

德赛西威 (002920.SZ)

逆势增长显韧性，后续成长仍可期

投资要点

- ◆ **事件：**2022 年上半年公司实现营业收入 64.07 亿元，同比增长 56.93%；归母净利润 5.21 亿元，同比增长 40.96%；扣非归母净利润 4.97 亿元，同比增长 37.44%。
- ◆ **二季度不惧疫情扰动，业绩延续高增态势。**得益于智驾及智能座舱产品业务规模、单车配置价值快速增长，以及新客户、新项目落地后销量快速爬坡，公司 22H1 营收规模持续高增。单季度看，在汽车产业链因疫情影响供需受限的压力下，公司 22Q2 实现营业收入同比增长 60.00%，归母净利润同比增长 43.78%，增速较 22Q1 皆进一步提升。
- ◆ **智能座舱业务加速放量，产品迭代积极推进。**智能座舱业务 22H1 收入同比增长 57.11%达 52.44 亿元，占比高达 81%，毛利率下滑 3.82 个百分点至 21.57%，我们判断主要因芯片涨价所致。公司第二代座舱域控制器已规模化量产，第三代智能座舱域控制器、4K 高清屏等座舱产品产量快速爬坡，基于高通 8295 打造的第四代智能座舱产品正在紧密开发，且已获得客户订单。
- ◆ **智驾业务量价提升，IPU04 规模化在即。**智能驾驶业务 22H1 收入同比增长 51.17%至 8.63 亿元，毛利率提升 4.11 个百分点至 23.16%，我们判断主要因 IPU03 等高价值产品放量所致。公司全自动泊车、360 度高清环视等 ADAS 产品销量持续提升；面向更大规模市场空间、基于全面技术优势与融合高低速场景的自动驾驶辅助系统即将量产；可实现更高级别功能的高级自动驾驶域控制器产品 IPU04 已累计获得超过 10 家主流车企的项目定点，并已进入量产规模爬坡期；新一代车载智能中央计算平台的研发进展迅速。
- ◆ **毛利率波动有望恢复上行，高研发投入夯实市场地位。**受益智驾产品价值量提升，公司整体毛利率因智能座舱业务而被拉低的降幅得以减缓，公司 22H1 毛利率 23.98%，同减 0.90 个百分点，我们判断随着高价值产品进一步大规模量产，有望支撑毛利率恢复上行。公司始终保持高水平研发投入，得以在技术、质量、规模化应用等方面引领国内市场，22H1 研发投入同比增长 57.48%达 6.14 亿元。
- ◆ **投资建议：维持“买入”评级。**公司在手订单充足，通过横向拓展客户与纵向加深合作不断获取商机，随着多产品线进入放量期，叠加汽车景气度持续上行，我们依然看好公司投资价值，维持“买入”评级。鉴于公司智能座舱业务放量超预期，我们上调 2022-2024 年营业收入分别为 139.88/190.35/239.72 亿元，但考虑到其作为主要收入来源面临毛利率下滑的压力，因此下调公司 2022-2024 年归母净利润分别为 12.04/16.67/22.94 亿元，EPS 分别为 2.17/3.00/4.13 元，对应 PE 分别为 67 倍、49 倍、35 倍。
- ◆ **风险提示：**缺芯缓解不及预期；汽车市场需求疲软；法规限制产业发展等。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6799	9569	13988	19035	23972
增长率（%）	27.4	40.7	46.2	36.1	25.9
归母净利润（百万元）	518	833	1204	1667	2294
增长率（%）	77.4	60.7	44.6	38.4	37.6
EPS（元/股）	0.93	1.50	2.17	3.00	4.13
市盈率（P/E）	156.7	97.5	67.4	48.7	35.4
市净率（P/B）	17.5	15.2	12.9	10.2	7.9

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

请阅读正文之后的信息披露和重要声明

投资评级

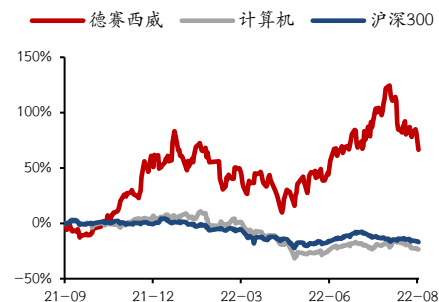
买入

维持评级

基础数据(2022-09-01)

所属行业	计算机 软件开发
股价(元)	146.20
总市值(百万元)	81,181.06
流通市值(百万元)	80,388.07
总股本(百万股)	555.27
流通股本(百万股)	549.85

股价表现



	1M	3M	12M
相对收益	-22.3%	11.1%	82.7%
绝对收益	-25.7%	10.2%	65.8%

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

作者

严诗静

分析师

资格证书：S0380520120001

联系邮箱：yansj@wanhesec.com

联系电话：(0755)82830333-111

相关报告

《财报点评-德赛西威 (002920)：智能化产品起量，订单高增助力业绩释放》 2022-04-21

财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7669	10430	13860	18127	营业收入	9569	13988	19035	23972
现金	1162	1398	2291	3814	营业成本	7215	10712	14484	18133
应收票据及应收账款	2652	4342	5061	6794	税金及附加	37	55	72	93
预付款项	18	31	41	51	销售费用	231	308	489	574
存货	2035	2306	3580	3843	管理费用	268	350	476	599
其他流动资产	206	806	506	606	研发费用	977	1413	1942	2445
非流动资产	2482	2481	2593	2650	财务费用	-8	-15	6	-1
长期投资	287	287	287	287	资产减值损失	-56	-40	-60	-50
固定资产	1218	1264	1306	1373	信用减值损失	-35	-65	-60	-60
在建工程	33	0	0	0	公允价值变动收益	-19	5	5	5
无形资产	280	245	295	265	投资净收益	-29	-31	-29	-24
其他非流动资产	125	125	125	125	其他收益	147	206	298	366
资产总计	10152	12910	16453	20777	营业利润	857	1241	1721	2365
流动负债	4288	6085	7953	9975	营业外收入	9	5	6	7
短期借款	317	475	660	858	营业外支出	5	4	5	5
应付票据及应付账款	2807	4232	5340	6640	利润总额	861	1243	1722	2368
预收账款	0	3	2	3	所得税	29	39	56	76
其他流动负债	24	28	33	39	税后利润	832	1204	1666	2292
非流动负债	447	455	463	473	少数股东损益	-1	0	-1	-2
长期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	833	1204	1667	2294
其他非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	1230	1684	2138	2877
负债合计	4735	6540	8416	10448	主要财务比率				
少数股东权益	78	77	77	75		2021A	2022E	2023E	2024E
股本	555	555	555	555	成长能力				
资本公积	2344	2344	2344	2344	营业收入(%)	40.75	46.18	36.07	25.94
留存收益	2627	3581	5249	7542	营业利润(%)	59.95	44.90	38.65	37.43
归属母公司股东权益	5339	6293	7960	10254	归母净利润(%)	60.75	44.59	38.45	37.57
负债和股东权益总计	10152	12910	16453	20777	获利能力				
现金流量表(百万元)					毛利率(%)	24.60	23.42	23.91	24.36
	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率(%)	8.70	8.61	8.76	9.57
经营活动现金流	843	17	1458	1931	ROE(%)	15.60	19.14	20.95	22.37
净利润	832	1204	1666	2292	ROIC(%)	15.36	19.96	21.31	21.94
折旧摊销	311	262	208	323	偿债能力				
财务费用	-1	8	11	15	资产负债率(%)	46.64	50.66	51.15	50.29
投资损失	13	31	29	24	流动比率	1.79	1.71	1.74	1.82
营运资本变动	-420	-1586	-569	-826	速动比率	1.26	1.20	1.22	1.37
其他经营现金流	13	-517	551	87	营运能力				
投资活动现金流	-773	311	-747	-601	总资产周转率	1.08	1.21	1.30	1.29
筹资活动现金流	464	-92	182	193	应收账款周转率	4.24	4.08	4.12	4.12
					应付账款周转率	3.55	3.54	3.52	3.53
每股指标(元)					估值比率				
每股收益(最新摊薄)	1.50	2.17	3.00	4.13	P/E	97.47	67.41	48.69	35.39
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	0.03	2.63	3.48	P/B	15.21	12.90	10.20	7.92
每股净资产(最新摊薄)	9.61	11.33	14.34	18.47	EV/EBITDA	65.38	47.69	37.24	27.22

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

本公司具有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。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>