

道通科技 (688208.SH)

推荐 维持评级

分析师

吴砚靖

☎: (8610) 66568589

✉: wuyanqing@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519070001

邹文倩

☎: (8610) 86359293

✉: zouwenqian@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519060003

核心观点:

- 本篇报告主要对市场关于道通科技的三个关注点进行解答。
- **如何分析公司的海外业务?** 北美地区汽配维修市场最成熟,公司与实耐宝、博世同处第一梯队,竞争格局较为稳定,汽车综合诊断业务收入贡献较平稳,TPMS业务、ADAS标定工具与软件升级云服务仍处于快速发展阶段;欧洲汽配维修市场的发展阶段与美国市场较为相近,但由于区域相对分散,市场集中度不高,公司在欧洲地区各项业务均处于持续拓展阶段,TPMS后装市场需求尚未完全释放,有望迎来高速增长期;除北美欧洲这类发达地区之外,一些新兴市场由于各种因素也拥有较大的人均汽车保有量与较高的平均车龄,汽配维修市场发展空间广阔,公司不断向这类新兴市场拓展,收入有望持续快速增长,2020年业绩增长贡献突出。
- **国内汽车后市场处于转型升级期,需求何时爆发?** 我们认为国内汽车后市场发展潜力巨大,独立维修厂的市占率有望不断提升,通用诊断设备需求增长在2025年后有望加速。平均车龄是驱动独立维修厂发展的关键因素,以美国发展史为鉴,汽车车龄达到10年以上对独立维修厂的需求会大幅增加。中国平均车龄向老龄化发展,到2025年,车龄10年以上的车占比预计可以达到40%以上,这将大大增加独立维修厂的业务需求。另一方面,汽修行业向整合升级的方向发展,对诊断设备的需求不断增长,与美国对比,中国境内活跃的汽车智能诊断电脑数量相比汽车保有量来说仍有很大的提升空间。
- **新能源汽车给公司带来机遇还是挑战?** 市场认为新能源汽车的普及可能减少汽车维修诊断产品的需求,我们认为新能源汽车销量增速很快,但预计保有量占比在2040年前依然较小。公司紧跟新能源汽车趋势,对智能电池分析系统等进行了前瞻研发布局。同时,未来随着ADAS系统的不断推广和升级发展,公司布局的ADAS智能检测标定工具有望迎来快速发展的机遇期。
- **投资建议** 我们预测公司2021-2023年归母净利润为6.12、8.40、11.49亿元,对应eps为1.36、1.87、2.55元,则公司当前股价对应2021-2023年PE分别为54.1、39.4、28.8,维持“推荐”评级。
- **风险提示** 境外经营风险;价格下降风险;中国市场拓展不及预期风险。

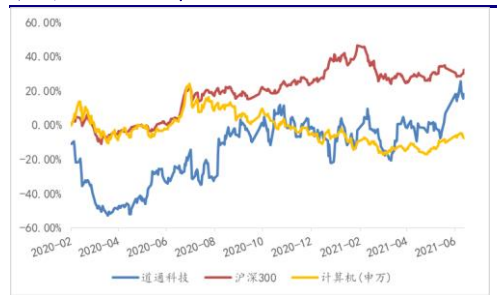
主要财务指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1577.8	2210.5	3048.7	4031.0
营业收入增长率	31.9%	40.1%	37.9%	32.2%
净利润(百万元)	433.1	611.9	839.7	1149.1
净利润增长率	32.4%	41.3%	37.2%	36.8%
EPS(元)	0.96	1.36	1.87	2.55
P/E	71.2	54.1	39.4	28.8

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

相对板块指数表现

2021/6/25



资料来源:Wind,中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河计算机】智能网联汽车行业深度报告-产业前景渐明,顺周期下迎来高成长期-2021120

【银河计算机】公司点评-道通科技(688208.SH)-业绩符合预期,新兴市场收入增长亮眼-20210309

【银河计算机】公司点评-道通科技(688208.SH):2021Q1增长超预期,新产品不断迭代推出-20210420

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

驱动力之一问：如何分析公司的海外业务？我们认为可以对北美、欧洲和新兴市场分别分析。公司在巩固和扩大美欧市场份额的同时，不断向中国、南美、亚太、中东等新兴市场拓展，全球化战略下发展空间广阔。北美地区汽配维修市场最成熟，已形成以独立维修厂、通用配件商为主体的市场格局，在北美市场，公司与实耐宝、博世同处第一梯队，竞争格局较为稳定，汽车综合诊断业务收入贡献较平稳，TPMS 业务、ADAS 标定工具与软件升级云服务仍处于快速发展阶段；欧洲汽配维修市场的发展阶段与美国市场较为相近，也是以独立维修厂、通用配件为主体，但由于区域相对分散，市场集中度不高，公司主要竞争对手包括博世公司意大利 TEXA、德国 Gutmann、元征科技等，公司在欧洲地区各项业务均处于持续拓展阶段，TPMS 后装市场需求尚未完全释放，有望迎来高速增长期；除北美欧洲这类发达地区之外，一些新兴市场由于居住条件、基础设施、政策等因素也拥有较大的人均汽车保有量与较高的平均车龄，汽配维修市场发展空间广阔，公司不断向这类新兴市场拓展，收入有望持续快速增长，2020 年业绩增长贡献突出。

驱动力之二问：国内汽车后市场处于转型升级期，需求何时爆发？我们认为国内汽车后市场发展潜力巨大，独立维修厂的市占率有望不断提升，通用诊断设备需求增长在 2025 年后有望加速，公司在中国市场布局已初具规模。中国汽车市场发展时间较短，汽车保有量仍在持续增长中，2020 年已达到 2.81 亿。汽配维修市场仍是以 4S 店（授权经销商）为主体的格局，但独立维修厂的市占率有望不断提升。平均车龄是驱动独立维修厂发展的关键因素，以美国发展史为鉴，汽车车龄达到 10 年以上对独立维修厂的需求会大幅增加。中国平均车龄向老龄化发展，到 2025 年，车龄 10 年以上的车占比预计可以达到 40% 以上，这将大大增加独立维修厂的业务需求。另一方面，汽修行业向整合升级的方向发展，对诊断设备的需求和诊断功能的要求不断增长，市场发展潜力较大且处于持续增长状态，与美国市场对比，中国境内活跃的汽车智能诊断电脑数量相对庞大的汽车保有量来说仍有很大的提升空间。

驱动力之三问：新能源汽车给公司带来机遇还是挑战？市场认为新能源车的普及可能减少汽车维修诊断产品的需求，我们认为新能源汽车销量增速很快，但预计保有量占比在 2040 年前依然较小。公司紧跟新能源汽车趋势，对智能电池分析系统等进行了前瞻研发布局。同时，未来随着 ADAS 系统的不断推广和升级发展，公司布局的 ADAS 智能检测标定工具有望迎来快速发展的机遇期。

我们与市场不同的观点:

市场认为公司海外业务较难跟踪，我们通过分析不同地区汽车后市场的发展特征与发展阶段，归纳出汽车保有量、平均车龄、汽车年销量三个影响汽车后市场发展阶段与空间的关键变量。并测算了美国成熟市场的市场空间，其他地区的市场空间可按比例折算。

市场不确定公司的国内市场业务何时能放量，我们认为独立维修厂的市占率不断提升的大趋势是确定的，同时汽修行业整合升级对诊断设备的需求增长的趋势也是确定的。就平均车龄这个关键驱动因素来说，到 2025 年，车龄 10 年以上的车占比预计可以达到较高的比例。

市场认为新能源车的普及可能减少汽车维修诊断产品的需求，我们认为新能源汽车保有量占比在 2040 年前依然较小。同时，新能源车也带来一些新的业务需求，公司就新能源车的维修诊断产品也进行了前瞻布局，比如 ADAS 智能检测标定工具、智能电池分析系统。

估值与投资建议:

我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 6.12、8.40、11.49 亿元，对应 eps 为 1.36、1.87、2.55 元，则公司当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 54.1、39.4、28.8，维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

1、市场拓展超预期带来业绩增长的超预期；2、智能汽车板块联动。

主要风险因素:

境外经营风险；市场竞争导致价格下降的风险；中国市场拓展不及预期的风险。

目 录

一、公司业务及竞争优势.....	1
(一) 公司业务及盈利模式.....	1
(二) 公司竞争优势.....	2
二、驱动力之一问：如何分析公司的海外业务？	2
(一) 北美地区市场成熟，格局较为稳定，TPMS 和软件升级云服务为增长主力	2
(二) 欧洲地区市场格局较为分散，各项业务均处于持续拓展阶段.....	5
(三) 新兴市场发展空间广阔，有望持续增长，2020 年业绩增长贡献突出.....	6
三、驱动力之二问：国内汽车后市场处于转型升级期，需求何时爆发？	8
(一) 独立维修厂的市占率有望不断提升，通用诊断设备需求增长在 2025 年后有望加速.....	8
(二) 公司在中国市场布局已初具规模.....	9
四、驱动力之三问：新能源汽车给公司带来机遇还是挑战？	10
五、盈利预测与估值分析.....	11
(一) 收入拆分.....	11
(二) 可比估值.....	12
六、投资建议	12
七、风险提示	12
八、附录	14

一、公司业务及竞争优势

(一) 公司业务及盈利模式

公司自 2004 年成立以来,以汽车综合诊断产品为依托,紧跟汽车电子技术最新发展趋势,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。2020 年汽车综合诊断系列产品、TPMS 系列产品、软件升级服务、ADAS 产品收入分别占营收的 58.99%、17.46%、13.21%、7.07%。

表 1: 公司四大产品线

一级分类	二级分类	产品简介
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,其基本功能与智能诊断电脑的部分功能相似,主要面向小型或 DIY 领域市场。
	乘用车智能综合诊断电脑	产品通过计算机技术对汽车内部电控系统进行全自动化检测,帮助使用者了解汽车故障的类型、产生原因、故障发生位置从而检修汽车。公司产品全面支持主流品牌不同车型,具备覆盖车型广、准确率高、智能易用等特点,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	产品为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,支持读/写 ID、读码清码、关闭故障灯等功能,可读取并显示传感器详细参数,记录并回放传感器数据,对传感器的位置和 ID 进行识别。
	TPMS Sensor (胎压传感器)	产品为通用型智能胎压传感器产品,该产品可通过配套工具进行无线编程,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	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。
软件云服务	软件云服务	软件升级云服务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。

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

图 1: 公司主要产品和服务的演进图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

公司的产品销售采用经销为主、直销为辅的销售模式。经销客户包括大型连锁零售商、汽配行业经销商、电商等。2016-2018 年经销收入在公司收入构成中的比例分别为 98.06%、96.79%、96.37%，是公司收入的主要来源。

公司的软件升级服务收入在提供服务的期间内采用直线法分期确认收入。对于海外市场 and 国内市场，公司采用不同的软件升级收费模式：1、海外市场：采用免费期升级服务加后续收费期升级服务组合，是指公司目前在销售产品时，承诺在未来一定期限内（主要为 1 年，至多 3 年）提供免费软件升级服务，在承诺免费升级服务期满后，用户需支付升级服务费用才可继续使用软件升级服务。该组合往往会包括三个交易事项（产品销售交易、免费升级服务和后续收费升级服务），主要涉及海外市场。免费期升级服务收入来源于将该业务模式下的交易价格按照合理的比例分拆为产品销售部分和免费升级服务部分（约交易价格的 12.5%）。产品销售收入按照一般商品收入确认的原则确认，免费期升级服务收入在免费期间采用直线法分期确认。从 2013 年四季度开始，面向免费软件升级期届满后的境外产品用户，公司开始收取软件升级服务费用。2、国内市场：采用不收费升级组合，是指公司目前在销售产品时，会提供免费软件升级服务，但没有明确到期时间。该组合目前仅包括一个交易事项（即产品销售交易），主要涉及国内市场。

（二）公司竞争优势

公司凭借多年市场开拓与产品优势形成的广泛的经销商渠道基础构成一定的竞争壁垒。汽车后市场可分为已建立市场化售后体系的发达国家市场，以及尚未建立市场化体系的发展中国家市场。在发达国家市场，产品主要面向市场化独立渠道商销售，其对供货稳定性、及时性、产品质量要求相对较高，一旦认定产品，新进入者很难介入。新进入者需要持续的市场开拓、品牌建设才有可能被接受。

公司汽车综合诊断产品的价格处于行业中上游，在硬件方面配置较高，用户体验好，中高端产品还支持 RP1210 重卡协议；软件方面车型车系覆盖更全面，与欧美品牌相比还支持中国车系，支持 ECU 编码，软件更新频率快，达到每周更新；在维修信息服务与支持方面，由于品牌、本土和优势积累，公司稍逊于欧美品牌；在额外特性和附件支持上，公司产品功能更丰富，整体上具备较强竞争力。

公司 TPMS 系统诊断匹配工具产品的价格处于行业中游，在软件方面车型车系覆盖数量更多，OBD 覆盖面更广，并支持中国车系，支持部分品牌阈值设定，整体兼容性较优；在硬件方面配置较高，用户体验好，支持无线连接；整体上具备较好竞争力。

公司胎压传感器产品的价格与行业差异不大，在软件方面车型覆盖数更多，支持中国车、支持双频率，整体兼容性较高，截至目前总体车型覆盖面在 98%以上；在硬件方面，欧美品牌设计和轻量化技术优于公司；在匹配工具方面，公司自研胎压匹配工具，可实现多传感器、多语言支持地编程和升级，具备更好的兼容能力。产品整体上具备较强竞争力。

公司 ADAS 智能辅助标定工具产品的价格处于行业中上游，由于相关产品问世时间较短，成熟度有限，可比较维度相对简单。在软件（诊断）和硬件（工具）方面都延续了产品车型覆盖全面、兼容性和操作简单的优势。

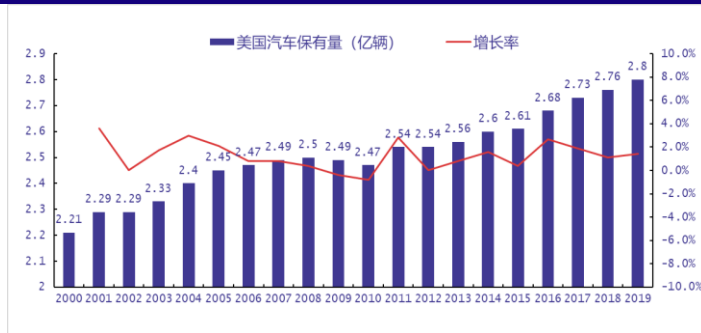
二、驱动力之一问：如何分析公司的海外业务？

（一）北美地区市场成熟，格局较为稳定，TPMS 和软件升级云服务为增长主力

公司在北美地区的客户主要集中在美国。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。近年来美国新车销量增速放缓，汽车保有量年增速仅有 1-2%，截至 2019 年美国汽车保有量为 2.80 亿辆。与此同时，

根据统计数据，美国车辆平均车龄在近十年一直处于上升状态，截至 2019 年达到 11.8 年。

图 2: 2000-2019 年美国汽车保有量增长趋势



资料来源: ACEA, 中国银河证券研究院整理

美国汽车后市场的汽配维修市场已形成了以独立维修厂、通用配件商为主体的市场格局。汽配维修市场的独立维修厂占据全部市场的 80%，独立维修厂通常会提供多品牌多车种的维修和汽配服务，因此对通用型的相关设备和配件需求强烈。独立汽配修理的主要厂商有 AutoZone、Advanced Auto Parts、O’ Reilly、Genuine Parts Co. (NAPA)，均为上市公司，合计占据后市场 30% 份额，其下属门店全美有 4 万多个，为行业主导企业。据 Markets and Markets 咨询公司数据，2018 年美国汽车诊断分析市场规模约 18.49 亿美元。

在北美市场，公司与实耐宝、博世同处第一梯队，竞争格局较为稳定。公司终端用户认可度较高，根据美国专业权威杂志 PTEN (Professional Tool & Equipment News) 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%，而实耐宝 (Snap-on) 和 OTC (博世在美国的下属品牌) 这一数据分别为 21.3%、16.4%。公司在美国西部加州和东部纽约设立下属公司，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，同时公司产品通过汽配市场主流经销商渠道覆盖全美各洲，并通过 eBay、亚马逊等电商平台向全美终端用户渗透。

表 2: 北美地区销售的主要产品情况 (单位: 万元)

产品	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比	金额	同比
汽车智能诊断产品	11213.10	-	19608.13	2.6%	19110.34	1.7%	18784.50	-
其中: 汽车智能诊断电脑	9011.96	-	15722.00	19.6%	13146.73	-6.1%	14006.02	-
读码卡	2201.14	-	3886.13	-34.8%	5963.61	24.8%	4778.48	-
TPMS 产品	5578.60	-	8872.16	180.1%	3167.19	117.9%	1453.47	-
其中: TPMS 系统	1018.06	-	2357.10	38.4%	1703.10	27.8%	1332.49	-
诊断匹配工具	4560.54	-	6515.06	345.0%	1464.09	1110.3%	120.97	-
胎压传感器	4560.54	-	6515.06	345.0%	1464.09	1110.3%	120.97	-
软件升级服务	3998.64	-	5989.38	33.4%	4490.47	21.0%	3710.75	-
其他	3584.45	-	2384.07	51.3%	1575.92	-11.8%	1786.77	-
汽车电子业务合计	24374.79	-	36853.74	30.0%	28343.91	10.1%	25735.49	-

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

从北美地区的分产品收入来看，2016-2018 年 TPMS 产品收入大幅增长，尤其是胎压传感器；软件升级服务呈现稳步增长趋势。结合销售价格和数量来看，汽车智能诊断电脑 2016-2017 年的销售价格和数量均没有太大变化，2018 年销量大幅增加，销售价格大幅下降，主要系产品结构性因素的影响，低价产品销售数量比例提高使得整体价格下降。公司针对北美市场的特点和客户需求，于 2017 年推出了功能相对简单的中低端综合诊断电脑产品型号 MaxiCheck MX808，使公司的产品布局从以中高端为主向高中低端全面发展的方向延伸，该款产品的功能介于多系统读码卡和综合诊断电脑之间，性价比高，在北美市场的反馈较好。

北美地区 TPMS 业务仍处于快速发展阶段。美国从 2007 年 9 月开始强制新车安装胎压传感器，一般更换周期为 5 年，因此 2013 年开始后装市场需求逐渐释放。公司专注 TPMS 后装市场，从 2014 年开始发展 TPMS 业务，2016 年前后开始在北美市场大力推广胎压传感器产品，2016-2018 年胎压传感器销售数量大幅增长，销售价格小幅下降，主要是因为采购规模的扩大，部分大规模采购的客户获得了一定的价格优惠，2019 年价格已基本持稳。同时，由于从 2017 年开始公司在北美市场为推广胎压传感器，对购买胎压传感器的客户赠送指定型号的 TPMS 系统诊断匹配工具，因此 2017-2018 年 TPMS 系统诊断匹配工具的销售单价下降较快，2019 年也已基本稳定。由于美国强制安装胎压传感器开始的较早，平均车龄 10 年以上，假设按每辆车经历 2 个更换周期，美国年均新车销量约 1800 万辆计算，则美国胎压传感器后装市场年需求约 1.44 亿颗，按每颗 90 元计算，每年市场规模达 130 亿元左右。

目前全球参与 TPMS 前装厂商中，Sensata 收购的 Schrader 公司占据了绝大多数市场份额，技术处于领先水平；公司专注 TPMS 后装市场，在后装市场，公司主要竞争对手有 Schrader、为升电装/CUB、huf、hamaton、orange。

表 3: 北美市场主要产品的销售价格和数量的具体情况（价格单位：元/台、元/个；数量单位：台、个）

产品	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	销售价格	销售数量	销售价格	销售数量	销售价格	销售数量	销售价格	销售数量
汽车智能诊断产品	564.19	198747	627.67	312397	522.18	365973	886.01	212013
其中：汽车智能诊断电脑	5293.68	17024	5433.93	28933	6536.44	20113	6932.30	20204
读码卡	12113	181723	137.09	283464	172.43	345860	249.13	191809
TPMS 产品	111.13	501988	120.42	736775	195.09	162345	656.37	22144
其中：TPMS 系统诊断匹配工具	682.03	14927	712.78	33069	947.90	17967	1159.60	11491
胎压传感器	93.63	487061	92.58	703706	101.41	144378	113.56	10653

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4: TPMS 系统相关政策

国家/组织	政策内容
美国	美国公路交通安全管理局（NHTSA）制定了 FMVSS138 法规，要求 2007 年 9 月以后，所有在美国销售的最大设计总质量不超过 4536kg 得四轮乘用车和商用车都必须安装轮胎气压监测系统；美国汽车工程师学会于 2004 年 12 月制定了关于轻型车辆轮胎气压监测系统的 SAE J 2657 标准。
国际标准化组织（ISO）	国际标准化组织（ISO）于 2006 年 3 月制定了有关轮胎气压监测系统的国际标准 ISO 21750:2006。
日本	日本的汽车标准化组织（JASO）制定了一项 TPMS 实车测试方法的技术文件，其技术内容基本是对美国 FMVSS 138 法规的细化。
欧盟	欧盟在 2009 年 7 月立法规定，自 2012 年 11 月 1 日之后，对于未装配 TPMS 的乘用车新车型不予以认证，2014 年 11 月 1 日以后，对于未装配 TPMS 的乘用车不允许销售和注册。
韩国	所有乘用车和总重小于等于 3.5 吨的车辆，必须按照以下时间节点要求安装 TPMS：新车型从 2013 年 1 月 1 日起；所有车型从 2014 年 6 月 30 日起。
联合国	联合国世界车辆法规协调论坛（UN/WP29）发布了 UNR64《关于装有临时备用总成、抵押安全轮胎及/或低压检测系统车辆核准的统一规定》
中国	根据《乘用车轮胎气压检测系统的性能要求和试验方法》规定要求，2019 年 1 月 1 日起，M1 类的汽车被强迫要求安装胎压监测，2020 年 1 月 1 日起，TPMS（胎压监测系统）强制安装法规开始执行，我国生产的所有车辆都必须安装直接式或间接式 TPMS 系统。

资料来源：智研咨询，中国银河证券研究院整理

表 5: TPMS 主要参与者

对应项目	公司（TPMS）	Schrader（Performance Sensing）	CUB（汽车安全件及系统）	保隆科技（TPMS）	万通智控（TPMS）
2018 收入规模	1.43 亿元	约 183 亿元	约 4.4 亿	5.48 亿元	0.27 亿元
收入三年复合增长率	94.11%	约 4.69%	约 7.10%	35.84%	-13.40%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

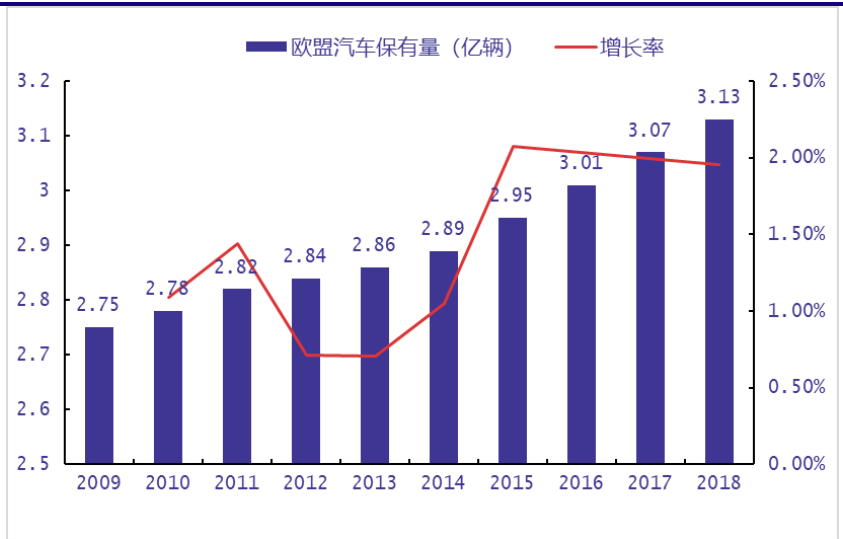
软件升级服务业务将持续受益于续费渗透率的提升。从 2013 年四季度开始，面向免费软件升级期届满后的境外产品用户，公司开始收取软件升级服务费用。根据 ACA 细分统计，全美国在 2017 年共有 89.65 万汽修技术工人从事汽车维修行业，同时 2017 年美国共有通用型修车厂 8.02 万个，独立车体维修厂 3.46 万，专业维修厂 0.67 万个，经销厂商 1.68 万个，轮胎经销厂商 2.00 万个。美国独立维修机构对通用型诊断分析产品需求较强，平均每个维修店有 3-4 台通用型设备，平均每台通用型设备每月可检修约 30 台车辆，设备更新意向周期多在两至三年左右，软件升级频率多在 1 年左右。

那么如果假设公司每年活跃的汽车智能诊断电脑数量为 4 万台左右，续费价格平均 0.6 万/年，则在北美地区的软件升级服务年收入空间为 2.4 亿左右，目前的续费渗透率还有很大提升空间。

（二）欧洲地区市场格局较为分散，各项业务均处于持续拓展阶段

欧洲汽车保有量和消费者需求与美国相比仍有一定的上升空间，总体规模大于美国市场但相对分散。根据 ACEA（欧洲汽车制造协会）统计，2018 年欧盟汽车保有量达到 3.13 亿辆，近几年增速维持在 2% 左右，同时 2018 年欧盟乘用车的车龄平均已接近 11 年。

图 3：2009-2018 年欧盟汽车保有量及趋势



资料来源：ACEA，中国银河证券研究院整理

欧洲汽车后市场的发展阶段与美国市场较为相近，也是以独立维修厂、通用配件为主体。2018 年汽配维修市场的独立维修厂占据全部市场的 62%，4S 店占 38%。个别平均车龄偏大的国家其独立维修厂份额还会更高一些。据 Markets and Markets 咨询公司数据，2018 年欧洲汽车诊断分析产品市场规模约 19.37 亿美元。

欧洲市场由于区域相对分散，无论是经销商还是诊断产品市场集中度都不高，市场参与者相对较多，公司主要竞争对手包括博世公司、意大利 TEXA、德国 Gutmann、元征科技等。公司在欧洲市场处于持续发展阶段，产品知名度逐年提升，销售渠道不断的扩大渗透，公司欧洲区域有经销商超 100 余个，初步覆盖 42 个国家。

表 6：欧洲地区销售的主要产品情况（单位：万元）

产品	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比	金额	同比
汽车智能诊断产品	4368.26	-	7867.99	16.6%	6748.60	39.1%	4851.77	-
其中：汽车智能诊断电脑	4208.77	-	7,315.31	27.7%	5,726.79	45.9%	3,924.12	-

读码卡	159.49	-	552.67	-45.9%	1,021.81	10.2%	927.65	-
TPMS 产品	1,644.22	-	2,960.95	11.1%	2,665.87	83.5%	1,452.80	-
其中: TPMS 系统 诊断匹配工具	122.46	-	337.78	-30.2%	483.76	119.3%	220.60	-
胎压传感器	1,521.76	-	2,623.17	20.2%	2,182.12	77.1%	1,232.20	-
软件升级服务	1,003.82	-	1,421.74	32.1%	1,076.35	68.2%	640.03	-
其他	810.12	-	1,259.3	184.3%	442.96	22.6%	361.20	-
汽车电子业务合计	7,826.42	-	13,510.03	23.6%	10,933.79	49.7%	7,305.80	-

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

从欧洲地区的分产品收入来看,2016-2018年公司汽车智能诊断电脑、胎压传感器及软件升级服务收入均呈现稳步增长趋势,欧洲地区各项业务均处于持续拓展阶段。结合销售价格和数量来看,汽车智能诊断电脑2016-2018年的销售数量持续快速增长,销售价格略有波动,反映欧洲地区市场需求较好,公司市场开拓成效显著。平均价格波动主要是产品结构因素的影响,2017年销售价格上升是因为在欧洲市场销售的高端机型MS908P和MS908的数量和占比提高;2018年之后销售价格呈下降趋势,一方面系低端机型MaxiCheck MX808机型的销量及占比增加,另一方面系电商客户自2017年底进入欧洲市场,使得欧洲市场线上销售价格下降。

相比北美地区,欧洲地区TPMS后装市场需求尚未完全释放,有望迎来高速增长期。欧洲从2012年11月开始强制新车安装胎压传感器,一般更换周期为5年,因此2018年开始后装市场需求才逐渐释放。公司从2018年开始在欧洲市场进行大力推广,对购买胎压传感器的客户赠送指定型号的TPMS系统诊断匹配工具,胎压传感器销量持续快速增长,且价格持稳。预期2023年后欧洲TPMS后装市场需求可以较为充分地释放,欧洲平均车龄也在10年以上,假设按每辆车经历2个更换周期,欧洲年均新车销量约1500万辆计算,则欧洲胎压传感器后装市场年需求约1.2亿颗,按每颗90元计算,每年市场规模达108亿元左右。

由于汽车智能诊断电脑销量持续增长,公司软件升级服务将持续受益于公司汽车智能诊断电脑保有量及续费渗透率的提升,可类比北美地区的估算。

表7: 欧洲市场主要产品的销售价格和数量的具体情况(价格单位:元/台、元/个;数量单位:台、个)

产品	2019年1-6月		2018年		2017年		2016年	
	销售价格	销售数量	销售价格	销售数量	销售价格	销售数量	销售价格	销售数量
汽车智能诊断产品	4499.65	9708	4090.88	19233	3082.26	21895	2324.42	20873
其中: 汽车智能诊断电脑	5718.44	7360	6279.78	11649	6954.21	8235	6481.86	6054
读码卡	679.26	2348	728.74	7584	748.03	13660	625.99	14819
TPMS 产品	97.36	168888	105.46	280774	112.45	237067	116.98	124197
其中: TPMS 系统 诊断匹配工具	216.17	5665	495.86	6812	1689.68	2863	1376.17	1603
胎压传感器	93.23	163223	95.75	273962	93.17	234204	100.51	122594

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

(三) 新兴市场发展空间广阔,有望持续增长,2020年业绩增长贡献突出

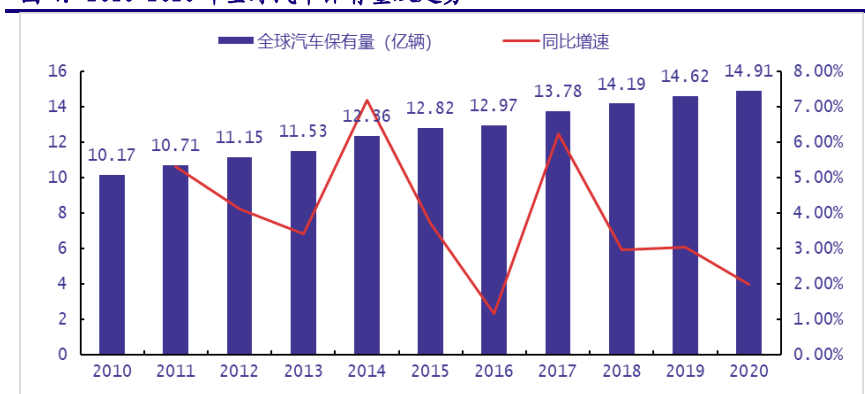
一般来说,汽车保有量与平均车龄的增长是汽车后市场增长的核心驱动因素。一般车辆进入维修期的车龄是3-3.5年,车龄超过此阶段则将带来后期维修保养的需求。全球汽车保有量持续增长,从2010年的10.2亿辆,2020年增长至14.9亿辆。除北美欧洲这类发达地区之外,一些新兴市场由于居住条件、基础设施、政策等因素也拥有较大的人均汽车保有量与较高的平均车龄。比如南美洲的巴西,2007年平均车龄已达9.2年;亚洲的日本,2016年平均车龄已达8.4年;沙特是海湾地区最大的二手车市场。

表8: 全球主要国家千人汽车拥有量(单位:辆,美元)

排行	国家	千人拥有量	人均 GDP
1	美国	837	62600
2	澳大利亚	747	57300
3	意大利	695	34300
4	加拿大	670	46100
5	日本	591	39300
6	德国	589	48670
7	英国	579	42500
8	法国	569	41500
9	马来西亚	433	11200
10	俄罗斯	373	11300
11	巴西	350	8921
12	墨西哥	297	9698
13	沙特	209	23200
14	土耳其	199	9311
15	伊朗	178	5258
16	南非	174	6340
17	中国	173	9201
18	印度尼西亚	87	3894
19	尼日利亚	64	2028
20	印度	22	2016

资料来源：世界银行，中国银河证券研究院整理

图 4：2010-2020 年全球汽车保有量及趋势



资料来源：OICA，中国银河证券研究院整理

公司在巩固和扩大原有区域（美国、欧洲）市场份额的同时，不断向中国、南美、亚太、中东等新兴市场拓展，境外其他地区（包括跨境电商、南美、亚太、印度、中东、非洲等）的收入 2016-2020 年持续快速增长，分别同比增长 58.61%、25.13%、31.54%、56.99%。2020 年，公司新兴市场地区收入增长亮眼，其他地区（主要是新兴市场及电商渠道）营业收入快速增长，实现收入 4.67 亿，同比增长 56.99%，主要是因为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。

