

中信证券研究部



许英博  
首席科技产业  
分析师  
S1010510120041



陈俊云  
前瞻研究高级  
分析师  
S1010517080001

### 核心观点

公司当季营收 7.67 亿美元（同比-8%，环比+6%），超出市场 7.56 亿美元的预期；当季 GAAP 净利润 1.94 亿美元（同比-15%，环比+107%）。公司预计 2021 财年三季度营收为 7.5-8 亿美元（同比+3.7%至 10.5%）。我们判断，贸易冲突使得公司部分订单提前，亦可能导致后续季度业绩承压；但汽车等产业的复苏，叠加数据中心市场渗透率持续提升，亦将对公司业绩形成一定支撑。考虑到公司当前偏高的估值水平，我们继续维持短期中性观点。

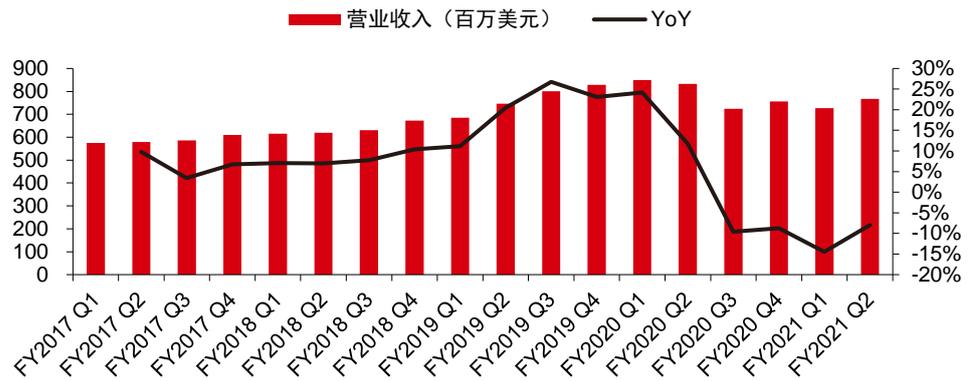
- 业绩概述：当季营收 7.67 亿美元，GAAP 净利润 1.94 亿美元，略超市场预期。WWG、ABC、DCG 三大业务表现强劲。** 1) 2020 财年第二季度，公司营收为 7.67 亿美元（同比-8%，环比+6%），略超市场 7.56 亿美元的预期，高于公司 7.3 亿美元至 7.8 亿美元业绩指引的中点。2) 当季公司 GAAP 净利润 1.94 亿美元（同比-15%，环比+107%）。3) 从业务部门来看：当季航空与国防、工业、测试、测量和仿真部门（AIT）营收 3.37 亿美元，占比 44%（同比+12.5%，环比+3.2%）；通讯部门（WWG） 营收 1.99 亿美元，占比 26%，（同比-37.0%，环比+14.2%）；车用、广播与消费部门（ABC） 营收 1.23 亿美元，占比 16%（同比-8.0%，环比+40.7%）；数据中心部门（DCG） 营收 1.07 亿美元，占比 14%（同比+28.9%，环比 23.1%），WWG、ABC、DCG 三大业务表现强劲。
- WWG 业务：受益于新增大型客户，WWG 业务当季表现强劲，未来随着 5G 技术的落地，公司产品出货量有望持续增加。** 1) 受益于新增大型客户采购 RF SoC 产品，公司 WWG 业务当季营收 1.99 亿美元（同比-37.0%，环比+14.2%）。2) 在 5G 产品中，公司当季推出了 T1 电信加速器卡，一方面用为客户在 O-RAN 分布式单元（O-DU）和虚拟基带单元（vBBUs）提供更高的 5G 性能和服务，另一方面降低整体系统功耗和成本。我们认为，未来随着全球部署更多 5G 终端产品，公司在 RFSoc 和 Versaa ACAP 中的领跑优势更加凸显。
- ABC 业务：受益于下游汽车产业复苏，公司 ABC 业务回暖；当季与斯巴鲁、大陆建立合作关系。** 1) 受益于下游汽车产业的复苏，公司 ABC 业务开始回暖，当季营收 1.23 亿美元（同比-8.0%，环比+40.7%）。2) 当季公司分别斯巴鲁、大陆建立合作关系。其中，斯巴鲁将利用公司的 ADAS 产品为其车辆提供自适应巡航控制、车道保持辅助、碰撞前制动等高级别自动驾驶功能。大陆将基于公司的 Zynq 平台公司生产 4D 成像雷达。我们认为，后续随着汽车产业继续复苏、ADAS 渗透率的逐步提升，公司 ABC 业务有望继续保持高速增长。
- DCG 业务：当季营收首次超过 1 亿美元。** 由于美国商务部于 6 月修改出口禁令，使得公司提前收到大量订单。同时叠加下游云厂商较强劲的需求，公司 DCG 业务表现强劲，当季营收首次超过 1 亿美元，达 1.07 亿美元（同比+28.9%，环比 23.1%）。鉴于公司此块业务提前消化一定订单，短期后续业绩或将承压。
- 业绩展望：公司预计 2021 财年 Q3 营收在 7.5-8 亿美元之间，毛利率 67.5%-70.5%之间，运营开支在 3.38-3.52 亿美元之间，税率在 5%-8%之间。**
- 风险因素：半导体周期影响芯片开发需求，ASIC 对 FPGA 的替代程度提高，新业务拓展不及预期，国际贸易摩擦持续加剧等风险。**
- 投资建议：我们持续看好公司在 FPGA 等领域的领先技术以及在 5G、数据中心等领域持续受益的可能。根据路透一致预测，公司 FY2021-FY2022 年营收分别为 30.63/34.28 亿美元，FY2021-FY2022 年 GAAP 净利润分别为 6.30/8.27 亿美元，当前股价对应的 PE(GAAP)分别为 43/33 倍；FY2021-FY2022 年 Non-GAAP 净利润分别为 6.34/8.27 亿美元，当前股价对应 PE (Non-GAAP) 为 43/33 倍，短期维持中性观点。**

表 1：核心财务数据

项目/年度	FY2019A	FY2020A	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入（百万美元）	3,059	3,163	3063	3428	3804
同比增速（%）	8.07	3.40	-3.16	11.92	10.97
GAAP 净利润（百万美元）	890	793	630	827	815
同比增速（%）	1	-10.90	-20.55	31.27	-1.45
Non-GAAP 净利润（百万美元）	890	820	634	827	898
同比增速（%）	1	-7.87	-22.68	30.44	8.59
PE（GAAP）	31	34	43	33	33
PE（Non-GAAP）	31	33	43	33	30

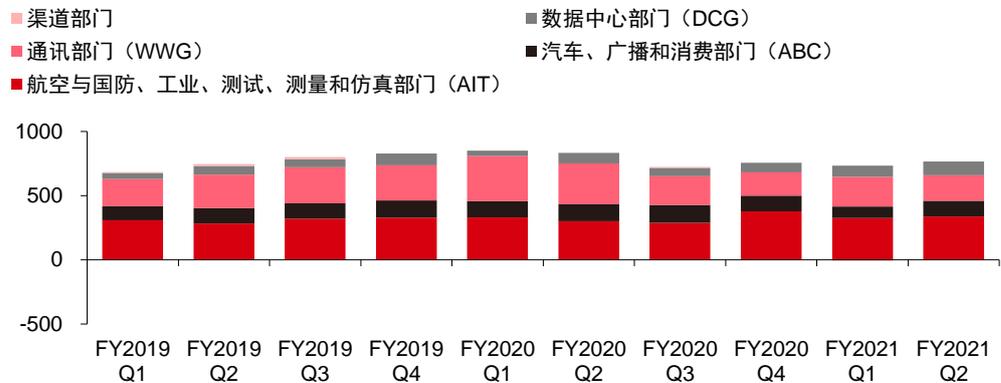
资料来源：路透一致预期，中信证券研究部 注：股价取自 2020 年 10 月 22 日收盘价

图 1: 赛灵思营业收入 (百万美元)



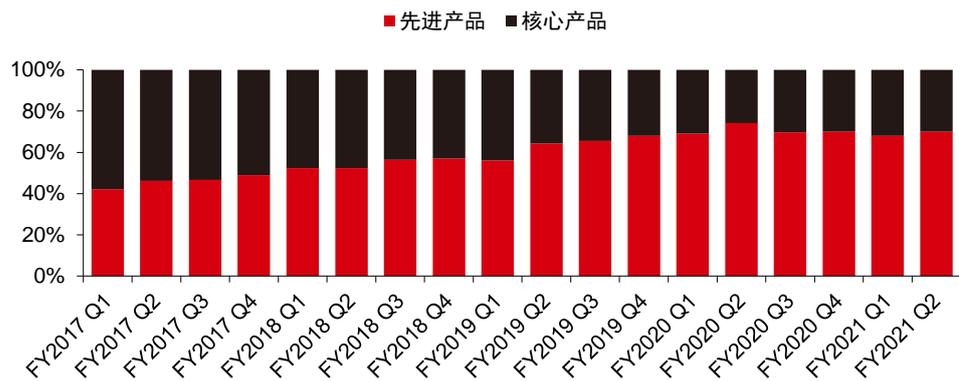
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 2: 赛灵思营业收入构成-按部门划分 (百万美元)



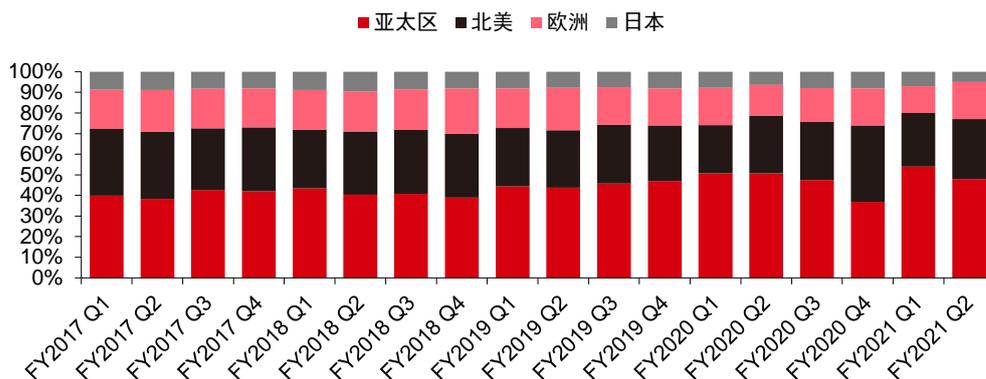
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部。

图 3: 赛灵思营业收入构成-按产品划分



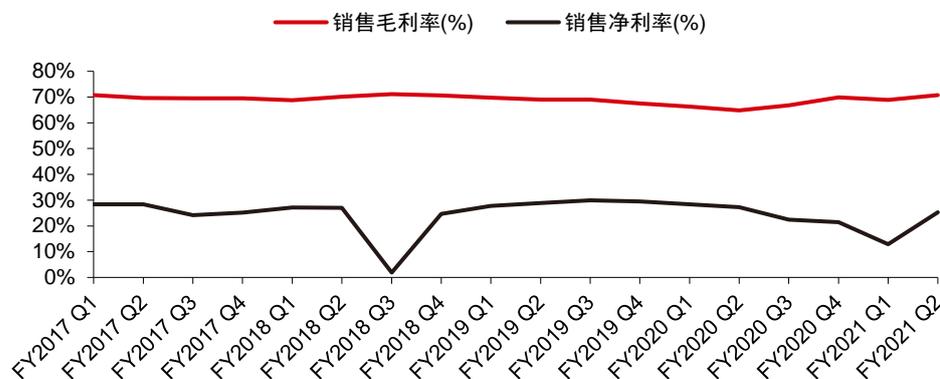
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部。注: 先进产品主要指: Alveo 和相关产品, UltraScale+, UltraScale 和 7 系列产品; 核心产品主要包括: Virtex-6, Spartan-6, Virtex-5, CoolRunner-II, Virtex-4, Virtex-II, Spartan-3, Spartan-2, XC9500 产品, 配置解决方案, 软件和支持/服务。

图 4：赛灵思营业收入构成-按地区划分



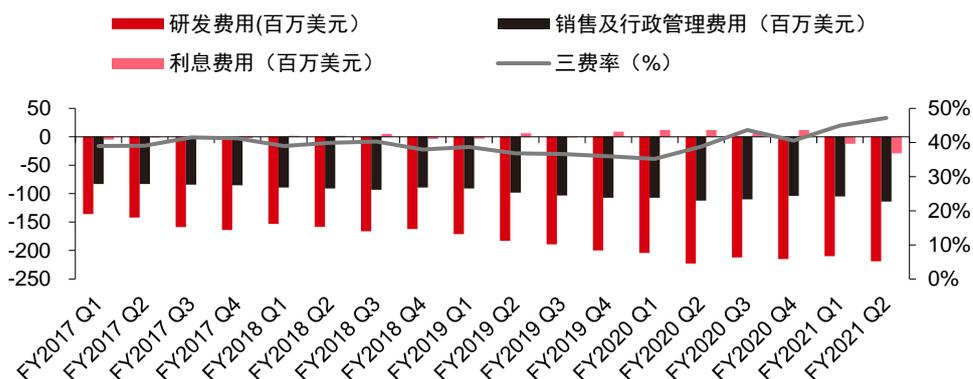
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：赛灵思毛利率&净利率



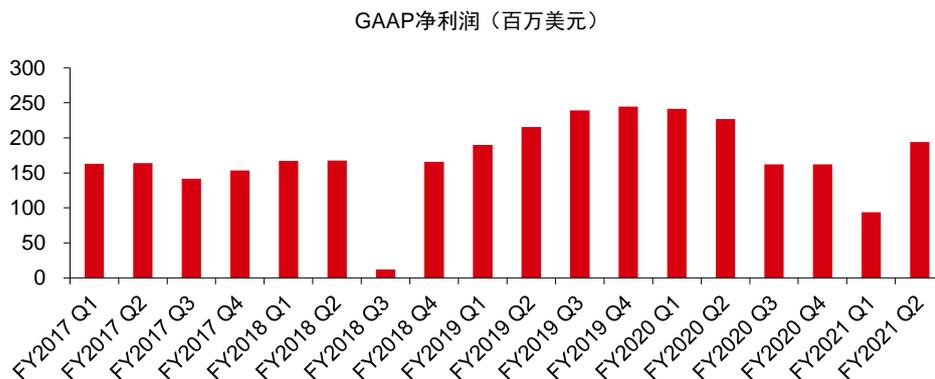
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：赛灵思三费及三费率



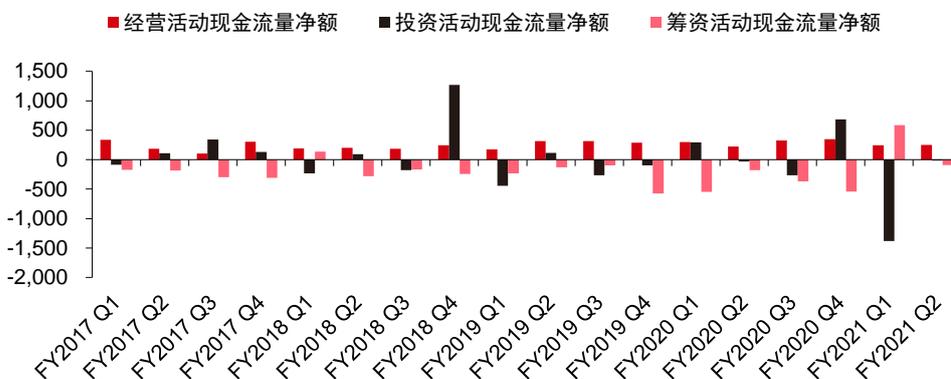
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7: 赛灵思 GAAP 净利润 (百万美元)



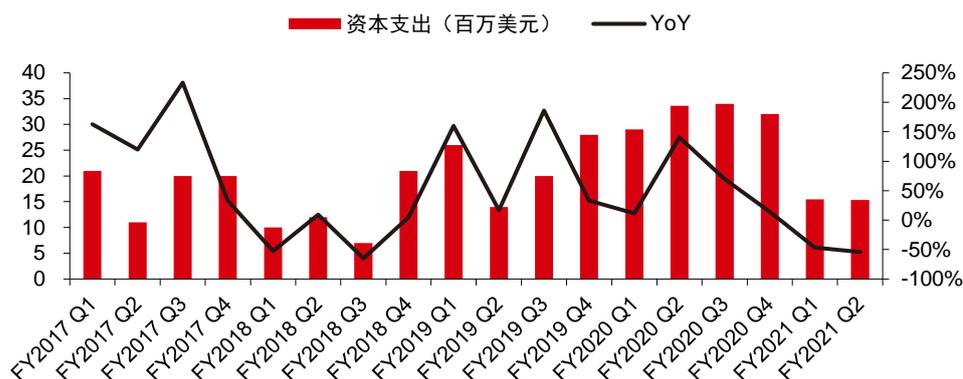
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8: 赛灵思经营、投资及筹资活动现金流量净额 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 9: 赛灵思资本支出及增速



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯塔克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告负责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities（Thailand）Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。