

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

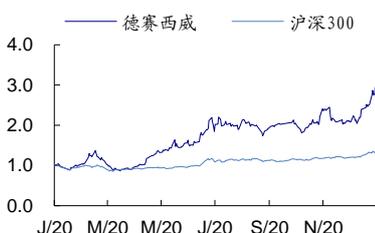
汽车零部件 II

德赛西威(002920)
增持

2020 年业绩预告点评

(维持评级)

2021 年 01 月 18 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	550/550
总市值/流通(百万元)	56,859/56,843
上证综指/深圳成指	3,566/15,032
12 个月最高/最低(元)	104.50/29.31

相关研究报告:

《德赛西威-002920-2020 年三季报点评: 营收增长提速, 英伟达合作深化》——2020-10-27
 《德赛西威-002920-2020 年中报点评: 业绩符合预期, 现金流显著改善》——2020-08-17
 《德赛西威-002920-2020 年一季报点评: 营收逆市增长, 一季报超预期》——2020-04-30
 《德赛西威-002920-重大事件快评: 自动驾驶域控制器 IPU03 首款搭载小鹏 P7 上市, 高性价比具备爆款车型潜力》——2020-04-29
 《德赛西威-002920-2019 年业绩快报点评: Q4 利润超预期, 新客户、新产品加速拓展》——2020-02-28

证券分析师: 梁超

电话: 0755-22940097
 E-MAIL: liangchao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080001

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814
 E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评
业绩符合预期, 英伟达合作深化
● 2020 全年归母净利润增长 70%+, 业绩符合预期

德赛西威发布业绩预告, 2020 年全年归母净利润 5-5.2 亿, 同比增长 71%-78%, 拆分单 Q4 利润 1.8-2 亿, 同比增长 20-33% (19Q4 利润 1.5 亿), 考虑 Q4 西威参股公司 Fichta 股价腰斩 (3000 日元跌至 1500), 我们预计 Q4 Fichta 投资收益亏损约 0.5 亿 (非经常), 20Q4 扣非利润有望实现 2.3-2.5 亿 (19Q4 扣非利润 1.54 亿), 20Q4 扣非增速 50%-60%。总结来看, 2020 年西威业绩基本符合预期, 强劲的业绩增长主要得益于公司新客户、新产品落地量产与公司的精益经营。

● 存量客户优于行业, 增量车型持续贡献

2020 年全年国内乘用车销量同比-6%, 疫情背景下西威营收、利润逆势增长 (前三季度营收+21%), 营收端增长主要原因在于公司存量客户销量增速强于行业 (2020 年全年一汽大众+1.5%、长城汽车+5%、吉利汽车-3%), 增量车型 CS75P (19 年四季度上市)、小鹏 P7 (20 年 4 月上市)、星瑞 (20 年 11 月上市) 等持续贡献。

● 合作英伟达, 自动驾驶域控制器落地小鹏, 切入理想

自动驾驶产品方面, 西威积极布局 L1-L3 级自动驾驶产品, L1-L2 级产品 360 全景环视、全自动泊车等在吉利、奇瑞等品牌实现量产, L3 级产品主要围绕域控制器展开, 2020 年 4 月在小鹏 P7 上进行搭载的自动驾驶域控制器 IPU03 是德赛西威首款自动驾驶域控制器产品, 基于 Xavier 芯片和 QNX Safety OS, 算力高达每秒 30 万亿次 (30TOPS), 具备较高技术含量和较高价值量, 也实现了国内自主品牌零部件企业真正意义上的域控制器量产。公司域控制器产品在小鹏 P7 以外积极向更多客户推广, 9 月底德赛西威和理想汽车、英伟达签署了在智能驾驶方面战略合作协议 (2022 年理想将率先使用英伟达 Orin 系统级芯片)。

