

德赛西威 (002920)

发展复盘和行业空间视角解析德赛西威长期竞争力

买入 (维持)

2024年11月14日

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

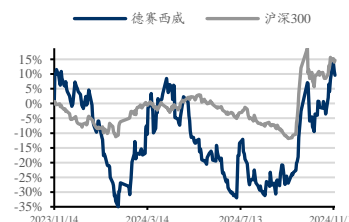
huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 孙仁昊

执业证书: S0600123090002
sunrh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	14933	21908	28511	36938	46173
同比 (%)	56.05	46.71	30.14	29.56	25.00
归母净利润 (百万元)	1185	1547	2290	3079	3963
同比 (%)	42.22	30.57	48.07	34.43	28.71
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.13	2.79	4.13	5.55	7.14
P/E (现价&最新摊薄)	63.15	48.36	32.66	24.30	18.88

股价走势



投资要点

■ 如何理解德赛的核心竞争力?

- **发展历程视角:** 德赛完整把握 SUV 时期 (2017 年前) 与电动化时期 (2020 年后) 行业红利, 从下游车企结构角度, 公司分别抓住了 2014-2017 年的 SUV 红利和 2022 年后的新能源红利; 从行业趋势角度, 公司抓住了 2017 年前后汽车座舱大屏化及 2022 年后智能驾驶行业红利。
- **管理层视角:** 德赛西威的管理层时刻保持先进性, 一方面公司实控人跟随公司发展阶段调整, 目前为无实控人状态更符合全球化战略, 另一方面新一届管理层上任, 新任管理层多为公司创始员工, 公司通过员工持股平台、股权激励等方式绑定核心员工。
- **产业链卡位视角:** 我们认为当前市场对汽车电子供应链悲观情绪有所夸大, 我们复盘变速箱发展历程, 发现行业发展初期主要为主机厂主导产业变革, 而后会下放至供应链, 我们认为汽车电子产业链也可能保持这样的发展方向, 且 E/E 架构升级及软件定义趋势下汽车电子供应链能力边界进一步拓宽, 对供应商要求进一步提高, 德赛作为行业龙头最先受益。

■ 展望汽车电子境内/境外的市场空间:

- **智能座舱 (屏幕仪表+HUD+座舱域控):** 境内/境外市场空间有望从 2024 年的 1191 亿/1810 亿提升到 2027 年的 2000 亿/2507 亿元。
- **智能驾驶域控制器:** 中低阶智能驾驶域控境内市场空间有望从 2024 年的 218 亿提升到 2027 年的 253 亿元, 境外市场空间基本维持稳定; 高阶智能驾驶域控境内/境外市场空间有望从 2024 年 193/39 亿元提升到 2027 年的 442/301 亿元。
- **舱驾一体:** 预计 2025 年为放量元年, 中长期市场空间触及百亿以上。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司作为智能驾驶零部件板块龙头标的, 我们看好公司长期成长能力, 我们维持公司 2024~2026 年营收预测为 285/369/462 亿元, 同比分别+30%/+30%/+25%; 基本维持 2024~2026 年归母净利润为 22.9/30.8/39.6 亿元, 同比分别+48%/+34%/+29%, 对应 PE 分别为 33/24/19 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 全球 AI 技术创新低于预期; 特斯拉 FSD 入华进展低于预期; 国内 L3 智能化渗透率低于预期。

市场数据

收盘价(元)	134.78
一年最低/最高价	76.44/144.50
市净率(倍)	8.35
流通 A 股市值(百万元)	74,332.88
总市值(百万元)	74,803.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.14
资产负债率(% ,LF)	53.02
总股本(百万股)	555.01
流通 A 股(百万股)	551.51

相关研究

《德赛西威(002920): 2024 年三季度报点评: 非经营科目压制不减高业绩兑现度, 业绩再超预期》

2024-11-01

《德赛西威(002920): 2024 年中报点评: 智能驾驶毛利率修复, 业绩超预期!》

2024-08-21

内容目录

1. 竞争力复盘：发展历程/管理层/产业链卡位	5
1.1. 发展历程复盘：抓住两轮大趋势乘风而起.....	5
1.2. 管理层复盘：绑定核心员工，战略保持领先性.....	9
1.3. 核心竞争力解析：看好龙头汽车电子 Tier1 长期产业地位	13
1.3.1. 为什么现在市场对 Tier1 在汽车电子产业链的竞争卡位普遍悲观？	13
1.3.2. 借鉴变速箱行业变革：从垂直一体到产业分工，Tier1 的产业地位强化.....	14
1.3.3. 应当认可龙头 Tier1 的先发优势和技术壁垒	15
2. 展望：测算汽车电子境内/境外市场空间	18
2.1. 智能座舱：多类产品渗透率触顶，关注域控制器.....	18
2.2. 智驾域控：高中低阶方案分立，格局待收敛.....	20
2.2.1. 中低阶智驾域控：群雄逐鹿，境内市场空间展望 250 亿元.....	20
2.2.2. 高阶智驾域控：头部新势力领衔，境内市场空间展望 400 亿元.....	21
2.2.3. 舱驾融合：大势所趋，潜在空间展望 300 亿元.....	24
3. 盈利预测与投资评级	27
附注：德赛西威财务状况分析	28
4. 风险提示	32

图表目录

图 1: 德赛西威前瞻布局与乘用车行业销量变化.....	5
图 2: 德赛西威股价/估值复盘	6
图 3: SUV 时代公司核心配套车型总产量 (万辆, 计算方式: 公司公告的核心配套车型产量加总)	7
图 4: 电动化/智能化时代公司智能驾驶业务核心配套车型销量/万辆	7
图 5: 乘用车行业分车型占比 (标注车型为德赛西威核心配套车型, 标红为 SUV)	7
图 6: 德赛西威合资+外资收入占比 (计算方式: 披露的前五大客户中合资/外资收入加总) ...	7
图 7: 乘用车行业分品牌类型占比 (标注车型为德赛西威核心配套车型, 标红为稳态月销破万车型)	8
图 8: 公司客户收入结构测算.....	8
图 9: 全液晶仪表装配率.....	8
图 10: 高速 NOA 渗透率 (测算)	8
图 11: 公司营收结构/亿元.....	8
图 12: 公司营收结构/亿元	8
图 13: 德赛西威发展历史.....	10
图 14: 德赛西威股权变化.....	10
图 15: 德赛西威股权结构 (截至 2024 年三季报)	11
图 16: 德赛西威财务情况/亿元	13
图 17: 智能驾驶域控制器市场格局图.....	14
图 18: 变速箱发展历程.....	14
图 19: 自动变速箱车企供应商的供应关系.....	15
图 20: 2023 年全球自动变速箱市场份额.....	15
图 21: 汽车零部件公司新产品盈利情况.....	15
图 22: 汽车零部件公司毛利率对比.....	16
图 23: 汽车零部件公司研发费用率对比.....	16
图 24: 域控制器硬件架构示例.....	16
图 25: 信号链路复杂化给硬件设计带来挑战.....	17
图 26: 热管理是 Tier1 需要解决的核心问题之一	17
图 27: E/E 架构升级带来的产业链变化.....	17
图 28: “软件定义汽车”带来的产业链变化.....	17
图 29: 德赛西威产品矩阵.....	18
图 30: 智能座舱分产品渗透率.....	19
图 31: 智能座舱域控制器渗透率.....	19
图 32: 座舱域控市场格局 (2024 1-4M)	19
图 33: 座舱域控芯片品牌商市场格局 (2024 1-4M)	19
图 34: 境内智能座舱市场空间/亿元	20
图 35: 境内外智能座舱市场空间/亿元	20
图 36: 部分自动驾驶解决方案按等级划分.....	20
图 37: 2023 年智驾域控市场格局.....	21
图 38: 中国中低阶智能驾驶域控制器市场空间/亿元	21
图 39: 海外中低阶智能驾驶域控制器市场空间/亿元	21
图 40: 中国乘用车出口销量/万辆	21

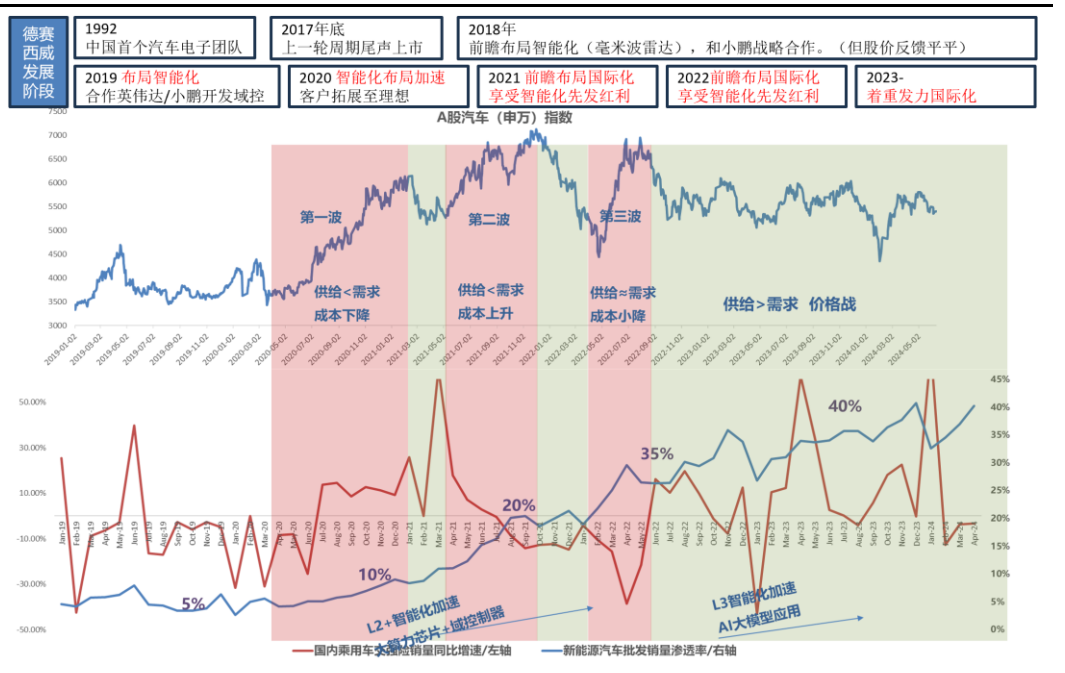
图 41:	头部新势力 L3 及以上智能驾驶渗透率	22
图 42:	中国新能源分价格带智能驾驶渗透率 (排除头部新势力: 赛力斯/小鹏/理想/蔚来) ...	22
图 43:	智能驾驶领域的“摩尔定律”	22
图 44:	智能驾驶域控制器降本的可能路径	22
图 45:	中国高阶智驾域控市场空间/亿元 (注: 头部新势力为赛力斯/理想/蔚来/小鹏)	23
图 46:	海外 tier1 智能驾驶方面进展 (部分)	24
图 47:	中国及海外 L3 及以上车型渗透率	24
图 48:	境外 L3 及以上车型渗透率	24
图 49:	舱驾一体的电子电器架构	25
图 50:	舱驾一体芯片方案 (部分)	25
图 51:	舱驾一体的优势与难点	25
图 52:	舱驾融合实现的路径	26
图 53:	博世舱驾融合 Demo	26
图 54:	德赛西威发布的舱驾融合产品 Aurora	26
图 55:	华阳集团基于 8255 芯片的舱泊一体域控制器	26
图 56:	舱驾融合 One Chip 渗透率展望	27
图 57:	舱驾融合 One Chip 市场空间展望/亿元	27
图 58:	公司营业收入及同比增速 (亿元)	29
图 59:	公司归母净利润及同比增速 (亿元)	29
图 60:	公司期间费用率	29
图 61:	公司毛利率及归母净利率	29
图 62:	固定资产净额/亿元	30
图 63:	总资产/亿元	30
图 64:	折旧摊销/亿元	30
图 65:	在建工程/亿元	30
图 66:	货币现金/亿元	31
图 67:	经营活动现金流净额/亿元	31
图 68:	投资活动现金流净额/亿元	31
图 69:	筹资活动现金流净额/亿元	31
表 1:	汽车销量排行 (标蓝为公司核心配套车型)	9
表 2:	公司的员工持股平台	11
表 3:	公司核心管理层	12
表 4:	公司 2021 年股权激励情况	12
表 5:	德赛西威业绩拆分/亿元	28
表 6:	可比公司 PE 估值 (截至 2024 年 11 月 11 日)	28
表 7:	公司上市后募投情况梳理	31

1. 竞争力复盘：发展历程/管理层/产业链卡位

1.1. 发展历程复盘：抓住两轮大趋势乘风而起

复盘乘用车销量增速和板块行情的关系，我们认为目前汽车行业处于电动化到智能化的切换期。2022 年及以前汽车指数数次行情均伴随下游销量与新能源渗透率的共振，2022 年 9 月后汽车指数震荡，该段时间下游需求的特征是汽车销量仍有周期性震荡但新能源渗透率迈过 35%后增速趋缓，我们认为下一个阶段将是智能化渗透率提升带来板块性行情。

