

业绩短期承压 前装能力再获主流车厂

认可

——四维图新 (002405.SZ)

计算机/计算机应用

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件:

- 公司发布三季报: 2019 年度前三季度实现营业收入 15.35 亿元, 同比增长+0.76%, 归母净利润 2418.48 万元, 同比下降 88.97%, 归母净利润处于公司业绩预告的区间内。
- 公司与戴姆勒公司签署服务协议, 为梅赛德斯-奔驰在中国销售的网联乘用车提供包括在线地图、POI 搜索、充电桩、加油站、天气和空气指数在内的车联网服务。

投资摘要:

车载业务承压, 研发持续高投入。2019 年公司前三季度收入端同比持平, 净利润大幅下滑, 受车市下滑影响业务整体承压。公司的车载业务主要来自导航电子地图和汽车芯片业务, 其中, 汽车芯片业务的下游客户主要为自主品牌和后装市场, 1-9 月国内乘用车销量同比下降 11.7%, 自主品牌乘用车销量同比下降 18.6%。净利润下滑主因参股公司 Mapbar 的亏损扩大降低了投资收益。公司仍处于高精度地图研发的投入期, 费用率持续高位, 其中研发费用率 46.29%、管理费用率 18.08%、销售费用率 4.75%。

看好新业务潜力, 业务布局助推核心业务。公司是国内在高精度地图领域布局最为完善的公司, 我们认为公司在地图生产、标准制定、高精度定位等方向的布局将持续转化为公司的技术壁垒, 助力公司技术能力持续领先。

- 公司上线新一代平台 FastMap, 平台综合大数据和人工智能新技术的应用, 实现从探测变化、处理变化到发布变化的整个地图的生产过程一体化, 基于日级别实时回传传感器数据, 实现自动化编辑和小时级的更新频率。
- 公司 AR 导航实现量产, 为一汽奔腾 T99 全系车型装载车载 AR 导航, AR 实景导航集合融合计算与多参数 AI 识别, 增强导航信息视觉效果, 给用户更直观和准确的指示信息。
- 公司子公司六分科技定位高精度定位业务, 高精度产品的研发和商业化不断加强, 将形成高精度定位与地图两翼齐飞, 共同推进自动驾驶相关业务, 业务能力得到释放。

随着技术升级和 5G 与政策推动车联网发展, 主机厂普遍将 L3 自动驾驶的时间节点定在 2020 年左右, 智能驾驶将由低级别的辅助驾驶走向更高级别的智能驾驶。高精度地图作为驾驶决策所需的环境数据集合, 其重要性和价值性远超传统车载导航地图, 我们认为行业的研发方向将从高精度地图的测绘转向地图的自动化生产、实时更新以及高精度地图的跨界应用, 数据价值不言而喻。

盈利预测及投资建议: 我们认为公司深耕导航地图行业多年, 在自动驾驶高精度地图领域建立了深厚的技术壁垒, 主流主机厂的定点合作已经验证了公司的研发实力, 随着自动驾驶在多个维度的快速推进, 公司有望卡位高精度地图, 成长为具有垄断能力的地图公司。我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 23.49/26.52/36.56 亿元, 归母净利润 3.61/5.61/8.45 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 高精度地图研发不及预期; 乘用车销量持续下滑。

评级 买入 (首次)

2019 年 11 月 04 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

王宁 研究助理

wangning@shgsec.com

010-56931956

交易数据 时间 2019.11.04

| | |
|----------------|---------------|
| 总市值/流通市值 (亿元) | 289.07/232.08 |
| 总股本 (万股) | 196,246.57 |
| 资产负债率 (%) | 12.0 |
| 每股净资产 (元) | 3.75 |
| 收盘价 (元) | 14.73 |
| 一年内最低价/最高价 (元) | 13.15/30.18 |

公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

相关报告

财务指标预测

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,156.49 | 2,133.66 | 2,349.00 | 2,652.00 | 3,656.00 |
| 增长率(%) | 36.03% | -1.06% | 10.09% | 12.90% | 37.86% |
| 归母净利润(百万元) | 265.20 | 479.07 | 360.91 | 560.51 | 844.69 |
| 增长率(%) | 69.38% | 80.65% | -24.67% | 55.31% | 50.70% |
| 净资产收益率(%) | 4.00% | 6.65% | 4.60% | 6.75% | 9.41% |
| 每股收益(元) | 0.22 | 0.38 | 0.28 | 0.43 | 0.65 |
| PE | 67.38 | 39.23 | 53.44 | 34.41 | 22.84 |
| PB | 2.85 | 2.68 | 2.46 | 2.32 | 2.15 |

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

| 指标 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|----------|
| 主营收入(百万元) | 452.86 | 537.49 | 533.11 | 610.21 | 521.93 | 561.78 | 451.33 |
| 增长率(%) | 23.35% | 15.17% | 8.50% | -26.60% | 15.25% | 4.52% | -15.34% |
| 毛利率(%) | 76.80% | 75.00% | 79.17% | 54.81% | 79.44% | 69.02% | 66.63% |
| 期间费用率(%) | 70.74% | 60.66% | 74.78% | 132.84% | 62.76% | 63.84% | 81.08% |
| 净利润(百万元) | 53.29 | 75.48 | 26.29 | 222.35 | 38.70 | 22.54 | -72.07 |
| 增长率(%) | 83.16% | 19.55% | -1.29% | 137.93% | -27.39% | -70.14% | -374.16% |
| 每股盈利(季度, 元) | 0.06 | 0.07 | 0.04 | 0.20 | 0.03 | 0.02 | -0.03 |
| 资产负债率(%) | 28.20% | 29.98% | 19.97% | 19.67% | 17.66% | 17.78% | 12.00% |
| 净资产收益率(%) | 0.77% | 1.09% | 0.37% | 3.00% | 0.52% | 0.30% | -0.95% |

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | | 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|--------------|---------|--------|---------|--------|--------|-------------|-------|-------|--------|-------|-------|--|--|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | |
| 营业收入 | 2156 | 2134 | 2349 | 2652 | 3656 | 流动资产合计 | 4514 | 3436 | 4805 | 5451 | 6297 | | |
| 营业成本 | 531 | 626 | 716 | 793 | 1040 | 货币资金 | 3443 | 2304 | 3654 | 4026 | 4466 | | |
| 营业税金及附加 | 22 | 21 | 22 | 26 | 31 | 应收账款 | 627 | 438 | 676 | 872 | 1152 | | |
| 营业费用 | 146 | 132 | 122 | 135 | 185 | 其他应收款 | 30 | 25 | 28 | 31 | 43 | | |
| 管理费用 | 1314 | 478 | 371 | 446 | 494 | 预付款项 | 36 | 42 | 0 | 0 | 0 | | |
| 研发费用 | -59 | -31 | -15 | -19 | -21 | 存货 | 80 | 77 | 98 | 103 | 139 | | |
| 财务费用 | 56 | 946 | 0 | 0 | 0 | 其他流动资产 | 138 | 462 | 241 | 305 | 340 | | |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 非流动资产合计 | 5284 | 5779 | 5351 | 5045 | 4818 | | |
| 公允价值变动收益 | 24 | 1711 | 23 | 23 | 23 | 长期股权投资 | 83 | 1298 | 1298 | 1298 | 1298 | | |
| 投资净收益 | 269 | 507 | 354 | 578 | 876 | 固定资产 | 647 | 654 | 550 | 446 | 341 | | |
| 营业利润 | 4 | 1 | 27 | 12 | 14 | 无形资产 | 597 | 1075 | 786 | 575 | 421 | | |
| 营业外收入 | 3 | 1 | 2 | 2 | 2 | 商誉 | 31 | 112 | 78 | 88 | 122 | | |
| 营业外支出 | 269 | 507 | 379 | 589 | 887 | 其他非流动资产 | 9799 | 9215 | 10156 | 10495 | 11116 | | |
| 利润总额 | 57 | 129 | 95 | 147 | 222 | 资产总计 | 2829 | 1731 | 2117 | 2127 | 2251 | | |
| 所得税 | 212 | 377 | 284 | 442 | 665 | 流动负债合计 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 净利润 | -53 | -102 | -77 | -119 | -179 | 短期借款 | 117 | 131 | 73 | 78 | 100 | | |
| 少数股东损益 | 265 | 479 | 361 | 561 | 845 | 应付账款 | 42 | 49 | 50 | 56 | 77 | | |
| 归属母公司净利润 | 858 | 1621 | 732 | 874 | 1113 | 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| EBITDA | 0.22 | 0.38 | 0.28 | 0.43 | 0.65 | 一年内到期的非流动负债 | 96 | 81 | 64 | 64 | 64 | | |
| EPS (元) | 2156 | 2134 | 2349 | 2652 | 3656 | 非流动负债合计 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 主要财务比率 | | | | | | 长期借款 | 50 | 50 | 33 | 33 | 33 | | |
| 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 应付债券 | 2925 | 1812 | 2182 | 2191 | 2315 | | | |
| 成长能力 | | | | | | 负债合计 | 238 | 202 | 125 | 6 | -173 | | |
| 营业收入增长 | 36.03% | -1.06% | 10.09% | 12.90% | 37.86% | 少数股东权益 | 1283 | 1309 | 1309 | 1309 | 1309 | | |
| 营业利润增长 | 214.81% | 88.43% | -30.17% | 63.40% | 51.46% | 实收资本(或股本) | 4206 | 4594 | 4594 | 4594 | 4594 | | |
| 归属于母公司净利润增长 | 69.38% | 80.65% | -24.67% | 55.31% | 50.70% | 资本公积 | 1111 | 1535 | 1824 | 2272 | 2948 | | |
| 获利能力 | | | | | | 未分配利润 | 6636 | 7201 | 7850 | 8298 | 8974 | | |
| 毛利率(%) | 75.38% | 70.65% | 69.51% | 70.11% | 71.56% | 归属母公司股东权益合计 | 9799 | 9215 | 10156 | 10495 | 11116 | | |
| 净利率(%) | 9.85% | 17.69% | 12.10% | 16.65% | 18.20% | 负债和所有者权益 | 4514 | 3436 | 4805 | 5451 | 6297 | | |
| 总资产净利润(%) | 2.71% | 5.20% | 3.55% | 5.34% | 7.60% | 现金流量表 | | | | | | | |
| ROE(%) | 4.00% | 6.65% | 4.60% | 6.75% | 9.41% | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | | |
| 偿债能力 | | | | | | 经营活动现金流 | 390 | 371 | 1007 | 452 | 599 | | |
| 资产负债率(%) | 30% | 20% | 21% | 21% | 21% | 净利润 | 212 | 377 | 284 | 442 | 665 | | |
| 流动比率 | | | | | | 折旧摊销 | 187 | 279 | 393 | 315 | 259 | | |
| 速动比率 | | | | | | 财务费用 | -59 | -31 | -15 | -19 | -21 | | |
| 营运能力 | | | | | | 应付帐款减少 | -216 | 189 | -238 | -196 | -280 | | |
| 总资产周转率 | 0.31 | 0.22 | 0.24 | 0.26 | 0.34 | 预收帐款增加 | -15 | 6 | 1 | 6 | 21 | | |
| 应收账款周转率 | 4.15 | 4.01 | 4.22 | 3.43 | 3.61 | 投资活动现金流 | -3277 | -932 | 57 | 13 | -10 | | |
| 应付账款周转率 | 18.68 | 17.23 | 23.07 | 35.18 | 41.10 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| 每股指标(元) | | | | | | 长期股权投资减少 | -41 | -1216 | 0 | 0 | 0 | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.22 | 0.38 | 0.28 | 0.43 | 0.65 | 投资收益 | 24 | 1711 | 23 | 23 | 23 | | |
| 每股净现金流(最新摊薄) | 0.25 | 0.27 | 1.03 | 0.28 | 0.34 | 筹资活动现金流 | 3210 | 916 | 286 | -93 | -148 | | |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.17 | 5.50 | 5.99 | 6.34 | 6.85 | 应付债券增加 | 50 | 0 | -17 | 0 | 0 | | |
| 估值比率 | | | | | | 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | |
| P/E | 67.38 | 39.23 | 53.44 | 34.41 | 22.84 | 普通股增加 | 216 | 27 | 0 | 0 | 0 | | |
| P/B | 2.85 | 2.68 | 2.46 | 2.32 | 2.15 | 资本公积增加 | 3322 | 388 | 0 | 0 | 0 | | |
| EV/EBITDA | 18.06 | 10.51 | 21.41 | 17.49 | 13.34 | 现金净增加额 | 324 | 354 | 1349 | 372 | 441 | | |

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

王宁，南开大学学士及硕士，曾任职于新时代证券研究所，2018年水晶球卖方最佳分析师评比中小盘第一名团队核心成员。2019年加入申港证券研究所，任计算机行业首席研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上 |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |