

汽车零部件 III

德赛西威 (002920.SZ)

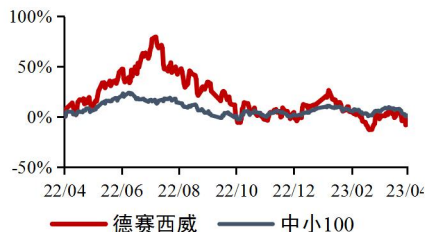
买入-A(维持)

短期业绩承压，未来成长无忧

2023年4月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻

市场数据：2023年4月27日

收盘价(元):	107.58
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):	591.53
总市值(亿):	597.28

基础数据：2023年3月31日

基本每股收益:	0.60
摊薄每股收益:	0.60
每股净资产(元):	12.46
净资产收益率:	4.76

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

➢ 2023年4月27日，公司发布2023年第一季度报告，Q1实现营业收入39.83亿元，同比+26.80%；实现归母净利润3.31亿元，同比+3.92%；扣非后归母净利润为2.91亿元，同比-5.48%。

事件点评

➢ **受汽车行业不振影响，一季度业绩承压。**2023年Q1汽车行业总体承压，主要系因乘用车购置税减半优惠和新能源汽车补贴政策于2022年底同时退出导致终端需求减弱影响。2023年Q1我国汽车产销量分别为621.0万辆和607.6万辆，同比分别-4.3%和-6.7%。由于行业整体下行，一季度公司智能座舱业务主要客户长城、上汽、一汽等车企销量均出现一定程度下滑，智能驾驶业务主要配套的造车新势力旗下车型销量也有所下降，由于销量下滑带来的整车降价行为传导至公司零部件业务，给盈利带来压力。公司2023年Q1实现毛利率21.09%，同比-2.87pct，环比-0.48pct；净利率8.27%，同比-1.76pct，环比-1.81pct，毛利率和净利率环比、同比均出现下滑，业绩承压。

➢ **研发费用增加较多，或是拖累业绩增长的主要因素。**公司2023年Q1的销售、管理、研发、财务费用率分别为1.46%/2.35%/10.09%/0.21%（总费用率14.11%），同比分别-0.31pct/+0.05pct/+1.25pct/+0.36pct（总费用率同比+1.35pct），环比分别+0.40pct/-0.25pct/-0.64pct/+0.16pct。Q1研发费用共4.02亿元，比去年同期增加1.24亿元，同比+44.73%，或是拖累业绩下滑的主要原因。

➢ **在手订单充足，未来成长无忧。**据公司2022年年报披露，新项目订单年化金额已超200亿元，其中智能驾驶业务领域近80亿元，订单充足。随着行业逐步好转以及汽车智能电动化发展加速，我们预计公司未来将能够维持高增长。

新客户方面，2022年公司新拓展保时捷、捷豹路虎、SUZUKI、极氪等，并获得长安汽车、比亚迪、上汽集团等众多主流车企项目订单。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、比亚迪汽车、广汽乘用车、合众汽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年获国内头部OEM多款车型的出海业务。2023年1



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

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。凭借安全、舒适、高效的移动整体出行解决方案，公司有望全面打开全球市场。

投资建议

➤ 公司短期业绩承压，但在手订单充足，未来随着汽车行业景气度回暖及汽车智能化加速发展、公司新产品不断放量，成长无忧。我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 15.24/19.56/26.09 亿元，EPS 分别为 2.75\3.52\4.70 元，对应公司 4 月 26 日收盘价 101.64 元，PE 分别为 37.0\28.9\21.6 倍。维持“买入-A”的投资评级。

风险提示

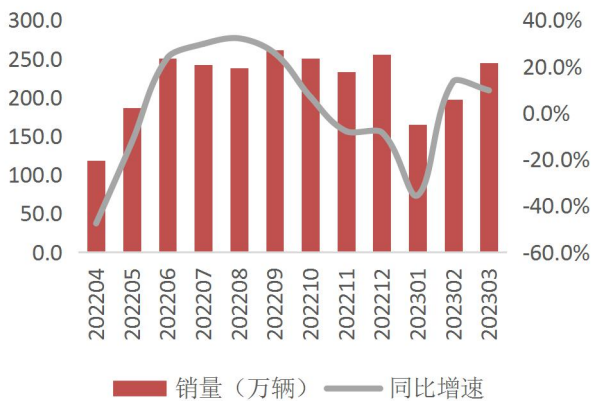
➤ 核心芯片供应不足；汽车市场销量增速不及预期；新客户订单获取不及预期。

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	1,524	1,956	2,609
YoY(%)	60.7	42.1	28.7	28.3	33.4
毛利率(%)	24.6	23.0	21.9	21.9	22.4
EPS(摊薄/元)	1.50	2.13	2.75	3.52	4.70
ROE(%)	15.4	17.9	19.5	20.6	22.1
P/E(倍)	67.7	47.7	37.0	28.9	21.6
P/B(倍)	10.6	8.7	7.3	6.0	4.8
净利率(%)	8.7	7.9	7.6	7.5	7.8

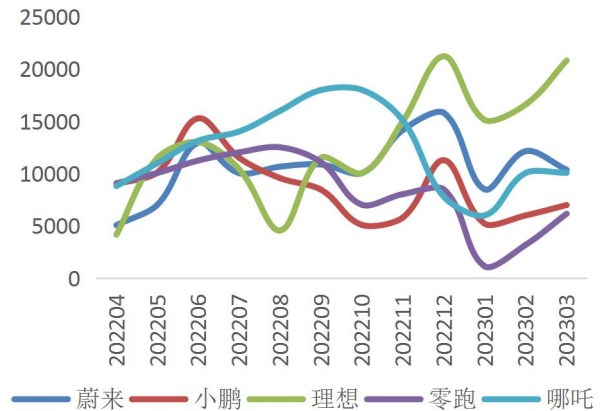
资料来源：最闻，山西证券研究所

图 1：最近一年汽车销量及增速



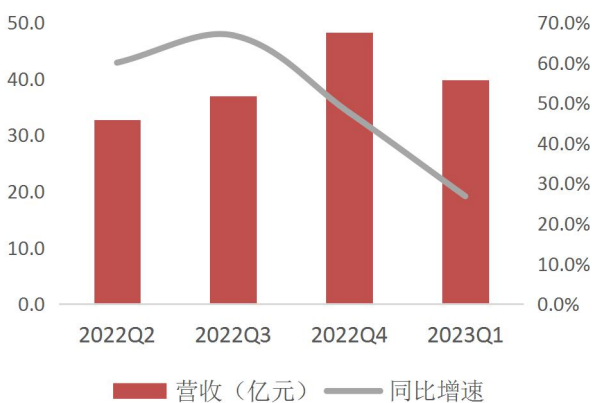
资料来源：中汽协，山西证券研究所

图 2：最近一年造车新势力 TOP5 销量 (辆)



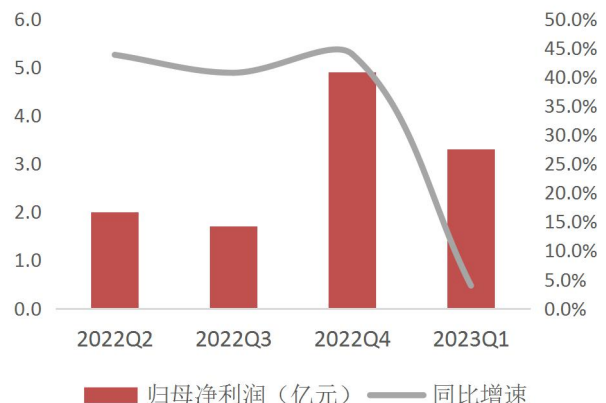
资料来源：各公司公告，山西证券研究所

图 3：最近四个季度公司营收及增速



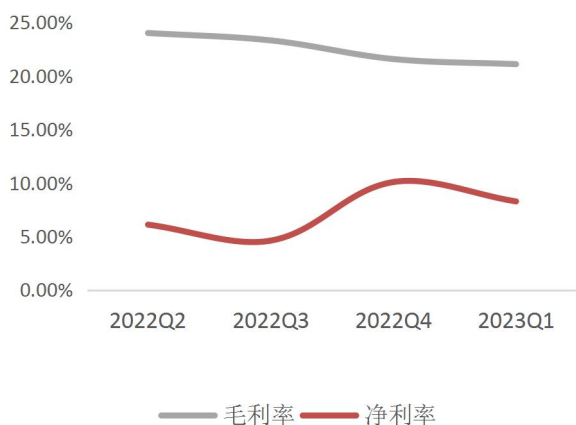
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 4：最近四个季度公司净利润及增速



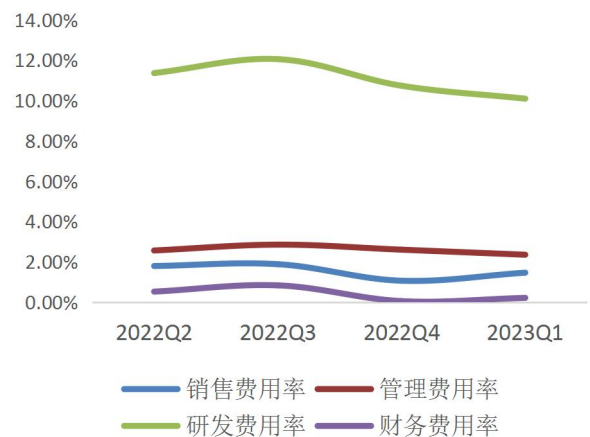
资料来源：WIND，山西证券研究所

图 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 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
流动资产	7669	10218	14676	20514	24096
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	3673	5721	6234
其他流动资产	1803	1092	1436	1306	1365
非流动资产	2482	3538	3569	4010	4377
长期投资	287	285	314	306	316
固定资产	1218	1516	1908	2274	2741
无形资产	280	312	235	173	100
其他非流动资产	697	1425	1112	1257	1220
资产总计	10152	13756	18245	24524	28473
流动负债	4288	6151	9564	14221	15955
短期借款	317	399	1763	5030	3441
应付票据及应付账款	2807	4345	5718	7104	9537
其他流动负债	1164	1407	2083	2087	2977
非流动负债	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
负债合计	4735	7213	10492	15109	16760
少数股东权益	78	66	57	41	22
股本	555	555	555	555	555
资本公积	2344	2486	2486	2486	2486
留存收益	2627	3561	4773	6325	8397
归属母公司股东权益	5339	6477	7695	9374	11691
负债和股东权益	10152	13756	18245	24524	28473

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	843	610	3157	-647	4607
净利润	832	1171	1515	1940	2590
折旧摊销	303	398	398	429	546
财务费用	-8	45	17	58	63
投资损失	29	33	33	33	33
营运资金变动	-433	-1281	1204	-3056	1405
其他经营现金流	120	243	-10	-50	-30
投资活动现金流	-773	-1046	-854	-651	-1017
筹资活动现金流	464	367	-425	-337	-436
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.50	2.13	2.75	3.52	4.70
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.10	5.69	-1.17	8.30
每股净资产(最新摊薄)	9.62	11.67	13.86	16.88	21.06

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9569	14933	20000	25950	33599
营业成本	7215	11493	15630	20260	26070
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	17	58	63
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
营业利润	857	1158	1565	2006	2678
营业外收入	9	4	7	5	6
营业外支出	5	5	5	5	5
利润总额	861	1157	1567	2006	2678
所得税	29	-14	52	66	88
税后利润	832	1171	1515	1940	2590
少数股东损益	-1	-12	-9	-16	-19
归属母公司净利润	833	1184	1524	1956	2609
EBITDA	1152	1574	1961	2466	3254

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	40.7	56.0	33.9	29.8	29.5
营业利润(%)	60.0	35.2	35.1	28.1	33.5
归属于母公司净利润(%)	60.7	42.1	28.7	28.3	33.4
获利能力					
毛利率(%)	24.6	23.0	21.9	21.9	22.4
净利率(%)	8.7	7.9	7.6	7.5	7.8
ROE(%)	15.4	17.9	19.5	20.6	22.1
ROIC(%)	14.0	15.5	14.8	13.0	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	46.6	52.4	57.5	61.6	58.9
流动比率	1.8	1.7	1.5	1.4	1.5
速动比率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.2	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
估值比率					
P/E	67.7	47.7	37.0	28.9	21.6
P/B	10.6	8.7	7.3	6.0	4.8
EV/EBITDA	47.8	35.9	27.6	22.7	16.2

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

