

远特科技：智能汽车服务平台的领跑者

投资要点：

- 远特科技目前作为领先的智能汽车服务提供商，车联网涵盖了全面的产品与服务体系，包括前装与后装，硬件与软件等，可向用户提供全方位智能汽车服务，前后装用户总数超过200万，连续四年每年的用户增长率都在120%以上，已成为国内增速最快及最大的车联网企业之一。
- 公司所处行业为车联网的细分子行业：TSP，而该行业在车联网产业链中居核心地位。作为TSP行业的领先者，相对于其他竞争对手也有着以下明显优势：公司有着走智能网联汽车实践化道路的市场先发优势；公司拥有更成熟车联网运营经验优势，前装车联网业务无论在业务合作的深度、广度方面都在第二阵营中处于领先地位；公司有着更全的产业链整合优势，这也使得公司能够为用户提供更多主动式的智能汽车服务。
- 伴随着近年来前端车联网市场的快速发展以及公司车联网业务与服务规模的扩大，营收规模也呈现高速发展态势，15年公司收入预计达到3.88亿元。预计，16年后公司将会出现更多新的收入及盈利增长点，业绩也将呈现加速好转趋势，如公司开始为更多希望推进车联网的汽车厂商定制研发车载系统及提供相关服务；公司还将进一步延长产品线，以拓宽智能车载终端的销售增长空间；公司还进一步扩大车联网服务收入，继续强化公司作为国内领先车联网服务提供商的优势。
- 我们预计，伴随着未来车联网市场渗透率的加快提升以及公司以车联网核心层为基础搭建车联网立体化服务生态圈战略的逐渐实施，公司未来业务将进入高速增长阶段。预计公司2016年、2017年营业收入可分别达到6亿，8.8亿的水平；可实现净利润有望达到：3800、7000万元左右；在考虑车联网行业主要公司估值以及新三板市场估值整体基础上，综合公司的发展情况，给予公司16年12-15亿区间的估值。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)		68	167	388
增长率(%)		#DIV/0!	146.08%	132.37%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)		-9.56	-20.28	0.74
增长率(%)		#DIV/0!	-112.13%	103.64%
毛利率%		14.25%	23.91%	24.80%
净资产收益率(%)				
EPS(元)		-0.12	-0.25	0.01
P/E(倍)		0.00	0.00	0.00
P/B(倍)		0.00	0.00	0.00

数据来源：民族证券

远特科技 (834535.OC)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	首次
目标价格：	14

市场数据

市价(元)	
上市的流通 A 股(亿股)	
总股本(亿股)	0.81
52 周股价最高最低(元)	-
上证指数/深证成指	2860.02/ 10162
2015 年股息率	%

52 周相对市场变化

14-9 14-11 15-1 15-3 15-5 15-7

相关研究

正文目录

公司业务概览	3
公司业务发展	3
发展历程	3
产品与服务优势	4
行业分析：TSP 处于车联网核心地位	6
TSP 主导车联网产业链	6
公司在 TSP 中的竞争优势	8
公司经营情况分析	9
国内营收增长最快的车联网服务商之一	10
未来业绩高成长可期	10
四、盈利预测与估值	13
财务预测	14

图表目录

图 1:智能终端销量快速增长	4
图 2:用户类型与价值分析	5
图 3:慧车宝平台	6
图 4:车联网产业链	6
图 5:行业竞争形势图解	9
图 6:公司智能终端销量增长带动收入增长	10
图 7:公司智能服务平台	11
图 8:智能服务平台商业模式	12
图 9:公司车联网服务领域	12

公司业务概览

远特科技为智能汽车服务提供商，主要致力于通过智能汽车服务系统，结合移动互联网技术，为车主提供行车所需的信息、安全、诊断及基于车辆数据和驾驶数据的智能化用车、养车等服务，是国内最早从事 Telematics 业务的企业之一，也是国内最早一批为汽车厂商提供前装智能汽车服务的供应商之一。公司的主营业务为智能车载终端的研发、生产、销售及基于智能车载终端、智能汽车服务平台、手机 APP 等载体向用户提供全方位智能汽车服务。

公司目前已经与多家整车企业建立了长期的基于智能网联汽车终端及服务合作关系，也通过与众多后装导航产品的生产企业合作进行后装产品智能化服务的推广，拥有了业内一流的产品及平台开发团队和多年智能网联汽车服务运营经验，建立了高频次基于用户刚需的智能网联服务体系及服务数据应用平台，这都为公司将来汽车实现智能驾驶和无人驾驶奠定了必要的技术基础、平台基础和数据基础，也为实现汽车后市场主动式智能化服务提供了必要的数据来源。

公司先后获得《国家重点新产品》证书、《2015 中国最具创新力十大企业》、北斗专项资金支持、《科学技术进步二等奖》等众多国家级荣誉及数十项车联网行业资质及荣誉，通过了 ISO/TS16949、ISO27001、ISO9001 及“电信业务经营许可证”等众多行业认证及近百项自主知识产权专利。

公司业务发展

发展历程

公司的最早前身：深圳途径汽车电子有限公司成立于 2007 年 8 月 8 日，该公司是一家专业从事汽车电子产品、车载信息化领域技术引进和自主研发、生产、销售及售后服务一体化的高新技术企业，为一汽轿车的供应商。2009 年，在深圳途径电子（专注车载终端生产）及远特通信 T 服务事业部的基础上，合并成立“北京远特科技有限公司”，这也就是去年 12 新三板挂牌：远特科技股份公司的前身。

该公司 09 年推出国内自主品牌第一款带智能化车载终端服务的 3G 车载信息服务系统，2010 年以来更是一直专注于专业的基于车辆 CAN 总线系统的智能化应用、移动终端技术与云端服务的互动应用、车生活 O2O 服务生态圈建设等技术研究、产品开发及服务提供，并取得了以下业内突出的成就和领先的市场优势。

2010 年 11 月公司收购了专注于车载嵌入式服务平台的北京讯业互联技术有限公司，这也强化了公司 3G 车载信息服务系统的市场优势，当月公司即与一汽建立紧密合作关系；2011 年公司先后分别与吉利、广汽、长安等达成 TSP 战略合作（其中广汽、长安都是独家），随后公司的 3G 车载信息服务系统也开始规模化配置在这些车商的中高端车型，如长安 CS35、悦翔 V3、CX20 终端搭载，吉利帝豪中高配车型搭载，以公司为长安 in Call 车载信息系统搭建的 Telematics 系统为例，它是集数字化、信息化、智能化、网络及娱乐平台为一体的智能车载信息系统，通过无线网络与数据中心连接，可以实现行车导航、车载通讯、影音娱乐、天气情况、生活服务、资讯服务、安全保障等七大项、二十六种功能，可为用户实现安心、安全、便利、舒适的驾车体验服务；除了与国内自主品牌合作外，2013 年公司 Telematics 系统还取得大的突破，如公司与合资品牌中长安铃木签署了五年独家 TSP 合作协议，这也表明公司的车载信息服务系统通过首先渗入自主品牌树立产品的市场口碑，然后凭借市场优势进入合资品牌的策略取得了初步成功，随后更多的合资品牌也开始选用公司的产品，如 14 年公司与长安马自达签署 T 服务合作协议。自此，公司截至 15 年底已经与 6 家车厂达成战略合作，为它们定制研发车载系统及提供相关服务。

此外，除了前装车联网终端外，公司为了扩大车联网市场的影响力，积累更多的车联网用户，2014 年后还

在后装市场发力，如 2014 年 4 月，公司与庞大集团签约车联网合作项目，公司将为庞大提供后装智能硬件、软件及后台车联网运营管理一整套解决方案，庞大用户利用庞大终端与智驾 APP，就可以享受到全面快捷的优质车生活服务，主要功能包括：保养预约、道路救援、车况检测、安防辅助、驾驶行为分析、油耗里程、最新优惠；2014 年 7 月公司与京东签署战略合作协议，推动公司以 OBD 为代表的智能终端与京东智能硬件的打通，实现更多的应用场景与服务内容；2015 年 7 月，公司为搭建更完善的智能车生活的服务体系，还推出汽车后市场 O2O 平台软件“慧车宝”。

公司经历了以上近 7 年的车联网业务发展，目前前后装用户总数超过 200 万，连续 4 年的用户增长率都在 120%以上，其中前装用户数量年均增速达到 150%，已成为国内增速最快及最大的车联网企业之一。

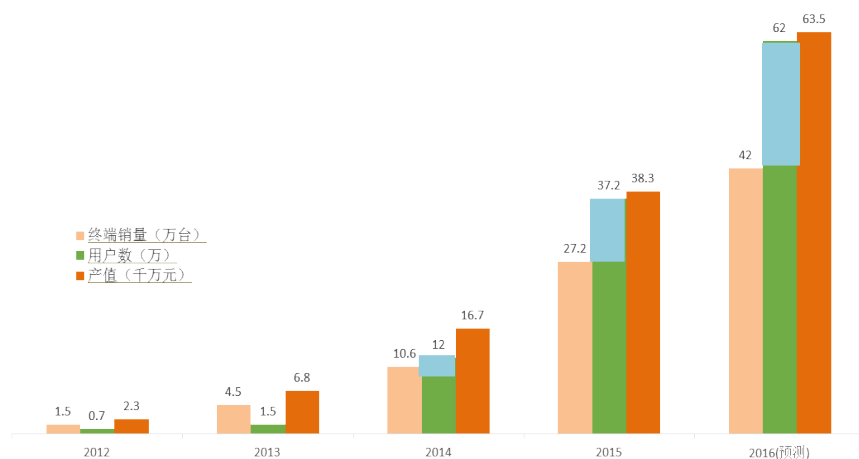
产品与服务优势

作为领先的智能汽车服务提供商，公司车联网目前涵盖了全面的产品与服务体系，包括前装与后装，硬件与软件等，可向用户提供全方位智能汽车服务。

如前装代表性的硬件产品为智能车载终端，它们包括一体机、T-BOX，其中一体机是指安装在汽车中控台、具有显示屏或触摸屏，可通过搭载的软件系统接入互联网或智能汽车服务平台获取信息，实现人与车、车与外界（车与车）信息通讯的产品（价格大约 2000 多元）；TBOX 则是一款按照车载电子前装标准设计，配备 CAN 总线诊断模块、网络通讯模块、卫星通讯定位模块的小型车联网智能终端（价格约 1000 元），通过 T-BOX 产品，用户可实现远程控制车辆等车联网核心层功能。

公司智能车载终端产品相对于同类型产品优势明显，如公司生产的一体机与后装市场类似产品相比除了在系统安全、产品品质等方面具有绝对优势外，由于能够与车辆进行深度结合，因此从第一款车联网终端开始就将气囊弹开自动报警、车门异常开启报警等作为车联网核心功能；与前装市场同类产品相比的差异是在车联网核心的四项功能安全、安防、故障诊断和远程控制中，公司的产品功能更强调故障诊断和远程控制，而由于该产品还与智能汽车服务平台有机融合，用户也就可以享受到更个性化、更专业的智能汽车服务。如用户开车的时候如果发现仪表盘的灯亮了，但是并不知道仪表盘某一个灯亮是有什么故障引起的，这个时候用户如何处理就是难题，是马上靠边停车以避免对车产生更大的伤害还是开到 4S 店或者问题影响不大开几天再去处理，这就需要远程诊断，智能汽车服务平台反馈的远程诊断信息会告诉用户车到底是维修还是简单的保养，若需要维修的话，就主动向相关的维修点发起请求，由他们报价供用户参考。

图 1:智能终端销量快速增长



资料来源：公司 PPT

正因为公司智能车载终端产品戳中用户的痛点，更好地满足了用户的刚需，公司产品也由此获得市场广泛认可，2015 年公司前装可联网终端出货量超过 30 万台，在国内前装导航占比超过 10%，在国内前装可联网终端占比超过 30%。

前装软件类的代表产品包括配套智能车载终端的 APP 类产品以及可提供前装智能车载服务的智能汽车服务平台。

如前者的典型为长安的知音伙伴，用户使用它不仅可以获得围绕前装车主用户用车周边需求的各项服务，包括：服务信息推送、违章查询、快速救援、车务服务、出行向导、维保预约、实时车况查询等，还可以实行车辆的远程控制，被盗追踪等跟汽车总线关联的功能。

智能汽车服务平台则主要由呼叫中心、云存储中心、智能汽车平台软件系统构成，其中，公司拥有独立的呼叫中心，它是由公司与强讯科技 2015 年联手打造的，日服务请求达到 5000 次；智能汽车平台软件为公司自主研发，它可根据公司提供的不同车联网服务品牌（如长安的 InCall、吉利的 G-netlink 等）进行智能识别并提供针对性的服务内容。它作为公司智能汽车服务系统的重要组成部分，可为广大用户提供更全面的智能汽车服务，如安全服务方面有紧急救援、道路救援、气囊弹开自动报警、车道偏离报警、碰撞报警；安防方面有被盗车辆追踪、车门异常开启报警、车辆位置查询；故障诊断方面有车况提示及故障分析、保养提示、保养预约、远程诊断；远程控制方面有远程开启发动机、开关车门、空调、升降车窗、双闪鸣笛、智能寻车等；导航及资讯方面有一键导航、实时路况、新闻资讯、天气等。

公司智能汽车服务平台相对于一些传统一体机硬件制造厂商的优势也使得公司有能力将这种平台服务外输，如公司的智能汽车服务已经嵌入到一些后装导航厂商，如凯越等，部分厂商的后装导航产品甚至 100% 嵌入公司的智能汽车服务，这也使得 15 年扣除公司智能化车载终端用户外，智能汽车服务平台还新增用户超过 20 万，公司在国内前装可联网用户数占比超过 40%，也明显大于国内前装可联网硬件终端 30% 的占比。

公司后装产品的代表是 OBD，它与许多后装市场厂商类似产品不同的是：由于公司与较多厂商具有良好的合作关系，且具有丰富的车联网产品适配经验，公司 OBD 产品接口能读取车辆 CAN 总线的较多数据，也就可以实现更多的功能，如 OBD 产品通过与手机 APP 的配合使用，可实现主动提醒车主车辆故障异常信息、车辆防盗报警、车辆位置变化等异常管理。

软件产品包括“车果果”与“慧车宝”，其中“车果果”于 15 年 1 月推出，它是一款首个接入京东智能云的即插即用型车载智能终端，用户通过在爱车上安装“车果果”并在智能手机下载京智 APP，即可对爱车的信息和数据读取，从而免费获得车况监测、油耗里程、驾驶行为分析、安防辅助等各种汽车应用服务。

“慧车宝”是一个以汽车维修保养为主，兼具保险、洗车、车况监测、用户社交等综合诸多需求为一体的智能化 APP 平台，它可在主动获取车主用车养车需求信息基础，整合 O2O 修车，养车等线下商家优质资源基础上，将车主养车需求与维修商家服务项目进行线上精准匹配，从而帮助车主完成线下汽车维修和保养服务，而由于用户通过慧车宝可享受远低于市场价的正品配件以及经过认证的中高端维修店的服务，“慧车宝”推出后发展迅速，用户已经达到 200 万，15 年底慧车宝基本服务已经覆盖全国大部分一、二线城市，其中全国的 7 个重点城市的用户已经可以享受到慧车宝平台线下商家的优质维修服务。

