

2025 年 03 月 06 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

全球微型电机领军企业，进军人形机器人赛道

—德昌电机控股（0179.HK）公司动态研究报告 买入(首次) 投资要点

分析师：林子健 S1050523090001

✉ linzj@cfsc.com.cn

联系人：张智策 S1050124020009

✉ zhangzc@cfsc.com.cn

联系人：程晨 S1050124070018

✉ chengchen@cfsc.com.cn

基本数据

当前股价（港元）	16.46
总市值（亿港元）	153.8
总股本（百万股）	934.4
流通股本（百万股）	934.4
52 周价格范围（港元）	9.6-18.88
日均成交额（百万港元）	24.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 并购驱动全球扩张，构建微型电机领导地位

公司成立于 1959 年，由汪松亮先生和汪顾亦珍女士创立，早期聚焦玩具微型电机。经过六十余年的发展，公司已成长为全球领先的微型电机制造商，业务涵盖汽车、家电、工业自动化、智能家居等多个领域。公司发展历程可划分为以下三个阶段：

奠定产业基础（1959-1981 年）。 1959 年公司成立于香港，最初以家族企业形式运营；1972 年开创交流电机业务，逐步形成核心技术能力；1976 年业务拓展至美国，开始进入汽车微型电机市场。

国际市场布局（1982-1998 年）。 1982 年公司进入中国大陆市场，在深圳沙井设立工厂；1984 年在香港交易所成功上市；1988 年进入日本市场，设立分公司，拓展亚洲业务版图；1992 年在德国设立工程中心，加强欧洲市场的技术支持和客户服务。

并购驱动业务板块进一步拓展（1999 年至今）。 公司在此期间先后收购 Electric Motor Systems、Nanomotion、Saia-Burgess、世特科国际、AML Développement、汉拿世特科等多家企业，业务范围及客户进一步拓展；此外先后建立塞尔维亚、巴西等工厂，加速全球生产与供应链布局。2019 年在德昌创业 60 周年之际，公司于江门设立旗舰工厂，应对中国快速增长需求。

■ 深耕汽车及工商用市场，汽车微电机市占率全球第二

公司专注于汽车及工商用微型电机领域，研发团队规模超 1600 人，客户覆盖 400 家汽车行业相关企业（包括保时捷、玛莎拉蒂、阿斯顿·马丁等）及 1100 家工商用企业（包括通用、西门子、戴森等）。公司每天生产超 400 万个电机及相关产品，广泛应用于汽车、楼宇自动化、家电、医疗器械等多个行业。

汽车业务涵盖四大产品线。 ①**热管理：**包括散热风扇模块、电子水泵、冷却阀、空调系统等，提高整车能效。②**线控转向&制动：**包括线控转向、线控制动、电动助力转向、ABS

等，助力智能驾驶。③**车用电机**：包括天窗电机、座椅调节电机、窗户升降器、电动尾门电机等，提升驾乘体验。④**粉末金属产品**：包括无刷直流模块、齿轮等，为整车提供关键零部件。

工商用产品聚焦智能化与电气化。公司围绕四大方向，提供多种产品与解决方案，满足多元化市场需求：①**智能家居与物联网**：家电、电动工具等领域产品。②**绿色电气化**：园林工具、电动自行车等产品。③**电子工商业**：仓储自动化、工业自动化等提升智能制造效率。④**医疗与护理**：提供医疗器械电机及精准控制系统，助力智慧医疗发展。

汽车微型电机全球市占率第二，依托中国市场加速电气化布局。自 1959 年投产微型电机以来，公司已成为该领域全球领先企业。根据 QYResearch 数据，2021 年公司在全球汽车微型电机市场市占率达 14.1%，排名第二。公司在全球布局 30+ 生产基地，覆盖主要市场，并依托中国市场的研发和供应链优势，持续推动汽车电气化及智能化发展，未来市场份额有望进一步提升。

■ 盈利能力改善，专注自动化及高增长业务拓展

业绩相对稳定，汽车产品是公司主要收入来源。2024/2025 财年上半年，公司总营收为 18.5 亿美元，同比-4.3%；营收比例按地区划分：北美（31.8%）、欧洲中亚及非洲（30.6%）、中国（23.5%）、亚太（除中国，12.4%）、南美（1.7%）。按产品类别划分，汽车产品和工商业产品的营收分别为 15.7/2.9 亿美元，同比-3/-9%。汽车产品营收下降的主要原因是下游客户汽车产量的下滑。随着公司在中国主机厂业务的进一步拓展，汽车业务有望恢复增长。工商用产品营收减少则主要受终端市场需求疲软及客户库存过剩等因素影响。随着客户库存的逐步消耗以及仓库自动化、半导体制造设备等新业务的拓展，工商用产品的业务有望得到恢复。

受益于原材料成本下降等因素，盈利能力持续提升。受益于原材料成本下降、自动化水平提升及外币对冲合约收益，公司毛利率在 2024/2025 财年上半年提升至 23.6%，同比+1.4pct；分销及行政费用率为 14.0%，同比+0.9pct，主要由于营业额下降及运输成本增加，其中工程开支占营收比率为 4.3%，同比+0.3pct。在毛利率提升和费用管控有效的推动下，2024/2025 财年上半年公司归母净利润提升至 1.3 亿美元，同比+9.5%。

■ 进军人形机器人领域，打开第二成长曲线

正式进军人形机器人领域，开发核心零部件。3 月 2 日公司发布公告称，正积极探索机器人、仓库自动化、医疗设备、仿人型机械人零件等新兴领域，利用其驱动系统技术拓展至高增长市场。公司计划开发和提供仿人型机器人零件原型，用于评估及与潜在客户、供应商展开合作。同时，公司正积

极评估战略联盟及其他合作形式，以支持未来增长。

加速人才招聘，推动核心技术研发。公司正在招聘机械设计、AI 算法工程师及业务发展经理，重点布局以下领域：①**硬件研发：**新能源汽车零部件、工业机器人、机械臂、灵巧手及减速器等运动关节的研发，包括精密零部件及传动机构设计。②**AI 算法：**设计、优化基于强化学习的机器人控制策略，提升机器人自主决策能力和环境适应性，参与感知、规划、控制等核心模块的系统架构设计。③**业务拓展：**负责人形机器人业务发展，与工程、项目、运营团队协作，制定可持续商业模式，推动盈利性增长。依托在无刷直流电机、齿轮及金属加工领域的深厚积累，公司具备较强的技术整合能力。此次进军人形机器人产业，有望打开二次成长空间，进入更高价值赛道。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 36.2、38.5、41.2 亿美元，EPS 分别为 0.25、0.27、0.29 美元，当前股价对应 PE 分别为 8.6、7.8、7.2 倍。考虑到公司具备较强的技术整合能力，进军人形机器人产业有望打开二次成长空间，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

全球汽车市场需求不及预期、工商业市场恢复不及预期、机器人市场客户拓展不及预期、原材料价格成本波动、汇率波动。

预测指标	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万美元）	3,814.2	3,623.5	3,847.2	4,116.5
增长率（%）	4.6	-5.0	6.2	7.0
归母净利润（百万美元）	229.2	229.4	254.6	274.6
增长率（%）	45.3	0.1	11.0	7.8
摊薄每股收益（美元）	0.25	0.25	0.27	0.29
ROE（%）	8.98	8.42	8.74	8.81

资料来源：iFind、华鑫证券研究

资产负债表（百万美元）

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,232.77	2,585.16	2,695.21	2,874.87
现金	749.86	1,087.05	1,154.16	1,234.95
应收票据及应收账款合计	654.16	686.94	710.07	748.73
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	119.04	118.12	119.08	130.03
存货	551.48	574.94	587.31	628.77
其他流动资产	158.23	118.10	124.59	132.39
非流动资产	1,988.70	1,971.09	1,914.90	1,862.29
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,484.97	1,336.66	1,278.10	1,226.45
无形资产	212.04	185.03	164.69	141.02
其他非流动资产	291.68	449.40	472.11	494.82
资产总计	4,221.47	4,556.25	4,610.11	4,737.16
流动负债	1,146.57	1,298.19	1,156.07	1,071.76
短期借款	308.53	399.80	198.66	44.44
应付票据及应付账款合计	384.50	405.21	433.60	466.36
其他流动负债	453.55	493.18	523.81	560.96
非流动负债	478.23	484.85	484.85	484.85
长期借款	252.28	258.90	258.90	258.90
其他非流动负债	225.96	225.96	225.96	225.96
负债合计	1,624.80	1,783.05	1,640.92	1,556.61
少数股东权益	44.66	50.40	56.77	63.64
股本	6.03	6.03	6.03	6.03
资本公积	2,545.98	2,545.98	2,545.98	2,545.98
留存收益	0.00	170.80	360.41	564.90
归属母公司股东权益	2,552.01	2,722.81	2,912.42	3,116.91
负债和股东权益	4,221.47	4,556.25	4,610.11	4,737.16

现金流量表（百万美元）

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	581.88	625.83	702.50	714.01
净利润	232.34	235.09	261.00	281.47
折旧摊销	274.88	337.61	426.19	472.61
财务费用	11.57	6.22	-0.76	-10.23
其他经营现金流	63.10	46.91	16.07	-29.83
投资活动现金流	-225.41	-321.76	-370.00	-419.12
资本支出	-217.84	-320.00	-370.00	-420.00
其他投资现金流	-7.56	-1.76	0.00	0.88
筹资活动现金流	-5.87	33.12	-265.39	-214.10
短期借款	201.65	91.27	-201.14	-154.22
长期借款	-114.87	6.62	0.00	0.00
其他筹资现金流	-92.65	-64.78	-64.25	-59.88
现金净增加额	350.61	337.19	67.10	80.79

利润表（百万美元）

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,814.21	3,623.50	3,847.18	4,116.49
营业成本	2,963.49	2,768.36	2,962.33	3,186.16
营业税金及附加	0.57	0.25	0.29	0.40
销售费用	115.99	149.30	155.05	165.92
管理费用	435.45	430.46	433.95	455.67
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	11.57	6.22	-0.76	-10.23
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.84	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	286.32	268.91	296.32	318.56
其他非经营损益	-15.17	-2.00	0.00	1.00
利润总额	271.15	266.91	296.32	319.56
所得税	38.81	31.82	35.33	38.10
净利润	232.34	235.09	261.00	281.47
少数股东损益	3.11	5.74	6.37	6.87
归属母公司净利润	229.23	229.35	254.63	274.60
EBITDA	557.59	610.74	721.75	781.94
EPS（美元）	0.25	0.25	0.27	0.29

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	4.61	-5.00	6.17	7.00
净利润(%)	44.07	1.19	11.02	7.84
获利能力				
毛利率(%)	22.30	23.60	23.00	22.60
净利率(%)	6.09	6.49	6.78	6.84
ROE(%)	8.98	8.42	8.74	8.81
ROIC(%)	8.75	7.71	8.52	8.97
偿债能力				
资产负债率(%)	38.49	39.13	35.59	32.86
净负债比率(%)	-7.28	-15.45	-23.46	-29.29
流动比率	1.95	1.99	2.33	2.68
速动比率	1.34	1.47	1.73	1.98
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.80	0.83	0.87
应收账款周转率	5.83	5.27	5.42	5.50
每股指标（美元）				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.25	0.27	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	0.67	0.75	0.76
每股净资产(最新摊薄)	2.73	2.91	3.12	3.34
估值比率				
P/E	8.63	8.63	7.77	7.21
P/B	0.78	0.73	0.68	0.63
EV/EBITDA	1.09	0.57	0.18	-0.06

资料来源：iFind、华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

4

诚信、专业、稳健、高效

■ 汽车组介绍

林子健：厦门大学硕士，自动化/世界经济专业，CPA，6 年汽车行业研究经验。曾任职于华福证券研究所，担任汽车行业分析师。2023 年加入华鑫证券研究所，担任汽车行业首席分析师。兼具买方和卖方行业研究经验，立足产业，做深入且前瞻的研究，擅长自下而上挖掘个股。深度覆盖特斯拉产业链/一体化压铸等细分领域。

张智策：武汉大学本科，哥伦比亚大学硕士，2024 年加入华鑫证券。2 年华为汽车业务工作经验，主要负责智选车型战略规划及相关竞品分析。

程晨：上海财经大学金融硕士，2024 年加入华鑫证券，研究汽车&人形机器人方向。

■ 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。

■ 免责声明

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。