

唐月

执业证书编号: S0730512030001

021-50588666-8020

tangyue@ccnew.com

车联网业务超预期，步入发展快车道

——四维图新（002405）年报点评

证券研究报告-公司点评

买入（上调）

发布日期: 2016年4月15日

报告关键要素:

2015年公司业务获得了超预期增长。在国内前装车载导航装配率大幅提升的背景下，公司电子导航地图业务保持了较快的增速。同时随着全产业链生态布局的深入，公司推出了全新的WeDrive3.0生态平台，车联网业务亦步入了高速发展通道，未来将成为公司最主要的收入来源和新的业绩爆发性点。预测公司16-17年EPS分别为0.27元和0.37元，按4月15日收盘价26.49元计算，对应市盈率分别为97.06倍和72.13倍。考虑到公司车联网业务发展进度超预期，上调公司评级至“买入”。

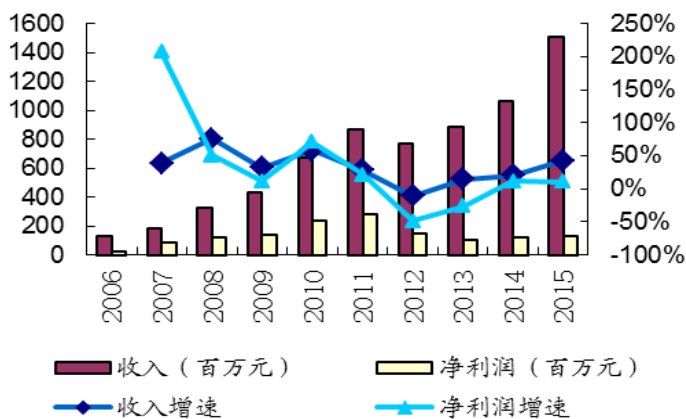
事件:

- 公司公布了2015年报、利润分配方案。2015年公司实现销售收入15.06亿元，同比增长42.22%；营业利润1.03亿元，同比增长101.47%；实现净利润1.3亿元，同比增长10.77%；实现扣非后净利润1.01亿元，同比增长31.39%，每股收益为0.19元。拟向全体股东每10股派发0.55元转增5股。

点评:

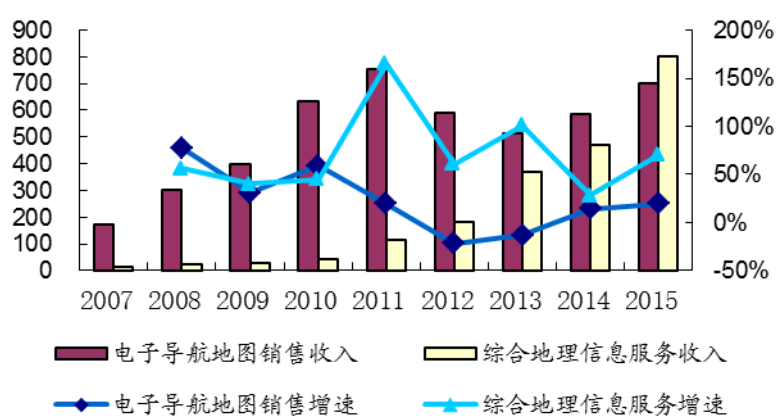
- 分项业务增长全面提速，业绩超预期增长。2015年公司实现销售收入15.06亿元，同比增长42.22%，较上年增长了22个百分点，比3季报增长了4.12个百分点。

图 1: 2006-2015 公司销售收入及其增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 2007-2015 公司分业务收入及其增速



资料来源: 公司公告, 中原证券

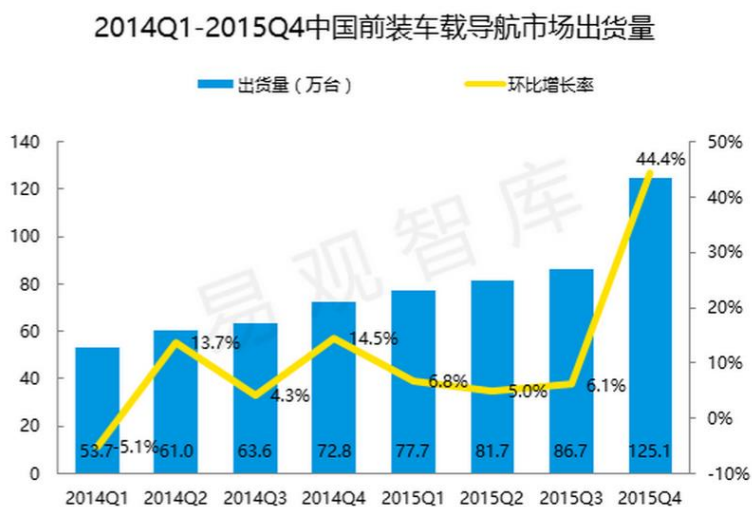
分产品来看，各项业务发展全面加速，车联网业务增长超预期。来自电子导航地图的收入7.03亿元，同比增长19.62%，较上年增长了5.09个百分点；来自综合地理信息服务的收入8.03亿元，同比增长70.44%，较上年增长了42.15个百分点，至此综合地理信息服务已经超越电子导航地图业务，成为公司最重要的收入来源。综合地理信息服务业务中，来自车联网及编译的收入6.24亿元，同比增长78.76%，呈现出跨越式发展，较上年增长52.35个百分点；来自在线服务和行业应用及其他业务的收入1.79亿元，同比增长46.69%，较上年增长12.69个百分点。预计未来车联网业务将持续高

速增长，为公司打开新的增长通道。

- **受到国产车销量增长的带动，前装导航装配率大幅提升。**根据易观国际公布的数据，2015年中国前装车载导航市场出货量约为371.2万台，同比增长47.8%，较上年大幅提升了10个百分点。前装车载导航覆盖率由2014年的12.7%大幅提升到了2015年的17.6%。2015年国产品牌汽车同比增幅高达15.3%。随着国产品牌汽车市场逐步升温及前装车载导航向国产品牌的逐步渗透，前装车载导航出货量实现了迅猛增长。随着未来车联网的推广和实时更新地图的普及应用，原装车载导航的用户体验将进一步提升，有望迎来新的发展机遇。

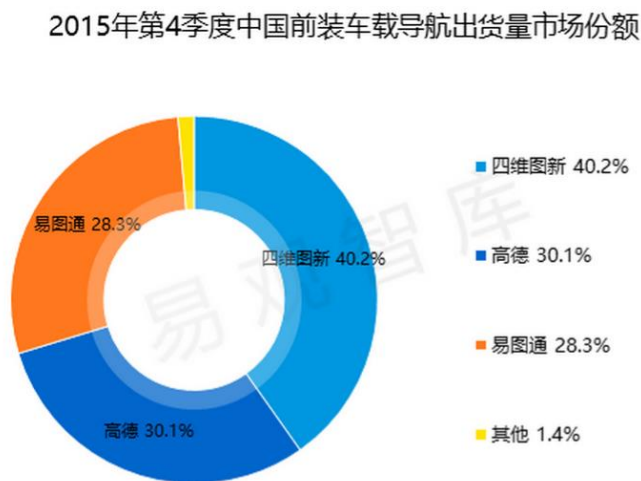
从前装车载导航市场格局来看，高利润来源的外资车厂市场仍然被四维图新、高德占据，出货量平稳增长，未来的增量主要来自于中高端车型向中低端车型市场的进一步渗透；而易图通借助自主品牌车厂前装导航市场异军突起，市场份额不断攀升，成为三家主要地图供应商之一。截止2015年4季度前三大厂商中，四维图新、高德、易图通分别占比40.2%、30.1%和28.3%，分别较上年同期增长了-1.1%、-4.9%、6.6个百分点。面对前装导航市场新的变化，公司在保持与国际车厂合作的同时，也积极开展了与长城、五菱等多家本土厂商的全面合作。同时2015年11月，特斯拉的国内车载导航功能首次上线，公司凭借优异的服务品质成为其国内地图数据的供应商，在前装车载导航领域又获得了一个重量级客户。

图 3：2014-2015 中国前装车载导航出货量（季度）



资料来源：易观国际，中原证券

图 4：2015 年 4 季度前装车载导航出货量市场份额



资料来源：易观国际，中原证券

表 1：公司车载导航地图主要合作厂商

	品牌
豪华汽车品牌	宾利、玛莎拉蒂、保时捷、奔驰、 宝马 、 特斯拉
大众汽车品牌	大众、沃尔沃、标致、通用、福特、丰田、本田、马自达、日产、现代
国产车品牌	上汽、北汽、长城、奇瑞

资料来源：中原证券

- **基本完成了在全产业链上的生态布局。**2015年，公司在产业链的布局开始加速，控股了车载导航系统开发商和骊安，完成了对手机导航厂商腾瑞万里（导航犬）的全资收购，耗资2.96亿元控股

国内领先的互联网导航产品及车联网产品的开发商和运营商图吧集团（图吧），耗资 1.08 亿元参与智能车载电子系统开发商好帮手的增资，同时公司将在停牌阶段继续展开对汽车电子行业公司的收购。这一系列的并购的背后，可以看到公司的运营理念正在发生转变。公司不再满足于单纯提供地图数据，而是希望完成从数据到软件到服务到车载 IOS 最后到智能硬件的全产业链布局，从而利用手中的数据资源提供一整套服务变现。在加速资本运作的同时，公司还与芯片提供商 MTK、滴滴出行、东软集团达成战略合作协议，加快上述战略目标的实现。

表 2：公司上市后资本运作情况

标的	投入 (亿元)	完成后持 股比例	公告日期	主要产品及业务
Mapscape	0.6164	100%	2011.1.15	导航软件产品、导航解决方案和地图编译服务，NDS 的主要成员和相关技术的重要承担者
中交宇科	1.38	51.98%	2011.11.25	交通行业的测绘及地理信息增值行业应用
中寰卫星	0.6224	51%	2013.2.28	商用车车联网业务
上海纳维		51%	2004	提供导航电子地图的销售和技术支持（与 Here 的合资公司）
再收购	0.7984	100%	2013.11.28	
世纪高通	0.5305	43.5%	2007.12.11	动态交通信息服务
再收购	0.9	82.5%	2008.7.10	
再收购	0.0089	90%	2013.12.31	
海图科技	0.27	51%	2014.7.29	为智慧城市、数字城市、城市规划、勘测设计等行业提供专业的信息化整体解决方案
中寰卫星	0.6224	51%	2013.2.28	商用车车联网业务（大股东资产注入）
增资	0.102	51%	2014.10.28	
和骊安	0.7	51%	2015.3.5	车规级车联网 OS 开发领导者（前身是诺基亚汽车电子部成员在芬兰成立的公司）
腾瑞万里		8.929%	2008	手机导航软件的研发和销售，核心产品导航犬
增资	0.147	19.5%	2010.9.10	
再收购	0.15	100%	2015.3.24	
图吧集团	2.9593	51%	2015.4.25	国内领先的互联网导航产品及车联网产品的开发商和运营商，核心产品有图吧导航、图吧汽车卫士等
好帮手	1.08	3%	2015.11.25	智能车载电子系统的研发、生产和销售，以及车联网服务

资料来源：公司公告，中原证券

- **推出趣驾 WeDrive3.0 生态平台，为车联网业务助力。**2015 年 5 月，公司在 CES Asia 期间发布了 WeDrive2.0，仅仅 5 个月之后，公司通过图吧集团组建的车联网事业部，于 10 月隆重推出了搭载全新混合导航的趣驾 WeDrive3.0，奠定了国内首家车联网垂直整合软硬一体化服务供应商的地位。在车联网相关的系列产品中，趣驾 WeDrive 全生态车联网产品涵盖从导航数据、实时交通数据、自主车规级操作系统、混合导航、自主手机车联、应用商店开放平台、云服务平台在内的完整车联网解决方案，实现人与车、车于车之间的智慧连接；趣驾 WeLink 实现手机与车机的完美便捷连接，同时配备了强大的云端应用商店 APP STORE，让车机内容更加丰富；WeNav 混合导航是国内领先的车载和移动端导航引擎，支持在线、离线双导航引擎自由切换模式，及实景三维视图，支持数据差分、增量更新、分省更新，提供多种方式智能路线规划方案，同时凭借智能语音进行地点搜索、路

线查询以及导航中的自然语义引导，更重要的是导航过程中的电子眼语音播报、行车记录仪、车道线识别等 ADAS 功能，将为用户带来更加安全的导航驾驶体验。

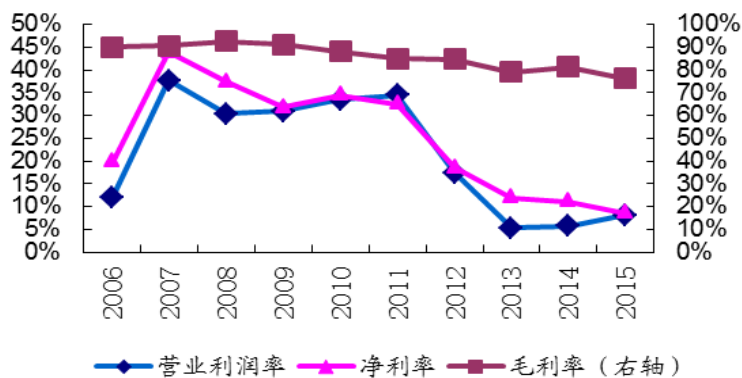
图 5：公司趣驾 WeDrive3.0 生态平台



资料来源：公司公告，中原证券

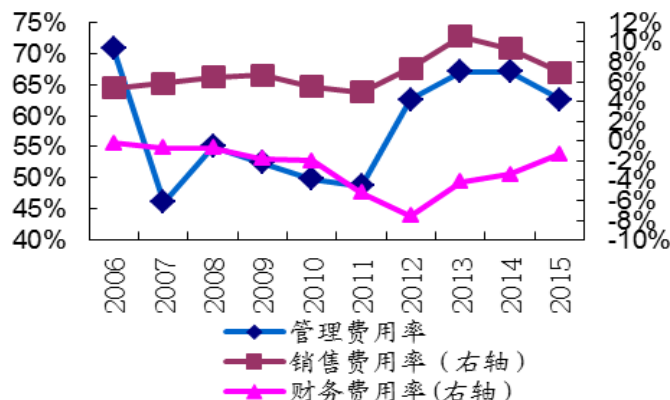
- 车联网业务仍然处于投入期，长期来看盈利能力有较大的提升空间。2015 年公司毛利率、营业利润率、净利率分别为 76.4%、8.2%、8.6%，分别较上年下滑了 5、-2.4、2.5 个百分点，盈利能力略有下滑。受到规模效应的影响，三大费用中销售费用、管理费用、财务费用分别为 6.97%、62.54%、-1.27%，分别较上年下滑了 2.38、4.57、-2.12 个百分点。此外，由于 2015-2016 年度重点软件企业的认定还没有展开，公司无法获得 10% 的所得税税率优惠（按照 15% 的高新技术企业所得税税率收取）。如果该评定工作在 2016 年展开，相关税率优惠将有助于增厚 2016 年的业绩。同时随着车联网业务的持续快速发展，未来在规模效应的带动下，公司盈利能力还有比较大的提升空间。

图 6：2006-2015 公司盈利能力



资料来源：公司公告，中原证券

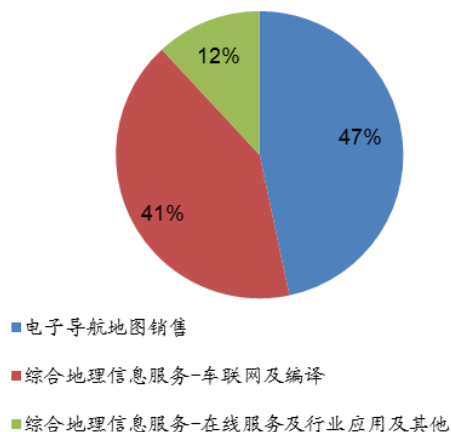
图 7：2006-2015 公司费用情况



资料来源：公司公告，中原证券

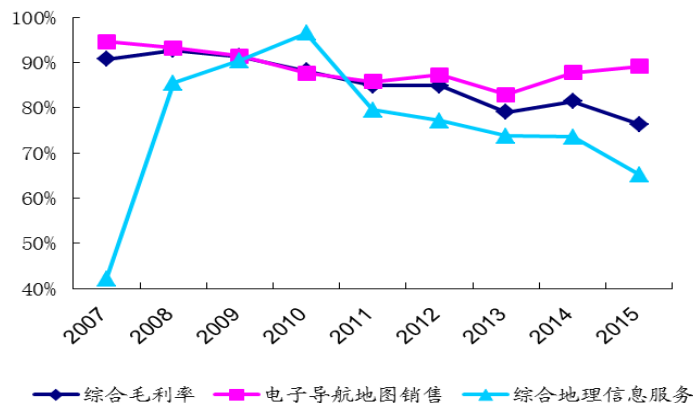
分产品来看，电子导航地图业务毛利率 89.16%，较上年下滑了 1.38 个百分点，表现出比较好的规模效应；综合地理信息业务毛利率 65.2%，较上年下滑了 8.3 个百分点，仍处于投入期。

图 8: 2015 年公司收入结构



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 9: 2011-2015 公司分项业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中原证券

- **盈利预测与投资建议:** 预测公司 16-17 年 EPS 分别为 0.27 元和 0.37 元, 按 4 月 15 日收盘价 26.49 元计算, 对应市盈率分别为 97.06 倍和 72.13 倍。考虑到公司车联网业务发展进度超预期, 上调公司评级至“买入”。
- **风险提示:** 市场调整带来系统性风险; 车联网发展低于预期; 车载导航加装率不及预期。

盈利预测

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入 (亿元)	10.59	15.06	19.53	25.84
增长比率 (%)	20.22%	42.22%	29.66%	32.32%
净利润 (亿元)	1.18	1.30	1.94	2.61
增长比率 (%)	11.56%	10.77%	49.18%	34.55%
每股收益 (元)	0.17	0.18	0.27	0.37
市盈率 (倍)	160.39	144.79	97.06	72.13

市场数据 (2016年4月15日)

收盘价 (元)	26.49
一年内最高/最低 (元)	70.68/20.51
沪深300 指数	3275.83
市净率 (倍)	7.41
流通市值 (亿元)	175.34

基础数据 (2015年12月31日)

每股净资产 (元)	3.57
每股经营现金流 (元)	0.42
毛利率 (%)	76.37
净资产收益率 (%)	5.20
资产负债率 (%)	20.49
总股本/流通股 (万股)	71143/66191
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。