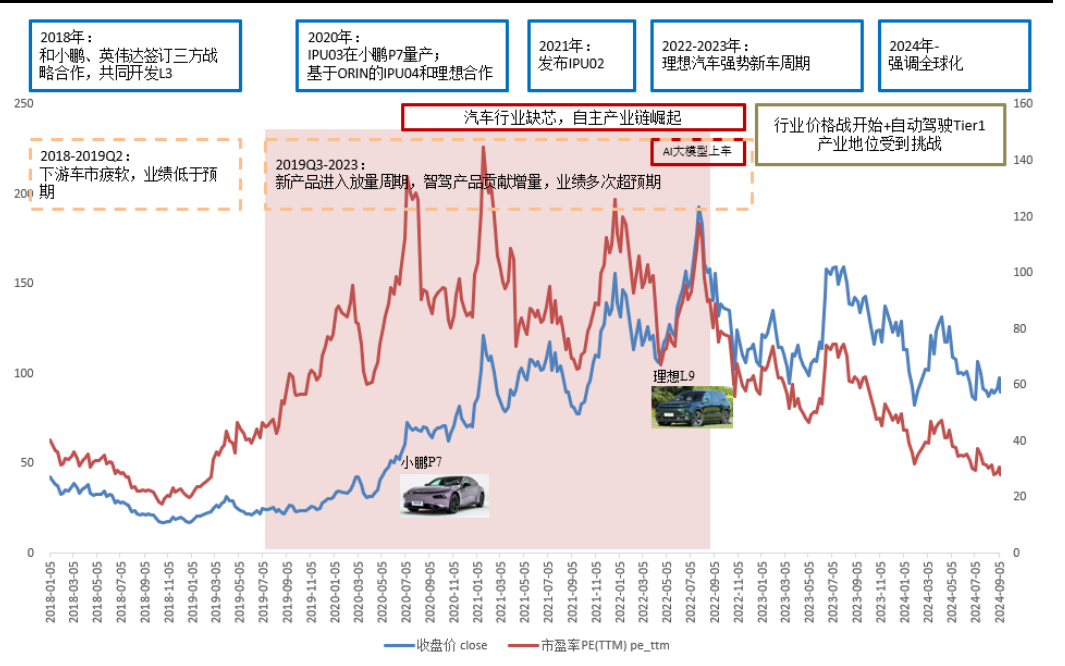
图1：德赛西威前瞻布局与乘用车行业销量变化



数据来源：公司公告，乘联会，交强险，东吴证券研究所

估值与产业趋势共振，当前处于两轮行业趋势的过渡期。复盘公司的股价与估值，2021 年前电动化行业贝塔驱动公司业绩与估值共振，受益于核心客户理想/小鹏等放量及智能化新产品量产爬坡公司估值在 2020~2022 年维持高位（估值中枢为 100x PE(TTM)）。2022 年 Q4 以来新能源渗透率提升斜率放缓，下一轮智能化/全球化的产业趋势尚在酝酿，公司股价受估值收敛影响下滑，2024 年估值中枢为 30x PE(TTM)。

图2：德赛西威股价/估值复盘



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

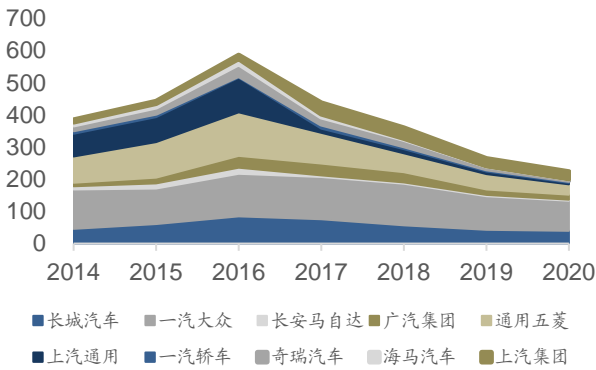
抓住时代最强贝塔，完成收入端两轮腾飞。以 2020 年为界我们将公司发展分为两个阶段：

阶段一： SUV 时代，抓住长城、大众、长安等 SUV 车型强势周期，收入规模触及 50 亿元；

阶段二： 电动化/智能化时代，抓住小鹏/理想车型强势周期，智能化产品历经多年酝酿快速放量，收入突破 200 亿元。

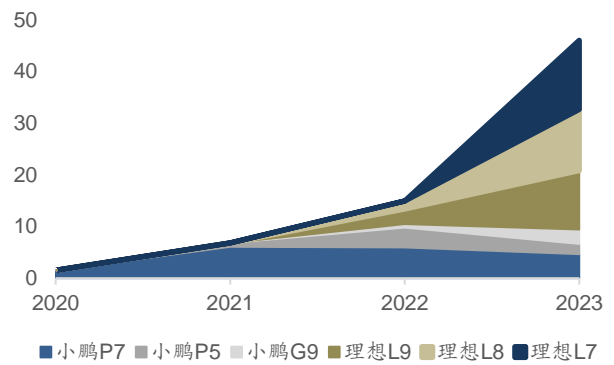
以产业规律为推演，我们认为以 2024 年为界公司将步入后智能化/全球化时代。后智能化时代的特点在于“智驾平权”，即高阶智驾配置下放至 20 万甚至以下车型，公司智能化业务可触达客户从头部新势力扩散至全部自主客户。全球化时代特点在于头部零部件企业快速出海，公司汽车电子业务可触达客户从国内（2000 万台年销量规模中枢）扩散至全球（8000 万台年销量规模中枢），公司收入体量迎来新一轮腾飞机遇。

图3: SUV时代公司核心配套车型总产量(万辆, 计算方式: 公司公告的核心配套车型产量加总)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

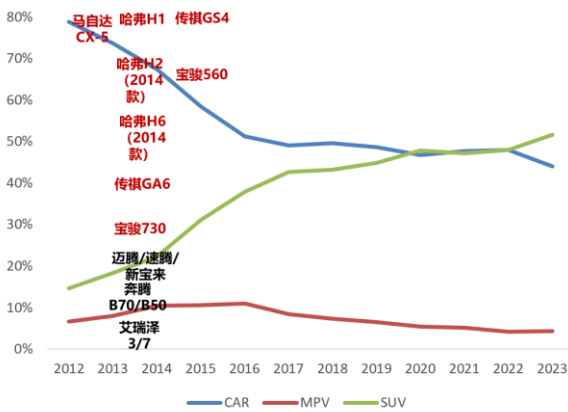
图4: 电动化/智能化时代公司智能驾驶业务核心配套车型销量/万辆



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

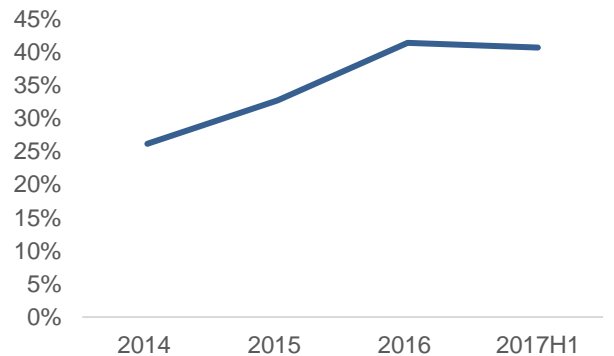
阶段一: 把握 SUV 时代红利, 收入 0->50 亿。上市前, 公司通过电子产品核心配套合资及自主的放量 SUV 车型实现收入的快速增长, 如 2016 年销量排名前三的 SUV 长城哈弗 H6、传祺 GS4、宝骏 560 均为公司配套车型; 2017 年一汽大众新平台产品切换, 进一步支撑公司收入放量。

图5: 乘用车行业分车型占比(标注车型为德赛西威核心配套车型, 标红为 SUV)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

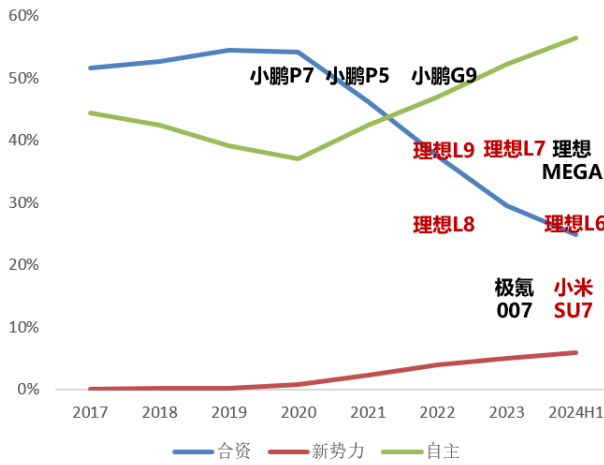
图6: 德赛西威合资+外资收入占比(计算方式: 披露的前五大客户中合资/外资收入加总)



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

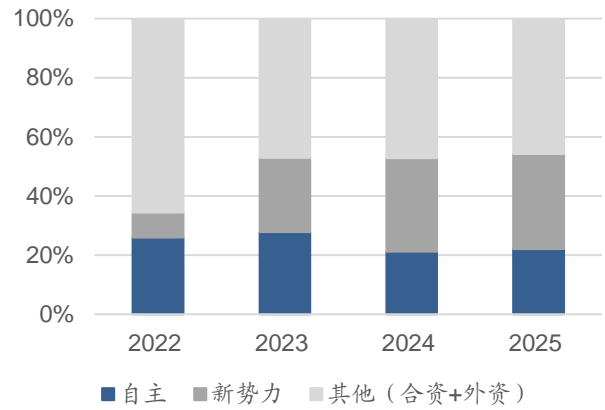
阶段二: 把握自主崛起+电动化, 营收突破 200 亿。2020 年后, 公司把握电动化/智能化机遇, 智能驾驶业务快速放量, 尤其是 2023 年理想新车周期较强带动公司收入快速增长。该次机遇同样来自厚积薄发, 公司从 2019 年起合作英伟达发力智能驾驶业务, 当时智能驾驶业务还不能给公司贡献额外业绩, 2020 年后公司先后合作小鹏、理想实现了智能驾驶业务快速发展, 实现了产品从研发到商业化落地的闭环。

图7: 乘用车行业分品牌类型占比 (标注车型为德赛西威核心配套车型, 标红为稳态月销破万车型)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

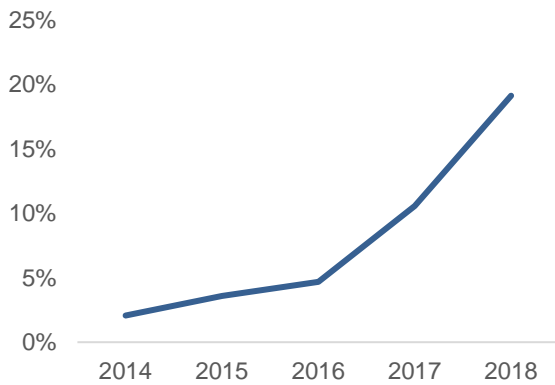
图8: 公司客户收入结构测算



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

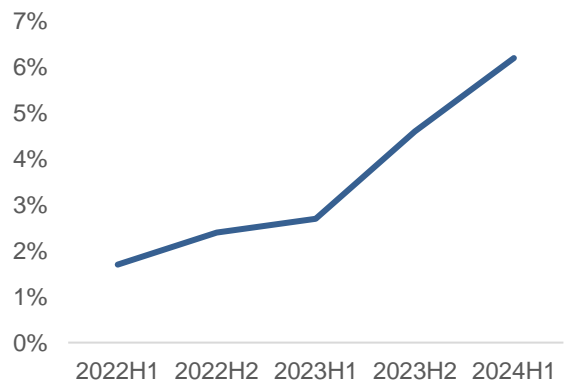
竞争力归因: 行业趋势前瞻判断与强势客户选择的结果。数次抓住行业机遇不是偶然, 而是公司管理层深耕一线后的精准判断。从下游车企结构角度, 公司分别抓住了2014-2017年的SUV红利和2022年后的新能源红利; 从行业趋势角度, 公司抓住了2017年前后汽车座舱大屏化及2022年后智能驾驶行业红利。

图9: 全液晶仪表装配率



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

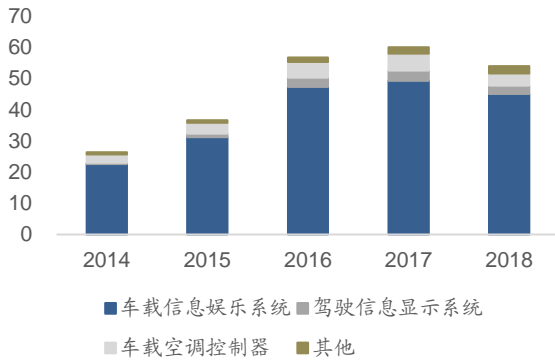
图10: 高速 NOA 渗透率 (测算)



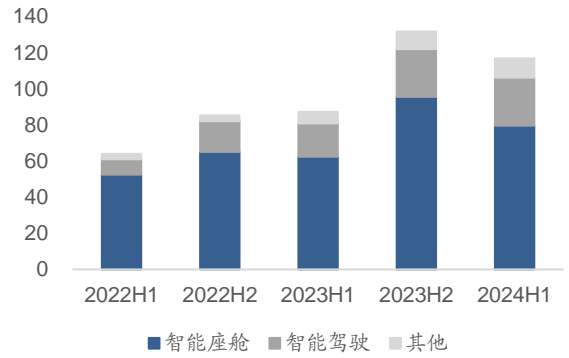
数据来源: 交强险, 汽车之家, 东吴证券研究所

图11: 公司营收结构/亿元

图12: 公司营收结构/亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表1: 汽车销量排行 (标蓝为公司核心配套车型)

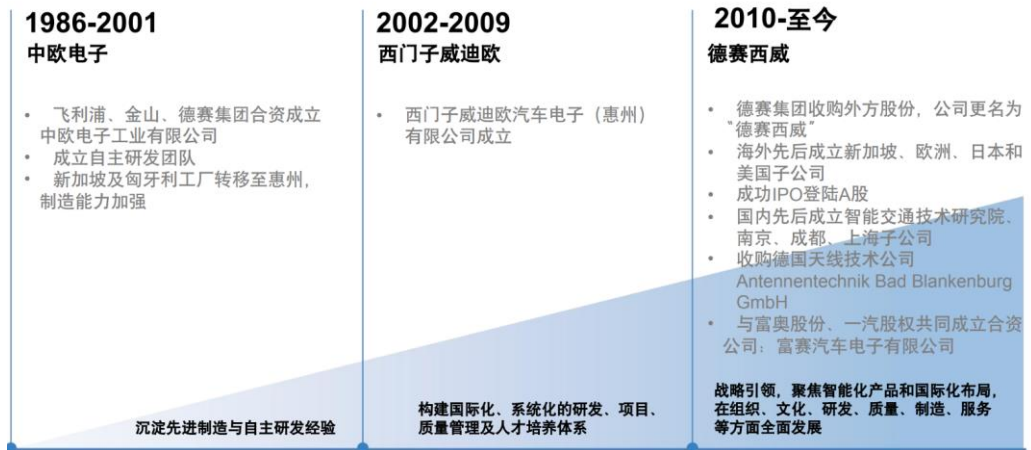
排名	2017年SUV销量	2023年新能源车销量	排名	2017年SUV销量	2023年新能源车销量
1	哈弗 H6	ModelY	11	CR-V	护卫舰 07
2	宝骏 510	Model3	12	风光 580	问界 M7
3	传祺 GS4	比亚迪汉	13	XR-V	北汽 EU 系列
4	途观	理想 L7	14	逍客	汉兰达
5	博越	比亚迪唐	15	长安 CS35	蔚来 ES6
6	长安 CS75	腾势 D9	16	帝豪 GS	格瑞维亚
7	昂科威	理想 L8	17	宝骏 560	Velite6
8	荣威 RX5	理想 L9	18	缤智	小鹏 P7
9	哈弗 H2	赛那	19	途胜	小鹏 G6
10	奇骏	极氪 001	20	RAV4	奥德赛

数据来源：乘联会，公司公告，东吴证券研究所

1.2. 管理层复盘：绑定核心员工，战略保持领先性

国内稀缺的具备德系基因的国产汽车电子龙头。德赛西威是国内汽车电子龙头企业。公司地处惠州，成立于 1986 年，是一家脱胎于中欧电子，德系基因加持的优秀汽车电子标的。外资的基因赋予了管理层国际化视角以及对行业趋势的把握能力，2010 年后德赛集团收购外方股份，立足国内抓住自主汽车腾飞机遇。

图13: 德赛西威发展历史



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权变化复盘：与公司战略规划相匹配。中外合资企业->国企（2010年，进一步拓展自主车企客户）->无实控人（2024年，公司控制权回归至管理层，在深耕国内市场基础上发力国际化）。当前处于公司国际化的关键节点，公司目前无实控人的股权架构能做到更灵活应对市场转变。

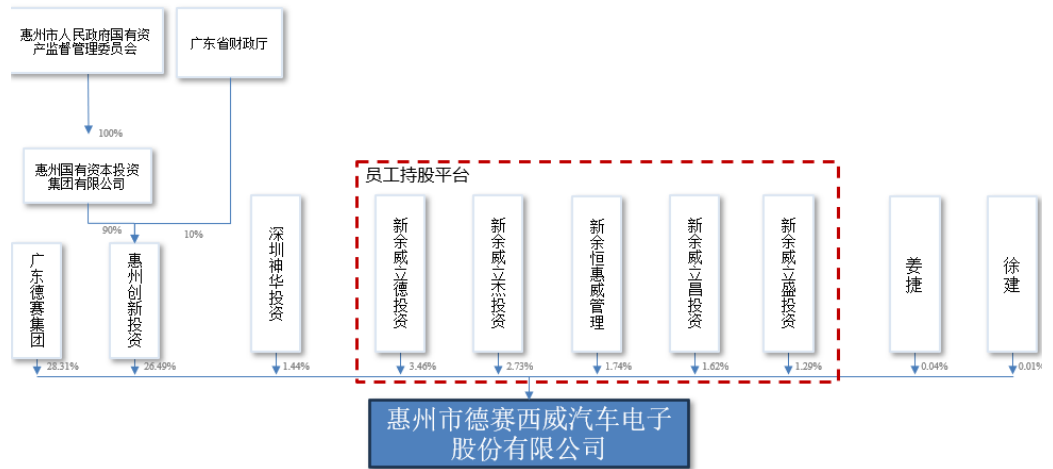
图14: 德赛西威股权变化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构：目前公司为无实际控制人状态。截至2024年三季报，第一大股东德赛集团持股28.3%，德赛集团控制人为公司创始股东，惠州市国资委为第二大股东。公司上市前及成立多个员工持股平台，绑定公司核心管理层。

图15: 德赛西威股权结构 (截至 2024 年三季度)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 公司的员工持股平台

员工持股平台	上市前持股比例	上市后持股比例	持股比例 (最新)	涉及公司高管
威立德 (威永德)	7.58%	6.20%	3.46%	谭伟恒 (前财务总监)、杨勇 (现执行副总裁) 等, 合计 34 名自然人合伙人均为公司经营管理层及核心研发团队
威立杰 (威永杰)	5.98%	4.89%	2.73%	段拥政 (前副总经理) 等, 合计 50 名自然人合伙人均为公司经营管理层及核心研发团队
威立昌 (威永昌)	3.54%	2.90%	1.61%	高大鹏 (现董事长) 等, 合计 41 名自然人合伙人均为公司经营管理层及核心研发团队
威立盛 (威永盛)	2.83%	2.31%	1.29%	程劲 (曾于总经理办公室任职) 等, 合计 47 名自然人合伙人, 除何文彬外, 均为公司经营管理层及核心研发团队
恒惠微 (恒永威)	3.82%	3.13%	1.74%	TAN CHOON LIM (前董事长) AZMOON BIN AHMAD (前副总经理) 等, 合计 6 名自然人股东均为公司经营管理层及核心研发团队

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

管理层: 新管理层上任, 核心高管在公司任职多年, 股权激励绑定核心人才。 高管离职率极低, 现任高管多数为公司的初始员工, 这与公司通过员工持股平台、股权激励等方式绑定核心人员的做法相匹配, 2024 年公司新一届管理层上台, 均具备多年公司管理运营经验。同时公司于 2021 年实行股权激励, 覆盖公司管理技术人员 848 人, 进一步绑定公司核心人才。

表3: 公司核心管理层

现任高管姓名	职务	进入/离开公司年份	历任职务
高大鹏	董事长	2000-	音响导航第二事业单元总经理, 总经理, 董事, 兼任智能座舱事业部总经理, 副董事长
徐建	总经理	2006-	研发工程师、创新产品经理、音响导航产品策划部经理、人力资源总监、仪表与信息娱乐系统总经理以及执行副总裁
杨勇	副总经理	2010-	车身信息与控制事业单元总经理、大客户管理中心总经理兼市场与公共关系负责人
凌剑辉	副总经理	2000-	德赛西威二厂厂长、德赛西威一厂厂长、制造中心总经理、职工代表监事
TAN CHOON LIN	前董事长	1999-2024	董事、董事长、法定代表人、战略委员会委员、战略委员会召集人、薪酬与考核委员会委员
章俊	董事会秘书	2008-	资金税务经理、事业单元财务管理经理、战略规划及投资发展经理、证券事务部部门经理、证券事务代表
AZMOON BIN AHMAD	前副总经理	2001-2023	新加坡德赛西威执行董事、总经理、德赛西威副总经理、音响导航第一事业单元、国际业务中心总经理、网联服务事业部总经理
姜捷	董事	2001-	惠州市德赛集团有限公司董事长、总裁; 广东德赛集团有限公司(前身为惠州市德赛工业发展有限公司)总裁、董事长
李兵兵	董事	2003-	惠州德赛集团副总裁; 广东德赛集团有限公司(前身为惠州市德赛工业发展有限公司)董事、副总裁

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表4: 公司 2021 年股权激励情况

年份	营业收入基准 (亿元)	实际营业收入 (亿元)	每股收益 (元)	其他条件	达成情况
2022	88.39	149.33	1.09	(1) 营业收入不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平	已达成
2023	95.19	219.08	1.18	(2) 每股收益不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平;	已达成
2024	101.99	-	1.27	(3) 现金分红比例不低于 25%。	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

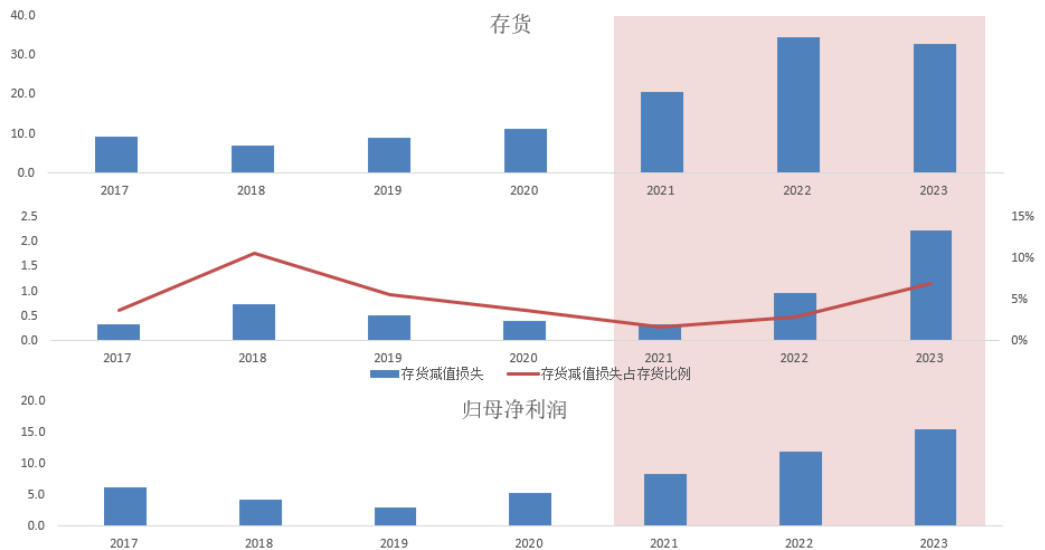
1.3. 核心竞争力解析：看好龙头汽车电子 Tier1 长期产业地位

1.3.1. 为什么现在市场对 Tier1 在汽车电子产业链的竞争卡位普遍悲观？

从产业链地位来看，汽车供应商处于微笑曲线底部，议价权较低，在由主机厂做核心定义的汽车电子产业链尤其如此。我们从汽车电子供应商上下游两个环节来分析，结论可以发现 1) 目前汽车电子 Tier1 的产业地位处于“转变期”，即汽车电子产业链正从“线状”往“网状”改变（背后的核心产业变化是汽车 E/E 架构升级），汽车电子产业链 Tier1 的角色有望重塑；2) 上游成本压力传导+下游车企自主定义范围加强，导致汽车电子产业链话语权看似在降低。

上游端：芯片是核心环节，生产制造端（可以理解为汽车电子 Tier1 所负责的环节）相对不是那么核心，上游芯片供应商在过去几年产业链话语权极强。20-22 年行业缺芯直接导致 tier1 为了应对潜在风险存货大大增加，导致资产减值损失计提增加压低利润。

图16：德赛西威财务情况/亿元

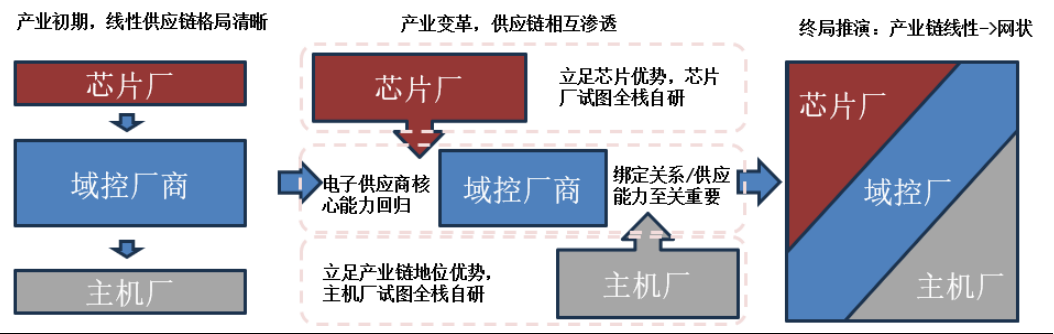


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

下游端：出于掌握智能化时代核心竞争力等诸多考量，几乎所有车企都在尝试自动驾驶“全栈自研”。而汽车电子 Tier1 所处的角色位于产业链中游，行业地位或被挤压。

此外，智驾降本似乎也遵循“摩尔定律”，即随着软件能力提升，智能驾驶硬件成本呈现快速下降趋势，但用户体验反而快速优化，这种产业端的变化核心驱动同样来自车企而不是 Tier1。

图17: 智能驾驶域控制器市场格局图



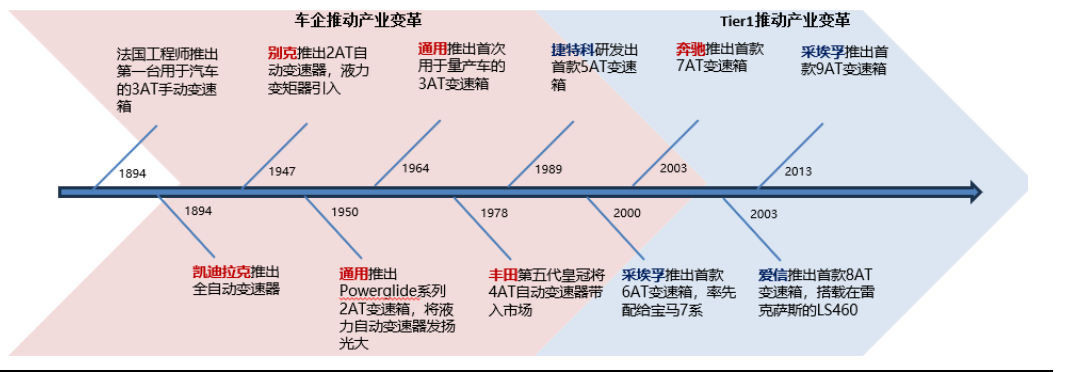
数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

1.3.2. 借鉴变速箱行业变革：从垂直一体到产业分工，Tier1 的产业地位强化

行业剧变过程中对 tier1 的产业链地位产生质疑是正常的，同时也是符合产业变化趋势的。产业发展初期，垂直整合是车企的核心能力，这时候的产业变革的原动力往往来自车企，换言之车企要深度参与产业迭代；产业发展中后阶段，产品形态固化、技术路径收敛，产业环节往往下放至供应商，车企核心能力来自于产品平台化降本于供应链管理。

通过复盘变速器的发展历史，我们发现同样如下特点：1) 行业起步初期往往是车企端推动产业变革，随后核心技术下放至零部件供应商；2) 目前车企使用第三方变速箱成为行业主流。变速箱行业经过了近百年的产业演化已经形成了车企与供应链良性合作的产业链条。

图18: 变速箱发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

梳理各个车企自动变速器的供应关系：

1) 与车企深度绑定的自动变速器供应商：爱信-丰田，加特可-日产，艾里逊（从通用独立）-通用。

2) 倾向于自主生产的车企：丰田、通用、福特、Stellantis、奔驰。

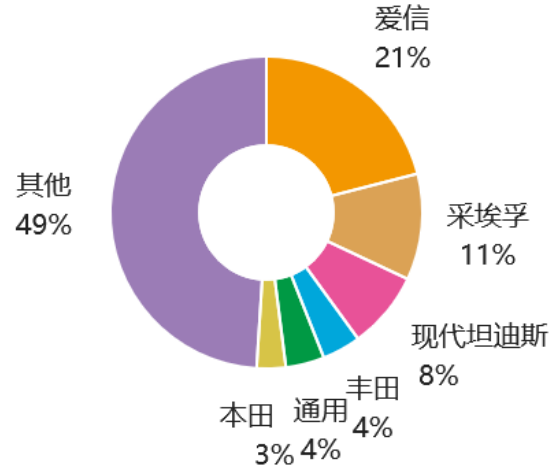
典型的第三方变速器供应商：采埃孚，与之匹配的是较高的市占率（2023年11%）及最全面的客户覆盖。

目前自动变速箱领域车企与供应商的关系形成了“自制+外供”的完善矩阵式的供应方式，我们认为这种产业模式的演化可以推演到智能驾驶领域。

图19: 自动变速箱车企供应商的供应关系

图20: 2023 年全球自动变速箱市场份额

	丰田	日产	本田	通用	福特	Stellantis	宝马	奔驰	大众
爱信	√			√		√	√		√
加特可		√							
采埃孚	√	√	√			√	√		√
艾里逊				√					
自主生产	√		√	√	√	√		√	



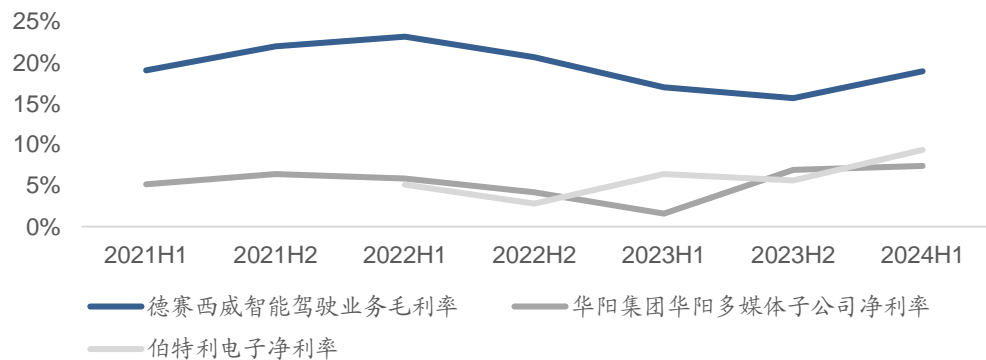
数据来源: marklines, 东吴证券研究所

数据来源: marklines, 东吴证券研究所

1.3.3. 应当认可龙头 Tier1 的先发优势和技术壁垒

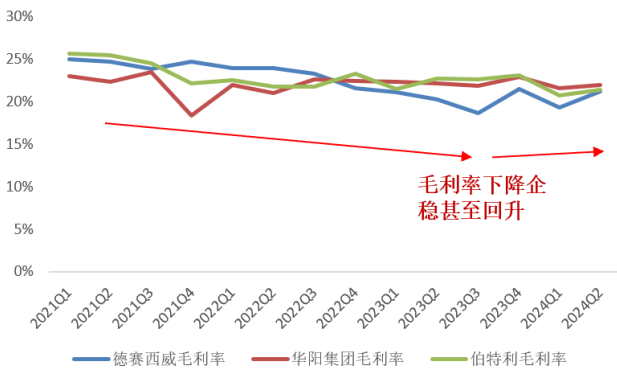
看好中长期汽车电子业务盈利能力维持稳定。过去三年是汽车行业电动化、智能化跨越式发展的三年，多数供应链公司受行业需求影响大幅提高研发投入及资本开支，研发费用率处于向上通道。德赛作为汽车电子龙头已经进入量增带动利增的转折点，德赛的智能驾驶业务的盈利提升更为明显，华阳集团 HUD 业务、伯特利线控制动业务盈利提升相互对照。

图21: 汽车零部件公司新产品盈利情况



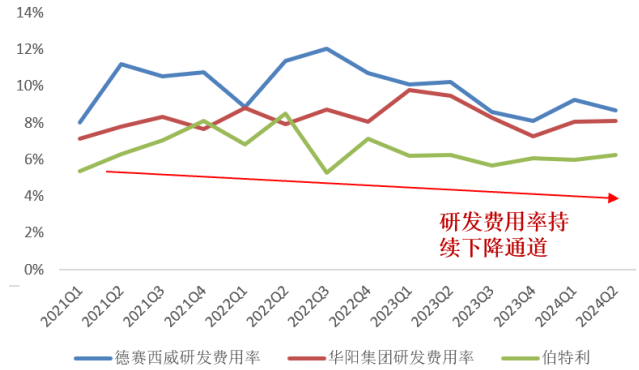
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 汽车零部件公司毛利率对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

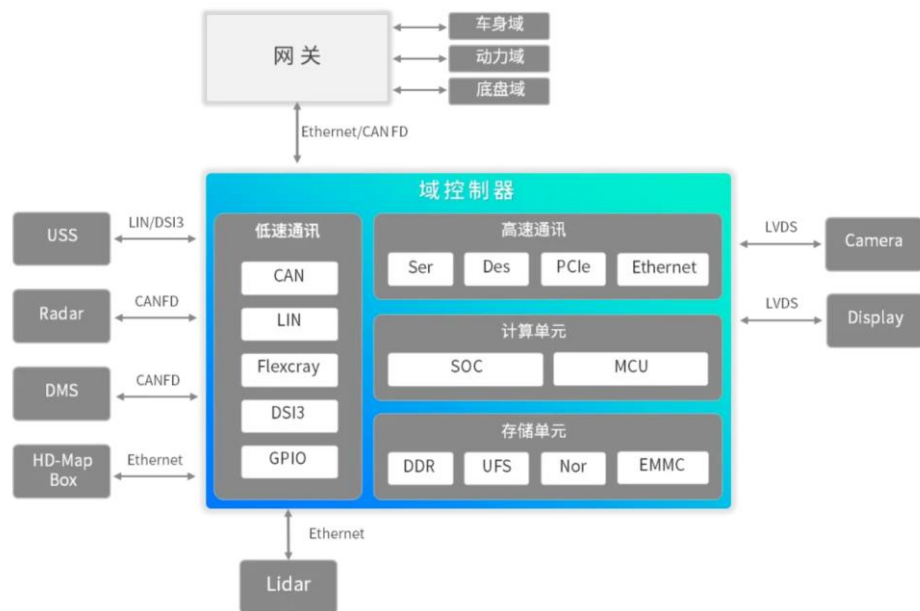
图23: 汽车零部件公司研发费用率对比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

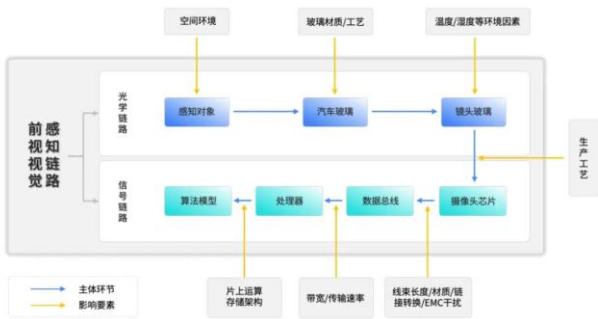
域控制器产品技术壁垒仍在变高,域控制器制造端难点在于“如何在高阶功能需求和强降本诉求下仍旧维持高稳定性”。硬件设计层面,高算力SOC上车需要提高了信号传输、散热、稳定、功能安全等多维度指标。**散热角度**,域控制器的设计需要充分考虑周边环境、空气流通、布置空间、NVH、成本等多方面因素。**信号链路复杂化**,自动驾驶系统内外交互信号链路趋于复杂,硬件设计需要关注光学链路上的变量特征,同时兼顾解决信号链路上高带宽数据总线导致的严重信号衰减问题的解决。

图24: 域控制器硬件架构示例



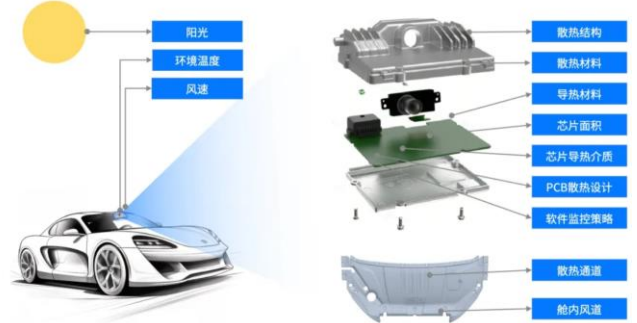
数据来源: 知行科技, 东吴证券研究所

图25: 信号链路复杂化给硬件设计带来挑战



数据来源: 知行科技, 东吴证券研究所

图26: 热管理是 Tier1 需要解决的核心问题之一



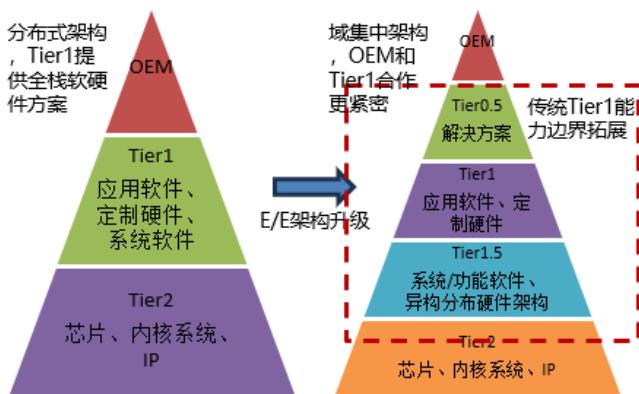
数据来源: 知行科技, 东吴证券研究所

汽车电子产业链开发模式变革, 对传统汽车电子供应商要求进一步提高, 我们认为产业链变革对供应商来说是一次能力边界的拓展, 而不是产业链地位的下降。

E/E 架构升级, OEM 对解决方案的交付趋于白盒化, 意味着 OEM 要具备全栈解决方案交付能力, 同时做到对 OEM 需求的最大程度配合, 由此衍生出“Tier0.5”深度参与域控制器研发、生产、制造的供应商。

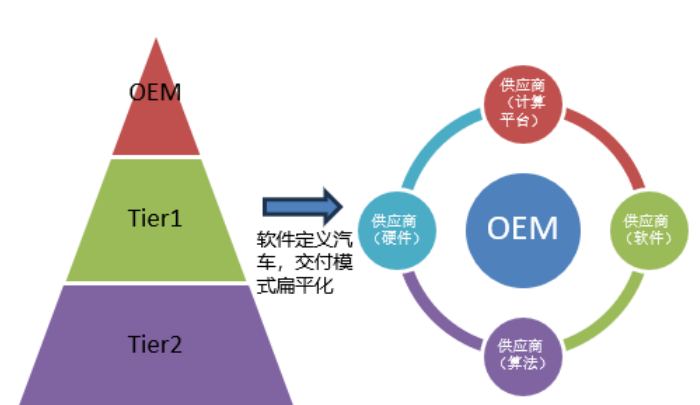
软件定义汽车, OEM 和供应商协作关系从“链条式”转变为“扁平式”, 传统不同等级供应商的边界逐渐模糊, 各级供应商都要围绕自动驾驶产品共同定义, 要求供应商具备最大化的响应速度。

图27: E/E 架构升级带来的产业链变化



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图28: “软件定义汽车”带来的产业链变化

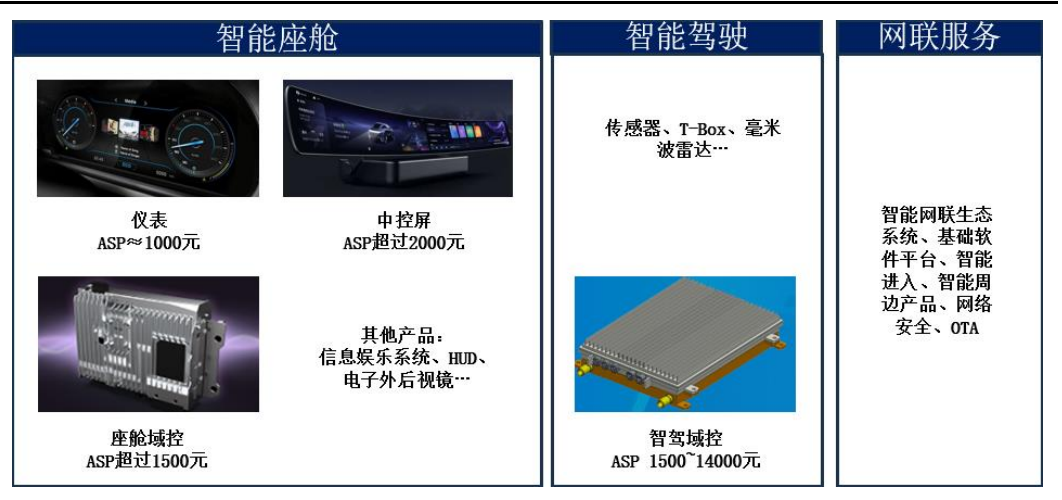


数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

2. 展望：测算汽车电子境内/境外市场空间

产品矩阵：德赛西威累计单车价值突破 20000 元。公司形成智能座舱+智能驾驶+网联服务的产品矩阵，三者相辅相成，合计配套单车价值量突破 20000 元。

图29：德赛西威产品矩阵



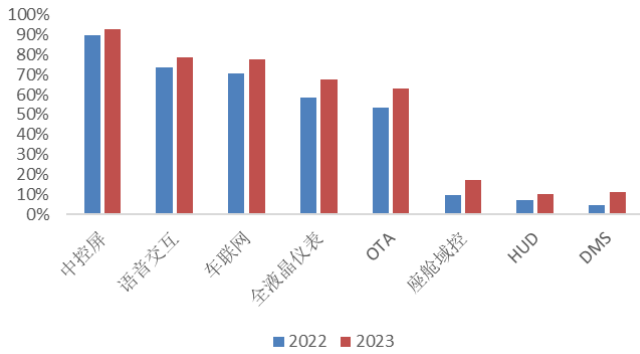
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.1. 智能座舱：多类产品渗透率触顶，关注域控制器

多数座舱品类渗透率触顶，看点为智能座舱域控制器和格局变化。智能座舱域控制器渗透率突破 20%且渗透率呈加速提升趋势；座舱赛道的核心竞争力为“客户能力”，呈现龙头集中效应但目前行业格局较为分散，龙头德赛西威市占率 15.2%占据领先优势；芯片端高通芯片优势明显且份额持续提升，继更高版本 8295 芯片推出后理想等头部新势力车企率先上车实现了座舱芯片的升级，更巩固了高通芯片的行业龙头地位。

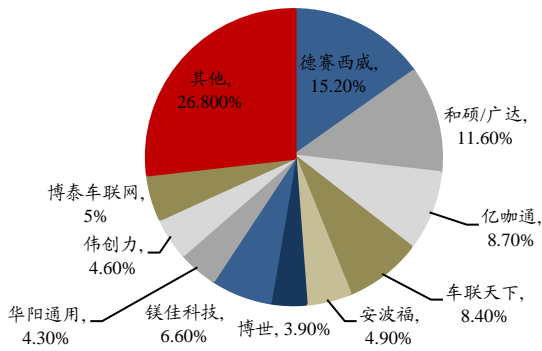
展望后续市场规模及格局，我们认为：1) 增量最大的部分来自座舱域控的渗透率提升及价值量提升；2) 格局方面看好具备更多量产配套经验的头部供应商及和高通合作较为紧密的头部供应商。

图30: 智能座舱分产品渗透率



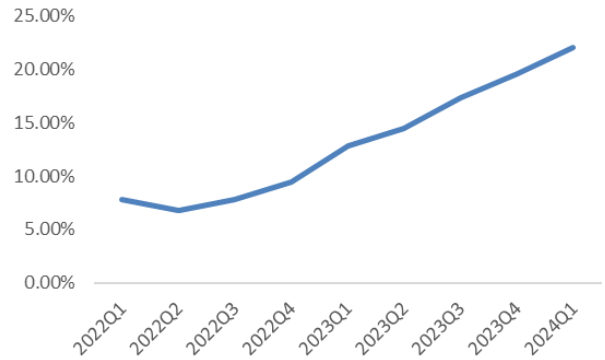
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 座舱域控市场格局 (2024 1-4M)



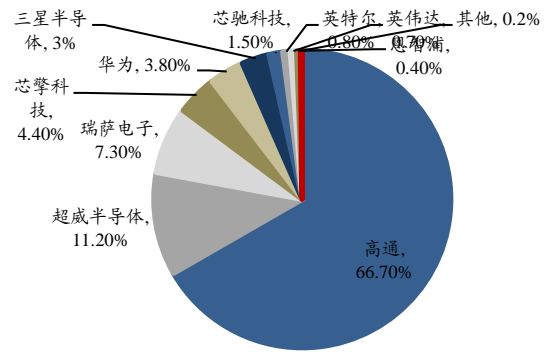
数据来源: 盖世汽车, 东吴证券研究所

图31: 智能座舱域控制器渗透率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图33: 座舱域控芯片品牌商市场格局 (2024 1-4M)



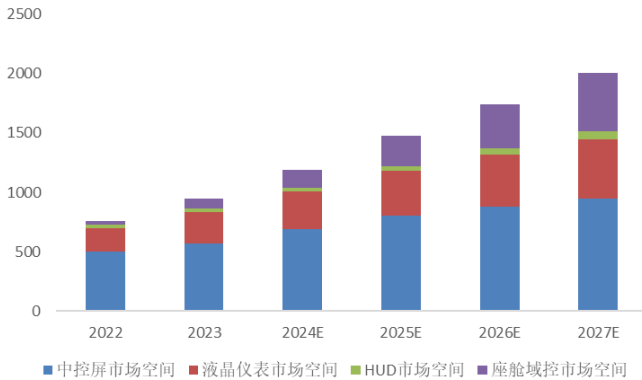
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

境内外智能座舱市场规模均处于扩容空间, 合计规模有望在中长期(2027年后)突破 4000 亿元。

1) 国内市场: 传统产品(中控屏+液晶仪表)2024年渗透率预计超过70%, 渗透率较高, 随着座舱屏幕大屏化预计单车 ASP 略有提升; 新产品(HUD+座舱域控)目前渗透率较低, 预计2024年 HUD/座舱域控渗透率为 18%/35%, 在2027年有望提升到 24%/49%, 渗透率提升驱动行业规模提升。我们测算 2023-2027年中控屏/液晶仪表/HUD/座舱域控市场规模 CAGR 有望达到 13%/17%/25%/53%, 行业整体规模于2027年有望突破 2000 亿元。此外智能座舱产品品类仍在丰富, 电子外后视镜等新产品有望贡献额外行业增量。

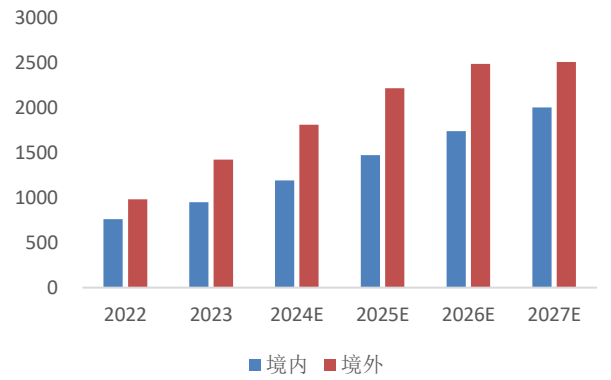
2) 境外市场: 境外汽车智能化程度普遍较低, 大屏化/域控化趋势同样, 相较中国市场更具备 ASP 提升的行业逻辑, 参考国内市场座舱产品渗透率及单价提升逻辑, 我们预计2027年境外车企单车 ASP 相较于2022年实现翻倍增长, 境外智能座舱市场规模有望于2025年突破 2000 亿元。

图34: 境内智能座舱市场空间/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图35: 境内外智能座舱市场空间/亿元

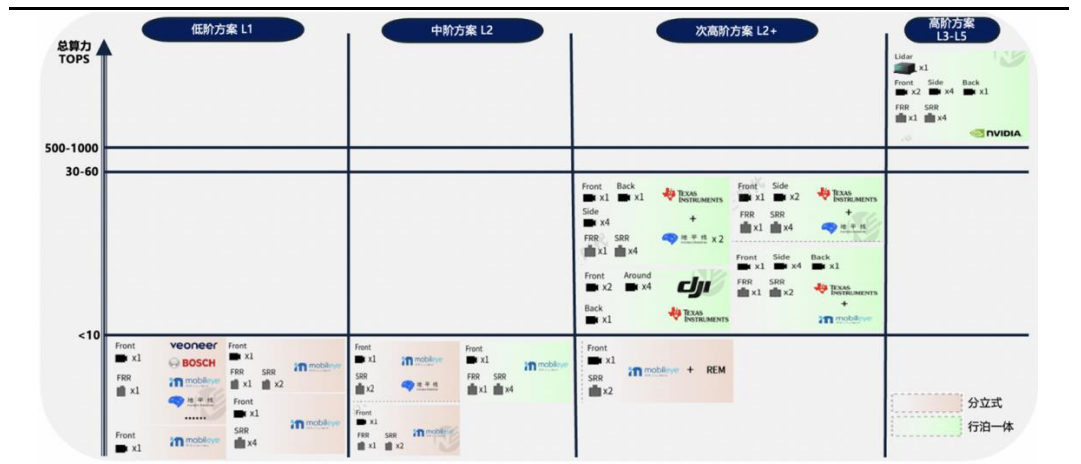


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 智驾域控: 高中低阶方案分立, 格局待收敛

我们将自动驾驶解决方案分为高阶方案和中低阶方案, 高阶方案入局者较少, 主要参与者为英伟达、华为、特斯拉及潜在的高通/地平线, 中低阶方案提供商为地平线、德州仪器、Mobileye、高通等。不同芯片的解决方案对应着不同的域控制器供应商, 格局我们简单归纳如下: 中低阶域控——竞争激烈, 高阶域控——龙头优势明显。

图36: 部分自动驾驶解决方案按等级划分



数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

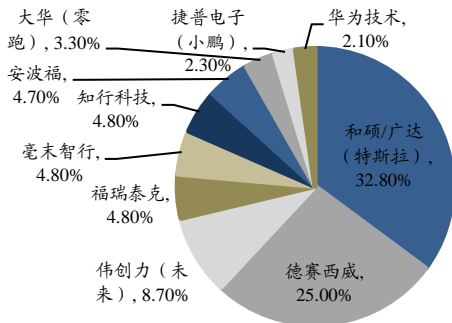
2.2.1. 中低阶智驾域控: 群雄逐鹿, 境内市场空间展望 250 亿元

中低阶域控市场竞争格局激烈, 降本为主旋律。分析 2023 年智能驾驶域控制器市场格局, 尽管包含了高阶智驾域控供应商, 但我们仍能看出行业现状: 内外资角逐、尾部厂商众多、难讲龙头效应。

空间测算: 降本为中低阶智驾主旋律, 我们预测中长期维度中低阶智驾域控单车价值维持 1500 元左右, 2024 年中国 L2+及以下智能驾驶渗透率为 50%以上, 因 L3 及以上智能驾驶渗透率快速提升在 2025 年后或被动下降, 我们预计 2025 年 L2+及以下智能

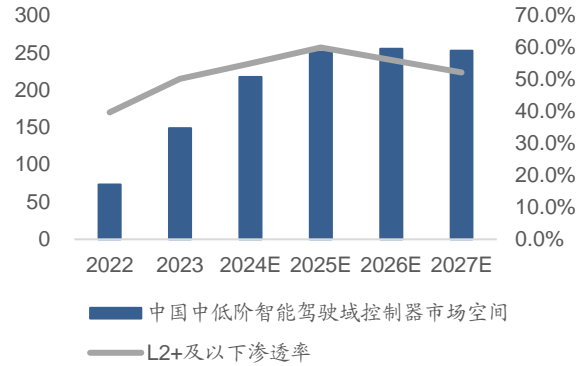
驾驶渗透率有望触及 60%，单车价值预计 1000-2000 元，预计 2027 年中低阶智驾域控市场空间突破 250 亿元。

图37: 2023 年智驾域控市场格局



数据来源: 盖世汽车, 东吴证券研究所

图38: 中国中低阶智能驾驶域控制器市场空间/亿元

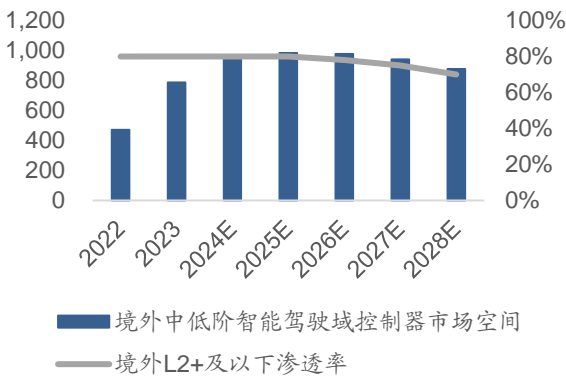


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

中低阶智驾领域国际对手强大，中国供应商的机会在于自主车企出海。据测算，境外 L2+及以下智能驾驶渗透率接近 80%，境外龙头 Tier1 在中低阶智驾方面布局较早且具备明显客户优势，中国供应商直接突破难度较大。预计 2024 年后海外中低阶智能驾驶域控制器市场空间基本稳定。

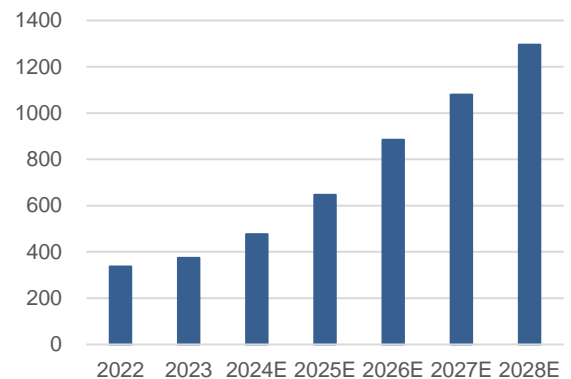
中国乘用车出海或带来出海机遇：我们测算，中国乘用车出海销量将在 2027 年突破 1000 万辆，目前行业部分智驾供应商如经纬恒润、知行科技已经完成境外智能驾驶法规验证跟随车企实现出海，我们认为中国乘用车境外市占率提升为智能驾驶供应商出海的最佳良机。

图39: 海外中低阶智能驾驶域控制器市场空间/亿元



数据来源: 乘联会, 汽车之家, 东吴证券研究所

图40: 中国乘用车出口销量/万辆



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

2.2.2. 高阶智驾域控：头部新势力领衔，境内市场空间展望 400 亿元

将不同车企按照高阶智能驾驶能力分级：

第一梯队：成功量产上车的头部新势力赛力斯/小鹏/理想/蔚来，他们的高阶智驾配

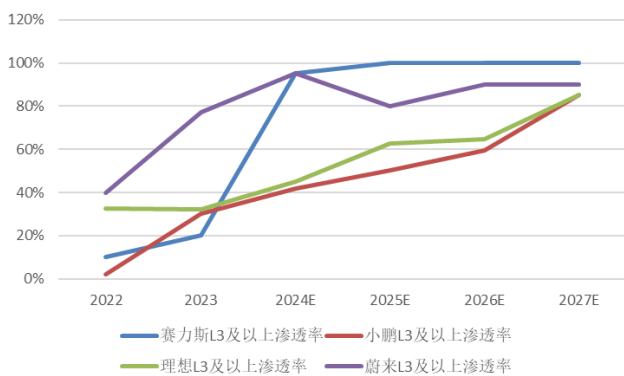
套比例在 2024 年大幅提升，有效提升消费者对智能驾驶的认知（特斯拉 FSD 未入华，不列入其中）。

第二梯队：其他自主车企的新能源车型，主要为比亚迪/长安/吉利/长城/奇瑞等自主品牌，他们通过合作（如长安入股车 BU/比亚迪合作华为）及自研的方式追赶行业前沿技术；小米/极氪等新势力同样于 2024 年推出具备竞争力的高阶智驾车型。该梯队高阶智驾主力车型价格带为 20-40 万。

第三梯队：合资品牌的新能源车型，主要通过合作的方式追赶行业。

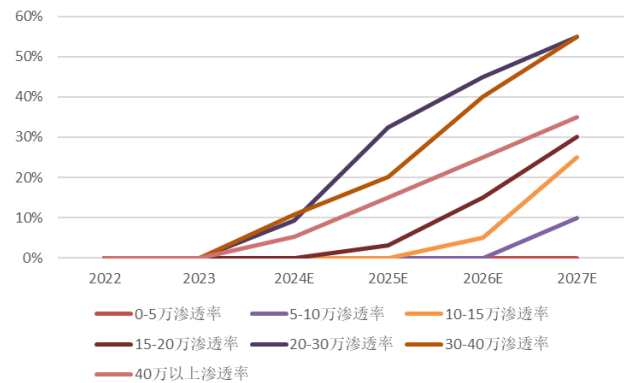
第四梯队：自主及合资品牌的油车车型，目前技术架构下油车实现高阶智驾仍有难度。

图41：头部新势力 L3 及以上智能驾驶渗透率



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

图42：中国新能源分价格带智能驾驶渗透率（排除头部新势力：赛力斯/小鹏/理想/蔚来）



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

高阶智驾域控单车 ASP 收敛，我们预计单车 ASP 有望降低至 10000 元以下，一方面依靠 Tier1 工程化能力提高，但更重要的依赖于算法/芯片端进一步迭代升级，如可以期待英伟达下一代 Thor 芯片上车实现单芯片的高阶智驾功能，以及车企算法端进步能实现芯片算力利用率的进一步提升。

图43：智能驾驶领域的“摩尔定律”

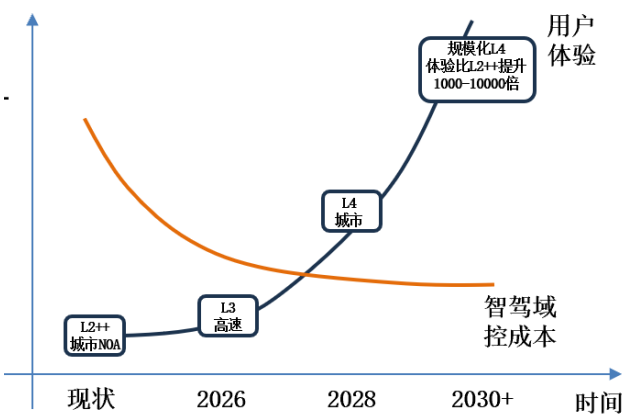
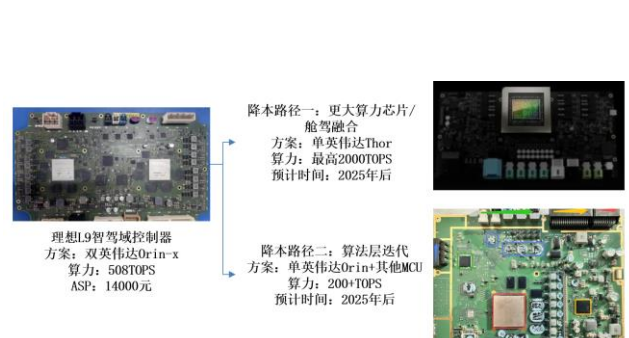


图44：智能驾驶域控制器降本的可能路径



数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

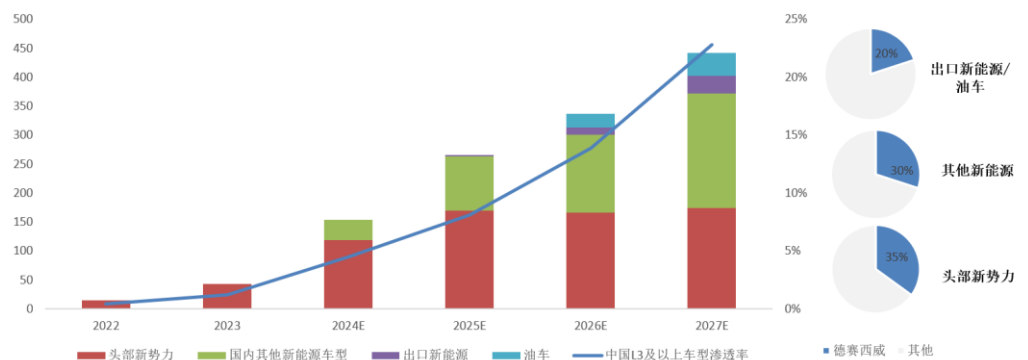
数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

高阶智驾域控市场快速扩容，看好龙头提份额能力。

行业端：我们分车企类型对高阶智驾行业做了自下而上测算，预计 L3 及以上车型渗透率从 4%（2024 年）提升到 23%（2027 年），考虑到技术进步带来的供应链降本，预计高阶智能驾驶域控制器维持 6000 元以上水平，行业市场空间有望于 2027 年突破 400 亿元

公司端：2024H1 我们测算德赛西威高阶智驾域控市占率为 22%，其他份额主要为华为及车企自研占据，公司作为第三方供应商龙头优势明显。我们认为头部智驾 Tier1 所具备的开发能力、工程能力、客户资源为该行业核心壁垒，预计德赛在 2027 年取得 25%以上市场份额。（注：以上测算暂时没有考虑舱驾融合的趋势）

图45：中国高阶智驾域控市场空间/亿元（注：头部新势力为赛力斯/理想/蔚来/小鹏）



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

梳理海外龙头 tier1 智能化方面进展，我们认为海外 tier1 储备较足，但落地效果不足：1) 博世、大陆等都已经组织在组织架构层面成立了专注自动驾驶的事业部，体现出了对智能化的重视程度；2) 海外 tier1 具备并购基因，智能化方面大多靠收购、合作等方式拓展能力边际，自身能力储备较弱；3) 大多数海外 tier1 智能化产品还停留在感知层面，仅有博世实现了高阶智能驾驶解决方案的落地。

图46: 海外 tier1 智能驾驶方面进展 (部分)

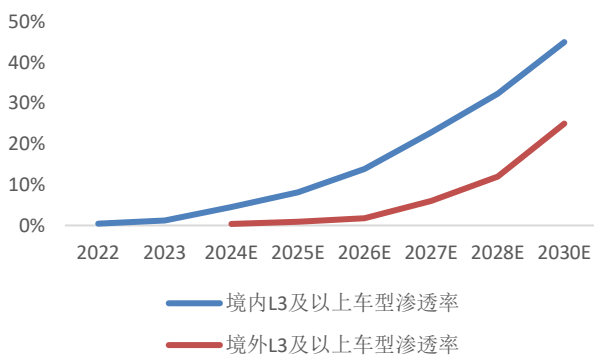
企业	方向	具体进展
博世	合作	2022年, 战略投资文远知行, 双方将联合开展智能驾驶软件的开发 2022年, 博世宣布将收购总部位于英国剑桥的自动驾驶软件公司 Five 2022年, 博世宣布将收购德国 3D 地图绘制公司 Atlatec GmbH
	组织架构	2021年, 成立了智能驾驶与控制事业部, 专注研发智能驾驶、智能座舱、智能网联三大方向, 开始对高阶智能驾驶进行开发;
	产品	2024年, 博世联合文远知行实现了高阶智驾首次量产 (双ORIN方案), 搭配在奇瑞星际元ES
大陆	组织架构	2022年, 高级驾驶员辅助系统事业部成为自动驾驶及出行事业群 2024年, 大陆集团自动驾驶及出行事业群调整在中国区的研发布局, 将相关产品线的研发从自动驾驶及出行事业群转移到大陆芯智驾
	合作	2022年, 与中国头部智能驾驶解决方案公司地平线共同成立合资公司大陆芯智驾
	产品	2023年, 行业内首个实现量产的800万像素智能前视摄像头一体机搭载深蓝SL03
电装	合作	2017年, 与广汽集团展开自动驾驶等领域的技术合作; 2018年, 与公司第一大股东丰田汽车等合作成立新公司专注自动驾驶汽车软件技术的研发; 2018年, 以8亿美元增资收购瑞萨电子4.5%的股份;
	产品	2023年, 推出新一代毫米波雷达“GSP3”
	合作	2017年, 与激光雷达公司LeddarTech签署商业合作, 收购自动驾驶创业公司nuTonomy 2020年, 和现代合资组建了Motional 智能驾驶公司致力于L4 robotaxi 的开发研究与商业化 2023年, 集度汽车与安波福达成战略合作。
安波福	合作	2024年, 安波福中国团队推出了智能汽车架构SVA、边缘到云的风河软件体系、集成了“中国芯”的舱行泊一体化融合方案、ADAS 智能感知系统以及汽车电气化系统级解决方案
	产品	2024年, 安波福中国团队推出了智能汽车架构SVA、边缘到云的风河软件体系、集成了“中国芯”的舱行泊一体化融合方案、ADAS 智能感知系统以及汽车电气化系统级解决方案
现代摩比斯	合作	2019年, 与德尔福旗下品牌Aptiv共同携手成立了自动驾驶合资公司 (Motional), 以开发和改进自动驾驶技术和解决方案; 2022年, 向美国雷达初创公司Zendar投资400万美元, 用于开发自动驾驶技术, 旨在开发针对L4级自动驾驶技术优化的成像雷达;
	产品	2023年, 摩比斯泊车系统升级, 升级“记忆泊车辅助”“远程智能泊车辅助”功能 2024年, 宣布扩大在韩国境内自动驾驶测试范围
	组织架构	2019年, 在深圳设第二个开放创新中心加强与中国本土初创企业在自动驾驶、人工智能、机器人科学等第四产业核心领域的合作 2024年, 现代摩比斯将大幅减少对自动驾驶技术的投资

数据来源: 公司公告, 公司官网, 东吴证券研究所

海外车企具备智能化基因, 高阶智驾势在必行。境外汽车 L2+及以下 ADAS 渗透率为 80%左右, 远高于境内的 50%, 海外车企具备智能化基因且消费者对智能驾驶具备使用基础, 故我们认为海外高阶智驾刚处于发展初期势在必行, 节奏大约滞后境内 2~3 年。2030 年境外高阶智驾渗透率有望达到 20%以上。

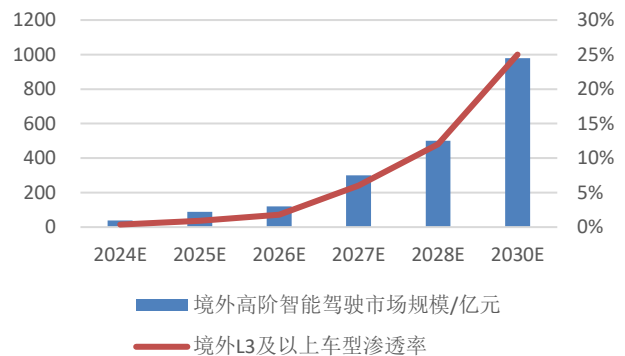
海外对智能化的冗余要求较高, 智能驾驶域控单价更高, 理论上市场空间扩容斜率更陡峭。海外车企对高阶智驾的态度较为保守, 预测高阶智驾域控单车价值或为境内的 1.5 倍以上, 测算得出 2028/2030 年境外高阶智驾域控市场空间或触及 500/1000 亿元。

图47: 中国及海外 L3 及以上车型渗透率



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图48: 境外 L3 及以上车型渗透率



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

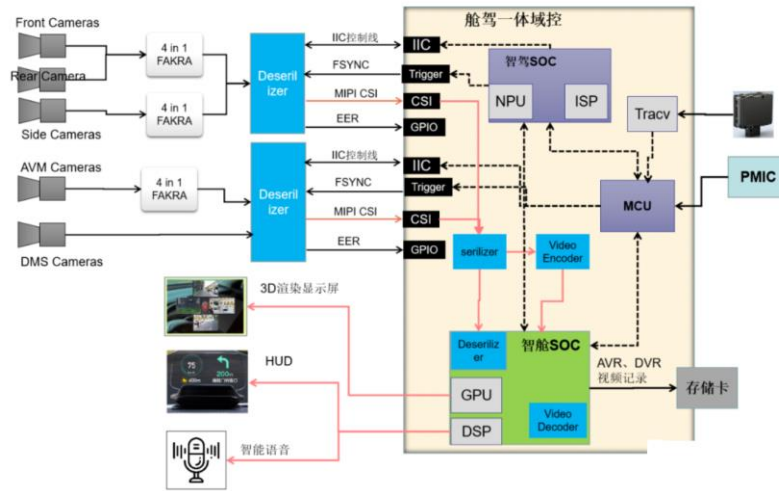
2.2.3. 舱驾融合: 大势所趋, 潜在空间展望 300 亿元

汽车 E/E 架构从传统分布式已经完成了初步域集中的整合, 自动驾驶升级有望带动域控架构进一步集中化, 舱驾融合域控制器呼之欲出。舱驾融合的源动力来自降本,

即用一颗或几颗大算力芯片实现尽可能多的功能，同时能做到硬件复用率提升/用户体验提升。

产业链端关注上游芯片公司产品迭代，低阶方案中，高通从 2023 年就推出了同时支持座舱和 ADAS 的 SOC 芯片，黑芝麻 C1200 为国内首款单芯片实现跨域功能的产品；大算力芯片已经有较明确落地时间（如英伟达 Thor，高通 8775），芯片正式落地高阶舱驾融合方案有望快速上车。

图49：舱驾一体的电子电器架构



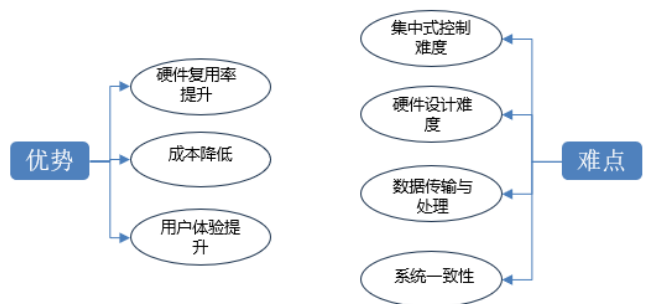
数据来源：佐思汽研，东吴证券研究所

图50：舱驾一体芯片方案（部分）

舱驾融合芯片	合作Tier1	车企
One Chip		
高通SA8775	博世、德赛西威	哪吒
黑芝麻C1200	均联智及、风河	
英伟达Thor	德赛西威	极氪、理想、比亚迪
芯驰X9CC	东软睿驰	
One Board		
高通9295+英伟达Orin		蔚来
芯擎龙鹰壹号+黑芝麻A1000	亿咖通	
杰发AC8025+地平线征程3	四维图新	

数据来源：佐思汽研，东吴证券研究所

图51：舱驾一体的优势与难点



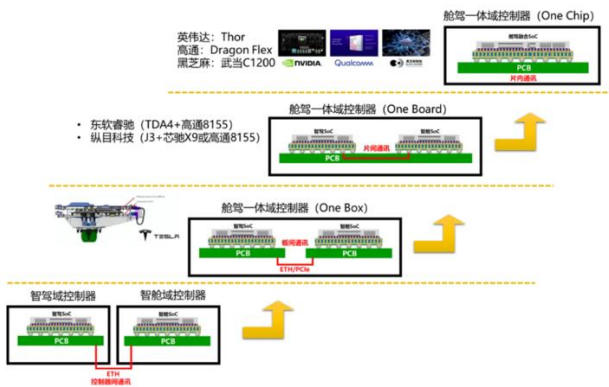
数据来源：佐思汽研，东吴证券研究所

舱驾融合技术路径：One Chip 或为最终形态。按智驾与座舱系统集成程度，舱驾融合实现形式上分为 One Box（特斯拉已经量产）、One Board 和 One Chip 三种，One Chip 即为单芯片同时运行不同的操作系统，为真正意义上的舱驾融合，也更符合主机厂

芯片端降本诉求。

从进度来看，国内供应商德赛西威、华阳集团等均推出相应的 One Chip 舱驾融合产品，2024 北京车展海外供应商博世推出基于单芯片的舱驾融合解决方案，成本最高可降低 30%。

图52: 舱驾融合实现的路径



数据来源: 佐思汽研, 焉知汽车, 东吴证券研究所

图54: 德赛西威发布的舱驾融合产品 Aurora



数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

图53: 博世舱驾融合 Demo



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

图55: 华阳集团基于 8255 芯片的舱泊一体域控制器



数据来源: 汽车之家, 东吴证券研究所

舱驾融合域控: 境内可触达空间预计 2027 年破百亿。我们上文对智能座舱和智能驾驶域控制器市场空间测算中没有考虑舱驾融合的行业趋势，预计 2025 年后舱驾融合市场将会放量，一定程度会挤压传统单 SOC 的域控制器市场空间，但对于汽车电子供应商来说还是“左手倒右手”，对于头部供应商来说反而是潜在的份额继续提升的机遇，当前时间点更重要的是及早布局跟上趋势。

行业趋势: 从降本角度中低阶舱驾融合进展会更快，目前多家汽车电子供应商已经推出基于高通芯片方案的舱驾一体产品；高阶智驾与座舱的融合依托下一代大算力芯片的推出，重点关注英伟达 Thor 芯片推出时间。

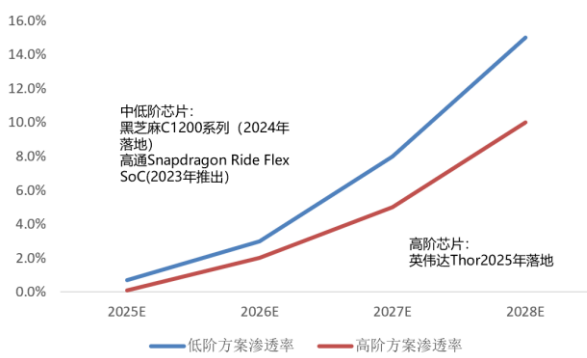
渗透率: 基于上游供应链进展与大算力芯片推出时点，预计 2025 年及之后为高阶

舱驾融合放量元年。

单车 ASP: One Chip 方案的舱驾融合有望推动供应链端大幅度降本，根据 2024 年北京车展博世推出的舱驾融合 Demo，该套方案相较 2 颗 SoC、2 套控制器的分离式舱驾融合方案总成本至高可降低 30%；畅行智驾 CEO 屠科曾指出“将座舱芯片和 ADAS 芯片合二为一的舱驾一体芯片，可以为低端车型节约 30-50 美元成本，中端车型节省 50-70 美元”我们预计低阶/高阶舱驾一体域控方案中长期单车 ASP 有望降至 4000/8000 价格带。

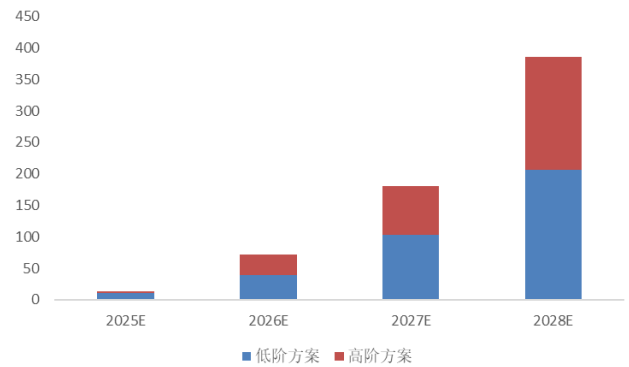
行业空间：根据博世公司管理层海恩博士介绍，“预计到 2026 年，来自于信息娱乐和驾驶员系统的跨域集成平台的全球销售收入将达到 30 亿欧元”，我们预计 2028 年中国舱驾一体域控市场规模有望突破 300 亿元。

图56: 舱驾融合 One Chip 渗透率展望



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图57: 舱驾融合 One Chip 市场空间展望/亿元



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

基于以下核心假设，我们对德赛西威 2024-2026 年业绩做了详细预测。

智能座舱业务：公司在手订单丰厚，目前屏幕等传统座舱产品及座舱域控等新座舱产品均占据份额上的领先地位，下游客户理想、奇瑞等持续放量，2025 年后预计海外订单将贡献额外增量，预计 2024-2026 年收入实现 183/209/261 亿元，同比分别 +16%/+14%/+25%，盈利中枢基本稳定。

智能驾驶业务：公司高阶智驾业务为国内龙头，深度绑定英伟达实现了多个新势力及自主客户的突破，核心配套理想/小鹏的基础上公司将该业务拓展至吉利、广汽、长城等自主客户，有望受益于汽车行业智能化红利实现规模的快速提升，预计 2024-2026 年营业收入有望实现 71/118/171 亿元，同比分别 +58%/+67%/+45%，盈利中枢基本稳定。

表5: 德赛西威业绩拆分/亿元

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	149.3	219.1	285.1	369.4	461.7
YOY	56.0%	46.7%	30.1%	29.6%	25.0%
智能座舱	117.6	158.0	182.5	208.8	261.0
自动驾驶	25.7	44.9	70.7	118.0	170.7
毛利率	23.0%	20.4%	19.9%	19.8%	19.5%
期间费用率	15.3%	12.9%	12.4%	11.5%	11.1%
销售费用率	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	0.9%
管理费用率	2.6%	2.3%	2.0%	1.8%	1.5%
研发费用率	10.8%	9.0%	9.0%	8.5%	8.5%
归母净利润	11.8	15.5	22.9	30.8	39.6
YOY	42.2%	30.6%	48.1%	34.4%	28.7%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们选取了平台型汽车零部件供应商拓普集团, 汽车电子龙头华阳集团、伯特利作为公司的可比公司, 2024-2026 平均 PE 为 28/22/18 倍。公司作为汽车智能化零部件龙头标的, 充分享受本轮汽车智能化行业红利, 同时发力出海争做全球汽车电子零部件供应商, 我们认为公司未来发展空间巨大, 估值上可以享受溢价, 维持“买入”评级。

表6: 可比公司 PE 估值 (截至 2024 年 11 月 11 日)

公司名称	股票代码	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
拓普集团*	601689.SH	977.1	30.5	37.2	45.6	29.5	24.3	19.8
华阳集团*	002906.SZ	183.0	6.7	9.0	11.3	26.1	19.6	15.6
伯特利*	603596.SH	320.9	11.5	14.6	18.2	27.4	21.5	17.3
平均值						27.7	21.8	17.6
德赛西威*	002920.SZ	778.1	22.90	30.79	39.63	32.7	24.3	18.9

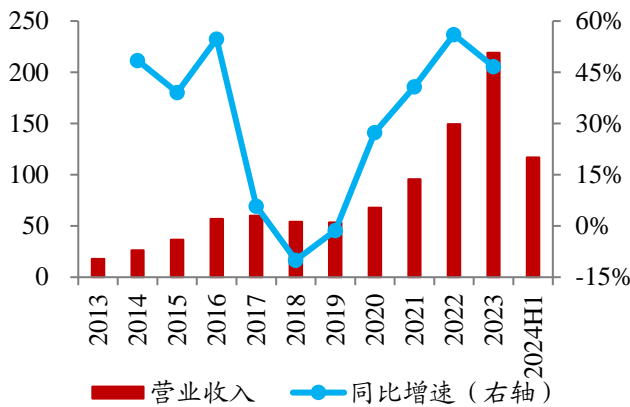
数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (标注*为东吴覆盖, 采用东吴预测数据)

附注: 德赛西威财务状况分析

收入端: 紧抓电动化+智能化行业趋势, 2020 年后公司迎来业绩腾飞期。2019-2023 年公司营业收入 CAGR 为 42%, 主要受益于国内新能源渗透率快速提升及智能驾驶业务快速放量。

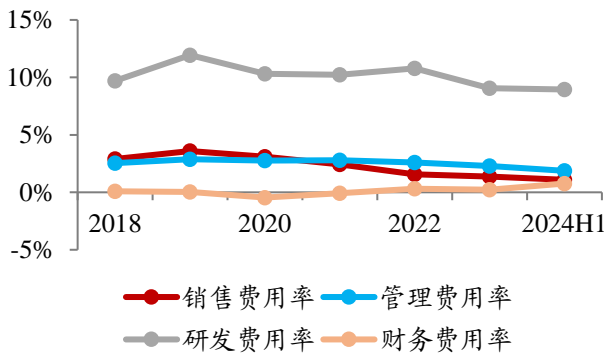
利润端: 净利率中枢基本稳定, 业绩稳健兑现。2019 年-2023 年公司归母净利润 CAGR 为 52%, 主要原因为收入规模提升后费用率下降对冲毛利率下降压力。

图58: 公司营业收入及同比增速 (亿元)



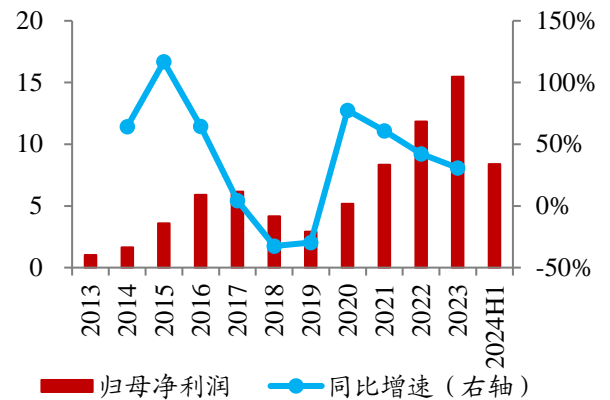
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图60: 公司期间费用率



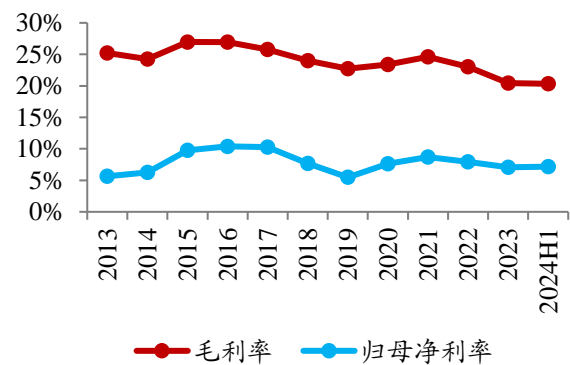
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图59: 公司归母净利润及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

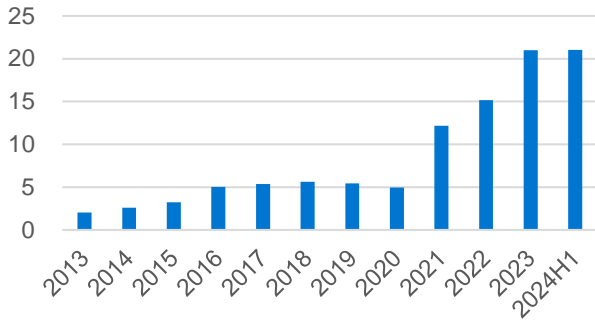
图61: 公司毛利率及归母净利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

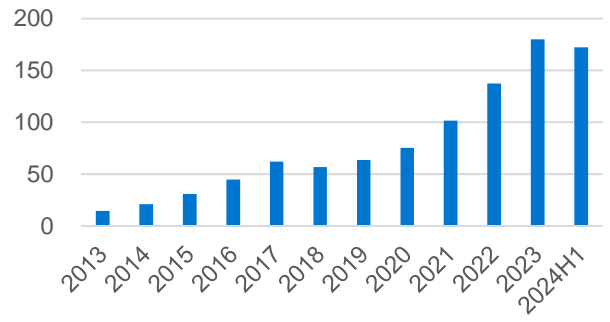
资产负债表: 当前公司处于两轮扩表周期的过渡阶段。2017年公司上市后公司进入一轮扩表周期, 募资项目投产带来的固定资产规模提升及收入规模扩大导致的应收账款及存货规模提升共同驱动公司资产规模扩大, 2024年上半年公司固定资产净额及总资产规模高位盘整, 我们认为公司进入了上一轮扩表周期的尾声, 未来几年公司拟通过定向增发进一步扩充公司产能, 公司或进入新一轮扩表周期, 但从历史财务数据看公司产能释放周期较短, 在手订单充沛收入往往能够对冲折旧摊销的增长, 2019年以来公司折旧摊销占收入比重持续下行, 预计公司将在未来维持规模的谨慎扩张同时保障业绩增长。

图62: 固定资产净额/亿元



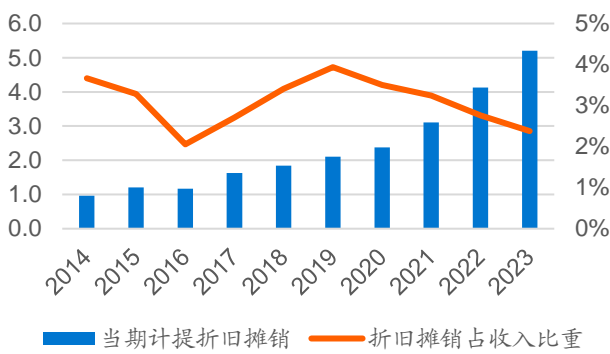
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图63: 总资产/亿元



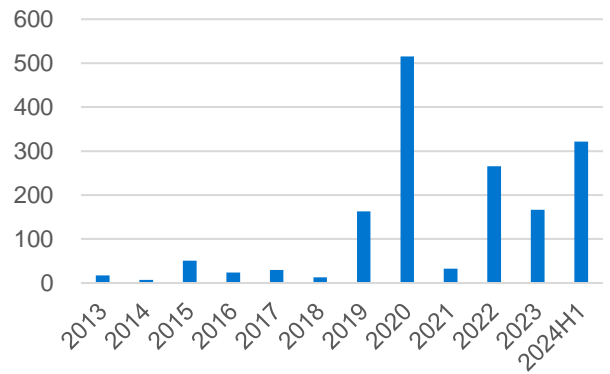
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图64: 折旧摊销/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

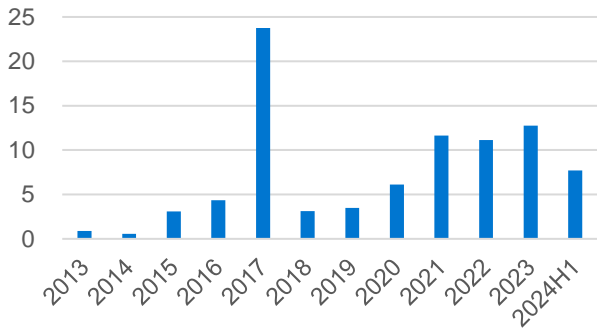
图65: 在建工程/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

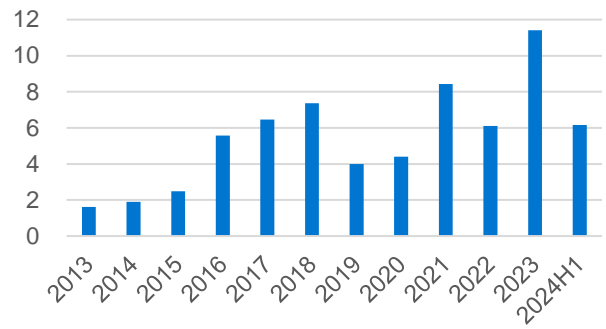
现金流量表: 造血能力良好, 仍需募投资金为下一轮扩张做准备。2019 年来公司现金流质量伴随业绩的快速提升而逐渐转好, 但由于公司近两年依旧持续投入资本开支而稍有融资行为, 在手现金与公司当下收入规模并不匹配, 所以我们觉得公司在当前时间点选择向二级市场融资是必要的且对公司长期发展有利的。

图66: 货币现金/亿元



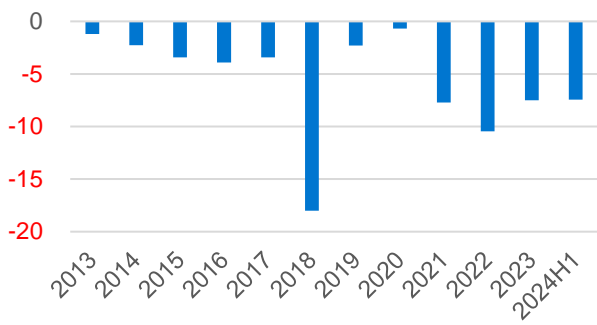
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图67: 经营活动现金流净额/亿元



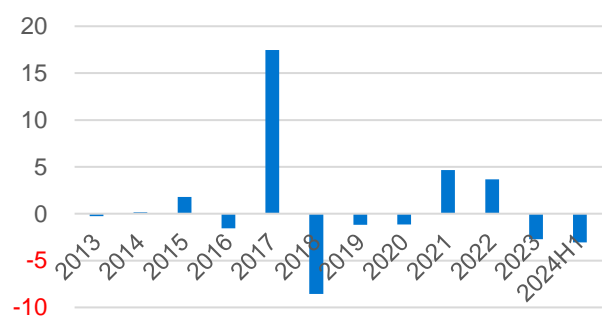
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图68: 投资活动现金流净额/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图69: 筹资活动现金流净额/亿元



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

募投项目专注主业, 面向未来。公司 IPO 募投项目资金除了补充流动资金外全部投入主业汽车电子的产能扩张及技术研发中, 为中国汽车行业步入新能源时代做好充足准备。放眼现在, 公司一方面计划布局西南地区的产能基地, 辐射西南地区汽车产业集群, 同时面向未来投入舱驾融合的项目, 符合产业趋势。

表7: 公司上市后募投情况梳理

	项目名称	实施主体	生产产品	拟用募集资金投资总额 (亿元)	投产时间
IPO	汽车电子智能工厂建设项目	惠州市德赛西威汽车电子股份有限公司	汽车电子产品	6.1	2020.10
	汽车电子移动互联技术集成产业化建设项目	惠州市惠南高科技产业园	汽车电子产品	9.8	2022.6

	汽车电子移动互联技术研发中心建设项目	惠州市德赛西威汽车电子股份有限公司	汽车电子产品	2.2	2021.6
	补充流动资金			4.8	
	合计			22.9	
2024 年 定增预 案	德赛西威汽车电子中西部基地建设项目（一期）	成都市德赛西威汽车电子有限公司	智能座舱产品	18.0	预计 2028 年
	智能汽车电子系统及部件生产项目	惠州市德赛西威汽车电子股份有限公司	智能汽车电子系统及部件	19.8	预计 2029 年
	智算中心及舱驾融合平台研发项目	德赛西威（含子公司）	舱驾融合产品	7.2	预计 2027 年
	合计			45.0	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 风险提示

全球 AI 技术创新低于预期。Open AI/苹果/微软等美国科技巨头 AI 进展低于预期

特斯拉 FSD 入华进展低于预期。因地缘政治等综合因素，特斯拉 FSD 入华时间表低于预期。

国内 L3 智能化渗透率低于预期等。国内消费者对车企 L3 智能化买单意愿低于预期。

德赛西威三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,675	18,139	24,233	30,798	营业总收入	21,908	28,511	36,938	46,173
货币资金及交易性金融资产	1,307	1,369	2,754	4,563	营业成本(含金融类)	17,429	22,831	29,631	37,169
经营性应收款项	8,763	10,364	12,532	14,837	税金及附加	63	86	111	139
存货	3,260	6,027	8,538	10,925	销售费用	297	342	443	462
合同资产	0	0	0	0	管理费用	500	627	739	877
其他流动资产	346	378	409	473	研发费用	1,982	2,423	3,140	3,832
非流动资产	4,339	4,789	5,172	5,539	财务费用	49	48	67	81
长期股权投资	352	362	372	382	加:其他收益	387	302	458	520
固定资产及使用权资产	2,173	2,412	2,520	2,617	投资净收益	(23)	(42)	(40)	(63)
在建工程	167	367	567	767	公允价值变动	44	0	0	0
无形资产	398	458	523	583	减值损失	(458)	(146)	(180)	(153)
商誉	8	8	8	8	资产处置收益	(1)	0	3	0
长期待摊费用	147	147	147	147	营业利润	1,537	2,269	3,049	3,918
其他非流动资产	1,095	1,037	1,037	1,037	营业外净收支	1	(2)	8	5
资产总计	18,014	22,928	29,405	36,337	利润总额	1,538	2,267	3,057	3,923
流动负债	8,723	11,860	15,253	18,223	减:所得税	(3)	(11)	(6)	(20)
短期借款及一年内到期的非流动负债	266	651	651	651	净利润	1,542	2,279	3,063	3,943
经营性应付款项	6,808	8,889	11,523	14,248	减:少数股东损益	(5)	(11)	(15)	(20)
合同负债	345	0	0	0	归属母公司净利润	1,547	2,290	3,079	3,963
其他流动负债	1,304	2,319	3,079	3,324	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.79	4.13	5.55	7.14
非流动负债	1,231	1,197	1,217	1,237	EBIT	1,566	2,315	3,124	4,004
长期借款	771	771	771	771	EBITDA	2,086	2,657	3,501	4,407
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.44	19.92	19.78	19.50
租赁负债	57	77	97	117	归母净利率(%)	7.06	8.03	8.33	8.58
其他非流动负债	403	349	349	349	收入增长率(%)	46.71	30.14	29.56	25.00
负债合计	9,954	13,057	16,471	19,460	归母净利润增长率(%)	30.57	48.07	34.43	28.71
归属母公司股东权益	7,952	9,774	12,853	16,816					
少数股东权益	108	96	81	61					
所有者权益合计	8,060	9,871	12,934	16,877					
负债和股东权益	18,014	22,928	29,405	36,337					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,141	1,027	2,228	2,690	每股净资产(元)	14.33	17.61	23.16	30.30
投资活动现金流	(750)	(792)	(789)	(828)	最新发行在外股份(百万股)	555	555	555	555
筹资活动现金流	(273)	(110)	(54)	(54)	ROIC(%)	18.71	22.68	24.24	24.48
现金净增加额	96	127	1,385	1,808	ROE-摊薄(%)	19.45	23.43	23.95	23.56
折旧和摊销	521	342	377	403	资产负债率(%)	55.26	56.95	56.01	53.55
资本开支	(1,105)	(832)	(729)	(745)	P/E(现价&最新股本摊薄)	48.36	32.66	24.30	18.88
营运资本变动	(1,312)	(1,796)	(1,495)	(1,940)	P/B(现价)	9.41	7.65	5.82	4.45

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>