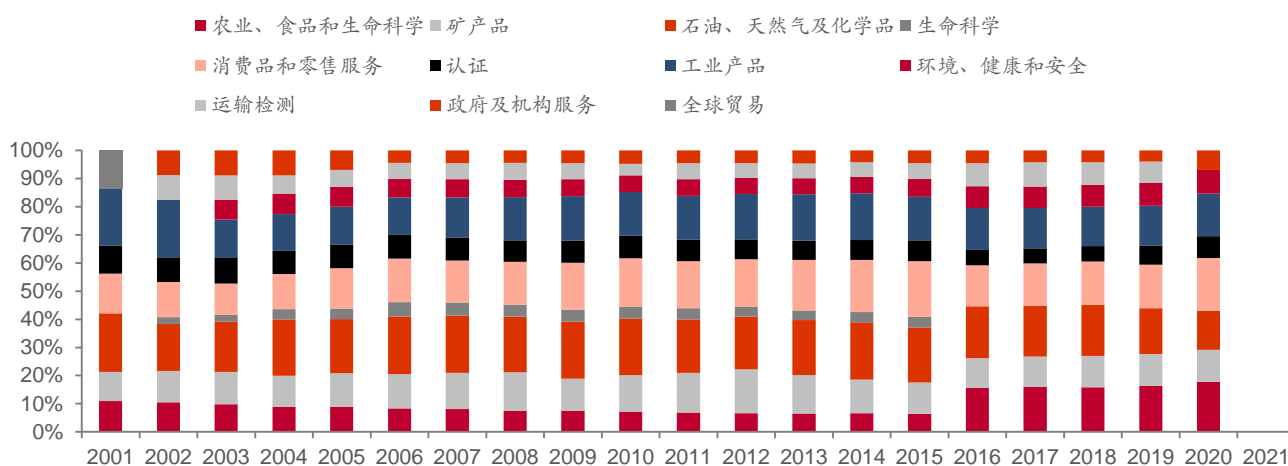
研究海外检测巨头,我们发现检测行业既存在高景气度的投资机会,也同时存在长周期的投资机会,二者都可为投资人带来丰厚的回报。

中国检测行业尚处于发展的早期阶段,成熟细分行业增速仍有 15-20%,新兴细分行业增速超 25%。当前阶段下,医药、电子等高速增长的分行业存在较多景气类投资机会。同时,头部企业凭借自身融资和并购优势,有望在长周期中持续快速发展。

1.1 景气度和长周期双轮驱动

- **检测行业的核心价值是消除信息不对称和提供信任背书。**随着全社会对质量、健康、安全、环境重视程度的不断加强,验证产品质量和过程控制的需求也随之产生,检测作为一个提供第三方认证的服务业应运而生,是一个资本与人力双密集行业。
- **行业具有明显的伴生属性,细分行业不断更迭。**随着传统细分行业趋于成熟,检测公司就会切入高速增长的新细分行业。以 SGS 为例,公司 1878 年成立,主要从事谷物贸易等农产品检测业务,后又逐步切入矿产、天然气等细分行业,其业务范围也从法国逐渐扩张到全球范围。2001 年,石油、天然气、化工产品和工业产品检测的收入贡献超 40%,但受到上游行业景气度下行影响,目前两者所占份额已不足 30%。石油、天然气和化工产品业务的收入规模也从 2018 年最高的 12 亿瑞士法郎,缩窄至 2021 年的 8 亿瑞士法郎。取而代之的是农业、食品和生命科学板块的迅速增长,占比从 2015 年的 6.4%提升至 2020 年的 17.8%。

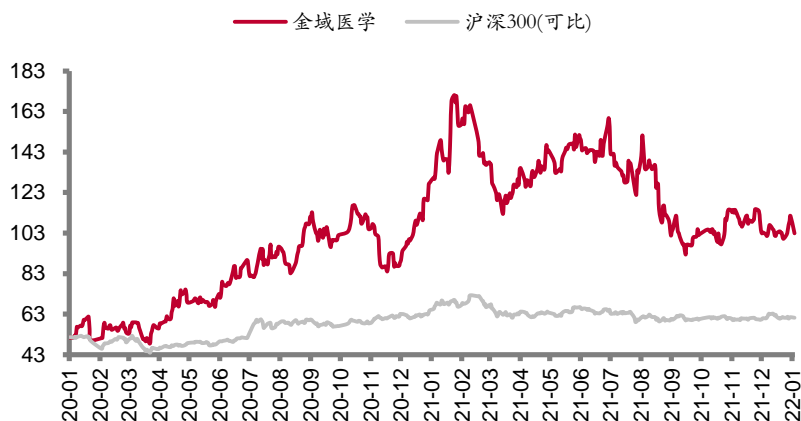
图表 1: SGS 业务结构持续变化



来源：SGS 公司公告、中泰证券研究所

- 而在细分行业快速发展期间，所有企业都可享受红利，造就了高景气度的投资机会。以金域医学为例，公司作为核酸检测龙头，2020 年扣非后净利润实现 14.6 亿元，同比增长 360%，同期二级市场年化收益率 157%。

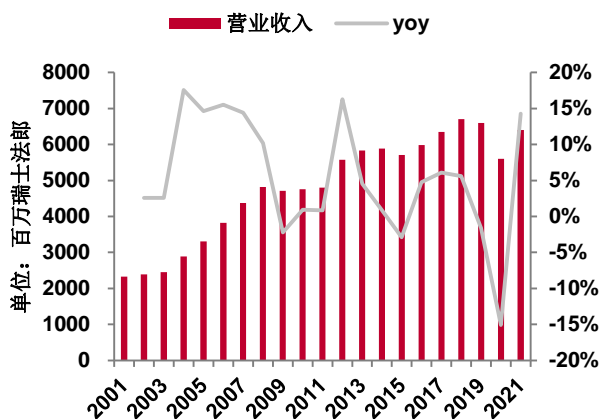
图表 2：金域医学 2020 年以来股价表现



来源：wind、中泰证券研究所

- 行业也同时存在长周期的投资机会。在某一细分行业形成优势的企业，可以逐渐向其他细分行业扩张。虽然不同细分领域客户与资质要求不同，但其商业模式较为相似。检测公司可以将员工在不同细分领域迁移（部分领域间设备也可通用），并通过收购、申请新资质切入新赛道。随着收入扩大和利润来源的多样化，公司抗风险能力逐渐增强，现金流更加健康，进一步加强其融资和并购能力。复盘海外龙头 SGS 成长史，其 2010 年以来每年并购数目超 10 起，收入和利润规模持续扩大，公司市值也不断提高。