同时，2020 年在疫情背景下，公司全面推动全球数字营销建设，在北美市场率先启动远程培训、线上产品展示、短视频维修案例等系列营销活动，北美市场得以快速恢复，月度销售收入屡创历史新高，第三代汽车智能诊断维修系统 Maxisys Ultra 产品出现供不应求局面。同时，在国内市场，公司紧抓直播契机，首开行业直播带货的数字营销先河。

表 9：公司分地区收入增长情况（单位：万元）

地区	2020 年		2019 年		2018 年		2017 年	
	收入	同比	收入	同比	收入	同比	收入	同比
中国境内	18,255.21	14.66%	15,920.56	-0.70%	16,032.02	46.54%	10,940.34	41.28%
中国境外								
其中：北美	69,727.23	31.20%	53,144.38	44.20%	36,853.74	16.21%	31,713.02	-0.27%
欧洲	21,536.96	12.16%	19,202.07	42.13%	13,510.03	23.56%	10,933.99	49.66%
境外其他	46,675.73	56.99%	29,731.19	31.54%	22,601.67	25.13%	18,062.37	58.61%

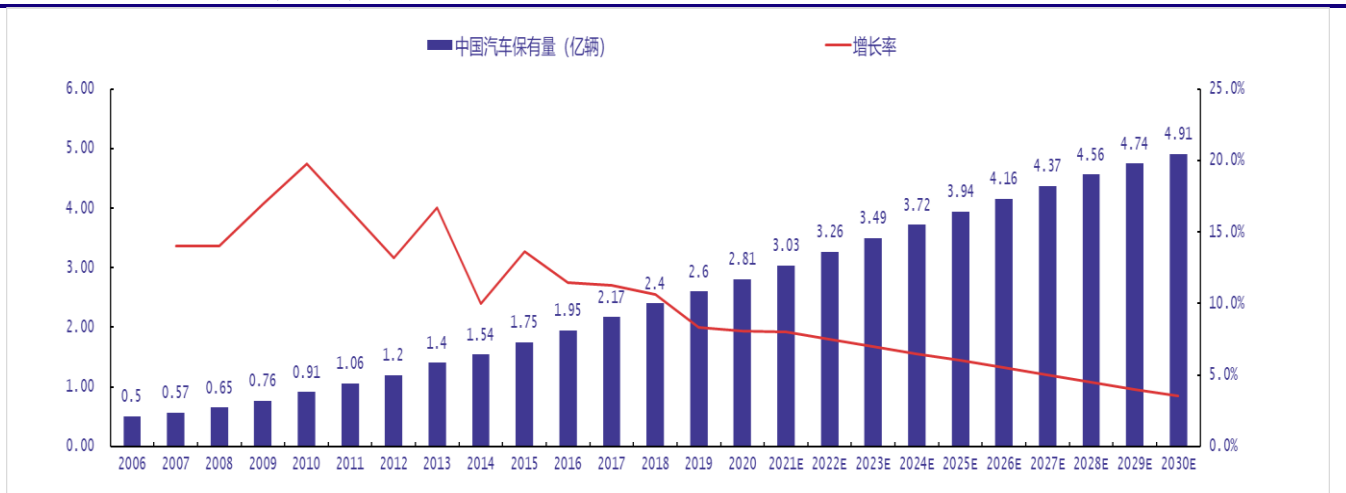
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

三、驱动力之二问：国内汽车后市场处于转型升级期，需求何时爆发？

（一）独立维修厂的市占率有望不断提升，通用诊断设备需求增长在 2025 年后有望加速

中国汽车市场发展时间较短，还非常年轻，私家车从 2000 年才开始进入中国家庭，汽车保有量持续增长。汽车年销量历经了 2000-2017 年的高速发展阶段，由年销量 209 万辆增长到 2888 万辆，之后基本上在 2500-2800 万的区间波动。2019 年中国汽车平均车龄接近 5 年，仍然比较年轻，因此报废率小，使得中国汽车保有量增速也高于全球，2008-2015 年保有量的增速均保持在 10-20%，近 5 年增速在 8-12% 左右，2020 年我国汽车保有量已达到 2.81 亿。假设汽车保有量年复合增长率为 7%，则到 2025 年汽车保有量有望达到 3.94 亿。汽车后市场持续保持高速增长，2018 年增速高达 20.3%，行业规模达到 1.29 万亿元水平，并将继续保持高速增长态势。

图 5：预测 2006-2030 年中国汽车保有量及趋势



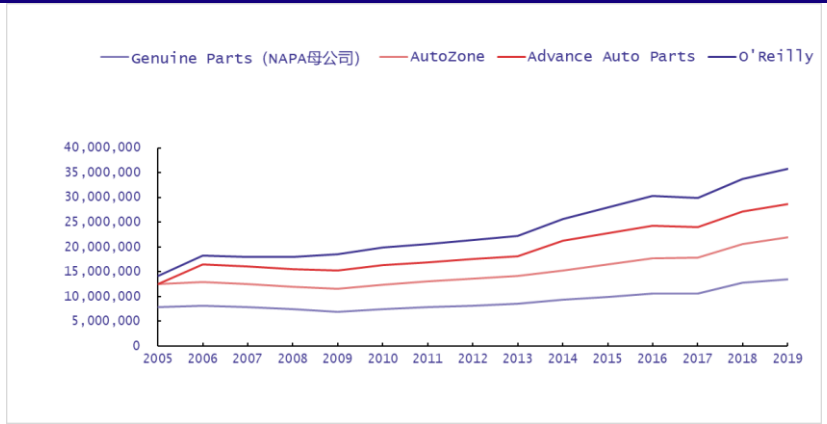
资料来源：中汽协，中国银河证券研究院整理

中国汽车维修市场仍是以 4S 店（授权经销商）为主体的格局，2019 年市场份额占 73%。独立维修厂业态不发达主要是两方面的原因：1、目前我国平均车龄仍年轻，且车龄构成中有 31% 的车龄在 3 年以内，这类车仍然在厂家质保期内，通常会选择 4S 店进行维修，一般来说车龄在 10 年以上的更倾向选择价格低廉的独立维修厂；2、历史条件和政策原因，4S 店在过去长时间里处于垄断经营，垄断原厂配件和原厂授权维修，直至 2015 年《关于促进汽车维修业转型升级、提高服务质量的指导意见》打破了垄断，非 4S 店也能获取到一样的原厂配件和汽车维修信息。但是独立维修厂由于长时间的发展受制，整体技术和服务水平较弱，配件物流体系和供应链建设尚不完善。

平均车龄是驱动独立维修厂发展的关键因素。以美国发展史为鉴，汽车车龄达到 10 年以上对独立维修厂的需求会大幅增加。因为此时车辆的残值已经不高，车主通常不会去服务好但价格高的 4S 店，而更倾向选择性价比高的独立维修店。根据 IHS Markit 数据，2002 年美国轻型车平均车龄已达到 9.8 年，在 2002-2007 年期间平均车龄增长了 3.5% 至 10.14 年，2008-2013 年期间是平均车龄大幅提升阶段，平均车龄增长了 12.2% 至 11.38 年，车龄超过 12 年的车辆数量增长了 20% 以上。而 2008-2013 年恰恰是美国独立连锁汽修企业崛起的期间，美

国四大汽配连锁公司 Genuine Parts (NAPA 母公司)、AutoZone、O'Reilly、Advance Auto Parts 从 2009 年开始营收加速增长，逐步成长为行业巨头。

图 6: 2005-2019 年美国四大汽配连锁公司营业收入走势 (单位: 万人民币)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

中国平均车龄向老龄化发展。2018 年中国车龄构成中, 车龄在 3 年以内的约占 34%, 车龄 4-5 年的约占 19%, 车龄 5-10 年的约占 35%, 车龄 10 年以上的约占 12%。随着时间的推移, 车龄 10 年以上的占比会越来越高, 按新车年销量 2800 万辆估算, 到 2025 年, 车龄 10 年以上的车占比预计可以达到 40% 以上, 这将大大增加独立维修厂的业务需求, 独立维修厂的市占率有望不断提升。

另一方面, 汽修行业向整合升级的方向发展, 对诊断设备的需求和诊断功能的要求不断增长, 市场发展潜力较大且处于持续增长状态。目前中国汽车保有量与美国的相当, 而修理厂数量、从业人员数量均为美国的 3-4 倍, 据工商管理部门统计数据显示, 2018 年国内修理厂的数量总计约 44 万家, 从业人员近 400 万人, 主要是由于中国汽车维修机构的发展程度较低, 许多维修厂和从业人员还不具备汽车电子化、集中化的维修设备和能力。随着政府反垄断力度的加强、市场机制的渗透, 4S 店有大规模转型或者兼并, 朝着品牌连锁店发展的趋势, 同时独立连锁汽修企业正快速成长。同时, 近些年市场上的新车型层出不穷, 新品发布频率明显加快, 加上一些高端车型的功能开发难度较大, 对诊断设备的需求和诊断功能的要求不断增长, 汽车诊断市场已从一二线城市逐步向三四线城市和县镇维修市场渗透。

(二) 公司在中国市场布局已初具规模

公司在国内目前已与上百家经销商客户建立合作, 销售网络已初步涉足全国各省市自治区, 在全国一、二线城市有较高的知名度。2018 年公司国内汽车综合诊断产品销售额已达 1.40 亿元, 2016-2018 年国内营收复合增长率达 43.89%, 2020 年中国境内营收同比增长 14.66%。

TPMS 方面, 我国自 2020 年 1 月 1 日起强制新车安装胎压传感器, 一般更换周期为 5 年, 预计 2025 年开始后装市场需求才逐渐释放。

在国内市场, 公司主要竞争者是元征科技, 主要在汽车智能诊断市场。根据相关数据, 中国境内 18 个月内活跃的汽车智能诊断电脑数量约为 13 万台, 相对庞大的汽车保有量来说仍有较大渗透空间。公司汽车智能诊断电脑国内销量 2018 年首次突破 3 万台, 2019 年上半年已突破 2 万台, 公司在中国市场的布局已初具规模。

表 10: 中国地区销售的主要产品情况 (单位: 万元)

产品	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比	金额	同比
汽车智能诊断产品	7633.97	-	14049.45	28.1%	10966.72	55.1%	7070.53	-
其中: 汽车智能诊断电脑	7633.97	-	14049.45	28.1%	10966.72	55.1%	7070.53	-
读码卡	-	-	-	-	-	-	-	-

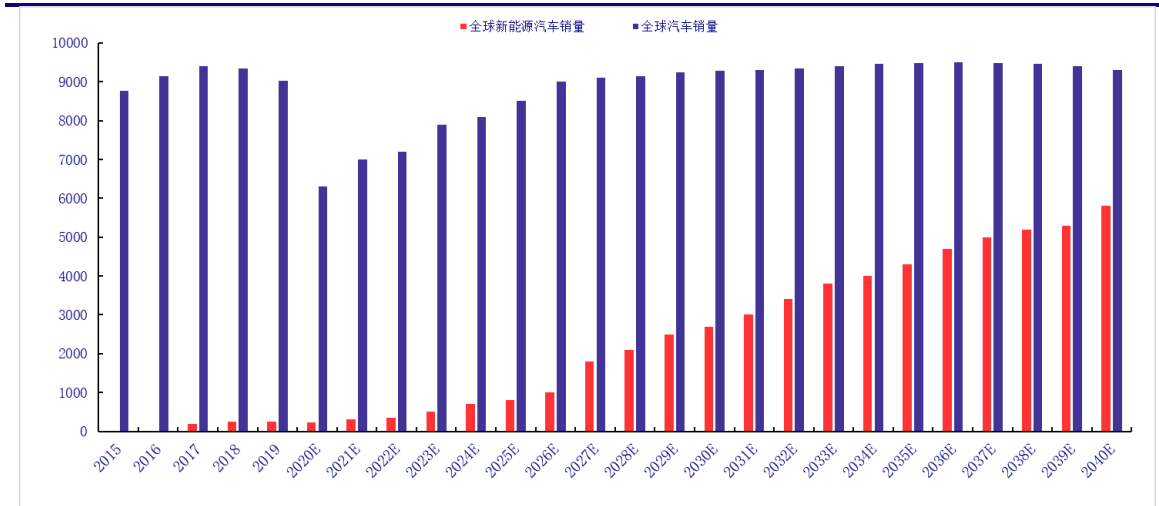
TPMS 产品	65.74	-	1029.89	14.7%	897.52	166.8%	336.35	-
其中: TPMS 系统诊断匹配工具	35.73	-	256.88	-25.0%	342.57	63.6%	209.34	-
胎压传感器	30.01	-	773.00	39.3%	554.95	336.9%	127.02	-
软件升级服务	89.48	-	107.29	-	-	-	-	-
其他	228.14	-	845.39	57.9%	535.23	58.9%	336.91	-
汽车电子业务合计	8017.33	-	16032.02	29.3%	12399.46	60.1%	7743.79	-

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

四、驱动力之三问: 新能源汽车给公司带来机遇还是挑战?

新能源汽车销量增速很快, 但预计保有量占比在 2040 年前依然较小。目前在欧盟地区实际使用的电动车数量约在 140 万辆左右, 欧盟计划到 2030 年新能源汽车保有量达 3000 万辆, 约占整体汽车保有量的比例不到 10%。我们依据全球汽车与新能源车未来每年销量的预测, 估算了全球新能源汽车在 2040 年占保有量的比例约在 25% 左右。

图 7: 预测 2015-2040 年全球汽车与新能源车年销量 (单位: 万辆)



资料来源: Bloomberg NEF, 中国银河证券研究院整理

汽车电动化大势所趋, 整体架构更加简单, 传统的维修保养频率相比燃油车将有所下降, 但并非严格意义上的利润池“缩水”, 而是随价值链的改变进行转移。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, 各类汽车传感器激增, 新能源车仍然对检测诊断分析设备有需求。例如电池系统, 当动力电池故障指示灯亮的时候, 可以通过专业的诊断仪器对电池系统中的电压情况进行检查, 在检查之后, 使用诊断仪器进行车辆故障码的读取, 这样来进行故障原因的分析。充电系统、驱动系统、高压附和系统也可以利用诊断仪器进行检测, 找出故障原因。

公司紧跟新能源汽车趋势, 对新能源车技术、产品储备等进行了前瞻研发布局。公司基于深厚的技术积淀, 通过汽车检测核心技术与新能源电池检测技术相结合, 在新能源车的智能诊断、检测方面初见成果, 还将打造系列智能电池分析系统产品, 例如汽车电池充电器、电池检测仪、应急启动电源、编程稳压电源等价值倍增的产品组合。

表 11: 2020 上半年公司智能电池分析系统研发进展

项目名称	进展或阶段性成果	拟达到目标	技术水平	具体应用前景
汽车蓄电	1、硬件方案已经冻结, 进入批量生产阶段; 2、电池检测核心	汽车蓄电池检测仪系列产品主要功能如下 (不同产品功能组合不同): 1、蓄电池电压和内阻检测, 通过电压和内阻快速判断电池好坏, 并打印测试报告; 2、	与行业主要竞品相比, 主要优势如下: 1、支持图像识别 (如电池铭牌信息)、云服务等高级功能, 业界领先; 2、功能最全	目前行业内电池分析设备功能较单调, 大部分产品仅能支持电池异常检测、启动器异常检测及发电机异常检测功能, 仅美国密特增加了电池注册功能, 但功能不甚完善。公司

池检测仪器	算法取得突破,在检测准确率和坏电池检出率方面达到领先水平;	汽车启动及发电机异常检测; 3、OBD 电池注册功能,能在更换电池后通过注册让车辆 ECU 重新识别新电池,是汽车电池检测、更换的一个完整的解决方案; 4、电池系统读码清码、电池相关的系统诊断和服务功能。	面,电池注册覆盖的车型最多; 3、支持基于电池相关系统/模块的智能诊断,业内首创; 4. 电池算法检测速度快,准确度高,目前优于大部分竞品。	智能电池分析系统集成所有与电池相关的功能项检测,包括电池异常检测、启动机异常检测、发电机异常检测、电池注册、电池系统读码清码、电池相关的系统诊断和服务功能,具备系统级方案解决能力,能够全方位分析和解决汽车启动相关的所有故障。
-------	-------------------------------	--------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

同时,未来随着 ADAS 系统的不断推广和升级发展,公司布局的 ADAS 智能检测标定工具有望迎来快速发展的机遇期。当 ADAS 系统相关组成部分异常或位置偏移时,就需要专用于 ADAS 标定工具进行诊断检测维修,特别是智能校准检测的维修。公司目前的 ADAS 智能检测标定工具已集成 ACC 自适应巡航控制系统标定、LDW 车道偏离警告系统标定、NVS 夜视系统标定、BSD 盲点检测系统标定、AVM 全景监测系统标定、RCW 后部碰撞警示系统标定、HUD 抬头显示系统标定等几大核心功能,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。公司产品把标定工具、诊断软件、标定方法三合一,大大提高了维修效率,使得 ADAS 系统维修变得更简单,更快捷,率先在美国、欧洲等市场推出,得到了客户的高度认可。2019 年公司其他汽车产品营业收入同比增长 80.07%,主要系 ADAS 系列产品增长较快;2020 年 ADAS 产品收入同比增长 36.94%。

五、盈利预测与估值分析

(一) 收入拆分

公司汽车综合诊断产品销售收入 2018-2020 年分别增长 16.03%、22.50%、27.31%,主要是公司在北美市场平稳的基础上持续拓展新的区域市场,北美市场收入贡献平稳,欧洲市场及其他新兴市场增长较快,预计未来三年仍将保持稳健增长的态势。TPMS 产品销售收入 2018-2020 年分别增长 82.64%、49.14%、28.71%,对收入增长的贡献占比持续提升,主要来自于北美及欧洲地区对 TPMS 胎压传感器的后装替换需求逐渐释放,目前需求仍有大幅释放的空间,预计未来三年这块收入仍将保持快速增长。软件升级服务收入 2018-2020 年分别增长 30.73%、43.08%、55.48%,主要来自北美地区长期积累的终端用户数量有一定比例开始付费,欧洲收入体量尚小但也在快速增长,预计未来随着终端用户数量的持续增长及付费比例的上升,这块收入也将保持较快的增长。ADAS 系列产品自 2018 年推出以来,也迅速被市场认可,带动其他汽车产品的收入快速增长(主要来自美欧),2018-2020 年分别增长 73.24%、80.07%、46.13%。

表 12: 公司未来三年收入拆分(万元)

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
汽车综合诊断产品	销售收入(万元)	73,107.71	93,070.63	120,991.82	157,289.36	188,747.24
	增长	22.50%	27.31%	30.00%	30.00%	20.00%
TPMS 产品	销售收入(万元)	21,400.01	27,544.81	42,694.46	61,906.96	92,860.44
	增长	49.14%	28.71%	55.00%	45.00%	50.00%
软件升级服务	销售收入(万元)	13,402.07	20,837.84	32,298.65	46,833.05	63,224.61
	增长	43.08%	55.48%	55.00%	45.00%	35.00%
其他汽车产品(包含 ADAS 标定工具)	销售收入(万元)	10,088.42	14,741.86	25,061.16	38,844.80	58,267.20
	增长	80.07%	46.13%	70.00%	55.00%	50.00%

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

2020 年 8 月公司推出了限制性股票激励计划,本计划在 2020-2023 年的 4 个会计年度中,分年度对公司财务业绩指标进行考核,每个会计年度考核一次。业绩考核目标 A 相当于要求公司当年营业收入或者毛利较上一年度增长 50%,业绩考核目标 B+相当于要求公司当年营业收入或者毛利较上一年度增长 30%,彰显公司的发展信心。本次激励计划预计摊销的总费用为 17883 万元,2020-2024 年分别摊销费用 3105、7824、4098、2111、745 万元。

表 13: 2020 年公司限制性股票激励计划考核目标

归属安排	对应考核年度	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, 中国银河证券研究院整理

(二) 可比估值

我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 6.12、8.40、11.49 亿元, 对应 eps 为 1.36、1.87、2.55 元, 则公司当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 54.1、39.4、28.8。汽车智能化领域的可比公司我们选取了华阳集团、中科创达、德赛西威, 三家可比公司 2021-2023 年一致预测 PE 均值为 72.44、52.93、40.49。

表 14: PE 估值法

2021/6/25			eps (元)				PE			
股票代码	公司名称	股价 (元)	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002906.SZ	华阳集团	31.11	0.39	0.60	0.86	1.12	79.77	51.93	36.37	27.79
300496.SZ	中科创达	136.81	1.08	1.56	2.18	2.94	126.62	87.92	62.71	46.50
002920.SZ	德赛西威	107.80	0.94	1.39	1.81	2.29	114.68	77.48	59.71	47.17
均值							72.44	52.93	40.49	

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

六、投资建议

公司是具有国际竞争力的汽车后市场龙头, 业务由汽车综合诊断产品扩展到 TPMS 产品、ADAS 标定工具及软件云服务, 在最成熟的美国汽车市场与实耐宝、博世同处第一梯队, 并持续向欧洲及新兴地区拓展, 境外收入持续快速增长。中国汽车后市场处于转型升级期, 且平均车龄向老龄化发展给独立维修厂带来发展机会, 国内市场作为公司的战略市场发展潜力巨大。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 6.12、8.40、11.49 亿元, 对应 eps 为 1.36、1.87、2.55 元, 则公司当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 54.1、39.4、28.8, 维持“推荐”评级。

七、风险提示

1、境外经营风险: 公司产品以出口为主, 境外销售已遍及全球超过 50 个国家和地区。如未来我国与上述国家或地区的双边关系发生变化, 或者上述国家或地区的市场环境、行业和对对外贸易政策等发生重大不利变化, 公司在相关国家和地区的日常生活和盈利状况将受到较大不利影响。

2、市场竞争导致公司市场份额和销售价格的下降, 从而导致公司毛利水平和盈利能力的下降的风险。

3、政策法规风险: 美国、欧盟和中国强制安装 TPMS 产品要求的政策, 使 TPMS 市场迎来

了较大的发展机遇。如果未来政策不能持续推行，则对公司经营将带来一定的不利影响。

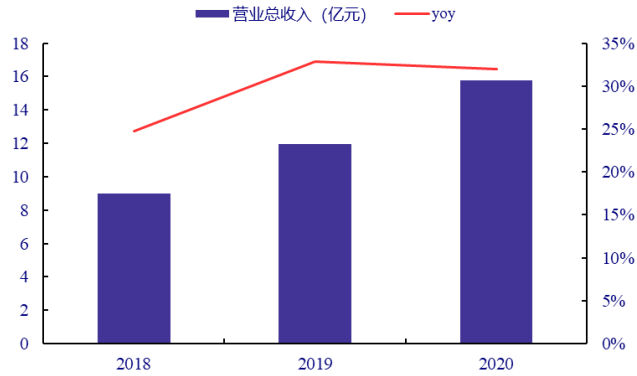
4、汇率风险：由于公司境外收入相对集中，人民币与美元和欧元等结算货币汇率波动将对公司进出口业务的经营业绩造成较大影响。

5、中国市场拓展不及预期的风险。

八、附录

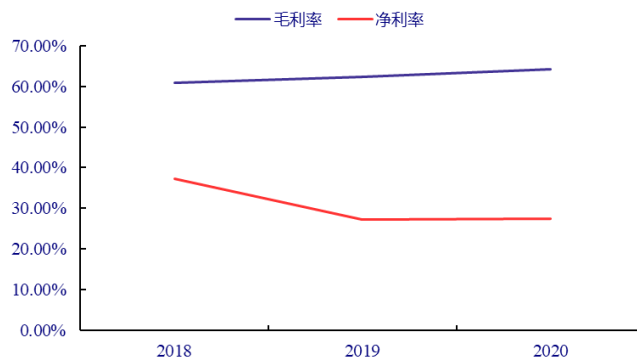
公司整体经营运行状况跟踪

图 8: 营业收入及同比增速



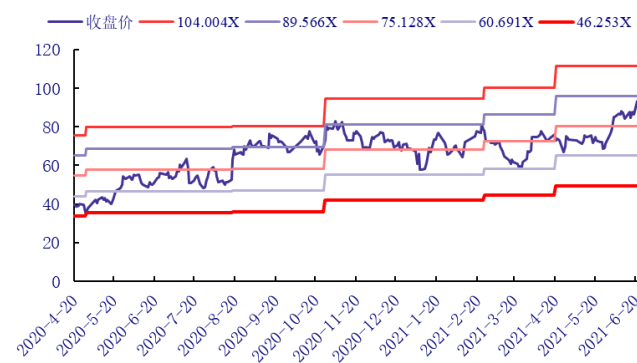
资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

图 10: 毛利率及净利率变动情况



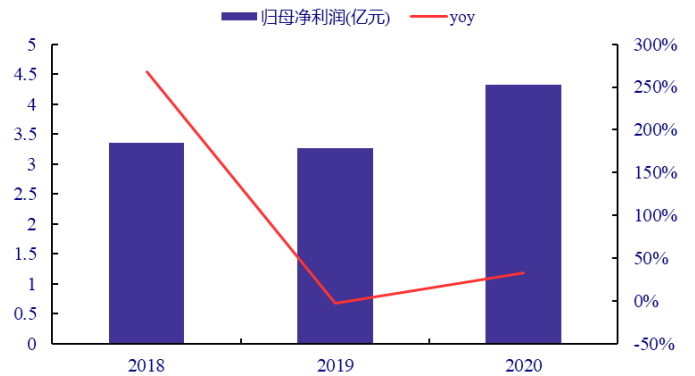
资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

图 12: PE-Bands



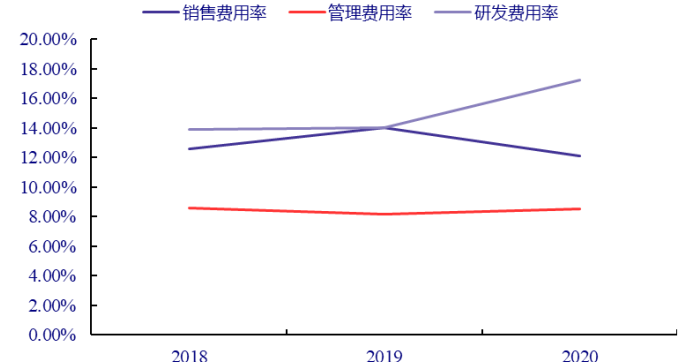
资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

图 9: 归母净利润及同比增速



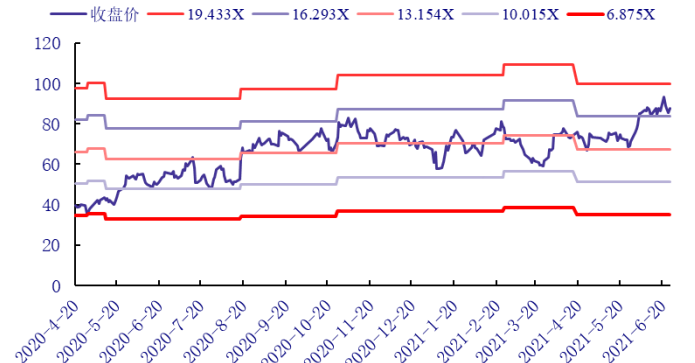
资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

图 11: 期间费用率变动情况



资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

图 13: PB-Bands



资料来源: Wind, 银河证券研究院整理

财务预测表

利润表

单位: 亿元

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15.78	22.10	30.49	40.31
营业成本	5.63	7.87	10.84	14.41
营业税金及附加	0.15	0.26	0.33	0.43
营业费用	1.92	2.65	3.66	4.84
管理费用	1.35	2.21	2.90	3.43
财务费用	0.14	-0.48	-0.59	-0.82
资产减值损失	-0.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.30	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.13	0.18	0.25	0.33
营业利润	4.81	6.23	8.71	11.89
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.54	6.23	8.71	11.89
所得税	0.21	0.11	0.31	0.40
净利润	4.33	6.12	8.40	11.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	4.33	6.12	8.40	11.49
EBITDA	4.52	4.98	6.91	9.41
EPS (元)	0.96	1.36	1.87	2.55

现金流量表

单位: 亿元

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5.70	1.74	6.26	8.19
净利润	4.33	6.12	8.40	11.49
折旧摊销	0.51	0.30	0.24	0.26
财务费用	0.03	-0.48	-0.59	-0.82
投资损失	-0.13	-0.18	-0.25	-0.33
营运资金变动	0.95	-4.00	-1.54	-2.40
其它	0.01	-0.01	0.00	-0.01
投资活动现金流	-9.71	-1.03	-0.61	-0.50
资本支出	-1.62	-1.21	-0.86	-0.83
长期投资	-8.38	0.00	0.00	0.00
其他	0.29	0.18	0.25	0.33
筹资活动现金流	9.11	-0.01	-0.02	-0.02
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.06	-0.01	-0.02	-0.02
其他	9.05	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5.01	0.61	5.54	7.58

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	15.78	22.10	30.49	40.31
EBITDA(亿元)	4.52	4.98	6.91	9.41
收入增长率%	31.94%	40.10%	37.92%	32.22%
净利润(亿元)	4.33	6.12	8.40	11.49
摊薄 EPS(元)	0.96	1.36	1.87	2.55
PE	71.19	54.11	39.43	28.82
EV/EBITDA(X)	65.21	63.64	45.06	32.29
PB	12.17	10.56	8.35	6.48
ROIC	0.15	0.15	0.16	0.17
总资产周转率	0.50	0.60	0.64	0.66

资产负债表

单位: 亿元

	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	26.32	30.64	40.67	53.68
现金	13.51	14.12	19.66	27.24
应收账款	3.19	4.87	6.44	8.51
其它应收款	0.65	0.69	0.99	1.41
预付账款	0.25	0.41	0.63	0.75
存货	4.43	6.20	8.54	11.34
其他	4.30	4.35	4.40	4.44
非流动资产	5.43	6.35	6.97	7.55
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2.29	3.06	3.54	4.16
无形资产	0.45	0.59	0.72	0.76
其他	2.69	2.70	2.71	2.62
资产总计	31.75	36.99	47.64	61.23
流动负债	5.77	5.48	8.43	11.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2.58	2.56	3.55	5.33
其他	3.19	2.92	4.88	6.13
非流动负债	0.65	0.64	0.62	0.60
长期借款	0.06	0.05	0.03	0.01
其他	0.58	0.58	0.58	0.58
负债合计	6.42	6.12	9.05	12.06
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	25.33	31.36	39.67	51.07
负债和股东权益	31.75	37.48	48.72	63.13

主要财务比率

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	31.94%	40.10%	37.92%	32.22%
营业利润	41.04%	29.33%	39.92%	36.47%
归属母公司净利润	32.44%	41.29%	37.24%	36.84%
毛利率	64.30%	64.38%	64.45%	64.26%
净利率	27.45%	27.68%	27.54%	28.51%
ROE	17.10%	19.51%	21.17%	22.50%
ROIC	15.07%	14.66%	16.20%	17.31%
资产负债率	20.22%	16.53%	19.00%	19.69%
净负债比率	25.35%	19.51%	22.82%	23.61%
流动比率	4.56	5.59	4.82	4.68
速动比率	3.70	4.34	3.70	3.61
总资产周转率	0.50	0.60	0.64	0.66
应收帐款周转率	4.95	4.54	4.73	4.74
应付帐款周转率	6.11	8.65	8.59	7.56
每股收益	0.96	1.36	1.87	2.55
每股经营现金	1.27	0.39	1.39	1.82
每股净资产	5.63	6.97	8.81	11.35
P/E	71.19	54.11	39.43	28.82
P/B	12.17	10.56	8.35	6.48
EV/EBITDA	65.21	63.64	45.06	32.29
PS	20.99	14.98	10.86	8.21

插图目录

图 1: 公司主要产品和服务的演进图	1
图 2: 2000-2019 年美国汽车保有量增长趋势	3
图 3: 2009-2018 年欧盟汽车保有量及趋势	5
图 4: 2010-2020 年全球汽车保有量及趋势	7
图 5: 预测 2006-2030 年中国汽车保有量及趋势	8
图 6: 2005-2019 年美国四大汽配连锁公司营业收入走势 (单位: 万人民币)	9
图 7: 预测 2015-2040 年全球汽车与新能源车年销量 (单位: 万辆)	10

表格目录

表 1: 公司四大产品线	1
表 2: 北美地区销售的主要产品情况 (单位: 万元)	3
表 3: 北美市场主要产品的销售价格和数量的具体情况 (价格单位: 元/台、元/个; 数量单位: 台、个)	4
表 4: TPMS 系统相关政策	4
表 5: TPMS 主要参与者	4
表 6: 欧洲地区销售的主要产品情况 (单位: 万元)	5
表 7: 欧洲市场主要产品的销售价格和数量的具体情况 (价格单位: 元/台、元/个; 数量单位: 台、个)	6
表 8: 全球主要国家千人汽车拥有量 (单位: 辆, 美元)	6
表 9: 公司分地区收入增长情况 (单位: 万元)	7
表 10: 中国地区销售的主要产品情况 (单位: 万元)	9
表 11: 2020 上半年公司智能电池分析系统研发进展	10
表 12: 公司未来三年收入拆分 (万元)	11
表 13: 2020 年公司限制性股票激励计划考核目标	12
表 14: PE 估值法	12

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴观靖 TMT/科创板研究负责人

北京大学软件项目管理硕士，10年证券分析从业经验，历任中银国际证券首席分析师，国内大型知名PE机构研究部执行总经理。具备一二级市场经验，长期专注科技公司研究。

邹文倩 计算机/科创板团队分析师

复旦大学金融硕士，复旦大学理学学士；2016年加入中国银河证券研究院；2016年新财富入围团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn