东兴证券 DONGXING SECURITIES

德赛西威（002920）：立足三大产业群，打造智能驾驶核心竞争力

2020 年 05 月 10 日

推荐/首次

德赛西威 公司报告

公司 2019 年实现营收 53.37 亿元，同比下降 1.32%，归母净利润 2.92 亿元，同比下降 29.79%，扣非归母净利润 2.12 亿元，同比下降 40.68%。

中国乘车市场环境严峻，业务开拓转亏为盈。根据中国汽车工业协会发布数据，2019 年中国乘用车产量与销量分别比上年同期下降 9.2%与 9.6%，产业整体面临更快、更激烈的整合与竞争。财报显示，公司 2019 年毛利率为 22.75%，同比下降 1.24pct，净利率为 5.48%，同比下降 2.21pct。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3.99 亿元，同比下降 45.76%，Q2 现金流出现负值，主要因为销售收款金额下降；经营性现金流净额/营业收入为 7.48%，同比下降 6.12%。为稳定公司在逆境中发展，公司秉持优化客户结构发展战略开拓业务，2019 年成功突破一汽丰田、长安福特、DAF 等新客户，并获得一汽-大众、上汽大众、广汽丰田、吉利汽车、广汽乘用车等众多新项目订单，在 Q4 实现营收 17.91 亿元，同比增长 32.96%，归母净利润 1.49 亿元，同比增长 91.70%。可见，在市场环境较严峻情况下，公司坚持稳步落地发展战略拓展业务，实现了一定意义上稳定发展。

技术研发投入加大，实现跨国多领域技术合作。2019 年公司研发投入 6.56 亿，投资金额同比增长 20.71%，主要用于基础性大项目研发与针对型产品型研究；研发费用率为 11.94%，同比增加 2.25pct，研发人员占比达 41.46%，持续加大技术研发投入。公司与多个公司签署战略合作协议，在智联网汽车、自动驾驶地图、智能网联等多领域进行合作。2020 年 1 月，公司通过汽车行业软件过程改进和能力评估模型二级国际认证，实现与国际研发技术的接轨。

推进智能座舱、智能驾驶和网联服务三大产品群搭建，精益制造保持核心竞争力。2019 年，公司发布智能座舱 3.0 版本，推出自动驾驶 L3 环境下“泛社交”交互中心理念；智能驾驶 ADAS 产品销售额同比增幅超过 100%；车联网市场蓬勃发展，荣获“车联网十年电子驰名商标”。凭借公司具备国际竞争力的车载显示屏、液晶仪、信息娱乐系统研发技术，公司增获包括广汽集团、长城集团等十余家公司的新项目订单。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 3.39、4.07 和 5.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.62、0.74 和 0.93 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 72、60 和 48 倍。看好公司智能座舱、智能驾驶和网联服务布局，给予“推荐”评级。

风险提示：车联网产业政策落地不及预期，智能驾驶关键技术突破存在不确定性，竞争格局存在不确定性。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,408.74	5,337.24	6,294.30	7,556.28	9,446.36
增长率（%）	-10.01%	-1.32%	17.93%	20.05%	25.01%
归母净利润（百万元）	416.12	292.15	339.31	406.68	510.32
增长率（%）	-32.50%	-29.79%	16.14%	19.85%	25.49%
净资产收益率（%）	10.48%	6.93%	7.52%	8.37%	9.66%
每股收益(元)	0.76	0.53	0.62	0.74	0.93
PE	58.33	83.64	71.86	59.95	47.78
PB	6.14	5.78	5.40	5.02	4.62

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

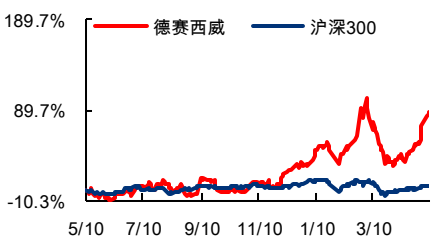
公司简介：

公司成立于 1986 年，2017 年于深交所挂牌上市登录中小板，是中国最大的汽车电子企业之一。 公司专注于人、机器和生活方式的整合，为智能座舱、智能驾驶以及网联服务提供创新、智能的产品解决方案。公司三十多年来在研发设计、质量管理和智能制造领域的专业能力，确保公司能够满足汽车制造厂商的多元需求，为客户提供卓越的产品和服务，在新加坡、日本、欧洲均设有研究分布。

