

德昌股份 (605555.SH) 收获龙头 Tier1 采埃孚定点, EPS 电机加速拓展

2022 年 07 月 15 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

陆帅坤 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

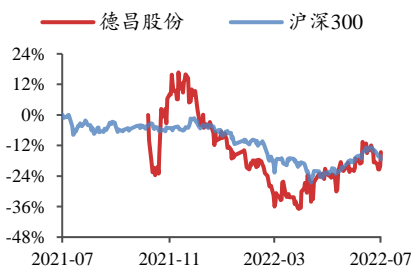
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790121060033

日期	2022/7/15
当前股价(元)	25.32
一年最高最低(元)	50.88/22.10
总市值(亿元)	67.34
流通市值(亿元)	17.72
总股本(亿股)	2.66
流通股本(亿股)	0.70
近 3 个月换手率(%)	498.92

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q1 净利率同比提升, EPS 无刷电机步入收获期》- 2022.4.28

《公司信息更新报告-Q4 净利率改善趋势已现, EPS 无刷电机放量可期》- 2022.4.15

《公司首次覆盖报告-吸尘器代工主业稳健, 汽车电机迎来国产替代风口》- 2022.3.17

● 公司获得 EPS 系统龙头采埃孚定点, 汽车电机业务加速拓展

公司 7 月 14 日公告其全资子公司德昌科技收到采埃孚《定点通知书》, 选择公司作为其某国内整车厂的 EPS 转向系统电机的零部件供应商。根据客户规划, 该项目生命周期为 4 年、总金额超过 2 亿元, 预计 2023 年 8 月开始量产。公司家电代工业务表现稳健、新品类拓展顺利, 汽车 EPS 电机业务站上国产替代风口、迎来收获期; 人民币贬值趋势叠加原材料下行, 利好公司利润率修复, 我们维持盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润为 4.04/5.14/6.15 亿元, 对应 EPS 分别为 1.52/1.93/2.31 元, 当前股价对应 PE 为 16.7/13.1/11.0 倍, 维持“买入”评级。

● 汽车 EPS 无刷电机业务迎来放量收获期, 家电代工主业拓品类顺利推进

2022 年在耐世特等项目顺利量产下, 我们预计汽车电机收入有望达 1 亿元, 超此前收入预期 5000 万元。公司 2021 年内与 EPS 系统一级供应商龙头舍弗勒、采埃孚、耐世特等进行了多款型号电机的研发、试样, 同时通过与上汽、奇瑞、长城、长安、比亚迪等整车企业开展合作, 在 EPS 电机及制动电机业务方面成功实现了 13 个型号项目的定点, 预计能在产品生命周期内实现累计 2300 万台的销量, 按 300 元均价测算, 销额预计可达 69 亿。叠加公司获得龙头 EPS 系统一级供应商采埃孚, 产品力得到进一步验证, 有望加速 EPS 电机业务放量发展。通过深度绑定 TTI, 公司吸尘器代工主业表现稳健、园林工具新品类拓展顺利。2022 年公司与 TTI 合作的两款剪刀型园林工具已顺利量产, 2022 年预计贡献收入增量 1000 万。多元化小家电方面, 公司基于头发护理产品的经验, 成功开拓电风扇等新品类, 我们预计 2022 年多元化小家电收入实现 20% 以上增长。

● 原材料降价和人民币贬值趋势延续, 结合 2 月提价利好公司净利率修复

中国塑料城 ABS 指数相较于 2021 年 10 月高点已下降 25.6%; 人民币兑美元汇率自 2022 年 4 月高点贬值 7.3%, 结合 2 月提价利好公司毛利率修复和费率改善, 展望后续高利润率的汽车电机业务拉动, 看好公司净利率提升逻辑持续兑现。

● 风险提示: 关税政策变动; 原材料价格波动; EPS 电机业务开拓不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,065	2,842	3,131	3,630	4,182
YOY(%)	71.9	37.6	10.2	15.9	15.2
归母净利润(百万元)	304	301	404	514	615
YOY(%)	103.1	-1.1	34.4	27.2	19.6
毛利率(%)	27.0	19.3	21.3	22.5	23.1
净利率(%)	14.7	10.6	12.9	14.2	14.7
ROE(%)	60.2	13.1	15.4	16.8	17.2
EPS(摊薄/元)	1.14	1.13	1.52	1.93	2.31
P/E(倍)	22.2	22.4	16.7	13.1	11.0
P/B(倍)	13.3	2.9	2.6	2.2	1.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1406	3168	3105	4192	4391
现金	299	1813	1684	2447	2534
应收票据及应收账款	752	855	916	1137	1228
其他应收款	44	22	50	33	63
预付账款	23	19	28	26	36
存货	256	333	300	423	403
其他流动资产	32	126	126	126	126
非流动资产	432	516	541	579	617
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	293	280	298	339	377
无形资产	70	112	131	145	161
其他非流动资产	70	124	112	96	79
资产总计	1838	3684	3646	4772	5008
流动负债	1250	1320	948	1655	1373
短期借款	128	63	63	63	63
应付票据及应付账款	950	1113	712	1452	1121
其他流动负债	172	144	173	140	189
非流动负债	83	71	68	66	63
长期借款	70	30	27	25	22
其他非流动负债	13	41	41	41	41
负债合计	1333	1391	1016	1721	1436
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	140	190	266	266	266
资本公积	43	1480	1404	1404	1404
留存收益	323	624	939	1339	1818
归属母公司股东权益	505	2292	2630	3051	3573
负债和股东权益	1838	3684	3646	4772	5008

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	109	235	-5	910	230
净利润	304	301	404	514	615
折旧摊销	47	57	51	59	70
财务费用	72	23	-23	-28	-37
投资损失	-15	-26	-11	-10	-18
营运资金变动	-292	-134	-421	381	-395
其他经营现金流	-6	14	-5	-7	-5
投资活动现金流	-96	-158	-60	-81	-84
资本支出	158	107	25	38	38
长期投资	71	-53	0	0	0
其他投资现金流	132	-105	-35	-43	-47
筹资活动现金流	46	1370	-64	-65	-59
短期借款	61	-66	0	0	0
长期借款	2	-40	-3	-2	-3
普通股增加	0	50	76	0	0
资本公积增加	0	1437	-76	0	0
其他筹资现金流	-17	-12	-61	-64	-55
现金净增加额	52	1436	-129	763	87

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2065	2842	3131	3630	4182
营业成本	1508	2292	2464	2813	3216
营业税金及附加	8	13	14	16	19
营业费用	7	9	9	11	13
管理费用	68	111	122	142	163
研发费用	73	98	106	123	142
财务费用	72	23	-23	-28	-37
资产减值损失	-2	-3	-4	-4	-5
其他收益	3	10	2	6	4
公允价值变动收益	22	3	5	7	5
投资净收益	15	26	11	10	18
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	356	330	460	579	698
营业外收入	0	11	5	6	6
营业外支出	1	2	1	2	2
利润总额	355	339	464	584	702
所得税	51	38	59	70	87
净利润	304	301	404	514	615
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	304	301	404	514	615
EBITDA	405	347	467	586	702
EPS(元)	1.14	1.13	1.52	1.93	2.31

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	71.9	37.6	10.2	15.9	15.2
营业利润(%)	112.8	-7.2	39.2	26.0	20.5
归属于母公司净利润(%)	103.1	-1.1	34.4	27.2	19.6
获利能力					
毛利率(%)	27.0	19.3	21.3	22.5	23.1
净利率(%)	14.7	10.6	12.9	14.2	14.7
ROE(%)	60.2	13.1	15.4	16.8	17.2
ROIC(%)	42.2	10.5	13.1	14.5	14.9
偿债能力					
资产负债率(%)	72.5	37.8	27.9	36.1	28.7
净负债比率(%)	-15.0	-72.2	-58.8	-75.7	-67.2
流动比率	1.1	2.4	3.3	2.5	3.2
速动比率	0.9	2.1	2.9	2.2	2.9
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	4.1	3.5	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	2.1	2.2	2.7	2.6	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.13	1.52	1.93	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.88	-0.02	3.42	0.86
每股净资产(最新摊薄)	1.90	8.62	9.89	11.47	13.43
估值比率					
P/E	22.2	22.4	16.7	13.1	11.0
P/B	13.3	2.9	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	16.4	14.3	10.9	7.4	6.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn