

建科股份 (301115)

证券研究报告
2023年01月29日

内生外延助力长期成长，扬帆驶向行业龙头

检测业务有望持续高增，公司业务管理水平优异

公司以建筑建材检测业务起家，检测业务拓展至环境领域，辅以修复工程及工程材料。2015年，公司侧重检测业务，相关营收自2017年进入高速增长阶段，2021年检测业务营收占比50% (vs 2015年占比25%)，其中85%为建筑建材检测。公司规划检测业务全国扩张，凭借绑定管理层（管理层持有较多股份，且设有股权激励）及业务管理水平优异（仪器利用率/人均产值/人均创利居可比公司前列）等优势，相关业务有望持续高增。

检测行业稳健增长，外延收购或是公司发展的主要推力

2021年国内检测行业规模4090亿元，16-21年CAGR+14%。其中建筑/建材/环境占比17.44%/8.97%/10.15%，合计36.56%（1495亿元）。检测行业规模一般为下游产值的0.1%-0.8%（TIC强度系数），16-21年国内检测行业整体及公司所处三个行业TIC强度系数均呈现递增趋势，验证检测行业发展速度快于下游行业。参考海外各国TIC强度系数，我国检测行业天花板仍高，伴随后续检测渗透率不断提升，我们预计建筑建材及环保检测行业规模在23-27年或保持10%以上的复合增速。受制于服务半径有限，行业集中度较低，2021年CR3约为2%。参考国际检测龙头BV的发展历程，并购与并购后资源整合能力将成为检测企业由小到大的主要推力。

内生外延助力长期成长，扬帆驶向行业龙头

在内生外延的战略下，公司有望为全国化检测龙头：内生增长聚焦参数项目及实验室数量，1) 检测参数不断扩项。19-21年公司检测参数为4929/6338/7861个，同比+29%/+24%，检测参数增加能提升客单价，订单量及减少委外采购，从而带动营收利润率双升。2) 布局全国扩张。公司计划投入6.71亿在常州建设检测总部，1.34亿在云南、四川、湖北、河南、浙江五个省份建立区域实验室。外延增长凭借并购整合，上市前公司已进行多项并购，其中青山绿水(江苏)并购后发展迅速，彰显公司并购整合能力，后续我们认为公司或仍将保持较高的并购强度。

全国扩张正当时，首次覆盖，给予“买入”评级

我们认为检测需求刚性，行业增速稳健，公司业务管理水平优异，全国扩张布局清晰，预计公司22-24年归母净利润1.87/2.40/3.18亿元，对应EPS1.01/1.30/1.72元，22-24年CAGR+30%。当前可比公司2023年Wind一致预期PE均值为28.27倍，给予2023年27倍PE，对应目标价35.01元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：外地扩张不及预期，行业竞争加剧，产业政策变化及宏观周期波动，公信力和品牌受到不利影响，下游行业发展不及预期，募投项目测算效益无法实现/不及预期，公司流通市值较小，股价波动或较大等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	905.68	1,095.80	1,261.83	1,524.38	1,868.29
增长率(%)	17.43	20.99	15.15	20.81	22.56
EBITDA(百万元)	219.17	279.47	264.90	387.46	560.37
净利润(百万元)	124.76	161.80	186.92	239.97	317.50
增长率(%)	56.90	29.69	15.52	28.38	32.31
EPS(元/股)	0.67	0.87	1.01	1.30	1.72
市盈率(P/E)	37.93	29.25	25.32	19.72	14.91
市净率(P/B)	7.28	6.30	1.72	1.58	1.43
市销率(P/S)	5.23	4.32	3.75	3.10	2.53
EV/EBITDA	0.00	0.00	10.16	7.36	4.77

资料来源：Wind，天风证券研究所

投资评级

行业	社会服务/专业服务
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	26.32元
目标价格	35.01元

基本数据

A股总股本(百万股)	185.09
流通A股股本(百万股)	40.83
A股总市值(百万元)	4,871.44
流通A股市值(百万元)	1,074.64
每股净资产(元)	14.63
资产负债率(%)	15.79
一年内最高/最低(元)	39.90/23.72

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

朱晓辰 分析师
SAC执业证书编号：S1110522120001
zhuxiaochen@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 建科股份：检测业务崛起，高毛利助推业绩表现	5
1.1. 公司简介：检测业务为基，拓展多项业务领域	5
1.2. 业务拆分：公司主要从事检测，特种工程及工程材料业务	6
1.3. 财务分析：2019年后公司进入快速发展期，各项指标均上佳	9
2. 检测行业：规模稳健增长，并购或是公司腾飞关键	11
2.1. 行业规模：21年4090亿，16-21年CAGR+14%，建筑/建材/环境三类占比37%	11
2.2. 商业模式：营收=客单价*数量，依赖实验室投入	12
2.3. 行业特点：需求刚性，竞争格局小而散	13
2.3.1. 经济活动中必需品，需求刚性且增速快于整体行业	13
2.3.2. 行业集中度较低，总体形成“东强西弱”格局	13
2.3.3. 民营企业占比逐渐提高	14
2.3.4. 准入门槛提出更高要求	14
2.4. 展望：建筑/建材/环保检测至27年增速约10%	15
2.4.1. 检测行业与GDP相关，中国市场渗透率仍有较大空间	15
2.4.2. 建筑建材及环保检测或仍能保持10%左右增速	16
2.5. 发展模式：并购重组是公司发展的主要路径	18
3. 公司看点：业务管理水平优异，内生外延助力全国扩张	20
3.1. 业务概况：检测业务为压舱石，工程/材料锦上添花	20
3.1.1. 检测业务涵盖建筑/建材/环境三大领域	20
3.1.2. 特种工程专业服务及新型工程材料增添新动力	22
3.2. 公司优势：深度绑定核心员工，业务水平优异	23
3.3. 发展方向：内生外延双管齐下，业务发展全国布局	25
4. 盈利预测	26
风险提示	28

图表目录

图 1：公司历史沿革	5
图 2：公司股权穿透图（截至 2022 年 10 月 25 日）	5
图 3：公司主营业务	6
图 4：2011-2022Q3 公司营收及其增速	7
图 5：2011-2022Q3 公司归母净利润及其增速	7
图 6：2013-2022H1 公司各业务营收占比	7
图 7：2013-2022H1 公司各业务毛利率	7
图 8：检测业务拆分	8
图 9：订单获取方式	8
图 10：经销比例	8

图 11: 可比公司毛利率 (%)	9
图 12: 可比公司净利率 (%)	9
图 13: 可比公司期间费用率	10
图 14: 可比公司销售费用率	10
图 15: 可比公司管理费用率	10
图 16: 可比公司研发费用率	10
图 17: 建科股份现金流	10
图 18: 可比公司净现比	10
图 19: 检测业务产业链	11
图 20: 检测行业营收及增速	11
图 21: 2021 年各检测领域收入占比	11
图 22: 检测报告样本	12
图 23: 影响检测营收的参数	12
图 24: 实验室建设	12
图 25: 运营期间成本构成	12
图 26: 近年检测市场增长及 GDP 增长	13
图 27: 2021 年全国检测机构数量地区分布图	14
图 28: 2021 年全国检测机构营收地区分布图	14
图 29: 13-21 年企业制、民营、事业单位制机构占比	14
图 30: 环境检测市场规模	17
图 31: 必维业务	18
图 32: 必维基本情况	18
图 33: 2012-2021 公司营收及其增速	18
图 34: 2012-2021 公司扣非后归母净利润及其增速	18
图 35: 2021 年 BV 各业务收入占比	19
图 36: BV 营收增长拆分	20
图 37: 公司检测业务概览及业务流程	21
图 38: 智能检测仪器	22
图 39: 智慧检测案例	22
图 40: 智慧检测平台	22
图 41: 检测总收入/仪器设备资产原值	24
图 42: 固定资产周转率	24
图 43: 人均产值 (万元)	24
图 44: 人均创利 (万元)	24
图 45: 人均薪酬 (万元)	24
表 1: 公司所获资质 (部分)	6
表 2: 公司营收按区域划分 (亿元)	8
表 3: 2019-2021 年公司前五大客户	9
表 4: 部分上市企业 2021 年检测市场份额	13
表 5: 建筑工程质量检测政策对比	15

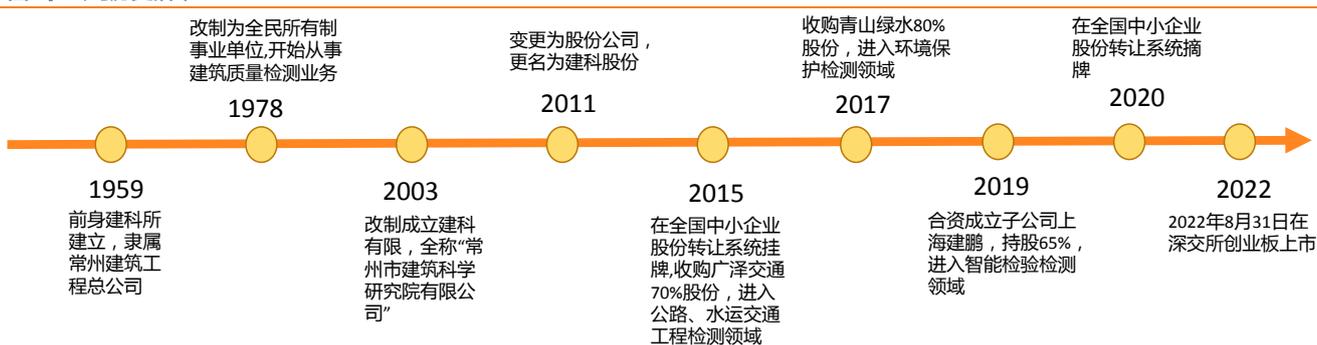
表 6: 检测行业与 GDP 的关系 (亿元)	16
表 7: 2020 年各主要区域检测行业 TIC 强度系数	16
表 8: 亚太五国检测行业 TIC 强度系数	16
表 9: 建筑建材检测市场规模测算 (亿元)	17
表 10: 1990 年后 BV 在各地区的重要兼并收购	19
表 11: 公司特种工程服务案例	23
表 12: 公司主要新型工程材料产能产量	23
表 13: 截至 2021 年报公司董事会及高管持股	25
表 14: 主要检测参数举例	25
表 15: 募投项目情况 (万元)	26
表 16: 收购公司情况	26
表 17: 公司分项业务收入及毛利率预测表	27
表 18: 公司核心费用指标预测表	27
表 19: 可比公司估值表	27

1. 建科股份：检测业务崛起，高毛利助推业绩表现

1.1. 公司简介：检测业务为基，拓展多项业务领域

国有企业改制，围绕检测开拓多项业务。建科有限前身为建科所，始建于1959年2月。其隶属于常州建筑工程总公司，后经计划改制为全民所有制单位；2002年申请改制，2003年成功改制转企为“常州市建筑科学研究院有限公司”。转让价907.92万元，全部由原职工出资；2011年经股东会通过变更为股份公司，余荣汉与杨江金出资持股超过50%；2015年10月在全国中小企业股份转让系统挂牌，股票代码为834049。2020年3月19日终止在全国中小企业股份转让系统挂牌；2022年8月在深交所创业板挂牌上市。公司检测业务自1978年开展，后续纵向积极拓展工程及材料领域，横向继续夯实建筑建材检测并拓展环保检测。

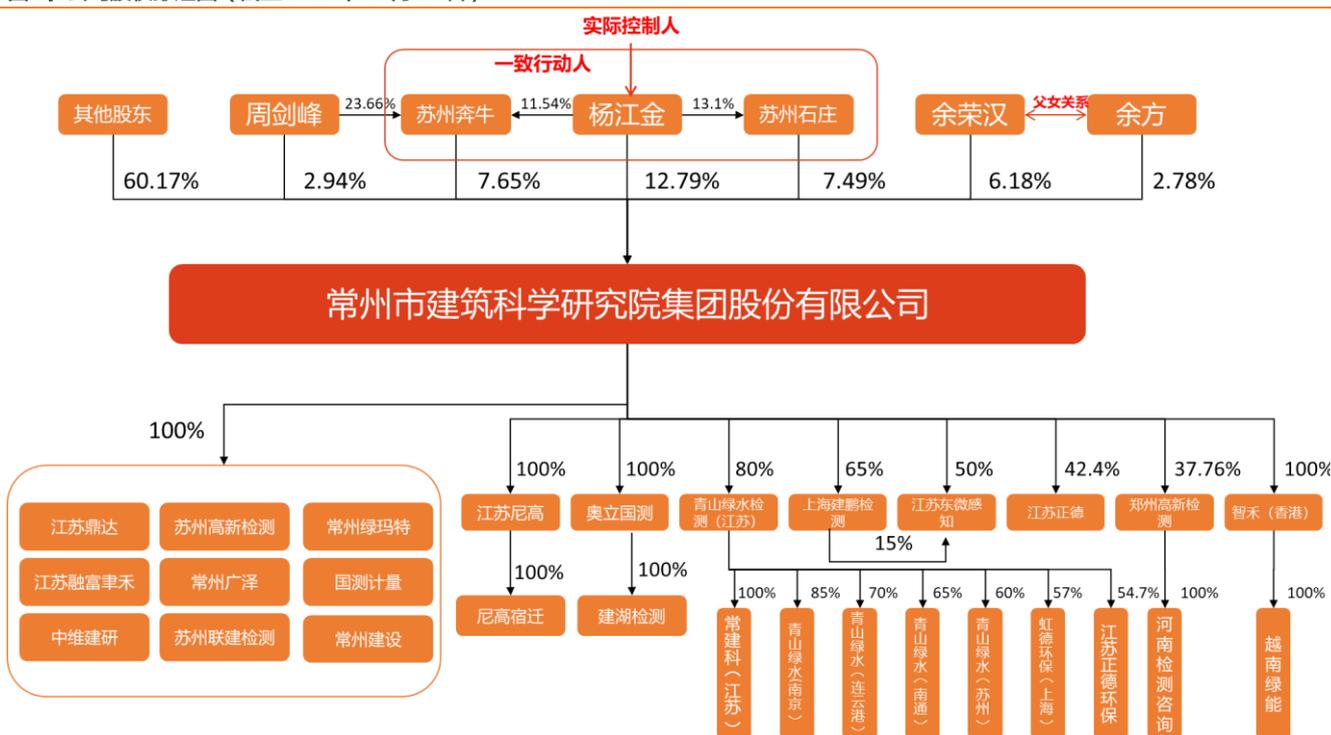
图 1：公司历史沿革



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

现公司董事长杨江金为实控人。截至2022年10月25日，杨江金及其一致行动人（苏州奔牛和苏州石庄）累计持股27.93%。前董事长余荣汉父女共持有8.96%。截至2022年8月25日上市前，公司持股员工达133人，持股比例达到86.11%，上市后应稀释为64.58%。下设多家公司，从事检测、工程及材料多个领域。

图 2：公司股权穿透图（截至2022年10月25日）



注：杨江金为公司董事长；周剑峰为公司副董事长、总经理；余荣汉为公司前董事长
资料来源：Wind，天风证券研究所

注重吸引培育人才，资质与获奖双齐。公司拥有多领域专家 103 位，其中有 6 名国家级检测资质认定的专家。公司取得了检测机构资质认定（CMA 资质）/实验室认可（CNAS 认可）/认证/司法鉴定等，涉及建筑/交通/水利/铁路/勘察/人防/防雷/消防等多行业的资质。公司曾获“全国建设工程质量检测行业先进单位”/2018 华夏科学技术一等奖等多次荣誉及技术奖项。近十年公司主编、参编标准共计 42 项，其中包括国家标准和行业标准，承担了市级以上科研项目 47 项。

表 1：公司所获资质（部分）

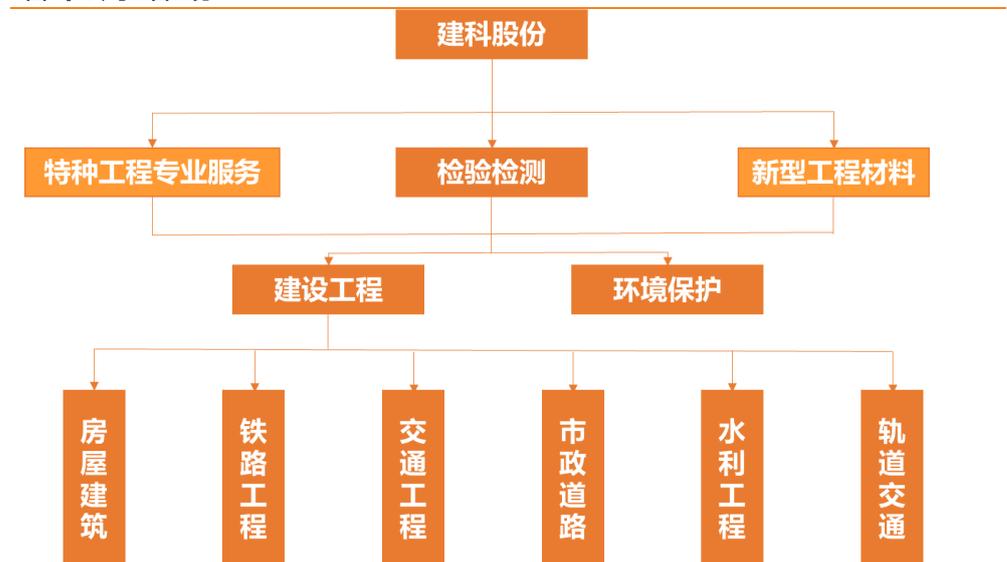
资质名称	颁发机构
检测机构资质认定证书	江苏省市场监督管理局
CNAS 实验室认可	
建设工程质量检测机构资质证书（不分等级）	江苏省住房和城乡建设厅
水利工程质量检测“岩土工程”、“量测”、“混凝土工程”甲级资质证书	水利部
水利工程质量检测“金属结构”乙级资质证书	江苏省水利厅
雷电防护装置检测乙级资质证书	江苏省气象局
“水运工程材料乙级”、“公路工程综合乙级”、“水运工程结构乙级”资质证书	江苏省交通运输厅
工程测量甲级测绘资质	江苏省自然资源厅
钢结构工程质量检测鉴定机构综合一级证书	中国钢结构协会
岩土工程（勘察、设计）甲级证书	
人防工程防护设备质量检测机构备案资格	江苏省人民防空办公室
认定社会环境检测机构	江苏省人民法院委托鉴定机构和江苏省环境保护厅
司法鉴定许可证	江苏省司法厅
江苏省民用建筑能效测评机构综合一级资质证书	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 业务拆分：公司主要从事检测，特种工程及工程材料业务

公司主要业务包括检测、特种工程专业服务和新型工程材料，应用于房建、交通、铁路、水利、轨道、环保等领域。1) 检测业务是对委托标的进行检验/鉴定/评测/检测等活动，提供第三方的依据，主要分为建筑/建材/环保领域。2) 特种工程专业服务是为客户提供加固改造、修复等专项技术服务，覆盖房建/市政/交通/轨道/水利/环境等领域。3) 新型工程材料业务主要产品有特种功能材料、保湿及干粉建材、环保装饰新材等干粉类工程材料以及混凝土外加剂。

图 3：公司主营业务



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

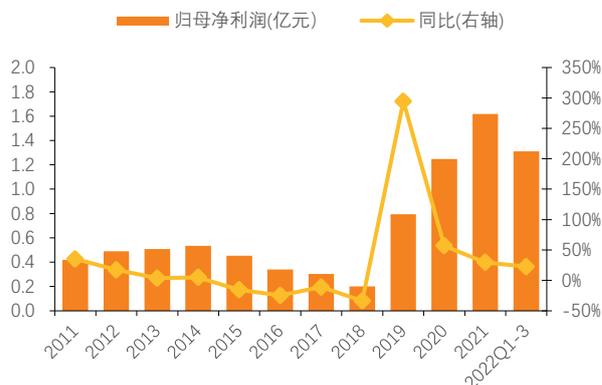
营收净利稳步增长，长期发展值得期待。公司 21 年营收/归母净利 10.96/1.62 亿元，yoy+20.99%/+29.69%，22Q1-3 营收/归母净利为 8.89/1.31 亿元。2017 年-2021 年营收/净利 CAGR+18.23%/+51.95%。公司 2015 年后开始聚焦于检测业务，营收占比亦逐年提升，2018-2021 年公司整体营收增速均保持在 15%-20%左右，彰显公司聚焦主业后优秀的业务获取能力，利润自 2019 年亦开始快速增长。我们认为上市前公司检测主业发展顺利，上市后凭借品牌效应及资本市场助力，长期增长值得期待。

图 4：2011-2022Q3 公司营收及其增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 5：2011-2022Q3 公司归母净利润及其增速



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

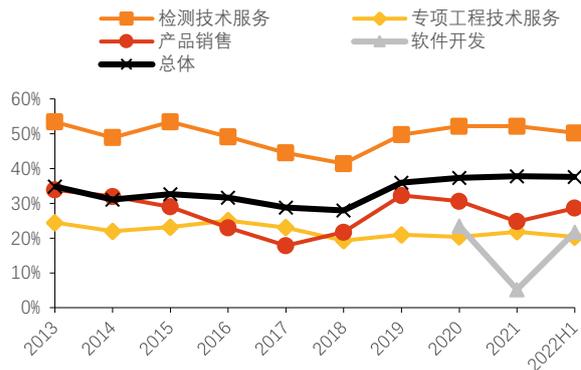
检测为核心，工程及材料双助力。2022 年 H1，检测技术/专项工程技术/产品销售业务营收占比 51%/25%/23%。检测业务自 2014 年以来营收占比稳步提升，业务增速自 2017 年以来均维持 25%以上增速。检测业务拆分来看，2021 年建筑/环保领域占比 86.57%/13.43%，近 3 年内变化不大。毛利率方面，2022 年 H1，总体毛利率 37.60%，其中检测技术/专项工程技术/产品销售业务毛利率分别为 50.23%/20.29%/28.61%，2019 年以来，检测业务毛利率维持在 50%左右，且由于营收占比不断提升，公司整体毛利率保持在 35%以上。

图 6：2013-2022H1 公司各业务营收占比



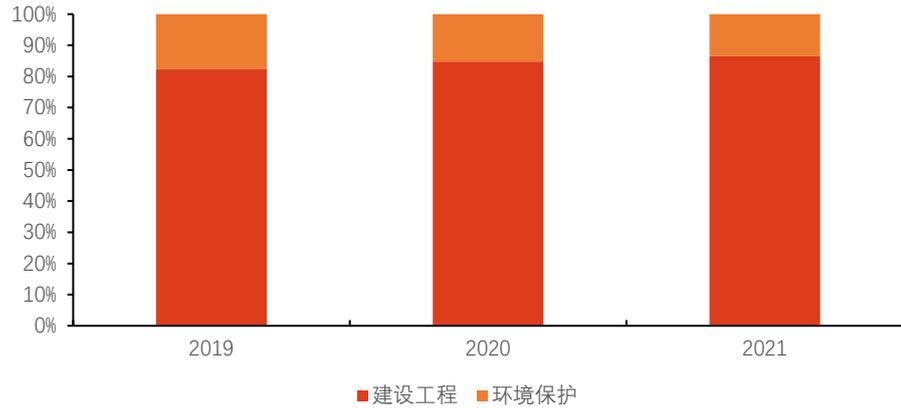
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2013-2022H1 公司各业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

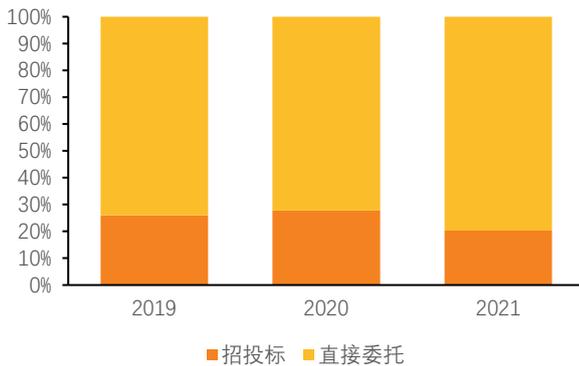
图 8：检测业务拆分



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

主动获客，经销占比较低。公司获取订单主要包括直接委托和招投标方式，21 年直接委托获得订单金额为 8.70 亿元，占比 79.67%。公司检测服务和特种工程服务均采用直销模式，新型工程材料部分采用经销模式，19-21 年公司经销收入在总收入占比为 1.82%/2.76%/2.74%，占在新型工程材料销售收入占比为 7.04%/10.82%/11.19%，经销金额逐年增加，主要系公司业务范围逐渐覆盖了上海、浙江、山东、湖北、贵州、陕西、重庆等地，具备了一定的全国供货能力。

图 9：订单获取方式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 10：经销比例

	2019	2020	2021
经销收入 (亿元)	0.14	0.25	0.3
经销收入占新型工程材料比例	7.04%	10.82%	11.19%
经销收入占总营收比例	1.82%	2.76%	2.74%

资料来源：招股说明书，Wind，天风证券研究所

公司营收区域占比波动不大，全国化布局开展顺利。2021 年国内业务占比 98%，江苏省内/省外占比 82%/16%，省内业务中，公司所在地常州占比 48%，江苏其他城市占比 33%。2018 年-2021 年公司营收均保持了 17%以上的增速，而占比并未出现明显变化，证明公司除常州外，其他区域业务开展亦较为顺利。

表 2：公司营收按区域划分 (亿元)

	2018		2019		2020		2021	
	营收	占比	营收	占比	营收	占比	营收	占比
国外	0.23	4%	0.25	3%	0.25	3%	0.25	2%
中国大陆	6.32	96%	7.45	97%	8.80	97%	10.70	98%
江苏省外	1.06	16%	1.58	21%	1.60	18%	1.74	16%
江苏	5.26	80%	5.87	76%	7.20	80%	8.96	82%
常州	3.16	48%	3.55	46%	4.40	49%	5.31	48%
常州市以外	2.10	32%	2.32	30%	2.80	31%	3.66	33%
合计	6.55		7.70		9.05		10.95	

资料来源：Wind，天风证券研究所

前五大客户占比逐年降低，抗风险能力逐渐增强。2019-2021 年新城集团均为第一大客户，占比约为 7%，前五大客户占比 2021 年为 18.47%，销售金额占比逐渐降低。我们认为下游客户分散将有利于增加公司的抗风险能力。

表 3：2019-2021 年公司前五大客户

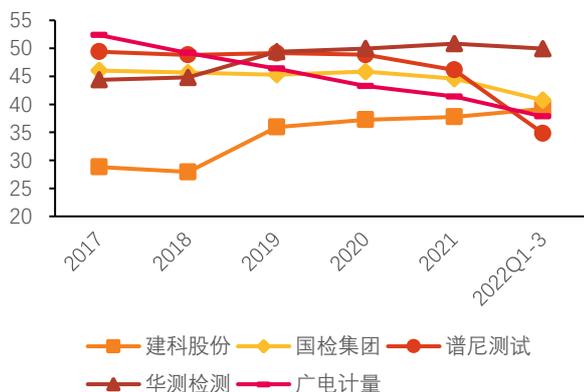
	2019		2020		2021	
	公司	销售金额占比 (%)	公司	销售金额占比 (%)	公司	销售金额占比 (%)
1	新城集团	7.21	新城集团	7.28	新城集团	6.63
2	龙湖集团	4.03	金土地建设集团	5.23	龙湖集团	4.51
3	金土地建设集团	3.44	中国铁路工程集团	3.49	中国铁路工程集团	2.65
4	江西新瀚置业	3.13	龙湖集团	2.68	常州市晋陵集团	2.62
5	中国铁道建筑集团	2.94	常州市晋陵集团	1.89	常州月星国际家居广场	2.06
合计		20.75		20.57		18.47

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 财务分析：2019 年后公司进入快速发展期，各项指标均上佳

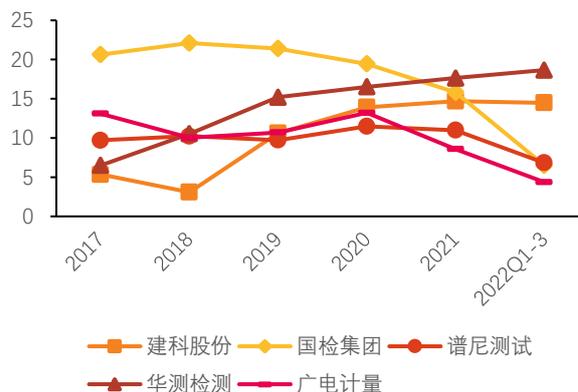
2019 年后利润率情况较为稳定。2021 年公司毛利率/净利率为 37.78%/14.69%，同比 +0.52/+0.78pct 公司毛利率处于可比公司较低水平，但自 2019 年以来，毛利率有所提高；受益于自 2019 年以来的毛利率增加，近 3 年公司净利率亦呈现稳步增加，并处于可比公司中间水平。22 年前 3 季度公司毛利率/净利率 39.19%/14.48%，同比 +2.45/+1.26pct。

图 11：可比公司毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

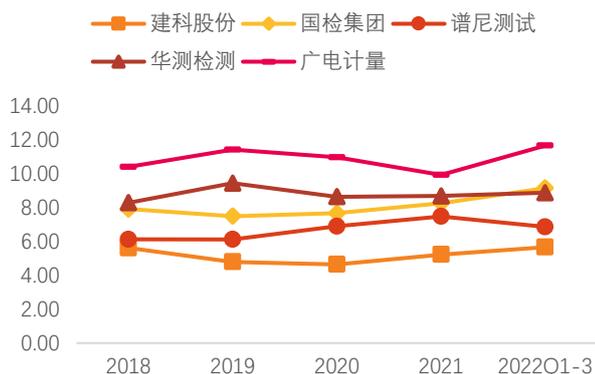
图 12：可比公司净利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

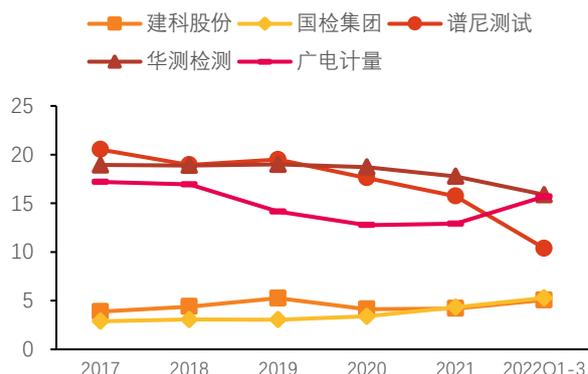
整体费用率控制良好，且期间费用率处于可比公司较低水平。2022Q1-3 公司期间费用率 21.30%，同比 +1.10pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 5.05%/10.48%/5.66%/0.10%，同比变动 +0.80/+0.15/+0.59/-0.43pct，销售费用率的增加主要系因销售区域扩大，人员增加，相应费用增加所致，财务费用率的下降主要系应收账款保理利息减少所致。

图 13：可比公司期间费用率



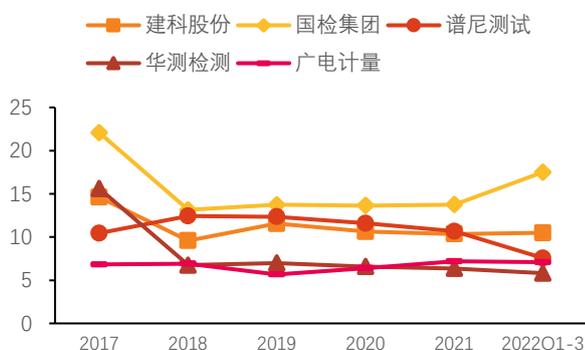
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：可比公司销售费用率



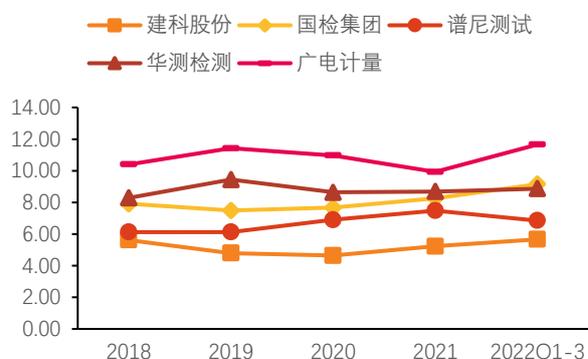
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：可比公司管理费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

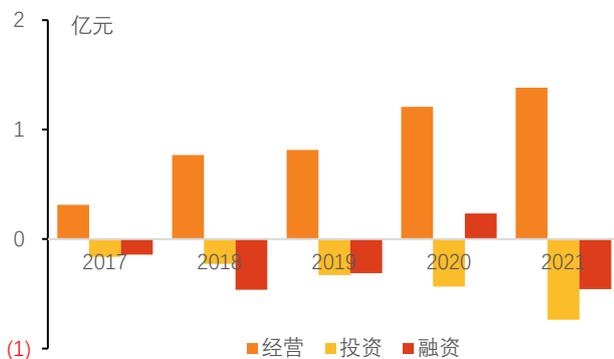
图 16：可比公司研发费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

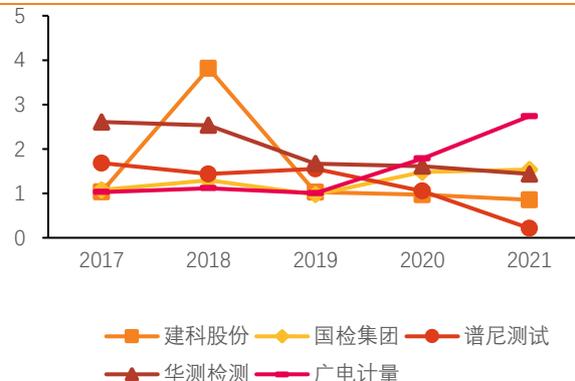
现金流持续饱满，净现比处于可比公司平均水平。2019-2021 年经营性净现金流为 0.82/1.21/1.38 亿元，保持较好水平，由于检测行业需要不断进行资本投入，故投资性净现金流一直呈现流出。2019-2021 年净现比 1.03/0.97/0.86，虽自 2019 年以来有所下滑，但均保持在较高水平。

图 17：建科股份现金流



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：可比公司净现比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 检测行业：规模稳健增长，并购或是公司腾飞关键

2.1. 行业规模：21 年 4090 亿，16-21 年 CAGR+14%，建筑/建材/环境三类占比 37%

检测企业位于产业链中游，直接面对下游客户。检测是指通过专业技术手段对各类材料、工程、消费品、工业品、环境、成果及其他需要鉴定的物品所进行的检验、测试、鉴定等活动。上游主要是设备及耗材，由检测服务企业进行采购，检测服务企业直接面向下游客户，通过开具检测报告获得收入。

图 19：检测业务产业链



资料来源：前瞻产业研究院，招股说明书，天风证券研究所

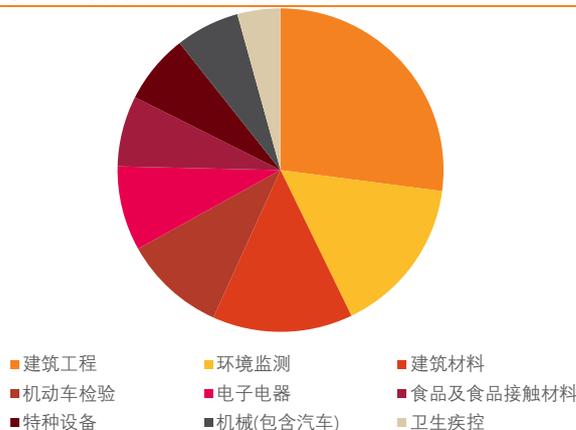
检测行业市场扩张，三大领域增长快速。21 年检测行业总收入为 4090.22 亿元，同比 +14.06%。21 年行业中公司所属的三大领域建筑/建材/环境总收入规模分别为 713.31/366.73/415.07 亿元，占比 17.44%/8.97%/10.15%，合计占比 36.56%。位列检测检验行业前三。检测行业收入 16-21 年 CAGR+14.65%，建筑/建材检测 16-21 年 CAGR+17.06%/+14.99%，环境检测 16-21 年+21.40%，建筑/建材/环境三大领域 16-21 年复合增速均高于行业整体。

图 20：检测行业营收及增速



资料来源：全国检验检测服务业统计报告，国家市监局，天风证券研究所

图 21：2021 年各检测领域收入占比



资料来源：全国检验检测服务业统计报告，国家市监局，天风证券研究所

2.2. 商业模式：营收=客单价*数量，依赖实验室投入

CMA 资质是政府的强制性认证行政许可，客单价*数量决定检测营收。根据法律规定，在我国应当取得检测机构资质认定（CMA 资质）后，方可在资质认定范围从事检测活动。CMA 资质认定证书的有效期为 6 年，若公司已有 CMA 则应在其有效期届满 3 个月前申请延期（上一许可周期无违法违规行为），新申请的符合资质的检测机构可在 52 天内完成 CMA 资质的申请；核发单位主要为省及省级以上市场监督管理部门。检验检测机构还可自愿申请 CNAS 认可，经过 CNAS 认证的机构可以获得签署互认协议国家和地区认可机构的承认。检测机构属于重资产行业，需要配备专业的检测实验室，进行业务的开展。我们认为公司营收主要由两个决定因素：1）客单价，主要由检测参数的多少及项目难易程度决定；2）数量，与所开展业务公司的获客能力有关。

图 22：检测报告样本



资料来源：桂山水漆官网，天风证券研究所

图 23：影响检测营收的参数



资料来源：天风证券研究所

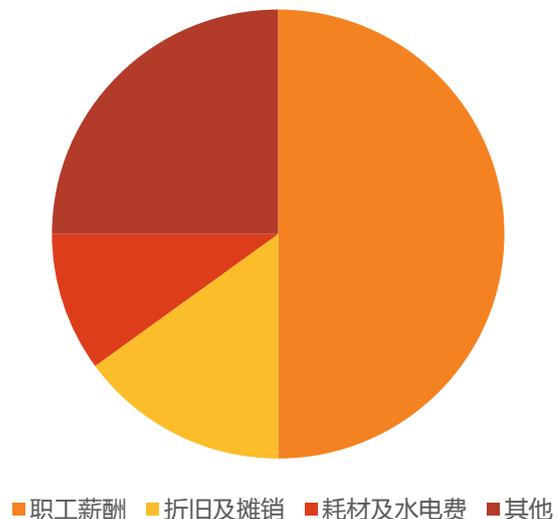
检验实验室投资回收期约为 7-8 年。建设新的检测中心约为 3 年左右，项目的投资回收期在 7-8 年左右，故检测中心自运营开始的投资回收期约为 4-5 年。建设完成后大约需经历 3 年左右产能爬坡期，期间大概能够利用 50%/80%/100%的产能，完全达产后项目营业收入约为项目初始总投入 1.1 倍。项目投产后成本构成方面：人工成本约占 50%，折旧及摊销（仪器设备的折旧占绝大部分，其会计折旧年限为 5 年）约 15%，耗材及水电费约 10%，其他约 25%。

图 24：实验室建设



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：运营期间成本构成



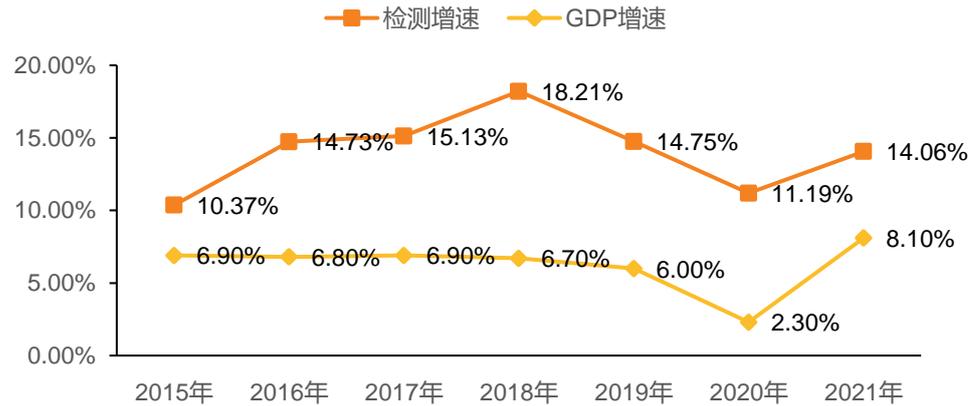
注：部分检测领域如建筑及建材检测领域存在委外服务采购等额外成本
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 行业特点：需求刚性，竞争格局小而散

2.3.1. 经济活动中必需品，需求刚性且增速快于整体行业

以下游来看，检测行业遍布于经济活动的各个领域，以数据增速来看，近年来行业的增速趋势基本与 GDP 增速趋势相同，我们认为原因在于：检测业务由订单量*客单价构成，1) 以订单量来看，当生产活动稳定向好时，订单量亦将增加，叠加检测渗透率提高，订单量增速将高于 GDP 增速；2) 目前经济发展由粗犷逐渐转变为精细化（高速发展转变为高质量发展），检测细化将带动检测参数的增加，从而提高客单价。

图 26：近年检测市场增长及 GDP 增长



资料来源：全国检验检测服务业统计报告，国家市监局，Wind，天风证券研究所

2.3.2. 行业集中度较低，总体形成“东强西弱”格局

小企业较多，大公司市场份额不高。截至 2021 年底，我国获得资质认定的各类检测机构共有 51949 家。规模以上的机构数量为 7021 家，占比 13.52%，其营业收入占比为 78.93%，收入在 5000 万以上/1 亿以上/5 亿以上的机构 1379/579 家/56 家。规模以上/下机构平均营业收入为 4598 万/192 万，平均营收差距达 24 倍。以上市公司来看，检测行业龙头华测检测的市占率仅 1.06%，建筑建材行业检测龙头国检集团市占率仅 0.41%。据前瞻产业研究院的数据，以集中度来看，2021 年检测行业 CR3 仅为 2%左右，CR5 仅为 3%左右，CR10 仅略高于 4%。

表 4：部分上市企业 2021 年检测市场份额

企业	检测收入 (亿元)	市场占比	主要应用领域
华测检测	43.29	1.06%	工业品、消费品、生命科学以及贸易保障
广电计量	21.88	0.53%	环境、电磁兼容、化学分析、食品等
谱尼测试	19.98	0.49%	健康、电子、消费品
国检集团	16.77	0.41%	建筑、食品、环境
垒知集团	8.52	0.21%	工程检测、环境、电气
建研院	6.56	0.16%	工程检测
建科股份	5.88	0.14%	建设工程、环境
建科院	5.5	0.13%	建筑、环境
检测市场规模总计	4,090.22		

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

服务半径有限，总体形成“东强西弱”格局。由于运输半径、服务的及时性、便利性、服务成本以及部分资质的地域保护措施等因素影响，检验认证机构的业务具有明显的区域性。

73.16%的检测机构仅在本省内开展业务。基于此特性，各地检测机构数量均较多，其中前五省份为广东省（4270 家），山东省（3951 家），江苏省（3767 家），河南省（3117 家）。以各地区营收来看，21 年营业收入排名前五的省份分别为广东省（626.06 亿）、江苏省（388.28 亿）、北京市（333.04 亿）、上海市（331.04 亿）、浙江省（300.08 亿）。总体形成“东强西弱”格局，我们认为或与各地经济发展水平密切相关。

图 27：2021 年全国检测机构数量地区分布图



图 28：2021 年全国检测机构营收地区分布图



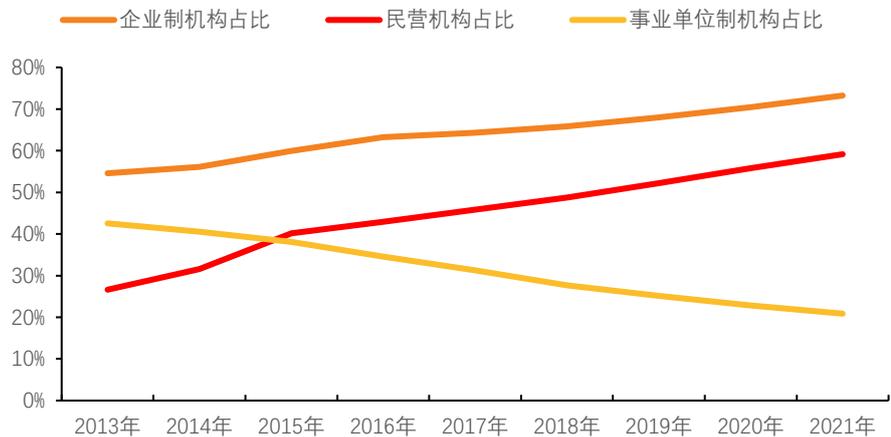
资料来源：全国检验检测服务业统计报告，国家市监局，天风证券研究所

资料来源：全国检验检测服务业统计报告，国家市监局，天风证券研究所

2.3.3. 民营企业占比逐渐提高

市场结构优化，民营机构发力。检测行业中企业制的机构占比从 13 年 54.58%稳定上升至 21 年 73.24%，民营机构从 26.62%逐渐上升至 59.15%，事业单位制机构占比从 42.55%逐渐下降至 20.87%。以环境检测为例，2015 年各级环境监测点由原来全部由国家运营变更为通过委托第三方机构进行运营和管理。检测领域逐渐向市场化开放，市场活力涌现。

图 29：13-21 年企业制、民营、事业单位制机构占比



资料来源：全国检验检测服务业统计报告，国家市监局，天风证券研究所

2.3.4. 准入门槛提出更高要求

准入门槛逐渐变高。以建筑检测为例，2022 年 11 月 10 日，住房和城乡建设部办公厅发布《建设工程质量检测机构资质标准（征求意见稿）》（2023 年 1 月 1 日起施行），标志着 2005 年颁布的《建设工程质量检测管理办法》（建设部令第 141 号，2015 年 5 月 4 日住建部令第 24 号修改）或将退出历史舞台。新规将资质分为了综合及专项，并取消了见证取样；整体来看对于资质申请提出了更高的要求，例如技术负责人、质量负责人具有 8（综合资质）/5 年（专项资质）年以上质量检测工作经历及工程专业正高级（综合资质）/高级（专项资质）技术职称。

表 5：建筑工程质量检测政策对比

		2005 年	2022 年意见稿
资质划分	综合资质	未设置	分为综合资质和专项资质两类。综合资质是指包括全部专项资质的检测机构资质。
	专项资质	1、地基基础工程检测；2、主体结构工程现场检测；3、建筑幕墙工程检测；4、钢结构工程检测	1、建筑材料及构配件；2、主体结构及装饰装修；3、钢结构；4、地基基础；5、建筑节能；6、建筑幕墙；7、市政工程材料；8、道路工程；9、桥梁及地下工程
	见证取样检测机构资质	1、水泥物理力学性能检验；2、钢筋（含焊接与机械连接）力学性能检验；3、砂、石常规检验；4、混凝土、砂浆强度检验；5、简易土工试验；6、混凝土掺加剂检验；7、预应力钢绞线、锚夹具检验；8、沥青、沥青混合料检验。	未设置
综合资质要求	企业面	注册资本与企业性质	有独立法人资格的企业、事业单位，或依法设立的合伙企业，且具有 6 年以上质量检测经历
		企业资质经验	具有建筑材料及构配件（或市政工程材料）、主体结构及装饰装修、建筑节能、钢结构、地基基础 5 个专项资质和其它 2 个专项资质
	人员面	未设置	技术负责人、质量负责人具有 8 年以上质量检测工作经历及工程类专业正高级技术职称；一级注册结构工程师不少于 3 名，注册土木工程师（岩土）不少于 2 名，且具有 2 年以上质量检测工作经历；质量检测人员不少于 100 人，其中工程类专业中级及以上技术职称人员不少于 40 人，工程类专业高级及以上技术职称人员不少于 20 人，且具有 3 年以上质量检测工作经历
专项资质要求	企业面	注册资本与企业性质	有独立法人资格的企业、事业单位，或依法设立的合伙企业。
		企业资质经验	主体结构及装饰装修、钢结构、地基基础、建筑幕墙、道路工程、桥梁及地下工程等专项资质，应当具有 3 年以上质量检测经历。
	人员面	有质量检测、施工、监理或设计经历，并接受了相关检测技术培训的专业技术人员不少于 10 人；边远的县（区）的专业技术人员可不少于 6 人；另有具体要求	技术负责人、质量负责人具有 5 年以上质量检测工作经历及工程类专业高级及以上技术职称；另有具体要求

资料来源：住建部，天风证券研究所

2.4. 展望：建筑/建材/环保检测至 27 年增速约 10%

2.4.1. 检测行业与 GDP 相关，中国市场渗透率仍有较大空间

根据必维国际检验集团（简称 BV）测算，检测市场的规模=TIC 强度系数（0.1%-0.8%左右）*下游总产值，国内来看，以 GDP 作为检测行业下游参考数据，并以检测收入/GDP 测算 TIC 强度系数，根据测算数据，明显可以发现：1）TIC 强度系数呈现逐年递增趋势，2）检测行业增速明显快于 GDP 整体增速。

表 6：检测行业与 GDP 的关系（亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
检测收入	1799.98	2065.11	2377.47	2810.50	3225.09	3585.92	4090.22
yoy	10.37%	14.73%	15.13%	18.21%	14.75%	11.19%	14.06%
GDP	688858	746395	832036	919281	986515	1013567	1143670
yoy	6.90%	6.80%	6.90%	6.70%	6.00%	2.30%	8.10%
检测/GDP	0.26%	0.28%	0.29%	0.31%	0.33%	0.35%	0.36%

资料来源：Wind，全国检验检测服务业统计报告，国家市监局，天风证券研究所

根据上表，我们大致描绘出中国检测收入和 GDP 之前的关系，那么未来增长天花板在何处？首先，我们尝试比较相同时间内各大洲的 TIC 强度系数，根据海外咨询机构数据，2020 年，欧洲/北美/亚太的检测行业 TIC 强度系数约为 0.24%/0.19%/0.21%。各主要区域的检测行业发展情况差距并不大。

表 7：2020 年各主要区域检测行业 TIC 强度系数

	检测行业规模（十亿美元）	GDP（十亿美元）	检测行业 TIC 强度系数
欧洲	50.1	21010	0.24%
北美	42.6	22546	0.19%
亚太五国*	53.7	25564	0.21%

注：此处亚太五国包含中国、印度、澳大利亚、韩国、日本

资料来源：marketsandmarkets, mordorintelligence, graphicalresearch, Wind, 天风证券研究所

其次，我们根据以上算法测算出 2015-2021 年亚太五国的 TIC 强度系数。值得注意的是，graphicalresearch 测算的中国检测行业市场规模较“全国检验检测服务业统计报告”有区别，导致本段中 TIC 强度系数与表格“检测行业与 GDP 的关系”有所差距。但此咨询机构给出亚太五国数据，故在探究“对比国外检测行业，中国的天花板在哪里？”问题中比较有意义。根据测算数据分析，韩国日本的检测行业 TIC 强度系数处于可比国家的领先水平，中国印度排名较为靠后，我们认为与国家经济发展的阶段有关。根据此表数据判断，我们认为我国的检测行业发展空间仍大。

表 8：亚太五国检测行业 TIC 强度系数

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国	0.14%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.14%	0.12%
印度	0.19%	0.20%	0.18%	0.19%	0.23%	0.26%	0.25%
澳大利亚	0.18%	0.21%	0.21%	0.21%	0.26%	0.26%	0.26%
日本	0.25%	0.25%	0.27%	0.30%	0.31%	0.30%	0.33%
韩国	0.38%	0.39%	0.38%	0.41%	0.47%	0.46%	0.45%
合计	0.19%	0.20%	0.20%	0.20%	0.22%	0.21%	0.20%

资料来源：graphicalresearch, Wind, 天风证券研究所

2.4.2. 建筑建材及环保检测或仍能保持 10%左右增速

我们认为至 2027 年，建筑检测行业年均增速能维持 10%左右。我们以建筑业总产值作为建筑建材检测领域的下游参考数据，并以建筑建材检测总营收/建筑业总产值测算强度系数，

其中假设：

- 1) 2022 年建筑业总产值保持 7%增速，后面年份保持 5%增速；
- 2) 假设未来 6 年间建筑建材领域强度系数年均提升 0.02pct，即至 2027 年强度系数为 0.49%；主要考虑到：目前建筑建材领域的强度系数为 0.37%，位于 BV 给出的强度系数中值偏下位置；强度系数 6 年（2015-2021 年）内提升 0.12pct，年均 0.02pct；强度系数上限为 0.8%；
- 3) 建筑工程检测及材料检测比例保持不变。

表 9：建筑建材检测市场规模测算（亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2027 年 E
建筑业总产值	180,757	193,567	213,944	235,086	248,446	263,947	293,079	400,235
yoy		7%	11%	10%	6%	6%	11%	5%*
建筑工程检测	347	324	365	455	544	576	713	1291
yoy		-6%	13%	24%	19%	6%	24%	10%*
建筑材料检测	110	182	211	268	300	339	367	664
yoy		67%	16%	27%	12%	13%	8%	10%*
合计	456	507	576	723	844	915	1080	1955
yoy		11%	14%	25%	17%	8%	18%	10%*
建筑工程检测/建筑业总产值	0.19%	0.17%	0.17%	0.19%	0.22%	0.22%	0.24%	0.32%
建筑材料检测/建筑业总产值	0.06%	0.09%	0.10%	0.11%	0.12%	0.13%	0.13%	0.17%
合计占比	0.25%	0.26%	0.27%	0.31%	0.34%	0.35%	0.37%	0.49%
占比提升		0.009%	0.008%	0.038%	0.032%	0.007%	0.022%	0.120%

注：*号数据均为 6 年复合增长率

资料来源：Wind，全国检验检测服务业统计报告，国家市监局，天风证券研究所

至 2027 年环境检测仍或保持 12%的增速。2017 年 10 月，党的十九大把“增强绿水青山就是金山银山的意识”首次写入党章，生态环境保护工作进入新阶段，次年环境检测市场规模呈现 57.38%的增速。近年我国对于生态环境保护和检测仍处于高度重视阶段，频频颁布多项相关政策，例如《2030 年前碳达峰行动方案》、《“十四五”生态环境监测规划》等。考虑到碳、大气、三水、土壤和地下水等检测需求将带动行业持续扩张，参考近几年环境检测行业增速，我们认为未来或仍能保持 12%左右增速。

图 30：环境检测市场规模



资料来源：全国检验检测服务业统计报告，国家市监局，天风证券研究所

2.5. 发展模式：并购重组是公司发展的主要路径

必维集团是建筑建材领域检测标杆公司。必维国际检验集团 (BureauVeritas, 简称必维或BV), 创立于1828年, 2007年10月24日在巴黎泛欧交易所上市。截止21年底, 必维国际检验集团在全球设立超过1600个办事处和实验室, 拥有超过79000名员工, 其中中国有130个办事处和实验室, 拥有约17000名员工。公司服务超40万名客户, 其业务范围包括船舶、工业、建筑、食品、消费品等。截止21年底, 前25名客户收入占比仅10%, 下游客户分散具有良好抗风险能力。

图 31：必维业务



资料来源：航空产业网公众号，天风证券研究所

图 32：必维基本情况



资料来源：必维官网，天风证券研究所

营收利润整体维持增长状态，主要从事建筑/食品/工业领域检测。2021年, BV 营收/扣非后归母净利润为 49.81/4.21 亿欧元, 同比+8.3%/+236%。2012-2021年, 公司的营收/扣非后归母净利润 CAGR+2.7%/4.3%, 虽有波折, 但总体呈现稳定上升的状态。2020年BV的收入和扣非后归母净利润都有所降低, 其中扣非后归母净利润的降低较为明显, 主要系疫情影响。以各类业务占比来看, 2021年, 公司建筑与基础设施/食品、农产品和大宗商品/工业/消费品四类业务占比 29%/21%/20%/13%, 合计占比 84%。

图 33：2012-2021 公司营收及其增速



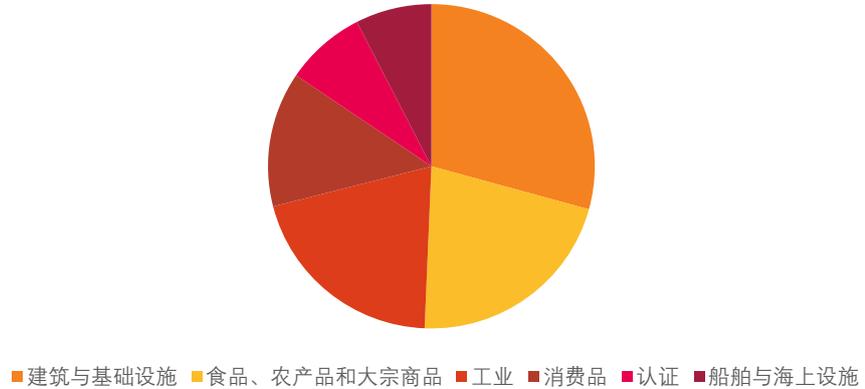
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：2012-2021 公司扣非后归母净利润及其增速



注：2020/2021年同比-66%/+236%
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：2021 年 BV 各业务收入占比



资料来源：BV21 年财报，天风证券研究所

BV 成立之初的业务是为航海运输保险商提供商务中心使用的最新保险费率信息，并提供准确的船舶和设备状况信息。之后逐渐成为全球性检测龙头，其发展主要分为三个阶段：

- 1) 1900 年-1980 年是 BV 的发展阶段。随着工业革命，诸如钢铁、航空、车辆、建筑等各种产业兴起，其安全、环保问题得到重视，必维的检测领域也不断地扩展。
- 2) 1980-1990 年是 BV 的扩张阶段。BV 为响应市场的特定需求，建立如毕法克、BVQI (BureauVeritasQualityInternational) -现公司认证部等分支机构。比如在进口货物装船检验领域，各国政府都具有需求，虽公司之前从未涉猎此业务，但由于技术可以快速掌握并快速复制，BV 很快建立起了一个全球网络。
- 3) 1990 年至 2014 年是 BV 兼并收购的主要阶段。在这一阶段，较为发达的国家，人们越来越关注质量、健康与安全 and 环境问题。叠加随着全球化的进程，进出口商品对于检测的需求增加，同时商品的标准也开始全球化，业务的可复制性增强。在这样的外部机遇下，BV 通过在不同的国家收购不同领域的检测机构，扩展了其业务范围，巩固了其在细分地区与细分市场的领先地位，并逐步建立起其在全球 TIC 服务的地位。

表 10：1990 年后 BV 在各地区的重要兼并收购

地区	时间	事件	领域	作用
法国	1996	收购了法国 CEP (ControleetPrevention) 100%的股权	建筑	成为了法国建筑物符合性评估行业的领导者
美国	1998、2001	收购了两家历史悠久的美国公司以及它们在亚洲的实验室——1998 年收购 ACTS (Acts 检测实验室) 和 2001 年收购 MTL (商品检测实验室)	消费品	坚定地巩固了其在消费品检测领域的地位
	2003	购入美国实验室 (USLaboratories)		
	2004	并购 Berryman&Henigar 和 GrahamMarcus	建筑管理、环境服务	进一步巩固了其在美国实验室测试市场的地位
	2005	收购 LinhartPetersenPowerAssociate (LP2A)	市政、建筑	增加了公司与美国政府的合作与联系
		收购了 OneBeacon 保险集团的检验部门 OneCIS	机械设备	提供了根据美国 ASME 标准检验并评估压力设备的业务平台
	收购 Clayton 和 NATLSCO	QHSE	巩固了其在 QHSE 领域的业务能力	
英国	2002	收购了 Weeks 集团	建筑材料、分析化	带来了全国范围内显著的环境和地质咨

			学、环境和地质	询能力
	2005	收购了 Casella	QHSE	成为英国市场中 QHSE 的领导者
	2010	收购了英斯贝克(Inspectorate)	石油和石化产品、金属和矿产产品、农产品	成为世界三大大宗商品行业参与者之一
澳大利亚	2006	收购了 Kilpatrick 和 IRC	HSE	建造了全国范围内的 HSE 平台
		收购了 Intico	HSE、采矿	建造了全国范围内的 HSE 平台，带来了采矿行业中强大的检测服务地位
加拿大	2014	收购了 Maxxam	环境、食品	在其所属领域中成为了加拿大的领导者

资料来源：必维 BureauVeritas 公众号，BV21 年财报，天风证券研究所

2018 年前外延并购与内生增长并举，之后开始转向内生增长。根据 BV 公司的发展历程，并结合 2007-2021 年 BV 营收增长拆分能够看出，2018 年之前，外延并购增长贡献了公司较多营收增长，而在 2019 年开始，并购步伐逐渐放缓，公司开始转向内生增长，我们认为若去掉币值因素影响，自 2013 年起 BV 营收增速一直未能超过 10%，且自 2015 年起外延增长速度均维持在 4%以下，找不到优质并购标的或是 BV 公司转向内生增长的主要原因。纵观 BV 发展，1990 年-2018 年的 28 年时间内，公司未曾停止并购步伐，业务规模亦不断扩大，同时深度整合管理并购资源，实现内生增长持续发力，综上，我们认为并购及并购后资源整合能力或是衡量检测公司能否发展壮大原因之一。

图 36：BV 营收增长拆分



资料来源：BV 官网，天风证券研究所

3. 公司看点：业务管理水平优异，内生外延助力全国扩张

3.1. 业务概况：检测业务为压舱石，工程/材料锦上添花

3.1.1. 检测业务涵盖建筑/建材/环境三大领域

检测业务涵盖三大检测领域。公司的检测服务深耕建筑/建材/环境三大检测领域：1) 建筑工程检测主要针对房屋/基建工程检测，围绕工程原材料、半成品、成品及工程实体等开展工程质量检测鉴定，工程相关功能检测，工程安全及施工安全监测等检测服务；2) 建筑材料检测服务指的是对于建筑施工过程中用到的路水泥、砂石、钢筋等建筑材料进行在质量、节能、功能性等多维度的检测服务；3) 环境保护检测主要分为环境检测、农/林业土壤检测等。公司环境保护检测板块服务主要通过子公司青山绿水及江苏正德实施，在常州、连云港、南通、南京和苏州设有实验室。

图 37：公司检测业务概览及业务流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

智慧检测提升公信力，大数据促进数据价值最大化。公司将传统的技术服务物联化，做到检测、监测数据的自动抓取上传分析，提高检测、监测自动化水平。实现检测机构与政府、客户等的互联互通，加强协作与监督，使检测流程和检测数据更加透明，助于提高公司公信力。同时检测数据可以汇总到机构云平台或者主管部门，利用大数据与云计算技术筛选数据可提取有价值的信息，可提供实时在线数据展示，满足客户对检测结果的多元化需求。公司针对建设工程智慧检测业务进行重点培育，提供“智慧工地”管理系统等信息化、数字化解决方案。

图 38：智能检测仪器



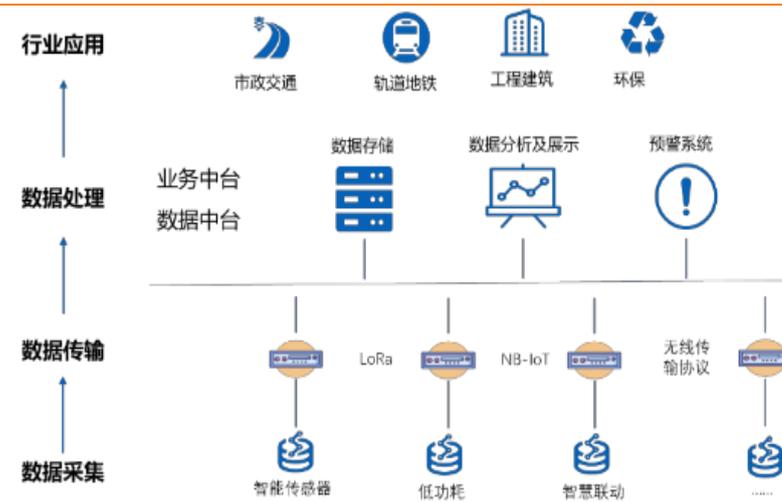
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 39：智慧检测案例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 40：智慧检测平台



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 特种工程专业服务及新型工程材料增添新动力

特种工程专业服务主要是建筑的修复工程业务。公司的特种工程专业服务是为客户提供加固改造、道路非开挖注浆修复、防渗漏修复、外保温改造与修复处理等专项技术服务，覆盖房建/市政/交通/轨道/水利/环境等多领域，该业务主要通过公司全资子公司江苏鼎达进行开展。

表 11：公司特种工程服务案例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

新型工程材料近年产能利用率约为 45%左右。公司新型工程材料业务包括房建/铁路/市政/水利/家装等领域新型工程材料的研究开发、推广应用及生产销售，主要由子公司江苏尼高和越南绿能负责生产销售。主要产品有特种功能材料、保温及干粉建材、环保装饰新材等干粉类工程材料以及混凝土外加剂。公司在处理质量事故或者提高功能的工程里会使用自研的材料以提高性能。

表 12：公司主要新型工程材料产能产量

产能	产品类型	2019 年度	2020 年度	2021 年度
	混凝土外加剂（万吨）	8.99	9.98	12.65
干粉类工程材料（万吨）	33.14	30.70	37.36	
产量	产品类型	2019 年度	2020 年度	2021 年度
	混凝土外加剂（万吨）	4.07	4.11	5.56
干粉类工程材料（万吨）	14.58	15.05	18.30	
产能利用率	产品类型	2019 年度	2020 年度	2021 年度
	混凝土外加剂	45.29%	41.17%	43.94%
干粉类工程材料	44.01%	49.02%	48.97%	

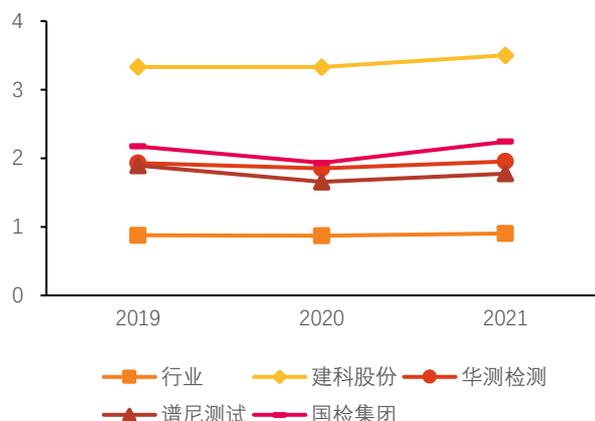
注：1、上表中产量和销量不包括委外加工和外购部分 2、产销率=（对内销量+对外销量）/产量

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.2. 公司优势：深度绑定核心员工，业务水平优异

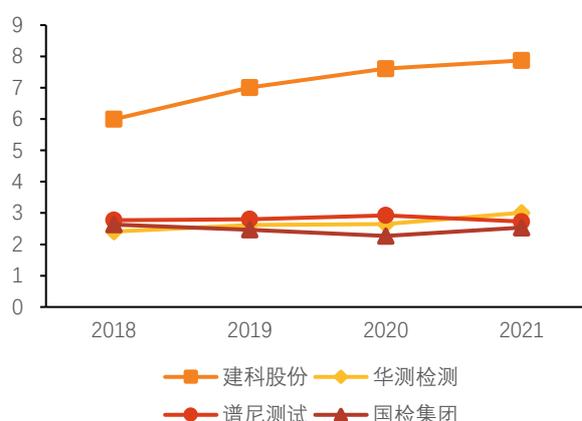
仪器利用率高。收入与仪器设备比指标方面，公司处于检测行业前列。行业普遍采用仪器设备资产原值与检测营收比值来衡量检测公司的经营情况。上市公司此比值显著高于行业。以从事工业品、消费品等领域检测为主的华测检测，谱尼测试为例，收入与仪器设备原值比值为 1.7-1.9 左右；而对于建筑建材领域来看，国检集团此比值在 2.0 附近，建科股份此比值达到 3 以上。比值越高意味着固定资产周转率越高。

图 41: 检测总收入/仪器设备资产原值



资料来源: 公司公告, Wind, 天风证券研究所

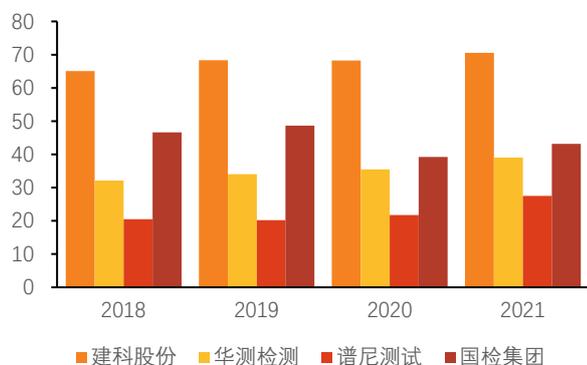
图 42: 固定资产周转率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

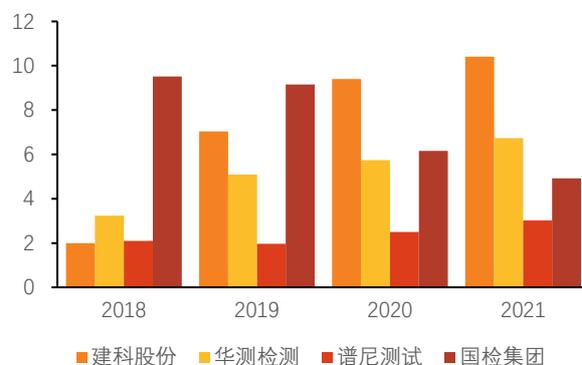
人均产值/创利居可比公司前列。2018-2021 年, 建科股份人均产值较稳健, 2021 年突破 70 万, 处于可比公司前列, 人均创利角度, 由于 2015-2018 年正处于公司业务结构优化时期, 故人均创利并未明显释放, 而自 2019 年以来, 人均创利明显提升, 2021 年公司人均创利 10.4 万, 居可比公司前列。人均薪酬角度, 公司 2018-2021 年虽有所增长, 但整体变化不大。综合上文来看, 公司实验室利用率居可比公司前列且人员管控能力较强。

图 43: 人均产值 (万元)



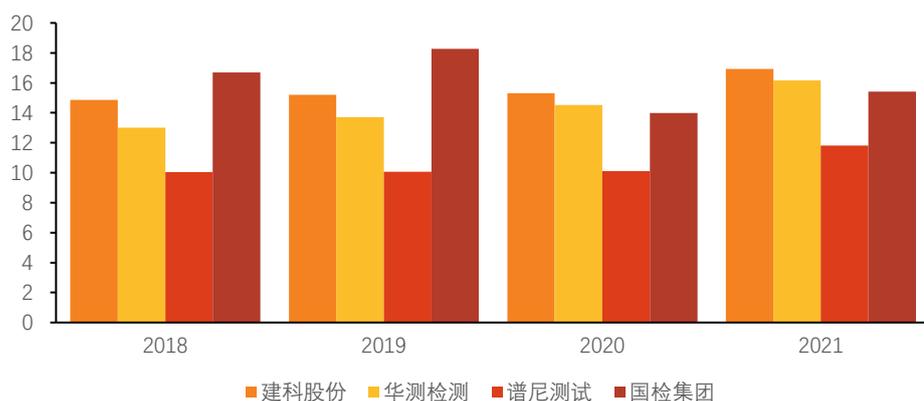
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 44: 人均创利 (万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 45: 人均薪酬 (万元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

员工持股比例高，股权激励保障长期发展。我们认为深度绑定员工利益或是公司人均效能各项指标居可比公司前列的主要原因：

- 1) 截至 2022 年 8 月 25 日上市前，公司持股员工达 133 人，持股比例达到 86.11%，上市后稀释为 64.58%；
- 2) 截至 2021 年报，公司核心管理人员均持有较多股份；
- 3) 公司于 2022 年 11 月进行限制性股票激励计划，以 12.53 元/股授予 399 人，合计 508.5 万股，并预留 30 万股，其中授予董事、高级管理人员周剑峰（40 万股）/刘小玲（20 万股）/吴海军（20 万股）及核心人员（428.5 万股）。考核目标为以 2022 年为基数，营收/归母净利在 2023/2024/2025 年增速为 15%/30%/45%（营收/归母净利完成其一）。

表 13：截至 2021 年报公司董事会及高管持股

姓名	职务	持股数(万股)
杨江金	董事长	2302.71
周剑峰	副董事长，总经理	529.68
刘小玲	董事，财务总监	382.73
黄海鲲	董事，副总经理	130.1
吴海军	董事，董事会秘书	87.6
许鸣	绿色节能研究中心主任	96.26
金卫民	青山绿水(江苏)司法鉴定所机构负责人	136.72

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 发展方向：内生外延双管齐下，业务发展全国布局

检测参数不断扩项，能够提升客单价，订单量及减少委外采购。检测参数可以衡量一家检测机构的业务能力范围，彰显检测服务的广度。2019-2021 年公司检测参数数量分别为 4929/6338/7861 个，同比+29%/+24%，检测参数的扩项，可以增加检测广度，提高客户覆盖范围，增加订单数量，同时亦可以增加单个订单的检测金额，提升客单价。公司 2018-2021 委外服务采购成本占收入比重分别为 29.17%/24.65%/22.01%/21.22%，呈逐年下降趋势。我们认为或与检测参数不断扩项有较大关联。

表 14：主要检测参数举例

产品名称	产品标准（检测依据）	检测参数
水泥	《通用硅酸盐水泥》 (GB175-2007)	比表面积、标准稠度用水量、凝结时间、安定性、强度、氯离子含量
防水卷材	《弹性体改性沥青防水卷材》 (GB18242-2008)	拉力、延伸率、耐热性、低温柔性、可溶物含量、不透水性
交通标志、标线、波形梁钢护栏	公路工程质质量检验评定标准 (JTG F80/1-2017)	立柱垂直度、基础顶面平整度、逆反射亮度系数 RL、抗滑值 (BPN)、立柱中距、立柱埋置深度、螺栓终拧扭矩
基桩	《建筑基桩检测技术规范》 (JGJ106-2014)	竖向抗压承载力、竖向抗拔承载力、桩身完整性、桩底沉渣厚度、桩身强度、均匀性
生活饮用水	《生活饮用水卫生标准》 (GB5749-2006)	总大肠菌群、耐热大肠菌群、大肠埃希氏菌、菌落总数、砷、镉、铬（六价）、铅、汞、硒、氰化物、氟化物、硝酸盐（氮）、三氯甲烷、四氯化碳、溴酸盐、甲醛、亚硝酸盐、氯酸盐、色度、浑浊度、臭和味、肉眼可见物、pH、铝、铁、锰、铜、锌、氯化物、硫酸盐、溶解性总固体、总硬度、耗氧量、挥发酚类、阴离子合成洗涤剂、总 α 放射性、总 β 放射性
环境空气	《环境空气质量标准》	二氧化硫、二氧化氮、一氧化碳、臭氧、颗粒物 (PM10)、

GB3095-2012

颗粒物 (PM2.5)、总悬浮颗粒物 (TSP)、氮氧化物 (NOx)、铅 (Pb)、苯并 (a) 芘

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

募投夯实检测主业, 注重省外扩张。公司募集 9.69 亿资金, 其中计划使用 6.71 亿在常州建设检测总部, 1.34 亿在云南、四川、湖北、河南、浙江五个省份租赁共计 21, 000 m²的场所作为区域检测实验室, 投资回收期约为 7.59 年。发展方向上, 公司未来将围绕检测主业, 形成“1 个产业中心+5 个应用科学研究发展方向”, (即: 1 个产业中心——检测与质量科技服务; 5 个应用科学研究发展方向——智慧检测与健康建筑、质量咨询与检测诊断处理、工程安全与防灾减灾、低碳环保与绿色节能、城市更新与加固改造五大方向)。未来三年, 公司还将在北京、上海、深圳等地联合设立联合创新中心, 进行行业政策研究、标准制定、整合资源与加强合作。

表 15: 募投项目情况 (万元)

项目名称	投资总额	募集资金投资金额	建成后实现年营收	建成后实现年净利润	税后内部收益率	投资回收期
检测总部建设项目	67,125.45	67,125.45	30,004.40	8,953.13	16.42%	7.59
区域实验室建设项目	13,366.28	13,366.28	14,904.50	2,079.20	16.56%	7.59

总募资合计 96932.3 万, 除以上项目外, 另有信息中心升级建设项目 (3708.5 万), 研发中心建设项目 (7732.07 万) 及补充流动资金 (5000 万)

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

外延并购助力公司长期发展。2022 年 10 月 27 日, 公司公告《投资管理制度》, 为外延并购助力。公司上市之前就已进行外延并购发展, 其中两笔较大的并购是 2015 年的苏州高新检测及 2017 年的青山绿水(江苏), 并购出资 1798.6 及 1742 万元。收购完成后营收均保持了较为稳健增长, 其中青山绿水公司增速较快, 并于 2018-2019 年迅速成立了青山绿水南京/连云港/苏州等公司。

表 16: 收购公司情况

	苏州高新检测	青山绿水(江苏)
收购时间	2015/9/30	2017/2/13
收购比例	92.00%	80.00%
金额 (万元)	1,798.60	1,742.00
净资产 (公允)	370.11	532.55
固定资产(公允) (万元)	139.32	386.21
商誉 (万元)	1458.1	1315.96
营收: 2016	1220.42	
2017	1453.45	
2018	1375.44	3636.71
2019	1135.67	4811.11
2020	1292.82	5413.79
2021	1758.34	5772.69
并购标的所在地区	江苏苏州高新区	江苏常州钟楼区
并购标的的检测业务领域	建筑建材检测、环境检测	环境检测

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

4. 盈利预测

结合上文分析, 我们对公司盈利预测做出如下核心假设:

营收及毛利:

- 1) 检测技术服务：**检测业务是公司当前的核心业务，且公司自 2015 年调整业务结构后着重发展此业务，IPO 募投项目均以此业务为主，故我们认为此业务仍具备较大增长潜力，且公司全国化布局，常州以外市场有望进一步开拓，公司营收有望延续较高增长，但初期省外开扩或出现以价换量的局面，预计毛利率小幅下行。预计 22-24 年检测技术服务业务收入增速 22%/36%/36%，毛利率 51.9%/50.9%/50.4%。
- 2) 专项工程技术服务及产品销售：**专项工程技术服务及产品销售系检测协同业务，但由于公司发展主业在检测业务，此两项业务或不为公司目前发力重点，预计保持稳健发展。预计 22-24 年专项工程技术服务业务收入增速 2%/2%/2%，毛利率 21.3%/20.3%/20.3%；22-24 年产品销售业务收入增速 15%/5%/3%，毛利率 24.3%/23.8%/23.3%；

表 17：公司分项业务收入及毛利率预测表

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
检测技术服务	营收（亿元）	4.07	5.50	6.71	9.13	12.41
	yoy	25.8%	35.2%	22.0%	36.0%	36.0%
	毛利率	52.2%	52.2%	51.9%	50.9%	50.4%
专项工程技术服务	营收（亿元）	2.67	2.76	2.82	2.87	2.93
	yoy	7.5%	3.4%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	20.4%	21.8%	21.3%	20.3%	20.3%
产品销售	营收（亿元）	2.31	2.68	3.08	3.24	3.33
	yoy	16.2%	16.3%	15.0%	5.0%	3.0%
	毛利率	30.6%	24.8%	24.3%	23.8%	23.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

费用端：由于公司进行异地扩张，预计销售区域扩大，人员增加，相应费用或有所增加，主要体现在销售及管理费用率的增加。预计 2022-2024 年销售费用率 4.2%/4.3%/4.4%，管理费用率 10.4%/10.5%/10.6%，预计研发费用率仍将保持原有强度，预计 2022-2024 年研发费用率 5.2%/5.2%/5.2%。

表 18：公司核心费用指标预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.1%	4.2%	4.2%	4.3%	4.4%
管理费用率	10.6%	10.3%	10.4%	10.5%	10.6%
研发费用率	4.6%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
财务费用率	0.4%	0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

根据上述假设，我们预计公司 22-24 年归母净利润 1.87/2.40/3.18 亿元，对应 EPS1.01/1.30/1.72 元，22-24 年 CAGR+30%。当前可比公司 2023 年 Wind 一致预期 PE 均值为 28.27 倍，给予 2023 年 27 倍 PE，对应目标价 35.01 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 19：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300012.SZ	华测检测	389.41	23.15	0.44	0.54	0.68	0.85	52.19	42.55	34.14	27.17
603060.SH	国检集团	92.17	12.64	0.35		0.49	0.60	36.47		25.98	21.07
300887.SZ	谱尼测试	98.50	34.32	0.77	1.11	1.39	1.83	44.72	31.00	24.70	18.78
	平均							44.46	36.77	28.27	22.34
301115.SZ	建科股份	48.71	26.32	0.87	1.01	1.30	1.72	30.11	26.06	20.30	15.34

注：数据截至 20230120 收盘，除建科股份外，其余公司 22-24 年预测 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示

外地扩张不及预期：目前来看公司规划全国扩张，是营收利润能够持续高增的基础，若外地扩张不顺利，或影响公司发展；

行业竞争加剧：行业内小型企业较多，且毛利率较高，或存在较多竞争，若行业竞争加剧，不排除出现价格战等情况，从而造成客单价及订单量双重承压，影响业绩；

产业政策变化及宏观周期波动：随着检验检测机构数量持续增加，市场竞争加剧，未来产业政策、行业资质认定标准、市场准入规则和行业标准可能发生变化，可能对公司发展造成不利影响；

公信力和品牌受到不利影响：公司以检验检测为核心主业，若出现质量问题将导致公司公信力和品牌受损，影响公司的业务拓展和盈利状况；

下游行业发展不及预期：检测行业与下游行业发展密切相关，若行业发展不及预期，或导致检测行业出现增速不佳等因素，侧面导致行业竞争加剧或造成订单量减少；

募投项目测算效益无法实现/不及预期：募投项目经济效益测算基于公司同类产品的历史运营指标，并结合当前市场环境和预期增长率进行测算。但募投项目建设受多种因素影响，可能导致募投项目预期的经济效益指标无法实现，从而对公司整体盈利水平造成不利影响。

公司流通市值较小，股价波动或较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	188.62	206.97	1,992.36	1,836.87	2,015.96
应收票据及应收账款	563.70	648.66	683.27	714.08	842.83
预付账款	11.50	8.81	24.89	11.77	29.78
存货	21.46	32.56	62.60	65.80	100.06
其他	35.24	40.93	124.02	103.02	164.24
流动资产合计	820.52	937.93	2,887.14	2,731.55	3,152.87
长期股权投资	8.32	8.65	8.65	8.65	8.65
固定资产	125.30	153.11	161.31	439.99	769.64
在建工程	0.65	2.13	161.70	248.68	0.00
无形资产	24.12	48.99	44.26	39.52	34.79
其他	87.51	132.06	95.65	97.06	94.47
非流动资产合计	245.90	344.94	471.57	833.91	907.55
资产总计	1,128.81	1,319.01	3,358.71	3,565.45	4,060.42
短期借款	0.58	25.12	15.00	15.00	15.00
应付票据及应付账款	234.72	273.25	310.68	269.71	412.16
其他	179.45	194.39	249.38	254.04	284.67
流动负债合计	414.76	492.75	575.06	538.76	711.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.56	26.61	14.15	16.11	18.96
非流动负债合计	7.56	26.61	14.15	16.11	18.96
负债合计	463.70	553.07	589.21	554.86	730.79
少数股东权益	14.67	14.91	15.85	17.05	18.65
股本	135.00	135.00	185.09	185.09	185.09
资本公积	149.33	149.33	1,914.59	1,914.59	1,914.59
留存收益	359.84	460.89	647.81	887.77	1,205.28
其他	6.27	5.82	6.17	6.09	6.03
股东权益合计	665.11	765.95	2,769.50	3,010.59	3,329.63
负债和股东权益总计	1,128.81	1,319.01	3,358.71	3,565.45	4,060.42

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	126.02	161.00	186.92	239.97	317.50
折旧摊销	29.04	32.41	36.96	99.07	183.77
财务费用	4.06	5.40	(1.51)	(3.61)	(4.08)
投资损失	0.66	(0.74)	(0.78)	(0.81)	(0.86)
营运资金变动	(41.92)	(96.44)	(39.50)	(38.41)	(62.34)
其它	2.95	36.73	0.94	1.21	1.60
经营活动现金流	120.82	138.38	183.04	297.42	435.60
资本支出	33.90	62.14	212.46	458.04	257.15
长期投资	(1.63)	0.33	0.00	0.00	0.00
其他	(75.71)	(136.01)	(411.68)	(917.23)	(516.30)
投资活动现金流	(43.44)	(73.54)	(199.22)	(459.19)	(259.14)
债权融资	(31.12)	30.99	(14.12)	6.36	2.70
股权融资	87.47	(0.46)	1,815.70	(0.08)	(0.06)
其他	(32.84)	(76.13)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	23.51	(45.59)	1,801.58	6.27	2.64
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	100.88	19.24	1,785.39	(155.49)	179.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	905.68	1,095.80	1,261.83	1,524.38	1,868.29
营业成本	568.18	681.79	778.57	924.52	1,105.74
营业税金及附加	6.50	5.97	6.87	8.30	10.17
营业费用	37.42	45.94	53.00	65.55	82.20
管理费用	96.35	113.37	131.23	160.06	198.04
研发费用	42.05	57.24	65.61	79.27	97.15
财务费用	3.72	4.55	(1.51)	(3.61)	(4.08)
资产减值损失	(16.15)	(16.37)	(14.62)	(15.50)	(15.06)
公允价值变动收益	0.00	2.14	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.66)	0.74	0.78	0.81	0.86
其他	24.48	15.44	0.00	0.00	0.00
营业利润	143.79	184.99	214.20	275.61	364.86
营业外收入	0.33	0.03	0.18	0.10	0.14
营业外支出	0.61	0.31	0.46	0.39	0.42
利润总额	143.51	184.71	213.92	275.32	364.58
所得税	17.49	23.71	26.06	34.15	45.48
净利润	126.02	161.00	187.86	241.17	319.10
少数股东损益	1.25	(0.80)	0.94	1.21	1.60
归属于母公司净利润	124.76	161.80	186.92	239.97	317.50
每股收益(元)	0.67	0.87	1.01	1.30	1.72

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	17.43%	20.99%	15.15%	20.81%	22.56%
营业利润	50.11%	28.65%	15.79%	28.67%	32.38%
归属于母公司净利润	56.90%	29.69%	15.52%	28.38%	32.31%
获利能力					
毛利率	37.26%	37.78%	38.30%	39.35%	40.82%
净利率	13.78%	14.77%	14.81%	15.74%	16.99%
ROE	19.18%	21.54%	6.79%	8.02%	9.59%
ROIC	32.79%	41.00%	39.35%	33.39%	28.41%
偿债能力					
资产负债率	41.08%	41.93%	17.54%	15.56%	18.00%
净负债率	-28.27%	-22.30%	-71.20%	-60.24%	-59.89%
流动比率	1.94	1.85	5.02	5.07	4.43
速动比率	1.89	1.79	4.91	4.95	4.29
营运能力					
应收账款周转率	1.69	1.81	1.89	2.18	2.40
存货周转率	16.24	40.57	26.52	23.74	22.53
总资产周转率	0.88	0.90	0.54	0.44	0.49
每股指标(元)					
每股收益	0.67	0.87	1.01	1.30	1.72
每股经营现金流	0.65	0.75	0.99	1.61	2.35
每股净资产	3.51	4.06	14.88	16.17	17.89
估值比率					
市盈率	37.93	29.25	25.32	19.72	14.91
市净率	7.28	6.30	1.72	1.58	1.43
EV/EBITDA	0.00	0.00	10.16	7.36	4.77
EV/EBIT	0.00	0.00	11.81	9.88	7.10

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com