

营业收入突破百亿，研发驱动快速成长

买入|维持

——德赛西威(002920.SZ)2022年年度报告点评

事件：

公司于2023年3月29日收盘后发布《2022年年度报告》。

点评：

● 业绩实现快速增长，收入首次突破百亿大关

2022年，公司营业收入首次突破百亿，达到149.33亿元，同比增长56.05%；实现归母净利润11.84亿元，同比增长42.13%；实现扣非归母净利润10.37亿元，同比增长26.24%。分业务来看，智能座舱业务实现收入117.55亿元，同比增长47.97%，收入占比78.72%；智能驾驶业务实现收入25.71亿元，同比增长83.07%，收入占比17.22%；网联服务及其他业务实现收入6.06亿元，同比增长174.94%。公司销售毛利率为23.03%，同比下降1.57pct。公司销售、管理、研发费用率分别为1.57%、2.59%、10.80%。

● 智能座舱优势明显，客户结构持续优化

伴随汽车智能化的演进，公司产品矩阵不断完善，以主流自主品牌、合资品牌及海外客户为核心，逐步打开高端品牌市场。2022年，公司智能座舱产品的营收规模和新项目订单年化销售额均超百亿，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、比亚迪汽车、广汽乘用车等多家主流客户的项目定点；第四代智能座舱系统已获得新项目定点。2022年，公司信息娱乐系统获得一汽丰田、广汽丰田的平台化订单；显示屏项目突破了VOLKSWAGEN、SUZUKI、东风日产等白点客户，并首发双23.6英寸Mini LED曲面双联屏。

● 智能驾驶业务高速增长，保持行业领先

智能驾驶域控制器方面，公司的量产规模居于国内市场前列，产品矩阵将覆盖更多的算力区间。高算力平台IPU04已在理想汽车等客户上实现规模化量产，并有大量在手订单将陆续实现量产配套；轻量级智能驾驶域控制器IPU02将推出更多新方案，适配国内车市的中低至中高价位区间车型这一最大的细分市场，伴随着国内L2、L2+级ADAS产品渗透率的快速提升，公司轻量级智能驾驶域控制器有望迅速迎来爆发式增长。公司在传感器和T-Box产品方面获得市场领先地位，其中高清摄像头、ADAS摄像头已实现规模化量产，毫米波角雷达、BSD雷达均在多个客户量产应用，4D及国产化雷达方案已完成产业技术布局；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。

● 盈利预测与投资建议

公司是国际领先的移动出行科技公司之一，致力于成为未来出行变革引领者，在汽车产业大变革的背景下，公司持续成长空间广阔。预测公司2023-2025年的营业收入为197.13、253.81、321.31亿元，归母净利润为15.72、21.08、27.17亿元，EPS为2.83、3.80、4.89元/股，对应PE为39.63、29.55、22.93倍。过去三年，公司PE主要运行在50-130倍之间，给予公司2023年55倍的目标PE，目标价为155.65元。维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济环境与行业变化的风险；人力资源流失的风险；技术研发的风险；市场竞争加剧的风险。

当前价/目标价：112.21元/155.65元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：197.31 / 95.80

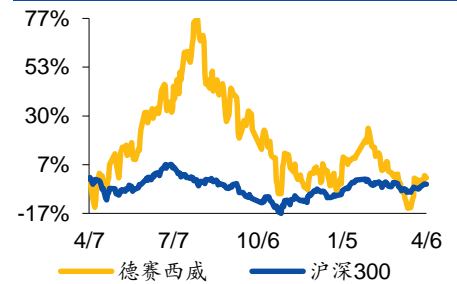
A股流通股（百万股）：549.85

A股总股本（百万股）：555.20

流通市值（百万元）：61698.67

总市值（百万元）：62298.77

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-德赛西威(002920.SZ)2022年第三季度报告点评：业绩持续快速增长，产品加速推陈出新》2022.10.28

《国元证券公司研究-德赛西威(002920.SZ)2022年半年度报告点评：业绩实现快速增长，标杆产品规模化落地》2022.08.20

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9569.43	14932.91	19712.70	25381.33	32130.85
收入同比(%)	40.75	56.05	32.01	28.76	26.59
归母净利润(百万元)	832.92	1183.85	1571.92	2108.42	2717.40
归母净利润同比(%)	60.75	42.13	32.78	34.13	28.88
ROE(%)	15.60	18.28	19.66	21.19	21.72
每股收益(元)	1.50	2.13	2.83	3.80	4.89
市盈率(P/E)	74.80	52.62	39.63	29.55	22.93

资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	7669.15	10217.72	12900.06	16359.03	20504.60	
现金	1162.14	1114.54	1670.97	2904.37	4629.46	
应收账款	2588.29	4463.59	5453.00	6760.81	8171.31	
其他应收款	14.53	46.38	59.14	71.07	83.54	
预付账款	17.62	32.78	41.42	51.27	62.38	
存货	2034.73	3416.15	4197.60	5017.22	5871.57	
其他流动资产	1851.82	1144.27	1477.92	1554.29	1686.33	
非流动资产	2482.41	3538.38	3448.17	3446.13	3527.78	
长期投资	287.35	284.86	298.24	318.45	337.24	
固定资产	1217.81	1516.14	1575.28	1626.08	1738.17	
无形资产	280.23	312.05	321.23	323.76	328.64	
其他非流动资产	697.02	1425.33	1253.42	1177.84	1123.73	
资产总计	10151.56	13756.10	16348.22	19805.16	24032.38	
流动负债	4287.88	6150.97	7127.66	8517.67	10081.07	
短期借款	316.75	399.17	413.21	435.42	467.49	
应付账款	2307.94	3432.98	4180.79	5273.21	6521.32	
其他流动负债	1663.19	2318.82	2533.66	2809.04	3092.26	
非流动负债	447.22	1062.37	1176.34	1309.97	1440.04	
长期借款	0.00	574.25	677.46	783.99	892.06	
其他非流动负债	447.22	488.11	498.88	525.97	547.98	
负债合计	4735.10	7213.33	8304.01	9827.64	11521.11	
少数股东权益	77.81	65.99	49.77	28.22	0.70	
股本	555.27	555.27	555.20	555.20	555.20	
资本公积	2344.25	2486.21	2486.29	2486.29	2486.29	
留存收益	2626.77	3560.80	5132.72	7074.58	9625.42	
归属母公司股东权益	5338.65	6476.78	7994.45	9949.30	12510.57	
负债和股东权益	10151.56	13756.10	16348.22	19805.16	24032.38	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	842.95	609.60	1246.17	1925.23	2631.50	
净利润	831.84	1171.37	1555.70	2086.86	2689.88	
折旧摊销	303.04	398.11	424.21	510.77	601.67	
财务费用	-8.09	45.39	35.59	32.61	24.27	
投资损失	29.06	32.53	30.94	32.54	34.57	
营运资金变动	-433.32	-1280.62	-917.92	-873.94	-871.37	
其他经营现金流	120.41	242.83	117.65	136.39	152.48	
投资活动现金流	-772.73	-1046.05	-710.70	-621.32	-857.04	
资本支出	675.53	1298.96	210.21	330.46	503.43	
长期投资	241.99	214.28	28.79	57.58	46.39	
其他投资现金流	144.79	467.19	-471.70	-233.28	-307.22	
筹资活动现金流	464.45	366.79	20.96	-70.51	-49.38	
短期借款	316.75	82.42	14.04	22.21	32.07	
长期借款	-0.28	574.25	103.21	106.53	108.07	
普通股增加	5.27	0.00	-0.08	0.00	0.00	
资本公积增加	274.21	141.96	0.08	0.00	0.00	
其他筹资现金流	-131.51	-431.84	-96.29	-199.25	-189.52	
现金净增加额	540.61	-92.57	556.43	1233.40	1725.09	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	9569.43	14932.91	19712.70	25381.33	32130.85	
营业成本	7215.00	11493.21	14794.02	18988.88	23993.09	
营业税金及附加	37.15	58.14	75.02	97.99	123.81	
营业费用	231.21	235.03	398.20	502.55	626.55	
管理费用	267.87	387.25	549.98	705.60	890.02	
研发费用	977.43	1612.54	2091.53	2691.41	3462.07	
财务费用	-8.09	45.39	35.59	32.61	24.27	
资产减值损失	-56.12	-127.56	-138.31	-141.44	-155.17	
公允价值变动收益	-19.11	64.08	-20.32	-22.36	-25.06	
投资净收益	-29.06	-32.53	-30.94	-32.54	-34.57	
营业利润	856.67	1158.40	1573.83	2112.51	2724.15	
营业外收入	9.39	3.79	4.01	4.56	5.67	
营业外支出	5.34	4.80	3.09	4.01	5.33	
利润总额	860.72	1157.39	1574.75	2113.06	2724.49	
所得税	28.88	-13.98	19.05	26.20	34.60	
净利润	831.84	1171.37	1555.70	2086.86	2689.88	
少数股东损益	-1.08	-12.48	-16.22	-21.55	-27.52	
归属母公司净利润	832.92	1183.85	1571.92	2108.42	2717.40	
EBITDA	1151.62	1601.90	2033.64	2655.90	3350.09	
EPS (元)	1.50	2.13	2.83	3.80	4.89	

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
成长能力						
营业收入(%)	40.75	56.05	32.01	28.76	26.59	
营业利润(%)	59.95	35.22	35.86	34.23	28.95	
归属母公司净利润(%)	60.75	42.13	32.78	34.13	28.88	
获利能力						
毛利率(%)	24.60	23.03	24.95	25.19	25.33	
净利率(%)	8.70	7.93	7.97	8.31	8.46	
ROE(%)	15.60	18.28	19.66	21.19	21.72	
ROIC(%)	29.90	22.10	25.51	30.54	35.11	
偿债能力						
资产负债率(%)	46.64	52.44	50.79	49.62	47.94	
净负债比率(%)	6.84	14.04	13.65	12.84	12.17	
流动比率	1.79	1.66	1.81	1.92	2.03	
速动比率	1.30	1.09	1.21	1.32	1.44	
营运能力						
总资产周转率	1.08	1.25	1.31	1.40	1.47	
应收账款周转率	3.93	3.97	3.75	3.92	4.06	
应付账款周转率	3.55	4.00	3.89	4.02	4.07	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	1.50	2.13	2.83	3.80	4.89	
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.10	2.24	3.47	4.74	
每股净资产(最新摊薄)	9.62	11.67	14.40	17.92	22.53	
估值比率						
P/E	74.80	52.62	39.63	29.55	22.93	
P/B	11.67	9.62	7.79	6.26	4.98	
EV/EBITDA	53.06	38.15	30.05	23.01	18.24	

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188