

2019 年 04 月 16 日

四维图新 (002405.SZ)

## 业绩符合预期，大踏步迈入自动驾驶新时代

**一季报营收逆势增长。**公司 2018 年实现营收 21.34 亿元，同比下降 1.06%；净利润 4.79 亿元，同比增长 80.65%。公司 2019 年一季度实现营收 5.22 亿元，同比增长 15.25%；净利润 0.41 亿元，同比下降 42.68%。一季报利润下滑是由于投资收益亏损 0.34 亿，去年同期为+300 万，主要原因是乘用车联网业务分拆不再并表，由于仍处于投入期，亏损继续加大，导致以权益法核算的长期股权投资收益录得亏损。需要强调的是，考虑到 2019 年 1 季度国内乘用车整体销量下滑 10.5% 的背景以及公司乘用车联网业务不再并表的影响，公司一季报营收仍然逆势增长，超市场预期。我们认为，公司一季报营收增速领先于汽车销量出现拐点的原因在于以自动驾驶为代表的创新业务开始发力。

**各项业务平稳发展，2019 年趋势向好。**分业务来看，1) 导航业务：2018 年实现营收 7.75 亿元，同比下降 17.63%；毛利率 91.30%，下降 4.17 个百分点；2) 车联网业务：2018 年实现营收 5.42 亿元，同比增长 14.26%；毛利率 53.54%，增长 0.53 个百分点；3) 芯片业务：2018 年实现营收 5.79 亿元，同比增长 11.92%，毛利率 54.36%；下降 2.7 个百分点；4) 高级辅助驾驶及自动驾驶业务：2018 年实现营收 0.53 亿，同比增长 24.14%；5) 位置大数据业务：2018 年实现营收 1.76 亿元，同比下降 0.91%。从 2019 年趋势来看，一方面，汽车下乡政策有望对车市形成政策托底；另一方面，以自动驾驶为代表的创新业务也在加速发展。

**杰发科技释放商誉减值风险，新产品线取得多项突破，协同效应开始显现。**杰发科技 2018 年实现业绩 1.99 亿元，未达到业绩承诺，出于谨慎的会计原则，公司计提杰发科技商誉减值准备 8.86 亿元，大幅释放商誉减值风险。考虑补偿后，杰发科技的商誉减值、业绩补偿事项合计导致 2018 年度净利润总额减少 2.67 亿元。需要强调的是，杰发科技新产品线取得多项突破，自主发的 MCU 芯片率先突破国际厂家的技术垄断，于 2018 年完成量产；TPMS 胎压监测芯片已经完成样片开发，计划 2019 年实现量产，并正在积极开发新的芯片如新一代智能座舱 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、AI 芯片等，为自动驾驶一体化解决方案落地奠定基础。此外，值得一提的是，根据国内《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》的要求，自 2019 年 1 月 1 日起将在 M1 类车上强制安装胎压监测系统，2020 年 1 月 1 日起在所有车辆上强制安装，公司胎压监测芯片未来需求有望迎来大幅增长。

**继续加大研发，全力布局自动驾驶。**根据 wind 数据，公司自上市以来，每年的研发投入占比均位居 A 股前十。2018 年，公司继续加大研发强度，积极布局自动驾驶业务（包括高精度地图），研发费用高达 12.76 亿元，同比增长 46.13%，占比营收接近 60%。我们注意到，2018 年公司研发投入资本化率大幅减少，资本化研发投入占研发投入的比例为 6.39%，比去年同期下降 16.11

## 公司快报

证券研究报告

基础软件及套装软件

投资评级 **买入-A**

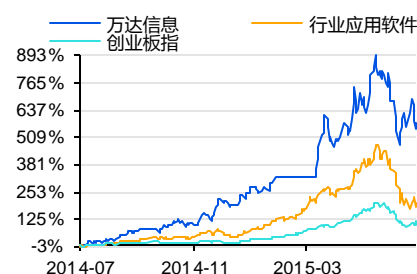
**维持评级**

股价 (2019-04-15) **25.60 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	33,522.46
流通市值 (百万元)	26,686.93
总股本 (百万股)	1,309.47
流通股本 (百万股)	1,042.46
12 个月价格区间	14.03/27.43 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.22	25.55	12.98
绝对收益	17.22	57.44	2.21

**胡又文**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

**凌晨**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517120005

lingchen@essence.com.cn

021-35082059

### 相关报告

- 四维图新：承上启下之年，拉开自动驾驶业务商业化变现序幕/胡又文 2019-02-28
- 四维图新：Here 加码中国市场，合作有望取得实质性进展/胡又文 2019-02-27
- 四维图新：自动驾驶里程碑，斩获国内第一个 L3 及以上自动驾驶地图量产订单/胡又文 2019-02-12
- 四维图新：巨变前夜，大幕将启/胡又文 2019-01-27
- 四维图新：发布业绩上修预告，释放商誉减值风险轻装上阵/胡又文 2019-01-16

个百分点，主要原因在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所致。

**自动驾驶业务取得突破性进展，拉开商业化变现序幕。**围绕打造智能汽车大脑的战略目标，公司以高精度地图为核心形成了“地图+定位+云+深度学习+智能芯片+算法+仿真”的完整自动驾驶解决方案，整体业务在过去1年取得突破性进展。1) 高精度地图：获得全国首个L3级乘用车自动驾驶量产订单，拉开商业化变现序幕；2) 高精度定位：已经完成了北京和成都的组网测试，正在搭建基于公司云服务平台的“全国一张网”实时解算中心；高性能高精度定位芯片IP核能力填补国内空白，流片计划有序推进；3) 自动驾驶整体解决方案：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到最后实质性阶段，L3级别全自动驾驶相关技术解决方案服务能力得到充分验证（完成5000多公里长距离实际道路测试验证），L4级别全自动驾驶相关技术解决方案正在搭建之中（L4级开放道路自动代客泊车解决方案通过客户联合测试）。

**投资建议：**释放商誉减值风险之后，公司2019年轻装上阵，加速前行，大踏步迈入自动驾驶新时代。预计2019、2020年EPS为0.41、0.56元，维持推荐。

**风险提示：**芯片业务发展不及预期；高精度地图行业竞争加剧；车联网业务变现速度低于预期；自动驾驶业务变现速度不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	2,156.5	2,133.7	2,390.7	3,390.4	4,873.0
净利润	265.2	479.1	535.1	734.4	930.8
每股收益(元)	0.20	0.37	0.41	0.56	0.71
每股净资产(元)	5.07	5.50	6.09	6.54	7.11

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	126.4	70.0	62.6	45.6	36.0
市净率(倍)	5.1	4.7	4.2	3.9	3.6
净利润率	12.3%	22.5%	22.4%	21.7%	19.1%
净资产收益率	3.1%	5.1%	5.7%	7.4%	8.8%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%
ROIC	11.9%	10.9%	9.8%	20.2%	28.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,156.5	2,133.7	2,390.7	3,390.4	4,873.0	成长性					
减:营业成本	530.8	626.2	635.2	980.5	1,480.2	营业收入增长率	36.0%	-1.1%	12.0%	41.8%	43.7%
营业税费	21.6	20.7	23.9	33.9	48.7	营业利润增长率	214.8%	88.4%	-17.5%	45.8%	31.1%
销售费用	146.1	131.6	143.4	186.5	268.0	净利润增长率	69.4%	80.6%	11.7%	37.2%	26.7%
管理费用	1,314.2	478.2	1,314.9	1,729.1	2,387.8	EBITDA 增长率	62.4%	542.2%	-73.1%	35.0%	26.1%
财务费用	-58.8	-30.5	-4.7	-9.1	-11.0	EBIT 增长率	91.3%	1363.5%	-74.8%	45.3%	31.3%
资产减值损失	55.6	945.9	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	71.5%	126.0%	32.9%	36.7%	26.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	148.5%	47.3%	-33.8%	-8.3%	-11.4%
投资和汇兑收益	24.1	1,710.6	160.0	160.0	120.0	净资产增长率	116.7%	7.7%	9.5%	6.1%	7.2%
营业利润	268.9	506.7	418.0	609.5	799.3	利润率					
加:营业外净收支	0.6	0.0	99.0	100.0	100.0	毛利率	75.4%	70.7%	73.4%	71.1%	69.6%
利润总额	269.4	506.7	517.0	709.5	899.3	营业利润率	12.5%	23.7%	17.5%	18.0%	16.4%
减:所得税	57.1	129.3	51.7	71.0	89.9	净利润率	12.3%	22.5%	22.4%	21.7%	19.1%
净利润	265.2	479.1	535.1	734.4	930.8	EBITDA/营业收入	13.9%	90.0%	21.6%	20.6%	18.0%
						EBIT/营业收入	5.2%	76.9%	17.3%	17.7%	16.2%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	66	110	96	65	43
货币资金	3,443.4	2,304.5	4,860.6	5,668.9	6,735.7	流动营业资本周转天数	-171	-199	-36	5	-9
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	573	671	723	715	598
应收账款	657.2	462.8	687.7	975.3	1,401.8	应收账款周转天数	87	90	82	84	84
应收票据	101.3	75.3	-	-	-	存货周转天数	12	13	13	13	14
预付账款	35.6	42.2	42.2	42.2	42.2	总资产周转天数	1,162	1,604	1,502	1,195	923
存货	79.9	77.3	95.7	147.8	223.0	投资资本周转天数	374	667	589	317	199
其他流动资产	197.0	474.0	474.0	474.0	474.0	投资回报率					
可供出售金融资产	224.7	306.5	306.5	306.5	306.5	ROE	3.1%	5.1%	5.7%	7.4%	8.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	4.1%	4.3%	5.4%	6.1%
长期股权投资	82.8	1,298.3	78.4	78.4	78.4	ROIC	11.9%	10.9%	9.8%	20.2%	28.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	647.4	654.4	623.5	592.4	561.3	销售费用率	6.8%	6.2%	6.0%	5.5%	5.5%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	60.9%	22.4%	55.0%	51.0%	49.0%
无形资产	597.1	1,074.9	917.3	838.1	757.3	财务费用率	-2.7%	-1.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
其他非流动资产	3,425.3	2,411.1	2,346.8	2,347.6	2,348.2	三费/营业收入	65.0%	27.1%	60.8%	56.2%	54.3%
资产总额	9,798.9	9,215.1	10,732.7	11,771.2	13,228.5	偿债能力					
短期债务	-	-	46.7	26.2	25.5	资产负债率	29.8%	19.7%	15.7%	19.5%	24.3%
应付账款	2,357.7	1,145.4	817.9	1,262.6	1,906.0	负债权益比	42.6%	24.5%	18.6%	24.3%	32.0%
应付票据	5.7	25.0	-	-	-	流动比率	1.60	1.98	4.33	3.72	3.20
其他流动负债	412.4	511.4	507.2	625.9	796.4	速动比率	1.57	1.94	4.27	3.65	3.12
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-1.91	-53.74	-87.05	-65.80	-71.56
其他非流动负债	96.1	81.0	90.0	125.0	176.9	分红指标					
负债总额	2,925.0	1,812.3	1,511.4	2,089.2	2,954.4	DPS(元)	0.04	-	0.08	0.11	0.14
少数股东权益	237.8	201.5	131.8	36.0	-85.4	分红比率	17.9%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,282.6	1,309.5	1,309.5	1,309.5	1,309.5	股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%
留存收益	5,425.6	6,237.9	6,666.0	7,253.5	7,998.1						
股东权益	6,874.0	7,402.8	8,107.2	8,598.9	9,222.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	212.3	377.4	535.1	734.4	930.8	EPS(元)	0.20	0.37	0.41	0.56	0.71
加:折旧和摊销	304.5	375.6	102.8	96.4	90.2	BVPS(元)	5.07	5.50	6.09	6.54	7.11
资产减值准备	55.6	945.9	20.0	20.0	20.0	PE(X)	126.4	70.0	62.6	45.6	36.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.1	4.7	4.2	3.9	3.6
财务费用	-37.9	2.5	-4.7	-9.1	-11.0	P/FCF	-20.7	-32.5	31.7	33.4	26.0
投资损失	-24.1	-1,710.6	-160.0	-160.0	-120.0	P/S	15.5	15.7	14.0	9.9	6.9
少数股东损益	-52.9	-101.7	-69.8	-95.8	-121.4	EV/EBITDA	101.6	8.3	55.5	39.9	30.4
营运资金的变动	-304.5	-25.6	-420.6	257.9	363.5	CAGR(%)	44.3%	29.0%	30.5%	27.3%	27.9%
经营活动产生现金流量	390.3	370.7	2.8	843.8	1,152.0	PEG	2.9	2.4	2.1	1.7	1.3
投资活动产生现金流量	-3,276.9	-932.2	1,350.2	140.0	110.0	ROIC/WACC	1.2	1.1	1.0	2.0	2.8
融资活动产生现金流量	3,210.3	915.9	-55.6	-158.3	-175.8	REP	8.0	3.1	9.4	4.8	3.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

胡又文、凌晨声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



## ■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
北京联系人	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034