

持续加大研发投入，智芯智驾快速成长

买入|维持

——四维图新(002405.SZ)2022 年年报及 2023 年一季报点评

事件：

公司于 2023 年 4 月 21 日收盘后发布《2022 年年度报告》、《2023 年第一季度报告》。

点评：

● 2022 年营业收入实现平稳增长，智芯与智驾业务快速成长

2022 年，公司实现营业总收入 33.47 亿元，同比增长 9.37%。其中，智云业务实现收入 20.60 亿元，同比增长 3.14%；智舱业务实现收入 6.19 亿元，同比下降 8.77%；智芯业务实现收入 5.02 亿元，同比增长 42.68%，主要得益于车规级微控制器芯片(MCU)、智能座舱芯片(SoC)持续放量；智驾业务实现收入 1.31 亿元，同比增长 2144.44%，智能驾驶软硬一体产品签订量产订单并陆续出货。公司实现归母净利润-3.36 亿元，由盈转亏，主要原因为：1) 公司智驾及芯片方向研发投入较上年增长约 1.5 亿元；2) 受行业大环境影响，非智能化核心赛道的商用车联网业务大幅下滑；3) 本年度公司因实施股权激励摊销费用超 1 亿元。2023 年第一季度，公司实现收入 7.07 亿元，同比增长 13.71%；实现归母净利润-1.03 亿元。

● 智能驾驶软硬一体解决方案成功量产交付，订单和收入实现质的飞跃

智驾业务在 2022 年实现了快速发展，迎来了产品落地和项目量产，公司先后拿下国内某头部车厂 A 部分车型 L2 级智能驾驶辅助系统软硬一体解决方案的定点通知，以及某头部新能源汽车公司 B 的 L2 级智能驾驶辅助系统软硬一体解决方案合作订单。公司行泊一体产品获得第二届 ICVS 中国自动驾驶年会颁布的“2022 年度自动驾驶商业化落地标杆奖”，标志着业内对公司智驾产品的高度肯定。

● 持续加大研发投入，智芯业务表现亮眼

2022 年，公司 SoC 芯片销量保持后装市场第一名；第一代前装智能座舱芯片持续出货，并开拓单液晶仪表、HUD、CMS、后排娱乐屏等新市场；中低端智能座舱芯片多个项目实现量产，具体包括上汽名爵、郑州日产等品牌的不同车型；车联网芯片项目实现量产。公司完成多颗 32 位车规 MCU 芯片的研发，开始客户推广和量产，其中包括国内首颗符合功能安全 ASIL B 等级要求的 MCU 产品，首颗基于纯本土供应链的 MCU 产品。车规级 MCU 芯片持续突破，累计出货量已超 3000 万颗，产品覆盖国内外主流整车厂与一级供应商，广泛应用于智能车身控制、底盘控制和智能座舱控制等领域。

● 盈利预测与投资建议

公司聚焦汽车智能化主赛道，发展智云、智驾、智舱、智芯四大解决方案，未来成长空间广阔。预测公司 2023-2025 年的营业收入为 44.28、57.25、72.72 亿元，归母净利润为 0.89、2.77、5.09 亿元，EPS 为 0.04、0.12、0.21 元/股，对应 PE 为 308.36、99.12、53.91 倍。目前，公司投入较大，净利润率偏低，适用 PS 估值法。过去五年公司 PS 主要运行在 8-18 倍之间，给予 2023 年 9 倍目标 PS，目标价为 16.74 元。维持“买入”评级。

● 风险提示

全球汽车芯片供应紧张的风险；新业务、新产品研发投入变现速度不及预期的风险；人才流失的风险；知识产权被侵犯的风险。

当前价/目标价：11.53 元/16.74 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：15.33 / 10.99

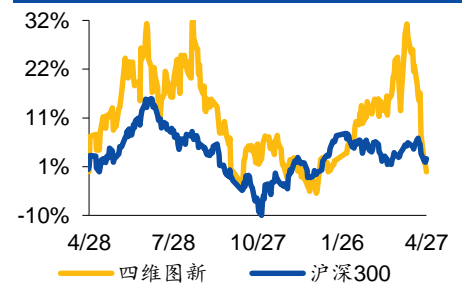
A 股流通股（百万股）：2299.89

A 股总股本（百万股）：2380.31

流通市值（百万元）：26517.78

总市值（百万元）：27444.95

过去一年股价走势



相关研究报告

《国元证券公司研究-四维图新(002405.SZ)2022 年半年度报告点评：营收实现稳健增长，智芯业务快速发展》
2022.08.17

《国元证券公司研究-四维图新(002405.SZ)2021 年年度报告点评：业绩拐点确立，芯片快速放量》2022.05.04

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

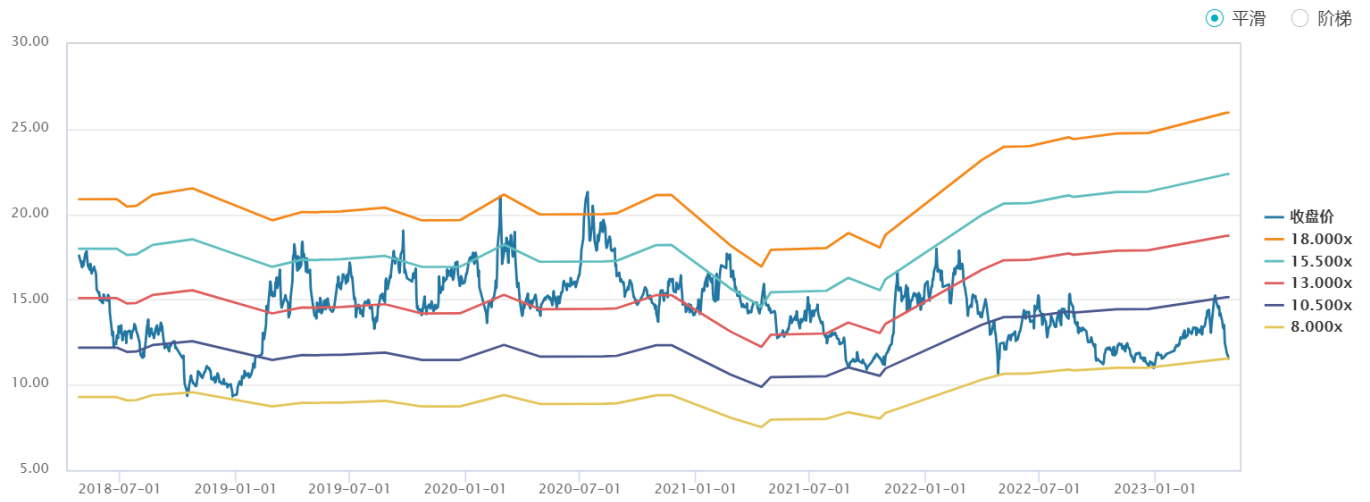
邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3060.03	3346.81	4427.81	5725.43	7271.68
收入同比(%)	42.48	9.37	32.30	29.31	27.01
归母净利润(百万元)	122.09	-336.32	89.00	276.88	509.09
归母净利润同比(%)	139.45	-375.48	126.46	211.09	83.87
ROE(%)	1.00	-2.84	0.75	2.27	4.01
每股收益(元)	0.05	-0.14	0.04	0.12	0.21
市盈率(P/E)	224.80	-81.60	308.36	99.12	53.91

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：四维图新过去五年 PS-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	7137.35	6396.56	6303.22	6672.53	7283.64	
现金	5379.73	4168.09	3773.29	3629.63	3695.18	
应收账款	938.04	1179.81	1442.14	1747.40	2098.61	
其他应收款	121.16	95.69	118.22	144.85	175.25	
预付账款	87.23	88.27	98.06	120.08	145.98	
存货	367.95	695.23	727.22	870.42	995.00	
其他流动资产	243.24	169.47	144.28	160.14	173.61	
非流动资产	7368.92	7611.69	7780.76	7910.01	8049.25	
长期投资	1949.36	1883.87	2074.32	2185.39	2284.37	
固定资产	640.95	609.43	639.83	655.85	669.81	
无形资产	1379.97	1443.20	1454.31	1474.28	1502.32	
其他非流动资产	3398.65	3675.19	3612.30	3594.50	3592.75	
资产总计	14506.27	14008.25	14083.97	14582.54	15332.89	
流动负债	1421.19	1813.85	1839.93	2007.62	2183.15	
短期借款	0.00	59.95	0.00	0.00	0.00	
应付账款	384.78	760.61	810.22	932.39	1041.61	
其他流动负债	1036.42	993.29	1029.71	1075.24	1141.54	
非流动负债	652.71	322.91	271.23	281.73	295.02	
长期借款	19.40	67.24	47.84	34.57	23.70	
其他非流动负债	633.31	255.67	223.39	247.16	271.32	
负债合计	2073.90	2136.75	2111.16	2289.35	2478.17	
少数股东权益	197.48	41.94	52.99	95.39	173.41	
股本	2374.55	2380.31	2380.31	2380.31	2380.31	
资本公积	8626.42	8615.58	8615.58	8615.58	8615.58	
留存收益	1901.92	1555.04	1644.04	1920.92	2402.11	
归属母公司股东权益	12234.89	11829.56	11919.83	12197.80	12681.31	
负债和股东权益	14506.27	14008.25	14083.97	14582.54	15332.89	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	91.27	-156.05	141.57	252.24	488.09	
净利润	125.63	-510.96	100.06	319.28	587.11	
折旧摊销	308.14	307.89	265.65	268.85	273.43	
财务费用	-115.52	-121.24	-74.25	-70.88	-70.70	
投资损失	85.82	92.62	20.21	13.45	6.54	
营运资金变动	-505.85	-210.46	-187.42	-300.26	-330.45	
其他经营现金流	193.05	286.10	17.32	21.79	22.16	
投资活动现金流	-960.68	-783.29	-536.97	-452.18	-455.65	
资本支出	627.27	601.84	49.52	72.17	94.36	
长期投资	170.26	197.01	250.62	145.12	136.78	
其他投资现金流	-163.15	15.57	-236.83	-234.89	-224.51	
筹资活动现金流	4757.09	-328.67	0.60	56.29	33.11	
短期借款	-100.11	59.95	-59.95	0.00	0.00	
长期借款	19.40	47.84	-19.40	-13.27	-10.87	
普通股增加	413.42	5.76	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	4457.57	-10.84	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-33.19	-431.38	79.95	69.56	43.98	
现金净增加额	3863.69	-1265.00	-394.80	-143.65	65.55	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	3060.03	3346.81	4427.81	5725.43	7271.68	
营业成本	1227.35	1701.69	2009.46	2571.39	3236.83	
营业税金及附加	36.99	24.02	31.44	40.08	50.17	
营业费用	152.97	197.27	242.64	313.18	389.03	
管理费用	379.32	425.01	517.17	665.29	842.06	
研发费用	1334.06	1651.51	1751.89	2015.66	2353.21	
财务费用	-115.52	-121.24	-74.25	-70.88	-70.70	
资产减值损失	-0.61	-9.25	-0.58	-0.54	-0.49	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	-85.82	-92.62	-20.21	-13.45	-6.54	
营业利润	122.95	-507.49	106.09	339.02	622.91	
营业外收入	13.29	0.54	0.62	0.67	0.72	
营业外支出	0.24	2.18	2.23	2.36	2.48	
利润总额	136.00	-509.13	104.48	337.33	621.15	
所得税	10.37	1.82	4.42	18.05	34.04	
净利润	125.63	-510.96	100.06	319.28	587.11	
少数股东损益	3.54	-174.63	11.05	42.40	78.02	
归属母公司净利润	122.09	-336.32	89.00	276.88	509.09	
EBITDA	315.57	-320.84	297.49	537.00	825.64	
EPS (元)	0.05	-0.14	0.04	0.12	0.21	

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
成长能力						
营业收入(%)	42.48	9.37	32.30	29.31	27.01	
营业利润(%)	135.29	-512.76	120.90	219.57	83.74	
归属母公司净利润(%)	139.45	-375.48	126.46	211.09	83.87	
获利能力						
毛利率(%)	59.89	49.15	54.62	55.09	55.49	
净利率(%)	3.99	-10.05	2.01	4.84	7.00	
ROE(%)	1.00	-2.84	0.75	2.27	4.01	
ROIC(%)	0.14	-11.77	0.55	4.38	8.53	
偿债能力						
资产负债率(%)	14.30	15.25	14.99	15.70	16.16	
净负债比率(%)	1.47	6.98	3.33	2.53	1.95	
流动比率	5.02	3.53	3.43	3.32	3.34	
速动比率	4.76	3.14	3.03	2.89	2.88	
营运能力						
总资产周转率	0.26	0.23	0.32	0.40	0.49	
应收账款周转率	3.37	3.00	3.38	3.59	3.78	
应付账款周转率	3.65	2.97	2.56	2.95	3.28	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	0.05	-0.14	0.04	0.12	0.21	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	-0.07	0.06	0.11	0.21	
每股净资产(最新摊薄)	5.14	4.97	5.01	5.12	5.33	
估值比率						
P/E	224.80	-81.60	308.36	99.12	53.91	
P/B	2.24	2.32	2.30	2.25	2.16	
EV/EBITDA	65.69	-64.61	69.68	38.60	25.11	

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188