

2021年04月15日

# 德赛西威 (002920.SZ)

## 动态分析

### 业绩连续高增长，智能化打开长期成长空间

#### 投资要点

- ◆ **事件：**近日，公司发布 2020 年年报和 2021 年一季报。公司 2020 年实现营收 67.99 亿元，同比增长 27.39%；实现归母净利润 5.18 亿元，同比增长 77.36%。其中 Q4 实现营收 25.01 亿元，同比增长 39.61%；实现归母净利润 2.00 亿元，同比增长 33.74%。2021 年 Q1 实现营收 20.42 亿元，同比增长 78.30%；实现归母净利润 2.28 亿元，同比增长 312.08%，扣非净利润 2.23 亿元，同比增长 416.11%。
- ◆ **新业务规模化加速，营收及净利润连续 6 个季度高增长，其中 2020 年 Q4 营收和扣非净利润创近年新高：**公司在 2020 年国内乘用车销量下降 6% 的背景下全年实现逆势高增长，全年营收 67.99 亿元，同比增长 27.39%。分业务看：驾驶信息显示系统、智能驾驶业务贡献主要增量，2020 年营收分别同比增长 135.6% 和 63.7%。公司自 2019 年 Q4 开始连续 6 个季度营收和净利润高增长主要受益于核心业务 ADAS+仪表+座舱类产品放量，其中 2020 年 Q4 实现营收 25.01 亿元，同比增长 39.6%，环比增长 47.0%，单季营收创近年新高。
- ◆ **费用管控能力增强，盈利能力提升：**2020 年毛利率为 23.39%，同比增长 0.64 个百分点；其中 Q4 毛利率为 24.09%，同比增长 1.49 个百分点。2020 年净利率为 7.62%，同比增长 2.15 个百分点；其中 Q4 净利率为 8.00%，同比下降 0.34 个百分点。公司 2020 年费用同比增长 8.53% 至 10.69 亿元，期间费用率为 15.72%，比上年下降 2.73 个百分点。其中，销售、管理、研发费用同比分别 +9.38%/+22.73%/+10.05% 至 2.10 亿元/1.89 亿元/7.01 亿元；费用率分别 -0.51pct/-0.11pct/-1.63pct 至 3.09%/2.78%/10.31%。2021 年 Q1 毛利率环比 +0.95pct 至 25.04%，净利率环比 +3.18pct 至 11.18%，盈利能力进一步提升。
- ◆ **智能座舱+智能驾驶业务齐增长，打开长期成长空间：1) 智能座舱业务：拓展新客户+软件实力提升。**核心产品车载信息娱乐系统 2020 年相继突破丰田（印度尼西亚）、马鲁蒂铃木（印度）等客户，并获得原有核心客户新项目订单；新产品多屏智能座舱现已在多家国内领先车企车型中配套供货，并获得一汽红旗、广汽乘用车、长安汽车等新项目订单；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 QNX@Hypervisor 和 QNX@Neutrino@实时操作系统，搭载公司最新的 AR 导航功能，软件实力提升。**2) 智能驾驶业务：**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上汽通用、长城、上汽、蔚来等客户；公司作为英伟达全球六大合作伙伴之一，与英伟达签署长期战略合作协议。基于英伟达 XavierL3 级自动驾驶域控制器 IPU03 已在小鹏上配套量产；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。英伟达的背书或将助力公司成为智能驾驶领域的龙头供应商。
- ◆ **投资建议：**我们上调公司 2021 年至 2023 年归母净利润预测分别至 9.1 亿元、11.9 亿元和 14.9 亿元，净资产收益率分别为 17.0%、18.5% 和 19.1%。维持“买入-B”的投资评级。

汽车 | 汽车零部件 III

投资评级

**买入-B(维持)**

股价(2021-04-14)

91.80 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	50,490.00
流通市值(百万元)	50,476.23
总股本(百万股)	550.00
流通股本(百万股)	549.85
12 个月价格区间	30.38/128.39 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.95	1.05	138.1
绝对收益	3.14	-16.06	165.08

分析师

林帆

SAC 执业证书编号：S0910520120001

linfan@huajinsec.cn

021-20377188

#### 相关报告

 德赛西威：营收环比增长，毛利率改善  
 2020-11-02

◆ **风险提示:** 汽车销量不及预期; 客户拓展不及预期; 芯片短缺的影响。

#### 财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,337	6,799	10,127	12,941	16,262
YoY(%)	-1.3	27.4	48.9	27.8	25.7
净利润(百万元)	292	518	914	1,191	1,486
YoY(%)	-29.8	77.4	76.5	30.2	24.8
毛利率(%)	22.7	23.4	25.8	26.2	25.9
EPS(摊薄/元)	0.53	0.94	1.66	2.17	2.70
ROE(%)	6.9	11.2	17.0	18.5	19.1
P/E(倍)	172.8	97.4	55.2	42.4	34.0
P/B(倍)	12.0	10.9	9.4	7.8	6.5
净利率(%)	5.5	7.6	9.0	9.2	9.1

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

一、新业务规模化加速，业绩连续 6 季度高增长.....	4
二、智能化赛道广阔，打开公司长期增长空间.....	6
三、盈利预测.....	7
四、风险提示.....	7

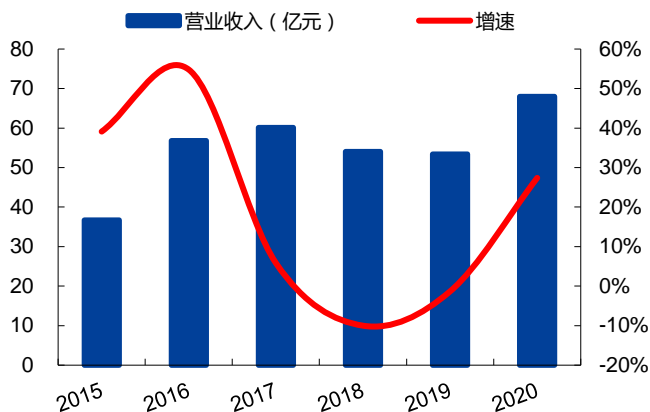
## 图表目录

图 1：营收（亿元）及增速（年度）.....	4
图 2：归母净利润（亿元）及增速（年度）.....	4
图 3：营收（亿元）及增速（季度）.....	4
图 4：归母净利润（亿元）及增速（季度）.....	4
图 5：年度净利率和年度毛利率.....	5
图 6：季度净利率和季度毛利率.....	5
图 7：期间费用（亿元）和费用率.....	5
图 8：销售、管理、财务和研发费用（亿元）.....	5
图 9：销售、管理、财务和研发费用率（年度）.....	5
图 10：销售、管理、财务和研发费用率（季度）.....	5
图 11：公司近五年主营业务情况.....	6
图 12：公司 2020 年各业务占比.....	6
图 13：全球智能座舱市场规模（亿美元）.....	6
图 14：中国智能座舱市场规模（亿元）.....	6
图 15：ADAS 市场规模测算（亿元）.....	7

## 一、新业务规模化加速，业绩连续 6 季度高增长

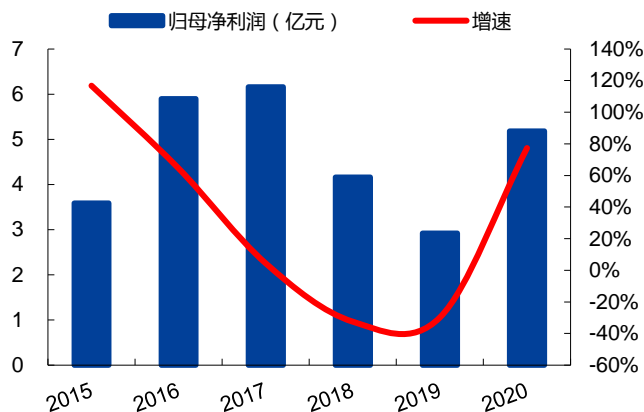
公司 2020 年实现营收 67.99 亿元，同比增长 27.39%；实现归母净利润 5.18 亿元，同比增长 77.36%。其中 Q4 实现营收 25.01 亿元，同比增长 39.61%；实现归母净利润 2.00 亿元，同比增长 33.74%。2021 年 Q1 实现营收 20.42 亿元，同比增长 78.30%；实现归母净利润 2.28 亿元，同比增长 312.08%，扣非净利润 2.23 亿元，同比增长 416.11%。公司自 2019 年 Q4 开始连续 6 个季度实现营收和净利润高增长。

图 1：营收（亿元）及增速（年度）



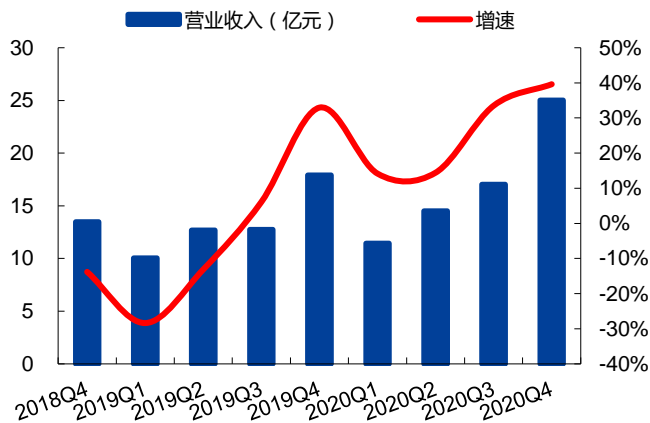
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 2：归母净利润（亿元）及增速（年度）



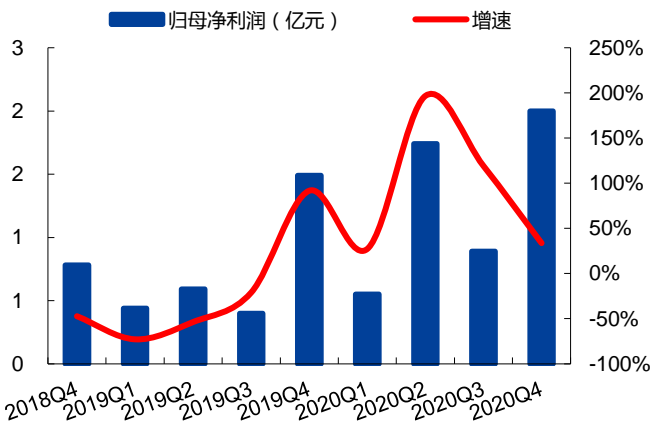
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 3：营收（亿元）及增速（季度）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

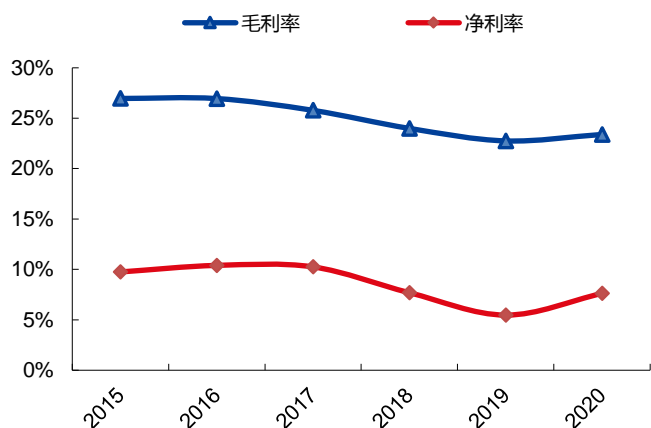
图 4：归母净利润（亿元）及增速（季度）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

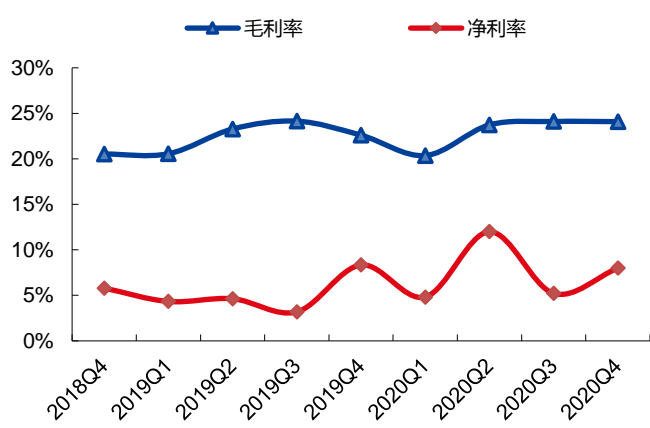
规模效应已现，毛利率有所提升。2020 年毛利率为 23.39%，同比增长 0.64 个百分点；其中 Q4 毛利率为 24.09%，同比增长 1.49 个百分点。2020 年净利率为 7.62%，同比增长 2.15 个百分点；其中 Q4 净利率为 8.00%，同比下降 0.34 个百分点。2021 年 Q1 毛利率环比+0.95pct 至 25.04%，净利率环比+3.18pct 至 11.18%，盈利能力进一步提升。

图 5：年度净利润率和年度毛利率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

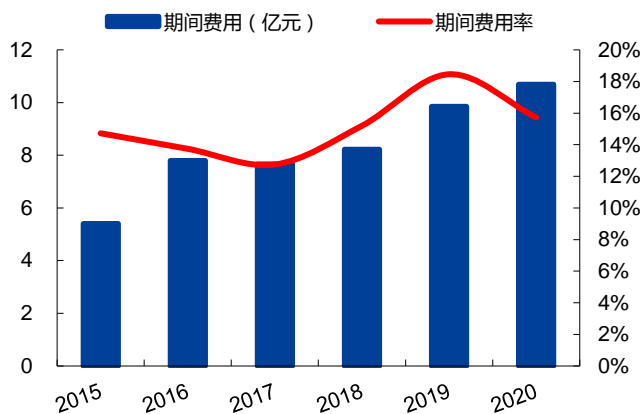
图 6：季度净利润率和季度毛利率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

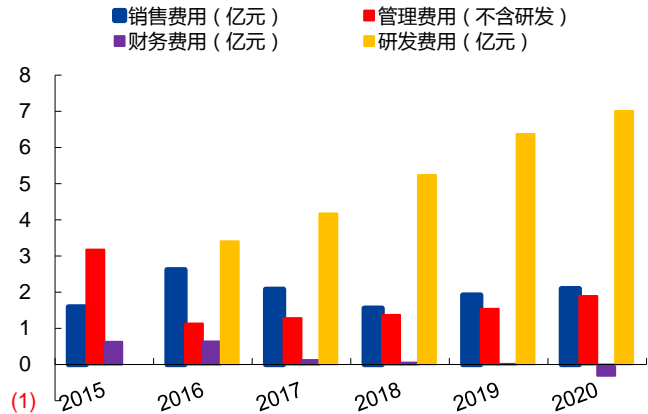
坚持研发投入，研发费用逐年递增。公司 2020 年费用同比增长 8.53% 至 10.69 亿元，期间费用率为 15.72%，比上年下降 2.73 个百分点。其中，销售、管理、研发费用同比分别 +9.38%/+22.73%/+10.05% 至 2.10 亿元 /1.89 亿元 /7.01 亿元；费用率分别 -0.51pct/-0.11pct/-1.63pct 至 3.09%/2.78%/10.31%。

图 7：期间费用（亿元）和费用率



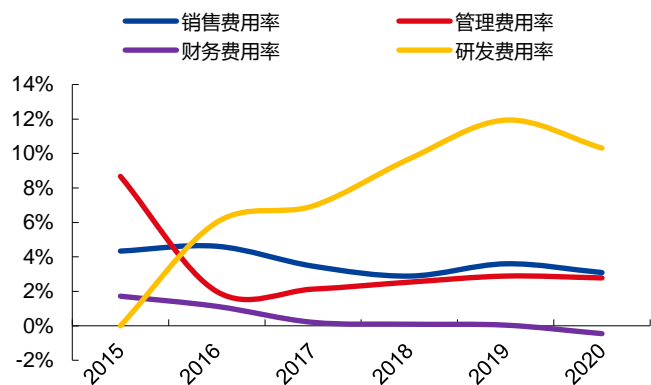
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 8：销售、管理、财务和研发费用（亿元）



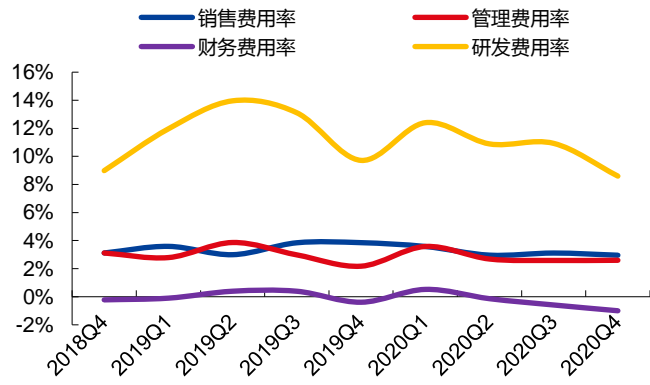
资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 9：销售、管理、财务和研发费用率（年度）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 10：销售、管理、财务和研发费用率（季度）

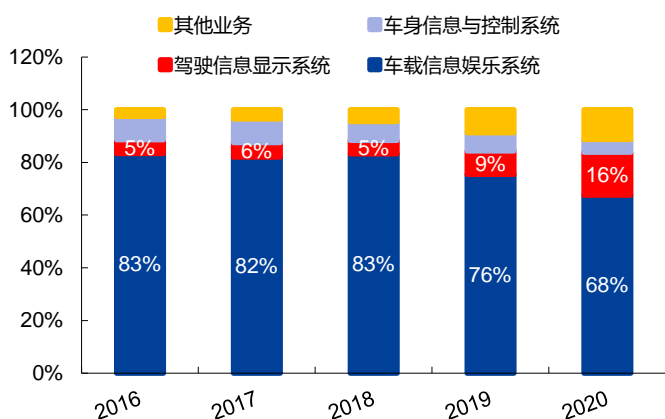


资料来源：Wind, 华金证券研究所

## 二、智能化赛道广阔，打开公司长期增长空间

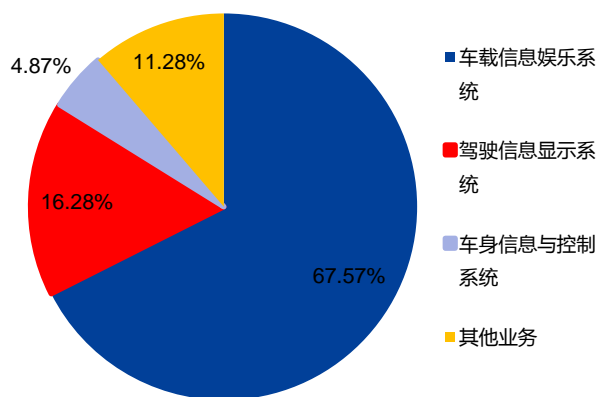
智能座舱为公司业务基石，智能驾驶业务占比提升。公司主要业务产品包括智能座舱业务，即车载信息娱乐系统（车载信息系统+车载娱乐系统）、智能驾驶业务即驾驶信息显示系统等，公司已具备为整车企业同步研发及模块化供货能力。目前，公司的主要营业收入来源于智能座舱业务，2020年该业务占营业总收入的68%。近年来，公司积极开拓智能驾驶和智能网联业务，是公司未来的发展方向，该类业务在2020年相较于上一年度同比增长135.6%，占公司营业总收入的16%，比去年提升7个百分点。

图 11：公司近五年主营业务情况



资料来源：Wind, 华金证券研究所

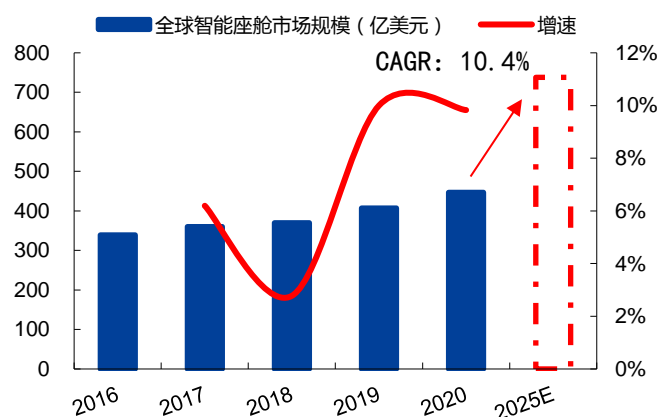
图 12：公司 2020 年各业务占比



资料来源：Wind, 华金证券研究所

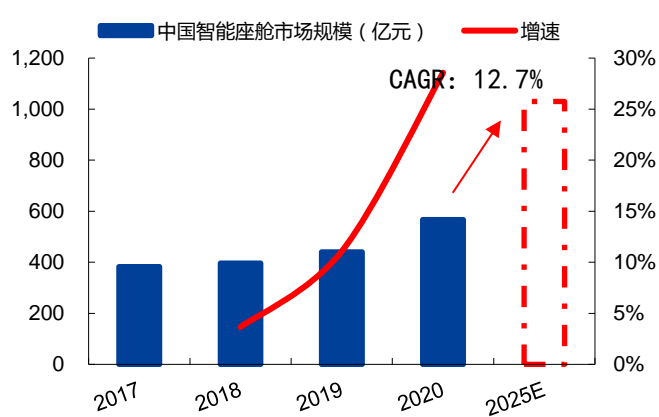
未来 5 年国内智能座舱 CAGR 为 12.7%，市场规模有望突破 1000 亿元。根据伟世通公布的数据，2020 年全球智能座舱市场大约为 447 亿美元，预计 2025 年达到 738 亿美元，复合增长率达到 10.4%。此外，根据 ICVTank 的数据显示，我国 2020 年智能座舱市场规模约为 566.8 亿元，2025 年预计整体市场规模突破 1000 亿元，达到 1030 亿元，5 年复合增长率预计达到 12.7%，高于全球的复合增速，整体行业空间广阔。

图 13：全球智能座舱市场规模（亿美元）



资料来源：伟世通, 华金证券研究所

图 14：中国智能座舱市场规模（亿元）

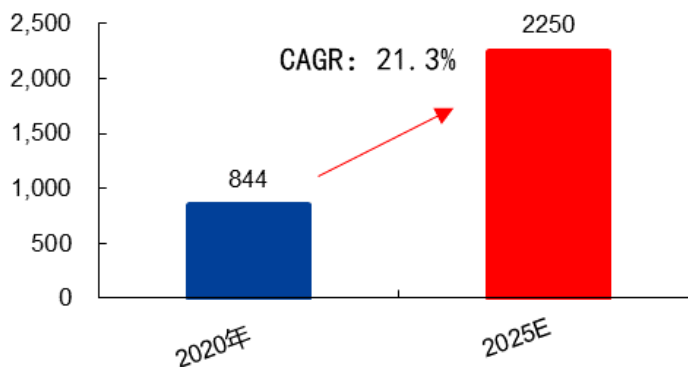


资料来源：ICVTank, 华金证券研究所

ADAS 功能不断升级，到 2025 年市场规模有望超 2000 亿元，未来五年 CAGR 达 21.3%。根据各大车企车型产品分析，2015 年以前主要为 L1/L0 级辅助驾驶，单车配套价值约 7000 元；

2016年逐步进入L2级别，目前L2及以下级别自动驾驶单车价值约为1.5万元左右；2020年以后，随着5G网络的逐步普及，将正式进入L3级时代，L3及以下单车配套价值约为2.5万元。根据盖世汽车网测算，2020年国内ADAS市场大约为844亿元，2025年可达约2250亿元左右，CAGR达21.3%。

图 15: ADAS 市场规模测算 (亿元)



资料来源: 盖世汽车, 华金证券研究所

### 三、盈利预测

公司2020年公司突破江淮大众等客户，获得年化销售额70亿元新项目订单，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，打开远期成长空间。我们上调公司2021年至2023年归母净利润预测分别至9.1亿元、11.9亿和14.9亿元，净资产收益率分别为17.0%、18.5%和19.1%。维持“买入-B”的投资评级。

### 四、风险提示

汽车销量不及预期；客户拓展不及预期；芯片短缺的影响。



## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4769	5609	8557	9347	12242	<b>营业收入</b>	5337	6799	10127	12941	16262
现金	348	611	1636	2090	2627	营业成本	4123	5209	7512	9557	12042
应收票据及应收账款	1509	2002	3228	3456	4943	营业税金及附加	22	25	41	53	67
预付账款	14	18	29	31	45	营业费用	192	210	304	388	488
存货	897	1101	1780	1885	2734	管理费用	154	189	273	362	455
其他流动资产	2002	1876	1884	1885	1894	研发费用	637	701	1084	1424	1789
<b>非流动资产</b>	1579	1941	2272	2544	2840	财务费用	2	-31	23	35	24
长期投资	33	142	239	340	441	资产减值损失	-50	-40	0	0	0
固定资产	544	494	824	1048	1269	公允价值变动收益	3	33	9	13	15
无形资产	223	318	314	298	278	投资净收益	66	-9	15	26	25
其他非流动资产	778	988	895	858	852	<b>营业利润</b>	253	536	915	1161	1435
<b>资产总计</b>	6348	7550	10829	11891	15082	营业外收入	3	4	4	3	4
<b>流动负债</b>	1751	2561	5090	5099	6934	营业外支出	1	6	3	3	3
短期借款	0	0	1530	1046	1558	<b>利润总额</b>	255	534	916	1162	1436
应付票据及应付账款	1433	2005	2953	3354	4593	所得税	-37	16	2	-29	-50
其他流动负债	318	556	608	698	784	<b>税后利润</b>	292	518	914	1191	1486
<b>非流动负债</b>	<b>378</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	<b>346</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	3	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	292	518	914	1191	1486
其他非流动负债	376	346	346	346	346	EBITDA	455	754	1131	1391	1710
<b>负债合计</b>	2130	2907	5436	5445	7280						
少数股东权益	3	3	3	3	3	<b>主要财务比率</b>					
股本	550	550	550	550	550	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	2070	2070	2070	2070	2070	<b>成长能力</b>					
留存收益	1551	1959	2593	3407	4403	营业收入(%)	-1.3	27.4	48.9	27.8	25.7
归属母公司股东权益	4216	4640	5390	6443	7799	营业利润(%)	-40.2	112.0	70.8	26.9	23.6
<b>负债和股东权益</b>	6348	7550	10829	11891	15082	归属于母公司净利润(%)	-29.8	77.4	76.5	30.2	24.8
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	22.7	23.4	25.8	26.2	25.9
						净利率(%)	5.5	7.6	9.0	9.2	9.1
						ROE(%)	6.9	11.2	17.0	18.5	19.1
						ROIC(%)	6.6	10.7	13.3	16.1	15.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	33.5	38.5	50.2	45.8	48.3
						流动比率	2.7	2.2	1.7	1.8	1.8
						速动比率	1.1	1.4	1.2	1.3	1.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2
						应收账款周转率	3.2	3.9	3.9	3.9	3.9
						应付账款周转率	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
						<b>估值比率</b>					
						P/E	172.8	97.4	55.2	42.4	34.0
						P/B	12.0	10.9	9.4	7.8	6.5
						EV/EBITDA	110.1	64.8	43.6	34.8	28.3

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所



## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)