

## 安车检测

300572

审慎增持 (维持)

短期业绩波动不改长期趋势，行业整合加速在即

2020年10月30日

## 市场数据

市场数据日期	2020-10-29
收盘价(元)	43.38
总股本(百万股)	193.64
流通股本(百万股)	139.11
总市值(百万元)	8400.15
流通市值(百万元)	6034.65
净资产(百万元)	1024.57
总资产(百万元)	1608.33
每股净资产	5.10

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	973	1019	1376	1748
同比增长(%)	84.3%	4.8%	35.0%	27.0%
净利润(百万元)	189	205	323	440
同比增长(%)	50.6%	8.4%	57.7%	36.4%
毛利率(%)	42.2%	43.0%	44.0%	45.0%
净利润率(%)	19.4%	20.1%	23.4%	25.2%
净资产收益率(%)	22.2%	19.8%	24.3%	25.6%
每股收益(元)	0.97	1.06	1.67	2.27
每股经营现金流(元)	1.18	0.94	1.53	1.98

## 相关报告

《安车检测事件点评: 汽车检测新规影响有限, 公司从0到1前景可期》2020-10-26

《安车检测2020年中报点评: 原有业务逐渐恢复, 外延并购持续推进》2020-08-28

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

## 投资要点

- 2020年前三季度公司实现营收6.56亿元, 同比增长6.31%; 实现归母净利润1.58亿元, 同比减少1.68%; 扣非后归母净利润1.45亿元, 同比增长1.83%。分季度看, 2020Q1、Q2、Q3分别实现营业收入1.06、2.93、2.57亿元, 分别同比-13.31%、+1.68%、+24.34%, Q3营收环比减少12.07%; Q1、Q2、Q3分别实现归母净利润1536.07、8486.09、5729.60万元, 分别同比-50.40%、+5.76%、+16.90%, Q3归母净利润环比减少32.48%。
- 2020年前三季度公司毛利率42.03%, 同比减少4.14个百分点; 净利率24.00%, 同比减少1.40个百分点。分季度看, 2020Q3毛利率为42.85%, 同比减少6.14个百分点, 环比增加0.45个百分点; 2020Q3净利率23.14%, 同比增加0.05个百分点, 环比减少5.53个百分点。
- 我们认为公司2020Q3业绩低于预期主要原因有以下三点: ①治超和遥感设备由于今年政府没有招标, 导致治超和遥感无收入; ②受疫情影响, 导致检测站验收进度较慢, 公司设备销售回款周期拉长; ③受定增进度的影响, 公司储备检测站暂未大范围收购, 公司前期已投入相关成本(如员工薪酬及招待费用等), 期间费用有所上升。
- 汽车检测新规影响有限。2020年10月22日公安部交通管理局通报机动车检测新规定, 其中包括“**对非营运小型客车(面包车除外)超过6年不满10年的, 由每年检验1次调整为每两年检验1次**”。根据我们的测算, 汽车检测新规影响有限。以2021年为例, 新规政策下2021年应检测车辆数为14957万辆, 仅同比减少7.63%。受益于国内汽车保有量以及存量车车龄的增长, 机动车检测市场空间除2021年有所下降外, 整体呈逐年上升趋势, 2021至2026年新规政策下我国汽车年检市场空间将从448.7亿元增加至700亿元, 年均复合增速为9.30%。
- 公司从0到1前景可期。从公司维度来看, 当前公司主营业务仍为机动车检测设备, 公司切入机动车检测服务是从0到1的过程。公司依靠收购优质站点及自建站点, 复制临沂正直的管理及服务模式, 将显著提升收购站点的盈利能力, 同时年检费用的上涨也将进一步减弱新规政策的影响。此外, 我们认为政策落地也将逐步打消新建检测站投资人的担忧, 新开检测站建设逐步恢复正常, 带动公司设备主业稳定增长。
- 我们维持盈利预测, 预计公司2020-2022年归母净利润2.05/3.23/4.40亿元, 对应10月29日收盘价PE为41.1/26.0/19.1倍, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示: 机动车检测政策超预期变化; 收购并购进展不及预期; 治超及遥感政府招标不及预期。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 事件

- 公司发布 2020 年三季报: 前三季度公司实现营收 6.56 亿元, 同比增长 6.31%; 实现归母净利润 1.58 亿元, 同比减少 1.68%; 扣非后归母净利润 1.45 亿元, 同比增长 1.83%; 基本每股收益 0.81 元/股, 同比减少 2.41%; 加权平均净资产收益率 21.09%, 同比减少 0.36 个百分点。

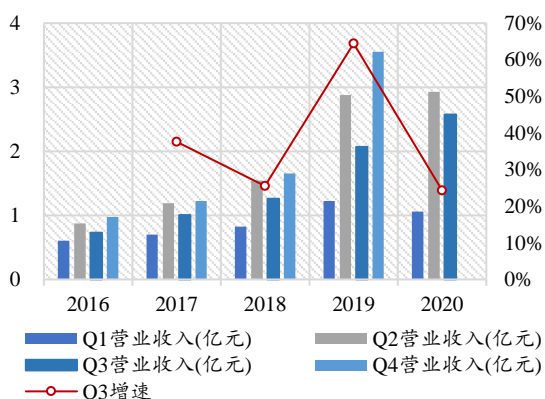
## 点评

### ● 受政府招标影响业绩低于预期, 不改长期发展趋势

2020 年前三季度公司实现营收 6.56 亿元, 同比增长 6.31%; 实现归母净利润 1.58 亿元, 同比减少 1.68%; 扣非后归母净利润 1.45 亿元, 同比增长 1.83%。分季度看, 2020 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 1.06、2.93、2.57 亿元, 分别同比-13.31%、+1.68%、+24.34%, Q3 营收环比减少 12.07%; Q1、Q2、Q3 分别实现归母净利润 1536.07、8486.09、5729.60 万元, 分别同比-50.40%、+5.76%、+16.90%, Q3 归母净利润环比减少 32.48%。

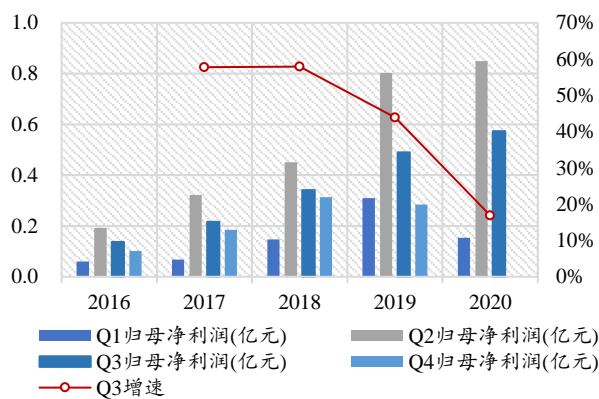
我们认为公司 2020Q3 业绩低于预期主要原因有以下三点: ①治超和遥感设备由于今年政府没有招标, 导致治超和遥感无收入; ②受疫情影响, 导致检测站验收进度较慢, 公司设备销售回款周期拉长; ③受定增进度的影响, 公司储备检测站暂未大范围收购, 公司前期已投入相关成本(如员工薪酬及招待费用等), 期间费用有所上升。

图 1、公司分季度营收及 Q3 营收增速



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司分季度归母净利润及 Q3 增速



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司分季度营收、归母净利润、毛利率情况

年份	报告类型	毛利率(%)	营收(亿元)	单季度/全年营收(%)	归母净利润(亿元)	单季度/全年净利润(%)
2018	Q1	49.57	0.82	15.58	0.15	11.77
	Q2	49.52	1.54	29.26	0.45	36.01

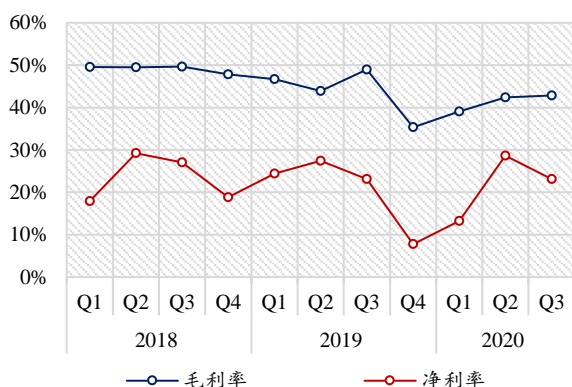
	Q3	49.66	1.26	23.86	0.34	27.19
	Q4	47.84	1.65	31.30	0.31	25.04
2019	Q1	46.70	1.22	12.59	0.31	16.41
	Q2	43.92	2.88	29.61	0.80	42.52
	Q3	48.99	2.07	21.29	0.49	25.97
	Q4	35.33	3.55	36.52	0.28	15.09
2020	Q1	39.05	1.06	-	0.15	-
	Q2	42.39	2.93	-	0.85	-
	Q3	42.85	2.57	-	0.57	-

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2020Q3 毛利率环比保持上升趋势，净利率环比下降

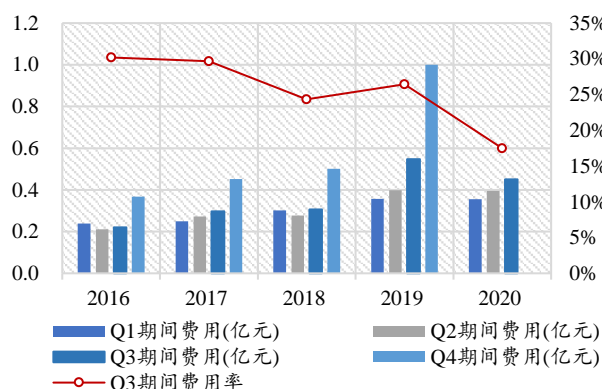
2020 年前三季度公司毛利率 42.03%，同比减少 4.14 个百分点；净利率 24.00%，同比减少 1.40 个百分点。分季度看，2020Q3 毛利率为 42.85%，同比减少 6.14 个百分点，环比增加 0.45 个百分点；2020Q3 净利率 23.14%，同比增加 0.05 个百分点，环比减少 5.53 个百分点。

图 3、分季度毛利率、净利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、分季度期间费用、Q3 期间费率

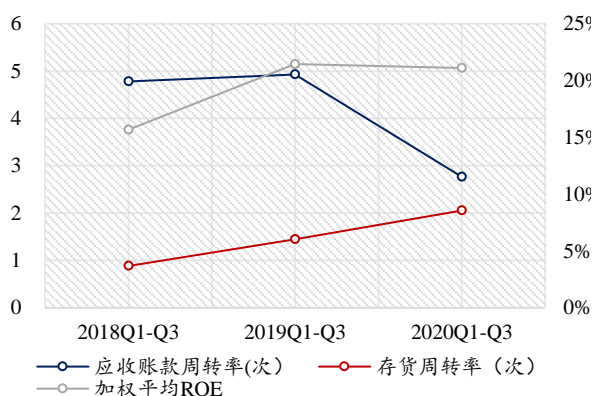


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 期间费率同比下降，财务费用有所增长

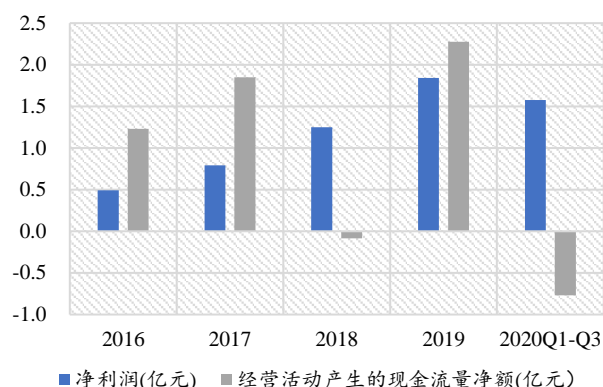
2020 年前三季度，公司期间费用为 1.20 亿元，同比减少 7.80%，期间费用占营收比重 18.29%，同比减少 2.80 个百分点。其中，销售费用 4395.12 万元，同比减少 0.94%，占营业收入的 6.70%，同比减少 0.49 个百分点；管理费用 5390.86 万元，同比减少 1.16%，占营业收入的 8.21%，同比减少 0.62 个百分点；财务费用-233.52 万元，与去年同期相比增加 28.56 万元，占营业收入的-0.36%，同比增加 0.07 个百分点；研发费用 2455.72 万元，同比减少 27.67%，占营业收入的 3.74%，同比减少 1.76 个百分点。

图 5、应收账款周转率及存货周转率（左轴）、加权平均 ROE（右轴）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司经营性现金流量净额与净利润对比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 经营活动现金流净额同比大幅下降，应收账款同比显著增长

2020 年前三季度，公司经营活动产生的现金流净额-7704.56 万元，同比减少 133.87%，主要原因为票据到期兑付及支付供应商货款增加。投资活动产生的现金流量净额 1.30 亿元，与去年同期相比增加 1.85 亿元，主要原因有以下三点：1) 2020 年前三季度较上年同期机动车检测系统产能扩大项目及兴车机动车检测站建设项目投入减少；2) 公司进行短期现金管理导致投资支付的现金减少；3) 进行非同一控制下合并子公司临沂正直导致取得子公司及其他营业单位支付的现金净额增加。筹资活动产生的现金流量净额 2712.92 万元，与去年同期相比增加 1.31 亿元，主要原因为收到银行退回银行承兑汇票保证金款。

截至 2020 年 9 月底，公司应收账款、应收票据、应收款项融资合计 2.73 亿元，同比增长 66.89%，主要原因为公司产销规模扩大，导致应收账款增加，以及非同一控制下合并子公司临沂市正直机动车检测有限公司产生的其他往来；应收账款周转率 2.76 次，比去年同期减少 2.16 次；存货 1.54 亿元，同比减少 42.91%；存货周转率 2.05 次，比去年同期增加 0.61 次。加权平均净资产收益率 21.09%，同比减少 0.36 个百分点。

### ● 检测站点储备充足，定增落地加速推进

根据公司公告，公司向特定对象发行股票募集资金总额不超过 13 亿元，其中 3.02 亿元拟用于收购临沂正直 70%股权，9.98 亿元拟用于连锁机动车检测站建设项目。本次定增的目的在于加快推动公司业务转型升级，进一步从机动车检测设备供应商向机动车检测服务运营商过渡，落实向下游产业链延伸的发展战略。根据我们草根调研及公司公告整理，目前公司体内站点及产业基金储备站点情况如下：

1) 2018 年 9 月公司收购兴车检测 70%股权，兴车检测总计站点 8 个；2) 2019 年 6 月公司签署转让协议，收购中检汽车 75%股权，中检汽车总计 12 个站点；3) 2020 年 7 月公司完成对临沂正直 70%股权的收购，临沂正直总计 4 个站点；4) 2020 年 9 月公司通过股权置换加现金方式收购鸿亿检测、天源环保、荆通运业旗

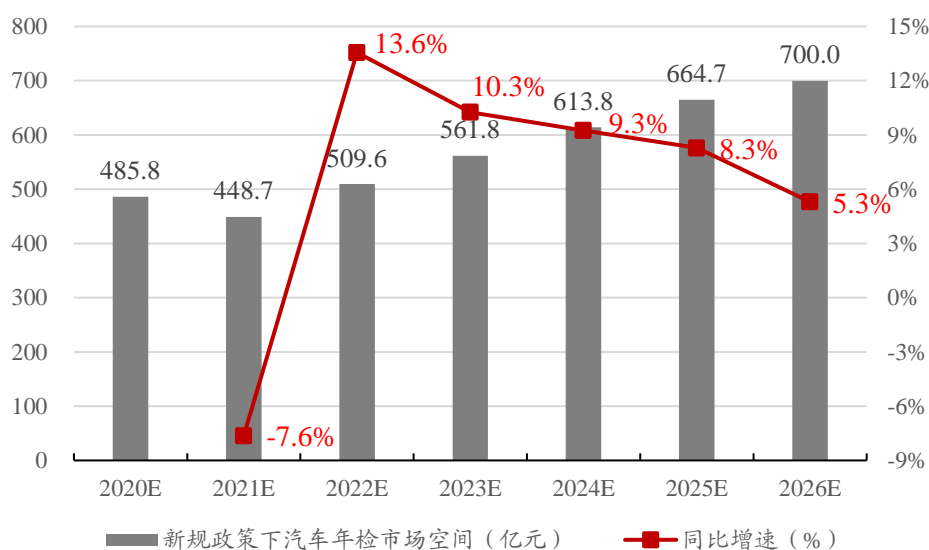
下检测站 100% 股权，置换完成后公司持有合作公司 55% 股权，合作公司旗下站点总计 3 个；5) 在产业基金方面，公司临沂基金储备站点达到 160 多家，德州基金储备站点约 30 家，产业基金合计储备站点超过 190 家。

我们认为该募投项目完成后，公司将进一步提高在下游检测站业务的涉入深度，进一步发挥自身业务与下游业务之间的协同效应，完善公司的业务链条，促进产业链上的业务整合，从而进一步提升公司核心竞争力，提高公司在机动车检测运营行业的影响力。

### ● 汽车检测新规影响有限，公司从 0 到 1 前景可期

2020 年 10 月 22 日公安部交通管理局通报机动车检测新规定，其中包括“对非营运小型客车（面包车除外）超过 6 年不满 10 年的，由每年检验 1 次调整为每两年检验 1 次”，根据我们在 2020 年 10 月 26 日发布的报告《安车检测事件点评：汽车检测新规影响有限，公司从 0 到 1 前景可期》测算，汽车检测新规影响有限。以 2021 年为例，新规政策下 2021 年应检测车辆数为 14957 万辆，仅同比减少 7.63%。受益于国内汽车保有量以及存量车车龄的增长，机动车检测市场空间除 2021 年有所下降外，整体呈逐年上升趋势，2021 至 2026 年新规政策下我国汽车年检市场空间将从 448.7 亿元增加至 700 亿元，年均复合增速为 9.30%。

图 7、新规政策下汽车年检市场空间及同比增速（亿元，%）



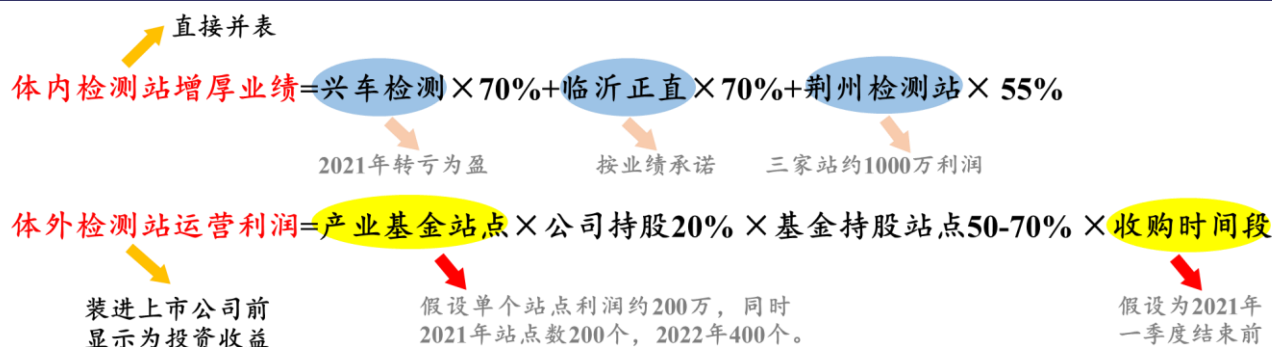
资料来源：公安部交管局《全国机动车和驾驶人统计分析》，兴业证券经济与金融研究院整理

从公司维度来看，当前公司主营业务仍为机动车检测设备，公司切入机动车检测服务是从 0 到 1 的过程。公司依靠收购优质站点及自建站点，复制临沂正直的管理及服务模式，将显著提升收购站点的盈利能力，同时年检费用的上涨也将进一步减弱新规政策的影响。此外，我们认为政策落地也将逐步打消新建检测站投资人的担忧，新开检测站建设逐步恢复正常，带动公司设备主业稳定增长。

● **盈利预测与投资建议**

**业绩展望：**①**设备方面：**我们认为受益于机动车检测站数量、机动车保有量以及在用车车龄的增长，机动车检测设备有望获得稳定增长，增长中枢预计在 25%左右；此外，预计遥感和治超 2021 年政府招标将恢复正常，根据公司的技术储备和产品市占率，预计公司订单至少 1.5 亿元。②**检测服务：**随着公司体内/外站点的增多，检测站运营服务将提供业绩弹性。我们粗略估算，2021 年公司体内检测站净利润=兴车检测×70%+临沂正直×70%+荆州检测站×55%；体外检测站净利润=产业基金利润×上市公司持股产业基金比例 20%×产业基金持股站点比例 50-70%×收购时间段。综上，根据我们的测算，公司体内检测站 2021 年预计增厚上市公司利润 3400 万左右，体外检测站预计增厚上市公司利润（报表列支投资收益）3000 万左右。

图 8、公司检测站运营业务业绩测算说明



备注：暂不考虑利用站点所得利润再投资

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

我们维持盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润 2.05/3.23/4.40 亿元，对应 10 月 29 日收盘价 PE 为 41.1/26.0/19.1 倍，维持“审慎增持”评级。

● **风险提示**

机动车检测政策超预期变化；收购并购进展不及预期；治超及遥感政府招标不及预期。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1303	1673	2148	2789
货币资金	348	637	932	1385
交易性金融资产	480	390	430	425
应收账款	203	192	263	337
其他应收款	16	21	28	34
存货	216	347	419	514
<b>非流动资产</b>	200	187	180	169
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	31	25	28	27
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	63	90	99	99
在建工程	67	33	17	8
油气资产	0	0	0	0
无形资产	32	30	28	27
<b>资产总计</b>	1503	1860	2328	2958
<b>流动负债</b>	636	811	992	1234
短期借款	0	0	0	0
应付票据	262	234	305	394
应付账款	97	102	139	171
其他	278	475	548	670
<b>非流动负债</b>	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	637	812	993	1236
股本	194	194	194	194
资本公积	157	157	157	157
未分配利润	435	600	859	1208
少数股东权益	17	15	10	4
<b>股东权益合计</b>	866	1048	1335	1723
<b>负债及权益合计</b>	1503	1860	2328	2958

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	189	205	323	440
折旧和摊销	7	8	9	10
资产减值准备	7	5	6	7
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-1	-20	-32	-48
投资损失	-17	-12	-40	-63
少数股东损益	-4	-3	-5	-7
营运资金的变动	47	-1	35	43
<b>经营活动产生现金流量</b>	228	181	296	383
<b>投资活动产生现金流量</b>	-66	107	-2	68
<b>融资活动产生现金流量</b>	-99	0	2	2
现金净变动	63	289	295	453
现金的期初余额	191	348	637	932
现金的期末余额	254	637	932	1385

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	973	1019	1376	1748
营业成本	562	581	771	961
营业税金及附加	10	13	17	21
销售费用	103	107	140	178
管理费用	79	82	110	143
财务费用	-5	-20	-32	-48
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	17	12	40	63
<b>营业利润</b>	210	234	369	504
营业外收入	7	4	4	4
营业外支出	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	215	237	372	507
所得税	31	35	54	73
净利润	184	202	318	433
少数股东损益	-4	-3	-5	-7
<b>归属母公司净利润</b>	189	205	323	440
<b>BPS(元)</b>	0.97	1.06	1.67	2.27

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	84.3%	4.8%	35.0%	27.0%
营业利润增长率	42.5%	11.6%	57.7%	36.5%
净利润增长率	50.6%	8.4%	57.7%	36.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	42.2%	43.0%	44.0%	45.0%
净利率	19.4%	20.1%	23.4%	25.2%
ROE	22.2%	19.8%	24.3%	25.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.4%	43.7%	42.7%	41.8%
流动比率	2.05	2.06	2.17	2.26
速动比率	1.71	1.63	1.74	1.84
<b>营运能力</b>				
资产周转率	74.2%	60.6%	65.7%	66.1%
应收帐款周转率	612.2%	472.4%	549.9%	530.2%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.97	1.06	1.67	2.27
每股经营现金	1.18	0.94	1.53	1.98
每股净资产	4.38	5.33	6.84	8.88
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	44.5	41.1	26.0	19.1
PB	9.9	8.1	6.3	4.9

## 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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn