

德赛西威 (002920.SZ)

一季度营收同比增长 42%，域控制器产品持续放量

买入

核心观点

2024Q1 德赛西威归母净利润 3.85 亿元，同比+16%。公司 2024Q1 实现营收 56.48 亿元，同比+41.78%，环比-24.07%，公司营收增速超越汽车行业产量增速 35.5pct，归母净利润 3.85 亿元，同比+16.41%，环比-34.39%，扣非归母净利润 3.71 亿元，同比+27.23%，环比-38.56%。整体来看，2024Q1，随着公司高阶智能座舱和高阶智能驾驶产品渗透率持续快速提升，以及显示屏、导航等产品客户群的进一步拓展，公司经营业绩持续增长。

2024Q1 毛利率同比下降 1.8pct，四费率同比下降 1.2pct。2024Q1 公司毛利率为 19.3%，同比-1.8pct，环比-2.2pct，净利率为 6.9%，同比-1.4pct，环比-0.9pct。公司 2024Q1 四费率为 13.0%，同比-1.2pct，环比+1.0pct，四费率同比下滑主要系公司研发效能提升，研发费用率下滑所致。

存量客户高增长叠加增量车型放量贡献 2024Q1 重要的业绩增长。一方面，存量端，公司重要客户理想汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、一汽大众、上汽大众、一汽丰田、广汽丰田在 2024Q1 的销量同比分别+53%、+48%、+66%、+5%、+10%、-12%、-29%；另一方面增量车型和增量产品贡献了 2024Q1 重要的业绩增长，增量车型或来自于理想、吉利、广汽等。

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，2023 年，公司智能座舱业务营收 158.0 亿，同比+34%，智能座舱新项目订单年化销售额突破 150 亿元，公司第三代高性能智能座舱产品获得奇瑞汽车、广汽乘用车、广汽埃安、比亚迪汽车等客户新项目定点，公司第四代智能座舱产品已获得理想汽车、吉利汽车、广汽埃安、集度汽车等客户新项目定点，并已陆续量产供货。智能驾驶方面，2023 年，公司智能驾驶业务营收 44.9 亿，同比+74.4%，新项目订单年化销售额突破 80 亿元，公司高算力平台新获得理想汽车、广汽埃安、吉利汽车、长城汽车、路特斯、极氪汽车等车企新项目订单；轻量级差异化平台已获得主流自主、外资品牌项目定点。此外，公司加速推进国际化，在国际市场，公司突破白点客户 AUDI、TATA MOTORS、PACCAR，获得 VOLKSWAGEN、STELLANTIS、SEAT、SKODA、VOLVO、MAZDA、MARUTISUZUKI 等客户的新项目订单，涵盖欧洲、东南亚、日本和北美市场。

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。

我们维持盈利预测，预期 2024/2025/2026 年营收 292.3/371.8/465.6 亿，利润 21.5/28.0/35.5 亿，对应 PE 分别 30/23/19x，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,933	21,908	29,233	37,179	46,564
(+/-%)	56.0%	46.7%	33.4%	27.2%	25.2%
净利润(百万元)	1184	1547	2149	2802	3546
(+/-%)	42.1%	30.7%	39.0%	30.4%	26.6%
每股收益(元)	2.13	2.79	3.87	5.05	6.39
EBIT Margin	7.7%	7.5%	7.7%	7.9%	8.0%
净资产收益率 (ROE)	18.3%	19.5%	22.2%	23.5%	24.0%
市盈率 (PE)	55.4	42.3	30.5	23.4	18.5
EV/EBITDA	49.4	36.1	30.9	25.1	20.9
市净率 (PB)	10.12	8.24	6.77	5.50	4.44

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

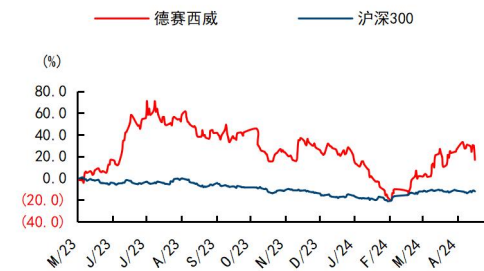
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：杨彬
0755-81982771
yangshan@guosen.com.cn
S0980523110001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	118.01 元
总市值/流通市值	65496/65084 百万元
52 周最高价/最低价	179.50/76.44 元
近 3 个月日均成交额	715.83 百万元

市场走势



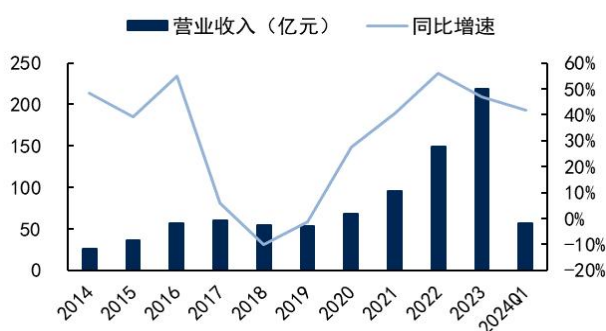
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《德赛西威 (002920.SZ) - 2023 年年化新项目订单超 245 亿，智能驾驶营收高速增长》——2024-04-01
- 《德赛西威 (002920.SZ) - 第三季度净利润同比增加 106%，智能驾驶业务持续放量》——2023-10-29
- 《德赛西威 (002920.SZ) - 2023 年二季度营收同比增加 45%，智能驾驶业务快速发展》——2023-08-20
- 《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》——2023-04-27
- 《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

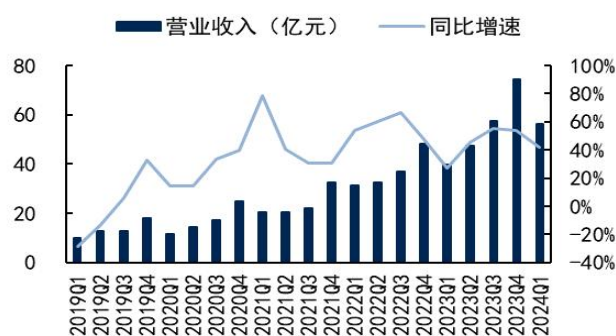
2024Q1 德赛西威归母净利润 3.85 亿元，同比+16%。公司 2024Q1 实现营收 56.48 亿元，同比+41.78%，环比-24.07%，公司营收增速超越汽车行业产量增速 35.5pct，归母净利润 3.85 亿元，同比+16.41%，环比-34.39%，扣非归母净利润 3.71 亿元，同比+27.23%，环比-38.56%。整体来看，2024Q1，随着公司高阶智能座舱和高阶智能驾驶产品渗透率持续快速提升，以及显示屏、导航等产品客户群的进一步拓展，公司经营业绩持续增长。

图1：德赛西威营业收入及同比增速



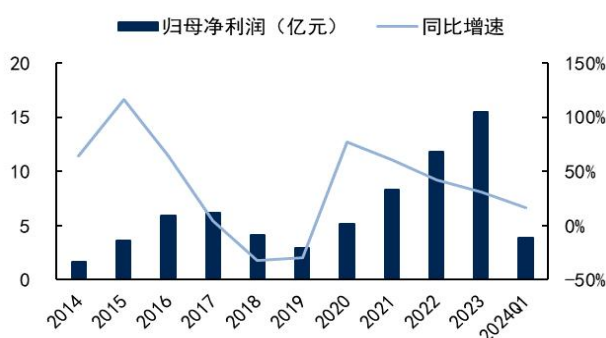
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：德赛西威单季度营业收入及同比增速



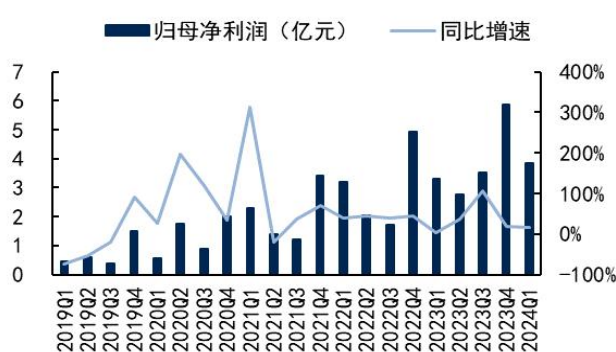
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

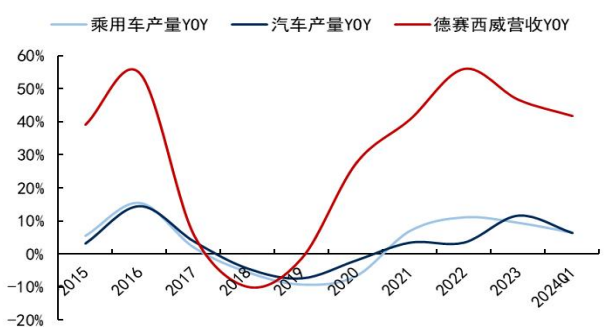
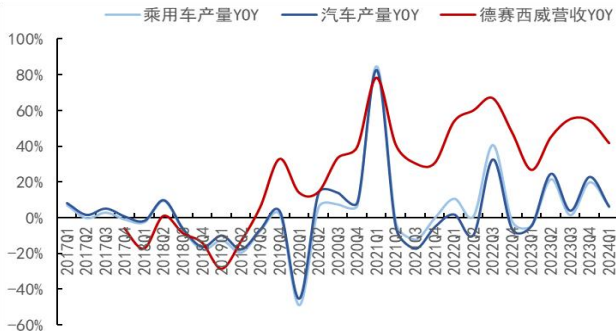


图6：汽车/乘用车产量增速和德赛西威营收增速季度对比



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

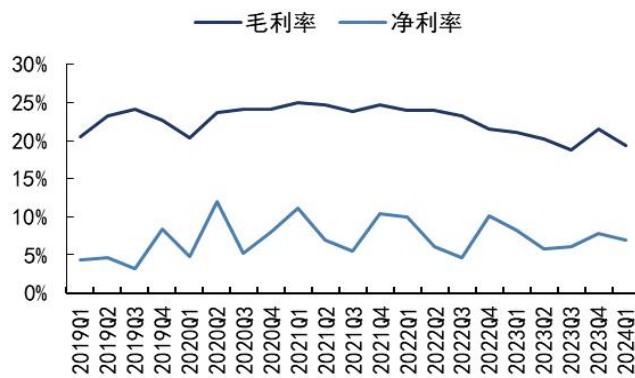
2024Q1 毛利率同比下降 1.8pct，净利率同比下降 1.4pct。2024Q1 公司毛利率为 19.3%，同比-1.8pct，环比-2.2pct，净利率为 6.9%，同比-1.4pct，环比-0.9pct。

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

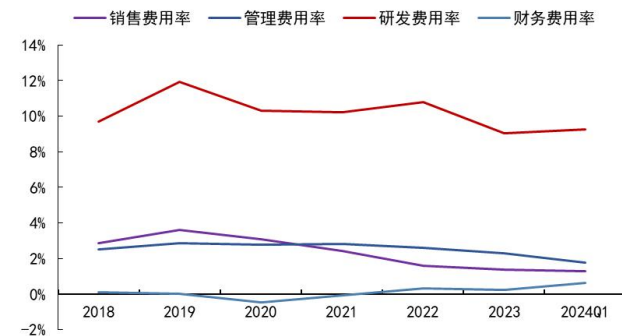
图8：德赛西威单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

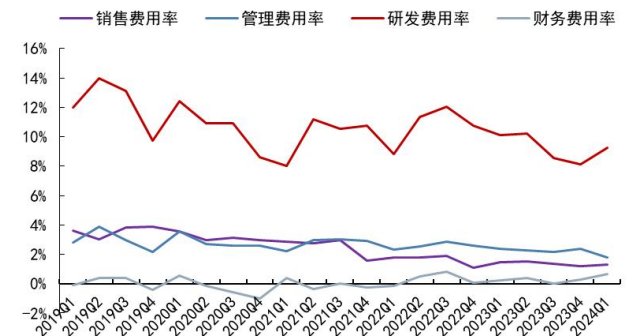
费用稳中有降，2024Q1 四费率同比-1.2pct。公司 2024Q1 四费率为 13.0%，同比-1.2pct，环比+1.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.3%/1.8%/9.3%/0.6%，同比 -0.2/-0.6/-0.8/+0.4pct，环比 +0.1/-0.6/+1.2/+0.3pct。公司四费率 2024Q1 同比下滑 1.2pct，主要系公司研发效能提升，研发费用率同比下滑所致。

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

根据中国汽车工业协会发布数据，2024Q1 我国乘用车产量同比+6.54%，德赛西威营收同比+42%，超越行业 35pct，强劲的业绩增长主要得益于存量客户销量高增长，叠加增量新客户、新项目落地后销量的快速爬坡。一方面，存量端，公司重要客户理想汽车、吉利汽车、奇瑞汽车、一汽大众、上汽大众、一汽丰田、广汽丰田在 2024Q1 的销量同比分别+53%、+48%、+66%、+5%、+10%、-12%、-29%；另一方面增量车型和增量产品贡献了 2024Q1 重要的业绩增长，增量车型或来自于理想、吉利、广汽等。

表1: 德赛西威重要客户 2024Q1 销量同比变动情况

	2024Q1 销量增速
理想汽车	52.9%
吉利汽车	47.5%
奇瑞汽车	65.9%
一汽大众	4.6%
上汽大众	9.6%
一汽丰田	-12.1%
广汽丰田	-29.1%

资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

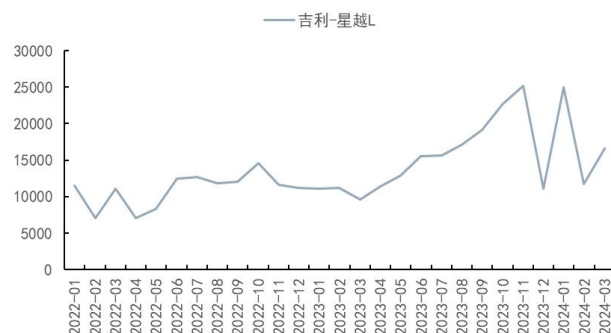
传统车企方面, 吉利、比亚迪、丰田的新车型有望在 2024 年持续贡献重要业绩。我们对吉利、比亚迪部分主流车型进行梳理, 自上市以来, 比亚迪海豹销量持续攀升, 吉利星越 L 在 2024Q1 的销量分别为 5.3 万辆, 同比+68%, 比亚迪宋 PLUS 2024Q1 销量为 9.05 万辆, 同比-15%。

图11: 比亚迪宋 PLUS 202301-202403 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 L 202201-202403 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, 基于英伟达 Orin 芯片的下一代自动驾驶域控制器 IP04 已获理想汽车、小鹏汽车等造车新势力及主流传统车企的项目定点并已进入量产阶段, 2022H2 开始规模化量产。蔚来/小鹏/理想 2024Q1 的交付量分别为 3.01/2.18/8.04 万辆, 分别同比-3%/+20%/+53%。分车型来看, 理想 L7、L8、L9、MEGA 在 2024Q1 分别实现销量 3.26/2.09/2.37/0.32 万辆, 其中理想 L7、L8、L9 分别同比+323%、+2%、+12%。

图13: 造车新势力 2021Q1-2024Q1 交付量 (辆)

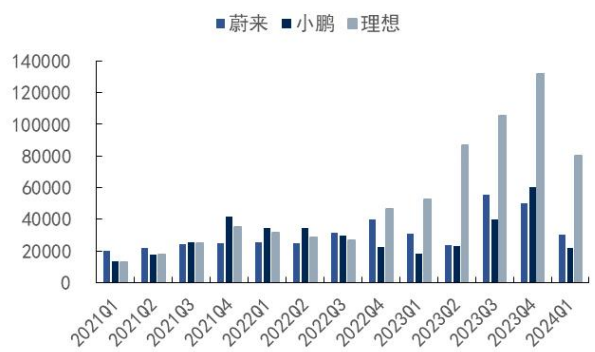
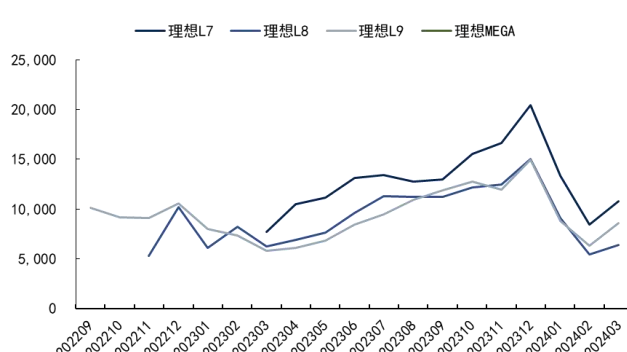


图14: 理想 L7、L8、L9、MEGA 分月度销量 (辆)

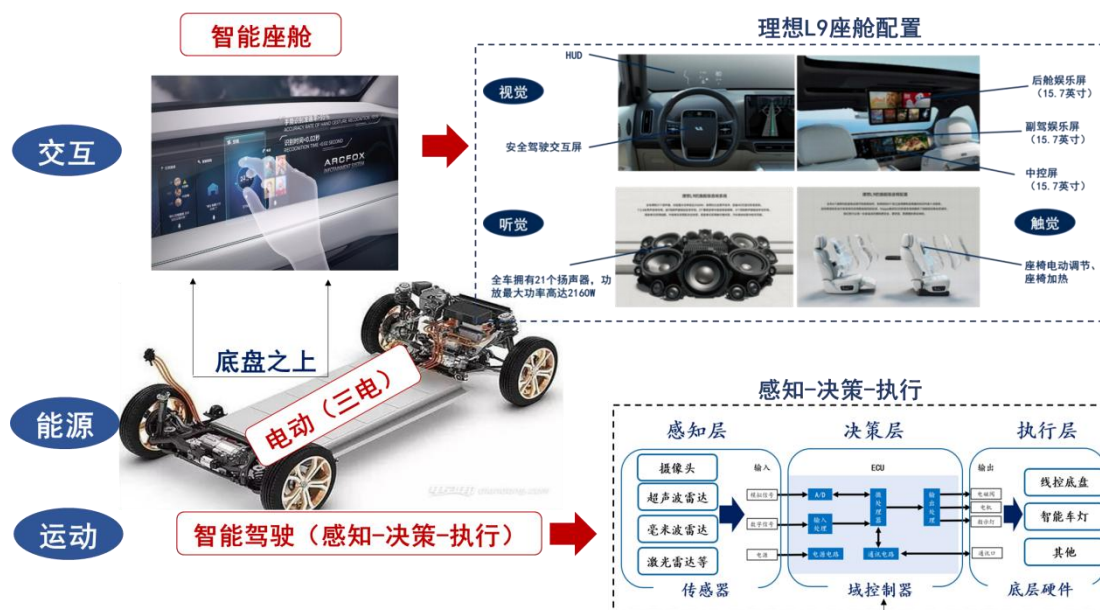


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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。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（2023 年营收占比 20%）、智能座舱（2023 年营收占比 72%）。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。

2024Q1，随着公司高阶智能座舱和高阶智能驾驶产品渗透率持续快速提升，以及显示屏、导航等产品客户群的进一步拓展，公司经营业绩持续增长。公司 2024Q1 实现营收 56.48 亿元，同比+41.78%，环比-24.07%，归母净利润 3.85 亿元，同比+16.41%，环比-34.39%。2023 年，公司获得新项目订单年化销售额突破 245 亿元，其中智能座舱新项目订单年化销售额均突破 150 亿元，智能驾驶新项目订单年化销售额突破 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**
公司深度聚焦于智能座舱、智能驾驶和网联服务三大领域的高效融合, 持续开发高度集成的智能硬件和领先的软件算法, 为全球客户提供安全、舒适、高效的移动出行整体解决方案和服务。现阶段, 公司已成功构建健康、均衡、可持续的业务矩阵, 以智能座舱、智能驾驶、网联服务三大业务群为核心, 成熟业务、成长业务、孵化业务三道发展曲线滚动发展, 驱动公司持续发展壮大。2023年, 公司发布了高效集成前沿产品技术的 Smart Solution 2.0 智慧出行解决方案, 为用户提供更完备的车路协同智慧出行自动驾驶用户体验, 代表着公司达成“创领更安全、舒适和高效的出行生活”的使命目标更近了一步。
- 1) **智能座舱: 2023年营业收入和新项目订单年化销售额均突破150亿元**
智能座舱方面, 公司致力于构建满足未来智能化出行场景下的新人机交互关系。基于对未来用户出行场景体验的理解, 依托智能交互系统、智能显示硬件、智能域控硬件、智能计算解决方案, 重构出行体验, 满足用户在用车场景下的个性需求, 为用户提供安全舒适, 轻松便利的出行体验。2023年, 在产品组合多元化和市场延伸策略的推动下, 公司智能座舱业务继续保持快速增长, 全年营业收入和新项目订单年化销售额均突破150亿元。

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

2023年，公司紧贴市场需求，推出更多差异化智能座舱方案，为客户提供更多元的产品选择，同时大力开发更高性能的智能座舱产品，保持标杆引领地位。第三代高性能智能座舱产品继续开疆拓土，成为智能座舱业务增长的主要动力，2023年已量产配套理想汽车、奇瑞汽车、广汽埃安、广汽乘用车等客户，并获得奇瑞汽车、广汽乘用车、广汽埃安、比亚迪汽车等多家主流客户的新项目定点。作为汽车行业数字座舱解决方案的新标杆，公司第四代智能座舱产品拥有更强大的性能和更丰富的功能配置，荣获2023铃轩奖前瞻·智能座舱类·金奖，目前第四代座舱产品已获得理想汽车、吉利汽车、广汽埃安、集度汽车等客户的新项目定点，并已陆续量产供货。更多差异化座舱域控制器方案已陆续获得自主、合资品牌新项目订单。

信息娱乐系统、显示系统和液晶仪表业务继续开拓更大市场，在欧洲、东南亚、日本、北美等主要国际市场获得更多项目订单。2023年，公司的信息娱乐系统获得广汽丰田、一汽丰田、一汽-大众、上汽大众平台化项目定点，显示系统获得吉利汽车、奇瑞汽车、理想汽车、长城汽车、比亚迪汽车、上汽乘用车、长安汽车、上汽大众、上汽通用、VOLKSWAGEN、SEAT、AUDI、STELLANTIS、SKODA、TATA MOTORS、CAT等国内外主流客户的新项目定点，液晶仪表获得比亚迪汽车、广汽乘用车、广汽埃安、广汽丰田、STELLANTIS、CAT等客户的新项目定点。

新产品方面，车身域控制器已获得理想汽车、极氪汽车、吉利汽车等客户的新项目定点；HUD业务已获得项目定点，并凭借“斜投影&双像面AR-HUD”蝉联金辑奖；电子后视镜产品技术解决方案以高于国标要求一倍以上的优秀数据通过国标GB15084-2022《机动车辆间接视野装置性能和安装要求》测试检验，并已通过工信部审核公示。

2) 智能驾驶：新项目订单年化销售额突破 80 亿元

智能驾驶方面，公司致力于提供行业领先的智能驾驶整体解决方案，产品范围涵盖智能驾驶计算系统，传感器和算法等，为全球用户创造安全、舒适和高效的智能驾驶服务和体验。2023年，公司的智能驾驶业务继续保持高速增长，全年实现营业收入44.85亿元，同比增长74.43%，新项目订单年化销售额突破80亿元。随着智能驾驶的广泛应用，特别是以城市NOA为代表的高阶智能驾驶功能规模化

商用迎来高速增长契机，将带动公司智能驾驶业务继续维持高速增长。

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

随着智能驾驶功能的升级与普及，汽车将会面临巨大的安全挑战。公司在智能驾驶产品功能安全、网络安全领域均已达到行业领先水平。2023 年末，公司获得国际权威认证机构 UL Solutions 颁发的智能汽车解决方案 ISO 21448 (SOTIF) 预期功能安全流程认证证书，标志着公司在管理和控制道路车辆预期功能安全风险方面已达国际先进水平，公司智能驾驶产品的安全保障更加坚实。

公司的智能驾驶域控制器产品已连续多年保持行业领先，产品矩阵更加均衡完善，全面适配各种差异化市场需求。高算力平台已量产配套理想汽车、小鹏汽车、路特斯、广汽埃安、极氪汽车等多家车企，新获得理想汽车、广汽埃安、吉利汽车、长城汽车、路特斯、极氪汽车等超过十家车企的新项目订单；轻量级差异化平台已获得主流自主、外资品牌的项目定点，将向更多客户进行推广。2023 年，公司继续推进舱驾融合产品的研发，凭借行业前沿的跨域融合系统化解决方案荣膺高工智能“2023 年度本土跨域智能全栈系统领军供应商金球奖”、“2023 年度 IPU02 轻量级智能驾驶域控制器好产品”奖项。

传感器和 T-Box 产品是智能驾驶全栈方案的重要组成部分，公司已在相关业务获得市场领先。2023 年，公司摄像头、T-box 产品的供货规模持续提升，并突破主流日系合资品牌，获得新项目定点。毫米波雷达业务获得广汽埃安、一汽红旗等客户的新项目订单，其中 77GHz 毫米波雷达产品 CRD03 通过 ISO 26262 ASIL (汽车安全完整性等级) B 产品认证，并获得由全球领先的认证机构德国 DEKRA 德凯颁发的功能安全产品认证证书，标志着公司在毫米波雷达产品功能安全领域达到了行业领先水平。

3) 网联业务：产品涵盖智能网联生态系统、基础软件平台、智能进入、智能周边产品、网络安全、OTA 等

智能网联方面，专注于车载软件开发以及运营服务，为车厂提供或共创生态及运营、基础软件、智能进入等整体解决方案，协助车厂构建整体的车联网生态能力以及运营服务能力，提升整车用车及服务体验。

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

网联服务是公司第三大业务，是承接公司未来更长远发展的关键，公司致力于通过软件和大数据应用，协助车厂构建整体的车联网生态能力以及运营服务能力。

2023年，网联服务业务突破理想汽车、长安汽车、小鹏汽车、捷途汽车、MERCEDES-BENZ等白点客户，并继续获得上汽通用五菱、广汽丰田、一汽-大众客户的新项目订单，产品涵盖智能网联生态系统、基础软件平台、智能进入、智能周边产品、网络安全、OTA等。

智能网联生态加入了大模型、3D沉浸式引擎等前沿技术，持续提升座舱生态的用户体验；基础软件平台发布了SOA anywhere技术架构；智能进入充分利用技术深度储备，以及与智能座舱和智能驾驶深度融合，极大拓展数字钥匙的应用场景；智能周边生态持续丰富车与移动设备的无缝联接体验。丰富的生态是网联服务业务发展的关键组成部分，2023年，公司的网联生态伙伴首次引入官方媒体，与广东广播电视台开展深度合作；作为腾讯智慧出行座舱赛道的重要生态合作伙伴，被评为卓越级“行业战略合作伙伴”。

● **量增：客户维度，公司开拓国际市场，客户结构再强化**

2023年，公司多渠道开拓市场，打造更平衡、更健康的客户结构。在国内市场，公司继续推进“老客户，新产品”策略，增加在核心客户的产品供货品类；同时发力高端品牌、攻坚少数重要白点客户。在国际市场，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。

2023年，公司在国内市场突破白点客户广汽本田，获得理想汽车、奇瑞汽车、吉利汽车、广汽埃安、长城汽车、广汽乘用车、比亚迪汽车、广汽丰田、上汽大众、一汽-大众、上汽通用等众多主流客户的新项目订单。在国际市场，公司突破白点客户AUDI、TATA MOTORS、PACCAR，获得VOLKSWAGEN、STELLANTIS、SEAT、SKODA、VOLVO、MAZDA、MARUTI SUZUKI等客户的新项目订单，涵盖欧洲、东南亚、日本和北美市场。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。

德赛西威坚持以客户为中心，打造以客户为导向的组织管理体系，带动生态开放合作，协同全球客户增长，获得广大客户的认可。在海外，公司作为全球仅有的五家获奖供应商之一，荣获“2023年度丰田汽车区域贡献奖”。在国内，2023年公司荣获“理想TOP奖”、“奇瑞汽车卓越开发创领奖”、“广汽埃安十佳合作伙伴奖”、“广汽传祺十佳供应商”、“一汽-大众卓越合作伙伴”、“长城汽车

真心伙伴奖”、“吉利汽车最佳价值贡献奖”、“上汽通用优秀供应商”、“小鹏汽车与鹏同行奖”、“比亚迪汽车 2023 最佳合作伙伴”、“长安汽车战略生态奖”、“广汽丰田原价优秀奖”、“广汽丰田品质共进奖”。2024 年 3 月 22 日，丰田汽车采购管理部一行来到德赛西威惠南园区，为德赛西威颁发了 2023 年“区域贡献奖”和感谢状，该奖项是丰田汽车最高荣誉之一，本年度仅五家供应商获此殊荣，多项重磅荣誉是丰田汽车对德赛西威不懈投入的高度认可，也是双方合作坚如磐石的重要象征。

图20: 德赛西威连续三年获颁“理想 TOP 奖”



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

图21: 德赛西威获丰田汽车 2023 年“区域贡献奖”和感谢状



资料来源：公司官微，国信证券经济研究所整理

● 研发：强化打造全球研发体系，提高研发效能

公司长期坚持高水平且聚焦的研发投入，以确保持续的技术引领。2023 年，公司研发投入 20.29 亿元，占比销售额 9.26%，研发人员占比公司总人数 45.26%。保持高水平研发投入的同时，还需要更高效的研发体系，才能确保研发效能最大化。2023 年，公司继续推进平台化、数字化、标准化、跨领域、跨区域的研发体系建设，研发效率进一步提升。另外，公司积极与中山大学、华南理工大学、成都电子科技大学、湖南大学、新加坡南洋理工大学、新加坡国立大学、琶洲实验室等国内外知名院校、研究机构开展产学研合作，形成内外合力，加快科技创新转化为生产力，实现创新驱动发展。随着研发成果的持续转化与积累，公司在技术、产品等领域形成了越来越强大的发展势能。2023 年，公司新增申请专利 515 件，同比增长 26.23%，累计参与或主导国内国际 80 余项标准制定与研讨，惠州工厂通过 GB/T 29490-2013 企业知识产权管理体系认证。公司的智能座舱、智能驾驶产品在技术、质量、市场、规模等方面已全面领先，随着汽车电子产品的持续升级以及持续的研发积累，公司的产品竞争力仍将逐渐增强。

表2: 德赛西威研发人员情况

	2023 年	2022 年	变动比例
研发人员数量 (人)	3,886	3,494	11.22%
研发人员数量占比	45.26%	44.49%	0.77%
研发人员学历结构			
本科	2,712	2,508	8.13%
硕士	561	402	39.55%
博士及以上学历	23	19	21.05%
本科以下学历	590	565	4.42%
研发人员年龄构成			
30 岁以下	1,601	1,562	2.50%
30~40 岁	2,009	1,733	15.93%
40 岁以上	276	199	38.69%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表3: 德赛西威研发投入情况

	2023 年	2022 年	变动比例
研发投入金额 (元)	2,028,627,663.34	1,663,496,908.34	21.95%
研发投入占营业收入比例	9.26%	11.14%	-1.88%
研发投入资本化的金额 (元)	166,876,404.80	119,023,401.33	40.20%
资本化研发投入占研发投入的比例	8.23%	7.16%	1.07%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 德赛西威主要研发项目情况

主要研发项目	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	项目进入量产爬坡阶段, 在 2024 年实现规模化量产	为下游客户提供极致科技化、智能化、个性化的座舱解决方案, 重新定力与竞争力, 并扩大销售规模, 实现跨域融合做准备	进一步提升公司在智能座舱的领导地位, 提升智能座舱的领导力与竞争力, 并扩大销售规模
智能座舱出口项目	将国内座舱成熟的高算力方案扩展到出口项目, 提供符合当地法规认证的、安全的、可快速迭代的座舱产品	项目进入量产阶段	为客户提供科技领先、智能化座舱解决方案	进一步为公司在全球化布局夯实基础, 提升智能座舱的领导力与竞争力, 并扩大销售规模
智能驾驶域控平台	提供更多配置方案的智驾域平台, 实现更丰富的智能驾驶产品矩阵	已量产	获取不同算力等级的域控市场份额	带来新的营收增长点, 满足客户的智驾产品需求
车载网联生态系统	提供更智能, 更高效, 更个性化的座舱级智能网联解决方案	版本 2023 年 10 月已正式发布, 陆续落地客户项目及公司级平台项目	集成基础软件服务、终端生态服务、内容管理平台、场景管理平台、语音聚合平台等多产品线, 为用户提供全场景的智能化服务	加速车联网业务发展, 提升公司软件综合实力, 打造车联网行业标杆, 提升品牌影响力
智能进入系统	基于 BLE/UWB/NFC/4G/5G 等通信方式, 连接人-车-服务, 提供手机设备/智能穿戴/NFC 卡片的数字钥匙功能, 丰富用车场景智能化, 为用户提供方便、个性、安全用车体验	智能进入系统平台已落地, 并持续升级迭代	智能进入系统, 支持使用手机设备、智能穿戴设备等方式对车辆进行无感解闭锁、车辆启动、个性化配置等功能。同时拓展了 UWB 脚踢和活体检测等功能, 以及数字钥匙运营服务, 为用户提供丰富的用车场景和个性化的用车体验	基于智能进入系统在项目的落地, 为客户提供多种方案选择, 提升智能进入产品的用户体验, 丰富了公司的产品线, 拓展市场空间。同时持续进行产品创新和技术创新, 进一步提升竞争力

资料来源: 公司公告, 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,** 2023 年, 公司智能座舱业务实现营收 158.0 亿, 同比+34%, 全年智能座舱新项目订单年化销售额均突破 150 亿元, 第三代高性能智能座舱产品 2023 年已量产配套理想汽车、奇瑞汽车、广汽埃安、广汽乘用车等客户, 并获得奇瑞汽车、广汽乘用车、广汽埃安、比亚迪汽车等多家主流客户的新项目定点。公司第四代智能座舱产品已获得理想汽车、吉利汽车、广汽埃安、集度汽车等客户的新项目定点, 并已陆续量产供货。更多差异化座舱域控制器方案已陆续获得自主、合资品牌新项目订单。**智能驾驶方面,** 2023 年, 公司智能驾驶业务实现营收 44.9 亿, 同比+74.4%, 新项目订单年化销售额突破 80 亿元, 公司高算力平台已量产配套理想汽车、小鹏汽车、路特斯、广汽埃安、极氪汽车等多家车企, 新获得理想汽车、广汽埃安、吉利汽车、长城汽车、路特斯、极氪汽车等超过十家车企的新项目订单; 轻量级差异化平台已获得主流自主、外资品牌的项目定点, 将向更多客户进行推广。**智能网联方面,** 网联服务业务突破理想汽车、长安汽车、小鹏汽车、捷途汽车、MERCEDES-BENZ 等白点客户, 并继续获得上汽通用五菱、广汽丰田、一汽-大众等客户的新项目订单, 产品涵盖智能网联生态系统、基础软件平台、智能

进入、智能周边产品、网络安全、OTA 等。

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，公司积极开拓国际市场，客户结构再强化。2023 年，公司在国内市场突破白点客户广汽本田，获得理想汽车、奇瑞汽车、吉利汽车、广汽埃安、长城汽车、广汽乘用车、比亚迪汽车、广汽丰田、上汽大众、一汽-大众、上汽通用等众多主流客户的新项目订单。在国际市场，公司突破白点客户 AUDI、TATA MOTORS、PACCAR，获得 VOLKSWAGEN、STELLANTIS、SEAT、SKODA、VOLVO、MAZDA、MARUTI SUZUKI 等客户的新项目订单，涵盖欧洲、东南亚、日本和北美市场。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。

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，我们维持盈利预测，预期 2024/2025/2026 年营收 292.3/371.8/465.6 亿，利润 21.5/28.0/35.5 亿，对应 PE 分别 30/23/19x。持续看好公司在智能化核心布局（交互+驾驶），第三代和第四代智能座舱产品已实现规模化量产，IPU03、IPU04 量产，轻量级差异化平台已获得主流自主、外资品牌的项目定点，将向更多客户进行推广，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 39 倍，考虑德赛西威：1) 业绩的高增长性：**2023 年新接订单年化销售额超 245 亿，未来业绩有望保持高增长。**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 143-163 元（对应 2024 年 PE 37-42 倍），当前股价（118 元）距离目标估值上限仍有约 38%提升空间，维持买入评级。

表5: 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		
			20240420	亿元	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
002906.SZ	华阳集团	买入	27.99	146.8	0.89	1.23	1.76	31	23	16
688167.SH	炬光科技	无评级	69.00	62.4	0.99	1.55	2.47	70	45	28
301221.SZ	光庭信息	无评级	35.37	32.8	-0.17	0.7	0.96	-208	51	37
平均								-36	39	27
002920.SZ	德赛西威	买入	118.01	655.0	2.79	3.87	5.05	42	30	23

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。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1115	1276	500	763	1676	营业收入	14933	21908	29233	37179	46564
应收款项	4609	7215	8009	10186	12757	营业成本	11493	17429	22963	29158	36493
存货净额	3416	3260	6242	7941	9954	营业税金及附加	58	63	88	112	140
其他流动资产	1060	1893	3216	4090	5122	销售费用	235	297	395	502	629
流动资产合计	10218	13675	17998	23011	29541	管理费用	387	500	484	611	761
固定资产	1782	2266	2502	2451	2349	研发费用	1613	1982	3056	3869	4815
无形资产及其他	312	398	383	368	353	财务费用	45	49	43	44	28
投资性房地产	1160	1323	1323	1323	1323	投资收益	(33)	(23)	(20)	(30)	(40)
长期股权投资	285	352	352	352	352	资产减值及公允价值变动	(63)	(177)	20	20	(20)
资产总计	13756	18014	22558	27504	33918	其他收入	(1459)	(1833)	(3056)	(3869)	(4815)
短期借款及交易性金融负债	439	266	444	130	130	营业利润	1158	1537	2204	2875	3639
应付款项	4345	6808	8739	11117	13936	营业外净收支	(1)	1	4	4	4
其他流动负债	1367	1649	2365	3008	3771	利润总额	1157	1538	2208	2879	3643
流动负债合计	6151	8723	11548	14255	17837	所得税费用	(14)	(3)	66	86	109
长期借款及应付债券	574	771	771	771	771	少数股东损益	(12)	(5)	(7)	(10)	(12)
其他长期负债	488	461	466	471	476	归属于母公司净利润	1184	1547	2149	2802	3546
长期负债合计	1062	1231	1236	1241	1246	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7213	9954	12784	15497	19083	净利润	1184	1547	2149	2802	3546
少数股东权益	66	108	102	94	84	资产减值准备	136	230	(273)	(4)	(8)
股东权益	6477	7952	9672	11913	14750	折旧摊销	326	453	283	301	315
负债和股东权益总计	13756	18014	22558	27504	33918	公允价值变动损失	63	177	(20)	(20)	20
关键财务与估值指标						财务费用	45	49	43	44	28
每股收益	2.13	2.79	3.87	5.05	6.39	营运资本变动	(1980)	(499)	(2720)	(1727)	(2038)
每股红利	0.48	0.61	0.77	1.01	1.28	其它	(146)	(234)	267	(4)	(2)
每股净资产	11.66	14.33	17.43	21.46	26.58	经营活动现金流	(416)	1673	(313)	1349	1834
ROIC	20.37%	21.74%	22%	25%	27%	资本开支	0	(846)	(211)	(211)	(211)
ROE	18.28%	19.45%	22%	24%	24%	其它投资现金流	814	(12)	0	0	0
毛利率	23%	20%	21%	22%	22%	投资活动现金流	816	(926)	(211)	(211)	(211)
EBIT Margin	8%	7%	8%	8%	8%	权益性融资	(23)	46	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	9%	9%	9%	负债净变化	574	196	0	0	0
收入增长	56%	47%	33%	27%	25%	支付股利、利息	(269)	(336)	(430)	(560)	(709)
净利润增长率	42%	31%	39%	30%	27%	其它融资现金流	(1036)	(353)	179	(314)	0
资产负债率	53%	56%	57%	57%	57%	融资活动现金流	(448)	(586)	(251)	(875)	(709)
股息率	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	1.1%	现金净变动	(48)	161	(776)	263	913
P/E	55.4	42.3	30.5	23.4	18.5	货币资金的期初余额	1162	1115	1276	500	763
P/B	10.1	8.2	6.8	5.5	4.4	货币资金的期末余额	1115	1276	500	763	1676
EV/EBITDA	49.4	36.1	30.9	25.1	20.9	企业自由现金流	0	747	(468)	1204	1682
						权益自由现金流	0	591	(331)	847	1654

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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所提及的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