

道通科技 (688208)

证券研究报告

2020 年 05 月 13 日

全球汽车智能诊断龙头 锁定后市场大空间

全球汽车智能诊断龙头，深耕海外市场。公司专注汽车智能检测领域，主要产品包括汽车综合诊断产品、TPMS 系列产品、ADAS 系列产品和汽车智能维修云服务等。2016-2019 年，公司营业收入 CAGR 达 32%，其中 2019 年营业收入同比增长 33%，海外营收占比 87%；产品毛利率、研发费用率、净利率连续多年维持在 59%、13%、25%以上（剔除无人机业务）。

研发为本，依托五大核心系统，构建宽阔护城河。公司汽车诊断设备主要面向独立维修厂以及 DIY 市场，并定期收取软件更新费。在历年高额研发投入的支撑下，**公司成功构建五大核心系统，依托于此，旗下各类产品竞争优势明显：**1) 主流车型品牌检测覆盖率可达 98%；2) 拥有完备的数据库；3) 诊断方式多元，且操作简单。**公司通用型诊断设备相较于原厂设备，拥有诸多优势：**1) 价格实惠：原厂设备价格最高可达通用型设备的 8 倍；2) 覆盖品类多：原厂仪只能覆盖单一品牌车型；3) 操作更简便。而相对于通用型设备竞争对手，公司产品性价比较高：1) 售价低于博世、实耐宝、OTC、Autoland 等主要竞争对手；2) 软件每周更新，远快于竞争对手；3) 功能更多元；4) 车型覆盖面更广等。

海外王者归来，锁定国内后市场大机遇。公司在欧美成功打响知名度之后，开始着力拓展国内市场。2016-2019 年，公司国内营收 CAGR 高达 27.2%。我们认为，国内市场将成为公司业绩增长的重要驱动力，主要由于：**1) 汽车保有量将大幅提升：**汽车保有量有望由现在的 2.6 亿辆升至 4.6 亿+辆。**2) 车龄将逐步攀升：**美国市场平均车龄为 10 年+，而中国仅 4.9 年；**3) 单车维修/保养费用提升空间大：**美国约 9000 元+，中国仅 5000 元+。此外，2020 年开始，国内所有新车必须安装 TPMS，而直接式 Sensor 的渗透率有望升至 70%，将带来大量检测和替换需求。

IPO 扩充产能，深入研发，实现云平台建设。公司目前部件大多通过外协加工，仅通过租赁场地完成组装、测试和质检等环节，为未来经营带来不稳定性。公司将 IPO 的 4.82 亿元用于总部基地建设，0.74 亿元用于研发中心，0.94 亿元用于汽车智能诊断云服务平台建设，除总部基地建设需 3 年外，其他项目均需两年完成，达产后有望进一步巩固研发能力，保证生产稳定性。

投资建议：

公司作为全球智能车诊断龙头，专注研发不断巩固护城河。有望在海外市场稳步渗透同时，加速中国市场快速扩展。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.7、4.8、5.8 亿元，EPS 分别为 0.82、1.07、1.28 元/股，对应 PE 分别为 51、39、33 倍。给予可比公司 20 年 61 倍估值，对应目标价 50 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：全球经济低迷、中美贸易战加剧、行业竞争加剧、国内消费者对第三方维修认可度提升较慢等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	900.25	1,195.80	1,436.23	1,854.20	2,282.95
增长率(%)	24.75	32.83	20.11	29.10	23.12
EBITDA(百万元)	351.20	480.86	396.98	527.97	647.98
净利润(百万元)	335.78	326.98	367.83	479.65	575.70
增长率(%)	267.52	(2.62)	12.49	30.40	20.03
EPS(元/股)	0.75	0.73	0.82	1.07	1.28
市盈率(P/E)	56.34	57.86	51.43	39.44	32.86
市净率(P/B)	18.29	16.24	12.82	10.44	8.54
市销率(P/S)	21.01	15.82	13.17	10.20	8.29
EV/EBITDA	0.00	0.00	45.92	34.46	28.01

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	42.04 元
目标价格	50 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	450.00
流通 A 股股本(百万股)	45.35
A 股总市值(百万元)	18,918.00
流通 A 股市值(百万元)	1,906.54
每股净资产(元)	5.16
资产负债率(%)	14.43
一年内最高/最低(元)	80.40/33.01

作者

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

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

娄周鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519020001
louzhouxin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 汽车智能诊断龙头，深耕海外市场	4
2. 研发为本，构建宽阔护城河	8
2.1. 重视研发，构建 5 大核心系统	8
2.2. 产品智能集成，性价比显著	10
3. 王者归来，打开长远空间	16
3.1. 远赴海外开拓市场，打响全球知名度	16
3.2. 王者归来，国内市场打开新成长空间	18
4. IPO 扩充产能，加码研发	21
5. 投资建议	23
6. 风险提示	24

图表目录

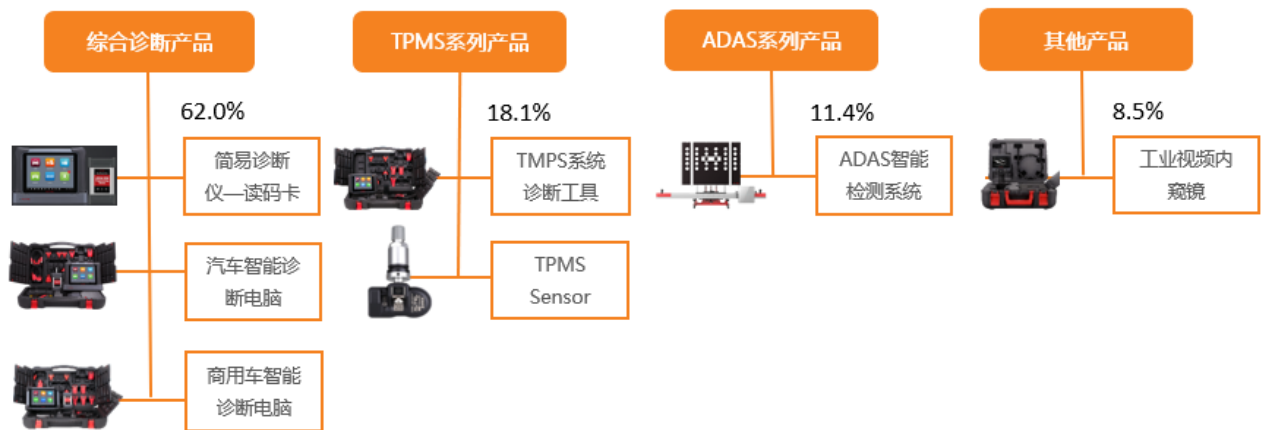
图 1：道通科技主要产品（截至 2019 年报）	4
图 2：公司发展历程	4
图 3：公司股权结构（截至 2020 年 1 季报）	5
图 4：2016-2019 年公司业务板块营业总收入（%）	6
图 5：公司 2016-2019 年分地区主要营业收入结构（%）	6
图 6：公司营业收入及归母净利润（包含无人机业务）	6
图 7：公司营业收入及归母净利润（剔除无人机业务）	6
图 8：公司主要产品毛利率变化（单位：%）	7
图 9：公司主要产品价格变化	7
图 10：历年研发费用占比（剔除无人机业务）	8
图 11：研发人员占比（2019 年）	8
图 12：五大核心系统示意图	9
图 13：道通主要产品	10
图 14：公司数据获取方式	11
图 15：软件升级服务收入占比&结构	12
图 16：公司海内外拓展历程	16
图 17：美国近年汽车后市场销售规模（单位：亿美元）	16
图 18：2012-2019 年海外营收变化（除 2015 年）	17
图 19：美国 PTEN 杂志 2017 年度电子订阅人员调查	17
图 20：2016 年-2019H1 中国境内主营收入和汽车电子产品内销毛利率	18
图 21：2010-2017 年中国汽车平均车龄（单位：年）	19
图 22：2010-2017 年中国汽车后市场规模（单位：亿元）	19
图 23：中国汽车保有量及预测（单位：千万辆）	19
图 24：2016 年-2019H1 TPMS 产品分区域营收（单位：%）	20
图 25：国内胎压监测市场规模测算	20

图 26: 预计募集资金使用额.....	21
表 1: 重点控股子公司业务及盈利情况（单位：万元）	5
表 2: 道通重点在研项目梳理	9
表 3: 公司通用型产品与原厂产品对比.....	12
表 4: 中高端产品型号技术水平和参数指标.....	13
表 5: 中端产品型号技术水平和参数指标	13
表 6: TPMS 系统诊断匹配工具国内外主要竞争对手可比产品具体参数情况	14
表 7: TPMS Sensor（胎压传感器）国内外主要竞争对手可比产品具体参数情况	14
表 8: ADAS 系列产品国内外主要竞争对手可比产品具体参数情况.....	15
表 9: 后市场相关政策梳理	18
表 10: 研发中心建设投资概算（万元）	21
表 11: 总部基地建设项目投资概算（万元）	21
表 12: 云服务平台项目投资概算（万元）	22
表 13: 道通科技各版块业绩预测	23
表 14: 道通科技可比公司（截止日期：05/12）	23

1. 汽车智能诊断龙头，深耕海外市场

公司是全球领先的汽车智能诊断龙头。公司是专业的汽车诊断、监测、和 TPMS（胎压监测系统）产品及服务综合方案提供商，主营产品包括：1）汽车综合诊断产品，包括汽车智能诊断电脑和简易诊断读码卡；2）TPMS 系统诊断匹配工具和胎压传感器；3）ADAS 系统诊断监测；4）软件升级服务。公司与博世、实耐宝、意大利 TEXA、元征科技等同台竞技，产品广受欧美和国内客户认可。

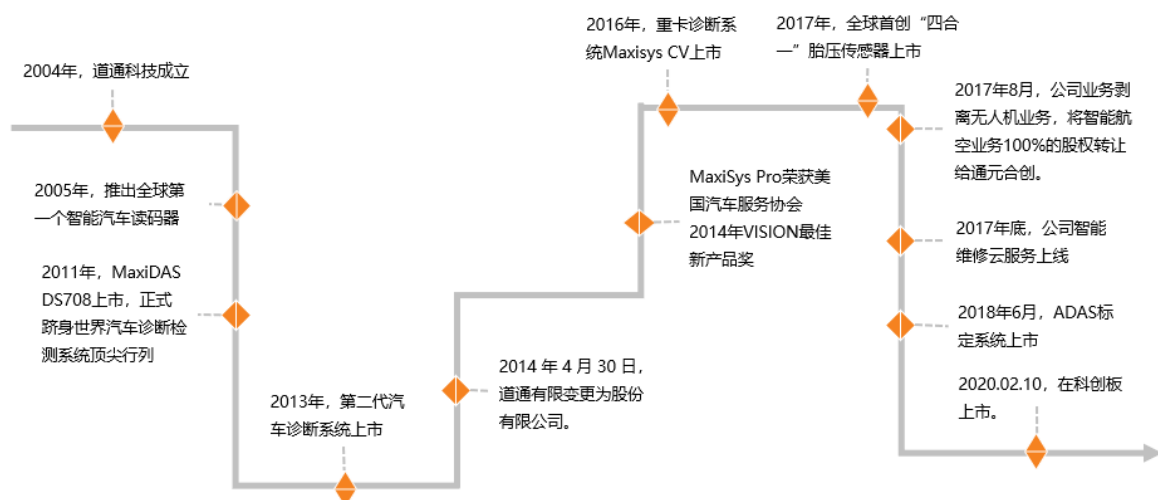
图 1：道通科技主要产品（截至 2019 年报）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

深耕智能诊断领域十五载，由北美向全球辐射。公司成立于 2004 年，2005 年推出首款智能汽车读码器；2011 年推出第一代汽车智能综合诊断系统，跻身该领域顶尖行列；2013 年，第二代汽车智能综合诊断系统上市；2017 年，推出全国首款“四合一”TPMS 传感器；2018 年，推出 ADAS 标定系统。公司产品主要销往美国、英国、德国、澳大利亚等 50 多个国家和地区，在欧美等汽车后市场相对成熟的发达国家布局早，营收占比高，而中国、巴西、印度等新兴国家有望成为未来盈利的主要增长点。

图 2：公司发展历程

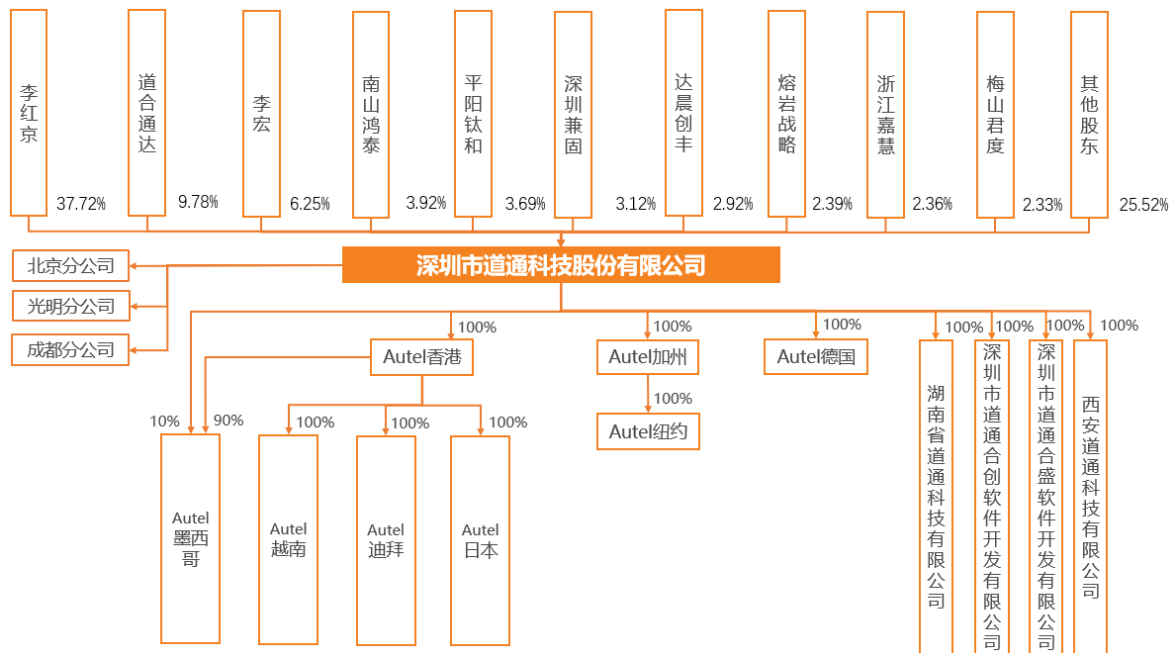


资料来源：公司公告、天风证券研究所

子公司布局全球，分工明确。公司董事长和实际控制人均为李红京先生，直接控股 37.72%（20Q1）。公司旗下有 4 家境内子公司和 8 家境外子（孙）公司，境内子公司主要负责汽车智能诊断、TPMS 及其他产品的软件开发，境外在越南建设生产基地，另设点迪拜、日本、墨西哥、美国等，负责生产和在北美、南美、中东、亚太、欧洲地区的销售业务。2019H1，

道通实现净利润 1.4 亿元，其中深圳道通合创、Autel 越南、深圳道通合盛、Autel 纽约分别贡献 1.0 亿元、0.2 亿元、0.2 亿元和 0.1 亿元。

图 3：公司股权结构（截至 2020 年 1 季报）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：重点控股子公司业务及盈利情况（单位：万元）

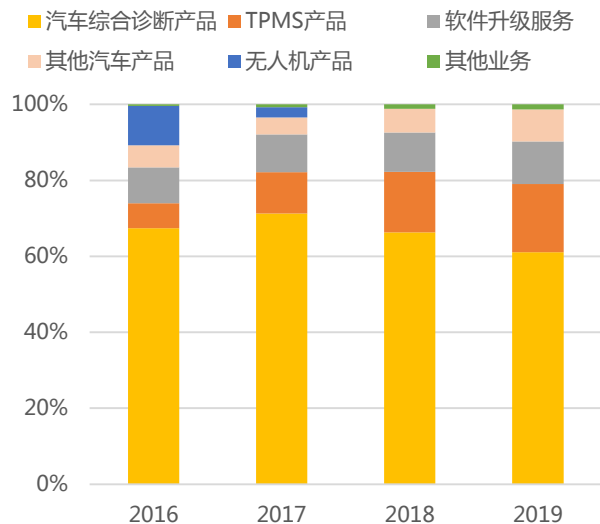
公司名称	持股比例 (%)	主要产品或服务	2018			2019H1		
			总资产	净资产	净利润	总资产	净资产	净利润
深圳市道通合创软件开发有限公司	100%	汽车智能诊断、检测产品的软件开发	31,991.3	29,466.3	19,468.4	17,168.0	14,791.3	10,325.0
湖南省道通科技有限公司	100%	TPMS 及其他产品的软件开发	14,203.4	12,823.1	47.8	14,071.9	13,001.6	178.6
深圳市道通合盛软件开发有限公司	100%	TPMS 及其他产品的软件开发	8,523.9	7,391.1	6,232.1	6,229.2	5,557.1	2,166.0
西安道通科技有限公司	100%	筹建中，拟作为募投项目	2,997.2	2,996.7	-3.3	3,157.5	3,119.4	-177.3
Autel 纽约	100%	汽车智能诊断、检测产品在北美地区的销售	48,206.2	-5,667.4	120.3	51,705.4	-4,295.7	1,383.0
Autel 德国	100%	汽车智能诊断、检测产品在欧洲地区的销售	13,809.4	-2,258.2	214.3	16,055.7	-2,079.9	-105.3
Autel 香港	100%	境外投资持股平台	1,379.2	1.7	1.7	3,354.1	384.3	-10.1
Autel 越南	100%	汽车智能诊断、检测产品的生产	2,394.8	1,239.7	-110.5	14,426.2	3,487.2	2,247.6

资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：均将当地货币修改为，以当年 12/31 或 6/30 汇率为基准。

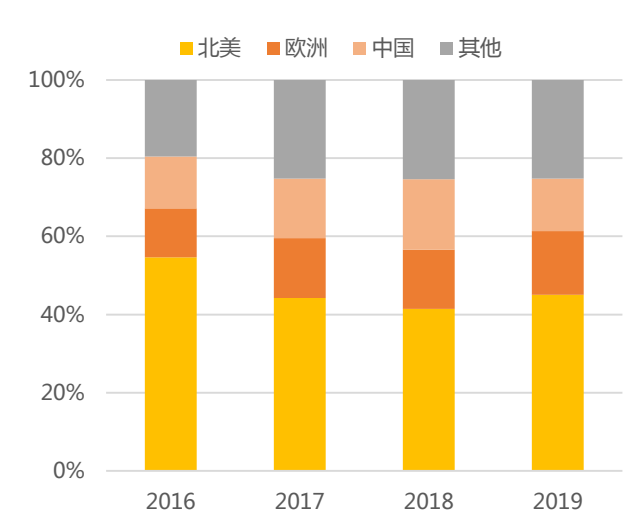
以汽车综合诊断产品为主，近半营收来源北美市场。剔除无人机业务后，公司的汽车综合诊断产品贡献 61.1% 的营收；TPMS 产品发展迅速，营收占比从 2016 年 7.3% 上升至 2019 年的 17.9%；软件升级服务营收占比相对稳定，2016 至 2019 微升 0.63 个百分点；同时，公司 ADAS 等其他汽车产品发展良好，2016-2019 年营收 CAGR 达 43.8%。公司以出口为主，境外业务占主营业务比例从 2016 年的 86.7% 微降至 2019 年的 86.5%，其中北美市场 2019 年贡献营收达 45.0%。为应对贸易战带来的影响，2018 年下半年，公司将部分产能向越南转移，2019 年 7 月汽车综合诊断电脑产品、胎压传感器和 ADAS 等出口美国的产品基本转移至越南量产。

图 4：2016-2019 年公司业务板块营业收入 (%)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

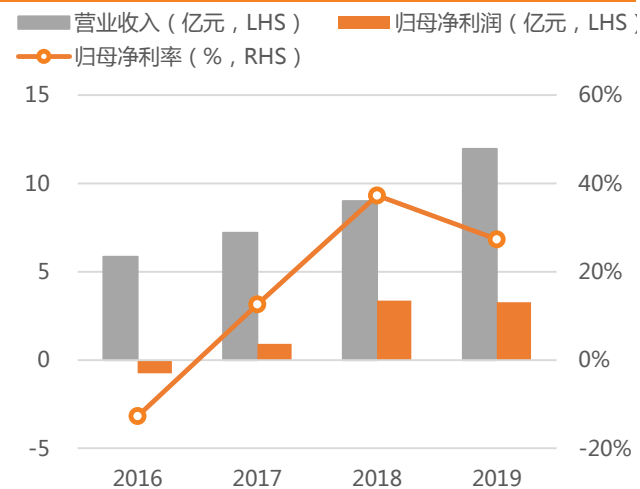
图 5：公司 2016-2019 年分地区主要营业收入结构 (%)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

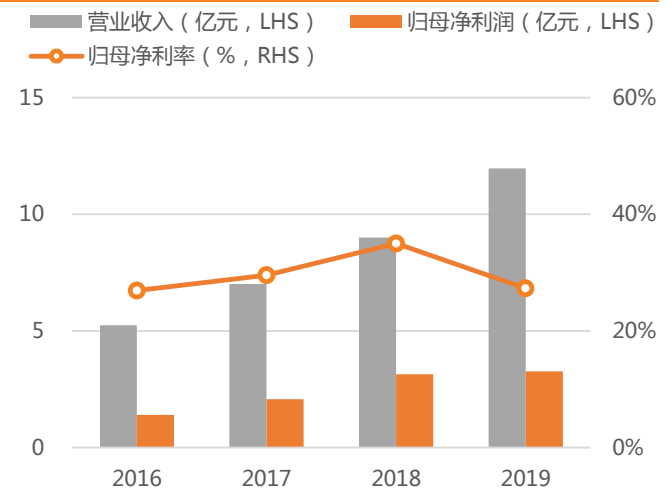
剥离不良业务，核心业务稳健发展。公司于 2014 年开展无人机业务，持续投入大量研发资金，但由于产品反馈未达预期，2016-2017 年分别使净利润减少 2.2 亿元、1.2 亿元，后出于稳健发展考虑，于 2017 年 8 月剥离无人机业务。剔除无人机业务，公司 2016-2018 年实际营收快速增长，CAGR 为 31.6%，归母净利率从 2016 年的 26.9% 稳步提升至 2019 年的 27.3%。2019 年，公司营收增长 32.9%，但由于汇率损益变动和研发/销售费用增长，归母净利润同比下降 2.6%。

图 6：公司营业收入及归母净利润（包含无人机业务）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 7：公司营业收入及归母净利润（剔除无人机业务）

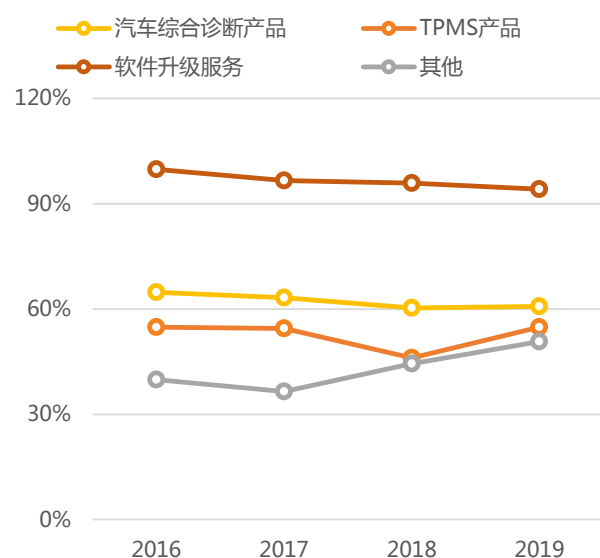


资料来源：公司公告、天风证券研究所

拓市场、推新品致价格下调，整体毛利仍维持高位。公司整体销售单价下降，主要原因为：（1）低价新品占比提高。公司针对部分市场推出单价较低的新产品占比提高，使得整体单价有所下降；（2）新兴市场单价拉低整体单价水平。公司以低于欧美市场的单价拓展新兴市场业务（尤其是国内）。其中，由于公司采取附赠产品的促销策略拓展 TPMS 领域，导

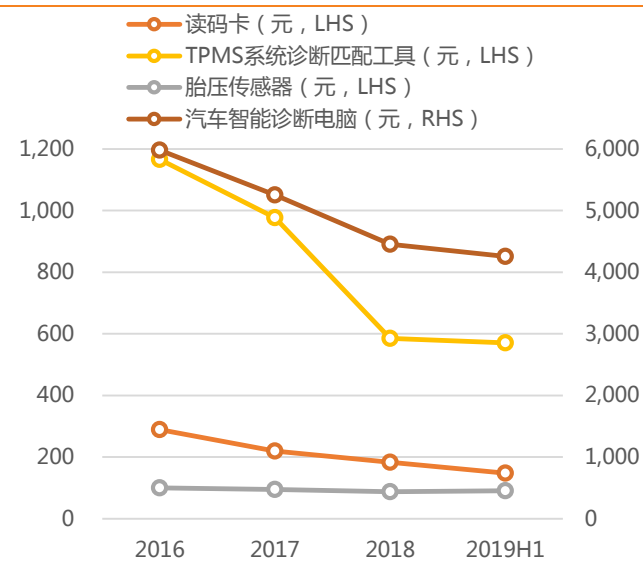
致 TPMS 系统诊断匹配工具单价整体年均下降幅度约为 24.9%。

图 8：公司主要产品毛利率变化（单位：%）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：公司主要产品价格变化



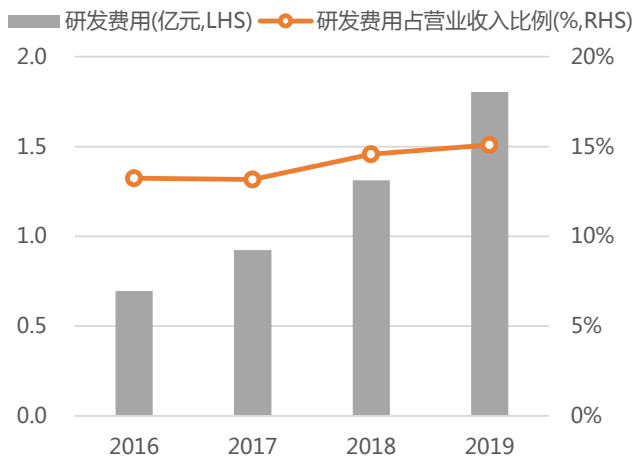
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 研发为本，构建宽阔护城河

2.1. 重视研发，构建 5 大核心系统

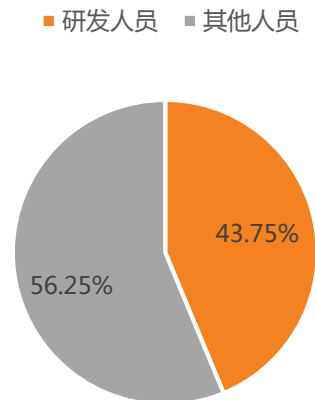
公司高度重视研发，致力打造宽广护城河。公司长期坚持核心领域的专研和突破，主要投入到新型模具开发、精密生产设备购置、研发人员工资福利等方面，并建立了以用户和产品为导向的技术创新机制：（1）**业务规模与研发投入齐头并进**。剔除无人机业务的研发费率从 2016 年的 13.2% 提升到 2019 年的 15.1%，研发费用 CAGR 达 37.5%；（2）**强劲的研发团队**：2019 年公司研发人员达 553 人，占全体员工比例高达 43.8%，囊括汽车工程、电子工程、计算机、互联网等专业背景且经验丰富的人才，主要研发人员均有硕士以上学历；（3）**现代化研发管理体系**。基于敏捷开发 IPD（集成产品开发）流程，准确把握研究方向、及时纠偏、及时决策，使研发过程高效准确。

图 10：历年研发费用占比（剔除无人机业务）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

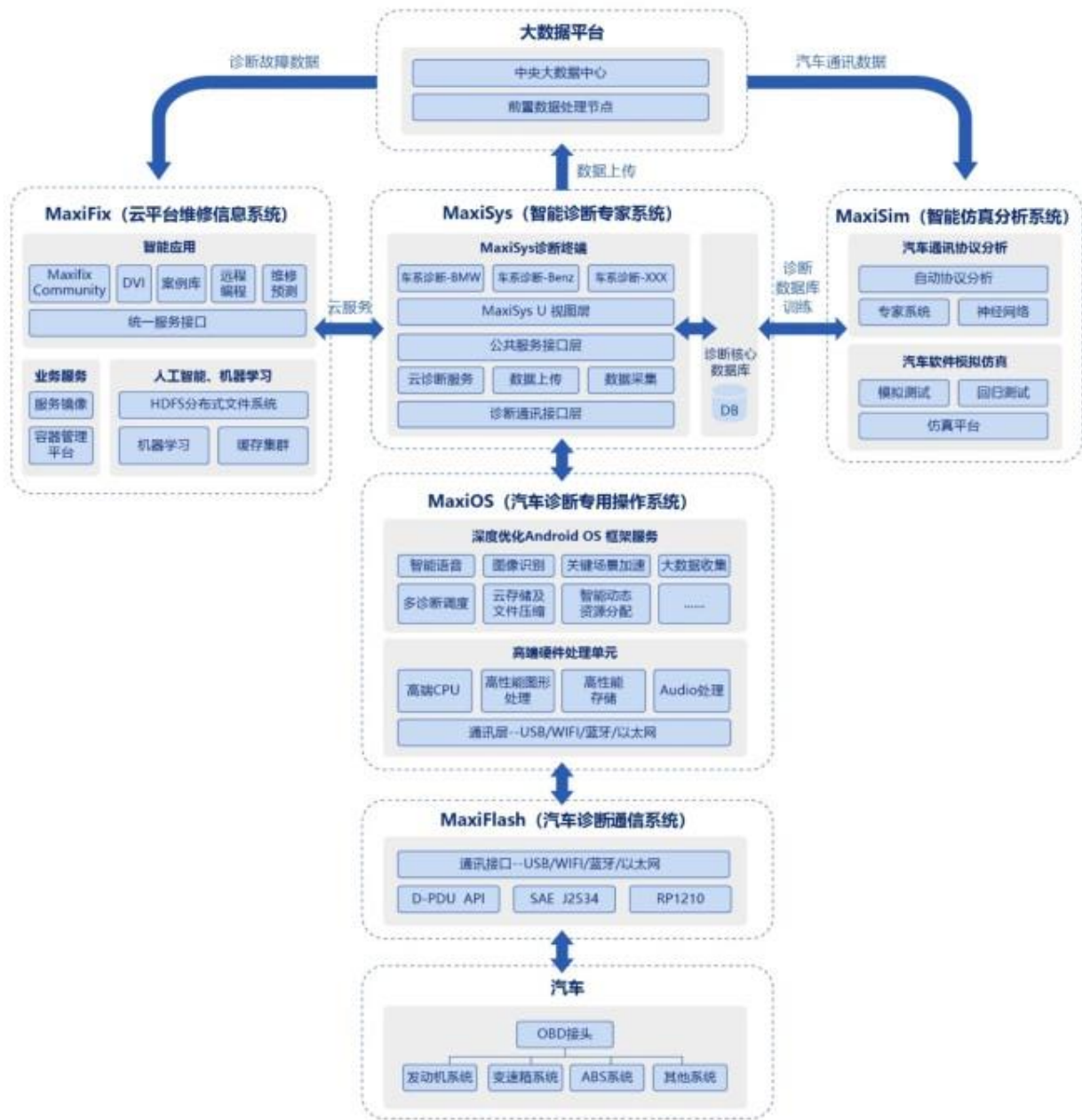
图 11：研发人员占比（2019 年）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

专注五大核心框架，产品优势明显。道通独有的五大核心体系结合了汽车硬件、云服务、移动终端等技术特点深度，包括汽车诊断通信系统、汽车诊断专用操作系统、智能仿真分析系统、智能诊断专家系统、云平台维修信息系统。公司大部分专利都是基于五大核心系统研发，同时该系统被深度运用于各主要产品，竞争优势明显：（1）**覆盖车型全面**。主流品牌覆盖率可达 98%，识别范围领先同行，如 MaxiFlash 产品可兼容全球绝大部分车辆通信协议和原厂诊断软件；（2）**完备的数据库**。全球几十万诊断终端经十多年积累了数亿真实数据，通过仿真训练得出准确率+覆盖率双高的车系诊断数据库；（3）**诊断方式多元**。可通过无线连接，无障碍 100 米范围内任意移动测车，同时首创远程诊断技术；（4）**“一键操作”，智能易用**。

图 12：五大核心系统示意图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

依托现有软件平台，进军新能源、深化智能驾驶检测。公司依靠高度的市场敏感度和对目标客户定位，对技术的研发进行了前瞻性的定义与提炼，并有望付诸实现：（1）满足智能化的更高要求。公司成功研究出 ADAS 智能检测系统，通过云平台和大数据进一步，拓展智能诊断、远程诊断及远程专家支持等功能；（2）网联化打造生态循环。利用网联数据推荐智能维修方案，以此增加客户粘性，从而使得更多活跃维修终端将丰富数据沉淀，形成良性循环；（3）提前布局新能源汽车+电池检测。公司在新能源车的智能诊断方面初见成果，未来计划打造系列智能电池分析系统产品。

表 2：道通重点在研项目梳理

类别	项目名称	内容与功能	项目进展	优势	同行业竞争性项目名称
新一代综合诊断解决方案	MaxiSysUltra	检测计划、定位车型、无线传输、支持云平台、多渠道通信、系统定制化	研究阶段	硬件配置领先，多种软件支持功能独有，通信渠道多样，不断提升定制化程	Snap-on Zeus; OTC Evolve; Launch PAD V; Bosch ADS625

	MaxiFlashVCI	直接信号捕捉、OEM 软件全覆盖、汽车链路通信功能全覆盖、无线支持	研究阶段	度	
TPMS 系列产品	TPMS 自研芯片	提升车型覆盖面、实现多种高性能指标、增强产品竞争优势	开发阶段	芯片定制化方面领先于竞争对手	-
新一代云平台	云平台	业务数字化整合、远程诊断、维修预测、定制化维修方案	研究阶段	技术架构行业领先，远程技术服务行业首创，全流程数字化管理，自主研发精准测算模型	Snap-on Prodemand，SureTrac，元征科技远程诊断
新一代四轮定位仪	四轮定位仪及其与 ADAS 结合	快速检测并调整车轮参数	研究阶段	一站式检修技术行业领先	-
智能电池分析系统	汽车应急启动电源	应急启动、照明充电	研究阶段	电池功能检测覆盖全面，行业领先	密特 DSS5000
	汽车蓄电池检测仪	电池检测、电池注册	实验室试验阶段		

资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 产品智能集成，性价比显著

多点布局，打造完整后市场服务体系。公司目前已构建了包括汽车综合诊断产品、汽车胎压监测系统的 TPMS 系列和智能辅助驾驶的 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。公司产品具备覆盖车型多、更新频率高、诊断准确性高等优势，还可智能集成多项功能，例如公司成功研发的四合一（315/433MHz 双频合一，金属/橡胶嘴装配合一）智能胎压传感器产品，可进行无线编程、匹配不同车型。

图 13：道通主要产品

名称	性能	优势	作用	单价（元）	示意图
汽车诊断分析电脑	支持全球超过 150 种车系，可以快速、高效为汽车提供诊断分析。	识别上万种车型故障诊断，搭载定制型高端 CPU，更快速智能诊断。	汽车智能诊断，为使用人员提供高效的汽车诊断方案。	4000+	
ADAS(高级驾驶辅助系统)	硬件精度为毫米级，可为汽车维修、行驶提供精准的服务。	支持近 50 种欧、美、日、韩主流汽车品牌，汽车诊断精度高。	通过提供警报等帮助驾驶员避免交通事故，并为汽车维修提供精准的诊断。		
TPMS(胎压监测诊断)系列产品——TS508	可激活不同频率的胎压传感器，读取胎压传感器实时数据，具备编程传感器等强大功能	可同时无线编程 16 个传感器，覆盖亚欧美及国产 98%以上带胎压系统车型，并可以激活可激活所有 315MHz/433MHz 的胎压传感器	实时收集胎压，帮助使用人员维修匹配。	1980	

TPMS(胎压监测诊断)系列产品——MX-Sensor TPS218 胎压传感器	可复制原装胎压传感器数据,信号强度,耐久性和耐腐蚀性等方面都可与原装传感器相媲美	可替代所有原装胎压传感器,性能媲美原厂,可无限次编程,无损安装方便耐用	准确监测胎压,为汽车行驶提供安全保障。	100
---	--	-------------------------------------	---------------------	-----



防盗装置——MaxiCheck MX808IM 汽车钥匙匹配仪	反应灵敏,操作简单,具有智能化的密码记忆功能,支持防盗钥匙全丢匹配,防盗密码读取等功能。	设有触摸屏,易于操作,并安装自动识别防盗系统,智能组合匹配流程,远程诊断。	清除汽车芯片钥匙记忆;编程新汽车芯片钥匙;读取汽车芯片钥匙登录密码等,是汽车防盗的优良工具。	5500
---------------------------------	--	---------------------------------------	--	------



资料来源:公司官网、天风证券研究所

多渠道获取信息,构建诊断专家数据库。为实现汽车诊断软件的功能,公司需要掌握各类汽车通讯协议,并自建覆盖面广、兼容性强、高效精准的诊断专家数据库,其中通讯协议相关数据的获取约占研发工作量的 60%。汽车通讯协议的数据获取基于公开渠道(如国际标准、国家标准、行业标准等)、第三方购买(如 ETI 协会、原厂)及自主研发,前两者可获取的数据较为有限,自主研发系公司数据获取的主要方式:通过汽车实测和智能仿真平台进行模拟测试,收集汽车通讯过程的数据,利用专家系统(经验学习)和神经网络系统(模糊推理)将数据处理为与各车型兼容的自有通讯协议库。

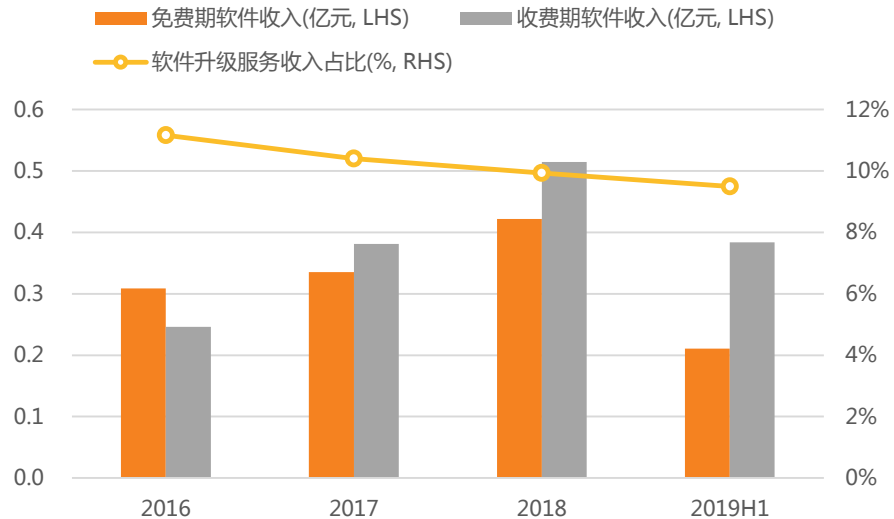
图 14: 公司数据获取方式

获取方式	信息获取情况及作用
公开渠道	公司产品的参照各类国际标准,由于汽车厂家诊断仪内容完全自定义,各类国际标准仅为研发工作提供一些参考和指导。
向第三方购买(ETI、原厂)	公司主要从 ETI 协会获得部分汽车厂家资料,并且不同汽车厂家对 ETI 协会开放的资料信息量有所不同。
自主研发	公司绝大部分数据系完全独立自主开发获得,少部分数据是参考国际标准和 ETI 获取信息的基础上进一步开发获得的。

资料来源:公司公告、天风证券研究所

增量“设备”+存量“软件升级费”双管齐下。软件升级是针对公司汽车智能诊断电脑、TPMS 系统诊断匹配工具、ADAS 智能检测标定工具等产品的后续服务,主要包括支持车型的更新和功能的拓展。公司从 2013Q4 起向境外用户收取升级服务费,盈利模式为“产品销售+免费升级服务(1~3 年)+后续收费升级服务”;对国内市场采取不收费升级,即“产品销售+期限不定的免费升级服务”。软件升级服务营收稳步增长,占比从 2016 年的 9.5% 逐年上涨至 2019 年的 11.2%。

图 15：软件升级服务收入占比&结构



资料来源：公司公告、天风证券研究所

通用型产品面向独立汽修厂，与原厂仪差异化互补。原厂仪诊断深入，但仅兼容原厂车辆，且售价较昂贵，通常仅有整车厂经销商、4S 店或品牌专修厂会少量采购。公司的通用型主要面向大中型独立汽车维修厂，同时也覆盖小型和 DIY 市场（简易便携版读码设备）和综合型商用车市场（系列诊断仪），相比原厂仪具有以下优势：（1）**价格实惠**：面对客户用车的多样性，独立汽修店无需购买所有品牌昂贵的原厂产品；（2）**公司产品可覆盖绝大多数车型**；（3）**操作更便捷**：对人员从业要求较低，能更快速简易发现问题。通用型产品凭借便捷、全面性与准确等优势，突破原厂垄断壁垒，支撑起大存量汽车的维修保养需求，将成为独立汽修店的必备设备。

表 3：公司通用型产品与原厂产品对比

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 Mobie	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

注：上述价格信息来自车辆品牌官方网站 Techauthority 等维修组织

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司产品性价比优势明显，在功能深度+覆盖广度优于竞品。全球范围内，通用型检测设备制造商主要有实耐宝、博世、OTC、元征科技、Autoland，而公司相较其的优势有：（1）**价格便宜，具备性价比优势**。产品价格为 3900~4200 美元，与其他 5 家比仅高于元征，而部分欧美品牌价位可高达 10000 美元；（2）**一站式故障解决方案**。提供远程诊断、数字检测、维修案例、维修资料、培训视频等一系列远程支持和服务；（3）**覆盖车型更全面**。除全面支持主流品牌不同车型外，还覆盖一些本地化的车系，中高端产品可支持 RP1210 重卡协议；（4）**软件每周更新频率，优于多数竞品**；（5）**软件使用自定义的安卓操作系统，保证安全性和稳定性**。

表 4：中高端产品型号技术水平和参数指标

比较项目	道通科技	实耐宝	博世	OTC	元征科技	AutoLand
产品定位	中高端型号					
对标型号	Maxisys Elite	Zeus	ADS625	Evolve	PAD III	iScan3
终端市场售价(美元)	3900-4,200	9,000-10,000	4,800-5,300	4,200-4,700	2,200-2,700	4,000-4,500
硬件：影响产品使用速度和方式，协议标准影响兼容性						
VCI 通信接口	蓝牙(6 秒连接)，USB	WIFI、USB	WIFI、USB	WIFI、USB	蓝牙、USB	USB、Cable 线
SAE J2534 协议标准	●	●	●	-	-	●
RP1210 协议标准： 重卡	●	-	-	-	-	-
续航	8 小时	5 小时	4 小时	4 小时	8 小时	4 小时
软件和车系覆盖						
美洲车系	●	●	●	●	●	●
欧洲车系	●	●	●	●	●	●
亚洲车系	● (包括东南亚)	●	●	●	-	●
中国车系	●	-	-	-	●	●
支持年份	至 2020	至 2018	至 2019	至 2019	至 2019	至 2019
ECU 编码	●	有限支持	有限支持	有限支持	有限支持	有限支持
升级频率	每周	2 次/车	6 次/车	4 次/车	每周	每周
升级费用	免费期后约 \$1,300/年	约 \$1,300/年	后约\$1,300/年 \$1,200/年	约\$700/年	约\$700/年	订阅附赠
维修信息服务和支持						
现场专家支持(美国)	-	●	●	●	-	-
维修资料	● (部分)	●	●	●	● (部分)	●
电话售后服务	●	●	●	●	●	●
产品特性						
检测计划	●(宝马，路虎，捷豹)	-	-	-	-	-
ADAS 标定	●	-	-	-	-	-
维修保养	●& 支持一键归零	●	●	●	●& 支持一键归零	●
远程诊断	●	-	-	-	●	-

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 5：中端产品型号技术水平和参数指标

比较项目	道通科技	实耐宝	博世	OTC	元征科技	AutoLand	TEXA
产品定位	中端						
对标型号	MS906TS	Appollo-D8	ADS325	Encore	X431PRO3S	Vedis3	Axone Nemo
终端市场售价(美元)	1500-1900	3500-4000	2800-3300	1800-2300	1000-1500	5300-5800	3,000-3,500
硬件							
VCI 通信接口	蓝牙、USB	WIFI\Cable 线	USB、Cable 线	USB、Cable 线	蓝牙、USB	USB、Cable 线	WIFI、蓝牙、USB

续航	6 小时	3 小时	4 小时	4 小时	4-6 小时	4 小时	8 小时
软件和车系覆盖							
美洲车系	●	●	●	●	●	●	●
欧洲车系	●	●	●	●	●	●	●
亚洲车系	● (包括东南亚)	●	●	●	●	●	●
中国车系	●	—	—	—	●	●	—
支持年份	至 2020	至 2018	至 2019	至 2019	至 2019	至 2019	至 2019
TPMS 无线激活及注册	●	—	—	—	—	—	—
ECU 编码	●	有限支持	有限支持	有限支持	有限支持	有限支持	有限支持
升级频率	每周	2 次/年	6 次/年	4 次/年	每周	每周	3-4 次/年
升级费用	免费期后约 \$700/年	未知	未知	约\$750/年	约\$700/年	约\$500/年	\$600/年

资料来源：公司公告、天风证券研究所

TPMS 系列产品性能良好，自主研发匹配工具。公司 TPMS 系列产品主要为 TPMS 系统诊断匹配工具和胎压传感器(TPMS Sensor)，其中诊断工具价格为 700~900 美元，除元征科技价格在 300-900 美元外，其他主要竞争对手定价均高于公司，传感器价格基本与行业持平。公司的 TPMS 系列产品相比竞争对手具有以下优势：（1）兼容性较优：诊断工具支持 115 个车系，OBD 覆盖面不低于 77%（大部分竞品不高于 60%），传感器车型覆盖超 98%，并支持双频率；（2）自研胎压匹配工具：可多传感、多语言支持地编程和升级。同时，公司针对不同市场打造独特的 TPMS Sensor 竞争力：（1）欧美市场：欧美厂商虽在传感器轻量化设计方面更胜一筹，但公司兼容性高、易用性好、具有性价比优势；（2）国内市场：公司支持国产车系、胎压加装及美系车胎压参考值设定。

表 6：TPMS 系统诊断匹配工具国内外主要竞争对手可比产品具体参数情况

产品特点描述	道通科技	Bartec	Ateq	OTC	元征科技
型号	TS608	Tech500	VT56	3838	X431PTTPMS/PilotTPMS
终端市场价格（美元）	700-900	900-1,200	900-1,200	1,250-1,350	300-900
工具软件对比					
支持的车系车型的数量	支持 115 个车系，1679 个子车型	支持 82 个车系，1277 个子车型	支持 81 个车系，1541 个子车型	支持 62 个车系，566 个子车型	无相关功能列表，未知
OBD 功能车型覆盖面	支持国际、国产等 93 个车系，1295 个子车型的 OBD 功能，OBD 覆盖面≥77%	其公布的 OBD 覆盖面≥30%	其公布的 OBD 功能覆盖面≥60%	其公布的 OBD 覆盖面≥54%	无相关功能列表，未知
工具升级频率	一年升级 6-8 次	一年升级 3-4 次	一年升级 3-4 次	一年升级 3-4 次	未知
工具硬件					
软件升级费用	2 年免费	2 年免费	1 年免费	3 年免费	未知

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 7：TPMS Sensor（胎压传感器）国内外主要竞争对手可比产品具体参数情况

产品特点描述	公司	Sensata(Schrader)	CUB/为升电表	Hamaton/万通智控	Baolong/保隆
型号	四合一胎压传感器	EZ-Sensor 33500	Uni-Sensor	U-Pro Hybrid	Dill Redi

			315 单频 ,433 单频 , 2SKU	2.0	sensor
终端市场售价 (北美)	\$25-30	\$30-35	\$25-30	\$25-30	\$30-35
产品定位	通用型	通用型	通用型	通用型	预编程多协议 胎压传感器
客户类型	经销商; 汽车配件批发商; 轮胎配件批发商; 终端用户; 轮胎修理店; 汽车修理店				
销售地区与渠道	全球; 经销商渠道	全球; 经销商渠道	全球; 经销商渠道	全球; 经销商渠道	全球; 经销商渠道
胎压传感器					
车型覆盖面	支持欧、美、日韩等主流 75 个车系品牌, 1389 个车型; 支持绝大部分国产车; 总体覆盖面≥98%	其公布的覆盖面≥96%, 基本不支持中国车	其公布的官宣覆盖面 95%, 基本不支持中国车	其公布的官宣覆盖面 97%, 基本不支持中国车	支持预编程覆盖车型范围
售后市场					
TPMS Sensor 性能表现与 OEM 对比情况	与 OE 相当	与 OE 相当	与 OE 相当	未知	与 OE 相当

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

ADAS 市场有望快速发展, 道通提早布局入场。ADAS 相关标定系列产品目前在市场上属于新兴领域, 相关产品问世时间较短。未来随着车辆的 ADAS 系统装载率和复杂程度逐渐提高, ADAS 智能监测标定工具有望释放市场潜力。公司率先在美国、欧洲等市场推出 ADAS 系列产品, 得到了客户高度认可: (1) 操作简单快捷。标定工具、诊断软件、标定方法“三合一”提升维修效率, 同时提供维修智能引导和图文提示; (2) 延续车型覆盖全面、兼容性高的优势。支持欧、美、日、韩等主流 48 个车系, 并支持合资品牌 17 个车系 (竞品不支持合资车); (3) 系统集成度高: 集成自适应巡航控制系统标定 (ACC)、车道偏离警告系统标定 (LDW)、盲点检测系统标定 (BSD) 等几大核心功能。

表 8: ADAS 系列产品国内外主要竞争对手可比产品具体参数情况

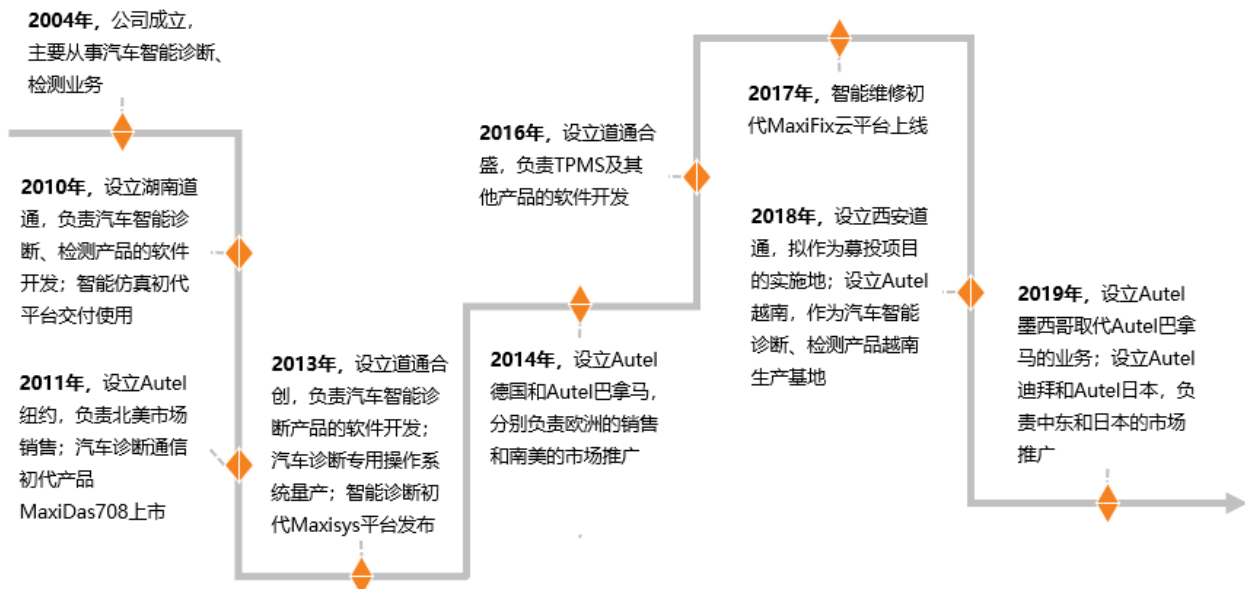
产品特点描述	道通科技	Bosch	Gutmann	Texa
型号	Maxisys ADAS+ADAS 一代标定主架	DCU220_ESI(TRONIC)2.0&KTS560+DAS 1000	Megamacs+ CSC-TOOL	AXONE Nemo&NAVIGATOR TXTs+ S12613
市场售价	约 EUR3,700+约 EUR7,000	约英镑 4,400&2,300+约 EUR9,000	约 EUR2,500+约 EUR6,800	约 4,500&2,500+约 EUR8,000
诊断工具				
车型覆盖面	国际车品牌: 支持欧、美、日、韩等主流 48 个车系品牌; 合资品牌: 支持合资品牌 17 个车系	国际车品牌: 支持欧、美、日、韩等主流 30 个车系品牌; 合资品牌: 不支持	国际车品牌: 支持欧、美、日、韩等主流 31 个车系品牌; 合资品牌: 不支持	国际车品牌: 支持欧、美、日、韩等主流 32 个车系品牌; 合资品牌: 不支持
引导方式	√	/	/	/
图文提示	√	/	/	√
系统覆盖面	ACC, LDW, BSD, NVS	ACC, LDW	ACC, LDW	ACC, LDW
标定工具覆盖面	54 款	24 款	25 款	27 款
校准精度	毫米级	毫米级	厘米级	厘米级

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

3. 王者归来，打开长远空间

持续全球渗透，紧随国内发展机遇期。公司凭借优秀的产品和技术，以成熟的美国汽车市场为突破口向外延展，在主要地区设立海外分支机构：2011 年，设点纽约，负责北美地区的销售；2014 年，设点德国和巴拿马，分别负责欧洲和南美的市场推广；2018 年，建立越南生产基地；2019 年，设点迪拜和日本，分别负责中东和日本的推广。随着中国汽车保有量和车龄增长，后市场迅速发展，公司目光转向国内，目前已与上百家经销商客户建立合作，在全国一、二线城市有较高的知名度。

图 16：公司海内外拓展历程

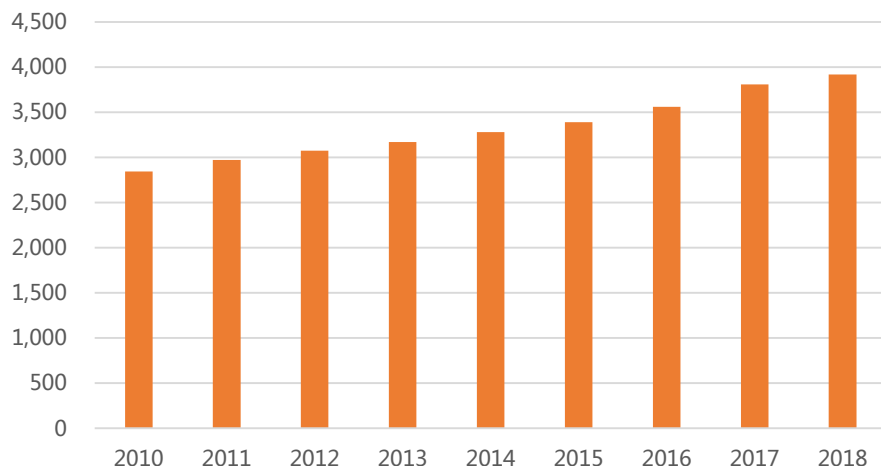


资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.1. 远赴海外开拓市场，打响全球知名度

在成熟的海外市场开拓一席之地。北美和欧洲地区经济发达，汽车后市场发展相对成熟，是公司早期选择重点发展和布局的区域：（1）**欧美市场规模更大。**2018 年，北美汽车后市场体量约为中国的 3 倍，欧洲市场约为中国的 2.7 倍；（2）**发达国家汽车后市场有更大的利润空间。**发达国家的汽车业利润中，汽车后市场各类服务利润占 60%，远超整车销售利润（20%）、零部件供应利润（20%）；（3）**美国市场平均车龄达 10 年以上，且仍在持续上升，而国内仅为 4.9 年；**（4）**在海外市场参与全球竞争有利于公司快速建立品牌知名度**

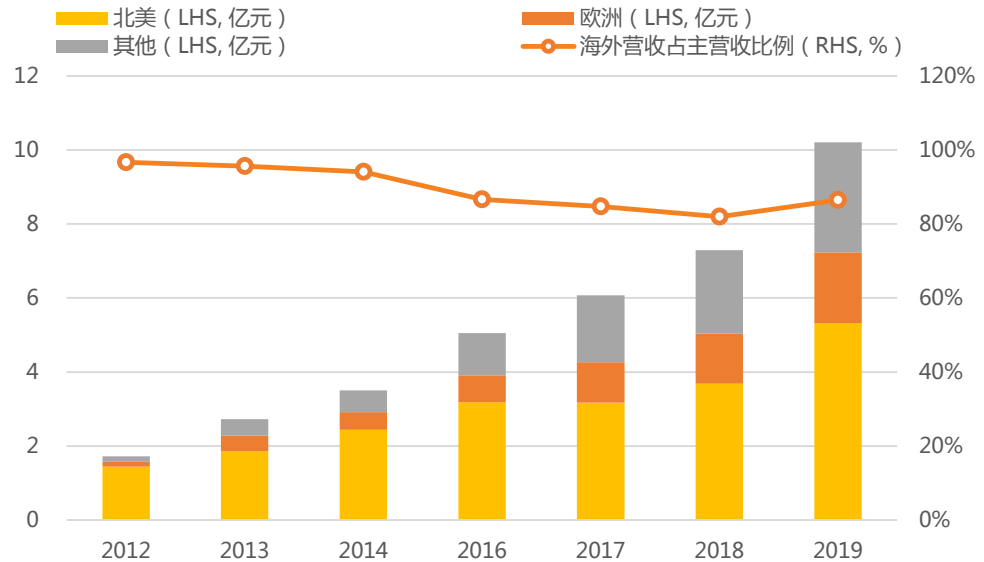
图 17：美国近年汽车后市场销售规模（单位：亿美元）



资料来源：AAIA、ACA、天风证券研究所

海外营收稳步增长，新产品反应良好。2016-2019 年，公司海外营收 CAGR 达 26.4%，占主营收入比例从 2016 年 86.7% 小幅下降到 2019 年的 86.5%，其中北美市场收入集中度大幅下降，从 54.6% 降至 45.0%。此外，新产品线 TPMS 经过多年积累，销售的快速增长，2018-2019 年同比分别增长 82.6%、49.1%；2018 年 9 月公司在美国推出 ADAS 系列产品也快速得到市场认可。

图 18： 2012-2019 年海外营收变化（除 2015 年）

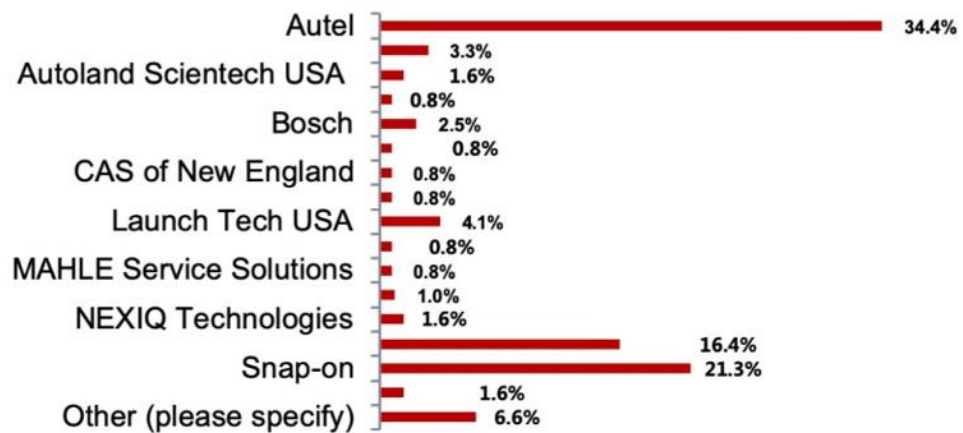


资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：公司未公开 2015 年财务数据

持续耕耘海外市场，处领先地位。道通在国际市场与实耐宝、博世、Texa、OTC，Autoland 和元征科技等同台竞技，凭借优秀的产品处于领先地位：**（1）各类产品质量和性能优秀（见第二节）；（2）销售覆盖广泛：**Advanced Auto Parts、NAPA、O'Reilly 等多家大型独立汽修厂和国际连锁企业 Walmart 是公司经销模式下大型连锁零售商的前五大客户，此外公司通过汽配市场主流经销商渠道覆盖全美各洲，并通过 eBay、亚马逊等电商平台向全美终端用户渗透；**（3）终端用户使用意愿较高：**根据美国 PTEN 杂志在 2017 年对约 4.6 万电子订阅人员进行的调查显示，近期曾购买道通产品的人高达 34%，远超实耐宝（Snap-on）和 OTC 等公司。

图 19： 美国 PTEN 杂志 2017 年度电子订阅人员调查



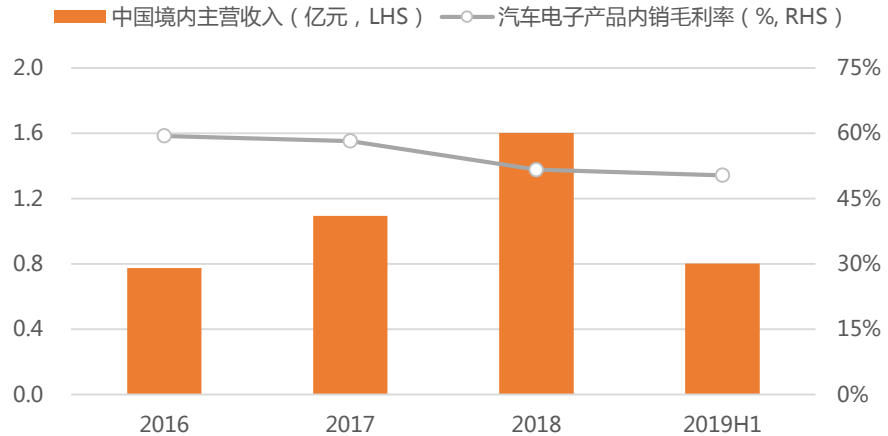
注：PTEN 为美国汽车诊断分析工具专业杂志，主要内部面向汽修技师、汽配零售管理人员、经销商和各类相应机构人员，在细分领域具有一定专业性。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 王者归来，国内市场打开新成长空间

挖掘国内市场潜力，打开新一轮成长空间。随中国汽车市场高速发展，公司逐步加大了对中国境内业务的投入，境内的营业收入从 2016 年的 0.8 亿元快速上升至 2019 年的 1.6 亿元，年 CAGR 高达 27.2%，占比从 2016 年的 13.3% 上升至 2019 年的 13.5%。由于中国市场处于产品推广期，故销售单价相对低于欧美市场，拉低了内销毛利率，随着中国市场培养成熟，客户形成规模，毛利率有望爬升。

图 20：2016 年-2019H1 中国境内主营收入和汽车电子产品内销毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

政策稳步推动后市场开放。汽车智能诊断、检测属于国家鼓励发展的产业，享受多项政策支持。2011 年，《产业结构调整指导目录》将 TPMS、汽车检测设备和数字化仪表归为鼓励类产业；2014 年，《关于促进汽车维修业转型升级、提升服务质量的指导意见》提出运用互联网、大数据、云计算等手段，建立覆盖全国的汽车“电子病历”系统；2017 年，《汽车产业中长期发展规划》提出突破车用传感器、车载芯片等先进汽车电子产业链短板，培养具国际竞争力的零部件供应商；2019 年版的《产业结构调整指导目录》将车载故障诊断仪、新能源汽车下线检测/维护诊断设备列为鼓励类产业和新兴产业重点产品。

表 9：后市场相关政策梳理

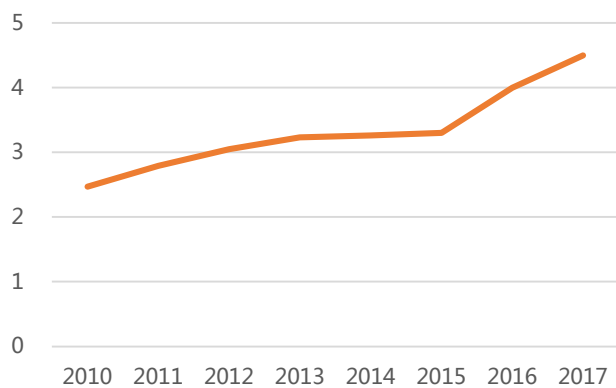
文件名称	发布时间	发布部门	与本行业相关主要内容
《汽车产业发展政策》	2004 年发布 2009 年修订	国家发展和改革委员会	促进汽车与配套设施协调发展，促进汽车电子产品的研发和生产，加速在汽车生产、销售物流中电子行业的发展
《产业结构调整指导目录》（2011 年本）	2011 年	国家发展和改革委员会，国务院	汽车诊断系列设备数字化仪表等属于鼓励类行业
《当前优先发展的高新技术产业化重点领域指南》	2011 年	国家发展和改革委员会	车辆维修诊断系统、数字化仪表以及 OBD III 系统等为优先发展的重点领域
《外商投资产业指导目录（2011 修订）》	2011 年	国家发展和改革委员会、商务部	TPMS、车载故障诊断仪等属于鼓励类行业
《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	2012 年	国务院	实施新能源汽车重大创新工程，研发新能源汽车电子产业
《“十三五”汽车工业发展规划意见》	2016 年	国务院	搭载先进的传感器等装置，融合现代技术，构建智能车联网，具备在复杂环境下的协同控制和执行等功能
《关于促进汽车维修业转型升级、提升服务质量的指导意见》	2014 年	交通运输部、国家发展改革委等	充分利用大数据、云计算等技术手段，建立覆盖全国的汽车“电子病历”系统；鼓励建立健全的维修服务管理信息系统

《汽车产业中长期发展规划》	2017 年	工业和信息化部、国家发展改革委、科技部	突破车用传感器、车载芯片等先进汽车电子产业链短板，培养具国际竞争力的零部件供应商
《产业结构调整指导目录（2019 年本，征求意见稿）》	2019 年	国家发展改革委	车载诊断故障仪（OBD）、新能源汽车下线检测设备与维护诊断设备分别列入国家鼓励类产业和新兴产业重点产品目录

资料来源：公司公告、天风证券研究所

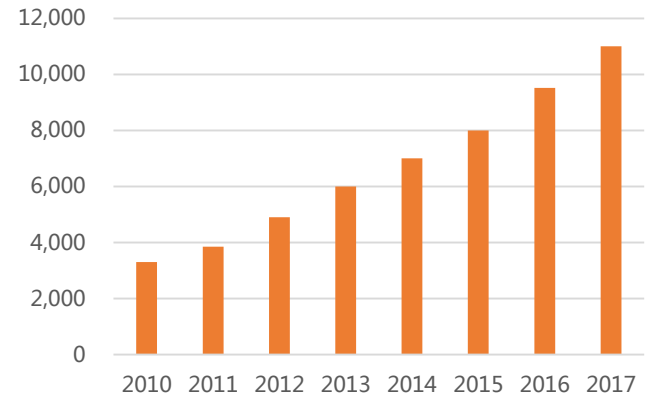
中国后市场处于蓬勃发展期。1) 汽车保有量将大幅提升：我们预计（详见：《2020 年度策略-总量篇：汽车需求见顶了吗？》）中国汽车保有量将从 2019 年的 2.6 亿辆上升至 2025 年的 3.6 亿辆，CAGR 约为 5.2%；到 2040 年汽车保有量将突破 4.6 亿辆。**2) 车龄将逐步攀升：**2018 年中国汽车平均车龄为 4.9 年，已进入维修期（一般为 3~3.5 年），5 年以上的车辆占比高达 47%，较 2010 年增加 8%，未来平均车龄还将持续增长。**3) 单车维修/保养费用提升空间大：**2017 年中国汽车后市场规模约 1.1 万亿元，单车维修/保养成本约 5000 元+；美国汽车后市场为 2.6 万亿元，单车维修/保养成本约 9400 元+。

图 21：2010-2017 年中国汽车平均车龄（单位：年）



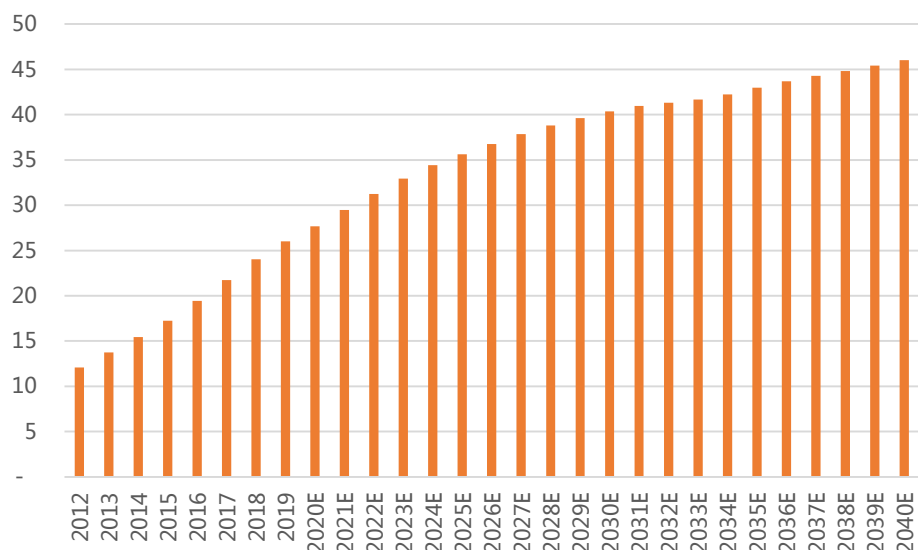
资料来源：中国统计局、中国市场调查网、天风证券研究所

图 22：2010-2017 年中国汽车后市场规模（单位：亿元）



资料来源：中国汽车后市场蓝皮书、腾讯财经、前瞻产业研究院、天风证券研究所

图 23：中国汽车保有量及预测（单位：千万辆）

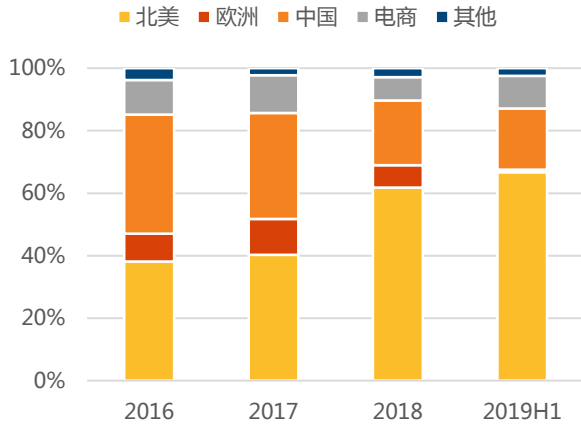


资料来源：中汽协、公安部、天风证券研究所

TPMS 强制安装，检测/替换需求有望持续快速提升。公司从 2014 年开始将 TPMS 产品作为业务发展的重点，2016-2018 年 TPMS 业务营收 CAGR 达 77.8%。受益美国和欧盟分别在 2007 年和 2012 年推出的强制安装 TPMS 政策，TPMS 市场快速发展。公司在欧美地区

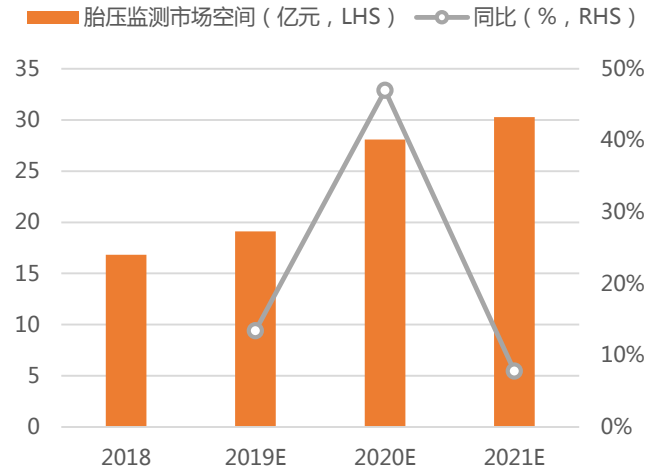
的 TPMS 产品的营收占比从 2016 年的 76.3% 提高到 2019H1 的 86.4%。国内市场亦迎来快速发展期, 2020 年我国所有在产乘用车将强制安装 TPMS, 使用胎压传感器的直接式 TPMS 渗透率有望增至 70%, 根据智研咨询预测, 2020 年国内 TPMS 市场规模为 28.1 亿, 增速高达 47%。

图 24: 2016 年-2019H1 TPMS 产品分区域营收 (单位: %)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 25: 国内胎压监测市场规模测算



资料来源: 智研咨询、天风证券研究所

4. IPO 扩充产能，加码研发

扩充产能，夯实研发，实现云平台建设。公司本次融资 6.5 亿元，新增股本不超过 5,000 万股，占发行后总股本比例不低于 10%。资金主要应用到 2 个方面：（1）拟投资 55,609.64 万元用于总部基地及研发中心建设项目，其中 7,436.88 万元用于研发中心，48,172.76 万元用于总部基地；（2）拟投资 9,390.98 万元到汽车智能诊断云服务平台建设项目。

图 26：预计募集资金使用额

项目名称	投资额（万元）	占比
道通科技西安西北总部基地及研发中心	55,609.64	85.55%
总部基地	48,172.76	74.11%
研发中心	7,436.88	11.44%
汽车智能诊断云服务平台	9,390.98	14.45%
合计	65,000.62	100.00%

资料来源：公司公告、天风证券研究所

（一）总部基地及研发中心建设项目

现有规模受限，自建基地提高效率。公司目前在深圳的生产研发场地以租赁方式获得，主要进行产品组装、测试和质检等环节，产品部件大多通过外协加工方式完成。为补足产能缺口，解决仓储成本问题，且避免租赁生产场地可能带来的经营风险，公司亟需自建生产基地。总部基地工程建设及其他费为 40,549.03 万元，研发中心工程建设费用为 2,785.06 万元，共计 43,334.09 万元。研发中心研发费用为 4,506.00 万元，其中 3,853 万元为新增研发人员工资，350 万元为第三方合作开发费。

表 10：研发中心建设投资概算（万元）

项目名称	费用	合计
工程建设费用	场地建造费	309.6
	场地装修费	129
	设备购置费	1,393.40
	软件购置费	953.06
研发费用	新增研发人员工资	3,853.00
	第三方合作开发费	350
	产品试制费	303
基本预备费 2%	145.82	145.82
合计		7,436.88

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 11：总部基地建设项目投资概算（万元）

项目名称	费用	合计
工程建设费用	场地建造费	22,434.00
	场地装修费	6,347.50
	设备购置费	7,720.95
	土地购置费	2,769.00
工程建设其它费用	勘察设计费	365.02
	建设管理费	730.05
	场地准备及临时设施费	182.51
基本预备费 2%	823.6	823.6
铺底流动资金	6,800.12	6,800.12

合计

48,172.76

资料来源：公司公告、天风证券研究所

(二) 汽车智能诊断云服务平台建设项目

提前部署云平台建设。未来汽车诊断行业呈现轻终端化、重云服务的趋势，道通需要将智能化诊断业务同云计算、大数据技术的发展完美的结合，通过建设汽车智能诊断云平台提前做好准备。预计工程建设费为 6,944.84 万元，云平台开发费用为 2,262 万元。**道通将云平台建设分为两阶段：**(1) 第一年优化升级平台架构，提供端到端一站式服务，实现从诊断设备到综合解决方案的业务拓展；(2) 第二年优化算法库，引入汽车厂、保险、二手车、零部件供应商等终端用户的操作及业务数据，使云平台发挥信息聚合的中枢作用和功能整合的作用。

表 12：云服务平台项目投资概算（万元）

项目名称	费用	合计
工程建设费用	场地租赁费	354.24
	场地装修费	160
	设备购置费	4,807.00
	软件购置费	1,623.60
云平台开发费用	新增研发人员工资	2,262.00
基本预备费 2%		184.14
合计		9,390.98

资料来源：公司公告、天风证券研究所

5. 投资建议

- 1、**汽车综合诊断产品**：海外市场稳步渗透+中国市场高速拓展。但由于国内市场对于中低端产品需求较多，毛利率或下降。
- 2、**TPMS 产品（Sensor+诊断器）**：1）主要专注海外及 AM 市场，产品拥有较高的单价及毛利率。2）未来随海外市场的持续拓展，以及国内市场强制安装后大量检测和替换需求，业绩有望快速爬坡。
- 3、**软件升级**：为存量市场业务，定期收取升级费。随公司业务持续拓展，以及国内后市场的规范及快速发展，将迎快速发展期。

表 13：道通科技各版块业绩预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入（万元）	69,688	88,997	117,998	141,408	182,541	224,552
增速（%）	33.6%	27.7%	32.6%	19.8%	29.1%	23.0%
毛利率（%）	64.4%	60.7%	62.6%	61.4%	62.1%	61.1%
汽车综合诊断产品（万元）	51,433	59,679	73,108	84,324	106,814	130,008
增速（%）	30.5%	16.0%	22.5%	15.3%	26.7%	21.7%
毛利率（%）	63.2%	60.3%	60.7%	60.3%	61.0%	60.5%
TPMS 产品（万元）	7,856	14,349	21,400	27,322	35,661	44,848
增速（%）	106.3%	82.6%	49.1%	27.7%	30.5%	25.8%
毛利率（%）	54.4%	46.0%	54.8%	52.0%	53.0%	51.0%
软件升级服务（万元）	7,165	9,367	13,402	16,648	20,394	24,122
增速（%）	29.2%	30.7%	43.1%	24.2%	22.5%	18.3%
毛利率（%）	96.6%	95.8%	94.1%	95.0%	95.0%	95.0%

资料来源：公司公告、Wind、天风证券研究所

我们预计公司 2020 年至 2022 年营业收入分别为 14.4、18.5、22.8 亿元，归母净利润分别为 3.7、4.8、5.8 亿元，EPS 分别为 0.82、1.07、1.28 元/股，对应 PE 分别为 51、39、33 倍。我们选取汽车电子&网联领域上市公司中的德赛西威、锐明技术、中科创达作为可比公司。3 家可比公司对应 2020 年 PE 为 61 倍，给予可比公司 20 年 61 倍估值，对应目标价 50 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 14：道通科技可比公司（截止日期：05/12）

证券代码	公司名称	净利润（亿元）				PE
		市值（亿元）	2019	2020E	2021E	2020E
300496.SZ	中科创达	258.1	1.6	3.3	4.6	77
002920.SZ	德赛西威	261.0	4.2	3.9	5.4	67
002970.SZ	锐明技术	97.3	1.5	2.5	3.5	38
平均值		205.4	2.4	3.2	4.5	61
688208.SH	道通科技	189.2	3.4	3.7	4.8	51

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

- 1、全球经济低迷：受各方因素影响导致全球经济低迷，或影响汽车消费情绪。
- 2、中美贸易战加剧：美国是公司主要出口地，若贸易战摩擦升级，或提升公司出口成本甚至影响出口业务。
- 3、行业竞争加剧：现公司拥有约 60%的毛利率，若行业竞争加剧导致价格战，或将导致公司产品单价与毛利率大幅下滑。
- 4、若国内消费者对第三方维修商认可度提升较慢，将影响公司国内市场的开拓。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	427.45	346.13	625.19	635.40	650.26
应收票据及应收账款	227.31	261.13	329.32	443.27	507.96
预付账款	12.10	35.47	3.65	48.96	25.40
存货	276.56	355.51	511.62	466.13	689.43
其他	40.09	86.83	120.73	100.80	139.96
流动资产合计	983.52	1,085.06	1,590.52	1,694.56	2,013.01
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	161.94	166.79	172.60	324.76	513.91
在建工程	0.00	22.64	31.58	48.95	59.37
无形资产	25.76	74.62	68.11	61.61	55.10
其他	156.43	158.08	111.27	118.76	118.95
非流动资产合计	344.13	422.13	383.57	554.08	747.33
资产总计	1,327.65	1,507.19	1,974.08	2,248.64	2,760.34
短期借款	0.00	0.00	50.00	30.00	0.00
应付票据及应付账款	111.34	89.64	164.30	169.87	238.54
其他	71.84	90.78	134.08	96.77	156.65
流动负债合计	183.18	180.42	348.38	296.64	395.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	110.04	161.59	150.00	140.54	150.71
非流动负债合计	110.04	161.59	150.00	140.54	150.71
负债合计	293.21	342.02	498.38	437.19	545.90
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	95.97	95.97	95.97
留存收益	637.45	768.23	1,025.71	1,361.46	1,764.45
其他	(95.18)	(99.03)	(95.97)	(95.97)	(95.97)
股东权益合计	1,034.44	1,165.17	1,475.71	1,811.46	2,214.45
负债和股东权益总	1,327.65	1,507.19	1,974.08	2,248.64	2,760.34

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	335.78	326.98	367.83	479.65	575.70
折旧摊销	37.08	54.72	21.76	36.97	56.94
财务费用	0.16	2.62	(3.26)	(3.87)	(5.19)
投资损失	1.79	7.21	(10.00)	(7.00)	(5.00)
营运资金变动	(142.77)	(159.71)	(72.16)	(141.30)	(166.24)
其它	(34.14)	(2.68)	(0.21)	(1.68)	1.19
经营活动现金流	197.89	229.14	303.95	362.76	457.40
资本支出	(8.63)	45.24	41.59	209.46	239.83
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(43.86)	(182.05)	(62.45)	(402.00)	(484.85)
投资活动现金流	(52.49)	(136.82)	(20.85)	(192.54)	(245.02)
债权融资	0.00	0.00	50.00	30.00	0.00
股权融资	35.37	11.74	56.32	3.87	5.19
其他	(55.45)	(211.79)	(110.35)	(193.89)	(202.71)
筹资活动现金流	(20.08)	(200.04)	(4.03)	(160.02)	(197.52)
汇率变动影响	0.00	0.00	10.00	5.00	5.00
现金净增加额	125.32	(107.72)	289.07	15.21	19.86

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
营业收入	900.25	1,195.80	1,436.23	1,854.20	2,282.95
营业成本	352.18	450.11	557.44	708.57	891.93
营业税金及附加	13.88	12.88	15.80	18.54	22.83
营业费用	113.38	167.39	189.58	235.48	283.09
管理费用	77.13	97.92	114.90	148.34	182.64
研发费用	125.20	167.81	201.07	259.59	319.61
财务费用	(37.70)	(7.99)	(3.26)	(3.87)	(5.19)
资产减值损失	9.05	(5.92)	2.00	3.00	3.00
公允价值变动收益	1.36	(5.80)	(0.21)	(1.68)	1.19
投资净收益	(1.79)	(7.21)	20.00	12.00	10.00
其他	(52.81)	(14.69)	(39.58)	(20.63)	(22.39)
营业利润	300.36	341.30	378.49	494.87	596.23
营业外收入	22.97	0.79	3.00	5.00	10.00
营业外支出	0.23	0.14	0.33	0.23	0.24
利润总额	323.09	341.95	381.17	499.63	606.00
所得税	(12.69)	14.97	13.34	19.99	30.30
净利润	335.78	326.98	367.83	479.65	575.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	335.78	326.98	367.83	479.65	575.70
每股收益（元）	0.75	0.73	0.82	1.07	1.28

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	24.75%	32.83%	20.11%	29.10%	23.12%
营业利润	288.25%	13.63%	10.90%	30.75%	20.48%
归属于母公司净利润	267.52%	-2.62%	12.49%	30.40%	20.03%
获利能力					
毛利率	60.88%	62.36%	61.19%	61.79%	60.93%
净利率	37.30%	27.34%	25.61%	25.87%	25.22%
ROE	32.46%	28.06%	24.93%	26.48%	26.00%
ROIC	88.02%	70.76%	54.78%	59.75%	51.65%
偿债能力					
资产负债率	22.09%	22.69%	25.25%	19.44%	19.78%
净负债率	-41.32%	-29.71%	-38.98%	-33.42%	-29.36%
流动比率	5.37	6.01	4.57	5.71	5.09
速动比率	3.86	4.04	3.10	4.14	3.35
营运能力					
应收账款周转率	4.74	4.90	4.86	4.80	4.80
存货周转率	4.33	3.78	3.31	3.79	3.95
总资产周转率	0.79	0.84	0.83	0.88	0.91
每股指标（元）					
每股收益	0.75	0.73	0.82	1.07	1.28
每股经营现金流	0.44	0.51	0.68	0.81	1.02
每股净资产	2.30	2.59	3.28	4.03	4.92
估值比率					
市盈率	56.34	57.86	51.43	39.44	32.86
市净率	18.29	16.24	12.82	10.44	8.54
EV/EBITDA	0.00	0.00	45.92	34.46	28.01
EV/EBIT	0.00	0.00	48.59	37.05	30.71

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