

四维图新 (002405)

公司研究/点评报告

“地图”能力的纵深，数据闭环全面形成

—四维图新与沃尔沃签订采购协议事件点评

点评报告/计算机

2021年12月16日

一、事件概述

公司于12月15日晚发布公告，与沃尔沃汽车签署高精地图框架采购协议，并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。

二、分析与判断

➤ 高精度地图—具备“上帝视角”的“引路者”

在自动驾驶时代，“地图”一词已经失去了其传统路线图的含义。未来的“地图”实际上指的是非常精确且不断更新的自动驾驶环境模型，亦是天然服务于自动驾驶的专用性地图，而基于其功能的实用性，目前业内普遍认为，高精度地图将是高等级自动驾驶（L2+及以上）的“必选项”。

➤ 从“底图-实时-RTK”已构筑全方位优势

根据划分，高精度地图的三大核心环节可大致分为：底图采集、实时更新、RTK定位，而公司目前已具备了全方位优势，其中，底图：稀缺的测绘资质（测绘甲级资质）以及测绘“完成度”（覆盖32万公里路程）是难以被超越的根本；实时：公司已深度绑定众多车企/出行服务企业，而未来合作车辆将搭载车载传感器数据的收集和平台，并与其实现数据共享，这也使得公司在高精度地图业务上将具有“独特”的数据生态优势；RTK定位：RTK技术对于高精度地图的核心作用在于，保证了车体实际位置与地图位置的一致性，而其技术重要的支撑主要受制于地基站的多寡，值得注意的是，公司旗下六分科技正在组建超过2200个参考站，具备了极强的壁垒性。

➤ 继“车联网云服务平台”后再度斩获“高精度地图”项目，商业闭环已然形成

根据此次公告的内容，意味着公司已实现了在沃尔沃国内车型下原有图商的全面替代，而此次订单的斩获，我们认为，不仅体现了公司在地图领域领先的产品力，同时也是其商业闭环全面形成的关键一步。我们认为，“车联网云服务平台+高精度地图”将不仅仅只是平台搭建，亦或是地图供应而已，其盈利模式更深层的变化来自于“数据管理服务”，即以“合规+地图+定位”的云SaaS化服务模式展开。根据测算，在悲观、中性和乐观的情况下，汽车数据安全业务至2025年对应的增量空间或将分别达到30.4亿元/年、60.7亿元/年、124.1亿元/年。

三、投资建议

预计公司21-23年实现营收25.5/31.0/38.3亿元，实现归母净利润1.2/3.6/5.5亿元，当前市值对应22/23年PE分别为101/66倍。考虑到四维图新的业务版图，我们选择卫士通作为公司的可比公司，目前公司22/23年的PE低于卫士通22/23年110/80倍的PE水平。我们认为公司具备汽车数据安全“国家队”的身份，对比卫士通而言公司所处的智能汽车市场在行业规模、进入门槛等领域壁垒更高。故维持“推荐”评级。

四、风险提示

全球车市波动影响；上游需求恢复不及预期；新技术研发进程不达预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,148	2,547	3,102	3,830
增长率（%）	-7.0%	18.6%	21.8%	23.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	-309	115	359	552
增长率（%）	-191.2%	137.0%	213.6%	53.6%
每股收益（元）	-0.16	0.05	0.15	0.23
PE（现价）	/	315.90	100.73	65.60
PB	3.61	2.95	2.87	2.75

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

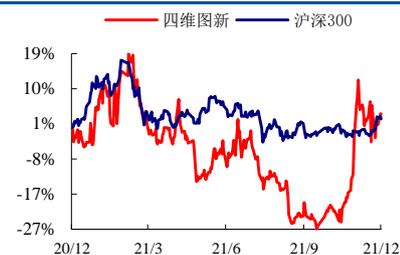
维持评级

当前价格：15.25元

交易数据 2021-12-15

近12个月最高/最低(元)	17.71/10.9
总股本(百万股)	2,375
流通股本(百万股)	2,257
流通股比例(%)	95.07
总市值(亿元)	362
流通市值(亿元)	344

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师：蒋领

执业证号：S0100521110002

电话：13917583492

邮箱：Jiangling@mszq.com

相关研究

1. 四维图新 (002405) 动态报告：汽车数据安全“国家队”

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,148	2,547	3,102	3,830
营业成本	740	912	1,068	1,250
营业税金及附加	28	25	31	38
销售费用	109	115	140	172
管理费用	350	293	341	402
研发费用	1,182	1,210	1,458	1,762
EBIT	-157	20	280	487
财务费用	15	-104	-115	-122
资产减值损失	-42	-80	-90	-90
投资收益	-168	-76	93	115
营业利润	-348	94	361	569
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	-348	94	361	569
所得税	9	9	36	57
净利润	-357	85	324	512
归属于母公司净利润	-309	115	359	552
EBITDA	111	67	329	538
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1,451	5,991	6,321	6,775
应收账款及票据	931	1,032	1,162	1,379
预付款项	33	46	53	62
存货	157	175	205	240
其他流动资产	194	209	235	270
流动资产合计	2,766	7,452	7,976	8,726
长期股权投资	1,725	1,725	1,725	1,725
固定资产	629	632	633	633
无形资产	1,055	1,075	1,085	1,095
非流动资产合计	6,440	6,463	6,474	6,484
资产合计	9,206	13,916	14,451	15,209
短期借款	100	100	100	100
应付账款及票据	301	362	424	496
其他流动负债	892	1,069	1,217	1,392
流动负债合计	1,294	1,531	1,742	1,988
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	24	24	24	24
非流动负债合计	24	24	24	24
负债合计	1,318	1,555	1,766	2,012
股本	1,961	2,375	2,375	2,375
少数股东权益	128	98	63	23
股东权益合计	7,888	12,361	12,685	13,197
负债和股东权益合计	9,206	13,916	14,451	15,209

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-7.0	18.6	21.8	23.5
EBIT 增长率	-1299.6	112.6	1319.2	73.8
净利润增长率	-191.2	137.0	213.6	53.6
盈利能力				
毛利率	65.5	64.2	65.6	67.4
净利润率	-16.6	3.3	10.5	13.4
总资产收益率 ROA	-3.4	0.8	2.5	3.6
净资产收益率 ROE	-4.0	0.9	2.8	4.2
偿债能力				
流动比率	2.14	4.87	4.58	4.39
速动比率	1.99	4.72	4.43	4.24
现金比率	1.12	3.91	3.63	3.41
资产负债率	14.3	11.2	12.2	13.2
经营效率				
应收账款周转天数	113.00	115.00	105.00	100.00
存货周转天数	77.61	70.00	70.00	70.00
总资产周转率	0.23	0.18	0.21	0.25
每股指标 (元)				
每股收益	-0.16	0.05	0.15	0.23
每股净资产	3.96	5.16	5.32	5.55
每股经营现金流	0.07	0.16	0.16	0.21
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	315.90	100.73	65.60
PB	3.61	2.95	2.87	2.75
EV/EBITDA	239.42	455.24	91.14	54.91
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	-357	85	324	512
折旧和摊销	268	47	49	51
营运资金变动	-38	41	-54	-139
经营活动现金流	137	384	391	494
资本开支	-289	-150	-150	-150
投资	-64	0	0	0
投资活动现金流	-222	-226	-57	-35
股权募资	0	4,388	0	0
债务募资	9	0	0	0
筹资活动现金流	-63	4,384	-5	-5
现金净流量	-151	4,541	329	454

分析师简介

吕伟，民生证券计算机行业首席分析师，北京大学硕士研究生，计算机新财富白金团队核心成员，2021年加入民生证券研究院。

蒋领，民生证券计算机行业资深分析师，萨塞克斯大学商科硕士，2021年加入民生证券研究院

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。