

四维图新 (002405) \ 计算机

——短期承压不改长期价值，着眼公司自动驾驶稀缺地位

事件：

公司发布2019年半年报，实现营业收入10.84亿元，同比增长9.43%；归母净利润0.86亿元，同比下降47.56%；扣非净利润0.62亿元，同比下降54.37%。

投资要点：

➤ 营收仍有增长，毛利率及投资收益拖累业绩，需着眼长远

19年上半年，公司营收增速9.43%，在国内乘用车销量同比下滑14%的大背景下，仍实现增长。其中，导航业务、车联网业务、位置大数据业务、高级辅助驾驶及自动驾驶业务分别实现收入4.41、3.29、0.69、0.48亿元，同比增长7.36%、38.16%、80.34%、140.83%；芯片业务因杰发客户多为国内自主车企及后装市场，车市下行导致IVI车载信息娱乐系统芯片销量承压，H1收入1.84亿元，同比下降34.44%。而同期归母净利润下降47.56%，主要是毛利率及投资收益拖累。19H1公司综合毛利率74.03%，同比下降1.79pct，营收占比较高的导航、车联网、芯片业务毛利率均有所下降，尤其车联网业务因商用车联网销量增长物料成本大幅增加导致毛利率下降了9.58pct；上半年公司投资收益-0.86亿元，主要是车联网参股公司Mapbar（持股46.93%）亏损所致。我们认为，虽然公司业绩短期有压力，但不改其在自动驾驶领域的长期价值。

➤ “智能汽车大脑”战略下，公司五位一体，奠定自动驾驶稀缺地位

“智能汽车大脑”战略下，公司“数字地图+车联网+自动驾驶+大数据+芯片”五位一体，逐步奠定自动驾驶稀缺地位。

数字地图是公司业务立身之本，结合自主研发的FastMap在线生产平台及AI、大数据技术等，公司底层数据基础服务能力和日更新联测能力全面提升，可满足新型应用场景对地图数据精度、鲜度、精细化程度、数据品质、服务水平等提出的高等级应用要求。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,156.49	2,133.66	2,334.76	2,736.82	3,267.30
增长率（%）	36.03%	-1.06%	9.43%	17.22%	19.38%
EBITDA（百万元）	513.22	853.78	389.09	433.35	492.22
净利润（百万元）	265.20	479.07	314.42	371.34	449.64
增长率（%）	69.38%	80.65%	-34.37%	18.10%	21.09%
EPS（元/股）	0.14	0.24	0.16	0.19	0.23
市盈率（P/E）	119.58	66.20	100.86	85.40	70.53
市净率（P/B）	4.78	4.40	4.24	4.06	3.86
EV/EBITDA	36.52	23.79	51.65	45.03	39.26

数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：

推荐

上次建议：

推荐

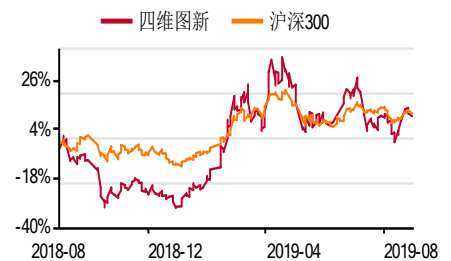
当前价格：

16.16元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,962/1,576
流通A股市值（百万元）	23,444
每股净资产（元）	3.71
资产负债率（%）	17.78
一年内最高/最低（元）	30.18/13.96

一年内股价相对走势



吴金雅 分析师

执业证书编号：S0590517020001

电话：0510-82833337

邮箱：wujy@glsc.com.cn

相关报告

1、《四维图新（002405）\计算机行业》

《业绩基本符合预期，智能汽车大脑战略积极推

2、《四维图新（002405）\计算机行业》

《业绩符合预期，自动驾驶持续布局》

3、《四维图新（002405）\计算机行业》

《杰发整合良好，自动驾驶产品化值得期待》

芯片是公司构建产业链生态的重要一环，把握国家自主芯片扶持及主动安全、智能网联等技术应用契机，公司保持其IVI车载信息娱乐系统芯片后装领先地位并进一步扩大前装份额，新一代具备4G车联网功能的IVI芯片完成客户送样，同时AMP车载功率电子芯片出货量持续提升、车规级MCU芯片在车载和车控电子领域不断拓展、TPMS胎压监测芯片计划2019年底量产。

自动驾驶领域能力是公司未来发展空间所在，也是我们看好公司的核心理由。公司积极打造“地图+云计算+深度学习+智能芯片+算法+仿真”综合服务能力优势，可提供ADAS地图、HD地图数据、高精度定位产品及自动驾驶整体解决方案。公司现已具备支持L3及以上高速公路自动驾驶高精度地图量产能力，且是国内第一家获得L3及以上乘用车自动驾驶应用地图数据服务订单的供应商，其面向城市普通路场景L4级别的自动驾驶地图也进入准量产阶段。高精度定位方面，与高精度地图匹配的高精融合定位方案已经完成POC验证和工具链开发，具备了在高速公路上的稳定定位能力。上半年，公司面向L2级别自动驾驶解决方案在商用车领域的商业化落地进入实车测试验证阶段，尤其公司以4个16线激光雷达、2个长距毫米波雷达、1个搭载自主研发视觉感知算法的单目摄像头的低成本自动驾驶解决方案通过北京市自动驾驶路测T3级牌照考试，再次证明了公司在自动驾驶领域的领先水平。

➤ 公司与高端车企合作稳固，为收入提供保障，更彰显其高认可度

公司与高端车企合作稳固，19年2月与宝马签订L3级自动驾驶地图订单，8月又签订CNS汽车互联系统服务协议。在国内车市下行情况下，高端车企销量仍实现增长，19H1宝马在国内销量超35.0万辆，同比增长16.8%，奔驰销量达34.5万辆，同比增长1.3%，为公司收入提供了有力保障。同时，19年4月公司与华为建立战略合作，双方将在云服务平台、智能驾驶、车联网、车路协同等领域展开合作，未来有望于全球范围内打造“华为+四维”智能汽车科技整体解决方案。此外，上半年一汽解放、德赛西威、Ibeo等也与公司签署战略合作，彰显了市场对四维的高认可度。

➤ 维持“推荐”评级

我们看好公司“智能汽车大脑”战略下，高精度地图、高精度定位及整体解决方案等在自动驾驶领域的卡位优势，预计2019-2021年公司净利润分别为3.14、3.71、4.50亿元，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

导航业务竞争加剧；车联网、自动驾驶业务拓展不及预期；芯片业务进一步承压；市场系统性风险。

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,126.01	1,891.47	2,122.2	2,808.1	3,144.3	营业收入	2,156.4	2,133.6	2,334.7	2,736.8	3,267.3
应收账款+票据	758.48	538.15	749.04	769.58	1,043.4	营业成本	530.84	626.18	680.96	817.07	969.81
预付账款	35.65	42.19	42.93	59.20	62.02	营业税金及附加	21.60	20.70	22.08	25.89	30.90
存货	79.89	77.31	74.01	89.40	86.93	营业费用	146.12	131.56	123.74	136.84	163.36
其他	137.56	462.16	462.16	462.16	462.16	管理费用	1,314.2	1,754.5	1,354.1	1,587.3	1,862.3
流动资产合计	4,137.58	3,011.28	3,450.3	4,188.4	4,798.8	财务费用	-58.84	-30.55	-45.80	-56.67	-68.97
长期股权投资	82.77	1,298.28	1,186.2	1,106.2	1,036.2	资产减值损失	55.58	945.89	10.00	20.00	20.00
固定资产	647.44	654.36	570.41	476.46	382.51	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	24.09	1,710.5	-30.00	-10.00	-10.00
无形资产	597.06	1,074.91	1,048.3	988.02	927.67	其他	98.90	111.15	130.00	150.00	150.00
其他非流动资产	3,917.32	2,712.05	2,666.3	2,654.5	2,654.5	营业利润	269.91	506.99	289.61	346.33	429.82
非流动资产合计	5,244.59	5,739.59	5,471.4	5,225.3	5,001.0	营业外净收益	-0.46	-0.29	1.00	0.00	0.00
资产总计	9,382.17	8,750.87	8,921.8	9,413.8	9,799.8	利润总额	269.44	506.71	290.61	346.33	429.82
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	57.12	129.29	57.71	71.27	96.76
应付账款+票据	122.38	156.01	146.64	193.81	194.11	净利润	212.32	377.42	232.90	275.06	333.06
其他	2,335.84	1,142.08	1,125.6	1,337.9	1,442.2	少数股东损益	-52.88	-101.65	-81.52	-96.27	-116.57
流动负债合计	2,458.22	1,298.09	1,272.2	1,531.7	1,636.3	归属于母公司净	265.20	479.07	314.42	371.34	449.64
长期带息负债	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	营业收入	36.03%	-1.06%	9.43%	17.22%	19.38%
负债合计	2,508.22	1,348.09	1,322.2	1,581.7	1,686.3	EBIT	48.61%	129.07	-49.20%	18.22%	24.62%
少数股东权益	237.80	201.55	120.03	23.76	-92.81	EBITDA	33.62%	66.36%	-54.43%	11.37%	13.59%
股本	1,282.62	1,309.47	1,309.4	1,309.4	1,309.4	归属于母公司净	20.29%	80.65%	-34.37%	18.10%	21.09%
资本公积	4,127.55	4,234.05	4,234.0	4,234.0	4,234.0	获利能力					
留存收益	1,225.99	1,657.71	1,936.0	2,264.7	2,662.7	毛利率	75.38%	70.65%	70.83%	70.15%	70.32%
股东权益合计	6,873.95	7,402.78	7,599.5	7,832.0	8,113.4	净利率	9.85%	17.69%	9.98%	10.05%	10.19%
负债和股东权益总	9,382.17	8,750.87	8,921.8	9,413.8	9,799.8	ROE	4.00%	6.65%	4.20%	4.76%	5.48%
现金流量表						ROIC	6.95%	7.66%	3.04%	3.55%	4.50%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	189.25	-1,332.8	262.08	285.06	343.06	资产负债	26.73%	15.41%	14.82%	16.80%	17.21%
折旧摊销	304.45	375.55	146.15	146.15	134.30	流动比率	1.68	2.32	2.71	2.73	2.93
财务费用	-37.91	2.52	-47.67	-59.13	-71.91	速动比率	1.59	1.90	2.29	2.37	2.60
存货减少	57.58	-7.84	3.30	-15.39	2.48	营运能力					
营运资金变动	-202.97	362.63	-233.11	222.73	-172.05	应收账款周转率	2.96	4.16	3.26	3.78	3.28
其它	81.75	968.64	10.00	20.00	20.00	存货周转率	6.64	8.10	9.20	9.14	11.16
经营活动现金流	392.15	368.68	140.75	599.42	255.89	总资产周转率	0.23	0.24	0.26	0.29	0.33
资本支出	426.67	383.69	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期投资	3,905.29	3,199.42	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.14	0.24	0.16	0.19	0.23
其他	1,055.04	2,650.89	78.43	70.00	60.00	每股经营现金流	0.20	0.19	0.07	0.31	0.13
投资活动现金流	-3,276.9	-932.23	78.43	70.00	60.00	每股净资产	3.38	3.67	3.81	3.98	4.18
债权融资	26.98	100.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	3,979.87	995.22	0.00	0.00	0.00	市盈率	119.58	66.20	100.86	85.40	70.53
其他	-796.55	-179.32	11.58	16.50	20.29	市净率	4.78	4.40	4.24	4.06	3.86
筹资活动现金流	3,210.30	915.90	11.58	16.50	20.29	EV/EBITDA	36.52	23.79	51.65	45.03	39.26
现金净增加额	327.85	389.75	230.75	685.92	336.18	EV/EBIT	89.78	42.47	82.72	67.95	54.00

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210