


2024年08月21日
德赛西威 (002920.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

汽车零部件 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

114.3元

股价 (2024-08-20)

88.46元

交易数据

总市值(百万元) 49,095.84

流通市值(百万元) 48,786.81

总股本(百万股) 555.01

流通股本(百万股) 551.51

12个月价格区间 80.54/150.5元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.5	-8.4	-24.7
绝对收益	-11.4	-18.1	-36.6

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

徐慧雄 分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

李泽 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523040001

lize@essence.com.cn

袁子翔 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523050001

yuanzx@essence.com.cn

相关报告

业绩持续高增，智驾业务迎
来海外突破 2024-04-02

24H1 收入保持高增，盈利能力企稳回升

事件概述

8月20日，德赛西威发布2024年半年报，2024上半年公司实现营业收入116.92亿元，同比增长34.02%；实现归母净利润8.38亿元，同比增长38.11%，扣非归母净利润7.90亿元，同比增长49.66%。

24H1 收入保持高增，盈利能力企稳回升

收入端，得益于智能座舱和智能驾驶业务的双轮驱动，公司24H1保持高速增长，实现营收116.92亿元(yoy+34.02%)。其中，1) 智能座舱业务实现收入79.65亿元，同比增长27%，高于行业水平。我们认为座舱业务的持续高增主要系公司的第三代和第四代智能座舱域控制器在理想、奇瑞、广汽等车型上规模化量产，以及IVI、显示系统和液晶仪表的份额提升。2) 智能驾驶业务实现收入26.67亿元，同比增长45%，主要来自于高阶智能驾驶域控制器在理想、极氪等车型上的规模化量产。此外，公司网联服务收入达到10.60亿元，同比增长67%，占总收入比重已接近10%，有望成为座舱、智驾以外的另一大增长极。

利润端，公司实现归母净利润8.38亿元，同比增长38.11%，盈利能力有所回升。具体来看，1) 公司单Q2毛利率为21.25%，同比提升0.96pcts，环比提升1.91pcts，呈明显修复态势，且此前成本压力较大的智能驾驶业务24H1毛利率为18.94%，较去年同期增长1.93pcts。同时，由于收入端的持续高增，公司规模效应进一步显现，2024H1管理/销售/研发费用率分别为1.87%/1.09%/9.93%，较去年同期分别下降0.42pcts/0.40pcts/1.22pcts。

新项目订单年化销售额合计超245亿，智驾业务迎来海外突破

根据2023年年报，公司2023年获得新项目订单年化销售额突破245亿元，其中座舱业务新项目年化销售额订单超150亿元，诸如第四代座舱、HUD、液晶仪表等新产品均获得项目定点；智驾业务超80亿元，高阶智能驾驶平台新获得理想、广汽埃安、吉利、长城、路特斯、极氪等超过十家车企的新项目订单，是明后年持续增长的有力保障。此外，公司海外业务进展顺利，2023年实现营收16.4亿元，同比增长48.1%，高于整体水平。值得注意的是，除了座舱业务持续获得新订单，公司还首次获得了海外核心客户的智能驾驶业务项目定点，智驾业务迎来海外突破，成长空间进一步打开。

投资建议：

公司是汽车智能化核心标的，卡位优势明显，后续成长逻辑清晰。看好其从智能座舱向智能驾驶拓展，从汽车电子供应商向汽车智能化赋能者转型。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 283.9/354.1/422.6 亿元，归母净利润分别为 21.14/28.04/34.33 亿元，维持买入-A 投资评级。由于公司在行业内的龙头地位，以及汽车智能化的长期空间，我们给予 2024 年净利润 30 倍 PE，对应 6 个月目标价 114.3 元。

风险提示：1) 智能汽车市场发展不及预期的风险；2) 疫情加剧导致供应链修复不及预期的风险；3) 上游芯片短缺加剧的风险；4) 公司智能驾驶业务进展不及预期的风险；5) 市场竞争加剧的风险。

规模效应显现，单 Q3 利润重回高增	2023-10-25
智能驾驶开启规模化放量，拉动营收高增	2023-08-20
需求波动下彰显增长韧性，产品和客户持续开拓	2023-05-03
智能驾驶业务增长强劲，年化新项目订单超 200 亿	2023-04-03

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	14,932.9	21,908.0	28,385.5	35,406.7	42,258.7
净利润	1,183.8	1,546.7	2,114.2	2,803.8	3,433.1
每股收益(元)	2.13	2.79	3.81	5.05	6.19
每股净资产(元)	11.78	14.52	17.77	22.25	27.87

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	49.41	46.47	23.22	17.51	14.30
市净率(倍)	9.03	9.04	5.03	4.00	3.19
净利润率	7.9%	7.1%	7.4%	7.9%	8.1%
净资产收益率	20.0%	21.4%	23.9%	25.5%	24.8%
股息收益率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
ROIC	17.5%	18.0%	20.8%	26.1%	31.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,932.9	21,908.0	28,385.5	35,406.7	42,258.7	成长性					
减:营业成本	11,493.2	17,429.3	22,527.9	27,983.7	33,355.6	营业收入增长率	56.0%	46.7%	29.6%	24.7%	19.4%
营业税费	58.1	62.9	81.5	101.7	121.4	营业利润增长率	35.2%	32.7%	37.0%	37.3%	22.4%
销售费用	235.0	297.3	342.6	409.7	467.8	净利润增长率	42.1%	30.7%	36.7%	32.6%	22.4%
管理费用	1,999.8	2,482.1	2,960.5	3,622.0	4,280.7	EBITDA增长率	34.9%	31.2%	22.2%	31.8%	18.7%
财务费用	45.4	48.6	78.0	64.0	86.0	EBIT增长率	36.1%	33.2%	37.4%	36.1%	20.6%
资产减值损失	-227.4	457.7	355.0	402.2	476.6	NOPLAT增长率	27.7%	37.0%	43.6%	31.2%	20.7%
加:公允价值变动收益	64.1	44.5	44.5	51.0	46.6	投资资本增长率	53.6%	20.3%	28.2%	-14.1%	19.9%
投资和汇兑收益	-32.5	-23.3	-28.3	-28.0	-26.5	净资产增长率	20.8%	23.2%	22.4%	25.2%	25.2%
营业利润	1,158.4	1,536.7	2,105.6	2,890.8	3,539.2	利润率					
加:营业外净收支	-1.0	1.5	1.5	0.6	1.2	毛利率	23.0%	20.4%	20.6%	21.0%	21.1%
利润总额	1,157.4	1,538.2	2,107.1	2,891.5	3,540.4	营业利润率	7.8%	7.0%	7.4%	8.2%	8.4%
减:所得税	-14.0	-3.4	0.0	97.0	118.8	净利润率	7.9%	7.1%	7.4%	7.9%	8.1%
净利润	1,183.8	1,546.7	2,114.2	2,803.8	3,433.1	EBITDA/营业收入	10.5%	9.4%	8.9%	9.4%	9.3%
						EBIT/营业收入	7.8%	7.1%	7.5%	8.2%	8.3%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	33	30	28	23	19
货币资金	1,114.5	1,275.6	1,184.1	4,182.3	5,423.2	流动营业资本周转天数	222	206	209	190	188
交易性金融资产	18.4	30.9	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	250	228	224	233	235
应收账款	4,562.5	7,182.0	7,723.9	10,480.9	10,783.8	应收账款周转天数	88	98	96	94	92
应收票据	46.4	33.4	35.9	41.8	47.6	存货周转天数	87	70	79	78	76
预付账款	32.8	32.9	35.3	41.0	46.8	总资产周转天数	292	265	257	251	250
存货	3,416.2	3,259.9	6,441.5	5,572.4	8,247.9	投资资本周转天数	184	151	149	103	103
其他流动资产	1,026.9	1,860.4	1,999.3	2,322.9	2,650.1	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	20.0%	21.4%	23.9%	25.5%	24.8%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	8.6%	8.6%	9.7%	10.5%	11.0%
长期股权投资	284.9	351.9	350.0	410.0	470.0	ROIC	17.5%	18.0%	20.8%	26.1%	31.0%
投资性房地产						费用率					
固定资产	1,516.1	2,099.7	2,216.1	2,247.9	2,246.8	销售费用率	1.6%	1.4%	1.2%	1.2%	1.1%
在建工程	265.5	166.5	198.7	151.5	137.1	管理费用率	13.4%	11.3%	10.4%	10.2%	10.1%
无形资产	312.0	397.8	297.4	141.8	-21.6	财务费用率	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	1,159.8	1,323.0	1,412.0	1,141.0	1,141.0	三费/营业收入	15.3%	12.9%	11.9%	11.6%	11.4%
资产总额	13,756.1	18,014.1	21,894.2	26,733.4	31,172.7	偿债能力					
短期债务	438.8	265.5	984.4	201.3	201.3	资产负债率	52.4%	55.3%	55.0%	53.8%	50.4%
应付账款	4,671.3	7,153.1	8,130.3	10,854.5	11,774.7	负债权益比	110.2%	123.5%	122.0%	116.4%	101.5%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.66	1.57	1.61	1.72	1.88
其他流动负债	1,040.9	1,304.1	1,685.6	2,093.8	2,495.7	速动比率	1.11	1.19	1.02	1.30	1.31
长期借款	574.3	770.7	770.7	770.7	770.7	利息保障倍数	54.92	43.80	39.56	45.33	74.34
其他非流动负债	488.1	460.6	460.6	460.6	460.6	分红指标					
负债总额	7,213.3	9,954.0	12,031.5	14,380.8	15,703.0	DPS(元)	0.45	0.55	0.55	0.55	0.55
少数股东权益	66.0	107.9	100.8	91.4	80.0	分红比率	30.0%	25.8%	29.2%	29.2%	29.2%
股本	555.3	555.0	555.0	555.0	555.0	股息收益率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
留存收益	5,921.5	7,397.3	9,206.1	11,704.5	14,832.2						
股东权益	6,542.8	8,060.1	9,861.9	12,351.0	15,467.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	2.13	2.79	3.81	5.05	6.19
净利润	1,171.4	1,541.6	2,107.1	2,794.4	3,421.6	BVPS(元)	11.78	14.52	17.77	22.25	27.87
加:折旧和摊销	291.2	378.6	373.3	401.3	422.9	PE(X)	49.41	46.47	23.22	17.51	14.30
资产减值准备	-227.4	457.7	355.0	402.2	476.6	PB(X)	9.03	9.04	5.03	4.00	3.19
公允价值变动损失	-64.1	-44.5	-44.5	-51.0	-46.6	P/FCF	-134.84	96.86	179.66	15.89	30.54
财务费用	45.4	48.6	78.0	64.0	86.0	P/S	3.92	3.28	1.73	1.39	1.16
投资损失	32.5	23.3	28.3	28.0	26.5	EV/EBITDA	37.92	35.42	20.21	14.09	11.57
少数股东损益	-12.5	-5.2	-7.1	-9.4	-11.5	CAGR(%)	49.6%	34.1%	34.4%	34.1%	26.6%
营运资金的变动	-626.9	-1,259.1	-2,900.2	839.3	-2,412.7	PEG	1.17	1.52	0.63	0.54	0.64
经营活动产生现金流量	609.6	1,141.0	-10.1	4,468.8	1,962.9	ROIC/WACC	2.61	2.68	3.09	3.88	4.61
投资活动产生现金流量	-1,046.0	-749.8	-416.9	-318.2	-330.6	REP	3.02	3.00	1.42	1.21	0.83
融资活动产生现金流量	366.8	-273.5	335.5	-1,152.4	-391.4						

资料来源: Wind资讯, 安信证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034