

2023年08月24日

## 四维图新（002405.SZ）

## 公司快报

### 看好公司智驾、智芯的长期驱动力

#### 投资要点

**事件：**公司发布 2023H1 业绩报告，2023H1 实现收入 15.01 亿元，同比增长 9.71%；实现归母净利润-2.95 亿元，同比降低 738.32%；实现扣非净利润-2.95 亿元，同比降低 735.21%。单季度来看，2023Q2 公司实现收入 7.94 亿元，同比增长 6.38%；实现归母净利润-1.92 亿元，同比降低 308.95%；实现扣非净利润-1.92 亿元，同比降低 309.04%。

◆ **收入端保持增长，研发投入加大导致公司上半年净利润有所下滑。**收入端，得益于智芯、智驾业务的快速增长，公司上半年收入保持增长；成本端，公司业务结构调整，导致毛利率较低的智驾业务占比提升（近 10%），从而公司毛利率较去年同期有所下滑；费用端，由于公司各业务的运营费用和研发投入的增加，导致公司利润有所下滑。23H1 公司综合费用率较去年同期提高了 6.43pct，其中研发费用投入加大，同比增长 26.70%。具体来看，

1) **智云：**23H1 实现收入 8.78 亿元，同比增长 3.63%。报告期内，公司发布首个场景地图，并实现了应用落地，同时数据合规服务在多个项目中成功落地。6 月，公司成为全国首个全国城市普通道路高级辅助驾驶地图审图的企业，共 30 个省份 120 个城市高级辅助驾驶地图获批，预计未来将持续促进智云业务发展。

2) **智舱：**23H1 实现收入 2.42 亿元，同比减少 17.90%。公司乘用车轻量级出行产品的首个版本已完成路测，且导航 SDK 软件产品已有落地项目，同时商用车智舱仪表在上汽大通多款車型实现量产。

3) **智芯：**23H1 实现收入 2.23 亿元，同比增长 4.94%。公司芯片出货量持续增加，杰发科技 SoC 芯片累计出货量突破 7500 万颗，装配全球超 7500 万辆汽车，且公司自研的座舱芯片 AC8015 在国内和海外车型均实现了量产。同时，公司 MCU 新产品已进入量产阶段，座舱芯片 AC8025 将于 2024 年实现量产。

4) **智驾：**23H1 实现收入 1.44 亿元，同比增长 41999.87%。报告期内，公司带有场景地图功能的智驾产品实现了商业化落地，并应用于毫末城市 NOH。同时，公司与地平线、瑞萨等形成战略合作，且基于地平线征程 2 的前视多功能一体机解决方案已在多款車型上实现量产。

◆ **公司持续发力智芯、智驾业务。**1) 智芯，四维旗下杰发科技座舱 SoC 芯片 AC8015 出货量突破百万颗，且与超过 90% 的自主品牌车企/Tier1 达成合作，应用于包括虚拟液晶仪表、一芯多屏、AR-HUD 等座舱产品。其中，AC8015M 虚拟液晶仪表方案已经获得多家主机厂项目定点。同时，车规级 MCU 芯片 AC7802X 正式量产，并交付多家标杆客户进行规模化应用。2) 智驾，公司与地平线签订合作，目前已推出基于征程 2 的 L2 前视方案，并在多款車型实现量产。未来，双方将进一步深化合作，通过四维的智驾能力与征程 5 芯片，打造高阶智驾方案。

计算机 | 行业应用软件III

投资评级

**增持-A(首次)**

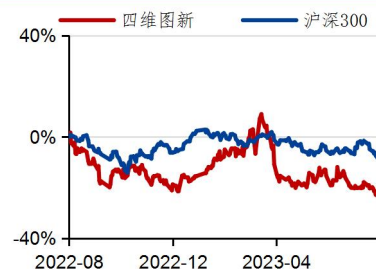
股价(2023-08-23)

10.10 元

#### 交易数据

总市值（百万元）	24,015.28
流通市值（百万元）	23,228.93
总股本（百万股）	2,377.75
流通股本（百万股）	2,299.89
12 个月价格区间	14.65/10.73

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.38	-5.24	-19.71
绝对收益	-9.66	-10.78	-30.87

分析师

方闻千

 SAC 执业证书编号：S0910523070001  
 fangwenqian@huajinsc.cn

#### 相关报告

- ◆ **投资建议：**随着乘用车销量的回暖，公司智舱、智驾、智芯等相关产品的落地量产将持续赋能公司业绩增长。预计公司 23-25 年实现收入分别为 41.13/53.96/68.92 亿元，实现归母净利润-2.56/0.53/1.40 亿元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**业务拓展不及预期；政策落地不及预期；汽车销量不及预期。

**财务数据与估值**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,060	3,347	4,113	5,396	6,892
YoY(%)	42.5	9.4	22.9	31.2	27.7
净利润(百万元)	122	-336	-256	53	140
YoY(%)	139.4	-375.5	23.9	120.7	163.2
毛利率(%)	59.9	49.2	47.6	48.0	49.9
EPS(摊薄/元)	0.05	-0.14	-0.11	0.02	0.06
ROE(%)	1.0	-4.3	-2.5	0.5	1.4
P/E(倍)	196.7	-71.4	-93.9	452.9	172.1
P/B(倍)	2.0	2.0	2.1	2.1	2.0
净利率(%)	4.0	-10.0	-6.2	1.0	2.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

乘用车销量回暖，7月新能源汽车销量同比增长30%，同时我国财政部、税务总局、工信部等联合发布了延续和优化新能源车车辆购置税减免政策，进一步刺激购车消费需求，驱动汽车行业景气度持续改善。基于此，公司凭借其芯片、导航、智驾等产品的量产落地，将进一步增厚公司业绩。同时，由于前期受到行业景气度、业务结构调整、原材料成本增加等影响，公司毛利率有所下滑，但未来随着智驾产品规模化量产，以及公司战略规划落地，毛利率将有所回升。我们预测2023-2025年公司实现营收41.13/53.96/68.92亿元，毛利率47.57%、48.03%、49.93%。其中，智云业务23-25年预计实现收入23.69/30.79/38.49亿元，毛利率62%、61%、61%；智舱业务23-25年预计实现收入6.81/8.17/10.21亿元，毛利率15%、18%、22%；智芯业务23-25年预计实现收入6.03/7.53/9.79亿元，毛利率50%、53%、55%；智驾业务23-25年预计实现收入4.19/6.92/9.69亿元，毛利率15%、20%、30%。

表1：分产品预测（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
智云						
收入	1297.85	1997.24	2059.86	2368.84	3079.49	3849.36
增速		53.89%	3.14%	15.00%	30.00%	25.00%
毛利率	82.64%	75.62%	60.65%	62.00%	61.00%	61.00%
智舱						
收入	510.69	678.41	618.93	680.82	816.99	1021.23
增速		32.84%	-8.77%	10.00%	20.00%	25.00%
毛利率	27.53%	18.00%	15.77%	15.00%	18.00%	22.00%
智芯						
收入	304.17	351.99	502.22	602.66	753.33	979.33
增速		15.72%	42.68%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率	56.27%	51.79%	53.77%	50.00%	53.00%	55.00%
智驾						
收入	5.28	5.84	131.05	419.36	691.94	968.72
增速		10.68%	2144.44%	220.00%	65.00%	40.00%
毛利率	47.46%	80.49%	7.40%	15.00%	20.00%	30.00%
其他						
收入	29.68	26.55	34.75	41.70	54.21	73.18
增速		-10.56%	30.91%	20.00%	30.00%	35.00%
毛利率	70.03%	49.83%	53.23%	52.00%	53.00%	53.00%
合计						
收入	2147.66	3060.03	3346.81	4113.39	5395.96	6891.83
增速		42.48%	9.37%	22.90%	31.18%	27.72%
毛利率	65.54%	59.89%	49.15%	47.57%	48.03%	49.93%

资料来源：Wind、华金证券研究所

## 二、可比公司估值

我们选取智能汽车产业链相关公司德赛西威（自动驾驶、座舱电子等）、经纬恒润（自动驾驶软硬件等）、光庭信息（汽车零部件、汽车软件等）、中科创达（智能软件、智能汽车、智能物联网）作为可比公司。目前，公司处于战略转型高速发展阶段，建立了“智云+智驾+智舱+智芯”的新型业务架构。其中，公司智驾业务正处于加速放量时期，未来将随着乘用车市场景气度的回暖为公司带来可观的业绩增量。我们预计 23-25 年公司 PS 分别为 5.84X、4.45X、3.48X。

表 2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价/元	市值/亿元	营业收入/亿元			PS		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002920.SZ	德赛西威	140.51	780.11	202.72	263.17	326.69	3.85	2.96	2.39
688326.SH	经纬恒润	128.58	154.30	52.34	69.50	89.99	2.95	2.22	1.71
301221.SZ	光庭信息	60.01	55.58	7.37	9.94	12.88	7.54	5.59	4.32
300496.SZ	中科创达	77.11	353.51	67.88	87.44	112.05	5.21	4.04	3.15
平均值							4.89	3.70	2.89
002405.SZ	四维图新	10.10	240.15	41.13	53.96	68.92	5.84	4.45	3.48

资料来源：除四维图新外，其他可比公司数据来自 Wind 一致预期（采用 8.23 收盘价）、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7137	6397	6475	7223	7635
现金	5380	4168	3794	3578	3369
应收票据及应收账款	1058	1191	1573	2053	2578
预付账款	87	88	127	156	206
存货	368	695	652	1100	1056
其他流动资产	245	254	329	337	426
<b>非流动资产</b>	7369	7612	7440	7380	7325
长期投资	1949	1884	1657	1445	1241
固定资产	641	609	760	1003	1252
无形资产	1622	1865	1806	1721	1620
其他非流动资产	3157	3253	3217	3212	3213
<b>资产总计</b>	14506	14008	13915	14603	14960
<b>流动负债</b>	1421	1814	2017	2671	2883
短期借款	0	60	60	60	60
应付票据及应付账款	420	811	749	1280	1218
其他流动负债	1001	942	1208	1331	1605
<b>非流动负债</b>	653	323	310	297	284
长期借款	19	67	54	41	28
其他非流动负债	633	256	256	256	256
<b>负债合计</b>	2074	2137	2327	2968	3166
少数股东权益	197	42	14	23	49
股本	2375	2380	2380	2380	2380
资本公积	8626	8616	8616	8616	8616
留存收益	1902	1555	1287	1346	1503
归属母公司股东权益	12235	11830	11574	11612	11745
<b>负债和股东权益</b>	14506	14008	13915	14603	14960

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	91	-156	-229	171	239
净利润	126	-511	-284	62	165
折旧摊销	308	308	340	367	423
财务费用	-116	-121	-54	-29	-8
投资损失	86	93	23	92	73
营运资金变动	-506	-210	-241	-310	-410
其他经营现金流	193	286	-13	-11	-6
<b>投资活动现金流</b>	-961	-783	-178	-389	-436
<b>筹资活动现金流</b>	4757	-329	33	2	-12
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.05	-0.14	-0.11	0.02	0.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	-0.07	-0.10	0.07	0.10
每股净资产(最新摊薄)	5.15	4.98	4.87	4.88	4.94

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	3060	3347	4113	5396	6892
营业成本	1227	1702	2157	2804	3451
营业税金及附加	37	24	42	57	69
营业费用	153	197	214	259	310
管理费用	379	425	411	459	565
研发费用	1334	1652	1555	1619	2205
财务费用	-116	-121	-54	-29	-8
资产减值损失	-11	-20	-58	-87	-68
公允价值变动收益	0	0	13	11	6
投资净收益	-86	-93	-23	-92	-73
<b>营业利润</b>	123	-507	-280	59	163
营业外收入	13	1	4	5	6
营业外支出	0	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	136	-509	-276	63	167
所得税	10	2	8	0	2
<b>税后利润</b>	126	-511	-284	62	165
少数股东损益	4	-175	-28	9	26
<b>归属母公司净利润</b>	122	-336	-256	53	140
<b>EBITDA</b>	284	-318	-50	324	491

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	42.5	9.4	22.9	31.2	27.7
营业利润(%)	135.3	-512.8	44.9	121.1	175.4
归属于母公司净利润(%)	139.4	-375.5	23.9	120.7	163.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	59.9	49.2	47.6	48.0	49.9
净利率(%)	4.0	-10.0	-6.2	1.0	2.0
ROE(%)	1.0	-4.3	-2.5	0.5	1.4
ROIC(%)	-0.2	-5.2	-3.4	-0.4	0.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	14.3	15.3	16.7	20.3	21.2
流动比率	5.0	3.5	3.2	2.7	2.6
速动比率	4.6	3.0	2.7	2.2	2.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	3.4	2.8	2.8	2.8	2.8
<b>估值比率</b>					
P/E	196.7	-71.4	-93.9	452.9	172.1
P/B	2.0	2.0	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	68.7	-63.7	-413.8	64.3	42.8

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

方闻千声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)