

智驾业务高增 毛利率下滑导致利润承压

——德赛西威 (002920.SZ) 半年报点评

汽车/汽车零部件



事件：

公司发布 2023 年半年报，2023H1 公司实现营业收入 87.24 亿元，同比增长 36.16%，归母净利润 6.07 亿元，同比增长 16.47%。其中 2023Q2 实现营业收入 47.41 亿元，同比增长 45.17%，环比增长 19.02%，归母净利润 2.77 亿元，同比增长 36.1%，环比下降 16.33%。

投资摘要：

营收符合预期，毛利率同比下滑。公司业务涵盖智能座舱、智能驾驶以及网联服务。分业务看，2023H1 智能座舱收入 62.5 亿元，同比增长 18.6%，智能驾驶收入 18.4 亿元，同比增长 86.4%，网联服务收入 6.4 亿元，同比增长 325.3%，公司营收表现优于行业整体水平。公司在智能驾驶、智能座舱领域持续保持领先优势，高算力智能驾驶域控制器、大屏座舱产品和高性能智能座舱域控制器的订单量快速提升。2023H1 公司毛利率 20.65%，同比下降 3.33pct，其中智能座舱毛利率 19.62%，同比下降 2.09pct，智能驾驶毛利率 17.01%，同比下降 11.19pct。2023Q2 公司毛利率 20.29%，环比下降 0.8pct。我们认为产品价格年降要求及受汇率波动、芯片等海外原材料采购成本上升导致毛利率承压。

产品结构完善、产能爬坡顺利。公司第三代智能座舱域控制器已在理想、奇瑞等车型上配套量产，第四代智能座舱域控制器已获得多个项目订单；差异化座舱域控方案以及车身域控制器、AR HUD、电子后视镜等新产品陆续推出；高算力智能驾驶域控制器 IPU04 已在理想、路特斯、上汽等车型上配套量产，轻量级、高性价比智能驾驶域控制器 IPU02 获得多个项目定点，即将实现量产；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；舱驾融合域控制器已获得项目定点，并发布了 Smart Solution 2.0 智慧出行解决方案。产能配套方面，公司惠州工业园二期工厂即将投产，中西部基地项目也已启动，欧洲第二工厂产能逐步提升，新收购的天线测试和认证公司 ATC 已融入公司经营体系。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 194.5 亿元、242.1 亿元、301 亿元，同比增长 30.2%、24.5%、24.3%，归母净利润为 14.5 亿元、20 亿元、27.4 亿元，同比增长 22.5%、37.8%、37%，对应 PE 分别为 53.4、38.8、28.3 倍。考虑到公司国内汽车智能化领域龙头地位稳固，业务持续增长，维持“买入”评级。

风险提示：

汽车智能化渗透率不及预期，公司客户销量不及预期，高级别自动驾驶落地不及预期，行业竞争格局变化，芯片短缺。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	9,569.43	14,932.91	19,449.79	24,214.41	30,103.96
增长率 (%)	40.75%	56.05%	30.25%	24.50%	24.32%
归母净利润 (百万元)	832.92	1,183.85	1,450.49	1,998.07	2,737.80
增长率 (%)	60.75%	42.13%	22.52%	37.75%	37.02%
净资产收益率 (%)	15.60%	18.28%	19.55%	22.42%	25.21%
每股收益(元)	1.51	2.15	2.61	3.60	4.93
PE	92.43	64.92	53.42	38.78	28.30
PB	14.52	11.97	10.44	8.69	7.13

资料来源：Wind，申港证券研究所

评级

买入（维持）

2023 年 8 月 20 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

卢宇峰

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121110013

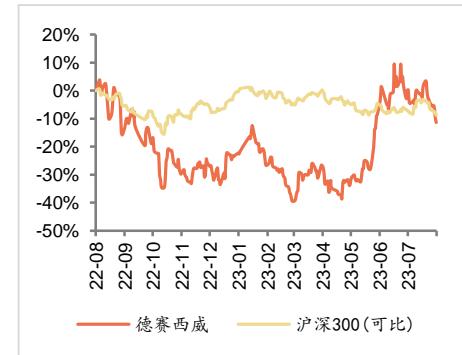
luyufeng@shgsec.com

交易数据

时间 2023.8.18

总市值/流通市值 (亿元)	775/767
总股本 (亿股)	5.55
资产负债率	52.33%
每股净资产 (元)	12.37
收盘价 (元)	139.57
一年内最低价/最高价 (元)	92.56/179.5

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 《德赛西威季报点评：营收符合预期研发投入高增》2023-04-27
- 《德赛西威年报点评报告：业务矩阵扩大 智驾加速放量》2023-04-02
- 《德赛西威季报点评：营收维持高增 看好高阶智驾产品放量》2022-10-27

表1：公司盈利预测表

利润表					资产负债表					现金流量表							
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9569	14933	19450	24214	30104	流动资产合计	7669	10218	13770	16670	20587	货币资金	1162	1115	1907	2091	2775
营业成本	7215	11493	15352	18837	23189	应收账款	2588	4464	5537	7066	8677	其他应收款	15	46	60	75	94
营业税金及附加	37	58	64	80	99	预付款项	18	33	41	52	63	存货	2035	3416	4446	5527	6760
营业费用	231	235	292	363	452	其他流动资产	206	833	752	1144	1293	长期股权投资	287	285	286	285	286
管理费用	268	387	447	557	692	固定资产	1218	1516	1502	1358	1152	无形资产	280	312	378	376	374
研发费用	977	1613	1984	2470	3071	商誉	20	7	7	7	7	商誉	6	20	312	378	374
财务费用	-8	45	58	73	90	其他非流动资产	125	388	380	551	636	短期借款	317	399	1069	735	280
资产减值损失	-56	-128	-92	-110	-101	应付账款	2308	3433	4683	5648	7013	非流动负债合计	4288	6151	8730	10114	11888
公允价值变动收益	-19	64	80	30	30	预收款项	0	0	0	0	0	一年内到期的非流动负债	7	40	52	64	80
投资净收益	-29	-33	-31	-32	-31	应付债券	0	0	0	0	0	非流动负债合计	447	1062	1043	1053	1049
营业利润	857	1158	1472	2050	2842	长期借款	0	574	574	574	574	主要财务比率					
营业外收入	9	4	7	5	6	应付债券	0	0	0	0	0	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业外支出	5	5	5	5	5	未分配利润	2349	3283	4321	5751	7710	成长能力					
利润总额	861	1157	1473	2050	2843	负债合计	4735	7213	9772	11167	12936	营业收入增长	40.75%	56.05%	30.25%	24.50%	24.32%
所得税	29	-14	29	61	114	少数股东权益	78	66	59	50	41	营业利润增长	59.95%	35.22%	27.04%	39.28%	38.68%
净利润	832	1171	1444	1988	2730	实收资本(或股本)	555	555	555	555	555	归属于母公司净利润增长	60.75%	42.13%	22.52%	37.75%	37.02%
少数股东损益	-1	-12	-7	-10	-8	资本公积	2344	2486	2415	2451	2433	未分配利润	2349	3283	4321	5751	7710
归属母公司净利润	833	1184	1450	1998	2738	负债合计	4735	7213	9772	11167	12936	归属母公司股东权益合计	5339	6477	7421	8912	10861
EBITDA	1295	1749	1922	2566	3389	负债和所有者权益	10152	13756	17252	20129	23838	净利润率(%)	8.69%	7.84%	7.42%	8.21%	9.07%
EPS(元)	1.51	2.15	2.61	3.60	4.93	现金流量表						总资产净利润(%)	8.20%	8.61%	8.41%	9.93%	11.48%
						2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	ROE(%)	15.60%	18.28%	19.55%	22.42%	25.21%
偿债能力						经营活动现金流	843	610	1612	1041	2341	资产负债率(%)	47%	52%	57%	55%	54%
资产负债率(%)	47%	52%	57%	55%	54%	净利润	832	1171	1444	1988	2730	流动比率	1.79	1.66	1.58	1.65	1.73
流动比率	1.79	1.66	1.58	1.65	1.73	折旧摊销	243	326	392	444	456	速动比率	1.31	1.11	1.07	1.10	1.16
营运能力						财务费用	-8	45	58	73	90	应付帐款减少	-662	-1875	-1074	-1529	-1612
总资产周转率	1.08	1.25	1.25	1.30	1.37	预收帐款增加	0	0	0	0	0	应收账款周转率	4	4	4	4	4
应收账款周转率	4	4	4	4	4	投资活动现金流	-773	-1046	-622	-114	-260	应付帐款周转率	4.70	5.20	4.79	4.69	4.76
应付帐款周转率	4.70	5.20	4.79	4.69	4.76	公允价值变动收益	-19	64	80	30	30	长期股权投资减少	-145	2	-1	1	0
每股指标(元)						长期借款增加	0	574	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.51	2.15	2.61	3.60	4.93
每股收益(最新摊薄)	1.51	2.15	2.61	3.60	4.93	普通股增加	5	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.96	-0.13	1.43	0.33	1.23
每股净现金流(最新摊薄)	0.96	-0.13	1.43	0.33	1.23	筹资活动现金流	464	367	-197	-743	-1396	每股净资产(最新摊薄)	9.61	11.66	13.37	16.05	19.56
每股净资产(最新摊薄)	9.61	11.66	13.37	16.05	19.56	应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
估值比率						长期借款增加	0	574	0	0	0	P/E	92.43	64.92	53.42	38.78	28.30
P/B	14.52	11.97	10.44	8.69	7.13	普通股增加	5	0	0	0	0	P/B	14.52	11.97	10.44	8.69	7.13
EV/EBITDA	59.21	44.25	40.20	29.92	22.32	资本公积增加	274	142	-71	35	-18	现金净增加额	535	-70	792	184	685

资料来源：Wind, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上
