

德昌股份(605555)

报告日期: 2025 年 12 月 08 日

汽车 EPS 电机内资企业龙头，机器人关节电机业务打开成长空间

——德昌股份更新报告

投资要点

□ 一句话逻辑

汽车 EPS 电机内资企业龙头，公司将高端电机的技术壁垒延伸至机器人领域做关节电机等业务，未来有望获得国内外头部机器人本体订单，机器人业务预期目前尚未充分体现。

□ 超预期逻辑

市场认为

市场给公司定位还是传统家电公司，认为公司成长天花板有限。

我们认为

(1) 公司本身业务重心已经发生重大变化，家电业务是公司现金牛业务，公司最近五年新拓的汽车 EPS 电机业务已经进入放量期，成为公司第二增长曲线业务，市场对汽车 EPS 电机领域认知有预期差，相比普通电机，技术壁垒更高，之前全球市场主要是外资日本电产（尼得科）、博世等全球龙头企业占据主导地位，公司产品力强，兼具客户响应高效，综合成本优势等核心竞争力，目前已经成为内资企业龙头；

(2) 机器人关节电机赛道的难度高于市场预期，市场对公司进军机器人关节电机业务领域几无预期，公司做关节电机的能力明显被低估。

□ 检验与催化剂

检验指标：汽车 EPS 电机营收占比与盈利能力以及客户拓展情况；机器人客户获取与订单情况；

催化剂：汽车 EPS 电机营收占比提升与盈利能力维持较高水平、客户取得持续突破；机器人业务取得客户突破与新增订单。

□ 研究价值

公司近几年已经从家电业务为主的公司逐步开拓有更高技术壁垒、更强盈利能力的汽车 EPS 电机第二增长曲线业务，目前在内资中处于领先地位，已经进入放量期；公司 25 年将高端电机的技术壁垒延伸至机器人领域做关节电机等业务，未来有望取得客户端突破。

□ 盈利预测与估值

考虑到公司是十大吸尘器出口企业以及汽车 EPS 电机内资企业龙头，机器人关节电机业务有望打开成长空间，我们预计德昌股份 2025-2027 年的营业收入为 46.9、53.9、63.2 亿元，同比 14.6%、14.8%、17.3%；归母净利润分别为 2.0、4.0 亿、5.7 亿元，同比-50.3%、97.8%、42.2%。基于 2025 年 12 月 5 日收盘价计算 PE 为 41.5、21.0、14.7 倍，上调“买入”评级。

□ 风险提示

汽车 EPS 电机行业渗透率提升不及预期；机器人业务进展不及预期。

投资评级：买入(上调)

分析师：钟凯锋

执业证书号：S1230524050002
zhongkaifeng@stocke.com.cn

分析师：吴婷婷

执业证书号：S1230525110004
wutingting03@stocke.com.cn

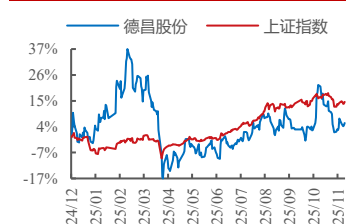
分析师：张云添

执业证书号：S1230524020006
zhangyuntian@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|----------|
| 收盘价 | ¥17.48 |
| 总市值(百万元) | 8,461.53 |
| 总股本(百万股) | 484.07 |

股票走势图



相关报告

- 《家电业务收入超预期，汽车零部件盈利能力上行》 2025.04.23
- 《踏浪前行，家电、汽车零部件驱动高成长》 2025.03.06

财务摘要

| (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 4094.93 | 4692.92 | 5388.81 | 6320.65 |
| (+/-) (%) | 47.56% | 14.60% | 14.83% | 17.29% |
| 归母净利润 | 410.83 | 206.62 | 408.66 | 577.02 |
| (+/-) (%) | 19.21% | -49.71% | 97.79% | 41.20% |
| 每股收益(元) (摊薄) | 0.85 | 0.43 | 0.84 | 1.19 |
| P/E | 20.60 | 40.95 | 20.71 | 14.66 |

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 3,403 | 3,975 | 4,203 | 4,826 |
| 现金 | 1,255 | 1,384 | 1,287 | 1,573 |
| 交易性金融资产 | 131 | 197 | 216 | 181 |
| 应收账款 | 1,272 | 1,514 | 1,693 | 1,954 |
| 其它应收款 | 54 | 60 | 71 | 83 |
| 预付账款 | 31 | 47 | 45 | 53 |
| 存货 | 575 | 666 | 765 | 875 |
| 其他 | 86 | 107 | 126 | 106 |
| 非流动资产 | 1,809 | 2,039 | 2,394 | 2,703 |
| 金融资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,098 | 1,318 | 1,588 | 1,798 |
| 无形资产 | 304 | 364 | 435 | 533 |
| 在建工程 | 98 | 98 | 98 | 99 |
| 其他 | 309 | 259 | 272 | 272 |
| 资产总计 | 5,212 | 6,014 | 6,597 | 7,528 |
| 流动负债 | 2,119 | 2,596 | 2,766 | 3,125 |
| 短期借款 | 150 | 343 | 106 | 141 |
| 应付款项 | 1,488 | 1,800 | 2,101 | 2,344 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 480 | 454 | 559 | 640 |
| 非流动负债 | 84 | 90 | 95 | 90 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 84 | 90 | 95 | 90 |
| 负债合计 | 2,203 | 2,686 | 2,861 | 3,215 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权 | 3,010 | 3,328 | 3,737 | 4,314 |
| 负债和股东权益 | 5,212 | 6,014 | 6,597 | 7,528 |

现金流量表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 173 | 273 | 9 | 190 |
| 净利润 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 折旧摊销 | 255 | 248 | 523 | 563 |
| 财务费用 | 411 | 207 | 409 | 577 |
| 投资损失 | 119 | 102 | 123 | 144 |
| 营运资金变动 | (80) | (26) | (88) | (94) |
| 其它 | (12) | (1) | (11) | (11) |
| 投资活动现金流 | 252 | (17) | 175 | 39 |
| 资本支出 | (435) | (16) | (84) | (91) |
| 长期投资 | (188) | (447) | (473) | (406) |
| 其他 | (296) | (297) | (369) | (329) |
| 筹资活动现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 108 | (150) | (104) | (77) |
| 长期借款 | (5) | 328 | (147) | 129 |
| 其他 | 150 | 193 | (237) | 35 |
| 现金净增加额 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | (155) | 135 | 90 | 94 |
| | 62 | 129 | (97) | 286 |

利润表

| (百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4,095 | 4,693 | 5,389 | 6,321 |
| 营业成本 | 3,384 | 4,023 | 4,561 | 5,217 |
| 营业税金及附加 | 15 | 17 | 19 | 23 |
| 营业费用 | 17 | 28 | 23 | 27 |
| 管理费用 | 173 | 214 | 236 | 277 |
| 研发费用 | 138 | 188 | 194 | 228 |
| 财务费用 | (80) | (26) | (88) | (94) |
| 资产减值损失 | 17 | 19 | 22 | 26 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 12 | 1 | 11 | 11 |
| 其他经营收益 | 12 | 9 | 10 | 10 |
| 营业利润 | 456 | 240 | 442 | 639 |
| 营业外收支 | (3) | (3) | (3) | (3) |
| 利润总额 | 453 | 237 | 439 | 636 |
| 所得税 | 42 | 31 | 31 | 59 |
| 净利润 | 411 | 207 | 409 | 577 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 411 | 207 | 409 | 577 |
| EBITDA | 561 | 333 | 554 | 765 |
| EPS (最新摊薄) | 0.85 | 0.43 | 0.84 | 1.19 |

主要财务比率

| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 47.56% | 14.60% | 14.83% | 17.29% |
| 营业利润 | 17.96% | -47.35% | 84.14% | 44.48% |
| 归属母公司净利润 | 19.21% | -49.71% | 97.79% | 41.20% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 17.36% | 14.28% | 15.37% | 17.46% |
| 净利率 | 10.03% | 4.40% | 7.58% | 9.13% |
| ROE | 14.31% | 6.52% | 11.57% | 14.34% |
| ROIC | 12.41% | 5.37% | 10.25% | 12.47% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 42.26% | 44.66% | 43.36% | 42.70% |
| 净负债比率 | 7.55% | 13.25% | 4.23% | 4.84% |
| 流动比率 | 1.61 | 1.53 | 1.52 | 1.54 |
| 速动比率 | 1.33 | 1.27 | 1.24 | 1.26 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.86 | 0.84 | 0.85 | 0.89 |
| 应收账款周转率 | 3.77 | 3.36 | 3.32 | 3.38 |
| 应付账款周转率 | 4.24 | 3.96 | 3.86 | 3.84 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.85 | 0.43 | 0.84 | 1.19 |
| 每股经营现金 | 0.53 | 0.51 | 1.08 | 1.16 |
| 每股净资产 | 8.08 | 6.87 | 7.72 | 8.91 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 20.60 | 40.95 | 20.71 | 14.66 |
| P/B | 2.16 | 2.54 | 2.26 | 1.96 |
| EV/EBITDA | 12.29 | 21.91 | 12.88 | 9.04 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>