● 风险提示: 疫情带来上游芯片风险和下游产销风险。
● 投资建议: 维持盈利预测, 维持增持评级

维持盈利预测, 预计 20/21/22 年利润分别 5.1/5.7/7.8 亿, 对应 EPS 为 0.92/1.04/1.43 元, 对应 PE 为 112/99/73x, 维持增持评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,408	5,337	6,311	7,496	8,973
(+/-%)	-10.0%	-1.3%	18.2%	18.8%	19.7%
净利润(百万元)	416	292	506	572	784
(+/-%)	-32.5%	-29.8%	73.1%	13.1%	37.0%
摊薄每股收益(元)	0.76	0.53	0.92	1.04	1.43
EBIT Margin	8.8%	15.9%	4.9%	6.7%	8.1%
净资产收益率(ROE)	10.7%	6.9%	11.2%	11.8%	14.7%
市盈率(PE)	136.0	195.1	112.4	99.4	72.5
EV/EBITDA	14.5	22.7	150.7	97.7	70.4
市净率(PB)	3.60	4.87	12.58	11.69	10.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

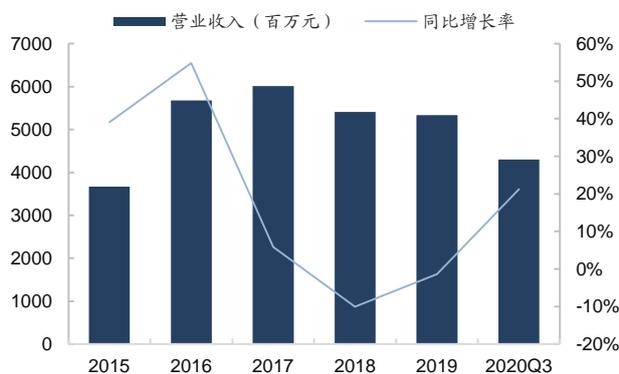
德赛西威发布业绩预告, 2020 年全年归母净利润 5-5.2 亿, 同比增长 71%-78%, 拆分单 Q4 利润 1.8-2 亿, 同比增长 20-33% (19Q4 利润 1.5 亿), 考虑 Q4 西威参股公司 ficha 股价腰斩 (3000 日元跌至 1500), 预计 Q4ficha 投资收益亏损约 0.5 亿 (非经常), 20Q4 扣非利润有望实现 2.3-2.5 亿 (19Q4 扣非利润 1.54 亿), 20Q4 扣非增速 50%-60%。强劲的业绩增长主要得益于新客户、新产品落地量产与公司的精益经营。总结来看, 2020 年西威业绩基本符合预期。

表 1: 德赛西威 2020 年业绩预告

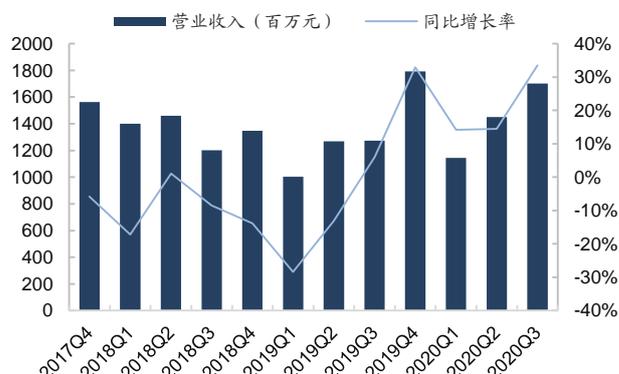
项目	预计金额	增长率
2020 年归母净利润	5-5.2 亿元	71%-78%
单 Q4 归母净利润	1.8-2 亿元	20%-33%
单 Q4 扣非归母净利润 (预计)	2.3-2.5 亿元	50%-60%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

Q3 营收+34%, 创上市以来单季增速新高。德赛西威 2020 前三季度营收 43 亿, +21%, 利润 3.2 亿 (接近三季报预告上限, 预告 2.6 亿元~3.4 亿元), +123%, 扣非 2.3 亿, +293%; 2020 单 Q3 来看, 营收 17 亿 (接近去年 Q4 峰值 17.9 亿), 同比+34% (加速增长, Q1/Q2 均在 14% 增速水平, 其中 Q2 国内营收+23%), 环比+17%, 利润 0.89 亿, 同比+119%, 扣非 1.2 亿, 同比+928%, 环比+85%。Q3 相对 Q2 的非常项目减少 4000 万左右, 主要是 FICHA 股价变动所致的公允价值变动。整体而言, Q3 利润在三季报预告铺垫的背景下预期较为充分, 营收略超预期 (创 2017 年上市以来单季增速新高)。

