华测检测（300012）2019 年三季报点评

净利率显著改善，但预计未来仍有继续大幅改善空间

强推（维持）

目标价：17.10 元

当前价：14.03 元

事项：

❖ 公司发布 2019 年三季报，前三季度实现营业收入 22.03 亿元，同比增长 20.21%，实现归母净利润 3.60 亿元，同比增长 123.09%。单三季度实现营业收入 8.72 亿元，同比增长 17.28%，实现归母净利润 2.0 亿元，同比增长 81.29%。

评论：

❖ **人员效率提升之外，还应关注其它变动成本潜在的效率改善空间。**

报告期内收入净利润同比大幅增长原因，公司在此前的前三季度业绩预告中已经做了相关陈述。**此处我们重点针对三季报数据进行分析，寻找公司盈利能力提升的具体原因：**我们将公司营业成本、销售费用、管理费用、研发费用合并考核，用以反映公司管理效率提升后成本、费用的综合变化情况：

单三季度上述指标合计规模 7.05 亿元，同比增长 13.71%，环比增长 7.80%。相比之下，公司三季度收入同比/环比分别增长 17.20%/13.99%，收入高速增长的情况下，成本增速得到良好控制。

此外，公司制定职工人数政策，要求人数增速控制在收入增速的一半以下，我们假设公司人员数量增幅 10%，考虑到单位人员薪酬的上涨（预计涨薪幅度 5%左右），对应成本、费用端人员总薪酬增幅不低于 15.5%，则意味着除人员薪酬以外，包括外包费、实验耗品以及其它与业务相关的变动成本、费用项同样得到了良好控制，其增长幅度甚至比人员薪酬增速更低。

我们统计发现：以公司营业成本端的【外包费+实验耗品+其它】三项为例，合计在收入中的占比从 2011 年的 11.5%提升至 2017 年的 21.9%，该指标于 2018 年开始下降（20.8%），我们预计 2019 年将进一步下降。以此为基础判断，未来随公司精细化管理战略的有效实施，除提升人员效率、改良收入结构外，通过对其它变动成本及费用的控制，使得年度净利率相较 2018 年水平仍有接近 10 个百分点的提升空间（理论上需考虑收入结构的变化，但我们预计仍旧有大幅改善空间），值得关注。

❖ **资产负债率进一步下降，经营性指标向好发展。**

三季度末公司资产总额 39.18 亿元，负债总额 8.31 亿，资产负债率 21.21%，相比年初的 31.66%实现大幅下降，债务扩张空间为未来拓展储备了更多潜力。此外，公司受业务拓展、收入增长、月结客户增加影响，应收账款同比增长 63.64%，预收款项同比增长 36.50%，分别达到 8.25 亿、1.05 亿元；公司为检测备用的耗材增加，带动存货增长 59.47%；前三季度经营活动现金流净额 2.83 亿元，同比继续增长 5.67%，各项经营指标均正常向好发展。

❖ **盈利预测、估值及投资评级。**我们维持预计 2019-2021 年，公司实现归母净利润 4.61、6.25、8.17 亿元，对应 EPS0.28、0.38、0.49 元，对应 PE 50/37/29 倍，考虑到公司处于业绩持续高速增长阶段，且公司质地优良，在国内检测行业具备极强竞争力，我们认为公司合理估值为 PE 45 倍，以 2020 年的 EPS 计算，即维持一年内目标价 17.10 元/股，维持“强推”评级。

❖ **风险提示：**子公司管理风险;实验室产能释放不及预期;行业竞争格局恶化。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	2,681	3,240	4,055	4,886
同比增速(%)	26.6%	20.9%	25.1%	20.5%
归母净利润(百万)	270	461	625	817
同比增速(%)	101.6%	71.0%	35.5%	30.5%
每股盈利(元)	0.16	0.28	0.38	0.49
市盈率(倍)	86.1	50.4	37.2	28.5
市净率(倍)	8.6	7.3	6.1	5.0

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 19 年 10 月 28 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：李佳
电话：021-20572564
邮箱：lijia@hcyjs.com
执业编号：S0360514110001

证券分析师：鲁佩
电话：021-20572564
邮箱：lupei@hcyjs.com
执业编号：S0360516080001

证券分析师：赵志铭
电话：021-20572557
邮箱：zhaozhiming@hcyjs.com
执业编号：S0360517110004

公司基本数据

总股本(万股)	165,753
已上市流通股(万股)	150,558
总市值(亿元)	232.55
流通市值(亿元)	211.23
资产负债率(%)	21.2
每股净资产(元)	1.8
12 个月内最高/最低价	14.83/5.82

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《华测检测（300012）2018 年报点评：关注财务指标背后的实质变化，以及公司即将开启的长期成长周期》
2019-04-29

《华测检测（300012）中报业绩预告点评：精细化管理有效推进，民营检测龙头业绩持续增长》
2019-07-10

《华测检测（300012）2019 年前三季度业绩预告点评：转型期战略清晰，执行力强，业绩增长趋势显著》
2019-10-15

未经许可，禁止转载

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	808	1,128	1,510	2,152
应收票据	5	6	8	9
应收账款	504	531	665	801
预付账款	39	45	55	64
存货	15	17	21	24
其他流动资产	577	700	873	1,054
流动资产合计	1,948	2,427	3,132	4,104
其他长期投资	73	73	73	74
长期股权投资	95	95	95	95
固定资产	1,153	1,311	1,386	1,553
在建工程	221	173	253	211
无形资产	144	168	191	213
其他非流动资产	425	448	463	472
非流动资产合计	2,111	2,268	2,461	2,618
资产合计	**4,059**	**4,695**	**5,593**	**6,722**
短期借款	508	596	706	840
应付票据	2	2	3	3
应付账款	324	380	458	536
预收款项	77	93	116	140
其他应付款	40	40	40	40
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	236	232	261	298
流动负债合计	1,187	1,343	1,584	1,857
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	97	95	95	95
非流动负债合计	97	95	95	95
负债合计	**1,284**	**1,438**	**1,679**	**1,952**
归属母公司所有者权益	2,717	3,177	3,803	4,619
少数股东权益	57	80	111	151
所有者权益合计	**2,775**	**3,257**	**3,914**	**4,770**
负债和股东权益	**4,059**	**4,695**	**5,593**	**6,722**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**580**	**614**	**741**	**957**
现金收益	566	785	1,005	1,229
存货影响	-5	-3	-4	-4
经营性应收影响	-127	-68	-185	-220
经营性应付影响	182	72	102	102
其他影响	-36	-173	-177	-150
投资活动现金流	**-422**	**-441**	**-523**	**-508**
资本支出	-424	-420	-509	-499
股权投资	24	0	0	0
其他长期资产变化	-22	-21	-14	-9
融资活动现金流	**-3**	**147**	**164**	**193**
借款增加	71	88	110	133
财务费用	-77	-20	0	0
股东融资	6	6	6	6
其他长期负债变化	-3	73	48	54

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**2,681**	**3,240**	**4,055**	**4,886**
营业成本	1,480	1,735	2,089	2,443
税金及附加	9	11	14	16
销售费用	506	576	691	799
管理费用	181	177	202	235
财务费用	22	16	18	21
资产减值损失	50	32	41	73
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	44	84	44	44
其他收益	60	30	30	30
营业利润	**315**	**538**	**738**	**968**
营业外收入	11	19	16	16
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	**323**	**554**	**751**	**981**
所得税	40	70	95	124
净利润	**283**	**484**	**656**	**857**
少数股东损益	13	23	31	40
归属母公司净利润	**270**	**461**	**625**	**817**
NOPLAT	301	498	672	875
EPS(摊薄)（元）	0.16	0.28	0.38	0.49

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	26.6%	20.9%	25.1%	20.5%
EBIT 增长率	75.6%	65.4%	34.9%	30.1%
归母净利润增长率	101.6%	71.0%	35.5%	30.5%
获利能力				
毛利率	44.8%	46.5%	48.5%	50.0%
净利率	10.5%	14.9%	16.2%	17.5%
ROE	9.7%	14.2%	16.0%	17.1%
ROIC	10.4%	14.6%	16.4%	17.6%
偿债能力				
资产负债率	31.6%	30.6%	30.0%	29.0%
债务权益比	21.8%	21.2%	20.5%	19.6%
流动比率	164.1%	180.7%	197.7%	221.0%
速动比率	162.8%	179.4%	196.4%	219.7%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转天数	63	58	53	54
应付帐款周转天数	61	73	72	73
存货周转天数	3	3	3	3
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.28	0.38	0.49
每股经营现金流	0.35	0.37	0.45	0.58
每股净资产	1.64	1.92	2.29	2.79
估值比率				
P/E	86.1	50.4	37.2	28.5
P/B	8.6	7.3	6.1	5.0
EV/EBITDA	43	31	24	19

资料来源：公司公告，华创证券预测

机械组团队介绍

所长助理、首席分析师：李佳

伯明翰大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。2012 年新财富最佳分析师第六名、水晶球卖方分析师第五名、金牛分析师第五名，2013 年新财富最佳分析师第四名，水晶球卖方分析师第三名，金牛分析师第三名，2016 年新财富最佳分析师第五名。

高级分析师：鲁佩

伦敦政治经济学院经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。2016 年十四届新财富最佳分析师第五名团队成员。

高级分析师：赵志铭

瑞典哥德堡大学理学硕士。2015 年加入华创证券研究所。

助理研究员：宝玥娇

西南财经大学管理学硕士。2019 年加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500