

汽车零部件 III

德赛西威 (002920.SZ)

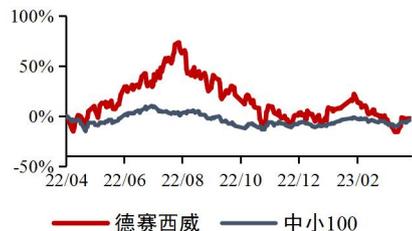
买入-A(维持)

汽车智能化提速带动公司业绩持续高增长

2023 年 4 月 4 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 4 月 3 日

收盘价(元):	110.76
年内最高/最低(元):	203.99/93.09
流通 A 股/总股本(亿):	5.50/5.55
流通 A 股市值(亿):	609.01
总市值(亿):	614.94

基础数据：2022 年 12 月 31 日

基本每股收益:	2.15
摊薄每股收益:	2.15
每股净资产(元):	11.78
净资产收益率:	17.90

资料来源：最闻

分析师:

林帆

执业登记编码: S0760522030001

邮箱: linfan@sxzq.com

研究助理:

张子峰

邮箱: zhangzifeng@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2022 年年报，全年实现营业收入 149.33 亿元，同比+56.05%；实现归母净利润 11.84 亿元，同比+42.13%；扣非后归母净利润为 10.37 亿元，同比+26.24%。其中 Q4 单季实现营业收入 48.22 亿元，同比+47.62%；实现归母净利润 4.92 亿元，同比+43.92%；扣非后归母净利润为 3.83 亿元，同比+12.31%。

事件点评

➢ 受益于汽车电动智能化的快速发展，公司营收和净利润持续高增长；年化新项目订单超 200 亿元，新征程自此开启。分业务板块来看，2022 年公司在智能座舱、智能驾驶、网联服务及其他业务收入分别实现 117.55 亿元、25.71 亿元和 6.06 亿元，同比分别+48.0%、+83.1%和+174.9%，均维持高景气度。其中，智能座舱业务和智能驾驶业务分别占到了全年营业收入的 78.7%（相比 2021 年-3.8pct）和 17.2%（相比 2021 年+2.7pct），智能驾驶业务呈现高增长态势。受益于汽车电动智能化的提速，公司 2022 年新项目订单年化金额超 200 亿元，其中智能驾驶业务领域近 80 亿元，订单充足，今后几年智能驾驶业务有望驱动公司业绩维持高增长。

➢ 2022 年公司毛利率和净利率同比略有下降，费用率在 Q4 明显好转。公司 2022 年的毛利率为 23.03%，较上年-1.57pct；净利率为 7.84%，较上年-0.85pct。公司毛利率和净利率较上年有所下滑，主要受到原材料价格上涨和减值计提 2.28 亿元的影响（资产减值 1.35 亿元，信用减值 0.93 亿元）。公司 2022Q4 单季度毛利率和净利率分别为 21.57%/10.08%，同比分别-3.19pct/-0.39pct，环比分别-1.74pct/+5.47pct。2022 年公司的销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.57%/2.59%/10.80%/0.30%，同比分别-0.85pct/-0.31pct/+0.59pct/+0.38pct，研发费用继续维持在占营收 10%以上的高水平。2022Q4 单季度公司的销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.06%/2.60%/10.73%/0.05%，环比分别-0.82pct/-0.25pct/-1.32pct/-0.78pct，均呈现下降趋势，成本控制能力明显好转。

➢ 持续突破重点客户，不断完善产品矩阵，探索和孵化新业务条线，加速国际化战略落地，有力保证公司未来的竞争优势。2022 年公司新拓展保时捷、捷豹路虎、铃木、极氪等客户，并获得长安汽车、比亚迪、上汽集团等众多主流车企新项目订单。第三代高性能智能座舱产品已实现规模化量产，并新获得长安福特、吉利汽车、比亚迪、广汽乘用车等多家主流客户的项目定点。公司智能驾驶业务在技术水平、量产规模方面均保持行业领先，高算力平台



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



IPU04 已在理想汽车等客户上实现规模化量产，轻量级智能驾驶域控制器 IPU02 将推出更多新方案，适配国内车市中低到中高价位区间车型这一最大的细分市场；5G+V2X T-BOX+智能天线方案已顺利在上汽通用、红旗等客户上实现规模化量产，并在 2022 年获取国内头部 OEM 多款车型的出海业务。2023 年 1 月，公司成功孵化量产车身域控制器，具备无钥匙进入与启动、智能空调、电动尾门、智能胎压、智能座椅、雨刮控制、智能车灯、车窗防夹、倒车雷达等车身控制功能。同时，公司接连建设了欧洲公司的第二工厂、新增设立日本丰田市办公室、筹办墨西哥工厂，国际化战略布局不断加速。一系列前瞻性研发和战略布局，有望让公司在未来几年保持行业领先的竞争优势。

### 投资建议

➢ 汽车智能化的渗透率持续快速增长，公司在手订单充足，且随着新产品不断放量、国际化战略布局不断完善，未来几年盈利有望保持高速增长。我们调整公司的盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 16.97/22.74/30.21 亿元，EPS 分别为 3.06/4.10/5.44 元，对应于 4 月 3 日收盘价 110.76 元，PE 分别为 36.2/27.0/20.4 倍。我们维持公司“买入-A”的投资评级。

### 风险提示

➢ 地缘政治影响核心芯片供应不足；下游汽车市场销量不及预期；新客户订单获取不及预期。

### 财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,569	14,933	20,000	25,950	33,599
YoY(%)	40.7	56.0	33.9	29.8	29.5
净利润(百万元)	833	1,184	1,697	2,274	3,021
YoY(%)	60.7	42.1	43.3	34.0	32.8
毛利率(%)	24.6	23.0	23.0	23.5	23.9
EPS(摊薄/元)	1.50	2.13	3.06	4.10	5.44
ROE(%)	15.4	17.9	21.3	22.8	23.8
P/E(倍)	73.8	52.0	36.2	27.0	20.4
P/B(倍)	11.5	9.5	7.8	6.2	4.9
净利率(%)	8.7	7.9	8.5	8.8	9.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

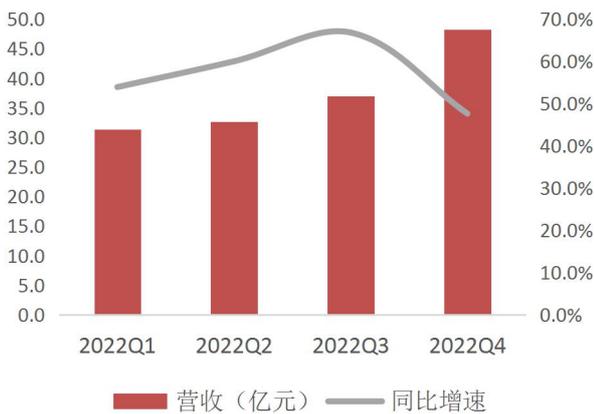


图 1：最近一年汽车销量及增速



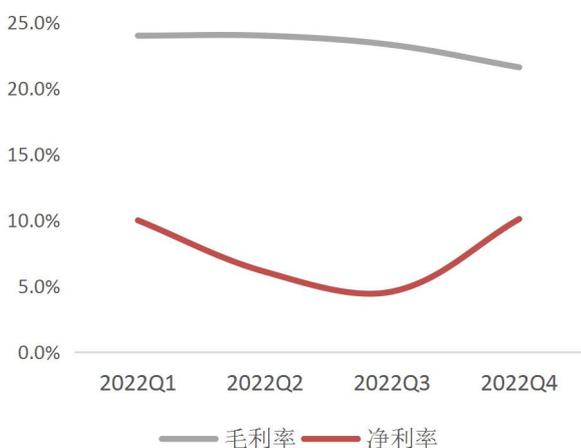
资料来源：中汽协，山西证券研究所

图 3：最近四个季度公司营收及增速



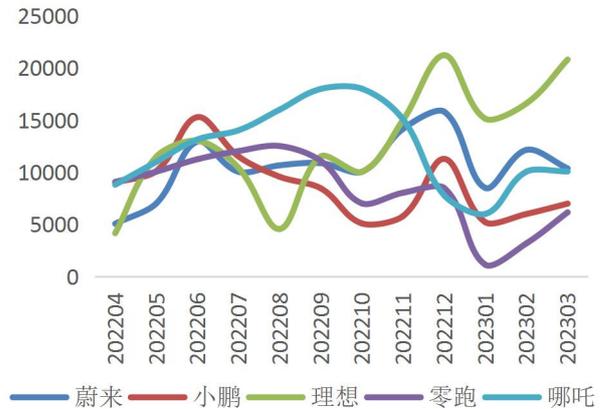
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 5：最近四个季度公司毛利率及净利率



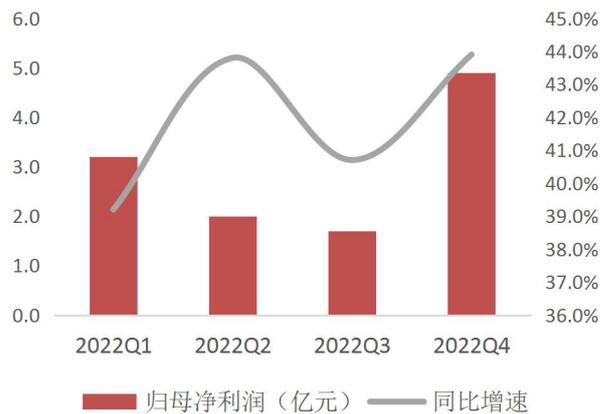
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 2：最近一年造车新势力 TOP5 销量 (辆)



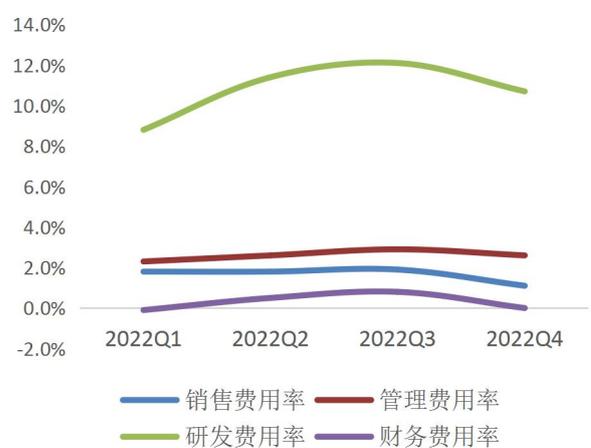
资料来源：各公司公告，山西证券研究所

图 4：最近四个季度公司净利润及增速



资料来源：WIND，山西证券研究所

图 6：最近四个季度公司费用率



资料来源：WIND，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7669	10218	14576	20428	23947
现金	1162	1115	4397	6010	7584
应收票据及应收账款	2652	4562	5132	7426	8848
预付账款	18	33	38	52	65
存货	2035	3416	3573	5635	6086
其他流动资产	1803	1092	1436	1306	1365
<b>非流动资产</b>	2482	3538	3568	4008	4375
长期投资	287	285	314	306	316
固定资产	1218	1516	1908	2274	2740
无形资产	280	312	235	173	100
其他非流动资产	697	1425	1111	1256	1219
<b>资产总计</b>	10152	13756	18144	24437	28323
<b>流动负债</b>	4288	6151	9291	13646	14908
短期借款	317	399	1663	4591	2655
应付票据及应付账款	2807	4345	5577	6992	9323
其他流动负债	1164	1407	2052	2063	2930
<b>非流动负债</b>	447	1062	929	889	805
长期借款	0	574	461	411	332
其他非流动负债	447	488	468	478	473
<b>负债合计</b>	4735	7213	10220	14534	15713
少数股东权益	78	66	56	37	16
股本	555	555	555	555	555
资本公积	2344	2486	2486	2486	2486
留存收益	2627	3561	4910	6715	9114
归属母公司股东权益	5339	6477	7868	9865	12594
<b>负债和股东权益</b>	10152	13756	18144	24437	28323

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	843	610	3298	-234	5040
净利润	832	1171	1687	2256	2999
折旧摊销	303	398	398	429	546
财务费用	-8	45	59	131	150
投资损失	29	33	33	33	33
营运资金变动	-433	-1281	1132	-3033	1342
其他经营现金流	120	243	-10	-50	-30
<b>投资活动现金流</b>	-773	-1046	-854	-650	-1017
<b>筹资活动现金流</b>	464	367	-467	-410	-524
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.50	2.13	3.06	4.10	5.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.10	5.94	-0.42	9.08
每股净资产(最新摊薄)	9.62	11.67	14.17	17.77	22.68

## 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9569	14933	20000	25950	33599
营业成本	7215	11493	15410	19859	25559
营业税金及附加	37	58	78	101	131
营业费用	231	235	300	389	504
管理费用	268	387	500	649	840
研发费用	977	1613	2200	2854	3696
财务费用	-8	45	59	131	150
资产减值损失	-91	-227	-100	-130	-168
公允价值变动收益	-19	64	22	43	33
投资净收益	-29	-33	-33	-33	-33
<b>营业利润</b>	857	1158	1743	2332	3101
营业外收入	9	4	7	5	6
营业外支出	5	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	861	1157	1744	2333	3102
所得税	29	-14	58	77	102
<b>税后利润</b>	832	1171	1687	2256	2999
少数股东损益	-1	-12	-10	-19	-21
<b>归属母公司净利润</b>	833	1184	1697	2274	3021
EBITDA	1171	1591	2181	2867	3764

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	40.7	56.0	33.9	29.8	29.5
营业利润(%)	60.0	35.2	50.5	33.8	32.9
归属于母公司净利润(%)	60.7	42.1	43.3	34.0	32.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	24.6	23.0	23.0	23.5	23.9
净利率(%)	8.7	7.9	8.5	8.8	9.0
ROE(%)	15.4	17.9	21.3	22.8	23.8
ROIC(%)	14.3	15.7	16.8	15.5	19.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.6	52.4	56.3	59.5	55.5
流动比率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.6
速动比率	1.1	0.9	1.1	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.2	1.3
应收账款周转率	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	3.0	3.2	3.1	3.2	3.1
<b>估值比率</b>					
P/E	74.0	52.0	36.3	27.1	20.4
P/B	11.5	9.5	7.8	6.2	4.9
EV/EBITDA	51.4	38.8	27.2	21.2	15.2

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

