

# 增速符合预期，高毛利业务维持高增

## 四维图新(002405)

评级:	买入	股票代码:	002405
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	18.61/10.35
目标价格:		总市值(亿)	329.68
最新收盘价:	13.9	自由流通市值(亿)	314.25
		自由流通股数(百万)	2,260.76

### 事件概述

2022年8月15日公司披露2022年半年度报告，公司2022年H1实现营业收入13.68亿元，同比增长14.22%；归母净利润亏损0.35亿元，同比去年亏损缩窄36.79%；扣非归母净利润亏损0.35亿元，同比去年亏损缩窄46.77%。

### 分析判断：

#### ► 增速符合预期，智芯智云高毛利业务维持高增

(1) **智芯** (营收2.12亿元，同比+39.27%，占总营收的15.53%，毛利率68.23%)：缺芯打开国产替代窗口，公司芯片业务供不应求。新一代智能座舱芯片AC8015和AC8257持续出货，同时有多个定点项目于明年进入量产。MCU技术层面持续突破，面向中高端的首款功能安全MCU芯片AC7840x已经陆续送样，部分客户进入产品验证阶段。产能方面，多条产品线均获取了新增产能，新增产能将逐渐在Q4释放。我们预计芯片业务3-4季度将持续放量，全年维持高增速。长期看，子公司杰发科技在车载芯片自主可控方面具有高稀缺性，芯片国产化替代背景下，我们认为芯片业务将成为公司一项强劲的驱动力。

(2) **智云** (营收8.47亿元，同比+18.60%，占总营收的61.92%，毛利率56.46%)：数据合规业务与多家OEM开展合规方案POC验证以及量产订单的落地实施；地图业务不断赢得重点战略客户回归。我们推测，公司合规、地图等业务需要路测等验证流程，上半年受疫情影响，推进速度受到影响，预计下半年推进速度将回归正轨。借助“合规+地图+算法+定位”业务强耦合，我们长期看好公司商业模式转变与客户价值提升。

(3) **智舱** (营收2.95亿元，同比-6.27%，占总营收的21.59%)：商用车联网业务下滑但乘用车联网崭露头角。商用车联网方面，受整体行业产销影响，收入出现大幅下滑。上半年商用车市场受疫情影响供需两弱，行业产销进入下行周期，根据汽车工业协会的数据，2022年1-6月全国商用车产量同比下滑33.2%，销量同比下滑37.4%。公司旗下中寰卫星在重卡市场份额领先，随着《汽车行驶记录仪》新国标于7月1日正式实施，在未来2-3年内，或可带来较为可观的普货存量市场视频部标机换装需求；目前中寰部标机换装业务已在黑龙江部分县市取得突破。乘用车联网方面，去年11月丰田汽车智能助手正式上线，今年上半年又获得雷克萨斯项目定点，智能座舱软硬件一体化平台不断出货。

(4) **智驾**：目前公司智驾业务占比较小，上半年拿下国内某头部车厂的L2级自动驾驶辅助系统软硬一体解决方案订单，后续伴随多张订单迈入量产阶段，我们预计公司智驾业务将实现高速增长。我们认为，公司的智驾方案在中低端车型中具备差异化竞争优势，当前公司ADS业务已成功打入头部车厂供应链，在ADAS前装量产加速向中低端车型渗透的背景下，公司相关业务有望抓住机会，持续获得突破。

#### ► 需求持续爆发，看好公司业务高景气

“缺芯”打开黄金窗口，芯片业务曙光初露。缺芯窗口下，公司芯片供不应求，高度景气，有利于公司扩大生态合作，并带动其他业务协同发展。**智驾赛道全面布局，协同业务相互带动。**公司虽出身于图商，但目前已具备智图、智舱、智驾(Tier1)的全面能力。智驾赛道高景气下，公司多点发力形成产业链联调，各个业务之间形成相互加持，数据合规、芯片、智驾、地图都能成为合作切入点，有助于公司不断扩大与各大主机厂的联系，扩充公司朋友圈。

**L3法规突破，高精地图上量拐点渐近。**L3立法在深圳率先落地，Robotaxi进入无安全员时代，自动驾驶有望加速向更高级别演进；我们认为，高精度地图将伴随L3的大规模商业化迎来上量拐点，公司直接受益。另

外，公司朋友圈的持续扩大，有助于公司后续利用众包形式进行实时更新，巩固市场地位。

### 投资建议

公司作为具有“国家队背景”的汽车智能龙头，合规+地图+芯片将持续推动公司增长。我们维持公司的盈利预测，给予 22-24 年营收预测 39.7/52.1/66.6 亿元，22-24 年归母净利润预测 4.65/8.65/12.04 亿元，每股收益 (EPS) 预测 0.20/0.36/0.51 元，对应 2022 年 8 月 15 日 13.90 元/股的收盘价，PE 分别为 71/38/27 倍，**强烈推荐**，维持“买入”评级。

### 风险提示

1) 新产品/业务推广不及预期的风险。2) 全球汽车芯片供应紧张风险。3) 宏观经济下滑风险智能汽车行业发展不及预期风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,148	3,060	3,972	5,209	6,655
YoY (%)	-7.0%	42.5%	29.8%	31.1%	27.8%
归母净利润(百万元)	-309	122	465	865	1,204
YoY (%)	-191.2%	139.4%	281.3%	85.9%	39.1%
毛利率 (%)	65.5%	59.9%	70.7%	72.4%	73.0%
每股收益 (元)	-0.16	0.06	0.20	0.36	0.51
ROE	-4.0%	1.0%	2.8%	4.9%	6.4%
市盈率	-87.20	252.73	70.83	38.10	27.38

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 刘泽晶

邮箱: liuzj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520020002

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,060	3,972	5,209	6,655	净利润	126	508	892	1,241
YoY (%)	42.5%	29.8%	31.1%	27.8%	折旧和摊销	318	308	264	234
营业成本	1,227	1,164	1,439	1,800	营运资金变动	-476	-267	-325	-277
营业税金及附加	37	43	58	74	经营活动现金流	91	547	829	1,196
销售费用	153	199	260	333	资本开支	-627	-341	-375	-392
管理费用	379	556	729	932	投资	-440	-195	-184	-194
财务费用	-116	-103	-155	-162	投资活动现金流	-961	-536	-559	-586
研发费用	1,334	1,863	2,318	2,862	股权募资	4,848	3,997	0	0
资产减值损失	-1	3	4	4	债务募资	-91	0	0	0
投资收益	-86	0	0	0	筹资活动现金流	4,757	3,996	-1	-1
营业利润	123	519	910	1,267	现金净流量	3,864	4,007	269	609
营业外收支	13	0	0	0					
利润总额	136	519	910	1,267	<b>主要财务指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
所得税	10	10	18	25	<b>成长能力</b>				
净利润	126	508	892	1,241	营业收入增长率	42.5%	29.8%	31.1%	27.8%
归属于母公司净利润	122	465	865	1,204	净利润增长率	139.4%	281.3%	85.9%	39.1%
YoY (%)	139.4%	281.3%	85.9%	39.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.06	0.20	0.36	0.51	毛利率	59.9%	70.7%	72.4%	73.0%
					净利率	4.1%	12.8%	17.1%	18.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	总资产收益率 ROA	0.8%	2.4%	4.3%	5.5%
货币资金	5,380	9,387	9,656	10,266	净资产收益率 ROE	1.0%	2.8%	4.9%	6.4%
预付款项	87	68	87	111	<b>偿债能力</b>				
存货	368	281	368	465	流动比率	5.02	7.71	6.86	6.16
其他流动资产	1,302	1,744	2,281	2,853	速动比率	4.69	7.47	6.60	5.89
流动资产合计	7,137	11,480	12,393	13,695	现金比率	3.79	6.31	5.34	4.62
长期股权投资	1,949	2,144	2,328	2,523	资产负债率	14.3%	11.2%	12.1%	13.1%
固定资产	641	502	406	341	<b>经营效率</b>				
无形资产	1,380	1,541	1,731	1,934	总资产周转率	0.21	0.21	0.26	0.30
非流动资产合计	7,369	7,600	7,897	8,252	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	14,506	19,079	20,290	21,947	每股收益	0.06	0.20	0.36	0.51
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	5.16	7.04	7.41	7.91
应付账款及票据	420	418	520	643	每股经营现金流	0.04	0.23	0.35	0.50
其他流动负债	1,001	1,071	1,287	1,579	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,421	1,489	1,808	2,223	<b>估值分析</b>				
长期借款	19	19	19	19	PE	252.73	70.83	38.10	27.38
其他长期负债	633	633	633	633	PB	3.09	1.97	1.88	1.76
非流动负债合计	653	653	653	653					
负债合计	2,074	2,142	2,460	2,875					
股本	2,375	2,372	2,372	2,372					
少数股东权益	197	240	267	304					
股东权益合计	12,432	16,938	17,830	19,071					
负债和股东权益合计	14,506	19,079	20,290	21,947					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

### 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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。