

业绩符合预期，深度布局自动驾驶

——四维图新（002405）2018 年报点评

分析师：王洪磊

SAC NO: S1150516070001

2019 年 04 月 16 日

计算机——软件

证券分析师

王洪磊

022-28451975

wanghl@bhqz.com

助理分析师

王磊

SAC No: S1150119010017

wanglei3271@bhqz.com

张源

SAC No: S1150118080012

zhangyuan3337@bhqz.com

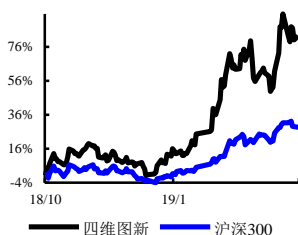
评级：增持

上次评级：增持

目标价格：

最新收盘价：25.60

最近半年股价相对走势



相关研究报告

事件：

公司发布 2018 年年报和 2019 年一季报。2018 年，公司实现营业收入 21.34 亿元，同比下降 1.06%，实现归母净利润 4.79 亿元，同比增长 80.65%，实现扣非归母净利润-10.57 亿元，同比下降 581.61%；2019 年一季度，公司实现营业收入 5.22 亿元，同比增长 15.25%，实现归母净利润 4202.65 万元，同比下降 42.68%，实现扣非归母净利润 3521.70 万元，同比下降 37.07%。

投资要点：

● 业绩符合预期，深度布局自动驾驶

受整体车市不景气影响，公司业绩受拖累。2018 年我国汽车产销量分别为 2780.9 万辆和 2808.1 万辆，比去年同期下降 4.2%和 2.8%。其中，乘用车产销分别完成 2352.9 万辆和 2371 万辆，比上年同期分别下降 5.2%和 4.1%。受整体车市不景气影响，加之市场竞争激烈，公司业绩受到拖累，影响公司短期业绩。分业务看，导航业务收入下滑 17.63%，受影响最为明显；芯片业务收入同比增长 11.92%，未完成业绩承诺进而引发商誉减值影响公司业绩表现；车联网、自动驾驶业务收入同比分别增长 14.26%和 24.14%。

毛利率下滑，研发投入提升明显。1) 2018 年，公司综合毛利率为 70.65%，同比下降 4.73 个百分点，判断主要系导航及芯片业务毛利率下滑所致。2) 公司研发投入同比提升明显。2018 年，公司研发投入为 11.66 亿元，同比增长 27.66%，研发投入占营业收入比重达到 54.65%，同比提升 12.29 个百分点。并且，由于部分研发项目完成转入无形资产，项目后续的持续投入费用化，本期研发投入资本化比例大幅降低，仅为 6.39%。我们认为，毛利率降低主要系外部环境变化所致，公司目前在加大研发投入进行技术和产品储备，预计未来随着新产品占比提升将带动公司毛利率回升。

“智能汽车大脑”战略愿景进一步落实。1) 芯片业务。MCU 芯片已于 2018 年完成量产，并在国内获得了第一笔量产订单，打破了国际垄断。TPMS 芯片计划 2019 年实现量产。此外，公司新一代智能座舱 IVI 芯片，新一代车联网芯片，新一代 AMP 车载功率电子芯片，新一代 MCU 车身控制芯片等，将进一步为自动驾驶一体化解决方案落地奠定基础。2) 车联网业务。乘用车方面，公司前装合作项目稳步推进，Welink 手车互联方案在前装市场陆续上量。商用车方面，不断优化和提升基于 ADAS 地图数据的 L2 级自动驾驶解决方案核心算法，并通过车厂合作项目加速推进产品验证和商业化落地。3) 高级辅助驾驶及自动驾驶业务。HD 地图已经完成全国高速公路数据采集和产品发布，高精度定位目前已经完成了北京和成都测试，计划完成更多城市拓展。自动驾驶整体解决方案已经完成 5000 多公里长距离实际道路测试验证，具备 L3 级自动驾驶标准能力。并且，公司与宝马签订了国内第一个 L3

级及以上的自动驾驶地图量产订单，彰显公司在此领域的技术实力和市场地位。4)位置大数据服务。公司数据总量增长到 4.7PB，数据量日均增长 3.9TB。2018 年，公司全新升级的 MineData2.0 发布，并在公安、交通、保险、物流、规划、扶贫等领域全面应用。我们认为，通过“数字地图+车联网+自动驾驶+大数据+芯片”五位一体布局，公司“智能汽车大脑”战略愿景进一步落实。

汽车迈入智能化时代，“高精度地图”必不可少。我们认为，我国汽车产业发展进入瓶颈期后，电气化、智能化是汽车未来发展的重要方向。无论是依靠传感器融合实现自动驾驶、无人驾驶的“单车智能”，还是依靠车车、车路、车人等通信来获得感知信息的车联网，都需要高精度地图来辅助决策，因此智能化时代，高精度地图必不可少。截至 2018 年底，公司 ADAS 数据总里程已覆盖 140 万公里，在高精度地图领域的优势明显，预计随着汽车智能化率提升，公司将充分受益。

● 盈利预测与投资评级

综上，我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.27、0.32 和 0.39 元/股，看好公司在自动驾驶领域的技术和产品储备，维持“增持”评级。

● 风险提示

中国汽车市场持续低迷；外部竞争加剧风险；新业务进展不及预期；自动驾驶落地低于预期等。

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	2156.49	2133.66	2545.25	3040.39	3652.99
(+/-)%	36.03%	-1.06%	19.29%	19.45%	20.15%
息税前利润（EBIT）	143.67	-399.38	135.79	165.67	200.43
(+/-)%	93.36%	-377.98%	134.00%	22.00%	20.98%
净利润	265.20	479.07	348.18	416.39	507.59
(+/-)%	69.38%	80.65%	-27.32%	19.59%	21.90%
每股收益（元）	0.21	0.37	0.27	0.32	0.39

表：三张表及主要财务指标

资产负债表（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3443	2304	2681	3259	3930	营业收入	2156	2134	2545	3040	3653
应收账款及应收票据	728	513	628	750	901	营业成本	531	626	743	902	1105
预付账款	36	42	50	61	74	营业税金及附加	22	21	25	29	35
其他应收款	90	33	73	87	105	销售费用	146	132	115	135	161
存货	80	77	93	113	139	管理费用	441	478	458	546	654
其他流动资产	138	462	462	462	462	研发费用	873	1276	1069	1262	1498
流动资产合计	4514	3436	3991	4737	5615	财务费用	-59	-31	-84	-101	-124
长期股权投资	83	1298	1298	1298	1298	资产减值损失	56	946	0	0	0
固定资产合计	647	654	652	644	630	其他收益	99	111	128	153	192
无形资产	597	1075	1082	1090	1097	投资收益	24	1711	20	20	20
商誉	3325	2232	2232	2232	2232	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期待摊费用	30	24	24	24	24	资产处置收益	-1	0	0	0	0
其他非流动资产	31	112	112	112	112	营业利润	269	507	368	440	536
资产总计	9799	9215	9771	10516	11387	营业外收支	1	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	269	507	368	440	537
应付票据及应付账款	122	156	165	200	245	所得税费用	57	129	94	112	137
预收账款	42	49	61	69	85	净利润	212	377	274	328	400
应付职工薪酬	297	316	379	466	566	归属于母公司所有者的净利润	265	479	348	416	508
应交税费	74	117	139	166	199	少数股东损益	-53	-102	-74	-88	-108
其他流动负债	53	49	49	49	49	基本每股收益	0.21	0.37	0.27	0.32	0.39
长期借款	50	50	50	50	0	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
预计负债	0	0	0	0	0	营收增长率	36.03%	-1.06%	19.29%	19.45%	20.15%
负债合计	2925	1812	2108	2524	2996	EBIT 增长率	93.36%	-377.98%	134.00%	22.00%	20.98%
股东权益	6874	7403	7663	7992	8391	净利润增长率	69.38%	80.65%	-27.32%	19.59%	21.90%
现金流量表（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	销售毛利率	75.38%	70.65%	70.81%	70.32%	69.76%
净利润	265	479	348	416	508	销售净利率	9.85%	17.69%	10.78%	10.79%	10.95%
折旧与摊销	304	376	60	66	72	ROE	4.00%	6.65%	4.62%	5.24%	6.00%
经营活动现金流净额	390	371	434	626	767	ROIC	3.48%	-6.11%	2.13%	2.74%	3.57%
投资活动现金流净额	-3277	-932	-41	-45	-45	BVPS	5.07	5.50	5.75	6.07	6.46
筹资活动现金流净额	3210	916	-17	-3	-52	资产负债率	29.85%	19.67%	21.57%	24.00%	26.31%
现金净变动	324	354	377	578	670	PE	130.31	38.57	96.28	80.51	66.04
期初现金余额	1364	1690	2304	2681	3259	PB	5.21	2.57	4.45	4.22	3.96
期末现金余额	1690	2082	2681	3259	3930	EV/EBITDA	67.96	-682.09	157.83	131.05	108.89

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖

+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健

+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊（部门经理）

+86 22 2845 1975

张源

+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

陈兰芳

+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑞

+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明

+86 22 2845 1857

刘秀峰

+86 10 6810 4658

滕飞

+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波

+86 22 2845 1632

甘英健

+86 22 2383 9063

陈晨

+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇

+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾

+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑞

+86 22 2386 1670

杨旭

+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程

+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华

+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明

+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊

+86 22 2383 9065

电子行业研究

王磊

+86 22 2845 1802

固定收益研究

冯振

+86 22 2845 1605

夏捷

+86 22 2386 1355

朱林宁

+86 22 2387 3123

李元玮

+86 22 2387 3121

金融工程研究

宋旻

+86 22 2845 1131

李莘泰

+86 22 2387 3122

张世良

+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛

+86 22 2845 1653

郝惊

+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

严佩佩

+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

孟凡迪

+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置

+86 22 2383 9072

张一帆 公用事业、信用评级

+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉

+86 22 2845 1625

机构销售&投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

刘璐

合规管理&部门经理

任宪功

+86 10 6810 4615

风控专员

白骐玮

+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn