

**证券研究报告—动态报告**

汽车汽配

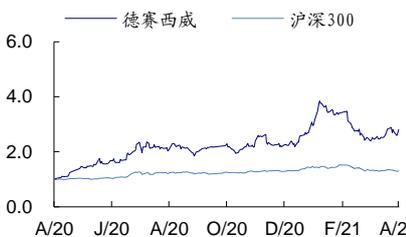
汽车零部件 II

**德赛西威(002920)**
**增持**

2020 年报暨 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 15 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	550/550
总市值/流通(百万元)	50,490/50,476
上证综指/深圳成指	3,417/13,738
12 个月最高/最低(元)	128.39/31.70

**相关研究报告:**

《德赛西威-002920-2020 年业绩预告点评: 业绩符合预期, 英伟达合作深化》——2021-01-18

 《德赛西威-002920-2020 年三季报点评: 营收增长提速, 英伟达合作深化》——2020-10-27  
 《德赛西威-002920-2020 年中报点评: 业绩符合预期, 现金流显著改善》——2020-08-17

《德赛西威-002920-2020 年一季报点评: 营收逆市增长, 一季报超预期》——2020-04-30

《德赛西威-002920-重大事件快评: 自动驾驶域控制器 IPU03 首款搭载小鹏 P7 上市, 高性价比具备爆款车型潜力》——2020-04-29

**证券分析师: 唐旭霞**

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**

# 一季报超预期, 新客户、新产品有序落地

**● 一季报超预期, 单季利润创历史新高**

公司 2021Q1 实现营收 20.42 亿元, 同比增加 78.30%; 归母净利 2.28 亿元, 同比增加 312.08%, 归母净利及增速创单季新高, 业绩超预期。2020 年实现营收 67.99 亿元, 同比增加 27.39%, 归母净利 5.18 亿元, 同比增加 77%。拆单季度看, 2020Q4 实现营收 25.01 亿元 (创营收单季新高), 同比增加 39.6%, 归母净利 2 亿元, 同比增加 33.74%; 整体来看, 2020 年公司新客户、新产品相继落地和量产, 年报符合预期, 一季报超预期, 存量客户高增长叠加新车型新项目贡献, 同时各项费用率下降 (尤其研发费率), 盈利能力提升。

**● 存量客户优于行业, 增量车型表现出色**

疫情背景下公司营收、利润逆势增长, 拆分业务智能驾驶和双联屏业务贡献核心增长; 拆分客户吉利、长安等增量可观, 存量客户销量增速强于行业 (2020 年一汽大众+2%、长城汽车+5%、吉利汽车-3%), 多款增量车型 CS75P (19 年四季度上市)、小鹏 P7 (20 年 4 月上市)、星瑞 (20 年 11 月上市) 等持续贡献, 其中 CS75 车型 21Q1 销量 10.63 万辆 (同比+121%), 持续促进 Q1。

**● 新客户持续开拓, 新产品有序量产, 共享合作促共赢**

**客户维度**, 深耕德系, 开拓日系、高端合资客户。2020 年突破江淮大众、马鲁蒂铃木 (印度)、丰田 (印度尼西亚) 等新客户, 并获得比亚迪、蔚来、理想、小鹏等优秀车企新订单。**产品维度**, 2020 年公司量产了基于 Hypervisor 架构的新一代智能座舱; 2020 年上半年在小鹏 P7 上进行搭载的自动驾驶域控制器 IPU03 是德赛西威首款自动驾驶域控制器产品; 基于英伟达 Orin 芯片的下一代自动驾驶域控制器 IPU04 已与理想汽车展开战略合作, 公司将着力推进其快速规模化量产; 同时公司的全自动泊车系统、360 度高清环视系统和驾驶员监测系统已批量供货给主流车企; 公司开放共享促共赢, 与富奥、一汽投资一同设立的富赛电子已投入运营。

**● 风险提示: 上游芯片紧缺对行业下游排产的风险。**
**● 投资建议: 上调盈利预测, 维持增持评级**

Q1 超预期, 上调盈利预测, 预计 21/22/23 年利润 7.9/9.9/12 亿 (原 21 年预计 5.7 亿), 对应 EPS 为 1.44/1.8/2.19 元, 对应 PE 为 64/51/42x, 维持增持。

**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,337	6,799	8,699	10,773	12,421
(+/-%)	-1.3%	27.4%	27.9%	23.8%	15.3%
净利润(百万元)	292	518	790	990	1206
(+/-%)	-29.8%	77.4%	52.4%	25.3%	21.8%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.94	1.44	1.80	2.19
EBIT Margin	15.9%	17.2%	7.9%	9.1%	9.6%
净资产收益率(ROE)	6.9%	11.2%	15.0%	16.3%	17.2%
市盈率(PE)	195.1	109.7	63.9	51.0	41.9
EV/EBITDA	22.7	44.3	68.2	48.7	40.6
市净率(PB)	4.87	12.25	9.58	8.33	7.18

