

业绩短期承压，自动驾驶业务快速放量

投资要点

- **业绩总结：**2020H1，公司实现营业总收入 9.6 亿元，同比下降 11.3%；归母净利润为 -1.6 亿元，同比下降 290.6%。
- **受疫情影响下游需求收窄，公司业绩短期承压。**2020H1：1）收入端：公司营收同比下降 11.3%，主要因为 Q1 疫情停工停产以及汽车消费需求下降的整体不利影响。其中，Q2 单季度营收为 5.7 亿元，同比增长 0.9%，营收增速实现转正。分业务来看，车联网和位置大数据业务收入同比大幅增长，其中车联网业务实现营收 4.3 亿元，同比增长 32.0%；位置大数据业务实现营收 0.97 亿元，同比增长 39.4%。其他业务均有不同程度下滑，导航业务收入为 2.7 亿元，同比下降 39.4%；高级辅助驾驶及自动驾驶收入为 0.3 亿元，同比下降 29.1%；芯片业务收入为 1.2 亿元，同比下降 35.6%。2）利润端：公司归母净利润同比下降 290.6%；毛利率为 57.7%，同比下降 16.3pp，主要由于网络货运业务承运成本增加；净利率为 -19.2%，同比下降 2.48pp。3）费用方面：公司销售费用率为 4.7%，管理费用率为 17%，研发费用率为 51.6%，同比均有所上升。
- **自动驾驶业务快速放量，拟定增 40 亿投入自动驾驶战略布局。**公司加速自动驾驶业务的放量，截至目前：1）高精度定位：参股公司六分科技于报告期内推出厘米级、亚米级服务及高精度定位引擎产品，可覆盖全国 29 个省市自治区；2）高精度地图：公司积极拓展高精度地图在智慧道路建设中的应用，开展大量先导性示范项目，包括联合承建工信部、发改委“2020 年产业技术基础公共服务平台-车联网先导应用环境构建及场景测试验证平台建设项目”、“基于 5G 的车路协同车联网大规模验证与应用”，参与雄安新区绿色智能交通的先行示范区项目等。**2020 年 8 月 28 日，公司公告拟定增募资不超过 40 亿元**，计划投资于智能网联汽车芯片研发项目、自动驾驶地图更新及应用开发项目、自动驾驶专属云平台项目和补充流动资金。本次定增完成后将进一步提升公司在自动驾驶领域的竞争优势，为公司进一步践行“智能汽车大脑”战略提供支持。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.15 元、0.22 元、0.28 元，未来三年归母净利润将保持 18%左右的复合增长率。考虑到公司为 A 股唯一的高精度地图+车载芯片供应商，且公司布局的智能驾驶将为公司打开广阔成长空间，我们长期看好公司发展，维持“持有”评级。
- **风险提示：**导航业务不及预期；自动驾驶进展不及预期；研发不及预期等。

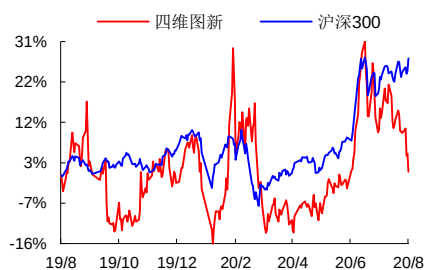
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2309.74	2376.58	3203.79	4148.00
增长率	8.25%	2.89%	34.81%	29.47%
归属母公司净利润（百万元）	339.18	294.87	425.25	554.91
增长率	-29.20%	-13.07%	44.22%	30.49%
每股收益 EPS（元）	0.17	0.15	0.22	0.28
净资产收益率 ROE	3.84%	3.23%	4.52%	5.66%
PE	84	113	79	60
PB	3.66	4.19	4.00	3.79

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：常潇雅
 执业证号：S1250517050002
 电话：021-58351932
 邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.62
流通 A 股(亿股)	19.16
52 周内股价区间(元)	13.66-21.35
总市值(亿元)	334.64
总资产(亿元)	89.25
每股净资产(元)	3.96

相关研究

1. 四维图新（002405）：业绩短期承压，静待智能驾驶开花结果（2020-04-28）
2. 四维图新（002405）：TPMS 芯片实现量产，车载芯片再下一城（2019-11-27）

关键假设：

假设 1：根据中汽协数据，2020 年 1-6 月国内汽车产销同比下降 16.8%和 16.9%。公司的导航业务主要针对如宝马、奔驰、丰田等大客户，优质客户的稳定采购会对行业下滑起到一定的抵消作用。预计 2020 年后，随着国内汽车行业的回暖，公司导航业务将逐步回升，未来三年保持在 95%左右的毛利率水平。

假设 2：在国内汽车销量下滑背景下，芯片业务面临短期调整。2019 年 TPMS 芯片正式量产，后续随着 AMP、MCU 等芯片实现量产，我们预计 2020 年后芯片业务将企稳回升。

假设 3：公司已经具备 L3 级及以上的高精度量产能力，未来受益于 5G 建设时期的到来，预计未来三年公司车联网、位置数据服务业务将呈现加速放量的态势。其中，车联网业务的毛利率有望逐年增长，维持在 50%-55%的水平。

假设 4：公司拟定增 40 亿投入自动驾驶战略布局，自动驾驶业务有望加速放量。我们预计 2020 年后公司高级辅助驾驶及自动驾驶业务将回归高速增长通道，营收占比逐年提升，未来三年占比有望从 2019 年的 4.5%增至 8%-10%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
导航业务	收入	830.8	681.2	851.6	979.3
	增速	7.2%	-18.00%	25.00%	15.00%
	毛利率	94.3%	95.00%	95%	95%
芯片业务	收入	407.8	285.4	356.8	428.2
	增速	-29.6%	-30.0%	25.0%	20.0%
	毛利率	51.4%	52.0%	52.0%	51.0%
车联网	收入	696.9	947.8	1270.0	1651.0
	增速	28.5%	36.0%	34.0%	30.0%
	毛利率	42.8%	50.0%	53.0%	55.0%
位置数据服务	收入	240.1	348.2	480.5	648.6
	增速	36.6%	45.0%	38.0%	35.0%
	毛利率	74.3%	75.0%	75.0%	75.0%
高级辅助驾驶 及自动驾驶	收入	104.0	85.3	187.6	337.7
	增速	96.5%	-18.0%	120.0%	80.0%
	毛利率	99.3%	93.0%	94.0%	95.0%
其他业务	收入	30.2	28.7	57.3	103.2
	增速	246.8%	-5.0%	100.0%	80.0%
	毛利率	44.9%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	2309.7	2376.6	3203.8	4148.0
	增速	8.3%	2.9%	34.8%	29.5%
	毛利率	68.7%	68.3%	69.7%	70.3%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2309.74	2376.58	3203.79	4148.00	净利润	306.48	263.27	383.11	504.47
营业成本	723.54	752.31	970.79	1232.37	折旧与摊销	226.15	212.21	212.21	212.21
营业税金及附加	21.14	22.58	30.44	39.41	财务费用	-4.35	-2.38	-3.20	-4.15
销售费用	119.73	118.83	156.99	199.10	资产减值损失	0.00	40.00	30.00	20.00
管理费用	398.75	1342.77	1778.10	2281.40	经营营运资本变动	-654.08	153.03	-33.16	-42.27
财务费用	-4.35	-2.38	-3.20	-4.15	其他	160.37	-250.11	-240.40	-233.12
资产减值损失	0.00	40.00	30.00	20.00	经营活动现金流净额	34.57	416.03	348.56	457.14
投资收益	255.54	200.00	200.00	200.00	资本支出	-795.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	20.00	10.00	11.67	12.50	其他	116.03	176.48	178.40	183.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-679.19	176.48	178.40	183.50
营业利润	262.41	312.47	452.34	592.37	短期借款	89.98	-89.98	0.00	0.00
其他非经营损益	1.69	0.95	1.04	1.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	264.11	313.42	453.39	593.49	股权融资	38.14	0.00	0.00	0.00
所得税	-42.37	50.15	70.27	89.02	支付股利	-18.32	-67.84	-58.97	-85.05
净利润	306.48	263.27	383.11	504.47	其他	31.35	-37.07	-2.09	-3.81
少数股东损益	-32.71	-31.59	-42.14	-50.45	筹资活动现金流净额	141.16	-194.89	-61.06	-88.86
归属母公司股东净利润	339.18	294.87	425.25	554.91	现金流量净额	-502.92	397.63	465.90	551.79
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1722.90	2120.53	2586.44	3138.22	成长能力				
应收和预付款项	829.49	795.67	1072.90	1409.02	销售收入增长率	8.25%	2.89%	34.81%	29.47%
存货	87.82	91.45	116.96	149.63	营业利润增长率	-48.21%	19.08%	44.76%	30.96%
其他流动资产	88.39	90.95	122.61	158.74	净利润增长率	-18.80%	-14.10%	45.52%	31.68%
长期股权投资	1654.74	1654.74	1654.74	1654.74	EBITDA 增长率	-43.15%	7.87%	26.62%	21.03%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	656.70	593.12	529.53	465.95	毛利率	68.67%	68.34%	69.70%	70.29%
无形资产和开发支出	3487.32	3341.46	3195.60	3049.75	三费率	22.26%	61.40%	60.30%	59.70%
其他非流动资产	528.26	559.01	589.50	615.72	净利率	13.27%	11.08%	11.96%	12.16%
资产总计	9055.62	9246.93	9868.27	10641.77	ROE	3.84%	3.23%	4.52%	5.66%
短期借款	89.98	0.00	0.00	0.00	ROA	3.38%	2.85%	3.88%	4.74%
应付和预收款项	574.86	685.03	872.62	1097.10	ROIC	7.06%	5.79%	8.78%	11.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.96%	21.98%	20.64%	19.30%
其他负债	399.42	406.52	510.47	637.67	营运能力				
负债合计	1064.26	1091.55	1383.09	1734.76	总资产周转率	0.25	0.26	0.34	0.40
股本	1961.56	1961.56	1961.56	1961.56	固定资产周转率	3.52	3.80	5.71	8.33
资本公积	3979.86	3979.86	3979.86	3979.86	应收账款周转率	3.99	3.48	4.20	4.07
留存收益	1989.02	2216.05	2582.33	3052.20	存货周转率	8.67	8.32	9.20	9.13
归属母公司股东权益	7799.54	7995.15	8367.09	8839.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.59%	—	—	—
少数股东权益	191.82	160.23	118.09	67.64	资本结构				
股东权益合计	7991.36	8155.38	8485.18	8907.00	资产负债率	11.75%	11.80%	14.02%	16.30%
负债和股东权益合计	9055.62	9246.93	9868.27	10641.77	带息债务/总负债	8.57%	0.11%	0.09%	0.07%
					流动比率	2.61	2.87	2.82	2.78
					速动比率	2.53	2.78	2.73	2.70
					股利支付率	5.40%	23.01%	13.87%	15.33%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	484.21	522.31	661.35	800.43	每股收益	0.17	0.15	0.22	0.28
PE	98.66	113.49	78.69	60.31	每股净资产	3.98	4.08	4.27	4.51
PB	4.29	4.19	4.00	3.79	每股经营现金	0.02	0.21	0.18	0.23
PS	14.49	14.08	10.45	8.07	每股股利	0.01	0.03	0.03	0.04
EV/EBITDA	64.71	58.99	45.83	37.14					
股息率	0.05%	0.20%	0.18%	0.25%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn