

制度创新带动业务扩张, ESG 驱动未来增长

力鸿检验 (1586.HK) 是港股能源与大宗商品检测行业的龙头企业, 拥有多项国内/外专业机构的资质认证, 公信力处于行业领先地位, 被选为大连商品交易所与上海期货交易所指定质检机构。创新“联邦制”并购模式, 助力公司快速业务扩张并深度绑定人才资源, 支撑公司未来长远发展。公司未来发展将以传统业务为基础, 积极开拓 ESG、“双碳”等相关业务, 服务主要客户能源转型需求, 预期未来 ESG 相关业务将会接替传统业务带来高速增长。

报告摘要

全球公信力行业领先 公司在能源与大宗商品贸易板块深耕超过十年, 期间积累了丰富的检测经验以及强大的公信力, 参与多项国家标准制定过程, 并被选为大连商品交易所与上海期货交易所指定质检机构。公司下属的分支机构与实验室拥有多项国内外专业检测认证: 国内(资质) CMA 资质认证以及 CNAS 资质认证。国际(资质) 拥有 ISO、Gafta、FOSFA、PORAM、SOPA 等专业资质认证。此外, 在收购老牌检测公司 Saybolt 亚洲业务后, 借助其品牌影响力, 公司在国际市场中的公信力得到进一步增强。

“联邦制”提升并购资金效率, 深度绑定人才 相较于传统的完全并购模式, “联邦制”模式可以让公司使用更少的资金成本进行更快速的并购。同时给予被并购公司股东及核心员工公司权益以及较高的经营自主权的做法保证了各方利益以及企业未来发展活力, 并增加核心技术人才的留存率以及团队凝聚力, 与人才深度绑定。

深挖客户需求增强粘性, 拓展业务多样化, ESG 业务预期高增长 公司与行业龙头客户(中国神华、中国石油、中国电建、壳牌等行业龙头) 均拥有长期合作经历, 合作期间公司也深耕客户需求, 不断开拓新业务。在提出以“ESG 发展策略”作为未来核心发展策略后, 目前, 已形成“2+X”的基本业务格局: 以煤炭与石油大宗能源检测为支柱, 大力发展 ESG、双碳相关检测业务, 服务主要客户能源转型需求, 预期未来 ESG 业务将为公司带来高速增长。

国际化程度高, 出海服务海内外买家 2016 年后公司加速海外布局; 目前, 公司检测服务中心覆盖东南亚、澳洲、非洲、南美洲等地区, 拥有多年服务海内外客户经验。在中国企业积极出海的背景下, 力鸿检验一同出海为双边企业提供服务, 例如为中国电建海外项目提供煤炭检测业务。公司海外业务快速增长, 为中国企业的海外业务的顺利开展提供了有力保障。

业务抗经济周期属性及持续性强, 增速 GDP+ 公司业务聚焦于能源大宗贸易, 以煤炭和石油检测为主, 为国家能源供应体系提供了有力保障, 叠加居民日常能源消费为刚性消费, 能源原料的检测成为关键环节, 检测需求保持稳定增长。因此, 公司主要业务拥有强抗周期特性, 保持稳定增长; 无论经济周期如何变动, 由于能源需求的刚性, 公司业务仍能保持亮眼增速, 并且增速会高于 GDP 增速。

首次予以“买入”评级, 目标价 2.88 港元 我们预测公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 91/120/158 百万港元, 对应 EPS 为 0.18/0.22/0.29 港元。给予公司目标价 2.88 港元每股, 对应 2023/2024/2025 年 PE 分别为 16 倍/13 倍/9.9 倍, 较最近收市价有 87% 的上涨空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 品牌公信力受不良事件影响风险, 煤炭、石油、大宗商品贸易量增速不及预期, ESG 检测业务增速不及预期, 检测相关政策变动

财务及估值摘要

(年结 31/12; HKD 000)	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
销售收入	818,828	944,014	1,213,023	1,560,855	2,011,357
增长率 (%)	26.0%	15.3%	28.5%	28.7%	28.9%
净利润	49,836	69,397	91,647	120,031	158,179
增长率 (%)	12.1%	16.9%	32.1%	31.0%	31.8%
毛利率 (%)	42.3%	43.4%	44.6%	44.4%	44.2%
净利润率 (%)	6.1%	7.4%	7.6%	7.7%	7.9%
ROE, 平均 (%)	23.9%	22.9%	30.1%	26.8%	27.2%
每股盈利 (元)	0.104	0.144	0.179	0.224	0.295
每股净资产 (元)	0.874	0.998	1.107	1.369	1.714
市盈率 (x)	14.82	10.67	8.61	6.89	5.22
市净率 (x)	1.76	1.54	1.39	1.13	0.90
股息收益率 (%)	1.82	3.19	3.96	4.95	6.53

数据来源: 公司资料, 安信国际预测

投资评级: 买入

目标价格: 2.88 港元

现价 (2023-7-26): 1.54 港元

总市值 (百万港元)	829.93
流通市值 (百万港元)	829.93
总股本 (百万股)	538.92
流通股本 (百万股)	538.92
12 个月低/高 (港元)	1.3/2.1
平均成交 (百万港元)	1.25

重要股东 (7/20/23)

李向利及一致行动人	60.74%
中国检验认证集团	11.63%
Rays Capital (睿思资本)	7.97%
杨荣兵	2.44%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.50	4.67	22.88
绝对收益	15.01	2.69	17.06

数据来源: Wind、安信国际

朱睿泽 行业分析师

+86 0755-8168 2607

zhurz1@essence.com.cn

1	公司介绍	3
1.1	公司概览.....	3
1.2	主营业务.....	4
1.3	公司股权结构.....	7
1.4	管理团队简介.....	8
2	投资亮点	9
2.1	强品牌公信力，业内驰名.....	9
2.2	创新并购模式：联邦制.....	10
2.3	业务可持续性、抗周期性.....	11
2.4	科技实力雄厚.....	12
2.5	客户粘性高，深挖需求.....	13
2.6	服务全球中国买家.....	14
3	行业概况	15
3.1	检验检测行业.....	15
3.2	煤炭检测行业.....	19
4	公司财务分析	21
4.1	盈利预测与估值.....	23
5	风险提示	23

1 公司介绍

1.1 公司概况

国内检测、检验与认证 (TIC) 行业港股上市龙头公司 中国力鸿检验控股有限公司 (以下简称“力鸿检验”或“公司”) 是一家在香港联交所主板上市的国际第三方检验检测控股公司, 也是国内首家在港股上市检验鉴定机构。公司于 2015 年在开曼群岛注册成立, 并于 2016 年在香港联交所成功上市, 股票代码 1586.HK。公司员工人数超过 2300 人, 并在新加坡与南非分别设有海外区域公司。公司致力于为来自全球超过 500 家客户提供专业的检验、检测以及认证服务。

公司深耕国内大宗商品检测行业, 拓展环保 ESG 检测行业 公司运营主体最早可追溯到 2009 年, 经原国家质量监督检验检疫总局批准, 华夏力鸿商品检验有限公司在北京成立; 依托创始人李向利先生与刘翊先生的煤炭检验与检测行业的丰富经验, 在国内该领域快速发展。经过五年的发展, 于 2014 年, 公司在中国煤炭检测领域的市场占有率达到全国第一。截止 2023 年初, 公司在全国十多个城市设有大型煤炭专业实验室为客户提供煤炭相关检测服务; 以及主要港口设有能源检测综合实验室以提供油气产品相关检测服务。公司业务在传统能源与大宗商品检验检测的基础上, 逐渐拓展至环境、新能源、碳中和检测等多个行业。

图表 1 力鸿检验发展大事记

年份	事件
2009	<ul style="list-style-type: none"> 北京华夏力鸿商品检验有限公司成立, 并提供检测服务 在唐山港开设第一个服务中心, 服务华北地区
2010	<ul style="list-style-type: none"> 扩大服务范围, 开始鉴定业务
2011	<ul style="list-style-type: none"> 公司获得国家、中关村“双高新企业”证书, 被认定为“高新技术公司”
2012	<ul style="list-style-type: none"> 进入华南市场, 并在南京港开设服务中心 获得 CNAS 实验室认可证书以及检测机构认可证书
2014	<ul style="list-style-type: none"> 获得质检行业最高信用评级 AAA+ 中国煤炭检测板块公司市占率达到行业第一 与神华集团、中国检验检疫学会以及中检公司达成战略合作框架协议
2015	<ul style="list-style-type: none"> 获得“朝阳区民营企业百强”
2016	<ul style="list-style-type: none"> 在香港联交所成功上市, 股票代码 1586.HK
2017	<ul style="list-style-type: none"> 进入海外市场, 成立新加坡、印尼、马来西亚、印度公司 收购 Saybolt 中国公司与香港公司
2018	<ul style="list-style-type: none"> 巴基斯坦公司成立 澳大利亚公司成立 收购 Saybolt 新加坡公司 公司成为国内首家加入国际检测认证理事会 TIC Council 的第三方检测机构
2019	<ul style="list-style-type: none"> 公司被市场监管总局选定为 TIC 行业专业化代表企业 公司正式更名为“力鸿检验集团有限公司”
2020	<ul style="list-style-type: none"> 电力能源事业部成立 能源检测技术研究院成立
2021	<ul style="list-style-type: none"> 收购 2 家环境检测公司; 业务拓展至环境服务领域 拓展碳达峰、碳中和综合服务业务
2022	<ul style="list-style-type: none"> 成为上海期货交易所指定质量监督检验机构
2023	<ul style="list-style-type: none"> 成为大连商品交易所指定质量监督检验机构

资料来源: 公司公告、公开资料整理, 安信国际

1.2 主营业务

传统与新兴业务共舞，未来发展聚焦 ESG 赛道 公司传统业务主要为大宗商品贸易保障，为其合作客户提供：检测服务、鉴定服务以及见证与辅助服务。三项业务分别为大宗商品贸易提供质量检测、数量检测以及确保装运条件符合合约规定等服务。通过公司业务绿色赋能贸易保障各环节，提升贸易流程运转效率。在传统业务稳健向好时，公司决定进军开拓 ESG 相关业务，并将“ESG 发展策略”作为公司未来发展的主线，并增厚公司未来发展增量。

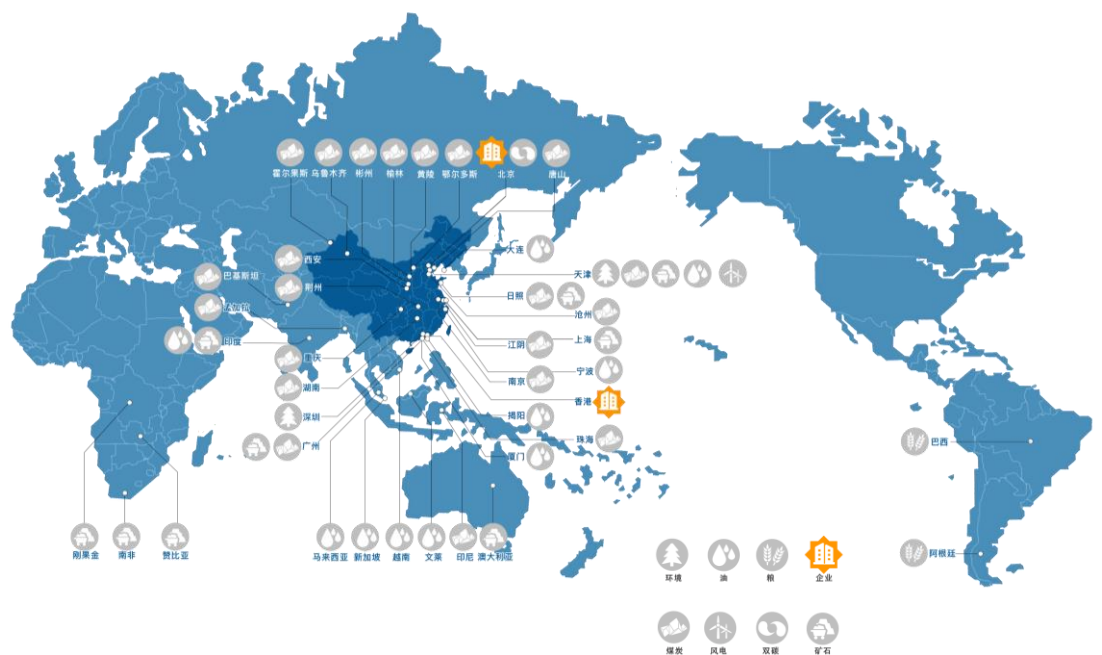
图表 2 公司主营业务划分列表

传统业务		新兴业务	
ESG-Friendly	ESG+	ESG-Focused	
1) 大宗商品贸易保障业务	1) 清洁能源：新能源领域检测服务 2) 环境保护：环境检测与监测服务 3) 气候变化：企业碳排放咨询，提供碳解决方案	1) 低碳绿色产业投资	

资料来源：公司公告、安信国际

全球行业布局，积极开拓海外市场 在香港成功上市之后，公司凭借所募集的海外资本开始积极布局海外检测市场。2017 年，公司开始着手搭建海外业务网络，在新加坡、马来西亚、印度以及印度尼西亚 4 地首先建立检测服务中心。2018 年，公司通过收购 Saybolt 亚洲业务进一步扩大海外业务范围，并同时与澳大利亚与巴基斯坦两地建设海外服务中心，至此公司服务覆盖范围扩大至全亚太地区。截止 2022 年底，公司全球共拥有 63 个分支服务机构及专业检测实验室，在亚太、非洲、南美洲均设有分支服务机构。

图表 3 公司全球分支机构布局



资料来源：公司官网、安信国际

传统业务始于煤炭贸易配套 公司在成立初期，由于创始人的专业背景以及以往从事行业的缘故，核心业务为煤炭大宗商品贸易提供相关检测；主要客户覆盖煤炭开采公司、煤炭分销公司以及电力公司等。此外，公司在中国境内拥有强大的检测服务网络以及完善的配套设施，共拥有 35 个检验机构和实验室，覆盖了国内主要贸易港口以及城市。

图表 4 公司中国实验室及服务中心布局



资料来源：公司资料、安信国际

贸易保障业务覆盖品类持续扩宽 在 2018-2019 年公司完成收购 Saybolt 的亚洲业务后，公司正式进入石油化工检测领域；凭借 Saybolt 遍布中国乃至亚洲的专业石化产品检测实验室，在进一步增强公司石化产品的检测能力的同时，也加快了公司业务全球布局的步伐。随后公司逐渐形成了以煤炭及石化产品为主，覆盖多领域商品类别的贸易保障业务结构。截止 2022 年底，公司交易保障业务覆盖的大宗商品除煤炭与石油化工产品外，已拓展至矿产品、农产品以及其他主要大宗商品。

图表 5 公司传统检验检测业务

业务领域	细分类别	业务介绍
大宗商品 贸易保障	煤炭检验	1) 质量测试服务：在自有化验室根据国际、国家、地区的行业标准提供各类指标测试服务； 2) 重量鉴定服务：根据 SO/API/ASTM/GB/SH 等国际、国家、地区的行业标准进行船舶水尺、流量计、地磅、船舱/岸罐容量等计重服务； 3) 见证监督和联合检验服务：代表委托人参与并见证其他第三方检验机构的检验过程、或者以见证(witnessing)/联合检验(joint-inspection)方式参与进口货物的海关检验，以保护委托人权益；
	石化产品检验	4) 其他技术服务：监装拆卸、仲裁检验、库存调查、现场见证、清洁度检查、盘库检验等服务。
	大宗商品检验	检测范围：覆盖全能源大宗商品类别，包括但不限于煤炭、原油、石油产品、石化产品、石化气体(LPG/LNG)、生物燃料、原矿、有色精矿、金属及合金、工业用矿产、农产品等

资料来源：公司官网、公司公告、安信国际

立足贸易保障业务，积极拓展清洁能源、环保绿色领域 2020年，力鸿检验提出“2+X”战略，基于传统能源与大宗业务的基本盘并持续拓宽业务多样性。之后公司抓住机会布局 ESG 及双碳检测领域；6月成立力鸿集团能源检测技术研究院，11月成立清洁能源事业部，并在次年收购天津之恒环境科技以及天津华能环境监测，公司正式进入环保领域。未来公司将继续推进“ESG发展战略”，进一步扩大环境保护与清洁能源领域的业务范围，持续开拓新的业务，并加强精细化管理，提高自身综合竞争力。

ESG+业务与行业头部紧密合作 1) **清洁能源**：公司与三一重能、金风科技等新能源设备制造企业合作，为他们提供零部件、产品检测、项目评估等服务。2) **环境保护**：公司与中国石油、中国石化、中国神华、陕煤集团等能源行业头部企业开展环境影响评估、环境监测以及 LDAR 泄露检测与修复业务，为客户实行精准碳减排。3) **气候变化**：着力于传统能源客户碳排放痛点，为客户提供双碳 ESG 咨询综合解决方案，助力客户进行绿色低碳转型。

图表 6 公司新兴 ESG 相关业务列表

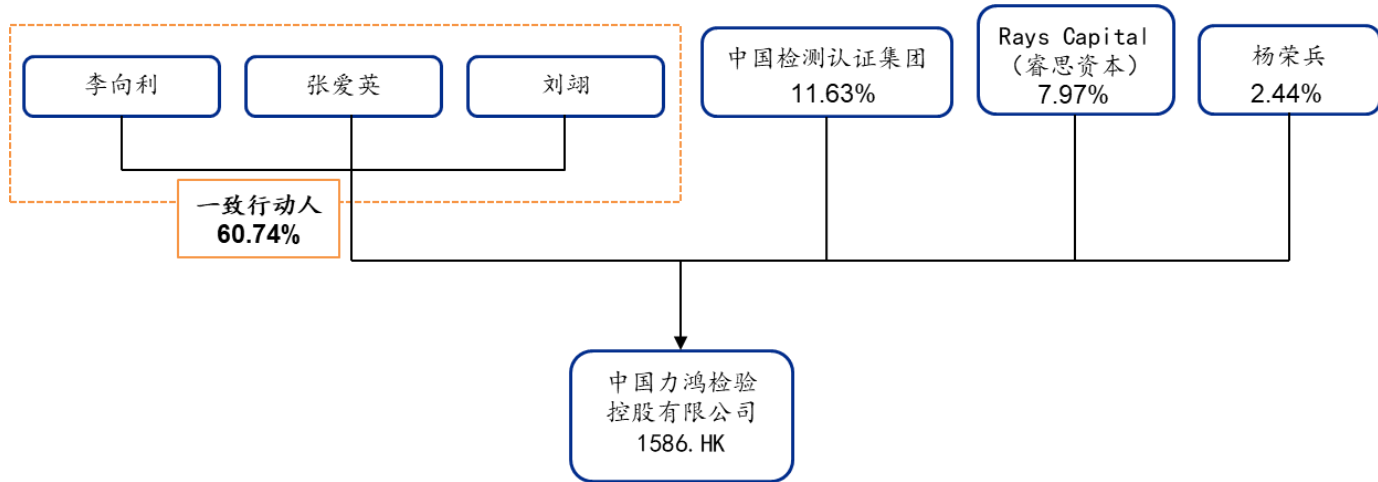
业务领域	业务介绍
环境保护领域综合	1) 环境保护咨询业务：环保管家服务、环境影响评价、土壤污染调查和风险评估、建设项目竣工环境保护验收、排污许可证管理申报。 2) 环境检测服务：水和废水检测、环境空气与废气检测、室内空气检测、土壤和地下水检测、固废及沉积物检测、噪声检测。
电力能源技术	1) 风电、光伏建设、安装及风电设备制造和维修的金属材料、零部件、备品备件等方面的质量检测或复检；针对风电、光伏运营期间进行数据收集、测试及定期运维，提高发电的稳定性。
气候变化与可持续发展	1) 为客户提供综合性解决方案，主要涵盖碳达峰碳中和咨询技术服务、碳资产开发与交易服务、ESG 咨询技术服务及低碳信息化综合解决方案服务。
泄露检测与修复 LDAR	1) 为客户提供综合性解决方案，主要涵盖碳达峰碳中和咨询技术服务、碳资产开发与交易服务、ESG 咨询技术服务及低碳信息化综合解决方案服务。

资料来源：公司官网、公司公告、安信国际

1.3 公司股权结构

公司股权结构集中，以董事及高管个人持股为主。公司于2015年在开曼群岛注册成立，并于次年在香港联交所主板上市。截止2023年7月，公司总股本为5.38亿股，均为流通股。前五大股东持股比例超过80%；在个人持股方面，公司主席兼CEO李向利先生、公司副总裁执行董事张爱英女士、以及刘翊先生签订协议成为一致行动人，总持股共占比60.74%；其中李向利先生、张爱英女士为配偶关系。公司副主席兼执行董事杨荣兵先生，持股占比2.44%。在机构持股方面，中国检验认证集团，持股占比11.63%；Rays Capital（睿思资本），持股占比7.97%。

图表 7 力鸿检验主要股东持股结构（按实际控制人）



资料来源：Wind、公司公告、安信国际

上市后实行长期股份奖励计划，与优秀人才深层绑定 公司于2020年发布公告实行为期10年的股份奖励计划。公司将拿出最高达4千万股公司股票作为此次计划的奖励；计划参与对象包括了公司董事、高管以及全体员工。在计划实行后，公司的治理结构和长效激励机制得到了进一步完善。此外，通过奖励计划公司与内部核心骨干、优秀人才进行深度绑定，对人才的吸引和保留起到了重要作用。公司员工的积极性也会被充分调动，通过收益与贡献对等原则将股东利益、公司利益以及员工个人利益有效的进行了结合，更好地推动公司的长远健康发展。

图表 8 公司股份奖励计划

公告时间	有效期	奖励总数量	可参与奖励计划人士
2020年10月	10年	最高不超过4千万股	(1) 集团内公司或参控股公司员工及/或董事 (2) 集团内公司或参控股公司的顾问、咨询人或专家 (3) 透过合营企业、企业联盟或其他业务方式，使得集团发展及增长作出贡献之任何其他组别或类别参与者

资料来源：公司公告、安信国际

1.4 管理团队简介

核心管理层行业与专业经验丰富，助力公司快速发展 李向利先生、张爱英女士以及刘翊先生均拥有化学或材料工程学术背景以及拥有丰富的检测行业从事经验。其中李向利先生与刘翊先生均在煤炭检测行业从事时间超过 30 年，并均被授予高级工程师资格。公司管理层的专业与行业经验为公司未来长期发展方向提供清晰的指引与有力保障。

图表 9 力鸿检验管理层列表

管理层	职务	简介
李向利先生	主席、行政总裁、 执行董事	李先生为张爱英女士的配偶，主要负责本集团战略规划及整体管理，拥有行业经验 30 年以上。加入集团前，李先生曾在秦皇岛出入境检验检疫局煤炭检测技术中心工作，于 2004 年晋升为副主任，负责煤炭检验检测业务。被授予高级工程师资格。
张爱英女士	副总裁、执行董 事、薪酬委员会成 员	张女士为李向利先生的配偶，主要负责本集团业务以及采购及人力资源的整体管理。加入集团前，张女士曾担任山西煤炭进出口集团秦皇岛分公司化验室主任，负责煤炭检测业务。
刘翊先生	副总裁、执行董事	刘先生主要负责销售、质量控制及研发的整体管理，拥有行业经验 30 年以上。刘先生任职于秦皇岛出入境检验检疫局，于 2003 年晋升为煤炭检测技术中心主任，负责煤炭检验业务。被授予高级工程师资格。
杨荣兵先生	执行董事	杨先生主要负责本集团企业战略、资本规划、内控合规等方面的工作。拥有中央财经大学 MBA 学位，曾任首都经济贸易大学特聘教授，长期服务于中国内地与香港两地资本市场，为运用创新金融工具支持企业可持续发展及不断完善资本结构方面的专家。
郝怡磊先生	非执行董事	郝先生主要负责向中国力鸿集团提供行业相关的业务指导。拥有超过 25 年检验相关的行业经验，目前为中国检验有限公司副总裁。

资料来源：公司公告、安信国际

2 投资亮点

2.1 强品牌公信力，业内驰名

检验检测机构的公信力与专业资格认证是主要护城河 由于检验检测行业下游服务的行业众多，每个行业所需要的检测项目、方法与技术也均有所不同，因此检验检测机构对于不同行业的检测服务均需要掌握相对应的技术与设备，并获得对应专业检测资质。因此对于检测行业要求极高的专业程度以及服务水平，以保证所出具的报告的有效性以及真实性，行业技术壁垒较高。此外，客户选择检测机构，是对于其所出具的报告的准确性、公正性以及独立性的看重，即检测机构的公信力充分代表了其竞争的优势。然而，检测机构的公信力一般需要较长时间去打造积累，并难以在短时间内达成。因此，检测行业的先发公司较后进入公司拥有较大优势。

力鸿检验拥有全球多项专业认证，公信力行业领先 公司自成立始就专注于大宗能源商品贸易，至今已拥有十年以上的行业从事历史，期间积累了丰富的检测经验以及强大的公信力，参与多项国家行业检测标准制定过程，也被选为大连商品交易所与上海期货交易所指定质检机构。公司下属的分支机构与实验室拥有多项国内外专业检测认证；国内资质：所有分支机构均获得 CMA 检验检测机构资质认证以及 CNAS 资质认证。国际资质：拥有 ISO、Gafta、FOSFA、PORAM、SOPA 等多家不同行业的国际检验检测机构所颁发专业资质认证。

图表 10 力鸿检验所获国内外专业资质认证



资料来源：公司公开资料、安信国际

2.2 创新并购模式：联邦制

检验检测传统并购模式，费时费力 由于检验检测下游的行业划分众多，并如前文所提到，每个行业所需的检验检测技术与设备各有所异；检测公司如需进入新的检测领域开展业务则需要人力、物力上投入大量资金与时间。因此，检测公司的新业务拓展往往会通过对该领域的现有公司的并购来实现；同时为保证对于子公司的掌控力，一般会对其所有权进行完全买断。在这种简单粗暴的并购方式下，公司可以进行快速扩张，但仍付出高额的资金成本。并在收购后原有的公司管理层以及核心技术骨干的留存也会成为一个考验。

“联邦制”并购新模式，提升资金效率 不同于行业普遍应用的并购扩张方式，力鸿检验通过对于现今国内检测行业特点的总结归纳，采用了独创的“联邦制”策略进行业务拓展，即对并购公司寻求参控股，而非对股权进行全部买断。同时，不进行股权全部买断的模式，避免了每次业务拓展需要支付高额的资金成本，减轻公司现金流管理压力。

通过“联邦制”深度绑定核心人才，甄选事业伙伴与公司共同成长 在建立检测公司的品牌公信力时，技术、资金、市场均扮演不同的重要角色，但是人才与团队则是整个过程中的关键所在。通过“联邦制”拓展业务时，被并购公司的核心人才与团队仍会被保留较高的经营自主权，并同时会获得力鸿检验给予的多种权益。给予被并购公司股东及核心员工公司权益以及较高的经营自主权的做法保证了各方利益以及企业未来发展活力。最终形成联邦主体力鸿检验为联邦子公司提供品牌、资金、技术等支持，而子公司为力鸿检验拓展业务领域并赋能现存业务良性循环的商业模式。

创新的“联邦制”拓展策略的核心主旨是寻求公司的“事业伙伴”，继而建立股东、公司、技术团队“共生共长，共创共赢”的事业平台，在机制上保障各方长短期的利益的一致性与持续性，深度绑定核心技术人才，增加团队凝聚力。

图表 11 “联邦制”与传统模式对比

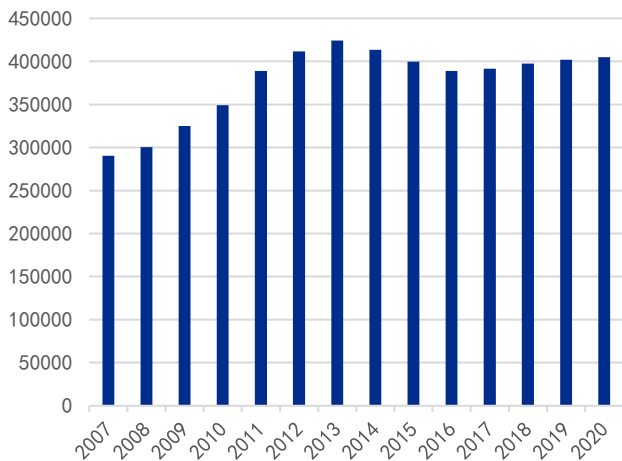
	“联邦制”	传统并购模式
并购资金成本	中等	高
并购时间成本	中等	高
被并购公司员工留存	保留原团队	进行大量人员更替
被并购公司人员权益	高	低
被并购公司自主权	高	无自主权
未来发展活力	高	中等
与母公司磨合期	中等	较短

资料来源：公司公告、公开资料、安信国际

2.3 业务可持续性、抗周期性强

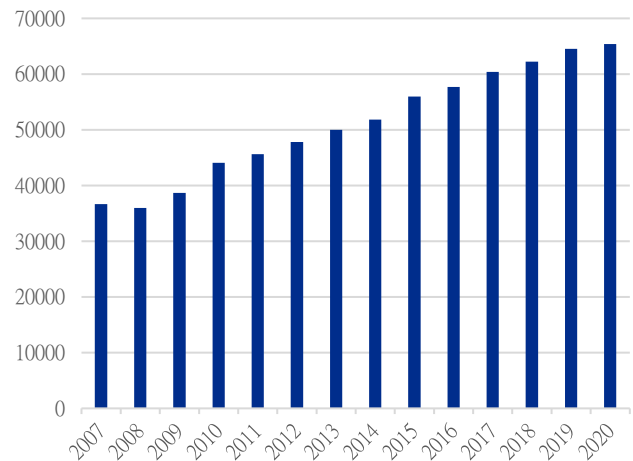
能源需求刚性强，保障公司业务增长 在居民社会活动中，电力需求具有刚性且逐年稳定增长。无论外部经济周期如何变化，社会电力需求则会一直稳定存在；即使在全球疫情经济下行期间，我国用电量仍保持稳定的增速。用电需求的刚性支撑了煤炭需求，同时也赋予相关能源贸易的检测需求刚性特点。公司业务与社会日常活动的基础需求深度绑定，进而业务可持续性与抗周期性强于其他行业。同时，能源大众检测作为公司的底层业务，保障公司现金流稳定并赋能未来长远发展。

图表 12 中国煤炭消费量 (万吨)



资料来源：国家统计局、安信国际

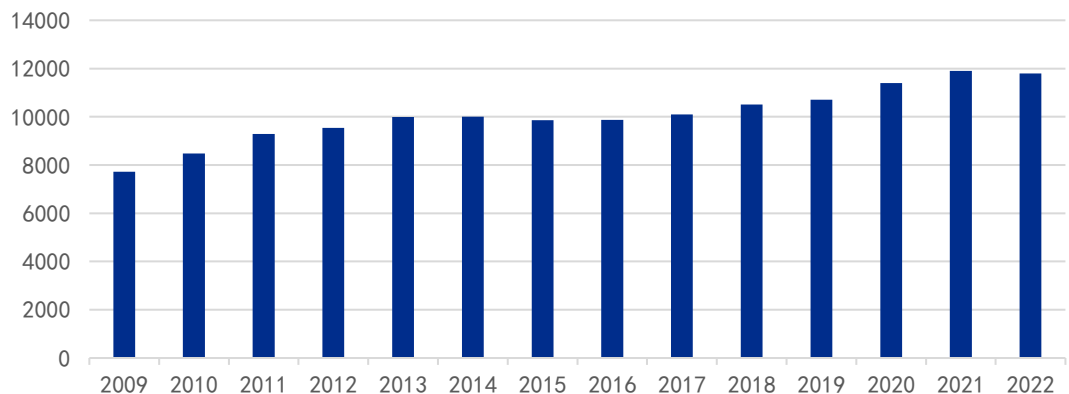
图表 13 中国石油消费量 (万吨)



资料来源：国家统计局、安信国际

“双碳”目标提出，聚焦 ESG 赛道 2020 年，中国政府提出“双碳”目标，之后 ESG 相关赛道关注度提升。力鸿检验紧随国家政策，通过联邦制加速扩张至 ESG 检测领域，推动与客户的绿色转型与低碳发展合作，为客户提供环境保护、气候变化等 ESG 相关节能减碳方案咨询，进一步加深与客户的捆绑。同时，“双碳”政策对于企业碳排放以及环境保护要求提升所派生出来的庞大 ESG 检测领域的需求为公司未来增长带来机遇。根据行业普遍测算，碳检测行业规模未来或将超过百亿。在规模如此庞大的新兴市场中，作为率先进入行业的先驱者之一，ESG 相关业务将在成为力鸿检验业务未来长期增长的驱动引擎。

图表 14 中国碳排放量 (百万吨)



资料来源：IEA、安信国际

2.4 科技实力雄厚

公司科技软实力雄厚，赋能检测专业度 检验检测行业属于技术密集型行业，除了检测技术相关的硬实力，同时也需要拥有研发、科技应用的软实力配套，提升公司业务能力。

LeonLIMS 智能实验室系统+智能制样机器人 公司自主研发的 LeonLIMS 智能实验室系统为检测业务提供全面的智能系统数据管控，并在采样时使用智能机器人，两者叠加进一步杜绝检测过程中潜在的人因误差，提升结果的准确性；同时，采样机器人可 24 小时不间断运作，极大提高检验效率以及检验准确率，提升公司大宗能源贸易质量管控水平。此外，智能系统所积累庞大的数据库不仅提升检测结果的可靠性，也为进一步打造能源 AI 检测平台做好铺垫。先进流程管控系统赋能检测业务，提升公司检测技术与行业公信力。

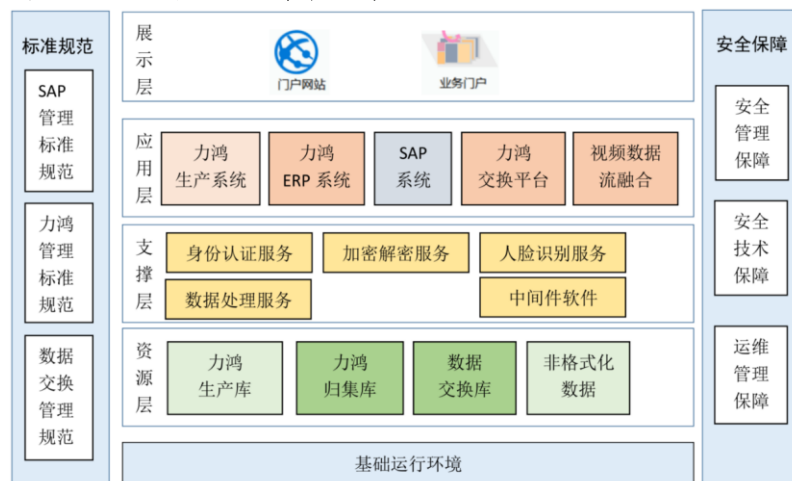
力鸿研究院成立于 2020 年，旨在增强公司在检验检测领域的应用科学研究，以及提升作业效率和风险管控水平。研究院的成立，加快公司检测技术更新进度，保持行业领先地位；同时也加快了公司在新检测领域开拓速度，缩短公司业务开拓所需要的时间成本。目前研究院主要为三大研究方向：1) 能源检验检测技术、服务创新、信息化及大数据应用，2) 新技术、新材料 TIC 业务探索，3) 双碳业务。

图表 15 力鸿检验信息化系统架构图



资料来源：公司官网、安信国际

图表 16 力鸿检验业务管理系统



资料来源：公司官网、安信国际

图表 17 力鸿检验智能制样机器人



资料来源：公司官网、安信国际

2.5 客户粘性高，深挖需求

贸易保障绑定大客户，营收稳健增长 力鸿检验拥有众多能源行业龙头公司客户，并拥有长时间合作历史；例如在招股书中，公司披露与神华集团、中国检验检疫学会以及中检公司签订战略合作框架协议。截止 2022 年底，公司客户包括为中国神华集团、陕煤集团、中国电建、中国海油、中国石油、中国石化、壳牌集团、金风科技、三一重能等多家国内外行业龙头企业。此外，公司在与客户长期的合作中，深挖客户需求。公司立足于客户原有需求，逐步将合作领域开拓至客户需求的新业务，进一步加强客户黏性，将公司与客户进行深度绑定，保障公司营收未来稳健增长。

图表 18 力鸿检验合作企业列表



资料来源：公司公开资料、安信国际

2.6 服务全球中国买家

抓住中国高质量发展机遇，服务中国买家全球贸易 中国在过去十年间是全球经济增速最快的国家之一，国内进出口大宗以及能源商品的贸易数量飞速增长，大宗与能源商品的检测重要性与日俱增。作为中国检测业务国际化最高的公司之一，力鸿检验品牌公信力获得全球认可，为中国买家在全球贸易流程中提供检验检测服务，助力我国高速发展。拥有多年为海内外公司服务的经验，使得力鸿检验成为保证跨境大宗与能源贸易流程通畅不可或缺的因素，海外业务快速增长。此外，在“一带一路”的倡议下，中国企业积极出海，力鸿检验一同出海为中国企业提供检验服务，公司为中国企业的海外业务的顺利开展提供了有力保障。

图表 19 力鸿检验海外业务布局



资料来源：公司公开资料、安信国际

3 行业概况

3.1 检验检测行业

工业革命推动检验检测行业起步，拥有先发优势 现代检验检测服务行业开始于工业革命，兴起于欧洲，并在 19 世纪中期逐渐发展成熟，目前全球范围内的主要第三方综合检测机构均来自于欧洲，包括瑞士通用公证行 (SGS)、法国必维国际检测集团 (Bureau Veritas)、欧陆科集团 (Eurofins) 以及英国天祥集团 (Intertek)。检验检测机构得益于欧洲工业革命的先发，随着国际贸易的增长不断发展，抢先在各自检测业务领域发展并稳固后，逐渐向其他检测业务拓展，并形成现在的检验检测业务多领域的综合性布局。

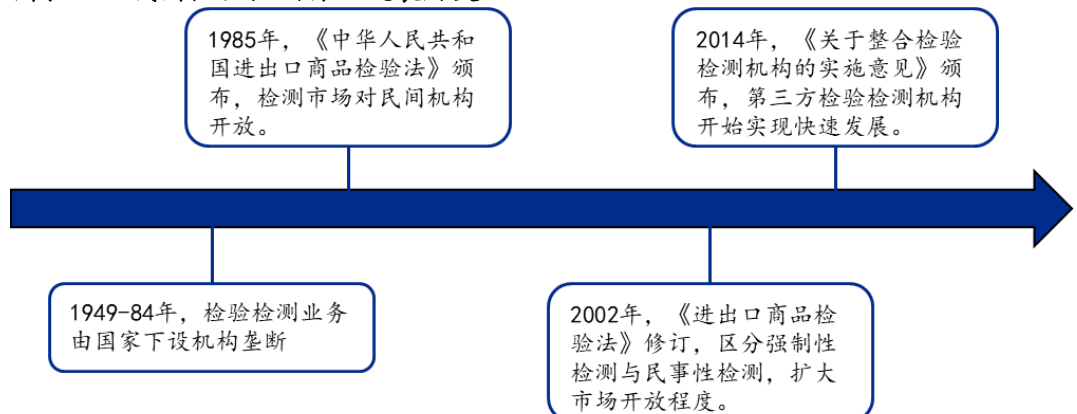
图表 20 全球知名检验检测龙头公司



资料来源：公司官网、公开资料、安信国际

我国检验检测行业起步较晚，未来可期 在 1989 年以前，由于我国的进出口贸易主要受到国家机关的统一管制，并规定全国进出口商品的检验检测业务由国家下设的检验检测机构执行。在 1989 年《中华人民共和国进出口商品检验法》颁布后，认可符合条件的国内外检验检测机构承担进出口商品的检验检测工作，国内检验检测市场方开始对民营企业开放。并在 2002 年《进出口商品检验法》修订后，将检验检测业务分为强制性业务与民事行为业务，分别占中国检验检测市场的 55% 与 45%。随后国家将民事行为检测业务（即第三方独立检测业务）开放给民营企业，进一步促进了民营检测机构的发展，但强制性检测市场仍由国有机构垄断。

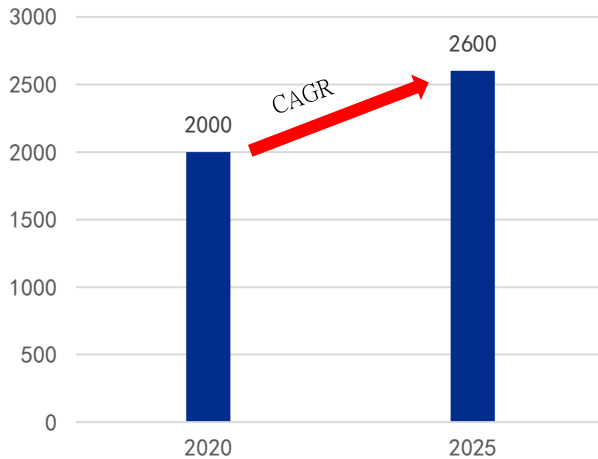
图表 21 我国检验检测行业发展历史



资料来源：公开资料、国家市场监督管理总局、安信国际

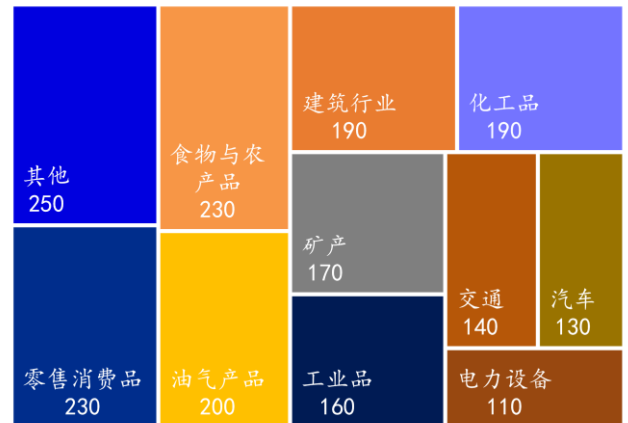
全球市场行业规模庞大 全球检测行业从业人员人数众多，分布在超过 160 个国家为不同的公司提供服务。根据全球主要检测机构的预估数据，2020 年行业规模超过 2000 亿美元，即大约 13000 亿人民币；其中政府强制检测业务占比约 60%，剩下的 40% 业务均为独立第三方业务。同时，2025 年全球检测行业规模预计将增长达至 2600 亿美元，年复合增长率约为 5.4%。

图表 22 全球检验检测行业规模预测 (亿美元)



资料来源: TIC Council、安信国际

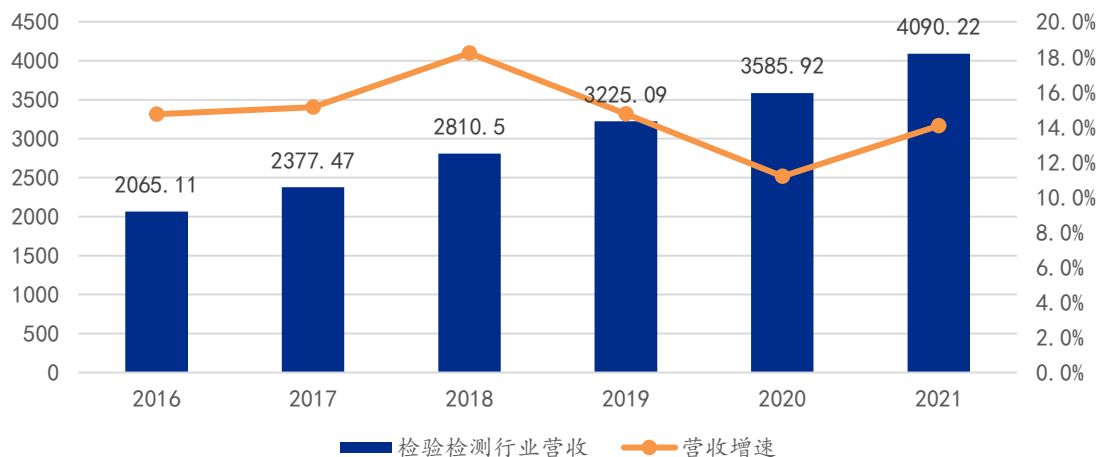
图表 23 2020 年检验检测行业规模 (按专业领域, 亿美元)



资料来源: 必维集团、安信国际

中国市场检测行业处于快速发展, CAGR 约为 15% 根据国家市场监督管理总局的数据, 截止 2021 年末, 全国共有检验检测机构将近 5.2 万家, 同比上升 14%; 出具检验检测报告 6.84 亿份, 同比上升 20.58%; 检验检测认证服务行业总产值超 4000 亿元, 从业人员超过 151 万人。2016-2021 年间我国检验检测行业总营收从 2065.11 亿元上升至 4090.22 亿元, 年复合增长率将近 15%。此外, 于 2022 年 7 月 29 日发布的《“十四五”认证认可检验检测发展规划》中表明我国检验检测时长是全球同行业中增速最快, 并计划于 2025 年使行业规模达到 5000 亿人民币。

图表 24 中国检验检测营收 (亿元) 与增速



资料来源: 国家市场监督管理总局、安信国际

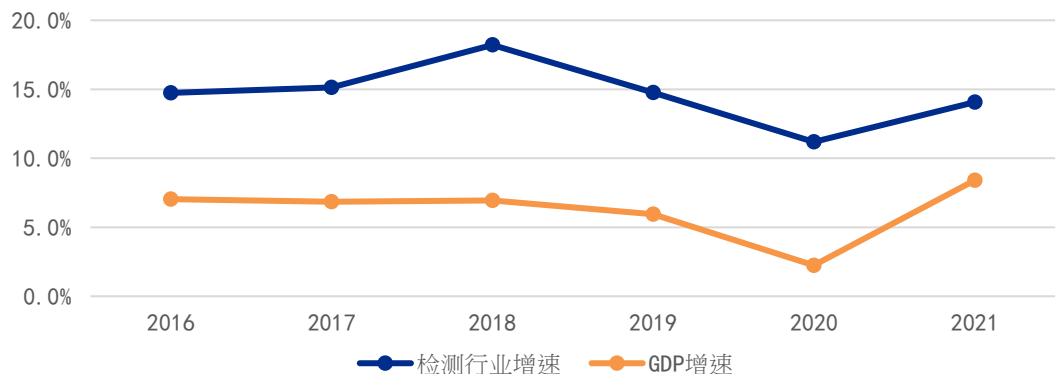
图表 25 《“十四五”认证认可检验检测发展规划》目标

	2020 年	2025 年
服务效能		
有效认证证书总数 (万张)	270	320
获认可的认证证书数 (万张)	127.6	150
货真组织总数 (万家)	80	100
对外出具检验检测报告书 (亿份)	5.67	7.9
行业环境		
获得批准的认证机构数 (家)	724	1500
获得资质认定检验检测机构数 (家)	48919	55000
获得认可的合格评定机构数 (家)	12381	14000
认证从业人员数 (万人)	11.8	20
检验检测从业人员数 (万人)	141.19	170
检验检测认证服务业总营收 (亿元)	3881	5000
国际合作		
双边国际合作安排数 (份)	123	130
加入 IEC 互认体系合格评定机构数 (家)	71	81
参与制定合格评定国际标准项数 (项)	39	45
检验检测认证机构国际认可互认占比 (%)	11.3	12
合格评定认可制度国际互认度 (%)	87.5	90
基础支撑		
合格评定国家标准数 (个)	93	100
合格评定行业标准数 (个)	197	300
获得高新技术企业认定的机构数 (家)	3035	3200
国产检验检测仪器设备资产原值占比 (%)	60	65
国家质检中心数量 (家)	852	900

资料来源：国家市场监督管理总局、安信国际

检验检测行业增长基本为 GDP 增速的 2 倍 检测行业的发展与社会经济的发展关系密不可分。在现代社会中，检验检测行业基本成为确保经济发展、提高生活质量的重要手段。只有在经过科学的检测和评估过程之后，才能确保产品和服务的质量以及安全性，保障人们的健康和生命安全。并随着社会经济的不断发展，居民对于生活品质的需求以及生产过程安全的要求成为推动检验检测行业发展的基本驱动力。因此，社会经济的不断发展将刺激市场对于检验检测的需求上升，从而进一步推动检验检测行业持续上升，检验检测行业增速往往会高于 GDP 的增速，一般呈现出 2 倍关系。同时，居民生活质量的上升也会促使政府机关对于相关检验检测政策和法规的制定以及和行业组织协会的标准制定，促进检验检测行业的专业化与规范化发展。

图表 26 中国检验检测行业增速与 GDP 增速



资料来源：国家统计局、国家市场监督管理总局、安信国际

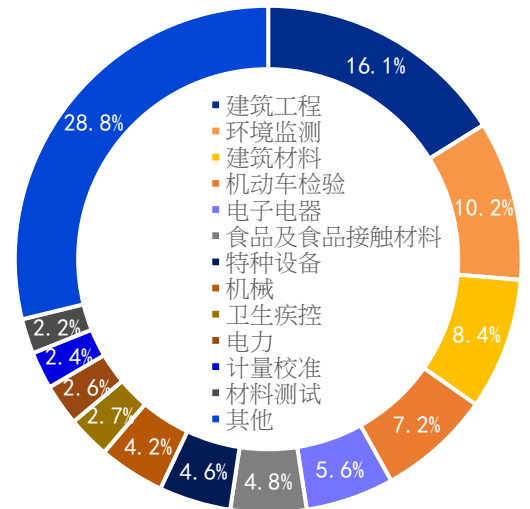
国内检测行业格局分散，小型机构为主 目前我国的检验检测行业格局由于下游服务行业分散，所以导致行业集中度低，龙头公司行业市占率也仅为 1%左右。我国检验检测按下游服务行业划分，可以分为 30+个细分行业，其中包括传统建筑材料、能源等行业，也包含环境、环保等新兴行业。由于下游需求行业差异较大，各家检测机构所覆盖的行业也不尽相同，因此行业格局分散度高。其次，我国检测机构服务地域性较强，全国约有 3/4 的机构仅服务本省的客户，这也导致了大部分检测机构规模较小，抗风险能力差，缺乏具有国际影响力的公司品牌。检测业务涉及境外业务的仅不超过 436 家。

图表 27 全国 2022 年检验检测机构分布图 (家)



资料来源：国家市场监督管理总局、安信国际

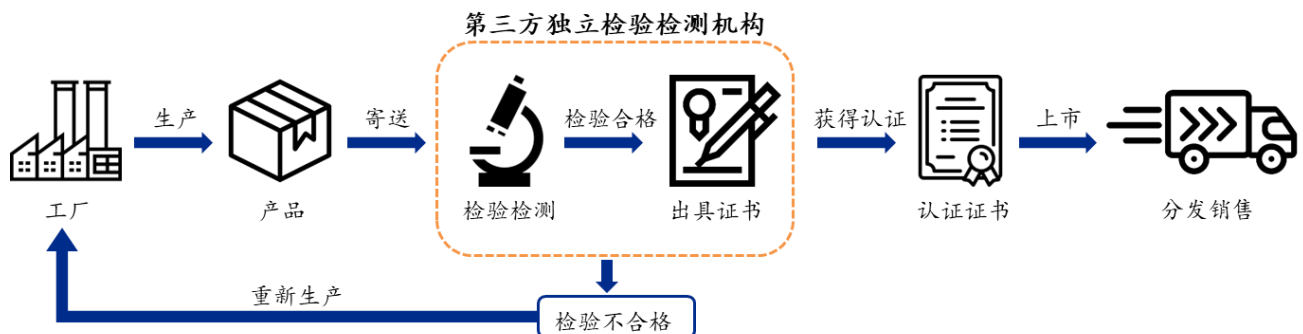
图表 28 全国 2022 年检验检测服务不用专业领域营收占比 (%)



资料来源：国家市场监督管理总局、安信国际

行业主要壁垒 1) 技术：检验检测属于技术密集型行业。在检验检测的过程中，为保证结果的真实性与准确性，对于检测机构的流程管理、人员能力、仪器设备以及检测技术水平均有要求。其中实验室为业务提供设备基础，操作人员所具备的技术水平为公司优劣评判的关键。2) 检测认证资质：检验检测机构均需要获得当地官方政府或行业机构的资质认可，以保证所出具的报告的权威性。3) 品牌公信力：在检验检测行业中品牌的影响是一个不可忽视的因素，客户往往会倾向于选择拥有良好品牌形象以及品牌影响力，即品牌公信力，的检测机构。同时，强大的品牌公信力也证明了该机构的检测技术与结果的准确、真实、公正、客观、独立。

图表 29 第三方独立检验检测机构业务流程

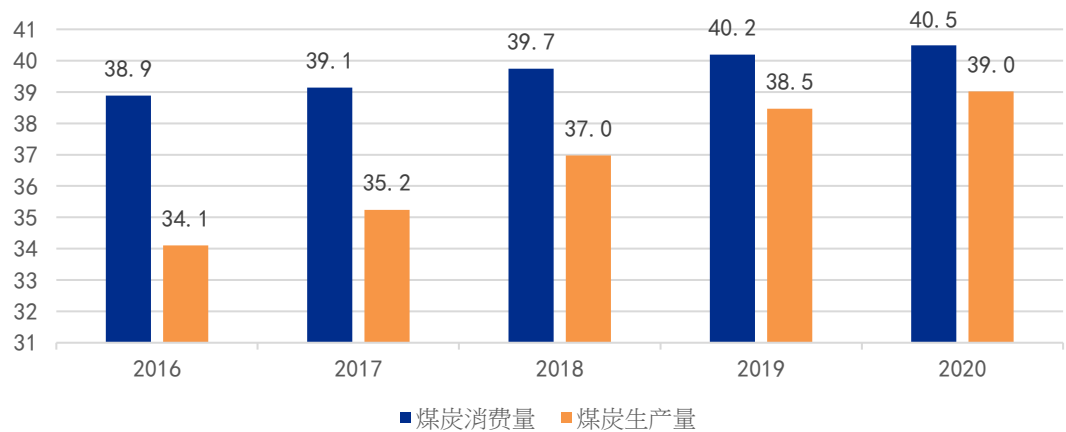


资料来源：TIC Council、安信国际

3.2 煤炭检测行业

中国煤炭生产及消费量近年逐年增加 2020年中国的煤炭生产与消费量分别为39亿吨以及40.5亿吨，分别同比增长1.4%与0.73%。煤炭的下游主要需求产业一般涉及四大行业电力、钢铁、建筑材料以及化工，以上四大行业煤炭消耗量约占总量约为80%，其中我国的煤炭消耗量大约50%以上来自于电力行业。我国煤炭需求消耗量的增长与电力增长密切相关。

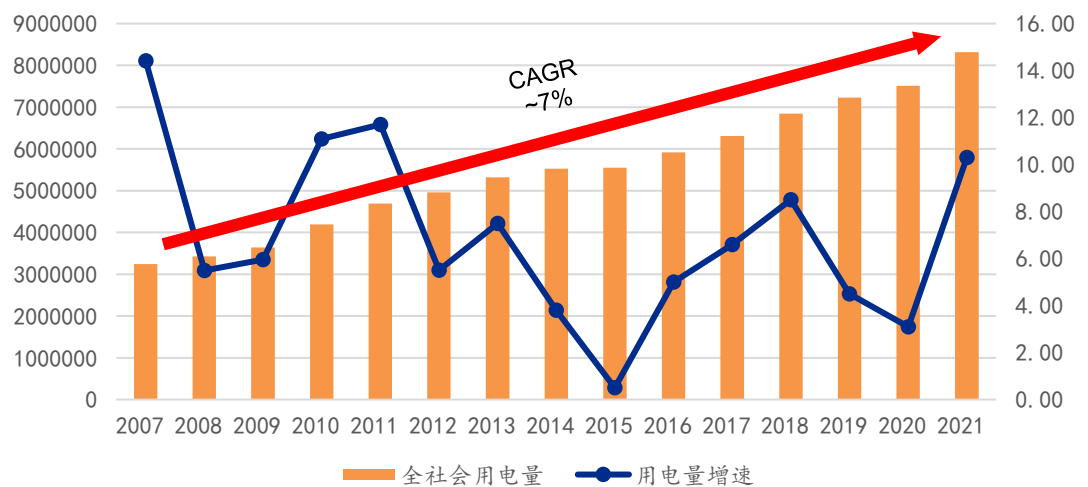
图表 30 中国煤炭消费与生产量 (亿吨)



资料来源：国家统计局、安信国际

电力消耗是刚需，增长带动煤炭需求 电力是居民生活以及工业生产的刚性需求，是维持社会正常运转的重要因素；即使在极端情况下，电力都是居民生活必不可少的一环。近年来我国大力开发新能源发电（如，风光电等），但是我国的电力能源结构总依然以火力煤炭发电为主，占总发电量超过70%以上。同时，在我国近几十年的社会经济的快速发展下，全社会用电量从2007年320万吉瓦时，到2021年已超过830万吉瓦时，CAGR约为7%。此外，根据中电联的预测，未来我国电力需求将保持上涨态势。下游电力需求端的稳速上升将持续传导至上游发电端，并将进一步推动我国煤炭的需求。

图表 31 中国全社会用电量 (吉瓦时)

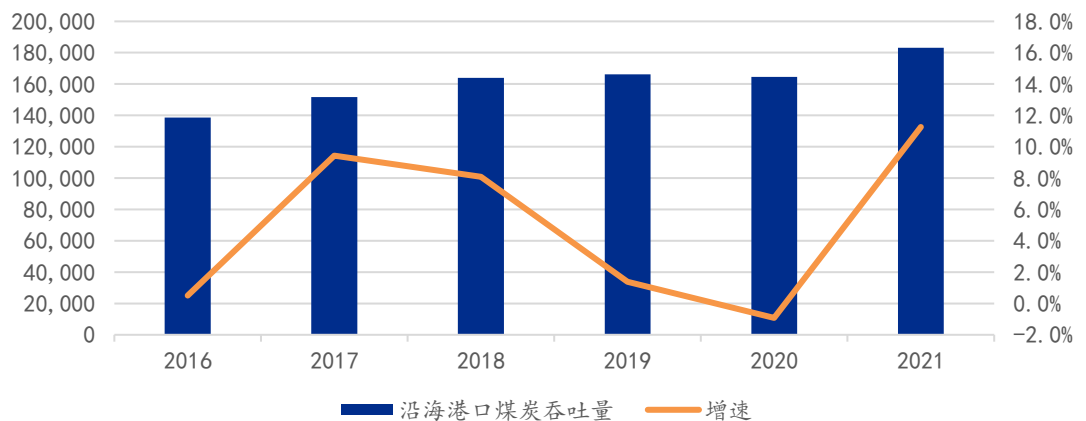


资料来源：国家统计局、中电联、安信国际

煤炭检测在煤炭交易中重要性提升 随着我国的煤炭消费量持续上升，煤炭检测的需求也随之上涨。在一般的煤炭交易中，为了保证交货煤炭的质量以及数量符合标准，买卖双方往往会要求由独立第三方机构为其提供检验检测或者见证服务，并且第三方检测机构所出具的报告也会成为煤炭定价的基准。因此，民营的独立第三方煤炭检测机构在我国的煤炭交易中扮演越来越重要的角色。目前行业主要参与者包括：力鸿检验、中检集团、煤科院、以及其他地区性民营企业等。

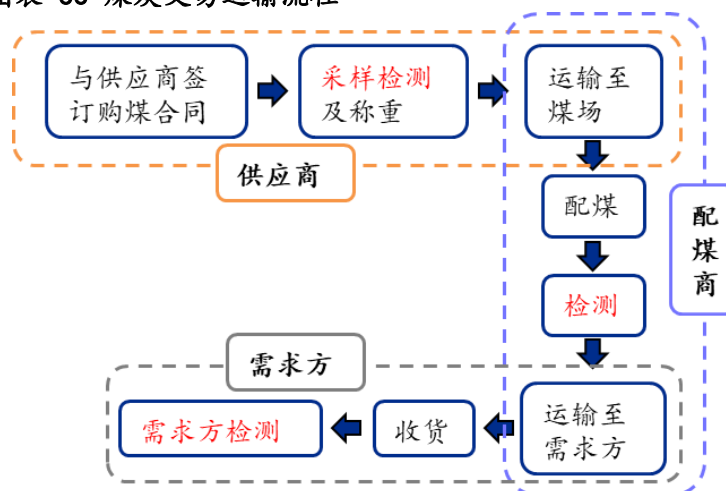
煤炭检测以下水煤为基础，向陆运煤拓展 煤炭交易主要分为供应、运输、消耗三个阶段；煤炭运输中国主要依赖铁路运输或水路运输，煤炭检测服务主要集中在煤炭水路运输过程中，例如在离港前、进港后甚至运输过程中均有可能产生检验检测服务的需求；单一行程中可能会发生多次检测需求，因此检测需求量往往会超过港口的吞吐量。并随着我国煤炭交易的市场化以及对煤炭质量要求的提高，煤炭检测的需求也开始拓展至铁路以及货车运输的煤炭市场；市场的扩大叠加检测技术的发展，煤炭检测行业在未来拥有高速发展的潜力。

图表 32 中国沿海港口煤炭吞吐量（万吨）



资料来源：iFind、安信国际

图表 33 煤炭交易运输流程



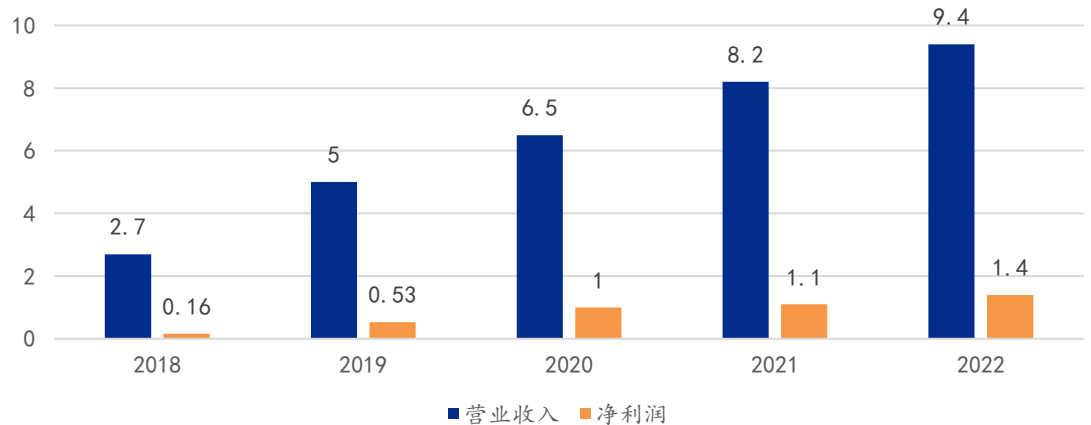
资料来源：公开资料、安信国际

煤炭检测行业规模测算：目前我国煤炭消费量基本维持在 40 亿吨上下，即最多可供检测的煤炭量为 40 亿吨。煤炭检测市场价格介于 0.5-1 元/吨煤炭之间。如按照煤炭运出以及接收时各检测一次计算，共两次，煤炭检测行业规模最多可达到：人民币 40 亿-80 亿。如运输时多一次检测，共三次计算，煤炭检测行业规模最多可达到：人民币 60 亿-120 亿元。

4 公司财务分析

公司业绩高速增长，归母净利润 CAGR 超过 40% 自 2018 年力鸿检验收购 Saybolt 亚洲业务后，进入高速发展期。2018-22 年，公司实现营收港元 2.7 亿/5.0 亿/6.5 亿/8.2 亿/9.4 亿，CAGR 约为 36%；实现归母净利润港元 0.16 亿/0.53 亿/1 亿/1.1 亿/1.4 亿，CAGR 约为 43%。同时期，公司海外业务市场发展迅猛，2018-22 年海外收入分别为港元 0.36 亿/1.2 亿/2.5 亿/3.0 亿/3.3 亿，占总营收比例从 15.8% 提升至 34.8%。大宗与能源业务快速发展叠加海外市场拓展顺利，公司同期发展增速处于行业前列。

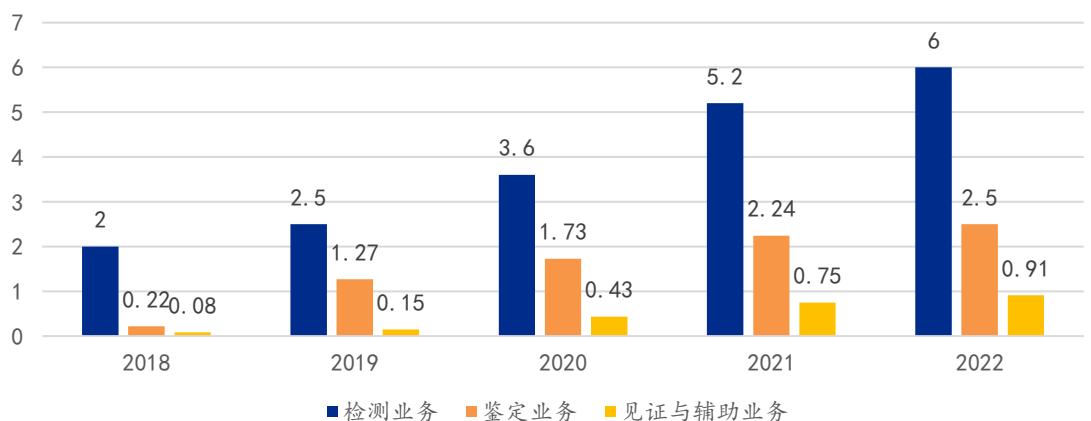
图表 34 力鸿检验 2018-2022 年营业收入与净利润（亿港元）



资料来源：公司公告、安信国际

三大业务高速增长 2018-22 年间公司收入来自于主要三大业务检测业务、鉴定业务以及见证与辅助业务，其中检测业务营收为港元 2 亿/2.5 亿/3.6 亿/5.2 亿/6 亿，CAGR 为 31.6%；鉴定业务营收为港元 0.22 亿/1.27 亿/1.73 亿/2.24 亿/2.5 亿，CAGR 为 83.6%；见证与辅助业务营收为港元 0.08 亿/0.15 亿/0.43 亿/0.75 亿/0.91 亿，CAGR 为 83.6%。鉴定业务以及见证与辅助业务高速增长，远超公司整体营收增速，然而检测业务仍为主力占比长期维持在 60% 以上并也保持了优益的增速，保障了公司长远发展根基。

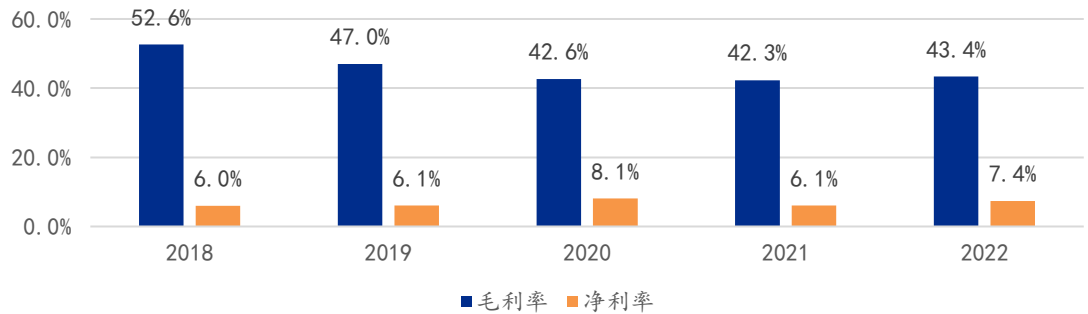
图表 35 力鸿检验 2018-2022 年三大业务营收（亿港元）



资料来源：公司公告、安信国际

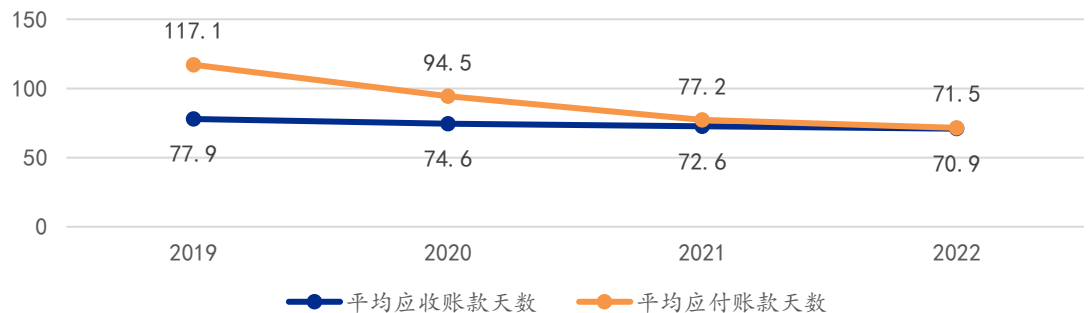
商业模式优良，盈利能力强，资金运转快 检验检测行业主要为下游合作客户提供相关服务，因此行业整体盈利能力较强。力鸿检验 2018-22 年毛利率分别为 52.6%/47%/42.6%/42.3%/43.4%；净利率分别为 6.0%/6.1%/8.1%/6.1%/7.4%。公司盈利能力基本与行业龙头公司持平，处于行业领先水平。此外，得益于检测行业商业模式，公司资金周转天数相对较短，2019-22 年平均应收账款为 77.9 天/74.6 天/72.6 天/70.9 天；平均应付账款为 117.1 天/94.5 天/77.2 天/71.5 天。从数据可以看出公司资金周转效率高，并且应收周期始终小于应付周期，为公司资金与现金流的健康提供有力支撑。

图表 36 力鸿检验 2018-2022 年毛利率与净利率



资料来源：公司公告、安信国际

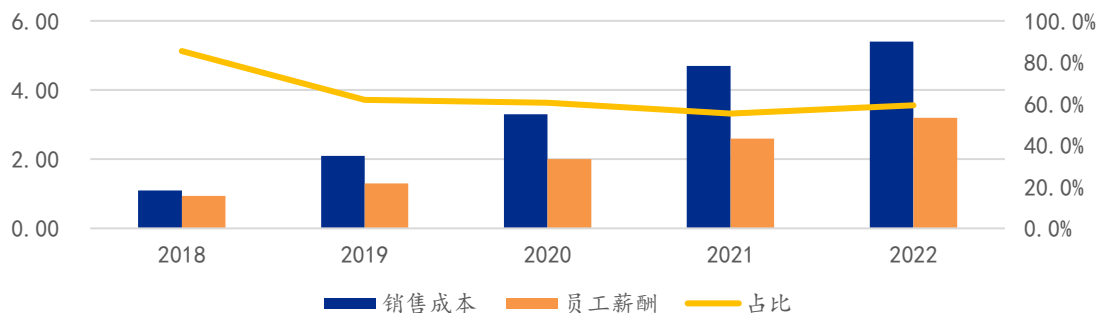
图表 37 力鸿检验 2019-2022 年应收与应付账款天数



资料来源：公司公告、安信国际

主要成本为员工工资，未来可控 公司 2018-22 年销售成本分别为港元 1.1 亿/2.1 亿/3.3 亿/4.7 亿/5.4 亿，其中员工工资占比最大，约为 60%，其次为固定资产与设备折旧。因为在检测过程中，公司员工参与程度高，包括取样、检验、出具报告等均需要有人操作，因此员工工资为公司经营的主要成本。在公司智能化以及自动化的发展策略下，机器人将逐步参与到检测的各个环节中，提升检测效率与准确性，同时优化员工人员配置，降本增效。

图表 38 力鸿检验 2018-2022 年销售成本（亿港元）



资料来源：公司公告、安信国际

4.1 盈利预测与估值

在疫情三年期间，各行业均有收到不同程度的冲击，然而由于检测行业抗周期的属性，力鸿检验营收仍然保持了亮眼的增长。2020-2022 年期间，公司营收分别为 6.5/8.2/9.4 亿港元，CAGR 超过 18%。随着疫情放开，居民生活以及工业生产逐步恢复正常，检验检测的需求会加速上升，我们认为公司未来表现仍有许多亮点：

- 1、公司煤炭业务由第三方独立检测供应商，未来将逐步变成为客户提供第二方检测业务。与第三方业务不同的是，第二方业务的检测场地与检测设备一般由客户提供。因此第二方业务模式的前期资本投入极小，减少公司的运营成本，增强公司盈利能力。
- 2、与 Saybolt 公司深度合作互利共赢，增强力鸿检验在国际市场上的公信力与认可度。加快公司业务国际化进程。
- 3、随着居民生活与工业生产的恢复，对于能源大宗商品的需求将持续向好，检测量也将随之上涨。预计公司的主要业务煤炭检测以及石油检测营收将保持双位数的增长，叠加盈利能力增强的情况下，带动公司归母净利润高速增长。
- 4、公司与煤炭、石油行业龙头深度绑定，拥有长期合作经历以及深厚的信任基础，并通过深挖客户需求不断拓展与客户的业务合作范围。客户多样以及稳定需求，为公司未来业务增长提供有力的支持。
- 5、力鸿检验发力于 ESG 双碳检测领域，目前已组建多个团队覆盖环境检测、泄露检测等多项业务。随着我国对于企业 ESG 的重视程度变高，预计未来其检测需求将会大幅提升，ESG 业务或将为公司提供未来高增长的关键点。

首次予以“买入”评级，目标价 2.88 港元 将公司与港股和 A 股的检测相关行业公司的盈利与估值水平相比较，通过下表可以看出力鸿检验的估值处于被明显低估的水平。在后疫情时代社会生产活动恢复以及 ESG 检测需求两者共振下，预计公司将会有亮眼表现。综合考虑，我们预测公司 2023/2024/2025 年归母净利润分别为 91/120/158 百万港元，对应 EPS 为 0.18/0.22/0.29 港元。给予公司目标价 2.88 港元每股，对应 2023/2024/2025 年 PE 分别为 16 倍/13 倍/9.9 倍，较最近收市价有 87% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 39 港股与 A 股检测行业公司对比

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)			净负债 比率% *	ROE %	ROA %
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	2個月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
港股检测行业																					
力鸿检验	1586.HK	830	1.54	12/2022	10.8	n/a	n/a	n/a	38.9	n/a	n/a	n/a	2.90	n/a	n/a	2.20	n/a	n/a	-25.1	19.1	9.73
A股检测行业																					
华测检测	300012.SZ	34,094	20.26	12/2022	37.5	31.0	25.5	20.9	21.0	20.9	21.9	21.6	0.30	0.41	0.50	6.22	5.25	4.37	-30.4	18.1	13.26
广电计量	002967.SZ	9,370	16.29	12/2022	50.9	28.8	20.8	15.7	-3.0	76.6	38.9	32.1	0.92	0.90	1.21	2.68	2.49	2.24	-4.9	7.7	4.77
谱尼测试	300887.SZ	11,435	20.94	12/2022	34.6	30.7	23.1	17.8	28.7	12.4	33.2	29.9	1.76	0.85	1.12	3.22	2.90	2.61	-37.9	9.5	7.46
苏试试验	300416.SZ	9,342	18.37	12/2022	32.7	25.6	19.4	14.9	31.5	27.8	32.4	29.9	0.63	0.75	0.97	4.20	3.64	3.11	-0.9	13.8	6.87
中国检测测试控股	603060.SH	9,045	11.27	12/2022	35.6	28.1	22.9	20.0	-0.1	26.6	22.9	14.2	0.98	1.11	1.36	5.09	4.53	3.99	43.6	15.5	6.24
A股行业平均					41.0	30.4	23.3	18.7	15.6	32.6	30.1	24.8	0.9	0.8	1.0	4.4	3.9	3.4	-6.1	12.9	7.7

注：*净负债比率为负数代表净现金
数据来源：彭博

5 风险提示

- 煤炭、石油、大宗商品贸易量不及预期
- 品牌公信力受不良事件影响风险
- 煤炭、石油、大宗商品贸易量增速不及预期
- ESG 检测业务增速不及预期
- 检测相关政策变动

附表：财务报表预测

(年结31/12; 千HKD 000)	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
综合损益表					
营业额	818,828	944,014	1,213,023	1,560,855	2,011,357
销售成本	-472,437	-534,648	-672,280	-868,266	-1,123,142
毛利	346,391	409,366	540,742	692,590	888,215
其他营运收入	11,758	13,636	13,190	13,190	13,190
其中：利息收入	-	-	-	-	-
其他营运收入，扣除利息收入	11,758	13,636	13,190	13,190	13,190
销售费用	-28,106	-30,835	-39,622	-50,983	-65,698
管理费用	-182,978	-224,099	-286,847	-369,100	-465,065
其他支出	-23,205	-28,573	-30,859	-33,328	-43,326
经营溢利	123,860	139,495	196,605	252,369	327,316
融资收入	-	-	-	-	-
融资费用(财务费用)	-3,745	-5,816	-6,157	-6,157	-6,157
其他非经营溢利	-14,208	-8,970	-	-	-
除税前溢利	112,761	136,341	180,055	235,819	310,766
所得税	-23,087	-31,513	-41,617	-54,506	-71,828
期内持续经营净溢利	89,674	104,828	138,439	181,314	238,937
期内净溢利	89,674	104,828	138,439	181,314	238,937
股东应占溢利	89,674	104,828	138,439	181,314	238,937
母公司股东权益	49,836	69,397	91,647	120,031	158,179
少数股东权益	39,838	35,431	46,791	61,283	80,759
每股盈利 (EPS)，元	0.10	0.14	0.18	0.22	0.29
每股股利 (DPS)，元	0.03	0.05	0.06	0.08	0.10
其他参考项目：					
经营活动溢利	557,475	664,300	867,211	1,112,672	1,418,979
经营活动溢利	561,220	670,116	873,368	1,118,829	1,425,136
EBIT	123,860	139,495	196,605	252,369	327,316
+ 折旧	41,347	59,138	65,052	67,003	68,343
+ 摊销	-	-	-	-	-
EBITDA	165,207	198,633	261,657	319,373	395,659
股息宣布	13,695	24,003	31,250	40,928	53,935
期末股数	487,861	487,861	536,647	536,647	536,647
平均股数，基本	479,591	480,950	512,254	536,647	536,647
同比增长率：					
营收	26.0%	15.3%	28.5%	28.7%	28.9%
毛利	25.0%	18.2%	32.1%	28.1%	28.2%
经营溢利	18.5%	12.6%	40.9%	28.4%	29.7%
EBITDA	15.4%	20.2%	31.7%	22.1%	23.9%
除税前溢利	13.0%	20.9%	32.1%	31.0%	31.8%
股东应占溢利	12.1%	16.9%	32.1%	31.0%	31.8%
重要财务比率：					
毛利率%	42.3%	43.4%	44.6%	44.4%	44.2%
经营溢利率%	15.1%	14.8%	16.2%	16.2%	16.3%
利息覆盖倍数，倍(EBIT/利息费用)	3307.3%	2398.5%	3193.2%	4098.9%	5316.1%
税前溢利率%	13.8%	14.4%	14.8%	15.1%	15.5%
净利率(持续经营)%	6.1%	7.4%	7.7%	7.7%	7.9%
销售费用/营业总收入%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用/营业总收入%	22.3%	23.7%	23.6%	23.6%	23.1%
有效税率%	20.5%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%
派息比率%	27.5%	34.6%	34.1%	34.1%	34.1%

(年结31/12; 千HKD 000)	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
综合现金流量表					
经营活动					
经营活动产生的现金流量净额	134,662	176,365	345,286	297,242	357,777
税前盈利	112,761	136,341	180,055	235,819	310,766
营运资本变动	-8,205	-36,775	-91,206	-37,388	-74,953
包括：(贸易应收账款增加)	-5,845	-37,519	-103,088	-55,462	-93,511
(存货增加)	-	-3,365	-	-	-
贸易应付账款增加	-2,360	4,109	11,883	18,074	18,559
折旧及摊销	41,347	59,138	65,052	67,003	68,343
投资活动					
出售固定资产、无形资产等所收到的现金	5,750	2,704	-	-	-
(购买固定资产、无形资产等资本支出)	-45,165	-49,678	-83,000	-50,000	-52,500
出售附属或联营公司所产生的现金	-	-	-	-	-
(购买附属或联营公司)	-8,788	-	-	-	-
(定存等投资净增加)	7,264	-	-	-	-
收取联营公司股息	-	-	-	-	-
其他投资活动产生的现金流量净额	-21,995	-71	-1,306	-1,059	-6,667
投资活动产生的现金流量净额	-62,934	-47,045	-84,306	-51,059	-59,167
筹资活动					
净债务增加/(减少)	-17,277	3,549	-12,177	-	-
(利息支付)	3,745	5,816	6,157	6,157	6,157
(股利支付及资本证券分派)	27,874	18,716	-31,250	-40,928	-53,935
其他筹资活动产生的现金流量净额	-68,640	-52,007	-46,162	-47,331	-52,272
筹资活动产生的现金流量净额	-18,495	-36,972	-83,432	-82,102	-100,050
所有现金流量净额	53,233	92,348	177,548	164,081	198,560
现金及现金等价物净增加额：					
汇率变动影响	3,677	-20,730	-	-	-
其他现金流量调整	-	-	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	56,910	71,618	177,548	164,081	198,560
现金及现金等价物期初余额	93,726	150,636	93,726	271,274	435,355
现金及现金等价物期末余额	150,636	222,254	271,274	435,355	633,915

(年结31/12; 千HKD 000)	FY 2021A	FY 2022A	FY 2023E	FY 2024E	FY 2025E
综合资产负债表					
流动资产					
现金及现金等价物项目	150,636.00	222,254.00	271,274.20	435,354.84	633,914.97
贸易及其他应收款项	171,368.00	195,439.00	263,183.32	326,092.96	432,161.11
存货	-	3,365.00	-	-	-
已抵押存款	8,672.00	4,700.00	-	-	-
其他	-	9,371.00	-	-	-
流动资产总额	330,676.00	430,899.00	534,457.53	761,447.80	1,066,076.08
非流动资产					
净固定资产	272,368.00	270,798.00	302,021.20	287,407.35	274,025.11
物业、厂房及设备	204,969.00	204,423.00	222,371.20	205,367.85	189,524.42
土地使用权及权益	67,399.00	66,375.00	79,650.00	82,039.50	84,500.69
无形资产	2,956.00	3,904.00	3,904.00	3,904.00	3,904.00
投资物業	20,673.00	17,486.00	17,486.00	17,486.00	17,486.00
商譽	30,348.00	30,341.00	30,341.00	30,341.00	30,341.00
预付款项、按金及其他应收款项	1,189.00	385.00	4,645.67	2,073.22	2,367.96
其他	7,921.00	6,275.00	6,275.00	6,275.00	6,275.00
非流动资产总额	335,455.00	329,189.00	364,672.87	347,486.57	334,399.07
总资产	666,131.00	760,088.00	899,130.40	1,108,934.37	1,400,475.15
流动负债					
贸易及其他应付账款	94,003.00	115,513.00	142,347.95	190,209.68	239,353.60
短期银行贷款	19,437.00	26,449.00	28,000.00	28,000.00	28,000.00
应付即期税项	11,814.00	22,880.00	22,880.00	22,880.00	22,880.00
合约负债	2,794.00	3,565.00	3,697.33	3,352.11	3,538.15
租赁负债	11,796.00	13,153.00	15,783.60	16,257.11	16,744.82
其他	57,953.00	-	-	-	-
流动负债总额	197,797.00	181,560.00	212,708.88	260,698.90	310,516.57
非流动负债					
长期银行贷款	3,463.00	-	-	-	-
递延税项负债	4,690.00	2,796.00	2,796.00	2,796.00	2,796.00
租赁负债	33,582.00	36,744.00	36,744.00	36,744.00	36,744.00
其他	-	51,963.00	51,963.00	51,963.00	51,963.00
非流动负债总额	41,735.00	91,503.00	91,503.00	91,503.00	91,503.00
总负债	239,532.00	273,063.00	304,211.88	352,201.90	402,019.57
净资产	426,599.00	487,025.00	594,918.51	756,732.46	998,455.59
资本及储备					
归属股东权益	172.00	189.00	189.00	189.00	189.00
股本	347,466.00	378,079.00	438,476.83	517,580.15	621,823.55
储备	-	-	-	-	-
其他	347,638.00	378,268.00	438,665.83	517,769.15	622,012.55
少数股东权益	78,961.00	108,757.00	155,548.00	216,830.61	297,589.51
总股东权益	426,599.00	487,025.00	594,918.51	756,732.46	998,455.59
其他参考项目：					
每股净资产，BPS (元)	0.87	1.00	1.11	1.37	1.71
存货周转天数	-	70.91	69.00	68.90	68.80
贸易应收账款周转天数	72.60	71.52	70.00	69.90	69.80
贸易应付账款周转天数	22.90	26.44	28.00	28.00	28.00
净负债 (负数代表净现金)	-127,736.00	-195,805.00	-243,274.20	-407,354.84	-605,914.97
总资产同比增长	0.28	0.14	0.72	0.23	0.26
净资产同比增长	0.32	0.14	0.83	0.24	0.25
CDS/Inventories, year-end	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
CDS/Inventories, average	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Turnover/AR, year-end	6.08	5.48	5.23	5.43	5.28
Turnover/AR, average	6.21	6.15	6.72	6.01	6.02
CDS/AP, year-end	11.96	12.26	12.51	12.09	12.43
CDS/AP, average	11.61	12.86	14.06	13.83	13.85
盈利能力及收益质量					
毛利率%	42.3%	43.4%	44.6%	44.4%	44.2%
经营溢利率%	15.1%	14.8%	16.2%	16.2%	16.3%
经营活动溢利率%	68.1%	70.4%	71.5%	70.3%	70.5%
EBITDA率%	20.2%	21.0%	21.6%	20.5%	19.7%
税前溢利率%	13.8%	14.4%	14.8%	15.1%	15.5%
净利率(持续经营)%	6.1%	7.4%	7.7%	7.7%	7.9%
销售成本/营业总收入%	57.7%	56.6%	55.4%	55.6%	55.8%
销售费用/营业总收入%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
管理费用/营业总收入%	22.3%	23.7%	23.6%	23.6%	23.1%
融资费用/营业总收入%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
有效税率%	20.5%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%
经营活动现金流量净额/营业收入	16.4%	18.7%	28.5%	19.0%	17.8%
资本支出/折旧及摊销，倍	(1.09)	(0.84)	(1.28)	(0.75)	(0.77)
派息比率%	15.3%	22.9%	22.6%	22.6%	22.6%
ROE (平均，年化)	23.9%	22.9%	30.1%	26.8%	27.2%
ROA (平均，年化)	15.1%	14.7%	19.5%	18.1%	19.0%
营运能力					
存货周转天数	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
贸易应收账款周转天数	58.8	59.4	54.3	60.7	60.7
贸易应付账款周转天数	31.4	28.4	26.0	26.4	26.4
营业周期(存货日数+应收账款日数)	58.8	58.2	54.3	60.7	60.7
现金循环周期(存货日+应收账款日-应付账款日)	27.3	29.8	28.3	34.3	34.3
总资产周转率，倍(收入/平均总资产)	1.4	1.3	1.7	1.6	1.6
资本结构					
资产负债率%(总负债/总资产)	36.0%	35.9%	33.8%	31.8%	28.7%
权益乘数，倍(总资产/总权益)	1.56	1.56	1.51	1.51	1.52
产权比率，倍(总负债/总权益)	0.56	0.56	0.51	0.48	0.44
流动资产/总资产%	49.6%	56.7%	59.4%	68.7%	76.1%
流动负债/总负债%	82.6%	66.5%	69.9%	74.0%	77.2%
带息债务/全部投入资本%	5.1%	5.2%	4.5%	3.7%	3.0%
净负债比率%(负数=净现金)	-29.9%	-40.2%	-40.9%	-55.5%	-65.9%
偿债能力					
流动比率，倍	1.67	2.37	2.51	2.92	3.43
速动比率，倍	1.67	2.35	2.51	2.92	3.43
保守速动比率，倍(现金及应收账款/流动负债)	1.63	2.30	2.51	2.92	3.43
EBITDA/流动负债，倍	0.84	1.09	1.23	1.23	1.27



客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010