

计算机

2021年06月17日

实耐宝：美国汽车诊断领先企业

——行业深度报告

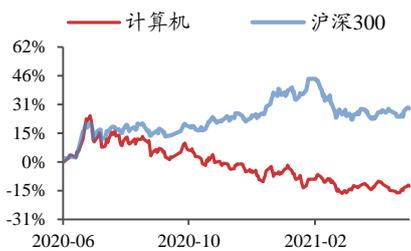
投资评级：看好（维持）

陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

- 《行业周报-周观点：鸿蒙时代开启，把握科技复苏机会》-2021.6.14
- 《行业点评报告-鸿蒙 OS 2 发布，打造 IoT 时代的超级系统》-2021.6.8
- 《行业周报-周观点：医疗 IT 再迎政策利好》-2021.6.6

● 海外诊断龙头具备借鉴意义，汽车后市场关注成长路径清晰的道通科技

实耐宝是美国面向汽车后市场的高端工具和设备制造商。汽车诊断是其核心业务之一，目前形成“产品+云服务”的完整业务布局。我们认为，“产品+云服务”的模式，延长了产品生命周期、增加了用户粘性，同时具有较高的利润率。实耐宝作为美国领先的诊断企业，业务模式和发展路径具有借鉴意义。我们看好汽车后市场，道通科技作为快速成长的诊断企业，一方面紧随汽车行业数字化、智能化、新能源化趋势，产品推陈出新且具备竞争力，另一方面积极拓展云服务业务，未来成长路径清晰，建议积极关注。

● 实耐宝是美国高端工具和设备制造商，有“工具+诊断+设备”三大产品矩阵

实耐宝 1920 年成立于美国汽车工业革命期间，是美国高端工具和设备制造商。公司通过并购快速扩张，目前旗下拥有 27 个品牌，形成“工具+诊断+设备”产品矩阵，SKU 超 8 万个，业务覆盖 130 多个国家和地区。2020 财年实耐宝收入、净利润分别为 39.42 亿美元、6.27 亿美元，2011-2020 财年复合增速分别为 3.2%、9.5%，得益于金融服务利润增长，公司利润增速快于收入增速。

● 诊断业务：产品+云服务，业务布局较为全面

实耐宝诊断业务布局较为全面，数据端、产品端、门店端都有相应布局。我们认为，实耐宝的竞争优势主要来自以下几个方面：（1）数据端：实耐宝数据子公司 Mitchell 1 拥有 OEM 原厂数据优势，旗下 SureTrack 平台积累了超 10 亿条真实维修案例。（2）产品端：实耐宝诊断电脑定位高端，旗舰产品 ZEUS 售价高达 11695 美元，具备 Fast-Track 智能诊断功能，提供“读取汽车参数、识别故障码、查明故障原因、提出维修方案、指导工作流程”智能维修引导，订阅费用为 1499 美元/年。（3）门店端：实耐宝为下游维修店提供 ShopKey 营销管理系统，提供从维修指引、流程管理、商品采购到支付结算全流程服务，订阅费用为 2028 美元/年。2020 财年公司诊断业务收入为 12.38 亿美元，毛利率为 47.1%，利润率显著高于工具部门以及工业与商业部门。

● 金融服务：加盟+金融，寻找新的利润增长点

实耐宝自 1990 年开启加盟营模式，在 Entrepreneur 发布的加盟商 500 强榜中排名第 48 位。2020 财年，实耐宝拥有售货车 4775 辆，加盟费收入为 1620 万美元。个体加盟商资金较为匮乏，实耐宝提供贷款服务降低资金门槛。金融服务收入来自加盟商贷款利息和客户分期付款利息，利润率约为 70%。随着加盟模式的发展，金融服务在营业利润中占比由 2011 财年的 19% 提升至 2020 财年的 28%，成为过去几年拉动利润增长的主要驱动力。

● 风险提示：海外市场竞争加剧；软件研发不及预期；软件订阅率不及预期。

目 录

1、 公司简介：实耐宝是美国高端工具和设备制造商	4
1.1、 简介：实耐宝诞生于汽车工业革命期间，通过并购快速发展	4
1.2、 财务：金融服务拉动利润快速增长	6
2、 诊断业务：产品+云服务，业务布局较为全面	8
2.1、 产品：实耐宝诊断产品定位高端	9
2.2、 云服务：三类订阅服务，业务布局全面	11
3、 金融服务：加盟+金融，寻找新的利润增长点	14
3.1、 加盟：公司 1990 年开启加盟模式，为金融服务业务奠定基础	14
3.2、 金融：寻找新的利润增长点，FY2020 贡献 28% 的营业利润	15
4、 传统业务：增长趋于平稳，未来重在提质增效	16
4.1、 工具：公司传统业务，收入进入稳态	16
4.2、 工业与商业：面向大 B 客户，利润率相对较低	18
4.3、 未来重点提质增效，拓展新兴市场	19
5、 投资建议	20
6、 风险提示	20

图表目录

图 1： 实耐宝旗下拥有 27 个品牌	4
图 2： 实耐宝产品种类丰富，SKU 超 8 万个	4
图 3： 实耐宝金融服务收入占比持续提升	6
图 4： 2011-2020 财年实耐宝营收复合增速为 3.2%	6
图 5： 2011-2020 财年实耐宝净利润复合增速为 9.5%	6
图 6： 2011-2020 财年金融服务收入复合增速为 12.2%	7
图 7： 2011-2020 财年非金融业务利润率持续提升	7
图 8： 实耐宝经营活动现金净流量持续改善	7
图 9： 实耐宝诊断业务在数据端、产品端、门店端布局全面	8
图 10： 2020 财年诊断业务收入有所下滑	9
图 11： 实耐宝诊断业务营业利润率相对较高	9
图 12： 实耐宝目前有 18 款诊断工具，ZEUS、TRITON、APOLLO 带有 Fast-Track 智能诊断程序	9
图 13： Mitchell 1 原厂数据覆盖超过 3 万种车型	11
图 14： Mitchell 1 有维修信息、店铺管理、店铺营销三大业务	11
图 15： 实耐宝诊断电脑 SureTrack 积累了超 10 万条真实维修案例	12
图 16： 实耐宝智能诊断提供维修方案和工作流程指引	12
图 17： 移动售货车是实耐宝重要销售渠道	14
图 18： 2021 年实耐宝位列加盟商 500 强第 48 名	14
图 19： 2020 财年实耐宝加盟货车数量为 4775 辆	14
图 20： 2020 财年实耐宝加盟费收入为 1620 万美元	14
图 21： 2020 财年金融服务贡献实耐宝 28% 的营业利润	15
图 22： 2020 财年工具收入小幅增长	16
图 23： 2020 财年工具营业利润率提升 1.1 个百分点	16
图 24： 实耐宝工具类产品 SKU 超 8 万个	17
图 25： 实耐宝产品以创新驱动，积极向员工和用户征求产品创意	17

图 26: 实耐宝“商业与工业”分部业务涉及航天航空、电力、军事等领域	18
图 27: 实耐宝为企业客户提供定制化服务	18
图 28: 2020 财年“商业与工业”部门收入下滑 8.3%.....	19
图 29: 2020 财年工商业利润率有所下滑	19
图 30: 实耐宝通过 RCI 项目显著提升经营效率	19
图 31: 实耐宝在昆山设有设计和生产中心	20
表 1: 实耐宝在美国汽车和飞机工业快速发展的背景下成立	4
表 2: 实耐宝通过并购快速扩张	5
表 3: 实耐宝诊断产品定位高端, 旗舰产品 ZEUS 售价 11695 美元	10
表 4: 实耐宝旗舰产品 ZEUS 功能全面, 推荐使用频率为 > 5 次/周	10
表 5: 实耐宝软件订阅包括软件升级和智能诊断两种方案	13
表 6: 实耐宝店铺管理系统提供维修指引、流程管理、商品采购到支付结算全流程服务	13
表 7: 我们预计实耐宝加盟商进货折扣率约为 32%	15
表 8: 货车租金和保险费是定期费用的主要开支	16
表 9: 参考实耐宝, 道通科技未来成长路径清晰, 建议积极关注	20

1、公司简介：实耐宝是美国高端工具和设备制造商

1.1、简介：实耐宝诞生于汽车工业革命期间，通过并购快速发展

实耐宝诞生于美国汽车工业革命期间，是美国高端工具和设备制造商。1903年莱特兄弟发明第一架飞机，1908年福特推出T型车，1916年波音公司成立。在美国汽车工业和飞机工业快速发展的背景下，实耐宝（SNA.N）于1920年成立，为汽车和航空领域提供工具和设备。实耐宝成立之初，就致力于为专业用户提供可靠的工具和设备，树立了高品质的品牌形象。

