

公司研究/首次覆盖

2020年06月16日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 10.62
合理价格区间(元): 11.60~12.76

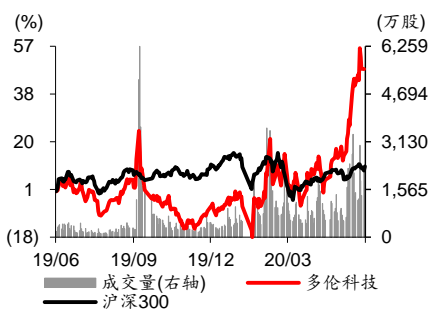
谢春生 执业证书编号: S0570519080006
研究员 021-29872036
xiechunsheng@htsc.com

郭雅丽 执业证书编号: S0570515060003
研究员 010-56793965
guoyali@htsc.com

郭梁良 执业证书编号: S0570519090005
研究员 021-28972067
guoliangliang@htsc.com

金兴 010-56793957
联系人 jinxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

驾考软件龙头进入车检蓝海

多伦科技(603528)

驾考软件龙头向智慧交通服务商转型升级

作为我国驾考软件行业引领者, 2019 年公司驾考软件市占率达 70%。公司凭借技术优势切入驾培、车检行业, 标志着从软件提供商向服务商转型的开始。我们认为, 一方面公司转型后的服务市场(驾培、车检)空间较为广阔; 另一方面, 服务模式创新有望促进公司收入持续增长。我们预计, 公司 2020-22 年 EPS 分别为 0.29/0.34/0.43 元, 给予“增持”。

智能驾考: 增量扩张转为存量更替

上一波考场电子化建设高峰出现在 2013、2014 年, 对应着 4G 技术的成熟。2016 年以前, 公司智能驾考业务高速增长的主要原因在于城市化拉动汽车保有量提升与驾考考场电子化趋势的共振。目前, 汽车保有量增长趋缓, 驾考需求趋于稳定。另外, 驾考电子化设备技术迭代慢, 这意味着存量市场更新换代更多依据设备折旧周期而非创新周期。设备生命周期通常在 5-7 年, 且随着 5G 技术的成熟, 我们认为驾考电子化设备有望迎来折旧周期和创新周期的触底回升, 迎来新一轮更新换代需求。

智能驾培: 传统驾培市场步入瓶颈期, 技术赋能服务开启新时期

在驾培行业步入新常态的形势下, 公司针对驾培行业普遍存在的痛点和问题, 运用云计算、大数据、人工智能等技术创新推出“智能驾培+互联网”服务模式, 持续迭代升级智能驾培产品体系: (1) 引导驾校从传统管理模式向信息化管理模式转变, (2) 从传统培训模式向人工智能培训模式转变, (3) 从传统学车服务向量身定制的个性化服务升级转变。公司智能驾培业务拓展成果丰硕。截至 2019 年底, 在多伦学车平台上注册的驾校数量比 18 年同期增长 13.99%、注册的学员数量比 18 年同期增长 160.23%。2019 年, 公司智能驾培系统服务收入 6538.70 万元, YoY +152.36%。

检测站运营: 迈入空间广阔的新赛道

需求端, 由于机动车保有量与平均车龄的增长, 我国机动车强制检测需求增速较快, 我们预计 20 年机动车检测频次将达到 1.33 亿次, YoY 9.21%。供给端, 检测站数量与汽车保有量匹配度不足, 2018 年我国每万辆汽车对应 0.39 个检测站。故 2019 年公司围绕“人、车、路”交通核心三要素加速转型, 正式进军机动车检测行业, 拟通过收购、自建方式来打造“多伦车检”连锁品牌。并依托资源+场地+资本+设备+技术优势, 公司计划年内实现 50~100 个车检站的落地。

驾考软件龙头转型智慧交通服务商, 首次覆盖, 给予“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 1.84/2.11/2.67 亿元, 对应 EPS 分别为 0.29/0.34/0.43 元, 当前股价对应 PE 分别为 36/31/25 倍。参考可比公司估值, 20 年 Wind 一致预期 PE 均值为 42 倍, 给予公司 40-44 倍 PE, 对应目标价 11.60-12.76 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 检测站新建与并购速度放缓; 机动车检测政策不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	626.78
流通 A 股 (百万股)	624.10
52 周内股价区间 (元)	6.06-11.44
总市值 (百万元)	6,656
总资产 (百万元)	2,125
每股净资产 (元)	2.51

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	550.10	697.88	841.47	1,298	2,157
+/-%	8.13	26.86	20.58	54.27	66.12
归属母公司净利润 (百万元)	134.99	153.41	183.53	211.40	266.56
+/-%	32.43	13.65	19.63	15.19	26.09
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.24	0.29	0.34	0.43
PE (倍)	49.31	43.39	36.27	31.49	24.97

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

驾考软件龙头向驾培、车检服务延伸	3
核心观点	3
区别于市场的观点	3
盈利预测与投资建议	3
多伦科技：智能驾考软件行业引领者	4
智能驾考：增量扩张转为存量更替	7
公司拥有智能驾考信息化全套解决方案	7
智能驾考业务进入存量更新阶段	8
智能驾培：科技赋能，模式转变，驾培新时代开启	9
省级驾驶培训监管服务平台：合规、便捷、权限分明	10
机动车驾驶员计时培训系统	11
驾校管理服务平台：实现驾培过程中的精细化管理	12
智能模拟器：打破时空隔阂，降本增效	12
机器人智能教练：教练端智能升级，形成驾培企业竞争力	13
检测站运营：迈入空间广阔的新赛道	14
供需格局：需求持续增长，检测站数量有待提升	15
需求端：机动车保有量持续增长，提升车辆检测需求	15
供给端：检测站数量与汽车保有量匹配度不足，市场远未饱和	17
布局方式：收购+自建打造“多伦车检”连锁品牌	18
多伦优势：资源+场地+资本+设备优势	19
盈利预测与投资建议	20
目标价 11.60-12.76 元，首次覆盖给予“增持”评级	22
风险提示	22
PE/PB - Bands	22

驾考软件龙头向驾培、车检服务延伸

核心观点

作为我国智能驾考软件行业引领者，2019 年多伦科技市占率达 70%。公司凭借技术优势切入驾培、车检行业，标志着从软件提供商向服务商转型的开始。我们认为，一方面公司转型后的服务市场（驾培、车检）空间较为广阔；另一方面，服务模式创新有望促进公司收入持续增长。

(1) **智能驾考**：虽然汽车保有量增长趋缓，驾考需求趋于稳定，但我们认为驾考电子化设备有望迎来折旧周期和创新周期的触底回升，迎来新一轮更新换代需求。

(2) **智能驾培**：公司通过持续迭代升级智能驾培产品体系，推出“智能驾培+互联网”服务模式，打开公司二次成长空间。

(3) **检测站运营**：2019 年公司围绕“人、车、路”交通核心三要素加速转型，正式进军机动车检测行业，计划年内实现 50~100 个车检站的落地（根据公司调研纪要，目前已落地 20 个左右）。

区别于市场的观点

市场认为公司传统驾考软件业务趋近饱和，车检业务仍处初级阶段。但我们认为，公司大力发展智能驾培、智慧交通、汽车检测等新业务，不仅仅为了拓展业务类别，更标志着公司盈利模式由软件向服务转变。

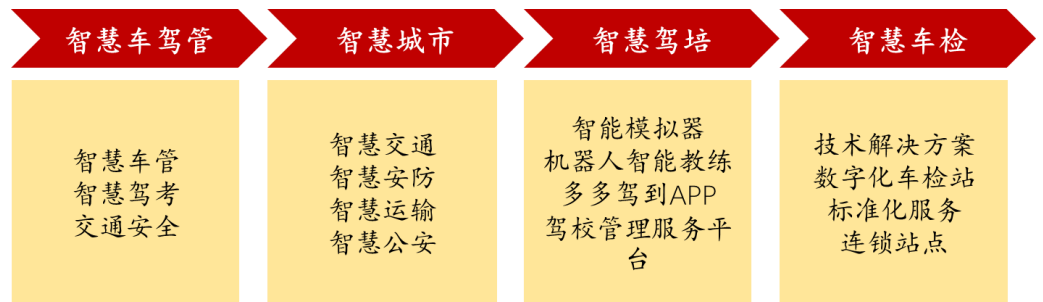
盈利预测与投资建议

我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 1.84/2.11/2.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.29/0.34/0.43 元，当前股价对应 PE 分别为 36/31/25 倍。参考可比公司估值，20 年 Wind 一致预期 PE 均值为 42 倍，给予公司 40-44 倍 PE，对应目标价 11.60-12.76 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

多伦科技：智能驾考软件行业引领者

多伦科技是我国驾考软件行业引领者。在驾考软件行业，公司深耕 20 多年，参与制定 11 项国家及行业标准，伴随国家驾考电子化的过程发展起来。目前业务市场已覆盖全国 30 个省（自治区、直辖市）400 多个城市，成为智能驾考行业龙头厂商，根据公司调研纪要，2019 年市占率 70%。围绕驾考信息化领域的技术和客户基础，公司今年来开始大力智能驾培、智慧车检等新兴业务。智能驾培业务帮助驾校降本增效，推广顺利。智慧车检业务通过收购山东枣庄 6 个车检站 55% 股权开始逐步布局，我国车检行业空间较广阔，市场格局较为分散，缺乏强有力的行业整合者。公司凭借技术优势切入车检行业，有望将智慧车检业务打造成为新的增长点。

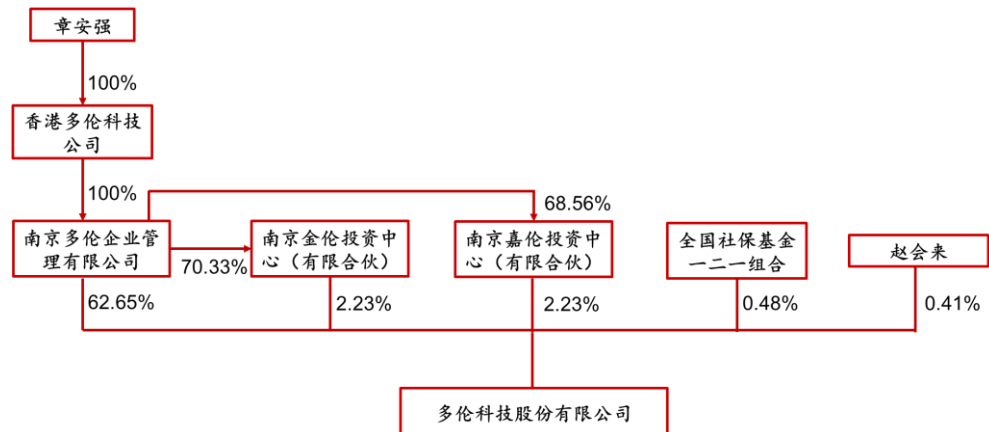
图表1：多伦科技四大业务布局



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

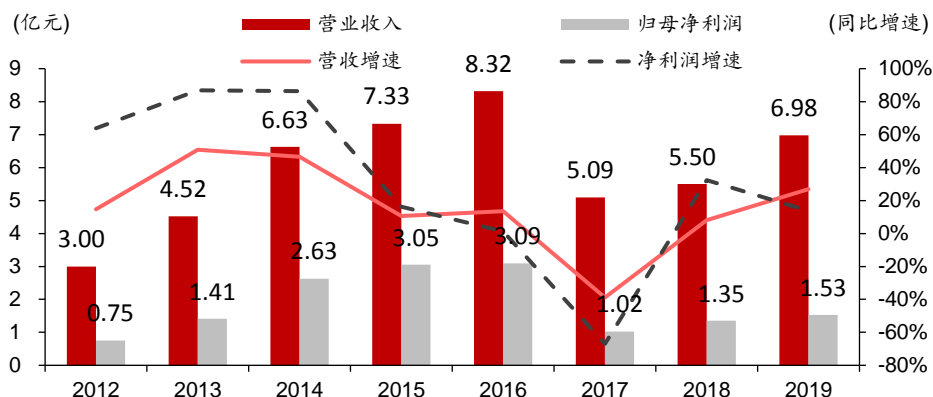
公司股权较为集中。公司董事长章安强通过香港多伦科技公司、南京多伦企业管理有限公司间接控制公司 67.11% 的股权。股权结构集中度较高有利于公司战略保持持续性，有利于车检新业务拓展坚定进行。公司 2018 年实施股权激励，惠及 159 名中层核心骨干，充分调动员工积极性。

图表2：多伦科技股权结构图（2020 一季报）



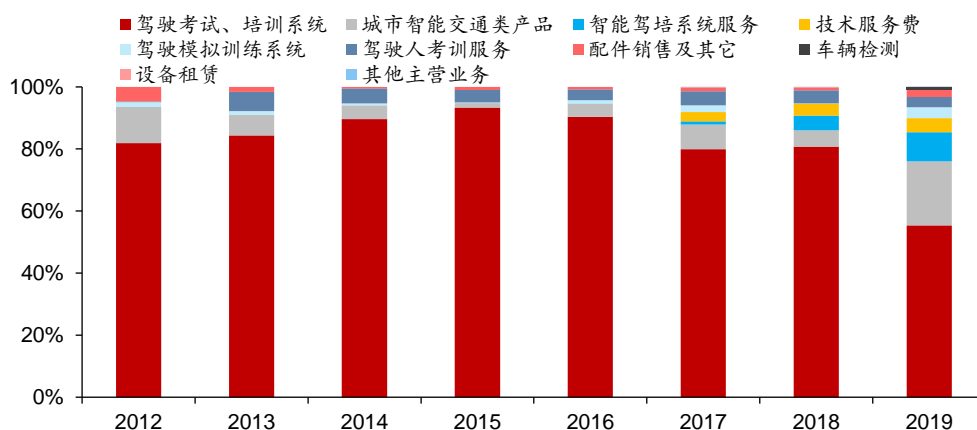
资料来源：Wind、华泰证券研究所

传统业务趋于稳定，新业务快速成长。2012-2016 年，伴随着城镇化进程，私家车快速普及，带来驾驶培训和驾驶证考试需求快速增长。公司业务伴随着驾考需求上升和驾考电子化的双重共振稳定成长。2012-2016 年，公司收入分别增长 15%、51%、47%、11%、14%，净利润增速分别为 64%、87%、86%、16%、1%。2017 年，随着驾考电子考场建设趋于饱和，公司传统业务订单减少，收入利润大幅下滑。且驾考需求与人口结构和城镇化水平相关度高，长期看趋于稳定，传统业务增长空间有限，公司开始探索驾培业务。2018、2019 年公司驾培业务成效显著，成为收入重要的增长点。2018-2019 年公司智能驾培系统服务收入分别 2591、6539 万元，同比增长 395.15%/152.36%。

图表3： 2012-2019 年多伦科技收入利润

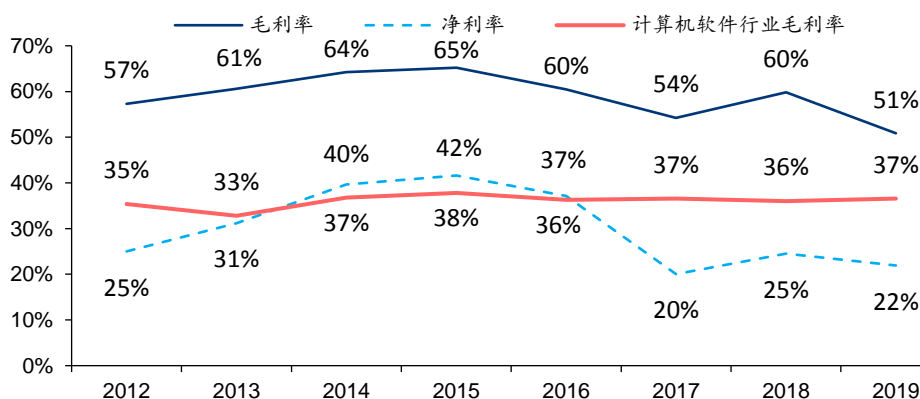
资料来源：Wind、华泰证券研究所

2015-2019 年，传统业务占比显著下降。受益于新业务（智慧交通、智能驾培）加速拓展，15-19 年，传统驾驶考试、培训系统收入占比下降 37.9pct，由 93.3%下降至 55.4%。

图表4： 2012-2019 年多伦科技收入结构

资料来源：Wind、华泰证券研究所

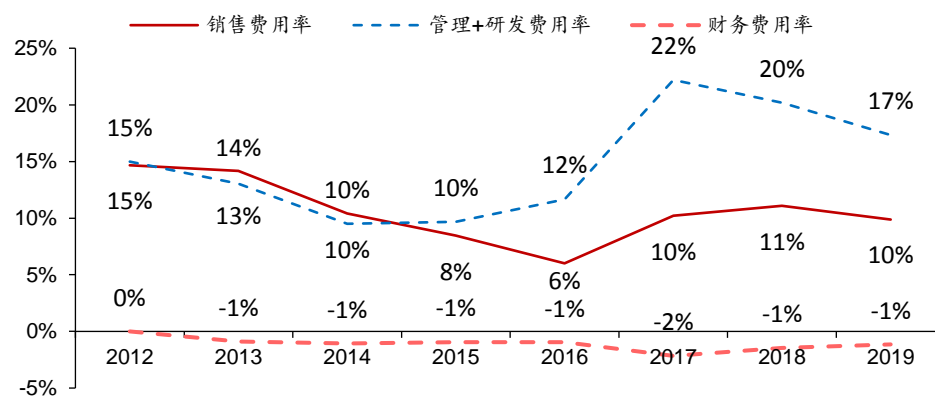
公司毛利率水平高于计算机软件行业平均毛利率。2012-2019 年公司毛利率均保持在 50% 以上，高于计算机软件行业平均水平。公司毛利率较高，是由于北斗卫星定位、大数据、三维虚拟仿真、物联网等新技术在解决方案中的运用，使得解决方案具有较高附加值。

图表5： 多伦科技毛利率高于计算机软件行业平均水平

资料来源：Wind、华泰证券研究所

新业务的开拓影响公司费用率。2016 年以前公司销售费用率持续走低，研发和管理费用率也相对稳定。2017 年，伴随着智能驾培的拓展，目标市场和传统业务存在较大差异，销售投入和新产品研发均导致费用率的走高。2018、2019 年，随着驾培业务逐渐进入收获期，费用率略有下降。

图表6： 多伦科技费用率变化符合业务转型特点

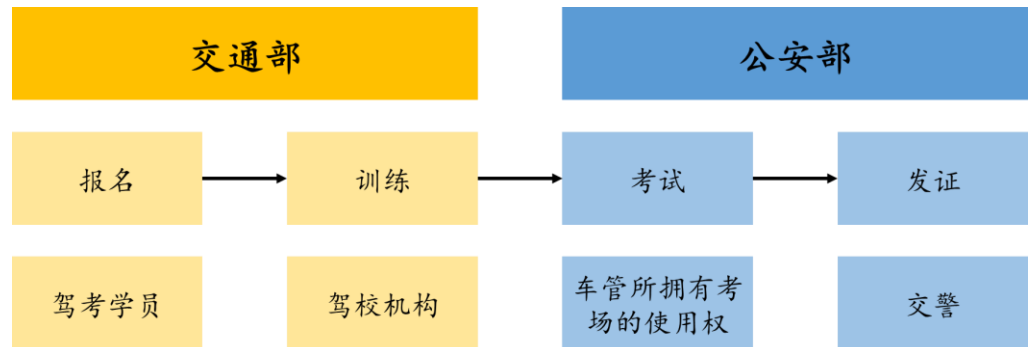


资料来源：Wind、华泰证券研究所

智能驾考：增量扩张转为存量更替

公司传统的智能驾考业务，直接销售对象是公安部门下属的车管所和部分社会化考场。我国对驾驶员培训和考试实行分开监管的方式，公安部主要负责管理机动车驾驶证的核发、补发及驾驶人考试监管，而交通运输部主要负责驾驶人培训管理。其中车管所隶属公安部门，负责辖区内驾驶员资格的考试，驾校则是提供驾驶员培训的场所，考试场地除了车管所自行投资建设的考场之外还包括拥有使用权的社会化考场。实践中社会化考场通常为规模较大、实力较强的驾校训练场。社会化考场所有权归驾校或投资方所有，在考试期间车管所拥有使用权，在非考试期间仍归驾校或投资方所用。

图表7：我国驾考驾培系统



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司拥有智能驾考信息化全套解决方案

科目一：无纸化考试系统

公司提供无纸化考试系统的计算机设备、监控系统、其他配套设施及系统集成服务，实现科目一考试过程信息化、可视化、规范化管理。

科目二：场地驾驶技能考试系统

该系统采用了先进的卫星差分定位、电子感知、无线通讯、指纹身份识别等技术手段，能够科学、规范、有序的自动完成对科目二考试全过程的自动评判，考核标准统一，减少考试员的劳动强度和人为因素，确保考试的公平、公正，公开。

图表8：科目一考试解决方案



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表9：科目二场地驾驶技巧考试方案



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

科目三：道路驾驶技能考试系统

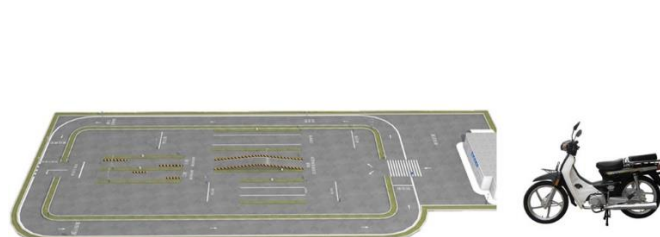
该系统是一套集计算机技术、惯性导航技术、卫星差分定位技术、头部姿态识别技术以及无线通信技术于一体的综合性考试系统。系统采用计算机自动评判和人工评判相结合的方式，可完成机动车驾驶人科目三考试的十六个考试项目的评判工作。

图表10：科目三道路驾驶技能考试方案



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

图表11：摩托车驾驶技能考试方案



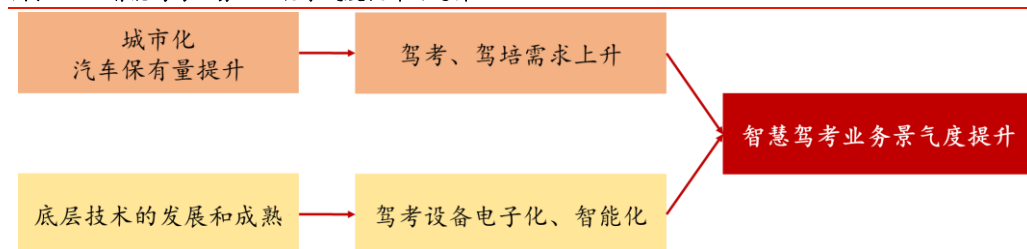
资料来源：公司官网、华泰证券研究所

智能驾考业务进入存量更新阶段

驾考电子化设备技术迭代慢，这意味着存量市场更新换代更多依据设备折旧周期而非创新周期。上一波考场电子化建设高峰出现在 2013、2014 年，对应着 4G 技术的成熟。设备生命周期通常在 5-7 年，且随着 5G 技术的成熟，我们认为驾考电子化设备有望迎来折旧周期和创新周期的触底回升，迎来新一轮更新换代需求。

2016 年以前，公司智能驾考业务稳定增长的主要原因在于城市化带动汽车保有量提升与驾考考场电子化趋势的双重共振。目前，汽车保有量增长趋缓，驾考需求趋于稳定。据公安部交管局公布数据，截至 2019 年底，全国机动车保有量达 3.48 亿辆，同比增长 6.42%，其中汽车 2.6 亿辆，私家车突破 2 亿辆。全国机动车驾驶人总数达 4.35 亿人，其中汽车驾驶人达 3.97 亿人，2015-2019 年汽车驾驶人同比增速分别为 13.8%、10.7%、10.3%、7.9%、7.6%。2019 年底，我国机动车、驾驶人总量及增量均居世界第一。机动车保有量和机动车驾驶人数量较为稳定，驾考需求趋于稳定。

图表12：智能驾考业务上一轮景气度提升的逻辑

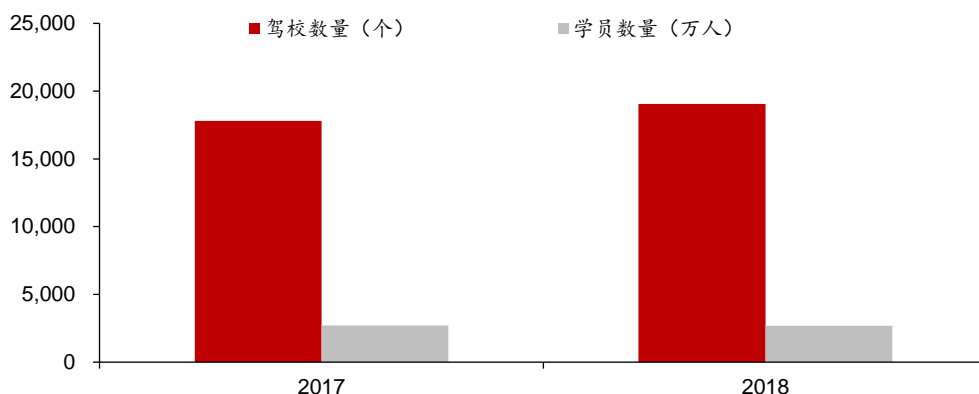


资料来源：华泰证券研究所

智能驾培：科技赋能，模式转变，驾培新时代开启

2008 年到 2019 年，驾培行业迅速成长，但目前出现了以价换量、供大于求的问题。而随着驾考标准的提升，驾培体验“互联网+智能化”升级，以及人脸识别、虚拟仿真、人工智能、5G 等技术趋向成熟，公安交管部门根据技术发展动态，对驾考标准不断进行动态升级，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，驾考系统的升级改造带来新一轮市场需求的结构性升级。

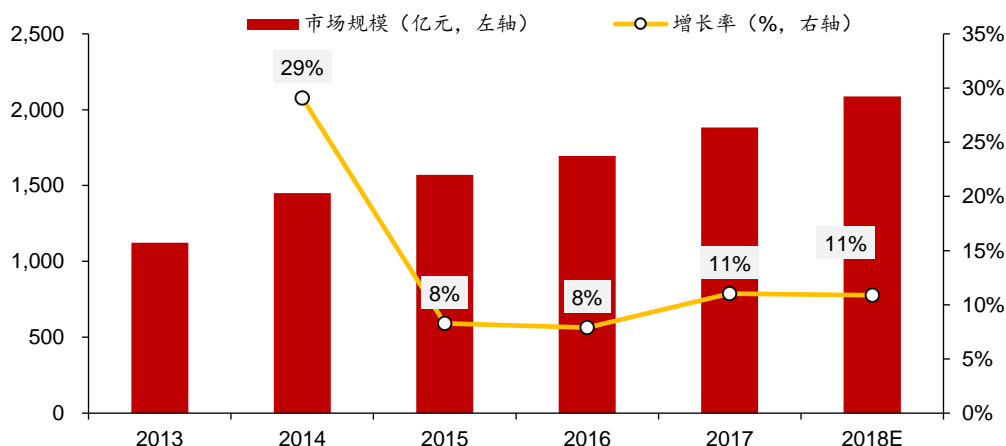
图表13： 2017-2018 我国驾驶培训行业供需情况



资料来源：艾瑞咨询、华泰证券研究所

传统驾培市场步入增速瓶颈，技术赋能服务开启新时期。在驾培行业步入新常态的形势下，公司针对驾培行业普遍存在的痛点和问题，运用云计算、大数据、人工智能等技术创新推出“智能驾培+互联网”服务模式，持续迭代升级智能驾培产品体系，实现三个转变：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，不断优化线上互联网 SaaS 管理云平台 and 手机端 app 客户体验，通过技术服务模式与传统驾校合作，打造线上线下联动的互联网学车新模式，促进传统驾培向人工智能驾培转变。在探索互联网结合驾驶培训的道路，掘金智能驾培。

图表14： 2017-2018 我国驾驶培训服务行业市场规模（亿元，%）



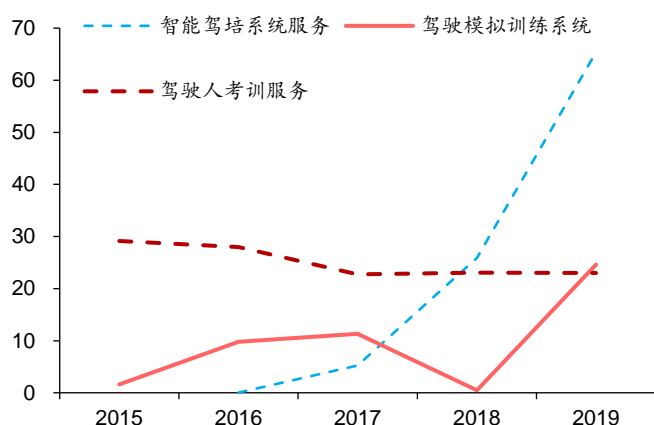
资料来源：Frost&Sullivan、华泰证券研究所

公司的智能驾培产品覆盖监管端、教练端与学员端，近乎完整打通驾驶培训产业链，借助科技赋能，实现“教、练、管”三方位协同，打造智能驾培生态圈，逐渐形成了强大的智能驾培产品体系。主要产品包括：省级驾驶培训监管服务平台、机动车驾驶员计时培训系统、驾校管理服务平台、多多驾到 APP、智能模拟器和机器人智能教练。

多伦科技打造的云驾培服务新模式，经过两年实践，极大提高了培训合格率、降低了培训成本、提升了管理效率，既打造了安全舒适智能的学车环境，又满足学员个性化服务的需求，为驾驶人提供了更便捷的学车体验，从而实现了智能驾培收入的显著增长。

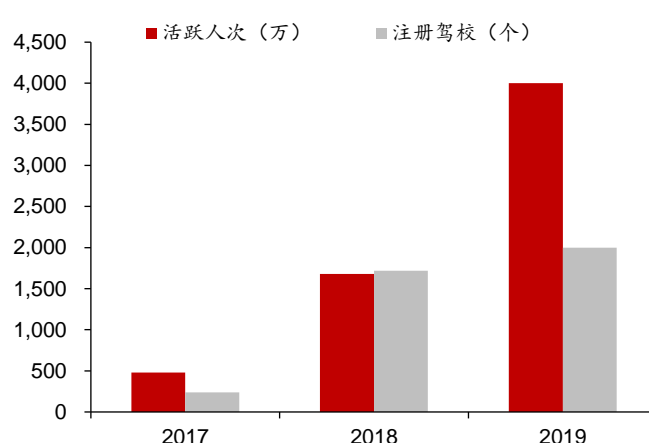
2019 年，公司在智能驾培的布局开始兑现业绩，截至 2019 年底，根据公司年报，在多伦多学车平台上注册的驾校数量比 18 年同期增长 13.99%、注册的教练员数量比 18 年同期增长 48.42%、注册的学员数量比 18 年同期增长 160.23%，活跃人数达 4000 万人次；公司线下合作驾校的地域已拓展到全国 30 个省市自治区。2019 年公司智能驾培系统服务收入 6,538.70 万元，较 2018 年同期增长 152.36%。

图表15： 公司驾驶培训相关业务收入（百万元）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表16： 2017-2019 多伦多学车平台活跃人次与注册驾校数量



资料来源：Wind、华泰证券研究所

省级驾驶培训监管服务平台：合规、便捷、权限分明

多伦省级驾驶培训监管服务平台针对驾驶培训改革新时期的要求，紧扣交通运输部 2016 年修订的《机动车驾驶员计时培训系统规范》、《机动车驾驶培训教学大纲》的相关要求进行设计，满足规范要求、适应大纲，符合改革规范要求，并在此前提下，结合驾驶培训管理信息化发展水平，系统在操作上以简便性、快捷性作为设计原则，减少监管部门相关人员的使用培训成本，便于大规模、快速性的推广。

同时平台匹配驾培与驾考行业地域权限分明的特点，适用省、地市、区县等多级、多层次的监管部门使用需求，系统采用统一部署、分权使用的设计原则，保障各级部门管理有序，提高管理效率，降低建设成本，符合数据大集中的系统建设发展方向。

图表17： 多伦科技省级监管服务平台功能

功能模块	功能描述	用户对象
驾培培训机构管理	实现对驾培机构的经营许可信息的录入，教练车、教练员等基础资料信息的审核把关。	市、县级行业管理部门
学员培训过程管理	实现对学员报名信息、教练车定位等业务数据信息的统计和分析	市、县级行业管理部门
评价与投诉信息管理	实现对学员对驾培机构、教练员的评价信息和投诉相关信息的采集汇总	省、市、县级行业管理部门
数据统计分析管理	实现对评价、投诉、学员报名等相关信息的大数据分析，形成专题数据分析及排行榜等报表。	省、市、县级行业管理部门
行业数据交换管理	满足系统与全国驾培平台、公安考试预约系统等行业相关业务系统的数据交换。	省、市、县级行业管理部门
行业信息发布管理	实现管理部门对公共服务平台相关信息的发布，包括通知公告、排行榜等。	市、县级行业管理部门

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

机动车驾驶员计时培训系统

机动车驾驶员计时培训系统主要依靠卫星定位技术、无线通信技术、地理信息系统技术、图像技术、IC 卡技术、二维条码防伪技术和海量数据存储技术来完成行业管理中心软硬件平台和企业软件的建设。在辖区内的教练车上安装带 IC 卡计时、指纹验证、服务评估和图像采集的 GPS/GPRS 智能终端，并连接到监控平台，实现驾驶培训机构理论教学点的课时记录和教学监控，衔接公安交警部门的考试业务流程，实现注册、培训、考试、认证等服务的无缝链接，确保驾驶培训企业的培训质量，维护正规驾驶培训企业和学生的利益，实现整个驾驶培训行业的规范化和信息化管理。

图表18： 多伦车载计时培训终端技术

	动态人像识别	采用国内顶尖的人像识别算法，检测活体人像并进行身份识别。确保学员，教练员本人到场训练。训练过程中每5分钟抓拍一张人像图片，确保学时的真实性。
	北斗/GPS定位	车载计时培训终端设备CPU芯片中集成北斗/GPS双系统定位，可靠性高，不易被干扰，也可防止GPS芯片被更换，产生模拟GPS数据破解学时。
	读取车载OBD信息	读取教练车车速和里程数据，与卫星定位数据相互校验，防止用GPS干扰仪、跑码机刷学时和里程。
	设备与教练车绑定	通过OBD接口读取车辆VIN码或批次号，在安装时将设备与教练车绑定，防止设备被拆除或移装到其他车辆上。
	数据传输加密	车载计时终端与计时平台之间数据通讯采用HTTPS协议加密，所有的数据传输前都需要下载平台证书，并进行鉴权注册认证，防止伪造接口传输数据。
	分钟级学时记录	完整的学时数据由很多分钟级的学时记录组成，用更细化的过程数据，保证学时数据可溯源及真实性。
	后台分析预警	对车载计时终端上传的数据，企业应用平台进行自动审核，发现轨迹、时间、里程、照片等出现异常的培训记录，发出报警提示。

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

多伦学车自主研发的第三代计时终端产品，采用北斗技术对科目二、科目三的训练进程计时、计程。产品整体体积小巧，外观简洁时尚，整体色调极富质感。采用最新安卓 4.0 操作系统，人机交互友好。设备集成度高，性能稳定。

图表19： 多伦车载计时培训终端特色



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

驾校管理服务平台：实现驾培过程中的精细化管理

驾校管理服务平台为每个驾校运营提供了一站式的 SaaS 云上解决方案，对规范化教学、提升驾校品牌、行业资源优化配置提出全新的服务理念与管理理念。其中，驾校管理事务自动分级推送能够提高驾校管理效率，减少驾校管理岗位（人员），帮助驾校规模快速增长，校长可以实时全面了解驾校运营状态；训练日志功能量化学员每一阶段的训练成果为差异化教学研究、驾驶行为分析提供真实有效的大数据支撑；自主预约、评价等十大功能进一步提高了驾校管理信息化能力，降低了驾校运营成本。

智能化

“驾校管理服务平台”依托十大功能体系，通过大数据、信息化、智能分析等帮助驾校从传统的人治管理模式升级为智能的信息化管理模式，驾校管理层可告别以往凭感觉、拍脑袋的方式，真正做到智能管理、科学决策。

开放式

“驾校管理服务平台”是开放式的平台，基本涵盖了驾校管理的各方面内容，可根据驾校自身的规模和需求，自由搭建、组合、配置功能。

简易式

功能的强大和全面未必带来操作的繁琐。在平台的开发中，多伦一直坚持把功能做到最极致，将操作做到最简单。“多伦管理云平台”的整个系统都是一键式的操作。

图表20：多伦驾校管理服务平台系统功能

系统名称	功能描述
短信系统	高效节能，可根据需要及时信息进行推送，避免驾校通过人工方式通知每一个学员，提高了管理效率，同时也节约了资源。
财务系统	包括套餐管理、缴费管理、工资管理和收支管理，支持多种学车模式及付费方式。帮助驾校实现信息化，做到有图可查，有理有据，为提高教学质量，积累驾校口碑，提供了非常有力的数据支持。
车辆管理系统	"帮助驾校更加高效的管理车辆，实时共享车辆的维修、保养、油耗、保险等信息。发现异常，及时干预，高效避险。
模考系统	可模拟真实考场情况，让学员真实体验考试的氛围和流程，帮助学员提高考试适应力和合格率。而驾校亦可通过模考系统进行增值服务，提高收入和知名度。
预约系统	提供训练预约和班车预约的功能。训练预约让学员更自由自主，教练提升服务质量，驾校提高培训和管理效率。
日志系统	海量存储数据并进行多维分析，通过精确记录学员训练情况，让学员掌握自身的薄弱环节所在，教练也可根据学员弱点、难点掌握情况制定教学计划。因此，日志系统既能提高驾校的整体教学水平和合格率，也节约了驾校资源的投入。
信息系统	构建大数据基石，不仅方便驾校查询和管理信息，更是驾校进行信息化管理升级的数据基础。为驾校经营管理提供科学的参考依据。

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

智能模拟器：打破时空隔阂，降本增效

智能模拟器是多伦科技遵照行业标准规范，自主研发用于驾驶模拟训练的教学设备，拥有场地驾驶、道路驾驶、安全文明驾驶体验等教学内容，同时建立智能化、标准化的驾驶培训体系，形成可追溯培训过程的管理模式，培养学员安全文明驾驶和良好行车素养，把好驾驶人培训第一关。

图表21： 多伦智能模拟器



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

机器人智能教练：教练端智能升级，形成驾培企业竞争力

机器人智能教练是多伦科技自主研发的新一代驾培教学机器人，基于卫星差分定位技术、精准的卫星定位系统、厘米级的评判精度等，感知车辆位置和学员驾驶行为变化，对学员每一步操作进行智能指导以及多重安全防护，同步考试评判，实时纠错，同时记录训练轨迹，课后输出教学日志。

图表22： 多伦机器人智能教练智慧功能

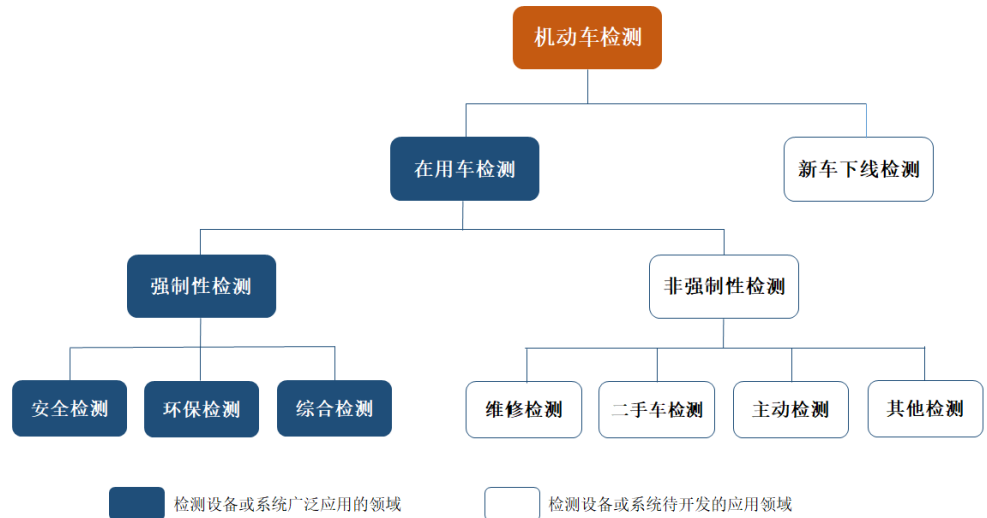
智能特色	功能描述
智能模拟	同步实际考场标准、模拟实际考场环境
智能分析	课后输出教学日志，扣分项目重点标示，薄弱项针对性辅导
智能安全	电子围栏、控速及感知防护、场地监控预警等多重安全保障
智能教学	善用教练思维分阶段分步骤进行教学指导
智能评测	训练过程实时纠错、训练结束轨迹回放

资料来源：公司官网、华泰证券研究所

检测站运营：迈入空间广阔的新赛道

强制年检是机动车检测的主要内容。机动车检测主要是指强制年检，附带主动检测、新车下线检测、二手车检测。机动车强制年检分为安全技术检测、环保检测、综合性能检测，归口部门分别为公安部门、环保部门、交通部门。其中，普通非营运机动车辆仅需进行安检与环检，营运车辆则必须通过安全技术、环保和综合性能三项检测。

图表23： 强制年检是机动车检测的主要内容



资料来源：安车检测招股书、华泰证券研究所

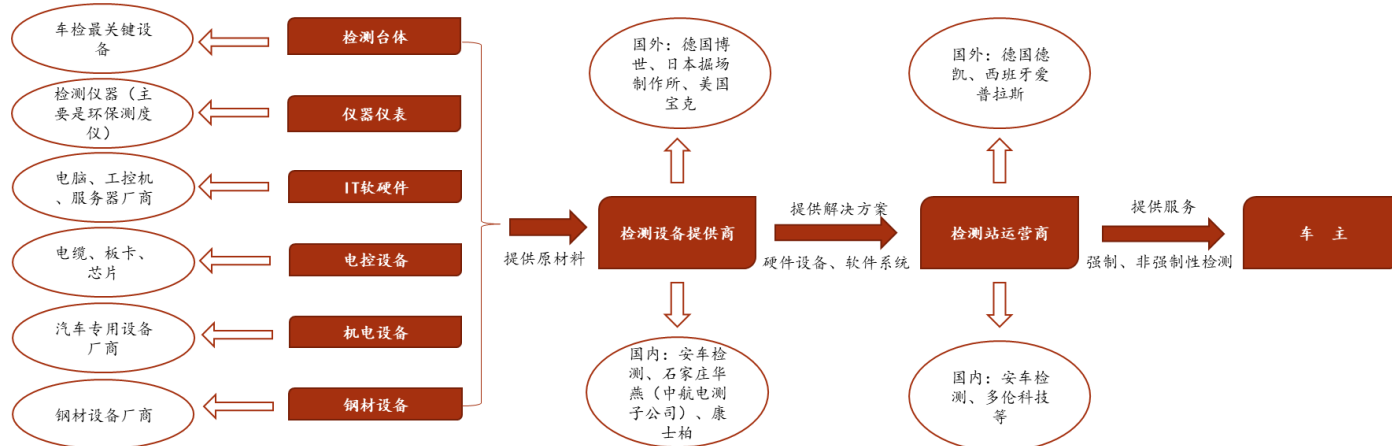
图表24： 我国针对不同类型机动车，安全、环保和综合检测的频率要求

机动车类型	安全检验	环保检测	综合检测
营运载客汽车	5 年以内，1 次/年；超过 5 年的，1 次/半年		各地 3 至 6 个月不等，每年还需进行一次技术等级评定检测
载货汽车和大、中型非营运载客汽车	10 年以内，1 次/年；超过 10 年的，1 次/半年		—
小型、微型非营运载客汽车	6 年以内，1 次/2 年；超过 6 年的，1 次/年；		—
摩托车	4 年以内，1 次/2 年；超过 4 年的，1 次/年		—
拖拉机和 other 机动车	1 次/年		—

资料来源：公安部、环境部、交通委、华泰证券研究所

机动车检测产业链由上游原材料、中游检测设备提供商、下游检测站运营商组成。相对而言，下游运营行业规模较大，但同时格局分散，地域性较强。

图表25： 机动车检测产业链



资料来源：安车检测招股书、华泰证券研究所

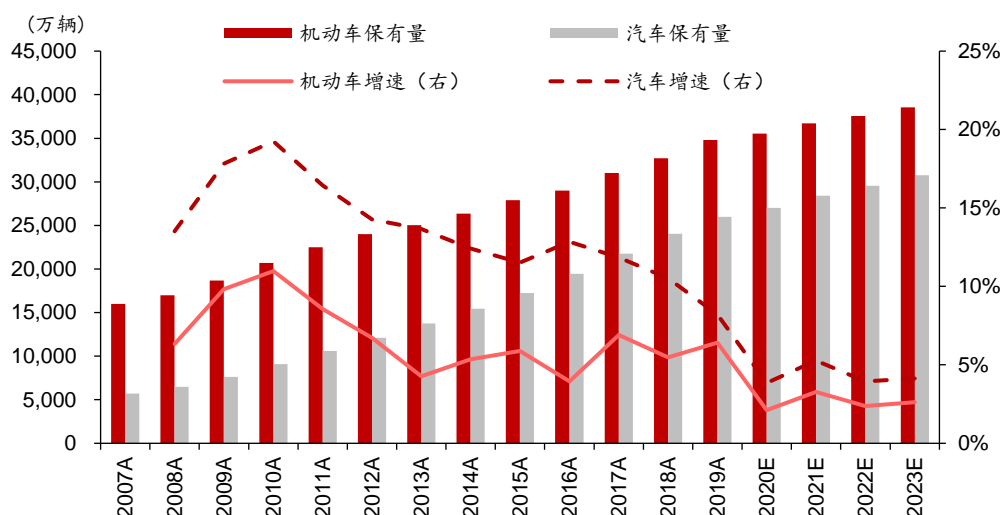
供需格局：需求持续增长，检测站数量有待提升

需求端：机动车保有量持续增长，提升车辆检测需求

根据公安部，2019 年我国机动车保有量达到 3.5 亿辆，其中汽车保有量 2.6 亿辆，同比增长 8.21%。我国机动车由乘用车、商用车及其他机动车（摩托车、拖拉机）构成。我国机动车增长较为平稳，2009-2019 年 CAGR 为 6.4%。

乘用车方面，根据中汽协，2018-2019 年，我国乘用车销量增速处于历史低点（-4.1%、-9.6%），假设乘用车 2020-2023 年销量同比增速分别为 3%、5%、5%、5%，使用寿命 12 年，根据保有量=上年末保有量+本年度销量-本年度报废车辆，我们预计 2020 年乘用车保有量 2.29 亿辆，同比增长 3.70%。假设商用车 2020-2023 年销量同比增速分别为 3%、5%、5%、5%，使用寿命 12 年，假设其他机动车保有量逐年略有下滑。总体上，我们预计 2020 年汽车保有量大约为 2.69 亿辆，同比增速 3.59%，预计 2020 年我国机动车保有量达到 3.55 亿辆，同比增长 2.11%。

图表26： 2020 年我国机动车保有量将达到 3.55 亿辆



资料来源：公安部、中汽协、乘联会、Wind、华泰证券研究所

经我们测算，2020 年机动车检测频次将达到 1.33 亿次，同比增长 9.2%。根据国家针对私家车六年免检的规定，假设每年车龄在 6-12 年之间的乘用车/商用车具有年检需求，根据草根调研，我们假设上年末商用车保有量的 100%、其他机动车保有量的 25%具有年检需求，我们预计 2020 年机动车检测频次将达到 1.33 亿次，同比增长 9.2%，汽车检测需求 1.11 亿次，同比增长 10.9%。我们预计到 2023 年，强制年检频次有望达到 1.62 亿次，按检测费用：乘用车 300 元/次、商用车 500 元/次、其他机动车 150 元/次测算，2023 年强制年检空间约为 540 亿元。

图表27：国内强制检测频次与检测市场规模测算过程

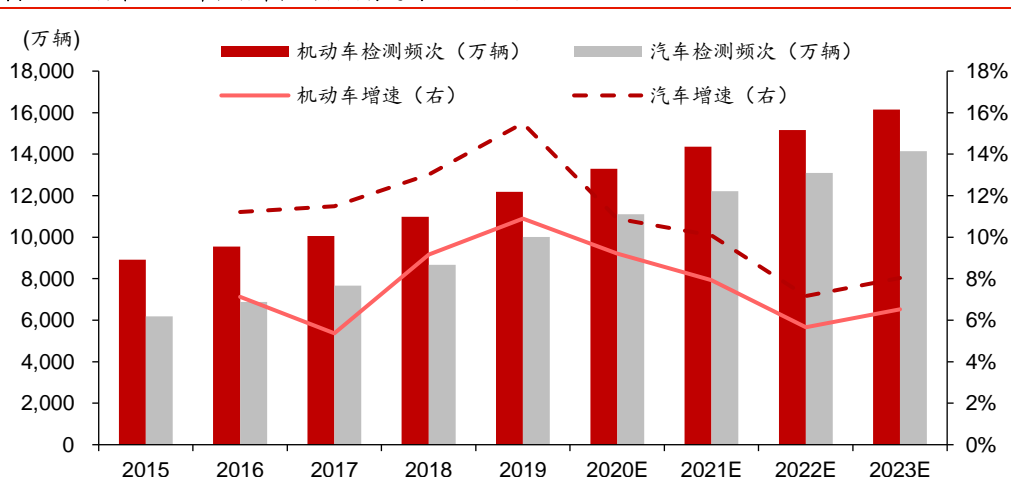
(万辆)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
乘用车									
上年度检测车辆	1964.60	2449.15	3250.66	4229.08	5161.47	6081.24	7198.56	8135.49	8874.34
+本年度新增检测车辆	675.56	1033.13	1375.78	1447.24	1549.52	1792.89	1970.06	2114.63	2437.69
-报废车辆	191.01	231.62	397.36	514.85	629.75	675.56	1033.13	1375.78	1447.24
本年度需检测车辆	2449.15	3250.66	4229.08	5161.47	6081.24	7198.56	8135.49	8874.34	9864.79
×检测单价(元)	150	180	210	240	270	300	300	300	300
乘用车检测市场规模(亿元)	36.74	58.51	88.81	123.88	164.19	215.96	244.06	266.23	295.94
商用车									
上年度保有量	3736.13	3628.00	3440.00	3505.35	3928.00	3900.00	4082.93	4219.28	4279.95
×检测比例	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
本年度需检测车辆	3736.13	3628.00	3440.00	3505.35	3928.00	3900.00	4082.93	4219.28	4279.95
×检测单价(元)	250	300	350	400	450	500	500	500	500
商用车检测市场规模(亿元)	93.40	108.84	120.40	140.21	176.76	195.00	204.15	210.96	214.00
其他机动车									
上年度保有量	10903.44	10672.00	9560.00	9257.00	8672.00	8800.00	8536.00	8279.92	8031.52
×检测比例	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
本年度需检测车辆	2725.86	2668.00	2390.00	2314.25	2168.00	2200.00	2134.00	2069.98	2007.88
×检测单价(元)	75	90	105	120	135	150	150	150	150
其他机动车检测市场规模(亿元)	20.44	24.01	25.10	27.77	29.27	33.00	32.01	31.05	30.12
总计检测频次(万次)	8911.14	9546.66	10059.08	10981.06	12177.24	13298.56	14352.42	15163.60	16152.61
检测市场规模(亿元)	150.58	191.36	234.31	291.86	370.22	443.96	480.22	508.24	540.06

注：假设每年车龄在 6-12 年之间的小、微型载客汽车具有年检需求，12 年以上的属于报废车辆，上年末大、中型客车及载货汽车保有量的 100%，12 年以上的属于报废车辆，其他机动车保有量的 25%具有年检需求；

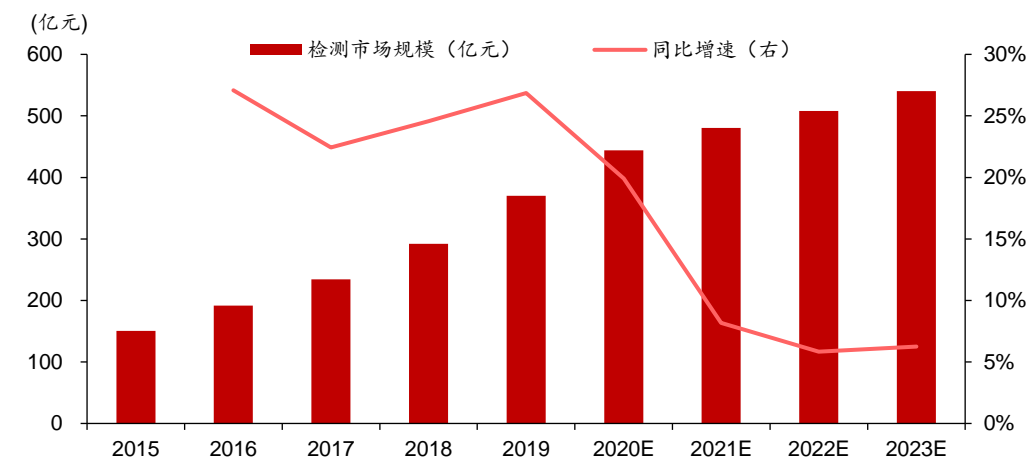
检测单价为乘用车 300 元/次、商用车 500 元/次、其他机动车 150 元/次；

资料来源：中汽协、Wind、华泰证券研究所

图表28：预计 2020 年机动车检测频次将达到 1.33 亿次



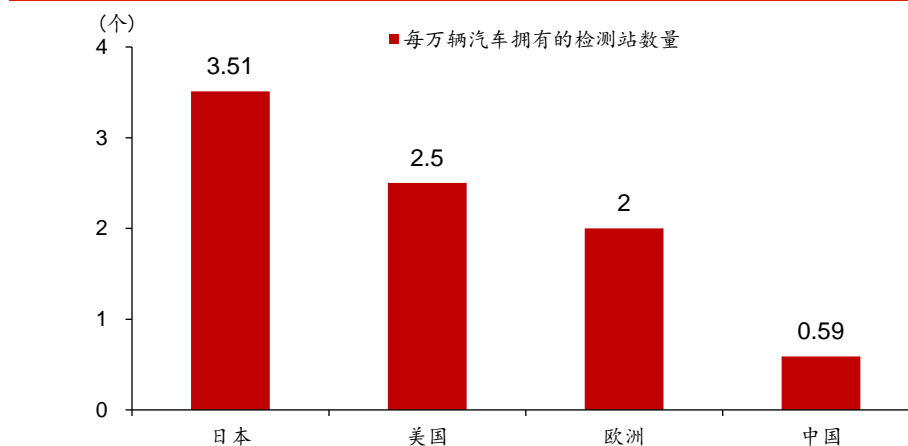
资料来源：中汽协、Wind、华泰证券研究所

图表29： 预计 2020 年强制年检空间约为 444 亿元

资料来源：中汽协、Wind、华泰证券研究所

供给端：检测站数量与汽车保有量匹配度不足，市场远未饱和

我国每万辆汽车对应的检测站配比与国外发达国家差距明显。截止 2018 年，我国每万辆车拥有的检测站数量仅为 0.59 个，相比之下，日本、美国、欧洲每万辆汽车拥有的检测站数量则分别为 3.51 个、2.5 个、2 个。我们认为，一方面供给需求匹配度不足导致检测质量受影响；另一方面各地年检价格放开，拉动年检站新建需求。故未来有望增加供给侧匹配度，保持机动车检测行业的高景气。

图表30： 2018 年我国每万辆汽车对应的检测站配比与国外发达国家差距明显

资料来源：中国产业信息网、华泰证券研究所

布局方式：收购+自建打造“多伦车检”连锁品牌

2019 年，公司围绕“人、车、路”交通核心三要素加速转型，正式进军“机动车检测”行业，形成智慧大交通领域的完整产业链布局，成为国内极少的业务体系完整覆盖“人（驾考/驾培）、车（车辆检测）、路（智慧交通）”领域的公司，业务模式也从“To B”向“To B+To C”转型。

经过详细调研，2019 年公司决定进入机动车检测行业，拟通过收购和自建的方式来打造“多伦车检”连锁品牌。2019 年下半年以来，公司动作迅速地在车检设备、车检站运营以及资金方面采取了多项举措。

1) 根据公司 2019 年报，2019 年 7 月，公司收购了山东简蓝信息科技有限公司 65% 股权（2000 万元），介入了机动车检测设备、尾气遥感监测的软硬件产品的研发、销售和服务。根据多伦科技 2019 年报，2019 年山东简蓝实现营收 1,285.03 万元，净利润-72.27 万元。

2) 根据公司 2019 年报，2019 年 9 月，公司设立了全资子公司江苏多伦车检产业控股有限公司，全面负责公司车检业务的自建和收购事项，注册资本 3 亿元，标志着公司正式步入机动车检测行业。

3) 根据公司 2019 年报，2019 年 11 月，公司新设子公司济南盛道金谷机动车检测有限公司，间接持股 100%；无锡盛道慧谷机动车检测有限公司，间接持股 85%；萧县（安徽）盛道凯达车辆检测有限公司，间接持股 51%。

4) 根据公司 2019 年报，2019 年 12 月，多伦车检以交易对价 9900 万元收购了山东枣庄 6 个车检站 55% 股权，标志着公司进入机动车检测站品牌连锁运营领域，开启车检站建设、收购和运营管理的新纪元。

5) 根据公司 2019 年报，2019 年 12 月，多伦车检发起设立了山东多伦机动车检测有限公司，控股 65%，注册资本 5,000 万元，主要在山东省境内自建、合作、收购及运营检测站。

6) 根据公司可转债预案（编号：2020-017），2020 年 4 月 9 日，公司拟公开发行总额不超过人民币 6.4 亿元（含）的可转换公司债券，其中 5.4 亿元将用于品牌连锁机动车监测站建设项目。

7) 根据公司公告（编号：2020-034），2020 年 6 月 5 日，公司变更 IPO 募投项目剩余募集资金 9,902.32 万元投至“品牌连锁机动车检测站建设项目”，所有资金将用于对全资子公司多伦车检增资 9,902.32 万元，增资后，多伦车检注册资本由人民币 30,000.00 万元增加至人民币 39,902.32 万元。

建设目标：公司全资子公司多伦车检将通过自建或合作方式在江苏、山东、河北、湖北、四川等地布局车检站，形成全国连锁品牌，打造“多伦智慧车检”的全新服务模式 and 全新理念，成为全国车检行业的品牌运营公司。根据公司公告（编号：2020060401），公司计划年内实现 50~100 个车检站的落地，目前公司已落地的检测站在 20 个左右。

多伦优势：资源+场地+资本+设备优势

机动车检测行业市场化经营不充分，带有一定的行政色彩，车检行业格局非常分散，地方车检站规模一般都较小。多伦布局车检行业，旨在打造知名的连锁运营品牌“多伦智慧车检”。我们认为，多伦切入车检行业，具备其自身独特的竞争优势：

1) 主管部门资源优势：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。目前，要想从事车检业务，需要拿到行政许可，审批流程比较繁琐。而公司拥有 20 多年服务于公安、交通等政府监管部门的经验，与行业主管部门建立了深厚的服务关系，也是优秀服务商。

2) 场地资源优势：经营场地是车检行业最重要的瓶颈型资源之一，而多伦合作的全国各地驾校客户拥有丰富的场地资源，可提供车检行业重要的地域布局优势；

3) 资本优势：公司上市以来财务稳健、现金流充沛，且有上市公司融资平台优势，因而具备进入车检行业的资金优势。

4) 公司通过收购山东简蓝，具备了车检设备研发能力，有利于建站成本的降低。山东简蓝专业从事机动车检测、尾气遥感检测、尾气检测与治理、大气污染物治理与监测领域的软硬件产品的研发、销售和服务，可提供从勘测、设计到运营管理的全流程服务和一整套解决方案，公司自研产品机动车全自动检测系统已获得公安部安全性认证报告，自研的车联网产品——OBD 监控终端产品通过国家级第三方检测机构的检测，满足国标要求。

盈利预测与投资建议

一、收入成本预测

1、智能驾考：智能驾考业务需求目前已进入存量更新周期，未来随着 5G 技术的成熟，公司智能驾考业务有望迎来新一轮更新换代需求，20 年起需求增速有望回升，故我们预计 2020-2022 年智能驾考业务增速分别为-5%、5%、10%。

2、智慧交通：2017-2019 年，智慧交通业务增长率分别为 16.5%/-28.3%/394.7%，业务相对处于拓展初期，故增速波动较大。考虑到今年疫情影响，下游或将一定程度缩减开支，21 年需求增速有望回升，故我们预计 2020-2022 年智慧交通业务增速分别为 15%、18%、15%；

3、智能驾培：公司智能驾培业务处于高速增长期，2017-2019 年增长率分别为 17333.3%/395.4%/152.4%。随着智能驾培业务高速拓展，增速或将逐年下降，我们预计 2020-2022 年智能驾培业务增速分别为 100%、90%、80%；

4、车辆检测：假设公司截至今年年底共落地 50 个检测站，假设运营后 1-3 年分别检测 1.5、2.3、3 万辆车，每年检测车辆中乘用车与商用车比例为 8: 2，检测单价分别为 300、500 元/次。经测算单个检测站开始运营后 1-3 年分别实现营收 510 万、782 万、1020 万元，第三年达到稳态收入。根据测算，我们预计公司 2020-22 年车辆检测收入分别为 0.63、3.20、8.63 亿元。

图表31： 多伦科技检测站落地进度预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
检测站落地数量	6	50	130	210
新落地	6	44	80	80
其中：收购	6	22	24	16
占比	100%	50%	30%	20%
自建	0	22	56	64
占比	0%	50%	70%	80%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表32： 多伦科技业务收入预测（百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
驾考考试、培训系统	739.91	406.55	444.10	386.78	159.84	166.86	182.49
增速（%）	9.54%	-45.05%	9.24%	-12.91%	-5.00%	5.00%	10.00%
城市智慧交通类产品	34.81	40.56	29.09	143.90	165.49	195.27	224.56
增速（%）	232.79%	16.52%	-28.28%	394.67%	15.00%	18.00%	15.00%
智能驾培系统服务	0.03	5.23	25.91	65.39	130.78	248.48	447.27
增速（%）		17333%	395.41%	152.37%	100.00%	90.00%	80.00%
车辆检测				6.25	62.73	320.45	863.09
增速（%）					903.68%	410.84%	169.34%
合计	832.16	508.75	550.10	697.88	841.47	1,298.16	2,156.56
增速（%）	13.52%	-38.86%	8.13%	26.86%	20.58%	54.27%	66.12%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

二、毛利率预测

1、智能驾考：2017-2019 年，智能驾考业务毛利率分别为 59.1%/61.7%/56.4%，随着公司智能驾考新产品不断成熟，我们预计 2020-2022 年业务毛利率有望企稳回升：56.5%、56.8%、57%；

2、智慧交通：2017-2019 年，公司智慧交通业务毛利率分别为 32.0%/39.7%/33.21%，随着公司智慧交通解决方案成熟度提升，毛利率或趋于稳定，我们预计 2020-2022 年分别为 33%、33%、33%；

3、智能驾培：2017-2019 年，业务毛利率分别为 62.0%/72.7%/51.8%，波动较大，主要由于业务拓展初期产品形态并未成熟稳定。随公司智能驾培业务模式转变初步完成，毛利率或将趋于稳定，我们预计 2020-2022 年智能驾培业务毛利率有望保持稳定：50%、50%、50%；

4、车辆检测：公司旗下检测站营业成本主要包括设备与厂商的折旧费用，不随着检测收入提升而线性增长，由于多伦与安车检测站布局多布局在二三线城市，且处于运营初期阶段，具有一定的可比性，参考安车检测 2019 年汽车检测服务业务毛利率 56.17%，故我们预计 2020-2021 年毛利率有望持续提升：55%、56%、57%。

图表33：多伦科技毛利率预测（%）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
驾考考试、培训系统	63.18%	59.12%	61.74%	56.44%	56.50%	56.75%	57.00%
城市智慧交通类产品	33.01%	31.95%	39.74%	33.21%	33.00%	33.00%	33.00%
智能驾培系统服务	100.00%	61.95%	72.67%	51.80%	50.00%	50.00%	50.00%
车辆检测				20.96%	55.00%	56.00%	57.00%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

三、费用率假设

伴随公司驾考驾培产品进入技术与模式升级周期，我们预计 20-22 年营业费用分别为 9.33%、10.15%、10.12%，2020 年受疫情影响销售投入受一定限制，而 2021 年小幅提升。管理费用率方面，我们认为随着下游检测站数量提升，带动人员、场地租金等管理费用增长，2020-2022 年公司管理费用率或将有所提升：12%、13%、14%。研发费用方面，由于未来收入增长主要由检测站运营业务拉动，研发投入不会随收入增长而线性增加，我们预期 2020-2022 年公司研发费用率略有下降：6.00%、5.70%、5.50%。

图表34：多伦科技费用率预测（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业费用率	10.30%	11.10%	9.90%	9.33%	10.15%	10.12%
管理费用率	22.24%	11.99%	11.05%	12.00%	13.00%	14.00%
研发费用率		8.23%	6.36%	6.00%	5.70%	5.50%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

目标价 11.60-12.76 元，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 1.84/2.11/2.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.29/0.34/0.43 元，当前股价对应 PE 分别为 36/31/25 倍。参考可比公司估值，20 年 Wind 一致预期 PE 均值为 42 倍，给予公司 40-44 倍 PE，对应目标价 11.60-12.76 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表35： 可比公司估值表

股票代码	股票简称	6月16日 股价	EPS (元)					PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	TTM	19A	20E	21E	22E
300572.SZ	安车检测	57.4	0.97	1.46	2.03	2.63	64.22	58.91	39.32	28.27	21.85
300455.SZ	康拓红外	14.87	0.20	0.30	0.42	0.49	77.14	74.55	48.88	35.20	30.05
002609.SZ	捷顺科技	11.69	0.22	0.30	0.42	0.56	53.83	52.98	38.61	27.81	20.79
可比公司平均 PE							65.06	62.14	42.27	30.43	24.23
603528.SH	多伦科技	10.62	0.24	0.29	0.34	0.43	80.85	43.39	36.27	31.49	24.97

资料来源：Wind、华泰证券研究所；可比公司 EPS 来自 Wind 一致预期

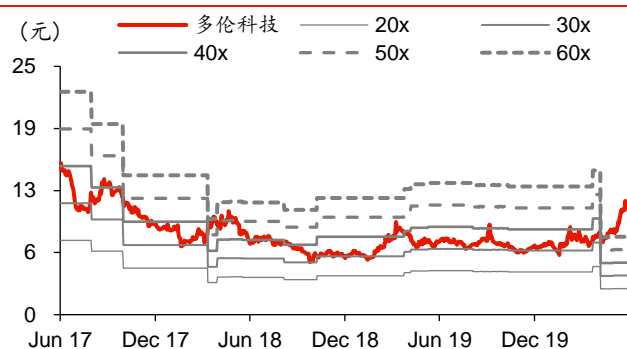
风险提示

检测站新建与并购速度放缓。我们预计公司年内有望落地 50-100 家检测站，但如果新建或收购数量不及预期，对公司业绩预测结果具有较大不利影响。

机动车检测政策不及预期。由于汽车检测行业受政策影响较大，如未来相关部门出台对行业不利的政策，比如继续降低机动车检测频次，则会对公司未来盈利产生较大影响。

PE/PB - Bands

图表36： 多伦科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表37： 多伦科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,683	1,638	2,261	3,101	5,208
现金	646.76	710.92	857.20	1,322	2,197
应收账款	279.26	325.51	572.91	729.16	1,366
其他应收账款	15.62	12.76	21.46	31.32	56.36
预付账款	6.35	10.87	9.90	22.14	31.08
存货	381.53	302.65	523.28	719.76	1,282
其他流动资产	353.53	275.77	275.77	275.77	275.77
非流动资产	418.95	519.93	539.91	670.06	952.83
长期投资	49.99	45.67	39.90	33.78	27.24
固定资产投资	156.24	192.27	226.88	334.65	547.10
无形资产	30.14	78.26	84.90	93.12	103.20
其他非流动资产	182.58	203.72	188.23	208.51	275.29
资产总计	2,102	2,158	2,800	3,771	6,161
流动负债	583.94	491.30	994.57	1,833	3,925
短期借款	0.00	0.00	81.15	734.55	1,940
应付账款	127.11	158.01	293.89	355.20	622.57
其他流动负债	456.82	333.29	619.52	743.01	1,363
非流动负债	19.44	31.52	31.52	31.52	31.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	19.44	31.52	31.52	31.52	31.52
负债合计	603.38	522.83	1,026	1,864	3,956
少数股东权益	26.11	36.02	41.51	71.19	161.20
股本	627.09	626.90	626.78	626.78	626.78
资本公积	195.36	200.58	200.58	200.58	200.58
留存公积	681.30	793.34	922.23	1,088	1,331
归属母公司股东权益	1,473	1,600	1,733	1,835	2,044
负债和股东权益	2,102	2,158	2,800	3,771	6,161

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	125.62	102.51	147.37	101.14	144.15
净利润	133.22	149.51	189.02	241.08	356.56
折旧摊销	26.30	37.27	31.93	44.92	72.24
财务费用	(7.96)	(8.07)	(3.16)	21.66	77.92
投资损失	(9.46)	(12.42)	(16.56)	(16.20)	(15.78)
营运资金变动	(57.91)	(86.99)	(52.79)	(188.49)	(343.42)
其他经营现金	41.43	23.21	(1.06)	(1.84)	(3.37)
投资活动现金	(393.89)	10.21	(35.14)	(158.58)	(338.98)
资本支出	116.75	59.01	57.68	181.18	361.56
长期投资	(41.00)	(35.00)	5.76	6.12	6.54
其他投资现金	(236.14)	104.22	16.78	16.48	16.04
筹资活动现金	23.49	(39.73)	(47.10)	(130.72)	(135.90)
短期借款	0.00	0.00	81.15	653.39	1,205
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	7.05	(0.20)	(0.12)	0.00	0.00
资本公积增加	29.95	5.23	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13.52)	(44.76)	(128.14)	(784.12)	(1,341)
现金净增加额	(244.78)	72.99	65.13	(188.17)	(330.72)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	550.10	697.88	841.47	1,298	2,157
营业成本	220.74	343.32	414.45	623.76	1,005
营业税金及附加	7.53	7.96	11.13	16.97	27.71
营业费用	61.04	69.06	78.47	131.83	218.20
管理费用	65.95	77.13	100.98	168.76	301.92
财务费用	(7.96)	(8.07)	(3.16)	21.66	77.92
资产减值损失	(33.19)	(8.52)	(8.41)	(12.98)	(21.57)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.46	12.42	16.56	16.20	15.78
营业利润	155.54	178.41	212.64	279.12	414.99
营业外收入	0.20	1.61	9.57	2.92	3.58
营业外支出	0.58	3.39	1.98	1.57	1.88
利润总额	155.16	176.64	220.23	280.48	416.69
所得税	21.94	27.13	31.21	39.40	60.12
净利润	133.22	149.51	189.02	241.08	356.56
少数股东损益	(1.77)	(3.90)	5.49	29.68	90.00
归属母公司净利润	134.99	153.41	183.53	211.40	266.56
EBITDA	162.06	192.58	231.10	317.42	517.17
EPS (元, 基本)	0.22	0.24	0.29	0.34	0.43

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	8.13	26.86	20.58	54.27	66.12
营业利润	34.74	14.71	19.19	31.26	48.68
归属母公司净利润	32.43	13.65	19.63	15.19	26.09
获利能力 (%)					
毛利率	59.87	50.80	50.75	51.95	53.42
净利率	24.22	21.42	22.46	18.57	16.53
ROE	8.89	9.14	10.65	12.65	16.17
ROIC	15.77	23.58	27.07	25.23	25.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.70	24.22	36.64	49.44	64.21
净负债比率 (%)	(42.39)	(42.18)	(42.55)	(29.74)	(10.71)
流动比率	2.88	3.34	2.27	1.69	1.33
速动比率	1.61	2.67	1.73	1.28	0.99
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.33	0.34	0.40	0.43
应收账款周转率	1.80	2.31	1.87	1.99	2.06
应付账款周转率	1.38	2.33	1.71	1.81	1.95
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.24	0.29	0.34	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.16	0.24	0.16	0.23
每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.55	2.76	2.93	3.26
估值比率					
PE (倍)	49.31	43.39	36.27	31.49	24.97
PB (倍)	4.52	4.16	3.84	3.63	3.26
EV_EBITDA (倍)	37.31	29.79	24.57	18.57	12.21

免责声明

分析师声明

本人，谢春生、郭雅丽、郭梁良，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师谢春生、郭雅丽、郭梁良本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司