

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价 (元)	109.39
总股本/流通股本 (亿股)	5.55 / 5.50
总市值/流通市值 (亿元)	607 / 601
52 周内最高/最低价	197.31 / 95.80
资产负债率 (%)	46.6%
市盈率	72.44
第一大股东	惠州市创新投资有限公司
持股比例 (%)	29.4%

研究所

分析师: 孙业亮
SAC 登记编号: S1340522110002
Email: sunyeliang@cnpsec.com
分析师: 吴迪
SAC 登记编号: S1340522090002
Email: wudi2022@cnpsec.com
研究助理: 丁子惠
SAC 登记编号: S1340123020006
Email: dingzihui@cnpsec.com

德赛西威 (002920)

业绩与订单再创新高，智能驾驶业务强劲增长

● 营收突破百亿大关，高研发投入布局未来

公司发布 2022 年年报，营收规模、订单规模连续开创新高。2022 年公司营业收入首次突破百亿大关，达到 149.33 亿元，同比增长 56.05%；新项目订单年化销售额亦突破 200 亿元；归母净利润 11.84 亿元，同比增长 42.13%。公司继续贯彻保持高水平研发投入，全年研发投入 16.63 亿元，占比销售额 11.14%，研发人员占比公司总人数 44.49%。

● 绑定英伟达，智能驾驶有望打开第二成长曲线

汽车电动化、智能化、网联化高速发展，带动智能座舱和智能驾驶渗透率快速提升。公司产品线涵盖智能座舱、智能驾驶和网联服务三大产品群，各细分行业均处于快速发展期，前景广阔。其中智能座舱是公司收入最主要来源，2022 营收占比为 78.72%（智能驾驶营收占比 17.22%、网联服务营收占比 4.06%），目前公司核心座舱产品覆盖了国内外主流车企。

短期来看，智能座舱业务仍是收入主要贡献来源，而智能驾驶业务可能会在未来几年内成为公司最重要收入来源。公司为英伟达在国内首家也是目前唯一进入英伟达生态的 Tier1 厂商，公司基于英伟达 Orin 芯片推出可实现 L4 级别功能的高级自动驾驶域控制器产品——IPU04，已获得多个项目定点。车企选择了英伟达则大概率采购德赛西威的相关产品，无论是从产品力还是生态合作的优先性方面，未来德赛西威将较其他 Tier1 厂商具备更明显的竞争优势。

● 第四代智能座舱产品已获项目定点

公司智能座舱业务已覆盖较多产品线，包含信息娱乐系统、显示模组及系统、液晶仪表等。公司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、比亚迪汽车、广汽乘用车、合众汽车等多家主流客户的项目定点；基于第 4 代骁龙座舱平台打造的第四代智能座舱产品已获得新项目定点。

● 智能驾驶销售额与订单爆发式增长

2022 年度，公司智能驾驶业务销售额和新项目订单规模继续保持爆发式增长，全年营收同比增长 83%，新项目订单年化销售额接近 80 亿元。公司的全自动泊车、360 度高清环视等 ADAS 产品销量持续提升。IPU04 产品已经在理想、小鹏等车型上进行量产，同时也已累计获得超过 10 家主流车企的项目定点，并已进入量产规模爬坡期。

● 智能网联产品蓄势待发

公司已实现整车级 OTA、网络安全、蓝鲸 OS 终端软件、智能进入、座舱安全管家、信息安全等网联服务产品的商品化，获得奥迪中国、保时捷、一汽-大众、沃尔沃、TOYOTA、长安马自达、一汽丰田、

广汽丰田等多个客户订单。公司新一代智能座舱交互操作系统蓝鲸 4.0 系统已在合创汽车的新车型上搭载。

● 投资建议

预计公司 2023-2025 年的 EPS 分别为 3.00、4.22、5.45 元，当前股价对应的 PE 分别为 36.51 倍、25.90 倍、20.09 倍。公司高性能产品已进入大规模量产前期，随着产品矩阵的逐步完善、敏捷迭代以及融合升级，公司正快速强化竞争优势，并打开更大的市场空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

公司研发进度不及预期；市场竞争加剧；新客户开拓不顺利；自动驾驶落地进度不及预期等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	14,932.91	21,859.30	29,497.42	36,862.85
增长率(%)	56.05	46.38	34.94	24.97
EBITDA（百万元）	1,617.66	2,134.59	2,844.61	3,561.16
归属母公司净利润（百万元）	1,183.85	1,663.28	2,345.04	3,023.31
增长率(%)	42.13	40.50	40.99	28.92
EPS（元/股）	2.13	3.00	4.22	5.45
市盈率（P/E）	51.30	36.51	25.90	20.09
市净率（P/B）	9.38	7.42	5.74	4.45
EV/EBITDA	36.13	27.82	20.71	15.52

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	14,932.91	21,859.30	29,497.42	36,862.85	营业收入	56.05%	46.38%	34.94%	24.97%
营业成本	11,493.21	16,842.50	22,583.29	28,158.65	营业利润	35.22%	46.40%	42.43%	28.95%
税金及附加	58.14	87.44	117.99	147.45	归属于母公司净	42.13%	40.50%	40.99%	28.92%
销售费用	235.03	404.40	589.95	737.26	获利能力				
管理费用	387.25	568.34	766.93	958.43	毛利率	23.03%	22.95%	23.44%	23.61%
研发费用	1,612.54	2,367.36	3,244.72	4,054.91	净利率	7.93%	7.61%	7.95%	8.20%
财务费用	45.39	50.00	40.00	40.00	ROE	18.28%	20.32%	22.16%	22.14%
资产减值损失	-127.56	-60.00	-40.00	-40.00	ROIC	16.02%	19.02%	21.39%	21.42%
营业利润	1,158.40	1,695.95	2,415.56	3,114.81	偿债能力				
营业外收入	3.79	5.80	6.00	6.00	资产负债率	52.44%	56.60%	54.24%	53.16%
营业外支出	4.80	4.00	4.00	4.00	流动比率	1.66	1.64	1.69	1.77
利润总额	1,157.39	1,697.75	2,417.56	3,116.81	营运能力				
所得税	-13.98	50.93	72.53	93.50	应收账款周转率	4.24	4.24	4.24	4.24
净利润	1,171.37	1,646.81	2,345.04	3,023.31	存货周转率	5.48	5.67	5.67	5.68
归母净利润	1,183.85	1,663.28	2,345.04	3,023.31	总资产周转率	1.25	1.34	1.40	1.40
每股收益(元)	2.13	3.00	4.22	5.45	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.13	3.00	4.22	5.45
货币资金	1,114.54	3,062.84	3,256.06	7,025.47	每股净资产	11.67	14.75	19.06	24.59
交易性金融资	18.45	18.45	18.45	18.45	估值比率				
应收票据及应	4,562.47	6,021.72	8,250.20	9,589.80	PE	51.30	36.51	25.90	20.09
预付款项	32.78	45.74	62.36	77.32	PB	9.38	7.42	5.74	4.45
存货	3,416.15	4,289.09	6,122.46	6,862.81	现金流量表				
流动资产合计	10,217.72	15,064.22	19,432.70	25,569.59	净利润	1,171.37	1,646.81	2,345.04	3,023.31
固定资产	1,516.14	1,397.61	1,235.27	1,071.43	折旧和摊销	412.30	184.92	187.10	188.94
在建工程	265.49	435.10	470.35	505.24	营运资本变动	-	-66.89	-	402.00
无形资产	312.05	330.05	348.05	366.05	其他	198.93	151.92	149.94	165.41
非流动资产合	3,538.38	3,910.93	3,801.83	3,690.90	经营活动现金流	609.60	1,916.77	616.67	3,779.65
资产总计	13,756.10	18,975.15	23,234.53	29,260.48	资本开支	-	-232.53	-49.45	-42.82
短期借款	399.17	559.70	694.19	837.37	其他	250.11	-366.86	-88.49	-110.59
应付票据及应	4,345.20	6,386.89	7,891.18	9,958.44	投资活动现金流	-	-599.39	-137.94	-153.41
其他流动负债	1,406.59	2,256.23	2,901.79	3,644.01	股权融资	0.50	-3.62	0.00	0.00
流动负债合计	6,150.97	9,202.82	11,487.17	14,439.81	债务融资	652.23	634.53	-285.51	143.17
其他	1,062.37	1,536.37	1,116.37	1,116.37	其他	-285.94	0.00	0.00	0.00
非流动负债合	1,062.37	1,536.37	1,116.37	1,116.37	筹资活动现金流	366.79	630.91	-285.51	143.17
负债合计	7,213.33	10,739.18	12,603.53	15,556.18	现金及现金等价物净	-92.57	1,948.29	193.22	3,769.41
股本	555.27	555.20	555.20	555.20					
资本公积金	2,486.21	2,482.67	2,482.67	2,482.67					
未分配利润	3,283.17	4,746.96	6,790.24	9,410.05					
少数股东权益	65.99	49.52	49.52	49.52					
其他	152.12	401.62	753.37	1,206.87					
所有者权益合	6,542.77	8,235.96	10,631.00	13,704.31					
负债和所有者权	13,756.10	18,975.15	23,234.53	29,260.48					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048