

信义山证汇通天下

证券研究报告

仪器仪表 III

谱尼测试 (300887.SZ)

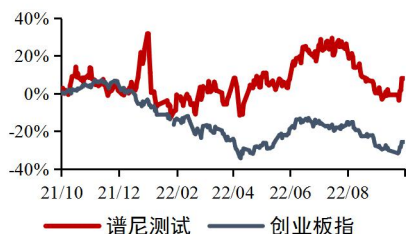
买入-A(首次)

规模化优势凸显，新兴业务领域布局加快

2022 年 10 月 18 日

公司研究/公司分析

公司近一年市场表现



市场数据：2022 年 10 月 17 日

收盘价（元）：	38.18
总股本（亿股）：	2.87
流通股本（亿股）：	0.62
流通市值（亿元）：	23.49

基础数据：2022 年 6 月 30 日

每股净资产（元）：	11.52
每股资本公积（元）：	6.33
每股未分配利润（元）：	4.02

分析师：

叶中正

执业登记编码：S0760522010001

电话：

邮箱：yeyzhongzheng@sxzq.com

研究助理：

冯瑞

邮箱：fengrui@sxzq.com

投资要点：

➤ 公司在检验检测领域具有规模化优势，2022H1 营业收入高速增长

公司是一家综合性的第三方检验检测认证技术服务集团，拥有 30 多个大型实验基地及 150 多个专业实验室，具备 CMA、CNAS、食品复检机构、CATL、CCC、DILAC、医疗机构执业许可证、医疗器械生产许可证等资质，得到生态环境部等多个国家部委认可及授权，检测报告获 100 多个国家和地区的公认。2022H1 公司实现营业收入 16.84 亿元，同比增长 127.97%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 243.94%；实现扣非归母净利润 0.78 亿元，同比增长 580.50%；基本每股收益为 0.35 元，同比增长 85.89%。公司业绩实现增长的主要原因是：①公司各事业部订单承接和实验室交付能力增强，总体业务收入快速增长；②武汉与上海实验基地投入运营，检测产能得到有效扩充；③公司加强精细化管理，提升人均产值，盈利能力进一步增强。

➤ “内生与并购”双轮驱动助力公司检测能力持续提升

①内生：公司拥有成熟的技术水平和较强的研发实力，具备较强的综合检测能力，基于此公司持续增设实验室，不断巩固竞争优势。②并购：公司先后并购武汉汽车车身附件研究所、河南际超安全科技测试服务等多家公司，持续提升汽车检验、职业卫生、医学检验、放射卫生、医疗器械检验、军工检测、医疗计量、电子电气等领域的检验检测能力。得益于“内生与并购”双轮驱动策略，公司现已拥有 30 多个大型实验基地、150 多个专业实验室以及较为完备的检验检测资质。

➤ 销售网络拓展及项目经验积累持续强化公司品牌效应

①公司现已构建拥有北京、上海、苏州、武汉 4 大区域总部，由 30 多个大型实验基地及近 100 家全资子、分公司组成的遍布全国的销售网络，能够为客户提供大批量、跨地域的检测服务。②依托丰富的项目经验，公司建立了良好的口碑，客户覆盖生态环境部、农业农村部等国家部委，蒙牛、中石油、宝洁公司、玛氏食品等知名企业以及特斯拉、奔驰、大众、比亚迪等知名主机厂。

➤ 产能逐步释放有利于公司加快布局新兴领域

目前，公司的产能逐步释放：在上海地区建设的华东运营总部以及在武汉建设的研发检测基地和华中运营总部已逐步投产；郑州谱尼测试技术有限公司新建实验大楼今年年底也将投入使用；青岛、西安实验基地有望于 2023 年投产使用。基于产能扩张，公司持续布局生物医药 CRO/CDMO、汽车、化妆品、碳中和等新兴领域。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 32.76、39.51、45.96 亿元，增速分别为 63.3%、20.6%、16.3%，净利润分别为 3.02、3.96、5.28 亿元，增速分别为 36.9%、31.4%、33.2%，对应 EPS 分别为 1.05、1.38、1.84 元，以 10 月 17 日收盘价 38.18 元计算，对应 PE 分别为 36.3X、27.6X、20.8X。考虑到 1) 检验检测行业集约化水平逐步提升利好公司发展；2) 公司持续提升检验检测能力，不断完善销售网络，品牌影响力及社会公信力持续提升；3) 公司的募投项目稳步推进，新兴领域的布局有望加快；4) 若疫情得到有效控制，汽车等领域的检测需求有望迎来恢复性增长；我们看好公司未来的发展，对公司首次覆盖，给予公司“买入-A”的评级。

风险提示：品牌和公信力受到不利影响的风险；市场竞争加剧的风险；产业政策、行业资质认证标准、市场准入规则、行业标准变动的风险；核酸检测业务持续大量开展具有较大不确定性的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,426	2,007	3,276	3,951	4,596
YoY(%)	10.8	40.7	63.3	20.6	16.3
净利润(百万元)	164	220	302	396	528
YoY(%)	30.9	34.5	36.9	31.4	33.2
毛利率(%)	48.9	46.2	43.3	44.0	45.5
EPS(摊薄/元)	0.57	0.77	1.05	1.38	1.84
ROE(%)	9.0	10.9	8.6	10.5	12.6
P/E(倍)	66.9	49.7	36.3	27.6	20.8
P/B(倍)	6.0	5.4	3.1	2.9	2.6
净利率(%)	11.5	11.0	9.2	10.0	11.5

数据来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 检验检测行业集约化水平持续提升利好公司发展.....	5
2. “内外兼修”助力公司品牌知名度及社会公信力提升.....	7
2.1 公司对内持续提升检测能力，不断巩固竞争优势.....	7
2.2 公司对外持续强化销售网络，积极建立与行业的合作关系.....	11
3. 产能逐步释放有利于公司加快布局新兴领域.....	12
4. 盈利预测及估值对比.....	13
5. 风险提示.....	15

图表目录

图 1： 全球及中国检验检测行业市场规模预测.....	6
图 2： 中国规模以上检验检测机构情况.....	6
图 3： 公司业绩表现.....	7
图 4： 公司营业收入构成（%）	7
图 5： 公司研发投入情况.....	8
图 6： 公司研发人员情况.....	8
图 7： 公司的实验室及联络处分布.....	11
图 8： 2021H1 公司主要业务同比增长情况.....	13
图 9： 2022H1 公司主要业务同比增长情况.....	13
表 1： 公司主要服务概况.....	5
表 2： 公司主要并购情况.....	8
表 3： 公司实验室分布及主要资质情况（截至招股书发布日）	9

表 4： 同业可比公司对比.....	10
表 5： 公司参与的典型政府组织项目概况.....	12
表 6： 未来募投项目概况.....	12
表 7： 2022-2024 年公司主营业务收入预测（百万元）	14
表 8： 2021-2024 年可比公司估值对比.....	15

1. 检验检测行业集约化水平持续提升利好公司发展

谱尼测试具备较为完备的资质能力和丰富的检测经验，致力于为客户提供产品设计、研发、生产、使用全生命周期的一体化解决方案。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，主营业务包括检验检测、计量、认证及相关技术服务，业务范围涵盖生命科学与健康环保、汽车及其他消费品、安全保障、电子电气等。公司现已成为由 30 多个大型实验基地及 150 多个专业实验室组成的大型综合性检测集团，具备 CMA、CNAS、食品复检机构、CATL、CCC、DILAC、医疗机构执业许可证、医疗器械生产许可证等资质，得到生态环境部、农业农村部、国家市场监督管理总局、国家卫健委、民航局等多个国家部委认可及授权，检测报告获 100 多个国家和地区的公认。

表 1：公司主要服务概况

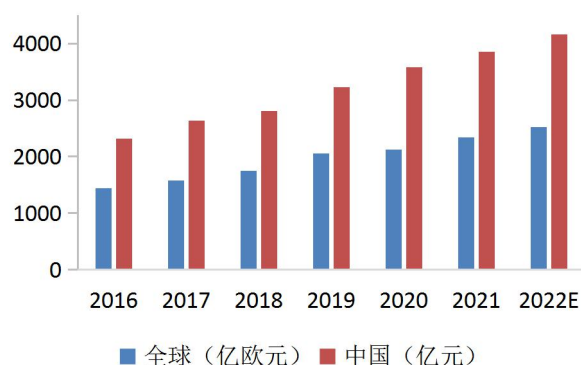
业务领域	细分领域	服务领域	服务对象与内容
检验检测	生命科学与健康环保	生物医药一站式服务 CRO/CDMO	具备药品（化药、中药及生物药）、药包材、药用辅料以及药品相关环境的研发、生产及检测能力，承担药物发现、药物合成、药物制剂、药物分析、药理学研究、药品检测、药物生产等工作
		医学检测	提供新冠病毒等传染性疾病的筛查诊断和疾病预防工作，同时积极推进感染性疾病病原体核酸检测、临床免疫学、病理及疑难病理诊断妇科疾病、婴幼儿疾病、精准基因、质谱分析等医学特检领域的布局
		医疗器械检测	检测项目包括口罩及防护服；EMC 电磁兼容测试；手术器械；医用卫生材料及辅料；医用缝合材料及粘合剂；医用高分子材料及制品；消毒和灭菌设备及用具；安规检验；环境安全；性能测试
		食品、农产品及健康产品检测	食品安全检测、乳品检测、转基因检测、白酒/啤酒/红酒检测、烟草检测；农产品检测；保健品检测；饮用水、矿泉水及涉水产品检测评价等
		环境安全检测	生态环境监测、大气监测、环境咨询与运维、环保管家、空气治理净化；节能环保、碳交易、碳中和、碳核查等业务
	汽车及其他消费品	汽车整车/零部件/新能源汽车及燃料电池检测	ELV 指令、REACH 法规等合规性检测、各类限用有毒物质、挥发性有机物（VOC）、零部件的功能及疲劳耐久性、可靠性、各种材料的物理力学性能，燃料电池的安全、性能、环境适应性测试，CCC 强制性产品认证检验、道路机动车辆零部件公告检验等
		化妆品检测及人体功效实验	可开展化妆品检测、化妆品人体功效试验、风险物质测试、人体功效评价、毒理实验、产品型式检验、风险评估等检测项目
		日用消费品/纺织/玩具/油品检测	承担市场监管部门对流通领域学生文具、儿童用品、纺织品、箱包、鞋类、杂货、眼镜、油品等商品的质量抽检工作
	安全保障	电池安全测试及危险品货物运输条件鉴定	推出汽车用动力电池组检测项目，提供应征消费税电池产品免税环保检测、锂电池 UN38.3 检测、磁性检测、货物运输条件鉴定/MSDS 编制及验货等；可依据各类国际及国内标准对各类电池进行检测
		特殊行业及环境与可靠性试验	提供气候可靠性试验、机械可靠性试验和综合环境可靠性试验及产品可靠性一体化解决方案，业务领域涉及汽车、电子、轨道交通、网络通信、电磁兼容 EMC 测试、航空、航天、船舶及特殊行业产品等领域

业务领域	细分领域	服务领域	服务对象与内容
		化工产品/消毒产品/油墨涂料检测	提供专业消毒剂、消毒器械、消毒指示物、病毒杀灭效果、一次性卫生用品、空气消毒效果模拟舱、抗菌、除菌、净化类电器、抑菌类日化产品、油墨、胶黏剂、涂料、清洗剂和化工产品等检测
		验货/审厂	依据客户需求对工厂或供应商的质量管理能力、生产能力、研发能力、发货物流等提供专业审核
	电子电气	--	提供 RoHS、Reach 等多种指令合规检测，同时提供卤素、PAHs、PFOS、双酚 A、邻苯、HBCDD、金属成分分析，材料元素分析等多种管控物质检测和可靠性、安规等性能检测
计量服务			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			公司可提供质量管理体系（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：公司招股说明书，公司 2021 年度报告，山西证券研究所

检验检测行业市场空间广阔且相对分散，但目前我国产业集约化的趋势显现。与欧美发达国家相比，我国检验检测市场起步较晚、发展相对落后，但近年来我国连续出台多项食品农产品质量安全、生态环境保护、产品质量安全等相关的法律法规和政策，检测行业的市场需求不断提升。截至 2021 年底，我国检验检测机构数量为 51949 家，同比增长 6.19%；营业收入 4090.22 亿元，同比增长 14.06%，已成为全球增长速度最快、最具潜力的检验检测市场，中商产业研究院预测数据显示 2022 年全球及中国检验检测市场规模或将分别达到 2527 亿欧元和 4165 亿元。目前，检验检测市场相对分散的格局并未从根本上发生改变，根据华经产业研究院数据，2020 年全球前四大检测机构 Eurofins、SGS、BV、Intertek 的市占率分别为 2.5%、2.4%、2.1%、1.5%，CR4 仅为 8.5%。但是目前我国检验检测业务向大型及规模以上机构集中的趋势凸显，中商产业研究院预测 2022 年我国规模以上检验检测机构将达到 7697 家，占比将提升至 14.42%。

图 1：全球及中国检验检测行业市场规模预测



资料来源：中商产业研究院，山西证券研究所

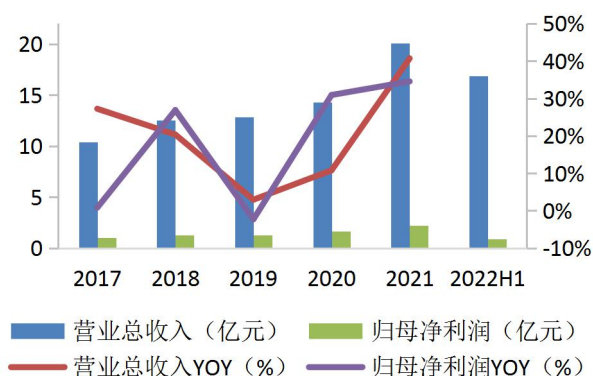
图 2：中国规模以上检验检测机构情况



资料来源：中商产业研究院，山西证券研究所

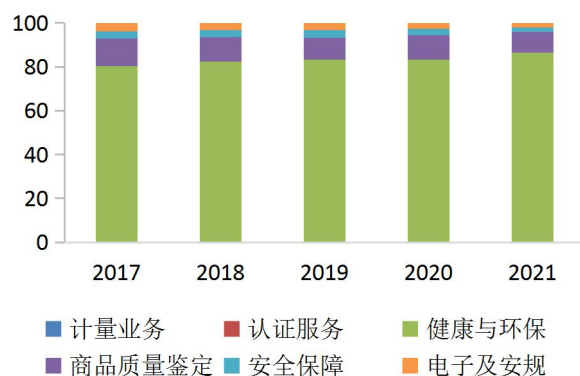
疫情爆发以来公司业绩实现了快速增长，但检测服务始终是公司第一大营收来源。检测服务是公司的主要营收来源，2019~2021 年销售收入占比始终维持在 99.50%以上，其中健康与环保领域的销售收入占比最大。疫情爆发催生了大量的核酸检测业务需求，受此影响公司的业绩增长明显加快：2019~2021 年营业总收入由 12.87 亿元增至 20.07 亿元，CAGR 为 24.85%；归母净利润由 1.25 亿元增至 2.20 亿元，CAGR 为 32.72%。但由于公司检测结构进行了调整，盈利能力有所弱化：2021 年公司毛利率为 46.16%，较 2019 年下降了 2.97 个百分点。

图 3：公司业绩表现



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 4：公司营业收入构成 (%)



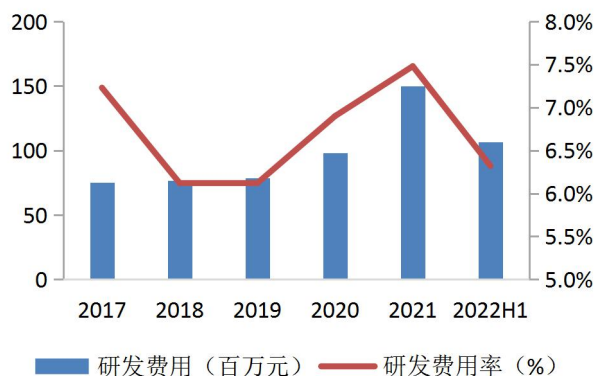
资料来源：Wind，山西证券研究所

2. “内外兼修”助力公司品牌知名度及社会公信力提升

2.1 公司对内持续提升检测能力，不断巩固竞争优势

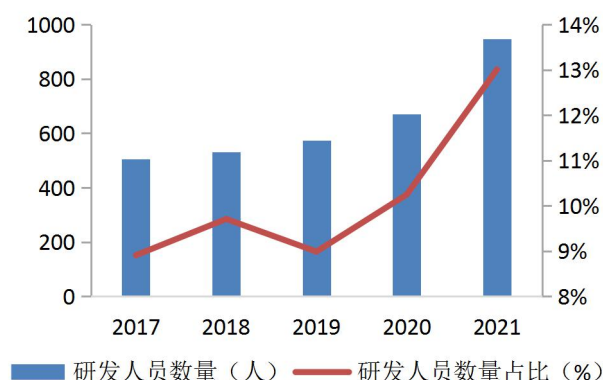
公司拥有成熟的技术水平和较强的研发实力，具备较强的综合检测能力。公司高度重视技术创新的研发工作：2019-2021 年公司研发费用由 0.79 亿元增至 1.50 亿元，占营业收入的比例由 6.12% 提升至 7.48%；研发人员数量由 573 人增至 948 人，占公司总人数的比例由 8.99% 提升至 13.01%。目前公司已经掌握了较为成熟的检测方法和技术，截至 2022 年 6 月 30 日，集团及旗下子公司已获得逾 370 项授权专利，软件著作权逾 150 项，参与修订国际、国家、行业标准近 100 项，同时公司拥有多个经国家认定的博士后科研工作站、生物医药类工程实验室、工程技术研究中心、企业技术中心等研发机构，并多次参与国家 863 计划、国家自然科学基金、国家攀登计划、国家服务业引导资金等国家科研课题项目的研究与实施，为新技术研发和检测技术的优化提供了有力保障。

图 5：公司研发投入情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 6：公司研发人员情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

基于“重资产”的行业属性，公司通过自建和收购两种方式持续增设实验室、拓展检验检测领域。检验检测行业具有明显的“重资产”属性，是典型的资本密集型行业，检验检测机构需要持续投入人力资源、仪器设备来增设实验室、实现资质扩项、扩大服务范围。因此公司积极践行“内生与并购”双轮驱动增长的战略规划，目前已拥有 30 多个大型实验基地和 150 多个专业实验室，除自建以外，公司也在择机并购能够形成业务协同效应、实现优势互补的标的，并且并购的速度在逐步加快。通过不断并购，公司在汽车检验、职业卫生、医学检验、放射卫生、医疗器械检验、军工检测、医疗计量、电子电气等领域的检测能力进一步提升。

表 2：公司主要并购情况

并购时间	并购公司名称	并购的重要意义
上市之前	武汉汽车车身附件研究所	有利于公司布局汽车检验检测领域
	河南际超安全科技测试服务有限公司 (现更名为郑州谱尼职业卫生)	有利于公司布局职业卫生检测领域
	英途前程教育科技(北京)有限公司 (现更名为北京谱尼科技)	可满足成立 3 年及以上的资质要求，便于推进子公司开展新领域新业务的计划
2021	郑州协力润华医学检验所有限公司	有利于公司布局医学检验领域
	长春久和医学检验实验室 (现更名为吉林谱尼医学)	
	西安查德威克辐射技术有限公司	进一步拓宽医疗放射卫生业务
	三河市核康科技有限公司	丰富了在职业卫生、医疗辐射、医疗器械检验和校准等医疗卫生领域的业务版图
	西安北宇航空技术发展有限公司 (100%控股西安创尼信息科技有限公司)	有利于拓展军工检测新领域，丰富了特殊行业的客户资源
	贵州安为天检测技术有限公司 (现更名为贵州谱尼)	巩固了公司在传统食品环境领域的检测优势
2022	深圳米约计量检测有限公司	提升了公司在医疗计量领域的检测能力

并购时间	并购公司名称	并购的重要意义
	(现更名为深圳谱尼计量有限公司)	
	成都米约计量检测有限公司 (现更名为成都谱尼计量检测有限公司)	
	深圳市通测检测技术有限公司	提升了公司在电子电气领域的检测能力

资料来源：公司 2022 年半年度报告，公司 2021 年度报告，公司招股说明书，山西证券研究所

公司具备较为完备的检验检测资质，有利于公司维持社会公信力。社会公信力对检验检测机构而言至关重要，作为传递质量可靠信息的重要一环，检验检测机构的能力需要得到公众的认可。因而国家也就进入检验检测行业设置了基本的门槛，如：《中华人民共和国计量法》第二十二条规定“为社会提供公证数据的产品质量检验机构，必须经省级以上人民政府计量行政部门对其计量检定、测试的能力和可靠性考核合格”；《中华人民共和国认证认可条例》（国务院令第 390 号）第十六条规定“向社会出具具有证明作用的数据和结果的检查机构、实验室，应当具备有关法律、行政法规规定的基本条件和能力，并依法经认定后，方可从事相应活动，认定结果由国务院认证认可监督管理部门公布”。目前，公司已具备 CMA、CNAS、食品复检机构、CATL、CCC、DILAC、医疗机构执业许可证、医疗器械生产许可证等诸多资质，这些资质是公司检验检测能力的直观体现，也是公司构筑的强大护城河。

表 3：公司实验室分布及主要资质情况（截至招股书发布日）

基地名称	地点	取得的主要资质	编号	有效期	首次取得时间
谱尼测试	北京	CMA 资质	160000343608	2018.06.04-2022.09.13	2002.11.04
		CNAS 资质	CNASL0412	2018.07.24-2023.02.25	2003.05.12
		CNAS 资质	CNASIB0282	2018.07.24-2023.10.13	2011.10.14
		认证机构批准证书	CNCA-R-2016-236	2016.06.02-2022.06.02	2016.06.02
上海谱尼	上海	CMA 资质	160920340809	2016.04.26-2022.04.25	2007.04.06
		CNAS 资质	CNASL3061	2019.05.15-2024.05.09	2007.05.11
		CNAS 资质	CNASIB0310	2018.08.08-2024.08.13	2012.08.14
深圳谱尼	深圳	CMA 资质	160021343787	2016.03.07-2022.03.06	2007.11.09
		CNAS 资质	CNASL3192	2018.09.03-2024.09.11	2007.09.12
		CNAS 资质	CNASIB0279	2019.09.04-2023.08.28	2011.08.31
青岛谱尼	青岛	CMA 资质	2015150587V	2015.11.26-2021.11.25	2010.01.06
		CNAS 资质	CNASL4349	2018.12.05-2025.01.21	2009.12.28
江苏谱尼	苏州	CMA 资质	150000343619	2015.12.25-2021.09.10	2015.09.11
		CNAS 资质	CNASL9326	2018.11.21-2022.09.11	2016.09.12
天津谱尼	天津	CMA 资质	170200340030	2018.07.31-2023.03.07	2012.02.17
		CNAS 资质	CNASL12487	2019.08.07-2025.08.06	2019.08.07
郑州谱尼	郑州	CMA 资质	161600050951	2016.10.18-2022.10.17	2014.12.04
		CNAS 资质	CNASL12616	2019.09.25-2025.09.24	2019.09.25
郑州职业卫生	郑州	CMA 资质	161603130859	2016.08.31-2022.08.30	2016.08.31
武汉谱尼	武汉	CMA 资质	171700340088	2017.03.09-2023.03.08	2014.05.28

基地名称	地点	取得的主要资质	编号	有效期	首次取得时间
武汉车附所	武汉	CMA 资质	180008221722	2018.06.11-2024.06.10	1997.12.17
		CNAS 资质	CNASL0522	2018.06.05-2024.06.14	2001.07.25
黑龙江谱尼	哈尔滨	CMA 资质	150800140504	2018.12.26-2021.10.18	2015.10.19
		CNAS 资质	CNASL10741	2019.06.12-2024.02.11	2018.02.12
大连谱尼	大连	CMA 资质	17061205B025	2017.05.12-2023.05.11	2014.12.03
宁波谱尼	宁波	CMA 资质	171120341513	2017.12.26-2023.12.25	2012.03.16
杭州谱尼	杭州	CMA 资质	171100111668	2018.05.30-2023.10.12	2014.11.25
广州谱尼	广州	CMA 资质	201719000749	2018.09.03-2023.06.21	2011.10.31
厦门谱尼	厦门	CMA 资质	171300110091	2017.05.11-2023.05.10	2014.05.07
吉林谱尼	吉林	CMA 资质	170700140143	2017.09.20-2023.09.19	2014.09.28
乌鲁木齐谱尼	乌鲁木齐	CMA 资质	183100120003	2018.08.21-2024.08.20	2015.08.24
四川谱尼	成都	CMA 资质	162312050587	2016.12.05-2022.12.04	2016.12.05
陕西谱尼	西安	CMA 资质	172721340286	2017.05.04-2023.05.04	2017.05.04
内蒙古谱尼	呼和浩特	CMA 资质	160500140463	2016.11.29-2022.11.28	2016.11.29
河北谱尼	石家庄	CMA 资质	160312340740	2016.09.14-2022.09.13	2016.09.14
山西谱尼	太原	CMA 资质	180412059002	2019.11.22-2024.04.09	2018.04.10
合肥谱尼	合肥	CMA 资质	171212050808	2017.04.06-2023.04.05	2017.04.06
北京谱尼科技	北京	CMA 资质	190008344309	2019.09.25-2025.09.24	2019.09.25
谱尼医学	北京	医疗机构执业许可证	007151110108932019	2020.02.28-2024.12.31	2020.02.28

资料来源：公司招股说明书，山西证券研究所

目前，公司已跻身检验检测领域领先企业，未来仍有较大的发展潜力。尽管公司在营收规模上仍与华测检测、广电计量有一定差距，但是在行业资质、检测能力、销售布局等方面公司有较大的竞争优势，考虑到并购整合和新建产能有序推进，公司还有较大的发展空间。

表 4：同业可比公司对比

主要指标	谱尼测试	华测检测	广电计量
2021 年营业收入（亿元）	20.07	43.29	22.47
2021 年归母净利润（亿元）	2.20	7.46	1.82
分支机构数量（家）	近 100	90+	60+
实验室数量（个）	150+	150+	
实验基地数量（个）	30+		26
检测能力	年检测次数 2700 万+	年报告数量 370 万+	
CNAS、CMA、CATL	是	是	是
农业部“三品一标”检测实验室	是	是	是
全国土壤污染详查推荐检测实验室	是	是	是

资料来源：Wind，谱尼测试 2022 年半年度报告，谱尼测试招股说明书，公司官网，山西证券研究所

2.2 公司对外持续强化销售网络，积极建立与行业的合作关系

公司的销售网络遍布全国，规模优势明显，有利于提升品牌的影响力。公司不断加强实验室建设和销售网络布局，现已构建拥有北京、上海、苏州、武汉 4 大区域总部，由 30 多个大型实验基地及近 100 家全资子公司、分公司组成的遍布全国的销售网络。公司采取直销模式，通过遍布全国的销售服务网络，为客户提供检验检测、计量、认证及相关技术服务，由于公司形成了大规模检测能力，因而能够承接大批量（如政府部门密集监督抽检）、跨地域紧急的检测任务，规模优势明显。公司将持续构建优秀的品牌策划能力、加大品牌宣传力度，依托遍布全国的销售网络积极推行质量管理知识普及、行业发展理论和实务宣传，不断巩固“谱尼测试鉴证优良品质”的品牌形象，进一步提升品牌影响力。

图 7：公司的实验室及联络处分布



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司具有丰富的项目经验，在政府、企业等客户中建立了良好的口碑，品牌效应不断增强。一方面，公司积极响应政府号召，认真履行社会责任，得到生态环境部、农业农村部、国家市场监督管理总局、国家卫健委、民航局等多个国家部委认可及授权，检测报告获 100 多个国家和地区的公认；另一方面，公司为蒙牛、伊利、中石油、中石化、宝洁公司、玛氏食品等知名企业提供多种检测服务，并通过中国重汽第三方检测实验室现场审核，持续受到特斯拉、奔驰、大众、比亚迪、福田戴姆勒、蔚来、小鹏、理想、吉利、江淮、岚图、零跑、开沃、牛创新能源等众多知名主机厂认可，品牌效应进一步增强。

表 5：公司参与的典型政府组织项目概况

领域	时间	具体项目
食品检测	2007	成为国家质检总局认可的“三聚氰胺”检测机构，承担乳制品检测任务
食品及环境检测	2008	为北京奥运会提供环境和食品安全检测服务
	2010	为上海世博会、广州亚运会提供环境和食品安全检测服务
	2011	为深圳大运会提供环境和食品安全检测服务
	2014	为北京 APEC 峰会提供环境和食品安全检测服务
	2016	为杭州 G20 峰会提供环境和食品安全检测服务
医学检测	2013	承担食药监局胶囊明胶检验任务
	2020	完成中国国际服务贸易交易会疫情保障任务
	2020	完成中国共产党北京市第十二届委员会第十二次全体会议代表核酸检测保障任务
	2021	完成中国国际服务贸易交易会、建党 100 周年庆祝活动疫情保障任务
	2022	承担冬奥组委外事活动相关人员新冠疫苗免后抗体评价任务
	2022	承担冬奥会运动员测试赛核酸检测保障任务

资料来源：公司 2022 年半年度报告，公司 2021 年度报告，公司招股说明书，山西证券研究所

3. 产能逐步释放有利于公司加快布局新兴领域

公司的部分募投项目逐步投入运营，产能将得到有效释放。公司在上海建设的华东运营总部，在武汉建设的研发检测基地及华中运营总部已逐步投产；公司全资子公司郑州谱尼测试技术有限公司新建实验大楼今年年底也将投入使用。未来公司还将继续推进山东总部大厦暨研发检测中心项目和谱尼西北总部大厦项目，青岛和西安实验基地有望于 2023 年投产使用，预计投产后华北地区、西北地区的检测实力将得到进一步扩充，有利于实现对周边省的有效辐射。公司加大实验室设备购置及新实验室建设能够有效助力公司突破瓶颈，未来 3-5 年产能或将得到逐步释放。

表 6：未来募投项目概况

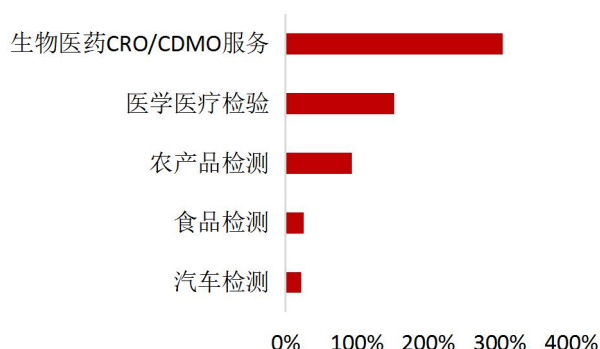
募投项目	业务规划方向
山东总部大厦暨研发检测中心项目	科技型双创企业研发仪器支持共享平台、食品安全综合实验室、电子实验室、基因实验室、环境实验室、海洋工程实验室、可靠性实验室、日化洗涤/护理用品实验室、毒理学安全评价与功能实验室、油品检验实验室等功能实验室等
谱尼西北总部大厦项目	新能源汽车实验室、环境可靠性实验室、电磁兼容 EMC 测试实验室、医学医疗器械检验实验室、医药 CRO/CDMO 实验室扩大化妆品检测实验室等

资料来源：公司 2022 年半年度报告，山西证券研究所

基于产能扩张，公司持续布局新兴领域，业绩增长有望加速。目前，公司持续布局生物医药 CRO/CDMO、汽车、化妆品、碳中和等新兴领域检测业务，并且取得了较为显著的成效：①在生物医药 CXO 领域，公司在北京拥有约 1000 平米的实验室，在上海拥有约 3.8 万平米的实验室，拥有《实验动物使用许可证》及齐全的动物行为学分析、病理实验、生化分析测试和遗传分析等设备，拥有 SPF 级实验动物屏障设施，能够

