

2020.04.15

砥砺前行，打造智能出行科技公司

● 十八年稳定发展，保持行业前沿水准。

四维图新是中国导航地图产业的先驱者，经过十多年的发展，公司业务从最初的商业化导航电子地图，拓展到智能网联、自动驾驶、汽车电子芯片、大数据平台和 GIS 行业运用多个方面，实现“五位一体”业务布局。公司多项业务稳居行业前沿，随着公司业务不断细化深化，业务体系不断壮大业绩实现了稳步增长。从 2015 到 2018 年的营业收入复合增长率约为 12.32%，归母净利润的复合增长率约为 54.45%。受疫情影响，2019 年及 2020 年一季度公司业绩出现下滑及亏损，短期承压较大，长期随着智能汽车的规模化量产业绩将进一步提升。公司持续加大研发投入提升产品质量，保障产品创新升级，及时满足了市场上不断变化的产品需求，一直处于行业领先地位。

● 行业受政策扶持，发展空间巨大。

自动驾驶行业处于产业发展初期，海外自动驾驶技术研发早，我国也越来越重视相关创新产业的发展，近期国内发布了《智能汽车创新发展战略》和《汽车驾驶自动化分级》等政策规范文件，加速推进智能汽车产业发展进程，并将标准向国际上主流的 SAE 标准靠近，这将有利于我国智能汽车产业同国际接轨。全球自动驾驶行业已形成合纵连横的格局，关系网互相交织、纵横交错，在国内形成了以四维图新、高德地图以及百度地图三足鼎立的竞争格局。

● 智能汽车业务包罗万象，持续拓展战略合作伙伴。

公司业务不断拓展细化，研发力度不断加大，多个业务在行业赢得口碑，获得政府和众多知名企业的信赖，客户资源丰富。导航业务在传统电子导航地图的基础上，不断谋求创新，多年保持行业领先地位。芯片业务全面覆盖，自主创新有助于提升核心竞争力，在 2019 年 TPMS 正式实现量产，具有里程碑意义。车联网业务逐步推进，不断扩大市场份额，有望成为业绩爆点。自动驾驶业务加大研发力度，紧抓政策红利，有望获得新突破。

● 公司盈利预测与估值：

预计 19-21 年营收分别为 23.10、26.92 和 32.37 亿元，归母净利润分别为 3.40、4.05 和 5.64 亿元，对应 EPS（最新摊薄）分别为 0.17、0.21 和 0.29 元，对应 PE 分别为 86.25、72.38 和 52.01 倍，对比可比公司估值及公司当前估值，考虑疫情影响，给予 20 年 82 倍 PE，对应 6 个月目标价 17.22 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：行业竞争加剧，毛利率下滑；受疫情影响汽车销量大幅减少，公司相关业务出货量不达预期；创新业务研发拓展不及预期。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2133.66	2309.72	2691.56	3278.51
同比（%）	-1.06%	8.25%	16.53%	21.81%
归母净利润（百万元）	479.07	340.23	405.45	564.19
同比（%）	80.65%	-28.98%	19.17%	39.15%
每股收益-最新摊薄（元）	0.24	0.17	0.21	0.29
P/E	61.25	86.25	72.38	52.01
P/B	4.07	3.92	3.76	3.55
EV/EBITDA	20.52	31.15	26.35	20.19

数据来源：同花顺

强烈推荐（首次）

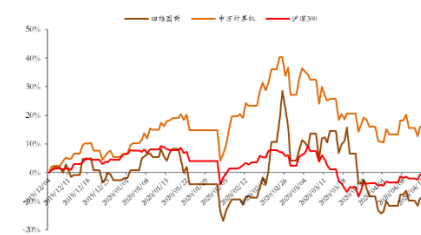
现价：14.96

目标价：17.22

股价空间：15.11%

计算机行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
四维图新	-20.47	-15.86	-10.90
申万计算机	-7.73	-1.13	16.11
沪深 300	-1.79	-9.00	-0.66

基本资料

总市值（亿元）	293.45
总股本（亿股）	19.62
流通股比例	97.32
资产负债率	29.85
大股东	中国四维测绘技术有限公司
大股东持股比例	9.96

相关报告

目录

目录.....	2
图表目录.....	3
1. 十八年稳定发展，保持行业前沿水准.....	4
1.1 兼顾传统和新型业务，全方位打造智能出行科技公司.....	4
1.2 股权结构较分散，子公司众多构成“五位一体”.....	5
1.3 研发投入稳中有增，短期承压静待业绩拐点.....	6
2. 行业受政策扶持，发展空间巨大.....	8
2.1 自动驾驶迅猛发展，国际接轨指日可待.....	8
2.2 政策红利支持，提高产业发展潜力.....	10
2.3 行业全球合纵连横，国内市场三足鼎立.....	11
3 智能汽车业务包罗万象，持续拓展战略合作伙伴.....	13
3.1 潜心钻研导航与高精度地图，多年保持行业领先地位.....	13
3.2 汽车芯片全面覆盖，自主创新提升核心竞争力.....	14
3.3 车联网业务逐步推进，有望成为业绩爆发点.....	16
3.4 自动驾驶加大研发力度，稳居行业前沿水平.....	17
4、盈利预测及估值.....	19
5、风险提示.....	20

图表目录

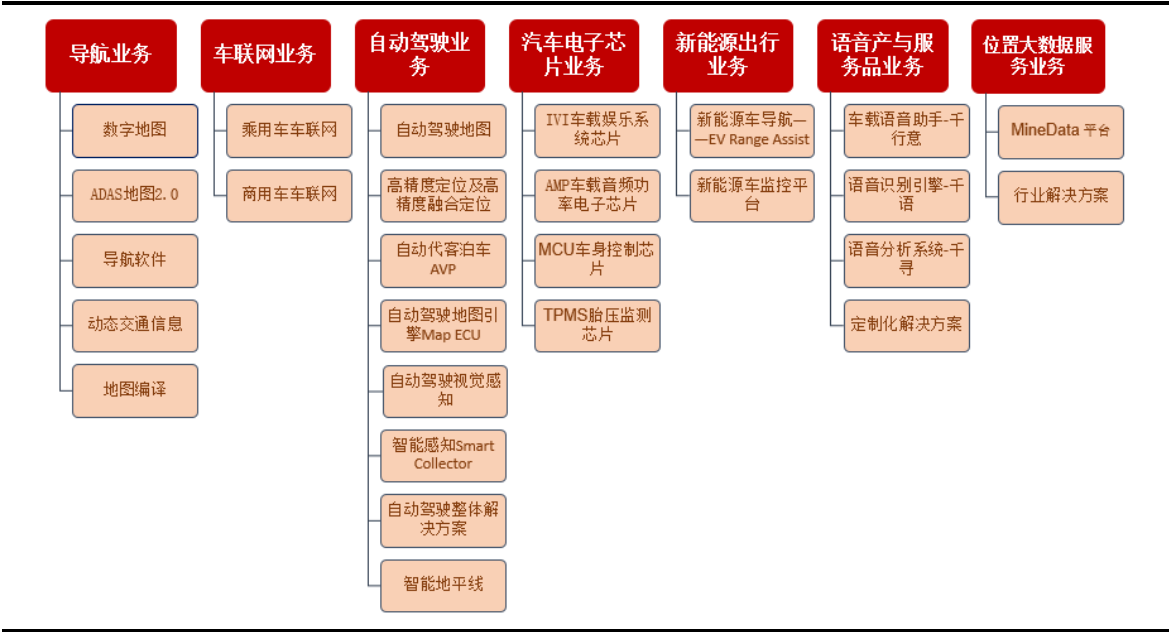
图表 1.	公司业务构成	4
图表 2.	国内外分子公司和研发中心分布图.....	4
图表 3.	公司部分荣誉资质	5
图表 4.	四维图新 2019 年第三季度前 5 大股东持股比例.....	5
图表 5.	四维图新子公司	6
图表 6.	四维图新参股公司	6
图表 7.	公司 2015-2018 营业收入及增速	7
图表 8.	公司 2015-2018 归母净利润及增速	7
图表 9.	2018 年各项分业务收入构成	7
图表 10.	公司 2014-2018 各项分业务收入（百万）	7
图表 11.	研发投入金额及营收占比变化	8
图表 12.	研发人员数量及占比	8
图表 13.	计算机行业公司研发投入对比	8
图表 14.	自动驾驶产业链	9
图表 15.	SAE 自动驾驶分级标准	9
图表 16.	汽车驾驶自动化分级	10
图表 17.	自动驾驶相关政策	10
图表 18.	全球自动驾驶格局	11
图表 19.	全球无人驾驶竞争格局	12
图表 20.	国内自动驾驶公司比较	12
图表 21.	地图数据产品构成	13
图表 22.	FastMap 地图在线生产平台	14
图表 23.	AR 导航产品	14
图表 24.	客户以及合作伙伴	14
图表 25.	公司芯片产品示意图	15
图表 26.	MCU 分类	15
图表 27.	芯片产品具体型号	16
图表 28.	车联网业务分类	16
图表 29.	公司战略合作伙伴	17
图表 30.	公司业务“五位一体”布局	18
图表 31.	自动驾驶业务分类	18
图表 32.	自动驾驶政策时间线	19
图表 33.	分业务收入预测（收入单位：百万元）	20
图表 34.	可比公司估值情况	20

1. 十八年稳定发展，保持行业前沿水准

1.1 兼顾传统和新型业务，全方位打造智能出行科技公司

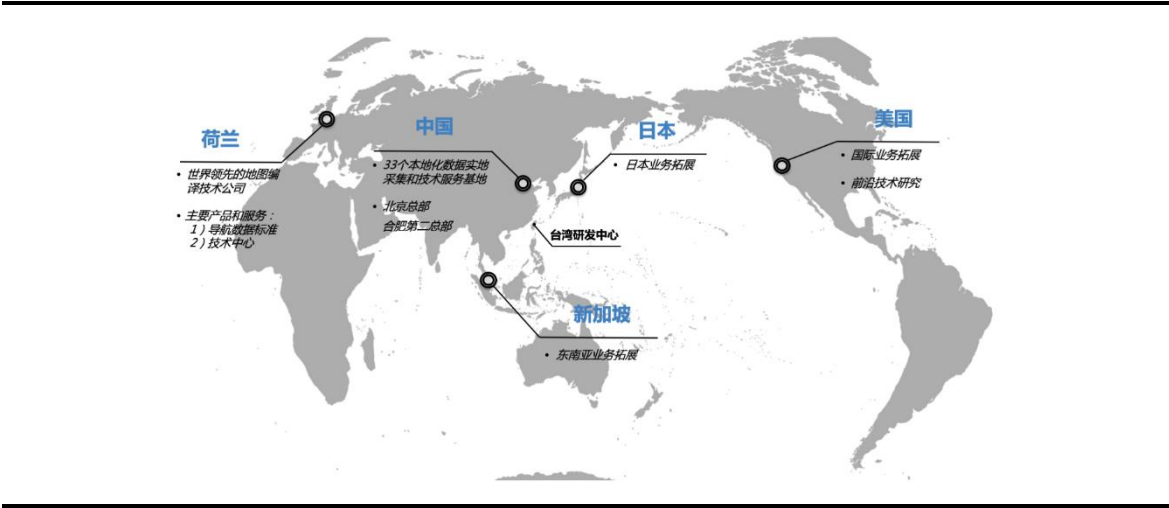
中国导航地图开拓者，传统业务与创新业务互助共进。公司成立于 2002 年 12 月 3 日，成立以来一直专注于导航电子地图的研发、生产、销售和服务，是中国导航地图产业的先驱者。经过十多年的发展，公司业务从最初的商业化导航电子地图，拓展到智能网联、自动驾驶、汽车电子芯片、大数据平台和 GIS 行业运用等多个方面，实现“五位一体”业务布局。公司有制作导航电子地图的背景，也为后续创新产品的研发提供了优势。

图表1. 公司业务构成



立足本土展望世界，国内外全方位布局。公司总部位于中国北京，经过 18 年的创新发展，公司已壮大成为拥有 13 家全资子公司、7 家控股公司、19 家参股公司的大型集团化股份制企业。除了在国内近四十个城市拥有分子公司与研发中心外，公司足迹布及欧美亚，在美国硅谷、荷因霍温、新加坡、日本分别部署子公司，为公司吸纳多元化的人才和技术。

图表2. 国内外分子公司和研发中心分布图



公司在发展过程中务实创新，多次获得国内外认证。自成立以来，公司多项业务发展都处于行业领先水平，在国内外先后获得业内资质和认证。公司凭借出色的能力和大胆的创新，获得多家知名企业的青睐，与其签订合作协议。

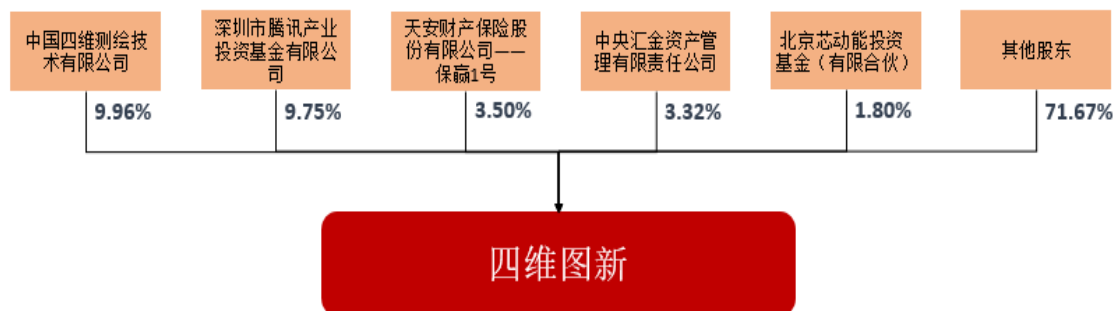
图表3. 公司部分荣誉资质



1.2 股权结构较分散，子公司众多构成“五位一体”

公司股权较为分散，是无实际控制人无控股股东的上市公司。公司成立之初由中国四维测绘技术总公司以 29.03% 比例持有公司股份，处于相对控股地位。而在 2014 年的时候，四维测绘将部分股票转让给深圳市腾讯产业投资基金有限公司，中国四维保留公司第一大股东的位置，但不再是公司控股股东，而后腾讯则成为公司的第二大股东。到目前为止，公司成为无实际控制人、无控股股东的上市公司。

图表4. 四维图新 2019 年第三季度前 5 大股东持股比例



资料来源：公司公告、wind、广证恒生

公司在发展过程中融汇创新，成立和收购多家子公司。公司除了发展传统导航地图业务外，还实现“五位一体”全方位布局，发展创新业务。在这过程中，不断吸纳先进的技术和人才，先后成立、收购多家子公司，和丰田等大公司成立合资公司。旗下子公司、合资公司各有分工，各有所长，在众多领域都居于行业领先水平，巩固公司“五位一体”发展。