



营收符合预期 研发投入高增

——德赛西威（002920.SZ）季报点评

事件：

公司发布 2023Q1 季报，2023Q1 公司实现营业收入 39.83 亿元，同比增长 26.8%，环比下降 17.39%，归母净利润 3.31 亿元，同比增长 3.92%，环比下降 32.76%，扣非后归母净利润 2.91 亿元，同比下降 5.46%，环比下降 24%。

投资摘要：

行业整体低迷导致营收下滑。2023Q1 乘用车产量 515.9 万辆，环比下降 21.85%，同比下降 5.61%，公司表现优于行业整体水平。公司在智能驾驶、智能座舱领域持续保持领先优势，高算力智能驾驶域控制器、大屏座舱产品和高性能智能座舱域控制器的订单量快速提升。核心客户群体包括主流自主品牌客户、合资品牌客户和海外客户，并逐步打开高端品牌市场及海外市场。2023Q1 公司毛利率 21.09%，同比下降 2.87pct，环比下降 0.48pct。我们认为智能座舱传统产品价格年降要求及新品规模较小、智能驾驶产品占比提升导致毛利率承压。

期间费率环比下降，研发投入高增。2023Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 1.46%/2.35%/10.09%/0.21%，环比变化+0.4pct/-0.25pct/-0.64pct/+0.16pct，期间费率环比下降 0.33pct。2023Q1 研发费用 4.02 亿元，同比增长 44.73%，环比下降 22.3%。研发高投入保证了公司在第四代智能座舱系统、智驾域控制器 IPU02/IPU04、毫米波雷达、T-BOX、车身域控制器和智慧交通等领域的竞争优势。

看好公司高级别智能驾驶产品放量。2023Q1 智驾域控制器 IPU03/IPU04 配套车型小鹏 P5/P7/G9 销量 1.6 万辆，环比下降 15.6%，理想 L7/L8/L9 销量 4.9 万辆，环比增长 11.3%。公司高级别智能驾驶域控制器产品已累计获得超过 10 家主流车企的项目定点，有望在汽车智能化转型中持续获益。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 213.85 亿元、272.31 亿元、328.29 亿元，同比增长 43.21%、27.34%、20.56%，归母净利润为 16.91 亿元、23.64 亿元、31.12 亿元，同比增长 42.85%、39.77%、31.65%，对应 PE 分别为 33.4、23.9、18.1 倍。考虑到公司国内汽车智能化领域龙头地位稳固，先发优势明显，给予公司 2023 年 50 倍 PE 的估值，对应股价 152.3 元，维持“买入”评级。

风险提示：

汽车智能化渗透率不及预期，公司客户销量不及预期，高级别自动驾驶落地不及预期，行业竞争格局变化，芯片短缺。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9,569.43	14,932.91	21,384.85	27,231.05	32,828.90
增长率（%）	40.75%	56.05%	43.21%	27.34%	20.56%
归母净利润（百万元）	832.92	1,183.85	1,691.11	2,363.58	3,111.63
增长率（%）	60.75%	42.13%	42.85%	39.77%	31.65%
净资产收益率（%）	15.60%	18.28%	21.33%	24.16%	25.46%
每股收益（元）	1.51	2.15	3.05	4.26	5.60
PE	67.31	47.27	33.37	23.87	18.14
PB	10.57	8.71	7.12	5.77	4.62

资料来源：公司财报，申港证券研究所

评级

买入（维持）

2023 年 4 月 27 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

卢宇峰

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121110013

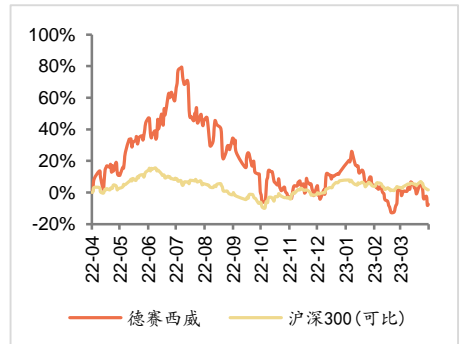
luyufeng@shqsec.com

交易数据

时间 2023.4.26

总市值/流通市值（亿元）	564/559
总股本（亿股）	5.55
资产负债率	51.9%
每股净资产（元）	12.34
收盘价（元）	101.64
一年内最低价/最高价（元）	93.09/203.99

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《德赛西威年报点评报告：业务矩阵扩大 智驾加速放量》2023-04-02
- 2、《德赛西威季报点评：营收维持高增 看好高阶智驾产品放量》2022-10-27
- 3、《德赛西威半年报点评：营收保持高增长 新产品放量在即》2022-08-22

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9569	14933	21385	27231	32829	流动资产合计	7669	10218	14114	17636	20985						
营业成本	7215	11493	16210	20430	24371	货币资金	1162	1115	1596	2032	2450						
营业税金及附加	37	58	86	109	131	应收账款	2588	4464	6392	8140	9813						
营业费用	231	235	385	490	591	其他应收款	15	46	66	85	102						
管理费用	268	387	556	708	854	预付款项	18	33	54	81	113						
研发费用	977	1613	2352	2995	3611	存货	2035	3416	4818	6072	7244						
财务费用	-8	45	43	54	66	其他流动资产	206	833	833	833	833						
资产减值损失	-56.12	-127.56	-91.84	-109.70	-100.77	非流动资产合计	2482	3538	3428	3318	3211						
公允价值变动收益	-19.11	64.08	22.48	43.28	32.88	长期股权投资	287	285	285	285	285						
投资净收益	-29.06	-32.53	-30.79	-31.66	-31.23	固定资产	1217.81	1516.14	1580.09	1574.04	1533.78						
营业利润	857	1158	1717	2402	3166	无形资产	280	312	281	253	227						
营业外收入	9.39	3.79	6.59	5.19	5.89	商誉	20	7	7	7	7						
营业外支出	5.34	4.80	5.07	4.93	5.00	其他非流动资产	125	388	388	388	388						
利润总额	861	1157	1719	2402	3167	资产总计	10152	13756	17542	20954	24195						
所得税	29	-14	34	48	63	流动负债合计	4288	6151	8613	10122	10875						
净利润	832	1171	1684	2354	3103	短期借款	317	399	1670	1738	1145						
少数股东损益	-1	-12	-7	-10	-8	应付账款	2308	3433	4775	6019	7180						
归属母公司净利润	833	1184	1691	2364	3112	预收款项	0	0	0	0	0						
EBITDA	1295	1749	1870	2567	3340	一年内到期的非流动	7	40	40	40	40						
EPS (元)	1.51	2.15	3.05	4.26	5.60	非流动负债合计	447	1062	816	874	930						
主要财务比率						长期借款	0	574	574	574	574						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	4735	7213	9428	10996	11805						
营业收入增长	40.75%	56.05%	43.21%	27.34%	20.56%	少数股东权益	78	66	59	50	41						
营业利润增长	59.95%	35.22%	48.24%	39.86%	31.82%	实收资本(或股本)	555	555	555	555	555						
归属于母公司净利润增长	42.85%	39.77%	42.85%	39.77%	31.65%	资本公积	2344	2486	2486	2486	2486						
获利能力						未分配利润	2349	3283	4129	5312	6870						
毛利率(%)	24.60%	23.03%	24.20%	24.98%	25.76%	归属母公司股东权益	5339	6477	7929	9783	12223						
净利率(%)	8.69%	7.84%	7.88%	8.64%	9.45%	负债和所有者权益	10152	13756	17542	20954	24195						
总资产净利润(%)	8.20%	8.61%	9.64%	11.28%	12.86%	现金流量表					单位:百万						
ROE(%)	15.60%	18.28%	21.33%	24.16%	25.46%	经营活动现金流					2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
偿债能力						经营活动现金流	843	610	-464	763	1599						
资产负债率(%)	47%	52%	54%	52%	49%	净利润	832	1171	1684	2354	3103						
流动比率	1.79	1.66	1.64	1.74	1.93	折旧摊销	446.17	545.13	0.00	82.43	83.45						
速动比率	1.31	1.11	1.08	1.14	1.26	财务费用	-8	45	43	54	66						
营运能力						应付账款减少	0	0	-1929	-1747	-1673						
总资产周转率	1.08	1.25	1.37	1.41	1.45	预收账款增加	0	0	0	0	0						
应收账款周转率	4	4	4	4	4	投资活动现金流	-773	-1046	74	111	92						
应付账款周转率	4.70	5.20	5.21	5.05	4.97	公允价值变动收益	-19	64	22	43	33						
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0						
每股收益(最新摊薄)	1.51	2.15	3.05	4.26	5.60	投资收益	-29	-33	-31	-32	-31						
每股净现金流(最新摊薄)	0.96	-0.13	0.87	0.79	0.75	筹资活动现金流	464	367	872	-438	-1273						
每股净资产(最新摊薄)	9.61	11.66	14.28	17.62	22.02	应付债券增加	0	0	0	0	0						
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0						
P/E	67.31	47.27	33.37	23.87	18.14	普通股增加	5	0	0	0	0						
P/B	10.57	8.71	7.12	5.77	4.62	资本公积增加	274	142	0	0	0						
EV/EBITDA	42.94	32.21	30.55	22.11	16.69	现金净增加额	535	-70	482	436	418						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**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**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上