

# 路畅科技 (002813.SZ) 计算机硬件

评级：增持 首次评级

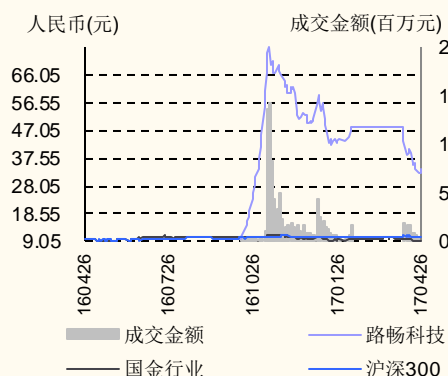
公司研究

市场价格 (人民币): 33.67 元  
 目标价格 (人民币): 36.00-38.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	30.00
总市值(百万元)	4,040.40
年内股价最高最低(元)	75.53/9.92
沪深 300 指数	3445.18
深证成指	10204.84



## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.386	0.340	0.428	0.607	0.809
每股净资产(元)	3.799	5.530	5.958	6.565	7.374
每股经营性现金流(元)	0.734	-0.838	2.944	2.221	3.220
市盈率(倍)	87.24	99.05	78.61	55.49	41.60
行业优化市盈率(倍)	89.23	101.24	80.63	57.33	43.70
净利润增长率(%)	-47.75	-11.92	26.00	41.67	33.38
净资产收益率(%)	10.16	6.15	7.19	9.24	10.98
总股本(百万股)	90.00	120.00	120.00	120.00	120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司公布 2016 年年报: 报告期内公司实现营业收入 7.22 亿元, 同比减少 7.27%; 实现归属于母公司的净利润 4079 万元, 同比下降 11.92%; 同时拟每 10 股派 2.5 元 (含税)。公司公布 2017 年一季度报告: 报告期内公司实现营业收入 2.05 亿元, 同比增加 2.01%; 实现归属于母公司的净利润 1186 万元, 同比降低 26.53%;

## 点评

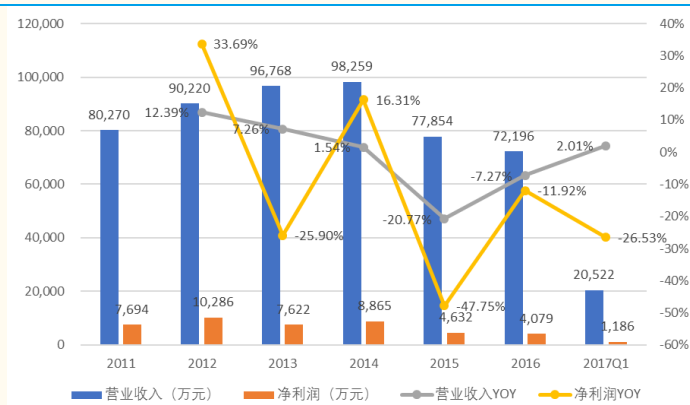
- 公司营业收入下降系公司车载产品销量及单位产品价格双双下降所致, 净利润大幅下降系加大前装市场投入所致。2016 年公司导航生产量为 621888 台, 比上年生产量增加 0.87%, 而销售量为 591489 台, 同比下降 0.70%; 产销率由 2015 年的 96.61% 下降至 2016 年的 95.11%。2016 年营业收入下降的另一原因是公司车载导航产品的单位平均价格持续下降, 由 2015 年的平均价格 1285.48 元下降至 2016 年的 1167.04 元, 同比下降 9.21%。公司 2016 年净利润有所下降以及 2017 年一季度营业收入微增但净利润大幅下降主要原因系公司不断加大前装市场投入而导致销售费用及研发支出增加所致, 2016 年公司的销售费用为 8603 万元, 同比增长 7.39%; 同时由于前装业务规模的扩大, 导致公司应收账款由 2015 年的 1.12 亿元增加至 2.28 亿元, 同比增长 103.57%;

钱路丰 联系人  
 qianlufeng@gjzq.com.cn

潘宁河 联系人  
 panninghe@gjzq.com.cn

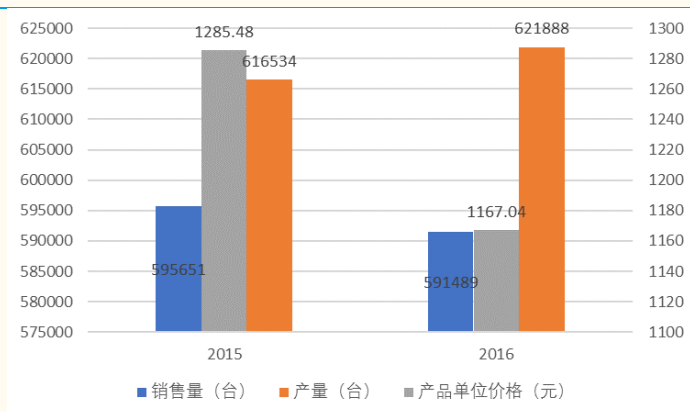
周德生 分析师 SAC 执业编号: S1130516110001  
 (8621)60935535  
 zhoudesheng@gjzq.com.cn

图表 1：2016 年公司营业收入及净利润双双下滑



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2016 年销量及单位价格“双降”



来源：公司公告，国金证券研究所

- 以抢占前装市场为首要战略，国内国外市场“一起抓”。路畅科技成立于 2006 年，在我国车载终端后装市场深耕十一载，现已成为后装市场的佼佼者。但是由于后装市场进入门槛较低，竞争较为激烈，已经成为一片“红海”，所以毛利率较低，公司在后装市场的领先地位已经确定，来自后装市场的收入较为稳定。相较于饱和的后装市场，前装市场的车载智能终端市场还有很大的挖掘空间：2015 年前装车载导航装配率只有 17.6%，车联网渗透率 7.88%，国务院在 2015 年 5 月 8 日印发的《中国制造 2025》规划中已经提出，到 2025 年，基于网联的车载智能信息服务系统装配率将达到 80%。公司从 2013 年开始进入前装市场，根据公司发布的《未来五年（2017-2021）公司发展战略规划》，公司把前装市场定位为未来 5 年公司业务发展的首要战略，力争在 5 年内成为国内外前装车厂提供汽车信息化、智能化解决方案及产品的领先供应商。目前公司的车机产品和行车记录仪等产品在国内前装市场已经获得越来越多的车厂供应商认可。同时在国外市场，公司的产品已经成功进入阿联酋、土耳其、马来西亚、巴西、巴拉圭、俄罗斯和泰国等多个国家，目前还有欧、美等发达国家的市场有待进一步开拓，公司把进一步拓展海外前装客户的新车型业务和开拓新的前装客户作为公司海外业务发展的重点，凭借公司研发能力和技术水平的提高，以及海外前装业务从单一的智能车机向更多的产品及整合方案转变，公司在海外前装市场的出口额有望提升。

图表 3：公司参与了多个海外前装研发项目

项目	开始时间	结束时间	进展情况	拟达到目标
巴基斯坦某 2017 款新车	2015.10	2017.4	前装车型换代研发	巴基斯坦某 20-17 款新车智能车机产品，可实现 4G 通信，带网络摄像头，高清一体机，配套前装新车上市
巴基斯坦某车厂项目	2015.7	2016.9	新车型研发	智能车机及后屏终端及系统，前后屏互动，前装配套
马来西亚某车厂系列车型的配套车机开发	2016.11	2017.6	部分车型已量产，部分新车型开发中	基于现有 XTER 成熟平台配套前装车厂新车型的开发，满足车型上市需求

来源：公司官网，国金证券研究所

- **加大与 BAT 合作力度，保持后装市场领先地位，立志成为 4S 渠道标杆企业。**我国车载终端后装市场已经确定了以路畅、索菱、华阳、好帮手等车载终端制造商为主的竞争格局，且目前公司在后装市场的地位较为稳固。在上述所列的几家企业中，路畅是第一家与腾讯车联平台合作的企业，而且与百度、阿里巴巴都有合作（索菱在 2017 年 3 月 15 日与腾讯合作推出了第一款合作产品“S1T”，且尚未与百度、阿里巴巴合作）。结合路畅的硬件优势与 BAT 互联网巨头的软件和服务优势，公司产品质量和用户体验有望得到消费者认可。同时公司还将通过产品方案化以及方案营销扩大在后装市场的市场份额，并打算进一步拓展公司在大型汽车经销商（4S 店）集团的业务增长，成为 4S 渠道的标杆企业。

图表 4：公司已经与 BAT 互联网三大巨头有深入合作



与百度CarLife战略合作

路畅百度CarLife智能车机通过连接智能手机提供云端语音识别声控操作、百度地图及导航、网络广播、网络音乐、呼叫救援、发现周边（找车位、去加油、找美食）等丰富功能。

路畅腾讯车联智能车机

路畅科技是腾讯车联平台的智能硬件供应商，双方共同打造的车联网智能车机，将解决汽车电子产品不联网、难更新、内容少、缺交互、少体验的痛点，它不仅真正实现汽车的智能化、互联化，更能提供舒心出行、随心驾驶的畅快体验。

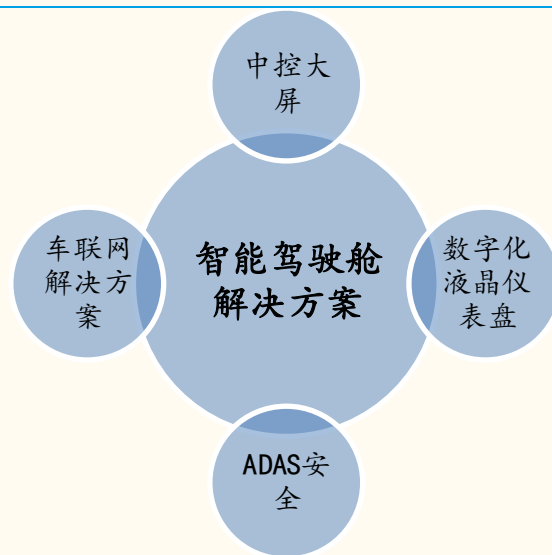
路畅阿里YunOS系统

路畅阿里YunOS互联网车机，可完美解析原车信息，并支持语音导航和语音电话功能，真正解放双手，提升驾驶安全性。可手机无线连接至导航，并可镜像同屏显示。产品内整合了完整的3G模块及WiFi模块，因此产品具备了完整的网络功能，让系统的应用能够得到更智能的应用。

来源：公司官网，国金证券研究所

- **大力投入“智能驾驶舱+智能座舱+智能驾驶”三大类产品的研发，转型“汽车信息化、智能化的全面供应商”。**从前公司是以智能车机为主的供应商，产品线较为单一。在未来 5 年，公司拟重点研发“智能驾驶舱产品和解决方案”、“自动后备箱”、“汽车主动安全类产品”、“车联网产品及解决方案”、“智能驾驶解决方案和产品”。目前公司的智能驾驶舱解决方案已经成形，整合了中控大屏、数字化液晶仪表盘、ADAS 安全、以及 T-Box 等产品。目前，车载设备的智能化和信息化已为大势所趋，公司丰富不断产品线并进行智能化和信息化的升级，从而提高公司产品在前装市场的渗透率以及后装市场的占有率，或能让公司走出产品销量以及产品单位价格“双降”的困局，创造新的业绩增长点。

图表 5：公司的智能驾驶舱解决方案已经成形



来源：公司官网，国金证券研究所

### 投资建议与估值

- 我们预计 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.43/0.61/0.81 元，对应 PE 分别为 79/55/42 倍。公司着力于整体业务结构的调整，通过持续的研发和销售投入，大力拓展前装市场，整体业绩有望逐渐回升，给予公司“增持”评级。

### 风险提示

- 前装业务进展不及预期风险；
- 产品研发进展不及预期风险；

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>983</b>	<b>779</b>	<b>722</b>	<b>866</b>	<b>1126</b>	<b>1408</b>
增长率	1.54%	-20.77%	-7.27%	20.00%	30.00%	25.00%
<b>主营业务成本</b>	<b>680.4</b>	<b>542.2</b>	<b>492.3</b>	<b>606.4</b>	<b>788.4</b>	<b>985.5</b>
%销售收入	69.24%	69.64%	68.20%	70.00%	70.00%	70.00%
<b>毛利</b>	<b>302</b>	<b>236</b>	<b>230</b>	<b>260</b>	<b>338</b>	<b>422</b>
%销售收入	30.76%	30.36%	31.80%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-4.8</b>	<b>-6.6</b>	<b>-7.0</b>	<b>-8.4</b>	<b>-10.9</b>	<b>-13.7</b>
%销售收入	0.49%	0.85%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%
<b>营业费用</b>	<b>-105.7</b>	<b>-80.1</b>	<b>-86.0</b>	<b>-92.4</b>	<b>-110.2</b>	<b>-130.5</b>
%销售收入	10.76%	10.29%	11.92%	10.66%	9.79%	9.27%
<b>管理费用</b>	<b>-94.8</b>	<b>-83.2</b>	<b>-79.5</b>	<b>-80.5</b>	<b>-110.2</b>	<b>-138.4</b>
%销售收入	9.65%	10.69%	11.02%	9.29%	9.79%	9.83%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>111.6</b>	<b>61.5</b>	<b>46.6</b>	<b>56.1</b>	<b>77.1</b>	<b>103.2</b>
%销售收入	11.35%	7.89%	6.45%	6.47%	6.85%	7.33%
<b>财务费用</b>	<b>-10.0</b>	<b>-16.8</b>	<b>-18.8</b>	<b>-20.4</b>	<b>-23.9</b>	<b>-29.8</b>
%销售收入	-1.01%	-2.16%	-2.60%	-2.35%	-2.13%	-2.12%
<b>资产减值损失</b>	<b>-10.3</b>	<b>-9.8</b>	<b>-15.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
%税前利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>营业利润</b>	<b>77</b>	<b>40</b>	<b>23</b>	<b>58</b>	<b>83</b>	<b>110</b>
营业利润率	7.81%	5.11%	3.19%	6.72%	7.33%	7.82%
<b>营业外收支</b>	<b>25.4</b>	<b>12.1</b>	<b>23.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>税前利润</b>	<b>102.1</b>	<b>51.8</b>	<b>46.6</b>	<b>58.3</b>	<b>82.5</b>	<b>110.1</b>
利润率	10.39%	6.66%	6.45%	6.72%	7.33%	7.82%
<b>所得税</b>	<b>-13.7</b>	<b>-5.6</b>	<b>-5.9</b>	<b>-7.0</b>	<b>-9.9</b>	<b>-13.2</b>
所得税率	13.41%	10.87%	12.69%	12.00%	12.00%	12.00%
<b>净利润</b>	<b>88.4</b>	<b>46.2</b>	<b>40.7</b>	<b>51.3</b>	<b>72.6</b>	<b>96.9</b>
少数股东损益	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>89</b>	<b>46</b>	<b>41</b>	<b>51</b>	<b>73</b>	<b>97</b>
净利率	9.02%	5.95%	5.65%	5.93%	6.47%	6.90%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>88.4</b>	<b>46.2</b>	<b>40.7</b>	<b>51.3</b>	<b>72.6</b>	<b>96.9</b>
少数股东损益	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
<b>非现金支出</b>	<b>22.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>7.4</b>	<b>7.4</b>	<b>3.3</b>
非经营收益	25.4	12.1	23.6	0.0	0.0	0.0
<b>营运资金变动</b>	<b>23.3</b>	<b>31.8</b>	<b>-117.8</b>	<b>294.5</b>	<b>-346.7</b>	<b>286.0</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>109</b>	<b>66</b>	<b>-101</b>	<b>353</b>	<b>266</b>	<b>386</b>
资本开支	-19.8	0.0	0.0	0	0	0
投资	0.0	0.0	0.0	0	0	0
其他	-14.6	-42.1	-23.5	0.0	0.0	0.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-34</b>	<b>-42</b>	<b>-23</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股权募资	175.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
债权募资	-17.4	0.0	0.0	-137.8	5.4	6.9
其他	-238.2	-1.8	143.4	0.0	0.0	0.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-80</b>	<b>-2</b>	<b>143</b>	<b>-138</b>	<b>5</b>	<b>7</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-5</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>215</b>	<b>-261</b>	<b>393</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>137.6</b>	<b>173.0</b>	<b>194.4</b>	<b>409.9</b>	<b>148.8</b>	<b>542.1</b>
<b>应收账款</b>	<b>121.5</b>	<b>144.5</b>	<b>272.1</b>	<b>19.1</b>	<b>359.5</b>	<b>113.8</b>
<b>存货</b>	<b>198.0</b>	<b>164.3</b>	<b>267.2</b>	<b>138.0</b>	<b>388.7</b>	<b>269.7</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2.5</b>	<b>4.4</b>	<b>11.3</b>	<b>11.3</b>	<b>11.3</b>	<b>11.3</b>
<b>流动资产</b>	<b>459.6</b>	<b>486.1</b>	<b>745.0</b>	<b>578.3</b>	<b>908.3</b>	<b>936.9</b>
%总资产	52.36%	52.73%	62.54%	56.86%	67.80%	68.64%
<b>长期投资</b>	<b>43.2</b>	<b>44.0</b>	<b>6.7</b>	<b>6.7</b>	<b>-388.7</b>	<b>0.0</b>
<b>固定资产</b>	<b>373.6</b>	<b>365.4</b>	<b>395.3</b>	<b>392.0</b>	<b>388.7</b>	<b>0.0</b>
%总资产	5.70%	5.40%	3.30%	5.80%	8.20%	9.10%
<b>无形资产</b>	<b>29.4</b>	<b>29.4</b>	<b>29.4</b>	<b>29.4</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>非流动资产</b>	<b>446.2</b>	<b>438.8</b>	<b>431.4</b>	<b>428.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
%总资产	50.83%	47.60%	36.21%	42.09%	0.00%	0.00%
<b>资产总计</b>	<b>877.7</b>	<b>921.8</b>	<b>1191.2</b>	<b>1017.1</b>	<b>1339.7</b>	<b>1365.0</b>
<b>短期借款</b>	<b>99.0</b>	<b>127.5</b>	<b>140.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>应付款项</b>	<b>274.5</b>	<b>261.7</b>	<b>330.8</b>	<b>245.5</b>	<b>495.4</b>	<b>423.8</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>117.7</b>	<b>-123.3</b>	<b>45.0</b>	<b>198.7</b>	<b>-495.4</b>	<b>-423.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>491.2</b>	<b>265.9</b>	<b>515.8</b>	<b>444.2</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>长期贷款</b>	<b>56.3</b>	<b>35.9</b>	<b>15.5</b>	<b>15.5</b>	<b>15.5</b>	<b>15.5</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>-79.6</b>	<b>164.1</b>	<b>-3.7</b>	<b>-157.4</b>	<b>536.8</b>	<b>465.2</b>
<b>负债</b>	<b>468.0</b>	<b>465.9</b>	<b>527.7</b>	<b>302.4</b>	<b>552.3</b>	<b>480.7</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>409.7</b>	<b>455.9</b>	<b>663.5</b>	<b>714.8</b>	<b>787.4</b>	<b>884.3</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0.2</b>	<b>0.0</b>	<b>-0.1</b>	<b>-0.2</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.6</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>877.7</b>	<b>921.8</b>	<b>1191.2</b>	<b>1017.1</b>	<b>1339.7</b>	<b>1365.0</b>
<b>比率分析</b>						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.739	0.386	0.340	0.428	0.607	0.809
每股净资产	3.413	3.799	5.530	5.958	6.565	7.374
每股经营现金净流	1.211	0.734	-0.838	2.944	-2.221	3.220
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	21.64%	10.16%	6.15%	7.19%	9.24%	10.98%
总资产收益率	12.71%	6.67%	3.91%	5.51%	5.76%	7.56%
投入资本收益率	18.72%	10.09%	3.77%	7.87%	20.95%	13.75%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	1.54%	-20.77%	-7.27%	20.00%	30.00%	25.00%
EBIT增长率	17.17%	-44.91%	-24.18%	20.32%	37.58%	33.79%
净利润增长率	15.56%	-47.75%	-11.92%	26.00%	41.67%	33.38%
总资产增长率	3.44%	5.02%	29.22%	-14.61%	31.71%	1.88%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	10.14	6.27	2.89	-97.68	3.50	20.29
存货周转天数		3.30	1.84	4.39	2.03	3.65
应付账款周转天数	2.49	5.10	2.63	4.41	#DIV/0!	#DIV/0!
固定资产周转天数	5.23	2.08	1.98	2.19	2.87	3.62
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	114.23%	102.19%	79.53%	42.30%	70.15%	54.36%
EBIT利息保障倍数	-11.20	-3.66	-2.48	-2.75	-3.22	-3.47
资产负债率	53.32%	50.54%	44.30%	29.73%	41.23%	35.22%

#### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	4
增持	0	0	0	2	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.67	1.56

来源：朝阳永续

#### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

#### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

#### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

#### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD