

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) : 2022 半年报业绩高速增长, 合作长安向“中央计算”进发

2022 年 08 月 19 日

事件: 8 月 18 日, 公司发布半年度报告, 2022 年 H1 公司实现营收 64.07 亿元, 同比+56.93%; 归母净利润 5.21 亿元, 同比+40.96%; 销售毛利率 24%, 同比-0.72pct; 销售净利率 6.10%, 同比-0.79pct。其中 Q2 实现营业收入 32.66 亿元, 同比+60.00%; 归母净利润 2.03 亿元, 同比+43.78%。

点评:

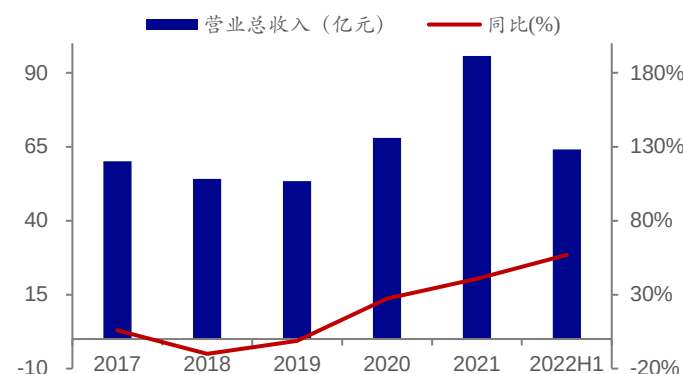
- **公司克服不利影响, 座舱、智驾双板块业绩均维持高增长。**公司 2022H1 实现营收 64.07 亿元, 同比+56.93%。(1) **智能座舱业务**实现营收 52.44 亿元, 同比+57.11%, 毛利率 21.57%, 同比-3.82pct; (2) **智能驾驶业务**实现营收 8.63 亿元, 同比+51.17%, 毛利率 23.16%, 同比+4.11pct。公司在疫情冲击、芯片短缺、原材料价格上涨等不利影响下, 业绩维持高速增长, 主要得益于单车配套价值量攀升、业务规模扩大、前序新客户/项目落地拉动销量快速爬升、研发成果转化。
- **持续扩建管理团队, 加强研发投入, 建立核心竞争优势。**三费方面, 公司销售费用率 1.78%, 同比-1.00pct; 管理费用率 2.44%, 同比-0.16pct; 研发费用率 10.12%, 同比+0.52pct。2022H1 由于管理团队扩建, 管理费用同比+47.27%, 但管理费率先同比微降, 研发费用率重新站上 10%, 公司持续加强团队建设, 加大研发投入, 建立核心技术竞争壁垒, 有望持续看到研发成果转化助力业绩提升。
- **智能座舱业务, 成熟产品快速爬坡, 新产品加速开发; 智能驾驶业务, 第二成长曲线清晰。**1) **智能座舱业务:** 业务规模持续扩大, 公司成熟产品第三代智能座舱域控制器、中控屏等随着智能座舱渗透率提升加快放量; 与高通合作的第四代座舱产品紧密开发, 已获客户订单; OTA 服务平台及软件服务产品持续迭代, 基于 UWB 的智能进入产品已获客户订单。2) **智能驾驶业务:** 毛利可观, 板块营收占比持续提升, 全自动泊车、360 度高清环视等 ADAS 产品销量持续爬升, 融合高低速场景的自动驾驶辅助系统即将量产, 第二成长曲线清晰。
- **合作长安, 整合双方人才、资源、技术, 推动域控产品向“中央计算”升级。**1) **现有域控产品已进入量产爬坡阶段:** 公司高级别功能自动驾驶域控制器产品已获理想汽车、小鹏汽车等新造车势力及主流传统车企等超十家车企定点, 进入量产爬坡阶段, 持续贡献增量。2) **域控产品向中央计算升级:** 4 月公司发布业内首款可量产的车载智能中央计算平台 ICP Aurora, 该平台基于硬件虚拟化、算力大幅提升和人工智能技术, 将座舱多屏独立显示输出及舱内感知操控、自动驾驶、网关、VCU、车身控制等融合在中央计算平台内, 总算力可达 2000TOPS 以上, 将从 2024 年开始面向 L4 级以上自动驾驶规模化应用。8 月 11 日, 公司与长安汽车签署战略合作协议, 双方将以中央计算机产品开发及能力建设为导向, 共同组建团队, 进一步

整合双方优势，推动相关产品落地。

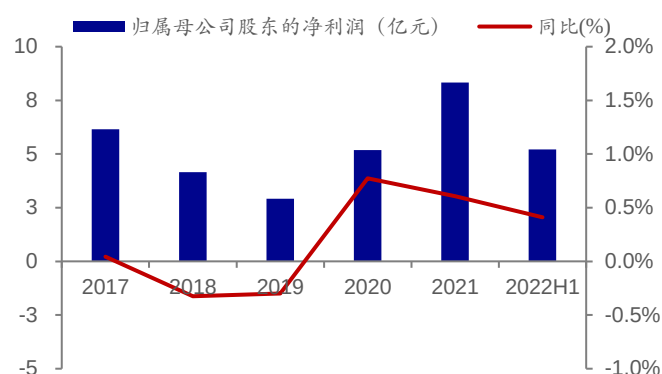
- **盈利预测与投资建议：**公司是智能座舱行业龙头，作为英伟达 Tier1 合作伙伴之一，有望凭借先发优势，享受智能座舱高增长赛道红利；在手客户优质、订单充沛，包括新势力、国内自主、欧美系、日系车企等主流车企，2021 全年获超过 120 亿元的新项目订单，破历史新高；中央计算平台率先发布，有望在 2024 年贡献增量。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 13.5 亿元、17.3 亿元和 22.4 亿元，对应 EPS 分别为 2.43、3.12、4.03 元，对应 PE 分别为 70 倍、54 倍和 42 倍。
- **风险因素：**原材料价格波动、疫情缓解不及预期、配套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	13,477	17,521	21,901
增长率 YoY %	27.4%	40.7%	40.8%	30.0%	25.0%
归属母公司净利润 (百万元)	518	833	1,347	1,730	2,239
增长率 YoY%	77.4%	60.7%	61.7%	28.4%	29.4%
毛利率%	23.4%	24.6%	24.8%	25.9%	26.1%
净资产收益率 ROE%	11.2%	15.6%	20.9%	21.2%	21.5%
EPS(摊薄)(元)	0.93	1.50	2.43	3.12	4.03
市盈率 P/E(倍)	181.11	112.67	69.65	54.24	41.91
市净率 P/B(倍)	20.22	17.58	14.58	11.49	9.02

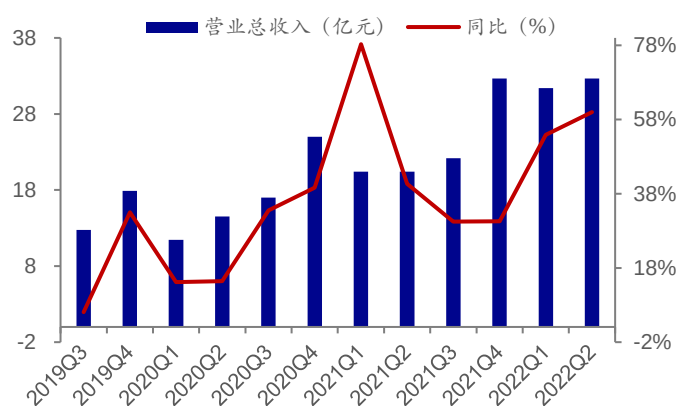
资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 08 月 18 日收盘价

图 1：公司历年收入&同比增速


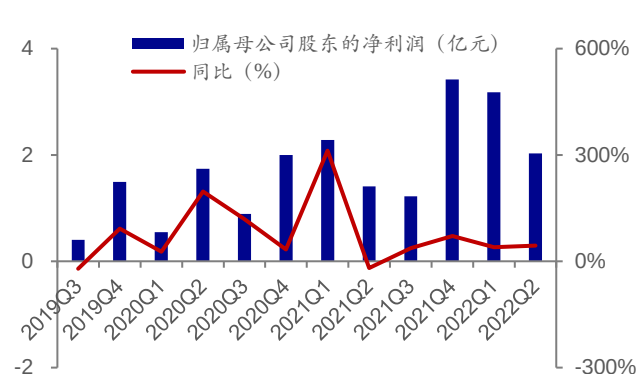
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：公司历年归母净利润&同比增速


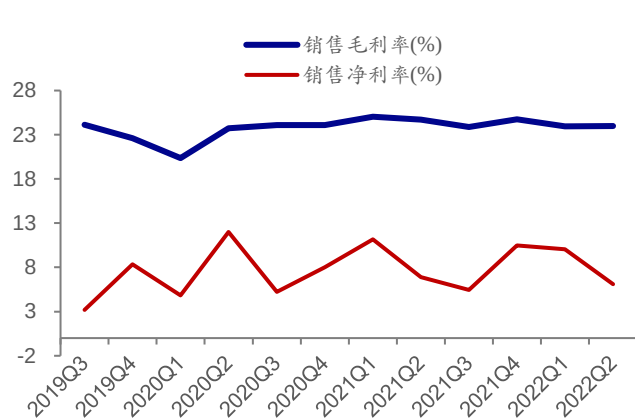
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司分季度收入&同比增速


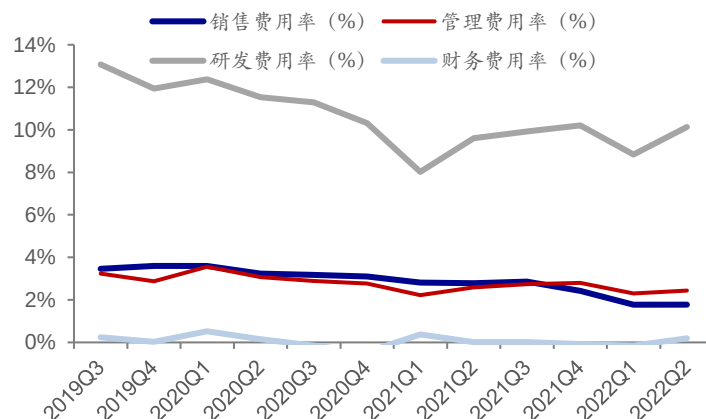
资料来源：Wind，信达证券研发中心

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	9,443	12,259	15,741
货币资金	611	1,162	1,030	1,045	2,375
应收票据	76	64	124	120	184
应收账款	1,927	2,588	3,746	4,468	5,814
预付账款	18	18	30	39	49
存货	1,101	2,035	1,858	3,090	3,100
其他	1,876	1,803	2,655	3,497	4,218
非流动资产	1,941	2,482	2,949	3,492	4,043
长期股权投资	142	287	383	500	619
固定资产(合计)	494	1,218	1,586	1,998	2,426
无形资产	317	280	321	353	365
其他	988	697	660	641	632
资产总计	7,550	10,152	12,392	15,751	19,784
流动负债	2,561	4,288	5,431	7,059	8,853
短期借款	0	317	417	617	817
应付票据	244	499	515	783	834
应付账款	1,761	2,308	3,346	4,041	5,074
其他	556	1,164	1,154	1,618	2,128
非流动负债	346	447	447	447	447
长期借款	0	0	0	0	0
其他	346	447	447	447	447
负债合计	2,907	4,735	5,879	7,506	9,300
少数股东权益	3	78	78	78	78
归属母公司股东权益	4,640	5,339	6,436	8,166	10,405
负债和股东权益	7,550	10,152	12,392	15,751	19,784

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	13,477	17,521	21,901
同比(%)	27.4%	40.7%	40.8%	30.0%	25.0%
归属母公司净利润	518	833	1,347	1,730	2,239
同比(%)	77.4%	60.7%	61.7%	28.4%	29.4%
毛利率(%)	23.4%	24.6%	24.8%	25.9%	26.1%
ROE%	11.2%	15.6%	20.9%	21.2%	21.5%
EPS(摊薄)(元)	0.93	1.50	2.43	3.12	4.03
P/E	181.11	112.67	69.65	54.24	41.91
P/B	20.22	17.58	14.58	11.49	9.02
EV/EBITDA	63.48	63.26	49.45	35.13	27.06

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	13,477	17,521	21,901
营业成本	5,209	7,215	10,138	12,980	16,175
营业税金及附加	25	37	26	35	44
销售费用	210	231	240	280	329
管理费用	189	268	329	420	515
研发费用	701	977	1,375	1,770	2,190
财务费用	-31	-8	136	479	645
减值损失合计	-40	-56	-50	-50	-50
投资净收益	-9	-29	36	44	55
其他	89	93	169	233	299
营业利润	536	857	1,388	1,782	2,308
营业外收支	-2	4	5	7	8
利润总额	534	861	1,393	1,789	2,316
所得税	16	29	46	59	76
净利润	518	832	1,347	1,730	2,239
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	518	833	1,347	1,730	2,239
EBITDA	719	1,230	1,886	2,660	3,412
EPS(当年)(元)	0.94	1.51	2.43	3.12	4.03

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	1,126	1,046	2,239
净利润	518	832	1,347	1,730	2,239
折旧摊销	238	311	288	332	404
财务费用	-10	-1	29	41	56
投资损失	-3	13	-36	-44	-55
营运资金变动	-387	-420	-577	-1,086	-478
其它	83	109	75	73	72
投资活动现金流	-67	-773	-1,080	-1,190	-1,053
资本支出	-431	-674	-634	-732	-809
长期投资	-117	-242	-472	-493	-290
其他	481	143	26	35	47
筹资活动现金流	-114	464	-179	159	144
吸收投资	0	332	0	0	0
借款	0	318	100	200	200
支付利息或股息	-110	-170	-279	-41	-56
现金流净增加额	268	541	-132	15	1,330

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。

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	hanqiuyue@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	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	孙瑾	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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

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。