

四维图新 (002405.SZ) 软件行业

评级：增持 维持评级

公司点评

郑宏达

分析师 SAC 执业编号：S1130513080002
(8621)60753908
zhenghd@gjzq.com.cn

赵旭翔

分析师 SAC 执业编号：S1130513050001
(8621)61038323
zhaoux@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号：S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

免费，免费，还是免费；

事件

近日，百度宣布手机导航 App 永久免费，随后高德软件也跟进宣布高德导航 App 免费。百度地图又决定，之前在 IOS、Android 平台购买过百度导航的用户将全部退款。

评论

地图承载的不仅是导航，而是 O2O 生态系统：从今年 BAT 三大巨头的频频动作来看，他们都将本地化 O2O 作为一个重要领域去开拓，地图成为本地 O2O 的底层平台和入口。百度将地图作为包括传统搜索、移动云、国际化在内的四大发展重点，在地图生态圈上投入巨大，且与四维图新加深合作之后，地图质量明显上升，百度地图的用户在迅速扩大，这对高德地图形成了较大的威胁。

高德的烧钱行动取决于阿里的支持：一个软件公司，去和一个本就将免费视为自己基因的互联网巨头直面竞争，我们认为胜出的概率较小，原因在于同样的烧钱，百度即使不在地图上赚钱，也可以通过其他渠道来使流量变现，而高德只有地图。高德的烧钱行动，取决于大股东阿里巴巴的支持力度，而阿里巴巴的支持力度又源于股份占比。不排除未来高德被阿里巴巴完全控股的可能。

四维和高德的业绩下滑有本质区别，未来业绩趋势走向相异：从上半年情况来看，四维业绩的下滑主要原因在于客户诺基亚的颓势影响；高德的业绩下滑原因则是自身战略的改变，使得车载客户流失。明后年，随着诺基亚影响再次减小，新增车载客户新车型的放量，以及日系车销售的恢复，我们可以看到四维业绩的反转。高德，一方面车载客户在流失，另一方面手机业务面临百度强大竞争，又跟着百度采取免费策略，因而业绩的持续下滑趋势概率较大。

乐见四维图新的战略选择和双寡头竞争格局中的优势倾斜：四维一直坚守自身后台提供商的角色。在车载领域，四维向客户提供动态交通信息、车联网、Telematics、辅助驾驶等一系列产品服务，导航地图免费不足以削弱中高端车载客户在一体化导航服务上面的投入；在互联网和移动互联领域，四维已经与客户谈好分成模式（根据用户数和广告，保底基础上的分成），百度导航的免费可以吸引到更多的用户和广告，从而四维可以获得更多分成。

投资建议

维持“增持”评级，目标价位 18.5 元，预测公司 12-13 年每股收益为 0.25 元和 0.3 元。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

调研纪要

■ 关于中报业绩

- 上半年，地图收入占比从 90% 下降到 50%，业务结构在发生变化；综合信息服务，比我们之前测算预想的要好；业绩不好的原因在于，某些车型的切换没有预期到、某些高端车的销量也不好、日系车并没有多大的反弹。

■ 关于互联网和移动互联网

- 我们在移动互联网布局不错，百度地图占第一，第二是高德，第三是搜狗，除了高德，剩下用的都是四维；未来产业链，是不是地图就够了，地图能不能独立赚钱？我们要不要做应用？我们也投入一些公司，观察不具备盈利能力，地图上有布局，应用上以投资做布局。

■ 关于全年业绩预期

- 目前不调整全年业绩预期。需要进一步评估导航地图，两家高端大客户的销量影响很大，去年上半年完成全年 80% 利润，到三季度在看，再决定是否调整全年预期的结果。

■ 关于业务优先级和车联网商业模式

- 短期内能形成大贡献的业务是车联网，紧随其后的是移动互联网和行业应用。车联网商业模式是车厂一次性买单，1-6 年服务作为零部件来采购。

■ 关于与其他巨头的合作

- 巨头都有合作意向和态度。地图，对于百度、腾讯实在太重要。明年可以看到移动互联网客户占前 10 名，分成模式是基于用户数和广告的保底分成，已经谈好；合作模式：1、POI 以我们为准；2、用户反馈要给四维，这是合同谈好的，每年可以拿到 5000 万反馈。由于没有一家公司有资本层面关联，因而我们可以从容的跟所有巨头合作。

■ 关于车联网

- 商用车有 20 万辆车运营，乘用车产品还在上市阶段；中寰控股公司，获得了 2 亿的政府资助项目。

■ 关于投资方向

- 投资方向：1、地图，高精度、室内导航；2、动态交通信息；3、移动互联网应用，公司的内容销售是可以的，应用在探讨。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-02-28	增持	16.22	25.00 ~ 25.00
2	2012-03-07	增持	15.51	26.00 ~ 26.00
3	2012-07-26	增持	10.42	N/A
4	2013-05-12	增持	11.80	N/A
5	2013-06-12	增持	12.95	N/A
6	2013-07-01	增持	13.75	N/A
7	2013-08-20	增持	16.98	N/A

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B