

营收高速增长 费用管控出色

——德赛西威（002920.SZ）季报点评

汽车/汽车零部件

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布 2023 年三季报，2023 年前三季度公司实现营业收入 144.7 亿元，同比增长 43.12%，实现归母净利润 9.6 亿元，同比增长 38.7%；其中第三季度营业收入 57.46 亿元，同比增长 55.15%，环比增长 21.19%，归母净利润 3.53 亿元，同比增长 106.43%，环比增长 27.74%。

投资摘要：

营收持续高增长，新品陆续上量。公司智能驾驶、智能座舱产品保持快速增长。高算力智能驾驶域控制器 IPU04 已在理想汽车、路特斯、上汽等众多客户的车型上配套量产，营收规模快速提升。轻量级智能驾驶域控制器 IPU02 适配中低端至中高端细分市场，目前已获得多个项目定点，即将实现量产。第三代智能座舱域控制器已在理想汽车、奇瑞等众多客户的车型上配套量产，第四代智能座舱域控制器已获得多个项目订单。车身域控制器、AR HUD、电子后视镜等新产品陆续推出。

毛利率承压，费用控制出色。2023Q3 公司毛利率 18.71%，同比下降 4.6pct，环比下降 1.58pct。我们认为产品价格年降要求及受汇率波动、芯片等海外原材料采购成本上升导致毛利率承压。2023 年第三季度，公司销售/管理/研发/财务费率分别为 1.38%/2.17%/8.57%/-0.01%，同比下降 0.5pct/0.68pct/3.48pct/0.84pct，环比下降 0.14pct/0.07pct/1.65pct/0.4pct。受益于规模效应，各项费率均有所下滑。公司持续高研发投入，研发人效不断提升。

经营稳健，资产减值释放风险。2023 年前三季度公司存货增加 4.19 亿元，应收账款增加 15.9 亿元，基于谨慎性原则，公司计提信用与资产减值 1.69 亿元，影响了公司部分利润。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 203.8 亿元、253.8 亿元、316.4 亿元，同比增长 36.5%、24.5%、24.7%，归母净利润为 14.5 亿元、21.3 亿元、30.4 亿元，同比增长 22.6%、47%、42.3%，对应 PE 分别为 47.6、32.4、22.8 倍。考虑到公司国内汽车智能化领域龙头地位稳固，业务持续增长，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。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,569.43	14,932.91	20,377.52	25,379.04	31,638.68
增长率（%）	40.75%	56.05%	36.46%	24.54%	24.66%
归母净利润（百万元）	832.92	1,183.85	1,451.74	2,133.58	3,037.01
增长率（%）	60.75%	42.13%	22.63%	46.97%	42.34%
净资产收益率（%）	15.60%	18.28%	18.99%	23.24%	26.71%
每股收益（元）	1.51	2.15	2.61	3.84	5.47
PE	82.44	57.90	47.61	32.39	22.76
PB	12.95	10.67	9.04	7.53	6.08

资料来源：Wind，申港证券研究所

评级

买入（维持）

2023 年 10 月 28 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

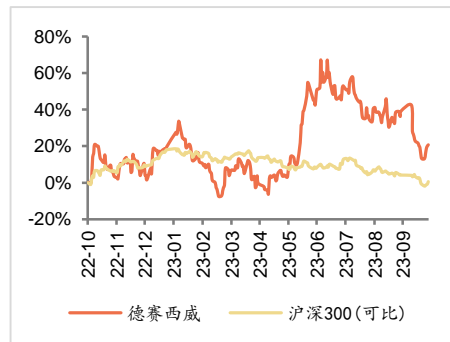
luyufeng@shqsec.com

交易数据

时间 2023.10.27

总市值/流通市值（亿元）	691/685
总股本（亿股）	5.55
资产负债率	55.58%
每股净资产（元）	13.06
收盘价（元）	124.49
一年内最低价/最高价（元）	92.56/179.5

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：智驾业务高增 毛利率下滑导致利润承压》2023-08-20
- 2、《德赛西威季报点评：营收符合预期 研发投入高增》2023-04-27
- 3、《德赛西威年报点评报告：业务矩阵扩大 智驾加速放量》2023-04-02

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		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9569	14933	20378	25379	31639	流动资产合计	7669	10218	13656	16699	21301
营业成本	7215	11493	16247	19912	24455	货币资金	1162	1115	1223	1396	2593
营业税金及附加	37	58	61	76	95	应收账款	2588	4464	5801	7406	9120
营业费用	231	235	285	355	443	其他应收款	15	46	63	79	98
管理费用	268	387	469	584	728	预付款项	18	33	43	55	66
研发费用	977	1613	1936	2411	3006	存货	2035	3416	4706	5843	7129
财务费用	-8	45	41	51	63	其他流动资产	206	833	788	1199	1359
资产减值损失	-56	-128	-100	-114	-107	非流动资产合计	2482	3538	3539	3610	3391
公允价值变动收益	-19	64	50	30	30	长期股权投资	287	285	286	285	286
投资净收益	-29	-33	-31	-32	-31	固定资产	1218	1516	1520	1422	1230
营业利润	857	1158	1473	2189	3154	无形资产	280	312	378	376	374
营业外收入	9	4	7	5	6	商誉	20	7	7	7	7
营业外支出	5	5	5	5	5	其他非流动资产	125	388	398	578	669
利润总额	861	1157	1474	2190	3155	资产总计	10152	13756	17195	20310	24693
所得税	29	-14	29	66	126	流动负债合计	4288	6151	8449	10025	12231
净利润	832	1171	1445	2124	3029	短期借款	317	399	361	131	0
少数股东损益	-1	-12	-7	-10	-8	应付账款	2308	3433	4956	5970	7396
归属母公司净利润	833	1184	1452	2134	3037	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	1295	1749	1910	2698	3690	一年内到期的非流动负债	7	40	54	67	84
EPS（元）	1.51	2.15	2.61	3.84	5.47	非流动负债合计	447	1062	1043	1053	1049
主要财务比率						长期借款	0	574	574	574	574
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	4735	7213	9492	11078	13279
营业收入增长	40.75%	56.05%	36.46%	24.54%	24.66%	少数股东权益	78	66	59	50	41
营业利润增长	59.95%	35.22%	27.15%	48.64%	44.06%	实收资本（或股本）	555	555	555	555	555
归属于母公司净利润增长	60.75%	42.13%	22.63%	46.97%	42.34%	资本公积	2344	2486	2599	2599	2599
获利能力						未分配利润	2349	3283	4322	5849	8022
毛利率(%)	24.60%	23.03%	20.27%	21.54%	22.71%	归属母公司股东权益合计	5339	6477	7644	9182	11372
净利率(%)	8.69%	7.84%	7.09%	8.37%	9.57%	负债和所有者权益	10152	13756	17195	20310	24693
总资产净利润(%)	8.20%	8.61%	8.44%	10.51%	12.30%	现金流量表					
ROE(%)	15.60%	18.28%	18.99%	23.24%	26.71%	单位:百万元					
偿债能力							2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资产负债率(%)	47%	52%	55%	55%	54%	经营活动现金流	843	610	1475	1097	2560
流动比率	1.79	1.66	1.62	1.67	1.74	净利润	832	1171	1445	2124	3029
速动比率	1.31	1.11	1.06	1.08	1.16	折旧摊销	243	326	396	458	472
营运能力						财务费用	-8	45	41	51	63
总资产周转率	1.08	1.25	1.32	1.35	1.41	应付帐款减少	-662	-1875	-1338	-1604	-1714
应收账款周转率	4	4	4	4	4	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应付账款周转率	4.70	5.20	4.86	4.65	4.73	4 投资活动现金流	-773	-1046	-704	-218	-260
每股指标（元）						公允价值变动收益	-19	64	50	30	30
每股收益(最新摊薄)	1.51	2.15	2.61	3.84	5.47	长期股权投资减少	-145	2	-1	1	0
每股净现金流(最新摊薄)	0.96	-0.13	0.19	0.31	2.16	投资收益	-29	-33	-31	-32	-31
每股净资产(最新摊薄)	9.61	11.66	13.77	16.54	20.48	筹资活动现金流	464	367	-663	-706	-1103
估值比率						应付债券增加	0	0	0	0	0
P/E	82.44	57.90	47.61	32.39	22.76	长期借款增加	0	574	0	0	0
P/B	12.95	10.67	9.04	7.53	6.08	普通股增加	5	0	0	0	0
EV/EBITDA	52.74	39.47	36.07	25.39	18.21	资本公积增加	274	142	113	0	0
						现金净增加额	535	-70	108	173	1198

资料来源: Wind, 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

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）

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

（基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数。）