

2023 年 08 月 16 日

收入延续增长 舱驾成长加速

德赛西威(002920)系列点评之二十二

事件概述

公司发布 2023 年半年报：2023H1 实现营收 87.2 亿元，同比+36.2%，归母净利 6.1 亿元，同比+16.5%，扣非归母净利 5.3 亿元，同比+6.2%。其中 2023Q2 实现营收 47.4 亿元，同比+45.2%，环比+19.0%，归母净利 2.8 亿元，同比+36.2%，环比-16.3%，扣非归母净利 2.4 亿元，同比+25.2%，环比-18.8%。

分析判断：

► 收入延续增长 舱驾成长加速

营收端：2023Q2 公司整体实现营收 47.4 亿元，同比+45.2%，环比+19.0%，继续优于行业，预计主要受益新客户、新产品尤其是高算力智能驾驶域控（配套理想、路特斯、上汽等）所带来的增量。分业务来看，2023H1 公司智能座舱、智能驾驶业务分别实现营收 62.5、18.4 亿元，同比分别+18.6%和 86.4%。2023H1 公司舱驾融合域控获项目定点，同时据公司 2022 年报，截至 2022 年末公司新项目订单年化销售额突破 200 亿元，为后续持续增长提供支撑。

利润端：2023Q2 公司毛利率 20.3%，同比-3.7pct，环比-0.8pct，我们预计主要受产品结构变化及汇率波动影响。分业务来看，2023H1 智能座舱、智能驾驶业务毛利率分别 19.6%和 17.0%，同比分别-2.1%和-11.2%，进而对整体盈利能力产生影响。2023H1 公司非经主要来自参股公司公允价值变动，产生正向收益 0.5 亿元。

费用端：2023Q2 公司销售、管理、研发、财务费率分别 1.5%、2.2%、10.2%、0.4%，同比分别-0.3、-0.3、-1.1、-0.1pct，环比分别+0.1、-0.1、+0.1、+0.2pct，总体保持稳定。

► 座舱主业智能化转型 海外市场获突破性进展

座舱类产品为公司传统主业，范围涵盖车载信息娱乐、驾驶信息显示、显示终端、车身信息与控制等，2022 年智能座舱营收及新项目订单年化销售额均突破百亿：

（1）核心产品车载信息娱乐系统、显示系统和液晶仪表业务：收入端均保持快速成长，并在海外市场获得突破性进展。2022 年公司信息娱乐系统获得一汽丰田、广汽丰田的平台化订单，以及上汽大众、长城汽车等新项目订单；显示屏项目突破了 VOLKSWAGEN、SUZUKI、SEAT、东风日产等白点客户，并首发双 23.6 英寸 Mini LED 曲面双联屏；液晶仪表业务获得比亚迪汽车、广汽乘用车、吉利汽车、STELLANTIS 等新项目订单；

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	147.66
股票代码：	002920
52 周最高价/最低价：	179.5/93.09
总市值(亿)	819.81
自由流通市值(亿)	811.91
自由流通股数(百万)	549.85



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080006

分析师：王旭冉
邮箱：wangxr3@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523070001

分析师：刘泽晶
邮箱：liuzj1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520020002

华西汽车&计算机团队联合覆盖

相关研究

- 1.【华西汽车】德赛西威(002920) 2023 年一季度点评：收入延续增长 舱驾成长加速
2023.04.27
- 2.【华西汽车】德赛西威(002920) 2022 年报点评：收入同比劲增 舱驾成长加速
2023.03.30
- 3.【华西汽车】德赛西威(002920) 2022 年三季报点评：Q3 收入延续高增 智驾智能舱双重向上
2022.10.26

(2) **新孵化业务及外部合作**：第三代座舱域控量产配套理想、奇瑞等众多客户，第四代座舱域控获多个项目订单；2023 年 1 月公司成功量产车身域控制器，推出成熟的系统级方案及产品迭代路线；2021 年 4 月公司与华为签署全场景智慧出行生态解决方案合作协议。

► **ADAS+L3 齐放量 智驾收入快速增长**

战略布局智能驾驶，覆盖 L2、L3 及以上级别，现已进入加速收获期，截至 2022 年末新项目订单年化销售额接近 80 亿元：

(1) **高级辅助驾驶 ADAS**：360 环视、全自动泊车、驾驶员监测实现规模化量产，成功突破上汽通用、长城、上汽乘、蔚来等白点客户；2021 年同德州仪器联合发布全新智能驾驶解决方案 IPU02，适配国内车市的中低至中高价位区间车型，将持续受益 ADAS 渗透；

(2) **L3 及以上高阶自动驾驶**：1) 硬件层面，基于英伟达最新一代 Orin 芯片的 IPU04 于 2021 年 9 月成功下线。高级自动驾驶域控制器产品公司现已累计获得超过 10 家主流车企的项目定点，包括传统自主品牌客户和新造车势力，我们预计单车 ASP 达 1-2 万元。公司作为现阶段英伟达国内核心合作伙伴，将持续受益高级别自动驾驶导入；2) 软件层面，2021 年 12 月同 MAXIEYE 达成战略合作，合作构建 L1-L4 全栈自动驾驶方案开发及服务运营能力，同时探索智慧重卡运营服务模式。

投资建议

智能座舱产品受益大屏多屏趋势及新客户拓展，智能驾驶产品覆盖 L2、L3 及以上级别，看好公司智能变革机遇的长期成长。鉴于短期盈利能力波动，调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年营收 201.0/253.7/306.7 亿元维持不变，归母净利润由 16.8/23.3/29.8 亿元调整为 15.8/22.3/29.0 亿元，EPS 由 3.03/4.20/5.36 元调整为 2.85/4.01/5.23 元，对应 2023 年 8 月 16 日 147.66 元/股收盘价，PE 分别为 52/37/28 倍，维持“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧；智能驾驶技术进步及渗透率提升不及预期；产品开发及客户项目获取不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,569	14,933	20,097	25,367	30,667
YoY (%)	40.7%	56.0%	34.6%	26.2%	20.9%
归母净利润(百万元)	833	1,184	1,583	2,229	2,902
YoY (%)	60.7%	42.1%	33.7%	40.8%	30.2%
毛利率 (%)	24.6%	23.0%	23.2%	23.8%	24.4%
每股收益 (元)	1.50	2.13	2.85	4.01	5.23
ROE	15.6%	18.3%	19.3%	21.1%	21.2%
市盈率	98.43	69.25	51.78	36.78	28.25

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14,933	20,097	25,367	30,667	净利润	1,171	1,583	2,229	2,902
YoY(%)	56.0%	34.6%	26.2%	20.9%	折旧和摊销	412	199	285	327
营业成本	11,493	15,431	19,334	23,199	营运资金变动	-1,173	-59	-1,231	-538
营业税金及附加	58	80	101	123	经营活动现金流	610	1,841	1,412	2,840
销售费用	235	322	406	491	资本开支	-1,296	-896	-841	-869
管理费用	387	523	660	797	投资	-224	0	0	0
财务费用	45	14	-1	-13	投资活动现金流	-1,046	-936	-892	-930
研发费用	1,613	2,170	2,664	3,189	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-128	-50	-60	-70	债务募资	1,064	-399	0	0
投资收益	-33	-40	-51	-61	筹资活动现金流	367	-426	-17	-17
营业利润	1,158	1,668	2,347	3,056	现金净流量	-93	479	503	1,893
营业外收支	-1	-1	-1	-1	主要财务指标				
利润总额	1,157	1,667	2,346	3,055	成长能力 (%)				
所得税	-14	83	117	153	营业收入增长率	56.0%	34.6%	26.2%	20.9%
净利润	1,171	1,583	2,229	2,902	净利润增长率	42.1%	33.7%	40.8%	30.2%
归属于母公司净利润	1,184	1,583	2,229	2,902	盈利能力 (%)				
YoY(%)	42.1%	33.7%	40.8%	30.2%	毛利率	23.0%	23.2%	23.8%	24.4%
每股收益	2.13	2.85	4.01	5.23	净利率	7.8%	7.9%	8.8%	9.5%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	8.6%	9.1%	10.3%	10.8%
货币资金	1,115	1,593	2,096	3,989	净资产收益率 ROE	18.3%	19.3%	21.1%	21.2%
预付款项	33	41	53	63	偿债能力 (%)				
存货	3,416	4,469	5,673	6,763	流动比率	1.66	1.61	1.67	1.75
其他流动资产	5,654	6,946	8,684	10,165	速动比率	1.10	1.05	1.09	1.18
流动资产合计	10,218	13,050	16,507	20,980	现金比率	0.18	0.20	0.21	0.33
长期股权投资	285	285	285	285	资产负债率	52.4%	52.6%	50.7%	48.7%
固定资产	1,516	2,145	2,676	3,239	经营效率 (%)				
无形资产	312	353	397	440	总资产周转率	1.09	1.15	1.17	1.14
非流动资产合计	3,538	4,359	5,084	5,839	每股指标 (元)				
资产合计	13,756	17,409	21,591	26,819	每股收益	2.13	2.85	4.01	5.23
短期借款	399	0	0	0	每股净资产	11.67	14.74	19.06	24.68
应付账款及票据	4,345	5,919	7,363	8,867	每股经营现金流	1.10	3.32	2.54	5.12
其他流动负债	1,407	2,177	2,516	3,125	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	6,151	8,096	9,879	11,991	估值分析				
长期借款	574	574	574	574	PE	69.25	51.78	36.78	28.25
其他长期负债	488	488	488	488	PB	9.03	10.02	7.75	5.98
非流动负债合计	1,062	1,062	1,062	1,062					
负债合计	7,213	9,159	10,942	13,054					
股本	555	555	555	555					
少数股东权益	66	66	66	66					
股东权益合计	6,543	8,251	10,649	13,766					
负债和股东权益合计	13,756	17,409	21,591	26,819					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。