

2022 年 08 月 19 日
德赛西威 (002920.SZ)

中报业绩超预期，疫情下彰显增长韧性

■事件概述

8 月 19 日，德赛西威披露 2022 年半年报。公司 2022 上半年实现营业收入 64.1 亿元，同比增长 56.93%；实现归母净利润 5.21 亿元，同比增长 40.96%；实现扣非归母净利润 4.97 亿元，同比增长 37.44%。

■无惧疫情扰动，22H1 业绩超预期

收入端，公司 2022 上半年实现营业收入 64.1 亿元，同比增长 56.93%，Q2 单季度实现收入 32.66 亿元，同比增长 60%。我们认为，在 Q2 汽车行业整体受到疫情冲击的大背景下，公司上半年依旧实现高增长，超出我们此前的预期。分业务来看，公司智能座舱、智能驾驶和网联服务在上半年分别实现营收 52.4/8.63/3.03 亿元，同比增长 57.11/51.17/72.47%，各条业务线均彰显出强劲的成长性。成本端，公司 2022H1 毛利率为 23.98%，较去年同期下降 0.9pct。我们认为，公司毛利率下降主要系上游原材料涨价，其在传统业务占比较高的座舱业务体现的更为显著（-3.82pct）；而得益于高级别智能驾驶域控的放量，智能驾驶毛利率较去年同期增长 4.11pct，达 23.16%。利润端，公司 2022 上半年实现归母净利润 5.21 亿元，同比增长 40.96%，略低于增速，主要系成本端的小幅上升和所得税增加所致。随着供应链短缺的缓解，公司利润有望进一步释放。

■步入放量周期，扩大竞争优势

着眼当下，公司各业务线加速步入放量周期，未来有望实现持续高增。1) **智能座舱**，公司的第三代座舱域控制器、高清大屏等产品产量快速爬坡，客户包括长城、广汽埃安、奇瑞、理想等。2) **智能驾驶**，公司主打高级别自动驾驶的 IPU04 已获得十余家主流车厂的前装定点，并进入量产规模爬坡期；同时主打高性价比、融合高低速场景的 IPU02 即将量产，进一步打开市场空间。智能座舱和智能驾驶，我们认为在汽车智能化的大浪潮中，两项主营业务均能够实现持续高增。

放眼未来，在当前高增长的基础上，公司进一步扩大竞争优势，构筑长期壁垒。从产品线来看，公司第四代智能座舱产品已经成功点亮屏幕，且已获得客户订单。此外，还在今年 4 月首发了全球第一代中央计算平台“Aurora”，是业内首款可量产的车载智能计算平台，总算力可达 2000TOPS 以上，且可实现智能座舱、智能驾驶、网联服务的跨域融合，以满足未来的 E/E 架构。从客户拓展来看，公司在 7 月与哪吒汽车达成全面战略合作，范围包括了智能座舱、智能驾驶、车身、软件、服务等多个领域；后续又于 8 月宣布了和长安汽车在域控制器领域的深度合作。从产能储备来看，公司最新打造的惠南工业园总占地面积 22 万平方米，规划建筑面积为 50 万平方米，其一期项目在 2021 年落地，二期项目于 2022 年 6 月开工。值得一提的是，公司的惠南工业园中还规划建设了首个汽车电子 Tier 1 自建的自动驾驶测试场，主要面向 L3 级自动驾驶测试和 C-V2X 车联网测试。

公司快报

证券研究报告

汽车零部件

投资评级

买入-A
维持评级
6 个月目标价：203.5 元
股价（2022-08-17）165.00 元

交易数据

总市值（百万元）	91,620.21
流通市值（百万元）	90,725.25
总股本（百万股）	555.27
流通股本（百万股）	549.85
12 个月价格区间	76.90/197.31 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.51	21.11	96.5
绝对收益	-6.46	33.04	88.82

赵阳

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450522040001
 zhaoyang1@essence.com

徐慧雄

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450520040002
 xuhx@essence.com.cn

袁子翔

报告联系人

yuanyzx@essence.com.cn

相关报告

- 德赛西威：拾阶而上，汽车智能化的核心受益者/赵阳 2022-04-17
- 德赛西威：Q2 扣非净利润超 100%，ADAS+智能座舱持续增厚业绩/蒋顺 2021-08-24

■拾阶而上，三种角色的比例决定了德赛西威的远期空间

远期来看，我们重申此前的观点，即三种角色的比例决定了德赛西威的远期空间。现阶段，公司的角色仍以硬件方案供应商为主，公司依靠与英伟达深度合作的先发优势、对车规和功能安全等级的深入理解，以及产品快速落地能力，在近两年获得了多个定点。远期来看，除了现有角色的延续，我们认为公司有望演进为汽车智能化的赋能者，原因系：1) 公司拥有稳定且全面的客户体系；2) 公司在过去几年中，通过与车企交互沉淀了对软硬件架构的积累；3) 在各地建立的研发中心进行了前瞻技术和算法研究；4) 通过投资智能驾驶 Tier 2 和激光雷达厂商等上游共建智能驾驶生态圈，已具备了商业模式升级所需的核心能力。因此，我们建议关注德赛西威转型汽车智能化赋能者的进展情况，关注整体系统方案（包括硬件、软件和算法）对收入端的提升作用，以及商业模式升级带来的毛利率优化。

■投资建议：公司是汽车智能化核心标的，卡位优势明显，后续成长逻辑清晰。看好其从智能座舱向智能驾驶拓展，从汽车电子供应商向汽车智能化赋能者转型。考虑到公司半年报收入端超预期，我们上调此前的盈利预测，预计公司 2022-2024 年收入分别为 134.1/191.5/256.2 亿元，归母净利润分别为 11.5/17.4/24.9 亿元，维持买入-A 投资评级。由于公司仍处于成长期，我们给予 2023 年净利润 65 倍 PE，对应 6 个月目标价 203.5 元。

摘要(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	6,799.1	9,569.4	13,405.4	19,153.4	25,615.9
净利润	518.1	832.9	1,151.1	1,740.7	2,491.5
每股收益(元)	0.94	1.50	2.07	3.13	4.49
每股净资产(元)	8.44	9.75	11.53	14.36	18.55

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	89.31	94.34	81.52	53.91	37.66
市净率(倍)	9.97	14.72	14.84	11.88	9.18
净利润率	7.6%	8.7%	8.6%	9.1%	9.7%
净资产收益率	11.7%	16.7%	19.7%	24.5%	27.5%
股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
ROIC	13.2%	20.2%	31.4%	48.3%	58.2%

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■风险提示：1) 智能汽车市场发展不及预期的风险；2) 疫情加剧导致供应链修复不及预期的风险；3) 上游芯片短缺加剧的风险；4) 公司智能驾驶业务进展不及预期的风险；5) 市场竞争加剧的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,799.1	9,569.4	13,405.4	19,153.4	25,615.9	成长性					
减:营业成本	5,209.0	7,215.0	10,090.2	14,413.3	19,281.1	营业收入增长率	27.4%	40.7%	40.1%	42.9%	33.7%
营业税费	24.8	37.2	52.0	74.4	99.5	营业利润增长率	112.0%	60.0%	38.7%	51.3%	43.2%
销售费用	210.4	231.2	297.1	401.5	511.3	净利润增长率	77.4%	60.7%	38.2%	51.2%	43.1%
管理费用	889.7	1,245.3	1,717.7	2,358.4	3,077.3	EBITDA增长率	66.4%	51.7%	-0.9%	52.8%	42.7%
财务费用	-31.0	-8.1	-38.0	-37.0	-64.0	EBIT增长率	110.9%	62.7%	33.9%	52.7%	42.7%
资产减值损失	-99.0	91.2	91.6	152.0	176.7	NOPLAT增长率	85.2%	67.8%	30.1%	52.8%	42.7%
加:公允价值变动收益	32.7	-19.1	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	-13.5%	37.7%	-55.6%	122.6%	-28.2%
投资和汇兑收益	-9.4	-29.1	9.2	-9.8	-9.9	净资产增长率	10.1%	16.7%	18.2%	24.6%	29.1%
营业利润	535.6	856.7	1,188.0	1,797.2	2,573.1						
加:营业外净收支	-1.8	4.0	1.6	1.6	1.6	利润率					
利润总额	533.8	860.7	1,189.5	1,798.8	2,574.7	毛利率	23.4%	24.6%	24.7%	24.7%	24.7%
减:所得税	15.6	28.9	39.9	60.4	86.4	营业利润率	7.9%	9.0%	8.9%	9.4%	10.0%
净利润	518.1	832.9	1,151.1	1,740.7	2,491.5	净利润率	7.6%	8.7%	8.6%	9.1%	9.7%
						EBITDA/营业收入	11.3%	12.2%	8.6%	9.2%	9.8%
						EBIT/营业收入	7.8%	9.0%	8.6%	9.2%	9.8%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	28	33	17	0	0
货币资金	611.5	1,162.1	3,747.3	3,251.3	7,060.9	流动营业资本周转天数	210	216	188	201	177
交易性金融资产	1,080.2	831.8	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	301	293	290	263	278
应收账款	2,002.3	2,651.9	3,721.0	5,174.5	6,441.7	应收账款周转天数	94	89	87	85	83
应收票据	11.7	14.5	17.4	23.5	30.2	存货周转天数	70	79	73	73	73
预付账款	17.7	17.6	21.1	28.4	36.7	总资产周转天数	373	338	299	253	251
存货	2,034.7	2,004.8	3,765.5	3,953.7	0.0	投资资本周转天数	191	187	59	92	50
其他流动资产	-149.3	986.4	-615.3	1,355.6	5,944.0						
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资回报率					
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	11.7%	16.7%	19.7%	24.5%	27.5%
长期股权投资	141.9	287.4	350.0	410.0	470.0	ROA	6.9%	8.2%	9.8%	11.8%	12.2%
投资性房地产						ROIC	13.2%	20.2%	31.4%	48.3%	58.2%
固定资产	493.7	1,217.8	19.2	26.4	29.1	费用率					
在建工程	515.5	32.9	13.2	5.7	2.8	销售费用率	3.1%	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%
无形资产	317.2	280.2	0.0	0.0	0.0	管理费用率	13.1%	13.0%	12.8%	12.3%	12.0%
其他非流动资产	472.7	664.1	753.1	482.1	482.1	财务费用率	-0.5%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产总额	7,550.0	10,151.6	11,792.4	14,711.2	20,497.6	三费/营业收入	15.7%	15.3%	14.7%	14.2%	13.8%
短期债务	2.6	323.9	316.8	316.8	316.8	偿债能力					
应付账款	2,032.7	3,090.3	4,903.6	5,725.4	8,599.0	资产负债率	38.5%	46.6%	58.4%	56.0%	57.1%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	负债权益比	62.6%	87.4%	107.6%	103.3%	113.6%
其他流动负债	525.8	873.7	1,221.9	1,745.3	2,334.8	流动比率	2.19	1.79	1.65	1.77	1.73
长期借款	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	速动比率	1.76	1.31	1.34	1.29	1.38
其他非流动负债	345.6	447.2	447.2	447.2	447.2	利息保障倍数	1458.89	128.98	-7402.56	127.74	182.25
负债总额	2,907.0	4,735.1	6,889.4	8,234.8	11,697.8	分红指标					
少数股东权益	2.8	77.8	76.3	74.1	70.8	DPS(元)	0.20	0.30	0.30	0.30	0.30
股本	550.0	555.3	555.3	555.3	555.3	分红比率	37.7%	31.8%	32.0%	32.0%	32.0%
留存收益	4,090.2	4,783.4	5,769.5	7,345.1	9,671.7	股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
股东权益	4,643.0	5,416.5	6,401.1	7,974.5	10,297.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	518.2	831.8	1,149.6	1,738.4	2,488.3	EPS(元)	0.94	1.50	2.07	3.13	4.49
加:折旧和摊销	147.9	-864.6	0.5	1.3	1.6	BVPS(元)	8.44	9.75	11.53	14.36	18.55
资产减值准备	-99.0	91.2	91.6	152.0	176.7	PE(X)	89.31	94.34	81.52	53.91	37.66
公允价值变动损失	-32.7	19.1	0.0	0.0	0.0	PB(X)	9.97	14.72	14.84	11.88	9.18
财务费用	-31.0	-8.1	-38.0	-37.0	-64.0	P/FCF	65.49	28.57	45.37	-172.67	23.27
投资损失	9.4	29.1	-9.2	9.8	9.9	P/S	6.81	8.21	7.00	4.90	3.66
少数股东损益	0.0	-1.1	-1.5	-2.3	-3.2	EV/EBITDA	60.34	67.81	79.02	52.36	35.23
营运资金的变动	-73.6	745.6	747.9	-2,159.4	1,372.6	CAGR(%)	11.2%	82.3%	47.5%	42.2%	47.0%
经营活动产生现金流量	439.3	842.9	1,940.9	-297.2	3,981.9	PEG	1.15	1.55	2.13	1.05	0.87
投资活动产生现金流量	-67.4	-772.7	778.4	-70.7	-71.3	ROIC/WACC	1.98	3.02	4.70	7.23	8.71
融资活动产生现金流量	-113.6	464.4	-134.2	-128.0	-101.0	REP	6.55	5.33	8.90	2.63	2.92

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034