

中信证券研究部


陈俊斌
 首席制造产业分析师
 S1010512070001



杨泽原
 首席计算机分析师
 S1010517080002



尹欣驰
 汽车分析师
 S1010519040002

核心观点

公司智能座舱产品不断升级，“一芯多屏”产品配套长安 CS75 PLUS 等“爆款”车型，有望成为树立示范效应；L2+级别自动驾驶系统——自动泊车产品 2019 年开始配套吉利、奇瑞，2020 年新项目还将陆续量产。公司在国内智能座舱、自动驾驶领域产品技术领先，龙头地位明确；随着未来疫情逐步得到控制，下游客户销量回暖弹性较大，公司经营水平有望触底向上，维持“买入”评级。

■ **“一芯多屏”爆款示范，智能座舱产品升级。**根据汽车之家、太平洋汽车网、乘联会等数据统计显示，国内乘用车液晶仪表渗透率快速提升，其中合资品牌 15-30 万车型渗透率增长最快，由 2017 年的 3.7% 提升至当前的 10% 以上；车内屏幕的尺寸从 6-7 英寸升级至 10 英寸以上。公司智能座舱产品不断升级，2019 年多个“一芯多屏”产品量产。公司首个基于高通骁龙 820A 的四屏互动智能驾驶产品配套理想 ONE，彰显科技感和未来感；公司的沉浸式 IMAX 双 12 联屏配套“爆款”车型 CS75 PLUS，9 月份量产月销迅速攀升至 2 万辆水平。公司的智能座舱产品有望借助“爆款”车型的示范效应，树立行业标杆地位。

■ **大力投入智能、互联，自动泊车系统量产。**近年来，自主品牌为了实现产品的差异化竞争，相比合资品牌更注重增配 ADAS 系统。其中，全景环视系统、自适应巡航系统（ACC）等普及率相对较高。公司全景环视等 ADAS 产品已经量产，且 2019 年开始推出功能更强的 L2+ 级别产品——自动泊车系统，并在吉利星越和奇瑞星途等自主品牌旗舰车型上搭载。根据公司与吉利签订的订单，预计未来公司的自动泊车系统、360 环视等自动驾驶产品在吉利品牌车型上的渗透率还将继续提升。公司有望凭借与吉利等主机厂在智能驾驶上的深度合作，确立国内自动驾驶产品领域的龙头地位。

■ **公司经营周期 2019 年触底，2020 年开始明显向上。**公司 2019 年业绩承压，前三季度实现营业收入 35.46 亿元，同比-12.7%；实现归母净利润 1.43 亿元，同比-57.8%。公司虽然业绩承压，但仍然在自主车载娱乐信息系统行业保持市占率第一。从单季财务数据看，公司经营在逐渐向好，营业收入和归母净利润同比降幅持续收窄：2019Q3 营业收入同比增速已经转正，为 6.2%；归母净利润同比增速有所收窄，为-19.6%。公司单季毛利率已呈上行趋势，净利润率有望随之上行。未来随着疫情得到控制，公司下游客户销量有望回暖，拉动公司经营继续回升。

■ **风险因素：**下游车市销量不及预期；新产品落地不及预期；技术研发不及预期。

■ **投资建议：**公司 2019 年业绩承压，但随着未来疫情得到控制，下游客户销量回暖，经营有望持续回升，维持公司 2019/20/21 年 EPS 预测 0.47/0.68/0.95 元，对应 PE 为 70/49/35 倍；公司研发投入显著高于行业平均水平，若将研发费用加回净利润后，实际回溯 PE 仅为 24/22/19 倍。公司智能座舱“一芯多屏”产品配套 CS75 PLUS 等自主旗舰“爆款”车型，有望树立示范效应；L2+ 级别自动驾驶产品——自动泊车系统开始量产，有望确立国内自动驾驶行业龙头地位，维持“买入”评级。

德赛西威	002920
评级	买入（维持）
当前价	38.23 元
总股本	550 百万股
流通股本	122 百万股
52 周最高/最低价	38.23/21.3 元
近 1 月绝对涨幅	4.74%
近 6 月绝对涨幅	55.41%
近 12 月绝对涨幅	66.15%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,010.30	5,408.74	4,895.99	5,487.85	6,216.99
营业收入增长率	6%	-10%	-9%	12%	13%
净利润(百万元)	616.44	416.12	260.30	371.44	524.47
净利润增长率	4%	-32%	-37%	43%	41%
每股收益 EPS(基本)(元)	1.37	0.76	0.47	0.68	0.95
毛利率%	26%	24%	24%	24%	24%
净资产收益率 ROE%	16.57%	10.48%	6.31%	8.39%	10.80%
每股净资产(元)	6.76	7.22	7.50	8.05	8.83
PE	24	44	70	49	35
PB	4.9	4.6	4.4	4.1	3.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 2 月 21 日收盘价

目录

“一芯多屏”爆款示范，智能座舱产品升级.....	1
公司产品、客户不断突破	1
智能化技术升级，汽车电子市场扩容	2
大力投入智能、互联，自动泊车系统量产.....	3
主机厂差异化竞争，推动 ADAS、车联网渗透率提升	3
积极投入研发，聚焦三大战略	5
智能驾驶、车联网产品持续落地	6
最差时间过去，经营周期向上.....	8
受下游低景气影响，公司 2019 业绩承压.....	8
行业龙头地位不改，有望受益销量回暖	8
风险因素	9
投资建议	10

插图目录

图 1：理想 one 四联屏	1
图 2：长安 CS 75 PLUS 双联屏	1
图 3：长安 CS75 PLUS 销量（单位：辆）	1
图 4：MQB 车型速腾车机示意图	2
图 5：MQB 车型迈腾车机示意图	2
图 6：2018 年汽车电子产品在电子行业中占比情况	2
图 7：国内汽车电子行业规模预测（单位：亿元）	2
图 8：合资品牌液晶仪表盘渗透率变化情况（按车系价位）	3
图 9：自主品牌液晶仪表盘渗透率变化情况（按车系价位）	3
图 10：我国 ADAS 市场空间（单位：亿元）	4
图 11：中国车联网前装市场规模（单位：亿元）	4
图 12：360 全景环视系统	4
图 13：AEB 与 ACC 示意图	4
图 14：公司三大业务群	5
图 15：2019Q3 国内相关上市公司研发费用对比（单位：亿元）	6
图 16：德赛西威全自动生产车间	6
图 17：公司与小鹏汽车、英伟达签署合作协议	7
图 18：公司智能驾驶方案	7
图 19：自主自动泊车系统示意图	7
图 20：吉利星越	7
图 21：2018Q1 至今公司单季营收和归母净利润情况	8
图 22：2018Q1 至今公司毛利率和净利率情况	8
图 23：国内自主品牌车载娱乐信息系统供应商市占率情况	9
图 24：全球主要公司车载娱乐信息系统营收比较（单位：亿元）	9
图 25：2018 年公司三大客户销售额占比	9
图 26：2019 年公司三大客户销量同比增速	9

表格目录

表 1：不同价格区间自主车型和合资车型 ADAS 配置对比	4
表 2：德赛西威盈利预测	10

“一芯多屏”爆款示范，智能座舱产品升级

公司产品、客户不断突破

“一芯多屏”加速量产，有望树立智能座舱标杆。公司的智能座舱产品不断升级，2019年多个“一芯多屏”产品开始量产。公司首个基于高通骁龙820A的四屏互动智能驾驶产品已在理想汽车的理想ONE车型上配套量产，该车型四块多媒体大屏幕覆盖了整个中控区域，依次为12.3英寸仪表屏、16.2英寸中控屏、12.3英寸副驾娱乐屏和10.1英寸车辆控制屏。四块大屏覆盖车内不同区域、不同功能，兼具科技感和未来感。同时，公司为长安汽车配套了沉浸式IMAX双12联屏(12.3+12.3英寸双联大屏)，搭载于CS75 PLUS车型上。CS75 PLUS于2019年9月量产，月销量迅速爬升至2万辆，已经展现出“爆款车型”的潜质，2020年还将继续为公司贡献营收增量。公司为“爆款车型”CS75 PLUS配套的“一芯多屏”产品显著提升消费者的乘坐体验，有望树立智能座舱屏幕产品的标杆，成为自主旗舰车型标配。

图 1：理想 one 四联屏



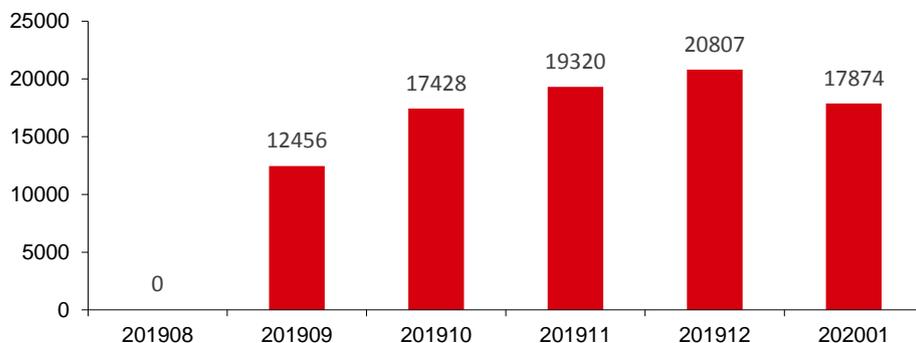
资料来源：太平洋汽车网

图 2：长安 CS 75 PLUS 双联屏



资料来源：西祠汽车网

图 3：长安 CS75 PLUS 销量（单位：辆）



资料来源：中汽协，中信证券研究部

实现对上汽大众的配套突破，客户结构进一步优化。2018年，公司获得了南北大众

MQB 平台的车机订单，并于 2019 年下半年开始配套。本项目是公司首次实现在上汽大众的项目突破，配套的车机系统屏幕尺寸为 9.2 和 13.2 英寸，且具备座椅调节、空调及音乐调节等功能，项目爬坡后有望给公司带来超过 8 亿元的年化营收增量。公司深度配套一汽大众、上汽通用等合资品牌和广汽、吉利等主流自主品牌，进入上汽大众供应链将进一步巩固公司在国内汽车座舱领域的领先地位，客户结构进一步优化。

图 4：MQB 车型速腾车机示意图



资料来源：易车网

图 5：MQB 车型迈腾车机示意图

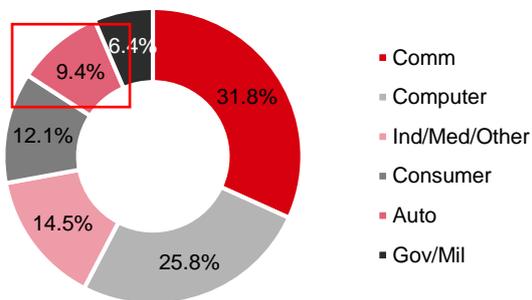


资料来源：易车网

智能化技术升级，汽车电子市场扩容

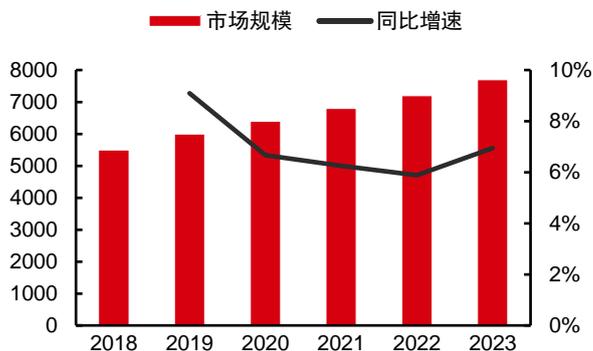
汽车智能化技术升级推动汽车电子市场扩容。随着汽车智能化技术不断升级，汽车正逐渐成为类似于手机的智能终端。汽车电子系统是提升汽车智能化程度的基础，根据 IC Insights 统计，2018 年全球电子市场空间约为 1.62 万亿美元，其中汽车电子将占其中的 9.4%，约合 1 万亿人民币。根据 IC insights 测算，2018 年，国内汽车电子行业规模约 5500 亿，到 2023 年，汽车电子行业规模有望突破 7000 亿，行业规模不断提升。

图 6：2018 年汽车电子产品在电子行业中占比情况



资料来源：IC Insights，中信证券研究部

图 7：国内汽车电子行业规模预测（单位：亿元）

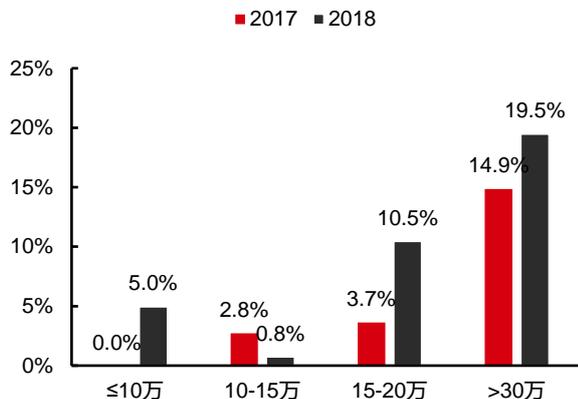


资料来源：IC Insights（含预测），中信证券研究部

大屏、液晶仪表渗透率提升，单车价值量不断提高。为了实现座舱体验差异化，越来越多的车型采用互动大屏和液晶式仪表。大部分车型车内屏幕的尺寸由原来的 6-7 英寸升级至 10 英寸左右。此外，根据汽车之家、太平洋汽车网、乘联会等数据统计显示，目前

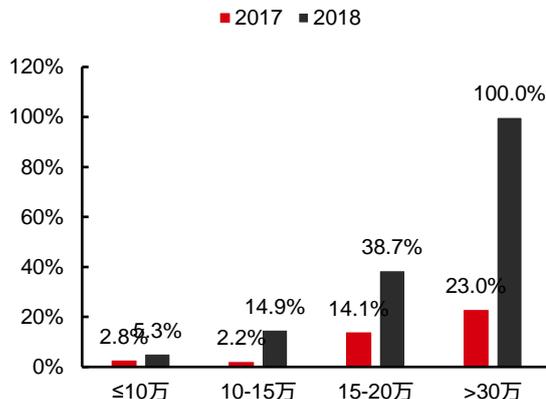
国内市场中，自主品牌、合资品牌各价格区间车型液晶仪表盘渗透率均在快速提升，其中合资品牌 15-30 万车型渗透率增长最快，由 2017 年的 3.7% 提升至 10% 以上。随着大屏化、数字化趋势的加速，触网功能等模块的不断渗透，座舱屏幕和仪表的单车价值量有望持续提升。

图 8：合资品牌液晶仪表盘渗透率变化情况（按车系价位）



资料来源：汽车之家，乘联会，太平洋汽车网，中信证券研究部

图 9：自主品牌液晶仪表盘渗透率变化情况（按车系价位）



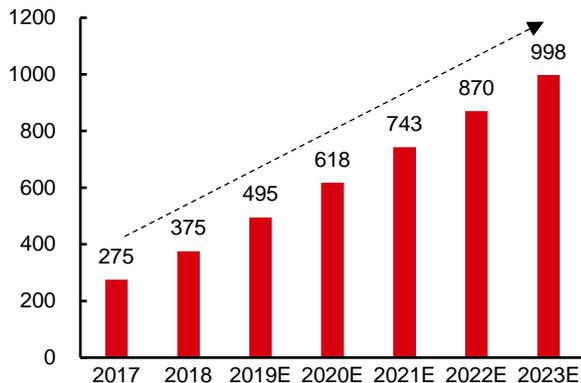
资料来源：汽车之家，乘联会，太平洋汽车网，中信证券研究部

大力投入智能、互联，自动泊车系统量产

主机厂差异化竞争，推动 ADAS、车联网渗透率提升

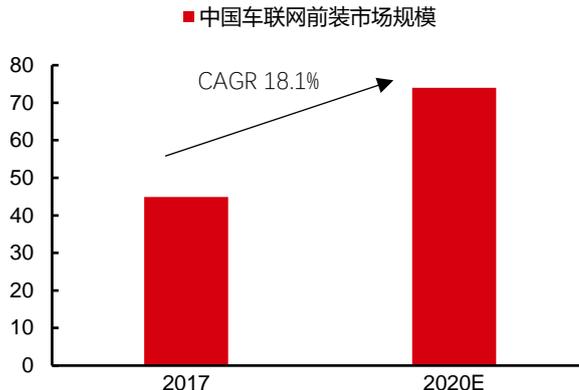
ADAS（智能驾驶辅助系统）、车联网持续渗透，行业规模提升迅速。按照 SAE（美国汽车工程师学会）的划分，自动驾驶分为 0-5 阶段。目前市面上大多数汽车处于第一、二阶段。ADAS 系统作为汽车智能化的初级阶段产品，有望率先普及。目前我国乘用车销量进入平稳期，假设未来五年乘用车销量复合增速为 5%，ADAS 新车渗透率每年提升 8.4pcts，随着技术成熟，ADAS 单车成本逐年降低 200 元，预计到 2023 年 ADAS 渗透率达 70%，市场空间近 1000 亿，5 年 CAGR 达 21.6%。同时，随着车联网的快速发展，未来在汽车中的渗透率将快速提升。根据工信部数据，到 2020 年，车联网用户渗透率将达到 30% 以上，联网车载信息服务终端的新车装配率达到 60% 以上，可以涵盖信息服务、安全与效能应用等。随着车联网渗透率的提升，车联网市场规模也将快速增长，根据新思界产业研究中心发布的预测，2017 年我国车联网前装设备市场规模为 44.9 亿元，预计到 2020 年将超过 74 亿元，年均增速达到 18.1%。

图 10: 我国 ADAS 市场空间 (单位: 亿元)



资料来源: 中信证券研究部

图 11: 中国车联网前装市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 新思界 (含预测), 中信证券研究部

自主品牌推动差异化竞争, ADAS 系统向中低端车型渗透。近年来, 自主品牌为了实现产品的差异化竞争, 相比合资品牌更为注重增配 ADAS 系统。其中, 全景环视系统、自适应巡航系统 (ACC) 和自动紧急制动系统 (AEB) 的普及率普遍较高。根据 2018 年中国汽研对市面上配置 ADAS 功能热门车型的三批测试结果, 相同价格区间内自主车型 ADAS 配置相比合资车型更为齐全, 得分更高。其中, 价格十五万左右的长安 CS75 车型击败广汽本田、东风日产等多款中高端车型, 智能指数排名第一。

图 12: 360 全景环视系统



资料来源: 汽车之家

图 13: AEB 与 ACC 示意图



资料来源: 易车网, 中信证券研究部

表 1: 不同价格区间自主车型和合资车型 ADAS 配置对比

价格区间 (万)	车型名称	厂商指导价 (万)	ADAS 综合得分	ACC	AEB	LDW	BSD	APS
13-16	自主 长安 CS75 280T 自动领智型	14.48	42.7	●	●	●	●	●
	长城魏派 VV5 2017 旗舰型	16.3	39.7	●	●	●	●	●
	合资 北京现代领动 2016 款自动智炫旗舰型	14.58	23.6	×	●	●	●	×
16-19	自主 一汽红旗 H5 2018 款智联御动版	19.08	38.4	●	●	●	●	●

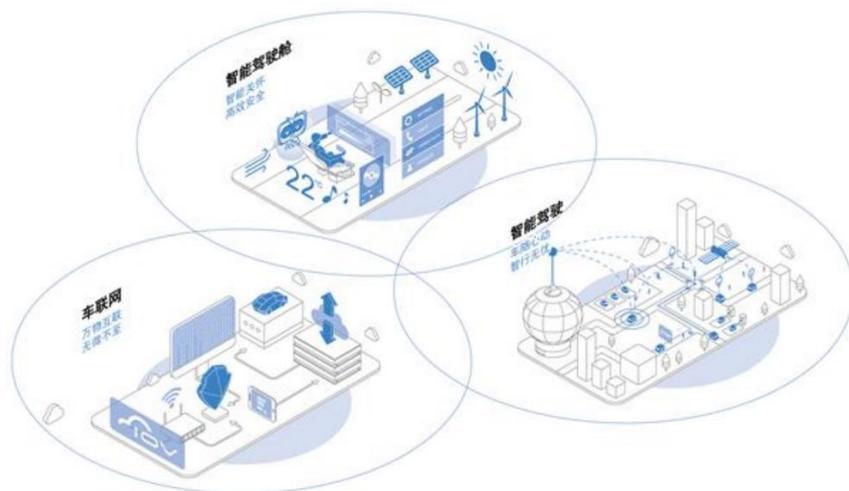
		吉利博瑞 GE 2018 款 MHEV 轻度混合动力耀尊版	17.98	32.7	●	●	●	●	●
	合资	东风本田思域 2016 款 220TURBO 自动尊耀版	16.99	18.3	●	●	●	×	×
19-22	自主	吉利领克 01 2017 款劲 Pro 版	19.88	37.8	●	●	●	●	●
	合资	广汽本田雅阁 2018 款 260turbo 旗舰版	21.78	35.2	●	●	●	×	●
		上海大众柯迪亚克 2018 款 TSI380 7 座四驱旗舰版	22.18	28.4	●	●	×	●	●
		上汽通用雪佛兰迈锐宝 2017 款 1.8L 全混动锐尊版	22.18	19	●	●	×	×	●
22-25	自主	广汽菲克 2017 款 200TS 高性能四驱版	24.18	38.3	●	●	●	●	●
	合资	东风日产奇骏 2017 款 2.5LCVT 至尊版	26.88	26.8	●	●	●	●	×
		广汽丰田凯美瑞 2018 款 2.5Q 旗舰版	25.98	23.5	●	●	●	●	×

