

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

德赛西威 (002920. SZ)

投资评级

上次评级

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

德赛西威 (002920. SZ) : Q3 营收端同比高增, 智驾网联业务有序推进

2022 年 11 月 3 日

事件: 公司发布三季度报告, 2022 年前三季度公司实现营收 101.1 亿元, 同比+60.4%; 归母净利润 6.9 亿元, 同比+40.9%; 其中 Q3 实现营业收入 37.0 亿元, 同比+66.8%; 归母净利润 1.7 亿元, 同比+40.7%。销售毛利率 23.1%, 同比-0.56pct; 销售净利率 4.6%, 同比-0.83pct。

点评:

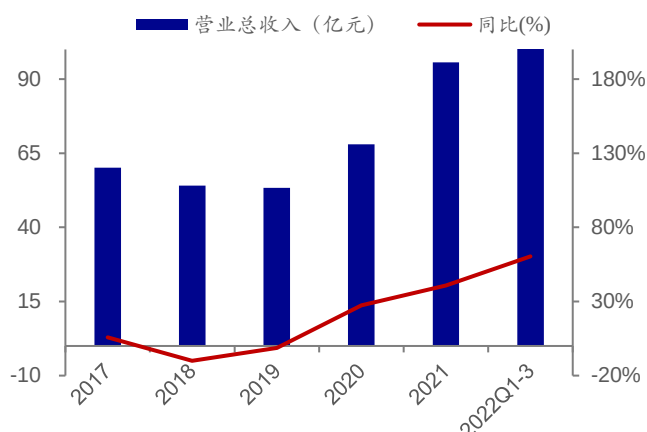
- **Q3 公司营收同比高增, 减值计提拖累利润。**公司 Q3 实现营收 37.0 亿元, 同比高增 66.8%, 环比+13.4%, 主要得益于智能座舱和智能驾驶产品终端需求持续释放。三季度公司实现归母净利润 1.7 亿元, 同比+40.7%, 环比-15.8%, 2022 年 Q1/Q2/Q3 公司计提存货及应收账款减值准备 0.08 亿元、0.47 亿元、0.35 亿元, 若加回减值, Q3 归母净利润约 2.1 亿元, 同比+68%。
- **Q3 净利率同比略有下降, 系研发费用增加所致。**22Q3 公司毛利率为 23.1%, 同比-0.56pct, 环比-0.69pct; 净利率为 4.6%, 同比-0.83pct, 环比-1.49pct。**利润率波动主要由于:** 1) 公司加大备货力度引起单季毛利环比下行, 截至三季度末公司存货余额增加 8.02 亿元, 同比+72%, 环比+1956%。2) 持续扩建研发人才队伍带来研发费用高增, Q3 单季研发费用支出 4.46 亿元, 研发费用率达 12.1%, 位于历史较高水平, 同比+1.5pct, 环比+0.7pct。3) 汇兑损失和银行借款利息致财务费用同比增加。**拉长维度看,**公司持续加大研发投入, 有助于公司在高阶智能驾驶及智能座舱等领域保持领先技术优势, 前瞻充分备货有助于管理芯片等关键部件供应风险, 有助于公司长期发展。
- **高级别智驾域控项目量产爬坡, 中央计算平台有望加速推进。**公司高级别智能驾驶平台 IPU03 已配套小鹏 P5、P7; IPU04 配套理想 L9 等, 产品已进入量产爬坡阶段, 收入有望伴随配套车型销量共同增长。据公司中报, 公司智驾业务毛利率达 23%, 随配套规模扩大有望为公司贡献显著利润增量。公司合作伙伴英伟达已发布算力高达 2000 TOPS 的 Thor 系统高算力芯片, 支持异构 SOC 和车载中央计算机, 我们认为公司作为英伟达核心合作伙伴, 有望在 Thor 芯片配套方面取得先发合作机会, 中央计算平台域控产品有望加速推进。
- **收购德国领先天线测试和服务供应商 ATC, 网联业务版图进一步拓展。**德赛西威欧洲公司成功收购汽车天线测试和服务的领先供应商 ATC (“天线技术中心(欧洲)有限责任公司”)。公司有望进一步整合行业领先的智能天线技术, 逐渐覆盖汽车天线领域全流程完整解决方案能力, 拓展网联业务版图。
- **盈利预测与投资建议:**公司是智能座舱行业龙头, 智能驾驶领域具备先

发优势，网联业务版图持续拓展，在手客户优质，订单充沛，有望直接受益于智能座舱、智能驾驶赛道高增长红利。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.73 亿元、16.3 亿元和 21.3 亿元，对应 EPS 分别为 1.93、2.93、3.84 元，对应 PE 分别为 62 倍、41 倍和 31 倍。

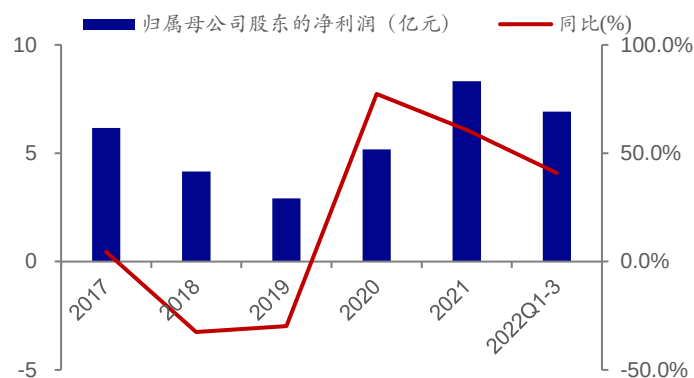
➤ **风险因素：**原材料价格波动、疫情缓解不及预期、配套车企销量不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6,799	9,569	14,195	17,521	21,901
增长率 YoY %	27.4%	40.7%	48.3%	23.4%	25.0%
归属母公司净利润 (百万元)	518	833	1,073	1,626	2,130
增长率 YoY%	77.4%	60.7%	28.8%	51.5%	31.0%
毛利率%	23.4%	24.6%	23.5%	24.5%	25.0%
净资产收益率 ROE%	11.2%	15.6%	17.1%	21.1%	22.1%
EPS(摊薄)(元)	0.93	1.50	1.93	2.93	3.84
市盈率 P/E(倍)	128.81	80.13	62.20	41.06	31.34
市净率 P/B(倍)	14.38	12.50	10.64	8.67	6.93

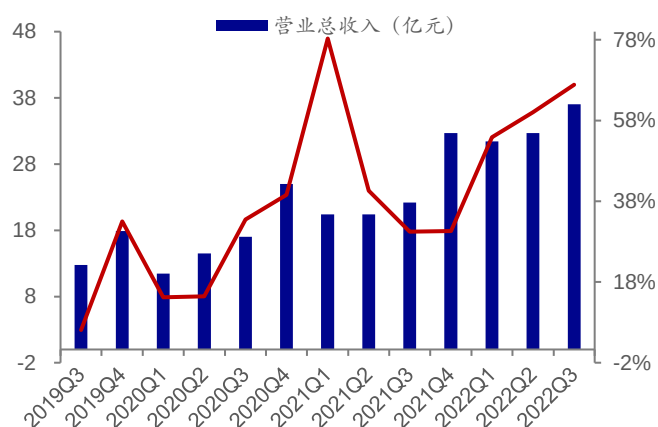
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 11 月 3 日收盘价

图 1：公司历年收入&同比增速


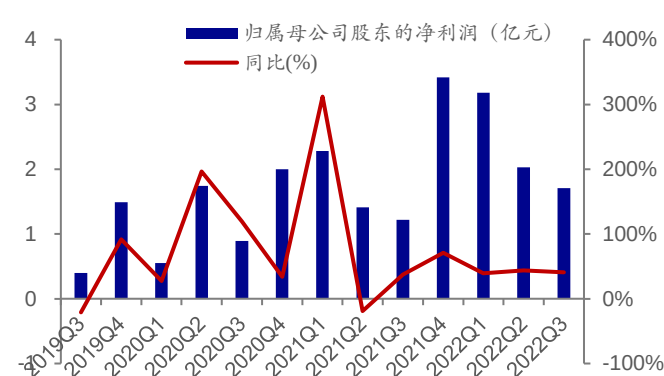
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：公司历年归母净利润&同比增速


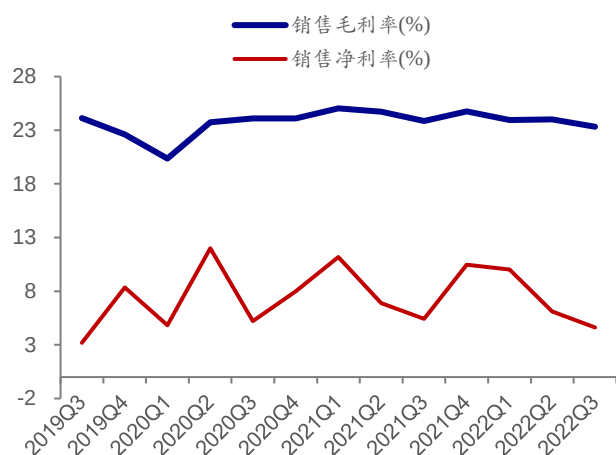
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司分季度收入&同比增速


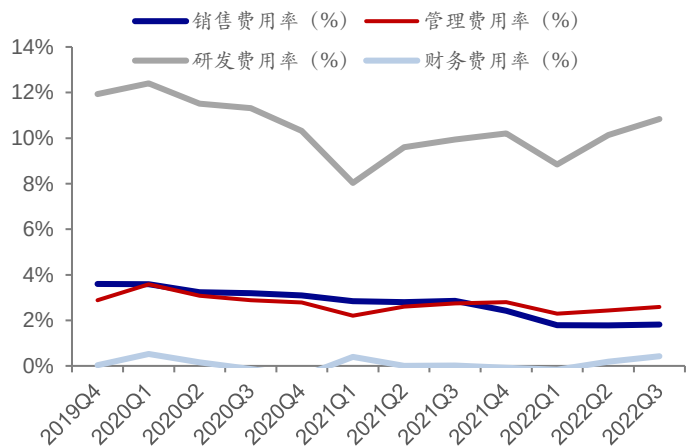
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：公司分季度归母净利润&同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司分季度销售毛利率&净利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司分季度费用率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

财务模型

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,609	7,669	10,544	12,116	16,446
货币资金	611	1,162	1,891	3,130	2,950
应收票据	76	64	157	86	218
应收账款	1,927	2,588	3,828	4,053	5,824
预付账款	18	18	48	60	74
存货	1,101	2,035	3,415	3,119	5,014
其他	1,876	1,803	1,204	1,668	2,366
非流动资产	1,941	2,482	2,808	3,145	3,511
长期股权投资	142	287	307	327	347
固定资产(合计)	494	1,218	1,308	1,524	1,803
无形资产	317	280	298	278	264
其他	988	697	895	1,016	1,097
资产总计	7,550	10,152	13,352	15,261	19,957
流动负债	2,561	4,288	6,128	6,507	9,168
短期借款	0	317	601	791	991
应付票据	244	499	828	642	1,183
应付账款	1,761	2,308	3,242	3,372	4,841
其他	556	1,164	1,456	1,702	2,152
非流动负债	346	447	874	978	1,083
长期借款	0	0	418	518	618
其他	346	447	456	460	465
负债合计	2,907	4,735	7,001	7,484	10,251
少数股东权益	3	78	78	78	78
归属母公司股东权益	4,640	5,339	6,273	7,698	9,628
负债和股东权益	7,550	10,152	13,352	15,261	19,957

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,799	9,569	14,195	17,521	21,901
同比(%)	27.4%	40.7%	48.3%	23.4%	25.0%
归属母公司净利润	518	833	1,073	1,626	2,130
同比(%)	77.4%	60.7%	28.8%	51.5%	31.0%
毛利率(%)	23.4%	24.6%	23.5%	24.5%	25.0%
ROE%	11.2%	15.6%	17.1%	21.1%	22.1%
EPS(摊薄)(元)	0.93	1.50	1.93	2.93	3.84
P/E	128.81	80.13	62.20	41.06	31.34
P/B	14.38	12.50	10.64	8.67	6.93
EV/EBITDA	63.48	63.26	36.35	26.62	21.07

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,799	9,569	14,195	17,521	21,901
营业成本	5,209	7,215	10,859	13,228	16,426
营业税金及附加	25	37	57	70	88
销售费用	210	231	253	307	383
管理费用	189	268	355	420	526
研发费用	701	977	1,419	1,664	2,081
财务费用	-31	-8	43	14	11
减值损失合计	-40	-56	-40	-40	-40
投资净收益	-9	-29	-34	-26	-33
其他	89	93	149	195	235
营业利润	536	857	1,283	1,946	2,549
营业外收支	-2	4	2	1	2
利润总额	534	861	1,285	1,947	2,551
所得税	16	29	212	321	421
净利润	518	832	1,073	1,626	2,130
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	518	833	1,073	1,626	2,130
EBITDA	719	1,230	1,814	2,442	3,108
EPS(当年)(元)	0.94	1.51	1.93	2.93	3.84

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	439	843	59	1,951	723
净利润	518	832	1,073	1,626	2,130
折旧摊销	238	311	313	315	375
财务费用	-10	-1	15	29	36
投资损失	-3	13	34	26	33
营运资金变动	-387	-420	-1,464	-134	-1,939
其它	83	109	88	89	88
投资活动现金流	-67	-773	112	-777	-973
资本支出	-431	-674	-614	-627	-715
长期投资	-117	-242	761	-122	-224
其他	481	143	-36	-28	-34
筹资活动现金流	-114	464	558	65	69
吸收投资	0	332	111	0	0
借款	0	318	702	290	300
支付利息或股息	-110	-170	-264	-229	-236
现金流净增加额	268	541	729	1,239	-180

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

曹子杰，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。