

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

德赛西威 (002920.SZ)

投资评级

上次评级

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

德赛西威 (002920.SZ) : 23Q2 营收同比高增, 受汇率影响单季利润率承压

2023年8月18日

事件: 公司发布 2023 半年度报告, 2023 年上半年公司实现营收 87.2 亿元, 同比+36.2%; 归母净利润 6.1 亿元, 同比+16.5%; 其中 23Q2 实现营业收入 47.4 亿元, 同比+45.2%, 环比+19.0%; 归母净利润 2.8 亿元, 同比+36.2%。销售毛利率 20.3%, 同比-3.7pct, 环比-0.8pct; 销售净利率 5.8%, 同比-0.3pct, 环比-2.4pct。

点评:

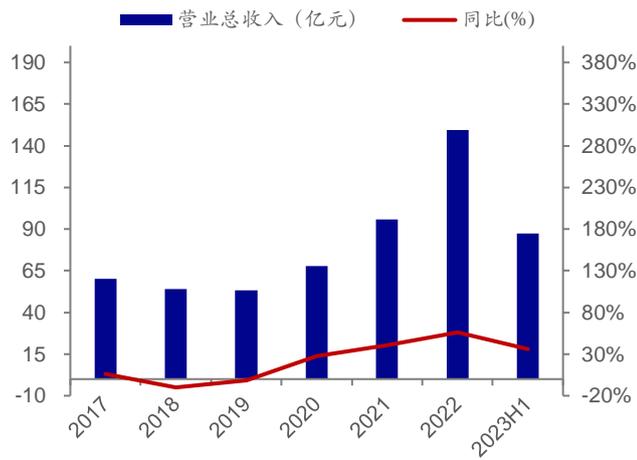
- **营收符合预期, 减值计提拖累净利润。** 公司 Q2 实现营收 47.4 亿元, 同比增长 45.2%, 环比增长 19.0%, 主要得益于智能座舱和智能驾驶产品终端需求逐步提升; 实现归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 36.2%, 环比下降 16.3%; 毛利率为 20.3%, 同比下降 3.7pct, 环比下降 0.8pct; 净利率为 5.8%, 同比下降 0.3pct, 环比下降 2.4pct。Q2 单季度公司计提信用减值损失 0.6 亿元, 系应收账款坏账计提; 资产减值损失 0.2 亿元, 主要系存货跌价计提。上半年在人民币汇率波动, 芯片等海外采购成本上升的情况下公司毛利率有所承压。长期看, 随着公司逐步开拓国产芯片供应商, 规模效应显现, 汇率逐步企稳, 期待利润率逐步回暖。
- **期间费用率稳中有降, 规模效应提升。** 费用率方面, 公司 23Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 1.5%/2.2%/10.2%/0.4%, 同比分别-0.3pct、-0.3pct、-1.1pct、-0.1pct, 环比分别+0.1pct、-0.1pct、+0.1pct、+0.2pct, 总体看, 期间费用率同比有所缩减, 环比基本持平。
- **产品结构及梯队进一步完善, 智能座舱及智能驾驶域控稳居行业前列。** 公司 23H1 智能座舱收入 62.5 亿元, 同比+18.6%, 毛利率 19.6%, 同比-2.1pct; 智能驾驶收入 18.4 亿元, 同比+86.4%, 毛利率 17.0%。公司第三代智能座舱域控制器已在理想/奇瑞新车型配套量产, 第四代产品已获得多个项目订单; 高算力智能驾驶域控制器配套理想/路特斯/上汽等车企车型实现量产。2023 年 1 月, 公司成功孵化量产车身域控制器, 在上海车展产出 CMS 和 AR-HUD 等智能座舱产品, 产品结构进一步扩充。
- **逐步搭建产能配套后续业务, 全球化战略有望走出新增量。** 公司惠南工业园二期项目工厂即将投产, 中西部基地项目亦已启动; 持续推进海外研发、制造能力的提升, 海外研发制造基地加速建设与扩产, 全资子公司德赛西威德国公司与德国客户 BMW 公司签署《商务合作协议》, 公司产品有望加速走向全球。
- **盈利预测与投资建议:** 公司是智能座舱及智能驾驶域控行业龙头, 网联业务版图持续拓展, 有望长期受益于智能化认可度及渗透率提升, 配套单车价值量增加的长期逻辑以及优质客户放量带来的规模优势, 同时有

望凭借海外市场开拓激发高基数下的增长强动能。我们维持此前营收预测，对应公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.5 亿元、21.5 亿元和 27.3 亿元，对应 EPS 分别为 2.6、3.9、4.9 元，对应 PE 分别为 54 倍、37 倍和 29 倍。

