

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	18.88
总股本/流通股本(亿股)	10.04 / 9.82
总市值/流通市值(亿元)	190 / 185
52 周内最高/最低价	25.89 / 17.74
资产负债率(%)	22.9%
市盈率	26.59
第一大股东	中国检验认证(集团)有限公司

研究所

分析师: 白宇
SAC 登记编号: S1340523040001
Email: baiyu@cnpsec.com

中国汽研(601965)

汽车技术服务再显韧性，国际化业务崭露头角

● 投资要点

事件：公司发布 2023 年第三季度报告。23 年前三季度实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别为 25.21/5.56/5.33 亿元，同比+17.02%/+13.74%/+15.27%。其中，Q3 单季度实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润分别为 8.70/2.13/2.04 亿元，同比+6.88%/+12.07%/+16.57%，环比-7.84%/+6.50%/+4.08%。继 23Q2 后，23Q3 再次录得单季度历史最好业绩。

一、前三季度汽车技术服务及装备制造板块营收同比稳健增长。

(1) 23 前三季度，汽车技术服务业务实现营收 21.24 亿元，同比+16.83%，其中 Q3 实现营收 7.50 亿元，同比+10.46%，主要系公司围绕战略布局，不断优化产品和业务结构，深入挖掘客户需求，持续拓展业务市场；(2) 装备制造业务前三季度实现营收 3.97 亿元，同比+18.07%，其中 Q3 实现营收 1.20 亿元，同比-11.11%，主要系公司燃气系统业务量实现增长，轨道业务新产品实现突破，专用车业务重点客户订单不断增加。

二、毛利率表现优异，期间费用率同比基本持平。23Q3 单季度毛利率 47.92%，同比+3.93pct，为近年来最高，我们判断主要是装备制造业务占比降低，其毛利率水平低于汽车技术服务，导致营业成本增幅低于收入增速。Q3 季度期间费用率 11.81%，同比微增 0.20pct，环比+1.36pct；研发费用率 6.44%，同比+0.52pct，环比+1.48pct。

三、汽车出口持续向好，公司海外认证服务布局亮点频现。据中汽协，23 年 1 至 9 月，汽车出口 338.8 万辆，同比大增 60%。中国车企耕耘海外市场要满足不同目的地市场的技术准入要求，因此汽车产品出口咨询服务的需求日益旺盛。报告期内，公司努力拓展海外新业务边界并取得进展：

1) 9 月 18 日，公司联合控股股东中国中检旗下欧洲公司在西班牙巴塞罗那成立“中国汽车欧洲中心”；

2) 9 月 22 日，公司与欧洲具有完备汽车准入认证资质的 UTAC 集团签署战略合作协议，未来将为中国汽车出海提供全面解决方案；

3) 公司下属汽车安全技术中心联合西班牙 IDIADA、意大利 CSI 实验室完成两款自主品牌车型完成 Euro NCAP 2023 版新规官方测试，并获得五星安全标准评级；

4) 10月9日, 公司旗下中汽院智能网联(湖南)公司顺利举行**泰国海外路试项目**启动仪式, 标志着公司在东南亚地区初步建成了汽车出海路试交钥匙服务能力。

我们认为, 海外汽车合规、认证是汽车出口的伴生业务, 随着中国汽车产品出口目的地国家和产品品类增多, 相关技术服务业务规模将保持快速增长。公司控股股东中检集团的海外网点布局非常完善, 客户资源经营多年, 在与中检加强业务协同的背景下, 公司有望加快海外业务的多样化升级, 进而推动公司业绩增厚。

● 投资策略:

预计公司 23/24/25 年实现营收 41.95/48.38/56.43 亿元, 归母净利润 8.69/10.82/12.68 亿元, EPS 为 0.86/1.08/1.26 元/股, 当前股价对应 PE 为 22/18/15 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示:

检测认证资质准入放宽, 行业竞争加剧; 新车型数量增量不及预期; 智能化检测需求不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3291	4195	4838	5643
增长率(%)	-14.20	27.47	15.35	16.62
EBITDA(百万元)	1126.35	1315.86	1593.58	1817.18
归属母公司净利润(百万元)	689.14	868.63	1081.74	1268.13
增长率(%)	-0.36	26.04	24.53	17.23
EPS(元/股)	0.69	0.86	1.08	1.26
市盈率(P/E)	27.51	21.83	17.53	14.95
市净率(P/B)	3.19	2.91	2.50	2.14
EV/EBITDA	15.73	12.62	10.04	7.92

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	3291	4195	4838	5643	营业收入	-14.2%	27.5%	15.3%	16.6%
营业成本	1841	2396	2693	3118	营业利润	-1.4%	27.1%	23.7%	17.6%
税金及附加	42	55	62	73	归属于母公司净利润	-0.4%	26.0%	24.5%	17.2%
销售费用	106	142	160	189	获利能力				
管理费用	307	409	462	545	毛利率	44.1%	42.9%	44.3%	44.7%
研发费用	216	291	327	386	净利率	20.9%	20.7%	22.4%	22.5%
财务费用	-18	-6	-9	-9	ROE	11.6%	13.3%	14.3%	14.3%
资产减值损失	-9	0	0	0	ROIC	11.6%	12.6%	13.8%	13.7%
营业利润	828	1052	1302	1531	偿债能力				
营业外收入	3	2	2	2	资产负债率	22.9%	20.9%	23.4%	20.0%
营业外支出	7	4	3	3	流动比率	2.39	2.76	2.73	3.43
利润总额	824	1051	1301	1529	营运能力				
所得税	95	134	158	190	应收账款周转率	4.42	5.68	4.97	5.30
净利润	728	917	1143	1339	存货周转率	13.96	15.72	15.01	15.66
归母净利润	689	869	1082	1268	总资产周转率	0.43	0.50	0.51	0.51
每股收益(元)	0.69	0.86	1.08	1.26	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.69	0.86	1.08	1.26
货币资金	1799	2396	3020	4627	每股净资产	5.92	6.48	7.56	8.82
交易性金融资产	4	4	4	4	估值比率				
应收票据及应收账款	1317	1145	2013	1485	PE	27.51	21.83	17.53	14.95
预付款项	38	31	45	46	PB	3.19	2.91	2.50	2.14
存货	241	293	352	369	现金流量表				
流动资产合计	3684	4161	5796	6941	净利润	728	917	1143	1339
固定资产	2812	2764	2713	2642	折旧和摊销	308	322	332	349
在建工程	329	451	599	735	营运资本变动	-312	78	-398	353
无形资产	425	443	475	500	其他	75	-50	-30	-52
非流动资产合计	4356	4454	4584	4675	经营活动现金流净额	800	1267	1047	1989
资产总计	8041	8616	10379	11616	资本开支	-488	-366	-438	-391
短期借款	11	16	24	30	其他	161	-3	7	2
应付票据及应付账款	663	619	981	779	投资活动现金流净额	-326	-369	-431	-388
其他流动负债	868	871	1121	1214	股权融资	187	-4	0	0
流动负债合计	1542	1505	2127	2024	债务融资	11	5	8	7
其他	297	297	297	297	其他	-315	-301	0	0
非流动负债合计	297	297	297	297	筹资活动现金流净额	-117	-300	8	7
负债合计	1839	1803	2424	2321	现金及现金等价物净增加额	356	598	623	1607
股本	1005	1004	1004	1004					
资本公积金	1783	1780	1780	1780					
未分配利润	2987	3424	4343	5421					
少数股东权益	256	304	365	436					
其他	171	301	463	653					
所有者权益合计	6201	6813	7956	9295					
负债和所有者权益总计	8041	8616	10379	11616					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048