

大宗涨价下盈利暂时承压，投资 行之成发力汽车电子

核心观点

25Q1 公司营收、归母、扣非分别为 1.88 亿元、0.05 亿元、0.03 亿元，同比分别+11.90%、-33.76%、-54.01%。利润下滑主要受到铜等原材料价格上涨影响。展望后续，公司商用发电机业务将受益于下游需求复苏及出口、售后业务加速拓展；电子真空泵业务随国内电动化趋势及大客户新能源转型，有望实现稳健增长；随着大亚储能电站等重点项目落地，工商业储能新业务放量在即。此外公司宣布投资江西行之成，加快汽车电子领域业务布局。

事件

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年全年营收 7.07 亿元，同比增长 9.09%；归母净利润 0.46 亿元，同比增长 131.13%；扣非净利润 0.08 亿元，同比下降 48.44%。2025 年一季度公司营收 1.88 亿元，同比增长 11.90%；归母净利润 0.05 亿元，同比下降 33.76%；扣非净利润 0.03 亿元，同比下降 54.01%。

简评

24 年主业经营稳健&储能加速落地，大宗涨价下盈利暂时承压。 24 年全年公司营收、归母、扣非分别为 7.07 亿元、0.46 亿元、0.08 亿元，同比分别+9.09%、+131.13%、-48.44%。**收入端看**，商用车发电机和电子真空泵销量上升是营收增加的主要因素。分业务看，1)商用发电机业务：2024 年营收 5.43 亿元，同比+8.34%。一方面，公司与众多主机厂前期开发的项目陆续上量，总体配套份额稳中有升；另一方面，公司大力拓展发电机售后市场，在国内国际双轮驱动支撑下，售后市场业务持续高增，相关产品年销售约 20 万台，同比+44.69%。2)电子真空泵业务：2024 年营收 1.28 亿元，同比+18.74%，主要受益于下游配套车型增加，新客户开始上量。3)储能业务：2024 年营收 0.27 亿元，同比-10%。目前多个项目已落地在建且开始陆续并网，后续业绩释放可期。**盈利端看**，2024 年归母净利同比+131%，主因 2024 年公司取得仁西小学南侧地块土地房屋征迁补偿收入，并完成森阳科技股权回购交易事项，提高投资收益。扣非净利润同比-48%，主因铜铝等大宗涨价，推升公司发电机产品中的漆包线等原材料价格。**分季度看**，25Q1 公司营收、归母、扣非分别为 1.88 亿元、0.05 亿元、0.03 亿元，同比分别+11.90%、-33.76%、-54.01%。利润端仍受到铜等原材料价格上涨影响。

德宏股份 (603701.SH)

首次评级

增持

陶亦然

taoyiran@csc.com.cn

010-56135200

SAC 编号:S1440518060002

程似骐

chengsiqizgs@csc.com.cn

021-68821600

SAC 编号:S1440520070001

SFC 编号:BQR089

李粤皖

liyuewan@csc.com.cn

010-56135233

SAC 编号:S1440524070017

发布日期：2025 年 05 月 16 日

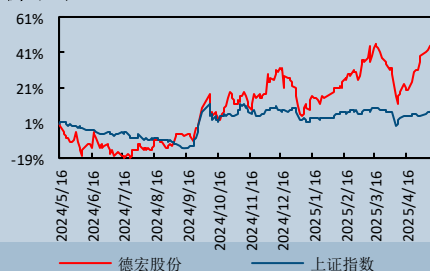
当前股价：17.25 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
16.71/13.09	15.46/14.44	56.96/49.49
12 月最高/最低价 (元)		17.49/9.72
总股本 (万股)		26,136.19
流通 A 股 (万股)		26,136.19
总市值 (亿元)		45.08
流通市值 (亿元)		45.08
近 3 月日均成交量 (万)		318.14
主要股东		
宁波市镇海投资有限公司		30.14%

股价表现



原材料价格上涨拖累毛利，费用控制保持稳健。24 年公司毛利率、净利率分别为 13.79%、8.01%，同比分别 -2.57pct、+3.67pct。分业务看，发电机、真空泵、储能毛利率分别为 9.16%、34.11%、-1.44%，同比分别 -3.22pct、-0.3pct、-3.69pct，发电机受上述原材料涨价影响较多，并拖累综合毛利率；真空泵毛利稳定；储能项目放量后毛利有望回升。24 年公司期间/销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.27%、1.76%、6.00%、2.60%、-0.08%，同比分别 -1.09pct、+0.11pct、-0.87pct、-0.43pct、+0.10pct。**分季度看**，25Q1 毛利率、净利率分别为 15.63%、3.75%，同比分别 -2.27pct、-1.35pct，环比分别 +4.96pct、-12.86pct。Q1 期间/销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.97%、1.55%、5.34%、1.99%、0.09%，同比分别 -2.47pct、-0.47pct、-1.47pct、-0.91pct、+0.38pct，环比 +4.79pct、+3.64pct、+0.86pct、+0.25pct、+0.05pct。

发电机、真空泵业务经营稳健，工商业储能打开业绩增长新空间。目前公司业务主要分为商用车发电机、电子真空泵、储能业务三大板块。**1) 商用发电机业务：**公司发电机产品以车用场景为主，用于在发动机工作时向车载用电设备包括汽车电子控制装置、照明及信号装置以及其他辅助电器等提供电能，同时向蓄电池充电；主要定位于中高端市场，拥有 8 大系列逾 300 个主要型号。在中国商用车配套发电机领域，公司市占率连续多年保持领先，后续销售亦有望随着商用车行业温和复苏而稳步向上，出口、售后市场的开拓进一步提升自身抗风险能力。**2) 电子真空泵业务：**公司电子真空泵产品目前主要配套于新能源汽车，为汽车刹车提供真空助力；拥有 P28、P30、P50 全系列产品生产能力，盈利能力优于其他主业。考虑到目前国内汽车电动化仍在加速推进，且大客户五菱新能源转型顺利，公司真空泵业务有望保持稳健增长。**3) 储能业务：**储能业务是德宏确立的战略发展新方向，现有收入主要来自便携式储能产品，在此基础上，公司大力推进工商业储能端的能源管理业务，近年来旗滨储能电站、大亚储能电站等重点项目已相继落地，有望持续贡献业绩增量。

公司投资江西行之成，积极布局汽车电子领域。为打造利润新增长点，公司于 2024 年 12 月与江西省行之成汽车电子有限公司签署投资协议，持股比例至 3.85%。行之成深耕汽车电子领域多年，主营产品涵盖智能座舱域控制器及显示器、智能 IVI、电子液晶仪表、摩托车液晶仪表、CMS 电子后视镜等，与国内外汽车制造商、零部件供应商建立了紧密的合作关系。此次投资合作有利于德宏加快在汽车电子领域的布局和发展，为日后公司整体转型升级奠定了基础。

投资建议

公司长期深耕于商用发电机业务领域，市占率国内领先；电子真空泵受益于国内电动化趋势及大客户新能源转型而稳健增长；大亚储能电站等重点项目落地后工商业储能新业务放量在即；通过投资江西行之成发力汽车电子。我们看好公司积极转型储能、汽车电子等新业务方向，预计公司 2025-2026 年归母净利润 0.3 亿元、0.4 亿元，对应当前股价 PE 为 134X、110X。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	648.10	707.03	820.03	935.71	1,054.39
YoY(%)	31.77	9.09	15.98	14.11	12.68
净利润(百万元)	19.96	46.13	33.72	40.98	47.23
YoY(%)	80.20	131.13	-26.91	21.54	15.26
毛利率(%)	18.50	13.79	15.81	16.15	16.42
净利率(%)	3.08	6.52	4.11	4.38	4.48
ROE(%)	2.62	5.75	4.03	4.67	5.11
EPS(摊薄/元)	0.08	0.18	0.13	0.16	0.18
P/E(倍)	225.89	97.73	133.72	110.02	95.45
P/B(倍)	5.91	5.62	5.40	5.14	4.88

资料来源：iFinD，中信建投证券

公司收入成本拆分及预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计(百万元)	648.10	707.03	820.03	935.71	1,054.39
YoY (%)	31.77	9.09	15.98	14.11	12.68
营业成本合计(百万元)	19.96	46.13	33.72	40.98	47.23
毛利率 (%)	18.50	13.79	15.81	16.15	16.42
车用发电机业务					
销售收入(百万元)	501.11	542.87	586.30	615.62	646.40
成本(百万元)	425.40	493.14	527.67	554.06	581.76
销售收入增长率 (%)	25.60%	8.34%	8.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	15.11%	9.16%	10.00%	10.00%	10.00%
电子真空泵及配件业务					
销售收入(百万元)	107.83	128.04	153.64	169.01	185.91
成本(百万元)	70.43	84.36	101.40	112.39	124.56
销售收入增长率 (%)	27.81%	18.74%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	34.68%	34.11%	34.00%	33.50%	33.00%
储能及配套产品业务					
销售收入(百万元)	30.33	27.31	71.00	142.00	213.00
成本(百万元)	29.64	27.70	56.80	113.60	170.40
销售收入增长率 (%)	-	-9.96%	160.00%	100.00%	50.00%
毛利率 (%)	2.25%	-1.44%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务					
销售收入(百万元)	8.84	8.82	9.08	9.08	9.08
成本(百万元)	2.70	4.36	4.54	4.54	4.54
销售收入增长率 (%)	3.93%	-0.32%	3.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	69.45%	50.55%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: iFinD, 中信建投证券

敏感性分析

2025 主要业务增长率 (%)	悲观假设	中性假设	乐观假设
车用发电机业务增长率 (%)	0.00%	8.00%	15.00%
电子真空泵及配件业务增长率 (%)	10.00%	20.00%	30.00%
储能及配套产品业务增长率 (%)	50.00%	160.00%	300.00%
其他业务增长率 (%)	0.00%	3.00%	10.00%
预计营业收入 (亿元)	7.33	8.20	9.10
预计营业收入增长率 (%)	3.74%	15.98%	28.66%
预计归母净利润 (亿元)	0.30	0.34	0.38
预计归母净利润增长率 (%)	-35.52%	-26.91%	-16.85%
2026 主要业务增长率 (%)	悲观假设	中性假设	乐观假设
车用发电机业务增长率 (%)	0.00%	5.00%	12.00%
电子真空泵及配件业务增长率 (%)	5.00%	10.00%	15.00%
储能及配套产品业务增长率 (%)	30.00%	100.00%	150.00%
其他业务增长率 (%)	0.00%	0.00%	5.00%
预计营业收入 (亿元)	7.53	9.36	11.74
预计营业收入增长率 (%)	2.64%	14.11%	29.04%
预计归母净利润 (亿元)	0.32	0.41	0.53
预计归母净利润增长率 (%)	7.12%	21.54%	38.46%
2027 主要业务增长率 (%)	悲观假设	中性假设	乐观假设
车用发电机业务增长率 (%)	0.00%	5.00%	10.00%
电子真空泵及配件业务增长率 (%)	0.00%	10.00%	20.00%
储能及配套产品业务增长率 (%)	10.00%	50.00%	100.00%
其他业务增长率 (%)	0.00%	0.00%	5.00%
预计营业收入 (亿元)	7.58	10.54	15.56
预计营业收入增长率 (%)	0.71%	12.68%	32.52%
预计归母净利润 (亿元)	0.31	0.47	0.76
预计归母净利润增长率 (%)	-2.68%	15.26%	43.50%

风险分析

- 1、**行业景气不及预期。**2025 年国内经济复苏企稳回升但具体节奏有待观察，汽车行业需求或随之波动；推动汽车等消费品以旧换新政策全面落地仍需时日，影响行业需求复苏进程。
- 2、**行业竞争格局恶化。**国内外零部件供应商竞相布局，随着技术进步、新产能投放等供给要素变化，未来行业竞争或将加剧，公司市场份额及盈利能力或将有所波动。
- 3、**客户拓展及新项目量产进度不及预期。**公司加速新客户拓展，考虑到车企新车型项目研发节奏波动，特定时间段内或存在项目定点周期波动；此外真空泵等业务可能因下游大客户销量下滑，销售增长不及预期。

分析师介绍

陶亦然

汽车行业联席首席分析师。曾任银河证券汽车分析师，2018 年加入中信建投汽车团队，2018/19 年万得金牌分析师团队核心成员，2019/20 年新浪财经新锐分析师团队核心成员，2020 年金牛最佳行业分析团队核心成员，2021/22 年新财富、水晶球最佳分析师团队核心成员。

程似骐

汽车行业首席分析师，上海交通大学车辆工程硕士，师从发动机所所长，曾任职于东吴证券、国盛证券，四年证券行业研究经验。2017 年新财富第二团队核心成员，2020 年新浪财经新锐分析师第一名，2020 年金牛最佳汽车行业分析师团队第五名。深度覆盖新能源整车，智能化零部件，把握智能化电动化浪潮，对智能驾驶全产业链最前沿研究，深度跟踪从产业链最上游车载芯片到下游最前沿的 L4 的商业模式前沿演变。2021 年新财富最佳分析师汽车行业第四名。

李粤皖

中国人民大学经济学硕士，负责商用车、传统零部件领域研究

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk