

# 汽车试验场领军企业，智能网联试验场 打开业绩第二增长极

中汽股份(301215.SZ)

推荐

首次评级

## 核心观点:

- 汽车试验场领军企业，拥抱汽车产业智能化、网联化浪潮。**公司于2011年成立，2015年正式投产盐城汽车试验场，2022年于创业板挂牌上市，成为A股市场第一支上市的汽车试验场公司，并利用募集资金投建长三角（盐城）智能网联汽车试验场项目，顺应汽车产业智能化、网联化趋势，为客户提供智能化、网联化相关功能试验的专属道路场地，该场地预计2024年6月底投入运营，稳态收入贡献可达4.5亿元。财务指标方面，2023年前三季度公司实现营收2.62亿元，同比+11.04%，实现归母净利润1.23亿元，同比+18.12%，主要受益于自主品牌市场份额提升带来的业务需求量增长。智能网联汽车试验场项目投入运营后，公司业绩增长潜力将进一步激发。
- 场地规模优势明显，完备试验道路配置满足多样化测试业务需求。**公司是市场中的头部第三方试验场企业，场地规模位居行业第一梯队，具备场地规模大、道路种类齐全、配套服务设施完备等优势，可以满足客户的多样化测试需求，为客户提供一站式服务。公司控股母公司中汽中心是全国仅有的6家全资质汽车检测机构之一，作为全球九大NCAP成员之一，检测能力位居行业龙头，并引领了我国智能网联汽车检测的标准体系发展。中汽中心多年来稳居公司第二大客户，为公司贡献稳定的营业收入，是公司可持续发展的基石。
- 新能源发展提速带动智能网联汽车走向标准化发展，带来业绩增长新空间。**新能源车产业发展进入加速阶段，2023年新发布车型、渗透率均创历史新高，车型迭代加速带来更多汽车测试业务需求，叠加自主品牌市场份额不断增长，公司客户基础不断扩张。智驾方面，伴随以特斯拉、小鹏、华为为代表的企业不断积累高阶智驾技术成果，智驾技术路线向“BEV+Transformer”+激光雷达+多传感器+高算力芯片的方向收敛，技术路线收敛利于智能网联汽车的标准化体系建立，带动智能网联汽车检测市场进入高速发展期。
- 投资建议：**预计公司2023-2025年营业收入分别为3.89亿元、5.36亿元、7.70亿元，同比分别为+19.86%、+37.83%、+43.61%，归母净利润分别为1.70亿元、2.38亿元、3.82亿元，对应EPS分别为0.13元、0.18元、0.29元。综合考虑绝对估值与相对估值法，给予公司目标价区间7.98-8.64元，对应市值区间105.50-114.22亿元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 主要财务指标预测（数据截止3.25）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	324.72	389.22	536.46	770.39
收入增长率(%)	9.04	19.86	37.83	43.61
归母净利润(百万元)	142.26	169.67	237.76	381.79
利润增速(%)	37.90	19.27	40.13	60.58
摊薄EPS(元)	0.11	0.13	0.18	0.29
PE	48.82	41.31	29.83	18.51

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

- 风险提示：**智能网联汽车标准推出不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；智能网联汽车渗透率增长不及预期的风险。

## 分析师

石金漫

☎: 010-80927689

✉: shijinman\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030002

## 研究助理

秦智坤

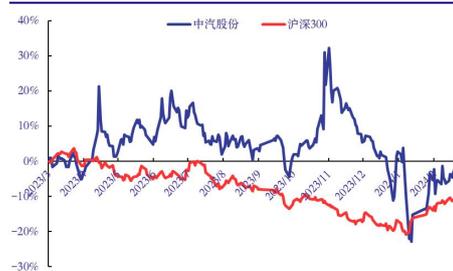
✉: qinzhikun\_yj@chinastock.com.cn

## 市场数据

2024-03-25

股票代码	301215.SZ
A股收盘价(元)	5.37
上证指数	3,026.31
总股本(万股)	132,240
实际流通A股(万股)	76,740
流通A股市值(亿元)	41.21

## 相对沪深300表现图



资料来源：同花顺 iFind，中国银河证券研究院

## 目 录

一、汽车试验场领军企业，拥抱汽车产业智能化、网联化浪潮.....	3
（一）国资委旗下优质汽车试验场公司，开创汽车试验场领域上市先例.....	3
（二）公司场地道路设施齐全，业绩实现稳健增长.....	5
（三）IPO 募投建设智能网联试验场，拥抱智能化机遇.....	10
二、场地规模优势明显，完备试验道路配置满足多样化测试业务需求.....	10
（一）场地规模位居行业第一梯队，试验道路种类丰富.....	10
（二）完备的试验道路可满足多项强制性检测与研发试验业务需要.....	13
（三）母公司中汽中心是国内领先的汽车检测机构，为公司贡献稳定营收.....	14
三、新能源发展提速带动智能网联汽车走向标准化发展，带来业绩增长新空间.....	17
（一）新能源浪潮带动新车型发布加速，自主品牌市占率提升带动公司客户及业务规模扩张.....	17
（二）智能驾驶技术收敛带动行业走向标准化发展，智能网联汽车标准完善为检测行业打开市场空间.....	18
四、投资建议及估值.....	20
五、风险提示.....	22
附录：公司财务预测表.....	25

## 一、汽车试验场领军企业，拥抱汽车产业智能化、网联化浪潮

### （一）国资委旗下优质汽车试验场公司，开创汽车试验场领域上市先例

**A股汽车试验场领域第一股，国内稀缺的汽车检测标的。**公司主营业务为通过构建汽车场地试验环境和试验场景，为汽车整车生产企业、汽车检测机构、汽车底盘部件系统企业以及轮胎企业等客户提供场地试验技术服务。2011年，中汽中心、成大实业、大丰港集团签署合资经营合同，共同出资设立“中汽中心盐城汽车试验场有限公司”，并开始建立“盐城汽车试验场项目”，是公司在汽车试验场领域的正式起步；2015年盐城汽车试验场建成并正式投产运营；2022年公司正式于创业板挂牌上市，成为A股市场第一支上市的汽车试验场领域公司，并利用募集资金开展长三角（盐城）智能网联汽车试验场建设工作。

图 1：公司于 2022 年在创业板上市，是国内稀缺的汽车检测标的



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

**公司控股股东为中汽中心，实际控制人为国务院国资委。**公司主要股东包括中汽中心、江苏悦达、大丰港集团等，前五大股东均有国资或地方政府背景。其中，公司控股股东为中汽中心，截止 2023 年 9 月 30 日，中汽中心持有公司 41.97% 的股权，悦达集团、大丰港集团分别持有公司 29.25% 和 3.78% 的股权，国务院国资委通过 100% 控股中汽中心成为公司的实际控制人。公司拥有 1 家全资子公司中汽研酒店，为公司的试验场主营业务提供配套的住宿餐饮服务。

图 2：国资委是公司的实际控制人



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**公司管理层业内经验丰富，多元化专业背景为公司发展保驾护航。**公司董事长张嘉禾具有金属材料及热处理专业和工商管理复合背景，长期在公司控股股东中汽中心内部担任要职，专业敏感度高，管理经验丰富。管理团队横跨工程、经济学、法学、会计及管理等领域，并在中汽中心以及汽车行业其他公司担任过关键职位，具备丰富的战略规划和领导经验。管理层团队的多元化背景和广泛经验为公司的技术创新、业务拓展以及在激烈市场竞争中的持续成长提供了坚实的基础。

**表 1：公司核心管理人员从业经验丰富，专业背景多元化**

姓名	职位	年龄	性别	学历	主要工作经历
张嘉禾	董事长	51	男	本科	历任中汽中心上海工作部副主任、业务发展部部长，中机车辆技术服务中心（现更名为“中机车辆技术服务中心有限公司”，下同）一致性监督检查部部长，中汽中心发展运营部副部长、部长，中机车辆技术服务中心主任；2019 年 10 月至今，任中汽中心投资与运营管理部（全面深化改革办公室）总经理（部长）；2022 年 1 月至今任中汽中心总师办公室主任；2020 年 1 月至 2020 年 6 月任中汽有限监事；2020 年 6 月至 2022 年 9 月任中汽股份监事；2022 年 10 月至今任中汽股份董事长。
张乃文	副董事长	54	男	研究生	2007 年 5 月至 2017 年 4 月历任盐城市财政局预算处处长、副调研员、副局长、党委委员；2017 年 4 月至 2020 年 12 月任盐城市国资委党委书记、主任；2020 年 12 月至 2021 年 1 月任盐城市财政局党委书记、局长，任盐城市国资委党委书记、主任；2021 年 1 月至 2021 年 9 月，任盐城市财政局党委书记、局长；2021 年 9 月至今任悦达集团党委书记、董事长；2021 年 10 月至今任中汽股份董事、副董事长。
欧阳涛	董事、总经理	49	男	研究生	1997 年 7 月至 2006 年 3 月任中汽中心汽车技术情报研究所摩托车工业研究室主任；2006 年 3 月至 2010 年 1 月任中汽中心汽车标准化研究所所长助理；2010 年 1 月至 2012 年 3 月任天津市天杭工业贸易公司总经理助理；2012 年 6 月至 2020 年 6 月历任中汽有限副总经理、总经理；2020 年 6 月至今任中汽股份董事、总经理。
刘锋	副总经理	54	男	本科	2002 年 8 月至 2017 年 10 月历任陕西西铜高速公路有限公司路政稽查队长、副站长、铜川收费站站长、综合部主任、副总经理；2017 年 10 月至 2020 年 6 月任中汽有限副总经理；2020 年 6 月至今任中汽股份副总经理。
胡宏俊	副总经理	55	男	本科	1989 年 2 月至 2015 年 3 月历任原大丰市潘河镇政府农村社会养老保险专职干部及民政助理、原大丰市大桥镇政府党政办主任，大丰港经济开发区木材园区办公室主任（盐丰产业园招商局副局长）；2015 年 4 月至 2018 年 5 月历任大丰港集团招商事业部部长兼蓝色旅游中心副总经理、保税物流中心副总经理；2018 年 5 月至 2019 年 12 月任江苏大丰港建设有限责任公司党总支支部书记、副总经理兼大丰港集团招商事业部部长；2019 年 12 月至 2020 年 6 月任中汽有限副总经理；2020 年 6 月至今任中汽股份副总经理。
张子鹏	副总经理	36	男	研究生	2011 年 7 月至 2019 年 2 月历任中汽中心汽车试验研究所职工、党委书记秘书，2019 年 2 月至 2021 年 2 月历任中汽中心检测认证事业部规划发展中心财务部部长、经营发展部部长；2021 年 2 月至 2023 年 7 月任中汽股份总经理助理、综合管理部部长兼董事会办公室主任，2022 年 1 月至 2023 年 7 月任中汽股份证券事务代表，2023 年 7 月至今任中汽股份副总经理。
夏秀国	财务负责人、董事、会秘书	39	男	硕士	2008 年 7 月至 2014 年 4 月任中海工业（江苏）有限公司财务部总账会计；2014 年 5 月至 2016 年 7 月任江苏苏亚金诚会计师事务所（特殊普通合伙）扬州分所审计部高级审计员；2016 年 8 月至 2017 年 5 月任瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）上海分所审计部项目经理；2017 年 6 月至 2020 年 5 月任上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计部高级经理；2020 年 5 月至 2020 年 6 月任中汽有限财务负责人；2020 年 6 月至今任中汽股份财务负责人，2021 年 2 月至今任中汽股份董事会秘书。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**上市后首次发布股权激励计划，绑定核心员工利益。**公司 2023 年对公司内部董事、高级管理人员以及对公司经营业绩和持续发展有直接影响的技术、业务骨干员工共 13 人实施股权激励，授予价格为 3.99 元/股，将核心员工利益与公司进行有效绑定，激发员工积极性，为公司的可持续高速发展打下坚实基础。

**表 2：公司发布上市后首个股权激励计划**

项目	详细内容
授予价格	3.99 元/股
股票数量	计划拟授予的限制性股票数量为 320.25 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 132,240.00 万股的 0.242%。其中，首次授予 256.20 万股，占本次授予权益总额的 80.00%，预留 64.05 万股。
激励对象	不超过 13 人，包括董事、高级管理人员欧阳涛、刘锋、胡宏俊、张子鹏、夏秀国和其他 8 个核心技术、业务骨干人员。
公司层面考核要求	(1) 2024 年总资产报酬率不低于 8.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值； (2) 以 2022 年利润总额为基数，2024 年利润总额复合增长率不低于 10.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值； (3) 2024 年 $\Delta$ EVA（经济增加值改善值）大于零。
	(1) 2025 年总资产报酬率不低于 8.30%，且不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值； (2) 以 2022 年利润总额为基数，2025 年利润总额复合增长率不低于 10.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值； (3) 2025 年 $\Delta$ EVA（经济增加值改善值）大于零。

第三个解除限售期	(1) 2026 年总资产报酬率不低于 8.60%，且不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值；
	(2) 以 2022 年利润总额为基数，2026 年利润总额复合增长率不低于 10.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值；
	(3) 2026 年 $\Delta$ EVA（经济增加值改善值）大于零。

个人层面	考核评价结果(分数)	85 (含) -100	70 (含) -85	70 以下
考核要求	解除限售比例	100%	90%	0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）公司场地道路设施齐全，业绩实现稳健增长

公司综合汽车试验场功能齐全，智能网联汽车试验场基本建成。公司目前的汽车试验场地包括两部分，第一部分是功能完备的综合汽车试验场，拥有 12 条用于汽车试验的专业化道路，涵盖直线、环道、坡道，覆盖干湿道路，能够满足动力性能、NVH、稳定性、舒适性、可靠性、耐久性全方位的汽车性能试验；第二部分是在建的智能网联汽车试验场，相比于现有试验场地增加了智能网联汽车所需的特色性能试验道路，能够满足智能网联汽车 AEB、ACC、LKA、LDW 等智能化功能以及车路协同等网联化功能的实车测验，共包含 7 条专业化道路，目前已基本建成，计划于今年 6 月正式投入使用。

表 3：公司已初步形成 2 大试验场、19 条专业化试验道路的布局

场地道路设施	规模	服务功能
性能路	总长 6.3km，直线段 2.5km，双向四车道宽 13m。中间路段六车道长约 800m，总宽 22.5m，道路横向坡度 0.5%。	主要用于开展动力性（加、减速等）试验、经济性（迎风阻力、滚动阻力、油耗、滑行等）试验、乘用车和商用车的法规认证类试验。
	外部噪声路	最大长度 1.25km，宽 6m，设有 4 个调头环和 3 个法规测试区。法规认证试验道路，主要用于开展车外噪声的法规认证试验。
综合汽车试验场	直线制动路	直线制动路的加速车道总长 920m，稳速段长 230m，测试区长 250m，总宽 93m，含 5 种不同铺装的特征路面。进行汽车制动系统、ABS、TCS 以及轮胎湿抓地性能的开发和评价试验。设施包括模拟雨雾。
	动态广场	加速车道总长 900m 宽 8m，建有 5G 和高精度定位基站，以及夜间照明系统。用于开展车辆极限工况下的测试，如操纵稳定性试验、ESC 电子稳定控制系统试、底盘悬架系统调教试验/鱼钩试验、轮胎性能评价试验、车道保持辅助等。
性能路	舒适性能路	全长 1.2km，测试道长 650m，设有 16 种不同激励的路面类型，包括接缝式铺装、不规则混凝土、多类沥青和搓板路等。用于开展 NVH 类测试，如车内噪声、异响测试、振动频谱采集、舒适性主观评价等。
	干操控路	全长 2.15km，宽 10 米至 16 米，为单向行驶的不同组合形式的赛道。用于开展轮胎性能评价、车辆悬架系统匹配、转向系统匹配等极限工况下的评价测试。
强化耐久路	高速环道	最大周长 7.8km，四车道，支持最高车速 300km/h，最大平衡车速 240km/h。开展车辆的高速可靠性测试、排放耐久测试、综合耐久测试、高速行驶平顺性及舒适性评价、最高车速测试及油耗类测试，辅助驾驶自动巡航测试。
	强化耐久路	为环形的 10 条独立单向车道，配备 60 余种特征路面如比利时路、鹅卵石路等。总长 8.9km，开展汽车可靠性和耐久性试验、车身抗腐蚀试验、结构耐久性试验、动力总成及传动系统开发试验、城市工况模拟试验等。

	其中外围砂石路 2.1km。	
标准坡道	设有 10 种 3%至 40%不同坡度，其中 6 种带低附着路面，适用于乘用车与商用车。	进行发动机、变速箱开发与耐久性试验，离合器性能开发，以及 TCS、ESP 系统验证和爬坡性能测试等。
综合耐久路	总长 9.3km，双幅路面总宽 7m，设有 25 种特殊耐久测试路段如比利时路、小坡道等。	开展乘用车耐久性能研发、验证的相关试验，为测试车辆提供动态（较高车速）的可循环使用的车道。
湿圆环	设有 4 个车道，多种路面摩擦系数。	轮胎湿地性能评价、车辆底盘调校、轮胎横向水漂试验侧向水漂试验、驾驶培训等。
湿操控	设有 15 处弯道曲线，1 条横向水漂车道。	轮胎湿地性能评价、车辆底盘调校、轮胎横向水漂试验侧向水漂试验、驾驶培训等。
多车道性能路		智能网联汽车车道识别、车道变换及自动紧急制动等试验，商用车动力性、经济性等公告测试，操稳性评价试验。智能网联多车道性能路最大试验车速可达 160km/h，可与高速环道组成十车道。
城市街区		智能网联汽车各类场景模拟下的单车智能及车路协同试验等。智能网联城市街区具有城市环境模拟区，特殊场景模拟区，极限环境模拟区（含气象模拟平台）及乡村道路模拟区，城市环境模拟区布署路侧感知设备和边缘计算能力。
多功能智能网联汽车试验场	柔性广场	AEB、ACC、LKA、LDW 等 ADAS 功能验证；柔性场景搭建的复杂场景单车智能测试；高速、大曲率下的单车智能测试等。智能网联汽车复杂柔性搭建场景下的单车智能及车路协同试验，车辆高速操稳试验，ESC 电子稳定等系统标定试验等。
	隧道	总规划征地面积约为 1582 亩，包括测试道路区域和建筑区域。
	高速环道	可用于弱蜂窝信号或无定位信号下的自动驾驶功能验证测试，包括直线与弯道行驶、匝道分流/合流等测试。车辆弱蜂窝信号或无定位信号下的自动驾驶功能验证测试，包括直线与弯道行驶、匝道分流/合流等试验，双向四车道。
	可靠性试验路	商用车最高车速试验、排放耐久性试验、油耗试验、电动汽车续驶里程试验等，智能网联汽车高速场景测试、编队行驶测试等。车辆最高车速试验、动力总成可靠性试验、综合耐久试验、热平衡试验、电动汽车续驶里程试验，智能网联汽车高速公路场景试验及编队行驶试验等。智能网联高速环道设有三车道，最大平衡车速 140km/h，最高车速超过 180km/h。
	越野广场	车辆可靠性试验、强化腐蚀试验、用户误操作试验、山区公里模拟试验、底盘及悬架系统的开发试验等。智能网联可靠性试验路 22 种特征路面，设置有外环测试道路，内环测试道路，山路测试区及弯道测试区。越野车辆机动性、牵引性、通过性、循迹性、涉水性等功能的开发试验等。智能网联越野广场内包含性能试验区 and 可靠性试验路。性能试验区具有垂直障碍、涉水池、炮弹坑、驼峰、山坡等 30 余种测试设施。可靠性试验路限速 60km/h，具有碎石路、坑洼路等设施。

资料来源：公司公告，公司官网，中国银河证券研究院

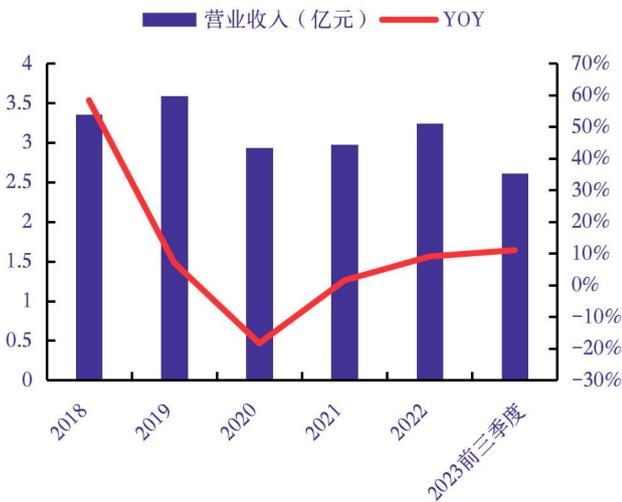
图 3：公司合计拥有 19 条专业化试验道路和 3 条功能性道路，全方位满足汽车试验需求



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

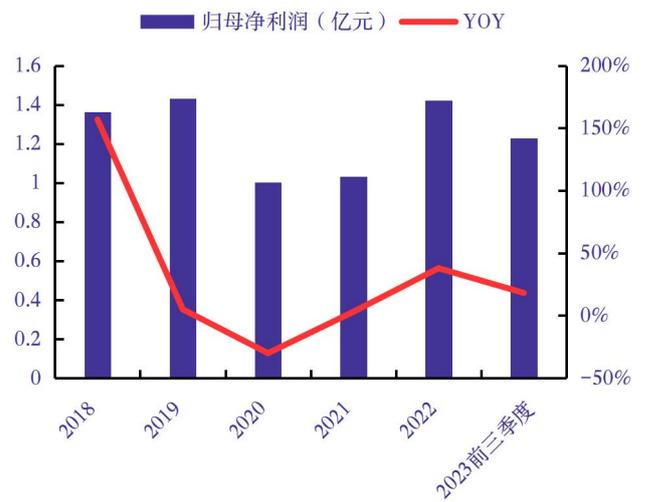
自主品牌崛起助力公司业绩触底回升。2023 年前三季度，公司实现营业收入 2.62 亿元，同比+11.04%，实现归母净利润 1.23 亿元，同比+18.12%，自 2021 年以来，公司营收逐年回升，主要有两方面因素影响，一方面 2020 年汽车行业受疫情影响较大，形成收入低基数；另一方面，整车生产企业对公司收入贡献值稳定在 75% 以上，自 2021 年以来，自主品牌依靠领先的新能源转型驱动新能源汽车渗透率快速提升，带动自主品牌份额提升，尽管公司智能网联汽车试验场尚未建成投产，但公司现有场地仍能满足新能源车的基础性能测试，自主品牌销量增长带动公司试验场测试需求提升，推动公司营收及利润水平逐年改善。

图 4：公司 2023 年前三季度营收同比+11.04%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：公司 2023 前三季度归母净利润同比+18.12%

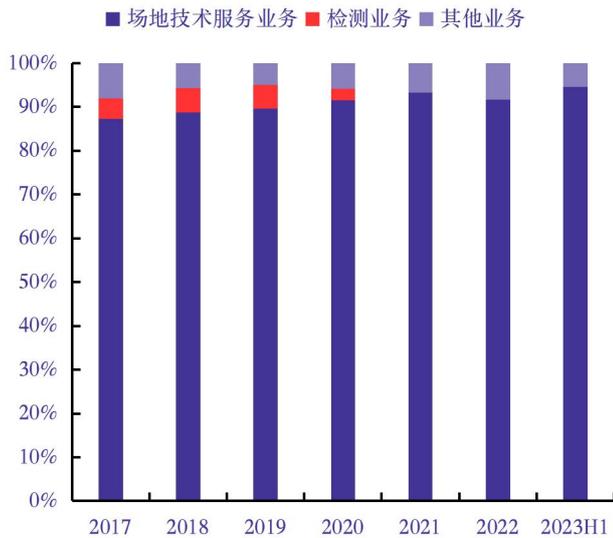


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

专注试验场业务，主业毛利率稳中有升。公司营收的主要来源为基于汽车试验场开展的场地技术服务，公司自 2021 年起剥离检测业务，专注于场地技术服务业务，其他业务主要为公司下属子公司中汽研酒店为客户提供的住宿餐饮等附加服务，以提升客户在汽车试验场所接受的服务质量。公司主营业务场地技术服务毛利率保持稳中有升态势，2023 年 H1 毛利率为 76.17%，同比提升 4.44pct，主要系公司试验场利用率提升。公司主营业务毛利率较高，主要是由于公司业务偏向服务业，试验场折旧年限长，摊销成本低，带来较高的业务毛利率。

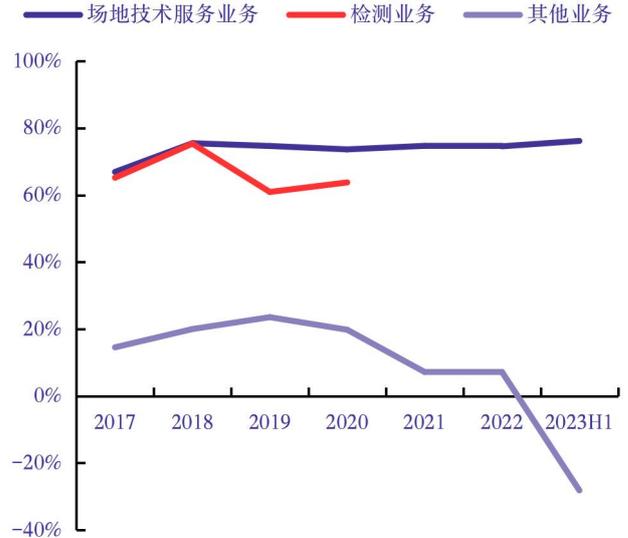
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图 6：场地技术服务是公司主要营收来源



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

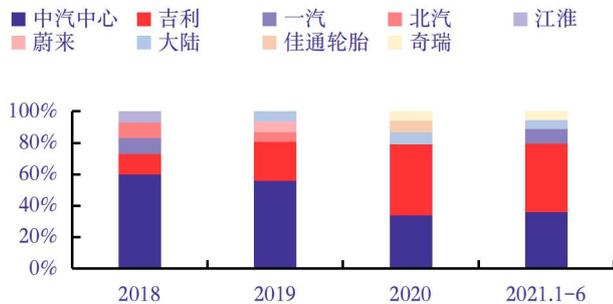
图 7：2023 年 H1 场地技术服务业务毛利率进一步上升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**客户覆盖面广，核心客户贡献稳定营收。**公司汽车试验场地设施完备，能够满足多车种、多路况测试要求，与包括汽车检测机构、自主品牌乘用车主机厂、商用车主机厂、新势力、外资零部件厂商等在内的众多领域头部企业建立了良好的合作关系，目前已为超过 200 家客户提供了法规认证类和自主研发类场地试验技术服务。从客户结构来看，公司前两大客户中汽中心与吉利集团较为稳定，持续为公司贡献超过 40% 的收入，二者比例的波动主要是由于中汽中心下属的天津检验中心在 2018 和 2019 年接受吉利集团委托，为其开展部分研发试验服务，收入在会计处理上归属于中汽中心，剔除该部分影响后二者收入贡献比例变化总体较为稳定。

图 8：公司客户集中在自主品牌客户和第三方检测机构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整

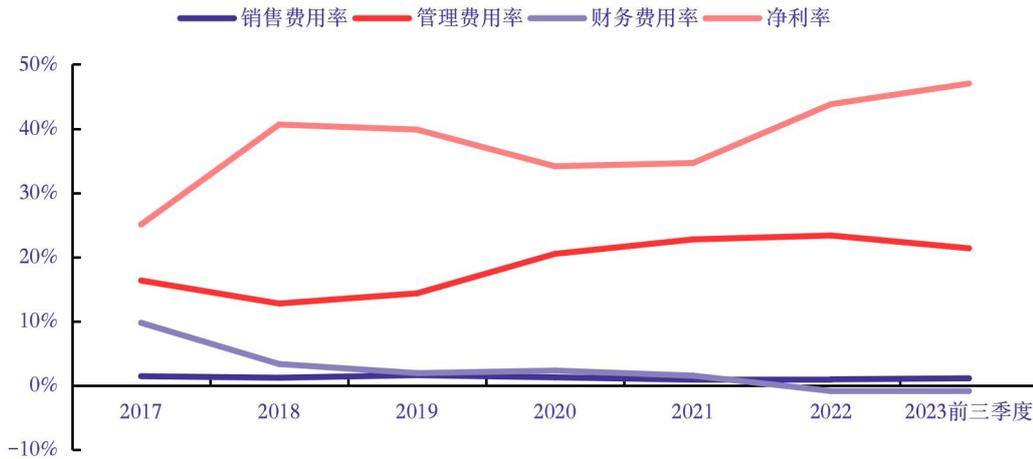
表 4：公司客户覆盖广泛

类别	主要客户
检测机构	中汽中心等
自主品牌乘用车主机厂	吉利、广汽、奇瑞、北汽、比亚迪等
自主品牌商用车主机厂	远程、北汽重卡、中国一汽等
新势力造车企业	蔚来、极氪、理想等
外资零部件企业	大陆、采埃孚、米其林轮胎、佳通轮胎、倍耐力、爱德克斯等

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

**净利率再创新高，管理费用仍有较大的优化空间。**2023 年前三季度，公司销售净利率为 47.02%，上升至历史新高水平，主要得益于场地利用率提升带来的毛利率增长以及管理费用率的降低，前三季度公司管理费用率为 21.36%，同比下滑 1.67pct，主要是广告宣传费的降低，公司在前期投入较大力度的广告宣传以开拓市场。公司管理费用主要由职工薪酬、物业费、修理费、折旧费、劳务及服务、无形资产摊销等组成，当前费用率绝对水平较高，但在场地建设逐渐完备的背景下，管理费用预计不会发生较大变动，未来公司业务扩张带来的规模效应有望带动管理费用率的有效降低。

图 9：2023 年前三季度管理费用率有所优化，净利率进一步上升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

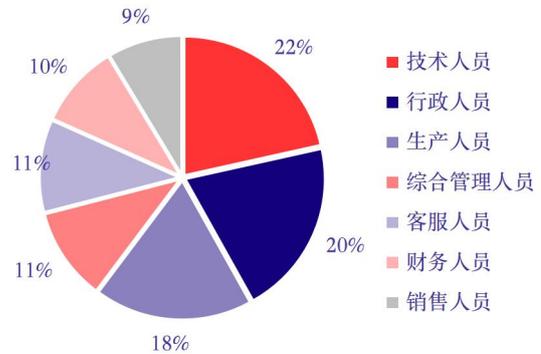
**研发费用率保持高位，技术团队经验丰富。**公司近年来研发重点投向智能网联汽车试验场，2021 年研发费用大增主因智能网联汽车试验场建设前的技术验证，伴随技术验证成功，试验场进入全面开工，2022 年后公司研发费用有所回落，但仍保持较高水平，2023 年前三季度，公司研发费用为 965.43 万元，研发费用率为 3.69%，同比提升 0.23pct。公司具有一支经验丰富且稳定的技术研发团队，截止 2023 年 6 月 30 日，公司技术研发共有人员 22 人，硕士学历 5 人，本科学历 17 人，高级职称 3 人，中级职称 12 人，助理级职称 5 人，20 人在汽车行业内有五年以上技术研发经验。上市以来，公司技术研发团队较为稳定，助力公司持续巩固技术优势。

图 10：2023 年前三季度公司研发费用率有所回升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：公司技术人员占员工总数的 22%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**建立“1+3+N”科研管理保障体系，积极推进智能网联汽车测评体系建设。**公司在智能网联汽车试验场建设中处于国内第一梯队，其理论研究与业务实践能够为智能网联汽车测验体系及标准的完善提供重要的先行经验，公司在智能网联汽车测验方面的研究处于行业前沿，为此公司专门建立了“1+3+N”的科研保障体系，有效支持科技创新工作的健康和可持续运行。截止 2023 年 6 月 30 日，公司有自课题 9 项，课题围绕智能轮胎动力学特性感知与测试、汽车可靠性耐久性测试规范正向开发技术、汽车数字试验场构建及应用技术等开展研究；纵向课题 3 项，课题围绕智能汽车复杂场景数字-物理融合模拟测试技术、智能汽车封闭场地及开放道路组合测试技术、智能网联试验场端-边-云一体化管控技术等开展研究。

图 12：公司建立完备的科研管理保障体系



资料来源：中汽股份公众号，中国银河证券研究院

### （三）IPO 募投建设智能网联试验场，拥抱智能化机遇

顺应汽车智能化、网联化趋势，IPO 募投建设智能汽车网联试验场。2022 年 3 月，公司在创业板成功上市，募集资金计划投入 7.5 个亿用于建设长三角（盐城）智能网联汽车试验场项目，一方面，公司现有场地利用率能够达到较高水平，不考虑早、中、晚的过渡时间，测试道路峰值利用率能够超过 50%，具有较为可观的饱和度，表明公司已积累了一批稳定的核心客户；另一方面，公司所建设的智能网联汽车试验场主要用于对汽车智能化、网联化功能进行测试，顺应当前智能网联汽车渗透率不断提升的行业发展趋势，从而与现有场地形成互补优势，为客户提供更为全面的测试服务内容，达到增强客户粘性、提升业绩增长潜力的作用。据公司保守测算，该项目达产稳定运行后年收入约为 4.5 亿元，内部收益率为 11.15%。

表 5：公司募投项目稳态收入贡献可达 4.5 亿元

序号	道路名称	开放天数 (天)	开放时长 (小时/天)	理论容量	限制时长 (小时)	理论最大 可用时长 (小时)	全年估计 测试用时 (小时)	单价 (元/小时)	估计产值 (万元)
1	智能网联多功能柔性测试广场	304	10	4	450	10,360	6,900	6,000	4,140
2	智能网联高速环道	304	12	30	450	95,940	53,000	3,000	15,900
3	智能网联高架路立交桥	304	5	4	100	5,680	4,000	3,500	1,400
4	智能网联多车道性能路	304	10	6	450	15,540	8,000	3,000	2,400
5	智能网联街区模拟道路	304	10	4	100	11,760	6,500	2,000	1,300
6	智能网联可靠性耐久性试验路	304	12	30	450	95,940	61,500	3,000	18,450
7	智能网联汽车测试用隧道箱涵	304	55	4	-	6,080	4,000	3,500	1,400
合计		-	-	-	-	241,300	143,900	-	44,990

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 二、场地规模优势明显，完备试验道路配置满足多样化测试业务需求

### （一）场地规模位居行业第一梯队，试验道路种类丰富

汽车试验场主要分为第三方试验场和主机厂/零部件下属试验场，公司是市场上的头部第三方试验场企业。按照服务的主要客户来区分，汽车试验场可分为第三方试验场和主机厂/零部件下属试验场，其中第三方试验场由专门的公司进行运营管理，服务客户面向整个汽车产业，主机厂/零部件下属试验场请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

场主要用于满足其母公司的汽车测试需求。相比于下属试验场，第三方试验场由于服务客户范围更广，通常在试验场地规模、服务能力、服务全面性等方面具备优势，因而需要更多初始资金投入以建立完整的试验场地，公司是国内头部第三方试验场企业，具备明显的资金进入壁垒。

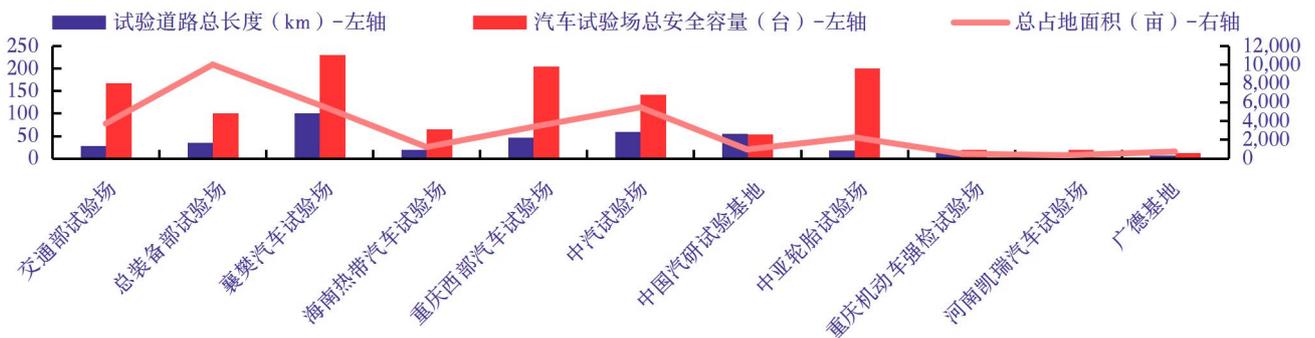
表 6：试验场主要分为第三方试验场和主机厂/零部件下属试验场

所属类别	公司名称/试验场名称	所在地	所属单位/运营主体
第三方试验场	中国人民解放军总装备部汽车试验场	安徽滁州	解放军总装备部
	交通部公路交通试验场	北京通州	交通运输部公路科学研究所
	河南凯瑞汽车试验场	河南焦作	中国汽车工程研究院股份有限公司
	机械工业孝感汽车试验场	湖北孝感	中国航天三江集团
	中国汽研智能网联汽车试验基地（即：重庆大足试验场）	重庆大足	中国汽车工程研究院股份有限公司
	重庆机动车强检试验场	重庆高新区	招商局检测车辆技术研究院有限公司
	国家机动车产品质量监督检验中心（上海）广德基地	安徽宣城	上海检测中心
	安徽合肥江淮新港汽车试验场	安徽合肥	江淮集团
	广德汽车试验场	安徽宣城	上汽通用汽车有限公司、泛亚汽车技术中心有限公司
	广汽本田增城汽车试验场	广东广州	广汽本田汽车有限公司
主机厂下属试验场	深圳比亚迪坪山试验场	广东深圳	比亚迪股份有限公司
	上汽通用五菱整车试验场	广西柳州	上汽通用五菱汽车股份有限公司
	海南热带汽车试验场	海南琼海	一汽集团
	长城汽车股份有限公司河北保定综合试验场	河北保定	长城汽车股份有限公司
	襄樊汽车试验场	湖北襄阳	襄阳达安汽车检测中心有限公司（隶属于东风汽车集团有限公司）
	一汽—大众汽车试验场	吉林长春	一汽集团
	南京高淳福特汽车试验场	江苏南京	福特汽车（中国）有限公司
	常熟丰田汽车试验场	江苏苏州	丰田汽车公司
	现代汽车研发中心（中国）有限公司	山东烟台	现代汽车（中国）投资有限公司
	上海大众安亭试车场	上海嘉定	上汽大众汽车有限公司
零部件厂下属试验场	重庆西部汽车试验场	重庆垫江	重庆长安汽车股份有限公司（投资）重庆西部汽车试验场管理有限公司（运营）
	博世（东海）汽车测试技术中心有限公司	江苏连云港	博世（中国）投资有限公司
	昆山玛吉斯轮胎测试场	江苏苏州	正新橡胶（中国）有限公司
	中亚轮胎试验场	山东烟台	玲珑集团有限公司（投资）山东伊狄达汽车与轮胎试验场有限公司（运营）

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司场地规模位居行业第一梯队，为公司试验道路布局打牢基础。在与国内其他 10 个主要的汽车试验场的对比中，公司试验道路总长度为 60km，位居第二位，襄樊汽车试验场以 100km 排名首位；公司总安全容量为 142 辆车，排名第五位，襄樊汽车试验场以 230 辆排名首位；公司总占地面积为 5437 亩，排名第三，总装备部试验场以约 10000 亩排名第一。总体来看，公司场地规模位居行业第一梯队，充足的场地面积为公司布局功能齐全的道路打下了牢固的基础。

图 13：公司场地规模位居行业第一梯队



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司场地种类较同行更为丰富，综合实力更具优势。从公司拥有的道路与同行的对比来看，公司优势主要体现在两个方面，一是道路种类，公司是 11 家主要汽车试验场中布局道路类型最全面的，能够满足客户多样化的测试需求；二是规模，从不同类型道路的具体规模来看，公司并无明显短板，且在高速环路、标准坡道、强化耐久路、动态广场、综合耐久路的多个指标中位居首位，体现出公司的综合实力。

表 7：公司在场地对比中更具综合实力

道路类型	道路指标	交通部试验场	总装备部试验场	襄樊汽车试验场	海南热带汽车试验场	重庆西部汽车试验场	中国汽研试验基地	中亚轮胎试验场	重庆机动车强检试验场	河南凯瑞汽车试验厂	广德基地	中汽试验场
高速环路	道路长度 (km)	5.5	4	5.2	6.	5.4		5.3				7.8
	车道数量 (条)	4	3	3	3	5	无	4	无	无	无	4
	最高车速 (km/h)	190	120	210	150	200		250				300
标准坡道	坡道种类数量 (种)	8	4	7	5	7	5	9	4	3	3	10
	低附坡道数量 (条)	2	1	无	无	1	无	3	无	无	无	6
强化耐久路	道路长度 (km)	8.3	14	11.6	9	4.3	5.867	1.8				11.0
	特征路面数量 (种)	15	17	42	30	40	31	15	无	无	无	60
舒适性路	测试区长度 (km)	8	2	25		0.4	0.43	17				1.2
	特征路面数量 (种)	1	3	33	无	10	14	17	无	无	无	16
直线制动路	特征路面数量 (种)	1	3	4	1	6	1	8	1	1	1	5
	加速段长度 (km)	0.8	1	1	1	1	1.3	0.8	1.4	1.7	0.8	0.92
直线性能路	直线段长度 (km)	2.3	1.56	1.6	1.7	2	2.7		2	2.37	2	2.5
	掉头出弯安全车速 (km/h)	50	60	74	30	60	40		40	60	50	60
动态广场	广场入口数量 (个)	2	1	2	1	1	1	2	3	1	2	3
	加速段长 (km)	0.8	0.8	1.4	0.8	0.8	1.7	0.8	1.6	0.4	0.38	0.9
	加速段最宽 (m)	10	20	100	300	30	40	350	30	40	300	100
	广场直径 (m)	300	240	300	300	300	300	300	300	300	300	300
综合耐久路	道路长度 (km)	2.6				4.28						9.3
	特征路面种类 (种)	1	无	无	无	10	无	无	无	无	无	25
	最高车速 (km/h)	120				120						120
	干燥控路长度 (km)	2.65		1.7		2		2.9				2.15
	湿操控路长度 (km)	无	无	1.6	无	无	无	2.2	无	无	0.11	无

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**提供高标准配套设施，提升综合服务水平。**除主营的汽车试验业务外，公司通过全资子公司中汽研酒店为到公司场地进行汽车测试的客户提供住宿餐饮服务，相比同行，公司的配套服务更全面，有助于提升公司的综合服务水平，在汽车测试之外让客户感受到更高水平的配套服务体验，从而增强公司品牌形象，提升现有客户黏性并助力公司进一步打开市场。

**表 8：公司在餐饮住宿等方面的配套服务能力领先同行**

试验场名称	车间数量	住宿服务（客房数量）	5G 信号	其它特色配套设施及服务
中汽试验场（公司）	51 间	227 间	是	设备及车间租赁、技工服务、动力能源服务、仓储物流服务、驾驶服务、住宿餐饮服务
交通部试验场	26 间	64 间	否	配套餐饮、会务服务
中国定远汽车试验场	20 间	50 间	否	-
襄阳汽车试验场	33 间	100 间	是	加油站、加氢站、充电桩、保密车间、独立办公室
海南热带汽车试验场	43 间	否	否	-
重庆蟄江试验场	20 间	134 间	是	公共维修车间、充电桩、保密车间、独立办公室
重庆大足试验场	27 间	否	是	充电桩
山东中亚轮胎试验场	71 间	否	否	加油站、加气站、充电桩，加氢站
重庆机动车强检试验场	8 间	否	是	充电设施
河南焦作试验厂	3 间	24 间	否	充电桩

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）完备的试验道路可满足多项强制性检测与研发试验业务需要

**公司试验场地可满足多项强制性检测项目需要。**汽车产品市场准入需要经过工信部“公告”认证、市场监管总局“CCC”认证、交通运输部“营运车辆安全达标”考核和生态环境部的“排放（含噪声）达标”考核，这四项考核为汽车产品准入的强制性考核，其中包括制动、转向、燃料消耗量、噪声、ESP、LDW 等在内的众多检验项目需要在汽车试验场地进行测验，公司试验场地拥有功能齐全的多样化道路，可满足多项强制性检测项目需要。

**表 9：公司场地可提供的强制性检测业务**

检验项目类别	检验项目	公司可供检验的道路
公告类法规认证试验业务	车速表、机动车喇叭装车性能、汽车制动系统、乘用车制动系统、汽车转向系统、加速行驶车外噪声、重型商用车燃料消耗量、汽车防抱制动性能、乘用车防抱制动性能、车速限制系统、乘用车胎压监测系统性能、新能源汽车产品定型试验	直线性能路、外部噪声路、直线制动路、动态广场、高速环道以及强化耐久路等
营运类法规认证试验业务	电子稳定性控制系统性能、车道偏离预警系统性能、车辆前向碰撞预警系统性能、转向力和操纵稳定性、爆胎应急安全装置技术要求、弯道制动稳定性、转弯通道最大宽度、汽车制动性能、汽车防抱制动性能、车辆车速限制系统技术要求、营运车辆燃料消耗量、自动紧急制动系统性能、加速性能、列车最大摆动幅度、电子制动系统性能（EBS）、胎压监测系统性能	直线性能路、直线制动路以及动态广场等
环保类法规认证试验业务	加速行驶车外噪声	外部噪声路

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**公司具备一站式的研发试验服务能力。**除强制性检测业务外，在新车研发阶段还需进行大量的研发试验，一方面是为了满足强制性检测需要，另一方面是为了测试车辆性能，在竞争程度日益加剧的汽车市场，主机厂为凸显自身产品竞争力，希望以测试中的定量指标作为彰显产品差异化能力的重要体现，如制动距离、爬坡性能、防滑性能、底盘稳定性等，从而产生大量的研发试验需求。公司依托完整的试验道路布局，能够为客户提供“一站式”的研发测试服务，满足客户多方位试验需要。

**表 10: 公司场地可提供的研发试验业务**

测试道路编号及名称	可执行的试验
T2 直线性公路	动力性试验, 制动性能试验, 油耗试验, 操稳试验, 主观评价, 滑行试验, NVH 试验, ACC/LKA 类主被动安全类试验及公告试验等
T3 外部噪声路	车内噪声试验, 车外噪声试验及公告试验等
T4 直线制动路	轮胎认证、轮胎开发试验、水漂测试、干地制动、湿抓地、ABS 试验、ESP 设计验证、对开/对接试验及公告试验等
T5 动态广场	防抱死系统试验、牵引力控制试验、轮胎研发、转向性能、底盘研发、操纵稳定性试验、极限操纵、车辆适应、驾驶培训产品演示、ADAS 测试等
T6 舒适性能路	轮胎特性研究、噪声发送、异响评估、NVH 试验, 动态 AEB 试验等
T7 高速环道	高速耐久性试验、排放耐久性试验、空调/发动机冷却试验、车辆全油门加速试验、高速制动试验、制动衰退试验、传动系试验、轮胎耐久试验、高速公路模拟等
T8 强化耐久路	可靠性耐久试验、气囊误爆试验、腐蚀耐久试验、涉水试验、城市工况耐久试验及倒车试验等
T9 标准坡道	车辆驻坡性能、最大爬坡度试验、坡道起步试验、传动系匹配开发试验、车辆耐久性试验、ESP 性能试验等
T10 干燥控路	操纵稳定性主观评价试验、极限转向、轮胎基准测试、车辆底盘与轮胎调校、主动系统、小型赛事/活动, 动态 SEB 试验等
T13 综合耐久路	可靠性耐久试验(大侧向力输入尤其用于车辆的悬架、减震器、车体受扭情况)、车辆主观评价和 NVH 评价等
- 智能网联半封闭区	自动紧急制动(AEB)测试、车道保持辅助(LKA)测试、交叉路口通行功能测试等高级辅助驾驶系统(ADAS)试验, 满足 2021 版中国新车评价规程(C-NCAP)中主动安全性能的测评要求等

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### (三) 母公司中汽中心是国内领先的汽车检测机构, 为公司贡献稳定营收

中汽中心是全国 6 家全资质检测中心之一, 具备行业领先的汽车检测能力。中汽中心是公司的控股股东, 为公司提供了重要的业务支持。当前我国仅有 6 家机构具备全部的汽车检测资质, 分别为中汽中心、重庆中心、襄阳中心、上海中心、长春中心、招商车研, 其中中汽中心及其子公司共拥有 6 家国家中心, 与重庆中心并列行业首位, 是行业领先的汽车检测机构。

**表 11: 母公司中汽中心是检测机构龙头企业**

业内简称	机构全称	成立年份	获首家国家中心年份	本部和子公司拥有国家中心情况	是否 CCC 指定机构	是否公告指定机构
中汽中心	中国汽车技术研究中心	1985	1995	6 家国家中心	✓	✓
重庆中心	中国汽车工程研究院股份有限公司	1965	1984	6 家国家中心	✓	✓
襄阳中心	襄阳达安汽车检测有限公司	1985	1995	3 家国家中心	✓	✓
上海中心	上海机动车检测认证有限公司	2003	2004	4 家国家中心	✓	✓
长春中心	长春机动车检验中心有限公司	1984	1989	1 家国家中心	✓	✓
招商车研	招商局检测车辆技术研究院有限公司(原重庆车检院)	1990/2021	1990	3 家国家中心	✓	✓
济南中心	济南汽车检测中心有限公司	1989	2013	1 家国家中心	✓	✓
延庆中心	中国机械科学研究总院	1976	1987	1 家国家中心	✓	✓
通州中心	中公高远(北京)汽车检测技术有限公司	1987	2013	1 家国家中心	✓	✓
顺义中心	北京市产品质量监督检验院	2009	2013	1 家国家中心	✓	✓

资料来源: 中国认证认可, 中国银河证券研究院

中汽中心是全球 NCAP 九大成员之一, 引领中国汽车测评标准发展。中汽中心于 2006 年正式发布首版中国新车评价规程(C-NCAP), 以更严格、更全面的要求, 对车辆进行全方位安全性能测试, 包括乘员保护、行人保护、主动安全等, 时至今日 C-NCAP 已完成 6 个版本的制修订, 不断完善成为符合中国国情的汽车安全评价标准, 中汽中心引领了中国汽车测评标准的发展。除 C-NCAP 外, 为适应汽车智能化、网联化需求, 中汽中心制定了 C-ICAP 中国智能网联汽车技术规程, 对包括行车辅助、

泊车辅助和智能座舱在内的多维度汽车智能化功能进行评价，进一步引领中国智能网联汽车测评标准的进步。

**表 12：公司制定的 C-NCAP 标准已完成 6 个版本的制修订**

乘员保护	整车碰撞测试	正面 100%重叠刚性壁障碰撞 正面 50%重叠移动渐进变形壁障碰撞 可变形移动壁障侧面碰撞 侧面柱碰撞 电动汽车刮底（选做）
	虚拟测评项目	儿童保护静态评价试验 低速后碰撞颈部保护试验 侧面远端乘员保护 主被动离位乘员保护
	VRU 保护	头型试验 腿型试验 VRU 自动紧急制动（AEB VRU）试验
	主动安全	先进驾驶辅助系统（ADAS） 车辆自动紧急制动系统（AEB C2C） 自动紧急制动系统误作用（AEB False Reaction） 车道保持辅助系统（LKA） 紧急车道保持系统（ELK） 驾驶员监控系统（DMS） 交通信号识别系统（TSR） 车道偏离预警系统（LDW） 智能限速系统（ISLS） 盲区监测系统（BSD） 车辆开门预警系统（DOW） 后方交通穿行提示系统（RCTA） 整车灯光性能测试

资料来源：中汽测评，中国银河证券研究院

**表 13：公司制定 C-ICAP 用以评价智能网联汽车**

行车辅助	
基础行车辅助（必测项目）	跟车能力 组合控制能力 紧急避险能力 驾驶员交互
领航行车辅助（增测项目）	主动换道能力 连续运行能力
泊车辅助	
基础泊车辅助（必测项目）	车位前泊入能力 车位前遥控泊车能力
记忆泊车辅助（增测项目）	一键召唤能力 一键泊车能力
智慧座舱	
智能交互（必测项目）	触控交互 语音交互 无线交互
智能护航（必测项目）	视野智能拓展 视野防干扰
智慧服务（必测项目）	迎宾服务 驾乘场景 送客场景

资料来源：中汽测评，中国银河证券研究院

C-NCAP 是国内汽车测评标准标杆，主机厂以测评得分展现产品竞争力。C-NCAP 已成为我国汽车测评标准的标杆，国内主机厂通过其产品 C-NCAP 测评中取得的良好成绩展现产品安全性能，在汽车行业竞争格局演变的过程中，主机厂力图从多方位展现自身产品的差异化竞争力，催生大量汽车测试需求，作为行业龙头，中汽中心将在此趋势下获得更大的业绩提升潜力。

图 14：理想在公众号发布 L9 的 C-NCAP 测评优异成绩



### 理想L9 获C-NCAP五星安全认证， 创C-NCAP历史最高分！

理想L9以91.3%的综合得分率  
荣获C-NCAP五星安全认证，  
成为目前C-NCAP综合得分率最高的车型。

资料来源：理想汽车公众号，中国银河证券研究院

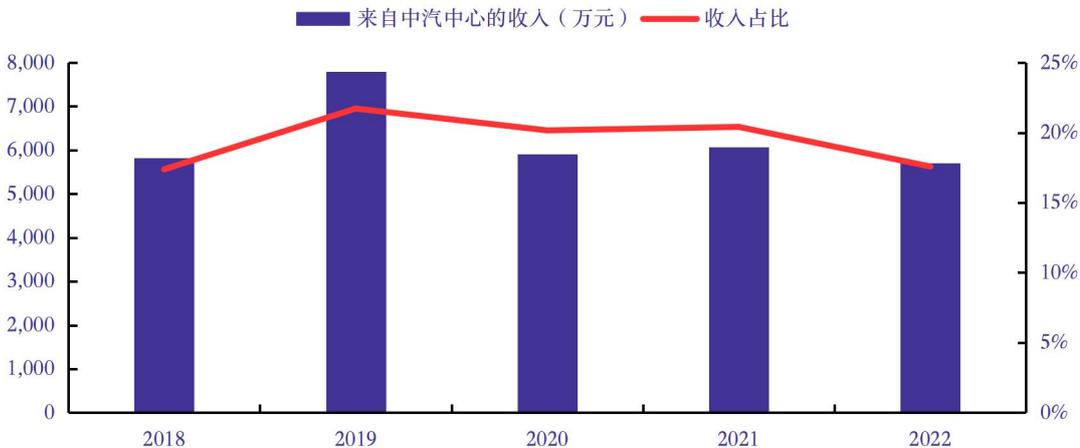
图 15：比亚迪在公众号发布海豹的 C-NCAP 测评优异成绩



资料来源：比亚迪公众号，中国银河证券研究院

中汽中心稳居公司第二大客户，其业务增长有望为公司贡献业绩增量。2018-2022 年，中汽中心始终位于公司第二大客户，仅次于吉利，来自中汽中心的收入占比始终位于 15% 以上，主要受到行业波动影响，在汽车产业智能化、网联化以及行业竞争加剧带来的测试业务需求增长的背景下，公司有望依靠与母公司牢固的合作关系，享受行业规模扩张所带来的业绩增长机遇。

图 16：2018-2022 年中汽中心稳居公司第二大客户



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院（注：2019、2020 剔除吉利影响）

### 三、新能源发展提速带动智能网联汽车走向标准化发展，带来业绩增长新空间

#### （一）新能源浪潮带动新车型发布加速，自主品牌市占率提升带动公司客户及业务规模扩张

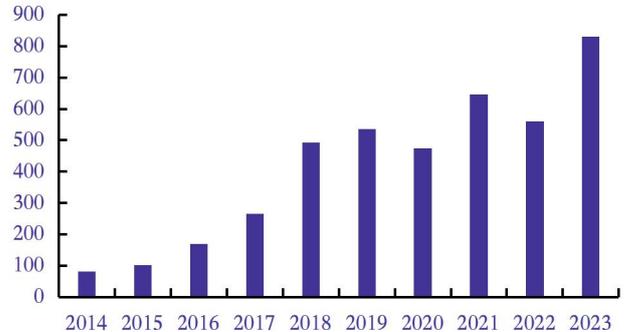
新能源产品迭代周期缩短，新产品发布加速带动检测业务需求提升。2023年，我国新能源汽车销售 949.52 万辆，同比+37.9%，渗透率为 31.55%，同比+5.92pct，超过 30%。据工信部公示的《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》，2023 年新能源乘用车共有 831 个新产品公布，创历史新高水平。一方面，新能源车渗透率的继续上涨有赖于新品的不断推出，另一方面，市场竞争已无法依靠单纯的“价格战”取得优势地位，需要配合更具性能优势的新产品获取市场份额，推动主机厂产品迭代加速，新款产品和不断提升的产品性能都能够催动汽车检测业务需求增长，为公司带来业绩增长空间。

图 17：2023 年新能源车渗透率超过 30%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

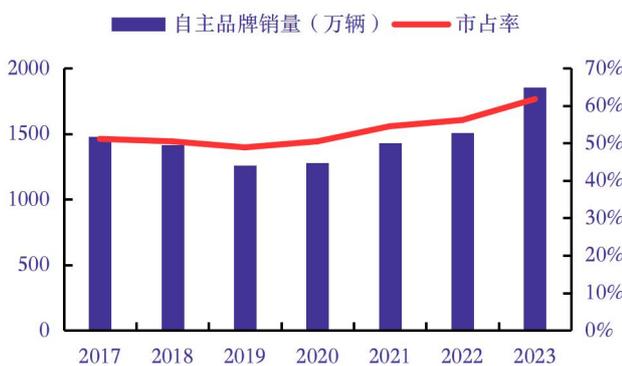
图 18：2023 年新能源乘用车新车型数量创历史新高（个）



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

产品竞争力增长带动自主品牌市占率持续提升，电动化、智能化趋势驱动行业保持高强度研发投入，公司客户及业务规模有望继续扩大，据 Marklines 数据，2023 年，自主品牌合计销售 1855.13 万辆，同比 23.0%，市占率为 61.74%，同比+5.59pct，凭借领先的新能源转型，近年来自主品牌市场份额不断提升。合资与外资品牌产品多为已经进行过完整测试的成熟产品，对国内汽车试验场的需求较少，国内试验场客户主要为自主品牌，自主品牌市占率的提升有望为公司带来更大规模的客户基础。另外，电动化、智能化趋势也驱动行业保持了高强度的研发投入，2023 年前三季度，A 股汽车行业上市公司合计研发费用达 1034.22 亿元，研发费用率为 4.04%，同比+0.44pct，研发成果需要依托汽车试验场进行成果检验，行业研发投入的增长有望带来公司业务规模的扩大。

图 19：2023 年自主品牌市占率上升至 61.74%



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图 20：2023 年前三季度 A 股汽车行业研发费用率为 4.04%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**(二) 智能驾驶技术收敛带动行业走向标准化发展，智能网联汽车标准完善为检测行业打开市场空间**

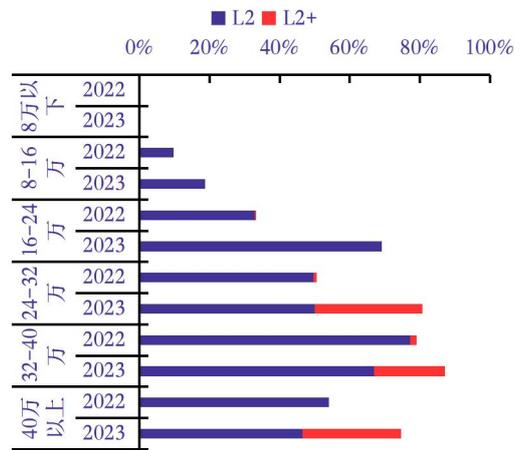
高阶智驾技术路线收敛，智能驾驶将进入高速发展期。伴随以特斯拉、小鹏、华为为代表的头部企业逐渐积累智能驾驶技术研发经验，当前高阶智驾技术逐渐走向收敛，形成“BEV+Transformer”+激光雷达+多传感器+高算力芯片的技术方向，在技术路线逐渐收敛后，智驾开始进入规模化上量的高速发展期。据乘联会数据，2023年，24万元以上的新能源产品的L2及以上智驾功能渗透率超过75%，L2+级渗透率快速提升至20%以上，预计智能网联汽车主机厂将在现有的技术框架下，通过不断完善算法，推动高阶智驾渗透率的快速上行。

表 14：头部企业带动智驾技术路线走向收敛

车企	数据融合方案	感知模型	传感器
特斯拉	数据级融合	BEV+Transformer+Occupancy	11V
比亚迪	特征级融合	BEV+Transformer	11V5R
小鹏	特征级融合	Xnet (BEV+Transformer)	11V12U5R (高配 2L)
理想	特征级融合	静态 BEV+动态 BEV++Transformer+NPN+TIN	11V12U1R1L
蔚来	-	BEV+Occupancy	11V12U5R1L
哪吒	-	BEV	11V12U5R2L
飞凡	数据级融合+目标级融合	BEV	11V12U4R1L
华为	-	BEV+Transformer+GPD 网络	-
百度	目标级融合	BEV 环视三维感知+文心大模型+UniBEN 车路一体解决方案	-
毫末智行	-	BEV+Transformer+Drive GPT	-

资料来源：亿欧智库，中国银河证券研究院

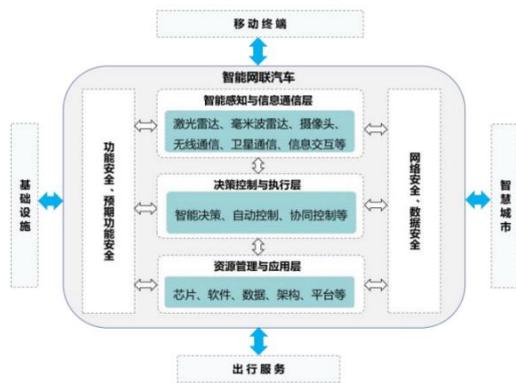
图 21：2023 年高价位新能源产品 L2 渗透率快速上升



资料来源：乘联会，中国银河证券研究院

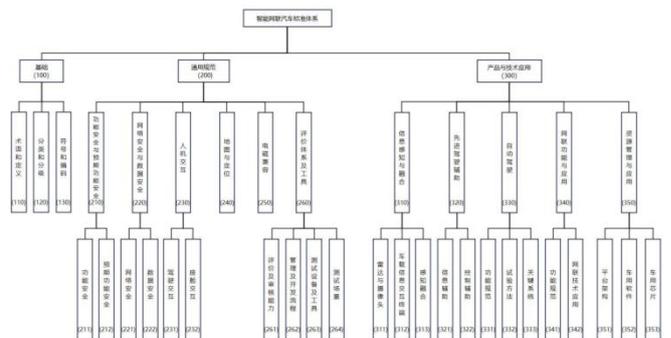
技术路线收敛利于智能网联汽车标准制定，进一步打开智能网联汽车检测市场空间。智驾技术路线收敛有望带动智能网联汽车标准体系的加速完善，2023年，工业和信息化部、国家标准化管理委员会联合修订印发《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2023版）》，在第一阶段标准体系的基础上，形成了框架更加完善、内容更加全面、逻辑更加清晰的标准体系建设指南。《指南》指出分阶段建立适应我国国情并与国际接轨的智能网联汽车标准体系：第一阶段到2025年，制修订100项以上智能网联汽车相关标准，涵盖组合驾驶辅助、自动驾驶关键系统、网联基础功能及操作系统等安全标准；第二阶段到2030年，制修订140项以上智能网联汽车相关标准并建立实施效果评估和动态完善机制，满足组合驾驶辅助、自动驾驶和网联功能全场景应用需求。智能网联汽车标准体系的建立有望带动检测需求的进一步提升，打开智能网联汽车检测市场空间。

图 22：智能网联汽车标准体系技术逻辑框架



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

图 23：智能网联汽车标准体系框架图



资料来源：工信部，中国银河证券研究院

智能网联汽车标准建立进程稳步推进，核心智驾功能有“标”可依。相比于2017年发布的首版《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》，2023版已经在多个核心项目上完成标准建立，如AEB、LKA、泊车辅助、盲区监测等，并拟将AEB、LKA等关键性功能从推荐性质变更为强制。标准的加速建立为智能网联汽车检测提供了有力依据。考虑到智能网联汽车对乘员安全、数据安全的高要求，预计智能网联汽车市场的扩大将以更多强制性标准的出台为基础，从而推动智能网联汽车检测市场的快速扩张。

**表 15：2023 年新版智能网联汽车标准体系较首版进步迅速**

2017 与当前标准体系对比						
标准项目	标准类型	2017年状态	当前状态	标准性质	备注	
先进驾驶辅助系统（ADAS）术语和定义	国标	已立项	现行(GB/T 39263-2020)	推荐		
乘用车自动紧急制动系统（AEB）性能要求及试验方法	国标	已立项	现行(GB/T 39901-2021)	推荐	拟变更为强制性国家标准	
商用车辆自动紧急制动系统（AEB）性能要求及试验方法	国标	已立项	现行(GB/T 38186-2019)	推荐	拟变更为强制性国家标准	
汽车驾驶自动化分级	国标	已申请立项	现行(GB/T 40429-2021)	推荐		
汽车事件数据记录系统	国标	已立项	现行(GB 39732-2020)	强制		
汽车盲区监测系统性能要求及试验方法	国标	已立项	现行(GB/T 39265-2020)	推荐		
泊车辅助控制系统性能要求及试验方法	国标	已申请立项	现行(GB/T 41630-2022)	推荐		
乘用车车道保持辅助系统（LKA）性能要求及试验方法	国标	已立项	现行(GB/T 39323-2020)	推荐		
汽车信息安全通用技术要求	国标	已申请立项	现行(GB/T 40861-2021)	推荐		
电动汽车远程信息服务与管理系统信息安全技术要求	国标	已申请立项	现行(GB/T 40855-2021)	推荐		
电动汽车充电系统信息安全技术要求	国标	已申请立项	现行(GB/T 41578-2022)	推荐		
汽车网关信息安全技术要求	国标	已申请立项	现行(GB/T 40857-2021)	推荐		
汽车报警信号优先级规范	国标	预研中	-	-		
汽车全景影像监测系统性能要求及试验方法	国标	预研中	正在批准(20203958-T-339)	推荐		
汽车夜视系统性能要求及试验方法	国标	预研中	正在批准(20203963-T-339)	推荐		
车辆横向和纵向组合控制系统性能要求及试验方法	国标	预研中	-	-		
商用车辆车道保持辅助系统（LKA）性能要求及试验方法	国标	已申请立项	现行(GB/T 41796-2022)	推荐	拟变更为强制性国家标准	
车载信息交互系统（TBOX）信息安全技术要求	国标	已申请立项	现行(GB/T 40856-2021)	推荐		
车门开启盲区监测系统性能要求及试验方法	国标	预研中	正在批准(20205126-T-339)	推荐		
驾驶员注意力监测系统性能要求及试验方法	国标	预研中	现行(GB/T 41797-2022)	推荐		
智能限速控制系统性能要求及试验方法	国标	预研中	正在批准(20203961-T-339)	推荐		
汽车后方交通穿行提示系统性能要求及试验方法	国标	预研中	正在批准(20205125-T-339)	推荐		
汽车紧急转向辅助系统性能要求及试验方法	国标	预研中	-	-		
交通拥堵辅助控制系统性能要求及试验方法	国标	预研中	-	-		
2023 年标准中的其他关键项目						
标准项目	标准类型	标准性质	当前状态	计划号/标准号		
汽车用超声波传感器总成	国标	推荐	现行	GB/T 41484-2022		
车载激光雷达性能要求及试验方法	国标	推荐	正在征求意见	20230386-T-339		
车载毫米波雷达性能要求及试验方法	行标	推荐	-	2021-1123T-QC		
汽车用主动红外探测系统	国标	推荐	现行	GB/T 43250-2023		
汽车用被动红外探测系统	国标	推荐	现行	GB/T 43249-2023		
汽车用摄像头	行标	推荐	现行	QC/T 1128-201		

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

智能网联汽车 自动驾驶系统通用技术要求	国标	推荐	正在审查	20213608-T-339
智能网联汽车 自动驾驶功能场地试验方法及要	国标	推荐	现行	GB/T 41798-2022
智能网联汽车 自动驾驶功能道路试验方法及要	国标	强制	正在批准	20213609-T-339

资料来源：工信部，中国银河证券研究院

## 四、投资建议及估值

公司是国内汽车试验场龙头，IPO 募投项目投产后营收及利润有望迎来快速增长，我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 3.89 亿元、5.36 亿元、7.70 亿元，同比增速分别为 19.86%、37.83%、43.61%，归母净利润分别为 1.70 亿元、2.38 亿元、3.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.13 元、0.18 元、0.29 元。

表 16：重点推荐公司（数据截至 3.25）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	324.72	389.22	536.46	770.39
收入增长率（%）	9.04	19.86	37.83	43.61
归母净利润（百万元）	142.26	169.67	237.76	381.79
利润增速（%）	37.90	19.27	40.13	60.58
摊薄 EPS（元）	0.11	0.13	0.18	0.29
PE	48.82	41.31	29.83	18.51

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

**绝对估值法：**采用 DCF 绝对估值法进行估值，无风险利率取最新十年期国债收益率，市场收益率取 10 年沪深 300 指数平均收益率（年化）。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%、永续增长率（g）正负波动 0.5% 的情况下，公司合理每股价值区间为 7.98-8.31 元，对应市值区间为 105.50-109.86 亿元。

表 17：基本假设及关键参数

估值假设	
预测期年数	3
过渡期年数	3
过渡期增长率	15.00%
永续增长率 g	2.50%
贝塔值（ $\beta$ ）	0.7306
无风险利率 Rf（%）	2.31%
市场的预期收益率 Rm（%）	8.20%
有效税率 T（%）	15.00%
债务资本成本 Kd	0%
债务资本比重 Wd	0.01%
股权资本成本 Ke	6.61%
加权平均资本成本 WACC	6.61%

资料来源：中国银河证券研究院预测

表 18: 现金流折现估值表

估值假设	
FCFF 预测期现值 (百万元)	504.24
FCFF 过渡期现值 (百万元)	962.39
FCFF 永续价值现值 (百万元)	8,608.50
<b>企业价值 (百万元)</b>	<b>10,075.13</b>
加: 非核心资产价值 (百万元)	693.61
减: 付息债务 (百万元)	0.88
减: 少数股东权益 (百万元)	0.00
<b>股权价值 (百万元)</b>	<b>10,767.86</b>
总股本 (百万股)	1,322.40
<b>每股价值 (元)</b>	<b>8.14</b>

资料来源: 中国银河证券研究院预测

表 19: 敏感性分析

永续增长率	WACC						
	5.11%	5.61%	6.11%	6.61%	7.11%	7.61%	8.11%
1.00%	8.66	7.71	6.95	6.33	5.81	5.37	5.00
1.50%	9.66	8.48	7.56	6.82	6.21	5.70	5.27
2.00%	10.98	9.46	8.31	7.41	6.69	6.09	5.60
2.50%	12.81	10.76	9.27	8.14	7.26	6.56	5.98
3.00%	15.51	12.55	10.53	9.08	7.98	7.12	6.43
3.50%	19.89	15.18	12.28	10.32	8.90	7.82	6.98
4.00%	28.19	19.46	14.87	12.03	10.11	8.72	7.67

资料来源: 中国银河证券研究院预测

**相对估值法:** 由于公司是汽车试验场 A 股第一股, 无业务重合度高的可比标的, 在此选取中国汽研、广电计量技两家主营检测业务的公司作为可比公司, 两家公司 2024 年平均 PE 为 20.71, 公司 2024 年预估 PE 为 29.83, 我们认为公司估值溢价来源于两方面, 一是公司汽车试验场业务毛利率显著高于可比公司; 二是公司有望受益于国企改革政策, 获得母公司优质资产注入, 基于此我们给予公司 2024 年 45-48 倍 PE, 对应目标价 8.1-8.64 元, 对应市值区间 107.08-114.22 亿元, 综合考虑绝对估值与相对估值法, 给予公司目标价区间 7.98-8.64 元, 对应市值区间 105.50-114.22 亿元, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表 20: 可比公司 PE 估值表 (截止 2024.3.25)

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE			EPS (摊薄)		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601965.SH	中国汽研	18.93	190.09	22.98	27.43	23.09	19.12	0.69	0.82	0.99
002967.SZ	广电计量	14.50	83.41	34.52	45.31	31.52	22.31	0.32	0.46	0.65
	平均	16.72	136.75	28.75	36.37	27.30	20.71	-	-	-
301215.SZ	中汽股份	5.37	71.01	44.07	48.82	41.31	29.83	0.11	0.13	0.18

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

## 五、风险提示

1、**智能网联汽车标准推出不及预期的风险。**智能网联汽车标准需要考虑包括传感器、计算平台、执行部件等在内的多种汽车零部件，其标准制定难度大，标准推出不及预期可能造成公司智能网联汽车检测业务收入增速放缓。

2、**市场竞争加剧的风险。**市场上存在众多汽车试验场，该业务毛利率空间大，为抢占客户进行压价可能导致公司客户流失或毛利率下滑，影响公司盈利能力。

3、**智能网联汽车渗透率增长不及预期的风险。**智能网联汽车渗透率上涨不及预期将减缓智能网联汽车检测市场规模的扩张速度，压缩公司的收入增长空间。

## 图表目录

图 1: 公司于 2022 年在创业板上市, 是国内稀缺的汽车检测标的 .....	3
图 2: 国资委是公司的实际控制人 .....	3
图 3: 公司合计拥有 19 条专业化试验道路和 3 条功能性道路, 全方位满足汽车试验需求 .....	7
图 4: 公司 2023 年前三季度营收同比+11.04% .....	7
图 5: 公司 2023 前三季度归母净利润同比+18.12% .....	7
图 6: 场地技术服务是公司主要营收来源 .....	8
图 7: 2023 年 H1 场地技术服务业务毛利率进一步上升 .....	8
图 8: 公司客户集中在自主品牌客户和第三方检测机构 .....	8
图 9: 2023 年前三季度管理费用率有所优化, 净利率进一步上升 .....	9
图 10: 2023 年前三季度公司研发费用率有所回升 .....	9
图 11: 公司技术人员占员工总数的 22% .....	9
图 12: 公司建立完备的科研管理保障体系 .....	10
图 13: 公司场地规模位居行业第一梯队 .....	11
图 14: 理想在公众号发布 L9 的 C-NCAP 测评优异成绩 .....	16
图 15: 比亚迪在公众号发布海豹的 C-NCAP 测评优异成绩 .....	16
图 16: 2018-2022 年中汽中心稳居公司第二大客户 .....	16
图 17: 2023 年新能源车渗透率超过 30% .....	17
图 18: 2023 年新能源乘用车新车型数量创历史新高 (个) .....	17
图 19: 2023 年自主品牌市占率上升至 61.74% .....	17
图 20: 2023 年前三季度 A 股汽车行业研发费用率为 4.04% .....	17
图 21: 2023 年高价位新能源产品 L2 渗透率快速上升 .....	18
图 22: 智能网联汽车标准体系技术逻辑框架 .....	18
图 23: 智能网联汽车标准体系框架图 .....	18

## 表格目录

表 1: 公司核心管理人员从业经验丰富, 专业背景多元化.....	4
表 2: 公司发布上市后首个股权激励计划.....	4
表 3: 公司已初步形成 2 大试验场、19 条专业化试验道路的布局.....	5
表 4: 公司客户覆盖广泛.....	8
表 5: 公司募投项目稳态收入贡献可达 4.5 亿元.....	10
表 6: 试验场主要分为第三方试验场和主机厂/零部件下属试验场.....	11
表 7: 公司在场地对比中更具综合实力.....	12
表 8: 公司在餐饮住宿等方面的配套服务能力领先同行.....	13
表 9: 公司场地可提供的强制性检测业务.....	13
表 10: 公司场地可提供的研发试验业务.....	14
表 11: 母公司中汽中心是检测机构龙头企业.....	14
表 12: 公司制定的 C-NCAP 标准已完成 6 个版本的制修订.....	15
表 13: 公司制定 C-ICAP 用以评价智能网联汽车.....	15
表 14: 头部企业带动智驾技术路线走向收敛.....	18
表 15: 2023 年新版智能网联汽车标准体系较首版进步迅速.....	19
表 16: 重点推荐公司 (数据截至 3.25).....	20
表 17: 基本假设及关键参数.....	20
表 18: 现金流折现估值表.....	21
表 19: 敏感性分析.....	21
表 20: 可比公司 PE 估值表 (截止 2024.3.25).....	22

**附录：公司财务预测表**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1226.77</b>	<b>1047.92</b>	<b>1349.84</b>	<b>1780.81</b>	营业收入	324.72	389.22	536.46	770.39
现金	162.02	83.58	328.30	658.45	营业成本	100.65	111.45	155.05	185.02
应收账款	126.75	194.61	238.43	321.00	营业税金及附加	10.46	12.84	17.70	25.42
其它应收款	1.25	1.62	2.09	2.78	营业费用	3.08	3.70	4.29	6.16
预付账款	1.32	2.79	3.88	4.63	管理费用	64.57	77.84	96.56	130.97
存货	1.37	1.55	1.72	1.54	财务费用	-2.84	-2.42	-1.24	-4.91
其他	934.06	763.78	775.43	792.42	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>1894.78</b>	<b>2357.72</b>	<b>2369.14</b>	<b>2381.56</b>	公允价值变动收益	2.10	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	14.70	19.46	21.46	26.96
固定资产	1035.63	1132.24	1214.00	1286.21	营业利润	165.02	197.48	277.50	446.98
无形资产	552.96	552.96	552.96	552.96	营业外收入	2.73	2.40	2.56	2.48
其他	306.19	672.52	602.18	542.39	营业外支出	0.43	0.26	0.34	0.30
<b>资产总计</b>	<b>3121.55</b>	<b>3405.64</b>	<b>3718.98</b>	<b>4162.37</b>	利润总额	167.32	199.62	279.72	449.16
<b>流动负债</b>	<b>129.26</b>	<b>316.64</b>	<b>392.22</b>	<b>453.82</b>	所得税	25.06	29.94	41.96	67.37
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	142.26	169.67	237.76	381.79
应付账款	86.43	247.68	301.49	334.07	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	42.83	68.96	90.72	119.75	归属母公司净利润	142.26	169.67	237.76	381.79
<b>非流动负债</b>	<b>265.77</b>	<b>264.22</b>	<b>264.22</b>	<b>264.22</b>	EBITDA	211.39	207.34	287.07	451.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.11	0.13	0.18	0.29
其他	265.77	264.22	264.22	264.22					
负债合计	395.03	580.86	656.43	718.04	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	9.04%	19.86%	37.83%	43.61%
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2726.52</b>	<b>2824.78</b>	<b>3062.55</b>	<b>3444.34</b>	营业利润	23.83%	19.67%	40.52%	61.07%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3121.55</b>	<b>3405.64</b>	<b>3718.98</b>	<b>4162.37</b>	归属母公司净利润	37.90%	19.27%	40.13%	60.58%
					毛利率	69.00%	71.36%	71.10%	75.98%
					净利率	43.81%	43.59%	44.32%	49.56%
					ROE	5.22%	6.01%	7.76%	11.08%
					ROIC	4.53%	5.93%	7.73%	10.96%
					资产负债率	12.66%	17.06%	17.65%	17.25%
					净负债比率	14.49%	20.56%	21.43%	20.85%
					流动比率	9.49	3.31	3.44	3.92
					速动比率	6.48	2.61	2.88	3.43
					总资产周转率	0.13	0.12	0.15	0.20
					应收帐款周转率	2.82	2.42	2.48	2.75
					应付帐款周转率	1.23	0.67	0.56	0.58
					每股收益	0.11	0.13	0.18	0.29
					每股经营现金	0.09	0.31	0.18	0.24
					每股净资产	2.06	2.14	2.32	2.60
					P/E	49.92	41.85	29.87	18.60
					P/B	2.60	2.51	2.32	2.06
					EV/EBITDA	31.58	33.85	23.60	14.26
					P/S	21.87	18.25	13.24	9.22

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**石金漫 汽车行业首席分析师。**香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671liyongyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚羚 010-80927722tangmanling\_bj@chinastock.com.cn