

# 多伦科技 (603528)

证券研究报告

2020年11月24日

## 股权激励彰显信心，锚定未来三年复合增速 50%+

**事件：**公司披露《2020年股票期权激励计划（草案）》，拟对467人合计授予1800万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的2.87%，其中首次授予限制性股票1515万股，预留285万股，行权价格为8.59元/股。

**激励对象覆盖面广，激励充分。**此次激励计划的授予对象涵盖公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员以及核心骨干人员，合计467人，涉及公司管理、技术、市场等业务线，覆盖范围较广；同时行权价格为8.59元/股，为2020年11月23日收盘价12.47元的68.9%，激励较为充分。我们认为此次股权激励计划有助于公司在快速发展阶段深度绑定主要业务骨干人员，凝聚力量实现长期战略目标。

**业绩解锁分A/B档，激励摊销影响较小。**限制性股票于2021-2023年三期按30%、30%和40%比例解锁，公司层面考核结果分A/B档：（1）A档行权系数80%，以2019年业绩为基础，2021-2023年收入及归母净利润增长不低于50%/125%/237%，以此测算，2021-2023年公司归母净利润分别为2.37、3.56、5.32亿元；（2）B档行权系数100%，以2019年业绩为基础，2021-2023年收入及归母净利润增长不低于65%/172%/349%，以此测算，2021-2023年公司归母净利润分别为2.61、4.30、7.09亿元。个人层面考核结果分A、B、C、D四个等级，行权系数分别为100%、100%、60%和0%。限制性激励累计摊销6820.7万元，2021-2023年分别摊销3875.0、1972.7、973.0万元，摊销金额对业绩影响有限。

**“车检+驾培”双轮驱动，深蹲起跳迈入全新成长周期。**公司是国内驾考系统龙头，搭载智能领先技术，驾考驾培主业迎来向上拐点。同时，聚焦车检优质赛道，公司依托公安交管资源，应用智能技术，构建品牌连锁，有望整合千亿车检市场。尽管受疫情影响，但公司2020年仍有望实现50家以上车检站落地，3-5年扩张至500家规模，预计2023年车检业务将贡献收入14亿元、归母净利润4亿元，打开成长空间。

**投资建议：**鉴于公司本次股权激励力度较大，以及在智慧驾培、智慧车检领域快速布局，预计公司中长期成长有望加速。我们上调公司2020-2023年归母净利润预测至1.3/3.0/4.7/7.4亿元（前值为1.3/3.0/4.6/7.0亿元），对应PE为59/26/16/12倍。我们结合分部估值法和自由现金流贴现，维持公司21年市值目标141~222亿元，对应股价22.5~35.4元，当前市值78亿元，增长空间80.8%~184.6%，维持“买入”评级。

**风险提示：**驾考行业景气度下滑；智慧驾培业务推广不及预期；车辆检测业务推进不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	550.10	697.88	693.44	1,405.74	2,315.78
增长率(%)	8.13	26.86	(0.64)	102.72	64.74
EBITDA(百万元)	195.14	256.95	206.50	488.66	779.84
净利润(百万元)	134.99	153.41	132.03	300.15	474.47
增长率(%)	32.43	13.65	(13.94)	127.34	58.08
EPS(元/股)	0.22	0.24	0.21	0.48	0.76
市盈率(P/E)	57.90	50.95	59.20	26.04	16.47
市净率(P/B)	5.31	4.89	4.57	4.08	3.49
市销率(P/S)	14.21	11.20	11.27	5.56	3.38
EV/EBITDA	16.19	12.83	33.38	15.45	10.21

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.47元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	626.78
流通A股股本(百万股)	624.10
A股总市值(百万元)	7,815.94
流通A股市值(百万元)	7,782.57
每股净资产(元)	2.58
资产负债率(%)	19.98
一年内最高/最低(元)	13.10/5.63

### 作者

**邓学** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518010001  
dengxue@tfzq.com

**沈海兵** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030001  
shenhaibing@tfzq.com

**陆嘉敏** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520080001  
lujiamin@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《多伦科技-首次覆盖报告:智能化, 推升主业; 立新志, 车检龙头》2020-11-10
- 《多伦科技-年报点评报告:业绩低于预期, 提前布局大交通产业》2018-03-30
- 《多伦科技-季报点评:业绩继续承压, 持续加大研发投入与市场拓展》2017-10-18

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	646.76	710.92	1,358.08	594.27	185.26
应收票据及应收账款	279.26	325.51	213.83	801.43	742.43
预付账款	6.35	10.87	5.09	19.65	15.17
存货	381.53	302.65	236.23	470.88	515.85
其他	369.15	288.52	319.62	351.29	387.37
<b>流动资产合计</b>	<b>1,683.05</b>	<b>1,638.48</b>	<b>2,132.85</b>	<b>2,237.52</b>	<b>1,846.08</b>
长期股权投资	49.99	45.67	395.67	1,195.67	1,395.67
固定资产	156.24	192.27	311.08	576.86	740.88
在建工程	99.97	127.65	103.28	124.01	121.23
无形资产	30.14	78.26	97.44	109.11	109.29
其他	82.60	76.07	(113.65)	(623.90)	(349.18)
<b>非流动资产合计</b>	<b>418.95</b>	<b>519.92</b>	<b>793.82</b>	<b>1,381.75</b>	<b>2,017.88</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,102.00</b>	<b>2,158.41</b>	<b>2,926.67</b>	<b>3,619.27</b>	<b>3,863.96</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	27.93
应付票据及应付账款	136.93	158.01	101.45	322.81	315.66
其他	447.00	333.29	287.17	642.24	550.63
<b>流动负债合计</b>	<b>583.94</b>	<b>491.30</b>	<b>388.62</b>	<b>965.05</b>	<b>894.23</b>
长期借款	0.00	0.00	740.00	600.00	500.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.44	31.52	40.00	50.00	60.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>19.44</b>	<b>31.52</b>	<b>780.00</b>	<b>650.00</b>	<b>560.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>603.38</b>	<b>522.83</b>	<b>1,168.62</b>	<b>1,615.05</b>	<b>1,454.23</b>
少数股东权益	26.11	36.02	46.58	87.22	169.25
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
留存收益	876.66	993.92	1,084.69	1,290.21	1,613.70
其他	(226.59)	(221.84)	(200.58)	(200.58)	(200.58)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,498.63</b>	<b>1,635.58</b>	<b>1,758.05</b>	<b>2,004.21</b>	<b>2,409.73</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,102.00</b>	<b>2,158.41</b>	<b>2,926.67</b>	<b>3,619.27</b>	<b>3,863.96</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	133.22	149.51	132.03	300.15	474.47
折旧摊销	26.30	37.27	41.39	76.81	103.59
财务费用	0.00	0.00	(0.39)	18.19	26.10
投资损失	(9.46)	(12.42)	(13.00)	(13.00)	(12.81)
营运资金变动	(344.22)	281.20	48.30	(291.78)	(111.05)
其它	319.77	(353.05)	10.56	40.64	82.03
<b>经营活动现金流</b>	<b>125.62</b>	<b>102.51</b>	<b>218.89</b>	<b>131.01</b>	<b>562.33</b>
资本支出	107.33	131.03	296.52	645.00	725.00
长期投资	32.76	(4.33)	350.00	800.00	200.00
其他	(533.98)	(116.50)	(938.52)	(2,087.00)	(1,647.19)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(393.89)</b>	<b>10.21</b>	<b>(292.00)</b>	<b>(642.00)</b>	<b>(722.19)</b>
债权融资	0.00	0.00	740.00	600.00	527.93
股权融资	13.74	23.08	21.53	(18.19)	(26.10)
其他	9.75	(62.80)	(41.26)	(834.63)	(750.98)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>23.49</b>	<b>(39.73)</b>	<b>720.27</b>	<b>(252.82)</b>	<b>(249.15)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(244.78)</b>	<b>72.99</b>	<b>647.16</b>	<b>(763.81)</b>	<b>(409.01)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>550.10</b>	<b>697.88</b>	<b>693.44</b>	<b>1,405.74</b>	<b>2,315.78</b>
营业成本	220.74	343.32	359.26	636.40	1,044.78
营业税金及附加	7.53	7.96	7.63	15.46	28.25
营业费用	61.04	69.06	62.41	125.11	213.05
管理费用	65.95	77.13	69.34	137.76	220.00
研发费用	45.28	44.38	43.69	87.16	141.26
财务费用	(7.96)	(8.07)	(0.39)	18.19	26.10
资产减值损失	33.19	(8.52)	(1.00)	5.00	5.00
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	13.00	13.00	12.81
其他	(40.65)	(18.23)	(26.00)	(26.00)	(25.61)
<b>营业利润</b>	<b>155.54</b>	<b>178.41</b>	<b>165.50</b>	<b>393.66</b>	<b>650.14</b>
营业外收入	0.20	1.61	0.50	4.00	2.04
营业外支出	0.58	3.39	0.20	1.39	1.66
<b>利润总额</b>	<b>155.16</b>	<b>176.64</b>	<b>165.80</b>	<b>396.27</b>	<b>650.52</b>
所得税	21.94	27.13	23.22	55.48	94.03
<b>净利润</b>	<b>133.22</b>	<b>149.51</b>	<b>142.58</b>	<b>340.80</b>	<b>556.50</b>
少数股东损益	(1.77)	(3.90)	10.56	40.64	82.03
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>134.99</b>	<b>153.41</b>	<b>132.03</b>	<b>300.15</b>	<b>474.47</b>
每股收益(元)	0.22	0.24	0.21	0.48	0.76

  

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	8.13%	26.86%	-0.64%	102.72%	64.74%
营业利润	34.74%	14.71%	-7.24%	137.86%	65.15%
归属于母公司净利润	32.43%	13.65%	-13.94%	127.34%	58.08%
<b>获利能力</b>					
毛利率	59.87%	50.80%	48.19%	54.73%	54.88%
净利率	24.54%	21.98%	19.04%	21.35%	20.49%
ROE	9.17%	9.59%	7.71%	15.66%	21.18%
ROIC	29.90%	18.74%	24.33%	44.91%	35.09%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.70%	24.22%	39.93%	44.62%	37.64%
净负债率	-43.16%	-43.47%	-35.16%	0.29%	14.22%
流动比率	2.88	3.33	5.49	2.32	2.06
速动比率	2.23	2.72	4.88	1.83	1.49
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.80	2.31	2.57	2.77	3.00
存货周转率	1.44	2.04	2.57	3.98	4.69
总资产周转率	0.27	0.33	0.27	0.43	0.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.22	0.24	0.21	0.48	0.76
每股经营现金流	0.20	0.16	0.35	0.21	0.90
每股净资产	2.35	2.55	2.73	3.06	3.57
<b>估值比率</b>					
市盈率	57.90	50.95	59.20	26.04	16.47
市净率	5.31	4.89	4.57	4.08	3.49
EV/EBITDA	16.19	12.83	33.38	15.45	10.21
EV/EBIT	18.47	14.90	41.75	18.33	11.77

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com