

计算机

2026年06月25日

德赛西威

(002920)

——出海收获，乙方优势，进入新赛道

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：	2026年06月24日
收盘价（元）	83.87
一年内最高/最低（元）	154.17/83.00
市净率	3.3
股息率%（分红/股价）	1.49
流通A股市值（百万元）	50,039
上证指数/深证成指	4,110.81/16,051.32

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2026年03月31日
每股净资产（元）	25.40
资产负债率%	49.36
总股本/流通A股（百万）	597/597
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

联系人

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com

投资要点：

- **德赛西威新深度研究，尝试解决甲方自建高峰/出海收获/ai 物流赛道等新问题。**我们此前完成数篇德赛西威重要报告，例如解释其新业务 ADAS 的空间、甲方自建影响、公司管理优势等问题，本篇深度报告希望解答的是 2025H2 开始的新问题 1) 甲方自建高峰下德赛西威反而收获 2) 出海业务进入收获期 3) 新赛道 ai 物流。
- **主机厂自研不是单向利空，反而验证公司“乙方优势”。**智能化进入深水后，主机厂需要的不只是算法，而是量产交付、质量响应、供应链整合和持续迭代能力。我们认为，公司凭借“技术要硬、身段要软”的服务能力，有望主机厂自研趋势下实现“失之东隅，收之桑榆”。
- **海外业务进入收获期，市场可能低估其利润弹性。**2025 年海外收入 24.1 亿元，同比增长 41.1%。订单先行、收入后置，预计 2026 年后将进入海外项目集中兑现期。2023-2025 年海外毛利率由 21.8%提升至 27.3%，显著高于国内业务。**出海不是“卖产品到海外”，而是进入全球车企的前装体系。**公司已形成 14 个研发中心、9 个生产基地的全球布局，海外客户从大众、丰田、本田、雷诺等主机厂延伸到商用车、Robotaxi 和高阶智能驾驶方案。公司海外逻辑已经从客户突破，进入产能、研发、质量体系协同的系统化阶段。
- **AI 物流是“智拓界”的第一个清晰样本。**公司发布“川行致远”低速无人车平台，本质不是重新做一辆无人配送车，而是把在智能驾驶中积累的域控、感知、线控底盘、功能安全和数据闭环能力迁移到物流场景。无人配送车市场空间大、增速高，竞争对手也可能成为客户，公司有望从整车、硬件和模块化方案三条线切入。**“竞争对手也可能成为客户”是公司新阶段的重要商业逻辑。**AI 物流不是单点产品市场，而是算法、硬件、底盘、运营、场景的组合市场。部分玩家有算法，部分玩家有物流客户，部分玩家有运营场景，但并非所有玩家都具备车规级开发和量产交付能力。德赛西威的机会在于成为底层能力提供者。
- **盈利预测与评级：**维持盈利预测，预计 2026-2028 年收入为 368.36、417.69、478.29 亿元；归母净利润分别为 28.67/33.89/42.01 亿元，对应 2026-2028 年 17/15/12 倍 PE。考虑到：当前市场主要担心国内车企价格战、主机厂自研和毛利率压力，但我们认为公司真正的变化在于：国内从单品走向生态服务，海外从订单走向收入兑现，AI 物流打开新场景。公司正在从传统 Tier 1 走向全球化、平台化、生态化，成长逻辑仍在强化，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游汽车销量不及预期；主机厂自研进度超预期；海外项目 SOP 和产能爬坡不及预期；AI 物流商业化低于预期；行业价格竞争导致毛利率承压。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	32,557	6,495	36,836	41,769	47,829
同比增长率（%）	17.9	-4.4	13.1	13.4	14.5
归母净利润（百万元）	2,454	461	2,867	3,389	4,201
同比增长率（%）	22.4	-20.7	16.8	18.2	24.0
每股收益（元/股）	4.35	0.77	4.80	5.68	7.04
毛利率（%）	19.1	18.6	18.0	18.1	18.3
ROE（%）	15.9	3.0	16.2	16.8	18.0
市盈率	20		17	15	12

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

维持盈利预测，预计 2026-2028 年收入为 368.36、417.69、478.29 亿元；归母净利润分别为 28.67/33.89/42.01 亿元。维持“买入”评级。

关键假设点

智能座舱部分预计 2026-2028 年收入为 226.7、250.1、278.8 亿元，同比增速为 10.1%、10.3%、11.5%。智能驾驶部分预计 2026-2028 年收入为 121.6、147.6、179.5 亿元，同比增速为 25.4%、21.3%、21.6%。

有别于大众的认识

市场把主机厂自研理解为 Tier 1 的压力，我们认为这只是第一层。真正进入量产阶段后，主机厂仍需要质量体系、供应链、工程交付和持续迭代能力。自研不是消灭乙方，而是筛选更强的乙方。

市场把德赛西威出海理解为“海外客户增加”，我们认为这低估了出海的难度和价值。真正的出海不是把产品卖到海外，而是进入全球车企的前装开发、测试验证、质量管理和本地化交付体系。公司正在从国内 Tier 1 走向全球智能移动 Tier 1。

市场把 AI 物流理解为公司跨界做无人配送车，我们认为这不是简单跨界。低速无人车和乘用车智驾共享底层能力，包括感知、计算、线控底盘、功能安全、网络安全和数据闭环。公司是在把汽车智能化能力迁移到高频物流场景。

市场更关注短期毛利率压力，我们更关注公司收入边界的变化。过去公司主要看单车价值量和客户扩张，未来还要看海外、AI 物流、生态合作和平台化输出。公司不只是卖产品，也在成为底层能力提供者。

股价表现的催化剂

海外收入兑现超预期。西班牙、墨西哥、印尼等产能爬坡顺利，海外客户项目进入量产，**海外收入占比和毛利率继续提升。**

智能驾驶新项目定点超预期。高阶智驾、舱驾融合、中央计算平台、IPU 系列产品持续获得新客户。

AI 物流商业化进展超预期。

毛利率和费用率改善。若海外结构改善、规模效应释放、费用率下降快于预期，市场对公司盈利弹性的判断有望上修。

核心假设风险

下游汽车销量不及预期。主机厂自研进展超预期。海外项目 SOP、产能爬坡或客户导入不及预期。AI 物流商业化低于预期。

目录

引言	5
1. 新战略十六个字，新思路管理进阶	5
1.1 低调的管理层更新	5
1.2 新战略十六个字，“智拓界”深意	6
1.3 正在体现的财务数据：追求收入，追求规模优势	8
2. 乙方优势验证	10
2.1 效应一：“技术要硬，身段要软”	10
2.2 效应二：失之东隅，收之桑榆	12
2.3 2024-2026 年生态圈：收获年	14
2.4 生态圈增量：AI 大模型与海外客户	15
3. 出海三年三级跳	16
3.1 出海步步为营：订单先行、产能落地、收入兑现	16
3.2 海外客户三级跳：从传统座舱，到智能化产品，再到平台化深度绑定	19
4. AI 物流：汽车智能化能力的外溢验证	21
4.1 技术外溢	21
4.2 七大特点	23
4.3 竞争对手或均成客户	24
5. 盈利预测与评级	25

图表目录

图 1:《德赛西威 AI 出行趋势研究报告》披露的自然调律趋势	8
图 2:《德赛西威 AI 出行趋势研究报告》披露的时空无界趋势	8
图 3: 历年毛利率和净利率趋势也能反映这种趋势: 毛利率不再苛刻追求, 但由于规模效应, 净利率稳中有升 (单位: %)	9
图 4: 典型 ADAS 域控制器的架构图	10
图 5: 德赛西威作为 Tier1 代表, 面临客户“千人千面”的需求。而为了成就甲方的智能化品牌, 弱化自身宣传成为常态	11
图 6: 甲方自建可能: 失之东隅, 收之桑榆。一个自建可能, 会刺激更多的空间机会给 Tier1(2024 年版).....	12
图 7: 甲方自建可能: 失之东隅, 收之桑榆。一个自建可能, 会刺激更多的空间机会给 Tier1(2025 年版, 新增奇瑞、吉利、长城, 新增外资).....	13
图 8: 基于德赛西威官方网站公开信息, “乙方文化”、“利他主义”文化容易收获客户粘性与生态优势。一方面, 几乎所有客户都服务多年。另一方面“理论上的对手”常常也是重要合作伙伴。这些是被投资者低估的。	14
图 9: 公司官网披露的 2025 年新客户或获奖情况。历年累积, 层层递进	15
图 10: 德赛西威 2023-2025 分地区业务收入及毛利率 (亿元)	19
图 11: ADAS+AD->Robo->机器人->低空经济->深海科技的技术外溢	22
表 1: 德赛西威的管理层变动 (暂时剔除独立董事, 剔除时间相对久远的变动) ..	6
表 2: 德赛西威的重要经营指标 (单位: 日)	9
表 3: 德赛西威国际化、海外化, 可以基于官网和历年公告验证。可归纳为“步步为营”	17
表 4: 德赛西威海外客户三级跳	20
表 5: 德赛西威公告公开披露的海外客户 (非合资品牌) 进展, 超过大部分投资者理解	20
表 6: 乘用车能力向无人配送车和机器人外溢.....	22
表 7: 川行致远 S6 七大特点	23
表 8: 无人配送行业玩家与德赛西威关系	24
表 9: 智联汽车行业重点公司估值表	26

引言

我们此前完成数篇德赛西威重要报告，例如解释其新业务 ADAS 的空间、客户优势、技术优势、Alpha 能力和新产品、甲乙双方关系。本篇深度报告希望解答的是 2025H2 开始的新问题：

1) 即使在甲方自建到极致的时候，基于行业“鲶鱼效应”，德赛西威收获更多优质设计和方案类客户，官网有较多信息。即 2024 年深度报告判断的“失之东隅收之桑榆”兑现。

2) 出海收获期。

3) 进入新赛道 AI 物流，我们详细分析。

4) 以上的起点，离不开低调的管理层更新。而管理层提出的十六个字战略“稳基盘、勇出海、智拓界、促协同”，实际非常有深意，会带来公司新增业务和适度变化。这部分在第一章论述。

应当以世界级成长公司的视角来观察公司。

1. 新战略十六个字，新思路管理进阶

德赛西威 2025 年发布的新战略，与低调的管理层有关。十六个字，蕴含着深意，尤其“智拓界”和“促协同”，与财务数据趋势可以匹配。

1.1 低调的管理层更新

德赛西威的企业管理，以战略前瞻、视野国际化、技术创新早、客户生态佳、方案迭代勤著称。

大约 2024 年，新一代的管理层更新正在低调发生。根据 Wind 和 ifind 公开披露，可以发现以下特点：

- 1) 管理层相对稳定，任职时间较长，退休是其中重要原因。
- 2) 除了来自投资条线的重要董监高变动外，新任职董监高常常于 2012 年之前即加入德赛西威。除投资条线相关重要董监高人事变动人员外，其余新任董监高大多在 2012 年之前便已入职德赛西威。
- 3) **在职较多高管有产品经理履历。**例如当前董事长高大鹏（2000 年加入德赛西威，历任工程部工程师、市场部高级产品经理、产品市场策略部门经理、创新与产品管理高级总监）、总经理徐建（2011 年起历任德赛西威创新产品高级经理、音响导航第二事业单元产品策划部部门经理）、高管李乐乐（**根据弘景光电公告，公司新任董事李乐乐 2011 加盟德赛西威，曾任技术中心高级项目经理**）。

表 1：德赛西威的管理层变动（暂时剔除独立董事，剔除时间相对久远的变动）

	姓名	职务	任职日期	离任日期	任职时长	国籍	年龄
董事长	高大鹏	董事长	2024-06-06	--	--	中国	49
	TAN CHOON LIM	董事长	2015-06-25	2024-06-06	9年1月	新加坡	65
	徐建	总经理	2024-06-06	--	--	中国	--
总经理	高大鹏	总经理	2015-06-25	2024-06-06	9年1月	中国	49
财务总监	陈莉	财务总监	2022-09-26	--	--	中国	--
	谭伟恒	财务总监	2015-06-25	2022-09-26	7年4月	中国	60
董事	高大鹏	董事	2017-03-15	--	--	中国	49
	徐建	董事	2024-06-03	--	--	中国	--
	罗翔	董事	2024-06-03	--	--	中国	--
	姜捷	董事	2015-06-25	--	--	中国	60
	李兵兵	董事	2015-06-25	--	--	中国	58
	杨志超	董事	2021-06-07	2024-06-03	3年1月	中国	--
	TAN CHOON LIM	董事	2015-06-25	2024-06-03	9年1月	新加坡	65
	LIM	董事	2015-06-25	2024-06-03	9年1月	新加坡	65

资料来源：Wind, ifind, 申万宏源研究

高管的公开发言也验证了这种更新，例如总经理发言¹。“在过去几年也做了非常大的组织变化。举个例子您可能就比较好了解了，可能外界感受德赛西威去年的变化，就是销售额越来越高了，客户群越来越广了，产品越来越多了，但德赛西威内部人的感受是，去年组织变化非常大，可能我们公司内部门门以及以上的调整通告一年就出了几十份，当然这是外界感受不出来的，但外界感受不出来是个好事……”。

1.2 新战略十六个字，“智拓界”深意

2025年德赛西威新提出的十六个字：“稳基盘、勇出海、智拓界、促协同”。很自然的，这应当来自管理层新思路。

以下三处，透露出新战略的表述：

1) 2025年4月战略发布会。第二十一届上海国际汽车工业展览会盛大启幕之际，德赛西威以“智新境向远大”为主题举办战略发布会。会上的公开阐述即新战略的雏形。

2) 2025年中报公开的业绩说明会上。参照《德赛西威：2025年8月21日投资者关系活动记录表》；

3) 2025年9月，德赛西威旗下品牌“川行致远”在上海正式发布。参照德赛西威官网《川行万径，物以致远 | 德赛西威发布车规级低速无人车品牌》：“面向2030年定义了

‘稳基盘、勇出海、智拓界、促协同’大战略意图，并判断未来十年智慧出行领域的爆发点……”。

对于新战略的官方论述是（基于《德赛西威：2025年8月21日投资者关系活动记录表》）：

稳基盘：稳固国内基盘业务，引领产业发展。高水平研发投入，多元化的生态、跨生态协作，主流、旗舰智能化方案持续首发引领。且通过多元方案、全栈方案、融合创新方案等全面覆盖市场主流需求，配套灵活的合作模式，巩固市场头部份额。

勇出海：抓住出海机遇，登陆全球第一梯队。主要目标海外市场有欧洲、日本、东南亚等，不同市场都有定制化的开拓策略，大多目标客户已实现第一阶段的业务突破，马上进入下一个扩张阶段。同时，公司灵活采用多元化出海模式，比如技术合作、渠道合作、合资、投并购等等，加速出海进程。

智拓界：布局未来赛道，推进价值跃迁。**公司在汽车智能化领域已实现全球领先，通过探索技术和能力外溢，结合资本合作等多元化模式，积极孵化无人配送业务，探索机器人等领域的新业务机会，为公司长远可持续增长开辟新路径。**

促协同：驱动全球产业资源，建立全球体系，赋能增速发展。国际化的核心挑战不止于业务获取，还需强大、高效的全球运营体系作为支撑。国际化转型的同时，公司亦需保持全方位的经营质量提升，保持可持续、高质量的增长和盈利。

其中，稳基盘、勇出海，较为明朗。基于收入、利润增长，基于海外业务情况，即可评判。

“智拓界”，是什么含义呢？我们认为，是基于公司智能车、电动车积累的制造、科技、材料等能力，基于“汽车行业的技术外溢”（详见第四章的技术外溢示意图），进入“无人载具”所有领域。投资者会先看到无人配送、机器人的拓展。这只是开始。我们预计后续会进入“制造与科技”方方面面的交集领域。

而“促协同”，也是公司商业模式一大转变，从产品提供商，变成更大范畴的方案商、生态商。我们以下列举两点证据。

1) 总经理徐建对商业模式的描述，是完全匹配客户需求，灵活适配的。这已经不是“传统意义”产品供应商的思维，更像全能方案厂商。同样在2024年9月《C Talk | 德赛西威首席执行官徐建：“三足鼎立”业务格局将更加均衡》指出：“从最上层的应用到最底层的硬件开发，包括中间还有中间件，还有各种BSP等等这种适配的各种软件和硬件的维度，我们德赛西威内部已经做了很细分地拆分。**其实细分来说，可以提供五六种不同的拆分和五六种不同的商业模式，所以我们的商业模式的方式和可谈合作的空间是很大的，它背后的逻辑就是要满足不同客户的要求”。**

2) 公司官网公开披露的《德赛西威 AI 出行趋势研究报告》²。报告指出了六大趋势，是生态商思路。即：

趋势一：全息守护。通过 AI 的深度学习与数据分析，实现对车辆内外环境的全面感知与预判，为驾驶者提供 360 度的安全保障；

趋势二：自然调律。通过 AI 的高级算法和数据分析能力，实现座舱内交互的自然流畅和智能化，捕捉驾驶者的情绪波动和需求；

趋势三：原生觉知。车内交互体验基于情感计算技术，能够精准洞察用户的情绪和需求，从而提供更加个性化和同理心的交互；

趋势四：场域展开。打破传统座舱的物理边界，实现座舱内外空间的无缝连接，变成一个能够提供沉浸式体验、具有高度个性化和智能化的“第三生活空间”；

趋势五：端云共生。利用精确的数据管理和智能分析，为用户在学习和工作方面提供定制化建议和决策支持，促进数据使用者与创造者之间的无缝协作；

趋势六：时空无界。通过沉浸式的体验和交互方式，实现对现实世界的增强和扩展，极大地丰富用户感官体验。

图 1：《德赛西威 AI 出行趋势研究报告》披露的自然调律趋势



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 2：《德赛西威 AI 出行趋势研究报告》披露的时空无界趋势



资料来源：公司官网，申万宏源研究

1.3 正在体现的财务数据：追求收入，追求规模优势

上述管理层更新、上述战略表述，具体如何落实财务数据？

- 1) “勇出海”应对应更大的收入、提高的毛利率。
- 2) “智拓界”应对应更大的收入。

瞭望未来！《德赛西威 AI 出行趋势研究报告》发布，德赛西威官网，//

3) “促协同” 应对应更大的收入、短期可暂时放松的毛利率。

以上合计，意味着公司为了追求更大的业务范畴，可能短期放松对盈利数字的苛刻追求（产品型公司的特点），追求长远的规模效应（方案厂商、生态厂商的特点）。

历史上，德赛西威的运营周转率较快。2022 年后有所不同，从净营业周期的拆解表可以看出，主要原因是应收款账期拉长。这说明公司或从事规模大、账期长的新业务，与上述新战略思路较为匹配。

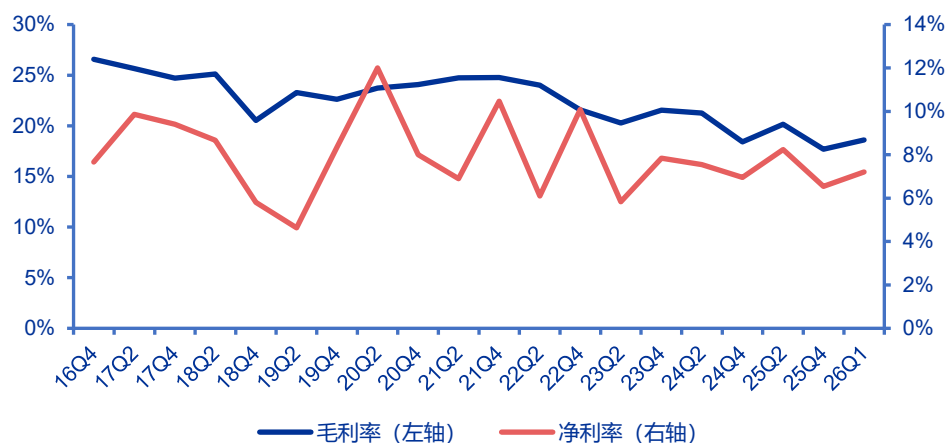
表 2：德赛西威的重要经营指标（单位：日）

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
营业周期 (天)	180	152	168	156	157	152	163	159	163	170	165	166
存货周转 天数(天)	100	84	104	95	85	70	69	69	78	85	69	57
应收账款 周转天数(天)	80	69	65	61	71	82	94	90	85	85	96	109
应付账款 周转天数(天)	122	110	128	112	98	82	94	105	102	90	78	76
净营业周 期(天)	59	42	41	44	58	70	68	54	62	80	87	90

注：2022 年之前公司的净营业周期非常短。2022-2024 年拉长，主要是应收款账期拉长，说明公司或从事规模大、账期长的新业务

资料来源：Wind, ifind, 申万宏源研究

图 3：历年毛利率和净利率趋势也能反映这种趋势：毛利率不再苛刻追求，但由于规模效应，净利率稳中有升（单位：%）



资料来源：Wind, ifind、申万宏源研究

2. 乙方优势验证

竞争格局，是投资者关心的焦点问题。其中的核心，即是担心个别有能力的主机厂（尤其新势力）选择自建 ADAS。本章先提出重要的论述，即：

- 1) 自建的主机厂往往与现金流不佳正相关（而最终主机厂都是追求现金流的，这意味着自建会有天花板，这是个有预期差的判断）；

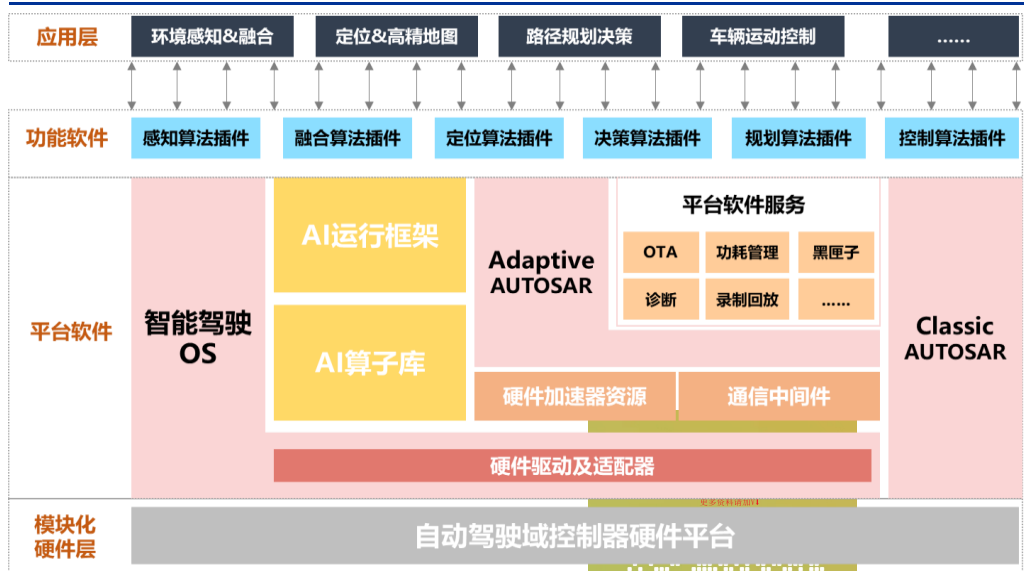
再指出两大挤出效应：

- 2) 效应一：甲方碎片化方案利好德赛西威。新任总经理徐建的公开表述“技术要硬、身段要软”，是又一次重申。
- 3) 效应二：甲方自建刺激更多乙方选择第三方智能化；2023-2024 年小鹏自建趋势增加，新增小米等。2025 年小米、理想等自建趋势增加，根据官网，新增长城、奇瑞、吉利等。

2.1 效应一：“技术要硬，身段要软”

碎片化。下图是经典的智能化架构图，由于参与者增加（Tier1、Tier2、传统主机厂、新势力、跨界巨头等），往往主机厂的不同车型、不同代际会采用不同方案，而不同方案的价值链切割由不同主体完成。这可以概括为“碎片化”。

图 4：典型 ADAS 域控制器的架构图



资料来源：公司官网等、申万宏源研究

关于碎片化，德赛西威新任总经理徐建的表述，颇有见解。

- 1) 面对客户自研问题，表示理解，指出解决之道是“原子化服务”，自身应当“能力要硬，身段要软”。

根据徐建 2024 年 9 月的公开表述³：“德赛西威的态度是，对车企这一举动并不排斥，甚至表示理解。...长期看，行业最终还是回到效率为先的供应商模式...这是个趋势，也是个过渡阶段，要尊重它、拥抱它”，还指出““全栈的能力，原子化的服务。能力要硬，身段要软”。

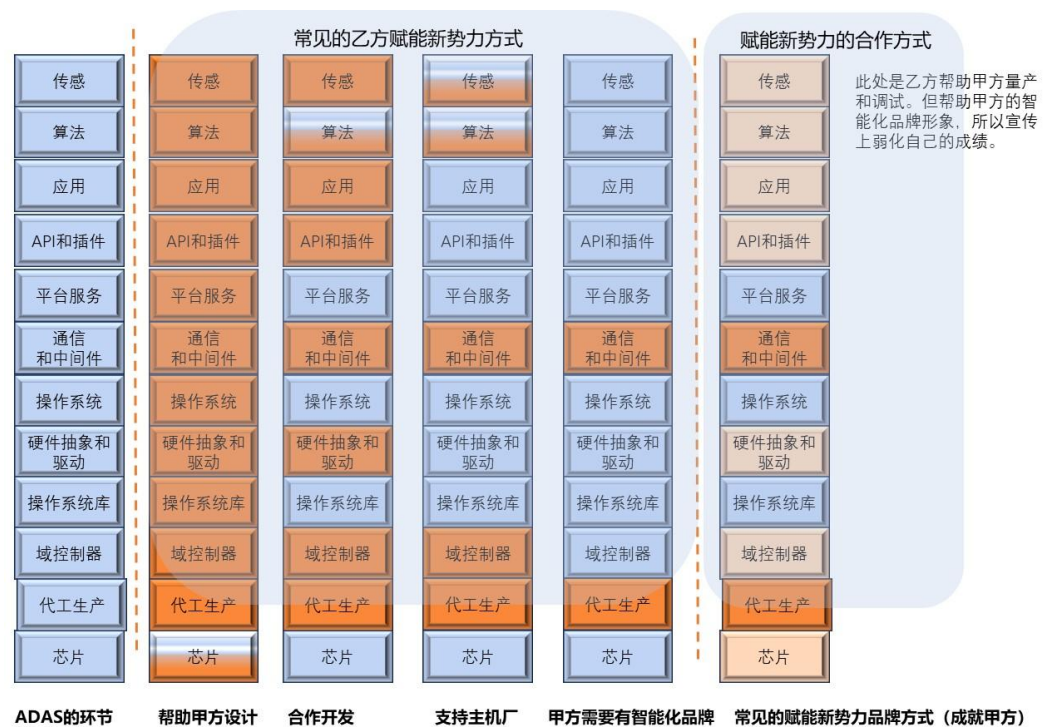
2) 面对碎片化，多种商业模式、多环节提供价值的表述。

《C Talk | 德赛西威首席执行官徐建：“三足鼎立”业务格局将更加均衡》中，徐建论述：“从最上层的应用到最底层的硬件开发，包括中间还有中间件，还有各种 BSP 等等这种适配的各种软件和硬件的维度，我们德赛西威内部已经做了很细分地拆分。其实细分来说，可以提供五六种不同的拆分和五六种不同的商业模式”。

他还论述“...有时候开玩笑说，德赛西威是全宇宙智能化平台尤其是硬件平台最多的一家公司。我也很想说，就做一个平台，然后全球通吃，但这是个梦想，或者说现在不是符合这个市场和我们自身能力的要求...”。

基于我们的理解，对于 ADAS 交付的碎片化（即千人千面的趋势），绘制下图。它代表了不同的典型方案，每种方案的价值链分配均不同。

图 5：德赛西威作为 Tier1 代表，面临客户“千人千面”的需求。而为了成就甲方的智能化品牌，弱化自身宣传成为常态



资料来源：公司官网等、申万宏源研究

德赛西威，这家Tier 企业的松弛感是如何炼成的？NE 时代智能车，//

挤出效应。而 Tier1/Tier2，较多参与者是依赖 1-2 个大客户，甚至仅仅数款车型。其交付是定制、半定制模式，而不是产品/OTA/中台化趋势。从项目管理的角度看，对于服务商，SKU 增加，ARPU 值可能下降。这会带来“碎片化的挤出效应”，即可以敏捷交付的企业市占率提升，其他大部分企业的市占率下降。

2.2 效应二：失之东隅，收之桑榆

一旦有主机厂（尤其新势力）尝试自建，那么往往鲑鱼效应会刺激更多的机会。下面做一些案例说明：

1) **大算力刺激差异化的性价比方案。**大约 2016-2018 年，领军的主机厂投入 L2.5/L3 AD/ADAS。由于硬件预埋趋势依赖算力，那么高性价比方案也风靡。例如基于 TI TDA4 的 ADAS 方案。

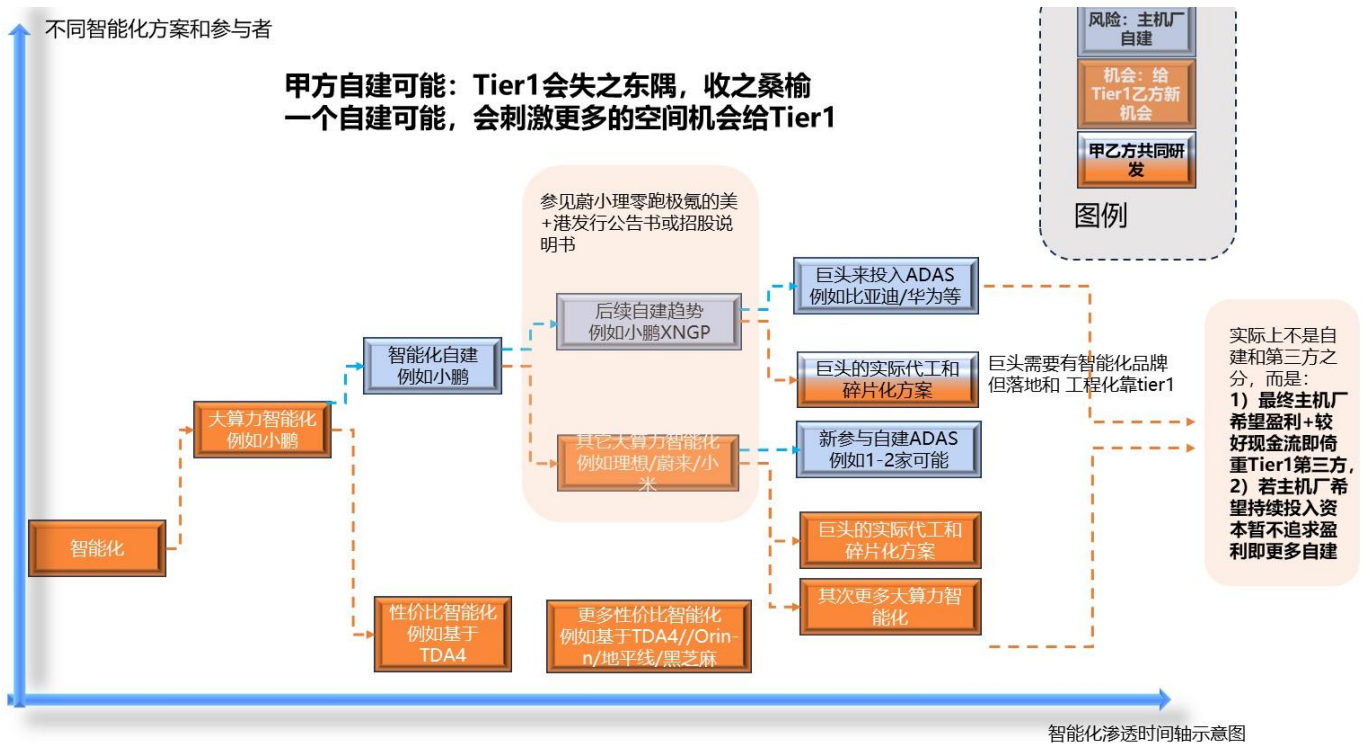
2) **新势力刺激其它可比公司的智能化投入。**小鹏汽车的智能化投入较为前瞻，例如小鹏港股聆讯后档案指出：“是第一家也是唯一一家实现全栈自研自动驾驶软件商业化的中国汽车公司。我们提供的软件和内容包括自研的高级自动驾驶系统 XPILOT 3.0，以及作为平台提供内容服务的 Xmart OS 系统”。2024 年 2 月 ICtimes 指出“小鹏汽车的目标是在 2024 年内实现 XNGP 全国主要城市路网全覆盖，并开始研发高速 NGP 和 XNGP。此外，小鹏汽车计划在 2025 年面向全球开始研发 XNGP”。

这也带来了可比公司的需求空间。例如：理想汽车港股聆讯后档案指出：“增强智能汽车系统、下一代电气系统/电子结构关键技术，如中心域算力平台、普通区域控制器及超低延迟实时操作系统”，“增强当前 L2 级自动驾驶技术及开发 L4 级自动驾驶技术提供资金”。理想汽车 2022 年报指出：“NET 算法可实现对全车乘客手势动作的精准识别-基于自研的 MVS”，“在规划控制算法上。公司自研的高速 NOA 预测算法提供了舒适的高速 NOA 自动变道和加减速体验...公司自研的 AEB 算法在理想 AD Max 上增加了激光雷达的应用，开创了行业内首个融合激光雷达的 AEB 功能”。

再例如，极氪美股招股说明书讲述下一代技术和研发能力时，前两位分别是 E/E 架构和自动驾驶能力（“We offer cutting-edge autonomous driving technology through partnerships with world-leading players”）。

实际上，根据 2020-2022 年报，小鹏汽车、理想汽车、极氪等都是德赛西威重要客户。部分客户大幅度投入智能化（包括自建），往往鲑鱼效应会刺激更多同行的需求空间。下图中，蓝色部分即为自建带来的风险，但带来橙色部分的新机会更多。

图 6：甲方自建可能：失之东隅，收之桑榆。一个自建可能，会刺激更多的空间机会给 Tier1(2024 年版)



资料来源：Wind，Bloomberg,小鹏汽车招股说明书，理想汽车招股说明书，极氪招股说明书，申万宏源研究

3) **新势力自建，往往实际依然是第三方提供。**往往是为了智能化品牌的树立，然而实际碎片化方案的落地、交付和代工，往往仍然是第三方提供。

我们认为，2023Q3 开始，德赛西威收入增长，即是由于这种“成就客户品牌，自己负责落地”的趋势变化。

图 7：甲方自建可能：失之东隅，收之桑榆。一个自建可能，会刺激更多的空间机会给 Tier1(2025 年版，新增奇瑞、吉利、长城，新增外资)



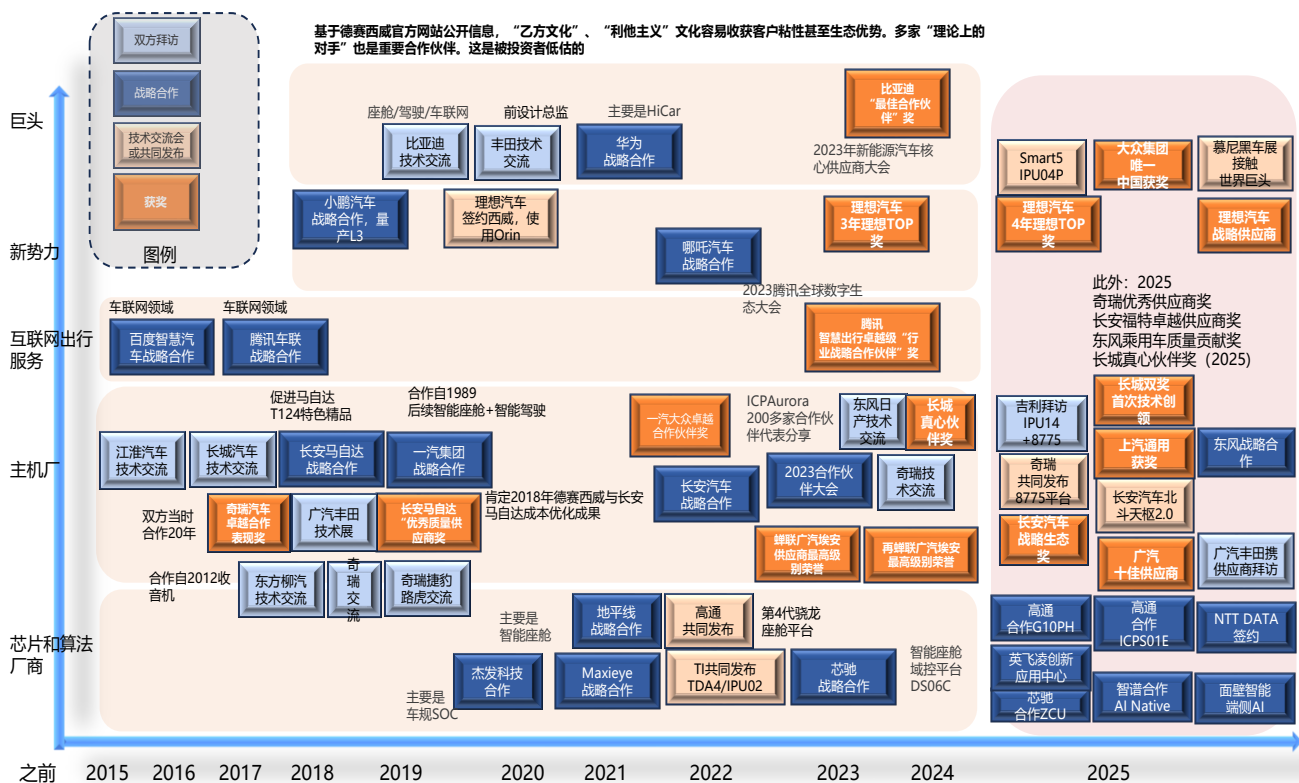
资料来源：Wind, Bloomberg,小鹏汽车招股说明书, 理想汽车招股说明书, 极氪招股说明书, 申万宏源研究

上面 2024、2025 年的情况，是“失之东隅收之桑榆”的很好证明。

2.3 2024-2026 年生态圈：收获年

德赛西威的历史沿革，反映出“乙方思维”、“利他思维”。也可以将它称为“生态圈思维”、“碎片化思维”，大同小异。这个历史历程，反映德赛西威既有前瞻的技术能力，又有谦虚的服务和落地能力。

图 8：基于德赛西威官方网站公开信息，“乙方文化”、“利他主义”文化容易收获客户粘性与生态优势。一方面，几乎所有客户都服务多年。另一方面“理论上的对手”常常也是重要合作伙伴。这些是被投资者低估的。



资料来源：德赛西威官方网站, 申万宏源研究

一方面，生态圈是“乙方思维”、“利他主义”的重要成果：

2023年4月德赛西威 ICP 生态圈论坛期间指出：西威希望通过 ICPAurora 技术破局带动产业链生态破局,为上下游伙伴带来新的行业机会,加快提升从技术开发到商业落地的效率”。

另一方面，碎片化是“乙方思维”、利他主义“的又一特点：

同样上述 2023 年 4 月官方发布中，德赛西威副总裁兼技术中心总经理黄力表示，“汽车进入电动智能时代,用户需求在不同维度上持续细分,但场景是不变的核心主线”。

生态圈和碎片化，实际上增加了 Tier1 的粘性，也使得通过一两个标杆案例获得爆发的难度增加。上图中，是德赛西威官网上提供的公开案例，获奖高频、合作多年、客户多种多样。这些案例是生态圈和碎片化的一种证明。这些粘性帮助德赛西威积累了丰富的经验，从而摊薄了新产品、新方案的成本。而这种优势，对于甲方和其他乙方，是不容易同样获取的。

公司官网上披露了历年新增客户和获奖情况。2025 年是收获大年，也是对公司此类业务模式的嘉奖和证明。

图 9：公司官网披露的 2025 年新客户或获奖情况。历年累积，层层递进



资料来源：公司官网、申万宏源研究

2.4 生态圈增量：AI 大模型与海外客户

最近一年，公司生态圈增量有两大特色，一个是海外客户（与“勇出海”匹配），一个是 AI 大模型伙伴（表明公司更多渗透底层技术、下一代技术，这与“促协同”、“智拓界”匹配）。

海外客户：2024-2025 年新增大众集团（总部）、丰田、本田等（后续章节详细论述）。2025 年报的官方描述为“报告期内成功获得 VW、TOYOTA 等客户的新项目定点，并成功突破 RENAULT、HONDA 等白点客户”。

AI 大模型（含芯片厂商，因与 AI 大模型匹配）的重要环节。2024-2025 年新增面壁智能（预计端侧 AI 合作）、智谱华章合作、NTT DATA 合作，且与芯片厂商高通（合作 ICPS01E 与 G10PH）、英飞凌、芯驰（预计 ZCU 合作）等披露了合作新闻。

AI 大模型的诸多合作，可以看做是新管理层新思路的一部分。

3. 出海三年三级跳

我们认为，市场对德赛西威出海的理解仍存在预期差。传统理解中，出海往往被看成海外收入占比提升，或者新增几个海外客户；但对智能汽车 Tier 1 而言，更关键的是**能否进入全球 OEM 的前装研发、测试验证、质量响应和本地量产体系**。真正决定出海含金量的不是“客户在哪里”，而是公司是否具备在客户身边持续定义产品、验证产品、交付产品的能力。

我们认为，德赛西威过去三年的海外变化并不是线性增加，而是订单、产能、收入的三级跳。第一跳是海外客户和项目定点的打开，第二跳是西班牙、墨西哥、印尼等海外产能落地，第三跳才是海外收入和海外毛利率在财务报表中的兑现。**市场如果只看当期收入，容易低估前两跳已经发生的变化；如果只看客户名单，又容易低估公司在全球交付体系上的准备。**

3.1 出海步步为营：订单先行、产能落地、收入兑现

我们将公司出海战略分为三个阶段。

播种期：2020-2023 年，公司通过德国、法国、日本、新加坡等分支机构接触海外客户，以显示屏、仪表、导航等传统座舱产品切入海外合资和区域品牌客户，完成海外客户触达和交付经验积累。

突破期：2024-2025 年公司智能化产品定点增加，突破大众总部、丰田、本田、雷诺等客户，同时启动或推进西班牙、墨西哥、印尼等产能建设。

收获期：2026 年有望进入收获期，西班牙工厂量产、墨西哥工厂服务美洲市场、印尼工厂服务东南亚市场，舱驾一体和智能驾驶等产品逐步在海外客户中上量。

从“销售出海”转向“体系出海”：根据公司官网，公司已拥有 14 个研发中心、9 个生产基地，全球布局覆盖中国、德国、日本、美国、墨西哥、西班牙、印度尼西亚、法国、瑞典、捷克等区域。

欧洲：德国魏玛科技园—研发和验证，法国巴黎办公室—客户响应，西班牙智能工厂—欧洲制造落地；三位一体构建完整欧洲本地化能力。

日本：日本市场以丰田、马自达、雷克萨斯、铃木等客户为代表，重点验证德赛西威能否进入要求更严苛的日系供应链。

东南亚和美洲市场分别由印尼和墨西哥承接，前者服务东盟市场和中国车企出海，后者服务北美和拉美本地化供给。

对全球车企而言，这类布局是前装智能化供应商进入全球项目的基础门槛。这一点与公司管理层关于全球化的公开表述相互印证。公司总经理徐建曾将公司全球化概括为从“国际本土化”走向“本土国际化”，并强调市场进入策略要“搭体系、建交付、扩生态”。它说明德赛西威并不是把中国方案简单复制到海外，而是在不同市场重建产品定义、工程开发、客户响应和交付协同能力。对海外主机厂而言，智能座舱、智能驾驶、舱驾融合等前装产品的切换成本高、验证周期长，供应商要被信任，必须先证明自己具有长期本地服务能力。

表 3：德赛西威国际化、海外化，可以基于官网和历年公告验证。可归纳为“步步为营”

时间	生产	销售	战略	获奖	研发	测试	拜访&展览
2022年	欧洲公司第二工厂 (2022 年报)	日本丰田办公室 (2022 年报)				10 月收购 ATC (天线测试)	
	筹办墨西哥工厂 (2022 年报)						
2023年	墨西哥工厂竣工 (2023 年报)	印度市场排名第一 第 MARUTI SUZUKI、TATA (2023 年报)			横滨市新研发中心 (2023 年报)		
		日本核心客户 ADAS 定点 (2023 年报)					
2024年		5 月法国办公室	8 月第四届科技 节暨首届媒体 日，国际化发展 战略		5 月魏玛新科 技园区		9 月西班牙 安达卢西亚 拜访 10 月德国 沃尔夫斯 堡汽车 供应链展
2025年	5 月印尼产能 (半年报)			7 月“大众汽车 集团奖”中国唯一	8 月与大众商 用车联合论文 发表国际顶刊		7 月西班牙 高级官员 频繁拜访
	6 月墨西哥产能 (半年报)						9 月 IAA 德国慕尼 黑车展



7月西班牙智能工厂

9月车展
欧洲汽车
转型演讲

	国际市场已有 VOLKSWAGEN、MAZDA、SKODA、LEXUS、RENAULT、SUZUKI、PROTON、BMW、MERCEDES-BENZ 等品牌新项目订单 (2025 年报)	9月欧洲魏玛整车天线测试场落地; IAA 完成德国本土数据合规和本地路况适配展示
--	--	--

9月西班牙 LINARES 厂房封顶

2026 年	4月与元戎启行联合海外 L4 Robotaxi	3月获沃尔沃 VQE 质量卓越奖; 1月获长安福特卓越供应商奖与福特 Q1 质量认证	4月与 NVIDIA 发布全新智驾方案; 6月高通峰会展示 AI Agent/舱驾共生能力	3月沃尔沃到访; 4月北京车展签约; 4月长安全球伙伴大会
--------	-------------------------	--	---	-------------------------------

注 1: 借鉴《新工厂奠基 | 德赛西威开启西班牙本土化生产进程》, 2025 年 7 月, 德赛西威官网

注 2: 《西班牙安达卢西亚自治区经贸考察团会见德赛西威董事长高大鹏一行》, 2024 年 9 月, 德赛西威官网

注 3: 《西班牙汽车业“战略牵引项目”! 西班牙政府考察团点赞德赛西威智能工厂》, 2025 年 7 月, 德赛西威官网

注 4: 《全球十家, 中国唯一! 德赛西威荣获“大众汽车集团奖”》, 2025 年 7 月, 德赛西威官网

注 5: 《德赛西威联合大众首发 L4 自动驾驶双通道智能天线方案, 成果登陆国际顶级期刊》, 2025 年 8 月, 德赛西威官网

注 6: 《德赛西威亮相 2025 慕尼黑车展, 赋能全球汽车智能化变革》, 2025 年 9 月, 德赛西威官网

注 7: 《慕尼黑车展 | 德赛西威: 做中欧产业协同桥梁, 携全球伙伴共赴未来》, 2025 年 9 月, 德赛西威官网

注 8: 《国际化新进程 | 德赛西威欧洲新科技园区奠基》, 2024 年 5 月, 德赛西威官网

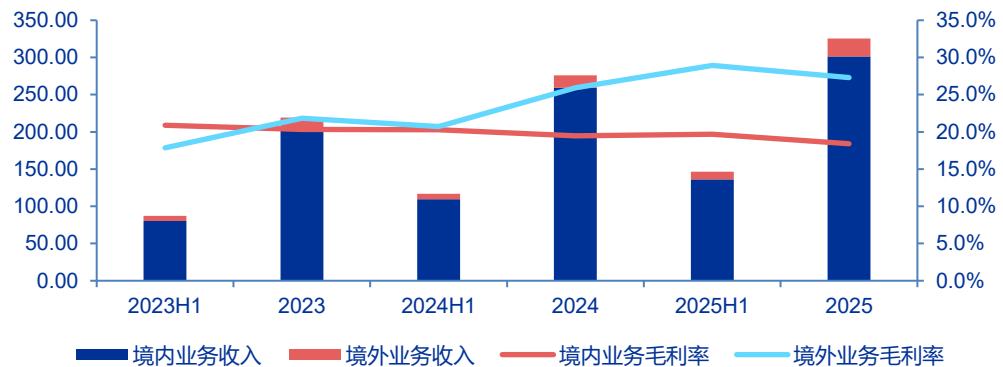
资料来源: 德赛西威 2021-2025 年报, 德赛西威官网, 申万宏源研究

订单与收入时间差: 根据公司 2024 年报, 2024 年公司海外订单规模超 50 亿元、同比增长 120%+, 但 2024 年境外收入同比增长仅 3.9%; 2025 年境外收入开始爆发, 全年境外收入 24.1 亿元、同比增长 41.1%。充分体现“订单先行、收入后置”的前装行业规律。智能汽车项目从定点到 SOP、从 SOP 到规模收入, 通常需要经历研发验证、客户认

证、本地供应链准备和量产爬坡。考虑 2024 年订单口径已经出现拐点，判断 2026-2028 年将迎来海外业务兑现期。

海外业务持续优化毛利率结构：根据公司财报，2023-2025 年公司境外业务收入与毛利率持续提高，其中境外业务毛利率水平从 2023 年 21.8% 提高 5.5pp 至 2025 年 27.3%，同期境内业务毛利率 2023 年 20.35% 下滑至 2025 年 18.4%。海外业务毛利率改善我们判断主要三点影响因素：1) 海外客户与产品结构更优，高智能化产品占比提升；2) 海外市场价格竞争激烈程度相对低于国内；3) 本地化产能投产后，物流、关税、响应效率等成本项有望继续改善。

图 10：德赛西威 2023-2025 分地区业务收入及毛利率（亿元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

我们判断德赛西威的出海不是一年内由收入数据突然证明，而是由订单、产能和客户验证逐步形成。短期看，海外订单和工厂建设领先于收入；中期看，项目 SOP 和产能爬坡决定收入兑现；长期看，若海外高毛利率持续验证，出海将不只是收入增量，而是公司全球化能力、产品结构和盈利质量的共同验证，有望成为继国内智能化放量后的新一条成长曲线。

3.2 海外客户三级跳：从传统座舱，到智能化产品，再到平台化深度绑定

我们认为公司海外客户的进阶不是线性增加，而是从传统座舱到智能化产品，再到舱驾融合和中央计算方案平台化绑定的三级跳：

第一跳：进入海外客户体系，在 2020-2023 年，公司更多以显示屏、仪表、导航等座舱产品切入海外合资和区域品牌客户，如马自达、斯柯达、DAF、CAT、铃木等。这个阶段的价值不在于单车价值量有多高，而在于公司开始熟悉海外客户的产品定义、质量验证、项目管理和供应链要求，为后续智能化产品导入建立信任。

第二跳：进入海外主流 OEM 的智能化项目，2024-2025 年公司成功获得 VW、TOYOTA 等客户新项目定点，并突破 RENAULT、HONDA 等白点客户。根据港交所招股

书披露，公司产品和服务已覆盖全球 80 多家 OEM，**从中国自主品牌智能化升级的受益者进入全球主流车企智能化供应链。**

第三跳：参与定义海外智能化方案，这一跳最能体现预期差。德赛西威与大众商用车联合发表 L4 自动驾驶双通道智能天线方案，说明公司不只是提供传统天线，而是在 L4 场景中参与高可靠通信方案验证；公司与元戎启行发布面向海外市场的 L4 Robotaxi 解决方案，其中德赛西威提供计算平台基座和传感器套件，说明其车规级硬件和系统集成能力可以成为海外高阶智能驾驶方案的底层支撑；公司与 NVIDIA 合作发布新一代智驾解决方案，面向 L3/L4 高阶自动驾驶量产，也强化了其在全球智能驾驶生态中的位置。

海外客户三级跳的本质，是“客户更大、产品更智能、角色更深”。

客户更大，意味着从区域品牌走向全球 Top OEM；

产品更智能，意味着从传统座舱走向智能座舱、辅助驾驶、舱驾融合和中央计算；

角色更深，意味着从供货商走向方案共创者。

三者叠加，才是出海真正的含金量。

表 4：德赛西威海外客户三级跳

阶段	时间	客户类型	代表客户	产品层级
第一跳	2020-2023	海外合资 + 区域品牌	马自达、斯柯达、DAF、CAT、铃木	传统座舱：显示屏、仪表、导航
第二跳	2024-2025	全球 Top 主机厂	大众总部、丰田、本田、雷诺、宝马、奔驰	智能座舱 + 辅助驾驶
第三跳	2026+	深度绑定 + 平台化	大众、元戎启行、NVIDIA	舱驾融合/中央计算/高阶智驾

资料来源：德赛西威 2023-2025 年报，德赛西威官网，德赛西威港股招股说明书，申万宏源研究

表 5：德赛西威公告公开披露的海外客户（非合资品牌）进展，超过大部分投资者理解

区域	国家/地区	客户/品牌	2023 年	2024 年	2025 年	备注/说明
欧洲	德国	VOLKSWAGEN (VW)	新项目订单	新项目订单	新项目定点	大众集团是德赛西威重要的全球合作伙伴。
		AUDI	新项目订单	新项目订单		大众集团旗下高端品牌。
		BMW			新项目订单	全球豪华品牌宝马集团
		MERCEDES-BENZ			新项目订单	全球豪华品牌梅赛德斯奔驰
	法国	STELLANTIS	新项目订单	新项目订单		全球性汽车集团，旗下包含多个品牌。
		RENAULT			突破白点客户 (H1) / 新项目订单(年报)	“白点客户”指全新突破的重要客户，意义重大。
	瑞典	VOLVO	新项目订单	新项目订单		
西班牙		SCANIA		新项目订单		大众集团旗下的商用车品牌。
		SEAT	新项目订单	新项目订单		大众集团旗下品牌。

	捷克	SKODA	新项目订单	新项目订单	新项目订单	大众集团旗下品牌。
	荷兰	DAF		新项目订单		商用车品牌。
日本	日本	TOYOTA		新项目订单	新项目定点	包括丰田品牌。
		HONDA		成功开拓全新客户	成功突破白点客户	2024 年全年全新突破， 2025 年上半年深化合作
		LEXUS		新项目订单	新项目订单	丰田旗下高端品牌。
		MAZDA		新项目订单	新项目订单	
		SUZUKI		新项目订单	新项目订单	
北美	美国	FORD		新项目订单		
		CATERPILLAR		新项目订单		主营工程机械和矿山设备。
亚洲其他	印度	TATA MOTORS		新项目订单		
	马来西亚	PROTON			新项目订单	马来西亚本土国家汽车品牌，由 DRB-HICOM 集团控股。

资料来源：德赛西威 2023-2025 年报，申万宏源研究

通过公司海外客户三级跳验证，我们认为如果把德赛西威放在国内智能汽车零部件公司中比较，**容易忽视其全球化能力的重估**；应该将比较基准切换为能够服务全球 OEM 的智能移动方案型 Tier 1，**公司海外业务的意义不只是收入增量，而是客户结构、产品结构、利润率水平的共同变化**

4. AI 物流：汽车智能化能力的外溢验证

2025 年 9 月 2 日，德赛西威旗下品牌——“川行致远”在上海正式发布，川行致远 S6 飞翼款、S6 侧拉门款低速无人车首次公开亮相，标志公司正式迈向 AI 物流赛道。

我们认为，AI 物流是公司“**智拓界**”战略的第一个清晰样本。德赛西威切入 AI 物流的优势不在于“重新做一台无人配送车”，而在于把智能驾驶领域已经积累的计算平台、传感器、线控控制、功能安全、网络安全、智能制造和数据闭环能力，迁移到低速、高频、刚需的物流场景。低速无人物流车看似离乘用车较远，底层能力却高度相通：都需要感知、规控、计算、执行、安全冗余和长周期可靠性

4.1 技术外溢

智能汽车和低速无人配送车表面上属于不同市场，但底层技术需求高度重叠。二者都需要感知环境、理解场景、规划路径、控制执行、保证安全，并在真实世界中持续收集数据、反馈算法。差异只在于速度、场景复杂度、监管条件和运营模式。因此，德赛西威进入 AI 物流，不是跨界进入一个陌生行业，**而是把乘用车智能化能力迁移到低速、封闭/半封闭、高频刚需的场景。**

具体来看，**智能驾驶域控**可以外溢为无人车计算平台和机器人智能基座；**摄像头、毫米波雷达、激光雷达**等感知能力可以外溢为车规级智驾套件；**线控底盘**和 **ABS/TCS/DTC 等**

底盘控制能力可以外溢为低速无人车的执行系统。技术先进本身不是重点，重点是这些能力能否**降低交付难度、提升可靠性、改善运营经济性**。

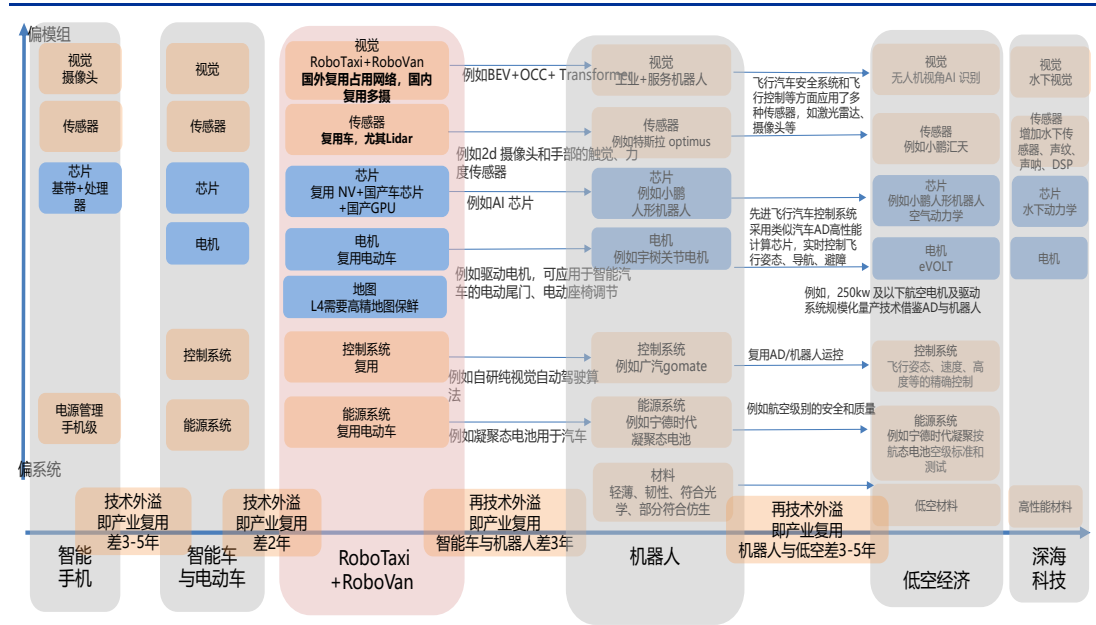
同理，**AI Cube 定位于机器人领域**，是集成高性能计算平台、中间件与算法框架的一体化解决方案。产品将辅助驾驶域控制器的车规级冗余设计理念迁移至机器人场景，其本质并非单一机器人硬件，而是自动驾驶车载“大脑”的模块化延伸。结合川行致远布局不难看出，德赛西威正逐步将原有车载服务能力，拓展至全品类移动智能体领域。

表 6：乘用车能力向无人配送车和机器人外溢

乘用车技术积累	外溢至无人配送车	外溢至机器人	意义
智驾域控制器/Orin 平台	双脑冗余架构、无人车计算平台	AI Cube 机器人智能基座	从车端大脑延展到移动智能体大脑
ADAS 传感器	车规级智驾套件、全场景感知	环境感知模块	复用感知和传感器集成能力
ABS/TCS/DTC 底盘控制	智能轴向控制系统	暂不适用/待拓展	把乘用车底盘控制能力迁移到无人车
车规级电池管理	远行电池，6 年/30 万公里	暂不适用/待拓展	降低运营资产全生命周期成本
IATF16949 等质量体系	整车车规级开发	车规级冗余设计	形成普通机器人公司较难复制的工程化门槛
软件全栈能力	L4 全栈自动驾驶	中间件与算法框架	从硬件销售延伸到平台软件
供应链整合	规模化降本和交付	标准化模块化供给	从样车能力走向规模交付能力

资料来源：德赛西威公众号，申万宏源研究

图 11：ADAS+AD->Robo->机器人->低空经济->深海科技的技术外溢



资料来源：申万宏源研究

技术外溢充分体现公司智拓界战略深意，汽车是公司过去能力的主要载体，但不一定是未来能力的唯一边界。只要底层需求仍是**计算、感知、控制、安全和量产**，德赛西威就有机会把已沉淀的工程化能力迁移到新的移动场景。换言之，AI 物流不是离开汽车主业，而是汽车智能化主业外溢后的第一个可观察场景。

德赛西威的优势不只是“做一台无人车”，而是用汽车打法做无人车。**互联网型无人车企业更强调快速铺量和场景运营，德赛西威则更强调车规级开发、质量体系、线控底盘、冗余设计和规模化交付。**低速无人车作为长期运营资产，最终比拼的不只是能否上路，更是故障率、维护成本、安全冗余、可复制交付和全生命周期经济性。

4.2 七大特点

在川行致远品牌发布会上，德赛西威副总裁兼川行致远总经理陈俊峰介绍了 S6 系列产品，并系统阐述了该产品的七大核心亮点，其中实现了六项创新技术的行业首发。

表 7：川行致远 S6 七大特点

七大特点	公司做法	意义
车规级开发	从整车到零部件导入车规级开发体系，强调耐久性、可靠性和安全标准	低速无人车从“样车”走向“运营资产”，车规级能力有望成为底层门槛
全线控底盘	S6 采用车规级全线控底盘，引入乘用车级控制能力	将自动驾驶闭环打到执行层，不只做感知和算法
通过能力强	S6 爬坡能力可达 25%，适配园区坡道、地下车库、城市支路等复杂场景	扩大真实运营半径，提高可复制场景数量
长寿命电池	电池按 6 年 / 30 万公里标准设计	降低全生命周期成本，提高运营方采购意愿
车规级智驾套件	复用智能驾驶域控、传感器融合、功能安全和网络安全能力	在安全冗余、稳定性和长期可靠性上形成差异化
模块化上装	飞翼款、侧拉门款等形态适配快递、商超、生鲜、医药、园区物流等场景	底盘和计算平台复用，上装按场景变化，提升平台复制效率
数据闭环与量产能力	真实运营数据反哺算法迭代，叠加汽车 Tier 1 的质量体系和供应链能力	行业从试点走向批量部署后，交付能力、故障率和质量一致性权重提升

资料来源：德赛西威公众号、申万宏源研究

我们认为，S6 系列产品核心看点在于车规级能力外溢。低速无人车看似是物流装备，本质上仍然考验可靠性、安全性和长期运营成本。德赛西威将从整车到零部件的车规级开发能力引入 S6 平台，有助于提升产品耐久性和规模化运营稳定性。

从产品能力看，S6 的亮点主要体现包括：

- 1) 车规级智驾套件和线控底盘**，车辆具备 L4 无人驾驶所需的感知、决策和执行基础
- 2) 模块化上装**，可适配园区物流、生鲜、医药、商超补货、快递等多类场景，提升平台复用效率；
- 3) 通过能力和电池寿命更强**，官方披露爬坡能力可达 25%、电池按 6 年/30 万公里标准设计，更贴近物流运营方对全生命周期成本的要求。

预计低速无人车有望成为德赛西威智能驾驶能力的新应用场景。公司过去积累丰富车规级硬件、算法和工程化量产能力；**未来如果无人车进入真实运营场景，还可以沉淀物流数据，反哺算法迭代。**即德赛西威卖的不是单一硬件，而是把“车规级能力+场景数据+算法迭代”复制到新赛道。

4.3 竞争对手或均成客户

我们认为，AI 物流不是单点产品市场，而是“**算法、硬件、底盘、运营、场景**”共同构成的组合市场。市场容易把低速无人车理解为整车竞争，但更重要的变化在于：**行业空间足够大、增速足够快，产业链分工反而会变细**。部分公司擅长算法，部分公司擅长场景运营，部分公司掌握物流客户，部分公司具备整车制造能力。在这种格局下，德赛西威不一定只以无人车整车品牌身份参与竞争，更有机会成为无人车公司、物流公司、机器人企业和场景方的底层平台供应商。

AI 物流行业市场大、增速高：根据公司港交所招股说明书中 IFR 和弗若斯特沙利文数据，全球智能机器人市场规模预计由 2025 年的 1586 亿元增至 2030 年的 7975 亿元，CAGR 为 38.1%；中国市场预计由 673 亿元增至 4317 亿元，CAGR 为 45.0%。无人配送车弹性更高，全球市场预计由 2025 年的 52 亿元增至 2030 年的 6260 亿元，CAGR 为 161.2%；中国市场预计由 48 亿元增至 3318 亿元，CAGR 为 133.3%。**高增速意味着行业仍处在早期扩张阶段，核心矛盾不是存量份额争夺，而是谁能更快补齐量产交付、可靠性和场景适配能力。**

我们将公司能力拆分成三条业务线：

- 1) **自研自产无人车整车**：以 S6 系列为代表，直接面向物流、快递、商超、园区、生鲜、医药等场景。
- 2) **单独硬件销售**：输出底盘、域控、智驾套件等，开放接口允许客户使用自家算法。
- 3) **硬件集成模块化销售**：输出底盘 + 上装 + 感知/计算模块的组合方案，服务需要量产交付但不具备车规级工程能力的客户。

三条线共同构成“竞争对手也可能成为客户”的商业基础。

当前已有充分案例验证竞争对手或均成为客户这一观点，公司与元戎启行合作海外 L4 Robotaxi 方案，说明**算法公司可以成为方案伙伴**；与大众商用车联合做 L4 智能天线方案，说明**海外 OEM 可以成为高阶方案共创方**；2026 合作伙伴大会提出围绕“加速创新、提高黏性、海外生态”三大目标，以“开放共享、联合创新、优选合作、标准引领、海外赋能”五大工程建设生态。都验证公司正在经营的不是线性供应链位置，而是网状生态位置。

表 8：无人配送行业玩家与德赛西威关系

类型	代表企业	特点	与德赛西威关系
深耕场景的无人驾驶公司	九识智能、新石器、白犀牛	互联网打法，快速铺量，强运营能力	既可能竞争整车，也可能采购底盘/域控/传感器
物流平台公司	菜鸟、京东物流、美团	自有场景，自研与采购并行	潜在整车客户或零部件客户
乘用车 Tier1 新进入者	MINIEYE、Momenta 等	技术路线相近，可能切入低速无人车	更偏竞争者，也可能在生态中合作
快递物流下游	通达兔、中国邮政、顺丰	需求方，重视运营成本和可靠性	直接客户或试点合作方
算法/自动驾驶公司	元戎启行等	算法能力强，需硬件和工程化落地	方案伙伴或平台件客户

资料来源：公司公告、申万宏源研究

这与德赛西威在乘用车领域的“乙方思维”一脉相承。第二章已经论证，即便主机厂自研能力增强，最终仍需要具备量产交付、质量响应和供应链整合能力的 Tier 1。

AI 物流也可能出现类似分工：一部分玩家擅长算法，一部分玩家擅长运营，一部分玩家掌握物流客户，但不是每个玩家都愿意或有能力自建车规级底盘、域控、供应链和质量体系。德赛西威的机会，正是在行业规模扩大后成为底层能力提供者。

5. 盈利预测与评级

我们逐项预测德赛西威主要收入构成。

1) 智能座舱：预计 2026-2028 年收入为 226.7、250.1、278.8 亿元，同比增速为 10.1%、10.3%、11.5%。座舱业务不是简单的传统 IVI 延续，而是由座舱域控制器、大屏显示、液晶仪表等共同支撑。传统 IVI 收入边际压力仍在，但域控和显示升级将提供新的收入增量。

2) 智能驾驶：预计 2026-2028 年收入为 121.6、147.6、179.5 亿元，同比增速为 25.4%、21.3%、21.6%，其中 ADAS 收入预计为 111.6、135.5、165.6 亿元，IPU04 收入预计为 96.6、120.7、150.9 亿元。伴随公司高阶辅助驾驶平台持续量产、海外客户逐步导入，以及公司从座舱供应商向智能驾驶方案供应商延伸，2026-2028 公司智能驾驶业务将继续快速增长。

3) 网联服务和其他：预计 2026-2028 年收入均为 20.0 亿元。

毛利率方面，我们预计 2026-2028 年公司综合毛利率为 18.0%、18.1%、18.3%。短期看，智能驾驶收入占比提升但毛利率仍处于爬坡阶段，叠加汽车零部件年降压力，整体毛利率低于 2025 年。中期看，随着高阶产品规模化、海外项目兑现以及供应链降本推进，毛利率有望逐步企稳。

费用端，由于德赛西威是研发密集的企业，对销售费用、管理费用、研发费用分别预测，且分拆刚性（员工薪酬与激励费用）与非刚性（非薪酬费用）。

销售费用和管理费用整体保持可控。预计 2026-2028 年销售费用率为 0.8%、1.1%、1.1%，管理费用率为 1.9%、1.7%、1.6%，三费率为 10.5%、10.3%、9.8%。

基于上述预测，我们预计 2026-2028 年公司归属于母公司所有者的净利润为 28.67/33.89/42.01 亿元，同比增速为 16.8%、18.2%、24.0%。

选取智能网联汽车板块四家公司华阳集团、均胜电子、经纬恒润、中科创达与德赛西威比较，公司 2026，2027 年估值显著低于行业平均水平，且公司正在从传统 Tier 1 走向全

球化、平台化、生态化，成长逻辑仍在强化，应至少有行业平均以上估值水平，对应 2026 年 29 倍 PE，仍有 60%以上上涨空间，维持“买入”评级。

表 9：智联汽车行业重点公司估值表

股票代码	股票简称	2026/6/24	净利润 (亿元)				PE			
		总市值 (亿元)	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002906.SZ	华阳集团	137	7.8	9.7	12.0	14.3	18	14	11	10
600699.SH	均胜电子	353	13.4	17.7	21.0	23.6	26	20	17	15
688326.SH	经纬恒润-W	87	1.0	2.6	4.5	6.5	86	34	19	13
300496.SZ	中科创达	297	4.5	6.3	7.9	9.6	66	47	38	31
							49	29	21	17
002920.SZ	德赛西威	501	24.5	28.7	33.9	42.0	20	17	15	12

资料来源：Wind、申万宏源研究；注：盈利预测取 wind 一致预期

核心假设风险：

重点客户销量和项目节奏风险：下游客户重点车型销量、上市节奏或平台切换延迟，会放大单季收入和利润波动。

整车价格战与年降超预期风险：若主机厂持续压价，或低价普及型智驾产品占比上升快于高阶产品放量，公司 ASP 和毛利率可能低于预测。

主机厂自研与行业竞争加剧风险：主机厂等自研或生态型方案，以及其他 Tier-1 和 EMS 厂商进入，可能压缩第三方域控制器份额和盈利空间。

辅助驾驶等行业监管风险：智能驾驶、L4 准入与 OTA 规则变化、可能影响功能推广和项目交付。

海外扩张不及预期风险：海外客户认证、本地化产能、汇率等存在不确定性，可能导致国际化收益兑现晚于预期。

财务摘要

合并损益表

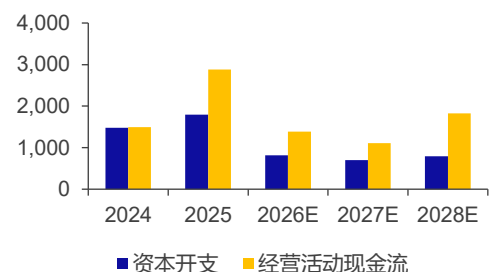
百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	27,618	32,557	36,836	41,769	47,829
营业收入	27,618	32,557	36,836	41,769	47,829
营业总成本	25,401	30,047	34,182	38,633	43,865
营业成本	22,128	26,349	30,215	34,197	39,060
税金及附加	87	97	109	124	142
销售费用	238	268	295	477	524
管理费用	534	670	688	729	779
研发费用	2,256	2,642	2,870	3,111	3,369
财务费用	157	21	6	-6	-9
其他收益	433	439	490	546	609
投资收益	-1	91	90	90	90
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-36	-32	5	5	4
信用减值损失	-219	-28	-34	-103	-104
资产减值损失	-295	-403	-200	-120	-156
资产处置收益	1	-1	-1	-1	-1
营业利润	2,099	2,576	3,005	3,554	4,407
营业外收支	1	-6	-1	-2	-3
利润总额	2,100	2,570	3,004	3,552	4,404
所得税	82	97	114	136	169
净利润	2,018	2,473	2,889	3,416	4,235
少数股东损益	13	19	23	27	33
归母净利润	2,005	2,454	2,867	3,389	4,201

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2,018	2,473	2,889	3,416	4,235
加：折旧摊销减值	1,159	1,185	726	781	923
财务费用	34	21	6	-6	-9
非经营损失	-78	-184	-2	-124	-104
营运资本变动	-1,879	-714	-1,676	-3,019	-3,060
其它	239	103	-558	60	-160
经营活动现金流	1,494	2,884	1,386	1,109	1,824
资本开支	1,477	1,798	812	703	793
其它投资现金流	5	-3,775	852	594	591
投资活动现金流	-1,472	-5,573	40	-109	-202
吸收投资	0	4,398	0	0	0
负债净变化	104	132	-820	0	0
支付股利、利息	499	693	748	860	1,017
其它融资现金流	-32	-464	234	-28	-81
融资活动现金流	-427	3,374	-1,334	-888	-1,098
净现金流					

资本开支与经营活动现金流



资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	16,434	23,433	25,760	28,915	32,767
现金及等价物	871	5,359	4,556	4,173	4,201
应收款项	11,501	12,671	15,598	18,339	21,435
存货净额	3,696	4,789	4,809	5,698	6,426
合同资产	25	5	5	5	5
其他流动资产	342	608	790	700	700
长期投资	796	944	942	940	939
固定资产	3,006	3,900	4,248	4,388	4,544
无形资产及其他资产	1,247	1,568	1,586	1,618	1,603
资产总计	21,483	29,845	32,536	35,861	39,853
流动负债	10,853	13,584	13,925	14,738	15,612
短期借款	918	1,020	200	200	200
应付款项	8,945	10,317	11,621	12,213	13,020
其它流动负债	990	2,248	2,104	2,325	2,392
非流动负债	865	699	756	762	712
负债合计	11,718	14,283	14,681	15,501	16,324
股本	555	597	597	597	597
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,617	6,543	6,699	6,649	6,599
其他综合收益	122	139	139	139	139
盈余公积	278	298	323	351	387
未分配利润	6,064	7,831	9,931	12,431	15,580
少数股东权益	122	145	167	194	227
股东权益	9,766	15,563	17,855	20,361	23,529
负债和股东权益合计	21,483	29,845	32,536	35,861	39,853

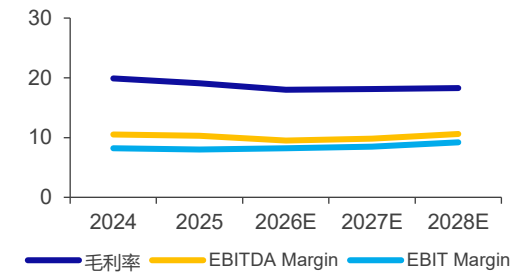
资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

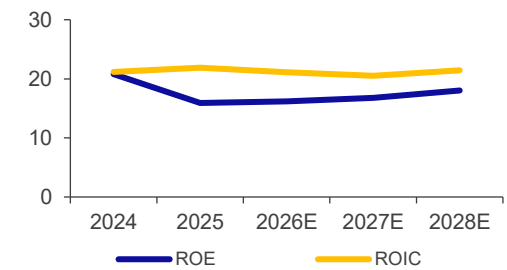
报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(元)					
每股收益	3.36	4.11	4.80	5.68	7.04
每股经营现金流	2.50	4.83	2.32	1.86	3.06
每股红利	0.78	1.12	1.24	1.44	1.70
每股净资产	16.16	25.83	29.64	33.79	39.04
关键运营指标(%)					
ROIC	21.2	21.9	21.1	20.5	21.4
ROE	20.8	15.9	16.2	16.8	18.0
毛利率	19.9	19.1	18.0	18.1	18.3
EBITDA Margin	10.5	10.3	9.5	9.8	10.6
EBIT Margin	8.2	8.0	8.2	8.5	9.2
营业总收入同比增长	26.1	17.9	13.1	13.4	14.5
归母净利润同比增长	29.6	22.4	16.8	18.2	24.0
资产负债率	54.5	47.9	45.1	43.2	41.0
净资产周转率	2.86	2.11	2.08	2.07	2.05
总资产周转率	1.29	1.09	1.13	1.16	1.20
有效税率	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
股息率	0.9	1.3	1.5	1.7	2.0
估值指标(倍)					
P/E	25.0	20.4	17.5	14.8	11.9
P/B	5.2	3.3	2.8	2.5	2.2
EV/Sale	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	17.9	15.5	14.6	12.5	10.1
股本	555	597	597	597	597

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

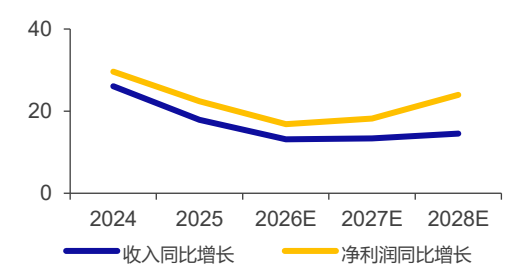
经营利润率(%)



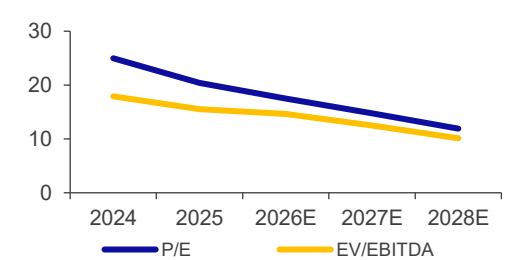
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)





信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。