

座舱电子龙头企业，三大业务有望交融发展

——德赛西威（002920）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2019年09月09日

报告关键要素：

德赛西威为国内车载电子领先企业之一，三十年来专注座舱电子产品领域，汽车智能化、网联化趋势加速汽车驾驶座舱向智能座舱升级，行业处于爆发前夜，公司在智能驾驶座舱、智能驾驶和车联网领域领先布局渐入收获期，业绩拐点将至，三大业务交融发展成长空间广阔。

投资要点：

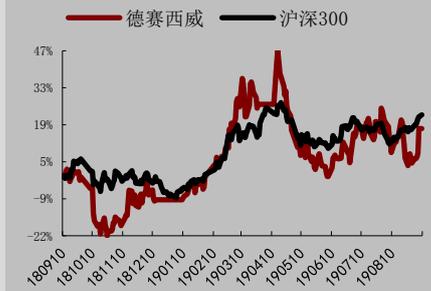
- **以座舱电子产品为基石，积极布局汽车智能网联化产品：**公司为国内领先的汽车电子企业，三十年来专注汽车驾驶座舱领域，现有产品包括车载信息娱乐系统、驾驶信息显示系统、空调控制器等座舱电子产品，其中车载信息娱乐系统为现阶段公司主要收入来源，近年来受下游乘用车需求低迷影响，公司盈利呈下行趋势，但各指标依然处于行业公司前列，我们认为下游乘用车复苏在即，公司业绩拐点将至，且公司顺应汽车“智能化、网联化”发展趋势，逆向加大投资积极布局智能驾驶、车联网等新产品线，未来有望凭借智能驾驶座舱、智能驾驶、车联网三大业务领先优势，充分享受产业变革带来的市场红利。

- **座舱电子产品渗透率有望提升，行业前景广阔：**汽车电子化程度的提升及智能化、网联化发展趋势加速座舱产品向智能化方向升级，行业成长空间广阔。从渗透率角度来看，汽车座舱产品中除中控屏外，其他产品渗透率仍有较大的提升空间，另外相对传统座舱产品，典型的智能驾驶座舱单车配套价值量有4-6倍的提升空间，我们预计国内座舱电子市场规模2020年有望达到695.8亿元，年复合增速高达17%，是在国内乘用车低增长背景下为数不多的高增长细分领域。现阶段国内座舱电子市场以外资合资为主，但行业集中度不高，而公司深耕座舱电子三十余年，技术比肩国际一流零部件企业，产品结构完善，客户资源丰富，在乘用车增速放缓及行业加速淘汰背景下，公司市场份额有望提升。

基础数据

行业	计算机
公司网址	
大股东/持股	惠州市德赛工业发展有限公司/58.3%
实际控制人	惠州市国资委
总股本(百万股)	550.00
流通A股(百万股)	122.35
收盘价(元)	25.12
总市值(亿元)	138.16
流通A股市值(亿元)	30.73

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年09月09日

相关研究

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

	2018年	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	54.09	45.99	50.39	57.49
增长比率(%)	-10.01	-14.97	9.56	14.10
净利润(亿元)	4.16	3.10	3.63	4.25
增长比率(%)	-32.50	-25.58	17.22	17.12
每股收益(元)	0.76	0.56	0.66	0.77
市盈率(倍)	22.93	44.61	38.06	32.50

数据来源：WIND，万联证券研究所

- **积极推进智能网联产品，卡位智能汽车赛道：**由于自动驾驶与智能驾驶座舱是未来汽车两大核心运算单元，两者相辅相成共同构成智能汽车终端形态，从各国及各大车企规划布局来看，汽车实现自动驾驶进程有望加速，预计 2020 年可看到众多 L3 级别及以上自动驾驶车型量产，而智能驾驶座舱逐步由高端豪车向大众车型普及，行业处于爆发的前夜，公司基于现有的座舱产品，积极布局智能驾驶、车联网，卡位智能汽车赛道，逐步掌握座舱产品集成智能驾驶系统的核心竞争力，且新业务订单逐步落地进一步验证公司成长，未来随着自动驾驶车型逐步量产，公司有望实现智能驾驶座舱、智能驾驶、车联网三大业务相互融合协同发展。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年营业总收入分别为 46.0 亿元、50.4 亿元和 57.5 亿元，同比增速分别为-15.0%、9.6% 和 14.1%，归属于上市公司股东的净利润分别为 3.1 亿元、3.6 亿元和 4.3 亿元，同比增速分别为-25.6%、17.2%和 17.1%，EPS 分别为 0.56、0.66 和 0.77 元/股，对应的 PE 分别为 44.6、38.1 和 32.5 倍，考虑到公司智能座舱产品的广阔成长前景，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**汽车销量不及预期，座舱电子产品发展不及预期

目录

1、国内领先车载电子企业之一	5
1.1 专注座舱电子三十余年	5
1.2 一脉传承世界先进技术品质	5
1.3 股东背景实力雄厚	6
2、以座舱电子产品为基石，积极布局汽车智能网联化产品	7
2.1 车载信息娱乐系统为公司主要收入来源，智能驾驶、车联网处于导入期	7
2.2 盈利周期下行，加大投入培育新增长点	8
2.3 座舱电子头部企业，各指标位于行业前列	9
3、座舱电子产品渗透率有望提升，行业前景广阔	11
3.1 座舱电子产品有望量价齐升	11
3.2 座舱电子产品是为数不多的高增长细分领域	12
3.3 座舱电子市场外资合资为主，综合优势强的内资加速渗透	14
4、积极推进智能网联产品，卡位智能汽车赛道	15
4.1 驾驶座舱向智能座舱过渡，核心竞争力向智能驾驶集成转移	15
4.2 自动驾驶进程加速，智能座舱逐步大众化	16
4.3 驾驶座舱、智能驾驶、车联网相互融合，新业务逐步落地	17
5、盈利预测及投资建议	19
6、风险提示	21
图表 1：公司发展历程	5
图表 2：股权结构	6
图表 3：前十大股东（截止日 2019-6-30）	7
图表 4：三大事业群	8
图表 5：2013-2018 年收入构成	8
图表 6：2018 年收入构成	8
图表 7：近年来公司营业收入	9
图表 8：近年来公司归母净利润	9
图表 9：近年来公司毛利率	10
图表 10：近年来同行业相似业务毛利率对比	10
图表 11：近年来同行业公司资产负债率对比	10
图表 12：近年来同行业公司资产周转率对比	10
图表 13：2017 年自主车型智能座舱产品渗透率	11
图表 14：2017 合资车型智能座舱产品渗透率	11
图表 15：座舱电子产品配套价值量有望提升	12
图表 16：座舱电子产品渗透率有望提升	13
图表 17：座舱电子产品市场空间广阔（亿元）	13
图表 18：座舱电子产品规模预测（亿元）	13
图表 19：全球车载信息娱乐系统竞争格局	14
图表 20：全球液晶仪表竞争市场格局	14
图表 21：汽车座舱产品经历三个发展阶段	15
图表 22：各大车企自动驾驶规划	17
图表 23：德赛西威 CES 展示智能驾驶座舱	18
图表 24：研发人员及占比	19
图表 25：研发投入及占收入比（亿元）	19

图表 26: 盈利预测.....20

万联证券

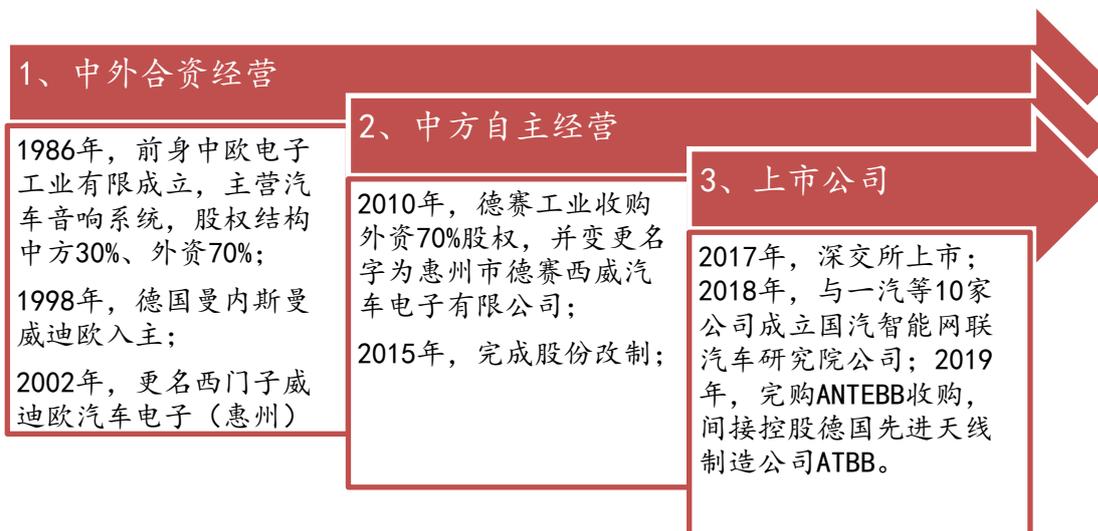
1、国内领先车载电子企业之一

1.1 专注座舱电子三十余年

德赛西威，国内领先的汽车电子企业之一，三十年来专注于车载座舱电子产品研发、设计与制造，并积极推动国内智能网联技术创新与发展，提供智能驾驶座舱、智能驾驶辅助系统、车联网等极具创新、富有竞争力的多元化产品解决方案和服务。公司推行“本土国际化”战略，总部设立于惠州，在南京、成都、上海以及新加坡、欧洲、日本分别设立研发分部和分支机构，形成以国内业务为主，积极拓展全球的业务布局。公司高度重视自主研发与技术创新，研发人员超过1900人，占公司总人数达43%，技术储备丰厚，已掌握车载电子操作系统设计、单芯片多系统处理技术、车载显示屏光学技术、驾驶信息应用算法、车载以太网开发技术、视觉和雷达感知技术、车辆运动规划算法、车辆运动控制算法、大数据分析及应用技术、网络安全技术、云端在线升级技术等核心技术，并全方位打造数字化智能工厂，拥有行业领先的高度自动化、信息化生产线，2018年获评国家智能制造试点示范工厂和国家绿色工厂。客户资源丰富，以前装OEM厂商为主，与大众集团、马自达集团、沃尔沃汽车、一汽集团、上汽集团、吉利汽车、长城汽车、广汽集团、奇瑞汽车、蔚来汽车、小鹏汽车等国内外汽车制造商建立了良好的合作关系。

1.2 一脉传承世界先进技术品质

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、万联证券

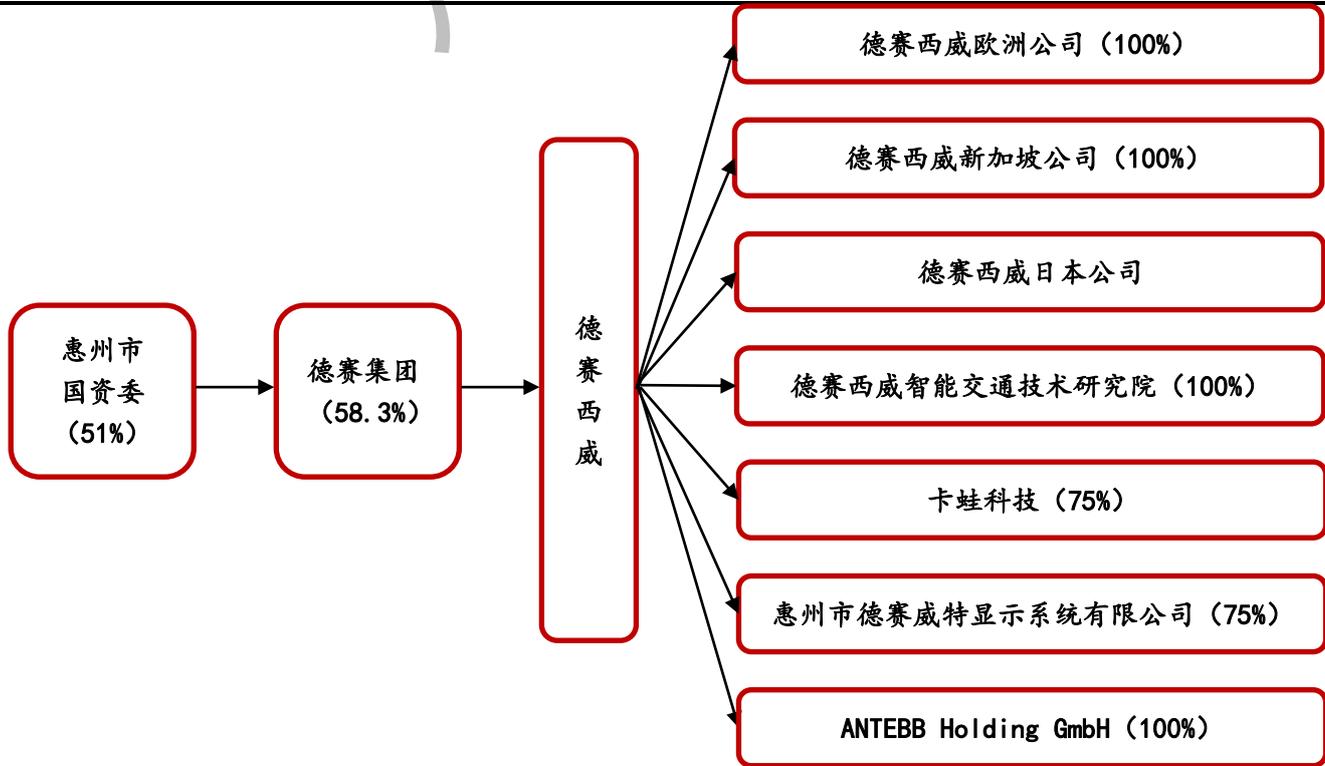
公司经历了由中外合资到中方自主经营的发展历程，公司前身中欧电子工业有限公司，成立于1986年，由飞利浦汽车音响、香港金山、惠州市工业发展总公司（德赛西威前身）组建的外方控股的合资企业，1986-2009年外资控股期间，先后经历了与世界级的汽车电子生产商飞利浦、曼内斯曼以及西门子的合作，吸收与传承其一流的技术品

质，2010年1月，德赛集团成功收购外方70%股权，公司变为中方自主经营企业，三十多年来，公司一直专注车载电子产品业务，产品类别由汽车音响系统扩展到现阶段的基于车载信息娱乐系统、驾驶信息显示系统、空调控制器、车身控制、通信模块等融合成的智能驾驶座舱产品，同时公司积极拓展智能驾驶、车联网等智能网联产品线，总体实现智能汽车座舱、智能驾驶和车联网三大业务群布局。

1.3 股东背景实力雄厚

公司第一大股东为广东德赛集团有限公司，德赛集团实力资本雄厚，属于地方国有控股企业，实际控制人为惠州市国资委，旗下拥有德赛西威和德赛电池2家上市公司，产业涉及汽车电子、新能源汽车、信息科技、LED光电、IC设计、智能装备、精密部件等多个领域。德赛集团直接控股德赛西威58.3%的股权，为集团汽车电子业务上市平台，德赛西威下属设立智能交通技术研究院、卡蛙科技、德赛威特显示系统及欧洲、日本、新加坡等重要子公司，涉及到汽车电子研究、软件开发与制造。2019年3月，公司完成对ANTEBB控股100%股权现金收购交割，并通过ANTEBB控股间接持有德国先进天线制造公司ATBB100%股权，由于高性能的智能天线为车辆信息交互的关键，此次收购将加速推动公司智能驾驶、车联网等智能化产品方案落地。

图表2：股权结构



资料来源：公司公告，万联证券

图表3: 前十大股东 (截止日2019-6-30)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	广东德赛集团有限公司	320,625,000	58.30	限售流通A股
2	惠州市威永德投资咨询合伙企业(有限合伙)	34,093,125	6.20	限售流通A股
3	惠州市威永杰投资咨询合伙企业(有限合伙)	26,921,812	4.89	限售流通A股
4	深圳市神华投资集团有限公司	22,500,000	4.09	A股流通股
5	惠州市恒永威管理咨询有限公司	17,206,875	3.13	限售流通A股
6	惠州市威永昌投资咨询合伙企业(有限合伙)	15,935,063	2.90	限售流通A股
7	惠州市威永盛投资咨询合伙企业(有限合伙)	12,718,125	2.31	限售流通A股
8	招商银行股份有限公司-兴全轻资产投资混合型证券投资基金(LOF)	6,375,311	1.16	A股流通股
9	全国社保基金四一四组合	3,199,921	0.58	A股流通股
10	中国光大银行股份有限公司-泓德优选成长混合型证券投资基金	2,798,375	0.51	A股流通股

资料来源: WIND, 万联证券

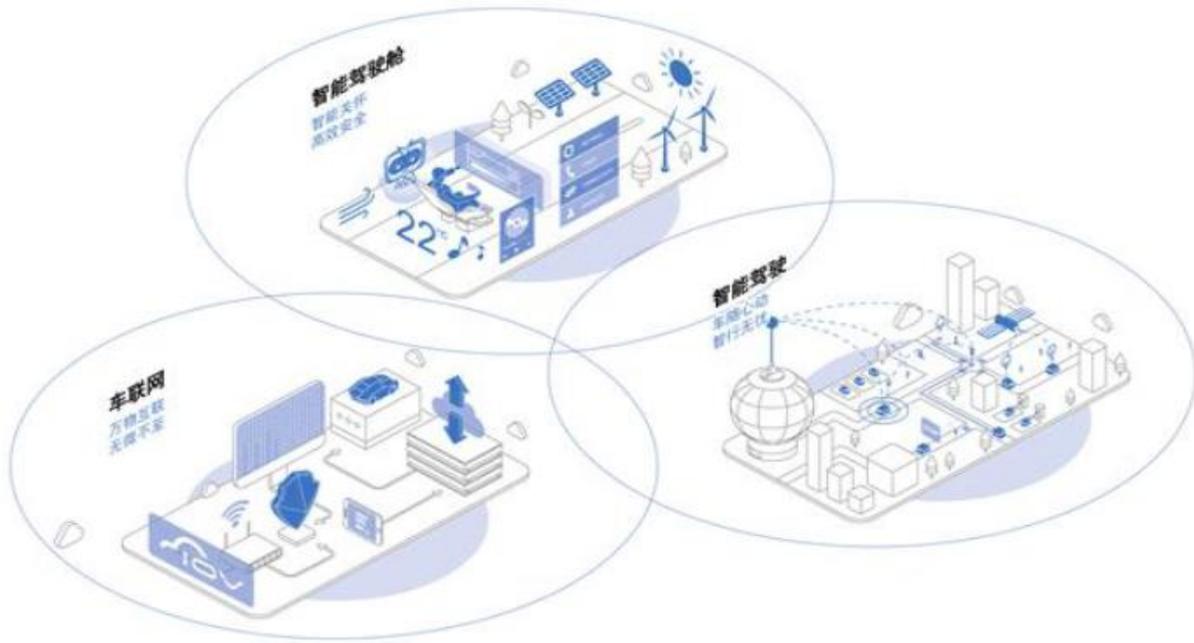
2、以座舱电子产品为基石，积极布局汽车智能网联化产品

2.1 车载信息娱乐系统为公司主要收入来源，智能驾驶、车联网处于导入期

目前，公司产品主要包括基于车载信息娱乐系统、驾驶信息显示系统、空调控制器、车身控制、通信模块等融合成的智能驾驶座舱产品，同时公司顺应汽车“智能化、网联化”新趋势，积极布局智能驾驶、车联网等新产品线，总体实现以智能驾驶座舱、智能驾驶和车联网三大业务群为基础的、以智能汽车为中心的智能交通生态圈。

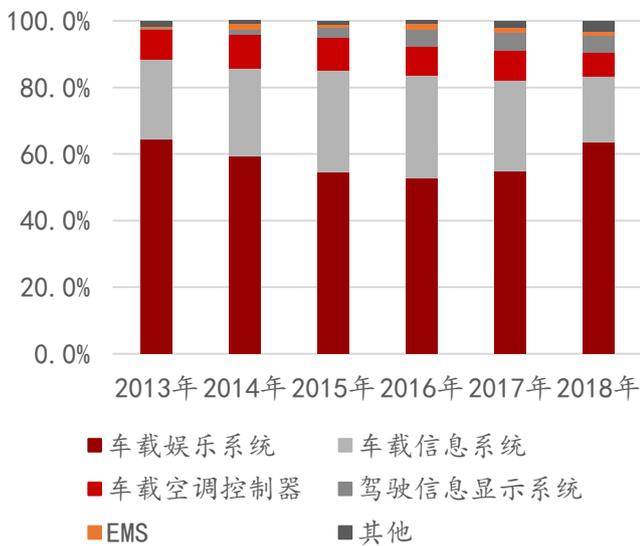
车载娱乐信息系统为公司的主要收入来源：从收入构成来看，车载信息娱乐系统是公司主要的收入来源，其中车载娱乐系统2013-2016年占比呈现先降后升趋势，2018年占比达到63.5%，而车载信息系统2013-2016年占比持续提升最高达30.7%，2017、2018年占比略有下降至20%左右，两者收入总和占比均超过80%以上，车载空调控制器、驾驶信息显示系统等均处于10%以下，而智能驾驶、车联网等新产品目前正处于导入期，贡献的收入比例极小，因此现阶段公司业绩主要受汽车座舱产品收入状况的影响。

图表4：三大事业群

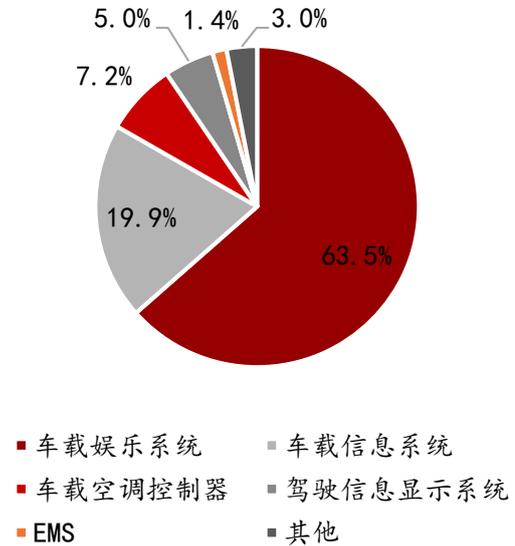


资料来源：公司公告，万联证券

图表5：2013-2018年收入构成



图表6：2018年收入构成



资料来源：WIND，万联证券

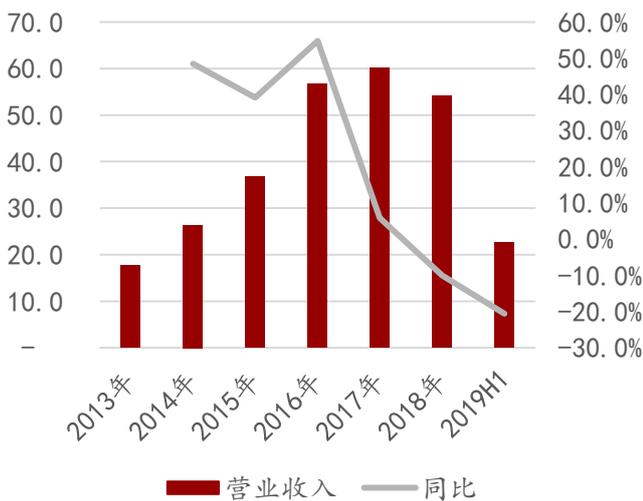
资料来源：WIND，万联证券

2.2 盈利周期下行，加大投入培育新增长点

2013年-2016年，公司业绩保持高速增长，收入规模从17.8亿元增长至36.7亿元，年复合增速47.3%，归母净利润由2013年的1.0亿元增长至2016年的5.9亿元，年复合增速高达80.3%，业绩高增长主要由两方面原因导致，一方面是期间国内SUV高速增长，公司座舱产品配套的重点客户如长城、广汽、通用五菱等在SUV相关爆款车型的带动

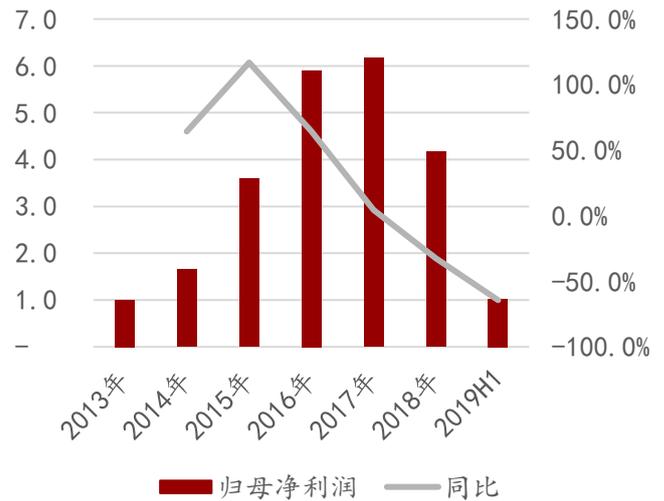
下实现了高增长，如哈弗H6、传祺GS4、宝骏560等均是公司座舱产品配套的车型；另一方面，公司产品因性价比因素渗入合资体系实现了供应量的快速提升，合资品牌因面临国产SUV带来的价格压力，为降低车型销售价格提升竞争力选择产品质量可靠、成本价格有优势的内资零部件供应商，公司产品也因此实现了合资品牌的良好拓展，如公司配套的合资品牌一汽大众销售收入实现了较快的增长。2017、2018年，受国内小排量乘用车购置税税率逐年上调2.5%的影响，国内乘用车步入下行周期，公司业绩增速呈阶梯下滑态势，尤其是2018年营收增速为-10%、归母净利润增速为-32.5%创近几年来的新低。2019年1-6月，公司营业收入22.71亿元，同比增长-20.59%，归属于上市公司股东的净利润1.02亿元，同比增长-64.37%，业绩继续下滑，主要原因在于受国内乘用车市场需求低迷的影响，公司配套车型销量进一步下降，同时公司进一步加大智能网联新产品技术研发，研发费用同比显著增加减少公司净利润所致。近三年了，公司盈利周期呈下行趋势，但公司基于现有的座舱产品逆向投资加大智能网联新业务的投入力度，未来随着汽车智能化、网联化趋势的快速发展，公司有望实现智能驾驶座舱、智能驾驶、车联网三大业务相互协同发展。

图表7：近年来公司营业收入



资料来源：WIND, 万联证券

图表8：近年来公司归母净利润



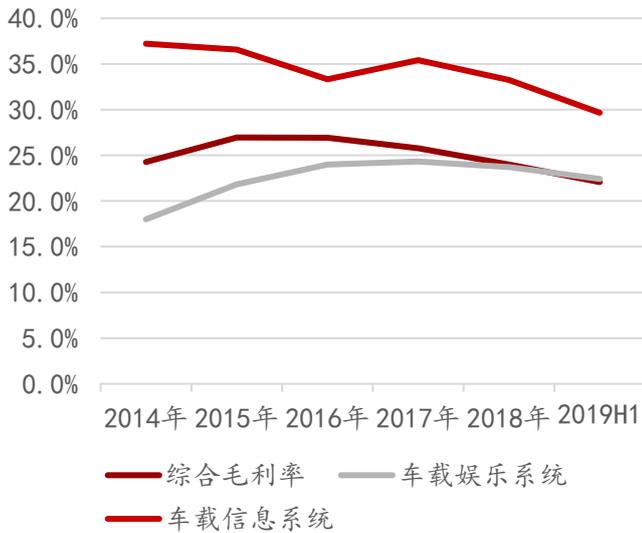
资料来源：WIND, 万联证券

2.3座舱电子头部企业，各指标位于行业前列

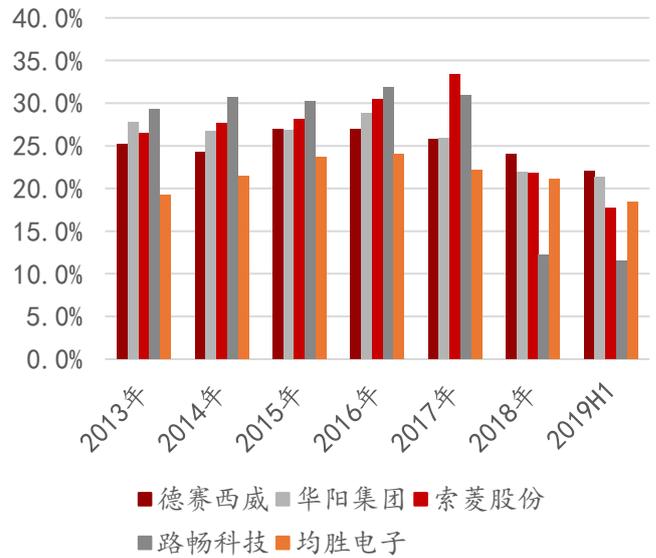
公司作为国内座舱电子领军企业之一，我们选取毛利率、资产负债率、资产周转率指标与同行业上市公司对比，公司各指标均位于行业公司前列，体现出头部企业优势。

产品毛利率位于同行前列：从产品毛利率情况来看，2013-2018年公司产品综合毛利率24%-27%，毛利率相对稳定且基本位于同行业具有相似业务公司（样本选取上市公司华阳集团、索菱股份、路畅科技、均胜电子等公司座舱电子业务毛利率对比）中上游水平，尤其是2018年，在下游整车不景气背景下，公司毛利率24.0%下降幅度低于其他公司且处于行业公司前列，其中车载娱乐系统产品毛利率23.7%，车载信息系统作为车载娱乐系统的升级产品，产品毛利率更高达到33.3%。2019年上半年，受下游整车需求低迷及国六排放标准切换影响，整车去库存严重，公司产品毛利率下降至22.1%，但相对同行业相似业务产品毛利率依然处于前列。

图表9：近年来公司毛利率



图表10：近年来同行业相似业务毛利率对比

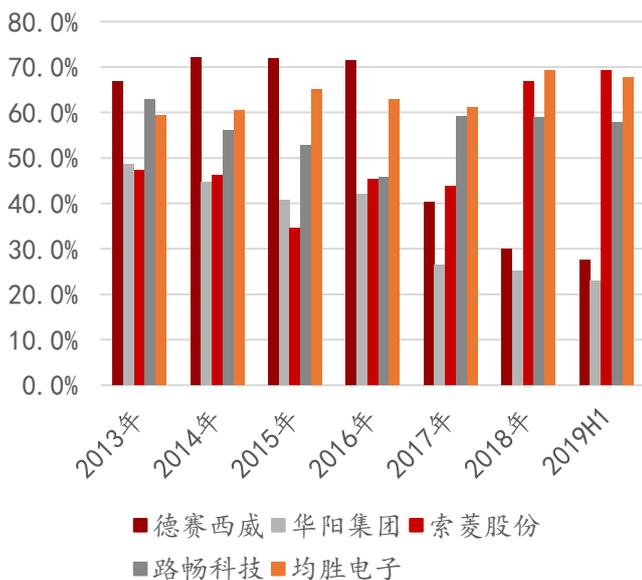


资料来源：WIND, 万联证券

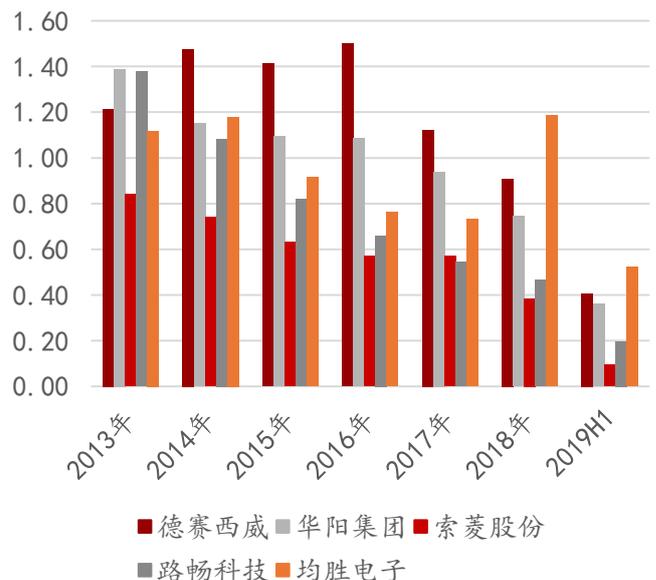
资料来源：WIND, 万联证券

资产负债率低、资产周转率高：从资产负债率情况来看，近年来，公司资产负债率总体呈下降趋势，未上市之前公司资产负债率高达70%左右明显高于同行业公司，2017年IPO发行股份1.0亿股募集资金20.42亿元后资产负债率降低至40%的健康水平，至2018年公司资产负债率进一步下降至30.0%的较低水平，与同行业上市公司相比明显偏低（仅比华阳集团略高）；从资产周转率情况来看，2013-2017年，公司总资产周转率维

图表11：近年来同行业公司资产负债率对比



图表12：近年来同行业公司资产周转率对比



资料来源：WIND, 万联证券

资料来源：WIND, 万联证券

持在1.1-1.5的区间水平，基本高于同行业上市公司，2018年受营收下降因素影响，公司总资产周转率首次破1.0降低至0.91的水平，仅比均胜电子的1.2水平低之外，依然处于行业公司前列。

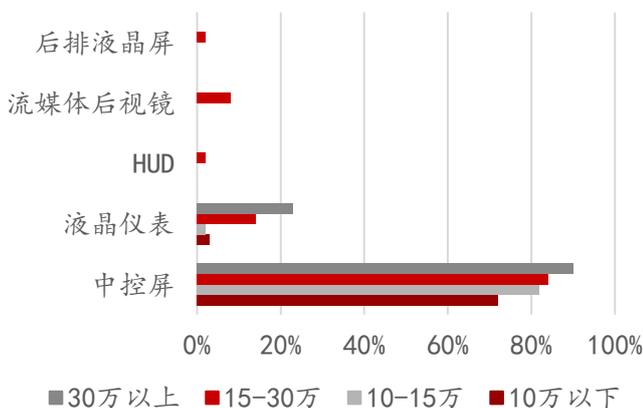
3、座舱电子产品渗透率有望提升，行业前景广阔

3.1座舱电子产品有望量价齐升

汽车座舱电子产品是当前消费者对汽车科技感配置的最直观的体现，主要包括中控平台、全液晶仪表、抬头显示屏、智能音响、信息显示屏、车联网模块、流媒体后视镜及远程信息处理系统等组成的一整套系统。从消费者角度来看，由于汽车驾驶座舱是连接消费者与车之间信息交互的直接载体，其产品配置科技感程度直接影响到消费者驾驶体验，而在当前移动互联网、智能驾驶技术不断进步的状况下，消费者对座舱电子的智能化诉求不断提升。从车企角度来看，汽车产品同质化愈发严重，各大品牌之间的技术并没有绝对的优势，而汽车座舱作为继车型外观之外，能够让消费者尽可能的直接感受车企产品之间差异化的特点，因此车企有望凭借开发智能驾驶座舱突破现有的产品局限性，形成汽车产品的一大卖点。

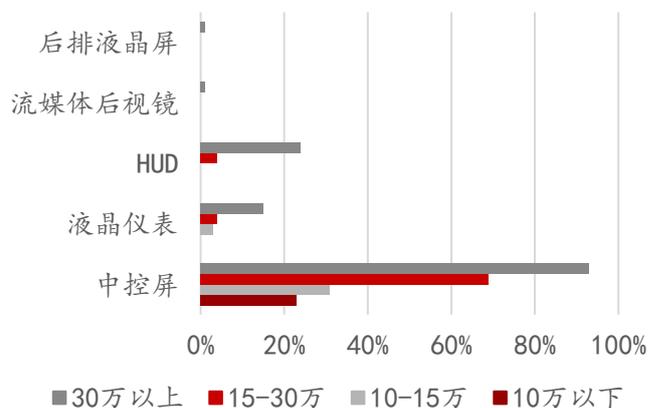
汽车座舱市场空间广阔，根据高工产业研究院（2017）数据，汽车座舱产品中除中控屏渗透率较高以外，其他产品渗透率均仍偏低，尤其是在15万以下的中低端车型上，产品渗透率大部分不超过10%。中控屏渗透率在自主品牌车型上渗透率72%以上，在合资中高端车型（15万以上）也超过了70%，中控屏渗透率虽然较高，但智能化程度不高，具备导航功能的中控屏渗透率仅为20%左右，因此未来的发展空间主要体现在跟随智能化程度带来的产品升级。对于液晶仪表，在30万以上的自主品牌和合资品牌车型渗透率分别在23%、15%，其他均不超过5%，而HUD、流媒体后视镜、后排液晶屏等渗透率则更低。因此，仅从渗透率角度来看，汽车座舱产品中除中控屏外，其他产品渗透率仍有较大的提升空间，而液晶仪表作为座舱产品中信息传递的重要载体，有望成为继中控屏后实现渗透率快速提升的产品。

图表13：2017年自主车型智能座舱产品渗透率



资料来源：GGAI，万联证券

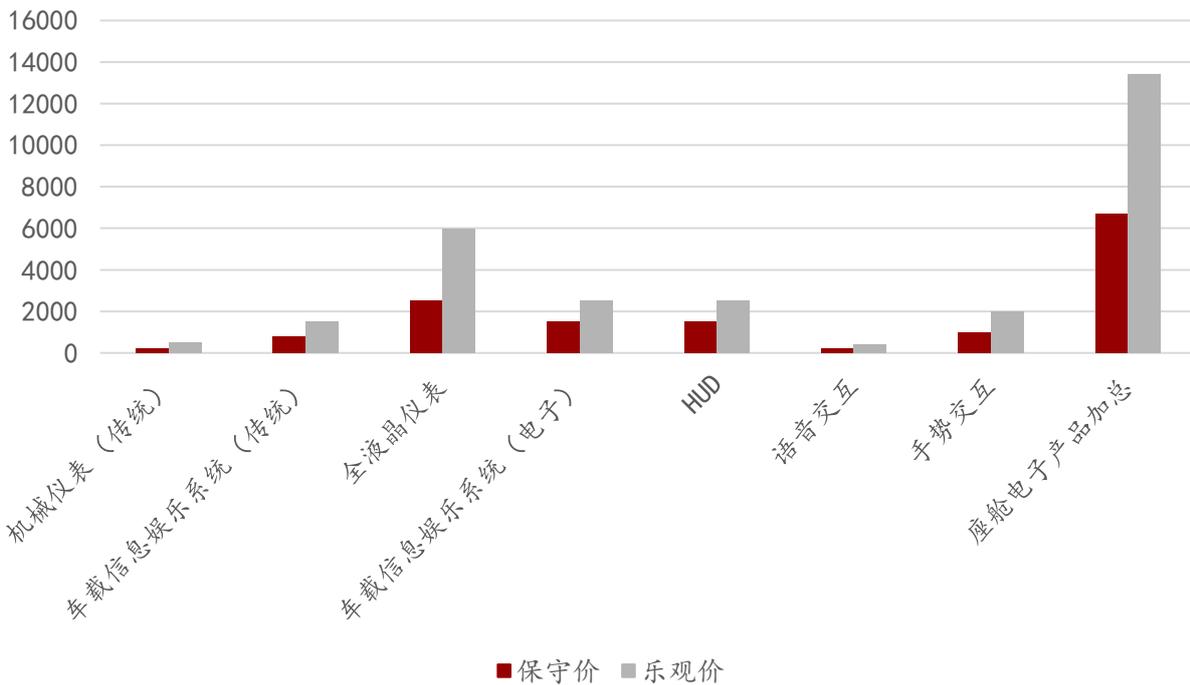
图表14：2017合资车型智能座舱产品渗透率



资料来源：GGAI，万联证券

另外，由于汽车电子化程度的提升及智能化、网联化发展趋势加速座舱产品向智能化方向升级，单车配套价值量提升明显。传统的汽车座舱主要包括机械仪表盘、带导航、音乐播放、车体控制等基础功能的车载信息娱乐中控系统，整体配套价格在2,000元左右，而智能座舱提供除了提供基础的车载娱乐、信息等功能外，能够提供“一芯多屏”的虚拟的数字信息显示，触控、语音、手势等多种人机交互控制，丰富多彩的导航、监控、远程控制等车联网功能，典型的配套价格有望升级到7,000-15,000元左右，较传统的座舱产品配套价值具有4-6倍的提升空间。

图表15：座舱电子产品配套价值量有望提升



资料来源：GGAI, 万联证券

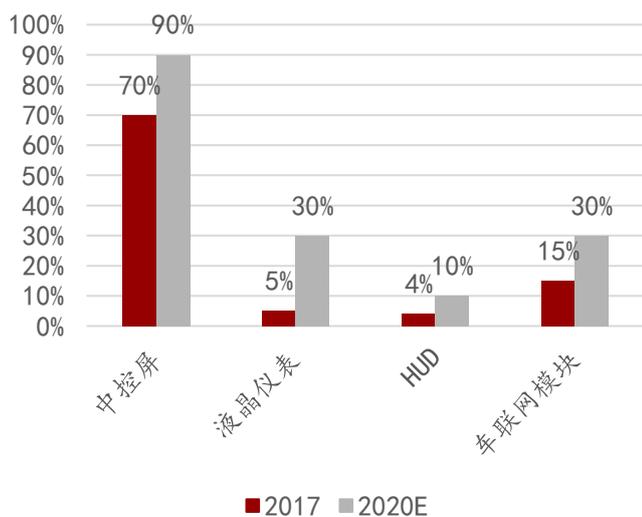
电动化、智能化加速座舱电子产品落地：不同于传统燃油车，新能源汽车直接利用电池电量驱动电机获得动力来源，其电气化程度相对燃油车利用率更高，而新能源汽车除了驾驶速度、行驶里程外，相应的需要增加驾驶员电池电量、驾驶模式、能量回收等信息呈现，海量的数据呈现配合液晶仪表效果更佳。汽车智能化要求汽车具备一定的预警、直接干预等功能，即使简单的辅助驾驶也需要全景摄像、巡航信息、车道偏离等信息，多屏呈现、车联网模块等座舱电子产品更是不可或缺，因此汽车电动化、智能化有望加速座舱电子产品落地。

3.2座舱电子产品是为数不多的高增长细分领域

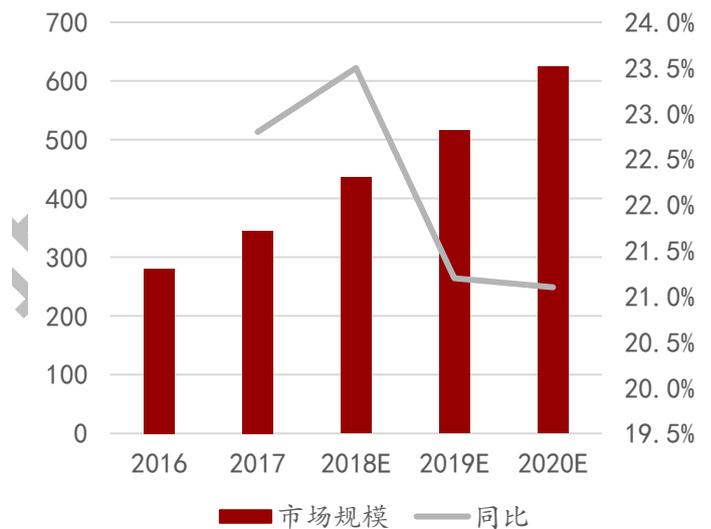
根据中国产业网数据，2017年国内狭义座舱电子（中控屏、液晶仪表）市场规模约345

亿元，相对于2016年增长22.85%，其中中控屏、液晶仪表渗透率分别在70%、5%左右，而预计2020年中控屏市场渗透率有望达到90%、全液晶仪表市场渗透率达到30%，狭义座舱电子市场规模有望达到625亿元，年复合增速超过20%，其中液晶仪表增速在35%以上，2020年将达到270亿规模。我们基于中控屏、液晶表、HUD和其他多功能信息显示渗透率假设由2017年的70%、5%、4%和5%分别提升至2020年的90%、30%、10%和15%的基础上，简单的测算国内座舱电子市场规模2020年有望达到695.8亿元，年复合增速高达17%，是在国内乘用车低增长背景下为数不多的高增长细分领域。

