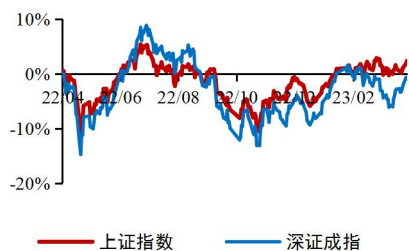


信义山证汇通天下

研究早观点

2023 年 4 月 6 日 星期四

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,312.56	0.49
深证成指	11,859.48	-0.25
沪深 300	4,103.11	0.31
中小板指	7,851.75	-0.46
创业板指	2,421.65	-0.76
科创 50	1,129.08	0.23

主要海外市场指数

指数	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33,482.72	0.24
纳斯达克综合	11,996.86	-1.07
标普 500	4,090.38	-0.25
巴黎 CAC40	7,316.30	-0.39
德国法兰克福 DAX	15,520.17	-0.53
日经 225	27,813.26	-1.68
恒生指数	20,274.59	-0.66

资料来源：最闻

【今日要点】

【山证机械】鼎阳科技（688112.SH）：高分辨率数字示波器领域再发新品，高端产品线持续丰富

【山证医药】达仁堂（600329.SH）2022 年年报点评-战略清晰，营销整合初见成效

【山证机械】晶盛机电（300316.SZ）2022 年报点评-“设备+材料”双引擎，平台化带动业绩高增

【山证机械】高测股份（688556.SH）2022 年报点评-切片技术闭环+产能规模效应，带动净利率翻番

【公司评论】中国重汽(000951.SZ)：中国重汽（000951.SZ）：业绩创近十年来新低，静待行业复苏反转

【公司评论】中青旅(600138.SH)：中青旅（600138.SH）2022 年报点评-23 年期待新景区开业、旅行社业务复苏等多重亮点提振业绩

【公司评论】德赛西威(002920.SZ)：德赛西威（002920.SZ）：汽车智能化提速带动公司业绩持续高增长

【宏观策略】沪指再上 3300 点，央企概念领涨

【今日要点】

【山证机械】鼎阳科技（688112.SH）：高分辨率数字示波器领域再发新品，高端产品线持续丰富

王志杰 wangzhijie@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布公告称，于 2023 年 3 月 30 日正式公开发布 SDS1000X HD 系列高分辨率数字示波器产品。
- 事件点评
- SDS1000X HD 系列数字示波器产品具备 12-bit 高分辨率，最高带宽 200MHz，采样率最高 1GSa/s，具备 2/4 个模拟通道和 16 个数字通道，存储深度可达 100Mpts，可广泛应用于高精度电源、传感器、医疗器械、激光等领域。Sequence 模式下，该系列产品波形捕获率最高达 400,000 帧/秒，可以实现高速瞬态信号的快速捕获与高精度分析，在进行信号整体性能特性测试时，让波形细节特征也一览无余，帮助用户更快、更准地发现并定位问题所在。该系列产品全带宽下本底噪声仅 70μVrms，具有 256 级辉度等级及色温显示，触发灵敏度高，触发动抖小，支持丰富的智能触发、串行总线触发和解码，支持历史（History）模式、分段采集（Sequence）、模板测试、搜索、导航、波特图和电源分析等高级分析模式。该系列产品的发布是公司高端技术下沉的体现，进一步丰富了鼎阳科技高分辨率数字示波器类产品线，拓宽了鼎阳科技数字示波器类产品的应用场景和使用范围。
- 受益于新产品导入加速，产品进入放量阶段，以及国产替代的加速，公司营业收入稳步提升，预计 22Q4 营收同比增长 37%。根据业绩快报，我们测算公司 2022Q4 实现营业收入 1.30 亿元，同比增长 36.77%。2022 年，公司发布了 9 款新产品，除 11 月、12 月发布的 6 款新产品外，其余 3 款新产品 SDS2000X HD、SDS6000L、SNA5000A 均实现了当年发布当年即实现规模化销售。公司坚持自主研发技术创新，通过高强度的研发投入，持续进行产品和技术的迭代升级。通过多年技术储备对现有产品线进行纵向拓展，不断推出更高档次的产品，包括行业四大主力产品在内的全部产品全面持续高端化，依托全球化的品牌和渠道，实现营业收入快速提升。目前公司四大主力产品全线进入高端，高端产品占比逐年加速提升，报告期内已达到 17.51%，比上年的 11.18%提升 6.33 个百分点。
- 射频类及高分辨率产品量价齐升、增长亮眼。其中，射频微波类产品空间大、毛利率高，有望打开新蓝海。2022 年 1-9 月，公司高分辨率数字示波器、射频微波类产品境内收入分别同比增长 239.53%、104.15%，其中，射频微波类产品平均毛利率水平相较于示波器高 13.91pct，具有更强的盈利能力，有望成为公司未来的新增长点。2022 年 1-9 月，公司四大类产品平均单价同比提升 22.67%，其中射频微波信号源类产品平均单价同比提升 38.32%。根据公司 2022 年中报，矢量网络分析仪平均售价同比提升 43.23%。

- 国内市场进口替代加速，境内销售持续高速增长，境内工业市场增速尤为亮眼。2019~2022 上半年，公司境内营收占比由 20.4%逐年提升至 30.8%。2022 全年，公司境内营业收入增长 72.71%，比公司全球营业收入增幅 30.90%高出 41.81 个百分点。2022 年 1-9 月，公司境内市场营业收入同比增长 79.93%，其中境内工业市场同比增长 131.78%，Q3 境内营收同比增长 124.55%，其中境内工业市场同比增长 215.82%。
- 投资建议
- 通用电子测试测量仪器行业天花板高，国产替代空间广阔，公司由于起步较晚，目前销售额占行业整体规模的比例较小，但随着公司产品结构逐步向更高档次发展，高端线射频类及高分辨率产品量价齐升、增速亮眼，依靠持续的品牌建设、全球化的销售渠道、稳定的产品品质以及明显的性价比优势，未来公司具有较大的发展潜力。我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 4.0、5.6、7.6 亿元，同比增长 30.9%、40.8%、34.8%；分别实现净利润 1.4、1.9、2.6 亿元，同比增长 73.5%、35.4%、35.8%；对应 EPS 分别为 1.3、1.8、2.4 元。以 4 月 4 日收盘价 74.73 元计算，对应公司 2022-2024 年 PE 分别为 56.4、41.5、30.6 倍，维持“买入-A”评级。
- 风险提示
- 受管制原材料无法获得许可的风险；高端产品推出或销售不及预期风险；国内市场开拓不力的风险；因中美贸易摩擦导致的税收成本加大甚至产品出口受限的风险；经销体系拓展和管理不力风险等。

【山证医药】达仁堂（600329.SH）2022 年年报点评-战略清晰，营销整合初见成效

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2022 年年报，全年实现收入 82.49 亿元（+19.42%），归母净利润 8.62 亿元（+12.05%），扣非归母净利润 7.69 亿元（+3.94%）。2022Q4 单季度实现收入 26.86 亿元（+72.71%），归母净利润 1.33 亿元（+23.41%），扣非归母净利润 1.21 亿元（+16.5%）。实现经营活动现金流净额 6.77 亿元，实现 EPS1.12 元。
- 事件点评
- 战略层面实施“1+5”布局，落实“三核九翼”规划。“1+5”布局是中长期产业规划，“1+”是打造达仁堂主品牌，以此为引领，明确“隆顺榕”、“乐仁堂”、“京万红”等子品牌定位。“5”是布局五大产业方向：绿色中药做大做强；强化精品饮片业务，整合中药饮片资源，布局 GAP 基地建设；“达仁堂大药房”精品国药连锁建设；探索“药道地，精医道”的医养结合为中医特色的达仁堂中医诊疗品牌连锁；整合公司旗下品牌和产品资源，布局药食同源的大健康品类和功能性品类业务。“三核九翼”是中成药板块中短期方

向。第一核是构建心脑血管产品线。以速效救心丸为龙头，统筹舒脑欣滴丸、通脉养心丸、参附强心丸等产品矩阵的市场协同，提供心脑血管领域多病种解决方案。第二核是立足皮肤创面修复，以京万红软膏为主品种，强化创面修复品牌。第三核则是以“达仁堂”承载精品国药。“九翼”是推动以清咽滴丸为代表的呼吸类产品、以胃肠安丸为代表的消化类产品、以痹祺胶囊为代表的风湿骨痛类产品、以癰清片为代表的泌尿类产品、以乌鸡白凤片为代表的妇儿类产品、以紫龙金片为代表的肿瘤类产品等专科线发展。

- **推动营销创新，推进成药提质上量。**2022 年公司管理费用率为 4.58%，同比下降 0.8pct；销售费用率为 23.87%，同比增长 1.3pct。工业板块毛利率 56.49%，同比下降 0.23pct，ROE（摊薄）13.21%，同比提升 1.12pct。2023 年速效救心丸增长 2.3 亿元，销量增长 15%；重新启动清宫寿桃丸销售，销售收入同比增长 288.7%；京万红降库存明显，金芪降糖片同比增幅达到 20%。清肺消炎丸、清咽滴丸销售量分别同比增长 59.89%、47.11%。
- **公司去年进行了组织架构调整，优化工业营销组织构架，突出营销平台专业品类定位，构建快速响应的营销体系。**1、成立商销事业部营销平台，打造普药产品和第三终端营销平台。2、成立天津中新医药完成商业板块整合。3、新成立药材资源中心，推进药材公司经营模式转变，强化对内保供应和对外经营两个职能。4、推进达仁堂连锁大药房建设，探索达仁堂医院全新运营模式。
- **今年，营销层面以“骄子工程”立足做大主品，提升盈利能力和费用摊销水平；以“宝贝计划”发掘产品独家或有特色治疗优势的产品潜能，构建多元产品矩阵；以“青苗计划”培育潜力品种，储能蓄势。**规范价格体系，推动销售工作全面下沉到市场。向多终端销售拓展，拓展商业专科医院及互联网医疗模块、商业医药零售模块；强化电商平台，拓展第四终端市场；布局出海业务，助力品牌和业务提升。
- **“十四五”产品规划明确。**根据公司“十四五”规划，在 2022 年稳定基础结构之后，2023 年开始每年工业板块收入增长目标不低于 18%（2023 年以 2021 年为基础）。“十四五”末，规划速效救心丸销售规模 20 亿元以上；通脉养心丸和清咽滴丸是 5-10 亿元规模；胃肠安丸、癰清片和痹祺胶囊是 3-5 亿元规模；清肺消炎丸和治咳川贝枇杷滴丸计划每年不低于 20%的增速。安宫牛黄丸、牛黄清心丸、清宫寿桃丸三个国家级非遗产品以及海马补肾丸等产品将依托达仁堂销售公司，重点打造精品国药。未来会以达仁堂为主强化品牌建设，进行全产业链赋能。
- **投资建议**
- **公司控股股东混改落地，公司中药品牌、品种、老字号资源丰富，已经制定了十四五规划，以三核九翼、五大战略、叠加品牌建设，在营销变革、经营改善、激励到位的前提下，我们认为公司的收入和利润增速继续增长。**预计公司 2023~2025 年归母净利润分别为 10.25 亿元、12.34 亿元、14.96 亿元，EPS 分别为 1.32、1.60、1.93 元，PE 分别为 29.4、24.4、20.2 倍，维持“买入-B”评级。
- **风险提示**
- 包括但不限于：疫情反复；上游药材价格上涨；集采导致产品降价；管理和营销优化效果不及预期；

核心品种提价及销售不及预期等。

【山证机械】晶盛机电（300316.SZ）2022 年报点评-“设备+材料”双引擎，平台化带动业绩高增

王志杰 wangzhijie@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司披露 2022 年年报。2022 年公司实现营业收入 106.4 亿元，同比+78.5%；实现归母净利润 29.2 亿元，同比+70.8%。其中，22Q4 实现营业收入 31.8 亿元，同比+61.2%，环比+2.7%；实现归母净利润 9.2 亿元，同比+52.1%，环比+14.2%。

➤ 事件点评

- “设备+材料”双轮驱动，营收首次破百亿。从收入结构看，公司半导体装备订单快速增长，大尺寸碳化硅晶体制备实现重大突破，光伏长晶炉市占率行业领先，设备及服务端整体实现收入 84.7 亿元，yoy+70.2%；积极布局先进耗材，石英坩埚在技术和市场份额上行业领先，金刚线进入规模化量产阶段，材料端整体实现收入 14.5 亿元，yoy+273.6%，收入占比提升至 13.7%。从设备销量看，晶体生长设备销售 5331 台，yoy+108.6%；智能化加工设备 1530 台，yoy+108.16%。从海外布局看，公司先后拓展土耳其、挪威、墨西哥、印度和越南市场，海外收入 4.5 亿元，收入占比从 2021 年 0.5%提升到 4.2%。
- 盈利能力保持稳定，研发投入翻倍以上增长。2022 年，公司毛利率/净利率分别为 39.6%/28.9%，yoy-0.08pct/-0.06pct；四项期间费用率合计 10.4%，yoy+0.9pct。公司重视研发投入，22 年研发投入 8.0 亿元/yoy+125.2%，研发费用率 7.5%/yoy+1.6pct。2022 年，公司完成第五代新型单晶炉产品的研发，将软件开发权交给客户并提供差异化解决方案；成功研发第四代半导体材料 MPCVD 法金刚石晶体生长设备，并建设研发试验线。在大硅片设备领域，
- 布局“长晶、切片、抛光、CVD”四大核心环节设备，逐步实现 8-12 英寸设备的国产化突破；光伏设备领域，逐步实现硅片端、电池端以及组件端整线布局。
- 公布 2023 年经营计划，营业收入目标增超 60%。具体目标如下，实现新签电池设备及组件设备订单超 30 亿元（含税），材料业务销售突破 50 亿元（含税），全年整体营业收入同比增长 60%以上。从在手合同来看，截至 2022 年末，公司未完成晶体生长设备及智能化加工设备合同总计 254.23 亿元，其中半导体设备合同 33.9 亿元，形成有效的业绩支撑。
- 投资建议
- 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 44.8/55.6/68.3 亿元，同比分别增长 53.3%/23.9%/22.9%，对应 EPS 分别为 3.43/4.24/5.22 元，对应 PE 分别为 19.9/16.1/13.1 倍。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

- 风险提示：行业景气度下行的风险，下游需求放缓或减少的风险，技术研发及核心技术人员流失的风险，订单履行的风险。

【山证机械】高测股份（688556.SH）2022 年报点评-切片技术闭环+产能规模效应，带动净利率翻番

王志杰 wangzhijie@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司披露 2022 年年报。2022 年公司实现营业收入 35.7 亿元，同比+127.9%；实现归母净利润 7.9 亿元，同比+356.7%。其中，22Q4 营业收入 13.8 亿元，同比+132.4%，环比+61.4%；归母净利润 3.6 亿元，同比+489.3%，环比+88.5%。
- 事件点评
- 业务全面增长，耗材和切片代工收入贡献近 50%。从收入结构看，光伏切割设备/切片代工/金刚线/创新业务分别实现收入 14.7 亿元/9.3 亿元/8.4 亿元/1.6 亿元，收入贡献为分别为 41.3%/26.0%/23.5%/4.4%，同比分别增长 50.4%/778.2%/188.2%/48.9%。光伏设备业务，与晶澳、晶科、高景、天合光能等签订大额订单，GC700X 切片机市占率稳居第一。硅片切割加工服务，截止 22 年末，切片产能 21GW，已规划产能为 52GW。金刚线业务，年产量 3392.8 万千米，yoy+257.0%；年销量（不含自用）2539.7 万千米，yoy+206.2%，市占率稳步提升。
- 切片技术闭环，规模效应显现，盈利能力大幅提升。2022 年公司毛利率 41.5%，yoy+7.8pct；净利率 22.1%，yoy+11.1pct。各细分业务的毛利率同比均有提升，光伏切割设备/切片代工/金刚线/创新业务毛利率分别为 33.2%/45.5%/43.1%/54.4%，同比增加 2.1pct/16.7pct/7.2pct/12pct。费用率方面，各项期间费用率均有下滑，合计 15.9%/yoy-4.4pct。公司重视研发投入，发生研发费用 2.3 亿元/yoy+92.2%，研发的碳化硅金刚线切片机 GC-SCDW6500 实现国产替代。公司充分发挥技术闭环专业化切割技术优势，持续推动金刚线细线化迭代，逐步建立了产能规模优势。
- 产能继续释放，在手订单饱满，看好 23 年业绩增长。从产能看，切片代工预计 23 年末达到 38GW（较 22 年末增加 17GW）；金刚线产能预计 23 年末达 9000 万公里以上（较 22 年末增加 5000 万公里以上）。从在手订单看，截至 2022 年末，光伏切割设备在手订单合计 14.7 亿元（含税），yoy+74.03%；切片代工，公司签订框架协议，拟向东方日升提供每年不少于 10GW 的异质结 210mm 半片切割加工服务；创新业务设备在手订单 7,279.4 万元（含税），yoy+68.7%。
- 投资建议
- 预计公司 2023-2025 年归母净利润 10.5/13.5/16.0 亿元，同比分别增长 33.6%/28.3%/18.0%，对应 EPS 分别为 4.62/5.93/7.00 元，对应 PE 分别为 14.7/11.5/9.7 倍。维持“买入-A”的投资评级。

➤ 风险提示

- 下游需求不及预期；硅料、硅片价格大幅下降；产能释放不及预期；分红预案未通过股东大会审议的风险。

【公司评论】中国重汽(000951.SZ)：中国重汽（000951.SZ）：业绩创近十年来新低，静待行业复苏反转

林帆 linfan@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司发布 2022 年年报，全年实现营收 288.22 亿元，同比-48.62%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比-79.41%；实现扣非后归母净利润 1.85 亿元，同比-80.97%。其中 2022 年第四季度实现营收 63.67 亿元，同比-11.10%；实现归母净利润-1.43 亿元，同比-27.06%；实现扣非后归母净利润-1.49 亿元，同比-27.02%。

➤ 事件点评

- 受重卡行业景气度严重下行影响，公司净利润创近 10 年来新低。在排放标准升级提前透支消费、库存高企等不利因素影响下，2022 年我国重卡销量仅为 67.20 万辆，同比-51.76%。根据中国重汽（3808.HK）年报公布数据，重汽集团 2022 年重卡销量为 15.88 万辆（根据中汽协和第一商用车网统计，其中第四季度销售约 3.31 万辆，同比-22.48%，环比-10.54%），市占率提升至 23.64%，同比+3.12pct；A 股上市公司主体 2022 年重卡销量为 9.6 万辆，同比-52.50%，下降幅度与重卡行业销量降幅接近。随着经济逐渐企稳及去年同期基数较低，根据第一商用车网的统计，2023 年 2 月重卡销量约为 6.80 万辆，环比+51.11%，同比+15.25%，终结了重卡市场自 2021 年 5 月份以来连续 21 个月的下降，重卡行业有望迎来复苏翻转。
- 公司 2022 年毛利率和净利率有所下滑，但费用管控能力良好。2022 年公司毛利率为 6.18%，同比-1.20pct，净利率为 1.82%，同比-1.15pct，主要系销量下降导致规模效应减弱影响。全年销售/管理/研发/财务费用率为 1.11%/0.92%/1.50%/-0.33%，同比分别-0.65pct/+0.40pct/+0.43pct/-0.25pct。总费用率在 2022 年略微下降，费用管控能力良好，其中第四季度研发费用率为 3.40%，同比+2.15pct，主要系本年增加多个新产品开发项目，加大了在新能源、智能驾驶、人工智能等技术的研发投入，在第四季度集中结算的影响。目前行业复苏确定性不断增强，随着重卡销量增长和竞争格局的优化，公司盈利能力有望明显改善。
- 补齐细分市场产品短板，新能源业务不断加码，海外出口实现新突破。公司在细分市场内取得全面突破，在长途物流运输、快递、危险品、500 马力以上等多个细分市场销量领先：载货车市场销量占比不断提升首次进入行业前列；搅拌车市场占有率连续多年行业第一；专用车市场实现细分全覆盖，尤其是冷藏车市场占有率显著提升。在产品结构不断优化调整后，公司抗市场波动能力大幅提高。公司新产品新黄河重卡逐步推向市场，氢燃料电池重卡也在多场景批量应用。新能源重卡销量迅速提升至 485

辆，对应收入 2.92 亿元，平均单价 60.25 万元，与公司传统重卡均价 23.28 万元相比单价明显提高，在碳达峰、碳中和的大背景下，公司新能源重卡业务有望成为新的业绩增长点。2022 年重汽集团全年出口重卡 8.85 万辆创历史新高，同比+63.8%，连续 18 年保持行业出口第一。其中，高端产品占出口总量的 22.2%，同比+13.7pct。据第一商用车网数据，2023 年 1-2 月重汽集团累计销售重卡约 3.3 万辆，市场占有率进一步提升至 27.90%，单 2 月份海外出口同比大幅增长 70%左右。

➤ 投资建议

➤ 公司作为国内重卡整车公司龙头，在疫情压制的换车需求开始释放叠加经济企稳回暖的背景下，销量有望快速提升，业绩弹性或将加速释放。预计公司 2023-2025 年净利润分别为 10.06/14.63/17.69 亿元，EPS 分别为 0.86/1.25/1.51 元，对应 4 月 3 日收盘价 16.66 元，PE 分别为 19.5\13.4\11.1 倍。我们维持公司“买入-A”的投资评级。

➤ 风险提示

➤ 重卡行业复苏不及预期；重卡出口销量不及预期。

【公司评论】中青旅(600138.SH)：中青旅(600138.SH) 2022 年报点评-23 年期待新景区开业、旅行社业务复苏等多重亮点提振业绩

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 公司发布 2022 年财报，期内实现营收 64.17 亿元（-25.69%），归母业绩亏损 3.34 亿元（2021 年同期盈利 0.21 亿元）、扣非归母业绩亏损 4.18 亿元（2021 年同期亏损 1.15 亿元），EPS-0.46 元。其中 Q4 实现营收 16.02 亿元（-33.36%）、归母业绩亏损 1.63 亿元（21Q4 同期亏损 0.16 亿元）、扣非归母业绩亏损 2.34 亿元（21Q4 同期亏损 1.1 亿元），主要系疫情影响公司业务、确认资产和信用减值损失 1.23 亿元。

➤ 事件点评

➤ 景区受疫情影响全年经历 1-3 个月闭园。乌镇全年接待游客 115.58 万人次（-68.65%），实现营收 6.29 亿元（-64.22%）、净亏损 2.64 亿元，人均消费 544 元（+14.15%），客流和营收分别恢复至 2019 年同期 12.59%、28.87%；其中东栅闭园 3 个月、接待游客 16.13 万人次（-87.25%）；西栅闭园 2 个月、接待游客 99.45 万人次（-58.94%）。期内乌镇持续拓展周边市场，截至年底景区度假、会议接待功能客房超 3000 间、较 2019 年底增长 15%。

➤ 古北水镇经营情况好于乌镇。景区年内经历 19 天闭园，共接待游客 112.95 万人次（-25.7%），实现营收 6.88 亿元（-10.44%）、净亏损 0.87 亿元，人均消费 609.12 元（+20.56%）提升明显，客流和营收分

别恢复至 2019 年同期 47.19%、72.42%。两大景区对比，古北水镇恢复情况好于乌镇，主要系乌镇客流以长三角地区为主、年内易受疫情管控影响客流入园，古北水镇以北京及周边地区客流为主，本地客源相对稳定。

- 22 年受疫情影响主营业务均有不同程度下滑拖累整体经营情况。整合营销业务实现营收 10.47 亿元（-39.56%），期内中青博联部分项目因疫情延期或取消；旅游产品业务营收 4.42 亿元（-12.4%）系旅行社跨省游业务尚未恢复、出境游业务基本停滞；酒店业务实现营收 3.2 亿元（-17.38%）；IT 业务营收 38.36 亿元（-7.22%）。
- 公司期内毛利率 16.02%（-2.48pct），净利率-7.35%（-7.84pct）。整体费用率 23.93%（+4.59pct），其中销售费用 6.58 亿元（-19.85%）、管理费用率 10.3%（+2.72pct）、研发费用率 0.2%（+0.09pct）、财务费用率 3.38%（+1.13pct）。
- 投资建议
- 年内旅游市场持续回暖，公司各项业务有望陆续复苏。公司出境游产品已于 2 月陆续上线、成团；濮院景区于 3 月 1 日试营业，年内客流爬坡带动新开景区后续贡献业绩新增长点。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.56\0.89\1.3 元，对应公司 4 月 3 日收盘价 15.61 元，2023-2025 年 PE 分别为 28\17.6\12 倍，首次覆盖给予“增持-B”评级。
- 风险提示
- 宏观经济波动风险；客流恢复不及预期；门票价格下降风险。

【公司评论】德赛西威(002920.SZ)：德赛西威（002920.SZ）：汽车智能化提速带动公司业绩持续高增长

林帆 linfan@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2022 年年报，全年实现营业收入 149.33 亿元，同比+56.05%；实现归母净利润 11.84 亿元，同比+42.13%；扣非后归母净利润为 10.37 亿元，同比+26.24%。其中 Q4 单季实现营业收入 48.22 亿元，同比+47.62%；实现归母净利润 4.92 亿元，同比+43.92%；扣非后归母净利润为 3.83 亿元，同比+12.31%。
- 事件点评
- 受益于汽车电动智能化的快速发展，公司营收和净利润持续高增长；年化新项目订单超 200 亿元，新征程自此开启。分业务板块来看，2022 年公司在智能座舱、智能驾驶、网联服务及其他业务收入分别实现 117.55 亿元、25.71 亿元和 6.06 亿元，同比分别+48.0%、+83.1%和+174.9%，均维持高景气度。其中，智能座舱业务和智能驾驶业务分别占到了全年营业收入的 78.7%（相比 2021 年-3.8pct）和 17.2%（相比 2021 年+2.7pct），智能驾驶业务呈现高增长态势。受益于汽车电动智能化的提速，公司 2022 年

新项目订单年化金额超 200 亿元，其中智能驾驶业务领域近 80 亿元，订单充足，今后几年智能驾驶业务有望驱动公司业绩维持高增长。

- **2022 年公司毛利率和净利率同比略有下降，费用率在 Q4 明显好转。**公司 2022 年的毛利率为 23.03%，较上年-1.57pct；净利率为 7.84%，较上年-0.85pct。公司毛利率和净利率较上年有所下滑，主要受到原材料价格上涨和减值计提 2.28 亿元的影响（资产减值 1.35 亿元，信用减值 0.93 亿元）。公司 2022Q4 单季度毛利率和净利率分别为 21.57%/10.08%，同比分别-3.19pct/-0.39pct，环比分别-1.74pct/+5.47pct。2022 年公司的销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.57%/2.59%/10.80%/0.30%，同比分别-0.85pct/-0.31pct/+0.59pct/+0.38pct，研发费用继续维持在占营收 10%以上的高水平。2022Q4 单季度公司的销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.06%/2.60%/10.73%/0.05%，环比分别-0.82pct/-0.25pct/-1.32pct/-0.78pct，均呈现下降趋势，成本控制能力明显好转。
- **持续突破重点客户，不断完善产品矩阵，探索和孵化新业务条线，加速国际化战略落地，有力保证公司未来的竞争优势。**2022 年公司新拓展保时捷、捷豹路虎、铃木、极氪等客户，并获得长安汽车、比亚迪、上汽集团等众多主流车企新项目订单。第三代高性能智能座舱产品已实现规模化量产，并新获得长安福特、吉利汽车、比亚迪、广汽乘用车等多家主流客户的项目定点。公司智能驾驶业务在技术水平、量产规模方面均保持行业领先，高算力平台 IPU04 已在理想汽车等客户上实现规模化量产，轻量级智能驾驶域控制器 IPU02 将推出更多新方案，适配国内车市中低到中高价位区间车型这一最大的细分市场；5G+V2X T-BOX+智能天线方案已顺利在上汽通用、红旗等客户上实现规模化量产，并在 2022 年获取国内头部 OEM 多款车型的出海业务。2023 年 1 月，公司成功孵化量产车身域控制器，具备无钥匙进入与启动、智能空调、电动尾门、智能胎压、智能座椅、雨刮控制、智能车灯、车窗防夹、倒车雷达等车身控制功能。同时，公司接连建设了欧洲公司的第二工厂、新增设立日本丰田市办公室、筹办墨西哥工厂，国际化战略布局不断加速。一系列前瞻性研发和战略布局，有望让公司在未来几年保持行业领先的竞争优势。
- **投资建议**
- **汽车智能化的渗透率持续快速增长，公司在手订单充足，且随着新产品不断放量、国际化战略布局不断完善，未来几年盈利有望保持高速增长。**我们调整公司的盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 16.97/22.74/30.21 亿元，EPS 分别为 3.06/4.10/5.44 元，对应于 4 月 3 日收盘价 110.76 元，PE 分别为 36.2/27.0/20.4 倍。我们维持公司“买入-A”的投资评级。
- **风险提示**
- 地缘政治影响核心芯片供应不足；下游汽车市场销量不及预期；新客户订单获取不及预期。

【宏观策略】沪指再上 3300 点，央企概念领涨

李孔逸 likongyi@sxzq.com

- **走势回顾：**
- **三大指数平开，开盘走势分化，上证指数震荡上行，深成指与创业板指震荡走低。**截止收盘，沪指报 3312.56 点，涨 0.49%；深成指报 11859.48 点，跌 0.25%；创指报 2421.65 点，跌 0.76%。行业指数涨跌不一，建筑(+3.22%)、农林牧渔(+1.48%)和通信(+1.28%)领涨；医药(-1.02%)、食品饮料(-0.63%)、汽车(-0.43%)领跌；总体来看，两市个股涨多于跌，超 3300 只个股上涨，超 1500 只个股下跌，成交额上升至 12535 亿元。
- **市场焦点：**
- **A 股人气持续，热点题材轮动，央企概念反弹。**板块方面，建筑，农林牧渔板块开盘震荡走高；计算机板块全天振幅较大，尾盘收平；新能源、消费者服务、基础化工板块全天走低。从涨停板的情况看，全市场涨停个股（非 ST）回落至 24 家，连板家数 6 家，热点持续性偏低，赚钱效应较低。
- **我们认为，A 股震荡走强的预期不变。**海外流动性风险逐步化解，同时也促使资金回流中国，人民币汇率回升，央行降准继续释放国内流动性。近期外交进展较多，中国与巴西敲定本币贸易，中东缩减原油产量，推动人民币走强与 A 股资产升值。中长期看，两会后 2023 宏观政策导向务实平稳，在扩大内需总方针指引下，各部委拼经济政策逐步揭露，国家机构改革，加大了科技创新，大数据，人工智能和央企改革等领域的关注度。鉴于当前 A 股整体估值仍偏低，在当前区间有较强支撑，未完全反应市场较强预期。随着国内经济逐步企稳回暖，前 3 月地产销量与售价数据均回暖，土拍回暖，外贸数据平稳，财政政策导向积极，均有望带动市场预期的进一步增强。国外银行流动性问题遏制了美联储激进加息的预期和政策空间，有望逐渐在年中提前达到利率拐点，减缓紧缩，国内流动性和企业盈利均有望逐步好转。A 股在全球流动性风险下显露韧性，市场正在震荡修复中，各板块机会相对均衡，更看好具有中长期强成长逻辑、下游需求刚性、短期季节性强提振的标的，配置中我们建议紧扣基本面修复弹性较大的行业（医药医疗、高端制造、通信和养殖等）+经济结构转型主线，继续延续高景气逻辑的赛道（军工、AIGC 概念和新能源等）有望持续收获较优表现。
- **风险提示：全球经济衰退风险，美联储加息超预期，疫情持续超预期**

值周研究员:

平海庆 执业登记编码: S0760511010003 电话: 010-83496341 邮箱: pinghaiqing@sxzq.com

李召麒 执业登记编码: S0760521050001 电话: 010-83496307 邮箱: lizhaoqi@sxzq.com

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规, 研究方法专业审慎, 分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息, 但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险, 投资需谨慎。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, 公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期, 公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权, 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, 或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则, 公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明, 禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构; 禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定, 且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人, 提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

