


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：021-80508288

邮箱：jiangling@mszq.com

➤ **事件概述：**4 月 28 日，公司发布 2021 年年报及 2022 年 Q1 季报：2021 年实现营业收入 30.60 亿元，同比增长 42.48%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比增长 139.45%；实现扣非后净利润 0.60 亿元，同比增长 117.27%，收入端创历史新高，利润端大幅扭亏为盈（去年归母净利润亏损 3.09 亿元）。

2022 年 Q1 实现营业收入 6.22 亿元，同比增长 19.78%；实现归母净利润 0.12 亿元，同比增长 126.08%；实现扣非后净利润 0.12 亿元，同比增长 125.62%；期间经营活动现金流净额达 1.09 亿元，同比增长 160.96%，业绩逆势维持高增，经营性现金流大幅改善。

➤ **业务体系重塑，全面向智能出行科技公司战略转型。**面对汽车产业历史性变革，公司将聚焦汽车智能化，形成“智云、智驾、智舱、智芯”的新型业务体系。其中，智云业务，即是在基于公司长期积累的地图数据底座和全栈云服务能力下，针对汽车客户、政企及行业客户需求的不同，提供“四图合一”下的全栈式 MaaS 服务，或 MineData 位置大数据平台及一体化解决方案；智驾业务主要是高级辅助及自动驾驶业务，即提供面向全场景的自动驾驶软硬一体解决方案；智舱，即围绕座舱生态，提供动态出行信息、智能网联和智能座舱终端设备及软硬一体解决方案；智芯则以汽车电子芯片为主，产品线包括 IVI 信息娱乐芯片、MCU 车身控制芯片、TPMS 胎压监测芯片和 AMP 车载功率芯片等。

➤ **21 年业绩符合预期。**公司此前已发布 21 年业绩预告，整体来看符合预期。收入端：2021 年，公司实现营收 30.60 亿元，同比增长 42.48%，其中智云、智舱、智芯、智驾分别实现营收 19.97 亿元、6.78 亿元、3.52 亿元、0.06 亿元，同比增长分别为 53.89%、32.84%、15.72%、10.68%。其中，智云、智舱业务表现相对亮眼：1) 智云：受益于政府及行业客户对于 MineData 基础平台需求的拉动，以及与各主机厂在 MaaS 云服务订单的落地，该业务获得长足发展；2) 智舱：在乘用车中，公司首次以 Tier1 身份与国内头部自主 OEM 签订重量级订单；在商用车中，通过省平台开发带动后装硬件销售的商业模式得到验证，其中黑龙江省道路运输动态综合监管服务平台项目的落地，将带动 2.4 万台后装大屏机销售。同时，商用车节油控制策略，与一汽解放、上汽大通、三一重卡等多家车企达成合作，而基于车联网+地图+AI 算法的推荐购车、销售线索挖掘等功能也已获得多家头部 OEM 认可，并逐步实现了商业落地。

利润端：2021 年公司实现归母净利润达 1.22 亿元，同比增长为 139.45%，表现亮眼。其中，从毛利率角度，整体略呈下滑（下滑 5.58pct，达 59.94%），主要系智云、智舱业务等受到客户属性的影响，随着整体规模扩大，其相应运营成本、及项目成本及物料成本对应提升所致。因此，在利润端优异表现的背后，主要得益于公司费用端的良好管控，期间公司四费率为 57.22%，同比下降了 19.93pct。

推荐
维持评级
当前价格：
12.43 元
相关研究

1. 四维图新 (002405.SZ) 公司深度报告：电动看宁德，智能看四维
2. 四维图新 (002405.SZ) 21 年业绩快报 & 22Q1 业绩预告点评：业绩大超预期，逆势大幅扭亏为盈
3. 四维图新 (002405) 公司点评：地图“编译”出海，竞争力的再次验证
4. 四维图新 (002405) 年报业绩预告点评：业绩大超预期，收入端创历史新高
5. 四维图新 (002405) 动态点评：从“戴姆勒-沃尔沃”再到“福特”，数据安全星辰大海刚起航

➤ **22Q1 逆势大幅扭亏为盈。**2022Q1 在疫情影响，以及汽车销量乏力等不利的宏观背景下，公司营收却保持稳定增长，利润端也逆势大幅扭亏为盈，表现亮眼。从收入端：我们判断，各业务均得到了良好发展，其中 1) 智云：大数据服务加速突破，同时云合规业务逐步落地，我们预计增速或将达 30%+；2) 智驾：受益于商业化量产合作的大幅增加，我们预计其增速或达 40%+；3) 智舱：受益于商业化加速，前装软硬件一体化的智能座舱系列产品和解决方案不断得到车厂客户的认可和肯定，我们预计增速或达 10%左右；4) 智芯：受益于车规级 MCU 出货量及收入贡献，该业务增速或将达 30%+。成本端：受疫情及原材料上涨的影响较小，期间实现销售毛利率达 63.29%，同比增长 2.40pct，环比仅下降 1.67pct。费用端：费用率保持良好控制，同比下降 0.92pct，达 65.96%。

➤ **展望全年，保持乐观。**在面对全球缺芯环境下，公司将持续优化供应链管理，加速拓展车规级 MCU 客户规模，芯片出货量与智芯业务收入或将同比均实现较大增幅；智云业务或受益于主要 OEM 客户重点车型销量增长以及大数据服务合作项目的加速推进，呈现收入大幅增长。根据我们民新汽车天团最新报告《民生智能汽车产业链全景数据库》中统计的数据，截止 2022 年 2 月，高精度地图在燃油车、电动车中的渗透率分别仅为 0.01%、1.57%，提升空间明显。我们认为，后续高精度地图的渗透率或将随着合规平台的落地，叠加汽车智能化“军备竞赛”，驱动其刚需性下沉加速，在我们此前深度报告《四维图新：电动看宁德，智能看四维》中也已全方位解析了公司在此的竞争优势。而继戴姆勒、沃尔沃、福特等订单后，根据公司披露，今年陆续又在各大车厂及新势力斩获新订单，“合规+地图+定位”以及自动驾驶服务也已进入国内头部自主品牌，该业务或将从 22 年开始贡献收入。根据我们的预测，全年智芯、智云业务收入增速或将分别达到 60%+、80%+。

➤ **投资建议：**2022 年是“地图数据+合规安全”SaaS 收入的放量元年，预计 2022-2023 年收入为 10.4 亿、22.8 亿，参考 A 股 SaaS 龙头企业金山办公（其处于 2020-2021 年 SaaS 高成长期 PS 分别为 38、26 倍），该类业务合理估值区间为 270 亿-395 亿。暂不考虑公司旗下拥有的：中国最好的高精度定位服务商之一六分科技、最优质的乘用车联网商之一四维智联、国内头部商用车前装企业中寰卫星等众多“独角兽”，仅考虑传统导航业务 100 亿估值（2014 年腾讯以 11.73 亿元入股公司 11.28%股份作为产业资本定价基准）+芯片业务估值 140 亿（参考 A 股同类芯片龙头企业兆易创新 19-20 年高成长期估值区间 20-30 倍 PS，保守给予杰发 2022 年 20 倍 PS，对应估值 140 亿）+云服务估值 270-395 亿估值，公司目前合理估值区间在 510 亿-635 亿。考虑目前云服务收入尚处于放量元年，中长期具备更高向上弹性，故维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**全球车市波动影响；下游需求恢复不及预期；新技术研发进程不达预期；商誉减值风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3060	4662	6620	8942
增长率（%）	42.5	52.4	42.0	35.1
归属母公司股东净利润（百万元）	122	601	1047	1581
增长率（%）	139.4	392.7	74.1	51.0
每股收益（元）	0.05	0.25	0.44	0.67
PE	242	49	28	19
PB	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3060	4662	6620	8942
营业成本	1227	1942	2830	3850
营业税金及附加	37	47	66	89
销售费用	153	233	331	447
管理费用	379	513	662	805
研发费用	1334	1632	2118	2772
EBIT	95	574	1017	1549
财务费用	-116	-53	-62	-81
资产减值损失	-1	-50	-70	-80
投资收益	-86	140	199	268
营业利润	123	612	1064	1615
营业外收支	13	15	15	15
利润总额	136	627	1079	1630
所得税	10	25	32	49
净利润	126	601	1047	1581
归属于母公司净利润	122	601	1047	1581
EBITDA	413	829	1283	1829

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2023E
货币资金	5380	6338	8165	10366
应收账款及票据	1058	1664	1671	2002
预付款项	87	78	113	154
存货	368	322	356	447
其他流动资产	245	617	971	1284
流动资产合计	7137	9019	11276	14254
长期股权投资	1949	1949	1949	1949
固定资产	641	596	548	495
无形资产	1380	1320	1303	1275
非流动资产合计	7369	7264	7198	7118
资产合计	14506	16283	18475	21372
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	420	745	1085	1477
其他流动负债	1001	1852	2655	3581
流动负债合计	1421	2597	3741	5057
长期借款	19	19	19	19
其他长期负债	633	633	633	633
非流动负债合计	653	653	653	653
负债合计	2074	3249	4394	5710
股本	2375	2375	2375	2375
少数股东权益	197	197	197	197
股东权益合计	12432	13034	14081	15662
负债和股东权益合计	14506	16283	18475	21372

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	42.48	52.35	42.00	35.08
EBIT 增长率	161.77	506.01	77.26	52.31
净利润增长率	139.45	392.67	74.07	50.98
盈利能力 (%)				
毛利率	59.89	58.34	57.25	56.94
净利润率	4.11	12.90	15.82	17.68
总资产收益率 ROA	0.84	3.69	5.67	7.40
净资产收益率 ROE	1.00	4.69	7.54	10.22
偿债能力				
流动比率	5.02	3.47	3.01	2.82
速动比率	4.69	3.32	2.89	2.70
现金比率	3.79	2.44	2.18	2.05
资产负债率 (%)	14.30	19.96	23.78	26.72
经营效率				
应收账款周转天数	111.89	100.00	70.00	65.00
存货周转天数	109.42	70.00	55.00	50.00
总资产周转率	0.21	0.29	0.36	0.42
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	0.25	0.44	0.67
每股净资产	5.15	5.41	5.85	6.51
每股经营现金流	0.04	0.57	0.89	1.00
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	242	49	28	19
PB	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	58.54	28.02	16.68	10.49
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	126	601	1047	1581
折旧和摊销	318	255	266	280
营运资金变动	-476	542	874	630
经营活动现金流	91	1354	2115	2369
资本开支	-627	-135	-185	-185
投资	-440	-400	-300	-250
投资活动现金流	-961	-395	-286	-167
股权募资	4848	0	0	0
债务募资	-91	0	0	0
筹资活动现金流	4757	-1	-1	-1
现金净流量	3864	958	1827	2201

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

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