

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

德赛西威 (002920.SZ)

投资评级

上次评级

陆嘉敏 汽车行业首席分析师

执业编号: S1500522060001

联系电话: 13816900611

邮箱: lujiamin@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

德赛西威 (002920.SZ) : 营收规模突破百亿, 引领舱驾智能化加速

2023年4月6日

事件: 公司发布 2022 年度报告, 2022 年公司实现营收 149.3 亿元, 同比+56.1%; 归母净利润 11.84 亿元, 同比+42.1%, 其中 Q4 实现营业收入 48.2 亿元, 同比+47.6%; 归母净利润 4.92 亿元, 同比+43.9%, 销售毛利率 21.57%, 同比-3.19pct; 销售净利率 10.8%, 同比+0.33pct。

点评:

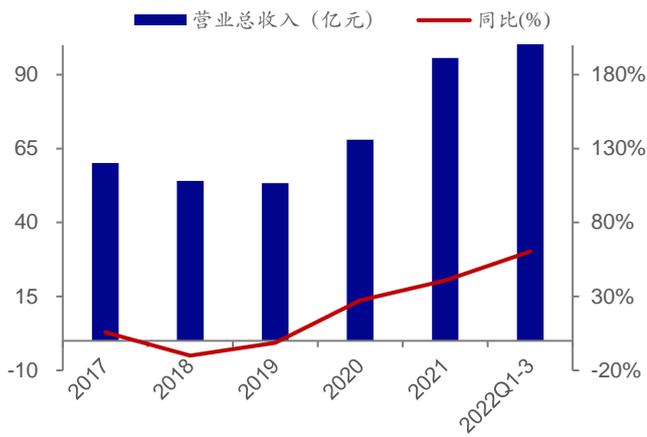
- **营收规模破百亿, Q4 业绩高增长。** 公司全年实现营收 149.3 亿元, 同比高增 56.1%, 归母净利润 11.84 亿元, 同比+42.1%。分产品看, 智能座舱和智能驾驶分别实现收入 117.6/25.7 亿元, 同比+48.0/83.1%。其中 22Q4 公司实现营收 48.2 亿元, 同比+47.6%, 实现归母净利润 4.92 亿元, 同比+43.9%。Q4 公司毛利率 21.57%, 同比-3.19pct, 环比-1.7pct; 毛利率波动主要由于直接材料成本上升; 净利率 10.8%, 同比+0.3pct, 环比+6.2pct。费用率方面, 公司 22Q4 销售费用率 1.06%, 同比-0.51pct, 管理费用率 2.60%, 同比-0.30pct, 研发费用率 10.73%, 同比-0.04pct。期间费用率整体稳步下降, 研发费用率有所上升, 主要由于研发人员人数与薪酬支出增加。
- **智能座舱业务稳步增长, 国内领先优势稳固。** 公司智能座舱业务营收 117.56 亿元, 同比增长 47.97%, 毛利率 21.34%, 同比-3.28pct。公司第三代智能座舱系统实现规模化量产, 22 年新获比亚迪、吉利、广汽、长安福特等定点, 更高性能的第四代智能座舱产品已获新项目定点, 第五代中央计算形态座舱系统已启动研发。我们认为, 作为英伟达深度合作伙 伴, 公司有望在芯片优势基础上率先攻克中央计算产品, 实现革命性技术跨越, 预计新产品、新客户将助力公司智能座舱业务规模持续提升。
- **智能驾驶业务业绩高增, 高级别产品规模化量产有望促盈利提升。** 22 年公司智能驾驶业务营收 25.7 亿元, 同比+83.1%, 毛利率 21.51%; 网联服务及其他业务营收 6.06 亿元, 同比增长 174.9%。公司高算力自动驾驶域控制器 IPU04 已于理想、小鹏等客户实现量产, 并有大量在手订单待量产。公司轻量级智能驾驶域控制器 IPU02 将推出更多新方案, 产品矩阵将覆盖更多算力区间, 未来有望适配国内车市的中低至中高价位更广泛的车型。我们预计, 域控制器、传感器、T-BOX 等产品将有望持续推动公司智能驾驶业务规模快速增长, 同时随着高级别域控产品规模化放量, 公司智能驾驶业务盈利水平有望提升。
- **丰富业务矩阵, 有望进一步提升 ASP。** 2023 年 1 月, 公司已成功孵化量产车身控制器, 集成 PEPS、智能空调、电动尾门等多项车身控制功能, 2.0 平台进入研发阶段。高度集成化的硬件方案可简化整车零部件装配复杂度, 从而减少线束长度和减轻整车重量。公司积极投入研发解

化新产品线，符合新能源车轻量化趋势，有助于赋能新能源汽车，进一步提高单车配套价值量。

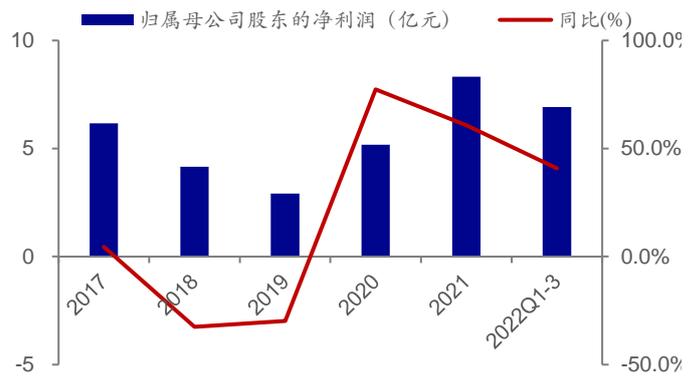
- **新订单储备充足，海外业务持续突破。**随着公司 IPU04 高算力域控产品量产，新订单获取速度进一步加快，22 年公司新项目订单年化销售额突破 200 亿元，其中智能座舱突破百亿，智能驾驶订单接近 80 亿元，我们认为充足的新订单有望助力公司后续业绩增长。公司海外业务进展顺利，22 年公司海外业务营收达 11.1 亿元，同比+42.0%，显示屏、液晶仪表等优势项目突破 VOLKSWAGEN、SUZUKI、SEAT、东风日产等客户，22 年公司完成建设欧洲第二工厂、新增设立日本丰田市办公室、筹办墨西哥工厂，收购 ATC，为后续 T-BOX+智能天线方案应用奠定技术基础，有望打开公司远期成长空间。
- **盈利预测：**公司是智能座舱行业龙头，智能驾驶领域具备先发优势，网联业务版图持续拓展，在手客户优质，订单充沛，有望直接受益于智能座舱、智能驾驶赛道高增长红利。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.9 亿元、21.6 亿元和 27.9 亿元，对应 EPS 分别为 2.7、3.9、5.0 元，对应 PE 分别为 42 倍、29 倍和 23 倍。
- **风险因素：**原材料价格波动、疫情缓解不及预期、配套车企销量不及预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,569	14,933	19,223	25,347	30,416
增长率 YoY %	40.7%	56.0%	28.7%	31.9%	20.0%
归属母公司净利润 (百万元)	833	1,184	1,490	2,155	2,794
增长率 YoY%	60.7%	42.1%	25.9%	44.6%	29.7%
毛利率%	24.6%	23.0%	23.8%	24.1%	25.0%
净资产收益率 ROE%	15.6%	18.3%	18.5%	21.5%	22.1%
EPS(摊薄)(元)	1.50	2.13	2.68	3.88	5.03
市盈率 P/E(倍)	75.56	53.16	42.23	29.20	22.52
市净率 P/B(倍)	11.79	9.72	7.79	6.27	4.99

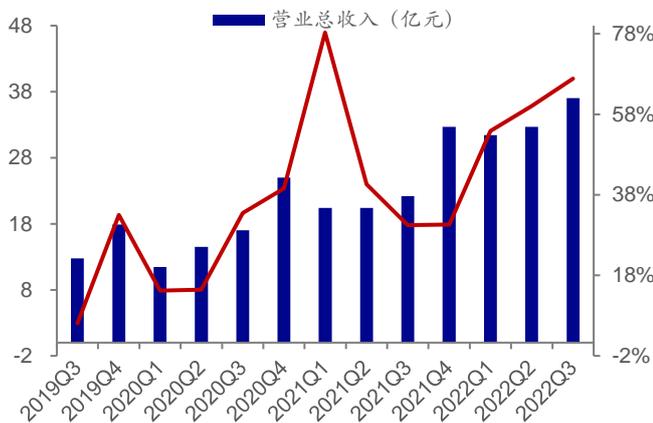
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 04 日收盘价

图 1：公司历年收入&同比增速


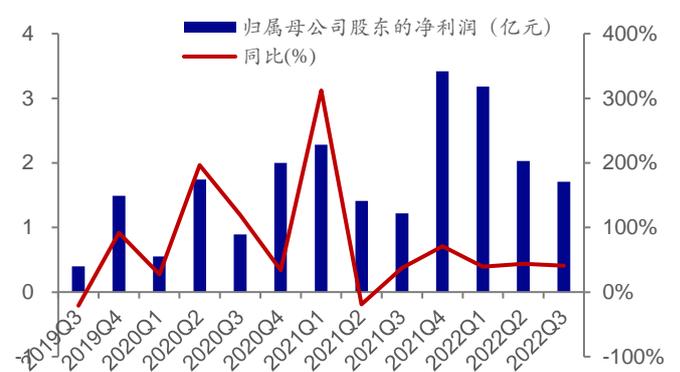
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：公司历年归母净利润&同比增速


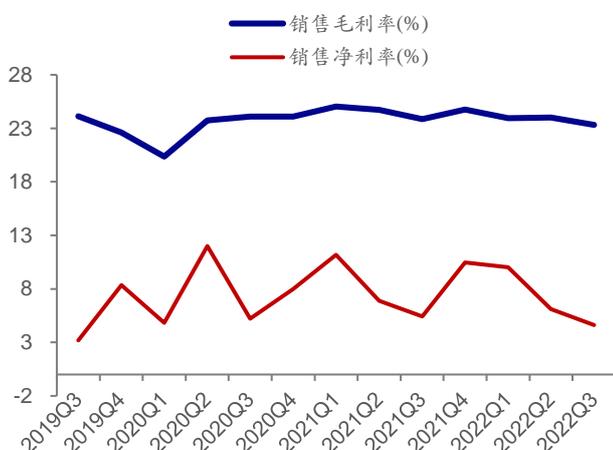
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司分季度收入&同比增速


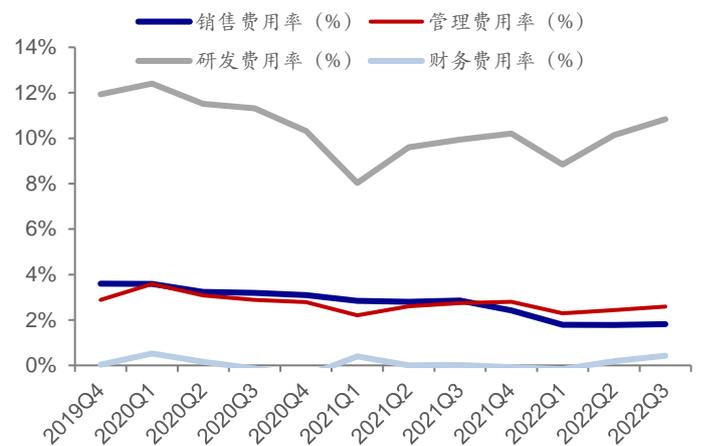
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：公司分季度归母净利润&同比增速


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司分季度销售毛利率&净利率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司分季度费用率


资料来源：Wind，信达证券研发中心

财务模型

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	7,669	10,218	12,782	17,086	20,364	
货币资金	1,162	1,115	2,954	2,095	5,078	
应收票据	64	99	200	152	271	
应收账款	2,588	4,464	4,244	7,203	6,553	
预付账款	18	33	64	87	103	
存货	2,035	3,416	3,949	5,590	5,736	
其他	1,803	1,092	1,371	1,959	2,623	
非流动资产	2,482	3,538	3,801	4,081	4,356	
长期股权投资	287	285	305	325	345	
固定资产(合计)	1,218	1,516	1,621	1,835	2,072	
无形资产	280	312	325	299	269	
其他	697	1,425	1,550	1,622	1,669	
资产总计	10,152	13,756	16,583	21,167	24,720	
流动负债	4,288	6,151	7,380	9,905	10,758	
短期借款	317	399	399	589	789	
应付票据	499	912	878	1,260	1,275	
应付账款	2,308	3,433	4,054	5,565	5,841	
其他	1,164	1,407	2,050	2,491	2,853	
非流动负债	447	1,062	1,062	1,166	1,271	
长期借款	0	574	574	674	774	
其他	447	488	488	492	497	
负债合计	4,735	7,213	8,443	11,072	12,029	
少数股东权益	78	66	66	66	67	
归属母公司股东权益	5,339	6,477	8,074	10,029	12,624	
负债和股东权益	10,152	13,756	16,583	21,167	24,720	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,569	14,933	19,223	25,347	30,416	
同比(%)	40.7%	56.0%	28.7%	31.9%	20.0%	
归属母公司净利润	832	1,184	1,490	2,155	2,794	
同比(%)	60.7%	42.1%	25.9%	44.6%	29.7%	
毛利率(%)	24.6%	23.0%	23.8%	24.1%	25.0%	
ROE%	15.6%	18.3%	18.5%	21.5%	22.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.50	2.13	2.68	3.88	5.03	
P/E	75.56	53.16	42.23	29.20	22.52	
P/B	11.79	9.72	7.79	6.27	4.99	
EV/EBITDA	63.26	36.13	25.41	19.81	14.80	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,569	14,933	19,223	25,347	30,416	
营业成本	7,215	11,493	14,648	19,238	22,812	
营业税金及附加	37	58	77	101	122	
销售费用	231	235	342	444	532	
管理费用	268	387	481	608	730	
研发费用	977	1,613	1,961	2,585	3,102	
财务费用	-8	45	60	11	25	
减值损失合计	-56	-128	-45	-46	-48	
投资净收益	-29	-33	-46	-38	-46	
其他	93	217	219	305	346	
营业利润	857	1,158	1,783	2,580	3,345	
营业外收支	4	-1	2	1	2	
利润总额	861	1,157	1,785	2,581	3,347	
所得税	29	-14	295	426	552	
净利润	832	1,171	1,490	2,155	2,795	
少数股东损益	-1	-12	0	0	0	
归属母公司净利润	832	1,184	1,490	2,155	2,794	
EBITDA	1,230	1,618	2,403	3,140	4,022	
EPS(当年)(元)	1.51	2.15	2.68	3.88	5.03	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	843	610	2,443	-129	3,904	
净利润	832	1,171	1,490	2,155	2,795	
折旧摊销	311	412	369	365	459	
财务费用	-1	51	31	35	41	
投资损失	13	19	46	38	46	
营运资金变动	-420	-1,173	414	-2,817	468	
其它	109	129	92	95	96	
投资活动现金流	-773	-1,046	-680	-788	-985	
资本支出	-674	-1,296	-614	-627	-715	
长期投资	-242	-224	-20	-122	-224	
其他	143	474	-46	-40	-47	
筹资活动现金流	464	367	76	59	64	
吸收投资	332	1	107	0	0	
借款	318	1,064	0	290	300	
支付利息或股息	-170	-269	-31	-235	-241	
现金流净增加额	541	-93	1,839	-858	2,983	

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。