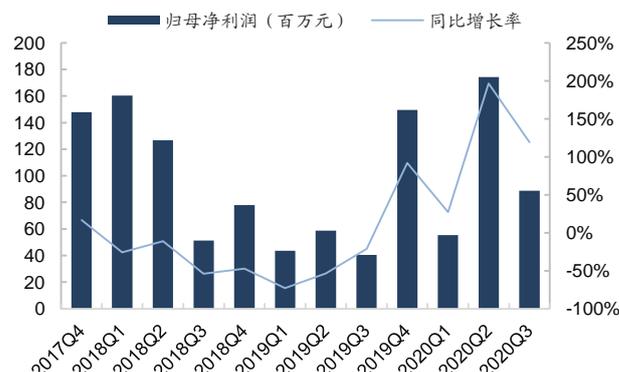
图 1: 公司营业收入及增速


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及增速


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润及增速

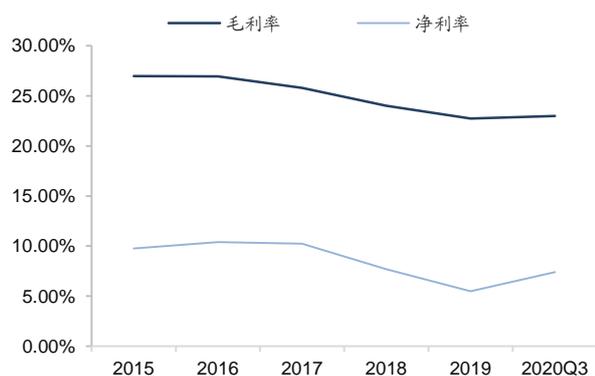
图 4: 公司单季度净利润及增速


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

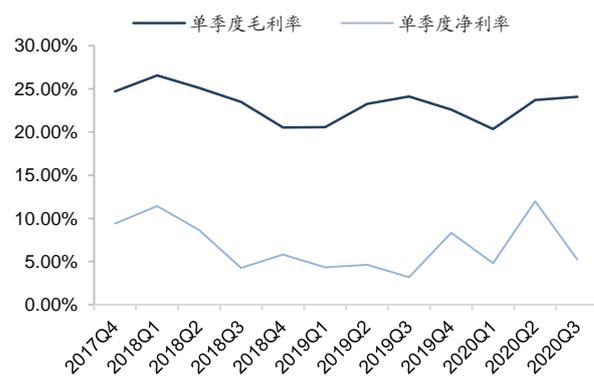
毛利率持平微升，费用率管控到位。公司前三季度毛利率为 22.98%，同比上升 0.16pct，净利率为 7.40%，同比上升 3.38pct。单三季度毛利率为 24.10%，同比下降 0.04pct，净利率为 5.22%，同比上升 2.03pct。前三季度四费率为 17.21%，同比下降 2.81pct。单三季度四费率 16.01%，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 2.58/10.94/3.1/-0.61pct，同比变动-0.38/-2.38/-0.72/-0.99pct。

图 5：公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

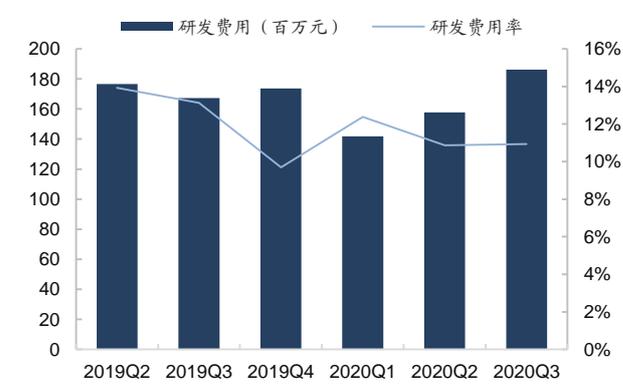
2020 年 Q3 研发费用增速平稳。2020 年前三季度西威研发费用 4.86 亿，同比 +4.76%，研发费用率为 11.3%，单三季度西威研发费用 1.86 亿，同比 +11.3%，研发费用率为 10.94%。

图 7：2015-2020 年研发费用及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：分季度研发费用及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

根据中国汽车工业协会发布数据，2020 年中国乘用车产销分别完成 1999.4 万辆和 2017.8 万辆，同比分别下降 6.5%和 6.0%，德赛西威归母净利润在行业下行背景下逆势增长 71%-78%。强劲的业绩增长主要受益于公司智能座舱、智能驾驶及网联服务产品线业绩稳步提升，新客户、新产品相继落地和量产，营业收入同比增长。一方面行业 Q4 产销进一步恢复，公司存量客户增速改善（单四季度一汽大众销量+1%、长城汽车销量+28%、上汽通用五菱销量+10%、吉利汽车销量+10%），另一方面去年下半年批产的增量车型（长安 CS75/吉利博越、星越等/比亚迪/车和家等）持续爬坡。同时，公司持续推进精益经营、成本优化和研发效能提升，进一步提高了利润水平。公司 2018 年-2019 年新增年化订单较饱满，2020 年陆续进入量产阶段，未来两年营收有望保持稳健增速。

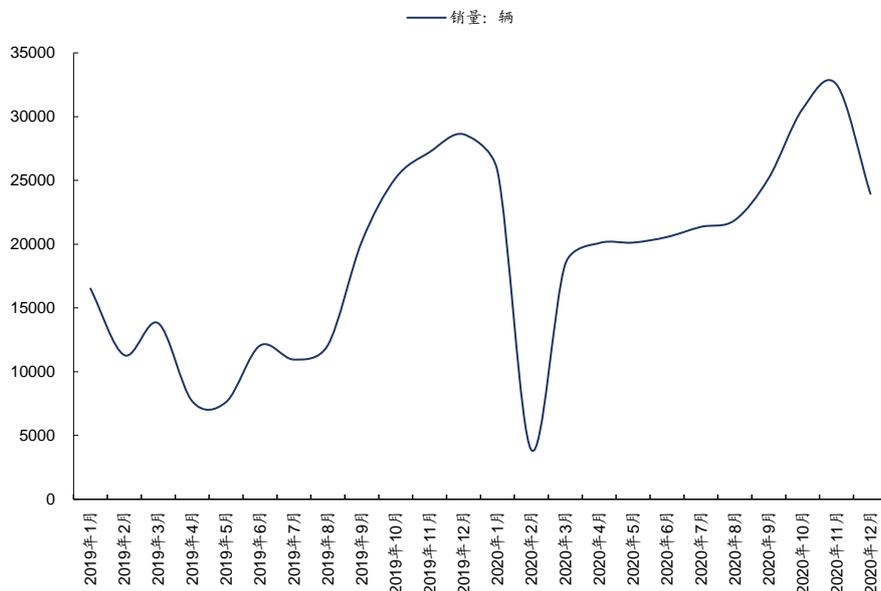
表 2: 德赛西威前四大客户近年销量变动

	2019 营收占比	2016 销量增速	2017 销量增速	2018 销量增速	2019 销量增速	2020 销量增速	2020 单 Q4 销量增速
一汽大众	23%	14%	5%	4%	1%	1.50%	1.00%
长城汽车	8%	29%	-2%	-4%	1%	4.84%	28.18%
广汽乘用车	8%	95%	21%	5%	-28%	-7.95%	9.12%
吉利汽车	8%	50%	63%	20%	-9%	-3.19%	10.24%
上汽通用五菱	7%	5%	9%	-13%	-19%	-3.61%	10.05%
其他	47%	15%	5%	3%	-5%	-6.00%	9%
下游客户加权产销增速		24%	5%	2%	-6%	-3%	9%
德赛西威营收增速		55%	6%	-10%	-1%	-	-

资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理 (注: 此处 2016-2018 年加权销量增速以 2016 年-2018 年年报分别对应的下游客户营收占比进行一致性拟合, 2019-2020 前三季度销量增速以 2019 年下游客户营收占比进行一致性拟合, 16-20 前三季度其他客户销量增速假设统一以对应年份汽车行业销量增速计)

增量车型 CS75 (去年四季度上市) 今年下半年销量 15.55 万辆, 同比+25%, 公司提供给 CS75P 的双联屏产品贡献了优秀的业绩。

图 7: 长安 CS75 自 2019 年三季度 PLUS 车型上市后销量实现跨越式增长



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

座舱电子是智能汽车核心升级零部件, 行业增量前景巨大

车机是座舱电子核心组件, 是未来智能汽车人机交互的入口, 近年来驾驶者对于车载娱乐系统的需求经历了内容、质量、形式的升级。整体趋势是从分区到集成, 从按键到一体化屏, 单车价值量由原来的 600-700 提升至 2000 元以上。

图 8: 座舱电子功能、形态升级

✓车载娱乐系统: 从收音机到智能多媒体



卡带收音机



车载CD机



车载DVD机

✓车载导航系统: 跟随通信技术的变迁



导航原型机 (CD-ROM存储)



CD导航系统 (卫星+GPS)



动态车载导航 (现代无线通信)

✓车载仪表盘: 信息量和美观程度是仪表盘进步核心



机械式仪表盘



电子式仪表盘



液晶虚拟仪表盘

资料来源: 百度, 国信证券经济研究所整理

新客户、新产品持续突破, 推进全球布局, 智能驾驶产品陆续量产

2020 年上半年, 公司 L3 级别自动驾驶域控制器产品——IPU03 正式量产, 配套供货小鹏汽车 P7 车型, 并积极向更多客户推广; 全自动泊车系统、5G-V2X 产品获得合资品牌项目定点; 网联服务事业部助力一汽-大众捷达品牌首次车联网 OTA 升级。公司推进国际布局, 在现有日本公司、新加坡公司、欧洲公司、ATBB 公司的基础上, 公司于 2020 年 2 月在美国设立子公司, 并积极发掘 ATBB 公司的协同效益, 进一步完善全球服务体系, 提升全球服务能力。

4 月 27 日, 搭载德赛西威首款自动驾驶域控制器产品 IPU03 的小鹏 P7 正式上市, 全系分为后驱长续航 (3 款车型)、后驱超长续航 (3 款车型)、四驱高性能 (2 款车型) 三个版本, 共 8 款车型, 售价区间为 22.99 万~34.99 万元。同时, 小鹏公布了 XPILOT 3.0 软件升级价格为 3.6 万元, 在支付车款时一次性购买价格为 2 万元。除了后驱超长续航智行版预计 2020 年 9 月交付外, 其他车型交预计启动交付时间在 2020 年 6 月底-7 月。

图 9: 小鹏 P7 超长续航智行版外观 (前)



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 10: 小鹏 P7 高性能智尊版外观 (侧)



资料来源: 汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 11: 小鹏 P7 内饰 (正)



资料来源: 小鹏官网、国信证券经济研究所整理

图 12: 小鹏 P7 车内娱乐 (侧)



资料来源: 小鹏官网、国信证券经济研究所整理

IPU03 作为整车实现 L3 级自动驾驶域控制器, 通过多传感器进行数据采集, 可以实时计算整车自身行驶状态以及周边环境的数据信息, 实现 360 度全方位感知融合并做出安全的决策及控制, 提供舒适安全的车辆驾驶体验。该控制器同时能够支持高低速场景下的自动驾驶功能, 通过不同传感器配置可以实现高速场景下的上下匝道、自主变道, 城市道路的塞车自动跟车, 低速场景下的自动泊车 APA 以及代客泊车 AVP 等功能, 用同一个控制器配合不同传感器配置来实现各种场景的智能化驾驶辅助或有条件自动驾驶功能。

作为整车实现自动驾驶功能的中央处理单元, IPU03 满足车规要求, 操作系统采用 QNX Safety OS, MCU 端采用包含 Safety 组件的 Autosar 操作系统, 硬件设计考虑了备份冗余设计, 整体达到 ISO26262 功能安全 ASIL D 等级, 为小鹏 P7 的智能驾驶系统提供安全保障; 同时, Xavier 算力高达每秒 30 万亿次 (30TOPS), 可实时处理来自车辆雷达、摄像头、激光雷达和超声波系统的海量数据, 运行感知、定位、规划和控制等算法; IPU03 支持丰富的外接设备, 连接 12 路摄像头、12 路 CAN 汽车总线、2 路 LVDS、8 路千兆及 1 路万兆车载以太网等。

图 13: IPU03 性能图



资料来源: 德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

图 14: 智能驾驶系统图



资料来源: 德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

2020 年 4 月在小鹏 P7 上进行搭载的自动驾驶域控制器 IPU03 是德赛西威首款自动驾驶域控制器产品, 基于 Xavier 芯片和 QNX Safety OS, 算力高达每秒 30 万亿次 (30TOPS), 具备较高技术含量和较高价值量, 也实现了国内自主品牌零部件企业真正意义上的域控制器量产。

继 4 月与小鹏 P7 合作域控制器之后，9 月底德赛西威和理想汽车、英伟达签署了在智能驾驶方面战略合作协议（2022 年理想将率先使用英伟达 Orin 系统级芯片）。

2020 年 9 月 22 日，理想汽车与全球领先的人工智能计算公司 NVIDIA 及 NVIDIA 中国合作伙伴德赛西威在北京签订三方战略合作协议。理想汽车将在 2022 年推出的全尺寸增程式智能 SUV 上率先使用 NVIDIA Orin 系统级芯片中运算能力最强的产品。

理想汽车选用的 NVIDIA Orin 系统级芯片发布于 2019 年，计划于 2022 年正式投产。Orin 采用了 7nm 的生产工艺，可实现每秒 200TOPS 运算性能，相比上一代 Xavier 系统级芯片运算性能提升了 7 倍。在运算性能提升巨大的情况下，Orin 的功耗仅为 45 瓦，与上一代产品一致。

此外，理想汽车将为终端用户提供可升级的方案，标配单片 Orin 可拥有 200TOPS 算力，可提供 Level 2+ 级别的高级辅助驾驶功能，升级到双片 Orin 后算力达到 400TOPS，可提供 Level 4 级别自动驾驶方案。未来使用的 GPU 可以进一步扩展算力，理论最高可达到 2000TOPS，为实现 Level 5 级别自动驾驶预留充足的硬件能力。

德赛西威作为中国自动驾驶供应商中的佼佼者，将基于 Orin 系统级芯片的强大运算能力，为理想汽车提供了性能优异的自动驾驶域控制器，理想汽车将在此基础上独立完成所有自动驾驶的程序设计和算法逻辑的设定，成为国内首个可以完整独立开发 Level 4 级别自动驾驶系统的新能源车企。

图 15: 理想、英伟达、德赛西威达成战略合作



资料来源：德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

图 16: 德赛西威总经理高大鹏发言



资料来源：德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

深化一汽合作，打造汽车电子标杆企业

2019 年 12 月 2 日，一汽旗下零部件企业富奥汽车零部件股份有限公司与德赛西威双方联手一汽集团在长春市共同成立富赛汽车电子有限公司。2020 年 8 月 15 日上午 8 点，富赛汽车电子研发中心、富赛汽车电子工业园项目启动仪式在长春市隆重举行。富赛汽车电子项目一期总面积达到 29872 平方米，二期生产工厂大楼面积 12096 平方米，总投资 14 亿元。

深化一汽合作，一汽集团各体系将和富赛汽车电子加强紧密合作，在智能座舱、智能驾驶、网联服务多维度上开放合作、共同担当、协同创新。力争用 3-5 年时间，在业务规模、技术能力、智能制造、数字化服务管理等方面，把富赛汽车电子打造成具有国际一流、国内领先水平的汽车智电企业，为推动中国一汽快速发展提供支撑。

打造汽车电子标杆企业，汽车电子已成为当今汽车产业技术创新的主要突破领域，电子化与智能化对于汽车制造至关重要。德赛西威将全力支持富赛汽车电子在各方面能力的构建，围绕双方新产品策划、研发、制造等方面的优势共同发力，以助力富赛汽车电子快速立足于智能座舱、智能驾驶和网联服务三大领域，为智能网联汽车的发展提供技术支持，富赛汽车电子将致力于成为国际领先的汽车电子企业及未来出行变革的创领者。

德赛西威首个 C-V2X 技术量产落地别克 GL8 Avenir 艾维亚

随着上汽通用汽车 2021 款别克 GL8 Avenir 艾维亚隆重上市，大型豪华 MPV 市场上扬起了一面全新智能化、网联化的旗帜，成为大型豪华 MPV 市场标杆。搭载德赛西威 C-V2X 无线通信技术，2021 款别克 GL8 Avenir 艾维亚智能化表现更进一步，可实现车与车通讯相关的紧急制动预警 EBW、车辆失控预警 CLW、异常车辆提醒 AVW、交叉路口碰撞预警 ICW，以及车与道路基础设施通讯相关的限速预警 SLW、闯红灯预警 SVW、道路危险状况提示 HLW、绿波车速引导 GLOSA 等功能。

图 17: 别克 GL8 Avenir 艾维亚



资料来源：德赛西威公众号，国信证券经济研究所整理

在 C-V2X 无线通信技术的加持下，当一部分车辆的自动驾驶功能还停留在遇到红绿灯可以自动停车的阶段时，2021 款别克 GL8 Avenir 艾维亚可通过 C-V2X 无线通信技术与城市交通信号灯的互联，可以根据信号灯实时数据，向驾驶者提供建议车速，让每一个路口都能“巧遇”绿灯。

车联网是智能汽车发展重要方向，C-V2X 无线通信技术推动车联网产业进程加速。C-V2X 是面向车联网通信的全球解决方案，旨在通过车辆之间的高性能实时直连通信以及车辆与路侧基础设施之间的通信，来提升汽车安全、交通效率和自动驾驶能力。

图 18: C-V2X 技术应用



资料来源: 德赛西威公众号, 国信证券经济研究所整理

德赛西威 C-V2X 无线通信技术有连接速度快、传输延迟短的特点,可透过部分障碍物进行数据传输,提升车辆在视线盲区的感知力,拥有高度的精确性、可靠性及强大的非视距性能,大大提升了用户驾驶体验、交通效率以及安全性。

该技术在车载终端领域拥有良好的客户基础和供应商资源,在 2010 年开始车载联网产品的研发,2019 年基于高通 9628 方案的 4G 车载终端,已在国内数家合资车企多款车型上搭载。该套技术能够令搭载该功能的车辆实现车与车、车与道路基础设施之间的信息交互及共享能力。

德赛西威一键泊车功能落地领克 06

领克 06 作为领克品牌为 Z 时代准备的“潮流好物”全方位的智能化配置多达 21 项智能驾驶辅助科技等优势一经上市销量节节攀升,在 SUV 市场掀起新的潮流。这次德赛西威作为领克 06 的智能驾驶赋能倾力打造了完美契合的一键泊车功能。

在德赛西威的一键泊车功能加持下,领克 06 的自动泊车功能更加全面。当你用户到车位以后,只需要下车,按下手机上的开始按钮,车辆就能丝毫不差的,不需要人工干预的情况下,就能实现轻松停车入库。一键泊车功能同样也可以实现一键泊出,手机一键操作,让汽车自动驶出车位再上车,就能简单且快速的完成停车入库。

图 19: 德赛西威一键泊车功能



资料来源: 德赛西威公众号, 国信证券经济研究所整理

领克 06 在安全性上也做到了面面俱到。其中备受青睐的 540° 全景影像智能配置, 它包含 360° 全景影像系统+180° 底盘透视, 实时采集路面信息, 为驾驶者提供全方位的观察视角消除驾乘视野盲区, 有效规避风险。德赛西威坚持引领更安全、舒适和高效的出行生活, 从生活中的细节出发, 为用户打造体验感更佳智能驾驶服务。

投资建议: 维持盈利预测, 维持增持评级

德赛西威作为自主车机龙头企业:

1) 传统产品方面受益于单车价值量提升: 囊括中控屏和液晶仪表的车机是座舱电子核心组件, 是未来智能汽车人机交互的入口, 近年来驾驶者对于车载娱乐系统的需求经历了内容、质量、形式的升级。整体趋势是从分区到集成, 从按键到一体化屏, 单车价值量由原来的 600-700 提升至 2000 元以上, 德赛西威作为自主车机龙头企业核心受益于传统车机业务升级。

2) 在车机主业以外新产品方面专研智能驾驶和车联网: 公司在智能驾驶、智能座舱以及车联网方面均取得阶段性进展, 新产品如全自动泊车系统、多屏互动的智能座舱产品等陆续落地量产, 销量和订单获取量持续提升, 2020 年上半年在小鹏 P7 上进行搭载的自动驾驶域控制器 IPU03 是德赛西威首款自动驾驶域控制器产品, 基于 Xavier 芯片和 QNX Safety OS, 算力高达每秒 30 万亿次 (30TOPS), 具备较高技术含量和较高价值量, 也实现了国内自主品牌零部件企业真正意义上的域控制器量产, 2020 年 9 月西威和英伟达、理想战略合作, 理想有望成为继小鹏后的第二个德赛西威域控制器搭载客户 (且搭载英伟达最新 Orin 系统级芯片)。同时全自动泊车系统、5G-V2X 产品获得合资品牌项目定点; 网联服务事业部助力一汽-大众捷达品牌首次车联网 OTA 升级。

3) 新客户方面深耕德系, 开拓日系、高端合资客户: 2019 年, 公司持续优化客户结构, 成功开拓了一汽丰田、长安福特、雷克萨斯、DAF 等新客户, 并获得一汽-大众、上汽大众、广汽丰田、吉利汽车、广汽乘用车等众多优秀车企的新项目订单。

维持盈利预测, 预计 20/21/22 年利润分别 5.1/5.7/7.8 亿, 对应 EPS 为 0.92/1.04/1.43 元, 对应 PE 为 112/99/73x, 维持增持评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210117	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
002405	四维图新	15.95	304.56	0.17	0.13	0.23	94	123	69	无
300496	中科创达	122.07	527.29	0.59	0.88	1.23	207	139	99	买入
603786	科博达	68.81	267.31	1.19	1.3	1.67	58	53	41	增持
平均							120	105	70	
002920	德赛西威	103.38	539.50	0.53	0.92	1.04	195	112	99	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	348	1711	1652	1661	营业收入	5337	6311	7496	8973
应收款项	1518	1729	2054	2458	营业成本	4123	4846	5739	6872
存货净额	897	1316	1557	1864	营业税金及附加	22	32	37	45
其他流动资产	1907	126	150	179	销售费用	192	189	210	242
流动资产合计	4769	4982	5512	6263	管理费用	154	937	1006	1086
固定资产	707	834	998	1161	财务费用	2	(18)	(32)	(31)
无形资产及其他	223	215	207	199	投资收益	66	100	0	0
投资性房地产	616	616	616	616	资产减值及公允价值变动	53	0	0	0
长期股权投资	33	33	33	33	其他收入	(711)	0	0	0
资产总计	6348	6680	7366	8272	营业利润	253	426	536	759
短期借款及交易性金融负债	3	130	130	130	营业外净收支	2	14	20	25
应付款项	1433	1579	1868	2237	利润总额	255	440	556	784
其他流动负债	316	296	344	406	所得税费用	(37)	(66)	(17)	0
流动负债合计	1751	2005	2342	2773	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	3	(227)	(227)	(227)	归属于母公司净利润	292	506	572	784
其他长期负债	376	381	386	391					
长期负债合计	378	153	158	163	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2130	2158	2501	2937	净利润	292	506	572	784
少数股东权益	3	3	3	3	资产减值准备	9	38	21	24
股东权益	4216	4519	4862	5333	折旧摊销	151	84	104	121
负债和股东权益总计	6348	6680	7366	8272	公允价值变动损失	(53)	0	0	0
					财务费用	2	(18)	(32)	(31)
关键财务与估值指标					营运资本变动	120	1320	(225)	(282)
	2019	2020E	2021E	2022E	其它	(9)	(38)	(21)	(24)
每股收益	0.53	0.92	1.04	1.43	经营活动现金流	511	1910	450	624
每股红利	0.20	0.37	0.42	0.57	资本开支	(300)	(241)	(281)	(301)
每股净资产	7.66	8.22	8.84	9.70	其它投资现金流	(96)	0	0	0
ROIC	25%	10%	16%	20%	投资活动现金流	(428)	(241)	(281)	(301)
ROE	7%	11%	12%	15%	权益性融资	2	0	0	0
毛利率	23%	23%	23%	23%	负债净变化	3	(230)	0	0
EBIT Margin	16%	5%	7%	8%	支付股利、利息	(110)	(202)	(229)	(314)
EBITDA Margin	19%	6%	8%	9%	其它融资现金流	167	127	0	0
收入增长	-1%	18%	19%	20%	融资活动现金流	(46)	(305)	(229)	(314)
净利润增长率	-30%	73%	13%	37%	现金净变动	37	1363	(59)	9
资产负债率	34%	32%	34%	36%	货币资金的期初余额	311	348	1711	1652
息率	0.2%	0.4%	0.4%	0.6%	货币资金的期末余额	348	1711	1652	1661
P/E	194.6	112.4	99.4	72.5	企业自由现金流	942	1517	116	267
P/B	13.5	12.6	11.7	10.7	权益自由现金流	1112	1435	149	298
EV/EBITDA	59.1	150.7	97.7	70.4					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032