

德昌股份 (605555)

证券研究报告

2023年05月05日

营收企稳，汽零产能扩张提速

事件：公司22年实现营业收入19.4亿元，同比-31.80%；归母净利润3.0亿元，同比-0.71%；扣非归母净利润2.9亿元，同比+11.26%。其中22Q4实现营业收入4.0亿元，同比-34.40%；归母净利润0.4亿元，同比-56.0%；扣非归母净利润0.4亿元，同比-38.2%。23Q1公司实现营业收入5.6亿元，同比-1.04%；归母净利润0.4亿元，同比-29.83%；扣非归母净利润0.4亿元，同比-19.80%。

收入降幅逐渐收窄，客户拓展+业务延展助力长远发展。公司22Q4/23Q1实现营业收入4.0/5.6亿元，同比分别-34%/-1%，降幅逐季度缩窄。分业务看，公司22年吸尘器/小家电/EPS&制动电机业务分别创收13.8/3.8/0.74亿元，分别同比-36.4%/-24.0%/+1902.0%；分地区看，公司22年内/外销收入分别为258万元/18.6亿元，分别同比-55.5%/-31.2%。从客户角度看，22年公司向TTI销售额13.9亿元，同比-36.1%，占年度销售总额比重由21年的80.5%降至74.9%，这也是公司22年收入承压的主要因素。同时，公司通过拓展海外客户、延展业务领域等方式逐步降低对单一客户依赖度，有利于增强中长期发展稳定性。

毛利率降幅缩窄，期待盈利逐步改善。22Q4/23Q1公司实现毛利率19.1%/18.1%，分别同比-4.7/-1.6pcts，我们预计主要因为23Q1收入承压而成本偏刚性所致，伴随大宗价格回落、外需回暖，公司盈利能力有望企稳回升。费用端，22Q4公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.7%/5.3%/5.0%/-3.5%，同比+0.3/-0.2/+1.7/-5.3pct；23Q1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.7%/4.7%/4.0%/0.1%，同比+0.4/+0.1/+0.1/+0.01pct。综合影响下，公司22Q4/23Q1实现归母净利率8.8%/7.5%，分别同比-4.3/-3.1pcts。

主业需求有望修复，汽零业务快速成长。1) 吸尘器&小家电出口：据海关总署数据，23M1-M2国内吸尘器出口美国/欧洲分别同比-34%/+2%，相较于22Q4的-14%/-22%，欧洲需求已见回暖。公司积极拓展海外客户，已有其他国际知名家电品牌实现项目批量供货，积极提升客户管理精细化水平。叠加公司越南生产基地产能不断释放，带动需求响应能力提升，主业收入增速有望触底修复。2) 汽零业务：22年公司EPS+制动电机实现营收7420万元，较21年的371万元大幅提升。公司已实现采埃孚、耐世特、捷太格特等多家龙头Tier1定点，且22H2已实现部分定点型号产品的量产。22年公司汽零业务新增产能100万台，年末产能已达300万台/年，已有5条产线量产且另有2条在安装调试中。伴随公司在手订单的逐步落地，汽零板块有望持续带来增量。

投资建议：公司持续深耕电机技术，与吸尘器细分龙头TTI深度合作的同时积极拓展海外客户，提升主业长期经营韧性。同时，公司依托深厚技术积累，开拓护发护理业务并进军汽车EPS无刷电机领域，当前公司在手订单充足，产能加速爬坡，汽零业务有望为公司注入长期发展动能，预计公司23-25年归母净利润3.1/3.8/4.4亿元(23-24年前值3.3/3.9亿元，考虑到吸尘器外需仍承压，小幅下调收入预期)，对应PE16.8x/13.4x/11.6x，维持“买入”评级。

风险提示：产品销售不及预期；市场竞争加剧的风险；海外需求不及预期；当前对单一客户依赖度较大的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,841.51	1,938.03	2,377.96	2,789.35	3,188.23
增长率(%)	37.63	(31.80)	22.70	17.30	14.30
EBITDA(百万元)	493.69	282.50	327.22	425.18	514.56
归属母公司净利润(百万元)	300.67	298.55	306.21	382.59	442.15
增长率(%)	(1.09)	(0.71)	2.56	24.95	15.57
EPS(元/股)	1.13	1.12	1.15	1.44	1.66
市盈率(P/E)	17.09	17.21	16.78	13.43	11.62
市净率(P/B)	2.24	2.03	1.83	1.63	1.44
市销率(P/S)	1.81	2.65	2.16	1.84	1.61
EV/EBITDA	11.86	12.99	8.26	6.43	3.65

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/小家电
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	19.32元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	265.97
流通A股股本(百万股)	70.00
A股总市值(百万元)	5,138.58
流通A股市值(百万元)	1,352.40
每股净资产(元)	9.69
资产负债率(%)	33.76
一年内最高/最低(元)	34.35/19.11

作者

孙谦	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050004	
suncqiana@tfzq.com	
宗艳	分析师
SAC执业证书编号：S1110522070002	
zongyan@tfzq.com	
赵嘉宁	联系人
zhaojianing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

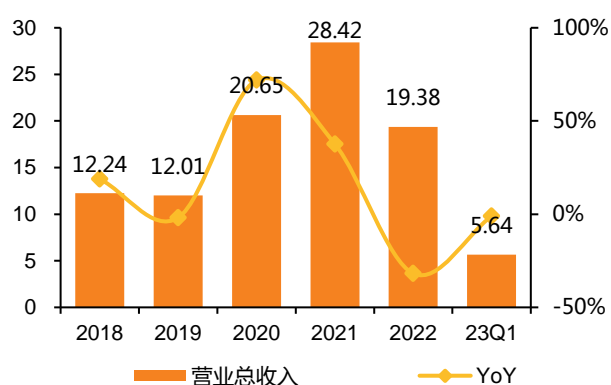
- 《德昌股份-季报点评:汇兑收益贡献业绩，汽零业务赋能增长》2022-11-01
- 《德昌股份-公司点评:EPS&制动电机再获定点，汽零业务持续突破》2022-09-14
- 《德昌股份-半年报点评:汇兑贡献业绩弹性，汽零有望赋能增长》2022-08-30

事件

公司 22 年实现营业收入 19.4 亿元，同比-31.80%；归母净利润 3.0 亿元，同比-0.71%；扣非归母净利润 2.9 亿元，同比+11.26%。其中 22Q4 实现营业收入 4.0 亿元，同比-34.40%；归母净利润 0.4 亿元，同比-56.0%；扣非归母净利润 0.4 亿元，同比-38.2%。23Q1 公司实现营业收入 5.6 亿元，同比-1.04%；归母净利润 0.4 亿元，同比-29.83%；扣非归母净利润 0.4 亿元，同比-19.80%。

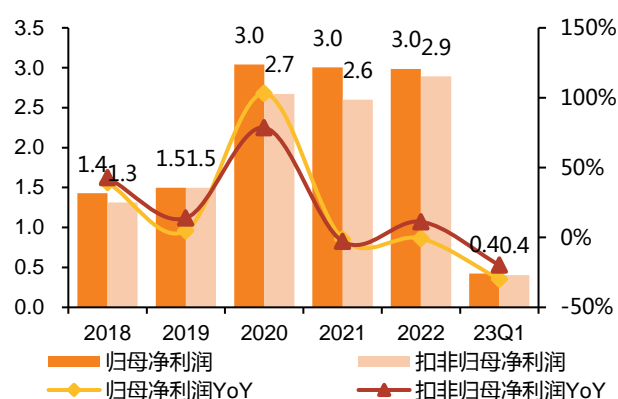
利润分配方面，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元（含税），拟派发现金股利 1.3 亿元（含税），占公司 22 年归母净利润的 45%；以资本公积金转增股本，每 10 股转增 4 股，完成后总股本变为 3.72 亿股。

图 1：2018 年-23Q1 公司营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2018 年-23Q1 公司归母净利润、扣非归母净利润情况（亿元）

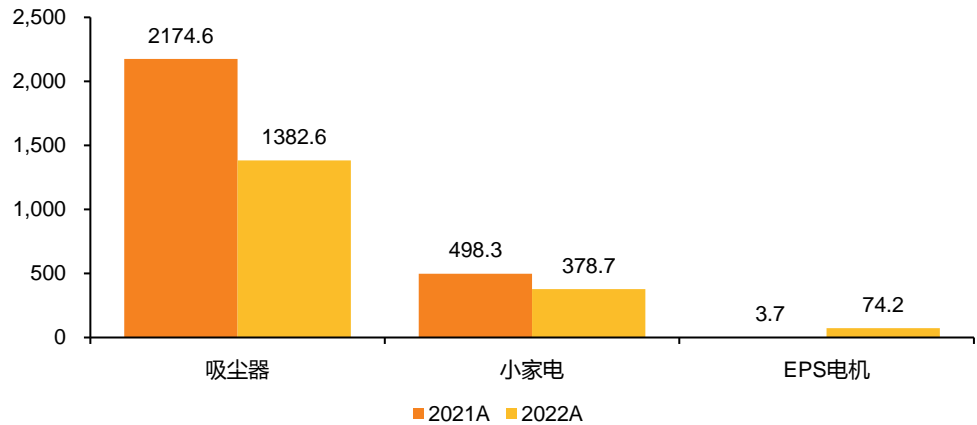


资料来源：Wind，天风证券研究所

点评

收入降幅逐渐收窄，客户拓展+业务延展助力长远发展。公司 22Q4/23Q1 实现营业收入 4.0/5.6 亿元，同比分别-34%/-1%，降幅逐季度缩窄。分业务看，公司 22 年吸尘器/小家电/EP&S&制动电机业务分别创收 13.8/3.8/0.74 亿元，分别同比-36.4%/-24.0%/+1902.0%；分地区看，公司 22 年内/外销收入分别为 258 万元/18.6 亿元，分别同比-55.5%/-31.2%。从客户角度看，22 年公司向 TTI 销售额 13.9 亿元，同比-36.1%，占年度销售总额比重由 21 年的 80.5%降至 74.9%，这也是公司 22 年收入承压的主要因素。同时，公司通过拓展海外客户、延展业务领域等方式逐步降低对单一客户依赖度，有利于增强中长期发展稳定性。

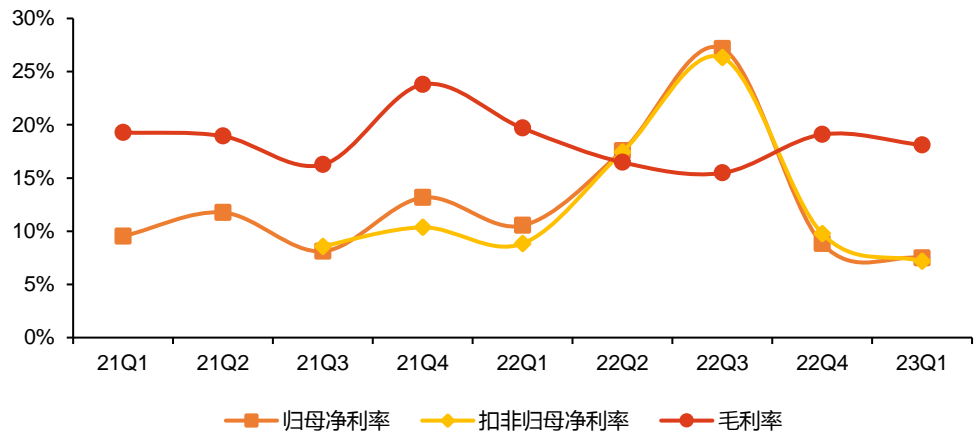
图 3：2021-2022 年公司分产品营收及增速（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

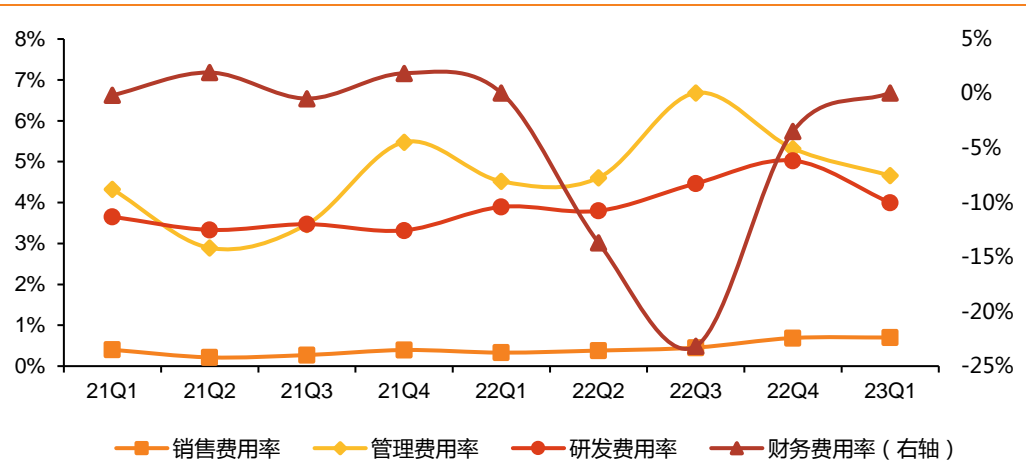
毛利率降幅缩窄，期待盈利逐步改善。22Q4/23Q1 公司实现毛利率 19.1%/18.1%，分别同比-4.7/-1.6pcts，我们预计主要因为 23Q1 收入承压而成本偏刚性所致，伴随大宗价格回落、外需回暖，公司盈利能力有望企稳回升。费用端，22Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.7%/5.3%/5.0%/-3.5%，同比+0.3/-0.2/+1.7/-5.3pct；23Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.7%/4.7%/4.0%/0.1%，同比+0.4/+0.1/+0.1/+0.01pct。综合影响下，公司 22Q4/23Q1 实现归母净利率 8.8%/7.5%，分别同比-4.3/-3.1pcts。

图 4：21Q1-23Q1 公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：21Q1-23Q1 公司四费率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

主业需求有望修复，汽零业务快速成长。 1) 吸尘器&小家电出口：23M1-M2 国内吸尘器出口美国/欧洲分别同比-34%/+2%，相较于 22Q4 的-14%/-22%，欧洲需求已见回暖。公司积极拓展海外客户，已有其他国际知名家电品牌实现项目批量供货，积极提升客户管理精细化水平。叠加公司越南生产基地产能不断释放，带动需求响应能力提升，主业收入增速有望触底修复。2) 汽零业务：22 年公司 EPS+制动电机实现营收 7420 万元，较 21 年的 371 万元大幅提升。公司已实现采埃孚、耐世特、捷太格特等多家龙头 Tier1 定点，且 22H2 已实现部分定点型号产品的量产。22 年公司汽零业务新增产能 100 万台，年末产能已达 300 万台/年，已有 5 条产线量产且另有 2 条在安装调试中。伴随公司在手订单的逐步落地，汽零板块有望持续带来增量。

投资建议

公司持续深耕电机技术，与吸尘器细分龙头 TTI 深度合作的同时积极拓展海外客户，提升主业长期经营韧性。同时，公司依托深厚技术积累，开拓头发护理业务并进军汽车 EPS 无刷电机领域，当前公司在手订单充足，产能加速爬坡，汽零业务有望为公司注入长期发展动能，预计公司 23-25 年归母净利润 3.1/3.8/4.4 亿元（23-24 年前值 3.3/3.9 亿元，考虑到吸尘器外需仍承压，小幅下调收入预期），对应 PE 16.8x/13.4x/11.6x，维持“买入”评级。

风险提示

产品销售不及预期；市场竞争加剧的风险；海外需求不及预期；当前对单一客户依赖度较大的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,812.98	1,762.69	2,510.92	2,498.45	3,374.11
应收票据及应收账款	854.90	662.00	791.38	913.43	1,035.16
预付账款	18.81	26.14	15.72	32.48	21.94
存货	333.34	254.26	296.19	337.70	377.94
其他	147.78	213.34	151.18	149.25	160.87
流动资产合计	3,167.80	2,918.42	3,765.38	3,931.31	4,970.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	279.50	339.88	293.29	246.70	200.11
在建工程	25.65	189.14	189.14	189.14	189.14
无形资产	112.47	142.06	138.42	134.78	131.14
其他	98.17	181.62	104.83	84.96	65.75
非流动资产合计	515.80	852.70	725.68	655.57	586.14
资产总计	3,683.60	3,771.12	4,491.06	4,586.88	5,556.17
短期借款	62.81	349.58	194.35	194.35	194.35
应付票据及应付账款	1,113.22	649.22	1,233.28	934.58	1,512.88
其他	114.75	129.54	148.44	197.98	172.16
流动负债合计	1,290.78	1,128.34	1,576.07	1,326.91	1,879.39
长期借款	30.00	0.00	59.42	59.42	59.42
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	41.14	74.58	42.97	42.97	42.97
非流动负债合计	71.14	74.58	102.39	102.39	102.39
负债合计	1,391.40	1,233.79	1,678.46	1,429.30	1,981.78
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	189.98	265.97	265.97	265.97	265.97
资本公积	1,480.47	1,404.48	1,404.48	1,404.48	1,404.48
留存收益	624.00	856.06	1,139.69	1,484.68	1,901.48
其他	(2.25)	10.82	2.46	2.46	2.46
股东权益合计	2,292.20	2,537.33	2,812.60	3,157.59	3,574.39
负债和股东权益总计	3,683.60	3,771.12	4,491.06	4,586.88	5,556.17

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	300.67	298.55	306.21	382.59	442.15
折旧摊销	57.05	63.16	50.23	50.23	50.23
财务费用	34.00	(142.62)	(69.57)	(53.71)	(29.51)
投资损失	(25.73)	(7.70)	(13.00)	(13.40)	(13.60)
营运资金变动	(152.47)	42.42	457.59	(407.69)	408.64
其它	21.51	92.00	2.00	2.00	2.00
经营活动现金流	235.03	345.82	733.46	(39.98)	859.91
资本支出	71.74	265.72	31.61	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(229.74)	(657.36)	31.47	11.40	11.60
投资活动现金流	(157.99)	(391.65)	63.08	11.40	11.60
债权融资	(119.01)	417.57	(17.37)	53.71	29.51
股权融资	1,419.72	13.07	(30.93)	(37.60)	(25.35)
其他	68.90	(276.44)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,369.61	154.19	(48.31)	16.11	4.16
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,446.65	108.36	748.23	(12.47)	875.67

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,841.51	1,938.03	2,377.96	2,789.35	3,188.23
营业成本	2,292.10	1,593.35	1,914.62	2,204.84	2,489.21
营业税金及附加	13.14	13.80	14.56	17.07	19.51
销售费用	8.78	8.59	8.87	9.01	9.02
管理费用	111.40	98.95	97.63	106.15	118.15
研发费用	97.66	81.45	83.30	94.92	105.30
财务费用	22.96	(178.80)	(69.57)	(53.71)	(29.51)
资产/信用减值损失	(3.54)	(7.36)	(4.20)	(3.10)	(2.20)
公允价值变动收益	3.17	0.54	2.00	2.00	2.00
投资净收益	25.73	7.70	13.00	13.40	13.60
其他	(60.28)	(8.39)	(8.60)	(9.40)	(9.50)
营业利润	330.38	328.20	347.96	432.76	499.44
营业外收入	10.88	2.37	4.00	5.00	6.00
营业外支出	2.48	6.68	4.00	3.00	3.00
利润总额	338.78	323.88	347.96	434.76	502.44
所得税	38.10	25.33	41.76	52.17	60.29
净利润	300.67	298.55	306.21	382.59	442.15
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	300.67	298.55	306.21	382.59	442.15
每股收益(元)	1.13	1.12	1.15	1.44	1.66

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	37.63%	-31.80%	22.70%	17.30%	14.30%
营业利润	-7.24%	-0.66%	6.02%	24.37%	15.41%
归属于母公司净利润	-1.09%	-0.71%	2.56%	24.95%	15.57%
获利能力					
毛利率	19.34%	17.79%	19.49%	20.96%	21.93%
净利率	10.58%	15.40%	12.88%	13.72%	13.87%
ROE	13.12%	11.77%	10.89%	12.12%	12.37%
ROIC	95.42%	34.93%	30.33%	88.57%	54.85%
偿债能力					
资产负债率	37.77%	32.72%	37.37%	31.16%	35.67%
净负债率	-74.00%	-55.46%	-79.72%	-70.62%	-86.88%
流动比率	2.40	2.52	2.39	2.96	2.64
速动比率	2.15	2.30	2.20	2.71	2.44
营运能力					
应收账款周转率	3.54	2.56	3.27	3.27	3.27
存货周转率	9.65	6.60	8.64	8.80	8.91
总资产周转率	1.03	0.52	0.58	0.61	0.63
每股指标(元)					
每股收益	1.13	1.12	1.15	1.44	1.66
每股经营现金流	0.88	1.30	2.76	-0.15	3.23
每股净资产	8.62	9.54	10.57	11.87	13.44
估值比率					
市盈率	17.09	17.21	16.78	13.43	11.62
市净率	2.24	2.03	1.83	1.63	1.44
EV/EBITDA	11.86	12.99	8.26	6.43	3.65
EV/EBIT	13.06	15.50	9.76	7.29	4.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com