

2020年10月08日

多伦科技 (603528.SH)

打造车检连锁新龙头

- 围绕“人、车、路”战略布局，四大业务板块蓬勃发展。公司自成立以来一直专注于驾考系统、城市智能交通产品的研发、生产和销售。作为智能交通行业的推进者，公司依托二十余年技术积累和业务拓展形成了以智慧车管、智慧驾培、智慧城市三大成熟产品体系，业务市场已覆盖全国30个省（自治区、直辖市）400多个城市。2019年，公司围绕“人、车、路”交通核心三要素进行战略深化和业务转型，进军机动车检测行业，集中精力建设车检站连锁网络，将车检业务打造为业绩突破口。
- 打造连锁经营网络，强势占领车检市场。我国机动车检测数量和价格均处于快速上行阶段，随着市场化竞争加剧，监管政策陆续落地，优质民营资本陆续介入进行并购整合，在行业集中度逐步提升的过程中，成功建立连锁经营网络，提供优质稳定检测服务的公司有望成为行业龙头。参考爱尔眼科连锁经营网络的发展历程，可以发现公司车检业务和眼科医院一样天然适合连锁经营，公司车检站和爱尔眼科一样从多个维度保障了经营单元的标准化。我们认为公司已经具备连锁经营的先决条件，能够在车检行业整合过程中脱颖而出。
- 经营模式转型顺利，智慧驾培和智能交通业务成为公司业绩稳定支撑。公司是市场率先开发智能化驾培模式的公司之一，受益驾校经营模式改革，智慧驾培业务收入在过去两年实现高速增长。与此同时，伴随着智能交通建设在5G技术和“新基建”双重机遇叠加下的提速发展，公司和多地公安交通部门在智能交通领域新签订多个合同，为公司带来了超预期的业绩增长。
- 投资建议：公司在智能交通领域深耕多年，新近切入的机动车检测业务有望通过打造全国连锁经营网络实现业绩突破，此外智慧驾培和智能交通业务已经成为公司收入主要贡献者，长期业绩前景良好。预计公司2020-2021年EPS分别为0.23元，0.48元。给予买入-A评级，目标价13元。
- 风险提示：机动车检测市场规模不及预期；检测站落地不及预期；车检行业竞争加剧；驾培业务落地不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	550.1	697.9	822.4	1,290.6	1,948.7
净利润	135.0	153.4	145.4	298.4	477.5
每股收益(元)	0.22	0.24	0.23	0.48	0.77
每股净资产(元)	2.35	2.55	2.75	3.08	3.61

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	52.2	45.9	48.4	23.6	14.7
市净率(倍)	4.8	4.4	4.1	3.6	3.1
净利润率	24.5%	22.0%	17.7%	23.1%	24.5%
净资产收益率	8.9%	9.1%	8.3%	15.2%	20.8%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.6%	1.3%	2.0%
ROIC	27.9%	17.7%	20.2%	18.0%	25.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

行业应用软件

投资评级 买入-A

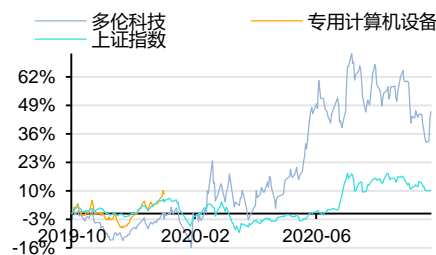
首次评级

6个月目标价：13元
 股价(2020-09-30) 10.43元

交易数据

总市值(百万元)	6,537.31
流通市值(百万元)	6,509.40
总股本(百万股)	626.78
流通股本(百万股)	624.10
12个月价格区间	6.06/12.31元

股价表现



数据来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.67	1.56	22.51
绝对收益	-9.93	-2.25	33.28

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
 huyw@essence.com.cn
 021-35082010

吕伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516080010
 lvwei@essence.com.cn
 021-35082935

相关报告

内容目录

1. 围绕“人、车、路”战略布局，四大业务板块蓬勃发展	4
1.1. 多年深耕智慧大交通领域，战略转型将车检业务打造为业绩突破口	4
1.2. 公司股权结构合理，财务数据印证经营模式转型顺利	4
2. 打造连锁经营网络，强势占领车检大市场	6
2.1. 机动车检测市场前景广阔，车检站整合拐点来临	6
2.1.1. 机动车检测市场发展驱动力	7
2.1.2. 机动车检测市场规模测算	8
2.1.3. 国内机动车检测站现状：	9
2.2. 聚焦连锁车检站经营，公司有望成为车检领域的爱尔眼科	10
2.2.1. 业务模式对比	10
2.2.2. 经营单元标准化能力对比	10
2.2.3. 多伦科技在车检领域的竞争优势	12
3. 驾考智能化先行者，产品体系紧跟政策导向	15
4. 智慧驾培业绩逐步兑现，受益于驾校经营模式变革	16
4.1. 驾培行业竞争环境恶化，驾校转型需求迫切	16
4.2. 智慧驾培产品先发优势明显，受益驾校经营模式变革	18
5. 5G 技术叠加“新基建”机遇，智能交通业务步入高速发展期	19
6. 盈利预测与投资建议	21
6.1. 盈利预测	21
6.2. 投资建议	22
7. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司四大业务板块	4
图 2：公司股权结构（截止至 2020 年 8 月 22 日）	4
图 3：公司近五年营收规模及增速	5
图 4：公司近五年归母净利润规模及增速	5
图 5：公司近五年毛利率及净利率情况	5
图 6：公司近五年期间费用情况（单位：万元）	5
图 7：公司 2017-2020 年各业务板块营收情况（单位：万元）	6
图 8：公司 2017-2020 年各子业务毛利率情况（%）	6
图 9：机动车检测主要内容	6
图 10：机动车检测产业链	7
图 11：中美两国汽车保有量（百万辆）	7
图 12：中美日欧平均车龄（2019）	8
图 13：中美日欧平均车龄（2019）	8
图 14：中美日检测站现状对比	9
图 15：单个检测站服务车辆数	9
图 16：多伦车检指导手册框架	11
图 17：引车员进行检测工作	11
图 18：多伦科技机动车检测站运营平台	12

图 19: 多伦科技旗下枣庄市正通机动车检测站外观.....	12
图 20: 多伦车检小程序界面	12
图 21: 公司业务市场分布	13
图 22: 2017-2020 年智能交通、智慧驾培收入情况.....	14
图 23: 2017-2020 年智能交通、智慧驾培净利润情况	14
图 24: 机动车检测站落地情况.....	14
图 25: 科目一无纸化考试设备.....	15
图 26: 科目三随车人员行为监管系统.....	15
图 27: 2013-2019 年新增机动车驾驶人规模.....	15
图 28: 2009-2019 年全国驾校数量	16
图 29: 2006-2019 年驾校单车培训情况	16
图 30: 2019 年全国驾校学费分布	17
图 31: 2020.7.1-2020.8.10 美团成人培训搜索 top3.....	17
图 32: 智慧驾校解决方案.....	18
图 33: 多伦学车平台运营情况.....	19
图 34: 江宁交警指挥中心大数据可视化	20
图 35: 多伦科技与同行业上市公司智能交通业务毛利率对比	20
图 36: 2015-2019 智能交通营收情况.....	21
表 1: 车检行业市场空间测算.....	9
表 2: 多伦车检站与爱尔眼科医院盈亏测算对比.....	10
表 3: 公安交管改革措施梳理.....	16
表 4: 公司业绩分拆预测	22

1. 围绕“人、车、路”战略布局，四大业务板块蓬勃发展

1.1. 多年深耕智慧大交通领域，战略转型将车检业务打造为业绩突破口

公司自成立以来一直专注于驾考系统、城市智能交通产品的研发、生产和销售。作为智能交通行业的推进者，公司依托二十余年技术积累和业务拓展形成了以智慧车管、智慧驾培、智慧城市三大成熟产品体系，业务市场已覆盖全国 30 个省（自治区、直辖市）400 多个城市。2019 年，公司围绕“人、车、路”交通核心三要素进行战略深化和业务转型，进军机动车检测行业，集中精力建设车检站连锁网络，将车检业务打造为业绩突破口。

图 1：公司四大业务板块

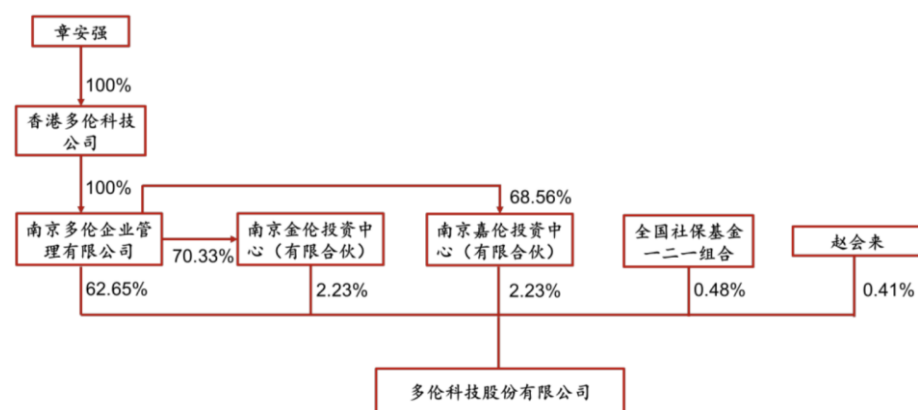


数据来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构合理，财务数据印证经营模式转型顺利

公司股权结构高度集中，董事长为实控人。公司董事长章安强通过香港多伦科技公司、南京多伦企业管理有限公司间接持有公司 67.11% 的股权。公司整体股权结构高度集中，保障了公司战略的一致性。2019 年公司进军车检行业，在全国进行业务布局，集中稳定的股权结构有利于车检新业务持续深入拓展，也为公司未来可能的股权融资活动提供充足的摊薄空间。

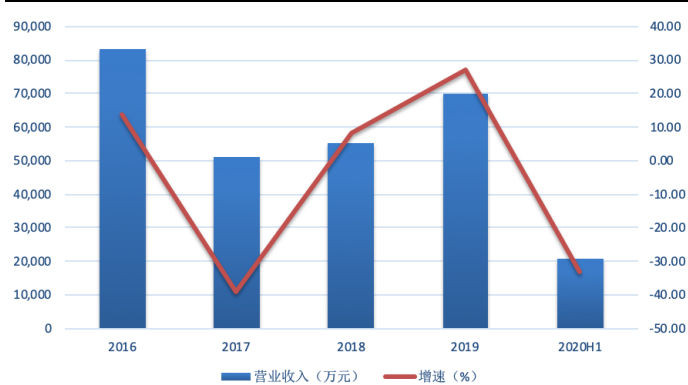
图 2：公司股权结构（截止至 2020 年 8 月 22 日）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

公司财务表现稳健，营收及利润稳步增长。公司 2015-2019 年的营业收入分别为 7.33/8.32/5.09/5.50/6.98 亿元；2015-2019 年的归母净利润分别为 3.05/3.09/1.02/1.35/1.53 亿元。公司 2017 年营收及归母净利润出现明显下滑，主要由于公司过去以传统驾培业务为主，该业务市场趋于饱和，业绩下行压力较大。2018-2019 年，公司营收和归母净利润均恢复增长，表明公司战略转型初具成效，现各业务板块逐步实现均衡增长。

图 3：公司近五年营收规模及增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心

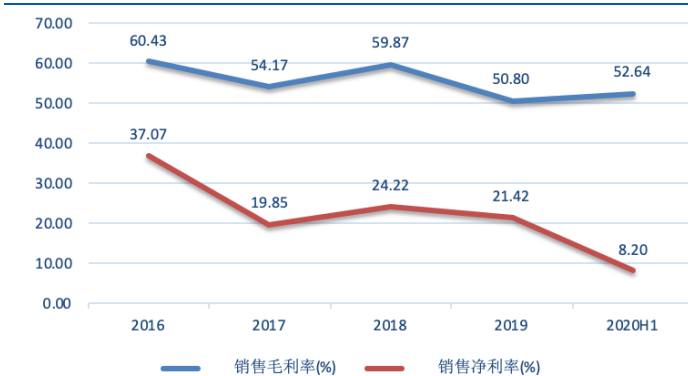
图 4：公司近五年归母净利润规模及增速



数据来源：Wind，安信证券研究中心

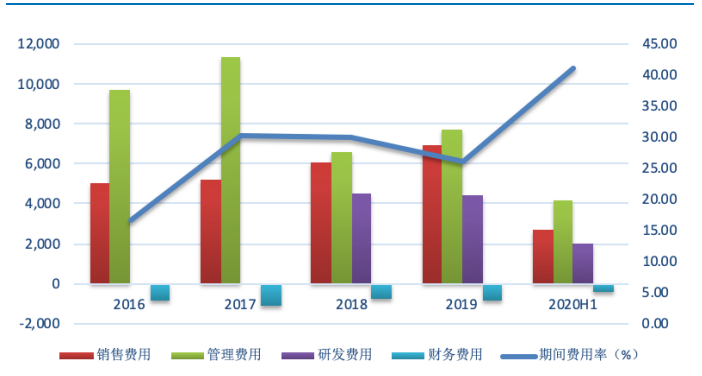
公司保持高盈利能力，业务拓展影响期间费用率。公司 2015-2019 年毛利为 65.26%/60.43%/54.17%/ 59.87%/ 50.8%，净利率分别为 41.63%/37.07%/19.85%/24.22%/21.42%，由于公司各类产品均集成了北斗卫星定位、大数据、三维虚拟仿真、物联网等核心技术，公司毛利率一直维持在 50% 以上。2017 年公司期间费用率和净利率均出现较大波动，主要由于公司这一时期开始拓展智慧驾培、智能交通业务，销售费用和研发费用增速较快。2018-2019 年，随着驾培和智能交通业务开始兑现业绩，期间费用率略有下降。

图 5：公司近五年毛利率及净利率情况



数据来源：Wind，安信证券研究中心

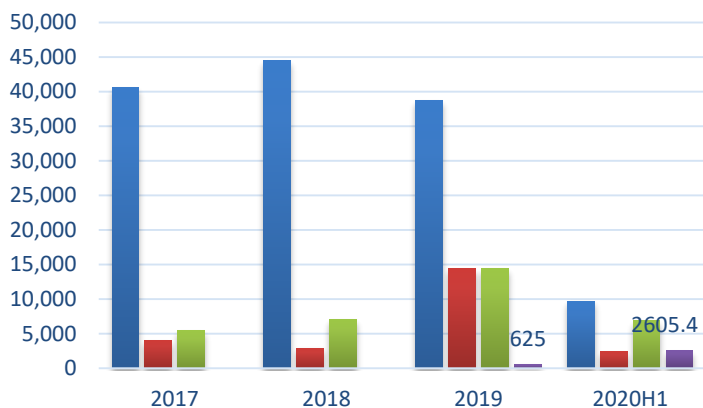
图 6：公司近五年期间费用情况（单位：万元）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

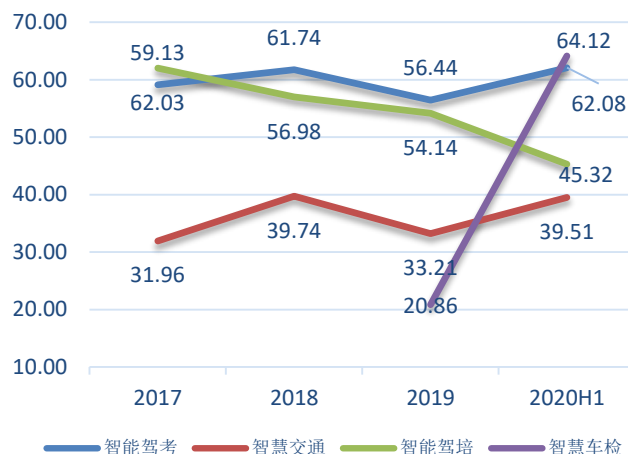
收入结构变化印证公司业务模式转型进展顺利。分业务来看，公司 2017-2019 年传统驾考业务营收贡献逐步降低，智能驾培和智能交通业务成为业绩增长支撑。2020 年上半年，受疫情影响，各项业务规模增速不及预期，但智能车检业务收入已经超过去年全年，预计该业务今年将成为公司新的业绩增长点。这一业务结构改变表明公司向 to B + to C 业务模式的转型进展顺利。毛利率方面，2017-2020H1 公司驾考驾培以及智能交通业务毛利率水平均在稳定区间内波动，2019 年车检业务的毛利率水平较低，是由于大部分车检站仍处于建设布局阶段，尚未开始营运，2020 年公司旗下车检站逐步投放使用，因此出现了上半年毛利率的反弹，随着车检站运营规模的扩大和盈利能力的提升，毛利率还有较大的成长空间。

图 7：公司 2017-2020 年各业务板块营收情况（单位：万元）



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：公司 2017-2020 年各子业务毛利率情况（%）



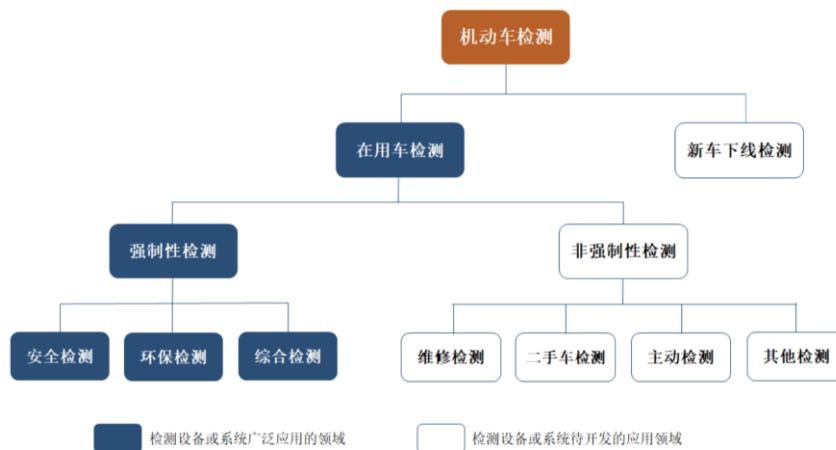
数据来源：Wind，安信证券研究中心

2. 打造连锁经营网络，强势占领车检大市场

2.1. 机动车检测市场前景广阔，车检站整合拐点来临

机动车检测是综合利用各种现代的检测设备和检测技术，在汽车不解体或不完全解体的前提下，判断车辆技术状况、查明故障部位和原因的一种技术手段。按照检测对象划分，目前机动车检测包含在用车检测和新车下线检测，其中在用车检测又可分为强制检测(定期检测)与非强制检测。

图 9：机动车检测主要内容



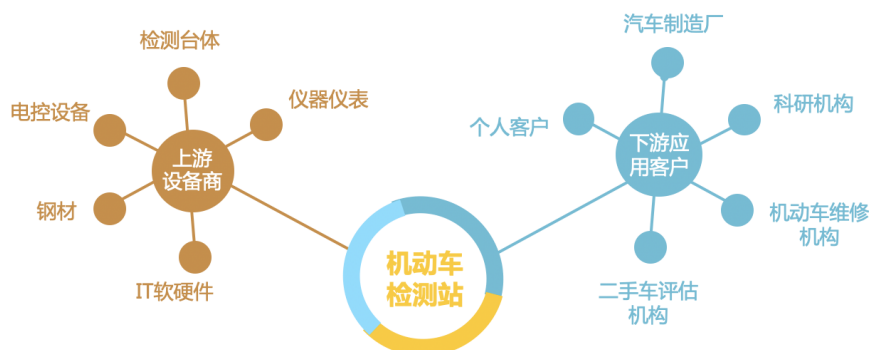
数据来源：安车检测招股说明书，安信证券研究中心

目前国内机动车检测以强制检测为主。强制检测包含安全检测、环保检测和综合检测三类检测项目，前两者分别检测机动车的安全性能和环保性能，后者的检测对象为营运车辆，检测内容包含安全性能、动力性能、经济性能等。车检站非强制检测则是汽修厂、二手车交易机构等企业因业务开展需要自发进行的检测行为。

车检站作为产业链中枢，有望依托数据成为汽车后市场的关键主体。机动车检测产业链由上游设备供应商、中游机动车检测站与下游车检客户构成。检测站集成上游供应商设备资源，面向下游客户提供检测服务，监控各类车辆的技术状况和污染排放水平。依托日臻成熟的物

联网技术，检测站可以实现检测信息与检测数据实时共享，为交通事故处理、车辆盗抢和保险赔付、大气污染治理等提供数据支持，创造更大的价值提升空间。

图 10：机动车检测产业链

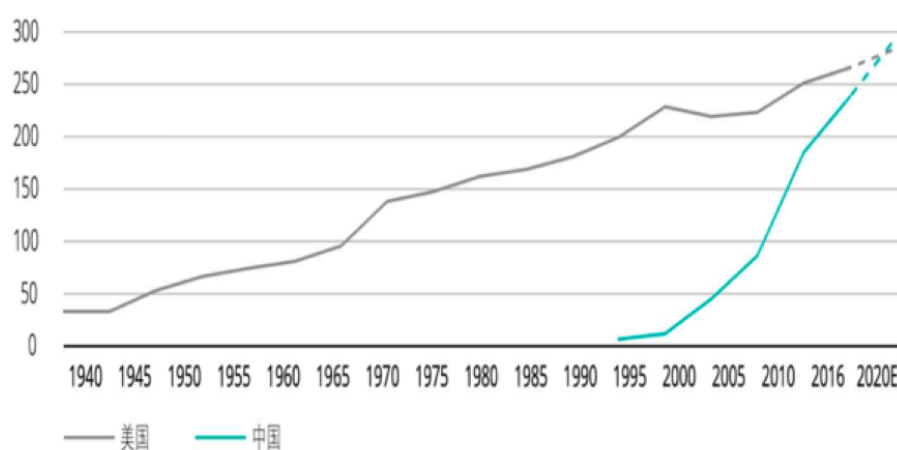


数据来源：安车检测招股说明书，安信证券研究中心

2.1.1. 机动车检测市场发展驱动力

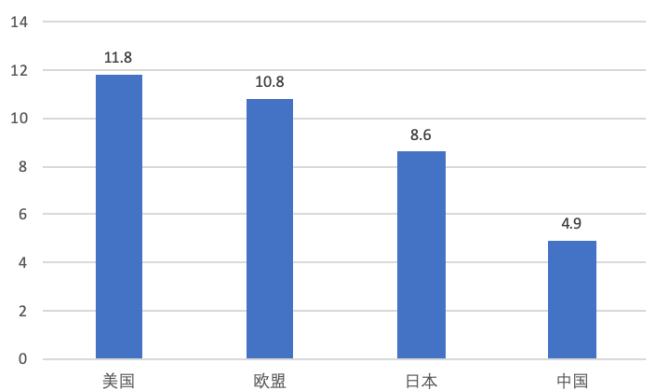
车龄增长、保有量增加双效驱动检测需求高速发展。截至 2019 年底，中国汽车保有量达到 2.615 亿辆，2010-2019 年 CAGR 为 13.1%，预计在 2020 年将超过美国成为全球第一大汽车保有量市场。尽管 2018 年开始汽车销量增速放缓，但汽车保有量仍将在长期维持增长态势，同时国内平均车龄也随着存量市场的到来持续增加，2006 年至 2019 年，中国汽车平均车龄由 2.6 年提升至 4.9 年，和发达国家 8-10 年的平均车龄相比还有很大成长空间。不断扩大的车辆总体规模的和逐步提升的“老龄车”比例双重因素使得检测次数迅速攀升，成为检测市场的直接成长动力。

图 11：中美两国汽车保有量（百万辆）



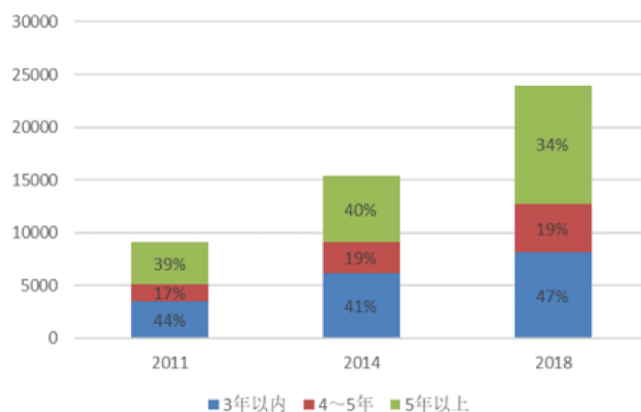
数据来源：德勤，安信证券研究中心

图 12：中美日欧平均车龄（2019）



资料来源：HIS Markit, ACEA, 公安部, 安信证券研究中心

图 13：中美日欧平均车龄（2019）



资料来源：德勤, 安信证券研究中心

政策引导机动车检测市场化运营，拓展行业盈利空间。2019年，发改委发布《关于进一步清理规范政府定价经营服务性收费的通知》，鼓励放开机动车检测类收费项目，进一步缩减政府定价范围，对已经形成竞争的服务，一律实行市场调节价。鉴于目前车检站整体供小于求，已经放开车检价格管制的省份如广东、辽宁，检测费用上涨幅度普遍在100元左右，随着全国范围内价格管制的放开，越来越多的资本将进入汽车检测行业，检测价格有望在充分竞争中迎来平稳增长，推动车检市场规模进一步扩大。

2.1.2. 机动车检测市场规模测算

保有量、车龄增加以及政策引导的价格释放将带来机动车检测市场规模的快速成长，根据我们的测算，到2022年，车检市场规模有望突破1000亿元。具体测算方法如下：

检测要求：

乘用车：车龄6年以上的，每年检验1次；超过15年的，每6个月检验1次；

商用车：每年至少检验一次

其他非机动车（根据中国机动车环境管理年报，摩托车在其他非机动车中占比为90%）

- (1) 摩托车：注册登记6年以内的摩托车免检，6年以上的每年检验一次
- (2) 其他机动车：每年检验1次。

测算假设：

- (1) 测算公式：市场空间=检测次数*检测费用；检测次数=检测比例*车辆保有量；
- (2) 检测费用：根据市场数据，假定2019年乘用车、商用车、其他非机动车一次检测费用分别为300/500/100元；
- (3) 检测费用增速：3%-5%/年；
- (4) 检测比例：根据检测要求，假定2019年乘用车保有量的50%，商用车保有量的100%，其他机动车的25%每年进行一次检测。考虑到乘用车和其他机动车检测比例随平均车龄增加而增加，假定每年检测比例增速和平均车龄年化增速保持一致，为10.4%；
- (5) 乘用车保有量估算：乘用车保有量≈私家车保有量数据表示，增速假定为2017-2019年平均增速11.1%；
- (6) 商用车保有量估算：商用车保有量≈汽车保有量-乘用车保有量，增速假定为2017-2019年平均增速4.7%。

表 1: 车检行业市场空间测算

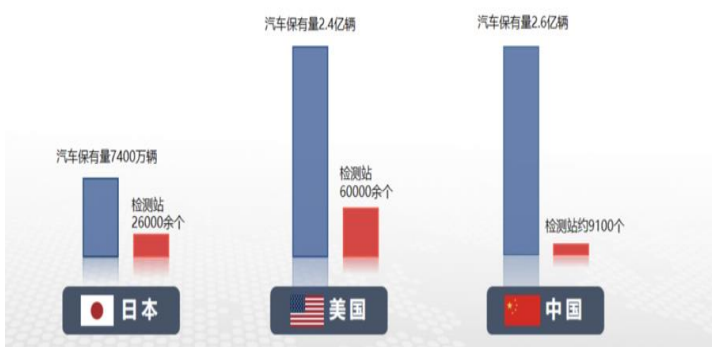
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
乘用车	保有量 (百万辆)	187	207	230	256	284	315
	检测比例	44.80%	50.00%	55.20%	60.94%	67.28%	74.28%
	检测次数 (百万次)	84	104	127	156	191	234
	检测单价 (元)	290	300	315	331	347	365
	市场空间 (亿元)	243	311	400	515	663	855
商用车	保有量 (百万辆)	53	55	57	60	63	65
	检测比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	检测次数 (百万次)	53	55	57	60	63	65
	检测单价 (元)	500	500	520	541	562	585
	市场空间 (亿元)	265	273	297	323	352	417
其他机动车	保有量 (百万辆)	93	95	101	107	113	120
	检测比例	22.40%	25.00%	27.60%	30.47%	33.64%	37.14%
	检测次数 (百万次)	46.5	47.5	50.35	53.37	56.57	59.97
	检测单价 (元)	100	100	103	106	109	113
	市场空间 (亿元)	46.5	47.5	51.86	56.62	61.82	67.49
车检行业总市场空间 (亿元)	554	631	748	895	1076	1306	1591

资料来源: 公安部, 安信证券研究中心测算

2.1.3. 国内机动车检测站现状:

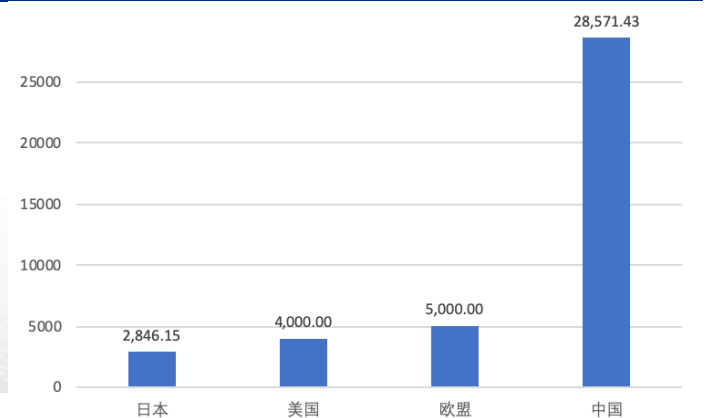
车检市场供小于求, 检测站数量和服务质量亟待提高。截止 2019 年底, 国内有 1.3 万个检测站, 对应每万辆车拥有的检测站数量 0.51 个, 远低于发达国家平均水平。检测站数量不足也对检测质量产生负面影响, 前瞻产业研究院报告显示, 北京一家检测站平均每天要检测近 200 多辆, 而国外单个检测站每天检测车辆大概 20-30 辆, 相较而言国内检测站工作负荷高、每辆车平均检测时间短, 容易产生客户预约困难、等待时间长、检测质量不高等问题。

图 14: 中美日检测站现状对比



资料来源: Gartner, 生态环境部, 安信证券研究中心

图 15: 单个检测站服务车辆数



资料来源: Gartner, 生态环境部, 安信证券研究中心

车检站仍以个体经营为主, 市场整合空间大。目前国内大部分检测站都是单体的模式经营, 个体经营者缺乏持续投入能力, 无法维持技术与服务的领先性和体系性; 此外, 小检测站缺乏公信力, 存在很多管理不规范问题。检测站的附加服务不容易展开, 业务比较单一。随着市场化竞争加剧, 监管政策陆续落地, 优质民营资本陆续介入进行并购整合, 在行业集中度逐步提升的过程中, 成功建立连锁经营网络, 提供优质稳定检测服务的公司有望成为行业龙头。

2.2. 聚焦连锁车检站经营，公司有望成为车检领域的爱尔眼科

2019年，公司正式进入车检行业，开启车检站建设、运营和管理业务。参考爱尔眼科连锁经营网络的发展历程，可以发现公司车检业务和眼科医院一样天然适合连锁经营，公司车检站和爱尔眼科一样从多个维度保障了经营单元的标准化。我们认为公司已经具备连锁经营的先决条件，能够在车检行业整合过程中脱颖而出。

2.2.1. 业务模式对比

(1) 相似的成本分布特征：新设眼科医疗机构所需的设备、场所的前期固定成本高昂，同时核心成本人员所占的比例固定，因而未来的盈利弹性更高。通常一家地市级医疗机构核心建设周期为半年到一年，扭亏周期约为三年。而汽车检查站在前期建设阶段也需要大量的资本投入地租和检测线建设，在经营阶段的人员和设备维护费用稳定，相应的建设和扭亏周期也和眼科医院相同。这样的成本分布特征天然适合连锁化经营。

表：盈亏分析对比（单位万元）

表 2：多伦车检站与爱尔眼科医院盈亏测算对比

	车检站（小型）		医院（地市级）		
	金额（万元）	占营业成本比重	金额（万元）	占营业成本比重	
营业成本结构	日常材料	35	10%	600	48%
	员工薪酬	150	42%	387.5	31%
	房屋设备折旧	50	14%	62.5	5%
	土地租赁费	100	28%	112.5	9%
前期投入金额（万元）	500-800		2500-3000		
年收入（万元）	500-700		2000-4000		
建设周期	0.5-1年		0.5-1年		
回款周期	3-4年		3-4年		
毛利率	40~50%		40~50%		

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

(2) 相似的经营层级：针对不同的资源等级市场，爱尔眼科将公司旗下医疗机构由上自下分为中心、省会、地市、县四个层级，“分级连锁”的经营模式一方面扩大了医院网络辐射区域和受众人群，另一方面不同情况的患者可以接受分级治疗，实现了对医疗资源配置的最优化。类似的，连锁经营也能使多伦科技打通各地区市场。根据占地面积和主要检测对象可以将终端车检站分为三种类型：小型站（主要检小车）、中型站（检小车和大车）、大型站（检大车和小车）。各类检测站既能够让各类机动车都享受到完善的检测服务，同时提高了检测设备和场地的配置效率，加强行业集中度，可以改善当前车检站分散混乱的现状。

2.2.2. 经营单元标准化能力对比

爱尔眼科精彩的业绩增长史离不开迅速扩大的网点规模和客户量。爱尔连锁医院网点数量从2009年的21家发展至2017年的200余家，门诊量CAGR为29.68%，手术量CAGR为42.38%。在这个快速高效的扩张过程中，“标准化”是公司从始至终贯彻执行的，通过将新建或者收购获得的新医院在场地、人员配置、设备配置和营销工作上进行标准化建设，让新收购的医院快速地融入公司整体架构中。我们认为多伦科技也具备类似的全方位标准化能力，下面将从多个角度分析多伦科技是如何实现经营单元的标准化，凭借模式优异的可复制能力在车检市场中更快的形成强有力的连锁经营网络。

多伦科技车检站的标准化能力体现在以下几方面：

统一操作规范，培育标准化团队提供一站式车检服务。在建站陆续增多的情况下，公司从招标建设和人员培训两方面制定业务规范，保障每个检测站能为客户提供先进的检测设备宽敞的检测环境，便捷高效的办理流程。

图 16：多伦车检指导手册框架

多伦车检 - 指导手册		
目录	名称	图片
1	车检站SI形象标准	
2	员工岗位指导标准1.0	
3	机动车检测作业指导书1.0	
4	客户服务标准1.0	

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

在招标建设方面，公司建立“阳光招采”机制，成立专门的招标管理部门，制定公开公平公正的招标制度流程，开展供应商考察及评级，营造阳光、透明、正能量的招采机制，控制建站成本，保障工程规范安全。

在人员培训方面，公司制定了员工岗位指导标准 1.0、机动车检测作业指导书 1.0、客户服务标准 1.0，并陆续在收购站及新建站展开线下培训，使用户在车检站体验标准化的一条龙服务：车主到达车检站后只需根据工作人员的指引将车辆驾驶至相应待检车道，在近旁进行缴费、信息登录等操作，其余检测流程都可在专业引车员引导下轻松完成。此外，公司还引入了卓越绩效管理，努力提升车检站的运营管理水平。

图 17：引车员进行检测工作



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

统一技术解决方案，有利于管理和服务质量统一：2019年7月，公司收购了山东简蓝信息科技有限公司65%股权，具备了提供机动车检测设备和检测系统的能力。目前在建和投入运营的车检站均引入了简蓝公司研发的云管理系统、大数据平台等智慧车检技术手段，可以提供新车注册、登记以及汽车保险、车辆违法处理等多项服务，充分满足车主的个性化需求。和传统机动车检测站相比，公司的检测软件系统高度自动化、智能化，帮助旗下检测站实现从拍照上传、远程查验到动态数据实时传输的全数字化运营，为车主提供更加稳定、可靠、快捷的机动车检测服务。

图 18：多伦科技机动车检测站运营平台



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

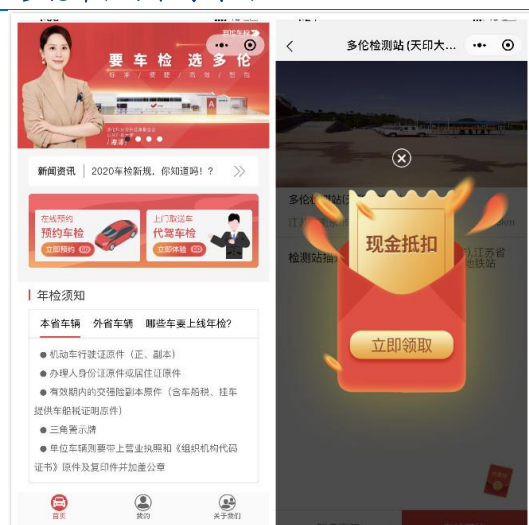
统一形象展示，建立品牌知名度：在形象展示方面，公司团队从收购站整体改造和自建站标准建设两方面进行了站点的形象统一；在品牌推广方面，多伦车检通过户外广告、微信公众号、小程序等多渠道进行了企业品牌的打造，全面整合线上线下资源，塑造“标准、智能、便捷、高效”的品牌形象，向国民车检大品牌的目标进发。

图 19：多伦科技旗下枣庄市正通机动车检测站外观



数据来源：赛迪顾问，安信证券研究中心

图 20：多伦车检小程序界面



数据来源：Gartner，安信证券研究中心

2.2.3. 多伦科技在车检领域的竞争优势

(1) **遍布全国的政府和场地资源是公司车检市场取得先机的重要帮手。**车检行业受四个政府部门的管辖，分别是公安部门、交通运输部门、环保部门和技术质量监督部门，车检站需提前取得资质许可，方可从事机动车检测业务。根据公司年报，公司拥有 20 多年服务于公安、交通等政府监管部门的经验，且在全国各地驾校客户拥有丰富的场地资源，目前公司线下合作驾校的地域已拓展到全国 30 个省市自治区。和当地政府部门的良好合作关系有助于车检站建设和收购的顺利推进，分布全国的驾校场地资源则能为车检行业提供重要的地域布局优势。

图 21：公司业务市场分布

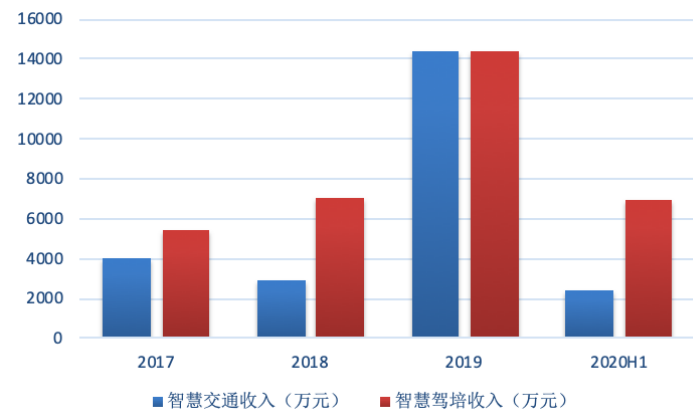


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

(2) **出色的资本运作能力是公司车检品牌建设的不竭动力。**多伦科技充分发挥自身上市平台的融资优势，为全国范围的车检站网络建设提供充足的资金支持。2020 年 9 月，多伦科技公开发行可转换公司债券已获得证监会许可，预计将募集资金 6.4 亿元，投资于品牌连锁机动车检测站建设项目，将在全国市场进行深度扩张和品牌渗透，同时在南京总部建设机动车智慧检测大数据中心，进一步满足国家部委、省市（县）主管单位对大数据资源管理规范的要求。2020 年 6 月，公司终止实施智慧驾培基地建设项目，将剩余募集资金 9,967.88 万元对全资子公司多伦车检进行增资，将发展视角聚焦在智慧车检业务上。

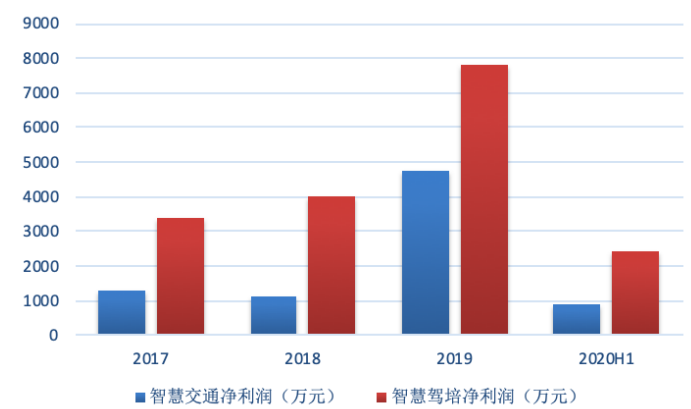
(3) **公司驾培、智能交通业务收入增速稳定，为公司车检业务开拓阶段提供了部分资金来源。**2017-2019 年，公司智能交通业务收入为 0.41/0.29/1.44 亿元，复合增长率达到 88%，净利润为 0.13/0.12/0.48 亿元，复合增长率达到 92%，公司智慧驾培业务收入为 0.54/0.71/1.44 亿元，复合增长率达到 63%，净利润为 0.34/0.30/0.78 亿元，复合增长率达到 52%，且各业务毛利率均为行业领先水平，这样突出的盈利能力可以成为公司车检业务开拓阶段的资金来源。

图 22：2017-2020 年智能交通、智慧驾培收入情况



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 23：2017-2020 年智能交通、智慧驾培净利润情况



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

车检站连锁网络的建设过程中有望形成飞轮效应，实现业务规模和业绩的双重增长。凭借公司打造标准化高质量车检站的能力，通过股权收购的方式吸引有发展潜力的自营车检站合伙人，公司购买个体车检站不低于 51% 的股权，车检站原本的所有者作为合作伙伴还留下继续经营车检站，导入公司的品牌形象、服务管理流程、IT 系统、收费系统和智慧车检技术，将各地分散的小规模车检站经营户转化为高素质高标准的运营团队，公司已有的案例显示，已经收购的车检站均实现 20%-30% 的营收增长。

公司连锁经营的可行性和竞争优势可以从车检站布局节奏中得到体现。从 2019 年 9 月多伦科技设立全资子公司江苏多伦车检至今不到一年的时间里，建立了针对全国下属车检公司行使管理和运营职能的总机构和地市机构，已在全国收购、新建了近 30 家车检站，成为车检产业中拥有机动车检测站最多的上市公司之一。随着收购和自建车检站步伐的加快，公司将在各个地区形成连锁经营企业，形成规模效应降低经营成本，公司总体运营质量可以迈上一个新台阶。

图 24：机动车检测站落地情况

序号	省份	地级市	机动车检测站名称	工作状态
1	江苏省	南京市	南京多伦天印机动车检测服务有限公司	在建
2	江苏省	南京市	南京正峰机动车检测有限公司	在营
3	江苏省	南京市	南京正汇机动车性能检测服务有限公司	在营
4	江苏省	无锡市	无锡市盛道慧谷机动车检测有限公司	待营
5	江苏省	无锡市	无锡市盛道奥莱机动车检测有限公司	待营
6	江苏省	无锡市	无锡市盛道锡港机动车检测有限公司	在建
7	江苏省	苏州市	常熟市通港机动车检测有限公司	在营
8	山东省	济南市	济南盛道金谷机动车检测有限公司	待营
9	山东省	枣庄市	枣庄市正通机动车检测有限公司	在营
10	山东省	枣庄市	枣庄市正达机动车检测有限公司	在营
11	山东省	枣庄市	枣庄市正顺机动车检测有限公司	在营
12	山东省	枣庄市	枣庄市正畅机动车检测有限公司	在建
13	山东省	枣庄市	枣庄市正嘉机动车检测有限公司	在建
14	山东省	枣庄市	枣庄市正和机动车检测有限公司	在建
15	山东省	滕州市	滕州市盛道机动车检测有限公司	在建
16	山东省	威海市	荣成鑫通汽车检测有限公司	在营
17	湖北省	咸宁市	咸宁凯雄机动车辆安全技术检测有限公司	在营
18	安徽省	宿州市	萧县盛道凯达车辆检测有限公司	在建

数据来源：公司官网，安信证券研究中心

3. 驾考智能化先行者，产品体系紧跟政策导向

公司是国内驾考领域的领军企业，面向全国各级公安交管部门销售驾驶考试、培训系统解决方案。经过多年的行业内深耕，公司形成了完善的驾驶人考训产品体系，市场占有率全国领先。公司的智能化机动车驾驶人考试系统能够提供包括科目一无纸化考试、科目二场地驾驶技能考试、科目三道路驾驶技能考试与摩托车驾驶技能考试在内的全套服务。针对驾驶人考核，公司提供了考场人脸识别门禁管理系统与科目三随车人员行为监管系统。

图 25：科目一无纸化考试设备



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

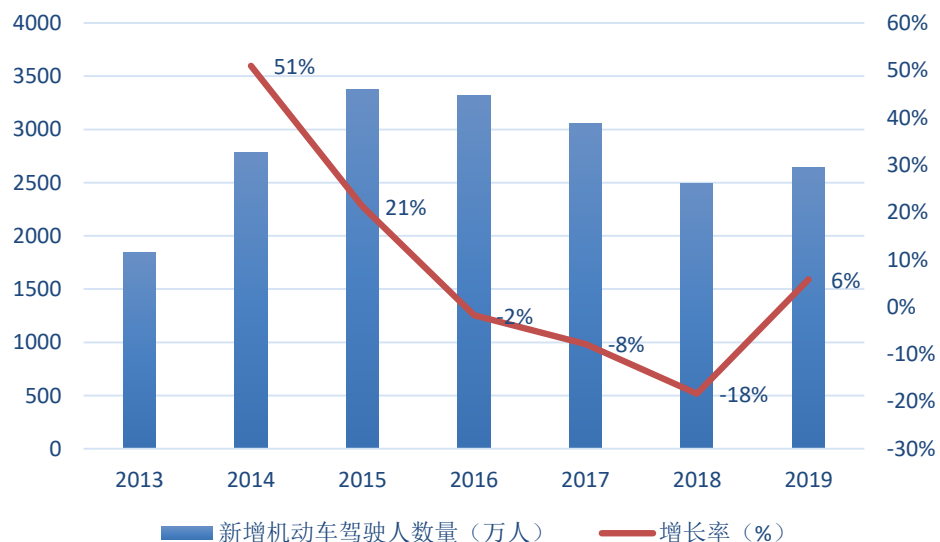
图 26：科目三随车人员行为监管系统



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

全国新增机动车驾驶人数量趋于平缓，驾考标准提升推动市场进一步发展。据公安部交管局公布数据，2016 年开始，驾驶人数量增长速度放缓，迈入新的发展阶段，2016-2019 年全国平均新增机动车驾驶人 2875 万人，年复合增长率为-6%，传统驾考市场规模逐渐饱和，存在一定的下滑压力。另一方面，近年来伴随着人机交互、虚拟仿真、人工智能、5G 等技术的成熟，驾考行业的“互联网+智能化”需求加大，交管部门针对技术发展动态，对标准进行持续升级，机动车驾考逐步向考试规范化、数据可视化、监管远程化、防腐科技化发展，相关的考试软硬件设备存在着大量升级换代的需求，为驾考系统市场提供稳定发展空间。

图 27：2013-2019 年新增机动车驾驶人规模



数据来源：公安部，安信证券研究中心

紧跟政策动向，从传统驾考向智慧车管延伸。2019年，公安交管部门“放管服”改革进一步深化，公司针对“放管服”举措第18项“加强智慧监管建设”，自主研发“智慧车驾管”综合管理应用系统，提供科技监管手段配合驾驶人考试监管，打造“便民服务圈”，目前已在全国多地部署，提升了考试科技化管理水平和监管工作效率，受到公安交管部门的一致好评，有望增加公司营收。

表 3：公安交管改革措施梳理

日期	部门	监管政策	主要内容
2017-6-15	公安部、交通运输部	《关于组织开展文明交通进驾校“五个一”活动的通知》	明确了交通安全宣传教育基地对于驾驶培训机构的重要性。
2017-8-8	国务院	《道路交通安全法“十三五”规划》	明确要求加大机动车驾驶人管理力度，提升驾驶人交通安全意识和驾驶技能。
2017-10	公安部和交通运输部	《机动车驾驶人考试内容与方法》	突出安全文明意识考核及实际道路驾驶需要
2017-8-23	公安部交管局	《关于进一步加强驾驶人考试场地及考试系统规范管理的通知》	针对考场运营管理及政府购买服务，提出了新的规范化要求，这是交管局系统推进“放、管、服”的一大管理创新。
2018-9-1	公安部交通管理局		全面启动推行公安交管“放管服”20项改革新措施，进一步提升交通管理服务便利化。

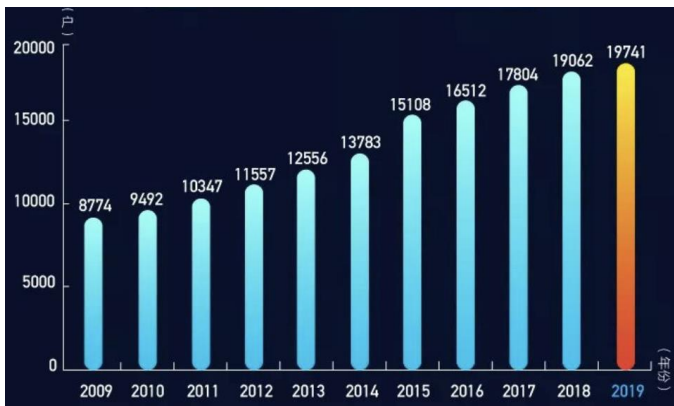
数据来源：公司官网，安信证券研究中心

4. 智慧驾培业绩逐步兑现，受益于驾校经营模式变革

4.1. 驾培行业竞争环境恶化，驾校转型需求迫切

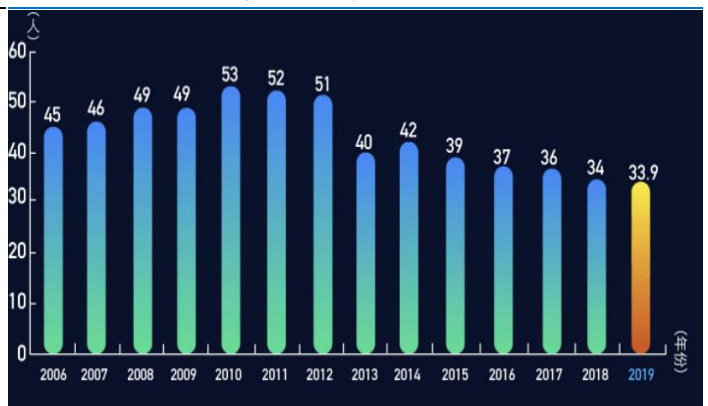
驾培行业供求矛盾突出，产能过剩明显。根据2020年中国驾培行业发展报告，从2009年到2019年驾校数量保持稳定增长，2019年，全国共有机动车驾驶员培训业户19491户，同比增长679户，增幅为3.6%。随着近些年学驾存量不断消除，驾校年培训量增长率从2016年起逐年降低。2019年单车培训量只有33.9人，创历史新低，存在较为严重的产能过剩现象。面对日益严峻的市场竞争，大多数驾校通过降低价格招揽生源、维持收益，中国交通运输协会驾驶培训分会对业内学费情况的抽样调查显示：43%驾校收费价格在成本线附近，超过50%驾校下调了学费价格，引发了严峻的恶性竞争。随着驾培行业供求矛盾问题日益突出，越来越多的驾校将选择拥抱新技术，开辟新的经营模式，突破恶性竞争困境。

图 28：2009-2019 全国驾校数量



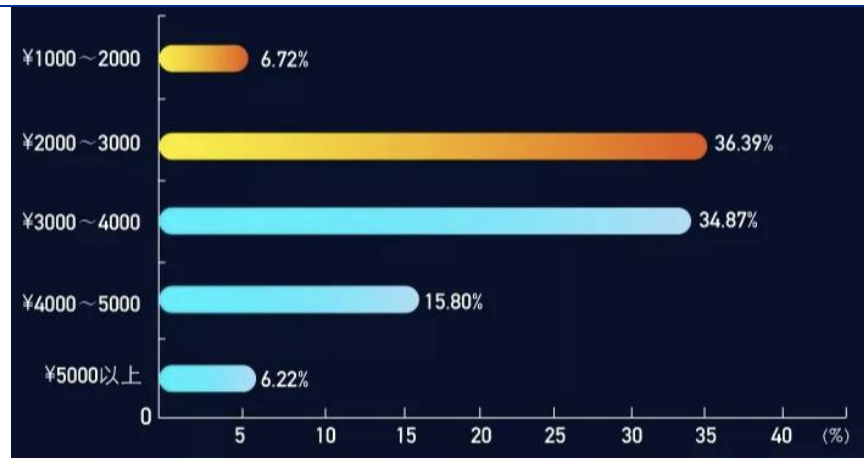
数据来源：中国驾培行业发展报告（2020），安信证券研究中心

图 29：2006-2019 年驾校单车培训情况



数据来源：中国驾培行业发展报告（2020），安信证券研究中心

图 30：2019 年全国驾校学费分布



数据来源：中国驾培行业发展报告（2020），安信证券研究中心

尽管在短期内疫情给驾培行业带来了剧烈的负面冲击，从长期看，驾培市场将受益于居民卫生意识和出行习惯的改变。受 2020 年新冠肺炎疫情影响，驾校的招生数量、考试数量、培训数量缩水，驾培市场受到了较大的冲击和挑战。但是疫情后国内居民的卫生安全意识显著提升，越来越多的居民选择考取驾照，用自驾出行的方式减少接触感染的风险。美团数据显示，2020 年 7-8 月，“驾驶培训”是增幅第二高的成人教育培训品类，美团平台内驾驶培训产品的流量与交易用户数也远远高于去年同期水平。《APP STORE 中国免费榜(教育)TOP100》(2-4 月)中多款驾培类 APP 排名呈现持续上升的态势，其中“驾考宝典”更是在 4 月份的榜单中冲上榜首。由此可见，国内驾驶人渗透率有望得到进一步提高，对驾培市场产生长期积极影响。

图 31：2020.7.1-2020.8.10 美团成人培训搜索 top3



数据来源：美团，安信证券研究中心

疫情倒逼驾培行业向互联网+模式加速转型。此外，这次疫情的爆发一定会改变人们的饮食、卫生、出行等生活习惯，学车人选择驾标的标准也会受到影响，为了减少交叉感染，一人一车、一时间一教练以及有条件的一接送，有可能成为一种驾标基本要求。这一需求下，具备机器人智能教练、智能模拟器和支持线上报名预约的驾标管理平台结合的新型驾标经营模式可以实现互联网线上招生、培训、管理，提供安全智能的定制服务，满足疫情后学员的新需求，公司的智能驾培产品也迎来发展的新机遇。

4.2. 智慧驾培产品先发优势明显，受益驾标经营模式变革

公司从 2017 年开始布局位于驾考行业上游的驾驶人培训业务，是市场率先开发智能化驾培模式的公司之一。公司产品致力于驾标数字化、智能化转型发展。在智能化层面，公司研发的机器人智能教练和智能模拟器以机器教学替代人工教学，以机器纠错替代人工纠错，以 AI 算法替代经验判断已经成为驾标减少人工成本、提高教学效率、改进教学服务体验。数字化层面，公司的驾标管理服务平台和“多多驾到”app 通过信息化手段帮助驾标实现精细化管理，以 SaaS 为平台载体，以手机 APP 为服务窗口，将学员状态信息、学时对接系统、财务管理、行政后勤、营销招生、车辆管理等全部数字化、数据化，并在线进行实时动态的管理，实现经营管理服务全方位数字化。不仅可以高效率提供精准营销、优化教学、人性化服务和日常管理，而且可以重构价值链和商业模式，从而为驾标带来巨大的管理效益。

图 32：智慧驾标解决方案



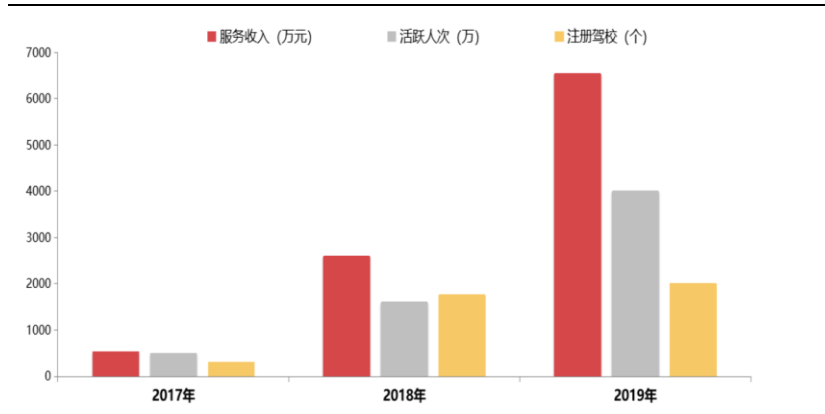
数据来源：公司官网，安信证券研究中心

与北云科技协同开发多源融合高精度卫星定位芯片，与智能驾培业务实现产业链协同。北云科技是国内领先的全球卫星导航系统(GNSS)高精度定位芯片研制公司，在信号处理算法、高精度定位算法和多源融合算法等方面处于行业领先地位，公司产品在中国车载(驾考)高精度定位终端产品领域市场占有率第一。目前北云科技自主研发的多源融合高精度定位芯片已批量生产，该芯片能够在城市峡谷等复杂遮挡环境下为智能网联汽车提供可信的高精度绝对定位(实时厘米级)，根据公司公告，高精度北斗差分定位板集成在公司驾考产品终端、板卡、模块等设备中，实现关键元器件全部国产替代，同时将采购成本降低 60%。预计 2020 年可批量生产，未来应用市场空间广阔。

公司的产品能够解决传统驾标的培训痛点，提升效率降低成本。传统驾标已经进入存量竞争阶段，使用原先的教学模式成本高、经营效率低，驾标只能依靠扩大学员规模提高盈利。提供三位一体的驾驶人培训体系。公司创新提出的“智慧驾培+互联网”服务模式，只需驾标

提供部分场地，由公司提供驾培设备和线上学习平台，引导驾校从传统管理模式向信息化管理模式转变，从传统培训模式向人工智能培训模式转变，从传统学车服务向量身定制的个性化服务升级模式转变，线上驾培训练节约了教练的指导用时，也提高了学员的学习效率，新的学车模式在使驾校节约高昂的人员成本的同时极大提高了培训合格率。驾校也通过提高便捷高效的学车体验提高了自身在驾培行业的盈利能力。

图 33：多伦学车平台运营情况



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

公司通过驾培业务实现了从 to B 至 to C 商业模式的转变，2019 年已经开始兑现业绩。公司前期在多个地区驾校的业务布局形成示范效应，吸引各地驾培机构引进公司智慧驾培系统。不同于 to B 驾考业务的一次性交付，驾培业务需要向驾校长期提供平台运营、软件设备更新服务，有望形成公司稳定的盈利来源。截至 2019 年底，在多伦学车平台上注册的驾校数量比上年同期增长 13.99%、注册的教练员数量比上年同期增长 48.42%、注册学员数量比上年同期增长 160.23%，活跃人数达 4000 万人次；公司线下合作驾校的地域已拓展到全国 30 个省市自治区。2017-2019 年，公司智慧驾培系统服务收入成倍增长至 6,538.70 万元，较上年同期增长 152.36%。在公司营收结构占比从 1% 迅速提高到接近 10%。

5. 5G 技术叠加“新基建”机遇，智能交通业务步入高速发展期

技术+政策春风，智能交通行业规模快速成长。随着我国在 2019 年开始大规模启动 5G 网络商用，5G 技术有望加速智慧城市建设，为交通管理带来高精度定位、超带宽传输、低时延互连、广范围覆盖服务。与此同时，国家部委也大力支持车联网的发展，工信部部长苗圩指出：未来 5G 最大的应用就是车联网，工信部与交通运输部将在中国的公路上加快推动数字化、智能化，利用 5G 技术实现红绿灯的智能化改造，以减少道路堵塞，提升道路通行效率。国家部委的高度重视，为车联网赋能智能交通提供政策支持。观研天下预测，2019 年我国智能交通相关的市场规模(单指智能交通)达到 815 亿元，2023 年达到 1590 亿元，2019 年至 2023 年年均复合增长率约为 18.18%。

着力开发“人-车-路-云”协同的智能交通一体化解决方案，谋求更深入的“To B”业务机会。作为江苏省首批智能交通重点企业，公司围绕“人、车、路”协同的一体化交通体系，积极参与智能交通综合方案设计与实施，将大数据、人工智能、物联网等新技术运用于智能交通领域，研发了基于城市路网、干线路网、高速路网等全场景的智能交通系列产品及解决方案。主要包括研发高精度车载 OBU 终端、RSU 路侧单元和边缘控制节点等设备，建设综合数据资源平台、AI 智能决策平台、智慧网联云控平台，形成“人-车-路-云”协同的核心技术、标准和产品体系，积极参与车联网示范区/先导区的建设工作，把握本轮国家“新基建”的历

史发展机遇。

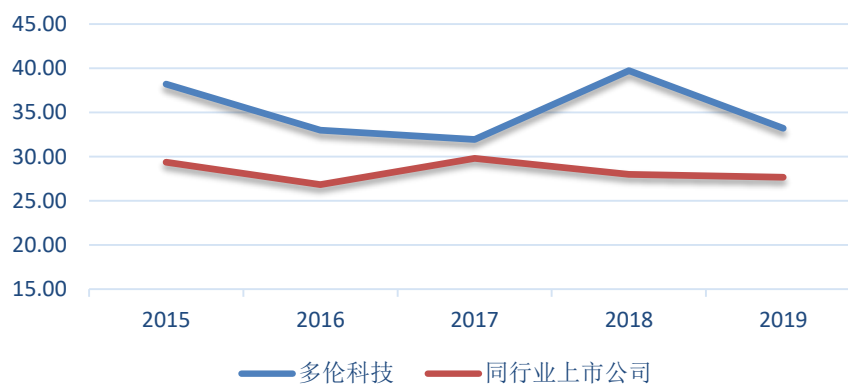
图 34：江宁交警指挥中心大数据可视化



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

专注核心技术研发，产品毛利率高于行业内竞争对手。公司在“智能交通”的布局，从研发核心技术入手，推出一系列有效满足公安交管部门管理需求的产品。采用“云+边+端”一体化架构技术，公司推出了基于云原生技术的交通信息服务云控平台，融合交通管理和出行大数据、为广大交通参与者提供实时在线信息服务；采用大数据分析人工智能算法，公司针对城市路网推出了基于多维数据融合的人工智能信号优化系统，对城市交通信号配时进行优化；通过可视化交互分析算法，公司推出了可视化交通大数据实战平台，以可视化技术辅助交管指挥中心掌握路网运行动态，为指挥中心决策提供可靠的数据与指标支撑，提高了交通管控和突发事件的处置能力。以自主研发技术为核心的产品保障了公司在行业内的竞争力，公司智能交通业务毛利率近几年维持在 30% 以上，高于其他行业竞争对手。

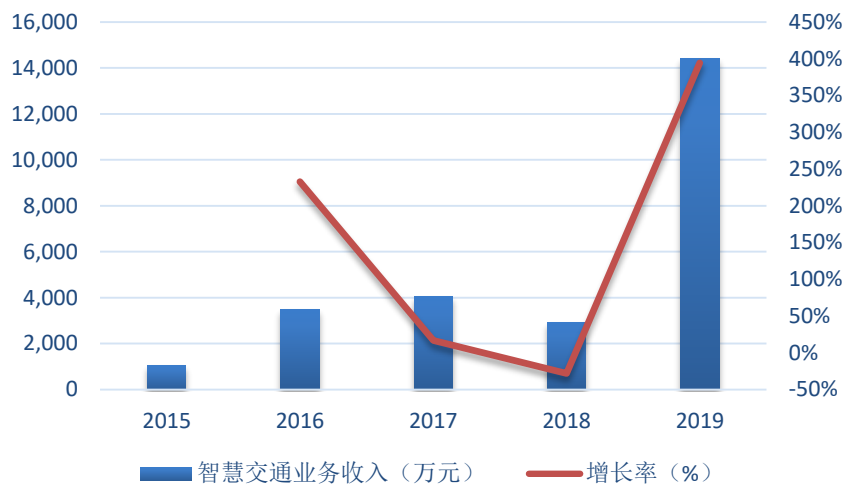
图 35：多伦科技与同行业上市公司智能交通业务毛利率对比



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

智能交通项目开拓超预期，有望成为公司业绩重要支撑。2019 年，公司和南京、苏州、长春等多地公安交通管理部门在智能交通领域新签订多个合同，将公司智能交通解决方案正式投入市场，为公司带来了超预期的业绩增长。2019 年公司全年实现营业收入 14,390.35 万元，较上年同期增长 394.61%。伴随着智能交通建设在 5G 技术和“新基建”双重机遇叠加下的提速发展，公司有关业务收入有望进入高速增长期。

图 36: 2015-2019 智能交通营收情况



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

1. 智慧车检：机动车检测业务是公司又一业绩增长点。自 2019 年进入车检行业至今，已注册各类机动车检测站 18 家，投入运营 8 家。根据公司在关于可转债申请文件反馈意见的回复中披露的建设计划，2020-2022 年，公司车检站经营规模将分别达到 80、230 和 300 家，按照规模大小划分，其中 20% 为大站，80% 为小站。根据公司和同行业其他上市公司披露的经营信息测算，正常运营的单个车检站年收入约为 1338 万元（大站）或 558 万元（小站）。考虑到车检站的建设周期通常为 0.5-1 年。假定 2020-2022 年分别有 25、95、200 家车检站开始正常运营。对应检测收入为 1.78、6.79 和 14.29 亿元，考虑到运营车检站时公司实际收购 60% 股权，并入公司合并报表的收入为 1.07、4.07 和 8.57 亿元。我们预计车检站开始运营 1-2 年后毛利率进入稳定阶段，预计 2020-2022 年毛利率为 55%，55% 和 60%。
2. 智慧驾考：传统驾考市场趋向饱和，但驾考新规以及行业智能化发展趋势带动新一轮驾考设备更新换代的需求，公司驾考业务收入预计将企稳回升，毛利率保持稳定，我们预测 2020-2022 年收入增速分别为 -7%、5% 和 5%，毛利率分别为 62.06%、60% 和 60%。
3. 智能驾培：公司的驾培业务收入增长主要来自于驾校经营模式改革需求带来的设备服务替换，包括线上云管理平台以及智能驾培设备。我们认为疫情的冲击在短期内削弱公司产品销售，在长期将加速驾校经营模式改革和驾驶员渗透率提升，预计公司驾培业务收入增速在 2020 年受疫情影响有所减缓，在 2021-2022 年迎来反弹。目前智慧驾培业务已经在全国各地驾校进行布局，逐步形成稳定的盈利模式，预计未来毛利率会逐步回归稳定水平。对应预测公司 2020-2022 年收入增速分别为 25%、45% 和 40%。毛利率为 45%、48% 和 50%。
4. 智能交通：在 5G 技术和“新基建”双重机遇叠加下，公司智能交通业务步入高速发展期。考虑到上半年疫情导致公司部分订单拓展和落地情况不及预期，当年收入增速有所

放缓，预计该业务 2020-2022 年收入增速为 15%、40%和 35%。根据公司年报，公司在智慧交通技术深厚，通过自主研发与多层次的产学研合作积极构建“人车路云”协同的一体化智慧交通解决方案，产品毛利率高于同行业竞争对手，预计 2020-2022 年毛利率持续优于行业平均水平，为 39.51%、35%和 35%。

表 4：公司业绩分拆预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
传统业务	营业收入 (亿元)	4.44	3.87	3.60	3.78	3.97
	增速	9.24%	-12.91%	-7%	5%	5%
	毛利率	61.74%	56.44%	62.06%	60%	60%
智能交通	营业收入 (亿元)	0.29	1.44	1.66	2.32	3.13
	增速	-28.28%	394.67%	15.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	39.74%	33.21%	39.51%	35.00%	35.00%
智能驾培	营业收入 (亿元)	0.71	1.44	1.8	2.61	3.654
	增速	30.17%	103.70%	25.00%	45.00%	40.00%
	毛利率	56.98%	54.14%	45%	48.00%	50.00%
智能车检	营业收入 (亿元)		0.06	1.07	4.07	8.57
	增速			1683%	280%	111%
	毛利率		20.96%	55%	55%	60%
其他	营业收入 (亿元)	0.06	0.17	0.1	0.13	0.169
	增速	-9.59%	87.35%	-41.18%	30.00%	30.00%
	毛利率	59.48%	54.03%	44.40%	50.00%	50.00%
合计	营业收入 (亿元)	5.50	6.98	8.23	12.91	19.49
	增速	8.13%	26.86%	17.84%	56.93%	51.00%
	毛利率	59.87%	50.81%	51.75%	51.41%	54.02%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

6.2. 投资建议

公司在智慧交通领域深耕多年，新近切入的机动车检测业务有望通过打造全国连锁经营网络实现业绩突破，此外智能驾培和智能交通业务已经成为公司收入主要贡献者，长期业绩前景良好。预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 0.23 元，0.48 元。给予买入-A 评级，目标价 13 元。

7. 风险提示

机动车检测市场规模不及预期；检测站落地速度不及预期；车检行业竞争加剧；驾培业务落地不及预期。

(1) 机动车检测市场规模不及预期。机动车检测目前处于持续成长期，如果未来机动车保有量增速不及预期，或者机动车检测单价随着行业竞争加剧而下降，可能使得检测市场规模不及预期。

(2) 检测站落地速度不及预期。根据公司披露的经营计划，2020-2022 年公司每年将新增 80-150 家车检站投入运营，倘若车检站建设进度不及预期，将对经营业绩产生较大影响。

(3) 车检行业竞争加剧。随着大量资本涌入车检行业，车检站面临的竞争加剧，导致检测价格下行压力增大，车检站的经营效益不及预期。

(4) 驾培业务落地不及预期，公司的驾培业务仍在面向全国推广，如果竞争环境恶化，公司驾培产品无法充分适配驾校需求，可能会导致公司驾培产品落地不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	550.1	697.9	822.4	1,290.6	1,948.7	成长性					
减:营业成本	220.7	343.3	431.7	627.2	896.4	营业收入增长率	8.1%	26.9%	17.8%	56.9%	51.0%
营业税费	7.5	8.0	11.5	18.1	27.3	营业利润增长率	34.7%	14.7%	-4.1%	104.0%	59.7%
销售费用	61.0	69.1	90.5	142.0	214.4	净利润增长率	32.4%	13.6%	-5.2%	105.2%	60.0%
管理费用	66.0	77.1	148.0	193.6	292.3	EBITDA 增长率	90.1%	31.7%	-37.2%	104.2%	63.5%
财务费用	-8.0	-8.1	-24.0	-33.3	-31.9	EBIT 增长率	116.9%	29.4%	-33.5%	114.6%	66.4%
资产减值损失	33.2	-8.5	8.5	9.0	8.0	NOPLAT 增长率	39.8%	12.9%	-11.8%	116.2%	66.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	78.6%	-23.0%	143.5%	16.9%	24.2%
投资和汇兑收益	9.5	12.4	15.0	15.0	15.0	净资产增长率	9.7%	9.1%	97.1%	6.5%	9.7%
营业利润	155.5	178.4	171.1	349.0	557.3	利润率					
加:营业外净收支	-0.4	-1.8	-2.0	-2.0	-2.0	毛利率	59.9%	50.8%	47.5%	51.4%	54.0%
利润总额	155.2	176.6	169.1	347.0	555.3	营业利润率	28.3%	25.6%	20.8%	27.0%	28.6%
减:所得税	21.9	27.1	23.7	48.6	77.7	净利润率	24.5%	22.0%	17.7%	23.1%	24.5%
净利润	135.0	153.4	145.4	298.4	477.5	EBITDA/营业收入	35.5%	36.8%	19.6%	25.5%	27.7%
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	31.1%	31.7%	17.9%	24.5%	27.0%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	100	90	82	50	31
货币资金	646.8	710.9	1,676.2	1,631.8	1,542.2	流动资产周转天数	210	161	87	104	131
交易性金融资产	-	265.0	-	-	-	流动营业资本周转天数	1,125	857	909	756	584
应收账款	294.9	338.3	395.6	627.2	947.0	应收帐款周转天数	200	156	145	121	123
应收票据	-	-	6.8	11.0	16.0	存货周转天数	261	188	165	146	139
预付帐款	6.4	10.9	10.9	10.9	10.9	总资产周转天数	1,354	1,099	1,154	926	698
存货	381.5	302.7	413.1	618.6	884.1	投资资本周转天数	409	366	464	454	363
其他流动资产	353.5	10.8	10.8	10.8	10.8	投资回报率					
可供出售金融资产	2.8	-	-	-	-	ROE	8.9%	9.1%	4.5%	8.7%	12.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.3%	6.9%	4.7%	8.5%	11.8%
长期股权投资	50.0	45.7	30.0	30.0	30.0	ROIC	27.9%	17.7%	20.2%	18.0%	25.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	156.2	192.3	183.1	174.0	164.9	销售费用率	11.1%	9.9%	11.0%	11.0%	11.0%
在建工程	100.0	127.6	127.6	127.6	127.6	管理费用率	12.0%	11.1%	18.0%	15.0%	15.0%
无形资产	30.1	78.3	73.0	68.2	63.6	财务费用率	-1.4%	-1.2%	-2.9%	-2.6%	-1.6%
其他非流动资产	79.8	76.1	68.9	71.9	73.9	三费/营业收入	21.6%	19.8%	26.1%	23.4%	24.4%
资产总额	2,102.0	2,158.4	3,115.9	3,521.9	4,031.0	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	28.7%	24.2%	16.9%	19.1%	21.2%
应付帐款	173.3	202.6	248.4	360.9	515.7	负债权益比	40.3%	32.0%	20.3%	23.5%	27.0%
应付票据	9.8	-	76.9	111.7	159.6	流动比率	2.88	3.33	4.13	3.82	3.52
其他流动负债	400.8	287.6	282.2	287.2	292.2	速动比率	2.20	2.67	3.43	3.01	2.61
长期借款	-	-	-3.0	-3.0	-3.0	利息保障倍数	-21.49	-27.43	-6.14	-9.49	-16.46
其他非流动负债	19.4	31.5	50.3	50.3	50.3	分红指标					
负债总额	603.4	522.8	655.9	808.1	1,016.0	DPS(元)	0.05	0.07	0.07	0.14	0.23
少数股东权益	26.1	36.0	36.0	36.0	36.0	分红比率	23.0%	27.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	627.1	626.9	2,092.0	2,092.0	2,092.0	股息收益率	0.4%	0.6%	0.6%	1.3%	2.0%
留存收益	876.7	993.9	1,095.7	1,304.6	1,638.9						
股东权益	1,498.6	1,635.6	3,223.7	3,432.6	3,766.9						
	2018	2019	2020E	2021E	2022E						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	133.2	149.5	145.4	298.4	477.5	EPS(元)	0.22	0.24	0.23	0.48	0.77
加:折旧和摊销	26.3	37.3	14.4	14.0	13.7	BVPS(元)	2.35	2.55	2.75	3.08	3.62
资产减值准备	33.2	12.0	8.5	9.0	8.0	PE(X)	52.2	45.9	48.2	23.5	14.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.8	4.4	4.1	3.6	3.1
财务费用	-	-	-24.0	-33.3	-31.9	P/FCF	-32.4	20.9	322.2	3,882.6	79.1
投资损失	-9.5	-12.4	-15.0	-15.0	-15.0	P/S	12.8	10.1	8.6	5.5	3.6
少数股东损益	-1.8	-3.9	-0.7	-1.5	-2.4	EV/EBITDA	16.4	13.0	33.2	16.4	10.2
营运资金的变动	-356.1	270.0	-25.3	-279.9	-391.1	CAGR(%)	30.8%	47.3%	61.0%	42.6%	27.0%
经营活动产生现金流量	125.6	102.5	104.1	-6.7	61.2	PEG	1.7	1.0	0.8	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-393.9	10.2	295.7	15.0	15.0	ROIC/WACC	2.8	1.8	2.0	74.2	15.6
融资活动产生现金流量	23.5	-39.7	1,442.4	-56.3	-111.3	REP	1.4	3.1	72.8	0.3	0.5

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文、吕伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034