

股权激励落地，检测龙头再启程

安车检测 (300572)

股权激励落地，考核指标保障后续业绩

公司发布股权激励草案，预计授予对象 547.25 万份股票期权，行权价格为 40.25 元/股，深度绑定包董事、副总裁、财务总监、董事会秘书、中层管理人员、核心技术（业务）骨干在内的 320 人，按照行权价格 40.25 元，涉及股票市值体量达到约 2223.76 万元。考核目标难点主要是增速指标较高，其中 21/22/23 年相对 20 年业绩增速分别为 30%/60%/90%。

2020 年业绩预告同比增长-4.61%-5.99%

公司发布业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润 1.8 亿元-2.0 亿元，同比增长-4.61%-5.99%，预计实现扣非归母净利润 1.66 亿元-1.86 亿元，同比增长 0.07%-12.10%。单季度来看，20Q4 公司实现归母净利润 0.23-0.43 亿元，同比增长-17.86%+53.57%。

新政策影响有限，利好运营端收购逻辑

我们测算检测新政对运营端市场空间影响约缩减 17%，显著好于市场预期。此外，新政策加速检测站格局出清，利于公司后期的对检测站的收购，一方面是更容易收购（卖方更愿意卖），一方面是有望降低收购价格。长期看公司转型运营端逻辑并未受到影响。

风险提示：政策风险，新进入者带来的竞争加剧等

投资建议：低估值汽车检测龙头，维持“买入”评级

我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.90/2.58/3.50 亿，对应同比增速分别为 0.7%/35.6%/35.6%，EPS 分别为 0.98/1.33/1.81 元，当前股价对应估值分别为 37.1/27.4/20.2x，维持“买入”评级。

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	528	973	1,021	1,379	1,861
增长率(%)	28.2	84.3	5.0	35.0	35.0
净利润(百万元)	125	189	190	258	350
增长率(%)	58.5	50.6	0.7	35.6	35.6
ROE(%)	18.0	21.3	18.0	19.9	21.5
EPS(元/股，摊薄)	1.04	0.97	0.98	1.33	1.81
P/E(倍)	35.2	37.4	37.1	27.4	20.2
P/B(倍)	6.5	8.3	6.9	5.6	4.4

维持
买入
何俊艺

hejunyi@csc.com.cn

15121172110

SAC 执证编号：S1440521010002

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440520070001

SFC 中央编号：BQR089

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 执证编号：S1440519080001

SFC 中央编号：BOU764

发布日期：2021 年 02 月 28 日

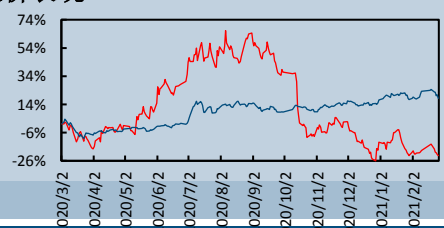
当前股价：36.41 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	0.17/-0.58	-23.52/-26.48	-20.09/-41.92
12 月最高/最低价 (元)			79.95/34.17
总股本 (万股)			19,364.11
流通 A 股 (万股)			13,911.13
总市值 (亿元)			70.5
流通市值 (亿元)			50.65
近 3 月日均成交量 (万股)			313.93
主要股东			
贺宪宁			30.41%

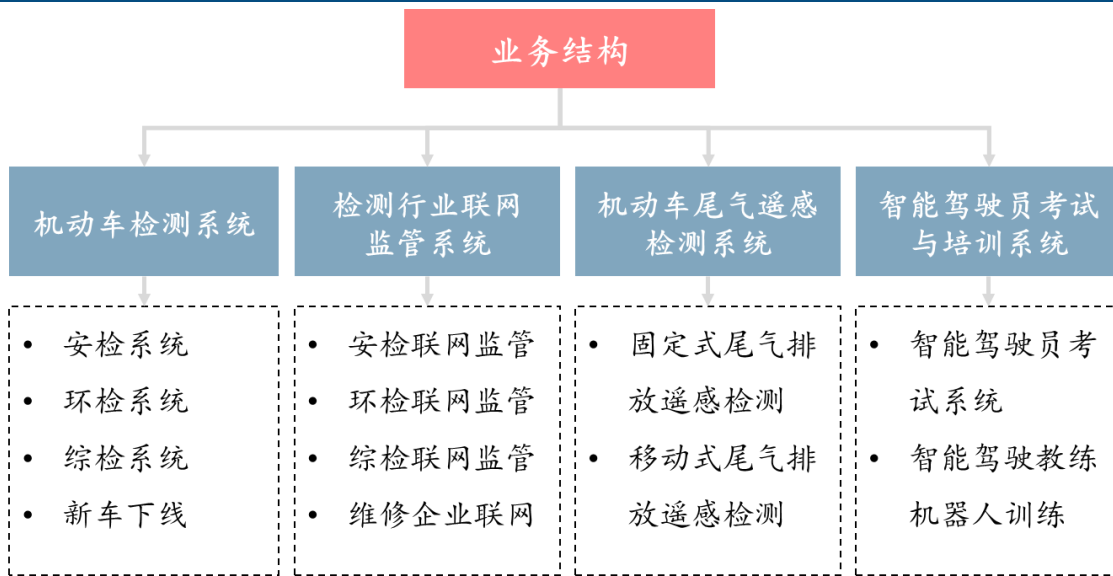
股价表现



公司概况

公司是国内机动车检测领域和机动车驾驶人考试行业整体解决方案的主要提供商，是国内少数能同时提供**机动车检测系统、智能驾驶员考试与培训系统、机动车尾气遥感监测解决方案与机动车行业联网监管系统**的企业。公司在积极推动现有机动车检测系统主要业务的快速发展、实现良好效益的同时，结合现有产业布局和未来发展检测服务等下游行业的发展方向，重点拓展**检测运营**等相关的下游服务市场。

图表1： 业务结构（20H1）



资料来源：公司公告、公司官网，中信建投

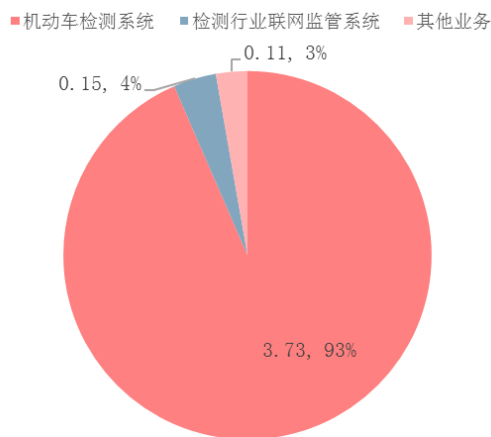
图表2： 产品布局介绍

产品类别	具体产品	产品介绍	应用领域
机动车检测系统	安检系统	检测机动车行驶安全性项目	机动车检验机构、汽车制造厂、维修企业、二手车评估机构等
	环检系统	检测机动车行驶尾气排放状况	
	综检系统	检测营运车辆的安全、经济、动力性能等	各类汽车制造厂、科研机构等
	新车下线检测系统	根据客户需求定制化设计，满足不同车辆的下线检测需求	
检测行业联网监管系统	安检联网监管系统	实现公安部门与机动车安全技术检验机构的联网监督与管理	机动车检测、维修行业的联网监督与管理
	环检联网监管系统	实现环保管理部门与机动车环保检验机构的联网监督与管理	
	综检联网监管系统	实现交通管理部门与汽车综合性能检验机构的联网监督与管理	
	维修企业联网监管系统	实现交通管理部门与二类以上维修企业的联网监督与管理	

机动车尾气遥感检测系统	固定式机动车尾气排放遥感检测系统 移动式机动车尾气排放遥感检测系统	水平式：固定安装于道路两侧，可对单向和双向车道上行驶车辆的排气污染物进行实时遥感检测的系统 垂直式：固定安装于龙门架上，可对单向车道上行驶车辆的排气污染物进行实时遥感检测的系统 临时安置于道路两侧，可以对单向和双向车道上行驶车辆的排气污染物进行实时遥感检测的系统	城市机动车排放污染监测监控管理
智能驾驶员考试与培训系统	智能驾驶员考试系统 智能驾驶教练机器人训练系统	是基于高精度 GPS 定位和惯性导航的机动车驾驶人科目二、科目三考试系统 集智能教学、智能评判与安全防护于一体，将普通教练车与智能系统相结合，实现无教练培训、安全培训	车管所、驾驶考试培训学校

资料来源：公司公告，中信建投

图表3：公司主营构成（20H1）



资料来源：公司公告，中信建投

股权激励落地：深度绑定核心高层，考核目标保障后期业绩释放

公司 2020 年股票期权激励计划规定的股票期权授予条件已经成就，具体行权安排如下：

行权价格：40.25 元/股；

激励范围：包括董事、副总裁、财务总监、董事会秘书、中层管理人员、核心技术（业务）骨干在内的 320 人；

价值体量：本计划拟授予的公司 A 股普通股期权总计 547.25 万份，占目前总股本比例 2.83%，按照行权价格 40.25 元/股计算，本次激励价值体量约为 2223.76 万元。

经营成本的影响：根据会计准则要求，本次激励的股票期权分四年摊销，预计 2021-2024 年每年摊销成本为 1002.90/733.04/452.03/35.79 万元。

考核目标：考核目标中主要对当年的净利润增速进行考核，以 2020 年为利润基数，2021 年同比增长 30%，2022 年同比增长 60%，2023 年同比增长 90%。

图表4： 股权激励行权安排

授予期权行权期	行权时间	行权条件	行权比例
第一个行权期	自股票期权授予之日起 12 个月后的首个交易日起至股票期权授予之日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	以 2020 年归属于上市公司股东净利润为基数，2021 年的净利润增长率不低于 30%	30%
第二个行权期	自股票期权授予之日起 24 个月后的首个交易日起至股票期权授予之日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	以 2020 年归属于上市公司股东净利润为基数，2022 年的净利润增长率不低于 60%	30%
第三个行权期	自股票期权授予之日起 36 个月后的首个交易日起至股票期权授予之日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	以 2020 年归属于上市公司股东净利润为基数，2023 年的净利润增长率不低于 90%	40%

资料来源：公司公告，中信建投

图表5： 股权激励对象

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	占授予期权总数的比例（%）	占目前股本总额的比例（%）
1	董海光	董事、副总经理	20	3.65%	0.10%
2	沈继春	董事、副总经理	20	3.65%	0.10%
3	庄立	董事	20	3.65%	0.10%
4	李云彬	副总经理、财务总监兼	20	3.65%	0.10%

请参阅最后一页的重要声明

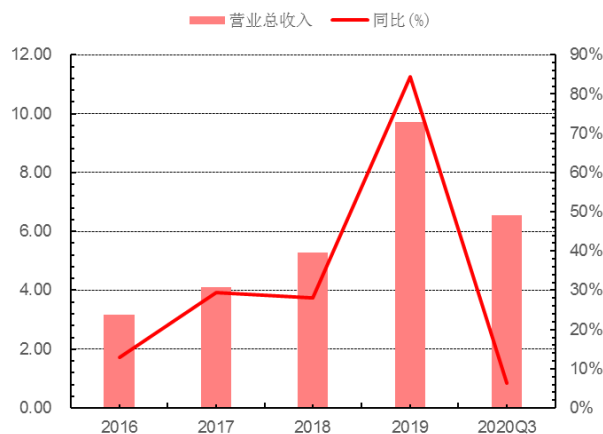
董事会秘书

中层管理人员、核心业务（技术）人员等（316）	467.25	85.38%	2.41%
合计（320人）	547.25	100.00%	2.83%

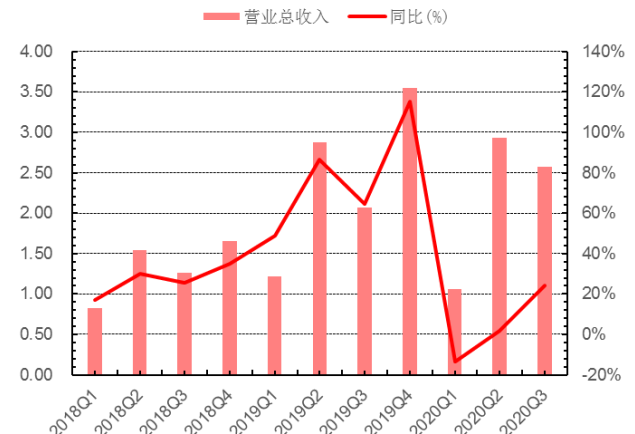
资料来源：公司公告，中信建投

2020 年业绩预告同比增长-4.61%~+5.99%

公司发布业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润 1.8 亿元-2.0 亿元，同比增长-4.61%-5.99%，预计实现扣非归母净利润 1.66 亿元-1.86 亿元，同比增长 0.07%-12.10%。单季度来看，20Q4 公司实现归母净利润 0.23-0.43 亿元，同比增长-17.86%-53.57%，公司业绩符合市场预期。

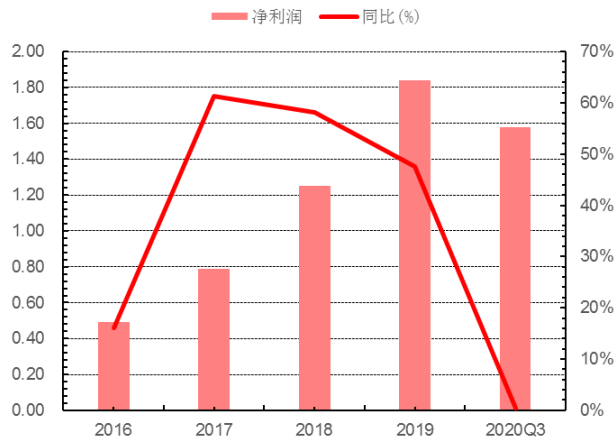
图表6： 营收及同比增速


资料来源：WIND，中信建投

图表7： 营收及同比增速（单季度）


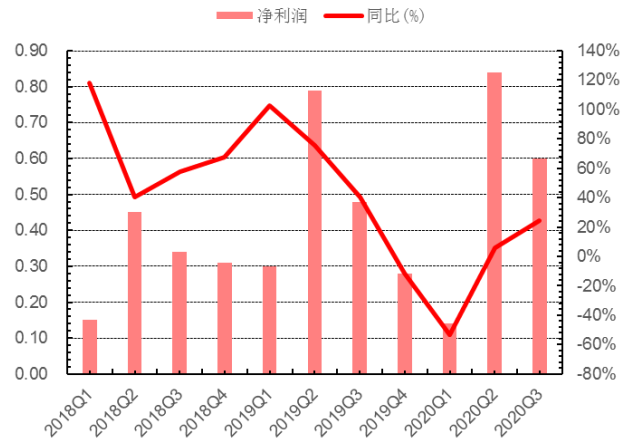
资料来源：WIND，中信建投

图表8： 净利润及同比增速



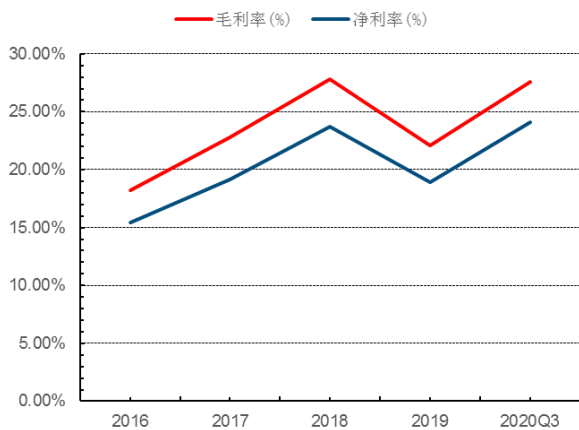
资料来源: WIND, 中信建投

图表9： 净利润及同比增速（单季度）



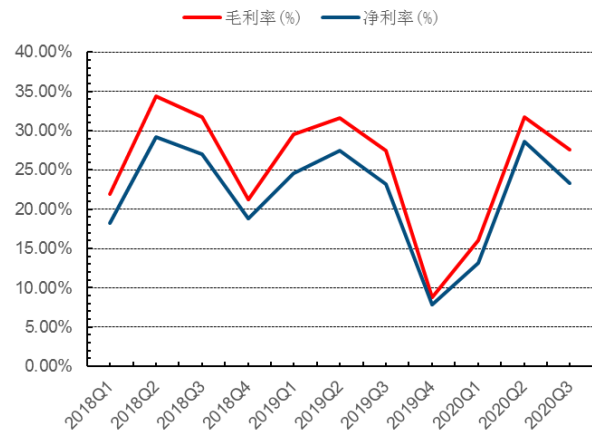
资料来源: WIND, 中信建投

图表10： 毛利率及净利率



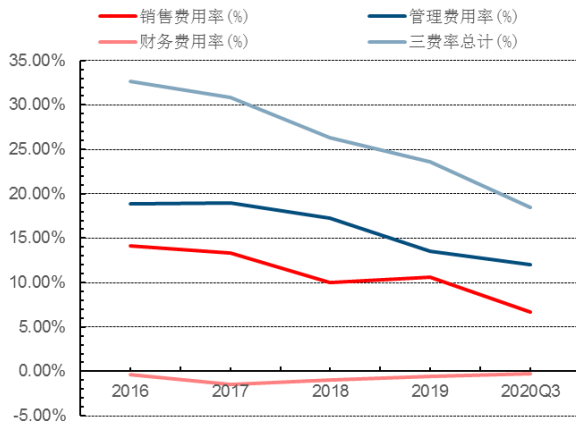
资料来源: WIND, 中信建投

图表11： 毛利率及净利率（单季度）



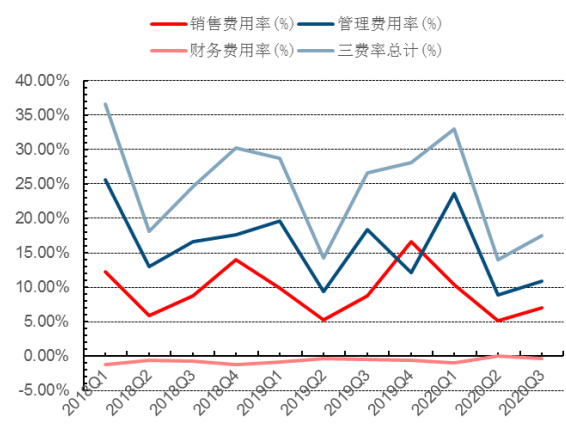
资料来源: WIND, 中信建投

图表12：三费率



资料来源：WIND，中信建投

图表13：三费率（季度）



资料来源：WIND，中信建投

投资评价和建议

我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.90/2.58/3.50 亿，对应同比增速分别为 0.7%/35.6%/35.6%，EPS 分别为 0.98/1.33/1.81 元，当前股价对应估值分别为 37.1/27.4/20.2x，维持“买入”评级。

风险分析

- 第一，疫情二次爆发影响业务开展；
- 第二，汽车行业销量复苏不及预期；
- 第三，遥感检测市场开拓不达预期的风险；

报表预测

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	968	1303	1330	1981	2250
现金	210	348	499	749	1034
应收票据及应收账款合计	87	203	102	310	246
其他应收款	13	16	15	27	30
预付账款	18	40	21	61	49
存货	188	216	212	353	410
其他流动资产	451	480	480	480	480
非流动资产	151	200	198	236	287
长期投资	30	31	31	30	30
固定资产	50	63	75	106	146
无形资产	33	32	30	28	27
其他非流动资产	39	75	63	71	84
资产总计	1120	1503	1528	2217	2537
流动负债	422	636	503	956	965
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	120	359	149	521	383
其他流动负债	303	278	354	435	582
非流动负债	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	424	637	504	957	966
少数股东权益	22	17	13	7	-1
股本	121	194	194	194	194
资本公积	228	157	157	157	157
留存收益	330	495	661	887	1194
归属母公司股东权益	675	849	1011	1252	1572
负债和股东权益	1120	1503	1528	2217	2537

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-9	228	153	289	336
净利润	125	184	186	252	342
折旧摊销	5	7	7	10	13
财务费用	-5	-5	-7	-10	-15
投资损失	-15	-17	-17	-17	-17
经营性应收项目的减少	-33	-141	120	-248	75
经营性应付项目的增加	-118	215	-134	454	8
其他经营现金流	-84	198	-137	303	-62
投资活动现金流	-193	-66	11	-30	-47
资本支出	28	54	-1	37	51
长期投资	-180	-31	0	0	0
其他投资现金流	-345	-44	10	7	4
筹资活动现金流	7	-99	-13	-9	-4
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	54	73	0	0	0
资本公积增加	-53	-70	0	0	0
其他筹资现金流	6	-101	-13	-9	-4
现金净增加额	-195	63	151	250	285

资料来源: 公司公告, 中信建投

利润表 (百万元)

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	528	973	1021	1379	1861
营业成本	269	562	596	786	1062
营业税金及附加	8	10	11	14	19
销售费用	53	103	112	152	195
管理费用	62	79	97	131	168
研发费用	29	53	55	75	101
财务费用	-5	-5	-7	-10	-15
资产减值损失	2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	21	30	30	30	30
投资净收益	15	17	17	17	17
营业利润	147	210	211	288	393
营业外收入	0	7	7	7	7
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	147	215	216	293	398
所得税	22	31	31	42	57
净利润	125	184	186	252	342
少数股东损益	-0	-4	-4	-6	-8
归属母公司净利润	125	189	190	258	350
EBITDA	145	212	211	284	384
EPS (元)	1.04	0.97	0.98	1.33	1.81

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	28.2	84.3	5.0	35.0	35.0
营业利润(%)	59.0	42.5	0.7	36.5	36.3
归属于母公司净利润(%)	58.5	50.6	0.7	35.6	35.6
获利能力					
毛利率(%)	49.0	42.2	41.7	43.0	43.0
净利率(%)	23.7	19.4	18.6	18.7	18.8
ROE(%)	18.0	21.3	18.0	19.9	21.5
ROIC(%)	27.5	-1788.4	1821.5	-10771.2	741.4
偿债能力					
资产负债率(%)	37.8	42.4	33.0	43.2	38.1
净负债比率(%)	-30.2	-40.2	-48.4	-59.3	-65.2
流动比率	2.3	2.0	2.6	2.1	2.3
速动比率	1.8	1.7	2.2	1.7	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
应付账款周转率	6.6	7.3	7.3	7.3	7.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.04	0.97	0.98	1.33	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.11	1.08	0.79	1.49	1.73
每股净资产(最新摊薄)	5.57	4.38	5.26	6.49	8.20
估值比率					
P/E	35.2	37.4	37.1	27.4	20.2
P/B	6.5	8.3	6.9	5.6	4.4
EV/EBITDA	47.2	29.5	28.8	20.5	14.4

分析师介绍

何俊艺：汽车行业联席首席分析师，上海交通大学硕士，师从上海交通大学校长，汽车工程学院林忠钦院士。曾任职于国信证券，四年汽车行业研究经历，获得 2019/2020 年度新财富最佳分析师（第四），2017-2020 年水晶球最佳分析师等荣誉，深度跟踪汽车零部件，整车板块。

程似骐：汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017 年新财富第二团队核心成员，2020 年新浪财经新锐分析师第一名，2020 年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。

吕娟：董事总经理，上海区域总监，高端制造组组长&首席分析师，机械行业首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所任机械首席分析师，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所任董事总经理、副所长、机械首席分析师。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk