

## 德昌股份 (605555.SH)

## 主业需求回暖可期, EPS 电机快速放量

德昌股份发布 2022 年报, 报告期内实现营业总收入 19.4 亿元, 同比-31.8%; 实现归母净利润 3.0 亿元, 同比-0.7%; 拟每 10 股派发现金股利 5.00 元, 以资本公积金每 10 股转增 4 股。公司同时发布 2023 年一季报, 报告期内公司实现营业总收入 5.6 亿元, 同比-1.0%; 实现归母净利润 0.4 亿元, 同比-29.8%。

□ 海外需求拖累主业表现, 2023 年回暖可期。公司原有主业包括吸尘器 ODM/OEM 和多元小家电业务, 2022 年吸尘器业务实现营收 13.8 亿元, 同比-36.4%; 多元化小家电业务实现营收 3.8 亿元, 同比-24%, 均呈现出大幅下滑趋势。公司家电主要客户包括 TTI、HOT 等, 下游市场主要分布于欧美国家, 2022 年通胀、俄乌冲突等对终端需求造成冲击, 进而导致中游品牌商和零售商进入去库存周期, 因此上游订单有所减少。进入 2023 年, 随美联储及欧洲部分国家央行加息接近结束, 终端需求有望回暖, 叠加中游去库存进入尾声, 上游 ODM/OEM 订单开始止跌回升。据国家统计局数据, 2023 年 Q1 家电行业累计出口 1412 亿元人民币, 同比+3.2%, 其中 3 月出口 569.8 亿元人民币, 同比+20.3%, 也在一定程度上反映出欧美需求进入恢复周期。从产能布局上来看, 公司越南生产基地家电产能达到 300 万台/年, 2022 年实现销售额 3.8 亿元, 同比+146%, 分散产能有助于降低美国出口关税的不确定性; 从客户拓展方面来看, 除深度合作的 TTI 之外, 公司也与其它国际知名家电品牌进行了数个合作项目, 部分项目已实现批量供货。

□ EPS 电机快速放量, 定点项目持续落地。2022 年公司 EPS 电机及制动电机业务实现营收 7420 万元, 同比+1902%, 出货量达到 44 万台。EPS 电机定点方面, 公司在 2022 年收获采埃孚、捷太格特和耐世特 3 家头部 Tier 1 供应商定点; 制动电机定点方面, 公司 2022 年收获上海同驭、上海利氩 2 家定点项目; 截止 2022 年底, 公司已累计实现 26 个型号电机项目的定点。产能方面, 公司新增产能 100 万台, 设计产能达到 300 万台/年, 已有 5 条产线投入量产阶段, 另有 2 条产线处于安装调试状态。我们预计随公司 EPS 电机及制动电机产能落地, 汽零业务将成为公司收入端最重要的弹性来源。

□ 2023Q1 毛利率企稳回升, 盈利能力仍有优化空间。公司 2023Q1 毛利率 18.1%, 同比-1.6 pcts, 主要与 EPS 电机业务收入占比提升导致的结构变化有关; 期间费用率方面, 2023Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.7%/4.7%/4.0%/0.1%, 同比+0.4/+0.2/+0.1/+0 pcts, 较去年同期略有增长, 但绝对值浮动有限; 净利率 7.5%, 同比-3.0 pcts。2022 年公司 Q2-Q4 均享受汇兑利好导致净利率高基数, 但剔除汇兑影响之后, 我们认为公司 2023 年净利率仍有优化空间: 1) 2022 年 EPS 电机业务毛利率仅 1.6%, 同比-21.7 pcts, 或主要与产能爬坡过程中产能利用率不足导致折旧摊销未能充分摊薄有关, 后续随产能利用率提升, 毛利率有望得到提升; 2) 吸尘器与小家电代工业务在 2022 年上半年受大宗原材料价格上涨影响较大, 后续受益于成本回落, 毛利率亦能够实现提升。

□ 投资建议: 我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业总收入 22/25/29 亿元, 同比+15%/+14%/+16%; 分别实现归母净利润 3.0/3.5/4.3 亿元, 同比+1%/+17%/+22%, 当前股价对应 PE 18/15/13x, 维持“强烈推荐”评级。

## 强烈推荐 (维持)

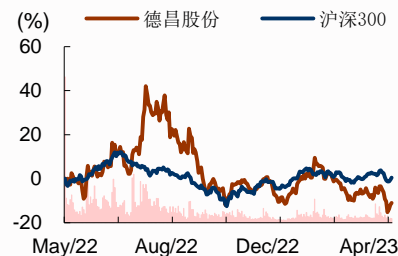
消费品/家电  
目标估值: NA  
当前股价: 20.31 元

## 基础数据

总股本 (万股)	26597
已上市流通股 (万股)	7000
总市值 (亿元)	54
流通市值 (亿元)	14
每股净资产 (MRQ)	9.7
ROE (TTM)	10.9
资产负债率	33.8%
主要股东	黄裕昌
主要股东持股比例	24.36%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-3	-4
相对表现	-7	-17	-7



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《德昌股份 (605555) — 海外需求拖累家电主业, 汽零业务定点密集落地》2022-10-30
- 《德昌股份 (605555) — 定点捷太格特与上海同驭汽车, 汽零业务快速发展》2022-09-14
- 《德昌股份 (605555) — 汇兑收益带动业绩逆势增长, 汽零业务顺利推进》2022-08-26

史晋星 S1090522010003

shijinxing@cmschina.com.cn

纪向阳 研究助理

jixiangyang@cmschina.com.cn

彭子豪 S1090522120001

pengzihao@cmschina.com.cn

□ 风险提示：汇率大幅波动，原材料价格大幅上涨，海外需求持续疲软等。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2842	1938	2223	2539	2945
同比增长	38%	-32%	15%	14%	16%
营业利润(百万元)	330	328	327	383	469
同比增长	-7%	-1%	-0%	17%	22%
归母净利润(百万元)	301	299	302	354	433
同比增长	-1%	-1%	1%	17%	22%
每股收益(元)	1.13	1.12	1.14	1.33	1.63
PE	18.0	18.1	17.9	15.3	12.5
PB	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6

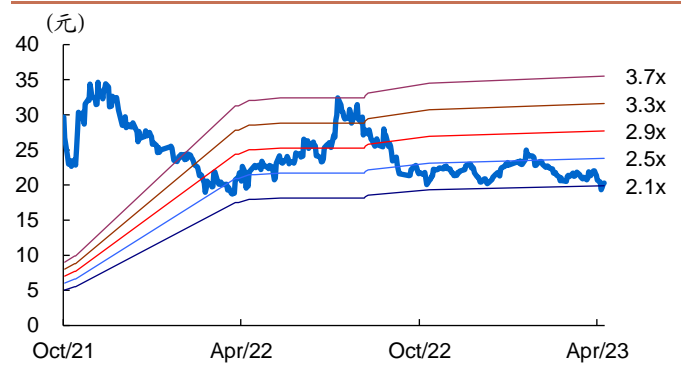
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：德昌股份历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：德昌股份历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3168	2918	2751	3089	3515
现金	1813	1763	1499	1680	1909
交易性投资	104	141	141	141	141
应收票据	0	10	11	13	15
应收款项	855	652	726	829	962
其它应收款	22	0	0	0	0
存货	333	254	263	299	342
其他	42	99	111	127	146
<b>非流动资产</b>	516	853	881	905	927
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	280	340	394	441	481
无形资产商誉	112	142	128	115	104
其他	124	371	359	350	342
<b>资产总计</b>	<b>3684</b>	<b>3771</b>	<b>3632</b>	<b>3994</b>	<b>4441</b>
<b>流动负债</b>	1320	1159	851	950	1071
短期借款	63	350	0	0	0
应付账款	1113	649	694	787	902
预收账款	29	31	33	37	43
其他	115	130	124	125	126
<b>长期负债</b>	71	75	75	75	75
长期借款	30	0	0	0	0
其他	41	75	75	75	75
<b>负债合计</b>	<b>1391</b>	<b>1234</b>	<b>925</b>	<b>1024</b>	<b>1145</b>
股本	190	266	372	372	372
资本公积金	1480	1404	1298	1298	1298
留存收益	622	867	1036	1299	1626
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2292	2537	2706	2970	3296
<b>负债及权益合计</b>	<b>3684</b>	<b>3771</b>	<b>3632</b>	<b>3994</b>	<b>4441</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	235	346	302	350	412
净利润	301	299	302	354	433
折旧摊销	57	63	72	76	79
财务费用	34	(143)	0	0	0
投资收益	(26)	(8)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	(128)	129	(52)	(61)	(82)
其它	(3)	5	5	7	7
<b>投资活动现金流</b>	(158)	(392)	(78)	(78)	(78)
资本支出	(107)	(365)	(103)	(103)	(103)
其他投资	(51)	(27)	25	25	25
<b>筹资活动现金流</b>	1370	154	(489)	(91)	(106)
借款变动	199	18	(356)	0	0
普通股增加	50	76	106	0	0
资本公积增加	1437	(76)	(106)	0	0
股利分配	(325)	(66)	(133)	(91)	(106)
其他	8	203	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>1447</b>	<b>108</b>	<b>(264)</b>	<b>182</b>	<b>228</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	2842	1938	2223	2539	2945
营业成本	2292	1593	1703	1932	2214
营业税金及附加	13	14	13	15	18
营业费用	9	9	9	10	12
管理费用	111	99	100	114	133
研发费用	98	81	89	102	118
财务费用	23	(179)	0	0	0
资产减值损失	(4)	(7)	(7)	(7)	(7)
公允价值变动收益	3	1	5	5	5
其他收益	10	6	5	5	5
投资收益	26	8	15	15	15
<b>营业利润</b>	330	328	327	383	469
营业外收入	11	2	0	0	0
营业外支出	2	7	0	0	0
<b>利润总额</b>	339	324	327	383	469
所得税	38	25	25	29	36
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>301</b>	<b>299</b>	<b>302</b>	<b>354</b>	<b>433</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	38%	-32%	15%	14%	16%
营业利润	-7%	-1%	-0%	17%	22%
归母净利润	-1%	-1%	1%	17%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.3%	17.8%	23.4%	23.9%	24.8%
净利率	10.6%	15.4%	13.6%	13.9%	14.7%
ROE	21.5%	12.4%	11.5%	12.5%	13.8%
ROIC	19.8%	5.2%	10.7%	12.4%	13.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.8%	32.7%	25.5%	25.6%	25.8%
净负债比率	3.2%	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.4	2.5	3.2	3.3	3.3
速动比率	2.1	2.3	2.9	2.9	3.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.5	0.6	0.7	0.7
存货周转率	7.8	5.4	6.6	6.9	6.9
应收账款周转率	3.5	2.6	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	2.2	1.8	2.5	2.6	2.6
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	1.13	1.12	1.14	1.33	1.63
每股经营净现金	0.88	1.30	1.14	1.32	1.55
每股净资产	8.62	9.54	10.17	11.16	12.39
每股股利	0.25	0.50	0.34	0.40	0.49
<b>估值比率</b>					
PE	18.0	18.1	17.9	15.3	12.5
PB	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	17.7	36.4	17.5	15.2	12.7

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 招商家电研究组：

**史晋星：**复旦大学世界经济硕士，2017年-2021年四年家电行业研究经验，曾工作于申万宏源证券研究所，先后获得2017年水晶球第四，2019-2020年水晶球第五，2017/2020年新财富入围等奖项。

**彭子豪：**北京大学光华管理学院工商管理硕士，英国华威大学统计学学士，2020年加入招商证券家电研究团队。

**纪向阳：**上海财经大学经济学类硕士，南京航空航天大学工学学士，曾就职于民生证券研究院，2022年加入招商证券研发中心，从事家电行业研究。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。