

# 德赛西威 (002920.SZ)

公司研究/点评报告

## 一季度延续强劲增长，智能网联开辟未来增长空间

—德赛西威 2021 年一季度报告点评

点评报告/通信行业

2021 年 4 月 16 日

### 一、事件概述

4 月 15 日，公司发布 2021 年一季报，公司 2021Q1 实现营收 20.42 亿元，同比增长 78.3%；归母净利润 2.28 亿元，同比增长 312.08%；扣非后归母净利润 2.23 亿元，同比增长 416.11%；毛利率 25.04%，同比提高了 4.68pct。

### 二、分析与判断

#### ➤ 一季度业绩高速增长，盈利能力稳步提升

2021Q1，随着海外疫情逐步得到控制带来下游客户产销回暖叠加客户大众、长安、长城、吉利 Q1 汽车销量增长带来智能座舱订单放量，公司营收同比增长 78.3%。同时公司产品结构持续优化，自 2020 年一季度以来毛利率明显改善，2020Q1-2020Q4 的单季度毛利率分别为 20.36%/23.73%/24.10%/24.09%，2021Q1 毛利率 25.04%，同比提高了 4.68pct，环比提高了 0.95pct，除去 2020 四季度，已经呈现连续四个季度的上升趋势。在费用率方面，公司一季度管理费用/销售费用/研发费用分别为 2.82%/2.22%/8.02%，同比降低了 0.77/1.34/4.36pct，环比降低了 0.13/0.37/0.60pct。毛利率上升叠加三费率下降，公司盈利能力不断提升，2021Q1 归母净利润同比增长 312.08%；销售净利率达到 11.18%，同比提高了 6.36pct，环比提高了 3.18pct。

#### ➤ 智能驾驶合作持续升级，公司成长空间广阔

智能驾驶近年来发展迅速，根据中国投资咨询网的报告，预计 2019 年市场规模达到 1125 亿元，2023 年为 2381 亿元，2019-2023 年复合增长率约为 20.62%。在“政策导向+车企推动”双轮驱动下 L2 进一步普及、L3 升级趋势确定性强。对于 L2，政策明确 2020 年 L2 新车渗透率 30%，而 2018 年仅为 5%左右。对于 L3，一方面政策目标预计 2025 年 L3 渗透率 25%，另一方面各大车企已明确在 2020 年后推出 L3 级智能驾驶车型。公司产品覆盖智能座舱、自动驾驶领域，已在多家核心客户的众多车型中配套供货：2020 年 4 月，公司 L3 级别自动驾驶域控制器产品——IPU03 正式量产，配套供货小鹏汽车 P7 车型，并积极向更多客户推广；其参股公司 Fichra 从事车载智能驾驶辅助系统相关技术，于 2020 年 6 月 24 日上市，增厚公司营业利润；2020 年 8 月，公司为吉利几何 C 新车其配套视觉融合全自动泊车系统、540° 车身透视影像等产品；2020 年 9 月，公司率先在路虎 8PLUS 上量产智能座舱域控制器，同时，公司与理想汽车、英伟达签署战略合作协议，公司基于 NVIDIA Orin 系统级芯片提供的强大算力进行 L4 级自动驾驶域控制器的自主研发，拟将搭载在理想汽车 2022 年推出的全尺寸增程式智能 SUV 上。作为智能驾驶领域龙头，公司在智能驾驶领域超前布局，与车企合作持续升级，随着智能驾驶渗透率持续提升，公司各项主营业务将明显受益，增长空间广阔。

#### ➤ 车联网产品渗透加速，开辟公司业绩新增长点

中国联通数据显示，预计 2020 年，全球 V2X 市场将突破 6500 亿元，中国 V2X 用户将超过 6000 万，渗透率超过 20%，市场规模超过 2000 亿；预计到 2020 年车联网渗透率为 24%左右，车联网数量将达到 6960 万辆，车联网将是汽车产业新革命下一个风口。在车联网领域，公司于 2019 年已获得一汽-大众、长安马自达、奇瑞捷豹路虎等客户的车联网平台、OTA、网联软件系统等项目；2020 年 5 月，公司助力的长安马自达首个车载智能网联车型 MAZDAX-30 正式上市；2020 年 12 月，公司首个 C-V2X 技术量产落地，助力别克 GL8Avenir 实现闯红灯预警 SVW、道路危险状况提示 HLW 等车联网相关功能。未来公司将不断完善车联网产品梯次和矩阵，加大拓展市场力度，开辟公司业绩新增长点。

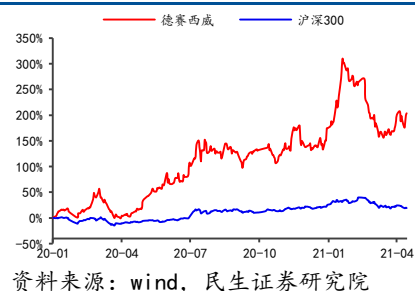
**推荐** 维持评级

当前价格：93.05

交易数据 2021-04-15

|                 |              |
|-----------------|--------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 128.39/30.38 |
| 总股本(百万股)        | 550.00       |
| 流通股本(百万股)       | 549.85       |
| 流通股比例(%)        | 99.97        |
| 总市值(亿元)         | 511.78       |
| 流通市值(亿元)        | 511.64       |

该股与沪深 300 走势比较



分析师：王芳

执业证 S0100519090004  
电话：021-60876730  
邮箱：wangfang@mszq.com

研究助理：傅鸣非

执业证 S0100120080041  
电话：021-60876726  
邮箱：fumingfei@mszq.com

相关研究

1. 德赛西威-002920-2020 年度业绩预增公告点评：全年利润高速增长，拥抱智能网联化大趋势-210118

### 三、投资建议

我们上调对公司 2021-2023 年的盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.88/9.70/12.07 亿元，对应 PE 分别为 65X/53X/42X，公司上市以来的 PE 估值中枢为 51X，业绩持续增长能够消化高估值，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示：

汽车销量下滑；智能网联车发展不及预计；行业竞争加剧

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2020  | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 6,799 | 8,497 | 10,036 | 11,794 |
| 增长率 (%)          | 27.4% | 25.0% | 18.1%  | 17.5%  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 518   | 788   | 970    | 1,207  |
| 增长率 (%)          | 77.4% | 52.2% | 23.0%  | 24.5%  |
| 每股收益 (元)         | 0.94  | 1.43  | 1.76   | 2.20   |
| PE (现价)          | 99.0  | 64.9  | 52.8   | 42.4   |
| PB               | 11.0  | 9.4   | 8.0    | 6.7    |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元)          | 2020  | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|--------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入              | 6,799 | 8,497 | 10,036 | 11,794 |
| 营业成本               | 5,209 | 6,451 | 7,572  | 8,846  |
| 营业税金及附加            | 25    | 34    | 40     | 47     |
| 销售费用               | 210   | 272   | 311    | 354    |
| 管理费用               | 189   | 229   | 221    | 236    |
| 研发费用               | 701   | 892   | 1,104  | 1,297  |
| EBIT               | 465   | 618   | 788    | 1,014  |
| 财务费用               | (31)  | (11)  | (18)   | (28)   |
| 资产减值损失             | (40)  | (50)  | (50)   | (50)   |
| 投资收益               | (9)   | 50    | 50     | 50     |
| 营业利润               | 536   | 809   | 996    | 1,242  |
| 营业外收支              | (2)   | 4     | 4      | 3      |
| 利润总额               | 534   | 813   | 1,000  | 1,245  |
| 所得税                | 16    | 24    | 30     | 37     |
| 净利润                | 518   | 789   | 970    | 1,208  |
| 归属于母公司净利润          | 518   | 788   | 970    | 1,207  |
| EBITDA             | 703   | 804   | 970    | 1,192  |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |       |       |        |        |
| 货币资金               | 611   | 1054  | 1588   | 2182   |
| 应收账款及票据            | 2002  | 2464  | 2910   | 3420   |
| 预付款项               | 18    | 26    | 30     | 35     |
| 存货                 | 1101  | 1372  | 1531   | 1860   |
| 其他流动资产             | 33    | 33    | 33     | 33     |
| 流动资产合计             | 5609  | 6613  | 7753   | 9188   |
| 长期股权投资             | 142   | 192   | 242    | 292    |
| 固定资产               | 494   | 477   | 460    | 444    |
| 无形资产               | 317   | 314   | 311    | 309    |
| 非流动资产合计            | 1941  | 2420  | 2714   | 3012   |
| 资产合计               | 7550  | 9033  | 10467  | 12200  |
| 短期借款               | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 应付账款及票据            | 2005  | 2258  | 2650   | 3096   |
| 其他流动负债             | 20    | 500   | 500    | 500    |
| 流动负债合计             | 2561  | 3255  | 3719   | 4245   |
| 长期借款               | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 其他长期负债             | 346   | 346   | 346    | 346    |
| 非流动负债合计            | 346   | 346   | 346    | 346    |
| 负债合计               | 2907  | 3601  | 4065   | 4591   |
| 股本                 | 550   | 550   | 550    | 550    |
| 少数股东权益             | 3     | 3     | 3      | 3      |
| 股东权益合计             | 4643  | 5432  | 6402   | 7610   |
| 负债和股东权益合计          | 7550  | 9033  | 10467  | 12200  |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标             | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>        |        |       |       |       |
| 营业收入增长率            | 27.4%  | 25.0% | 18.1% | 17.5% |
| EBIT 增长率           | 122.3% | 32.9% | 27.4% | 28.7% |
| 净利润增长率             | 77.4%  | 52.2% | 23.0% | 24.5% |
| <b>盈利能力</b>        |        |       |       |       |
| 毛利率                | 23.4%  | 24.1% | 24.6% | 25.0% |
| 净利率                | 7.6%   | 9.3%  | 9.7%  | 10.2% |
| 总资产收益率 ROA         | 6.9%   | 8.7%  | 9.3%  | 9.9%  |
| 净资产收益率 ROE         | 11.2%  | 14.5% | 15.2% | 15.9% |
| <b>偿债能力</b>        |        |       |       |       |
| 流动比率               | 2.2    | 2.0   | 2.1   | 2.2   |
| 速动比率               | 1.8    | 1.6   | 1.7   | 1.7   |
| 现金比率               | 0.7    | 0.7   | 0.7   | 0.8   |
| 资产负债率              | 0.4    | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| <b>经营效率</b>        |        |       |       |       |
| 应收账款周转天数           | 90.4   | 90.0  | 90.0  | 90.0  |
| 存货周转天数             | 69.0   | 69.0  | 69.0  | 69.0  |
| 总资产周转率             | 1.0    | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
| <b>每股指标 (元)</b>    |        |       |       |       |
| 每股收益               | 0.9    | 1.4   | 1.8   | 2.2   |
| 每股净资产              | 8.4    | 9.9   | 11.6  | 13.8  |
| 每股经营现金流            | 0.7    | 1.5   | 1.6   | 1.8   |
| 每股股利               | 0.3    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>        |        |       |       |       |
| PE                 | 99.0   | 64.9  | 52.8  | 42.4  |
| PB                 | 11.0   | 9.4   | 8.0   | 6.7   |
| EV/EBITDA          | 36.0   | 29.6  | 23.9  | 19.7  |
| 股息收益率              | 0.3%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |        |       |       |       |
| 净利润                | 518    | 789   | 970   | 1,208 |
| 折旧和摊销              | 278    | 136   | 132   | 128   |
| 营运资金变动             | (391)  | (57)  | (142) | (316) |
| 经营活动现金流            | 375    | 814   | 906   | 967   |
| 资本开支               | 431    | 372   | 372   | 373   |
| 投资                 | (117)  | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流            | (67)   | (372) | (372) | (373) |
| 股权募资               | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资               | (3)    | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流            | (114)  | 0     | 0     | 0     |
| 现金净流量              | 194    | 442   | 534   | 594   |

## 分析师与研究助理简介

王芳，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

傅鸣非，通信行业首席，上海交通大学工学硕士，深耕通信行业12年，曾供职于华为技术有限公司，历任无线通信研发工程师，无线解决方案销售经理，云计算解决方案高级拓展经理，2020年加盟民生证券

## 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12个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅15%以上      |
|                           | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间   |
|                           | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间   |
|                           | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅5%以上       |
| 行业评级标准                    |      |                       |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅5%以上     |
|                           | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
|                           | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅5%以上     |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。