

2020年02月28日

四维图新 (002405.SZ)

**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**

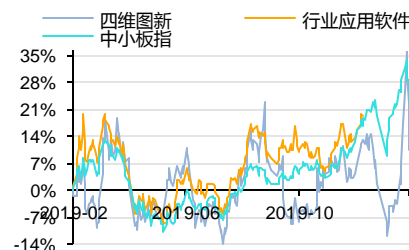
维持评级

6个月目标价: **22元**  
股价 (2020-02-28) **17.12元**

**交易数据**

总市值 (百万元)	33,581.96
流通市值 (百万元)	26,973.42
总股本 (百万股)	1,961.56
流通股本 (百万股)	1,575.55
12个月价格区间	13.31/27.66元

**股价表现**



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.63	-11.57	-11.37
绝对收益	8.7	6.4	12.01

**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: 六分科技获新一轮投资, 旗下优质资产快速升值/胡又文 2019-12-10
- 四维图新: “芯”突破, 胎压监测芯片研制成功/胡又文 2019-11-26
- 四维图新: 华为正式采购, 订单丰收预示业务拐点来临/胡又文 2019-11-19
- 四维图新: 牵手奔驰, 车联网再下一城/胡又文 2019-11-04
- 四维图新: 短期业绩承压, 成长趋势无虞/胡又文 2019-10-23

**收入逆势增长, 大踏步向智能网联时代进发**

业绩符合预期, 收入逆势增长。公司 2 月 28 日晚间发布业绩快报, 2019 年实现营收 23.1 亿元, 同比增长 8.25%; 净利润 3.4 亿元, 同比下降 28.97%。考虑到 2019 年中国汽车市场销量持续下滑, 公司营收逆势增长, 体现出行业龙头的实力。公司净利润同比下降的主要原因: 1) 利润率较高的芯片业务受到乘用车销量下滑及行业竞争加剧的影响收入利润均有所下降; 2) 2019 年度图吧 BVI 对乘用车车联网业务投入持续加大, 对公司 2019 年度利润产生负向影响。

**2019 年收货满满, 大踏步向自动驾驶时代进发。**2019 年, 公司业务全面开花。1) 导航地图: 公司与宝马、特斯拉、戴姆勒、广汽本田、东风本田等国际车厂在导航电子地图领域展开合作; 2) 高级辅助驾驶及自动驾驶领域。与宝马签署了自动驾驶地图及相关服务的许可协议, 成为国内第一家获得 L3 及以上乘用车自动驾驶应用的自动驾驶地图数据服务订单的供应商; 与华为签署战略合作意向书, 公司将为华为定制规定区域内的高精度地图数据及服务, 共同推进自动驾驶在中国的落地; 同时, 公司以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; 3) 芯片业务。公司自主设计的车规级车身控制芯片、胎压监测传感器芯片研制成功并具备了量产能力, 打破了一直以来国际巨头的技术垄断; 4) 车联网业务。公司与宝马、戴姆勒签署车联网项目服务协议, 将进一步巩固其产品智能汽车位置服务领域的领先地位, 表明公司在汽车全面智能化、网联化、电气化的创新变革中持续获得市场的高度认可。

**2020 年业务有望全面向好。**1) 特斯拉带来业务增量。根据华尔街日报报道, 特斯拉的上海工厂已经正式投产。根据特斯拉最新公布的交付数据显示, 目前上海的超级工厂已经具有周产 3000 辆的产能, 这意味着 2020 年的产量能达到 15 万辆。公司是特斯拉国内地图数据的供应商, 有望全面受益; 2) 华为合作带来业务增量。2019 年 8 月, 公司与华为签署高精度地图测试数据采购协议, 标志着与华为自动驾驶合作项目正式落地。预计与华为的后续深度合作将带动高级辅助驾驶及自动驾驶业务加速增长; 3) 芯片业务有望回暖。根据《乘用车轮胎气压监测系统的性能要求和试验方法》要求, 2020 年 1 月 1 日起在所有车辆上强制安装, 胎压监测芯片市场需求量将迎来大幅增长。杰发科技的胎压监测芯片已经成功研发, 今年将开始放量。

**投资建议:** 公司核心地图、车联网、自动驾驶业务在手订单饱满, 特斯拉、华为等合作项目预计将在 2020 年带来可观的收入增量。面向即将到来的自动驾驶时代, 公司持续推进“智能汽车大脑”战略愿景, 夯实技术领先优势, 巩固自动驾驶领域的行业头部地位, 我们持看好公司的发展前景, 预计 2020、2021 年 EPS 为 0.29、0.42 元, 维持买入-A 评级, 12 个月目标价 22 元。

**风险提示:** 芯片业务进展低于预期; 创新业务发展低于预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,156.5	2,133.7	2,309.7	3,110.3	4,077.4
净利润	265.2	479.1	340.2	574.9	826.2
每股收益(元)	0.14	0.24	0.17	0.29	0.42
每股净资产(元)	3.38	3.67	4.32	4.55	4.89

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	126.6	70.1	98.8	58.4	40.7
市净率(倍)	5.1	4.7	4.0	3.8	3.5
净利润率	12.3%	22.5%	14.7%	18.5%	20.3%
净资产收益率	3.1%	5.1%	3.4%	5.5%	7.5%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
ROIC	11.9%	10.9%	6.2%	12.2%	19.0%

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
<b>营业收入</b>	2,156.5	2,133.7	2,309.7	3,110.3	4,077.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	530.8	626.2	640.3	876.9	1,144.9	营业收入增长率	36.0%	-1.1%	8.3%	34.7%	31.1%
营业税费	21.6	20.7	23.1	31.1	40.8	营业利润增长率	214.8%	88.4%	-54.7%	98.3%	53.3%
销售费用	146.1	131.6	138.6	155.5	163.1	净利润增长率	69.4%	80.6%	-29.0%	69.0%	43.7%
管理费用	1,314.2	478.2	1,524.4	1,679.6	2,120.2	EBITDA 增长率	62.4%	542.2%	-82.9%	65.7%	43.2%
财务费用	-58.8	-30.5	-4.3	-8.2	-9.9	EBIT 增长率	91.3%	1363.5%	-86.3%	98.4%	53.9%
资产减值损失	55.6	945.9	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	71.5%	126.0%	-15.8%	68.7%	44.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	148.5%	47.3%	-14.5%	-7.1%	-8.3%
投资和汇兑收益	24.1	1,710.6	262.0	100.0	100.0	净资产增长率	116.7%	7.7%	16.6%	4.5%	6.1%
<b>营业利润</b>	268.9	506.7	229.7	455.5	698.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.6	0.0	99.0	100.0	100.0	毛利率	75.4%	70.7%	72.3%	71.8%	71.9%
<b>利润总额</b>	269.4	506.7	328.7	555.5	798.3	营业利润率	12.5%	23.7%	9.9%	14.6%	17.1%
减:所得税	57.1	129.3	32.9	55.5	79.8	净利润率	12.3%	22.5%	14.7%	18.5%	20.3%
<b>净利润</b>	265.2	479.1	340.2	574.9	826.2	EBITDA/营业收入	13.9%	90.0%	14.2%	17.5%	19.1%
						EBIT/营业收入	5.2%	76.9%	9.8%	14.4%	16.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	66	110	100	70	51
货币资金	3,443.4	2,304.5	4,468.0	5,182.4	6,122.8	流动营业资本周转天数	-171	-199	-54	-19	-29
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	573	671	716	722	649
应收账款	657.2	462.8	664.4	894.7	1,172.9	应收帐款周转天数	87	90	83	86	87
应收票据	101.3	75.3	-	-	-	存货周转天数	12	13	14	13	13
预付帐款	35.6	42.2	42.2	42.2	42.2	总资产周转天数	1,162	1,604	1,522	1,245	1,039
存货	79.9	77.3	96.5	132.1	172.5	投资资本周转天数	374	667	680	449	316
其他流动资产	197.0	474.0	474.0	474.0	474.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	224.7	306.5	306.5	306.5	306.5	ROE	3.1%	5.1%	3.4%	5.5%	7.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	4.1%	2.9%	4.5%	5.8%
长期股权投资	82.8	1,298.3	78.4	78.4	78.4	ROIC	11.9%	10.9%	6.2%	12.2%	19.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
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%	5.0%	4.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	60.9%	22.4%	66.0%	54.0%	52.0%
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%	71.8%	58.7%	55.8%
<b>资产总额</b>	9,798.9	9,215.1	10,317.6	11,188.5	12,336.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	47.0	26.5	25.9	资产负债率	29.8%	19.7%	16.4%	19.4%	22.4%
应付帐款	2,357.7	1,145.4	999.8	1,369.4	1,787.9	负债权益比	42.6%	24.5%	19.6%	24.1%	28.9%
应付票据	5.7	25.0	-	-	-	流动比率	1.60	1.98	3.59	3.27	3.05
其他流动负债	412.4	511.4	504.4	613.2	755.9	速动比率	1.57	1.94	3.53	3.20	2.98
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-1.91	-53.74	-51.83	-54.29	-69.48
其他非流动负债	96.1	81.0	87.2	115.2	149.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	2,925.0	1,812.3	1,687.9	2,173.9	2,768.4	DPS(元)	0.02	0.03	0.03	0.06	0.08
少数股东权益	237.8	201.5	157.2	82.2	-25.6	分红比率	17.9%	11.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,282.6	1,309.5	1,962.5	1,962.5	1,962.5	股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%
留存收益	5,425.6	6,237.9	6,510.1	6,970.0	7,631.0						
<b>股东权益</b>	6,874.0	7,402.8	8,629.7	9,014.7	9,567.9						
						<b>现金流量表</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	212.3	377.4	340.2	574.9	826.2	EPS(元)	0.14	0.24	0.17	0.29	0.42
加:折旧和摊销	304.5	375.6	102.8	96.4	90.2	BVPS(元)	3.38	3.67	4.32	4.55	4.89
资产减值准备	55.6	945.9	20.0	20.0	20.0	PE(X)	126.6	70.1	98.8	58.4	40.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.1	4.7	4.0	3.8	3.5
财务费用	-37.9	2.5	-4.3	-8.2	-9.9	P/FCF	-20.8	-32.5	31.4	40.0	29.6
投资损失	-24.1	-1,710.6	-262.0	-100.0	-100.0	P/S	15.6	15.7	14.5	10.8	8.2
少数股东损益	-52.9	-101.7	-44.4	-75.0	-107.8	EV/EBITDA	101.6	8.3	88.8	52.2	35.2
营运资金的变动	-304.5	-25.6	-221.8	239.7	275.9	CAGR(%)	33.0%	23.9%	46.6%	36.5%	29.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	390.3	370.7	-69.5	747.8	994.6	PEG	3.8	2.9	2.1	1.6	1.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-3,276.9	-932.2	1,452.2	80.0	90.0	ROIC/WACC	1.2	1.1	0.6	1.2	1.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	3,210.3	915.9	636.3	-127.2	-155.9	REP	8.0	3.1	11.7	6.2	4.2

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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@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