

# 德赛西威 (002920.SZ)

公司报告 | 首次评级报告



2025年11月3日

## 基本信息

所属行业	TMT
当前股价	118.48
总市值	707.14亿
PE-TTM	29.64
PB-MRQ	4.83

## 估值结果

价值	729.23亿
DDM估值 上行空间	3.1%
状态	合理估值
价值	771.24亿
动态估值 上行空间	9.1%
状态	合理估值

## 四维评级

成长空间	★★★★★
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★☆☆
护城河	★★★★★

## 核心评级结论

德赛西威是中国处于领先地位的汽车电子企业，智能座舱中控屏、液晶仪表模组、座舱域控和智驾域控中国市场份额均位列第一名。

公司成长空间较大，受益于国内智能化和自动驾驶的渗透率提升，同时海外订单高增长。公司产业格局较差，主要由于公司所处行业竞争较为激烈，上下游均有较强的垂直一体化延伸意愿，公司的竞争对手包括华为、博世、比亚迪等特大型企业及地平线等新锐芯片企业。公司护城河较深，主要系公司实现与高通和英伟达的强绑定，而高通和英伟达分别为全球座舱和智驾芯片龙头。同时，公司研发费用率显著高于汽车零部件行业，达到8-10%，长期的技术和专利积累让公司解决软硬件问题的能力非常强。

基于对公司产品渗透率快速提升，供应商资源绑定，海外业务放量的假设，公司处于合理估值状态。

## 我们区别于市场的观点

市场对于公司的市场份额较为悲观，主要由于车企和芯片企业都有较强的自研域控倾向。而我们认为公司尽管公司研发费用率高，但可以通过规模经济进行摊薄，这就形成了相对车企和芯片企业自研的成本优势，与头部芯片企业的长期绑定形成的技术Know-How也塑造了公司相对同行业竞争对手的优势。对于芯片企业而言这是一门苦生意，而对于没有半导体经验的车企而言自研域控价格明显高于向公司采购。因此，我们认为公司的市场份额有望保持，而非一路下滑。

## 风险提示

若成长逻辑过度乐观、汽车智能化渗透不及预期，存在销量增速下滑风险。

若各国宏观经济出现波动，存在汽车需求缩减风险。

若主流车企和ICT企业均在智能座舱、智能驾驶行业进展顺利，存在市场份额下滑风险。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 研发强度	5
3.2 人力资源高端度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	6
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	7
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	9
5.4 护城河	9
6. 公司估值	10
6.1 核心假设及逻辑	11
6.2 动态估值	13
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

## 图表目录

图1：预测2025年收入占比 .....	4
图2：预测2025年毛利占比 .....	4
图3：近年公司盈利能力趋势图 .....	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 .....	7
图6：近年股东回报能力趋势图 .....	7
表1：护城河详解表 .....	10
表2：公司整体业绩预测 .....	12
表3：公司分业务业绩预测 .....	12
表4：公司整体及分业务动态估值 .....	13
表5：公司整体及分业务DDM估值 .....	13

## 1. 基本信息

德赛西威是中国汽车电子龙头，智能座舱液晶仪表、中控屏、域控和智驾域控国内市占率排名第一。

德赛西威的业务主要分为智能座舱、智能驾驶、网联服务3个大类。智能座舱业务主要包括液晶仪表、中控屏、座舱域控等；智能驾驶业务以智驾域控为主；网联服务则是涵盖智能化车机软件和系统，包括整车OTA、蓝鲸OS终端、座舱安全行车安全等。

## 2. 业务介绍

对于德赛西威公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

**智能座舱：**

公司智能座舱业务产品主要分为两大类，一是传统的座舱组件如仪表屏、中控屏、车载娱乐系统等；二是座舱域控制器，作为计算平台整合过去舱内离散的各项功能,如信息娱乐、后座娱乐、数字仪表、人机交互甚至部分辅助驾驶功能。公司座舱域控国内市场份额为15-16%，排名第一。

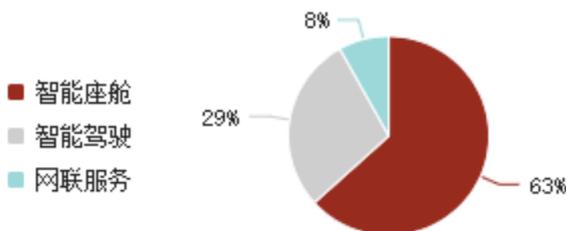
**智能驾驶：**

公司智能驾驶业务主要包括智驾域控制器。公司作为英伟达智驾芯片在中国的独家合作伙伴、全球五家一级合作伙伴之一，致力于提供行业领先的智能驾驶整体解决方案，产品范围涵盖智能驾驶计算系统，传感器和算法等。公司智驾域控市场份额为27%（2024年），领先第二名和硕/广达6.5pct（特斯拉FSD域控供应商）。

**网联服务：**

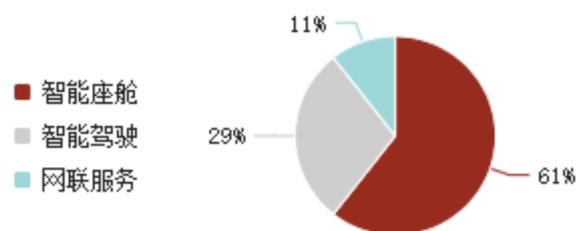
公司网联服务业务专注于车载软件开发以及运营服务，为车厂提供或共创生态及运营、基础软件、智能进入等整体解决方案,协助车厂构建整体的车联网生态能力以及运营服务能力，提升整车用车及服务体验。具体包括公司整车 OTA 解决方案、智能进入、座舱空间生态服务等，已获取理想汽车、奇瑞汽车、CEER、长安汽车、一汽丰田、广汽丰田等国内外领先车企新项目订单。网联业务是智能座舱和智能驾驶的伴生业务，以车机系统和计算平台为主，是硬件与客户之间的桥梁，所谓的操作系统。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

### 3. 商业模式

德赛西威的商业模式为ToB制造业+软件开发行业，生产方式为加工组装和定制开发，具有中等毛利率、轻资产、重研发、客户集中的特点。

公司业务主要是采购上游屏幕厂商及芯片厂商的产品，组装成模组和域控制器，作为Tier 1供应商销售给车企。同时，公司的产品也是汽车中重要的智能化设备。因此与具有强大实力的供应商合作是基业长青的基础，公司在这一点上与头部企业长期绑定，譬如与高通和英伟达确立了10年左右的合作关系，与京东方精电达成了20年以上的合作。

在销售端，公司主要通过长期订单进行供货，持续时间长达3-6年，订单金额在数亿到数十亿不等。主要由于域控制器和智能座舱设备是汽车电子系统的大脑和终端，与线束、布局紧密相连，在平台定型后一般不会轻易替换。因此，公司每年获得的新订单数量可以较为清晰地指引未来几年的收入，业绩确定性较强。

#### 3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 **高**

德赛西威研发费用率显著高于汽车零部件行业，达到8-10%，公司接近一半员工是研发工程师。长期的技术和专利积累让公司解决软硬件问题的能力非常强，可以在垂直领域达到大型ICT企业的水平，这是公司的核心竞争力之一。

具体来看，德赛西威的技术积累可以用“步步领先”来形容。2018年就率先实现了第一代智能座舱平台的量产，成为行业内的标杆案例。而到了2025年，德赛西威更是推出了全球首款基于3nm制程打造的第五代G10PH智能座舱平台，这一动作再次让同行望尘莫及。

#### 3.2 人力资源高端度

低 较低 中等 **较高** 高

德赛西威员工薪酬平均为28万元，为汽车零部件行业平均值的2倍左右，9400名员工中有超过4300位技术人员，公司的员工中本科以上学历接近60%，硕士占比超10%，比例也远超行业。公司所深耕的智能座舱、智能驾驶行业需要进行软硬件的耦合，针对不同大客户的平台也需要做大量的深度定制开发，因此与一般汽车零部件企业的人员构成有显著的差别。

#### 3.3 客户集中度

低 较低 中等 **较高** 高

德赛西威的客户集中度很高，前五大客户占营业收入接近60%。公司与理想、奇瑞、大众等头部车企建立了长期稳定的合作关系。新势力如理想、小鹏等为公司贡献了显著的业务增量，2024年公司还成功获得Honda等国际客户，进一步优化了客户结构，增强了公司的抗风险能力。

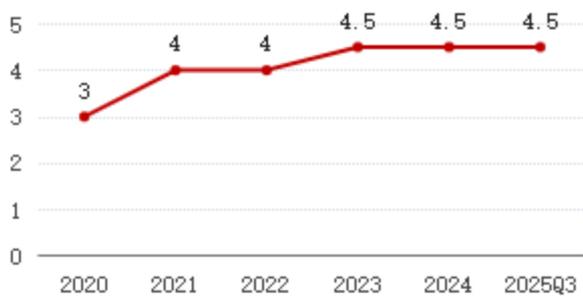
## 4. 历史经营绩效

2019年起合作英伟达发力智能驾驶业务，2020年后公司先后合作小鹏理想实现了智能驾驶业务快速发展。2023年开始，随着公司海外工厂投产，业务出海也快速发展，公司目前已获TATAMOTORS、VOLKSWAGEN、MAZDA、STELLANTIS等国际知名车企的新项目订单，并成功突破白点客户HONDA。2024年海外订单规模超过50亿元，同比增长幅度超过120%。2020-2024年，智能座舱业务收入CAGR25.3%，智能驾驶业务收入CAGR59.3%，网联服务收入CAGR达64.0%。同时，公司盈利能力保持强劲，净利率稳中有升。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



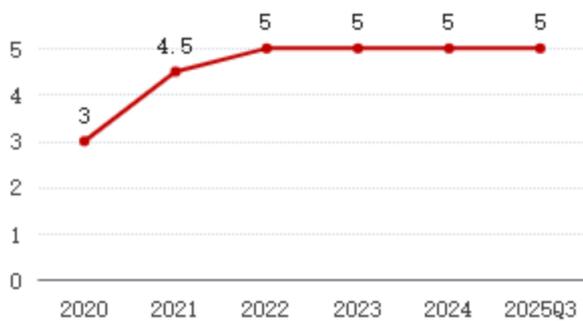
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力持续提升，位居行业前列。主要由于公司的研发费用受规模效应影响显著摊薄，同时作为最优秀的英伟达+高通解决方案提供商之一、技术积累丰富，与车企签订长期供应订单，保证了毛利率相对稳健。公司实际上是做组装的企业，采购芯片和屏幕组装成模组，成本项92%以上是原材料，而公司由于和客户签的是长单为主、服务性质较强，毛利率较为稳定。

### 4.2 历史成长能力

★★★★★

图4：近年公司历史成长能力趋势图



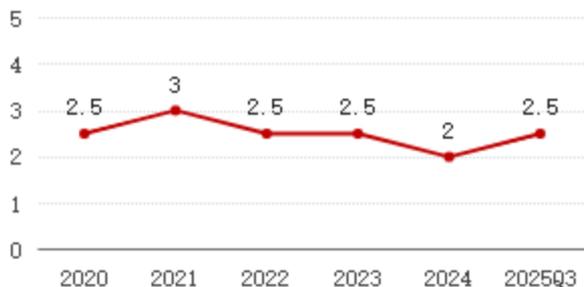
数据来源：公司财报，壹评级

受益于汽车智能化水平的提高，智能座舱、座舱域控、智驾域控渗透率快速提升，公司主营业务卡位精准，高速增长。例如智能驾驶业务22年来持续放量，主要由于公司与理想、小鹏、比亚迪等车企大单放量，公司依托英伟达算力芯片的智驾域控优势明显。

### 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



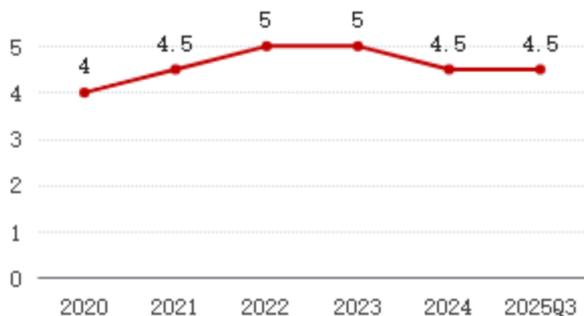
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力一般，主要由于公司上游和下游分别是龙头芯片企业和龙头车企，公司话语权较弱，应收账款规模较大，现金流情况一般。

### 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司近年来不断提高分红比例，目前在高速成长的同时还将三分之一的利润用于分红，在科技型企业中处于前列。

## 5. 四维评级

公司的特点在于有着较深的护城河，同时产业格局一般，成长空间较好，盈利趋势尚可。这主要是由于全球汽车智能化带来的智能座舱、智能驾驶渗透率提升，公司作为绑定英伟达、高通的龙头充分受益。同时，公司的高研发成本受规模经济摊薄后总成本下降明显，相对大部分下游大客户自研具有成本优势，因此不断取得海内外长期大订单。

### 5.1 成长空间

★★★★★

公司具有较强成长能力。公司的成长性主要来源于两个方面，首先是全球尤其是中国的汽车智能化趋势，智能座舱和L2+智能驾驶渗透率的快速提升；另一方面是海外订单的快速增长，公司海外产能建设逐步完善且技术优势显著，2024年来海外大客户不断放量，在业务开拓方面，公司目前已获TATAMOTORS、VOLKSWAGEN、MAZDA、STELLANTIS、SEAT、TOYOTA、SKODA、VOLVO、FORD、AUDI、LEXUS、SUZUKI等国际知名车企的新项目订单，并成功突破白点客户HONDA。2024年海外订单规模超过50亿元，同比增长幅度超过120%。

### 智能座舱(4星):

智能座舱的成长性较好，预计增速在10%左右。主要由于智能座舱域控成长空间较大，且公司行业份额排行第一。2025年H1中国乘用车市场智能座舱渗透率为75.1%，搭载量达795.7万套，智能座舱作为车企提升用户体验感的核心载体，中高端车型渗透率保持高位，10万元以下车型超过50%。整体来看，中控屏、语音交互、车联网等功能渗透率均超过80%，逐步成为标配，其中中控屏渗透率接近95%。而座舱域控的渗透率目前国内约为24%，海外约为11%，成长速度快（CAGR>20%），空间较大。

### 智能驾驶(5星):

智能驾驶的成长性好，预计增速在20%以上。主要由于L2+渗透率的大幅提升带来智驾域控需求大幅提升，且公司行业份额排行第一。L2及以下的不刚需集中式电子电气架构，所以智驾域控是L2+加速之后才爆发。目前，L2及以下的中低阶智驾域控制器单车价格在1000-2000元，预计2027年国内市场将超过250亿元。而高阶域控制器单车价格更是至少万元以上，即便后续因成熟以及规模化实现降价，行业市场空间有望于2027年突破400亿元。2024年1-11月，国内乘用车市场高速NOA和城市NOA渗透率仅为7.2%和1.5%，2025年NOA将迎来量产规模大幅提升。

### 网联服务(5星):

网联服务的成长性好，预计增速在20%以上。网联业务是智能座舱和智能驾驶的伴生业务，以车机系统和计算平台为主，是硬件与客户之间的桥梁，所谓的操作系统。智驾提速和网联服务互为肘腋，提供智驾域控的同时网联服务一体供应，公司的网联服务收入也长期保持在智驾的四分之一左右，有望随智驾业务增长而增长。

## 5.2 盈利趋势



公司未来的盈利趋势主要表现为毛利率保持稳健，净利率小幅提升。一方面国内价格战与海外高毛利业务增长相互抵消，另一方面研发费用摊薄的规模效应带动净利率小幅提升。

### 智能座舱(2.5星):

公司智能座舱业务的盈利趋势未来相对一般。主要由于目前中控屏和液晶仪表占大头，而中控屏和液晶仪表面临的竞争威胁要大于域控，因其技术含量较低，且不存在域控里头部供应商的绑定效应，属于车载光学制造，是屏幕模组的组装，在电子厂中属于较轻资产的一类。我们参考头部车载光学企业的盈利能力情况，发现近年来下降明显。因此在相对高毛利的智驾域控中和下，盈利能力有望稳定。

### 智能驾驶(3星):

公司智能驾驶业务的盈利趋势未来较好，主要由于全球自动驾驶SoC市场呈现“巨头垄断+国产崛起”格局，英伟达全球市占率40%-50%，中国高性能智驾芯片市场占比72.5%，稳居第一梯队。而公司强绑定英伟达，早在多年前，德赛西威就与英伟达、高通等行业大佬建立了深度合作关系，不仅在技术研发上少走了不少弯路，还大幅缩短了从概念到量产的周期，使其在市场竞争中抢占了先发优势。

### 网联服务(3.5星):

公司网联服务业务的盈利趋势未来较好，主要由于网联服务为轻资产业务，成本主要体现在开发和研发，维护占比成本较低，公司在算法和软件上的投入长期摊薄效果明显，盈利能力有望提升。

## 5.3 产业格局



公司所处的汽车电子行业属于集中度一般的轻资产ToB制造业，行业进入壁垒一般，市场竞争格局变动较大。全球主要参与者包括德赛西威、和硕/广达、比亚迪、华为、大陆、博世等等。行业竞争格局方面，公司在中国大陆市场占据领先地位，座舱域控市占率16%、智驾域控市占率27%、中控屏市占率21%、液晶仪表市占率14%，但也面临多方威胁，尤其是车企自研和上游芯片、显示企业下游一体化。

### 智能座舱(1星):

公司智能座舱业务产业格局较差。座舱域控赛道的核心竞争力为“客户能力”，呈现龙头集中效应但目前行业格局较为分散。德赛西威因为与高通合作占据先机，并以市占率15.2%位居国内第一，近年来公司也在探索国产芯片解决方案，如与芯驰科技、杰发科技合作。但公司与高通和合作非独家，因此近年来博智车联、镁佳科技等第三方竞争对手份额提升也较快。中控屏和液晶仪表面临的竞争威胁要大于域控，因其技术含量较低，且不存在域控里头部供应商的绑定效应，属于车载光学制造，是屏幕模组的组装，在电子厂中属于较轻资产的一类。

### 智能驾驶(1星):

公司智能驾驶业务产业格局较差。行业竞争非常激烈，新进入者很多，且很多是上游芯片延伸（地平线）和下游车企自研（比亚迪、华为、吉利），公司份额在下降。智驾域控长期有观点认为车企会选择自产因而担忧份额；华为、比亚迪的自研域控均大幅放量。公司的智驾域控长期发展前景很大程度上取决于两点：英伟达核心智驾芯片的竞争力；自研芯片乏力的传统车企持续选择公司产品。

### 网联服务(3星):

公司网联服务业务产业格局较好，主要由于网联服务是智能座舱和智能驾驶的伴生业务，以车机系统和计算平台为主，是硬件与客户之间的桥梁，所谓的操作系统，存量客户和已签约订单客户较多，这部分未来都能产生收入，比做一单下一单不确定的硬件业务格局优秀。

## 5.4 护城河



公司业务的护城河较为深厚，主要体现在智能座舱和智能驾驶业务的高市占率、高超额ROIC上，行业具有重研发，重供应商资源、轻资产特点，产品具有较高转换成本特性，公司依托与英伟达和高通的长期合作优势，与国内外大客户形成了长期稳定的合作关系。同时持续高研发投入带来显著的技术优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
智能座舱	(4星) 德赛西威作为国内中控屏、液晶仪表模组第一大企业，2024年经壹评级调整后智能座舱业务净资产收益率21.2%，具有较高的超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系公司具有较明显的资源优势和技术优势。	(5星) 智能座舱业务护城河主要包括三个方面：①规模经济-大量投入研发成本再通过高销量摊薄后取得相对车企自研的成本优势，如部分车型中德赛西威方案成本仅车企自研的一半，规模经济具有持续性②资源优势-德赛西威与英伟达、高通等芯片行业龙头建立了多年深度合作关系，在市场竞争中抢占了先发优势，但由于这一绑定并非绝对，且车规级芯片正在快速国产化，资源优势具有一定持续性但会减弱；③技术优势-德赛西威研发费用率显著高于汽车零部件行业，达到8-10%，公司接近一半员工是研发工程师。长期的技术和专利积累让公司解决软硬件问题的能力非常强，可以在垂直领域达到大型ICT企业的水平，这是公司的核心竞争力之一，技术优势具有持续性。
智能驾驶	(4星) 德赛西威作为国内智能驾驶域控第一大企业，2024年经壹评级调整后智能驾驶业务净资产收益率28.8%，具有高的超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系公司有较明显的资源优势和技术优势。	(4.5星) 智能驾驶业务护城河主要包括三个方面：①规模经济-大量投入研发成本再通过高销量摊薄后取得相对车企自研的成本优势，如部分车型中德赛西威方案成本仅车企自研的一半，规模经济具有持续性②资源优势-德赛西威与英伟达、高通等芯片行业龙头建立了多年深度合作关系，在市场竞争中抢占了先发优势，但由于这一绑定并非绝对，且车规级芯片正在快速国产化，资源优势具有一定持续性但会减弱；③技术优势-德赛西威研发费用率显著高于汽车零部件行业，达到8-10%，公司接近一半员工是研发工程师。长期的技术和专利积累让公司解决软硬件问题的能力非常强，可以在垂直领域达到大型ICT企业的水平，这是公司的核心竞争力之一，技术优势具有持续性。
网联服务	(4星) 德赛西威网联服务作为与智能座舱、智能驾驶绑定的伴生业务，2024年经壹评级调整后智能驾驶业务净资产收益率55.5%，具有很高的超额收益，公司业务控制力星级较高，主要系公司有较明显的资源优势和技术优势。	(4.5星) 网联服务业务护城河主要包括两个方面：①资源优势-德赛西威与英伟达、高通等芯片行业龙头建立了多年深度合作关系，在市场竞争中抢占了先发优势，而网联服务作为搭售产品，客户倾向于同步接受公司网联产品，但由于这一绑定并非绝对，且车规级芯片正在快速国产化，资源优势具有一定持续性但会减弱；②转换成本优势-车企在采用公司的智能驾驶和智能座舱产品后，由于网联服务涵盖智能化车机软件和系统，一般在定型后较难调整、成本较高，客户黏性较强，转换成本具有持续性。

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

基于对公司产品渗透率快速提升，供应商资源绑定，海外业务放量的假设，公司处于合理估值状态。

## 6.1 核心假设及逻辑

按照公司业务分为智能座舱、智能驾驶和网联服务分别进行假设和预测，逻辑如下：

利润表：

### ①智能座舱和智能驾驶业务：

收入和营业成本假设：

1) 收入：按照各细分市场市占率\*细分市场规模并进行加总，且每个业务分国内和国外市场分别计算。共分为中控屏、液晶仪表、座舱域控、智驾域控4大类别。

分别测算细分市场规模，逻辑为产品在细分市场渗透率\*乘用车销量，假设中控屏2029年渗透率为93%、液晶仪表为60%、行业呈大屏化、AR-HUD普及等趋势，Tier1.5新角色涌现，定制化目前占30%，未来将升温，OLED/Mini LED等技术增速迅猛。座舱域控国内为40%、国外为18%，智驾域控国内为40%、国外为15%。因公司与客户签订的是3-6年中长期订单为主，订单指引对公司的未来营收影响较大，因此预期比较明确，可以进行交叉检查，尤其是海外和国内的收入预期。

市占率方面假设智能座舱域控2029年国内为15.8%和目前持平，车载显示国内为30%小有提升，国外为10%有显著提升，智驾域控国内为20%小幅下降，主要体现华为、比亚迪等竞争对手的放量，国外为8%，主要由于日系和欧系车企白点客户突破带来的放量。

2) 生产成本：主要考虑原材料占比达92%，附加值相对较低，组装模式下产品价格随芯片价格变动，主要考虑其他制造类费用的摊薄带来原材料成本占比提升。且随着海外产能占比提高，人工成本可能上升。总体成本和毛利率保持稳定中小幅提升，尤其是座舱域控板块和智能驾驶板块。

### ②网联服务业务：

网联服务业务作为配套业务营收约为智驾的25%左右，可进行乘算，公司整车OTA解决方案、智能进入、座舱空间生态服务持续升级迭代并已获取理想汽车、奇瑞汽车、CEER、长安汽车、一汽丰田、广汽丰田等国内外领先车企新项目订单。未来的主要看点还是舱驾融合的计算平台开发，在这方面公司作为老牌汽车电子企业具有ICT的基因。当前的大多数智能座舱处于L1级，部分处于L2级，可实现主动感知和服务舱内驾乘人员及可持续升级的网联云能力。网联业务是智能座舱和智能驾驶的伴生业务，以车机系统和计算平台为主，是硬件与客户之间的桥梁，所谓的操作系统。

网联服务毛利率参考其他汽车电子软件企业如比亚迪电子、华阳集团等，估计为25%且长期较为稳定。

费用率假设：主要考虑公司研发费用率的摊薄和销售费用率因客户进一步稳定有望保持较低水平，其他费用率较稳定。

资产负债表假设：

1) 公司属于轻资产行业，公司长期资产未来折旧带来的影响较小；2) 考虑到公司整体现金流日趋稳健、ROE较高，我们假设中长期公司负债率存在继续提升预期。

表2：公司整体业绩预测

德赛西威	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	149.3	219.1	276.2	329.8	412.6	506.5	556.0	603.5
归母净利润(亿)	11.9	15.5	20.1	29.0	38.4	48.8	54.9	61.1
归母净利润增速(%)	42.3	30.4	29.8	44.5	32.5	27.0	12.7	11.2
经营性净利润(亿)	11.6	15.1	20.1	28.5	38.0	48.4	54.6	60.8
经营性净利润增速(%)	32.7	30.2	33.1	41.8	33.3	27.5	12.8	11.3
经营性归母净利润(亿)	11.7	15.1	20.0	28.3	37.7	48.1	54.2	60.4
经营性归母净利润增速(%)	33.9	29.2	31.8	41.8	33.3	27.5	12.8	11.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

智能座舱	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	117.6	158.0	182.3	208.7	234.5	263.2	292.8	317.5
收入增速(%)	48.9	34.4	15.4	14.5	12.4	12.2	11.2	8.4
经营性净利润(亿)	7.0	10.6	10.7	15.5	18.1	21.2	24.4	26.8
经营性净利率(%)	5.9	6.7	5.9	7.4	7.7	8.1	8.3	8.5
经营性净利润增速(%)	-2.2	51.5	1.3	44.3	17.3	16.9	15.0	10.2
智能驾驶	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	25.7	44.9	73.1	94.3	138.8	189.6	205.0	222.8
收入增速(%)	85.3	74.4	63.1	29.0	47.1	36.6	8.2	8.7
经营性净利润(亿)	1.7	1.6	6.3	8.9	13.7	19.6	22.0	25.0
经营性净利率(%)	6.6	3.5	8.6	9.4	9.9	10.3	10.7	11.2
经营性净利润增速(%)	138.0	-7.1	296.5	40.9	54.3	43.0	12.3	13.6
网联服务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	6.1	16.2	20.7	26.7	39.4	53.8	58.2	63.2
收入增速(%)	109.9	167.4	28.0	29.0	47.1	36.6	8.2	8.7
经营性净利润(亿)	2.9	2.9	3.1	4.2	6.2	7.6	8.3	9.0
经营性净利率(%)	48.0	18.1	14.9	15.6	15.6	14.2	14.2	14.2
经营性净利润增速(%)	228.0	0.9	5.5	34.6	47.7	24.1	8.2	8.7

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
智能座舱	3.0%	中等	差	强	7.5%	15.6	25.8
智能驾驶	5.0%	中高	差	强	8.5%	14.89	23.7
网联服务	2.4%	中高	较好	强	8.5%	18.62	8.7
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
智能座舱(亿)	52.0	301.5	353.4	-	1.3	3.0	355.1
智能驾驶(亿)	29.6	254.9	284.5	-	-	-	284.5
网联服务(亿)	15.0	116.6	131.6	-	-	-	131.6
公司整体测算(亿)	96.5	673.0	769.5	-	1.3	3.0	771.2

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
智能座舱(亿)	168.7	169.3	337.9	-	1.3	3.0	339.6
智能驾驶(亿)	133.6	144.4	278.1	-	-	-	278.1
网联服务(亿)	55.0	56.5	111.5	-	-	-	111.5
公司整体测算(亿)	357.3	370.2	727.5	-	1.3	3.0	729.2

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性较高，主要由于公司所处行业以ToB制造业，下游有明确的高频汽车销量数据可跟踪，且公司与市场投资者交流充分，每年的半年报和年报均会给出订单和年化新增销售额指引。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X < -50%	-50% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。