

德昌股份 (605555)

 证券研究报告
2024年08月30日

核心产品强劲，成长动能充沛

事件：24H1 公司实现营业收入 18.6 亿元，同比+38.8%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比+20.8%；实现扣非归母净利润 2.0 亿元，同比+17.4%。其中，24Q2 公司实现营业收入 10.4 亿元，同比+33.4%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比-5.8%；实现扣非归母净利润 1.1 亿元，同比-9.4%。

点评：

H1 新项目逐步量产，收入规模显著提升。公司 H1 实现营收 18.6 亿元，同比增长 39%，其中家电业务/汽车零部件业务收入分别为 16.4/1.5 亿元，分别同比+37%/+69%。家电业务进一步拆分，H1 公司吸尘器/小家电收入分别为 9.7/6.8 亿元，同比+26%/+56%，吸尘器市场地位巩固提升，小家电销售实现销量、份额双提升。在主营业务蓬勃发展的同时，公司积极攫取更多市场需求和机会，洗碗机业务已获 CQC、欧盟 CE 认证且上半年已开启逐步量产，其他厨电品类亦在有序开展项目拓展和沟通工作。

经营业绩稳健增长，盈利能力改善。24H1 公司实现毛利率 17.7%，同比持平，其中 Q1/Q2 分别为 17.4%/17.9%，yoy 分别-0.7/+0.6pct。公司 Q2 毛利率趋势向好。费用端，24Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.5%/3.7%/3.4%/-2.7%，同比+0.5/-0.3/+0.4/+6.4pct，财务费用率同比大幅提升主要系 23H1 公司汇兑收益丰厚。最终，公司 24Q2 实现归母净利率 11.7%，同比-4.9pcts；若剔除财务费用影响，24Q2 还原后净利率约 9.0%，同比+1.5pct，我们预计主要受益于：1) 客户结构升级 (Shark 等品牌定位中高端市场)；2) 汽零业务规模扩大带动盈利能力改善。

公司中长期成长逻辑明确：1) 公司汽零业务重要客户推进取得积极进展，目前已配套覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特等国内外知名客户，正在加速推进客户的开拓合作并不断提升技术实力。2) 23 年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；3) 长期优质客户 TTI 加深合作，考虑到 TTI 的主要收入集中在电动工具，品类延展有望带来收入增量；4) 智能洗碗机截至 23 年底已完成部分产线建设，准备进行体系审核及试产工作，预计 24 年可实现量产，后续有望逐渐贡献收入。

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 24-26 年实现归母净利润 4.3/5.4/6.3 亿元，对应 14.3x/11.4x/9.6x，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度过高；汽车无刷电机业务目前占比较低；汇率波动、原材料价格波动的风险；核心客户排他性约定风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,938.03	2,775.13	3,888.73	4,793.22	5,537.88
增长率(%)	(31.80)	43.19	40.13	23.26	15.54
EBITDA(百万元)	282.50	452.88	515.71	637.32	742.19
归属母公司净利润(百万元)	298.55	322.18	425.89	535.23	633.45
增长率(%)	(0.71)	7.92	32.19	25.67	18.35
EPS(元/股)	0.80	0.87	1.14	1.44	1.70
市盈率(P/E)	20.35	18.86	14.27	11.35	9.59
市净率(P/B)	2.40	2.22	2.03	1.83	1.64
市销率(P/S)	3.14	2.19	1.56	1.27	1.10
EV/EBITDA	12.99	15.06	8.40	5.75	4.75

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	16.32 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)	6,076.93
流通 A 股市值(百万元)	2,214.60
每股净资产(元)	7.52
资产负债率(%)	42.86
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	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070003	
zhaojianing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《德昌股份-公司点评:成长动能充沛》 2024-07-19
- 《德昌股份-年报点评报告:战略大客户去库尾声，各业务向好发展》 2024-04-26
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,762.69	1,134.07	1,668.58	2,354.03	2,506.46
应收票据及应收账款	662.00	909.89	1,572.10	1,487.18	2,047.38
预付账款	26.14	20.66	49.86	36.69	62.97
存货	254.26	375.74	571.39	591.11	747.47
其他	213.34	543.41	323.85	332.54	340.69
流动资产合计	2,918.42	2,983.76	4,185.78	4,801.55	5,704.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	339.88	805.53	719.59	633.64	547.70
在建工程	189.14	95.16	95.16	95.16	95.16
无形资产	142.06	138.68	135.08	131.48	127.88
其他	181.62	249.63	158.11	138.12	123.62
非流动资产合计	852.70	1,289.00	1,107.94	998.41	894.36
资产总计	3,771.12	4,272.76	5,293.72	5,799.96	6,599.34
短期借款	349.58	0.00	194.35	194.35	194.35
应付票据及应付账款	649.22	1,110.68	1,804.66	1,773.61	2,346.66
其他	129.54	291.39	162.06	379.46	218.09
流动负债合计	1,128.34	1,402.07	2,161.06	2,347.41	2,759.09
长期借款	0.00	0.00	59.42	59.42	59.42
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	74.58	110.80	75.51	75.51	75.51
非流动负债合计	74.58	110.80	134.93	134.93	134.93
负债合计	1,233.79	1,541.05	2,295.99	2,482.34	2,894.02
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	265.97	372.36	372.36	372.36	372.36
资本公积	1,404.48	1,298.09	1,298.09	1,298.09	1,298.09
留存收益	856.06	1,045.25	1,319.09	1,638.98	2,026.68
其他	10.82	16.01	8.20	8.20	8.20
股东权益合计	2,537.33	2,731.71	2,997.73	3,317.62	3,705.32
负债和股东权益总计	3,771.12	4,272.76	5,293.72	5,799.96	6,599.34

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	298.55	322.18	425.89	535.23	633.45
折旧摊销	63.16	85.56	89.54	89.54	89.54
财务费用	(142.62)	(29.07)	(58.20)	(57.36)	(60.73)
投资损失	(7.70)	(0.95)	(8.00)	(10.00)	(12.00)
营运资金变动	42.42	(93.55)	(205.68)	276.02	(324.81)
其它	92.00	184.99	1.00	1.00	1.00
经营活动现金流	345.82	469.16	244.55	834.43	326.45
资本支出	265.72	396.82	35.30	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(657.36)	(1,035.22)	103.79	9.00	11.00
投资活动现金流	(391.65)	(638.40)	139.08	9.00	11.00
债权融资	417.57	(255.59)	310.75	57.36	60.73
股权融资	(119.92)	(125.14)	(159.88)	(215.34)	(245.75)
其他	(143.46)	(125.82)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	154.19	(506.55)	150.87	(157.98)	(185.02)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	108.36	(675.79)	534.51	685.45	152.43

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,938.03	2,775.13	3,888.73	4,793.22	5,537.88
营业成本	1,593.35	2,244.77	3,134.66	3,847.46	4,430.23
营业税金及附加	13.80	13.89	21.00	25.88	29.90
销售费用	8.59	11.00	19.30	21.87	25.27
管理费用	98.95	121.53	162.52	195.53	220.37
研发费用	81.45	101.18	137.89	169.00	195.26
财务费用	(178.80)	(83.16)	(58.20)	(57.36)	(60.73)
资产/信用减值损失	(7.36)	(11.23)	(9.80)	(8.90)	(8.00)
公允价值变动收益	0.54	(0.05)	1.00	1.00	1.00
投资净收益	7.70	0.95	8.00	10.00	12.00
其他	(8.39)	11.92	(9.00)	(9.00)	(9.00)
营业利润	328.20	364.34	479.76	601.93	711.57
营业外收入	2.37	0.69	3.00	4.00	5.00
营业外支出	6.68	2.09	3.00	3.00	3.00
利润总额	323.88	362.93	479.76	602.93	713.57
所得税	25.33	40.75	53.87	67.70	80.12
净利润	298.55	322.18	425.89	535.23	633.45
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	298.55	322.18	425.89	535.23	633.45
每股收益(元)	0.80	0.87	1.14	1.44	1.70

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-31.80%	43.19%	40.13%	23.26%	15.54%
营业利润	-0.66%	11.01%	31.68%	25.46%	18.21%
归属于母公司净利润	-0.71%	7.92%	32.19%	25.67%	18.35%
获利能力					
毛利率	17.79%	19.11%	19.39%	19.73%	20.00%
净利率	15.40%	11.61%	10.95%	11.17%	11.44%
ROE	11.77%	11.79%	14.21%	16.13%	17.10%
ROIC	34.93%	30.90%	35.84%	38.61%	63.74%
偿债能力					
资产负债率	32.72%	36.07%	43.37%	42.80%	43.85%
净负债率	-55.46%	-40.90%	-46.68%	-62.84%	-60.38%
流动比率	2.52	2.09	1.94	2.05	2.07
速动比率	2.30	1.82	1.67	1.79	1.80
营运能力					
应收账款周转率	2.56	3.53	3.13	3.13	3.13
存货周转率	6.60	8.81	8.21	8.25	8.27
总资产周转率	0.52	0.69	0.81	0.86	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.80	0.87	1.14	1.44	1.70
每股经营现金流	0.93	1.26	0.66	2.24	0.88
每股净资产	6.81	7.34	8.05	8.91	9.95
估值比率					
市盈率	20.35	18.86	14.27	11.35	9.59
市净率	2.40	2.22	2.03	1.83	1.64
EV/EBITDA	12.99	15.06	8.40	5.75	4.75
EV/EBIT	15.50	17.57	10.16	6.69	5.41

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com