交易数据

52 周股价区间（元）	48.25-21.3
总市值（亿元）	243.82
流通市值（亿元）	54.24
总股本/流通 A 股（万股）	55,000/12,235
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.03

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：王健辉
010-66554035 wangjh_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519050004

分析师：叶盛
010-66554022 yesheng@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480517070003

分析师：陈宇哲
010-66554066 chenyzh@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520040001

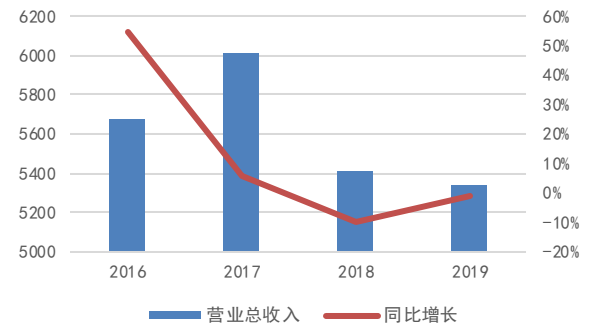
研究助理：陈晓博
010-66554044 chenxb_yjs@dxzq.net.cn

研究助理：魏宗
18811318902 weizong@dxzq.net.cn

中国乘车市场环境严峻，业务开拓下半年转亏为盈。

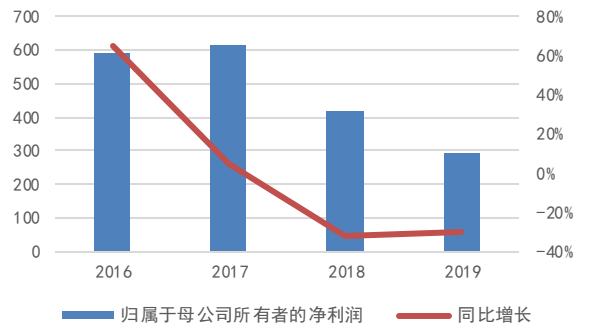
根据中国汽车工业协会发布数据，2019 年中国乘用车产量与销量分别比上年同期下降 9.2%与 9.6%，产业整体面临更快、更激烈的整合与竞争。财报显示，公司 2019 年毛利率为 22.75%，同比下降 1.24pct，净利率为 5.48%，同比下降 2.21pct。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3.99 亿元，同比下降 45.76%，Q2 现金流出现负值，主要因为销售收款金额下降；经营性现金流净额/营业收入为 7.48%，同比下降 6.12%。

图 1：公司近年营业收入及增长率（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及增长率（百万元）



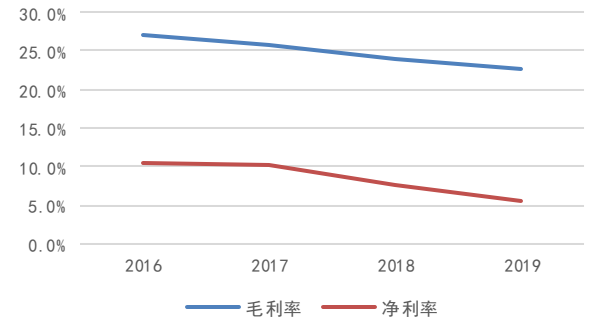
资料来源：Wind，东兴证券研究所

为稳定公司在逆境中发展，公司秉持优化客户结构发展战略开拓业务，于 2019 年成功突破一汽丰田、长安福特、DAF 等新客户，并获得一汽-大众、上汽大众、广汽丰田、吉利汽车、广汽乘用车等众多新项目订单。从财报上来看，2019 年 Q4 公司实现营收 17.91 亿元，同比增长 32.96%，归母净利润 1.49 亿元，同比增长 91.70%，归母扣非净利润 1.54 亿元，同比提升 134.85%。2019 年，公司获得新项目订单年华销售额超过 70 亿元，涵盖智能座舱、只能驾驶等新产品以及车载信息娱乐系统等传统业务，驾驶信息显示系统等新产品营收达 73.99%，产量及订单量均持续提升。可见，在市场环境较严峻情况下，公司实现了一定意义上稳定发展，并逐步落地公司发展战略。

技术研发投入加大，实现跨国多领域技术合作

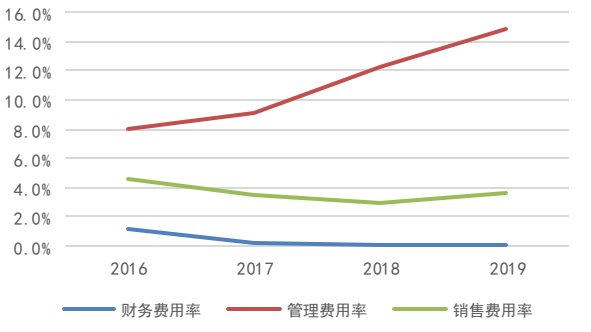
尽管汽车行业寒冬尚未退去，但汽车行业仍在持续向电动化、智能化、网联化方向发展。公司基于三十余年的技术累积，持续加强技术投入。2019 年公司研发投入 6.56 亿，投资金额同比增长 20.71%，用于基础性大项目研发与针对型产品型研究。研发费用率为 11.94%，同比增加 2.25pct，研发人员占比达 41。46%。

图 3：公司近年期间毛利率及净利润情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：公司近年期间费用情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2020 年 1 月，公司通过汽车行业软件过程改进和能力评估模型二级国际认证，标志着公司在汽车领域的软

件开发能力与国际接轨。为面对汽车领域高度复杂化的技术要求，公司开启全行业与跨行业的开发合作，灵活整合各方资源：报告期间，公司（1）与富奥、一汽投资设立合资公司协同合作、深度共享；（2）与一汽、天际汽车等在智能网联汽车多个领域战略合作，（3）与四维图新在自动驾驶地图等领域签署合作协议；（4）与新加坡南洋理工联合建立网络安全实验室；（5）并购德国天线 ATBB 公司，协同提升技术、市场和国家化制造服务能力，（6）参股智能驾驶创业公司 Momenta 与纽励科技，加强智能驾驶领域的合作。总体而言，公司在 2019 年依旧与客户、供应商、国际知名高校、产业联盟与知名企业实现跨行业、国际化的技术研发合作。

推进智能座舱、智能驾驶和网联服务三大产品群搭建，精益制造保持核心竞争力

2019 年，公司按计划推进产品群搭建，围绕智能座舱、智能驾驶和网联服务三大产品线，搭建智能出行解决方案。在智能座舱方面，公司在 19 年实现多屏智能座舱产品在理想汽车、长安汽车和奇瑞汽车汽车车型上配套量产，并获广汽、长城、长安、奇瑞与天际汽车订单。6 月，公司发布智能座舱 3.0 版本，推出自动驾驶 L3 环境下“泛社交”交互中心理念。同时，随着车在线视频的大屏化及高级科技化需求的提升，公司的显示模组、系统业务与液晶以表亦获得良好发展，获多个车厂新项目订单，在整体行业衰退的情况下稳定了公司的整体发展。智能驾驶方面，公司已实现 ADAS 多种产品规模化量产，产品销售额同比增幅超过 100%，已量产的全自动泊车系统被认定为国内领先技术，并获下一代全自动泊车和代客泊车产品平台化项目定点，360 度高清环视系统和 T-Box 产品实现多个车型配套量产，V2X 产品、77G 毫米波雷达都已获自主品牌车企订单，即将开启量产。网联方面，公司已自主掌握云端在线升级技术、网络安全技术、大数据分析及应用技术等核心技术。总体而言，尽管车企总体仍处于发展寒冬之中，公司仍然稳步推进三大产品群，凭借其具备国际竞争力的车载显示屏、液晶仪、信息娱乐系统研发技术，增获包括广汽集团、长城集团等十余家公司的新项目订单，依靠其技术核心竞争力实现了逆境中的稳定发展。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 3.39、4.07 和 5.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.62、0.74 和 0.93 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 72、60 和 48 倍。看好公司智能座舱、智能驾驶和网联服务布局，给予“推荐”评级。

风险提示：车联网产业政策落地不及预期，智能驾驶关键技术突破存在不确定性，竞争格局存在不确定性。

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	4613	4769	6115	7973	10341	**营业收入**	5409	5337	6294	7556	9446
货币资金	311	348	1365	2670	4211	**营业成本**	4111	4123	4833	5781	7201
应收账款	1293	1488	1719	2023	2478	营业税金及附加	28	22	44	53	66
其他应收款	8	9	10	12	16	营业费用	156	192	226	271	339
预付款项	12	14	44	71	111	管理费用	137	154	106	127	140
存货	682	897	1030	1208	1474	财务费用	5	2	-8	-20	6
其他流动资产	1794	1413	1442	1479	1536	研发费用	524	637	752	902	1128
非流动资产合计	1065	1579	1362	1300	1240	资产减值损失	78.73	-49.61	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	33	33	33	33	公允价值变动收益	7.55	3.25	0.00	0.00	0.00
固定资产	561	544	500	457	413	投资净收益	32.62	66.17	35.00	10.00	0.00
无形资产	159	223	210	197	185	加：其他收益	14.22	63.57	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	86	153	0	0	0	**营业利润**	423	253	377	452	567
资产总计	5677	6348	7477	9273	11581	营业外收入	2.42	3.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1352	1751	2919	4369	6253	营业外支出	2.92	0.58	0.00	0.00	0.00
短期借款	0	0	0	0	0	**利润总额**	422	255	377	452	567
应付账款	867	1290	1462	1714	2092	所得税	6	-37	38	45	57
预收款项	2	6	981	2152	3615	**净利润**	416	292	339	407	510
一年内到期的非流动负债	0	3	3	3	3	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	352	378	43	43	43	归属母公司净利润	416	292	339	407	510
长期借款	0	3	3	3	3	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1704	2130	2962	4413	6297	**成长能力**					
少数股东权益	1	3	3	3	3	营业收入增长	-10.01	-1.32%	17.93%	20.05%	25.01%
实收资本（或股本）	550	550	550	550	550	营业利润增长	-38.52	-40.21%	49.24%	19.85%	25.49%
资本公积	2070	2070	2070	2070	2070	归属于母公司净利润增长	-32.50	-29.79%	16.14%	19.85%	25.49%
未分配利润	1167	1335	1539	1783	2089	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	3972	4216	4511	4858	5282	毛利率(%)	23.99%	22.75%	23.21%	23.49%	23.77%
负债和所有者权益	5677	6348	7477	9273	11581	净利率(%)	7.69%	5.48%	5.39%	5.38%	5.40%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	7.33%	4.60%	4.54%	4.39%	4.41%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	10.48%	6.93%	7.52%	8.37%	9.66%
经营活动现金流	736	399	1086	1343	1639	**偿债能力**					
净利润	416	292	339	407	510	资产负债率(%)	30%	34%	40%	48%	54%
折旧摊销	184.43	210.10	70.32	68.55	66.98	流动比率	3.41	2.72	2.09	1.82	1.65
财务费用	5	2	-8	-20	6	速动比率	2.91	2.21	1.74	1.55	1.42
应收帐款减少	-135	-195	-232	-303	-455	**营运能力**					
预收帐款增加	-3	4	975	1171	1463	总资产周转率	0.91	0.89	0.91	0.90	0.91
投资活动现金流	-1801	-230	323	44	34	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收益	8	3	0	0	0	应付账款周转率	5.79	4.95	4.57	4.76	4.96
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	33	66	35	10	0	每股收益(最新摊薄)	0.76	0.53	0.62	0.74	0.93
筹资活动现金流	-855	-118	-393	-82	-133	每股净现金流(最新摊薄)	-3.49	0.09	1.85	2.37	2.80
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.22	7.66	8.20	8.83	9.60
长期借款增加	0	3	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	58.33	83.64	71.86	59.95	47.78
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.14	5.78	5.40	5.02	4.62
现金净增加额	-1920	51	1017	1306	1540	EV/EBITDA	43.77	59.25	54.10	44.50	32.12

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

王健辉

计算机行业首席分析师，四年证券从业经验，兼具 TMT 行业研发经验与一二级市场研究经验，曾任职方正证券，曾获 2018 年万得金牌分析师计算机行业团队第一名，2019 年加盟东兴证券计算机团队，践行产业研究创造研究价值理念。

叶盛

计算机行业研究员，西安交通大学工业工程专业学士，中央财经大学金融专业硕士，2015 年加盟东兴证券研究所，曾从事机械行业研究，现从事计算机、互联网行业研究。专注研究海内外云计算产业，新零售、OTT 等高增长领域。

陈宇哲

计算机行业分析师，五年证券从业经验，曾任职东方证券，从事中小市值行业（TMT 方向）研究，2020 年加盟东兴证券研究所。曾获 2018/2019 年财新 II 最佳分析师中小市值第一名/第三名，2018 年第一财经最佳分析师新经济团队第二名。

研究助理简介

陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

魏宗

中国人民大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526