图 2: 用户类型与价值分析



资料来源：公司 PPT

图 3: 慧车宝平台



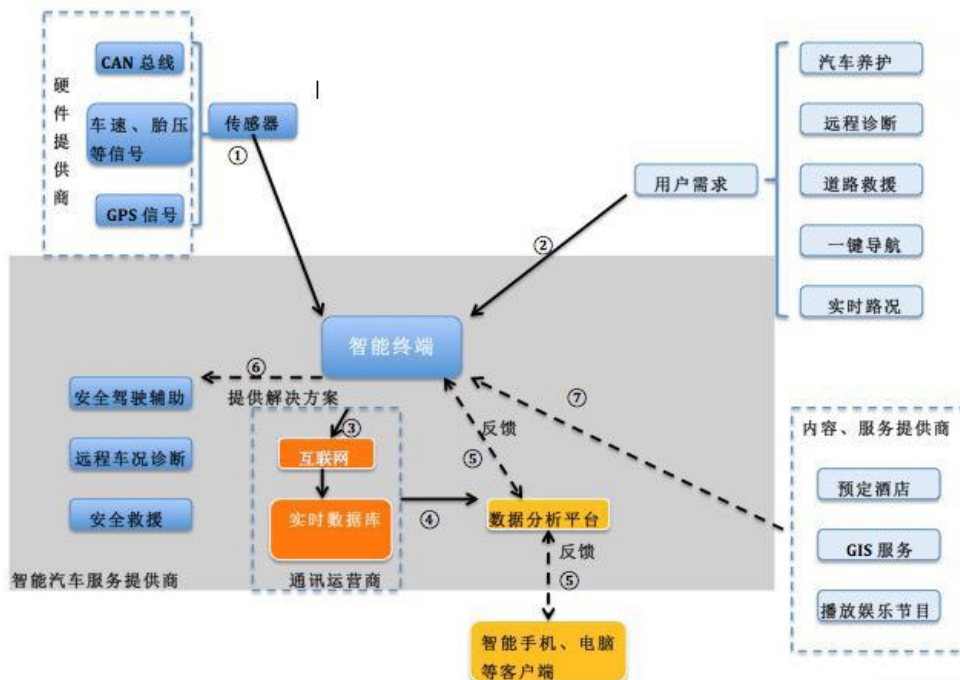
资料来源：公司 PPT

行业分析：TSP 处于车联网核心地位

TSP 主导车联网产业链

公司所处行业为车联网的细分子行业：TSP（Telematics service provider），而该行业在车联网产业链中居核心地位。

图 4: 车联网产业链



资料来源：民族证券

首先，从车联网的定义来看，它是指利用车载电子传感装置，通过移动通信技术、汽车导航系统、智能终端设备与信息网络平台，使车与路、车与车、车与人、车与城市之间实时联网，实现信息互联互通，从而对车、人、物、路、位置等进行有效的智能监控、调度、管理的网络系统，由此可见车联网是个十分复杂的产业链，它所涉及的环节较多，主要环节有以下几个：汽车生产商、车联网平台运营商、车载信息终端制造商、网络运营商、软件及数据提供商。而 TSP 作为车联网平台运营商，不仅连接了汽车厂商、车载信息终端提供商、内容提供商、通讯运营商以及服务提供商，还将各类内容提供商及移动运营商所提供的资源进行了整合，并提供给最终客户。它必然也就在车联网产业链中处于核心地位，可以对产业链众环节进行利益分配，由此获得较大的利润空间，如面对车主，TSP 可以依托于线上服务赚取服务费用，赚取 B2C 中的利润，另一方面 TSP 作为与用户交互的入口，在用户数量以及交互数据达到一定体量后，它又可以与广告商、保险公司、物流公司、租车公司等开展一系列的商业模式的探索，拓展 B2B 业务。

正因为 Telematics 服务提供商能够享受产业链中潜在的最大一块蛋糕。因此，Telematics 服务提供商也成为了汽车制造商、电信运营商、GPS 运营商及各类汽车智能硬件、导航厂商力逐的领域。目前 Telematics 车联网服务的发展模式根据产业链中主导角色及汽车厂商主导程度不同大致可以分为三类：

第一阵营，汽车制造厂商主导推出自主的 Telematics 前装模式。即由车厂主导开发，厂商对于信息系统的核心应用，特别是与车辆相关的部分持绝对主导的开发控制权，其他的辅助应用可以让供应商协助完成。这种方式起源于通用的 On-Star，该系统包括自助救助、安全救援、车况检测等功能，这些功能与车内电路、控制总线紧密相关。目前，合资汽车厂商，如通用、丰田、日产、本田等都采用该模式，而出于对客户数据保密的考虑，它们通过自身或子公司建设 Telematics 服务平台的方式提供相应服务，部分内资车厂也采用自主建设 Telematics 服务平台的方式，如比亚迪云服务系统。

第二阵营，第三方厂商主导的车联网服务。由于车厂主导的企业主要是按照车厂提出的专门针对自有品牌的服务，功能可能不够全面，而且由于品牌单一，后台整合数据集资源可能不够全面，而通过专门的第三方企业主导，资源整合方面更有优势。尤其是那些过去就和汽车厂商紧密合作，深谙汽车电子与联网技术，能根据汽车厂

商提出的系统设计要求,提供从软硬件产品、平台运营到呼叫中心的整体解决方案的第三方厂商尤其具有车联网运营优势。该类公司的主要代表包括上海博泰悦臻电子设备制造有限公司(主要业务偏重于车载智能终端等硬件类产品)、钛马信息技术有限公司、武汉蓝星科技股份有限公司(主要客户为吉利汽车),九五智驾(偏向于呼叫中心),北京远特科技有限公司等。

第三阵营,即专业信息服务企业推出的专项车载控制系统。以苹果公司开发的 Carplay 平台和 Google 公司的“谷歌投射模式”为代表,通过手机实现汽车的通信、娱乐、导航及移动互联网相关应用。此外,还包括 360 车联网安全保障,微软、Intel、高通等公司推出的车联网产品,互联网公司百度和腾讯,也开始开发自己的车联网解决方案,如百度 CarLife。

很明显,当前第二阵营主导的 Telematics 车联网服务模式更占优。如与第三阵营专业信息服务企业相比,它们比专业信息服务公司更懂车,更知道如何满足用户本质的行车需求。

如车主在行车过程存在多样化的需求,可以简单区分为三种:行车安全,包括危险信息提供、事故救援及处理;行车效率,包括车辆信息、路况、导航;行车舒适度,包括娱乐等。

以互联网公司为代表的专业信息服务类厂商由于能做到产品的快速迭代、个性化定制、精准、集成化等,所以在后两者的需求满足方面占优,但必须承认:车最本质、最核心的功能是代步工具,其它功能需求都是建立在此基础上的,对于驾驶者而言,主要风险仍是行车安全问题,而第二阵营主导的 Telematics 车联网服务正以提供安全驾驶、车辆数据密集型服务为核心,因此更容易获得用户价值的主导权。

再如与第一阵营车厂主导的自主 Telematics 相比,虽然由于车企对于数据的提供往往不够彻底,第二阵营厂商提供车联网核心应用服务的范围与深度受限,但是却具有以下多方面的优势:它们设立车联网平台由于范围更广,更开放,因此资源整合能力较强,竞争能力自然更强;它们比车企容易获取更多用户,积累更多用户数据,从而可以基于服务的规模化效应及大数据的精准化效应为用户提供更多低价优质的车生活服务。

公司在 TSP 中的竞争优势

远特科技作为第二阵营的领先者,相对于其他竞争对手也有着以下明显优势。

第一,公司有着走智能网联汽车实践化道路的市场先发优势。如与许多同行相比,当他们的技术和产品还处于规划或研究阶段,公司已经较早靠强大的执行力商用落地了,比如与长安汽车合作的 SUV 车型 CS75 的远程控制、长安知音伙伴等,这也使得公司成为中国第一家实现 Telematics 系统在轿车上全系标配的标杆性企业,Tbox 系列产品也是国内此类产品最早量产的企业之一。未来随着整车厂核心数据进一步松绑,公司拥有成熟算法模型及配套企业关系,有望率先获得整车厂数据授权,与整车厂在数据应用、车联网安全辅助、智能驾驶等方面实现深度整合。

第二,公司拥有更成熟的车联网运营经验优势,前装车联网业务无论在业务合作的深度、广度方面都在第二阵营中处于领先地位。如深度方面,由于公司与多家厂商较早就保持了紧密合作关系,并有较为丰富的前装配套经验,厂商也就愿意将车辆的更多数据接口与公司的智能车载终端连接,这也使得公司的智能车载终端可以与车辆更深度的绑定,从而实现更多的车联网核心功能;业务广度方面也在行业内处于领先地位,如公司为 6 家车厂定制开发智能车载终端及服务系统平台,为 30 多款车型提供智能终端,为超过 50 万用户提供主动式智能化的车载服务运营,目前月增用户 3 万多。

第三,公司有着更全的产业链整合优势。如基于公司与上游硬件厂商保持良好的合作关系,超过 50 家战略性 CP/SP 资源合作伙伴的支持以及自身的研发与技术优势,公司可以为车厂提供更全的车联网项目一体化解决方案:从咨询规划、终端研发生产销售,平台搭建和运营运维、CP/SP 资源的整合、呼叫中心的建设和管理、APP 的开发和运营、到最终的服务落地,这也使得公司能够为用户提供更多主动式的智能汽车服务,如根据用户车辆状况以及驾驶数据分析结果,公司可通过终端/手机 APP 推荐/推送最符合用户需求的智能汽车服务及 O2O 商家

信息，而不需要用户主动去寻求服务，以违章查询，代缴为例，当公司智能汽车服务平台监测到用户违章时，就主动推送用户违章信息，并通过与第三方合作，提示用户可以立即通过它们在网上实现违章代缴，目前全国 7 个城市用户已经可以享受到这种智能化服务。

图 5:行业竞争形势图解



资料来源：公司 PPT

第四，更重要的还在于公司有着更全面的车联网综合服务优势，如车联网服务可由图中两个轴的维度来衡量，一是车联网服务与车辆的关联度，如车联网硬件终端是不是跟车辆的总线系统连接，面向用户提供深度的人车互动、安防等车联网的核心功能，包括远程控制和远程检测等，另外一个服务的参与度，即车联网服务提供的深度，智能化程度等。而图中饼的大小代表厂商用户数量的规模，饼的位置表示厂商在关联度和服务参与度方面所处的位置。一般较少有企业能够同时具备这两个维度的优势，如翼卡车联网，在便捷、低成本方式满足用户个性化与多样化的智能车生活服务方面是业内的领航者，用户规模自然也是领先（15 年用户数量就超过 100 万），但定位后装的翼卡车联网由于缺少与车辆的深度绑定，难以为用户提供车联网核心功能服务；而具有较强技术背景的钛马信息车联网平台虽然性能优异，并能通过与车辆的深度连接实现车联网的诸多核心功能，但是由于公司过去缺少 C 端用户服务基因与后装市场运营的经验，用户规模也比较少，公司为 C 端用户提供的车联网服务的广度与深度在业内并不突出。

这是因为这两个维度的车联网服务所要求的服务商能力的差异，如车联网服务商提供与车辆关联度较高的服务时，出于安全考虑，开发和推出新产品功能时会适度保守，而开发更能满足 C 端用户个性化，全面化的车联网服务又要求它们能灵活地快速迭代产品，这就要求车联网服务商要在两者之间找到一个平衡点，而远特科技过去最早就是由通讯公司与车载系统公司重组成立，既有传统的汽车电子基因又有通讯运营的基因，还有技术开发的基因，相比传统整车厂商公司更了解互联网，相比互联网企业公司更了解汽车。因此，公司比一般的智能硬件生产企业和一般的互联网企业更具有发展优势，也更容易获得汽车厂商的认可，同时具备与互联网公司和大数据公司合作的基础，如公司 14 年和京东建立合作关系，较早开始将车联网业务往物联网拓展。这也使得公司自然容易在车联网综合服务的多个维度方面具有更多优势。

公司经营情况分析

国内营收增长最快的车联网服务商之一

伴随着近年来前端车联网市场的快速发展，如据艾瑞咨询报告，2011 年前端车联网设备渗透率仅为 7.6%，14 年已经超过 12%，按照 2014 年我国销售汽车 2300 万台、12%的渗透率下，以车联网设备单价 1000 元计算，前端车联网设备的市场规模将达 28 亿左右，以及公司车联网业务与服务规模的扩大，营收规模也呈现高速发展态势。

如公司 2010 年开始从事车联网相关业务，2011 年、2012 年处于前期研究开发阶段，2012 年下半年产品开始量产，当年车载终端销量达到了 14786 台，对应的当年收入规模为 2308 万，而随着公司与更多的车企合作，车载信息终端也开始更多进入这些车企的中高端车型，终端销量出现迅猛增长，13 年，14 年，15 年同比增速分别为 205%，135%，157%，15 年销量已经超过 27 万台，这也带动了营收的高速增长，13 年，14 年，15 年同比增速分别为 194%，146%，129%，15 年公司收入已经达到 3.88 亿元。而由于产品规模效应的显现以及由此带来的采购成本降低，近年来公司产品毛利率水平也不断提高，如 13 年车载终端只有 13.8%，15 年已经上升至 21% 左右。

图 6: 公司智能终端销量增长带动收入增长

业务增长态势	2012年	2013年	2014年	2015年
终端销量	14786	45054	105928	271810
终端销量增长率	-	205%	135%	157%
销售收入(万)	2308	6780	16689	38800
收入增长率	-	194%	146%	129%

资料来源：公司 PPT

更可喜的是，随着公司与车企合作的深入，开始为更多车企提供更全面的车联网端到端解决方案，公司收入来源也呈现优化态势，如 2014 年公司的服务收入（主要包括前装业务服务收入、长安知音伙伴手机 APP 运营服务收入、APP 开发收入、用户地图升级收入等），从 13 年微不足道的 17 万上升至 671 万，15 年服务收入继续保持较高增长，超过 1000 多万，公司也由此成为近年来收入增长最快的前装车联网智能硬件及服务提供商，其主要原因包括：公司根据客户的需求提供并安装公司自己设计的智能车载终端产品（代工生产），并配套自己的智能汽车服务平台，但之前为了开拓市场，只向车厂收取智能车载终端费用，没有单独向其收取智能汽车服务费，2014 年开始，公司开始收取长安知音伙伴手机 APP 运维服务费；除了开始单独向车厂收取首年智能汽车服务费外，公司智能汽车服务平台还通过嵌入到一些后装导航厂商的产品中，扩展了智能汽车服务范围和服务费收入，今后与公司智能汽车平台连接的第三方智能硬件终端及用户越多，这部分收入规模也将增长更快。

尽管公司近年来收入持续高增长，以及毛利率的持续改善，但是近年来业绩并不理想，主要原因包括：公司作为成长期企业，产品尚未达成规模化，而前期为开拓市场，建立与客户的合作关系，推出了较多毛利率性较低的产品，导致公司整体毛利率水平较低，无法覆盖市场开拓期所发生的略高的期间费用，导致公司的亏损。但随着公司产品量产的规模化程度大幅提高带来的公司营业收入的持续增长，三项费用营业收入占比的逐期降低，以及公司毛利率水平逐渐恢复到行业平均水平，公司的获利能力正逐步提升，如 15 年公司净利润预计就能实现扭亏。

未来业绩高成长可期

我们预计，16 年后随着公司进一步加大车联网前装智能硬件及服务的发展，并通过与更多合作伙伴合作积

极构建车联网生态圈，公司将会出现更多新的收入及盈利增长点，业绩也将呈现加速好转趋势。

第一，公司除了稳固深化与现有 6 家汽车厂商的合作外，目前还凭借着优异的车联网产品及解决方案能力开始为更多希望推进车联网的汽车厂商定制研发车载系统及提供相关服务，如 2016 年预计新增合作对象包括江铃，众泰，北汽，长城汽车等，其中与国内自主品牌销量第二：长城汽车的合作最值得期待，长城汽车 16 年新推出的 C35 等主力车型将规模化装配公司的智能车载终端，为公司贡献较多销量。

第二，公司还将进一步延长产品线，以拓宽智能车载终端的销售增长空间，如公司目前主要以中端的智能车载服务信息系统为主，下一步还会往高端和低端扩展，其中高端的产品包括智能化数字仪表信息系统（+ADAS），它将成为整车信息显示的中心以及人与车、外部环境交互的核心单元；低端的产品包括智能电台（+ADAS），它不仅与车辆紧密绑定，还是能提供娱乐信息和一些资讯服务的可联网终端，可以取代目前仍普遍安装在整车的收音机、CD、DVD 等传统产品，考虑到它的价格较低，市场容量及刚性需求较大，公司也将会在 16 年重点推广以促进智能车载终端销量的大幅增长。

公司 2016 年除了依靠自身快速发展迅速扩大智能车载终端份额外，还会与更多前装或后装硬件提供商合作来扩大公司产品的份额及服务的范围，如 2016 年公司计划在前后装市场各兼并一家传统导航生产厂家，并对于它们进行智能化产品及服务植入，以此快速推动公司成为国内最大的车载智能硬件提供商。

第三，公司不仅要通过多种方式扩大车载智能硬件的销售收入，还希望进一步扩大车联网服务收入，继续强化公司作为国内领先车联网服务提供商的优势。

公司 16 年计划通过以下方式实现：由于公司的车载智能硬件都是与公司智能汽车服务平台连接的终端，因此未来随着公司车载智能硬件销售数量的大幅增加，车载智能硬件用户必然容易转化成为公司前装车联网的付费用户；公司不仅通过智能硬件发展前装车联网服务用户，还会通过富有吸引力的软件及服务发展后装车联网用户，而由于公司缺乏后装市场 C 端用户推广的经验，公司也将主要通过后装市场 B 端厂商合作的方式，如公司会在进一步丰富作为后装汽车服务平台：“慧车宝”内容和服务基础上，将该软件服务模块植入到更多后装市场第三方的终端中，这样在提升这些厂商终端产品的服务价值同时，也使得公司能够获得更多服务分成收入。

我们也由此预计，公司 16 年业绩仍将保持较高增长，收入有望超过 6 亿的水平，其中得益于智能车载终端销量大幅度增长，硬件收入将会贡献最大的增量，服务费收入受益于以下两方面的贡献，将会出现较大的增幅，有望超过 3000 万：智能车载终端销量大幅增加将会带动前装服务预付及续费出现大幅度增长，预计 16 年达到 2000 万的水平；随着公司智能汽车服务平台的服务植入到更多后装市场 B 端厂商的智能硬件，公司也将获得较多的服务费分成收入。

而从中长期来看，随着公司车联网战略的实施，服务费收入还有很大的增长空间，且服务收入的构成也将进一步优化。

图 7:公司智能服务平台



资料来源：民族证券

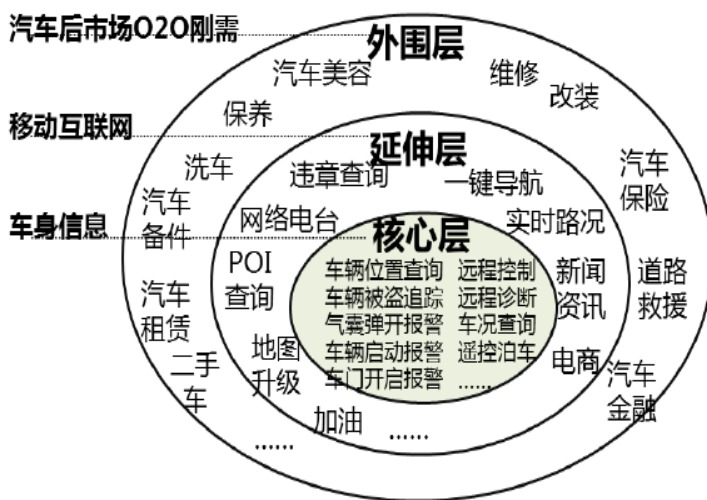
图 8:智能服务平台商业模式

商业模式一：大数据增值 获利方式：UBI车险、智能O2O服务分润；实时路况、二手车评估数据提供获利等	商业模式二：广告服务 目标客户：汽车厂商、保险公司、旅游公司、日常消费企业、汽车用品公司等
商业模式三：销售渠道 获利方式：电商平台导购返佣、汽车生活相关产品代理销售、旅游等衍生品售卖等	商业模式四：TSP服务增值创收 获利方式：VIP人工服务收费、B-call导流违章代缴等

资料来源：民族证券

如公司将车联网服务的领域分为：核心层，延伸层和 外围层。其中核心层的服务主要涉及到安全辅助、远程诊断和安防救援这一类与车辆紧密相关的；延伸层的服务主要包括导航、实时路况、违章查询、电商等不涉及到车辆系统，可以通过移动互联网层面解决的；外围层则是基于出行后的需求提供的服务，基本属于汽车后市场范畴，如维护、美容等。

图 9:公司车联网服务领域



资料来源：股转说明书

公司未来将在专注核心层的服务基础上，以智能汽车服务平台为中心，联合能够提供延伸层和外围层优质服务的合作伙伴，共建立体化的车联网服务生态圈，以此助力公司在市场空间更大的汽车后市场实现服务收入的增加。

如利用公司智能汽车服务平台在为用户提供服务过程中的数据采集、分析，可以为相关行业如保险、广告等提供多样的有偿增值服务，例如保险公司基于用户的驾驶行为数据，可以为用户保险进行个性化的定价，汽车厂商、旅游公司等可以根据用户偏好投放精准化的广告等，公司将可以实现增值收益的分成；通过将前装智能服务平台积累的用户及车辆数据与汽车后市场数据需求方的商家对接，公司可以为入驻公司软件平台的 O2O 商家介绍业务，用户也将可以享受主动式、智能化的行车、用车、养车服务，如智能硬件检车用户车辆快没油了，就会

主动提醒并引导用户到附近的加油站加油，而不需要用户主动去寻找加油站，公司可以与加油站进行收益分成；具有庞大车联网用户基础以及数据资源也将使得公司智能汽车服务平台具备了互联网入口的价值，可以成为很多相关产品的销售渠道，公司也将可以通过营销等方式产生盈利，如电商平台导购返佣、汽车生活相关产品代理销售、旅游等衍生品售卖等。

在此业务转型过程中，公司的服务收入构成也将发生有利的变化，如为了更多吸引用户使用车联网平台服务，并以此汇集更多汽车后市场 O2O 商家，公司未来很可能取消目前续费率较低的前装车联网收费，这样就能够在获取更多用户车辆使用数据的基础上，为更多商家提供用户服务的机会，公司的服务收入也将更多来自于汽车后市场 O2O 商家的服务利益分成。

四、盈利预测与估值

我们预计，伴随着未来车联网市场渗透率的加快提升以及公司以车联网核心层为基础搭建车联网立体化服务生态圈战略的逐渐实施，公司未来业务将进入高速成长阶段。我们预计，公司 2016 年、2017 年营业收入可分别达到 6 亿，8.8 亿的水平；可实现净利润有望达到：4000、7000 万元左右；在考虑车联网行业主要公司估值以及新三板市场估值整体基础上，综合公司的发展情况，我们给予公司 16 年 12 亿-15 亿的估值。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	0	11,637	27,691	38,535	营业收入		0	68	167
现金	0	3,139	3,929	4,397	营业成本		0	58	127
应收账款	0	3,939	12,955	19,378	营业税金及附		0	0	0
其它应收款	0	626	279	584	营业费用		0	9	20
预付账款	0	715	577	882	管理费用		0	19	31
存货	0	3,221	10,028	13,314	财务费用		0	4	9
其他	0	-3	-76	-20	资产减值损失		0	0	0
非流动资产	0	7,557	10,783	10,078	公允价值变动		0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益		0	0	0
固定资产	0	182	174	170	营业利润		0	-22	-21
无形资产	0	3,882	3,644	9,902	营业外收支		0	12	0
其他	0	3,493	6,966	6					
资产总计	0	19,194	38,475	48,613	利润总额		0	-10	-20
流动负债	0	19,792	33,390	39,455	所得税		#DIV/0!	0	0
短期借款	0	6,583	13,375	13,875	净利润		#DIV/0!	-10	-20
应付账款	0	4,309	12,680	16,498	少数股东损益		0	0	0
其他	0	8,900	7,336	9,083	归属母公司净		#DIV/0!	-10	-20
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA		0	-5	-17
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)		#DIV/0!	-0.12	-0.25
其他	0	0	0	0	主要财务比				
负债合计	0	19,792	33,390	39,455	单位: 百万元		2012A	2013E	2014E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	0	3,000	6,854	8,100	营业收入		#DIV/0!	#DIV/0!	146.08%
资本公积金	0	0	3,856	6,610	营业利润			#DIV/0!	5.57%
留存收益	0	0	-3,598	-5,626	归属母公司净		#DIV/0!	#DIV/0!	-112.13%
归属母公司股东权益	0	-598	5,084	9,158	获利能力				
负债和股东权益	0	19,194	38,475	48,613	毛利率		#DIV/0!	14.3%	23.9%
现金流量表					净利率		#DIV/0!	-14.1%	-12.1%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE		#DIV/0!	160.0%	-39.9%
经营活动现金流	0	12	-49	-35	ROIC		#DIV/0!	#DIV/0!	-70.5%
净利润	#DIV/0!	-10	-20	1	偿债能力				
折旧摊销	0	489	347	702	资产负债率		#DIV/0!	103.11%	86.79%
财务费用	0	744	1,871	860	净负债比率			0	0
投资损失(收益前加-号)	0	7	11	4	流动比率		#DIV/0!	0.59	0.83
营运资金净变动(增加为负)	0	-4,643	8,557	5,032	速动比率		#DIV/0!	0.43	0.53
其它	#DIV/0!	3,425	-10,814	-6,633	营运能力				
投资活动现金流	0	-31	-37	1	总资产周转率		#DIV/0!	0.35	0.43
资本支出	0	3,125	3,710	0	应收帐款周转		#DIV/0!	1.72	1.29
长期投资	0	0	0	0	存货周转率		#DIV/0!	1.81	1.27
其他	0	-3,156	-3,747	1	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	49	104	39	每股收益		#DIV/0!	-0.12	-0.25
短期借款	0	6,583	6,792	500	每股经营现金		0.00	0.15	-0.60
长期借款	0	0	0	0	每股净资产		0.00	-0.07	0.63
普通股增加	0	3,000	3,854	1,246	估值比率				
资本公积增加	0	0	3,856	2,754	P/E				0.00
其他	0	-9,533	-14,398	-4,461	P/B				0.00
现金净增加额	0	30	18	5	EV/EBITDA		#DIV/0!	-7.50	-5.71

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10 年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)