

四维图新（002405）：芯片成增长新动力，自动驾驶展露头角

审慎推荐（首次）

计算机

当前股价：19.52 元

报告日期：2018 年 8 月 23 日

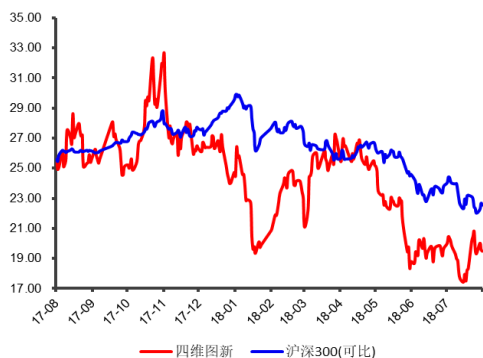
主要财务指标（单位：百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,156	2,693	3,340	4,071
(+/-)	36.0%	24.9%	24.0%	21.9%
营业利润	269	401	542	683
(+/-)	214.8%	49.2%	35.1%	26.0%
归属母公司 净利润	265	374	492	613
(+/-)	69.4%	41.1%	31.5%	24.6%
EPS（元）	0.21	0.29	0.38	0.47
市盈率	94.4	68.3	51.9	41.7

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	130947 / 103447
流通市值（亿元）	201.9
每股净资产（元）	5.37
资产负债率（%）	30.0

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：徐鹏

执业证书编号：S1050516020001

电话：021-54967573

邮箱：xupeng@cfsc.com.cn

事件：四维图新发布 2018 年中报，实现营收 9.9 亿元，同比增长 18.77%；归母净利润 1.63 亿元，同比增长 34.54%；扣非后净利润 1.35 亿元，同比 18.15%；基本每股收益 0.1283 元/股，同比 22.19%。公司业绩接近业绩指引区间上限。按季度来看，公司 2018 年 Q2 实现营收 5.37 亿元，同比增长 15.2%，归母净利润 8992 万元，同比增长 26.3%。

● **业绩达到预期上限，芯片业务成增长新动力。**分业务看，上半年公司导航业务营收 4.11 亿元，同比增长 4.42%，毛利率提高 1.6 个百分点，导航业务依旧优势明显。芯片业务营收 2.80 亿元，同比增长 73.70%，毛利率下降 1.47 个百分点，芯片业务成为公司上半年营收增长的主要推动力。公司芯片业务收入主要来自杰发科技，杰发科技上半年收入为 2.80 亿元，净利润为 1 亿元，较上年同期分别同比增长 23.34%和 44.51%。虽然芯片业务毛利率短期略有下降，但考虑公司 AMP 芯片的量产和产能爬坡以及即将推出的 MCU 芯片、TPMS 胎压监测芯片等，公司车载芯片业务无论毛利率还是营收仍有较大的提升空间。高级辅助驾驶及自动驾驶营收 2006 万元，同比增加 96.10%。自动驾驶业务虽然基数较小，但增长非常迅速，将成为公司业绩长期增长的驱动力。

● **结合地图领域传统优势，发力自动驾驶领域。**公司围绕地图领域传统的数据和算法优势，通过研发与并购等方式增强芯片方面能力，形成以“高精度地图+高精度定位+芯片+算法+系统平台”为闭环的自动驾驶业务核心竞争力。公司不断推进高精度地图、定位及导航引擎等自动驾驶相关产品商用进度，从而提升自动驾驶解决方案领域的竞争优势。具体表现为：1）在高精度地图方面，公司不断提升 HAD 高精度地图数据采集能力，并联合宝马、长城、博世、HERE、Mobileye 等机构共同推进基于 HAD 高精度地图数据的技术合作或联调测试。另外公司与 HERE、Increment P (IPC)/Pioneer、SK Telecom 共同成立高精度地图产业联盟 OneMap 联盟。公司在高精度地图的积极推进以及多方合作，使得公司占据了自动驾驶领域的资源优势。2）在高精度定位方面，公司自主搭建了基于单省的高精度定位网络，并成功进行了基于高精度定位的自动驾驶和共享单车的厘米级测试，为公司的长期发展奠定了良好基础。3）在解决方案方面，公司积极打造可以应对复杂路况通用服务能力需求的自动驾驶完整解决方案，通过自动驾驶车队实际道路验证、聚集海量复杂路况应用场景集的仿真平台验证等不同方式，优化自动驾驶能力模型，提升解决方案应用场景的适应能力。



● **MineData 2.0 发布，打造一站式位置大数据服务平台。**位置大数据因其广泛存在性与超强的拼接能力成为实体经济和互联网的连接桥梁。它可基于海量的定位数据，来分析人地关系，从而建立起基于真实轨迹的用户画像。而地理与用户画像的集合，可为 BI 分析、广告投放、精准推荐等方面提供足够数量及质量的依据，市场空间巨大。公司依托在地图领域十六年的积累，基于成熟的多源大数据、核心算法和移动互联网等技术优势，搭建起集团级别的位置大数据平台 MineData 2.0。依托 MinData 2.0 位置大数据平台，公司推出交警大数据平台 2.0、车辆大数据平台、传感器云平台、四维交通指数平台，可从位置大数据的角度解决多行业用户业务痛点，成为公司又一极具潜力的增长极。

● **盈利预测：**我们预计公司 2018-2020 年归属于上市公司股东净利润分别为 3.74、4.92 和 6.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.29、0.38 和 0.47 元，现价对应 2018-2020 年 PE 分别为 68.3、51.9 和 41.7 倍。考虑到国内拥有导航电子地图甲级资质的厂家仅有 13 家，因此作为 A 股“高精度地图+车载芯片”唯一上市的标的，公司稀缺性明显。同时参考国外导航电子地图经过激烈竞争后，只剩下头部玩家，强者愈强在本行业表现明显，故四维图新作为前装市场龙头，拥有 40%以上的市占率，应该享有一定的估值溢价。再者考虑到公司打造的“高精度地图+芯片+算法+系统平台”完整闭环有望形成良好的协同作用，以及公司在芯片与自动驾驶方面快速的发展。我们首次给予公司“审慎推荐”评级。

● **风险提示：**自动驾驶业务不及预期；车载芯片业务竞争激烈；导航业务不及预期。



公司盈利预测表

资产负债表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产:					营业收入	2,156	2,693	3,340	4,071
货币资金	3,443	3,509	3,580	3,669	营业成本	531	623	799	1,002
应收款	758	561	464	452	营业税金及附加	22	22	22	22
存货	80	61	67	84	销售费用	146	178	217	261
其他流动资产	233	233	233	233	管理费用	1,314	1,508	1,787	2,117
流动资产合计	4,514	4,363	4,343	4,438	财务费用	-59	-83	-89	-94
非流动资产:					费用合计	1,402	1,602	1,916	2,283
可供出售金融资产	225	225	225	225	资产减值损失	56	69	86	105
固定资产+在建工程	647	999	1,327	1,631	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	3,922	3,922	3,922	3,922	投资收益	24	24	24	24
其他非流动资产	491	491	491	491	营业利润	269	401	542	683
非流动资产合计	5,284	5,636	5,964	6,268	加: 营业外收入	4	4	4	4
资产总计	9,799	9,999	10,308	10,706	减: 营业外支出	3	3	3	3
流动负债:					利润总额	269	402	542	684
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	57	80	103	123
应付账款、票据	122	147	222	306	净利润	212	321	439	560
其他流动负债	2,706	2,706	2,706	2,706	少数股东损益	-53	-53	-53	-53
流动负债合计	2,829	2,853	2,929	3,013	归母净利润	265	374	492	613
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2017A	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	96	96	96	96	成长性				
非流动负债合计	96	96	96	96	营业收入增长率	36.0%	24.9%	24.0%	21.9%
负债合计	2,925	2,950	3,025	3,109	营业利润增长率	214.8%	49.2%	35.1%	26.0%
所有者权益					归母净利润增长率	69.4%	41.1%	31.5%	24.6%
股本	1,283	1,309	1,309	1,309	总资产增长率	137.7%	2.0%	3.1%	3.9%
资本公积金	4,206	4,179	4,179	4,179	盈利能力				
未分配利润	1,111	1,254	1,444	1,702	毛利率	75.4%	76.9%	76.1%	75.4%
少数股东权益	238	238	238	238	营业利润率	12.5%	14.9%	16.2%	16.8%
所有者权益合计	6,874	7,049	7,283	7,597	三项费用/营收	65.0%	59.5%	57.3%	56.1%
负债和所有者权益	9,799	9,999	10,308	10,706	EBIT/销售收入	5.7%	14.9%	16.2%	16.8%
现金流量表(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	净利润率	9.8%	11.9%	13.2%	13.8%
净利润	212	321	439	560	ROE	3.1%	4.6%	6.0%	7.4%
折旧与摊销	304	75	99	123	营运能力				
财务费用	-38	-83	-89	-94	总资产周转率	22.0%	26.9%	32.4%	38.0%
存货的减少	58	19	-6	-17	资产结构				
营运资本变化	-203	222	172	96	资产负债率	29.8%	29.5%	29.3%	29.0%
其他非现金部分	57	0	0	0	现金流质量				
经营活动现金净流量	390	554	616	668	经营净现金流/净利润	1.84	1.72	1.40	1.19
投资活动现金净流量	-3277	-427	-427	-427	每股数据 (元/股)				
筹资活动现金净流量	3210	-62	-117	-152	每股收益	0.21	0.29	0.38	0.47
现金流量净额	326	65	72	89	每股净资产	5.36	5.38	5.56	5.80

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013年6月加盟华鑫证券。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>