

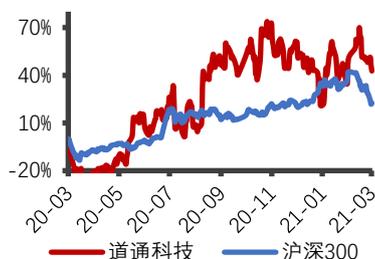
复盘美国汽车后市场格局变化，展望道通科技新机遇

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2021-03-12

收盘价 (元)	64.80
近 12 个月最高/最低 (元)	85.98/32.71
总股本 (百万股)	450.00
流通股本 (百万股)	271
流通股比例 (%)	60.20
总市值 (亿元)	292
流通市值 (亿元)	176

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：尹沿洁

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：赵阳

执业证书号：S0010120050035

邮箱：zhaoyang@hazq.com

联系人：夏瀛韬

执业证书号：S0010120050024

邮箱：xiayt@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_公司研究_道通科技：国内汽车综合诊断龙头，平台和软件付费趋势加速》2020-11-30
- 2.《华安证券_事件点评_道通科技_利润增速亮眼，积极布局智能网联新增长点》2021-02-25
- 3.《华安证券_事件点评_道通科技_经营质量显著提升，新兴业务营收占比超四成》2021-03-09

主要观点：

● 复盘美国：政策、供给和需求共振，造就第三方维修繁荣局

第三方维修自 80 年代迅速崛起，历经 20 余年高速发展，现已成为汽车后市场维修的主导力量，占比超 70%。我们认为，美国第三方维修崛起的驱动力来源于以下三个方面：**1) 政策端**：1975 年出台的《马格努森-莫斯保修法》和 2003 年出台的《汽车可维修法案》意义在于限制整车厂在车辆维修的垄断格局，极大地降低了使用、制造第三方零件的成本和风险，是第三方维修兴起的重要基础。同时，CAPA（合格汽车零部件协会）成立的非原厂配件认证体系，也对第三方维修的进一步发展起到了促进作用。**2) 供给端**：相较于授权汽车经销商，第三方维修的最大优势是能够形成规模效应，从而形成天然的价格优势。**3) 需求端**：一方面，维修需求伴随车龄同步提升，尤其是 6 年以上车龄的汽车维修需求明显增加；另一方面，随着车龄超过质保期限，客户对 4S 店体系的依赖性会逐步降低，更多转向第三方维修厂商。

● 展望国内：第三方维修处在爆发前夜，打开千亿向上空间

在当前的时间节点上，我们认为，国内汽车后市场格局与美国 80 年代末的情形较为类似。主要体现在：**1) 相关法规基本完善**。自 2015 年以来，有关限制整车厂垄断后市场的政策法规已相继出台，并且得到了有效的执行，基本扫除第三方维修的发展障碍。**2) 零配件认证体系初见雏形**。一方面，《汽车零部件的统一编码与标识》的推出解决了零配件标准化的问题；另一方面，中汽中心检测认证事业部的成立也有望完善零配件认证体系，助力第三方维修加速发展。**3) 车龄结构老化趋势明显**。国内汽车的平均车龄从 2010 年的 4.8 年上升至 2019 年的 5.9 年，其中 10 年以上的老车比例显著上升，对第三方维修的需求陡增。**4) 告别小作坊模式，连锁龙头出现**。第一梯队的途虎养车已拥有超过 2600 家门店，天猫养车也计划在 2021 年达到 3000 家门店，第三方综合维修发展势头迅猛。

● 综合诊断仪属于第三方维修必备工具，行业龙头有望长期受益

根据我们的观察，汽车综合诊断是第三方维修不可或缺的环节。道通科技作为综合诊断仪龙头，有望长期受益于第三方维修崛起的趋势，且确定性较高。短期来看，公司 2020 年中发布的第三代综合诊断仪产品（高客单价）将在 2021 年持续向市场导入，综合诊断仪营收有望保持高速增长。中长期来看，公司在智能诊断产品保有量持续增长的背景下，提升海外用户付费升级率，推出智能引导式维修服务，尝试在国内进行软件收费。对标海外可比公司，我们认为，公司综合诊断仪的软件业务收入占比有望继续提高，达到 50% 以上。

● 投资建议

我们重申此前的观点：短期来看，公司 2020 年中发布的第三代综合诊断仪产品将在 2021 年持续向市场导入，在提升客单价的同时，助力软件服务渗透率进一步提升。同时，2021 年随着疫苗的陆续上市，海外疫情得到进一步控制，海外需求有望复苏。中长期来看，我们认为公司符合“智能汽车”与“品牌出海”两大发展逻辑，其所在赛道景气度高，且产品具有一定全球竞争力。此外，公司围绕着汽车智能网联已经完成多点布局，具备一定技术壁垒和先发优势，目前新兴业务收入占比超过四成，发展势头强劲。

预计道通科技 2021-2023 年归母净利润分别为 6.17/8.79/12.90 亿元，同比增长 42.5%/42.4%/46.8%，EPS 分别为 1.37/1.95/2.87 元，对应当前股价 64.80 元的 PE 分别为 47X/33X/23X。维持“买入”评级。

重要财务指标			单位:百万元	
主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,578	2,225	3,071	4,392
收入同比 (%)	31.9%	41.0%	38.1%	43.0%
归属母公司净利润	433	617	879	1,290
净利润同比 (%)	32.4%	42.5%	42.4%	46.8%
毛利率 (%)	64.3%	66.0%	67.3%	68.4%
ROE (%)	23.4%	22.7%	27.6%	33.4%
每股收益 (元)	0.96	1.37	1.95	2.87
P/E	67.33	47.25	33.19	22.60
P/B	11.51	10.01	8.44	6.84
EV/EBITDA	59.58	44.97	31.36	21.70

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

- 1) 新产品销量不及预期；
- 2) 受疫情影响海外需求复苏不及预期；
- 3) 智能网联汽车渗透率不及预期；
- 4) 汇率波动的影响。

正文目录

1 复盘美国：政策、供给和需求共振，造就第三方维修繁荣局面	5
1.1 第三方维修自 80 年代迅速崛起，占据后市场维修主导地位	5
1.2 政策、供给和需求共振，造就第三方维修繁荣局面	6
1.2.1 政策端：反垄断法和零配件认证体系先行，打破后市场垄断局面	6
1.2.2 供给端：规模效应带动的价格优势是第三方维修的核心竞争力	7
1.2.3 需求端：维修需求伴随车龄同步提升，第三方维修受益明显	8
2 展望国内：市场格局类似美国 80 年代末水平，后续发展路径清晰	9
2.1 借政策和车龄结构老化趋势，第三方维修迅速崛起	9
2.2 国内第三方维修处在爆发前夜，千亿市场规模可期	12
2.3 综合诊断仪属于第三方维修必备工具，行业龙头有望长期受益	13
3 投资建议	14
风险提示：	15
财务报表与盈利预测	16

图表目录

图表 1	1979-2020 AUTOZONE 门店数量 (单位: 家)	5
图表 2	1985-2020 ADVANCE AUTO PARTS 门店数量 (单位: 家)	6
图表 3	1985-2020 O'REILLY 门店数量 (单位: 家)	6
图表 4	美国反垄断法案梳理	7
图表 5	2000-2019 美国轻型车辆车龄 (单位: 年)	8
图表 6	美国汽车销量及其增速 (单位: 万辆)	8
图表 7	美国汽车保有量及其增速 (单位: 万辆)	8
图表 8	国内汽车反垄断相关法律政策梳理	9
图表 9	国内汽车反垄断相关案例梳理	10
图表 10	CAQC 和 CAPC 对比	11
图表 11	国内民用汽车保有量及其增速 (单位: 万辆)	11
图表 12	国内汽车后市场规模及其增速 (单位: 亿元)	11
图表 13	国内汽车销量及其增速	12
图表 14	国内汽车平均车龄变化 (单位: 年)	12
图表 15	途虎养车工场店	12
图表 16	天猫养车门店	12
图表 17	道通科技主要产品和服务分类	13

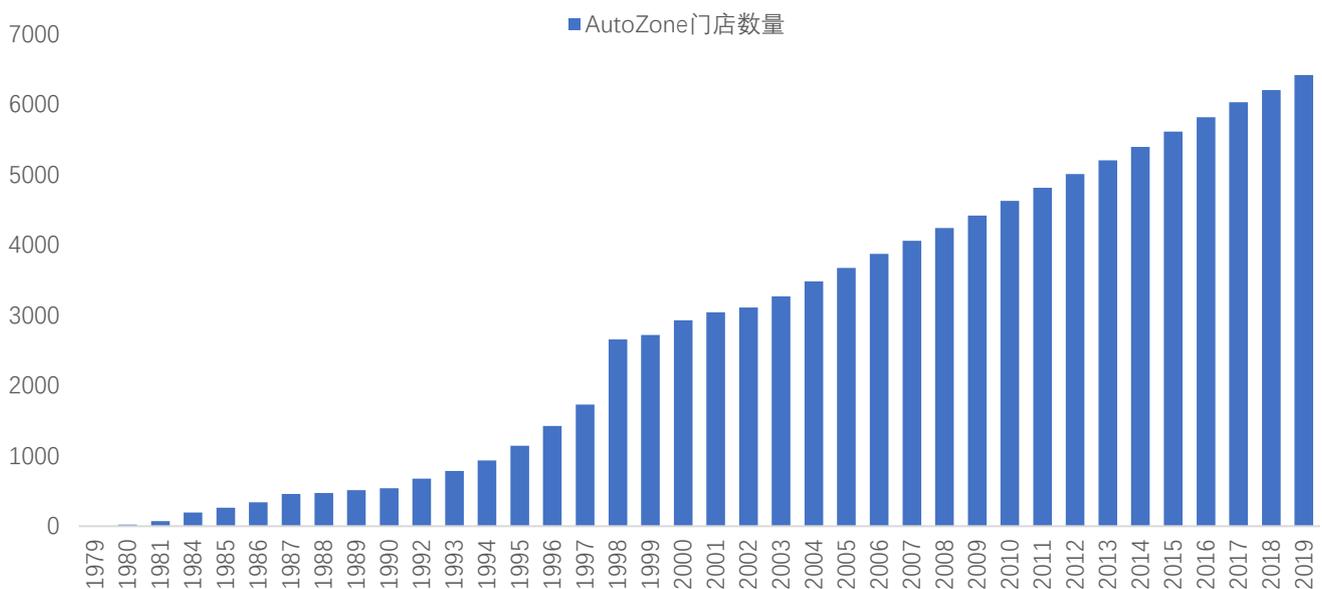
1 复盘美国：政策、供给和需求共振，造就第三方维修繁荣局面

1.1 第三方维修自 80 年代迅速崛起，占据后市场维修主导地位

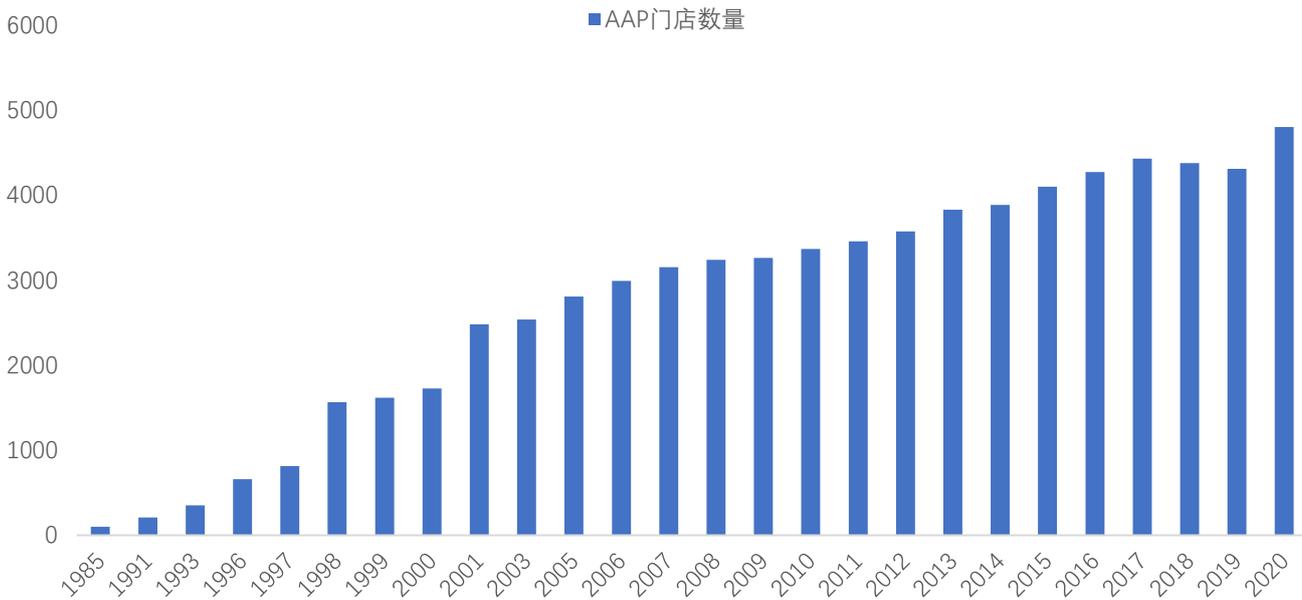
美国汽车后市场由第三方维修主导，占比超 70%。第三方维修和授权汽车经销商（类似于中国的 4S 店）是美国汽车后市场的两大主要参与者，其中第三方维修又可分为专业汽车维修(DIFM)和车主购买零件后自行完成(DIY)。当前，DIFM 和 DIY 分别占据市场总额的 55%和 20%，两者合计达 75%，是美国汽车后市场的主导力量。而授权汽车经销商仅占据 25%左右份额，且该份额大都来自于汽车保修期内的维修和养护。行业集中度方面，美国第三方维修主要由规模化、连锁化的汽修店所覆盖，目前大型的连锁维修厂商有 AutoZone、Advanced Auto Parts、O’ Reilly 以及 Genuine Parts (NAPA)，约占据全行业 30%的份额。

第三方维修自 80 年代迅速崛起，历经 20 余年高速发展。通过观察美国几大第三方维修龙头的历年门店数增长情况，我们发现其发展进程具有一定的相似性。具体以现在：1) 几大龙头的崛起时间均为上世纪 80 年代。AutoZone 的首家门店于 1979 年开业，1989 年门店数突破 500 家，1999 年达到 2928 家；AAP 的门店数从 1985 年的 100 家增长至 2000 年的 1729 家；同一时期 O’Reilly 的门店数也有着超过 10 倍的增长。2) 各大龙头均在 2000 年左右通过数次兼并收购以实现规模的进一步扩张。AutoZone 于 1998 年收购 ADAP 公司的 700 余家门店，2001 年 AAP 收购 Carport Auto Parts 和 Discount Auto Parts 29 家门店和 577 家门店，O’Reilly 于 1998 和 2001 年分别通过并购共增加 200 余家门店。3) 2010 年后，第三方维修进入温和增长状态。各大龙头的门店增速维持在 5%以下，与后市场整体增速相仿。

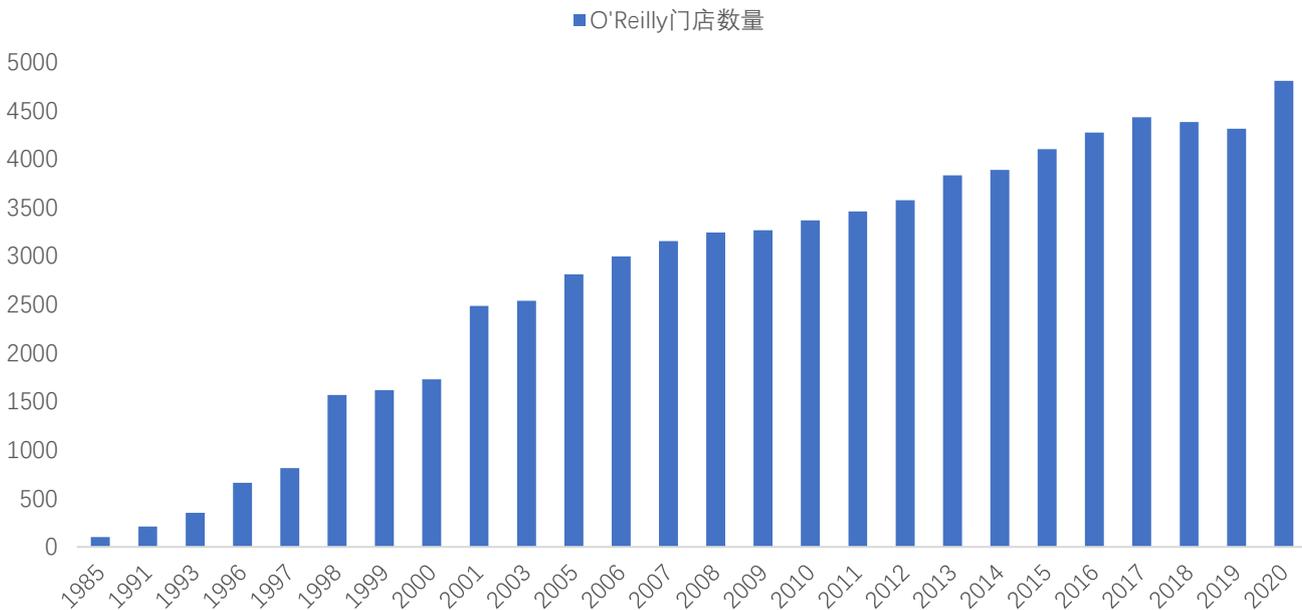
图表 1 1979-2020 AutoZone 门店数量 (单位：家)



资料来源：AutoZone，华安证券研究所

图表 2 1985-2020 Advance Auto Parts 门店数量 (单位: 家)


资料来源: AAP, 华安证券研究所

图表 3 1985-2020 O'Reilly 门店数量 (单位: 家)


资料来源: O'Reilly, 华安证券研究所

1.2 政策、供给和需求共振, 造就第三方维修繁荣局面

1.2.1 政策端: 反垄断法和零配件认证体系先行, 打破后市场垄断局面

《马格努森-莫斯保修法》和《汽车可维修法案》相继出台, 奠定第三方维修发展基础。1975年, 为提升美国本土汽车的生产质量, 美国政府出台了《马格努森-莫斯保修法》, 其规定汽车制造企业和经销商不得把保修作为条件要求车主使用原厂

零部件，以及不得因车主安装非原装零件产品就拒绝保修。后续，为进一步防止整车厂形成技术壁垒，美国国会又于 2003 年推出《汽车可维修法案》，其明确规定汽车生产企业应及时向车主、汽车维修者等提供诊断、维修车辆所必需的技术信息，防止汽车制造企业对汽车配件和维修市场的垄断。无论是《马格努森-莫斯保修法》还是《汽车可维修法案》，均有效限制了整车厂在车辆维修的垄断格局，极大地降低了使用、制造第三方零件的成本和风险，是第三方维修兴起的重要基础。

图表 4 美国反垄断法案梳理

种类	法律名称	出台时间	核心要素
基础反垄断法	《谢尔曼法案》	1890 年	美国第一部反托拉斯法
	《克莱顿法案》	1914 年	对《谢尔曼法案》的补充，补充了价格歧视和其他削弱竞争的活动
	《联邦贸易委员会法》	1914 年	对商业组织和商业活动进行调查、对不正当的商业活动发布命令阻止不公平竞争
汽车行业反垄断法	《马格努森-莫斯保修法》	1975 年	规定汽车厂商不得因车主安装非原装零件产品就拒绝保修
	《汽车可维修法案》	2003 年	规定汽车生产企业应及时向车主、汽车维修者等提供诊断、维修车辆所必需的技术信息，防止汽车制造企业对汽车配件和维修市场的垄断

资料来源：华安证券研究所整理

CAPA 造就高质量非原厂配件，为第三方维修保驾护航。合格汽车零件协会（CAPA）于 1987 年由美国从事车辆保险业务的前 5 大保险公司、30 多家零配件经销商、维修服务商和 2 家消费者团体共同出资成立，是一家对非原厂配件进行质量认证的行业协会。虽然 CAPA 本身不做测试，但其制定了合车、材料质量以及耐用度等一系列零件认证体系，以确保零件的外观与功能上达到原厂水平。我们认为，美国第三方维修的兴起和完备的零配件认证体系密不可分。一方面，认证体系可以消除消费者对于第三方维修所使用配件质量的不信任感；另一方面，在对配件质量有信心的前提下，保险公司也更乐于与第三方维修达成合作，从而扩大行业利润。

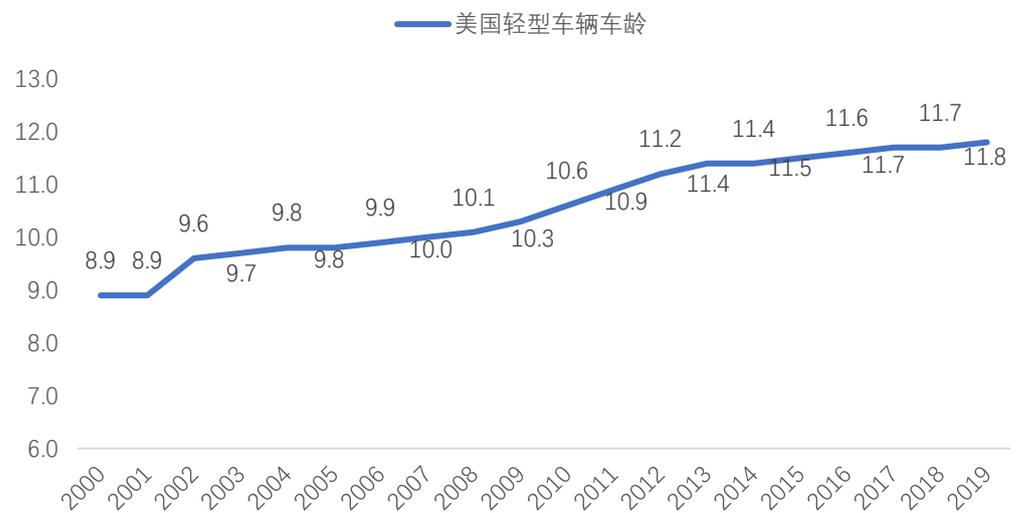
1.2.2 供给端：规模效应带动的价格优势是第三方维修的核心竞争力

相较于授权汽车经销商，第三方维修的最大优势是能够形成规模效应。得益于对可维修品牌、车型均不存在限制，第三方维修厂商的单店平效和人效利用率一般而言会更高，从而对授权经销商形成天然的价格优势。此外，自 2000 年以来，美国第三方维修的行业集中度提升明显，主要系四大龙头厂商均通过兼并收购的方式进一步扩张，形成规模效应。而规模效应带来的优势包括了：1) 大规模的零配件采购有望提升维修厂商的议价能力，使得采购价格更低；2) 诸如仓库、管理系统、员工培训等一系列成本可以被更好地分摊；3) 通过门店的广覆盖形成品牌效应，以增强消费者对产品的信任度，巩固消费者黏性。

1.2.3 需求端：维修需求伴随车龄同步提升，第三方维修受益明显

维修需求伴随车龄同步提升，第三方维修受益明显。2000-2019 年间，美国平均车龄从 8.9 年增长至 11.8 年；而同期，维修需求伴随车龄同步提升，驱动美国汽车后市场规模从 1600 亿美元增长至 3080 亿美元，CAGR 为 3.6%。此外，汽车的保修时长通常为购买后 3 年，所以第三方维修将在过保之后成为选项之一。其次，对于高龄车（10 年以上）而言，由于车子本身价值有限，高价格的维修意义不大。因此我们认为，随着车龄突破质保期限，客户对 4S 店体系的依赖性也会逐步降低，更多转向第三方维修厂商。总的来看，维修需求伴随车龄同步提升，而第三方维修将在该情况下更为受益。

图表 5 2000-2019 美国轻型车辆车龄 (单位：年)



资料来源：美国交通运输部，华安证券研究所

图表 6 美国汽车销量及其增速 (单位：万辆)



资料来源：美国交通运输部，华安证券研究所

图表 7 美国汽车保有量及其增速 (单位：万辆)



资料来源：美国交通运输部，华安证券研究所

2 展望国内:市场格局类似美国 80 年代末水平, 后续发展路径清晰

2.1 借政策和车龄结构老化趋势, 第三方维修迅速崛起

政策法规相继出台, 扫除第三方维修发展障碍。自 2014 年以来, 各项有关汽车领域的反垄断政策加速推出。其中, 2015 年下发的《汽车维修技术信息公开实施管理办法》明确要求汽车零部件和维修信息公开; 而 2019 年出炉的《关于汽车业的反垄断指南》则禁止汽车供应商在售后维修方面的各项垄断, 保证消费者有自主选择的权利。执行方面, 2014-2019 年期间, 已有接近 10 家知名汽车品牌因违反《反垄断法》而被处罚, 合计罚款金额超过 30 亿元。我们认为, 《汽车维修技术信息公开实施管理办法》与美国的《汽车可维修法案》较为类似, 而《关于汽车业的反垄断指南》则和《马格努森-莫斯保修法》更为接近, 两者的相继推出, 已基本在法律政策层面扫除了第三方维修发展的障碍。

图表 8 国内汽车反垄断相关法律政策梳理

时间	政策名称	政策机构	主要启示
2009/3/1	汽车产业调整和振兴规划	发改委	宏观上促进汽车产业整体发展, 发展包括售后在内的现代汽车服务业是其中重要的一环
2015/9/1	汽车零部件的统一编码与标识	国家标准委	支持汽车零部件及维修后市场标准化建设, 提高零部件的信息管理升级, 促进市场整体诚信和品牌建设
2015/9/1	汽车维修技术信息公开实施管理办法	交通运输部	确保维修技术信息公开, 保证市场充分竞争, 为独立(第三方)维修企业提供市场机会
2016/4/1	《机动车维修管理规定》	交通运输部	确保维修技术信息公开, 保证市场充分竞争, 为独立(第三方)维修企业提供市场机会
2018/7/1	国务院关于取消一批行政许可等事项的决定	国务院	取消机动车维修经营许可一定程度降低了行业准入门槛, 节省审批费用、缩短审批时间, 便于更多资本、玩家进入维修行
2018/8/1	新能源汽车维护技术标准	上海市汽车维修行业协会	提高维护质量、规范新能源汽车维护相关技术要求, 促进新能源汽车维护市场规范发展
2019/1/4	关于汽车业的反垄断指南	发改委	禁止汽车供应商在售后维修方面的各项垄断, 保证市场和第三方维修企业充分竞争以及消费者自主选择的权利
2019/7/1	新版《机动车维修管理规定》	交通运输部	全面公开维修经营者信息, 加强对维修企业和从业者的信用管理

资料来源: 华安证券研究所整理

图表 9 国内汽车反垄断相关案例梳理

时间	公司	处罚	违反的具体条例
2014 年	日本汽车系统等 12 家日本零部件企业	13.75 亿	违反了《反垄断法》第十三条第一款第（一）项的规定，属于与具有竞争关系的经营者达成并实施“固定或者变更商品价格”垄断协议的违法行为。
2014 年	一汽大众	2.49 亿元	违反了《反垄断法》第十三条的规定，属于“固定或者变更商品价格”的违法行为
2104 年	克莱斯勒	3168 万	违反了反垄断法第十四条的规定；三家经销商达成并实施固定或者变更商品价格的垄断协议，违反了反垄断法第十三条的规定。
2015 年	奔驰	3.5 亿	违反了《反垄断法》第十四条的规定，排除、限制了相关市场竞争，损害了消费者利益。
2015 年	东风日产	1.233 亿	违反了《反垄断法》第十四条的规定，排除、限制了相关市场的竞争，损害了消费者利益。
2016 年	上汽通用	2.01 亿	违反了《反垄断法》第十四条禁止经营者与交易相对人达成“限定向第三人转售商品最低价格”的垄断协议的相关规定，排除、限制了市场价格竞争，扰乱了正常的市场竞争秩序，损害了其他经营者和消费者的合法权益。
2019 年	长安福特	1.628 亿	违反了《反垄断法》关于禁止经营者与交易相对人达成限定向第三人转售商品最低价格的垄断协议的规定。
2019 年	丰田汽车（中国）	8.76 亿	违反了《反垄断法》第十四条的规定。属于与交易相对人达成并实施“固定向第三人转售商品的价格”“限定向第三人转售商品的最低价格”的垄断协议。

资料来源：华安证券研究所整理

零配件认证体系现雏形，助力第三方维修加速发展。此前，由于缺乏统一的行业标准、完善的质量认证体系和权威的认证机构，我国汽车零配件较为混乱，在很大程度上制约了汽车后市场，尤其是第三方维修的健康发展。但近年来该情况正逐步得到改善：**1) 行业标准方面**，《汽车零部件的统一编码与标识》于 2015 年推出，首先解决了汽车零部件标准化的问题；**2) 认证机构方面**，2019 年成立的中汽中心检测认证事业部（CAQC）在性质方面与 CAPA 同为第三方机构；在业务方面也提供了与 CAPA 类似的自愿性认证。**3) 认证体系方面**，2019 年 10 月，CAPA 授权的认证机构 Intertek 和 CAQC 共同制定国际、国内双重配件质量权威认证体系，推出了“PICC 中国人民保险推荐认证配件”。我们认为，从标准、体系、机构三方面，我国零配件认证体系已经有了一定雏形，其有望助力第三方维修加速发展。

图表 10 CAQC 和 CAPA 对比

	CAPA	CAQC
机构立场	都是被国家权威机构认可的第三方机构。CAPA 被 ANSI(American National Standards Institute)所认可, CAQC 经过 CNCA (中国国家认证认可监督管理委员会) 批准和 CNAS (中国合格评定国家认可委员会) 认可。	
出资人	1987 年由当时美国市场占有率前几名的财产保险公司出资成立	隶属于中国汽车技术研究中心有限公司, CATARC 是 1985 年经国家科委批准成立的科研院所, 现隶属于国务院国有资产监督管理委员会。
机构性质	行业协会	检测认证中心
盈利性	非营利组织	收费认证
主营业务	非原厂汽车配件质量认证	检测试验; 进出口认证; 体系产品认证(华诚认证); 技术研发; 试验场服务; 综合业务; 测评服务

资料来源: 华安证券研究所整理

车龄结构性老化趋势明显, 第三方维修需求有望大幅提升。当前, 虽然国内汽车年销售量仍然保持在 2000 万台以上, 但增长率出现了下降的趋势, 汽车市场未来整体正在由销量市场向存量市场转变。受该变化影响, 国内汽车的平均车龄也从 2010 年的 2.47 年上升至 2018 年的 4.9 年, 其中 0-3 年的准新车占比下降明显, 而 10 年以上的老车比例显著上升。由于老车残值较低, 在维修保养上的预算有限, 其通常不会选择继续在 4S 点进行维修保养, 而是转向第三方综合维修店。我们判断, 在车龄结构老化趋势不变的前提下, 国内对第三方的维修保养需求有望大幅上升。

图表 11 国内民用汽车保有量及其增速(单位: 万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 华安证券研究所

图表 12 国内汽车后市场规模及其增速(单位: 亿元)



资料来源: 中国汽车工业协会, 华安证券研究所

图表 13 国内汽车销量及其增速



资料来源：中国汽车工业协会，华安证券研究所

图表 14 国内汽车平均车龄变化 (单位：年)



资料来源：中国汽车工业协会，华安证券研究所

第三方连锁维修迅速崛起，以 4S 店为主格局有望被打破。 中国汽车后市场维修目前阶段仍由 4S 店主导 (占市场份额的 65%)，但第三方维修正在迅速崛起，且呈加速态势。以途虎为例，其首个 500 家门店的布局时间为 28 个月，而最近 500 家仅历时 6 个月便完成布局，目前已拥有超过 2600 家工场店。同样，天猫养车 2020 年也进入急速扩张模式，其计划 2020 年底达到 500 家，2021 年达到 3000 家，2022 年成为汽车后市场连锁第一品牌。我们认为，第三方连锁维修的加速崛起主要系上文提高的政策因策和需求因素，预计在未来 5 年中，以 4S 店为主格局有望被打破。

图表 15 途虎养车工场店



资料来源：途虎养车，华安证券研究所

图表 16 天猫养车门店



资料来源：天猫养车，华安证券研究所

2.2 国内第三方维修处在爆发前夜，千亿市场规模可期

在当前的时间节点上，我们认为，国内汽车后市场格局较为类似于美国 80 年代末的情形。主要体现在：**1) 相关法规基本完善。**自 2015 年以来，有关限制整车厂垄断后市场的政策法规已相继出台，并且得到了有效的执行，基本扫除第三方维修的发展障碍。**2) 零配件认证体系雏形出现。**一方面，《汽车零部件的统一编码与标识》的推出解决了零配件标准化的问题；另一方面，中汽中心检测认证事业部的成立也有望完善零配件认证体系，助力第三方维修加速发展。**3) 车龄结构老化趋势明显。**国内汽车的平均车龄从 2010 年的 2.47 年上升至 2018 年的 4.9 年，其中 10 年

以上的老车比例显著上升，对第三方维修的需求陡增。**4) 告别小作坊模式，连锁龙头出现。**第一梯队的途虎养车已拥有超过 2600 家门店，天猫养车也计划在 2021 年达到 3000 家门店，第三方维修告别小作坊模式。

参考美国发展路径，千亿市场可期。参照美国的发展趋势，我们预计国内第三方维修的占比有望在未来 3-5 年内达到 50% 的水平，在 10 年内接近 70% 的水平。按照国内汽车后市场 12.54% 的年复合增长率来测算，2023 年中国汽车后市场规模有望达到 21379 亿元，其中维修保养约占汽车后市场规模的 20%，则归属于第三方维修会超过 2000 亿元，市场空间巨大。

2.3 综合诊断仪属于第三方维修必备工具，行业龙头有望长期受益

综合诊断是第三方必要环节，国内龙头道通科技有望长期受益。根据我们的线下实地调研，汽车综合诊断仪是第三方维修不可或缺的一个工具。道通科技作为综合诊断仪龙头，有望长期受益于第三方维修崛起的趋势，且确定性高。短期来看，公司 2020 年中发布的第三代综合诊断仪产品（高客单价）将在 2021 年持续向市场导入，在提升销售额的同时，毛利率得到进一步优化。**中长期来看，**公司在智能诊断产品保有量持续增长的背景下，提升海外用户付费升级率，推出智能引导式维修服务，尝试在国内进行软件收费。对标海外可比公司，我们认为，公司综合诊断仪的软件业务收入占比有望继续提高，达到 50% 以上。

图表 17 道通科技主要产品和服务分类



资料来源：招股说明书，年报，华安证券研究所

3 投资建议

核心逻辑一：产品力强，竞争格局好。道通科技定位构筑一站式汽车智能维修数字化解决方案作为发展战略，助力全球汽车后市场维修业务数字化升级。公司利用移动端安卓系统深度定制的先发优势，以及保证快速升级的云服务，产品竞争力强，快速占领市场。公司目前与博世、实耐宝并列为世界汽车后市场智能诊断三巨头。

核心逻辑二：公司所从事细分赛道专业化程度高，毛利率较高。公司的产品和服务专注于汽车智能诊断、检测领域，该领域专业化程度较高，具有较高的准入门槛，产品服务定价相对较高。

核心逻辑三：以硬件作为客户切入点，长期来看以平台和可持续收费的软件升级为主要商业模式。打造爆款硬件快速占领市场，作为载体和客户切入点，利用软件升级，快速持续支持新车型，软件升级服务的毛利率高，对标全球龙头实耐宝的营收结构，长期来看是发展方向。

核心逻辑四：智能网联趋势加速，新兴产品快速增长。未来 2-3 年是 L2+/L3 智能驾驶渗透率快速提升的拐点，该产品享有新兴市场早期技术和市场红利。ADAS 标定等新兴产品伴随着这一趋势有望实现快速增长。

核心逻辑五：战略布局国内市场，未来空间大。现阶段，国内汽车后市场也逐步走向成熟，随着国内第三方维修的崛起，根据政策指引，2023 年比例将达到 40-50%，依此作为假设进行测算，归属于第三方维修市场规模为 2137.98 亿元，市场空间大。

我们预计道通科技 2021-2023 年归母净利润分别为 6.17/8.79/12.90 亿元，同比增长 42.5%/42.4%/46.8%，EPS 分别为 1.37/1.95/2.87 元，对应当前股价 64.80 元的 PE 分别为 47X/33X/23X。维持“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,578	2,225	3,071	4,392
收入同比 (%)	31.9%	41.0%	38.1%	43.0%
归属母公司净利润	433	617	879	1,290
净利润同比 (%)	32.4%	42.5%	42.4%	46.8%
毛利率 (%)	64.3%	66.0%	67.3%	68.4%
ROE (%)	23.4%	22.7%	27.6%	33.4%
每股收益 (元)	0.96	1.37	1.95	2.87
P/E	67.33	47.25	33.19	22.60
P/B	11.51	10.01	8.44	6.84
EV/EBITDA	59.58	44.97	31.36	21.70

资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示:

- 1) 新产品销量不及预期;
- 2) 受疫情影响海外需求复苏不及预期;
- 3) 智能网联汽车渗透率不及预期;
- 4) 汇率波动的影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,632	2,743	3,926	5,006	营业收入	1,578	2,225	3,071	4,392
现金	1,351	1,217	1,875	2,372	营业成本	563	755	1,004	1,390
应收账款	325	380	425	485	营业税金及附加	15	21	29	41
其他应收款	65	92	126	181	销售费用	192	294	405	580
预付账款	25	35	49	69	管理费用	407	573	792	1,132
存货	443	474	745	942	财务费用	14	0	0	0
其他流动资产	424	1,020	1,451	1,899	资产减值损失	11	12	17	20
非流动资产	543	684	483	574	公允价值变动收益	30	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	13	0	0	0
固定资产	229	291	369	468	营业利润	481	648	922	1,354
无形资产	45	35	26	19	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	269	358	87	87	营业外支出	27	0	0	0
资产总计	3,175	3,427	4,409	5,580	利润总额	454	648	922	1,354
流动负债	577	448	889	1,250	所得税	21	30	43	64
短期借款	0	0	0	337	净利润	433	617	879	1,290
应付账款	426	245	619	539	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	152	203	270	375	归属母公司净利润	433	617	879	1,290
非流动负债	65	65	65	65	EBITDA	490	648	923	1,360
长期借款	6	6	6	6	EPS (元)	0.96	1.37	1.95	2.87
其他非流动负债	58	58	58	58					
负债合计	642	513	954	1,315	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
股本	450	450	450	450	成长能力				
资本公积	1,173	1,349	1,600	1,975	营业收入	31.94%	40.99%	38.07%	43.01%
留存收益	910	1,115	1,406	1,841	营业利润	41.04%	34.54%	42.36%	46.85%
归属母公司股东权益	2,533	2,914	3,455	4,266	归属于母公司净利润	32.44%	42.52%	42.36%	46.85%
负债和股东权益	3,175	3,427	4,409	5,580	获利能力				
					毛利率(%)	64.30%	66.04%	67.32%	68.36%
					净利率(%)	27.45%	27.74%	28.61%	29.38%
					ROE(%)	23.42%	22.66%	27.59%	33.42%
					ROIC(%)	21.84%	23.07%	29.04%	33.33%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	20.22%	14.97%	21.63%	23.56%
					净负债比率(%)	-53.08%	-41.53%	-54.09%	-47.57%
					流动比率	4.56	6.12	4.42	4.01
					速动比率	3.79	5.06	3.58	3.25
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.67	0.78	0.88
					应收账款周转率	5.38	6.31	7.63	9.65
					应付账款周转率	2.19	2.25	2.33	2.40
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.96	1.37	1.95	2.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	0.39	2.42	1.69
					每股净资产(最新摊薄)	5.63	6.47	7.68	9.48
					估值比率				
					P/E	67.3	47.2	33.2	22.6
					P/B	11.5	10.0	8.4	6.8
					EV/EBITDA	59.58	44.97	31.36	21.70

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

分析师: 尹沿技, 华安证券研究所所长、TMT 首席分析师, 2010、2012 年新财富最佳分析师计算机行业第一。

联系人: 赵阳, 厦门大学硕士, 七年产业经验, 曾任职 NI、KEYSIGHT 公司, 从事 5G、智能网联汽车相关工作。

联系人: 夏瀛韬, 复旦大学应用数学本硕, 四年金融从业经验, 曾任职于内资证券自营、外资证券研究部门。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;

无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。