

2021年10月19日

## Q3 业绩符合预期 检测龙头扬帆起航

### 中国汽研(601965)

#### 事件概述

公司发布 2021 三季报：2021Q1-Q3 实现营收 25.91 亿元，同比增长 8.4%，归母净利润 4.96 亿元，同比增长 45.6%，扣非归母净利润 3.97 亿元，同比增长 21.0%；其中 2021Q3 实现营收 7.90 亿元，同比下降 7.0%，归母净利润 2.34 亿元，同比增长 64.6%，扣非归母净利润 1.56 亿元，同比增长 10.8%。

#### 分析判断：

##### ► 装备制造业务提质增效 技术服务占比显著提升

营收方面，2021Q1-Q3 公司整体实现营收 25.91 亿元，同比+8.4%，主因第一大主营业务技术服务业务深挖新老客户带来业务量提升：1) 传统检测业务不断优化客户结构，提升 C8、T10 优质客户业务占比，强化自身资质和能力建设，实现业务量稳步提升；2) 新能源、智能网联及风洞业务加大市场投入，促进产品技术升级和转型发展，业务开拓成效显著。

其中 2021Q3 实现营收 7.90 亿元，同比-7.0%，环比-17.8%，拆分业务来看：1) 技术服务业务 5.62 亿元，同比+20.7%，环比+17.2%；2) 装备制造业务 2.28 亿元，同比-40.6%，环比-52.6%。Q3 营收同环比下滑我们判断主要系装备制造业务，尤其是专用汽车改装及销售业务突出发展质量、主动控制规模、优选重点客户导致，但从结构上看技术服务业务营收占比提升至 71.1%，对利润水平提升拉动显著。

##### ► 技术服务拉升毛利 单季毛利率创历史新高

利润方面，2021 Q1-Q3 公司主营业务毛利率 32.3%，同比+5.0pct，其中 2021Q3 毛利率 39.7%，创单季毛利率新高，同比+8.1pct，环比+10.0pct，同环比大幅提升主因毛利水平更高的技术服务业务占比提升。2021 Q1-Q3 公司实现归母净利润 4.96 亿元，同比增长 45.6%，扣非归母净利润 3.97 亿元，同比增长 21.0%；其中 2021Q3 归母净利润 2.34 亿元，同比增长 64.6%，扣非归母净利润 1.56 亿元，同比增长 10.8%，非经方面主要系棚户区改造处置相关资产导致利润增加。

费用方面，2021Q3 公司销售、管理、研发、财务费率分别+3.1%/+7.5%/+6.7%/-0.6%，同比分别+0.4%/+1.1%/+2.8%/+0.9pct，环比分别+0.8%/+1.3%/+2.5%/-0.2pct，研发费率增长我们判断主因公司从装备资质驱动型向软实力驱动型发展转型以及持续加大内部研发项目和车联网、新能源等领域投入。

#### 评级及分析师信息

|              |             |
|--------------|-------------|
| 评级：          | 增持          |
| 上次评级：        | 增持          |
| 目标价格：        |             |
| 最新收盘价：       | 15.91       |
| 股票代码：        | 601965      |
| 52 周最高价/最低价： | 21.25/11.67 |
| 总市值(亿)       | 157.46      |
| 自由流通市值(亿)    | 153.86      |
| 自由流通股数(百万)   | 967.05      |



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

#### 相关研究

1. 【华西汽车】中国汽研(603786) 2021 半年报  
点评：业绩表现持续向上 检测龙头扬帆起航  
20210827

2021.08.29

2. 【华西汽车】中国汽研(603786) 2020&2021Q1  
点评：Q1 业绩高增 检测龙头扬帆起航

2021.04.23

3. 【华西汽车】中国汽研(601965) 2019 年三季报  
点评：Q3 营收增速回正 盈利能力增强

2019.10.29

## ► 量价齐升成长属性突出 长期布局新能源网联检测

短期：1) 公司技术服务业务将受益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，公司业绩与汽车检测数目直接挂钩；2) 随着新获批城市轨道交通项目的陆续建设和运营投入，轨道交通业务市场规模保持稳定增长；3) 公司投建的国内第二座动力学风洞2019年投产，2021年以来风洞中心产能充分释放，持续增厚公司业绩。

长期：1) 行业从成长期进入成熟期，产业技术变革加速，厂商间竞争加剧，车型换代周期缩短，新车推出速度加快，叠加电动化致使检测项目增多，公司处于量价齐升优质赛道；2) 公司持续布局新能源、智能网联以及氢能领域检测，有望持续受益汽车新能源以及智能化浪潮；3) 公司依托长期汽车技术服务领域积累，创新建立“指数+数据”发展模式，加速产品化、数据化转型，长期有望形成新的业务增长极。

## 投资建议

公司是汽车研发性检测唯一上市公司，具有资产和资质双重壁垒；公司业绩与行业销量脱钩，汽车新车推出速度加快及产品升级有望驱动公司业绩成长。维持盈利预测，预计公司2021-2023年营收39.03/45.12/50.31亿元，归母净利润6.76/8.18/9.24亿元，对应EPS 0.68/0.83/0.93元，对应2021年10月19日15.91元/股收盘价，PE分别23/19/17倍，维持“增持”评级。

## 风险提示

政策推进不及预期；原材料价格上涨；智能网联发展不及预期等。

## 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 2,755 | 3,418 | 3,903 | 4,512 | 5,031 |
| YoY (%)    | -0.1% | 24.1% | 14.2% | 15.6% | 11.5% |
| 归母净利润(百万元) | 467   | 558   | 676   | 818   | 924   |
| YoY (%)    | 15.8% | 19.6% | 21.1% | 20.9% | 13.0% |
| 毛利率 (%)    | 30.3% | 30.7% | 30.3% | 30.9% | 31.0% |
| 每股收益 (元)   | 0.47  | 0.56  | 0.68  | 0.83  | 0.93  |
| ROE        | 9.9%  | 11.1% | 11.8% | 12.4% | 12.3% |
| 市盈率        | 33.72 | 28.20 | 23.28 | 19.25 | 17.04 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元)     | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入              | 3,418 | 3,903 | 4,512 | 5,031 | 净利润             | 585   | 683   | 826   | 933   |
| YoY (%)            | 24.1% | 14.2% | 15.6% | 11.5% | 折旧和摊销           | 252   | 244   | 283   | 264   |
| 营业成本               | 2,368 | 2,721 | 3,118 | 3,471 | 营运资金变动          | -151  | 135   | 29    | -60   |
| 营业税金及附加            | 36    | 35    | 42    | 49    | 经营活动现金流         | 709   | 1,062 | 1,136 | 1,136 |
| 销售费用               | 82    | 93    | 108   | 121   | 资本开支            | -338  | -867  | -718  | -795  |
| 管理费用               | 225   | 254   | 293   | 327   | 投资              | 405   | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用               | -32   | -42   | -52   | -63   | 投资活动现金流         | -475  | -867  | -718  | -795  |
| 资产减值损失             | -2    | 0     | 0     | 0     | 股权募资            | 138   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益               | -1    | 0     | 0     | 0     | 债务募资            | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润               | 673   | 784   | 948   | 1,071 | 筹资活动现金流         | -111  | 0     | 0     | 0     |
| 营业外收支              | -2    | 1     | 1     | 1     | 现金净流量           | 123   | 195   | 418   | 341   |
| 利润总额               | 671   | 785   | 949   | 1,072 | <b>主要财务指标</b>   |       |       |       |       |
| 所得税                | 87    | 102   | 123   | 139   | <b>成长能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 净利润                | 585   | 683   | 826   | 933   | 营业收入增长率         | 24.1% | 14.2% | 15.6% | 11.5% |
| 归属于母公司净利润          | 558   | 676   | 818   | 924   | 净利润增长率          | 19.6% | 21.1% | 20.9% | 13.0% |
| YoY (%)            | 19.6% | 21.1% | 20.9% | 13.0% | <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益               | 0.56  | 0.68  | 0.83  | 0.93  | 毛利率             | 30.7% | 30.3% | 30.9% | 31.0% |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |       |       |       |       | 净利率             | 17.1% | 17.5% | 18.3% | 18.6% |
| 货币资金               | 1,321 | 1,515 | 1,933 | 2,274 | 总资产收益率 ROA      | 8.4%  | 8.8%  | 9.3%  | 9.4%  |
| 预付款项               | 55    | 33    | 42    | 56    | 净资产收益率 ROE      | 11.1% | 11.8% | 12.4% | 12.3% |
| 存货                 | 253   | 338   | 394   | 413   | <b>偿债能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 其他流动资产             | 915   | 1,046 | 1,176 | 1,319 | 流动比率            | 2.23  | 1.99  | 2.09  | 2.24  |
| 流动资产合计             | 2,543 | 2,932 | 3,546 | 4,062 | 速动比率            | 1.86  | 1.71  | 1.79  | 1.93  |
| 长期股权投资             | 97    | 97    | 97    | 97    | 现金比率            | 1.16  | 1.03  | 1.14  | 1.26  |
| 固定资产               | 2,816 | 3,398 | 3,789 | 4,272 | 资产负债率           | 21.3% | 22.7% | 22.5% | 21.2% |
| 无形资产               | 390   | 467   | 541   | 616   | <b>经营效率 (%)</b> |       |       |       |       |
| 非流动资产合计            | 4,102 | 4,748 | 5,205 | 5,756 | 总资产周转率          | 0.51  | 0.51  | 0.52  | 0.51  |
| 资产合计               | 6,645 | 7,680 | 8,751 | 9,818 | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 短期借款               | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股收益            | 0.56  | 0.68  | 0.83  | 0.93  |
| 应付账款及票据            | 526   | 699   | 830   | 863   | 每股净资产           | 5.10  | 5.80  | 6.65  | 7.60  |
| 其他流动负债             | 616   | 772   | 866   | 949   | 每股经营现金流         | 0.72  | 1.07  | 1.15  | 1.15  |
| 流动负债合计             | 1,142 | 1,472 | 1,697 | 1,812 | 每股股利            | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 长期借款               | 3     | 3     | 3     | 3     | <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| 其他长期负债             | 270   | 270   | 270   | 270   | PE              | 28.20 | 23.28 | 19.25 | 17.04 |
| 非流动负债合计            | 273   | 273   | 273   | 273   | PB              | 2.91  | 2.74  | 2.39  | 2.09  |
| 负债合计               | 1,415 | 1,745 | 1,970 | 2,085 |                 |       |       |       |       |
| 股本                 | 989   | 989   | 989   | 989   |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益             | 186   | 192   | 201   | 210   |                 |       |       |       |       |
| 股东权益合计             | 5,229 | 5,935 | 6,782 | 7,733 |                 |       |       |       |       |
| 负债和股东权益合计          | 6,645 | 7,680 | 8,751 | 9,818 |                 |       |       |       |       |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                           | 投资<br>评级 | 说明                               |
|----------------------------------|----------|----------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%     |
|                                  | 增持       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间   |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间     |
|                                  | 减持       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间    |
|                                  | 卖出       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%     |
| 行业评级标准                           |          |                                  |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐       | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%   |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间 |
|                                  | 回避       | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%   |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。