

道通科技(688208)

深度报告

汽车智能诊断领先企业

——道通科技首次覆盖报告

行业公司研究——计算机设备III

✍️：田杰华 执业证书编号：S1230520110001  
☎️：13774269309  
✉️：tianjiehua@stocke.com.cn

报告导读

道通科技是汽车智能诊断、检测领域领先企业。面向汽车产业“新四化”需求，公司产品能力、创新能力强。

投资要点

□ 汽车智能诊断、检测领域领先企业

四大产品线打造汽车智能诊断、检测领域领先企业。公司营收过去5年实现3倍增长，股权激励计划指引未来3年营收增速区间位于30%~50%。

□ 万亿汽车后市场，诊断检测空间大，新需求不断涌现

作为汽车后市场细分领域的诊断检测市场空间由三大主要因素驱动：（1）汽车保有量的提高；（2）汽车平均车龄的提高；（3）汽车产业新趋势创造的新需求，近年来趋势为汽车数字化、智能化、网联化和新能源化。

细分看，（1）汽车综合诊断产品市场，欧美稳健增长，中国步入上升通道；（2）TPMS市场，由政策性要求和自发性需求驱动增长；（3）ADAS市场高速发展，未来十年CAGR有望达28%；（4）软件云服务，随着智能诊断产品保有量持续增长，软件升级需求有望进一步释放。

□ 公司产品紧跟市场需求不断创新，胜在产品性能和价格优势

公司ROE、毛利率处于领先地位的内在原因在于产品能力强，体现为紧跟市场需求，不断创新，胜在产品性能和价格优势。同时，公司打造五大核心研发系统，建立起稳定的研发体系，及时满足新需求，筑牢技术壁垒。

□ 盈利预测及估值

公司业务全球布局，产品能力、创新能力强，受益于汽车“新四化”需求驱动。我们预测公司2021-2023年实现归母净利润分别为6.20、8.95、12.86亿元，同比增速达43.26%、44.23%、43.75%；对应EPS为1.38、1.99、2.86元；参考可比公司，同时结合公司所处行业在汽车产业链中的位置及商业模式等，综合考虑，予以公司2021年70倍目标P/E，对应目标市值434.3亿元，目标价96.5元/股。首次覆盖，予以“买入”评级。

□ 风险提示

海外疫情或有反复，对公司生产经营带来的不确定性风险；公司使用的芯片等原材料部分通过进口，受全球经济因素影响，可能出现供应紧张的风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1578	2338	3189	4280
(+/-)	31.94%	48.16%	36.42%	34.21%
净利润	433	620	895	1286
(+/-)	32.44%	43.26%	44.23%	43.75%
每股收益(元)	0.96	1.38	1.99	2.86
P/E	76.38	53.31	36.96	25.71

评级

买入

上次评级

首次评级

当前价格

¥73.50

单季度业绩

元/股

1Q/2021

0.24

4Q/2020

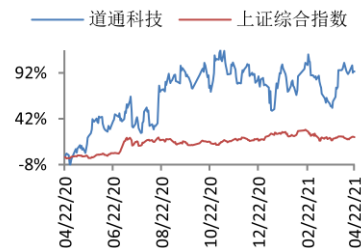
0.25

3Q/2020

0.36

2Q/2020

0.22



公司简介

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70多个国家和地区，是领先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。

相关报告

报告撰写人：田杰华

联系人：田杰华

证券研究报告

## 正文目录

<b>1. 汽车智能诊断、检测领域领先企业</b>	<b>4</b>
1.1. 四大产品线打造汽车智能诊断、检测领域领先企业	4
1.2. 股权激励计划指引公司未来3年营收增速在30%~50%	7
<b>2. 万亿汽车后市场，诊断检测空间大，新需求不断涌现</b>	<b>9</b>
2.1. 全球汽车后市场规模有望达万亿欧元，中国有望达万亿人民币	9
2.2. 智能化、网联化、电动化，新趋势带动新需求	11
2.3. 汽车智能诊断、检测行业：欧美稳健增长，中国步入上升通道	12
2.4. TPMS 市场：政策性要求+自发性需求驱动增长	13
2.5. ADAS 市场高速发展，未来十年 CAGR 有望达 28%	14
2.6. 汽车后市场云服务已形成订阅收费商业模式	14
<b>3. 紧跟市场需求不断创新，胜在产品性能和价格优势</b>	<b>15</b>
3.1. 公司产品胜在性能和价格优势	15
3.2. 紧跟市场需求，技术与产品不断创新	23
<b>4. 盈利预测</b>	<b>25</b>
4.1. 业务拆分及收入成本预测	25
4.2. 费用率分析与预测	27
4.3. 盈利预测、估值分析与投资评级	27
<b>5. 风险提示</b>	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 公司收入来源构成(分地区)	5
图 2: 2020 年公司营收构成(分行业)	5
图 3: 美国 PTEN 杂志产品调查统计结果	6
图 4: 公司主要产品和服务演进历史	6
图 5: 公司近 5 年营收、营收增速及经营活动现金流情况	7
图 6: 公司近 5 年净利润及增速情况	7
图 7: 公司近 5 年净利率及毛利率情况	7
图 8: 公司近 5 年四费率情况	7
图 9: 公司股权结构图	8
图 10: 中国汽车全产业链构成图	9
图 11: 2019 年各国汽车千人保有量(辆)	10
图 12: 中美欧汽车平均车龄变化趋势(年)	10
图 13: 中国汽车后市场规模历史走势及未来发展预测	11
图 14: 公司 ROE 逐渐实现同业领先	15
图 15: 公司毛利率领先同业	15

表 1: 道通科技主要产品介绍 .....	4
表 2: 首次授予部分业绩考核目标 .....	8
表 3: 预留部分业绩考核目标 .....	9
表 4: 智能化、网联化、新能源化对公司所在行业的影响 .....	11
表 5: TPMS 相关法律法规整理 .....	13
表 6: 公司主要竞争对手梳理 .....	16
表 7: 公司与国内外主要竞争对手可比产品情况-汽车综合诊断产品 .....	16
表 8: 汽车综合诊断产品-具体对标型号相关技术水平和参数指标-中高端产品 .....	17
表 9: 汽车综合诊断产品-具体对标型号相关技术水平和参数指标-中端产品 .....	18
表 10: 公司与国内外主要竞争对手可比产品情况-TPMS 产品 .....	19
表 11: TPMS 系统诊断匹配工具-具体对标型号相关技术水平和参数指标 .....	19
表 12: TPMS Sensor (胎压传感器)-具体对标型号相关技术水平和参数指标 .....	20
表 13: 公司与国内外主要竞争对手可比产品情况-ADAS 产品 .....	22
表 14: ADAS 系列产品-具体对标型号相关技术水平和参数指标 .....	22
表 15: 道通科技五大核心系统梳理 .....	23
表 16: 营收预测 .....	26
表 17: 费用率预测 .....	27
表 18: 可比公司估值对比 (2021 年 4 月 22 日) .....	27
表附录: 三大报表预测值 .....	29

## 1. 汽车智能诊断、检测领域领先企业

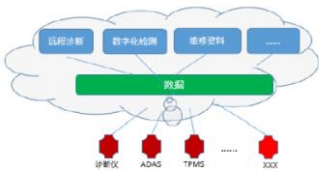

### 1.1. 四大产品线打造汽车智能诊断、检测领域领先企业

道通科技是汽车智能诊断、检测领域领先企业。公司于 2004 年正式成立，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 70 多个国家和地区，是领先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。

公司已形成汽车综合诊断、TPMS、ADAS 和软件云服务四大产品线。随着汽车电子化和智能化程度的不断提升，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，目前已构建了汽车综合诊断系列产品、TPMS 系列产品、ADAS 系列产品以及相关的软件云服务四大产品线。

表 1：道通科技主要产品介绍

一级分类	二级分类	产品简介	图示
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，主要面向小型或 DIY 领域市场。	
	乘用车智能综合诊断电脑	通过计算机技术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	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。	
	TPMS Sensor（胎压传感器）	通用型智能胎压传感器产品，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	集成自适应巡航控制、车道偏离警告等高级辅助驾驶系统的标定功能，可大幅提高 ADAS 系统的标定效率。	

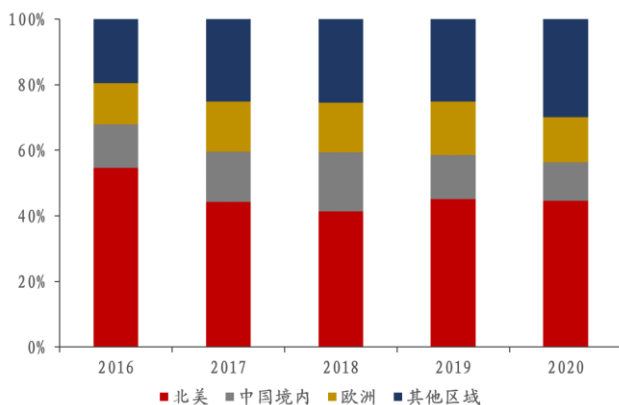
软件云服务	软件云服务	诊断、检测应用软件所覆盖车型更新及功能拓展服务。	
其他产品	工业视频内窥镜等	用于探测难以进入的窄小弯曲空间，广泛用于机械、设备、基础设施等领域。主要目标客户是各类汽车维修机构。	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**聚焦汽车后市场主航道，加速新业务孵化，加快数字化业务云转型。**根据2020年年报，公司汽车综合诊断产品连续5年贡献超60%营收，同比增长达27%。TPMS产品为第二大营收来源，占比18%，同比增长29%；软件云服务增长迅速，同比增长55%，得益于公司经多年耕耘，智能诊断产品保有量持续增长，软件升级需求进一步释放，占公司营收比重已达13%；ADAS产品首次单列披露，同比增长37%，得益于2020年公司加大产品推广力度，凭借产品自身性能及先发优势，实现销售收入快速增加，占公司营收比重已达7%。此外，值得关注的是，在汽车电动化大趋势下，公司新上市电池检测产品实现销售突破，帮助其他产品板块营收同比增长84.71%。

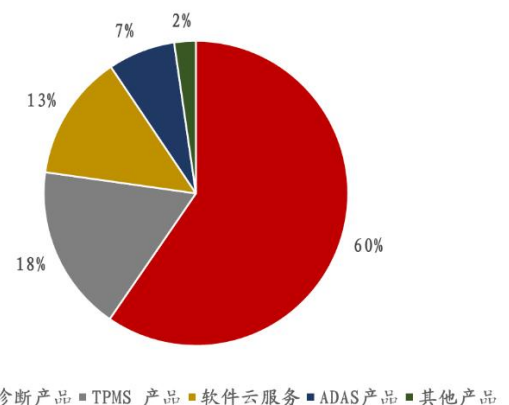
**深耕欧美市场，亚太市场逐步打开。**地区上看，公司目前主要营收来自欧美成熟汽车后市场，其中北美常年贡献40%以上，欧洲贡献15%左右。2020年，随着公司进一步加强海外渠道建设和市场开拓，产品和品牌市场认可度不断提升，亚太等新兴市场以及电商渠道销售快速增长，使得公司其他地区营收同比增长57%，占比已达30%。同时，随着中国汽车保有量以及平均车龄不断提升，中国市场营收增长空间有望进一步打开。

图1：公司收入来源构成（分地区）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

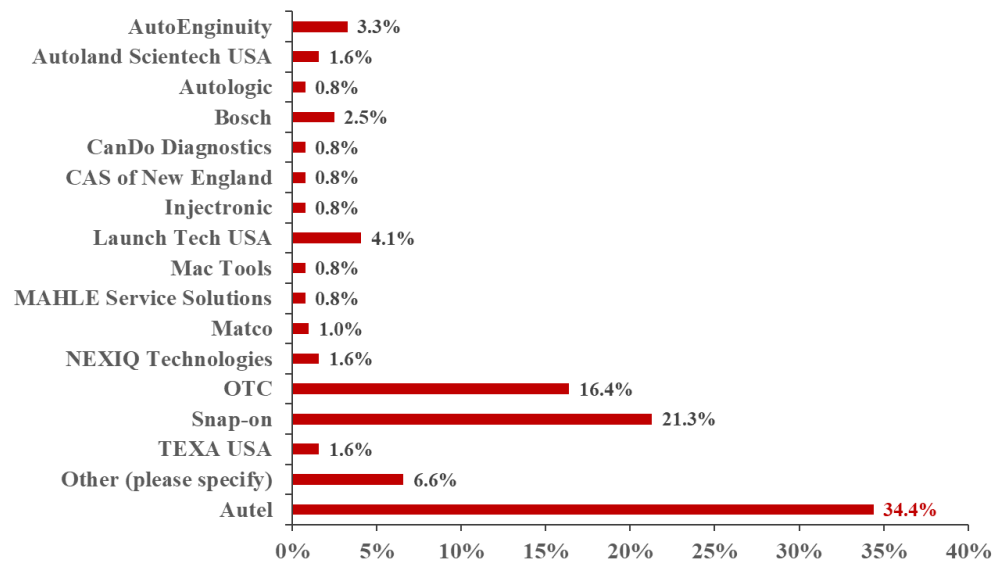
图2：2020年公司营收构成（分行业）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**公司产品渠道可见度高、品牌口碑佳。**目前，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。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%，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。

图 3：美国 PTEN 杂志产品调查统计结果



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

注：PTEN 为美国汽车诊断分析工具专业杂志，成立于 1990 年，每年出刊约 10 期，内部发行量约 10.5 万，是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的专业杂志，在细分领域具有一定专业性。

图 4：公司主要产品和服务演进历史



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

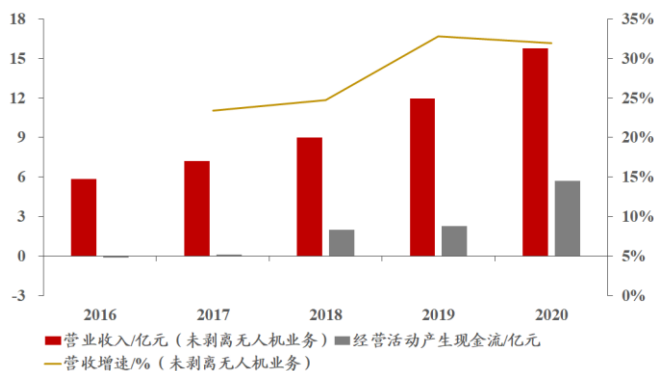
汽车产业“新四化”指引下不断丰富产品及服务体系。以数字化、智能化、网联化、新能源化为代表的汽车行业历史性变革正深刻影响着汽车后市场，行业消费互联加速发展并开始引领产业从消费互联进入产业互联，行业整合升级已成为一个必然的趋势。数字化方面，公司推出了“端+云+大数据+AI”一体化融合的数字化智能诊断维修解决方案；智能化方面，公司开发了具有技术竞争力和高兼容性的 TPMS 系统诊断匹配工具和 ADAS

高级驾驶辅助系统标定工具以及相关的智能传感器; 新能源方面, 公司一方面结合第三方独立维修门店需求, 率先拓展了综合诊断产品新能源车型的持续覆盖, 另一方面, 积极布局新能源趋势下给汽车后市场在维修、保养、充电、换电等方面的新机遇。2020 年公司开发了系列智能电池分析系统产品, 首创自适应电导测量技术, 产品更准、更小、更快, 系统性解决了电池检测、注册及历史信息跟踪等问题。

## 1.2. 股权激励计划指引公司未来 3 年营收增速在 30%~50%

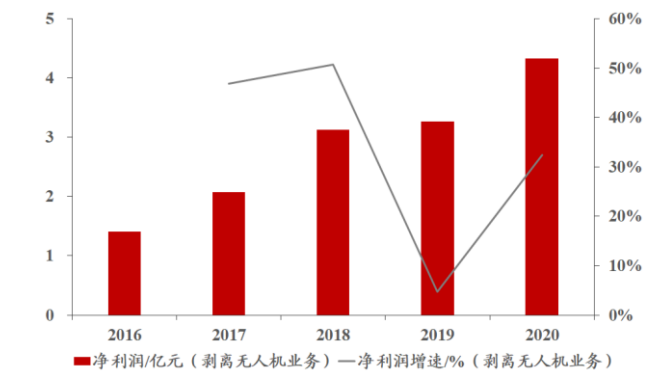
公司近 5 年营收、归母净利润 CAGR 均超 30%。2020 年公司实现营业收入 15.78 亿元, 同比增长 31.94%, 对应 2016—2020 年复合增速 31.69%; 归母净利润 4.33 亿元, 同比增长 32.44%, 对应年复合增速 32.34%。2016 至 2020 五年来, 公司总营收和归母净利润均实现了 3 倍的增长。2021 年一季度, 公司实现营业收入 4.54 亿元, 同比增长 62.07%; 归母净利润 1.10 亿元, 同比增长 78.51%。

图 5: 公司近 5 年营收、营收增速及经营活动现金流情况



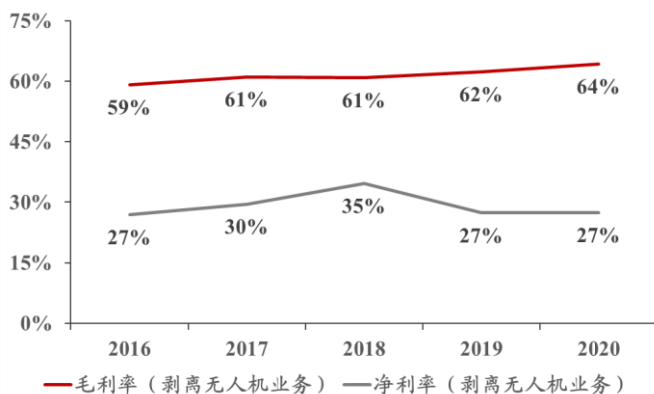
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 6: 公司近 5 年净利润及增速情况



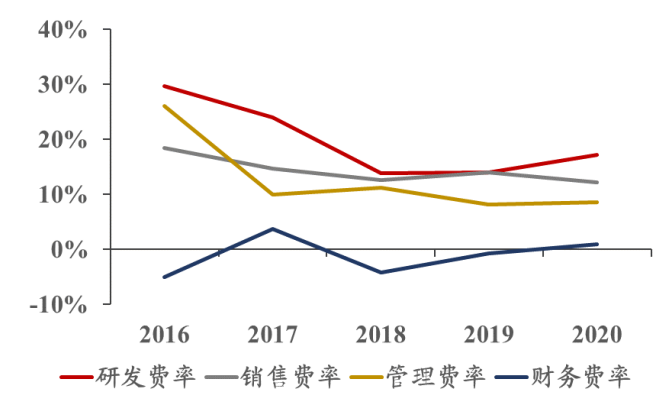
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 7: 公司近 5 年净利率及毛利率情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

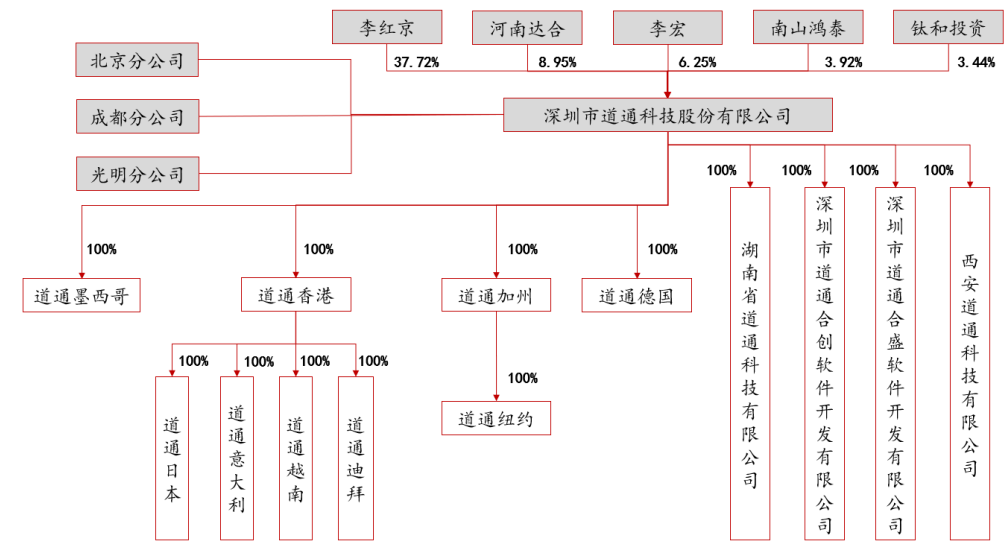
图 8: 公司近 5 年四费率情况



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

公司股权与核心员工深度绑定。据公司 2021 年一季报, 道通科技持股前三大股东为公司创始人、员工持股平台及核心管理层。公司实控人为创始人李红京, 直接持股 37.72%; 为锁定优秀人才, 公司设立员工持股平台深圳市道合通达投资企业 (于 3 月 4 日更名为河南达合企业管理合伙企业), 持股 8.95%; 李宏为公司核心管理层及技术人才, 持股 6.25%。

图 9：公司股权结构图



资料来源：公司 2021 年一季报，浙商证券研究所

**股权激励计划指引公司 2021-2023 每年的营收或毛利增速在 30%~50%。**2020 年 9 月，公司确定向 137 名技术和业务骨干（占总员工数的 7.28%）实施股权激励计划，总授予额度为 1245 万股（占总股本的 2.76%），授予价格为 27 元/股。其中，以 2020 年 9 月 14 日为首次授予日，授予 997 万股，预留 248 万股。本次激励实际归属的限制性股票数量=个人当年计划归属的数量×公司层面业绩的考核结果归属比例×个人层面归属比例。公司层面，首次授予的股票分 4 年解锁，2020-2023 年每年解锁 25%，解锁条件分为两档，即营收或毛利复合增速达 50%/30%（分别对应解锁 100%/50%）。个人层面考核分为 A、B+、B、C、D 档，但仅 A 档和 B+ 档可获激励，归属比例分别为 100%和 70%。股权激励有望调动公司管理层和员工的内驱动力，帮助公司实现业绩增长。

表 2：首次授予部分业绩考核目标

公司层面业绩考核目标和归属比例-首次授予			
归属安排	考核年度	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B+
		公司层面归属比例 100%	公司层面归属比例 50%
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，浙商证券研究所



表 3: 预留部分业绩考核目标

公司层面业绩考核目标和归属比例-预留部分			
归属安排	考核	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B+
	年度	公司层面归属比例 100%	公司层面归属比例 50%
第一个归属期	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%
第二个归属期	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%
第三个归属期	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, 浙商证券研究所

## 2. 万亿汽车后市场, 诊断检测空间大, 新需求不断涌现

公司所从事的汽车智能诊断、检测行业主要属于汽车后市场的大行业范畴, 主要服务于汽车维修和零配件。汽车后市场是指汽车销售以后围绕汽车使用到报废回收各环节中产生的一切交易或服务活动, 包括二手车、维修保养、配件用品、汽车改装、金融保险、汽车共享、汽车文化、报废回收等。根据商务部《汽车后市场发展研究报告(2018)》, 我国汽车维修行业年产值达 6000 亿元以上, 行业规模不断扩大。目前, 公司营收欧美占比较高, 中国占比较低。欧美汽车后市场较成熟, 未来有望维持稳健增长; 中国汽车后市场空间广阔, 未来有望快速发展。

图 10: 中国汽车全产业链构成图



资料来源: 中国汽车技术研究中心政研中心, 浙商证券研究所

### 2.1. 全球汽车后市场规模有望达万亿欧元, 中国有望达万亿人民币

全球汽车后市场有望 2030 年达到 1.2 万亿欧元规模。根据麦肯锡咨询 2018 年的报告, 全球汽车后市场目前的市场体量约是 8,000 亿欧元, 其中北美市场规模约 2,700 亿欧元, 欧洲约 2,400 亿欧元, 中国市场约 900 亿欧元。预计整个汽车后市场将以每年 3% 左右的速度增长, 到 2030 年规模达到 12,000 亿欧元。我们认为, 汽车后市场的发展由三大

**主要因素驱动:** (1) 汽车保有量的提高; (2) 汽车平均车龄的提高; (3) 汽车产业新趋势带来的新需求, 近年来趋势为汽车智能化、网联化和新能源化。

**全球来看, 欧美相对成熟, 中国发展迅速。**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。

**美国汽车后市场相对成熟。**据 AAIA 和 ACA 的数据显示, 至 2018 年的美国汽车后市场规模达到 3,920 亿美元, 年复合增速高于美国同期实际 GDP 的增速。在美国汽车保有量稳定维持在 2.53 亿辆左右规模的情况下, 美国平均车龄增加、电子化程度提高, 驱动了汽车后市场业务的增长。

**欧洲汽车后市场保持稳健。**欧洲汽车后市场的发展阶段与结构特征与美国市场较为相近。根据 OICA 和 ACEA 的数据统计, 2016 年欧洲全口径汽车保有量达到 3.82 亿辆, 考虑人口差异, 与美国相比, 还有一定的上升空间, 同时 2016 年欧洲乘用车的车龄平均已到达 10.5 年。随着欧洲汽车保有量的稳定增长、汽车车龄的提高, 欧洲汽车后市场未来将保持稳步增长。

**中国汽车后市场发展快速, 未来空间广阔。**驱动中国汽车后市场发展的主要因素有:

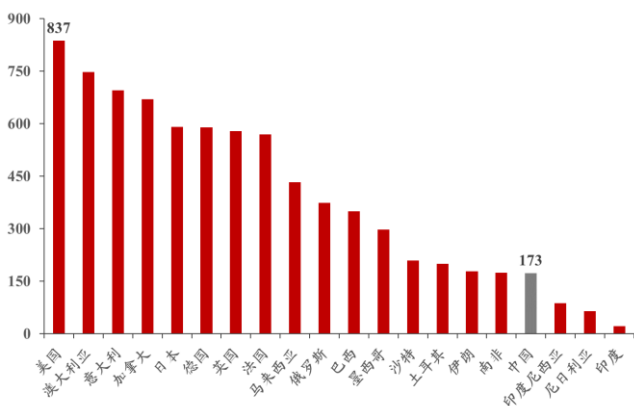
(1) **中国汽车保有量快速上升。**根据《国民经济和社会发展统计公报》数据, 截至 2020 年末全国民用汽车保有量达到 28,087 万辆 (包括三轮汽车和低速货车 748 万辆), 较上年末增加 1937 万辆, 其中私人汽车保有量 24,393 万辆, 增加 1758 万辆。

(2) **中国汽车渗透率仍较低。**根据世界银行, 2019 年我国汽车千人保有量为 173 辆, 但仍远低于美国、法国、日本、英国、德国等发达国家, 也低于全球平均水平。

(3) **中国汽车平均车龄已进入维修期。**一般车辆进入维修期的车龄是 3~3.5 年, 且国外经验表明, 尤其是车龄超过 5 年之后, 汽车对售后市场需求增长提速。汽车平均车龄的增长为汽车后市场增长的核心驱动因素。根据国家统计局、中国市场调查网, 我国汽车平均年龄近年逐步提升, 至 2019 年已达 4.9 年。

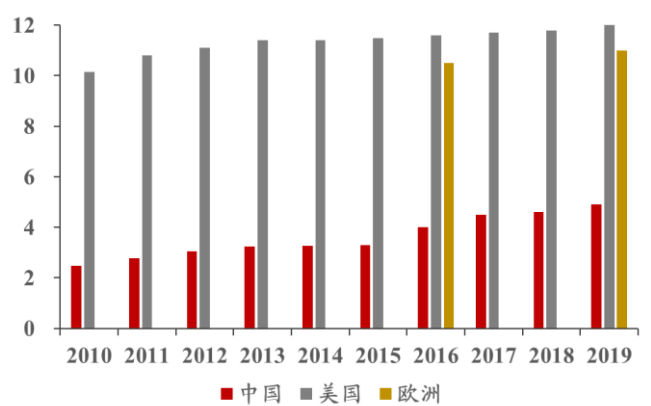
(4) **汽车行业数字化、电动化和智能化趋势下, 汽车后市场的需求将进一步丰富、扩大。**具体我们将在下一节中详细展开。

图 11: 2019 年各国汽车千人保有量 (辆)



资料来源: 世界银行, 浙商证券研究所

图 12: 中美欧汽车平均车龄变化趋势 (年)

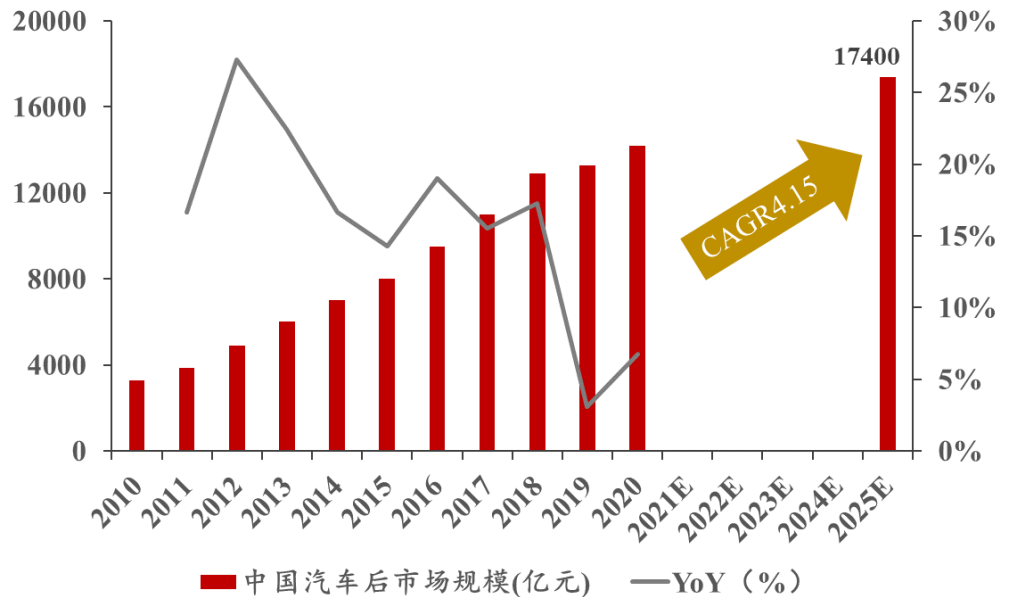


资料来源: 中国统计局, 中国市场调查网、ACEA, 浙商证券研究所

**预计 2025 年中国汽车后市场规模可达 1.74 万亿元。**根据德勤《2020 中国汽车后市场白皮书》, 预计 2025 年中国汽车售后市场规模可达 1.74 万亿元, 2020 年起 CAGR 为

4.15%。从长期趋势看，以国外整车制造与售后服务市场份额比例约为 1:1.5 为参照，目前中国汽车售后市场发展潜力巨大。

图 13：中国汽车后市场规模历史走势及未来发展预测



资料来源：德勤《2020 中国汽车后市场白皮书》，招股说明书，历年中国汽车后市场蓝皮书，腾讯财经，前瞻产业研究院，浙商证券研究所

## 2.2. 智能化、网联化、电动化，新趋势带动新需求

汽车数字化、电动化和智能化趋势下，汽车诊断、检测的需求将进一步丰富、扩大。汽车产业新三化的发展，给汽车后市场诊断、检测领域带来挑战与机遇。互联网、大数据和人工智能技术的发展，推动了汽车后市场数字化升级和产业互联，电动化趋势要求汽车智能综合诊断产品对燃油车动力系统的覆盖扩转到电动化时代下的电机、电控及电池系统的覆盖，智能化趋势下高级辅助驾驶系统在降低汽车碰撞维修频率的同时又大幅增加了对各种智能传感器的维修和替换需求。

表 4：智能化、网联化、新能源化对公司所在行业的影响

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	诊断工具逐渐成为智能维修的中枢	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	需要提高新能源车辆的检测诊断能力

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

智能化趋势提高电子零部件比例，创造新需求。据盖世汽车研究院数据，目前，汽车电子应用在我国新能源汽车造车成本中占比为 65%，在混合动力车型占比为 47%，在中高档车型占比为 28%。未来汽车电动化、智能化将会得到进一步的发展。近年来汽车电子智能化水平快速提高、格局升级，特别是集中在安全驾驶辅助系统和车载电子成为新兴宽

儿，主要包括 EMS（发动机管理系统）、TPMS、ABS（自动防抱死制动系统）、ADAS、安全气囊、车载音响和防盗系统等领域，相关设备的装配率快速提高。

**网联化趋势衍生出快捷便利化的新服务需求。**网联化使汽车将超越交通工具的属性，成为内容、服务的载体。对于中国市场，从政策、环境、市场接受程度、自主技术发展程度来看，自动驾驶技术与出行即服务可能成为中国在汽车科技领域迅速赶超的机会。网联化让汽车成为一个网络系统，使得维修进入可预测范围。一系列传感器和互联网服务提供了众多功能，例如路线跟踪、事故故障辅助功能、经销商搜索、车辆状态信息等。对于后市场参与者，网联性程度增强，将帮助他们与客户建立更为紧密和直接的关系，如预见性的维护、远程车载诊断、维修推荐、新型数字化服务等。

**新能源车大趋势将对新能源汽车检测诊断能力提出新要求。**在碳排放压力下，目前全球已有多个国家或地区宣布燃油车禁售时间表。根据 Bloomberg New Energy Finance 预测，到 2025 年全球新能源汽车的销量将达到 1100 万辆，渗透率达到 11%，同年燃油汽车销量将达到拐点，步入下行趋势；到 2030 年全球销量将继续攀升至 3000 万辆，渗透率达到 28%；到 2040 年全球销量有望达到 6000 万辆，渗透率提升至 55%。中美欧是新能源汽车的最主要市场，且中国将成为新能源汽车的重要一极。

### 2.3. 汽车智能诊断、检测行业：欧美稳健增长，中国步入上升通道

**智能诊断、检测行业随着汽车电子化而兴起。**随着汽车电子的广泛应用，汽车的诊断和维修方法也在不断发展，由传统的维修设备机具转向广泛应用先进的电子化诊断设备。汽车电子化程度不断提升带动故障诊断智能化，汽车故障电脑诊断仪等电子检测设备和网络数据库也成为了维修人员的必需品。

**美国、欧洲的汽车诊断分析市场保持稳健增长。**根据美国 ACA 报告数据，2018 年美国汽车后市场产业产值整体达到 2,960 亿美元（乘用车部分，整体为 3,920 亿美元），其中包括汽车智能诊断检测在内的汽车服务产值达 1,019 亿美元，占比约 34%，仅通用维修就达 430 亿美元，占比约 11%。据 Markets and Markets，美国汽车诊断分析市场 2013-2018 年复合增长率维持在 5.75% 水平；欧洲汽车诊断分析市场 2013-2018 年的复合增长率维持在 4.75% 水平。

**中国市场潜力大，正处在上升通道。**中经产业研究所《2014-2020 年中国汽车检测行业市场前景及投资咨询研究报告》研究显示，我国汽车诊断分析行业的整体发展市场化水准还相对较低，市场潜力有待大力发掘。汽车诊断分析市场很大程度上会受到汽车行业、汽车后市场以及汽修行业发展情况的影响，其自身规模随着上述产业的发展正处于上升通道中。

**国内第三方维保行业发展将迎来利好。**市场上的汽车诊断分析产品分为原厂汽车诊断分析产品（以下简称“原厂产品”）和非原厂综合型汽车诊断分析产品（以下简称“综合型产品”）。综合型产品的目标市场主要为独立汽车修理店。国内车龄的老化将进一步加速其从 4S 店体系流失，利好第三方维保行业发展。据公安部交通管理局统计，在 2010-2018 年间，我国保有期在 5 年以上的车辆占比呈逐年上升态势，保有期在 5 年以上的车辆占比从 39% 提升至 47%，车龄的增长一方面将直接带来更多的维保需求，另一方面随着车龄突破质保期限，消费者对 4S 店体系的依赖性也会逐步降低，更多转向独立后市场服务方，为整体后市场尤其是独立后市场的发展创造了良好条件。在美国市场独立汽车修

理行业发展成熟，通用型诊断分析产品是主流需求，中国市场随着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。

## 2.4. TPMS 市场：政策性要求+自发性需求驱动增长

**TPMS 被视为汽车三大安全系统之一。**胎压监测系统 (TPMS)，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。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。

**表 5：TPMS 相关法律法规整理**

<b>TPMS</b>	美国	FMVSS138 标准	美国国家公路交通安全管理委员会 (NHTSA) 制定	要求自 2007 年 9 月以后出厂的重量小于 4.5 吨的轻型车必须全部安装 TPMS，以确保行车安全
	欧盟	REGULATION (EC) No 661/2009 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL	2009 年 7 月颁布	规定自 2012 年 11 月起，所有出厂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，以降低车辆故障机率，实现最大燃油效率
	中国	《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》 (GB26149)	2017 年 10 月实施	车辆应按如下规定安装本标准规定的 TPMS: a)对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 日起开始实施，其已获得型式批准的车型自 2021 年 1 月 1 日起开始实施。b)对其它 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：招股说明书，浙商证券研究所

**TPMS 安全性驱动政策性要求和自发性需求。**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，同时亚洲地区也采取了类似的立法方案。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。TPMS 市场需求一方面来源于出厂前装，另一方面在汽车后市场也存在大量的耗用替换需求。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，在法规强制之外的老旧车型和未建立强制法规的地区，TPMS 自发性需求将逐渐于汽车后市场得到显现。

**全球 TPMS 市场整体发展较快。**据 Markets and Markets 调查与预测，全球 TPMS 市场规模在 2011 年约为 17.48 亿美元，2013 年增至 22.40 亿美元，2019 年全球 TPMS 市场规模接近 56.34 亿美元。

- 美国率先将 TPMS 立法列为新车的标准配置，并在 2007 年实现新车 100% 配置，每年 OE 整车厂配套市场的 TPMS 需求量估计在 5,000 万套 (一套为四轮传感器加相关中控设备)。一般而言，TPMS 的寿命在 5~10 年，自 2007 年美国立法后，2012~2017 年将迎来首个 TPMS 更换高峰期，2016 年美国乘用车 OEM 市场

TPMS 需求达近 1,200 万套。据 Markets and Markets 调查与预测, 美国在 2019 年市场规模约 14.63 亿美元。

- 欧盟 2012 年通过新法案, 规定新汽车平台加装 TPMS。欧盟 OE 市场每年需求量约为 1,800 万套。
- 根据《2013-2017 年全球及中国汽车电子产业链研究报告》等行业研究, 预估会通过立法将胎压传感器列为标准配备, 届时亚洲 OE 市场胎压传感器每年需求约为 2 亿支。因此, TPMS 在各国陆续立法将成为市场高速发展的最大驱动力。

**政策要求有望落地, 国内 TPMS 前装市场需求有望于 2021 年实现大幅增长。**随着我国 TPMS 强制安装法规的颁布与实施, TPMS 在安全和环保方面的作用被消费厂商逐步认可, 前装和后装市场对 TPMS 的需求将迅速增长, 国内 TPMS 前装市场需求有望于 2021 年实现大幅增长。根据我国出台的《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》, 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, 该项标准待正式发布实施。根据智研咨询预测, 2021 年我国 TPMS 前装市场渗透率将达 100%, 装配汽车 3425 万辆, TPMS 芯片需求量达 13700 万片。

综上所述, 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。

## 2.5. ADAS 市场高速发展, 未来十年 CAGR 有望达 28%

**预计到 2025 年全球 ADAS 市场体量达 745 亿美元。**近年来随着车载芯片、传感器和机器学习等技术的进步和成本的改善, 人们对汽车出行安全性的需求逐步提高, 以及美国、欧洲、日本、中国等国家通过政策制定推动 ADAS 相关技术的应用, 汽车智能化趋势蓬勃发展, ADAS 渗透率不断提高, 对毫米波雷达、视觉摄像头和激光雷达等智能传感器需求快速增长。根据 Jefferies 研究报告, 未来十年 ADAS 应用量的复合增长率为 28%, 预计到 2025 年全球 ADAS 市场体量达 745 亿美元。未来, 汽车不仅是交通工具, 更是一个智能机器人。麦肯锡预测, 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。

随着前装市场 ADAS 渗透率提升, 人们对汽车安全性考虑以及汽车保险公司的推动, 后市场对 ADAS 标定需求也随之迅速增长; 同时由于 ADAS 标定需要基于汽车轮胎的定位, 对后市场维修流程和检修设备的集中程度提出了更高要求。ADAS 智能检测标定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、新车型的更新速度、易用和使用效率、标定准确度、便携性以及集成性等方面, 目前能够提供 ADAS 智能检测标定产品的厂商较少。

## 2.6. 汽车后市场云服务已形成订阅收费商业模式

**汽车后市场云服务已形成订阅收费商业模式。**汽车后市场诊断检测领域已将 SaaS 广泛应用于软件升级(车型更新)、车辆维修信息查询以及门店管理系统等服务中, 并形成成熟的订阅收费商业模式。随着智能诊断产品保有量持续增长, 软件升级需求有望进一步释放。

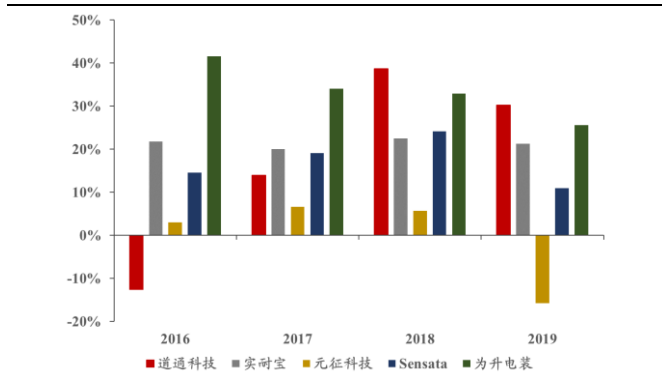
**S2c 商业模式普及与汽车后市场云服务增长相互促进。**随着互联网、大数据以及人工智能技术的发展,汽车后市场行业价值链整合进入加速期,S2c(整合全链条-消费者)模式下的企业将引领整个汽车维保市场发展。相比传统多级分销及 M2B2b2c(配件生产商-汽车供应链平台-维修厂-消费者),S2c 新趋势将会实现上下游数据的打通和整合,利用数据完成上下游极致的产销协同,实现上下游最优的资产效率。由于汽车后市场参与主体众多,技师、货、款、客、店等重构更多依赖于产业链上下游庞大的数据积累和整合,同时随着高智能化车型的逐步应用,车辆需要分析、处理海量数据,传统互联网背景的企业并不具备产业链上游的整合能力,汽车后市场垂直领域具有产业背景的 S2C 服务提供商将应运而生。

### 3. 紧跟市场需求不断创新,胜在产品性能和价格优势

#### 3.1. 公司产品胜在性能和价格优势

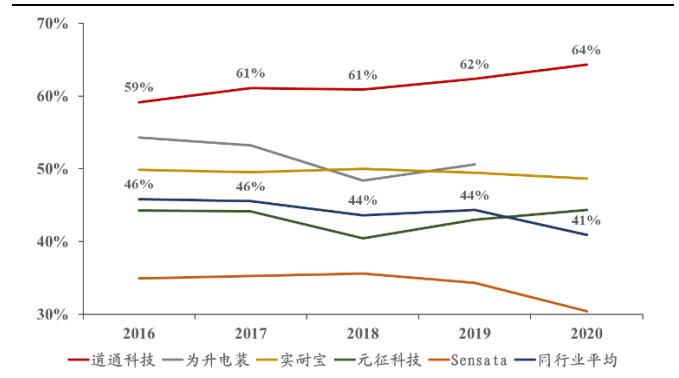
**公司 ROE、毛利率处于领先水平。**在北美、欧洲等主要海外市场,公司的主要竞争对手为博世公司、实耐宝、元征科技等。同时公司在积极开拓国内业务,国内市场目前主要竞争对手为元征科技。对比 ROE,公司从 2018 年起处于领先地位。对比毛利率,近 5 年公司毛利率始终处于领先地位。具体原因包括:(1)实耐宝产品线种类较多,包括工业及商业、工具、诊断系统和信息等,其中工业及商业板块和工具板块相对较为传统,毛利率相对较低;(2)元征科技的海外业务收入占比与公司相比相对较低,而海外业务的毛利率相对较高,且元征科技的业务构成中,包含举升机等毛利率相对较低的产品。**我们认为,公司 ROE、毛利率领先同业的内在原因在于产品力强,具体分析见下。**

图 14: 公司 ROE 逐渐实现同业领先



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 15: 公司毛利率领先同业



资料来源: 招股说明书、Wind, 浙商证券研究所

**表 6：公司主要竞争对手梳理**

竞争对手名称	公司简介	核心业务或主要产品	与公司比较说明
博世公司	该公司是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	博世业务涉及汽车技术、工业技术、消费品和建筑智能化技术。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	该公司位于美国，是全球最大的专业工具及汽车保修设备制造商之一，美国纽约证券交易所上市公司，股票代码 SNA，2004 年，实耐宝在中国建立了亚洲生产制造中心，2008 年实耐宝在浙江萧山成立浙江万达实耐宝工具有限公司，2011 年，实耐宝又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	该公司成立于 1993 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，于 2002 年 10 月在香港创业板上市（股票代码：02488.HK）	汽车诊断、检测、养护、机械、电子、工具等产品线	相同汽车综合诊断设备产品，公司产品有显著优势
Sensata	Sensata 收购了英国的 Schrader 公司，其是用于汽车和工业领袖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	整车原配胎压监测系统	TPMS 前装全球大厂，在 TPMS 前装有显著优势
为升电装	为升电装工业股份有限公司，专事于汽车内装开关及传感器之专业生产销售，于台湾上市。	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	上海保隆汽车科技股份有限公司，主要从事汽车零部件产品的研发、生产和销售，2017 年 5 月 19 日在上交所主板上市（股票代码：603197）	主要产品包括排气系统管件、气门嘴、汽车轮胎压力监测系统（TPMS）、平衡块、汽车结构件和传感器	TPMS 前装市场为主
万通智股	万通智控科技股份有限公司，从事汽车零部件的研发、生产、销售，2017 年 5 月 5 日在创业板上市（股票代码：300643）	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：招股说明书，浙商证券研究所

### （1）汽车综合诊断产品

公司产品具有较好的性能品质和一定的价格优势，为全球市场主流厂商。在欧美市场对比一线品牌产品，公司主要优势是诊断软件及车系覆盖，支持更多、更新及一些本地化的车系，软件升级速度快，具备智能功能和易用功能。欧美一线诊断品牌具有地域及语言优势和本地化服务优势，同时有维修资料、汽车电路图优势，本土品牌溢价较高。在中国市场公司主要与元征科技等竞争，对比欧美一线品牌诊断产品具备本地和性价比优势。

**表 7：公司与国内外主要竞争对手可比产品情况-汽车综合诊断产品**

品牌	销售区域	竞品型号	对标型号
实耐宝	全球	Zeus	Maxisys Elite
		Apollo-D8	MS906TS
博世	全球	ADS625	Maxisys Elite
		ADS325	MS906TS
OTC（博世在美国下属品）	美国	Evolve	Maxisys Elite



牌)		Encore	MS906TS
元征科技	全球	PAD III	Maxisys Elite
		X431PRO3S	MS906TS
Autoland	亚太	iScan3	Maxisys Elite
		Vedis3	MS906TS
Texa	美欧	Axone Nemo	MS906TS

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

**表 8：汽车综合诊断产品-具体对标型号相关技术水平和参数指标-中高端产品**

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)	3900-4200	9000-10000	4800-5300	4200-4700	2200-2700	4000-4500
<b>硬件：影响产品使用速度和方式，协议影响兼容性</b>						
屏幕分辨率	2048*1536	1280*800	1280*800	1280*800	1920*1200	未知
VCI 通信接口	蓝牙(6 秒连接)、USB	WIFI、USB	WIFI、USB	WIFI、USB	蓝牙、USB	cable 线、USB
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
前后双摄像头：数字化识别管理	双	单	双	双	双	\
启动时间	20s	105s	45s	45s	23s	52s
<b>软件和车系覆盖</b>						
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	一年 2 次	一年 6 次	一年 4 次	每周	每周
升级费用	免费期后约\$1300/年	约\$1300/年	\$1200/年	约\$700/年	约\$700/年	订阅附赠
<b>维修信息服务和支持</b>						
现场专家支持 (美国)	-	●	●	●	-	-
维修资料	● (部分)	●	●	●	● (部分)	●
电话售后服务	●	●	●	●	●	●
彩色电路图	-	●	●	●	-	-
<b>产品特性</b>						
检测计划	● (宝马、路虎、捷豹)	-	-	-	-	-
ADAS 标定	●	-	-	-	-	-
维修保养	● 且支持一键归零	●	●	●	● 且支持一键归零	●

远程诊断	●	-	-	-	●	-
AutoVIN	●且仅 5s	●有限	●	●	●	●
<b>附件支持</b>						
示波器、万用表	●	●	-	-	●	-
内窥镜	●	-	-	-	●	-

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

**表 9：汽车综合诊断产品-具体对标型号相关技术水平和参数指标-中端产品**

比较项目	道通科技	实耐宝	博世	OTC	元征科技	Autoland	TEXA
<b>产品定位</b>	<b>中端</b>						
对标型号	MS906TS	Appollo-D8	ADS325	Encore	X431PRO3S	Vedis3	AxoneNemo
终端市场售价 (美元)	1500-1900	3500-4000	2800-3300	1800-2300	1000-1500	5300-5800	3000-3500
<b>硬件：影响产品使用速度和方式，协议影响兼容性</b>							
屏幕分辨率	2048*1536	400*800	1024*600	1024*600	800*1200	未知	2160*1440
VCI 通信接口	蓝牙、USB	WIFI、cable 线	WIFI、cable 线	WIFI、cable 线	蓝牙、USB	cable 线、USB	蓝牙、USB、WIFI
续航	6 小时	3 小时	4 小时	4 小时	4-6 小时	4 小时	8 小时
前后双摄像头：数字化识别管理	单	无	无	无	双	无	单
启动时间	20s	6s	45s	30s	27s	10s	45s
<b>软件和车系覆盖</b>							
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 无限激活及注册	●	-	-	-	-	-	-
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	一年 2 次	一年 6 次	一年 4 次	每周	每周	一年 3-4 次
升级费用	免费期后约\$700/年	未知	未知	约\$750/年	约\$700/年	约\$500/年	约\$600/年
<b>维修信息服务和支持</b>							
现场专家支持 (美国)	-	●	●	●	-	-	-
维修资料	● (部分)	●	●	●	● (部分)	●	● (部分)
电话售后服务	●	●	●	●	●	●	●
彩色电路图	-	●	●	●	-	-	● (部分)
<b>产品特性</b>							

检测计划	● (宝马、路虎、捷豹)	-	-	-	● (宝马)	-	-
ADAS 标定	●	-	-	-	-	-	-
维修保养	● 且支持一键归零	●	●	●	● 且支持一键归零	●	● 且支持一键归零
远程诊断	●	-	-	-	●	-	-
AutoVIN	● 且仅 5s	● 有限	●	●	●	●	-
<b>附件支持</b>							
示波器、万用表	●	●	-	-	●	-	-
内窥镜	●	-	-	-	●	-	-

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

## (2) TPMS 产品

公司产品具有较好的性能品质和一定的价格优势，TPMS 产品处于快速成长阶段。公司同时具备工具和胎压传感器研发生产能力，诊断匹配工具主要针对胎压系统的诊断，胎压传感器主要面对后装市场兼容的通用型产品，基于公司长期积累和技术成果，产品在车型车系覆盖面上均具备较好竞争优势，产品软件更新迭代快、功能稳定，客户体验较好。在欧美市场，对比行业主流品牌，公司胎压传感器兼容性强、易用性好，具有性价比优势。欧美厂商在传感器轻量化设计方面具备优势，经过长时间积累，品牌认可度较高。在国内市场，公司支持国产车系、胎压加装及美系车胎压参考值设定，具备技术优势，品牌认可度较高。

**表 10：公司与国内外主要竞争对手可比产品情况-TPMS 产品**

分类	品牌	竞品型号	对标型号
TPMS 系统诊断匹配工具	Bartec	Tech500	TS608
	Ateq	VT56	
	OTC	3838	
	元征科技	X431 PT TPMS/Pilot TPMS	
TPMS Sensor(胎压传感器)	Sensata(Schrader)	EZ-Sensor 33500	四合一胎压传感器
	CUB/为升电装	Uni-Sensor, 315 单频, 433 单频, 2SKU	
	Hamaton/万通智控	U-Pro Hybrid 2.0	
	Baolong/保隆	Dill Redi -sensor	

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

**表 11：TPMS 系统诊断匹配工具-具体对标型号相关技术水平和参数指标**

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	900-1200	900-1200	1250-1350	300-900
产品定位	通用型	通用型	通用型	预编程多协议胎压传感器	通用型
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				
销售地区和渠道	全球：经销商渠	全球：经销商渠	全球：经销商渠	全球：经	全球：经销商渠道

	道	道	道、OEM 渠道	销商渠道	
<b>工具软件对比</b>					
区域性版本	US, EU, CN, KR, JP, AU	US, EU	US, EU, KR, JP, AU	US, EU	CN, EU, US
支持传感器激活, 编程学习	✓	✓	✓	✓	✓
支持的车系车型数量	115 个车系, 1679 个子车型	82 个车系, 1277 个子车型	81 个车系, 1541 个子车型	美区支持 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 覆盖面 ≥ 60%	其公布的 OBD 覆盖面 ≥ 54%	无相关功能列表, 未知
支持多传感器同时编程	✓	×	×	×	×
支持胎压加装	✓	×	×	×	×
胎压报警阈值设定	✓ (Chrysler, Ford, GM 支持 66%)	✓ (Chrysler, Ford, GM 支持 15%)	✓ (Chrysler, Ford, GM)	×	×
胎内编程 VIN 码识别车型、年款	✓	✓	✓	✓	×
支持全系统诊断功能	✓	✓	✓	✓	✓
多语言支持种类	✓	×	×	×	✓
工具升级频率	16 种	14 种	25 种	未知	2 种
<b>工具硬件</b>					
显示屏	7'	2.6'	4.3'	3.5'	5'
OBD VCI 连接	蓝牙	有线连接	有线连接	蓝牙	有线连接
软件升级费用	2 年免费	2 年免费	1 年免费	3 年免费	未知
钥匙频率检测	✓	✓	✓	✓	✓
<b>配套传感器</b>					
是否具有自研胎压传感器	✓	×	×	×	×

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

**表 12: TPMS Sensor (胎压传感器) -具体对标型号相关技术水平和参数指标**

产品特点描述	道通科技	Sensata	CUB/为升电装	Hamaton/万通智控	Baolong/保隆
型号	四合一胎压传感器	EZ-Sensor 33500	Uni-Sensor, 315 单频, 433 单频, 2SKU	U-Pro Hybrid 2.0	Dill Redi-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				
销售地区和渠道	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
<b>胎压传感器</b>					
车型覆盖面	国际车方面: 支持欧、美、日、韩等主流 75 个车系品牌, 1, 389 个子车型; 国产车方面: 支持 40 个车系, 308 个子车型, 支持绝大部分国产车; 总体覆盖面 ≥ 98%	其公布的覆盖面 ≥ 96%, 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%, 不支持中国车	支持预编程覆盖车型范围
支持无线编程	✓	✓	✓	✓	×
最轻 Sensor 质量	11g	7g	17g	26g	8g
单个产品支持 315、433MHZ 两种频率	✓	✓	×	✓	×
单个产品上, Clampin 和 Snap in 气门嘴可选配	✓	✓	×	✓	×
支持轮胎自动电位算法	✓	✓	✓	✓	✓
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
<b>胎压匹配工具</b>					
是否具备自研胎压匹配工具	✓	× 无自研匹配搭载于 Bartec, Ateq 等工具	✓	× 无自研匹配工具	×
工具支持区域	US, EU, CN, KR, JP, AU	/	US, EU	/	/
TPMS 工具 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%	/	未知	/	/
支持多传感器同时编程	✓	/	×	/	/
工具升级频率	一年升级 4-6 次	/	一年升级 2-3 次	/	/
工具支持的多语言种类	16 种	/	16 种	/	/

资料来源: 招股说明书, 浙商证券研究所

### (3) ADAS 产品

公司产品具备一定先发优势, 具有较好的性能品质和一定价格优势, 处于快速成长阶段。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, 公司的 ADAS 智能辅助标定工具属于较早进入市场的产品, 具备一定先发优势。公司 ADAS 智能检测标定工具和其他厂家相比具备兼容性强、系统集成度高、精度高、维修智能引导等优势, 产品软件更新迭代快, 功能稳定, 具有较好的客户体验。

**表 13：公司与国内外主要竞争对手可比产品情况-ADAS 产品**

产品特点描述	道通科技	Bosch	Gutmann	Texa
型号	Maxisys ADAS+ADAS 一代标定主架	Dcu 220_ESI(TRONIC) 2.0&KTS 560+DAS1000	Mega macs+CSC- TOOL	AXONE Nemo&NAVIGATOR TXTs+S12613
市场售价	约 EUR3700+约 EUR7000	约英镑 4400&2300+约 EUR9000	约 EUR2500+约 EUR6800	约 4500&2500+约 EUR8000
<b>诊断工具</b>				
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	✓	/	/	✓
<b>标定工具</b>				
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：招股说明书，浙商证券研究所

**表 14：ADAS 系列产品-具体对标型号相关技术水平和参数指标**

产品特点描述	道通科技	Bosch	Gutmann	Texa
型号	Maxisys ADAS+ADAS 一代标定主架	Dcu 220_ESI(TRONIC) 2.0&KTS 560+DAS1000	Mega macs+CSC- TOOL	AXONE Nemo&NAVIGATOR TXTs+S12613
市场售价	约 EUR3700+约 EUR7000	约英镑 4400&2300+约 EUR9000	约 EUR2500+约 EUR6800	约 4500&2500+约 EUR8000
<b>诊断工具</b>				
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	✓	/	/	✓
<b>标定工具</b>				
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：招股说明书，浙商证券研究所

### 3.2. 紧跟市场需求，技术与产品不断创新

**五大核心系统构筑技术壁垒。**公司长期坚持汽车智能诊断、检测领域的专研，在软件研发的基础上将汽车硬件、云服务、移动终端等技术特点深度结合，坚持自主研发和持续创新，形成了自身独有的核心技术积累，核心技术体系高度凝结成为 5 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共五大核心系统。

表 15：道通科技五大核心系统梳理

核心系统	名称	系统功能	图示
汽车诊断通信系统	MaxiFlash	(1) 可任意编程及异步通讯，提高了通信速度及可靠性、缩小体积及降低成本；(2) 通信速度极快，保障了连接及通讯的快速稳定；(3) 汽车通信协议兼容性强；(4) 可兼容众多原厂诊断软件及第三方诊断软件；(5) 精准汽车零部件检测，提高了用户工作效率。	
汽车诊断专用操作系统	MaxiOS	(1) 具备全方位的系统优化能力，提升系统稳定性及速度；(2) 实现了便捷的人机交互，确保了可用性及应用体验；(3) 应用多开、互联，方便更高级的维修诊断；(4) 通过软加密和硬加密相结合的方式，确保数据的安全性；(5) AI 辅助功能；(6) AR 和 3D 跟踪，使维修工作进展顺利；(7) 云服务，能在多个设备间互联互通。	
智能仿真分析系统	MaxiSim	(1) 通过高效的汽车通信数据采集及标记技术，形成了业界最完备的通信数据库；(2) 先进的汽车软件模拟仿真子系统，提高了测试的效率；(3) 智能汽车通信协议分析算法，使诊断软件结果精准。	
智能诊断专家系统	MaxiSys	(1) 提供诊断准确率和诊断覆盖面较高的车系诊断数据库；(2) 领先的人工智能诊断技术，可以智能、快速地指导用户解决疑难杂症；(3) 先进的模块化及平台化设计，能高效地实现产品定制和产品组合，无障碍支持二次开发和跨平台使用。	
云平台维修信息系统	MaxiFix	(1) 提供基于容器云的分布式系统服务架构；(2) 提供诊断维修大数据中心；(3) 提供数字化车辆检测，可实现全流程数字化管理；(4) 维修信息系统，可为全球的技师提供诊断维修技术援助。	

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

**公司已建立起稳定的研发体系和研发团队。**公司已逐步组建了较为完整全面研发团队，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、测试等职能完整的研发组织架构。在实际研发中，公司团队在新型设备研发、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都取得了众多成果。截至 2020 年末，公司累计申请境内外专利和软件著作权共计 1,135

件，其中发明新型专利 406 项，实用新型专利 154 项，外观设计专利 480 项，软件著作权 95 项。截至 2020 年末，公司研发人员达 863 人，占公司总人数比例高达 45.86%，核心技术团队均具有专业的行业经验，研发团队稳定性强。



## 4. 盈利预测

### 4.1. 业务拆分及收入成本预测

#### 1、汽车综合诊断产品:

- **收入:** 考虑到欧美汽车后市场的稳健增长以及中国汽车后市场的快速增长,且公司第三代综合诊断产品于2020年发布,后续有望放量,公司产品在市场上有望进一步占据优势地位。公司2021年一季报显示,公司一季度收入同比增长61.85%,主要系汽车综合诊断产品实现增长,第三代Ultra系列智能诊断产品市场反馈良好。综合考虑2020年疫情造成的需求递延,我们预计公司产品销量有望维持高增,2021-2023年增速有望达50%/30%/25%。公司汽车综合诊断产品板块ASP近年来维持在千元水平,在第三代综合诊断产品较高售价拉动下,2020年板块ASP有所提升,未来随着新产品普及,有望维持。因此,我们预计公司该板块营收2021E/2022E/2023E分别为13.96亿元/18.15亿元/22.69亿元,年增速分别为50%/30%/25%。
- **毛利率:** 2018年至2020年,公司该板块毛利率分别为60.3%、60.7%、61.3%,由2016、2017年的较高水平下降后逐年抬升。一方面,公司2018年采取降价策略打开中国市场并保持读码卡产品竞争力后产品价格企稳;另一方面,产品成本中以直接材料中的电子零部件原材料占比最大,有望维持稳定。综合考虑,预计2021/2022/2023年该板块毛利率有望维持稳定。

#### 2、TPMS 产品:

- **收入:** 考虑到欧美地区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,且公司产品在市场上占据优势地位,我们预计公司TPMS产品销量有望维持高增,2021-2023年增速在30%-40%区间。公司TPMS产品单价近年呈下降趋势,预计未来保持缓慢下降。因此,我们预计公司该板块营收2021E/2022E/2023E分别为3.66亿元/4.75亿元/5.99亿元,年增速分别为33.0%/29.6%/26.1%。
- **毛利率:** 2018年至2020年,公司该板块毛利率分别为46%、55%、57%,逐年抬升。考虑到TPMS为标品,规模效应有望逐渐体现;同时,2020年起该产品委外加工逐步转公司越南工厂自制,委外加工成本有望逐步降低。综合考虑,预计2021/2022/2023年该板块毛利率有望小幅提升。

#### 3、ADAS 产品:

- **收入:** 如前所述,预计未来十年ADAS应用量的复合增长率可达28%,维持高增。公司于2019年发布了新一代轻便型的新型标定主架带动产品销量在2020年提升了58%。考虑到ADAS渗透率不断提高,公司产品有望继续放量,2021-2023年增速在50%-60%区间。考虑到公司产品在市场上占据优势地位,预计未来产品单价维持稳定。因此,我们预计公司该板块营收2021E/2022E/2023E分别为1.79亿元/2.80亿元/4.21亿元,年增速分别为60.8%/55.8%/50.8%。
- **毛利率:** 2019年至2020年,公司该板块毛利率分别为62.4%、64.5%。据招股书,公司ADAS产品较早进入市场,具备先发优势。同时,Bosch、Gutmann、Texa等竞对也推出了ADAS产品参与市场竞争。综合考虑公司产品性价比占优且逐步获得市场认可,同时市场竞争可能加剧,预计2021/2022/2023年该板块毛利率维持平稳。

#### 4、软件云服务:

- **收入:** 随着公司上述智能终端产品的持续推广,云服务有望逐步提升渗透率,且考虑

到软件云服务的续费、升级特性与市场上的产品存量相关，因此预计配套的服务需求有望逐步加速扩大。我们预计公司该板块营收 2021E / 2022E / 2023E 分别为 3.33 亿元 / 5.43 亿元 / 8.97 亿元，年增速分别为 60% / 63% / 65%。

- **毛利率：**2018 年至 2020 年，公司该板块毛利率分别为 95.8%、94.1%、95.9%。考虑到云服务成本边际递减，预计 2021/2022/2023 年该板块毛利率小幅提升至 96% 水平。

**表 16：营收预测**

单位：百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>汽车综合诊断产品</b>								
营收	394.19	514.33	596.79	731.08	930.71	1396.06	1814.88	2268.60
YoY		30.48%	16.03%	22.50%	27.31%	50.00%	30.00%	25.00%
产品销量	332218	542184	562996	729749	873514	1310271	1703352	2129190
YoY		63.20%	3.84%	29.62%	19.70%	50%	30%	25%
ASP (元)	1187	949	1060	1002	1065	1065	1065	1065
YoY		-20.05%	11.74%	-5.49%	6.35%	0%	0%	0%
毛利率	64.75%	63.18%	60.30%	60.73%	61.35%	61.35%	61.35%	61.35%
<b>TPMS 产品</b>								
营收	38.08	78.56	143.49	214.00	275.45	366.35	474.78	598.70
YoY		106.29%	82.64%	49.14%	28.71%	33.00%	29.60%	26.10%
产品销量	179254	492292	1229055	1902911	2637120	3691968	4984157	6479404
YoY		174.63%	149.66%	54.83%	38.58%	40%	35%	30%
ASP (元)	212	160	117	112	104	99	95	92
YoY		-24.88%	-26.84%	-3.67%	-7.12%	-5%	-4%	-3%
毛利率	54.83%	54.43%	46.04%	54.78%	57.24%	58%	59%	60%
<b>ADAS 产品</b>								
营收				81.48	111.59	179.43	279.51	421.35
YoY					36.95%	60.80%	55.78%	50.75%
产品销量				1164	1841	2946	4566	6849
YoY					58.16%	60%	55%	50%
ASP (元)				69999.33	60611.14	60914.19	61218.77	61524.86
YoY					-13.41%	0.50%	0.50%	0.50%
毛利率				62.43%	64.50%	64.50%	64.50%	64.50%
<b>软件云服务</b>								
营收	55.46	71.65	93.67	134.02	208.38	333.41	543.45	896.69
YoY		29.20%	30.73%	43.08%	55.48%	60%	63%	65%
毛利率	99.77%	96.56%	95.83%	94.10%	95.94%	96%	96%	96%
<b>其他产品</b>								
营收				19.40	35.83	46.58	60.56	78.73
YoY					84.71%	30%	30%	30%
毛利率				23.62%	7.02%	5%	5%	5%
<b>其他业务</b>								
营收	2.2877	5.126	10.28	15.82	15.82	15.82	15.82	15.82
YoY		124.07%	100.55%	53.87%	0.04%	0%	0%	0%
毛利率	2.55%	41.27%	73.19%	45.52%	73.01%	73.00%	73.00%	73.00%
<b>合计</b>								

<b>总营收</b>	524.02	702.01	900.25	1195.80	1577.78	2337.65	3189.00	4279.90
<b>YoY</b>		33.97%	28.24%	32.83%	31.94%	48.16%	36.42%	34.21%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

## 4.2. 费用率分析与预测

**销售费用率：**2018-2020年，公司销售费用率分别为12.59%、14.00%、12.14%。其中，2019年，销售费用同比增长47.63%，主要系公司业务规模扩大以及为进一步拓展海外市场，加强了海外销售团队建设和分支机构布局，海外薪酬费用增加。2020年，在新冠疫情的背景下，公司全面推动全球数字营销建设。公司年报披露的经营计划显示，公司将优化重点市场渠道格局，补齐空白区域，扩大全球市场份额。随着公司经营计划实施，预计公司未来三年销售费用率或小幅提升至12.2%、12.5%、12.8%。

**管理费用率：**2018-2020年，公司管理费用率分别为8.57%、8.19%、8.54%，随着公司业务规模增长，综合考虑公司于2020年实施的限制性股票激励计划，预计公司未来三年管理费用率或小幅提升至8.6%水平。

**研发费用率：**2018-2020年，公司研发费用率分别为13.91%、14.03%、17.23%。随着公司收入预计保持较快增长，规模效应有望显现，预计公司未来三年研发费用率逐步下降至15%-17%水平。

**表 17：费用率预测**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>销售费用率</b>	14.00%	12.14%	12.2%	12.5%	12.8%
<b>管理费用率</b>	8.19%	8.54%	8.6%	8.6%	8.6%
<b>研发费用率</b>	14.03%	17.23%	17%	16%	15%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

## 4.3. 盈利预测、估值分析与投资评级

**盈利预测：**预计公司2021-2023年实现营业收入23.38、31.89和42.80亿元，同比增速分别为48.16%、36.42%、34.21%；实现归母净利润分别为6.20、8.95、12.86亿元，同比增速分别为43.26%、44.23%、43.75%；EPS（最新摊薄）分别为1.38、1.99、2.86元。

**估值分析：**由于公司主要竞争对手实耐宝、博世主营业务收入中存在较多非汽车综合诊断业务，在港股上市的竞争对手元征科技则与公司业绩增速差异较大，因此无法直接进行估值比较。考虑到公司为汽车智能诊断、检测领域领先企业，业务增长快，产品在业内具备竞争优势，未来增长主要由汽车智能化、网联化驱动，我们选取A股上市公司中同属智能网联汽车领域的领先企业中科创达、德赛西威作为可比公司，2021E平均P/E为80.51。结合公司所处诊断检测行业在汽车产业链中的位置以及公司商业模式等方面因素，综合考虑，予以公司2021年70倍目标P/E，对应目标市值434.3亿元，目标价96.5元/股。首次覆盖，予以“买入”评级。

**表 18：可比公司估值对比（2021年4月22日）**

代码	名称	EPS（摊薄）					P/E		
		2020A	2021E	2022E	2023E	TTM	2021E	2022E	2023E
	可比均值	1.00	1.44	1.95	2.57	102.72	80.51	59.60	45.35
300496	中科创达	1.05	1.52	2.13	2.89	123.47	85.40	60.89	44.74
002920	德赛西威	0.94	1.36	1.77	2.24	81.96	75.62	58.30	45.96

资料来源：WIND，浙商证券研究所；注：中科创达、德赛西威盈利预测为WIND一致预期。

## 5. 风险提示

- (1) 海外疫情或有反复，对公司生产经营带来的不确定性风险；
- (2) 公司使用的芯片等原材料部分通过进口，受全球经济因素影响，可能出现供应紧张的风险。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2632	3442	4527	6034	<b>营业收入</b>	1578	2338	3189	4280
现金	1351	1877	2687	3805	营业成本	563	819	1079	1381
交易性金融资产	125	125	125	125	营业税金及附加	15	23	32	43
应收账款	325	465	591	739	营业费用	192	285	399	548
其它应收款	65	94	128	171	管理费用	135	201	274	368
预付账款	25	36	46	58	研发费用	272	397	510	642
存货	443	645	850	1087	财务费用	14	(4)	(14)	(28)
其他	299	200	100	50	资产减值损失	11	12	16	21
<b>非流动资产</b>	543	553	571	598	公允价值变动损益	30	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	13	1	2	6
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	61	57	59	59
固定资产	229	237	250	270	<b>营业利润</b>	481	662	954	1370
无形资产	45	48	53	57	营业外收支	(27)	(9)	(12)	(16)
在建工程	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	454	653	942	1354
其他	269	268	268	271	所得税	21	33	47	68
<b>资产总计</b>	3175	3995	5098	6632	<b>净利润</b>	433	620	895	1286
<b>流动负债</b>	577	776	983	1230	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	433	620	895	1286
应付款项	258	377	507	663	EBITDA	485	675	958	1356
预收账款	1	11	14	19	EPS (最新摊薄)	0.96	1.38	1.99	2.86
其他	318	388	461	548	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	65	66	67	68		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	6	6	6	6	<b>成长能力</b>				
其他	58	59	60	61	营业收入	31.94%	48.16%	36.42%	34.21%
<b>负债合计</b>	642	841	1049	1298	营业利润	41.04%	37.58%	44.07%	43.61%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	32.44%	43.26%	44.23%	43.75%
归属母公司股东权益	2533	3153	4048	5334	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3175	3995	5098	6632	毛利率	64.30%	64.96%	66.17%	67.74%
					净利率	27.45%	26.54%	28.06%	30.05%
					ROE	23.42%	21.82%	24.85%	27.42%
					ROIC	16.04%	18.67%	21.06%	23.04%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	20.22%	21.06%	20.59%	19.57%
					净负债比率	0.99%	0.75%	0.60%	0.49%
					流动比率	4.56	4.44	4.61	4.91
					速动比率	3.79	3.61	3.74	4.02
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.67	0.65	0.70	0.73
					应收帐款周转率	5.52	5.95	5.94	6.22
					应付帐款周转率	3.24	2.58	2.44	2.36
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.96	1.38	1.99	2.86
					每股经营现金	1.27	1.29	1.92	2.57
					每股净资产	5.63	7.01	9.00	11.85
					<b>估值比率</b>				
					P/E	76.38	53.31	36.96	25.71
					P/B	13.06	10.49	8.17	6.20
					EV/EBITDA	60.61	46.10	31.64	21.53

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	570	579	863	1156
净利润	433	620	895	1286
折旧摊销	51	46	50	50
财务费用	14	(4)	(14)	(28)
投资损失	(13)	(1)	(2)	(6)
营运资金变动	(74)	107	122	74
其它	159	(188)	(187)	(221)
<b>投资活动现金流</b>	(971)	(56)	(68)	(67)
资本支出	(40)	(22)	(30)	(38)
长期投资	0	0	0	0
其他	(931)	(34)	(38)	(29)
<b>筹资活动现金流</b>	911	4	14	28
短期借款	0	0	0	0
长期借款	6	0	0	0
其他	905	4	14	28
<b>现金净增加额</b>	510	527	810	1117

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>