

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

道通科技 (688208)

重大事件快评

增持

(首次评级)

2020 年 05 月 12 日

创新业务成果斐然，持续高成长可期

证券分析师：熊莉

xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030002

证券分析师：于威业

0755-81982908

yuweiy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519050001

事项：

道通科技是全球汽车智能诊断行业寡头之一，超过 86% 收入来自海外，受疫情影响前期股价下跌幅度较大，我们特针对公司基本面进行梳理和分析，挖掘公司投资价值。

国信计算机观点：

1) 汽车综合诊断寡头地位稳固，云赋能产品升级，稳定增长可期。汽车规模持续上升，维修需求持续增加，在新店开设和非原厂化设备普及趋势下，行业保持稳定增长。公司在细分领域为寡头之一。经过多年发展，目前在全球汽车修理店共 100 万家中，公司产品终端覆盖 40 万家；对新一代综合诊断解决方案、新一代云平台和智能电池分析系统等进行研究和开发，云服务有望提升公司业务附加值，产品综合售价有望逐步提升；在覆盖面和诊断准确性方面保持领先优势；已积累上万维修案例库、协议库、核心算法库，综合具备较强技术和渠道壁垒。

2) TPMS 传感器及匹配工具覆盖面、适用频段、安装方式等方面领先，业务高速增长。在 TPMS 领域，公司是全球唯一以自主研发方式且可同时提供胎压传感器及匹配工具的厂家，二者相互促进形成生态，有力促进公司竞争力。以 2019 年全球汽车销售量约 9000 万计，故预测至 3-5 年 TPMS 普及后，市场有望年新增需求 3-4 亿颗；全球汽车保有量超过 10 亿辆，以 10 年车龄，每五年换一次计，故考虑存量替换以及新增市场，预计市场容量有望达到每年 7-8 亿颗，市场规模有望达到 700-800 亿元。中国市场开展较晚，2020 年开始强制安装，需求逐步释放。

3) ADAS 标定设备车系覆盖、功能、效率市场领先，汽车智能化浪潮下业务爆发增长。公司 ADAS 标定设备在产品的覆盖面、维修效率等具有全球竞争力。公司 2019 年推出了新一代轻便型、可折叠、可快拆的 ADAS-MA600 新型标定主架，通过配合双激光定位方式，能快速、精准的完成校准定位。随智能化技术普及，近 2 年中高档车逐渐覆盖，ADAS 后装需求实现爆发式增长，带动公司业务高速增长，是公司成长最快的产品线。

4) 智能终端推广带动软件升级服务持续增长。随着公司以上智能终端产品的推广，公司配套的软件升级业务规模也逐步扩大。软件升级服务方面，公司的 500 多研发工程师超 50% 为软件工程师，产品竞争力加强，用户对升级认可度加强，升级率逐步提高。

5) 疫情、贸易摩擦影响公司业务有限，长期趋势不改。2020Q1 公司实现营收 2.80 亿元 (+13.36%)，归母净利润 6165.51 万元 (+42.56%)，扣非净利润 6410.78 万元 (+68.79%)。在 2020Q1 疫情影响下，公司仍实现收入稳定增长，利润端由于人民币贬值，汇兑收益超预期。公司业务属于汽车后市场，相对于前装市场受疫情影响较小。海外因为公司的汽车维修行业属于民生行业，不能停工。此外，意大利等发达国家开始逐步解封，恢复经济活动，预期疫情封锁逐步解除后影响将逐步消退，业务发展趋势不改。中美贸易摩擦层面，公司已转移汽车综合诊断等产能至越南，目前中美贸易战对公司影响较小。

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.15/5.45/7.25 亿元，利润年增速分别为 27%/31%/33%，摊薄 EPS=0.92/1.21/1.61 元，对应当前股价 PE 为 45.8/34.9/26.2X，首次给予“增持”评级。

评论:

■ 公司概况: 专业的汽车智能诊断、检测和 TPMS 产品及服务综合方案提供商

道通科技是一家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，于 2020 年 2 月成功登陆上海证券交易所科创板。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、澳大利亚等 50 多个国家和地区。

公司紧紧围绕汽车产业智能化、网联化和新能源化的趋势，运用云平台、大数据、AI 等核心技术正在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。公司已在全球汽车智能诊断、检测领域深耕十多年，通过紧跟汽车发展趋势、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 系列在内的三大产品线。同时基于多年积累的诊断维修数据与案例，开始提供一体化的智能维修云服务。

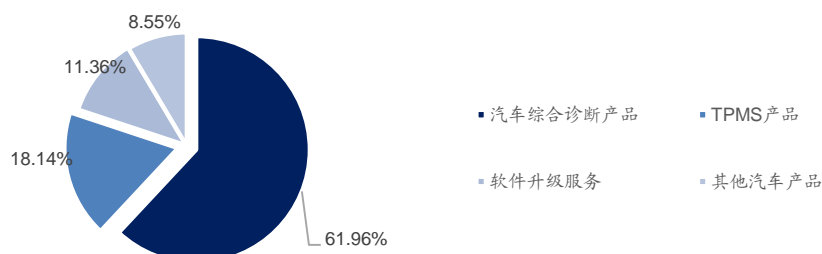
图 1: 道通科技历史沿革



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

公司以汽车综合诊断产品为核心产品。公司紧跟汽车电子技术最新发展趋势，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，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 系列在内的三大产品线及相关的软件升级服务。

图 2: 2019 道通科技收入结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

李红京先生为直接控制人，科创板上市。李红京先生持有公司 42.44% 的股份，为公司直接控制人。公司于 2019 年 11 月获得科创板上市委审核通过，募集资金净额人民币 10.99 亿元，并于 2020 年 2 月 13 日完成挂牌上市，发行 5000 万新股，价格 24.36 元/股，募集资金 12.18 亿元。

销售主要面向海外客户群体。公司的主要客户分布于北美、欧洲、中国及电商平台等。公司已在北美、欧洲等主要

地区设立了海外分支机构，公司境外销售已遍及全球超过 50 个国家和地区。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，提高当地市场服务水平；在新兴市场，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，进一步加强全球销售网络建设。在品牌建设和市场推广方面，2019 年公司先后参与和组织全球 40 多场专业展会及合作伙伴峰会。

公司对大型客户群体依赖较少，客户销售占比最高仅为 10.49%，2019 年度前五名客户销售额 34,295 万元，占年度销售总额仅为 28.68%。前五名客户销售占比总和仅为 28.68%。从销售模式看，公司根据客户采购公司产品和服务的用途可划分为经销和直销模式。结合下游市场需求及自身产品特点，公司销售采用经销为主、直销为辅的模式。经销客户包括大型连锁零售商、汽配行业经销商、电商等，在经销模式下，客户向公司购买产品后，会面向下一级分销商或终端用户进行销售；直销客户主要是大型汽车维修连锁店、保险、环保等行业客户以及通过智能终端直接购买软件升级的终端用户。

产品线丰富齐全，逐步形成产品生态

随着汽车电子化程度的不断提升，汽车已被构建成为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设备和电子检测工具。公司依托汽车诊断产品不断推出纵向与横向产品，目前已打通三条产品线及相关软件升级服务。

表 1：公司主要产品及服务

一级分类	二级分类	简介
汽车综合诊断产品	简易诊断仪——读码卡	汽车智能诊断电脑产品的简易便携版本，其基本功能与智能诊断电脑的部分功能相似，主要面向小型或 DIY 领域市场。
	乘用车智能综合诊断电脑	产品通过计算机技术对汽车内部电控系统进行全自动化检测，帮助使用者了解汽车故障的类型、产生原因、故障发生位置从而检修汽车。公司产品全面支持主流品牌不同车型，具备覆盖车型广、准确率高、智能易用等特点，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。
	商用车智能综合诊断电脑	基本功能与乘用车智能诊断电脑产品基本一致，是针对商用车的综合型智能诊断产品。
TPMS 系列产品	TPMS 系统诊断匹配工具	产品为专门用于胎压系统检测和胎压传感器激活、编程和学习的小型便携式手持设备，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，记录并回放传感器数据，对传感器的位置和 ID 进行识别。
	TPMS Sensor（胎压传感器）	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。
ADAS 系列产品	ADAS 智能检测标定工具	产品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，可以大幅提高 ADAS 系统的标定效率。
软件升级服务	软件升级服务	诊断检测应用软件所覆盖车型更新及功能拓展服务

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

紧跟汽车电子智能化、新能源化的技术趋势迭代发展数字化诊断设备

公司传统综合诊断产品优势明显，并有十多年自主研发的汽车智能诊断核心技术积累和竞争优势。公司针对胎压监测系统和高阶驾驶辅助系统，深入开发了具有技术竞争力和高兼容性的 TPMS 系统诊断匹配工具及胎压传感器、高阶驾驶辅助系统标定工具等汽车专业智能检测工具。

公司充分发挥多车系兼容性优势，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。在新能源方向，公司通过汽车诊断、检测核心技术与新能源电池检测技术相结合，将向智能电池分析系统领域拓展。

图 3：主要产品和服务的演进



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

未来战略——发展产品生态，通过汽车电子智能化、数字化推动公司核心产品升级

作为全球汽车智能诊断、检测领域产品和服务的主要提供商之一，公司在全球汽车后市场拥有数十万高度黏性的行业终端用户，同时拥有海量汽车诊断数据库及核心算法，深厚的市场及技术基础使得公司能够不断在汽车后市场推出横向和纵向新产品和服务种类，同时新的产品和服务类别又进一步提升公司品牌形象，通过专有技术与诊断核心技术相结合形成产品生态护城河。基于多年积累的诊断维修数据与案例，公司未来通过数字化应用及管理过程，紧紧围绕全场景智能修车，在诊断、维修和供应上为客户提供一体化的智能维修解决方案。

公司将把握汽车大行业智能化、数字化、新能源的趋势，积极投入未来汽车电子大趋势的研发和产品销售。

在智能化方面，以 ADAS 和智能驾驶为出发点，推出更多更智能、功能更全面的专业性诊断设备和综合解决方案，进一步拓展智能诊断、远程诊断及远程专家支持等功能，在产品功能的广度深度及业务智能化方面下足功夫。

在数字化方面，公司持续增强汽车智能诊断数据库积累的功能和价值，一方面利用互联网和大数据的优势，开展延伸汽车后市场的**汽车保险、二手车、配件**的多元服务，一方面加强在线的**云平台大数据和社区结合**，云平台通过数据分析后会提供维修案例、检索维修资料、人工的维修专家，形成在线支持，把全球维修技师通过在线平台贯穿起来。通过网联化搭建整体生态体系，把云服务当成产品的延伸，公司形成更好远程支持的能力，使得在解决方案端更加丰富，最终成为更加全面的方案提供商。

在新能源方面，对新能源车技术、产品储备进行了前瞻研发布局，基于深厚的技术积淀，以新能源车的动力系统为出发点，通过汽车检测核心技术与新能源电池检测技术相结合，并在新能源车的智能诊断、检测方面初见成果，未来打造动力系统智能诊断产品组合，之后根据新能源车的智能中控系统，开发对接兼容主流车型的普适维修诊断设备。

图 4: 产品网联化信息中枢集成图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心技术竞争力突出，产品性能优良

公司已逐步组建了较为完善的研发组织架构，建立起稳定的研发和质量保障体系，研发领域覆盖汽车智能诊断、检测主要技术领域，形成了包含软件、硬件、设计、测试等功能完整的研发体系。公司已形成素质高、专业技术过硬的研发团队，主要研发骨干均为硕士以上学历，技术领域包括汽车工程、电子工程、计算机科学、互联网工程、工业设计等学科等，全面覆盖公司技术和产品各个环节。截至 2019 年末，研发人员达 553 人，占公司总人数比例高达 43.75%。

公司在新型设备研发、软件开发、工艺技术创新、知识产权体系建设、云技术业务创新等方面取得众多成果。在产品、技术、品牌等方面获得了多项荣誉及奖项，包括获得素有设计界“奥斯卡”之称的德国红点设计奖和 IF 设计奖共 13 项；荣获深圳市科学技术奖励委员会办公室颁发的深圳市科学技术奖；3 款主要产品被深圳市工业展览馆评定为“深圳工业设计精品展-优秀展品”。截至 2019 年末，公司拥有境内外专利共计 227 件（发明新型专利 33 项，实用新型专利 44 项，外观设计专利 150 项），其中境内 173 余件，境外 54 件，被深圳市市场和质量管理委员会认定为“深圳市知识产权优势企业”。

2019 年，公司进一步加大研发投入，研发投入占营业收入比例达 15.1%；公司紧随智能化、网联化、新能源发展趋势，对新一代综合诊断解决方案、新一代云平台和智能电池分析系统等进行研究和开发；对综合乘用车和商用车诊断软件功能进行持续升级，在覆盖面和诊断准确性方面保持领先优势；在 ADAS 标定产品领域，推出了新一代轻便型、可折叠、可快拆的 ADAS-MA600 新型标定主架，通过配合双激光定位方式快速精准完成校准定位。

公司汽车智能诊断、检测产品功能强大，已实现高度智能化、集成化。产品竞争优势明显。

表 2：汽车智能诊断电脑 MaxiSys 系列优势

优势	简介
覆盖车型广泛	囊括亚欧美等近 200 个主流汽车品牌，并不断增加
功能稳定强大	在传统诊断功能的基础上，能实现匹配等高级功能，支持 J2534 协议并在线编程
诊断准确率高	由数亿份实际数据模型通过智能仿真系统训练而得出车系诊断数据库，诊断普遍准确率较高
诊断方式多元	可通过蓝牙/WiFi 等无线连接，无障碍 100 米范围内任意移动测车，同时采用远程诊断技术，实现技术人员的远程技术支持
操作智能便捷	实现一键升级、一键识别、一键诊断、一键分析、一键管理、一键反馈等智能化操作
处理运行快速	优化软件系统并高配各类硬件设备，实现软硬件有效结合，极大的提升诊断设备运行速度

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

坚持全球化发展战略，具有全球市场布局和较高的品牌知名度

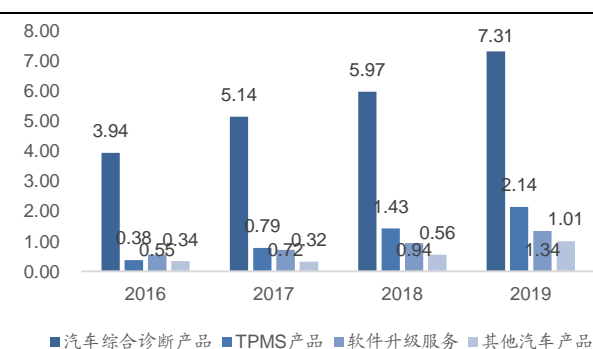
通过多年发展与布局，公司在全球主要销售区域设立了销售子公司，销售网络已覆盖北美、欧洲、中国、亚太、南美、IMEA（印度、中东、非洲）等全球 50 多个国家或地区，初步形成了一体化全球营销网络。

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。根据美国 PTEN(Professional Tool & Equipment News)杂志调查显示，与实耐宝(Snap-on)和 OTC 等属于市场主要参与者，具有较好的用户品牌认可度。

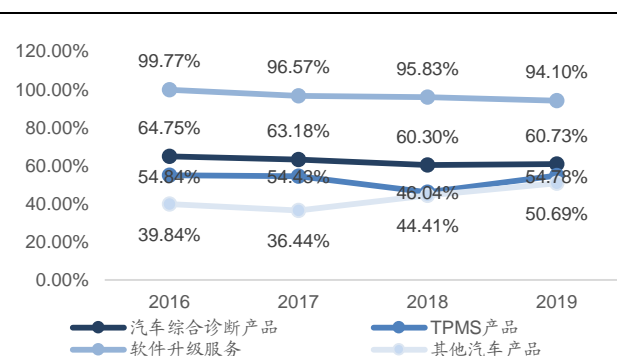
2018 年下半年公司将国内部分产能逐步向越南转移，并于 2019 年 7 月实现汽车综合诊断电脑产品、胎压传感器和 ADAS 产品实现量产，顺利实现公司阶段性全球化供应的布局。考虑全球市场布局以及近年来持续升温的国际贸易摩擦，2019 年公司斥资 1100 万人民币在越南购置土地，启动越南生产中心建设，进一步保障全球供应稳定性和敏捷性，同时充分利用越南当地的人力和生产成本优势保持产品的成本竞争优势。

■ 财务分析：收入高速增长，对比头部厂商成长空间仍较大

主营业务营收整体持续增长。2019 年公司汽车综合诊断产品、TPMS 系列产品、软件升级服务及其他汽车产品的营收分别为 7.31、2.14、1.34 及 1.01 亿元，毛利率在分别为 60.73%、54.78%、94.10%及 50.69%，近两年诊断产品与 TPMS 产品的毛利率均有所上升。

图 5：道通科技主营业务分拆（亿元）


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：道通科技主营业务毛利率


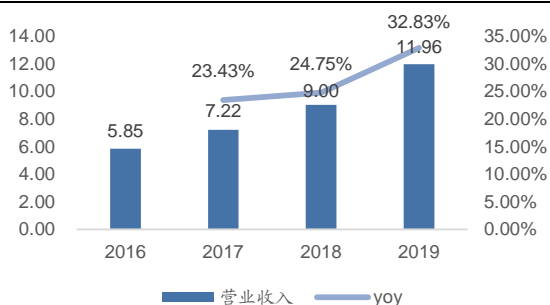
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司营收与净利整体高速增长。2019 年，公司实现营业收入 11.96 亿元，近 4 年复合增长率为 26.94%。2019 年归母净利润 3.27 亿元，2019 年公司营收同比增长 33%，扣非净利润增长 5%，营业利润增长 16.3%低于营业收入，其原因一为公司 2019 年研发投入有所增加，1.78 亿占营收 15%，为公司增强产品竞争力的长期经营策略；二为销售费用增长 47%，巩固欧美市场的同时，公司在亚太、南美、中东等地区设立了营销子公司，也是为长期渠道建设做铺垫；三为 2018 年人民币贬值较大，公司得到 3700 万元收益，2019 年人民币贬值幅度小，双边波动明显，公司为避免风险购买了远期产品，收益约 300 万，低于 2018 年收益。如果去除这些因素，营业利润与收入增长保持一

致。2019 年实现综合毛利率 62.36%。

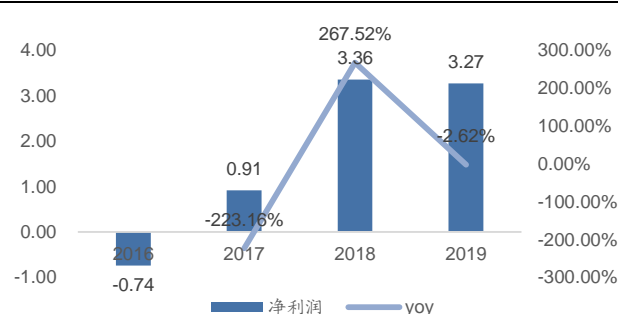
2020Q1 公司实现营收 2.80 亿元 (+13.36%)，归母净利润 6165.51 万元 (+42.56%)，扣非净利润 6410.78 万元 (+68.79%)。在 2020Q1 疫情影响下，公司仍实现收入稳定增长，利润端由于人民币贬值，汇兑收益超预期。

图 7：道通科技主营业务收入（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

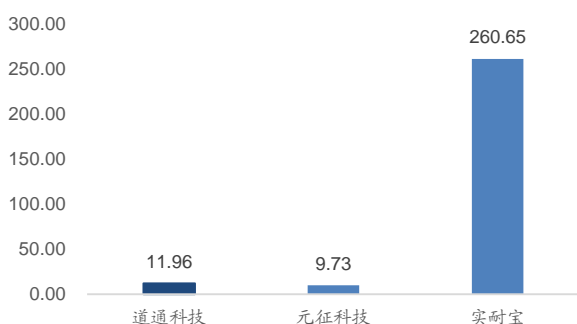
图 8：道通科技主营业务毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

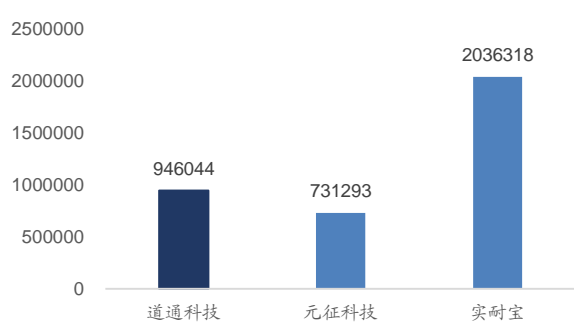
营收远低于同行业头部公司，但人均净利润水平已相对接近。2019 年，公司营业收入与净利润规模远小于同行业龙头企业，人均收入距离行业头部公司尚有一定差距，但人均净利润水平已较为接近，说明员工利润创造能力强，公司成长前景良好。

图 9：2019 年道通科技可比公司营业收入（亿元）



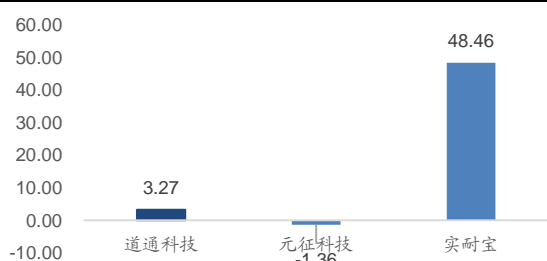
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：2019 年道通科技可比公司人均收入（元）



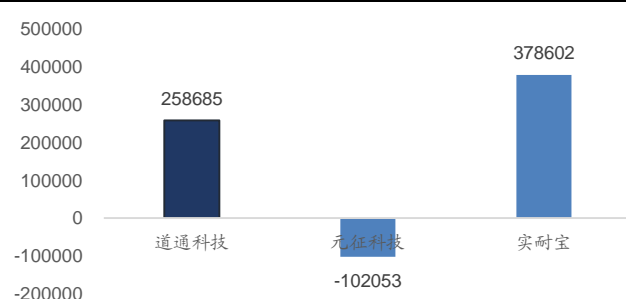
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：2019 年道通科技可比公司净利润（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

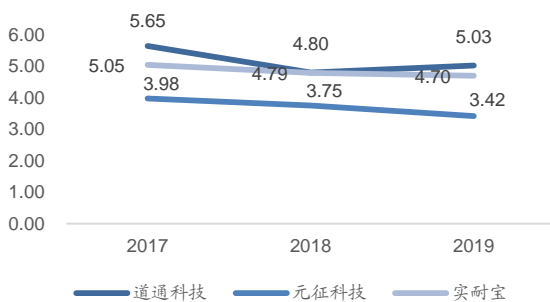
图 12：2019 年道通科技可比公司人均净利润（元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

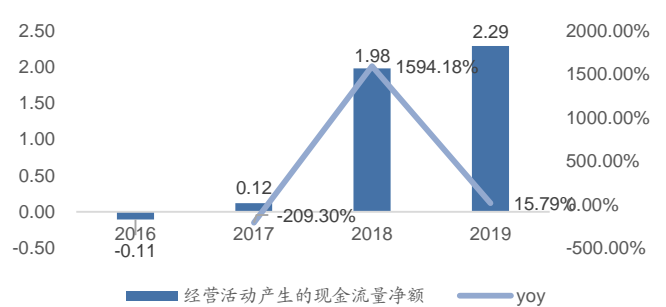
应收账款周转率略高于同行，经营活动现金流充足。公司于 2019 年的应收账款周转率为 5.03 次，应收账款周转天数为 71.59 天，略高于同行业实耐宝的 4.70 次与元征科技的 3.42 次。经营活动现金流净额自 2017 年起转正，快速增长并保持稳定。公司整体应收账款周转速度与行业持平，保证了现金流的正常运转与持续增长。

图 13: 2019 年道通科技可比公司净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 2019 年道通科技可比公司人均净利润 (元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

■ 行业分析: 汽车后市场发展趋势——智能化、网联化、新能源化

汽车后市场新趋势重构价值链

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、新能源化为载体创新驱动的商业模式, 围绕新能源和智能网联技术重构价值链。

表 3: 汽车后市场行业趋势

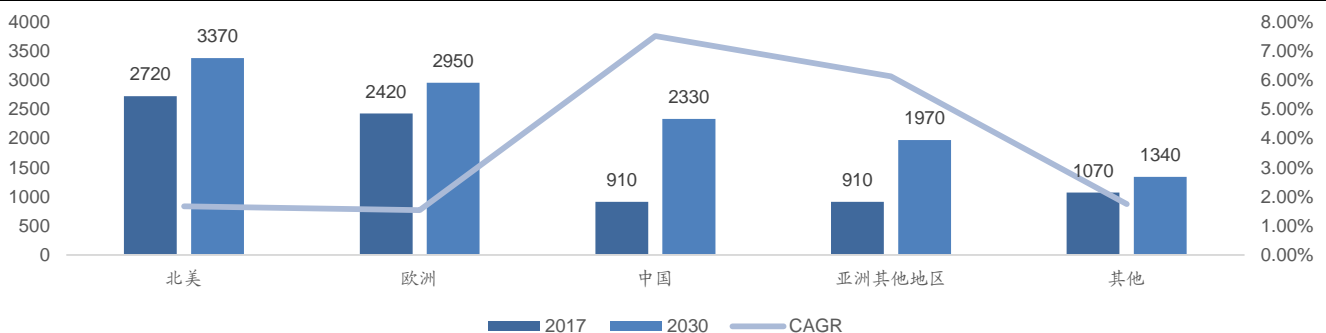
项目	智能化	网联化	新能源
汽车电子	电子零部件比例提高, 综合性功能的广度和深度提升	联网的快捷便利化服务需求增加	搭载更多智能系统的新能源车型面世
汽车后市场	汽车保有量稳步增长, 智能化的配件和服务比例增长	互联网的外延式后市场服务领域大幅度的拓宽	针对新能源领域的后市场产品和服务
汽车诊断维修市场	汽车电子零部件的后装替换, 更多的电子控制系统需要更专业、智能的诊断解决方案	利用互联网云服务提供便利、快捷、高效的诊断维修产品和服务, 诊断工具逐渐成为智能维修的中枢	需要提高新能源车辆的检测诊断能力, 在技术、产品和信息方面有更多潜在机会

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

数字化、网联化趋势衍生新需求, 重构行业市场空间

全球汽车后市场是一个相对稳定、碎片化的存量市场。从汽车金融到汽车维保, 从二手车到 4S 店, 不同行业、不同国家、不同企业、不同设备之间, 后市场数据仍然处在一个相对割裂、效率低下的状态, 没有形成规模效应。据麦肯锡报告预测: 北美汽车后市场规模约 2,700 亿欧元, 欧洲约 2,400 亿欧元, 中国市场约 900 亿欧元, 整个汽车后市场到 2030 年规模达到 12,000 亿欧元。

图 15: 全球各地区汽车后市场规模 (亿欧元)



资料来源: 麦肯锡、国信证券经济研究所整理

随着人工智能、物联网等新技术商用，市场边界越来越模糊，跨界竞争和跨界整合将成为可能；同时，数字化、网联化缩减了交易的中间环节，后市场玩家与客户建立更为紧密和直接的关系，使得提供产品的方式和交易模式也可能发生改变。

在数字化浪潮中，巨量市场空间吸引大量巨头纷纷加入，如国内的阿里从天猫车站到天猫养车，实现供应链端走向门店端布局；途虎养车从门店端走向供应链端，向 B2B 价值链延展；还有海外的亚马逊等电商和 NAPA 等独立第三方维修机构也进入市场，全球汽车后市场巨量空间的竞争格局将被重塑。

新能源趋势已经明朗，提供后市场潜在机会

经过多年的发展考验，全球的新能源汽车趋势基本确立，销量有显著增长。2014 年我国新能源乘用车销量仅为 5.8 万辆，2017 年销量增长到 55.6 万，2018 年达到 101.7 万辆，2014-2018 年年复合增速 103.9%；截至 2018 年底，全球新能源汽车累计销售突破 550 万辆，中国占比超过了 53%。在欧洲，随着 2021 年执行全球最严格的碳排放法规以及各国相继出台新能源汽车的财税激励政策，欧洲各主要车企已相继出台新能源车上市计划，欧洲车企的电动化战略进一步明确。美国许多州议会与州政府也出台了一系列相关法案与规定，支持本地新能源汽车的发展。在各项法律法规和政策措施的合力推动下，美国新能源汽车的发展成效显著，特别是以特斯拉为代表的电动汽车技术的研发水平和产业化程度居世界领先地位。

随着电动化的发展，汽车整体架构更加简单，传统的维修保养频率相比燃油车将有所下降，但并非严格意义上的利润池“缩水”，而是随价值链的改变进行转移。随着新能源汽车市场保持较快增长使其搭载的电子设备密度大幅上升，越来越多的新型汽车部件（如电池、电机等）将提出更高的技术性要求，各类汽车传感器激增，软件将成为汽车的核心。新能源汽车的发展给未来汽车电子市场发展带来巨大市场空间，后市场玩家将在技术、产品和信息方面将有更多潜在机会。

自动化智能化趋势提高电子零部件比例，综合性功能的广度和深度显著提升

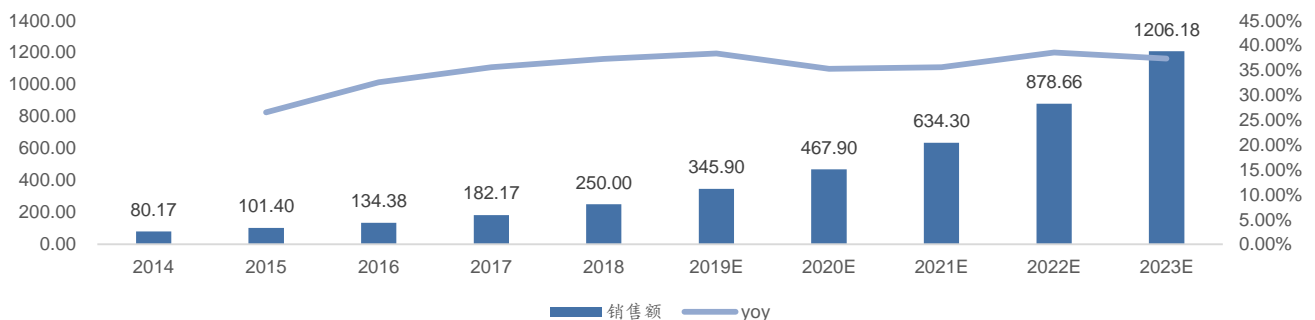
随着汽车自动化智能化技术的发展，汽车电子控制系统更加多样化，使其所需要的传感器等汽车智能电子零部件种类和数量不断增加。麦肯锡预测，2020 年电子零部件占整车部件比重的 50%；2030 年出售的乘用车中，约 50% 是高度自动化的，约 15% 是全自动化的。这些系统及部件都需要性能更智能、功能更全面的诊断设备和综合解决方案。

近年来，随着汽车安全系统朝向主动式安全发展，ADAS 系统从 2015-2016 年开始在高端车型试点应用，到 2018-2019 年绝大多数厂商已经普及 ADAS 功能；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。

目前，美国汽车存量市场平均车龄约 12 年，欧洲约 11 年，中国约 5 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。随着汽车智能化的发展，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市场。

根据高盛全球投资研究部门测算，2015 年欧美日的 ADAS 渗透率为 8%-12%；盖世汽车认为我国的 ADAS 产品渗透率仅为 2%-5%，可见目前 ADAS 市场整体渗透率较低，空间广阔。根据预测，截至 2023 年为止，我国 ADAS 市场规模预计将达 1206.18 亿元，4 年内年复合增长率达 36.65%。

图 16：我国 ADAS 市场规模（亿元）及增速



资料来源：北京恒州博之汽车研究中心、国信证券经济研究所整理

汽车智能诊断、检测行业市场价值日益显著，社会需求不断增长

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。综合型汽车诊断分析产品能够兼容不同品牌和车型，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。综合型汽车诊断分析产品的目标市场主要为独立汽车维修店，同时一些简易的小型诊断读码设备也被个人用户购买用于 DIY 诊断与维修。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兼容能力、便捷性、全面性与准确性等方面。

随着车辆电子化程度的不断提高，汽车行业诊断分析的市场价值日益显著。电子及动力总成领域持续不断的技术进步，历经 OBD-I 和 OBD-II 故障诊断标准的演变，使用综合型汽车诊断分析产品能将大部分车型的日常故障检测和维修过程变得非常简便，极大地缩短检测时间。各国的政策与法规对汽车维修检测也不断提出更高的要求，推动反垄断和降低社会成本，也推动了汽车诊断行业的技术革新。随着车辆的更高水平要求，提供在用车辆技术状况监控和维修质量控制服务的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。

TPMS 得到市场认可，需求迅速增长

胎压监测系统，即是通过在车辆的每个车轮上安装具有监测轮胎状态的传感器，能实时测录轮胎的压力、温度等安全数据，并通过无线射频方式接入车辆内置或外接仪表，提示数据变化与行车安全状态的系统。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。TPMS 因其良好的安全、节能功用得到了广泛的认可，美国、欧洲、中国相继通过立法将其列为车辆出厂标准配备。

中国 TPMS 前装市场快速增长。根据智研咨询预测，自中国强制安装 TPMS 后，2021 年 TPMS 前装市场渗透率预计达 100%，装配 TPMS 的乘用车数量将达 3425 万辆，2018-2021 的 3 年间年均复合增长率预计达 45.22%。随着中国市场的快速增长，全球 TPMS 的市场规模也将趋于稳定，预计 2025 年全球市场空间达 74.7 亿元，中国市场约占 32.6%，达 24.4 亿元。

表 4：世界各国及组织 TPMS 相关法规要求

国家或组织	立法时间	政策内容
美国	2005.04	美国国家公路交通安全委员会发布 FMVSS138《轮胎气压监测系统》，要求在美国销售的最大设计总质量不超过 4.5 吨的四轮乘用车和商用车 2005 年 10 月 5 日起渐进安装，并自 2007 年 9 月后开始全部安装轮胎气压监测系统。
国际标准化组织 (ISO)	2006.03	国际标准化组织 (ISO) 制定了有关轮胎气压监测系统的国际标准 ISO21750:2006。
欧盟	2009.07	欧盟立法规定自 2012 年 11 月 1 日起，所有出场的新车型及所有重量小于 3.5 吨的车辆必须配置 TPMS，2014 年 11 月后，胎压传感器将列为标准配备，以降低车辆故障几率，实现最大燃油效率。
韩国	2010.07	所有乘用车和总重量小于等于 3.5 吨的车辆，2013 年 1 月 1 日起新车型要求安装 TPMS，2014 年 6 月 30 日起所有车型要求安装 TPMS。
联合国	2010.08	联合国世界车辆法规协调论坛 (UN/WP29) 发布了 UNR64《关于装有临时备用总成、低压安全轮胎及/或低压安全系统和/或胎压监测系统车辆核准的统一规定》。
中国	2017.1	中国发布的《乘用车胎压检测系统的性能要求和试验方法》(GB26149) 规定，对于发动机中置且宽高比小于等于 0.9 的乘用车，其新申请型式批准车型自 2020 年 1 月 1 日起开始安装 TPMS，其已获得型式批准的车型自 2021 年 1 月 1 日起开始实施；对于其他 M1 类车辆，其新申请型式批准车型自 2019 年 1 月 1 日起开始实施，其已获得型式批准的车型自 2020 年 1 月 1 日起开始实施。

资料来源：中国产业信息网、国信证券经济研究所整理

TPMS 后装市场需求涌现。TPMS 传感器通过电池供电进行无线射频传输，由于供电电池使用寿命的限制，汽车后市场存在大量的耗用替换需求。随着强制性法规的出台和实施以及广大车主安全意识的提升，后装市场对 TPMS 传感器的需求开始迅速增长，对于法规强制之外的老旧车型和未建立强制法规的地区，TPMS 自发性需求也逐渐于汽车后市场得到显现。

汽车后市场技术、品牌要求高，知识产权壁垒极强

现代汽车实现了高度电子化，对行业参与者要求长期的技术研发和数据积累以及较强的研发创新能力，从而面对不断进化的汽车电子系统时开发出与之相适应的、具备全方位的诊断功能的产品，因而行业具有较强的行业属性和较高的技术壁垒。产品的车型覆盖面、诊断检测结果准确性、功能完整性、使用智能便利性、软件更新速度等方面是汽车智能诊断、检测行业中的公司参与市场竞争的关键技术因素。

由于汽车智能诊断、检测行业的技术门槛较高以及用户的品牌意识较强，行业参与者需要有较强的技术和规模实力，

整体行业集中度较高。

另外，由于行业参与者在全球市场竞争中需要对各类汽车品牌、车型等各类通讯协议和相关数据进行长期的积累和优化，形成自身独有的信息数据库和核心算法库，以确保在诊断准确度、反馈响应度等方面能够很好地满足市场的需求，同时并不依赖于汽车原厂和第三方的技术许可，因而具有很强的知识产权壁垒。

■ 成长分析：汽车综合诊断+TPMS+ADAS+软件升级服务多点开花

经过 16 年的沉淀，公司目前专注于汽车智能诊断、检测分析系统及汽车电子零部件业务，产品覆盖北美、欧洲、亚洲的全球市场，目前已形成汽车综合诊断、TPMS 胎压监测系统、ADAS 专业设备的三大产品线及相关的软件升级服务。

1.传统汽车综合诊断业务：寡头地位稳固，有望持续稳定增长

汽车后市场主要为 4S 店、第三方两个业态，欧美市场为保障车主权利立法要求独立第三方也可维修，目前其市场格局以独立第三方维修店为主，占 80% 份额；而国内相反，对车主权利保护较弱，市场格局以 4S 店垄断为主，第三方约占 30%。细分领域目前已形成寡头垄断市场，参与者国外主要为道通科技（Autel）、德国博世（Bosch）、美国实耐宝（Snap-on），国内主要为道通科技、元征科技，公司在细分领域为寡头之一。经过多年发展，目前在全球汽车修理店共 100 万家中，公司产品终端覆盖 40 万家。在诊断领域，公司也是全球首推以安卓平台为操作系统的诊断终端，维修技术操作便利，效率得到巨大提升。

汽车规模持续上升，维修需求持续增加，在新店开设和非原厂化设备普及趋势下，行业保持稳定增长。2019 年公司诊断产品收入同比增长 22.5%。公司紧随智能化、网联化、新能源发展趋势，对新一代综合诊断解决方案、新一代云平台和智能电池分析系统等进行研究和开发；对综合乘用车和商用车诊断软件功能进行持续升级，在覆盖面和诊断准确性方面保持领先优势。公司产品可覆盖囊括全球近 200 个主流汽车品牌，上万种车款，覆盖超 98% 车型，在全球覆盖面最多；公司在领域中可最快速地覆盖新车型，只需三个月；公司诊断准确率、功能也是行业领先，目前已积累上万维修案例库、协议库、核心算法库，具备较强技术壁垒。据美国汽车维修专业杂志 PTEN 的市场调研，30% 用户优先选择公司产品，21% 用户优先选择实耐宝，19% 用户优先选择博世，4% 用户优先选择元征科技，公司具有较好的用户品牌认可度。

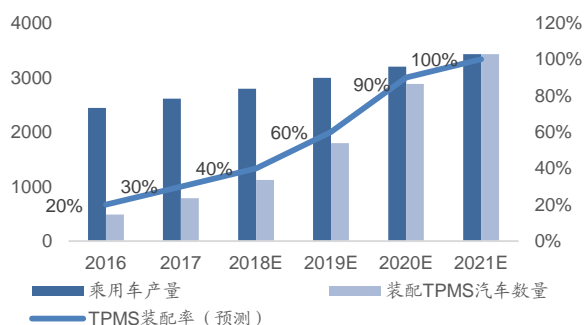
2.TPMS：胎压传感器及匹配工具覆盖面、适用频段、安装方式等方面领先，业务高速增长

在 TPMS 领域，公司是全球唯一以自主研发方式且可同时提供胎压传感器及匹配工具的厂家，二者相互促进形成生态，有力促进公司竞争力。

TPMS 产品包括胎压传感器及匹配工具，2008-2014 年各地后装市场强制新车配置 TPMS 系统，市场需求逐渐爆发，2016-2018 年公司 TPMS 产品增长率达 90%，2019 年该产品收入增长率达 50%。该领域后装市场有专用型及公司的通用型产品两类，其中专用型覆盖单一车型，占汽车修理店库存较多，而通用型传感器优势较大，只需配备几类即可，在后装市场替换用途上优势较大。公司产品覆盖面在世界范围内最广，超 98%；公司研发创新突出，为全球市场首个提出四合一即集合 315MHz、433MHz 两种通用频段，安装方式可为按压、拧螺丝两种，竞争力较强。

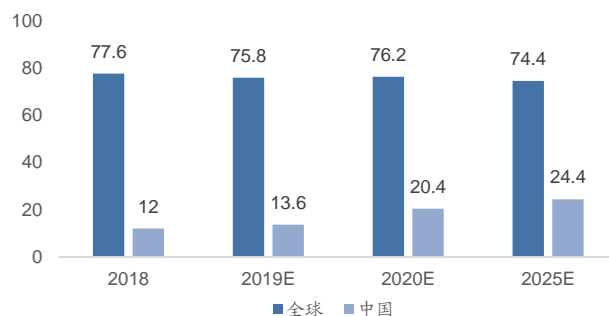
公司是全球市场中稀缺的可同时提供 TPMS 产品以及维修工具的公司，以 2019 年全球汽车销售量约 9000 万计，故预测至 3-5 年 TPMS 普及后，市场有望年新增需求 3-4 亿颗；全球汽车保有量超过 10 亿辆，以 10 年车龄，每五年换一次计，故考虑存量替换以及新增市场，预计市场容量有望达到每年 7-8 亿颗，市场规模有望达到 700-800 亿元。中国市场开展较晚，2020 年开始强制安装，需求逐步释放。

图 17: 国内乘用车产量及 TPMS 装配量 (万辆)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 全球和国内 TPMS 市场规模 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

3.ADAS: ADAS 标定设备车系覆盖、功能、效率市场领先, 汽车智能化浪潮下业务爆发增长

公司 ADAS 标定设备在产品的覆盖面、维修效率等具有全球竞争力。公司 2019 年推出了新一代轻便型、可折叠、可快拆的 ADAS-MA600 新型标定主架, 通过配合双激光定位方式, 能快速、精准的完成校准定位。

ADAS 产品近 2 年爆发增长, 是公司成长最快的产品线。随智能化技术普及, 近 2 年中高档车逐渐覆盖, ADAS 后装需求实现爆发式增长。目前该设备单价较高, 为诊断产品 5-6 倍。公司产品覆盖面占优势, 支持欧美日韩主流 48 个车系品牌, 合资品牌 17 个车系; 系统覆盖 ACC (自适应巡航控制系统)、LDW (车道偏移警告系统)、BSD (盲点监测系统)、NVS (夜视系统) 等, 标定工具 54 款。公司产品功能在逐步增加, 功能覆盖市场领先; 公司产品标定功能的效率约为 15 分钟, 而市场产品约需 1 小时。

4.软件升级:随着以上智能终端推广, 高毛利的软件升级业务高速增长

随着公司以上智能终端产品的推广, 公司配套的软件升级业务规模也逐步扩大。软件升级服务方面, 公司的 500 多研发工程师超 50% 为软件工程师, 产品竞争力加强, 用户对升级认可度加强, 升级率逐步提高, 2019 年公司软件升级收入增长 43%, 毛利率高达 94.10%。

公司产品单价方面, 各产品数量、单价差别较大。价格方面, 如诊断产品中的 DIY 领域在欧美 (尤其美国) 单价较低约几十至一百美元; 而诊断电脑量较少, 价格较高; ADAS 整套产品相比普通诊断产品高 5-6 倍, 美国市场上批发价约 1 万美元, 因 ADAS 整套产品 20 多个组件, 较为复杂。公司产品价格数千乃至 25 美元各层级都有;。数量方面, DIY 数量为几十万, 大平板每年十万级数量; TPMS 中量基本为 Sensor 贡献, 工具对量贡献较小。

表 5: 道通科技主流产品单价与竞争对手单价对比

道通科技业务分类	道通科技主流型号	单价	对标型号	对标单价
汽车综合诊断	MaxiSys Elite	3900-4200	实耐宝 Zeus	9000-10000
	软件升级	1300/年	软件升级	1300/年
	MS906TS	1500-1900	实耐宝 Appollo-D8	3500-4000
	软件升级	700/年	软件升级	未披露
TPMS 诊断匹配工具	TS608	700-900	Bartec Tech500	900-1200
TPMS 传感器	四合一胎压传感器	25-30	Sensata EZ-Sensor33500	30-35
ADAS 标定设备	Maxisys ADAS	EUR 3700	Bosch DCU 220_ESI(TRONIC) 2.0&KTS 560	英镑 4,400&2,300
	ADAS 一代标定主架	EUR 7000	Bosch DAS1000	EUR 9000

资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

5.国内市场: 我国汽车后市场趋势向好, 公司国内业务面临发展机遇

公司 2019 年国内收入占比仅约 14%, 占比较小, 但业务发展趋势向好。

国内第三方维修店逐步放开，垄断行为减少。政策于 2016 年要求汽车维修市场逐步放开，维修店场地、人员、资产、设备皆独立。现在原厂对 4S 店无法要求，4S 店使用配件可以自定。但由于环保要求 2018-2019 年关闭了较多不满足环保标准的维修店产生部分影响，目前维修行业逐步走向正轨。环保清理有望使维修店标准化水平增高，未来趋势有望向美国的规模、连锁化发展。对比美国，目前每个连锁公司约几千家。4S 店开放后将向欧美看齐，会提高服务能力。4S 店经营成本高，国内很多车主在过保后会选择第三方店，第三方价格相对原厂价格较低且通用性高，业务量也高，对于消费者价格划算。

OBD 业务有望逐步打开市场空间。行业大客户如环保、保险（平安等）的市场需求空间有望逐步打开，如国家主导环保检测需标配 OBD 将有望为行业带来数十亿至百亿市场空间。此外，公司与平安在定损领域合作，模式有望逐步推广。公司对产品品质要求极高，与行业大客户要求相符，树立行业标杆。

6.云&数字化: MaxiFix 平台产品逐步推广，行业应用市场打开

在数字化维修环节，获取的信息、维修案例可结合 AI、大数据云平台技术提供智能化解决方案。欧美厂商实耐宝、汽车地带(AutoZone)等推出平台产品。道通科技基于数十万台诊断系统积累的海量远程诊断数据及维修应用案例，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，命名为 MaxiFix。云平台信息系统提供从汽车诊断到维修的高效、精准的智能方案，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。

数据积累未来将连接后端生态，零部件供应商可通过数字化计算将错误率由 15%降低至 3%。在保险定损、保险金额设定、二手车评估等领域有望提供更精准的帮助。公司有汽车综合诊断设备、TPMS 设备、ADAS 标定设备等多项信息割裂的设备，通过云集合数据，做大数据分析匹配，结合三项设备打造维修解决方案。客户使用将更加简单，对技术要求也相应提高。使用集合解决方案后将进一步打通后端生态。维修店配件错误率原为 15%，耗费成本较高，维修与店面管理系统结合后技术、经营（运营、获客、库存管理）将集合，配件错误率可降为 3%；保险定损除 OBD 端，后端数字化过程、配件匹配都将大幅获益；二手车评估中，车的过往数据将发挥重大作用。

公司有望发挥存量客户优势，逐步打通诊断、检测、维修资料、维修解决方案及后市场空间。实耐宝产品定价为公司三倍，其数字化维修解决方案比公司多走一步，有维修解决方案的智能系统和整合店面管理系统，其定价因增值服务而相比较较高。公司有望发展做更多智能化产品，在云端使用新技术提升速度、效能；店面管理等 saas 领域短板有望逐步补齐。

实耐宝作为行业龙头收入规模远超公司，但近年来公司收入规模持续保持平稳，成长缓慢，2020Q1 业绩低于市场预期导致市值下跌。道通科技凭借汽车综合诊断+TPMS+ADAS 的产品布局 and 性能优势，增速领先行业水平，持续高增长。

表 6: 道通科技与实耐宝估值对比

代码	公司简称	2019 年收入(人民币亿元)	收入增速	归母净利润	利润增速	当前市值(人民币亿元)	PE 比较
688208	道通科技	11.96	32.83%	3.27	-2.62%	196.61	56.92
SNA.N	实耐宝	260.65	-0.29%	47.73	1.85%	489.92	10.60

资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

7.新能源：加快布局智能电池分析系统

公司还将持续加强新能源方向布局，随新能源发展趋势，公司将结合汽车建设核心技术与新能源电池检测技术，打造系列智能电池分析系统。

■ 盈利预测

盈利预测假设条件

(1) 汽车综合诊断业务：汽车规模持续上升，维修需求持续增加，在新店开设和非原厂化设备普及趋势下，行业保持稳

定增长。公司在细分领域为寡头之一。经过多年发展，目前在全球汽车修理店共 100 万家中，公司产品终端覆盖 40 万家；对新一代综合诊断解决方案、新一代云平台和智能电池分析系统等进行研究和开发；在覆盖面和诊断准确性方面保持领先优势；已积累上万维修案例库、协议库、核心算法库，综合具备较强技术和渠道壁垒。预计 2020-2022 年收入增速分别为 22.00%、21.70%、21.50%。毛利率方面，预计由于云平台等新一代产品处于推广初期，保守预计带来的产品附加值尚不能明显体现，预计整体毛利率保持平稳。

(2) TPMS 产品：在 TPMS 领域，公司是全球唯一以自主研发方式且可同时提供胎压传感器及匹配工具的厂家，二者相互促进形成生态，有力促进公司竞争力。以 2019 年全球汽车销售量约 9000 万计，故预测至 3-5 年 TPMS 普及后，市场有望年新增需求 3-4 亿颗；全球汽车保有量超过 10 亿辆，以 10 年车龄，每五年换一次计，故考虑存量替换以及新增市场，预计市场容量有望达到每年 7-8 亿颗，市场规模有望达到 700-800 亿元。中国市场开展较晚，2020 年开始强制安装，需求逐步释放。预计 2020-2022 年收入增速分别为 50.00%、45.00%、42.00%，毛利率由于软件服务占比上升而持续稳定提高。

(3) ADAS 标定设备及其他汽车电子业务：公司 ADAS 标定设备在产品的覆盖面、维修效率等具有全球竞争力。公司 2019 年推出了新一代轻便型、可折叠、可快拆的 ADAS-MA600 新型标定主架，通过配合双激光定位方式，能快速、精准的完成校准定位。随智能化技术普及，近 2 年中高档车逐渐覆盖，ADAS 后装需求实现爆发式增长，带动公司业务高速增长，是公司成长最快的产品线。预计 2020-2022 年收入增速分别为 60.00%、50.00%、45.00%，毛利率由于 ADAS 标定设备业务占比上升而持续稳定提高。

(4) 软件升级服务：随着公司以上智能终端产品的推广，公司配套的软件升级业务规模也逐步扩大。软件升级服务方面，公司的 500 多研发工程师超 50% 为软件工程师，产品竞争力加强，用户对升级认可度加强，升级率逐步提高。预计 2020-2022 年收入增速分别为 40.00%、35.00%、33.00%，毛利率保持稳定。

(5) 费用率：预计随着公司业务规模增长，公司边际费用递减，销售费用率、管理费用率水平将稳中略降。

表 7：公司业务分拆预测

		2019A	2020E	2021E	2022E
汽车综合诊断产品	收入（万元）	73107.71	89,191.41	108,545.94	131,883.32
	收入增速	22.50%	22.00%	21.70%	21.50%
	毛利率	60.73%	60.73%	60.73%	60.73%
TPMS 产品	收入（万元）	21400.01	32,100.01	46,545.02	66,093.93
	收入增速	49.14%	50.00%	45.00%	42.00%
	毛利率	54.78%	56.00%	58.00%	60.00%
软件升级服务	收入（万元）	13402.07	18,762.90	25,329.91	33,688.78
	收入增速	43.08%	40.00%	35.00%	33.00%
	毛利率	94.10%	94.10%	94.10%	94.10%
其他汽车电子	收入（万元）	10088.42	16,141.47	24,212.20	35,107.69
	收入增速	80.07%	60.00%	50.00%	45.00%
	毛利率	50.69%	52.00%	54.00%	56.00%
其他业务	收入（万元）	1581.75	1,819.02	2,091.87	2,405.65
	收入增速	53.87%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	45.67%	45.67%	45.67%	45.67%
合计	收入（万元）	119,579.96	158,014.80	206,724.94	269,179.37
	收入增速	32.83%	32.14%	30.83%	30.21%
	毛利率	62.36%	62.67%	63.26%	63.98%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

未来3年盈利预测

表 8：未来3年盈利预测表

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1196	1580	2067	2692
营业成本	450	590	759	970
销售费用	13	17	22	29
管理费用	167	221	289	377
财务费用	98	350	455	589
营业利润	341	434	569	757
利润总额	342	434	570	758
归属于母公司净利润	327	415	545	725
EPS	0.82	0.92	1.21	1.61
ROE	28%	31%	35%	40%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

按上述假设条件,预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.15/5.45/7.25 亿元,利润年增速分别为 27%/31%/33%,摊薄 EPS=0.92/1.21 /1.61 元。

盈利预测的敏感性分析

我们以上述结果为中性预测结果,进行盈利预测情景分析,乐观预测上调收入 5%,悲观预测下调收入 2%,得到预测结果与收入变动之间较为敏感,具体情况如下:

盈利预测情景分析:

表 9：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
乐观预测					
营业收入(百万元)	900	1,196	1,640	2,227	3,012
(+/-%)	24.8%	32.8%	37.1%	35.8%	35.2%
净利润(百万元)	336	327	430	584	806
(+/-%)	267.5%	-2.6%	31.4%	36.0%	38.0%
摊薄 EPS	4.15	0.82	0.95	1.30	1.79
中性预测					
营业收入(百万元)	900	1,196	1,580	2,067	2,692
(+/-%)	24.8%	32.8%	32.1%	30.8%	30.2%
净利润(百万元)	336	327	415	545	725
(+/-%)	267.5%	-2.6%	27.0%	31.2%	33.1%
摊薄 EPS(元)	4.15	0.82	0.92	1.21	1.61
悲观的预测					
营业收入(百万元)	900	1,196	1,556	2,005	2,570
(+/-%)	24.8%	32.8%	30.1%	28.8%	28.2%
净利润(百万元)	336	327	410	529	694
(+/-%)	267.5%	-2.6%	25.2%	29.3%	31.1%
摊薄 EPS	4.15	0.82	0.91	1.18	1.54
总股本（百万股）	900	1,196	1,556	2,005	2,570

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

■ 风险提示

海外疫情影响超出市场预期;

产品市场价格下降速度超预期;

国内市场第三方维修店开设速度低于预期;

中美贸易摩擦或存在升级的可能,影响公司产品关税。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E	利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	346	822	591	479	营业收入	1196	1580	2067	2692
应收款项	292	385	504	656	营业成本	450	590	759	970
存货净额	356	466	599	766	营业税金及附加	13	17	22	29
其他流动资产	92	121	159	207	销售费用	167	221	289	377
流动资产合计	1085	1795	1853	2108	管理费用	98	350	455	589
固定资产	189	279	363	439	财务费用	(8)	(3)	0	(2)
无形资产及其他	60	59	57	56	投资收益	(7)	(2)	(2)	(2)
投资性房地产	173	173	173	173	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(127)	30	30	30
资产总计	1507	2305	2445	2776	营业利润	341	434	569	757
短期借款及交易性金融负债	0	500	300	200	营业外净收支	1	1	1	1
应付款项	90	117	151	193	利润总额	342	434	570	758
其他流动负债	91	148	192	247	所得税费用	15	19	25	33
流动负债合计	180	766	643	640	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	327	415	545	725
其他长期负债	162	213	265	316					
长期负债合计	162	213	265	316	现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
负债合计	342	979	908	957	净利润	327	415	545	725
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	3	2	3
股东权益	1165	1326	1538	1819	折旧摊销	20	24	31	38
负债和股东权益总计	1507	2305	2445	2776	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)
					财务费用	(8)	(3)	0	(2)
关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E	营运资本变动	(148)	(94)	(158)	(216)
每股收益	0.82	0.92	1.21	1.61	其它	3	(3)	(2)	(3)
每股红利	0.50	0.56	0.74	0.99	经营活动现金流	199	345	417	547
每股净资产	2.91	2.95	3.42	4.04	资本开支	(41)	(115)	(115)	(115)
ROIC	41%	31%	35%	40%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	28%	31%	35%	40%	投资活动现金流	(40)	(115)	(115)	(115)
毛利率	62%	63%	63%	64%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	39%	25%	26%	27%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	27%	28%	28%	支付股利、利息	(200)	(254)	(333)	(444)
收入增长	33%	32%	31%	30%	其它融资现金流	160	500	(200)	(100)
净利润增长率	-3%	27%	31%	33%	融资活动现金流	(240)	246	(533)	(544)
资产负债率	23%	42%	37%	34%	现金净变动	(81)	476	(231)	(112)
息率	1.2%	1.5%	2.0%	2.6%	货币资金的期初余额	427	346	822	591
P/E	51.6	45.8	34.9	26.2	货币资金的期末余额	346	822	591	479
P/B	14.5	14.3	12.4	10.4	企业自由现金流	278	199	275	402
EV/EBITDA	35.3	46.9	34.8	26.1	权益自由现金流	439	702	74	304

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032