

杰发科技并表推动业绩高增长，自动驾驶布局稳步推进

——四维图新（002405）2017 年报及 2018 一季报点评

分析师： 王洪磊

SAC NO: S1150516070001

2018 年 5 月 1 日

计算机——软件

证券分析师

王洪磊

022-28451975

wanghl@bhqz.com

助理分析师

朱晟君

SAC No: S1150116070017

zhusj_ok@126.com

评级：

增持

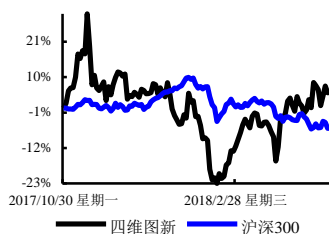
上次评级：

增持

目标价格：

最新收盘价： 26.49

最近半年股价相对走势



相关研究报告

事件：

公司发布 2017 年年报，2017 年，公司实现营业收入 21.56 亿元，同比增长 36.03%，实现归母净利润 2.65 亿元，同比增长 69.38%。同时，公司发布 2018 年一季报，2018 年一季度，公司实现营业收入 4.53 亿元，同比增长 23.35%，实现归母净利润 7331.88 万元，同比增长 46.27%。此外，公司预计 2018 年上半年，实现归母净利润 1.33-1.70 亿元，同比增长 10%-40%。

投资要点：

● 杰发科技并表推动业绩高增长，自动驾驶布局稳步推进

杰发科技并表，推动业绩高增长。分业务看，导航业务收入为 9.41 亿元，同比增长 15.43%；车联网业务收入为 4.75 亿元，同比下降 9.84%；芯片业务收入为 5.17 亿元；高级辅助驾驶及自动驾驶业务收入为 4263.64 万元，同比增长 89.66%；企服及行业应用收入为 1.77 亿元，同比下降 19.65%。我们认为，公司传统业务稳定发展，杰发科技并表是公司业绩增长的主要推动因素，此外，公司高级辅助驾驶和自动驾驶业务同比高速增长也助推公司业绩增长。

毛利率小幅下滑，费用管控良好，研发继续保持高强度投入。1) 2017 年，公司综合毛利率为 75.38%，同比下降 1.47 个百分点。分业务看，导航业务毛利率为 95.47%，同比提升 3.2 个百分点；车联网业务毛利率为 53.01%，同比提升 1.81 个百分点；芯片业务毛利率为 57.06%；企服及行业应用毛利率为 76.32%，同比下降 2.51 个百分点。导航业务毛利率提升主要系地图编译成本减少所致。2) 2017 年，公司期间费用率为 64.99%，同比下降 4.62 个百分点。其中，销售费用率下降 0.32 个百分点至 6.78%，管理费用率下降 3.26 个百分点至 60.94%。公司期间费用管控良好；3) 2017 年，公司研发人员数量为 2691 人，研发人员占比提升 3.38 个百分点至 56.51%，公司研发投入为 9.13 亿元，占营收的比重为 42.36%，同比下降 3.44 个百分点，研发费用资本化率为 22.50%，同比下降 7.67 个百分点。公司围绕车联网、自动驾驶领域平台、软件、芯片等多维度，持续加大研发投入，为公司未来业务发展奠定坚实基础。

车联网、芯片、自动驾驶等业务布局持续推进，将充分收益汽车智能化率提升浪潮。

1) 车联网：乘用车车联网领域，公司积极推进车联网平台车厂合作项目，在前装领域，丰田 UIE、大众 ESI 等平台项目顺利上线，新承接的长城下一代 V2 平台智能网联系统开发项目，将提供从后端服务到车载前端应用的完整解决方案。同时，新兴车企爱驰亿维车联网项目正式定点四维。商用车车联网领域，公司已经成为一汽解放青岛汽车定点供应商，并与上汽红岩、三一汽车达成战略合作。在车联网大数据应用方面，公司继续探索与

保险相结合的车联网业务盈利模式。2) 芯片: 公司新一代汽车信息娱乐系统核心主控芯片及第一代车载功率电子芯片实现了量产出货, 新一代智能座舱系统主控芯片、MCU(BCM)车身控制芯片、TPMS 胎压监测系统芯片等汽车电子芯片产品研发力度持续加大。2017 年, 公司在巩固国内 IVI 后装市场占有率的基础上, 前装市场稳步增长, 多个前装项目陆续量产, 车规级 IVI 芯片也被多家世界级汽车零部件厂商所前装采用。预计随着 AMP 芯片出货量逐步提升, 公司芯片业务将保持较快增速。3) 自动驾驶: 报告期内, 公司“高精度地图+高精度定位+芯片+算法+系统平台”的自动驾驶核心能力持续提升, ADAS 地图产出量成倍增长, ADAS 应用产品“安行 API” V1.0 成功发布并可支持 C 端使用, 基于 HAD 高精度地图数据及导航引擎等产品及技术验证, 正在联合宝马、长城、博世以及其它研究机构快速推进。公司自主研发的支持 ADAS 功能的首款国产芯片开始量产, 针对专用 ADAS 的定制化芯片研发和基于深度学习的图像识别算法也在积极研发当中。我们认为, 随着汽车的智能化率逐步提升以及自动驾驶级别的提升, 对于高精度地图、高精度定位、专用芯片等产品的需求会显著提升, 进而有望带动公司业务快速增长。

● 盈利预测与投资评级

综上, 我们看好公司未来的业务发展, 预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.30、0.36 和 0.45 元/股, 维持“增持”评级。

● 风险提示

自动驾驶业务进展不达预期; 芯片业务竞争激烈; 导航业务市场份额下滑等。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	1585	2156	2639	3279	4153
(+/-)%	5.26%	36.03%	22.36%	24.26%	26.64%
经营利润 (EBIT)	85	270	356	427	537
(+/-)%	54.23%	216.00%	31.96%	19.94%	25.70%
归母净利润	157	265	382	458	574
(+/-)%	20.29%	69.38%	44.11%	19.72%	25.47%
每股收益 (元)	0.12	0.21	0.30	0.36	0.45

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1724	3443	3323	3315	3610	营业收入	1585	2156	2639	3279	4153
应收票据及账款	466	728	738	787	841	营业成本	367	531	656	801	979
交易性金融资产	0	0	0	0	0	营业税金及附加	14	22	26	33	42
预付款项	29	36	44	53	65	销售费用	113	146	177	215	270
其他应收款	41	30	57	51	85	管理费用	1018	1314	1607	1990	2516
存货	58	80	91	98	102	财务费用	-27	-59	-94	-97	-102
其他流动资产	16	138	138	138	138	资产减值损失	36	56	33	33	33
长期股权投资	41	83	107	131	155	投资收益	20	24	24	24	24
固定资产	139	647	709	766	818	其他经营损益	0	99	99	99	99
在建工程	627	0	0	0	0	营业利润	85	270	356	427	537
投资性房地产	0	0	0	0	0	其他非经营损益	78	0	0	0	0
无形资产	222	597	977	1043	1103	利润总额	164	269	356	427	537
长期待摊费用	9	30	15	0	0	减：所得税	47	57	50	60	77
资产总计	4122	9799	9778	9962	10496	净利润	116	212	306	366	460
短期借款	22	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	157	265	382	458	574
应付票据及账款	115	122	211	196	302	少数股东损益	-40	-53	-76	-91	-114
交易性金融负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.12	0.21	0.30	0.36	0.45
预收款项	57	42	138	86	198	稀释每股收益	0.12	0.21	0.30	0.36	0.45
预计负债	0	0	0	0	0	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他应付款	459	2241	2241	2241	2241	成长性					
其他流动负债	60	53	53	53	53	营收增长率	5.3%	36.0%	22.4%	24.3%	26.6%
长期借款	0	0	50	50	50	EBIT 增长率	-20.9%	48.6%	25.2%	26.1%	32.0%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-20.3%	82.6%	44.1%	19.7%	25.5%
负债合计	951	2925	2693	2625	2844	盈利性					
股东权益合计	3172	6874	7084	7336	7652	销售毛利率	76.9%	75.4%	75.1%	75.6%	76.4%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率	7.3%	9.8%	11.6%	11.2%	11.1%
净利润	157	265	382	458	574	ROE	5.6%	4.0%	5.5%	6.3%	7.5%
折旧与摊销	244	304	47	59	55	ROIC	1.77%	8.04%	5.36%	6.49%	7.74%
经营活动现金流	399	390	399	209	537	估值倍数					
投资活动现金流	-329	-3277	-200	-200	-200	PE	217.0	128.1	88.9	74.3	59.2
融资活动现金流	10	3210	-1	-17	-42	P/S	12.2	5.1	4.9	4.7	4.4
现金净变动	83	326	197	-9	295	P/B	12.16	5.12	4.91	4.68	4.41
期初现金余额	1281	1364	1690	1887	1879	股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%
期末现金余额	1364	1690	1887	1879	2174	EV/EBITDA	71.5	61.5	101.8	81.2	64.0

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%

重要声明：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。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。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券股份有限公司研究所
副所长（金融行业研究&研究所主持工作）

张继袖

+86 22 2845 1845

副所长

谢富华

+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

张冬明

+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊

+86 22 2845 1975

朱晟君

+86 22 2386 1319

环保行业研究

张敬华

+86 10 6810 4651

刘蕾

+86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

刘瑞

+86 22 2386 1670

刘秀峰

+86 10 6810 4658

医药行业研究小组

任宪功（部门经理）

+86 10 6810 4615

王斌

+86 22 2386 1355

赵波

+86 22 2845 1632

通信&电子行业研究小组

徐勇

+86 10 6810 4602

宋敬祎

+86 22 2845 1131

杨青海

+86 10 6810 4686

新材料行业研究

张敬华

+86 10 6810 4651

餐饮旅游行业研究

刘瑞

+86 22 2386 1670

杨旭

+86 22 2845 1879

证券行业研究

任宪功（部门经理）

+86 10 6810 4615

洪程程

+86 10 6810 4609

金融工程研究&部门经理

崔健

+86 22 2845 1618

权益类量化研究

李莘泰

+86 22 2387 3122

宋旻

衍生品类研究

祝涛

+86 22 2845 1653

李元玮

+86 22 2387 3121

郝倥

+86 22 2386 1600

债券研究

王琛皞

+86 22 2845 1802

冯振

+86 22 2845 1605

夏捷

基金研究

刘洋

+86 22 2386 1563

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

杜乃璇

+86 22 2845 1945

宏观研究

张杨

博士后工作站

朱林宁 量化•套期保值模型研究

+86 22 2387 3123

综合质控&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

行政综合

白骐玮

+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

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