

“剥茧抽丝” 业绩仍超预期

2022 年 07 月 14 日


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： 7 月 14 日，公司正式发布 2022 年 H1 业绩预告：预计实现营业收入 13.2~14.0 亿元，同比增长 10.23%~16.91%；预计实现归母净利润-0.38~-0.29 亿元，同比增长 31.32%~47.17%；预计实现扣非后净利润-0.38~-0.30 亿元，同比增长 42.17%~55.43%。

业绩仍超预期。 根据公司预告，2022 年 H1 实现营收 13.2~14.0 亿元，同比增长 10.23~16.91%。从表观数据看，公司业绩增速可能不及一季度。但我们认为，如果“剥茧抽丝”其实公司中报情况是符合预期，甚至超预期的，原因在于：1) 智芯：出货量井喷，印证产品极强竞争力，根据我们的预测，预计该业务 H1 实现收入增速或超 40%，呈现高速增长，其中 MCU 收入增速或达到倍数级增长，均超我们此前预期；2) 智云：根据 2021 年报公司对于该业务组成划分的解释，其主要包含了政企大数据服务+基于针对车企的全栈式 MaaS 服务等。而根据公司在中报预告中的表述，该业务受到影响的主要是政企大数据服务，数据合规业务及相关的 MaaS 地图服务收入呈现增长。而根据我们的预测，2022 年 H1 合规服务及相关地图 MaaS 服务（更多是新增量）预计超过 1 亿元，已实现“0-1”的巨大突破，同时考虑到“订单发布-实施-量产收费”时间差，上半年更多收取的是平台的搭建费，而“年费”形式的收入或将在下半年开启，而根据订单均价判断，公司掌握的订单或不限于现有发布的，因此后续该业务的成长更值得期待；另外，政企大数据业务需要说明的是，其主要受到疫情影响导致项目落地延后，并非“终止”，预计后续或将“回补”以充实业务弹性。

后续成长性怎么看？ 我们判断，1) 智芯业务：在充分证明竞争力后或将受益于“缺芯”，其车规级 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，我们该业务预计仍将维持高速增长；2) 智云业务：展望下半年，随着大数据服务合作项目的加速推进/增多，以及前期项目所带来的“年费”收入的落地，预计“平台搭建费+年费”均将呈现大幅增长趋势，以带动业绩成长；3) 智驾业务：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%+；4) 智舱业务：受商用车下滑影响较大，后续或有边际修复可能。而在以上观点下，结合公司收入的确认周期（主要释放在 Q3/Q4），我们认为下半年公司成长性仍然显著，也更值得期待。

推荐
维持评级
当前价格：
13.00 元
相关研究

1. 四维图新 (002405.SZ) 公司点评：获头部主机厂自动驾驶定点，从地图延展的“硬实力”
2. 四维图新 (002405.SZ) 21 年年报&22Q1 季报点评：透视公司发展元年，深度解析业绩背后的成长性
3. 四维图新 (002405.SZ) 公司深度报告：电动看宁德，智能看四维
4. 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
5. 四维图新 (002405) 公司点评：地图“编译”出海，竞争力的再次验证

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；业务整合进程不达预期；新技术研发进程不达预期；疫情爆发影响；芯片短缺影响；智能汽车需求不及预期。

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	253	51	29	20
PB	2.5	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 7 月 14 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)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5380	6335	8162	10363
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	9017	11274	14251
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	16281	18472	21369
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	2372	2372	2372
少数股东权益	197	197	197	197
股东权益合计	12432	13031	14078	15659
负债和股东权益合计	14506	16281	18472	21369

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
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	23.79	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	5.16	5.41	5.85	6.52
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	253	51	29	20
PB	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	61.73	29.62	17.70	11.21
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	2368
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	-4	-1	-1
现金净流量	3864	955	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