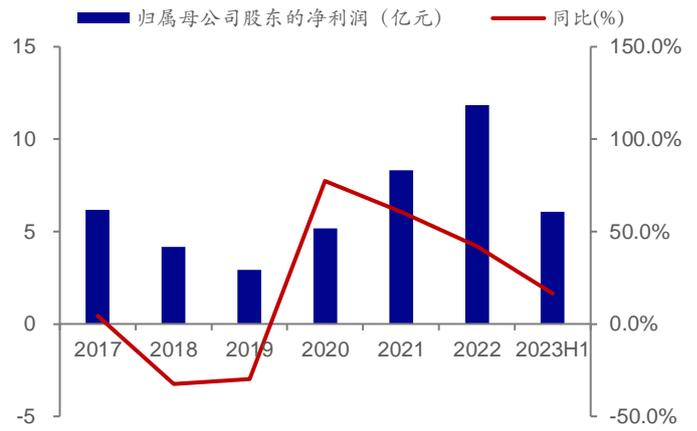
➤ **风险因素：**原材料价格波动、配套车企销量不及预期、年降压力、汇率波动、海外业务推进不及预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,569	14,933	19,223	25,347	30,416
增长率 YoY %	40.7%	56.0%	28.7%	31.9%	20.0%
归属母公司净利润 (百万元)	833	1,184	1,448	2,153	2,734
增长率 YoY%	60.7%	42.1%	22.3%	48.8%	27.0%
毛利率%	24.6%	23.0%	23.1%	23.8%	24.1%
净资产收益率 ROE%	15.6%	18.3%	18.7%	21.8%	21.7%
EPS(摊薄)(元)	1.50	2.13	2.61	3.88	4.92
市盈率 P/E(倍)	94.63	66.58	54.44	36.60	28.83
市净率 P/B(倍)	14.76	12.17	10.21	7.98	6.25

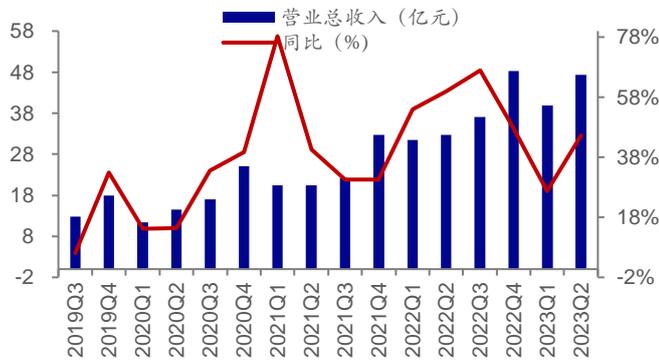
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 17 日收盘价

图 1：公司历年收入&同比增速


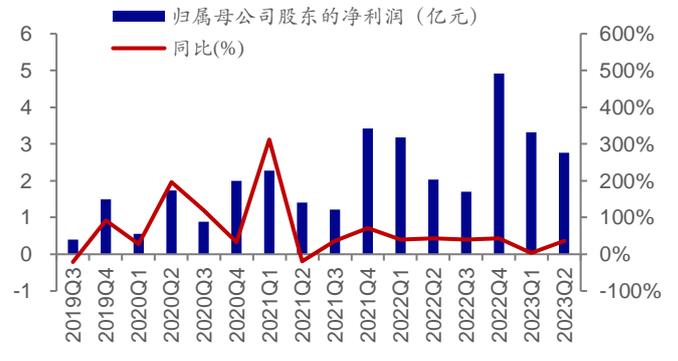
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：公司历年归母净利润&同比增速


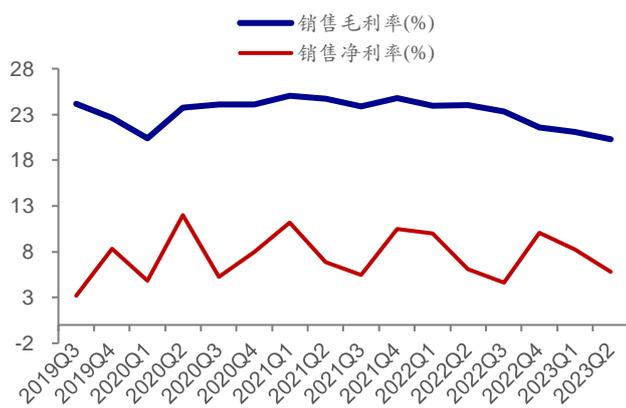
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司分季度收入&同比增速


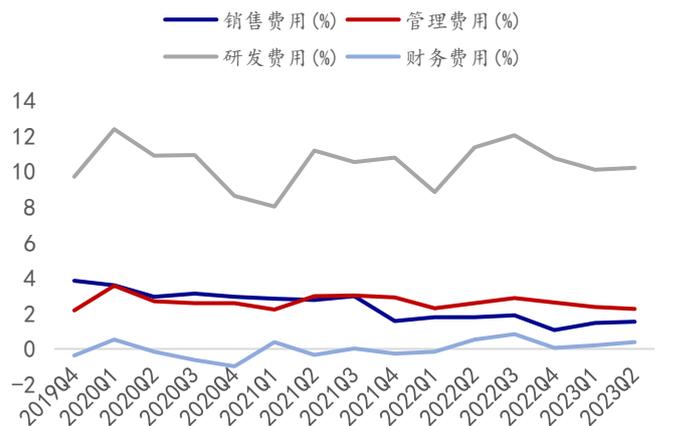
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：公司分季度归母净利润&同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司分季度销售毛利率&净利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司分季度费用率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

财务模型

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	7,669	10,218	11,165	15,114	18,842	
货币资金	1,162	1,115	2,085	5,767	8,657	
应收票据	64	99	98	124	129	
应收账款	2,588	4,464	4,649	5,293	5,747	
预付账款	18	33	35	50	62	
存货	2,035	3,416	3,327	2,344	2,796	
其他	1,803	1,092	971	1,536	1,450	
非流动资产	2,482	3,538	3,978	4,384	4,616	
长期股权投资	287	285	311	341	371	
固定资产(合计)	1,218	1,516	1,656	1,946	2,078	
无形资产	280	312	396	456	515	
其他	697	1,425	1,614	1,641	1,651	
资产总计	10,152	13,756	15,143	19,498	23,458	
流动负债	4,288	6,151	6,340	8,545	9,771	
短期借款	317	399	409	414	419	
应付票据	499	912	1,828	2,485	2,732	
应付账款	2,308	3,433	2,952	4,024	4,810	
其他	1,164	1,407	1,151	1,622	1,810	
非流动负债	447	1,062	1,030	1,031	1,032	
长期借款	0	574	567	567	567	
其他	447	488	462	463	464	
负债合计	4,735	7,213	7,369	9,575	10,802	
少数股东权益	78	66	52	47	46	
归属母公司股东权益	5,339	6,477	7,722	9,876	12,609	
负债和股东权益	10,152	13,756	15,143	19,498	23,458	
重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	9,569	14,933	19,223	25,347	30,416	
同比(%)	40.7%	56.0%	28.7%	31.9%	20.0%	
归属母公司净利润	833	1,184	1,448	2,153	2,734	
同比(%)	60.7%	42.1%	22.3%	48.8%	27.0%	
毛利率(%)	24.6%	23.0%	23.1%	23.8%	24.1%	
ROE%	15.6%	18.3%	18.7%	21.8%	21.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.50	2.13	2.61	3.88	4.92	
P/E	94.63	66.58	54.44	36.60	28.83	
P/B	14.76	12.17	10.21	7.98	6.25	
EV/EBITDA	63.26	36.13	41.84	28.24	22.00	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,569	14,933	19,223	25,347	30,416	
营业成本	7,215	11,493	14,782	19,314	23,086	
营业税金及附加	37	58	77	101	122	
销售费用	231	235	288	380	464	
管理费用	268	387	500	659	791	
研发费用	977	1,613	1,999	2,636	3,102	
财务费用	-8	45	35	25	-15	
减值损失合计	-56	-128	-45	-36	-28	
投资净收益	-29	-33	-48	-51	-68	
其他	93	217	31	53	23	
营业利润	857	1,158	1,479	2,197	2,793	
营业外收支	4	-1	-2	-4	-5	
利润总额	861	1,157	1,478	2,193	2,788	
所得税	29	-14	44	44	56	
净利润	832	1,171	1,433	2,149	2,733	
少数股东损益	-1	-12	-14	-5	-1	
归属母公司净利润	833	1,184	1,448	2,153	2,734	
EBITDA	1,230	1,618	1,860	2,625	3,240	
EPS(当年)(元)	1.51	2.15	2.61	3.88	4.92	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	843	610	2,059	4,620	3,722	
净利润	832	1,171	1,433	2,149	2,733	
折旧摊销	311	412	347	408	467	
财务费用	-1	51	47	48	48	
投资损失	13	19	48	51	68	
营运资金变动	-420	-1,173	23	1,724	123	
其它	109	129	160	241	284	
投资活动现金流	-773	-1,046	-839	-896	-790	
资本支出	-674	-1,296	-797	-785	-680	
长期投资	-242	-224	-46	-50	-40	
其他	143	474	5	-61	-70	
筹资活动现金流	464	367	-270	-42	-42	
吸收投资	332	1	81	0	0	
借款	318	1,064	3	5	5	
支付利息或股息	-170	-269	-353	-48	-48	
现金流净增加额	541	-93	970	3,682	2,890	

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。