

分析师：龙羽洁
登记编码：S0730523120001
longyj@ccnew.com 0371-65585753

25Q3 业绩短期承压，关注海外拓展与新业务进展

——德赛西威(002920)季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(首次)

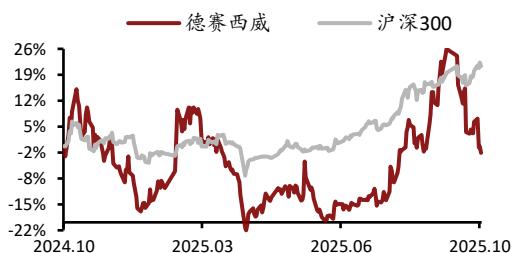
市场数据(2025-10-30)

收盘价(元)	118.28
一年内最高/最低(元)	151.23/94.94
沪深 300 指数	4,709.91
市净率(倍)	4.82
流通市值(亿元)	654.25

基础数据(2025-09-30)

每股净资产(元)	24.53
每股经营现金流(元)	3.79
毛利率(%)	19.70
净资产收益率_摊薄(%)	12.21
资产负债率(%)	45.73
总股本/流通股(万股)	59,684.26/55,313.58
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期：2025 年 10 月 31 日

事件：

公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度，公司实现营业收入 223.37 亿元，同比+17.72%，实现归母净利润 17.88 亿元，同比+27.08%，实现扣非归母净利润 17.24 亿元，同比+19.02%；经营活动产生的现金流量净额 22.60 亿元，同比+169.30%；基本每股收益 3.23 元，同比+26.67%；加权平均净资产收益率 18.10%，同比+1.41pct。

其中：2025Q3 公司实现营业收入 76.92 亿元，同比+5.63%、环比-2.04%，实现归母净利润 5.65 亿元，同比-0.57%、环比-11.74%。

投资要点：

● 25Q3 收入同比小幅增长，利润端同环比下滑。

公司前三季度主营业务保持稳定增长，营业收入达 223.37 亿元，同比增长 17.72%，主要得益于汽车电子产品的市场需求持续释放。公司在智能座舱、智能驾驶等核心产品线的研发投入进一步加大，持续推出新技术、新产品，推动产品矩阵优化升级。国内市场，公司深化与主流车企的合作，并不断拓展新客户，持续获得新项目订单；海外布局方面，通过拓展欧洲及东南亚客户，国际化战略稳步推进，全球市场份额逐步提升。公司第三季度实现收入 76.92 亿元，同比+5.63%、环比-2.04%，主要受到下游客户影响；实现归母净利润 5.65 亿元，同比-0.57%、环比-11.74%，主要受毛利率下滑（Q3 单季毛利率 18.51%，同比下降 2.40 个百分点，环比下降 1.65 个百分点）以及存货跌价准备增加影响。

● 行业竞争加剧拖累毛利率，研发投入加大影响净利率。

25Q3 公司毛利率为 18.51%，同比-2.40pct、环比-1.65pct，主要由于汽车行业终端市场激烈竞争，迫使车企向供应链转嫁成本压力；25Q3 公司净利率为 7.42%，同比-0.42pct、环比-0.82pct；期间费用方面，25Q3 公司期间费用率 12.04%，同比+0.58pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.11%、2.04%、8.79%、0.11%，同比分别-0.05%、+0.02%、+0.48%、+0.12pct。Q3 研发费用率同比增长，公司持续保持高强度研发投入，构筑技术壁垒；同时，公司为拓展市场及获取新订单，前三季度销售费用大幅增长，同比+75.89%。另外，伴随业务扩张，公司存货规模较年初增长 35.35%至 50.03 亿元，相应的资产减值损失（主要为存货跌价准备）也随之增加，前三季度达 1.73 亿元，同比增长 69.37%。

● 持续深化全球化布局，海外业务有望引领利润增长。

加速全球化布局并提升本地化服务能力成为公司的核心战略。公司全球客户拓展顺利，上半年成功突破了雷诺、本田等全球性客户的新项目定点，

并成功获得了大众、丰田等核心海外客户的新项目。公司已完成德国、法国、西班牙、日本、新加坡等主要国家和地区的海外分支机构战略布局，2025 年 5 月，公司在印尼地区开始贡献产能，强化了在东南亚地区的供应链韧性及交付能力；2025 年 6 月，墨西哥蒙特雷工厂首个量产项目诞生，为美洲市场提供了更高效的本地化服务保障；西班牙智能工厂预计将于 2026 年开始量产，为欧洲地区提供智能座舱、辅助驾驶领域的系列前沿智能化产品。公司海外业务毛利率高于国内，25H1 海外业务毛利率达 28.93%，同比+8.22pct，高出同期国内毛利率 9.26 个百分点，公司已将中长期海外收入占比目标上调，有望成为未来重要的利润增长点。未来，公司将持续深化全球化布局，加强与全球核心芯片厂、主机厂的战略合作，并培育全球化与本地化融合的供应链网络，通过技术创新和智能制造双轮驱动，持续巩固在全球汽车电子领域的领先地位。

● 第二增长曲线清晰落地，低速无人车业务开启商业化。

公司在低速无人车领域的布局已取得实质性突破。2025 年 9 月，公司正式发布了低速无人车品牌“川行致远”并首次公开亮相了 S6 飞翼款和 S6 侧拉门款两款车型，开启了低速无人车行业的车规级时代。产品的核心亮点是首次引入车规级设计开发体系和生产制造体系；在智能化水平和性能上，首次把无人车的爬坡高度，从 20%提升到 25%，突破地形限制，实现全场景适配；自研车规级“远行”电池，完成 2 倍国标时长的震动试验等一系列挑战，正常运行可达 6 年 30 万公里以上；领先的 L4 自动驾驶端到端算法并自建数据中心，以更接近人类驾驶的状态应对各种恶劣气象环境，保持全场景、全天候畅行，真正实现畅行无阻。公司车规级无人车发布后受到市场广泛的关注，已获取相应的客户订单，商业模式采用“硬件收费+FSD 订阅”模式，也提供整车购买选项。这标志着公司已成功将汽车电子领域积累的车规级研发、制造和供应链能力复用至新赛道，并实现了从概念到商业化落地的关键一步，为公司打开了新的长期增长空间。

● 首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

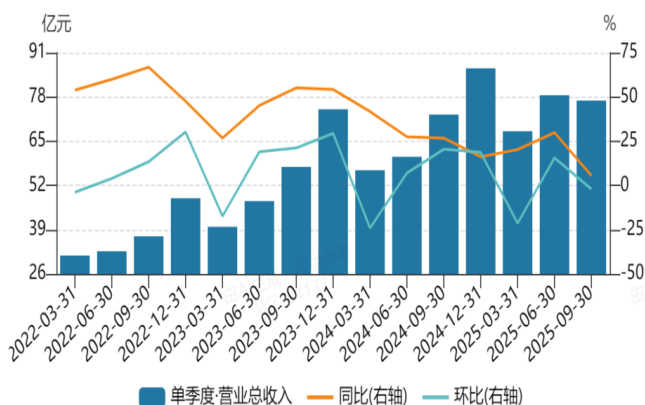
预计 2025 年、2026 年、2027 年公司可实现归母净利润分别为 26.97 亿元、33.50 亿元、41.29 亿元，对应 EPS 分别为 4.52 元、5.61 元、6.92 元，对应 PE 分别为 26.17 倍、21.07 倍、17.10 倍。公司以智能座舱与智能驾驶全栈技术能力为核心，加速海外高毛利市场布局，新业务低速无人车落地，持续拓展第二增长曲线，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

风险提示：市场需求不足的风险；行业竞争加剧的风险；技术研发进展不及预期的风险；新业务开拓不及预期的风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,908	27,618	33,656	40,929	49,779
增长比率（%）	46.71	26.06	21.86	21.61	21.62
净利润（百万元）	1,547	2,005	2,697	3,350	4,129
增长比率（%）	30.57	29.62	34.52	24.20	23.26
每股收益(元)	2.59	3.36	4.52	5.61	6.92
市盈率(倍)	45.64	35.21	26.17	21.07	17.10

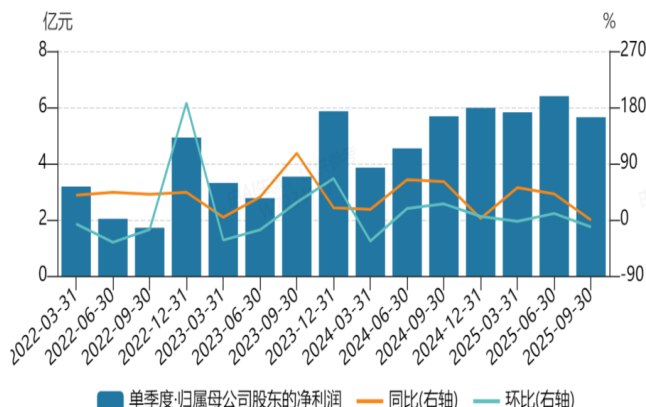
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入及同比增速



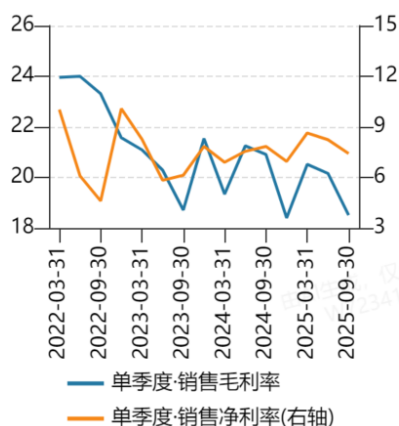
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



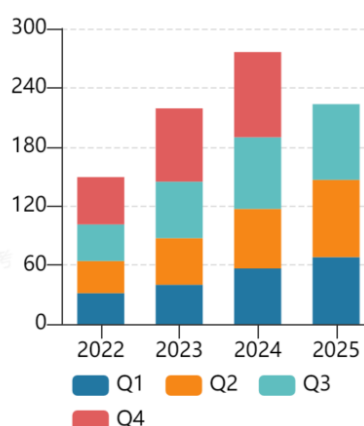
资料来源：Wind，中原证券研究所

图 3：公司盈利能力



资料来源：Wind，中原证券研究所

图 4：营业收入季度变化趋势



资料来源：Wind，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,675	16,434	22,319	25,696	30,300
现金	1,276	775	4,911	5,248	6,101
应收票据及应收账款	7,182	9,671	9,632	11,467	13,716
其他应收款	33	122	112	136	166
预付账款	33	28	41	49	60
存货	3,260	3,696	4,204	4,761	5,497
其他流动资产	1,891	2,142	3,419	4,034	4,761
非流动资产	4,339	5,049	6,277	7,687	8,960
长期投资	352	370	370	370	370
固定资产	2,100	2,561	2,828	3,543	4,193
无形资产	398	419	499	570	630
其他非流动资产	1,490	1,699	2,579	3,205	3,767
资产总计	18,014	21,483	28,595	33,382	39,260
流动负债	8,723	10,853	12,485	14,961	18,001
短期借款	201	279	629	629	629
应付票据及应付账款	6,808	8,020	9,158	11,104	13,515
其他流动负债	1,713	2,554	2,698	3,228	3,857
非流动负债	1,231	865	701	761	821
长期借款	771	219	269	319	369
其他非流动负债	461	646	431	441	451
负债合计	9,954	11,718	13,186	15,722	18,822
少数股东权益	108	122	136	150	170
股本	555	555	597	597	597
资本公积	2,624	2,694	7,045	7,045	7,045
留存收益	4,803	6,342	8,159	10,396	13,154
归属母公司股东权益	7,952	9,643	15,274	17,511	20,269
负债和股东权益	18,014	21,483	28,595	33,382	39,260

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,141	1,494	3,181	3,403	4,157
净利润	1,542	2,018	2,711	3,364	4,149
折旧摊销	521	668	478	610	746
财务费用	64	34	30	40	42
投资损失	-1	-27	-84	-43	-67
营运资金变动	-1,312	-1,665	-470	-1,269	-1,516
其他经营现金流	327	465	516	702	803
投资活动现金流	-750	-1,472	-1,987	-1,979	-1,955
资本支出	-1,105	-1,477	-1,436	-1,952	-1,953
长期投资	-111	3	-460	-60	-60
其他投资现金流	466	2	-91	33	57
筹资活动现金流	-273	-427	2,926	-1,087	-1,349
短期借款	-198	78	350	0	0
长期借款	196	-551	50	50	50
普通股增加	0	0	42	0	0
资本公积增加	138	70	4,351	0	0
其他筹资现金流	-410	-23	-1,867	-1,137	-1,399
现金净增加额	96	-412	4,136	337	853

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,908	27,618	33,656	40,929	49,779
营业成本	17,532	22,128	27,023	32,765	39,880
营业税金及附加	63	87	101	124	151
营业费用	194	238	303	368	448
管理费用	500	534	639	778	946
研发费用	1,982	2,256	2,810	3,440	4,155
财务费用	49	157	35	-39	-43
资产减值损失	-221	-295	-300	-400	-450
其他收益	387	433	522	634	772
公允价值变动收益	44	-36	0	0	0
投资净收益	-23	-1	84	43	67
资产处置收益	-1	1	0	0	0
营业利润	1,537	2,099	2,800	3,470	4,280
营业外收入	5	4	5	5	4
营业外支出	4	3	10	7	7
利润总额	1,538	2,100	2,794	3,468	4,277
所得税	-3	82	84	104	128
净利润	1,542	2,018	2,711	3,364	4,149
少数股东损益	-5	13	14	14	20
归属母公司净利润	1,547	2,005	2,697	3,350	4,129
EBITDA	2,086	2,964	3,308	4,039	4,981
EPS (元)	2.59	3.36	4.52	5.61	6.92

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	46.71	26.06	21.86	21.61	21.62
营业利润 (%)	32.66	36.58	33.40	23.93	23.35
归属母公司净利润 (%)	30.57	29.62	34.52	24.20	23.26
获利能力					
毛利率 (%)	19.97	19.88	19.71	19.95	19.89
净利率 (%)	7.06	7.26	8.01	8.18	8.29
ROE (%)	19.45	20.79	17.66	19.13	20.37
ROIC (%)	17.14	20.13	16.27	17.34	18.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.26	54.54	46.11	47.10	47.94
净负债比率 (%)	123.50	119.99	85.57	89.02	92.09
流动比率	1.57	1.51	1.79	1.72	1.68
速动比率	1.15	1.14	1.40	1.35	1.33
营运能力					
总资产周转率	1.38	1.40	1.34	1.32	1.37
应收账款周转率	3.77	3.29	3.51	3.91	3.98
应付账款周转率	4.65	4.73	4.97	5.26	5.27
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.59	3.36	4.52	5.61	6.92
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.91	2.50	5.33	5.70	6.97
每股净资产 (最新摊薄)	13.32	16.16	25.59	29.34	33.96
估值比率					
P/E	45.64	35.21	26.17	21.07	17.10
P/B	8.88	7.32	4.62	4.03	3.48
EV/EBITDA	34.37	20.76	20.30	16.56	13.26

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅—10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—15% 至—10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。