

德赛西威 (002920)

年报深度拆解系列之德赛西威：

毛利率短期承压，新业务和出海增强盈利能力

投资要点：

2023年公司出货量大幅增长带动收入高增，毛利率总体承压。公司在手订单充沛、订单兑现度高，随着智驾业务占比提升、出海规模效应释放、费用逐步向好，公司产品均价和盈利能力有望向上。

➤ 配套量大幅增长，毛利率短期承压

2023年公司汽车电子产品出货量为2747.8万个，同比增长46%，带动公司收入达到219亿元，同比增长47%，收入高增长主要由出货量驱动。2023年公司销售毛利率为20.44%，同比下降2.59pct。分业务来看，智能座舱毛利率为20.58%，同比下降0.76pct；智能驾驶毛利率为16.22%，同比下降5.3pct，下滑幅度较大。毛利率承压主要系部分芯片采购价格较高以及电子元器件和芯片采购以美元计价，人民币贬值导致费用上升。

➤ 新业务订单充沛，营收结构改善带动均价向上

2023年公司汽车电子产品均价为797元，同比增长0.4%，增速同比2022年下降主要系增量结构中还是以座舱产品为主，存量项目有年降且高ASP座舱域控占比还较低，另外智驾域控制器IPU04放量对冲部分年降及产品结构带来的均价下滑。2023年公司座舱域控和智驾域控制器市场份额位列国内第二，产品竞争力强，中长期看公司座舱和智驾在手订单充沛，随着域控制器出货占比提升、智驾业务营收占比提升，公司产品均价有望向上。

➤ 出海和效能提升助力盈利能力向上

2023年公司海外业务毛利率为21.8%，同比提升3.8pct，主要系海外出货量增长，规模效应体现。海外以座舱产品销售为主，部分平台技术复用可减少前期开发费用和人员成本，规模放量后毛利率改善明显。2023年公司期间费用率为12.9%，同比下降2.36pct，连续五年下降，费用改善增强公司盈利韧性。公司海外订单持续获取，叠加产能出海，出海业务有望成为公司重要的收入增长点。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024-2026年营业收入分别为283/354/423亿元，同比增速分别为29%/25%/20%，归母净利润分别为21/27/34亿元，同比增速分别为36%/29%/24%，EPS分别为3.8/4.9/6.1元/股，CAGR-3为30%。鉴于公司在手订单充沛，平台化属性逐步加强，建议持续关注。

风险提示：汽车销量不及预期风险；原材料价格上行风险；新产品研发不及预期。

行业：计算机/软件开发
投资评级：
当前价格：108.90元
目标价格：

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	555.01/551.51
流通A股市值(百万元)	60,059.73
每股净资产(元)	15.06
资产负债率(%)	54.18
一年内最高/最低(元)	179.50/76.44

股价相对走势



作者

分析师：高登
执业证书编号：S0590523110004
邮箱：gaodeng@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14933	21908	28319	35421	42342
增长率(%)	56.05%	46.71%	29.26%	25.08%	19.54%
EBITDA(百万元)	1608	2100	2512	3189	3762
归母净利润(百万元)	1184	1547	2111	2728	3377
增长率(%)	42.13%	30.65%	36.49%	29.24%	23.77%
EPS(元/股)	2.13	2.79	3.80	4.92	6.08
市盈率(P/E)	51.1	39.1	28.6	22.2	17.9
市净率(P/B)	9.3	7.6	6.3	5.2	4.3
EV/EBITDA	36.7	34.5	24.9	19.6	16.5

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年05月13日收盘价

相关报告

1、《德赛西威(002920)：自主品牌客户放量，2024年Q1收入高增》2024.04.19
2、《德赛西威(002920)：智驾保持高成长，平台化能力持续提升》2024.03.29

投资聚焦

核心逻辑

2023 年公司营收实现大幅增长，主要受益下游客户发放量。盈利能力来看，受部分物料采购价格高及采购以美元计价影响，毛利率短期承压。中长期看，公司智能座舱和智能驾驶在手订单充沛、订单兑现度高，随着智驾等新兴业务占比提升、出海规模效应释放、费用逐步向好，公司产品均价和盈利能力有望持续向上。

不同于市场观点

公司是汽车电子平台型 Tier1，扩大客户群、增加配套量，通过规模效应兑现业绩是核心的成长逻辑。公司已经完成智能座舱、智能驾驶和智能网联全布局，智能座舱细分环节已成为龙头。智能网联汽车加速，公司高阶智驾及网联相关产品新获订单持续增长，随着新业务营收占比提升，公司营收、利润放量，盈利能力有望维持在行业较好水平。

核心假设

1) 智能座舱：各类座舱新品渗透率逐步提升，公司凭借平台化的供应能力与规模供货优势获取更多定点；受益于自主品牌崛起，公司各类座舱电子产品市场份额逐步提升；预计 2024-2026 年座舱业务收入分别为 186/213/234 亿元，同比分别增长 18%/15%/10%。座舱业务毛利率有望回升并保持稳定，预计 2024-2026 年公司智能座舱业务毛利率分别为 20.7%/21%/21.5%；

2) 智能驾驶：L3 级智驾商业化落地加速，主机厂提升对于 L3 级智驾车型研发的意愿，带动公司 IPU04 高算力智驾域控制器放量；行泊一体域控制器渗透率快速提升，带动公司 IPU02 轻量级智驾域控制器放量；预计 2024-2026 年智驾业务收入分别为 75/112/153 亿元，同比分别增长 66%/50%/37%。产品放量后，公司智驾业务毛利率有望提升，预计 2024-2026 年公司智驾业务毛利率为 17%/18%/18%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 283/354/423 亿元，同比增速分别为 29%/25%/20%，归母净利润分别为 21/27/34 亿元，同比增速分别为 36%/29%/24%，EPS 分别为 3.8/4.9/6.1 元/股，CAGR-3 为 30%。鉴于公司在手订单充沛，平台化属性逐步加强，建议持续关注。

正文目录

1. 优质自主放量带动公司业绩高增.....	4
2. 中长期：如何看待公司盈利能力？.....	5
2.1 智能座舱：出海放量有望带动毛利改善.....	5
2.2 智能驾驶：规模效应有望加速释放.....	8
2.3 期间费用持续向好增强盈利韧性.....	12
3. 盈利预测、估值与投资建议.....	13
3.1 盈利预测.....	13
3.2 估值与投资建议.....	14
4. 风险提示.....	15

图表目录

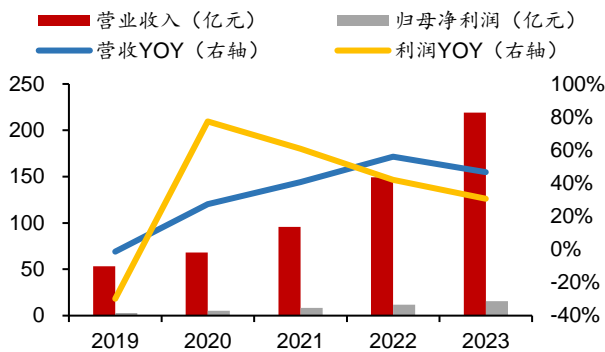
图表 1： 2019-2023 年德赛西威收入和利润.....	4
图表 2： 2021-2023 年德赛西威业务收入结构.....	4
图表 3： 2021-2023 年德赛西威自主客户乘用车销量.....	5
图表 4： 2019-2023 年德赛西威汽车电子配套量.....	5
图表 5： 2019-2023 年德赛营业收入和营业成本增速.....	6
图表 6： 2023 年德赛西威营业成本结构.....	6
图表 7： 2016-2023 年液晶显示器面板价格（美元/片）.....	6
图表 8： 2016-2023 年进口电容器价格指数.....	7
图表 9： 2016-2023 年进口电阻器价格指数.....	7
图表 10： 2016-2023 年韩国出口 PCB 价格指数（美元）.....	7
图表 11： 2016-2023 年美元兑人民币即期汇率.....	7
图表 12： 2019-2023 年德赛西威海外业务毛利率.....	8
图表 13： 2019-2023 年德赛西威海外营业收入.....	8
图表 14： 2019-2023 年德赛西威海外产品出货量.....	8
图表 15： 2019-2023 年德赛西威毛利率.....	9
图表 16： 2022-2023 年各业务毛利率（半年度）.....	9
图表 17： 2020-2023 年德赛西威新获订单.....	10
图表 18： 英伟达的 Tier1 合作伙伴.....	10
图表 19： 2023 年国内智驾域控制器市场格局.....	11
图表 20： 2019-2023 年德赛西威汽车电子产品均价.....	11
图表 21： 2019-2023 年德赛西威期间费用率和净利率.....	12
图表 22： 2019-2023 年德赛西威三费费用率.....	12
图表 23： 2019-2023 年德赛西威净资产收益率.....	13
图表 24： 2019-2023 年德赛西威人均创收和创利.....	13
图表 25： 2019-2023 年德赛西威技术人员数量.....	13
图表 26： 德赛西威营业收入预测汇总（亿元）.....	14
图表 27： 可比公司估值对比表.....	15

1. 优质自主放量带动公司业绩高增

2023 年收入利润均实现高增长。受益下游客户放量，公司 2023 年实现营业收入 219 亿元，同比增长 47%；实现归母净利润 15.5 亿元，同比增长 31%。分业务看，智能座舱业务实现收入 158 亿元，同比增长 34%；智能驾驶业务实现收入 45 亿元，同比增长 74%；智能网联及其他业务实现收入 16 亿元，同比增长 167%。智能驾驶与智能网联等新兴业务收入保持高增速。

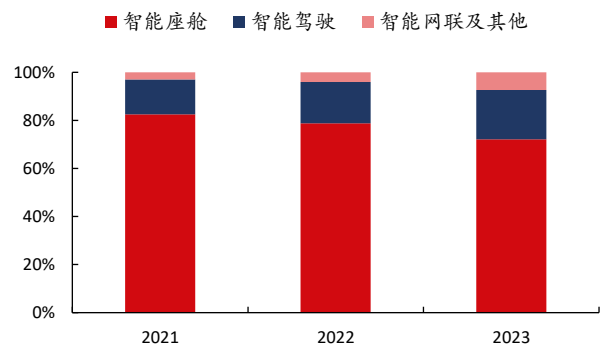
智能驾驶等新业务占比继续提升。2023 年智能座舱收入占比为 72.13%，同比下降 6.59pct；智能驾驶收入占比为 20.47%，同比提升 3.25pct；智能网联及其他收入占比为 7.4%，同比提升 3.34pct。智能驾驶和智能网联等新兴业务占比持续提升。

图表1：2019-2023 年德赛西威收入和利润



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：2021-2023 年德赛西威业务收入结构



资料来源：Wind，国联证券研究所

自主品牌放量，公司配套量同比高增。公司客户涵盖主要合资和自主，2023 年主要合资客户上汽大众、广汽丰田、一汽大众和一汽丰田合计销量为 397 万，同比下降 5%。自主与新势力方面，2023 年理想汽车/比亚迪/奇瑞汽车/吉利集团/小鹏汽车乘用车批发销量分别为 38/301/177/195/14 万辆，同比分别增长 182%/62%/52%/20%/17%，自主客户销量实现高增长。

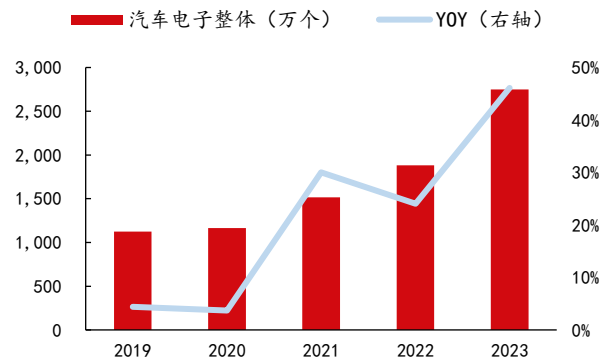
相比合资，公司为自主品牌和新势力配套更多产品，包括座舱域控制器、座舱屏幕和智能驾驶系统等，单车价值量更高，自主和新势力放量使得公司客户结构进一步优化，同时带动公司汽车电子产品配套量高增。根据公司 2023 年年报，2023 年公司汽车电子产品出货量为 2747.8 万个，同比增长 46%，基本与公司营业收入增速保持一致。价格来看，2023 年公司汽车电子产品均价为 797 元，同比增长 0.4%。2023 年公司收入增长主要由产品出货量高增驱动。

图表3：2021-2023年德赛西威自主客户乘用车销量

单位：万辆	2021	2022	2023	YOY
理想汽车	9.0	13.3	37.6	182%
比亚迪	73.5	186.3	301.3	62%
奇瑞汽车	90.5	116.2	176.8	52%
吉利集团	150.8	162.0	194.6	20%
小鹏汽车	9.8	12.1	14.2	17%
合计	333.6	489.9	724.5	48%

资料来源：MarkLines，国联证券研究所 注：批发口径

图表4：2019-2023年德赛西威汽车电子配套量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

2024年一季度，奇瑞汽车/理想汽车/吉利汽车/小鹏汽车销量分别为53/8/48/2万辆，同比分别增长60%/53%/50%/20%，优质自主销量保持高增速，为公司2024年业绩保持高增长奠定良好基础。

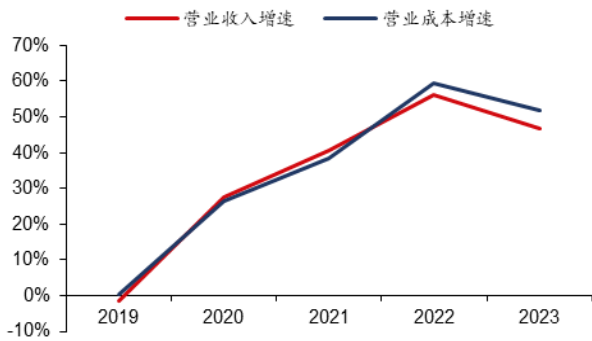
2. 中长期：如何看待公司盈利能力？

2.1 智能座舱：出海放量有望带动毛利改善

2023年营业成本增速高于营业收入增速。2023年公司营业成本为174亿元，同比增长52%，增速相比营业收入增速高4.9pct。分业务来看，智能座舱营业成本为125亿元，同比增长36%；智能驾驶营业成本为38亿元，同比增长86%；智能网联及其他营业成本为11亿元，同比增长392%，**三大业务成本增速均高于营收。**

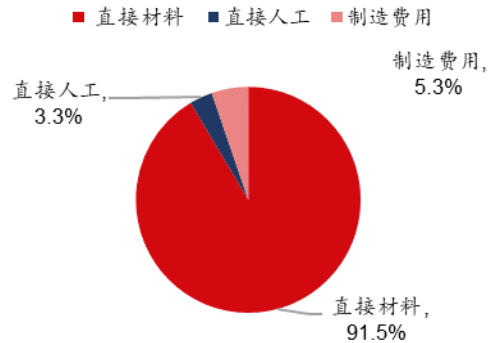
从结构来看，直接材料成本占比较高，2023年直接材料成本为159亿元，同比增长50%，成本占比为91.45%；直接人工成本为6亿元，同比增长119%，成本占比为3.27%；制造费用为9亿元，同比增长43%，成本占比为5.28%，**直接材料和直接人工费用高于公司营业收入增速。**

图表5：2019-2023年德赛营业收入和营业成本增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：2023年德赛西威营业成本结构

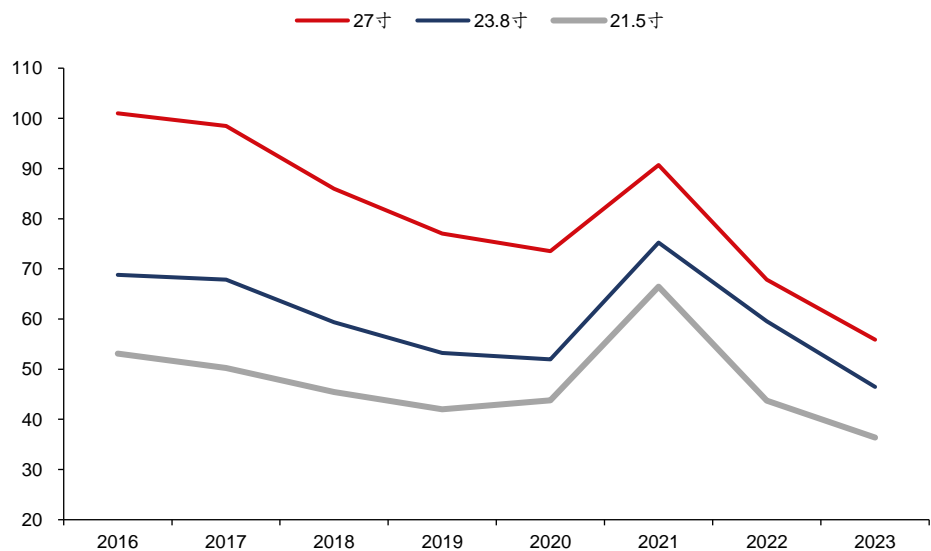


资料来源：Wind，国联证券研究所

公司主要做**显示屏、控制器、传感器**等硬件产品，采购物料中以**面板、被动元器件、芯片、光学器件**等为主，相关物料的价格直接关系到公司物料采购费用。

2023年27/23.8/21.5寸液晶显示器面板价格分别为56/46/36美元/片，同比分别下降18%/22%/17%，面板平价格呈下降趋势。

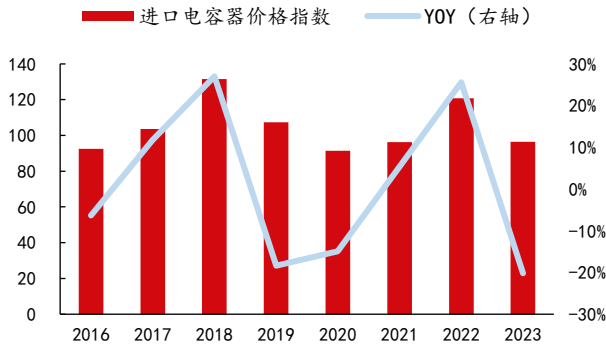
图表7：2016-2023年液晶显示器面板价格（美元/片）



资料来源：Wind，国联证券研究所

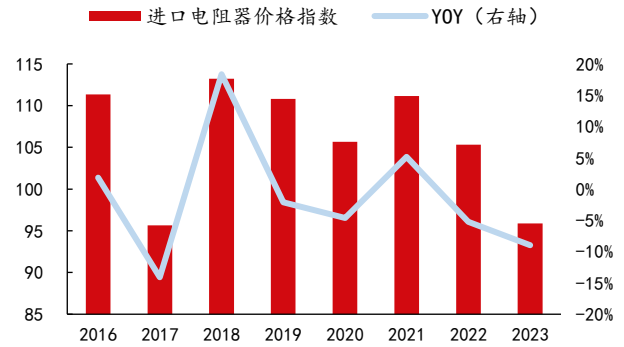
根据海关总署数据，2023年中国进口电容器和电阻器价格指数分别为96.45和95.88，同比分别下降20%和9%，采购量较大的被动元件价格整体呈下降趋势。

图表8：2016-2023年进口电容器价格指数



资料来源：海关总署，国联证券研究所

图表9：2016-2023年进口电阻器价格指数

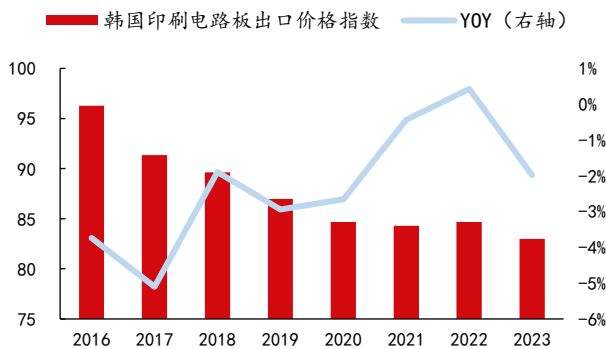


资料来源：海关总署，国联证券研究所

根据韩国国家统计局数据，2023年韩国印刷电路板出口价格指数为82.98，同比下降1.98%，近3年价格指数相对稳定。我们判断，公司PCB采购价格波动及对费用影响较小。

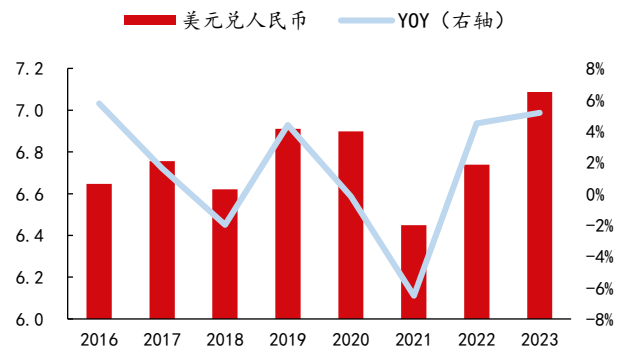
电容、电阻、PCB等物料价格有所下降，但公司整体采购费用增长明显，我们判断可能原因包括：1) 部分芯片采购价格较高，尤其是采购量还相对较少的英伟达智驾系列芯片，采购优势还未体现；2) 公司部分采购物料以美元计价采购，汇率波动会对采购费用有一定影响，人民币贬值会使得相同条件下采购费用增加。

图表10：2016-2023年韩国出口PCB价格指数（美元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：2016-2023年美元兑人民币即期汇率

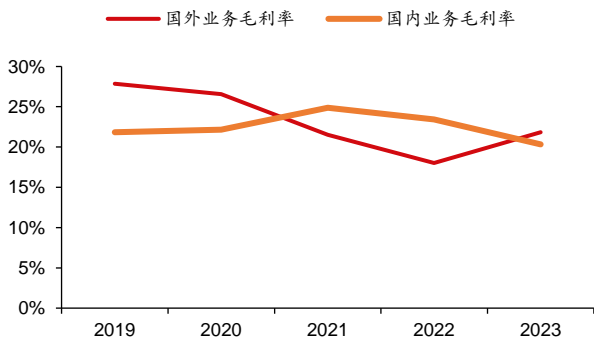


资料来源：Wind，国联证券研究所

2023年公司海外毛利率提升明显。2023年公司海外业务毛利率为21.82%，同比提升3.8pct，我们判断主要系海外产品出货量增长，规模效应开始体现。2023年公司海外收入达到16.4亿元，同比增长48%，增速高于公司整体。2023年公司海外汽车电子产品出货量为206万个，同比增长52%，增速高于公司整体。

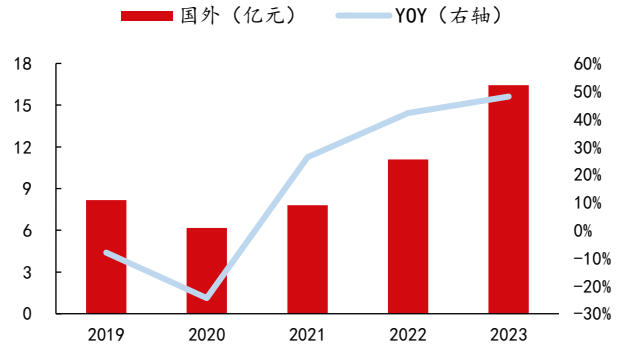
公司海外业务主要以成熟的座舱产品销售为主，部分平台化技术成果复用可减少前期开发费用和人员成本，一旦规模放量后毛利率改善比较明显。

图表12：2019-2023年德赛西威海外业务毛利率



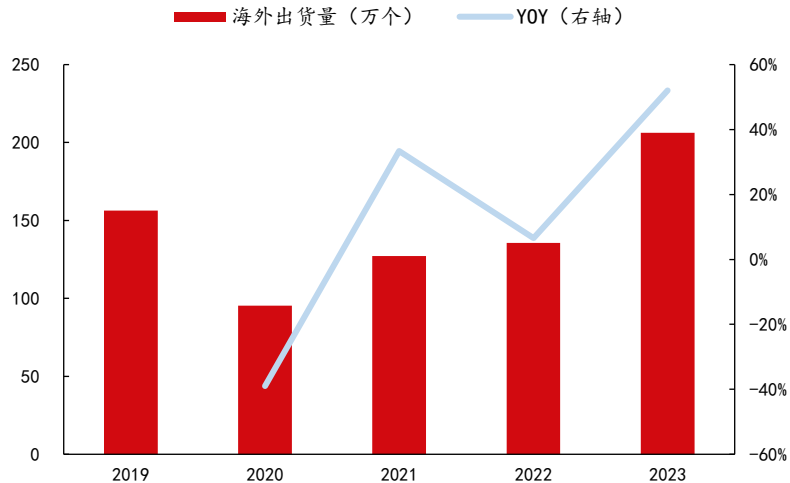
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：2019-2023年德赛西威海外营业收入



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表14：2019-2023年德赛西威海外产品出货量



资料来源：公司公告，国联证券研究所

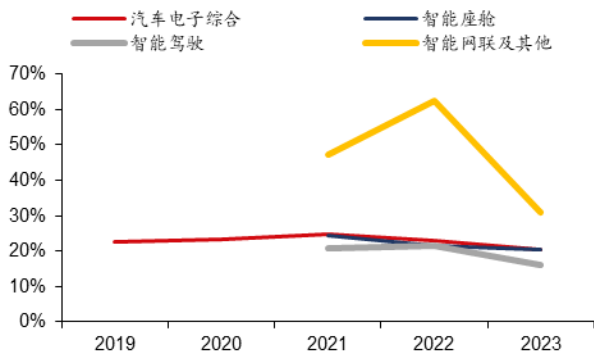
根据公司2023年报，公司首次在日本获得核心客户智能驾驶业务定点，在横滨市成立了新研发中心，海外业务实现新突破。此外，公司还在欧洲获得VOLKSWAGEN、AUDI、STELLANTIS、SEAT、SKODA、VOLVO等客户新项目，并筹划在欧洲建设新工厂；在东南亚和印度，公司突破印度市场排名第一和第二的MARUTI SUZUKI、TATA；公司在墨西哥的新工厂已经完成建设，更好满足北美市场和客户需求。我们认为，公司海外订单持续获取，叠加产能出海，出海业务有望成为公司重要的收入增长点。

2.2 智能驾驶：规模效应有望加速释放

智驾业务尚未达到规模效应，短期毛利率承压。2023年公司销售毛利率为20.44%，同比下降2.59pct。分业务来看，智能座舱毛利率为20.58%，同比下降0.76pct；智能驾驶毛利率为16.22%，同比下降5.3pct，下滑幅度较大。半年度来看，智能座舱

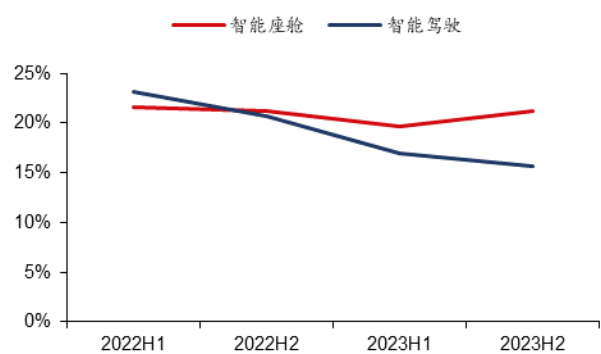
2023H1 毛利率为 19.6%，2023H2 毛利率为 21.2%，环比回升主要系规模效应及产品结构升级；智能驾驶 2023H1 毛利率为 17%，2023H2 毛利率为 15.7%，环比下滑，我们判断主要与产品年降和产品价值量较高有关。

图表 15：2019-2023 年德赛西威毛利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 16：2022-2023 年各业务毛利率 (半年度)



资料来源：Wind，国联证券研究所

高算力智驾域控制器还未大规模放量。根据盖世汽车数据，2023 年公司智驾域控制器出货量为 46 万个，2023 出货量占比为 1.7%，占比较低，初期成本和售价均比较高，产品配套初期价格下降幅度较大，并不能与成熟产品 3%-5%年降相比。在这个阶段，采购优势还无法体现，会导致业务毛利率波动较大。另外，公司高阶智能驾驶域控制器价值量是普通座舱产品的 3-4 倍，但研发团队人数相差不会有 3-4 倍的水平，所以也导致产品毛利率本身会低于座舱产品。**产品大规模放量后，采购成本和生产成本会下降，毛利率会有一定提升并且趋于稳定。**

智能驾驶业务订单持续增长。2020 年公司新获年化 70 亿元的订单，包括智能座舱、智能驾驶业务；2021 年公司新获年化超过 120 亿元的订单，其中智能座舱约 80 亿元，智能驾驶约 40 亿元；2022 年公司新获年化超过 200 亿元订单，其中智能座舱约 120 亿元，智能驾驶约 80 亿元。新获订单持续增长为公司过去三年高速成长奠定了良好基础。

2023 年公司新获订单进一步突破，其中智能座舱约 150 亿元，智能驾驶约 80 亿元，合计新获年化订单额超过 245 亿元，智驾业务订单占比超过 30%。我们假设公司当年收入有上一年存量项目订单金额的 60%，剩余收入为上一年新增项目贡献，测算得到 2021-2023 年公司当年订单兑现度分别为 78%/77%/65%。总体来看，公司新增订单兑现度较高，对公司下一年收入具备较好的指引作用。

图表17: 2020-2023 年德赛西威新获订单

年份	金额	订单情况
2020	70 亿元	<p>信息娱乐系统业务突破丰田（印度尼西亚）、马鲁蒂铃木（印度）等白点客户，获得一汽-大众、长安福特、一汽丰田、广汽丰田、Carmax、日本马自达、长城汽车、吉利汽车、广汽乘用车等客户的新项目订单；</p> <p>显示模组及系统业务获得了白点客户一汽红旗、东风乘用车的新项目订单；</p> <p>液晶仪表业务已批量配套比亚迪、广汽乘用车、吉利汽车、长城汽车、奇瑞汽车等众多车厂，并突破了一汽红旗等新客户。</p>
2021	120 亿元，智能座舱约 80 亿元，智能驾驶约 40 亿元	<p>信息娱乐系统业务获得一汽-大众、上汽大众、长城汽车、吉利汽车、广汽乘用车、奇瑞汽车等客户的新项目订单，其中大屏化产品的业务规模快速提升；</p> <p>显示模组及系统业务营收规模维持超 100% 的增长速度，新订单规模再创新高，突破了东风日产、小鹏汽车等白点客户；</p> <p>液晶仪表业务继续攀升，获得比亚迪、吉利汽车、长城汽车、广汽乘用车等客户的项目定点； 新一代高算力自动驾驶域控制器已获得众多项目定点，包括传统自主品牌客户和新造车势力。</p>
2022	200 亿元，智能座舱约 120 亿元，智能驾驶约 80 亿元	<p>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；</p> <p>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；</p> <p>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。</p>
2023	230 亿元，智能座舱约 150 亿元，智能驾驶约 80 亿元	<p>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；</p> <p>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；</p> <p>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；</p> <p>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；</p> <p>智能驾驶域控制器新获得理想汽车、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。</p>

资料来源：公司公告，国联证券研究所

智能驾驶绑定英伟达，Tier1 中竞争优势明显。目前英伟达在全球的 Tier1 合作伙伴包括博世、大陆、德赛西威、采埃孚、广达、伟创力和法雷奥。国内大力发展城市 NOA 背景下，主机厂会加速高阶智驾车型开发速度，方案上会优先选择英伟达芯片，公司作为英伟达在中国唯一的内资合作伙伴，有望凭借丰富的量产经验获取更多的项目定点。

图表18: 英伟达的 Tier1 合作伙伴

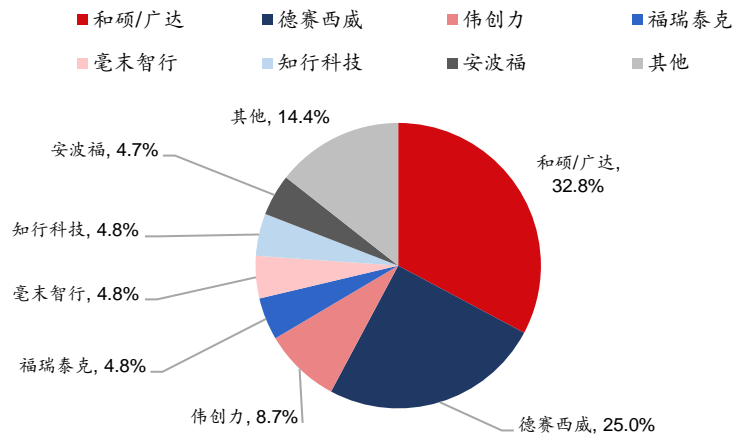


资料来源：英伟达，国联证券研究所

智能驾驶域控制器市场份额领先。下游主机厂 E/EA 逐步向域控升级，各类域控制器上量加速。公司在域控制器领域竞争力领先，根据盖世汽车数据，2023 年公司

智驾域控制器市场份额为 25%，仅次于特斯拉供应商和硕/广达。

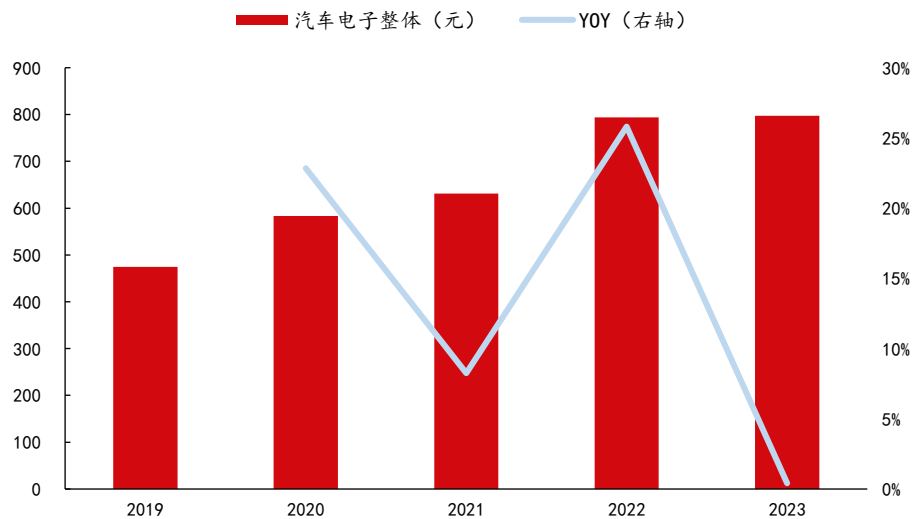
图表19：2023 年国内智驾域控制器市场格局



资料来源：盖世汽车，国联证券研究所

从价格来看，2023 年公司汽车电子产品均价为 797 元，同比增长 0.4%，2020-2023 年产品均价平均复合增速为 11%。过去三年公司产品均价稳步增长主要受益于智驾和座舱业务的大单品开始放量。

图表20：2019-2023 年德赛西威汽车电子产品均价



资料来源：公司公告，Wind，国联证券研究所

分析配套量和产品均价对于收入的贡献，2022 年公司汽车电子产品配套量为 1880.7 万个，同比增长 24%；2022 年汽车电子产品均价为 792 元，同比增长 25%，配套量和均价共同驱动 2022 年营业收入达到 149 亿元，同比增长 56%。

2023 年公司汽车产品配套增量为 867 万个，同比 2022 年增加 503 万个，但产品平均售价增速较低，我们判断原因可能包括：1) 增量产品结构中主要还是以座舱产品为主，另外存量项目有年降且高价价值的座舱域控制器出货量占比还较小。2)

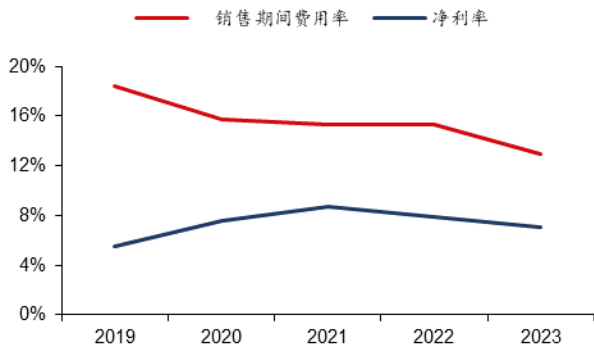
公司高算力的智驾域控制器单价在 7000-12000 元之间，产品开始放量也推动产品均价向上，对冲了产品结构及年降带来的均价下滑。

展望中长期，我们认为公司产品均价有望进一步提升，主要驱动因素：1) 座舱中大价值量的座舱域控制器出货会持续增长，另外座舱屏幕大屏化趋势也会带动公司产品平均 ASP 提升；2) 智驾产品价值量较高，但目前出货占比和营收占比还比较小，随着收入占比持续提升，公司产品均价有望提升。

2.3 期间费用持续向好增强盈利韧性

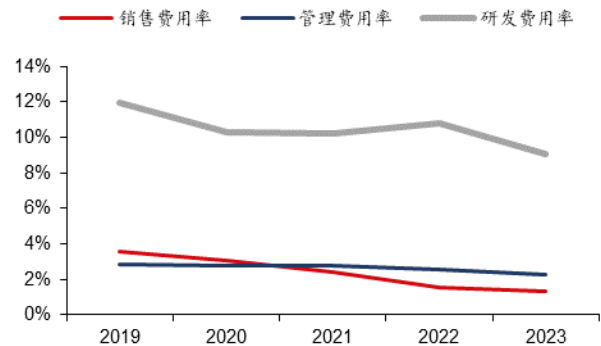
期间费用率持续向好，净利率受毛利率下滑影响较小。2023 年公司销售净利率为 7.04%，同比下降 0.81pct，下滑幅度小于毛利率，主要系公司期间费用率控制持续向好。2023 年公司期间费用率为 12.91%，同比下降 2.36pct，其中销售费用率为 1.36%，同比下降 0.22pct；管理费用率为 2.28%，同比下降 0.31pct；研发费用率为 9.05%，同比下降 1.75pct。得益于公司期间费用率持续下降，2023 年公司净利率水平下滑幅度有限，保持了较好的盈利能力。

图表21：2019-2023 年德赛西威期间费用率和净利率



资料来源：Wind，国联证券研究所

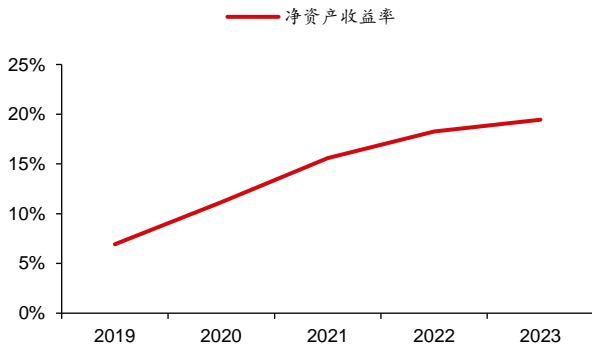
图表22：2019-2023 年德赛西威三费费用率



资料来源：Wind，国联证券研究所

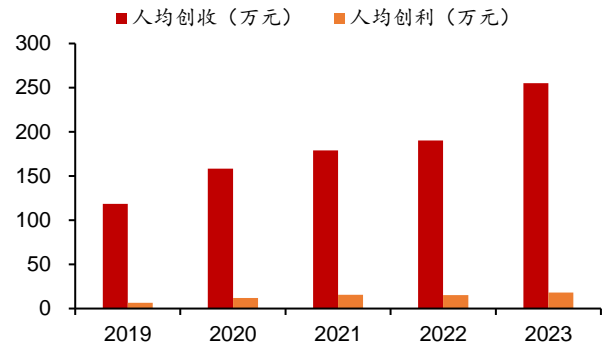
经营质量和人均效能持续提升。2023 年公司摊薄后的 ROE 为 19.45%，同比提升 1.17pct，相比 2019 年提升 12.53pct，经营质量持续提高。人均效能来看，2023 年公司人均创收 255 万元，同比增长 34%；人均创利为 18 万元，同比增长 20%，而同期公司员工人数为 8585 个，同比增长 9%。

图表23：2019-2023年德赛西威净资产收益率



资料来源：Wind，国联证券研究所

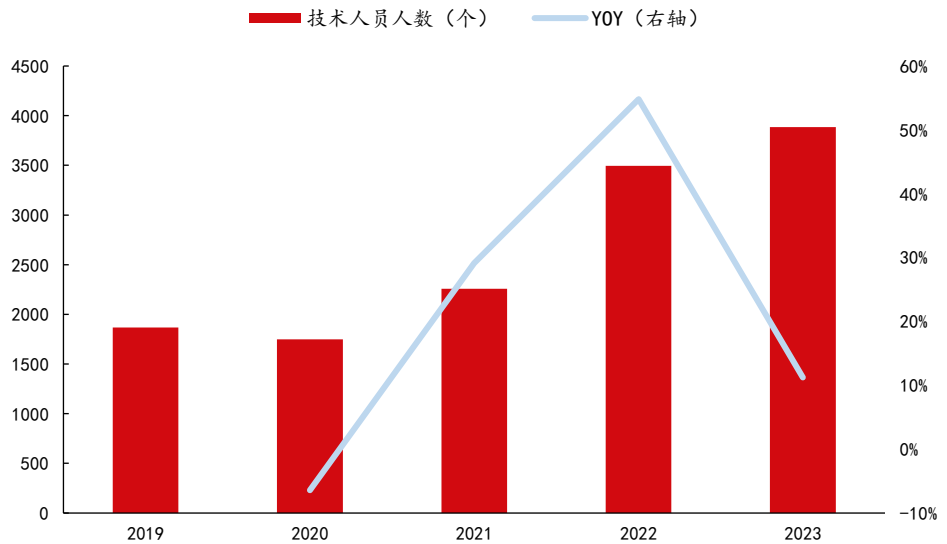
图表24：2019-2023年德赛西威人均创收和创利



资料来源：Wind，国联证券研究所

根据公司2023年年报，2023年公司生产/销售/技术人员分别为3522/162/3886人，同比分别增长7.3%/42.1%/11.2%，其中生产和技术人员的增长速度均低于人均创收和人均创利的增速。技术人员在2021和2022年增长较多，主要系智能驾驶业务还处在前期研发阶段，2023年人员扩张明显下降主要系产品已经开始放量，前期研发投入逐步体现为营收的快速增长。展望中长期，我们认为公司人均效能有望进一步提升，费用控制持续改善，利润率有望维持在较好水平。

图表25：2019-2023年德赛西威技术人员数量



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 盈利预测、估值与投资建议

3.1 盈利预测

综合公司业务布局以及行业发展情况，基于以下主要假设预测公司各业务板块

营业收入：

1) 智能座舱：各类座舱新单品渗透率逐步提升，公司凭借平台化的供应能力与规模供货优势获取更多定点；受益于自主品牌崛起，公司各类座舱电子产品市场份额逐步提升；预计 2024-2026 年座舱业务收入分别为 186/213/234 亿元，同比分别增长 18%/15%/10%。座舱业务毛利率有望回升并保持稳定，预计 2024-2026 年公司智能座舱业务毛利率分别为 20.7%/21%/21.5%；

2) 智能驾驶：L3 级智驾商业化落地加速，主机厂提升对于 L3 级智驾车型研发的意愿，带动公司 IPU04 高算力智驾域控制器放量；行泊一体域控制器渗透率快速提升，带动公司 IPU02 轻量级智驾域控制器放量；预计 2024-2026 年智驾业务收入分别为 75/112/153 亿元，同比分别增长 66%/50%/37%。产品放量后，公司智驾业务毛利率有望提升，预计 2024-2026 年公司智驾业务毛利率为 17%/18%/18%。

图表 26：德赛西威营业收入预测汇总（亿元）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能座舱业务					
营业收入（亿元）	117.55	158.02	185.94	213.01	233.69
YoY（%）	47.97%	34.42%	17.67%	14.56%	9.71%
毛利率（%）	21.34%	20.58%	20.70%	21.00%	21.50%
智能驾驶业务					
营业收入（亿元）	25.71	44.85	74.56	111.70	152.86
YoY（%）	83.07%	74.43%	66.24%	49.81%	36.84%
毛利率（%）	21.52%	16.22%	17.00%	18.00%	18.00%
智能网联及其他主营业务					
营业收入（亿元）	6.06	16.21	22.69	29.50	36.87
YoY（%）	109.91%	167.39%	40.00%	30.00%	25.00%
毛利率（%）	62.37%	30.76%	35.00%	35.00%	35.00%
合计					
营业收入（亿元）	149.33	219.08	283.19	354.21	423.42
YoY（%）	56.05%	46.71%	29.26%	25.08%	19.54%
毛利率（%）	23.03%	20.44%	20.87%	21.22%	21.41%

资料来源：Wind，国联证券研究所预测

3.2 估值与投资建议

我们选取业务相似的经纬恒润、华阳集团、科博达和中科创达作为可比公司，根据可比公司相对估值法对公司进行定价。

图表27：可比公司估值对比表

股票 代码	证券 简称	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002906.SZ	华阳集团	154.7	1.21	1.59	2.01	24	19	15
300496.SZ	中科创达	212.4	1.47	1.91	2.34	31	24	20
603786.SH	科博达	300.3	2.17	2.80	3.45	34	27	22
688326.SH	经纬恒润	70.4	0.92	2.43	3.62	64	24	16
平均值		184.5	1.44	2.18	2.86	38	23	18
002920.SZ	德赛西威	604.4	3.80	4.92	6.08	29	22	18

资料来源：Wind，国联证券研究所预测 注：股价为2024年5月13日收盘价 注：可比公司盈利预测来自Wind一致预期

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 283/354/423 亿元，同比增速分别为 29%/25%/20%，归母净利润分别为 21/27/34 亿元，同比增速分别为 36%/29%/24%，EPS 分别为 3.8/4.9/6.1 元/股，CAGR-3 为 30%。鉴于公司在手订单充沛，平台化属性逐步加强，建议持续关注。

4. 风险提示

- 1) 汽车销量不及预期风险：**公司下游客户为各大车企，公司产品销量取决于汽车销量，若汽车销量不及预期，则公司产品出货量也会相应下滑；
- 2) 原材料价格上行风险：**汽车电子零部件企业处于产业链中游，如果原材料价格上行并持续处于高位，将会压缩零部件企业的利润空间；
- 3) 新产品研发不及预期：**智能驾驶和智能座舱部分单品还处于 1-10 的渗透阶段，如果相关产品研发不及预期，则可能面临市场份额被抢占的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