

机器人与液冷泵业务开启新成长曲线

——德昌电机控股 25/26 财年中期业绩点评

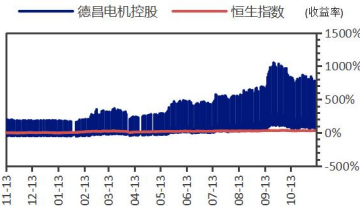
汽车

报告原因:

增持 (下调)

市场数据:	2025 年 11 月 12 日
收盘价 (港元)	33.48
一年内最高/最低 (港元)	44.50/10.00
总股本 (亿股)	93,441
总市值 (亿港元)	313

一年内股价与恒生指数对比走势:



资料来源: 聚源数据

相关研究
《汽车微电机单车价值提升, 机器人与 AIDC 液冷泵开辟新成长曲线——德昌电机控股 (0179.HK)首次覆盖报告》2025-11-06

证券分析师

王凯
S0820524120002
021-32229888-25522
wangkai526@ajzq.com

投资要点:

- 公司发布截至 2025 年 9 月 30 日止六个月中期业绩公告, 整体符合预期。公司 2025 财年上半年实现收入 18.33 亿美元 (YoY -1% / 剔除汇率影响 -2%)。毛利率为 24.0% (YoY+0.4pct), 调整后 EBITA 为 1.59 亿美元 (YoY -10%), 调整后净利润 1.23 亿美元 (YoY -8%), 股东应占净利润 1.33 亿美元 (YoY +3%)。
- 公司在中国本土新能源汽车品牌中新增项目, 我们认为相关订单有望下半年逐步量产, 带动 APG 业务收入改善。1) APG (汽车产品组别) 收入同比下降 3%, 其中亚太-6%、欧洲中东及非洲-1%、美洲-1%, 主要受中外合资 OEM 市占下滑及成熟项目价格调整影响; 海外市场需求偏弱、贸易政策不确定亦使部分 OEM 推迟新项目导入。细分应用中, 散热管理、转向及闭合系统下降, 制动系统增长部分抵消影响。2) IPG (工商用产品组别) 收入总体持平, 其中亚太-5%、欧洲中东及非洲+7%、美洲-3%, 相关需求在后疫情阶段趋稳, 公司在仓储自动化、医疗设备、半导体制造及液冷系统等细分领域持续拓展。
- 我们持续看好公司人形机器人与液冷泵业务成为未来新增长点。公司于 2025 年 7 月与上海机电股份成立两家合资企业, 正式进入人形机器人产业链, 聚焦关节与模块的核心研发和销售。同时, 公司在科技泵与流体控制领域深耕多年, 正积极布局 AI 数据中心液冷系统。随着算力密度提升带动散热效率需求上升, 液冷方案加速渗透, 公司液冷泵业务有望受益。当前已形成覆盖 18W-1800W 的 DCP 系列产品矩阵, 采用冷板直冷与紧凑化设计, 兼容单 CPU 及多机架应用, 具备高压性能与模块化扩展能力。
- 投资建议: 公司中期业绩保持稳健, 我们维持对机器人与液冷泵业务的中长期成长性乐观判断, APG业务有望在下半年随中国新能源车项目逐步落地呈现改善趋势。我们维持盈利预测, 预计公司2026E-2028E营业收入38.16/41.00/46.34亿美元 (YoY+4.6%/+7.5%/+13.0%), 归母净利润2.71/2.97/3.39亿美元 (YoY+3.1%/+9.5%/+14.0%), 对应PE 14.9/13.6/11.9 倍。考虑当前公司海外需求偏弱、政策一定程度扰动, 新兴业务有待中长期贡献增量, 板块估值调整后或将出现更具性价比的配置窗口, 我们调整为“增持”评级。
- 风险提示: 人形机器人产业化节奏延后; AI 数据中心液冷泵市场竞争加剧或公司渗透率不及预期; 新能源汽车销售不及预期导致主业增长放缓; 原材料及人工成本波动影响盈利能力。

财务数据及盈利预测

报告期	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万美元)	3,814.21	3,647.61	3,815.64	4,099.96	4,633.53
同比增长率 (%)	4.61	-4.37	4.61	7.45	13.01
净利润 (百万美元)	229.23	262.80	270.87	296.59	338.04
同比增长率 (%)	45.26	14.65	3.07	9.50	13.98
毛利率 (%)	22.30	23.12	23.37	23.61	23.86
净利率 (%)	6.09	7.27	7.14	7.27	7.33
ROE (%)	8.98	9.86	9.52	9.77	10.43
EPS (美元/股)	0.25	0.28	0.29	0.32	0.36
P/E (倍)	17.56	15.32	14.86	13.57	11.91

资料来源: iFinD, 爱建证券研究所

财务预测摘要：

资产负债表						百万美元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E						
流动资产	2,232.77	2,232.20	2,668.18	3,177.91	3,759.73						
现金	749.86	790.63	1,160.67	1,562.04	1,939.31						
应收款项合计	654.16	704.06	708.63	761.43	860.52						
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
预付账款	119.04	112.84	115.99	124.63	140.85						
存货	551.48	531.82	562.15	602.11	678.28						
其他流动资产	158.23	92.86	120.75	127.70	140.76						
非流动资产	1,988.70	1,832.08	1,568.92	1,308.16	1,049.16						
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
固定资产	1,418.47	1,368.59	1,147.33	926.08	704.82						
无形资产	278.54	237.83	198.20	158.83	119.83						
其他非流动资产	291.68	225.66	223.39	223.25	224.50						
资产总计	4,221.47	4,064.28	4,237.10	4,486.08	4,808.88						
流动负债	1,146.57	855.01	851.45	913.35	1,030.51						
短期借款	308.53	57.56	0.00	0.00	0.00						
应付款项合计	384.50	373.65	387.31	414.84	467.33						
其他流动负债	453.55	423.80	464.14	498.51	563.19						
非流动负债	478.23	501.38	497.38	493.47	489.64						
长期借款	252.28	301.77	301.77	301.77	301.77						
其他非流动负债	225.96	199.60	195.61	191.70	187.87						
负债合计	1,624.80	1,356.39	1,348.84	1,406.82	1,520.15						
少数股东权益	44.66	41.86	43.45	44.90	46.26						
股本	6.03	6.03	1,006.03	2,006.03	3,006.03						
资本公积	2,545.98	2,660.01	1,660.01	661.01	-336.99						
留存收益	0.00	0.00	178.77	367.32	573.43						
归母股东权益	2,552.01	2,666.04	2,844.81	3,034.36	3,242.47						
负债和权益总计	4,221.47	4,064.28	4,237.10	4,486.08	4,808.88						

利润表						百万美元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E						
营业收入	581.88	448.09	521.55	509.60	508.94						
营业成本	232.34	265.15	272.46	298.03	339.41						
营业税金及附加	274.88	262.73	263.16	263.76	265.01						
销售费用	11.57	1.04	12.47	9.87	8.51						
管理费用	63.10	-80.84	-26.54	-62.07	-103.99						
研发费用	-225.41	-94.26	10.61	9.69	8.77						
财务费用	217.84	223.60	3.99	6.91	9.83						
资产减值损失	-443.25	-317.86	6.62	2.78	-1.06						
信用减值损失	-5.87	-305.02	-162.13	-117.91	-140.44						
其他经营收益	201.65	-250.97	-57.56	0.00	0.00						
公允价值变动	-114.87	49.50	0.00	0.00	0.00						
投资净收益	-92.65	-103.55	-104.57	-117.91	-140.44						
营业利润	350.61	48.81	370.03	401.38	377.26						
其他非经损益											
利润总额	581.88	448.09	521.55	509.60	508.94						
所得税	232.34	265.15	272.46	298.03	339.41						
净利润	274.88	262.73	263.16	263.76	265.01						
少数股东损益	11.57	1.04	12.47	9.87	8.51						
归母净利润	63.10	-80.84	-26.54	-62.07	-103.99						
EBITDA	-225.41	-94.26	10.61	9.69	8.77						

资料来源：公司公告，iFinD，爱建证券研究所

现金流量表						百万美元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E						
经营活动现金流	3,814.21	3,647.61	3,815.64	4,099.96	4,633.53						
净利润	2,963.49	2,804.27	2,924.10	3,131.93	3,528.15						
折旧摊销	0.57	0.00	0.19	0.21	0.24						
财务费用	115.99	126.49	122.75	122.36	128.28						
其他经营现金流	435.45	440.17	461.69	513.10	599.75						
投资活动现金流	11.57	1.04	12.47	9.87	8.51						
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他投资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
筹资活动现金流	-0.84	-0.07	0.00	1.00	2.00						
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期借款	-0.84	-0.07	0.00	1.00	2.00						
其他筹资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
现金净增加额	286.32	275.56	294.44	323.50	370.60						

财务比率											
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E						
成长能力指标											
营业收入增速	4.61	-4.37	4.61	7.45	13.01						
归母净利润增速	44.07	14.12	2.76	9.39	13.88						
盈利能力指标											
毛利率 (%)	22.30	23.12	23.37	23.61	23.86						
净利率 (%)	6.09	7.27	7.14	7.27	7.33						
ROE (%)	8.98	9.86	9.52	9.77	10.43						
ROIC (%)	8.89	8.77	10.28	12.22	15.01						
偿债能力											
资产负债率 (%)	38.49	33.37	31.83	31.36	31.61						
净负债比率 (%)	-7.28	-15.93	-29.74	-40.93	-49.79						
流动比率	1.95	2.61	3.13	3.48	3.65						
速动比率	1.34	1.91	2.36	2.71	2.88						
营运能力											
总资产周转率	0.90	0.90	0.90	0.91	0.96						
应收账款周转率	5.83	5.18	5.38	5.38	5.38						
每股指标 (摊薄)											
每股收益	0.25	0.28	0.29	0.32	0.36						
每股经营性现金流	0.62	0.48	0.56	0.55	0.54						
每股净资产	2.73	2.85	3.04	3.25	3.47						
估值比率											
P/E	17.56	15.32	14.86	13.57	11.91						
P/B	1.58	1.51	1.41	1.33	1.24						
EV/EBITDA	0.45	-0.05	6.60	12.72	17.85						



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建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、意见等均仅供签约客户参考，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，爱建证券及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、评估及预测后续可随时间更改。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，爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。