

道通科技 (688208)

证券研究报告

2021年06月04日

由“硬”及“软”，公司成长空间正在打开

全球汽车智能诊断龙头，打造数字化维修全流程

公司深耕汽车智能诊断领域，拥有汽车综合诊断、TPMS 系列、ADAS 系列、软件云服务四大产品线，与实耐宝、博世同为行业领先厂商。公司正积极布局数字化门店解决方案，集检测设备和数据、远程专家服务、数字化门店、配件供应链于一体，打造从诊断、维修到零部件交易的完整生态，全面构建价值网络。

汽车三化趋势重塑后市场，诊断工具成为智能维修中枢

中美合计超 5 亿的汽车保有量和众多在册维保企业是后市场需求的保障，目前美国汽车后市场已较为成熟，中国第三方维修市场仍在快速发展，通用性汽车产品需求增加。汽车行业智能化、网联化、电动化三大趋势正重构汽车后市场，汽车电子零部件比例提升，数据将成为汽车后市场核心竞争力，汽车后市场服务领域大幅拓宽，诊断工具正成为智能维修中枢，利好产品保有量大、软件技术能力强的头部厂商。

第三代诊断产品打开新空间，ADAS 产品卡位未来

2020 年公司发布第三代汽车综合诊断产品，产品增加故障引导、维修资料库等功能，同时定价相比二代产品提升 40%以上，公司三代产品对比其他头部厂商产品更具性价比，或将有效提升公司客单价与市场份额。得益于中国 TPMS 强制安装政策开始全面实施，公司 TPMS 系列产品正迎来需求放量。ADAS 前装市场景气，渗透率不断提高，公司 ADAS 标定工具在兼容性、系统集成度、精度、车型覆盖率等方面具备优势，卡位未来。

软件云服务或将成为公司未来最大增长点

公司产品核心技术凝结于汽车智能诊断、检测等应用软件，通过嵌入硬件终端产品从而实现相关诊断检测功能，公司通过软件升级、功能拓展按年收取服务费。我们测算公司综合诊断电脑保有量超过 40 万台，保有量是公司软件收入提升基础，我们测算销量增长+单价提升将使得公司 2023 年软件服务收入达到 5.55 亿元，若再考虑续费率提升，公司软件云服务长期的成长空间更为广阔。

盈利预测与投资建议：考虑道通科技在汽车诊断行业的龙头地位、软件升级服务业务的势能、TPMS 国内政策落地及 ADAS 产品的高发展前景，考虑海外疫情反复，我们将公司 2021-2022 年净利润由 6.80/10.37 亿元下调至 6.19/8.65 亿元，预计 2023 年净利润为 11.93 亿元，**2021 年公司目标市值 464 亿元，目标价 103 元，维持“买入”评级。**

风险提示：行业竞争加剧；软件云服务发展不及预期；国内外疫情加剧的风险；预测假设具有主观性。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,195.80	1,577.78	2,209.97	2,972.67	3,974.63
增长率(%)	32.83	31.94	40.07	34.51	33.71
EBITDA(百万元)	480.86	751.09	661.94	920.35	1,262.97
净利润(百万元)	326.98	433.06	618.96	865.18	1,193.04
增长率(%)	(2.62)	32.44	42.93	39.78	37.89
EPS(元/股)	0.73	0.96	1.38	1.92	2.65
市盈率(P/E)	116.84	88.22	61.72	44.16	32.02
市净率(P/B)	32.79	15.08	13.43	11.72	9.96
市销率(P/S)	31.95	24.21	17.29	12.85	9.61
EV/EBITDA	0.00	38.74	55.06	39.51	28.59

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	买入（维持评级）
当前价格	84.90 元
目标价格	103 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	450.00
流通 A 股股本(百万股)	270.91
A 股总市值(百万元)	38,205.00
流通 A 股市值(百万元)	22,999.83
每股净资产(元)	5.43
资产负债率(%)	27.92
一年内最高/最低(元)	85.98/47.47

作者

缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	
陆嘉敏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520080001	
lujiamin@tfzq.com	
张若凡	联系人
zhangruofan@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《道通科技-公司点评:业绩符合预期，归母净利同比+32.4%》 2021-02-25
- 2 《道通科技-季报点评:汇兑+非经影响较大，经营性业绩超预期》 2020-10-27
- 3 《道通科技-公司深度研究:优秀模式+优秀赛道+优秀格局》 2020-08-18

内容目录

1. 打造数字化门店，构建诊断、维修到零部件的完整生态.....	4
1.1. 公司深耕汽车智能诊断领域多年，已成长为行业龙头.....	4
1.2. 未来战略：布局数字化，构建从诊断、维修到零部件交易的完整生态.....	5
2. 汽车三化趋势重塑后市场，诊断工具成为智能维修中枢.....	6
2.1. 汽车后市场需求强劲，万亿市场待挖.....	6
2.2. 国内政策初起步，通用型汽车产品迎来快速发展期.....	8
2.3. 三化趋势引领汽车后市场，数据成为核心竞争力.....	9
3. 性价比优势明显，第三代产品发布打开新空间.....	11
3.1. 汽车诊断电脑迎来第三代，对比同业厂商具有性价比优势.....	11
3.2. TPMS 国内需求将迎来大幅提升.....	13
3.3. ADAS 前装市场景气，拉动后市场标定需求.....	14
4. 日积跬步，软件云服务势能待变现.....	16
4.1. 公司软件云服务收入高速增长，是未来发展的强劲增长点.....	16
4.2. 维修信息：软件云服务的重要拼图.....	17
4.3. 测算诊断电脑保有量超过 40 万台，是软件收入提升坚实基础.....	21
4.4. 测算 2023 年软件升级收入达 5.55 亿元.....	22
5. 盈利预测与投资建议.....	23
5.1. 盈利预测.....	23
5.2. 估值与投资评级.....	25
6. 风险提示.....	26

图表目录

图 1：公司产品已发展为四大产品线.....	4
图 2：公司主攻海外市场，尤其是北美市场（2020 年营收地区划分）.....	4
图 3：2017 年美国 PTEN 杂志的客户调查显示，34%受调查者近期购买公司产品.....	5
图 4：公司多项产品进入亚马逊商城汽车维修工具子分类下的“Best Sellers”榜单.....	5
图 5：数字化门店解决方案.....	6
图 6：公司有望打造从诊断、维修到零部件交易的完整生态.....	6
图 7：中美汽车保有量突破亿级，在册维保企业数量众多.....	7
图 8：2019 年全球各品牌电动车销量排行.....	7
图 9：预计 2030 年全球汽车后市场规模将达到 9 万亿元.....	8
图 10：中国新上市车型逐年增加.....	8
图 11：中国汽车维修企业按类别占比（仅涵盖工商在册企业）.....	9
图 12：国内汽修从业人员整体受教育水平偏低（2017 年）.....	9
图 13：麦肯锡预测 2030 年出售的乘用车中自动化汽车占比约 65%.....	10
图 14：2030 年汽车智能配件占整车比例将达到 90%.....	10
图 15：2020 年中国新能源汽车销量是 2016 年的两倍以上（单位：万台）.....	10
图 16：汽车后市场产业链及各部分的新趋势.....	10

图 17: 具有产业背景的 S2C 服务提供商将应运而生.....	11
图 18: 近年公司汽车综合诊断类产品收入快速增长.....	12
图 19: 20 年汽车综合诊断产品收入占总营收 58.99%.....	12
图 20: 公司第三代汽车诊断电脑产品 Maxisys Ultra.....	12
图 21: 公司 TPMS 系列产品年复合增长率高达 64%.....	14
图 22: 20 年 TPMS 系列产品营收占比 17.46%.....	14
图 23: 公司新一代智能胎压匹配工具 ITS600.....	14
图 24: 2030 年全球 ADAS 市场规模将达 5283 亿元.....	15
图 25: 2020 年公司推出将 ADAS 与四轮定位相结合的校准设备 IA800.....	15
图 26: 软件云服务业务处于上升期.....	16
图 27: 公司的软件云服务主要是对诊断应用软件进行车型更新及功能拓展服务.....	17
图 28: 公司应用软件布局图.....	17
图 29: 实耐宝汽车诊断电脑内置的软件服务.....	18
图 30: 维修信息服务通过多媒体方式展示故障详细信息及维修建议.....	19
图 31: ProDemand 的组件测试信息功能.....	19
图 32: 公司利用云平台维修信息系统为客户提供端到端一站式服务.....	20
图 33: 公司研发费用的大幅增长归因于对维修信息云服务投入的提升.....	20
图 34: 2016-2023E 公司软件云服务收入.....	23
表 1: 国内政策利好第三方维修车厂.....	9
表 2: 中国规定一二类维修企业应配备一定的通用设备.....	9
表 3: 公司对比海外一线产品具有比较优势.....	13
表 4: ADAS 系列产品与国内外主要竞争对手对比.....	16
表 5: 公司的维修信息服务相比其他一线公司有所欠缺.....	18
表 6: 公司在研项目中, 云平台投入金额占比 55.38%.....	20
表 7: 预计公司的汽车综合诊断电脑保有量目前达 41 万台.....	21
表 8: 软件升级收费模式.....	21
表 9: 汽车诊断电脑第三代产品软硬件全面升级.....	22
表 10: 公司产品在海外的销量测算.....	22
表 11: 软件云服务收入测算.....	23
表 12: 公司收入拆分与预测.....	24
表 13: 公司盈利预测.....	25
表 14: 道通科技终端产品销售业务可比公司估值.....	25
表 15: 道通科技软件云服务业务可比公司估值.....	25

1. 打造数字化门店，构建诊断、维修到零部件的完整生态

1.1. 公司深耕汽车智能诊断领域多年，已成长为行业龙头

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业务，已形成四大产品线，全面布局汽车后市场。公司以汽车综合诊断产品为依托，以持续研发创新为驱动，不断推出纵向与横向产品，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。

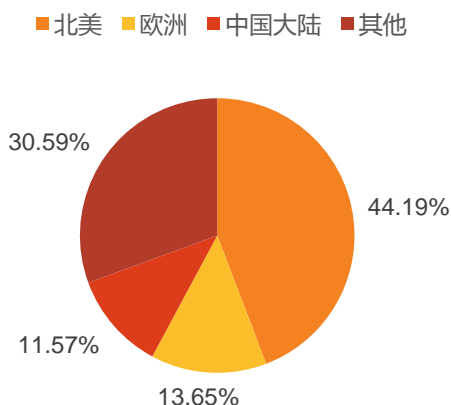
图 1：公司产品已发展为四大产品线



资料来源：公司公告，天风证券研究所

深耕海外市场，全球化扩张进程良好。公司深耕海外市场，分地区来看，公司在北美市场的营收占比位列第一，2020 年达到 6.97 亿元，占比 44.19%；同时，公司凭借着技术优势和产品质量，以发达的欧美汽车后市场为突破点，在成功占领发达市场和树立品牌知名度后，又逐步进入全球其他众多充满潜力的地区和市场。公司已在北美、欧洲、中国、亚太、南美、IMEA（印度、中东、非洲）等全球 70 多个国家或地区建立了销售网络，初步形成全球一体化营销网络覆盖。

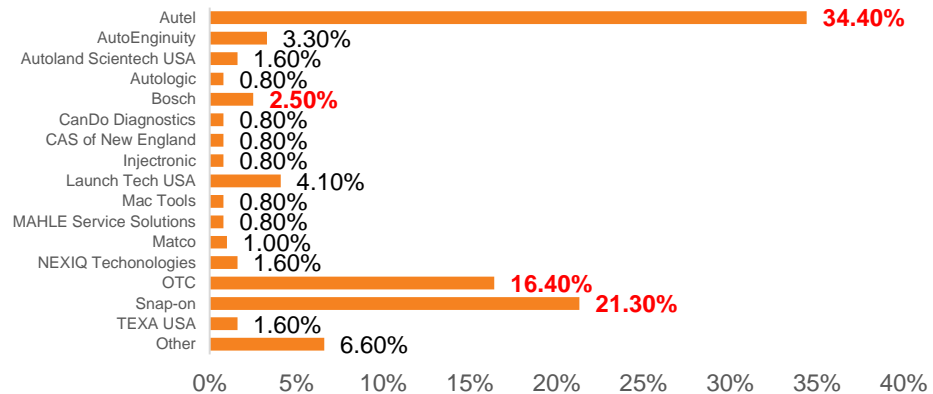
图 2：公司主攻海外市场，尤其是北美市场（2020 年营收地区划分）



资料来源：Wind，天风证券研究所

与实耐宝、博世同为行业一线产品，车厂联系紧密。公司在美国西部加州和东部纽约设立下属公司，凭借产品质量和竞争优势，产品覆盖零售商、配件商、工具分销商、连锁轮胎店、连锁保养维修店等多个渠道，与 Advance Auto Parts、O’ Reilly、Genuine Parts Co. (NAPA)、Walmart 等美国几大独立汽配维修厂商及国际连锁企业建立长期供销合作关系，渠道广泛触达美国市场，与实耐宝、OTC、博世等公司属于市场主要参与者。

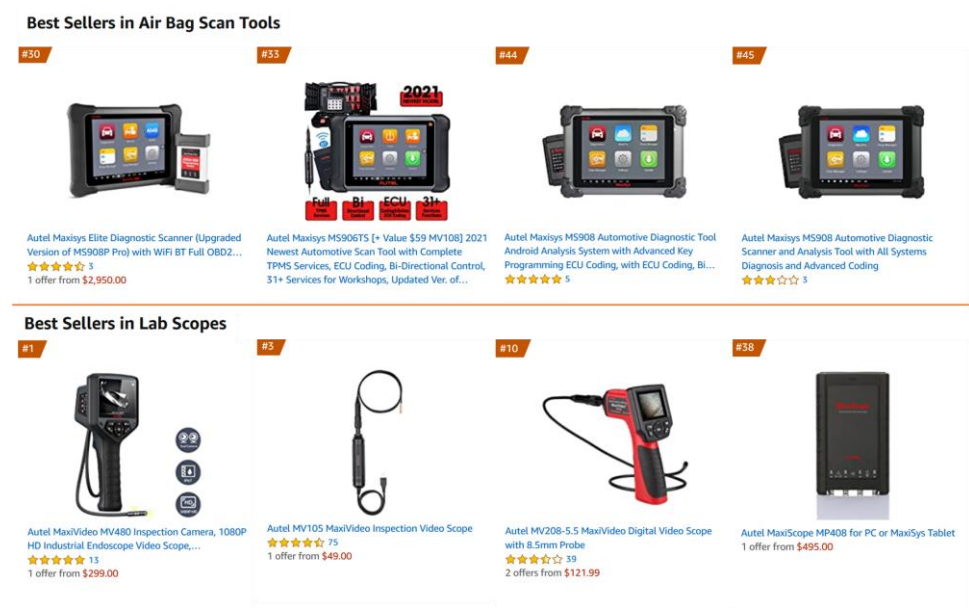
图 3：2017 年美国 PTEN 杂志的客户调查显示，34%受调查者近期购买公司产品



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

电商平台助力公司产品快速渗透终端用户。公司注重对跨境电商平台的资源利用，通过 eBay、亚马逊等电商平台向全美终端用户渗透，公司的多项产品入围亚马逊商城汽车维修工具类目下的“Best Sellers”榜单。

图 4：公司多项产品进入亚马逊商城汽车维修工具子分类下的“Best Sellers”榜单



资料来源：亚马逊商城，天风证券研究所

1.2. 未来战略：布局数字化，构建从诊断、维修到零部件交易的完整生态

数字化门店解决方案集检测设备和数据、远程专家服务、数字化门店、配件供应链于一体，全面构建价值网络。通过大数据与云计算技术的结合应用，公司将打通产业全链路数据，与客户建立强链接，协同共生，全面构建价值网络。在业务中，通过采集并实时共享、汇总、分析、提炼经验数据，实现各部门作业信息的整合与协同工作，建立管理网络，最终反哺用户终端，提高用户满意度，产生用户粘性，从而给线下实体店引流。

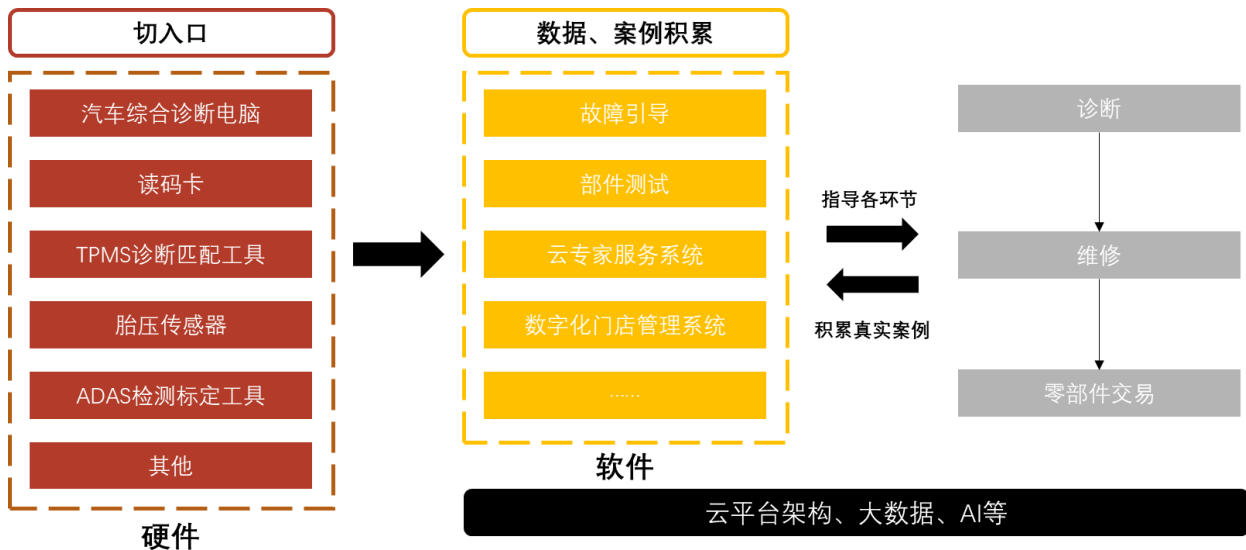
图 5：数字化门店解决方案



资料来源：2020 道通科技合作伙伴峰会，中国日报网，天风证券研究所

公司有望打造从诊断、维修到零部件交易的完整生态。我们认为公司未来有望利用自己在行业内的技术、资源优势，整合高效供应链网络，打造诊断、维修到零部件交易的生态平台。

图 6：公司有望打造从诊断、维修到零部件交易的完整生态



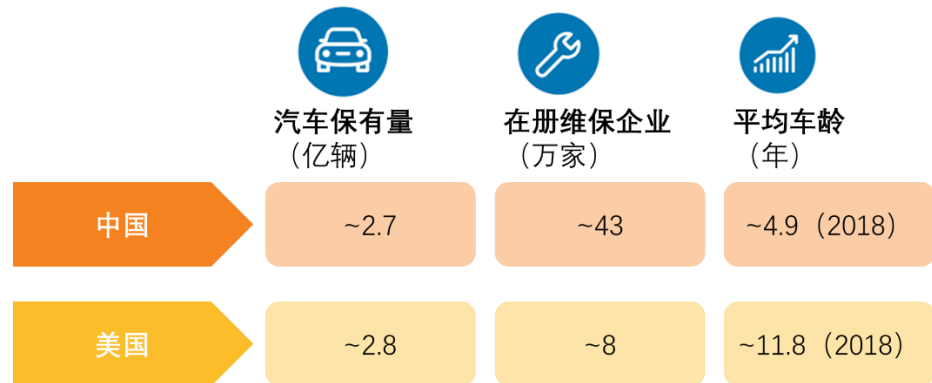
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 汽车三化趋势重塑后市场，诊断工具成为智能维修中枢

2.1. 汽车后市场需求强劲，万亿市场待挖

中美汽车保有量突破亿级，在册维保企业数量众多，整体需求强劲。据德勤研究统计，2020 年美国汽车保有量约 2.8 亿辆，中国汽车保有量约 2.7 亿辆；在册维保企业数量方面，2020 年美国拥有约 8 万家在册维保企业，中国则有 43 万家；平均车龄方面，据 IHS Markit 统计，中国和美国 2018 年平均车龄分别达到 4.9、11.8 年。汽车保有量及在册维保企业数量众多，平均车龄进入关键维保期，标志着汽车后市场的需求强劲。

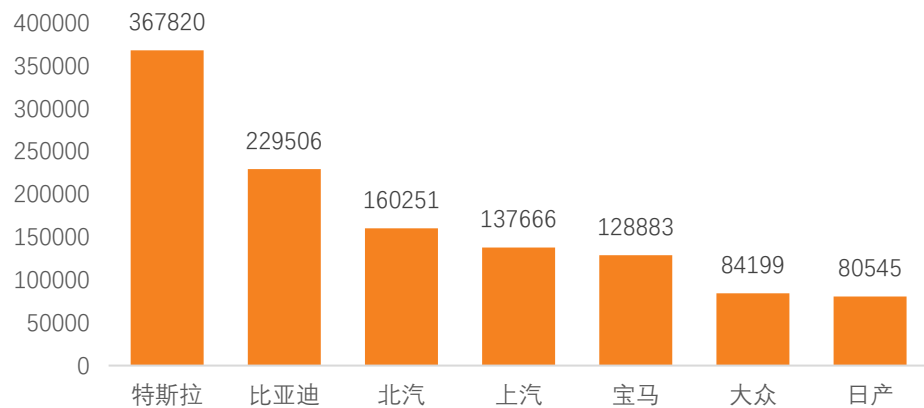
图 7：中美汽车保有量突破亿级，在册维保企业数量众多



资料来源：德勤官网，中国汽车工业协会，IHS Markit，立鼎产业研究网，盖世汽车资讯，天风证券研究所

特斯拉逐步放开维修诊断信息，利好第三方维修厂和通用型汽车诊断产品公司。据 Grist 报道，美国马萨诸塞州于 2020 年 11 月 3 日通过“维修权利法案”，要求特斯拉将车辆维修诊断信息开放给第三方维修厂商；同时，据 Electrive，在欧洲特斯拉也已将维修诊断信息开放给了第三方厂商。特斯拉此前仅允许官方售后及少数的授权维修店对特斯拉车辆进行诊断、维修，而此次特斯拉在马萨诸塞州和欧洲地区的妥协或将成为之后诊断信息全面开放的号角。特斯拉作为全球销量第一的电动车品牌，诊断维修信息开放利好第三方维修车厂及通用型汽车诊断产品公司。

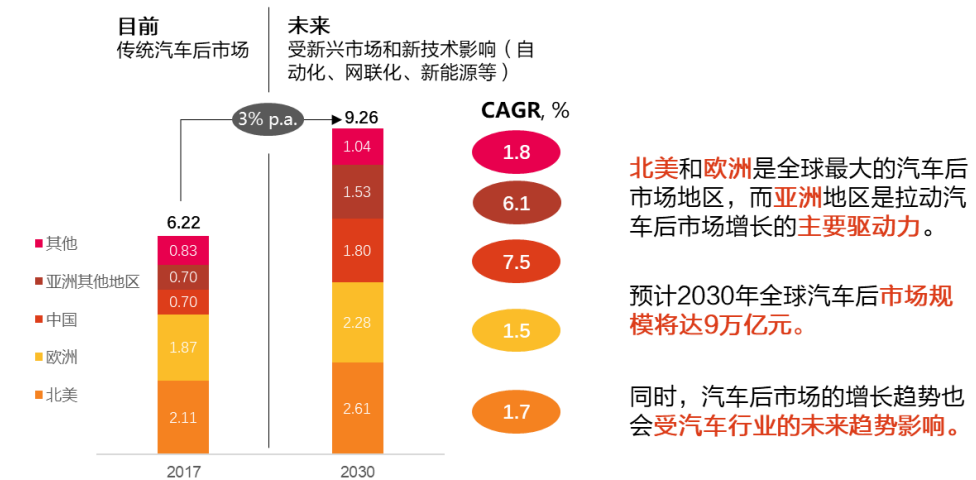
图 8：2019 年全球各品牌电动车销量排行



资料来源：锐观网，天风证券研究所

预计 2030 年全球汽车后市场规模将达到 9 万亿元，年复合增长率约 3%。根据麦肯锡预测，全球汽车后市场规模将以 3% 的年复合增长率扩张，到 2030 年达到 9 万亿元；其中，包括中国在内的亚洲地区是该市场增长的主要驱动力，中国的汽车后市场未来十年的年复合增速高达 7.5%，我们看好国内汽车后市场的发展。

图 9：预计 2030 年全球汽车后市场规模将达到 9 万亿元

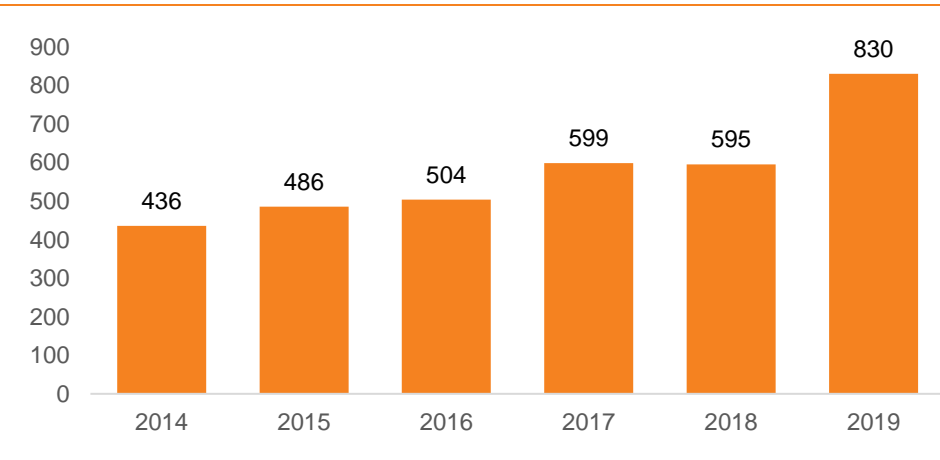


资料来源：麦肯锡官网，天风证券研究所

2.2. 国内政策初起步，通用型汽车产品迎来快速发展期

新上市车型逐年增加，车辆维修信息更新频率加速，人工学习成本高。在新能源汽车趋势下，中国近几年上市新车车型数量整体有所增长，到 2019 年约为 830 款，新车型数量的增长意味着人工学习新车型的维修信息时间成本更高，汽车维修厂对智能维修诊断工具的需求或将提高。

图 10：中国新上市车型逐年增加



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

国内汽车立法更新，包括汽车诊断产品和汽车电子零部件等在内的通用型汽车产品厂商受益。2019 年 7 月 8 日，交通运输部发布《机动车维修管理规定》，任何单位和个人不得封锁或者垄断机动车维修市场，有利于第三方维修厂的发展，从而扩大对通用型汽车工具需求；而 2016 年工信部出台的《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》规定，2020 年开始所有汽车必须安装 TPMS，国内 TPMS 需求高涨。

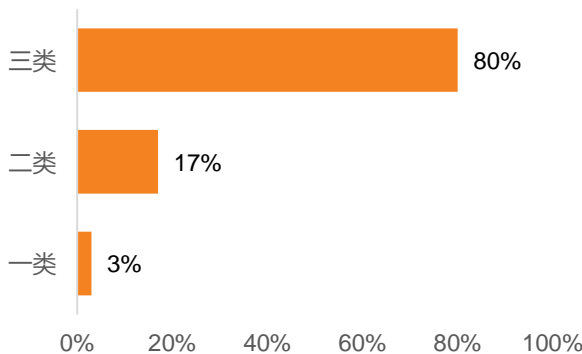
表 1: 国内政策利好第三方维修车厂

发布日期	文件名称	政策内容
2019/07/08	《机动车维修管理规定》	任何单位和个人不得封锁或者垄断机动车维修市场，托修方有权自主选择维修经营者进行维修。
2016/09/28	《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》(GB26149)	车辆需安装本标准规定的 TPMS，对于发动机中置且宽高比小于等于 0.9 的乘用车自 2020 年 1 月 1 日开始实施;其它 M1 类车辆自 2019 年 1 月 1 日实施。

资料来源: 交通运输部, 国家标准委, 天风证券研究所

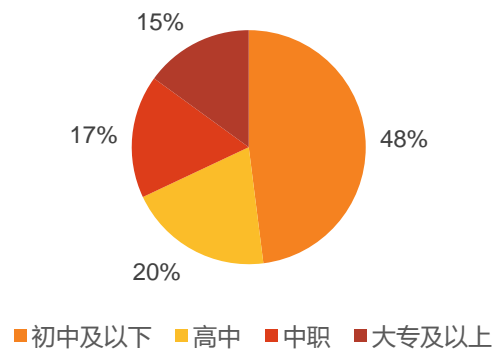
国内以三类中小型维修企业为主，且从业人员整体受教育程度偏低。据中国汽车修协会信息工委于 2017 年的不完全统计，截止于 2017 年底，工商在册全国汽车维修经营企业共计约 43 万家。其中一类大型综合维修企业占比不足 3%，二类中型汽修企业占比也不足 20%，市场中超过 80% 的在册企业是三类中小型维修企业，预计注册之外还存在数十万家小型汽车维修企业；人员受教育水平方面，接近半数的汽修从业人员受教育水平在初中及以下。国内中小型维修企业占比高意味着维修、配件质量良莠不齐，自身技术及人才储备薄弱，我们预计随着行业愈加规范化，一、二类维修企业占比有望提升，维修企业专业度及购买力有望提升；且在汽车智能化趋势下，汽车内部智能电子比例有望提高，汽车维修也将愈发复杂化。维修企业平均购买力及对智能维修需求的提升，有望提高通用型汽车维修工具的使用率。

图 11: 中国汽车维修企业按类别占比 (仅涵盖工商在册企业)



资料来源: 德勤官网, 中国汽车修协会信息工委 (2017 披露数据), 天风证券研究所

图 12: 国内汽修从业人员整体受教育水平偏低 (2017 年)



资料来源: 中研普华, 天风证券研究所

表 2: 中国规定一二类维修企业应配备一定的通用设备

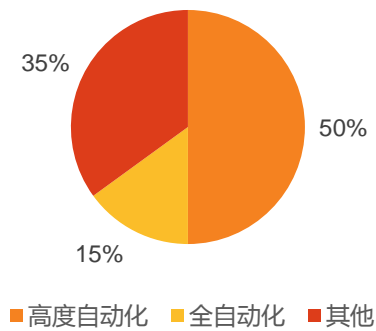
文件名称	发布情况	与行业相关主要内容
《汽车维修业开业条件》	国标 GB/T16739.1-2014	《汽车维修业开业条件第 1 部分: 汽车整车维修企业》规定一、二类汽车维修企业必须配备一定的仪表工具、专用设备、检测设备和通用设备

资料来源: 国家标准委, 天风证券研究所

2.3. 三化趋势引领汽车后市场，数据成为核心竞争力

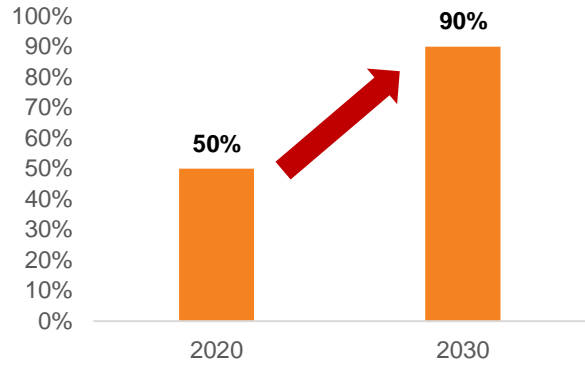
汽车行业展现智能化、网联化、电动化三大发展趋势，汽车后市场也将围绕三大趋势进行重构。随着 5G、物联网、云计算、人工智能等新兴技术迅速走向规模化商用，新能源、新材料等技术加快与汽车产业的融合，未来汽车及汽车后市场产业或将形成以智能化、网联化、新能源化为载体创新驱动的商业模式，围绕新能源和智能网联技术重构价值链。

图 13：麦肯锡预测 2030 年出售的乘用车中自动化汽车占比约 65%



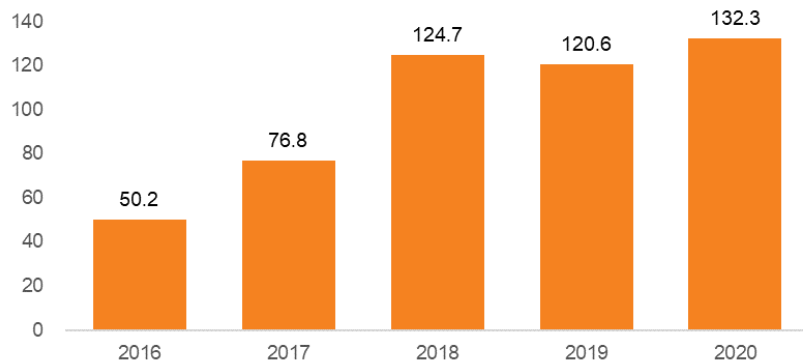
资料来源：公司公告，麦肯锡，天风证券研究所

图 14：2030 年汽车智能配件占整车比例将达到 90%



资料来源：公司公告，麦肯锡，天风证券研究所

图 15：2020 年中国新能源汽车销量是 2016 年的两倍以上（单位：万台）



资料来源：Wind，中国汽车工业协会，天风证券研究所

三大趋势提高汽车电子零部件比例，数据成为汽车后市场核心竞争力。目前汽车行业面临着自动化、网联化、新能源化三大趋势；其中，自动化、智能化趋势或将提高电子零部件比例，需要更智能、功能更全面的诊断设备和综合解决方案；数字化、网联化缩减了交易的中间环节，且网联汽车每小时产生大量数据，数据成为未来汽车后市场的核心竞争力；汽车电动化大势所趋，整体架构更加简单，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量大幅上升，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，各类汽车传感器数量快速增加，软件有望成为汽车的核心。

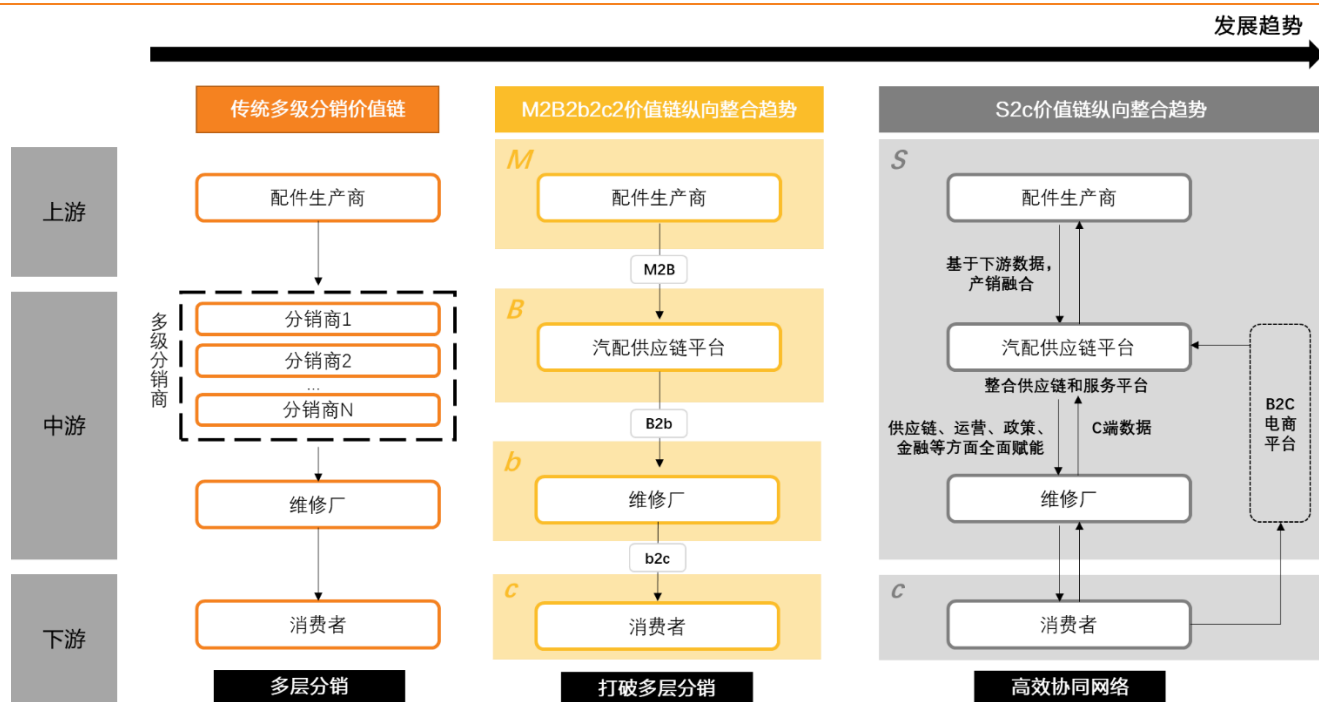
图 16：汽车后市场产业链及各部分的新趋势



资料来源：麦肯锡官网，公司公告，天风证券研究所

汽车后市场云服务行业价值链整合进入加速期,具有产业背景的 S2C 服务提供商将应运而生。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 新趋势会实现上下游数据的打通和整合,利用数据完成上下游产销协同,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。

图 17: 具有产业背景的 S2C 服务提供商将应运而生



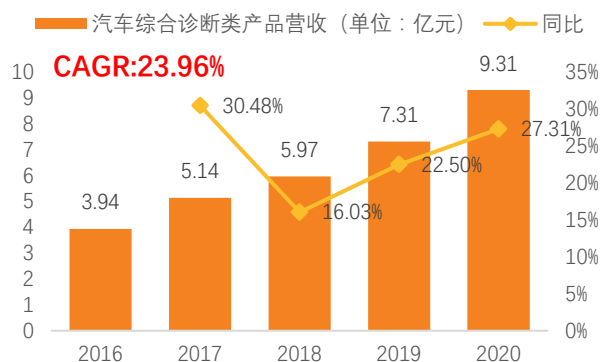
资料来源: 德勤官网, 天风证券研究所

3. 性价比优势明显, 第三代产品发布打开新空间

3.1. 汽车诊断电脑迎来第三代, 对比同业厂商具有性价比优势

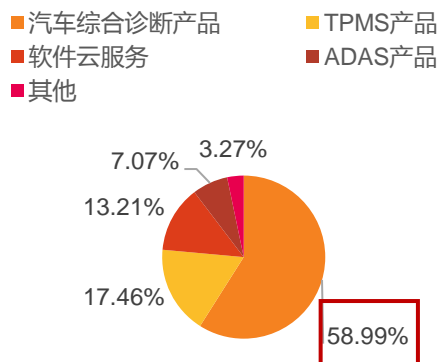
汽车综合诊断产品是公司的主要营收来源, 20 年营收占比 58.99%, 16-20 年年复合增长率达 23.86%, 保持较高增长率。公司的汽车综合诊断产品是公司的主要营收来源, 产品包括汽车智能诊断电脑产品和简易诊断仪读码卡。汽车智能诊断电脑产品具备全自动读取汽车各电控系统故障码、读取汽车动态数据流和动作测试、显示传感器波形、控制电脑编码等各项综合型集成功能; 简易诊断仪读码卡系列, 类似汽车智能诊断电脑产品的部分功能、简易便携版本, 面向小型或 DIY 领域市场, 针对综合型商用车公司也推出了系列诊断仪。

图 18：近年公司汽车综合诊断类产品收入快速增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：20 年汽车综合诊断产品收入占总营收 58.99%



资料来源：Wind，天风证券研究所

汽车诊断电脑发布第三代产品，软硬件配置全面升级。2020 年，公司发布第三代汽车智能诊断维修系统 Maxisys Ultra/MaxiSys MS919/MaxiSys MS909 系列产品。产品通过原厂级+智能诊断、原厂级+智能维修以及云维修系统，将故障引导（独家支持的智能维修向导）、维修资料库、故障分析等服务功能融于一体，实现一键式快速识别车型，智能精准定位，轻松除障，分屏多任务工作；同时将示波器、万用表、电池检测等检测功能集成一体，实现直接信号捕捉及模拟，协助更快更直接地进行故障分析。

图 20：公司第三代汽车诊断电脑产品 Maxisys Ultra



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司汽车诊断电脑产品对比海外一线产品具有性价比优势。1) **价格方面**：公司的汽车智能诊断电脑 MS Elite 同几家海外一线厂商的对标产品相比，价格上同博世、OTC 相比相差不大，且远低于实耐宝的 Zeus。在后续升级费用中，道通科技还设置了升级免费期；2) **技术方面**，道通科技独创故障引导功能，精准高效；搭配示波器使用，轻松除障；远程编程应用，疑难杂症在线解决；3) **服务方面**，公司的汽车诊断电脑产品支持中国车系，更便于在国内市场中使用；同等升级费用下，新车覆盖速度更快。**综上所述，公司的汽车诊断电脑产品性价比优势明显。**

表 3: 公司对比海外一线产品具有比较优势

比较项目	道通科技	实耐宝	博世
对标型号	MS Elite	Zeus	ADS625
终端市场售价(美元)	3,900-4,200	9,000-10,000	4,800-5,300
升级费用	免费期后约\$1,300/年	约\$1,300/年	约\$1,300/年
检测计划	○	-	-
ADAS 标定	○	○	-
维修保养	○&支持一键归零	○	○
远程诊断	○	-	-
故障引导	○	-	-
搭配示波器、万用表	○	○	-
ECU 编码	○	有限支持	有限支持
内窥镜	○	-	-
覆盖车系	中国、美洲、欧洲、亚洲车系	美洲、欧洲、亚洲车系	美洲、欧洲、亚洲车系
升级频率	每周	2 次/年	6 次/年

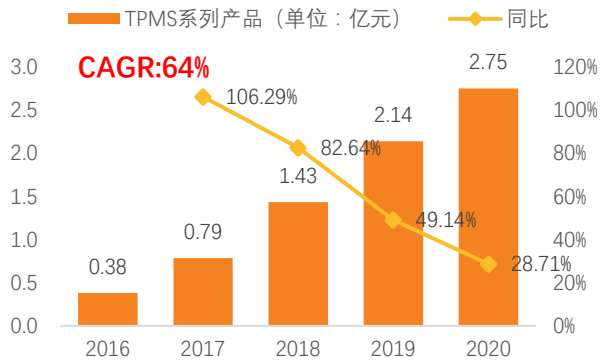
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 天风证券研究所

预计第三代产品有望有效提升用户客单价并扩大市场份额, 进而提高公司汽车诊断产品业务收入。2020 年公司发布的第三代汽车智能诊断产品在性能上有较大提升, 市场反馈良好, 我们预计公司用大约三年的时间完成三代产品对二代产品的替换, 受益于三代产品的性能提升, 公司的汽车诊断产品市占率也有望进一步提升; 另一方面, 三代产品相对于二代在单价上有一定的提升, 如三代最高配置的汽车智能诊断电脑产品 Ultra 单价超过 6000 美元, 二代最高配置的汽车智能诊断电脑产品 Elite 单价约 4000 美元, 价格同比上涨约 50% 以上, 我们预计随着第三代产品的渗透率逐渐提高, 公司的汽车综合产品平均单价也有望逐步提升。

3.2. TPMS 国内需求将迎来大幅提升

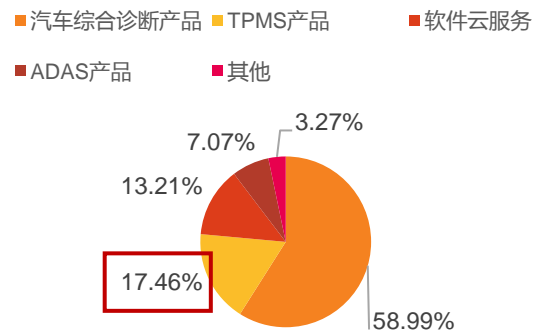
TPMS 系列产品是公司营收占比第二的产品, 2016-2020 年来以 64% 的年复合增长率高速增长。近年来 TPMS 因其良好的安全、节能功用得到了广泛的认可, 美国、欧洲、中国相继通过立法将其列为车辆出厂标准配备, 需求量大幅提升。公司的 TPMS 系列产品包括 TPMS 系统诊断匹配工具和 TPMS Sensor (胎压传感器), 受益于国内政策落地及 TPMS 的安全价值, 近年公司的 TPMS 系列产品年复合增速高达 64%。

图 21：公司 TPMS 系列产品年复合增长率高达 64%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：20 年 TPMS 系列产品营收占比 17.46%



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司发布新一代智能胎压匹配工具 ITS600，性能优异。2020 年公司发布新一代智能胎压匹配工具 ITS600，将轻便的手持设计与强大的胎压诊断匹配功能进行结合，更加智能易用，可一键完成 VIN 码、轮胎 DOT 认证码识别，并支持自动精准定位 TPMS 菜单，大幅提高维修效率。

图 23：公司新一代智能胎压匹配工具 ITS600

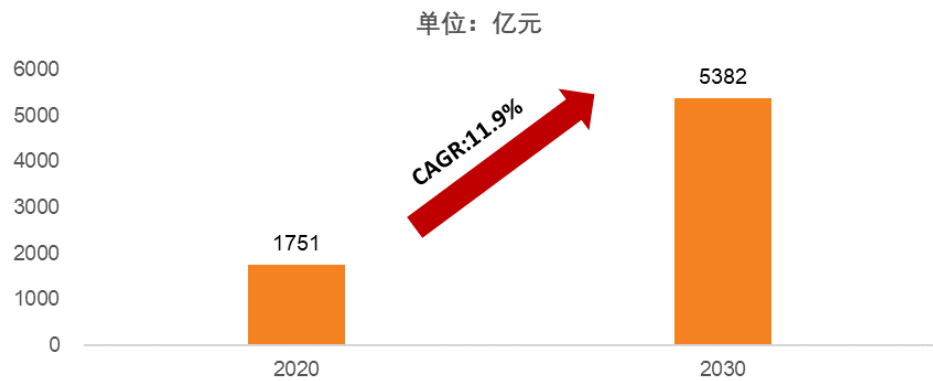


资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. ADAS 前装市场景气，拉动后市场标定需求

ADAS 前装市场景气，渗透率不断提高，预计 2030 年全球 ADAS 市场规模将达 5283 亿元。根据 Market & Markets 预测，未来十年 ADAS 市场复合增长率为 11.9%，预计到 2030 年全球 ADAS 市场体量达 5283 亿元。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。

图 24：2030 年全球 ADAS 市场规模将达 5283 亿元



资料来源：Markets & Markets，天风证券研究所

公司的 ADAS 系列产品主要为 ADAS 智能检测标定工具。公司的 ADAS 智能检测标定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。

图 25：2020 年公司推出将 ADAS 与四轮定位相结合的校准设备 IA800



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司 ADAS 智能检测标定工具具备兼容性强、系统集成度高、精度高、维修智能引导、产品软件更新迭代快等优势。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。基于此维度，公司 ADAS 智能辅助标定工具优势明显。

表 4：ADAS 系列产品与国内外主要竞争对手对比

	道通科技	Bosch	Gutmann	Texa
诊断工具				
车型覆盖面	国际车品牌：48 个；合资品牌：17 个	国际车品牌：30 个；合资品牌：不支持	国际车品牌：31 个；合资品牌：不支持	国际车品牌：32 个；合资品牌：不支持
引导方式	✓	/	/	/
图文提示	✓	/	/	✓
标定工具				
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：公司招股书，天风证券研究所

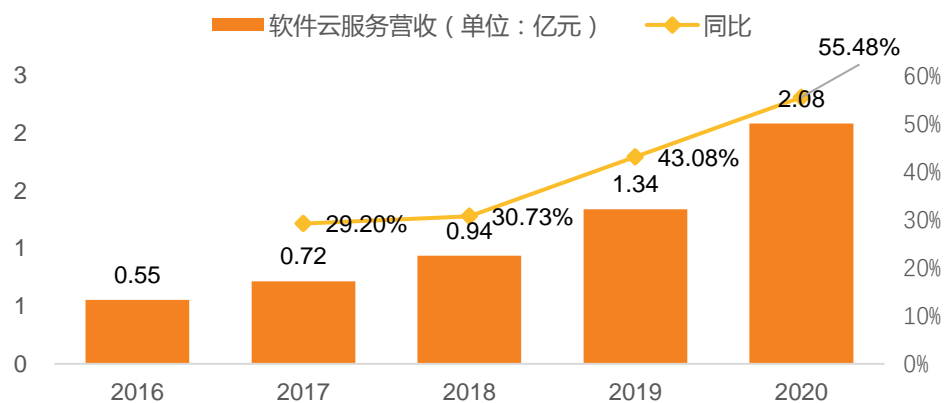
公司的 ADAS 校准软件覆盖车型业内最新最全。公司的 ADAS 校准软件实现了全球 2020 及 2021 年款部分新车型的覆盖，新增了国产车型长城，WEY，吉利，长安的软件覆盖，并且新增四轮预检功能，辅助发布了 18 款新图案及工具，实现全球车系覆盖率 95%以上，为行业内最新最全的 ADAS 标定系统。

4. 日积跬步，软件云服务势能待变现

4.1. 公司软件云服务收入高速增长，是未来发展的强劲增长点

公司软件云服务收入增速呈向上趋势，20 年收入突破 2 亿元。公司软件云服务业务近年来高速发展，处于业务快速上升期，收入增速每年递增。20 年软件云服务业务收入实现 2.08 亿元，同比增长 55.48%，发展未来可期。

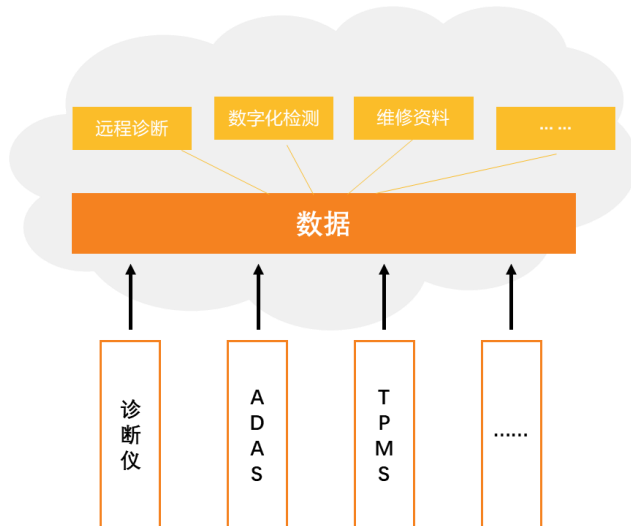
图 26：软件云服务业务处于上升期



资料来源：Wind，天风证券研究所

端+云，软件云服务为诊断应用软件所覆盖车型更新及功能拓展服务。公司的软件云服务采取端+云形式，通过公司出售的硬件产品搜集数据，如诊断仪、ADAS 智能检测标定工具、TPMS 等，提供远程诊断、数字化检测、维修资料以及软件升级等服务。

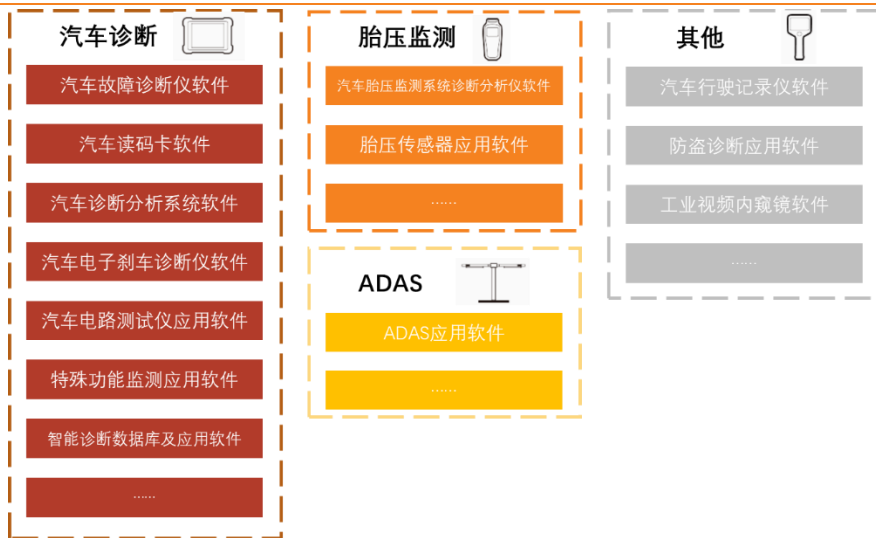
图 27：公司的软件云服务主要是对诊断应用软件进行车型更新及功能拓展服务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司产品核心技术凝结于汽车智能诊断、检测等应用软件，通过嵌入硬件终端产品从而实现相关诊断检测功能。应用软件是公司汽车智能诊断、检测分析系统的核心内容，是产品性能的关键所在，公司结合产品特点、市场环境、客户消费习惯、销售策略等因素确定汽车智能诊断电脑等产品在北美、欧洲等市场采用后续软件升级收费模式。

图 28：公司应用软件布局图



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

4.2. 维修信息：软件云服务的重要拼图

实耐宝汽车智能诊断电脑配备多种软件服务。根据实耐宝官网，其一线产品 Zeus 能够提供快速智能诊断、车辆安全网关、车辆系统扫描报告、ADAS 标定报告、SNAP ON 云、专家诊断信息、引导组件测试和工具培训等功能。

图 29：实耐宝汽车诊断电脑内置的软件服务



资料来源：Snap on 官网，天风证券研究所

公司的维修信息服务稍逊于欧美品牌。由于品牌、本土的优势积累，实耐宝、博世拥有大量的维修信息积累，公司的维修信息服务相比其他欧美一线公司有所欠缺。

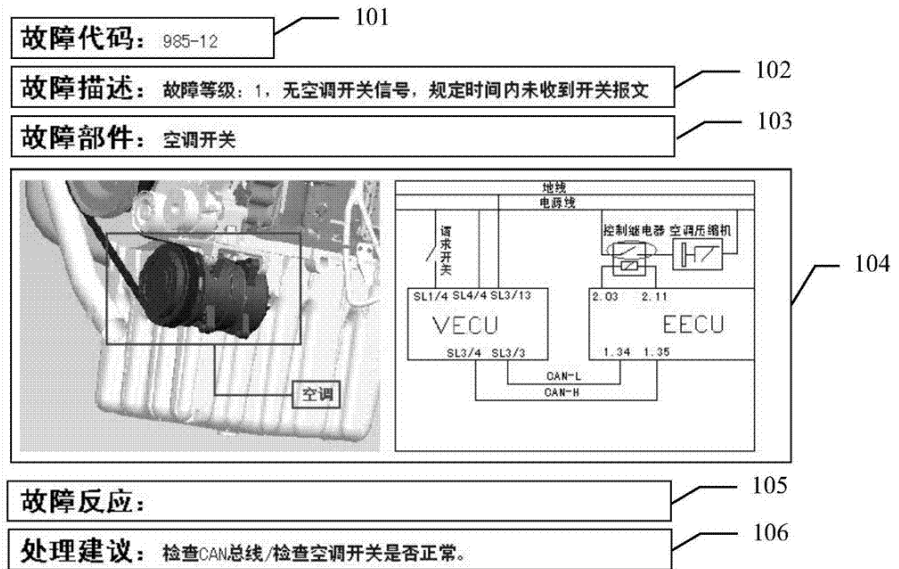
表 5：公司的维修信息服务相比其他一线公司有所欠缺

比较项目	道通科技	实耐宝	博世
维修信息服务和支持			
现场专家支持(美国)	-	○	○
维修资料	○(部分)	○	○
电话售后服务	○	○	○
彩色电路图	-	○	○

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

汽车诊断仪告诉你“故障是什么”，维修信息教你“故障如何修”。现有技术中存在的问题是，当汽车人员使用诊断仪诊断出车辆故障后，很难通过少量的文字描述而获知故障的维修方法，在维修现场也不方便翻阅对应车辆的维修手册查找故障的详细维修方法，当同时面对多种车辆不同批次的维修手册时，通过查阅维修手册寻找故障的维修方法更为困难，增加了维修时故障的误判可能性，影响了车辆维修的效率。而**维修信息服务**可访问到 OEM 规范和维修流程，通过在汽车诊断仪中采用图片、文字、视频等多媒体方式显示的故障的详细维修信息，解决故障，所述维修信息包括故障代码、故障描述、故障部件描述、故障反应描述、处理建议描述等，**是汽修店的核心需求软件。**

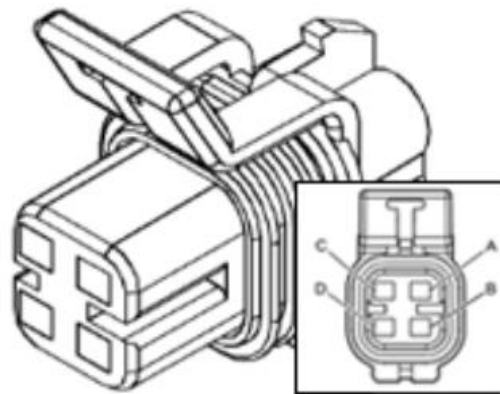
图 30：维修信息服务通过多媒体方式展示故障详细信息及维修建议



资料来源：X 技术，天风证券研究所

实耐宝拥有专攻维修信息的分公司 Mitchell 1，旗下 ProDemand 产品拥有 10 亿真实维修案例数据库。ProDemand 是实耐宝旗下的汽车维修信息软件，它将来自 OEM 的维修信息、超过 10 亿的真实维修案例信息整合到软件中，专为维修店设计，采用先进的搜索技术 1Search Plus，并具有符合用户需求的图形化布局，使技术人员能够快速、便捷地浏览维修信息，能够提升汽车诊断、维修的效率。

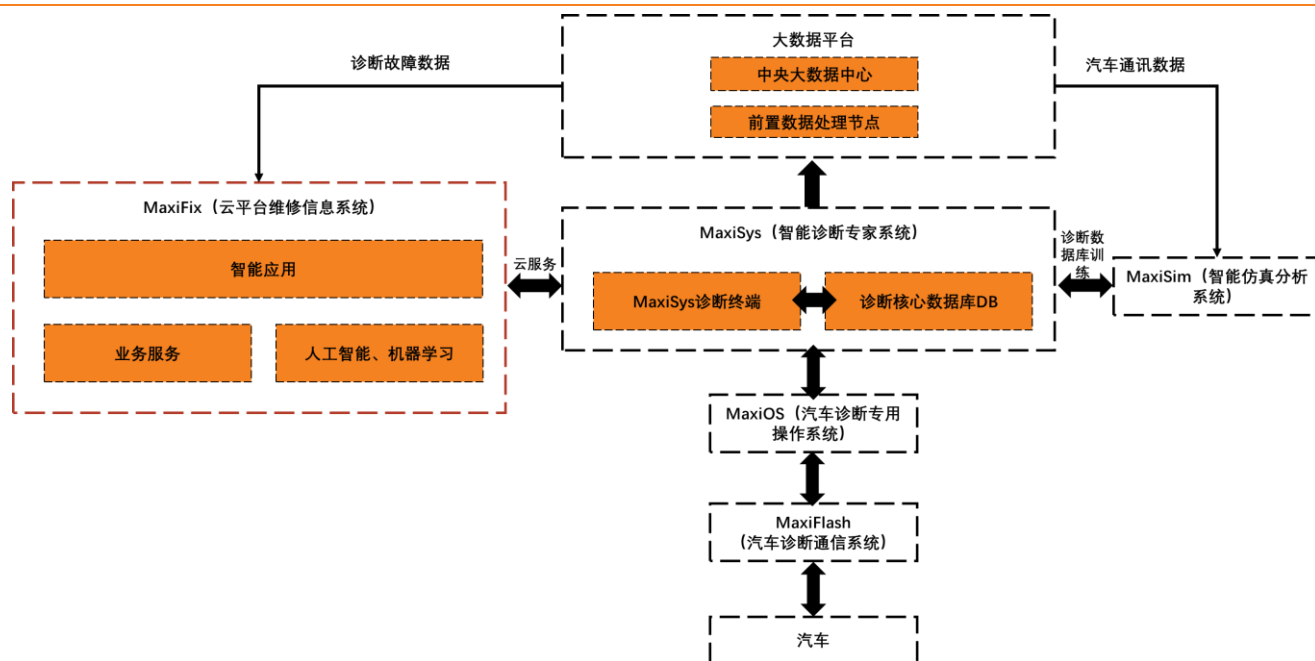
图 31：ProDemand 的组件测试信息功能



资料来源：Mitchell 1 官网，天风证券研究所

公司目前已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，开发出云平台维修信息系统，为客户提供端到端一站式服务。公司基于数十万台诊断系统采集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。公司利用云平台维修信息系统为客户提供远程诊断、高效精准的智能维修方案推荐等端到端一站式服务，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。

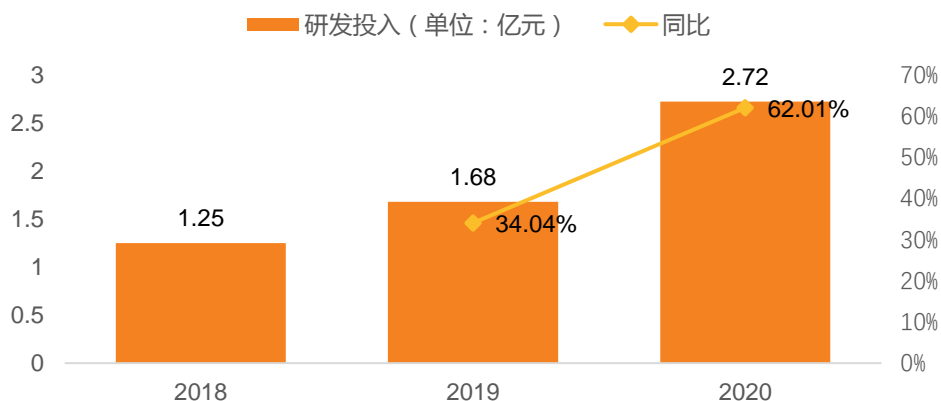
图 32：公司利用云平台维修信息系统为客户提供端到端一站式服务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

持续投入研发，突破维修信息短板志在必得。根据公司年报，公司 2020 年研发费用同比增长 62.01%，研发费用增长主要归因于公司在智能维修信息云服务及其他新技术上加大了研发投入，体现了公司对发展维修信息云服务的重视。而维修信息的积累离不开公司硬件的数据收集，我们认为随着公司的产品在客户中不断沉淀，且持续加码研发投入的背景下，公司有望突破在维修信息服务所存在的短板。

图 33：公司研发费用的大幅增长归因于对维修信息云服务投入的提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 6：公司在研项目中，云平台投入金额占比 55.38%

项目名称	研发进展	20 年投入金额 (万元)	占比
新一代云平台	1、初步构建了诊断设备和数字化检测设备的物联网云基础设施；2、初步构建了远程专家云服务；3、初步构建了门店管理 SaaS 服务；4、初步构建了真实维修案例平台	3097.32	55.38%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 测算诊断电脑保有量超过 40 万台，是软件收入提升坚实基础

软件收入相比硬件收入延后，近年来硬件销量可观，保有量持续增长，为软件收入高增打下基础。软件升级是针对公司汽车智能诊断电脑、部分型号读码卡、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。近年来公司的硬件设备销量持续上升，公司积累的硬件保有量已达相当可观的数额，假设公司的汽车综合诊断电脑平均使用寿命为五年，我们预计现有市面上公司的汽车综合诊断电脑保有量已达 41 万台，我们认为未来几年软件升级收入有望持续高速增长。

表 7：预计公司的汽车综合诊断电脑保有量目前达 41 万台

	2016	2017	2018	2019	2020	备注
汽车智能诊断电脑销量（台）	52413	78512	115738	150839	180555	假设 2019、2020 年汽车智能诊断电脑占汽车综合诊断产品（电脑+读码卡）销量 20.67%（与 18 年相同）
销量同比增速	14.07%	49.79%	47.41%	30.33%	19.70%	
保有率假设	20%	40%	60%	80%	99%	假设 2016/17/18/19/20 年出售的汽车智能诊断电脑保有率为 20%/40%/60%/80%/99%
预计保有量（台）	10483	31405	69443	120671	178749	各年销量 × 假设保有率
预计总保有量（万台）						41

资料来源：公司公告，公司招股说明书，天风证券研究所

公司的软件服务费用有两种支付方式，购买预付升级卡及在线升级模式。智能终端产品所附带的免费软件升级期限到期后，需要通过在线升级或购买预付升级卡等方式购买软件升级，完成车型的更新和功能的拓展等后续软件云服务。在线升级是终端用户通过信用卡或第三方支付平台 PayPal 等支付升级费用后通过公司云平台对产品进行升级；购买预付升级卡升级是终端用户向经销商购买预付升级卡，使用升级卡唯一序列号通过公司云平台对产品进行升级。我们认为，未来公司或将加大在线支付的宣传及引导以提高收入。

表 8：软件升级收费模式

付费模式	购买方式	收入分配
预付升级卡	向经销商购买预付升级卡	由于购买流程中多了经销商，收入有一部分被分配至经销商
在线升级	通过信用卡或第三方支付平台 PayPal 等付费	无经销商抽成或抽成较少

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司第三代汽车智能诊断产品发布，软硬件全面升级，对软件升级服务具有良好的协同作用。2020 年，公司发布第三代汽车智能诊断电脑系列产品，第三代产品无论从硬件还是软件的性能都得到了全面提升，有望有效提升公司产品市场份额；而第三代产品的发布对于公司的软件升级费用具有协同作用，市场份额的提升意味着客户基数变大，软件升级的需求也增多，同时第三代产品更高的终端价格使得软件升级费用得到同步提升。

表 9：汽车诊断电脑第三代产品软硬件全面升级

	MS 908SP	MS Elite	MS 909	MS 919	MS Ultra
	二代	二代	三代	三代	三代
硬件					
屏幕尺寸	9.7 寸	9.7 寸	9.7 寸	9.7 寸	12.9 寸
处理器	三星 Exynos 六核 处理器 1.3GHz + 1.7GHz	NVIDIA Tegra@4-PLUS-1 四 核 1.8GHz	三星 Exynos 8895V 8 核 2.3GHz+1.7GHz	三星 Exynos 8895V 8 核 2.3GHz+1.7GHz	三星 Exynos 8895V 8 核 2.3GHz+1.7GHz
存储/RAM	64GB + 2GB	64GB + 2GB	128GB +4GB	128GB +4GB	256GB +4GB
电池	11,000 mAh	13,600 mAh	15,000 mAh	15,000 m Ah	18,000 mAh
扩展坞		有			有
软件					
操作系统	安卓 4.4.2	安卓 4.4.4	安卓 7.0	安卓 7.0	安卓 7.0
软件升级	1 年免费	2 年免费	1 年免费	1 年免费	1 年免费
自动检测	AUTO-VIN/AUT O-SCAN	AUTO-VIN/AUTO-S CAN	SCANVIN/AUTO-V IN/AUTO-SCAN	SCANVIN/AUTO-VI N/AUTO-SCAN	SCANVIN/AUTO-VI N/AUTO-SCAN
分屏					支持
通讯盒 (VCMII)				VCI/示波器/万用表/ 信号发生器/OBD II 总线测量	VCI/示波器/万用表/ 信号发生器/OBD II 总线测量
故障引导			✓	✓	✓
系统拓扑图			✓	✓	✓
维修提示			DTC 故障检修	DTC 故障检修	DTC 故障检修/维修 提示资料库
技术公告			✓	✓	✓

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4.4. 测算 2023 年软件升级收入达 5.55 亿元

根据公司公告，公司的软件升级仅针对海外收费，对于国内尚处于免费阶段。为测算未来几年的软件服务收入，需先测算出公司的汽车智能诊断电脑在海外的销量情况。

关键假设：1) 公司 2015 年诊断电脑销量未披露，我们将 2015 年销量取 2016 年和 2014 年的平均值；2) 公司 2019、2020 年仅披露汽车综合诊断产品（诊断电脑+读码卡）的销量，我们假设 2019、2020 年诊断电脑的销量占比等于 2018 年的 20.67%（同表 7）；3) 基于汽车诊断电脑第三代产品强势发布，预计未来两年销量增速能为 30%/25%；4) 假设公司产品的海外销量占比等于当年的海外营收占比，2021、2022 年海外销量占比与 2020 年相同。

表 10：公司产品在海外的销量测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
汽车智能诊断电脑销量 (台)	45949	52413	78512	115738	150839	180555	234722	293,402
销量同比		14.07%	49.79%	47.41%	30.33%	19.70%	30.00%	25.00%
海外收入占比	93.15%(15Q1)	86.75%	84.84%	82.19%	86.69%	88.43%	88.43%	88.43%
海外销量(台)	42797	45266	66610	95125	130762	159665	207564	259455

资料来源：公司招股书，公司公告，wind，天风证券研究所

根据海外产品销量，测算归属于公司的软件升级服务收入：

关键假设：1) 购买终端产品后，汽车诊断电脑免费升级期为一年，假设产品使用五年后报废，n-3/n-2/n-1 年的续费率分别为 10%/20%/30%，第五年不续费；2) 2016-2020 年平均续费率测算来自公司软件云服务收入除当年续费电脑总量；3) 公司 2020 发布的第三代汽车诊断电脑定价相比于第二代提升 40%以上，续费费用同步提升，假设未来三年随着第三代产品销量占比提升，预计 2021 年平均续费率单价提升至 3500 元，到 2023 年提升至 4100 元。

表 11：软件云服务收入测算

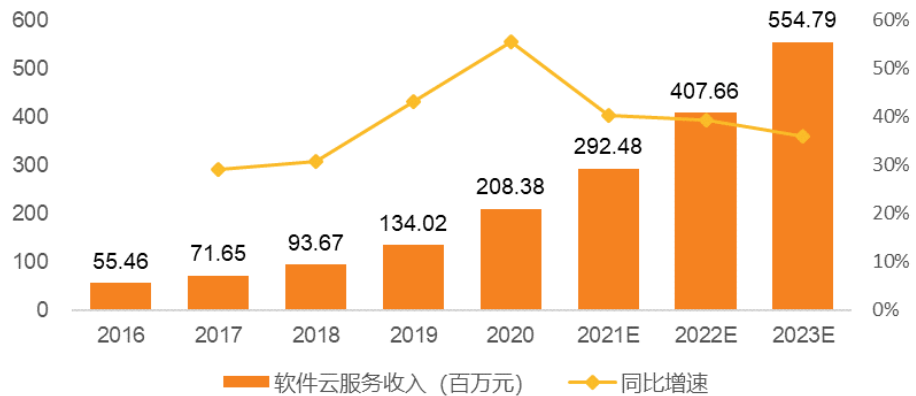
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
海外诊断电脑销量(台)	42797	45266	66610	95125	130762	159665	207564	259455	
当年续费的电脑总量(台)		23215	25738	33316	46386	64915	83564	107278	135316
平均续费率(元)		2389	2784	2812	2889	3210	3500	3800	4100
单价同比增速			16.5%	1.0%	2.8%	11.1%	9.0%	8.6%	7.9%
软件云服务收入(百万元)		55.46	71.65	93.67	134.02	208.38	292.48	407.66	554.79

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

三大因素推动软件云服务收入快速增长：1) 软件升级是在购买硬件的一年后开始收费，近几年公司汽车智能诊断电脑销量可观，为软件收入高速增长筑底；2) 第三代产品拥有更高的性能及定价，同时预计公司引导客户更多转向在线升级的付费模式，二者驱动下公司获得的平均续费率提升；3) 公司持续投入的维修信息服务是公司软件的重要一环，随着研发项目逐步落地，客单价有望进一步上涨。

我们测算公司 2023 年软件云服务收入将达到 5.55 亿元。

图 34：2016-2023E 公司软件云服务收入



资料来源：wind，天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

考虑道通科技在汽车诊断行业的龙头地位、软件升级服务业务的势能、TPMS 国内政策落地及 ADAS 产品的高发展前景，我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 22.10/29.73/39.75 亿元，同比增速分别为 40.07%/34.51%/33.71%；预计 2021-2023 年公司净利润分别为 6.19/8.65/11.93 亿元，同比增速分别为 42.93%/39.78%/37.89%。

收入增速及毛利率假设：

- 1) **汽车综合诊断产品**：收入方面，根据前文测算，我们预计 2021-2023 年公司综合诊断产品销量同比增速分别为 30%/25%/25%（见表 10），平均单价同比增速与平均续费价格同比增速相同，即为 9.0%/8.6%/7.9%（见表 11），综合考虑销量与价格增速，2021-2023 年汽车综合诊断产品收入同比增速分别为 41.7%/35.75%/34.88%。毛利率方面，我们预计公司第三代产品销售占比提升有望提高公司综合诊断产品毛利率，预计 2021-2023 年公司综合诊断产品毛利率分别为 62%/62.5%/63%。
- 2) **TPMS 产品**：收入方面，得益于国内 TPMS 强制安装法规的实施，我们预计 2021-2023 年公司 TPMS 产品收入同比增速分别为 40%/30%/30%。毛利率方面，预计 2021-2023 年公司 TPMS 产品毛利率与 2020 年持平。
- 3) **软件云服务**：收入方面，根据前文测算，我们预计 2021-2023 年公司软件云服务收入分别为 2.92/4.08/5.55 亿元。毛利率方面，我们认为平均续费单价提升将提高公司软件云服务毛利率，预计 2021-2023 年公司软件云服务毛利率分别为 96%/96.5%/97%。
- 4) **ADAS 产品**：收入方面，我们认为随着搭载 ADAS 的智能汽车保有量提升，公司 ADAS 产品需求维持高景气，预计 2021-2023 年公司 ADAS 产品收入增速分别为 40%/35%/35%。毛利率方面，预计 2021-2023 年公司 ADAS 产品毛利率与 2020 年持平。
- 5) **其他业务**：我们预计 2021-2023 年公司其他业务增速维持 10%，毛利率与 2020 年持平。

表 12：公司收入拆分与预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
汽车综合诊断产品					
收入（百万元）	731.08	930.71	1318.82	1790.29	2414.66
同比增速	22.50%	27.31%	41.70%	35.75%	34.88%
毛利率	60.73%	61.35%	62.00%	62.50%	63.00%
TPMS 产品					
收入（百万元）	214	275.45	385.63	501.32	651.71
同比增速	49.14%	28.71%	40.00%	30.00%	30.00%
毛利率	54.78%	57.24%	57.24%	57.24%	57.24%
软件云服务					
收入（百万元）	134.02	208.38	292.48	407.66	554.79
同比增速	43.08%	55.48%	40.36%	39.38%	36.09%
毛利率	94.11%	95.94%	96.00%	96.50%	97.00%
ADAS 产品					
收入（百万元）	81.49	111.59	156.23	210.91	284.72
同比增速	-	36.94%	40.00%	35.00%	35.00%
毛利率	62.43%	64.50%	64.50%	64.50%	64.50%
其他					
收入（百万元）	35.21	51.65	56.82	62.50	68.75
同比增速	-	46.69%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	21.23%	27.14%	27.14%	27.14%	27.14%
合计					
总收入（百万元）	1195.80	1577.78	2209.97	2972.67	3974.63
同比增速	32.83%	31.94%	40.07%	34.51%	33.71%
毛利率	62.36%	64.30%	64.95%	65.67%	66.29%

资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率假设。考虑公司在欧洲、中国销售渠道逐步完善，我们预计公司销售费用率逐年降低；考虑公司软件云服务仍在投入期，预计公司 2021-2023 年研发费用率、管理费用率维

持不变。我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 6.19/8.65/11.93 亿元，同比增速分别为 42.93%/39.78%/37.89%。

表 13：公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	11.96	15.78	22.10	29.73	39.75
增长率	32.83%	31.94%	40.07%	34.51%	33.71%
净利润(亿元)	3.27	4.33	6.19	8.65	11.93
增长率	-2.62%	32.44%	42.93%	39.78%	37.89%

资料来源：wind，天风证券研究所

5.2. 估值与投资评级

考虑到终端产品销售业务与软件云服务的收入粘性与利润弹性区别，我们采取分部估值法估值，2021 年公司目标市值 464 亿元，目标价 103 元，维持“买入”评级。

- 1) **汽车综合诊断产品、TPMS 系列产品、ADAS 系列产品**：公司的汽车综合诊断产品、TPMS 系列产品、ADAS 系列产品业务均属于汽车电子设备，基于此我们选取汽车电子 & 车联网领域上市公司中的德赛西威、虹软科技、中科创达作为可比公司，给予公司 2021 年终端产品销售业务 75X PE。参照我们盈利预测中 2021 年公司整体净利率 28.0%，假设 2021 年三项业务净利率为 28.0%，即三项业务 2021 年净利润约为 5.21 亿元，**对应 2021 年公司终端产品销售业务市值约为 391 亿元。**

表 14：道通科技终端产品销售业务可比公司估值

代码	公司简称	PE		
		2021E	2022E	2023E
002920.SZ	德赛西威	76.62	59.21	46.28
688088.SH	虹软科技	57.16	41.4	36.24
300496.SZ	中科创达	90.04	64.21	47.62
	均值	74.61	54.94	43.38

资料来源：wind，天风证券研究所

- 2) **软件云服务**：根据前文的测算，我们预计 2021 年公司的软件云服务业务收入为 2.92 亿元，根据软件云服务业务的类 SaaS 特征，我们选取金山办公、用友网络、广联达作为可比公司，给予公司 2021 年软件云服务业务 25X PS，**则对应 21 年软件云服务业务市值约为 73 亿元。**

表 15：道通科技软件云服务业务可比公司估值

代码	公司简称	PS		
		2021E	2022E	2023E
688111.SH	金山办公	52.88	38.13	28.51
600588.SH	用友网络	10.60	8.34	6.63
002410.SZ	广联达	16.88	13.66	11.20
	均值	26.79	20.04	15.45

资料来源：wind，天风证券研究所

6. 风险提示

1、行业竞争加剧

目前公司毛利率超过 60%，若行业竞争加剧导致产品价格战，或将导致公司产品单价与毛利率大幅下降。

2、软件云服务发展不及预期

公司的软件云服务发展是否顺利依赖于公司关键技术人员、销售人员及管理人员的有效配合。如果公司关键技术人员、销售人员及管理人员流失或不能得到及时补充，公司的软件云服务发展将受到不利影响。

3、国内外疫情加剧的风险

公司的大部分营收来自海外，目前海外疫情控制情况有许多变数，可能会影响公司产品销售。

4、预测假设具有主观性

文中有对公司产品销量、平均价格、盈利能力等预测假设，具有一定的主观性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	346.13	1,350.74	1,398.68	1,484.97	1,740.11	营业收入	1,195.80	1,577.78	2,209.97	2,972.67	3,974.63
应收票据及应收账款	261.13	325.22	411.43	579.46	745.42	营业成本	450.11	563.20	774.60	1,020.40	1,339.91
预付账款	35.47	24.92	58.14	51.27	92.39	营业税金及附加	12.88	14.79	20.72	27.87	37.27
存货	355.51	442.99	590.30	823.28	977.86	营业费用	167.39	191.57	254.15	326.99	417.34
其他	86.83	488.48	487.35	522.38	554.56	管理费用	97.92	134.75	176.80	237.81	317.97
流动资产合计	1,085.06	2,632.35	2,945.91	3,461.36	4,110.34	研发费用	167.81	271.87	353.59	475.63	635.94
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(7.99)	14.04	(30.07)	(32.37)	(36.20)
固定资产	166.79	229.29	243.75	278.29	311.88	资产减值损失	(5.92)	(7.31)	(1.39)	(4.88)	(4.53)
在建工程	22.64	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	(5.80)	30.29	1.88	0.63	(1.04)
无形资产	74.62	52.85	46.85	40.84	34.83	投资净收益	(7.21)	13.02	13.02	13.02	13.02
其他	158.08	260.52	237.77	231.57	231.57	其他	(14.69)	(129.84)	(29.80)	(27.29)	(23.95)
非流动资产合计	422.13	542.66	564.36	620.30	650.04	营业利润	341.30	481.38	676.46	934.85	1,278.91
资产总计	1,507.19	3,175.01	3,510.27	4,081.66	4,760.38	营业外收入	0.79	0.44	0.44	0.44	0.44
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.14	27.36	27.36	27.36	27.36
应付票据及应付账款	89.64	258.09	258.31	421.96	471.31	利润总额	341.95	454.46	649.54	907.93	1,251.99
其他	90.78	319.09	348.11	340.18	396.36	所得税	14.97	21.40	30.58	42.75	58.95
流动负债合计	180.42	577.18	606.41	762.14	867.67	净利润	326.98	433.06	618.96	865.18	1,193.04
长期借款	0.00	6.35	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	326.98	433.06	618.96	865.18	1,193.04
其他	161.59	58.48	58.48	58.48	58.48	每股收益(元)	0.73	0.96	1.38	1.92	2.65
非流动负债合计	161.59	64.82	58.48	58.48	58.48						
负债合计	342.02	642.01	664.89	820.62	926.15	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	400.00	450.00	450.00	450.00	450.00	营业收入	32.83%	31.94%	40.07%	34.51%	33.71%
资本公积	95.97	1,172.69	1,172.69	1,172.69	1,172.69	营业利润	13.63%	41.04%	40.53%	38.20%	36.80%
留存收益	768.23	2,098.00	2,395.38	2,811.05	3,384.23	归属于母公司净利润	-2.62%	32.44%	42.93%	39.78%	37.89%
其他	(99.03)	(1,187.69)	(1,172.69)	(1,172.69)	(1,172.69)	获利能力					
股东权益合计	1,165.17	2,533.00	2,845.38	3,261.05	3,834.23	毛利率	62.36%	64.30%	64.95%	65.67%	66.29%
负债和股东权益总计	1,507.19	3,175.01	3,510.27	4,081.66	4,760.38	净利率	27.34%	27.45%	28.01%	29.10%	30.02%
						ROE	28.06%	17.10%	21.75%	26.53%	31.12%
						ROIC	70.76%	71.43%	76.67%	79.32%	83.40%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	22.69%	20.22%	18.94%	20.10%	19.46%
净利润	326.98	433.06	618.96	865.18	1,193.04	净负债率	-29.71%	-53.08%	-49.16%	-45.54%	-45.38%
折旧摊销	54.72	50.56	15.55	17.87	20.26	流动比率	6.01	4.56	4.86	4.54	4.74
财务费用	2.62	3.08	(30.07)	(32.37)	(36.20)	速动比率	4.04	3.79	3.88	3.46	3.61
投资损失	7.21	(13.02)	(13.02)	(13.02)	(13.02)	营运能力					
营运资金变动	(159.71)	(160.51)	(215.51)	(267.87)	(287.27)	应收账款周转率	4.90	5.38	6.00	6.00	6.00
其它	(2.68)	256.81	1.88	0.63	(1.04)	存货周转率	3.78	3.95	4.28	4.21	4.41
经营活动现金流	229.14	569.99	377.78	570.42	875.77	总资产周转率	0.84	0.67	0.66	0.78	0.90
资本支出	45.24	148.22	60.00	80.00	50.00	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.73	0.96	1.38	1.92	2.65
其他	(182.05)	(1,119.33)	(106.98)	(146.98)	(86.98)	每股经营现金流	0.51	1.27	0.84	1.27	1.95
投资活动现金流	(136.82)	(971.11)	(46.98)	(66.98)	(36.98)	每股净资产	2.59	5.63	6.32	7.25	8.52
债权融资	0.00	6.35	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	11.74	1,100.73	45.07	32.37	36.20	市盈率	116.84	88.22	61.72	44.16	32.02
其他	(211.79)	(195.66)	(327.93)	(449.51)	(619.85)	市净率	32.79	15.08	13.43	11.72	9.96
筹资活动现金流	(200.04)	911.41	(282.86)	(417.14)	(583.65)	EV/EBITDA	0.00	38.74	55.06	39.51	28.59
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	40.19	56.38	40.29	29.06
现金净增加额	(107.72)	510.29	47.94	86.29	255.13						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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