

德赛西威 (002920.SZ)

21Q3 业绩符合预期，静待缺芯格局改善

核心观点：

- 公司披露 2021 年前三季度业绩预告，业绩符合预期。前三季度公司实现归母净利润 4.80-4.95 亿元，同比增长约 51%-56%，业绩符合预期。
- 剔除掉 Fichra 外公司的其他业务盈利与去年同期基本持平，汽车销量下滑+缺芯的大背景下，这一业绩难能可贵。从单季度来看，21Q3 公司实现归母净利润 1.10-1.25 亿元，同比增长约 24%-41%，考虑到 20Q3 公司持有的 Fichra 股权带来约-0.4 亿元的公允价值变动损益，而 21Q3 Fichra 股权公允价值变动损益约为-0.1 亿元，剔除掉 Fichra 后，公司其他业务盈利与去年同期基本持平。
受制于缺芯影响，我国汽车销量下滑明显，根据中汽协数据，21Q3 我国汽车销量为 573 万辆，同比下滑 16.5%，叠加芯片价格高企也会影响公司成本端，在此背景下，公司能取得如此业绩难能可贵。
- 马来西亚疫情得到控制，21Q4 有望看清供需拐点。根据 Wind 数据，2021 年 10 月 6 日马来西亚单日新增新冠确诊人数为 9380 人，较 8 月 31 日减少 55.1%，疫情得到有效控制，利好汽车芯片产能恢复，我们预计 21Q4 有望进一步看清供需拐点。根据 IHS Markit 预测，芯片供给有望于 2022Q2 趋于稳定，2022 年下半年开始复苏。不过值得注意的是，英特尔和英飞凌预计芯片短缺情况可能会持续到 2022 年底，因此后期仍需密切观察。
- 盈利预测与投资建议。公司受益于产品线不断丰富、客户群拓展等因素共振，我们维持前期盈利预测，预计 2021 年 EPS 为 1.35 元/股，参考可比公司 21 年最新估值，给予公司 80 倍 PE 估值，对应合理价值为 108.33 元/股，维持“增持”评级。
- 风险提示。国内汽车销量波动对公司业务的影响；智能座舱产品、ADAS 等多款产品规模化量产推进不及预期；毛利率进一步抬升或面临挑战。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,337	6,799	9,046	10,988	12,951
增长率 (%)	-1.3	27.4	33.0	21.5	17.9
EBITDA (百万元)	419	703	877	1,137	1,352
归母净利润 (百万元)	292	518	745	1,011	1,234
增长率 (%)	-29.8	77.4	43.7	35.8	22.0
EPS (元/股)	0.53	0.94	1.35	1.84	2.24
市盈率 (P/E)	57.10	89.31	66.80	49.19	40.32
ROE (%)	6.9	11.2	13.8	15.8	16.2
EV/EBITDA	38.96	64.94	55.79	42.43	34.95

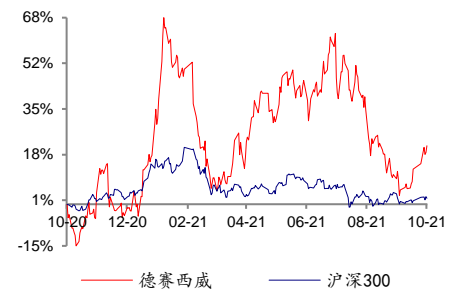
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	90.45 元
合理价值	108.33 元
前次评级	增持
报告日期	2021-10-15

相对市场表现



分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师：

吴祖鹏



SAC 执证号：S0260521040003



021-38003673



wuzupeng@gf.com.cn

请注意，吴祖鹏并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

德赛西威 (002920.SZ) :21Q2 扣非	2021-08-24
净利润同比+113%，缺芯影响	
仍需观察	
德赛西威 (002920.SZ) :Q2	2021-07-13
利润环比下行，年底前供应	
链格局有望改善	
德赛西威 (002920.SZ) :业绩	2021-04-14
高增长，产品线+客户群进展可喜	

一、21Q3 业绩符合预期，静待缺芯格局改善

公司披露2021年前三季度业绩预告，前三季度公司实现归母净利润4.80-4.95亿元，同比增长约51%-56%，其中21Q3公司实现归母净利润1.10-1.25亿元，同比增长约24%-41%，业绩符合我们预期。

简评：

1. 剔除掉 Fich 后，公司其他业务盈利与去年同期基本持平，汽车销量下滑+缺芯的大背景下，这一业绩难能可贵。从单季度来看，21Q3 公司实现归母净利润 1.10-1.25 亿元，同比增长约 24%-41%，考虑到 20Q3 公司持有的 Fich 股权带来约-0.4 亿元的公允价值变动损益，而 21Q3 Fich 股权公允价值变动损益约为-0.1 亿元，剔除掉 Fich 后，公司其他业务盈利与去年同期基本持平。

受制于缺芯影响，我国汽车销量下滑明显，根据中汽协数据，21Q3我国汽车销量为573万辆，同比下滑16.5%，叠加芯片价格高企也会影响公司成本端，在此背景下，公司能取得如此业绩难能可贵。

2. 马来西亚疫情得到控制，21Q4 有望看清供需拐点。根据 Wind 数据，2021 年 10 月 6 日马来西亚单日新增新冠确诊人数为 9380 人，较 8 月 31 日减少 55.1%，疫情得到有效控制，利好汽车芯片产能恢复，我们预计 21Q4 有望进一步看清供需拐点。

根据 IHS Markit 预测，芯片供给将在 2022Q2 趋于稳定，2022 下半年开始复苏。不过值得注意的是，英特尔和英飞凌预计芯片短缺情况可能会持续到 2022 年底，因此后期仍需密切观察。

二、盈利预测与投资建议

当前，公司在手订单充足，业务拓展顺利，未来将有更多产品逐步进入大规模量产阶段，产品线持续丰富+客户群拓展+汽车销量景气度上行三因素共振，此外，考虑到未来芯片供应紧张的情况有望趋于缓解，我们仍乐观看待公司未来业绩表现。我们维持盈利预期，预计公司2021-2023年归母净利润分别为7.45亿元、10.11亿元、12.34亿元，我们预计2021年EPS为1.35元/股。

参考可比公司21年最新估值，考虑缺芯情况仍需要密切跟踪，存在一定不确定性，我们给予公司80倍PE估值，对应合理价值为108.33元/股，维持“增持”评级。

表1：可比公司PE估值情况（市值统计截止2021.10.14收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（百万元）	ROE		PE	
				2021E	2022E	2021E	2022E
中科创达	300496.SZ	智能车载软件	55,172	14%	16%	83	59
四维图新	002405.SZ	智能车载软件	26,635	2%	4%	157	78

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：中科创达、四维图新盈利预测来自 Wind 一致预期。

三、风险提示

国内汽车销量波动对公司业务的影响。

智能座舱产品、ADAS等多款产品规模化量产推进不及预期。

芯片供应紧张影响成本，毛利率进一步抬升或面临挑战。

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,769	5,609	6,927	8,560	10,436
货币资金	348	611	815	1,523	2,510
应收及预付	1,523	2,020	2,726	3,312	3,903
存货	897	1,101	1,504	1,825	2,146
其他流动资产	2,002	1,876	1,881	1,900	1,877
非流动资产	1,579	1,941	2,030	2,091	2,132
长期股权投资	33	142	142	142	142
固定资产	544	494	669	829	974
在建工程	163	516	516	516	516
无形资产	223	317	237	147	52
其他长期资产	616	473	466	457	448
资产总计	6,348	7,550	8,957	10,651	12,568
流动负债	1,751	2,561	3,223	3,906	4,589
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,438	2,005	2,642	3,205	3,769
其他流动负债	312	556	581	701	820
非流动负债	378	346	346	346	346
长期借款	3	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	376	346	346	346	346
负债合计	2,130	2,907	3,569	4,252	4,935
股本	550	550	550	550	550
资本公积	2,070	2,070	2,070	2,070	2,070
留存收益	1,551	1,959	2,704	3,715	4,949
归属母公司股东权益	4,216	4,640	5,385	6,396	7,630
少数股东权益	3	3	3	3	3
负债和股东权益	6,348	7,550	8,957	10,651	12,568

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,337	6,799	9,046	10,988	12,951
营业成本	4,123	5,209	6,863	8,327	9,792
营业税金及附加	22	25	33	40	47
销售费用	192	210	289	330	389
管理费用	154	189	258	286	337
研发费用	637	701	941	1,110	1,295
财务费用	2	-31	-11	-21	-26
资产减值损失	-50	-40	-80	-81	-82
公允价值变动收益	3	33	33	33	33
投资净收益	66	-9	-13	-15	-18
营业利润	253	536	766	1,040	1,269
营业外收支	2	-2	1	2	2
利润总额	255	534	767	1,042	1,271
所得税	-37	16	22	30	37
净利润	292	518	745	1,011	1,234
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	292	518	745	1,011	1,234
EBITDA	419	703	877	1,137	1,352
EPS (元)	0.53	0.94	1.35	1.84	2.24

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	399	439	487	990	1,272
净利润	292	518	745	1,011	1,234
折旧摊销	210	238	215	240	260
营运资金变动	-82	-387	-532	-323	-288
其它	-21	70	59	62	65
投资活动现金流	-230	-67	-283	-282	-284
资本支出	-394	-431	-303	-299	-299
投资变动	-202	-117	0	0	0
其他	366	481	20	17	15
筹资活动现金流	-118	-114	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	2	0	0	0	0
其他	-120	-114	0	0	0
现金净增加额	48	268	204	708	987
期初现金余额	272	320	611	815	1,523
期末现金余额	320	589	815	1,523	2,510

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-1.3%	27.4%	33.0%	21.5%	17.9%
营业利润增长	-40.2%	112.0%	43.1%	35.8%	22.0%
归母净利润增长	-29.8%	77.4%	43.7%	35.8%	22.0%
获利能力					
毛利率	22.7%	23.4%	24.1%	24.2%	24.4%
净利率	5.5%	7.6%	8.2%	9.2%	9.5%
ROE	6.9%	11.2%	13.8%	15.8%	16.2%
ROIC	5.7%	9.7%	11.9%	13.6%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	33.5%	38.5%	39.8%	39.9%	39.3%
净负债比率	50.5%	62.6%	66.2%	66.4%	64.7%
流动比率	2.72	2.19	2.15	2.19	2.27
速动比率	2.20	1.75	1.68	1.72	1.80
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.90	1.01	1.03	1.03
应收账款周转率	3.59	3.53	3.48	3.48	3.48
存货周转率	5.95	6.18	6.01	6.02	6.03
每股指标 (元)					
每股收益	0.53	0.94	1.35	1.84	2.24
每股经营现金流	0.73	0.80	0.88	1.80	2.31
每股净资产	7.66	8.44	9.79	11.63	13.87
估值比率					
P/E	57.10	89.31	66.80	49.19	40.32
P/B	3.96	9.97	9.24	7.78	6.52
EV/EBITDA	38.96	64.94	55.79	42.43	34.95

广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。

庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。

雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。

吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。