

# 德昌股份 (605555)

证券研究报告  
2024年04月26日

## 战略大客户去库尾声，各业务向好发展

**事件：**公司发布23年报及24年一季报，2023年公司实现收入27.8亿元，同比+43.19%，归母净利润3.2亿元，同比+7.92%，扣非后归母净利润3.1亿元，同比+8.88%。其中，23Q4公司实现收入6.5亿元，同比+60.02%，归母净利润5880万元，同比+64.93%，扣非归母净利润5738万元，同比+45.35%。24Q1公司实现收入8.2亿元，同比+46.14%，归母净利润8529万元，同比+102.33%，扣非归母净利润8131万元，同比+101.13%。分红方面，2023年拟向全体股东每10股派发现金股利3.5元（含税），共计1.3亿元（含税），现金分红率约40.45%。

**吸尘器恢复性增长，小家电引入新客户，汽零如期高增。**家电业务，得益于下游市场需求逐步恢复增量、引入战略新客户订单增量，23年稳健增长：1)吸尘器业务23年实现营业收入16.3亿元，同比+18.0%，原战略大客户去库存影响基本结束，业务需求恢复稳定增长；2)多元小家电业务23年实现收入8.2亿元，同比+117.2%，新引进国际知名小家电公司SharkNinja带来增量，后续有望延续高增。汽车零部件业务，23年实现营业收入2.0亿元，同比+171.7%，23年是先后定点欧洲、北美的主机厂，目前已积累2024年-2026年定点金额超过23亿，订单支撑下后续有望延续高增。

**汇兑波动影响，盈利能力提升。**公司23年毛利率同比+1.3pcts至19.1%，预计与收入起量规模效应显现、客户结构优化、汽零业务盈利水平提升有关。费用端，公司23年销售/管理/研发/财务费用率分别为0.4%/4.4%/3.6%/-3.0%，分别同比-0.05/-0.7/-0.6/+6.2pcts，22年汇兑红利基数较高，23年有所收窄但仍然受益。综合影响下，公司23年归母净利率同比-3.8pcts至11.6%，剔除汇兑收益影响后的净利润为2.9亿元，同比+93%，对应还原后净利率10.3%，同比+2.7pcts，真实的盈利能力稳步提升。24Q1公司毛利率同比-0.7pcts至17.4%，费用端，公司24Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为0.3%/4.6%/3.3%/-1.8%，分别同比-0.4/-0.03/-0.7/-1.8pcts，最终公司24Q1归母净利率同比+2.9pcts至10.3%。

**投资建议：**公司持续深耕电机技术，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”的发展战略的同时，近期正式切入高景气度的机器人领域，与国内人形机器人龙头公司合作研发，为公司打开继车用之后又一新的发展空间。整体而言，公司展现出深厚技术积累下优越的横向拓展能力和充足的成长动能，预计公司23-25年归母净利润3.2/4.0/5.0亿元，对应PE 23.1x/18.5x/14.8x，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	2,775.13	3,777.67	4,582.32
增长率(%)	37.63	(31.80)	43.19	36.13	21.30
EBITDA(百万元)	493.69	282.50	337.18	468.81	583.79
归属母公司净利润(百万元)	300.67	298.55	322.18	402.34	501.45
增长率(%)	(1.09)	(0.71)	7.92	24.88	24.63
EPS(元/股)	0.81	0.80	0.87	1.08	1.35
市盈率(P/E)	24.71	24.88	23.06	18.46	14.81
市净率(P/B)	3.24	2.93	2.57	2.34	2.12
市销率(P/S)	2.61	3.83	2.68	1.97	1.62
EV/EBITDA	11.86	12.99	14.60	10.69	7.26

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	19.95元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	372.36
流通A股股本(百万股)	135.70
A股总市值(百万元)	7,428.60
流通A股市值(百万元)	2,707.18
每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	38.89
一年内最高/最低(元)	25.77/13.31

### 作者

孙谦	分析师
SAC执业证书编号：S1110521050004	
sunjiana@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:Q3收入如期高增，汽零业务稳步推进》 2023-11-01
- 《德昌股份-半年报点评:新客户放量在即，汇兑增厚业绩》 2023-09-01
- 《德昌股份-年报点评报告:营收企稳，汽零产能扩张提速》 2023-05-05

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,812.98	1,762.69	2,580.52	2,511.96	3,306.56	营业收入	2,841.51	1,938.03	2,775.13	3,777.67	4,582.32
应收票据及应收账款	854.90	662.00	1,034.12	1,274.74	1,525.90	营业成本	2,292.10	1,593.35	2,244.77	3,036.82	3,665.34
预付账款	18.81	26.14	22.94	43.46	36.68	营业税金及附加	13.14	13.80	13.89	18.91	22.93
存货	333.34	254.26	391.11	481.97	571.80	销售费用	8.78	8.59	11.00	14.97	16.33
其他	147.78	213.34	160.83	163.62	180.38	管理费用	111.40	98.95	121.53	161.66	191.51
<b>流动资产合计</b>	<b>3,167.80</b>	<b>2,918.42</b>	<b>4,189.51</b>	<b>4,475.74</b>	<b>5,621.33</b>	研发费用	97.66	81.45	101.18	137.73	166.15
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	22.96	(178.80)	(83.16)	(37.65)	(31.92)
固定资产	279.50	339.88	293.29	246.70	200.11	资产/信用减值损失	(3.54)	(7.36)	(11.23)	(9.00)	(8.10)
在建工程	25.65	189.14	189.14	189.14	189.14	公允价值变动收益	3.17	0.54	(0.05)	1.00	1.00
无形资产	112.47	142.06	138.42	134.78	131.14	投资净收益	25.73	7.70	0.95	7.00	10.00
其他	98.17	181.62	104.83	84.96	65.75	其他	(60.28)	(8.39)	(8.74)	(9.00)	(9.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>515.80</b>	<b>852.70</b>	<b>725.68</b>	<b>655.57</b>	<b>586.14</b>	<b>营业利润</b>	<b>330.38</b>	<b>328.20</b>	<b>364.34</b>	<b>453.23</b>	<b>563.88</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,683.60</b>	<b>3,771.12</b>	<b>4,915.19</b>	<b>5,131.32</b>	<b>6,207.47</b>	营业外收入	10.88	2.37	0.69	3.00	4.00
短期借款	62.81	349.58	194.35	194.35	194.35	营业外支出	2.48	6.68	2.09	3.00	3.00
应付票据及应付账款	1,113.22	649.22	1,557.90	1,428.00	2,175.87	<b>利润总额</b>	<b>338.78</b>	<b>323.88</b>	<b>362.93</b>	<b>453.23</b>	<b>564.88</b>
其他	114.75	129.54	174.61	237.49	225.43	所得税	38.10	25.33	40.75	50.89	63.43
<b>流动负债合计</b>	<b>1,290.78</b>	<b>1,128.34</b>	<b>1,926.85</b>	<b>1,859.83</b>	<b>2,595.65</b>	<b>净利润</b>	<b>300.67</b>	<b>298.55</b>	<b>322.18</b>	<b>402.34</b>	<b>501.45</b>
长期借款	30.00	0.00	59.42	59.42	59.42	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>300.67</b>	<b>298.55</b>	<b>322.18</b>	<b>402.34</b>	<b>501.45</b>
其他	41.14	74.58	42.97	42.97	42.97	每股收益(元)	0.81	0.80	0.87	1.08	1.35
<b>非流动负债合计</b>	<b>71.14</b>	<b>74.58</b>	<b>102.39</b>	<b>102.39</b>	<b>102.39</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,391.40</b>	<b>1,233.79</b>	<b>2,029.24</b>	<b>1,962.22</b>	<b>2,698.04</b>						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	189.98	265.97	372.36	372.36	372.36	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,480.47	1,404.48	1,404.48	1,404.48	1,404.48	营业收入	37.63%	-31.80%	43.19%	36.13%	21.30%
留存收益	624.00	856.06	1,106.65	1,389.79	1,730.13	营业利润	-7.24%	-0.66%	11.01%	24.40%	24.41%
其他	(2.25)	10.82	2.46	2.46	2.46	归属于母公司净利润	-1.09%	-0.71%	7.92%	24.88%	24.63%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,292.20</b>	<b>2,537.33</b>	<b>2,885.95</b>	<b>3,169.09</b>	<b>3,509.43</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,683.60</b>	<b>3,771.12</b>	<b>4,915.19</b>	<b>5,131.32</b>	<b>6,207.47</b>	毛利率	19.34%	17.79%	19.11%	19.61%	20.01%
						净利率	10.58%	15.40%	11.61%	10.65%	10.94%
						ROE	13.12%	11.77%	11.16%	12.70%	14.29%
						ROIC	95.42%	34.93%	30.90%	96.99%	62.80%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	37.77%	32.72%	41.29%	38.24%	43.46%
						净负债率	-74.00%	-55.46%	-80.11%	-70.79%	-86.57%
						流动比率	2.40	2.52	2.17	2.41	2.17
						速动比率	2.15	2.30	1.97	2.15	1.95
						<b>营运能力</b>					
						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	8.60	8.65	8.70
						总资产周转率	1.03	0.52	0.64	0.75	0.81
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.81	0.80	0.87	1.08	1.35
						每股经营现金流	0.63	0.93	1.99	0.02	2.46
						每股净资产	6.16	6.81	7.75	8.51	9.42
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	24.71	24.88	23.06	18.46	14.81
						市净率	3.24	2.93	2.57	2.34	2.12
						EV/EBITDA	11.86	12.99	14.60	10.69	7.26
						EV/EBIT	13.06	15.50	17.16	11.97	7.94

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com