

四维图新 (002405.SZ)

斩获高精度地图订单，数据合规业务“撬动作用”凸显

核心观点：

- **公司发布公告，斩获沃尔沃高精度地图订单：**四维图新全资子公司上海纳维与沃尔沃签署采购协议，公司将为其未来三年内在国内销售的沃尔沃汽车相关车型提供高精地图产品。参考高德高精度地图价格数据，我们预计公司高精度地图 license 单价约为数百元至千元左右，单车年化服务费约为百元左右，考虑到 2020 年沃尔沃在华汽车销量约为 16.6 万辆，假设未来这一销量规模保持稳定，伴随搭载四维高精度地图的相关车型逐步放量，未来营收增厚规模有望相当可观。
- **数据合规业务战略优势突出，对高精度地图等存量业务的“撬动作用”凸显。**在汽车数据合规处理领域，公司股东背景、业务资质、自动驾驶数据处理等多维度能力构筑了突出的战略优势，这也有助于赋能高精度地图、ADAS 等业务的外延拓展，为 OEM 提供一体化服务。
- **数据合规处理行业趋势确立，看好未来更多的 OEM 订单落地。**11 月公司先后与戴姆勒和沃尔沃签约，我们认为连续两家国外品牌公司的签约释放的信号并非孤立事件，而是代表了一种趋势：即车联网和自动驾驶相关数据在国内的合规管控要求正在成为现实操作。结合公司目前所处的战略优势，我们认为未来公司有望斩获更多的 OEM 订单。此外，海外 OEM 数据中心和云服务平台集中落地强烈表明下游产业正在加速自动驾驶等智能化业务在中国的步伐，智能驾驶行业正在加速。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 21-23 年归母净利润为 0.02/1.92/4.90 亿元。参考可比公司，给予 21 年 17 倍目标 PS，对应合理总价值为 446 亿元，合理价值为 18.79 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示。**数据合规业务进展不及预期；高精度地图业务推进不及预期；上游晶圆厂商产能持续紧张。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,310	2,148	2,625	3,417	4,371
增长率 (%)	8.3	-7.0	22.2	30.2	27.9
EBITDA (百万元)	83	7	102	231	441
归母净利润 (百万元)	339	-309	2	192	490
增长率 (%)	-29.2	-191.2	100.7	9078.6	155.5
EPS (元/股)	0.17	-0.16	0.00	0.08	0.21
市盈率 (P/E)	93.11	-	17,284.73	188.31	73.72
ROE (%)	4.3	-4.0	0.0	2.3	5.5
EV/EBITDA	360.21	3,945.60	332.62	146.43	75.65

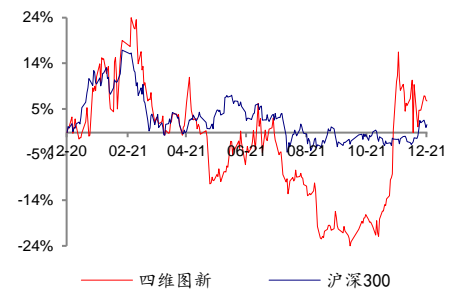
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	15.22 元
合理价值	18.79 元
前次评级	增持
报告日期	2021-12-16

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师：

吴祖鹏



SAC 执证号：S0260521040003



021-38003673



wuzupeng@gf.com.cn

请注意，吴祖鹏并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

一、公司斩获沃尔沃高精度地图订单

公司发布公告：全资子公司上海纳维信息技术有限公司与沃尔沃汽车签署高精地图框架采购协议，公司将为其未来三年内在国内销售的沃尔沃汽车的相关车型提供高精地图产品，具体金额取决于上述期限内量产的沃尔沃汽车的相关车型在国内的销量。

参考高德高精度地图价格数据，我们预计公司高精度地图license单价约为数百元至千元左右，单车年化服务费约为百元左右，考虑到2020年沃尔沃在华汽车销量约为16.6万辆，假设未来这一销量规模保持稳定，伴随搭载四维高精度地图的相关车型逐步放量，未来营收增厚规模有望相当可观。

数据合规业务战略优势突出，对高精度地图等存量业务的“撬动作用”凸显。在汽车数据处理领域，公司股东背景、业务资质、自动驾驶数据处理能力等多维度能力构筑了突出的战略优势，这一能力也有助于赋能高精度地图、ADAS等业务的外延拓展，为OEM提供一体化服务。

数据合规处理行业趋势确立，看好未来更多的OEM订单落地。11月公司先后与戴姆勒和沃尔沃签约，在未来三年为客户在国内的自动驾驶平台或车联网云服务平台提供搭建、集成和合规服务，同时为戴姆勒提供数据处理等服务。我们认为连续两家国外品牌公司的签约释放的信号并非孤立事件，而是代表了一种趋势：即车联网和自动驾驶相关数据在国内的合规管控要求正在成为现实操作。结合公司目前所处的战略优势，我们认为未来公司有望斩获更多的OEM订单。

此外，海外OEM数据中心和云服务平台集中落地强烈表明下游产业正在加速自动驾驶等智能化业务在中国的步伐，智能驾驶行业正在加速。

二、盈利预测和投资建议

假设条件1（收入）

1. 车联网：伴随汽车智能化持续推进，叠加汽车销量回暖，车联网软硬件产品下游需求趋势明确，2020年公司车联网业务营收增速达到10%，我们预计2021-2023年营收增速有望为18%、25%、25%。
2. 导航：公司在相关领域市场地位较为稳固，不过考虑到行业渗透率偏高，我们预计相关业务与汽车销量相关性高，且未来有可能受到高精度地图业务的冲击，2020年受新冠疫情影响，公司导航业务营收增速为-23%，我们预计伴随汽车销量逐步回暖，2021-2023年营收增速有望为20%、15%、10%。
3. 芯片：杰发科技在国内汽车市场具有重要地位，近年来伴随产品品类逐步扩张，下游需求持续放量，不过同样受到新冠疫情影响，2020年公司芯片

产品营收增速达到-25%，我们预计2021-2023年营收增速有望为30%、45%、35%。

4. 其他业务：2020年以来公司持续发力ADAS业务，2021年进一步扩展数据合规处理业务，受益于此，我们判断未来公司高级辅助驾驶业务及数据合规处理业务将逐步迎来收获期，高增长趋势确立。2020年ADAS、位置大数据等其他业务营收增速达到16%，我们预计2021-2023年营收增速有望为27%、49%、46%。

表 1：四维图新分业务盈利预测拆分表

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
1.车联网						
销售收入（百万元）	542	697	769	908	1,134	1,418
增长率	14%	29%	10%	18%	25%	25%
毛利率	54%	43%	33%	31%	32%	33%
2.导航						
销售收入（百万元）	775	831	641	769	884	972
增长率	-18%	7%	-23%	20%	15%	10%
毛利率	91%	94%	97%	97%	97%	97%
3.芯片						
销售收入（百万元）	579	408	304	395	573	774
增长率	12%	-30%	-25%	30%	45%	35%
毛利率	54%	51%	56%	56%	57%	57%
4.其他						
销售收入（百万元）	237	374	434	553	825	1,207
增长率	6%	58%	16%	27%	49%	46%
毛利率	82%	79%	83%	83%	84%	83%
营收合计（百万元）	2,134	2,310	2,148	2,625	3,417	4,371
综合增长率	-1%	8%	-7%	22%	30%	28%
综合毛利率	71%	69%	66%	65%	65%	65%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

我们看好公司汽车数据合规业务放量，存量业务也有望逐步好转，预计21-23年营收为26.25/34.17/43.71亿元，对应的归母净利润为0.02/1.92/4.90亿元。

从业务模式出发，考虑到2021年以来公司在ADAS、数据合规处理、高精度地图等业务进展明显，而数据合规处理业务放量在即，该类业务商业模式近似为按照单车数据流量付费，高精度地图商业模式则为“license+年度服务费”，因此我们认为PS估值更为合理，参考可比公司，给予21年17倍目标PS，对应合理总价值为446亿元，合理价值为18.79元/股，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况（市值统计截止2021.12.16收盘）

公司名称	股票代码	股价	市值（百万元）	市销率(x)		净资产收益率(%)	
		2021/12/16	2021/12/16	21E	22E	21E	22E
中科创达	300496.SZ	149.94	63,733	16.7	12.2	13%	16%
道通科技	688208.SH	78.81	35,465	15.7	11.3	19%	23%
均值			49,599	16.2	11.7	16%	20%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：中科创达、道通科技盈利预测来自 Wind 一致预期。

三、风险提示

数据合规业务进展不及预期；高精度地图业务推进不及预期；上游晶圆厂商产能持续紧张。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,729	2,766	3,275	3,759	4,652	经营活动现金流	35	137	596	510	822
货币资金	1,723	1,451	2,087	2,253	2,760	净利润	306	-357	2	221	566
应收及预付	796	964	909	1,183	1,513	折旧摊销	226	268	213	246	270
存货	88	157	112	143	184	营运资金变动	-271	-38	288	9	31
其他流动资产	122	194	168	180	194	其它	-227	264	93	33	-45
非流动资产	6,327	6,440	6,408	6,472	6,562	投资活动现金流	-679	-222	-272	-343	-315
长期股权投资	1,655	1,725	1,725	1,725	1,725	资本支出	-1,013	-289	-180	-309	-359
固定资产	657	629	636	650	670	投资变动	192	-64	0	0	0
在建工程	0	1	1	1	1	其他	142	131	-92	-34	44
无形资产	1,044	1,055	1,065	1,095	1,155	筹资活动现金流	141	-63	312	0	0
其他长期资产	2,971	3,029	2,980	3,000	3,010	银行借款	90	102	-100	0	0
资产总计	9,056	9,206	9,683	10,231	11,213	股权融资	161	0	413	0	0
流动负债	1,045	1,294	1,355	1,681	2,099	其他	-110	-165	-2	0	0
短期借款	90	100	0	0	0	现金净增加额	-503	-151	636	166	507
应付及预收	245	301	308	396	509	期初现金余额	2,082	1,579	1,451	2,087	2,253
其他流动负债	711	892	1,047	1,285	1,589	期末现金余额	1,579	1,428	2,087	2,253	2,760
非流动负债	19	24	24	24	24						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	1	0	0	0	0						
其他非流动负债	18	24	24	24	24						
负债合计	1,064	1,318	1,379	1,705	2,123						
股本	1,962	1,961	2,375	2,375	2,375						
资本公积	3,980	4,169	4,169	4,169	4,169						
留存收益	1,989	1,647	1,649	1,841	2,331						
归属母公司股东权益	7,800	7,759	8,175	8,367	8,857						
少数股东权益	192	128	129	158	234						
负债和股东权益	9,056	9,206	9,683	10,231	11,213						

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,310	2,148	2,625	3,417	4,371
营业成本	724	740	919	1,180	1,517
营业税金及附加	21	28	34	44	56
销售费用	120	109	134	174	223
管理费用	399	350	428	530	656
研发费用	1,190	1,182	1,220	1,503	1,749
财务费用	-4	15	-16	-19	-20
资产减值损失	0	-42	0	0	0
公允价值变动收益	20	30	0	0	0
投资净收益	256	-168	-92	-34	44
营业利润	262	-348	2	215	549
营业外收支	2	0	0	0	0
利润总额	264	-348	2	215	549
所得税	-42	9	0	-6	-16
净利润	306	-357	2	221	566
少数股东损益	-33	-47	0	29	75
归属母公司净利润	339	-309	2	192	490
EBITDA	83	7	102	231	441
EPS (元)	0.17	-0.16	0.00	0.08	0.21

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	8.3%	-7.0%	22.2%	30.2%	27.9%
营业利润增长	-48.2%	-232.8%	100.6%	9409.7%	155.5%
归母净利润增长	-29.2%	-191.2%	100.7%	9078.6%	155.5%
获利能力					
毛利率	68.7%	65.5%	65.0%	65.4%	65.3%
净利率	13.3%	-16.6%	0.1%	6.5%	12.9%
ROE	4.3%	-4.0%	0.0%	2.3%	5.5%
ROIC	-2.1%	-3.4%	-1.4%	-0.2%	1.9%
偿债能力					
资产负债率	11.8%	14.3%	14.2%	16.7%	18.9%
净负债比率	13.3%	16.7%	16.6%	20.0%	23.4%
流动比率	2.61	2.14	2.42	2.24	2.22
速动比率	2.49	1.99	2.30	2.11	2.09
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.23	0.27	0.33	0.39
应收账款周转率	3.21	3.23	3.21	3.21	3.21
存货周转率	26.30	13.65	23.54	23.85	23.74
每股指标 (元)					
每股收益	0.17	-0.16	0.00	0.08	0.21
每股经营现金流	0.02	0.07	0.25	0.21	0.35
每股净资产	3.98	3.96	3.44	3.52	3.73
估值比率					
P/E	93.11	-17,284.7	188.31	73.72	
P/B	4.05	3.61	4.42	4.32	4.08
EV/EBITDA	360.21	3,945.60	332.62	146.43	75.65

广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。

庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。

雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。

吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。