

计算机

2025年03月19日

德赛西威 (002920)

——智驾订单近百亿，毛利率波动来自于会计准则变更

报告原因：有业绩公布需要点评
买入 (维持)

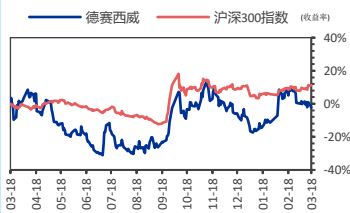
市场数据： 2025年03月18日

收盘价(元)	120.00
一年内最高/最低(元)	144.50/82.87
市净率	6.9
股息率(分红/股价)	0.70
流通A股市值(百万元)	66,376
上证指数/深证成指	3,429.76/11,014.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024年12月31日

每股净资产(元)	17.38
资产负债率%	54.54
总股本/流通A股(百万)	555/553
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究
证券分析师

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

联系人

洪依真
(8621)23297818x
hongyz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：公司发布 2024 年报。报告期实现营业收入 276.18 亿元，同比增长 26.06%，归母净利润 20.05 亿元，同比增长 29.62%，扣非净利润 19.46 亿元，同比增长 32.66%。**
- **整体业绩基本符合预期。**此前市场预测德赛西威 2024 年收入、利润、扣非利润分别为 270 亿/21 亿/19 亿，实际 276 亿/20 亿/19.5 亿，整体收入利润基本符合预期。
- **智能驾驶业务收入高增 63%，新项目年化订单销售金额近百亿。**1) 智能驾驶业务全年实现营业收入 73.14 亿元，同比增长 63.06%，新项目订单年化销售额接近 100 亿元。智能驾驶业务毛利率 19.9%，相比半年报的 18.9%提升 1pct；2) 新项目订单包括，长城、奇瑞、广汽埃安、广汽丰田、小鹏等车企。**智能座舱稳定增长。**1) 智能座舱全年营业收入达到 182.3 亿元，新项目订单年化销售额超过 160 亿元。2) 新项目来自包括奇瑞、吉利、广汽丰田、理想、广汽埃安、TATA 等主机厂。
- **表观毛利率变化主要由于会计准则影响，剔除后全年毛利率基本持平。**真实毛利率可以参考现金流隐含毛利率，不降反升。公司全年毛利率 19.88%，单 Q4 毛利率 18.4%，2023 全年毛利率 20.44%。毛利率下降主要由于公司会计准则调整，销售费用调至营业成本，全年金额为 1.36 亿，若剔除这一影响全年毛利率为 20.37%，与 2023 年基本持平。**一次性计提对利润产生较大影响。**2024 年公司信用减值计提 2.2 亿，占利润 10.45%，主要是应收款项坏账准备；资产减值计提 2.95 亿，占利润 14%，主要是计提存货跌价准备。
- **出海收入略低于此前预期，期待定增资金到位后出海加速。**2025 年公司境外收入 17.1 亿元，同比增长 3.89%，增速略低于我们此前预测。但同时公司海外项目定点加快，年报披露 2024 年海外订单规模超过 50 亿元，同比增长幅度超过 120%。我们认为，后续随着定增资金到位以及西班牙智能工厂投入量产，海外收入增长有望加速。
- **重申“买入”评级。**1) 德赛西威的乙方文化，甲方很难具备。这是非常容易被低估的。2) 管理，极易被忽视的优势。3) 德赛西威作为 ADAS 的代表，出海有技术和制造优势。考虑到海外订单放量速度慢于我们此前预测，小幅下调 2025-2026 年收入预测为 325.17、402.67 亿元，原预测为 340.3、422.7 亿元，新增 2027 年收入预测为 460.18 亿元；相应小幅下调 2025-2026 年利润预测为 26.66、33.12 亿元，原预测为 28.33、35.35 亿元，新增 2027 年利润预测为 34.83 亿元。对应 2025 年 PE 估值 25 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**该领域需要持续的跟踪参与者经营的波动；主机厂客户自研风险。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	21,908	27,618	32,517	40,267	46,018
同比增长率(%)	46.7	26.1	17.7	23.8	14.3
归母净利润(百万元)	1,547	2,005	2,666	3,312	3,483
同比增长率(%)	30.6	29.6	33.0	24.2	5.2
每股收益(元/股)	2.81	3.63	4.80	5.97	6.28
毛利率(%)	20.4	19.9	20.0	20.1	20.1
ROE(%)	19.5	20.8	22.8	23.3	20.9
市盈率	43	33	25	20	19

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

事件：公司发布 2024 年报。报告期实现营业收入 276.18 亿元，同比增长 26.06%，归母净利润 20.05 亿元，同比增长 29.62%，扣非净利润 19.46 亿元，同比增长 32.66%。

点评

整体业绩基本符合预期。此前市场预测德赛西威 2024 年收入、利润、扣非利润分别为 270 亿/21 亿/19 亿，实际 276 亿/20 亿/19.5 亿，整体收入利润基本符合预期。

智能驾驶业务收入高增 63%，新项目年化订单销售金额近百亿。1) 智能驾驶业务全年实现营业收入 73.14 亿元，同比增长 63.06%，新项目订单年化销售额接近 100 亿元。智能驾驶业务毛利率 19.9%，相比半年报的 18.9%提升 1pct；2) 新项目订单包括，长城、奇瑞、广汽埃安、广汽丰田、小鹏等车企；3) 舱驾一体上，2024 年与奇瑞合作，基于西威自研的智能中央计算平台 ICPS01E 共同开发，成为业内首款可量产舱驾一体 SOC 产品；4) 新一代大算力芯片上，西威与昊铂合作，将基于新一代高算力芯片共同研发推动新一代舱驾一体乃至中央计算平台的加速落地，适配 L4 高级别自动驾驶软硬件系统需求。

表 1：主营业务收入拆分（按板块）

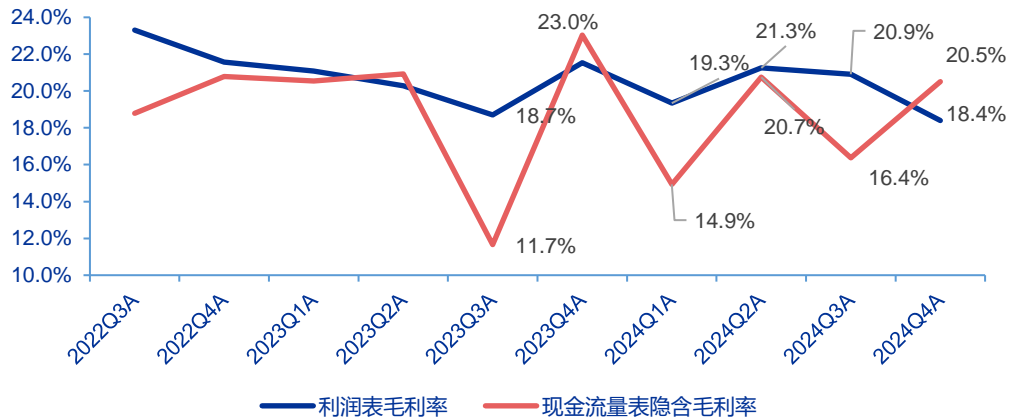
单位：亿元	营业收入	营业收入 yoy	毛利率	毛利率比上年同期增减
智能座舱	182.30	15.36%	19.11%	-0.91%
智能驾驶	73.14	63.06%	19.91%	3.98%

资料来源：Wind、申万宏源研究

智能座舱稳定增长。1) 智能座舱全年营业收入达到 182.3 亿元，新项目订单年化销售额超过 160 亿元。2) 新项目来自包括奇瑞、吉利、广汽丰田、理想、广汽埃安、TATA 等主机厂；3) 第五代座舱产品取得进展，2024 年第五代智能座舱的底层链路设计已完成，第五代智能座舱平台支持实时决策、自适应响应和主动协助。同时第四代智能座舱平台已实现量产，在理想汽车等客户中成功配套。

表观毛利率变化主要由于会计准则影响，剔除后全年毛利率基本持平。真实毛利率可以参考现金流隐含毛利率，不降反升。公司全年毛利率 19.88%，单 Q4 毛利率 18.4%，2023 全年毛利率 20.44%。毛利率下降主要由于公司会计准则调整，销售费用调至营业成本，全年金额为 1.36 亿，若剔除这一影响全年毛利率为 20.37%，与 2023 年基本持平。我们认为观察现金流量表隐含毛利率更能体现公司实际毛利率变化情况，Q4 为 20.5%，相比此前季度不降反升。

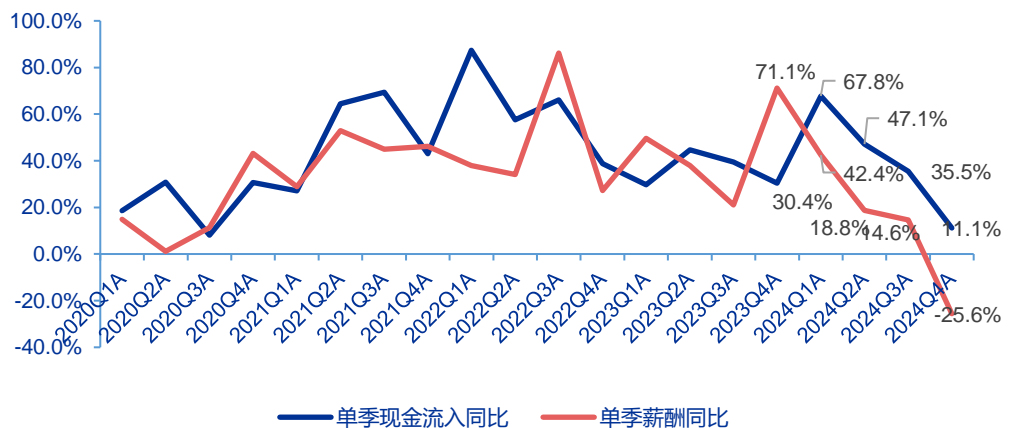
图 1：德赛西威现金收付制/权责发生制两种口径计算的单季度毛利率



资料来源：Wind、申万宏源研究

各项费用率基本稳定，研发等薪酬控制良好。全年销售/管理/研发费用率分别为 0.86%/1.93%/8.17%，相比 23 年同期分别变化-0.50/-0.35/-0.88pct，各项费用率基本保持稳定。其中研发投入达到 21.92 亿元，占销售额的 7.94%，研发人员占公司总人数的 45.98%。

图 2：德赛西威现金流量表口径的“收入-成本”错配



资料来源：Wind、申万宏源研究

一次性计提对利润产生较大影响。2024 年公司信用减值计提 2.2 亿，占利润 10.45%，主要是应收款项坏账准备；资产减值计提 2.95 亿，占利润 14%，主要是计提存货跌价准备。

资产负债表整体与利润表匹配，在建工程加大投入。1) 24 年底应收账款 96 亿，同比增加 34%，略有膨胀；2) 预计负债 3.6 亿，同比增长 37%；3) 24Q4 末在手现金 7.75 亿，相比 23Q4 末的 12.76 亿明显减少；4) 在建工程 4.45 亿元，年初 1.67 亿元，主要是惠南工厂二期、中西部基地一期厂房、德国 3D 实验室加大建设。

出海收入略低于此前预期，期待定增资金到位后出海加速。2025 年公司境外收入 17.1 亿元，同比增长 3.89%，增速略低于我们此前预测。但同时公司海外项目定点加快，目前已拥有 TATA MOTORS、VOLKSWAGEN、MAZDA 等品牌的新项目订单，开拓新客户 HONDA。其中 HUD 产品取得重大进展，成功进入日系、德系车企供应链。年报披露 2024

年海外订单规模超过 50 亿元，同比增长幅度超过 120%。我们认为，后续随着定增资金到位以及西班牙智能工厂投入量产，海外收入增长有望加速。

重申“买入”评级。 1) 德赛西威的乙方文化，甲方很难具备。这是非常容易被低估的。 2) 管理，极易被忽视的优势。 3) 德赛西威作为 ADAS 的代表，出海有技术和制造优势。考虑到海外订单放量速度慢于我们此前预测，小幅下调 2025-2026 年收入预测为 325.17、402.67 亿元，原预测为 340.3、422.7 亿元，新增 2027 年收入预测为 460.18 亿元；相应小幅下调 2025-2026 年利润预测为 26.66、33.12 亿元，原预测为 28.33、35.35 亿元，新增 2027 年利润预测为 34.83 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：该领域需要持续的跟踪参与者经营的波动；主机厂客户自研风险。

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	21,908	27,618	32,517	40,267	46,018
其中: 营业收入	21,908	27,618	32,517	40,267	46,018
减: 营业成本	17,532	22,128	26,021	32,185	36,761
减: 税金及附加	63	87	103	127	145
主营业务利润	4,313	5,403	6,393	7,955	9,112
减: 销售费用	194	238	262	301	333
减: 管理费用	500	534	625	759	896
减: 研发费用	1,982	2,256	2,948	3,770	4,698
减: 财务费用	49	157	26	21	4
经营性利润	1,588	2,218	2,532	3,104	3,181
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-236	-219	-216	-172	-128
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-221	-295	0	0	0
加: 投资收益及其他	364	432	470	531	590
营业利润	1,537	2,099	2,792	3,467	3,647
加: 营业外净收入	1	1	0	1	1
利润总额	1,538	2,100	2,793	3,468	3,648
减: 所得税	-3	82	109	135	142
净利润	1,542	2,018	2,684	3,333	3,506
少数股东损益	-5	13	18	22	23
归属于母公司所有者的净利润	1,547	2,005	2,666	3,312	3,483

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。