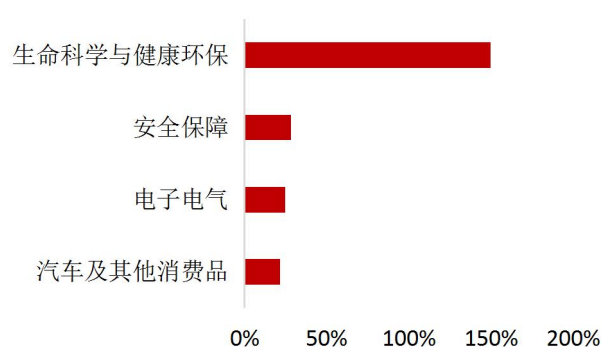
进行小白鼠、小豚鼠、兔子、比格犬、猪及灵长类动物食蟹猴等饲养和实验。②在新能源汽车领域：公司在新能源汽车产品测试方面完成了众多成功案例，将 CAD、FEA、CFD、NVH、测量、逆向工程、机电控制、机器人、气动控制、液压控制、伺服控制、环境控制及二次开发等技术进行融合，达到客户非标定制需求。③在化妆品领域：公司在多地具有人体功效评价实验室，可以同时开展多项功效评价，满足不同客户的需求。目前公司的化妆品注册备案检测资质已覆盖微生物检验、理化检验、毒理学试验、人体安全性检验及功效评价等检验项目。④在碳中和领域：公司是中国节能协会碳交易产业联盟的理事单位，目前已完成了山东、广东、新疆、宁夏、黑龙江、青海、辽宁、山西、天津、深圳等多个省市组织的企业年度温室气体排放核查和复查工作，核查企业数量超过 450 家，核查行业范围涵盖纳入国家碳交易市场的八大行业。得益于生物医药 CRO/CDMO 等新兴领域的快速发展，近年来公司的业绩增长明显加快：2021H1 公司实现营收 7.39 亿元，同比增长 36.85%，实现归母净利润 0.26 亿元，同比增长 68.17%；2022H1 公司实现营收 16.84 亿元，同比增长 127.97%，实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 243.94%。

图 8：2021H1 公司主要业务同比增长情况



资料来源：公司 2021 半年报，山西证券研究所

图 9：2022H1 公司主要业务同比增长情况



资料来源：公司 2022 半年报，山西证券研究所

4. 盈利预测及估值对比

（一）收入拆分及盈利预测

我们将公司业务拆分成检测服务（健康与环保、商品质量鉴定、安全保障、电子及安规）、计量业务、认证服务以及其他业务四大类来预测公司未来的业绩。

分板块来看：（1）2022H1 公司生命科学与健康环保营收同比增长 149.60%，主要原因包括疫情反复使核酸检测需求强烈、公司持续布局 CRO/CDMO 业务、谱尼上海生物医药成功获批《实验动物使用许可证》等，考虑到食品及环境领域的增长较为稳定，我们认为医学检测收入快速增长仍是 2022 年健康与环保营收增长的主要驱动力，若 2023、2024 年疫情得到有效控制，这一块营收增速或将放缓。（2）汽车检测是商

品质量鉴定的重要收入来源，2022H1 汽车检测受疫情影响增速有所放缓，我们认为疫情得到有效控制叠加募投项目产能逐步释放，商品质量鉴定业务或将迎来恢复性增长。（3）2021 年公司通过收购进一步拓展了军工领域，我们认为今年安全保障收入会出现较快增长，随着军工领域检验检测能力提升，安全保障收入有望维持快速增长态势。（4）2022H1 公司收购了深圳通测，提升了电子电气领域的检验检测能力，我们认为 2022 年电子及安规业务收入有望快速增长，未来增速相对稳定。（5）2022H1 公司收购了深圳米约和成都米约两家公司，提升了计量领域的检验检测能力，我们认为 2022 年计量业务收入增长较快，未来增速相对稳定。（6）认证业务体量较小，但在其他业务快速发展的带动下，认证业务有望实现稳步增长。基于此我们假设：①健康与环保 22/23/24 年营收同比增速为 70%/20%/15%；②商品质量鉴定 22/23/24 年营收同比增速为 20%/25%/27%；③安全保障 22/23/24 年营收同比增速为 30%/32%/34%；④电子及安规 22/23/24 年营收同比增速为 25%/24%/23%；⑤计量业务 22/23/24 年营收同比增速为 20%/10%/10%；⑥认证服务 22/23/24 年营收同比增速为 10%/10%/10%；⑦22/23/24 年无其他业务收入。

考虑到核酸检测业务的毛利率相对较低，我们认为 2022 年公司健康与环保业务的毛利率会有所回落，随着疫情得到有效控制毛利率也有望提升。同时，随着规模效应日益凸显、业务协同效应逐步增强，认证服务及计量业务的毛利率有望由负转正。具体而言，我们假设：①健康与环保 22/23/24 年毛利率分别为 41.80%/42.50%/44.00%；②商品质量鉴定 22/23/24 年毛利率在 56.50%左右；③安全保障 22/23/24 年毛利率在 59.00%左右；④电子及安规 22/23/24 年毛利率在 61.30%左右；⑤计量业务及认证服务 22/23/24 年毛利率在 5.00%左右。

基于上述假设，我们预测公司 2022~2024 年营业收入分别为 32.76、39.51、45.96 亿元，增速分别为 63.3%、20.6%、16.3%，净利润分别为 3.02、3.96、5.28 亿元，增速分别为 36.9%、31.4%、33.2%，对应 EPS 分别为 1.05、1.38、1.84 元，以 10 月 17 日收盘价 38.18 元计算，对应 PE 分别为 36.3X、27.6X、20.8X。

表 7：2022-2024 年公司主营业务收入预测（百万元）

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	1287.33	1426.17	2006.69	3276.15	3950.71	4596.40
yoy	2.93%	10.79%	40.70%	63.26%	20.59%	16.34%
一、检测服务	1,285.37	1,419.58	1,997.71	3265.60	3939.10	4583.64
yoy	2.91%	10.44%	40.73%	63.47%	20.62%	16.36%
1. 健康与环保	1,070.36	1,181.92	1,723.61	2930.14	3516.16	4043.59
yoy	4.16%	10.42%	45.83%	70.00%	20.00%	15.00%
2. 商品质量鉴定	126.92	159.16	188.37	226.04	282.56	358.84
yoy	-9.76%	25.40%	18.35%	20.00%	25.00%	27.00%
3. 安全保障	45.84	38.78	45.20	58.76	77.56	103.93
yoy	17.93%	-15.40%	16.55%	30.00%	32.00%	34.00%

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
4. 电子及安规	42.25	39.71	40.53	50.66	62.82	77.27
yoy	0.76%	-6.01%	2.06%	25.00%	24.00%	23.00%
二、计量业务	1.50	5.16	7.59	9.11	10.02	11.02
yoy	8.70%	244.00%	47.09%	20.00%	10.00%	10.00%
三、认证服务	0.46	1.43	1.31	1.44	1.59	1.74
yoy	109.09%	210.87%	-8.39%	10.00%	10.00%	10.00%
四、其他业务			0.08	0.00	0.00	0.00
yoy						

资料来源：Wind，山西证券研究所

（二）可比公司估值对比

目前国内从事与公司类似业务的公司主要包括华测检测（300012.SZ）、广电计量（002967.SZ）、国检集团（603060.SH）、苏试试验（300416.SZ）、金域医学（603882.SH），可作为同行业可比上市公司。

表 8：2021-2024 年可比公司估值对比

代码	名称	股价	EPS				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300012.SZ	华测检测	21.33	0.45	0.55	0.69	0.85	60.25	38.60	31.03	25.01
002967.SZ	广电计量	20.56	0.32	0.47	0.67	0.88	85.51	43.34	30.62	23.41
603060.SH	国检集团	10.20	0.42	0.41	0.52	0.63	46.10	24.90	19.76	16.24
300416.SZ	苏试试验	29.77	0.72	0.73	0.99	1.29	47.12	40.83	30.15	23.07
603882.SH	金域医学	73.82	4.77	5.54	5.14	5.59	23.36	13.33	14.36	13.21
	可比公司平均						52.47	32.20	25.19	20.19
300887.SZ	谱尼测试	38.18	1.61	1.05	1.38	1.84	42.11	36.33	27.64	20.75

注：谱尼测试 EPS 及 PE 值为自行测算，其余均为 Wind 一致预期

资料来源：Wind 一致预期（截至 10 月 17 日），山西证券研究所

我们预测 2022-2024 年公司的估值分别为 36.3X、27.6X、20.8X，略高于可比公司平均估值 32.20X、25.19X、20.19X。考虑到 1）检验检测行业集约化水平逐步提升利好公司发展；2）公司持续提升检验检测能力，不断完善销售网络，品牌影响力及社会公信力持续提升；3）公司的募投项目稳步推进，新兴领域的布局有望加快；4）若疫情得到有效控制，汽车等领域的检测需求有望迎来恢复性增长；我们看好公司未来的发展，对公司首次覆盖，给予公司“买入-A”的评级。

5. 风险提示

品牌和公信力受到不利影响的风险；市场竞争加剧的风险；产业政策、行业资质认证标准、市场准入规则、行业标准变动的风险；核酸检测业务持续大量开展具有较大不确定性的风险。



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1273	1434	2380	2568	3182
现金	669	513	721	854	1099
应收票据及应收账款	379	783	1115	1173	1489
预付账款	23	37	59	58	78
存货	12	25	39	37	49
其他流动资产	190	76	446	445	467
非流动资产	840	1347	2190	2449	2186
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	530	941	1242	1259	1191
无形资产	74	102	110	112	116
其他非流动资产	237	304	838	1079	879
资产总计	2113	2781	4570	5017	5367
流动负债	246	679	963	1144	1087
短期借款	0	215	215	594	215
应付票据及应付账款	58	141	201	206	256
其他流动负债	188	323	547	344	617
非流动负债	47	82	82	82	82
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	47	82	82	82	82
负债合计	293	761	1045	1225	1169
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	76	137	287	287	287
资本公积	756	720	1828	1828	1828
留存收益	989	1171	1400	1699	2099
归属母公司股东权益	1821	2020	3525	3792	4198
负债和股东权益	2113	2781	4570	5017	5367

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	172	47	448	393	764
净利润	164	220	302	396	528
折旧摊销	126	158	209	246	280
财务费用	2	0	3	7	4
投资损失	-0	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-145	-400	-72	-254	-46
其他经营现金流	26	69	7	-1	-1
投资活动现金流	-395	-385	-1408	-503	-14
筹资活动现金流	626	173	1169	-136	-126
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.77	1.05	1.38	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.16	1.56	1.37	2.66
每股净资产(最新摊薄)	6.34	7.04	12.22	13.15	14.56

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1426	2007	3276	3951	4596
营业成本	729	1080	1857	2212	2505
营业税金及附加	8	8	14	17	19
营业费用	251	316	498	573	643
管理费用	165	214	351	427	506
研发费用	98	150	252	312	372
财务费用	2	0	3	7	4
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	2	2	2
营业利润	186	240	335	441	584
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	186	241	336	442	584
所得税	23	21	34	45	56
税后利润	164	220	302	396	528
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	164	220	302	396	528
EBITDA	292	390	533	676	847

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	10.8	40.7	63.3	20.6	16.3
营业利润(%)	35.0	28.8	39.4	31.7	32.4
归属于母公司净利润(%)	30.9	34.5	36.9	31.4	33.2
获利能力					
毛利率(%)	48.9	46.2	43.3	44.0	45.5
净利率(%)	11.5	11.0	9.2	10.0	11.5
ROE(%)	9.0	10.9	8.6	10.5	12.6
ROIC(%)	8.0	9.2	7.7	8.7	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	13.8	27.4	22.9	24.4	21.8
流动比率	5.2	2.1	2.5	2.2	2.9
速动比率	4.9	2.0	2.3	2.1	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.8	0.9
应收账款周转率	4.4	3.5	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	16.0	10.9	10.9	10.9	10.9
估值比率					
P/E	66.9	49.7	36.3	27.6	20.8
P/B	6.0	5.4	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	34.8	27.5	19.1	15.4	11.5

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

