

智能座舱+智能驾驶产品带动业绩稳步增长， 抢跑汽车智能化

核心观点：

- **投资事件** 公司发布 2023 年中报，Q2 公司实现营收 47.41 亿元人民币，同/环比增速分别为 45%/19%，归母净利润 2.77 亿元，同/环比增速分别为 36%/-16%。Q2 公司毛利率为 20.29%，净利率为 5.83%。上半年公司总营收 87.24 亿元，同比增长 36.2%；归母净利润 6.07 亿元，同比增长 16.51%，扣非归母净利润为 5.28 亿元，同比增长 6.17%，实现基本每股收益 1.10 元。

- **我们的分析与判断**

（一）智能驾驶业务成为第二增长引擎，新产品配套量产造成毛利率短期承压。上半年公司三大业务板块智能座舱/智能驾驶/网联服务及其他分别实现营收 62.51/18.39/6.35 亿元，同比分别+18.57%/+86.38%/+325.34%，其中网联服务及其他在去年的低基数下增幅明显，智能驾驶业务成为公司第二增长引擎，

1) 新客户拓展方面，公司高算力智能驾驶域控制器在理想汽车、路特斯、上汽等众多客户的车型上实现配套量产，驱动智能驾驶业务高速增长，伴随公司更多轻量级、高性价比智能驾驶辅助方案获得多个项目定点，预计智能驾驶业务将持续为公司业绩贡献显著增量；

2) 毛利率方面，公司上半年综合毛利率为 20.65%，同比-3.33pct，Q2 单季毛利率 20.29%，同比-3.71pct，环比-0.80pct，其中，智能座舱/智能驾驶业务上半年毛利率分别为 19.62%/17.01%，同比分别-1.95pct 和-6.15pct，主要系新品配套量产初期规模效应较弱，且公司在激烈的市场竞争下选择牺牲一定盈利换取市场份额，毛利率短期有所承压，预计后续毛利率有望随着下游客户放量而有所回升；

3) 公司是英伟达目前在中国大陆地区首家且唯一 Tier 1 合作方，无论是小鹏 P7 基于 Xavier 芯片的自动驾驶计算平台，还是理想 L9 基于 OrinX 芯片的自动驾驶平台，集成方案均出自公司。背靠英伟达在自动驾驶领域芯片的绝对龙头地位，公司先发优势显著，高级辅助驾驶及自动驾驶领域将迎来厚积薄发。

（二）销售及管理费用率继续优化，部分对冲毛利率下滑影响。上半年公司销售费用率为 1.49%，同比-0.29pct，Q2 单季销售费用率为 1.52%，同比-0.26pct，环比+0.07pct，公司毛利率保持低位运行状态，竞争优势地位稳固；上半年管理费用率为 2.29%，同比-0.14pct，其中 Q2 管理费用率为 2.24%，同比-0.32pct，环比-0.11pct，继续处于优化通道，有效对冲毛利率下滑对盈利能力造成的部分影响，助力公司稳健经营。

（三）研发费用稳中有升，集成式汽车电子及高级自动辅助驾驶产品引领行业技术进步。上半年公司研发费用为 8.87 亿元，同比+36.69%，研发费用率为 10.16%，同比+0.04pct，研发费用与营收增速基本一致。目前公司前沿产品市场拓展进展顺利，第四代智能座舱域控制器和舱驾融合域控制器产品均已获得项目订单，蓝鲸系统、数字钥匙及软件服务产品持续迭代并获取更多项目订单，另有 SmartSolution2.0 智慧出行解决方案于上半年发布，搭载智能车载中央计算平台 ICPAurora+iBCM、全息技术、全场景智能蓝鲸生态系统、曲面双联屏、AR-HUD 技术解决方案、智能电子后视镜等公司最新产品技术。公司将继续依托技术领先的新产品不断拓展市场，技术研发投入有望充分发挥反哺作用，提升公司未来业绩增长潜力。

德赛西威（002920.SZ）

推荐 维持评级

分析师

石金漫

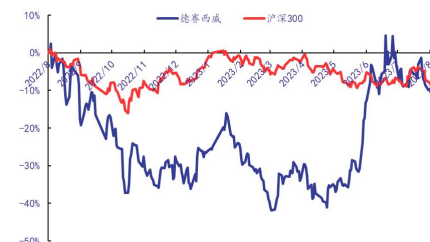
☎：010-80927689

✉：shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030002

市场数据	2023/8/16
A 股收盘价	147.66
股票代码	002920.SZ
A 股一年内最高价	179.50
A 股一年内最低价	93.09
上证指数	3150.13
市盈率（TTM）	68.52
总股本（万股）	55,519.80
流通市值(亿元)	819.81
总市值（亿元）	819.81

相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

- **投资建议:** 预计公司 2023~2025 年实现营收 206.36/263.17/319.68 亿元, 归母净利润 14.56/18.70/21.57 亿元, 对应每股收益分别为 2.62/3.37/3.88 元。维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1、下游客户销量不及预期的风险; 2、原材料价格上涨的风险; 3、地缘政治导致的原材料供应不足的风险。

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	14932.91	20636.04	26317.12	31968.18
增长率(%)	56.05	38.19	27.53	21.47
归母净利润(百万)	1183.85	1455.74	1870.10	2156.58
增长率(%)	42.13	22.97	28.46	15.32
摊薄 EPS(元)	2.13	2.62	3.37	3.88
PE	69.97	56.90	44.29	38.41

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院



附录：公司主要财务指标预测(百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	损益表	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,115	2,723	4,012	5,599	营业总收入	14,933	20,636	26,317	31,968
应收票据	99	115	146	178	%增长率	56.0%	38.2%	27.5%	21.5%
应收账款	4,464	4,752	5,944	7,078	营业成本	11,493	15,964	20,378	24,831
其他应收款	46	46	58	71	%销售收入	77.0%	77.4%	77.4%	77.7%
存货	3,416	3,619	4,461	5,213	毛利	3,440	4,672	5,940	7,137
其他流动资产	1,078	1,168	1,255	1,342	%销售收入	23.0%	22.6%	22.6%	22.3%
流动资产	10,218	12,423	15,876	19,480	税金及附加	58	78	103	125
长期股权投资	285	369	444	498	%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
固定资产	1,516	1,684	1,757	1,788	销售费用	235	330	408	480
在建工程	265	158	104	102	%销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%
无形资产	312	326	436	542	管理费用	387	537	684	831
商誉	7	0	0	0	%销售收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
其他非流动资产	1,153	1,131	1,163	1,188	研发费用	1,613	2,270	2,895	3,516
非流动资产	3,538	3,667	3,905	4,118	%销售收入	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%
资产总计	13,756	16,090	19,781	23,598	财务费用	45	23	-1	-20
短期借款	399	399	399	399	%销售收入	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%
应付票据	912	931	1,189	1,448	息税前利润 (EBIT)	1,205	1,475	1,865	2,132
应付账款	3,433	3,991	4,981	5,932	%销售收入	8.1%	7.1%	7.1%	6.7%
其他应付款	474	559	713	869	其他收益	253	338	432	527
其他流动负债	932	1,434	1,876	2,195	投资收益	-33	-47	-61	-74
流动负债	6,151	7,315	9,158	10,844	净敞口套期收益	0	0	0	0
长期借款	574	574	574	574	公允价值变动收益	64	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	信用减值损失	-100	-120	-150	-200
长期应付款	0	0	0	0	资产减值损失	-128	-155	-206	-308
其他长期负债	488	478	478	478	资产处置收益	0	0	0	0
负债	7,213	8,367	10,210	11,896	营业利润	1,158	1,450	1,866	2,152
股本	555	555	555	555	%增长率	35.2%	25.2%	28.7%	15.3%
资本公积	2,486	2,525	2,525	2,525	营业外收支	-1	2	0	1
其他综合收益	125	126	126	126	利润总额	1,157	1,452	1,866	2,153
归母所有者权益	6,477	7,676	9,546	11,703	%增长率	34.5%	25.4%	28.6%	15.4%
少数股东权益	66	47	25	-1	所得税	-14	15	19	22
所有者权益合计	6,543	7,723	9,571	11,702	所得税率	-1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
负债股东权益合	13,756	16,090	19,781	23,598	合并报表的净利润	1,171	1,437	1,847	2,131
					少数股东损益	-12	-19	-23	-26
					归属于母公司的净利润	1,184	1,456	1,870	2,157
					净利率	7.9%	7.1%	7.1%	6.7%
比率分析	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					净利润	1,184	1,456	1,870	2,157
净资产收益率	18.3%	19.0%	19.6%	18.4%	少数股东损益	-12	-19	-23	-26
总资产收益率	8.6%	9.0%	9.5%	9.1%	非现金支出	640	652	778	974
投入资本收益率	16.0%	16.6%	17.3%	16.5%	非经营收益	-28	84	100	112
成长能力					营运资金变动	-1,173	291	-671	-831
营业总收入增长	56.0%	38.2%	27.5%	21.5%	经营活动现金净流量	610	2,464	2,054	2,386
EBIT 增长率	31.2%	22.4%	26.5%	14.3%	资本开支	-1,296	-471	-589	-632
归母净利润增长	42.1%	23.0%	28.5%	15.3%	投资	-224	-84	-76	-53
总资产增长率	35.5%	17.0%	22.9%	19.3%	其他	474	-1	-61	-74
资产管理能力					投资活动现金净流量	-1,046	-555	-725	-759
应收账款周转天	85	80	73	73	股权融资	1	39	0	0
存货周转天数	85	79	71	70	债权融资	652	6	0	0
应付账款周转天	90	84	79	79	其他	-286	-354	-40	-40
总资产周转天数	288	260	245	244	筹资活动现金净流量	367	-309	-40	-40
偿债能力					现金净流量	-93	1,609	1,289	1,587
资产负债率	52.4%	52.0%	51.6%	50.4%	期初现金	1,129	1,037	2,645	3,934
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.8	期末现金	1,037	2,645	3,934	5,521
速动比率	1.0	1.1	1.1	1.2					
EBIT 利息保障倍	56.5	36.8	46.6	53.2					

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

分析师：石金漫，汽车行业首席分析师，香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn