

营收维持高增 看好高阶智驾产品放量

——德赛西威（002920.SZ）季报点评



申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布 2022 年三季报，2022 年前三季度公司实现营业收入 101.11 亿元，同比增长 60.42%，实现归母净利润 6.92 亿元，同比增长 40.89%；其中第三季度营业收入 37.04 亿元，同比增长 66.83%，环比增长 13.4%，归母净利润 1.71 亿元，同比增长 40.68%，环比下降 15.69%。

投资摘要：

营收创新高，毛利率小幅下滑。营业收入持续高增长主要得益于智能座舱产品、智能驾驶产品业务规模、单车配置价值的快速增长。受益于座舱多屏化趋势，三代智能座舱域控制器、4K 高清屏等座舱产品产量快速爬坡；随着自动驾驶渗透率的提高，全自动泊车、360 度高清环视、高级自动驾驶域控制器等 ADAS 产品销量持续攀升。前三季度毛利率 23.73%，同比下降 0.79pct；其中第三季度毛利率 23.31%，同比下降 0.56pct，环比下降 0.69pct。我们认为主要由于智能座舱传统产品价格年降要求及新品规模较小、摊销较大的原因。

费率增加导致利润承压。2022 年第三季度，销售/管理/研发/财务费率分别为 1.88%/2.85%/12.05%/0.83%，同比变化-1.11pct/-0.17pct/+1.52pct/+0.82pct，环比变化+0.09pct/+0.29pct/+0.69pct/+0.31pct；净利率 4.61%，同比下降 0.83pct，环比下降 1.49%。随着规模的扩大，人员薪酬支出增加。人民币持续贬值带来汇兑损失增加，同时公司第三季度新增长期借款 3.2 亿元，导致财务费用增加。公司持续加大研发投入，保证新产品快速落地。基于第 4 代高通骁龙座舱平台的智能座舱产品正在紧密开发；面向更大规模市场空间、基于全面技术优势与融合高低速场景的自动驾驶辅助系统即将量产；新一代车载智能中央计算平台的研发进展迅速。

看好公司高级别智能驾驶产品放量。IPU03 率先在小鹏 P5/P7 上规模化量产，2022 年前三季度 P5 和 P7 合计销量 8.42 万辆，同比增长 113%，其中第三季度销量 2.55 万辆；IPU04 已在小鹏 G9 和理想 L9/L8 上实现量产，9 月小鹏 G9 首批交付 184 辆，将在 10 月迎来批量交付，理想 L9 在首个完整月交付 10123 辆，理想 L8 已开始接受预定，11 月开启交付。公司高级别功能的自动驾驶域控制器产品已累计获得超过 10 家主流车企的项目定点，将在汽车智能化转型中持续获益。

投资建议：

我们下调公司 2022-2024 年营业收入预测为 148.51 亿元、220.68 亿元、293.85 亿元，同比增长 55.19%、48.6%、33.15%，2022-2024 年归母净利润预测为 10.88 亿元、18.62 亿元、26.62 亿元，同比增长 30.63%、71.09%、43%，对应 PE 分别为 56.4、33、23.1 倍。考虑到公司国内汽车智能化领域龙头地位稳固，先发优势明显，给予公司 2023 年 50 倍 PE 的估值，对应股价 167.62 元，市值 930.78 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：

汽车智能化渗透率不及预期，公司客户销量不及预期，高级别自动驾驶落地不及预期，行业竞争格局变化，芯片短缺，疫情控制不及预期。

评级

买入（维持）

2022 年 10 月 27 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

卢宇峰

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121110013

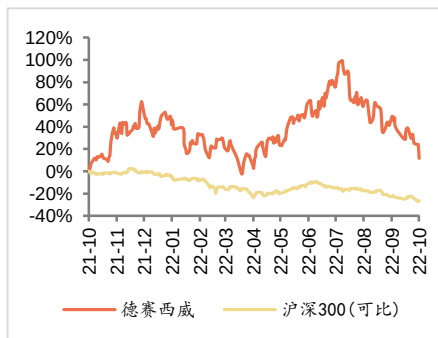
luyufeng@shqsec.com

交易数据

时间 2022.10.26

总市值/流通市值（亿元）	614/608
总股本（万股）	55527.4
资产负债率	53.1%
每股净资产（元）	10.62
收盘价（元）	110.5
一年内最低价/最高价（元）	95.17/203.99

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《德赛西威半年报点评：营收保持高增长 新产品放量在即》2022-08-22
- 2、《德赛西威 2021 年报及 2022 一季报点评报告：业绩再创新高 行业领先优势明显》2022-04-18
- 3、《德赛西威公司深度研究：创领智行 汽车智能时代资深玩家》2022-01-23

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6,799.06	9,569.43	14,850.85	22,068.22	29,384.84
增长率 (%)	27.39%	40.75%	55.19%	48.60%	33.15%
归母净利润 (百万元)	518.15	832.92	1,088.03	1,861.55	2,662.00
增长率 (%)	77.36%	60.75%	30.63%	71.09%	43.00%
净资产收益率 (%)	11.17%	15.60%	17.03%	23.68%	26.71%
每股收益(元)	0.94	1.51	1.96	3.35	4.79
PE	117.55	73.18	56.39	32.96	23.05
PB	13.10	11.49	9.61	7.81	6.16

资料来源：公司财报，申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6799	9569	14851	22068	29385	流动资产合计	5609	7669	10938	15299	19702
营业成本	5209	7215	11314	16541	21774	货币资金	611	1162	1804	2680	3569
营业税金及附加	25	37	59	88	118	应收账款	1927	2588	4017	5969	7948
营业费用	210	231	267	397	529	其他应收款	12	15	23	34	45
管理费用	189	268	386	574	764	预付款项	18	18	17	17	17
研发费用	701	977	1663	2516	3409	存货	1101	2035	3191	4665	6141
财务费用	-31	-8	59	44	59	其他流动资产	33	206	206	206	206
资产减值损失	-39.74	-56.12	-47.93	-52.02	-49.98	非流动资产合计	1941	2482	2395	2311	2231
公允价值变动收益	32.71	-19.11	6.80	-6.16	0.32	长期股权投资	142	287	287	287	287
投资净收益	-9.45	-29.06	-19.25	-24.16	-21.70	固定资产	493.70	1217.81	1185.15	1143.41	1097.22
营业利润	536	857	1125	1924	2753	无形资产	317	280	252	227	204
营业外收入	3.88	9.39	6.63	8.01	7.32	商誉	42	20	20	20	20
营业外支出	5.70	5.34	5.52	5.43	5.47	其他非流动资产	53	125	125	125	125
利润总额	534	861	1126	1926	2754	资产总计	7550	10152	13333	17611	21932
所得税	16	29	38	65	92	流动负债合计	2561	4288	6563	9295	11437
净利润	518	832	1088	1862	2662	短期借款	0	317	1305	2152	2410
少数股东损益	0	-1	0	0	0	应付账款	1761	2308	3570	5219	6870
归属母公司净利润	518	833	1088	1862	2662	预收款项	0	0	-6	-16	-29
EBITDA	931	1295	1271	2053	2894	一年内到期的非流动	3	7	7	7	7
EPS (元)	0.94	1.51	1.96	3.35	4.79	非流动负债合计	346	447	239	311	384
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	2907	4735	6802	9607	11821
营业收入增长	27.39%	40.75%	55.19%	48.60%	33.15%	少数股东权益	3	78	78	78	78
营业利润增长	112.01%	59.95%	31.29%	71.03%	43.09%	实收资本 (或股本)	550	555	555	555	555
归属于母公司净利润增长	30.63%	71.09%	30.63%	71.09%	43.00%	资本公积	2070	2344	2344	2344	2344
获利能力						未分配利润	1690	2349	2747	3428	4401
毛利率(%)	23.39%	24.60%	23.81%	25.05%	25.90%	归属母公司股东权益	4640	5339	6387	7861	9967
净利率(%)	7.62%	8.69%	7.33%	8.44%	9.06%	负债和所有者权益	7550	10152	13333	17611	21932
总资产净利润(%)	6.86%	8.20%	8.16%	10.57%	12.14%	现金流量表					
ROE(%)	11.17%	15.60%	17.03%	23.68%	26.71%	单位:百万					
偿债能力						经营活动现金流	439	843	-143	378	1153
资产负债率(%)	39%	47%	51%	55%	54%	净利润	518	832	1088	1862	2662
流动比率	2.19	1.79	1.67	1.65	1.72	折旧摊销	426.18	446.17	0.00	59.97	60.30
速动比率	1.76	1.31	1.18	1.14	1.19	财务费用	-31	-8	59	44	59
营运能力						应付帐款减少	0	0	-1428	-1952	-1979
总资产周转率	0.98	1.08	1.26	1.43	1.49	预收帐款增加	0	0	-6	-10	-13
应收账款周转率	4	4	4	4	4	投资活动现金流	-67	-773	26	12	19
应付账款周转率	4.46	4.70	5.05	5.02	4.86	公允价值变动收益	33	-19	7	-6	0
每股指标 (元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.51	1.96	3.35	4.79	投资收益	-9	-29	-19	-24	-22
每股净现金流(最新摊薄)	0.47	0.96	1.16	1.58	1.60	筹资活动现金流	-114	464	759	487	-283
每股净资产(最新摊薄)	8.44	9.61	11.50	14.16	17.95	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	117.55	73.18	56.39	32.96	23.05	普通股增加	0	5	0	0	0
P/B	13.10	11.49	9.61	7.81	6.16	资本公积增加	0	274	0	0	0
EV/EBITDA	64.64	46.74	47.88	29.63	20.80	现金净增加额	258	535	641	877	889

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**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**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上