

2025 年 08 月 12 日

德赛西威 (002920)

——业绩大超预期，海外高速进展

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **事件：**近日，公司发布 2025 年中报。根据公司公告，2025 年上半年，公司实现收入 146.44 亿元（同比+25.25%），归母净利润 12.23 亿元（同比+45.82%），扣非归母净利润 11.52 亿元（同比+45.94%）。单季度看，2025Q2 实现收入 78.52 亿元（同比+29.90%），归母净利润 6.40 亿元（同比+41.15%）。增长势头强劲，业绩超预期。
- **预计收入超预期主要来自增长强劲的智能驾驶业务。1) 25H1 智能驾驶业务超预期。**收入 41.5 亿元，同比+55.5%。预计公司上半年在小米、理想、长城、小鹏等重要客户智能驾驶业务进展顺利，下游销量/高阶方案选配率超出预期。**2) 25H1 智能座舱业务保持稳健增长。**25H1 智能座舱收入 94.6 亿元，同比+18.8%。目前四代座舱大规模量产，五代座舱已获得理想等定点。
- **国际化战略取得明显成效，印尼、墨西哥工厂正式交付。**根据公司公告，公司上半年境外收入同比增长 36.8%，增速高于国内（同比增长 24.4%）。今年 5 月印尼工厂开始贡献产能，提升了东南亚交付能力；6 月，墨西哥工厂进入量产环节，供应美洲市场。后续，我们预计 2026 年后开始量产的西班牙工厂，有望增加欧洲地区产能。
- **毛利率稳定，消解此前市场担忧。**根据公司公告，公司汽车电子业务 25H1 销售毛利率 20.33%，同比+0.29pct。此前投资者担心国内新能源车竞争激烈，导致上游环节价格竞争并引起毛利率下滑，实际公司整体毛利率稳定。
- **尽管研发与商业突破持续，但研发效率与薪酬计划较为乐观。**根据公司公告：1) 采用现金流量表与资产负债表算法，2024Q4-2025Q2 薪酬同比增速为-25.6%/15.9%/13.0%，经营性现金流入依次为 11.1%/17.3%/39.2%；2) 25Q2 薪酬增速低于现金流入增速，单 Q2 研发费用同比增长 28.3%，低于收入增速（同比增长 29.9%）。反映了德赛西威的执行力和效率，也反映了其商业模式优势。**公司费用周期带来的盈利杠杆较为显著，区别于较多 TMT 和制造业共公司。**3) 二季度末应收账款 87.8 亿，相比上季度末仅增加约 3 亿元。存货、应付账款等项目基本稳定。**现金流与其他重要质量指标也与利润表匹配。**
- **投资分析意见：维持“买入”评级。**1) 德赛西威的乙方文化，甲方很难具备。这是很容易被低估的。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。**25H1 业绩持续验证上述竞争优势，维持盈利预测。**2025-2027 年收入预测为 325.17、402.67、460.18 亿元；2025-2027 年利润预测为 26.66、33.12、34.83 亿元。对应 2025 年 PE 估值 24 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**

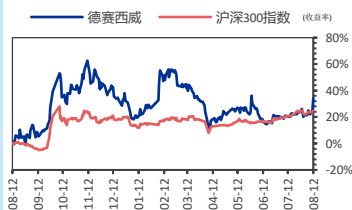
	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	27,618	14,644	32,517	40,267	46,018
同比增长率（%）	26.1	25.3	17.7	23.8	14.3
归母净利润（百万元）	2,005	1,223	2,666	3,312	3,483
同比增长率（%）	29.6	45.8	33.0	24.2	5.2
每股收益（元/股）	3.63	2.21	4.80	5.97	6.28
毛利率（%）	19.9	20.3	20.0	20.1	20.1
ROE（%）	20.8	12.7	22.8	23.3	20.9
市盈率	32		24	19	18

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：	2025 年 08 月 12 日
收盘价（元）	113.91
一年内最高/最低（元）	144.50/83.78
市净率	6.6
股息率（分红/股价）	1.05
流通 A 股市场值（百万元）	63,008
上证指数/深证成指	3,665.92/11,351.63

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2025 年 06 月 30 日
每股净资产（元）	17.37
资产负债率%	54.88
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

财务摘要

百万元	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@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.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。