

中国汽研 (601965.SH)

汽车测试龙头厂商，创新业务成长可期

事件：中国汽研发布业绩快报，2021年收入38.3亿元，yoy为12.1%；归属净利润为6.9亿元，yoy为23.9%；扣非净利润为5.7亿元，yoy为15.9%。

点评：

➤ **新能源、智能网联等创新业务带来新增量，资产处置收益增厚净利润。**2021年公司收入同比增长12.1%，在制造装备业务同比负增长背景下（主要受专用车拖累，2021年重卡销量同比-13.8%），维持较快增长，主要受益于传统业务市场占有率持续提升，新能源、智能网联等创新业务实现突破使得技术服务收入保持快速增长，2021Q1-Q3技术服务收入为14.4亿元，yoy为29.2%。2021年归属净利润同比增长23.9%，增量为1.33亿元，其中，资产处置收益为0.94亿元，贡献增量的71.0%。

➤ **毛利率下行、资产减值损失拖累盈利，Q4单季度归属净利润yoy为-10.1%。**单季度看，Q4收入为12.4亿元，yoy为20.8%；期间费用为2.19亿元，yoy为10.3%，费用控制平稳；归属净利润为2.0亿元，yoy为-10.1%，利润端表现远不及收入端，可能原因有，1)受原材料涨价和折旧增加影响，21Q4毛利率为36.4%，较上年同期下滑2.5pct，2)投资收益、资产减值损失、信用减值损失合计造成0.33亿税前损失，较上年同期多损失0.28亿元，3)少数股东损益较上年同期增加718.1万元。

➤ **汽车测试评价稀缺标的，新能源和智能网联业务增长可期。**公司是具备强制性检测资质的第三方汽车测试评价龙头，传统业务有望受益于市占率提升，以及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。创新业务中，新能源汽车加速渗透，2021年12月渗透率高达19.1%；智能网联业务方面，预计2021年L2级ADAS渗透率约18%，进入快速普及期。公司较早布局新能源、智能网联业务领域，随着新能源车型推出提速、智能汽车政策标准逐步落地，创新业务收入有望进入快速增长阶段。

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	27.5	34.2	38.06	43.76	49.45
增长率(%)	-0.1%	24.1%	11.4%	15.0%	13.0%
净利润(百万元)	4.67	5.59	6.92	8.17	9.48
增长率(%)	15.8%	19.6%	23.9%	17.9%	16.2%
EPS(元/股)	0.47	0.56	0.70	0.83	0.96
市盈率(P/E)	35.6	30.4	24.5	20.8	17.9
市净率(P/B)	3.5	3.36	3.12	2.88	2.65

数据来源：公司公告，华福证券研究所

审慎推荐(下调评级)

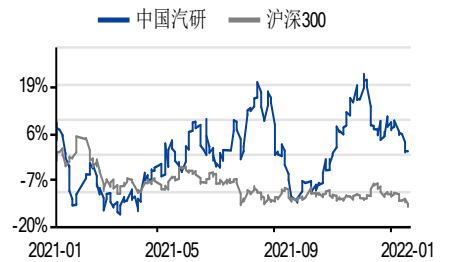
当前价格：17.80元

目标价格：20.63元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	989/967
流通A股市值(百万元)	17,213
每股净资产(元)	5.54
资产负债率(%)	19.80
一年内最高/最低(元)	21.25/14.10

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

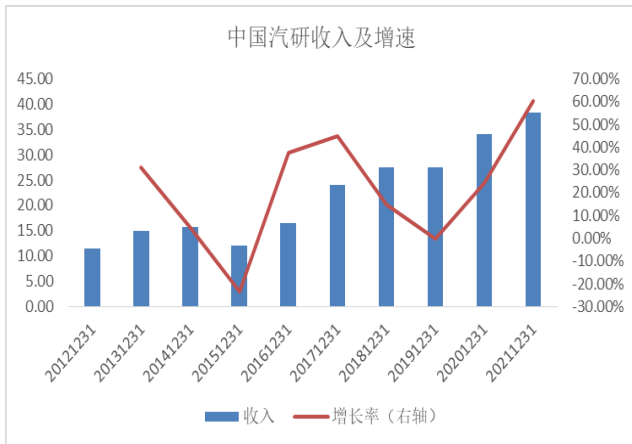
邮箱：lzj1948@hfzq.com.cn

相关报告

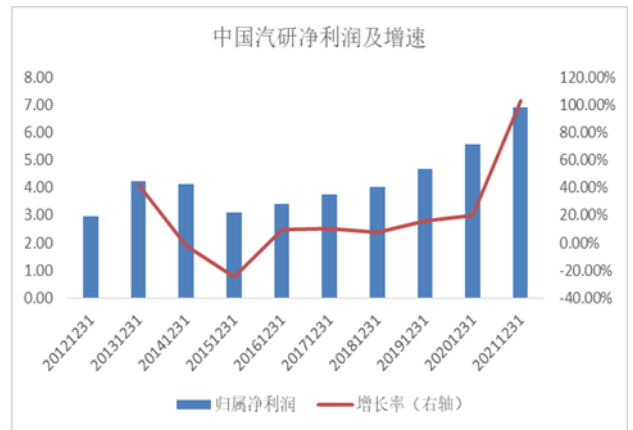
- 《中国汽研(601965.SH):汽车检测稀缺标的，技术服务持续较快增长》— 2021.10.21
- 《中国汽研(601965.SH):技术服务维持较快增长，智能网联业务放量在即》— 2021.08.31

➤ **投资建议：**我们预计2021-2023年收入为38.1亿元、43.8亿元、49.5亿元；归属净利润分别为6.9亿元、8.2亿元、9.5亿元，同比增长23.9%、17.9%、16.2%；2021-2023年EPS分别为0.70元、0.83元和0.96元，对应PE分别为24.5倍、20.8倍、17.9倍，考虑到公司的稀缺性和创新业务的增长潜力，给予“审慎推荐”评级。

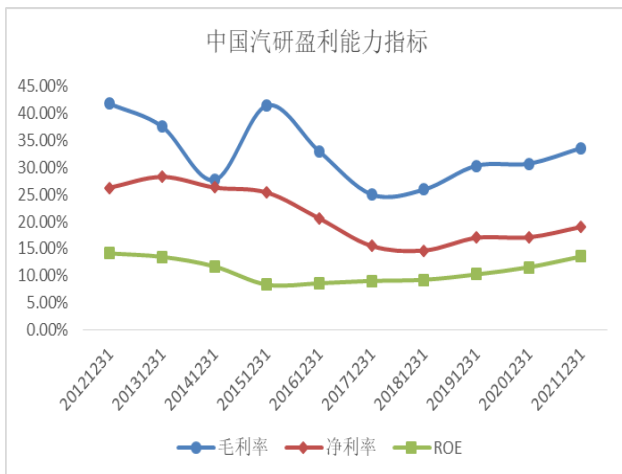
➤ **风险提示：**1) 汽车行业景气度不及预期；2) 折旧大幅提升，毛利率超预期下行；3) 竞争加剧导致费用率提升；4) 专业车业务大幅下滑，拖累公司盈利；5) 创新业务进展不及预期。

图表 1：中国汽研收入及增速（亿元）


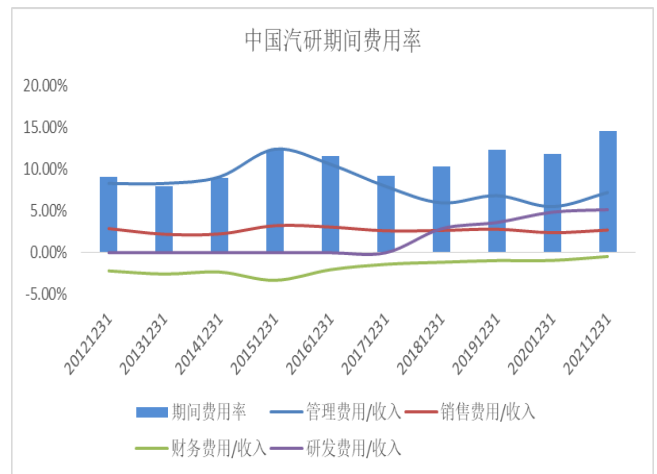
数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 2：中国汽研归属净利润及增速（亿元）


数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 3：中国汽研盈利能力指标


数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 4：中国汽研期间费用率


数据来源：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	1,757	2,149	2,576	营业收入	3,418	3,806	4,376	4,945
应收票据及账款	699	769	882	973	营业成本	2,368	2,539	2,913	3,264
预付账款	55	58	67	75	税金及附加	36	35	35	40
存货	253	306	357	377	销售费用	82	99	105	119
合同资产	114	127	146	165	管理费用	225	274	284	321
其他流动资产	215	241	277	313	研发费用	165	187	201	223
流动资产合计	2,543	3,131	3,732	4,314	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	-11	0	0
固定资产	2,815	2,747	2,685	2,629	资产减值损失	-2	-9	0	0
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	-13	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	116	85	100	110
其他非流动资产	679	689	698	706	营业利润	673	849	967	1,119
非流动资产合计	4,102	4,136	4,196	4,263	营业外收入	2	2	2	2
资产合计	6,645	7,267	7,928	8,577	营业外支出	4	4	4	4
短期借款	0	0	0	0	利润总额	671	847	965	1,117
应付票据及账款	527	653	776	811	所得税	86	122	136	155
预收款项	2	2	2	2	净利润	585	725	829	962
合同负债	350	390	448	506	少数股东损益	26	33	12	14
其他应付款	162	162	162	162	归属母公司净利润	559	692	817	948
其他流动负债	88	118	129	147	EPS (摊薄)	1	1	1	1
流动负债合计	1,142	1,325	1,517	1,628	主要财务比率				
长期借款	3	3	3	3		2020A	2021E	2022E	2023E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	88	118	129	147	营业收入增长率	24.1%	11.4%	15.0%	13.0%
非流动负债合计	273	281	289	298	EBIT 增长率	21.9%	27.7%	14.5%	16.2%
负债合计	1,415	1,606	1,806	1,926	归母净利润增长率	19.6%	23.9%	17.9%	16.2%
归属母公司所有者权益	5,044	5,443	5,891	6,406	获利能力				
少数股东权益	186	218	231	245	毛利率	30.7%	33.3%	33.4%	34.0%
所有者权益合计	5,230	5,661	6,122	6,651	净利率	17.1%	19.0%	18.9%	19.5%
负债和股东权益	6,645	7,267	7,928	8,577	ROE	10.7%	12.2%	13.3%	14.3%
					ROIC	12.3%	14.4%	15.1%	16.1%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	21.3%	22.1%	22.8%	22.5%
经营活动现金流	709	957	994	1,092	流动比率	2.23	2.36	2.46	2.65
现金收益	805	957	1,060	1,193	速动比率	2.01	2.13	2.22	2.42
存货影响	32	-53	-51	-20	营运能力				
经营性应收影响	-113	-65	-121	-100	总资产周转率	0.51	0.52	0.55	0.58
经营性应付影响	-397	127	123	36	应收账款周转天数	36	34	34	34
其他影响	383	-8	-17	-17	存货周转天数	41	40	41	40
投资活动现金流	-475	-296	-321	-327	每股指标 (元)				
资本支出	-497	-286	-313	-319	每股收益	0.56	0.70	0.83	0.96
股权投资	149	0	0	0	每股经营现金流	0.72	0.97	1.00	1.10
其他长期资产变化	-127	-10	-8	-8	每股净资产	5.10	5.50	5.96	6.48
融资活动现金流	-111	-225	-281	-338	估值比率				
借款增加	13	-13	0	0	P/E	30.38	24.54	20.81	17.91
股利及利息支付	-247	-385	-440	-511	P/B	3.36	3.12	2.88	2.65
股东融资	138	0	0	0	EV/EBITDA	18.3	15.1	13.6	12.1
其他影响	-15	173	159	173					

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：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn