

2017年04月25日

多伦科技 (603528.SH)

公司动态分析

证券研究报告

行业应用软件

## 业绩符合预期 积极布局人工智能驾考

### ——多伦科技年报&一季报点

- 业绩符合预期。公司2016年实现营业收入8.32亿元，净利润3.08亿元，同比分别增长13.52%、1.26%；2017年Q1实现营业收入1.16亿元，同比减少49.86%，主要系本期内完工并取得验收报告或合同或订单较上年同期减少所致；净利润1990.47万元，同比减少78.19%，主要系营业收入较上年同期减少，且管理费用中研发费用等项目较上年同期增加。
- “多伦学车”云平台成功推出。公司在2016年2月推出的“多伦学车”云平台创新“智慧驾培+互联网”的服务模式，提供了涵盖学员、教练员、驾校、行业主管部门在内的一站式的SaaS云上解决方案，对规范化教学、驾校品牌提升、行业资源优化配置提出了全新的服务与管理理念。同时为行业趋势分析、差异化教学研究、驾驶行为分析、安全驾驶研究等不同研究领域提供真实有效的大数据支撑。结合全系列线下自动化教学设备和交通安全体验设备，改变了现有传统人工教学模式，提升了用户体验，对驾培行业良性、健康发展具有重要意义。
- 积极布局人工智能驾考平台。公司年报透露正积极开展人工智能驾考新技术研究：基于机器视觉的驾驶人注意力分配识别、基于机器视觉的道路环境目标识别、基于激光雷达的目标探测技术等，通过创新性研究取得了阶段性成果，为公司在行业内继续保持领先优势提供了技术储备。
- 打造智慧交通自主产品。公司借鉴国内外智能交通管理系统的成功经验，总结公司在城市交通管理领域的研究成果，研发出五大核心业务平台和多个基础业务应用系统。着力打造具有交通大数据、互联网云运维和云信息服务等特色功能的自主产品，为本轮“三网四平台”（公安网的公安交通集成指挥平台和大数据研判平台、视频专网的公安交通集成指挥平台、移动无线网的移动警务通系统平台）在全国推广奠定了技术基础和产品储备。
- 投资建议：公司作为A股智能驾考龙头，推出“多伦学车”云平台后公司积极布局人工智能驾考平台，并着力打造智慧交通自主产品，前景广阔。预计公司2017-2018年EPS分别为1.95和2.54，首次覆盖给予“买入-A”评级，6个月目标价80元。

风险提示：新技术应用不及预期。

投资评级 **买入-A**  
首次评级

6个月目标价：**80.00元**  
股价(2017-04-25) **59.72元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	12,342.93
流通市值(百万元)	3,086.33
总股本(百万股)	206.68
流通股本(百万股)	51.68
12个月价格区间	13.61/108.88元

#### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.49	-6.56	-5.92
绝对收益	-14.61	-6.82	

吕伟

分析师

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

胡又文

分析师

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

#### 相关报告

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	733.0	832.2	1,031.9	1,341.4	1,810.9
净利润	305.0	308.8	402.7	524.8	709.6
每股收益(元)	1.48	1.49	1.95	2.54	3.43
每股净资产(元)	3.08	6.60	8.52	11.06	14.50

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	40.5	40.0	30.7	23.5	17.4
市净率(倍)	19.4	9.0	7.0	5.4	4.1
净利润率	41.6%	37.1%	39.0%	39.1%	39.2%
净资产收益率	47.9%	22.6%	23.2%	23.2%	23.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-787.5%	613.4%	82.3%	259.6%	153.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2016 年全年收入增长 13.52%，净利润增长 1.26%。2016 年全年公司实现营业收入 83215.64 万元，同比增长 13.52%；归属于母公司股东净利润为 30879.82 万元，同比增长 1.26%；对应 EPS 为 1.49 元/股。

表 1：公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	1Q15	1H15	1-3Q15	2015A	1Q16	1H16	1-3Q16	2016A	2016A	
									YoY	QoQ
一、营业总收入	203	386	558	733	231	423	628	832	13.52%	32.4%
二、营业总成本	108	203	312	413	130	237	363	504	22.13%	39.1%
营业成本	69	130	191	255	87	151	232	329	29.30%	41.7%
营业税金及附加	3	6	9	13	3	5	8	12	-9.04%	49.6%
销售费用	15	29	47	62	15	27	36	50	-19.79%	40.7%
管理费用	15	31	52	71	19	46	73	97	37.97%	34.4%
财务费用	(2)	(4)	(5)	(7)	(3)	(5)	(6)	(8)	-19.94%	-34.6%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	1	-	-
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	1	-	-
四、营业利润	94	183	247	320	101	187	266	329	2.74%	23.8%
加：营业外收入	11	18	29	42	8	17	24	36	-13.34%	53.3%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	4	1746.27%	1261.0%
五、利润总额	105	200	276	362	109	203	289	362	-0.07%	25.0%
减：所得税	16	31	43	57	18	32	45	53	-6.38%	18.6%
六、净利润	89	170	233	305	91	171	244	309	1.10%	26.2%
减：少数股东损益	(0)	(0)	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	-270.14%	-123.4%
归属于母公司净利润	89	170	233	305	91	171	245	309	1.26%	26.3%
每股收益(按最新股本)	0.43	0.82	1.13	1.48	0.44	0.83	1.18	1.49	1.26%	26.3%

报告期	1Q15	1H15	1-3Q15	2015A	1Q16	1H16	1-3Q16	2016A	2016A	
									YoY	QoQ
毛利率	66.14%	66.36%	65.74%	65.26%	62.31%	64.35%	63.01%	60.43%	-7.40%	-4.09%
期间费用率	13.66%	14.68%	16.69%	17.18%	13.47%	16.13%	16.20%	16.71%	-2.76%	3.14%
其中：销售费用率	7.24%	7.54%	8.42%	8.50%	6.35%	6.45%	5.66%	6.01%	-29.35%	6.24%
管理费用率	7.57%	8.05%	9.25%	9.64%	8.29%	10.85%	11.54%	11.72%	21.54%	1.49%
财务费用率	-1.15%	-0.92%	-0.98%	-0.96%	-1.17%	-1.17%	-1.00%	-1.02%	-5.66%	-1.63%
营业利润率	46.55%	47.34%	44.16%	43.70%	43.66%	44.11%	42.31%	39.54%	-9.50%	-6.54%
所得税率	15.50%	15.40%	15.63%	15.67%	16.33%	15.62%	15.48%	14.68%	-6.31%	-5.15%
净利润率	43.78%	43.91%	41.68%	41.63%	39.41%	40.49%	38.90%	37.07%	-10.94%	-4.70%
营业收入同比增速	0.00%	0.00%	0.00%	10.64%	14.14%	9.58%	12.54%	13.52%	27.05%	7.85%
净利润同比增速	0.00%	0.00%	0.00%	16.17%	2.63%	1.07%	5.10%	1.26%	-92.22%	-75.31%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

四季度单季度收入增长 16.67%，净利润下降 11.11%。2016 年第四季度公司实现营业收入 20377.12 万元，同比增长 16.67%；归属于母公司股东净利润为 6422.67 万元，同比下降 11.11%。

表 2：公司单季度利润表

单季度 单位：百万元	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	4Q16	
									YoY	QoQ
一、营业总收入	203	183	172	175	231	192	205	204	16.7%	-0.7%
二、营业总成本	108	95	108	101	130	106	126	142	40.2%	12.4%
营业成本	69	61	61	63	87	64	82	97	52.8%	18.7%
营业税金及附加	3	3	3	3	3	2	2	4	10.8%	60.0%
销售费用	15	14	18	15	15	13	8	14	-5.7%	76.0%
管理费用	15	16	21	19	19	27	27	25	31.2%	-6.2%
财务费用	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(2)	(1)	(2)	-38.0%	-64.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	1	-	-
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	1	-	-
四、营业利润	94	88	64	74	101	86	79	63	-14.3%	-20.2%
加：营业外收入	11	7	12	12	8	8	7	13	2.5%	80.5%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	3	78464.2%	7708.0%
五、利润总额	105	95	75	86	109	94	86	72	-15.8%	-15.9%
减：所得税	16	15	12	14	18	14	13	8	-38.8%	-36.2%
六、净利润	89	81	63	72	91	80	73	64	-11.5%	-12.3%
减：少数股东损益	(0)	0	0	0	(0)	(0)	(0)	(0)	-228.3%	-273.4%
归属于母公司净利润	89	81	63	72	91	80	73	64	-11.1%	-12.1%
每股收益(按最新股本)	0.43	0.39	0.31	0.35	0.44	0.39	0.35	0.31	-11.1%	-12.1%

单季度 单位：百万元	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	4Q16	
									YoY	QoQ
毛利率	66.14%	66.61%	64.35%	63.71%	62.31%	66.82%	60.24%	52.47%	-17.63%	-12.89%
期间费用率	13.66%	15.80%	21.20%	18.77%	13.47%	19.35%	16.34%	18.28%	-2.62%	11.89%
其中：销售费用率	7.24%	7.87%	10.39%	8.78%	6.35%	6.59%	4.01%	7.10%	-19.14%	77.16%
管理费用率	7.57%	8.59%	11.93%	10.89%	8.29%	13.95%	12.97%	12.25%	12.42%	-5.61%
财务费用率	-1.15%	-0.66%	-1.12%	-0.90%	-1.17%	-1.18%	-0.65%	-1.07%	-18.26%	-65.25%
营业利润率	46.55%	48.20%	37.04%	42.20%	43.66%	44.65%	38.60%	31.01%	-26.51%	-19.67%
所得税率	15.50%	15.29%	16.22%	15.80%	16.33%	14.79%	15.15%	11.49%	-27.27%	-24.10%
净利润率	43.78%	44.05%	36.69%	41.44%	39.41%	41.80%	35.62%	31.44%	-24.13%	-11.74%
营业收入同比增速	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.14%	4.55%	19.17%	16.67%	-	-13.04%
净利润同比增速	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.63%	-0.65%	15.94%	-11.11%	-	-169.68%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

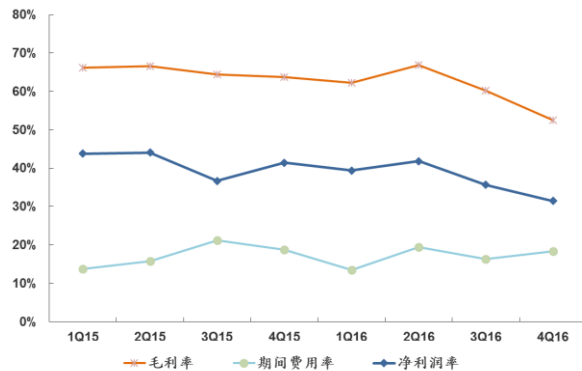
四季度毛利率比去年同期下降 17.63%，期间费用率较去年同期下降 2.62%。2016 年第四季度公司综合毛利率为 52.47%，较去年同期下降 17.63%；销售费用率为 7.10%，较去年同期下降 19.14%；管理费用率为 12.25%，较去年同期上升 12.42%。

图 1：单季度营业收入及净利润增长趋势



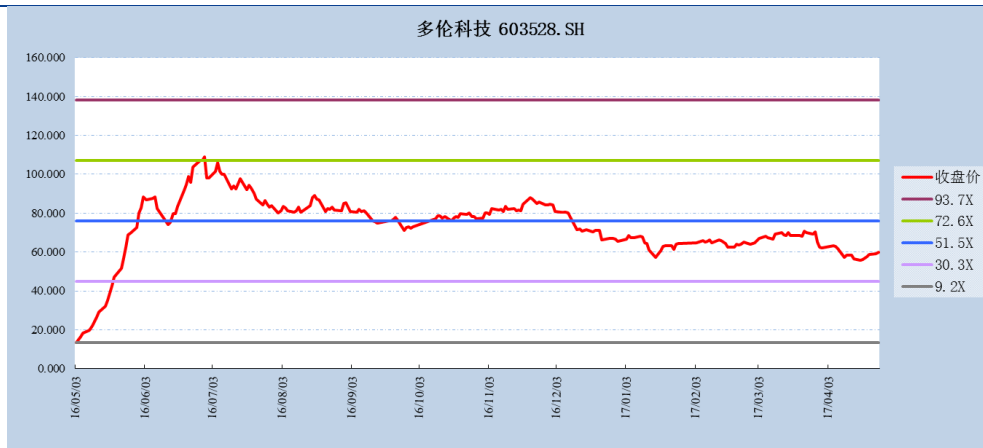
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：单季度利润率变化趋势



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3：公司的 PE-Band



数据来源：WIND，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	733.0	832.2	1,031.9	1,341.4	1,810.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	254.7	329.3	407.6	523.2	697.2	营业收入增长率	10.6%	13.5%	24.0%	30.0%	35.0%
营业税费	12.7	11.5	16.7	21.2	27.7	营业利润增长率	17.9%	2.7%	25.5%	33.6%	38.0%
销售费用	62.3	50.0	60.9	76.5	103.2	净利润增长率	16.2%	1.3%	30.4%	30.3%	35.2%
管理费用	70.7	97.5	113.5	147.6	199.2	EBITDA 增长率	17.8%	2.7%	26.8%	32.2%	36.7%
财务费用	-7.0	-8.5	-	-	-	EBIT 增长率	18.2%	2.3%	28.8%	33.6%	38.0%
资产减值损失	19.4	24.2	20.3	21.3	21.9	NOPLAT 增长率	18.6%	3.5%	35.9%	33.6%	38.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-232.9%	912.4%	-57.6%	133.8%	-55.0%
投资和汇兑收益	-	1.0	-	-	-	净资产增长率	49.4%	114.3%	29.7%	30.2%	31.4%
<b>营业利润</b>	320.3	329.1	412.9	551.8	761.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	41.5	32.5	43.7	43.3	42.8	毛利率	65.3%	60.4%	60.5%	61.0%	61.5%
<b>利润总额</b>	361.8	361.6	456.6	595.1	804.5	营业利润率	43.7%	39.5%	40.0%	41.1%	42.1%
减:所得税	56.7	53.1	45.7	59.5	80.4	净利润率	41.6%	37.1%	39.0%	39.1%	39.2%
<b>净利润</b>	305.0	308.8	402.7	524.8	709.6	EBITDA/营业收入	45.4%	41.1%	42.0%	42.7%	43.3%
						EBIT/营业收入	42.7%	38.5%	40.0%	41.1%	42.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	62	59	48	33	21
货币资金	563.8	887.4	1,559.9	1,840.6	2,811.7	流动营业资本周转天数	-68	35	50	42	35
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	567	623	748	764	758
应收账款	270.8	356.0	389.2	579.6	728.3	应收账款周转天数	130	136	130	130	130
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	185	139	138	137	135
预付账款	9.7	6.7	13.7	12.5	22.4	总资产周转天数	657	715	825	818	795
存货	358.2	286.1	506.4	510.8	844.9	投资资本周转天数	3	107	112	86	64
其他流动资产	1.5	141.8	140.0	140.0	140.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	5.2	5.2	-	-	-	ROE	47.9%	22.6%	23.2%	23.2%	23.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	21.9%	16.2%	14.6%	16.4%	15.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-787.5%	613.4%	82.3%	259.6%	153.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	126.4	146.6	131.1	114.3	96.6	销售费用率	8.5%	6.0%	5.9%	5.7%	5.7%
在建工程	4.7	28.1	23.9	20.3	17.2	管理费用率	9.6%	11.7%	11.0%	11.0%	11.0%
无形资产	30.7	30.6	34.5	38.2	41.8	财务费用率	-1.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	17.2%	16.7%	16.9%	16.7%	16.7%
<b>资产总额</b>	1,394.8	1,910.0	2,818.7	3,275.3	4,720.9	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	54.3%	28.5%	37.2%	29.6%	35.8%
应付账款	99.0	138.5	157.0	222.3	283.2	负债权益比	118.9%	39.9%	59.1%	42.0%	55.8%
应付票据	7.1	7.4	10.7	12.6	18.4	流动比率	1.62	3.19	2.53	3.24	2.72
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.14	2.64	2.04	2.71	2.21
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-44.44	-37.92	-	-	-
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	757.5	544.4	1,047.4	968.4	1,689.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	1.7	1.4	9.7	20.4	34.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	155.0	206.7	206.7	206.7	206.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	480.6	1,157.5	1,555.0	2,079.9	2,789.4						
<b>股东权益</b>	637.3	1,365.6	1,771.3	2,306.9	3,030.9						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	305.1	308.5	402.7	524.8	709.6	EPS(元)	1.48	1.49	1.95	2.54	3.43
加:折旧和摊销	21.0	23.0	20.9	21.6	22.2	BVPS(元)	3.08	6.60	8.52	11.06	14.50
资产减值准备	19.4	24.2	-	-	-	PE(X)	40.5	40.0	30.7	23.5	17.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	19.4	9.0	7.0	5.4	4.1
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	54.4	-125.8	18.6	45.9	12.9
投资损失	-	-1.0	-	-	-	P/S	16.8	14.8	12.0	9.2	6.8
少数股东损益	0.2	-0.3	8.2	10.7	14.5	EV/EBITDA	-	36.8	24.8	18.3	12.2
营运资金的变动	-86.9	-388.1	245.7	-271.4	229.8	CAGR(%)	20.6%	32.9%	16.1%	20.6%	32.9%
<b>经营活动产生现金流量</b>	253.1	98.6	677.5	285.7	976.1	PEG	2.0	1.2	1.9	1.1	0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	-32.6	-196.4	0.2	-5.0	-5.0	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	-94.2	420.3	-5.2	-	-	REP					

资料来源: 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

吕伟、胡又文声明, 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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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