

多伦科技(603528)

报告日期: 2020年11月15日

# 智能驾考龙头, 向驾培、车检服务连锁化转型升级

## ——多伦科技深度报告

✍️ : 分析师: 高宏博 执业证书编号: S1230519110002  
☎️ : 021-80106027  
✉️ : gaohongbo@stocke.com.cn

### 报告导读

公司是智能驾考绝对龙头, 进军驾培、车检新业务打开广阔市场空间将迎来业绩加速, 业务模式从智能化设备向服务化、连锁化转型升级。

### 投资要点

#### □ 进军车检大空间, 连锁车检站落地速度有望超预期

汽车保有量、车龄增长、环保要求提高, 主动检测需求上升等多重因素共振, 打开车检广阔想象空间。公司通过收购自建方式布局连锁车检站, 落地速度有望持续超预期。随着大量车检站步入运营, 预计将显著提振公司业绩增速。

#### □ 继往开来, 传统驾考、驾培业务打造新盈利增长点

受政策推动, 驾考业务向智慧车管、摩托驾考延伸, 并受益于驾考设备更换周期而有望重回快速增长轨道。驾培业务打造线上线下联动的驾培新模式, 随着新产品接受度逐步提高、推广提速, 收入有望持续高速增长。

#### □ 盈利预测及投资评级

我们预测公司2020-2022年营业收入6.10、11.65、16.04亿元, 同比增长-12.46%、90.64%、37.70%; 归母净利润分别为1.27、2.58、3.95亿元, 同比增长-17.42%、103.73%、53.14%; 对应当前股价PE分别为62、30和20倍。公司是智能驾考设备绝对龙头, 凭借深厚的产品技术积累及公安、交通、驾校等领域渠道优势, 进一步向驾培、车检等空间广阔的新市场进军, 业务模式也从智能化产品向服务化、连锁化转型升级。通过分部估值我们给予公司2021年目标市值102.92亿元, 目标价16.41元, 首次覆盖给予“买入”评级。

#### □ 催化剂

1、车检站落地及并表进度超预期; 2、驾考驾培、智能交通业务进展超预期。

#### □ 核心风险

1、车检站并购进度及整合效果不及预期风险; 2、智能驾培推广速度不及预期风险; 3、驾考、驾培、车检等行业领域的政策变化风险。

### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	697.88	610.95	1164.69	1603.81
(+/-)	26.86%	-12.46%	90.64%	37.70%
净利润	153.41	126.68	258.09	395.24
(+/-)	13.65%	-17.42%	103.73%	53.14%
每股收益(元)	0.24	0.20	0.37	0.57
P/E	50.88	61.61	30.24	19.75

### 评级

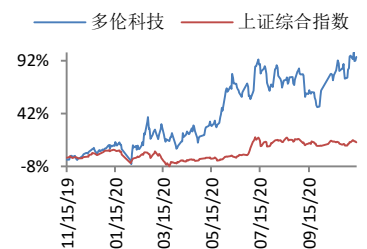
### 买入

上次评级	首次评级
当前价格	¥ 12.45

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2020	0.07
2Q/2020	0.07
1Q/2020	-0.05
4Q/2019	0.07



### 公司简介

公司是一家致力于推进中国机动车驾驶人智能培训和考试系统、智能交通类产品创新与产业化应用的高新技术企业。在近二十年的发展历程中, 公司一直专注于驾考、驾培系统、城市智能交通产品的研发、生产和销售。

### 相关报告

报告撰写人: 高宏博

数据支持人: 高宏博

## 正文目录

<b>1. 智能驾考龙头，车检开拓值得期待</b>	<b>4</b>
1.1. 驾考龙头企业，进军车检促成长	4
1.2. 受益新业务拓展，成长盈利可期	6
<b>2. 掘金车检大空间，全面布局正当时</b>	<b>7</b>
2.1. 多重因素共振，打开车检大空间	7
2.2. 整合在即，多重优势拓宽护城河	11
2.3. 收购+自建并举，打造连锁品牌	13
<b>3. 继往开来，传统驾考驾培亮点纷呈</b>	<b>15</b>
3.1. 拓宽边界，进军车管、摩托驾考	15
3.2. 科技赋能，打造智慧驾培新模式	16
<b>4. 盈利预测与投资评级</b>	<b>18</b>
4.1. 业务拆分及收入成本预测	18
4.2. 费用率分析与预测	20
4.3. 盈利预测、估值分析与投资评级	20
<b>5. 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 多伦科技发展历程	4
图 2: 多伦科技股权结构	4
图 3: 多伦科技产品线	5
图 4: 多伦科技竞争优势形成过程	6
图 5: 多伦科技营收及其增速(亿元)	7
图 6: 多伦科技归母净利润及其增速(亿元)	7
图 7: 多伦科技毛利率、净利率	7
图 8: 多伦科技费用率	7
图 9: 机动车检测行业概况	8
图 10: 日本汽车千人保有量及汽车销量	8
图 11: 我国汽车千人保有量与汽车销量	9
图 12: 2018 年各国千人汽车保有量	9
图 13: 我国平均车龄	9
图 14: 我国车龄结构	9
图 15: 各国每万辆车对应的检测站数量(个)	10
图 16: 检测大数据打开生态价值	11
图 17: 公司发力车检业务的五大核心优势	13
图 18: 多伦科技车检业务产品线及相关公司	14
图 19: 山东、江苏机动车保有量名列前茅	15

图 20: 2006-2019 年中国汽车驾驶人数量 (亿人) .....	16
图 21: 车驾管业务综合服务管理系统解决方案 .....	16
图 22: 电动车新国标规定 .....	16
图 23: 公司智慧驾培布局 .....	17
图 24: 智慧驾培系列设备“学车三宝” .....	17
图 25: “多伦学车”云平台收入、活跃人数、注册驾校数 .....	18
表 1: 多伦科技股权激励计划 .....	5
表 2: 多伦科技营收拆分 (亿元) .....	5
表 3: 对不同类型机动车, 安全、环保和综合检测的频率要求 .....	9
表 4: 汽车强制检测市场规模测算 .....	10
表 5: 重庆部分车检站 2019 年 6 月 1 日调整后价格 .....	12
表 6: 单个车检站成本假设 (万元) .....	12
表 7: 品牌连锁机动车检测站建设项目资金投入情况 .....	14
表 8: 多伦科技车检业务预测 .....	19
表 9: 多伦科技业务拆分及收入、成本预测 .....	19
表 10: 多伦科技费用率预测 .....	20
表 11: 可比公司估值表 .....	21
表附录: 三大报表预测值 .....	22

## 1. 智能驾考龙头，车检开拓值得期待

### 1.1. 驾考龙头企业，进军车检促成长

驾考系统设备领导者，强势进军车检行业。多伦科技 1995 年成立、2016 年上市，一直致力于中国驾驶人考训智能化，形成了以智能驾考、智慧驾培和智慧交通为主的三大成熟产品体系。2019 年，公司围绕“人、车、路”交通核心三要素战略布局，正式进军“机动车检测”行业，从科技型公司向“科技+服务”型公司转型。

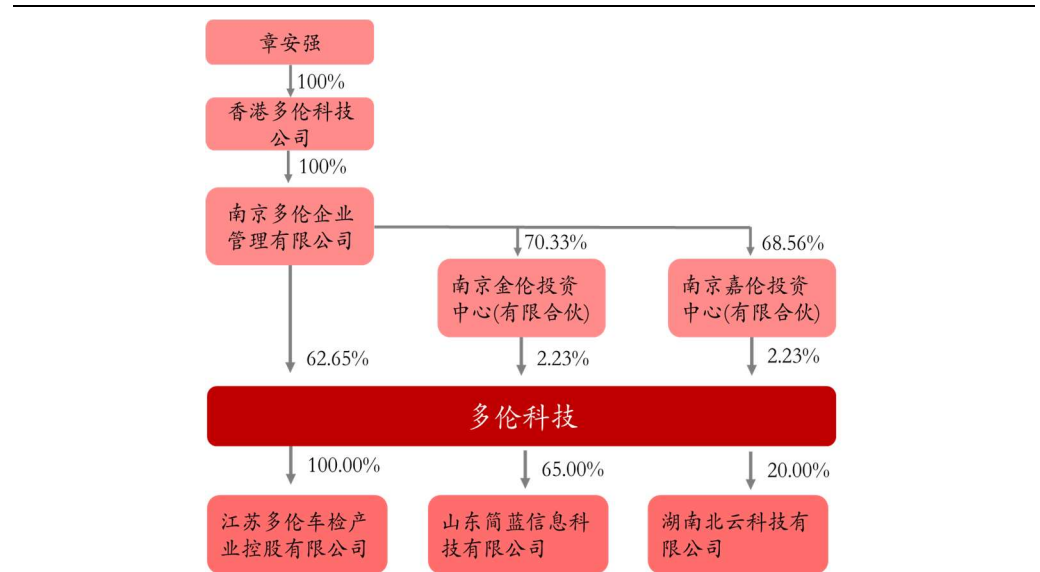
图 1：多伦科技发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

股权结构较为集中，股权激励进一步调动积极性。公司第一大股东为南京多伦企业管理有限公司，实控人为公司创始人章安强，目前直接、间接持有公司 67.11%的股份，集中的股权结构一定程度上保障了实现新战略的稳定性。2019 年，公司收购山东简蓝信息科技有限公司、设立江苏多伦车检产业控股有限公司等，正式步入机动车检测行业。2018 年，公司实施股权激励，涉及 159 名公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心骨干人员，进一步调动各层级员工的积极性。

图 2：多伦科技股权结构



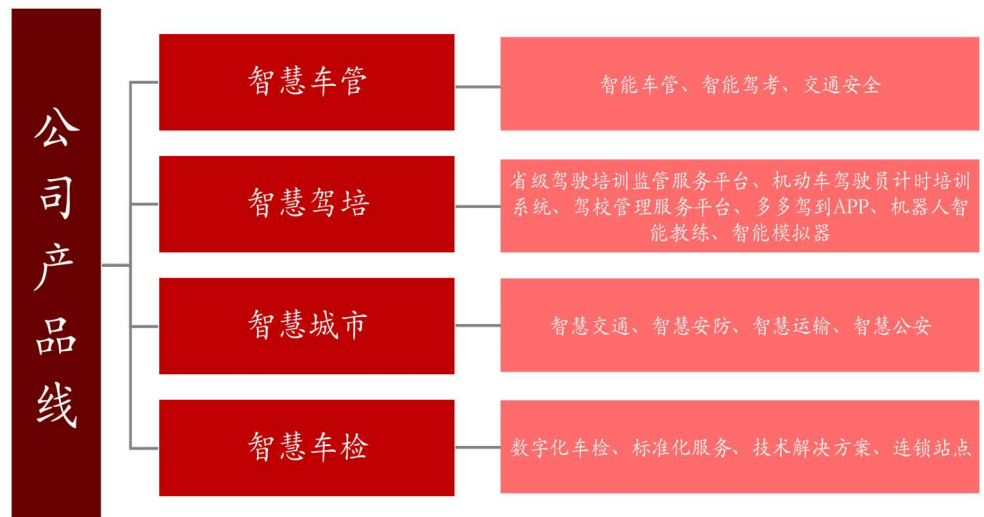
资料来源：wind，浙商证券研究所

**表 1：多伦科技股权激励计划**

首次实施公告日	股权激励方案	行权价格	行权条件
2018-04-21	705 万股限制性股票， 占当时总股本比例 1.137%	4.48 元	1.激励对象最近 12 个月内未被证券交易所认定为不适当人选等；2.注册会计师未出具否定意见或者无法表示意见的审计报告等

资料来源：wind，浙商证券研究所

**智慧驾培增长强劲，车检望成新亮点。**目前，公司业务领域主要涉及“人（驾考/驾培）、车（车辆检测）、路（智慧交通）”三大行业，其中驾考贡献主要营收，2019 年科目一、二、三驾驶考试系统营收占比仍高达 54.33%，然而随着机动车趋于饱和，驾考行业逐渐从增量市场转为存量市场，营收出现波动。此外，科技赋能传统驾培业务，驾驶模拟器、智能驾培系统服务等智慧驾培系统设备实现高速增长。2019 年公司强势进军车辆检测行业，预计公司将紧握车检浪潮踏浪前行，车检有望成为新业绩增长亮点。

**图 3：多伦科技产品线**


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**表 2：多伦科技营收拆分（亿元）**

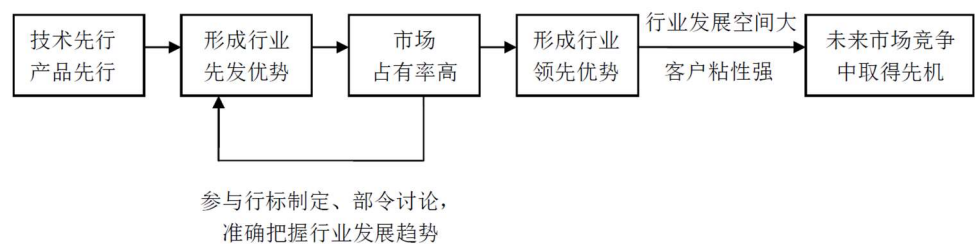
	2016	2017	2018	2019	2020 年 H1		2016-2019 年 CAGR
	金额	金额	金额	金额	金额	占比	
科目一、二驾驶考试系统	3.86	2.10	2.22	1.96	0.56	27.00%	-20.20%
同比增速	14.27%	-45.51%	5.39%	-11.52%	-48.79%		
科目三驾驶考试系统	3.38	1.93	2.21	1.83	0.42	20.39%	-18.51%
同比增速	11.49%	-43.04%	14.82%	-17.25%	-57.62%		
城市智能交通类产品	0.35	0.41	0.29	1.44	0.25	11.93%	60.50%
同比增速	232.71%	16.54%	-28.28%	394.61%	-32.79%		
驾驶模拟器	0.10	0.11	0.00	0.25	0.00027	0.01%	35.94%
同比增速	506.47%	15.24%	-95.76%	5046.28%	-93.16%		
计时培训系统	0.13	0.03	0.01	0.04			-34.34%
同比增速	-57.71%	-78.78%	-73.86%	410.14%			
安全教育系统	0.03	0.01	0.01	0.04	0		10.70%

同比增速	-27.19%	-70.93%	-37.85%	650.88%			
<b>驾驶人考训服务</b>	<b>0.28</b>	<b>0.23</b>	<b>0.23</b>	<b>0.23</b>	<b>0.07</b>	<b>3.63%</b>	<b>-6.31%</b>
同比增速	-3.92%	-18.76%	1.39%	-0.15%	-39.38%		
<b>配件销售及其他</b>		<b>0.07</b>	<b>0.05</b>	<b>0.16</b>	<b>0.02</b>	<b>0.86%</b>	<b>58.59%</b>
同比增速		-3.53%	-18.18%	207.39%	-41.28%		
<b>智能驾培系统服务</b>	<b>0.0003</b>	<b>0.05</b>	<b>0.26</b>	<b>0.65</b>	<b>0.29</b>	<b>14.34%</b>	<b>1245.29%</b>
同比增速		19384.25%	395.15%	152.36%	-3.14%		
<b>机动车检测系统</b>					<b>0.11</b>	<b>5.26%</b>	
<b>机动车检测服务</b>				<b>0.06</b>	<b>0.15</b>	<b>7.41%</b>	
<b>技术服务费</b>	<b>0.12</b>	<b>0.15</b>	<b>0.21</b>	<b>0.31</b>	<b>0.19</b>	<b>9.08%</b>	<b>36.50%</b>
同比增速	39.27%	23.22%	41.20%	46.19%	27.57%		
<b>设备租赁</b>	<b>0.005</b>	<b>0.006</b>	<b>0.006</b>	<b>0.002</b>			<b>-30.53%</b>
同比增速	17.19%	9.04%	4.97%	-70.70%			
<b>其他</b>		<b>0.0009</b>	<b>0.0009</b>	<b>0.0003</b>	<b>0.0018</b>	<b>0.09%</b>	<b>-38.22%</b>
同比增速			2.31%	-62.69%	-3.51%		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**拥有先发优势、服务及渠道优势，为进军车检奠定基础。**公司凭借深厚的技术储备及研发优势，形成先发优势，拥有 20 多年服务于公安、交通等政府监管部门的经验，有望在未来车检行业竞争中取得先机。在售后服务、市场营销方面，公司在全国已建立 68 个售后服务中心、15 个区域分公司及办事处，形成辐射全国的服务体系，具有较快的响应能力。目前，公司在驾考市场的占有率高达 70%，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。

**图 4：多伦科技竞争优势形成过程**

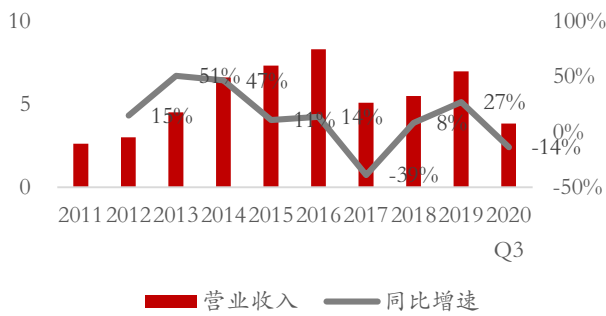


资料来源：多伦科技招股书，浙商证券研究所

## 1.2. 受益新业务拓展，成长盈利可期

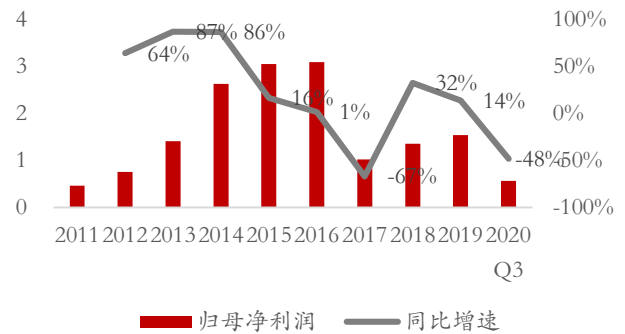
**积极拓展至驾培、车检行业，未来成长性可期。**紧握机动车保有量提升、驾考驾培电子化趋势行业机遇，2012-2016 年公司快速成长，期间营收、归母净利润 CAGR 分别为 26%、46%。由于驾考行业趋于饱和，2017 年公司开始探索驾培市场，受益于 2018 年智能驾培系统服务增长 395.15% 的强势拉动，公司重回增长轨道。我们认为，公司 2019 年进军空间广阔的车检行业、进一步发力智慧驾培，未来成长性值得期待。

图 5：多伦科技营收及其增速（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

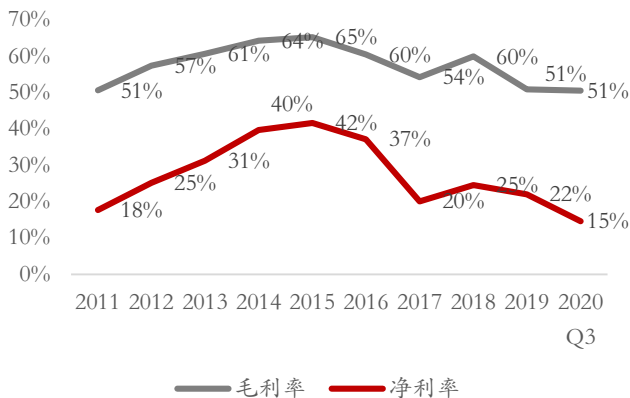
图 6：多伦科技归母净利润及其增速（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

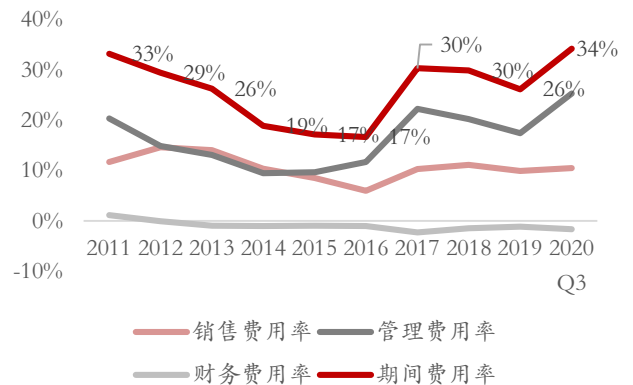
探索驾培业务拉高费用率，盈利能力提升在即。2011-2015 年依托于在驾考行业的龙头地位、客户关系及行业经验，公司费用率下降、盈利能力持续向好。2016-2017 年，驾考业务阶段性饱和后回落使得公司盈利能力出现波动。2017 年公司开始发力驾培业务，积极研发新品、培育市场等，费用率显著增加，然而随着客户对智能驾培产品的接受度逐渐提高、投资上游北云科技降低关键部件成本，预计未来公司盈利能力逐步提升。

图 7：多伦科技毛利率、净利率



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 8：多伦科技费用率



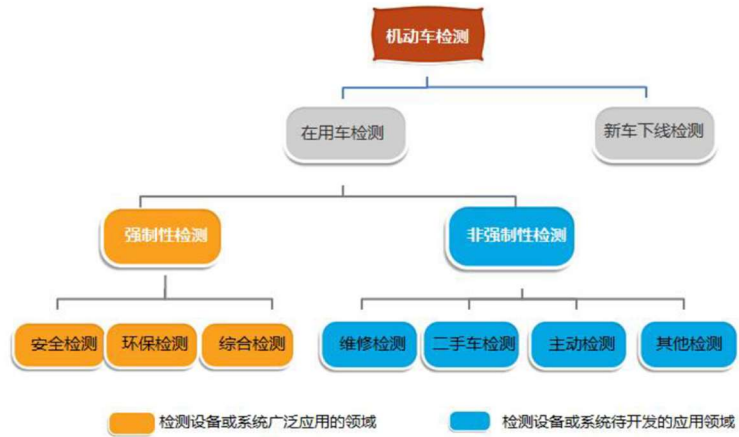
资料来源：wind，浙商证券研究所

## 2. 掘金车检大空间，全面布局正当时

### 2.1. 多重因素共振，打开车检大空间

汽车后市场为高利润“黄金产业”，多因素促车检旺盛需求。按照成熟市场的规律，一般在每辆车的生命周期之内，其使用成本约为车价的 2-3 倍；汽车后市场成为汽车产业链中最稳定的利润来源，约占汽车产业链总利润的 60%-70%，而车检行业是汽车后市场的重要组成部分。随着我国汽车保有量、车龄持续增长，环保要求提高，二手车交易和主动检测需求上升，机动车检测业务需求旺盛。

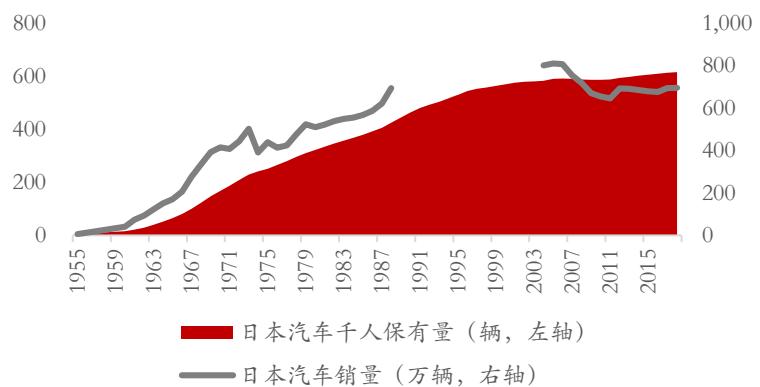
图 9：机动车检测行业概况



资料来源：安车检测招股书，浙商证券研究所

我国汽车保有量远未达到顶峰，增长空间广阔。以日本为例，其汽车销量增速在 1970 年代出现波动，1971 年、1974 年等时段均出现不同程度的下滑，但保有量未受销量波动影响，从 1950 年开始不断上行，直至 2007 年才出现下滑态势。换言之，汽车保有量首次下滑滞后销量三十余年。我国汽车销量于 2018 年开始出现小幅波动，参照日本经验，预计距离保有量下滑还有较长时间。此外，我国千人汽车保有量远低于欧美、日韩等国，汽车保有量发展空间较为广阔。

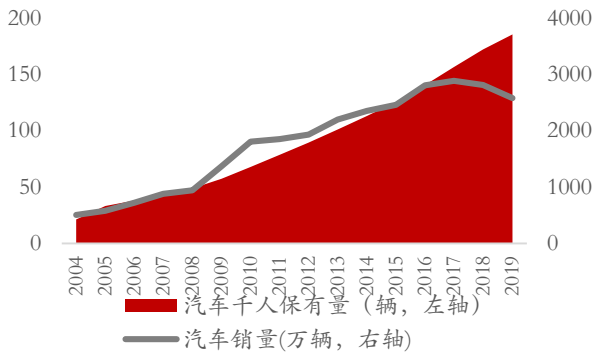
图 10：日本汽车千人保有量及汽车销量



资料来源：日本自动车工业协会，Department of national accounts，Economics and social research institute，浙商证券研究所

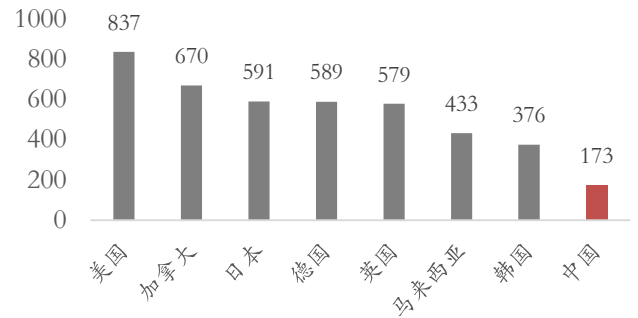


图 11：我国汽车千人保有量与汽车销量



资料来源：公安部，国家统计局，浙商证券研究所

图 12：2018 年各国千人汽车保有量



资料来源：中国产业信息网，浙商证券研究所

**汽车老龄化趋势提高检测频率、拉动检测需求。**2014年5月公安部与质检总局发布《关于加强和改进机动车检验工作的意见》，对6年以内的非营运轿车、其他小型微型载客汽车自2014年9月1日起试行安检、环检免检，到2020年6年免检即将届满，预计检测需求将显著提升。同时，随着我国在用车车龄不断增长，检测频次也逐步增加，以营运载客汽车为例，车龄超过5年安检、环检频次将由一年一次提升至半年一次。

表 3：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		-
非营运轿车、其他小型微型载客汽车	6年以内免检（2014年9月1日起试行）；小型、微型非营运载客汽车6-10年的，每2年检验1次；超过15年的，每6个月检验1次；		-
摩托车	4年以内，1次/2年；超过4年的，1次/年	1次/年	-
拖拉机和其他机动车	1次/年		-

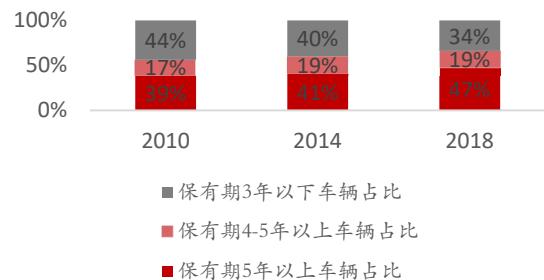
资料来源：安车检测招股书，《中华人民共和国道路交通安全法实施条例》，浙商证券研究所

图 13：我国平均车龄



资料来源：中国统计局，市场调查网，wind，浙商证券研究所

图 14：我国车龄结构

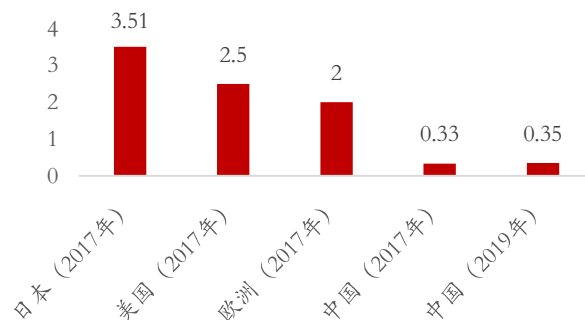


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

**环保趋严、新能源车二手车景气、主动检测意识提升使得车检进一步扩容。**2016年以来，我国机动车的环保要求逐年趋严，机动车排放标准加速升级，各类机动车检测标准细则制订。同时，新能源车、二手车检测需求上升，驾驶人安全和环保意识提升、车龄增加，车主主动参检需求也逐渐增加，机动车检测站的市场空间进一步扩容。

**车检行业市场缺口较大，检测站数量亟待进一步增加。**2019年全国机动车保有量已位居世界前列，但机动车检测机构配比相对不足。截止2019年底，全国约有检验机构9100个，每万辆机动车拥有检测机构数目为0.35个，而欧美、日本等地区该数值已超过2个，我国机动车检测站的数量缺口较大。

图 15：各国每万辆车对应的检测站数量（个）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**汽车检测市场稳步扩大，2022年有望超过750亿元。**

**(1) 乘用车方面**，假设使用年限为15年，14年9月前年检老政策下新车6年内每2年检测1次，超过6年每年检测1次。2014年9月后新政策下新车6年以内免检，2020年10月22日公安部新政将6年内7-9座的非营运小型客车纳入免检范围，并将车龄为6-10年的非营运小型客车（面包车除外）由每年检测1次改为每两年检测1次。假设2020-2022年乘用车销量增速分别为-2.7%、-1.9%、0.5%。价格方面，假设2019年乘用车检测费用为280元/次，后续每年涨价8%。

**(2) 商用车方面**，假设使用年限为10年，商用车没有免检，每年需年检一次。假设2020-2022年商用车销量增速分别为3.0%、3.1%、3.1%。价格方面，假设2019年商用车检测费用为450元/次，后续每年涨价8%。

**(3) 其它机动车方面**，考虑到摩托车新车4年以内每2年需要检测1次，超过4年每年1次，而其它车每年1次，因此假设其它机动车保有量的70%需要每年1次；假设2020-2022年其它机动车保有量增速为1%、1%、1%。价格方面，假设2019年其他机动车检测费用为135元/次，后续每年涨价8%。

表 4：汽车强制检测市场规模测算

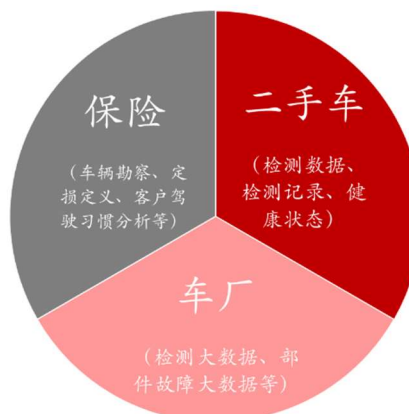
	2017	2018	2019	2020 E	2021 E	2022 E
乘用车销量 (万辆)	2472	2371	2144	2086	2047	2058

检测次数(万次)	6743	8166	9744	9109.6	9828	11270
检测单价(元)			280	302	327	353
<b>乘用车检测市场规模(亿元)</b>			<b>273</b>	<b>275</b>	<b>321</b>	<b>398</b>
商用车销量(万辆)	416	437	432	445	459	473
检测次数(万次)	3553	3720	3894	3995	4009	4065
检测单价(元)			450	486	525	567
<b>商用车检测市场规模(亿元)</b>			<b>175</b>	<b>194</b>	<b>210</b>	<b>230</b>
其它机动车保有量(万辆)	9257	8672	8700	8787	8875	8964
检测次数(万次)	7868	7371	7395	7469	7544	7619
检测单价(元)			135	146	157	170
<b>其它机动车检测市场规模(亿元)</b>			<b>100</b>	<b>109</b>	<b>119</b>	<b>130</b>
<b>汽车检测市场规模(亿元)</b>			<b>548</b>	<b>578</b>	<b>650</b>	<b>758</b>

资料来源: wind, 中汽协, 公安部, 浙商证券研究所

车检站可作为检测数据的流量入口, 构筑生态价值。检测机构可将车检站与云平台、大数据技术相结合, 将检测、运维等功能数字化, 并开放信息端口。车检数据对于汽车厂、保险、二手车等合作方商业价值较大, 车检公司可引入汽车后市场生态圈资源, 进而输出丰富的综合解决方案及服务。

图 16: 检测大数据打开生态价值



资料来源: 道通科技招股书, 浙商证券研究所

## 2.2. 整合在即, 多重优势拓宽护城河

车检站资本、价格管制放开。2014年5月公安部与质检总局联合发布了《关于加强和改进机动车检验工作的意见》, 规定政府部门不得举办检验机构并要求简化审批程序, 我国车检站资格进一步放开。此外, 2015年前车检业务主要由政府指导价管理, 2015年国务院明确提出“2017年基本放开竞争性领域和环节价格”; 2019年5月14日, 《国家发展改革委关于进一步清理规范政府定价经营服务性收费的通知》发布, 通知要求放开机动车检测类等收费项目, 进一步实行市场调节价。

各地车检费攀升，吸引民营资本进入。以重庆为例，小轿车年检费由 2018 年的 140 元左右上升至 2019 年的 290 元，北京、成都、江苏等地检测费用也快速上升。放开定价后检测价格不同程度地上涨有利于提高检测机构的盈利水平、吸引更多民营资本进入。

**表 5：重庆部分车检站 2019 年 6 月 1 日调整后价格**

重庆市部分车检站 2019 年 6 月 1 日调整后价格	
两轮摩托	150 元/次
三轮摩托	180 元/次
小型轿车（含半挂旅居车）	290 元/次
两轴货车（含专项作业车）	350 元/次
三轴货车（含专项作业车）	450 元/次
四轴货车（含专项作业车）	600 元/次
挂车	800 元/次
其他地区车检小、微型载客汽车上线检测费/元	
北京	350 元/次
东莞、上海	300 元/次
重庆	290 元/次
深圳	280 元/次
苏州	277 元/次
天津	240 元/次

资料来源：盖世汽车，浙商证券研究所

**车检行业竞争分散，集中度提升空间大。** 诸多检验机构采购检测系统时偏重产品价格，而对检测系统的质量、检测结果的可靠性与智能化程度未给予足够的重视，导致行业进入门槛不高。我国大部分机动车检测系统主要以执行单一检测职能为主，供应商主要为各地的本土企业，客户有较强的区域性，销售规模较小。

**行业已进入整合洗牌阶段。** 随着车检行业监管趋严、竞争加剧、技术发展，检测站的技术实力和服务能力要求不断提升，使得技术力量和服务能力薄弱的中小企业面临较大的生存压力，行业步入洗牌整合阶段。

**资源、资金构筑核心竞争力，集中度有望提升。** 首先，考虑到车检站选址等因素，车检行业中地域布局优势、场地资源优势较为重要。第二，建设车检站涉及厂房建设、地租、安检环检等设备，资金投入较大。据公司公开调研纪要，中等城市的小型车检站的投资额约为 500-800 万左右，利好募资能力较强的公司。

**表 6：单个车检站成本假设（万元）**

项目	假设	第一年	第二年	第 2-N 年
厂房建设	250 元/平方	300		
地租	用地 18 亩	80	80	80
人员	40 人，每人 5 万元/年	200	200	200
设备	3 条安检，30 万/条；6 条环检，25 万/条	240		

或有成本：设备升级、装修等

50

50

50

资料来源：智研咨询，浙商证券研究所

**公司兼具多重优势，竞争力显著。**我们认为，公司在监管机构服务经验、场地资源、资金、产品技术及运营等多方面具备优势。在监管机构服务经验方面，公司服务公安交管部门和交通运输部门等车检行业管辖单位二十余年，与主管单位建立了深厚的服务关系；在场地资源方面，公司可凭借驾校客户丰富的场地资源具有重要的地域布局优势；在资金方面，作为上市公司多伦融资渠道广、资金实力强；在技术方面，公司自研的多款检测产品已获公安部安全性认证报告、满足国标要求；在运营方面，公司发力连锁经营，有利于提供高质量的服务，并打开增值服务成长空间。我们认为，公司可凭借上述优势，在市场竞争力较强的综合型车检站市场保持优势地位。

**图 17：公司发力车检业务的五大核心优势**

**行业经验优势：**公司服务车检主管单位（公安交管部门和交通运输部门）二十多年，建立了深厚的服务关系

**场地资源：**公司合作的全国各地驾校拥有丰富的场地，可提供机动车检测行业最重要的瓶颈型资源-经营场地

**资金优势：**现金流充沛，可发挥上市公司融资优势，拟投入6.4亿元募集资金用于车检

**运营优势：**连锁运营在服务、ARPU值提升、大数据业务拓展以及流量入口等方面具备优势；公司还以“海底捞”经营管理模式为标杆，引入绩效管理，努力提升车检站的运营管理水平

**产品及技术优势：**机动车全自动检测系统已获公安部安全性认证报告；OBD监控终端产品已满足国标要求；截至2019年末，公司累计取得OBD/CBD尾气监控终端等专利

资料来源：公司公开调研纪要，浙商证券研究所

**公安部新政有利于公司低价布局、长期提升集中度。**预计2020年10月22日公安部新政短期将降低车检需求，将使得小型新建车检站速度放缓、提高行业进入门槛。我们认为，公司目前正处于车检布局初期，车检新政有望使得车检站收购价格下降，有利于公司在价格低谷布局，并且新政对于个体户车检站打击较大，有利于提升集中度。

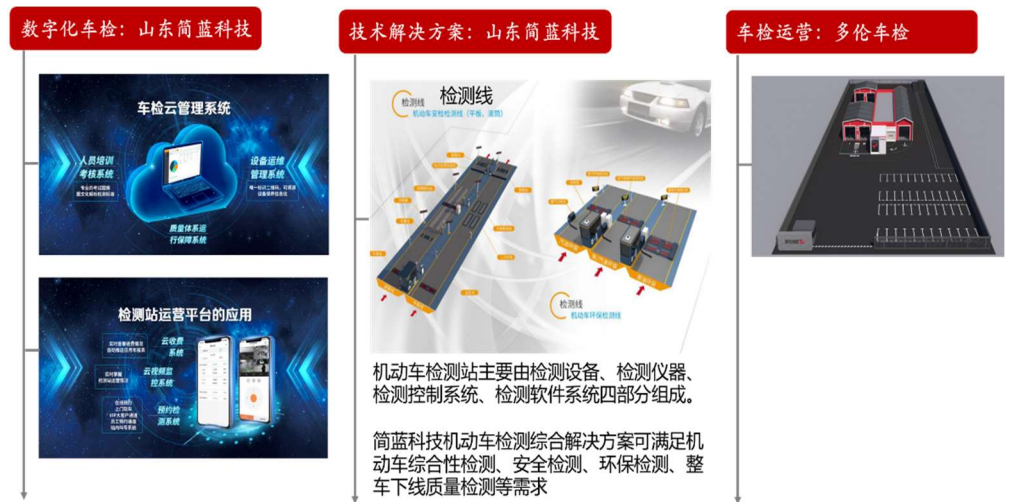
### 2.3. 收购+自建并举，打造连锁品牌

**外延检测设备，构筑设备-车检站产业链。**2019年7月公司收购了山东简蓝信息科技有限公司65%股权，布局机动车检测、尾气遥感检测领域的软硬件产品，2019年山东简蓝实现营业收入1,285.03万元，净利润-72.27万元。

**收购+自建并举，开启车检站运营新篇章。**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，标志着公司正式进入车检领域；2019年12月，多伦车检收购了山东枣庄6个车检站55%股权，标志着公司正式开启车检站连锁运营的新纪元；同

月，多伦车检与山东枣庄合作伙伴联合成立了山东多伦机动车检测有限公司，公司持股65%，旨在山东地区密集建站，形成规模效应。2019年，公司实现车检业务收入624.56万元；目前，公司已在江苏、山东、河北等多个地区开展车检站的建设与运营，计划2020年内实现50个车检站的落地，2021年150个车检站，2025年500个车检站。

图 18：多伦科技车检业务产品线及相关公司



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**发行可转债，现金储备充分保证今年近百个车检站快速落地。**2020年4月，公司发布公告，拟公开发行可转债，募集资金总额不超过6.4亿元，其中拟投资5.4亿元用于机动车检测站的建设、运营和连锁品牌管理项目。2020年8月，可转债已获得证监会核准。此外，2020年6月，公司拟将尚未使用的IPO募集资金9,902.32万元转为对子公司多伦车检的增资。据公司公开调研纪要，中等城市的小型车检站的投资额约为500-800万元左右，6.4亿元可保证近百个车检站快速落地，充分支撑了今年车检站的快速发展。

表 7：品牌连锁机动车检测站建设项目资金投入情况

	可转债募集资金拟投入金额	“基于北斗卫星技术智能交通系统、智能驾驶培训和考试系统研究示范基地建设项目”尚未使用募集资金
品牌连锁机动车检测站		
建设项目	5,4000万元	9,902.32万元
合计		63,994.08万元

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**打造车检连锁品牌，有望取得领先优势并在全国快速复制。**除收购车检站外，公司拟通过租赁场地的形式在江苏、山东、河北、湖北、四川等地区密集建站，其中山东、江苏机动车保有量已超过2000万辆，市场需求旺盛。公司将构建安全检测、环保检测与综合检测的多层次门店网络，进行连锁品牌运营管理，以此取得市场领先优势并提高行业竞争门槛，后续将逐渐推广至全国。

建设检测大数据中心，向“科技+服务”型公司转型。公司拟建设机动车智慧检测大数据中心，逐步引入人工智能、边缘计算等新技术支撑能力，对于旗下车检站进行联网管理，强化全流程数字化功能集成。车检站运营和大数据中心建设有利于公司增加服务性收入、进一步向“科技+服务”型公司转型、优化现金流结构、提高盈利能力。

图 19：山东、江苏机动车保有量名列前茅



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

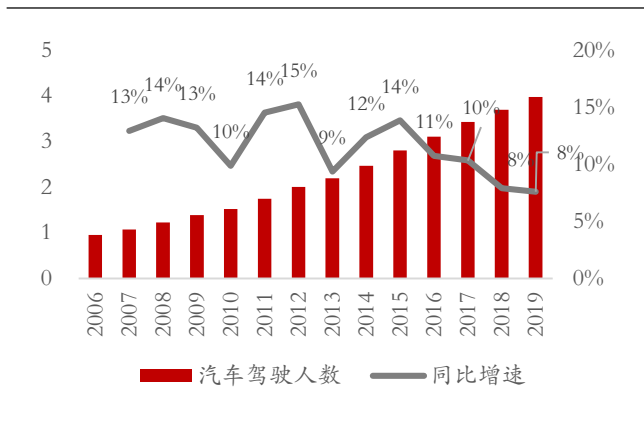
### 3. 继往开来，传统驾考驾培亮点纷呈

#### 3.1. 拓宽边界，进军车管、摩托驾考

驾考市场由增量向存量市场转换。公司自成立以来一直致力于驾驶人考试系统智能化应用，然而随着全国机动车驾驶人不断攀升，驾考行业逐步由增量市场向存量市场转换。2019年汽车驾驶人达到3.97亿人，2017-2019年驾驶人CAGR为7.74%，相较于2006-2016年的12.57%增速呈下降态势。

以科技为基，向智慧车管延伸。2018年8月，公安部宣布全面推行公安交管“放管服”20项举措，公司以此为契机在全国多地部署了车驾管业务监管系统，配合驾驶人考试监管。2019年公司研发了“智慧车驾管”综合服务平台、智慧车管所互联网服务系列产品，将人工智能、物联感知、北斗卫星定位等核心技术应用于车驾管业务，提升产品智能化水平，广受公安交管部门的认可，继续保持全国领先地位。

图 20：2006-2019 年中国汽车驾驶人数量（亿人）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 21：车驾管业务综合服务管理系统解决方案



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**受政策推动，摩托驾考打开新空间。**随着 2019 年 4 月 15 日《电动自行车安全技术规范》正式实施，对于车速等指标超标的电动自行车，需要考驾照、上牌照等，摩托车考试系统有望打开更广泛的市场空间。2019 年底公司推出智能化摩考系统，目前已通过公安部道路交通安全产品质量监督检测中心的检测。2020 年公司将加大摩托车考试系统产品投入、市场推广力度，相关营收有望步入快车道。

图 22：电动车新国标规定



资料来源：电动车传媒，浙商证券研究所

### 3.2. 科技赋能，打造智慧驾培新模式

**AI 赋能，打造线上线下的智慧驾培。**公司从 2017 年开始从驾驶人考试领域向上游驾驶人培训服务领域拓展，针对传统驾培行业技术水平低、效率低、运营成本高痛点，推出了智慧驾培系列设备和学车云平台，实现三个转变：（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模式转变，不断优化 SaaS 管理云平台 and 手机端 app 客户体验，打造线上线下联动的学车新模式，促进传统驾培向人工智能驾培转变。

图 23：公司智慧驾培布局



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**布局 AI+驾培设备，缓解成本压力、提供个性化培训。**在驾培设备端，公司自研了“学车三宝”智能驾驶模拟器、智能机器人教练和计时培训系统，以进行智能指导、多重安全防护、同步考试评判、模拟实车驾驶训练、训练进程计时，实现了传统驾培模式向人工智能培训模式的转变，帮助驾校缓解经营成本上升的压力，满足学员个性化需求。

**智能驾培落地速度较快，公司向长期服务收入转变。**2017 年以来公司积极培育市场、构建生态圈，逐步培养驾校对智能驾培模式的接受度。疫情期间驾校对学员学车有安全距离的要求，使得自助学车、智能培训的接受度进一步提高。目前智慧驾培产品已在全国 30 个省份落地，进入近千个驾培机构。由于公司通过租赁或分成的方式提供设备，使得公司由一次性销售收入逐渐向长期提供服务、运营的服务收入转变。

图 24：智慧驾培系列设备“学车三宝”

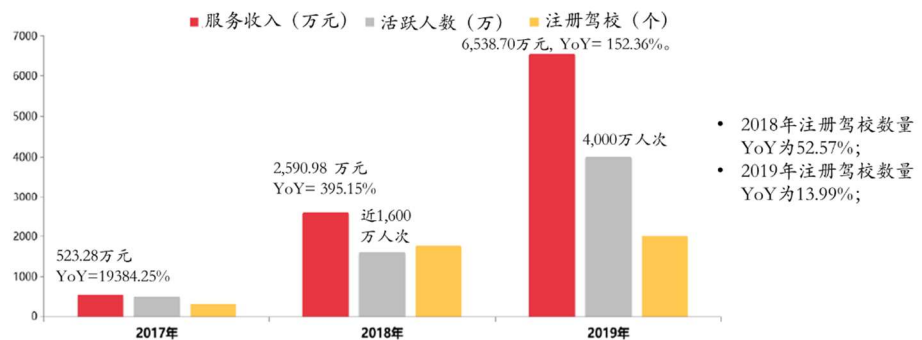


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

**参股北云科技, 利于降低成本、提高产品精确度。**2018年8月, 公司出资人民币3,000万元参股北云科技, 持股20%。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。其应用于驾考、驾培的芯片是公司主要采购原材料之一, 参股北云科技不仅有利于显著降低关键部件采购成本、提高国产化率, 同时也有助于实现驾考系列产品精确评判水平的快速提升。目前, 北云科技自主研发的多源融合高精度定位芯片已完成前端设计工作和仿真验证, 已开始量产。

**一站式云平台好处多、推广快, 收入爆发式增长。**在云平台方面, 公司推出“多伦学车”云平台, 提供一站式云上解决方案, 有助于提高考试合格率、大幅降低了培训成本、帮助驾校引流, 因此推广速度较快, 截至2019年底, 云平台活跃人数已达4000万人次, 实现了智慧驾培收入爆发式增长。2019年公司智慧驾培系统服务收入6,538.70万元, 较上年同期增长152.36%, 2016-2019年营收CAGR为1245.29%。

图 25: “多伦学车”云平台收入、活跃人数、注册驾校数



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 业务拆分及收入成本预测

**1、驾考业务:** 2014-2016年公司驾考营收实现快速增长, 随着5-7年的设备更新期即将届满以及部分设备通信模块需要更新为5G版本, 预计未来驾考设备将产生较为广泛的更新需求。第二, 近年驾考行业主要竞争对手逐步退出市场, 预计公司在存量市场的份额将逐步提高。第三, 随着政策推动, 摩托车驾考市场空间逐步打开, 有望成为公司新业绩增长点。考虑到2020年疫情及车管所预算削减的影响, 我们预计2020-2022年驾考业务增速分别为-34%、30%、30%。预计该业务毛利率将稳定在56%左右。

**2、驾培业务:** 公司推出的智慧驾培系列设备和学车云平台致力于打通线上线下提供自助学车、智能培训等, 受疫情影响相对驾考业务小一些, 并在疫情影响下进一步提高客户接受度。考虑到公司在智能驾培的推广力度, 我们预计, 2020年公司驾培业务可实现30%的较快增长, 随着疫情回复以及江西、青岛等地业务落地, 公司驾培业务2021-2022年将有望实现150%和50%的高速增长。随着市场接受度改善以及规模效应, 预计该业务毛利率也将小幅提升, 2020-2022年分别为53.00%、53.50%、54.00%。

**3、智能交通：**2020年智能交通业务受疫情影响验收延迟，预计将出现负增长，2021年受益于2020年延后确认的项目以及新签的唐山等地大型项目落地将出现较快增长，2022年回归正常增速。我们预计2020-2022年公司智能交通业务收入增速分别为-10%、55%、10%，CAGR为16%，预计该业务毛利率将稳定在33%左右。

**4、车辆检测：**目前公司已在江苏、山东、河北等多个地区开展车检站的建设与运营，计划年内落地50-100个车检站。公司布局车检站分为收购及自建两种方式，在早期以收购为主，随着车检业务的成熟，公司自建车检站比例将逐步提升。预计2020-2022年公司车检站落地数量分别为50个、150个以及250个，其中分别有20个、90个以及140个并表，考虑到单站营收水平及公司持股比例（收购站在51-60%左右），预计车检业务2020-2022年可实现收入分别为0.6、2.7和4.2亿元。参考同行安车检测机动车检测毛利率为56.17%及规模效应，预计公司2020-2022年车检业务毛利率分别为55%、58%、60%。

综合以上分析，我们预计公司2020-2022年营收增速分别为-12.46%、90.64%、37.70%，毛利率分别为50.43%、51.85%、53.31%。

**表 8：多伦科技车检业务预测**

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
累计落地车检站数量	6	50	150	250
新落地数量	6	44	100	100
并表的车检站数量	6	20	90	140
单家车检站收入	成熟站400-600万元/年，按均值500万元/年持股比例60%计算。			
车检业务收入	6.25	60	270	420

资料来源：浙商证券研究所

**表 9：多伦科技业务拆分及收入、成本预测**

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	550.10	697.88	610.95	1164.69	1603.81
同比增长	8.13%	26.86%	-12.46%	90.64%	37.70%
毛利率	59.87%	50.80%	50.43%	51.85%	53.31%
<b>驾考业务</b>					
收入	493.19	453.86	299.67	389.57	506.44
同比增长	10.03%	-7.97%	-34.00%	30.00%	30.00%
毛利率	60.51%	56.34%	56.00%	56.00%	56.00%
<b>驾培业务</b>					
收入	27.73	93.83	121.74	304.34	456.52
同比增长	39.68%	238.37%	30.00%	150.00%	50.00%
毛利率	69.68%	52.98%	53.00%	53.50%	54.00%
<b>智能交通</b>					
收入	29.09	143.90	129.51	200.75	220.82
同比增长	-28.28%	394.61%	-10.00%	55.00%	10.00%
毛利率	39.74%	33.21%	33.00%	33.00%	33.00%
<b>车辆检测</b>					
收入		6.25	60.00	270.00	420.00

同比增长			860.00%	350.00%	55.56%
毛利率		20.86%	55.00%	58.00%	60.00%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 4.2. 费用率分析与预测

**营业费用率:** 公司驾培及车检业务尚处于发展初期销售投入较大, 同时受疫情影响公司整体营业收入预计出现下滑, 因此公司 2020 年营业费用率将有所上升, 2021 年及以后随着车检业务并表整体营收迅速提升营业费用率将回归正常水平。我们预计公司 2020-2022 年营业费用率分别为 10.00%、9.90%、9.90%。

**管理费用率:** 公司 2020 年管理费用率同样收整体营收下滑影响有所提升, 2021 年及之后将回归正常, 预计 2020-2022 年公司管理费用率分别为 12.00%、11.00%和 11.00%。

**研发费用率:** 由于未来增长最为强劲的业务是车辆检测运营, 其所需研发投入较少, 除 2020 年疫情影响收入造成研发费用率略有提升以外, 未来公司研发投入增速将低于收入增速, 因此预计 2020-2022 年公司研发费用率分别为 7.00%、5.80%、5.60%。

**表 10: 多伦科技费用率预测**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业费用率	11.10%	9.90%	10.00%	9.90%	9.90%
管理费用率	11.99%	11.05%	12.00%	11.00%	11.00%
研发费用率	8.23%	6.36%	7.00%	5.80%	5.50%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 4.3. 盈利预测、估值分析与投资评级

**盈利预测:** 基于上述收入成本及费用率假设与预测, 我们预测公司 2020-2022 年分别实现营业收入 6.10、11.65、16.04 亿元, 同比增速分别为-12.46%、90.64%、37.70%; 实现归属母公司净利润分别为 1.27、2.58、3.95 亿元, 同比增速分别为-17.42%、103.73%、53.14%; EPS (最新摊薄) 分别为 0.20、0.37、0.57 元。

**估值分析:** 我们选取了国内驾驶培训领域的龙头东方时尚, 机动车检测设备领域的龙头安车检测、汽车智能诊断领域的道通科技以及智慧交通领域的千方科技作为可比公司进行估值比较, 可比公司业绩预测取 wind 一致性预期值 (数据日期为 2020 年 11 月 13 日)。我们对公司四项业务做分部式估值如下:

- 驾考业务:** 预计 2021 年净利润为 0.78 亿元, 未来 2-3 年预计年化增长率约为 30%, A 股暂无对标上市公司, 给予 2021 年 30 倍目标市盈率, 对应市值 23.4 亿元。
- 驾培业务:** 预计 2021 年净利润为 0.76 亿元, 未来 2-3 年预计年化增长率约为 80%, 参考对标的东方时尚给予 2021 年 50 倍目标市盈率, 对应市值 38 亿元。
- 智能交通:** 预计 2021 年净利润为 0.24 亿元, 未来 2-3 年预计年化增长率约为 10%, 参考对标的千方科技给予 2021 年 23 倍目标市盈率, 对应市值 5.52 亿元。

**4、车辆检测：**预计 2021 年净利润为 0.80 亿元，未来 2-3 年年化增长率约为 50%，对标安车检测、道通科技给予 2021 年 45 倍目标市盈率，对应市值 36 亿元。

**投资评级：**公司是智能驾考设备绝对龙头，凭借深厚的产品技术积累及公安、交通、驾校等领域渠道优势，进一步向驾培、车检等空间广阔的新市场进军，业务模式也从智能化产品向服务化、连锁化转型升级。通过分部估值我们给予公司 2021 年目标市值 102.92 亿元，目标价 16.41 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 11：可比公司估值表**

公司	股价	EPS				PE				19-22 年
		2019	2020 E	2021E	2022E	2019	2020 E	2021 E	2022 E	CAGR
东方时尚	20.07	0.42	0.21	0.41	0.49	48	96	49	41	5.27%
安车检测	47.37	0.97	1.33	1.89	2.53	49	36	25	19	37.65%
道通科技	72.84	0.82	0.94	1.3	1.82	89	77	56	40	30.44%
千方科技	20.67	0.68	0.74	0.88	1.09	30	28	23	19	17.03%
平均						54	59	38	30	22.60%
<b>多伦科技</b>	<b>12.45</b>	<b>0.24</b>	<b>0.27</b>	<b>0.41</b>	<b>0.59</b>	<b>52</b>	<b>46</b>	<b>30</b>	<b>21</b>	<b>34.96%</b>

资料来源：wind，浙商证券研究所，数据日期：2020 年 11 月 13 日

## 5. 风险提示

- 1、车检站并购进度及整合效果不及预期风险。
- 2、智能驾培推广速度不及预期风险。
- 3、驾考、驾培、车检等行业领域的政策变化风险。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1638.48	2218.82	2614.50	2954.94	<b>营业收入</b>	697.88	610.95	1164.69	1603.81
现金	710.92	1380.75	1311.23	1322.75	营业成本	343.32	302.85	560.83	748.78
交易性金融资产	265.00	265.00	265.00	265.00	营业税金及附加	7.96	6.96	13.28	18.29
应收账款	325.51	274.93	494.71	644.20	营业费用	69.06	61.10	115.30	158.78
其它应收款	12.76	11.18	21.31	29.34	管理费用	77.13	73.31	128.12	176.42
预付账款	10.87	9.69	17.95	23.96	研发费用	44.38	42.77	67.55	88.21
存货	302.65	266.50	493.53	658.93	财务费用	(8.07)	9.76	5.28	(19.57)
其他	10.77	10.77	10.77	10.77	资产减值损失	12.02	6.11	23.29	32.08
<b>非流动资产</b>	519.92	648.79	878.21	1193.27	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
金额资产类	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	12.42	15.00	20.00	25.00
长期投资	45.67	45.67	45.67	45.67	其他经营收益	13.91	20.29	22.31	25.29
固定资产	192.27	308.29	514.24	803.59	<b>营业利润</b>	178.41	143.39	293.35	451.12
无形资产	78.26	92.60	112.06	136.53	营业外收支	(1.77)	0.17	(0.20)	(0.60)
在建工程	127.65	128.67	132.38	133.90	<b>利润总额</b>	176.64	143.57	293.15	450.52
其他	76.07	73.56	73.86	73.58	所得税	27.13	20.10	41.63	65.32
<b>资产总计</b>	2158.41	2867.61	3492.71	4148.20	<b>净利润</b>	149.51	123.46	251.52	385.19
<b>流动负债</b>	491.30	429.12	800.03	1071.35	少数股东损益	(3.90)	(3.22)	(6.56)	(10.05)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属母公司净利润</b>	153.41	126.68	258.09	395.24
应付款项	158.01	139.31	257.98	344.44	EBITDA	203.25	172.99	329.15	478.75
预收账款	222.18	194.51	370.80	510.60	EPS (最新摊薄)	0.24	0.20	0.37	0.57
其他	111.11	95.30	171.25	216.31					
<b>非流动负债</b>	31.52	658.19	28.34	27.33	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	0.00	632.51	0.00	0.00		2019	2020E	2021E	2022E
其他	31.52	25.68	28.34	27.33	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	522.83	1087.31	828.38	1098.68	营业收入	26.86%	-12.46%	90.64%	37.70%
少数股东权益	36.02	32.80	26.24	16.19	营业利润	14.71%	-19.63%	104.58%	53.78%
归属母公司股东权	1599.56	1747.50	2638.10	3033.34	归属母公司净利润	13.65%	-17.42%	103.73%	53.14%
<b>负债和股东权益</b>	2158.41	2867.61	3492.71	4148.20	<b>获利能力</b>				
					毛利率	50.80%	50.43%	51.85%	53.31%
					净利率	21.42%	20.21%	21.60%	24.02%
					ROE	9.79%	7.42%	11.61%	13.83%
					ROIC	8.78%	5.53%	9.70%	12.14%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	24.22%	37.92%	23.72%	26.49%
					净负债比率	0.00%	58.17%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.33	5.17	3.27	2.76
					速动比率	2.72	4.55	2.65	2.14
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.33	0.24	0.37	0.42
					应收帐款周转率	2.31	2.01	2.89	2.61
					应付帐款周转率	2.41	2.04	2.82	2.49
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.24	0.20	0.37	0.57
					每股经营现金	0.16	0.26	0.25	0.48
					每股净资产	2.55	2.79	3.82	4.39
					<b>估值比率</b>				
					P/E	50.88	61.61	30.24	19.75
					P/B	4.88	4.47	3.26	2.84
					EV/EBITDA	16.60	39.45	21.42	14.68

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	102.51	163.15	175.77	330.27
净利润	149.51	123.46	251.52	385.19
折旧摊销	37.27	19.81	30.89	47.99
财务费用	(8.07)	9.76	5.28	(19.57)
投资损失	(12.42)	(15.00)	(20.00)	(25.00)
营运资金变动	211.90	(19.66)	112.12	74.70
其它	(275.68)	44.78	(204.04)	(133.04)
<b>投资活动现金流</b>	10.21	(136.19)	(240.01)	(338.32)
资本支出	(63.71)	(133.19)	(236.81)	(335.00)
长期投资	7.11	(0.00)	0.00	0.00
其他	66.81	(3.00)	(3.20)	(3.32)
<b>筹资活动现金流</b>	(39.73)	642.87	(5.28)	19.57
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	632.51	(632.51)	0.00
其他	(39.73)	10.36	627.23	19.57
<b>现金净增加额</b>	72.99	669.83	(69.51)	11.51

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>