德赛西威（002920.SZ）

2023年一季度营收同比增长27%，超越汽车行业周期

买入

核心观点

2023Q1 德赛西威营收40亿元，同比+27%。公司2023Q1实现营收39.83亿元，同比+26.80%，环比-17.39%，公司营收增速超越汽车行业产量增速31.1pct，归母净利润3.31亿元，同比+3.92%，环比-32.76%，扣非归母净利润2.91亿元，同比-5.48%，环比-24.00%，非经常损益中主要是政府补助和投资收益（主要是参股公司带来的公允价值变动）较去年同期增加。

2023Q1 毛利率同比下滑2.9pct，四费率同比提升1.3pct。公司2023Q1毛利率21.1%，同比-2.9pct，环比-0.5pct，净利率8.3%，同比-1.8pct，环比-1.8pct。2023Q1公司四费率14.1%，同比+1.3pct，环比-0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别1.5%/2.4%/10.1%/0.2%，同比-0.3/+0.1/+1.3/+0.4pct，环比+0.4/-0.2/-0.6/+0.2pct，研发支出加大，研发费用率同比提升1.3pct，银行借款利息增加，财务费用率同比提升0.4pct。

增量车型和增量产品贡献2023Q1重要的业绩增长。2023Q1公司增量车型或来自于吉利、丰田、广汽、理想、小鹏等。公司IPU03配套的小鹏P5和P7、IPU04配套的理想L9在2023Q1分别实现销量0.63/0.55/2.11万辆。2022年获得年化销售额超过200亿元的新项目订单，同比增长超过65%，高算力智能驾驶域控制器、大屏座舱产品和高性能智能座舱域控制器的订单量快速提升。

打造汽车计算（智能驾驶）及交互（智能座舱）底座。智能座舱方面，2022年，公司智能座舱营收117.55亿元，同比+47.97%，毛利率21.34%，同比-3.28pct。第三代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；第四代智能座舱系统已获得新项目定点，2022年智能座舱新项目订单年化销售额破百亿；**智能驾驶方面，**2022年，智能驾驶营收25.71亿元，同比+83.07%，毛利率21.52%，同比+0.39pct。公司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。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，2022年，公司智能驾驶新项目订单年化销售额接近80亿元。

风险提示：上游缺芯和原材料涨价风险；下游产销风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

德赛西威作为汽车计算和交互的产品底座，是国内汽车智能驾驶龙头标的，在手订单充足，我们维持盈利预测，预计23/24/25年利润16.7/23.1/30.7亿，对应PE为34/25/18x，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,569	14,933	20,751	27,136	34,234
(+/-%)	40.7%	56.0%	39.0%	30.8%	26.2%
净利润(百万元)	833	1184	1670	2305	3072
(+/-%)	60.7%	42.1%	41.1%	38.0%	33.3%
每股收益（元）	1.50	2.13	3.01	4.15	5.53
EBIT Margin	8.8%	7.7%	8.2%	8.6%	9.2%
净资产收益率（ROE）	15.6%	18.3%	21.4%	23.9%	25.4%
市盈率（PE）	67.8	47.7	33.8	24.5	18.4
EV/EBITDA	56.5	43.2	34.3	26.4	20.8
市净率（PB）	10.57	8.71	7.22	5.84	4.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

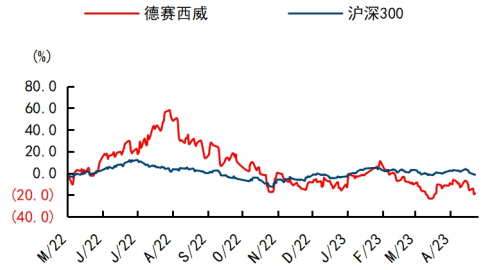
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

联系人：杨钐
0755-81982771
yangshan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	101.64元
总市值/流通市值	56430/55887百万元
52周最高价/最低价	203.99/93.09元
近3个月日均成交额	509.09百万元

市场走势



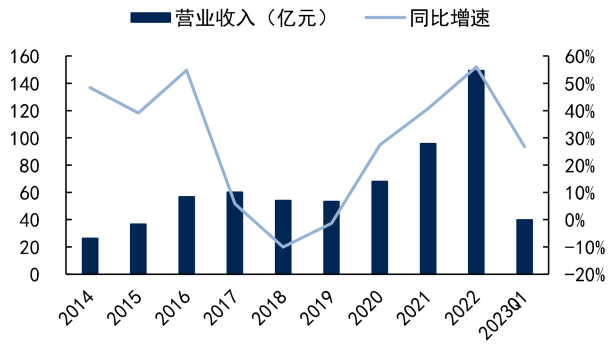
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《德赛西威（002920.SZ）-2022年年化新项目订单超200亿，打造汽车计算和交互底座》——2023-03-31
《德赛西威（002920.SZ）-打造汽车计算及交互底座》——2022-12-19
《德赛西威（002920.SZ）-单三季度营收增长67%，智能驾驶域控制器有序量产》——2022-10-26
《德赛西威（002920.SZ）-二季度营收高增长，智能驾驶业务毛利率持续提升》——2022-08-20
《德赛西威（002920.SZ）-战略合作哪吒汽车，构建智能汽车生态新格局》——2022-07-07

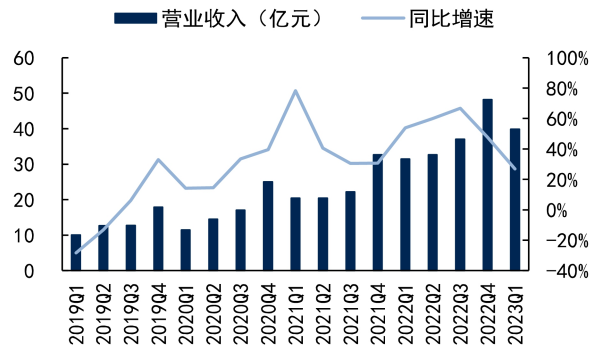
2023Q1 德赛西威营收 40 亿元，同比+27%。公司 2023Q1 实现营收 39.83 亿元，同比+26.80%，环比-17.39%，公司营收增速超越汽车行业产量增速 31.1pct，归母净利润 3.31 亿元，同比+3.92%，环比-32.76%，扣非归母净利润 2.91 亿元，同比-5.48%，环比-24.00%，非经常损益中主要是政府补助和投资收益（主要是参股公司带来的公允价值变动）较去年同期增加。

图1：德赛西威营业收入及同比增速



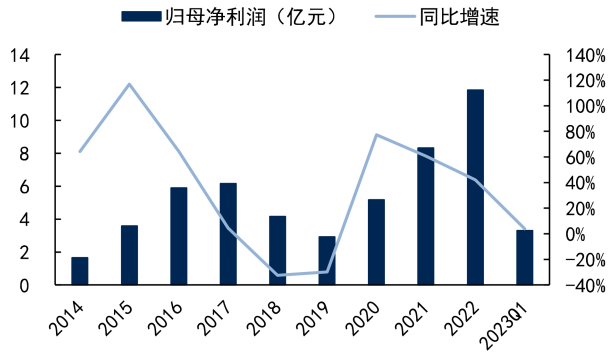
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：德赛西威单季度营业收入及同比增速



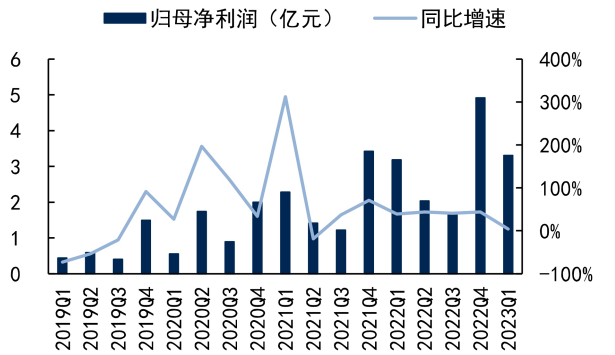
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：德赛西威归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：德赛西威单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：汽车/乘用车产量增速和德赛西威营收增速对比

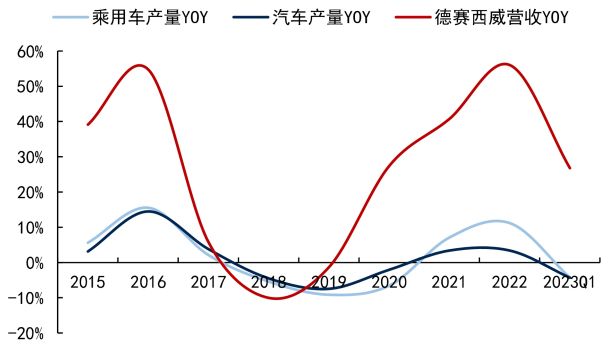
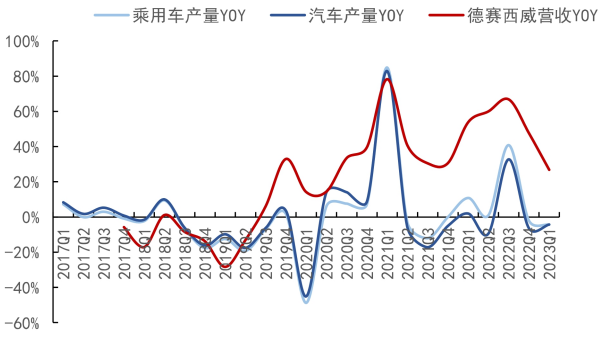


图6：汽车/乘用车产量增速和德赛西威营收增速季度对比

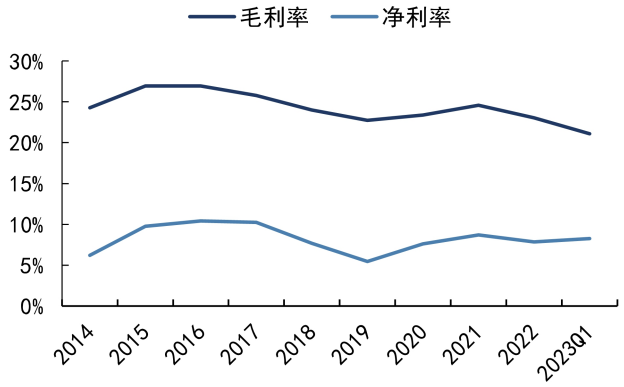


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

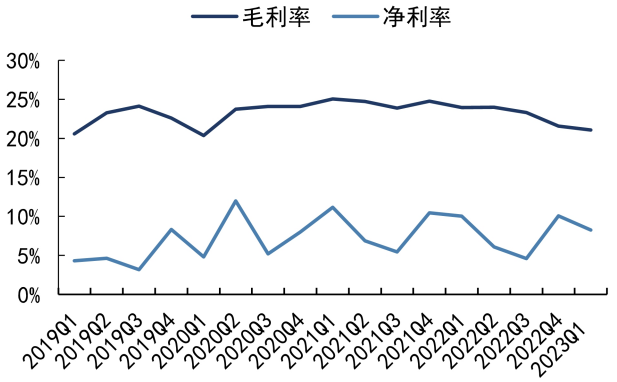
2023Q1 毛利率同比下降 2.9pct，净利率同比下降 1.8pct。公司 2023Q1 毛利率为 21.1%，同比-2.9pct，环比-0.5pct，净利率 8.3%，同比-1.8pct，环比-1.8pct。

图7：德赛西威毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

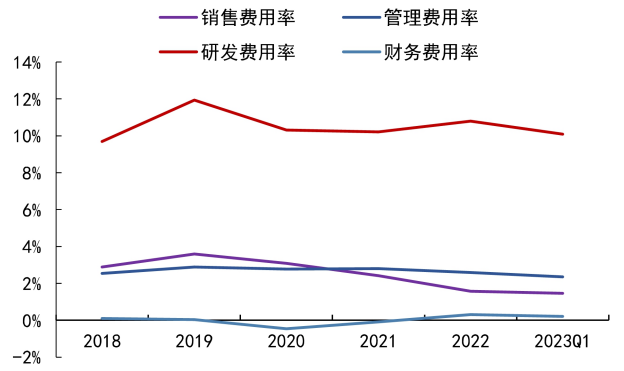
图8：德赛西威单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

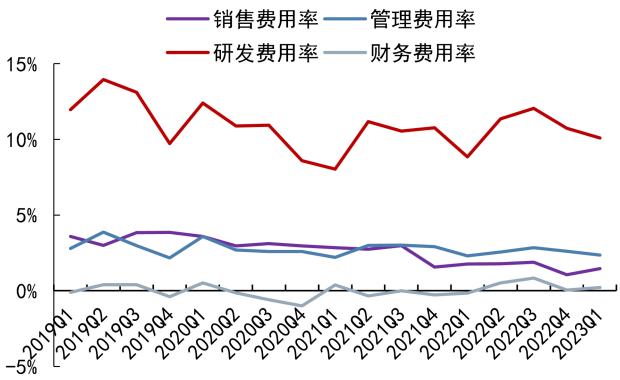
研发支出加大，2023Q1 四费率同比+1.3pct。2023Q1 公司四费率为 14.1%，同比+1.3pct，环比-0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.5%/2.4%/10.1%/0.2%，同比-0.3/+0.1/+1.3/+0.4pct，环比+0.4/-0.2/-0.6/+0.2pct。2023Q1 研发支出加大，研发费用率同比提升 1.3pct；银行借款利息增加，财务费用率同比提升 0.4pct。

图9：德赛西威四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：德赛西威单季度四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司研发人数增加，研发项目陆续规模化量产。2022 年，公司研发人数达到 3491 人，同比增加 55%，研发人员数量占比为 44.5%，同比+2.2pct。连续多年坚定的研发投入，已陆续实现业务和技术转化，带来众多新产品业务规模和订单规模的快速攀升，也使得公司在软件能力、功能安全、信息安全等方面的技术积累更加深厚，竞争力得到有效强化，客户认可度快速提升。2022 年，公司的主要研发项目包含第四代智能座舱项目、第三代核心座舱开发、海外汽车仪表项目、智能车身域控平台、IPU04 平台、高像素摄像头平台、座舱场景大脑系统、智能进入系统，部分项目已实现规模化量产。

表1：德赛西威研发人员情况

	2022 年	2021 年	变动比例
研发人员数量（人）	3,494	2,257	54.81%
研发人员数量占比	44.49%	42.25%	2.24%
研发人员学历结构			
本科	2,508	1,576	59.14%
硕士	402	280	43.57%
博士及以上学历	19	12	58.33%
本科以下学历	565	389	45.24%
研发人员年龄构成			
30 岁以下	1,562	905	72.60%
30~40 岁	1,733	1,186	46.12%
40 岁以上	199	166	19.88%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表2：德赛西威主要研发项目情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
第四代智能座舱项目	提升座舱域所有功能全价值链的用户体验，往跨域融合项目实践。	项目正在开发过程中	为下游客户提供极致科技化、智能化、个性化、情感化旗舰座舱解决方案，重新定义用户价值。	进一步提升公司在智能座舱的领导力与竞争力，并扩大销售规模，为实现跨域融合做准备。
第三代核心座舱开发	为客户开发面向下一代的智能座舱平台，融合多方的生态功能。	已实现规模化量产，并获取大量订单	达成车厂阶段性成熟度的验收，并完成超短开机时间的性能验收。	实现车厂面向智能座舱的产品升级，带动产品价值的提升，实现销售额的增长。
海外汽车仪表项目	实现海外业务营收目标	项目正在开发过程中	开拓海外业务，从基础业务突破向中高端座舱发展。	拓展公司海外业务，助力公司国际化战略目标实现。
智能车身域控平台	针对电子电气新一代架构路线，研发有关车身域和跨域融合的平台项目，搭建车身控制的关键技术能力。	首个项目进入量产阶段；进入平台 2.0 阶段研发	此项目集成了空调控制、 PEPS、门窗控制等多个功能，目的是通过高度集成优化成本，提高各个模块的开发进度和兼容性。	通过对车身控制多个模块的开发、测试能力搭建和研发持续性投入，提升公司在车身域产品线的竞争力，保持智能座舱的领先地位。
IPU04 平台	提升智驾域平台的算力，实现更多的智能驾驶功能。	已实现规模量产，并获取大量订单	获取市场的高算力域控份额	带来新的营收增长点，助力客户实现更高水平的智驾功能。
高像素摄像头平台	高像素摄像头传感器落地	已实现规模量产	相关产品的技术闭环以及提升市场的占有率	进一步提升智驾域产品的感知能力以及竞争力
座舱场景大脑系统	打造场景主动智能的网联系统，能根据行程场景为用户提供个性化主动服务。	1.0 版本已完成开发并获取项目定点，2.0 版本正在开发中。	通过实现系统级座舱场景大脑引擎，新增座舱多模场景识别和理解能力。	进一步提升了我司网联系统的智能程度，增加了座舱场景认知和理解的能力，使得我司产品方案未来的竞争力进一步增强。
智能进入系统	基于 BLE，UWB 与 NFC 的车端系统，提供手机设备/NFC 卡的数字钥匙功能。	已完成开发并获取项目定点	用户可以通过智能进入系统，使用手机设备对车辆进行解闭锁，车辆启动，PEPS 进入等功能。	丰富了公司的产品线，同时进行了数字钥匙系统的技术储备，进一步提升技术能力。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

根据中国汽车工业协会发布数据，2023Q1 我国乘用车销量同比减少 7.3%，德赛西威营收增长 26.8%，远超乘用车行业销量增速 34.1pct。强劲的业绩增长主要得益于增量端新客户、新项目落地后销量的快速爬坡。一方面，存量端，公司重要客户吉利汽车、长城汽车、一汽大众、广汽乘用车、奇瑞、理想在 2023Q1 的销量同比分别变动-1%、-23%、-12%、-11%、+47%、+66%；另一方面增量车型和增量产品贡献了 2023Q1 重要的业绩增长，增量车型或来自于吉利、丰田、广汽、理想、小鹏等。

表3：德赛西威重要客户 2023Q1 销量变动

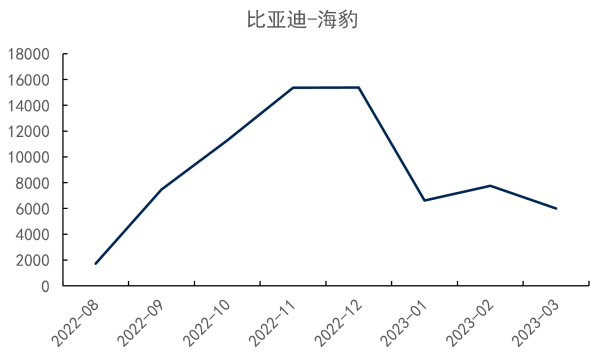
	2023Q1 销量增速	2022Q1 销量增速	2022Q2 销量增速	2022Q3 销量增速	2022Q4 销量增速
吉利汽车	-1%	-4%	-5%	29%	9%
长城汽车	-23%	-16%	-16%	8%	-33%
一汽大众	-12%	-21%	-4%	65%	-14%
广汽乘用车	-11%	22%	7%	72%	32%

奇瑞	47%	13%	20%	92%	10%
理想汽车	66%	152%	63%	6%	32%

资料来源：中汽协，公司公告，国信证券经济研究所整理

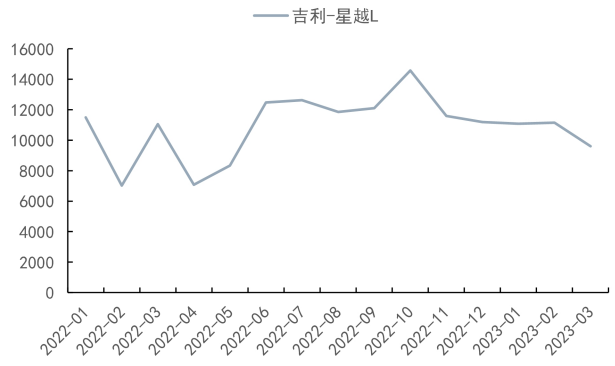
传统车企方面，吉利、比亚迪、丰田的新车型有望在 2023 年持续贡献重要业绩。我们对吉利、比亚迪部分主流车型进行梳理，自上市以来，比亚迪海豹销量持续攀升，吉利星越 L 在 2023Q1 的销量分别为 3.2 万辆，同比+7.7%，比亚迪海豹 2023Q1 销量为 2.04 万辆。

图11：比亚迪海豹 202207-202303 月销量（辆）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

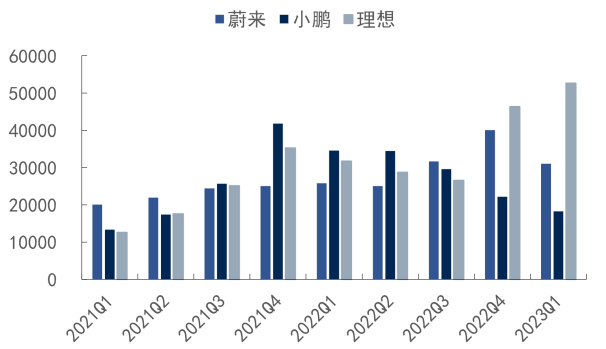
图12：吉利星越 L202201-202303 月销量（辆）



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

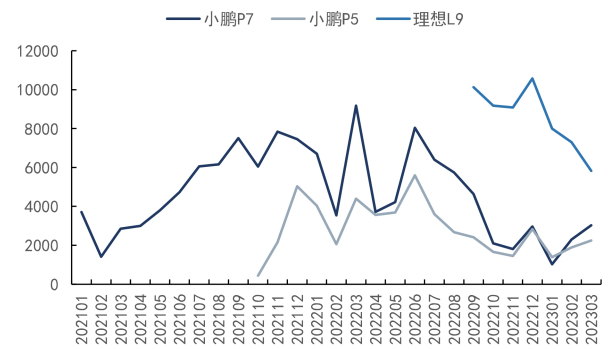
造车新势力方面，小鹏 IPU03 自动驾驶域控制器已在小鹏 P5 和 P7 上配套量产，而基于英伟达 Orin 芯片的下一代自动驾驶域控制器 IPU04 已获理想汽车、小鹏汽车等造成新势力及主流传统车企的项目定点并已进入量产规模爬坡期，22H2 开始规模化量产。蔚来/小鹏/理想 2023Q1 的交付量分别为 3.10/1.82/5.26 万辆，分别同比+20%/-47%/+66%。分车型来看，公司 IPU03 配套的小鹏 P5 和 P7、IPU04 配套的理想 L9 在 2023Q1 分别实现销量 0.63/0.55/2.11 万辆，其中 P5、P7 分别同比-67%、-47%。

图13：造车新势力 2021Q1-2023Q1 交付量（辆）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14：小鹏 P5、P7、理想 L9 分月度销量（辆）



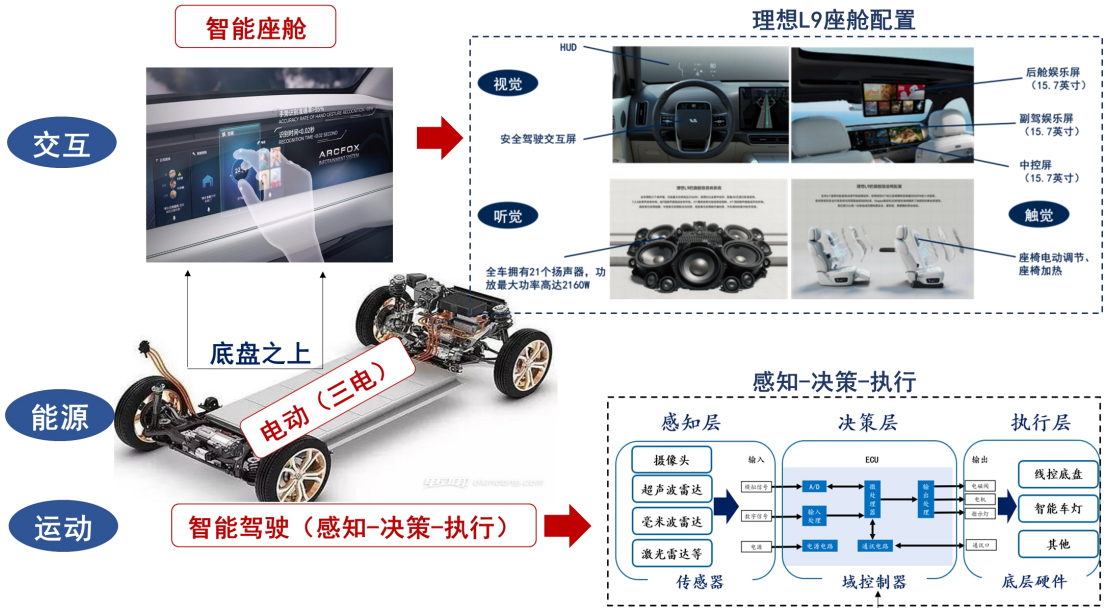
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- **能源-运动-交互，德赛西威为集运动与交互于一体的汽车智能化龙头**

能源-运动-交互，德赛西威为集运动与交互于一体的汽车智能化龙头。展望未来汽车，大致可以分为底盘之上及底盘之下，底盘之上是智能座舱下人机交互的实

现场景，细分产业链为“芯片-系统-应用-显示”，屏幕、HUD、玻璃、车灯等均有望成为核心交互产品。底盘之下主要为智能电动和智能驾驶，智能电动集成三电系统，作为整车运动的核心能源支撑；智能驾驶主要是基于“传感器-计算平台-自动驾驶算法”作用到执行层面，实现横向和纵向的运动控制。**总结而言，未来智能汽车整车端核心三要素即能源、运动、交互，德赛西威为集运动与交互于一体的汽车智能化龙头。**

图15：未来智能汽车整车端核心三要素即能源、运动、交互



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

德赛西威：作为集运动与交互于一体的汽车智能化龙头，德赛西威业务端的核心看点在于智能驾驶（营收占比 15%）、智能座舱（营收占比 82%）。智能驾驶为公司快速增长的业务，核心看点在于智能驾驶域控制器（IPU01、IPU02、IPU03、IPU04），智能座舱为公司稳健发展的业务，核心看点在于座舱大单品（液晶仪表、中控、座舱域控制器）。

复盘德赛西威发展路径，从智能座舱到智能驾驶，从大单品到集成化，从自主-合资-头部自主、新势力和合资，量增（拓客户）、价升（高附加值产品品类延展）是贯穿德赛西威客户和产品的核心逻辑。

2022 年公司新项目订单年化销售额亦突破 200 亿元，其中智能座舱新项目订单年化销售额突破百亿，智能座舱新项目订单年化销售额接近 80 亿元，新产品（价升）、新客户（量增）的突破，支撑公司业绩高速增长。

图16：德赛西威智能驾驶、智能座舱业务量增、价升

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- **价升：产品维度，聚焦于智能座舱、智能驾驶和网联服务三大业务**

公司产品聚焦于智能座舱、智能驾驶和网联服务三大业务群，提供以人为本、万物互联、智能高效的整体出行方案，以智能汽车为中心点，参与构建未来智慧交通和智慧城市大生态圈。

1）智能座舱：营收规模和新项目订单年化销售额双双突破百亿

图17：德赛西威智能座舱业务

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司的智能座舱业务通过产品平台化，向客户提供开放式、可灵活开发、可持续迭代的智能座舱解决方案。**2022 年公司智能座舱产品新项目订单年化销售额破百亿。**

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、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；新一代更高性能的第四代智能座舱系统已获得新项目定点。为了更好地满足国内外市场的差异化需求，公司在智能座舱领域不断完善产品矩阵，覆盖从轻量化高性价比到高性能各个需求区间，同时通过平台化、标准化降本增效，为客户提供更多、更好的可选方案和服务。2022 年，公司的智能座舱域控制器项目一次性通过 ASPICE CL3 评估，标志着公司在智能座舱领域的软件开发过程及质量管理能力已达国际领先水平。

信息娱乐系统、显示系统和液晶仪表业务均保持快速成长，并在海外市场获得突破性进展。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，以及上汽大众、长城汽车等新项目订单；显示屏项目突破了 VOLKSWAGEN、SUZUKI、SEAT、东风日产等白点客户，并首发双 23.6 英寸 Mini LED 曲面双联屏；液晶仪表业务获得比亚迪汽车、广汽乘用车、吉利汽车、 STELLANTIS 等新项目订单。

2）智能驾驶：新项目订单年化销售额接近 80 亿元

图18：德赛西威智能驾驶业务

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从低速泊车场景到高速自动驾驶场景，从低级别的智能驾驶辅助逐步到实现完全自动驾驶，从解放脚到解放眼，公司提供智能、安全、高效的解决方案，最终将人从驾驶中完全解放出来。**2022 年，公司智能驾驶业务新项目订单年化销售额接近 80 亿元，支撑智能驾驶业务规模持续高增长。**

公司智能驾驶业务在软件设计、质量管理、网络安全、功能安全等领域已达到国际领先水平，获得业界广泛认可。2022 年，公司智能驾驶事业部通过了 ASPICE CL3 评估认证，以 IPU04 智能驾驶域控制器项目通过 ISO/SAE 21434 体系认证，IPU02 智能驾驶域控制器产品获颁 ISO 26262 ASIL D 产品功能安全认证证书。

智能驾驶域控制器方面，公司的量产规模已居于国内市场前列，且产品矩阵将覆盖更多的算力区间，以满足更大范围的市场需求。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，为智能驾

驶业务保持高速增长提供强有力的支撑。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。

公司智能驾驶业务致力于提供整体解决方案及多种形态业务模式组合，除智能驾驶域控制器及相关算法外，已在相关传感器和 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，同时 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，并在 2022 年获取国内头部 OEM 多款车型的出海业务，助力德赛西威国际化业务拓展。2022 年 10 月，德赛西威欧洲公司成功收购天线测试和认证的领先供应商“天线技术中心(欧洲)有限责任公司”(ATC)，构建了关于智能天线的研发、制造、测试、认证的能力，为后续 T-BOX+智能天线方案大范围应用落地奠定技术基础。**同时，公司亦通过资本合作、业务合作等方式，建立如激光雷达等传感器方面的产业协同。**

3）网联业务：新订单涵盖 OTA、蓝鲸 OS、网络安全等业务

图19：德赛西威智能网联业务

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司车载网联服务业务致力于探索以软件和大数据驱动新型商业模式，为客户、用户创造新的商业价值，是公司发展战略的重要组成部分。**2022 年，公司获得奥迪中国、保时捷、一汽-大众、沃尔沃、TOYOTA、长安马自达、一汽丰田、广汽丰田等新项目订单，涵盖 OTA、蓝鲸 OS、网络安全等业务。**

随着汽车智能化的发展，信息安全的重要性快速凸显，公司在信息安全领域已投入多年，能力达到行业领先水平。2022 年，公司获得 TÜV 南德意志集团大中华区颁发的首张 ISO/SAE 21434 汽车网络安全流程认证证书，标志着公司智能网联汽车产品的安全保障能力跻身行业领先地位；在 2022 年世界智能驾驶挑战赛“天融信杯”信息安全挑战赛上，公司荣获两枚银奖；凭借 OTA 安全解决方案的技术创新突破，以及安全、可靠的产品优势，公司上榜金辑奖“2022 中国汽车新供应链百强”。

4）新孵化业务——车身域控制器

2023 年 1 月，公司成功孵化量产车身域控制器，推出成熟的系统级方案及产品迭代路线。德赛西威车身域控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。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。支持 UDS、OBD 等多种诊断协议，从单核到多核运算，可灵活适配主机厂不同变种车型的功能需求，软件功能模块化、可配置化，采用 AUTOSAR 架构支持灵活的第三方技术资源整合，双备份系统的 OTA 安全方案。

为实现从车端到路端和云端的全面布局，公司已设立广州市德赛西威智慧交通技术有限公司，在智慧高速、智慧交管、智能运载工具、城市车路协同四个业务场景集中公司资源全力打造更具有竞争力的产品及解决方案。2022 年，公司已发布路侧通信单元 RSU、交通事件检测雷达、边缘计算单元 MEC、隧道雷达视觉一体机、 V2X+RTK 简便式 OBU、营运车辆车载智能终端、公交车 5G V2X 智能网关七款产品。

- **量增：客户维度，公司客户结构逐年优化，域控制器和大屏座舱产品订单量快速提升**

公司客户结构逐年优化，核心客户群体包括主流自主品牌客户、合资品牌客户与海外客户，并逐步打开高端品牌市场及海外市场。2022 年公司突破保时捷、捷豹路虎、SUZUKI、SEAT、极氪等新客户，并获得长安汽车、吉利汽车、比亚迪汽车、长城汽车、广汽乘用车、广汽埃安、奇瑞汽车、上汽集团、一汽红旗、理想汽车、小鹏汽车、 一汽-大众、上汽大众、广汽丰田、一汽丰田、东风日产、 VOLKSWAGEN、TOYOTA、SKODA、MAZDA、FORD 等众多主流车企的项目订单。**高算力智能驾驶域控制器、大屏座舱产品和高性能智能座舱域控制器的订单量快速提升，高端品牌、欧洲市场、北美市场、东南亚市场、日本市场的开拓均获得实质性进展。**

公司的努力获得众多新老客户的认可，2022 年公司荣获长安汽车“年度优秀供应商”、长城汽车“真心伙伴奖”、广汽传祺“十佳供应商”、广汽埃安“优秀供应商”、比亚迪“最佳合作伙伴”、一汽-大众“众志协同奖” 、上汽乘用车“优秀供应商”、上汽通用“齐芯协力奖”、奇瑞汽车“优秀供应商”、东风乘用车“研发贡献奖”、 佩卡中国“2022 年度最佳供应商”、“理想 TOP 奖”、广汽丰田“ 原价优良奖”、 沃尔沃汽车“高韧性贡献奖”等殊荣。

图20：德赛西威荣获“理想 TOP 奖”荣誉

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图21：德赛西威荣获广汽埃安“优秀供应商”奖

资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持买入评级

德赛西威作为汽车电子龙头企业：

1）传统产品方面受益于单车价值量提升：囊括中控屏和液晶仪表的车机是座舱电子核心组件，是未来智能汽车人机交互的入口，近年来驾驶者对于车载娱乐系统

的需求经历了内容、质量、形式的升级。整体趋势是从分区到集成，从按键到一体化屏，单车价值量由原来的 600-700 提升至 2000 元以上，德赛西威作为自主车机龙头企业核心受益于传统车机业务升级。

2）在车机主业以外新产品方面聚焦于智能驾驶、智能座舱、智能网联：智能座舱方面，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双双突破百亿，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、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，新一代更高性能的第四代智能座舱系统已获得新项目定点。**智能驾驶方面，**2022 年，公司智能驾驶业务全年营收同比增长 83%，新项目订单年化销售额接近 80 亿元，支撑智能驾驶业务规模持续高增长，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。**智能网联方面，**2022 年，公司获得奥迪中国、保时捷、一汽-大众、沃尔沃、TOYOTA、长安马自达、一汽丰田、广汽丰田等新项目订单，涵盖 OTA、蓝鲸 OS、网络安全等业务。**新业务方面，**2023 年 1 月，公司成功孵化量产车身域控制器，推出成熟的系统级方案及产品迭代路线。

3）客户结构逐年优化，核心客户群体包括主流自主品牌客户、合资品牌客户与海外客户，并逐步打开高端品牌市场及海外市场。2022 年公司突破保时捷、捷豹路虎、SUZUKI、SEAT、极氪等新客户，并获得长安、吉利、比亚迪、长城、广汽乘用车、广汽埃安、奇瑞、上汽集团、一汽红旗、理想、小鹏、 一汽-大众、上汽大众、广汽丰田、一汽丰田、东风日产、VOLKSWAGEN、TOYOTA、SKODA、MAZDA、FORD 等众多主流车企的项目订单。全年获得年化销售额超过 200 亿元的新项目订单，同比增长超过 65%，突破历史新高，高算力智能驾驶域控制器、大屏座舱产品和高性能智能座舱域控制器的订单量快速提升。

德赛西威作为汽车计算和交互的产品底座，是国内汽车智能驾驶龙头标的，在手订单充足，我们维持盈利预测，预计 23/24/25 年利润 16.7/23.1/30.7 亿，对应 PE 为 34/25/18x。持续看好公司在智能化核心布局（交互+驾驶），第三代高性能智能座舱产品已实现规模化量产，IPU03、IPU04 量产、轻量级智能驾驶域控制器 IPU02 将推出更多新方案，后续丰富订单量产，有望持续超越行业。**可比公司 2024 年估值水平 28 倍，考虑德赛西威：1）业绩的高增长性：**2022 年新接订单年化销售额超 200 亿，未来业绩有望保持高增长；智能驾驶业务毛利率提升，规模效应开始凸显，未来利润率持续提升可期。**2）智能驾驶业务具备较强稀缺性**，公司为当前自动驾驶域控制器产品少数具备量产能力的供应商，行业自动驾驶稀缺标的，行业空间大，增速快，维持德赛西威一年期目标估值（对应 2024 年）为 125-145 元（对应 2024 年 PE 30-35 倍），当前股价（102 元）距离目标估值上限仍有约 43% 提升空间，维持买入评级。

表4：可比公司估值表

代码	公司简称	投资评级	收盘价（元）	总市值	EPS			PE		
			20230426	亿元	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002906.SZ	华阳集团	买入	28.70	159.68	0.80	1.13	1.51	36	25	19
688167.SH	炬光科技	无评级	108.96	107.84	1.41	2.09	2.98	77	52	37
301221.SZ	光庭信息	无评级	50.00	43.03	0.34	1.22	1.82	147	41	27
平均								87	40	28
002920.SZ	德赛西威	买入	101.64	614.27	2.13	3.01	4.15	48	34	24

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（注：炬光科技、光庭信息取 Wind 一致预期）

风险提示：疫情不确定性、上游芯片紧缺对行业下游排产的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1162	1115	820	1227	2082
应收款项	2666	4609	5685	7435	9379
存货净额	2035	3416	4349	5675	7131
其他流动资产	974	1060	2283	2985	3766
流动资产合计	**7669**	**10218**	**13156**	**17340**	**22376**
固定资产	1251	1782	1912	1931	1936
无形资产及其他	280	312	301	289	278
投资性房地产	664	1160	1160	1160	1160
长期股权投资	287	285	285	285	285
资产总计	**10152**	**13756**	**16813**	**21005**	**26034**
短期借款及交易性金融负债	324	439	130	130	130
应付款项	2807	4345	6089	7945	9983
其他流动负债	1157	1367	1662	2169	2726
流动负债合计	**4288**	**6151**	**7881**	**10244**	**12839**
长期借款及应付债券	0	574	574	574	574
其他长期负债	447	488	493	498	503
长期负债合计	**447**	**1062**	**1067**	**1072**	**1077**
负债合计	**4735**	**7213**	**8949**	**11317**	**13916**
少数股东权益	78	66	51	31	4
股东权益	5339	6477	7813	9657	12114
负债和股东权益总计	**10152**	**13756**	**16813**	**21005**	**26034**

关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	1.50	2.13	3.01	4.15	5.53
每股红利	0.31	0.48	0.60	0.83	1.11
每股净资产	9.61	11.66	14.07	17.39	21.82
ROIC	22.24%	20.37%	22%	26%	30%
ROE	15.60%	18.28%	21%	24%	25%
毛利率	25%	23%	23%	23%	24%
EBIT Margin	9%	8%	8%	9%	9%
EBITDA Margin	11%	10%	9%	9%	10%
收入增长	41%	56%	39%	31%	26%
净利润增长率	61%	42%	41%	38%	33%
资产负债率	47%	53%	54%	54%	53%
股息率	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%
P/E	67.8	47.7	33.8	24.5	18.4
P/B	10.6	8.7	7.2	5.8	4.7
EV/EBITDA	56.5	43.2	34.3	26.4	20.8

利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**9569**	**14933**	**20751**	**27136**	**34234**
营业成本	7215	11493	15981	20815	26113
营业税金及附加	37	58	83	109	137
销售费用	231	235	332	434	548
管理费用	268	387	427	555	697
研发费用	977	1613	2220	2876	3595
财务费用	(8)	45	28	21	11
投资收益	(29)	(33)	0	0	(25)
资产减值及公允价值变动	(75)	(63)	20	20	20
其他收入	(865)	(1459)	(2220)	(2876)	(3595)
营业利润	857	1158	1699	2346	3128
营业外净收支	4	(1)	4	4	4
利润总额	**861**	**1157**	**1703**	**2350**	**3132**
所得税费用	29	(14)	51	71	94
少数股东损益	(1)	(12)	(18)	(25)	(34)
归属于母公司净利润	**833**	**1184**	**1670**	**2305**	**3072**

现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	833	1184	1670	2305	3072
资产减值准备	(8)	136	(89)	2	1
折旧摊销	243	326	201	222	236
公允价值变动损失	75	63	(20)	(20)	(20)
财务费用	(8)	45	28	21	11
营运资本变动	(450)	(1980)	(1277)	(1408)	(1581)
其它	7	(146)	74	(22)	(28)
经营活动现金流	**700**	**(416)**	**559**	**1079**	**1680**
资本开支	0	(837)	(211)	(211)	(211)
其它投资现金流	248	814	0	0	0
投资活动现金流	**103**	**(21)**	**(211)**	**(211)**	**(211)**
权益性融资	6	0	0	0	0
负债净变化	(0)	574	0	0	0
支付股利、利息	(170)	(269)	(334)	(461)	(614)
其它融资现金流	82	(222)	(309)	0	0
融资活动现金流	**(252)**	**389**	**(643)**	**(461)**	**(614)**
现金净变动	**551**	**(48)**	**(294)**	**407**	**855**
货币资金的期初余额	611	1162	1115	820	1227
货币资金的期末余额	1162	1115	820	1227	2082
企业自由现金流	0	(1330)	369	880	1494
权益自由现金流	0	(978)	33	860	1484

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032