表1: 实耐宝在美国汽车和飞机工业快速发展的背景下成立

时间	事件
1940s	二战期间，实耐宝成为军方首选供应商。战时需求驱动公司产品不断创新并提高了公司产品规格
1950s	战后美国汽车工业蓬勃发展，汽车保有量从2500万辆增至7000万辆，维修行业快速发展，实耐宝经销网络继续扩大
1960s	开始地域扩张，销售额由1960年的0.28亿美元增至1970年的0.77亿美元
1970s	开始快速增长，产品种类增加30%，销售额由1970年的0.77亿美元增至1979年的3.74亿美元；1978年在纽交所上市
1980s	向NASA提供飞行器和空间站维修工具，1987年销售额突破10亿美元
1990s	快速并购扩张，1990-2000年期间收购超20家公司，并开启加盟模式
2000s	与CIT合资成立信贷公司；合并欧洲Bahco和Herramientas集团并设立SNA Europe，在欧洲影响力进一步扩大
2010s	加强加盟商网络，开始拓展中国市场

资料来源：实耐宝官网、开源证券研究所

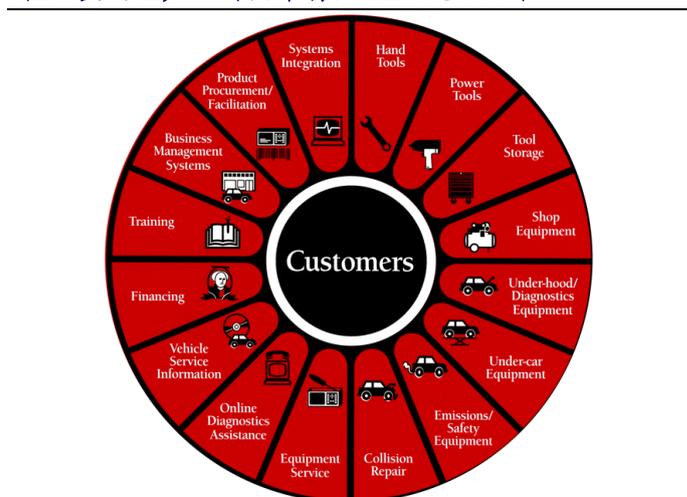
实耐宝通过并购不断拓宽业务边界，目前旗下有27个品牌，SKU超8万个。过去实耐宝主要通过并购快速扩张，1990-2000年间收购超20家公司。目前实耐宝旗下拥有27个品牌，形成工具（手动、电动以及存储产品）、诊断（诊断设备、维修信息、软件服务）、设备（车轮定位、碰撞修复、空调管理等）三大产品矩阵，SKU超8万个，下游客户涉及汽车经销商、维修店、航空航天、农业等多个领域，业务覆盖130多个国家和地区。

图1: 实耐宝旗下拥有27个品牌



资料来源：实耐宝官网

图2: 实耐宝产品种类丰富，SKU超8万个



资料来源：实耐宝官网

表2: 实耐宝通过并购快速扩张

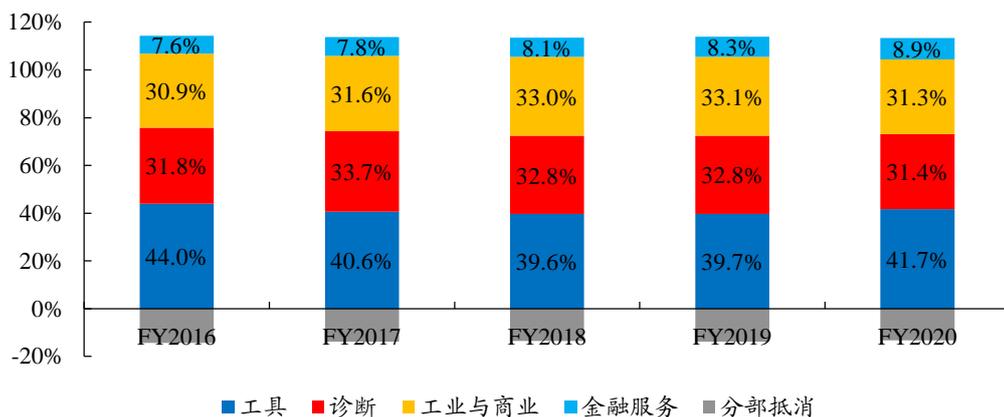
公司名称	成立时间	收购时间	业务类型	主营业务
Kansas Jack	-	-	设备	汽车框架测量、矫正和焊接工具，汽车碰撞维修
Nexiq	-	-	产品、软件	诊断信息、产品和解决方案
Sandflex	-	-	工具	刀片、锯子等工具
TruckCam	-	-	设备	车轮定位和校准等设备
Lindström	1856年	-	工具	为电子、医疗、珠宝等行业提供高精度手动工具
Williams	1882年	-	工具、设备	手动工具、存储工具以及相关设备和配件
Hofmann (德国)	1930年	-	设备	四轮定位、升降机、ADAS 校准等设备
Irimo (西班牙)	1930年	-	工具	手动工具、电动工具、存储工具等
CDI Torque (英国)	1968年	-	工具	扳手和起子等工具，美国政府总务管理局 (GSA) 供应商
Blackhawk	1993年	-	设备	汽车碰撞维修设备
Cartec (德国)	1972年	-	设备	汽车测试设备，包括安全测试、刹车测试、悬架测试等
Josam (瑞典)	1972年	-	设备	车轮定位、碰撞修复、感应加热等设备
Blue-Point	1925年	1930年	工具	手动工具、电动工具、存储工具等
ATI Tools	1938年	1986年	工具	飞机专用的精密工具
SUN	1931年	1993年	工具、设备	诊断工具、车轮定位、空调产品等
Sioux	1914年	1994年	工具	电动工具
John Bean	1904年	1996年	设备	车轮定位、升降机、ADAS 校准等设备
Mitchell 1	1918年	2000年	软件	维修信息系统、店铺管理系统、店铺营销等软件服务
Bahco (瑞典)	1862年	2005年	工具	瑞典著名工具品牌，产品包括切割工具、园林工具、控制系统等
Challenger Lifts	-	2013年	设备	汽车起重设备
Pro-Cut	-	2014年	设备	刹车设备和配件
Ecotechnics (意大利)	1995年	2015年	设备	汽车空调系统的维修、循环和充电
Sturtevant Richmond	1940年	2016年	工具	电子扳手、校对工具
Car-O-Liner (瑞典)	1973年	2016年	设备	汽车碰撞评估和修复、校正平台系统、焊机和加热器、电子测量系统、车间解决方案等
autoVHC	2007年	2017年	软件、服务	汽车检查、培训服务、维修机构使用的售后软件服务
Norbar	1943年	2017年	工具	为制造、能源、运输等行业提供各类工具
Power Hawk	1929年	2019年	工具	为政府、军队、消防提供救援工具和设备
Cognitran	2000年	2019年	软件	为 OEM 厂商提供 SaaS 产品
Auto Crib	1994年	2020年	设备、软件	机械工具自动售货机、库存管理设备和库存管理系统
TreadReader	-	2020年	设备	轮胎扫描和诊断

资料来源：实耐宝官网、开源证券研究所

1.2、财务：金融服务拉动利润快速增长

实耐宝旗下设有四个业务部门，分别为工具（Snap-on Tools Group）、诊断系统和信息（Repair Systems & Information Group）、工业与商业（Commercial & Industrial Group）以及金融服务（Financial Services）。2020 财年，工具、诊断、工业与商业、金融服务收入分别为 16.44、12.38、12.35、3.50 亿美元，占比分别为 41.7%、31.4%、31.3%、8.9%，金融服务收入占比持续提升。

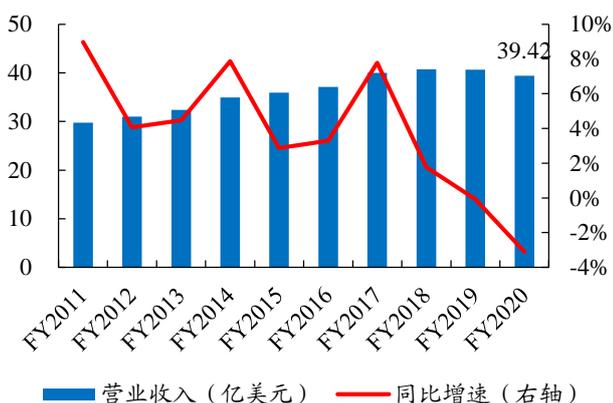
图3：实耐宝金融服务收入占比持续提升



数据来源：实耐宝财报、开源证券研究所

过去几年实耐宝利润增速快于收入增速。2020 财年实耐宝实现营收 39.42 亿美元，同比下滑 3.1%，实现净利润 6.27 亿美元，同比下滑 9.5%，受疫情影响，收入和净利润均有所下滑。拉长时间线来看，2011-2020 财年营收、净利润复合增速分别为 3.2%、9.5%，利润增速快于收入增速。

图4：2011-2020 财年实耐宝营收复合增速为 3.2%



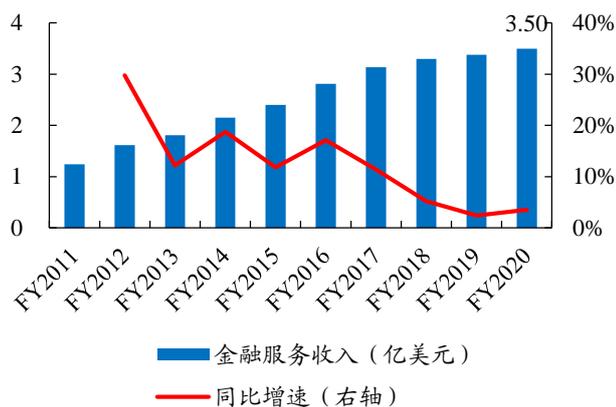
数据来源：实耐宝财报、开源证券研究所

图5：2011-2020 财年实耐宝净利润复合增速为 9.5%

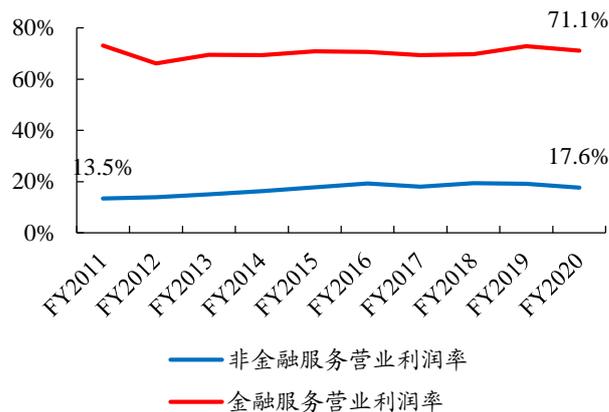


数据来源：实耐宝财报、开源证券研究所

净利润增长较快主要系金融服务收入增长和非金融服务利润率的提升。(1) 一方面，利润率较高的金融服务收入持续增长，2020 财年金融收入达 3.50 亿美元，2011-2020 财年复合增速达 12.2%；(2) 另一方面，公司非金融业务营业利润率呈上升趋势，由 2011 财年的 13.5% 提升 4.1 个百分点至 2020 财年的 17.6%。在金融业务和非金融业务的共同带动下，实耐宝净利润复合增速高于收入复合增速。

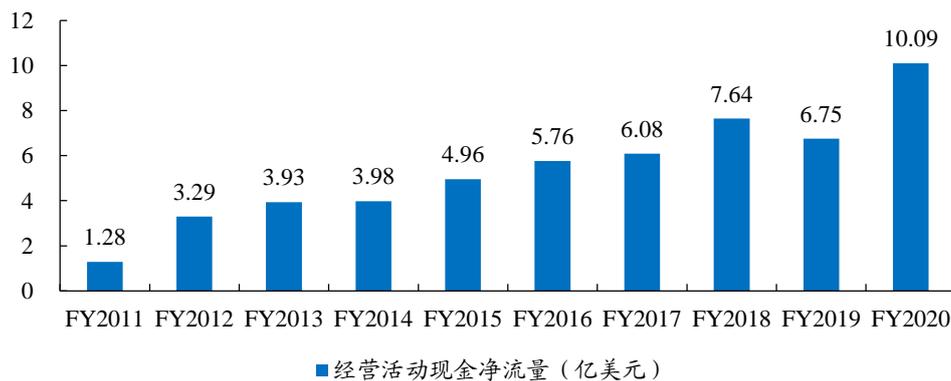
图6: 2011-2020 财年金融服务收入复合增速为 12.2%


数据来源: 实耐宝财报、开源证券研究所

图7: 2011-2020 财年非金融业务利润率持续提升


数据来源: 实耐宝财报、开源证券研究所

实耐宝经营活动现金净流量持续改善。2011-2020 财年实耐宝经营活动现金净流量持续改善，主要系公司金融服务收入增长。2020 财年经营活动现金净流量为 10.09 亿美元，较 2019 财年增长 3.34 亿美元，主要由于贸易应收款减少和应付增加所致。

图8: 实耐宝经营活动现金净流量持续改善


数据来源: 实耐宝财报、开源证券研究所

2、诊断业务：产品+云服务，业务布局较为全面

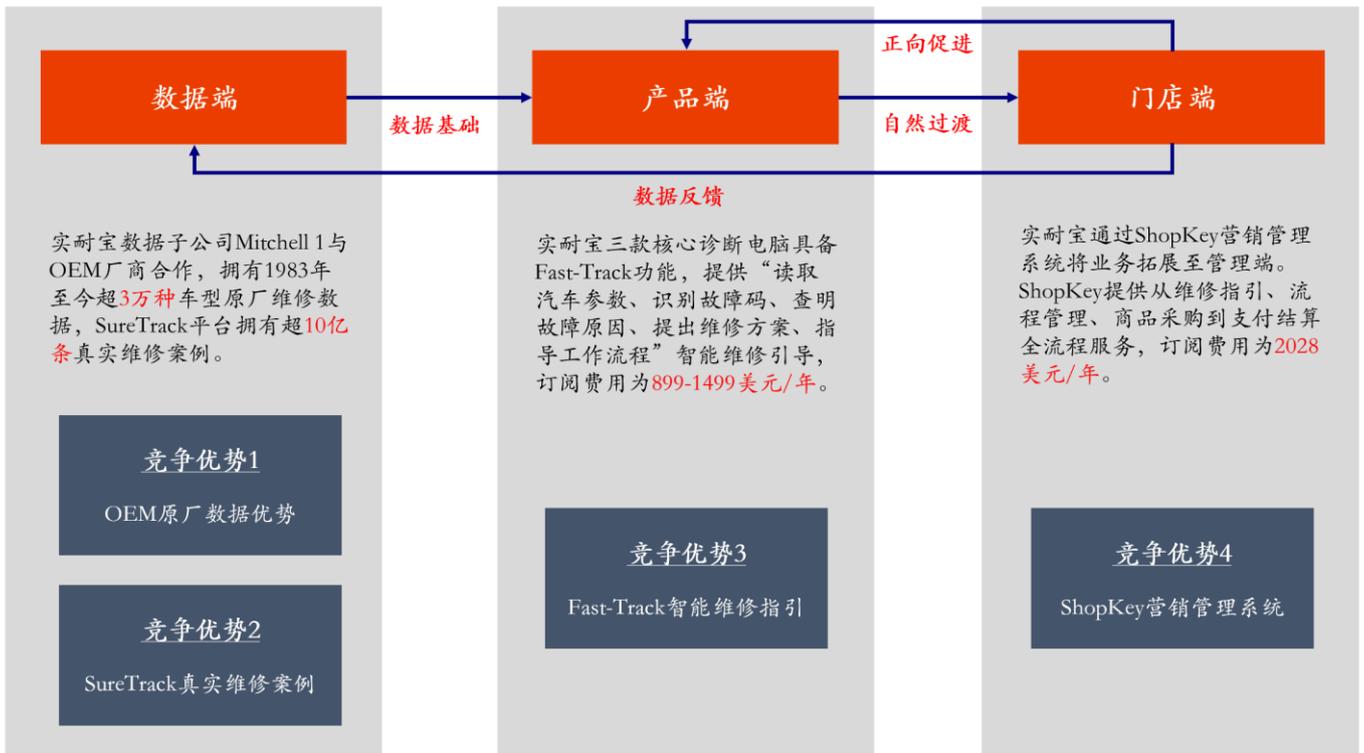
汽车诊断是实耐宝核心业务之一。**产品方面**，公司定位高端，旗舰产品 ZEUS 售价高达 11695 美元；**云服务方面**，公司推出软件升级（汽车数据和产品功能的更新）、智能诊断（提供维修引导）和店铺管理系统三类订阅服务。业务涉及数据端、产品端和门店端，布局较为全面。

(1) 数据端：实耐宝拥有 OEM 原厂数据以及超 10 亿条真实维修案例。一方面，实耐宝数据子公司 Mitchell 1 与 OEM 厂商合作，拥有 1983 年至今超 3 万种车型原厂维修数据；另一方面，SureTrack 平台积累了超过 10 亿条真实维修案例。

(2) 产品端：三款核心诊断电脑具备 Fast-Track 智能诊断功能。实耐宝基于大数据推出 Fast-Track 智能诊断功能，提供“读取汽车参数、识别故障码、查明故障原因、提出维修方案、指导工作流程”智能维修引导，目前已内置在 ZEUS、TRITON、APOLLO 三款核心诊断电脑中，订阅费为 899-1499 美元/年。

(3) 门店端：实耐宝为下游维修店提供 ShopKey 营销管理系统，对公司产品形成正向促进。ShopKey 提供从维修指引、流程管理、商品采购到支付结算全流程服务，订阅费用为 2028 美元/年。管理类软件具备高粘性，反过来对诊断产品的销量形成正向促进作用（如商品采购环节为实耐宝产品引流）。

图9：实耐宝诊断业务在数据端、产品端、门店端布局全面

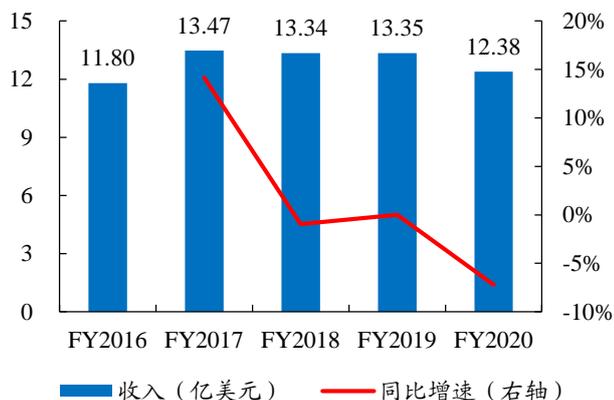


资料来源：实耐宝官网、开源证券研究所

2.1、产品：实耐宝诊断产品定位高端

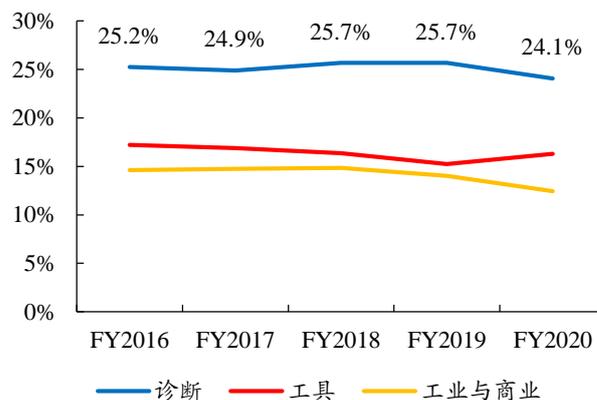
2020 财年实耐宝诊断业务收入为 12.38 亿美元，毛利率达 47.1%。实耐宝诊断业务为“产品+云服务”的模式，2020 财年诊断业务收入为 12.38 亿美元，同比下滑 7.2%，毛利率为 47.1%，营业利润率为 24.1%，显著高于工具业务以及工业与商业业务。

图10: 2020 财年诊断业务收入有所下滑



数据来源：实耐宝财报、开源证券研究所

图11: 实耐宝诊断业务营业利润率相对较高



数据来源：实耐宝财报、开源证券研究所

实耐宝产品定位高端，旗舰产品 ZEUS 售价高达 11695 美元。实耐宝目前有 18 款诊断工具，覆盖 48 个汽车品牌（21 个美国品牌、15 个亚洲品牌、12 个欧洲品牌）和 100 余个 OEM 汽车系统。ZEUS、TRITON、APOLLO 三款核心产品带有 Fast-Track 智能诊断功能，其中旗舰产品 ZEUS 内置 Win10 系统和 Chrome 浏览器，可以实时绘制 16 张汽车数据图表，售价高达 11695 美元，远高于市场竞品。

图12: 实耐宝目前有 18 款诊断工具，ZEUS、TRITON、APOLLO 带有 Fast-Track 智能诊断程序

	ZEUS® Diagnostic and Information System		TRITON Diagnostic and Information System		APOLLO Scan Tools
	ETHOS® Scantool System		P1000® Scantool System		VANTAGE® Component Test System
	SOLUS® Scantool System		MODIS® Modular Diagnostic Information System		VERDICT® Modular Diagnostic and Information System
	VERUS® INTEGRATED Diagnostic and Information System		Hand Held Diagnostic Accessories		Scope and Meter Accessories
	Scan Tool Accessories		Diagnostic Thermal Tools		Gas Analyzers
	Storage		OBD-II Scan Tools		Heavy-Duty Vehicle Diagnostics

资料来源：实耐宝官网

表3: 实耐宝诊断产品定位高端, 旗舰产品 ZEUS 售价 11695 美元

	ZEUS	TRITON	APOLLO
产品			
型号	EEMS342W	EEMS344 (10 英寸) EEMS343W (8 英寸)	EESC335 (9 英寸) EESC333 (8 英寸)
定位	诊断和信息系统 Diagnostic and Information System	集成诊断系统 Integrated Diagnostic System	扫描工具 Scan Tool
价格	11695 美元 (10 英寸)	6195 美元 (10 英寸) 5995 美元 (8 英寸)	4995 美元 (9 英寸) 4995 美元 (8 英寸)
系统	Win10	SMX	SMX
浏览器	Chrome	-	-
实时绘图	16 个	1、2、4 个	1、2、4 个
分辨率	1280*800 (10 英寸)	1024*600 (10 英寸) 800*480 (8 英寸)	1024*600 (9 英寸) 800*480 (8 英寸)
智能诊断	✓	✓	✓
WiFi	✓	✓	✓
覆盖品牌	21 个美国品牌、15 个亚洲品牌、12 个欧洲品牌		
覆盖系统	100+个 OEM 车辆系统		

资料来源: 实耐宝官网、开源证券研究所

表4: 实耐宝旗舰产品 ZEUS 功能全面, 推荐使用频率为 >5 次/周

基本功能	ZEUS	TRITON	APOLLO
TPMS	●	●	●
Service Resets	●	●	●
Fluid Capacities	●	●	●
Remove & Replace Components	●	●	●
Pulling Simple Codes	●	●	●
Relearns	●	●	●
Testing Sensors	●	●	×
Multi-code Problems	●	●	×
Driveability Issues	●	●	×
额外特性	ZEUS	TRITON	APOLLO
Technical Service Bulletins	●	●	●
Guided Component Tests Scope	●	●	×
Repair Times	●	×	×
Web Browser	●	×	×
Wiring Diagrams	●	×	×
推荐使用频率	>5 次/周	3-5 次/周	1-2 次/周

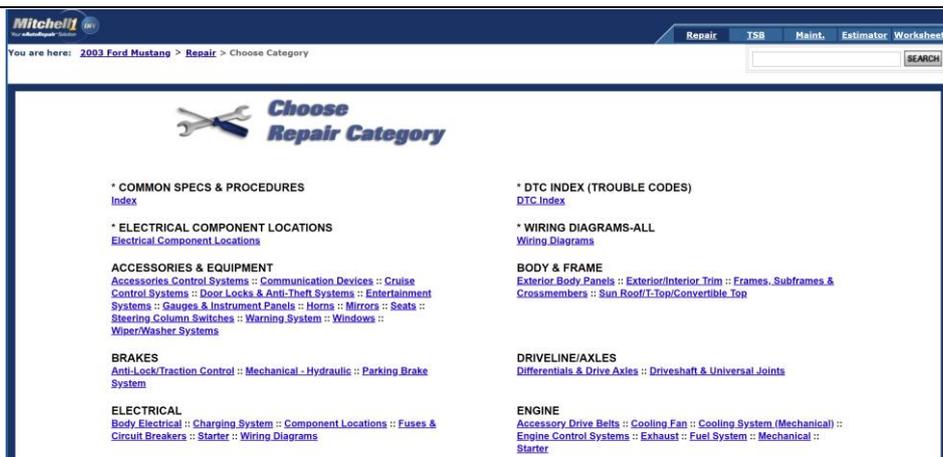
资料来源: 实耐宝官网、开源证券研究所

2.2、云服务：三类订阅服务，业务布局全面

实耐宝有软件升级（汽车数据和产品功能的更新）、智能诊断（提供维修引导）和店铺管理系统三类订阅云服务，业务布局较为全面。我们认为实耐宝的竞争优势主要在以下几个方面：

竞争优势 1: 数据子公司 Mitchell 1 拥有 OEM 原厂数据优势。 Mitchell 1 自 1918 年成立以来专注于机械维修信息，1946 年发布标志性产品《Mitchell Manuals》，为汽车行业提供零件插图、价格和编号等信息，成为汽车维修领域“红宝书”。Mitchell 1 拥有 OEM 原厂数据优势，合作的公司包括克莱斯勒、福特、通用、宝马、本田、现代、大众等主流厂商，覆盖 1983 年至今超过 3 万种车型。

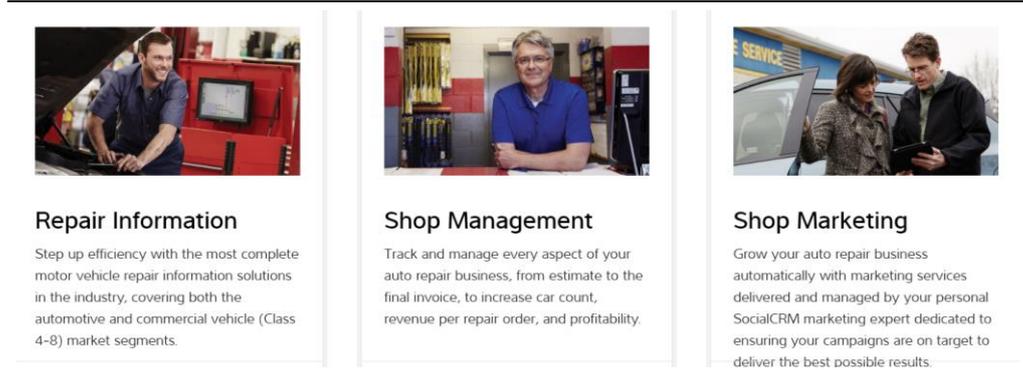
图13: Mitchell 1 原厂数据覆盖超过 3 万种车型



资料来源：Mitchell 1 官网

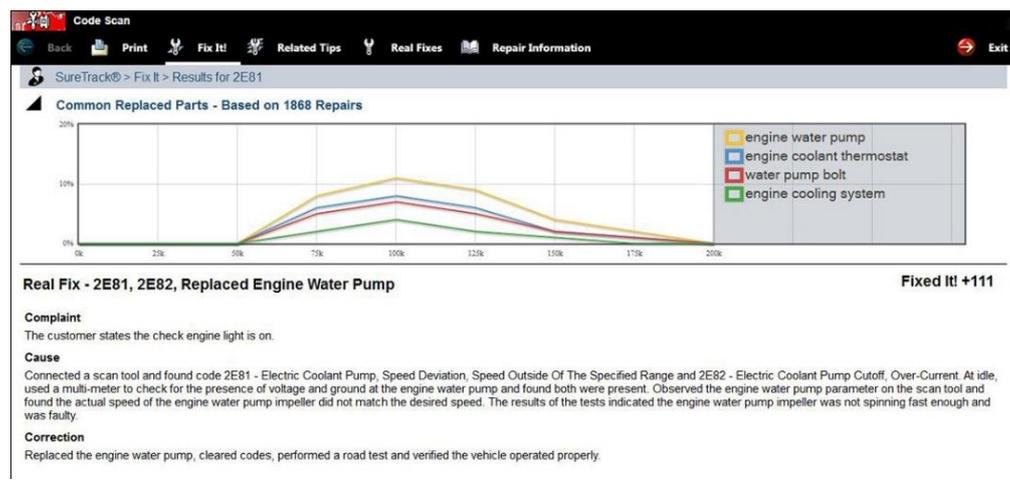
随着维修数据的不断积累，Mitchell 1 转型向专业维修店铺提供数字化解决方案，目前有维修信息、店铺管理、店铺营销三大业务。1998 年实耐宝收购 Mitchell 1 维修部门的多数股权，成立了 Mitchell 1 维修公司，为实耐宝诊断电脑提供软件服务。

图14: Mitchell 1 有维修信息、店铺管理、店铺营销三大业务



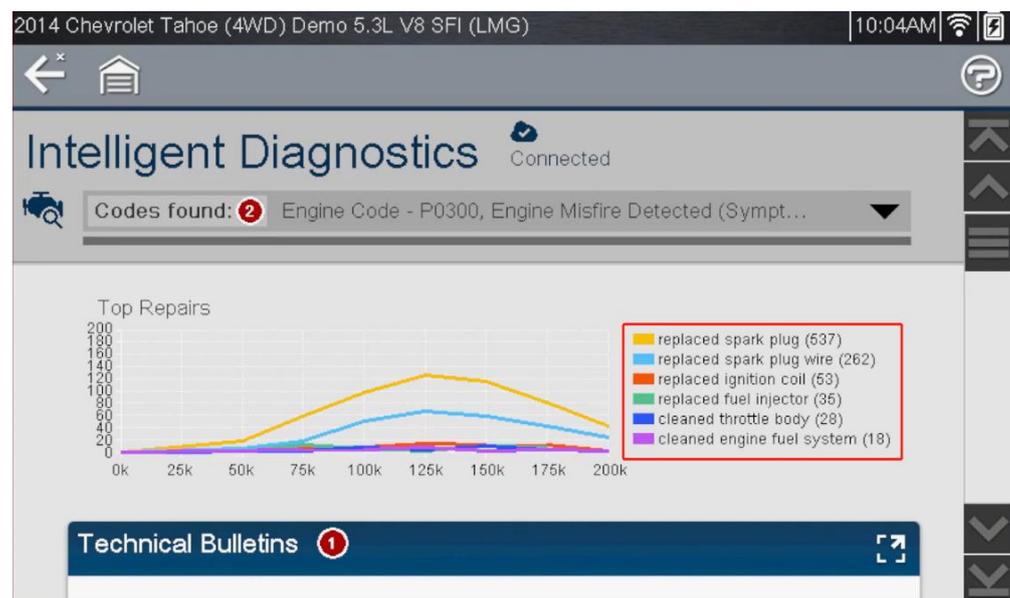
资料来源：Mitchell 1 官网

竞争优势 2: SureTrack 平台持续更新真实维修案例，积累行业 Know-How。 SureTrack 社区类似汽车维修领域的知乎平台，由实耐宝数据子公司 Mitchell 1 提供。社区提供 Real Fix 真实维修记录，包括汽车型号、故障情况以及维修专家给出的故障原因和维修方法等信息。SureTrack 平台积累了超过 10 亿条真实维修记录，为实耐宝智能维修指引提供大数据基础，不断积累行业 Know-How，目前 SureTrack 已内置于实耐宝主流诊断产品中。

图15: 实耐宝诊断电脑 SureTrack 积累了超 10 万条真实维修案例


资料来源: 实耐宝官网

竞争优势 3: 三款核心产品拥有 Fast-Track 智能维修引导功能。Fast-Track 基于原厂数据和维修案例大数据, 提供“读取汽车参数、识别故障码、查明故障原因、提出维修方案、指导工作流程”智能维修指引, 目前已内置在 ZEUS、TRITON、APOLLO 三款核心诊断电脑中。

图16: 实耐宝智能诊断提供维修方案和工作流程指引


资料来源: 实耐宝 YouTube 频道

ZEUS 智能诊断订阅费为 1499 美元/年, 订阅费用/产品售价比例为 12.8%。实耐宝软件订阅方案分为软件升级和智能诊断两种, (1) 软件升级 (不带 Fast-Track 功能): 提供汽车数据和软件功能的更新, 附带 SureTrack 功能, ZEUS、TRITON、APOLLO 订阅费用分别为 1099、975、699 美元/年, 订阅费用/产品售价比例分别为 9.4%、15.7%、14.0%。(2) 智能诊断 (带 Fast-Track 功能): 在软件升级的基础上增加 Fast-Track 智能诊断功能, ZEUS、TRITON、APOLLO 订阅费用为 1499、1499、899 美元/年, 订阅费用/产品售价比例分别为 12.8%、24.2%、18.0%。

表5: 实耐宝软件订阅包括软件升级和智能诊断两种方案

软件升级	订阅费用 (美元/年)	产品售价 (美元)	订阅费用/产品售价
ZEUS	1099	11695	9.4%
TRITON	975	6195	15.7%
APOLLO	699	4995	14.0%
SOLUS	549	3295	16.7%
ETHOS	467	2595	18.0%
智能诊断	订阅费用 (美元/年)	产品售价 (美元)	订阅费用/产品售价
ZEUS	1499	11695	12.8%
TRITON	1499	6195	24.2%
APOLLO	899	4995	18.0%

数据来源: 实耐宝官网、开源证券研究所

竞争优势 4: 店铺管理系统提供维修指引、流程管理、商品采购到支付结算全流程服务。实耐宝子公司 Mitchell 1 推出 ShopKey 营销管理系统, 提供从维修指引、流程管理、商品采购到支付结算的全流程服务, 帮助端维修店提升经营效率, 改善盈利水平, 订阅费用为 169 美元/月, 即 2028 美元/年。管理类软件具备高粘性, 反过来对诊断产品的销量形成正向促进作用 (如商品采购环节为实耐宝产品引流)。

表6: 实耐宝店铺管理系统提供维修指引、流程管理、商品采购到支付结算全流程服务

基础功能	功能说明
维修评估 ShopKey Estimate Guide	评估维修工时, 所需零件数量及价格
交互式工作屏 Interactive Work In Progress Screen	可以搜索客户和车型、付款结算, 查看工作流程
评估报告 Integrated Reports	可以生成超过 180 种报告, 发现公司的利润中心以及需要改进的地方
商品目录 Electronic Parts Catalogs	集成汽车后市场零件供应商, 方便采购
店铺管理论坛 Shop Management Forum	数千家门店组出的社区论坛, 可以提问和分享
店铺营销工具 Shop Marketing Tools	根据客户数据分发具有针对性的营销信息
可选功能	功能说明
客户管理系统 SocialCRM	通过针对性营销、电子邮件营销、社交媒体营销等工具进行客户管理
电子支付系统 Xcharge	简化付款程序, 可以直接从管理软件处理付款
客户沟通工具组合 ProPack	包括三个工具模块, 用于更好的与客户沟通, 增强客户粘性
会计系统 QuickBooks Integrator	快速导出门店会计信息, 包括材料费用、人工费用、库存信息等
移动管理终端 Mobile ManagerPro	在平板电脑等移动终端使用店铺管理系统

资料来源: 实耐宝官网、开源证券研究所

3、金融服务：加盟+金融，寻找新的利润增长点

3.1、加盟：公司 1990 年开启加盟模式，为金融服务业务奠定基础

19 世纪 40 年代，实耐宝开始通过推销员送货上门。19 世纪 40 年代二战期间，公司业务重点是军方客户，在民用市场的供给短缺的背景下，为了保持客户关系，实耐宝开发了推销员销售渠道，通过私家车、旅行车和货车直接送货上门。

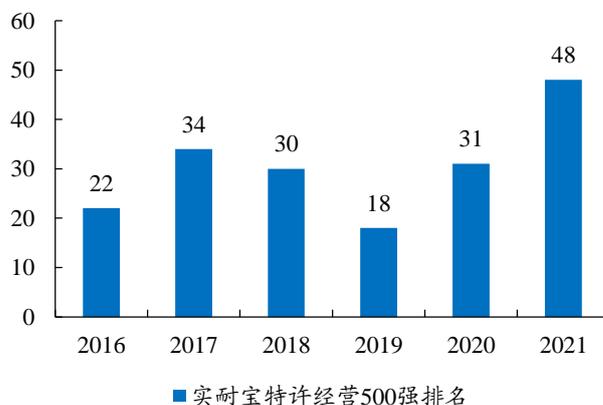
1990 年实耐宝开启加盟模式，移动售货车成为公司重要销售渠道。实耐宝自 1990 年开启加盟模式，是最早采用加盟模式的工具类公司。实耐宝为加盟商提供独享的客户名单、销售路线以及业务培训。加盟商通过租借专用售货车 (Mobile Van)，向汽车维修店提供送货上门服务，以折扣价拿货赚取差价 (扣率约为 32%)。根据 Entrepreneur 发布的 2021 年加盟商 500 强榜单，实耐宝位列第 48 位，较 2020 年下滑 17 位，在汽车类企业中排名第一。

图17：移动售货车是实耐宝重要销售渠道



资料来源：LDV 官网

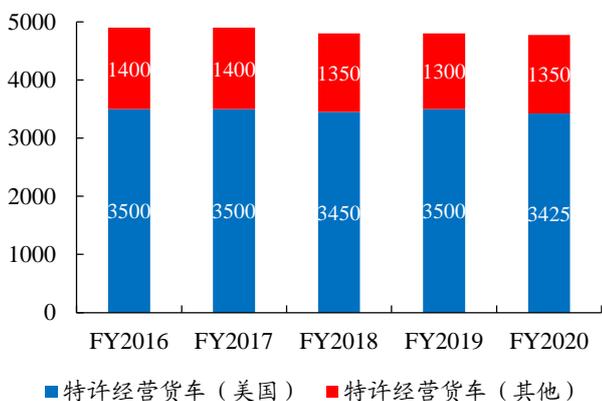
图18：2021 年实耐宝位列加盟商 500 强第 48 名



数据来源：Entrepreneur、开源证券研究所

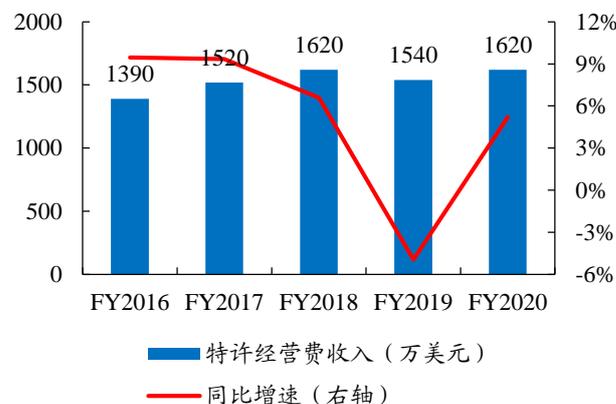
2020 财年实耐宝加盟费收入为 1620 万美元。实耐宝加盟费包括初始加盟费和定期费用 (提供业务培训、营销推广和技术支持)。根据实耐宝财报，2020 财年实耐宝加盟售货车数量为 4775 辆，其中美国地区约 3425 辆；加盟费收入为 1620 万美元，较 2019 财年增长 5.2%，用加盟费收入除以货车数量，每辆货车年费约为 3393 美元。

图19：2020 财年实耐宝加盟货车数量为 4775 辆



数据来源：实耐宝财报、开源证券研究所

图20：2020 财年实耐宝加盟费收入为 1620 万美元



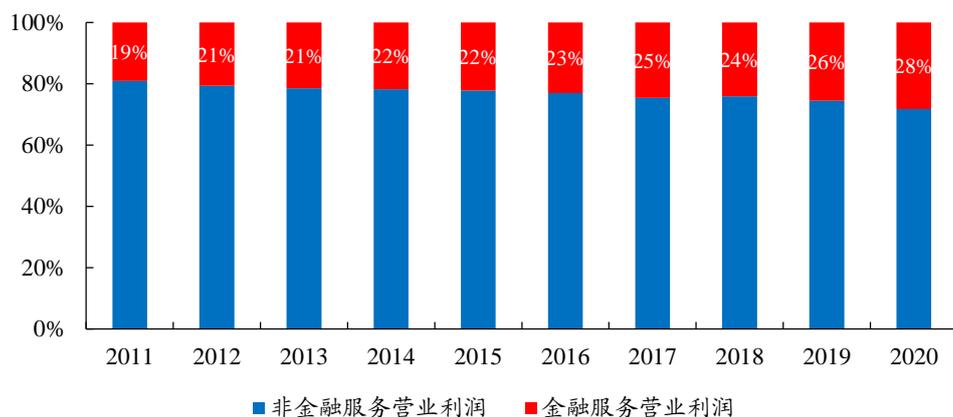
数据来源：实耐宝财报、开源证券研究所

3.2、金融：寻找新的利润增长点，FY2020 贡献 28% 的营业利润

20 世纪 30 年代大萧条年代实耐宝推出分期付款，20 世纪 60 年代开始向店主和加盟商提供金融服务，1999 年实耐宝与 CIT 集团合资成立信贷公司，2009 年金融危机后信贷公司成为实耐宝全资子公司。

2020 财年金融服务贡献 28% 的营业利润。实耐宝金融收入来自加盟商贷款利息和客户分期付款利息，利润率约为 70%。随着加盟模式的发展，金融服务在公司营业利润中占比由 2011 财年的 19% 提升至 2020 财年的 28%，成为拉动利润增长的重要一环。

图21：2020 财年金融服务贡献实耐宝 28% 的营业利润



数据来源：实耐宝财报、开源证券研究所

根据实耐宝预计，加盟商总投资额为 16.9-38.2 万美元。分为初始投入（加盟费、存货、设备）以及定期费用（利息、租金等）两部分：

初始投入：初始加盟费为 1.5 万美元，加盟商拿货折扣率约为 32%。根据实耐宝 2017 年的特许经营披露文件（FDD），加盟商初始投入费用为 11.4-13.1 万美元，加盟许可费用为 1.5 万美元。加盟商以折扣价进货，根据商品的不同，折扣率区间为 10%-43%，如果根据初始存货 10.55 万美元的进价以及 15.5 万美元的市价测算，我们预计整体折扣率约为 32%。

表7：我们预计实耐宝加盟商进货折扣率约为 32%

初始费用	金额	备注
初始许可费	7,500-15,000 美元	初始许可费为 15000 美元，受让许可费 7500 美元
初始存货	105,500-115,500 美元	存货市值为 155,00-170,000 美元（折扣约为 32%）
软件许可费	770 美元	
合计	113,770-131,270 美元	

资料来源：实耐宝 Franchise Disclosure Document（2017）、开源证券研究所

定期费用：货车租金和保险费是主要开支。加盟商需要向实耐宝租借专用售货车，根据实耐宝 2017 年 FDD 文件，货车的新车价值约为 13 万美元，72 个月的租金费率为 7.6%-10.6%（2017 年 1 月），租金约为 2150 美元/月，此外还需支付 325 美元/月的维修费和 4794-9213 美元/年的保险费，是定期费用的主要开支。

表8: 货车租金和保险费是定期费用的主要开支

其他费用	金额	备注
月度许可费	120 美元/月	
月度软件费	12 美元/月	
许可转让费用	7500 美元	初始许可费的一半
许可续约费用	7500 美元	初始许可费的一半
保险费用	4,794-9,213 美元/年	
移动货车租金	2,030-2,317 美元/月	新车价值约 13 万美元, 72 个月租金费率为 7.6%-10.6% (2017.01)
移动货车维护费	325 美元/月	
移动货车终结费	180-4,100 美元	还车时需要把车放至指定地点并且缴纳损耗费用
培训费用	0-2,000 美元	
长期融资贷款费用	1,350-1,564 美元/月	约 11 万美元的 10 年期贷款, 利率为 7.60-10.88% (2017.01)
小额循环贷款费用	739-845 美元/月	额度不超过 6 万美元, 利率为 7.60-10.88% (2017.01)

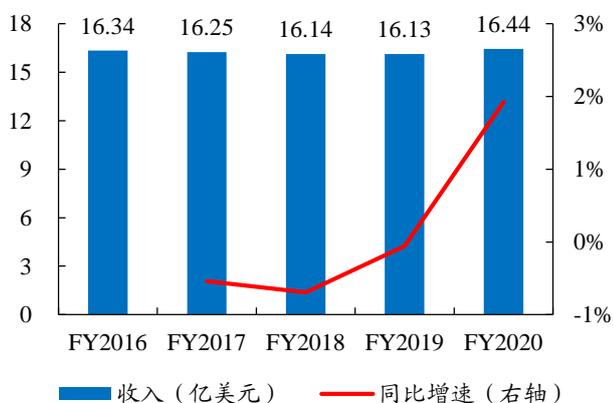
数据来源: 实耐宝 Franchise Disclosure Document (2017)、开源证券研究所

加入实耐宝贷款项目, 初始投资仅需 3.8-5.6 万美元, 大幅降低了加盟门槛。个体加盟商资金较为匮乏, 实耐宝提供两种贷款项目, 一种是基于约 11 万美元初始费用的 10 年期融资项目 (Franchise Finance Program), 一种是额度不超过 6 万美元的小额循环贷款项目 (Revolving Accounts), 贷款利率为 7.60%-10.88% (2017 年 1 月), 利息费用分别约为 1450 美元/月、800 美元/月。加入贷款项目后, 加盟商初始投资仅需 3.8-5.6 万美元, 包括 1.2-1.9 万美元的营运资金, 大幅降低了加盟门槛。

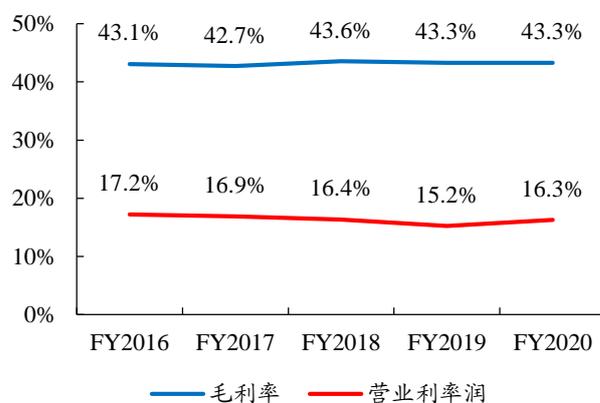
4、传统业务: 增长趋于平稳, 未来重在提质增效

4.1、工具: 公司传统业务, 收入进入稳态

实耐宝工具收入和利润率较为稳定。2020 财年实耐宝工具收入为 16.44 亿美元, 同比增长 1.9%, 毛利率和营业利润率分别为 43.3% 和 16.3%, 毛利率保持稳定, 营业利润率由于费用控制提升 1.1 个百分点。

图22: 2020 财年工具收入小幅增长


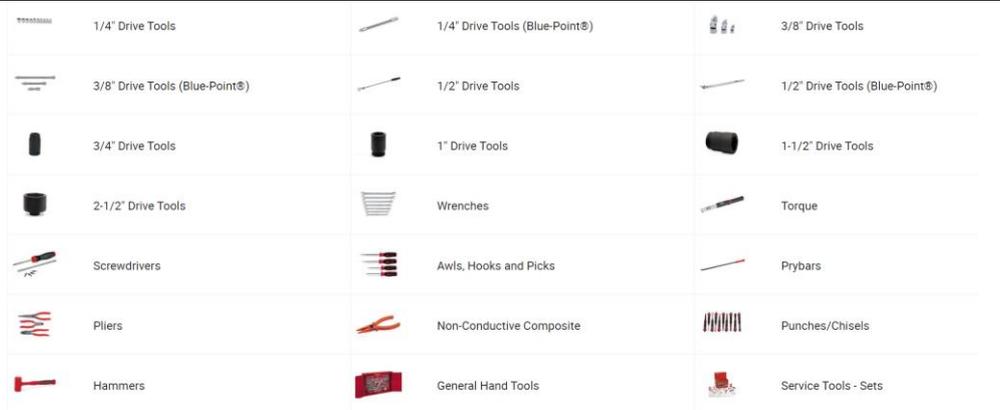
数据来源: 实耐宝财报、开源证券研究所

图23: 2020 财年工具营业利润率提升 1.1 个百分点


数据来源: 实耐宝财报、开源证券研究所

工具是实耐宝传统业务，产品具有精度、宽度、深度三大特性。实耐宝最初以工具业务起家，包括手动工具、电动工具和工具存储三类产品。(1)精度方面，实耐宝工具可以适配各种尺寸以及各种严苛环境；(2)宽度方面，实耐宝 SKU 超 8 万种，覆盖各类场景；(3)深度方面，同类型工具有多种尺寸可选，如齿轮类型超 100 种、套筒尺寸超 3500 种。

图24: 实耐宝工具类产品 SKU 超 8 万个



资料来源: 实耐宝官网

实耐宝产品以创新驱动，新产品第一年销售目标为 100 万美元。实耐宝自成立以来就以创新驱动，最初的产品创意是“Five do the work of Fifty”，即由 5 个手柄和 10 个套筒组成的可替换式套筒扳手。公司衡量创新能力的关键指标为新产品首年销售额达到 100 万美元，2006 年之后公司新产品收入呈上升趋势。同时，实耐宝积极向员工和用户征求产品创意，最高可获得 3000 美元奖励（未获专利），目前已成功应用于多款产品。

图25: 实耐宝产品以创新驱动，积极向员工和用户征求产品创意

PLEASE SUBMIT YOUR IDEA IN THE FOLLOWING FORMAT

Name: _____ Date: _____

Phone: _____

Product Type:

Check one: Hand Tool Power Tool Tool Storage Equipment Other

Product Description (include sketches, photos, video, etc., if necessary)

Check one:

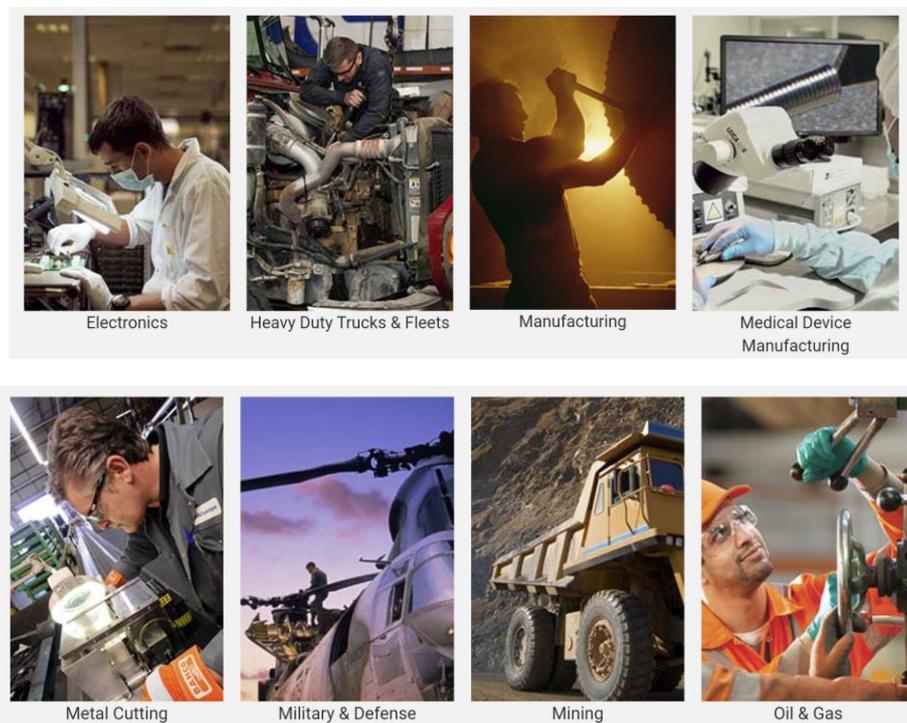
New (product does not exist) Snap-on does not offer but others do Variation of existing product

资料来源: 实耐宝官网

4.2、工业与商业：面向大 B 客户，利润率相对较低

过去实耐宝不断通过并购拓展业务线，除了传统汽车和工具业务外，实耐宝还有主要面向 B 端客户的“商业与工业”部门（Commercial & Industrial Group），业务涉及政府、军队、航空、铁路、电力、交通等领域（Critical industries）。

图26：实耐宝“商业与工业”分部业务涉及航天航空、电力、军事等领域



资料来源：实耐宝官网

实耐宝为企业客户提供定制化服务。铁路、航空、能源等大型客户业务场景复杂，标准化工具无法满足所有场景。针对这一痛点，实耐宝利用最新的精准测量、3D 打印、元素分析（FEA）等技术，为企业提供定制化工具产品。

图27：实耐宝为企业客户提供定制化服务

YOU DREAM IT. WE ENGINEER IT. WE MAKE IT. WE STAND BEHIND IT.

Bring us your challenge. Snap-on Solutioneers will kick-start the process for you and it all starts with a simple idea. Let us help bring your product idea to life.

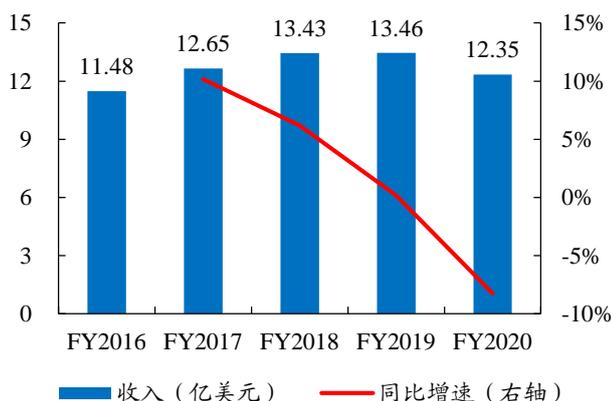
Unlike some “shop-down-the-street” sources, Snap-on Industrial has the expertise and resources to create engineered solutions that reduce waste, improve productivity, and enhance your value to your customers.

Snap-on engineers will fine-tune the design and specifications to ensure every custom tool is functional, effective, and designed with ergonomics and safety in mind.

资料来源：实耐宝官网

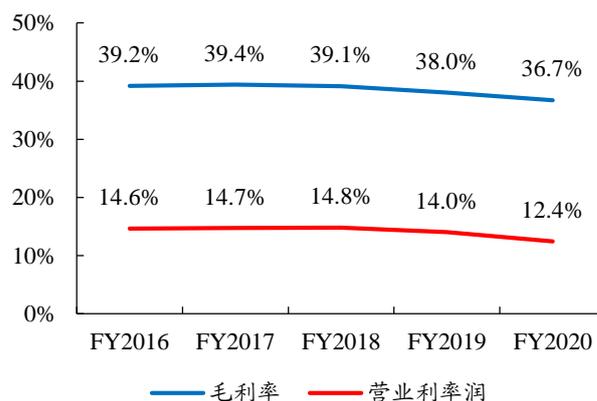
2020 财年“商业与工业”部门收入为 12.35 亿美元，同比下滑 8.3%，主要因为内部销售减少 1.16 亿美元；毛利率为 36.7%，较 2019 财年下滑 1.3 个百分点，主要由销量下滑导致产能利用率下降所致。“商业与工业”部门利润率现对较低，我们认为主要由于 B 端客户议价能力较强、定制化服务成本较高。

图28: 2020 财年“商业与工业”部门收入下滑 8.3%



数据来源: 实耐宝财报、开源证券研究所

图29: 2020 财年工商业利润率有所下滑

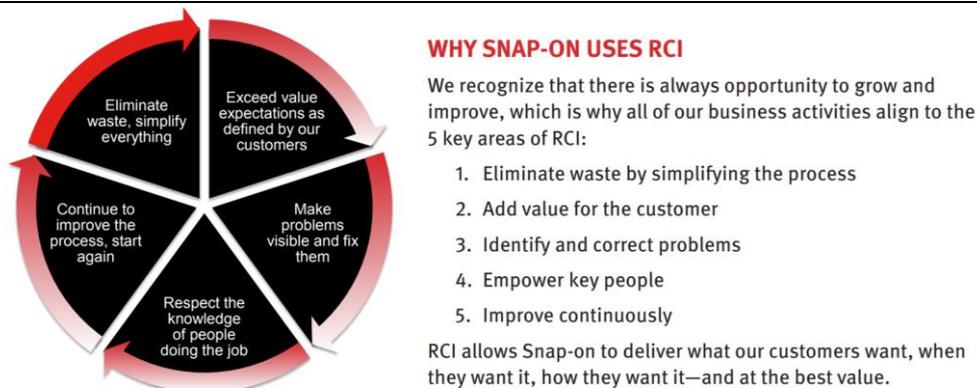


数据来源: 实耐宝财报、开源证券研究所

4.3、未来重点提质增效，拓展新兴市场

引入 RCI 项目持续提升经营效率。2005 年实耐宝引入丰田生产系统 (TSP) Shingijutsu 作为顾问, 开启 RCI 项目 (Rapid Continuous Improvement), 包括六西格玛 (Six Sigma)、精益思想 (Lean Thinking) 等工具和流程, 用于提升内部效率。根据实耐宝《Snap-on RCI Brochure》披露, 引入 RCI 项目后, 2007-2014 年客户经理平均创收增长 46%。随着公司传统业务增长趋于平稳, 提质增效仍将是工作的重点。

图30: 实耐宝通过 RCI 项目显著提升经营效率



资料来源: 《Snap-on RCI Brochure》

实耐宝过去不断拓展国际市场。实耐宝自成立以来不断拓展国际业务, 1930s 在加拿大设立子公司, 1950s 将业务拓展至墨西哥, 1980s 在悉尼开设分支机构, 1990s 在日本设立子公司主要服务企业客户, 2005 年并购欧洲 2 家老牌工具公司并设立 SNA Europe, 同时覆盖欧洲、智利以及新西兰市场。

2000 年开始拓展中国市场。2000 年实耐宝在昆山购买土地修建工厂, 用于生产电动和存储工具、诊断工具、起重机等产品。2011 年, 实耐宝在昆山设立设计中心, 用于开发针对中国市场的产品。截至 2017 年, 实耐宝在中国 48 个城市设有办事处, 拥有 5 个工厂和 1 个设计中心。

图31: 实耐宝在昆山设有设计和生产中心


资料来源: 百固官网

5、投资建议

汽车诊断是实耐宝核心业务之一。产品方面,公司定位高端,旗舰产品 ZEUS 售价高达 11695 美元;云服务方面,推出软件升级(汽车数据和产品功能的更新)、智能诊断(提供维修引导)和店铺管理系统三类订阅服务,业务布局较为全面。“产品+云服务”的模式,延长了产品生命周期、增加了用户粘性,同时具有较高的利润率。

我们看好汽车后市场,道通科技作为快速成长的诊断企业,一方面紧随汽车行业数字化、智能化、新能源化趋势,产品推陈出新且具备竞争力,另一方面积极拓展云服务业务,未来成长路径清晰,建议积极关注。

表9: 参考实耐宝,道通科技未来成长路径清晰,建议积极关注

证券代码	公司简称	市值(亿元)		归母净利润(亿元)				PE		评级
		2021/6/17	2021E	2022E	2023E	2020E	2021E	2022E		
688208.SH	道通科技	394.6	6.22	8.50	12.13	63.4	46.4	32.5	买入	

数据来源: Wind、开源证券研究所

6、风险提示

海外市场竞争加剧; 软件研发不及预期; 软件订阅率不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn