

凯立德：车联网产业第一股

——新三板公司商业模式研究之二十三

2016年8月11日

新三板研究

商业模式

杨若木	首席行业研究员	电话：010-66554032	执业证书编号：S1480510120014
张高艳	新三板研究员	电话：010-66554030	
岳鹏	新三板研究员	电话：010-66554013	
韩宇	新三板研究员	电话：010-66554131	
洪一	新三板研究员	电话：010-66554406	

1. 公司情况

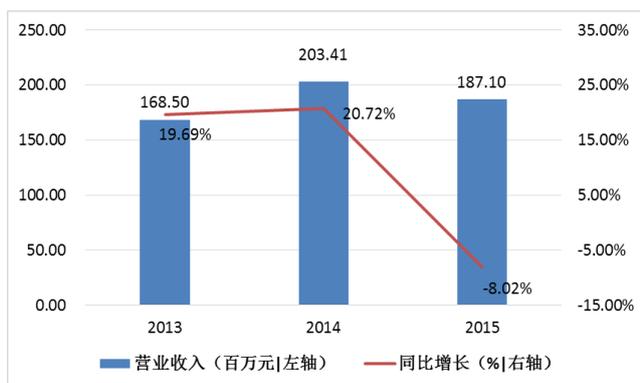
1.1 主营业务

深圳市凯立德科技股份有限公司（以下简称“公司”）主营业务为汽车消费电子软硬件产品及服务的研发、生产和销售。公司专注于车载导航领域，主要产品涵盖了卫星导航系统、终端及位置服务、车联网（见附注）及移动互联网服务等多个方面，形成了“地图及导航+智能硬件+车联网服务+移动互联网”的产业链垂直一体化的商业模式。公司于2014年12月变更股票交易方式为做市转让，并在2016年6月进入新三板创新层名单。

1.2 业绩表现

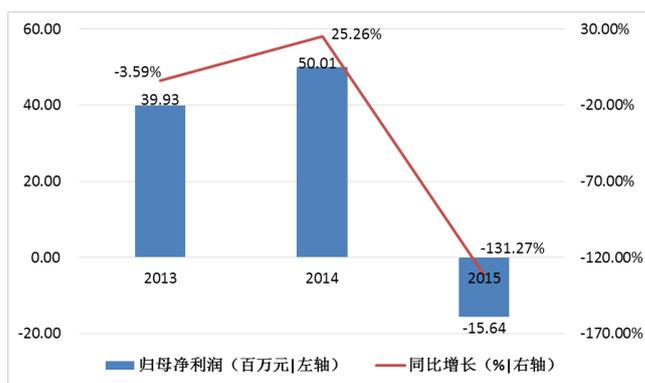
近年来公司的销售业绩稳中有升，第二大业务板块的智能硬件产品销售快速增长，由2013年的2795万元提高至2015年的6170万元，占销售收入的比例也由16.59%增长至32.98%，公司的业务结构愈加全面合理。2015年度，公司针对车联网平台加大了投入力度，研发费用同比增加3184万元，占营业收入的比例提升至55.55%，再加之导航软件产品市场价格下滑，公司主营收入略有下降，共同造成公司当期净利润亏损。随着公司开发出的新产品和技术陆续面市，公司已与东风汽车、国家电网等企业在新的业务领域达成合作协议，预计2016年公司业绩将迎来较大增长，并实现扭亏为盈。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：归母净利润及增速



1.3 发展战略

作为国内领先的车载导航系统及服务供应商，公司围绕主营业务，持续推进车联网战略，加大产品研发投入，从 2B 和 2C 两个重点方向拓展公司业务，由汽车导航后装市场向前装市场（见附注）发展、开拓货车导航市场和全国性行业车联网应用市场、拓展汽车智能硬件市场及增加导航在线用户，以全面搭建凯立德车联网支撑平台为战略发展目标，力争成为国内车联网领域的领军企业。

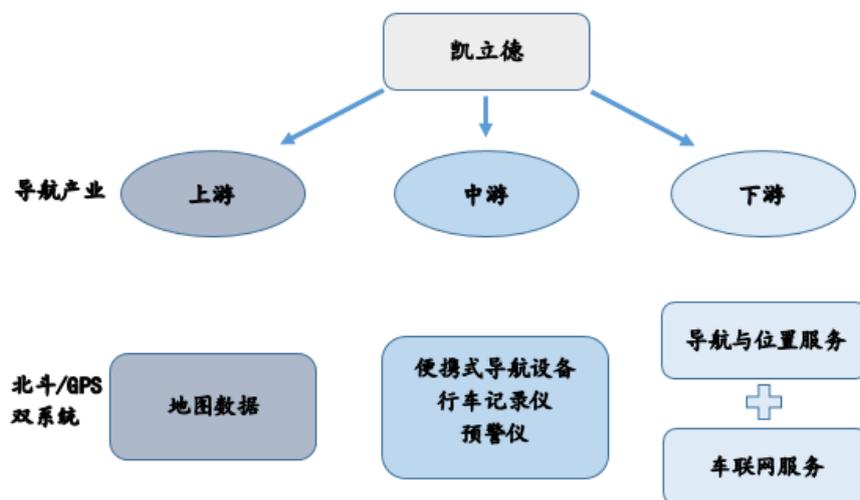
2. 公司亮点

2.1 运营模式

“地图+硬件+服务”，全面布局汽车导航产业。

- ◆ 拥有导航电子地图甲级测绘资质，公司产业链上游地位牢固。
- ◆ 智能硬件产品销售增长，中游业务逐渐成形。
- ◆ 深耕导航市场，加入车联网及移动互联网服务。

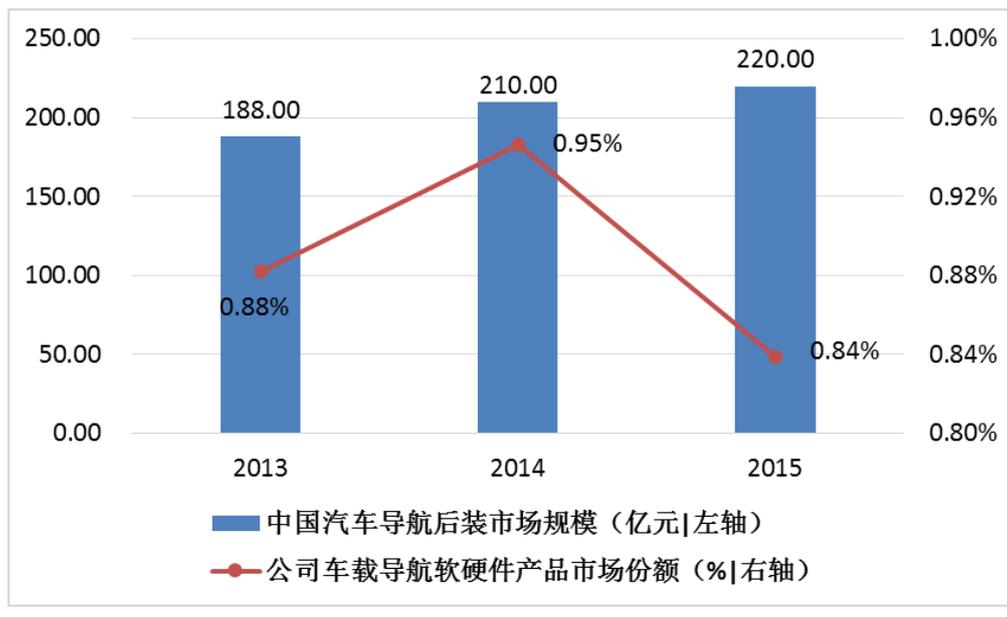
图 3：公司业务布局



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 市场地位

车载导航后装市场增速放缓，公司需拓展业务模式。近年来我国车载导航市场规模稳步增长，其中后装市场销售收入由 2013 年的 188 亿元增长至 2015 年的 220 亿元，终端数量由 760 万台增长至 1000 万台，增长速率有放缓趋势；相比之下，前装市场则增长明显，其中终端类销量由 185 万台增长至 371 万台，年复合增长率达到 42.60%，2015 年市场规模达到 204 亿元，大有超越后装市场之势。公司多年来的导航软件系统及硬件产品销售集中于后装市场，作为优势产品的导航地图尽管在后装市场处于绝对领先地位，但受地图数据规模较小的限制，公司未来业绩增长仍需依靠其它业务，公司需向利润更高盈利更稳定的前装市场拓展，向车联网、行业应用业务拓展等，以提升市场地位。

图 4：行业规模及公司市场份额


资料来源：wind, 中国卫星导航定位协会, 东兴证券研究所

2.3 市场渠道

公司的销售模式分为直销和经销。公司产品均支持北斗/GPS 双导航系统，主要客户是车载嵌入式导航硬件厂商、汽车厂商和导航手机厂商、以及广大个人消费者，公司针对不同产品类型采取了相适应的销售渠道。

线上线下相结合，公司销售渠道愈加完善。公司原有的卫星导航系统产品，主要采取“软件许可授权”的方式，与车载导航硬件厂商、PND 制造商、汽车厂商等企业用户达成合作。随着车联网战略的推进，公司产品业务进一步丰富，并采取了线上线下相结合的形式，以覆盖更多导航服务市场的消费者。公司的线上电商渠道包括京东商城、天猫商城及凯立德商城，借助电子商务的优势打破了销售区域的限制；公司线下销售则采用经销模式，借助汽车 4S 店、汽车服务店等销售渠道，建立凯立德品牌实体门店或专柜，目前公司已有超过 3000 个线下服务网点，覆盖全国所有区域。

2.4 技术及政策壁垒

导航领域技术优势明显，甲级资质奠定业务根基。公司注重技术研发，不断推陈出新，目前已获得 83 项覆盖车载导航系统核心技术的专利，124 项软件著作权，并前后多次承担国家级研发项目，荣膺国家科技奖项 20 余次。凭借多年来在导航地图领域积累的优势，公司还取得了由国家测绘地理信息局授予的导航电子地图甲级测绘资质，可进行全国区域的地理信息采集和导航地图制作，为公司业务开展提供了不可或缺的基础。地图测绘业务因其机密性而受到国家的严格控制，截至目前全国仅有 13 家企业获得甲级资质，公司优势明显。

3. 同行业标的对比

目前国内规模较大的车载导航系统供应商中，上市公司四维图新（002405.SZ）属于公司同行业标的。四维图新主营产品为综合地理信息服务产品和导航电子地图，而公司主营产品为车载导航软件系统，产品应用领域一致性较高，具有较强可比性。

表 1：公司与同行业相关标的对比

	四维图新 (002405.SZ)	凯立德 (835225.OC)
一、财务指标		
2013-2015 年营收 (百万元)	880.87 / 1059.01 / 1506.15	168.50 / 203.41 / 187.10
2013-2015 年增长率 (%)	1.97% / 20.22% / 42.22%	19.69% / 20.72% / -8.02%
2013-2015 年净利润 (百万元)	105.33 / 117.50 / 130.16	39.93 / 50.01 / -15.64
2013-2015 年增长率 (%)	-24.51% / 11.56% / 10.77%	-3.59% / 25.26% / -131.27%
净资产收益率 (%)	5.20%	-2.97%
每股收益 (元)	0.19	-0.05
PE	212.07	-198.00
PB	10.86	6.18
二、产品特点		
主要产品	导航电子地图、动态交通信息服务产品、车联网平台、地图编译服务等	卫星导航软件系统 (车载、PND、手机)、便携式智能终端、车联网及移动互联网服务等
主要应用市场	车载导航 (前装)	车载导航 (后装)
三、业务布局新方向		
新业务依托及布局内容	依托： 传统导航地图、高精度地图、大数据及算法领域的技术储备，以及车联网领域的全面布局；投资并购杰发科技公司获得芯片设计能力。 内容： 车联网、自动驾驶和无人驾驶。	依托： 电子地图及导航软件的技术优势，以及多年累积的市场渠道优势，全面构建车联网平台。 内容： 车联网、货车导航、汽车智能硬件。
新业务板块业绩表现	2016 年 5 月与联发科、杰发科技达成三方战略合作协议，实现“算法+芯片+地图”相联合，共同拓展汽车系统国际市场； 2016 年 7 月与威马汽车技术有限公司、上海蔚来汽车有限公司签署战略合作协议，分别将在自动驾驶技术、道路交通大数据在线服务平台、车联网服务展开合作，共同拓展市场。	2016 年 1 月与国家电网旗下企业就共同建设行业级车联网监管及服务管理平台达成战略合作协议，进入电力等行业应用市场； 2016 年 3 月与东风汽车旗下企业就共同搭建商用车互联网平台达成合作协议，进军前装市场和货运导航市场。

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

4. 竞争能力分析

采用波特五力模型对公司的核心竞争能力进行分析，每个维度满分为 5 分，总计 25 分，公司总得分为 18 分，核心竞争能力较强。

表 2：公司波特五力模型分析

凯立德（835225.OC）：波特五力模型分析	
潜在进入者（4）	卫星导航行业进入壁垒较高，对新进企业的资金、技术水平等要求很高。公司专注车载导航领域的产品开发，形成了“地图及导航+硬件+服务”的综合业务模式。而在公司业务基础的地图测绘领域，公司更是取得了甲级测绘资质，对新进入者构成了政策壁垒。再加之已有的良好市场渠道，公司综合竞争实力较强。
买方议价能力（3.5）	导航软件系统及车联网服务：主要客户是各汽车厂商、导航厂商和个人消费者，公司在后装市场具有优势地位，议价能力较强； 便携式导航终端：主要客户为个人消费者，行业竞争激烈，公司议价能力一般。 总体议价能力一般。
卖方议价能力（4.5）	公司软件产品原材料主要为语音产品、手写识别软件及电子眼数据等；硬件产品原材料为主板、显示屏等元器件，上游供应商竞争充分，且公司不存在单一供应商依赖，议价能力很强。
替代品的威胁（3）	公司提供的导航产品主要应用于汽车导航领域，近年来随着移动互联网和智能手机的普及，免费的手机导航产品已对公司业务造成冲击，甚至可能逐渐替代便携式导航终端产品，威胁程度值得关注。
同业竞争程度（3）	随着车联网、无人驾驶汽车产业发展方向的逐步明晰，一些互联网巨头如百度、腾讯等也加大了这些领域的投入，纷纷通过投资入股的形式进行战略布局，与它们相比公司目前规模仍较小，资金储备不足，在向车联网互联网等领域拓展过程中面临较大竞争压力。
总分（18）	企业核心竞争力较强。

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

5. 风险因素

市场波动风险

公司的产品及服务主要应用于汽车导航领域，因而国内汽车销量水平与公司业绩紧密相关。若未来我国汽车市场或者宏观经济发生较大波动，造成汽车销量下降，公司将面临业绩增速趋缓甚至下滑的风险。

行业竞争加剧风险

随着导航产业的深入发展，一批互联网领域的巨头企业，如百度、腾讯、阿里巴巴等相继通过收购、入股的形式直接或间接获得了导航电子地图甲级测绘资质和互联网地图服务资质，上述企业凭借其在技术和资金方面的优势，将对导航产业的竞争格局产生重大影响。未来导航产业竞争者将日益增多，市场竞争将愈发激烈，若公司未能较好的拓展业务模式，巩固已有优势地位，未来经营发展将面临较大威胁。

6. 总体结论

作为汽车导航领域的领先企业，凯立德集北斗导航电子地图、软件系统开发和技术服务于一体，充分利用自身甲级测绘资质带来的地图数据优势，向导航产业中下游拓展，形成了“地图及导航+汽车智能硬件+车联网

服务+移动互联网”的产业链一体化发展模式。公司迎合“互联网+”产业政策，把握市场动向，坚持向车联网领域转型，加大研发投入，全面拓展车联网新兴应用领域，初步完成了全产业链布局，未来发展前景良好。

7. 附注：技术或产品注释

车联网：指装载在车辆上的电子标签通过无线射频等识别技术，实现在信息网络平台上对所有车辆的属性信息和静、动信息进行提取和有效利用，并根据不同的功能需求对所有车辆的运行状态进行有效的监管和提供综合信息服务。

车载导航前装和后装：指车载嵌入式导航硬件的两种不同安装方式，一种是汽车厂商在其汽车装配线上给汽车装配，另一种是汽车从车厂下线后，在4S店、汽车用品店、汽车电子店、汽车维修点等服务渠道装配。

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

张高艳

清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

岳鹏

中科院机器人学硕士，3年机器人研发及管理经验，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有2年市场咨询研究经验。2016年进入东兴证券研究所，关注TMT领域。

洪一

中山大学金融硕士，2年新三板研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。