

德昌股份 (605555)

证券研究报告
2026年04月28日

关税“阵痛期”，新旧动能转换

事件：

2025年，公司实现营业收入45亿元（同比+9.8%，下同），归母净利润1.6亿元（-60.4%），扣非归母净利润1.6亿元（-59.7%）。单2025Q4看，公司实现营业收入12.1亿元（+9.1%），归母净利润0.01亿元（-99.3%），扣非归母净利润0.09亿元（-91.4%）。

2026Q1，公司实现营业收入10.3亿元（同比+2.7%），归母净利润0.1亿元（-84.4%），扣非归母净利润0.1亿元（-89.6%）。

点评：

家电收入韧性增长，盈利阶段性承压。2025年公司家电业务实现营业收入38.81亿元，同比增长10.54%，整体规模保持韧性增长，但受制于美国市场关税政策、家电行业价格下行压力，以及海外新工厂摊销和汇兑问题等多重因素，公司家电业务盈利能力受损。公司在海内外产能布局相对完善，我们认为中长期看或在供给侧的出清中获取更优市场份额。

汽车零部件成为真正的“第二增长曲线”。2025年公司汽车零部件业务实现营业收入6.16亿元，同比增长49.51%，2025年全年新增定点项目20个，全生命周期金额为25亿左右，奠定后续业务增长。增量上，1）公司在EPS电机和制动电机之外，成功开发空悬电机，形成汽车零部件第三大核心产品，成长空间进一步打开；2）公司对EPS电机和制动电机进行线控化升级，SBW、EMB等在研项目有序推进，有力支撑高端产品市场突破以及单车搭载价值量提升；3）看好汽车电机国产替代趋势下公司份额持续提升。

积极打造机器人电机第三曲线。2025年公司携手领先的人形机器人企业共同开展核心关节电机的研发与试制，并已顺利完成样件交付，产品关键性能指标达到客户要求。公司正全力推进后续项目合作的深化与扩展，为未来规模化量产奠定坚实基础。

汇兑以及关税等因素拖累盈利。2025年公司毛利率12.8%（-4.6pct），主要系美国市场关税政策及家电行业价格下行所致，期间费用率8.5%（+2.5pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.6%/4.6%/3.6%/-0.3%，同比分别+0.2/+0.3/+0.2/+1.7pct，体现海外新工厂摊销费用同比有所增加以及汇兑损失。同时，出于谨慎性核算，公司2025年计提存货跌价准备3512万元（同比增加2421万元），综合影响下公司归母净利率为3.6%（-6.4pct）。2026Q1公司毛利率11.8%（-4pct），期间费用率11.2%（+3.5pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.7%/4.6%/3.6%/2.3%，同比分别+0/-0.1/-0.1/+3.7pct，除汇兑问题外其他费用基本企稳，综合影响下公司归母净利率为1.2%（-6.9pct）。随着海外新产能的逐步释放，以及成本费用的管理深化，公司盈利能力有望修复。

投资建议：公司锚定“全球智能电机系统技术商，新能源汽车与新产业驱动发展”的中期成长核心目标，基于家电、汽车电机的核心技术积累，聚焦机器人产业相关核心关节，为长期增长储备动能，推动公司从制造型企业向技术型平台企业转型。预计26-28年归母净利润分别为2.8/3.9/5.0亿元（26-27年前值为4.3/5.5亿元，由于25Q4和26Q1归母净利润大幅下降，下调26-27年预期），对应动态PE分别为26.5x/18.6x/14.6x，维持“增持”评级。

风险提示：客户集中度高、汇率波动风险、原材料价格波动风险、客户排他性约定风险。

| 财务数据和估值 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 4,094.93 | 4,496.69 | 5,338.06 | 6,228.23 | 7,185.15 |
| 增长率(%) | 47.56 | 9.81 | 18.71 | 16.68 | 15.36 |
| EBITDA(百万元) | 626.09 | 485.57 | 467.28 | 601.08 | 739.74 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 410.83 | 162.68 | 276.83 | 394.08 | 502.90 |
| 增长率(%) | 27.51 | (60.40) | 70.16 | 42.35 | 27.61 |
| EPS(元/股) | 1.10 | 0.34 | 0.57 | 0.81 | 1.04 |
| 市盈率(P/E) | 13.74 | 45.11 | 26.51 | 18.62 | 14.59 |
| 市净率(P/B) | 1.88 | 2.44 | 2.26 | 2.06 | 1.84 |
| 市销率(P/S) | 1.38 | 1.63 | 1.37 | 1.18 | 1.02 |
| EV/EBITDA | 10.43 | 16.38 | 12.97 | 10.51 | 7.87 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 家用电器/小家电 |
| 6个月评级 | 增持（维持评级） |
| 当前价格 | 15.16元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 484.07 |
| 流通A股股本(百万股) | 484.07 |
| A股总市值(百万元) | 7,338.49 |
| 流通A股市值(百万元) | 7,338.49 |
| 每股净资产(元) | 6.19 |
| 资产负债率(%) | 42.26 |
| 一年内最高/最低(元) | 22.44/14.39 |

作者

| | |
|---------------------------|---------------------|
| 周嘉乐 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110525060005 | zhoujiale@tfzq.com |
| 宗艳 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110522070002 | zongyan@tfzq.com |
| 金昊田 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110525050003 | jinhaotian@tfzq.com |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《德昌股份-半年报点评:经营阶段性承压，打造机器人新增长极》2025-09-02
- 《德昌股份-季报点评:营收稳健增长，盈利能力短期波动》2025-04-29
- 《德昌股份-年报点评报告:成长动能充足，多品类多客户有序拓展》2025-04-22

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 1,255.13 | 754.61 | 917.37 | 685.48 | 1,215.70 |
| 应收票据及应收账款 | 1,271.94 | 1,337.04 | 1,651.26 | 1,835.37 | 2,186.96 |
| 预付账款 | 30.82 | 37.97 | 43.56 | 50.51 | 57.00 |
| 存货 | 575.08 | 856.67 | 552.94 | 909.69 | 762.00 |
| 其他 | 270.11 | 364.51 | 409.44 | 420.11 | 431.40 |
| 流动资产合计 | 3,403.07 | 3,350.80 | 3,574.57 | 3,901.16 | 4,653.06 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.11 | 0.11 | 0.11 | 0.11 |
| 固定资产 | 1,098.39 | 1,423.61 | 1,627.48 | 1,780.22 | 1,927.28 |
| 在建工程 | 98.41 | 28.82 | 38.82 | 33.82 | 36.82 |
| 无形资产 | 303.58 | 354.12 | 415.02 | 495.84 | 549.87 |
| 其他 | 309.01 | 332.28 | 308.38 | 284.14 | 249.97 |
| 非流动资产合计 | 1,809.39 | 2,138.93 | 2,389.80 | 2,594.13 | 2,764.04 |
| 资产总计 | 5,212.46 | 5,489.74 | 5,964.37 | 6,495.29 | 7,417.10 |
| 短期借款 | 150.00 | 366.50 | 150.00 | 150.00 | 150.00 |
| 应付票据及应付账款 | 1,488.44 | 1,654.23 | 1,925.57 | 2,204.81 | 2,515.94 |
| 其他 | 480.29 | 380.32 | 555.19 | 490.59 | 675.06 |
| 流动负债合计 | 2,118.73 | 2,401.06 | 2,630.76 | 2,845.41 | 3,341.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 84.11 | 82.32 | 92.41 | 92.41 | 92.41 |
| 非流动负债合计 | 84.11 | 82.32 | 92.41 | 92.41 | 92.41 |
| 负债合计 | 2,202.85 | 2,483.38 | 2,723.18 | 2,937.82 | 3,433.41 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 372.36 | 484.07 | 484.07 | 484.07 | 484.07 |
| 资本公积 | 1,298.09 | 1,186.38 | 1,186.38 | 1,186.38 | 1,186.38 |
| 留存收益 | 1,325.75 | 1,358.11 | 1,568.34 | 1,889.14 | 2,320.54 |
| 其他 | 13.42 | (22.20) | 2.41 | (2.12) | (7.31) |
| 股东权益合计 | 3,009.62 | 3,006.36 | 3,241.20 | 3,557.47 | 3,983.69 |
| 负债和股东权益总计 | 5,212.46 | 5,489.74 | 5,964.37 | 6,495.29 | 7,417.10 |

| 现金流量表(百万元) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 410.83 | 162.68 | 276.83 | 394.08 | 502.90 |
| 折旧摊销 | 118.76 | 160.27 | 167.16 | 188.26 | 208.75 |
| 财务费用 | (33.29) | 20.60 | 22.34 | (17.53) | (27.41) |
| 投资损失 | (11.84) | (4.08) | (6.50) | (7.00) | (8.00) |
| 营运资金变动 | (189.36) | (359.98) | 436.30 | (319.77) | 307.91 |
| 其它 | (39.93) | 45.72 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| 经营活动现金流 | 255.17 | 25.22 | 896.44 | 238.34 | 984.45 |
| 资本支出 | 583.58 | 437.28 | 431.84 | 416.82 | 412.84 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.11 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (771.74) | (1,086.85) | (884.88) | (826.76) | (817.80) |
| 投资活动现金流 | (188.15) | (649.47) | (453.04) | (409.94) | (404.96) |
| 债权融资 | 229.33 | 229.11 | (238.66) | 17.53 | 27.41 |
| 股权融资 | (132.92) | (35.62) | (41.99) | (77.81) | (76.68) |
| 其他 | (100.97) | (133.15) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | (4.56) | 60.34 | (280.65) | (60.28) | (49.27) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 62.45 | (563.91) | 162.76 | (231.88) | 530.21 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 4,094.93 | 4,496.69 | 5,338.06 | 6,228.23 | 7,185.15 |
| 营业成本 | 3,383.90 | 3,922.46 | 4,563.57 | 5,265.46 | 6,018.07 |
| 营业税金及附加 | 14.67 | 24.52 | 29.10 | 33.96 | 39.17 |
| 销售费用 | 16.61 | 28.09 | 32.28 | 37.67 | 43.45 |
| 管理费用 | 172.62 | 204.82 | 237.81 | 277.46 | 320.09 |
| 研发费用 | 137.77 | 162.00 | 186.98 | 218.16 | 251.68 |
| 财务费用 | (79.81) | (12.66) | 22.34 | (17.53) | (27.41) |
| 资产/信用减值损失 | (16.82) | (37.94) | (5.00) | (15.00) | (15.00) |
| 公允价值变动收益 | 0.32 | 0.36 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| 投资净收益 | 11.84 | 4.08 | 6.50 | 7.00 | 8.00 |
| 其他 | 11.74 | 24.03 | 18.50 | 18.50 | 18.50 |
| 营业利润 | 456.24 | 157.98 | 286.27 | 423.86 | 551.90 |
| 营业外收入 | 1.82 | 1.11 | 1.21 | 1.38 | 1.23 |
| 营业外支出 | 4.74 | 12.92 | 5.00 | 6.00 | 6.50 |
| 利润总额 | 453.32 | 146.17 | 282.48 | 419.23 | 546.63 |
| 所得税 | 42.50 | (16.52) | 5.65 | 25.15 | 43.73 |
| 净利润 | 410.83 | 162.68 | 276.83 | 394.08 | 502.90 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 410.83 | 162.68 | 276.83 | 394.08 | 502.90 |
| 每股收益(元) | 1.10 | 0.34 | 0.57 | 0.81 | 1.04 |

| 主要财务比率 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 47.56% | 9.81% | 18.71% | 16.68% | 15.36% |
| 营业利润 | 25.23% | -65.37% | 81.21% | 48.06% | 30.21% |
| 归属于母公司净利润 | 27.51% | -60.40% | 70.16% | 42.35% | 27.61% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 17.36% | 12.77% | 14.51% | 15.46% | 16.24% |
| 净利率 | 10.03% | 3.62% | 5.19% | 6.33% | 7.00% |
| ROE | 13.65% | 5.41% | 8.54% | 11.08% | 12.62% |
| ROIC | 32.67% | 10.92% | 14.38% | 19.44% | 19.02% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 42.26% | 45.24% | 45.66% | 45.23% | 46.29% |
| 净负债率 | -36.18% | -12.37% | -23.17% | -14.59% | -26.34% |
| 流动比率 | 1.61 | 1.40 | 1.36 | 1.37 | 1.39 |
| 速动比率 | 1.33 | 1.04 | 1.15 | 1.05 | 1.16 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 3.75 | 3.45 | 3.57 | 3.57 | 3.57 |
| 存货周转率 | 8.61 | 6.28 | 7.57 | 8.52 | 8.60 |
| 总资产周转率 | 0.86 | 0.84 | 0.93 | 1.00 | 1.03 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.10 | 0.34 | 0.57 | 0.81 | 1.04 |
| 每股经营现金流 | 0.69 | 0.05 | 1.85 | 0.49 | 2.03 |
| 每股净资产 | 8.08 | 6.21 | 6.70 | 7.35 | 8.23 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 13.74 | 45.11 | 26.51 | 18.62 | 14.59 |
| 市净率 | 1.88 | 2.44 | 2.26 | 2.06 | 1.84 |
| EV/EBITDA | 10.43 | 16.38 | 12.97 | 10.51 | 7.87 |
| EV/EBIT | 12.31 | 22.32 | 20.20 | 15.31 | 10.97 |

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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。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，天风证券及/或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、评估及预测无需通知即可随时更改。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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |