

中国汽研 (601965.SH)

一季度归母净利润同比增长 10%，技术服务业务占比提升

买入

核心观点

一季度归母净利润同比增长 10%，技术服务业务表现亮眼。公司 2022Q1 营收 5.61 亿元，同比减少 33.18%，归母净利润 1.30 亿元，同比增加 9.94%。2021 年实现营收 38.35 亿元，同比增加 12.21%，归母净利润 6.92 亿元，同比增加 23.86%。其中 2021Q4 实现营收 12.44 亿元，同比增加 21.10%（创单季新高），归母净利润 1.96 亿元，同比减少 10.12%。**整体来看，公司 2021 年营收稳健增长，一方面，公司坚持内生挖潜，公告检测、委托业务稳扎稳打，传统业务市场占有率持续提升；另一方面，公司抢滩占新，抓住新能源、智能网联业务发展先机，创新业务持续突破。**

2022Q1 净利率同环比双增，费用率同环比改善。2021Q1 毛利率为 45.18%，同比上升 16.97pct，环比上升 9.31pct；净利率为 23.68%，同比上升 10.06pct，环比上升 5.62pct。2021 年毛利率为 33.43%，同比上升 2.71pct，净利率为 19.02%，同比上升 1.92pct。**2021 年，毛利率高的汽车技术服务业务收入占比增加，整体毛利率提升明显。**2022Q1 四费率为 17.04%，同比上升 6.43pct，环比下降 0.04pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.39%/8.83%/5.59%/0.76%，同比分别变动+1.93%/+2.95%/+1.66%/0.11pct，环比分别变动-0.24%/-0.17%/+0.84%/-0.47pct，**费用率环比改善，研发支出加大。**

2021 年业务结构优化，2022Q1 技术服务业务稳健增长。2021 年公司技术服务业务市占率不断提升，并挖掘新能源、智能市场新增量，营收占比同比+9.3pct 至 62.4%，毛利率 48.1%，同比-2.0pct；轨道交通及专用汽车零部件业务在单轨市场保持市场优势，营收同比增长 28%，毛利率同比提升 1.5pct 至 45.9%；汽车燃气系统及关键零部件业务新客户市场开拓效果显著，营业收入同比增长 35.7%，毛利率同比提升 1.8pct 至 23.8%。2022Q1 汽车技术服务业务稳健增长，实现收入 5.04 亿元，同比增长 27.13%。

中短期订单充足，长期受益于电动化、智能化。公司属于掌握核心技术的汽车领域检测龙头，中短期公司技术服务方面持续开拓市场和客户，装备制造业务受益于新基建实现订单突破，远期在汽车行业电动化、智能化背景下，公司技术服务业务围绕能网联服务检测和认证+工序装备供应+大数据平台搭建闭环发展，有望打开新的增量空间。

风险提示：汽车行业景气度不及预期；公司新业务布局不及预期

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑专用车市场进入周期性下行，疫情或影响车型上市节奏，下调盈利预测，预计 22-24 年净利润分别为 7.7/8.6/9.9 亿元（前次 22/23 年净利润预测为 8.3/10.5 亿），对应 PE 分别为 16/14/13x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,418	3,835	4,350	4,820	5,544
(+/-%)	24.1%	12.2%	13.4%	10.8%	15.0%
净利润(百万元)	558	692	773	863	994
(+/-%)	19.6%	23.9%	11.7%	11.6%	15.2%
每股收益(元)	0.56	0.70	0.78	0.87	1.00
EBIT Margin	15.9%	17.5%	20.7%	20.9%	21.1%
净资产收益率 (ROE)	11.1%	12.6%	12.8%	13.0%	13.6%
市盈率 (PE)	22.2	17.9	16.0	14.4	12.5
EV/EBITDA	17.4	14.6	11.8	10.5	9.5
市净率 (PB)	2.45	2.26	2.06	1.87	1.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车服务

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

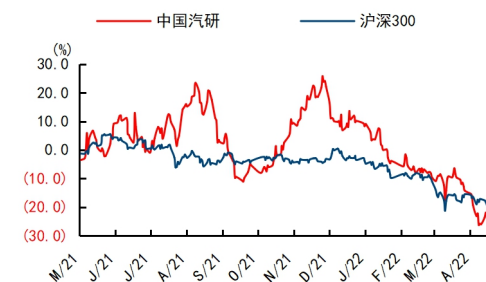
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.52 元
总市值/流通市值	12382/12107 百万元
52 周最高价/最低价	21.25/12.00 元
近 3 个月日均成交额	42.29 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《国信证券-中国汽研-601965-2021 年三季报点评：利润高增长，技术服务业务亮眼》——2021-10-21
- 《中国汽研-601965-2021 年中报点评：营收利润高增长，加强研发助力业务转型升级》——2021-09-03
- 《中国汽研-601965-2020 年业绩快报点评：利润略超预期，电动智能打开新增量空间》——2021-01-11
- 《中国汽研-601965-2020 年三季报点评：营收利润双高增长，低估值智能检测标的》——2020-10-30
- 《中国汽研-601965-2020 年中报点评：业绩符合预期，电动智能打开长期成长空间》——2020-08-31

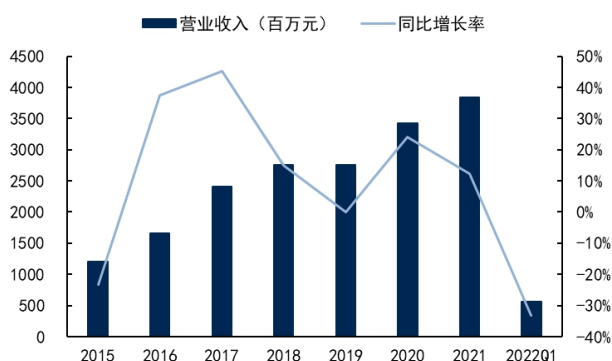
2022Q1 中国汽研归母净利润同比+10%。公司 2022Q1 实现营收 5.61 亿元，同比减少 33.18%，环比减少 54.88%；归母净利润 1.30 亿元，同比增加 9.94%，环比减少 33.64%。分业务看，公司 22Q1 汽车技术服务业务实现收入 5.04 亿元，同比增长 27.13%，装备制造业务实现收入 0.58 亿元，同比下降 87.02%。装备制造业务收入下降主要原因一是因一季度工程车终端需求大幅萎缩，公司为顺应行业现状，加强风险管理，控制业务规模，导致专用车板块收入大幅下降；二是轨道交通及专用汽车零部件业务受大客户所在地相关政策影响，交付和结算进度延缓，导致收入同比下降。

中国汽研 2021 年归母净利润同比增长 24%，21Q4 营收创历史新高。公司 2021 年实现营收 38.35 亿元，同比增加 12.21%，归母净利润 6.92 亿元，同比增加 23.86%，扣非归母净利润 5.70 亿元，同比增加 15.87%。

分单季度看，公司 2021Q4 实现营收 12.44 亿元，同比增加 21.10%（创单季新高，21Q1/21Q2/21Q3 增速分别为+70.84%/+8.41%/+7.00%），环比增加 57.33%，归母净利润 1.96 亿元，同比减少 10.12%，环比减少 16.25%。

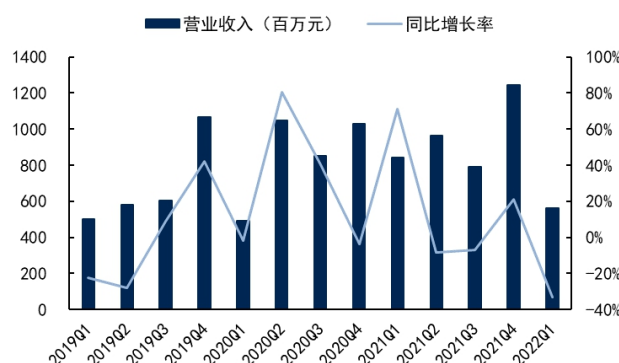
整体来看，公司 2021 年营收同比增加 12%，一方面，公司坚持内生挖潜，公告检测、委托业务稳扎稳打，传统业务市场占有率持续提升；另一方面，公司抢滩占新，抓住新能源、智能网联业务发展先机，创新业务持续突破。

图1：中国汽研营业收入及同比增速



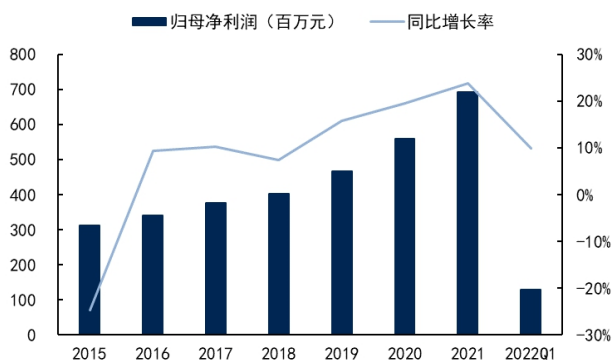
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国汽研单季度营业收入及同比增速



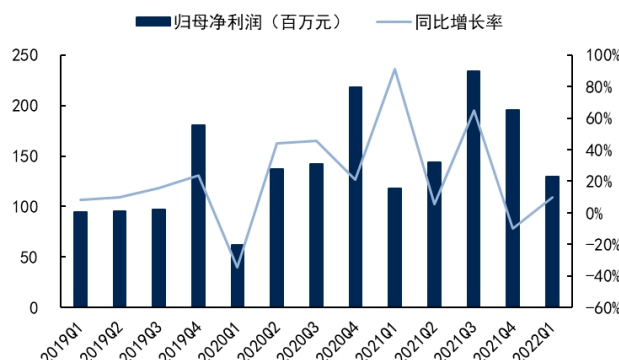
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国汽研归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国汽研单季度归母净利润及同比增速



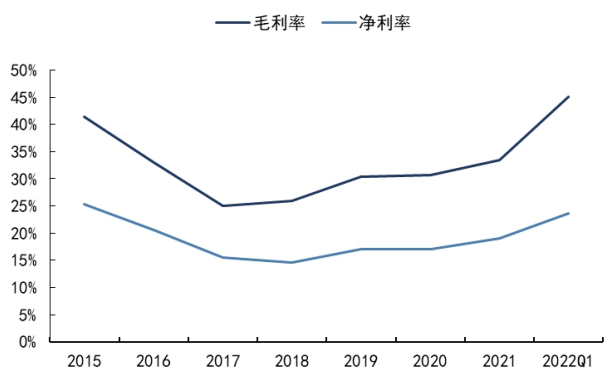
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2021 年毛利率提升 3pct，费用率增长 1.5pct。公司 2021 年毛利率为 33.43%，同比上升 2.71pct，净利率为 19.02%，同比上升 1.92pct。拆单季度看，2021Q4 毛利率为 35.87%，同比下降 2.99pct，环比下降 3.84pct，净利率为 18.06%，同比下降 5.25pct，环比下降 11.25pct。**2021 年，毛利率高的汽车技术服务业务收入占比增加，整体毛利率提升明显。**

费用率方面，2021 年公司四费率为 14.39%，同比上升 1.51pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.70/7.28/4.86/-0.45%，同比分别变动 +0.31/+0.71/+0.02/+0.48pct。拆单季度看，2021Q4 四费率为 17.08%，同比下降 2.27pct，环比上升 0.35pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.63/9.00/4.75/-0.30%，同比分别变动 +1.04/+0.49/-4.17/+0.37pct，环比分别变动 +0.55/+1.53/-1.99/+0.25pct。**2021 年，公司管理费用率增加 0.7pct，主要原因在于 2021 年合并范围增加导致管理费用增加、上期享受社保减免导致人工成本同比增加、本期股权激励成本增加；研发费用率同比增加 +0.02pct，主要原因在于公司坚持创新驱动发展，不断增强关键核心技术研发能力，在车载供氢系统、新能源安全预警系统、自动驾驶实车仿真集成测试系统等研发投入增加。**

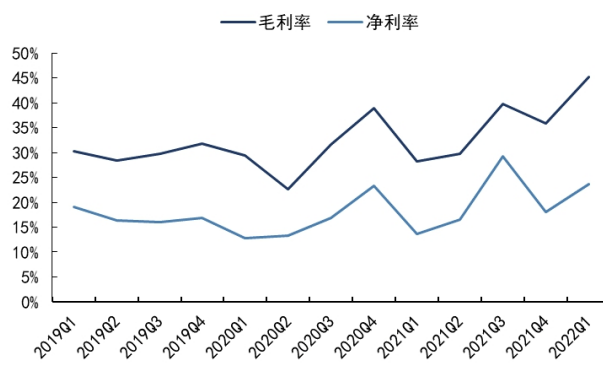
2022Q1 净利率同环比双增，费用率环比有所改善。2021Q1 毛利率为 45.18%，同比上升 16.97pct，环比上升 9.31pct；净利率为 23.68%，同比上升 10.06pct，环比上升 5.62pct。**费用率方面**，2022Q1 四费率为 17.04%，同比上升 6.43pct，环比下降 0.04pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.39/8.83/5.59/-0.76%，同比分别变动 +1.93/+2.95/+1.66/-0.11pct，环比分别变动 -0.24/-0.17/+0.84/-0.47pct。2022Q1 公司费用率环比有所改善，研发支出加大。

图5：中国汽研毛利率和净利率



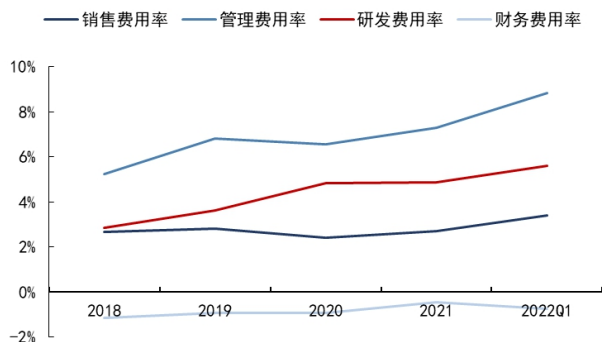
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中国汽研单季度毛利率和净利率



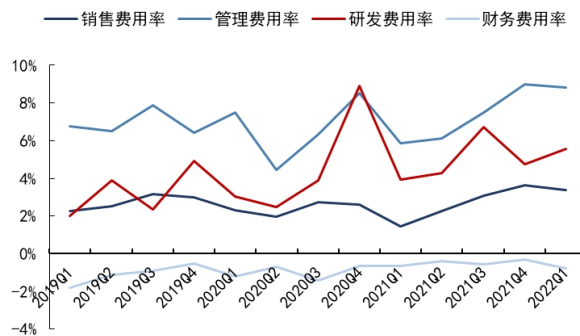
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：中国汽研四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

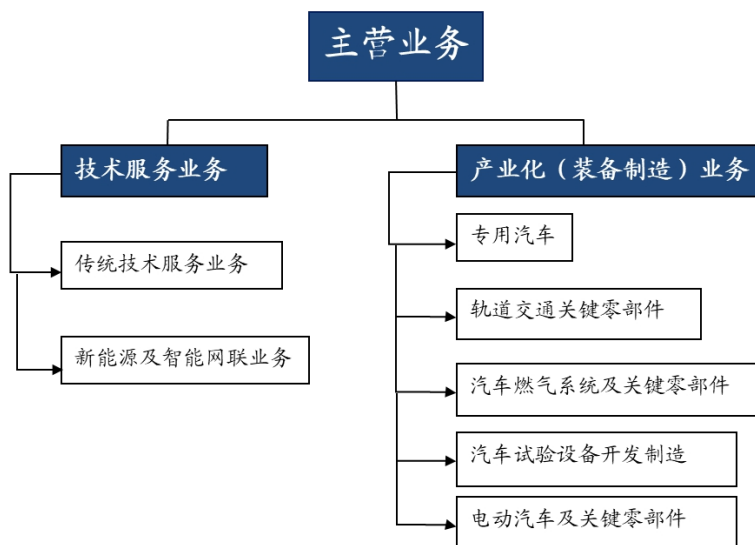
图8：中国汽研单季度四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

拆分业务来看，公司主要有技术服务和产业化（装备制造）两大业务板块，技术服务业务又包含传统技术服务业务和新能源及智能网联业务两大细分业务，产业化（装备制造）业务包含专用车、轨道交通关键零部件、汽车燃气系统及关键零部件、汽车试验设备开发制造、电动汽车及关键零部件等业务。2019 年年报根据公司战略部署安排，对业务板块进行重新划分，其中：技术服务及装备业务含技术服务业务（即原技术服务业务）和技术服务装备业务（即原汽车试验设备开发制造业务）；原电动汽车及关键零部件业务因战略调整划分为其他业务。

图9：中国汽研主营业务拆分



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理（2019 年之后汽车试验设备开发制造业务并入技术服务及装备业务，以下简称“技术服务”）

1) **技术服务业务**：2021 年公司技术服务业务营收 23.78 亿元，同比增长 32.32%，营收占比 62.4%，同比+9.3pct，毛利率 48.1%，同比-2.0pct。一方面，公司深挖基本盘，市场占有率不断提升，另一方面，公司抢滩占新，挖掘新能源、智能市场新增量，营业收入同比提升；受人工成本、智能装备业务占比提升影响，本期毛利率同比略降。

2) **产业化（装备制造）业务**：2021 年公司产业化（装备制造）业务营收 14.28

亿元,同比减少 9.64%,营收占比 37.5%,同比-9.3pct,毛利率 9.4%,同比+1.3pct。拆分业务看, **专用汽车改装与销售业务**为顺应行业现状公司加强风险管理,控制业务规模,收入下降 15.5%至 11.7 亿元; **轨道交通及专用汽车零部件业务**在单轨市场继续保持市场优势,实现重点客户突破,生产量增加带动规模效益,营业收入同比增长 28.0%至 1.1 亿元,毛利率同比提升 1.5pct 至 45.88%; **汽车燃气系统及关键零部件业务**营收同比增加 35.7%至 1.5 亿元,毛利率同比提升 1.8pct 至 23.8%,公司一方面在氢能市场及新客户市场开拓效果显著,国六燃气系统及新能源技术服务业务收入同比增加,另一方面价格管理、成本管控方案实施带动毛利率同比提升。

表 1: 2021 年中国汽研主营业务分行业情况 (单位: 元人民币)

分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
1、汽车技术服务	2,378,102,362.13	1,235,348,614.71	48.05	32.32	37.69	减少 2.03 个百分点
其中: 传统技术服务业务	2,096,010,072.28	1,070,500,947.95	48.93	25.62	29.39	减少 1.49 个百分点
新能源及智能网联业务	282,092,289.85	164,847,666.76	41.56	119.07	136.08	减少 4.21 个百分点
2、产业化 (装备制造) 业务	1,428,001,084.22	1,293,271,822.91	9.43	-9.64	-10.96	增加 1.34 个百分点
专用汽车改装与销售	1,172,318,421.54	1,122,465,398.79	4.25	-15.49	-15	减少 0.55 个百分点
轨道交通及专用汽车零部件	108,570,282.17	58,752,947.19	45.88	28.03	24.52	增加 1.52 个百分点
汽车燃气系统及关键零部件	147,112,380.51	112,053,476.93	23.83	35.65	32.45	增加 1.84 个百分点

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从行业环境来看, 汽车技术服务方面, 2021 年, 汽车传统检测认证业务增速放缓, 但随着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排放标准等政策的实施为细分检测领域带来市场新机遇, 同时随着汽车行业数字化、智能化发展, 造车新势力的进入, 也为汽车检测认证业务带来新的业务增量点。**装备制造方面,** 1) **专用车业务:** 受国家机动车污染物排放标准第五阶段向第六阶段升级、重卡上户政策收紧等不利因素影响, 2021 年我国商用车产销量同比分别下滑 10.7 pct 和 6.6 pct, 各型货车产销量均出现不同程度的减量, 其中重型货车减量最大; 2) **燃气系统业务:** 天然气汽车行业, 受车用液化天然气价格大涨和柴油车污染物排放标准国六升级需求透支较大影响, 2021 年天然气重卡销量大幅下降。燃料电池行业, 氢燃料电池技术实现重大突破, 氢燃料电池汽车进入大规模商业示范阶段, 氢能示范城市群已开始以燃料电池商用车为主体的多元场景商业化示范; 3) **轨道交通业务:** 城市轨道交通建设速度加快, 根据中国城市轨道交通协会数据统计, 我国城轨交通累计运营线路长度由 2016 年的 4152.8 公里增至 2021 年的 9192.6 公里, 年均复合增长率 17.2%, 多个城市为补齐交通设施短板, 地铁、高铁需求量逐年攀升, 高功率密度、智能化、高可靠性、轻量化、模块化、节能环保等成为行业未来重要发展方向。

2021 年, 公司聚焦汽车技术服务、装备制造主线, 发展质量稳步提升。

汽车技术服务方面, 围绕“安全、绿色、体验”三大技术主线, 公司持续开展电动化、智能化、网联化、数字化等重点技术领域研究, 稳步提升技术服务能力。公司检测事业部强化区域中心协同, 客户结构不断优化; 同时, 中汽院汽车检测 (重庆) 试验道产能逐步释放、“大吨小标”专项治理、非道路移动机械第四阶段排放标准等政策的实施带动关联检测业务增长。公司工程中心持续升级技术咨询业务, 完成 4 项针对汽车驾乘性能开发的创新解决方案并投入市场应用。同时, 积极创新合作模式, 与整车厂建立联合研究中心, 充分发挥行业平台作用。公司新能源中心新增发布 5 项新能源汽车领域“领跑者”标准并完成 31 个车型测评, 开发的氢能与燃料电池数据监控平台获重庆、成都等多地政府筹建授权和认可应用, 成功拓展了研发类和测评类客户群。公司智能中心深耕政府、企业, 强化政

府黏性，快速占领市场，牵头制定的汽车 L3 级“交通拥堵领航系统”、“场景数据点云标注”等 11 项团体标准正式发布。公司数据中心的数据+、咨询+数据类业务持续落地，依托新能源汽车安全预警平台实现业务拓展，完成新能源汽车年检技术体系开发，在重庆组织开展新能源汽车运行安检技术体系示范应用。同时，做实汽车召回服务，获国家市场监督管理总局批准建设国家市场监管技术创新中心开展新能源汽车数字监管技术应用。凯瑞装备持续拓展“汽车+N”领域，逐步优化客户结构，实现了头部工程机械客户的首次开拓，抗风险能力进一步增强。德新机器人完成工业互联网平台基础模块的研发和应用，进一步提升公司机器人及智能装备非标准检测业务能力及一站式服务和定制化非标准测试服务能力。

装备制造方面，**专用车业务环卫产品**突破广东市场，成功开发超轻量化工程车产品并制定相关轻量化标准，但受国家机动车排放标准升级、重卡上户政策收紧、重大项目建设放缓等不利因素影响，专用车销售业务同比下滑，客户账期延长，回款难度增加。**燃气系统业务**完成了氢气循环泵及压力调节器关键技术的研发及应用，自主研制的“氢减压器”、“氢循环泵”及其测试试验台成功打破国外技术垄断。**轨道交通业务**继续保持单轨市场优势，并实现轨道业务重点客户突破，在地铁产品市场实现小批量供货。

图10：“领跑者”最新进展——《电动汽车充电设备能效指标及试验规范》团体标准起草工作启动会成功召开



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

图11：氢燃料电池汽车监控平台



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

2021 年，公司按照“横向拓宽、纵向延伸”战略转型发展思路，优化推进全国战略布局。重庆本部氢能国检中心建设有序推进，启动汽车零部件与材料能力建设项目，跟随新四化趋势打造高精尖、全面的材料、零部件、系统的集成技术服务平台，启动汽车电子通信与软件整车 OTA（Over the Air）暗室建设项目，打造集汽车无线通信系统标准法规研究、性能测试验证、技术研发、装备工具开发于一体的综合性实验室；华东地区苏州基地项目初步完成立项；华南地区筹划中的深圳基地项目与当地政府初步确定合作意向，绑定属地资源；华北地区北京技术公司重点打造了车辆 OTA 系统安全检测装备和汽车数据跨境传输检测工具核心产品，并联合工业和信息化部电子工业标准化研究院获批数据安全联合实验室。

公司发布“安全、绿色、体验”技术体系 2.0 版，进一步整合行业优质资源，提升公司基础研究和前沿技术领域研究水平。2021 年，公司成功获批国家重点研发课题 6 项，高质量完成燃料电池汽车供氢系统关键零部件开发；获得省部级及行业级科研奖励 18 项，在数字、装备领域新增获批 2 个省部级平台，4 个子公司获批“专精特新小巨人企业”称号。全年获得专利授权 149 项、发表核心期刊论文 16 篇，推动加入 IEEE 国际标准组织等 8 个标委会，累计立项标准 87 项，发布企业标准 41 项。

图12：中国汽研与工信部电子标准院战略合作签约



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

图13：凯瑞动力入选工信部第二批建议支持国家级“专精特新”“小巨人”企业名单

建议支持的国家级专精特新“小巨人”企业公示名单
(第二批第一年)

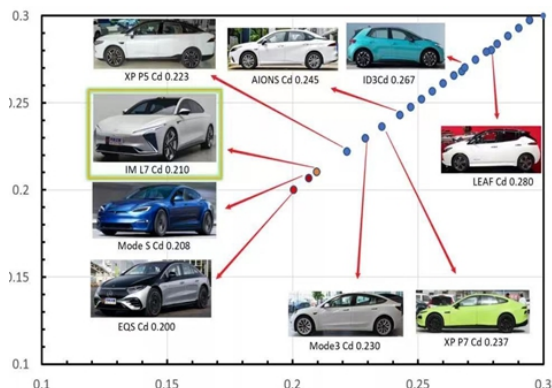
序号	省(区、市、计划单列市及新疆生产建设兵团)	企业名称
521	海南省	海南金城医学检验中心有限公司
522	重庆市	重庆华数机器人有限公司
523	重庆市	重庆金山科技(集团)有限公司
524	重庆市	重庆宗申通用动力机械有限公司
525	重庆市	重庆耐德能源装备集成有限公司
526	重庆市	重庆红江机械有限责任公司
527	重庆市	重庆巨源不锈钢制品有限公司
528	重庆市	泰江齿轮传动有限公司
529	重庆市	重庆江增船舶重工有限公司
530	重庆市	广州双桥(重庆)有限公司
531	重庆市	重庆凯瑞动力科技有限公司
532	四川省	森泰英格(成都)数控刀具股份有限公司

资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

坚持创新驱动发展，不断增强核心技术研发能力，加快公司技术服务业务转型升级。2021年8月16日，上汽集团&中国汽研联合研发中心（以下简称“联合研发中心”）开发的“智己L7实车风阻研发”项目，在联合研发中心完成实车验证测试，并以Cd=0.210的超低风阻系数结果完成了低风阻认证，跻身量产车全球前三，国内第一的顶尖水准。自2021年4月，联合研发中心成立以来，双方通过在整车风阻、风噪性能技术领域合作，形成了优势互补。

中国汽研参与组建的国家重点实验室亮相并展示成果。2021年10月19日，2021中国汽车工程学会年会暨展览会在上海汽车会展中心开幕，汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室亮相并综合展示了实验室自主研发、具有代表性的系列成果，包括16项产品、8项技术，涉及i-VISTA自动驾驶仿真测试工具链、底盘异响专家识别系统、屏蔽效能测试系统、底盘调校车等。该实验室于2010年经科技部批准依托中国汽车工程研究院股份有限公司和重庆长安汽车股份有限公司组建，是科技部批准建立的第二批企业国家重点实验室之一，也是长江经济带唯一的汽车领域企业国家重点实验室，围绕汽车噪声振动和安全技术领域，着重在NVH技术、主被动安全技术、智能安全技术三个研究方向开展工作，在相关技术领域的应用基础研究和工程应用研究方面取得了重要进展，对提升汽车自主品牌性能开发能力和产品性能优势发挥了支撑作用。

图14：智己L7低风阻技术业内领先



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

图15：中国汽研参与组建的国家重点实验室亮相展会



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

2022 年 3 月，中国汽研总经理万鑫铭和中国电动汽车百人会秘书长张永伟共同宣布“新能源与智能汽车后市场联合创新平台”成立。“后市场创新平台”定位于为解决新能源与智能汽车后市场与后服务重大问题而成立的公益性行业平台。围绕新能源与智能汽车后市场与后服务各环节，平台在发布后，将陆续成立包括后市场与后服务政策研究、标准法规、数据算法、检测认证、金融保险在内的多个工作组，多个工作组形成联动效应，进而解决后市场与后服务领域若干重大问题。

图 16：“新能源与智能汽车后市场联合创新平台”正式成立



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

2022 年，公司将抢抓行业变革机遇，以“拓展赛道、创新思路、聚焦发展”为指导思想，继续坚持“转型、聚焦、外延”的发展方式，继续坚持“围绕价值定位、凝练技术方向、聚焦标准规范、推进数字转型、升级装备产业”的工作主线，重点打造资本力、产品力、影响力“三个力量”，扎实开展夯实空间布局、纵向延伸赛道、横向拓展赛道“三个专项”，做好一个熵减，打造企业活力之源，全面提升公司可持续发展竞争力。2022 年公司经营目标为：营业收入 43.00 亿元，利润总额 8.10 亿元。

1) 技术服务方面，公司检测事业部将以客户价值创造为核心，夯实基本盘，全力推动创新业务转化，打造增长点，突破增量盘，依据市场新业态持续构建“新监管”能力。公司工程中心将以“体验”为核心，“产品化”为转型方向，坚定不移推动转型升级。公司新能源中心将以标准建设为核心，能力建设为主线，抢占新能源法规业务市场，挖掘新能源在用车市场新业态和新模式。智能中心将紧抓汽车行业智能化转型机会，强化政府支持服务，打造以标准为核心驱动的测评服务和产品核心竞争力。公司数据中心将以新能源安全预警平台为重点突破口，发挥指数影响力优势，持续推动和深化公司数字化转型工作。凯瑞装备将以“聚焦技术、深耕市场、提升效率、强拓外延”为指导思想，坚持以“项目最终验收”为关键，强化精益管理，实现跨越式发展。德新机器人将聚焦和深耕工业、教育两大主线行业，重点推动检测认证、系统集成和装备产品业务体系的建立。

2) 智能装备方面，专用车业务将按事业部制推动工程委改、环卫、平台化等业务，整合销售前端客户服务职能，着力提升经营质量和盈利能力，加速转型升级，实现高质量发展。燃气系统业务将坚持“稳气增氢”战略导向，强化精益管理提升效益，在氢能业务领域取得实质性突破，形成行业影响力。轨道交通业务将稳定巩固单轨基本盘，持续推进地铁和工业齿轮箱产品市场开拓，实现可持续发展。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。短期来看，公司基本面与汽车增量市场关联性较弱，防御性强，同时业绩受益排放升级以及新业务产能释放。长

期看，公司属于掌握核心技术的汽车领域检测龙头，中短期公司技术服务方面持续开拓区域市场和客户，装备制造业务受益于新基建实现订单突破，远期在汽车行业电动化、智能化背景下，公司技术服务业务围绕能网联服务检测和认证+工序装备供应+大数据平台搭建闭环发展，有望打开新的增量空间。考虑专用车市场进入周期性下行，疫情或影响车型上市节奏，下调盈利预测，预计 22-24 年净利润分别为 7.7/8.6/9.9 亿元（前次 22/23 年净利润预测为 8.3/10.5 亿），对应 PE 分别为 16/14/13x，低估值智能检测服务商，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2020A	2021A/E	2022E	2023E	2020A	2021A/E	2022E	2023E
300572. SZ	安车检测	增持	13.71	31.39	0.98	0.05	0.70	0.92	14	274	20	15
603197. SH	保隆科技	增持	33.90	70.45	1.11	1.71	2.29	2.78	31	20	15	12
601689. SH	拓普集团	增持	51.45	567.00	0.60	0.92	1.50	1.82	86	56	34	28
平均									43	117	23	18
601965. SH	中国汽研	买入	12.52	123.82	0.56	0.70	0.78	0.87	22	18	16	14

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：安车检测取 Wind 一致预期）

风险提示：汽车行业景气度不及预期；公司新业务布局不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1321	1420	1300	1545	2179	营业收入	3418	3835	4350	4820	5544
应收款项	743	1076	1430	1585	1823	营业成本	2368	2553	2793	3085	3540
存货净额	253	231	348	386	447	营业税金及附加	36	41	41	45	52
其他流动资产	227	170	870	964	1109	销售费用	82	104	109	121	139
流动资产合计	2543	2903	3955	4486	5564	管理费用	225	279	298	328	374
固定资产	2899	2954	2912	2843	2759	研发费用	165	186	211	234	269
无形资产及其他	390	379	365	350	336	财务费用	(32)	(17)	(13)	(14)	(28)
投资性房地产	715	854	854	854	854	投资收益	(1)	(3)	17	17	0
长期股权投资	97	95	95	95	95	资产减值及公允价值变动	(2)	10	4	4	4
资产总计	6645	7184	8179	8628	9608	其他收入	(63)	(43)	(211)	(234)	(269)
短期借款及交易性金融负债	13	9	354	0	0	营业利润	673	840	932	1042	1202
应付款项	526	539	487	540	626	营业外净收支	(2)	3	10	10	10
其他流动负债	603	636	733	813	940	利润总额	671	843	942	1052	1212
流动负债合计	1142	1183	1575	1353	1566	所得税费用	87	114	127	142	164
长期借款及应付债券	3	0	0	0	0	少数股东损益	26	38	42	47	54
其他长期负债	270	277	307	337	367	归属于母公司净利润	558	692	773	863	994
长期负债合计	273	277	307	337	367	现金流量表（百万元）					
负债合计	1415	1461	1882	1691	1934	净利润	558	692	773	863	994
少数股东权益	186	245	278	314	355	资产减值准备	(2)	7	(7)	(0)	(0)
股东权益	5044	5478	6019	6623	7319	折旧摊销	248	276	308	328	343
负债和股东权益总计	6645	7184	8179	8628	9608	公允价值变动损失	2	(10)	(4)	(4)	(4)
关键财务与估值指标						财务费用	(32)	(17)	(13)	(14)	(28)
每股收益	0.56	0.70	0.78	0.87	1.00	营运资本变动	(683)	(333)	(1102)	(124)	(201)
每股红利	0.25	0.30	0.23	0.26	0.30	其它	17	15	40	36	41
每股净资产	5.10	5.54	6.08	6.70	7.40	经营活动现金流	140	646	7	1099	1174
ROIC	11.18%	11.35%	13%	14%	16%	资本开支	0	(330)	(241)	(241)	(241)
ROE	11.07%	12.63%	13%	13%	14%	其它投资现金流	423	(6)	0	0	0
毛利率	31%	33%	36%	36%	36%	投资活动现金流	572	(334)	(241)	(241)	(241)
EBIT Margin	16%	18%	21%	21%	21%	权益性融资	0	37	0	0	0
EBITDA Margin	23%	25%	28%	28%	27%	负债净变化	0	(3)	0	0	0
收入增长	24%	12%	13%	11%	15%	支付股利、利息	(247)	(300)	(232)	(259)	(298)
净利润增长率	20%	24%	12%	12%	15%	其它融资现金流	(43)	356	346	(354)	0
资产负债率	24%	24%	26%	23%	24%	融资活动现金流	(537)	(212)	114	(613)	(298)
股息率	2.0%	2.4%	1.9%	2.1%	2.4%	现金净变动	174	100	(120)	245	634
P/E	22.2	17.9	16.0	14.4	12.5	货币资金的期初余额	1146	1321	1420	1300	1545
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7	货币资金的期末余额	1321	1420	1300	1545	2179
EV/EBITDA	17.4	14.6	11.8	10.5	9.5	企业自由现金流	0	195	(258)	834	913
						权益自由现金流	0	547	98	492	937

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032