

2024年02月07日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 家电业务拓客户+拓品类，汽零业务进入放量期

## —德昌股份（605555.SH）公司事件点评报告

### 买入（首次）

### 事件

分析师：张涵 S1050521110008  
zhanghan3@cfsc.com.cn  
联系人：罗笛箫 S1050122110005  
luodx@cfsc.com.cn

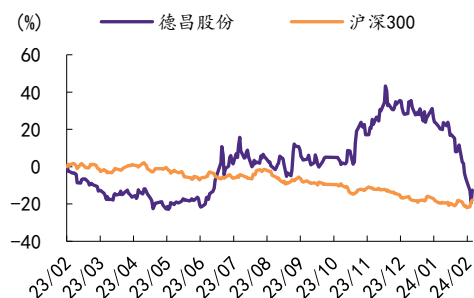
**德昌股份发布获得客户项目定点通知的公告：**全资子公司收到来自汽车转向系统全球头部 Tier1 公司的 EPS 电机定点，项目生命周期 4~7 年，预计总销售额约 2.92 亿元，预计 2024 年 5 月起逐步开始量产。

### 基本数据

2024-02-07

当前股价（元）	15.42
总市值（亿元）	57
总股本（百万股）	372
流通股本（百万股）	136
52 周价格范围（元）	13.65-24.95
日均成交额（百万元）	100.33

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

## 投资要点

### ■ 吸尘器稳健增长，汽零+其他小家电高增

公司专注小家电和汽车零部件领域，践行“以吸尘器为基础业务、以多元小家电为成长性业务、以 EPS 电机为战略性业务”的发展战略。2023 前三季度，家电业务实现收入 19.18 亿元，同比增长 33.06%，其中吸尘器实现收入 12.58 亿元，同比增长 11.68%，其他小家电实现收入 6.60 亿元，同比增长 109.40%；汽车零部件业务实现收入 1.38 亿元，同比增长 362.17%。

### ■ 小家电：吸尘器基本盘稳固，拓客户+拓品类并进

公司家电业务主要以 ODM/OEM 形式开展，坚持战略大客户合作路线，已与创科实业（TTI）、海伦特洛伊（HOT）等国际龙头家电品牌商形成战略合作关系，产品覆盖环境家居电器（吸尘器干机/水机、加湿器、电风扇等）和个人护理电器（卷发梳、吹风机等），终端市场主要为北美和欧洲。

### ■ 吸尘器基本盘稳固情况下，公司持续挖掘家电业务增量：1)

**拓客户：**2023 年新引进一家国际知名小家电战略客户，未来还将与其扩展合作范围，已从单一绑定 TTI 走向多元客户；

**2) 拓品类：**持续跟进园林电动工具项目；厨电新产品智能洗碗机预计 2024 年量产；**3) 拓产能：**加快扩张小家电产能以发挥规模效应，2023 年新增越南基地 80 万台/年产能，总年产规模已达 380 万台；国内“年产 734 万台小家电产品建设项目”顺利推进，工厂主体已建设完成，进入验收阶段。

### ■ 汽车 EPS 电机：持续斩获定点，进入快速放量期

电子助力转向系统（EPS）是当前主流的汽车转向系统，EPS 电机是转向系统的核心精密安全件，基本以无刷电机为主。当前随着整车国产化趋势不断加深，EPS 电机国产替代趋势明显，为公司 EPS 业务发展提供了良好机遇，新项目定点和量产持续落地。

截至 2023 年 6 月末，公司累计获得 28 个汽车电机项目定点，其中 16 个已实现量产，客户覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氩等国内外知名转向/制动系统供应商，2023~2026 年间的定点总金额超 23 亿元。2023 年 6 月至今，公司继续斩获多个 EPS 电机高质量定点，包括采埃孚项目、耐世特北美 1.43 亿美元项目，近期又获汽车转向系统全球头部 Tier1 公司 2.92 亿元定点。持续斩获高质量定点验证了公司过硬的研发生产能力和产品竞争力，汽车零部件业务有望进入快速放量期。

### ■ 瞄准远期空间，布局人形机器人新赛道

公司 2023 年 10 月公告，拟与五家企业开展战略合作，共同建设广东省人形机器人创新中心，设立“深圳人形机器人国创中心有限公司”为创新中心的实际运营载体。公司出资 500 万元，持股 7.69%，主要承担人形机器人电机相关领域技术研发。人形机器人业务有望构建成为公司第三增长曲线。

### ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 27.70、35.96、44.30 亿元，EPS 分别为 0.89、1.04、1.33 元，当前股价对应 PE 分别为 17.3、14.8、11.6 倍，看好公司家电业务稳增长，EPS 电机进入快速放量期，人形机器人打开远期成长空间，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

小家电需求不及预期风险；小家电客户/品类拓展不及预期风险；汽零业务成长不及预期风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险；大盘系统性风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	1,938	2,770	3,596	4,430
增长率（%）	-31.8%	43.0%	29.8%	23.2%
归母净利润（百万元）	299	332	388	496
增长率（%）	-0.7%	11.3%	16.8%	28.0%
摊薄每股收益（元）	1.12	0.89	1.04	1.33
ROE（%）	11.8%	11.9%	12.6%	14.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>1,938</b>	<b>2,770</b>	<b>3,596</b>	<b>4,430</b>
现金及现金等价物	1,763	1,982	2,272	2,671	营业成本	1,593	2,289	2,962	3,624
应收款	685	979	1,271	1,566	营业税金及附加	14	14	18	22
存货	254	368	475	582	销售费用	9	12	16	20
其他流动资产	217	249	281	314	管理费用	99	119	144	177
流动资产合计	2,918	3,578	4,299	5,132	财务费用	-179	-111	-54	-66
<b>非流动资产:</b>					研发费用	81	94	108	133
金融类资产	141	141	141	141	费用合计	10	115	214	263
固定资产	340	306	275	248	资产减值损失	-5	-1	-4	-4
在建工程	189	189	189	189	公允价值变动	1	0	2	2
无形资产	142	135	128	121	投资收益	8	1	16	16
长期股权投资	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>328</b>	<b>361</b>	<b>420</b>	<b>538</b>
其他非流动资产	182	182	182	182	加:营业外收入	2	1	5	5
非流动资产合计	853	812	774	740	减:营业外支出	7	2	4	4
资产总计	3,771	4,389	5,073	5,872	<b>利润总额</b>	<b>324</b>	<b>360</b>	<b>421</b>	<b>539</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	25	28	33	42
短期借款	350	350	350	350	<b>净利润</b>	<b>299</b>	<b>332</b>	<b>388</b>	<b>496</b>
应付账款、票据	649	1,002	1,377	1,785	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	130	130	130	130	<b>归母净利润</b>	<b>299</b>	<b>332</b>	<b>388</b>	<b>496</b>
流动负债合计	1,159	1,525	1,914	2,335					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	75	75	75	75	营业收入增长率	-31.8%	43.0%	29.8%	23.2%
非流动负债合计	75	75	75	75	归母净利润增长率	-0.7%	11.3%	16.8%	28.0%
负债合计	1,234	1,599	1,988	2,409	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	17.8%	17.4%	17.6%	18.2%
股本	266	372	372	372	四项费用/营收	0.5%	4.1%	5.9%	5.9%
股东权益	2,537	2,790	3,085	3,463	净利率	15.4%	12.0%	10.8%	11.2%
负债和所有者权益	3,771	4,389	5,073	5,872	ROE	11.8%	11.9%	12.6%	14.3%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	资产负债率	32.7%	36.4%	39.2%	41.0%
净利润	299	332	388	496	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
折旧摊销	46	41	37	34	应收账款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
公允价值变动	1	0	2	2	存货周转率	6.3	6.3	6.3	6.3
营运资金变动	1	-74	-43	-12	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	346	299	384	520	EPS	1.12	0.89	1.04	1.33
投资活动现金净流量	-392	34	31	28	P/E	13.7	17.3	14.8	11.6
筹资活动现金净流量	265	-79	-93	-119	P/S	2.1	2.1	1.6	1.3
现金流量净额	219	253	322	429	P/B	1.6	2.1	1.9	1.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 电力设备组介绍

**张涵：**电力设备行业首席分析师，金融学硕士，中山大学理学学士，5 年证券行业研究经验，曾获得 2022 年第四届新浪财经金麒麟光伏设备行业最佳分析师，重点覆盖光伏、风电、储能、电力设备等领域。

**臧天律：**金融工程硕士，CFA、FRM 持证人。上海交通大学金融本科，4 年金融行业研究经验，覆盖光伏、储能领域。

**罗笛箫：**欧洲高等商学院硕士，西安交通大学能源与动力工程和金融双学位，研究方向为新能源风光储方向。

## ■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。