

# 中国汽研 (601965.SH)

## 强烈推荐(首次评级)

### 技术服务维持较快增长，智能网联业务放量在即

当前价格: 18.25 元

目标价格: 23.49 元

**事件:** 公司2021年上半年收入18.0亿元, yoy16.9%; 归属净利润2.6亿元, yoy32.0%。其中, Q2单季度收入9.6亿元, yoy为-8.4%; 归属净利润1.4亿元, yoy5.4%。

#### 点评:

➤ **技术服务维持较快增长，专用车放缓。** 公司21H1收入yoy16.9%，Q2单季度收入yoy-8.4%，专用车业务趋缓是主要原因。21H1技术服务收入8.8亿元, yoy35.3%，两年CAGR为26.0%，保持较快增长，一是由于传统检测业务深挖新客户，二是由于新能源、智能网联、风洞等新业务开拓；专用车收入7.9亿元, yoy-1.2%，主要受国五、国六排放标准切换、政府环卫产品需求放缓影响。21H1公司合同负债1.9亿元, yoy18.7%，处于平稳增长状态。

➤ **毛利率大幅改善，偶发性亏损带来盈利扰动。** Q2单季度净利润、扣非净利润同比分别为5.4%、-0.5%，强于收入端表现。Q2综合毛利率为29.7%，mom+1.5pct, yoy+7.1pct, 技术服务收入占比提升是主要原因。费用端, 21H1销售、管理、研发、财务费用率yoy分别+0.3pct、+1.7pct、+1.8pct、1.2pct, 期间费用率yoy+4.1pct；管理费用率增长较快，主要是合并范围增加和股权激励成本增长。子公司西部试验场公司上半年亏损4917.5万元, 为项目集中支出导致的偶发性亏损，全年有望扭亏。

➤ **汽车第三方检测龙头，智能网联业务放量在即。** 公司是第三方汽车测试评价龙头，短期内受益于平行进口车国六环保信息公开、“大吨小标”专项治理、非道路移动机械第四阶段标准等政策实施，以及新能源汽车强检业务市场规模扩大。中长期看，随着智能汽车渗透率不断提升，政策标准有望逐步落地，智能网联业务市场规模有望放量。2021年1-6月, L2级别ADAS、车联网、OTA等新车搭载率分别为15.4%、55.0%、28.3%，快速提升。

➤ **投资建议:** 我们调整公司2021-2022年收入为38.1亿元、43.8亿元；归属净利润为6.7亿元、7.8亿元，同比增长19.3%、16.4%；并引入2023年收入49.3亿元；归属净利润9.1亿元，同比16.8%。2021-2023年EPS分别为0.67元、0.78元和0.92元。考虑到公司的稀缺性，智能网联业务放量在即，给予2022年30倍估值，上调目标价为23.49元。

➤ **风险提示:** 汽车行业景气度不及预期；折旧大幅提升；竞争加剧导致费用率提升；专业车业务大幅下滑，拖累公司盈利。

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	990/967
流通A股市值 (百万元)	17,794
每股净资产 (元)	5.09
资产负债率 (%)	27.84
一年内最高/最低 (元)	21.25/11.10

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员:

分析师 林子健

执业证书编号: S0210519020001

电话: 021-20655089

邮箱: lzj1948@hfzq.com.cn

#### 相关报告

《中国汽研 (601965.SH): 汽车检测稀缺标的, 充分受益于智能汽车大趋势》

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	27.5	34.2	38.1	43.8	49.3
增长率 (%)	-0.1%	24.1%	11.4%	15.0%	12.8%
净利润 (百万元)	4.67	5.59	6.67	7.75	9.06
增长率 (%)	15.8%	19.6%	19.3%	16.4%	16.8%
EPS (元/股)	0.47	0.56	0.67	0.78	0.92
市盈率 (P/E)	38.2	32.6	27.3	23.5	20.1
市净率 (P/B)	3.8	3.61	3.36	3.12	2.88

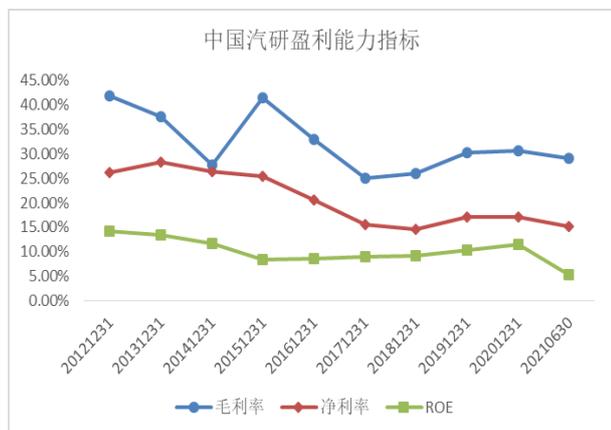
数据来源: 公司公告、华福证券研究所

**图表 1：中国汽研收入及增速**


来源：Wind，华福证券研究所

**图表 2：中国汽研归属净利润及增速**


来源：Wind，华福证券研究所

**图表 3：中国汽研盈利能力指标**


来源：Wind，华福证券研究所

**图表 4：中国汽研期间费用率**


来源：Wind，华福证券研究所

**图表 5：财务预测摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,321	1,707	2,077	2,484	营业收入	3,418	3,806	4,376	4,935
应收票据及账款	699	769	882	971	营业成本	2,368	2,589	2,957	3,293
预付账款	55	60	68	76	税金及附加	36	35	41	48
存货	253	312	362	380	销售费用	82	100	115	129
合同资产	114	127	146	165	管理费用	225	250	284	321
其他流动资产	215	240	276	312	研发费用	165	143	165	186
流动资产合计	2,543	3,088	3,665	4,223	财务费用	-32	-30	-29	-30
长期股权投资	97	97	97	97	信用减值损失	-11	-3	-5	-1
固定资产	2,815	2,747	2,685	2,629	资产减值损失	-2	-2	-2	-1
在建工程	83	103	143	183	公允价值变动收益	-3	0	0	0
无形资产	390	462	535	610	投资收益	-1	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	116	80	82	85
其他非流动资产	679	689	699	706	<b>营业利润</b>	673	794	920	1,071
非流动资产合计	4,102	4,136	4,197	4,263	营业外收入	2	2	2	2
<b>资产合计</b>	6,645	7,224	7,862	8,486	营业外支出	4	4	4	4
短期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	671	792	918	1,069
应付票据及账款	527	666	788	819	所得税	86	114	130	148
预收款项	2	2	2	2	<b>净利润</b>	585	678	788	921
合同负债	350	390	448	505	少数股东损益	26	11	13	15
其他应付款	162	162	162	162	<b>归属母公司净利润</b>	559	667	775	906
其他流动负债	88	109	125	142	EPS (摊薄)	1	1	1	1
流动负债合计	1,142	1,329	1,525	1,630					
长期借款	3	3	3	3					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	88	109	125	142					
非流动负债合计	273	281	289	298					
<b>负债合计</b>	1,415	1,610	1,814	1,928					
归属母公司所有者权益	5,044	5,417	5,838	6,332					
少数股东权益	186	197	210	226					
<b>所有者权益合计</b>	5,230	5,614	6,048	6,558					
<b>负债和股东权益</b>	6,645	7,224	7,862	8,486					

现金流量表				
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	709	902	953	1,051
现金收益	805	909	1,020	1,152
存货影响	32	-59	-51	-18
经营性应收影响	-113	-73	-120	-97
经营性应付影响	-397	139	122	31
其他影响	435	-14	-19	-17
<b>投资活动现金流</b>	-475	-296	-321	-327
资本支出	-497	-286	-313	-319
股权投资	149	0	0	0
其他长期资产变化	-127	-10	-8	-8
<b>融资活动现金流</b>	-111	-220	-262	-317
借款增加	13	-13	0	0
股利及利息支付	-247	-360	-419	-489
股东融资	138	0	0	0
其他影响	-15	153	157	172

主要财务比率				
	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	24.1%	11.4%	15.0%	12.8%
EBIT 增长率	21.9%	19.1%	16.6%	16.9%
归母净利润增长率	19.6%	19.3%	16.4%	16.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	30.7%	32.0%	32.4%	33.3%
净利率	17.1%	17.8%	18.0%	18.7%
ROE	10.7%	11.9%	12.8%	13.8%
ROIC	12.3%	13.6%	14.6%	15.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.3%	22.3%	23.1%	22.7%
流动比率	2.23	2.32	2.40	2.59
速动比率	2.01	2.09	2.17	2.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.53	0.56	0.58
应收账款周转天数	36	34	34	34
存货周转天数	41	39	41	41
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.56	0.67	0.78	0.92
每股经营现金流	0.77	0.91	0.96	1.06
每股净资产	5.10	5.47	5.90	6.40
<b>估值比率</b>				
P/E	32.57	27.34	23.50	20.11
P/B	3.61	3.36	3.12	2.88
EV/EBITDA	16.6	14.4	12.9	11.4

数据来源：公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。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	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1088 号招商银行上海大厦 18 层

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn