

德赛西威 (002920.SZ)

汽车销量回暖叠加新品放量，Q3 保持高速增长

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2023 第三季度报告，2023 前三季度实现收入 **144.70** 亿元，同比增长 **43.12%**；其中 **Q3** 实现收入 **57.46** 亿元，同比增长 **55.15%**。前三季度实现归母净利润 **9.60** 亿元，同比增长 **38.70%**；其中 **Q3** 实现归母净利润 **3.53** 亿元，同比增长 **106.43%**。前三季度实现扣非净利润 **8.63** 亿元，同比增长 **32.13%**；其中 **Q3** 实现扣非净利润 **3.36** 亿元，同比降低 **114.47%**。
- ◆ **Q3 乘用车销量回暖，驱动公司业绩保持高增。**收入端，受益于国内乘用车销量回暖，公司第三代智能座舱域控制器、高算力智能驾驶域控制器 IPU04 所配套的车型销量提速，从而带动营收规模快速提升。其中，公司客户奇瑞、理想等车型 **Q3** 销量分别同比增长 **22.3%**、**296.2%**。同时，第四代智能座舱域控制器和轻量级、高性价比智能驾驶域控制器 IPU02 均已获得多个项目订单，未来随着量产落地将进一步增厚公司收入。成本端，由于汇率波动、芯片采购成本等因素所带来的影响，公司 **Q3** 毛利率较去年同期下滑了 **4.60pct**。费用端，收入的规模效应带来公司各项费用均有所下滑。其中，管理费用率、研发费用率、销售费用率分别较去年同期下降了 **0.34pct**、**1.30pct**、**0.37pct**。
- ◆ **新产品陆续量产，持续赋能公司业绩放量。**1) 智能座舱：公司持续推进本土国际化战略，与上汽海外、杰发科技联合打造了面向海外本地用户的新一代全球座舱平台“国芯 V5/GXV5”，有望在 2024Q2 前实现量产。同时，公司与高通合作的第四代座舱域控已经获得多个订单并即将量产，且 10 月基于高通 8255 打造的高性能座舱域控平台 G9SH 也已正式发布，将作为“旗舰延伸版”进一步在主机厂中拓展。此外，公司电子后视镜、AR-HUD 等新产品也在陆续推出。2) 智能驾驶：高算力智能驾驶域控制器 IPU04 已经在理想、路斯特、上汽等客户的车型上配套量产，且轻量级智能驾驶 IPU02 新方案也已经推出更多新方案，即将实现量产。其中，IPU02 面向国内乘用车中低至中高价位这一最大的细分市场，未来有望进一步提升智能驾驶域控制器市占率。
- ◆ **投资建议：**公司凭借自身技术优势，与英伟达、高通等头部芯片厂商在座舱和智驾领域展开合作，获得理想、上汽等众多优质主机厂客户，未来随着新产品的陆续量产，将持续赋能业绩保持高速增长。预计公司 2023-2025 年实现收入分别为 **200.39/271.07/370.13** 亿元，实现归母净利润 **15.26/21.35/30.07** 亿元，首次推荐，给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**业务拓展不及预期；客户拓展不及预期；汇率波动产生的风险。

公司快报

汽车 | 汽车零部件III

投资评级

买入-A(首次)

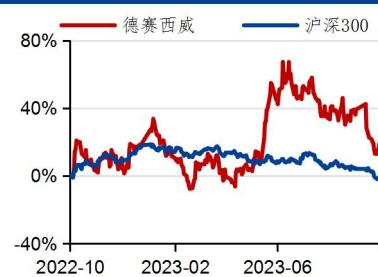
股价(2023-10-27)

124.49 元

交易数据

总市值 (百万元)	69,116.60
流通市值 (百万元)	68,450.83
总股本 (百万股)	555.20
流通股本 (百万股)	549.85
12 个月价格区间	161.03/96.96

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.66	-11.79	17.47
绝对收益	-11.4	-20.5	15.58

分析师

方闻千

 SAC 执业证书编号：S0910523070001
 fangwenqian@huajinsec.cn

相关报告



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	20,039	27,107	37,013
YoY(%)	40.7	56.0	34.2	35.3	36.5
归母净利润(百万元)	833	1,184	1,526	2,135	3,007
YoY(%)	60.7	42.1	28.9	39.9	40.8
毛利率(%)	24.6	23.0	20.2	22.3	21.3
EPS(摊薄/元)	1.50	2.13	2.75	3.85	5.42
ROE(%)	15.4	17.9	19.6	22.0	24.1
P/E(倍)	83.0	58.4	45.3	32.4	23.0
P/B(倍)	12.9	10.7	9.0	7.2	5.6
净利率(%)	8.7	7.9	7.6	7.9	8.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

国内乘用车销量回暖，根据乘联会数据，新能源汽车2023年有望达到850万辆，同比增长23.42%，同时汽车智能化进程加速，域控制器渗透率进一步提升，根据毕马威和弗若斯特沙利文数据显示，预计2026年座舱域控制器和自动驾驶域控制器渗透率将分别达到34%、23.8%。公司凭借成熟的技术优势及头部主机厂优质客户，将持续受益。我们预测2023-2025年公司实现营收200.39/271.07/370.13亿元，毛利率20.18%、22.31%、21.33%。其中，23-25年智能座舱实现收入1.46/1.84/2.35亿元，毛利率18%、20%、19%；智能驾驶实现收入0.44/0.72/1.14亿元，毛利率17%、20%、19%；网联服务及其他实现收入0.11/0.15/0.21亿元，毛利率62%、61%、60%。

表1：分产品预测（单位：百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
智能座舱					
收入	79.44	117.55	145.77	183.67	235.09
增速	-	47.97%	24.00%	26.00%	28.00%
毛利率	24.45%	21.34%	18.00%	20.00%	19.00%
智能驾驶					
收入	14.05	25.71	43.71	72.13	113.96
增速	-	83.07%	70.00%	65.00%	58.00%
毛利率	20.78%	21.52%	17.00%	20.00%	19.00%
网联服务及其他					
收入	2.20	6.06	10.91	15.27	21.08
增速	-	174.94%	80.00%	40.00%	38.00%
毛利率	54.34%	62.21%	62.00%	61.00%	60.00%
合计					
收入	95.69	149.33	200.39	271.07	370.13
增速	-	56.05%	34.19%	35.27%	36.55%
毛利率	24.60%	23.03%	20.18%	22.31%	21.33%

资料来源：Wind、华金证券研究所

二、可比公司估值

我们选取智能汽车产业链相关公司虹软科技（机器视觉）、中科创达（智能手机、智能汽车、智能物联网）、经纬恒润（自动驾驶软硬件等）、光庭信息（汽车零部件、汽车软件等）作为可比公司。

表2：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价/元	市值/亿元	EPS/元			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300496.SZ	中科创达	68.15	313.14	1.85	2.39	3.21	36.89	28.51	21.23
688326.SH	经纬恒润	119.49	143.39	1.95	3.02	4.37	61.37	39.54	27.37
688088.SH	虹软科技	36.30	147.38	0.36	0.53	0.73	101.45	67.88	49.56
301221.SZ	光庭信息	61.32	56.80	0.94	1.38	1.89	65.38	44.37	32.39

证券代码	证券简称	股价/元	市值/亿元	EPS/元			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
平均值		71.32	165.18	1.27	1.83	2.55	66.27	45.07	32.64
002920.SZ	德赛西威	124.49	691.17	2.75	3.85	5.42	45.28	32.37	22.98

资料来源：除德赛西威外，其他可比公司数据来自 Wind 一致预期（采用 10.27 收盘价）、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7669	10218	12940	16276	22298	营业收入	9569	14933	20039	27107	37013
现金	1162	1115	2535	1304	3212	营业成本	7215	11493	15996	21059	29116
应收票据及应收账款	2652	4562	5119	7977	9905	营业税金及附加	37	58	78	104	143
预付账款	18	33	35	57	68	营业费用	231	235	301	488	481
存货	2035	3416	4170	5818	7991	管理费用	268	387	421	678	703
其他流动资产	1803	1092	1081	1121	1121	研发费用	977	1613	1844	2711	3590
非流动资产	2482	3538	3813	4329	5057	财务费用	-8	45	-3	1	-5
长期投资	287	285	263	236	205	资产减值损失	-91	-227	-180	-233	-296
固定资产	1218	1516	1866	2342	3007	公允价值变动收益	-19	64	31	34	38
无形资产	280	312	262	208	142	投资净收益	-29	-33	-1	-18	-20
其他非流动资产	697	1425	1423	1542	1703	营业利润	857	1158	1506	2102	2959
资产总计	10152	13756	16753	20604	27355	营业外收入	9	4	5	6	6
流动负债	4288	6151	8034	10063	14141	营业外支出	5	5	4	4	5
短期借款	317	399	399	399	399	利润总额	861	1157	1507	2103	2960
应付票据及应付账款	2807	4345	5609	7496	10623	所得税	29	-14	-18	-25	-36
其他流动负债	1164	1407	2026	2167	3118	税后利润	832	1171	1525	2129	2995
非流动负债	447	1062	956	859	769	少数股东损益	-1	-12	-1	-7	-12
长期借款	0	574	468	371	281	归属母公司净利润	833	1184	1526	2135	3007
其他非流动负债	447	488	488	488	488	EBITDA	1148	1584	1896	2527	3516
负债合计	4735	7213	8990	10921	14910						
少数股东权益	78	66	65	58	46						
股本	555	555	555	555	555						
资本公积	2344	2486	2486	2486	2486						
留存收益	2627	3561	4608	6104	8224						
归属母公司股东权益	5339	6477	7698	9625	12400						
负债和股东权益	10152	13756	16753	20604	27355						
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	2398	13	3517						
净利润	832	1171	1525	2129	2995	主要财务比率					
折旧摊销	303	398	402	443	589	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
财务费用	-8	45	-3	1	-5	成长能力					
投资损失	29	33	1	18	20	营业收入(%)	40.7	56.0	34.2	35.3	36.5
营运资金变动	-433	-1281	504	-2544	-44	营业利润(%)	60.0	35.2	30.0	39.6	40.8
其他经营现金流	120	243	-31	-34	-38	归属于母公司净利润(%)	60.7	42.1	28.9	39.9	40.8
投资活动现金流	-773	-1046	-647	-942	-1300	获利能力					
筹资活动现金流	464	367	-331	-302	-309	毛利率(%)	24.6	23.0	20.2	22.3	21.3
每股指标(元)						净利率(%)	8.7	7.9	7.6	7.9	8.1
每股收益(最新摊薄)	1.50	2.13	2.75	3.85	5.42	ROE(%)	15.4	17.9	19.6	22.0	24.1
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.10	4.32	0.02	6.33	ROIC(%)	14.3	15.9	17.3	19.9	22.3
每股净资产(最新摊薄)	9.62	11.67	13.86	17.34	22.33	偿债能力					
						资产负债率(%)	46.6	52.4	53.7	53.0	54.5
						流动比率	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6
						速动比率	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.5	1.5
						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	3.2	3.2	3.2
						估值比率					
						P/E	83.0	58.4	45.3	32.4	23.0
						P/B	12.9	10.7	9.0	7.2	5.6
						EV/EBITDA	58.9	43.6	35.7	27.2	19.0

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

方闻千声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话： 021-20655588

网址： www.huajinsec.cn