

业绩短期承压, 不改长期向好趋势

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入10.8亿元, 同比增长9.4%; 实现归母净利润0.9亿元, 同比下降47.6%; 扣非后归母净利润为0.6亿元, 同比下降54.4%。
- **营收超预期, 业绩短期承压。** 从营收端来看, 总体超预期: 虽然上半年国内汽车销量同比下滑14%, 但公司由于客户大多数为宝马、奔驰等国际知名厂商, 所以导航业务逆市增长7.4%; 芯片业务由于主要客户为国内车企, 所以受影响较大, 下滑34.4%; 车联网、位置大数据服务、高级辅助驾驶及自动驾驶等业务进展较好, 车联网及自动驾驶业务正逐步落地。从净利润端来看, 短期承压, 主要系毛利率下降、投资收益下滑所致: 毛利率下滑主要是因为芯片和车联网业务分别下降2%、10%所致; 投资收益下滑主要是因为公司联营公司 Mapbar Technology Limited (持股47%) 目前处于开拓新业务阶段, 亏损较大。
- **多点开花, 未来增长可期。** 公司导航业务的三维月度服务能力已经覆盖全国前五大城市; 承载芯片业务的杰发科技获得两项重大发明专利, TSMP 芯片将于2019年量产; 承载位置大数据服务业务的 Minedata3.0 开放平台正式发布; 车联网业务的 FOTA 升级方案已经在车厂落地; 高级辅助驾驶及自动驾驶业务方面, 公司已经具备了L3及以上高速公路自动驾驶高精度地图的量产能力, 同时适用于辅助驾驶的 ADAS Map 已覆盖全国高速、国道、省道等城市道路。
- **生态逐渐完善, 掘金智能驾驶时代。** 为了进一步践行“智能汽车大脑”战略, 进一步巩固公司“数字地图+车联网+自动驾驶+大数据+芯片”五位一体的技术领先优势, 公司上半年和一汽解放、宝马、博世、华为、中国电信、德赛西威等公司进行了不同程度的战略合作和订单签订, 进一步夯实了公司在自动驾驶领域的领先地位。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为0.22元、0.27元、0.34元, 未来三年归母净利润将保持12%的复合增长率。考虑到公司为A股唯一的高精度地图+车载芯片供应商, 且公司布局的智能驾驶将为公司打开广阔成长空间, 我们长期看好公司发展。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 导航业务或不及预期、自动驾驶进展或不及预期、研发或不及预期。

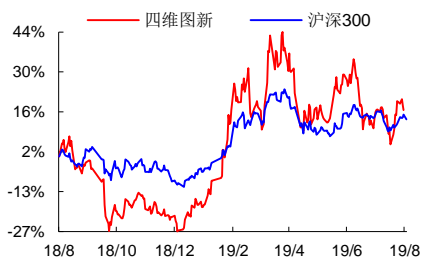
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2133.66	2336.43	2847.62	3539.84
增长率	-1.06%	9.50%	21.88%	24.31%
归属母公司净利润(百万元)	479.07	431.48	529.36	671.57
增长率	80.65%	-9.93%	22.68%	26.86%
每股收益EPS(元)	0.24	0.22	0.27	0.34
净资产收益率ROE	5.10%	4.52%	5.31%	6.39%
PE	61	68	55	43
PB	4.06	3.88	3.67	3.42

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
执业证号: S1250517070001
电话: 010-57758600
邮箱: zhuz@swsc.com.cn
联系人: 刘忠腾
电话: 0755-23616646
邮箱: lzht@swsc.com.cn
联系人: 朱松
电话: 021-58352031
邮箱: zhush@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

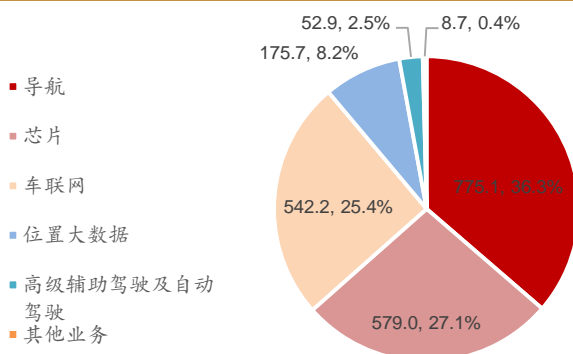
总股本(亿股)	19.62
流通A股(亿股)	15.76
52周内股价区间(元)	13.31-27.66
总市值(亿元)	292.01
总资产(亿元)	90.87
每股净资产(元)	3.71

相关研究

1 公司为国内导航领域领军者

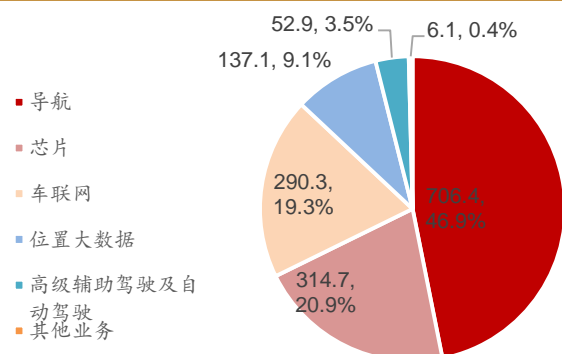
公司为国内导航地图的领军者，未来有望成为智能驾驶的掘金者。公司从成立以来就专注于数字电子地图的研发与销售，随着公司业务的不拓展以及产业趋势的不断演进，目前公司已经围绕车载业务形成了导航业务、车载芯片业务、车联网业务、位置大数据服务业务、高级辅助驾驶业务等业务板块，未来有望依靠领先布局成为智能驾驶的重要参与者。从营收结构来说，目前导航、芯片、车联网、位置大数据贡献主要营收，营收占比分别为 36.3%、27.1%、25.4%、8.2%，高级辅助驾驶及自动驾驶目前还处于布局探索阶段，营收规模较小，从毛利结构来看，与营收结构基本类似，其中导航业务由于较为成熟为公司贡献了近一半毛利。

图 1：公司各业务占比（百万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

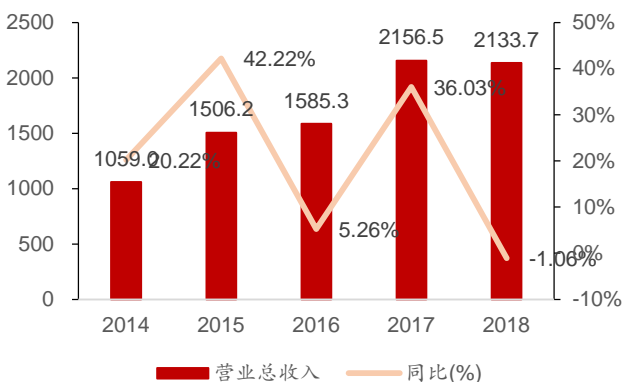
图 2：公司各业务毛利占比（百万元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

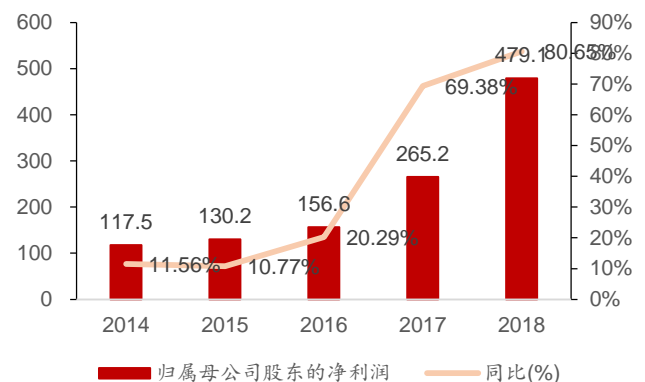
公司营收和净利端增长均稳健增长。在营收端虽然呈现出一定的波动性（其中 2017 年营收同比增长较快主要是因为杰发科技并表因素，2018 年营收增速放缓主要是受传统汽车销量疲软导致公司地图业务及汽车芯片业务增长放缓），但总体上呈现逐步增长态势；在净利端公司近年均表现出较为强劲的增长势头，其中 2017 年增长较快主要是因为杰发科技并表，2018 年增长较快主要是受投资收益影响。

图 3：公司近 5 年营收及增长情况（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司近 5 年归母净利润及增长情况（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：根据中汽协数据，2019 年上半年汽车销量同比下滑 14%。公司的导航业务主要针对如宝马、奔驰、丰田等大客户，优质客户的稳定采购抵消了行业下行影响，随着国内汽车行业的回暖，公司导航业务将逐步回升；

假设 2：芯片业务主要来源于 IVI 芯片，由于该车载芯片主要的运用车型是国产品牌车，所以在国内汽车销量下滑的背景下，芯片业务面临短期调整（穆迪预测我国汽车销量 2019 年下滑 8%）。随着 AMP、MCU、TPMS 等芯片逐渐实现量产，芯片业务营收将企稳回升；

假设 3：公司已经具备 L3 级及以上的高精度量产能力，未来受益于 5G 建设时期的到来，车联网、位置数据服务、高级辅助驾驶及自动驾驶等业务将呈现出快速增长的态势，增速较前几年将会有显著提升。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
导航业务	收入	775.13	829.39	912.33	1021.81
	增速	-17.63%	7.00%	10.00%	12%
	毛利率	91.13%	97.10%	97.00%	97%
芯片业务	收入	578.99	463.19	509.51	585.94
	增速	11.92%	-20%	10%	15%
	毛利率	54%	57.00%	57.00%	57%
车联网	收入	542.19	704.85	951.54	1284.58
	增速	14.26%	30%	35%	35%
	毛利率	54%	58%	59%	60%
位置数据服务	收入	175.72	228.44	308.39	416.32
	增速	-0.91%	30%	35%	35%
	毛利率	78%	75%	75%	75%
高级辅助驾驶 及自动驾驶	收入	52.93	100.57	150.85	211.19
	增速	24%	90%	50%	40%
	毛利率	100%	100%	100%	100%
其他业务	收入	8.7	10	15	20
	增速	139.0%	14.9%	50.0%	33.3%
	毛利率	70%	70%	70%	70%
合计	收入	2133.66	2336.43	2847.62	3539.84
	增速	-1.06%	9.50%	21.88%	24.31%
	毛利率	70.65%	75.20%	74.78%	74.39%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.22 元、0.27 元、0.34 元，对应 PE 分别为 68 倍、55 倍、43 倍，未来三年归母净利润将保持 12% 的复合增长率。考虑到公司为 A 股唯一的高精度地图+车载芯片供应商，且公司布局的智能驾驶将为公司打开广阔成长空间，我们长期看好公司发展。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002609.sz	捷顺科技	9.76	0.14	0.25	0.35	0.47	69.71	39.04	27.89	20.77
002920.sz	德赛西威	22.16	0.76	0.65	0.82	0.98	29.16	34.09	27.02	22.61
600570.sh	恒生电子	70.83	1.04	1.13	1.43	1.89	68.11	62.68	49.53	37.48
600588.SH	用友网络	31.26	0.32	0.34	0.44	0.57	221.34	208.32	160.98	124.26
002230.SZ	科大讯飞	32.12	0.26	0.39	0.59	0.86	123.54	82.36	54.44	37.35
平均							102.37	85.30	63.97	48.49

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2133.66	2336.43	2847.62	3539.84	净利润	377.42	345.19	423.49	537.25
营业成本	626.18	579.37	718.19	906.52	折旧与摊销	375.55	202.95	202.95	202.95
营业税金及附加	20.70	22.20	27.05	33.63	财务费用	-30.55	-20.68	-25.12	-32.90
销售费用	131.56	128.50	153.77	187.61	资产减值损失	945.89	10.00	15.00	20.00
管理费用	478.16	1327.09	1594.67	1946.91	经营营运资本变动	-1152.33	-291.70	140.18	175.78
财务费用	-30.55	-20.68	-25.12	-32.90	其他	-145.23	-30.13	-38.71	-50.62
资产减值损失	945.89	10.00	15.00	20.00	经营活动现金流净额	370.75	215.63	717.80	852.46
投资收益	1710.57	20.00	25.00	30.00	资本支出	879.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1812.22	20.00	25.00	30.00
其他经营损益	0.00	125.00	145.00	170.00	投资活动现金流净额	-932.23	20.00	25.00	30.00
营业利润	506.68	434.95	534.06	678.07	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.03	2.00	2.00	2.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	506.71	436.95	536.06	680.07	股权融资	415.14	0.00	0.00	0.00
所得税	129.29	91.76	112.57	142.81	支付股利	-55.00	-95.81	-86.30	-105.87
净利润	377.42	345.19	423.49	537.25	其他	555.76	7.10	25.12	32.90
少数股东损益	-101.65	-86.30	-105.87	-134.31	筹资活动现金流净额	915.90	-88.72	-61.17	-72.97
归属母公司股东净利润	479.07	431.48	529.36	671.57	现金流量净额	391.82	146.91	681.62	809.49
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2304.46	2451.37	3132.99	3942.48	成长能力				
应收和预付款项	580.34	874.38	1021.87	1221.87	销售收入增长率	-1.06%	9.50%	21.88%	24.31%
存货	77.31	71.60	87.64	111.77	营业利润增长率	88.43%	-14.16%	22.79%	26.96%
其他流动资产	473.98	514.64	627.24	779.72	净利润增长率	77.76%	-8.54%	22.68%	26.86%
长期股权投资	1298.28	1298.28	1298.28	1298.28	EBITDA 增长率	65.53%	-27.53%	15.34%	19.14%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	654.36	611.10	567.84	524.58	毛利率	70.65%	75.20%	74.78%	74.39%
无形资产和开发支出	3340.95	3183.62	3026.30	2868.97	三费率	27.14%	61.42%	60.52%	59.37%
其他非流动资产	485.43	483.06	480.69	478.33	净利率	17.69%	14.77%	14.87%	15.18%
资产总计	9215.11	9488.06	10242.86	11226.00	ROE	5.10%	4.52%	5.31%	6.39%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.10%	3.64%	4.13%	4.79%
应付和预收款项	637.45	756.39	931.49	1154.26	ROIC	9.65%	8.43%	10.51%	14.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	39.92%	26.42%	25.00%	23.96%
其他负债	1174.88	1093.10	1335.60	1664.60	营运能力				
负债合计	1812.33	1849.49	2267.09	2818.85	总资产周转率	0.22	0.25	0.29	0.33
股本	1309.47	1962.46	1962.46	1962.46	固定资产周转率	3.28	3.69	4.83	6.48
资本公积	4593.80	3940.81	3940.81	3940.81	应收账款周转率	4.01	4.65	4.57	4.70
留存收益	1644.13	1979.80	2422.86	2988.56	存货周转率	7.91	7.70	8.87	8.94
归属母公司股东权益	7201.23	7523.32	7966.39	8532.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.72%	—	—	—
少数股东权益	201.55	115.25	9.38	-124.93	资本结构				
股东权益合计	7402.78	7638.57	7975.76	8407.14	资产负债率	19.67%	19.49%	22.13%	25.11%
负债和股东权益合计	9215.11	9488.06	10242.86	11226.00	带息债务/总负债	2.76%	2.70%	2.21%	1.77%
					流动比率	1.98	2.21	2.23	2.21
					速动比率	1.94	2.17	2.19	2.17
					股利支付率	11.48%	22.21%	16.30%	15.77%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.22	0.27	0.34
					每股净资产	3.67	3.83	4.06	4.35
					每股经营现金	0.19	0.11	0.37	0.43
					每股股利	0.03	0.05	0.04	0.05
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	851.68	617.22	711.89	848.12					
PE	60.95	67.68	55.16	43.48					
PB	4.06	3.88	3.67	3.42					
PS	13.69	12.50	10.25	8.25					
EV/EBITDA	19.69	42.67	36.04	29.30					
股息率	0.19%	0.33%	0.30%	0.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn