

坚定转型中的国内车联网产业第一股

强烈推荐

⑤ 公司以后装车载导航为主体，向前装导航设备延伸

预计在 2020 年末，国内卫星导航市场的产业规模将达到 4000 亿元人民币。凯立德在后装车载导航以及 PND 终端领域具有绝对领先优势，市场份额均在 70% 以上，凭借强大的品牌影响力和深厚的行业积淀，逐步开始向前装导航市场延伸，在比亚迪与东风风神之后，有望继续获得其他车厂的前装导航地图订单。

⑤ 联姻小米、平安，定位“车联网产业第一股”

凯立德车载导航活跃用户 1800 万之多，加上盗版用户，车载设备实际用户群超过 3000 万；手机导航方面，月度活跃用户量 400-500 万，借助小米手机的支持，未来用户数量过亿难度不大；公司与小米科技合作后，将很有可能利用小米创新优势打造新型智能终端，小米互联网的成長基因及增值服务模式将被大量采用到车联网业务中；公司打造的全国唯一商用车电子地图是商用车联网业务的重要支撑，与中国平安的合作则是布局更加长远的保险车联网业务。可见，凯立德已经在车联网领域进行了全产业链布局，与竞争对手相比具备先发优势，我们将公司定位为“国内车联网产业第一股”，长期看好其在车联网产业中的发展趋势。

⑤ 盈利预测

2014-2016 年，2.10 亿元、2.66 亿元、3.60 亿元，归属股东的净利润分别为 5824 万元、6418 万元、7196 万元。根据公司已经披露的定增预案，公司四轮定向增发将共计增发 2300 万股，按照增发后股本摊薄，未来三年的 EPS 分别为 0.51 元、0.56 元、0.63 元。

⑤ 参考同行业上市公司市值，凯立德估值优势凸显

A 股市场上，与凯立德业务类似的公司是四维图新（002405），市值 156 亿元，对应的 2015 年 PE 78 倍，腾讯收购其股权时的估值是 50 倍。2013 年，高德软件亏损 2537 万美元，2014 年 Q1 亏损 4603 万美元，却能以接近 90 亿元人民币的价格被阿里收购。按照此次增发价 15 元看来，凯立德市值仅 17.2 亿元人民币，对于 2015 年 PE 仅 26.8 倍，具有显著的估值优势。凯立德股权流动性增强之后，有望赢得机构投资者的认可，特别是在车联网产业日益完善、盈利模式日益清晰的背景下，公司的长期投资价值有望被重新认识和挖掘，因此给予公司“强烈推荐”的评级。

⑤ 风险提示

地图导航软件价格下滑；移动互联网盈利模式不确定，难以形成实质性利润贡献；

分析师：张彬
执业证书号：S1490513100002
电话：010- 58566807
邮箱：zhangbin@hrsec.com.cn

目 录

导语:	4
一、凯立德——国内汽车导航领域的领先者	4
二、导航软件是公司的传统业务	5
1、行业分析: 国内车载前装导航渗透率低, 未来市场前景广阔	5
2、凯立德在后装导航及 PND 市场占绝对优势, 开始向前装市场延伸	6
三、凯立德导航的核心竞争优势: 技术、渠道与海量用户	8
1、产品战略——以后装导航软件为主体, 向前装导航及便携式终端延伸	8
2、线上线下多重渠道拉动公司业务发展	9
3、车载端和移动端: 公司积累了数以千万的用户群体	10
四、车联网是移动互联的重要分支, 成长空间巨大	10
1、车联网产业发展的物质基础已经具备	10
2、车联网产业链较长, 地图厂商最重要	11
五、凯立德牵手小米平安, 瞄准乘用车和保险车联网	12
1、地图产业格局变化, 凯立德价值凸显引关注	12
2、联姻小米, 互惠互利布局乘用车车联网	13
3、牵手平安, 重在布局“保险车联网”	14
4、凯立德核心竞争优势——“车联网”全产业链布局	15
5、总结: 凯立德汇聚各方资源, 定位“国内车联网第一股”	17
六、公司未来两年经营情况的分析	18
七、盈利预测、估值和投资建议	18
1、盈利预测	18
2、车联网业务快速发展下, 公司估值优势凸显	19
八、风险提示	20
九、特别提示	20

图表目录

图表 1: 公司近年来业务收入及净利润增长情况 (万元)	4
图表 2: 公司各类业务收入所占比重	4
图表 3: 凯立德公司各项业务的发展战略	5
图表 4: 我国前装导航渗透率低	5
图表 5: 公司各类业务收入所占比重	5
图表 6: 全国乘用车销售量 (单位: 万辆)	6
图表 7: 2013 年中国车载前装导航地图市场份额	7
图表 8: 2013 年中国车载后装导航地图市场份额	7
图表 9: 2013 年中国 PND 导航地图市场份额	7
图表 10: 凯立德公司 PND 导航设备	7
图表 11: 公司导航终端已上市产品列示	8
图表 12: 凯立德导航软件收入及毛利率 (万元)	8
图表 13: 凯立德地图的技术特点	8
图表 14: 凯立德公司电商渠道销售的硬件产品	9
图表 15: 凯立德国内布局的销售渠道	9
图表 16: 车联网发展的物质基础	10
图表 17: 车联网的技术构架	10
图表 18: 车联网的产业链结构	11
图表 19: 地图产业发生的收购事件	12
图表 20: 凯立德与小米合作的各自优势	13
图表 21: 保险车联网的合作模式	15
图表 22: 凯立德已经开始了车联网领域服务内容的布局	16
图表 23: 凯立德在车联网产业链各个环节均有布局	16
图表 24: 凯立德发展车联网产业的主要资源	17
图表 25: 凯立德公司收入预测 (单位: 万元)	19
图表 26: 凯立德公司的估值参考	19

导语:

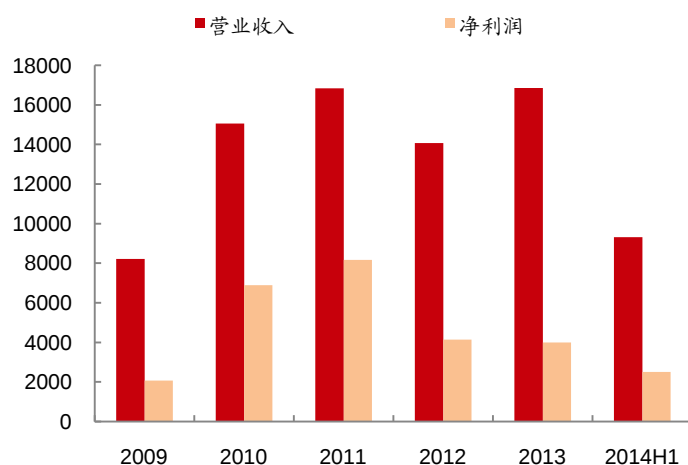
车载导航，是利用车载 GPS、北斗等全球定位系统配合电子地图来进行路线指引，它能方便且准确地告诉驾驶者去往目的地的最短或者最快路径，是驾驶员的好帮手。凯立德已经在车载后装导航领域深耕多年，市场占有率领先，2013 年以来公司又开始开拓便携式导航设备与行车记录仪等硬件市场，2014 年，与小米的合作，可以看做是凯立德布局车联网的重要举措。

一、凯立德——国内汽车导航领域的领先者

深圳市凯立德科技股份有限公司是国内领先的电子地图、导航系统和动态位置服务的提供商，经过多年发展，凯立德凭借自主创新的核心技术优势，已经成长为中国 GPS 导航地图软件第一品牌。

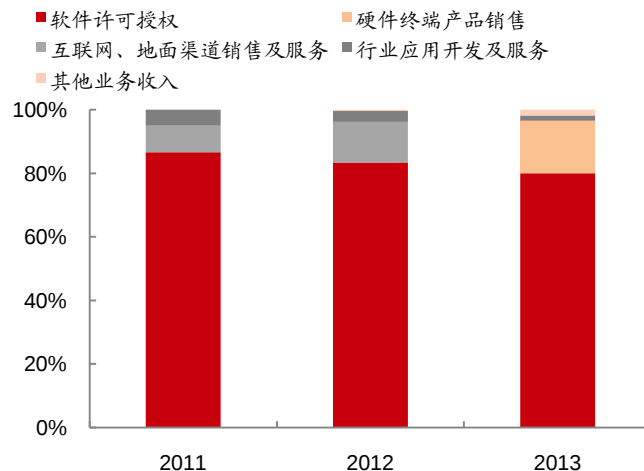
公司产品系列包括以“凯立德”冠名的导航电子地图、导航软件、便携式导航设备（PND）、互联网地图，以及基于移动位置服务平台的各类延伸产品，其客户群体包括汽车制造厂商、汽车电子厂商、便携导航设备厂商、电信运营商等制造及服务类厂商，以及智能终端的普通持有者。

图表 1：公司近年来业务收入及净利润增长情况（万元）



数据来源：公司数据，华融证券整理

图表 2：公司各类业务收入所占比重



数据来源：公司数据，华融证券整理

图表3：凯立德公司各项业务的发展战略



数据来源：公司资料

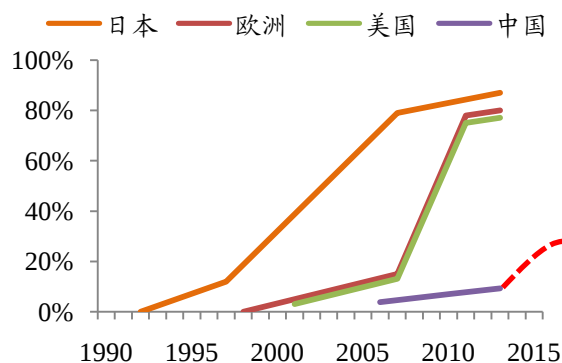
二、导航软件是公司的传统业务

1、行业分析：国内车载前装导航渗透率低，未来市场前景广阔

产业研究机构的数据表明，预计在 2020 年末，全球卫星导航行业的产值有望突破 2200 亿美元，而国内卫星导航市场的产业规模也将在北斗系统和 GPS 系统的带动下，达到 4000 亿元人民币左右。

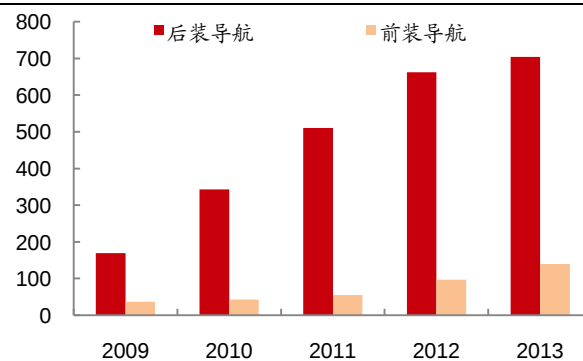
在中国大陆，前装车载导航渗透率在 2006 年不足 4%，通过 7 年的缓慢增长，到 2013 年仅为 9.28%；截至 2014 年 Q1，渗透率首次超过 10%，按照国外成熟市场发展的历史轨迹来看，我国前装导航渗透率逐渐逼近快速增长拐点。

图表4：我国前装导航渗透率低



数据来源：公司数据，华融证券整理

图表5：公司各类业务收入所占比重

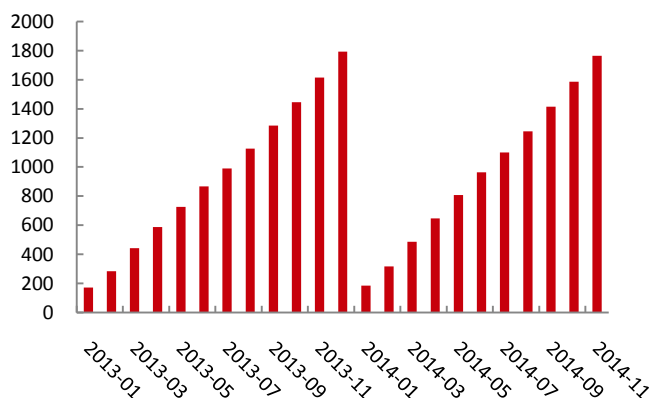


数据来源：公司数据，华融证券整理

对于车载导航产业的未来发展状况，我们作出比较乐观的判断，认为前装车市场快速增长的状态正式开启，后装导航的出货量还将继续提升，且后装市场向前装市场转移将成为行业发展的趋势。具体原因包括以下几个方面：

第一、我国乘用车产出量与保有量有望继续快速增长，特别是中高端乘用车的增长速度快于乘用车平均增速；第二，中国城镇化速度逐步加快，基础设施投资力度逐步加强，带来了城市道路交通面貌的巨变，这也带来了车载导航设备的客观需求；第三，从导航系统的安装方式方面讲，车载前装导航无需后续车辆改造，使用较为方便，且成本与价格正在逐步降低，逐渐成为了中高端车型的标配。而对于中低端配置的乘用车而言，大都没有导航系统的标配，这就为后装导航及 PND 设备提供了发展的机会。

图表 6：全国乘用车销售量（单位：万辆）



数据来源：中汽协

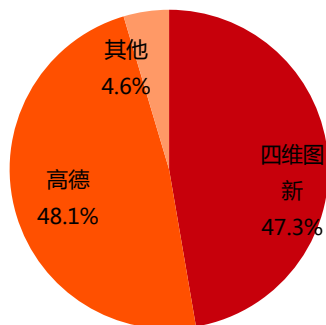
2、凯立德在后装导航及 PND 市场占绝对优势，开始向前装市场延伸

从上面的数据可以看到，目前汽车后装导航系统的出货量是前装市场的 5 倍左右，凯立德经过多年耕耘，在后装导航领域具备显著的领先优势。

从导航软件的市占率布局看，三家地图厂商占据了不同的市场区间。在前装市场上，高德地图与四维图新合计占据 95% 以上的份额，双寡头垄断的格局已经形成；而在后装地图领域，凯立德公司一家独大，占据 70% 以上的份额，因此我们认为，凯立德在后装导航市场上，有着不可撼动的领先优势。

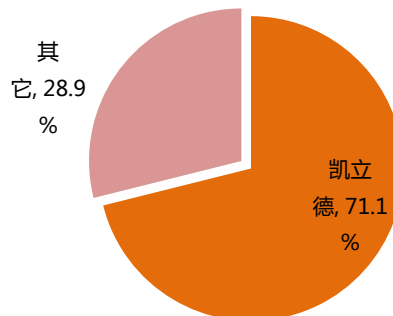
在 PND 便携导航设备市场，凯立德地图软件以接近 70% 的市占率领先于国内其他厂商。

图表 7: 2013 年中国车载前装导航地图市场份额



数据来源: CCID

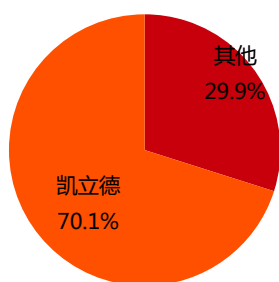
图表 8: 2013 年中国车载后装导航地图市场份额



数据来源: CCID

统计数据显示,我国每年新增乘用车出货量 1800 万辆,其中以四维图新与高德地图为主流厂商的前装导航的出货量是 140 万辆,而以凯立德为主的后装导航地图的出货量约 700 万台,其余还有 400 万台左右的 PND 设备出货量。截止目前,凯立德车载导航的活跃用户约 1800 万户,此外还有大量的盗版软件用户,保守估计,凯立德后装车载导航的用户总量在 3000 万户以上,占据绝对统治地位。

图表 9: 2013 年中国 PND 导航地图市场份额



数据来源: CCID

图表 10: 凯立德公司 PND 导航设备



数据来源: CCID

对于行业未来走势的判断,我们认为,导航软件市场跑马圈地的时期已经过去,由于品牌厂商已经基本绑定了属于自己的下游客户,出于用户使用习惯等方面的考虑,在导航软件不出现显著品质问题的前提下,单一各户更换导航地图的概率较小。因此,我们分析,凯立德在后装导航领域的市场份额继续维持领先的基础上,甚至有望通过铺设自主品牌的硬件销售渠道进一步提升凯立德品牌的影响力,侵蚀其他竞争对手的市场份额。

另外,凯立德已经逐步将导航地图向前装市场渗透:例如,2013 年,公司导航地图已经用在比亚迪汽车的部分前装导航系统中;同时,公司已经通过华为车载导航系统进入到东风汽车公司的风神 AX7 车型的导航地图供应链中;另外,华为已经与长安汽车签订了长期战略合作协议,凯立德也有望通过华为进

入长安汽车的车载前装导航供应链中。抢占前装导航市场份额的好处在于，与后装市场相比，前装导航市场的产品单价较高，约为后装市场单价的 4-5 倍，且订单稳定，单一车型订单持续时间约为 3-5 年。

三、凯立德导航的核心竞争优势：技术、渠道与海量用户

1、产品战略——以后装导航软件为主体，向前装导航及便携式终端延伸

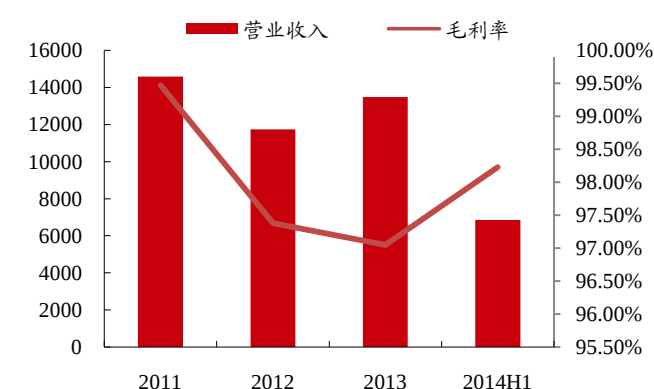
公司卫星导航软件系统同时支持北斗系统和 GPS 系统，与市场上其他厂商的导航系统软件相比，凯立德导航软件能够突破不同操作系统、不同硬件设备的限制，既能够兼容众多软件操作平台，又能够应用于车载嵌入式、PND、手机等不同领域、不同厂商、不同规格的导航硬件，对导航市场形成了多方位的覆盖，为公司品牌塑造、市场地位提升及海量用户积累起到了至关重要的作用。

图表 11：公司导航终端已上市产品列示



数据来源：凯立德招股意向书

图表 12：凯立德导航软件收入及毛利率（万元）



数据来源：公司数据

图表 13：凯立德地图的技术特点

地图数据来源	产品品牌	定位精度	软件特点	技术亮点
甲级测绘资质，自己采集数据，基础数据采集+辅助纠偏	传统的导航厂商，优势在于车载后装导航，客户口碑良好	城市区域内导航信息丰富，导航位置准确，路径规划合理	信息点(兴趣点)多，操作功能多，显示较简单，容易上手	大数据处理和 POI 搜索覆盖面广，资源充实，城市道路及设施检索精度较高

数据来源：华融证券整理

为了在日益激烈的行业竞争中保持份额领先，凯立德凭借强大的品牌影响力和深厚的行业积淀，逐步向产业链中下游延伸，自主研发并销售多款便携式智能终端产品，主要包括便携式导航设备（PND）、行车记录仪、预警仪及各

类配件等汽车消费电子产品。

2、线上线下多重渠道拉动公司业务发展

随着移动互联网及车联网的发展，公司已经凭借多年积累的市场品牌、客户基础和研发实力，采用 OEM 采购的方式进入了汽车消费电子硬件终端市场，从而形成了自主品牌下“地图+软件+硬件+服务”全产业链垂直一体化的商业模式。为了在导航软件与终端产品的市场中维持领先的市场份额，公司采取了线上线下两种销售模式。

➤ 线上电商销售

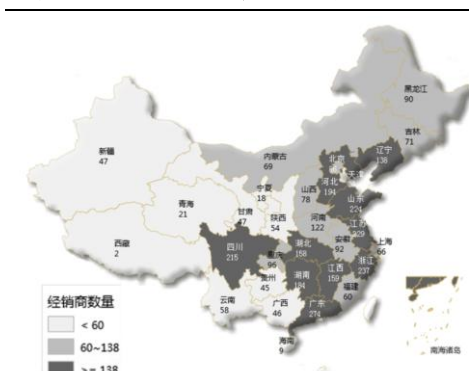
公司线上电商销售主要包括以下 B2C 渠道：天猫旗舰店（www.tmall.com）、京东商城旗舰店（www.jd.com）、凯立德商城（www.careland.com.cn）等。线上电商渠道销售的产品包括：PND、行车记录仪、预警仪及配件，以及软件系统授权卡等。

图表 14：凯立德公司电商渠道销售的硬件产品



数据来源：凯立德招股意向书

图表 15：凯立德国内布局的销售渠道



数据来源：公司数据

➤ 线下渠道销售

截至 2013 年末，公司已建成了 3,222 个覆盖全国地域的售后服务实体终端店。公司实体终端店在销售车载后装导航软件的同时，也为广大用户提供产品升级、业务咨询等服务。

公司下一步计划继续增加实体终端网点的覆盖密度和布局数量，并加快提升实体终端网点的销售能力及服务能力，逐步延伸其销售产品种类及服务内容，并为未来车联网业务地面服务奠定基础。凯立德在全国的渠道网点分布示意图如上图所示。

3、车载端和移动端：公司积累了数以千万的用户群体

从后装导航到前装导航，再到手机导航，以至于延伸到 PND 设备领域，凯立德已经凭借自身产品良好的性价比优势积累了大量的客户群体，跟踪数据显示，公司目前车载导航正版的活跃用户数量约为 1800 万。

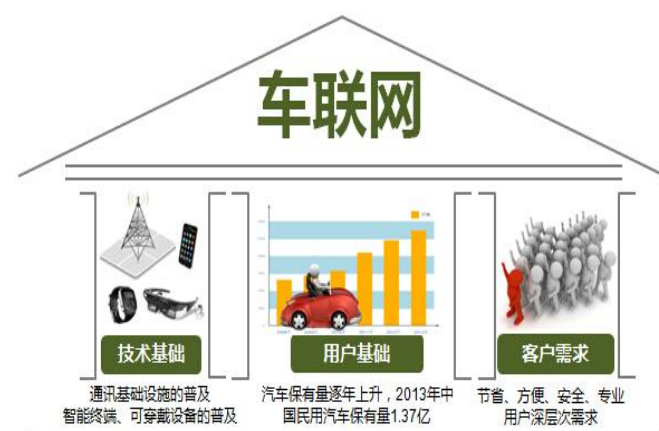
在手机导航方面，百度与高德的手机导航实现对用户端的免费，凯立德对于安卓操作系统的手机用户也实现了全免费，而苹果手机的正版注册费用是 108 元人民币。截至目前，公司手机导航软件的下载量约为 7000 万户，从跟踪的实际情况看，月度活跃用户数量约为 400-500 万之间。

我们认为，对于在移动互联网产业的前行的企业而言，绑定客户就是参与市场竞争的最大资本，随着手机与车载地图软件的大力推广，凯立德公司绑定的客户群体规模将逐步扩大。海量的导航软件用户，为公司后续开展移动互联网增值服务、车联网业务，以及大数据挖掘等增值服务奠定了良好的基础，也是公司区别于竞争对手的核心优势。

四、车联网是移动互联的重要分支，成长空间巨大

1、车联网产业发展的物质基础已经具备

图表 16：车联网发展的物质基础



数据来源：凯立德公司资料，华融证券整理

图表 17：车联网的技术构架



数据来源：凯立德公司资料，华融证券整理

我们分析，车联网产业的发展至少需要具备三个必要条件：其一，从数据采集与传输的角度考虑，需要通信、电子等技术的支撑；第二，从盈利的角度考虑，需要有足够多的用户人群，及用户基础；第三，从市场推广的角度考虑，

需要有满足客户需求的增值业务出现。

从我国国内的现状出发，我们认为车联网发展的物质基础已经逐渐成熟：

首先，3G/4G 移动通信技术快速发展，三大运营商均在尽力扩充自己的用户群体，据测算，2015 年，我国 4G 用户数有望超过 2 亿户，智能终端、可穿戴设备等具备数据通信功能的消费电子产品将进一步提升，这将成为车联网中重要的数据信息源，而新一代的移动通信网络将成为数据传输渠道。

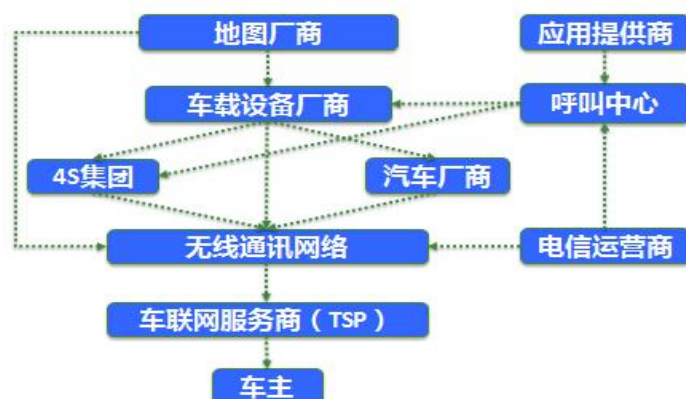
第二，中国已经成为全球重要的汽车消费国，2013 年，我国民用汽车保有量 1.37 亿量，每年的新车销售量接近 2000 万辆，驾驶员对于行车过程中基于位置的数据信息需求逐步提升，这成为车联网产业发展的客观需求。

第三，我国基础设施建设快速发展，城市道路交通改造紧锣密鼓进行，驾驶员对新开及改造道路的熟悉程度不高，而便捷、安全的驾驶体验将成为驾驶员的诉求，以驾驶安全为核心的其他增值服务需求也在提升，这成为车联网产业发展的推动力量。

2、车联网产业链较长，地图厂商最重要

车联网是移动互联网的重要分支，从车联网产业链结构可以看到，地图厂商、导航设备厂商位于产联网的最上游，其重要功能是提供与位置信息相关的导航数据，并为移动互联业务提供位置信息的接口；中游为汽车制造厂、汽车 4S 店，与移动通信运营商，主要负责车联网工具（导航设备）的推广与客户开拓；最下游为车联网终端用户，即消费者。

图表 18：车联网的产业链结构



数据来源：凯立德公司资料，华融证券整理

但是，车联网行业的整个产业链结构比较长，产业链上的环节众多，各个

请务必阅读正文之后的免责声明部分

环节都将在产业链中扮演重要的角色，最终到达用户端。从盈利角度上讲，整个产业链的所有收入均来自于最下游的车主，产业链的各个环节均要在车主支付的收入中分得自己的利润。消费者的支付意愿直接决定车联网的产业规模。但是车联网作为移动互联网的重要分支，其发展一定要以导航地图为依托，因此，最上游的导航地图在整个产业中的意义重大。

尽管现在的车联网仍然很初级，但是当车载系统用户量达到一定量级时，成熟的车联网模式可能也就随之而来了。到那时，车联网的运营模式与盈利模式都将逐步成型，因此，车载系统和车载智能硬件都是非常大的市场，而最终更大的市场则是上百亿级的车联网市场。而在这个过程中，凯立德与小米都将获得自己的利益空间。

五、凯立德牵手小米平安，瞄准乘用和保险车联网

1、地图产业格局变化，凯立德价值凸显引关注

移动互联网发展到今天，导航地图开始扮演越来越重要的角色，一是因为地图是各类生活服务类应用的基础，在移动互联网领域有着“窗口”的价值，二是作为车载导航定位功能，被视为未来车联网的关键技术之一。正因如此，地图导航市场在 2014 年迎来了大规模的股权收购事件。

具体来说，阿里首先以 3500 万美金的价格收购易图通部分股权，成为公司的最大股东，之后又全资收购高德，正式全面杀入导航地图市场。腾讯于今年初以 6000 万的价格全资收购了科菱航睿，之后又以总价 11.73 亿元入股四维图新，占 11.28% 股权。这样，腾讯将四维图新作为了自己的地图商，抢走了百度地图最主要的底层数据提供商。而百度在导航市场也有所建树，在 PC 地图服务积累多年后，2013 年开始拓展导航市场，不声不响地完成对长地万方的全资收购，并且成为其母公司瑞图万方的股东。

图表 19：地图产业发生的收购事件

收购方	被收购方	作价
阿里巴巴	易图通	3500 万美元
阿里巴巴	高德	28% 股权作价 2.94 亿美元，72% 股权作价 11 亿美元
腾讯	科菱航睿	6000 万元人民币
腾讯	四维图新	11.28% 的股权作价 11.73 亿元
百度	长地万方	不详，市场传闻不超过 1 亿元

数据来源：公开资料，华融证券整理

至此，导航地图产业的竞争格局发生显著变化，三家主要的导航地图厂商中，高德、四维图新的背后均有互联网公司的财力物力支持，他们之间在移

动互联网与车联网领域的互利互惠将是行业发展的重要方向，而凯立德作为国内最大的车载导航厂商，其资源的稀缺性与行业地位凸显了出来。

10月9日，凯立德披露定增方案，拟12.00元/股价格发行700万股，预计募资8400万元，发行对象为小米科技有限责任公司全资子公司天津金星投资有限公司，及天津金星的全资子公司天津顺米投资有限公司，而天津金星投资和顺米投资的法人代表均为雷军。小米在最后一刻夺下凯立德算是为自己取得了一张未来车联网市场的门票。

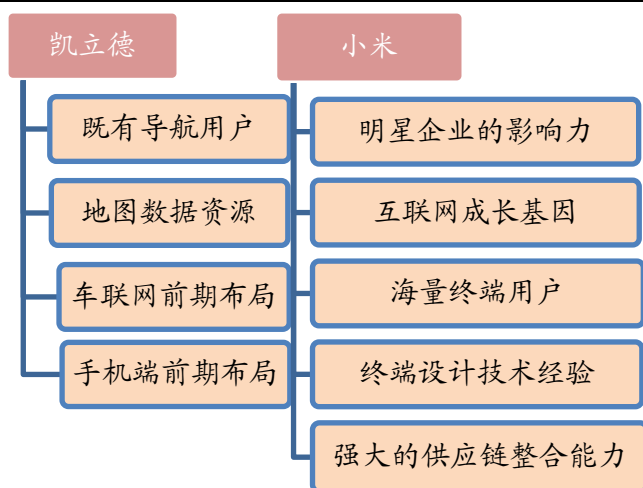
11月27日，凯立德披露，公司拟13.50元/股价格向平安创新资本旗下的杭州海富恒翔股权投资发行700万股股票，预计募资9450万元，用于公司全面推进车联网业务、以及未来大规模拓展保险车联网业务做好资金方面准备。

至此，凯立德牵手小米与平安的合作同盟关系正式建立，“凯立德+小米+平安”的车联网运营模式正式启动。

2、联姻小米，互惠互利布局乘用车联网

结合市场分析，我们认为，与小米科技的合作，对凯立德而言至少具有以下几方面的重要意义：

图表 20：凯立德与小米合作的各自优势



数据来源：华融证券整理

第一，小米在智能终端领域的市占率显著上升，且现在的市场影响力很高，是互联网与IT产业追逐的热点，与小米联姻后，公司的品牌效应大增，有助于其跨界影响力的提升；第二，虽然小米在地图导航市场是零积累，但其基于互联网产业的发展思维和成长基因将是凯立德最宝贵的资源，所以凯立德不仅能保持独立发展，还有可能推动小米的车联网布局；第三，未来小米手机中将植

入凯立德导航软件，凯立德手机地图用户将超亿户，如此大规模的客户群，将使公司成为真正的移动互联网平台型公司；第四，相对于凯立德的导航设备，小米在智能终端领域的布局更加完善，依靠小米在智能硬件上的设计、供应链整合、推广能力，结合凯立德在导航方面的技术和经验优势，双方将很有可能结合开发车载智能终端，成为小米生态链上的一个重要组成部分，有望进一步提升凯立德的车联网用户数量。

综合以上讨论，我们认为，凯立德与小米的联姻，凯立德在导航方面具备了足量 B2C 的发展基础，借助小米的力量壮大 B2C 人群，将是重要发展方向之一。与此同时，数据显示，目前国内汽车保有量在 1.37 亿辆，小米与凯立德的共同发展目标将是建立从车联网到移动互联网的发展路径，而要想在车联网领域跑马圈地，必须提升导航系统的市场占有率，而保有汽车是最重要的一块市场。对此，凯立德未来可能从以下几个方面迅速扩张自己的车联网客户群体：

首先，对于个人客户方面，核心要素是将车载设备增加通信功能。公司目前正在尝试通过为传统车载导航设备安装通信模块的方式将其升级成为带通信功能的导航系统；对带通讯模块的新型车载导航设备，公司目前正在尝试通过赠送流量包的方式增强客户粘性，将此类新客户直接锁定为车联网客户。对于个人车联网用户，凯立德除提供安吉星等前装车联网业务模式的服务内容外，还可提供凯立德地图升级、路况信息、车辆监控等特色服务，同时通过车联网云平台，将车载导航设备与手机端同步，相互协作提升用户体验。

其次，对于商用车方面，在上述车联网服务平台基础上，凯立德已经开发出全国唯一的商用车电子地图，其主要功能是给商用车提供包括限高、限重、限行、转弯弯度、坡度等专用数据。根据《道路运输车动态监督管理办法》规定，12 吨以上的货车未来均需安装卫星定位装置，并配备专职监控人员，这属于国家的强制性规定，未来市场前景非常广阔。凯立德在这一领域早有布局，目前已经与一些物流企业合作开发物流监控平台及终端设备，该项业务未来增速预计将非常明显。

3、牵手平安，重在布局“保险车联网”

保险车联网是近年来汽车电子和保险产业发展的新趋势，是在移动互联网发展大潮下的必然产物和重要分支，长远来看，也是城市智能交通产业的发展方向。保险车联网在对车辆情况和驾驶人员驾驶习惯进行监控和分析的同时，还可以依据保险公司的精算模型，为汽车客户提供个性化的汽车保险解决方案，进而为车主节省千元汽车保险费用。实际上，国外保险与车联网业务的创新融合早已形成成熟的商业模式。2014 年被保险行业人士称为是中国保险车联网元年，在车联网产业中融入保险的概念，开发出针对驾驶员个体的保险产品是未来赢取市场份额的关键，市场空间巨大。今年 5 月，腾讯与中国人保集团已在保险车联网领域开展合作，国内多家厂商也已陆续推出保险车联网相关产品。

据市场人士分析，中国平安亿元注资凯立德，其目的是希望在保险车联网领域开展战略合作。凯立德通过与中国平安的战略合作，可充分发挥自身在车载导航、便携式导航、手机导航、智能交通领域领先的技术和理念，通过对终端采集到的人、车、路、环境等信息和行为的大数据分析，为中国平安车险业务完善车险定价、完善客户跟踪和管理体系、进行精确的客户分类提供重要的基础数据支持，为用户提供车险、维修、保养等全方位的车联网服务，打造一个极具发展潜力的保险车联网平台。

图表 21：保险车联网的合作模式



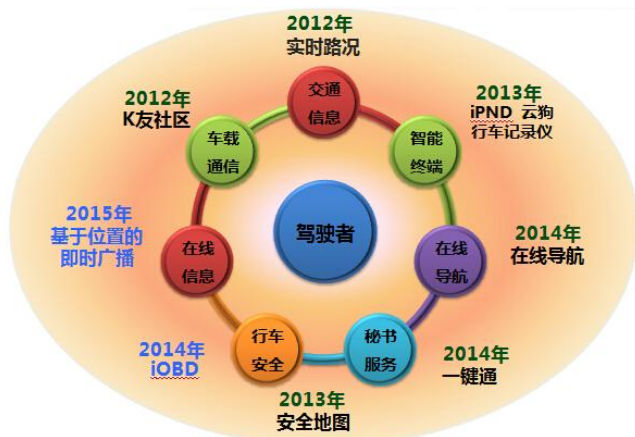
数据来源：互联网资料，华融证券整理

举例来讲，凯立德未来的导航智能终端，将可以部分取代普通意义上车联网中的“ODB 盒子”，记录存储行车中的数据，分析出车辆能耗、故障等车况信息，分析出驾驶者的开车习惯进而提供个性化保险。凯立德积累的客户信息数据资料将成为中国平安车险的甄选客户的重要基础，平安车险将根据凯立德提供的数据资源对客户进行分类和筛选，并制定个性化的车险解决方案，用户的消费体验将有进一步的提升。而对于凯立德而言，与中国平安的结盟，将会是车联网产业发展中的一个重要保障，作为平安车险推广的一个重要渠道，也有望在保险行业中分得属于自己的利润。

4、凯立德核心竞争优势——“车联网”全产业链布局

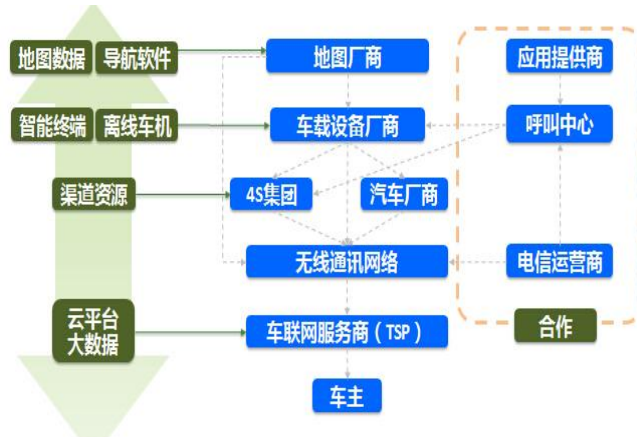
从产品方面讲，自 2012 年开始，公司就形成了以驾驶员为核心的产品体系。凯立德首先在地图导航、实时路况领域不断完善自己的产品性能，其车载导航在后装市场占据领先份额；之后，车载通信产品与硬件智能终端 PND 出台，产品线延伸到硬件设备领域；2014 年，公司的各类增值业务以及基于位置的服务（包括安吉星模式的人工后台秘书服务）初见端倪。至此，公司产品已经涵盖了软件、硬件、增值服务等领域，且基于移动通信网络的数据交换已经在“移动导航”、“K 友社区”等产品中广泛应用。

图表 22：凯立德已经开始了车联网领域服务内容的布局



数据来源：华融证券整理

图表 23：凯立德在车联网产业链各个环节均有布局



数据来源：华融证券整理

回归到车联网产业链结构，我们认为，公司在产业链的各个环节均进行了广阔的布局：

首先，地图数据与导航软件是公司的核心产品，凯立德依此把握了车联网的用户入口，占据了产业链的制高点；

其次，目前，凯立德 PND 等智能终端设备销量增长迅速，未来公司有可能学习“小米模式”，有计划调整其终端的价格换取更大的市场占有率，这将有利于公司绑定自己的客户群体，为后续拓展增值服务奠定基础；

在产业链的中游，公司通过前装导航与后装导航的销售渠道，与汽车 4S 店、汽车维修站点等 3000 余个销售网点建立了联系，且还有电商平台的支撑，是渠道布局最完善的导航设备厂商。借此渠道，公司产品可以更加贴近消费群体，也便于把握客户的直接需求。

最后，作为车联网服务商，公司联姻小米科技，将互联网基因植入到了公司成长轨道中，这为公司车联网增值业务的发展提供了广阔的思路 and 空间。对于来自于客户的实时数据，公司通过建立云平台，利用大数据挖掘等手段发现客户端的潜在需求，作出适合于客户的增值服务产品，精准营销。

总体来说，我们认为，目前，车联网产业链上的大多数公司仅仅是局限于一个或者少数几个环节，而公司的比较优势主要体现在：一是全产业链布局方面，将数据入口、智能终端、销售渠道、内容服务集成在一起，绑定客户群体的同时掌握了产业发展的主动权；二是凯立德品牌在汽车后市场拥有强大的影响力，有利于凯立德车联网的推广；三是凯立德车载设备 3000 万存量用户和每年 700-800 万增量用户基础，因此，我们将其定位成“国内车联网产业第一股”。

5、总结：凯立德汇聚各方资源，定位“国内车联网第一股”

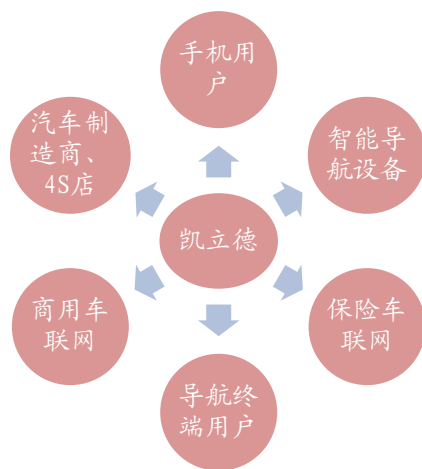
对以上讨论内容，我们总结如下：

首先，凯立德导航的活跃用户有 1800 万之多，此外还有大量盗版用户，因此，车载设备的实际用户群体超过 3000 万；手机导航方面，软件下载量约为 7000 万户，月度活跃用户数量 400-500 万，借助于小米手机的支持，保守估计未来用户数量过亿难度不大；

其次，公司与小米科技合作之后，将很可能利用小米创新优势打造新型智能终端，并向消费者推广，其互联网的成长基因以及增值服务模式将被大量采用到车联网的业务中，盈利模式的想象空间巨大；

第三，公司在车联网产业链中全方位布局，打造的全国唯一的商用车电子地图是商用车联网业务的重要支撑，与中国平安的合作则是布局更加长远的保险车联网业务。

图表 24：凯立德发展车联网产业的主要资源



数据来源：华融证券整理

总之，我们认为，从凯立德公司目前拥有的海量资源以及在车联网全产业链的布局来看，与竞争对手相比已经具备了显著的领先优势，我们将公司定位为“国内车联网产业第一股”，长期看好其在车联网产业中的发展趋势。

六、公司未来两年经营情况的分析

经过调研，我们了解到，公司未来的业务发展方向包含四个方面：

首先，在传统的导航软件方面，未来行业整体能够维持 10%左右的增速，对于凯立德而言，公司将在维持后装导航市场份额的基础上，向前装市场渗透，在比亚迪与东风风神之后，有望继续获得其他车厂的前装导航地图订单。

其次，在 PND 等汽车消费电子设备方便，凯立德近两年销量高速增长，2014 年“双十一”当天的电商销售额超过 1000 万元，更是在所有导航厂商中独占鳌头。与小米合作后，很有可能推出更加先进的智能终端设备，这有助于公司绑定下游客户与扩展客户群体。汽车智能设备将是公司硬件系统的重大突破，也是公司业务的重要发展方向。

第三，手机导航方面，公司计划逐步将自己的导航软件植入到小米手机的系统中，成为其原装的导航软件，但对于终端用户仍然免费使用。以此方式，公司可以迅速扩充自己的手机导航客户资源，将更多的活跃用户连接到自己的服务器系统中。可以说，除了 IOS 的正版用户外，手机导航在短期内难以对于公司贡献更多的利润，但这是公司未来发展移动互联的重要基础。

第四，车联网方面，公司在未来两年都将是大力投入期，预计每年将会有千万级的资金投向车联网领域，主要包括开发客户应用需求及拓展客户群体，探索稳定的经营和盈利模式。以此为基础，公司在乘用车联网、商用车联网、保险车联网等方面的布局已经全面展开，未来车联网业务将会逐渐成为公司收入与利润的主要来源，也是公司利润快速增长的支撑。

综上所述，我们认为，在未来的 1-2 年内，公司主营业务将逐步实现由传统的导航软件企业向车联网以及移动互联网的方向转移，且在车联网与手机导航领域的投入较大，主要以绑定活跃客户群体为主要目标。经过了前期的铺垫，公司成长性将会体现在车联网用户群建立，并形成良好的盈利模式之后，届时，其收入与利润有望实现快速增长，而传统业务导航地图软件与 PND 等汽车消费电子设备仍是公司短期内利润的支撑。现阶段，公司已经开启了车联网与移动互联网的布局，估值水平有望快速提升，并由此带来公司整体市值的提升。

七、盈利预测、估值和投资建议

1、盈利预测

基于前面对于地图导航行业及凯立德公司业务分析，我们对公司未来三年的各项业务收入作如下预测：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 25: 凯立德公司收入预测 (单位: 万元)

营业收入	2013A	2014E	2015E	2016E
软件业务	13474	14000	15350	16550
智能终端	2795	5590	8100	10250
车联网		500	1900	7500
行业应用	267	600	800	1200
其他	314	300	400	500
收入合计	16850	20990	26550	36000

数据来源: 华融证券整理

根据我们对凯立德各条业务线的估算, 2014-2016 年, 公司预计能够实现营业收入 2.10 亿元、2.66 亿元、3.60 亿元, 归属股东的净利润分别为 5824 万元、6418 万元、7196 万元。根据公司已经披露的定增预案, 公司四轮定向增发将共计增发 2300 万股, 按照增发后股本摊薄, 未来三年的 EPS 分别为 0.51 元、0.56 元、0.63 元。

2、车联网业务快速发展下, 公司估值优势凸显

目前 A 股市场上, 与凯立德经营业务类似的公司是四维图新 (002405), 目前市值 156 亿元, 参考 wind 一致预期, 公司 2015 年净利润 2 亿元, 当前市值对应的 2015 年动态 PE 78 倍。2014 年上半年, 腾讯以 11.73 亿元的价格收购四维图新 11.78% 股权, 对应的收购 PE 为 50 倍 (对应 2015 年利润)。

其次, 2013 年 5 月, 阿里巴巴收购高德地图 28% 的股权, 当时对高德地图估值 10.5 亿美元, 2014 年 2 月, 阿里巴巴再度出手, 收购高德地图剩余的 72% 股权, 此时的整体估值为 15 亿美元。而 2013 年, 高德软件的净亏损 2537 万美元, 2014 年一季度亏损 4603 万美元, 但其却能以接近 90 亿元人民币的价格被阿里巴巴收购, 足可以看出地图厂商在移动互联产业中的重要位置。

图表 26: 凯立德公司的估值参考

公司名称	盈利情况	参考估值	收购估值
四维图新	2014 年利润 1.44 亿元, 2015 年利润 2 亿元	市值 156 亿元, 对应 2014 年 PE108 倍, 对应 2015 年 PE 78 倍。	腾讯收购其 11.78% 的股权, 对应的收购 PE 50 倍。
高德软件	2013 年利润-2537 万美元, 2014Q1 净利润-4603 万美元	2014 年退市时市值 11.35 亿美元	2013 年估值 10.5 亿美元, 2014 年估值 15 亿美元
凯立德	2013 年利润 3993 万元人民币, 预计 2014 年利润 5824 万元	目前市值 17.2 亿元人民币	

数据来源: wind, 华融证券整理

回到凯立德，按照此次增发的 15 元价格看来，公司市值 17.2 亿元人民币，对于 2015 年 PE 仅 26.8 倍，与四维图新（002405）、高德软件（002383）等公司相比，具有显著的估值优势。我们认为，考虑到凯立德公司在地图导航产业中的资源稀缺优势，以及公司在车联网与移动互联网方面已经做出了广泛布局，我们认为，在凯立德股权流动性增强之后，有望赢得机构投资者的认可，理应得到高于行业平均的估值溢价，特别是在车联网产业日益完善、盈利模式日益清晰的背景下，公司的长期投资价值有望被重新认识和挖掘。

如果按照四维图新在 A 股二级市场的估值来评估凯立德的投资价值，则 2015 年 78 倍 PE 对应的市值为 54.6 亿元，当前价格还有 2 倍的成长空间，而如果按照高德软件被收购时的价格评估，则凯立德市值应该更高。此外，上述估值测算，仅是对凯立德导航电子地图资源及传统导航业务的估值，并未包含凯立德未来汽车智能硬件、车联网及移动互联网业务板块的估值，因此，我们给予公司“强烈推荐”的评级。

八、风险提示

地图导航软件价格下滑；

移动互联网盈利模式不确定，难以形成实质性利润贡献；

九、特别提示

本报告出自华融证券市场研究部，华融证券是凯立德科技股份有限公司新三板挂牌主办券商，也是该公司新三板做市商，目前持有凯立德科技股份有限公司股票 400 万股。由此可能因利益冲突，产生管理风险或道德风险，请客户了解并关注相关风险，自主审慎做出投资决策并自行承担投资后果。

资产负债表

单位: 百万元

	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	115.0	412.6	446.6	525.4
现金	28.8	313.9	315.8	347.9
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	29.3	33.6	44.4	58.9
应收款项	8.0	9.0	12.0	16.3
其他应收款	1.2	2.6	3.1	4.2
存货	20.8	12.7	23.5	45.7
其他	26.9	40.8	47.8	52.3
非流动资产	152.4	181.3	220.6	232.3
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	142.9	168.7	204.5	212.9
无形资产	0.3	1.6	3.4	5.8
其他	9.2	10.9	12.6	13.6
资产总计	267.5	593.9	667.2	757.7
流动负债	59.4	18.8	24.2	37.4
短期负债	5.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	3.0	2.1	3.6	7.0
预收账款	8.6	9.1	10.7	15.9
其他	42.8	7.6	10.0	14.6
长期负债	10.0	6.5	10.2	15.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	10.0	6.5	10.2	15.5
负债合计	69.4	25.3	34.4	52.9
股本	91.7	114.7	114.7	114.7
资本公积金	6.5	295.8	295.8	295.8
留存收益	99.9	158.1	222.3	294.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
母公司所有者权	198.0	568.6	632.8	704.8
负债及权益	267.5	593.9	667.2	757.7

现金流量表 单位: 百万元

	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	22.4	19.3	42.5	43.3
净利润	39.9	58.2	64.2	72.0
折旧摊销	8.7	14.1	14.2	14.2
财务费用	0.0	-4.2	-7.9	-8.3
投资收益	-1.0	-0.5	-0.5	-0.6
营运资金变动	-22.6	-48.2	-27.4	-34.2
其他	-2.5	-0.1	-0.1	0.2
投资活动现金	-22.4	-42.3	-52.1	-24.8
资本支出	-22.6	-41.8	-52.1	-25.1
其他投资	0.2	-0.5	0.0	0.3
筹资活动现金	-61.8	308.1	11.5	13.6
借款变动	5.0	-5.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	23.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	289.3	0.0	0.0
股利分配	-73.4	0.0	0.0	0.0
其他	6.6	0.7	11.5	13.6

利润表

单位: 百万元

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	168.5	209.9	265.5	360.0
营业成本	22.9	43.3	59.1	87.0
营业税金及附加	3.0	4.0	4.8	6.5
营业费用	22.3	27.3	34.1	46.1
管理费用	89.8	99.3	124.8	169.2
财务费用	-0.5	-4.2	-7.9	-8.3
资产减值损失	0.7	0.1	0.8	0.7
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	1.1	0.7	0.7	0.7
营业利润	31.4	40.9	50.5	59.4
营业外收入	19.4	25.7	24.8	23.3
营业外支出	7.0	2.5	4.8	3.7
利润总额	43.7	64.0	70.5	79.1
所得税	3.8	5.8	6.3	7.1
净利润	39.9	58.2	64.2	72.0
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	39.9	58.2	64.2	72.0
EPS (元)	0.44	0.51	0.56	0.63

主要财务比率

	2013A	2014E	2015E	2016E
同比增长率				
营业收入	19.7%	24.6%	26.5%	35.6%
营业利润	64.8%	30.1%	23.6%	17.7%
净利润	-3.6%	45.9%	10.2%	12.1%
盈利能力				
毛利率	86.4%	79.4%	77.7%	75.8%
净利率	23.7%	27.7%	24.2%	20.0%
ROE	20.2%	10.2%	10.1%	10.2%
ROIC	16.2%	18.3%	19.6%	22.4%
偿债能力				
资产负债率	26.0%	4.3%	5.2%	7.0%
流动比率	1.94	21.99	18.46	14.03
速动比率	1.14	19.19	15.58	11.49
营运能力				
资产周转率	0.63	0.35	0.40	0.48
存货周转率	1.10	3.41	2.52	1.90
应收账款周转率	4.51	4.92	4.71	4.78
每股资料 (元)				
每股收益	0.44	0.51	0.56	0.63
每股经营现金	0.25	0.17	0.37	0.38
每股净资产	2.16	4.96	5.52	6.14
每股股利	0.71	0.00	0.00	0.00
估值比率				
PE	45.93	39.39	35.75	31.88
PB	9.26	4.03	3.63	3.26

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张彬, 在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、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, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真: 010 - 58568159

网址: www.hrsec.com.cn