

计算机

2019年07月15日

德赛西威 (002920)

——业绩符合预期，Q2 单季度环比改善

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件**：7月14日德赛西威发布2019中报业绩预告，上半年实现归母净利润9000万元~11000万元，同比下降61.66%~68.63%。
- **虽然上半年业绩下滑幅度较大，但是符合预期**。我们在2019年7月8号发布的周报《中报前瞻！但选利润表高增就够了吗？》中预测德赛西威2019H1营业收入增速预计为23.74%，同比-17%，归母净利润预计为9468万元，同比-67%，刚好落在此次公布的业绩预告区间内，此次业绩预告结果符合我们之前预测。一方面由于部分省份从7月1日开始执行国六标准等因素的影响Q2车市持续低迷，4月/5月/6月狭义乘用车产量分别下降-18.3%/-23.2%/-17.6%；另一方面车市低迷背景下Tier1降价压力仍未消除，市场认为公司毛利率仍然存在一定风险——因此市场对公司Q2单季度业绩下滑幅度有一定预期。
- **Q2单季度归母净利润出现环比改善，预计Q2单季收入绝对额高于Q1，主要系配套车系销量下降幅度收窄3pct**。根据公司披露的上半年归母净利润区间，可以推算Q2单季度公司实现归母净利润4646~6646万元，同比-48%~-63%，归母净利润上下线均高于Q1所实现的4354万元，环比改善7%~53%。之所以Q2单季度归母净利润相对于Q1出现环比改善，我们预计主要原因系公司配套车系销量降幅收窄3pct所致：根据申万所统计的德赛西威配套车系销量数据库，2019Q1公司配套车系销量同比-16.50%，而2019Q2预计同比-13.18%，配套车系下降幅度收窄3pct。对应2019Q1收入为10.0亿，2019Q2收入预计为12.7亿，环比+27%。另外，Q2相比Q1毛利率预计达到企稳状态，每个季度增加的研发费用对净利润下滑的影响程度相同，预计每季度新增额均为1000万左右。
- **公司上半年归母净利润降幅大主要受三方面因素影响**。（1）车市低迷：上半年德赛西威配套车系销量预计为280万，同比-15%，对应收入预计为23亿，同比-21%；（2）毛利率同比下降：公司2018H1毛利率为25%，2019H1预计降至20.5%。（3）研发费用与去年同期相比仍有增加：2019H1公司研发费用预计为2.6亿，同比高出2000万元；由于公司为了满足2018年新增订单中与整车厂同步研发的需求，我们推测今年公司对应用研发人员仍然有招聘需求，预计到年底研发人员数量将由年初的1903人增加至2003人，Q3/Q4研发费用仍将增加，全年预计为6亿研发费用。
- **下半年公司整体业绩即将反转，新产品开始量产将逐渐兑现新业务成长性逻辑**。由于Q3双12.3寸数字座舱、T-BOX、24GHz毫米波雷达等新产品，Q4大众CRS订单逐渐量产，Q2为吉利提供的自动泊车系统在下半年配套新车销量爬坡向上，车市企稳等因素，单季度收入预计将同比转正；车市回暖后整车销售折扣率收窄，公司毛利率企稳；去年高投入之后今年公司研发人员数量增加幅度收窄，下半年单季度研发费用预计与去年持平或有小幅增长——由于上述三方面因素，我们坚持2019年3月18日深度报告《德赛西威：业绩即将反转的超级强势股》中的判断：公司业绩即将在2019年下半年反转。
- **维持盈利预测和评级**。预计2019-2021年EPS为0.83元、1.26元、2.13元，当前股价对应PE为29/19/11倍，维持“买入”评级。

市场数据： 2019年07月12日

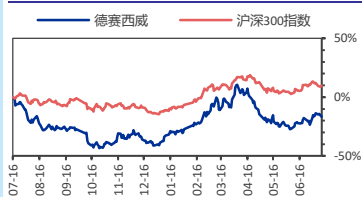
| | |
|-------------|-----------------|
| 收盘价(元) | 24.33 |
| 一年内最高/最低(元) | 34.18/16.05 |
| 市净率 | 3.3 |
| 息率(分红/股价) | 0.82 |
| 流通A股市值(百万元) | 2977 |
| 上证指数/深证成指 | 2930.55/9213.38 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年03月31日

| | |
|--------------|---------|
| 每股净资产(元) | 7.3 |
| 资产负债率% | 28.92 |
| 总股本/流通A股(百万) | 550/122 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《德赛西威(002920)点评：携手四维图新，共同落地L3/L4自动驾驶》
2019/06/14

《德赛西威(002920)点评：大规模扩产能是业绩反转重要信号，经营现金流同比增长193%！》
2019/05/06

证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com
骆思远 A0230517100006
MarkLo@swsresearch.com
宋亭亭 A0230517090004
songtt@swsresearch.com
杨海燕 A0230518070003
yanghy@swsresearch.com

研究支持

蒲梦洁 A0230118060002
pumj@swsresearch.com

联系人

蒲梦洁
(8621)23297818×转
pumj@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

| | 2018 | 2019Q1 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 5,409 | 1,003 | 6,213 | 8,218 | 11,196 |
| 同比增长率(%) | -10.0 | -28.4 | 14.9 | 32.3 | 36.2 |
| 归母净利润(百万元) | 416 | 44 | 457 | 695 | 1,170 |
| 同比增长率(%) | -32.5 | -72.8 | 9.8 | 52.1 | 68.4 |
| 每股收益(元/股) | 0.76 | 0.08 | 0.83 | 1.26 | 2.13 |
| 毛利率(%) | 24.0 | 20.6 | 24.9 | 24.8 | 25.4 |
| ROE(%) | 10.5 | 1.1 | 10.6 | 14.1 | 19.7 |
| 市盈率 | 32 | | 29 | 19 | 11 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

| 百万元, 百万股 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 5,678 | 6,010 | 5,409 | 6,213 | 8,218 | 11,196 |
| 营业总收入同比增长率 (yoy) | 54.79% | 5.85% | -10.01% | 14.90% | 32.30% | 36.20% |
| 其中: 营业收入 | 5,678 | 6,010 | 5,409 | 6,213 | 8,218 | 11,196 |
| 减: 营业成本 | 4,148 | 4,461 | 4,111 | 4,667 | 6,181 | 8,351 |
| 毛利率 (%) | 26.95% | 25.78% | 23.99% | 24.90% | 24.80% | 25.40% |
| 减: 税金及附加 | 34 | 40 | 28 | 40 | 45 | 75 |
| 主营业务利润 | 1,496 | 1,509 | 1,269 | 1,460 | 1,669 | 2,770 |
| 主营业务利润率 (%) | 26.34% | 25.11% | 23.47% | 24.61% | 24.75% | 24.74% |
| 减: 销售费用 | 262 | 208 | 156 | 218 | 291 | 375 |
| 减: 管理费用 | 454 | 128 | 137 | 137 | 177 | 243 |
| 减: 研发费用 | 0 | 418 | 524 | 604 | 697 | 828 |
| 减: 财务费用 | 64 | 12 | 5 | 25 | 55 | 61 |
| 经营性利润 | 716 | 743 | 447 | 510 | 631 | 2,091 |
| 经营性利润同比增长率 (yoy) | 64.78% | 3.79% | -39.87% | 8.51% | 23.73% | 43.32% |
| 经营性利润率 (%) | 12.61% | 12.37% | 8.26% | 8.60% | 9.36% | 18.68% |
| 减: 资产减值损失 | 58 | 30 | 79 | 60 | 38 | 59 |
| 减: 信用减值损失 | 0 | 0 | 0 | - | - | - |
| 加: 投资收益及其他 | -2 | -28 | 33 | -13 | -18 | -21 |
| 营业利润 | 659 | 687 | 423 | 448 | 706 | 1,184 |
| 加: 营业外净收入 | 13 | 4 | 0 | -4 | -3 | -1 |
| 利润总额 | 672 | 692 | 422 | 444 | 703 | 1,183 |
| 减: 所得税 | 82 | 76 | 6 | 7 | 11 | 18 |
| 净利润 | 590 | 616 | 416 | 437 | 692 | 1,165 |
| 少数股东损益 | 0 | -1 | 0 | -20 | -3 | -5 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 590 | 616 | 416 | 457 | 695 | 1,170 |
| 归母净利润同比增长率 (yoy) | 64.48% | 4.43% | -32.50% | 9.80% | 52.10% | 68.40% |
| 全面摊薄总股本 | 450 | 550 | 550 | 550 | 550 | 550 |
| 每股收益 (元) | 1.31 | 1.37 | 0.76 | 0.83 | 1.26 | 2.13 |
| 归属母公司所有者净利润率 (%) | 10.40% | 10.26% | 7.69% | 7.36% | 8.46% | 10.45% |
| ROE | 46.06% | 16.57% | 10.48% | 10.60% | 14.10% | 19.70% |

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【毛利率】= (营业收入-营业成本)/营业收入*100%

【主营业务利润率】= (营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入*100%

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、研发费用、财务费用、资产减值损失和信用减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润率】= 主营业务利润-(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入*100%

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|---------------------|
| 华东 | 陈陶 | 021-23297221 | 13816876958 | chentao1@swhysc.com |
| 华北 | 李丹 | 010-66500631 | 13681212498 | lidan4@swhysc.com |
| 华南 | 谢文霓 | 021-23297211 | 18930809211 | xiewenni@swhysc.com |
| 海外 | 胡馨文 | 021-23297753 | 18321619247 | huxinwen@swhysc.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。