

中国汽研 (601965) \机械

技术服务持续放量，聚焦主业拥抱未来

投资要点：

公司技术服务业务在主营业务收入占比持续提升，2022H1超过60%，受益于汽车新能源及智能化发展趋势，公司技术服务业务有望保持较高增速；随着环卫车等高毛利产品布局加深，公司专用车业务有望扭亏，推动装备制造业务盈利能力修复；随着中检集团入主，公司有望整合业务新资源。

➤ 汽车电动化与智能化推动公司非强检业务增长

汽车电动化与智能化浪潮，驱动汽车供应链研发检测需求提升，我们测算2021年国内汽车非强检市场规模约211.5亿元。公司持续布局风洞业务、新能源及智能网联、氢能等业务，其中风洞实验室预计目前可实现年收入1.16亿元；智能网联业务有望在政策推动下快速发展；氢能中心已落地，预计满产后可实现1亿元年收入。

➤ 公司强检业务有望充分受益于新能源汽车检测高景气度

2019-2021年，新能源汽车公告车辆型号数量由2095个上升至3213个，CAGR为23.8%，新能源汽车及乘用车检测带来公司需求增加，我们预测公司技术服务业务22-24年营收同比增速为19%/15%/15%。

➤ 中检集团入主有望整合新资源

中国中检通过无偿划转方式取得公司53.21%股份，公司有望抓住专业化整合机遇，与中检集团共同建设在国际上有影响力、在国内领先的综合性质量服务第三方机构。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-2024年的收入分别为32.9/39.4/45.7亿元，对应增速分别为-14.24%/19.91%/15.95%；归母净利润分别为6.9/8.8/10.3亿元，对应增速分别为0.23%/27.10%/16.81%。EPS分别为0.69/0.88/1.02元/股，3年CAGR增速为14.17%。DCF绝对估值法测得公司每股价值26.5元，可比公司平均估值29.03倍，鉴于公司技术服务业务有望持续增长，装备制造业务盈利能力有望改善，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司2023年30倍PE，目标价26.31元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：

公信力和品牌受不利事件影响的风险、政策变化风险、装备制造业务发展不及预期的风险、募投项目业绩不达预期

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,418	3,835	3,289	3,944	4,573
增长率(%)	24.08%	12.21%	-14.24%	19.91%	15.95%
EBITDA(百万元)	892	1,106	1,119	1,391	1,577
归母净利润(百万元)	558	692	693	881	1,029
增长率(%)	19.60%	23.86%	0.23%	27.10%	16.81%
EPS(元/股)	0.56	0.69	0.69	0.88	1.02
市盈率(P/E)	43.53	35.14	35.06	27.58	23.61
市净率(P/B)	4.82	4.44	4.17	3.88	3.58
EV/EBITDA	15.46	15.86	21.06	16.87	14.71

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月3日收盘价

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

汽车服务

增持/(首次评级)

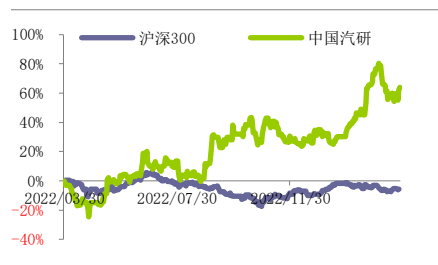
24.19元

26.31元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1005/977
流通A股市值(百万元)	23,307
每股净资产(元)	5.71
资产负债率(%)	19.95
一年内最高/最低(元)	26.24/10.89

股价相对走势



分析师：张旭
执业证书编号：S0590521050001

邮箱：z xu@g lsc.com.cn

联系人：田伊依

邮箱：t iany y@g lsc.com.cn

相关报告

- 1、《中国汽研(601965)\汽车行业拓展华东市场，全国布局路线清晰》2021.11.05
- 2、《中国汽研(601965)\汽车行业纵向与横向发展并进；智能、新能源、数据业务可期》2021.10.21
- 3、《中国汽研(601965)\汽车行业技术服务业务高速增长，数据与品牌将是护城河》2021.08.29

投资聚焦

核心逻辑

随着新能源汽车渗透率不断提升与新车型迭代频率增加，公司积极布局智能网联、风洞、氢能领域，非强检业务有望加速放量；新能源汽车推动汽车强制性检测行业维持高景气度；中国中检通过无偿划转方式取得公司 53.21% 股份，公司有望抓住专业化整合机遇，获取业务新资源。

不同于市场的观点

市场认为公司收入主要来源是商用车，但近年来乘用车检测空间逐步上升，商用车检测规模已趋于饱和。我们认为，①非强检业务：在汽车电动化与智能化浪潮下，随着公司风洞、氢能等相关业务逐渐落地，公司汽车非强制性检测业务有望进一步放量。②强检业务：公司乘用车检测、新能源汽车检测业务占比明显提升，带来强检业务增量。③中国中检通过无偿划转方式取得公司 53.21% 股份，公司有望抓住专业化整合机遇，获取整合新资源。

核心假设

1) 受益于下游高景气度，公司汽车检测业务保持 15% 左右的增速，汽车“四化”带来新增需求；2) 公司装备制造业务 22 年收入较少且处于亏损约 3000 万元，随着公司高毛利专用汽车业务占比逐渐上升，假设公司装备制造业务 2023 年收入增长，并且实现扭亏；3) 暂时不考虑公司外延并购。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2022-2024 年的收入分别为 32.9/39.4/45.7 亿元，归母净利润分别为 6.9/8.8/10.3 亿元，3 年 CAGR 增速为 14.17%。对应 EPS 分别为 0.69/0.88/1.02 元/股，DCF 绝对估值法测得公司每股价值 26.5 元，考虑到公司技术服务业务有望持续增长，装备制造业务盈利能力有望改善，目前行业 PE 均值水平 (29.89 倍)，给予公司 2023 年 30 倍 PE，目标价 26.31 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

投资看点

第一，汽车电动化与智能化浪潮，驱动汽车供应链研发检测需求提升。我们测算 2021 年国内汽车非强检市场规模约 211.5 亿元。公司持续布局新能源及智能网联业务，建设多个试验基地和检验中心，并积极布局风洞、氢能等领域，公司或将充分受益于汽车智能化浪潮，相关业务均有望保持高增速，带动公司整体业务持续增长。

第二，汽车强制性检测行业壁垒高，国内仅有 6 家公司拥有全部强检牌照，公司是目前一家具备综合性强制性检测业务的上市公司。我们测算 2021 年国内汽车强制性检测市场规模约为 74 亿。新能源汽车及乘用车检测带来公司需求增加。

第三，中检集团入主有望整合新资源，中国中检通过无偿划转方式取得公司 53.21% 股份，公司有望抓住专业化整合机遇，与中检集团共同建设在国际上有影响力、在国内领先的综合性质量服务第三方机构。

正文目录

1.	中检集团入主有望整合新资源	5
1.1	中检集团入主有望整合新资源	5
1.2	汽车技术服务成为公司新增长点	6
1.3	公司技术服务业务已从重庆辐射至全国	8
2.	智能网联+风洞业务放量推动公司非强检业务快速发展	9
2.1	下游研发投入增加拉动非强检业务需求	9
2.2	政策推动公司智能网联业务快速发展	11
2.3	公司汽车风洞中心处于满产状态	13
2.4	公司氢能中心正式落地	15
3.	公司强制性检测业务有望受益于行业高景气度	16
3.1	新能源汽车增长带来强检市场新增量	16
3.2	公司强制性检测业务具有技术、平台、资质多重优势	18
4.	公司装备制造业务盈利能力有望改善	20
5.	盈利预测、估值与投资建议	22
6.	风险提示	26

图表目录

图 1:	公司成立于 1965 年, 2012 年登陆上交所	5
图 2:	公司控股股东于 2023 年 1 月变更为中检集团, 实际控制人仍是国资委	5
图 3:	公司业务伙伴涉及乘用车、商用车与汽车零部件厂商	6
图 4:	2017 至今技术服务业务收入实现快速增长	9
图 5:	2021 年技术服务业务占比突破 60%	9
图 6:	西南以外地区营业收入上升明显 (亿元)	9
图 7:	2021 年西南以外地区营收占比超 50%	9
图 8:	汽车检测分为质量监督检验和普通测试评价	10
图 9:	下游车企研发费用上升明显	10
图 10:	加快氢能发展是优化我国能源结构的趋势	15
图 11:	公司氢能检测服务布局全国	15
图 12:	公司氢能检测业务促进产业发展	15
图 13:	新能源汽车保有量上升明显	17
图 14:	新能源汽车公告车辆型号数量不断增加	17
图 15:	2021 年有 5932 款新上市车型	18
图 16:	公司覆盖认证、检测、技术研发等多项业务	18
图 17:	2018 年至 2022H1 装备制造汽车业务占比下滑	20
图 18:	2022H1 装备制造汽车业务营收占比低	20
图 19:	2022H1 装备制造汽车业务毛利占比低	21
图 20:	2022H1 公司装备制造汽车业务净利润下滑明显	21
图 21:	公司是环卫系统解决方案提供商	21
图 22:	公司积极拓展高毛利业务方向	21
图 23:	2022 年新能源专用车累计销量 29.2 万辆	21
图 24:	公司在环卫系列中拓展新能源方向	21

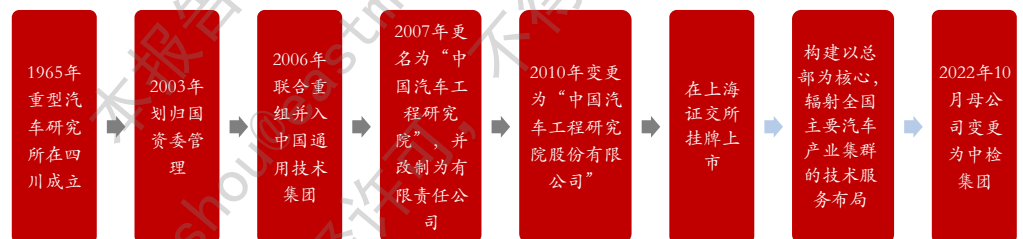
图 25: 公司近五年营收 CAGR 为 12.42%	22
图 26: 公司近五年归母净利润 CAGR 为 16.55%	22
图 27: 公司毛利率净利率稳步提升	22
图 28: 技术服务业务抬升公司整体毛利率	22
图 29: 2017 至今公司管理费用率呈上升态势	23
图 30: 2017 至今公司研发费用率呈上升态势	23
图 31: 2019 年至今公司固定资产小幅波动	23
图 32: 2019 年至今公司在建工程增长较快	23
图 33: 2019 年至今公司资产负债率稳中有降	24
图 34: 2018 年至今公司经营现金流稳中有升	24
表 1: 公司董事长为骨干技术人员和学科带头人	6
表 2: 股权激励增强公司管理层和核心骨干积极性	6
表 3: 公司主营业务分为汽车技术服务和装备制造业务两大板块	7
表 4: 公司建立多个子公司分业务进行布局	7
表 5: 公司产能不断扩张, 拥有 9 个国家级技术服务平台	8
表 6: 汽车零部件检测项目合计 588 项	11
表 7: 非强检市场规模达百亿级, 其中新能源车非强检市场规模占比 54%	11
表 8: 公司持续布局新能源及智能网联业务, 建设多个试验基地和检验中心	11
表 9: 国家密集出台智能网联相关政策法规及公告	12
表 10: 汽车风洞分为 AAWT 和 CWT	13
表 11: 公司环境风洞可模拟各种实际气候环境	13
表 12: 中国汽研汽车风洞实验室丰富了我国汽车空气动力学试验研究资源	13
表 13: 公司风洞业务收入预期	15
表 14: 公司氢能业务收入预期	16
表 15: 汽车检测行业有资质、技术、资本投入三大壁垒	16
表 16: 我国汽车产品检测需要满足强制性技术标准	16
表 17: 国内拥有强制性检测业务的机构共有 10 家	17
表 18: 公司拥有技术积淀优势, 平台资源优势和专业资质优势	19
表 19: 公司强制性检测产能不断提升	20
表 20: 公司营收测算汇总 (百万元)	24
表 21: 可比公司估值	25
表 22: 基本假设关键参数	26
表 23: FCFF 法估值表	26

1. 中检集团入主有望整合新资源

1.1 中检集团入主有望整合新资源

公司是一家具备汽车综合性检测业务的上市公司，具备资质优势及技术累积优势。公司成立于 1965 年，原为重庆重型汽车研究所，2001 年转制为科技型企业，2012 年在上交所上市。公司主营业务为汽车技术服务和装备制造，是我国汽车测试评价及质量监督检验技术服务的主要提供商，拥有深厚的背景和技术积淀。

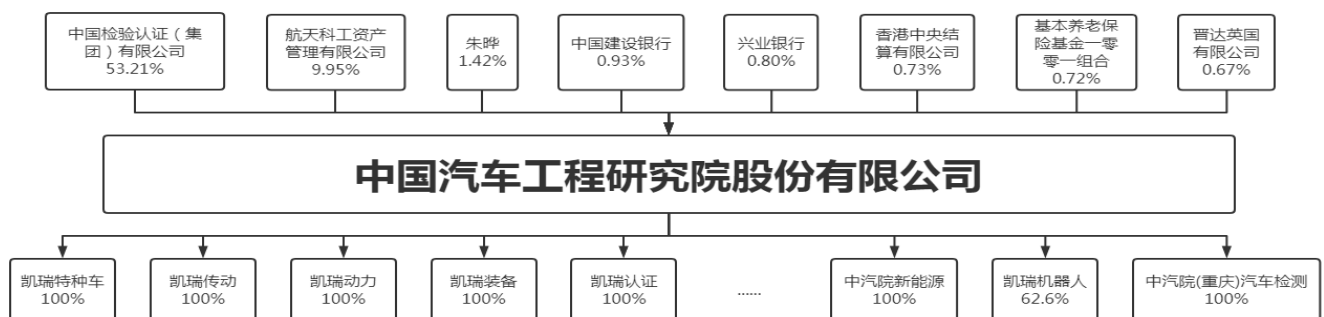
图 1：公司成立于 1965 年，2012 年登陆上交所



资料来源：公司官网，国联证券研究所

控股股东变更为中国中检，实控人仍为国资委。中国中检拥有 CCIC 和 CQC 两大品牌，设有检验公司、中国质量认证中心(CQC)、测试公司三大业务平台，整合后或为公司带来业绩增量。公司原控股股东为中国通用技术集团，2022 年 10 月，公司公告披露，中国中检将通过无偿划转方式取得通用技术集团及其一致行动人合计持有的公司 53.21%股份。中国中检与通用技术集团均为国务院国资委实际控制的企业，划转后公司实际控制人并未发生改变。

图 2：公司控股股东于 2023 年 1 月变更为中检集团，实际控制人仍是国资委



资料来源：Wind，国联证券研究所（数据截至 2023 年 1 月 16 日）

公司董事长万鑫铭博士为行业专家，具备丰富的技术研发背景；公司先后实施三期股权激励计划，提出归母净利润增长率不低于 2.42% 等要求，增强公司管理层和核心骨干积极性。公司现任董事长为万鑫铭工学博士，董事长历任重庆汽车研究所工程师、中国汽车工程研究院有限公司 CAE 工程中心主任、轻量化工程技术研究中心主任等职务，具备深厚的技术研发背景和经营管理经验。公司在 2018 年、2020 年和 2022 年先后实施三期股权激励方案，分别覆盖了 143 名、310 名和 459 名管理人员

以及核心骨干。公司的股权激励计划对未来三年的经营业绩提出要求，可以有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，提高公司经营效率。

表 1: 公司董事长为骨干技术人员和学科带头人

历任职务	社会职务
重庆汽车研究所工程师	中国汽车工程学会理事
中国汽车工程研究院有限公司 CAE 工程中心副主任、主任	重庆汽车工程学会副理事长
中国汽车工程研究院股份有限公司汽车产品研发中心主任	汽车轻量化技术创新战略联盟学术委员会委员
轻量化工程技术研究中心主任	汽车用钢开发与应用技术国家重点实验室(宝钢)学术委员会委员
北京中汽院科技有限公司北京分院总经理	国家电动车电控与安全工程技术研究中心专家委员会委员
国家机动车质量监督检验中心(重庆)主任	中国工程院战略咨询中心特聘专家
公司董事长兼任总经理	湖南大学、重庆大学兼职教授

资料来源：公司公告，国联证券研究所

表 2: 股权激励增强公司管理层和核心骨干积极性

	第一期	第二期	第三期
授予日期	2018.3.9	2020.5.19	2022.7.27
授予人数	143	310	459
股票数量	949.61 万股	2314 万股	2940 万股
授予价格	5.97 元/股	5.82 元/股	11.86 元/股
占股本比例	0.99%	2.96%	2.97%
授予条件	① 扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率不低于 7.19% ② 归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 2.42% ③ 主营业务收入占比不低于 90%		

资料来源：公司公告，国联证券研究所

公司拥有相对稳定的优质客户群，长安、江铃、奇瑞等均为公司下游客户，为公司业务长久发展夯实护城河。公司长期专注为汽车整车及零部件企业提供专业优质的研发测试服务，具有较高的行业影响力和市场知名度，与广大汽车整车及零部件企业建立了良好的合作关系。公司为长安、江铃、奇瑞、中国重汽、陕汽、上汽依维柯红岩、潍柴、玉柴等客户提供了长期优质的服务，获得了客户的信赖，拥有相对稳定的客户群和市场份额。

图 3: 公司业务伙伴涉及乘用车、商用车与汽车零部件厂商



资料来源：公司官网，国联证券研究所

1.2 汽车技术服务成为公司新增长点

公司主营业务可以划分为汽车技术服务和装备制造业务两大板块。公司的汽车技术服务分为整车及传统零部件开发和测评、新能源及智能网联汽车开发和测评和测试装备业务；装备制造业务板块主要划分为专用汽车改装与销售，汽车燃气系统及关键零部件以及轨道交通及专用汽车零部件。

表 3: 公司主营业务分为汽车技术服务和装备制造业务两大板块

中国汽研主营业务	
汽车技术服务	装备制造业务
整车及传统零部件开发和测评	专用汽车改装与销售
新能源及智能网联汽车开发和测评	汽车燃气系统及关键零部件
测试装备业务	轨道交通及专用汽车零部件

资料来源：公司官网，国联证券研究所

公司建立了多家子公司，对相关业务进行布局；其中汽车技术服务业务发展迅速，公司在江苏、重庆、北京、河南、广州等多地设立子公司，推动技术服务业务加速放量。公司根据业务布局，建立了多家子公司，涉及特种车改造、汽车销售、轨道交通及零部件、汽车技术服务及系统零部件、研究试验检测服务等。

表 4: 公司建立多个子公司分业务进行布局

	被参控公司名称	直接持股比例 (%)	总资产 (万元)	2022H1 营业收入 (万元)	2022H1 营收占比	2022H1 净利润 (万元)	主营业务
产业化制造业务	重庆凯瑞特种车有限公司	100.00	52,750.02	10,330.29	7.71%	-1,021.68	专业汽车改装与销售
	重庆凯瑞传动技术有限公司	100.00	53,587.57	2,388.34	1.78%	189.85	轨道交通及零部件
	重庆凯瑞动力科技有限公司	100.00	20,226.12	7,637.72	5.70%	985.41	燃气汽车技术服务及系统零部件
	重庆鼎辉汽车燃气系统有限公司	100.00	0.00	583.48	0.44%	-254.59	燃气汽车系统零部件
汽车技术服务业务	中汽院(江苏)汽车工程研究院有限公司	100.00	56,039.68	2,208.04	1.65%	614.14	试验检测服务
	中汽院汽车技术有限公司	100.00	11,476.56	2,308.10	1.72%	33.88	研究和试验发展
	中汽院新能源科技有限公司	100.00	2,016.55	14.01	0.01%	15.21	试验检测服务
	广东汽车检测中心有限公司	49.00	23,170.23	6,312.76	4.71%	2,856.59	试验检测服务
	中汽院智能网联科技有限公司	100.00	18,048.29	5,045.85	3.76%	498.71	研究和试验发展
	重庆西部汽车试验场管理有限公司	100.00	18,147.50	4,048.97	3.02%	375.21	试验检测服务
	中汽院智能网联汽车检测中心(湖南)有限公司	51.00	8,779.45	752.33	0.56%	193.75	研究和试验发展
	中汽院(重庆)汽车检测有限公司	100.00	26,047.15	14,454.21	10.78%	7,982.28	试验检测服务
	重庆凯瑞测试装备有限公司	100.00	29,023.84	8,405.11	6.27%	869.78	试验设备
	河南凯瑞车辆检测认证中	51.00	6,027.71	2,343.17	1.75%	236.69	试验检测服务

	心有限公司						
	重庆凯瑞质量检测认证中心有限责任公司	100.00	2,074.43	510.24	0.38%	155.01	试验检测服务
	北京中汽院科技有限公司	100.00	241.29	148.55	0.11%	6.25	研究和试验发展
机器人技术服务业务	重庆凯瑞机器人技术有限公司	62.60	29,800.09	484.25	0.36%	-304.36	机器人检测认证服务
汽车创业服务业务	重庆智能网联汽车科技创业孵化有限公司	80.00	5,270.41	25.88	0.02%	0.12	创业空间服务

资料来源: Wind, 公司公告, 国联证券研究所

1.3 公司技术服务业务已从重庆辐射至全国

公司已拥有 9 个国家级、19 个省市级重点实验室、技术中心或检测中心。依托这些核心能力平台, 公司深入推进技术服务业务战略布局和资源整合。公司的国家智能网联汽车质量检验检测中心正在建设中, 国家氢能动力质量监督检验中心于 2023 年 1 月 9 日正式落成。

表 5: 公司产能不断扩张, 拥有 9 个国家级技术服务平台

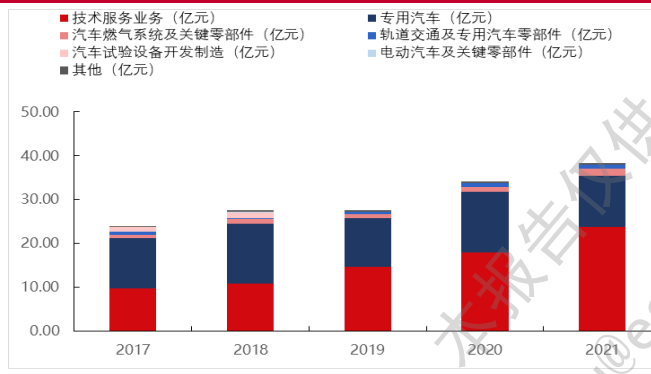
名称	介绍	名称	介绍
国家燃气汽车工程技术研究中心	汽车行业首个国家级工程中心, 主要着力于研发并推广应用燃气汽车, 如 CNG, LNG, LPG 以及其他相关的代用燃料汽车。	国家机动车质量监督检验中心(重庆)	综合类检测机构, 业务涵盖 EMC 检测、整车排放检测、发动机排放检测、零部件检测、底盘检测、汽车安全检测等
汽车噪声振动和安全技术国家重点实验室	围绕汽车噪声振动和安全技术领域的发展趋势, 着重在 NVH 技术、主被动安全技术、智能安全技术三个研究方向开展工作	国家机动车质量监督检验中心(广东)	以汽车整车、发动机及零部件的强制性检验项目为主的汽车质检中心
替代燃料汽车国家地方联合实验室	综合实力国内一流的替代燃料汽车测试、研发中心	国家氢能动力质量监督检验中心(筹)	规划建设氢源实验室、燃料电池实验室、氢能产品实验室、测试技术研究实验室及相应配套设施, 已于 2023 年 1 月建成
国家智能清洁能源汽车质量监督检验中心	河南省首个国家级汽车检测中心, 集智能清洁能源汽车第三方检测服务平台、技术与产品开发服务平台为一体	国家智能网联汽车质量检验检测中心(湖南)(筹)	为智能网联汽车产业相关企业提供全流程智能网联测试检验和研发验证服务
国家机器人检测与评定中心(重庆)	致力于机器人检测与评定, 已获准 CNAS 实验室认可, 实现检测认证一体化	---	---

资料来源: 公司公告, 汽车测试网, 国联证券研究所

2017-2021 年, 公司技术服务业务营收稳定增长, 从 9.81 亿元上升至 23.78 亿元, CAGR 为 24.78%, 其中传统技术服务产品营收 20.96 亿元, 物联网行业营收

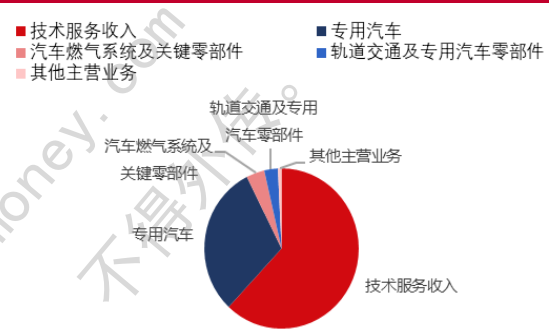
2.82 亿元，2021 年公司技术服务业务在主营业务收入占比突破 60%。受市场环境和下游需求变化影响，公司装备制造业务波动性较大，营收从 13.99 亿元上升至 14.28 亿元，CAGR 仅为 0.51%。2021 年公司技术服务业务/装备制造业务/其他业务分别实现营收 23.78/14.28/0.29 亿元，占公司业务比例分别为 62.01%/37.24%/0.76%，技术服务业务在公司主营业务收入占比首次突破 60%。

图 4：2017 至今技术服务业务收入实现快速增长



资料来源：Wind，国联证券研究所

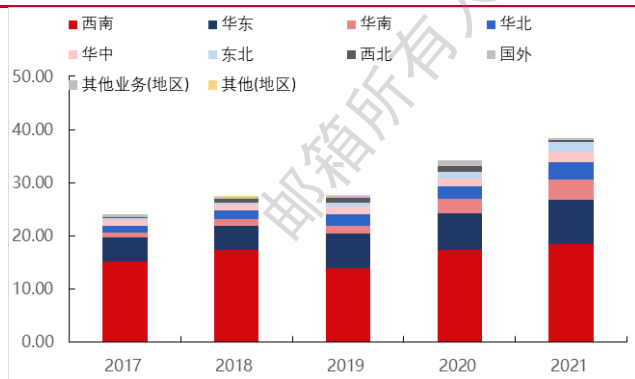
图 5：2021 年技术服务业务占比突破 60%



资料来源：Wind，国联证券研究所

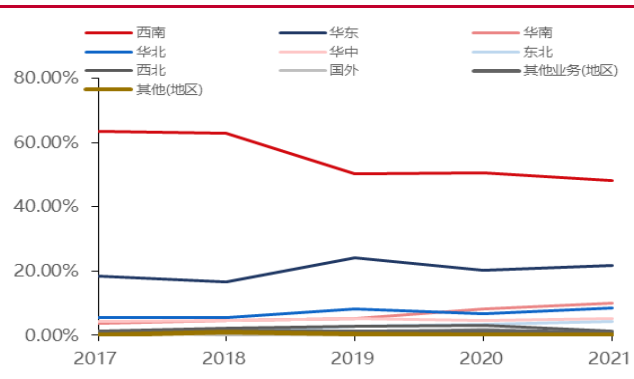
公司以重庆为核心，构建辐射全国的技术服务布局，优化推进西南以外地区业务发展，2021 年西南以外地区营收占比超 50%。公司着力构建以重庆本部为中心，覆盖全国主要汽车产业集群的测试研发技术服务能力。随着公司全国化业务布局逐步落地，公司在西南地区销售占比下降，由 2017 年的 63.42% 下降至 2021 年的 48.08%，华东、华南等地销售占比上升明显。

图 6：西南以外地区营业收入上升明显 (亿元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 7：2021 年西南以外地区营收占比超 50%



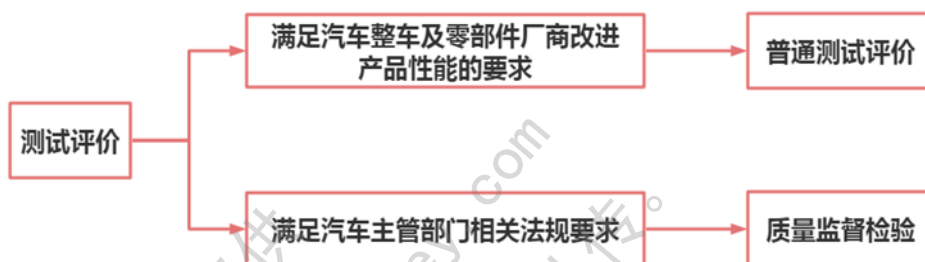
资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 智能网联+风洞业务放量推动公司非强检业务快速发展

2.1. 下游研发投入增加拉动非强检业务需求

汽车检测业务分为质量监督检验（强制性测试评价）和普通测试评价（非强制性测试评价）。质量监督检验主要是指按照政府监管部门相关法规要求而进行的强制性测试评价，汽车厂商在其开发的车型相关技术指标达到基本要求后，再按照国家的汽车产品管理要求，将产品交给具有资质的第三方独立检测机构测试，在获得相关的产品合格检测报告后，才能批量生产；普通测试评价业务主要是指除了满足政府监管部门要求的质量监督检验以外，汽车企业为了产品研发、改进、验证和供应商质量管理等要求而进行的测试评价。

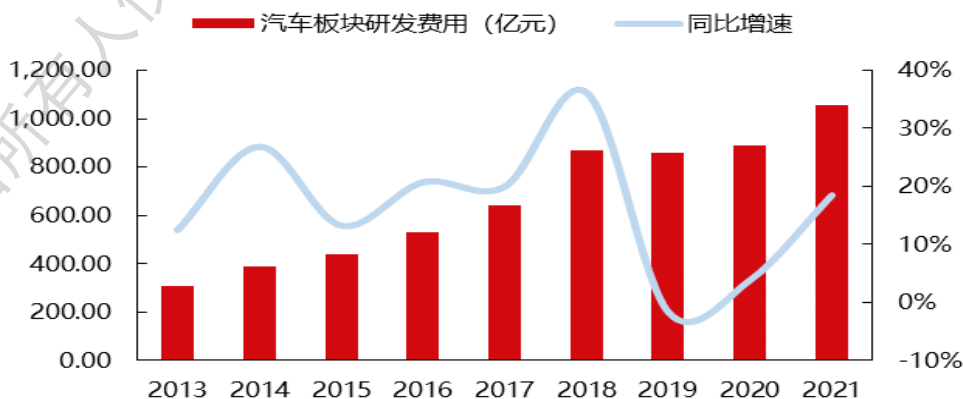
图 8：汽车检测分为质量监督检验和普通测试评价



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

下游车企研发费用上升明显，推动非强制性检测行业发展。2016-2021年，我国A股上市公司中的汽车企业合计研发费用由532.87亿元增长到1055.20亿元，CAGR为14.64%，随着国内汽车企业不断成长，汽车非强制性检测行业的需求有望逐步增加。随着我国汽车行业发展水平的逐年提高，市场竞争的日趋激烈，各厂商已经不能局限于使自身产品满足国家强制性指标要求，而需要通过不断的研究开发，提高自身产品的性能指标，保持产品的竞争力。未来，对自主研发的不断重视，我们认为国内汽车企业将持续加大研发投入，汽车非强制性检测行业的需求有望逐步增加。

图 9：下游车企研发费用上升明显



资料来源：Wind，国联证券研究所

利用非强制性检测市场规模=汽车公告车型数量*单车检测项目数量*平均项目检测价格，计算得出2021年国内汽车非强检市场规模为211.50亿元，其中新能源车非强检市场规模为113.35亿元。考虑到新车公告需通过项目检测，所以公告车型数量 and 市场规模呈正相关。2021年，我国汽车合计公告8395个型号，其中新能源车3213个、燃油车5182个。单车零部件检测包括动力总成试验、底盘试验、车身试验等5类，具体项目合计588项。燃油车平均项目检测价格约为4000元，考虑到汽车电子检测项目仅占总项目30%，故假设新能源车检测业务平均价格较燃油车上浮50%，估计新能源车平均项目检测价格约为6000元。计算得出国内汽车非强检市场规模为211.50亿元，其中新能源车非强检市场规模为113.35亿元。

表 6: 汽车零部件检测项目合计 588 项

零部件检测项目	具体部件	合计
动力总成试验	机油滤清器、干式空气滤清器、多楔带、V带、同步带、燃油箱、变速器总成	113
底盘试验	轿车轮胎、载重轮胎、制动软管、车轮、半轴、传动轴总成、驱动桥、前轴、转向器总成、动力转向油泵、真空助力器、制动钳、液压制动主缸、液压制动轮缸、液压感载比例阀	175
车身试验	门锁、门铰链、滑动门系统	21
内外饰试验	座椅、座椅头枕、安全带安装固定点、内饰材料、倒车灯、前照灯、转向信号灯、前位灯、后位灯、前后雾灯、驻车灯、侧标志灯、后牌照板照明装置、灯泡、回复反射器、三角警告牌、电气设备、仪表、滑动门系统、开关、转向管柱上组合开关、带点火开关转向锁、翘板式开关、车灯开关、仪表灯开关、电源总开关、点火开关、洗涤电动机、刮水电动机、暖风电动机、电动玻璃升降器、点烟器	109
电子电气试验		170
合计	588	

资料来源：工信部，公安部，国联证券研究所整理

表 7: 非强检市场规模达百亿级，其中新能源车非强检市场规模占比 54%

	汽车公告型号数量（个）	平均项目检测价格（元）	非强检市场规模（亿元）
燃油车	5182	4000	98.14
新能源车	3213	6000	113.35
合计	8395	—	211.50

资料来源：工信部，罗兰贝格研究，国联证券测算。非强制性检测市场规模=汽车公告车型数量*单车检测项目数量*平均项目检测价格，其中单车检测项目共 588 项。考虑汽车电子检测项目仅占总项目 30%，故假设新能源车检测业务平均价格较燃油车上浮 50%。

2.2. 政策推动公司智能网联业务快速发展

公司在新能源及智能网联业务上布局领先行业，拥有多个相关国家级创新平台，2021 年，公司在苏州高新区布局建设中国汽研华东区域总部，规划占地面积约 122 亩，预计 2024 年上半年投入运营。该项目布局规划了新能源、智能网联、电子通信与软件、特色零部件与材料测试四大研发中心，以及新能源大数据、汽车后市场运营、智能网联汽车人才教育、工业互联网四大平台。公司提供智能汽车整车测试评价服务、智能汽车功能安全与预期功能安全技术服务两大技术服务及智能汽车虚拟场景库与仿真系统综合解决方案、车路协同车联网整体综合解决方案、智能汽车测试装备解决方案三大解决方案，建设多个试验基地和检验中心。

表 8: 公司持续布局新能源及智能网联业务，建设多个试验基地和检验中心

名称	地点	投资	建设内容	功能定位	建设进度
智能网联汽车试验基地	重庆	5.38 亿	智能信号控制系统、V2X 通信系统、智能路灯控制系统、可升降限高设备、智能汽车测试道	传统汽车和智能网联汽车测试及评价	2019 年 12 月完工并投入使用

国家智能清洁能源汽车质量监督检验中心	河南	4.7 亿	汽车试验场地、整车试验室、排放试验室、EMC 试验室、安全试验室、部件试验室	常规车辆、营运车辆、清洁能源汽车和智能网联汽车测试及评价	2020 年 11 月完工并投入使用
国家氢能动力质量监督检验中心	重庆	5 亿	整车试验室、动力总成试验室、燃料电池试验室、氢能辅件试验室、电池电机试验室	氢能源及燃料电池实验研究	2023 年 1 月完工并投入试运营
国家智能网联汽车质量检验检测中心	湖南	/	/	自动驾驶整车及零部件测试、V2X 网联通讯测试、自动驾驶仿真测试	2021 年 1 月 29 日获批筹建，建设周期预计 1.5~2 年
中国汽研华东总部基地	苏州	23.82 亿	新能源汽车测试研发实验室、电子通信与软件测试研发实验室、零部件军品赛用品测试研发实验室、汽车性能测试研发实验室	为汽车零部件、整车企业提供从高精度元器件、关键零部件、系统到整车级的汽车全产业链测试服务	2022 年 8 月 19 日正式开工建设，项目整体建设周期预计 3 年

资料来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

新能源汽车、智能网联汽车发展，推动汽车检测市场需求提升。2022 年以来，国家和地方政府密集出台智能网联相关政策法规及公告，各地智能网联汽车商业化示范发展进入实操阶段。中国汽研智能网联业务起步较早，所拥有试验场资源均具备智能网联汽车的测试评价能力。公司围绕智能网联测评，拥有 IVISTA 品牌优势，可提供贯通测试评价、整车装备和数据仿真的全套工具链开发和整体市场推广，预计未来公司在智能汽车测试评价及虚拟仿真业务方面能够快速增长。

表 9：国家密集出台智能网联相关政策法规及公告

颁布部门	文件名称	内容
工信部	《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）（2022 年版）》（征求意见稿）	到 2025 年，系统形成能够支撑组合驾驶辅助和自动驾驶通用功能的智能网联汽车标准体系。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、高性能计算芯片及数据应用等标准，并贯穿功能安全、预期功能安全、网络安全和数据安全等安全标准，满足智能网联汽车技术、产业发展和政府管理对标准化的需求。
工信部、公安部	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知（征求意见稿）》	通过开展试点工作，在保障安全的前提下，促进智能网联汽车产品的功能、性能提升和产业生态的迭代优化。基于试点实证积累管理经验，支撑相关法律法规、技术标准制修订，推进健全完善智能网联汽车生产准入管理体系和道路交通安全管理体系。
工信部	《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》	2025 年新能源汽车占汽车总销量的 20%、氢燃料电池汽车保有量 10 万辆，智能网联汽车 PA/CA 汽车占销量的 50%，C-V2X 新车装配率 50%，高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用；到 2035 年新能源汽车占汽车总销量的 50% 以上，氢燃料电池汽车保有量 100 万辆。
国家发改委、工信部、科技部等 11 部委	《智能汽车创新发展战略》	到 2025 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业动态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成。智能交通系统和智慧城市相关基础设施取得积极进展，LTE-V2X 无线通信网络实现区域覆盖，5G-V2X 新一代车用无线通信网络在部分城市、高速公路逐步开展应用。

工信部

 《车联网（智能网联汽车）
 产业发展行动计划》

第一阶段，到 2020 年，将实现车联网（智能网联汽车）产业跨行业融合取得突破，具备高级别自动驾驶功能的智能网联汽车实现特定场景规模应用，车联网用户渗透率达到 30% 以上，智能道路基础设施水平明显提升。第二阶段，2020 年后，技术创新、标准体系、基础设施、应用服务和安全保障体系将全面建成，高级别自动驾驶功能的智能网联汽车和 5G-V2X 逐步实现规模化商业应用，“人-车-路-云”实现高度协同，人民群众日益增长的美好生活需求得到更好满足。

资料来源：各政府部门官网，国联证券研究所整理

2.3. 公司汽车风洞中心处于满产状态

中国汽研汽车风洞中心拥有全尺寸汽车空气动力学—声学风洞（AAWT）、汽车环境风洞（CWT），汽车风洞是汽车研发必要的基础设施之一，随着新能源汽车放量，汽车更新迭代速度加快，续航里程、百米加速、风阻系数等都变成车企竞争的方向，增加了以汽车风洞为代表的汽车研究服务的需求。

表 10: 汽车风洞分为 AAWT 和 CWT

类型	测试内容	目的
气动-声学整车风洞 (AAWT)	车辆气动力性能测试、气动声学测试和低噪声优化设计	优化造型，提高车辆行驶安全性和操纵稳定性、控制车辆内外空气动力噪声
环境风洞 (CWT)	车辆热力学测试、热环境、热保护、热安全性评估	发动机冷却、热安全、热保护及空调系统的优化

资料来源：汽车测试网，国联证券研究所

表 11: 公司环境风洞可模拟各种实际气候环境

整车隔热性能试验	空调除霜除雾试验	电动车低温续航里程试验
整车热平衡试验	空调冷媒标定试验	电动车常温续航里程试验
热害试验	燃油车冷启动试验	滑行试验
空调采暖试验	新能源汽车冷启动试验	空调抗结霜试验
空调降温试验	电动车高低温充放电试验	其他环境舱试验

资料来源：中国汽研艾迪汽车网，国联证券研究所

中国汽研汽车风洞的建成，有效弥补了我国汽车空气动力学试验研究资源不足的问题。风洞实验室在我国属于稀缺资源，随着汽车节能环保法规日益严格，以及消费者对汽车舒适性、安全性、可靠性的要求不断提高，汽车空气动力学、气动声学以及热力学成为汽车技术发展的热点。中国汽研汽车风洞中心是具有国际一流水准、配套齐全的汽车测试研发基地，并且配备了高低温环境仓、五轴联动数控加工中心和 1200 核高性能仿真计算平台，形成了先进的汽车空气动力学、热力学、风噪性能开发标准体系。

表 12: 中国汽研汽车风洞试验室丰富了我国汽车空气动力学试验研究资源

类型	名称	时间	数量	参数
空气动力学-声学风洞	上海地面交通工具风洞中心	2009 年	1	气动声学风洞喷口面积为 27 m ² ，收缩比 6，试验段长度 15m，风机直径 8.5m，风机总功率 4125 千瓦，最大风速 250km/h，在风速 160km/h 时，背景噪声为 61dB(A)
	中国汽研	2019 年	1	气动-声学风洞喷口面积 28 m ² ，最高风速 250km/h，在 140km/h 下背景噪声为 58dB(A)，测试段温度稳定在 25℃ ± 2℃，配备有国内首台移动测量系统，国内最先进

	中汽中心	2020年	1	气动声学风洞实验室喷口面积 28 m ² , 喷口高 4.3m, 宽 6.7m, 压缩比 6.5; 试验段长度(喷口到收集口)16m, 驻室长 25.5m, 宽 21m, 高 14m, 最大风速 250km/h
环境风洞	上海地面交通工具风洞中心	2009年	1	环境风洞喷口面积为 14 m ² /7 m ² , 最大风速为 200km/h, 温度控制范围-20~55℃ 湿度控制范围 5%~95%, 光暖范围 300~1200W/m ²
	上海泛亚技术中心	2012年	1	风洞喷口面积 6.75 m ² , 最高风速为 250km/h, 温度控制范围-40~50℃, 温度转换率为 0.6℃/min, 湿度控制范围 5%~95%, 光照范围 600~1200W/m ²
	一汽集团	2012年	2	两座风洞最大风速可达 250km/h, 主喷口尺寸为 10.7 m ² , 可换喷口尺寸为 6.9 m ² , 光照模拟范围 300~1200W/m ² ; 温度范围分别为-30~60℃和 10~60℃
	电装上海技术中心	2014年	1	采用 2/3.7 风口, 风速 160/110km/h, 温度范围-30~50℃, 湿度范围 30%~80%, 四驱测功机, 无雨雪模拟
	上汽集团	2015年	1	该风洞喷口尺寸 7/5 m ² , 试验段长 20m, 宽 12m, 高 6.3m, 最大风速 250/200km/h, 温度模拟范围-40~60℃, 湿度模拟范围 5%~95%, 光照模拟范围 0~1200W/m ² (兼备日升日落模拟), 具备降雨/降雪等天气模拟功能, 能够涵盖全球 80%以上陆地的极端天气条件
	长城汽车	2015年	1	风洞主喷口面积 8 m ² , 可变喷口 6.4 m ² , 最高风速 250km/h, 驻室长 27m, 宽 13.5m, 高 8m, 具备 2 个高、低温浸车间和 2 个车辆准备间, 占地约 4000 m ² , 可开展热管理、空调系统、阳光、雨雪模拟试验
	天津三电汽车空调	2017年	1	采用立式回流型结构, 最大风口面积 7 m ² , 最高风速为 250km/h, 可满足-40℃~60℃的全范围温度模拟及 5%~95%的相对湿度控制, 全光谱日照辐射模拟, 可在 300~1200W/m ² 的范围内调节。模拟并采集车辆在各种复杂环境工况、雨雪天气、阳光照射、极限温湿度、高温热路面等条件下的详细数据
	松芝股份	2018年	1	提供温度-30~60℃、湿度 5~95%RH、日照强度 450~1150W/m ² 的模拟环境, 最高风速 160km/h; 可按照国标和主机厂企标, 对两驱/四驱车辆进行各种典型道路模拟工况下的整车热管理系统试验
	中国汽研	2019年	1	环境风洞喷口面积为 6.4 m ² /8 m ² /12 m ² , 最高风速为 200/180/100km/h, 满足从轿车到重卡级别的环境风洞测试。温度控制范围-40℃~60℃, 湿度范围 5%~95%RH, 光照强度 500~1200W/m ² , 配备有 4 驱 4 电机底盘测功机, 转鼓直径 1905mm, 同时配备雨雪模拟系统, 可实现不同要求的雨雪环境模拟
	中汽中心	2020年	1	采用卧式回流结构设计, 能够模拟车辆行驶的自然环境, 包括温度 (-40℃~+60℃)、湿度 (5%~95%RH)、日照模拟 (300~1200W/m ² , 乌云和隧道模拟)、气流 (边界层小于 4mm、气流不均匀性小于 0.4%等)、降雨和降雪等, 集成了道路载荷模拟 (75 英寸四驱四电机转鼓)、热路模拟 (20℃~80℃)、废气排放及新风供给等功能

资料来源: 各公司官网, 国联证券研究所整理

根据公司项目可行书, 风洞项目建成后达到正常经营年度(2019年), 预计可实现年收入 1.16 亿元, 利润总额 5260 万元。目前公司风洞业务需求旺盛, 根据公司公告, 2020 年下半年开始, 公司风洞业务步入正轨并且业务量已达饱和; 2021 年公司风洞实验室基本处于满负荷状态; 2022 年以来公司风洞业务量同比持续提升。因此我们认为 2022 年以来, 公司风洞业务已处于满产状态, 我们预计每年为公司带来约 1.6 亿元收入, 且未来三年将持续保持。

表 13: 公司风洞业务收入预期

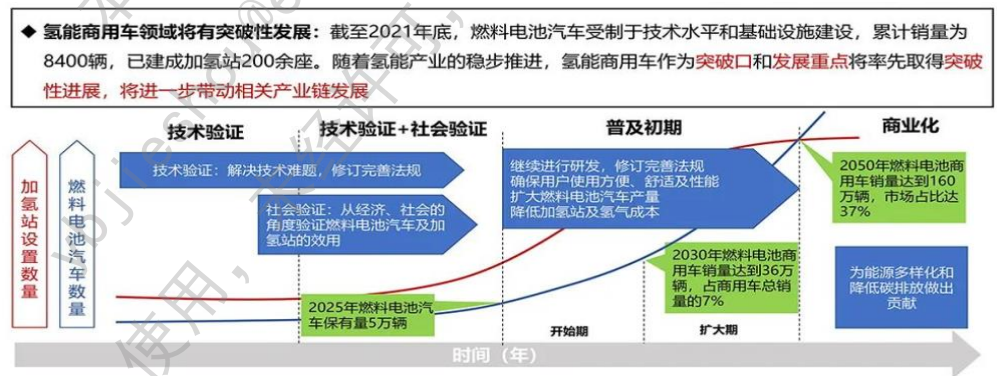
时间	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入(亿元)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
YoY	/	/	/	/	/

资料来源:公司公告,国联证券研究所整理

2.4.公司氢能中心正式落地

氢燃料电池车是未来新能源汽车发展的重要方向,2022年3月,国家发改委、国家能源局联合印发《氢能产业发展中长期规划(2021-2035年)》,提出到2025年氢燃料电池车辆保有量约5万辆。氢能是优质高效、清洁可再生能源,加快氢能发展是优化我国能源结构,推动能源结构向清洁、低碳转型升级的趋势。

图 10: 加快氢能发展是优化我国能源结构的趋势



资料来源:《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》,国联证券研究所

中国汽研的国家氢能中心将有效填补我国国家级氢能检测机构的空白,其于2023年1月已正式落地,有望带来业绩新增量。为提高全国氢能技术测试评价与研发能力,填补国内氢能国家级检测平台缺口,中国汽研筹建了首个国家氢能动力质量检验检测中心,根据公司公众号,公司的国家氢能动力质检中心已于2023年1月正式落地,未来有望为公司带来新的业绩增量。

图 11: 公司氢能检测服务布局全国



资料来源:中国汽研公众号,国联证券研究所

图 12: 公司氢能检测业务促进产业发展



资料来源:中国汽研公众号,国联证券研究所

根据公司公告,2023年1月公司氢能实验室已正式落地,我们预计氢能实验室将在1-2年内达到满产状态,根据公司可研预测,项目满产后可贡献年收入约为1亿

元,因此我们预计 2022-2025 公司氢能实验室能给公司带来收入分别为 0/0.5/1.0/1.0 亿元。

表 14: 公司氢能业务收入预期

时间	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
收入 (亿元)	0	0	0.5	1	1
YoY	/	/	/	100%	/

资料来源:公司公告,国联证券研究所整理

3. 公司强制性检测业务有望受益于行业高景气度

3.1. 新能源汽车增长带来强检市场新增量

汽车测试评价属于技术密集型、资金密集型和**国家授权经营行业**,行业有**资质、技术、资本投入三大壁垒**。汽车测试评价需要有高技术素质的员工队伍、完善的试验设备设施、试验分析软件以及丰富的经验积累。同时,国家对专项的试验检测业务进行行政授权管理,未经授权不能从事相关的检测服务业务。因此,汽车测试评价业务具有较高的进入壁垒。

表 15: 汽车检测行业有资质、技术、资本投入三大壁垒

资质壁垒	需部门核准: 从事产品测试评价业务须获得政府行业主管部门核准
	需委员会认可: 实验室还须获得中国合格评定国家认可委员会认可
技术壁垒	技术要求高: 汽车产品涉及的零部件较多,技术涉及面广,同时测试评价的内容较为丰富,对很多专项技术的要求高
	技术革新快: 先进的技术工艺不断被应用到汽车测试服务领域,产生了新的技术标准和检测方法
资本投入壁垒	前期投入大: 机构需要一次性投入建立专业试验室,购买汽车检测仪器检测设备
	设备更新快: 检测机构需要不断投入,更新检测设备

资料来源:公司招股说明书,国联证券研究所

我国汽车生产企业和产品实行准入管理制度,机动车产品须满足我国的强制性标准等相关要求才准予生产销售和上牌使用。汽车入市需满足国家强制性标准,即:工信部的“车辆生产企业及产品公告”管理制度、国家质监总局(国家认监委)的“中国强制性产品认证(CCC)”、环保部的“机动车环保公告”管理制度、交通部的“道路运输车辆燃料消耗量达标车型的公告”管理制度等。

表 16: 我国汽车产品检测需要满足强制性技术标准

主要监管部门	对应管理文件	强制性标准文件
认监委	《机动车辆类汽车产品强制性认证实施规则》	《国家级检测机构汽车强制性检验项目检验能力汇总表》
工信部	《车辆生产企业及产品公告》	《国家级检测机构汽车强制性检验项目检验能力汇总表》
环保部	《车辆产品环保目录》	《国家级检测机构汽车强制性检验项目检验能力汇总表》
交通部	《道路运输车辆燃料消耗量达标车型的公告》	《营运客车燃料消耗量限值及测量方法》、《营运货车燃料消耗量限值及测量方法》

资料来源:公司招股说明书,国联证券研究所整理

强制性检测是由政府通过法律法规规定必须定期参加的检测。强制性检测主要受监管驱动,随着汽车新科技的不断升级,国家和各检察机关对汽车检测技术和设备

性能提出了更高要求。我国汽车产品的测试评价业务集中度较高，强制检测行业竞争格局稳定，国内拥有强制性检测业务的机构共有 10 家；其中综合性的 6 家、专业性的 4 家。由于汽车产品强制性检验直接关系到消费者的生命安全，因此国家对能够进行强制性检验的机构实行较为严格的认证制度，目前只有通过认证并获得授权的检测机构可以从事相关检测业务。

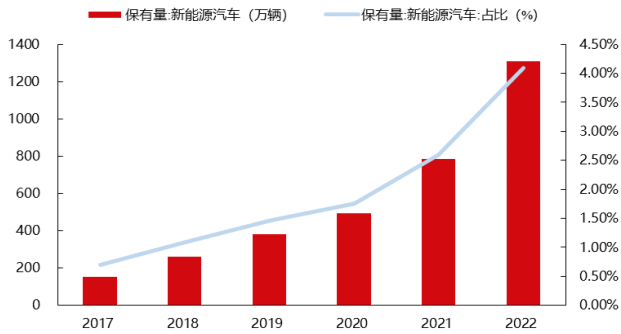
表 17: 国内拥有强制性检测业务的机构共有 10 家

机构名称	成立时间	授权范围
国家汽车质量监督检验中心-长春	1953 年	全面授权
国家机动车质量监督检验中心-重庆	1965 年	全面授权
国家轿车质量监督检验中心-天津	1985 年	全面授权
国家汽车质量监督检验中心-襄阳	1995 年	全面授权
国家客车质量监督检验中心-重庆	2003 年	全面授权
国家机动车产品质量监督检验中心-上海	2004 年	全面授权
国家消防设备质量监督检验中心	1987 年	部分授权，只针对消防车辆检测
国家工程机械质量监督检验中心	1987 年	部分授权，只针对工程车辆检测
汽车质量监督检验中心-北京	2017 年	部分授权，只针对新能源车辆检测
国家智能商用车质量监督检验中心	2019 年	部分授权，只针对商用车辆检测

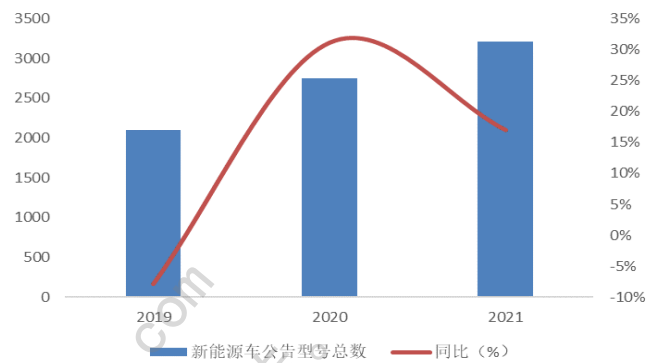
资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所整理

新能源车迭代升级和电动化、智能化趋势推动检测需求提升。根据工信部公告，2021 年新能源汽车合计公告 3213 个新车型号，同比增长 17%；其中，新能源乘用车、客车、专用车公告车型分别为 640 个、630 个、1943 个，同比增速分别为+37%、-25%、+34%。2019-2021 新能源汽车公告数量由 2095 个增长至 3213 个，CAGR 为 23.8%。当前汽车研发新车型推出周期较以往大大缩短，预计未来新能源汽车行业车型迭代竞争会更加激烈。新能源车型检测单价将比传统燃油车型高，并且全新新能源车型需要进行完整的检测。在国家“双碳”战略加持下，随着新能源汽车市场相关基础设施建设政策的逐步完善，有望为汽车检测行业带来发展新动能。

图 13: 新能源汽车保有量上升明显
图 14: 新能源汽车公告车辆型号数量不断增加



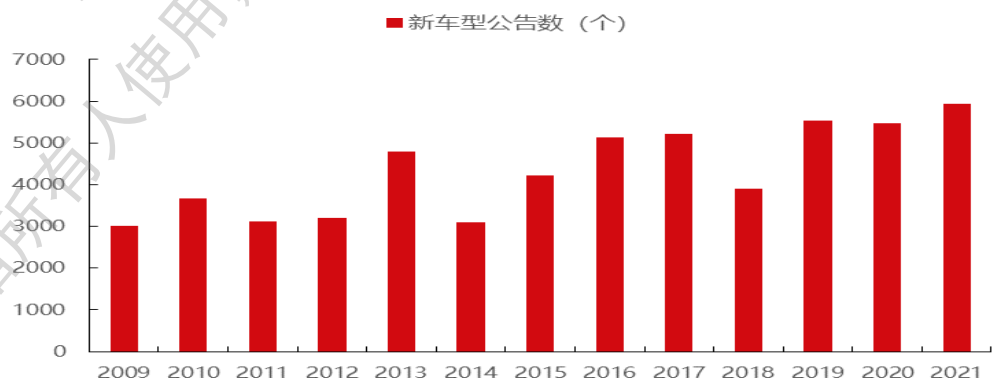
资料来源: Wind, 国联证券研究所



资料来源: 工信部, 高工锂电, 国联证券研究所

根据乘用车新车型公告数*乘用车检测单价+商用车新车型公告数*商用车检测单价, 我们测算 2021 年国内汽车强制性检测市场规模约为 74 亿。根据中汽股份招股说明书, 工信部装备中心的《道路机动车辆生产企业及产品》统计数据显示, 2009 年在国内有 3023 款新上市车型, 2021 年增长至 5932 款新上市车型(不包括改款车型)。新车型分为乘用车和商用车, 商用车的单车检测价值量约为 100 万左右, 乘用车的单车检测价值量约为 200 万左右, 我们按乘用车:商用车=1:3 的比例计算, 2021 年国内汽车强制性检测市场空间约为 74 亿。

图 15: 2021 年有 5932 款新上市车型

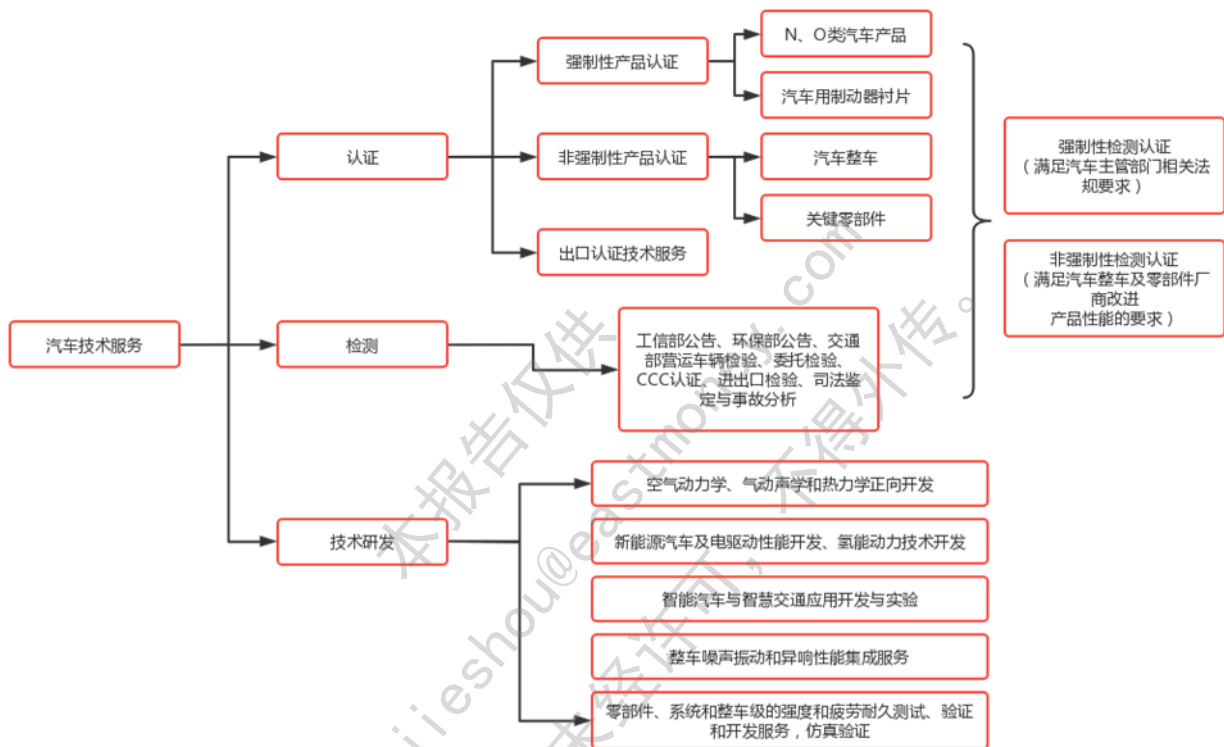


资料来源: 中汽股份招股说明书, 国联证券研究所

3.2. 公司强制性检测业务具有技术、平台、资质多重优势

公司强制性检测业务覆盖广泛, 公司聚焦于开展汽车及相关产品技术研发、测试评价、产品认证、软件工具、试验装备及技术咨询等业务, 主要为客户提供行业发展规划、法规标准研究、行业管理等技术支持和服务。提供基于政府服务及特有行业数据源的政府智囊、指数、软件数据、品牌推广等多元数据服务。

图 16: 公司覆盖认证、检测、技术研发等多项业务



资料来源：公司招股说明书，公司公告，公司官网，国联证券研究所

公司拥有技术积淀优势，在 6 家同行中最先布局新能源及智能网联业务；公司具有平台资源优势，现拥有 9 个国家级、19 个省市级重点实验室、技术中心或检测中心；公司具有专业资质优势，获得诸多政府机构授权。公司拥有技术积淀优势，发展历史最悠久；公司有平台资源优势，在建产能充足；公司拥有专业资质优势，是诸多政府机构授权的汽车产品检测机构依托单位。

表 18: 公司拥有技术积淀优势，平台资源优势和专业资质优势

技术积淀优势	<p>发展历史长：6 家同行中公司发展历史最悠久，拥有雄厚技术积淀</p> <p>技术投入早：公司在同行中最早布局新能源及智能网联业务</p>
平台资源优势	<p>现有平台多：公司拥有 9 个国家级、19 个省市级重点实验室、技术中心或检测中心</p> <p>在建产能足：公司氢能中心已于 2023 年 1 月建成，华东区域总部预计 2024 年上半年建成</p>
专业资质优势	<p>检测资质全：公司拥有健全的汽车检验检测资质和中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可的实验室</p> <p>公司是国家质量监督检验检疫总局“国家机动车质量监督检验检测中心”、</p> <p>官方认可足：工业和信息化部“汽车新产品申报公告检测机构”、</p> <p>环境保护部“机动车排气污染国家级检测单位”、</p> <p>国家认证认可监督管理委员会“汽车产品强制性认证检测机构”</p>

资料来源：公司公告，公司官网，国联证券研究所

公司积极拓宽强制性检测业务类型，检测业务结构逐渐优化；同时公司产能不断提升，为检测业务发展奠定坚实基础。公司积极拓宽强制性检测业务类型，积极开拓出口认证、非道路移动机械“国四”排放标准等相关业务，积极推进技术服务战略布局和资源整合，形成本地化、一站式和一体化的汽车技术服务能力。

表 19: 公司强制性检测产能不断提升

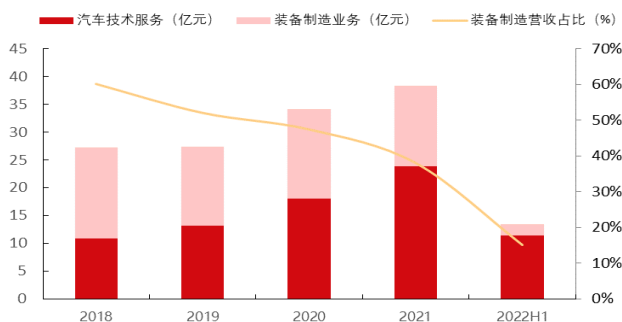
名称	投资额	建设期	项目建设内容	预期
中国汽研大足汽车综合性能试验道项目	5.38 亿	26 个月	项目建设将补齐公司试验场地资质资源短板, 为客户提供试验室和道路试验“一站式”服务。项目的建设有利于中国汽研进一步提高汽车技术研发及测试评价的能力和水平。	项目实施完成后, 预计 2021 年达到满负荷运行, 具有较好的投资回报。
汽车技术研发与测试基地建设	11 亿	36 个月	新建汽车振动噪声和安全技术国家重点实验室、EMC 试验室、发动机环境模拟排放试验室, 改扩建汽车产品研发中心、国家燃气汽车工程技术研究中心、电动汽车工程技术研究中心、汽车电子技术研发中心、柴油机技术研发中心、轨道交通关键零部件制造中心, 改造升级整车及零部件试验室、节能与排放试验室等。	预计可新增业务收入 48000 万元, 利润总额 19920 万元。
汽车技术研发与测试基地建设能力提升项目	3.62 亿	—	新增汽车产品研发、动力总成技术研发、电动汽车技术研发等试验研究设备和汽车轻量化国家重点实验室建设, 提升汽车产品研发、电动汽车和汽车轻量化等技术研发的能力; 更新改造和补充完善汽车部件试验研究部制动、传动、转向、悬架、车身附件等试验室设备设施, 提升完善零部件测试评价能力; 新增汽车电子稳定系统测试评价能力, 更新和新增汽车排放测试评价设备设施, 满足汽车排放标准升级后测试评价设备生产能力。	本项目预计达到正常经营年度的业务收入为 20000 万元。

资料来源: 公司公告, 国联证券研究所整理

4. 公司装备制造业务盈利能力有望改善

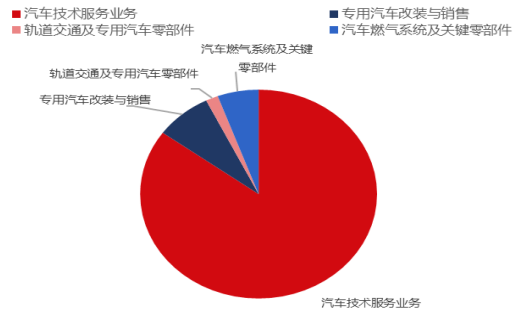
受排放标准切换带来的消费观望、房地产行业遇冷基建放缓、前期政策红利有所减弱等因素影响, 2021 年以来专用车销量减弱, 公司装备制造业务板块明显下滑。我们将公司装备制造业务和汽车技术服务业务的营收进行拆分, 发现 2018 年至 2022H1 公司装备制造汽车业务占比由 60.2% 下降至 15%。公司装备制造业务包括专用车及装备、燃气汽车系统及零部件、轨道交通车辆传动系统、制动系统及关键零部件等, 其中占比最大的为专用车业务。2021 年以来, 由于疫情影响, 我国基建投资情况不及预期; 同时国家机动车污染物排放标准第五阶段向第六阶段升级、重卡上户政策收紧, 公司专用车业务下滑明显, 拖累装备制造业务营收下滑。

图 17: 2018 年至 2022H1 装备制造汽车业务占比下滑



资料来源: Wind、国联证券研究所

图 18: 2022H1 装备制造汽车业务营收占比低

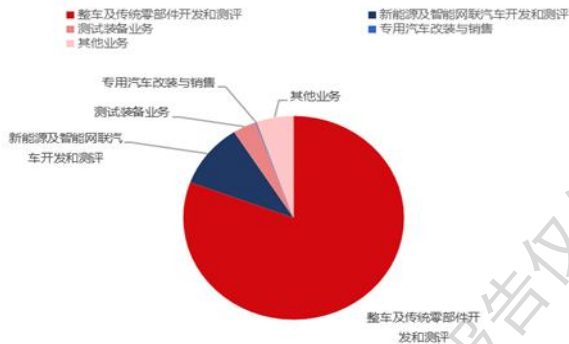


资料来源: Wind、国联证券研究所

公司专用车业务占公司装备制造业务 80% 以上, 由于专用车业务毛利率仅为 4% 左右, 拖累公司装备制造业务毛利率水平。2022 年公司专用车业务大幅度下跌使得

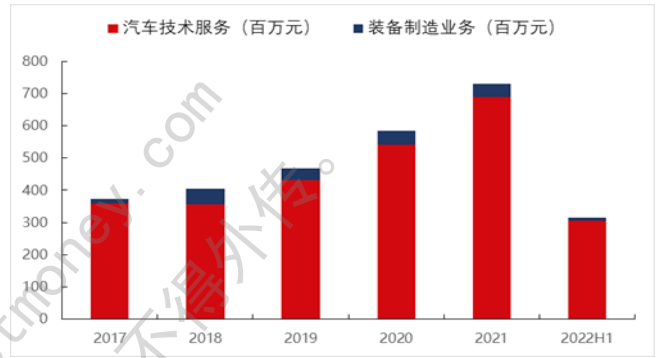
公司净利润下滑明显，专用汽车改装与销售业务虽然贡献了装备制造业务板块的主要营业收入，但是盈利并不稳定，会随着行业景气度产生较大波动，使得公司装备制造业务板块一直处于盈亏平衡的边缘。

图 19：2022H1 装备制造汽车业务毛利占比低



资料来源：Wind、国联证券研究所

图 20：2022H1 公司装备制造业务净利润下滑明显



资料来源：Wind、国联证券研究所

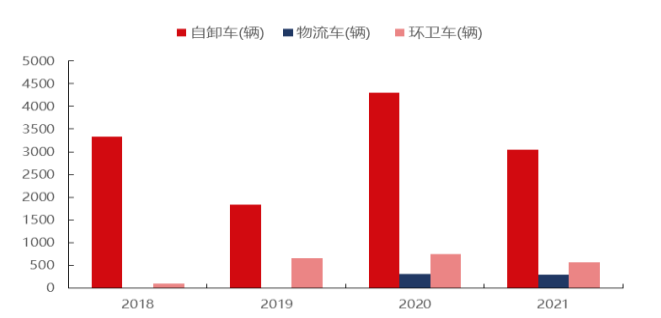
公司专用车主营产品分环卫系列、工程系列、物流系列三大类，分为改装与销售业务。工程机械车辆的毛利率较低，环卫车辆和物流车辆毛利率可以达到 20%-30%。公司专用车业务融合发展，受农村人居环境整治、垃圾分类、“新基建”项目投放等政策影响，环卫产品蕴含大机遇，工程车持续推进轻量化货箱和标准化上装开发。公司围绕环卫车做“专”、工程车做“精”思路，细化产品定位和策略，并加大在环卫车、物流车等高毛利方向的布局，公司专用车业务盈利能力有望改善。

图 21：公司是环卫系统解决方案提供商



资料来源：公司官网，国联证券研究所

图 22：公司积极拓展高毛利业务方向

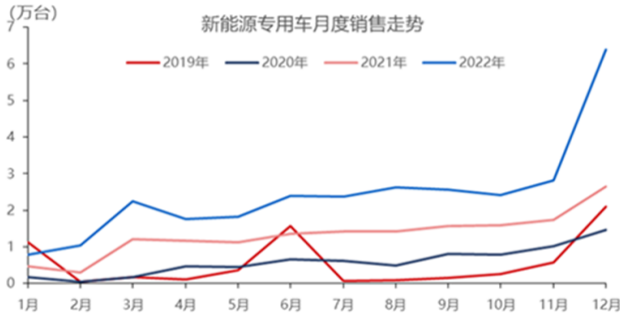


资料来源：Wind、国联证券研究所

新能源专用车发展趋势明显，2022 年新能源专用车累计销量 29.2 万辆，累计同比增长超 80%。公司率先布局新能源专用车，拓展高质量发展方向。根据中国汽车流通协会数据，2022 年全年新能源专用车累计销量 29.2 万辆，累计销量创近年同期新高，累计同比增长超 80%。基于“双碳”背景，新能源专用车对于现有燃油类专用车的替代将是未来趋势，重点企业已在加速研发新能源专用车产品，提出将“电动化”作为发展战略。公司环卫车业务立足于智慧环卫系统、新能源环卫车等“智能智造”项目，在环卫系列中拓展高质量发展方向。

图 23：2022 年新能源专用车累计销量 29.2 万辆

图 24：公司在环卫系列中拓展新能源方向



资料来源：中国汽车流通协会，国联证券研究所



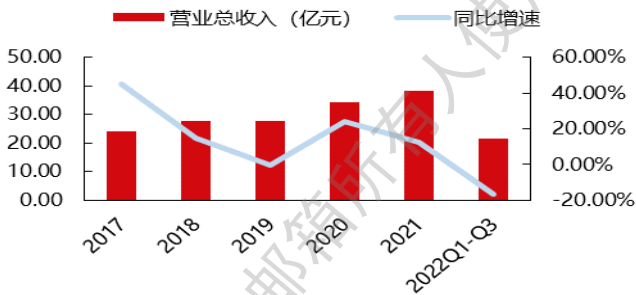
资料来源：公司官网、国联证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1. 财务分析：公司近年来经营稳健

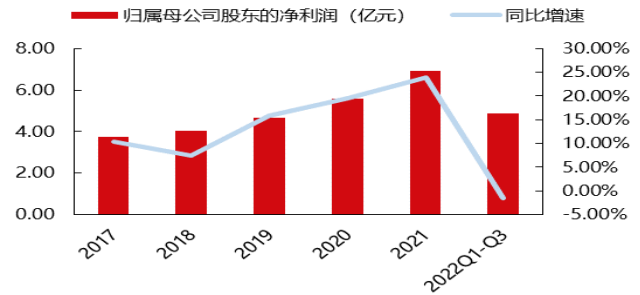
公司 2017-2021 营收/归母净利润 CAGR 为 12.42%/16.55%；2022Q1-Q3，公司实现营收 21.54 亿元，同比下降 16.88%；实现归母净利润 4.89 亿元，同比下降 1.46%，主要原因是受装备制造业务下滑影响，公司加强风险管理，控制业务规模，导致收入利润同比下降。2017-2021 年，公司营收从 24.01 亿元上升至 38.35 亿元，CAGR 为 12.42%；归母净利润由 3.75 亿元上升至 6.92 亿元，CAGR 为 16.55%。近五年公司营收及归母净利润均呈现增长态势，主要原因是在汽车行业发展的背景下，公司汽车技术服务业务深挖基本盘，市场占有率不断提升。

图 25：公司近五年营收 CAGR 为 12.42%



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 26：公司近五年归母净利润 CAGR 为 16.55%

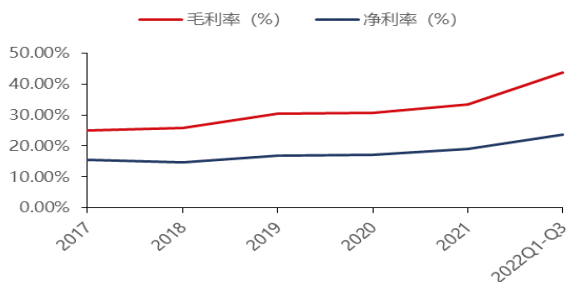


资料来源：Wind，国联证券研究所

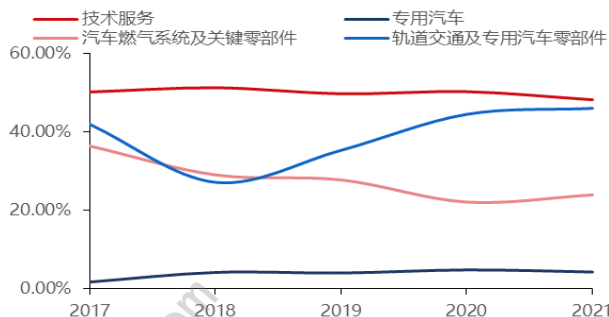
2017-2021 年毛利率水平稳步提升，由 25.01% 增长至 43.8%，公司汽车技术服务板块毛利率维持在 50% 左右，技术服务业务抬升整体毛利率。由于高毛利产品技术服务业务收入占比增加，同时装备制造板块毛利率有所改善，2017-2021 年毛利率水平稳步提升。公司汽车技术服务板块毛利率维持在 50% 左右，装备制造业务板块毛利率较低，仅为 4% 左右，主要原因是公司专用汽车产品结构较为单一，以低毛利率的自卸车、混凝土搅拌车为主。

图 27：公司毛利率净利率稳步提升

图 28：技术服务业务抬升公司整体毛利率



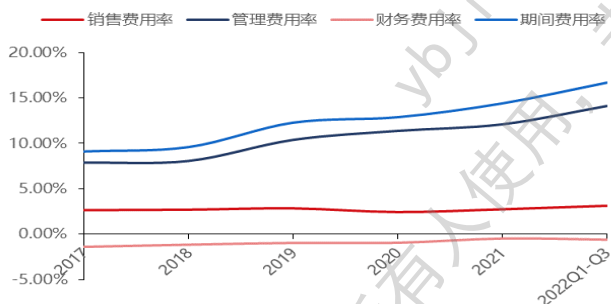
资料来源：Wind，国联证券研究所



资料来源：Wind，国联证券研究所

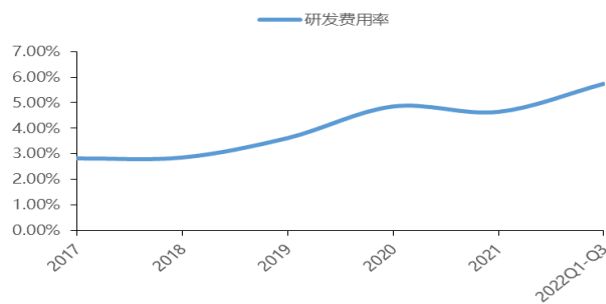
公司管理费用与研发费用呈现逐年增长态势；2017-2022Q3，公司研发费用率逐年上升，不断增强关键核心技术研发能力。2017 年至今公司管理费用上升明显，其中 2019 年由于合并范围增大、管理人员增多以及咨询费、广告宣传费同比增加等原因，管理费用上升 2.32pcts；2022 年前三季度管理费用上升或因为股权激励成本增加。2017-2022Q3，公司研发费用率逐年上升，主要是公司坚持创新驱动发展，不断增强关键核心技术研发能力，在车载供氢系统、新能源安全预警系统、自动驾驶实车仿真集成测试系统等方面研发投入增加所致。

图 29：2017 至今公司管理费用率呈上升趋势



资料来源：Wind，国联证券研究所

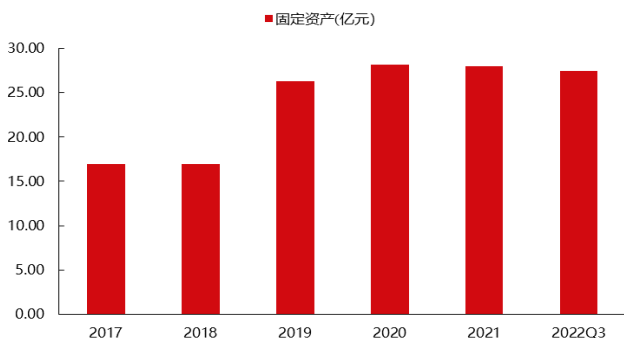
图 30：2017 至今公司研发费用率呈上升趋势



资料来源：Wind，国联证券研究所

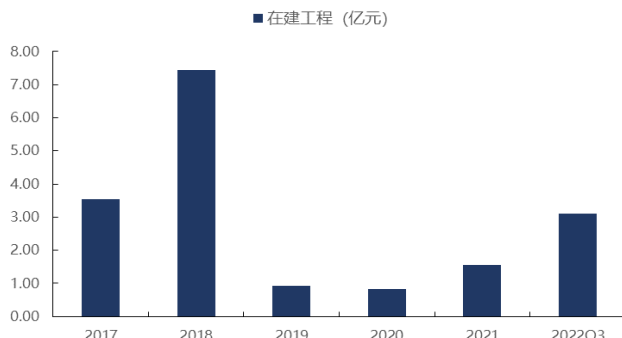
公司 2019 年固定资产达到 26 亿元，后呈现小幅波动趋势；在建工程 2019 年至今增速较快，为后续产能爬坡释放业绩打下基础。公司 2019 年固定资产大幅增长，主要是汽车风洞项目和智能网联汽车试验基地一期工程建设完成转入固定资产。根据公司 2020 年和 2021 年年报披露，公司重大的非股权投资项目——国家氢能动力质量监督检验中心，两年分别投入 3719 万元和 6464 万元，累计投资额 10183 万元。该项目已完工，可以进一步提升公司非法规类业务的综合实力。

图 31：2019 年至今公司固定资产小幅波动



资料来源：Wind，国联证券研究所

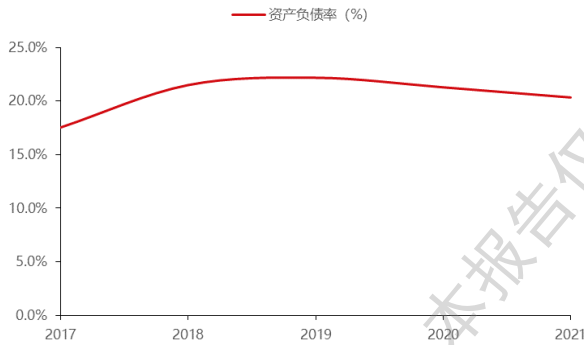
图 32：2019 年至今公司在建工程增长较快



资料来源：Wind，国联证券研究所

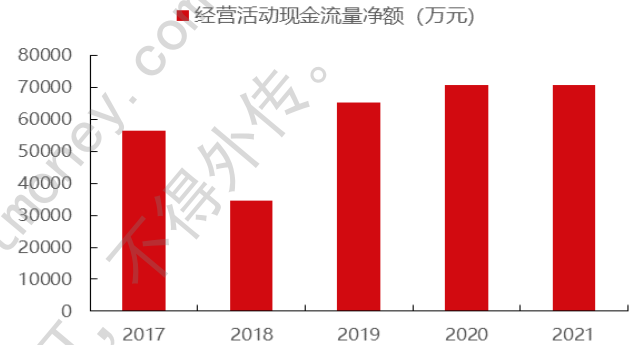
公司资产负债率水平较低，2021年为20.3%；现金流充沛，且近年来一直维持稳定状态，2021年经营活动现金流量净额达到7.09亿元。2018年公司经营活动现金流量净额为3.46亿元，同比减少38.78%，主要是受到宏观环境及行业景气度的影响。2019-2021年，公司经营性现金流量稳中有升，2021年经营活动现金流量净额达到7.09亿元。

图 33：2019 年至今公司资产负债率稳中有降



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 34：2018 年至今公司经营性现金流量稳中有升



资料来源：Wind，国联证券研究所

5.2. 盈利预测

公司的主营业务包括汽车技术服务业务及装备制造业务，汽车技术服务可以分为传统技术服务业务以及新能源及智能网联服务；装备制造业务板块主要划分为专用汽车业务、汽车燃气系统及关键零部件以及轨道交通及专用汽车零部件业务。

汽车技术服务业务：受益于汽车检测行业高景气度，公司汽车技术服务保持高速增长，在新能源汽车的带动下，我们认为汽车检测需求仍将维持在相对高位，根据前瞻产业研究院数据，预计 2021-2026 年，汽车检测行业规模每年有望保持 9.5% 左右的增速。在汽车强制性检测领域，公司是目前一家具备综合性强制性检测业务的上市公司，竞争优势明显，因此我们预计 2022-2024 年传统技术服务业务收入将达到 24.89/28.70/33.09 亿元，同比增速分别为 19%/15%/15%；新能源及智能网联服务收入将达到 3.67/4.77/5.72 亿元，同比增速分别为 30%/30%/20%。

装备制造业务：受排放标准切换带来的消费观望、房地产行业遇冷基建放缓、前期政策红利有所减弱等因素影响，2021-2022 年公司装备制造业务下滑明显，专用车占公司装备制造业务 80% 以上，业绩影响较大。2023 年在下游需求触底回暧的背景下，随着环卫车、物流车等高毛利产品布局加深，公司专用车业务有望扭亏，推动装备制造业务盈利能力修复。因此，我们预计 2022-2024 年专用汽车业务收入将达到 2.34/3.63/4.36 亿元，同比增速分别为 -80%/55%/20%；汽车燃气系统及其关键零部件将达到 1.25/1.50/1.65 亿元，同比增速分别为 -15%/20%/10%；轨道交通及专用汽车零部件收入将达到 0.43/0.52/0.57 亿元，同比增速分别为 -60%/20%/10%。

表 20：公司营收测算汇总（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	3,417.91	3,835.07	3,289.09	3,944.09	4,573.02
yoy	24.08%	12.21%	-14.24%	19.91%	15.95%
毛利率	30.72%	33.43%	43.08%	42.24%	42.32%
传统技术服务业务					
收入		2,096.01	2,489.01	2,869.83	3,308.91

	YOY		18.75%	15.30%	15.30%
	毛利率	48.93%	48.00%	48.20%	48.50%
新能源及智能网联服务					
	收入	282.09	366.72	476.74	572.08
	YOY		30%	30%	20%
	毛利率	41.56%	42.00%	42.50%	42.80%
专用汽车业务					
	收入	1,387.16	1,172.32	234.46	363.42
	YOY	26.88%	-15.49%	-80.00%	55.00%
	毛利率	4.80%	4.25%	4.30%	4.50%
汽车燃气系统及其关键零部件					
	收入	108.45	147.11	125.05	150.05
	YOY	1.69%	35.65%	-15.00%	20.00%
	毛利率	21.99%	23.83%	23.50%	23.50%
轨道交通及专用汽车零部件					
	收入	84.80	108.57	43.43	52.11
	YOY	56.70%	28.03%	-60.00%	20.00%
	毛利率	44.36%	45.88%	45.00%	45.50%
其他					
	收入	1,837.51	28.97	30.42	31.94
	YOY	22.46%	-98.42%	5.00%	5.00%
	毛利率	50.18%	16.28%	15.00%	15.00%

资料来源: Wind, 国联证券研究所

综上所述,我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 32.89/39.44/45.73 亿元,同比增速分别为-14.24%/19.91%/15.95%;归母净利润分别为 6.9/8.8/10.3 亿元,同比增速分别为 0.23%/27.10%/16.81%。

5.3. 公司估值与投资评级

相对估值法:

公司是一家具备综合性强制性检测业务的上市公司,相比其他第三方检测公司有独特优势。首先,汽车检测门槛较高,公司相比其他检测上市公司具有资质优势。第二,公司是研发驱动型,近几年研发投入不断增长,检测认证能力不断提升。第三,公司积极布局非强制性检测领域,弥补国内市场空白,业绩弹性高。我们选取部分第三方检测企业作为可比公司,考虑到公司下游景气度高,新业务增长迅速,2023 年行业 PE 均值为 29.89,给予公司 2023 年 30 倍 PE,对应价格 26.31 元。

表 21: 可比公司估值

证券代码	证券简称	市价(元)	EPS			PE			PEG
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E
002967	广电计量	20.45	0.40	0.62	0.83	51.43	33.04	24.57	1.42
300416	苏试试验	27.43	0.69	0.94	1.25	39.92	29.16	22.08	1.99
300938	信测标准	39.89	1.03	1.45	1.98	38.58	27.45	20.13	2.35
	平均		0.71	1.00	1.35	43.31	29.89	22.26	1.92
601965	中国汽研	24.19	0.69	0.88	1.02	35.06	27.58	23.61	2.47

来源：Wind、国联证券研究所，可比公司盈利预测参考 iFinD 一致预期，收盘价取 2023 年 4 月 3 日收盘价

绝对估值法：

采用 FCFF 进行估值。以十年期国债收益率 2.88% 为无风险利率，市场预期回报率假设为 6%；并将公司预测期分为三个阶段。第一阶段按盈利预测；2025-2027 年为第二阶段，基于非法规业务落地，预计该阶段复合增长率为 10.0%；2028 年后为第三阶段，行业及公司进入稳定期，业务相对成熟，预计永续增长率为 2.0%，计算得出公司的股价约为 26.5 元。

表 22：基本假设关键参数

估值假设	
无风险利率 Rf	2.88%
市场预期回报率 Rm	6%
第二阶段年数（年）	3
第二阶段增长率	10.0%
长期增长率	2%
有效税率 Tx	13.79%
Ke	6.52%
WACC	6.42%

来源：iFinD，国联证券研究所

表 23：FCFF 法估值表

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	1,538.19	5.74%
第二阶段	4,882.97	18.22%
第三阶段（终值）	20,377.40	76.04%
企业价值 AEV	26,798.56	
加：非核心资产	82.08	0.31%
减：带息债务（账面价值）	8.14	0.03%
减：少数股东权益	245.00	0.91%
股权价值	26,627.49	99.36%
除：总股本（股）	1,004,847,787.00	
每股价值（元）	26.50	

来源：iFinD，国联证券研究所

投资评级：预计公司在 2022-2024 年的营业收入分别为 32.9/39.4/45.7 亿元，归属母公司净利润分别为 6.9/8.8/10.3 亿元，3 年 CAGR 为 14.17%。对应 EPS 分别为 0.69/0.88/1.02 元/股。DCF 测得每股合理价格 26.50 元，考虑到公司下游景气度高、新业务增长迅速，目前行业 PE 均值水平（29.89 倍），给予公司对应 2023 年 30 倍 PE，目标价 26.31 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

6. 风险提示

(1) 公信力和品牌受不利事件影响的风险。对于第三方检测行业，公司品牌公信力非常重要，客户的认可是企业发展的根本，如果出现质量问题导致公信力受损，

公司可能面临营收减少、检测资质取消等问题。

(2) 政策变化风险。检测行业是政策导向较强的行业，国家政策的突然变化可能导致公司应对不及时、服务不符合政策规定、公司需要投入大量成本进行整改等问题。

(3) 装备制造业务发展不及预期的风险。2022年由于特种车业务下滑严重，拉低公司整体业绩水平，公司仍面临特种车业务恢复不及预期的风险。

(4) 募投项目业绩不达预期。受市场环境变化、国内疫情反复等问题的影响，公司募投项目可能出现项目延期、完工后市场营销乏力、业务管理不善等问题。

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,321	1,420	1,294	1,520	1,898	营业收入	3,418	3,835	3,289	3,944	4,573
应收账款+票据	853	1,182	1,469	1,740	2,017	营业成本	2,368	2,553	1,877	2,278	2,634
预付账款	55	13	72	65	75	税金及附加	36	41	38	39	46
存货	253	231	216	200	173	营业费用	82	104	99	106	124
其他	63	57	94	69	66	管理费用	390	465	464	489	562
流动资产合计	2,543	2,903	3,145	3,593	4,230	财务费用	-32	-17	-4	-5	-6
长期股权投资	97	95	99	103	108	资产减值损失	-2	-8	-5	-2	-2
固定资产	2,816	2,810	2,789	2,824	2,897	公允价值变动收益	-3	2	-2	1	2
在建工程	84	155	250	258	167	投资净收益	-1	-3	4	4	4
无形资产	390	379	333	301	257	其他	105	160	47	44	35
其他非流动资产	715	842	992	1,058	1,094	营业利润	673	840	859	1,083	1,251
非流动资产合计	4,102	4,281	4,463	4,544	4,523	营业外净收益	-2	3	1	4	6
资产总计	6,645	7,184	7,608	8,137	8,752	利润总额	671	843	860	1,087	1,257
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	87	114	119	150	173
应付账款+票据	526	539	591	487	411	净利润	585	729	741	937	1,084
其他	616	645	618	752	875	少数股东损益	26	38	48	56	54
流动负债合计	1,142	1,183	1,209	1,239	1,287	归属于母公司净利润	558	692	693	881	1,029
长期带息负债	3	8	7	5	3	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他	270	269	272	274	270	成长能力					
非流动负债合计	273	277	279	278	273	营业收入	24.08%	12.21%	-14.24%	19.91%	15.95%
负债合计	1,415	1,461	1,488	1,517	1,560	EBIT	21.94%	29.06%	3.64%	26.53%	15.55%
少数股东权益	186	245	293	349	404	EBITDA	26.66%	24.05%	1.14%	24.31%	13.38%
股本	989	989	1005	1005	1005	归母净利润	19.60%	23.86%	0.23%	27.10%	16.81%
资本公积	1,567	1,596	1,596	1,596	1,596	获利能力					
留存收益	2,489	2,893	3,242	3,685	4,203	毛利率	30.72%	33.43%	42.94%	42.24%	42.40%
股东权益合计	5,229	5,723	6,120	6,620	7,193	净利率	17.10%	19.02%	22.54%	23.77%	23.69%
负债和股东权益总计	6,645	7,184	7,608	8,137	8,752	ROE	11.07%	12.63%	11.90%	14.05%	15.16%
						ROIC	16.75%	15.01%	15.64%	18.08%	19.71%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债	21.30%	20.34%	19.55%	18.64%	17.82%
净利润	585	729	741	937	1,084	流动比率	2.23	2.45	2.60	2.90	3.29
折旧摊销	252	280	263	308	326	速动比率	1.94	2.23	2.35	2.67	3.08
财务费用	-32	-17	-4	-5	-6	营运能力					
存货减少	32	22	15	16	27	应收账款周转率	7.10	4.98	3.72	3.80	3.80
营运资金变动	-165	-249	-343	-192	-211	存货周转率	9.37	11.06	8.69	11.41	15.21
其它	38	-60	-38	-36	-41	总资产周转率	0.51	0.53	0.43	0.48	0.52
经营活动现金流	709	706	634	1,029	1,178	每股指标(元)					
资本支出	-251	-273	-437	-384	-304	每股收益	0.56	0.69	0.69	0.88	1.02
长期投资	405	-2	3	3	3	每股经营现金流	0.71	0.70	0.63	1.02	1.17
其他	-629	32	15	12	7	每股净资产	5.02	5.45	5.80	6.24	6.76
投资活动现金流	-475	-243	-419	-368	-293	估值比率					
债权融资	0	5	-2	-2	-2	市盈率	43.53	35.14	35.06	27.58	23.61
股权融资	19	1	0	0	0	市净率	4.82	4.44	4.17	3.88	3.58
其他	-129	-285	-340	-433	-505	EV/EBITDA	15.46	15.86	21.06	16.87	14.71
筹资活动现金流	-111	-279	-341	-435	-507	EV/EBIT	21.55	21.25	27.53	21.66	18.54
现金净增加额	123	184	-126	226	378						

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年4月3日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695