

评级：增持（维持）

市场价格：24.18元

分析师：何俊艺

执业证书编号：S0740523020004

分析师：刘欣畅

执业证书编号：S0740522120003

分析师：毛奕玄

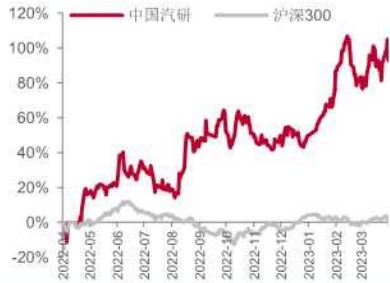
执业证书编号：S0740523020003

Email: hejunyi@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	977
流通股本(百万股)	977
市价(元)	24.18
市值(百万元)	23,629
流通市值(百万元)	23,629

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,835	3,291	4,191	4,761	5,425
增长率 yoy%	12%	-14%	27%	14%	14%
净利润(百万元)	692	689	778	914	1,106
增长率 yoy%	24%	0%	13%	18%	21%
每股收益(元)	0.71	0.71	0.80	0.94	1.13
每股现金流量	0.73	0.82	1.56	1.14	1.44
净资产收益率	12%	11%	11%	12%	13%
P/E	34.2	34.3	30.4	25.8	21.4
P/B	4.3	4.0	3.6	3.3	2.9

备注：数据统计日期截至 2023 年 4 月 21 日收盘价

投资要点

- **事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，公司 2022 年实现营业收入 32.91 亿元，同比-14.2%，归母净利润 6.89 亿元，同比-0.4%，扣非归母净利润 6.51 亿元，同比+14.3%，单 2022 年 Q4 看，营业收入 11.36 亿元，同比-8.6%，环比+39.7%，归母净利润 2.00 亿元，同比+2.4%，环比+5.8%。2023 年 Q1 实现营业收入 7.07 亿元，同比+26.0%，环比-37.8%，归母净利润 1.42 亿元，同比+9.5%，环比-29.0%，其中技术服务实现营业收入 5.9 亿元，同比+17.2%，装备制造实现营业收入 1.17 亿元，同比+102.96%。**

■ **业务结构持续优化，新能源及智能网联开发和测评业务高增**

分板块看，公司汽车技术服务实现营业收入 27.78 亿元，同比+16.58%，占比超过 80%，主要受益于①电动&智能等技术变革持续催生需求增长②公司强化业务协同，一企一策加强市场开拓力度，优化客户结构；三是持续增强技术服务核心竞争力，推进业务结构优化，非法规类业务、风洞业务、新能源及智能网联业务、测试装备业务量同比提升。其中新能源及智能网联汽车开发和测评业务实现营收 3.87 亿元，同比+37.3%；装备制造营收 4.89 亿元，同比降幅 65.79%，专用车业务受市场环境的影响，公司加强风险管理，控制业务规模，导致收入同比下降。

■ **2023 年 Q1 归母净利润历史同期最高，技术服务继续稳健增长，装备制造逐渐回暖**

公司 2023 年 Q1 实现营业收入 7.07 亿元，同比+26.0%，环比-37.8%，归母净利润 1.42 亿元，同比+9.5%，环比-29.0%。其中技术服务实现营业收入 5.9 亿元，同比+17.2%，装备制造实现营业收入 1.17 亿元，同比+102.96%，主要受市场逐渐回暖，大客户拓展效果显现，新增订单和发货数量同比增加影响。Q1 是公司传统淡季，但今年已是历史同期最高，展望 2023 全年，公司目标营业收入 42.00 亿元，利润总额 9.20 亿元。

■ **国企改革示范标兵叠加整合预期**

17 年以来公司体制持续革新，对内来看，实现任期年度考核，目标细化，市场化薪酬，已完成 3 次股权激励(净利润增长率目标高)，管理团队年富力强的；对外获单更加激进，成立市场化团队(一企一策)。22 年中检集团成为控股股东，中检将在五年内，综合运用委托管理、委托经营、资产重组、股权置换/转让、业务合并/调整、资产转让给无关联第三方、一方停止相关业务或其他合法方式予以解决。

- **盈利预测：**预计公司 2023-2025 年收入依次为 41.91 亿元、47.61 亿元、54.25 亿元，同比增速依次为 27%、14%、14%，归母净利润依次为 7.78 亿元、9.14 亿元、11.06 亿元，同比增速依次为 13%、18%、21%，对应 PE30X、25X、21X，维持“增持”评级。

- **风险提示事件：**公司业绩与政策关联度高；智能网联汽车渗透率不及预期；产业制造板块持续下行；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,799	2,664	3,222	4,076	营业收入	3,291	4,191	4,761	5,425
应收票据	463	0	0	0	营业成本	1,841	2,518	2,861	3,212
应收账款	854	1,054	1,159	1,304	税金及附加	42	46	52	60
预付账款	38	38	43	48	销售费用	106	141	143	163
存货	241	279	298	338	管理费用	307	338	381	407
合同资产	143	109	155	175	研发费用	216	266	286	325
其他流动资产	290	273	341	387	财务费用	-18	-27	-31	-35
流动资产合计	3,684	4,308	5,062	6,154	信用减值损失	-61	0	0	0
其他长期投资	19	19	19	19	资产减值损失	-9	0	0	0
长期股权投资	97	97	97	97	公允价值变动收益	-1	0	0	0
固定资产	2,810	2,945	3,126	3,350	投资收益	2	0	0	0
在建工程	329	429	429	329	其他收益	100	0	0	0
无形资产	425	437	437	449	营业利润	828	910	1,069	1,294
其他非流动资产	676	679	683	686	营业外收入	3	0	0	0
非流动资产合计	4,356	4,606	4,791	4,930	营业外支出	7	0	0	0
资产合计	8,041	8,915	9,854	11,084	利润总额	824	910	1,069	1,294
短期借款	11	97	226	335	所得税	96	91	107	130
应付票据	113	201	193	193	净利润	728	819	962	1,164
应付账款	550	755	867	983	少数股东损益	39	41	48	58
预收款项	3	125	37	52	归属母公司净利润	689	778	914	1,106
合同负债	341	75	86	98	NOPLAT	713	794	934	1,133
其他应付款	305	305	305	305	EPS (按最新股本摊薄)	0.71	0.80	0.94	1.13
一年内到期的非流动负债	9	9	9	9					
其他流动负债	211	227	248	261	主要财务比率				
流动负债合计	1,542	1,795	1,970	2,235	会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	2	4	6	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-14.2%	27.4%	13.6%	13.9%
其他非流动负债	297	297	297	297	EBIT 增长率	-2.4%	9.5%	17.7%	21.3%
非流动负债合计	297	299	301	303	归母公司净利润增长率	-0.4%	12.8%	17.5%	21.0%
负债合计	1,839	2,094	2,271	2,538	获利能力				
归属母公司所有者权益	5,946	6,524	7,237	8,142	毛利率	44.1%	39.9%	39.9%	40.8%
少数股东权益	256	297	345	403	净利率	22.1%	19.5%	20.2%	21.5%
所有者权益合计	6,201	6,821	7,582	8,545	ROE	11.1%	11.4%	12.1%	12.9%
负债和股东权益	8,041	8,915	9,854	11,084	ROIC	14.1%	13.7%	14.1%	14.9%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	22.9%	23.5%	23.1%	22.9%
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E	债务权益比	5.1%	5.9%	7.1%	7.6%
经营活动现金流	800	1,523	1,117	1,404	流动比率	2.4	2.4	2.6	2.8
现金收益	1,013	1,113	1,268	1,484	速动比率	2.2	2.2	2.4	2.6
存货影响	-10	-38	-19	-41	营运能力				
经营性应收影响	-285	263	-110	-151	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5

经营性应付影响	260	416	15	131	应收账款周转天数	82	82	84	82
其他影响	-178	-230	-37	-20	应付账款周转天数	99	93	102	104
投资活动现金流	-326	-571	-522	-494	存货周转天数	46	37	36	36
资本支出	-536	-568	-518	-491	每股指标 (元)				
股权投资	-2	0	0	0	每股收益	0.71	0.80	0.94	1.13
其他长期资产变化	212	-3	-4	-3	每股经营现金流	0.82	1.56	1.14	1.44
融资活动现金流	-117	-86	-38	-55	每股净资产	6.08	6.68	7.41	8.33
借款增加	10	88	131	111	估值比率				
股利及利息支付	-307	-268	-302	-378	P/E	34	30	26	21
股东融资	187	0	0	0	P/B	4	4	3	3
其他影响	-7	94	133	212	EV/EBITDA	4	3	3	3

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。