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**2021Q1 公司业绩超预期, 利润创历史新高, 归母净利同比+312%。**公司 2021Q1 实现营收 20.42 亿元, 同比增加 78.30%, 环比减少 18.36%; 归母净利 2.28 亿元, 同比增加 312.08%, 环比增加 14.30%, 归母净利及增速创单季新高, 业绩好于预期。业绩增长来源于低基数背景下存量客户高增长 (销量端 21Q1 一汽大众+72%、吉利+62%、长城+125%、长安+111%), **21Q1 较去年同期有**新车型新项目贡献 (吉利、长城、红旗等), 同时规模化效应下公司各项费用率下降 (尤其是研发费用率), 盈利能力提升。

**2020 年业绩符合预期, 20Q4 营收创历史新高。**公司 2020 年实现营收 67.99 亿元, 同比增加 27.39%, 归母净利润 5.18 亿元, 同比增加 77.36%, 扣非归母净利润 4.62 亿元, 同比增加 117.50%。

**拆单季度看,**公司 2020Q4 实现营收 25.01 亿元 (创单季新高), Q4 营收端略超预期, 同比增加 39.61% (延续高增, Q1/Q2/Q3 增速分别为 14%/14%/34%), 环比增加 46.99%, 归母净利润 2 亿元, 同比增加 33.74%, 环比增加 125.15%。

**分产品看,**公司 2020 年车载信息娱乐系统实现营收 45.95 亿元 (同比+13.96%), 驾驶信息显示系统实现营收 11.07 亿元 (同比+135.55%), 驾驶信息显示系统业务营收增幅显著。

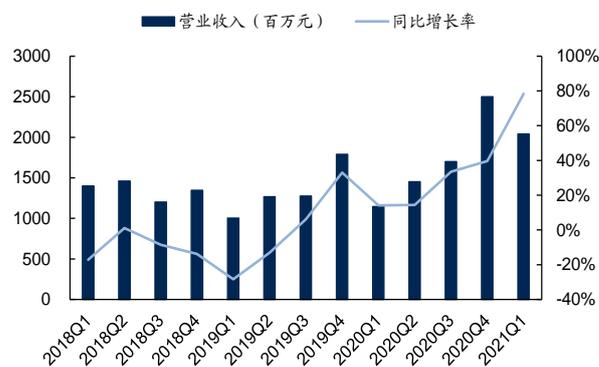
整体来看, 2020 年德赛西威业务符合预期, 20Q4 营收延续高增, 21Q1 归母净利创单季新高。2020 年, 虽面临疫情挑战, 公司智能座舱、智能驾驶及网联服务产品线业绩稳步提升, 新客户、新产品相继落地和量产, 营业收入同比增长; 同时, 公司持续推进精益经营、成本优化和研发效能提升, 归母净利增速由负转正并实现同比高增长 (2019/2020 增速分别为-30%/+77%)。2021Q1 公司销售收入增加, 各项费用开支管控到位, 利润可观。

图 1: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及增速



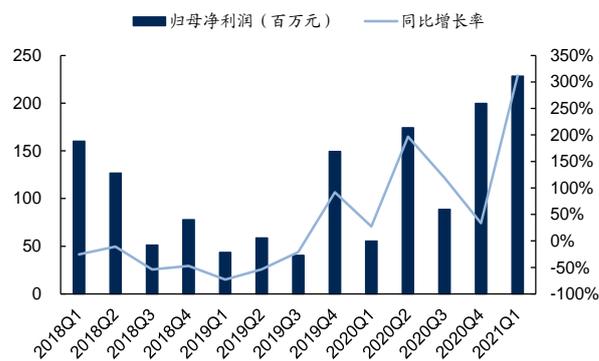
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**2020 年毛利率小幅微增，费用率管控到位。**公司 2020 年毛利率为 23.39%，同比上升 0.64pct，净利率为 7.62%，同比上升 2.15pct。拆单季度看，2020Q4 毛利率为 24.09%，同比上升 1.49pct，净利率为 8.00%，同比下降 0.34pct。费用率方面，2020 年公司四费率为 15.73%，同比下降 2.71pct，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 2.77/10.31/3.10/-0.46pct，同比变动 -0.10/-1.63/-0.50/-0.49pct。拆单季度看，2020Q4 四费率为 13.17%，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 2.59/8.62/2.95/-0.98pct，同比变动 +0.42/-1.08/-0.89/-0.59pct。公司 2020 年财务费用率有所下滑，主要系汇兑收益增加所致。

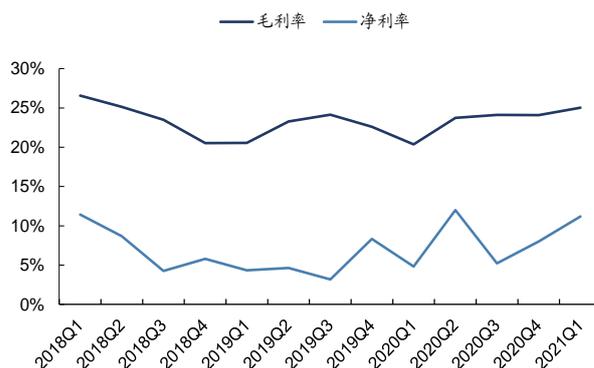
**2021Q1 毛利率同环比涨幅明显，费用率大幅改善。**2021Q1 毛利率为 25.04%，同比上升 4.69pct，环比上升 0.95pct；净利率为 11.18%，同比上升 6.36pct，环比上升 3.18pct。2021Q1 四费率为 13.43%，同比下降 6.62pct，环比上升 0.26pct。其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 2.22/8.02/2.82/0.37pct，同比变动 -1.34/-4.36/-0.78/-0.15pct，环比变动 -0.36/-0.59/-0.13/+1.35pct。

图 5：公司毛利率和净利率



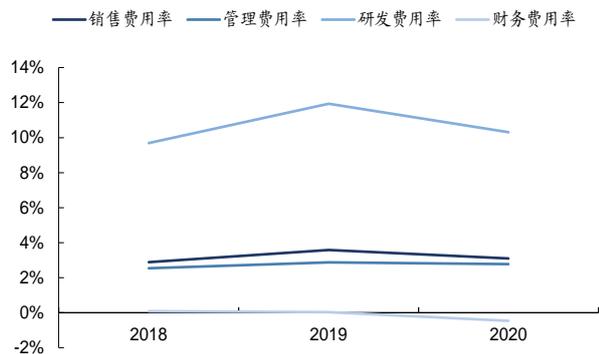
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



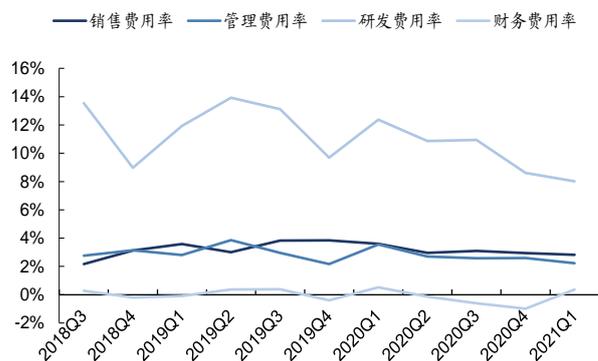
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

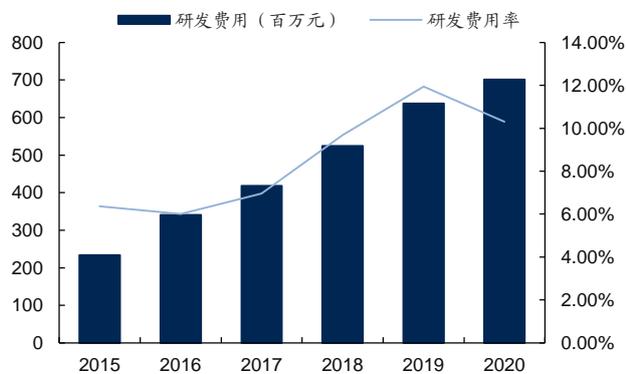
图 8：单季度四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

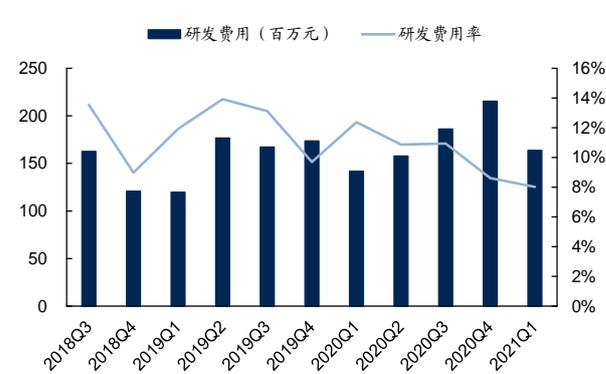
**2020 年研发费用增速平稳，研发费用率 10.31%。**2020 年德赛西威研发费用 7.01 亿元，同比+10.03%，研发费用率为 10.31%，2020Q4 研发费用 2.16 亿元，同比+24.08%，研发费用率为 8.62%。公司 2020 年度研发投入 8.17 亿元（部分资本化），占比销售额 12.02%，持续三年研发投入占比当年销售额超过 10%；研发人员占比达到 40.69%，研发团队的硕博人员占比持续提升。此外，公司进行的研发项目进展顺利，达到预定研发目的；通过研发项目，公司获取了大量的客户订单，形成了大量的专利、技术等，为后续的可持续发展奠定坚实的技术支持。

图 9：研发费用及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：单季度研发费用及费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

根据中国汽车工业协会发布数据，2020 年中国乘用车产销分别完成 1999.4 万辆和 2017.8 万辆，同比分别下降 6.5%和 6.0%，德赛西威归母净利润在行业下行背景下逆势增长 77%。**强劲的业绩增长主要得益于新客户、新产品落地量产与公司的精益经营。**一方面行业从 20Q4 以来产销进一步恢复，公司存量客户增速改善(20Q4 一汽大众销量+1%、吉利汽车销量+10%、长城汽车销量+28%、广汽乘用车销量+9%、上汽通用五菱销量+10%)，另一方面去年下半年批产的增量车型(长安 CS75/吉利博越、星越等/比亚迪/车和家等)持续爬坡。**公司 2018 年-2019 年新增年化订单较饱满，2020 年陆续进入量产阶段，未来两年营收有望保持稳健增速。**2021 年，公司营收增速 78%，重要客户销量表现亮眼(21Q1 一汽大众销量+72%、吉利汽车销量+62%、长城汽车销量+125%、长安汽车销量+111%、广汽乘用车销量+36%、上汽通用五菱销量+87%)。

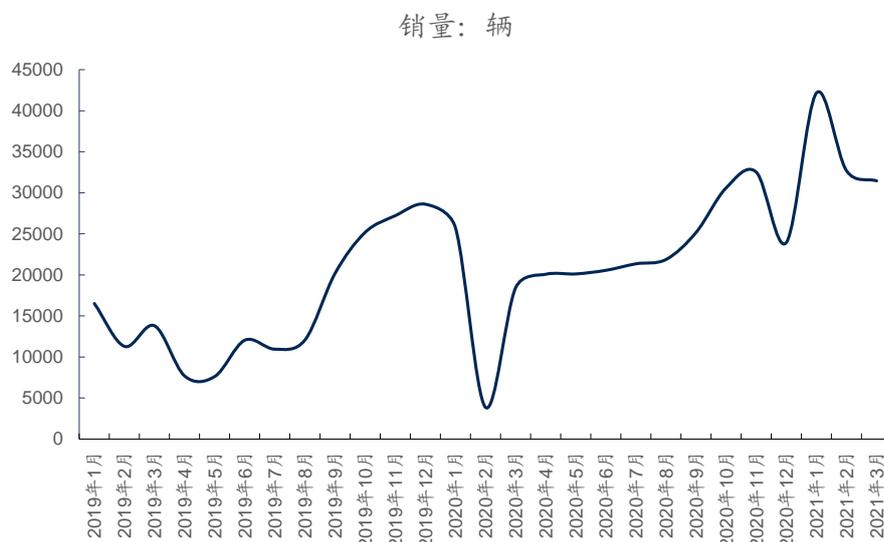
表 1: 德赛西威前几大客户近年销量变动

	2020 年营收 占比	2016 年销量 增速	2017 年销量 增速	2018 年销量 增速	2019 年销量 增速	2020 年销量 增速	2020Q4 销量增速	2021Q1 销量增速
一汽大众	19%	14%	5%	4%	1%	2%	1%	72%
吉利汽车	13%	50%	63%	20%	-9%	-3%	10%	62%
长城汽车	9%	29%	-2%	-4%	1%	5%	28%	125%
长安汽车	8%	-	-	-	-	14%	23%	111%
广汽乘用车	6%	95%	21%	5%	-28%	-8%	9%	36%
其他	45%	15%	5%	3%	-5%	-6%	9%	77%
下游客户加权产销增速		24%	5%	2%	-5%	-2%	11%	79%
德赛西威营收增速		55%	6%	-10%	-1%	27%	40%	78%

资料来源: 中汽协, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 (注: 此处 2016-2020 年加权销量增速以 2016 年-2020 年年报分别对应的下游客户营收占比进行一致性拟合, 20Q4、21Q1 销量增速以 2020 年年下游客户营收占比进行一致性拟合, 16-21Q1 其他客户销量增速假设统一以对应年份汽车行业销量增速计)

增量车型 CS75 自 2019 年三季度 PLUS 车型上市后销量实现跨越式增长, 20H2 销量 15.55 万辆 (同比+25%), 21Q1 销量 10.63 万辆 (同比+121%), 公司提供给 CS75P 的双联屏产品贡献了优秀的业绩。

图 11: 长安 CS75 自 2019 年三季度 PLUS 车型上市后销量实现跨越式增长



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

### 座舱电子是智能汽车核心升级零部件, 行业增量前景巨大

车机是座舱电子核心组件, 是未来智能汽车人机交互的入口, 近年来驾驶者对于车载娱乐系统的需求经历了内容、质量、形式的升级。整体趋势是从分区到集成, 从按键到一体化屏, 单车价值量由原来的 600-700 提升至 2000 元以上。

图 12: 座舱电子功能、形态升级

✓车载娱乐系统: 从收音机到智能多媒体



卡带收音机



车载CD机



车载DVD机

✓车载导航系统: 跟随通信技术的变迁



导航原型机 (CD-ROM存储)



CD导航系统 (三星+GPS)



动态车载导航 (现代无线通信)

✓车载仪表盘: 信息量和美观程度是仪表盘进步核心



机械式仪表盘



电子式仪表盘



液晶虚拟仪表盘

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

新客户持续开拓, 新产品有序量产, 共享合作促共赢

● 客户维度

公司“聚焦核心客户”的战略指引下, 持续巩固以欧美系、日系和自主品牌等主流车企为核心的客户结构。2020年公司突破江淮大众、马鲁蒂铃木(印度)、丰田(印度尼西亚)等新客户, 并获得一汽-大众、广汽丰田、一汽丰田、日本马自达、长城汽车、吉利汽车、广汽乘用车、比亚迪汽车、蔚来汽车、理想汽车、小鹏汽车等众多优秀车企的新项目订单。尽管疫情导致部分客户的新项目延期, 2020年公司仍然获得年化销售额70亿元的新项目订单, 涵盖智能座舱、智能驾驶、液晶仪表、网联服务以及大屏化车载信息娱乐系统等产品。2020年公司获得奇瑞汽车“优秀供应商奖”、广汽埃安“优秀供应保障奖”、奇瑞捷途“质量突破奖”、理想汽车“理想精神奖”和“理想TOP奖”等荣誉。2021年4月9日, 德赛西威与长安马自达续签合作协议, 并凭借着优质的产品和服务摘得“优秀供应商奖”。

图 13: 德赛西威获得“理想精神奖”和“理想TOP奖”



资料来源: 德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

图 14: 德赛西威获得“理想精神奖”和“理想TOP奖”



资料来源: 德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

● 产品维度

2020 年公司持续围绕智能座舱、智能驾驶和网联服务三大产品线布局。

1) **智能座舱**。2020 年，公司的多屏智能座舱产品已在广汽乘用车、长城汽车、长安汽车、奇瑞汽车、理想汽车、天际汽车等多家国内领先车企的车型上规模化配套量产，并持续获得一汽红旗、广汽乘用车、长安汽车等核心客户的新项目订单，融合座舱产品及座舱域控制器正步入规模化销售快速提升的新阶段。2020 年，公司量产了基于 Hypervisor 架构的新一代智能座舱，该座舱域控制器采用了 QNX®Hypervisor 和 QNX®Neutrino®实时操作系统 (RTOS)，搭载公司最新的 AR 导航功能，为乘客带来更安全、舒适的驾乘体验。2020 年 9 月 27 日，奇瑞全新旗舰级 SUV 瑞虎 8 PLUS 在北京车展正式开启预售，意味着德赛西威全球率先量产的智能座舱域控制器产品落地；该产品已获得广汽、理想、天际等车厂客户的在研项目。2021 年 3 月 9 日，BlackBerry 宣布与德赛西威携手推出一机双屏虚拟智能座舱域控制器，用于提高驾驶安全性，目前，奇瑞瑞虎 8 Plus 和捷途 X90 车型均搭载了德赛西威最新的智能座舱域控制器。

图 15: 德赛西威最新智能座舱域控制器



资料来源：德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

图 16: 德赛西威首个 AR 导航方案量产落地



资料来源：德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

公司长期以来的核心产品信息娱乐系统和新兴业务显示模组及系统、液晶仪表均获得良好发展，其中显示模组及系统液晶仪表均实现销售额同比增长超过 100%，充足的订单储备将推进其持续快速发展。2020 年，公司信息娱乐系统业务相继突破丰田（印度尼西亚）、马鲁蒂铃木（印度）等白点客户，亦获得一汽-大众、长安福特、一汽丰田、广汽丰田、Carmax、日本马自达、长城汽车、吉利汽车、广汽乘用车等客户的新项目订单，进一步加强了公司与核心客户的合作深度；显示模组及系统业务已覆盖国内大部分主流 OEM 客户，并获得了白点客户一汽红旗、东风乘用车的新项目订单，新订单的逐步落地将持续推进该业务的快速发展；液晶仪表业务已批量配套比亚迪、广汽乘用车、吉利汽车、长城汽车、奇瑞汽车等众多车厂，并突破了一汽红旗等新客户。

2) **智能驾驶**。2020 年，公司智能驾驶业务的销售额继续保持 100% 以上的增长速度，智能驾驶产品规模化提速，新产品、新技术加速迭代落地。

**IPU03 自动驾驶域控制器**已在小鹏汽车的车型上配套量产，并将配套其他车型，该产品荣获“2020 年金辑奖-创新技术奖”和“广州创新力黑科技奖”。**IPU03 作为整车实现 L3 级自动驾驶域控制器**，通过多传感器进行数据采集，可以实时计算整车自身行驶状态以及周边环境的数据信息，实现 360 度全方位感知融合并做出安全的决策及控制，提供舒适安全的车辆驾驶体验。该控制器同时能够支持高低速场景下的自动驾驶功能，通过不同传感器配置可以实现高速场景下的上下匝道、自主变道，城市道路的塞车自动跟车，低速场景下的自动泊车 APA 以及代客泊车 AVP 等功能，用同一个控制器配合不同传感器配置来实现各种场景的智能化驾驶辅助或有条件自动驾驶功能。作为整车实现自动驾驶功能的中央处理单元，IPU03 满足车规要求，操作系统采用 QNX Safety OS，MCU 端采用包含 Safety 组件的 Autosar 操作系统，硬件设计考虑了备份冗余设计，

整体达到 ISO26262 功能安全 ASIL D 等级，为小鹏 P7 的智能驾驶系统提供安全保障；同时，Xavier 算力高达每秒 30 万亿次（30TOPS），可实时处理来自车辆雷达、摄像头、激光雷达和超声波系统的海量数据，运行感知、定位、规划和控制等算法；IPU03 支持丰富的外接设备，连接 12 路摄像头、12 路 CAN 汽车总线、2 路 LVDS、8 路千兆及 1 路万兆车载以太网等。2020 年 4 月在小鹏 P7 上进行搭载的自动驾驶域控制器 IPU03 是德赛西威首款自动驾驶域控制器产品，基于 Xavier 芯片和 QNX Safety OS，算力高达每秒 30 万亿次（30TOPS），具备较高技术含量和较高价值量，也实现了国内自主品牌零部件企业真正意义上的域控制器量产。

图 17：小鹏 P7 车内娱乐（侧）



资料来源：小鹏官网、国信证券经济研究所整理

图 7：IPU03 性能图



资料来源：德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

**基于英伟达 Orin 芯片的下一代自动驾驶域控制器 IPU04 已与理想汽车展开战略合作，公司将着力推进其快速规模化量产。**2020 年 9 月 22 日，理想汽车与全球领先的人工智能计算公司 NVIDIA 及 NVIDIA 中国合作伙伴德赛西威在北京签订三方战略合作协议。理想汽车将在 2022 年推出的全尺寸增程式智能 SUV 上率先使用 NVIDIA Orin 系统级芯片中运算能力最强的产品。理想汽车选用的 NVIDIA Orin 系统级芯片发布于 2019 年，计划于 2022 年正式投产。Orin 采用了 7nm 的生产工艺，可实现每秒 200TOPS 运算性能，相比上一代 Xavier 系统级芯片运算性能提升了 7 倍。在运算性能提升巨大的情况下，Orin 的功耗仅为 45 瓦，与上一代产品一致。此外，理想汽车将为终端用户提供可升级的方案，标配单片 Orin 可拥有 200TOPS 算力，可提供 Level 2+ 级别的高级辅助驾驶功能，升级到双片 Orin 后算力达到 400TOPS，可提供 Level 4 级别自动驾驶方案。未来使用的 GPU 可以进一步扩展算力，理论最高可达到 2000TOPS，为实现 Level 5 级别自动驾驶预留充足的硬件能力。德赛西威作为中国自动驾驶供应商中的佼佼者，将基于 Orin 系统级芯片的强大运算能力，为理想汽车提供了性能优异的自动驾驶域控制器，理想汽车将在此基础上独立完成所有自动驾驶的程序设计和算法逻辑的设定，成为国内首个可以完整独立开发 Level 4 级别自动驾驶系统的新能源车企。

图 8: 理想、英伟达、德赛西威达成战略合作



资料来源: 德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

图 20: 德赛西威总经理高大鹏发言



资料来源: 德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

德赛西威首个 C-V2X 技术量产落地别克 GL8 Avenir 艾维亚。搭载德赛西威 C-V2X 无线通信技术, 2021 款别克 GL8 Avenir 艾维亚智能化表现更进一步, 可实现车与车通讯相关的紧急制动预警 EBW、车辆失控预警 CLW、异常车辆提醒 AVW、交叉路口碰撞预警 ICW, 以及车与道路基础设施通讯相关的限速预警 SLW、闯红灯预警 SVW、道路危险状况提示 HLW、绿波车速引导 GLOSA 等功能。在 C-V2X 无线通信技术的加持下, 当一部分车辆的自动驾驶功能还停留在遇到红绿灯可以自动停车的阶段时, 2021 款别克 GL8 Avenir 艾维亚可通过 C-V2X 无线通信技术与城市交通信号灯的互联, 可以根据信号灯实时数据, 向驾驶者提供建议车速, 让每一个路口都能“巧遇”绿灯。德赛西威 C-V2X 无线通信技术有连接速度快、传输延迟短的特点, 可透过部分障碍物进行数据传输, 提升车辆在视线盲区的感知力, 拥有高度的精确性、可靠性及强大的非视距性能, 大大提升了用户驾驶体验、交通效率以及安全性。该技术在车载终端领域拥有良好的客户基础和供应商资源, 在 2010 年开始车载联网产品的研发, 2019 年基于高通 9628 方案的 4G 车载终端, 已在国内数家合资车企多款车型上搭载。该套技术能够令搭载该功能的车辆实现车与车、车与道路基础设施之间的信息交互及共享能力。

图 21: 别克 GL8 Avenir 艾维亚



资料来源: 德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

图 22: C-V2X 技术应用



资料来源: 德赛西威公众号、国信证券经济研究所整理

自动泊车、自动紧急刹车等自动驾驶辅助功能产品有序落地。公司的全自动泊车系统、360 度高清环视系统和驾驶员监测系统等产品已批量供货给国内众多主流车企, 销售规模快速上涨, 并成功突破上汽通用、长城汽车、上汽乘用车、蔚来汽车等白点客户; 新一代融合了全自动泊车、代客泊车、遥控泊车、自动紧急刹车、高速自动驾驶辅助、拥堵自动跟车等众多更高级别自动驾驶辅助功

能的产品将为客户带来更好的驾驶体验和更高性价比，目前已获得国内领军车企的新项目订单。2020年，德赛西威为领克06的智能驾驶赋能打造了一键泊车功能。不需要人工干预的情况下，实现轻松停车入库，其中备受青睐的540°全景影像智能配置包含360°全景影像系统+180°底盘透视，实时采集路面信息，为驾驶者提供全方位的观察视角消除驾乘视野盲区，有效规避风险。德赛西威坚持创领更安全、舒适和高效的出行生活，从生活中的细节出发，为用户打造体验感更佳智能驾驶服务。

图 23：德赛西威一键泊车功能



资料来源：德赛西威公众号，国信证券经济研究所整理

**3) 网联服务。**车载网联服务业务作为公司三大产品线之一，拥有广阔的市场前景，公司已推出整车级OTA、网络安全、蓝鲸OS3.0终端软件等网联服务产品，并已经陆续实现商品化。2020年，公司突破长安福特、江淮大众、赢彻科技等白点客户，助力一汽-大众捷达品牌首次车联网OTA升级，和华为合作带有Hicar功能的主机也在多个OEM项目中应用。

**公司开放共享、协同合作，促进共赢。**2020年11月，公司作为首批副理事长单位正式加入由国家新能源汽车技术创新中心牵头设立的中国汽车芯片产业创新战略联盟。此外，公司与富奥、一汽投资一同设立的富赛电子已投入运营。2019年12月2日，一汽旗下零部件企业富奥汽车零部件股份有限公司与德赛西威双方联手一汽集团在长春市共同成立富赛汽车电子有限公司。2020年8月15日上午8点，富赛汽车电子研发中心、富赛汽车电子工业园项目启动仪式在长春市隆重举行。富赛汽车电子项目一期总面积达到29872平方米，二期生产工厂大楼面积12096平方米，总投资14亿元。一汽集团各体系将和富赛汽车电子加强紧密合作，在智能座舱、智能驾驶、网联服务多维度上开放合作、共同担当、协同创新。力争用3-5年时间，在业务规模、技术能力、智能制造、数字化服务管理等方面，把富赛汽车电子打造成具有国际一流、国内领先水平的汽车智电企业，为推动中国一汽快速发展提供支撑。德赛西威将全力支持富赛汽车电子在各方面能力的构建，围绕双方新产品策划、研发、制造等方面的优势共同发力，以助力富赛汽车电子快速立足于智能座舱、智能驾驶和网联服务三大领域，为智能网联汽车的发展提供技术支持，富赛汽车电子将致力于成为国际领先的汽车电子企业及未来出行变革的创领者。

**投资建议：上调盈利预测，维持增持评级**

德赛西威作为自主车机龙头企业：

1) 传统产品方面受益于单车价值量提升:囊括中控屏和液晶仪表的车机是座舱电子核心组件,是未来智能汽车人机交互的入口,近年来驾驶者对于车载娱乐系统的需求经历了内容、质量、形式的升级。整体趋势是从分区到集成,从按键到一体化屏,单车价值量由原来的 600-700 提升至 2000 元以上,德赛西威作为自主车机龙头企业核心受益于传统车机业务升级。

2) 在车机主业以外新产品方面专研智能驾驶和车联网:公司在智能驾驶、智能座舱以及车联网方面均取得阶段性进展,新产品如全自动泊车系统、多屏互动的智能座舱产品等陆续落地量产,销量和订单获取量持续提升,2020 年公司量产了基于 Hypervisor 架构的新一代智能座舱;2020 年上半年在小鹏 P7 上进行搭载的自动驾驶域控制器 IPU03 是德赛西威首款自动驾驶域控制器产品,基于 Xavier 芯片和 QNX Safety OS,算力高达每秒 30 万亿次(30TOPS),具备较高技术含量和较高价值量,也实现了国内自主品牌零部件企业真正意义上的域控制器量产;基于英伟达 Orin 芯片的下一代自动驾驶域控制器 IPU04 已与理想汽车展开战略合作,公司将着力推进其快速规模化量产。同时公司的全自动泊车系统、360 度高清环视系统和驾驶员监测系统等产品已批量供货给国内众多主流车企,新一代融合了全自动泊车、代客泊车等众多更高级别自动驾驶辅助功能的产品目前已获得国内领军车企的新项目订单;网联服务事业部助力一汽-大众捷达品牌首次车联网 OTA 升级。

3) 新客户方面深耕德系,开拓日系、高端合资客户:2020 年公司突破江淮大众、马鲁蒂铃木(印度)、丰田(印度尼西亚)等新客户,并获得一汽-大众、广汽丰田、一汽丰田、日本马自达、长城汽车、吉利汽车、广汽乘用车、比亚迪汽车、蔚来汽车、理想汽车、小鹏汽车等众多优秀车企的新项目订单。尽管疫情导致部分客户的新项目延期,2020 年公司仍然获得年化销售额 70 亿元的新项目订单,涵盖智能座舱、智能驾驶、液晶仪表、网联服务以及大屏化车载信息娱乐系统等产品。

Q1 超预期,上调盈利预测,预计 21/22/23 年利润 7.9/9.9/12 亿(原 21 年预计 5.7 亿),对应 EPS 为 1.44/1.8/2.19 元,对应 PE 为 64/51/42x,维持增持评级。

**表 2: 可比公司估值表**

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
002405.SZ	四维图新	无评级	14.48	330	-	0.16	0.2	-	90.50	72.40
300496.SZ	中科创达	买入	124.33	526	1.05	1.50	2.08	118.41	82.89	59.77
603786.SH	科博达	增持	68.34	273	1.3	1.67	2.22	52.57	40.92	30.78
平均					1.18	1.11	1.50	85.49	71.44	54.32
002920.SZ	德赛西威	增持	91.8	505	0.94	1.44	1.80	97.44	63.93	51.01

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理(注:四维图新、中科创达取 Wind 一致预期)

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	611	652	885	1380	营业收入	6799	8699	10773	12421
应收款项	2014	2383	2951	3403	营业成本	5209	6658	8226	9475
存货净额	1101	1812	2235	2573	营业税金及附加	25	35	43	50
其他流动资产	802	174	215	248	销售费用	210	261	302	335
<b>流动资产合计</b>	<b>5609</b>	<b>6101</b>	<b>7367</b>	<b>8685</b>	管理费用	189	1057	1219	1367
固定资产	1009	1074	1212	1353	财务费用	(31)	(13)	(18)	(24)
无形资产及其他	317	306	294	282	投资收益	(9)	100	0	0
投资性房地产	473	473	473	473	资产减值及公允价值变动	72	0	0	0
长期股权投资	142	142	142	142	其他收入	(725)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7550</b>	<b>8096</b>	<b>9488</b>	<b>10934</b>	营业利润	536	801	1001	1218
短期借款及交易性金融负债	3	130	130	130	营业外净收支	(2)	14	20	25
应付款项	2005	2174	2682	3088	<b>利润总额</b>	<b>534</b>	<b>814</b>	<b>1021</b>	<b>1243</b>
其他流动负债	553	396	483	554	所得税费用	16	24	31	37
<b>流动负债合计</b>	<b>2561</b>	<b>2700</b>	<b>3295</b>	<b>3772</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>518</b>	<b>790</b>	<b>990</b>	<b>1206</b>
其他长期负债	346	351	356	361					
<b>长期负债合计</b>	<b>346</b>	<b>121</b>	<b>126</b>	<b>131</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2907</b>	<b>2821</b>	<b>3421</b>	<b>3903</b>	净利润	518	790	990	1206
少数股东权益	3	3	3	3	资产减值准备	11	94	30	28
股东权益	4640	5272	6064	7028	折旧摊销	184	94	125	144
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7550</b>	<b>8096</b>	<b>9488</b>	<b>10934</b>	公允价值变动损失	(72)	0	0	0
					财务费用	(31)	(13)	(18)	(24)
关键财务与估值指标					营运资本变动	1339	(341)	(403)	(313)
每股收益	0.94	1.44	1.80	2.19	其它	(11)	(94)	(30)	(28)
每股红利	0.20	0.29	0.36	0.44	<b>经营活动现金流</b>	<b>1969</b>	<b>542</b>	<b>712</b>	<b>1037</b>
每股净资产	8.44	9.59	11.03	12.78	资本开支	(495)	(241)	(281)	(301)
ROIC	32%	19%	24%	25%	其它投资现金流	(980)	0	0	0
ROE	11%	15%	16%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1584)</b>	<b>(241)</b>	<b>(281)</b>	<b>(301)</b>
毛利率	23%	23%	24%	24%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	8%	9%	10%	负债净变化	(2)	(230)	0	0
EBITDA Margin	20%	9%	10%	11%	支付股利、利息	(110)	(158)	(198)	(241)
收入增长	27%	28%	24%	15%	其它融资现金流	104	127	0	0
净利润增长率	77%	52%	25%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(121)</b>	<b>(261)</b>	<b>(198)</b>	<b>(241)</b>
资产负债率	39%	35%	36%	36%	<b>现金净变动</b>	<b>264</b>	<b>41</b>	<b>233</b>	<b>495</b>
息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	348	611	652	885
P/E	97.4	63.9	51.0	41.9	货币资金的期末余额	611	652	885	1380
P/B	10.9	9.6	8.3	7.2	企业自由现金流	2161	179	394	689
EV/EBITDA	39.5	68.2	48.7	40.6	权益自由现金流	2263	89	411	712

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032