图表 3：SGS 营收规模及增速



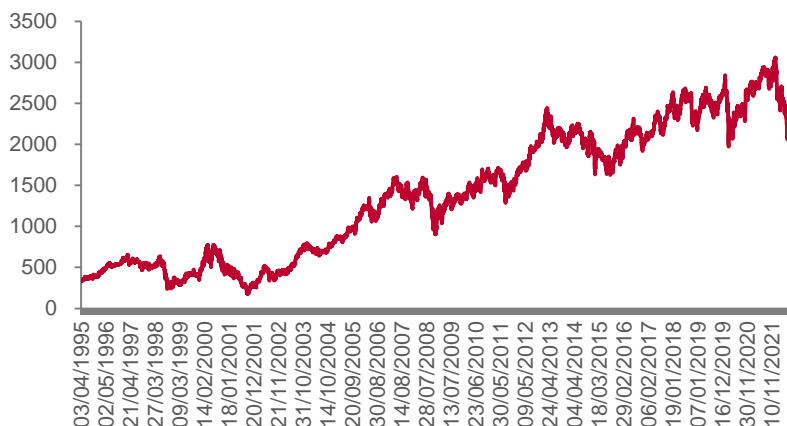
来源：SGS 公司公告、中泰证券研究所

图表 4：SGS 净利润及增速



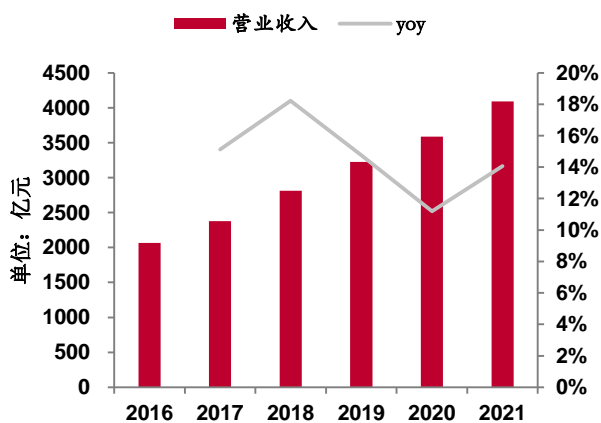
来源：SGS 公司公告、中泰证券研究所

图表 5：SGS 股价表现（单位：瑞士法郎）

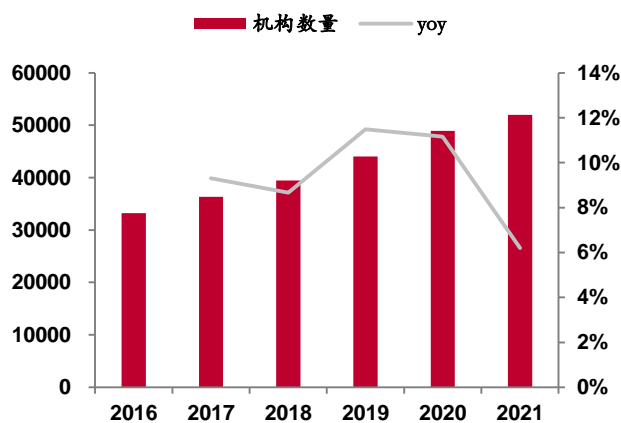


来源：SGS 公司官网、中泰证券研究所

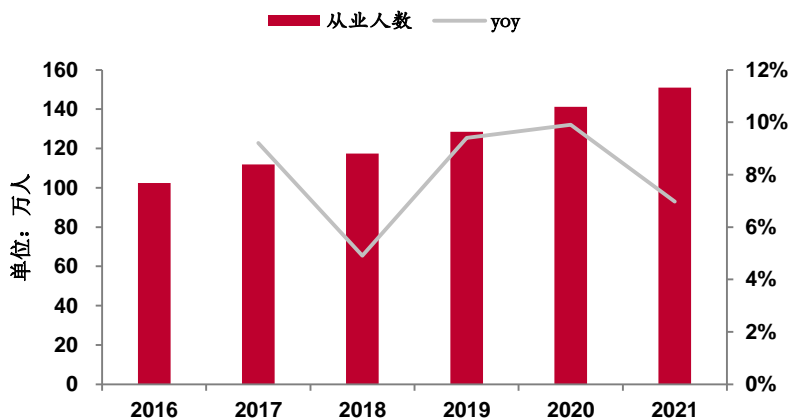
- **中国检测行业尚处于快速发展阶段。**对比全球市场，中国检测行业起步较晚，增速远高于全球市场。截至 2021 年底，我国共有检验检测机构 51949 家，同比增长 6.19%。全年实现营业收入 4090.22 亿元，同比增长 14.06%。从业人员 151.03 万人，同比增长 6.97%。

图表 6：中国检测行业营业收入


来源：国家市场监督管理总局、中泰证券研究所

图表 7：中国检测行业机构数量


来源：国家市场监督管理总局、中泰证券研究所

图表 8：中国检测行业从业人数


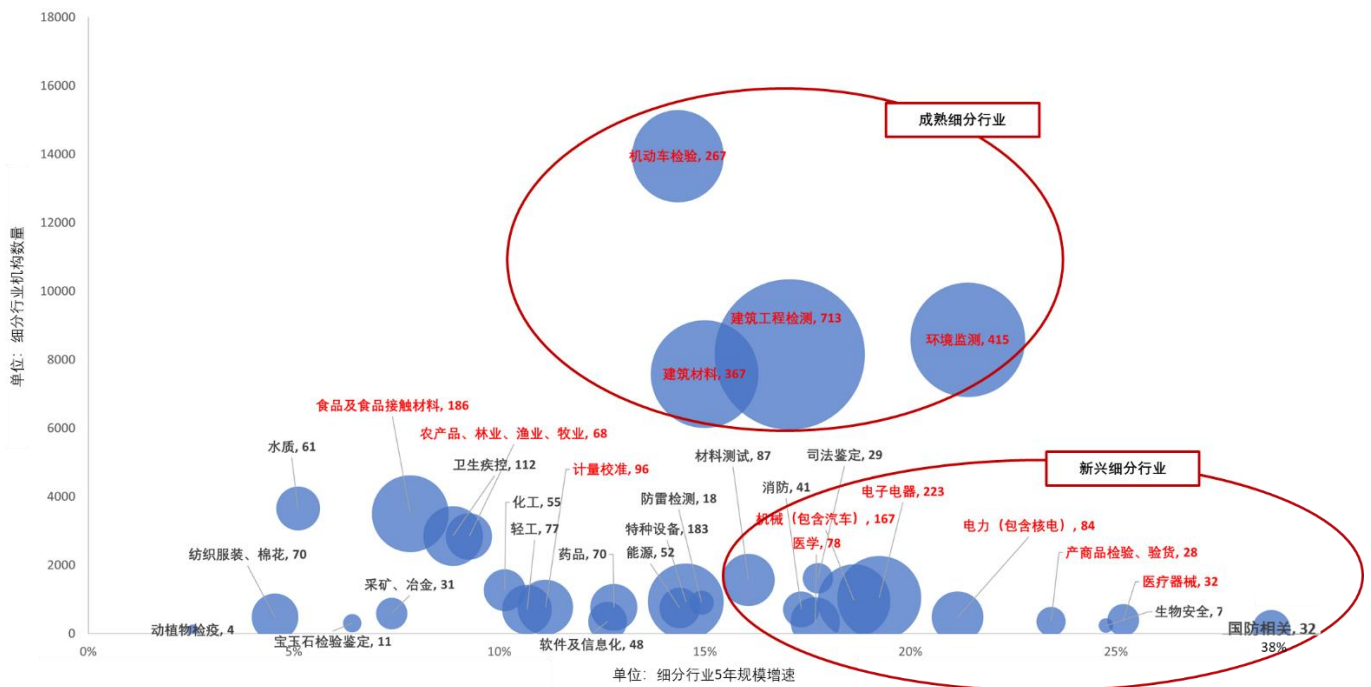
来源：国家市场监督管理总局、中泰证券研究所

- **行业快速发展阶段，两类投资机会共存。**当下，中国市场存在较多高速增长的分行业，景气类投资机会更多。同时，长周期投资机会也同样存在，头部企业可以凭借自身优势，抓住新的分行业机会，维持收入和利润的快速增长，在5年甚至更长的时间里，保持领先。

1.2 细分行业的异同与梳理

- **我们通过细分行业规模、细分行业规模增速、机构数量三个指标分别量化细分行业在行业空间、发展阶段、竞争壁垒上的差异。**（1）机动车检验、建筑材料、建筑工程检验、环境监测等细分行业规模更大，增速在15-20%区间，但早期布局的机构较多，竞争较为激烈，分布在图的上方区域，是偏成熟的细分行业。（2）电子电器、汽车、医疗器械、国防相关等细分行业的规模较小，但增速更快，竞争格局更优，分布在图的右下方区域，是更具潜力的新兴细分行业。（3）水质、化工等细分行业增速较慢，体量较小，处于图中左下方区域。

图表 9：检测细分行业版图（气泡大小代表规模，单位亿元）

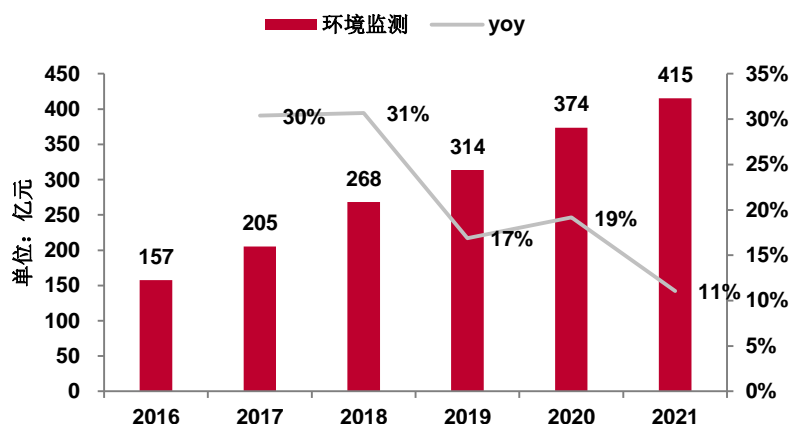


来源：国家市场监督管理总局、中泰证券研究所

注：标红色字体主要为 A 股上市公司主要涉足的行业

- **成熟细分行业迎来新机会。**环境监测等细分行业已形成较大的规模体量，仍保持较高的增速。2021 年环境监测规模为 415 亿元，2016-2021 年五年复合增速为 21%。2022 年 1 月 29 日，国务院印发《关于开展第三次全国土壤普查的通知》，通知规定于 2023-2024 年完成土壤普查的外业调查采样和内业测试化验环节。我们预测 2023-2024 年，我国环境检测市场整体营收增速将显著提升。

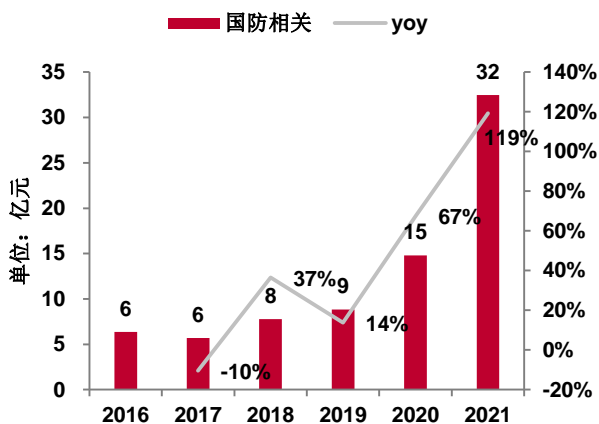
图表 10: 环境监测行业规模和增速



来源: 国家市场监督管理总局、中泰证券研究所

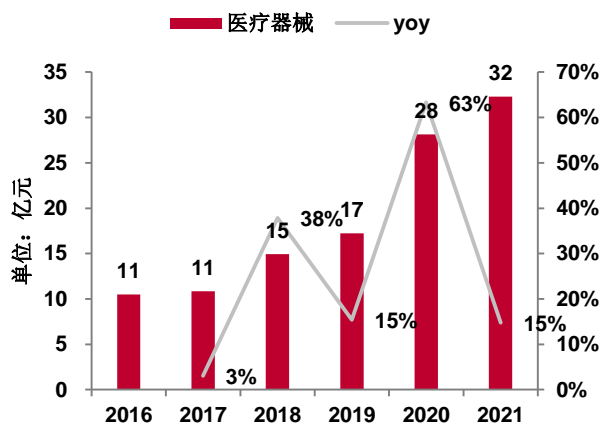
- **新兴细分行业有望保持高速增长。**上游市场高景气推动相关检测业务持续快速增长, 展望 2023-2025 年, 国防相关检测、医疗器械检测、汽车检测等行业有望成为行业核心增长板块。2016-2021 年, 我国国防相关检测、医疗器械检测、机械(含汽车)检测业务复合增速分别为 38.6%、25.2%、18.6%。

图表 11: 国防相关检测行业规模和增速



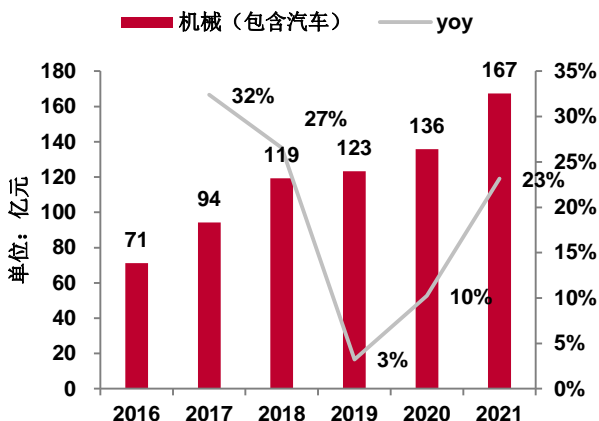
来源: 国家市场监督管理总局、中泰证券研究所

图表 12: 医疗器械检测行业规模及增速

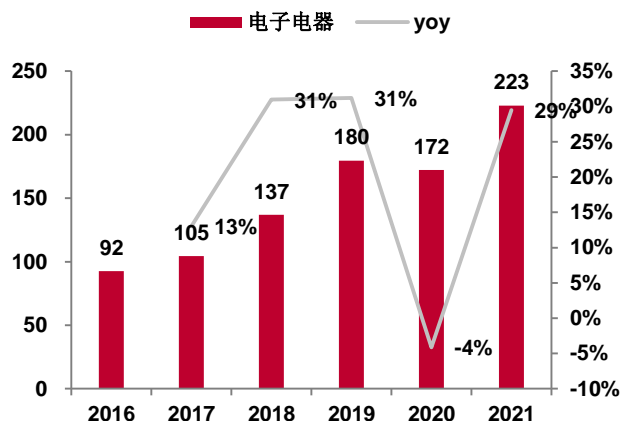


来源: 国家市场监督管理总局、中泰证券研究所

图表 13: 机械(含汽车)检测行业规模和增速



图表 14: 电子电器检测行业规模及增速



来源：国家市场监督管理总局、中泰证券研究所

来源：国家市场监督管理总局、中泰证券研究所

- 在中国检测行业的当前阶段，成熟细分行业仍保持 15% 以上的增速，高速增长的新兴细分行业不断涌现。因此，布局高景气度赛道的所有企业可以共享行业红利。而更具优势的头部企业，可以通过自建、并购等方式抢先布局新兴细分行业，延长红利周期。

2. 谱尼测试：短期高景气，长期亦可期

谱尼测试当下所布局的环境、汽车等细分行业景气度较高，早期产能的逐步释放，配合管理进一步降本增效，有望显著增强公司业绩。

中长期来看，谱尼测试有望持续快速发展。谱尼测试从不安于现状，早已从最初的单一性检测公司，逐步发展成为国内头部的综合性第三方检测企业。公司目前仍在持续寻找和布局未来的高景气度细分行业，有望延长景气周期，持续成长。

2.1 细分行业高景气度

- 谱尼测试是一家综合性第三方检测企业，于 2002 年成立，由国家科研院所改制而成，主要从事化学检测业务。其检测业务既包括环境等有望提速的传统细分行业，又覆盖医学、新能源汽车、CRO/CDMO、军工等新兴细分行业，景气度较高。公司生命科学及健康环保板块主要包括食品、环保、医学、生物制药等相关检测业务。汽车及其他消费品板块主要包括汽车、化妆品及日用化工品、日用消费品等检测。安全保障主要包括电池、军工等检测业务。

图表 15：公司主要细分行业布局

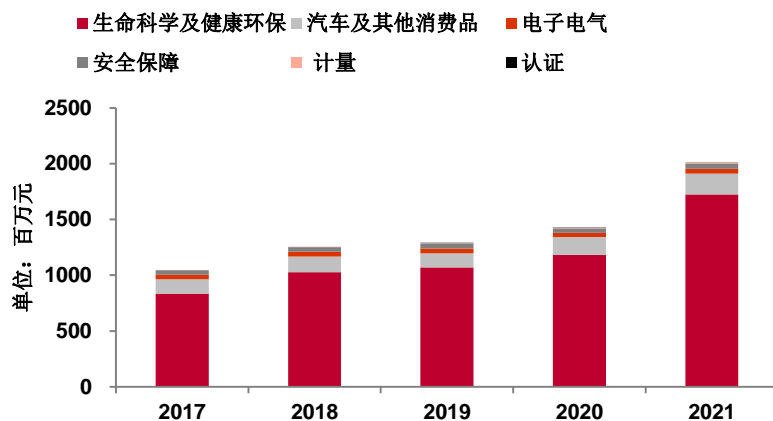
报表业务名称	服务领域	主要检验检测内容
生命科学及健康环保	生命科学	食品饮料酒类检测；农产品检测；保健品检测；生物医药 CRO/CDMO；医学检测；医疗器械检测；饮用水、矿泉水及涉水产品检测评价
	健康环保	生态环境监测；环境咨询与运维/环保管家；节能环保/碳交易/碳中和/碳核查；职业卫生/公共卫生/放射医学卫生
电子电气	电子电气	电子产品的安全及可靠性检测
汽车及其他消费品	汽车	汽车整车/汽车零部件/新能源汽车及燃料电池检测
	化妆品及日化产品	化妆品及日化产品检测；化妆品人体功效实验；消毒产品/油墨涂料/化工产品检测
	其他消费品	日用消费品/纺织/玩具/油品检测
安全保障	电池	锂电池、新能源电池测试及航空货物运输条件鉴定
	建筑材料	建筑材料与建筑工程检测/新材料检测
	特殊行业	环境与可靠性试验、电磁兼容 EMC 测试、软件测评/网络安全

来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 谱尼测试以环境、食品检测为主，大力发展医药 CRO/CDMO、汽车等领域，并在军工、电池、电子电气等领域提前布局。以 2021 年为例，剔除核酸业务影响后，食品检测、环境检测占公司营业收入的 41% 和

37%。同时，生物医药、汽车、日用化工品等行业逐渐发力，占比从 2020 年的 11% 提升至 2021 年的 16%，收入从 1.4 亿提升至 2.7 亿元，同比增长 90%，远高于同期公司整体收入（剔除核酸）增速 26%。此外，公司目前还在军工、电池等新兴细分行业加大投入，未来有望带动公司高速增长。

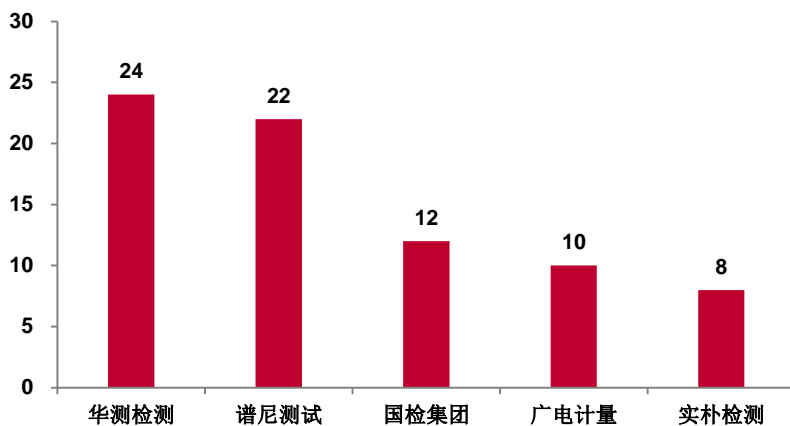
图表 16：谱尼测试主营业务结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 环境检测龙头企业。**目前我国上市检测公司中，华测检测、谱尼测试、国检集团、实朴检测等公司已有较为成熟的环境检测业务。从品牌公信力、业务布局、管理能力等方面综合来看，华测检测和谱尼测试的综合能力更强，目前已经入围土壤普查的实验室数量最多，分别为 24 和 22 个。

图表 17：主要企业入围第三次土壤普查实验室数量



来源：农业农村部、中泰证券研究所

- 大力布局生物医药等新兴细分行业。**根据公司招股书，早在 2017 年，谱尼就已从事生物医药 CRO/CDMO、医学检验、医疗器械、电子电气、汽车等检测业务，并在多年发展中不断积累。上市后，公司借助融资持续扩大业务规模。2023 年 2 月，谱尼成功收购中佳合成制药后，公司可为生物医药的研发提供小试、中试和放大的全流程技术支持，医药检测

能力进一步加强。

- **公司创始人背景利于公司 CRO/CDMO 业务开展。**谱尼创始人宋薇女士毕业于军校，曾在军事医学科学院毒物药物研究所从事药物合成和药物筛选，2018 年入选国家万人计划，获自然科学研究员正高级职称。

图表 18: 公司创始人履历

创始人履历			
姓名	宋薇	职位	董事长、董事
经历			
1968 年 8 月出生，中国国籍，无境外居留权，硕士学位，研究员，现任本公司董事长。1991 年 7 月毕业于中国人民解放军防化指挥工程学院工程技术系防化学工程专业，获得本科学历，获理学学士学位；2003 年 7 月毕业于中国人民大学世界经济专业，获得硕士学位；2020 年 6 月毕业于清华大学五道口金融学院，获得工商管理硕士学位。1991 年至 1996 年工作于军事医学科学院毒物药物研究所；1996 年至 2002 年，工作于北京市理化分析测试中心；2002 年至 2010 年，先后任谱尼中心，谱尼有限执行董事；2010 年至今，任公司董事长。2016 年 11 月入选“2017 年度科技北京百名领军人才培养工程”，2018 年入选国家中组部“国家高层次人才特殊支持计划领军人才(万人计划)”，“北京市高层次创新创业人才支持计划领军人才”。			

来源：招股说明书、中泰证券研究所

- **军工、电池等业务尚处于孵化当中，未来有望接替生物医药等细分行业，成为公司业绩的主要增长点。**当下，涵盖军工、电池等业务的安全保障业务板块体量较小，2021 年收入为 0.5 亿元，仅占公司收入的 2%。从 1.2 细分行业梳理中，我们看到国防军工相关细分行业增速为 38%，远高于其他细分行业，景气度仍在升高。谱尼测试的早期布局，有望帮助其在其他细分行业增速放缓时，维持公司整体快速增长。

2.2 产能释放，降本增效

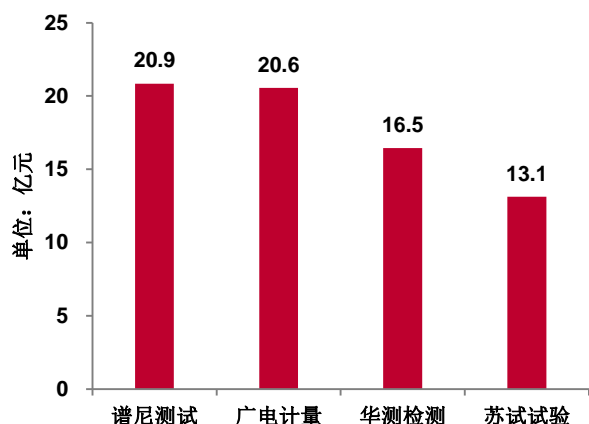
- 我们在行业报告《工具书》中提到过，检测行业具有明显的投入和盈利周期，公司治理对盈利释放的作用同样不容小觑。
- 当下，谱尼测试细分行业大都处于高景气度，公司早期产能的逐步达产和管理降本增效，有望显著提高业绩。

内生与并购

- 检测行业公司业绩依托于所处细分行业的景气度，由于细分领域众多，公司可以不断进行自建和并购，从而扩张原有业务的产能，并切入其他具有潜力的细分行业，完善公司布局。
- **谱尼测试积极践行“内生与并购”双轮驱动增长的战略规划。**自 2020 年在创业板上市以来，公司合计通过 IPO 和定增募集资金 20.9 亿元，主要用于建设上海、武汉、山东和西安等地的检测中心。同期内，公司

新并购 10 多家检测企业，累计并购金额超 2 亿元，形成了覆盖全国的网络布局。

图表 19: 主要检测企业上市以来募集金额统计



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 20: 谱尼测试实验室布局



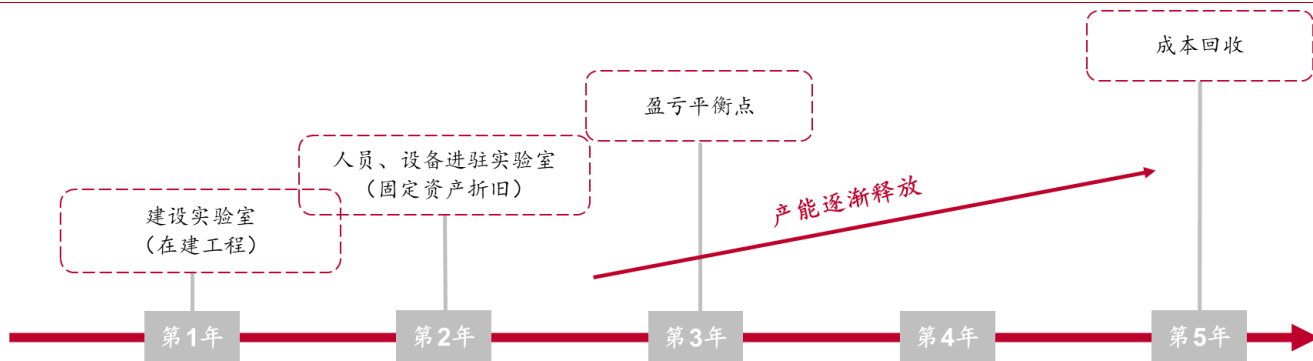
来源: 公司官网、中泰证券研究所

- 当下，谱尼测试的早期募投和并购项目已逐渐开始贡献业绩。

(1) 内生：产能快速释放

- 自建项目存在明显的投入和盈利周期。自建前期需要申请资质，购入相关设备并配置足够人员才能开展业务，通常需要花费 2-3 年的时间。

图表 21: 检测行业自建周期



来源: 中泰证券研究所

- 公司早期 IPO 项目已进入达产阶段。上海、武汉项目于 2019 年开始建设，根据公司招股书，2023 年投产后，产能利用率将达到 50%，2024 年达到 80%，目前项目建设进度符合预期。生物医药诊断试剂研发中心项目已于 2022 年全面投产，产能利用率达 100%。

图表 22: IPO 募投项目建设进度 (截止至 2022 年中报)

项目	地址	细分行业	投入金额 (百万元)	已投比重	阶段
华东运营总部建设	上海	汽车、电子可靠性等	544.19	99.72%	预计 23 年达产 50%，24 年 80%
谱尼测试研发检测基地及华中区	武汉	汽车、电子可靠性等	210	99.80%	预计 23 年达产 50%，24

运营总部建设项目					年 80%
生物医药诊断试剂研发中心项目	北京	生物医学等	70	100.00%	已完全达产

来源：招股说明书、中泰证券研究所

- **定增项目将在 2024 年逐步达产。**谱尼测试于 2022 年向特定对象发行募集，募集资金 12.4 亿元，其中 9.8 亿元用于建设山东和西安总部大厦，2.7 亿元用于补充流动资金。项目建成后，谱尼测试于环境、新能源汽车等细分行业的检测能力将进一步加强，有效延长公司在山东、西北地区的服务半径。

图表 23：定增募投项目建设进度（截止至 2022 年中报）

项目	地址	细分行业	投入金额 (百万元)	已投比重	阶段
谱尼测试集团山东总部大厦暨研发检测中心项目	青岛	食品、环境等	520	3.68%	预计 24 年达产 50%，25 年达产 80%
谱尼西北总部大厦项目	西安	化妆品日化、新能源汽车、环境等	461.13	4.65%	预计 24 年达产 50%，25 年达产 80%

来源：募集说明书、中泰证券研究所

（2）并购：完善细分行业布局

- **上市前后持续并购，完善公司业务版图。**公司上市前，曾并购武汉车附所、郑州谱尼职业卫生分别切入汽车检测和职业卫生检测。上市后，谱尼测试持续并购完善公司业务版图。在医学检验领域，公司并购郑州协力润华医学检验所。在环境可靠性实验领域，公司并购西安创尼信息科技有限公司切入环境可靠性军工产品检测领域。在医疗检验领域，公司成功收购具有放射卫生技术服务甲级资质的西安查德威克辐射技术有限公司。

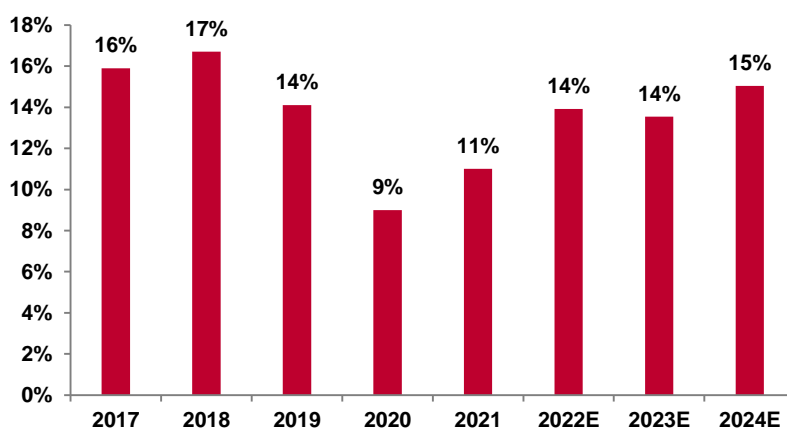
图表 24：谱尼测试并购历史

并购标的	并购时间	并购金额	被并购企业主要业务
武汉车附所	2011 年	155.5 万	汽车车身附件产品检测
郑州谱尼职业卫生	2016 年	300 万	职业卫生检测
吉林谱尼医学检验实验室	2021 年	500 万	医学板块
郑州协力润华医学检验有限公司	2021 年	550 万	医学板块
贵州谱尼测试技术有限公司	2021 年	720 万	食品业务
西安北宇航空技术发展有限公司	2021 年	1900 万	航空航天检测
西安创尼信息科技有限公司	2021 年		军工可靠性环境检测
西安查德威克辐射技术有限公司	2021 年	1350 万	环境业务
三河市核康科技有限公司	2021 年		医学板块
深圳市通测检测技术有限公司	2022 年	4900 万	电子电气检测
深圳米约计量检测有限公司	2022 年	530 万	医疗检测及诊断设备校准
湖北中佳合成制药股份有限公司	2023 年		医药级阿苯达唑原料药生产

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 并购可以节省扩张时间，一般会在第二年开始贡献利润。由于并购无需重新申请资质，场地、人员、设备不需要重新配置，相比自建，业务开展可以节省 1-2 年的时间。考虑到 2022 年仍存在疫情等外部因素影响，公司此前并购的非核酸检测类实验室利润释放可能延后。
- 随着新项目达产，谱尼 ROE 将有望重回 15% 以上，显示其扩张质量。快速增长的公司，其并购和再投资质量也值得关注。谱尼测试历史 ROE 在 15% 左右，2021 年上市融资后，ROE 被摊薄，随着新项目产能释放，未来公司 ROE 有望重新恢复到 15% 左右。

图表 25：谱尼测试 ROE



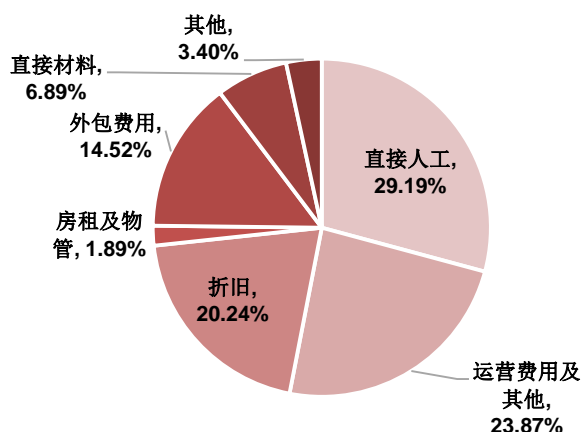
来源：公司公告、中泰证券研究所

管理能力持续提升

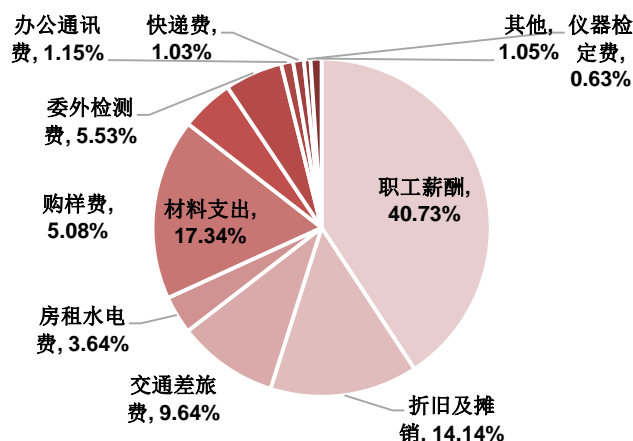
- 检测具备人力密集、资本密集属性，效率的提升至关重要。谱尼测试以化学检测为主，人力成本占比较高，与以物理检测为主的公司具有明显的差异。2021 年，公司员工薪酬占总成本比重 40.7%，以物理检测为主的广电计量人工成本占比 29.2%。因此，提高人效是化学检测类公司内部管理的主要抓手。

图表 26：2021 年广电计量（物理）成本结构

图表 27：2021 年谱尼测试（化学）成本结构



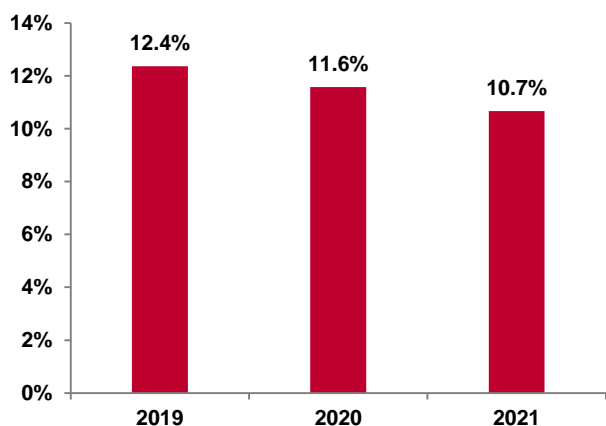
来源：广电计量公司公告、中泰证券研究所



来源：谱尼测试公司公告、中泰证券研究所

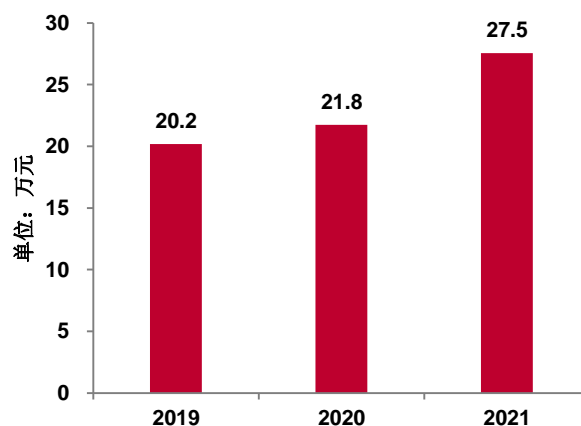
- 精细化管理促进了效率的逐步改善。**公司采用部分外包、实验室自动化建设等精细化管理方式成效显著。公司管理费用率（不含研发）从2019年的12.4%优化至10.7%，人均创收从2019年的20.2万元提升至2021年的27.5万元。公司从化学检测向物理检测的持续扩张，也带动了人均创收的增长。

图表 28：谱尼测试管理费用率（不含研发）



来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 29：谱尼测试人均创收



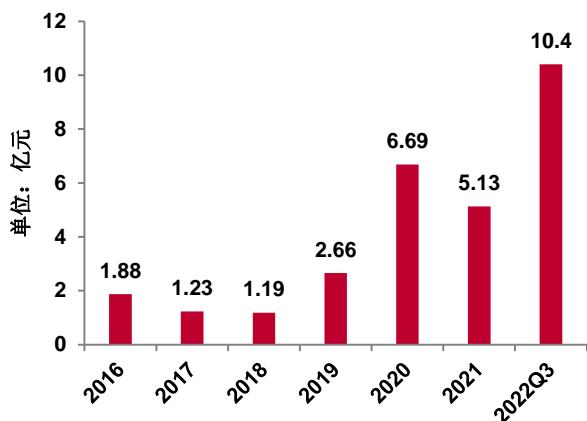
来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

2.3 持续扩张，保持领先

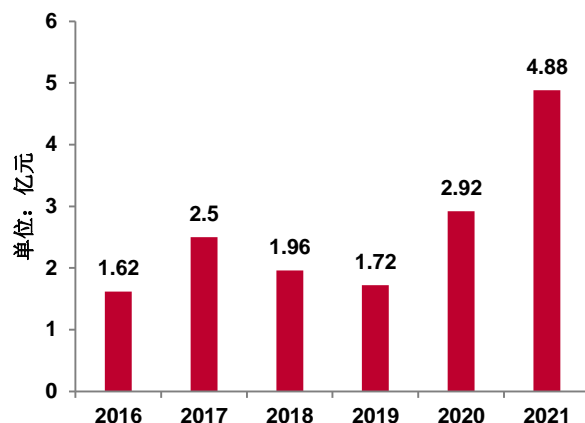
- 谱尼测试目前在手资金充裕，未来有望通过内生和并购持续扩大规模。**谱尼测试是化学检测行业龙头，具备较强的融资优势，目前在手货币资金超10亿元。公司未来将继续践行“内生与并购”战略，布局具备前景的细分行业，逐步做大做强。

图表 30：谱尼测试货币资金充裕

图表 31：谱尼测试资本开支



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

- 谱尼测试在早期环境、食品等检测业务形成一定的规模后，并未安于现状，而是积极布局新的细分行业。早期布局的生物医药等细分行业已逐渐成为公司未来的主要增长点，也展现了管理层优秀的战略眼光。当下的谱尼测试，是化学检测行业的龙头企业，具有上市公司地位。公司凭借领先于行业的融资能力，可以持续通过并购、自建等方式积极扩张，有望在长周期中持续领先。

3. 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

我们预计 2022-2024 年，谱尼测试收入分别为 37、27、34 亿元，对应同比增速分别为 82%、-26%、26%。收入增速变化过大，主要系 2021-2022 年核酸检测业务影响。若剔除核酸业务影响，我们估算其他业务 2022、2023 年收入增速或为 26%、27%。

(1) 生命科学与健康环保: 预计 2022-2024 年营业收入为 32、21、26 亿元，同比分别增长 87%、-34%、23%。

该板块业务包括生物医药一站式 CRO/CDMO、医学检测、医疗器械检测、食品、农产品及健康产品检测、环境检测等。其中:

医学检测: 预计 2022-2024 年营业收入为 15、0、0 亿元。该业务以核酸检测业务为主，2022 年疫情防控下，业务收入大幅增长。2023 年需求下降后，该业务将收缩退出，致使 2022 年和 2023 年该板块收入变化明显。

CRO/CDMO: 预计 2022-2024 年营业收入为 1.5、2.3、3.4 亿元，对应增速分别为 52%、50%、50%。当下谱尼测试正大力布局生物医药业务，并购和自建产能预计未来将持续释放。

环境检测: 预计 2022-2024 年营业收入为 8、9、11 亿元，对应增速分别为 21%、20%、20%。2023-2024 年增速提升，主要考虑到谱尼测试

受益于第三次土壤普查，业务增长较快。

食品检测：预计 2022-2024 年营业收入为 8、10、12 亿元，对应增速分别为 20%、20%、20%。人们对食品安全重视程度日益提高，食品检测需求相应增加。随着上海、武汉检测基地产能爬坡，食品检测业务有望维持较高速增长。

(2) 汽车及其他消费品：预计 2022-2024 年营业收入为 2.3、2.9、3.9 亿元，同比分别增长 22%、25%、35%。

该业务主要服务于汽车、日用化工品等消费品的检测。在汽车行业检测需求增长的背景下，集团上海、武汉公司汽车实验基地顺利建成投产，有望贡献增量业绩。此外，国家对化妆品等消费品的规范化要求提升，也将提升相应的消费品检测需求。

(3) 其他业务：其他业务包括检验检测业务中的电子电气、安全保障业务，以及计量和认证业务。主要系公司提前并购布局的细分行业，当前收入体量较小。

图表 32：谱尼测试收入预测

(单位：百万元)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
检验检测	1039	1249	1285	1420	1998	3646	2681	3376
yoy		20%	3%	10%	41%	82%	-26%	26%
生命科学与健康环保	835	1028	1070	1182	1724	3230	2121	2613
yoy		23%	4%	10%	46%	87%	-34%	23%
1.食品检测	477	555	541	554	690	830	996	1195
yoy		16%	-2%	2%	25%	20%	20%	20%
2.环境检测	358	473	529	547	621	750	900	1080
yoy		32%	12%	3%	14%	21%	20%	20%
3.医学检测				81	314	1500	0	0
yoy					286%	378%	-100%	0%
4.生物医药 (CRO/CDMO)					99	150	225	338
yoy						52%	50%	50%
汽车及其他消费品	130	141	127	159	188	231	289	390
yoy		8%	-10%	25%	18%	22%	25%	35%
1.汽车			103	110	128	150	176	228
yoy				7%	16%	17%	17%	30%
2.日用化工品			21	32	43	65	98	146
yoy				48%	36%	51%	50%	50%
3.日用消费品			3	18	17	16	16	16
yoy				485%	-3%	-10%	0%	0%
电子电气	40	42	42	40	41	70	91	118
yoy		6%	1%	-6%	2%	73%	30%	30%
安全保障	34	39	46	39	45	115	180	255
yoy		14%	18%	-15%	17%	154%	57%	42%
1.电池					15	35	53	74

	yoy						126%	50%	40%
2.军工					25	65	98	137	
	yoy						161%	50%	40%
3.其他					5	15	30	45	
	yoy						211%	100%	50%
其他		1	2	2	7	9	10	13	17
	yoy		162%	23%	236%	35%	12%	30%	30%
计量		1	1	1	5	8	8	10	14
	yoy		143%	9%	245%	47%	5%	30%	30%
认证		0	0	0	1	1	2	3	3
	yoy		409%	108%	207%	-8%	53%	30%	30%
总收入		1039	1251	1287	1426	2007	3656	2694	3393
	yoy		20%	3%	11%	41%	82%	-26%	26%

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 根据以上假设，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润 3.2、3.7、4.9 亿元，对应同比增速分别为 44%、18%、31%。毛利率和期间费用率方面，我们主要考虑 2021-2022 年核酸检测业务拉低公司整体毛利率，且疫情下，其他业务拓展受到影响，销售费用率较低。我们预计 2023 年以后，随着公司新布局高毛利细分行业收入占比提高，整体毛利率有望提升。疫情恢复后，业务拓展等因素也将提高销售费用水平。

图表 33：谱尼测试盈利预测

(单位：百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1287	1426	2007	3656	2694	3393
yoy	3%	11%	41%	82%	-26%	26%
毛利合计	633	697	926	1387	1275	1588
yoy	4%	10%	33%	50%	-8%	25%
综合毛利率	49%	49%	46%	38%	47%	47%
销售费用	251	251	316	475	417	509
销售费用率	19%	18%	16%	13%	16%	15%
管理费用	159	165	214	329	296	339
管理费用率	12%	12%	11%	9%	11%	10%
研发费用	79	98	150	256	175	221
研发费用率	6%	7%	7%	7%	7%	7%
归母净利润	125	164	220	318	374	491
yoy		31%	35%	44%	18%	31%

来源：公司公告、中泰证券研究所

3.3 估值

- **首次覆盖, 给予“增持”评级。**从可比公司对比来看, 谱尼测试 2022-2024 年净利润三年复合增速为 31%, 高于行业平均值 28%。考虑剔除 2022 年核酸检测业务影响, 参考 2024 年净利润增速 31%, 与行业平均值持平。但我们认为, 随着公司山东、西北地区总部逐步达产爬坡, 公司净利润有望在 2024-2026 年维持 30% 以上的复合增速。且谱尼测试作为化学检测龙头企业, 具有较强的融资和并购能力, 可以提前布局具有潜力的细分行业, 有望拉长景气区间, 其利润确定性和风险更低。当下, 公司市值对应 2023 年 PE 为 27 倍, 2024 年 PE 为 21 倍, 相较于同行业有较强吸引力。

图表 34: 可比公司估值表

代码	简称	市值 (亿元)	净利润增速			PE			2022-2024 年净 利润复合增速
			2022(E)	2023E	2024E	2022(E)	2023E	2024E	
300012	华测检测	364	21%	25%	26%	42	33	27	24%
300416	苏试试验	118	40%	38%	32%	44	32	24	37%
002967	广电计量	124	29%	51%	36%	52	34	25	38%
603060	国检集团	99	0%	38%	24%	39	28	23	20%
301289	国缆检测	30	3%	47%	40%	35	24	17	28%
300938	信测标准	45	49%	40%	31%	39	28	21	40%
301115	建科股份	52	15%	25%	27%	27	22	17	22%
300215	电科院	44	-15%	36%	37%	27	20	15	17%
可比公司平均			18%	37%	31%	38	28	21	28%
300887	谱尼测试	102	44%	18%	31%	32	27	21	31%

来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

注: 除谱尼测试以外, 其他公司数据选自 wind 一致预期。时间截止至 2023 年 3 月 9 日。

4. 风险提示

4.1 细分行业景气度不及预期的风险

- 检测行业具有明显的伴生属性, 上游景气度下降, 将显著影响检测企业的业绩表现。

4.2 自建项目投产不及预期的风险

- 谱尼测试的利润释放, 短期看武汉和上海总部实验室, 中期看西安和山东总部实验室。如果自建项目投产不及预期, 产能利用率爬坡缓慢, 将压缩利润。

4.3 并购项目协同不及预期的风险

- 并购是检测行业公司扩大规模、完善业务布局的必要手段。谱尼测试每年都有多起并购项目, 如果对并购项目经营不善, 也将拖累公司整体利润。

4.4 信息滞后风险

- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

4.5 计算假设风险

- 市占率、盈利预测等测算基于一定前提假设，或与实际数据存在偏差，仅供参考。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	513	645	1,370	1,235	营业收入	2,007	3,656	2,694	3,393
交易性金融资产	0	575	0	0	营业成本	1,080	2,269	1,419	1,805
应收票据	2	3	2	3	税金及附加	8	15	11	14
应收账款	781	850	626	789	销售费用	316	475	417	509
预付账款	37	68	50	63	管理费用	214	329	296	339
存货	25	46	34	42	研发费用	214	329	296	339
其他流动资产	76	109	90	104	财务费用	150	256	175	221
流动资产合计	1,434	2,296	2,172	2,237	信用减值损失	-39	0	0	0
商誉	29	37	52	63	资产减值损失	0	0	0	0
使用权资产	86	133	133	133	公允价值变动收益				
固定资产	941	1,335	2,051	2,579	投资收益	2	2	2	2
在建工程	56	140	100	50	其他收益	39	39	39	39
无形资产	102	120	120	120	营业利润	240	352	415	545
其他非流动资产	133	133	133	133	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	1,347	1,898	2,589	3,077	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	2,781	4,194	4,761	5,314	利润总额	241	353	416	546
短期借款	215	358	358	358	所得税	21	35	42	55
应付职工薪酬	69	125	92	116	净利润	220	318	374	491
应付账款	141	256	189	238	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	220	318	374	491
合同负债	106	193	143	180					
其他应付款	39	71	52	66	EPS (按最新股本摊薄)	0.77	1.11	1.30	1.71
一年内到期的非流动负债	31	57	42	53					
其他流动负债	78	116	94	110					
流动负债合计	679	1,178	970	1,121					
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				
租赁负债	50	457	784	641	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
其他非流动负债	32	32	32	32	成长能力				
非流动负债合计	82	489	816	673	营业收入增长率	40.7%	82.2%	-26.3%	26.0%
负债合计	761	1,667	1,786	1,794	EBIT增长率	27.9%	46.4%	17.9%	31.2%
归属母公司所有者权益	2,020	2,528	2,975	3,521	归母公司净利润增长率	34.5%	44.1%	17.9%	31.2%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
所有者权益合计	2,020	2,528	2,975	3,521	毛利率	46.2%	37.9%	47.3%	46.8%
负债和股东权益	2,781	4,194	4,761	5,314	净利率	11.0%	8.7%	13.9%	14.5%
					ROE	11.5%	14.0%	13.6%	15.1%
					偿债能力				
					资产负债率	27.4%	39.7%	37.5%	33.8%
					债务权益比	37.7%	65.9%	60.0%	50.9%
					流动比率	2.1	2.0	2.2	2.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.8	1.0	0.6	0.7
					应收账款周转天数	106	81	100	76
					应付账款周转天数	18	20	30	23
					存货周转天数	3	4	5	4
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.61	1.11	1.30	1.71
					每股净资产	14.74	8.81	10.37	12.27
					估值比率				
					P/E	46	32	27	21
					P/B	5	4	3	3

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。