

德昌股份 (605555.SH)

买入 (首次评级)

家电+汽零双轮驱动，成长空间持续打开

当前价格：20.47元

投资要点：

➤ 历经二十余年发展，公司构筑“家电+汽零”双轮驱动的业务布局

德昌股份前身成立于1998年，生产吸尘器线路板和五金件等配件；2002年宁波德昌电机制造有限公司成立，致力于电机和家用吸尘器的研发生产；2012年，公司与国际知名品牌建立战略合作，生产研发吸尘器整机；2017年成立子公司宁波德昌科技有限公司，业务拓展至汽车EPS无刷电机领域；2018年公司与国际知名品牌合作，研发生产美容美发产品；2019年公司成立子公司宁波德昌电器，进军家庭健康护理行业，实现产品多元化发展；2021年，公司在上交所成功上市。目前，公司践行“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”的发展规划，逐渐形成了“家电+汽零”双轮驱动的业务格局。

➤ 坚持大客户合作路线，公司与多家国际知名家电企业达成长期合作

目前，公司家电代工业务客户主要包括创科实业（TTI）、海伦特洛伊（HOT）和尚科宁家（SharkNinja）。从客户资质来看，创科实业的地板护理业务每年营收规模在10亿美元左右，HOT营收稳定在20亿美元左右，优质的客户资源为公司带来了稳定的订单。

➤ EPS电机需求量总体稳定，但国产替代仍有可观空间

根据智研咨询数据，2022年国内EPS电机需求量约1894.8万台，其中国内产量667.7万台，合资及进口量1261万台。EPS电机作为汽车比较核心的零部件，目前国产替代的空间依然比较充足。

➤ 持续收获客户定点，公司汽零业务快速发展

据公司公告，2023年公司获取EPS电机和刹车电机新定点项目4个，全生命周期总销售金额超过14亿元；截至2023年底，公司已经累计实现30个汽车电机项目定点，其中18个已经实现量产，2024-2026年定点金额超过23亿。2023年是公司汽车电机量产第二年，年销量突破120万台，并且在线控制电机领域也取得一定进展。产能方面，截至2023年末公司EPS电机和制动电机的年设计产能超过300万台。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计24-26年公司分别实现归母净利润4.07/5.20/6.44亿元，分别同比+26%/28%/24%。我们采取可比公司估值法，根据iFinD一致盈利预测，2024-2025年可比公司PE均值分别为20.2/17.3倍，高于公司的18.7/14.7倍。考虑到公司家电业务持续拓展新客户、新品类，同时汽零业务快速放量，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ 风险提示

行业需求不及预期，原材料价格大幅上涨，汇率大幅波动等。

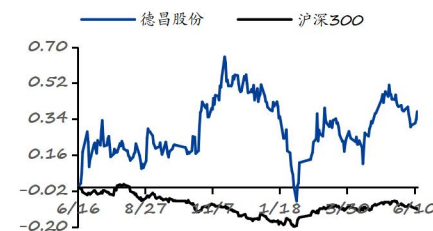
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,938	2,775	3,710	4,669	5,634
增长率	-32%	43%	34%	26%	21%
净利润(百万元)	299	322	407	520	644
增长率	-1%	8%	26%	28%	24%
EPS(元/股)	0.80	0.87	1.09	1.40	1.73
市盈率(P/E)	25.5	23.7	18.7	14.7	11.8
市净率(P/B)	3.0	2.8	2.5	2.3	2.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	372.36/135.70
流通A股市值(百万元)	2,777.75
每股净资产(元)	7.56
资产负债率(%)	38.89
一年内最高/最低价(元)	25.77/13.31

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：谢丽媛(S0210524040004)
 xly30495@hfzq.com.cn
 分析师：纪向阳(S0210524050002)
 jxy30534@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 德昌股份：家电代工起家，拓展汽零第二增长曲线	3
2 家电业务：拥有优质客户资源，不断拓展新客户&新品类	4
3 汽零业务：国产替代进行时，公司持续收获客户定点	5
4 盈利预测与投资建议	6
4.1 盈利预测	6
4.2 投资建议	8
5 风险提示	8

图表目录

图表 1： 德昌股份发展历史	3
图表 2： 2023 年公司营收重回增长	4
图表 3： 2023 年公司归母净利润稳定增长	4
图表 4： 公司各主营业务占比	4
图表 5： TTI 地板护理业务收入保持稳定	5
图表 6： HOT 营收基本保持稳定	5
图表 7： 德昌股份生产车间一览	5
图表 8： 国内 EPS 电机国产化率仍然不高	6
图表 9： 公司收入拆分预测表	7
图表 10： 公司期间费用率预测	7
图表 11： 可比公司估值表	8
图表 12： 财务预测摘要	9



1 德昌股份：家电代工起家，拓展汽零第二增长曲线

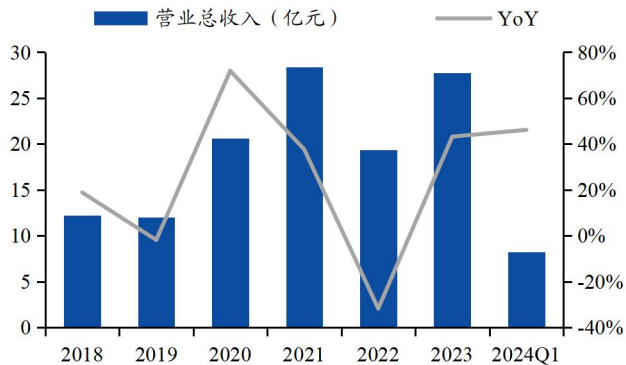
历经二十余年发展，德昌股份构筑“家电+汽零”双轮驱动的业务布局。据公司官网，德昌股份前身成立于1998年，生产吸尘器线路板和五金件等配件；2002年宁波德昌电机制造有限公司成立，致力于电机和家用吸尘器的研发生产；2012年，公司与国际知名品牌建立战略合作，生产研发吸尘器整机；2017年公司成立子公司宁波德昌科技有限公司，业务拓展至汽车EPS无刷电机领域；2018年公司与国际知名品牌合作，研发生产美容美发产品；2019年公司成立子公司宁波德昌电器，进军家庭健康护理行业，实现产品多元化发展；2021年，公司在上交所成功上市。目前，公司践行“以吸尘器为基础业务、以多元小家电为成长性业务、以EPS电机为战略性业务”的发展规划，逐渐形成了“家电+汽零”双轮驱动的业务格局。

图表 1：德昌股份发展历史

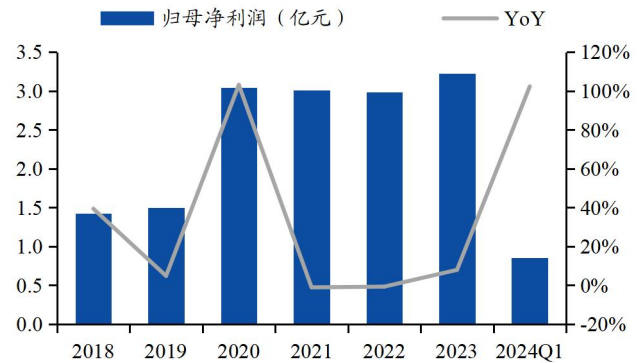


数据来源：公司官网，华福证券研究所

海外家电去库存结束背景之下，公司营收与利润实现稳健复苏。据公司公告，公司2023年实现营收27.8亿元，同比+43.2%，实现亮眼增长，一方面与公司原有客户库存去化结束订单恢复正常有关，另一方面公司也在积极引入新客户、研发新产品获得收入增量；实现归母净利润3.2亿元，同比+8%。2024Q1公司延续强劲增长态势，实现营收8.2亿元，同比+46%，实现归母净利润0.9亿元，同比+102%。

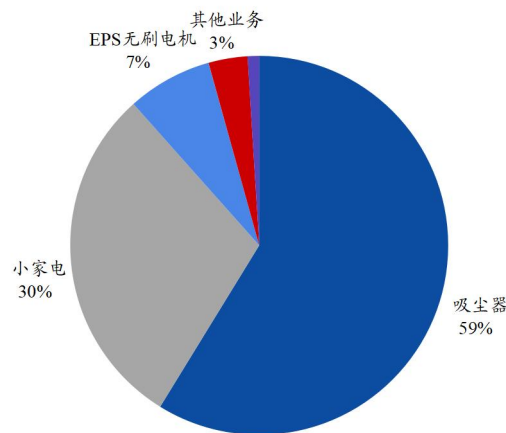

图表 2: 2023 年公司营收重回增长


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

图表 3: 2023 年公司归母净利润稳定增长


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

家电代工仍是公司主要收入来源, EPS 电机占比逐渐提升。据 iFinD 数据, 2023 年吸尘器和小家电分别贡献公司 59%和 30%左右营收, 是公司主要收入来源; EPS 电机占比 7%, 已经成为公司第三大收入来源。我们认为, 随着公司家电业务持续拓展新客户、开发新品类以及 EPS 电机定点逐渐放量, 收入端仍有望保持持续增长。

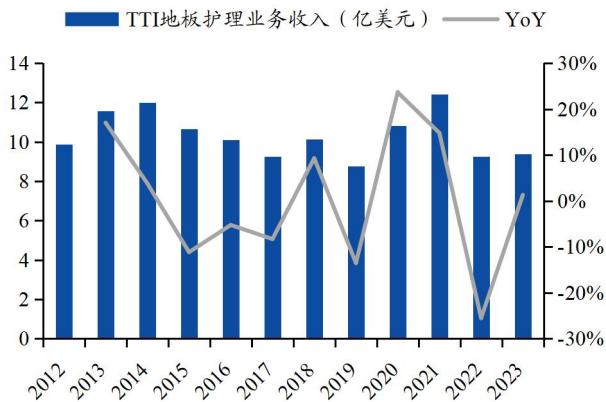
图表 4: 公司各主营业务占比


数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

2 家电业务: 拥有优质客户资源, 不断拓展新客户&新品类

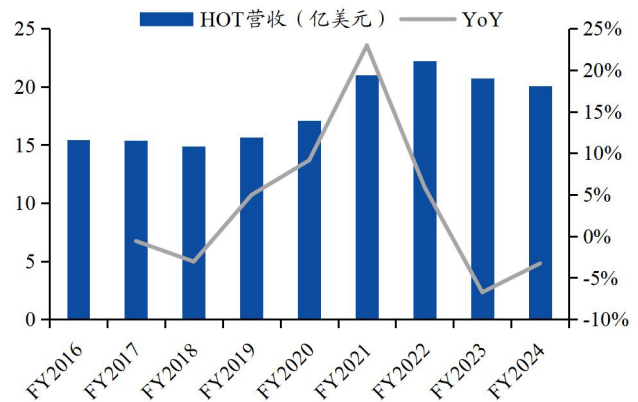
坚持大客户合作路线, 公司已与多家国际知名厂商达成长期合作关系。目前, 公司家电代工业务主要包括创科实业 (TTI)、海伦特洛伊 (HOT) 和尚科宁家 (SharkNinja)。从客户资质来看, 创科实业地板护理业务每年营收规模在 10 亿美元左右, HOT 营收稳定在 20 亿美元左右, 优质的客户资源为公司带来了稳定的订单。

图表 5: TTI 地板护理业务收入保持稳定



数据来源: iFinD, 创科实业公司公告, 华福证券研究所

图表 6: HOT 营收基本保持稳定



数据来源: iFinD, HOT 公司公告, 华福证券研究所

高度聚焦的客户服务、规模化全环节的制造能力和专业务实的研发能力，成为公司家电业务的核心竞争力。首先，公司能够通过前瞻性的产能布局、跨越式的团队建设、管家式的全时服务为客户提供高度聚焦的服务；其次，公司是行业内最大的吸尘器制造企业之一，规模化制造能够降低公司的生产成本，同时保证原材料的供应交期、质量以及公司的议价能力；最后，公司以电机业务起家，在核心零部件技术方面处于行业领先水平，因此产品在设计优化、能源功耗、产品寿命、噪声控制等方面具有优势。

图表 7: 德昌股份生产车间一览



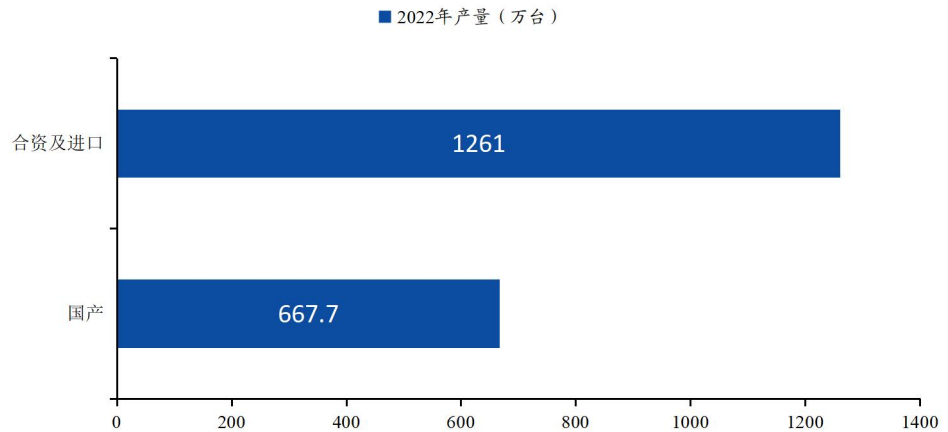
数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

3 汽零业务: 国产替代进行时, 公司持续收获客户定点

EPS 电机需求量总体稳定, 但国产替代仍有可观空间。EPS 系统是直接依靠电机提供辅助扭矩的动力转向系统, 与传统的液压助力转向系统相比具有能耗低、参数灵活、易于保养等特点, 而 EPS 电机则是 EPS 系统的动力源, 其在很大程度上影响汽车转向时的路感。根据智研咨询数据, 2022 年国内 EPS 电机需求量约 1894.8 万台, 其中国内产量 667.7 万台, 合资及进口量 1261 万台。EPS 电机作为汽车比较核心的零部件, 目前国产替代的空间依然比较充足。



图8: 国内 EPS 电机国产化率仍然不高



数据来源: 智研咨询, 华福证券研究所

持续收获客户定点, 公司汽车业务快速发展。据公司公告, 2023 年公司获取 EPS 电机和刹车电机新定点项目 4 个, 全生命周期总销售金额超过 14 亿元; 截至 2023 年底, 公司已经累计实现 30 个汽车电机项目定点, 其中 18 个已经实现量产, 2024-2026 年定点金额超过 23 亿, 客户包括耐世特、采埃孚、捷泰格特、上海同驭、上海利氮等国内外知名转向/制动系统供应商。2023 年是公司汽车电机量产的第二年, 年销售数量突破 120 万台, 并且在线控制动电机领域也取得一定进展。产能方面, 截至 2023 年末公司 EPS 电机和制动电机的年设计产能超过 300 万台。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

收入拆分及预测:

1) 吸尘器业务: 随海外家电去库存结束及新客户拓展持续推进, 预计 24-26 年收入分别同比+31.3%/23.9%/20.8%; 毛利率随客户结构优化将有所改善, 预计 24-26 年分别为 17.3%/17.5%/17.8%。

2) 小家电业务: 随新客户拓展持续推进, 预计 24-26 年收入分别同比+25.0%/14.0%/10.0%; 产品结构预计保持稳定, 预计 24-26 年毛利率保持在 23%左右。

3) EPS 无刷电机业务: 公司目前已经获得的定点项目逐步实现量产, 预计 24-26 年收入分别同比+100%/70%/40%; 随产能利用率提升, 毛利率预计实现改善, 24-26 年分别达到 18%/20%/22%。

综上, 我们预计 2024-2026 年公司分别实现营收 37.1/46.7/56.3 亿元, 分别同比+33.7%/25.8%/20.7%, 毛利率分别为 19.6%/19.8%/20.3%。

图表 9: 公司收入拆分预测表

单位: 亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
吸尘器	13.8	16.3	21.4	26.5	32.0
YoY		18.0%	31.3%	23.9%	20.8%
毛利率	16.2%	17.1%	17.3%	17.5%	17.8%
小家电	3.8	8.2	10.3	11.7	12.9
YoY		117.2%	25.0%	14.0%	10.0%
毛利率	17.9%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
EPS无刷电机	0.7	2.0	4.0	6.9	9.6
YoY		171.7%	100.0%	70.0%	40.0%
毛利率	1.6%	10.3%	18.0%	20.0%	22.0%
其他业务	0.8	0.9	1.1	1.2	1.4
YoY		17.7%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	56.4%	34.4%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
YoY		14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	30.8%	35.3%	35.0%	35.0%	35.0%
营业收入	19.4	27.8	37.1	46.7	56.3
YoY		43.2%	33.7%	25.8%	20.7%
毛利率	17.8%	19.1%	19.6%	19.8%	20.3%

数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所

期间费用率预测:

销售费用率: 公司销售费用率较为稳定, 预计 24-26 年维持在 0.4%左右水平。

管理费用率: 随公司营收持续增长, 对于部分固定的管理费用将起到一定摊薄作用, 预计 24-26 年管理费用率将小幅下降, 分别为 4.3%/4.2%/4.1%。

研发费用率: 目前公司家电+EPS 电机为核心的产品线已经确定, 研发投入预计保持稳定增长, 随营收快速增长研发费用率将小幅下降, 预计 24-26 年研发费用率分别为 3.5%/3.4%/3.3%。

财务费用率: 随人民币兑美元汇率趋于稳定, 公司汇兑收益将有所减少, 预计 24-26 年财务费用率分别为-1.3%/-1.1%/-0.8%。

结合费用率预测, 我们预计 24-26 年公司分别实现归母净利润 4.07/5.20/6.44 亿元, 分别同比+26%/28%/24%。

图表 10: 公司期间费用率预测

期间费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用率	5.1%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%
研发费用率	4.2%	3.6%	3.5%	3.4%	3.3%
财务费用率	-9.2%	-3.0%	-1.3%	-1.1%	-0.8%

数据来源: iFinD, 公司公告, 华福证券研究所



4.2 投资建议

我们采取可比公司估值法，可比公司主要包括：1) 富佳股份，公司主要从事吸尘器等清洁家电代工，同时拓展储能等新能源业务，与德昌股份在主营业务层面具有相似性；2) 莱克电气，公司主要从事吸尘器等清洁家电代工，同时拓展汽零铝压铸等业务，与德昌股份在主营业务层面较为相似；3) 三花智控，公司主要从事家电制冷零部件+汽车热管理零部件业务，与公司业务架构较为相似。

根据 iFinD 一致盈利预测，2024-2025 年可比公司 PE 均值分别为 20.2/17.3 倍，高于公司的 18.7/14.7 倍。考虑到公司家电业务持续拓展新客户、新品类，同时汽零业务快速放量，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 11: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
603219.SH	富佳股份	82.5	2.6	3.3	3.8	31.6	25.0	21.7
603355.SH	莱克电气	143.4	11.2	12.3	14.0	12.8	11.6	10.2
002050.SZ	三花智控	857.4	29.2	35.7	42.6	29.4	24.0	20.1
	平均					24.6	20.2	17.3
605555.SH	德昌股份	76.2	3.2	4.1	5.2	23.7	18.7	14.7

数据来源: iFinD, 各公司公告, 华福证券研究所 (收盘日为 2024.06.14)

5 风险提示

- 1) 行业需求不及预期。若清洁电器和汽车零部件需求不及预期，将对公司营收产生不利影响。
- 2) 原材料价格大幅上涨。若大宗原材料价格大幅上涨，将对公司盈利能力造成不利影响。
- 3) 汇率大幅波动。公司外销业务占比较高，若汇率大幅波动，将对公司业绩稳定性造成不利影响。



图表 12: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,134	1,547	1,744	1,844
应收票据及账款	910	1,207	1,519	1,833
预付账款	21	30	37	45
存货	376	492	617	741
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	543	587	679	761
流动资产合计	2,984	3,863	4,597	5,224
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	806	870	927	978
在建工程	95	55	60	65
无形资产	139	151	156	156
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	250	260	257	255
非流动资产合计	1,289	1,336	1,400	1,453
资产合计	4,273	5,200	5,996	6,678
短期借款	0	235	321	242
应付票据及账款	1,111	1,491	1,871	2,246
预收款项	0	0	0	0
合同负债	28	37	47	56
其他应付款	196	200	180	160
其他流动负债	96	116	165	181
流动负债合计	1,430	2,079	2,584	2,885
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	111	128	124	120
非流动负债合计	111	128	124	120
负债合计	1,541	2,207	2,708	3,005
归属母公司所有者权益	2,732	2,992	3,289	3,673
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	2,732	2,992	3,289	3,673
负债和股东权益	4,273	5,200	5,996	6,678

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	469	385	461	593
现金收益	325	470	591	729
存货影响	-121	-116	-125	-124
经营性应收影响	-239	-302	-315	-317
经营性应付影响	599	385	360	355
其他影响	-94	-52	-50	-51
投资活动现金流	-638	-141	-201	-189
资本支出	-454	-147	-187	-184
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-185	6	-14	-5
融资活动现金流	-507	170	-63	-303
借款增加	-339	235	116	-82
股利及利息支付	-140	-228	-272	-309
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-28	163	93	88

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,775	3,710	4,669	5,634
营业成本	2,245	2,982	3,742	4,493
税金及附加	14	19	23	28
销售费用	11	15	19	23
管理费用	122	160	196	231
研发费用	101	130	159	186
财务费用	-83	-48	-49	-44
信用减值损失	-8	-3	-3	-3
资产减值损失	-3	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	1	1	1
投资收益	1	2	2	2
其他收益	9	8	9	10
营业利润	364	456	583	723
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	363	457	584	724
所得税	41	50	64	80
净利润	322	407	520	644
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	322	407	520	644
EPS (按最新股本摊薄)	0.87	1.09	1.40	1.73

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	43.2%	33.7%	25.8%	20.7%
EBIT 增长率	92.8%	46.3%	30.7%	27.2%
归母公司净利润增长率	7.9%	26.3%	27.7%	24.0%
获利能力				
毛利率	19.1%	19.6%	19.8%	20.3%
净利率	11.6%	11.0%	11.1%	11.4%
ROE	11.8%	13.6%	15.8%	17.5%
ROIC	12.0%	14.3%	16.4%	19.1%
偿债能力				
资产负债率	36.1%	42.5%	45.2%	45.0%
流动比率	2.1	1.9	1.8	1.8
速动比率	1.8	1.6	1.5	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	101	102	104	106
存货周转天数	51	52	53	54
每股指标 (元)				
每股收益	0.87	1.09	1.40	1.73
每股经营现金流	1.26	1.03	1.24	1.59
每股净资产	7.34	8.04	8.83	9.86
估值比率				
P/E	24	19	15	12
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	176	124	98	80

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn