

德昌股份（605555.SH）

2025 年 09 月 01 日

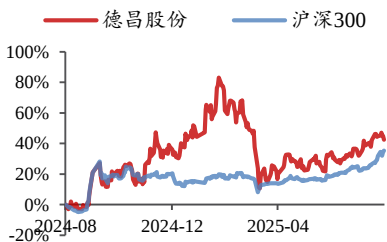
2025Q2 业绩阶段性受关税扰动，海外产能爬坡下看好短期业绩修复及长期代工份额提升

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2025/8/29
当前股价(元)	17.59
一年最高最低(元)	30.60/14.77
总市值(亿元)	85.15
流通市值(亿元)	85.15
总股本(亿股)	4.84
流通股本(亿股)	4.84
近 3 个月换手率(%)	95.58

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2025Q1 营收维持较高增长，发布增发预案加速东南亚产能以及电机产能扩张 ——公司信息更新报告》
-2025.4.29

《2024Q3 营收延续高增，HOT/SharkNinja 代工业务新项目持续放量 ——公司信息更新报告》
-2024.10.29

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

林文隆（分析师）

linwenlong@kysec.cn

证书编号：S0790524070004

● 2025Q2 业绩阶段承压，海外产能充足看好业绩修复，维持“买入”评级

2025Q1/2025Q2 公司营收分别为 13.2/10.67 亿元（同比分别+21.3%/+2.8%），归母净利润分别为 0.81/0.30 亿元（同比分别-5.0%/-75.6%），扣非归母净利润分别为 0.72/0.0 亿元（同比分别-11.6%/-100%），单季度收入和利润受到关税政策扰动，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 3.57/4.54/5.51 亿元（原值为 5.03/6.34/7.80 亿元），对应 EPS 为 0.96/1.22/1.48 元，当前股价对应 PE 为 18.3/14.4/11.9 倍，**短期维度**，随着海外产能快速爬坡，家电代工业务有望逐季度修复。**长期维度**，公司海外产能转移速度快于同行，继续看好围绕优质大客户持续拓品类从而带动家电业务增长；汽车电机持续放量下利润贡献有望扩大，同时关注机器人业务进展，维持“买入”评级。

● 2025Q2 家电代工业务受关税影响阶段承压，汽车零部件业务延续较强势头

2025H1 家电代工/汽车零部件营收分别为 17.4/2.8 亿元，同比分别+6.0%/+90%，单季度汽车零部件延续高速增长态势，而家电代工业务阶段受关税影响。**具体分产品看**家电代工业务，2025H1 吸尘器/小家电分别实现营收 9.3/8.11 亿元，同比分别-3.6%/+19.8%。**分客户看**，预计 2025Q2 TTI 和 HOT 客户订单受关税影响承压（高关税下订单暂停或延迟），SharkNinja 产能转移较早因此预计仍保持增长态势。**展望后续**，公司海外产能转移速度快于同行，越南产能快速爬坡，泰国基地投产后有望覆盖对美收入且拓展增长边界，长期外销或围绕优质大客户持续拓品类。同时汽车电机伴随定点项目放量，看好收入维持高增以及利润贡献弹性。

● 2025Q2 毛利率受结构扰动有所下滑，收入增速放缓致费用摊薄效应减弱

2025Q1/2025Q2 毛利率分别 15.8%/12.3%（同比分别-1.6/-5.6pct），单季度毛利率下滑幅度扩大主系高毛利产品受关税影响占比下降、在建工程转固摊销增加等多重影响。**费用端**，2025Q1/2025Q2 期间费用率分别为 7.7%/8.6%，同比分别+1.2/+3.8pct，其中 2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.2/+1.2/+0.4/+2.0pct，管理/研发费用率提升主要系成本刚性下收入放缓致摊薄减少，财务费用率增加主要系利息收入及汇兑收益较同期减少所致。综合影响下 2025Q1/2025Q2 归母净利率分别为 8.1%/2.8%（同比分别-2.2/-9.0pct），扣非归母净利率分别 7.2%/0.0%（同比分别-2.7/-11.0pct）。

● **风险提示**：海外需求快速回落；原材料成本上行；新业务拓展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,775	4,095	4,630	5,745	6,913
YOY(%)	43.2	47.6	13.1	24.1	20.3
归母净利润(百万元)	322	411	357	454	551
YOY(%)	7.9	27.5	-13.1	27.1	21.4
毛利率(%)	19.1	17.4	16.3	16.8	17.0
净利率(%)	11.6	10.0	7.7	7.9	8.0
ROE(%)	11.8	13.7	10.6	12.2	13.3
EPS(摊薄/元)	0.87	1.10	0.96	1.22	1.48
P/E(倍)	20.3	15.9	18.3	14.4	11.9
P/B(倍)	2.4	2.2	1.9	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2984	3403	3589	4784	5190	营业收入	2775	4095	4630	5745	6913
现金	1134	1255	1516	1761	2119	营业成本	2245	3384	3874	4780	5741
应收票据及应收账款	910	1272	1266	1838	1924	营业税金及附加	14	15	23	25	32
其他应收款	38	54	50	79	76	营业费用	11	17	23	23	28
预付账款	21	31	27	45	42	管理费用	122	173	194	236	277
存货	376	575	514	830	784	研发费用	101	138	162	190	221
其他流动资产	505	216	216	232	245	财务费用	-83	-80	-50	-30	-30
非流动资产	1289	1809	1854	2035	2237	资产减值损失	-3	-11	-12	-15	-18
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	9	12	11	11	7
固定资产	806	1098	1123	1259	1412	公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
无形资产	139	304	348	397	447	投资净收益	1	12	12	10	8
其他非流动资产	345	407	383	379	378	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	4273	5212	5443	6819	7427	营业利润	364	456	403	518	625
流动负债	1430	2119	1991	3022	3190	营业外收入	1	2	1	2	1
短期借款	0	150	75	242	369	营业外支出	2	5	3	4	4
应付票据及应付账款	1111	1488	1516	2172	2268	利润总额	363	453	401	516	622
其他流动负债	320	480	400	608	553	所得税	41	42	44	62	72
非流动负债	111	84	86	88	89	净利润	322	411	357	454	551
长期借款	0	0	2	4	5	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	111	84	84	84	84	归属母公司净利润	322	411	357	454	551
负债合计	1541	2203	2077	3111	3280	EBITDA	414	544	505	635	771
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.87	1.10	0.96	1.22	1.48
股本	372	372	372	372	372	主要财务比率					
资本公积	1298	1298	1298	1298	1298	成长能力					
留存收益	1045	1326	1538	1808	2136	营业收入(%)	43.2	47.6	13.1	24.1	20.3
归属母公司股东权益	2732	3010	3367	3709	4148	营业利润(%)	11.0	25.2	-11.6	28.5	20.5
负债和股东权益	4273	5212	5443	6819	7427	归属于母公司净利润(%)	7.9	27.5	-13.1	27.1	21.4
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	469	255	471	486	692	毛利率(%)	19.1	17.4	16.3	16.8	17.0
净利润	322	411	357	454	551	净利率(%)	11.6	10.0	7.7	7.9	8.0
折旧摊销	86	119	138	159	188	ROE(%)	11.8	13.7	10.6	12.2	13.3
财务费用	-83	-80	-50	-30	-30	ROIC(%)	23.8	23.0	19.4	21.5	23.9
投资损失	-1	-12	-12	-10	-8	偿债能力					
营运资金变动	65	-254	47	-76	10	资产负债率(%)	36.1	42.3	38.2	45.6	44.2
其他经营现金流	81	72	-10	-11	-18	净负债比率(%)	-40.3	-35.6	-42.2	-40.3	-41.6
投资活动现金流	-638	-188	-171	-330	-381	流动比率	2.1	1.6	1.8	1.6	1.6
资本支出	337	509	183	340	390	速动比率	1.7	1.3	1.5	1.3	1.3
长期投资	-297	320	0	0	0	营运能力					
其他投资现金流	-5	1	12	10	9	总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0
筹资活动现金流	-507	-5	-39	-41	-99	应收账款周转率	3.6	3.8	3.7	3.7	3.7
短期借款	-350	150	-75	167	127	应付账款周转率	4.3	4.2	4.3	4.3	4.3
长期借款	0	0	2	3	1	每股指标(元)					
普通股增加	106	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.87	1.10	0.96	1.22	1.48
资本公积增加	-106	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	0.69	1.26	1.31	1.86
其他筹资现金流	-157	-155	34	-210	-227	每股净资产(最新摊薄)	7.34	8.08	9.04	9.96	11.14
现金净增加额	-653	94	261	116	212	估值比率					
						P/E	20.3	15.9	18.3	14.4	11.9
						P/B	2.4	2.2	1.9	1.8	1.6
						EV/EBITDA	12.4	9.8	9.9	7.7	6.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn