

首次覆盖
投资评级 优于大市

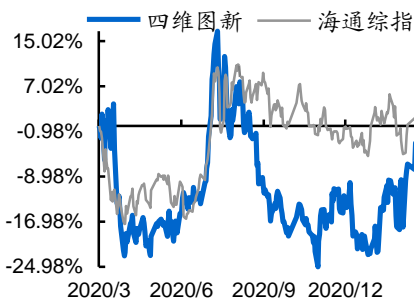
疫情等宏观因素致使 20Q4 营收下滑

股票数据

03月02日收盘价(元)	16.15
52周股价波动(元)	13.54-22.60
总股本/流通A股(百万股)	2281/1934
总市值/流通市值(百万元)	36840/31239

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.5	13.2	1.8
相对涨幅(%)	1.3	10.5	-3.8

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 郑宏达

Tel: (021)23219392

Email: zhd10834@htsec.com

证书: S0850516050002

分析师: 杨林

Tel: (021)23154174

Email: yl11036@htsec.com

证书: S0850517080008

分析师: 洪琳

Tel: (021)23154137

Email: hl11570@htsec.com

证书: S0850519050002

联系人: 杨蒙

Tel: (0755)23617756

Email: ym13254@htsec.com

投资要点:

- 宏观环境致使 20Q4 营收承压。**公司披露 2020 年业绩预告, 实现营收 20-22 亿元, 中值 21 亿元, 同比下降 9.08%; 归母净利润亏损 2.37-3.38 亿元, 中值亏损 2.88 亿元, 同比下降 184.8%; 扣非归母净利润亏损 2.47-3.48 亿元, 中位数为亏损 2.98 亿元, 2019 年全年扣非净利润为亏损 1.58 亿元。单 2020Q4 来看, 根据中位数测算 2020Q4 实现营收 5.7 亿元, 同比下滑 26.36%, 此前 2020Q1-Q3 单季度营收增速分别为 -24.40%、0.91%、25.86%; 根据中位数测算 2020Q4 扣非后归母净利润亏损 0.94 亿元, 2019 年 Q4 亏损 1.53 亿元。综合来看, 受经济下行、疫情等因素影响, 2020 年乘用车销量相对 2019 年同比负增长, 公司地图及编译业务销售收入减少。汽车电子芯片需求增长高于预期, 但受到全球疫情蔓延的影响, 芯片产业供应链吃紧, 汽车芯片产能受限, 导致汽车电子芯片收入较上年同期下降。
- 围绕“智能汽车大脑”战略, 完善自动驾驶战略布局。**公司于 2021 年 2 月 22 日完成了非公开发行股票发行。以 12.5 元/股发行了 3.2 亿股, 募集资金总额 40 亿元, 投资于智能网联汽车芯片研发 (12.40 亿元)、自动驾驶地图更新及应用开发 (10.43 亿元)、自动驾驶专属云平台 (7.24 亿元)、补充流动资金 (9.93 亿元)。截止 2020 年 8 月底四维图新第一代 MCU 芯片通过 AEC-Q100 Grade1, 工作温度 -40℃~125℃ 的验证测试, 成为国内首颗自主研发的可在客户端量产的车规级 MCU 车身控制芯片, 打破国际巨头技术垄断, 并获得量产订单。公司 4G 车联网芯片在 2 家客户达成了量产出货, 4 家客户的项目进入试产阶段; 新一代多屏输出的车载娱乐系统芯片完成了样片回片和验证工作, 第一代 TPMS 胎压监测系统芯片一进入量产便斩获百 K 级订单。第 2 代 AMP 芯片样片回片完成验证; 第 2 代车身控制 MCU 芯片完成了流片工作。为迎接自动驾驶时代的来临, 公司明确提出要实现“智能汽车大脑”的战略愿景, 通过加大创新研发和借助产业投融资双轮动力引擎, 积极打造高精度地图、高精度定位以及应用于 ADAS 和自动驾驶的车规级芯片等核心业务, 致力于成为中国乃至全球值得信赖的自动驾驶解决方案提供商, 为车企和科技型企业提供一流的产品和服务。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2134	2310	2104	2486	3122
(+/-)YoY(%)	-1.1%	8.3%	-8.9%	18.1%	25.6%
净利润(百万元)	479	339	-286	280	381
(+/-)YoY(%)	80.6%	-29.2%	-184.2%	198.2%	36.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.21	0.15	-0.13	0.12	0.17
毛利率(%)	70.7%	68.7%	63.4%	61.9%	60.8%
净资产收益率(%)	6.7%	4.3%	-3.8%	2.4%	3.1%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- 盈利预测与投资建议。**公司坚持围绕导航、高级辅助驾驶及自动驾驶、车载芯片、位置大数据、车联网五大业务板块，打造面向自动驾驶时代的“数据+云+AI+芯片+软硬一体化”综合解决方案。我们认为公司在自动驾驶产业链渗透深度逐步加大，伴随着产业的成熟与发展，公司前期投入将逐步变现。我们预计，公司车联网业务未来将继续保持较高增长，2021年和2022年增速分别维持在27%、30%左右；传统导航业务保持稳定；芯片业务2021年将趋稳，2022年将加速放量，营收增速达到15%；企服及行业应用继续保持高速增长，2021/2022年增速分别为32%、35%；高级辅助驾驶及自动驾驶预计将在2022年加速，预计2022年增速达30%。综合来看，我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为-2.86亿元、2.80亿元、3.81亿元，EPS分别为-0.13元、0.12元、0.17元，结合行业未来加速发展趋势及公司在无人驾驶和车载芯片领域的稀缺地位，再考虑到公司当前阶段的特殊性，给予2021年动态PS 15-17倍，6个月合理价值区间为16.35-18.53元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**疫情导致全球汽车行业低迷，自动驾驶推进不及预期，杰发科技芯片量产低于预期导致减值计提，传统导航业务客单价下滑。

表1 可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值 (亿元)	收入 (亿元)			PS (倍)			CAGR(19-22E) (%)
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
中科创达	300496.SZ	121.89	515.8	26	36	48	19.6	14.4	10.7	38.1%
道通科技	688208.SH	71.71	322.7	16	22	31	20.4	14.4	10.3	38.0%
德赛西威	002920.SZ	89.48	492.1	65	81	97	7.5	6.1	5.1	22.0%
平均							15.8	11.6	8.7	32.69%
四维图新	002405.SZ	16.15	368.4	21.04	24.86	31.22	17.5	14.8	11.8	10.6%

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：四维图新采用海通证券盈利预测，其他公司采用Wind一致预期，股价为2021年3月2日收盘价

表2 主营业务预测

(单位：百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
车联网	696.89	871.11	1106.31	1438.21
同比增长 (%)	28.53	25.00	27.00	30.00
导航	830.79	540.01	567.01	652.07
同比增长 (%)	7.18	-35.00	5.00	15.00
芯片	407.78	265.06	273.01	313.96
同比增长 (%)	-29.57	-35.00	3.00	15.00
企服及行业应用	240.12	324.16	427.89	577.66
同比增长 (%)	36.64	35.00	32.00	35.00
高级辅助驾驶及自动驾驶	103.99	77.99	85.79	111.53
同比增长 (%)	96.48	-25.00	10.00	30.00
其他业务	30.17	25.64	25.64	28.21
同比增长 (%)	246.91	-15.00	0.00	10.00
合计	2309.74	2103.98	2485.67	3121.63
同比增长 (%)	8.25	-8.91	18.14	25.59

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)					营业总收入	2310	2104	2486	3122
每股收益	0.15	-0.13	0.12	0.17	营业成本	724	770	948	1223
每股净资产	3.42	3.29	5.17	5.34	毛利率%	68.7%	63.4%	61.9%	60.8%
每股经营现金流	0.02	0.72	0.09	0.34	营业税金及附加	21	20	24	29
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
价值评估(倍)					营业费用	120	147	137	156
P/E	108.61	-128.93	131.35	96.61	营业费用率%	5.2%	7.0%	5.5%	5.0%
P/B	4.72	4.91	3.12	3.03	管理费用	399	463	423	515
P/S	13.72	15.05	14.82	11.80	管理费用率%	17.3%	22.0%	17.0%	16.5%
EV/EBITDA	360.21	-276.73	87.89	76.33	EBIT	-143	-444	60	90
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-4	-40	-84	-123
盈利能力指标(%)					财务费用率%	-0.2%	-1.9%	-3.4%	-3.9%
毛利率	68.7%	63.4%	61.9%	60.8%	资产减值损失	0	-2	6	1
净利润率	14.7%	-13.6%	11.3%	12.2%	投资收益	256	0	0	0
净资产收益率	4.3%	-3.8%	2.4%	3.1%	营业利润	262	-296	286	388
资产回报率	3.7%	-2.8%	2.0%	2.5%	营业外收支	2	0	0	0
投资回报率	-2.1%	-4.6%	0.4%	0.6%	利润总额	264	-296	286	388
盈利增长(%)					EBITDA	83	-93	302	345
营业收入增长率	8.3%	-8.9%	18.1%	25.6%	所得税	-42	-59	52	62
EBIT增长率	64.2%	-210.2%	113.5%	50.6%	有效所得税率%	-16.0%	20.0%	18.0%	16.0%
净利润增长率	-29.2%	-184.2%	198.2%	36.0%	少数股东损益	-33	49	-46	-55
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	339	-286	280	381
资产负债率	11.8%	23.5%	15.6%	18.0%					
流动比率	2.61	1.38	3.20	2.79	资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.49	1.32	3.12	2.71	货币资金	1723	2378	6035	6220
现金比率	1.65	1.01	2.74	2.31	应收账款及应收票据	759	621	705	951
经营效率指标					存货	88	94	116	149
应收帐款周转天数	113.66	98.21	95.58	102.48	其它流动资产	159	167	182	205
存货周转天数	44.30	44.68	44.49	44.59	流动资产合计	2729	3260	7037	7526
总资产周转率	0.26	0.21	0.17	0.21	长期股权投资	1655	1655	1655	1655
固定资产周转率	3.52	2.40	2.61	2.97	固定资产	657	876	952	1051
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	1044	1393	1658	1852
					非流动资产合计	6327	6867	7167	7497
现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	9056	10128	14205	15023
净利润	339	-286	280	381	短期借款	90	0	0	0
少数股东损益	-33	49	-46	-55	应付票据及应付账款	227	204	261	348
非现金支出	239	353	236	253	预收账款	18	35	39	42
非经营收益	-240	2	1	1	其它流动负债	711	2119	1900	2303
营运资金变动	-271	1526	-277	189	流动负债合计	1045	2358	2200	2693
经营活动现金流	35	1644	194	769	长期借款	0	0	0	0
资产	-1013	-894	-536	-584	其它长期负债	19	19	19	19
投资	192	0	0	0	非流动负债合计	19	19	19	19
其他	142	0	0	0	负债总计	1064	2377	2219	2712
投资活动现金流	-679	-894	-536	-584	实收资本	1962	1961	2281	2281
债权募资	90	-90	0	0	归属于母公司所有者权益	7800	7510	11790	12172
股权募资	161	0	320	0	少数股东权益	192	241	195	140
其他	-110	-5	3680	0	负债和所有者权益合计	9056	10128	14205	15023
融资活动现金流	141	-95	4000	0					
现金净流量	-503	655	3657	185					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 02 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报(2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郑宏达 计算机行业
 杨林 计算机行业
 洪琳 计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 易华录,佳都科技,创业慧康,京北方,广联达,用友网络,金溢科技,锐明技术,中控技术,拉卡拉,捷顺科技,恒华科技,拓尔思,鼎捷软件,中电兴发,航天信息,优刻得-W,金山办公,道通科技,中望软件,中孚信息,万兴科技,云从科技,海康威视,启明星辰,长亮科技,金蝶国际,久远银海,京东数科,美亚柏科

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。