

公司研究/中报点评

2018年08月25日

计算机软硬件/计算机应用 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.36  
合理价格区间(元): 8.64~9.84

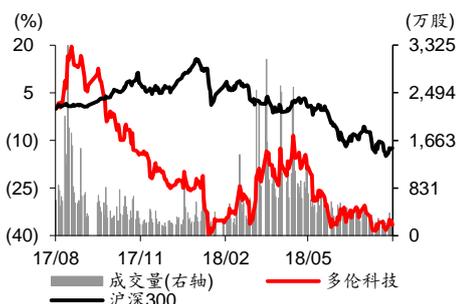
**高宏博** 执业证书编号: S0570515030005  
研究员 010-56793966  
gaohongbo@htsc.com

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

相关研究

- 1《多伦科技(603528,买入): 携手滴滴, 助力代驾司机培训考核》2017.11
- 2《多伦科技(603528,买入): 转型年业绩承压, 驾培业务快速推进》2017.10
- 3《多伦科技(603528,买入): 业绩略低于预期, 驾培业务进展顺利》2017.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 主业稳中向好, 盈利能力显著提升

## 多伦科技(603528)

**公司 2018H1 营收同比增长 5.4%, 归母净利润同比增长 16.32%, 符合预期**  
多伦科技发布 2018 年半年报, 公司上半年实现营收 2.8 亿元, 同比增长 5.4%; 归母净利润 7656 万元, 同比增长 16.32%。扣非归母净利润 7099 万元, 同比增长 11.99%, 业绩符合预期。预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.24、0.31、0.41 元, 维持买入评级。

**高毛利率科目三、智能驾培增长快速, 成本费用控制良好提升盈利能力**  
报告期内, 公司综合毛利率从去年同期的 56.44% 提升至 62.32%, 主要原因是通过良好的成本控制收入占比最高的科目一、二驾驶考试系统毛利率从去年同期的 57.45% 提升至 64.88%, 同时毛利率较高的科目三和智能驾培系统服务业务增长迅速收入占比提升。报告期内公司期间费用率从去年同期的 26.59% 增加至 28.75%: 其中销售费用同比增长 29.2% 主要系公司加大市场营销投入, 售后服务费和销售人员薪酬增加所致; 管理费用控制较好, 报告期内计提部分股权激励费用情况下同比仅增长 3.74%。

**驾考主业稳中向好, 《机动车驾驶证考试内容与办法》正式实施影响积极**  
《机动车驾驶证考试内容与办法》已于 2017 年 10 月正式实施, 新规对科目二、三实操考试的部分操作进行了细化, 各地考场升级改造需求大幅提升。此外公司还积极推广“机动车驾驶证考试综合管理平台”、“交通安全教育基地”等新业务。

**智慧驾培扩展迅速, 合作地域达 25 个省区(市) 签约优质驾校近 400 家**  
报告期内, 公司新增百余家签约合作驾校, 覆盖上海、安徽、辽宁等地, 截至报告期末, 公司已与全国近 400 家优质驾校签约, 智慧驾培业务合作地域已拓展到全国 25 个省区(市)。公司进一步提高智慧驾培信息化技术, 顺利完成智能模拟器等产品升级, 并在各大驾培机构试点收到积极的市场反馈。报告期内公司智能驾培系统服务收入 826 万元同比增长近 11 倍。

**智慧交通领域继续加大资源投入和市场开拓力度, 各地项目推进顺利**  
报告期内, 公司继续在智慧交通领域加大资金、人才投入和市场开拓力度, 积极拓展雪亮工程、智慧停车、智能安防、智慧园区等智慧城市建设。江宁道路交叉路口公交信号优先控制二期项目、江宁高新区非标改造等项目相继实施, 在昆山、昆明、河北等地的智慧交通项目顺利推进。

**主业稳中向好盈利能力显著提升, 维持买入评级**  
我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.5 亿元, 1.93 亿元以及 2.52 亿元。前值 2018-2019 年 2.53 亿元, 3.31 亿元, 下调原因为驾考新规影响下系统改造升级带来的项目确认延后、新增考场建设增速放缓等。2018-2020 年对应 EPS 为 0.24、0.31、0.41 元, 当前股价对应 PE 为 31 倍, 24 倍, 18 倍。随着改造升级项目开始验收交付以及智慧驾培等新业务快速拓展, 公司主业稳中向好, 盈利能力显著提升。可比公司 2018 年平均 PE 估值 41 倍, 给予公司 2018 年 36~41 倍 PE 估值, 对应目标价 8.64~9.84 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 驾考驾培规则、汽车限购等相关政策性风险; 智慧驾培及智慧交通业务拓展不达预期风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	627.09
流通 A 股(百万股)	187.59
52 周内股价区间(元)	7.05-13.96
总市值(百万元)	4,615
总资产(百万元)	2,015
每股净资产(元)	2.23

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

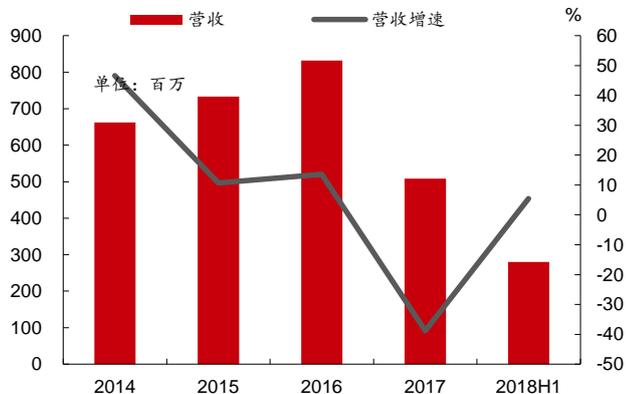
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	832.16	508.75	606.02	723.54	877.60
+/-%	13.52	(38.86)	19.12	19.39	21.29
归属母公司净利润(百万元)	308.80	101.93	149.83	193.03	252.10
+/-%	1.26	(66.99)	46.99	28.84	30.60
EPS(元, 最新摊薄)	0.50	0.16	0.24	0.31	0.41
PE(倍)	14.82	44.89	30.54	23.70	18.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**公司 2018H1 营收同比增长 5.4%，归母净利润同比增长 16.32%，符合预期**

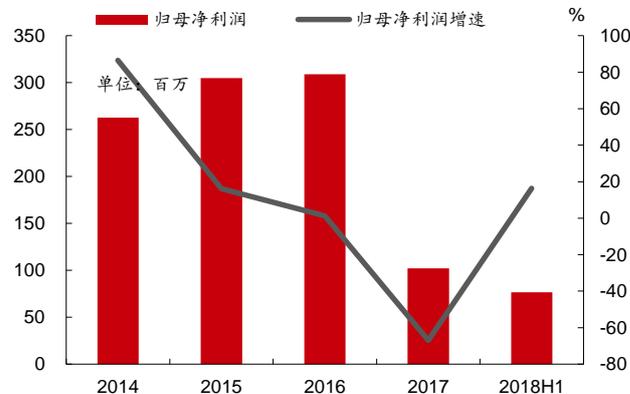
多伦科技发布 2018 年半年报，公司上半年实现营收 2.8 亿元，同比增长 5.4%；归母净利润 7656 万元，同比增长 16.32%。扣非归母净利润 7099 万元，同比增长 11.99%，业绩符合预期。预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.24、0.31、0.41 元，维持买入评级。

图表1：多伦科技近 5 年营收及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：多伦科技近 5 年归母净利润及增速

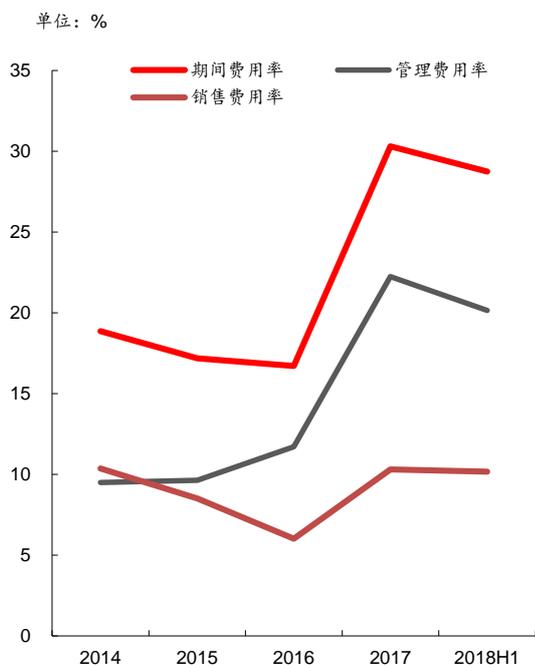


资料来源：Wind、华泰证券研究所

**高毛利率科目三、智能驾培增长快速，成本费用控制良好提升盈利能力**

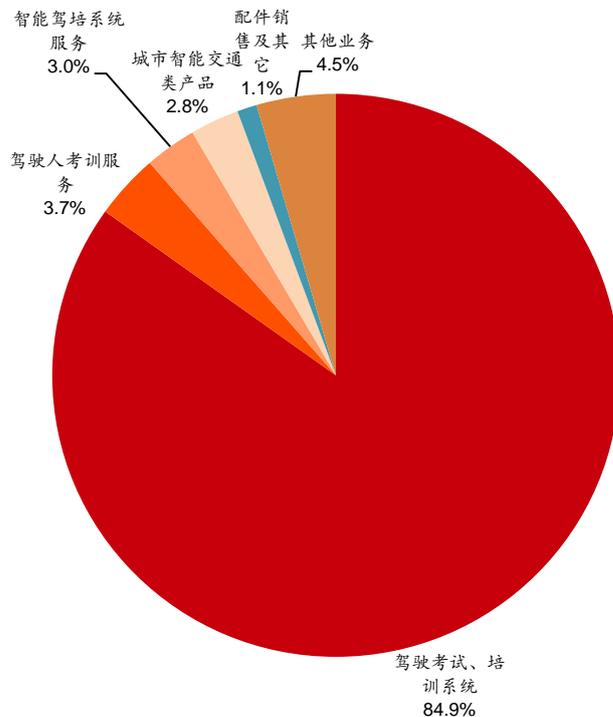
报告期内，公司综合毛利率从去年同期的 56.44% 提升至 62.32%，主要原因是通过良好的成本控制收入占比最高的科目一、二驾驶考试系统毛利率从去年同期的 57.45% 提升至 64.88%，同时毛利率较高的科目三和智能驾培系统服务业务增长迅速收入占比提升。报告期内公司期间费用率从去年同期的 26.59% 增加至 28.75%：其中销售费用同比增长 29.2% 主要系公司加大市场营销投入，售后服务费和销售人员薪酬增加所致；管理费用控制较好，报告期内计提部分股权激励费用情况下同比仅增长 3.74%。

图表3：多伦科技费用情况 (%)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：多伦科技营收构成 (2018H1)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 驾考主业稳中向好,《机动车驾驶人考试内容与方法》正式实施影响积极

《机动车驾驶人考试内容与方法》已于 2017 年 10 月正式实施,新规对科目二、三实操考试的部分操作进行了细化,强调了安全文明驾驶。各地考场升级改造需求大幅提升。此外公司还积极推广“机动车驾驶人考试综合管理平台”、“交通安全教育基地”等新业务。

### 智慧驾培扩展迅速,合作地域达 25 个省区(市)签约优质驾校近 400 家

报告期内,公司新增百余家签约合作驾校,覆盖上海、安徽、辽宁等地,截至报告期末,公司已与全国近 400 家优质驾校签约,智慧驾培业务合作地域已拓展到全国 25 个省区(市)。公司进一步提高智慧驾培信息化技术,顺利完成智能模拟器等产品升级,并在各大驾培机构试点收到积极的市场反馈。报告期内公司智能驾培系统服务收入 826 万元同比增长近 11 倍。

图表5: 多伦智能模拟器



资料来源:多伦科技官网、华泰证券研究所

### 智慧交通领域继续加大资源投入和市场开拓力度,各地项目推进顺利

报告期内,公司继续在智慧交通领域加大资金、人才投入和市场开拓力度。公司逐步开发多平台、多领域产品,已经形成多个系列的软硬件产品体系,涉及大公安、交通大数据、智慧停车等多个领域,报告期内,公司继续在智慧交通创新领域加大投入,积极开展产学研合作,并通过各种方式拓展雪亮工程、智慧停车、智能安防、智慧园区等智慧城市建设。公司承接的江宁区道路交叉路口公交信号优先控制二期项目、江宁高新区非标改造等项目相继实施,在昆山、昆明、河北等地智慧交通项目顺利推进。

### 主业稳中向好盈利能力显著提升,维持买入评级

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 1.5 亿元, 1.93 亿元以及 2.52 亿元。前值 2018-2019 年 2.53 亿元, 3.31 亿元, 下调原因为驾考新规影响下系统改造升级带来的项目确认延后、新增考场建设增速放缓等。2018-2020 年对应 EPS 为 0.24、0.31、0.41 元,当前股价对应 PE 为 31 倍, 24 倍, 18 倍。随着改造升级项目开始验收交付以及智慧驾培等新业务快速拓展,公司主业稳中向好,盈利能力显著提升。可比公司 2018 年平均 PE 估值 41 倍,给予公司 2018 年 36-41 倍 PE 估值,对应目标价 8.64~9.84 元,维持“买入”评级。

**图表6: 盈利预测调整**

(人民币百万元)		2016A	2017A	2018PE	2019PE	2020PE
营业收入	调整前	832.16	508.75	881.57	1,038	-
	调整后	832.16	508.75	606.02	723.54	877.6
	(+/-%)	-	-	-31%	-42%	-
毛利	调整前	502.87	275.61	529.23	635.21	-
	调整后	502.87	275.61	342.4	412.42	504.62
	(+/-%)	-	-	-35%	-35%	-
销售费用	调整前	50	52.41	70.55	77.82	-
	调整后	50	52.41	49.42	60.49	72.47
	(+/-%)	-	-	-30%	-22%	-
管理费用	调整前	97.5	113.17	132.24	134.89	-
	调整后	97.5	113.17	110.3	125.9	140.42
	(+/-%)	-	-	-17%	-7%	-
归母净利润	调整前	308.8	101.93	253.39	330.81	-
	调整后	308.8	101.93	149.83	193.03	252.1
	(+/-%)	-	-	-41%	-42%	-
EPS (元, 基本)	调整前	1.49	0.16	0.41	0.53	-
	调整后	1.49	0.16	0.24	0.31	0.41
	(+/-%)	-	-	-41%	-42%	-

资料来源: Wind、华泰证券研究所; 蓝色数字为前一期报告中预测值

**图表7: 可比公司估值 (以 2018年8月24日收盘价为准, 易华录来自华泰预测, 其它来自 Wind 一致预期)**

公司名称	2018PE	2019PE	2020PE	18-20年复合增速(%)
易华录	41.08	31.60	24.31	30
四维图新	66.74	52.32	41.78	26
合众思壮	28.04	20.44	15.22	36
星网宇达	28.39	19.75	15.51	35
平均 PE	41.06	31.03	24.20	-
多伦科技	30.54	23.7	18.15	30

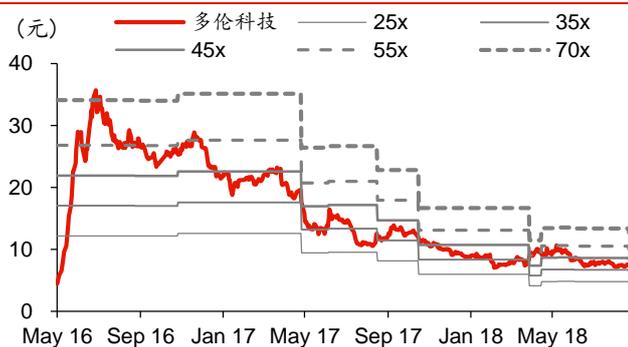
资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

驾考驾培规则、汽车限购等相关政策性风险; 智慧驾培及智慧交通业务拓展不达预期风险。

### PE/PB - Bands

**图表8: 多伦科技历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表9: 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,678	1,756	1,973	2,282	2,712
现金	887.38	909.46	1,163	1,241	1,545
应收账款	341.79	331.67	331.42	442.94	505.19
其他应收账款	14.26	19.36	16.63	23.67	26.39
预付账款	6.72	11.00	8.91	12.59	13.85
存货	286.09	383.01	331.09	450.93	504.51
其他流动资产	141.76	101.57	121.67	111.62	116.64
非流动资产	232.01	279.93	267.07	256.96	213.94
长期投资	0.00	17.23	17.23	17.23	17.23
固定投资	146.63	148.73	141.29	133.85	126.42
无形资产	30.58	30.59	29.59	28.59	(4.40)
其他非流动资产	54.81	83.38	78.95	77.28	74.69
资产总计	1,910	2,036	2,240	2,539	2,926
流动负债	526.37	656.41	741.17	880.50	1,048
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	134.07	162.69	158.42	197.01	232.17
其他流动负债	392.30	493.71	582.75	683.48	815.98
非流动负债	18.03	13.35	13.35	13.35	13.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	18.03	13.35	13.35	13.35	13.35
负债合计	544.40	669.76	754.52	893.84	1,061
少数股东权益	1.44	3.49	2.10	0.31	(2.04)
股本	206.68	620.04	621.67	621.67	621.67
资本公积	372.08	165.40	165.40	165.40	165.40
留存公积	785.40	577.31	696.14	858.09	1,079
归属母公司股东权益	1,364	1,363	1,483	1,645	1,866
负债和股东权益	1,910	2,036	2,240	2,539	2,926

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	98.65	112.44	270.02	90.94	314.59
净利润	308.50	100.98	148.44	191.24	249.76
折旧摊销	23.00	26.11	10.82	10.83	42.82
财务费用	(8.46)	(11.37)	(9.91)	(10.64)	(10.28)
投资损失	(0.99)	(2.35)	(5.42)	(9.44)	(13.12)
营运资金变动	(254.37)	(32.26)	146.82	(122.66)	26.87
其他经营现金	30.96	31.32	(20.72)	31.61	18.54
投资活动现金	(196.39)	(9.52)	3.03	7.05	10.73
资本支出	57.72	43.34	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	10.35	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(138.67)	44.17	3.03	7.05	10.73
筹资活动现金	420.25	(100.34)	(19.46)	(20.44)	(20.80)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	51.68	413.36	1.63	0.00	0.00
资本公积增加	368.11	(206.68)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	0.46	(307.02)	(21.09)	(20.44)	(20.80)
现金净增加额	322.51	2.58	253.59	77.55	304.51

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	832.16	508.75	606.02	723.54	877.60
营业成本	329.29	233.14	263.62	311.12	372.98
营业税金及附加	11.52	7.10	8.43	10.08	12.22
营业费用	50.00	52.41	49.42	60.49	72.47
管理费用	97.50	113.17	110.30	125.90	140.42
财务费用	(8.46)	(11.37)	(9.91)	(10.64)	(10.28)
资产减值损失	24.22	26.38	19.92	17.44	17.44
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.99	2.35	5.42	9.44	13.12
营业利润	329.07	115.43	169.67	218.60	285.48
营业外收入	36.15	0.32	0.32	0.32	0.32
营业外支出	3.64	0.32	0.32	0.32	0.32
利润总额	361.58	115.43	169.66	218.59	285.47
所得税	53.08	14.44	21.22	27.35	35.72
净利润	308.50	100.98	148.44	191.24	249.76
少数股东损益	(0.29)	(0.95)	(1.39)	(1.79)	(2.34)
归属母公司净利润	308.80	101.93	149.83	193.03	252.10
EBITDA	343.61	130.17	170.58	218.79	318.02
EPS (元, 基本)	1.49	0.16	0.24	0.31	0.41

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	13.52	(38.86)	19.12	19.39	21.29
营业利润	2.74	(64.92)	46.98	28.84	30.60
归属母公司净利润	1.26	(66.99)	46.99	28.84	30.60
获利能力 (%)					
毛利率	60.43	54.17	56.50	57.00	57.50
净利率	37.11	20.04	24.72	26.68	28.73
ROE	22.64	7.48	10.10	11.73	13.51
ROIC	58.94	21.72	49.15	49.99	87.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.50	32.90	33.69	35.20	36.28
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	3.19	2.68	2.66	2.59	2.59
速动比率	2.62	2.07	2.20	2.06	2.09
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.26	0.28	0.30	0.32
应收账款周转率	2.33	1.23	1.48	1.55	1.53
应付账款周转率	2.87	1.57	1.64	1.75	1.74
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.16	0.24	0.31	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.18	0.43	0.15	0.51
每股净资产(最新摊薄)	2.19	2.19	2.39	2.65	3.00
估值比率					
PE (倍)	14.82	44.89	30.54	23.70	18.15
PB (倍)	3.35	3.36	3.08	2.78	2.45
EV_EBITDA (倍)	10.73	28.32	21.61	16.85	11.59

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。本公司的资产管理部、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力。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。

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。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 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

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

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