资料来源：中国汽车，中信证券研究部

积极投入研发，聚焦三大战略

公司顺应智能网联趋势，聚焦三大战略。公司制定了以“SMART”为方向的 2025 战略，全方位布局智能驾驶、智能驾驶舱和车联网三大业务群，以智能汽车为中心点，参与构建未来智慧交通和智慧城市大生态圈。其中，智能驾驶舱的整体升级集成方案是传统主业的技术换代和产品融合，也是公司收入规模成长的核心；智能驾驶系统历经超过 5 年的技术和产品矩阵积累，从低速泊车场景到高速自动驾驶场景，从 2019 年起分阶段进入量产配套阶段，迎来订单的持续增长；车联网板块，目前主要聚焦在软件和服务，涵盖网络安全、大数据分析，成为公司从“硬”变“软”的主要切入点。未来公司整体业务计划以智能驾驶舱为收入规模的基石，通过车联网导入流量，依托智能驾驶参与汽车电子全球的高端化竞争，打造收入体量超百亿的企业。

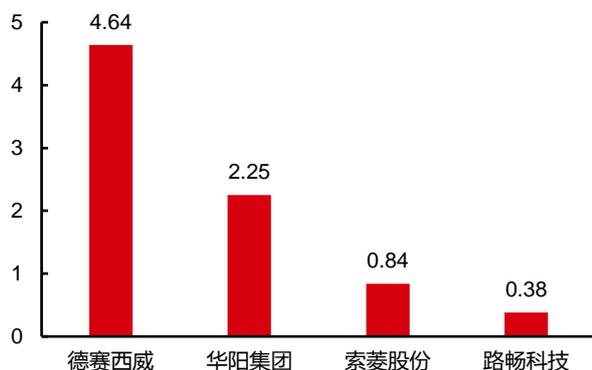
图 14：公司三大业务群



资料来源：公司官网

公司研发投入大，优势明显。公司已经掌握了总线技术、导航引擎及软件、全自动空凋控制算法、组合仪表等多项核心技术，截至 2017 年 6 月获得授权专利 261 项。现有研发人员超过 1900 人，占公司总人数 43%，核心研发人员由西门子控股时期传承至今。2019Q3 研发投入 4.64 亿元，占比营业收入达到 13.1%，研发投入水平远高于同行业其他公司；生产方面，公司数字智能工厂、智能仓储系统已投入使用，并拥有自主知识产权的制造执行管理系统 (MES)；品控方面，公司 2003 年起推行 ISO/TS16949 质量管理体系，质量目标为 50 个 PDM (即缺陷率 < 0.005%)，针对个别客户品控可达 10 个 PDM，并逐渐朝着零缺陷目标前进。

图 15: 2019Q3 国内相关上市公司研发费用对比 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 16: 德赛西威全自动生产车间



资料来源: 惠州日报

智能驾驶、车联网产品持续落地

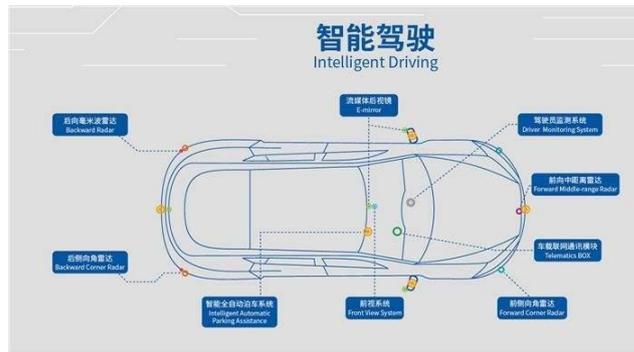
公司与小鹏汽车、英伟达达成战略合作，推动自动泊车技术量产。2018 年 11 月 21 日，德赛西威与小鹏汽车、NVIDIA 签订三方战略合作协议，共同开发 L3 级自动驾驶技术。德赛西威是 NVIDIA 在中国支持的第一家本土自动驾驶 Tier-1 供应商。公司基于 NVIDIA Xavier 芯片，与小鹏合作完成了全自动泊车系统的量产。这一合作之后，公司基本掌握了自动泊车系统的核心技术，并获得了包括全自动泊车和代客泊车产品在内的的平台化项目定点，计划于 2021 年量产。

图 17: 公司与小鹏汽车、英伟达签署合作协议



资料来源: 四川在线网

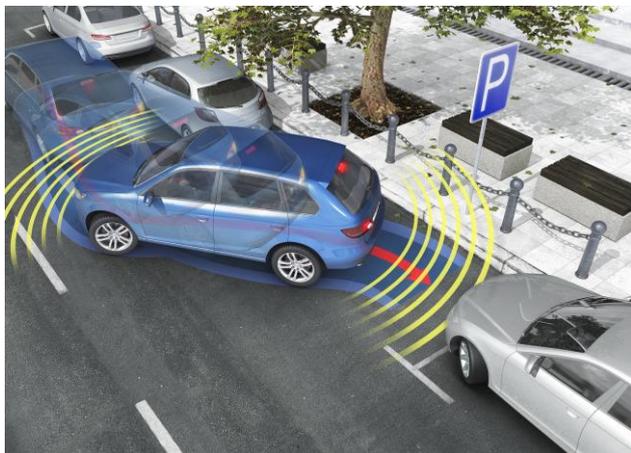
图 18: 公司智能驾驶方案



资料来源: ZAKER 资讯

独立开发自动泊车系统，配套主流自主品牌。除了与小鹏汽车、英伟达合作自动泊车系统之外，公司同时也在不断自主研发，独立掌握了这一核心技术。2019 年是公司 L2+ 级别自动驾驶产品的“元年”，公司自主研发并量产的自动泊车产品已经在吉利星越和奇瑞星途上搭载。其中，吉利星越是吉利品牌在与沃尔沃合作的 CMA 基础模块化架构上打造的首款产品，是吉利品牌的旗舰车型。根据公司与吉利签订的订单，预计未来公司的自动泊车系统、360 环视等自动驾驶产品将会在吉利品牌车型上全面铺开。此外，公司 L3 级别自动驾驶计算平台、77G 毫米波雷达和智能驾驶舱产品等新技术研发均在进行中。

图 19: 自主自动泊车系统示意图



资料来源: Groovecar

图 20: 吉利星越



资料来源: 易车网

V2X 产品取得突破，获得项目定点。公司的 V2x 解决方案主要基于 Qualcomm@9150C-V2X 芯片组，以及与中国汽车工程学会 ITS 软件集成的车载单元的软硬件平台，支持 V2V 场景，如前向碰撞预警 (FCW) 和交叉口移动辅助 (IMA)、V2I 场景，如限速警告 (SLW) 和信号相位和定时 (SPaT) 以及 V2P 场景(如易受攻击道路用户碰撞警告 (VRUCW)) 以增强智能网联的能力。此外，作为公司“最年轻”的产品线，车联网团队持续扩大，积极响应公司 2025 “SMART” 战略，现已自主掌握云端在线升级技

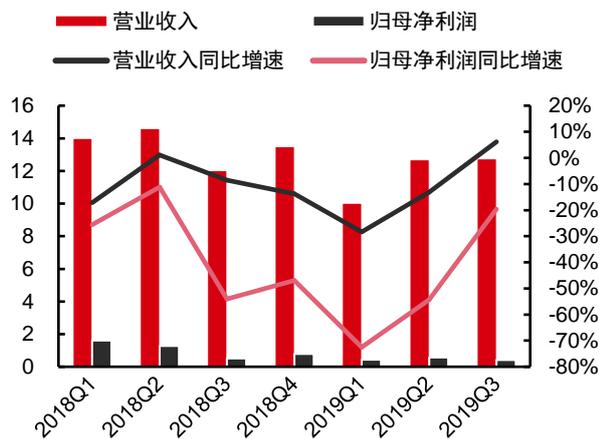
术、网络安全技术、大数据分析及应用技术等核心技术。目前,公司已获得一汽-大众、奇瑞捷豹路虎、长安马自达等客户的车联网平台、OTA、情景智能等项目,商业化落地可期。

最差时间过去,经营周期向上

受下游低景气影响,公司 2019 业绩承压

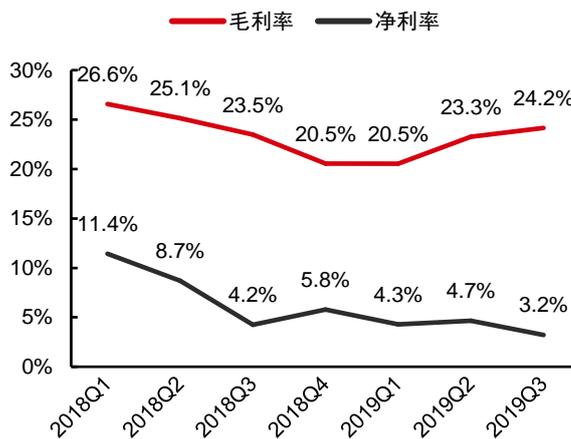
公司 2019 业绩承压,但 Q3 开始改善。2018 年至今,国内乘用车市场较为低迷,销量持续负增长;公司受行业低景气影响,业绩端显著承压。2019 年前三季度,公司实现营业收入 35.46 亿元,同比下降 12.7%;实现归母净利润 1.43 亿元,同比下降 57.8%。但是,通过单季经营情况可以看到,公司营业收入和归母净利润同比降幅持续收窄:公司 2019Q3 营业收入同比增速已经转正,为 6.2%;归母净利润同比增速有所收窄,为-19.6%。从盈利能力来看,2019Q3 公司毛利率已经逐步回升至 24.2%,净利率有望之后企稳回升。

图 21: 2018Q1 至今公司单季营收和归母净利润情况



资料来源:公司公告,中信证券研究部

图 22: 2018Q1 至今公司毛利率和净利率率情况

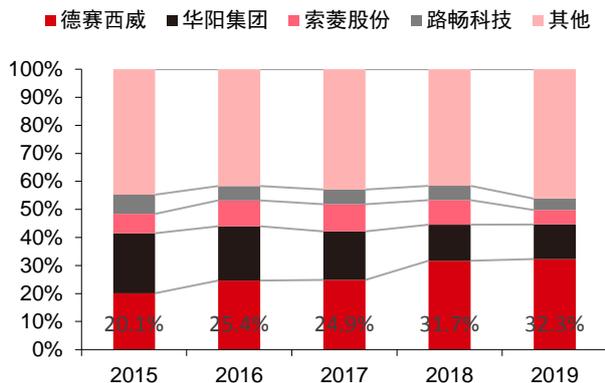


资料来源:公司公告,中信证券研究部

行业龙头地位不改,有望受益销量回暖

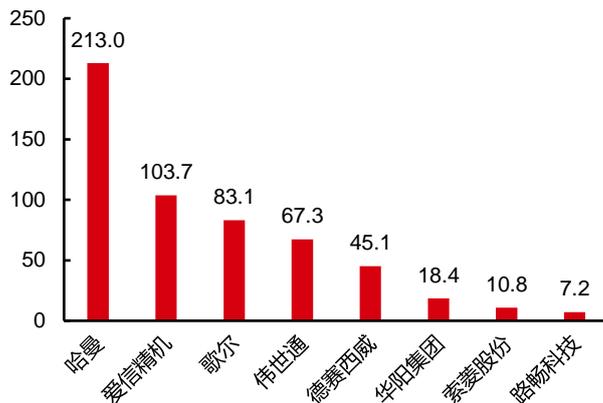
行业龙头地位稳固,国内供应商中继续领先。公司是国内车载娱乐信息系统龙头,在自主供应商中市占率第一。根据中商产业研究院统计,2015 至 2018 年公司市占率由 20.1% 提升至 31.7%,我们测算公司 2019 年市占率相较 2018 年进一步提升。公司已经实现向一汽大众、上汽通用和上汽大众等合资客户的渗透,市占率仍有进一步提升空间;对比全球车载娱乐信息供应商,如哈曼、爱信精机和伟世通等,公司还有较大的成长潜力。

图 23: 国内自主品牌车载娱乐信息系统供应市占率情况



资料来源: 中商产业研究院, 中信证券研究部 注: 2019 年数据为中信证券研究部测算

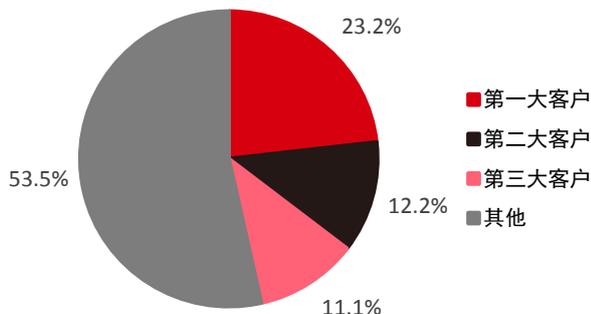
图 24: 全球主要公司车载娱乐信息系统营收比较 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 中信证券研究部

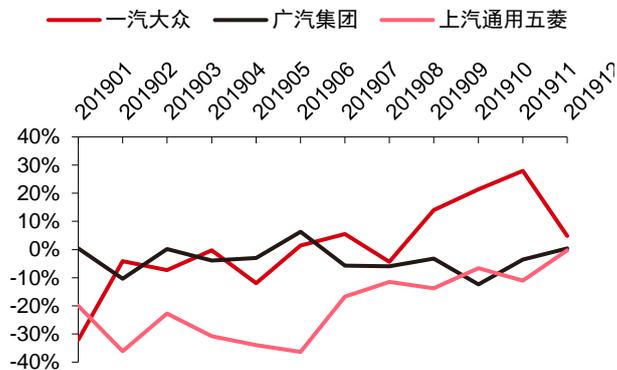
下游客户销量降幅收窄, 公司业绩有望触底向上。2014 至 2018 年, 公司三大客户销售额占比不断上升, 其中一汽大众是公司的第一大客户, 从 8.5% 增加到 23.2%; 此外, 上汽通用五菱和广汽集团作为公司的主要客户, 2018 年共同贡献了约 23.3% 的销售收入。2019 年, 国内乘用车市场景气度较低, 但自下半年起, 公司主要客户月度销量同比降幅持续收窄, 其中 12 月一汽大众销量同比上涨 4.8%, 广汽集团同比销量上涨 0.4%。随着未来疫情逐步得到控制, 公司下游客户销量有望回暖, 有望带动公司业绩持续回升。

图 25: 2018 年公司三大客户销售额占比



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 26: 2019 年公司三大客户销量同比增速



资料来源: Marklines, 乘联会, 中汽协, 中信证券研究部

风险因素

下游车市销量不及预期; 新产品落地不及预期; 技术研发进度不及预期。

投资建议

“一芯多屏”爆款示范，智能座舱产品升级。公司智能座舱产品不断升级，2019年多个“一芯多屏”产品量产。公司首个基于高通骁龙820A的四屏互动智能驾驶产品配套理想ONE，彰显科技感和未来感；公司的沉浸式IMAX双12联屏配套“爆款”车型CS75 PLUS，9月份量产后月销迅速攀升至2万辆水平。公司的智能座舱产品有望借助“爆款”车型的示范效应，树立行业标杆地位。

大力投入智能、互联，自动泊车系统量产。公司全景环视等ADAS产品已经量产，且2019年开始推出功能更强的L2+级别产品——自动泊车系统，并在吉利星越和奇瑞星途等自主品牌旗舰车型上搭载。根据公司与吉利签订的订单，预计未来公司的自动泊车系统、360环视等自动驾驶产品在吉利品牌车型上的渗透率还将继续提升。公司有望凭借与吉利等主机厂在智能驾驶上的深度合作，确立国内自动驾驶产品领域的龙头地位。

公司2019年业绩承压，但随着未来疫情得到控制，下游客户销量回暖，经营有望持续回升，维持公司2019/20/21年EPS预测0.47/0.68/0.95元，对应PE为70/49/35倍；公司研发投入显著高于行业平均水平，若将研发费用加回净利润后，实际回溯PE仅为24/22/19倍。公司智能座舱“一芯多屏”产品配套CS75 PLUS等自主旗舰“爆款”车型，有望树立示范效应；2019年L2+级别自动驾驶产品——自动泊车系统开始量产，有望确立国内自动驾驶行业龙头地位，维持“买入”评级。

表2：德赛西威盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,010.30	5,408.74	4,895.99	5,487.85	6,216.99
营业收入增长率	6%	-10%	-9%	12%	13%
净利润(百万元)	616.44	416.12	260.30	371.44	524.47
净利润增长率	4%	-32%	-37%	43%	41%
每股收益EPS(基本)(元)	1.37	0.76	0.47	0.68	0.95
毛利率%	26%	24%	24%	24%	24%
净资产收益率ROE%	16.57%	10.48%	6.31%	8.39%	10.80%
每股净资产(元)	6.76	7.22	7.50	8.05	8.83
PE	24	44	70	49	35
PB	4.9	4.6	4.4	4.1	3.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年2月21日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,010	5,409	4,896	5,488	6,217	货币资金	2,375	311	705	1,003	1,304
营业成本	4,461	4,111	3,718	4,166	4,723	存货	919	682	595	667	730
毛利率	25.78%	23.99%	24.05%	24.08%	24.03%	应收账款	1,762	1,792	1,591	1,737	2,016
营业税金及附加	40	28	29	33	36	其他流动资产	210	1,828	1,824	1,826	1,831
销售费用	208	156	196	165	155	流动资产	5,266	4,613	4,716	5,232	5,882
营业费用率	3.46%	2.89%	4.00%	3.00%	2.50%	固定资产	538	561	514	468	421
管理费用	546	137	147	137	124	长期股权投资	4	0	0	0	0
管理费用率	9.08%	2.54%	3.00%	2.50%	2.00%	无形资产	158	159	141	118	93
财务费用	12	5	(11)	(19)	(25)	其他长期资产	255	345	306	278	271
财务费用率	0.20%	0.09%	-0.23%	-0.34%	-0.41%	非流动资产	955	1,065	961	863	785
投资收益	(28)	33	0	0	0	资产总计	6,221	5,677	5,676	6,095	6,667
营业利润	687	423	290	413	583	短期借款	676	0	0	0	0
营业利润率	11.43%	7.81%	5.92%	7.53%	9.38%	应付账款	1,209	1,131	1,004	1,125	1,275
营业外收入	7	2	2	2	2	其他流动负债	308	221	197	191	184
营业外支出	3	3	3	3	3	流动负债	2,193	1,352	1,201	1,316	1,460
利润总额	692	422	289	413	583	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	76	6	29	41	58	其他长期负债	314	352	352	352	352
所得税率	10.94%	1.40%	10.00%	10.00%	10.00%	非流动性负债	314	352	352	352	352
少数股东损益	(1)	0	(0)	(0)	(0)	负债合计	2,507	1,704	1,553	1,668	1,812
归属于母公司股东的净利润	616	416	260	371	524	股本	550	550	550	550	550
净利率	10.26%	7.69%	5.32%	6.77%	8.44%	资本公积	2,070	2,070	2,070	2,070	2,070
						归属于母公司所有者权益合计	3,720	3,972	4,123	4,426	4,854
						少数股东权益	-6	1	0	0	0
						股东权益合计	3,715	3,973	4,123	4,427	4,855
						负债股东权益总计	6,221	5,677	5,676	6,095	6,667

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	692	422	289	413	583
所得税支出	-76	-6	-29	-41	-58
折旧和摊销	163	184	154	148	129
营运资金的变化	-175	13	216	-104	-230
其他经营现金流	43	122	-89	-20	-3
经营现金流合计	646	736	541	396	420
资本支出	-255	-247	-50	-50	-50
投资收益	-28	33	0	0	0
其他投资现金流	-59	-1,586	1	1	3
投资现金流合计	-342	-1,801	-49	-49	-47
发行股票	1,984	1	0	0	0
负债变化	2,936	676	0	0	0
股息支出	-165	-110	-110	-68	-97
其他融资现金流	-3,007	-1,422	11	19	25
融资现金流合计	1,748	-855	-99	-49	-71
现金及现金等价物净增加额	2,051	-1,920	394	298	302

主要财务指标					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	5.85%	-10.01%	-9.48%	12.09%	13.29%
营业利润增长率	4.31%	-38.52%	-31.45%	42.60%	41.17%
净利润增长率	4.43%	-32.50%	-37.45%	42.69%	41.20%
毛利率	25.78%	23.99%	24.05%	24.08%	24.03%
EBITDA Margin	14.66%	11.16%	8.82%	9.87%	11.03%
净利率	10.26%	7.69%	5.32%	6.77%	8.44%
净资产收益率	16.57%	10.48%	6.31%	8.39%	10.80%
总资产收益率	9.91%	7.33%	4.59%	6.09%	7.87%
资产负债率	40.29%	30.02%	27.36%	27.37%	27.18%
所得税率	10.94%	1.40%	10.00%	10.00%	10.00%
股利支付率	26.77%	26.43%	26.00%	26.00%	26.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本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本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；韩国市场以科斯达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（仅就本报告免责条款而言，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.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：本报告由中信证券制作。本报告在美国由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获得本报告的接收者如果希望在美国交易本报告中所提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本报告在新加坡由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：本报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本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》，本报告被制作并意图作为实质性研究资料。

一般性声明

本报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本报告并非意图发送、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。本报告仅供参考之用，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。对于本报告中所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(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。