

德赛西威 (002920)

证券研究报告
2024年08月23日

座舱+智驾齐飞，出海打开增量空间

紧贴市场需求，推出差异化智能座舱方案，完善座舱产品矩阵。在座舱芯片方面，公司不仅与高通合作推出多款域控产品，同时还自研并量产了基于瑞萨 M3 芯片的第二代座舱域控平台，推出了更多差异化智能座舱方案，为客户提供更多元的产品选择。公司第三代高性能智能座舱产品继续开疆拓土，第四代座舱产品也已经获得理想汽车、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。同时，在海外业务与新产品拓展方面，信息娱乐系统、显示系统和液晶仪表等原有业务在欧洲、东南亚、日本、北美等地开拓国际市场，新产品方面，车身域控制器、HUD 业务已获得项目定点，电子后视镜产品技术解决方案也已经通过国标测试检验，并已通过工信部审核公示。

绑定英伟达开展深度合作，抢占智驾领域高地。英伟达的算力水平处于行业领先地位，德赛西威凭借其在智能驾驶领域的技术积累以及优质的客户资源，成为了英伟达在中国与深度绑定的本土自动驾驶 Tier1。从 2018 年开始，德赛西威与小鹏汽车、英伟达签订三方战略合作协议，共同开发 L3 级自动驾驶技术，实现了德赛智驾从 0 到 1 的突破。这次合作所开发出的 IPU03 域控制器搭载英伟达 Xavier 芯片，最先在小鹏上配套量产。随后又与理想汽车、英伟达合作研发出 IPU04，搭载 Orin 芯片。IPU04 单片算力已达到 254TOPS，一经问世便获得众多项目定点，包括传统自主品牌客户和造车新势力。英伟达平台所带来的强大竞争力使德赛西威受益匪浅。

快速打开海外市场，出海规模效应释放。公司多渠道开拓市场，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 年在国际市场突破白点客户 AUDI、TATA MOTORS、PACCAR，获得多家海外客户的新项目订单，涵盖欧洲、东南亚、日本和北美市场。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。在生产端，墨西哥新工厂已完成建设，满足北美等市场的产品与服务需求，欧洲建设新工厂也在筹划中。随着白点客户的突破和新项目订单的持续获取，叠加产能出海，出海业务有望成为公司重要的收入增长点。

盈利预测与投资建议：在汽车智能化高景气度的驱动下，公司作为国内域控制器厂商龙头，有望进一步受益。同时，随着公司在海外工厂建设进度的完善，有望进一步提升公司海外业绩收入，与国内市场齐头并进。预计 24-26 年公司实现收入 285.70/359.81/442.80 亿元，实现归母净利润 20.62/27.18/34.72 亿元，EPS 分别为 3.71/4.90/6.26 元/股，给予公司 24 年 PE 35X，对应目标价 129.85 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游客户销量不及预期；海外市场推进不及预期；产品落地不及预期；汇率波动风险

投资评级

行业	计算机/软件开发
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	89.07 元
目标价格	129.85 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	555.01
流通 A 股股本(百万股)	551.51
A 股总市值(百万元)	49,434.39
流通 A 股市值(百万元)	49,123.23
每股净资产(元)	15.07
资产负债率(%)	50.79
一年内最高/最低(元)	154.00/76.44

作者

邵将	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523110005	
shaojiang@tfzq.com	
缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

3 《德赛西威-公司点评:市场对中长期成长性认识不足，上调目标价至 50 元》
2018-01-24

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14,932.91	21,908.00	28,570.11	35,980.88	44,280.15
增长率(%)	56.05	46.71	30.41	25.94	23.07
EBITDA(百万元)	3,244.78	4,313.66	2,966.93	3,583.73	4,418.36
归属母公司净利润(百万元)	1,183.85	1,546.74	2,061.80	2,717.56	3,472.30
增长率(%)	42.13	30.65	33.30	31.81	27.77
EPS(元/股)	2.13	2.79	3.71	4.90	6.26
市盈率(P/E)	41.76	31.96	23.98	18.19	14.24
市净率(P/B)	7.63	6.22	5.30	4.38	3.59
市销率(P/S)	3.31	2.26	1.73	1.37	1.12
EV/EBITDA	17.65	16.32	15.69	13.04	10.07

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 德赛西威：国内域控制器领导厂商.....	3
1.1. 发展历程：以座舱起家，成长为座舱+智驾双域龙头.....	3
1.2. 股权结构：架构稳定，控股股东为地方国有控股.....	3
1.3. 客户结构：拥有众多头部优质客户.....	4
1.4. 财务分析：收入高速增长，利润保持稳定.....	5
2. 政策持续催化，智能化渗透率不断提升.....	6
2.1. 智能化竞速赛加剧，产品需求旺盛.....	6
2.2. 芯片格局逐渐收敛，域控格局随之显现.....	8
3. 构建域控平台壁垒，座舱+智驾齐飞.....	9
3.1. 智能座舱：多样化布局，产品矩阵完善.....	9
3.2. 智能驾驶：背靠英伟达卡位智驾赛道.....	10
3.3. 全球化布局，出海表现亮眼.....	11
4. 盈利预测与投资建议.....	11
5. 风险提示.....	12

图表目录

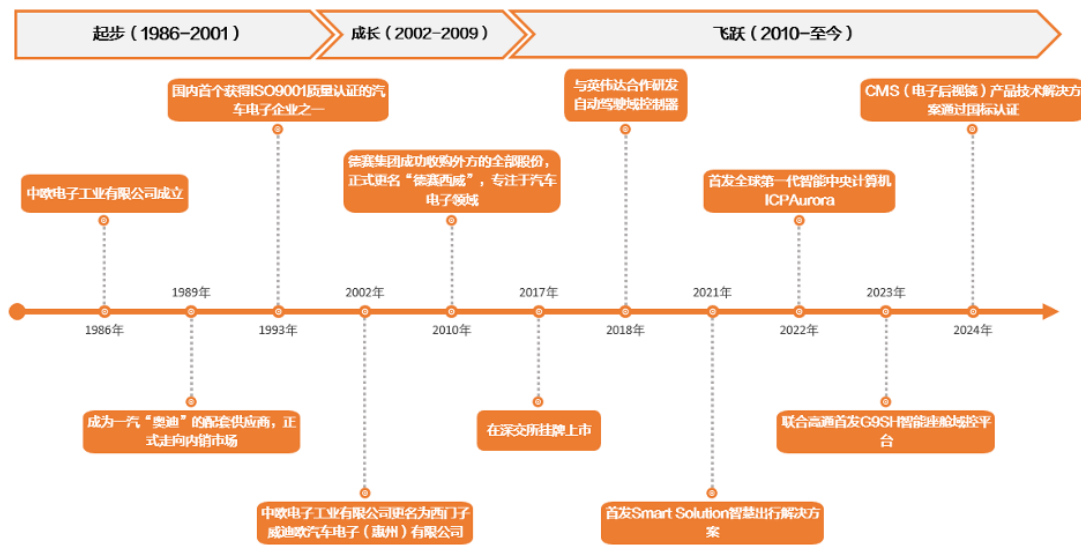
图 1：公司发展历程.....	3
图 2：公司股权架构图.....	4
图 3：2023 年公司主要客户情况.....	5
图 4：公司营收情况.....	5
图 5：公司业务构成情况.....	5
图 6：公司毛利率情况.....	6
图 7：公司费用率情况.....	6
图 8：公司归母净利润情况.....	6
图 9：2022-2023 年 L2 及以上自动驾驶渗透率情况.....	8
图 10：2019-2024 年中国自动驾驶市场规模趋势预测.....	8
图 11：2023 年座舱域控芯片市场份额.....	8
图 12：智驾域控芯片份额.....	9
图 13：公司智能座舱产品情况.....	10
图 14：公司智能驾驶产品情况.....	10
图 15：公司 2020-2023 年海外营收情况/亿元.....	11
表 1：智能汽车相关政策.....	7
表 2：公司盈利预测/亿元.....	12
表 3：可比公司估值表.....	12

1. 德赛西威：国内域控制器领导厂商

1.1. 发展历程：以座舱起家，成长为座舱+智驾双域龙头

以汽车座舱音响起家，近四十年全方位深厚积累，成长为智能汽车行业领导厂商。1986年，德赛西威的前身中欧电子工业有限公司诞生，以汽车音响起家，随后进入一汽奥迪供应链，正式开始走向内销市场；2010年，德赛集团成功收购外方的全部股份，正式更名“德赛西威”，专注于汽车电子领域。同时，公司基于车载信息娱乐系统市场积累的优势，不断向智能座舱、智能驾驶和车联网领域探索。目前，公司与英伟达合作研发的自动驾驶域控制器已经量产落地，且在市场环境波动、竞争加剧的多重压力下，营业收入连续多年保持强劲增长，占据汽车智能化一席之地。

图 1：公司发展历程

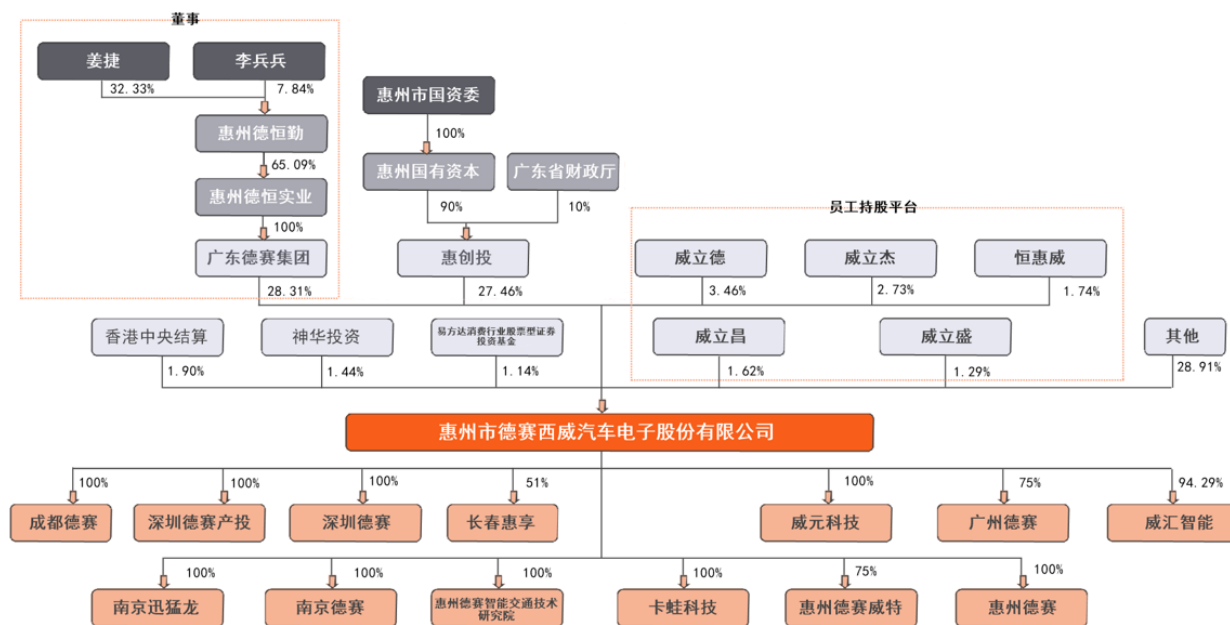


资料来源：德赛西威官网、天风证券研究所

1.2. 股权结构：架构稳定，控股股东为地方国有控股

控股股东为地方国有控股，股权结构长期稳定。惠州市创新投资有限公司持有 27.46% 的股份，广东德赛集团有限公司持股比例为 28.31%，前十大股东累计持股比例达到 71.09%。同时，公司在 6 月召开第四届董事会第一次会议，完成了公司董事会换届选举及新一届高管团队的聘任，高大鹏先生出任德赛西威董事长兼总裁，徐建先生出任德赛西威首席执行官（CEO），也将继续坚定公司战略，进行智能化赛道布局。

图 2：公司股权架构图



资料来源：iFind、天风证券研究所

1.3. 客户结构：拥有众多头部优质客户

公司客户基础深厚，拥有国内外自主、合资、外资品牌等头部主机厂。公司原有客户基础庞大，涵盖了理想汽车、小鹏等一众新势力客户，也包括奇瑞汽车、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、上汽通用等传统主机厂客户。具体地，

1) **国内市场：**由于智能驾驶参与者众多，激烈的竞争促进技术迭代加速，公司推进“老客户，新产品”策略，增加在核心客户的产品供货品类，智能驾驶以 IPU03、IPU04 这类高端智驾产品为主，其中 IPU03 为公司与小鹏汽车签订协议共同研发，最先在小鹏上配套量产，IPU04 则是与理想汽车展开战略合作，已量产配套理想汽车、路特斯、广汽埃安、极氪汽车等多家车企，2023 年新获得理想汽车、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。

2) **国外市场：**公司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 年突破包括 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。同时，传感器和 T-Box 产品也突破主流日系合资品牌，获得新项目定点。

图 3：2023 年公司主要客户情况

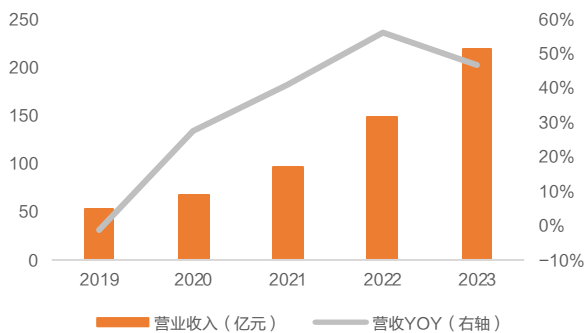


资料来源：德赛西威 2023 年年报、惠州发布公众号、天风证券研究所

1.4. 财务分析：收入高速增长，利润保持稳定

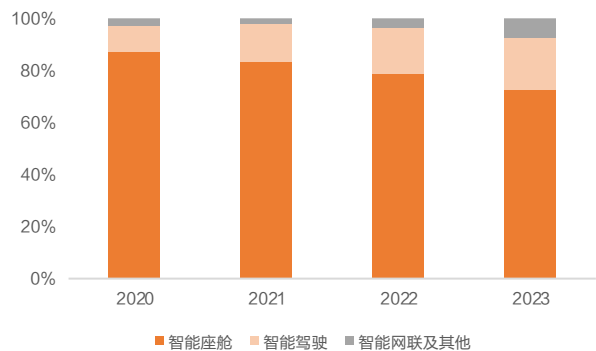
营业收入保持高速增长，智能驾驶业务不断扩大。2023 年，公司营业收入突破 200 亿元，达到 219.08 亿元，同比增长 46.71%，2020-2023 年复合增长率 47.70%。分业务看：1) 智能座舱：保持快速增长，2023 年实现营业收入 158.02 亿元，同比增长 34.42%，公司紧贴市场需求，推出更多差异化智能座舱方案，第三代高性能智能座舱产品成为增长的主要动力，第四代座舱产品已获得新项目定点，并已陆续量产供货。2) 智能驾驶：保持高速增长，2023 年实现营业收入 44.85 亿元，同比增长 74.43%，新项目订单年化销售额突破 80 亿元，智能驾驶域控制器产品已连续多年保持行业领先，产品矩阵更加均衡完善，全面适配各种差异化市场需求。3) 网联服务及其他：2023 年实现营业收入 16.21 亿元，同比增长 167.39%。突破理想汽车等白点客户，并继续获得上汽通用五菱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、网络安全、OTA 等，与智能座舱和智能驾驶深度融合，持续提升用户体验。

图 4：公司营收情况



资料来源：德赛西威年报、天风证券研究所

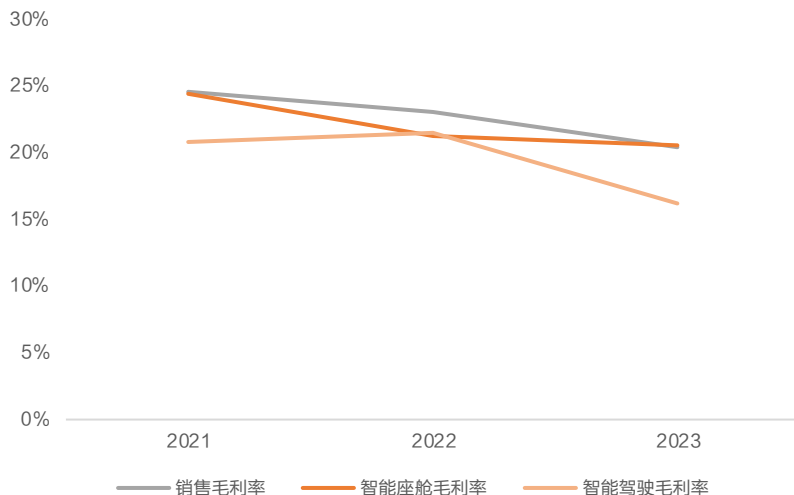
图 5：公司业务构成情况



资料来源：德赛西威年报、天风证券研究所

低毛利率智驾业务占比提升，毛利率短期承压。2023 年公司汽车电子产品出货量为 2747.8 万套，同比增长 46%，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。

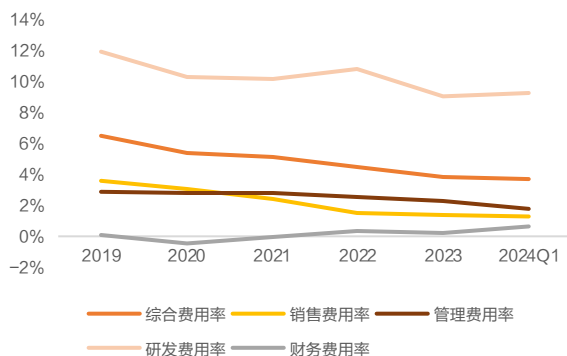
图 6：公司毛利率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

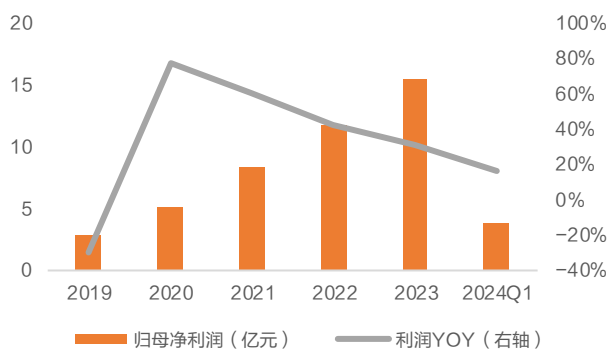
规模化优势显现，费用端保持稳定。2024 年一季度公司归母净利率为 6.8%，同比下降 1.8pct，费用端彰显规模效应，2024Q1 公司期间费用率（销售+管理+财务）为 3.7%，同比下降 0.15pct，其中销售、管理、研发费用率同比下降彰显规模效应。

图 7：公司费用率情况



资料来源：德赛西威年报、天风证券研究所

图 8：公司归母净利润情况



资料来源：德赛西威年报、天风证券研究所

2. 政策持续催化，智能化渗透率不断提升

2.1. 智能化竞速赛加剧，产品需求旺盛

政策不断完善，行业需求旺盛。2020 年以来，我国在新能源汽车、自动驾驶领域的政策力度不断强化。2020 年，国家智能网联汽车创新中心首席科学家李克强发布《智能网联汽车技术路线图 2.0》，明确目标搭载 L2+和 L3 自动驾驶功能的新车销量要在 2025 年、2030 年分别达到 50%、70%以上。2023 年 11 月，四部委联合发布《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》，对具备量产条件的 L3、L4 智能汽车，开展准入试点，这将加速 L3 级以上的智驾商业化进程。2024 年，智能网联汽车产业被列入发展新质生产力的重点。1 月，工信部等五部门发布《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》，提出开展交通信号机和交通标志标识等联网改造，实现联网率 90%以上。试点运行车辆 100%安装 C-V2X 车载终端和车辆数字身份证书载体；鼓励对城市公交车、

公务车、出租车等公共领域存量车进行 C-V2X 车载终端搭载改造，新车车载终端搭载率达 50%；选取部分公交线路（含 BRT），实现全线交通设施联网识别和自动驾驶模式运行。此外，随着国内“车路云一体化”布局不断推进，多地积极申报智能网联汽车“车路云一体化”应用试点，促进构建车路协同，能够为自动驾驶车辆提供高能力的智能道路支撑，将加快自动驾驶的商业落地。在多项政策利好之下，智能驾驶已经迎来发展良机。

表 1：智能汽车相关政策

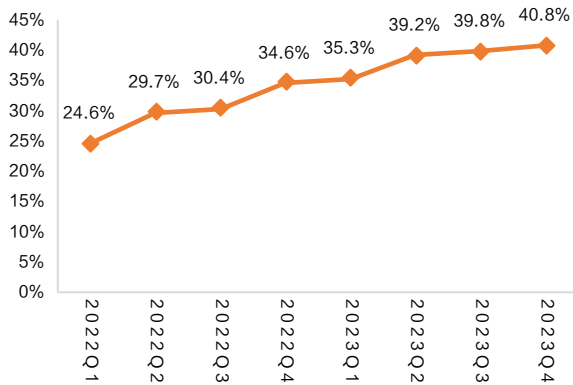
时间	发布单位	政策名称	内容
2021 年 9 月	工信部	《关于加强车联网网络安全和数据安全工作的通知》	智能网联汽车生产企业要加强整车网络安全架构设计。加强车内系统通信安全保障，强化安全认证、分隔隔离、访问控制等措施，防范伪装、重放、注入、拒绝服务等攻击。加强车载信息交互系统、汽车网关、电子控制单元等关键设备和部件安全防护和安全检测。加强诊断接口(OBD)、通用串行总线(USB)端口、充电端口等的访问和权限管理。
2021 年 11 月	国务院	《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》	到 2025 年，高级自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用;力争到 2035 年，高级自动驾驶汽车能够实现规模化应用。
2022 年 3 月	交通运输部、科技部	《交通领域科技创新中长期发展规划纲要（2021-2035 年）》	加快新一代信息技术在交通运输公共服务、交通运输监测预警、综合应急指挥和监管、交通运输舆情主动响应、驾驶培训等领域应用促进道路自动驾驶技术研发与应用，突破融合感知、车路信息交互、高精度时空服务、智能计算平台、感知一决策一控制功能在线进化等技术，推动自动驾驶、辅助驾驶在道路货运、城市配送、城市公交的推广应用。
2023 年 11 月	工信部、公安部等部门	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》	通过开展试点工作，引导智能网联汽车生产企业和使用主体加强能力建设，在保障安全的前提下，促进智能网联汽车产品的功能、性能提升和产业生态的迭代优化，推动智能网联汽车产业高质量发展。基于试点实证积累管理经验，支撑相关法律法规、技术标准制修订，加快健全完善智能网联汽车生产准入管理和道路交通安全管理体系。
2023 年 12 月	交通运输部	《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》	规范了 L3+级别的自动驾驶在运输服务领域的应用，在经营者、人员配备、运输车辆、安全方面等提出了明确要求。
2024 年 1 月	工信部等五部门	《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》	开展交通信号机和交通标志标识等联网改造，实现联网率 90%以上。试点运行车辆 100%安装 C-V2X 车载终端和车辆数字身份证书载体；鼓励对城市公交车、公务车、出租车等公共领域存量车进行 C-V2X 车载终端搭载改造，新车车载终端搭载率达 50%；选取部分公交线路（含 BRT），实现全线交通设施联网识别和自动驾驶模式运行。

资料来源：车东西公众号、工信部、国务院、交通运输部等、天风证券研究所

ADAS 渗透率高歌猛进，智能驾驶势不可挡。随着智能化时代的开启，高级驾驶辅助系统

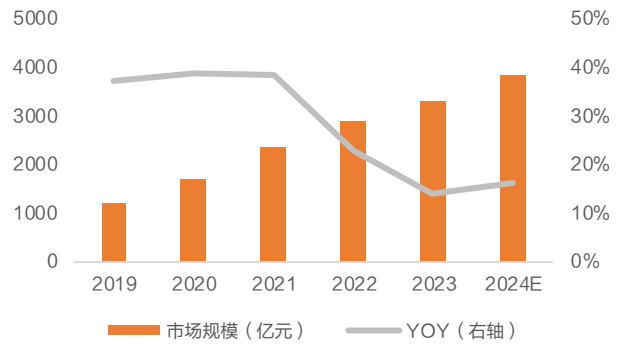
(ADAS) 的渗透率正快速提升。2023 年 L2 等级的渗透率比 2022 年整体上高出 9.4%，智能驾驶的发展已经成为必然趋势，各厂商也纷纷加速发展智驾以抢占先机。目前，我国乘用车市场已经迎来 L2 及 L2+ 规模化普及、L3/L4 级小规模落地的关键节点，包括小鹏、蔚来、理想、华为等主机厂已经进入了城市 NOA 的规模化竞赛周期。我国自动驾驶市场规模由 2018 年的 893 亿元增至 2023 年的 3301 亿元，据中商产业研究院预测，2024 年我国自动驾驶市场规模将达 3832 亿元。目前 L3 级正在加速推进，部分 L2+ 车型已经配备 L3 相关功能，高级别智驾的发展将带来智驾产品需求的跃升。

图 9：2022-2023 年 L2 及以上自动驾驶渗透率情况



资料来源：盖世汽车社区公众号、天风证券研究所

图 10：2019-2024 年中国自动驾驶市场规模趋势预测

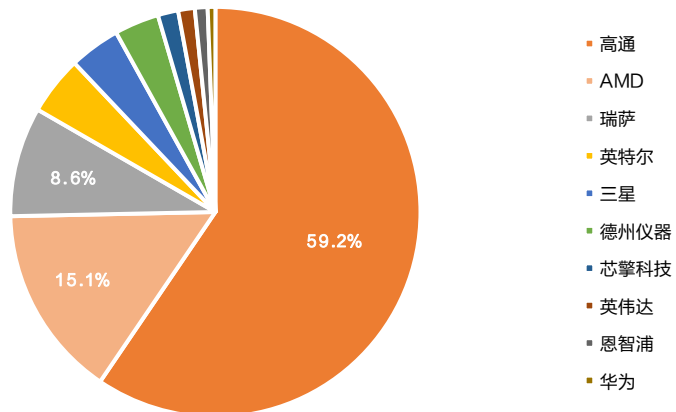


资料来源：中商产业研究院公众号、天风证券研究所

2.2. 芯片格局逐渐收敛，域控格局随之显现

主控芯片为域控制器核心，智能座舱中高通拔得头筹。在域控制器时代，高性能、高集成度的异构 SoC 芯片作为域的主控处理器，将成为域控制器的计算与控制的核心芯片。对算力的需求提升一直是域控制器核心芯片发展的主要推动力，具备低延时、高算力、完善的生态的座舱芯片是主机厂考虑的关键。目前，高通凭借高算力、成熟座舱生态等优势斩获座舱域控芯片第一。其中，搭载高通最新车载骁龙 8295P 的车型有：新一代奔驰 E 级、蔚来 ET5、新零跑 C11、智己 L6、银河 E8、极氪 007 等 28 款车型。

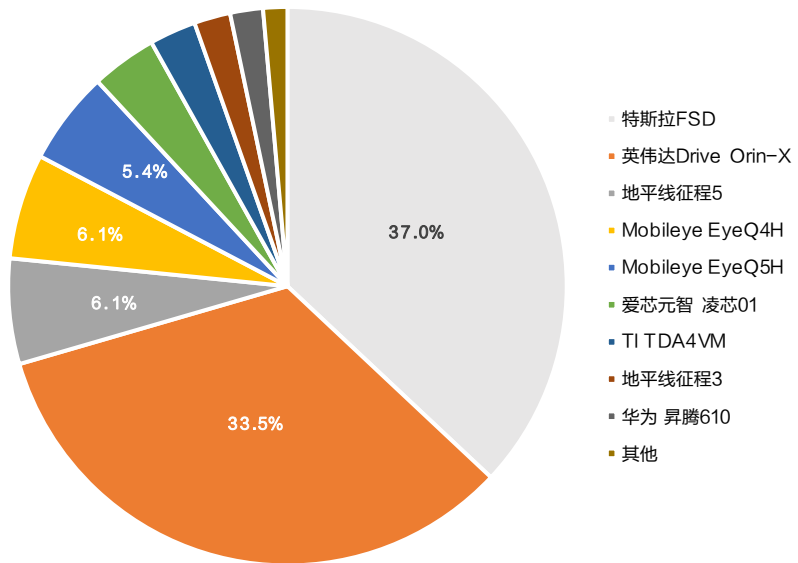
图 11：2023 年座舱域控芯片市场份额



资料来源：盖世汽车社区公众号、天风证券研究所

凭借成熟的软件生态链，以及高算力、低延时、高安全性等性能，英伟达成为智驾芯片最优解。智驾 SoC 芯片可大致分为三种类型：低算力 SoC 芯片（2.5-20TOPS）、中算力 SoC 芯片（20-80TOPS）和高算力 SoC 芯片（>=100TOPS）。英伟达的 Xavier、Orin 以及下一代芯片 Thor 基本可以覆盖中算力和高算力 SoC 芯片市场。2023 年中国市场智驾域控芯片装机量排名中，英伟达的 Orin-X 芯片以 109.5 万颗的出货量占据了 33.5% 的市场份额，仅次于排名第一的特斯拉 FSD 芯片。英伟达平台成熟的软件生态链，以及中高算力优势带来其市场份额的提升，从而为与英伟达合作的 Tier1 厂商带来更多智驾机遇。

图 12：智驾域控芯片份额



资料来源：盖世汽车社区公众号、天风证券研究所

3. 构建域控平台壁垒，座舱+智驾齐飞

汽车智能化、网联化渗透普及，域控制器应运而生。汽车电子电气零部件占汽车的比重逐渐提高，高级驾驶辅助系统、车载多媒体娱乐系统等逐渐成为消费者购车决策的考虑因素之一。因此，复杂的功能配置仅依靠传统的分布式电子电气架构无法实现智能化功能，汽车电子电气架构向域集成发展，域控制器平台应运而生，是软件与硬件的有机结合，域控制器 Tier1 厂商既需要深刻理解主控芯片，又需要具备较强的软件能力。基于此，德赛凭借自身软硬件实力占据座舱和智驾两大市场。

3.1. 智能座舱：多样化布局，产品矩阵完善

紧贴市场需求，推出差异化智能座舱方案，完善座舱产品矩阵。在座舱芯片方面，公司不仅与高通合作推出多款域控产品，同时还自研并量产了基于瑞萨 M3 芯片的第二代座舱域控平台，推出了更多差异化智能座舱方案，为客户提供更多元的产品选择。公司第三代高性能智能座舱产品继续开疆拓土，第四代座舱产品也已经获得理想汽车、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。同时，在海外业务与新产品拓展方面，信息娱乐系统、显示系统和液晶仪表等原有业务在欧洲、东南亚、日本、北美等地开拓国际市场，新产品方面，车身域控制器、HUD 业务已获得项目定点，电子后视镜产品技术解决方案也已经通过国标测试检验，并通过工信部审核公示。

图 13：公司智能座舱产品情况



资料来源：德赛西威 2023 年年报、天风证券研究所

3.2. 智能驾驶：背靠英伟达卡位智驾赛道

绑定英伟达开展深度合作，抢占智驾领域高地。英伟达的算力水平处于行业领先地位，德赛西威凭借其在智能驾驶领域的技术积累以及优质的客户资源，成为了英伟达在中国区域深度绑定的本土自动驾驶 Tier1。从 2018 年开始，德赛西威与小鹏汽车、英伟达签订三方战略合作协议，共同开发 L3 级自动驾驶技术，实现了德赛智驾从 0 到 1 的突破。其中，公司 IPU03 域控制器搭载英伟达 Xavier 芯片，在小鹏 P7 上配套量产。随后又与理想汽车、英伟达合作研发出 IPU04，搭载 Orin 芯片。IPU04 单片算力已达到 254TOPS，一经问世便获得众多项目定点，包括传统自主品牌客户和造车新势力。英伟达平台所带来的强大竞争力使德赛西威受益匪浅。

域控覆盖 ADAS 到 L2+智驾，形成较强的产品力。德赛西威与英伟达开展深度合作，并成为英伟达在中国支持的第一家本土自动驾驶 Tier1。针对不同的智能驾驶级别，德赛共规划了四代 IPU 域控制器平台：1) IPU01，基于功能安全、将环视和融合泊车统一；2) IPU02，支持低速代客泊车，触发变道和 NOP/NGP；3) IPU03，基于英伟达 Xavier 平台，能提供 30TOPS 算力；4) IPU04，基于英伟达 Orin 平台，覆盖 110TOPS 到 1016TOPS。其余硬件设备还包括毫米波雷达、T-BOX、V2X 等；算法侧包括 360 环视、泊车辅助 APA 等。

图 14：公司智能驾驶产品情况

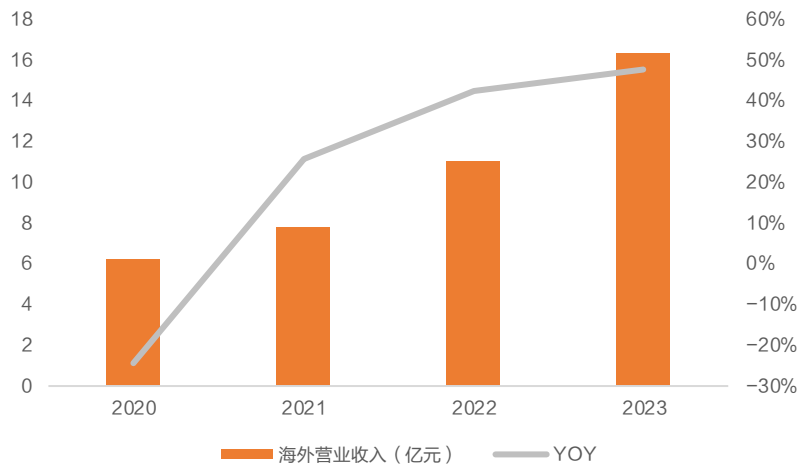


资料来源：德赛西威 2023 年年报、天风证券研究所

3.3. 全球化布局，出海表现亮眼

海外市场逐步突破，出海规模效应释放。公司多渠道开拓市场，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 年在国际市场突破白点客户 AUDI、TATA MOTORS、PACCAR，获得多家海外客户的新项目订单，涵盖欧洲、东南亚、日本和北美市场。2023 年公司海外业务营收达 16.4 亿元，同比增长 48.1%，主要系海外出货量增长。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，规模放量后有利于毛利率改善。在生产端，墨西哥新工厂已完成建设，满足北美等市场的产品与服务需求，欧洲建设新工厂也在筹划中。随着新客户的不断突破和新项目订单的持续获取，叠加产能出海，出海业务有望成为公司重要的收入增长点。

图 15：公司 2020-2023 年海外营收情况/亿元



资料来源：德赛西威年报、天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

在汽车智能化高景气度的驱动下，公司作为国内域控制器厂商龙头，有望进一步受益。同时，随着公司在海外工厂建设进度的完善，有望进一步提升公司海外业绩收入，与国内市场齐头并进。我们预计 2024-2026 年公司预计实现收入 285.70/359.81/442.80 亿元，同比增长 30.41%/25.94%/23.07%，毛利率为 21.04%、20.29%、20.17%。分业务来看，1) 智能座舱：2024-2026 年实现收入 205.42/254.72 /305.67 亿元，同比增长 30.00%/24.00%/20.00%，毛利率为 21.00%/20.00%/20.00%；2) 智能驾驶：2024-2026 年实现收入 59.21/78.75/105.52 亿元，同比增长 32.00%/33.00%/34.00%，毛利率为 18.00%/18.00%/18.00%；3) 网联服务及其他：2024-2026 年实现收入 21.07/26.34/31.61 亿元，同比增速为 30.00%/25.00%/20.00%，毛利率为 30.00%/30.00%/29.00%。

表 2：公司盈利预测/亿元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
智能座舱					
收入	117.55	158.02	205.42	254.72	305.67
增速	47.97%	34.42%	30.00%	24.00%	20.00%
毛利率	21.34%	20.58%	21.00%	20.00%	20.00%
智能驾驶					
收入	25.71	44.85	59.21	78.75	105.52
增速	83.07%	74.43%	32.00%	33.00%	34.00%
毛利率	21.52%	16.22%	18.00%	18.00%	18.00%
网联服务及其他					
收入	6.06	16.21	21.07	26.34	31.61
增速	174.94%	167.39%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	62.21%	30.75%	30.00%	30.00%	29.00%
合计					
收入	149.33	219.08	285.70	359.81	442.80
增速	56.05%	46.71%	30.41%	25.94%	23.07%
毛利率	23.03%	20.44%	21.04%	20.29%	20.17%

资料来源：Wind、天风证券研究所

根据公司所处行业，我们选择科博达（灯控、底盘域控等）、华阳集团（智能座舱、智能驾驶、精密压铸）、均胜电子（汽车安全、汽车电子）、光庭信息（汽车软硬件）四家作为可比公司，2024 年行业可比平均估值 PE 为 32.26 倍。公司得益于行业的高景气度发展，并借助优质客户迅速扩大营收规模，同时出海业务稳步推进，具备较强的成长空间，给予公司 24 年 PE 35X，对应目标价 129.85 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

证券代码	公司简称	市值/亿元	股价	EPS		PE	
				2024E	2025E	2024E	2025E
603786.SH	科博达	186.16	46.09	2.15	2.79	21.40	16.53
002906.SZ	华阳集团	123.97	23.63	1.23	1.62	19.23	14.55
600699.SH	均胜电子	197.08	13.99	1.03	1.34	13.59	10.45
301221.SZ	光庭信息	30.18	32.58	0.46	0.57	70.81	57.19
	平均值	134.35	29.07	1.22	1.58	31.26	24.68
002920.SZ	德赛西威	523.37	94.30	3.71	4.90	19.26	15.07

资料来源：Wind、天风证券研究所（注：可比公司盈利预测数据采用 wind 一致预期；收盘价数据截至 2024 年 8 月 21 日）

5. 风险提示

- 1) 下游客户销量不及预期：由于公司所处行业环境与下游主机厂销量强相关，若下游主机厂销量不及预期，对公司收入将会造成影响；
- 2) 海外市场推进不及预期：公司部分海外客户智能化节奏放缓，预期节奏有可能受到相关影响延期落地；
- 3) 产品落地不及预期：公司后续新产品的落地节奏有可能受到中美贸易竞争加剧的影响，导致域控相关产品落地不及预期；
- 4) 汇率波动风险：汇率的不稳定可能会导致企业在国际贸易中的成本和收益出现波动，影响利润和财务状况。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,114.54	1,275.61	2,753.52	2,878.47	6,181.47	营业收入	14,932.91	21,908.00	28,570.11	35,980.88	44,280.15
应收票据及应收账款	4,562.47	7,181.97	5,674.93	11,915.80	9,760.43	营业成本	11,493.21	17,429.28	22,558.39	28,532.84	35,379.84
预付账款	32.78	32.87	59.92	62.51	83.93	营业税金及附加	58.14	62.92	111.42	104.34	132.84
存货	3,416.15	3,259.94	5,217.97	6,678.38	7,916.38	销售费用	235.03	297.32	428.55	431.77	487.08
其他	1,091.77	1,924.77	1,504.46	1,432.51	1,558.72	管理费用	387.25	499.79	685.68	719.62	885.60
流动资产合计	10,217.72	13,675.16	15,210.80	22,967.67	25,500.94	研发费用	1,612.54	1,982.33	2,714.16	3,058.37	3,630.97
长期股权投资	284.86	351.86	384.12	433.75	474.69	财务费用	45.39	48.61	43.48	41.52	50.71
固定资产	1,516.14	2,099.73	2,160.68	2,267.33	2,314.49	资产/信用减值损失	(227.40)	(457.69)	(218.80)	(194.20)	(274.52)
在建工程	265.49	166.54	233.36	217.29	242.67	公允价值变动收益	64.08	44.46	262.76	(179.33)	31.97
无形资产	312.05	397.80	291.91	195.90	177.25	投资净收益	(32.53)	(23.30)	(23.58)	(19.25)	(24.67)
其他	1,159.84	1,323.00	860.63	879.43	883.72	其他	138.80	487.55	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	3,538.38	4,338.93	3,930.70	3,993.70	4,092.82	营业利润	1,158.40	1,536.73	2,048.80	2,699.63	3,445.88
资产总计	13,756.10	18,014.09	19,141.50	26,961.37	29,593.75	营业外收入	3.79	5.27	5.58	6.01	5.16
短期借款	399.17	201.29	300.23	250.76	275.50	营业外支出	4.80	3.82	4.91	4.31	4.46
应付票据及应付账款	4,345.20	6,808.15	6,242.63	11,645.66	10,181.11	利润总额	1,157.39	1,538.18	2,049.46	2,701.33	3,446.58
其他	1,080.47	1,368.28	2,120.48	2,380.75	2,831.31	所得税	(13.98)	(3.39)	(4.52)	(5.40)	(6.89)
流动负债合计	5,824.84	8,377.72	8,663.33	14,277.17	13,287.92	净利润	1,171.37	1,541.57	2,053.98	2,706.73	3,453.47
长期借款	574.25	770.67	617.89	851.08	1,990.91	少数股东损益	(12.48)	(5.16)	(7.81)	(10.83)	(18.83)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,183.85	1,546.74	2,061.80	2,717.56	3,472.30
其他	488.11	460.60	435.39	457.83	460.48	每股收益(元)	2.13	2.79	3.71	4.90	6.26
非流动负债合计	1,062.37	1,231.27	1,053.28	1,308.91	2,451.39						
负债合计	7,213.33	9,953.95	9,716.62	15,586.08	15,739.31	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	65.99	107.85	102.34	94.64	81.18	成长能力					
股本	555.27	555.02	555.01	555.01	555.01	营业收入	56.05%	46.71%	30.41%	25.94%	23.07%
资本公积	2,486.21	2,624.04	2,624.04	2,624.04	2,624.04	营业利润	35.22%	32.66%	33.32%	31.77%	27.64%
留存收益	3,560.80	4,803.15	6,257.85	8,191.54	10,672.28	归属于母公司净利润	42.13%	30.65%	33.30%	31.81%	27.77%
其他	(125.51)	(29.93)	(114.36)	(89.93)	(78.08)	获利能力					
股东权益合计	6,542.77	8,060.14	9,424.88	11,375.29	13,854.44	毛利率	23.03%	20.44%	21.04%	20.70%	20.10%
负债和股东权益总计	13,756.10	18,014.09	19,141.50	26,961.37	29,593.75	净利率	7.93%	7.06%	7.22%	7.55%	7.84%
						ROE	18.28%	19.45%	22.12%	24.09%	25.21%
						ROIC	39.28%	30.15%	32.39%	42.66%	40.90%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	52.44%	55.26%	50.76%	57.81%	53.18%
净利润	1,171.37	1,541.57	2,061.80	2,717.56	3,472.30	净负债率	-1.55%	-2.97%	-19.17%	-15.31%	-27.96%
折旧摊销	398.11	498.66	544.68	573.90	513.62	流动比率	1.66	1.57	1.76	1.61	1.92
财务费用	50.64	64.06	43.48	41.52	50.71	速动比率	1.11	1.19	1.15	1.14	1.32
投资损失	18.85	(1.12)	23.58	19.25	24.67	营运能力					
营运资金变动	(1,662.41)	(2,050.33)	487.60	(2,200.44)	(261.80)	应收账款周转率	4.14	3.73	4.44	4.09	4.09
其它	633.05	1,088.19	254.94	(190.15)	13.14	存货周转率	5.48	6.56	6.74	6.05	6.07
经营活动现金流	609.60	1,141.04	3,416.08	961.65	3,812.64	总资产周转率	1.25	1.38	1.54	1.56	1.57
资本支出	833.23	1,117.84	591.78	546.03	564.87	每股指标(元)					
长期投资	(2.49)	67.00	32.26	49.63	40.94	每股收益	2.13	2.79	3.71	4.90	6.26
其他	(1,876.79)	(1,934.67)	(1,739.81)	(824.68)	(1,261.91)	每股经营现金流	1.10	2.06	6.16	1.73	6.87
投资活动现金流	(1,046.05)	(749.83)	(1,115.78)	(229.03)	(656.10)	每股净资产	11.67	14.33	16.80	20.33	24.82
债权融资	643.73	(25.46)	(133.15)	148.64	1,120.77	估值比率					
股权融资	(101.26)	(233.04)	(689.24)	(756.32)	(974.32)	市盈率	41.76	31.96	23.98	18.19	14.24
其他	(175.68)	(14.95)	0.00	0.00	0.00	市净率	7.63	6.22	5.30	4.38	3.59
筹资活动现金流	366.79	(273.46)	(822.39)	(607.68)	146.46	EV/EBITDA	17.65	16.32	15.69	13.04	10.07
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	19.63	18.23	19.22	15.52	11.40
现金净增加额	(69.66)	117.75	1,477.91	124.95	3,303.00						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com