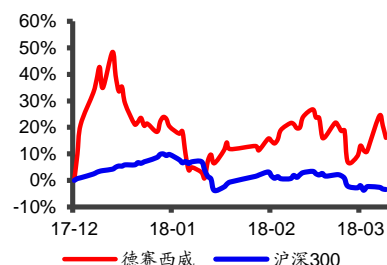


德赛西威(002920)/计算机
2017 净利增长 4.4%，自动驾驶产品已量产
评级：买入(首次)
市场价格：37.53
分析师：谢春生
执业证书编号：S0740518010002
Email: xiecs@r.qlzq.com.cn
联系人：陈倩卉
Email: chenqh@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	100
流通股本(百万股)	550
市价(元)	37.53
市值(亿元)	206
流通市值(亿元)	206

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,678.0	6,010.3	6,809.7	8,898.2	11,786.4
增长率 yoy%	54.8%	5.9%	13.3%	30.7%	32.5%
净利润(百万元)	590.3	616.4	671.3	866.5	1,140.1
增长率 yoy%	64.5%	4.4%	8.9%	29.1%	31.6%
每股收益(元)	1.07	1.12	1.22	1.58	2.07
每股现金流量	0.02	3.73	0.56	0.03	1.69
净资产收益率	46.1%	16.6%	15.3%	16.5%	17.8%
P/E	35.0	33.5	30.7	23.8	18.1
PEG	2.6	1.5	1.3	1.7	0.8
P/B	16.1	5.5	4.7	3.9	3.2

备注：

投资要点

- 2017 年收入同比增长 6%。**2017 年公司营业收入 60.1 亿元，同比增长 5.9%，归母净利润为 6.2 亿元，同比增长 4.4%，扣非后归母净利润为 6.2 亿元，同比增长 8.5%。2017Q4 单季度，公司营业收入 15.63 亿元，同比减少 5.8%，归母净利润 1.48 亿元，同比增长 16.7%。公司业绩的主要影响因素包括：(1) 国内汽车销量增速放缓，2017 年全国汽车销量为 2888 万辆，同比增长 3%，增速同比回落 11 个百分点；(2) 公司在车联网、智能驾驶、新能源汽车等领域不断加大投入；(3) 公司依靠在国内积累的技术和产品优势，不断拓展合资品牌车型和国际品牌车型。
- 产品竞争力继续保持。**(1) 车载信息系统：2017 年收入 16.24 亿元，同比减少 6.9%，毛利率为 35.44%，同比增加 2.12 个百分点。(2) 车载娱乐系统：收入 33.04 亿元，同比增长 10.4%，毛利率为 24.33%，同比增加 0.33 个百分点。(3) 空调控制器：收入为 5.39 亿元，同比增长 6.8% (4) 驾驶信息显示系统：2017 年收入 3.35 亿元，同比增长 13.5%。公司综合毛利率为 25.78%，同比减少 1.17 个百分点。通过公司车载信息系统和车载娱乐系统产品来看，这两个业务毛利率并没有出现下滑，表明在公司产品在前装市场的竞争力。
- 研发投入加大，强化自动驾驶布局。**2017 年公司研发投入 4.18 亿元，同比增长 22.9%，研发占收入比例为 6.96%，同比增加 0.96 个百分点。2017 年研发费用化率为 100%。公司研发人员数量为 1458 人，研发人员在公司总人数的占比为 33.9%，研发人员增加 339 人。公司不断在智能驾驶领域投入研发，目前在环境感知、智能显示、决策算法等领域都有布局，2017 年公司继惠州、南京、新加坡后，在成都设立第四个研发中心。
- 智能驾驶辅助系统：多环节布局，并已量产。**(1) **ADAS：量产交付。**2016 年公司成立智能驾驶辅助事业部。目前公司在智能驾驶的感知、决策、控制等环节都已布局。涉及的研发技术领域包括：车道保持、自动泊车、前碰撞预警、自动紧急刹车、盲区监测、低速移动物体检测、行人识别等，其中部分技术已实现产品化。公司开发的包括算法、硬件在内的智能驾驶辅助产品已在 2017 年实现量产并交付。(2) **高清摄像头：量产。**2017 年公司投资全自动高清摄像头生产线，在国内率先实现高清车用摄像头和环视系统的量产。(3) **布局 L3&路测。**2017 年公司及南京研发团队与前装车厂联合进行 L3 级别自动驾驶技术和产品研发，并进行封闭车道测试。(4) **液晶仪表：订单落地。**公司是国内首批投入研发并量产全液晶仪表的本土企业，目前已获得多个传统及新能源车的项目订单。
- 盈利预测与投资建议。**我们认为，德赛西威是国内汽车电子龙头，在传统车载信息娱乐系统领域，公司市场份额居于国内品牌第一位。目前公司正加大在自动驾驶领域各产业链环节的布局，并且部分自动驾驶产品已经量产。我们认为，随着新产品放量周期的到来，公司业绩有望逐步提升。我们预计，公司 2018-2020 年归母净利润为 6.71/8.67/11.40 亿元，EPS 分别为 1.22/1.58/2.07 元，对应的 PE 分别为 31/24/18 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示。**新产品放量进程低于预期的风险；前装市场竞争加剧的风险。

内容目录

德赛西威：2017 归母净利增长 4.4%.....	- 3 -
自动驾驶业务进展	- 6 -
盈利预测与投资建议	- 8 -
风险提示	- 8 -

德赛西威：2017 归母净利增长 4.4%

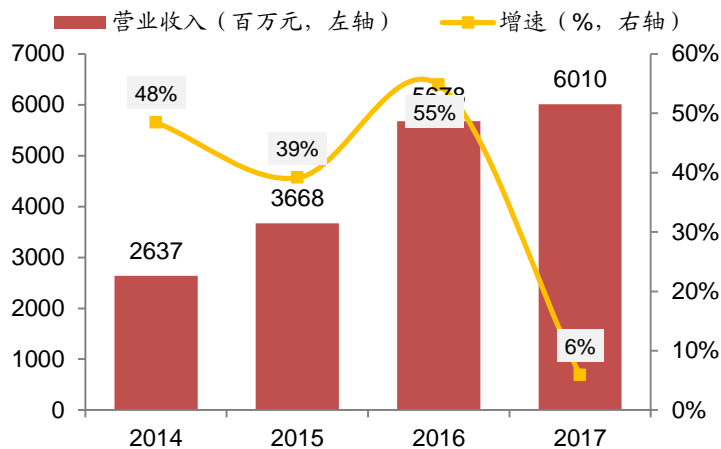
- **2017 归母净利增长 4.4%。**公司披露 2017 年年报，2017 年公司营业收入 60.1 亿元，同比增长 5.9%，归母净利润为 6.2 亿元，同比增长 4.4%，扣非后归母净利润为 6.2 亿元，同比增长 8.5%。2017Q4 单季度，公司营业收入 15.63 亿元，同比减少 5.8%，归母净利润 1.48 亿元，同比增长 16.7%。公司业绩的主要影响因素包括：（1）国内汽车销量增速放缓，2017 年全国汽车销量为 2888 万辆，同比增长 3%，增速同比回落 11 个百分点；（2）公司在车联网、智能驾驶、新能源汽车等领域不断加大投入；（3）公司依靠在国内积累的技术和产品优势，不断拓展合资品牌车型和国际品牌车型。
- 2017 年销售费用率为 3.5%，同比减少 1.1 个百分点，主要是因为 2017 年公司质量保证金降低。管理费用率为 9.1%，同比增加 1.1 个百分点，主要是因为研发投入的加大。毛利率为 25.8%，同比减少 1.1 个百分点，净利率为 10.4%，同比减少 0.1 个百分点。

图表 1：公司主要财务指标

单位：百万元	2017	2016	同比（%）	2017Q4	2016Q4	同比（%）
营业收入	6,010	5,678	5.9%	1,563	1,659	-5.8%
营业成本	4,461	4,148	7.5%	1,177	1,219	-3.4%
税金及附加	40	34	16.9%	13	12	7.1%
销售费用	208	262	-20.5%	56	112	-50.2%
管理费用	546	454	20.3%	148	128	15.7%
财务费用	11.9	64.2	-81.4%	-1.0	26.2	-103.7%
资产减值	30	58	-48.4%	21	37	-42.0%
投资净收益	-28	-2	-1289.9%	-13	-3	-387.0%
营业利润	687	659	4.3%	146	125	-16.8%
营业外收入	7	13	-45.2%	-6	2	-378.6%
营业外支出	3	0	6742.7%	2	0	15564.0%
利润总额	692	672	2.9%	138	127	-8.2%
所得税	76	82	-7.4%	-9	0	-2962.4%
归母净利润	616	590	4.4%	148	127	-16.7%
扣非归母净利润	616	568	8.5%	150	123	22.1%
财务比率	2017	2016	同比（%）	2017Q4	2016Q4	同比（%）
销售费用率（%）	3.5%	4.6%	-1.1%	3.6%	6.7%	-3.2%
管理费用率（%）	9.1%	8.0%	1.1%	9.4%	7.7%	1.8%
毛利率（%）	25.8%	26.9%	-1.2%	24.7%	26.6%	-1.9%
净利率（%）	10.3%	10.4%	-0.1%	9.5%	7.6%	1.8%

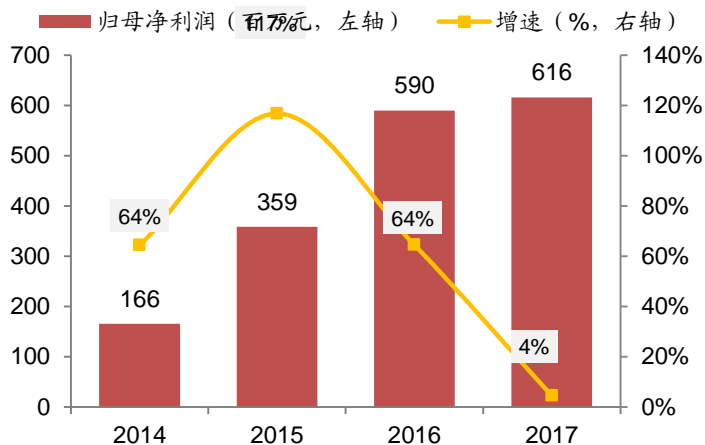
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 2：公司收入



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 3：公司归母净利润



来源：Wind、中泰证券研究所

- **分业务方面，(1) 车载信息系统：**2017 年收入 16.24 亿元，同比减少 6.9%，毛利率为 35.44%，同比增加 2.12 个百分点。**(2) 车载娱乐系统：**2017 年收入 33.04 亿元，同比增长 10.4%，毛利率为 24.33%，同比增加 0.33 个百分点。**(3) 空调控制器：**2017 年收入为 5.39 亿元，同比增长 6.8% **(4) 驾驶信息显示系统：**2017 年收入 3.35 亿元，同比增长 13.5%。公司综合毛利率为 25.78%，同比减少 1.17 个百分点。通过公司车载信息系统和车载娱乐系统产品来看，公司的这两个业务的毛利率并没有出现下滑，表明在公司产品在前装市场的竞争力。

图表 4：公司主营业务情况

	2013	2014	2015	2016	2017
营业总收入	1776.14	2636.69	3668.25	5678.03352	6010.30
增速 (%)		48%	39%	55%	6%
车载娱乐系统	1144.60	1564.64	2003.06	2994.44	3304.45
增速 (%)		36.7%	28.0%	49.5%	10.4%
车载信息系统	428.84	697.16	1122.51	1743.84	1623.96
增速 (%)		62.6%	61.0%	55.4%	-6.9%
车载空调控制器	154.51	267.37	356.95	504.23	538.59
增速 (%)		73.0%	33.5%	41.3%	6.8%
驾驶信息显示系统	6.52	40.78	106.48	294.91	334.73
增速 (%)		525.8%	161.1%	177.0%	13.5%
EMS	14.62	42.87	39.55	89.24	97.65
增速 (%)		193.2%	-7.7%	125.7%	9.4%
其他主营业务	23.15	16.81	31.36	40.54	80.65
增速 (%)		-27.4%	86.6%	29.3%	98.9%
其他业务	3.91	7.07	8.34	10.83	30.27
增速 (%)		80.9%	18.0%	29.9%	179.4%
毛利率 (%)	25%	24%	27%	27%	26%
车载娱乐系统	20%	18%	22%	24%	24%
车载信息系统	36%	37%	37%	33%	35%
车载空调控制器	32%	30%	29%	27%	18%
驾驶信息显示系统	32%	19%	22%	25%	15%
EMS	10%	11%	10%	4%	0%
其他主营业务	38%	25%	26%	23%	14%
其他业务	0%	30%	37%	64%	49%

来源：Wind、中泰证券研究所

- 研发投入继续加大。**2017 年公司研发投入 4.18 亿元,同比增长 22.9%,研发占收入比例为 6.96%,同比增加 0.96 个百分点。2017 年研发费用化率为 100%。公司研发人员数量为 1458 人,研发人员在公司总人数的占比为 33.9%,研发人员增加 339 人。公司不断在智能驾驶领域投入研发,目前在环境感知、智能显示、决策算法等领域,公司都有一定的布局,其中某些智能驾驶产品已经量产。

图表 5: 公司研发投入

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017
研发支出 (费用化)	200	233	341	418
费用化率 (%)	100%	100%	100%	100%
研发支出 (资本化)	0	0	0	0
资本化率 (%)	0%	0%	0%	0%
研发支出 (合计)	200	233	341	418
同比增长 (%)		16.5%	45.9%	22.9%
研发占收入比重 (%)	7.6%	6.4%	6.0%	7.0%
研发人员数量 (人)			1119	1458
研发人员占比 (%)			24.6%	33.9%

来源: Wind、中泰证券研究所

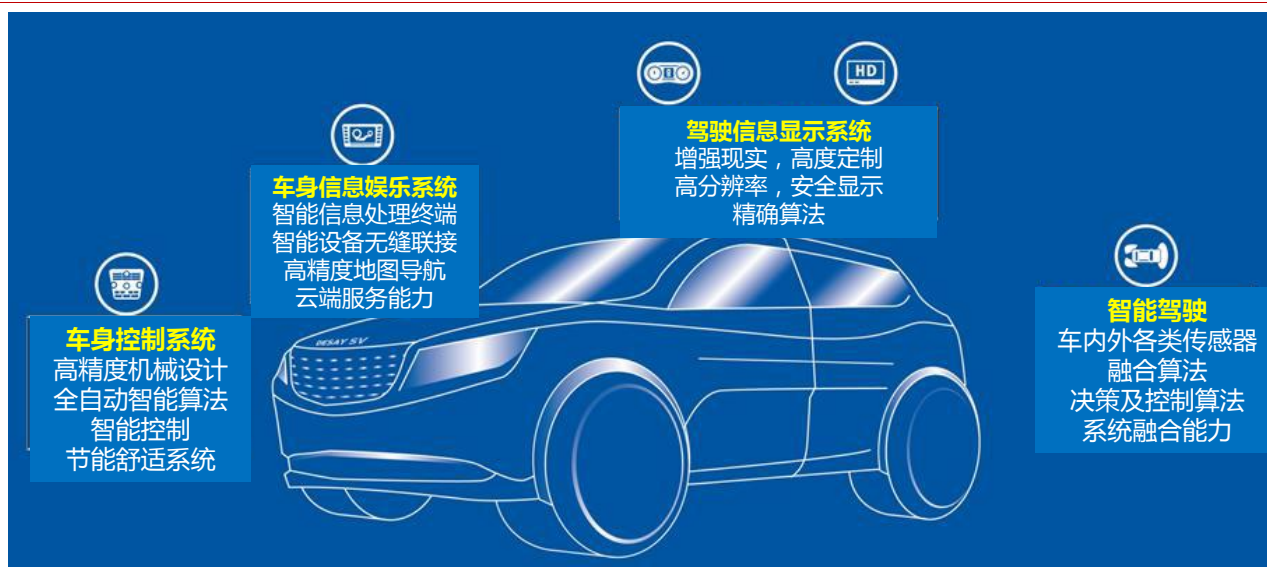
■ 2017 年研发进展:

- **成立成都研发中心:** 在已有惠州、南京、新加坡研发中心的基础上, 公司还在成都设立了研发中心。
- **成立自动驾驶团队:** 公司在新加坡成立了自动驾驶技术团队。
- **高清摄像头产线:** 公司投资全自动高清摄像头生产线; 在国内率先实现了高清车用摄像头和环视系统的量产。
- **加入百度 Apollo 计划:** 2017 年 6 月, 成为百度阿波罗计划的成员, 从 BCU 和 MapAuto 两个维度展开合作, 共同打造支撑汽车实现自动驾驶的专用计算平台量产产品, 并于 2017 年 11 月百度世界大会上联合百度共同发布了基于 DuerOS 平台的系统。

自动驾驶业务进展

- **智能驾驶辅助系统: 多环节布局, 并已量产。** 2016 年公司成立智能驾驶辅助事业部。目前公司在智能驾驶的感知、决策、控制等环节都进行了部署。涉及的研发技术领域包括: 车道保持、自动泊车、前碰撞预警、自动紧急刹车、盲区监测、低速移动物体检测、行人识别等, 其中部分技术已实现产品化。公司开发的包括算法、硬件在内的智能驾驶辅助产品已在 2017 年实现量产并交付。
- **布局 L3&路测。** 2017 年公司及南京研发团队与前装车厂联合进行 L3 级别自动驾驶技术和产品研发, 并进行了封闭车道测试。
- **液晶仪表, 已获订单。** 公司是国内首批投入研发并量产权全液晶仪表的本土企业。2017 年公司推出了多款具备领先光学性能的显示模组及系统, 不断在 AutoSAR、功能安全方面进行技术提升, 并成功应用于多个车厂项目, 目前已获得多个传统及新能源车的项目订单。

图表 6：公司在智能驾驶领域的产品



来源：公司官网、中泰证券研究所

- 为蔚来提供车规级高清多点触摸屏。2017 年 12 月，未来 ES8 下线，其中全高清多点触摸屏由德赛西威提供。ES8 中控屏清晰度还是全球最高之一，采用了一块 10.4 英寸 1600*1200 分辨率的高清多点触摸屏，PPI（每平方英寸像素数）达到 192，而 PPI 数值越高，即代表显示屏能够以越高的密度显示图像。

图表 7：公司在智能驾驶领域的产品



来源：公司官网、中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们认为，德赛西威是国内汽车电子龙头企业，在传统的车载信息娱乐系统领域，公司市场份额居于国内品牌第一位。目前公司正加大在自动驾驶领域的产业链环节的布局，并且部分自动驾驶产品已经量产。我们认为，随着新产品放量周期的到来，公司业绩有望逐步提升。我们预计，公司 2018-2020 年归母净利润为 6.71/8.67/11.40 亿元，EPS 分别为 1.22/1.58/2.07 元，对应的 PE 分别为 31/24/18 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 8：可比公司估值表

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿 元)	EPS (元)			PE (倍)			CAGR(16-19E) (%)	PEG
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E		
华阳集团	002906.SZ	22.50	106.4	0.67	0.76	0.90	33.5	29.5	25.0	13.0%	2.58
中科创达	300496.SZ	34.61	139.8	0.36	0.50	0.73	96.6	68.6	47.7	34.6%	2.79
索菱股份	002766.SZ	14.02	59.1	0.41	0.58	0.75	34.3	24.0	18.6	60.8%	0.56
东软集团	600718.SH	14.94	185.7	0.38	0.49	0.61	39.6	30.6	24.3	27.5%	1.44
平均				0.45	0.58	0.75	51.0	38.2	28.9	34.0%	1.84
德赛西威	002920.SZ	37.53	206.4	1.12	1.22	1.58	33.5	30.7	23.8	18.6%	1.80

来源：Wind、中泰证券研究所。注：德赛西威盈利采用中泰证券预测数据，其他公司采用 Wind 一致预测，股价为 2018 年 4 月 4 日收盘价

风险提示

- (1) 新产品放量进程低于预期的风险；
- (2) 前装市场竞争加剧的风险。

图表 9：公司主要财务指标

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,010.3	6,809.7	8,898.2	11,786.4	净利润	615.9	671.3	866.5	1,140.1
减：营业成本	4,461.0	5,023.9	6,565.3	8,707.8	加：折旧和摊销	162.8	97.4	97.4	97.4
营业税费	40.1	37.4	54.0	71.7	资产减值准备	30.2	-	-	-
销售费用	208.0	220.2	297.8	423.2	公允价值变动损失	6.3	-1.0	0.7	-0.1
管理费用	546.0	581.5	784.1	1,022.6	财务费用	19.4	9.3	-4.8	-5.6
财务费用	11.9	9.3	-4.8	-5.6	投资收益	27.8	9.9	13.2	17.0
资产减值损失	30.2	42.9	43.9	39.0	少数股东损益	-0.6	-1.0	-0.7	-1.2
加：公允价值变动收益	-6.3	-1.0	0.7	-0.1	营运资金的变动	-318.9	220.4	-946.0	-306.5
投资和汇兑收益	-27.8	-9.9	-13.2	-17.0	经营活动产生现金流量	646.2	1,006.2	26.3	940.9
营业利润	687.3	883.7	1,145.3	1,510.7	投资活动产生现金流量	-342.2	1.2	-16.2	-18.7
加：营业外净收支	4.3	10.1	9.2	7.8	融资活动产生现金流量	1,747.5	-699.1	7.0	8.6
利润总额	691.5	893.8	1,154.5	1,518.5	现金净流量	2,049.6	308.7	17.9	930.5
减：所得税	75.6	223.4	288.6	379.6					
净利润	616.4	671.3	866.5	1,140.1					

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,375.3	2,683.6	2,700.8	3,631.6	成长性				
交易性金融资产	-	1.1	1.4	0.8	营业收入增长率	5.9%	13.3%	30.7%	32.5%
应收账款	1,169.0	1,336.2	1,952.8	2,513.5	营业利润增长率	4.3%	28.6%	29.6%	31.9%
应收票据	604.2	794.3	1,051.0	1,424.4	净利润增长率	4.4%	8.9%	29.1%	31.6%
预付账款	11.3	12.0	24.6	25.1	EBITDA增长率	-0.3%	25.4%	25.0%	29.4%
存货	918.9	1,723.7	1,618.4	2,762.2	EBIT增长率	-4.5%	29.3%	27.7%	32.0%
其他流动资产	187.2	81.9	97.8	122.3	净资产增长率	191.1%	17.7%	19.9%	21.8%
可供出售金融资产	19.8	6.6	8.8	11.8	利润率				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	25.8%	26.2%	26.2%	26.1%
长期股权投资	3.8	3.8	3.8	3.8	营业利润率	11.4%	13.0%	12.9%	12.8%
投资性房地产	-	-	-	-	净利润率	10.3%	9.9%	9.7%	9.7%
固定资产	537.8	462.4	387.1	311.8	EBITDA/营业收入	13.1%	14.5%	13.9%	13.6%
在建工程	29.5	29.5	29.5	29.5	EBIT/营业收入	11.5%	13.1%	12.8%	12.8%
无形资产	158.4	136.4	114.3	92.3	运营效率				
其他非流动资产	205.8	137.8	102.5	102.4	固定资产周转天数	31	26	17	11
资产总额	6,221.2	7,409.5	8,093.0	11,031.7	流动资产周转天数	266	315	285	274
短期债务	676.3	-	-	-	应收账款周转天数	72	66	67	68
应付账款	1,057.6	2,238.3	1,856.6	3,519.8	存货周转天数	63	70	68	67
应付票据	208.7	323.8	476.4	589.5	总资产周转天数	321	360	314	292
其他流动负债	250.3	229.4	237.3	260.0	投资资本周转天数	95	88	80	77
长期借款	-	-	-	-	投资回报率				
其他非流动负债	313.6	246.6	283.3	281.2	ROE	16.6%	15.3%	16.5%	17.8%
负债总额	2,506.6	3,038.2	2,853.6	4,650.5	ROA	9.9%	9.0%	10.7%	10.3%
少数股东权益	-5.9	-6.9	-7.5	-8.7	ROIC	44.9%	37.4%	55.5%	46.5%
股本	550.0	550.0	550.0	550.0	费用率				
留存收益	3,170.1	3,828.2	4,696.9	5,839.9	销售费用率	3.5%	3.2%	3.3%	3.6%
股东权益	3,714.5	4,371.3	5,239.4	6,381.2	管理费用率	9.1%	8.5%	8.8%	8.7%
负债和股东权益合计	6,221.2	7,409.5	8,093.0	11,031.7	财务费用率	0.2%	0.1%	-0.1%	0.0%
					三费/营业收入	12.7%	11.9%	12.1%	12.2%

来源：Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。