图表16：座舱电子产品渗透率有望提升



图表17：座舱电子产品市场空间广阔（亿元）



资料来源：中国产业网，万联证券

资料来源：中国产业网，万联证券

图表18：座舱电子产品规模预测（亿元）

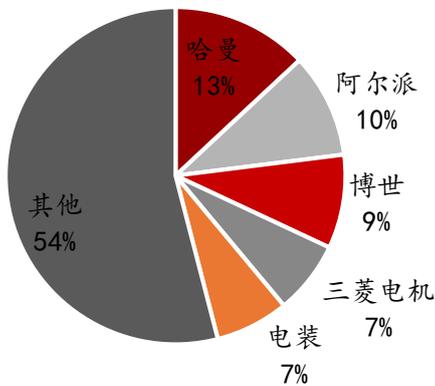
	2017年	2018年	2019年	2020年
乘用车产量（万辆）	2480.66	2,353	2,282.35	2350.822354
中控屏渗透率	70.0%	77.0%	84.0%	90.0%
中控屏均价	2,000	1,900	1,800	1,700
中控屏市场规模	347.3	344.2	345.1	359.7
液晶仪表渗透率	5.0%	14.0%	22.0%	30.0%
液晶仪表均价	4,200	4,000	3,800	3,600
液晶仪表市场规模	52.1	131.8	190.8	253.9
HUD 渗透率	4.0%	6.0%	8.0%	10.0%
HUD 均价	2,000	1,900	1,800	1,700
HUD 市场规模	19.8	26.8	32.9	40.0
多功能信息显示渗透率	5.0%	8.0%	11.0%	15.0%
多功能信息显示均价	1,500	1,400	1,300	1,200
多功能信息市场规模	18.6	26.4	32.6	42.3
合计	437.8	529.2	601.4	695.8
合计同比		20.9%	13.6%	15.7%

资料来源：万联证券

3.3座舱电子市场外资合资为主，综合优势强的内资加速渗透

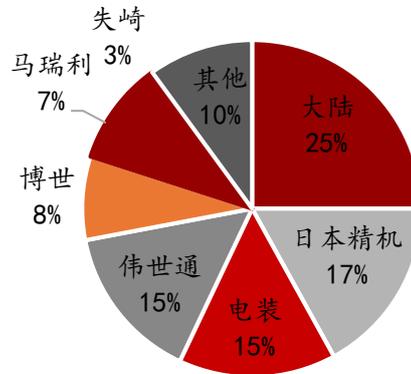
从竞争格局情况来看，全球车载信息娱乐系统市场大部分被跨国零部件巨头和国际汽车电子企业占据，但竞争格局较为分散，排名前五的车载娱乐信息系统供应商分别为哈曼、阿尔派、博世、三菱电机、电装，五家共占据市场46%的市场份额，其中排名第一的哈曼市场份额不足15%。国内车载信息娱乐系统主要由外资企业占据较大的市场份额，内资企业如德赛西威、华阳集团、航盛电子、索菱股份、好帮手等占据较少的市场份额，受自主品牌快速发展及产品价格优势，内资企业市场份额有近年来有所扩大，尤其是车载娱乐系统，内资企业市场份额明显提升。不同于车载信息娱乐系统分散的竞争格局，汽车仪表竞争格局却相对集中，全球汽车仪表市场主要由大陆、日本精机、电装、伟世通等零部件巨头企业占据，4家市场份额高达72%，其中大陆占据25%的市场份额，由于外资企业具备较大的综合优势，因此占据较大的国内市场份额，尤其是高端汽车仪表，基本被中外合资和外资企业垄断，国内企业主要集中在中低端乘用车型和商用车上，企业如德赛西威、比亚迪、航盛电子、德科电子等，受传统汽车低增长及行业竞争加剧影响，实力不足的企业有加速淘汰的迹象，因此行业集中度有望提升，而液晶仪表因产品渗透率较低，目前市场较为分散，企业如友衷科技、中科领航、保华显示、新阳荣乐等均有所布局，未来随着液晶仪表渗透率的提升，企业综合优势较强的企业具备有较大的提升空间。

图表19：全球车载信息娱乐系统竞争格局



资料来源：中国汽车技术研究中心，万联证券

图表20：全球液晶仪表竞争市场格局



资料来源：中国汽车技术研究中心，万联证券

德赛西威由于深耕车载电子三十余年，技术比肩国际一流零部件企业，产品结构完善，产品线涵盖车载信息娱乐系统、驾驶信息显示系统、空调控制器、智能驾驶辅助、车联网等产品，能够提供较高的整体解决方案和系统开发能力。客户资源丰富，不仅仅局限于广汽、吉利、长城、上汽、长安、比亚迪、奇瑞等自主品牌，同时拥有欧美系及日系客户，欧美系如一汽大众、上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、沃尔沃等，日系客户包括日本马自达、长安马自达、一汽马自达、东风日产、广汽丰田等，与众多主流车企形成了较为稳定的合作关系，并积极拓展国际业务，2018年获得大众集团全球车型新项目订单，且获得丰田公司赞许，成为第一家走进丰田技术馆举办技术交流会的中国汽车电子供应商，为全面进入丰田体系打下良好基础。另外，公司全方位

打造数字化智能工厂,2015年开始相继启动MES(制造执行管理系统)、智能仓储系统、PLM(产品生命周期管理)项目,推进精益化制造,有利于提升产品质量及制造效率。在全球汽车增速放缓及行业竞争加剧背景下,公司有望凭借一流的技术积累、丰富的客户资源及精益化高效率生产制造促其座舱电子产品市占份额进一步提升。

4、积极推进智能网联产品,卡位智能汽车赛道

4.1 驾驶座舱向智能座舱过渡,核心竞争力向智能驾驶集成转移

从汽车驾驶座舱产品发展情况来看,座舱产品经历了机械时代、电子时代及向智能时代过渡阶段,机械时代(60-90年代)的座舱产品主要仅包括机械式仪表及简单的音频播放设备,功能结构单一,基本都是物理按键形式集中于机头操作,驾驶员获取的信息仅限行驶车速、发动机转速、水温、耗油量等基本的车辆状况信息;2000-2015年,随着汽车电子技术的普及,座舱产品进入电子时代,设备上虽然仍以机械设备为主,但少数液晶显示开始使用,增设导航、影音等功能丰富娱乐系统,倒车影像甚至环绕车身周围的全景摄像头开始普及,为驾驶员提供较多信息;2015年之后,智能驾驶座舱开始进入大众视野,中控屏突破与仪表盘互不接连的分立格局,一体化设计逐

图表21: 汽车座舱产品经历三个发展阶段



资料来源: 万联证券

步增多，多屏、大屏显示大范围采用，全液晶仪表加速渗透，少数车型新增HUD抬头显组件，人机交互方式除了直接物理操作外开始辅以语音、触控、手势等多样化操作方式，ADAS辅助驾驶功能丰富多样并提供车与人、车与路、车与云平台更多的信息，智能化程度明显提升。而现阶段才仅仅是辅助驾驶普及阶段，座舱产品核心竞争逐步体现于模块化、集成化设计，而大部分座舱产品是分离式集成，即运行多个独立的操作系统，包括驾驶信息、抬头显示、信息娱乐系统、空调控制器、高级驾驶辅助、车联网等各自独立运行，未来随着L3以上高级别自动驾驶车型逐步应用，计算芯片处理速度及性能的增加，汽车驾驶座舱产品也将进一步向智能化升级，AR技术应用实现3D AR HUD立体虚拟数字呈现，“一芯多屏、多屏融合”交互趋势，座舱域控制高度集成电子控制单元，人机界面向自动驾驶转型，驾驶座舱产品核心竞争力进一步体现于智能驾驶功能的集成。

4.2 自动驾驶进程加速，智能座舱逐步大众化

随着人工智能、高性能计算、大数据、物联网等新一代信息技术的进步及相应技术在汽车产业的深度融合，汽车实现自动驾驶似乎触手可及，各国也将自动驾驶汽车发展纳入国家顶层规划中，如日本在2017年发布的《2017官民ITS构想及路线》中提出2020年实现高速公路L3级别自动驾驶功能，并在特定区域实现L4自动驾驶应用；欧盟在2018年发布《通往自动化出行之路：欧盟未来出行战略》，明确自动驾驶产业化时间表，提出2030年达到全自动驾驶。在中国，国家也相应启动了自动驾驶汽车发展国家战略规划，2017年工信部、发改委和科技部印发的《汽车产业中长期发展规划》中也提出智能网联汽车在2020年，要力争与国际同步发展，汽车DA（驾驶辅助）、PA（部分自动驾驶）、CA（有条件自动驾驶）系统新车装配率超过50%，网联式驾驶辅助系统装配率达到10%，满足智慧交通城市建设需求。到2025年，中国汽车进入世界先进行列汽车，DA、PA、CA新车装配率达80%，其中PA、CA级新车装配率达25%，高度和完全自动驾驶汽车开始进入市场。不仅仅局限于国家战略规划，各大车企及科技公司也早已启动自动驾驶布局，2018年7月，百度与金龙客车联合打造的全球首款L4级别量产自动驾驶巴士“阿波龙”正式下线；2018年12月，Waymo推出名为Waymo one的商用车自动驾驶出租车；2019年4月23日，特斯拉发布“全自动驾驶计算机”（FSD），即Autopilot 硬件3.0正式亮相，此款AI自动驾驶芯片性能强大，能够处理大量的图像和视频，正如发布会上表示“最新芯片上的神经网络处理器能够处理8个摄像头同时工作产生的每秒2100帧的图像输入，相当于每秒25亿像素，表现是之前2.5版本的21倍左右”，基本能够支撑特斯拉车型全自动驾驶，且特斯拉创始人马斯克透露明年将实现Robotaxi（自动驾驶出租车）。实际上，各大车企对自动驾驶的布局日渐完善，预计2020年我们可看到众多L3级别及以上自动驾驶车型量产。

图表22：各大车企自动驾驶规划

车企	自动驾驶规划
奔驰	计划 2020 年推出完全自动驾驶汽车。
宝马	预计 L3 级别的全新 iNEXT 自动驾驶汽车将于 2021 年正式上市，2030 年实现 L5 级别自动驾驶。
奥迪	计划 2021 年发布基于 Aicon 概念车的完全自动驾驶汽车。
大众	预计在 2021 年推出搭载 L5 自动驾驶辅助系统的 Sedic。
福特	计划 2021 年正式推出具备全自动驾驶能力的车型，并逐步应用于移动出行服务中。
通用	计划 2019 年推出 L4 级别的共享出行 Cruise AV 车型。
丰田	计划 2020 年上市自动驾驶汽车。
上汽	计划 2025 年实现完全自动驾驶。
广汽	预计传祺将在 2019 年推出 L3 级别级别的自动驾驶量产车以及 L4 级别的样车。 力争在 2020 年采用有条件自动驾驶和辅助信息相结合，实现 L3 级别高速公路+ 部分城市路况自动驾驶；2025 年采用高度自动驾驶和环境感知信息联网组合，实现城区自动驾驶。
东风	
北汽	2019 年将实现 L2.5 级自动驾驶，届时可以全覆盖高速公路场景，而到 2020 年将实现 L3 级自动驾驶。
吉利	计划 2020 年 L3 级别自动驾驶汽车量产。
长安	计划 2020 年实现有限自动驾驶，2025 年实现真正自动驾驶。
长城	计划 2020 年量产 L3 级自动驾驶汽车；2023 年计划量产 L4 级自动驾驶汽车；2025 年推出达到 L5 级自动驾驶汽车。

资料来源：网络资料，万联证券

自动驾驶与智能驾驶座舱是未来汽车两大核心运算单元，两者相辅相成共同构成智能汽车终端形态，其中自动驾驶解决车辆行车运输安全，智能驾驶座舱负责人机交互场景智能化。随着头显HUD、AI、AR、语音、手势等技术得到快速发展和应用，智能驾驶座舱逐渐步入大众化普及阶段，如2019年8月新上市的荣威RX5 MAX（厂商指导价11.88万-18.98万），配置的SKY-EYE天眼系统，能够通过自动脸部扫描识别用户身份及车辆启动，并为车主设置个性化的驾驶辅助系统，同时能够一键授权所有乘客通过手机控制娱乐信息、空调、车窗等，实现从大屏的前排交互到整车的全体成员交互。红旗智能驾驶座舱拥有全场景Face ID识别、AR合影体验、MR混合现实体验、AI、语音交互、智能远程遥控等“黑科技”，还能实现全语音人机无障碍交互，并在2018年10月上市的奔腾t77(厂商指导价8.98-13.68万元)上应用。广汽、伟世通、腾讯在2019CES上宣布合作共同开发数字化AI座舱，汇集伟世通领先的座舱域控制器平台SmartCore™ 提供的一芯多核处理器技术，腾讯体系丰富的内容平台、大数据、生态服务、安全保障系统、云和AI能力的车联TAI汽车智能系统，开发出更为先进的智能化、网联化AI座舱并有望于2020年广汽纯电动车型上实现量产。可以预见，智能驾驶座舱不再是豪车独有的配置，更多的大众车型也将配置智能驾驶座舱为乘客带来的全新驾驶体验，一场由智能驾驶座舱带动消费者进入汽车智能网联新时代的盛况正在蔓延。

4.3 驾驶座舱、智能驾驶、车联网相互融合，新业务逐步落地

公司深谙汽车座舱产品发展趋势，自2016年开始加紧布局智能驾驶与车联网业务，先后成立智能驾驶与车联网事业单元，早于2017年CES Asia上，发布基于用户使用场景设计的智能驾驶舱概念，搭载基于Kanzi 工具开发的12.3寸的TFT双横屏，配置四路高清摄像头、77G毫米波雷达等传感器实现全景泊车、前碰撞预警、车道偏离预警、行人监测等一定程度的自动驾驶功能，同年成为百度阿波罗计划成员，与百度从BCU和MapAuto两维度展开合作，共同打造支撑汽车实现自动驾驶的专用计算机平台量产产品。2018年，公司发布新一代智能驾驶座舱，采用Hypervisor虚拟技术，搭载双12.3寸显示屏、10.1寸车身控制触摸屏以及全息影像。2019年6月在上海CES Asia上发布智能驾驶座舱3.0版本，通过车联网与智能驾驶舱和智能驾驶的场景融合，模拟展示车联网大数据、网络安全、整车OTA升级三大核心能力，公司首个基于高通骁龙B20A国际领先芯片开发的四屏互动智能驾驶产品即将在理想汽车的理想ONE车型上配套量产。在智能驾驶方面，公司自主研发的360高清环视系统、全自动泊车系统、驾驶员行为监控和身份识别系统均实现量产，24G毫米波已获得项目订单并于2019年量产，77G毫米波雷达也处于即将量产状态，与英伟达、小鹏汽车联合开发L3级别智能驾驶系统计划于2020年量产。车联网方面，自主掌握云端在线升级技术、网络安全技术、大数据分析及应用技术等核心技术，T-Box产品已在多个国际和自主品牌车型配套量产，与百度、腾讯等多家企业签署合作协议，V2X获得国际品牌车厂的项目定点，获得一汽-大众、奇瑞捷豹路虎、长安马自达等客户的车联网平台、OTA、情景智能等项目，商业化落地逐步实现。

图表23：德赛西威CES展示智能驾驶座舱

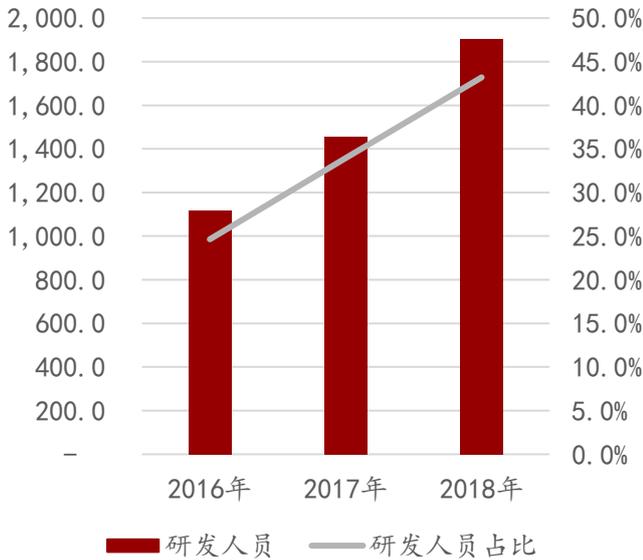


资料来源：公司官网，万联证券

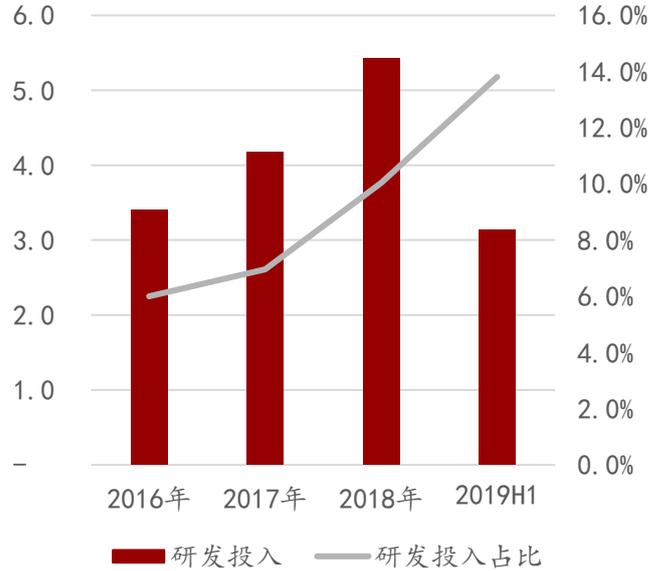
公司基于现有的座舱产品，深入融合智能驾驶、车联网功能，全方位构建以智能驾驶座舱、智能驾驶、车联网三大业务为基础，以智能汽车为中心的智能交通生态圈。愿景宏大，赛道优质，但技术创新是实现目标的是根本前提，公司尤为重视智能驾驶、智能驾驶座舱和车联网等新技术研发，在国内车市低迷期，公司逆向加大研发投入力度，研发支出占营收比重逐年增加，2018年研发支出高达5.4亿元，占收入比重达到10.04%，2019年上半年研发支出3.14亿元，同比增加30.5%，占营收比重高达13.8%，研发人数超过1,900人，占公司总人数43%，核心研发人员主要由西门子控股时期传承至今，掌握车载电子操作系统设计技术、单芯片多系统处理技术、车载显示屏光学技术、驾驶信息应用算法、车载以太网开发技术、视觉和雷达感知技术、车辆运动规划算法、车辆运动控制算法、大数据分析及应用技术、网络安全技术、云端在线升级技术等核心技术，技术比肩国际一流零部件企业，强大的研发投入及一流稳定的研发团队

队不断强化公司技术领先优势。

图表24：研发人员及占比



图表25：研发投入及占收入比 (亿元)



资料来源：公司公告，万联证券

资料来源：公司公告，万联证券

5、盈利预测及投资建议

关键假设

1. 车载娱乐系统：车载娱乐系统为公司的优势产品，有望加速渗透自主、合资品牌，2018年公司车载娱乐系统收入34.3亿元，同比增长3.9%，但受下游客户销量下降的影响，2019年上半年公司车载娱乐系统收入15.6亿元，同比下降13.1%，毛利率23.7%，比上年下降0.61%，我们预计2019年公司车载娱乐系统收入有所下降，合理假设营收同比增速-10.0%，毛利率22.7%，随下游乘用车销量的复苏及公司产品在自主、合资品牌的加速渗透，2020、2021年，合理假设营收同比10.0%、15.0%，毛利率分别为23.0%、23.2%。

2. 车载信息系统：车载信息系统作为车载娱乐系统的升级产品，目前市场主要为外资合资占据，但公司有望凭借技术、成本、客户优势成为外资合资的较强的竞争对手，未来进口替代空间较为广阔。2018年，公司车载信息系统收入10.7亿元，同比下降33.9%，毛利率33.3%，比上年下降2.2%，2019年上半年受下游乘用车需求下滑的影响，降幅进一步扩大，营收2.6亿元，同比下降59.5%，毛利率29.7%，比上年同期下降3.1%，我们预计2019年车载信息系统营收依然承压，合理假设同比增速为-45.0%，毛利率30.3%，同比下降3%，随着智能驾座舱产品的逐步落地，后期收入有望快速增长，合理假设2020、2021年营收增速分别为8.0%、12.0%，毛利率分别为29.8%、29.9%。

图表26: 盈利预测

项目		2018年	2019E	2020E	2021E
车载娱乐系统	收入	343,270.55	308,943.50	339,837.84	390,813.52
	YOY	3.9%	-10.0%	10.0%	15.0%
	成本	261,834.53	238,740.51	261,595.05	300,052.68
	毛利	81,436.02	70,202.98	78,242.79	90,760.84
	毛利率	23.7%	22.7%	23.0%	23.2%
车载信息系统	收入	107,397.42	59,068.58	63,794.07	71,449.36
	YOY	-33.9%	-45.0%	8.0%	12.0%
	成本	71,661.93	41,186.12	44,799.98	50,104.53
	毛利	35,735.49	17,882.46	18,994.09	21,344.83
	毛利率	33.3%	30.3%	29.8%	29.9%
车载空调控制器	收入	39,079.51	38,297.92	40,212.82	43,429.84
	YOY	-27.4%	-2.0%	5.0%	8.0%
	成本	-	31,595.78	33,175.57	35,829.62
	毛利	-	6,702.14	7,037.24	7,600.22
	毛利率	-	17.5%	17.5%	17.5%
驾驶信息显示	收入	27,009.66	24,848.89	26,836.80	28,983.74
	YOY	-19.3%	-8.0%	8.0%	8.0%
	成本	-	21,047.01	22,730.77	24,549.23
	毛利	-	3,801.88	4,106.03	4,434.51
	毛利率	-	15.3%	15.3%	15.3%
其他业务	其他业务收入	24,116.87	28,755.41	33,184.33	40,240.30
	增长率	15.6%	19.2%	15.4%	21.3%
	其他业务成本	-	24,667.13	28,261.16	34,020.46
	毛利	-	4,088.28	4,923.17	6,219.84
	毛利率	-	14.2%	14.8%	15.5%
合计	营业总收入	540,874.01	459,914.29	503,865.86	574,916.76
	增长率	-10.0%	-15.0%	9.6%	14.1%
	营业成本	411,109.40	357,236.55	390,562.53	444,556.52
	毛利	129,764.61	102,677.74	113,303.32	130,360.24
	毛利率	24.0%	22.3%	22.5%	22.7%

资料来源: 公司公告, 万联证券

3. 驾驶信息显示、车载空调控制器: 由于驾驶信息显示与车载空调控制器目前收入占比分别低于10%, 且发展趋同于公司车载信息娱乐系统, 合理2019-2021年驾驶信息显示营收同比分别为-8.0%、8.0%、8.0%, 毛利率保持稳定为15.3%; 车载信息系统营收同比分别为-2.0%、5.0%和8.0%, 毛利率保持稳定为17.5%。

4. 其他业务: 公司新项目技术储备丰富, 发展协同于智能座舱产品, 且正处于逐步

落地期，我们预计2019-2020年公司其他业务收入呈高速增长态势，合理假设营收同比分别为19.2%、15.4%和21.3%。

我们预计公司2019-2021年营业总收入分别为46.0亿元、50.4亿元和57.5亿元，同比增速分别为-15.0%、9.6%和14.1%，归属于上市公司股东的净利润分别为3.1亿元、3.6亿元和4.3亿元，同比增速分别为-25.6%、17.2%和17.1%，EPS分别为0.56、0.66和0.77元/股，结合2019年9月6日收盘价对应的PE分别为44.6、38.1和32.5倍，考虑到公司智能座舱产品的广阔成长前景，首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

汽车销量不及预期，座舱电子产品发展不及预期

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,613	4,849	5,132	5,705
货币资金	311	805	881	1,108
应收及预付	1,804	1,487	1,641	1,868
存货	682	746	797	914
其他流动资产	1,816	1,811	1,813	1,815
非流动资产	1,065	1,256	1,353	1,396
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	561	542	508	467
在建工程	13	113	163	193
无形资产	159	269	350	403
其他长期资产	332	332	332	332
资产总计	5,677	6,105	6,485	7,101
流动负债	1,352	1,494	1,533	1,747
短期借款	0	200	150	160
应付及预收	1,134	1,089	1,165	1,336
其他流动负债	219	205	218	251
非流动负债	352	357	362	367
长期借款	0	5	10	15
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	352	352	352	352
负债合计	1,704	1,851	1,896	2,114
股本	550	550	550	550
资本公积	2,070	2,070	2,070	2,070
留存收益	1,351	1,633	1,969	2,366
归属母公司股东权益	3,972	4,253	4,589	4,987
少数股东权益	1	0	0	0
负债和股东权益	5,677	6,105	6,485	7,101

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	736	605	368	425
净利润	416	310	363	425
折旧摊销	184	148	173	197
营运资金变动	107	178	-141	-171
其它	28	-31	-27	-26
投资活动现金流	-1,801	-282	-210	-177
资本支出	-247	-340	-270	-240
投资变动	-60	0	0	0
其他	-1,494	58	60	63
筹资活动现金流	-855	171	-82	-21
银行借款	-676	200	-50	10
债券融资	-676	205	-45	15
股权融资	1	0	0	0
其他	496	-234	13	-46
现金净增加额	-1,920	494	76	227
期初现金余额	2,191	311	805	881
期末现金余额	272	805	881	1,108

资料来源：万联证券

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,409	4,599	5,039	5,749
营业成本	4,111	3,572	3,906	4,446
营业税金及附加	28	23	25	29
销售费用	156	161	176	201
管理费用	137	138	126	138
研发费用	5	5	5	6
财务费用	5	5	9	9
资产减值损失	79	22	24	28
公允价值变动收益	8	0	0	0
投资净收益	33	58	60	63
营业利润	423	340	399	467
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	422	340	399	467
所得税	6	31	36	42
净利润	416	310	363	425
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	416	310	363	425
EBITDA	636	393	475	558
EPS (元)	0.76	0.56	0.66	0.77

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	-10.0%	-15.0%	9.6%	14.1%
营业利润	-38.5%	-19.5%	17.2%	17.1%
归属于母公司净利润	-32.5%	-25.6%	17.2%	17.1%
获利能力				
毛利率	24.0%	22.3%	22.5%	22.7%
净利率	7.7%	6.7%	7.2%	7.4%
ROE	10.5%	7.3%	7.9%	8.5%
ROIC	12.4%	6.2%	7.2%	8.2%
偿债能力				
资产负债率	30.0%	30.3%	29.2%	29.8%
净负债比率	-7.9%	-14.2%	-15.8%	-18.8%
流动比率	3.41	3.25	3.35	3.27
速动比率	2.90	2.74	2.82	2.74
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.78	0.80	0.85
应收账款周转率	3.04	3.11	3.09	3.10
存货周转率	4.79	4.79	4.90	4.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.56	0.66	0.77
每股经营现金流	1.34	1.10	0.67	0.77
每股净资产	7.22	7.73	8.34	9.07
估值比率				
P/E	22.9	44.6	38.1	32.5
P/B	2.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	14.5	33.6	27.6	23.1

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场