聚焦汽车后市场，前瞻布局新趋势

买入|首次推荐

报告要点：

- **聚焦全球汽车后市场，股权激励彰显发展信心**

公司专注于汽车智能诊断、检测分析系统及汽车电子零部件的研发、生产、销售和服务，产品主销美国、德国、英国、日本、澳大利亚等 70 多个国家和地区。2016-2019 年，公司营业收入呈加速增长态势，CAGR 达 26.94%，毛利率始终维持在 60%左右。随着全球疫情逐步缓解，公司业务恢复快速增长态势，第三季度收入增速达 55.68%。2020 年 8 月，公司公布了《2020 年限制性股票激励计划（草案）》，两个业绩考核目标对应的营业收入或毛利的 CAGR 分别约为 50%和 30%，彰显公司对未来四年快速发展的信心。

- **欧美市场趋于成熟，国内市场空间广阔**

随着汽车保有量与平均车龄逐年增加、汽车电子化程度提升，全球汽车后市场的规模将持续增长。根据麦肯锡 2018 年的报告，全球汽车后市场的体量约是 8000 亿欧元，到 2030 年将达到 12000 亿欧元，CAGR 约 3%。在《乘用车轮胎气压检测系统的性能要求和试验方法》、《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》等政策的推动下，我国 TPMS、ADAS 等市场有望保持较快发展。根据德勤《2019 中国汽车后市场白皮书》，预计未来 5-10 年独立后市场会快速发展，成熟度提升，市场份额有望超过 4S 店。

- **持续加大研发投入，前瞻布局数字化和智能化**

目前，汽车产业的巨变已经来临，未来汽车及汽车后市场产业将形成以智能化、网联化、新能源化为载体的商业模式。公司未来主要往数字化、智能化方向发展：在数字化方向，公司在五大核心技术打造的智能诊断检测系统的基础上，将维修场景数字化，构筑系列数字化智能的终端生态；在智能化方向，公司持续拓展智能驾驶战略新机会，面向商用车后市场，组建高级辅助驾驶研发团队，对 ADAS 系统部分传感器进行立项。

- **投资建议与盈利预测**

全球汽车后市场规模持续增长，公司前瞻布局，不断推出新品，未来成长空间较为广阔。预测公司 2020-2022 年营业收入为 15.87、22.02、30.15 亿元，归母净利润为 4.37、6.06、8.28 亿元，EPS 为 0.97、1.35、1.84 元/股，对应 PE 为 72.81、52.50、38.42 倍。上市以来公司 PE 主要运行在 50-90 倍之间，目前计算机（申万）指数 PE TTM 为 67 倍，给予公司 2021 年 70 倍目标 PE，目标价为 94.50 元。首次推荐，给予“买入”评级。

- **风险提示**

新冠肺炎疫情反复；中美贸易摩擦升级；知识产权纠纷；国内市场拓展进度低于预期；汽车后市场竞争加剧。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	900.25	1195.80	1587.11	2202.03	3015.47
收入同比(%)	24.75	32.83	32.72	38.74	36.94
归母净利润(百万元)	335.78	326.98	437.06	606.19	828.42
归母净利润同比(%)	267.52	-2.62	33.67	38.70	36.66
ROE(%)	32.46	28.06	16.82	19.72	22.26
每股收益(元)	0.75	0.73	0.97	1.35	1.84
市盈率(P/E)	94.78	97.33	72.81	52.50	38.42

资料来源：Wind，国元证券研究所

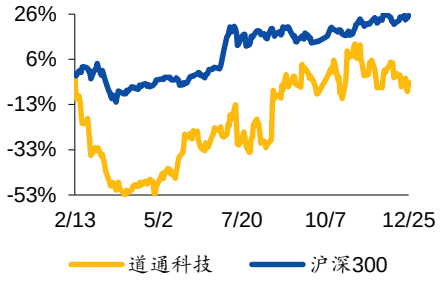
当前价/目标价：70.72 元/94.50 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	82.91 / 35.14
A 股流通股（百万股）：	48.00
A 股总股本（百万股）：	450.00
流通市值（百万元）：	3394.56
总市值（百万元）：	31824.00

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师　耿军军

执业证书编号　S0020519070002

电话　021-51097188-1856

邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人　陈图南

邮箱　chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1. 聚焦汽车后市场，产品线有序扩张 4
1.1 业绩回顾 4
1.2 业务概况 7
1.2.1 汽车综合诊断产品：功能先进，优势明显 10
1.2.2 TPMS 系列产品：技术突出，空间广阔 10
1.2.3 ADAS 系列产品：智能精准，引领行业 11
1.3 股权结构 12
1.4 股权激励 12
2. 汽车后市场空间巨大，广阔赛道稀缺性明显 13
2.1 车辆电子化程度提升，各细分领域加速发展 14
2.2 行业参与者各具特色，差异化竞争时代开启 18
3. 海外市场优势明显，国内市场逐步开拓 21
3.1 北美市场起家，全球销售体系完善 21
3.2 依托技术沉淀，全面布局国内市场 23
4. 盈利预测与投资建议 26
5. 风险提示 29

图表目录

图 1：公司发展历程 4
图 2：营业收入与销售毛利率情况 5
图 3：扣非归母净利润与销售净利率情况 5
图 4：汽车综合诊断产品收入情况 5
图 5：TPMS 产品收入情况 5
图 6：软件升级服务收入情况 6
图 7：海内外营业收入对比 6
图 8：备考口径研发投入情况 6
图 9：2019 年研发人员学历构成（单位：人） 6
图 10：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比 7
图 11：公司主要产品和服务的演进图 7
图 12：云平台维修信息系统架构 8
图 13：公司 2020 年在研项目情况 9
图 14：四大产品线及主要产品汇总 9
图 15：公司智能诊断电脑产品迭代历程 10
图 16：TPMS 系列 TS508 产品优势功能介绍 11
图 17：MaxiSys ADAS MA600 功能介绍 11
图 18：公司最新股权结构 12
图 19：美国汽车后市场规模 13
图 20：中国汽车后市场规模 13

图 21：中国民用汽车保有量 14
图 22：中国汽车平均车龄（单位：年） 14
图 23：汽车智能诊断、检测行业发展趋势 15
图 24：中国汽车检测市场规模（单位：亿元） 15
图 25：海外汽车后市场故障诊断设备行业市场空间 15
图 26：全球和国内 TPMS 行业规模对比 16
图 27：ADAS 产业链 17
图 28：1970-2025 年乘用车汽车电子成本占比 17
图 29：公司与元征科技营业收入增速与毛利率对比 19
图 30：公司与元征科技海外收入对比 19
图 31：2018 年全球 TPMS 市场竞争格局 19
图 32：2018 年国内 TPMS 市场竞争格局 19
图 33：2019 年美国零配件销售服务连锁企业门店数量情况（单位：家） 21
图 34：公司在境外不同地区的营业收入情况 22
图 35：公司在北美市场的重要合作伙伴 22
图 36：公司终端用户认可度较高 23
图 37：中美两国汽车销量占比 23
图 38：汽车综合诊断产品与 TPMS 产品的线上销售额统计 24
图 39：6.21 父亲节年中钜惠直播现场 25
图 40：道通科技上市以来 PE-Band 28

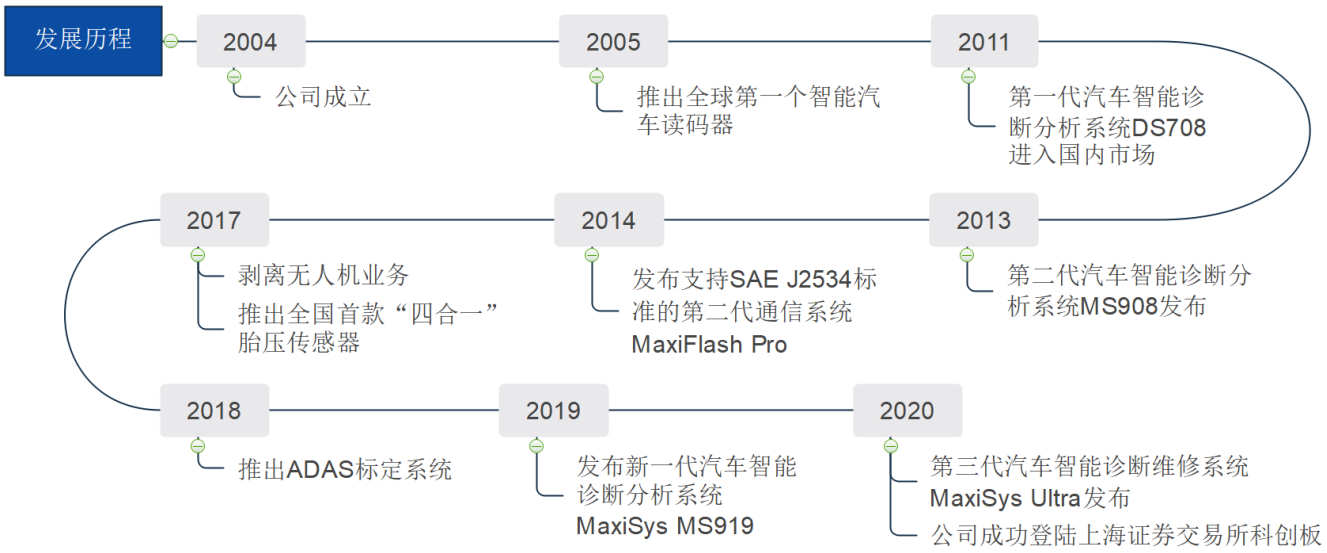
表 1：授予的限制性股票各年度业绩考核目标和归属比例要求 12
表 2：汽车后市场行业未来发展趋势 13
表 3：原厂诊断分析产品与通用型诊断分析产品比较 14
表 4：TPMS 芯片需求量预测 16
表 5：全球范围内汽车智能诊断、检测分析行业主要竞争对手情况 18
表 6：全球范围内 TPMS 行业主要参与者情况 20
表 7：公司与竞争对手的车系覆盖情况对比 24
表 8：募投项目情况 25
表 9：公司业务拆分（单位：百万元） 27
表 10：可比公司估值情况 28

1. 聚焦汽车后市场，产品线有序扩张

深圳市道通科技股份有限公司成立于 2004 年，专注于汽车智能诊断、检测分析系统及汽车电子零部件的研发、生产、销售和服务，产品主销美国、德国、英国、日本、澳大利亚等 70 多个国家和地区，是专业的汽车智能诊断和检测、TPMS（胎压监测系统）和 ADAS（高级辅助驾驶系统）产品及相关软件云服务综合方案提供商。

公司紧跟汽车产业智能化、网联化和新能源化的趋势，将产品系列从综合智能诊断分析领域向更多专业智能诊断、检测分析工具和智能电子零部件领域拓展和叠加组合，高度智能与专业的产品使得公司可以在国际市场上同 Bosch、Snap-on、Spx 等行业巨头同台竞技，并取得骄人的成绩。公司一直坚持“价值创新、孜孜以求”的研发战略，2020 年，公司自主研发生产的新一代汽车智能诊断系统 Ultra、高清专业内窥镜 MV480 等五款产品斩获德国 iF 设计大奖。随着全球汽车保有量的不断增长和汽车电子化程度的不断提升，公司全面布局汽车后服务市场，产品线日益丰富，未来成长空间较为广阔。

图 1：公司发展历程



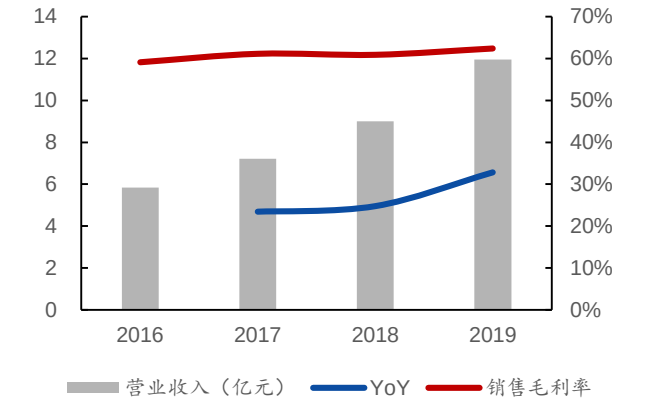
资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

1.1 业绩回顾

2016-2019 年，公司营业收入呈现加速增长的态势，CAGR 达到 26.94%，且毛利率始终保持在 60%左右的水平。2019 年，公司营业收入达到 11.96 亿元，同比增长 32.83%。过去 7 年，除了 2016 年和 2017 年，公司的销售净利率均处于 27%以上，盈利能力较强。

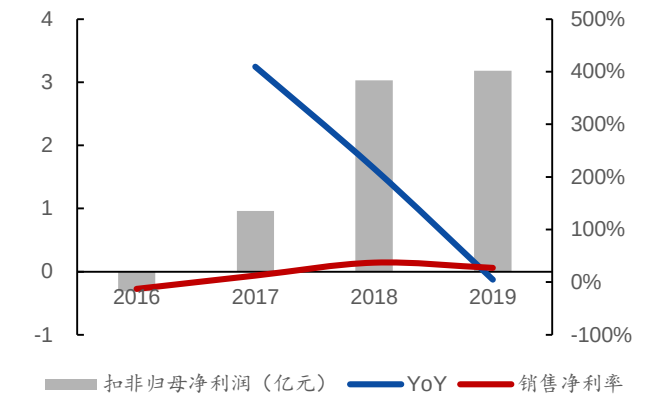
2020 年上半年，受新冠肺炎疫情的影响，公司收入增速有所下滑。第三季度，随着全球疫情逐步缓解，公司营业收入恢复快速增长态势，单季度实现营业收入 4.78 亿元，同比增长 55.68%，实现归母净利润 1.60 亿元，同比增长 60.99%，实现扣非归母净利润 1.31 亿元，同比增长 16.08%。

图 2：营业收入与销售毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：扣非归母净利润与销售净利率情况

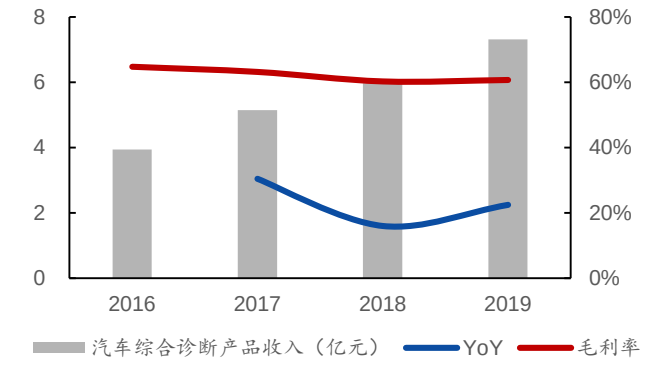


资料来源：Wind，国元证券研究所

汽车综合诊断产品是公司的核心业务，主要产品包括：简易诊断器——读码卡、汽车智能诊断电脑、商用车智能综合诊断电脑等。2016 年以来，该业务始终呈现稳健成长的态势，毛利率稳定在 60%以上。2019 年，汽车综合诊断产品业务实现营业收入 7.31 亿元，同比增长 22.50%。

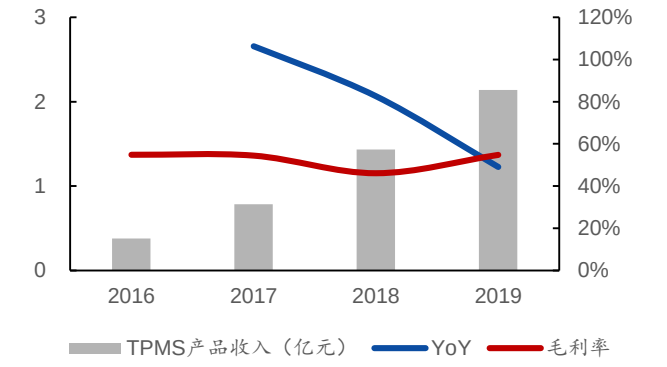
2016-2019 年，TPMS 产品快速增长，营业收入 CAGR 高达 77.79%，收入占比由 2016 年的 6.51%提升至 2019 年的 17.90%。2019 年，TPMS 产品业务实现营业收入 2.14 亿元，同比增长 49.14%。

图 4：汽车综合诊断产品收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

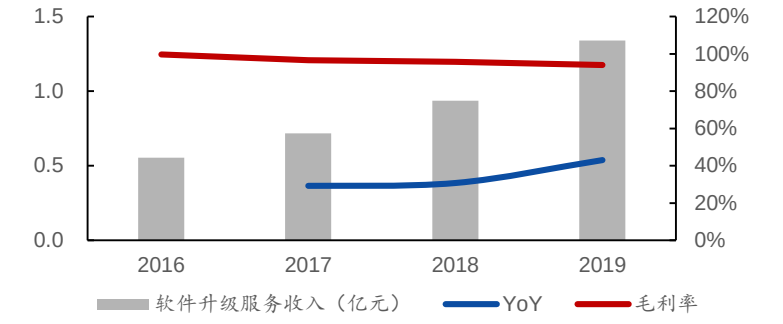
图 5：TPMS 产品收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

应用软件是公司汽车智能诊断、检测分析系统的核心内容，是产品功能的关键所在，公司结合产品特点、市场环境、客户消费习惯、销售策略等因素确定汽车智能诊断电脑等产品在北美、欧洲等市场采用后续软件升级收费模式。当智能终端产品所附带的免费软件升级期限到期后，终端用户需要通过在线升级或购买预付升级卡等方式购买软件升级服务，完成车型的更新和功能的拓展等后续软件服务。2016-2019 年，软件升级服务业务收入 CAGR 达到 34.19%。2019 年，该业务收入达到 1.34 亿元，同比增长 43.08%。公司为产品用户提供持续和及时的软件内容更新服务，大幅提升了产品的市场接受程度、用户覆盖范围。

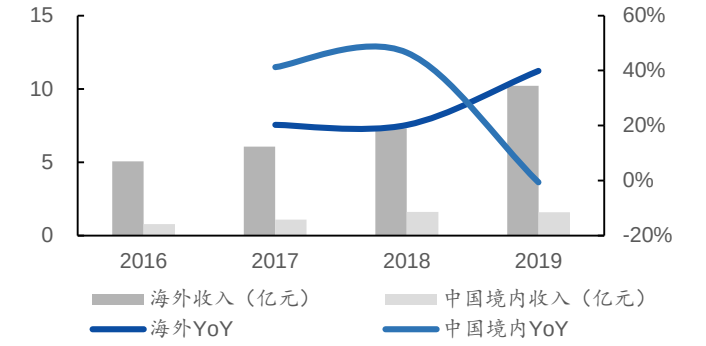
图 6：软件升级服务收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

目前，公司业务以出口为主。2016-2019 年，海外业务收入 CAGR 为 26.45%。公司在拓展海外市场的过程中积累了丰富的经验，未来有望继续保持较快的增长态势。

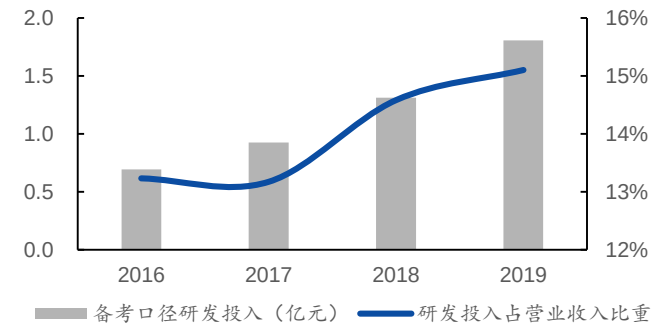
图 7：海内外营业收入对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

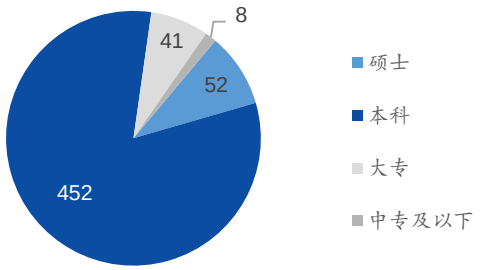
作为一家技术驱动型企业，公司坚持自主创新，研发投入一直处于较高水平。2019 年，公司研发投入达到 1.81 亿元，占营业收入的 15.10%，研发投入费用化率为 92.95%。公司研发人员学历普遍在本科以上，截至 2020 年 6 月底，公司在全球范围内拥有 695 名研发人员，占员工总数的 60.91%。

图 8：备考口径研发投入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

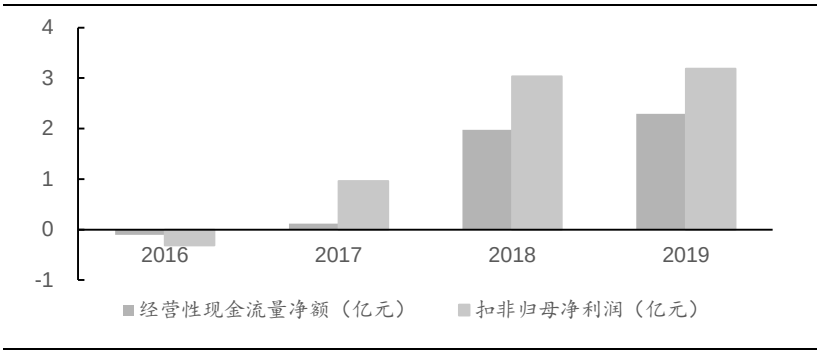
图 9：2019 年研发人员学历构成（单位：人）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司近两年来的经营质量相对 2016、2017 年改善明显，但经营性现金流净额仍小于扣非归母净利润，未来经营质量存在一定的改善空间。

图 10：经营性现金流量净额与扣非归母净利润对比

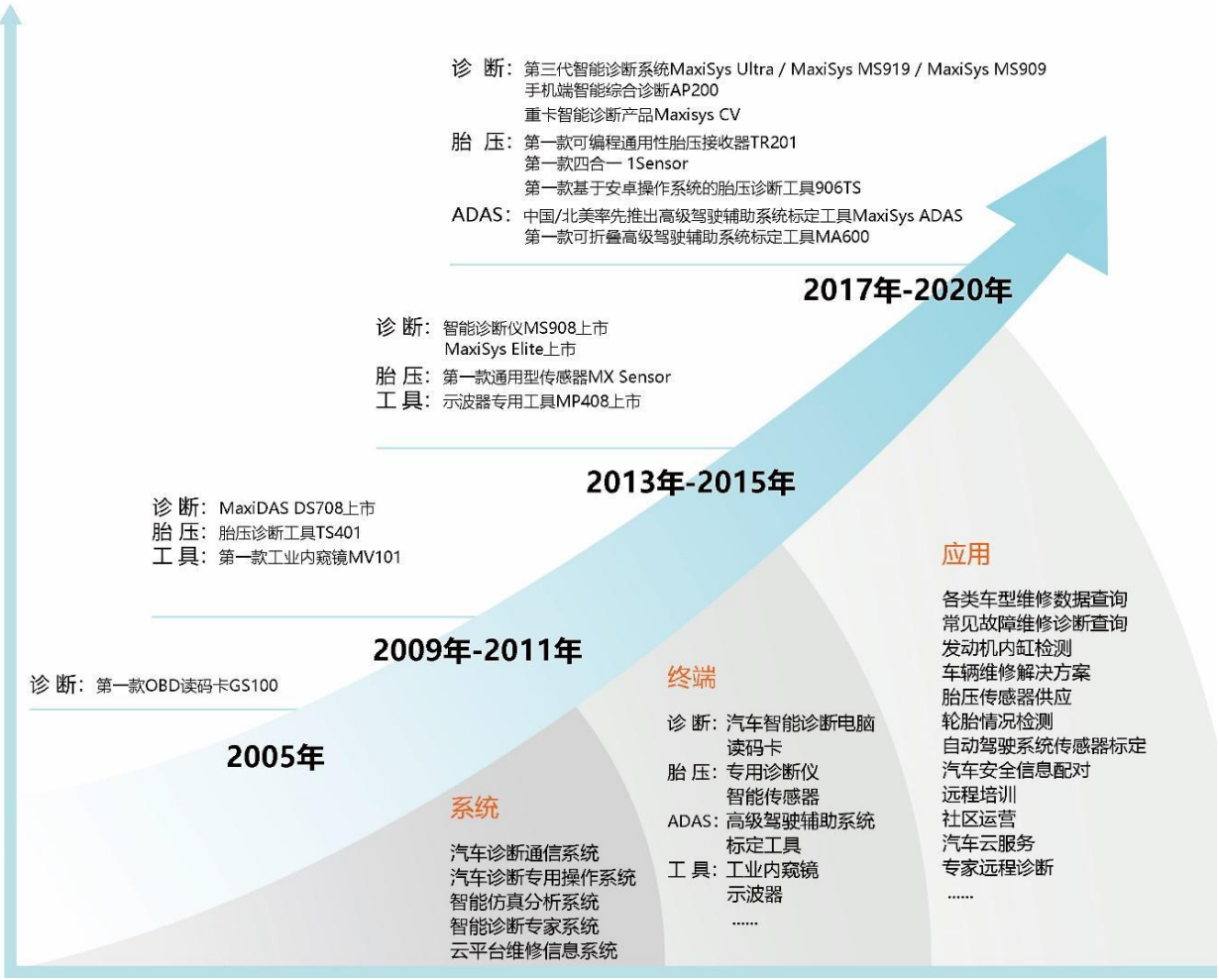


资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 业务概况

随着汽车电子化程度的不断提升，汽车已被构建成一个复杂的智能网络系统，汽车维修越来越依赖于智能化的汽车诊断设备和电子检测工具。公司以汽车综合诊断产品为依托，以持续研发创新为驱动，不断推出纵向与横向产品，产品线不断扩张。

图 11：公司主要产品和服务的演进图

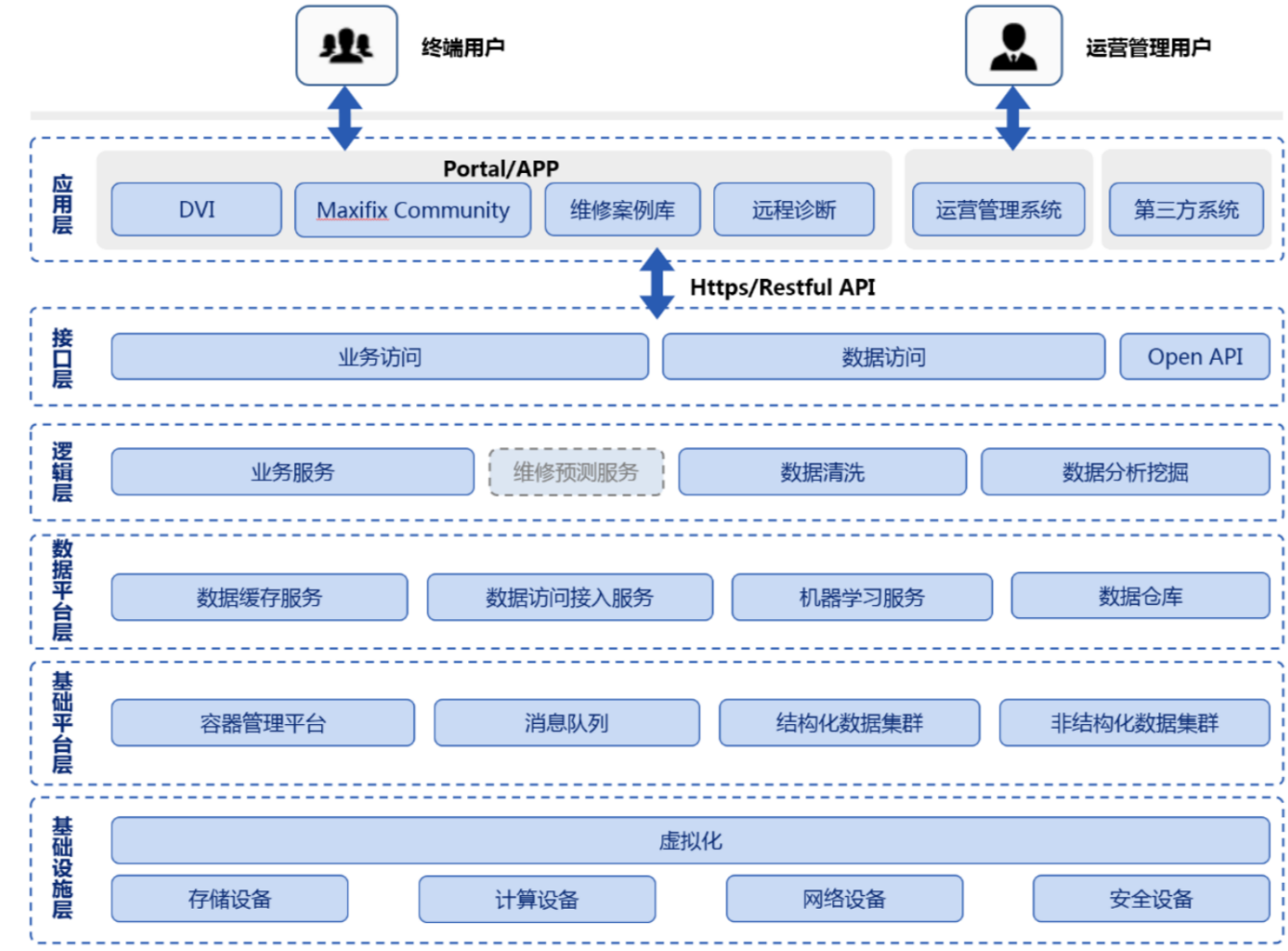


资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司核心技术体系高度凝结成为五大核心系统，即汽车诊断专用操作系统、汽车诊断通信系统、智能仿真分析系统、智能诊断专家系统和云平台维修信息系统。其中，公司通过大数据、云计算、人工智能、边缘计算等技术，构建了一套基于云计算、云服务于一体的云平台维修信息系统 MaxiFix。MaxiFix 提供从汽车诊断到维修的高效、精准的智能化方案，逐步为客户提供故障维修预测、远程诊断和协助、智能维修方案推荐、新型数字化车辆检测等一系列更为高效智能的功能，提供端到端一站式服务，实现从诊断设备到诊断维修业务综合解决方案的业务拓展。

公司汽车智能诊断、检测产品将逐渐成为维修场景中的智能中枢，即公司汽车智能诊断电脑通过与云平台、大数据技术的结合，逐步集成和互通各种汽车电子零部件、内外部专用诊断检测设备及其检修数据，连接现有产品、在研产品等逐步新增的功能群，开放信息端口，并引入汽车厂、保险、二手车、零部件供应商等汽车后市场生态圈资源，形成信息聚合的中枢和功能整合平台。

图 12：云平台维修信息系统架构

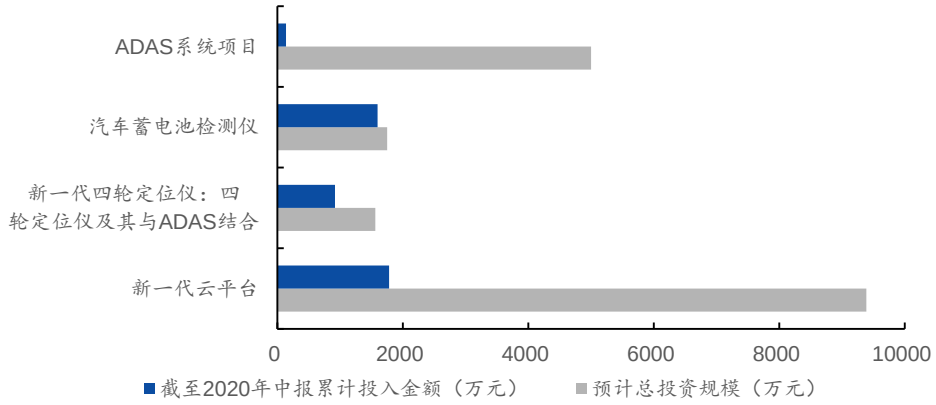


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

2020 年，公司紧跟汽车电子网联化、数字化的发展趋势，预计投资 9390.98 万元打造新一代云平台项目，目前已初步构建了诊断设备和数字化检测设备的物联网云

基础设施。该项目建设完成后，有望通过人工智能技术将各种维修资料、专家资源、诊断功能进行有机结合，为用户提供系统的向导式解决方案，极大提高解决问题的速度及准确度。

图 13：公司 2020 年在研项目情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

基于五大核心技术，公司通过紧密跟踪汽车发展趋势和持续进行产品创新，目前已构建了包括汽车综合诊断产品、针对汽车胎压监测系统的 TPMS 系列和针对汽车智能辅助驾驶系统的 ADAS 系列以及相关的软件云服务四大产品线。

图 14：四大产品线及主要产品汇总



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

1.2.1 汽车综合诊断产品：功能先进，优势明显

汽车综合诊断产品主要为汽车智能诊断电脑产品，该产品具备全自动读取汽车各电控系统故障码、读取汽车动态数据流和动作测试、显示传感器波形、控制电脑编码等各项综合型集成功能，用计算机技术对汽车内部电控系统进行全自动化检测，使用者可根据显示的信息了解汽车故障的类型、产生原因、发生故障的位置从而检修汽车。产品全面支持主流品牌不同车型、不同诊断接头、不同协议的故障诊断功能，无需依靠原厂复杂的检修仪器就可以为客户提供全面的诊断服务，主要服务于大中型独立维修机构。

在汽车综合诊断领域，公司陆续推出一代、二代、三代产品，持续迭代更新，引领行业发展。2020 年 3 月和 6 月，公司分别在中国和海外市场发布第三代汽车智能诊断维修系统 MaxiSys Ultra / MaxiSys MS919 / MaxiSys MS909 系列产品，获得客户广泛认可。其中，MaxiSys Ultra 基于三星 Exynos 八核处理器，配备 12.9 英寸 TFT-LCD 电容式触摸屏，通过原厂级+智能诊断、原厂级+智能维修以及云维修系统，提供前所未有的智能诊断维修新体验。

图 15：公司智能诊断电脑产品迭代历程



资料来源：公司招股说明书，公司微信公众号，国元证券研究所

1.2.2 TPMS 系列产品：技术突出，空间广阔

公司是全球首家同时自主研发 TPMS 诊断检测设备和传感器的企业，通过胎压专有技术与诊断核心技术深度融合，相辅相成，形成生态护城河，具有较强的竞争优势。自 2016 年开始，公司 TPMS 产品在欧美市场快速成长，复合增长率超过 90%，市场接受度越来越高。

公司目前 TPMS 系列产品主要分为 TPMS 系统诊断匹配工具和 TPMS Sensor（胎压传感器）。TPMS 系统诊断匹配工具为小型、便携式手持设备，是专门用于胎压系统检测和胎压传感器激活、编程和学习的产品，支持读/写 ID、读码清码、关闭故障灯等功能，可读取并显示传感器详细参数信息，记录并回放传感器数据，对汽车电脑进行编程并对传感器的位置和 ID 进行识别。TPMS Sensor 产品为通用型智能胎压传感器产品，该产品可通过配套工具进行无线编程，可与各种品牌的车型完

成匹配。

图 16：TPMS 系列 TS508 产品优势功能介绍



TS508产品优势功能：

- 可同时无线编程16个传感器
- 可查找原车传感器信息
- 可对胎压系统进行专业的故障诊断
- 针对不同车型，内置原厂级胎压学习方法
- 覆盖亚欧美及国产98%以上带胎压系统车型
- 可读取、复制、写入传感器ID值

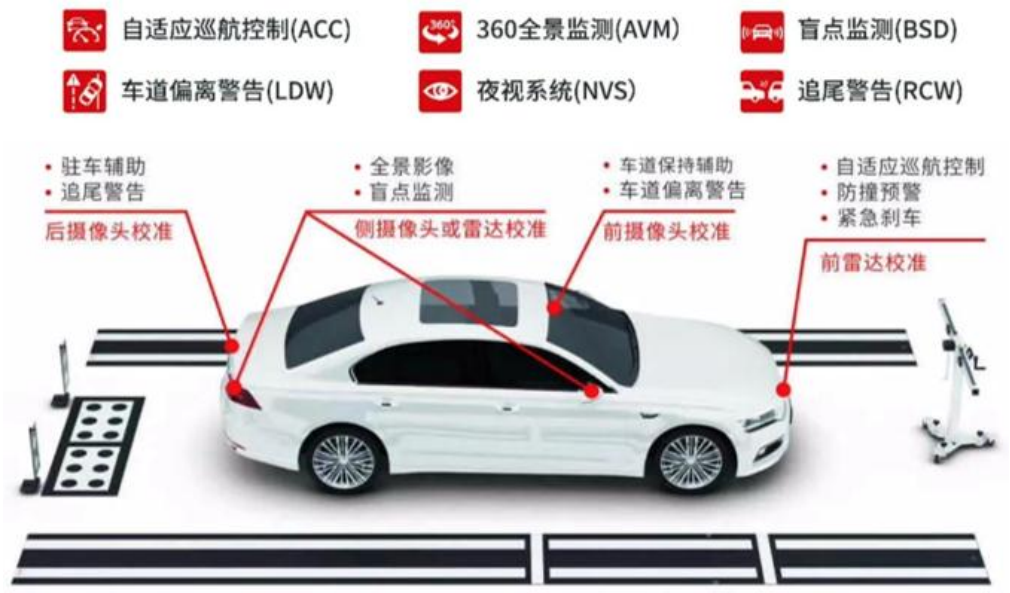
资料来源：公司官网，国元证券研究所

1.2.3 ADAS 系列产品：智能精准，引领行业

公司的 ADAS 智能检测标定工具集成自适应巡航控制、车道偏离警告、夜视、盲点检测等高级辅助驾驶系统的标定功能，通过标定工具、诊断软件和标定方法的综合集成，大幅提高 ADAS 系统的标定效率。

2020 年 11 月，公司新一代可折叠 ADAS 校准系统 MA600 正式发布。MaxiSys ADAS MA600 支持 ACC 自适应巡航控制系统标定、LDW 车道偏离警告系统标定、NVS 夜视系统标定等六大核心功能，车型覆盖率高达 95%，标定方法全面，标定设备精度高，标定工具简单易用。该产品不仅为客户提供了更完整的诊断功能软件和全面精确的校准工具，而且解决了传统产品笨重不便运输的行业痛点，首次实现了单人可折叠携带设计，树立标定设备新标准。

图 17：MaxiSys ADAS MA600 功能介绍

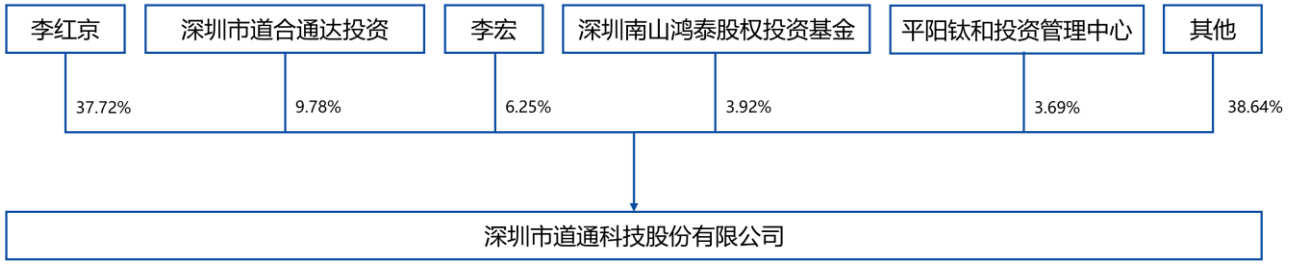


资料来源：公司微信公众号，国元证券研究所

1.3 股权结构

公司实际控制人为李红京先生，李先生 2004 年 1 月至 6 月任深圳市元征科技股份有限公司海外营销总监，2004 年 9 月创立道通有限，2014 年 5 月至今任公司董事长兼总经理。截至 2020 年三季报，李红京先生直接持有公司 37.72%的股份。公司股权结构稳定，实际控制人行业经验丰富，有利于公司长远发展。

图 18：公司最新股权结构



资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

1.4 股权激励

2020 年 8 月 18 日，公司公布了《2020 年限制性股票激励计划（草案）》，在草案中，公司给出两个业绩考核目标（A 和 B+），对应的营业收入或毛利的 CAGR 分别约为 50%和 30%，对应公司层面归属比例分别为 100%和 50%。我们认为业绩考核目标反映了公司对未来四年快速成长的信心。

表 1：授予的限制性股票各年度业绩考核目标和归属比例要求

归属安排	对应考核年度	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B+
第一个归属期	2020	营业收入较 2019 年增长 50%或毛利较 2019 年增长 50%	营业收入较 2019 年增长 30%或毛利较 2019 年增长 30%
第二个归属期	2021	营业收入较 2019 年增长 125%或毛利较 2019 年增长 125%	营业收入较 2019 年增长 69%或毛利较 2019 年增长 69%
第三个归属期	2022	营业收入较 2019 年增长 238%或毛利较 2019 年增长 238%	营业收入较 2019 年增长 120%或毛利较 2019 年增长 120%
第四个归属期	2023	营业收入较 2019 年增长 406%或毛利较 2019 年增长 406%	营业收入较 2019 年增长 186%或毛利较 2019 年增长 186%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2. 汽车后市场空间巨大，广阔赛道稀缺性明显

汽车行业变革浪潮已然扑面而来，随着 5G、物联网、云计算、人工智能等新兴技术迅速走向规模化商用，新能源、新材料等技术加快与汽车产业的融合，未来汽车及汽车后市场产业将形成以智能化、网联化、新能源化为载体的商业模式，围绕新能源和智能网联技术重构价值链，主要趋势和发展影响如下：

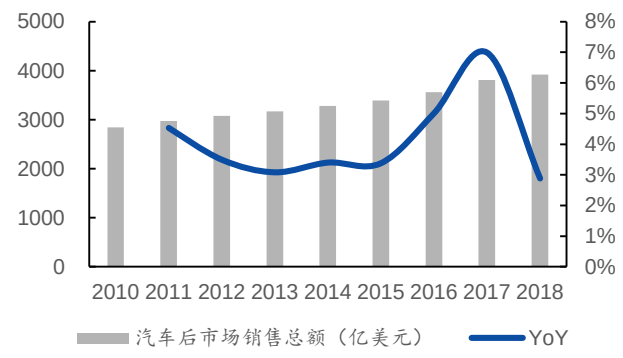
表 2：汽车后市场行业未来发展趋势

项目	自动化/智能化	数字化/网联化	新能源
汽车电子	电子零部件比例提高，综合性功能的广度和深度提升	互联网的快捷便利化服务需求增加	搭载更多智能系统的新能源车型面世
汽车后市场	汽车保有量稳步增长，智能化的配件和服务比例增长	互联网的外延式后市场服务领域大幅度拓宽	针对新能源领域的后市场产品和服务
汽车诊断维修市场	汽车电子零部件的后装替换、更多的电子控制系统需要更专业、智能的诊断解决方案	利用互联网云服务提供便利、快捷、高效的诊断维修产品和服务，诊断工具逐渐成为智能维修的中枢	需要提高新能源车辆的检测诊断能力，在技术、产品和信息方面有更多潜在机会

资料来源：公司公告，国元证券研究所

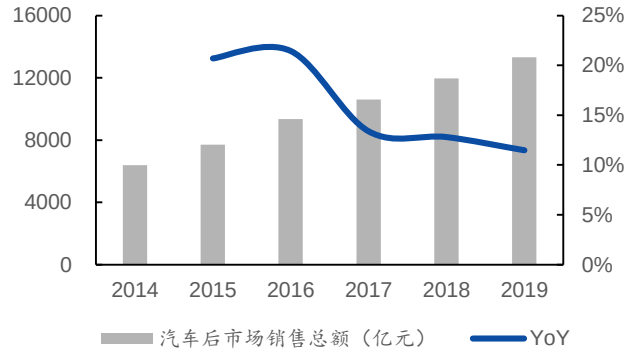
汽车后市场 After Market，指汽车整车销售以后的各类市场，包含在使用汽车的过程中所发生的与汽车有关的费用，狭义上包含维修、保养、零配件、美容、改装、油品、租赁、保险、广告、装潢等内容，同时广义也涵盖驾校、停车场、车友俱乐部、救援系统、交通信息服务、二手车等方面。根据麦肯锡 2018 年的报告，全球汽车后市场的体量约是 8000 亿欧元，到 2030 年，全球汽车后市场规模将达到 12000 亿欧元，复合增速约 3%。

图 19：美国汽车后市场规模



资料来源：美国汽车后市场协会(AAIA)及 ACA（Auto Care Association，前身为 AAIA），公司招股说明书，国元证券研究所

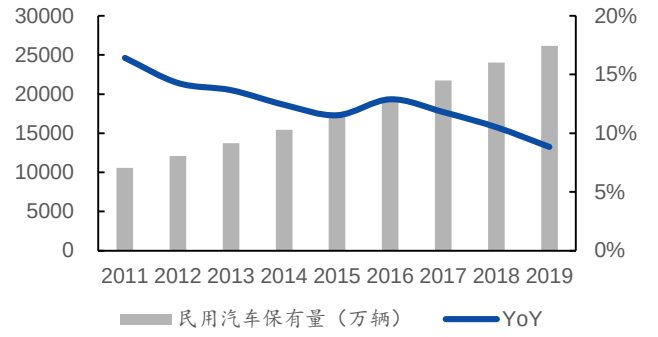
图 20：中国汽车后市场规模



资料来源：汽车后市场协会，德勤，前瞻产业研究院，国元证券研究所

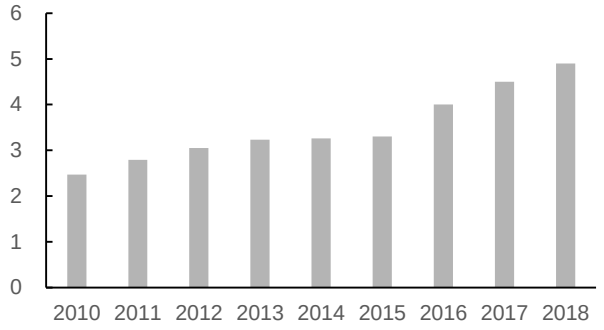
全球汽车后市场的规模持续增长的驱动因素包括：汽车保有量逐年增加，2020 年将达到 14.47 亿辆；汽车平均车龄增加，花费在汽车维修和保养上的费用将持续增加；汽车电子化程度的提升带动服务的智能化、多样化。

图 21：中国民用汽车保有量



资料来源：中华人民共和国国民经济和社会发展统计公报，公司招股说明书，国元证券研究所

图 22：中国汽车平均车龄（单位：年）



资料来源：中国统计局，中国市场调查网，汽车金融帮，公司招股说明书，国元证券研究所

2.1 车辆电子化程度提升，各细分领域加速发展

汽车智能诊断、检测产业概况：汽车诊断分析产品分为原厂汽车诊断分析产品和非原厂综合型汽车诊断分析产品。

- 原厂汽车诊断分析产品对品牌厂商特定车型的诊断数据深入，并具有完整的故障定义和数据库支持，但产品由于其原厂垄断局限性，售价往往非常昂贵，通常仅有整车厂的经销商、4S 店或品牌专修厂会进行少量采购。原厂诊断分析产品价格普遍高于通用型诊断分析产品，升级续费价格高且条件严苛。
- 非原厂综合型汽车诊断分析产品能够兼容不同品牌的车型，有助于品牌经销商和专修店支撑起巨大的存量汽车产生的日常维修保养需求，是独立汽修店的必要设备。通用型诊断分析产品是主流需求，随着中国汽修行业的市场化发展，电子化汽修水平的不断提高，独立汽车维修厂对产品的应用需求会日趋广泛。非原厂综合型汽车诊断分析产品的核心竞争力主要体现在产品对品牌和车型的兼容能力、便捷性、全面性与准确性等方面。

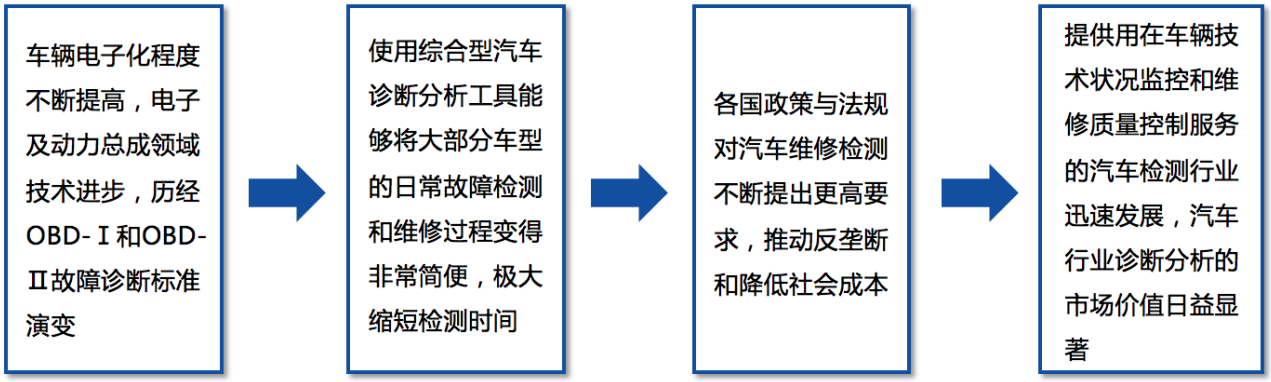
表 3：原厂诊断分析产品与通用型诊断分析产品比较

项目	硬件名称	软件名称	北美零售价格	软件每年续费价格
公司（通用型）	Elite		2.7-2.9 万元	约 0.9 万元
	MS908SP		2.6-2.8 万元	约 0.9 万元
	MS908S		1.4-1.9 万元	约 0.6 万元
	MS906TS		1.0-1.3 万元	约 0.5 万元
Ford/福特	VCMM	IDS	约 4.4 万元	约 0.6 万元
Chrysler/克莱斯勒	MICROPOD2	Witech 2.0	约 1.3 万元	强制续费约 2.4 万元
BMW/宝马	Icom	ISTA	约 4.7 万元	强制续费约 1.8 万元
Hyundai/现代	KIDS Mobile	KDS（三星平板）	约 7.0 万元	约 2.1 万元
Volvo/沃尔沃	DiCE	VIDA	约 2.0 万元	强制续费约 4.7 万元
Benz/奔驰	C6	Xentry	约 17.2 万元	约 2.7 万元

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

随着车辆电子化程度不断提高，故障诊断加速智能化，传统的经验判断方法和简单的修理工具已难以适应现代汽车技术发展的需要，汽车检测行业迅速发展，各种现代检测设备的社会需求也将不断增长。

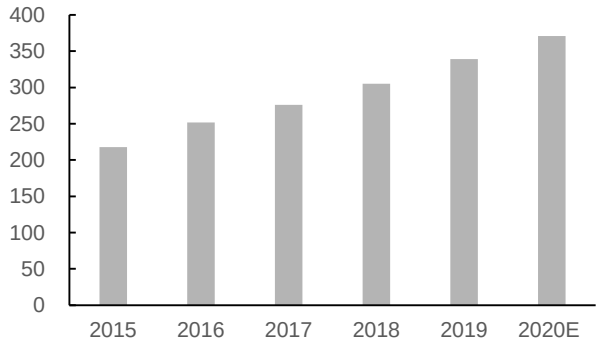
图 23：汽车智能诊断、检测行业发展趋势



资料来源：公司公告，国元证券研究所

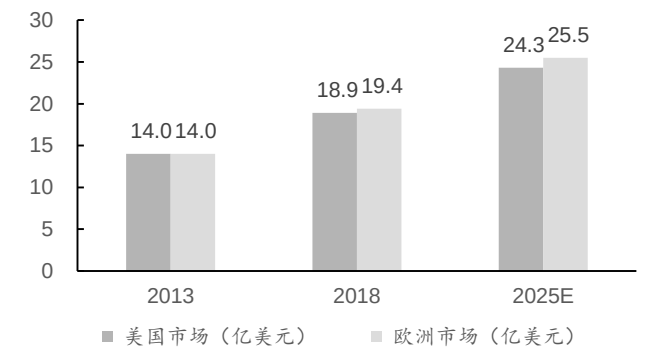
从国外市场看，欧美发达国家汽车后市场相对成熟，汽车后市场的汽配维修市场以独立厂商为主，占据全部市场的 80%左右，第三方独立维修的商业模式在全球范围内得到了应用和推广。2018 年，美国汽车诊断市场规模 18.9 亿美元，欧洲为 19.4 亿美元，2018-2025 年复合增速约 3-4%。根据中商产业研究院的数据，2019 年，我国汽车检测市场规模达到 339 亿元人民币，未来仍有望保持稳健的增长态势。

图 24：中国汽车检测市场规模（单位：亿元）



资料来源：中商产业研究院，国元证券研究所

图 25：海外汽车后市场故障诊断设备行业市场空间



资料来源：公司微信公众号，国元证券研究所

TPMS 产业概况：TPMS 可有效预防爆胎事故，提高车辆安全性，还可使轮胎时刻处于最佳使用状态，保障燃油经济性和轮胎寿命。胎压监测系统(TPMS)与安全气囊、防抱死刹车系统(ABS)被视为汽车三大安全系统。

TPMS 市场需求的增长一方面来源于出厂前装，另一方面由于 TPMS 传感器通过电池供电进行无线射频传输，汽车后市场也存在大量的耗用替换需求。同时，在市场强制性法规和安全意识提升的带动下，认识到 TPMS 重要性的用户日益增多。美国、欧洲相继通过法规将其列为轻型车（乘用车）的出厂标准配备，亚洲地区也相继采取类似立法方案。从 2019 年 1 月 1 日起，中国市场所有新认证乘用车必须安装 TPMS；

从 2020 年 1 月 1 日起，所有在产乘用车开始实施强制安装要求。随着汽车安全性能要求的提升，TPMS 的总体市场容量十分可观，前装和后装市场对 TPMS 的需求将迅速增长。

表 4：TPMS 芯片需求量预测

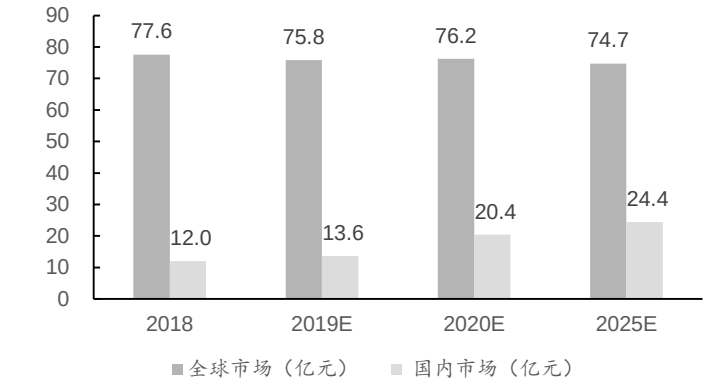
项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
乘用车产量（单位：万辆，每年假设 7%递增）	2442	2613	2796	2992	3201	3425
TPMS 装配率（假设）	20%	30%	40%	60%	90%	100%
装配 TPMS 汽车数量（单位：万辆）	488	784	1118	1795	2881	3425
TPMS 芯片需求量（单位：万片）	1954	3136	4474	7181	11524	13700

资料来源：公司招股说明书，智研咨询，国元证券研究所

根据智研咨询的统计数据，过去几年，由于 TPMS 下游需求快速增长，成本下降较快，TPMS 单价不断下降。2020 年，中国 TPMS 强制安装后，全球 TPMS 市场整体需求开始趋于稳定，增长逐步放缓，价格下降幅度也将逐渐收窄。预测 2025 年全球前装 TPMS 市场空间约为 75 亿元，国内市场空间可达 24 亿元。

根据水木清华研究中心的报告，2016 年全球 TPMS 仅 OEM（整车市场）市场规模就达 4762 万套，装配率 50.1%，欧洲市场占比 37.10%、美国市场 25.40%、中国大陆市场 16.10%，中国成为第三大 TPMS 市场。我们认为，欧美地区 TPMS 的后市场持续需求稳健，包括我国在内的 TPMS 政策落实逐步渗透至后市场，预计未来 TPMS 及相关诊断、检测和电子零部件产业将处于整体向好增长的态势。

图 26：全球和国内 TPMS 行业规模对比



资料来源：中国产业信息网，智研咨询，国元证券研究所

ADAS 产业概况：近年来，随着车辆的 ADAS 系统装载率和复杂程度逐渐提高，其组成主要分为传感器（摄像头与雷达）、ECU、执行器三个部分。其中，传感器主要对行车的道路环境进行数据采集；ECU 部分即控制单元，对传感器采集回来的数据进行分析处理，将危险情况向执行器输出控制信号，执行器最终来完成相应的安全预防动作。

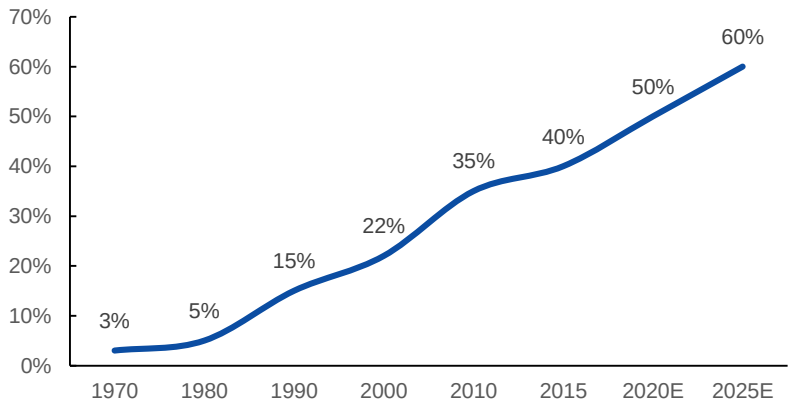
图 27：ADAS 产业链



资料来源：公司公告，国元证券研究所

许多国家通过强制性法规推动新车搭载 ADAS 系统，将为后装市场带来广阔的维修替换需求。赛迪顾问预测，到 2020 年电子零部件将占整车部件比重的 50%，2025 年该比例有望达到 60%。2020 年 12 月 25 日，工业和信息化部印发《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》，提出战略愿景：到 2025 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成。未来汽车电动化、智能化将会得到进一步的发展。

图 28：1970-2025 年乘用车汽车电子成本占比



资料来源：赛迪顾问，国元证券研究所

ADAS 相关标定系列产品目前在市场上属于新兴领域，整体市场空间还未完全形成。未来随着 ADAS 设备的不断普及发展和搭载车辆不断增加，ADAS 系列产品市场将

能有较大程度增长。根据公司 2019 年年报披露的数据，美国和欧洲汽车存量市场平均车龄均超过 11 年，由于旧车存在技术相对过时、零件耗损重等问题，更加需要 ADAS 系统来降低事故发生率，从而带来 ADAS 后市场加装需求。

我们认为，ADAS 系统未来有两大主要发展方向：1）从安全辅助向主动式安全发展：从 2015-2016 年大部分车型只能提供变道辅助、车道偏离辅助等感知预警功能，到目前自适应巡航、车道保持等车辆主动介入功能均可以实现。2）从高端向普遍发展：ADAS 系统从 2015-2016 年开始在高端车型试点应用，到 2018-2019 年大多数厂商已经开始普及 ADAS 功能。

2.2 行业参与者各具特色，差异化竞争时代开启

由于汽车智能诊断、检测产品行业的技术门槛较高，行业的集中度较高，无论从海外还是国内市场来看，各个区域的市场均由 3-4 家核心厂商主要参与竞争，目前尚未有专业权威市场机构对主要厂商占有率情况进行统计。在北美市场，汽车智能诊断、检测产品的市场竞争者，除公司外主要有实耐宝、博世和元征科技。在欧洲市场，由于区域市场相对分散，市场参与者相对较多，目前，博世公司、实耐宝(Snap-on)、元征科技等厂商是市场的主要竞争者。在国内市场，公司主要竞争者是博世公司及其在中国的子公司及附属机构、元征科技等厂商。

通过与同类公司的对比，我们认为，公司在汽车智能诊断、检测领域的产品兼容性强、覆盖范围广、操作简便智能、集成程度高，具有较快的更新迭代和专项功能，在技术和产品功能方面具有比较优势。

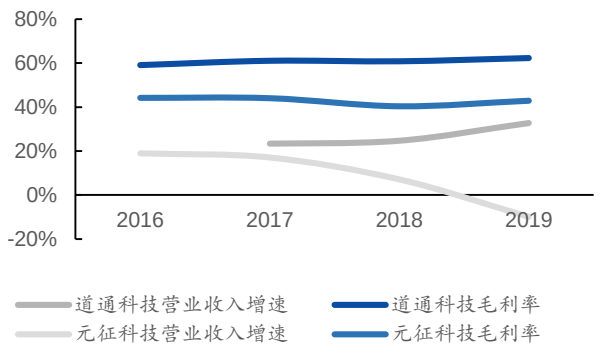
表 5：全球范围内汽车智能诊断、检测分析行业主要竞争对手情况

竞争对手	公司简介	核心业务/主要产品	与公司比较说明
博世公司	德国最大的工业企业之一，世界 500 强企业。汽车诊断检测设备及相关软件的研发、生产和销售是其细分业务板块之一	涉及汽车技术、工业技术、消费品和建筑智能化技术等。汽车售后市场及检测设备是其汽车技术应用的一个部分	综合型汽车工业产品企业，公司技术与产品有比较优势
实耐宝(Snap-on)	位于美国，是全球最大的专业工具及汽车保修设备制造商之一。2004 年，在中国建立了亚洲生产制造中心；2008 年，在浙江萧山成立了浙江万达实耐宝工具有限公司；2011 年，在中国昆山成立工程技术中心	手动工具、电/气动工具、工具车、切割工具及汽车诊断维修设备及软件等	综合型汽车工业产品企业，公司技术与产品有比较优势
元征科技	成立于 1992 年，从事汽车诊断、检测、养护产品研发、生产和销售的高科技企业。2002 年在香港创业板上市，2011 年转至香港主板上市	汽车诊断、检测、养护、机械、电子、工具等生产线	相同汽车综合诊断设备产品，公司技术产品有显著优势

资料来源：各公司官网，公司招股说明书，国元证券研究所

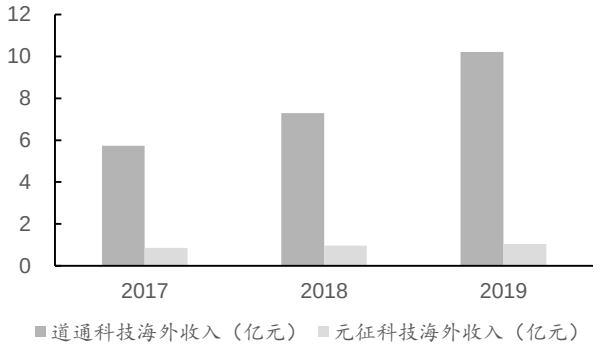
元征科技成立于 1992 年，2002 年在香港创业板上市，2011 年转至香港主板上市，是中国较早致力于汽车诊断、检测、养护、轮胎设备研发生产的高新科技企业之一。元征科技自行设计、开发软件产品，在汽车检测相关领域的技术研究上取得了较高的成就，一直致力于汽车技术领域的研究，为客户提供汽车检测相关的软件设计、维护、更新及售后支持等服务，一直坚持专业、创新的精神。多年来，基于汽车诊断技术和品牌优势，元征科技一直稳居汽车诊断设备行业领先地位，2013 年调整发展战略，矢志转型成为全球车联网核心企业。

图 29：公司与元征科技营业收入增速与毛利率对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

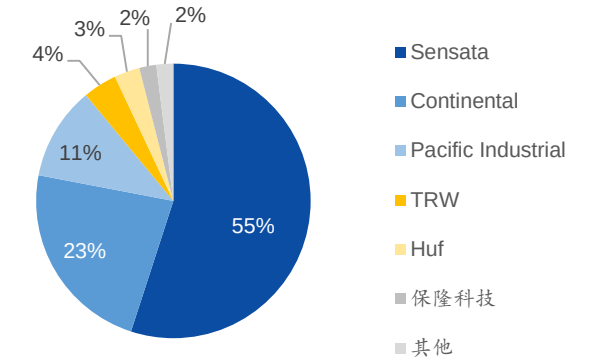
图 30：公司与元征科技海外收入对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

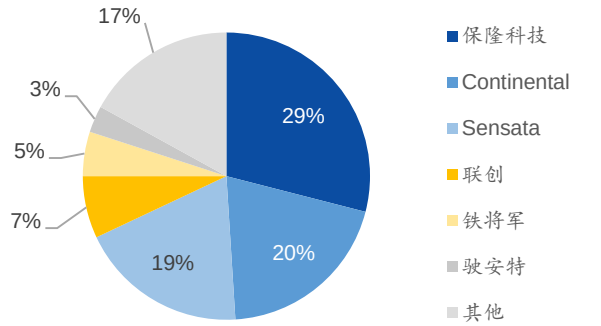
TPMS 领域的行业参与者各具特色，差异化竞争明显。目前全球参与竞争的前装厂商中，Sensata 公司占据了绝大多数市场份额，技术处于领先水平；在后装厂商中，包括为升电装等公司。对比全球，国内 TPMS 行业格局较为分散，仍有较大整合空间，龙头供应商市场份额有望进一步提升。

图 31：2018 年全球 TPMS 市场竞争格局



资料来源：智研咨询，国元证券研究所

图 32：2018 年国内 TPMS 市场竞争格局



资料来源：智研咨询，国元证券研究所

一般而言，前装市场的客户主要为整车制造商以及大型的一级零部件供应商，毛利率相对较低；后装市场主要面向汽车维修厂商，毛利率相对较高。

- 与为升电装相比，公司 TPMS 产品的毛利率与为升电装基本一致。为升电装专注于 TPMS 以及汽车内装开关等汽车零部件的生产和销售，主要面向汽车后装市场，与公司 TPMS 产品的定位较为一致。
- 与保隆科技和万通智控相比，公司 TPMS 产品的毛利率较高，主要系公司的 TPMS 产品主要面向汽车后装市场，而保隆科技采取的是 OEM 销售模式，主要面向汽车前装市场；万通智控的产品同时面向 OEM 市场和后装维修市场。

总体而言，公司 TPMS 产品的毛利率与同行业可比公司不存在显著差异，与部分可比公司的差异符合行业特征。

表 6：全球范围内 TPMS 行业主要参与者情况

竞争对手	公司简介	核心业务/主要产品	与公司比较说明
Sensata /Schrader	Sensata（纽交所上市公司）收购了英国 Schrader 公司，其是用于汽车和工业领域传感和阀门解决方案的全球领先制造商之一，提供保护和执行的解决方案	整车原配胎压检测系统	TPMS 前装全球大厂，在 TPMS 前装有显著优势
为升电装 /CUB	专门从事汽车内装开关及传感器的专业生产销售，中国台湾地区上市公司	主要产品为胎压传感器和辅助设备，提供 OEM/ODM 服务	TPMS 后装市场
保隆科技	主要从事汽车零部件产品的研发、生产和销售。2017 年 5 月在上交所主板上市	主要产品包括排气系统管件、气门嘴、TPMS、平衡块、汽车结构件和传感器	TPMS 前装市场为主
万通智控	从事汽车零部件的研发、生产和销售。2017 年 5 月在创业板上市	主要有汽车电子、轮胎气门嘴、工具三大产品模块	TPMS 后装市场

资料来源：各公司官网，公司招股说明书，国元证券研究所

3. 海外市场优势明显，国内市场逐步开拓

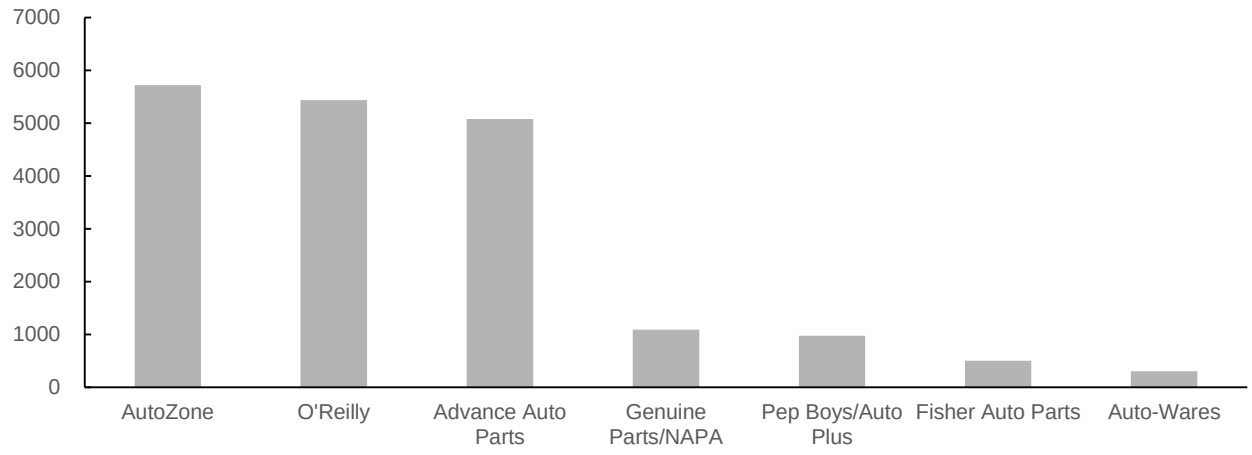
从区域上来看，欧美等主要发达国家的汽车后市场相对非常成熟，而中国、巴西、印度等新兴国家的汽车后市场迅速发展，成为未来几年全球汽车后市场主要的增长点。过去公司汽车智能诊断、检测系列产品主要销往欧美地区，和国际巨头同台竞技，在行业中具有较强的品牌影响力。未来公司在深耕北美等海外市场的同时，将逐步挖掘中国汽车后市场的潜力，提升公司在全球的综合竞争力。

3.1 北美市场起家，全球销售体系完善

美国是全球最大、最成熟的单体汽车市场，专业化、标准化及细分度高，质量体系完善，对产品质量和服务要求较高。随着美国平均车龄增加、新车销量增速放缓、汽车电子化程度提高，汽车维修和保养的费用不断增加，带来了汽车后市场业务的稳步增长。根据 IHS Markit 的数据，美国车辆平均车龄在近十年一直处于上升状态，2020 年 7 月，由于新冠肺炎疫情导致消费者控制消费，2020 年新车销量下降，平均使用时间增加到 11.9 年。

美国汽车后市场的汽配维修市场以独立厂商为主，占据全部市场的 80%，独立汽配修理的主要厂商有 AutoZone、Advanced Auto Parts、O'Reilly、Genuine Parts Co.(NAPA)，均为上市公司，合计占据后市场约 30%的份额，为行业主导企业。

图 33：2019 年美国零配件销售服务连锁企业门店数量情况（单位：家）

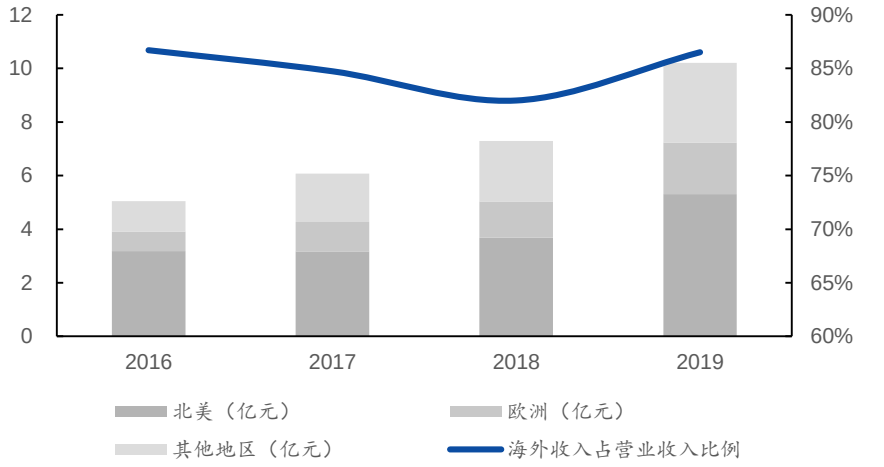


资料来源：中国产业信息网，智研咨询，国元证券研究所

公司凭借产品质量和技术竞争优势，以成熟的美国汽车市场为突破口，成功打开产品在美国市场的销路，并建立了公司产品的全球知名度。据 Markets and Markets 咨询公司发布的预测，2018 年美国汽车故障诊断设备、软件、服务和数据等大口径的市场销售规模预计达到 18.49 亿美元，公司汽车智能诊断、检测产品主要是针对汽车内部电控系统的诊断设备，属于众多汽车故障诊断设备的一类，在上述大口径下的美国市场占有率粗略估测约为 3%。

在全球贸易保护主义升温、中美摩擦加剧的背景下，公司 2019 年在北美地区的收入依然实现了同比 44.20%的增长，充分体现了公司产品在海外的竞争优势。

图 34：公司在境外不同地区的营业收入情况



资料来源：Wind，公司招股说明书，国元证券研究所

经过多年发展与布局，公司已在全球主要销售区域设立了销售子公司，初步形成了一体化全球营销网络，以较为完善的多元化营销网络为先导，以快速的供货能力为保障，产品品牌影响力在全球范围内不断扩大。2019 年，公司在北美和欧洲市场加强了营销和技术支持团队建设，为实现全球化布局，先后成立了迪拜子公司、日本子公司、墨西哥子公司和意大利子公司，完善全球营销渠道建设。

目前，公司的销售网络已覆盖北美、欧洲、中国、亚太、南美、IMEA（印度、中东、非洲）等全球 70 多个国家或地区。在北美市场，凭借着产品质量和技术优势，公司与 Advanced Auto Parts、Genuine Parts 等四大汽配连锁零售商和 Medco Tool、Integrated Supply Network 等北美汽车后市场大型综合性批发商均保持良好合作关系，建立起专业系统化的营销体系，为客户提供优质的本地化售后服务，通过长期的努力和积累，获得客户的广泛认可。

图 35：公司在北美市场的重要合作伙伴

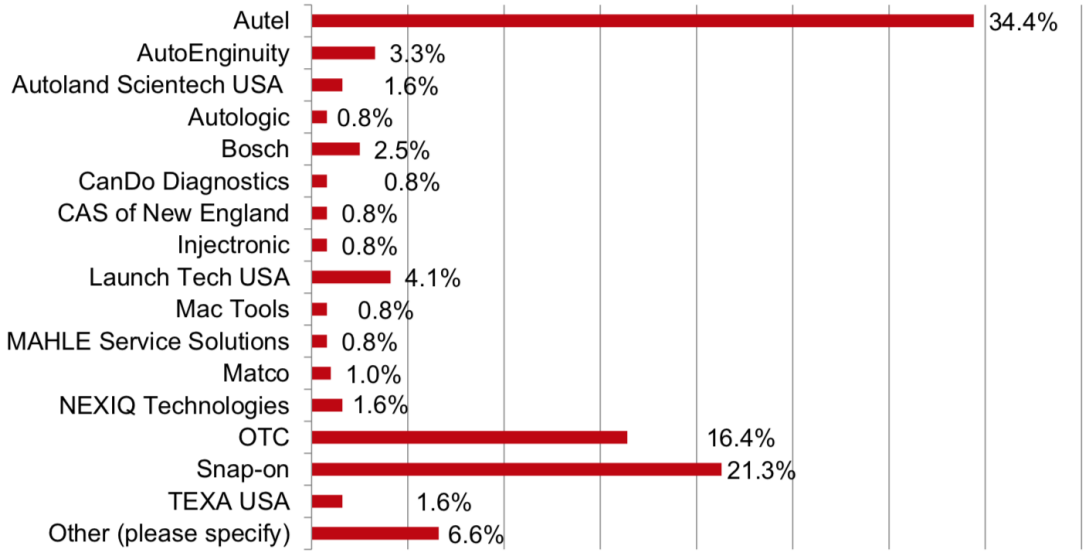


资料来源：公司招股说明书，各公司官网，国元证券研究所

根据美国 PTEN(Professional Tool & Equipment News)杂志在 2017 年度对约 4.6 万电子订阅人员进行的调查显示，近期曾购买公司产品的受调查者占比达 34%。公司与实耐宝(Snap-on)和 OTC 等属于市场主要参与者，具备较好渠道可见度和品牌

口碑，客户与终端使用机构整体反馈良好，产品具备较好市场基础。

图 36：公司终端用户认可度较高

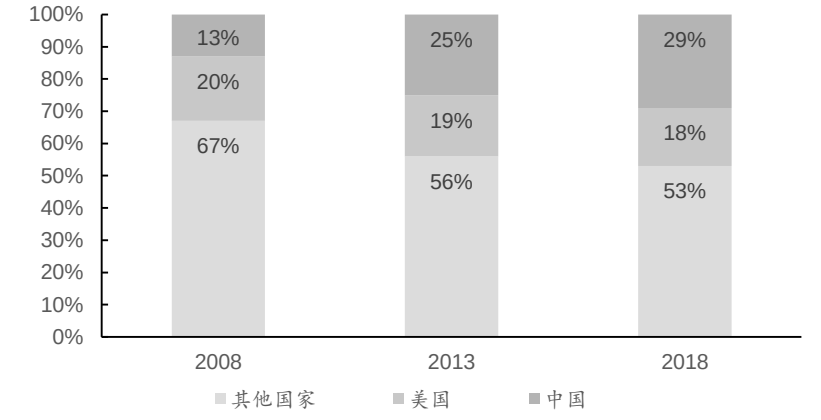


资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

3.2 依托技术沉淀，全面布局国内市场

中国汽车产业起步发展较晚，但自 2009 年中国汽车销量超越美国以来，中国已连续十年蝉联全球汽车产销第一。根据德勤《2019 中国汽车后市场白皮书》的数据，2018 年中国汽车销量占全球销量的 29%，未来有望超越美国成为全球第一大汽车保有量市场。

图 37：中美两国汽车销量占比



资料来源：德勤《2019 中国汽车后市场白皮书》，国元证券研究所

随着公司汽车诊断系列产品在国外已获得客户的认可，形成了较好的品牌影响力，公司将利用现有的客户基础和品牌优势，进一步加大开拓国际新兴市场和国内市场的力度，争取更大的市场份额。2020 年，公司的 MaxiSys Ultra、MaxiSys ADAS MA600 等新产品已逐步推向市场，未来将不断深入和引导客户需求，加大产品的推

广力度，争取早日打开中国市场。我们认为，与欧美一线品牌诊断产品相比，公司的产品在中国具备本地化和性价比优势，且覆盖的车系更广。以公司的 MaxiSys Elite 产品为例，公司与竞争对手的车系覆盖情况如下：

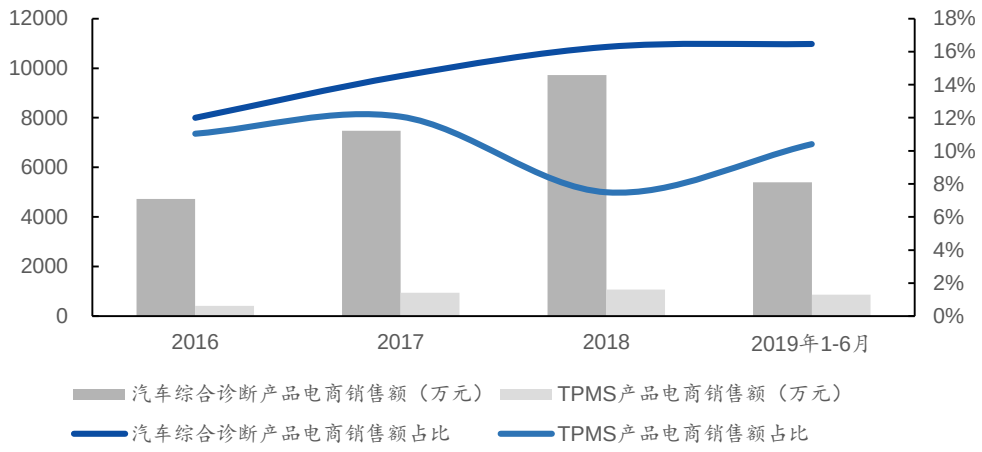
表 7：公司与竞争对手的车系覆盖情况对比

比较项目	道通科技	实耐宝	博世	OTC	元征科技	Auto Land
美洲车系	✓	✓	✓	✓	✓	✓
欧洲车系	✓	✓	✓	✓	✓	✓
亚洲车系	✓（含东南亚）	✓	✓	✓		✓
中国车系	✓				✓	✓
支持年份	至 2020	至 2018	至 2019	至 2019	至 2019	至 2019

资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

电商的兴起带动了汽车后市场销售模式的变化，其在提高了汽车后服务流通效率的同时降低流通成本，助力汽车后市场实现互联网化、便捷化和扁平化发展。随着电商渠道的拓展和巩固，公司通过电商渠道实现的销售收入快速增长，2018 年与 2016 年相比增速达到了 105.38%。根据招股说明书披露的信息，过去公司的电商产品主要面向中国境外的全球地区进行销售，而随着短视频、直播、内容带货等数字营销方式在中国的兴起，公司通过电商模式渗透中国市场成为了可能。

图 38：汽车综合诊断产品与 TPMS 产品的线上销售额统计



资料来源：公司招股说明书，国元证券研究所

直播电商的模式伴随着新零售的业态而生，并在疫情期间成为各行业线上销售的主旋律。2020 年 6 月，公司中国区销售总监蔡鹏携手汽车诊断大咖通过互联网直播带货 MaxiSys MS919 / MS909，以全年全网最低价回馈客户，并加持派送包括价值超过十万元的 EVO II 8K 无人机、MV400 内窥镜等在内的超值大奖，真正意义上让客户享受直播带货新业态带来的红利。此次直播，在线观众数达 1.3 万，在线成交 MaxiSys MS919 / MS909 超过 1000 台，销售额超过 1200 万。公司在疫情期间积极求变，开创汽车后市场直播带货先河，全力迎合国人的消费观念，有望扩大在国内的品牌影响力，为公司进一步深耕国内市场提供了保障。

图 39：6.21 父亲节年中钜惠直播现场



资料来源：公司官网，国元证券研究所

随着公司汽车智能诊断、检测产品市场需求的持续快速增长，现有深圳生产场地规模受限，此外公司业务规模逐渐扩大，为保障生产经营的稳定性，公司亟需建设自有生产基地。公司本次在科创板上市募集资金总额为 121800.00 万元，扣除与发行费用有关的费用后合计 109924.94 万元，拟投资于道通科技西安西北总部基地及研发中心建设、汽车智能诊断云服务平台建设等项目。

公司已在西安购置土地，计划建设生产、仓储车间及相关配套辅助设施，引进先进的生产设备等，建设西安西北总部基地及研发中心；其中主要建设内容包括研发中心和产品总部基地。该项目达产后可有效提高公司研发、生产经营的稳定性，从而保障业务的持续快速发展。

表 8：募投项目情况

项目名称	总投资规模（万元）	拟投入募集资金（万元）
道通科技西安西北总部基地及研发中心建设项目	55609.64	55609.64
汽车智能诊断云服务平台建设项目	9390.98	9390.98
合计	**65000.62**	**65000.62**

资料来源：公司公告，国元证券研究所

2021 年是公司增强现有产品竞争优势、深耕汽车后市场数字化机遇、拓展智能化战略新机会的关键年。未来，公司将参与行业资源整合，加入数字化生态圈，全力打造高质量发展强劲引擎，与汽车后市场共同迈向数字化转型全面加速的新时代。

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是专业的汽车智能诊断、检测和 TPMS（胎压监测系统）产品及服务综合方案提供商，产品主销美国、德国、英国、日本、澳大利亚等 70 多个国家和地区。在持续深耕汽车综合诊断等传统业务的同时，公司紧跟汽车产业智能化、网联化和新能源化的趋势，运用云平台、大数据、AI 等核心技术向更多专业智能诊断检测综合解决方案、智能汽车电子零部件以及新能源电池分析系统等领域拓展，产品线日益丰富，未来成长空间较为广阔。目前，公司的主要产品包括：汽车综合诊断产品、TPMS 产品、软件升级服务、其他汽车产品及其他业务，我们按照这五个维度来预测公司未来的收入和毛利率情况。

1. **汽车综合诊断产品**：该产品是公司的传统业务，也是目前收入最大的产品，主要包括：简易诊断仪——读码卡、乘用车智能综合诊断电脑、商用车智能综合诊断电脑等。公司在汽车综合诊断产品方面持续迭代更新，引领行业发展。2018-2019 年，该业务收入增速分别为 16.03%、22.50%，预测该业务未来三年将保持稳健增长的态势，收入增速分别为 21.62%、26.93%、25.48%。过去两年该业务毛利率分别为 60.30%，60.73%，预测未来三年将保持稳定，维持在 60-61%的区间。

2. **TPMS 产品**：目前 TPMS 系列产品主要包括：TPMS 系统诊断匹配工具和 TPMS Sensor（胎压传感器），未来公司将快速地覆盖新车型，产品更加智能易用，加快扩大全球市场份额。2018-2019 年，该业务收入增长较快，分别为 82.64%、49.14%，预测未来三年增速分别为 52.31%、58.84%、51.83%。过去两年该业务的毛利率分别为 46.04%、54.78%，预测未来三年将维持在 54-56%的区间，并呈现小幅上升的趋势。

3. **软件升级服务**：应用软件是公司汽车智能诊断、检测分析系统的核心内容，是产品功能的关键所在，公司在北美、欧洲等市场采用后续软件升级收费模式。目前，公司在大力投入建设新一代云平台，未来将通过人工智能技术将各种维修资料、专家资源、诊断功能进行有机结合，为用户提供系统的向导式的解决方案。2018-2019 年，该业务收入增速分别为 30.73%、43.08%，预测未来三年增速分别为 52.69%、50.82%、49.53%。该业务毛利较高，过去两年分别为 95.83%、94.10%，预测未来三年将维持在 94-95%的区间。

4. **其他汽车产品**：该产品包含 ADAS 产品等。2018-2019 年，该业务收入增速分别 73.24%、80.07%，预测未来三年增速分别为 48.61%、51.69%、45.29%。过去两年该业务毛利率分别为 44.41%、50.69%，预测未来三年将稳定在 2019 年的水平，维持在 51-52%的区间。

5. **其他业务**：该业务体量较小。2018-2019 年，收入增速分别为 100.55%，53.87%，预测未来三年增速分别为 10.46%、12.57%、8.54%。该业务毛利率波动较大，2018-2019 年分别为 73.19%、45.52%，预测未来三年将稳定在 2019 年的水平，维持在 45-47%的区间。

表 9：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车综合诊断产品					
收入	596.79	731.08	889.14	1128.58	1416.14
增长率	16.03%	22.50%	21.62%	26.93%	25.48%
毛利率	60.30%	60.73%	60.81%	60.89%	60.94%
TPMS 产品					
收入	143.49	214.00	325.94	517.73	786.07
增长率	82.64%	49.14%	52.31%	58.84%	51.83%
毛利率	46.04%	54.78%	54.81%	54.95%	55.07%
软件升级服务					
收入	93.67	134.02	204.64	308.63	461.50
增长率	30.73%	43.08%	52.69%	50.82%	49.53%
毛利率	95.83%	94.10%	94.13%	94.17%	94.19%
其他汽车产品					
收入	56.03	100.88	149.92	227.42	330.42
增长率	73.24%	80.07%	48.61%	51.69%	45.29%
毛利率	44.41%	50.69%	51.04%	51.48%	51.66%
其他业务					
收入	10.28	15.82	17.47	19.67	21.35
增长率	100.55%	53.87%	10.46%	12.57%	8.54%
毛利率	73.19%	45.52%	45.91%	46.07%	46.17%
合计					
收入	900.25	1195.80	1587.11	2202.03	3015.47
增长率	24.75%	32.83%	32.72%	38.74%	36.94%
毛利率	60.88%	62.36%	62.79%	63.05%	63.38%

资料来源：Wind，国元证券研究所

可比公司估值：

在国内 A 股市场中，四维图新、德赛西威、鸿泉物联、锐明技术等公司也从事汽车前装、后装市场的相关业务，故选择这四家作为可比公司。从 PE 估值水平的角度来看，公司的估值水平略高于四家可比公司的平均水平，同时，在五家公司中居第三位，低于四维图新和德赛西威，高于鸿泉物联和锐明技术。目前，汽车电子化和智能化程度不断提升，公司紧跟产业变革，不断推出纵向与横向产品，未来成长空间较为广阔。考虑到公司 2020 年限制性股票激励计划中较高的业绩考核目标，我们认为公司目前的 PE 估值水平是合理的，具备较好的长期投资价值。

表 10：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002405.SZ	四维图新	14.50	284.36	0.17	0.14	0.23	0.29	83.84	104.09	62.64	49.78
002920.SZ	德赛西威	71.40	392.70	0.53	0.82	1.10	1.45	134.42	86.61	64.63	49.24
688288.SH	鸿泉物联	35.58	35.58	0.70	0.90	1.29	1.73	51.05	39.59	27.65	20.52
002970.SZ	锐明技术	51.75	89.42	1.13	1.45	1.94	2.54	45.92	35.67	26.72	20.38
平均		-	-	-	-	-	-	**78.81**	**66.49**	**45.41**	**34.98**
688208.SH	道通科技	70.72	318.24	0.73	0.97	1.35	1.84	97.33	72.81	52.50	38.42

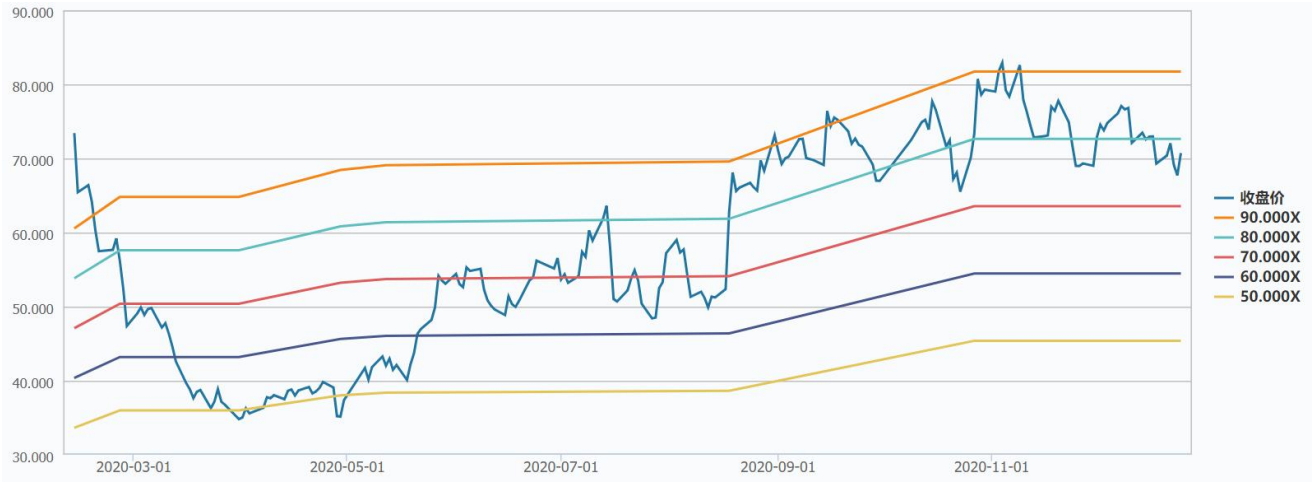
资料来源：Wind，国元证券研究所　　注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2020 年 12 月 25 日

投资建议：

随着汽车电子化和智能化程度的不断提升，汽车已被构建成一个复杂的智能网络系统，高效、准确的汽车维修越来越依赖于智能化的汽车诊断和检测系统以及后市场数字化生态体系的构建。公司紧跟行业最新发展趋势，以汽车综合诊断产品为依托，以持续研发创新为驱动，不断推出纵向与横向产品。随着汽车保有量与平均车龄的逐年增加，全球汽车后市场的规模将持续增长，公司未来的持续成长空间较为广阔。

预测公司 2020-2022 年营业收入为 15.87、22.02、30.15 亿元，归母净利润为 4.37、6.06、8.28 亿元，EPS 为 0.97、1.35、1.84 元/股，对应 PE 为 72.81、52.50、38.42 倍。上市以来公司 PE 主要运行在 50-90 倍之间，目前计算机（申万）指数的 PE TTM 为 67 倍，预期公司未来三年归母净利润 CAGR 为 36.33%，成长性良好，考虑到汽车电子化和智能化程度的不断提升，市场需求持续增长，行业景气度无忧，公司的估值水平有望维持。因此，给予公司 2021 年 70 倍的目标 PE，对应的目标价为 94.50 元。首次推荐，给予“买入”评级。

图 40：道通科技上市以来 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

5. 风险提示

1. 新冠肺炎疫情反复；
2. 中美贸易摩擦升级；
3. 知识产权纠纷；
4. 国内市场拓展进度低于预期；
5. 汽车后市场竞争加剧。

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	983.52	1085.06	2556.50	3077.81	3798.04
现金	427.45	346.13	1631.46	1852.18	2211.42
应收账款	222.81	252.81	327.54	439.64	571.04
其他应收款	23.80	30.50	35.39	42.50	47.04
预付账款	12.10	35.47	37.15	44.26	44.51
存货	276.56	355.51	460.01	623.83	833.81
其他流动资产	20.79	64.64	64.94	75.39	90.22
非流动资产	344.13	422.13	424.06	433.94	449.51
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	161.94	166.79	182.11	190.70	199.65
无形资产	20.59	59.98	60.89	63.13	65.39
其他非流动资产	161.60	195.35	181.06	180.11	184.47
资产总计	1327.65	1507.19	2980.56	3511.74	4247.55
流动负债	183.18	180.42	205.10	249.54	313.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	111.34	89.64	109.67	140.92	186.08
其他流动负债	71.84	90.78	95.43	108.62	127.61
非流动负债	110.04	161.59	176.74	188.19	213.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	110.04	161.59	176.74	188.19	213.01
负债合计	293.21	342.02	381.84	437.73	526.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.00	400.00	450.00	450.00	450.00
资本公积	92.17	95.97	1203.07	1203.07	1203.07
留存收益	545.28	672.25	949.31	1424.38	2070.95
归属母公司股东权益	1034.44	1165.17	2598.71	3074.01	3720.84
负债和股东权益	1327.65	1507.19	2980.56	3511.74	4247.55

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	197.89	229.14	343.00	385.47	574.68
净利润	335.78	326.98	437.06	606.19	828.42
折旧摊销	37.08	54.72	46.71	40.96	41.21
财务费用	-37.70	-7.99	-9.89	-17.42	-20.32
投资损失	1.79	7.21	2.35	1.49	1.56
营运资金变动	-154.25	-173.00	-142.66	-256.30	-301.20
其他经营现金流	15.19	21.22	9.43	10.55	25.00
投资活动现金流	-52.49	-136.82	-58.40	-51.28	-54.16
资本支出	48.98	114.07	20.45	22.62	28.57
长期投资	-0.48	9.87	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	-4.00	-12.88	-37.95	-28.66	-25.59
筹资活动现金流	-20.08	-200.04	1000.74	-113.47	-161.28
短期借款	-20.00	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	0.00	0.00	50.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.18	3.80	1107.10	0.00	0.00
其他筹资现金流	-0.26	-203.84	-156.36	-113.47	-161.28
现金净增加额	141.39	-102.18	1285.34	220.72	359.24

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	900.25	1195.80	1587.11	2202.03	3015.47
营业成本	352.18	450.11	590.59	813.61	1104.35
营业税金及附加	13.88	12.88	17.62	24.00	30.46
营业费用	113.38	167.39	226.48	316.87	436.04
管理费用	77.13	97.92	130.62	182.99	253.90
研发费用	125.20	167.81	227.62	302.64	403.73
财务费用	-37.70	-7.99	-9.89	-17.42	-20.32
资产减值损失	-9.05	-5.92	-4.36	-4.42	-3.87
公允价值变动收益	1.36	-5.80	1.06	0.78	0.76
投资净收益	-1.79	-7.21	-2.35	-1.49	-1.56
营业利润	300.36	341.30	452.84	629.09	859.38
营业外收入	22.97	0.79	3.62	3.78	4.13
营业外支出	0.23	0.14	0.15	0.17	0.21
利润总额	323.09	341.95	456.31	632.70	863.30
所得税	-12.69	14.97	19.26	26.51	34.88
净利润	335.78	326.98	437.06	606.19	828.42
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	335.78	326.98	437.06	606.19	828.42
EBITDA	299.74	388.03	489.66	652.63	880.27
EPS（元）	0.84	0.82	0.97	1.35	1.84

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	24.75	32.83	32.72	38.74	36.94
营业利润(%)	288.25	13.63	32.68	38.92	36.61
归属母公司净利润(%)	267.52	-2.62	33.67	38.70	36.66
获利能力					
毛利率(%)	60.88	62.36	62.79	63.05	63.38
净利率(%)	37.30	27.34	27.54	27.53	27.47
ROE(%)	32.46	28.06	16.82	19.72	22.26
ROIC(%)	43.33	36.16	42.20	47.04	52.43
偿债能力					
资产负债率(%)	22.09	22.69	12.81	12.46	12.40
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	5.37	6.01	12.46	12.33	12.11
速动比率	3.85	4.01	10.17	9.77	9.38
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.84	0.71	0.68	0.78
应收账款周转率	4.80	4.80	5.04	5.31	5.54
应付账款周转率	3.90	4.48	5.93	6.49	6.75
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.73	0.97	1.35	1.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.51	0.76	0.86	1.28
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.59	5.77	6.83	8.27
估值比率					
P/E	94.78	97.33	72.81	52.50	38.42
P/B	30.76	27.31	12.25	10.35	8.55
EV/EBITDA	105.03	81.13	64.29	48.24	35.76

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188