德赛西威（002920.SZ）

2020 年 08 月 07 日

软件定义汽车新时代，域控制器卡位价值凸显

——中小盘信息更新

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/7
当前股价(元)	69.59
一年最高最低(元)	78.45/21.93
总市值(亿元)	382.75
流通市值(亿元)	85.14
总股本(亿股)	5.50
流通股本(亿股)	1.22
近 3 个月换手率(%)	291.55

中小盘研究团队

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

● **智能座舱业务为基，智能驾驶为矛，开启发展新篇章**

智能座舱大屏化、一车多屏的趋势下，公司传统座舱业务迎来量价齐升，新客户拓展和产品单价提升双轮驱动下持续回暖。同时，公司在智能驾驶领域的布局开始进入收获期。公司不仅具备全自动泊车系统、360 环视、DMS、毫米波雷达、T-Box、V2X 产品的量产能力，同时搭载公司 L3 级别自动驾驶域控制器的小鹏 P7 已经量产上市。考虑公司参股公司 Ficha Inc.东京交易所上市带来的非经常性损益以及公司自动驾驶业务的快速发展。我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 4.81（+1.19）/5.96（+1.41）/8.64 亿元，对应 EPS 为 0.87（+0.21）/1.08（+0.25）/1.57 元/股，当前股价对应 PE 为 80.6/64.9/44.8 倍，维持“买入”评级。

● **特斯拉引领软件定义汽车时代加速到来，域控制器成 L3 自动驾驶关键**

特斯拉对传统汽车中 E/E 架构、软件架构以及通信架构的颠覆性创新升级，实现了汽车软硬件的解耦以及通过软件的不断 OTA 升级来提升汽车性能和智能化服务。特斯拉作为汽车电动化和智能化的领头羊，目前 L3 级别的自动驾驶（FSD 3.0）已经量产落地，正推动着软件定义汽车时代的加速到来。而要实现软件定义汽车以及 L3 级别的自动驾驶，集成了芯片算力、控制器硬件、软件操作系统、中间件、应用软件和算法的域控制器是核心。目前，搭载公司首款基于英伟达 Xavier 自动驾驶域控制器产品的小鹏 P7 已于 7 月中旬正式大规模交付。公司作为国内首家 L3 级别自动驾驶域控制器量产的厂商，产业链卡位价值凸显。

● **三大产品线相继放量，卡位高景气度赛道迎加速发展**

智能座舱、智能驾驶、网联服务三大领域中的新产品已相继实现量产，并且在不断的拓展新客户。公司传统智能座舱成功突破了一汽丰田、广汽丰田和雷克萨斯等日系客户；多屏智能座舱已在理想、长安、奇瑞部分车型配套量产；自动泊车系统在吉利星越和奇瑞星途车型上实现量产；域控制器在小鹏 P7 上量产；年内 5G T-box 等车联网相关产品也将量产等等。我们认为公司卡位于汽车智能网联的高景气度赛道，未来随着各类新产品的相继量产放量，将迎来加速发展期。

● **风险提示：**乘用车销量不及预期；智能驾驶产品推进速度不及预期

相关研究报告

《中小盘首次覆盖报告-智能驾驶新时代，德赛西威新起点》-2020.3.6

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,409	5,337	6,253	7,817	10,350
YOY(%)	-10.0	-1.3	17.2	25.0	32.4
归母净利润(百万元)	416	292	481	596	864
YOY(%)	-32.5	-29.8	64.5	24.1	44.9
毛利率(%)	24.0	22.7	23.1	24.2	24.5
净利率(%)	7.7	5.5	7.7	7.6	8.3
ROE(%)	10.5	6.9	10.5	11.6	14.5
EPS(摊薄/元)	0.76	0.53	0.87	1.08	1.57
P/E(倍)	93.0	132.5	80.6	64.9	44.8
P/B(倍)	9.7	9.2	8.4	7.6	6.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4613	4769	5418	6350	7928
现金	311	348	0	905	0
应收票据及应收账款	1792	1509	2660	2552	4348
其他应收款	17	9	95	0	104
预付账款	12	14	14	21	25
存货	682	897	1149	1373	1951
其他流动资产	1799	1993	1500	1500	1500
非流动资产	1065	1579	1516	1623	1800
长期投资	0	33	33	33	33
固定资产	561	544	635	765	966
无形资产	161	223	235	216	187
其他非流动资产	343	778	613	609	614
资产总计	5677	6348	6935	7974	9728
流动负债	1352	1751	1964	2463	3409
短期借款	0	0	388	0	690
应付票据及应付账款	1131	1433	1315	2072	2392
其他流动负债	221	318	261	391	327
非流动负债	352	378	381	380	380
长期借款	0	3	1	0	0
其他非流动负债	352	376	380	380	380
负债合计	1704	2130	2346	2843	3789
少数股东权益	1	3	3	3	3
股本	550	550	550	550	550
资本公积	2070	2070	2070	2070	2070
留存收益	1351	1551	2031	2628	3492
归属母公司股东权益	3972	4216	4586	5128	5937
负债和股东权益	5677	6348	6935	7974	9728

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	736	399	-701	1554	-1230
净利润	416	292	481	596	864
折旧摊销	184	210	202	166	210
财务费用	5	2	19	15	25
投资损失	-33	-66	-150	-80	-100
营运资金变动	13	-84	-1269	859	-2226
其他经营现金流	150	46	18	-3	-3
投资活动现金流	-1801	-230	94	-190	-284
资本支出	247	395	-5	87	157
长期投资	-60	-92	0	0	0
其他投资现金流	-1614	73	89	-103	-127
筹资活动现金流	-855	-118	-121	-78	-82
短期借款	-676	0	7	-7	0
长期借款	0	3	-1	-1	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-179	-121	-126	-70	-82
现金净增加额	-1918	48	-728	1285	-1595

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5409	5337	6253	7817	10350
营业成本	4111	4123	4809	5928	7813
营业税金及附加	28	22	25	31	41
营业费用	156	192	196	238	311
管理费用	137	154	188	235	311
研发费用	524	637	782	938	1190
财务费用	5	2	19	15	25
资产减值损失	79	-50	21	23	-10
其他收益	14	64	60	50	50
公允价值变动收益	8	3	3	3	3
投资净收益	33	66	150	80	100
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
营业利润	423	253	427	542	823
营业外收入	2	3	1	1	1
营业外支出	3	1	1	1	1
利润总额	422	255	427	542	823
所得税	6	-37	-53	-54	-41
净利润	416	292	481	596	864
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	416	292	481	596	864
EBITDA	602	460	635	710	1041
EPS(元)	0.76	0.53	0.87	1.08	1.57

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-10.0	-1.3	17.2	25.0	32.4
营业利润(%)	-38.5	-40.2	69.1	26.9	51.8
归属于母公司净利润(%)	-32.5	-29.8	64.5	24.1	44.9
获利能力					
毛利率(%)	24.0	22.7	23.1	24.2	24.5
净利率(%)	7.7	5.5	7.7	7.6	8.3
ROE(%)	10.5	6.9	10.5	11.6	14.5
ROIC(%)	10.3	6.7	9.7	11.6	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	30.0	33.5	33.8	35.7	38.9
净负债比率(%)	-6.9	-7.1	9.4	-16.8	12.3
流动比率	3.4	2.7	2.8	2.6	2.3
速动比率	1.6	1.1	1.4	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.2
应收账款周转率	3.0	3.2	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	3.5	3.2	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.53	0.87	1.08	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.34	0.73	-1.27	2.82	-2.24
每股净资产(最新摊薄)	7.22	7.66	8.34	9.32	10.79
估值比率					
P/E	93.0	132.5	80.6	64.9	44.8
P/B	9.7	9.2	8.4	7.6	6.5
EV/EBITDA	63.9	83.3	61.6	53.3	37.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn