

德赛西威(002920.SZ): 全年营收及利润高速增长, 国际客户取得突破

2024年4月9日

事件: 公司发布 2023 年度报告, 2023 年公司实现营收 219.1 亿元, 同比+46.7%; 归母净利润 15.5 亿元, 同比+30.6%。2023 年度公司销售毛利率 20.4%, 同比-2.6pct; 销售净利率 7.04%, 同比-0.8pct。其中, 2023Q4 单季度公司实现营业收入 74.38 亿元, 同比+54.2%; 实现归母净利润 5.86 亿元, 同比+19.3%。

点评:

- **座舱、智驾、网联业务三引擎, 驱动公司营收再创新高。**分业务板块看, **1) 智能座舱业务**实现收入 158.02 亿元, 同比+34.42%, 主要得益于第三代高性能智能座舱产品量产上车, 主要配套理想汽车、奇瑞、广汽埃安、广汽乘用车等客户。**2) 智能驾驶业务**实现收入 44.85 亿元, 同比+74.43%, 主要来自于以城市 NOA 为代表的高阶智能驾驶的规模化放量。**3) 智能网联业务**实现收入 16.21 亿元, 同比+167.39%。目前公司智能座舱、智能驾驶两大产品已达大规模量产阶段, 智能网联业务涵盖智能网联生态系统、基础软件平台等, 有望与两大核心业务形成强势协同, 为公司贡献更长远的增长动力。
- **期间费用率稳中有降, 23Q4 净利率环比修复。**2023 年公司毛利率 20.4%, 同比-2.6pct; 净利率 7.0%, 同比-0.8pct。单季度看 2023Q4 公司毛利率 21.5%, 同比持平, 环比+2.8pct; 净利率 7.8%, 同比-2.2pct, 环比+1.7pct, 利润率环比提升主要得益于公司规模效应开始显现。费用率方面, 公司 2023 年管理、销售、研发费用率分别为 2.3%、1.4%、9.1%, 同比分别-0.3pct、-0.2pct、-1.8pct, 期间费用率稳中有降, 公司经营效率提升, 前期研发投入逐步进入收获期, 我们认为后续公司利润率有望持续修复。
- **开拓国际市场白点客户, 全球化战略迎来突破。**公司以总部赋能为基, 搭建全球服务体系, 快速打开全球各主要汽车市场, 在国际市场, 公司已突破白点客户 AUDI、TATAMOTORS、PACCAR, 获得 VOLKSWAGEN、STELLANTIS、SEAT、SKODA、VOLVO、MAZDA、MARUTI SUZUKI 等客户新项目订单, 涵盖欧洲、东南亚、日本和北美市场。随着公司研发成果持续转化和积累, 公司在技术、产品等领域形成愈加强大的发展势能, 随着更多国内外客户的开拓, 公司的客户群体更加丰富, 客户结构更加均衡。
- **盈利预测:** 公司是智能座舱及智能驾驶域控行业龙头, 网联业务版图持续拓展, 2023 年营收及利润均实现高速增长。往后看, 有望长期受益于智能化认可度及渗透率提升, 配套 ASP 增加的长期逻辑以及优质客户放量带来的规模优势, 同时有望凭借海外市场开拓激发高基数下的增长强动能。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 21.4 亿元、27.4 亿元和 38.3 亿元, 对应 EPS 分别为 3.9、4.9、6.9 元, 对应 PE

分别为 35 倍、27 倍和 19 倍。

- **风险因素：**原材料价格波动、配套车企销量不及预期、年降压力、汇率波动、海外业务推进不及预期等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	14,933	21,908	26,347	33,416	43,416
增长率 YoY %	56.0%	46.7%	20.3%	26.8%	29.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,185	1,547	2,144	2,736	3,834
增长率 YoY%	42.2%	30.6%	38.6%	27.6%	40.1%
毛利率%	23.0%	20.4%	22.0%	23.2%	23.5%
净资产收益率 ROE%	18.3%	19.5%	21.3%	21.4%	23.0%
EPS(摊薄)(元)	2.13	2.79	3.86	4.93	6.91
市盈率 P/E(倍)	63.01	48.25	34.81	27.27	19.47
市净率 P/B(倍)	11.52	9.39	7.41	5.83	4.48

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 8 日收盘价

财务模型

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	10,218	13,675	15,056	19,834	26,193	
货币资金	1,115	1,276	3,235	8,139	11,388	
应收票据	99	14	134	163	185	
应收账款	4,464	7,168	6,424	7,086	8,455	
预付账款	33	33	49	67	90	
存货	3,416	3,260	4,641	3,138	4,062	
其他	1,092	1,925	572	1,241	2,014	
非流动资产	3,538	4,339	4,726	4,992	5,126	
长期股权投资	285	352	378	408	438	
固定资产(合计)	1,516	2,100	2,165	2,325	2,348	
无形资产	312	398	465	503	566	
其他	1,425	1,490	1,718	1,756	1,773	
资产总计	13,756	18,014	19,781	24,826	31,319	
流动负债	6,151	8,723	8,397	10,710	13,369	
短期借款	399	201	211	216	221	
应付票据	912	2,695	2,541	3,302	3,930	
应付账款	3,433	4,113	4,103	5,347	6,919	
其他	1,407	1,713	1,542	1,845	2,298	
非流动负债	1,061	1,231	1,223	1,224	1,225	
长期借款	574	771	764	764	764	
其他	487	461	460	461	462	
负债合计	7,212	9,954	9,620	11,934	14,595	
少数股东权益	66	108	87	81	79	
归属母公司股东权益	6,478	7,952	10,074	12,811	16,645	
负债和股东权益	13,756	18,014	19,781	24,826	31,319	

重要财务指标

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	14,933	21,908	26,347	33,416	43,416	
同比(%)	56.0%	46.7%	20.3%	26.8%	29.9%	
归属母公司净利润	1,185	1,547	2,144	2,736	3,834	
同比(%)	42.2%	30.6%	38.6%	27.6%	40.1%	
毛利率(%)	23.0%	20.4%	22.0%	23.2%	23.5%	
ROE%	18.3%	19.5%	21.3%	21.4%	23.0%	
EPS(摊薄)(元)	2.13	2.79	3.86	4.93	6.91	
P/E	63.01	48.25	34.81	27.27	19.47	
P/B	11.52	9.39	7.41	5.83	4.48	
EV/EBITDA	36.13	34.37	27.19	20.28	14.45	

利润表

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	14,933	21,908	26,347	33,416	43,416	
营业成本	11,493	17,429	20,551	25,663	33,213	
营业税金及附加	58	63	105	134	174	
销售费用	235	297	395	501	631	
管理费用	387	500	685	869	1,129	
研发费用	1,613	1,982	2,371	3,475	4,428	
财务费用	45	49	33	12	-42	
减值损失合计	-128	-221	-45	-37	-24	
投资净收益	-33	-23	-66	-67	-81	
其他	217	194	94	132	138	
营业利润	1,158	1,537	2,190	2,791	3,916	
营业外收支	-1	1	-2	-4	-5	
利润总额	1,157	1,538	2,188	2,786	3,911	
所得税	-15	-3	66	56	78	
净利润	1,172	1,542	2,123	2,731	3,833	
少数股东损益	-12	-5	-21	-6	-2	
归属母公司净利润	1,185	1,547	2,144	2,736	3,834	
EBITDA	1,618	2,086	2,666	3,334	4,454	
EPS(当年)(元)	2.15	2.81	3.86	4.93	6.91	

现金流量表

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	610	1,141	2,957	5,846	4,111	
净利润	1,172	1,542	2,123	2,731	3,833	
折旧摊销	412	521	445	535	584	
财务费用	51	64	47	47	47	
投资损失	19	-1	66	67	81	
营运资金变动	-1,173	-1,312	87	2,223	-716	
其它	129	327	189	243	282	
投资活动现金流	-1,046	-750	-930	-901	-821	
资本支出	-1,296	-1,105	-798	-774	-698	
长期投资	-224	-111	-46	-50	-40	
其他	474	466	-86	-77	-83	
筹资活动现金流	367	-273	-46	-41	-41	
吸收投资	1	46	-1	0	0	
借款	1,064	450	3	5	5	
支付利息或股息	-269	-336	-47	-47	-47	
现金流净增加额	-93	96	1,959	4,904	3,249	

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018 年金牛奖第 1 名、2020 年新财富第 2 名、2020 新浪金麒麟第 4 名团队核心成员。4 年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

徐国铨，中国社会科学院大学应用经济学硕士，主要覆盖智能驾驶、商用车等领域。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。